

总量与结构宽松并重，监管缓和提升资金供给

西南宏观观点

- **央行对经济下行担忧明显加大。**人民银行按季度发布的货币政策执行报告向来是我们观察货币政策的一个窗口。每期报告发布之后，我们都会对报告第五部分“货币政策趋势”逐字逐句做文本分析，观察其措辞相对上一期报告有什么变化。就18年3季度货币政策执行报告和18年2季度报告文本对比来看，央行对经济下行担忧明显加大。对于经济风险与挑战，3季度货币政策执行报告中央行表示：“当前经济运行稳中有变，外部环境发生深刻变化，经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露”。相对于2季度货币政策执行报告：“同时也要注意防范短期内需求端‘几碰头’可能对经济形成的扰动，”的表述，央行连续指出当前经济下行压力加大、企业经营困难增多，外部风险上升以及长期累积风险暴露等一系列问题，显示央行对经济前景趋于严峻的判断，这也意味着未来通过宽松货币政策来稳增长力度将明显上升。
- **货币政策宽松总量与结构将并重，力图疏通货币政策传导渠道，加大对民营企业金融支持，同时保持风险可控。**央行从2季度开始，货币政策在实际操作中转向全面宽松。但由于政策传导渠道不畅，并未实现实体经济信用总量的有效扩张。在经济下行压力加大环境下，央行货币政策宽松的前提不会改变，同时会更加注重疏通政策传导渠道。央行在本次货币政策报告中继续强调对传导渠道疏通的重要性。而未来结构性货币政策工具可能成为疏通传导渠道的重要方法。本次货币政策报告中央行用了较多文字阐述了结构性货币政策工具，特别是对民营企业和小微企业定向支持的政策。本次报告中表示：“实施好民营企业债券融资支持工具，研究设立股权融资支持工具，带动民营企业信贷、债券、股权等融资渠道改善”。这意味着除已经出台的信用缓释工具之外，还可能有了新的支持民营企业股权融资工具出台。同时，央行表示“用好定向降准、再贷款再贴现、抵押补充贷款等政策工具，扩大中期借贷便利合格抵押品担保范围，加大对小微企业等重点领域和薄弱环节的金融支持。”未来针对民营企业和小微企业的这些政策支持都将更大幅度的出台。但央行对民营企业的融资支持并非运动式的，央行要求按照市场化的原则加大对民营企业的融资支持，对小微企业金融服务要求以“户数增加、投入增加、成本下降、风险可控”为目标。显示央行引导金融机构支持民营企业和小微企业增加资金支持更多以市场化的方式，同时需要保持金融体系风险状况稳定。
- **稳增长与去杠杆并重，金融监管力度有望减缓。**随着经济下行压力的加大，稳增长重要性开始上升，央行在本次货币政策报告中表示要：“处理好稳增长与去杠杆、强监管的关系”。同时在关于金融监管部分删除了“积极化解影子银行风险，稳妥处置各类金融机构风险，全面清理整顿金融秩序”的表述。显示随着稳增长压力的上升，金融监管力度将出现明显缓和。同时伴随政策要求金融机构加大对实体经济资金投放，金融监管的力度将有望减缓。部分领域甚至可能出现新的规避监管式的金融创新。因而表外融资大幅收缩状况将逐步改观，金融体系货币创造能力将逐步提升，资金供给将逐步增加。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250513090001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

相关研究

1. 年内通胀压力有限，工业品价格涨幅继续收窄 (2018-11-09)
2. 如何有效增加对民营企业贷款 (2018-11-09)
3. 支持民企政策将集中出台，汇率短期在7附近徘徊 (2018-11-04)
4. 经济下行担忧加剧，稳增长以结构性政策为主——政治局会议解读 (2018-11-01)
5. 经济呈现全面下行态势，稳增长压力再度上升 (2018-10-31)
6. 未来可能发生趋势转变的几个方面——月度经济预测 (2018-10-28)
7. 企业盈利能力继续恶化，信用风险改善难持续 (2018-10-28)
8. 银行惜贷情绪渐浓，实体融资需求疲弱——2018年4季度银行信贷经理调研 (2018-10-26)
9. 个税调整减税效果及对经济影响估计 (2018-10-21)
10. 经济下行压力加大，稳增长政策出台有望加速 (2018-10-20)



- **资金未淤积于银行体系与实体资金偏紧的矛盾背后，是表外转表内带来自动形成的货币紧缩。**央行在本次货币政策报告中用专栏的形式说明了央行投放的资金并未淤积于银行体系，而是基本上全部传导到实体经济。央行用超储率在1.5%的低位来做证据。但事实上，我们看到央行今年已经实施了4次降准（其中3次基本上是全面降准），同时基础货币保持增长，因而银行间市场流动性保持宽松，但实体经济信用并未改善，社融继续保持偏弱态势。央行认为投放资金基本上传导到实体经济与实体经济资金偏紧的显示存在矛盾，这种矛盾的背后事实上是表外转表内自动形成的货币紧缩。金融监管强化以来，表外业务剧烈收缩，而随着资管新规落地，表外业务收缩形成趋势。需要看到的是，由于表外业务无需缴纳存款准备金，因而相较于表内业务存在更高的货币乘数。这意味着通过表外转表内的方式增加1单位表内融资，将导致明显高出1单位的表外融资收缩，我们初步估计这个规模在1.2倍以上。也就是说，表外转表内自动会形成20%以上的货币紧缩，如果这部分不通过更为强力的表内宽松政策来解决，事实上就会形成货币紧缩。
- **央行对通胀预期稳定，不会影响货币政策宽松。**央行在本次货币政策报告中用专栏的形式阐述了对通胀的看法。央行认为近期价格上涨主要受短期临时性因素影响，从影响价格的中长期因素看，物价上涨的压力不大。这显示了央行对通胀走势稳定的判断，而短期的价格波动不会对货币政策形成实质性影响，不会改变央行货币政策宽松态势。
- **央行将加强汇率管控，人民币兑美元汇率短期将继续在7附近运行。**今年4月以来，随着美元指数持续走强和中美利差收窄，人民币兑美元出现明显贬值。目前人民币兑美元汇率已经贬值至7附近，7成为市场关注的关键心理点位。央行在3季度货币政策报告中对汇率政策添加了“在必要时加强宏观审慎管理”，以保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定的表述，显示央行将加强汇率管控。因而人民币汇率短期内将继续在7附近运行，破7的可能性有限。
- **利率改革逐步“两轨合一轨”，降息可能性有限。**央行在本次货币政策执行报告中强调将“推动利率体系逐步‘两轨合一轨’”，这意味着央行希望改变目前银行体系基准利率和市场利率并存的两轨现象。通过健全市场化的利率形成机制，完善利率走廊机制，增强利率调控能力，来实现这个目标。因而央行在此动用非市场化的政策基准利率可能性有限，同时在存款端市场利率明显高于基准利率的情况下，央行降息也是逆市场趋势的。因而，我们认为虽然经济下行压力加大，但央行再次启用降息方式宽松的可能性有限。
- **金融市场资金供给或明显改善，债市慢牛将延续。**本次货币政策执行报告显示央行对经济下行担忧明显上升，因而货币政策宽松态势将延续。央行将通过多种结构性方法引导金融企业加大对民营企业和小微企业的资金投放。但在出口、基建、房地产等终端需求未能有效回暖情况下，基于对未来需求的谨慎预期，民营和小微企业进行固定资产投资动力不足。因而银行体系投放资金不一定能够有效的流入实体经济。而另一方面随着金融监管缓和，金融创新将再度加快，金融体系货币创造能力将再度攀升。金融市场的资金供给状况可能明显改善，这将对股市和债市均带来机会。而基本面持续走弱和资金面改善将推动债市延续慢牛态势。

货币政策报告第五部分“货币政策趋势”文本比对

以下为《2018 年第三季度中国货币政策执行报告》第五部分“货币政策趋势”的文本比对分析。我们通过对比 2018 年 3 季度和 2018 年 2 季度报告的文字差异,来找寻货币政策的新动向。正体部分为上季度已有的语句;黑体部分为新增语句;加了删除线的部分为 2018 年 2 季度报告中有,但在 2018 年 3 季度报告中删除的语句。

一、对货币运行的总体看法

下一阶段,中国人民银行将按照党中央、国务院决策部署,坚持稳中求进工作总基调,坚持新发展理念,落实高质量发展要求,抓住主要矛盾,紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务,处理好稳增长、调结构、防风险的平衡,创新和完善金融宏观调控。保持政策的连续性和稳定性,提高政策的前瞻性、灵活性和针对性。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架,稳健的货币政策要保持中性,松紧适度,把好货币供给总闸门,在多目标中把握好综合平衡,保持流动性合理充裕,根据形势变化及时动态预调微调。进一步加强政策协调,注重稳定和引导预期,优化融资结构和信贷结构,疏通货币政策传导渠道。深化利率和汇率市场化改革,大力推进金融改革开放发展,创新货币政策工具和机制,进一步提高金融服务实体经济的能力和意愿。处理好稳增长与去杠杆、强监管的关系,打好防范化解金融风险攻坚战,坚定做好结构性去杠杆工作,把握好力度和节奏,守住不发生系统性金融风险底线。聚焦进一步深化供给侧结构性改革,在实施稳健中性货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者之间,形成三角形支撑框架,促进国民经济整体良性循环。

二、对实体经济的看法

基调

2018 年以来,中国经济平稳增长,经济运行保持韧性,延续总体平稳、稳中向好的发展态势。结构调整继续推进,供求总体平衡,消费对经济增长的拉动作用增强,制造业投资和民间投资增速回升,进出口较快增长,物价、就业形势稳定。但基建投资增速下行,企业经营景气有所回落,需关注内外部不确定不稳定因素带来的下行压力。初步核算,前三季度国内生产总值 65.1 万亿元,按可比价格计算,同比增长 6.7%,其中第三季度增长 6.5%。前三季度全国居民消费价格同比上涨 2.1%,其中第三季度同比上涨 2.3%。

积极因素

展望未来一段时期,经济保持平稳发展的有利因素仍然较多。从国际上看,全球经济总体延续复苏态势,仍保持较快增长。从国内来看,经济增长韧性较强,总供求基本平衡,增长动力加快转换,经济基本面长期向好的趋势没有改变。中国发展有巨大的潜能,新型城镇化、服务业、高端制造业以及消费升级有很大的发展空间,回旋空间也比较大。经济体制改革持续推进,在供给侧结构性改革和市场机制的作用下,内需对经济的拉动不断上升,新兴产业蓬勃发展,传统产业转型升级态势良好,经济结构继续优化,我国经济供求总体平衡,就业形势向好。增长动力加快转换,新兴产业蓬勃发展,传统产业转型升级态势良好,工业企业利润较好,产能利用率提高,经济结构继续优化。与此同时,宏观杠杆率趋于稳定,金融风

险防控成效显著，金融对实体经济的支持力度较为稳固。金融与经济的关系正在发生一些变化，在高质量发展和经济结构调整阶段，低一些的融资增速仍能够支持经济平稳运行。中国人民银行 2018 年第三季度的企业家问卷调查显示，宏观经济热度指数和信心指数同比上升、环比小幅下降，处于近年来较高水平；城镇储户问卷调查显示，居民就业感受和预期指数也保持在相对高位。

风险和挑战

也要看到，当前经济运行稳中有变，外部环境发生深刻变化，经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露，一些政策效应有待进一步释放。制约经济持续向好的结构性、深层次问题依然存在，加快建设现代化经济体系、推动高质量发展任务艰巨繁重，同时也要注意防范短期内需求端“几碰头”可能对经济形成的扰动。从国际环境看，世界经济政治形势更加错综复杂，地缘政治风险依然较大，主要发达经济体货币政策正常化存在不确定性，贸易摩擦给未来出口形势带来较大不确定性，可能造成外需对经济的边际拉动作用减弱，还可能冲击投资者情绪，加剧金融市场波动。IMF 在 10 月份将 2018、2019 年全球经济增速预期均由 3.9% 下调至 3.7%，并将 2019 年中美两国增速预期分别由 6.4% 和 2.7% 下调至 6.2% 和 2.5%。从国内看，基建投资增速下行，金融机构风险偏好下降，信用增长延续放缓态势，小微企业、民营企业融资难问题较为突出，货币政策传导仍然面临一定约束。民间投资活力尚显不足，内生增长动力有待进一步增强，把握好稳增长、调结构和防风险之间的平衡仍面临较多挑战。随着地方政府投融资行为和金融机构运作更加规范，基建投资增速有所下行，短期内或将对经济形成一定扰动，但从中长期看有利于实现经济增长动能转换。

三、对通胀的看法

总体形势

物价形势总体较为稳定。

通胀压力可控

物价涨幅主要根本上取决于经济基本面状况和供求的相对变化。目前，全球主要经济体消费价格涨幅略有上行，但仍多在相对低位运行，国内经济运行总体平稳，粮食丰收丰产，部分地区完成阶段性医疗服务价格改革，这些都有利于物价保持平稳。受部分农产品价格回升、猪瘟疫情等影响，短期内物价存在上行的可能性，受大宗商品和部分农产品价格回升等影响，价格也可能上行，2018 年消费物价的翘尾因素也比上年高一些，但总体来看通胀压力可控。中国人民银行第三季度城镇储户问卷调查显示，未来物价预期指数较上季回升 2.7 个百分点。对未来物价可能的不确定变化，亦须密切关注。

四、货币政策展望

基调

下一阶段，中国人民银行将按照党中央、国务院决策部署，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，~~落实高质量发展要求，抓住主要矛盾~~，紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，~~处理好稳增长、调结构、防风险的平衡~~，创新和完善金融宏观调控。保持政策的连续性和稳定性，提高政策的前瞻性、灵活性和针对性。**健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架**，稳健的货币政策要保持中性，松紧适度，把好货币供给总闸门，~~在多目标中把握好综合平衡，保持流动性合理充裕，根据形势变化及时动态预调微调~~。进一步加强政策协调，注重稳定和引导预期，~~优化融资结构和信贷结构，疏通货币政策传导渠道~~。深化利率和汇率市场化改革，大力推进金融改革开放发展，创新货币政策工具和机制，进一步提高金融服务实体经济的能力和意愿。**处理好稳增长与去杠杆、强监管的关系，打好防范化解金融风险攻坚战，坚定做好结构性去杠杆工作，把握好力度和节奏，守住不发生系统性金融风险底线**。聚焦进一步深化供给侧结构性改革，在实施稳健中性货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者之间，形成三角形支撑框架，促进国民经济整体良性循环。

具体措施之一：宏观货币政策方向

一是实施好稳健中性的货币政策，增强政策的前瞻性、灵活性、和针对性，保持货币政策的稳健中性，~~把好货币供给总闸门~~。**健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，把好货币供给总闸门**，灵活运用多种货币政策工具组合，合理安排工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，维护流动性合理充裕，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，~~保持适度的社会融资规模，把握好稳增长、调结构、防风险之间的平衡~~。进一步加强宏观审慎管理，在充分发挥宏观审慎评估（MPA）逆周期调节作用的同时，适当发挥其结构引导作用，鼓励金融机构加大对小微企业、民营企业等薄弱环节的支持力度。

具体措施之二：货币政策结构

二是发挥货币政策的结构优化作用促进结构优化，支持经济结构调整和转型升级。用好结构性货币政策工具，定向滴灌，在激发微观主体活力方面精准发力。加强货币政策工具创新，为经营正常但暂遇困难的微观市场主体纾困，弥补市场失灵。落实好前期出台的各项定向调控和精准调控政策措施。实施好民营企业债券融资支持工具，研究设立股权融资支持工具，带动民营企业信贷、债券、股权等融资渠道改善。引导金融机构落实好对国有民营经济一视同仁的精神，按照市场化原则加大对民营企业的融资支持。用好定向降准、再贷款再贴现、抵押补充贷款等政策工具，扩大中期借贷便利合格担保品范围，加大对小微企业等重点领域和薄弱环节的金融支持，推动实现小微企业金融服务“户数增加、投入增加、成本下降、风险可控”目标。继续切实落实政策要求，坚决遏制隐性债务增量，稳妥化解银行债务存量，推动分类协商处置存量债务，保护债权人合法权益。积极支持工业稳增长调结构增效益，优化对制造业转型升级的金融支持与服务，做好化解过剩产能金融服务工作。深化科技金融结合发展，探索金融支持关键领域自主创新市场化运作的长效机制，做好科技、文化、战略性新兴产业等国民经济重点和关键领域金融服务。加大对京津冀协同发展等国家重大战略、绿

色金融、物流、养老等现代服务业、乡村振兴等的金融支持力度。进一步发挥信贷资产证券化盘活存量的积极作用，推动经济提质增效和转型升级。

具体措施之三：利率、汇率及人民币跨境结算

三是进一步深化利率市场化和人民币汇率形成机制改革，提高金融资源配置效率，完善金融调控机制。督促金融机构健全内控制度，增强自主合理定价能力和风险管理水平，从提高金融市场深度入手继续培育市场基准利率和完善国债收益率曲线，不断健全市场化的利率形成机制。**强化央行政策利率体系的引导功能**，完善利率走廊机制，增强利率调控能力，进一步疏通央行政策利率向金融市场及实体经济的传导，**推动利率体系逐步“两轨合一轨”**。加强对金融机构非理性定价行为的监督管理，发挥好市场利率定价自律机制的引导作用，采取有效方式激励约束利率定价行为，强化行业自律和风险防范，维护公平定价秩序。深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，~~加大市场决定汇率的力度~~，增强人民币汇率双向浮动弹性，**并在必要时加强宏观审慎管理**，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加快发展外汇市场，坚持金融服务实体经济的原则，为基于实需原则的进出口企业提供汇率风险管理服务。稳步推进人民币资本项目可兑换，完善人民币跨境使用的政策框架和基础设施，坚持发展、改革和风险防范并重。**支持人民币在跨境贸易和投资中的使用，推进人民币对其他货币直接交易市场发展，更好地为跨境贸易人民币结算业务发展服务**。密切关注国际形势变化对资本流动的影响，完善对跨境资本流动的宏观审慎政策。

具体措施之四：金融市场创新

四是完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用。坚持金融服务实体经济原则，推动债券市场产品创新和制度建设，健全债券违约风险防范和处置机制，促进公司信用类债券发行准入和信息披露规则统一，加强绿色金融债券存续期监督管理。继续稳步有序推动债券市场双向开放，支持境外机构在境内市场发行债券及境内机构赴境外发行债券融资，同时推动境外机构投资境内债券市场。持续推动债券二级市场发展，提升债券市场流动性，**不断优化交易、清算和结算等相关安排，完善做市商制度等市场化评价体系建设，并推动完善会计、审计、税收等方面的配套政策，并推动完善会计、审计、税收等方面的配套政策**，为市场参与者创造更加友好、便利的投资环境。建立金融市场基础设施的统筹管理框架，进一步加强市场基础设施建设，确保金融市场安全高效运行和整体稳定。加快建立统一的债券市场执法机制，打击市场违法犯罪行为，保护投资者利益，维护债券市场秩序，促进金融市场平稳发展。**围绕资本市场改革，加强制度建设，激发市场活力，促进资本市场长期健康发展。**

具体措施之五：金融机构改革

五是深化金融机构改革，扩大对外开放，通过增加供给和竞争改善金融服务。持续深化大型商业银行和其他大型金融企业改革，完善公司治理，规范股东大会、董事会、监事会与管理层关系，完善经营授权制度，形成有效的决策、执行、制衡机制，提高经营管理水平和风险控制能力。**创新银行资本补充工具，提升金融机构资本水平**。继续推动农业银行“三农金融事业部”深化管理体制和运行机制改革，采取有效措施进一步激发县事业部活力，不断提高服务县域经济的能力和水平。推动全面落实开发性金融机构、政策性银行改革方案，会同有

关单位根据改革方案要求和职责分工，抓紧做好健全治理结构、业务范围划分、完善风险补偿机制等后续工作，通过深化改革加快建立符合中国特色、能更好地为当前经济发展服务、可持续运营的开发性和政策性金融机构及其政策环境。~~按照准入前国民待遇和负面清单原则，与汇率形成机制改革和资本项目可兑换程度相配合，在重视防范金融风险的基础上，大幅度放开金融业对外开放，提升国际竞争力。拓宽中外金融市场合作领域，建立健全公开透明、操作便利、风险可控的合格境外投资者制度。~~

具体措施之六：防范风险

六是打好防范化解金融风险攻坚战，**处理好稳增长与去杠杆、强监管的关系，守住不发生系统性金融风险底线。**坚持底线思维，坚持稳中求进，抓住主要矛盾，在国务院金融稳定发展委员会的牵头抓总下，充分发挥国务院金融稳定发展委员会办公室作用，加强部门间协调配合，明确时间表、路线图、优先序，把握好工作节奏和力度，~~有效控制宏观杠杆率和重点领域信用风险，积极化解影子银行风险，稳妥处置各类金融机构风险，全面清理整顿金融秩序，加强预期管理和舆情引导，切实防范金融市场异常波动风险和外部冲击风险。~~争取通过三年时间的努力，金融结构适应性提高，金融服务实体经济能力明显增强，金融工作法治化水平明显提升，硬约束制度建设全面加强，系统性风险得到有效防控，为全面建成小康社会创造良好的金融环境。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn