

证券 II 行业

T+0：海外经验与启示

核心观点：

- **国内恢复 T+0 交易制度预期升温。** 中共中央国务院在《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》中提出“完善股票市场基础制度”、金融委提出“发挥好资本市场枢纽作用，提升市场活跃度”。近日，上交所称正研究引入单次 T+0 交易，保证市场的流动性。
- **全球视野看 T+0：主流市场普遍采用但伴随严格监管，国内曾尝试但取消。** T+0 已在海外及中国台湾等多个主流市场实行，但并非完全放开股票买卖限制，而是按照本土市场情况设置了一定监管措施。例如：美国市场依据账户金额和账户性质决定交易制度；日本仅允许每只股票当日“T+0”内回转交易一次且配合实行特殊涨跌停制度；中国台湾分别以信用账户资券相抵冲销和现股当日冲销交易来实现“T+0”，并通过保证金制度、回转交易额控制制度和证券公司损益评估制度对“T+0”加以限制。为活跃市场，国内于 1992 年引入 T+0 制度，但当时市场条件并不成熟，T+0 带来成交量增长的同时也带来了过度投机，1995 年又重新启用 T+1 制度并延续至今。
- **韩国和中国台湾转换至 T+0 交易制度，均起到了稳定市场、提升效率的效果。** (1) 韩国 1997 年实现 T+0，从市场表现来看，短期市场活跃度显著上升，总市值、总交易额、换手率与市盈率半年内涨幅分别达到 10%、46%、53%、23%；从波动率来看，并未对市场造成强烈冲击，韩国综合指数表现平稳。总体上，韩国实施 T+0 交易制度在保证市场稳定的前提下有效促进了市场效率。(2) 中国台湾 T+0 经历了“成立、取消、恢复”三个阶段。从 1994 年到 2014 年的十年变迁中，交易账户逐步由信用账户放开至现金账户，交易证券范围从融资融券扩大至有价证券；风控成为台湾 T+0 的一大特点，在保证金制度、每日评估制度、月度评估制度的三重制度保证下，市场风险有效降低。基于此，台湾 T+0 在平稳的基础上有效提高了市场活跃度。
- **展望未来：国内 T+0 制度条件逐渐成熟。** 国内市场运行不断成熟，机构投资者占比不断提升，期现市场存在的制度不平等也将推动改革，因此资本市场改革深化背景下试点 T+0 具备了较完备的市场条件。然而 T+0 制度必然伴随一定限制。从投资者适当性管理角度看，必须设立准入门槛，保护中小投资者利益；从风险监管角度看，限制 T+0 频次且应当设立保证金与定期账户评估制度从而实时监测交易账户，防止过度投机。从海外及中国台湾经验看，T+0 将提升券商业绩和估值。
- **投资建议：** 看好 $\alpha + \beta$ 共振投资机会，维持证券行业“买入”评级。
- **风险提示：** 市场成交金额持续下滑；信用风险溢价上升，使得外需环境不确定性增加等。

行业评级

买入

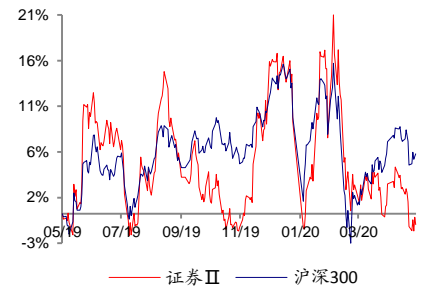
前次评级

买入

报告日期

2020-06-01

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901

chenfu@gf.com.cn

分析师：

陈卉



SAC 执证号：S0260519040001



SFC CE No. BOX142



0755-82535901

gfchenh@gf.com.cn

分析师：

陈韵杨



SAC 执证号：S0260519080002



SFC CE No. BOX139



0755-82984511

chenyunnyang@gf.com.cn

相关研究：

- 证券 II 行业:国内衍生品发展 2020-05-19
方向及券商业空间展望
- 证券 II 行业:4 月业绩大幅增长，关注流动性与政策共振的投资机会 2020-05-12
- 证券行业 2020 年一季报总结：业务结构阶段性变化，行业发展逻辑并未改变 2020-05-05

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最新	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
海通证券	600837.SH	CNY	12.92	20200429	买入	17.75	0.99	1.16	13.05	11.14	1.09	1.01	8.7%	9.4%
华泰证券	601688.SH	CNY	18.32	20200430	买入	25.65	1.19	1.41	15.39	12.99	1.29	1.22	8.5%	9.6%
中信证券	600030.SH	CNY	23.82	20200428	买入	28.88	1.14	1.40	20.89	17.01	1.65	1.56	8.5%	9.4%
国泰君安	601211.SH	CNY	16.68	20200430	买入	24.90	1.20	1.45	13.90	11.50	1.00	0.97	7.5%	8.6%
东方财富	300059.SZ	CNY	18.40	20200410	增持	23.63	0.43	0.47	42.79	39.15	3.99	3.73	9.3%	9.6%
招商证券	600999.SH	CNY	18.37	20200429	买入	21.87	1.14	1.21	16.11	15.18	1.34	1.29	8.4%	8.5%
海通证券	06837.HK	HKD	6.69	20200429	买入	9.19	0.99	1.16	6.15	5.25	0.52	0.48	8.7%	9.4%
HTSC	06886.HK	HKD	12.64	20200430	买入	17.70	1.19	1.41	9.67	8.16	0.81	0.76	8.5%	9.6%
中信证券	06030.HK	HKD	14.48	20200428	买入	17.56	1.14	1.40	11.57	9.42	0.91	0.86	8.5%	9.4%
国泰君安	02611.HK	HKD	10.52	20200430	买入	15.70	1.20	1.45	7.98	6.61	0.58	0.56	7.5%	8.6%
中金公司	03908.HK	HKD	12.18	20200331	买入	17.48	1.15	1.37	9.65	8.10	0.95	0.88	10.3%	11.3%
招商证券	06099.HK	HKD	8.46	20200429	买入	10.07	1.14	1.21	6.76	6.37	0.56	0.54	8.4%	8.5%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: A+H 股上市公司的业绩预测一致, 且货币单位均为人民币; 对应的 H 股 PE 和 PB 估值, 为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。

目录索引

一、A 股“T+0”---回顾历史，审视现在	6
（一）回顾历史	6
（二）审视现在	7
二、海外“T+0”交易制度：普遍采用但有限制	9
（一）美国“T+0”交易制度概况	9
（二）日本“T+0”交易制度	11
三、韩台 T+0 经验：提升活跃度、控制波动率	12
（一）韩国“T+0”交易制度	12
（二）台湾“T+0”交易制度	15
四、国内引入 T+0 的条件逐渐成熟	21
五、投资建议	24
六、风险提示	24

图表索引

图 1: 1992 年 T+0 出台前后上证指数收盘价 (左轴) 与成交额 (右轴, 百万元)	6
图 2: 1995 年回归至 T+1 前后上证指数收盘价 (左轴) 与成交额 (右轴, 百万元)	6
图 3: 近 20 年间国内股票总市值 (左轴, 亿元) 和上市公司总数 (右轴, 家)	7
图 4: 近 20 年间国内股票、基金累计成交金额 (亿元)	7
图 5: 近十年上证指数与道琼斯指数月涨跌幅对比图	8
表 5: 日本股票市场最小报价单位表 (单位: 日元)	11
图 6: 1996 至 1998 年间韩国综合指数 (左轴) 和综合股价 200 指数 (右轴)	13
图 7: 1996 至 1998 年间韩国综合指数和综合股价 200 指数涨跌幅 (%)	13
图 8: 1997 年 T+0 出台前后韩国综合指数成交量 (左轴, 万股) 与收盘点位 (右轴)	14
图 9: 1996 至 1998 年间韩国股票总市值 (左轴, 百万韩元) 和上市股票数量 (右轴, 千手)	14
图 10: 1996 至 1998 年间韩国总交易额 (左轴, 百万韩元) 和总交易量 (右轴, 千手)	14
图 11: 1996 至 1998 年间韩国上市股票换手率 (%)	15
图 12: 1996 至 1998 年间韩国证券市场市盈率 (倍)	15
图 13: 韩国综合指数波动率 (%)	15
图 14: 1984-1985 年台湾加权指数收盘价	16
图 15: 1989-1991 年台湾加权指数收盘价	16
图 16: 1990-1993 年台湾加权指数波动率	17
图 17: 台湾 T+0 制度历史沿革	17
图 18: 台交所、台湾柜买中心信用交易资券相抵制度要点摘要	18
图 19: 1994 年 T+0 出台前后台湾加权指数成交额 (左轴, 百万元) 与收盘价 (右轴)	20
图 20: 2014 年 T+0 出台前后台湾加权指数成交额 (左轴, 百万元) 与收盘价 (右轴)	20
图 22: 2005 年 T+0 出台前后台湾柜台指数成交额 (左轴, 百万元) 与收盘价 (右轴)	20
图 22: 1993-1994 年台湾加权指数波动率	21
图 23: 2005-2006 年台湾柜台指数波动率	21
图 24: 1993 年 12 月台湾 T+0 后金融股走势	21
图 25: 2014 年实行 T+0 后券商股走势	21
图 26: 1995 至今上证指数波动率 (%)	22

表 1: 交易制度的历史演变	7
表 2: 各类 T+0 交易品种开放时间 & 品种举例	8
表 3: 海外及中国台湾主要市场回转交易情况	9
表 4: 美国“T+0”交易制度	10
表 6: 日本股票市场涨跌幅一览表 (单位: 日元)	11
表 7: 日本股市各股价特别报价价格范围 (单位: 日元)	12
表 8: 台湾《有价证券当日冲销交易作业办法》细则摘录	18
表 9: 有盈利的回转交易和非回转交易按帐户平均盈利统计	23
表 10: 亏损回软交易和非回转交易按帐户平均亏损统计	23

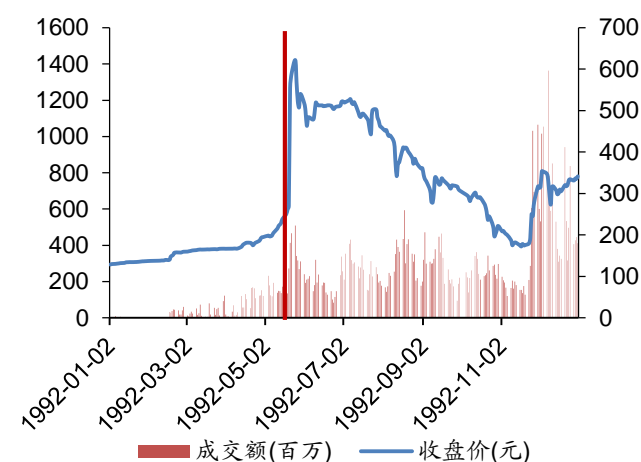
一、A股“T+0”---回顾历史，审视现在

（一）回顾历史

制度首尝，股市疯狂。T+0是一种证券交易结算制度，在股票市场中可以理解
为当日购买的股票当日即可卖出、当日卖出的股票当日可以买入。我国早在证券市
场建立初期即引入了T+0制度。1992年5月，为活跃证券交易市场，上交所在国内首
次推出T+0交易机制，而在当日上证指数收盘价从前一日的617点暴涨至1266，收盘
涨幅为105%，日成交量上涨三倍。由于股票市场投机行为存在，在随后的半年内，
上证指数疯狂下跌，每日成交量也明显增加，显现出投资者在T+0制度下的投机行为。

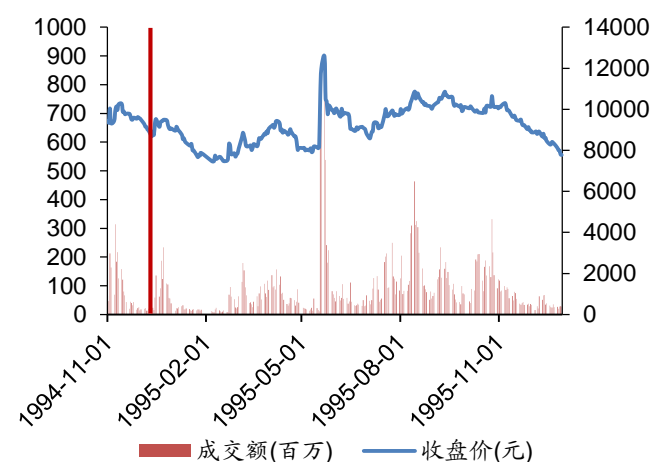
重启T+1制度，维稳股市。T+0制度下的国内股市失去了对于股票价值本质的追
求，为了抑制不理性的投资者情绪，1995年1月1日撤下了T+0制度，重新启用T+1
制度，从图2可以看出，股市的收盘价波动明显弱于刚启动T+0制度时的状况。

图1：1992年T+0出台前后上证指数收盘价（左轴）与
成交额（右轴，百万元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图2：1995年回归至T+1前后上证指数收盘价（左轴）
与成交额（右轴，百万元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

T+1制度的回归已经过去了26年，当前我国实行的T+1交易机制可以分为两类，
针对交易以及针对清算交收。对于股票而言，当日购买的股票当日不可卖出；而对
资金而言，当日卖出的股票的资金可用于继续购买股票。

表1: 交易制度的历史演变

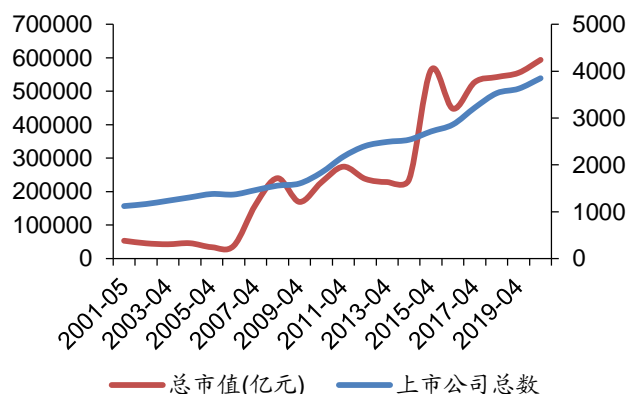
时间	交易制度的历史演变
1990 年 12 月	上交所成立, 交收制度起初设为 T+4
1991 年 10 月	市场实行无纸化交易, 正式推出 T+1 制度
1992 年 5 月	上交所首次实施 T+0
1993 年 11 月	深交所紧跟实施 T+0 制度
1995 年 1 月	两市 A 股和基金交易回归至 T+1
2001 年 12 月	两市 B 股由 T+0 回归至 T+1; 可转债由 T+1 变为 T+0
2005 年 8 月	权证实施 T+0, 股票 T+0 逐渐被淡忘
2010 年 4 月	首次引入股指期货, 实施 T+0 制度

数据来源: 上交所、深交所、广发证券发展研究中心

(二) 审视现在

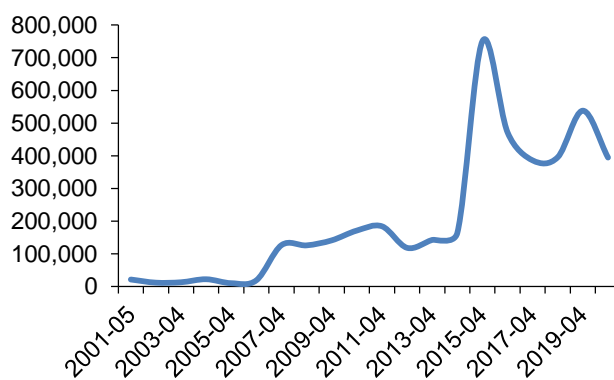
国内市场实质性的进步。从1995年1月1日实施T+1制度以来, 市场已经经历了26年的时间。截至1995年沪深两市共上市322只股票, 而时至今日国内全部上市公司数量突破3850家, 截至2020年5月, 总市值规模达到64.3万亿元。经过26年的发展, 国内的市场已今非昔比, 在全球市场中占据一席之地, 成为极具影响力的市场之一。同时, 近20年间国内股基成交金额也实现较大突破, 2001年1-5月累计成交2.11万亿元升至2020年1-4月累计达到了39.44万亿元。

图3: 近20年间国内股票总市值(左轴, 亿元)和上市公司总数(右轴, 家)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

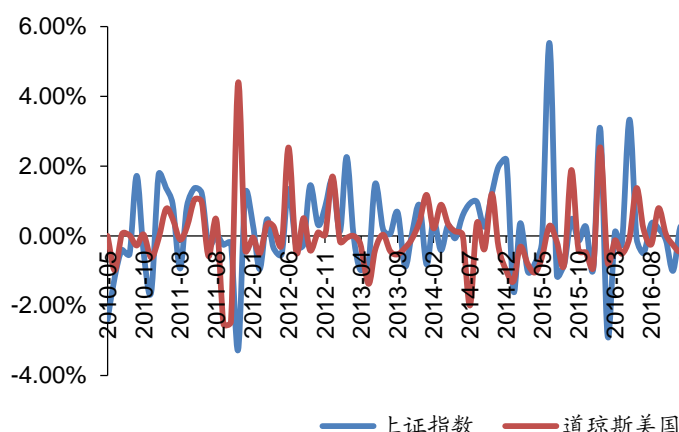
图4: 近20年间国内股票、基金累计成交金额(亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

市场波动性已经较低。从近十年的股市月涨跌幅来看, 上证指数近十年的平均月波动率为0.18%, 而道琼斯指数为-0.02%, 整体上国内市场的波动率已处于较低水平。

图5：近十年上证指数与道琼斯指数月涨跌幅对比图



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

部分产品逐步放开，但仍然规制。随着2020年1月商品期货ETF放开T+0，ETF产品均实现了日内回转交易。然而这些产品在实施T+0制度时却并非不存在相关限制。以货币基金为例，在2018年证监会与中国人民银行发布的《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》提出对货币市场基金实施T+0限额管理，同时禁止除获得基金销售资格的商业银行外的其它机构或个人为T+0业务赎回提供垫支。以规制为前提的放开T+0，更适应了我国市场的交易现状。

各类T+0交易品种为股市放开积累经验。以可转债为例，可转债目前实行的是不设置涨跌幅限制的T+0交易制度。虽然目前可转债市场表现不够稳健，但在制度逐步放开的进程中，类似可转债的产品为国内股市积累了经验，朝着国际市场进发。

表2：各类T+0交易品种开放时间及品种举例

T+0 类交易品种	开放 T+0 时间	品种举例
债券	1992 年 5 月	中证国债(H11006.CSI)
权证	2005 年 8 月	-
A 股交易性开放式指数基金	2012 年 3 月	上证 50ETF
债券交易型开放式指数基金	2013 年 12 月	国债 ETF(511010.SH)
交易型货币市场基金	2013 年 12 月	国富日日收益 A(000203.SH)
黄金交易型开放式证券投资基金	2013 年 12 月	华安黄金 ETF(518880.OF)
跨境上市开放式基金	2018 年 1 月	汇添富黄金及贵金属(164701.OF)
商品期货交易型开放式指数基金	2020 年 1 月	山证国际大商所铁矿石期货指数 ETF
部分银行理财产品	-	工银 e 灵通 ELT1401

数据来源：上交所、深交所、广发证券发展研究中心

二、海外“T+0”交易制度：普遍采用但有限制

与国内A股市场实施T+1交易制度形成对比，海外主要证券市场均采用T+0的交易制度，但各证券市场并非完全放开股票买卖的限制，而是按照本土市场的情况，设置了一定的监管措施，从而在一定程度上保护了中小投资者的权益。例如：美国市场依据账户金额和账户性质决定交易制度；日本仅允许每只股票当日“T+0”内回转交易一次且配合实行特殊的涨跌停制度；中国台湾分别以信用账户资券相抵冲销和现股当日冲销交易来实现“T+0”，并通过保证金制度、回转交易额控制制度和证券公司损益评估制度对于“T+0”加以限制。

表3：海外及中国台湾主要市场回转交易情况

国家/地区	允许/禁止	回转交易总体情况
美国	允许进行回转交易	对不同的账户和交易次数有明确限制，对“典型回转交易者”进行特殊监管。
中国台湾	允许进行回转交易	以信用交易资券相抵冲销、现股当日冲销交易方式进行。
中国香港	允许在同一交易日内完成股票的买入及卖出	在股票结算制度为 T+2 的情况下允许进行回转交易。
韩国	允许回转交易，禁止保证金交易	-
印度	在一个结算周期内可以先买后卖或先卖后买，但只允许个人投资者，机构投资者禁入	SEBI 引入逐日差额计算和日内交易限额两项监管措施，前者限制投资者的每日头寸，后者限制投资者的日内成交量。
芬兰	允许进行回转交易	-
日本	允许进行回转交易	对“T+0”交易次数有明确限制，且配合实行特殊的涨跌停制度
泰国	允许进行回转交易	对国内个人投资者有限制，要求总成交金额不超过保证金总额的 4 倍。
英国	允许进行回转交易	回转交易所占比重较低。
加拿大	允许进行回转交易	由 QSC 根据 IOSCO 的监管指引对回转交易者进行特别监管。
荷兰	允许进行回转交易	由荷兰证券委员会进行许可证管理。
巴西	允许进行回转交易	-
德国	允许进行回转交易	联邦金融服务监管局专门制定了回转交易指引。
马来西亚	允许进行回转交易	1999 年 1 月允许外资汇出回转交易所获收益。

数据来源：深交所、广发证券发展研究中心

（一）美国“T+0”交易制度概况

据SEC统计，美国股票市场总成交量的15%-20%来自T+0回转交易，然而美国股票市场并非简单地允许投资者在当日内买卖股票，而是对“T+0”交易设置了各种监管以及限制措施。

美国证监会根据账户总值的数量将个人投资者按账户分为三类：（1）现金账户（Cash Account）；（2）普通融资融券账户（Margin Account）；（3）回转交易账户（Day Trading Account）。其中：现金账户禁止日内回转交易；普通融资融券账户5天内给予3次“T+0”机会；日内回转交易账户允许“T+0”。

现金账户（Cash Account）为总资产小于2000美元的账户。该类型账户禁止从事融资融券交易，禁止日内回转交易，禁止透支和卖空，有些券商甚至禁止现金账户买卖期权等高风险产品。而且针对同一只股票，该类型账户在5日内不能对其买卖3次以上，违反该规定的账户将会被冻结90天。

融资融券账户（Margin Account）为总值位于2000-25000美元之间的账户，该类型账户可以开展普通的融资融券交易，可以进行期权买卖，但是依然不能随意进行股票日内回转交易。只在5天之内，给予3次“T+0”回转交易的机会，一旦超过此限制，账户会立刻被禁止从事任何交易，待3个交易日过后，自动转为现金账户，将失去从事融资融券、期权等其他衍生品交易的机会。待90天过后才可以申请解禁。

回转交易账户（Day Trading Account）为总值超过25000美元的账户，允许进行“T+0”回转交易。

典型回转交易账户（Pattern Day Trading Account）：如果回转交易账户在5个交易日进行过4次或4次以上回转交易，且T+0回转交易次数占比达到同期交易总额的6%以上则会被定义为典型回转交易账户。该类账户均必须遵守账户最低净值25000美元的规定，一旦低于该数值，账户会立即被冻结90天，直到净值补充到25000美元为止；且如果90天内没有“T+0”交易，会自动转为普通融资融券账户。

表4：美国“T+0”交易制度

账户类型	分类标准 (账户金额/美元)	是否允许 “T+0”	其它账户权限	其它监管措施
现金账户	<2000	不允许 “T+0”	禁止从事融资融券交易，禁止透支和卖空，部分禁止买卖期权等高风险产品	违反“搭便车”（freeriding）的规定时，投资者的现金账户将被冻结90天，这90天内必须全额支付任何证券的购买费用才能继续使用现金账户进行交易。
融资融券账户	2000-25000	5日内3次 “T+0”	可以开展普通的融资融券交易，可以进行期权买卖	一旦超过3次限制，账户立刻被禁止从事任何交易，待3个交易日过后，自动转为现金账户。保证金账户允许回转交易。投资者最多可以借入以保证金购买的股票证券购买价格的50%，在用保证金购买股票后，保证金账户中的最低权益金额需为保证金证券总市值的25%，许多经纪公司通常要求在30%-40%之间。
回转交易账户	>25000	允许“T+0”	以上均允许	回转交易次数占比达到同期交易总额的6%以上，且存在5日内的第4次及以上的交易记录定义为典型账户，90天内没有“T+0”会自动转为普通融资融券账户；且账户值低于25000美元时会被冻结。

数据来源：美国证监会官网、广发证券发展研究中心

因此，美国证券市场上的T+0交易制度并不是完全放开的，而是在多种限制条件下给予一定的权限，以防过度投机，从而保护中小投资者。

(二) 日本“T+0”交易制度

日本股票市场与美国不同，仅允许每只股票日内回转交易一次。例如，当日投资者买入股票后，可以在当日对该股票进行一次卖出交易。交易完成后，将不得对同一股票再次进行回转交易操作。而对于其它股票，则仍可以进行日内回转交易。相关的配套措施如下：

1. 限价委托最小报价单位设置

东京证券交易所规定，投资者在发出限价委托时，最小报价单位随着股票价格和股票流动性的变化而变化，其设计原则为股票价格越高，最小报价单位越高；流动性较高的TOPIX100成分股，为求最佳成交价格及缓和撮合过度集中等情况，则采用更小的价位，具体见下表。

表5：日本股票市场最小报价单位表（单位：日元）

股价水平	变动单位	
	TOPIX 成分股	其他股票
1,000（含）以下	0.1	1
1,000（不含）以上，3,000（含）以下	0.5	1
3,000（不含）以上，5,000（含）以下	1	5
5,000（不含）以上，10,000（含）以下	1	10
.....
30,000,000（不含）以上，50,000,000（含）以下	10,000	50,000
50,000,000（不含）以上	10,000	100,000

数据来源：日本证监会，广发证券发展研究中心

2. 涨跌幅设定

日本股票市场同样存在涨跌幅限制，原则上以上一交易日的收盘价为基准，根据股价的水平进行差异化设定，具体见下表。

表6：日本股票市场涨跌幅一览表（单位：日元）

基准价格	涨跌幅（上下）
100 以下	30
100（含）以上，200 以下	50
200（含）以上，500 以下	80
500（含）以上，700 以下	100
.....
5 万（含）以上，7 万以下	1 万
7 万（含）以上，10 万以下	1.5 万
.....
3,000 万（含）以上，5,000 万以下	700 万
5,000 万（含）以上	1,000 万

数据来源：日本证监会，广发证券发展研究中心

3. 特别报价制度

除了涨跌幅的设置之外，东京证券交易所还设立了特别报价制度，该制度的设计原则主要是为了降低股价频繁大幅度波动，避免投资者发出市价委托后以意想不到的价格成交。具体措施为东京证券交易所为各股价确立了相应的有效竞价范围，如果下一成交价对比上一交易价处于该范围内，交易即时成立；如果超过该范围，则显示“特别报价”。在开市时间内，无论是在确定开盘价前还是在盘中期间，均会显示该特别报价，如果将以高于上一交易成交价的价格成交，则显示“申买”特别报价，如果将以低于上一交易成交价的价格成交，则显示“申卖”特别报价。通过显示并更新特别报价，使特别报价逐渐接近下一成交价格，然后根据集合竞价制度撮合交易成立。

表7：日本股市各股价特别报价价格范围（单位：日元）

上一笔交易股价·特别报价价格	更新范围（上下）
200 以下	5
200（含）以上，500 以下	8
500（含）以上，700 以下	10
700（含）以上，1,000 以下	15
.....
5 万（含）以上，7 万以下	1,000
7 万（含）以上，10 万以下	1,500
.....
3,000 万（含）以上，5,000 万以下	70 万
5,000 万（含）以上	100 万

数据来源：日本证监会

总体而言，日本股票市场的日内回转交易制度从相关操作办法和配套措施来看，其限制主要可以分为两大类：

（1）抑制投机行为：规定单只股票在当日仅允许回转交易一次，通过交易次数的限制，能较大幅度地限制日内频繁交易的过度投机活动。

（2）抑制市场操纵行为：日本股市实行的差异化涨跌幅限制制度，能够避免日内市场操纵行为。而特别报价制度的设计，能够帮助市场监管层实时有效地识别异常报价交易，防范个股的频繁大幅度波动，抑制市场操纵行为。

三、韩台 T+0 经验：提升活跃度、控制波动率

韩国和中国台湾分别于1997年和1993/2014年将交易制度转换为T+0，其历史背景、制度条件、转换效果具有一定参考意义。

（一）韩国“T+0”交易制度

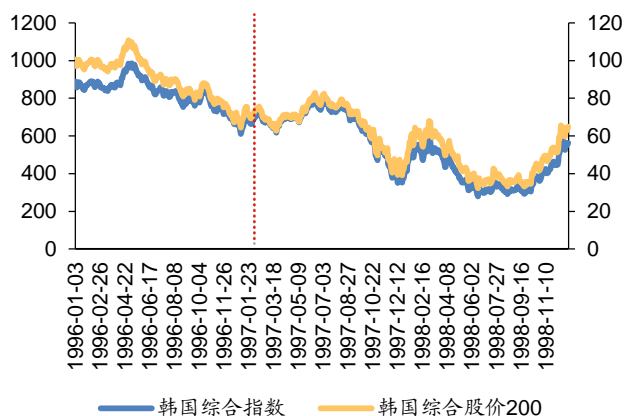
1. 历史沿革

制度转变，符合发展趋势。韩国股市向T+0交易制度的转变是顺应历史发展潮流的必然。一方面，国际化进程加速，转变交易制度与国际接轨。90年代是韩国经

济发展的黄金期，第七个五年计划提出了一系列对外开放的政策，以期实现经济社会的发达。彼时在基本面支持下，韩国证券市场也逐步走上了国际化的道路。根据深交所的研究，1981年韩国开始对外开放证券市场，允许外国投资者通过投资信托间接参与市场；1992年1月韩国引入了QFII制度，允许外国投资者直接投资于证券市场，但投资比例受到一定限制；1996年开设KOSDAQ市场，取消外资直接投资范围的限制；1998年则完全取消证券市场投资比例的限制，完全对外开放。在这样的背景下，韩国股市亟需向国际看齐，向T+0交易制度的转变是历史的必然。

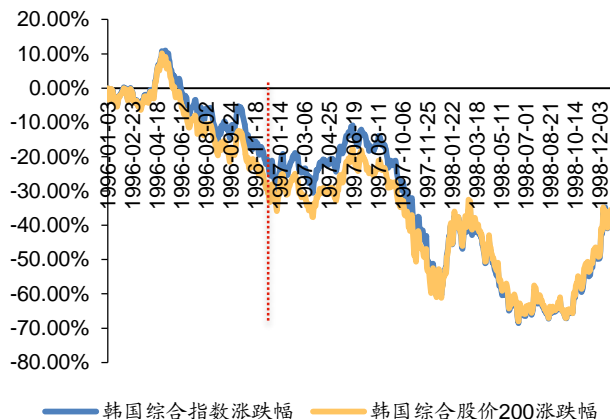
另一方面，股票市场交易制度向股指期货交易制度看齐。1996年5月，韩国证券交易所正式开始KOSPI200指数期货交易，但此时股市仍采用T+1的交易制度，股指期货与股票市场存在交易制度的不匹配问题。1997年1月，韩国开始实施T+0交易制度，在之后的一段时间内，韩国综合指数和韩国综合股价200指数波动较大，在三月份时韩国综合指数多次跌破650点，于3月24日达到最低点617.26，随后开始稳步上涨，于6月17日达到高点792.29，涨幅高达28.36%。

图6：1996至1998年间韩国综合指数（左轴）和综合股价200指数（右轴）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图7：1996至1998年间韩国综合指数和综合股价200指数涨跌幅（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

成本低、增长迅速的在线交易也为T+0交易制度提供了有利的条件。1999至2000年间，典型的经纪公司对在线交易收取0.1%至0.15%的佣金，而对线下交易则收取0.5%的佣金；根据Jay M. Chung（2009）研究显示，1998年1月韩国股市在线交易的比例仅为1.3%，而在线交易占股票交易总值在2000年12月攀升至61.5%。低成本和广泛应用的在线交易也使得T+0交易制度得以顺利实施。

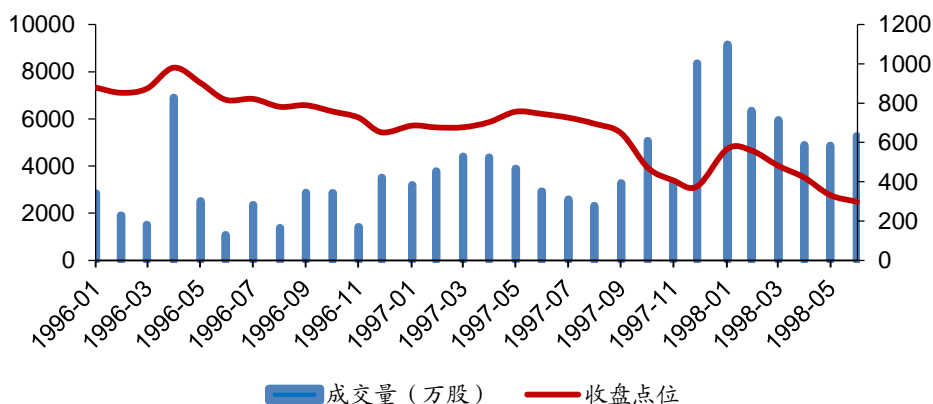
与美国T+0交易制度形成对比，韩国KOSDAQ市场允许回转交易（Day Trading），但是禁止信用交易（Margin Trading），该规定一定程度上抑制了市场上的投机行为，降低了市场风险。

2. 市场活跃情况

韩国证券交易所于1997年1月采取T+0交易制度后，半年内市场活跃度有所提升。但随后由于亚洲金融危机的爆发，市场活跃度出现下跌态势。

从成交量和收盘点位来看，恢复T+0交易制度后，韩国综合指数在半年内先降后升，成交量在最先三个月内逐渐上升，于1997年4月达到峰值，总计4365.8万股。

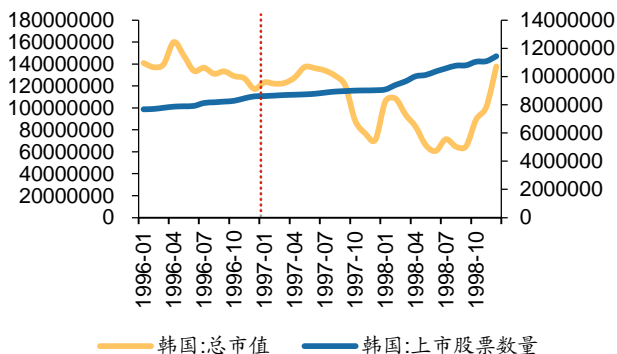
图8: 1997年T+0出台前后韩国综合指数成交量(左轴, 万股)与收盘点位(右轴)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

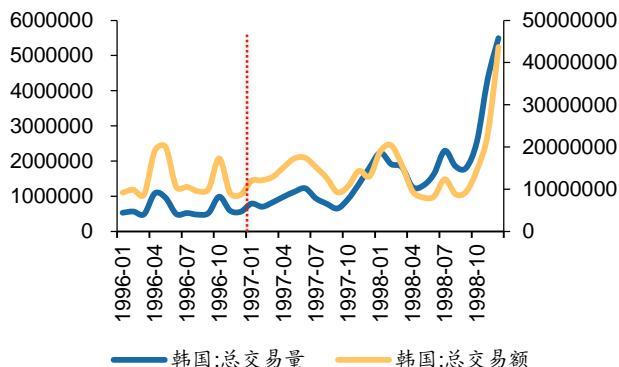
短期市场总交易额和总市值呈现向好态势。实施T+0交易制度后, 韩国上市股票的总市值稳步增长, 6月达到高点136.23万亿韩元, 较1月份涨幅达10.42%, 随后7月份在亚洲金融危机的影响下开始下跌。在总交易额与总交易量上, 2月份交易活跃度虽略不及1月, 但在后续四个月间交易一直较为活跃, 6月份总交易额达17.44万亿韩元, 相比1月总交易额增长45.66%。

图9: 1996至1998年间韩国股票总市值(左轴, 百万韩元)和上市股票数量(右轴, 千手)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

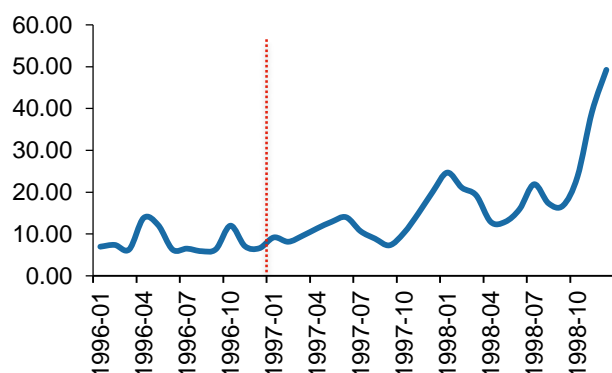
图10: 1996至1998年间韩国总交易额(左轴, 百万韩元)和总交易量(右轴, 千手)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

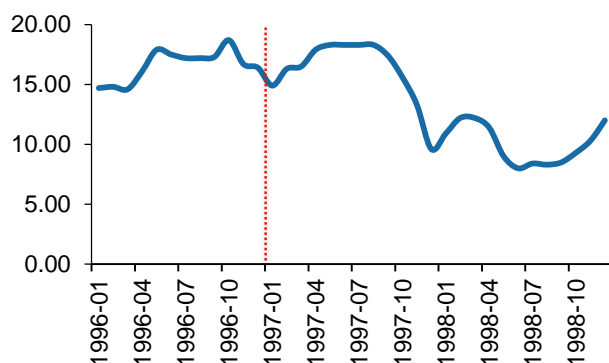
市盈率与换手率短期逐步走高。90年代间韩国股市以个人投资者为主, 此时T+0交易制度的引进导致个人投资者推动市盈率和换手率在短期内的逐步走高, 至亚洲金融危机的前一月, 换手率和市盈率的涨幅分别为52.67%和22.82%。

图11: 1996至1998年间韩国上市股票换手率 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

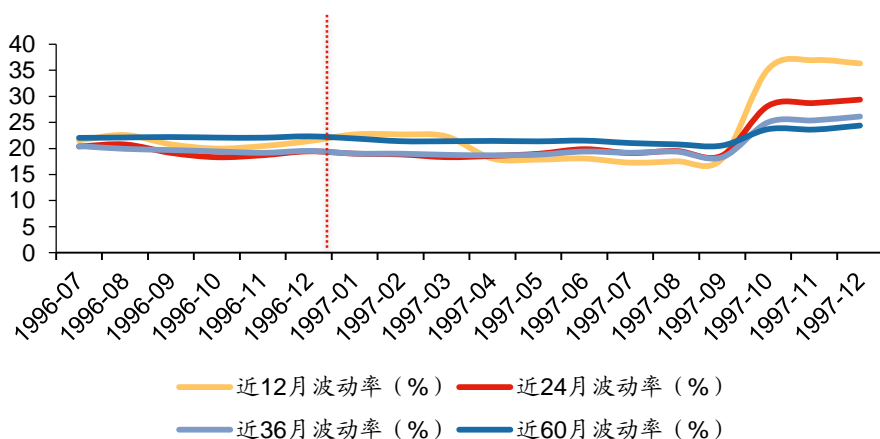
图12: 1996至1998年间韩国证券市场市盈率 (倍)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

从波动率来看,此次向T+0交易制度的转变并没有对市场造成强烈冲击,韩国综合指数的波动率表现平稳,表明在韩国的资本市场上,实施T+0交易制度在保证市场稳定的前提下有效促进了市场效率,大盘指数、市场成交额、换手率和市盈率在短期内均呈现上涨趋势。

图13: 韩国综合指数波动率 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

(二) 台湾“T+0”交易制度

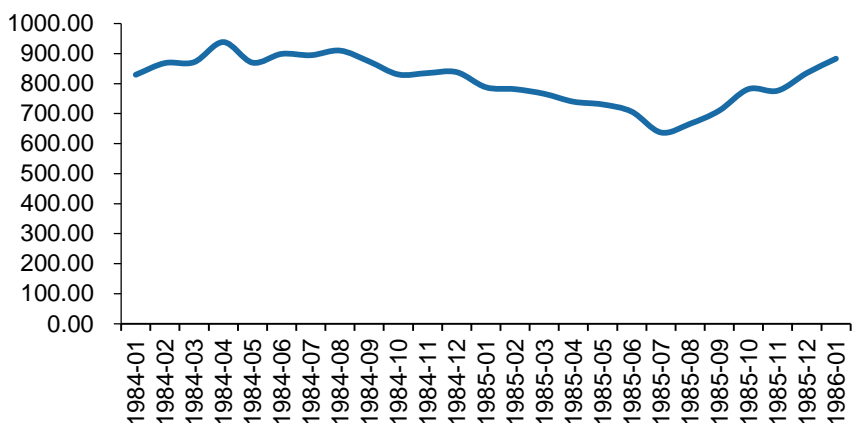
1. 历史沿革

台湾的T+0制度,又称有价证券当日冲销交易制度,历史上经历了“成立、取消、恢复”三个阶段。

取消制度,稳定市场。1985年7月17日,当日冲销交易被禁止。此前设立的当日冲销交易制度暂无资料可考,根据深交所2007年1月发布的研报《在信用交易账户开放当日回转交易的海外经验与启示》,推测其制度并未设立账户、证券范围等限制,直接允许投资者在交易当日先买后卖或先卖后买相同证券。1984年7月至1985年7月,台湾加权指数收盘价连续12个月震荡下跌,为降低市场风险、防范过度投机,

台交所废止T+0制度。

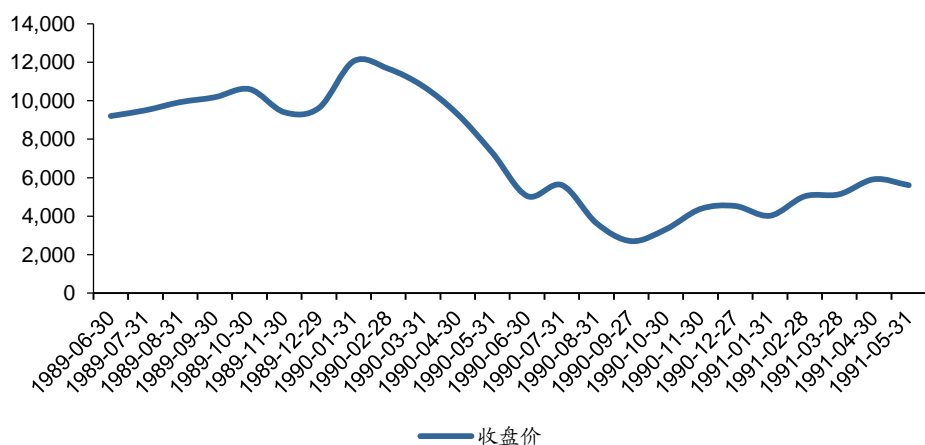
图14: 1984-1985年台湾加权指数收盘价



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

制度恢复, 加强监管力度。台湾T+0制度的回归有其偶然性, 也有其必然性。一方面, 股灾爆发, T+0回归背负着活跃市场的使命。1990年, 台湾股灾爆发, 台湾加权指数收盘价由1月底的12054.35点跌至9月底的2705.01点, 下降率达77.56%。截至1994年T+0制度回归以前, 股市虽有回暖, 但台湾加权指数收盘价仍在3000-5000点之间震荡, 市场情绪低迷, 股民对市场普遍预期较低。为了重振市场, 激发市场活跃性, 监管当局重提T+0制度。

图15: 1989-1991年台湾加权指数收盘价

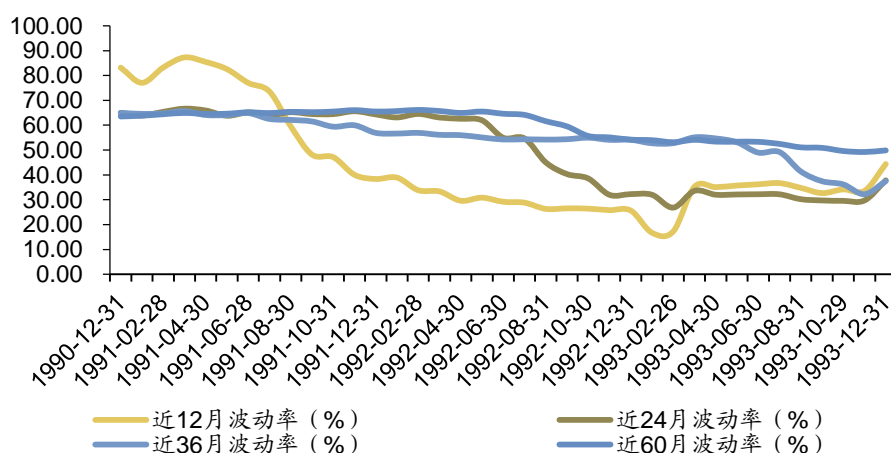


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

另一方面, 稳定发展的市场为台湾T+0的回归提供了坚实基础。相比1985年台湾加权指数743.18点的年平均收盘价, 1993年平均收盘价达到4304.39点, 是1985年的5.79倍, 可见在八年的时间里台湾股市增长迅猛, 积累了较为雄厚的资本, 为T+0的回归奠定了基础。在资本积累的同时, 台湾股票市场波动率逐步下降, 稳定性逐步上升。根据wind已披露数据, 1990年底台湾加权指数的近12月波动率为83.17%,

截至T+0回归前的1993年底，台湾加权指数的近12月波动率几乎减半，为44.3%，市场更为稳定，为T+0的恢复提供了保障。

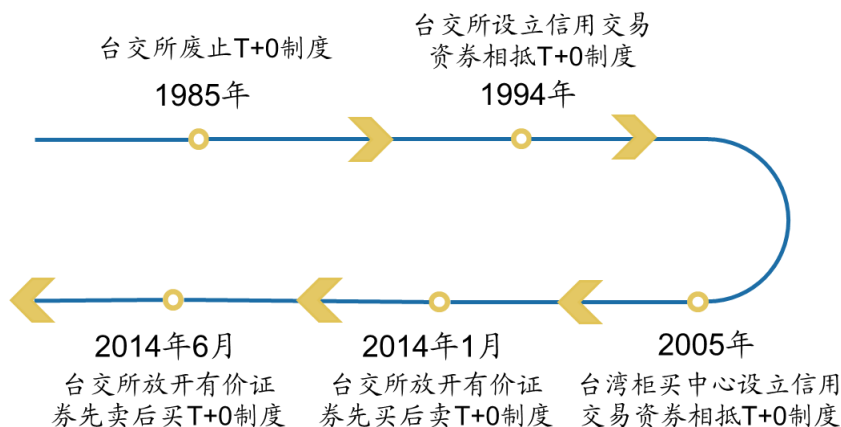
图16: 1990-1993年台湾加权指数波动率



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

回顾相关法规与细则可知，台湾的T+0制度恢复并非一蹴而就，而是一个经历三阶段、逐步放开的过程。

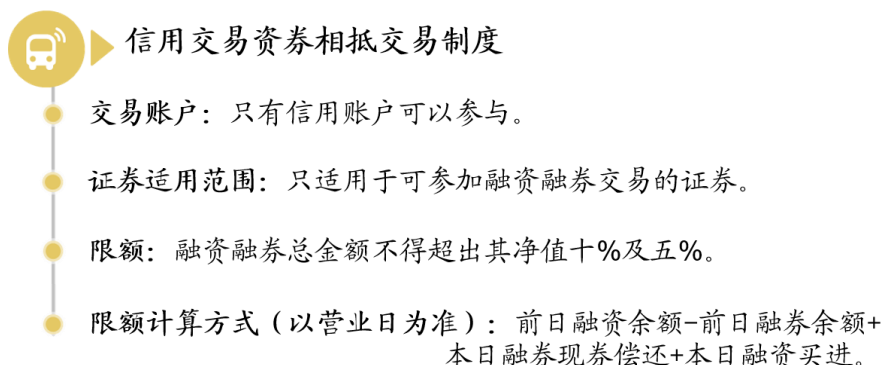
图17: 台湾T+0制度历史沿革



数据来源: 台湾证券交易所、广发证券发展研究中心

1993年12月28日，台湾证券交易所公布《信用交易资券相抵交割之交易作业要点》，正式恢复T+0制度。随后，2005年11月2日，台湾柜买中心发布《上柜股票信用交易资券相抵交割之交易作业要点》，同样恢复T+0。两部法规细则大同小异，都从交易账户、证券种类、限额等方面作出限制，体现出监管层对T+0制度实施的谨慎。两部法规要点摘要如下：

图18: 台交所、台湾柜台中心信用交易融资融券相抵制度要点摘要



数据来源：台湾证券交易所、台湾证券柜台买卖中心、广发证券发展研究中心

在交易账户方面,规定只有信用账户才能参与当日冲销交易;在证券种类方面,当日冲销交易的证券必须是可以进行融资融券交易的股票;同时,在限额方面明确规定融资金额不可超过证券净值的10%,融券与出借总金额不可超过其净值的5%。由于融资融券类股票质量较高、风险较低的特点,台湾的当日冲销制度没有给市场带来过大的投机风险,台湾资本市场并未重蹈覆辙。

2014年1月6日,台湾证券交易所正式放开现金账户有价证券先买后卖的T+0制度;2014年6月30日,台交所完善《办法》内容,继续开放先卖后买的T+0交易制度,部分细则如下:

表8: 台湾《有价证券当日冲销交易作业办法》细则摘录

序号	性质	法规内容
1	定义及适用范围	本办法所称有价证券当日冲销交易,系指委托人与证券商约定就其同一受托买卖帐户于同一营业日,对主管机关指定之上市(柜)有价证券,委托现款买进成交后现券卖出同种类有价证券(2014.6.30改为委托现款买进与现券卖出同种类有价证券成交),就相同数量部分相抵之普通交割买卖,按买卖冲销后差价办理款项交割。零股、巨额买卖、依证券交易所营业细则第七十四条之交易及依证券柜台买卖中心证券商营业处所买卖有价证券业务规则第三十二条之一规定于证券商营业处所采议价方式及依第三十九条规定之交易,不适用本办法。
2	委托人资格条件	委托人申请从事有价证券当日冲销交易,应开立受托买卖帐户满三个月且最近一年内委托买卖成交达十笔(含)以上,但已开立信用交易帐户者及专业机构投资者不在此限。委托人不得使用综合交易帐户从事有价证券当日冲销交易,综合交易帐户成交分配后之交易及成交分配后更正帐号之交易均不得冲销。
3	额度计算方式	委托人当日冲销交易之买进金额,应列入单日买卖额度计算,其额度冲抵后不得于当日循环使用之。其当日冲销委托卖出合计金额不得逾越当日冲销额度,委托买进及取消委托卖出之金额,得不列入当日冲销额度计算,且其额度冲抵后不得于当日循环使用之。前项委托人于盘后定价交易时段之当日冲销委托卖出金额应合并计算当日冲销额度,但普通交易时段未成交之当日冲销委托卖出金额不列入计算。
4	风险管控	证券经纪商得视情形向委托人预收足额或一定成数之款项。前项预收款项之作业方式准用证券经纪商受托买卖预收款券作业应行注意事项。证券经纪商应于每日收盘后,就委托人当日冲销交易后之损益,评估增减其单日买卖额度或当日冲销额度。证券经纪商对其委托人前月份当日冲销交易累计亏损达其单日买卖额度或当日冲销额度二分之一时,应暂停其从事当日冲销交易。除专业机构投资者外,证券经纪商于委托人提供适当财力证明后,重新评估其单日买卖额度或当日冲销额度。

数据来源：台湾证券交易所、广发证券发展研究中心

相比曾经设立过的T+0制度，此次办法修订更加注重风险管控。在证券范围方面，规定零股、巨额买卖不得参与当日冲销交易，防范过度投机。在委托账户资格方面，放开现金账户参与当日冲销交易的限制，信用交易账户、机构投资者门槛较低。在额度方面，规定当日冲销限额，限制额度循环使用。在风险监管方面，规定（1）采取保证金制度，经纪商预收足额或一定款项以充当准备金；（2）每日评估制度，经纪商在每日收盘后，需根据当日交易情况评估账户额度，实时做出增减调整；（3）月度评估制度，前月度累计亏损达单日买卖额度或当日冲销额度二分之一时，暂停该账户从事T+0交易。机构投资者不受以上限制，旨在充分发挥机构投资者活跃市场与维稳的作用。

总的来看，台湾T+0制度的演变是在谨慎的前提下不断尝试、放开。纵向来看，台湾T+0的两大特点是交易账户逐步由信用账户放开至现金账户，交易证券范围从融资融券扩大至有价证券，风险要求逐渐放低，监管标准却逐渐严格，旨在维持市场稳定的基础上活跃市场交易。横向来看，台湾T+0制度的恢复按照先台湾股票市场、后台湾柜台市场的顺序，相比台湾股票市场，台湾柜台市场更类似OTC市场，无论是交易风险还是监管难度都相对较大。排在台湾股票市场之后恢复T+0制度，能够吸收股票市场成功的经验，同样体现了监管层谨慎的原则。

2. 配套监管措施

①投资者适当性：开立受托买卖账户满三个月且最近一年内委托买卖成交达十笔以上，但已开立信用交易账户者、专业机构投资者、证券投资信托事业所经理之私募证券投资信托基金及证券投资信托事业或证券投资顾问事业、证券经纪商兼营证券投资顾问事业、期货经理事业等所经理之全权委托投资账户不在此限。

②投资标的：证券交易所台湾50指数成分股股票、台湾中型100指数成分股股票及柜台买卖中心富柜五十指数成分股股票；经台湾证券交易所或柜台买卖中心公告的可用于发行认购（售）权证标的、可用于融资融券之有价证券以及可用于有价证券借贷交易标的。考虑整体作业及公布时程，台湾交易所于认购（售）权证标的及有价证券借贷交易标的变动后次一营业日调整当日冲销交易标的。可用于融资融券的有价证券则自可用于融资融券生效日起纳入当日冲销交易标的。

③额度管理：证券经纪商应于每日收盘后，根据投资者当日冲销交易后的损益，评估增减其单日买卖额度或当日冲销额度。证券经纪商对其投资者前月份当日冲销交易累计亏损达其单日买卖额度或当日冲销额度二分之一时，应暂停其从事当日冲销交易。除专业机构投资者外，证券经纪商于投资者提供适当财力证明后，重新评估其单日买卖额度或当日冲销额度。

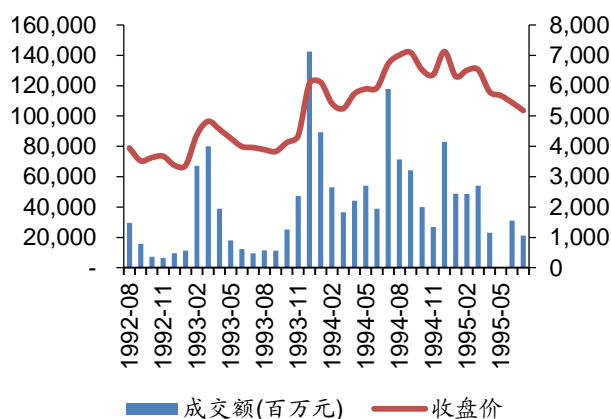
3. 市场活跃情况

在1994年、2005年、2014年出台T+0政策后，市场活跃度均有提升。

在台湾股票交易市场，1994年与2014年逐步恢复T+0制度后，台湾加权指数均呈现震荡上升。其中，1994年初，在经历2-3月对政策的消化期后，台湾加权指数收盘价出现连续六个月的上涨，成交额在7月达到峰值，总计1178.05亿元新台币；2014年初，政策的进一步放开直接向市场释放利好信号，台湾加权指数持续平稳上升，截止2014年底，指数收盘价同比增长8.08%，月均成交额同比增长14.95%，市场活

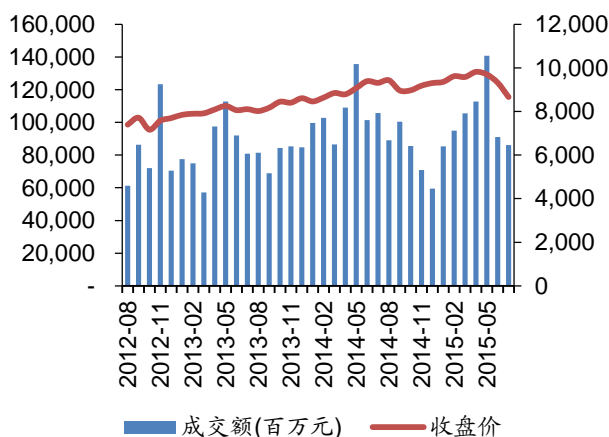
跃度显著升高。

图19: 1994年T+0出台前后台湾加权指数成交额（左轴，百万元）与收盘价（右轴）



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

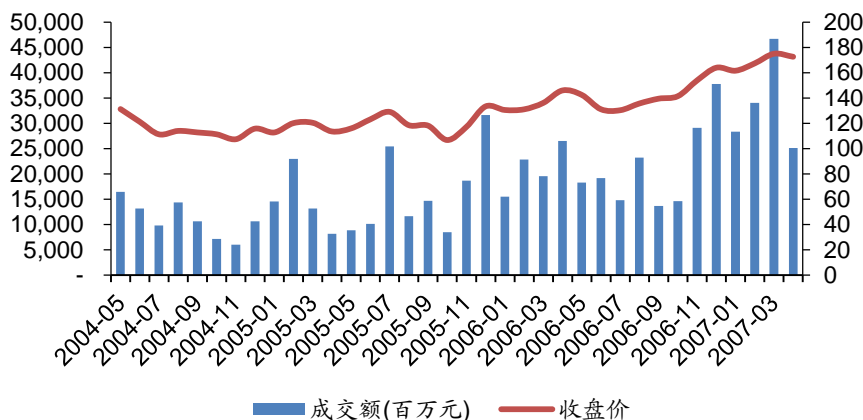
图20: 2014年T+0出台前后台湾加权指数成交额（左轴，百万元）与收盘价（右轴）



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

在台湾柜台市场，台湾柜台指数震荡上升。政策放开后，市场反映强烈，在2005年11、12月，台湾柜台指数收盘价月涨幅分别达到9.76%、13.84%，截至2005年12月底，台湾柜台指数成交额达到316.36亿元，是10月底成交额84.67亿元的2.74倍，T+0制度活跃市场的作用显著。

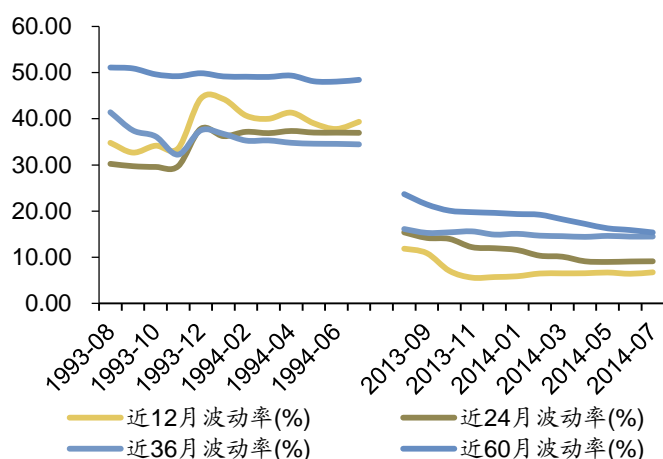
图21: 2005年T+0出台前后台湾柜台指数成交额（左轴，百万元）与收盘价（右轴）



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

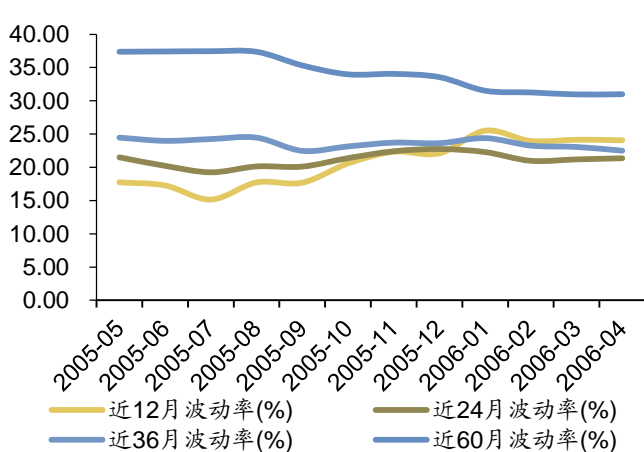
从波动率来看，三次制度的设立与完善都没有对市场稳定造成显著冲击，台湾加权指数与台湾柜台指数波动率均呈平稳态势，表明在监管到位的前提下，T+0制度将在保证稳定性的基础上活跃市场交易。

图22: 1993-1994年台湾加权指数波动率



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图23: 2005-2006年台湾柜台指数波动率



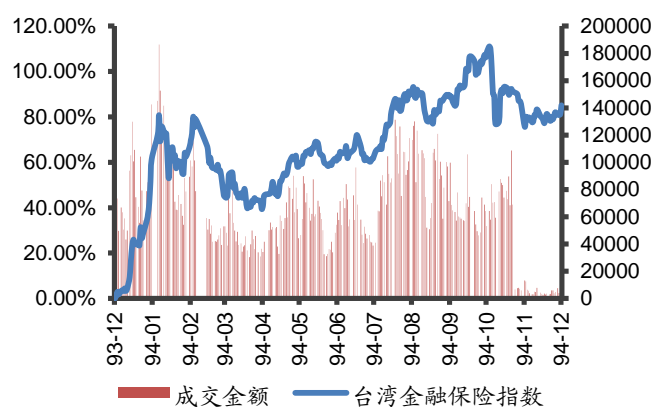
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

4. 实行T+0后大幅刺激了市场金融股走势

1993年12月28日台湾证券交易所公布《信用交易资券相抵交割之交易作业要点》正式恢复T+0制度之后,台湾金融保险指数(TWSE010.TW)一个月内大幅上涨80%;后续一年间金融股稳步上涨,最高涨幅110.03%。

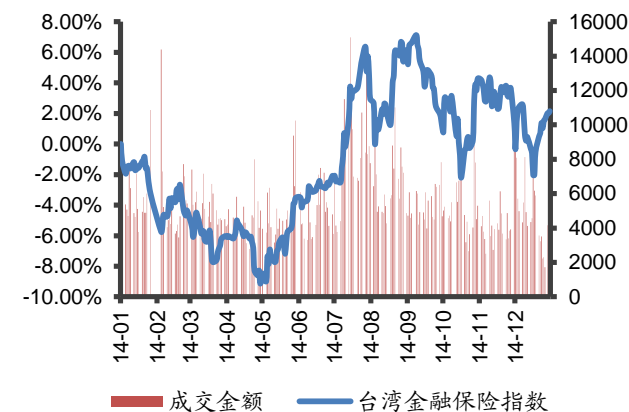
2014年1月6日台湾证券交易所正式放开现金账户有价证券先买后卖的T+0制度;后续,继续开放先卖后买的T+0交易制度,台湾金融保险指数自2014年5月小幅上涨14.83%。

图24: 1993年12月台湾T+0后金融股走势



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图25: 2014年实行T+0后券商股走势



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

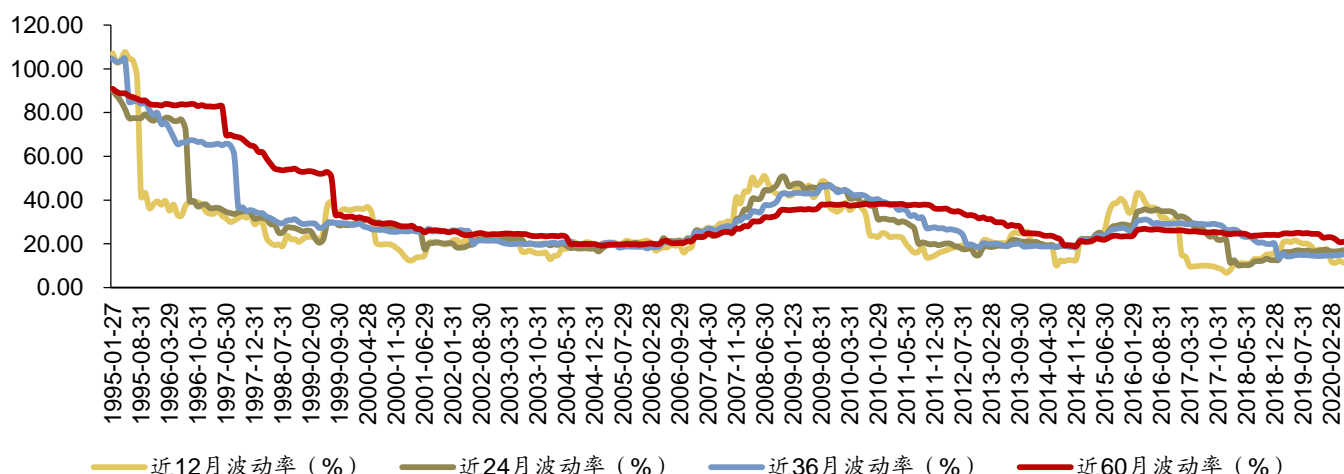
四、国内引入T+0的条件逐渐成熟

国内T+0制度恢复具备一定现实基础。随着资本市场改革不断深化,国内T+0制度的恢复成为热议话题。结合国内T+0历史及海外、中国台湾经验,我们认为T+0制度的恢复具备一定的现实基础。

一是机构投资者占比提升，维护市场稳定。2020年3月28日，中国证券投资者保护基金有限责任公司发布的《2019年度全国股票市场投资者状况调查报告》显示，截至2019年底，全国股票投资者数量达15975.24万，其中自然投资者占比99.76%，同比下降0.01%，机构投资者占比小幅上升，虽然占比相对较小，但在盈利性、稳定性方面均胜过自然人投资者：盈利性方面，在受调查者中，2019年投资获利的专业机构投资者、一般机构投资者与自然人投资者比例分别为91.4%、68.9%与55.2%，机构投资者凭借其专业性更能在证券市场获得投资收益；稳定性方面，不同于自然人投资者，机构投资者有平均持股时间较长、以长线投资为主、投资板块较为分散几大特点，相较自然人投资者为维稳市场做出的贡献更大。在证券市场持续发展、对外开放不断加深的背景下，机构投资者占比仍有望上升，市场盈利性与稳定性上升可期。

二是市场波动率逐步收敛。1995年以来，中国大陆股票市场在资本积累的同时，波动率也不断收敛。1995年初上证指数近12月波动率高达107.10%，而2020年初上证指数近12月波动率跌至17.55%，并且仍呈现下降趋势。十五年来市场波动率的逐步收敛预示国内市场稳定性不断提高，T+0的回归能够对市场波动造成的影响有限。

图26：1995至今上证指数波动率（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

三是现存期现市场制度不对等，制度平等成为发展方向。目前期货市场实施T+0制度，而股票市场实施T+1制度，长期的制度不对等将导致期现价差无法及时、准确地反映市场信息，降低市场交易活跃度、阻碍市场平衡发展，因而期现市场交易制度的平衡成为制度完善的方向。

四是资本市场对外开放步伐不断加快，积极与国际主流市场接轨。近年来，我国对外开放的程度不断加深，2020年3月，证监会宣布取消外资股比限制，此举在加剧行业竞争的同时，也推动国内券商业务转型，加快国内券商发展，使国内资本市场能够更快与国际主流市场接轨。在资本市场改革不断深化、多层次的资本市场体系不断健全的背景下，T+0制度的回归是交易制度进一步完善的一大重要标志，也是国内证券市场看齐国际成熟市场的一大必要步骤，因此我们预测，T+0的回归是市场必然趋势。

T+0回归能够在维持市场稳定、控制风险的前提下提高市场活跃性。上交所研究员刘逖、叶武2008年在《新经济》期刊上的采用沪市高频交易数据，实证研究了日内回转交易制度对市场的影响，得出如下结论：

(1) 日内回转交易对活跃交易，提高市场流动性和定价效率有重要意义。

(2) 日内回转交易制度并未加剧价格波动。波动性与产品特征有关，与日内回转交易制度无关。从沪市四次日内回转交易制度改革前后比较看，多数情况下日内回转交易反而使波动降低。

(3) 日内回转交易并未增加投资风险。对投资者而言，统计显示，日内回转交易提供了更加灵活、便利的投资手段，有助于减少损失，降低交易风险。

表9：有盈利的回转交易和非回转交易按帐户平均盈利统计

	回转交易日均盈利		非回转交易日均盈利	
	盈利额	收益率	盈利额	收益率
A 股	1208.94	3.59%	1390.24	5.52%
B 股	148.46	4.33%	343.39	9.35%
权证	1215.01	2.62%	2260.55	4.51%
可转债	100.46	0.95%	916.26	2.81%

数据来源：《日内回转交易的市场效果-基于上海证券市场的实证研究》（刘逖、叶武，2008）、广发证券发展研究中心

注：统计时间周期：回转交易日为 1992.12.24~1994.12.31；非回转交易日为 1992.12.19~1992.12.23&1995 年 1 月 1 日后 10 日

表10：亏损回转交易和非回转交易按帐户平均亏损统计

	回转交易日均亏损		非回转交易日均亏损	
	亏损额	收益率	亏损额	收益率
A 股	-1193.19	-3.16%	-2105.47	-8.01%
B 股	-82.02	-1.69%	-180.95	-3.00%
权证	-1442.89	-3.15%	-2790.37	-7.76%
可转债	-93.42	-0.85%	-377.92	-1.98%

数据来源：《日内回转交易的市场效果-基于上海证券市场的实证研究》（刘逖、叶武，2008）、广发证券发展研究中心

注：统计时间周期：回转交易日为 1992.12.24~1994.12.31；非回转交易日为 1992.12.19~1992.12.23&1995 年 1 月 1 日后 10 日

但是，T+0的回归须建立在一定的条件上。从海外及中国台湾T+0交易制度的实践来看，都附带了较为严格的监管限制，以期实现兼顾效率提升和保护中小投资者的目标。我们认为，国内T+0的恢复可能伴随着较为严格的投资者适当性管理与风险监控，以维持市场稳定。投资者适当性管理方面，（1）投资者准入门槛：对于参与T+0交易的投资者，可能增设金融资产规模与交易经验双重门槛，以防止个人投资者过度投机。（2）签订风险預告书：参照台湾T+0相关细则，委托人从事T+0交易前须与证券经纪商签署风险預告书，意在披露相关风险，提醒投资者谨慎交易，能够有效降低风险。（3）T+0频次限定：在T+0回归初期，可能对投资者设置相关交易资金或次数限制，以防过度投机行为。风险监控方面，（1）保证金制度：预收保证金能够抑制过度投机行为，保证市场交易正常运作。（2）定期账户评估：每隔一段

时间对于参与T+0的交易账户进行综合评估，及时剔除妨碍市场稳定的不良因素。

五、投资建议

我们看好资本市场改革持续推进带来券商业绩提升的 α 收益，也看好积极的财政政策与主动作为的货币政策共振营造的宽松环境带来的券商 β 收益。当前龙头券商2020E整体PB估值1-1.3倍（中信存在一定龙头溢价），处于估值低位，建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、中金公司（03908.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK）、国泰君安（601211.SH）/（02611.HK）、海通证券（600837.SH）/（06837.HK）、东方财富（300059.SZ）、招商证券（600999.SH）/（06099.HK）等。

六、风险提示

1.市场成交金额持续下滑； 2.权益市场调整导致股票质押回购减值损失持续提升； 3.信用风险溢价上升，使得外需环境不确定性增加。

广发非银行金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心，带领团队荣获2019年新财富非银行金融行业第三名。

文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。

陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

刘 淇：联系人，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。