

中国宏观专题报告

人民币升值影响几何？

2017年以来，人民币兑美元累计升值 8.8%，兑港币累计升值 10%，但对贸易加权的一篮子货币基本持平。往回看，人民币过去 12 个月兑美元的累积升幅为 2008 年以来最高。在这篇报告中，我们将汇率变动对宏观和行业的潜在影响进行自上而下的梳理。

在货物贸易层面，考虑到人民币有效汇率保持基本稳定，人民币汇率变动对中国进出口量增长的总体影响有限。然而，由于不同行业/公司的成本和收入结构不同，因此在人民币兑美元升值过程中，行业和公司层面有明显的“赢家”和“输家”。例如，一些造纸厂商因其成本以美元计价而收入以人民币计价而有望受益。另一方面，由于对美国市场的依赖度较高，电子、纺织、家具、汽车、机械、玩具及鞋类等行业出口商的利润率可能承压。

在服务贸易层面，香港和澳门的旅游收入对人民币升值可能最为敏感，而日本和美国的旅游业也在一定程度上受益。过去一年多来，中国居民的名义收入加速上升，叠加目的地货币兑人民币明显贬值，大幅提振了以当地货币计价的中国游客的“购买力”。

从财务损益的角度看，美元债务占比较高的公司有望在升值中受益，而此前大量“囤积”美元的公司/行业可能会面临较大的汇兑损失。据我们分析，外币外债发行较多的行业包括金融、地产、能源、电力和航空等行业。另一方面，我们认为外汇“囤积”较多的很可能是中国几个出口占比最大的行业。

人民币持续走强为金融业扩大开放以及人民币进一步国际化奠定了基础。这个层面看，具备跨境能力的金融机构有望受益。我们预计人民币汇率将继续走强——鉴于我们下调了对 2018 年美元指数走势的预测¹，我们将对 2018 年底美元兑人民币汇率的预测从 6.28 上调至 6.18。同时，我们预计一些“临时性”的资本管制措施将会被取消，尤其是一些对居民换汇的管制。

然而，往前看，人民币贬值预期的潜在逆转可能会为企业部门外汇套利/错配提供新的动机，这在宏观层面会为跨境资本流动的管理带来新的挑战，而在企业层面也可能引发财务费用的明显波动。值得注意的是，2016 年以来，企业“囤积”的外汇以及外币债务的敞口占资产负债表的比例明显上升，显示外汇“套利”行为呈上升趋势。

分析员

易焜

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 年末数据调整掩盖工业企业利润真实趋势 (2018.01.26)
- 宏观经济 | 广义财政赤字不及预算 (2018.01.26)
- 宏观经济 | 1月欧央行议息会议: 未修改前瞻指引 (2018.01.26)
- 宏观经济 | 1月欧央行议息会议预览: 前瞻指引可能的修改幅度有限 (2018.01.24)
- 宏观经济 | 1月日本央行政议息会议: 继续按兵不动, 但上调通胀预测区间 (2018.01.23)
- 宏观经济 | 美国四季度 GDP 有望继续强劲增长 (2018.01.22)

¹ 请见 2018 年 1 月 29 日发布的海外宏观专题报告《下调 2018 年美元点位预测，并上调人民币兑美元汇率预测》。



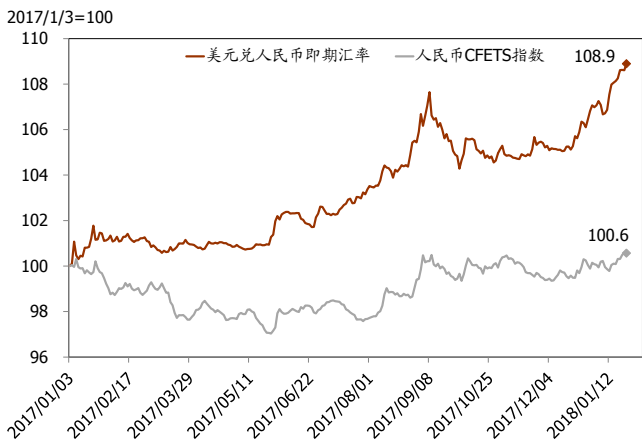
人民币升值影响几何?

1. 浅析人民币升值对进出口贸易商的影响

我们认为,人民币汇率变动对中国进出口量增长的总体影响有限。尽管去年人民币兑美元明显升值,人民币的“有效汇率”基本持平(图表1)。人民币兑美元、港币和日元升值对“有效汇率”的影响被人民币兑欧元、英镑以及大部分亚太邻国货币贬值的影响所抵消。根据国际清算银行(BIS)的估计,2017年中国名义和实际“有效汇率”均小幅贬值(图表2)。因此,从宏观上看,汇率变动对中国出口竞争力的总体影响不大。与此同时,鉴于我们预期2018年全球增速有望加快,我们维持2018年出口增速将上升的预测²。

然而,由于不同行业/公司的成本和收入结构不同,因此在人民币兑美元升值过程中,行业和公司层面有明显的“赢家”和“输家”。综合考虑中国出口额以及香港转口贸易额,中国出口货物中约27%是在目的地货币兑人民币大幅贬值的国家/地区销售的(图表3)。在中国主要的贸易伙伴中,人民币对美国、香港、日本、越南、巴西和印度等国的货币升值。另一方面,人民币兑欧元、英镑、澳元以及除日元和越南盾之外的大多数亚太货币贬值。因此,收入以兑人民币升值的货币计价,和/或成本以兑人民币贬值的货币计价的行业/公司在此过程中最为受益,反之则受损。例如,一些造纸厂商有望受益,因为他们从美国进口纸浆作为原材料,而销售收入在国内。另一方面,由于对美国市场的依赖度较高,电子、纺织、家具、汽车、机械、玩具及鞋类等行业出口商的利润率可能承压(图表4)。

图表1: 2017年以来,人民币兑美元明显升值,但兑一篮子货币基本持平



资料来源: 彭博资讯, 万得资讯, 中金公司研究部

图表2: 从“有效汇率”角度看,人民币兑美元、港币和日元升值的影响被人民币兑欧元、英镑以及大部分亚太邻国货币贬值的影响所抵消

	2017年以来	最近6个月	最近3个月	2018年初至今
人民币兑美元	+8.8%	+5.7%	+3.8%	+1.9%
人民币兑CFETS一篮子	+0.7%	+2.9%	+0.7%	+0.7%
人民币实际有效汇率*	(1.0%)	+2.4%	+0.4%	-
人民币名义有效汇率*	(0.6%)	+1.7%	+0.1%	-
人民币兑港币	+10.0%	+6.2%	+4.4%	+2.2%
人民币兑欧元	(6.9%)	(0.3%)	(1.0%)	(1.0%)
人民币兑英镑	(5.1%)	(2.8%)	(3.8%)	(2.9%)
人民币兑日元	+2.2%	+4.5%	+0.1%	(0.6%)
人民币兑韩元	(3.7%)	+1.3%	(1.6%)	+2.0%
人民币兑新加坡元	(1.3%)	+2.3%	+0.8%	+0.6%
人民币兑新加坡元	(1.0%)	+2.1%	+0.3%	+0.2%
人民币兑越南盾	+8.9%	+5.8%	+4.2%	+2.3%

注: *人民币实际和名义有效汇率的最后一个数据点为2017年12月。

资料来源: 彭博资讯, 万得资讯, 中金公司研究部

² 请见我们2018年1月8日发布的中国宏观专题报告《上调2018-19中国增长、通胀及人民币汇率预测》。



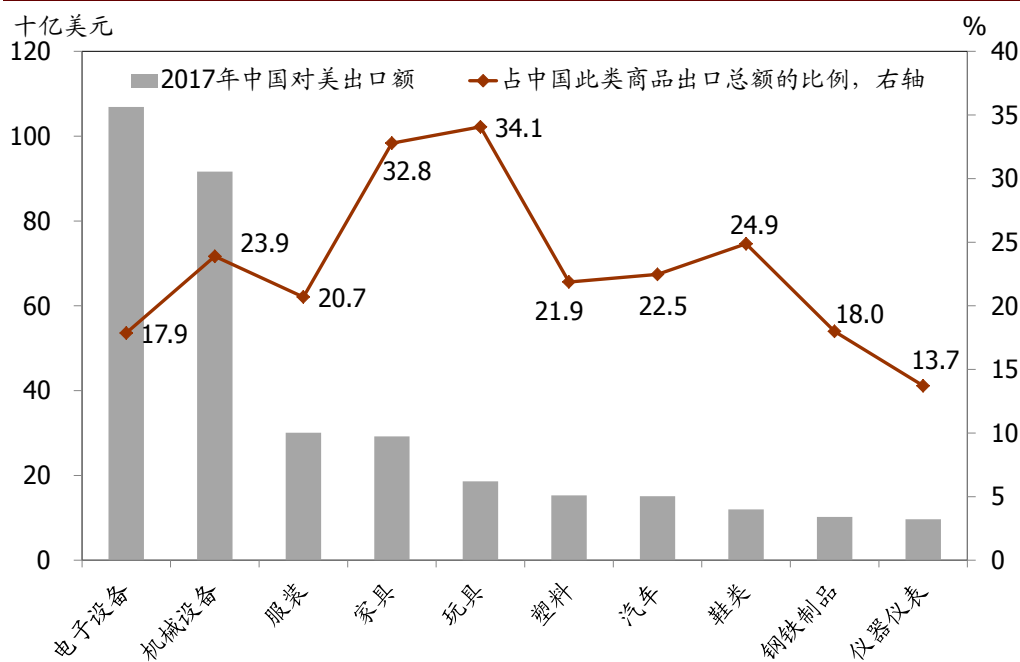
图表3: 中国主要的贸易伙伴及其货币兑人民币汇率的变动一览

	2017年总金额 (十亿美元)	占2017年中国出/进口总额的比例 (%)	2017年以来人民币兑贸易 伙伴货币汇率的变动
中国出口额加香港转口额*按目的地分			
美国	467.9	19.2	+8.8%
欧盟	412.0	16.9	(6.9%)
日本	152.2	6.2	+2.2%
韩国	109.2	4.5	(3.7%)
印度	86.3	3.5	+2.4%
越南	79.9	3.3	+8.9%
台湾	54.3	2.2	(1.3%)
新加坡	51.9	2.1	(1.0%)
澳大利亚	45.5	1.9	(2.3%)
俄罗斯	45.3	1.9	+0.7%
中国进口按来源地分			
欧盟	244.9	13.3	(6.9%)
韩国	177.5	9.6	(3.7%)
日本	165.7	9.0	+2.2%
台湾	155.4	8.4	(1.3%)
美国	153.9	8.4	+8.8%
澳大利亚	94.8	5.2	(2.3%)
巴西	58.6	3.2	+5.6%
马来西亚	54.3	2.9	(4.8%)
越南	50.3	2.7	+8.9%
泰国	41.6	2.3	(3.7%)

注: *香港转口数据截至2017年11月。

资料来源: 彭博资讯, Haver Analytics, 万得资讯, 中金公司研究部

图表4: 中国主要出口行业对美国市场的依赖度一览



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

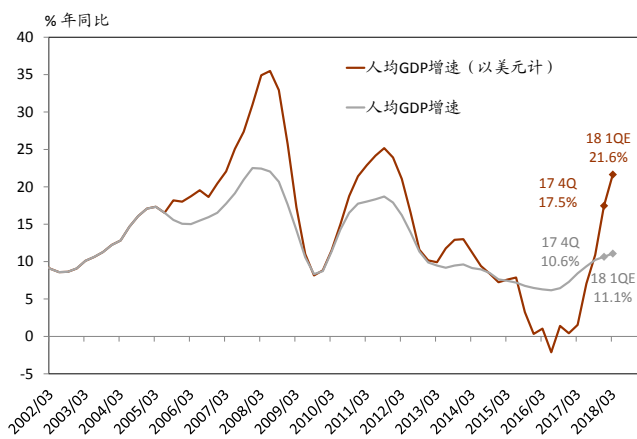


II. 谁将受益于中国居民购买力的大幅上升?

2017年,以美元计的中国人均GDP增长17.5%(以港币计价下增长18%),且这一增长率在2018年一季度有望进一步加速。这意味着中国居民的人均购买力大幅上升——以美元计,中国人均购买力从2015年时的负增长转变为2017-18年的(至少)高双位数的增长(图表5)。相应地,我们观察到一些较受中国居民青睐的出境旅游目的地游客数开始明显上升,旅游收入也有回升迹象;同时,国际旅客运输量增速也开始从低基数回升(图表6)。

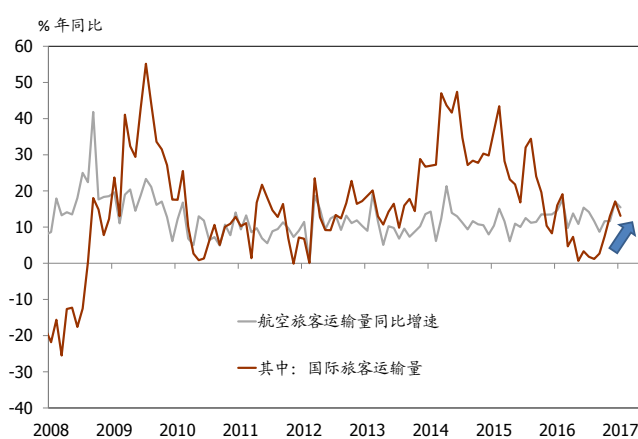
香港和澳门的旅游收入对人民币(兑美元和港币)升值可能最为敏感,而日本和美国的旅游业也在一定程度上受益。除了货物贸易之外,以旅游为主要组成的中国“服务贸易进口”快速增长。2016年4季度至2017年3季度,中国服务贸易进口达到4,762亿美元,而服务贸易逆差达到可观的2,662亿美元,达GDP的2.3%。尽管去年人民币有效汇率变动不大,但就一些中国居民出境游较集中的目的地而言,其货币兑人民币明显贬值,如香港、澳门及日本(日元贬值幅度相对较小)。值得注意的是,来自大陆的游客占到香港和澳门旅游总人次的2/3左右。由此,我们看到随着人民币兑港币汇率升值,访港旅客人数大幅回升(图表7)。从这个意义上讲,人民币兑港币快速升值将有效提振香港的总消费支出增速(与旅游收入密切相关),从而提振经济增长。

图表5: 以美元/港币衡量,中国居民的购买力上升更为显著



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

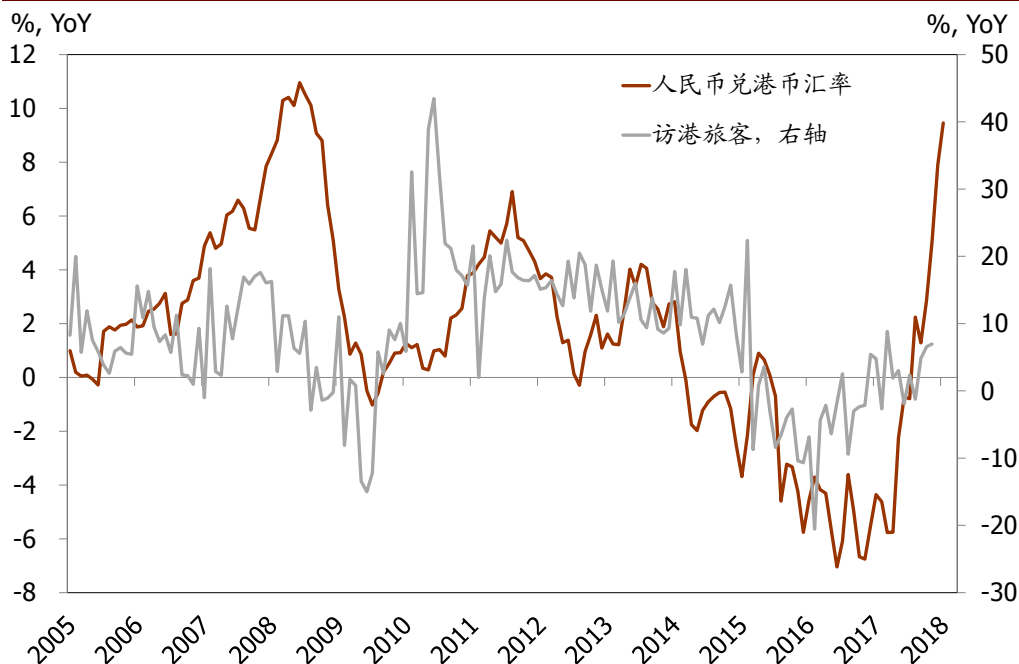
图表6: 出境旅游增速开始上升



资料来源: CEIC, 中金公司研究部



图表 7: 访港旅客人数与人民币兑港币汇率密切相关



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

III. 汇率变化下财务损益的“赢家”和“输家”

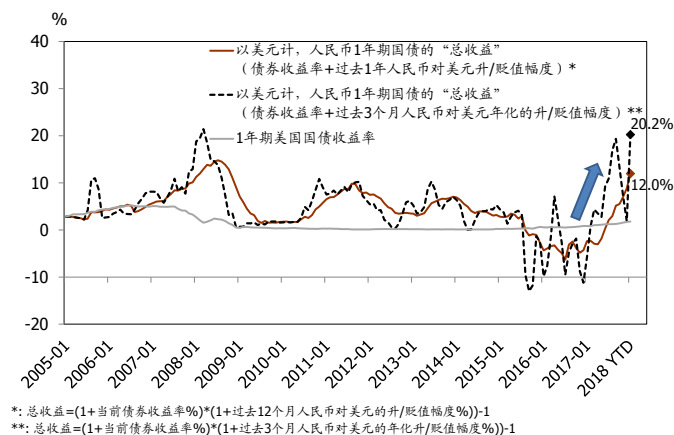
考虑到人民币的大幅升值以及中国与美国利差明显走扩，持有美元的年化“机会成本”已经超过 10%（图表 8）。毫无疑问，汇率大幅波动会给一些企业带来明显的财务损益，具体则取决于其在外汇“套利交易”中所选择的方向。

由于美元融资成本相对较低，且过去一年内不断贬值，借入美元债务的企业有望受益。在美元疲弱的背景下，2017 年以来中国企业发行的美元债大幅增加，发行总额达 3,215 亿美元，年同比增速达 154%（图表 9）。从净增量来看，3 季度国际收支数据显示，2017 年前 3 季度中国外币外债总额净增 1,897 亿美元（约合人民币 1.2 万亿元，图表 10）。分行业来看，发行外币外债较多的行业包括金融、地产、能源、电力和航空（图表 11）。

另一方面，“囤积”美元者或将遭受汇兑损失。尽管市场对人民币汇率和人民币资产的风险偏好有所上升，数据显示出口商结汇的比例仍低于历史平均水平，且积累的未结汇外汇头寸持续增长。基于不同的“均衡”结汇率假设，最新估算的累积未结汇外汇头寸可能高达 4,000~7,000 亿美元（合人民币 3~5 万亿元，图表 12）。鉴于美元仍然是中国对外贸易的主要结算货币，我们认为“囤积”外汇较多的行业很可能正是中国几个出口占比最大的行业，如电子、机械、纺织服装、轻工消费，以及家具制造等。

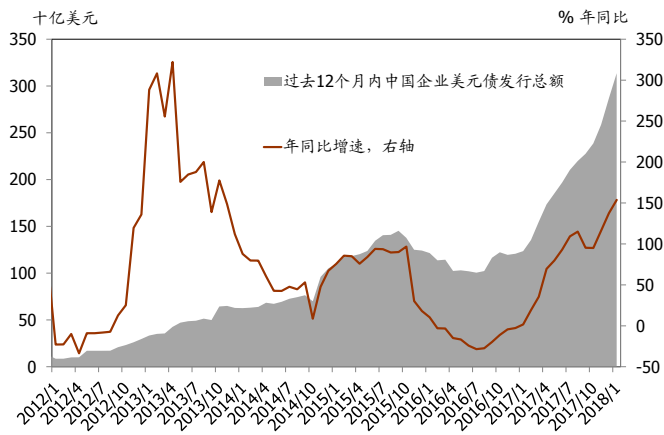


图表 8: 持有美元 (相对人民币) 的“机会成本”大幅上升



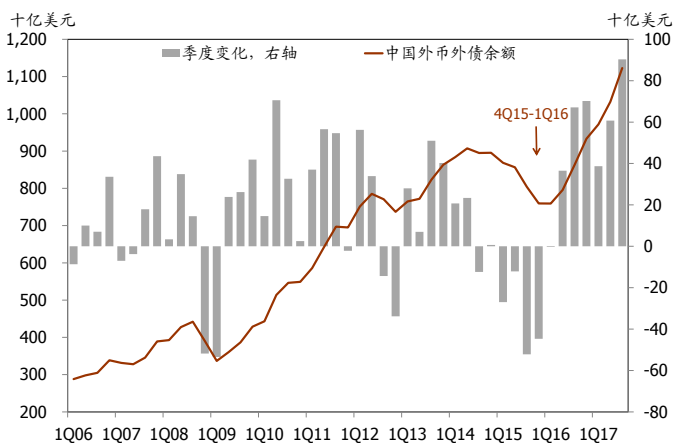
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 9: 离岸美元债的发行额大幅上升



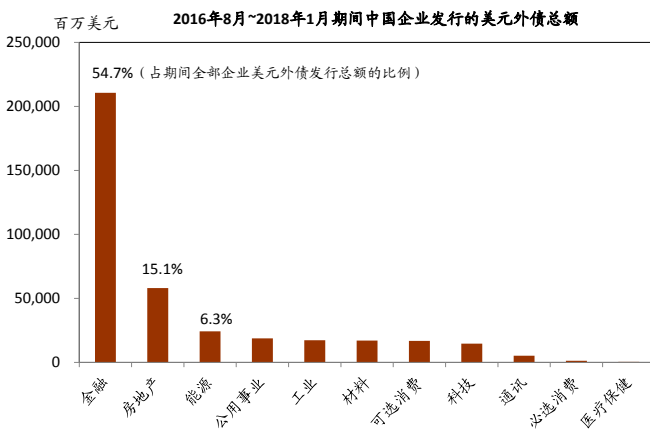
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 10: 2017 年以来, 中国外币外债总额明显上升



资料来源: Haver Analytics, 中金公司研究部

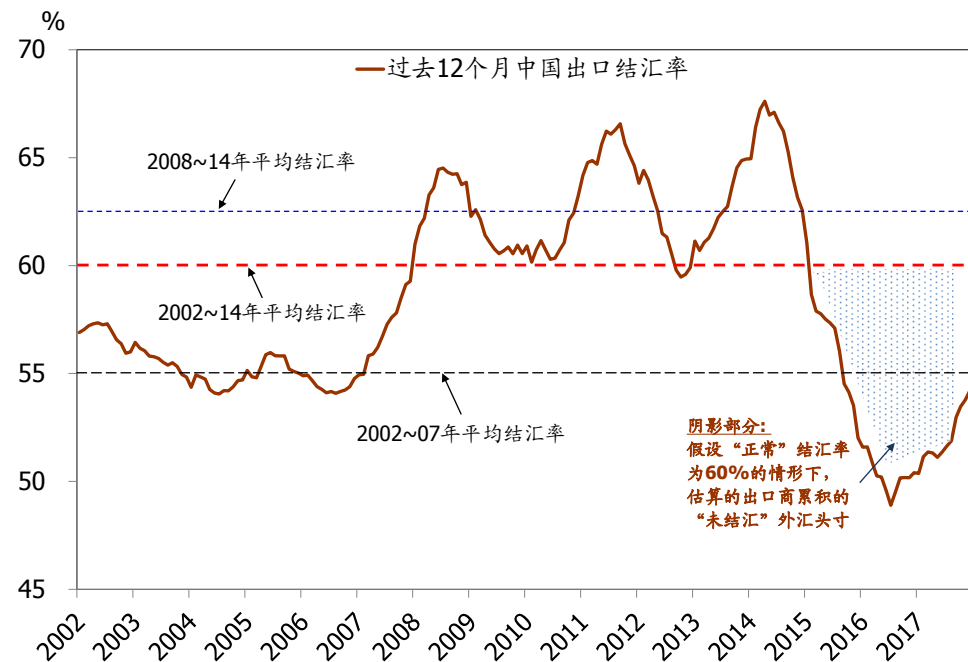
图表 11: 新增美元债的行业分布



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部



图表 12：“出口结汇率”尚未回到“均衡”水平，而估算的“未结汇头寸”仍在增长



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

IV. 结语

人民币持续走强为金融业扩大开放以及人民币进一步国际化奠定了基础。这个层面看，具备跨境能力的金融机构有望受益。我们预计人民币汇率将继续走强——鉴于我们下调了对 2018 年美元指数走势的预测³，我们将对 2018 年底美元兑人民币汇率的预测从 6.28 上调至 6.18。此外，我们对中国经济基本面和投资回报的持续改善持乐观态度，因此我们看好人民币汇率的中期走势。在此背景下，我们预计一些“临时性”的资本管制措施将会被取消，尤其是一些对居民换汇的管制。

然而，往前看，人民币贬值预期的潜在逆转可能会为企业部门外汇套利/错配提供新的动机。迄今为止，人民币兑美元升值主要是受美元走弱以及一些（早期的）人民币“空头平仓”交易所驱动。我们认为，目前可能只是人民币进入中长期升值通道的初期阶段。往前看，鉴于我们认为中国增长“后劲可期”，且通胀“韧性”有望确立⁴，我们预计中国将再现外汇流入，人民币也将持续升值。此外，人民币的“空头平仓”交易有很大的空间⁵。

外汇的较快流入在宏观层面会为跨境资本流动的管理带来新的挑战，而在企业层面也可能引发财务费用损益的明显波动。值得注意的是，过去一年，企业“囤积”的外汇以及外币债务的敞口占资产负债表的比例明显上升，显示外汇“套利”行为呈上升趋势。根据最新公布的国际收支数据，2017 年前三季度外币外债的净增加额占国内新增社会融资总额的 8.2%，其绝对规模及占新增社融的比例均处于历史高位。与此同时，2017 年企业发行的美元债飙升至 2,861 亿美元（约 1.9 万亿元），相当于 GDP 的 2.3%。另一方面，我们估计 2014-17 年累积的未结汇外汇头寸高达 3-5 万亿元，占 GDP 的 4-6%。在进出口企业层面，融资及（不）结汇行为带来的外汇损益甚至可能会超过主业相关的汇率损益。这些统计数据显示，在汇率波动加大的情况下，监管可能迫切需要收紧跨境资本流动监管中的“漏洞”，并鼓励真正意义上的外汇套期保值。

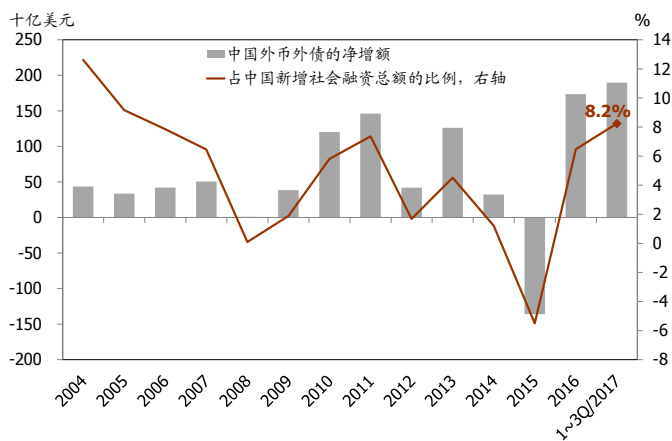
³ 请见我们 2018 年 1 月 29 日发布的海外宏观专题报告《下调 2018 年美元点位预测，并上调人民币兑美元汇率预测》。

⁴ 请见我们 2017 年 12 月 17 日发布的中国宏观简评《中国通胀也将更有“韧性”》。

⁵ 请见我们 2017 年 9 月 3 日发布的中国宏观专题报告《再谈“人无贬基”》。

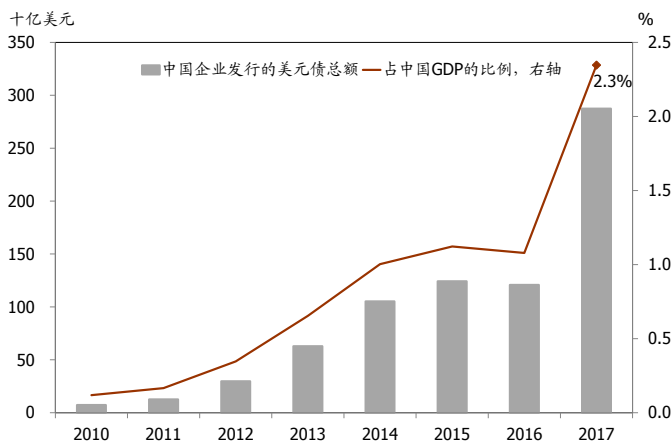


图表 13: 2017 年中国外币外债的净增额及其比例均处于历史高位



资料来源: Haver Analytics, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 14: 企业外汇债务敞口明显扩大



资料来源: 彭博资讯, 万得资讯, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化劑或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：樊荣



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
馨基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司

