

MLF 利率下调概率依然较大，LPR 报价有望再次下调

——流动性周报第 21 期

行业周报

◆核心观点:

1. MLF 利率下调可能性依然较大，LPR 报价有望再次下调

本周，MLF 到期 1765 亿元，央行在量价方面均按兵不动，仅通过短期逆回购进行对冲，即通过降准置换了部分到期 MLF。我们认为，在降准政策落地后，“下调 MLF 利率”预期依然存在。理由：①央行改革 LPR 形成机制的核心目标，在于理顺利率传导机制，增强央行对贷款利率的调控能力，促进实际利率水平快速明显下降；②引导贷款实际利率下行需要从基准和点差两方面入手，降准与 MLF 利率下调互不干扰，可以共同强化 LPR 下降效果；③境内外经济金融环境都已支持下调 MLF 利率。

我们认为近期降低 MLF 利率很有必要。技术操作上，可以有两种方式：一种是 9 月 17 日采取缩量续作 MLF 方式，并辅之以暂停 OMO，则对短期流动性冲击不大。此方式下，9 月 20 日 LPR 报价将一次性出现明显下降，预计可以达到与 MLF 降幅等幅度，在 10~20BP；另一种是 9 月 17 日 MLF 到期暂不调整，待 Fed 调整后再行操作，此等情况下预计 9 月 20 日 LPR 定价将下调 5-10BP，11 月再下降 5-10BP，属于阶梯型下降。为短期内快速明显降低实际利率水平，我们倾向于第一种方案。

2. 央行“缩长放短”对冲资金到期，短端资金利率下行明显

本周银行体系流动性保持合理充裕，央行“缩长放短”对冲资金到期，短端资金利率下行明显。一是央行“缩长放短”累计投放 2300 亿元 OMO 对冲 400 亿 OMO 和 1765 亿 MLF。二是在央行短端资金放量以及降准预期下，短端利率下行幅度超过 20bp，7 天和 14 天利率基本稳定。

3. 存单发行回暖，一年期国股存单价格已跌破 3%

本周发行规模 4076 亿元，较上周上升 1212 亿元，但净发行 974 亿元，较上周下降 716 亿元。值得注意的是，本周一年期存单价格已跌破 3%，这一价格水平已逼近 2018 年 8 月和 2019 年 2 月的低位。综合历史情况、目前存单价格点位、存单发行需求以及持续宽松的货币政策环境，我们预计，未来一年期存单价格有望保持在 2.9-3% 区间内运行。

4. 信贷社融增量结构双改善，实体融资需求靠基建

8 月信贷增长 1.21 万亿，社融新增 1.98 万亿。一是 8 月对公中长期贷款回暖既有月末冲量的影响，更重要是受政府和准政府项目的配套融资引导。二是随着住房按揭贷款参考 LPR 定价在 10 月份落地，银行会在 8-9 月的过渡期内存在加快贷款审批进度的动力，我们对按揭贷款并不悲观，但认为对开发贷款增长会有所控制。三是 2020 年地方政府专项债部分额度有望在年内发行，在基建投资托底实体经济的背景下，地方政府配套项目将撬动银行信贷资金投入，社会融资规模增速有望持续保持两位数增长态势。

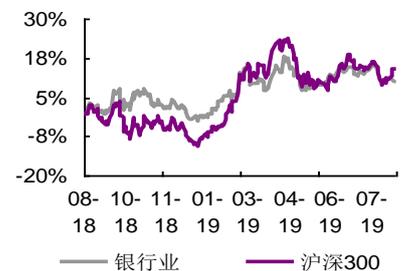
5. 风险提示：MLF 利率下调不及预期，中美经贸谈判出现反复。

买入（维持）

分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）
010-56513033
wangyf@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

降准政策正式落地，MLF 利率下调迎来窗口期——流动性周报第 20 期

..... 2019-09-08

中小银行同业业务面临收缩，同业回归流动性管理本源——流动性周报第 19 期

..... 2019-09-02

第一期 LPR 报价小幅下调，“降成本”仍需“后手牌”——流动性周报第 18 期

..... 2019-08-26

目 录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 MLF 利率下调可能性依然较大，LPR 报价有望再次下调	3
1.2、 央行“缩长放短”对冲资金到期，短端资金利率下行明显	5
1.3、 存单发行回暖，一年期国股存单价格已跌破 3%	5
2、 信贷运行情况.....	6
2.1、 信贷社融增量结构双改善，料基建发力助力对公中长期贷款改善.....	6
2.2、 零售贷款增长韧性十足	7
2.3、 表外未贴现票据回暖，未来地方专项债发行将助力社融增速稳定.....	7
2.4、 M2 增速小幅改善，9 月增速有望进一步攀升	8
3、 风险提示.....	8

1、货币政策操作及流动性运行

1.1、MLF 利率下调可能性依然较大，LPR 报价有望再次下调

在 8 月 16 日国常会部署运用改革的办法“推动实际利率水平明显下降”后，央行随即对 LPR 价格形成机制进行改革，最近一次 LPR 报价较原有报价低 6BP，本月 LPR 报价为 4.25%。

此后，我们坚持认为央行会采取“双降”（降准+下调 MLF 利率）措施助力银行负债成本改善和 LPR 效果发挥。近期，央行决定于 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，再额外对仅在省级行政区域内经营的城商行定向下调存款准备金率 1 个百分点，符合前期判断。9 月 9 日，MLF 到期 1765 亿元，央行在量价方面均按兵不动，通过短期逆回购进行对冲，可以理解为待到 9 月 16 日降准之后置换了部分到期 MLF。市场较为关心 9 月 17 日 MLF 到期是否续作？以及是否存在下调 MLF 利率的可能？对此，我们认为在“普降+定向”降准政策之后，“下调 MLF 利率”可能性依然较大。其理由如下：

1.央行改革 LPR 形成机制的核心目标，在于理顺货币政策利率传导机制，增强央行对贷款利率的调控能力，促进实际利率水平快速明显下降

本次的 LPR 改革中，央行按照“先贷款、后存款”的方式将政策利率(MLF)与贷款利率相联系，其中核心操作在于理顺利率传导机制，打通“MLF 利率-LPR-贷款实际利率”的链条，增强央行对贷款利率的调控能力，使得央行可以通过调整 MLF 利率起到引导 LPR 和贷款实际利率下行的效果。因此通过下调 MLF 利率来驱动 LPR 下调具有很强的政策意义。

但是我们也多次强调过，由于 MLF 价格在贷款定价模型中所占比重不大，降低实体经济融资成本不能单纯以来 MLF 调整。在 LPR 报价中超过 7 成为资金成本，要想达到短期内实际利率水平快速下降的目的，更需要从负债端入手，降准则有利于控制资金成本。

2.降准与 MLF 利率下调互不干扰，可以共同强化 LPR 下降效果

基于贷款定价模型，贷款实际利率主要取决于资金、风险、操作、资本成本。考虑到我们在 LPR 报价过程，采取 MLF+点差的形式进行报价，但 MLF 降低仅部分反映在资金成本中，另一部分资金成本的变化则反映在点差之中。这也是实际情况中，如果单纯降低 MLF 来引导 LPR 明显下行，则对银行体系形成直接挤压，银行内在降价动力不足的原因。为明显调降 LPR，那么，央行一方面需要从基准利率入手，通过下调 MLF 利率降低 LPR 报价，另一方面也需要通过降低资金成本或改善风险成本，释放政策红利，方能更好的引导贷款实际利率下行。

从资金成本看，当前银行较高的付息负债成本率是制约资产端定价下行的主要因素，尤其是近两年来银行体系主动高成本负债攀升，推高了负债成本。**从风险偏好来看**，银行经营具有较强的顺周期特点，在当前经济下行压力凸显、中美贸易反复摩擦的背景下，银行风险偏好普遍较低，对于小微企业等弱资质信用主体信贷定价的风险溢价水平普遍较高，这一问题的形成是大的宏观经济环境决定的，短期内难以得到有效解决。降低风险成本目前有效的办法是通过改变金融服务方式来精准对客户进行画像，达到精准服务的目的。

我们认为，央行需要从基准和点差两方面入手。基准方面，通过下调 MLF 利率向市场传递明确信号，引导 LPR 报价下调。点差方面，通过普降、定向降准等方式，降低金融机构特别是中小银行负债成本，进而实现点差的压缩，达到引导 LPR 和贷款实际利率下行的目标。降准与降 MLF 利率效果可以相互促进。

3. 境内外经济金融环境都已支持下调 MLF 利率

从国内外情况看，我们认为 MLF 利率下调已具备相应的市场条件：

一方面，全球货币政策已进入宽松周期，市场利率步入下行通道。年初以来，全球经济增长动能逐步放缓，各国货币政策放松迹象较为明显，美联储时隔 10 年后首次启动降息按钮，欧央行则推出“QE+降息”组合拳刺激经济，部分经济体已多次采取降息措施。自 2008 年金融危机后，全球货币政策同步性有所提升。目前，市场普遍预期 9 月美联储将大概率再度降息，为我国 MLF 利率跟随性、适应性下调打开了空间。从操作层面讲，Fed 上轮最后一次升息和本轮第一次降息，我国央行均未跟随操作，那么本次年内 Fed 第二次降息，MLF 跟随性调降也符合预期。

另一方面，国内资金利率已明显低于政策利率中枢，MLF 利率下调也属于“随行就市”。当前国内资金市场价格偏宽松，国股 AAA 评级 1 年期 NCD 发行利率已回落至 3.00% 左右，较 MLF 3.3% 存在 30bp 利差。同时，MLF 申请需要质押利率债，无论是从流动性管理还是资金成本考虑，一级交易商续借 MLF 的动力并不强，更多的是考虑维持与央行的关系。事实上，2016 年下半年以来，伴随着“紧货币、强监管”的推出，市场利率显著上行，并明显偏离政策利率中枢，加剧了一级交易商的资金套利行为。在美联储加息背景下，央行顺势上调政策利率，既确保了中美正利差的稳定，又对市场利率与政策利率利差进行了纠偏。借鉴历史操作经验，目前“美联储降息背景+资金利率偏离政策利率”的市场条件与 3 年前如出一辙，只是方向相反，当前阶段下调 MLF 利率也属于“随行就市”。

综上所述，我们认为“降准+下调 MLF 利率”的政策组合能够形成政策合力，对于降低 LPR 利率进而降低实体经济融资成本效果更好。通过降准能够引导银行负债成本下行，起到压缩点差的作用，而在降准后，下调 MLF 利率既符合当前特定的市场环境，又可以起到将低基准的效果，更好的引导 LPR 和贷款实际利率下行。我们依然预判，近期降低 MLF 利率很有必要。技术操作上讲，可以有两种方式：一是 9 月 17 日采取缩量续作 MLF 方式，并辅之以暂停 OMO，则对短期流动性冲击不大。在此方式下，9 月 20 日 LPR 报价将一次性出现明显下降，预计可以达到与 MLF 降幅等幅度，在 10-20BP；另一种方案是 9 月 17 日 MLF 到期暂不调整，待 Fed 调整后再行操作，此等情况下预计 9 月 20 日 LPR 定价将下调 5-10BP，11 月再下降 5-10BP，属于阶梯型下降。为短期内快速明显降低实体经济融资成本，我们倾向于使用第一种方案。

表 1：央行流动性投放（单位：亿）

	2019/9/2-2019/9/6 (上周)	2019/9/9-2019/9/13 (本周)	2019/9/16-2019/9/20 (下周)
逆回购投放	400	2300	-
逆回购回笼	1400	400	2300
MLF (TMLF) 投放	-	-	-
MLF (TMLF) 到期	-	1765	2650

资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、央行“缩长放短”对冲资金到期，短端资金利率下行明显

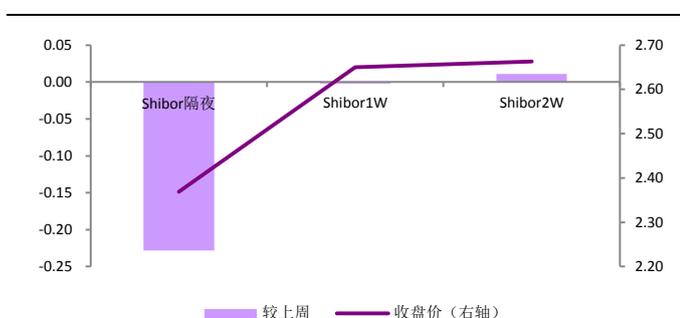
本周银行体系流动性保持合理充裕，央行“缩长放短”对冲资金到期，短端资金利率下行明显。

一是央行“缩长放短”对冲资金到期。本周市场OMO到期400亿元，MLF到期1765亿元，央行并未对到期MLF进行对冲操作，而是用“缩长放短”方式累计投放2300亿元OMO进行对冲。

二是短端资金利率下行明显。本周在央行短端资金放量以及降准预期下，短端利率下行明显，利率曲线趋于陡峭。其中，Shibor1D、7D、14D较上周分别下行23bp、0bp和-1bp至2.37%、2.65%和2.66%。隔夜、7天和14天D-Repo较上周分别下行23bp、2bp和-3bp至2.37%、2.64%和2.69%。

图 1: Shibor 价格运行

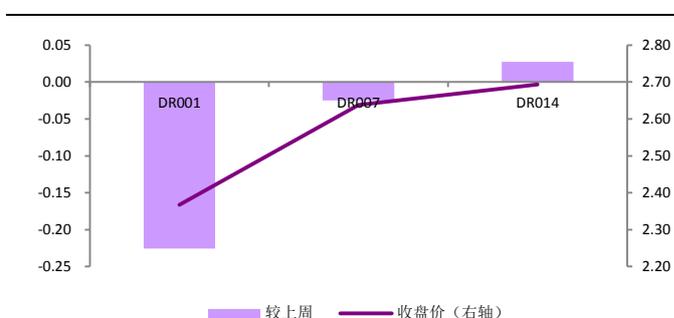
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: D-repo 价格运行

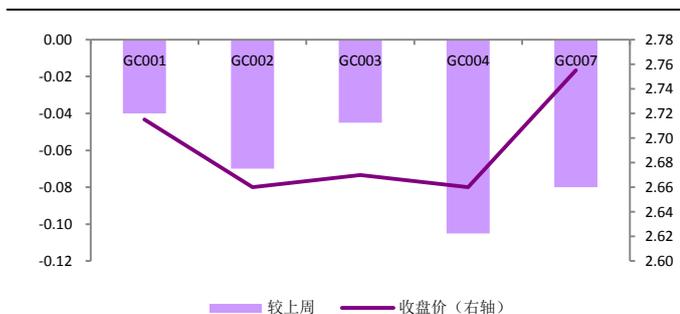
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: GC 价格运行

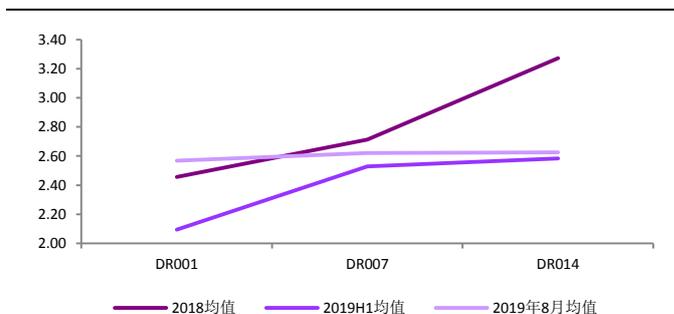
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 近两年来资金利率曲线变化

单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

1.3、存单发行回暖，一年期国股存单价格已跌破3%

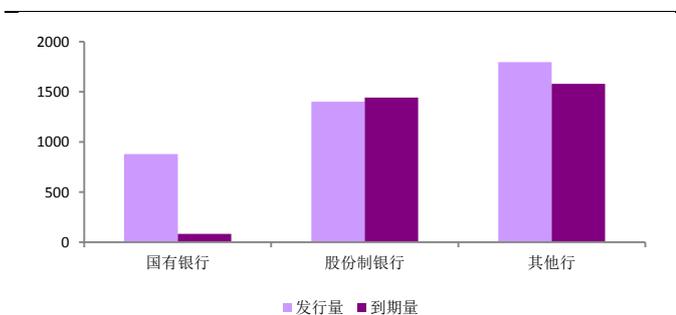
本周发行规模4076亿元，较上周上升1212亿元，但净发行974亿元，较上周下降716亿元。

本周国股存单1个月、3个月、6个月、9个月和1年期价格分别为2.60%、2.78%、2.97%、2.85%和2.99%，较上周分别上行15bp、2bp、18bp、10bp、9bp；城商行存单1个月、3个月、6个月、9个月和1年期价格分别为3.02%、3.31%、3.53%、3.42%和3.52%，较上周分别下行4bp、7bp、-3bp、15bp、6bp。

本周存单发行以3个月和1年期为主,其中1年期存单发行2090亿元,占全部存单发行规模51%,净发行1710亿元。3个月期存单发行1025亿元,占比25%,净回笼755亿元。其他期限存单发行量相对较低。

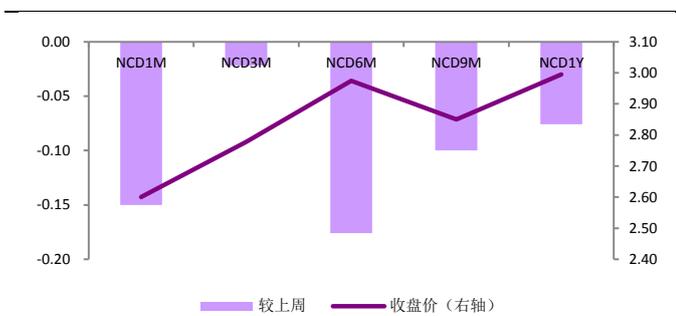
值得注意的是,受降准安排影响,本周一年期存单价格已跌破3%,这一价格水平已逼近2018年8月和2019年2月的低位,这两个时点均为央行降准后,而历史上在2016年前三季度,一年期国股存单价格曾持续位于3%以下。从年初以来存单发行情况来看,银行对于3个月和1年期存单需求较大,特别是在同业存单价格较结构性存款和大量存单具有比较优势的情况下,随着监管对于结存规范运行的趋严,商业银行存在调整负债结构的内生动力,对1年期存单的发行需求依然较大。综合历史情况、目前存单价格点位、存单发行需求以及持续宽松的货币政策环境,我们预计,未来一年期存单价格有望保持在2.9-3%区间内运行。

图5: 存单发行与到期情况(按银行类型) 单位: 亿元 图6: 存单发行与到期情况(按发行期限) 单位: 亿元

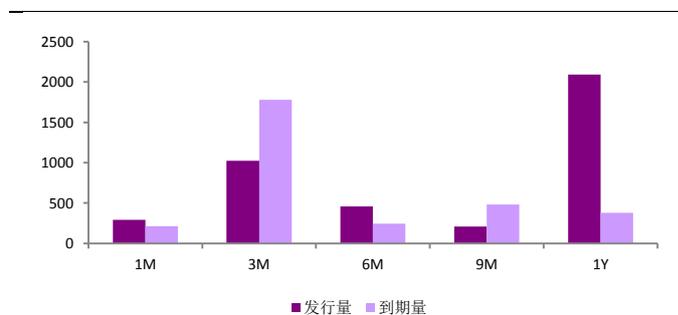


资料来源: Wind, 光大证券研究所

图7: 国股存单价格运行情况 单位: %

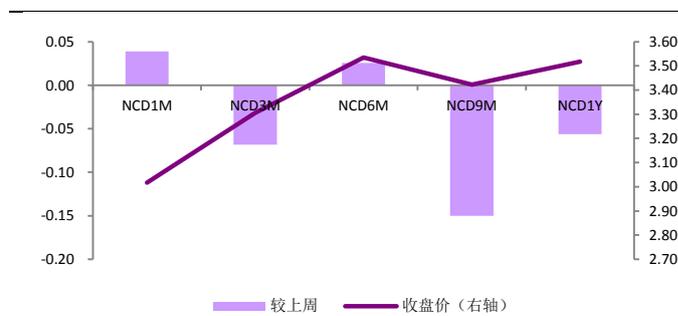


资料来源: Wind, 光大证券研究所



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图8: 城商行存单价格运行情况 单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2、信贷运行情况

9月11日,央行公布2019年8月金融数据,数据显示M1、M2同比增速为3.4%、8.2%,8月信贷增长1.21万亿,社融新增1.98万亿。

2.1、信贷社融增量结构双改善,料基建发力助力对公中长期贷款改善

8月新增人民币贷款1.21万亿元,季节性环比增加1500亿元,同比回落700亿元。信贷增速依然延续二季度以来的下行趋势,8月同比增长12.4%,较7月份下降0.2个百分点,反映出经过一季度开门红后,项目储备较为不

足，银行信贷投放力度逐步趋缓。

从8月信贷结构看，较7月份有所好转。对公贷款方面，对公中长期贷款新增4285亿元，环比同比实现600-800亿元增量，占全部新增贷款比重为35.41%，创二季度以来新高。究其原因可能与地方政府隐性债务置换和重大基建项目配套融资有关。我们同样观察到，8月份前期对公信贷投放增长相对疲软，月末冲量态势较为明显。事实上，自二季末银行信贷项目集中释放后，三季度以来已较为明显的表现出项目储备不足的问题，7-8月中上旬对公贷款增长呈现乏力之势，企业融资有效需求不足问题依然突出。特别是在中美经贸领域摩擦反复、加大对房企融资的管控情况下，市场信心与微观主体活力不足，私人部门投资需求低迷，较为优质的企业也出现主动“降杠杆”和“控杠杆”行为。

综合来看，8月对公中长期贷款的回暖，一方面有月末冲量的影响，另一方面主要由政府和准政府项目的配套融资引导。事实上这一特点一直贯穿于年初以来金融机构的信贷行业投向中，即房地产和基建在对公金融领域中处于领先地位，制造业信贷投放较为疲软，在31个子行业中，高技术产业呈现出“高增长、低不良”态势，而其他“两高一剩”行业依然受到抑制，对公领域存在一定程度的“资产荒”问题。

2.2、零售贷款增长韧性十足

零售贷款方面，消费类、信用卡等短期贷款新增1998亿元，环比多增1303亿元，表明经过7月份的季节性缩量后，金融机构在高收益零售领域信贷投放开始发力，在对公项目储备不足的情况下，年内有望成为金融机构稳定息差的重要资产配置点之一。住房按揭贷款增长依然具有较强韧性，8月新增4540亿元，环比同比均实现120多亿的小幅增量，占全部新增贷款比重保持在37%的水平。我们多次强调，尽管监管层进一步加大对房地产领域的监管力度，但在全口径房地产贷款中，个人端按揭贷款需求保持稳定，主要是因为目前新发放个人按揭贷款超过9成为首套房，首套房主要是满足居民基本住房要求，在房地产销售态势较好的情况下，调控难度相对较大。同时，随着住房按揭贷款参考LPR定价在10月份落地，银行会在8-9月的过渡期内存在加快贷款审批进度的动力，已提前锁定资产收益率。

我们认为后续在房地产总盘子调控的基调下，会在使得银行在开发贷和按揭贷款增长之间寻求平衡，对按揭贷款并不悲观，但对开发贷款增长会有所控制。

2.3、表外未贴现票据回暖，未来地方专项债发行将助力社融增速稳定

8月新增社会融资规模1.98万亿元，环比多增9688亿元，同比基本持平。从社融结构看，委托、信贷贷款等表外融资依然延续负增长态势，但未贴现票据新增157亿元，环比多增4720亿元，是助力社融大幅改善的主要原因。

事实上，在政策引导下，票据冲量在7月体现较为明显，价格一度大幅下跌至2%以下，金融机构在短时间内突击买票以及企业贴现需求加大，一定程度上对表外未贴现票据形成挤出效应，而年初以来6M票据的集中到期，也是导致7月末贴现票据大幅下降的原因之一。在票据价格创历史记录的新低后，部分银行出台相关政策限制分支机构票据增量，而随着票据价格的恢

复，金融机构购票动力下降，表外未贴现票据降幅趋于改善。票据业务相对稳定的增长反映出的是供应链环节企业间收付款行为，一定程度上反映出现阶段供应链金融快速发展的态势。

8 月份，社融增幅较大很大程度上也与专项债大规模发行有关，9 月份专项债发行减弱会对社融增长形成拖累，而四季度来看，提前发行 2020 年专项债额度有利于稳定乃至提升社融增速。近期国常会明确提出“按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年年初即可使用见效”，我们预计 2020 年地方政府专项债部分额度有望在年内发行，在基建投资托底实体经济的背景下，地方政府配套项目将撬动银行信贷资金投入，社会融资规模增速有望持续保持两位数增长态势。

2.4、M2 增速小幅改善，9 月增速有望进一步攀升

8 月 M2 同比增长 8.2%，较 7 月小幅改善 0.1 个百分点。从绝对规模看，8 月末 M2 余额 193.55 万亿元，较 7 月增加 1.6 万亿元。分解来看：一是 8 月并非传统缴税大月，当月金融机构财政存款仅新增不足 100 亿元，相较于 7 月的 8091 亿元大幅下降；二是央行基础货币投放 1.26 万亿元，8 月实现资金净投放 1530 亿元，较 7 月增加余额 7000 亿元；三是 8 月表内信贷投放较 7 月改善约 2000 亿元。上述三项合计较 7 月提升 1.7 万亿元，与 M2 余额增量基本匹配。因此，8 月 M2 的小幅改善主要与季节性因素、央行基础货币投放加大和信贷增长回暖有关。

9 月央行出台了“普降+定向”降准的组合政策，9 月释放资金共计 8000 亿元，一定程度上改善了货币乘数和信贷派生能力，考虑到 9 月同样并非缴税大月，信贷投放在三季度末有望进一步走高，预计 9 月 M2 增速可能进一步攀升。

3、风险提示

MLF 利率下调不及预期，中美经贸谈判出现反复。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼