

2020年下半年信用增长是否边际收缩？

——基于银行业资产负债配置视角的观察

行业深度

◆ 本篇报告在梳理上半年银行资产负债运行特点的基础上，重点从银行视角探讨下半年信用增长是否会出现边际紧缩的迹象，以及这一形势如何影响下半年银行业资产负债摆布策略。

◆ **2020年上半年银行资产负债运行的主要特点。**（1）今年上半年“宽信用”政策进一步发力，银行资产增速为11.3%，较去年末提升1.36个百分点；（2）企业中长期贷款增长较快，零售消费类贷款疫情后恢复增长，票据融资和非银贷款有所下滑。行业投向方面，基建、制造业、普惠小微等领域获重点配置，广义房地产领域信贷有所压降。（3）银行延续了增配标准化债券、压降资管类产品的策略，债券投资占比进一步提升，而广义同业资产则持续压降；（4）受疫情期间经济活动放缓、预防性资金需求提升以及利率双轨制下资金套利等因素影响，存款定期化现象较为明显，特别是结构性存款增长较快，存款成本偏高。随着6月以来银保监会窗口指导商业银行压降结构性存款，结构性存款缩量态势明显。

◆ **2020年下半年银行资产负债形势展望。**（1）从需求端来看，实体经济结构性有效需求不足问题依然突出，特定领域FTP下调反映出内需整体偏弱，大型银行在信贷投放上仍将扮演“头雁效应”，国有企业资产负债率考核约束以及债券利率上行，均将抑制企业融资意愿。从供给端看，货币政策回归常态化、货币活化的提速、以及资管产品回表均指向下半年进一步宽信用的必要性下降。下半年信用增量供需面临双收缩。（2）资产配置结构方面，基于监管政策导向、流动性、资本约束以及资产配置性价比等多方面因素判断，信贷投放将较上半年显著下滑，而债券资产特别是利率债的配置性价比已经开始显现；（3）负债结构方面，结构性存款与同业存单的“跷跷板”效应将在下半年延续，存单月均净融资规模有望保持在1500-3000亿水平，价格整体易上难下。同时，为稳定中长期负债基础，降低结构性存款压降和一般存款占比下滑对于期限错配的影响，下半年金融债发行力度有望加快

◆ **对下半年整体信用环境的判断。**（1）货币投放将由“总量充裕”向“总量适度”转换，并通过改革办法推动存贷款利率进一步下行，不再过分依赖价格信号在货币政策工具、银行间市场和LPR之间进行传递，也不再过度需要通过降准来推动负债成本下行，未来资金端宽松的政策举措强度和频度均将减弱。因此，下半年的基础货币投放渠道将主要通过OMO和MLF来实现，降准降息的概率已显著降低，LPR下行空间减小。（2）整体来看，上半年的逆周期调节政策和宽信用环境已为全年信用增长奠定良好基础，2020年贷款、社融和M2将较2019年实现“三速齐升”，当前或是全年信用增长的高点，预计年末贷款、社融和M2同比增速分别为13%、12.5%、11%。

◆ **风险提示：**全球经济重启后疫情复杂度提升，中美摩擦进一步升温加大不确定性。

买入（维持）

分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）

010-56513033

wangyf@ebscn.com

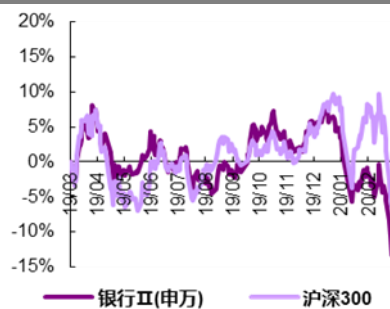
联系人

董文欣

010-56513030

dongwx@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

结构性存款的“七问七答”——流动性周报第56期

.....2020-6-14

打击资金套利的“变”与“不变”——流动性周报第55期

.....2020-6-7

如何看待6月流动性状况？——流动性周报第54期

.....2020-5-31

从银行经营视角看2020年政府工作报告——流动性周报第53期

.....2020-5-24

投资聚焦

2020年5月份以来,一方面资金市场利率中枢抬升,债券市场历经“去杠杆”,整体货币金融环境较疫情期间有所收紧;另一方面,货币政策持续“精准发力”,多重手段驱动存贷款利率下行,服务实体经济能力增强。当前,央行已明确要求银行维持均衡的信贷投放节奏,市场对于下半年金融条件趋紧预期渐强。

鉴于此,本篇报告在梳理2020年上半年银行业资产负债运行特点的基础上,重点从银行视角探讨下半年信用增长是否会出现边际紧缩迹象,以及这一形势如何影响下半年银行业资产负债摆布策略。

我们的创新之处

本文从信贷收支表的视角审视2020年上半年银行业资产负债配置情况,总结了上半年信用投放的基本特征。并且基于此,对下半年银行业可能的资产负债运行情况进行了相应分析、对信用环境进行了相应预判,提出了信用增长可能出现供给需求双重边际趋紧的判断。

同时,对于不同资产配置比价效应,本文通过基于EVA增加值的方式对银行表内资产端不同项目进行了对比分析,指出当前阶段零售业务转型的经济必然性,以及利率债市场配置价值开始显现的事实。

投资观点

对于下一阶段货币形势的判断为:货币投放将由“总量充裕”向“总量适度”转换,并通过改革办法推动存贷款利率进一步下行,不再过分依赖价格信号在货币政策工具、银行间市场和LPR之间进行传递,也不再过度需要通过降准来推动负债成本下行,未来资金端宽松的政策举措强度和频度均将减弱。因此,下半年的基础货币投放渠道将主要通过OMO和MLF来实现,降准降息的概率已显著降低,LPR下行空间收窄。未来,LPR下调主要视1.5万亿让利效果进行微调。

2020年全年,在供需双重萎缩背景下,下半年信用增长将较上半年有所放缓,增速回落。我们预计年末时点贷款、社融和M2同比增速分别为13%、12.5%、11%,与我们前期判断变化不大。

目录

1、 上半年银行业资产负债运行的主要特点	4
1.1、“宽信用”环境助力银行扩表速度加快	4
1.2、 信贷结构：对公贷款高增长，定向扶持力度加大	5
1.3、 继续增配标准化债券，压降广义同业资产	7
1.4、 存款结构不甚理想，结构性存款先升后降	8
2、 下半年银行业资产负债形势展望	9
2.1、 信用增量供需双收缩，银行资产增速放缓	9
2.2、 资产配置结构：信贷投放维持均衡节奏，债券配置性价比上升	13
2.3、 负债配置结构：结构性存款与同业存单“跷跷板效应”延续，金融债有望加快发行	17
3、 对下半年整体信用环境的判断	18
风险提示	19

5 月份以来，一方面资金市场利率中枢抬升，债券市场历经“去杠杆”，整体货币金融环境较疫情期间有所收紧；另一方面，货币政策持续“精准发力”，多重手段驱动存贷款利率下行，服务实体经济能力增强。当前，央行已明确要求银行维持均衡的信贷投放节奏，市场对于下半年金融条件趋紧的预期渐强。

鉴于此，本篇报告在梳理上半年银行业资产负债运行特点的基础上，重点从银行视角探讨下半年信用增长是否会出现边际紧缩的迹象，以及这一形势如何影响下半年银行业资产负债摆布策略。

1、上半年银行业资产负债运行的主要特点

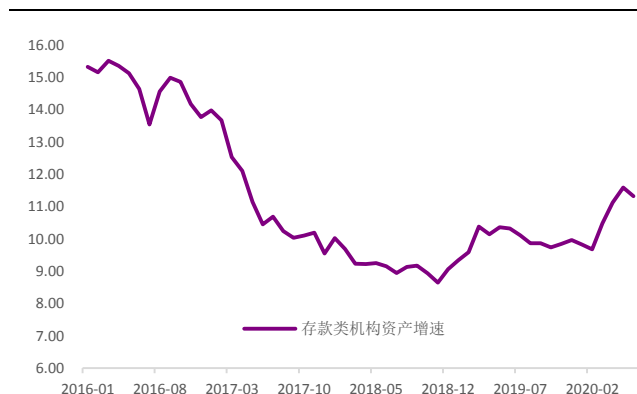
1.1、“宽信用”环境助力银行扩表速度加快

今年以来，随着逆周期调节力度加大以及监管部门引导银行加大对实体经济的支持力度，银行体系扩表速度加快。“宽信用”政策发力：一方面，央行加大了货币宽松力度，先后三次实施普降和定向降准政策，下调 OMO、MLF 利率 30bp，将超储利率下调至 0.35%，使得整体货币金融环境较为宽松。另一方面，疫情期间出台了一揽子对普惠小微企业、民营企业的定向纾困政策。在此情况下，银行积极顺应国家政策导向，配合企业复工复产并提供融资支持，资产增速明显上行。截至 2020 年 6 月末，银行资产增速为 11.32%，较 2019 年年末提升 1.36 个百分点，上半年银行业新增人民币贷款投放 12 万亿，人民币贷款增速达到 13.2%，社融增速 12.8%，创 28 个月来新高。

从资产结构看，贷款、债券等基础性和标准化业务占比稳步提升，6 月末占比分别为 64.32% 和 16.76%，较 2019 年年末分别提升 0.16 和 0.21 个百分点，股权及其他投资占比为 7.34%，近年来持续处于下行通道，买入返售和同业存放占比为 1.31%，较 2019 年年末提升 0.36 个百分点。

图 1：银行资产增速出现明显回升

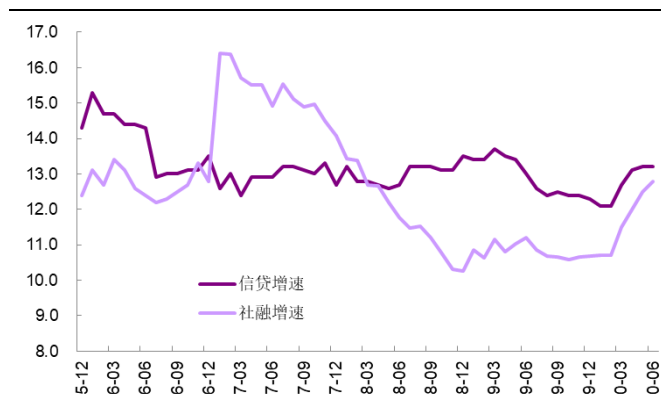
单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020 年 6 月

图 2：信贷、社融增速变化情况

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020 年 6 月

表 1：2020 年 6 月末金融机构信贷收支表

单位：百亿元

	6 月余额	前 6 月 增量	去年同期 增量		6 月余额	前 6 月 增量	去年同期 增量
各项存款	20748	1455	1005	各项贷款	16520	1209	967
1.住户存款	8963	833	682	1.住户贷款	5888	356	376
(1) 活期存款	3109	162	105	(1) 短期贷款	1434	76	100
(2) 定期及其他存款	5854	671	577	消费贷款	808	2	66
2.非金融企业存款	6472	528	184	经营贷款	626	74	34
(1) 活期存款	2450	32	5	(2) 中长期贷款	4454	280	275
(2) 定期及其他存款	4022	496	179	消费贷款	3824	233	234
3.政府存款	3535	155	247	经营贷款	630	47	41
(1) 财政性存款	452	44	68	2.非金融企业及机关团体贷款	10504	877	626
(2) 机关团体存款	3082	111	178	(1) 短期贷款	3240	282	147
4.非银行业金融机构存款	1650	-74	-113	(2) 中长期贷款	6139	486	348
金融债券	906	76	69	(3) 票据融资	859	97	118
流通中货币	795	23	-6	3.非银行业金融机构贷款	71	-28	-36
				债券投资	4211	375	262
				股权及其他投资	1947	89	0

资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、信贷结构：对公贷款高增长，定向扶持力度加大

1.2.1、从贷款投向看，对公好于零售，投资好于消费

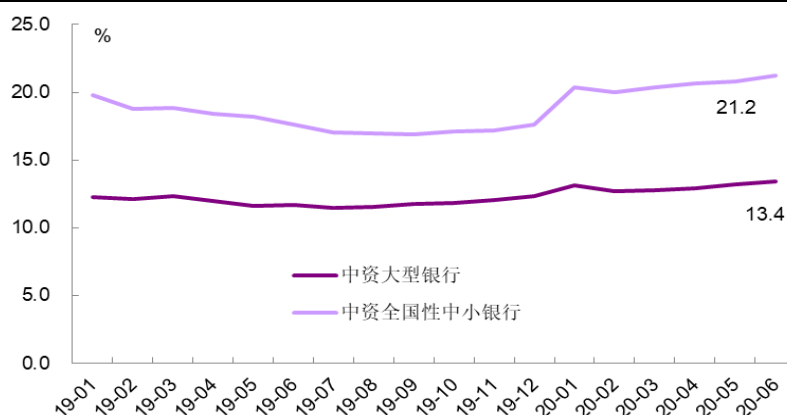
(1) 企业贷款快速增长，对公中长期信贷支持投资提速。二季度以来，随着疫情得到有效控制，基建领域相关信贷投放按下快进键，房地产产业链快速复苏，上半年对公中长期贷款新增 4.86 万亿，增量占比约 40%，较 2019 年提升约 5 个百分点。同时，在央行推出再贷款、再贴现等定向纾困政策引导下，企业短期贷款同样录得较好增长，上半年新增 2.82 万亿，已远超 2019 年全年规模。分机构看，大型银行和政策性银行“头雁”作用明显，对于企业资本开支支持更多，上半年四大行和中小银行企业固定资产投资中长期贷款分别同比多增 32%和 30%。

(2) 零售短期消费类贷款增长疲软，但按揭贷款疫情后快速恢复。上半年受疫情影响，居民消费需求较为低迷，零售短期消费类贷款上半年近乎零增长。但按揭贷款疫情后增势较好，反映在住户中长期消费类贷款上半年新增 2.33 万亿，与去年同期基本持平。特别是二季度以来，前期被压制的购房需求集中释放，房地产销售回暖，按揭贷款投放节奏加快。仅 6 月份单月，住户中长期消费类贷款新增逾 5000 亿，高于去年同期 1000 亿，其中住房按揭贷款新增 4600 亿，明显快于 2019 年月均增长水平。现阶段按揭贷款投放提速迹象十分明显，也在一定程度上引致了监管的强化。

(3) 票据融资和非银贷款有所下滑。今年 2-4 月份流动性较为宽松时期，企业通过“票据贴现+结构性存款”等方式进行套利的行为抬头，导致票据融资增长一度虚高。5 月份以来，随着央行对资金套利空转的打击，资金利率上行后，票据套利现象得到遏制。另一方面，在监管考核约束下，银行也

存在通过压降票据和非银贷款，为一般贷款增长腾挪额度，使得 5-6 月份票据和非银贷款出现明显下滑。

图 3：不同机构类型中长期贷款增速变化



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020 年 6 月

1.2.2、从行业投向看，政策性要求与市场化需求双轮发力

(1) 制造业、批发零售业、个人经营性贷款领域信贷投放改善明显。今年，监管层对于重点领域信贷考核要求进一步提升，对制造业中长期贷款增速（25%）、制造业信用类贷款占比（20%）、小微企业融资（首贷率、信用贷、中长期贷款）分别提出明确考核要求；对五家大型银行普惠小微贷款增速的要求由 20% 提升至 40%。在此情况下，银行在上半年加大了制造业和普惠小微领域的信贷支持，并通过压降票据、非银贷款等方式腾挪额度，通过下调 FTP 进行定价支持。上半年制造业、批零业、个人经营性贷款信贷增长提速，制造业中长期贷款增速达到 20%，其中高科技制造业贷款增速逾 40%；中小微企业贷款增速 25%，其中普惠小微贷款增速 20%；个人经营性贷款增速 16%，较 1Q 末上升 3 个百分点。

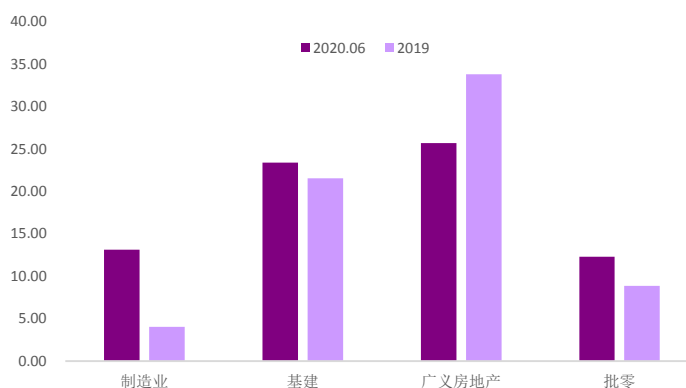
(2) 政府和准政府领域信贷投放进一步发力。在“六保”压力下，上半年基建开启了快捷键，政府和准政府领域信贷投放进一步发力。特别是两会后，随着大型项目、重点项目的启动，吸引了银行大量配套增量资金的进入。上半年，广义基建领域融资（含建筑业、水电热气、交运业、水利与公用基础设施、租赁服务业等）信贷增量逾 4 万亿，占比超过 20%，在对公领域信贷投放中依然处于领先地位。

(3) 广义房地产领域信贷增量占比有所下降。为保证房地产市场长期健康发展，房地产作为宏观经济重点调控领域的基调未发生变化，在疫情加大经济下行压力的环境下，中央仍多次重申“房住不炒”政策部署。当前监管对于房地产领域贷款管控要求广义口径（人行口径，含开发贷+按揭等）增量、存量占比限额管理。今年以来，在制造业、普惠和基建领域信贷投放进一步发力的同时，广义房地产领域信贷占比压降。根据人民银行发布的《2020 年二季度金融机构贷款投向统计报告》显示，上半年人民币房地产贷款余额 47.40 万亿，同比增长 13.1%，上半年房地产贷款增量占各项贷款增量的 24.7%，比去年全年水平低 9.3 个百分点。其中，个人住房贷款余额 32.36 万亿，同比增长 15.7%。

需要注意的是，在上半年流动性宽松的环境下，为加强对重点领域的信贷支持，银行对小微企业的房地产抵押经营性贷款，以及个人消费类贷款均给予较为优惠的定价，存在部分企业和个人通过房抵贷、消费贷变相地突破信贷政策要求，违规流向楼市的现象，而这些信贷资金并未统计在广义房地产贷款口径之中，在一定程度上低估了房地产信贷增量数据。在7月14日银保监会发布的《关于近年影子银行和交叉金融业务监管检查发现主要问题的通报》中明确提及，严禁资金违规流向房地产领域。

图 4：银行贷款行业投向

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3、继续增配标准化债券，压降广义同业资产

在非信贷类资产的配置中，上半年银行延续了增配标准化债券、压降资管类产品的策略，债券投资占比进一步提升，而广义同业资产则持续压降。

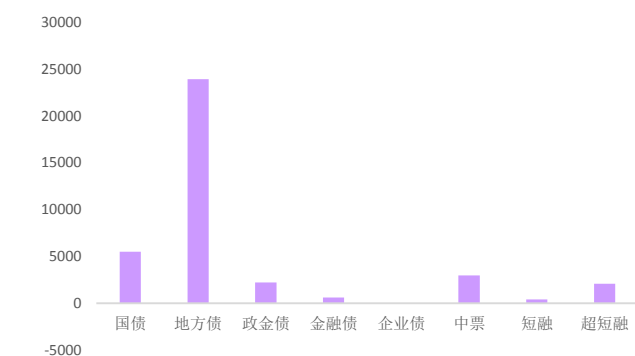
债券配置方面，上半年，银行债券配置力度进一步加大。截至6月末，银行配置债券余额占总资产比重为16.76%，较2019年年末提升0.21个百分点，新增规模约3.75万亿，同比多增约1.1万亿。从持仓结构看：

(1) 利率债方面，上半年银行增配国债和政金债规模合计为7693亿，同比多增约1400亿。特别是在5-6月份，受利率上行后配置价值的改善，银行大幅增配国债和政金债，单月增配规模合计3500-5000亿。上半年银行增配地方债规模为2.39万亿，同比多增8321亿。

(2) 信用债方面，上半年银行表内增配信用债规模为5357亿，同比多增3924亿。其中，超短融、短融上半年增配规模为2456亿，同比多增1936亿。银行在一季度加大中票配置力度后，二季度增配规模逐步下降，6月份仅新增78亿，而企业债上半年增配规模为-63亿。整体来看，上半年银行配置信用债久期明显缩短，特别是经历5-6月份债券市场的剧烈调整后，为规避久期风险，银行信用债持仓更倾向于超短融和短融品种。

图 5：银行配置债券持仓情况

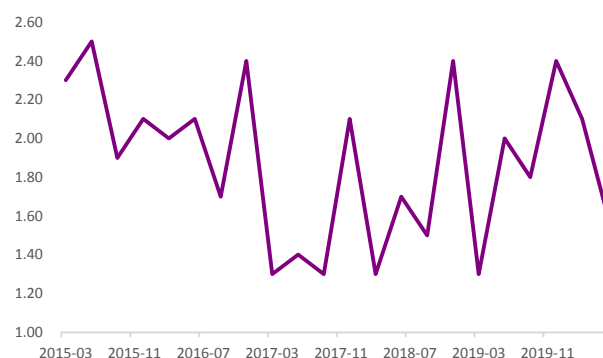
单位：亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所；截至 2020 年 6 月末

图 6：超储率变化情况

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所；截至 2020 年 6 月末

广义同业资产主要包括各类资管产品，在金融机构信贷收支表中大部分纳入股权及其他投资统计口径和买入返售、存放同业等狭义同业资产。

(1) 资管产品配置方面，上半年银行持续减持，截至 6 月末，银行股权及其他投资占比为 7.34%，较 2019 年年末下降 0.12 个百分点。随着“信托新规”的出台和“非标”认定的趋严，以及“资管新规”过渡期延长安排落地，下半年资管回表速度将进一步加快，压降态势将更加明显。

(2) 同业资产配置方面，今年一季度，银行体系流动性较为宽松，备付率持续高位运行。在央行下调超储利率后，由于银行对于存放同业业务的利率调整存在一定滞后性，在超储利率与存放同业利差扩大的情况下，司库适度加大了存放业务消化冗余资金，同业资产规模有所提升。但 5 月份以来，随着货币投放转向“总量适度”，资金面回归疫情前的正常水平，加之结构性存款的压降，使得流动性存在边际收敛压力，超储率由一季末的 2.1% 降至二季末的 1.6%。为此，司库开始陆续赎回存放业务，并减少同业融出，使得同业资产规模出现下降。

1.4、存款结构不甚理想，结构性存款先升后降

年初以来，随着央行连续下调法定存款准备金率，并加大流动性的定向投放，银行一般性存款录得较好增长，上半年增量规模为 14 万亿，增幅与 2019 年全年基本接近。然而，受疫情期间经济活动放缓、预防性资金需求提升以及利率双轨制下资金套利等因素影响，存款定期化现象较为明显，特别是结构性存款增长较快，在宽松的流动性环境下，反而造成了银行综合负债成本的上升和存贷利差的承压。

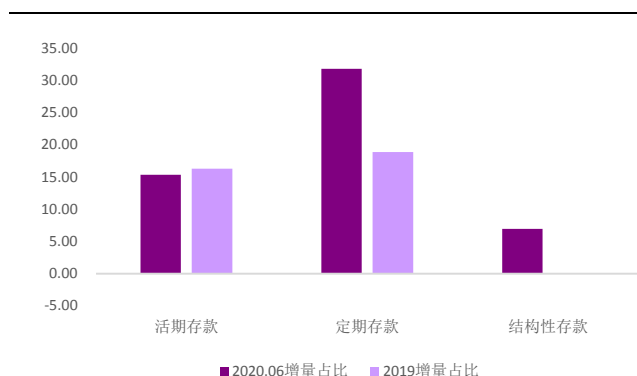
上半年，中资银行个人与企业定期存款和结构性存款增量规模分别为 5.62 万亿和 1.23 万亿元，占总负债比重分别为 31.79% 和 6.95%，较 2019 年增量占比分别提升 12.92 和 7.04 个百分点。而活期存款增量占比为 15.33%，较 2019 年下降 0.98 个百分点。

5 月份以来，随着监管部门对资金空转套利的打击，通过配置结构性存款的套利模式成为重点打击对象。6 月中旬，财新网等媒体报道银保监会窗口指导商业银行压降结构性存款，对结构性存款“压量控价”，要求在 9 月末结构性存款余额与 2019 年年末持平，12 月末达到 2019 年年末的 2/3。从实际效果来看，5 月份结构性存款结束了前期的高增态势，单月降幅约 3000 亿元。6 月份，结构性存款缩量态势更加明显，各家银行均按照监管规定制定了明确的压降计划，总体单月降幅超过 1 万亿。分银行类型看，大型银行 6 月份结构性存款降幅为 2369 亿，而中小银行结构性存款降幅为 7740 亿，其中全国性股份制银行压降规模约 6700 亿，压降幅度较大。

在结构性存款大幅缩量的同时，收益率水平同样出现明显下行。二季度以来结构性存款利率持续下行，截至 6 月末，样本银行结构性存款平均收益率已降至 3.2-3.3% 水平，较年初降幅超过 40-50bp，对于稳定净息差起到了较好效果。

图 7：银行存款结构变化情况

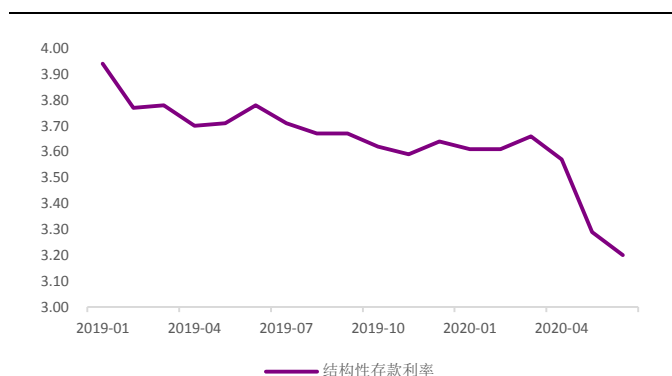
单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：样本银行结构性存款价格变化

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020 年 6 月

表 2：结构性存款“压量控价”降低银行体系付息成本

单位：万亿	2019 年末	2020 年 5 月	20Q3 压降量	2020 年压降量	2020 年余额预计	2020 年存款成本下降 (BP)	2021 年存款成本下降 (BP)
全部	9.60	11.84	2.24	5.44	6.40	1.8	6.1
大型银行	3.41	4.23	0.82	1.96	2.28	1.3	4.5
中小银行	6.19	7.60	1.42	3.48	4.12	2.2	7.7

资料来源：Wind，光大证券研究所，注：假设结存全部置换为一般性存款，结存利率以 3.7% 计算，一般性存款按 6M 定存计算。

2、下半年银行业资产负债形势展望

2.1、信用增量供需双收缩，银行资产增速放缓

对于下半年的银行体系信用增长，我们认为，在实体经济结构性有效需求不足可能回潮和供给端驱动必要性减弱的双重影响下，下半年“宽信用”或边际收敛，银行资产增速有望稳步放缓。

2.1.1、从需求端看，结构性有效信贷需求不足或在下半年回潮

(1) 上半年信贷投放“供给驱动”特点明显，实体经济部分领域内生需求的仍然不足。回溯上半年信贷形势，信贷投放呈现“供给驱动”特点：一方面，股份制银行和中小行信贷投放“月初回落、月末冲高”的迹象较为明显；另一方面，市场化需求较好的领域主要为基建、房地产和部分制造业（含生活必需品制造业、医疗卫生制造业、高科技制造业），而其他制造业及普惠小微领域信贷增长主要依靠外生性政策所主导。

目前，国内疫情已得到有效控制，海外经济体“带疫”重启经济，经济复苏迹象明显。但也存在金融支持快于实体经济、生产恢复快于消费需求、大型企业好于中小企业的矛盾，再叠加中美摩擦不确定性加大，下半年结构性有效信贷需求不足的问题可能出现回潮。

(2) 部分金融机构下调制造业 FTP 反映出企业融资需求仍偏弱。今年，监管部门对于制造业、普惠小微企业的信贷投放的定量考核要求进一步加大，但在疫情影响下，企业资本开支类融资需求并不强，其获得信贷资金并未完全进入生产流通领域，部分进行空转套利虚增了金融机构资产负债表。截至6月份，制造业固定资产投资累计增速为-11.7%，31个子行业中有9个子行业经济增加值超过5%，有11个为负。

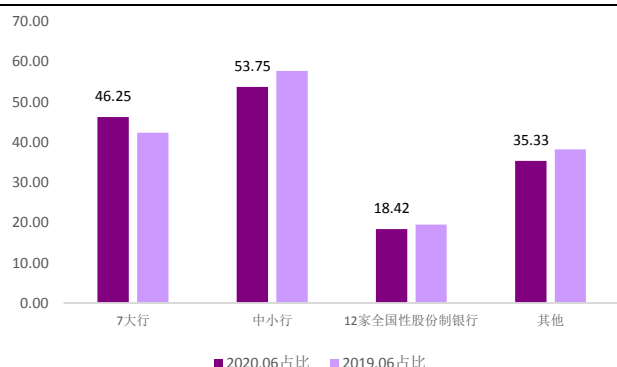
下半年，银行为了完成制造业和普惠小微企业信贷投放任务，采取了下调贷款 FTP 等措施，提升贷款投放节奏。制造业贷款 FTP 下调和“空转”虚增的资产负债表压降，一定程度上反映出制造业信贷增速达标存在压力。

(3) 大型银行在信贷投放方面发挥了“头雁效应”，市场化融资需求相对不足。根据央行公布的数据，在上半年约12万亿的信贷投放中，工、农、中、建、交、邮储、国开七大行信贷投放规模为5.55万亿，占比为46.25%，较2019年同期提升约3.9个百分点。与之相对应的是，中小行信贷投放规模为6.44万亿，占比为53.75%，其中全国股份制银行信贷投放规模约2.2万亿，占比为18.4%，分别较2019年同期提升3.9和1.1个百分点。由此可见，今年以来，7大行在信贷投放和支持实体经济方面发挥了“头雁效应”。

究其原因，与央行分配给7大行的信贷额度扩大有关，根据安排，**政策性银行2020年调增信贷额度1万亿**。7大行在疫情期间加大了对抗疫领域的支持力度，而股份制银行、城商行、农商行则是服务中小企业的主力军，但这部分企业受疫情影响较大，企业停工，营业收入下降，导致融资需求有所减弱。在海外疫情面临不确定性、国内企业订单大幅缩减的情况下，下半年企业内生融资需求是否有显著改善空间存在不确定性，大行与中小行信贷配比收窄料将进一步延续，**我们更关注反映市场化需求的中小银行信贷自我恢复能力**。

图 9：分银行类型信贷投放

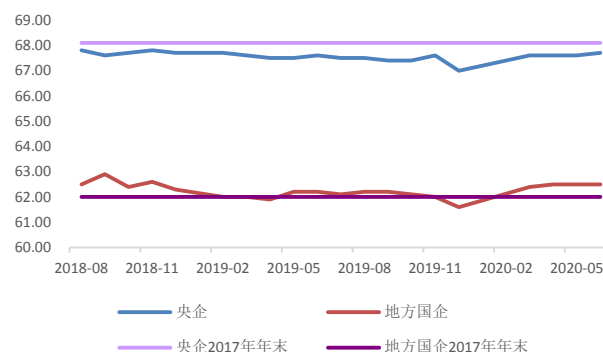
单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：国企资产负债率变化情况

单位：%



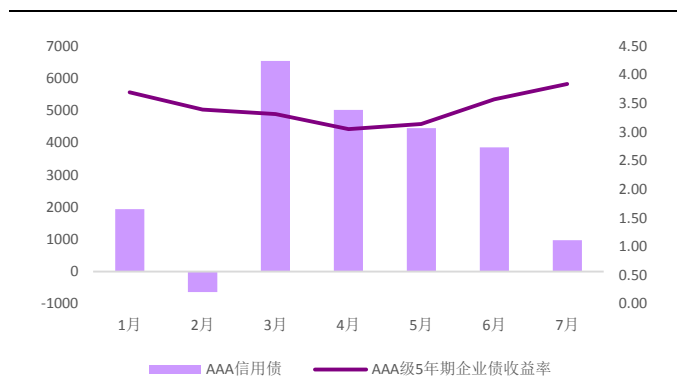
资料来源：Wind，光大证券研究所

(4) 国企资产负债率考核约束下，下半年国企融资需求有望回落。2018年，中办、国办印发了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，要求国有企业平均资产负债率到2020年年末比2017年年末降低2个百分点。今年上半年，在宽松的流动性环境下，全社会信用增长较快，其中国有企业通过信贷和债券渠道进行融资的规模较大。根据财政部统计数据，截至6月末，央企资产负债率为67.7%，较2017年年末水平下降仅0.4个百分点，而地方国企资产负债率为62.5%，较2017年年末水平反而提升了0.5个百分点。这表明，我国国企资产负债率离考核目标差距较大，虽然受疫情影响阶段性杠杆率上行有特殊性，但国有企业出于自身经营考虑，下半年融资节奏或将放缓。

(5) 债券利率上行抑制企业无效融资需求。上半年，高等级信用债净融资规模呈现“倒V”型走势。3月份以来，在宽松的市场环境下，债券市场利率快速下行，其中5年期AAA级企业债收益率由年初的将近4%一度下行至3%附近。企业发债意愿显著提升，特别AAA级信用债在3-5月份的净融资规模高达1.6万亿。然而，随着5月份以来债券利率的快速上行，债券市场抛压加剧，高等级信用债净融资规模出现明显萎缩。尤其是7月份，股票市场的火爆加剧了债券市场调整，AAA级信用债净融资规模进一步萎缩至974亿。

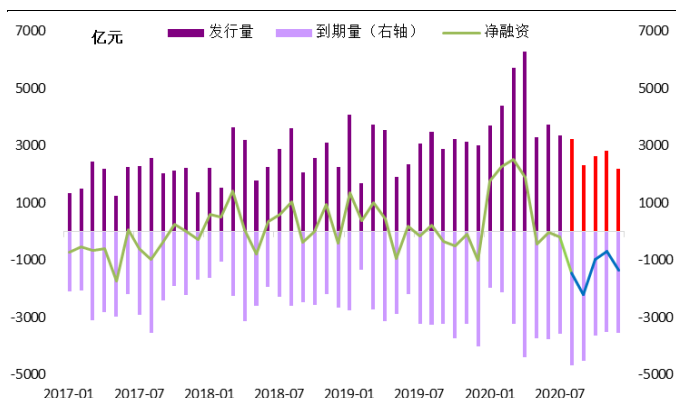
整体来看，上半年企业通过债券融资获得了足够的资金，目前债券利率整体中枢上移已成定局，对于利率敏感性的高等级企业而言，债券利率上行将对其融资意愿形成抑制，也会驱动融资模式转向银行表内安排。若按照短融和超短融发行与到期量统计，我们预计2020年下半年短期融资券净融资额负增长，由此对下半年企业信用类债券新增融资额形成显著负向拖累。

图 11：2020 年高等级信用债净融资及收益率



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元/%

图 12：债券融资可能在年末形成负贡献



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：SCP&CP 发行到期量，2020 年 8~12 月发行量按过去三年月发行均值评估，净融资量为负；数据截至 2020 年末

2.1.2、从供给端来看，金融支持与实体恢复从“快于”到“协调”

无论是下半年的货币金融环境，还是监管政策导向，均指向信用供给力度的减弱。

(1) 政治局会议定调下半年政策大势，货币投放切换至“总量适度”。年中政治局会议传递出，在下一阶段，中央银行货币信贷调控将坚持“总量适度”原则，灵活运用公开市场操作、中期借贷便利等工具实现基础货币吞吐，确保资金利率围绕政策利率中枢平稳运行。政治局会议对于下半年的货币政策提到了三个关键词：“完善宏观调控跨周期设计和调节”、“货币政策要更加灵活适度、精准导向”、“要保持货币供应量和社融规模合理增长，推动综合融资成本明显下降”。其中，“灵活适度、精准导向”已基本被市场所预期。但有新意的地方在于，一是用“跨周期”取代“逆周期”，这是一个全新的提法，事实上也是对疫情期间货币政策宽松引发一些次生问题（如资金空转套利苗头等）的反思。即货币政策在决策时，需要有更长远的视角，特别是面对疫情影响下经济阶段性的承压以及后续的逐步恢复，避免出现操作力度和节奏的大起大落。二是强调“保持货币供应量和社融规模合理增长”。

在推动综合融资成本明显下降的手段方面，更多的操作手段是丰富和强化 MPA 考核：从压缩贷款 LPR 综合加点、存量浮动利率换锚节奏考核、创新存款压降节奏考核三个方面强化，设定数字目标，引导存贷款利率下行。由此可见，下半年通过资金市场 OMO—MLF—LPR 的传导方式将尽量减少使用，而降准等数量工具使用也会趋于谨慎。

(2) “货币活化”提速降低“宽信用”发力必要性。在疫情期间，由于经济活动显著放缓，加上企业和居民的预防性、避险性、贮藏性货币需求增加，整体流动性处于“冻结”状态，体现为银行体系定期类产品大幅增长，货币流通速度放缓。在疫情基本控制后，企业全面复工复产，经济活力开始恢复，使得前期冻结的流动性解冻复流，“货币活化”提速，并开始影响房地产、股票等资产价格，导致总量继续“宽信用”的必要性下降。

(3) “资管新规”后理财回表将挤占表内资源。7 月份，人民银行等 6 部委决定延长“资管新规”过渡期至 2021 年底。其中，对于存量资产处置配套举措，包括“允许类信贷资产在符合信贷条件的情况下回表，并适当提高监管容忍度。已违约的类信贷资产回表后，可通过核销、批量转让等方式进行处置。”下半年，存量理财产品回表将是银行业重点任务之一，此举会增加表内广义信贷额度挤占，迁徙影子银行信用存量到银行表内，将牵动存量社融口径调整到表内信贷口径。并带动表外非信贷类不良资产的消化处置，因此消耗表内拨备资源。

预计下半年银行业拨备计提仍然维持相当强度，从而可能对经营业绩形成持续挤压。从相应监管指标看，资管产品回表将对资本充足率、LCR、NSFR 等指标形成冲击，部分银行资本充足率承压较大。不排除监管机构在资本方面和流动性方面给予支持，豁免回表资产纳入相应统计指标计量，或者降低相应考核标准。

综合来看，下半年或面临信用增长供需双重收缩的局面，受此影响，银行体系信用增长难现上半年高增态势，信贷、社融增速将冲高回落，“资金—债券”价格体系将保持平稳，存贷款利率则趋于下行。

2.2、资产配置结构：信贷投放维持均衡节奏，债券配置性价比上升

在资产配置结构上，我们基于监管政策导向、流动性、资本约束以及资产配置性价比效应等多方面因素判断，预计信贷投放将较上半年显著下滑，而债券资产特别是利率债的配置性价比已经开始显现。具体而言：

2.2.1、信贷投放更为均衡，票据融资或负增长

央行要求金融机构维持均衡信贷投放节奏，下半年信贷增长将有所放缓，重点投放领域为“两重一新”、制造业、普惠、按揭。今年上半年，信贷增长较去年明显加快，金融机构新增人民币贷款超过 12 万亿，同比多增 2.42 万亿，在助力企业复工复产同时，也产生了一些次生问题：一是信贷投放节奏快于实体经济恢复速度，造成了金融资源供给过剩和资金面的淤积。二是过快的信贷投放透支了后续金融支持实体经济的政策空间。为此，央行在年中对部分信贷投放较快的金融机构进行了窗口指导，要求适度加强对信贷投放节奏的管控，维持信贷均衡投放，信贷投放节奏要与市场主体实际需求保持一致。

近期政治局会议也强调，“要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业”，加之监管部门已设定制造业信用、中长期贷款以及小微企业信贷考核指标，我们判断，下半年银行整体信贷增长有所放缓，新增人民币贷款或将维持在 8 万亿左右的规模，全年新增 20 万亿，符合央行易纲行长在陆家嘴论坛上的表态。行业投向上将更加侧重“两重一新”、制造业、普惠等领域；房地产领域坚持总盘子管理，按揭贷款增长仍将保持稳定增长，月均增量 4000 亿左右。

结构性存款压降背景下，银行流动性管理压力加剧，或将对信贷投放形成一定约束。6 月份以来，随着结构性存款的压降，银行流动性管理压力已开始

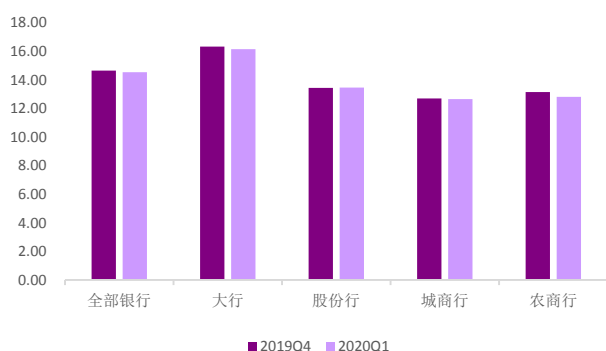
显现，主要表现为两个方面：一是银行备负承压，部分银行司库一改上半年净融出的格局，持续通过净融入维持备付率在合意水平，而且对于央行OMO和MLF的需求开始加大。二是对银行流动性监管指标造成了较大冲击，特别是对于部分结构性存款存量规模较大的个体银行而言，要压降至2019年年末的2/3水平，需压降数千亿规模。三是结存压降（若转化为同业存款）将造成存贷比的上升，使得银行资金来源与运用不匹配程度加剧。为此，司库需要通过大量吸收NCD以及发行金融债维持流动性安全，这样一来势必降低负债端稳定性，加大司库管理压力，不排除部分达标压力较大的银行会加强对信贷投放的管控力度。

票据业务下半年或现负增长。从票据业务（未贴现承兑+票据贴现）看，上半年新增1.4万亿，去年同期增加1.1万亿；2019年下半年，票据业务增加2200亿，若剔除票据套利因素影响，在价格体系变化、票据到期安排和市场自行运动的趋势下，不排除票据业务下半年整体负增长的可能。

银行利润增速大幅放缓背景下，未来核心一级资本充足率将进一步承压。上半年银行在加大信贷投放支持实体经济的同时，资本消耗速度也随之加快。银保监会公布的数据显示，截至2020年一季度末，银行资本充足率为14.53%，较上季末下降0.12个百分点。其中，城商行和农商行资本充足率分别为12.65%和12.81%，较2019年末有所下降，低于股份制银行和大型商业银行。在36家上市银行中，有7家银行核心一级资本充足率降至9%以下，占比为19.4%，全国性股份制银行居多，而且在二季度这一比例有可能进一步扩大。从目前来看，我国银行基本充足率尚能满足巴塞尔III要求，但部分银行核心一级资本充足率已显著承压。在目前情况下，内源式资本补充困难较大，在监管导向下，银行利润增长可能出现大幅放缓，用以夯实资产质量、加大拨备计提、集中化解风险。未来，需关注内源式补充对核心一级资本的贡献显著降低之后，可能对信贷增长形成的约束。

图 13：分类型银行资本充足率情况

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 14：上市银行核心一级资本充足率情况

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2.2、债券配置性价比开始提升

在银行资产配置策略的安排中，综合收益是影响资产配置行为的重要因素，这既包括资产收益率，同时还需要涵盖信用风险、资本占用成本、税收等相

关因素。除此之外，银行资产配置一定程度上会受到监管政策的约束，例如当前监管部门要求银行加大制造业、普惠领域的信贷投放，但这一因素难以进行量化处理。我们在此通过计算各类资产的 EVA 水平，来判断资产的比价效应以及下一阶段银行资产配置行为。具体计算方式为：

EVA=平均资产收益率-平均负债成本率-税收成本率-资本占用成本-信用风险成本+存款派生收益率

按照上述逻辑，我们对住房按揭贷款、信用卡、普惠小微贷款、国债、地方债、企业债、同业非标投资以及拆放非银等资产的 EVA 进行测算。在测算前，首先对部分数据作如下说明：

(1) 根据 2020 年一季度上市银行财报数据，假设计息负债平均成本率为 2%。

(2) 根据国家税务总局要求，在 2018 年 9 月 1 日~2020 年 12 月 31 日之间，对金融机构向小型企业、微型企业和个体工商户发放小额贷款取得的利息收入，免征增值税，所得税税率依然为 25%。同业投资非标方面，由于非银机构非标资产并不保本保收益，该资产的利息收入增值税率为 0。

(3) 国债和国开债期限为 10 年期，收益率假设分别为 3%和 3.5%。银行配置地方债平均期限一般为 3-5 年，信用债期限平均期限为 1 年。本文在测算中，选取 3 年期地方债和 1 年期企业债，收益率分别为 2.8%和 3%，评级均为 AAA。

(4) 一般而言，对公贷款的存款派生率要高于零售贷款，假设对公贷款的存款派生率保持在 30%上下，零售贷款的存款派生率保持在 10%左右，且存款派生最终以活期存款形式存在，利率为 0.35%。另假定银行会利用这笔资金进行再投资，资产收益率按照生息资产平均收益率测算。根据 2020 年一季度上市银行财报数据，生息资产平均收益率为 3.74%。

表 3：银行各类资产 EVA 测算结果

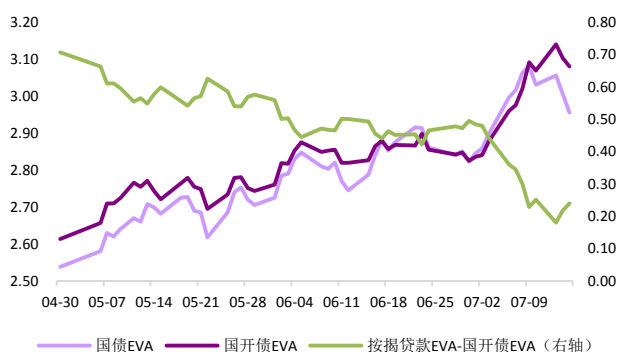
	对公贷款	住房按揭	消费贷(含信用卡)	普惠小微	国债	国开债	地方债	企业债	非标投资	拆放非银
平均资产收益率	4.81%	5.60%	7.50%	5.23%	3.00%	3.50%	2.80%	3.00%	6.90%	2.20%
平均负债成本率	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
税收成本率	0.97%	1.22%	1.80%	0.81%	0.00%	0.38%	0.00%	0.42%	1.23%	0.05%
增值税率	6%	6%	6%	0%	0%	0%	0%	6%	0%	0%
所得税率	25%	25%	25%	25%	0.00%	25%	0.00%	25%	25%	25%
资本占用成本	1.74%	0.87%	0.87%	1.31%	0.00%	0.16%	0.35%	1.74%	1.74%	1.74%
风险权重	100%	50%	50%	75%	0%	0%	20%	100%	100%	100%
ROE	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
CAR	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%
信用风险成本	2.10%	0.30%	1.90%	5.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.00%	0.00%
存款派生收益率	0.70%	0.70%	0.70%	0.76%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EVA	0.69%	3.91%	3.63%	-1.92%	3.00%	3.13%	2.45%	0.84%	0.94%	0.41%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算；2020 年 6 月

由测算结果可知：

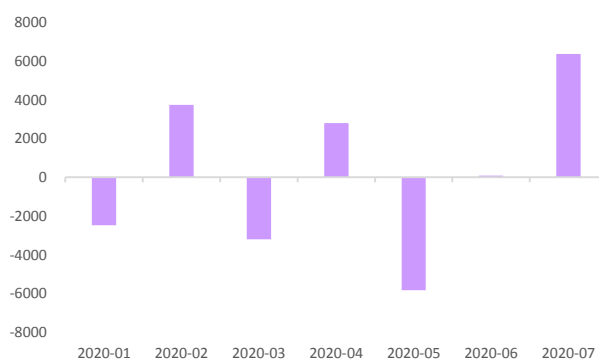
(1) 住房按揭贷款应成为银行优先配置的资产。在当前信用风险频发时期，住房按揭贷款由于定价运行稳定、资本占用成本和信用风险成本较低等优势，EVA 在所有资产中处于最高水平，应成为银行优先配置的资产。以信用卡为代表的消费金融业务收益率高，但不良率偏高使得 EVA 略低于住房按揭贷款。无论是按揭贷款还是短期消费类信贷，均支持当前阶段大力发展零售业务的商业逻辑。对公贷款 EVA 仅为 0.69%，明显低于零售贷款。但需要强调的是，由于银行与对公贷款客户粘性更高，在提供金融服务的过程中往往会产生一些增值收益，而这些收益难以在 EVA 中得到体现。普惠小微贷款在监管要求下，收益率逐步下滑，但信用风险高企，使得 EVA 为负值，即银行配置普惠小微贷款具有较强的政策导向性，商业性原则不足，尤其是对于信用类普惠小微贷款而言，第二还款源缺失加大了银行受损的可能性。但也需要强调，对于普惠小微领域进行信贷支持具有巨大的社会效益，通过稳岗稳就业带来的外部性将提升银行资产质量的稳健性。未来商业银行更需要探索服务小微企业的创新方式，做到精准获客、精确风险计量控制。

图 15: 国债、国开债与按揭贷款 EVA 变动情况 单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截至 2020 年 7 月 15 日

图 16: 2020 年同业存单发行情况 单位: 亿元



资料来源: Wind, 光大证券研究所

(2) 利率债与信贷 EVA 逐步接近，特别是国开债的配置价值开始显现。在非信贷类资产中，国开债 EVA 为 3.13%，处于领先水平，国债 EVA 为 3%，略低于国开债水平。假定按揭贷款利率二季度以来保持不变，若以上半年 4 月末债券收益率最低位为起点，测算国债与国开债的 EVA 变化情况可知，4 月底以来，国债和国开债 EVA 不断提升，与住房按揭贷款 EVA 之差逐步收窄，配置价值开始显现。地方债和信用债 EVA 分别为 2.45% 和 0.84%，信用债银行表内配置价值相对较低，同业非标投资尽管收益率高，但较高的违约率也使得其创造的经济价值偏低，EVA 仅为 0.94%，拆放非银 EVA 为 0.41%。因此，从银行资产配置的经济效益角度看，债券市场经过本轮调整，已较为接近疫情前的水平，不仅已反映出基本面的边际改善以及政策向常态化回归的信息，而且可能存在一定超调。在此情况下，EVA 水平较前期已明显提升，利率类品种配置价值开始显现。

2.3、负债配置结构：结构性存款与同业存单“跷跷板效应”延续，金融债有望加快发行

7 月份以来，在结构性存款大幅压降的同时，同业存单也呈现“量价齐升”态势，单月存单净融资规模 6335 亿元，而 1-5 月的净融资规模为-4910 亿元，各期限存单价格较前期低位上行超过 100bp。对于下半年银行负债配置的展望，我们判断：

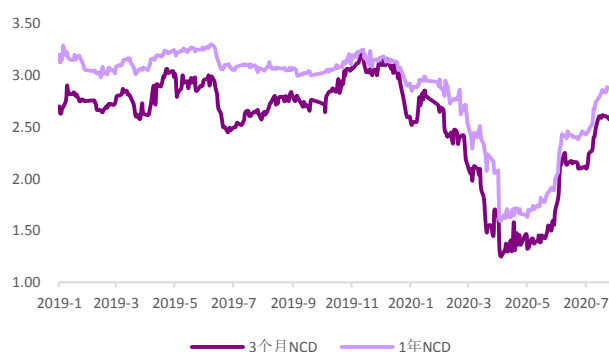
2.3.1、结构性存款与同业存单“跷跷板效应”仍将延续

银行在结构性存款压降过程中会加大存款留存率，引导部分结构性存款向可转让大额存单、通知存款等产品转移，但在大额存单量价限额管控情况下，预计承接量相对有限。为此，司库需要大量发行同业存单，维持备付率和流动性监管指标的稳定。对于下半年存单发行，我们判断：

- 考虑到 6 月份银行已压降 1 万亿结构性存款，下半年仍需压降 2.5 万亿规模的结存，若银行能够通过大额存单、通知存款以及其他定期类产品承接 1/3 的存款，则需要通过市场类资金补充负债规模为 0.7-1.7 万亿规模，摊薄到每个月份来看，预计下半年月均存单净融资额将保持在 1500-3000 亿规模，这一水平将明显高于 1-5 月份。
- 目前 1 年期同业存单价格为 2.85% 左右，较为接近 1 年期 MLF 价格。在结构性存款与同业存单存在“跷跷板效应”下，存单价格将维持一定刚性，总体易上难下。
- 综合考虑流动性管理成本以及监管指标达标情况看，发行期限将主要以 3 个月为主，1 年期为辅。

图 17：存单发行价格情况

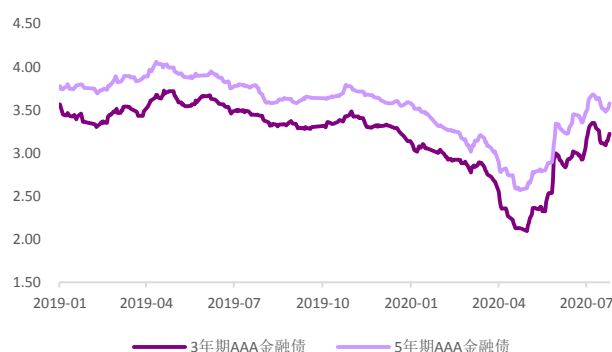
单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所；截至 2020 年 7 月 31 日

图 18：金融债发行价格情况

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所；截至 2020 年 7 月 31 日

2.3.2、金融债有望加快发行，并对银行资产负债管理能力形成一定考验

在存单发行力度加大的同时，为稳定中长期负债，降低结构性存款压降和一般存款占比下滑对于期限错配的影响，预计金融债发行有望加快。根据上市银行的相关公告，目前许多银行已开始准备金融债的发行工作，下半年预计会相继落地；同时，金融债储架发行工作也在有条不紊的推进过程中。但是，金融债的发行也将对银行资产负债管理形成一定考验：

(1) 金融债期限普遍为 3-5 年，时间跨度较长，所以金融债的发行考验的是银行对市场形势的研判和对头寸的综合摆布，能否在合适的时点发行金融债，将决定了发行成本的高低。

(2) 金融债主要以固息为主，且期限较长，这就对商业银行利率风险精细化管理形成了考验，需要合理的安排资产端重定价期限，避免造成利率敏感性缺口的大幅波动。

(3) 金融债发行考验的是商业银行资金运用能力，目前金融债发行利率仍高于计息负债付息率和存款付息率，这就需要商业银行在资产端寻找到能够与之相匹配的资产。基于违约率、资本占用成本等因素考虑后，住房按揭贷款因其不良率低（普遍违约 0.4% 以下，且有住房强抵押）、资本占用少（权重系数为 50%）、收益率下行幅度慢（目前利率水平为 5.3% 左右，且挂钩 5Y-LPR，利率下行幅度慢）等优势，其综合性价比比较对公贷款（收益率下降快、不良高）和零售非住房贷款（不良率高）更高，可以作为匹配金融债发行的优质资产选择。

3、对下半年整体信用环境的判断

本文基于银行视角，对上半年银行资产负债运行的主要特点进行了总结，在此基础上，对下半年资产负债形势进行了展望，得到了如下结论：

(1) 上半年“宽信用”环境助力银行扩表速度加快，但整体金融供给节奏快于实体经济恢复速度，造成了银行间市场资金淤积和资金套利问题。从下半年情况看，信用供需两端均面临收缩压力，银行资产增速较上半年将有望放缓。

(2) 基于监管政策导向、流动性、资本约束以及资产配置性价比等多方面因素判断，信贷投放将较上半年显著下滑，预计新增规模有望保持在 8 万亿元左右，而债券资产特别是利率债的配置性价比已经开始显现。社融领域多项指标在下半年产生负贡献。

(3) 随着结构性存款的逐步压降，司库需持续加大同业存单吸收力度，结构性存款与同业存单的“跷跷板”效应将在下半年得以延续，存单月均净融资规模有望保持在 1500-3000 亿水平，价格整体易上难下。

(4) 为稳定中长期负债基础，降低结构性存款压降和一般存款占比下滑对于期限错配的影响，下半年金融债发行力度有望加快，但也在一定程度上考验银行的资产负债管理能力，包括发行时点的掌握、利率风险管理以及资金运用能力等。

表 4：2020 年货币、信贷和社融增速预测

单位：万亿

指标	上半年增量	上半年同比增速	下半年增量	全年同比增速
贷款	12.09	13.20%	8.00E	13%E
社融	20.83	12.80%	11.00E	12.5%E
M2	14.84	11.10%	7.00E	11%E

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；E 表示预测值

综合上述分析，我们对下半年整体信用环境判断如下：

(1) 对于货币形势，应放弃“宽松幻想”，货币投放将由“总量充裕”向“总量适度”转换，并通过改革办法推动存贷款利率进一步下行，不再过分依赖价格信号在货币政策工具、银行间市场和 LPR 之间进行传递，也不再过度需要通过降准来推动负债成本下行，未来资金端宽松的政策举措强度和频度均将减弱。因此，下半年的基础货币投放渠道将主要通过 OMO 和 MLF 来实现，降准降息的概率已显著降低，LPR 下行概率大大降低。

后续需要观测在 1.5 万亿让利安排下，实际贷款利率下降幅度，若 LPR 加点水平降幅较慢，不排除央行继续通过 LPR 下行“促让利”，但是年内 LPR 下行空间不大。对于准备金工具使用而言，需要等到司库部门持续的流动性紧缩压力或将有所调节。

(2) 整体来看，上半年的逆周期调节政策和宽信用环境已为全年信用增长奠定良好基础，2020 年贷款、社融和 M2 将较 2019 年实现“三速齐升”，2020 年整体信用环境较 2019 年将出现明显改善。

当前或是信用增长的高点，未来在供需双重萎缩背景下，今年下半年信用增长将较上半年有所放缓。我们初步测算：预计 2020 年贷款、社融和 M2 同比增速分别为 13%、12.5%、11%，与我们前期判断变化不大。

风险提示

- 1) 全球经济重启的不确定性叠加疫情蔓延的复杂度提升，内外部基本面尚未完全企稳，如果复产复工背景下的经济金融活动修复不及预期，信贷需求收缩可能超预期。
- 2) 中美摩擦仍是一大不确定性因素，后续香港制裁法案具体受制裁实体名单和措施的公布具有较大不确定性，如果制裁烈度超预期可能对金融市场及经济平稳运行形成一定扰动。

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所载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版权所有。保留一切权利。

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