

问题金融机构处置或影响流动性结构

——流动性周报第5期

行业周报

◆核心观点:

1. 央行重启逆回购对冲税期，市场流动性有望延续合理充裕

为对冲税期高峰、政府债券发行缴款等因素的影响，上周央行结束了8日空窗期，开展公开市场操作净投放资金1000亿元。在中美贸易摩擦依然面临较强不确定性的情况下，通过“稳流动性”进而“稳预期”成为央行阶段性目标，二季度流动性并无大碍，资金利率仍将以稳为主，回落空间并不大。

2. 税期令资金利率略有承压，跨月价格季节性上行

上周在缴税和地方政府债券发行缴款影响下，资金利率略有承压，隔夜资金有所趋紧，银行对7天资金需求并不大，资金供给与价格基本保持稳定，14天跨月资金供给明显缩量，资金价格季节性上行。预计本周7天价格有望趋于上行。

3. 1Y存单发行需求依然较强，价格延续小幅提升态势

上周银行1年期存单需求依然较强，呈现“量价齐升”态势。1个月和3个月存单发行呈现净回笼态势，一定程度上反映出商业银行短端流动性压力可控，LCR等短期错配指标安全边界尚可，在央行小幅滴灌呵护下，预计5月末和季末资金价格总体不会出现大幅上行。

4. 5月预计全月信贷增长保持中性，M2保持在8.5%上下

受中小银行延续零售端转型影响，5月份零售贷款预计维持较好增长，但对公贷款的预计增长态势较为一般，相应经济数据指标也反映出一定程度回落，唯房地产业保持较好势头。从5月份以来资金市场价格反馈看，银行体系存款增长预计仍比较稳定，存贷款流动性形势向好。综合基数效应、财政存款投放、央行货币政策操作等因素，预计5月M2同比增速有望保持在8.5%上下。

5. 问题金融机构处置或影响流动性结构

近日，包商银行因为“信用风险”问题而被监管机构接管，并由建设银行托管。我们认为防范系统性流动性风险是诱发监管的主要原因，防止风险蔓延更是监管出手的主要考虑，并可能由于“大额负债再议”驱动资金在金融体系“量”“价”再分配。一方面，可能驱动存款向优质金融机构迁徙，“马太效应”运动可能带来新的流动性不平衡，造成同业业务规模较大的小型机构流动性压力或扩张困难，进而监管层可能重新稳定市场；另一方面，可能驱动同业授信体系面临剧烈调整，造成金融机构债券定价的分化，不同等级金融机构的信用拉大，低评级中小银行同业存单发行难度增加，尤其是对于低等级二级资本工具，将面临发行困难。未来完善中小银行流动性管理机制是预防风险的应有之义。

◆风险分析：经济复苏态势未确认，银行资产质量风险再度承压

买入（维持）

分析师

王一峰(执业证书编号：S0930519050002)

010-58452066

wangyf@ebcn.com

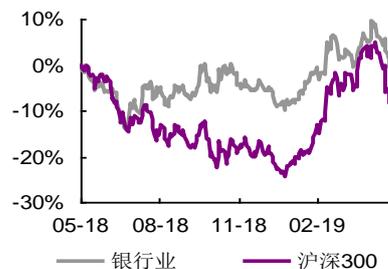
联系人

周鸿运

021-52523659

zhouhongyun@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

央行延续呵护市场操作，“稳预期”重要性提升——流动性周报第4期

2019-05-19

内外部扰动加大，“稳流动性”成为题中之意——流动性周报第3期

2019-05-12

TMLF投放低于预测值，彰显央行流动性管控意图——流动性周报第2期

2019-04-28

货币政策释放微调信号，资金面宽松空间收窄——流动性周报第1期

2019-04-22

目 录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 央行结束 8 日空窗期，重启逆回购对冲税期，市场流动性有望延续合理充裕.....	3
1.2、 央行计划近期再度发行离岸央票，高层频繁喊话稳定市场预期，破 7 概率并不大.....	3
2、 资金市场利率运行.....	4
2.1、 税期令资金利率略有承压，跨月价格小幅上行.....	4
2.2、 1Y 存单发行需求依然较强，连续两周单周净发行量近 2500 亿元，价格延续小幅提升态势.....	5
3、 银行业存贷款情况.....	6
3.1、 5 月份零售贷款料进一步发力，预计全月信贷增长保持中性.....	6
4、 问题金融机构处置或影响流动性结构.....	6
4.1、 流动性风险凸显与风险传染性强是被接管的主要诱因.....	7
4.2、 资产质量恶化弱化了金融机构持续生存能力.....	7
4.3、 接管以后会发生什么以及相应影响.....	8
5、 风险提示.....	9

1、货币政策操作及流动性运行

1.1、央行结束 8 日空窗期，重启逆回购对冲税期，市场流动性有望延续合理充裕

为对冲税期高峰、政府债券发行缴款等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，本周央行结束了 8 日空窗期，开展公开市场操作 1000 亿元，继续延续小幅滴灌呵护市场的操作特点。对于后续市场流动性状况，我们相对乐观：

一方面，在中美贸易摩擦依然面临较强不确定性的情况下，市场情绪相对审慎，通过“稳流动性”进而“稳预期”成为央行阶段性目标，央行通过小幅滴灌呵护市场的意图较为明确，预计二季度流动性并无大碍。不过考虑到目前人民币兑美元汇率面临一定贬值压力，中美短端利差明显收窄，资金利率仍将以稳为主，回落空间也并不明显，总体上围绕利率走廊中枢震荡运行。

另一方面，五一节后，央行连续小幅开展 7 天逆回购操作，并通过“锁短放长”模式增量续作 2000 亿 MLF，流动性投放呈现“长短结合，小幅滴灌”特点。目前，市场流动性总体保持合理充裕，预计公开市场操作仍将延续小幅滴灌特点，主要集中于月度例行缴税时点对冲资金缺口，平滑资金利率波动。同时，央行已明确提出建立“三档两优”的法定存款准备金体系，并对中小行实施较低的准备金率，未来差异化的准备金制度将更加明显，包括部分股份制行、城商行、非县域农商行在内的机构仍有一定降准空间，但普降的空间已不大。

表 1：央行流动性投放（单位：亿）

	2019/5/13-2019/5/17 (上周)	2019/5/20-2019/5/24 (本周)	2019/5/27-2019/5/31 (下周)
逆回购投放	-	1000	-
逆回购到期	500	-	1000
MLF (TMLF) 投放	2000	-	-
MLF (TMLF) 到期	1560	-	-

资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、央行计划近期再度发行离岸央票，高层频繁喊话稳定市场预期，破 7 概率并不大

5 月 21 日傍晚，央行在其官方微博宣布，将于近期再次在香港发行人民币央行票据。受此影响，人民币兑美元汇率明显拉升，其中在岸人民币已逼近 6.90，离岸人民币盘中一度升至 6.87 最终收至 6.92。目前央行已累计发行离岸央票共计 400 亿元。

在央行计划再度发行离岸央票的同时，高层针对外汇市场运行情况频繁喊话。5 月 19 日央行副行长潘功胜在接受《金融时报》采访时指出：“近年来，我们在应对外汇市场波动方面，积累了丰富的经验和充足的政策工具，根据形势变化将采取必要的逆周期调节措施，加强宏观审慎管理”。5 月 23 日，央行副行长刘国强表示：“近期，受中美经贸摩擦影响，人民币汇率出现了一定幅度的贬值。应当说，汇率对市场预期有所反应是市场经济的内在逻辑，也是汇率发挥宏观经济和国际收支‘自动稳定器’作用的体现。目前

虽然汇率出现一些偶发性超调，但市场状况是平稳的，没有也不允许‘出事’”。

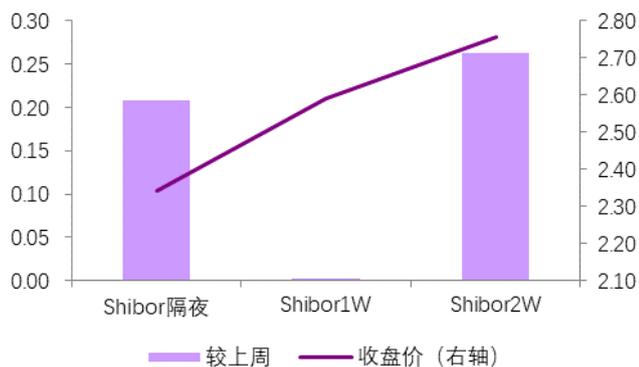
我们认为，从近期央行针对外汇市场波动的一系列政策动向可以看出：
 (1) 在中美贸易摩擦再度升级，市场对央行货币政策宽松预期增强等因素影响下，近期即期汇率收盘价持续弱于中间价 200-300bp，市场对人民币贬值有一定预期。
 (2) 目前香港境内金融机构人民币存款规模约 6000 亿元，通过技术手段管控离岸汇率的难度并不大，央行连续发行离岸央票，信号意义大于实质性作用。
 (3) 央行高层近期密集发声，主要向市场传递两方面信息，一是央行政策工具箱依然较为丰富，完全有能力稳定人民币；二是央行维护人民币汇率稳定的决心坚定，特别是刘国强副行长强调“没有也不允许‘出事’”，是对国际游资和做空人民币势力的警告。事实上，811 汇改后，人民币汇率总体呈现 N 型波动，并一度形成“美元升、人民币贬、美元贬、人民币贬”的负向反馈。目前，人民币汇率贬值压力较前期已明显降低，特别是在全球货币政策“鸽派”信号明显的情况下，短期破 7 概率并不大。外汇市场波动更多源自于暂时风险事件带来的阶段性扰动，若中美贸易摩擦最终达成协议，风险情绪回归均衡，人民币汇率有望步入一轮升值通道。

2、资金市场利率运行

2.1、税期令资金利率略有承压，跨月价格小幅上行

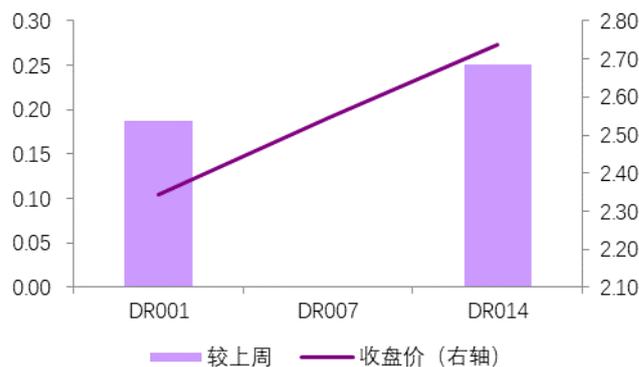
本周在缴税和地方政府债券发行缴款影响下，资金利率略有承压，跨月资金季节性上行。其中，隔夜、7 天、14 天期 Shibor 较上周分别上行 21bp、0bp、26bp 至 2.34%、2.59%、2.76%。隔夜、7 天和 14 天 D-Repo 较上周分别上行 19bp、0bp、25bp 至 2.34%、2.55%、2.74%。交易所资金利率隔夜和 7 天利率较上周分别上行 10bp 和 17bp。

图 1：Shibor 价格运行 (%)



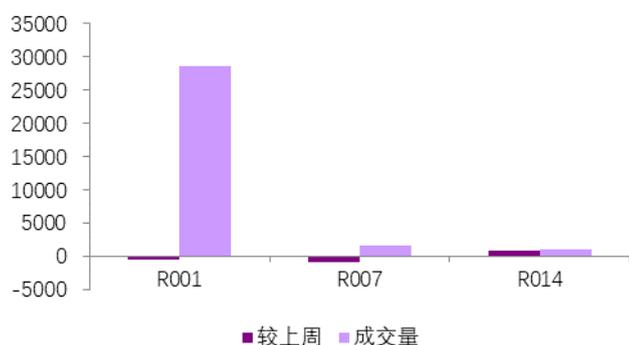
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：D-Repo 价格运行 (%)



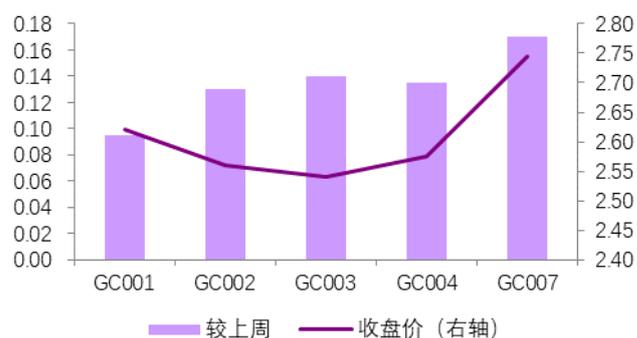
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3: Repo 成交量 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: GC 价格运行 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

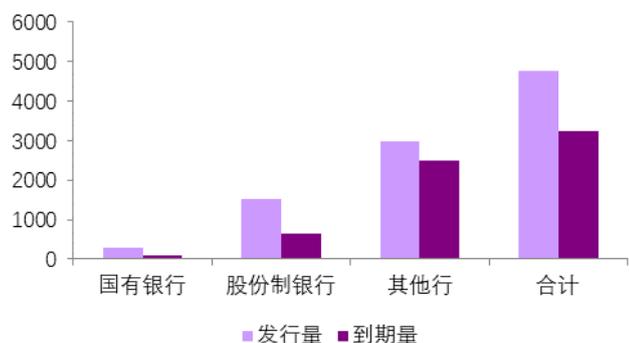
2.2、1Y 存单发行需求依然较强，连续两周单周净发行量近 2500 亿元，价格延续小幅提升态势

本周商业银行累计发行存单 4621 亿元，到期 3089 亿元，净投放 1532 亿元，较上周增基本持平。其中，国有银行净发行 211 亿元，股份制银行净发行 781 亿元，其他中小行净发行 540 亿元。

期限结构方面，1 个月期发行 472 亿元，到期 729 亿元，发行价格较上周上行 18bp 至 2.81%；3 个月期发行 805 亿元，到期 721 亿元，发行价格较上周小幅下行 1bp 至 2.92%。6 个月期发行 702 亿元，到期 379 亿元，发行价格较上周下行 2bp 至 3.10%，9 个月期限存单发行量较小，且持续净回笼；1 年期存单发行 2445 亿，到期 668 亿元，发行价较上周小幅上行 1bp 至 3.26%。

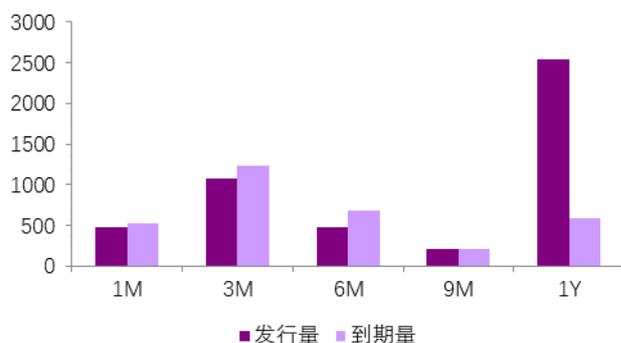
从本周发行情况看，**银行 1 年期存单需求依然较强，连续两周单周净发行量近 2500 亿元，存单价格延续小幅提升态势**。近两周 1 个月和 3 个月存单发行呈现净回笼态势，一定程度上反映出商业银行短端流动性压力可控，LCR 等短期错配指标安全边界尚可，在央行小幅滴灌呵护下，预计 5 月末和 2 季末资金价格总体不会出现大幅上行。本周 6 月期存单发行规模略有提升，价格稳中有降，但考虑到 6 个月期对季末时点中长期错配指标基本起不到改善效果，且价格偏贵，本周发行超量应归结于银行存单策略预调微调，后续发行规模难以持续。

图 5: 本周存单发行量与到期量 (按机构类型, 亿元)



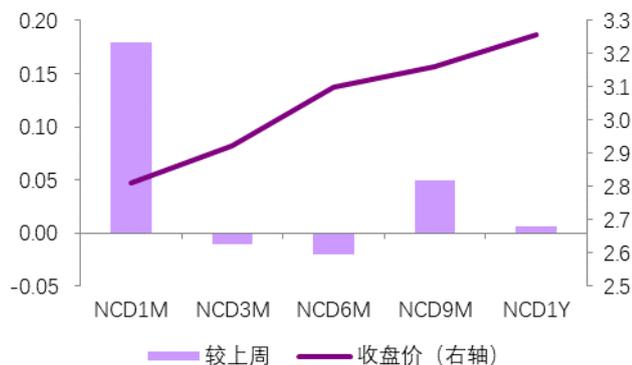
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 6: 本周存单发行量与到期量 (按期限结构, 亿元)



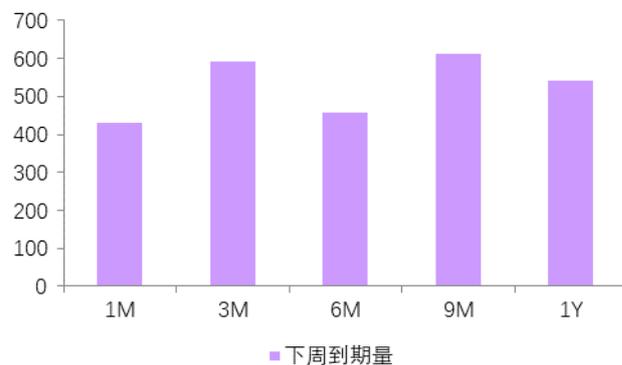
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 7：本周存单发行价格（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：下周存单到期量（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

3、银行业存贷款情况

3.1、5 月份零售贷款料进一步发力，预计全月信贷增长保持中性

受中小银行延续零售端转型影响，5 月份零售贷款预计维持较好增长，但对公贷款的预计增长态势较为一般，相应经济数据指标也反映出一定程度回落，唯房地产业保持较好势头。从 5 月份以来资金市场价格反馈看，银行体系存款增长预计仍比较稳定，存贷款流动性形势向好。

一是预计零售贷款进一步发力。5 月份，预计银行体系进一步向零售领域转型，消费类短贷、信用卡增势较好，按揭贷款维持在高景气区间。未来，需关注监管检查对个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用的影响。从对公信贷看，除前期显示的信贷投放结构性仍热不均外，《23 号文》对票据调节规模等虚增的资产负债情况也会产生影响。总体来看，预计 5 月信贷增长保持相对中性。

二是预计 5 月 M2 保持在 8.5% 左右。5 月份零售回暖态势明显，预计月末非银存款将再度向一般性存款迁徙，对公存款从而恢复性增长。目前，M2 低基数效应依然存在，5 月 M2 若保持与 4 月一致的增速，绝对规模仅需多增 6500 亿元，考虑到 5 月信贷不会出现大幅波动，财政存款增长的影响相对有限，央行资金投放基本均衡，预计 5 月 M2 同比增速有望保持在 8.5% 上下。

4、问题金融机构处置或影响流动性结构

近日，包商银行因为“信用风险”问题而被监管机构接管，并由建设银行托管。我们认为防范系统性流动性风险是诱发监管的主要原因，防止风险蔓延更是监管出手的主要考虑，并可能由此带来流动性再分配。

4.1、流动性风险凸显与风险传染性强是被接管的主要诱因

近年来，部分中小银行同业业务期限错配严重：负债端一般性存款占比逐年下降，过于依赖市场化负债渠道，特别是部分机构短期同业负债规模较大，负债来源基本依靠同业市场滚动续作；资产端由于负债成本过高以及资产收益率偏低，导致一般性贷款占比逐年下降，高风险、高收益的应收类同业资产占比大量增加。另一方面，这些中小银行的理财产品也面临较严重的期限错配。其为增加业务量而大规模发行理财产品，甚至理财收益率超出实际资产收益水平，或者被迫投资风险更大、期限更长的低等级高收益资产，加大了潜在损失的可能。高收益驱动存款资金向理财切换，降低了核心负债稳定性，表外理财业务资产池滚动发行面临较大的流动性风险。在“资管新规”及地方监管的窗口指导下，中小机构理财产品品种、投资范围受到约束，理财产品收益率下行压力加大，客户流失问题开始冲击市场份额。严重的错配问题迫使其不得不寻求更高成本、规模更小、更不稳定的主动负债，“小”而“散”的同业负债资金提供方受长期以来的思维惯性影响，很难有效识别、控制风险，一旦面临信用事件冲击（或者诸如股权层面的负面舆情），这类机构所面对的流动性问题，将可能产生极大的风险传染，进而冲击整个金融体系的稳定性。尤其是对于小型涉农机构（农商、农信、农合、村镇银行）来说，如果同业业务的客户集中度过高，违约事件将会对他们造成致命的伤害。在金融体系流动性安全可能受到潜在影响下，监管层往往不得不出手稳定市场，提供流动性支持，甚至借助托管银行信用来降低被托管机构的负债成本率水平，帮助其渡过困难时期，力争恢复持续经营能力。

4.2、资产质量恶化弱化了金融机构持续生存能力

近年来，受经济增速放缓、产业结构调整、监管趋严等因素影响，我国部分中小银行出现了资产质量持续恶化、不良率不断上升的现象。国家审计署发布的 2019 年第 1 号审计结果公告显示，7 个省（区）的部分地方性金融机构存在不良贷款率高、拨备覆盖率低、资本充足率低、掩盖不良资产等问题，个别机构不良率甚至高达 40%，部分中小银行被外部评级机构连续下调评级。

究其原因：一方面是受到认定标准趋严导致“隐藏”的不良资产暴露的影响，如监管要求将逾期 90 天以上贷款全部纳入不良贷款。另一方面也与中小银行自身发展模式有关，区域性、行业性出现巨大分化。比如，部分中小行业务在东北、西北、华北、西南等高风险区域集中度较高，资产质量受到区域经济景气度影响较大，再加上过往“垒大户”倾向，导致风险无法有效分散，甚至出现部分机构为规避信贷规模管控和基于利益驱动，激进投资大量应收类资产业务，导致风险集中度扩大。不良率激增的银行所在地区大多存在“两高一剩”、地方政府债务压力较大、旧经济发展模式向新增长方式转变障碍等问题，直接影响银行资产质量。未来一段时间，受经营能力、历史包袱等影响，这些银行的资产质量依然存在下行压力。

资产质量恶化无疑进一步加剧了中小银行现金流压力，导致机构声誉直线下降和融资渠道明显收窄，最终以流动性问题展现。

4.3、接管以后会发生什么以及相应影响

一是保持稳定经营为核心，恢复持续运营能力。问题机构被接管后，除人民银行提供流动性支持外，托管银行帮助其完善公司治理结构、风控体系也是核心要件，旨在恢复其自我经营造血能力。如果我们认可股东层面的事件性冲击解释，那么公司很可能将具有自我恢复运营的能力，存在通过剥离、重组问题资产，以时间换空间进行结构优化的可能。问题机构被接管，不仅仅是在负债端对存款人的保护，更是对资产端的规范性管理，防止逃费债务发生。

二是负债业务可能受到衍生影响。对于不同类型的负债而言，零售负债安全性无疑，小额负债往往会全额兑付。存款保险基金对体量较大的机构往往难以发挥全部作用，需要更为复杂的风险补偿机制和处置安排，国际经验亦是如此。大额负债视情形而定，不会“一刀切”，“一户一策”或分类处置可能性更大。纵然存在“对于 5000 万元以上的对公存款和同业负债，由接管组和债权人平等协商”的安排，但需要关注的是，对于融出机构来说，单一客户集中度可能过高，小型机构难以承担相应损失。若过于激进解决，或将系统性伤害小型机构的资本水平和持续经营能力，因此很难“一刀切”的进行处理，“一户一策”或分类处置可能性更大。此外，我们预计对于 5000 万以上的对公存款和同业负债会有相应的展期安排。

三是“大额负债再议”驱动资金在金融体系“量”“价”再分配。虽然我们倾向于认为本次事件对大额负债也不会产生过大冲击，但仍需注意的是，本次监管所释放的对于大额负债的态度可能驱动资金在金融体系间重新运动，进而造成负债端“量”、“价”形势的再分配。一方面，可能驱动存款向优质金融机构迁徙，大型金融机构负债规模和负债成本将更占优势，虽然我们倾向于认为这种运动趋势是缓慢的，但短期内如果市场“羊群效应”发酵，低资质同业资产可能产生抛售行为，“马太效应”运动可能带来新的流动性不平衡，造成同业业务规模较大的小型机构流动性压力或扩张困难，进而监管层可能重新稳定市场；另一方面，可能驱动同业授信体系面临剧烈调整，造成金融机构债券（含同业负债、NCD、金融债、各类资本工具）定价的分化，不同等级金融机构的信用拉大，低评级中小银行同业存单发行难度增加，尤其是对于低等级二级资本工具，将面临发行困难。以上两种态势将驱动金融结构更加优化，促进行业并购，但也会在某种程度上弱化金融机构服务实体经济的能力。我们对短期内市场情绪变化保持警惕，虽然很可能最终没有二级资本工具被强制减记。

四是驱动改变中小机构流动性管理机制。目前，监管层对于我国商业银行流动性风险管控按照机构资产规模执行差异化的政策。根据《商业银行流动性风险管理办法》，资产规模超过 2000 亿元的商业银行需考核流动性覆盖率（LCR）、净稳定资金比例（NSFR），并于 2020 年正式将流动性匹配率（LMR）纳入考核范畴，要求不得低于 100%。同时，国有银行和股份制银行均按照监管要求和机构实际情况，建立了内部限额管理体系，为机构流动性平稳运行创设了多道“防火墙”。

与之不同的是，监管对于 2000 亿元以下的中小机构仅设置了优质流动性资产充足和流动性匹配率指标，其中优质流动性资产充足充分考虑了中小

机构特点，在科目划分和折算系数方面均给予了优惠，且两者对于商业银行资产负债业务错配的约束程度远不及净稳定资金比例，导致中小机构流动性运行缺乏有效的监管约束。这样一来，中小银行本就单一的业务模式和薄弱的客户结构，在“监管优惠”下加剧了资产负债期限错配程度，部分机构基本依靠线下短期同业资金滚动续作对接中长期应收类资产，在市场流动性相对充裕情况下尚可勉强支撑，一旦出现市场预期调整和流动性边际收紧，会导致流动性运行迅速恶化。

未来完善中小银行流动性管理机制是预防风险的应有之义。一方面，监管应针对 2000 亿元以下中小机构出台“类净稳定资金比例”指标，倒逼其合理安排中长期资产负债期限结构。另一方面，中小银行应加强内部流动性限额管理要求，降低同业资金依赖，夯实稳定负债基础，增强抵御市场风险的能力。

5、风险提示

宏观经济复苏态势未确认：

如若宏观经济复苏弱于预期，银行规模增长将受到拖累，重点领域资产质量将在政策“逆周期”调节下承压，信用成本企稳下降的进程或放缓。

银行资产质量再度承压：

消费金融、小微领域坏账周期性波动和内外部市场不确定性因素均可能致使银行资产质量面临较严峻的考验，银行或为此收紧信用偏好，额外增加计提，影响到净利润。

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会与，不与，也将不会与本报告中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見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