

从“补水”到“引流”，央行多措并举缓解“流动性分层”压力

——流动性周报第 8 期

行业周报

◆核心观点：

1. 从“补水”到“引流”，重启 28 天逆回购，增加再贴现、SLF 额度并拓宽抵押品范围，多措并举维稳跨半年资金面，缓解“流动性分层”压力

(1) 央行“小幅滴灌+锁短放长”呵护市场，维稳跨半年资金面

面对年中基础货币缺口、包商银行事件影响以及人民币汇率贬值压力，央行无意通过“大水漫灌”来解决，而是采取“小幅滴灌+锁短放长”的补水策略，既有助于保持汇率预期的稳定，又能够起到平滑利率曲线，引导长端利率下行和改善银行负债成本的效果。

(2) “流动性分层”压力更甚以往，央行增加再贴现和 SLF 额度并拓宽抵押品范围，助力流动性结构改善

“流动性分层”是我国二元流动性传导链条下存在的较为突出的问题，此次包商银行事件引发的一系列连锁反应，使得中小银行资金可得性降低，非银机构结构化融资承压，大行与中小行之间、银行与非银之间的流动性不均衡矛盾比较突出，“流动性分层”现象更甚以往。此时，央行对 SLF 工具体系进行完善恰逢其时，不仅弥补了传统流动性工具的不足，实现了流动性的“精准引流”，而且一定程度上激活了中小银行存单和银票的流动性，有助于市场信心的恢复。

2. 资金市场割裂：“一半海水，一半火焰”

本周资金市场呈现“一半海水、一半火焰”格局。一方面，传统资金供给行备付水平持续走高，资金淤积问题凸显。另一方面，中小银行和非银机构流动性压力较大，回购利率在本周出现脉冲式冲高，机构为平掉头寸甚至不惜高价融入资金。缓解市场流动性问题，更需要定向施策。

3. 存单到期进入高峰期，低评级存单发行延续低迷

本周存单市场同样呈现“冰火两重天”格局，表现为大型银行存单发行与流转顺畅，但中小银行特别是低评级存单发行率显著降低。近期央行已针对中小银行增加再贴现和 SLF 额度 3000 亿元，并将存单、票据等资产纳入抵押品范围，预计一定程度能起到缓解中小银行存单发行困境的效果。

4. 5 月存贷数据平稳，不温不火，未来需重视信贷投放的结构性差异

5 月份信贷投放表现“不温不火”，实体经济有效信贷需求仍显不足。对公中长期项目类信贷增长较为一般，私营部门投资意愿不足，短期信贷主要是受季节性效用贡献趋于回暖，零售贷款增长保持较好增长态势。未来，受包商银行事件影响后，我们认为受短期流动性约束和中期结构调整影响，部分中小机构的保障流动性安全的“降杠杆”行为将抑制信贷，这可能会导致中小机构信贷增量有所下降。在全社会总有效信贷需求不足的情况下，资金供给主体将向上迁徙，大中型银行需要承担更多信用投放任务，由此产生信贷投放的结构性差异，即在总量稳定的情况下，大中型主要银行信贷投放占比提升。

◆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@ebsecn.com

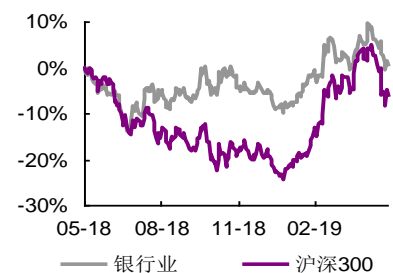
联系人

周鸿运

021-52523659

zhouhongyun@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

从“稳流动性”到“稳预期”，央行呵护市场意图明显——流动性周报第 7 期

..... 2019-06-09
包商银行事件持续发酵，中小银行流动性管理压力加大——流动性周报第 6 期

..... 2019-06-02
问题金融机构处置或影响流动性结构——流动性周报第 5 期

..... 2019-05-27
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、 从“补水”到“引流”，重启 28 天逆回购，增加再贴现、SLF 额度并拓宽抵押品范围，多措并举维稳资金面，缓解“流动性分层”压力..... | 3 |
| 2、 资金市场利率运行..... | 6 |
| 2.1、 资金市场割裂：“一半海水，一半火焰”，..... | 6 |
| 2.2、 存单到期进入高峰期，发行期限集中于 3 个月、6 个月和 1 年期，低评级存单发行延续低迷..... | 7 |
| 3、 银行业存贷款情况..... | 8 |
| 3.1、 5 月存贷数据平稳，不温不火，未来需重视信贷投放的结构性差异..... | 8 |
| 4、 风险提示..... | 9 |

1、货币政策操作及流动性运行

1.1、从“补水”到“引流”，重启 28 天逆回购，增加再贴现、SLF 额度并拓宽抵押品范围，多措并举维稳资金面，缓解“流动性分层”压力

年中作为传统流动性趋紧时期，资金利率趋于上行。今年 6-8 月 MLF 到期量超过 1.8 万亿元，地发债仍有近万亿的发行任务，基础货币缺口明显承压。另一方面，包商银行被接管事件引发的一系列连锁反应仍在持续，大行与中小行“流动性分化”现象尤为明显，中小行流动性管理压力较大。为此，近期央行进一步打开货币政策工具箱，从“补水”到“引流”，多措并举化解总量与结构的双重影响。

（一）央行“小幅滴灌+锁短放长”呵护市场情绪，维稳跨半年资金面

从流动性投放总量上看，6 月以来央行通过 OMO+MLF+国库定存累计投放 10650 亿元，到期 12030 亿元，实现净回笼 1380 亿元，若考虑 5 月末财政支持形成的正向贡献，目前市场流动性运行总量保持中性偏暖水平。进一步观察央行操作情况不难发现，货币政策“小幅滴灌+锁短放长”特点表现尤为明显。

央行于 5 月末投放近 5300 亿短期 OMO 后，6 月初采取了减量对冲，单周仅投放 2100 亿元。同时，6 月 6 日在对当日到期的 4630 亿元 MLF 等量续做的基础上，对中小银行开展增量操作，总投放量 5000 亿元，实现中长期资金净投放 370 亿元。本周央行进一步延续了“小幅滴灌+锁短放长”策略，累计通过公开市场操作 2750 亿元，到期 2100 亿元，实现资金净投放 650 亿元。量上看尽管不大，但其中有 2200 亿元逆回购为 28 天，这也是央行自今年 1 月中旬以来再次重启 28 天 OMO 操作，旨在维稳跨半年资金面。

表 1：央行流动性投放（单位：亿）

| | 2019/6/3-2019/6/6 (上周) | 2019/6/10-2019/6/14 (本周) | 2019/6/17-2019/6/21 (下周) |
|---------------|---------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| 逆回购投放 | 2100 | 2750 | - |
| 逆回购到期 | 5300 | 2100 | - |
| MLF (TMLF) 投放 | 5000 | - | 550 |
| MLF (TMLF) 到期 | 4630 | - | 2000 |

资料来源：Wind，光大证券研究所

目前看，面对年中基础货币缺口和包商银行事件的影响，央行无意“大水漫灌”，而是采取“小幅滴灌+锁短放长”的补水策略。主要由于：

一方面，受中美贸易摩擦升级影响，5 月以来人民币兑美元汇率贬值压力有所加大，中间价持续弱于即期汇率收盘价 200-300bp，离岸人民币汇率持续处于 6.90 上方，央行为此多次发行离岸央票回收离岸市场流动性。在此情况下，汇率因素对货币政策约束较强，小幅滴灌有助于保持汇率预期的稳定。

另一方面，当前市场流动性总量并不紧张，短端资金利率延续低位运行，货币市场成交量和机构杠杆水平有所提升，资金淤积现象较为明显，利率曲线趋于陡峭。央行“锁短放长”在控制短端流动性投放的同时，适度加大中长期资金投放，有助于平滑利率曲线，引导长端利率下行和改善银行负债成本。

（二）“流动性分层”压力更甚以往，央行增加再贴现和 SLF 额度并拓宽抵押品范围，助力流动性结构改善

6月14日，央行决定增加再贴现额度2000亿元、常备借贷便利额度1000亿元，加强对中小银行流动性支持，保持中小银行流动性充足。中小银行可使用合格债券、同业存单、票据等作为质押品，向央行申请流动性支持。对此，我们认为：

1. “流动性分层”问题尤为突出，传统货币政策工具难以有效解决

“流动性分层”是流动性传导链条下存在的较为突出的问题，一级公开市场交易商制度下，央行低成本资金仅能提供给大型金融机构，而中小行和非银机构只能依靠银行间市场向大行拆借资金。因此，整个流动性传导链条的维系既依赖于央行货币政策操作，也取决于大中型银行的资产负债表渠道的有效性。而大行资金供给往往受到较多因素制约，包括市场流动性松紧、风险偏好、季节性因素等，整个流动性传导链条并不稳定。此次包商银行事件引发的一系列连锁反应，使得长期以来建立的同业刚兑信仰被打破，中小银行和非银机构资金融入渠道和价格体系被大幅度干扰，使得“流动性分层”问题尤为突出。

一是中小银行资金可得性降低。受包商银行事件影响，传统资金供给行明显提高了回购业务债券质押标准和交易对手标准，对民企金控子公司、低信用评级主体、高风险运营金融机构资金支持大幅下降，导致流动性传导链条受阻。这样一来，中小银行资金可得性明显降低，存单发行难度加大，二级市场存单和票据资产流转陷于停滞，并可能被迫抛售高流动性资产，和采取更加审慎的信贷标准，出现货基赎回、同业存款提支或信贷暂停。

二是非银机构结构化融资开始承压。结构化融资通常多数由基金公司、私募基金等非银机构主导，本质是通过资管公司通道用自有资金进行结构化安排，认购自己发行的债券，并通过回购交易进行杠杆融资。然而，在包商银行事件影响下，市场对交易对手和质押券标准提升，由于结构性融资集中于单一债券（或少数债券），券种评级不高且流动性差，使得这类业务受到影响更大。在负债端滚动融资难度大幅增加的情况下，可能不得不对所持债券进行低价抛售“降杠杆”，进而导致信用利差进一步扩大。

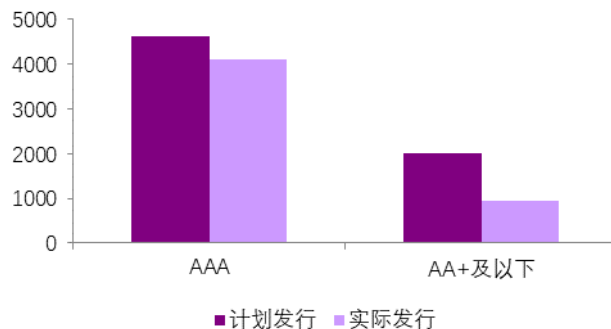
在二元结构流动性传导链条下，央行传统货币政策工具诸如 OMO 和 MLF 无法覆盖中小银行和非银金融机构，在当前市场形势下加大流动性投放难以解决中小银行和非银机构流动性问题，反而会加剧大行资金淤积。在 5 月总量货币金融数据趋稳的同时，银行体系流动性管理压力反而有所增加，大行与中小行之间、银行与非银之间的流动性不均衡矛盾比较突出，“流动性分层”现象更甚以往。

图 1：6 月存单到期情况（亿元）



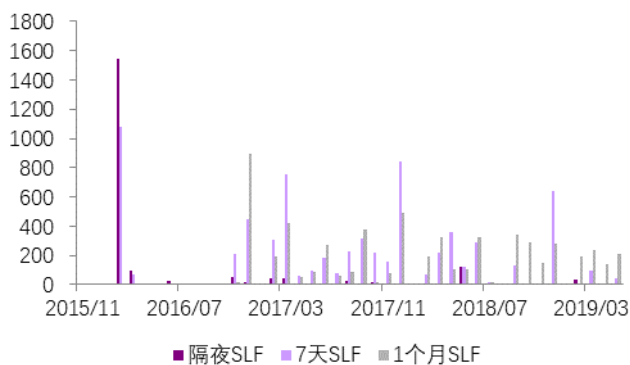
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：包商银行事件以来存单计划与实际发行（亿元）



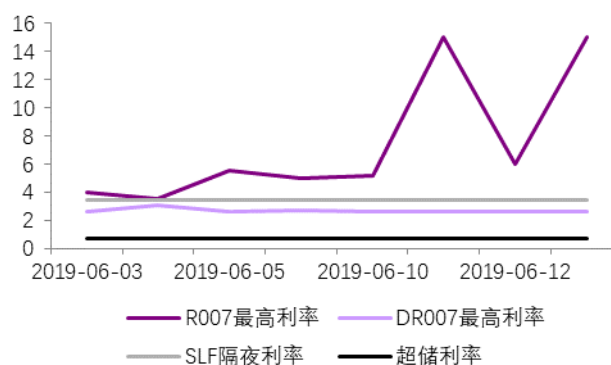
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：5月24日-6月14日

图 3：SLF 操作情况（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：利率走廊运行情况（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.完善 SLF 工具体系能够实现“精准引流”的效果

尽管央行早在 2013 年初创设了 SLF，但这一工具一直以来并未发挥明显的流动性调剂效果。具体而言：

首先，市场对于 SLF 的认知更多的定位于流动性救助，即只有当机构流动性出现问题时才会考虑向央行申请 SLF。因此，只要金融机构在银行间市场融资能力并未中断，一般不会轻易向央行申请 SLF，以避免声誉的损失。与 OMO 和 MLF 相比，近年来 SLF 操作规模并不大，月均仅保持 300-400 亿的水平。

其次，SLF 价格偏高，目前隔夜、7 天和 1 个月期利率分别为 3.4%、3.55% 和 3.9%，价格高于同期限 Depo 和存单价格，在正常情况下对金融机构吸引力并不大。

最后，SLF 的合格抵押品包括国债、央票、政金债以及高等级公司信用债等，抵押品要求对于中小银行而言无疑是较大挑战。相较于大型银行，中小银行资产负债配置策略相对激进，负债成本偏高导致机构对高收益资产需求较大，债券资产配置上国债、政金债和 AAA 级以上信用债占比较低，难以符合申请 SLF 的条件。

基于此，央行此次对 SLF 工具体系进行完善可谓恰逢其时：

一是银行间回购利率已明显突破利率走廊上限，触发了 SLF 启动条件。受包商银行事件影响，中小银行资金可得性明显降低，导致中小银行融资成

本显著提升，银行间7天质押式回购利率R007最高一度触及15%的水平，已明显突破利率上限（隔夜SLF利率为3.4%），启动SLF一定程度上能够起到降低中小银行融资成本的效果。

二是弥补了传统流动性工具的不足，实现了流动性的“精准引流”。如前所述，在二元结构流动性传导链条下，央行OMO、MLF等工具往往难以实现流动性的传导。此次央行针对中小银行增加3000亿元再贴现和SLF额度，弥补了传统流动性工具的不足，有助于实现流动性的“精准引流”。

三是激活了中小银行存单和银票的流动性，拓宽融资渠道来源。包商银行事件形成的一系列连锁反应导致二级市场上低评级存单和票据流转陷于停滞，资产流动性严重不足，中小银行融资能力大幅下滑。本次央行将同业存单、票据等资产纳入抵押品范围，激活了相应资产的流动性，不仅拓宽了中小银行融资渠道，而且有助于市场信心的恢复。

2、资金市场利率运行

2.1、资金市场割裂：“一半海水，一半火焰”，

本周资金市场呈现“一半海水、一半火焰”格局。仅从资金利率收盘价来看，隔夜、7天、14天期Shibor较上周分别上行20bp、-1bp、8bp至1.72%、2.57%、2.45%，隔夜、7天和14天Depo较上周分别上行19bp、-1bp、15bp至1.71%、2.50%、2.42%，7天利率基本围绕政策利率中枢运行，14天利率则与7天形成小幅倒挂。另一方面，DR与R系列利差也并未出现明显扩大迹象，6月以来利差基本保持在5-10bp区间，基本符合利率体系运行规律。

图 1：Shibor 价格运行 (%)

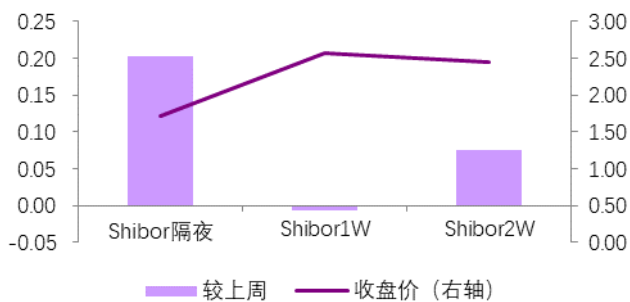
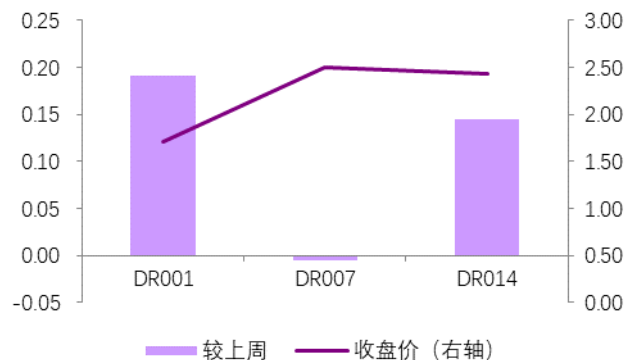


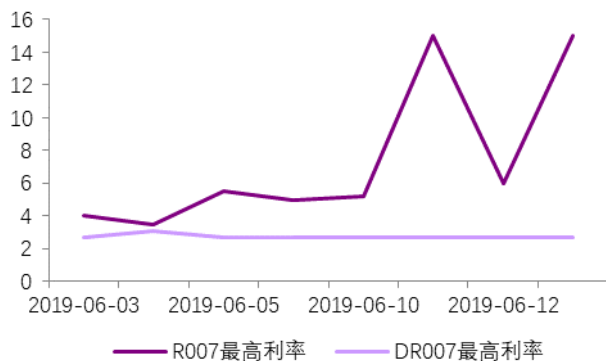
图 2：D-Repo 价格运行 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所；截止6月14日

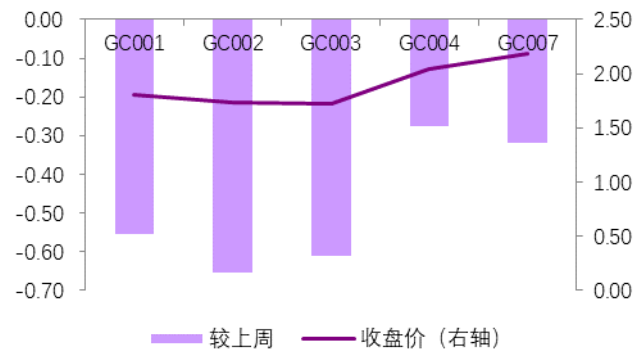
资料来源：Wind，光大证券研究所；截止6月14日

图 3: Repo 成交量 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截止 6 月 14 日

图 4: GC 价格运行 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截止 6 月 14 日

因此, 无论从哪方面看, 银行间市场资金面似乎保持了平稳运行态势, 资金利率延续了低位运行。然而, 若观察回购利率日间报价不难发现, 银行间市场质押式回购利率在本周均出现了 15% 的成交价格, R007 和 DR007 最高成交利差近 470bp。这表明, 当前银行间市场割裂现象较为严重, 一方面传统资金供给行备付水平持续走高, 存在资金淤积问题。另一方面, 中小银行和非银机构流动性压力较大, 机构为平掉头寸甚至不惜高价融入资金。从这一点上看, 目前市场流动性问题并不在于总量, 而是机构之间的“冷热不均”导致“流动性分层”显现明显, 货币政策已不能单纯从“补水”角度予以化解, 实现流动性的“精准引流”, 疏通货币政策传导机制已成为央行亟待解决的问题。

2.2、存单到期进入高峰期, 发行期限集中于 3 个月、6 个月和 1 年期, 低评级存单发行延续低迷

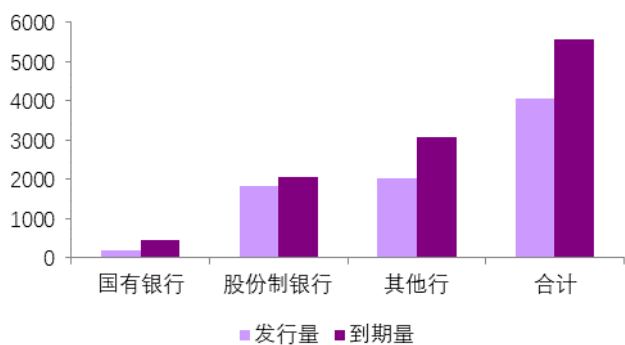
本周存单到期进入高峰期, 商业银行累计发行存单 4049 亿元, 到期 5576 亿元, 净回笼 1527 亿元, 连续两周净回笼超过 1000 亿元。其中, 国有银行净回笼 267 亿元, 股份制银行净回笼 198 亿元, 其他行净回笼 1067 亿元。

期限结构方面, 本周存单发行主要集中在 3 个月、6 个月和 1 年期。1 个月期发行 355 亿元, 到期 416 亿元, 净回笼 61 亿元, 发行价格较上周下上行 3bp 至 2.87%; 3 个月期发行 1832 亿元, 到期 2429 亿元, 净回笼 587 亿元, 发行价格较上周小幅上行 4bp 至 2.99%; 6 个月期发行 712 亿元, 到期 834 亿元, 净回笼 122 亿元, 发行价格 23bp 至 3.15%; 9 个月期限存单发行量较小, 大幅净回笼 1267 亿元, 发行价格较上周上行 6bp 至 3.50%; 1 年期存单发行 1025 亿, 到期 504 亿元, 净发行 521 亿元, 发行价格较上周上行 5bp 至 3.30%。

评级结构方面, 本周 AAA 级存单计划发行 3976 亿元, 实际发行 3588 亿元, 到期量为 4525 亿元, 发行率为 90%。其他评级存单计划发行 1579 亿元, 实际发行 461 亿元, 到期量为 1051 亿元, 发行率为 29%, 较上周进一步降低。

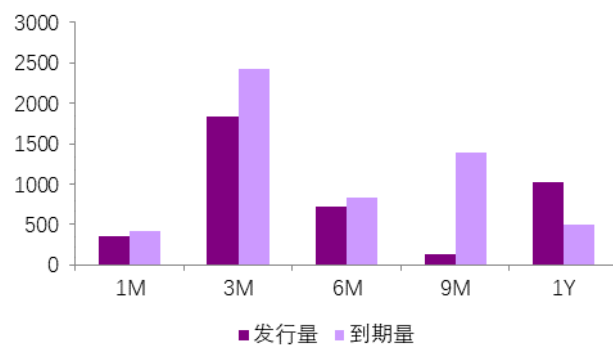
总体来看，包商银行被接管事件至今，存单市场同样呈现“冰火两重天”格局，表现为大型银行存单发行与流转较为顺畅，但中小银行特别是低评级存单发行率显著降低，二级市场存单流转陷于停滞，存单价格不断走高。近期央行已针对中小银行增加再贴现和 SLF 额度 3000 亿元，并将存单、票据等资产纳入抵押品范围，预计一定程度上能够起到缓解中小银行存单发行困境的效果。

图 5：本周存单发行量与到期量（按银行类型，亿元）



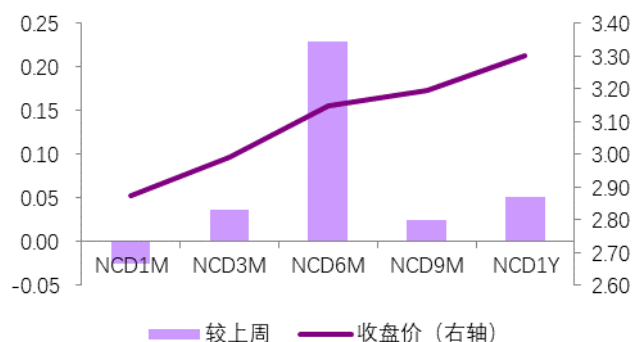
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：本周存单发行量与到期量（按发行期限，亿元）



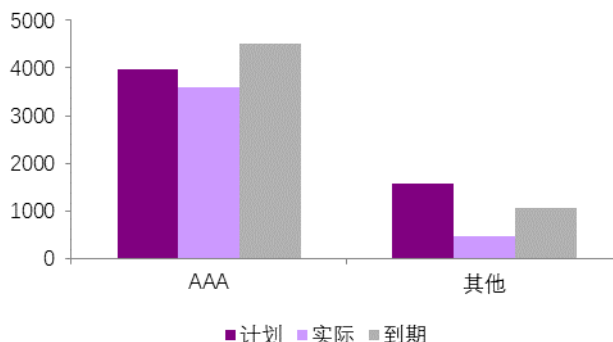
资料来源：Wind，光大证券研究所

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 月存贷数据平稳，不温不火，未来需重视信贷投放的结构性差异

6 月 12 日，央行公布 2019 年 5 月金融数据，数据显示 M1、M2 同比增速为 3.4%、8.5%，5 月信贷增长 1.18 万亿，社融新增 1.4 万亿，新增信贷略低于市场预期。

（一）新增信贷投放“不温不火”，有效融资需求待刺激

5 月新增人民币贷款较 4 月多增 1600 亿至 1.18 万亿元，较去年同期基本持平，信贷投放表现“不温不火”，并未出现明显的季节性效应。5 月份

信贷数据反映出，实体经济有效信贷需求仍显不足。与之对应，对公贷款信贷反映出以下特点：（1）新增对公中长期贷款不及去年同期投放，项目类信贷增长较为一般，私营部门投资意愿不足。日前，六部委发布《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》有助于推动未来重大基建项目启动，由此带动银行信贷配套资金提供，进而稳定经济投资数据。（2）对公短期信贷也主要是受季节性效用贡献，企业短期贷款与票据融资增加，反映更多企业通过短期资金融资解决流动性资金需要，而非资本开支需求。

（二）未来信贷投放可能出现结构性差异

年初以来，由于银行间流动性较为宽松，低利率环境刺激了机构加杠杆行为。在面临包商银行事件影响后，我们认为受短期流动性约束和中期结构调整影响，部分中小机构的保障流动性安全的“降杠杆”行为将抑制信贷，这可能会导致中小机构信贷增量有所下降。在全社会总有效信贷需求不足的情况下，资金供给主体将向上迁徙，大中型银行需要承担更多信用投放任务，由此产生信贷投放的结构性差异，即在总量稳定的情况下，大中型主要银行信贷投放占比提升。

4、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与、不，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 |