

# 10月流动性展望：资金面保持稳定，市场利率小幅下行

## ——流动性周报第23期

行业周报

### ◆核心观点：

#### 1. 9月流动性复盘——降准后流动性保持中性，季末效应无碍于平稳跨季

9月央行通过降准、OMO和MLF等工具累计投放资金1.9万亿元，净投放6385亿元，规模仅次于1月和5月投放量。9月回购利率出现不同程度上行，主要是受到季末因素影响，但从近三年来的9月末资金利率运行情况看，9月资金利率的变化仍属正常范畴。同时，R007与DR007利差临近月末基本抹平，反映出非银机构流动性并不紧张。

央行在普遍降准当周（9月16日-20日），资金利率不降反升。这主要是受缴税、地方债发行以及国库定存到期等因素综合影响，叠加央行对冲MLF到期续作“缩量不降价”，市场对资金面的预期边际趋紧。总体而言，9月市场流动性保持中性，季末效应并未对资金面形成较大扰动。

#### 2. 10月流动性展望——资金面保持稳定，市场利率有望小幅下行

进入10月份，对市场流动性产生扰动的主要因素为财政存款波动、“十一”假日后现金回流以及央行货币投放。综合判断，我们对10月市场流动性保持乐观态度，并预计国庆长假过后市场利率会趋于下行，临近月中缴税高峰时点开始攀升。随着央行加大公开市场操作力度以及TMLF增量投放对冲资金缺口，资金利率有望再度回落，全月资金利率均值较9月小幅下降。

#### 3. 未来货币政策展望——珍惜正常货币政策空间，短期内降准降息预期减弱，MLF利率下调只会迟到，不会缺席

对于未来货币政策，我们认为：一是在全球降息浪潮下，我国货币政策保持了较强定力，中美联动效应已有所弱化，全球主要经济体货币政策同步性提高为我国货币政策提供了更大回旋余地；二是货币政策应放眼更长远视角，珍惜正常货币政策空间，我国使用常规货币政策仍有很大空间；三是MLF利率下调只会迟到，不会缺席，管控银行体系负债成本是重中之重，LPR有望呈现“阶梯式”下行。

#### 4. 政策驱动加大信贷投放节奏，预计9月新增人民币信贷规模1.2-1.4万亿

预计9月信贷录得较好增长，对公贷款趋于回暖，零售贷款增长进一步向好，票据融资有望一改月末冲量。诸多迹象显示9月份信贷增长在政策鼓励安排、资源前置投放和调结构市场需求领域改变共同作用下，新增人民币信贷规模估计保持在1.2-1.4万亿。一是对公贷款趋于回暖。近期制造业领域信贷投放已现回暖迹象，合并基建“补短板”再次推进的情况下，将助力9月对公贷款录得较好增长态势；二是零售贷款增长进一步向好，信用卡明显发力。9月零售贷款增长仍具有向好基础，特别是对于场景化消费类贷款而言增长较好。考虑到10月8日新发放按揭贷款将与LPR挂钩，不排除银行在9月加大按揭贷款审批节奏可能，需关注4Q总盘子控制效力。

#### 5. 风险提示：经济下行压力进一步加大，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@ebsec.com](mailto:wangyf@ebsec.com)

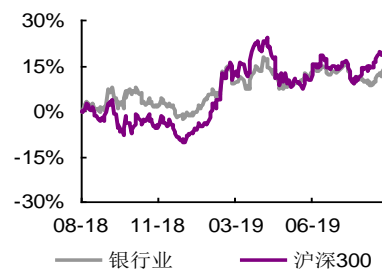
### 联系人

董文欣

010-56513030

[zhouhongyun@ebsec.com](mailto:zhouhongyun@ebsec.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

LPR报价“扭曲操作”降息，制造业信贷料  
边际回暖——流动性周报第22期

.....2019-09-22

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

.....2019-09-15

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

## 目 录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 9月流动性复盘——降准后市场流动性保持中性，季末效应无碍于平稳跨季.....	3
1.2、 10月市场流动性展望——资金面保持稳定，市场利率有望小幅下行.....	4
1.3、 货币政策展望——珍惜正常货币政策空间，短期内降准降息预期减弱.....	6
2、 预计9月新增人民币信贷规模1.2-1.4万亿.....	9
2.1、 制造业与基建信贷助力对公贷款回暖.....	9
2.2、 零售贷款增长进一步向好，信用卡明显发力.....	9
3、 风险提示.....	10

## 1、货币政策操作及流动性运行

### 1.1、9月流动性复盘——降准后市场流动性保持中性，季末效应无碍于平稳跨季

央行在9月份宣布采取了“普降+定向”降准组合工具，累计释放资金9000亿元。9月16日，央行实施全面下调了存款准备金率0.5个百分点。从9月市场流动性运行情况看，流动性总体保持中性，尽管资金利率一度出现不降反升的现象，但无碍于机构平稳实现跨季。9月末流动性季节性未现明显紧张。我们简要的回顾一下9月市场流动性运行情况：

流动性投放方面，9月央行通过降准、OMO和MLF等工具累计投放资金1.9万亿元，市场到期资金1.16万亿元，实现资金净投放6385亿元，规模仅次于1月和5月投放量。从财政投放来看，9月并非传统缴税大月，近年来财政存款释放资金规模保持在2000-4000亿元，财政因素对流动性总体利好。因此，9月份流动性在总量方面较为充裕。

表 1：2019 年以来央行流动性投放（单位：亿）

	降准	OMO	MLF/TMLF(投放)	国库(投放)	OMO(到期)	MLF(到期)	国库(到期)	净投放量
1月	15000	14800	2575	1000	17200	3980	1000	11195
2月		3600			7000	3930	1000	-8330
3月		1300			3900	4325		-6925
4月		3000	4674		3000	3675		999
5月		6800	2000	800	1500	1560		6540
6月		8250	7400		7950	6630		1070
7月		5100	6977	1000	10700	6905		-4528
8月		7100	5500		5700	5320	800	780
9月	8000	8000	2000		6200	4415	1000	6385

资料来源：Wind，光大证券研究所

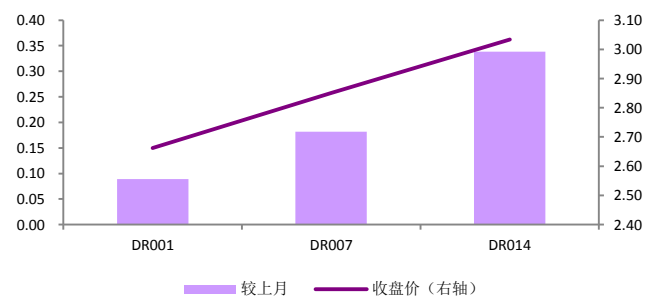
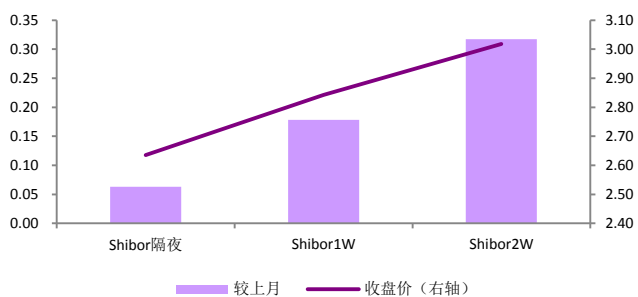
资金利率方面，9月回购利率均出现不同程度上行。截止9月末，隔夜、7天和14天DR价格分别为2.66%、2.85%和3.03%，较8月末分别上行9bp、18bp和34bp。9月末国股存单1M、3M和1Y价格分别为2.89%、3.10%和3.18%，分别较8月上行24bp、30bp和13bp，6个月和9个月期限波动相对较小。城商行存单3M、9M和1Y涨幅明显，分别较8月末上行28bp、28bp和21bp至3.66%、3.84%和3.90%。

图 1：9月 Shibor 价格运行

单位：%

图 2：9月 D-repo 价格运行

单位：%

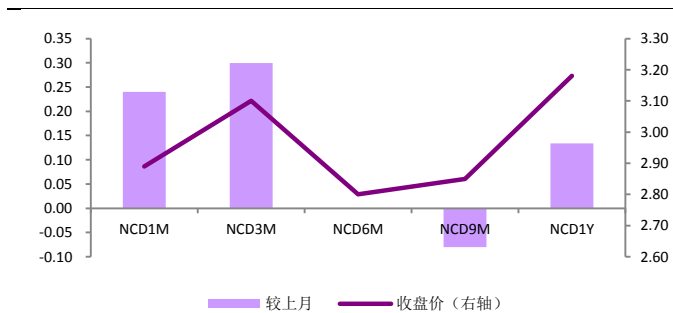


资料来源：Wind，光大证券研究所

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：9 月国股存单价格运行情况

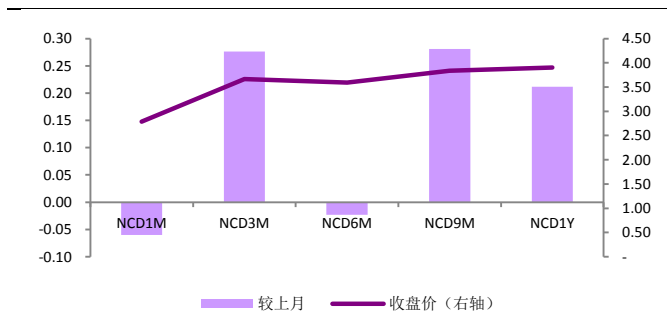
单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：9 月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

我们认为 9 月份资金利率的小幅上行，主要受到季末效应的影响，并不意味着流动性的转向，资金面依然保持在中性状态。一方面，从近三年来的 9 月末资金利率运行情况看，当月资金利率上行幅度分别为 23bp、19bp 和 18bp。同时，9 月 DR007 均值为 2.63%，环比、同比小幅下行 1bp 和 2bp。这表明，9 月资金利率的上行仍属正常范畴。另一方面，R007 与 DR007 利差在前两旬保持在 10-20bp，临近月末季末时点大幅下行，最终利差基本抹平，反映出非银机构的流动性并不明显紧张。

需要注意的是，央行在降准落地的当周（9 月 16 日-20 日），资金利率不降反升。我们认为，这主要是受缴税、地方债发行以及国库定存到期等因素综合影响，叠加央行对冲 MLF 到期“减量不减价”，市场对资金面的预期边际趋紧，导致市场利率上行明显。

总体而言，9 月市场流动性保持中性，季末效应并未对资金面形成较大扰动，尽管资金利率在降准落地后一度不降反升，但无碍于机构平稳实现跨季，特别是非银机构在临近季末时点的资金可得性依然较强。

## 1.2、10 月市场流动性展望——资金面保持稳定，市场利率有望小幅下行

进入 10 月份，我们预计市场流动性总体保持稳定，资金利率或将出现小幅下行，但需要关注对流动性形成扰动的三点因素：

**一是财政存款波动因素。**一般而言，财政存款的波动主要取决于财政收支和政府债券净融资，其中财政收支主要取决于公共财政收支（缴税和财政支出）和政府基金收支，政府债券净融资主要取决于国债和地方债发行节奏。从财政收支来看，10 月是传统的缴税大月，从 2015 年以来的情况看，财政存款平均增幅为 7000-7500 亿元。从政府债券发行来看，9 月国常会要求“根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效”。综合考虑今年地方债发行额度已经前置发行、中央相关要求以及地方政府遴选报送项目所需时间，预计明年地方债提前发行在 10 月底或 11 月初启动，这样一来 10 月地方债发行对资金面形成的压力相对有限。鉴于此，我们初步测算，10 月财政存款增长对市场流动性形成的紧缩效应保持在 5000-6000 亿元。

**二是假日后现金回流因素。**国庆期间，居民现金需求量较大，银行通常会备足备付金来应对支付需求。国庆小长假结束后，银行将面临资金回潮，这段时间银行体系备付金水平将保持高位，资金面较为宽松。我们假定国庆

后现金流总体实现平衡，根据央行资产负债“储备货币-货币发行”变化情况，10月现金回流银行体系的规模预计保持在2000亿元左右。

**三是央行货币投放因素。**国庆后OMO到期规模为3200亿元，我们预计，在10月上旬，央行或将阶段性暂停OMO操作，实现资金回流与OMO到期的对冲。临近中旬缴税时点后，央行可能会明显加大公开市场操作，叠加定向降准释放的500亿资金以及TMLF下旬增量投放，我们预计能够基本对冲税期因素的影响。

其他因素方面，近年来随着市场对人民币汇率双向波动预期适应性的增强以及央行对跨境资本流动性的有效管理，除极个别月份外，外汇占款基本保持在100亿波动幅度，而10月并非一般存款增长大月，预计外汇占款和缴准对市场流动性影响较为有限。

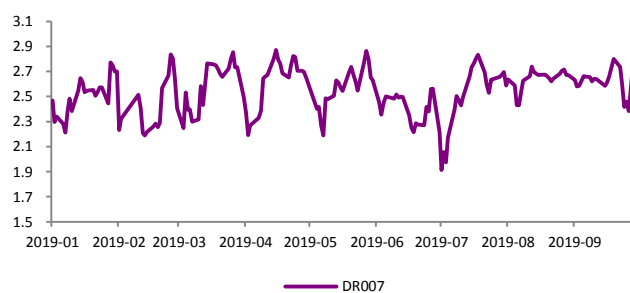
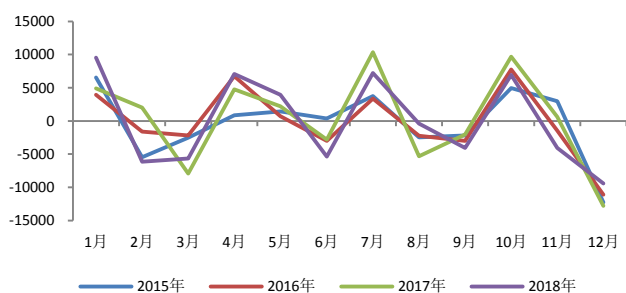
**综合判断，我们对10月市场流动性保持乐观，国庆小长假过后市场利率走势趋于下行，临近月中缴税高峰时点开始攀升。随着央行加大公开市场操作力度以及TMLF增量投放对冲资金缺口，资金利率有望趋于回落，全月资金利率均值较9月小幅下降。**

图5：近年来财政存款运行情况

单位：亿

图6：2019年以来DR007运行情况

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

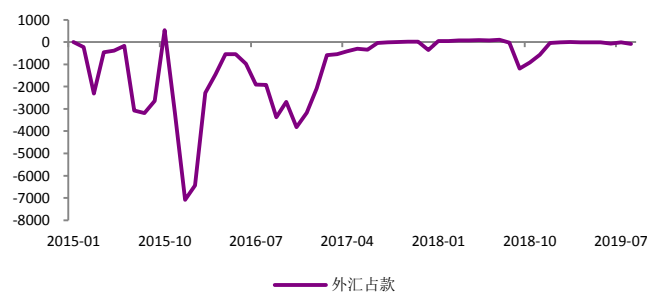
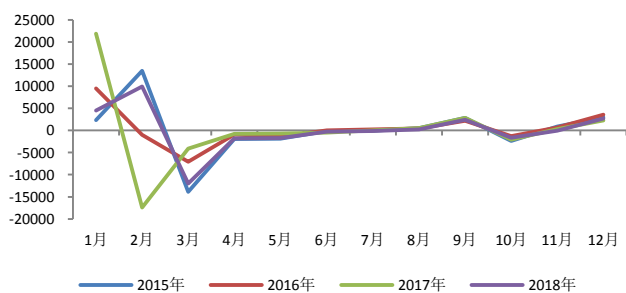
资料来源：Wind，光大证券研究所

图7：近年来现金投放回收情况

单位：亿

图8：近年来外汇占款运行情况

单位：亿



资料来源：Wind，光大证券研究所

资料来源：Wind，光大证券研究所

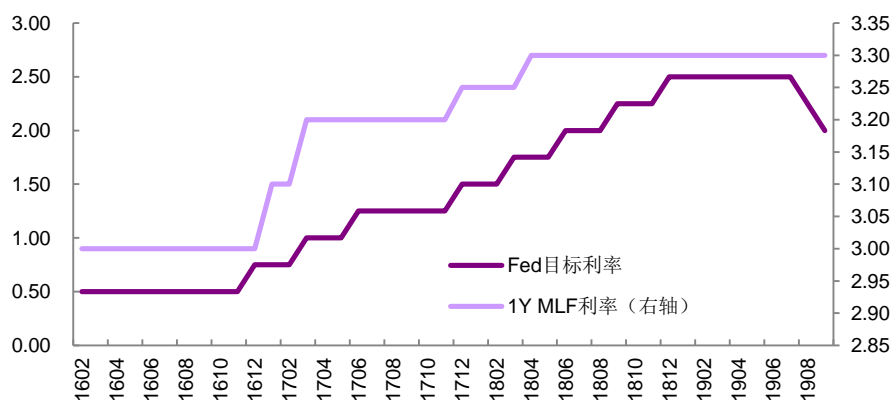


### 1.3、货币政策展望——珍惜正常货币政策空间，短期内降准降息预期减弱

#### 1.3.1、在全球降息浪潮下，我国货币政策保持定力，中美联动效应显著弱化

回顾近年来我国货币政策操作实践，央行始终坚持“以我为主”的导向，在2018年美联储加息4次（累计100bp）的情况下，央行并未紧密跟随采取紧缩政策，仅通过上调公开市场操作利率进行响应。取而代之的是，在经济下行压力加大、信用体系明显收缩以及中美贸易摩擦升级的大环境下，央行进一步加大了逆周期调节力度，先后多次采取降准、创设TMLF以及推出CBS等方式，缓解制约金融机构信用投放的利率、资本和流动性三大约束条件，着力恢复金融机构信用创造能力，引导加大对国家重点领域和薄弱环节的支持力度。这些政策并不应被视为“大水漫灌”，而是为应对经济下行、信用收缩和贸易摩擦而采取的相机抉择式对冲政策，我国M2和社会融资规模增速与GDP和CPI增速保持了较好的匹配关系。

图9：新一轮美联储货币政策操作与我国货币政策操作有所脱钩



资料来源：Wind，光大证券研究所

进入2019年，随着全球经济增长动能的放缓和地缘政治风险不断加剧，美联储及部分经济体先后启动降息按钮。但是，在全球降息浪潮下，我国货币政策依然保持了较强的定力。特别是值得关注的的一个方面是，在央行改革LPR形成机制后，第二期报价恰逢美联储9月议息会议时点，令市场感到意外的是，央行保持了非常强的定力，采取续作MLF“缩量不降价”方式对冲MLF到期。事后看，维持MLF利率不变，既有国际市场政经局势动荡的影响，也有稳定房地产调控、通胀预期的内在需求，反映出中美货币政策联动效应较前期已有所弱化。

有利的因素在于，今年以来全球货币政策同步性有所提升，这为我国未来的货币政策操作提供了更大的回旋余地。在未来实践中，我国货币政策将主要服务于国内实体经济发展，重点在于疏通货币政策传导渠道，综合考虑国内经济形势和物价水平进行预调微调。

### 1.3.2、货币政策应放眼更长远视角，珍惜正常货币政策空间

近期，易纲行长在国庆 70 周年新闻发布会上提出的几个判断非常值得思考。

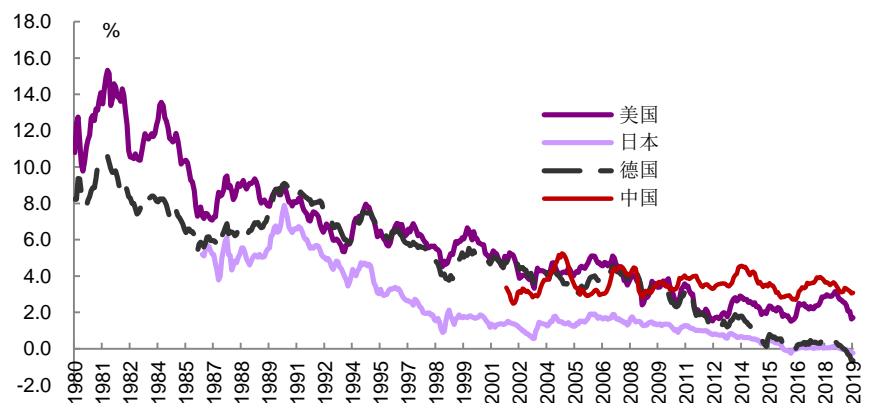
第一个判断是未来全球货币政策取向，指出“如果你要看全球，包括美、欧、日发达国家的货币政策和发展中国家的货币政策在未来几年的取向，我有这样一个判断，就是向前看，再过几年，如果哪个国家，特别是哪个主要经济体还保持正常的货币政策，那么这样的经济体应当是全球经济的亮点，也应该是市场所羡慕的地方”。

第二个判断是国内货币政策取向，指出“我认为我们应该在整个货币政策操作的过程中，珍惜正常的货币政策的空间，使得我们能够在这个正常的货币政策的空间中尽量长地延续正常的货币政策，这样对整个经济的可持续发展和老百姓的福祉是有利的。”

分析上面两个判断，我们认为，我国货币政策决策者在制定政策时，已着眼于更加长远的视角，使得我国货币政策空间的使用能够满足更长周期的国民经济需求。具体而言：

从全球视角看，在人口红利逐步减弱、全要素生产率趋于下行以及新的经济增长点尚未形成的背景下，全球利率正在一个长周期缓慢下行通道内运行。从主要发达经济体利率运行情况来看，最近 30 年来，尽管货币当局对于基准利率的调整有升有降，但利率的大趋势是下行的，历次降息周期后的升息周期，其力度均呈现边际减弱特点。因此，主要发达经济体的政策空间已然不足，诸如负利率、扭曲操作以及各种加强版的 QE 政策相机推出，但对经济的刺激效果却在不断下降。特别是欧洲，2008 年全球金融危机后，在货币政策正常化尚未完成的情况下，再度开启了新一轮的 QE+降息浪潮，而日本始终未能走出宽松的泥潭。

图 10：主要经济体超长周期 10Y 国债利率走势



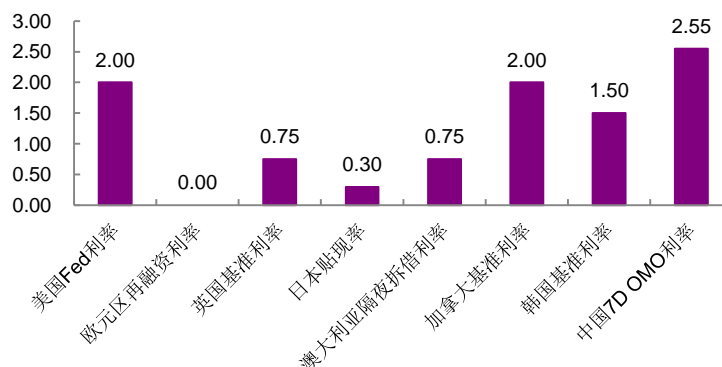
资料来源：Wind，光大证券研究所

从我国情况看，易纲行长讲话实际上明确了未来货币政策方向，即货币政策要在稳健基调基础上，尽可能延续正常的货币政策。鉴于此，我们判断：我国货币政策依然有充足的调整空间，距离欧美国家的“QE+负利率”政策组合还有十分漫长的路可以走。未来，包括降准、降息等常规货币政策在后续依然有望推出，但这些逆周期调节工具的使用频度和效力将被放入更长期的经济视角，短期通过刺激性货币政策来驱动经济增长的诉求将有所减弱，更

多是在经济可能滑出合理区间形势下的“适应性、跟随性、托底性”操作，央行会更加倾向于“细水长流”提升调控的精细化程度，在结构调控上下更大的功夫，从而延长常规货币政策的显效时间。

图 12：主要经济体基准利率对比

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 1.3.3、MLF 利率下调只会迟到，不会缺席，管控银行体系负债成本是重中之重，LPR 有望呈现“阶梯式”下行

我们倾向性认为，在推动“实际利率明显下降”的内在要求下，综合全球货币政策走势、银行风险偏好以及政策利率的纠偏来看，MLF 利率下调只会迟到，不会缺席。详细论述请参考《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》。

切实降低贷款实际利率，既要从定价基准层面入手，但更为重要的是疏通利率传导机制，通过加强对银行负债成本的管控压缩 LPR 点差。对于监管部门而言，要加强对智能存款等非理性竞争产品的监管，规范具有“假结构”特征的结构性存款增长，促使结构性存款与金融衍生品的挂钩，回归“真结构”，实现投资者风险自担的运行机制。对于银行而言，要大力推动存款高质量发展，通过产品创新和服务能力建设提升核心存款吸收能力，提升精细化管理能力，加强对高成本的结构性存款和大额存单的管控，从规模和定价上设定限额管理要求，约束分行业行为。

在央行货币政策红利呵护之下，未来市场流动性有望持续保持合理充裕状态，但从市场利率向存款利率的传导依然存在较强时滞，市场利率与核心存款价差的存在也影响着存款结构，驱动资金向高成本负债迁徙，从而约束了总负债成本的控制。可以说，负债结构的调整优化并非一朝一夕之事。鉴于此，我们预计未来 LPR 报价总体呈现“阶梯式”下行。不过需要注意的是，短期内受制于房地产融资控制和维持住房按揭贷款利率稳定的考量，5Y 期 LPR 是否会与 1Y 保持同步下调态势仍是银行需要审慎考虑的问题，不排除再度按照“结构性降息”方式下调 LPR。从中长期视角看，在高层要求加大制造业中长期贷款投放，以及降低实体经济融资成本背景下，5Y 期 LPR 具有较为确定性的下行要求。



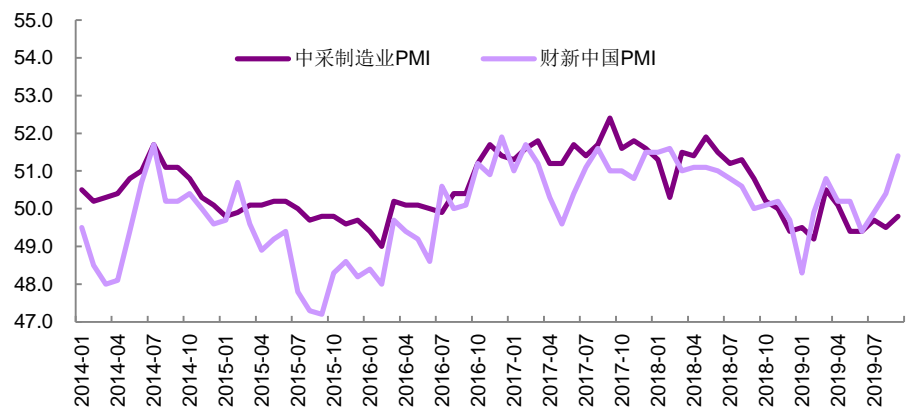
## 2、预计9月新增人民币信贷规模1.2-1.4万亿

我们预计，9月信贷数据将录得较好增长，对公贷款趋于回暖，零售贷款增长进一步向好，票据融资有望一改月末冲量。诸多迹象显示9月份信贷增长在政策鼓励安排、资源前置投放和调结构市场需求领域改变共同作用下，新增人民币信贷规模估计保持在1.2-1.4万亿。

### 2.1、制造业与基建信贷助力对公贷款回暖

9月份，受季末效应影响，银行对公贷款自8月末冲量后，前期增长略受压制，但我们预计9月份对公信贷增长将有所回暖。主要由于：一是，与监管政策引导有关，如当局要求金融机构加大制造业中长期贷款投放，并将其按照存量、增量占比等指标口径纳入MPA考核。二是，金融机构在信贷投放方面开始适度向制造业领域倾斜，不仅安排专项额度用于制造业投放，而且在存量到期贷款回收后，重新分配额度时，将优先考虑符合国家战略的制造业领域。三是，在基建补短板持续推进的情况下，无论是债务置换形成的新增基建领域信贷还是基建托底效应所体现出的信贷增长，都有利于对公，尤其是对公中长期贷款的回暖。9月份，中采制造业PMI从49.5%反弹至49.8%，战略新兴产业PMI反弹0.4个百分点至50.8%，财新综合PMI反弹1个百分点至51.4%，预示着9月份制造业投资可能出现触底企稳迹象。我们预计，制造业信贷投放和基建投资的回暖将助力9月对公贷款录得较好增长态势。

图 12：9月制造业 PMI 出现反弹迹象



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 2.2、零售贷款增长进一步向好，信用卡明显发力

我们预计，9月份零售端信贷依然保持较好势头，增幅与7-8月基本相当。特别是对于信用卡等场景化消费类贷款而言，增势较好。这表明，在上半年银行取得靓丽的经营业绩后，面对下半年营收和净利润增长放缓压力，信贷配置主动布局高收益资产领域。对于住房按揭贷款而言，考虑到10月8日新发放按揭贷款将与LPR挂钩，不排除银行在9月加大按揭贷款审批节奏得可能，个人中长期贷款投放有望继续保持在4000亿以上。我们预计9月份个人零售端仍存在较好的增长基础，住房按揭贷款增长依然具有较强韧性。进入四季度，我们关注在房地产调控大背景下房地产类信贷总盘子的控制，

按揭贷款审批等待时间的延长。

### 3、风险提示

经济下行压力进一步加大，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将与，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