

## 行业研究

## 央行流动性投放“另辟蹊径”了吗？

——银行资产负债月报 2021 年第 2 期

## 要点

**3 月份超储率料上行至 1.3%左右，4-5 月份压力加大**，近期央行资产负债表变化也值得关注：一是 2020 年 12 月和 2021 年 1 月，“**其他资产**”合计新增 6500 亿人民币，不排除是央行与部分国有大行开展了货币互存业务。二是 2021 年 2 月“**国外资产：其他**”新增 1020 亿人民币，不排除是金融机构加大了“以外汇形式缴存的人民币准备金”，央行相应释放了人民币资金。后续应持续观测外币流动性注入是否形成人民币基础货币新的投放管道。

**3 月份信贷总量受控增长，第一、二产业信贷投放持续回暖，个人经营性贷款增长较快**。3 月份以来，信贷投放逐步回归正常节奏，部分基于套利目的短贷、短债和票据贴现到期后退出，也挤出了前期虚增规模，**3 月份新增信贷规模大概率弱于去年同期水平**。结构方面：(1) 第一、二产业信贷投放景气度持续回暖；(2) 批发零售业贷款不断向好；(3) 交通、仓储和邮政业、水利、环境和公共设施管理业等行业维持稳定；(4) 个人经营性贷款高增可能预示部分资金可能违规流入房地产市场，新调控政策将提高按揭定价但压制普惠贷款利率。

**前两个月债券配置偏弱，3 月份配置盘有抢跑迹象**。今年银行债券资产配置力度较去年同期有所减弱，1-2 月份增持债券 6111 亿，同比少增 3239 亿，其中**地方债、中票、超短融缩量明显**。3 月份以来，随着 A 股市场持续震荡，偏股型基金净值回撤明显，新成立偏股型基金份额已降至 717 亿份，较 1 月份大幅下滑，**在股债“跷跷板”效应下，债基认购热情有所提升**，3 月份新成立债基 253 亿份，较 2 月份提升 100 亿份，显示出配置盘有提前抢跑迹象。我们认为，对利率的阶段性下行不应过于乐观，预计这一波利率下行幅度大概率不会突破今年以来 3.1%的低位水平，二季度需警惕利率右侧风险，票息策略相对占优。

**股份制银行存款压力较大，需关注结构分化与机构分化的再平衡**。今年以来银行稳存增存压力加大，表现为：(1) 负债结构趋于恶化，形成了“一般性存款——同业负债”的迁徙，1-2 月份非银存款新增规模达 1.5 万亿，非银机构流动性充裕。(2) 机构间趋于分化，今年 1-2 月份，六大行及农商行、农信社一般存款同比多增，但股份制银行较为乏力，同业负债大幅提升。展望下一阶段，股市降温有助于减弱一般存款向同业负债的迁徙。同时，一般存款在机构间的分化，将主要在季末月份进行再平衡，股份制银行会在下旬或最后一周进行存款冲量，缺乏稳定性。

**贷款定价考核容忍度放松，负债成本上行明显，一季度 NIM 仍将受到挤压**。**资产端定价**：今年对公贷款利率有小幅反弹迹象，按揭贷款利率 2 月份以来上行，普惠小微定价稳定，央行近期适度调整了 MPA 贷款利率点差考核容忍度，主要是顺应了当前经济复苏、利率上行的“紧信用”市场环境，属于随行就市调整，并非“加息”。**负债端定价**：一季度 DR007、NCD 和金融债等市场类负债平均利率较去年均值提升约 10-20bp，各期限定期存款利率均出现上行，**同业负债成本与核心负债成本面临双升格局**。**NIM 表现上**：一季度 NIM 将承压下行，全年具有稳定运行基础，机构间有所分化，国有大银行由于存款优势更强，受广谱利率上行的影响小于中小银行，NIM 后续将大体维持稳定。

**风险分析**：通胀压力进一步加大，货币政策超预期收紧，信用体系收紧对实体经济复苏造成冲击。

## 银行业

## 买入（维持）

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

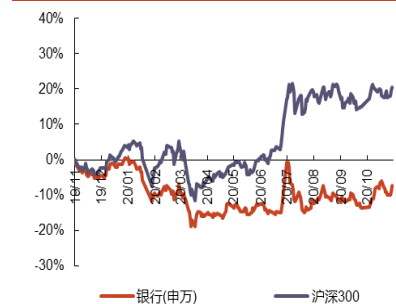
010-56513033

wangyf@ebscn.com

联系人：刘杰

liujie9@ebscn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

顺周期之风带动银行资产配置风险偏好回暖——银行资产负债月报 2021 年第 1 期

## 目 录

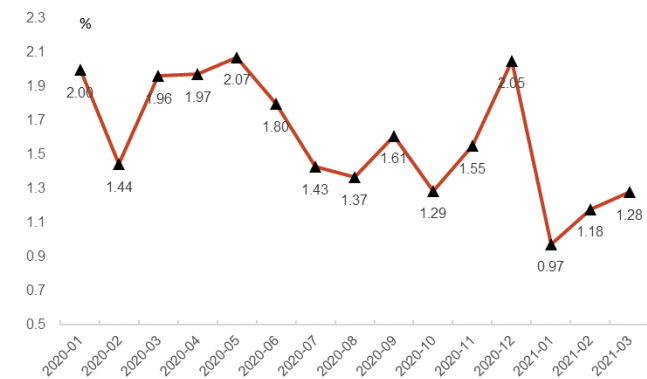
1、3 月份超储率料上行至 1.3%，需关注外汇业务形成的基础货币投放 .....	3
2、预计 3 月份信贷增量受控投放，信贷结构优化强调定向支持 .....	4
3、前 2 月债券配置偏弱，3 月份配置盘已有抢跑迹象 .....	5
4、股份制银行存款压力较大，需关注结构分化与机构分化的再平衡 .....	6
5、贷款定价考核放松容忍度，但 NIM 仍受挤压 .....	7
6、风险分析 .....	9

# 1、3 月份超储率料上行至 1.3%，需关注外汇业务形成的基础货币投放

今年春节以后，短端资金利率运行非常稳定，超储率总体低位，但逐步上行。初步测算：2 月末超储率回升至 1.2%，而 3 月末超储率预计将进一步反弹至 1.3% 左右，较 1 月末 1% 有了一定好转，但仍显著低于 2020 年 12 月末 2.2% 的水平。

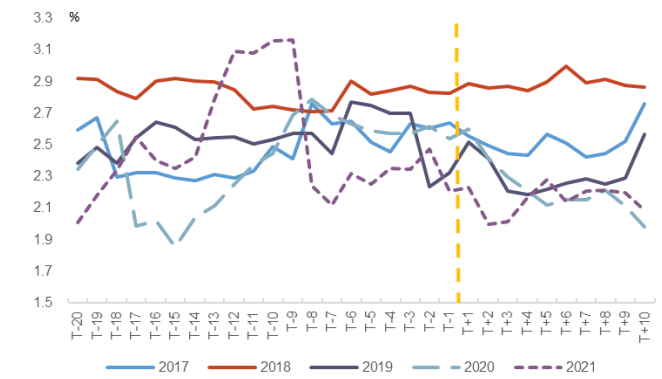
春节后超储率季节性回升非银体系资金充裕。一是财政资金释放，预计 2-3 月份政府存款降幅约 1.7 万亿。二是现金回流银行体系，尽管节前疫情零散出现导致取现规模不及往年，但预计仍有近 3000 亿资金回流，即流动性宽松和超储率回升，有季节性因素的推动。受近期货币市场基金和同业负债大幅增长影响，非银体系资金相对充裕，成为短期资金的主要提供方。临近三月末，资金从资管体系回流银行表内贡献了资金价格稳定的“正能量”。

图 1：今年 3 月份金融机构超储率或已反弹至 1.3%



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016 年 6 月-2021 年 3 月

图 2：近 5 年来节后 DR007 均出现下行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2017-2021 年春节前 20 天和节后 10 天

但近期央行资产负债表所展现的一些变化，也值得关注。主要有两方面：一是“其他资产”科目的异动。2020 年 12 月和 2021 年 1 月，央行“其他资产”合计新增 6500 亿人民币。二是“国外资产：其他”的异动。2021 年 2 月，央行“国外资产：其他”新增 1020 亿人民币。

对于这一现象的解释，我们试图从央行资产负债表中的外汇业务寻求答案。一般而言，央行获得外汇的途径包括结汇、外汇存款准备金、远期售汇收取的风险准备金、以外汇形式缴存的人民币准备金、货币互存等，这些均体现为央行的负债，并散落在“储备货币”、“不计入储备货币的金融性公司存款”和“其他负债”科目，而资产端则计入“国外资产：外汇”、“国外资产：其他”以及“其他资产”。

表 1：央行资产负债科目可能涉及的与境内机构的外汇业务

资产端	负债端	可能涉及的与境内机构的外汇业务
国外资产：外汇	储备货币	银行结汇、外储经营收益部分结汇
国外资产：其他	不计入储备货币的金融性公司存款	外汇存款准备金
国外资产：其他	不计入储备货币的金融性公司存款	远期售汇收取的风险准备金
国外资产：其他	其他负债	以外汇形式缴存的人民币准备金
其他资产	其他负债	货币互存

注：“国外资产：其他”主要包括 IMF 的头寸，SDR 以及以“外汇形式缴存人民币准备金”后所释放的人民币资金。“其他资产”主要为固定资产、股权资产以及与境内机构开展的外汇业务等。

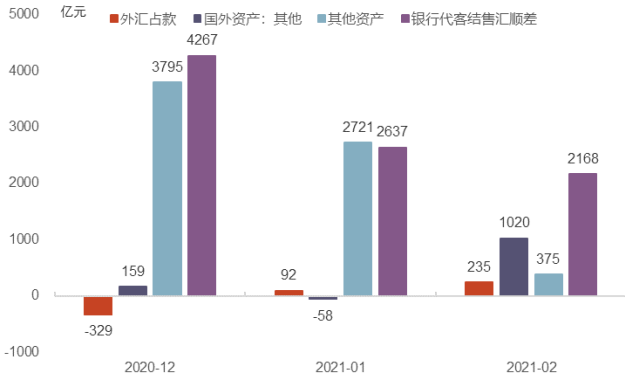
因此，2020年12月-2021年1月份，“其他资产”大幅增长，不排除是央行与个别国有大行开展了货币互存业务。而2021年2月份“国外资产：其他”大幅增长，则不排除是金融机构加大了“以外汇形式缴存的人民币准备金”，央行则相应释放了人民币资金。

也就是说，央行开展外汇业务可能形成了人民币基础货币投放，具体公式为：

**外汇业务基础货币投放=国外资产：外汇 + 国外资产：其他 + 其他资产-不计入储备货币的金融性公司存款-其他负债。**

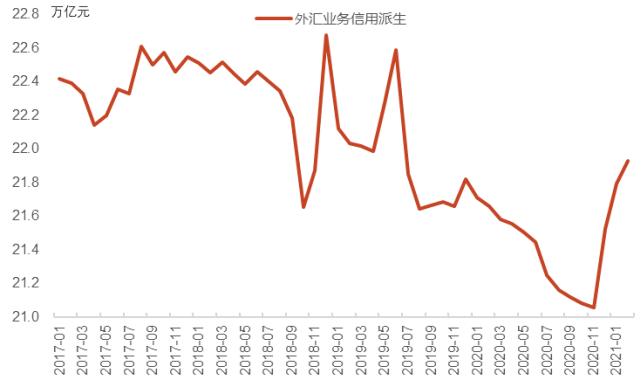
从图4中不难看出，2020年12月-2021年2月期间，央行通过开展外汇业务释放的基础货币规模触底反弹向上，增幅近8700亿。这样做的目的，可能是为了消化境内银行间市场美元冗余资金，兼顾稳人民币汇率和稳流动性的双重目标。

图3：2020年12月-2021年2月央行报表相关科目出现异动



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年12月-2021年2月

图4：近期央行开展外币业务可能形成的基础货币投放增加



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2017年1月-2021年2月

展望4-5月份，市场流动性环境难以延续当前宽松格局，主要压力点在于三个方面：**(1) 政府债券发行开始放量**，预计4-5月份政府债券净融资规模约1.34万亿，供给压力较大。**(2) 财政存款增幅较大**，预计4-5月份财政存款增幅平均值为9000亿，将成为超储消耗的主要因素。**(3) NCD到期量较大**，4-5月份分别到期1.63万亿和1.48万亿，且集中到期日4月中下旬和5月中旬，NCD利率也存在反弹上行动力。流动性能否平稳度过，主要取决于央行是否会超额续作MLF、基础货币的外汇业务渠道以及前期淤积的财政库底资金是否会加快拨付。

## 2、预计3月份信贷增量受控投放，信贷结构优化强调定向支持

去年3月份为支持抗疫和助力企业复工复产，新增贷款规模高达2.85万亿，明显超出历史同期水平。而今年1-2月份新增贷款合计已达4.94万亿，同比多增近7000亿，投放略偏多。在此情况下，央行也适度加强了对狭义信贷额度管控。

从实际情况看，3月份以来，信贷投放逐步回归正常节奏，部分基于套利目的的短贷、短债、票据贴现等业务到期后退出，也挤出了前期虚增规模，3月份新增信贷规模将弱于去年同期水平。

信贷的行业投向方面，我们在上一期资产负债报告中重点强调，**经济复苏背景下银行整体风险偏好有所提升，工业企业信贷投放景气度向好**。从近期观察的情况看，这一趋势基本得到了延续：

(1) **第一、第二产业信贷投放景气度持续回暖**。随着经济复苏向好和 PPI 走高，疫情期间受损的资产负债表逐步修复，1-2 月份工业企业利润总额同比增长 1.79 倍。受益于此，传统的第一、第二产业（主要为农林渔牧、采矿业、制造业、建筑业）信贷投放规模仍保持了稳步向好态势，显示出顺周期行情下银行资产配置风险偏好的回暖。

(2) **批零业贷款持续向好**。截至 2020 年末，全国小微企业贷款余额 42.7 万亿元，其中普惠型小微企业贷款余额 15.3 万亿元，增长 30.9%。从今年情况看，1-2 月份，普惠小微贷款口径的批发零售业和个人经营性贷款增速快，前两月普惠小微信贷投放增量占全年比好于预期。

(3) **政府和准政府等基建领域信贷投放平稳**。1-2 月份交运、仓储和邮政业、水利、环境和公共设施管理业等行业，信贷投放增量占比较去年同期稳中有降，但在公司金融领域依然处于领先地位。今年 2 月份尽管面临春节因素，但今年北方地区就地过年使得基建开工依然较高，信贷投放力度并不弱。

**今年个人经营性贷款增长较快，部分资金可能违规流入房地产市场**。1-2 月份金融机构个人经营性贷款新增规模超过 6000 亿，较去年同期多增近一倍。但由于通过经营性贷款实施“房抵贷”业务，能够绕开首付比例、房地产融资规模调控等政策要求，这其中可能存在一些企业和个人违规将经营用途贷款投向房地产领域的情况，再叠加部分城市近期房价上涨形成正反馈，经营贷资金违规流入房地产市场行为有所强化。近期三部委联合发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》，指出“近期一些企业和个人违规将经营用途贷款投向房地产领域问题突出，影响房地产调控政策效果，挤占支持实体经济特别是小微企业发展的信贷资源。”，督促银行业金融机构进一步强化审慎合规经营，严防经营用途贷款违规流入房地产领域。**受此影响，下一阶段新增经营性贷款违规流入楼市的现象将大大减少，有利于“真小微”资金供给增加，价格体系下降。但对于存量业务而言，由于监管排查有效性的客观约束，预计对既有存量市场影响相对有限。**

针对信贷结构中可能存在的问题，近期监管部门持续加大政策引导力度。（1）3 月 22 日，央行召开全国 24 家主要银行信贷结构优化调整座谈会，提出信贷结构的“稳、进、改”三字方针：一是要“稳字当头”，保持贷款平稳增长、合理适度，把握好节奏。二是要求信贷资源加大对普惠小微企业、绿色低碳产业、以及科技创新和制造业的支持，优化内部考核和激励措施。三是因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。后续，预计在绿色、创新、普惠三个领域，政策将进一步出台的激励性举措，引导贷款资金流向。

### 3、前 2 月债券配置偏弱，3 月份配置盘已有抢跑迹象

年初以来，银行债券资产配置力度较去年同期有所减弱，1-2 月份增持债券规模为 6111 亿，同比少增 3239 亿。造成这种现象的原因，**既有信用环境边际趋紧、信贷资产配置比例较大挤占债券额度，以及地方债供给减弱的影响，也与市场利率中枢上行，使得银行配置意愿减弱有关。**

从结构上看，主要呈现三方面特点：

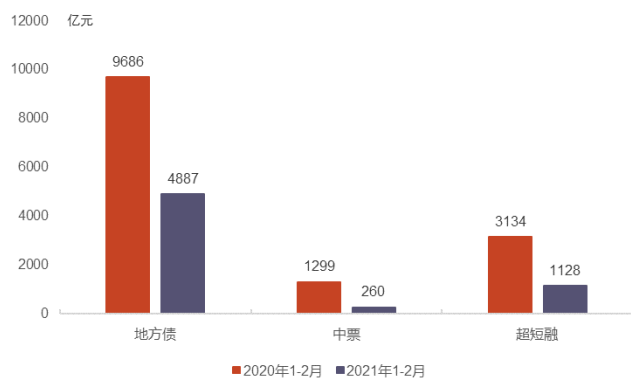
一是地方债供给减弱，政金债配置需求回暖。1-2 月利率债增持 4862 亿，同比多增 234 亿，增量占比为 80.57%，同比提升 13.28 个百分点。

(1) 由于今年地方债并未提前发行，一季度供给规模仅为去年同期的 1/3，使得银行配置减弱，1-2 月份增持地方债 4887 亿，同比少增 4799 亿，增量占比也由 104%降至 80%。

(2) 在地方债配置减弱的同时，银行适度加大了对政金债和国债的配置，其中政金债配置需求明显回暖，1-2 月份合计增持 319 亿，同比多增 2318 亿。

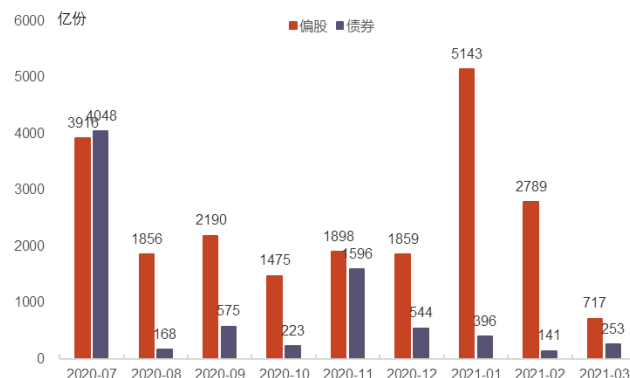
二是信用债配置需求较弱，中票、超短融大幅缩量。1-2 月份信用债增持 1128 亿，同比少增 3239 亿。其中，中票、超短融同比分别少增 1040、1716 亿。一方面，与去年疫情期间部分企业通过发行短期融资券（期限以 270D-1Y 为主）套利银行理财和结构性存款，而今年这部分资金逐步退出有关。另一方面，市场利率中枢上行，也使得企业超短融发行意愿减弱，今年一季度超短融净融资额为 2417 亿，同比下降近 4000 亿。

图 5：今年银行对于地方债、中票和超短融配置大幅缩量



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1-2 月、2021 年 1-2 月

图 11：3 月份新成立偏股型基金大幅下滑，债基有所回暖



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 7 月-2021 年 3 月

3 月份以来配置盘有提前抢跑迹象，做多情绪有所升温。随着 A 股市场持续震荡，偏股型基金净值回撤明显，直接影响了近期偏股型基金的募集。可以看到，3 月份新成立偏股型基金份额已降至 717 亿份，较 1 月份大幅下滑，且月内已有多家基金公司发布了偏股型基金延长募集期的公告。在股债“跷跷板”效应下，债基认购热情有所提升，3 月份新成立债基 253 亿份，较 2 月份提升 100 亿份，显示出配置盘有提前抢跑迹象。

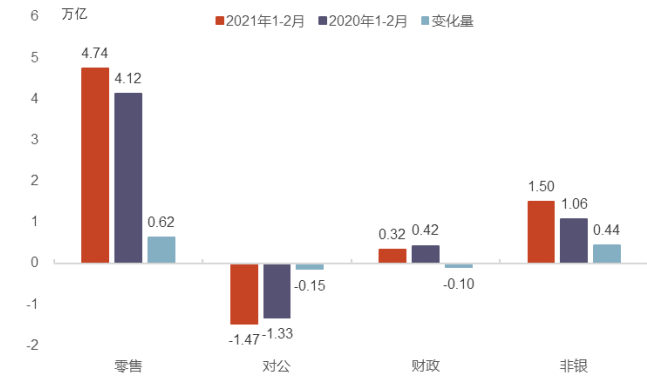
我们认为，对利率的阶段性下行不应过于乐观，各方面利好因素尚不及去年年末的宽松环境，预计这一波利率下行幅度大概率不会突破今年以来 3.1% 的低位水平，二季度需警惕利率右侧风险。当前利率点位性价比有所减弱，建议待利率向右侧移动后择机逢高配置，二季度票息策略相对占优。

## 4、股份制银行存款压力较大，需关注结构分化与机构分化的再平衡

今年以来，受货币供给总闸门收紧、货币乘数效应下滑以及信用派生能力减弱影响，一般性贷款与一般性存款增速差背离拉大，存贷板块资金来源与运用不匹配现象加剧，特别是对于股份制银行而言，稳存增存压力较其他银行更大。具体而言：

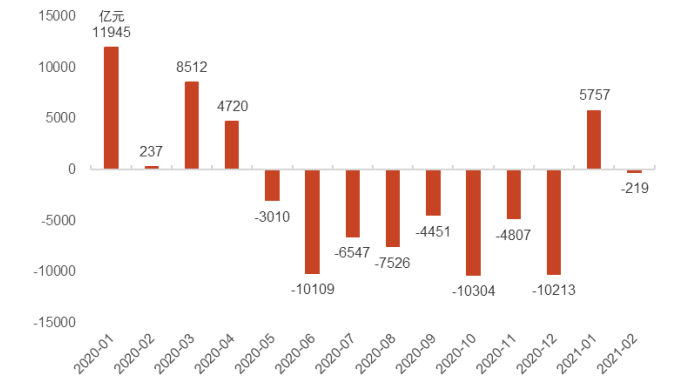
负债结构趋于恶化，形成了“一般性存款向同业负债”的迁徙，非银机构流动性充裕。一方面，年初新发基金规模较大，造成零售存款逆市负增长，并向非银存款迁徙，造成负债的稳定性、平衡性、和成本端恶化。另一方面，2020年5-12月，结存累计压降5.7万亿，但部分银行核心存款承接力度不足，需要通过大额存单、NCD等承接，结存压降的“后遗症”在今年进一步体现。

图 12：2020 年、2021 年非银存款大幅增长



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1-2月、2021年1-2月

图 13：今年 1-2 月份结构性存款增长约 5500 亿



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月-2021年2月

国有大行、农商行和农信社存款增长形势较好，股份制银行压力最大。今年1-2月份，六大行及农商行、农信社一般存款同比多增，但股份制银行较为乏力，同业负债大幅提升。造成这种现象的原因：一是受“春节效应”影响，资金从发达城市向县域和农村地区流动。二是股份制银行整体受制于主要集中于发达地区的网点限制，对公存款增长偏弱，零售存款流失现象较为普遍。三是异地存款管理办法倒逼地方城农商行加大本地对公存款吸收力度。

展望下一阶段一般存款增长，需要关注负债结构与机构分化的再平衡演绎，我们认为：

- (1) 整体稳存增存压力高于去年。今年货币金融环境较去年收紧，信用派生放缓，银行体系存款增长压力高于去年。
- (2) 今年3月份以来股市出现一定程度调整，偏股型基金新发规模降幅明显，且3月为季末月份，有助于降低一般存款向同业负债的迁徙。
- (3) 一般性存款在机构间的分化，将主要在季末月份进行再平衡。股份制银行会在下旬或最后一周进行存款冲量，但这种冲量资金，一方面缺乏稳定性，跨季后即出现大幅流失。若股份制银行稳存增存压力持续加大，会进一步通过调高存款FTP方式“以价补量”，这样会进一步推高综合负债成本。

## 5、贷款定价考核放松容忍度，但 NIM 仍受挤压

资产端定价：MPA 贷款利率点差考核放松容忍度。我们认为，央行近期对 MPA 贷款利率点差考核进行调整：

- (1) 此举不应理解为加息。政策调整主要是顺应了当前经济复苏、利率上行的“紧信用”市场环境，属于随行就市调整，并非“加息”。

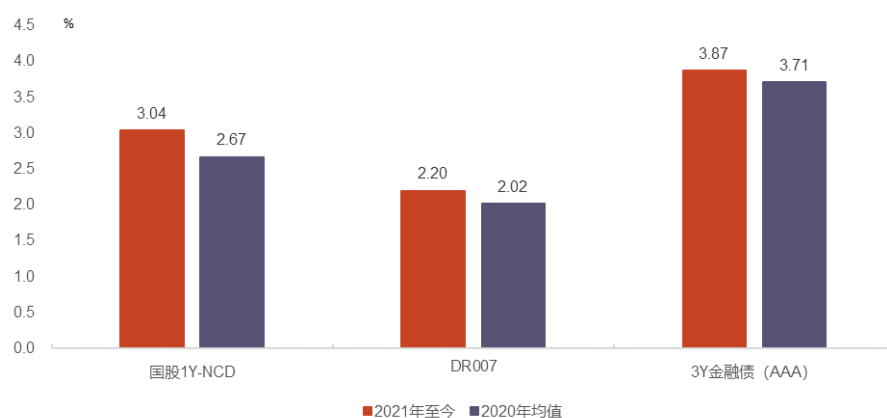
(2) **政策微调与继续向实体经济让利不矛盾。**无论是政府工作报告、一季度货币政策利率，均强调推动实际贷款利率进一步降低，定价政策虽然有所微调，但与降低实体经济融资成本的政策导向并不矛盾，2021 年全年仍能够实现全社会融资成本下行。

(3) **今年以来贷款投放利率小幅上行，但持续上行空间并不大。**从今年以来银行贷款定价调研的情况看，对公贷款利率有小幅反弹迹象，按揭贷款利率 2 月份以来上行，普惠小微融资定价稳定。银行之间对于优质客户和项目的竞争更加激烈，使得贷款利率上调受到抑制，尽管央行将 MPA 贷款利率考核标准微调，但未来实际贷款利率上行空间幅度可能并不大。

**负债端定价：同业负债成本与核心负债成本面临双升格局。**我们观察到，随着政策的边际收紧，广谱利率中枢整体上移，同业负债成本与核心负债成本均出现上升：

(1) **市场利率中枢高位运行，同业负债成本上升。**2020 年国股 1Y-NCD 利率均值为 2.67%，而 2021 年至今（截至 3 月 19 日）均值为 3.04%，较 2020 年均值抬升 37bp。此外，短端利率、金融债发行利率较 2020 年均值均有 10-20bp 的抬升，导致今年同业负债成本会出现抬升。

图 14：不同类型市场化负债 2021 年至今利率中枢较 2020 年均出现抬升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年、2021 年 1 月 2 日-3 月 19 日

(2) **各期限定期存款利率均出现上行。**在市场利率高位运行以及稳存增存压力加大的情况下，核心负债成本也有所承压。根据融 360 大数据研究院披露的数据：自 2020 年 9 月起，除 5Y 外，其他定期存款利率已连续上涨 6 个月，其中 3Y 涨幅最大，较 2020 年 9 月上涨 16.5bp，2 年期、1 年期、6 个月期、3 个月期各期限上涨在 10bp 以内，且长端品种涨幅高于短端。

表 2：2021 年 2 月份银行整存整取定期存款平均利率情况

	3M	6M	1Y	2Y	3Y
2021 年 2 月份平均利率 (%)	1.46	1.72	2.04	2.76	3.50
较基准利率上浮 (%)	32.9	32.5	36.3	31.3	27.1
环比增幅 (bp)	0.2	0.2	0.7	0.9	1.9
较 2020 年 9 月提升幅度 (bp)	1.2	1.5	4.1	9.3	16.5

资料来源：融 360 大数据研究院，光大证券研究所整理



**NIM 表现：一季度 NIM 将承压下行，全年具有稳定运行基础，但机构间可能有所分化。**由于 2020 年全年 1Y-LPR 下降 30bp，5Y-LPR 下降 15bp，今年年初银行存贷款重定价机制发挥作用，一般贷款特别是按揭贷款重定价后，将对一季度净利息收入增长造成一定负向影响，加之同业负债和核心负债成本面临双升格局，预计一季度 NIM 将承压下行。

考虑到全年贷款利率可能呈现缓慢爬坡趋势，以及零售贷款投放的恢复，使得贷款结构高定价贷款占比增加，后续 NIM 仍具有稳定运行基础，但是否存在反弹需要关注负债端成本变化。

不同机构间可能有所分化，表现为国有大型银行由于存款优势更强，受广谱利率上行的影响小于中小银行，NIM 后续将大体维持稳定，但对于股份制银行和城商行而言，NIM 管理压力相对更大。

## 6、风险分析

通胀压力进一步加大，货币政策超预期收紧，信用体系收紧对实体经济复苏造成冲击。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------