

增长稳、通胀缓、外加一场“信贷紧缩”——3季度宏观数据精读

宏观动态

3季度主要宏观经济数据已经悉数出炉，包括增长、通胀、外贸、货币在内的宏观经济方方面面已经展现在我们面前。在我们看来，3季度的宏观经济走势可以用“稳、缓、紧”三个字来概括——**增长稳、通胀缓、货币紧**。其中货币方面发生在表外票据融资上的“信贷紧缩”尤其值得关注。由于目前经济增速保持稳健，而通胀仍处于高位，我们认为**抗通胀政策在近期整体转向的可能性不大**。不过，在不变的政策基调之下，我们认为**信贷放松是大概率事件**。这有望在年内缓解实体经济流动性的紧张状况。

增长稳：9月新发布的数据显示，令人担心的经济增长断崖式滑坡并未发生，包括工业生产、固定资产投资、商品零售在内的各项数据均保持稳健增长。这应该让决策层在维持目前宏观政策基调的时候有更多信心。

通胀缓：总的来讲，虽然整个3季度通胀仅温和放缓，回落幅度有限。但从各项指标来看，其前景已经更趋乐观。现在虽然还不能说通胀已经不再成为问题，但通胀给政策施加的压力已明显减小应该是不争的事实。

货币紧：3季度的货币信贷数据中，货币增速的下行，信贷发放的紧张，外储增速的放缓固然值得关注。但我们认为最关键的，影响最大的还是发生在表外票据融资上的“信贷紧缩”。监管层对票据监管的加强事实上堵上了银行资金流向实体经济的一条重要渠道，令实体经济资金面在3季度明显趋紧。

信贷放松可期：由于增长保持稳健，通胀仍处高位，抗通胀政策整体转向可能需要等到明年上半年。不过，我们认为即使4季度政策整体基调不变，信贷放松也会是大概率事件。这会令实体经济资金面紧张的状况得到缓解

联系人

徐高

010-68561288

gaoxu@ebcn.com

联系人

钟正生

010-68565388

zhongzs@ebcn.com

分析师

李燕飞 (执业证书编号：S0930510120002)

010-68561122-1789

liyanfei@ebcn.com

3 季度主要宏观经济数据已悉数出炉，包括增长、通胀、外贸、货币在内的宏观经济方面已经展现在我们面前。在我们看来，3 季度的宏观经济可以用“稳、缓、紧”三个字来概括——**增长稳、通胀缓、货币紧**。其中货币方面发生在表外票据融资上的“信贷紧缩”尤其值得关注。由于目前经济增速保持稳健，而通胀仍处于高位，我们认为**抗通胀政策在近期整体转向的可能性不大**。不过，在不变的政策基调之下，我们认为**信贷放松是大概率事件**。这有望在年内缓解实体经济流动性的紧张状况。

增长稳——继续温和放缓

9 月新发布的数据显示，令人担心的经济增长断崖式滑坡并未发生，包括工业生产、固定资产投资、商品零售在内的各项数据均保持稳健增长。这应该让决策层在维持目前宏观政策基调的时候有更多信心。

生产方面，3 季度生产法核算的 GDP 同比增速从 2 季度的 9.5% 温和放缓到 9.1%，符合我们之前的预测（图 1，表格 1）。不过，规模以上工业企业增加值增速放缓更小，其同比增长只不过从 2 季度的 13.9% 微幅走低到 3 季度的 13.8%。9 月单月增速还出现了一个 0.3 个百分点的回升，达到了 13.8%。由于生产需要工人来完成，所以稳健的生产状况自然也就带来了就业的平稳。根据统计局发言人在今天记者会上的表述，3 季度我国“就业持续增长...形势好于预期。”这一乐观的就业状况应该可以给决策层吃下一颗定心丸，让他们在维持抗通胀政策基调时有更多的底气。

生产是为需求服务的。因此，需求方的增长数据更能体现经济增长下一步的走势。拉动经济增长的需求来自消费、投资、和出口这三大块。这些需求面的数据虽然也保持稳健，但下滑的势头比生产面更为明显，且有一些警示信号已经开始引人注意。

我们先说投资。自 2008 年年末，外需因次贷危机而一蹶不振以来，政策刺激所带来的强劲投资就是我国保持较快经济增速的最重要原因。根据我们按照可比口径做的估算，直到今年 9 月，投资同比增长都保持了接近 25% 的高速。9 月 24.3% 的增速还相对 8 月的 22.7% 略有回升。

不过，稳健的总投资增速背后是投资结构的明显分化。我国固定资产投资由 3 大部分组成，分别是基础建设投资（占总投资 33%）、房地产投资（占 24%）、以及制造业投资（占 31%）。这三块合起来差不多占到了总投资的 90%。从年初以来，我们看到的趋势是基建投资一路走低，到 8 月其名义增速已经接近停滞。而同时，房地产投资和制造业投资却维持了 25-30% 的同比增速，成为主要的发动机。不过，这两大投资发动机在 9 月都有明显降温的迹象——房地产投资同比增速从 8 月的 32% 明显下滑到 9 月的 25%，制造业投资也从前一月的 35% 滑落至 28%（图 2）。虽然还需更多数据来确认这一下滑是短期数据波动还是长期趋势的开始，但考虑到房地产调控的持续从严，以及国际经济景气的趋弱，我们有理由对这两大投资发动机的前景持谨慎态度。

我们认为基建投资增速已经触底回升。这是房地产与制造业投资明显下滑，而 9 月总投资增速又有所回升的背景下，一个合理的推断。从已经公布的部分细项数据来看，这一判断应该与实际情况相差不远。9 月，农业投资同比增速从 8 月的 24% 跳升至 43%；水电气行业投资增速也从 8 月的零增长跳升至 14%。不过，基建投资的持续加速需要宽松信贷做配合。未来几个月，到底是资金面会持续紧张从而抑制基建投资增速的回升，还是说基建的反弹会倒逼信贷的放松，还需进一步观察。不过，我们认为后一种情况发生的可能性更大一些。

说完了投资我们再说出口。目前看起来，三大需求中出口的问题更大一些。9 月中国出口同比增速为 17%，相比 8 月 24.5% 明显下滑，也低于我们及市场的预期（图 3）。对欧出口的明显减弱是出口放缓的主要原因。9 月，我国对欧盟出口同比增速从前一个月的 22.3% 大幅下滑到 9.8%。即使考虑到欧元兑美元汇率 9 月相对 8 月贬值 3.5% 的因素，贸易额增速的下滑也十分明显。显然，这与欧洲 9 月深陷债务危机的泥潭，增长乏力不

3 季度宏观数据已出炉，可用“稳、缓、紧”三个字加以概括

经济增长稳健

生产与就业数据平稳

需求方数据下滑稍微明显一些

到目前为止投资仍保持较高增速

但投资结构分化明显，房地产和制造业两大投资发动机已出现降温迹象

基建投资增速应该已在 9 月触底反弹，但其反弹持续性有待信贷的配合

受累于欧债危机，出口增速已明显放缓

无关系。不过，我们相信欧元区目前的紧张情况会在下月3日的G20峰会前得到缓解，避免将世界经济再次拖入金融危机。因此，我国的出口虽有可能继续放缓，但类似2008年那样的大滑坡应该不会发生。

最后是消费。从消费品零售总额的增长来看，消费走势仍然平稳，并未出现明显滑坡。扣除价格因素后，9月零售真实增速达到了11%，比8月的10.4%略高。一般来说，消费在三大需求中是波动最小的。因此，消费在未来几个月继续保持稳定增长应该是大概率事件。

展望4季度，我们认为中国经济仍将在偏紧政策基调下持续温和放缓。不过，由于去年4季度GDP环比曾强劲增长，留下了较高的基数，所以4季度GDP即使环比增速与3季度相差不大，同比数字也会明显走低，有可能落到8.5%以下。

消费继续保持稳健，波动不大

预计4季度经济增长仍将维持平稳，但基数效应会明显拉低GDP增速

通胀缓——回落有限，但前景乐观

3季度，通胀在触顶之后已连续两个月温和放缓，其未来前景也偏向乐观。在越过7月6.5%的高点后，CPI同比在8月、9月分别下滑到了6.2%与6.1%。同时，PPI也从7月的7.5%回落到了9月6.5%（图4）。

从结构看，食品价格仍然是CPI通胀的主要推手。9月食品价格环比涨1.1%，涨幅比8月拉大0.5个百分点。而非食品环比涨幅与上月持平，仍为0.2%。由于宏观层面的通胀压力已经大为减弱——经济增速已经放缓、货币信贷增速已回落地位、输入性通胀压力明显减轻——我们认为未来几月通胀应该会继续趋势性回落。回落的幅度受食品价格的影响。

说到食品价格，就在大家把目光都聚焦在3季度增长数据的时候，我们提示投资者关注商务部今天发布的上周食用农产品的价格数据。这一数据展现的图景颇为乐观。根据这一数据推算，上周（10月10-16日）食品价格周环比下跌了0.8%，比前一周涨幅下降1.1个百分点，创下了今年4月以来的最低周环比涨幅（图5）。其中，蔬菜价格大降5%，猪肉价格也下跌1.2%，是去年4月以来的最大单周跌幅。看起来，猪价的下行似乎比很多人预料的都来得快。这令通胀的前景更为乐观。

至于PPI，其下行趋势应该说更为确定。根据我们的估算，从今年6月起PPI月环比就已进入负增长的态势。只不过因为去年6月和7月PPI曾明显通缩，留下了很低的基数，所以最近这几个月PPI的同比数字还维持现在这种高位。未来，随着基数效应的快速过去，PPI同比数字有望迎来明显下行。

所以总的来讲，虽然整个3季度通胀仅温和放缓，回落幅度有限。但从各项指标来看，其前景已经更趋乐观。现在虽然还不能说通胀已经不再成为问题，但通胀给政策施加的压力已明显减小应该是不争的事实。

通胀7月触顶后已连续两个月温和放缓

食品仍然是通胀的主要推手

商务部监测的食品价格上周有明显回落，颇为乐观

PPI的下行趋势更为确定

总的来讲，通胀前景趋于乐观

货币紧——一场视线之外的“信贷紧缩”

3季度的货币信贷数据中，货币增速的下行，信贷发放的紧张，外储增速的放缓固然值得关注。但我们认为最关键的，影响最大的还是发生在表外票据融资上的“信贷紧缩”。其重要性和影响值得大书特书。

膨胀的票据是社会融资的第二大来源

根据人民银行公布数据，今年上半年，我国全社会融资总量为7.76万亿人民币。其中，新增银行承兑汇票达到了1.33万亿，差不多占到了银行表内新增贷款（4.17万亿）的1/3，也占到了社会融资总量的17%。不过，观察商业银行的贷款数据可以发现，今年上半年贷款中的票据融资是净减179亿。这与前面提到的1.33万亿形成了巨大反差。

3季度在票据融资上发生了一场“信贷紧缩”

今年上半年，新增银行票据是我国社会融资总量中的重要部分

这究竟是怎么回事呢？

这其中的奥秘有两点：商业银行开票“不上税”，以及表内表外的票据腾挪。

所谓开票“不上税”当然是种不准确的说法。严格来说，是商业银行开票获得的保证金存款不用交存款准备金（存款准备金也可以看作是商业银行交给央行的一种税）。一般来说，企业签出银行承兑汇票之前，需要在银行存入汇票金额 40%左右的资金作为保证金。在今年 9 月之前，商业银行是不需要为这部分保证金存款缴纳存款准备金的。因此，当存款准备金率已经升至 20%左右的高位之时，保证金存款就成为了商业银行吸收低成本存款的重要来源。这也是为什么在今年上半年保证金存款的增速两倍于总存款增速。而银行承兑汇票开出，在未到期或是未贴现之前，都不算作银行贷款，因此也不受贷款额度的限制。这些便利之处给了商业银行极大的动机多放票据。

当然，票据持有人很有可能在票据到期前向银行贴现。按照规定，票据贴现后就需在商业银行账户上记为贷款，占用贷款额度。不过商业银行也有办法。今年上半年，一个被广为使用的手段就是通过农村信用社倒手，做到贴现票据从表内到表外的腾挪。

具体来说，一家商业银行可以把自己手中的票据卖断给农村信用社。这样可以做到票据在商业银行的帐目上出表。农信社当然没有那么大的能力吃进那么多票据。因此，农信社在买到票据后，往往直接又将这票据卖回给卖票据给他的银行，并承诺在未来一定时间回购这一票据。按道理来说，由于农信社承诺回购，这些票据还应该在农信社的帐目上以“回购”的形式记在其“贷款”栏目内。不过，我国有些地区的农信社管理落后，记账时并不区分“卖断”和“回购”。所以这些农信社用回购形式卖回给商业银行的票据，在农信社帐目上都会被记为“卖断”，从而不算作贷款（看到这，您应该明白为什么商业银行要找农信社来做这事了吧）。而对商业银行来说，他买回的票据会以“买入返售”的形式入账（因为理论上这些票据在未来还会被农信社回购回去），不算作贷款。通过这一系列令人眼花缭乱的操作，商业银行就可以把本应算作贷款的贴现票据转到表外，逃过信贷额度的控制。

基于这两点，票据融资在近两年快速膨胀，占我国社会融资总量的比重从 2009 年的 3.3% 快速扩大到了 2010 年的 16.5% 和今年上半年的 17%，规模仅次于银行的表内贷款。这一在表内信贷之外大开的后门，成为了银行资金进入实体经济的又一条重要途径。当然，这些游走于监管边缘的行为所蕴含的风险自然很大。正是这些不断积聚的风险促使管理层出手加强监管，并引发了 3 季度的表外“信贷紧缩”。

年中监管的强化在票据融资上引发了“信贷紧缩”

从年中开始，监管层逐渐堵上了票据融资这道流动性的后门。自今年 5 月开始，银监会加强了对农信社违规倒票的监管，令农信社倒腾票据的行为大为收敛。没有农信社吃票倒票，商业银行的票据腾挪空间就大为收缩，再难将票据从表内转向表外，规避信贷额度监管。面对刚性的贷款额度管理，大量持票的商业银行只有在银行间市场卖出票据，从而在票据市场上带来了大量的卖牌，推高了票据转贴利率。这从银行间市场的票据报价数据就可以很清楚的看出来。

2009 年 1 月至 2010 年 4 月，银行间票据市场上票据的卖出报价笔数略小于买入票据笔数。前者月均在 370 笔，而后者在 400 笔。不过，进入今年 5 月，情况发生了明显变化。市场上的卖出报价数一路走高，到今年 8 月更是飙升到了 1041 笔。而同期票据的买入报价数则明显走低，最近几个月都没有超过 300 笔（图 6）。买卖之间巨大的不平衡，正映了商业银行票据腾挪空间的明显收窄。

而另一项监管措施来自于人民银行今年 8 月末要求保证金存款缴纳存款准备金的新规。根据这一规定，商业银行需要在今年 9 月到明年 2 月这半年时间内，分数次为保证金存款缴纳存款准备金。这意味着银行开票“不上税”成为了历史，自然会打击银行开出票据的积极性。

票据的膨胀有两点原因

其一是票据的保证金存款在上半年不需缴纳存款准备金

其二是银行可以通过农信社把贴现票据从表内移到表外

票据的膨胀给银行资金进入实体经济开了道后门

银监会从年中开始加强对农信社倒票行为的监管，收紧了商业银行票据腾挪的空间

保证金存款缴纳存款准备金的新规也打击了银行开票的积极性

从主观上来说，监管层应该是想通过今年年中和3季度的这两个新规来补上监管漏洞，防范风险。这当然无可厚非。但从客观来说，这些新规无异于在票据市场上进行了一次“信贷紧缩”。虽然3季度的社会融资总量数据还未公布，但我们相信其增长势头一定会相对今年上半年大为放缓。由于票据融资总量占到社会融资总量的17%，票据增长的减速无疑会对收紧实体经济的流动性。

实体经济紧张的流动性状况可以从3季度攀升的票据利率看出来。进入3季度以来，随着人民银行在公开市场持续净投放，银行间市场流动性逐渐宽松，7天回购利率逐步走低。不过，通常与7天回购利率高度同步的票据直贴转贴利率却一路走高，在9月末甚至创下了直贴利率13%的这一最近几年的新高（图7）。而与之相印证的，是最近频现报端的老板跑路、标会倒会、高利贷崩盘等资金面断裂的微观证据。

这正所谓，正门未开，后门又堵，资金焉能不紧。从最近高层对民间金融的密集调研可以看出，资金面的紧张状况已经引起了决策层的注意，针对性的政策应该正在酝酿。那么，什么样的政策才能化解目前的紧张状况呢？很简单，要么开正门，放信贷，要么再开后门，放票据。从风险控制的角度来说，前者无疑是更优的选择。这也是我们为什么认为信贷在今年4季度很有可能放松。这就将我们的话题引导了政策前景上

政策走向——短期内整体转向无望，但信贷放松可期

熟悉我们研究的投资者可能会知道，我们从今年6月以来就一直认为政策有可能在今年4季度通胀明显下行后转向（参见我们今年6月15日发布的中期策略报告《通胀年中见顶，年内政策转向可期》，以及9月6日发布的3季度宏观报告《通胀高点已至，4季度政策转向可期》）。随着3季度数据的发布，我们认为有必要对这一观点进行小幅修正——我们继续认为通胀未来会趋势性下降，但政策整体转向可能需要等到明年上半年。

不过，我们认为即使4季度抗通胀政策的整体基调不变，信贷放松也会是大概率事件。今年前9个月，新增人民币信贷总共5.69亿，发放节奏有些滞后（图8）。如果以过去几年信贷发放的月度分布规律来推算，按照目前的节奏，今年新增信贷连7万亿都到不了。前面我们已经分析了，今年3季度我们已经迎来了一次表外票据的“信贷收缩”，银行资金流向实体经济的一道后门已经被堵上。如果这种时候表内信贷仍然持续从紧（大门也不开），那么表内外流动性收缩的叠加将会令实体经济资金链断裂，人为给经济增长造成重大威胁。我们相信，这种结果并非监管层所乐见。

如果信贷能够从现在偏紧的状况逐步走向宽松，让今年的新增信贷达到7-7.5万亿，那就意味着4季度3个月的月均新增信贷可以到达4400-6000亿。这将令目前实体经济紧张的资金面得到缓解。基于这个逻辑，我们认为目前可能就已经是资金面最紧的时候了。

监管措施的加强无异于在票据市场进行了一次“信贷紧缩”

实体经济资金面因而明显收紧

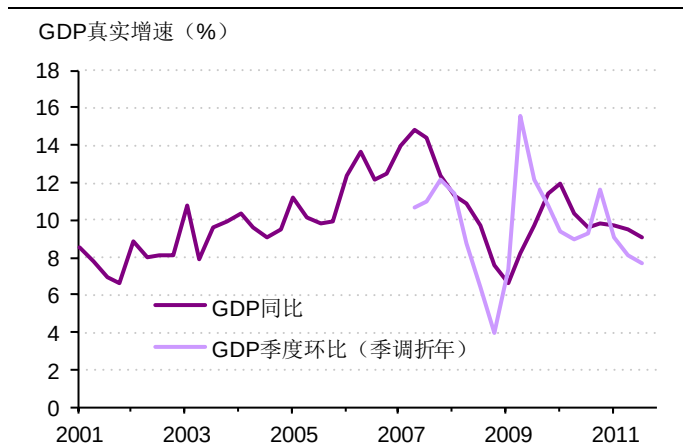
化解资金紧张状况，开正门放信贷无疑是更优的选择

我们将政策转向的时间点推至明年上半年

但认为4季度信贷放松的可能性很大

实体经济流动性的紧张状况将会好转

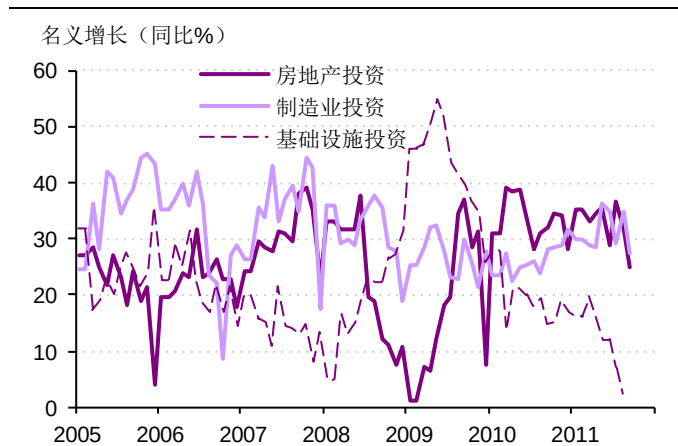
图 1. GDP 增速放缓



资料来源：CEIC，光大证券

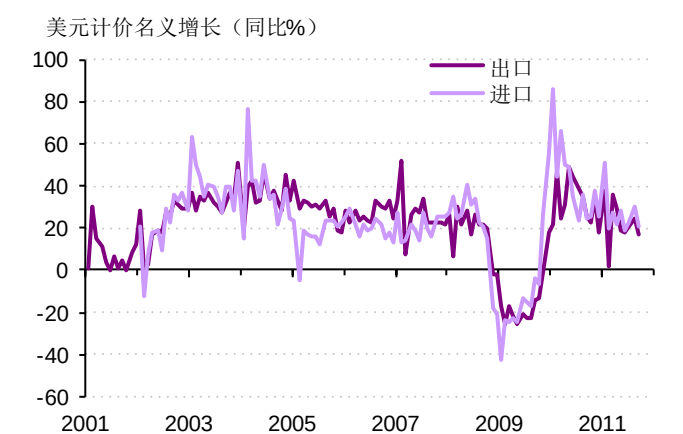
图 2. 投资结构分化

注：基础设施投资数据更新至 2011 年 8 月



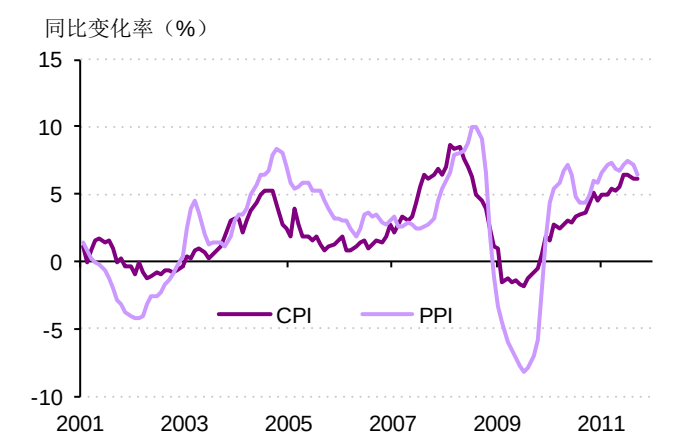
资料来源：CEIC，光大证券

图 3. 贸易增速下滑



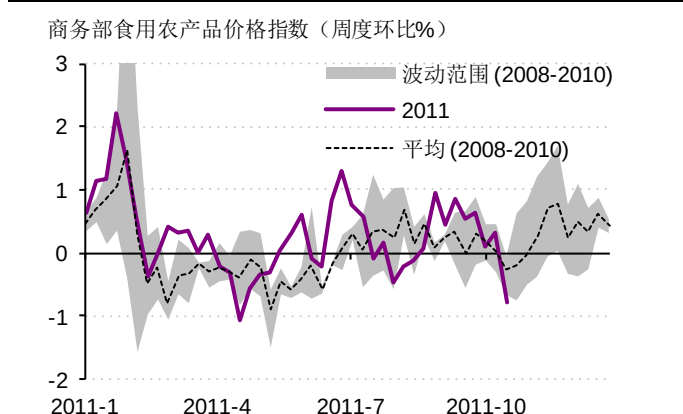
资料来源：CEIC，光大证券

图 4. 通胀小幅下行



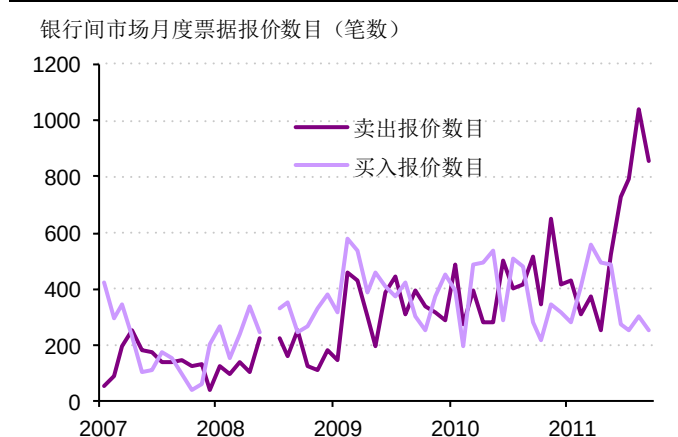
资料来源：CEIC，光大证券

图 5. 食品环比涨幅收窄



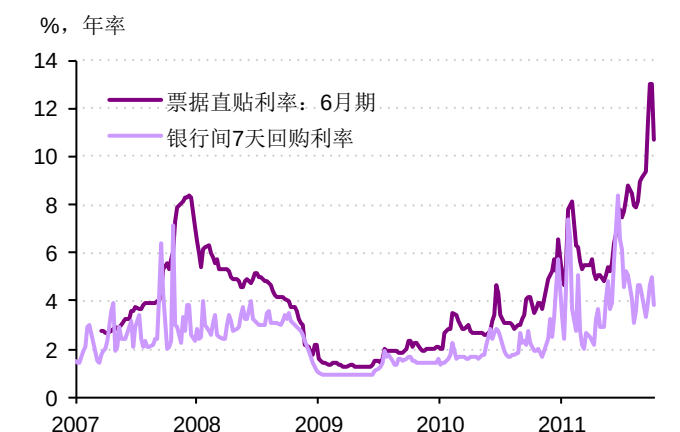
资料来源：CEIC，光大证券

图 6. 银行间市场票据卖出报价笔数 3 季度飙升



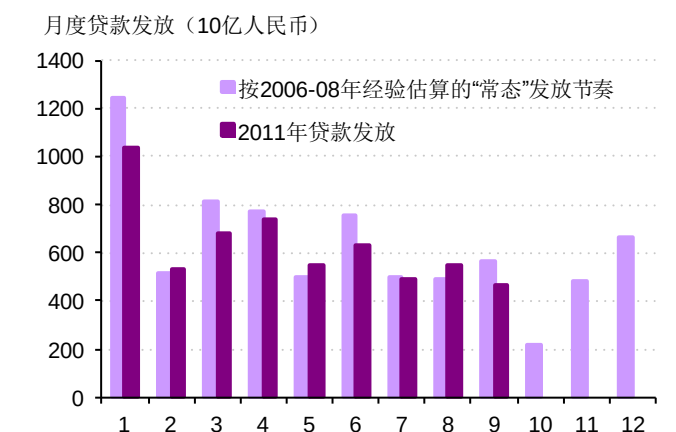
资料来源：CEIC，光大证券

图 7.3 季度票据与回购利率发生严重背离



资料来源：CEIC，Wind，光大证券

图 8. 今年信贷发放偏紧



资料来源：CEIC，光大证券

表格 1.9 月经济增长数据实际值和预测值

同比 (%)	2011-5	2011-6	2011-7	2011-8	2011-9	2011-9 光大预测	2011-9 WIND 机构预测均值
GDP	...	9.5	...	...	9.1	9.1	9.1
CPI	5.5	6.4	6.5	6.2	6.1	6.2	6.2
PPI	6.8	7.1	7.5	7.3	6.5	6.8	6.8
规模以上工业增加值	13.3	15.1	14.0	13.5	13.8	13.3	13.2
累计城镇固定资产投资	25.8	25.6	25.4	25.0	24.9	24.7	24.3
社会消费品零售额	16.9	17.7	17.2	17.0	17.7	16.5	17.0
新增人民币贷款（亿元）	5516	6339	4926	5485	4700	5500	5284
M2 余额	15.1	15.9	14.7	13.5	13.0	13.0	13.8
出口值	19.4	17.9	20.4	24.5	17.1	22.0	20.6
进口值	28.4	19.3	23.7	30.2	20.9	22.0	23.3
贸易顺差（亿美元）	131	223	315	178	145	206	167

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

徐高，北京大学中国经济研究中心经济学博士，西南交通大学工学硕士、学士。2011年5月加入光大证券，任首席宏观分析师。之前，曾任瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家及研究助理等职。

钟正生，中国人民大学经济学博士，湘潭大学经济学硕士，曾任职中国人民银行，从事宏观经济和货币政策研究，2011年4月加盟光大证券研究所宏观团队，任宏观分析师。

李燕飞，北京大学经济系06届学士、08届硕士。2008年7月加入光大证券研究所，从事国内与国外宏观经济研究，09年11月起专注国内宏观研究，所在团队获得2009、2010年新财富最佳分析师宏观第五名。

行业及公司评级体系

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。

市场基准指数为沪深300指数。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com

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。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：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；证券资产管理；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。

本证券研究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。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐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，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。