

中国打喷嚏，美国也感冒？

—— 美国经济走势跟踪

宏观深度

- ◆ 2018年底美股和美国宏观经济指标快速调整，既有内部原因，也有外部影响。后者往往容易被投资者忽视，以至于对美国宏观经济现状产生偏见。传统的说法是“美国打喷嚏，全球就感冒”，但随着其他经济体的重要性上升，这个情形似乎发生了变化。
- ◆ 中国对美国的影响在上升。2017年底中国信贷脉冲领先于欧美PMI见顶，中国总需求也率先回落。与此同时特朗普挑起中美贸易争端，反而害了美国自己。中美贸易冲突升级后，美国对中国出口大幅下跌，拖累美国总出口。从全球视角看，中国的经济地位今非昔比，中美两国在全球产业链中的重要性较20年前大幅上升，这也使得两国贸易摩擦引发市场对全球经济前景的担忧。
- ◆ 欧洲经济走弱连累美国。欧盟是美国第二大商品出口、第一大服务出口市场，欧洲也是美国跨国企业对外投资的最主要目的地。数据表明，美国公司在海外的产出大都销往本地，标普500成分公司有40%的盈利来自包括欧洲在内的海外市场。2018年美国企业海外利润增长先于国内利润下滑，表明外部经济走弱对美国企业影响显著。
- ◆ 从产业角度看，油价下跌、全球汽车产业不景气亦有拖累。页岩油技术的发展令美国石油出口大增，美国也将在不远的未来成为原油净出口国。去年底油价大幅下跌不仅抑制采掘业投资，还导致信用利差走阔，增加金融风险。与此同时，中国汽车补贴政策调整，欧洲执行排放新规打击全球汽车产业链，也影响美国的汽车业。
- ◆ 全球经济走弱降低美国通胀压力。过去三十年，美国进口占GDP比例从10%上升到18%，美国CPI通胀与进口商品价格的相关性从次贷危机前的0.6上升至危机后的0.9。这意味着，全球经济下行降低美国输入性通胀压力，如果美元升值，还会进一步压制美国通胀。而通胀低迷也是正当前美联储的一块“心病”。
- ◆ 从历史经验看，外围经济确实会影响美国货币政策走势，但当前转向宽松的必要性还不大。制造业PMI和金融条件指数是两个可观测的指标，目前表现尚可。另外贸易保护仍是全球最大风险点。以上分析表明，美国自己也很难在贸易争端中独善其身。对欧元区和基本面脆弱的新兴市场而言，贸易环境变坏带来的挑战也不容忽视。

分析师

张文朗 (执业证书编号: S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebsec.com

联系人

刘政宁
021-52523806
liuzn@ebsec.com

外围影响不容忽视

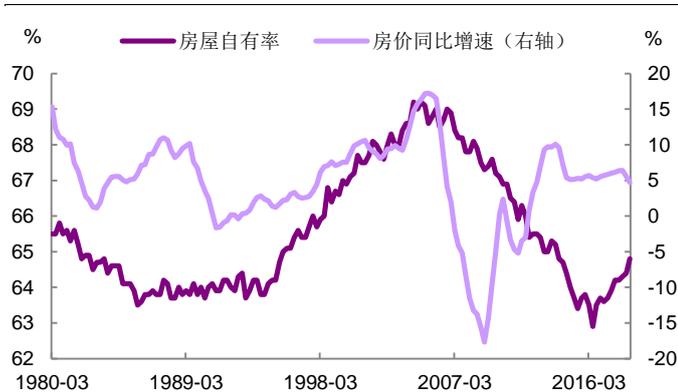
2018 年四季度美股大幅调整，部分美国宏观经济指标走弱，一度引发市场对美国经济陷入衰退的担忧。然而 2019 年一季度美股强势反弹并创新高，GDP 增速亦大超预期，市场的担忧减弱。美国经济为何于 2018 年末放缓，又将如何看待美国未来经济走势？

美联储“紧货币”波及对利率敏感的房地产市场。2018 年美联储先后加息四次，导致房贷利率上升，房屋销售和开工走弱。但我们也注意到，次贷危机后美国金融监管加强，房地产市场的系统性风险大幅减弱，近几年随着房屋自有率提升，家庭部门房产净值仍在扩张，没有出现房地产疲弱导致家庭部门资产缩水的情况（图 1-2）。

“紧货币”对消费者的影响或有限。美国是一个消费主导的经济体，如果导致经济走弱的因素来自家庭部门，一般会先体现在消费者信心上。而在美股大幅调整前，消费者的现状和预期指标都比较稳定（图 3）。另外私人非金融部门的杠杆率低于历史均值，表明本轮复苏过程中私人部门没有像次贷危机前那样过度举债（图 4）。

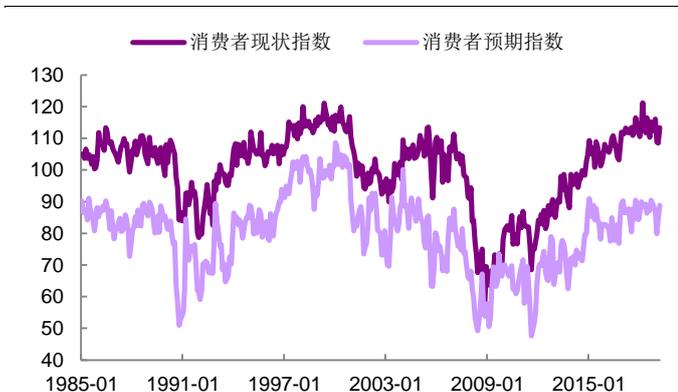
这说明，本轮美国经济调整除内部因素之外，还有外部影响。传统的说法是“美国打喷嚏，全球就感冒”，但随着其他经济体的重要性上升，这个情形似乎发生了变化。

图 1：房价增速放缓，但房屋自有率离高点尚远



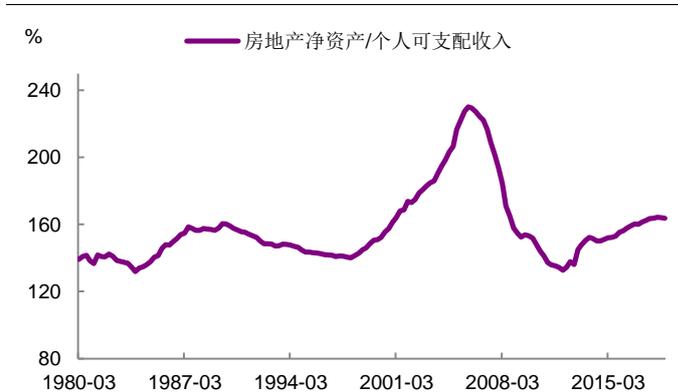
资料来源：Wind，时间截止 2019 年 3 月

图 3：美国消费者现状和预期保持稳定



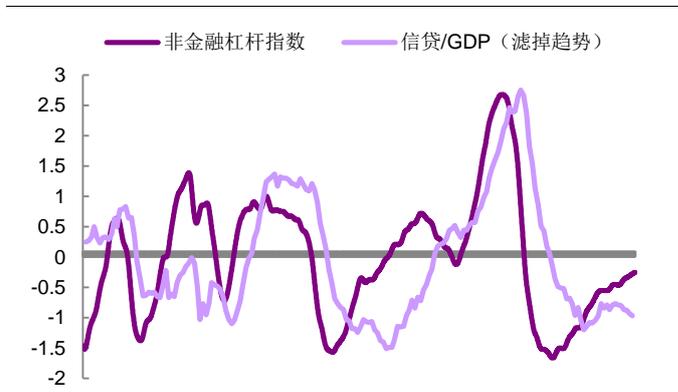
资料来源：Wind，时间截止 2019 年 3 月

图 2：家庭部门房产净资产也在增加



资料来源：Fed，时间截止 2019 年一季度

图 4：美国非金融杠杆指标低于历史均值

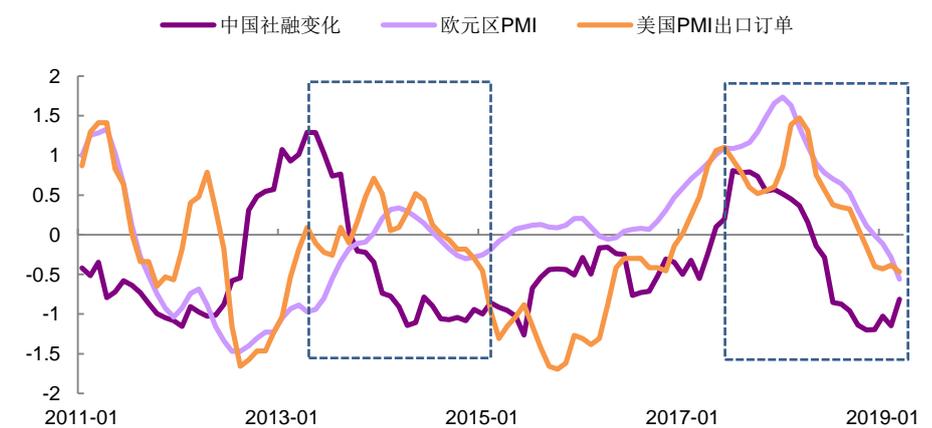


资料来源：Fed，0 代表历史均值，时间截止 2019 年一季度

中国的影响上升

从时间维度看，2017 年底中国社融变化领先欧美 PMI 见顶，中国总需求也率先回落。中国社融增量的变化率也可称为信贷脉冲，其于 2017 年 10 月开始下滑，随后欧元区制造业 PMI、美国制造业出口订单也开始回落（图 5）。进一步看，中国总需求增速在 2017 年上半年冲高后回落，2018 年晚些时候低于供给增速，表明那段时期中国经济处于供过于求的状态。而同一时期美国总需求增速持续高于 GDP，表明需求其实并不算弱（图 6-7）。

图 5：中国“紧信用”领先于欧美制造业 PMI 下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所计算。指标均做标准化处理，“0”代表历史均值。时间截止 2019 年一季度

图 6：中国实际 GDP 与总需求增速



资料来源：Wind，光大证券研究所计算，时间截止 2019 年一季度

图 7：美国实际 GDP 与总需求增速



资料来源：Wind，光大证券研究所计算，时间截止 2019 年一季度

与此同时，特朗普挑起中美贸易争端，反而害了美国自己。中美贸易冲突升级后，美国对中国出口大幅下滑。2018 年 6 月后美国对中国出口增速大幅下滑至 -20%，甚至比 2008 年次贷危机时更低（图 8）。分产品看，8 月后美国对中国的大豆出口数量几乎清零，当然这里有季节性因素，每年二、三季度进口数量较少，四季度会反弹，但 2018 年四季度没有反弹，说明已经超出了季节性因素（图 9）。在正常情况下，大约有 60% 的美国大豆出口

到中国，飞机、汽车等产品的进口占比也不低（图 10）。我们对美国出口增速进行拆分，发现对中国的出口确实拖累了 2018 年美国总出口（图 11）。

图 8：美国对华出口大幅下跌，与基本面不符



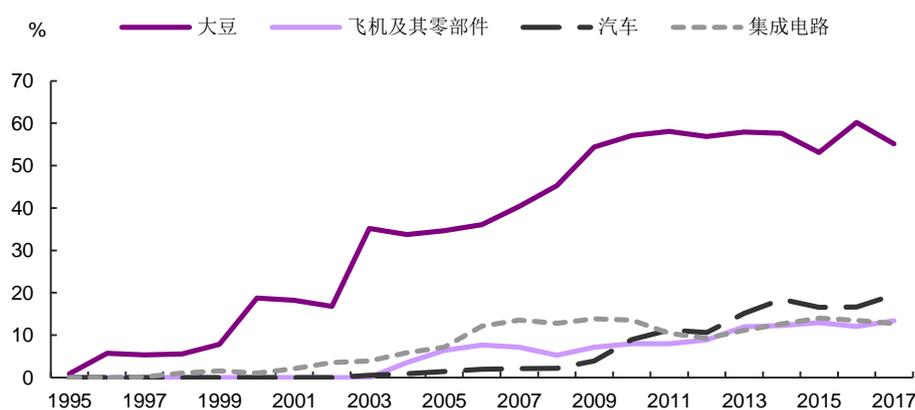
资料来源：Wind，出口增速为 3 月移动平均，且经价格调整，时间截止 2019 年一季度

图 9：中国从美国进口的大豆数量几乎清零



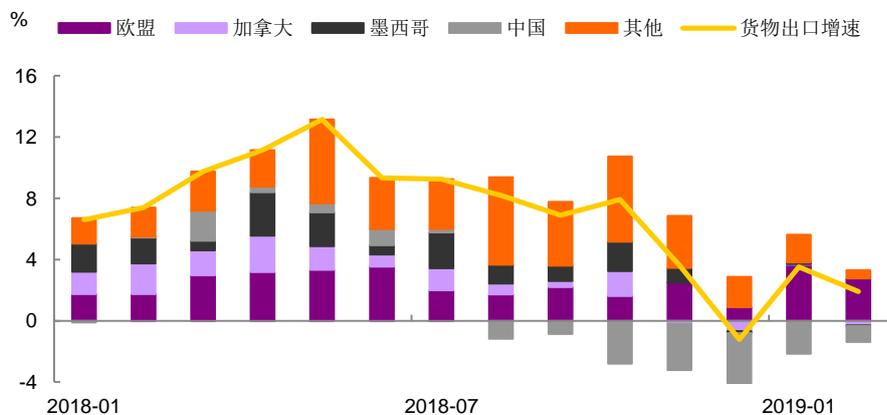
资料来源：海关总署，时间截止 2019 年一季度

图 10：正常情况下，美国近 60% 的大豆出口到中国



资料来源：Fed，时间截止 2017 年

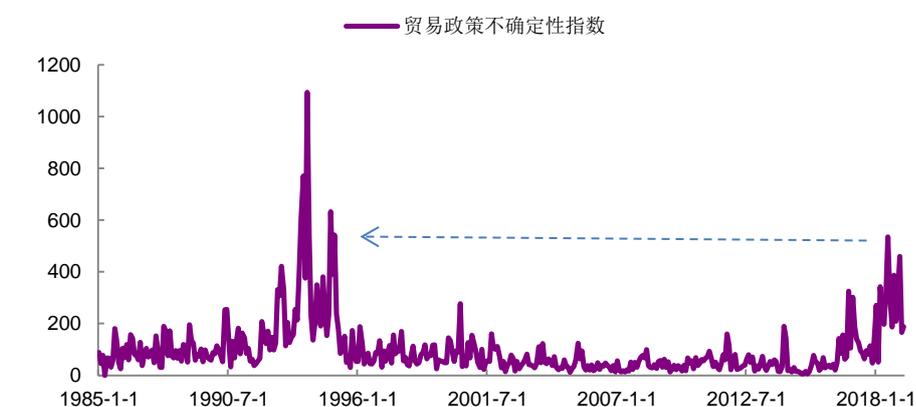
图 11：2018 年下半年，对中国出口成为美国出口增速的主要拖累



资料来源：Wind，光大证券研究所计算，时间截止 2019 年 2 月

中美贸易纷争也引发市场对全球经济前景的担忧，冲击资本市场。2018年美国贸易政策不确定性大幅提升，反映该不确定性的指数攀升至1995年美国加入《北美自由贸易协定》以来的最高水平（图12），尤其是在2018年三季度中美贸易冲突升级后，美国投资者信心下滑，说明贸易政策不确定性的上升对企业投资带来负面影响。

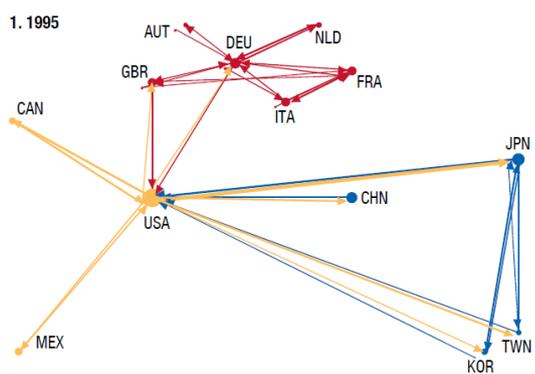
图12：2018年美国贸易政策不确定性显著提升



资料来源：Measuring Economic Policy Uncertainty, Baker. et al. (2016)，时间截止2019年2月

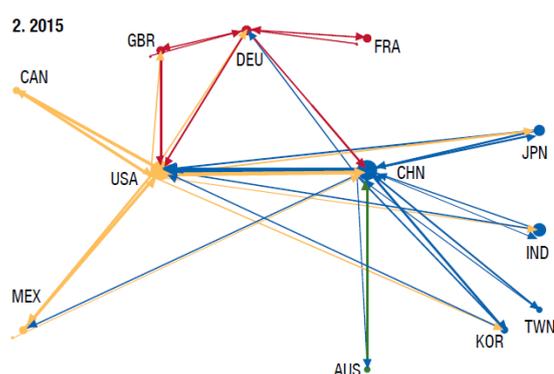
IMF的研究显示，1995年全球体量最大的双边贸易发生在美国与日本、欧洲之间。到了2015年，这一位置已被中美贸易取代，中国和美国已成为全球产业链的绝对核心¹（图13-14）。中美两国贸易关系如果恶化，必将对全球价值链和主要贸易国带来较大冲击，正所谓“大象打架，小草遭殃”，资本市场的担忧不无道理。

图13：1995年全球双边贸易流示意图



资料来源：《2019年全球经济展望》，IMF

图14：2015年全球双边贸易流示意图



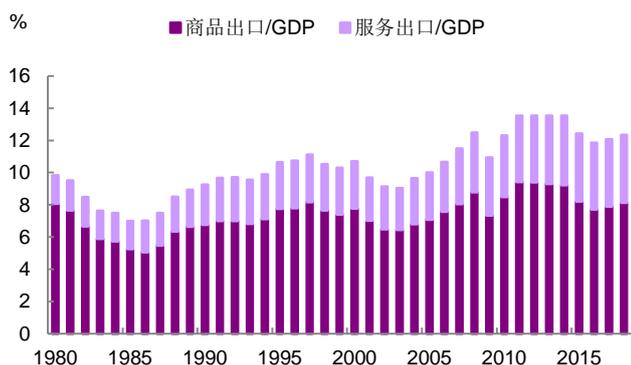
资料来源：《2019年全球经济展望》，IMF

¹不同颜色代表不同区域，红色代表欧洲，黄色代表北美，蓝色代表亚洲。

欧洲走弱波及美国

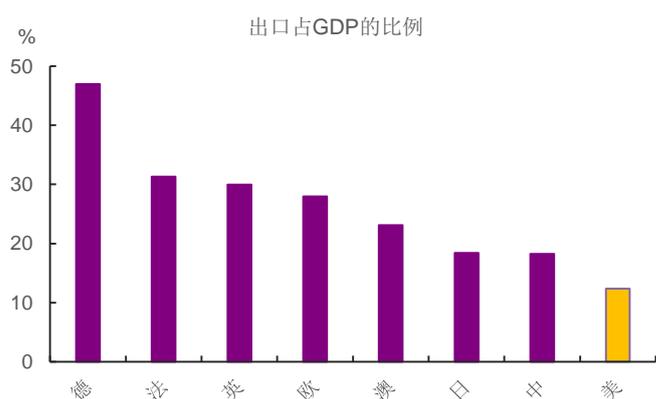
欧洲国家是美国最主要的出口市场。过去三十年美国出口占 GDP 比例从 10% 小幅上升至 12%，但仍属于偏“封闭”的国家（图 15-16）。从出口目的地来看，商品方面，2009-18 年加拿大（占比 19%）、欧盟（18%）、墨西哥（14%）占比最高，中国排名第四，占比在 7.5% 左右（图 17）。服务出口方面，欧盟占比最高，约为 31%，加拿大和中国分居第二、三位，占比分别为 8%、6%（图 18）。

图 15：美国出口占 GDP 比例小幅上升



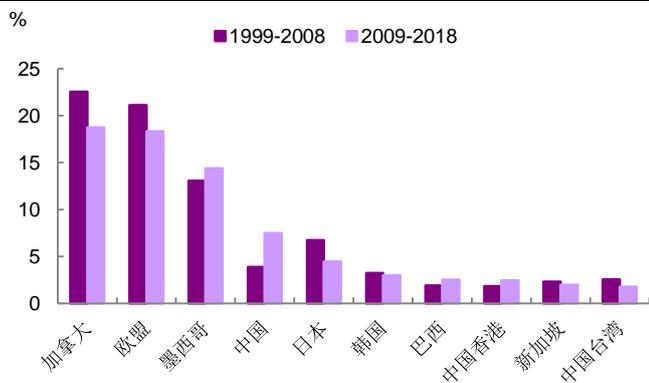
资料来源：Wind，时间截止 2018 年

图 16：但美国仍属于相对“封闭”的国家



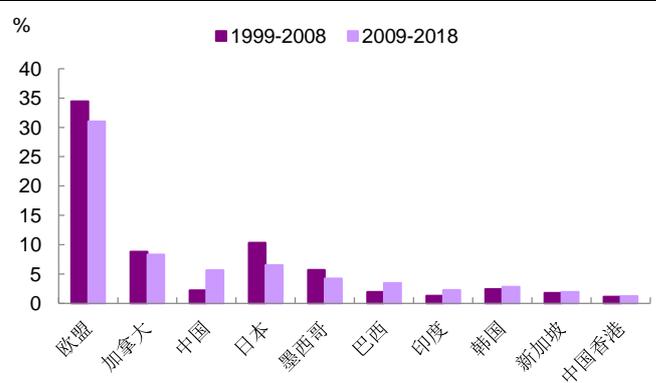
资料来源：世界银行，时间为 2017-2018 年

图 17：欧盟是美国第二大商品出口目的地



资料来源：BEA，图为对各经济体的商品出口占总商品出口比例

图 18：欧盟是美国第一大服务出口目的地

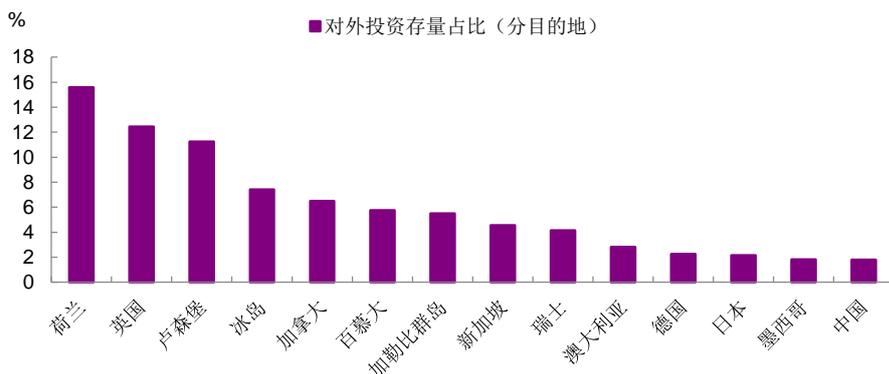


资料来源：BEA，图为对各经济体的服务出口占总服务出口比例

欧洲也是美国最主要的对外投资目的地。美国是全球最大的对外投资国，截至 2016 年美国对外投资存量资产接近 7 万亿美元，占全球对外总投资存量比例接近 30%。

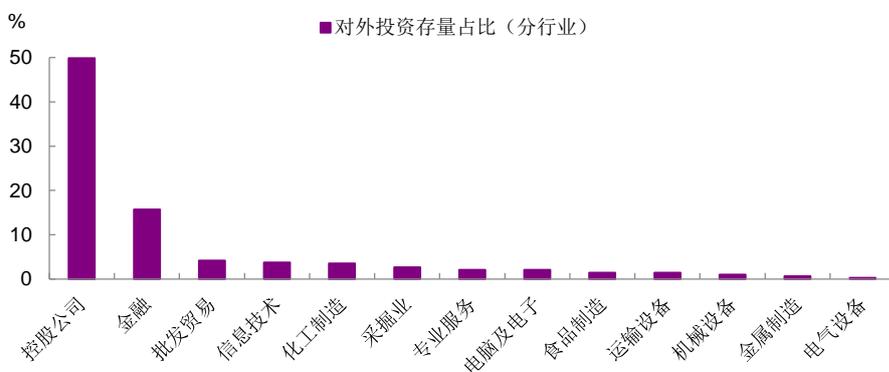
从投资目的地来看，荷兰（15.6%）、英国（12.4%）、卢森堡（11.3%）、冰岛（7.4%）排名靠前，而这其中不乏能为跨国公司提供较低税率的“避税天堂”（图 19）。分行业看，近一半的投资来自控股公司，金融（15.7%）、贸易（4.2%）、信息技术（3.8%）分列其后（图 20）。

图 19：欧洲是美国对外投资的主要目的地，其中多国为“避税天堂”



资料来源：BEA，数据时间为 2016 年

图 20：近一半对外投资来自于控股公司，行业中金融占比最高



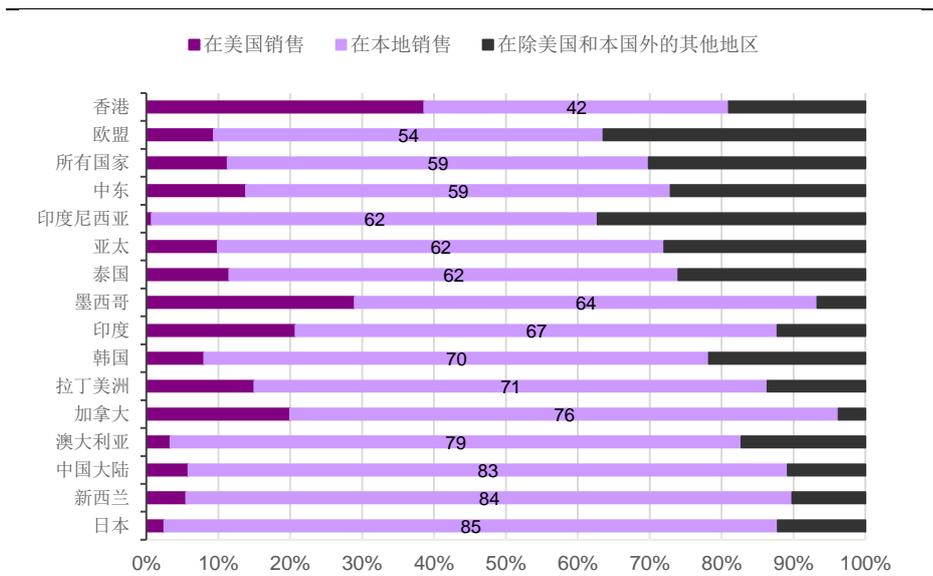
资料来源：BEA，数据时间为 2016 年

由于美国公司在海外的产出大部分销往本地，海外市场已成为美国公司利润的重要来源。2016 年美国公司在中国的分支机构 83% 的销售额来自中国市场，在欧盟国家的分支机构也有 54% 的销售来自本地市场（图 21）。

标普 500 指数成分公司 40% 的盈利来自海外。2017 年海外销售占比较高的有信息科技、能源、原材料等行业（图 22）。其中，科技行业最大的几家“巨头”都有大量海外业务，英特尔（Intel）、IBM、苹果、Alphabet（谷歌母公司）、微软的海外营收占比都在 50% 以上（图 23）。

2018 年美国企业海外利润先于国内利润下滑，表明包括欧洲在内的全球经济疲软对美国企业影响显著。海外利润同比增速在 2018 年二季度达到 15%，但三季度开始恶化，到四季度已下降至 0.5%。相比之下国内利润增速在前三个季度上升，到四季度才有所回落（图 24）。

图 21：2016 年美国跨国公司外国分支的销售目的地



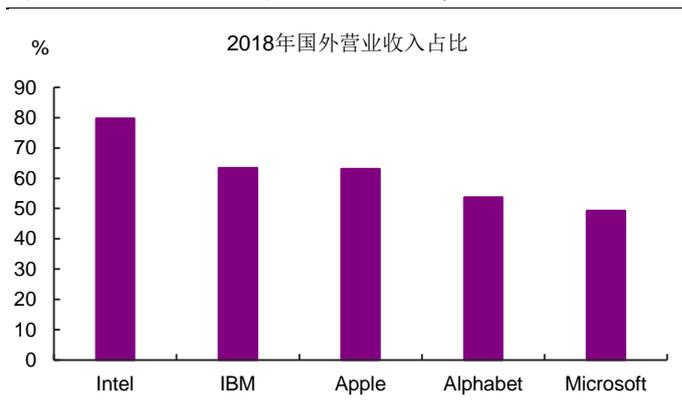
资料来源：BEA

图 5：信息技术、能源行业对海外销售依赖度更高



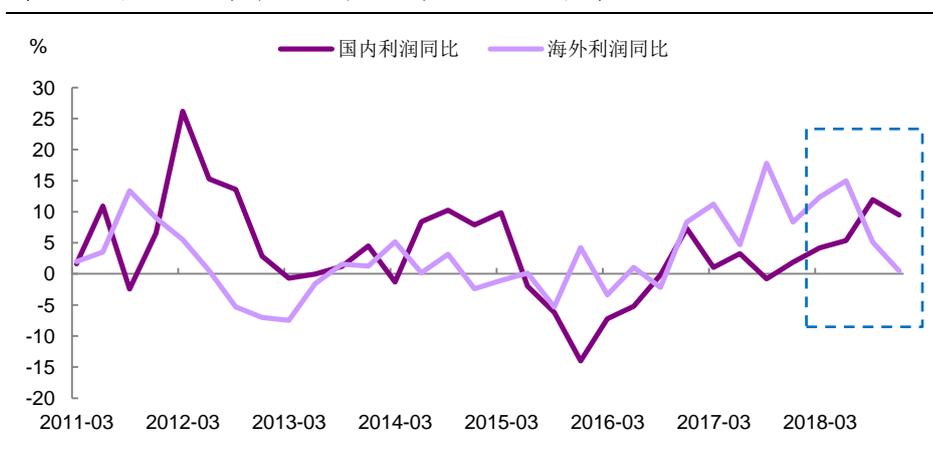
资料来源：标普，时间为 2017 年

图 6：海外营收占比最高的前五大科技公司



资料来源：Bloomberg

图 24：美国企业海外利润增速先于国内利润下滑

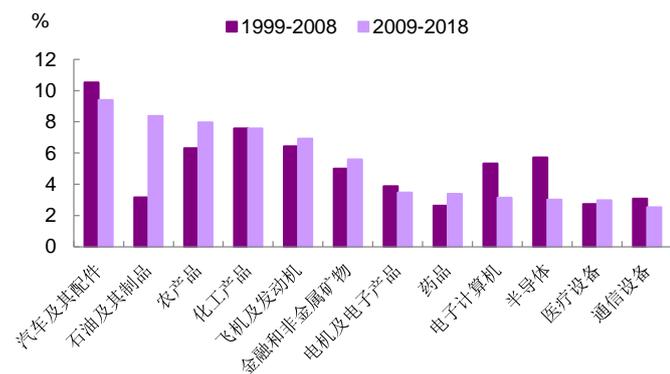


资料来源：BEA，时间截止 2018 年四季度

产业维度：油价和汽车亦有拖累

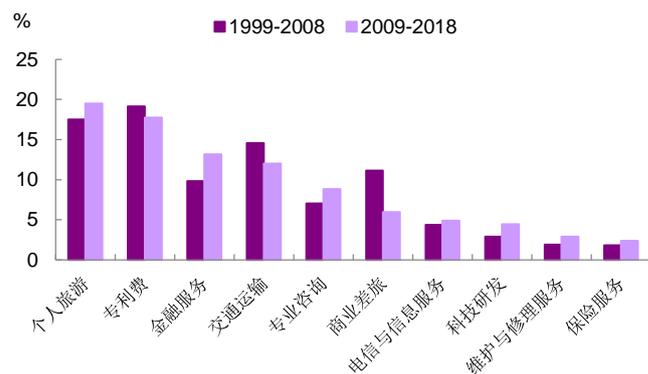
从行业角度看，美国的出口产品主要集中在几个方面。2009-18 年汽车及部件（9%）、原油及制品（8%）、农产品（8%）、化工品（8%）、飞机及发动机（7%）、金属和非金属矿物（6%）是最主要出口商品（图 25），其中，原油出口在页岩油技术投入运用后爆发式增长。服务出口方面，个人旅游（19%）、专利费（18%）、金融（13%）占比较高，其中金融服务重要性上升比较多（图 26）。

图 25：主要商品类出口占总商品出口比例



资料来源：BEA

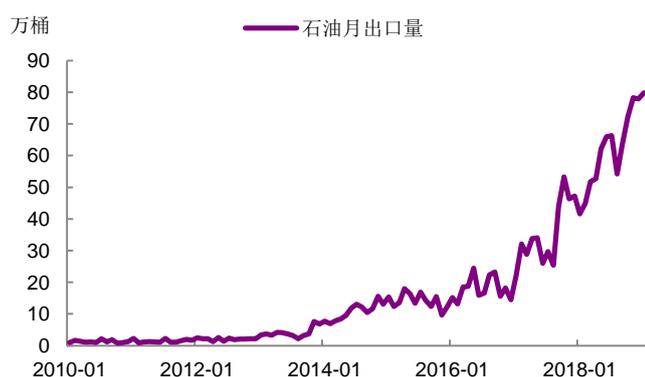
图 26：主要服务类出口占总服务出口比例



资料来源：BEA

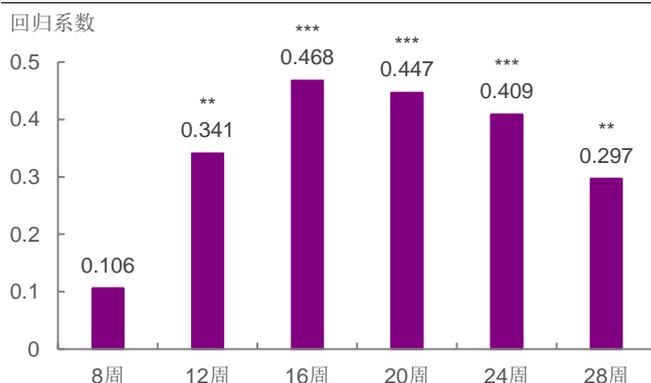
这意味着，**油价大幅下跌对美国页岩油行业不利**。2018 年四季度 WTI 油价一度从每桶 75 美元下跌至 45 美元，此后美国石油钻井平台数下滑。我们的研究显示，油价对滞后 16-24 周的原油钻井平台数影响显著，进而影响采掘业投资。油价每下跌 10% 大约降低滞后一个季度的采掘业投资 3%，降低滞后两个季度的投资 5%（图 27-28）。

图 27：页岩油技术增强美国原油生产和出口竞争力



资料来源：Wind，时间截止 2019 年一季度

图 28：油价对滞后 16-24 周钻井平台数影响显著



资料来源：Wind，光大证券研究所计算。样本时间为 2004 年至今。

全球汽车产业链不景气也对美国不利。中国方面，2018 年汽车购置税补贴退坡、经济增速下行导致汽车销量增长放缓；欧洲方面，新的尾气新排

放标准 (WLTP) 令车企销售锐减², 德国汽车销量增速遭遇了欧债危机以来的最大下滑 (图 29-30)。

图 29: 补贴政策退坡、经济下滑令中国汽车销量下降



资料来源: Wind, 时间截止 2019 年一季度

图 30: 尾气排放新标准对德国汽车销售影响大



资料来源: Wind, 时间截止 2019 年一季度

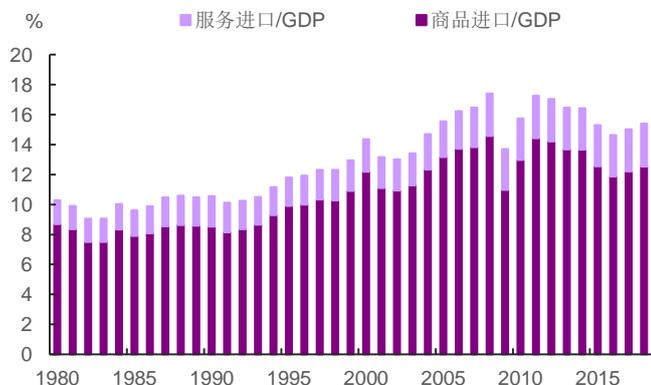
全球经济疲弱抑制通胀

全球经济下行, 美国输入性通胀压力减弱。过去三十年, 美国进口占 GDP 比例从 10% 上升到 18% (图 31-32)。分国家看, 中国、欧盟、加拿大、墨西哥是主要进口来源地, 其中, 从中国进口商品比例从次贷危机前的 12% 大幅提升至 20% (图 33)。

计算表明, 美国 CPI 通胀与进口商品价格的相关性从次贷危机前的 0.6 上升至危机后的 0.9 (图 34-35)。分国家看, 美国与中国的 PPI、与欧洲的 CPI 相关性最强, 相关性系数分别高达 0.89、0.79; 如果只看核心 CPI, 相关性则明显下降, 与美国最相关的欧元区相关系数也只有 0.29 (表 1-3)。这表明能源和食品价格是通胀传导的一个主要渠道。

如果全球通胀增长低迷, 再加上美元走强, 还容易带来通缩风险。比如 2015-16 年 Brent 油价从每桶超过 100 美元跌至 30 美元, 与此同时美元走强, 使得美国 CPI 通胀几乎陷入零增长。

图 31: 2008 年后美国进口占 GDP 比例下滑



资料来源: Wind

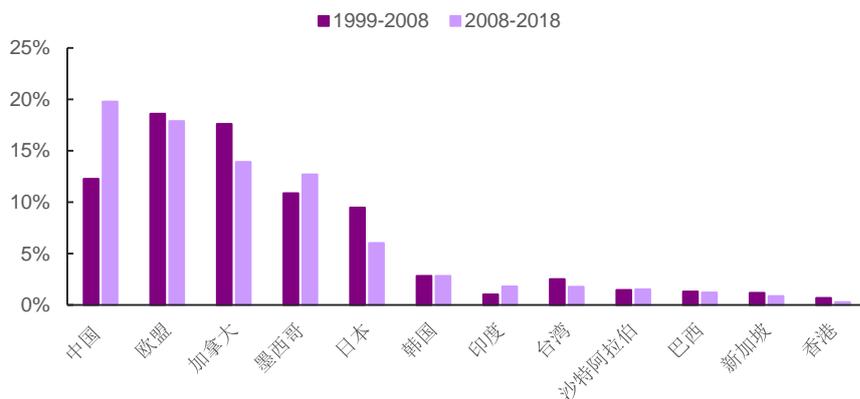
图 32: 进口比例低于其他主要经济体



资料来源: Wind, 时间为 2017-2018 年

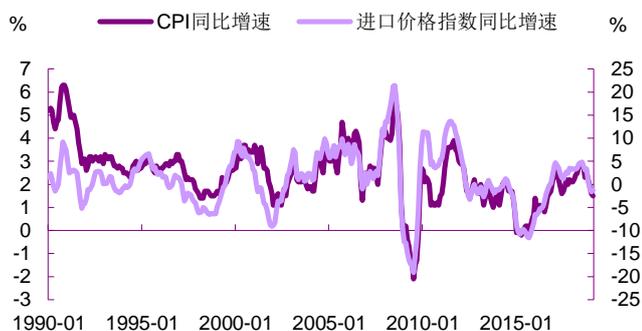
² 德国于 9 月开始执行新的排放标准 Worldwide harmonized Light vehicle Test Procedure (WLTP)。

图 33：美国主要进口来源国占比，2008 年后中国上升较快



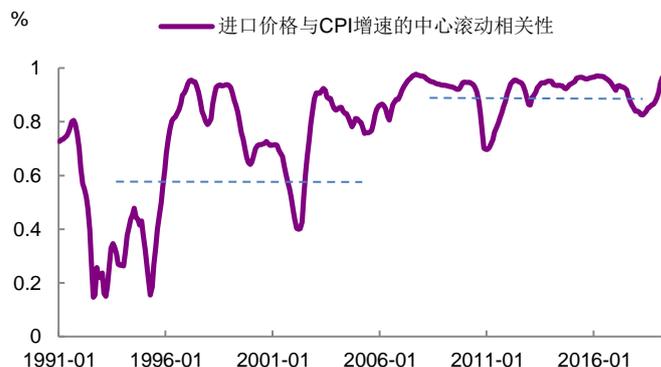
资料来源：BEA

图 34：美国进口价格与 CPI 走势同步...



资料来源：Wind，时间截止 2019 年一季度

图 35：...且两者的相关性呈趋势性上升



资料来源：Wind，光大证券研究所计算，滚动相关性的计算时间窗口为 36 个月。时间截止 2019 年一季度

表 1：美国与其他国家 PPI 的相关性

	美国	欧元区	日本	中国
美国	1.00			
欧元区	0.70	1.00		
日本	0.71	0.63	1.00	
中国	0.89	0.82	0.66	1.00

资料来源：Wind，光大证券研究所计算。样本时间为 2000 年至今

表 2：美国与其他国家 CPI 的相关性

	美国	欧元区	日本	中国
美国	1.00			
欧元区	0.79	1.00		
日本	0.10	-0.11	1.00	
中国	0.46	0.46	0.27	1.00

资料来源：Wind，光大证券研究所计算。样本时间为 2000 年至今

表 3：美国与其他国家核心 CPI 的相关性

	美国	欧元区	日本	中国
美国	1.00			
欧元区	0.29	1.00		
日本	0.12	-0.22	1.00	
中国	0.10	0.29	-0.29	1.00

资料来源：Wind，光大证券研究所计算。样本时间为 2000 年至今

美联储如何应对？

历史上美国经济也曾多次经历外部冲击，比较典型的有 1994-95 年墨西哥比索危机、1997-98 年亚洲金融危机、2011-12 年欧债危机、以及 2015-16 年油价大跌。

通常情况下，美联储会选择观望，但如果美联储认定外部冲击对美国经济的伤害足够大，也会转向货币宽松。比如美联储在 1995 年 7 月、1998 年 9 月降息应对墨西哥和亚洲金融危机，在 2011 年开启 QE2 应对欧债危机，在 2016 年油价大跌、通缩预期强烈时延迟加息时点（图 36）。

图 36：美国联邦基金利率走势

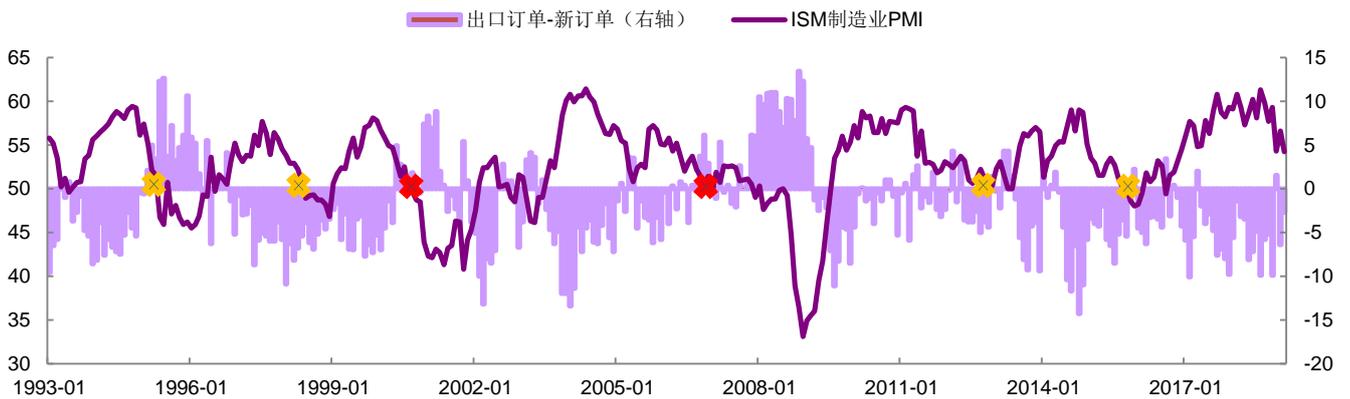


资料来源：Wind，时间截止 2019 年 4 月

有两个前瞻指标可以帮助判断外部冲击的程度，一个是制造业 PMI，另一个是金融条件的变化。从历史经验来看，每当外部冲击令制造业 PMI 快速下滑且跌破 50，美联储都转向了宽松，在此过程中如果金融条件显著收紧，还会增加联储宽松的力度（图 37-38）。

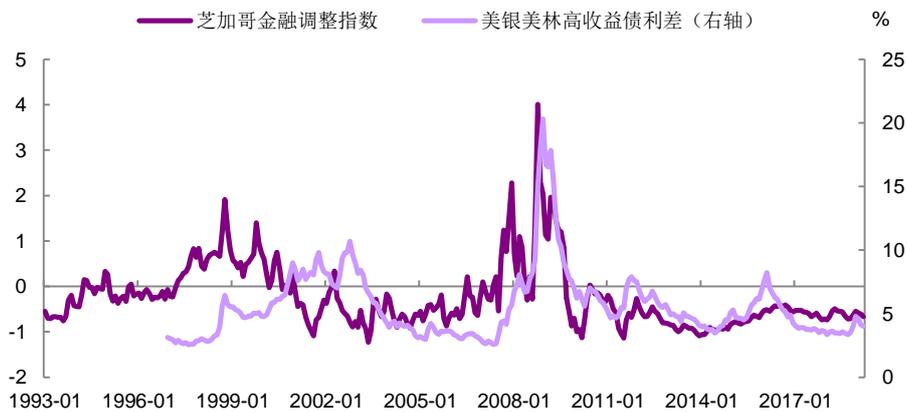
比如 1998 年 8 月，美国长期资本投资公司（LTCM）在俄罗斯金融危机中损失惨重，引发华尔街恐慌。最终美联储降息 3 次才平复这次冲击。当前美国制造 PMI 离枯荣线仍有段距离，金融条件也没有大幅收紧的迹象，短期内暂无降息的必要性。

图 37: ISM 制造业 PMI 走势



资料来源: Wind。注: 图中红色代表 PMI 下滑后最终经济走向衰退, 黄色代表 PMI 下滑后经济只是走弱, 无衰退。时间截止 2019 年 4 月。

图 38: 金融条件指数与高收益债利差



资料来源: Wind, 时间截止 2019 年 4 月

关注贸易保护风险

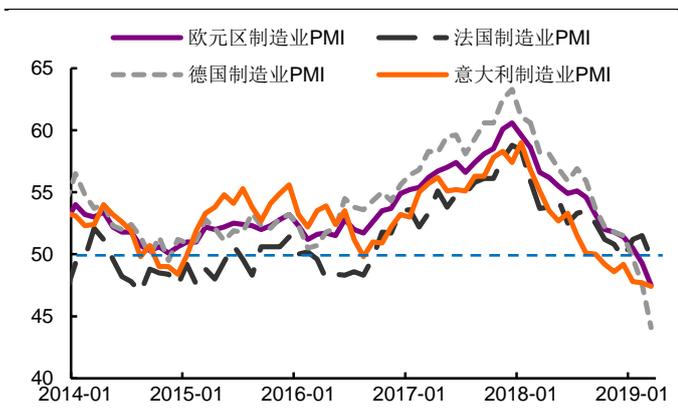
展望未来, 贸易保护仍是全球经济最大风险点。2019 年以来, 反应全球贸易景气度的 BDI 指数低位徘徊, WTO 贸易展望指标也表明全球贸易环境仍然比较脆弱。

双边贸易方面, 中美谈判仍在进行之中, 中国恢复了对美大豆进口, 并取消了额外加征的汽车关税。另一方面, 特朗普政府于 4 月 8 日宣称将对欧盟进口的 110 亿美元产品征收额外关税, 以惩罚后者对飞机出口的不合理补贴, 而欧盟方面也表态将予以反击。**美欧贸易冲突的风险正在上升。**

贸易保护也威胁欧元区经济。2018 年欧元区经济下滑超出市场预期, 近期部分数据回暖, 但制造业 PMI、CPI 通胀等指标仍然疲弱(图 39-42)。分区域看, 核心国家(如德国、法国)面临的阶段性调整仍未结束, 英国脱欧也没有确定的时间表, 但一些边缘国家(如西班牙、希腊)基本面在不断改善, 为欧洲经济增长提供了动力。

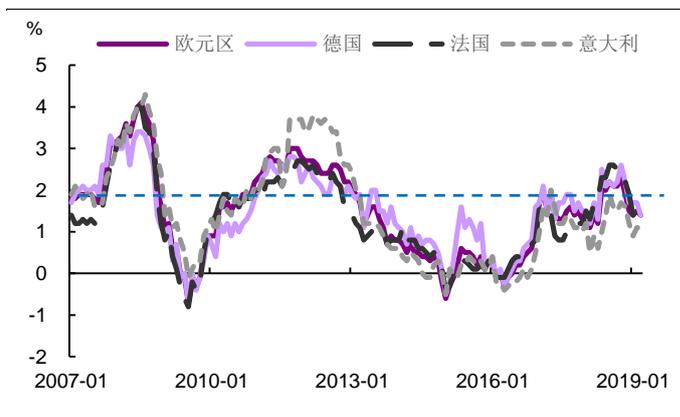
短期内欧元区经济仍在探底，货币政策转向宽松。宏观政策方面，欧央行将延续宽松货币政策，或在6月议息会议后公布TLTRO III操作细节，加息的时间点也将推迟到明年。部分国家的财政政策正在变得更加积极，比如意大利政府上调财政赤字目标，以对抗经济下行压力。资本市场方面，年初以来欧洲股市震荡上行，德国国债收益率一度转负，表明市场对欧洲经济前景仍缺乏信心。

图 39: 欧元区 PMI 仍在探底



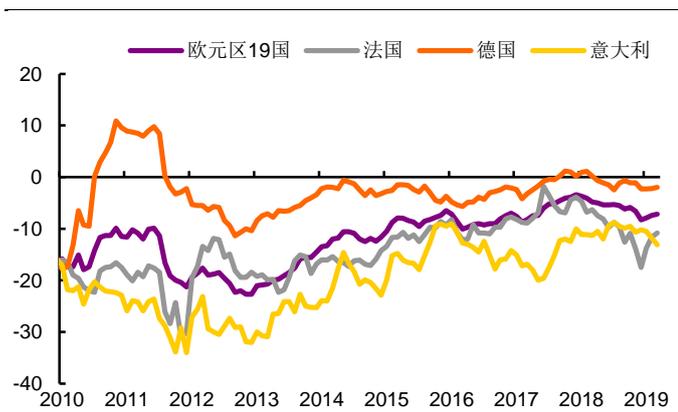
资料来源: Wind, 时间截止 2019 年 4 月

图 40: 通胀也有待改善



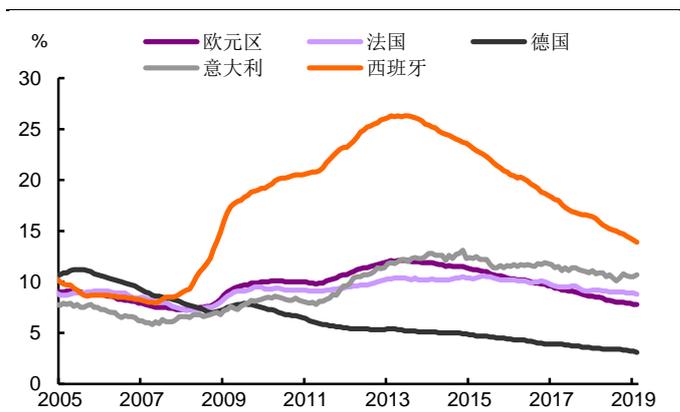
资料来源: Wind, 时间截止 2019 年 4 月

图 41: 但消费者信心有企稳迹象



资料来源: Wind, 时间截止 2019 年 4 月

图 7: 失业率也在持续改善

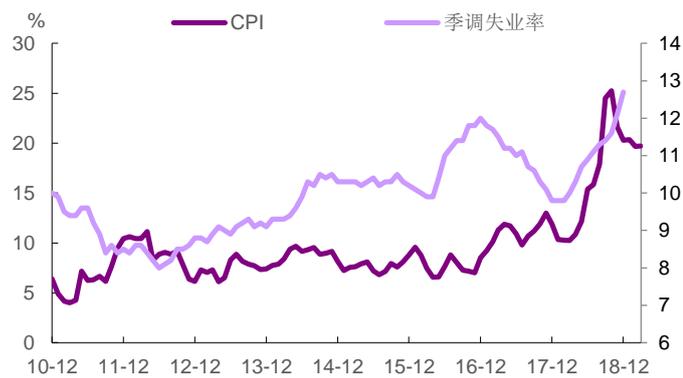


资料来源: Wind, 时间截止 2019 年 4 月

贸易保护蔓延也令新兴市场面临挑战。美联储放缓加息步伐，今年新兴市场的情况较去年有所好转，制造业 PMI 也止跌回升。但一些新兴市场国家仍然出现了较大波动，尤其是 3 月下旬土耳其货币危机的发酵，使得巴西、阿根廷、墨西哥等国货币汇率跟随贬值，投资者对新兴市场二次探底的担忧有所增加（图 43-44）。政策方面，部分国家已开始着手应对，4 月印度央行已开启年内第二次降息。

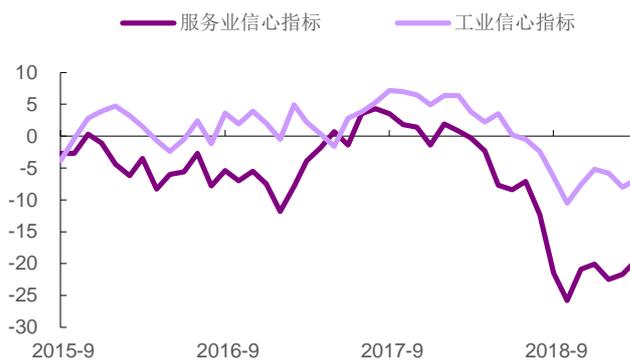
新兴市场对全球贸易的依赖度较大，受主要经济体的政策和增长外溢影响也更大。**历史上全球经济下行、美元走强时，那些基本面脆弱的新兴市场经济体也更容易发生危机，这一方面的风险仍值得警惕。**

图 43：土耳其：失业率上升，通胀大幅走高



资料来源：CEIC，失业率截至 2018 年 12 月，CPI 截至 2019 年 2 月

图 44：土耳其：工业、服务业信心大幅下滑



资料来源：CEIC，截至 2019 年 3 月

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曾与、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