

# 历数 40 年油价暴跌，影响几何？

## ——油价影响系列报告之二

宏观动态

### 要点

- ◆ OPEC+减产谈判失败后，3月9日WTI油价盘中一度跌超30%，全球股市大跌、美债收益率跌至历史低位，金价转跌。3月10日油价虽有所反弹，但沙特与俄罗斯继续较劲，11日开盘后油价续跌。如果油价持续低迷，对经济是何影响？宏观政策如何应对？其他资产价格又将如何表现？
- ◆ **油价下跌通过三个渠道影响经济：1) 油价大跌加剧金融市场扰动。首先，2019年美国能源公司债占CCC级债的13%。油价跌可能导致美国高收益债信用利差扩大，并引发违约风险。其次，油价大跌引发强制平仓和局部流动性风险。再者，油价下跌本身不会触发危机，金融机构配置大宗商品的比例已大幅下降，但要警惕油价大跌引发的恐慌情绪蔓延。2) 油价下跌可能引发通缩。直接影响是压低石油消费品成本，间接影响是通过压制生产成本，从而拉低PPI、及食品 and 核心CPI。3) 油价大跌导致全球收入的再分配，一轮效应是收入从石油出口国转移到石油进口国。但二轮效应，石油出口国的收入和财富减少，将导致其对其他国家的进口需求下降和资金撤离。**
- ◆ **油价的大跌要区分是风险偏好下降，还是供求基本面因素。**如果是风险偏好主导，下跌或难持续，但如果是供求基本面主导，供给增多对通胀影响大过对经济的影响，需求放缓，则需要防止出现债务通缩陷阱。本次油价的大跌，虽有OPEC+增产和疫情引发的全球需求放缓预期的基本面因素，但跌幅如此之大，市场恐慌情绪导致的风险偏好快速下降也是重要因素。从平均成本看，油价长期低于40美元/桶难持续。
- ◆ **1980年以来，油价发生了7次大幅下跌，跌幅在44%-77%，**原因有的是石油供给增加，有的是需求不景气。**但大跌并不都伴随经济衰退，**1990年海湾战争、2001年互联网泡沫破灭、2008年次贷危机的油价大跌期间，美国经济出现了衰退，但1986、1997、2014、2018年油价大跌期间，美国经济并未出现衰退。2014年由于是美国页岩油增产，美国经济增速反而是到达了阶段高点。
- ◆ **我国对石油的依赖度较低，能耗密度也较低，再加上政府对原油价格的干预，油价下跌对通胀的直接影 响较小，但间接影响稍大。**如果油价下跌反映的是短暂的风险偏好下降或石油供应增加，对我国更多是正面影响。但如果油价下跌反映的是全球需求萎缩或市场恐慌加剧引发金融风险，那么海外金融动荡可能短期内间接增加国内市场波动。
- ◆ **本次油价下跌的根源还是对疫情的担忧。而疫情对各国的冲击属性不同，政策应对亦不同。**对中国更多是供给冲击，更应该做结构性信贷和财政政策。对欧洲主要是需求冲击，对美国还有金融冲击，应对政策首先是货币放松。
- ◆ **历史上的七次油价大跌期间，避险资产多上升，风险资产多下跌。**但供给增加导致的油价下跌期间，美国和新兴市场股市表现也较好。若需求萎缩由美国、中国引发，除了大宗商品、总体新兴股债汇下跌外，美国和中国的股市往往也表现较弱，国债表现较强。

### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-22169109  
[zhangwenlang@ebcn.com](mailto:zhangwenlang@ebcn.com)

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)  
010-56513039  
[huangwenjing@ebcn.com](mailto:huangwenjing@ebcn.com)

OPEC+减产谈判失败后，沙特迅速下调官方原油售价、并计划增产，3月9日NYMEX原油价格盘中一度跌至27.3美元/桶，较前一交易日收盘价（41.6美元/桶）下跌50%，WTI油价盘中一度跌超30%，截至收盘下跌24.6%。欧美疫情持续扩散，油价大跌无疑对市场恐慌情绪雪上加霜，英国富时100指数开盘后一度下跌超9%，标普500指数开盘后跌7%，触发一级熔断机制，暂停交易15分钟，为2008年金融危机以来的首次。美国10年期国债收益率跌破0.5%创下历史新低，美国30年期美国国债收益率首次跌破1%。COMEX黄金开盘后一度上涨1.8%，但随后由涨转跌，跌破1670美元关口，市场对危机担忧加剧。受海外市场影响，3月9日上证综指下跌3%。

3月10日WTI油价回升10%，但沙特阿美再宣布下月起日产量将增加30万桶至1230万桶，俄罗斯能源部长也表示，有能力将日产提高50万桶至1180万桶，11日开盘后油价转跌。

油价下跌对通胀和GDP的影响机制是什么？不同类型的国家其影响有何差异？宏观经济政策又如何应对？其他资产价格又将如何表现？

## 1、油价下跌如何影响经济？

油价下跌通过三个渠道影响经济<sup>1</sup>：

**第一、油价大跌加剧金融市场的扰动。**首先，金融危机后，货币宽松叠加页岩油崛起，美国高收益债中有相当比例是能源公司债，2019年美国最低等级CCC级债中能源公司占13%。油价下跌可能导致美国高收益债信用利差扩大，并引发信用违约风险。**其次**，石油衍生品价格的剧烈波动可能引发部分机构投资者强制平仓，并引发局部流动性风险。**再者**，近期受海外疫情影响，市场担忧周期性冲击会引发金融市场的结构性风险暴露，海外市场避险情绪升温，风险资产价格下跌。而油价的大跌，进一步加剧了市场恐慌情绪。油价下跌本身不会触发金融危机，金融机构配置大宗商品的比例（5%左右）与本世纪初（20%左右）相比，已经大幅下降，但要警惕油价暴跌引发的恐慌情绪蔓延。

**第二、油价下跌可能引发通缩。**直接影响是压低石油消费品成本，**间接影响**是通过压制厂商生产成本，从而拉低PPI和核心CPI，同时，油价可通过农产品生产依赖的能源密集型的投入品价格（农机燃油、灌排用电、化肥生产），传导至食品价格。不过，油价对通胀影响的大小还取决于货币政策<sup>2</sup>、以及石油在经济生产中占比<sup>3</sup>。

**第三、油价大跌导致全球收入的再分配（而非减少）**，收入从石油出口国转移到石油进口国。**对净出口国而言（原油生产国）**，油价下跌导致贸易条件恶化，实际收入减少，外汇储备下降，一般商品进口需求减弱。**而对净**

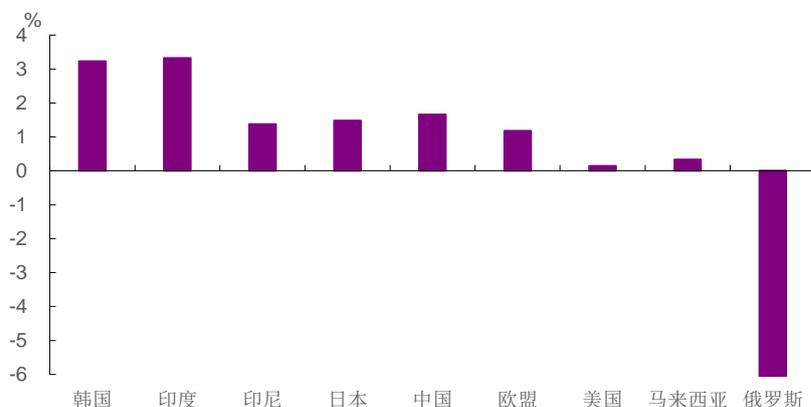
<sup>1</sup>参见：International monetary fund, The Impact of Higher Oil Prices on the Global Economy, December 8, 2000.

<sup>2</sup>由于很多央行采取前瞻性通胀目标制，能够在通缩风险加大时宽松货币，稳定通胀预期和对经济的影响。Olivier J. Blanchard, Jordi Gali. The Macroeconomic Effects Of Oil Shocks: Why Are The 2000s So Different From The 1970s? NBER Working Paper. September 2007.

<sup>3</sup>有研究表明，油价对能源密集型产业有显著影响。CPI中交通运输占比越高，石油消费和净进口越多，油价下降对于通胀的影响越大。参见：Liping Gao and Hyeongwoo Kim and Richard Saba, How Do Oil Price Shocks Affect Consumer Prices?, MPRA Paper No. 57259, posted 12. July 2014 23:05 UTC.

**进口国来说**，在第一轮分配时，贸易条件改善，实际收入增加，成本下降，有利消费和经济增长。但需要警惕第二轮效应，石油出口国的收入减少，将导致其从其他国家的进口需求下降，财富缩水、外储下降，将导致其资本从石油进口国流出，收缩后者的融资条件。

**图 1：石油净进口与 GDP 的比重（2019）**



资料来源：CEIC。注：俄罗斯为 2018 年数据，其余国家/地区为 2019 年数据。

**油价的大跌要区分是风险偏好下降主导，还是供求基本面因素的主导。**如果是风险偏好主导，那么油价的下跌或持续性难强，但如果是基本面主导，则持续性较强。同时，供给主导的油价下跌对通胀影响大过对经济的影响，对于石油净进口国的经济增长反倒有利。但如果是需求主导的油价下跌，则需要防止出现债务通缩陷阱。

本次油价的大跌，虽有 OPEC+ 增产和疫情引发的全球需求放缓预期的基本面因素影响，但跌幅如此之大，市场恐慌情绪导致的风险偏好快速下降也是重要因素。中长期看，从产油国平均成本看，油价长期低于 40 美元/桶不可持续，即便次贷危机时期油价也仅是一次触及 30 美元/桶以下就迅速反弹。

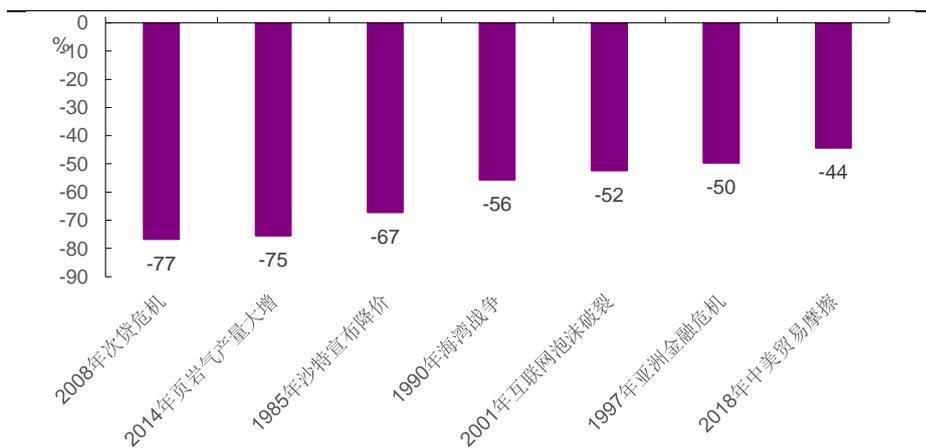
## 2、历史上的七次油价大跌

1980 年以来，油价发生了 7 次大幅下跌，WTI 油价的跌幅在 44%-77%，原因有的是石油供给增加，有的是经济衰退导致的需求不景气。

- **1985 年沙特单方面宣布低价销售原油。**当时国际石油市场持续处于供过于求的状态，沙特这一举动引起国际市场巨大反应，油价暴跌。WTI 原油价格在 1985 年 11 月 20 日开始持续下跌，一直到 1986 年 3 月 31 日，期间最大跌幅达到 67.15%，最低跌至每桶 10.42 美元。
- **1990 年海湾战争后期。**海湾战争开始于 1990 年 8 月 2 日，以 1991 年 2 月 28 日达成停战协议为结束时点。WTI 原油价格一度上涨 164%（从 15.3 美元/桶上涨到 40.4 美元/桶），随后下跌 56% 至 17.9 美元/桶。
- **1997 年亚洲金融危机。**1997 年 7 月 2 日，亚洲金融风暴席卷泰国。不久，这场风暴波及马来西亚、新加坡、日本和韩国、中国等地。在这场危机中，WTI 原油价格从每桶 21 美元左右跌到了不足 11 美元，最大跌幅达 50%。

- **2001 年互联网泡沫破裂。**导致全球经济受到冲击，加上 9.11 事件对美国的影响，全球原油需求增长不景气，与此同时 OPEC 国家原油供给增加，造成国际原油市场供过于求。WTI 原油价格在 2000 年 9 月 20 日到 2001 年 11 月 19 日期间持续下跌，最大跌幅为 52%，油价最低为 17.7 美元/桶。
- **2008 年全球金融危机。**各国经济增速剧烈下滑，全球原油需求严重萎缩，油价急速下跌，WTI 原油价格从 2008 年下半年到 2008 年底持续下滑，从 145.3 美元/桶的历史高位下跌至 33.9 美元/桶，最大跌幅高达 77%。
- **2014 年“页岩油革命”的冲击。**2014 年下半年美国“页岩油革命”造成原油供给上升，页岩油产量在 2014 年当年达到历史新高，但是 OPEC 内部国家并未实施减产，由此造成全球石油价格一路走低，WTI 原油价格从革命前的 106.9 美元/桶跌至每桶 26.2 美元，最大跌幅为 75%。
- **2018 年中美贸易摩擦加上 OPEC 增产冲击。**一方面，全球经济增长动力不足，中美贸易摩擦又进一步增加了全球增长的不确定性，各国石油需求增长不足；另一方面，美国对伊朗制裁的节奏低于预期，各产油国实施的增产策略造成了原油供给过剩。WTI 原油价格在 2018 年第四季度持续下跌，最大跌幅为 44%，从每桶 76.4 美元跌至每桶 42.5 美元。

图 2：历史上七次 WTI 油价大跌的跌幅



资料来源：Wind

**历史上油价的单日前十大大跌幅**同样是发生在 1985 年沙特单方面宣布降价、第一次海湾战争后期、互联网泡沫破灭、全球金融危机这几个时间段，而 2020 年 3 月 9 日 WTI 油价大跌 25%，在所有单日跌幅中位居第二。

表 1：1980 年以来前十大大油价单日跌幅

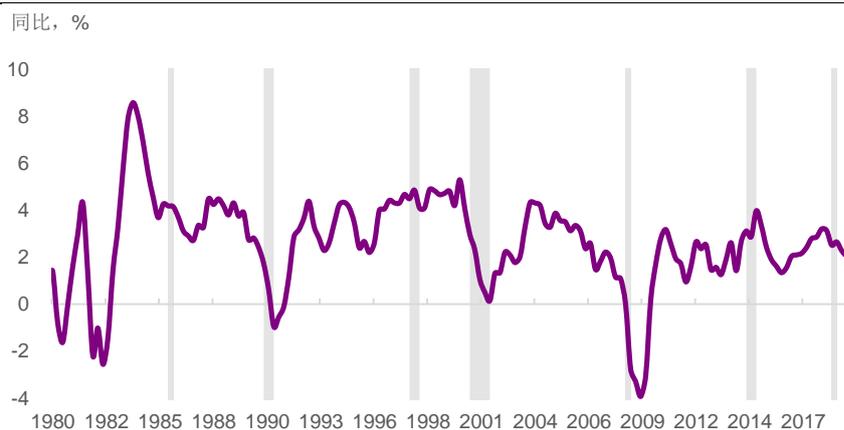
时间	事件	WTI 单日跌幅 (%)
1991-01-17	第一次海湾战争后期	-33.0
2020-03-09	OPEC+协议失败，海外疫情扩散	-24.6
1990-10-22	第一次海湾战争后期	-16.0
1986-07-22	沙特单方面宣布低价销售石油	-15.4
2001-09-24	互联网泡沫破灭，“9·11”冲击	-15.2
1986-03-24	沙特单方面宣布低价销售石油	-13.0
1986-04-08	沙特单方面宣布低价销售石油	-13.0
1990-08-27	第一次海湾战争后期	-12.9

1990-11-30	第一次海湾战争后期	-12.3
2009-01-07	全球金融危机	-12.2
2000-12-20	互联网泡沫破灭，“9·11”冲击	-12.1

资料来源：Wind

**七次油价大跌并不都伴随经济衰退**，1990 年海湾战争、2001 年互联网泡沫破灭、2008 年次贷危机的油价大跌期间，美国经济出现了衰退，但 1986、1997、2014、2018 年油价大跌期间，美国经济并未出现衰退。2014 年由于是美国页岩油增产，美国经济增速反而是到达了阶段高点。

**图 3：七次油价大跌期间的美国实际 GDP 同比**



资料来源：Wind。阴影部分为油价下跌期间。

### 3、油价下跌对中国的影响

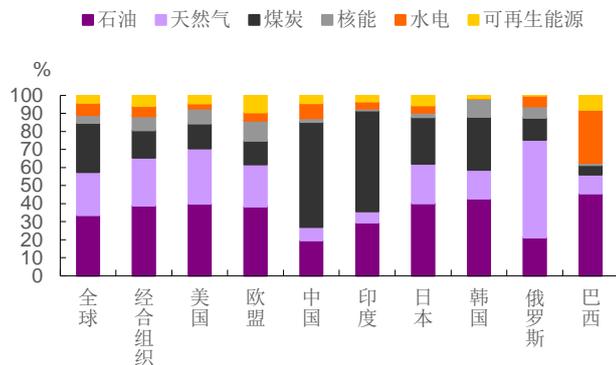
**横向对比**，相比其他国家，我国对石油的依赖度较低，能耗密度较低，净进口占比亦较低，影响或相对较小。2018 年，我国能源消费中，石油占比不足 20%，而煤炭的占比高达 58%。石油消耗密度（石油消费对 GDP 之比）为 47.1 吨/百万美元，石油贸易逆差占 GDP 的比重仅有 1.7%，低于大多新兴经济体。

**但纵向对比**，过去 20 年我国石油进口依赖度不断上升，所以从时间维度来看，油价变化的影响在上升。目前中国的石油消费量在全球占比达到 17.8%，仅次于美国和欧盟，居世界第三位，2000-17 年年均增速达 5.8%。中国的石油进口占总进口的比重从 2000 年的 6.6% 上升到现在 11.5%，贸易逆差扩大。2018 年中国进口原油的最大来源地是中东，占总石油进口的 44%，19% 来自非洲，15% 来自俄罗斯。作为第二大石油进口国，油价的下跌或带动我国储备油进口的上升。

**定价机制改革后，国内国际油价联动有所增强**。自 2009 年我国实行石油定价机制改革以来，国内油价基本实现和国际油价联动。而在改革之前的 2007-08 年，国际油价上涨了近 150%，国内油价仅上涨 30%。**但政府对国内油价的干预仍强，与国际油价仍有一定的防火墙**。2016 年 1 月，发改委对成品油价格机制设定调控上、下限分别为 130 美元/桶和 40 美元/桶。当国际市场油价高于 130 美元/桶时，汽、柴油最高零售价格不提或少提；低于

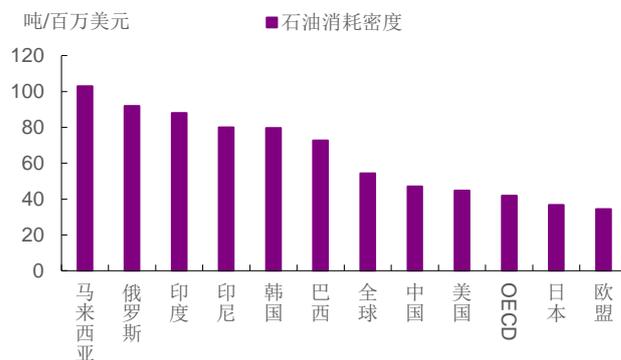
40 美元时，汽、柴油最高零售价格不降低。<sup>4</sup>

图 4：能源消耗占比（2018）



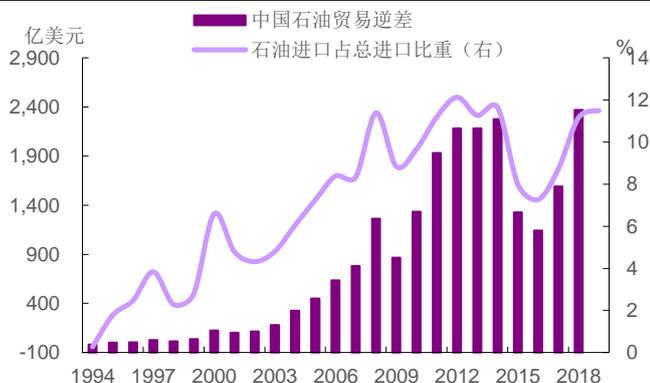
资料来源：BP

图 5：石油消耗密度（2018）



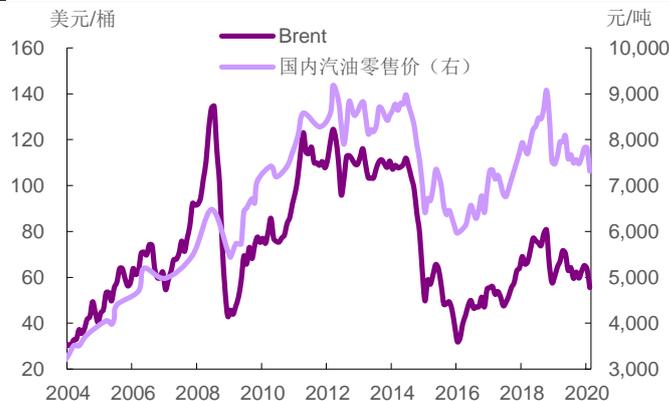
资料来源：BP

图 6：石油贸易逆差趋势扩大



资料来源：CEIC。数据截至 2018 年。

图 7：2009 年改革后国内油价与国际油价联动增加



资料来源：Wind。数据截至 2020 年 2 月。

油价下行对 CPI 的直接影响不大，但间接影响不容忽视。CPI 的构成中与油价走势直接相关的是交通用燃料与居住用燃料两项，其权重仅占 CPI 的 0.5%。国际油价上涨 10%，通过这两项对 CPI 的拉动只有 0.08 个百分点，影响较小。但 PPI 和 CPI 与原油价格显著相关。近年来国内煤价和国际油价之间已经基本形成联动，根据 2000 年之后的数据，油价下跌平均领先煤价 1-2 个月，Brent 油价下跌 10%，国内煤价平均下跌 3.4%。油价上涨会带动制造生物燃料的玉米价格上涨（Brent 油价上升 10%，玉米期货价格大约上升 1-3%），而玉米是我国生猪养殖业最主要的饲料，油基化肥和燃料成本的下降，将降低养殖成本。根据我们的测算，油价冲击对我国通胀的最大影响在半年后，油价同比跌幅每扩大 10 个百分点，对我国未来 12 个月 PPI 和 CPI 同比的平均影响分别大约为 0.4-0.7 和 0.1-0.2 个百分点。

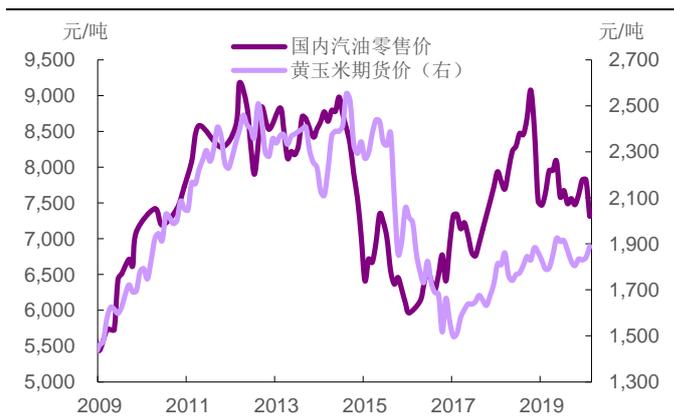
<sup>4</sup> 2016 年规定，在 40 美元-130 美元之间运行时，国内成品油价格机制正常调整，该涨就涨，该降就降。之前在 100-130 美元/桶政府会减缓上调频率，比如 2013-2014 年国际油价在 100 美元+，1 个月或者 2 个月一调；2016 年 11 月 17 日至 2017 年 1 月，100 美元以下的上涨期，基本上每两周一调。

图 8：油价与煤价正相关



资料来源：Wind

图 9：油价与玉米价格正相关



资料来源：Wind

当油价下跌反映的主要是短暂的风险偏好下降或石油供应增加时，对我国的消费和投资更多是正面影响，尽管石油出口国的需求可能下降，同时将有助于压低通胀。根据可计算一般均衡模型，随着油价的下跌，除了采油业和采矿业外，各产业的实际产出都将上升，其中房地产、农业和交通邮电通信等产业受提振较大（林伯强、牟敦国，2008）<sup>5</sup>。但如果油价下跌反映的是全球需求萎缩或市场恐慌加剧引发金融风险，那么海外金融动荡可能在短期内间接增加国内金融市场波动。

#### 4、宏观政策会做什么？

本次油价下跌的根源还是市场对海外疫情蔓延的担忧，最根本还在疫情本身，沙特与俄罗斯增产则是雪上加霜。

而疫情对各国的冲击属性不同，对中国来讲，更多是供给冲击，由于中国采取了较严格的管制措施，将降低未来的不确定性，中国在4月底走出疫情是大概率事件。但中国劳动力密集型企业较多，春节返乡员工滞留家乡等情况也使得管制措施会加剧供给端的冲击。

疫情对欧洲而言主要是需求冲击，对美国除了需求，还有金融方面的冲击，前期股市上涨较多，疫情带来的不确定性导致股市大幅调整。但整体上，疫情持续的时间还是比较短的，不会长期存在。

因此，各国政策应对就有所差异，由于美国更多体现在金融层面，资产价格大幅下跌，欧洲自身基本面较弱，疫情可能增大衰退风险，所以美欧的应对政策首先是货币放松。市场部分人士担忧相比2008年，美欧的货币政策空间有限，但是除了价格型政策（降息空间有限），数量型政策仍有空间。

中国是供给冲击，所以应该通过结构性信贷和财政政策，给受冲击企业和员工让利。适当的需求管理是必要的，但从目前的状况来看，大幅刺激需求的必要性可能不大，效果也可能不那么好。但需警惕短期全球流动性紧缩对中国股市的影响，以及海外金融风险对中国需求端造成影响，需求端刺激

<sup>5</sup> 林伯强、牟敦国：《能源价格对宏观经济的影响——基于可计算一般均衡(CGE)的分析》，《经济研究》2008年第11期

力度可能适当加大，但也不应该是大幅刺激。但看远一点，中国疫情管控能力较强，自身经济冲击或可控，相对稳健的基本面会增加对资本的吸引力。

## 5、油价下跌与其他资产价格

历史上的七次油价大跌期间，避险情绪往往导致美国国债、黄金、美元等避险资产的上升，而风险资产，包括总体大宗商品、新兴市场资产则多表现为下跌。但要区分油价下跌的原因：

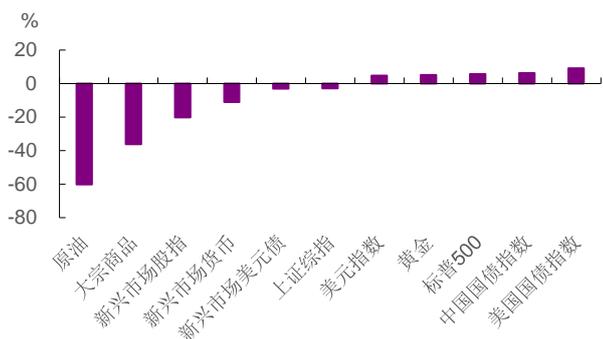
- 在供给增加导致的油价下跌期间，如 1985 年沙特单方面宣布降价、1990 年海湾战争后期、2014 年页岩油革命，尽管避险资产表现较好，但美国股市、新兴市场股市（包括中国股市）等风险资产的表现也较好，因为供给增加对石油进口国有利。
- 在需求担忧导致的油价下跌中，如 1998 年亚洲金融危机对美国的影响相对较小，新兴市场股票下跌、汇率贬值，但美国受影响较小，标普 500 仍保持较大升幅，中国股市同样受影响较小。
- 但在由美国、中国的需求萎缩导致的油价下跌中，如 2001 年互联网泡沫、2008 年次贷危机和 2018 年中美贸易摩擦期间，除了大宗商品、总体新兴市场股债汇下跌外，美国和中国的股市往往也表现较弱，国债表现较强，在 08 年金融危机中，流动性冲击也一度导致黄金遭到抛售。

表 2：石油暴跌期间各资产涨跌情况（%）

事件	原油	黄金	美元指数	标普 500	大宗商品	美国国债指数	新兴市场股指	新兴市场美元债	上证综指	中国国债指数	新兴市场货币
1985 年沙特单方面宣布低价	-67.2	9.5	-10.9	32.2	-19.0	12.6	-	-	-	-	-
1990 年海湾战争后期	-55.6	11.7	1.4	27.4	-32.2	5.5	25.2	-	-	-	-
1997 年亚洲金融危机	-49.6	-17.7	-2.6	40.5	-39.1	15.5	-43.8	-6.6	4.3	-	-
2001 年互联网泡沫破裂	-53.1	14.6	-4.7	-20.0	-12.5	7.9	-2.7	8.6	6.3	-	-
2008 年次贷危机	-76.7	-9.9	22.8	-29.6	-65.3	13.0	-57.5	-15.0	-42.7	7.3	-17.1
2014 年页岩气产量大增	-75.5	14.1	25.3	8.8	-59.1	5.6	-34.7	-2.4	30.6	8.4	-15.9
2018 年中美贸易摩擦	-44.3	13.1	1.8	-19.6	-26.9	4.3	-8.3	-0.3	-12.7	3.0	-0.1

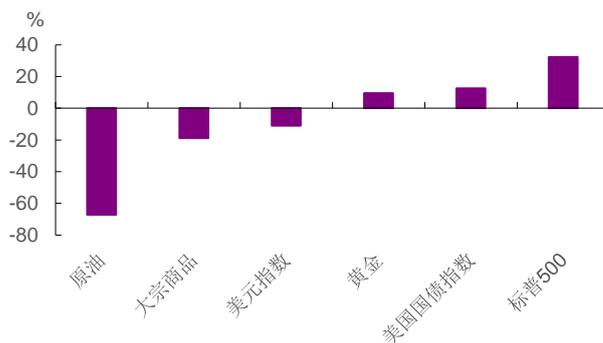
资料来源：Wind。光大研究所计算。

图 10: 7 次石油暴跌期间资产价格变动平均



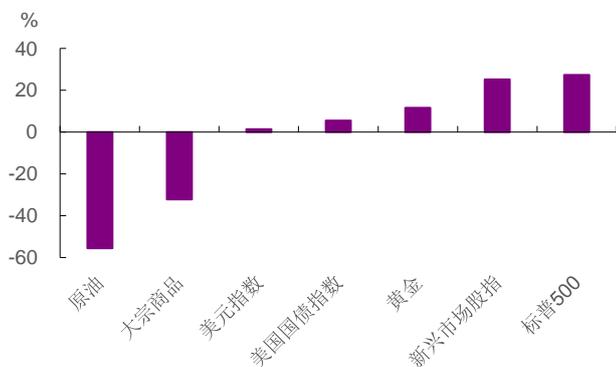
资料来源: Wind。光大研究所计算。

图 11: 1985 年沙特单方面降价期间各资产表现



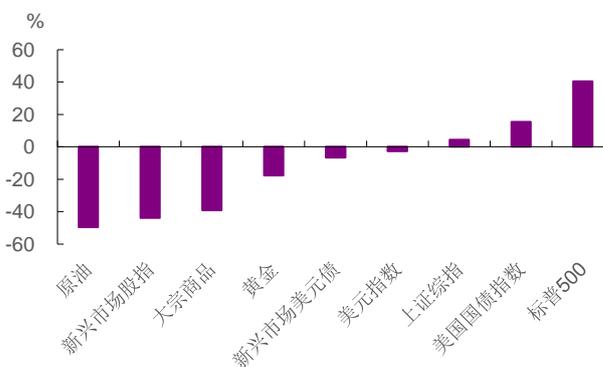
资料来源: Wind。光大研究所计算。

图 12: 1990 年海湾战争期后期各资产表现



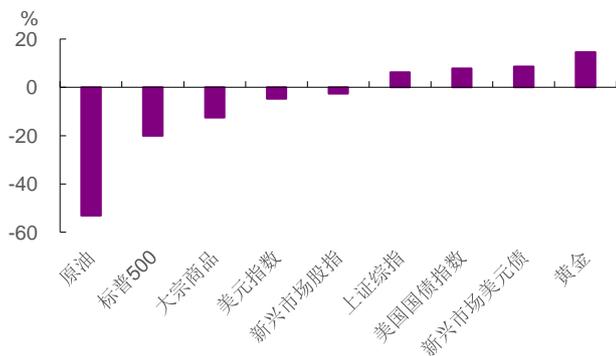
资料来源: Wind。光大研究所计算。

图 13: 1998 年亚洲金融危机期间各资产表现



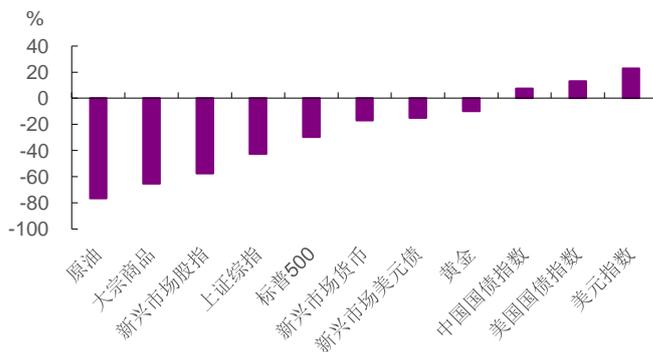
资料来源: Wind。光大研究所计算。

图 14: 2001 年互联网泡沫破灭期间各资产表现



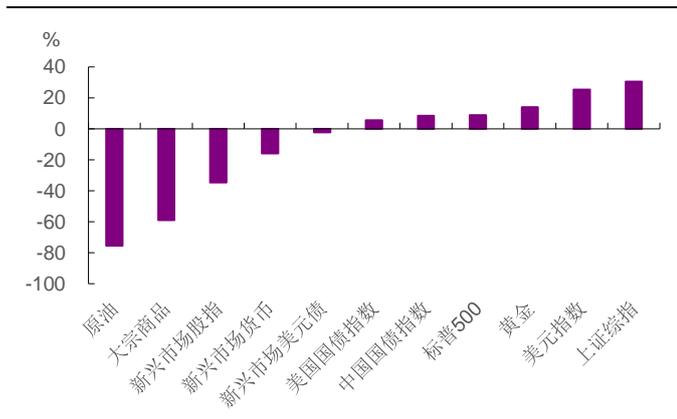
资料来源: Wind。光大研究所计算。

图 15: 2008 年次贷危机期间各资产表现



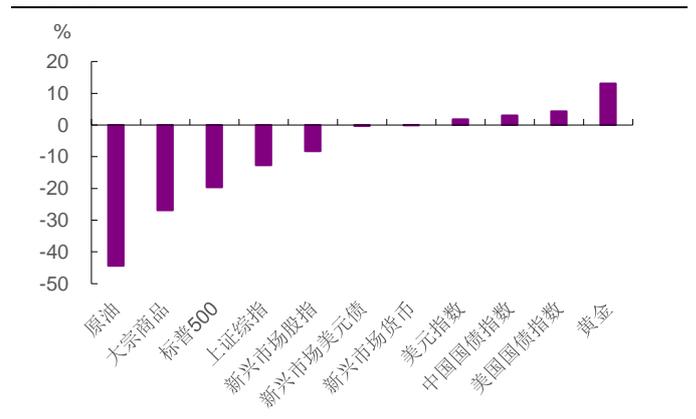
资料来源: Wind。光大研究所计算。

图 16: 2014 年页岩油革命期间各资产表现



资料来源: Wind。光大研究所计算。

图 17: 2018 年中美贸易摩擦叠加 OPEC 增产期间各资产表现



资料来源: Wind。光大研究所计算。

## 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版权所有。保留一切权利。

## 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