

宏观经济与金融市场分析

经济增长持续走弱，逆周期调节再加力

5月数据显示，尽管减税降费逐步落地、社会融资条件持续边际改善，但实体经济增长仍处于进一步下行的过程中。在现有的政策力度下，生产、消费、投资和贸易等数据几乎全面向下，叠加外需不确定性增强，预计2季度经济增长或弱于1季度。

一、宏观经济与金融

5月，工业生产数据显示减税降费尚未对企业生产回升起到有效推动。1-5月工业生产增长进一步放缓。究其原因，主要与工业生产意愿下行与企业主动去库存有关。在政策持续发力下，虽然生产端呈现些微亮点，但是在宏观环境突变的背景下，其进一步走势也变得暗淡。

固定资产投资方面，5月增速进一步放缓，其中结构喜忧参半。首先，我们持续关注的制造业投资增长出现反弹，这是一个好的信号。但结合今年民间投资增长连续回落，以及工业增加值增长放缓，其反弹能否持续值得关注。其次，前期处于低位恢复的基建投资增长在5月终止了连续8个月的回升走势，首次出现放缓。不过6月新政策出台，力挺专项债发行，预计全年仍将总体保持平稳增长。第三，房地产开发增长出现小幅回落。我们认为短期内，随着“因城施策”与房企加快施工，投资总体仍将维持高位。然而再往后看，随着房企开发意愿的下降和居民购房意愿的下降（刚需与投机），预计房地产投资将总体下滑。

内需方面，受“五一”假期多增、假日后置的影响，5月消费零售增长如期反弹。不过剔除单月扰动，消费增长的内生动能仍持续偏弱，延续放缓趋势，且如前期所述，当前的消费是全面、而非结构性回落。虽然政策层持续出台“稳消费”举措，一定程度上减轻了消费快速下行压力，但是随经济下行压力增加，政策支持显得捉襟见肘。

外需方面，剔除当月因素，进出口贸易呈现震荡下行。我们认为，中美贸易谈判若在6月底难见明显改善，年底订单将难以落地，预计全年贸易将受到较大影响。总体看，当前贸易谈判的不确定性严重影响着企业进出口和投资者信心，对中美两国的宏观经济都正在造成重大影响。虽然最新消息显示中美将在6月底重启谈判，但考虑到科技竞争的长期化，而当前出口商品占比最大的正是机电产品、占整体出口的44%，因此预计会谈将难以改变中长期内进出口贸易继续下降的总体趋势。

资金供给端，货币政策持续相对宽松。5月央行货币投放力度相对增强，净投放规模创今年新高。与此同时，在信贷增长的带动下，企业派生存款增长，由此推动，M1同比增长回升，M2增速与前月持平。

社会融资总体仍保持低位修复。5月，新增社融规模与4月持平，但受低基数影响，当月同比呈现高位增长。银行表内信贷环比高增长与非标融资边际性改善有效地对冲了债券融资的季节性下滑，以及专项债发行的进一步放缓。不过需要注意的是，信贷结构偏重居民与企业部门短期资金需求，中长期贷款占比显著下降。这显示实体经济的信贷需求还在下降，信贷增长主要靠政策指导下的中小企业和中短期贷款支撑。此外，随经济下滑，信贷的冰火两重天不断发展，信用分层加剧，市场脆弱

性增加。

汇率与跨境资金流动方面，受中美贸易冲突进一步恶化影响，市场投资者避险情绪回升，5月人民币兑美元大幅贬值，直至6月底中美贸易谈判重启确认后，汇率才止跌回升，低位冲高。不过，随着联储降息预期加强，人民币进一步贬值的压力有所缓解。同样地，通过沪港通与深港通的北上资金在5月呈现累计净流出。短期中美关系变动仍是外资配置A股，选择人民币的首要考虑因素。长期则取决于国内经济增长的变化。

总体看，当前经济增长仍然处于下行通道。虽然在政策支持下，经济增长出现了些微亮点，但是在不确定性增加的环境下，其可持续性令人担忧，经济下行的压力进一步增加。若贸易条件持续不利，风险加大，预计逆周期政策调节的力度将进一步加大。当前对基建的支持已经增加，信用也进一步宽松。虽然房市的融资条件还在收紧，但是取决于经济增长的变化，即使住房不炒，对房市的调控也有可能再度放松。当前我们关注中美贸易谈判6月底的可能变化，以及信用分层可能导致的局部信用风险，和对系统性风险的影响。

二、私募股权投资

5月，私募股权投资的新增募资规模创年内最低，“融资难”的局面进一步发酵。地方政府和上市公司是募资的重要LP。其中，上市公司选择通过私募股权投资的手段聚焦自身行业的兼并整合，关注细分领域的投资布局，以实现自身的新旧动能转换；地方政府则选择通过私募股权投资的方式，招商引资，培育和扶植地方优势产业。投资端，5月投资规模环比回升。信息技术与互联网零售行业是主要投资方向，其次是医疗保健与金融等。退出端，延续环比下降的趋势，投资退出规模持续减少，不过总体来说，仍保持高位，是去年同期的3倍。从退出方式看，并购退出是今年的主流方式。

目录

宏观经济.....	4
1.1、 工业生产增长持续走弱，减税降费效应暂未见效.....	4
1.2、 固定资产投资整体增长进一步放缓.....	5
1.2.1、 制造业投资增速略有反弹，但回升幅度不大.....	6
1.2.2、 基建投资增速小幅回落，是去年 3 季度后首次增长放缓.....	6
1.2.3、 房地产投资增长小幅回落，但整体仍处高位.....	7
1.3、 假期错位拉动消费增速反弹，但可持续性弱.....	9
1.4、 贸易抢跑带动出口上行，进口增速重返下行.....	10
1.5、 资金供应与企业融资.....	11
1.5.1、 M1 同比增长回升，M2 增速与前月持平.....	11
1.5.2、 社融增量与前月持平，融资环境继续改善.....	12
人民币汇率与跨境资金.....	14
2.1、 中美贸易冲突突显转机，人民币汇率低位冲高.....	14
2.2、 境外资金平稳流入，对外投资稳步增长.....	14
2.3、 5 月股市外资大幅净流出，6 月再次北上收复失地.....	15
股权投资行业分析.....	16
3.1、 5 月新增募资规模创今年最低位.....	16
3.2、 5 月投资规模环比回升，侧重信息技术与互联网零售领域.....	17
3.3、 5 月退出规模延续环比下降，机构主要通过股权转让实现退出.....	17
总结与风险提示.....	18
关于作者.....	19
关于中国光大控股有限公司.....	19
免责声明.....	20
版权说明.....	20

宏观经济

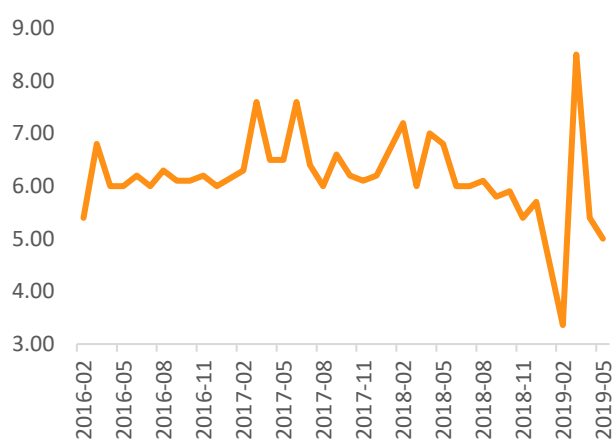
1.1、工业生产增长持续走弱，减税降费效应暂未见效

5月，工业生产数据显示减税降费尚未对企业生产起到有效推动。受企业生产收缩、去库存（而非扩大生产）的影响，当月工业增加值增长持续走弱。同比增速较前月下滑0.4个百分点至5%，较去年同期下降1.8个百分点。当月环比增长0.36%，较前月下滑0.1个百分点，为2016年以来新低。制造业PMI也再次跌落至枯荣线之下（较前月下滑0.7个百分点至49.4），创同期新低。受此推动，1-5月工业生产增长进一步放缓，同比增速下滑0.2个百分点至6%，较1-4月下降0.2个百分点，较去年同期下降0.9个百分点，生产下降趋势显著。

整体而言，5月工业生产增长主要由黑色金属采矿业、金属（黑色/有色）冶炼业、金属制品业、非金属矿物制品业以及计算机电子设备制造业推动。¹专业设备制造业与通用设备制造业的工业生产增速较前月有所上行，不过总体不过仍处于低位。而医药制造业的工业增加值同比增速较前月明显放缓。汽车制造业则持续负增长，且较前月进一步下行。²

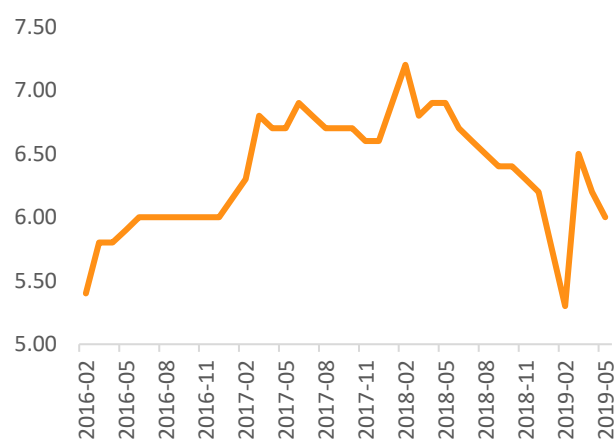
民营企业与上市公司生产经营与去年比较持续改善。这或与纾困政策持续发挥积极作用，以及上市公司股权质押风险缩小、企业流动性相对得到释放有关。不过，在内外需求减弱的情况下，其可持续性难下定论。5月民营企业与上市公司工业增加值分别同比增长7.8%与6.6%，增速较上月值分别上行2.7和0.3个百分点，较去年同期分别上行3.6和0.5个百分点。相比之下，国企工业生产增速显著下挫，当月同比增速较上月下降2.3个百分点至3.7%，较去年同期下降4.4个百分点。外资企业生产增速则再次由正转负，较上月值下降2.8个百分点至-0.3%，较去年同期下降8.7个百分点。

图：5月当月工业生产增长持续走弱



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

图：1-5月工业生产增长未见改善



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

¹ 黑色金属采矿业、黑色金属冶炼业、有色金属冶炼业、金属制品业、非金属矿物制品业以及计算机电子设备制造业5月工业增加值同比增长8.7%、11.7%、9.4%、6.5%、9.9%和10.6%，较前月同比增速分别下降1.2、上行0.2、上行0.5、上行3.2、上行0.1和下降1.8个百分点，较去年同期上行12.9、上行4.3、上行3.5、上行4、上行7.3和下降2.9个百分点。

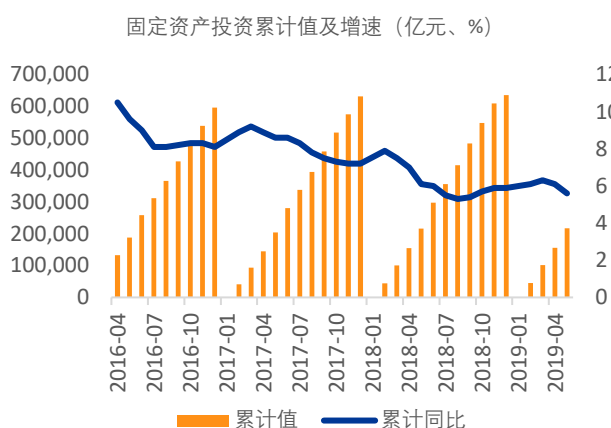
² 专业设备制造业、通用设备制造业、医药制造业、汽车制造业5月工业增加值同比增长4.9%、2.5%、5.6%和下降4.7%，较前月同比增速分别上行2.1、上行0.5、下降3.5和下降3.6个百分点，较去年同期下降4.7、下降4.1、下降5.3和下降17.9个百分点。

1.2、固定资产投资整体增长进一步放缓

固定资产投资整体增速进一步下降其中制造业投资略有反弹，房地产与基建投资增长则出现下滑。5月，固定资产投资增长延续4月下行趋势，进一步放缓。当月新增投资完成额6.18万亿元，同比增长0.2%，增速较前月下降0.3个百分点，较去年同期下降3.7个百分点。由此推动，1-5月实现固定资产投资完成额21.75万亿元，同比增速较1-4月下降0.5个百分点至5.6%，较去年同期下降0.5个百分点。与前几个月有所不同，³5月房地产开发与基建的投资增速均下行，推动着整体固定资产投资下行；与此同时，制造业投资则有所反弹。前期报告中，我们持续关注制造业投资下滑趋势。虽然5月出现阶段性回升是一个积极信号，但在当前经济不确定性增加的背景下，其可持续性堪忧（见后文）。

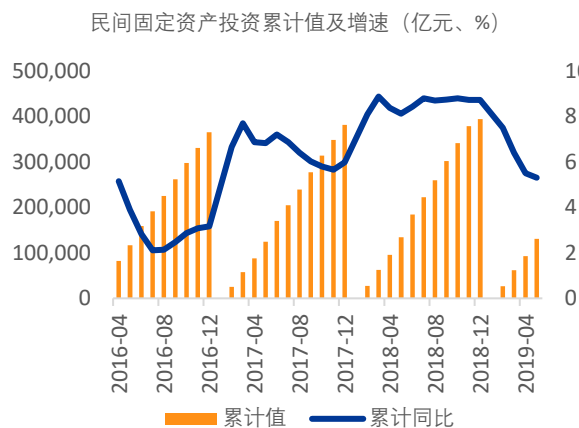
制造业投资的主体——民间固定资产投资持续下滑。当月民间投资持续同比负增长（-3.2%），1-5月累计增速继续下滑，增速较1-4月下行0.2个百分点至5.3%，较1季度下行1.1个百分点，较2018年全年下降3.43个百分点。

图：5月固定资产投资增长进一步放缓



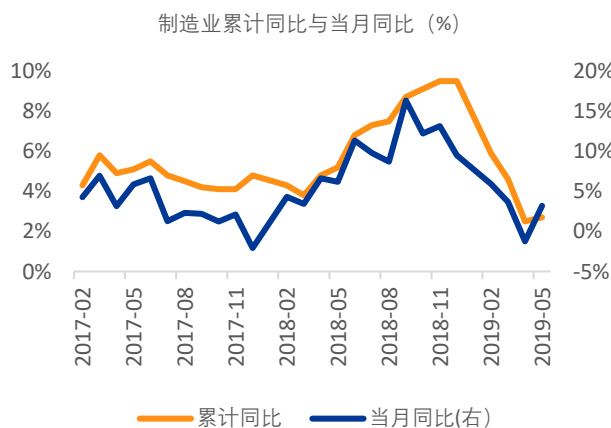
资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

图：民间固定资产投资下滑



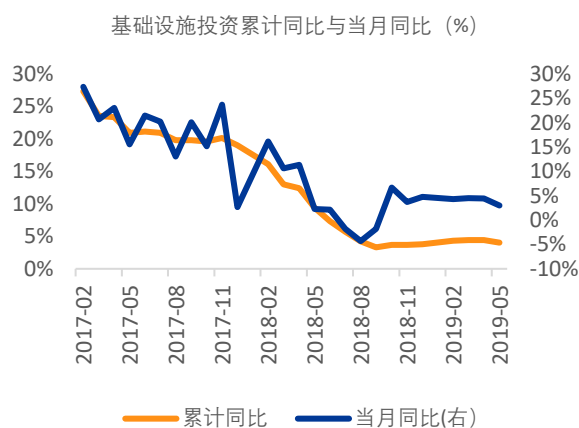
资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

图：制造业投资增长出现反弹



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

图：基建投资增长开始放缓



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

³ 前几个月，固定资产投资增长主要由基建和房地产带动，制造业投资持续下滑。

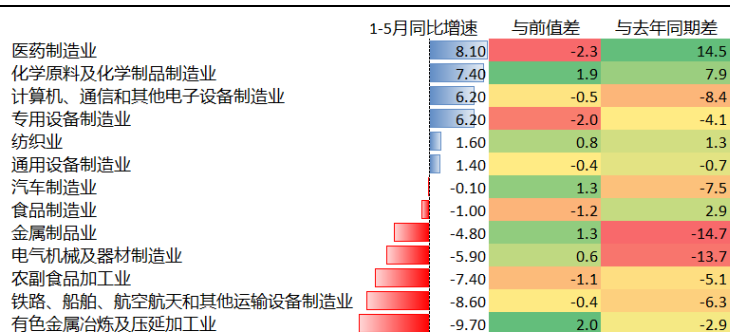
1.2.1、制造业投资增速略有反弹，但回升幅度不大

受产业政策持续发力和减税降费的推动，5月制造业投资增长出现反弹。据我们测算，5月新增投资完成额 2.05 万亿元，是今年单月完成额最高的一个月份（今年月均完成额 1.73 万亿元），环比增长 21.8%，同比增速由负转正，较 4 月上行 4.4 个百分点至 3.18%（不过仍较去年同期下降 3 个百分点）。由此推动，1-5 月累计增速较 1-4 月上行 0.2 个百分点至 2.7%（较去年同期下降 2.5 个百分点）。

从已披露子行业看，当前制造业投资增速仍由医药制造、化学制品、计算机电子设备制造、专用设备高技术制造业等带动，符合我们的判断。不过，1-5 月医药制造业与专用设备制造业投资增长较 1-4 月有所放缓。⁴

尽管制造业增速有所回升，但是与 1 季度的 4.6% 和 2018 整年的 9.5% 相比，当前制造业投资增长仍处于低位。结合今年民间投资增长连续回落，以及工业增加值增长放缓，我们认为当前反弹可持续性偏弱。另外，当前政策层对制造业投资的政策刺激主要体现在增量、而非总量上，影响有限。具体而言，产业升级政策，推进“创新创业”，主要体现在新兴制造业、信息技术制造业和服务业上。不过上述行业的固定资产投资占整体规模比重不高，以 2018 年为例，计算机电子设备制造业的固定资产投资占整体制造业的 7.1%，占总规模的 1.5%，信息传输、软件和信息技术服务业仅占总规模的 0.7%。因此其体量有限，规模增长仍需时间与空间，现阶段较难对现状力挽狂澜。

图：当前制造业投资增速仍由高技术制造业所带动



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

1.2.2、基建投资增速小幅回落，是去年 3 季度后首次增长放缓

5 月，基建投资增长终止了连续 8 个月的回升走势，首次出现放缓。据测算，当月新增基建投资完成额 1.32 万亿元，环比增长 5%，较 4 月新增量多增 378 亿元，低于今年平均单月的环比增量。当月同比增速较前月下降 1.4 个百分点至 2.95%，较去年同期上行 0.7 个百分点。由此推动，1-5 月基建投资完成额同比增长 4%，较 1-4 月增速下降 0.4 个百分点，仍不到去年同期增速的 1/2（2018 年 5 月累计增速 9.4%）。

支持基建投资的地方专项债发行，其速度延续 4 月的下滑趋势，新增规模持续环比下降（见后文）。地方政府融资条件持续偏严，导致部分债务实际风险水平较高的地方政府进一步举债能力受限。此外，在中央与地方财政减税降费的带动下，财政收入增长明显放缓，两者结合导致财政对基建支持的力度确实减弱，且中央与地方资金支持力度不统一，衔接上存在缺口落差。5 月中央与地方财政收入增长分别较前

⁴ 1-5 月医药制造、化学制品、计算机电子设备制造、专用设备业投资增速分别是 8.1%、7.4%、6.2%、6.2%，分别较 1-4 月累计增速下行 2.3、上行 1.9、下行 0.5、下行 2 个百分点，较去年同期上行 14.5、上行 7.9、下降 8.4、下降 4.1 个百分点。

月下降 0.6 和 9 个百分点至 0.9%与-4.9%，与去年同期比分别下行 7.9 和 15.5 个百分点。

不过，在基建投资增速下滑、而经济出现新的不确定性的情况下，6 月以后，政策出现进一步加码。6 月 10 日，财政部等六部门出台《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，⁵明确进一步完善专项债券管理及配套措施上，从项目推介、发行定价、信用评级、期限比例以及债券发行使用进度等多方面入手。此外还允许专项债券、统筹预算收入等作为符合条件的重大项目资本金，⁶我们认为，这将在一定程度上加快基建项目开启的进度，对后续基建投资增速回升形成支撑。

预计后续基建投资总体仍将保持相对平稳增长。

1.2.3、房地产投资增长小幅回落，但整体仍处高位

5 月房地产开发投资小幅回落。当月新增房地产开发完成额 1.18 万亿元，环比增长 13.9%，同比增速较前月下降 2.5 个百分点、至 9.5%，较去年同期下行 0.3 个百分点。由此推动，1-5 月累计增速较 1-4 月下行 0.7 个百分点至 11.2%，但较去年同期高 1 个百分点。

融资端，在政策层有意收紧房企融资条件的趋势下，5 月到位资金的同比增速明显下滑。新增资金 1.42 万亿元，环比增长 5.2%，同比增长较前月下降 15.4 个百分点至 3%，较去年同期下降 14.4 个百分点。具体看，拖累主要来自于占比规模较大⁷的居民按揭贷款/预付款和自筹资金，两者当月同比增速仅为 2.2%和 0.2%，分别较前月下降 21.8 和 12.8 个百分点，较去年同期分别下降 20.7 和 20.6 个百分点。不过，银行贷款资金到位速度进一步加快，5 月同比增速较前月上行 7.2 个百分点至 15.6%，较去年同期上行 25 个百分点。由此推动，1-5 月房企开发资金增速较 1-4 月下降 1.3 个百分点至 7.6%，但与去年同期比仍高出 2.5 个百分点。

今年以来，在经济托底、房地产因城施策政策的推动下，房企融资条件较 2018 年出现大幅度改善。然而这在前几个月导致房地产市场较经济提前回暖和局部过热的局面。事实上，这也是中国政策调控的难题。经济一托底，房地产市场抢先热。因此，要保持房地产市场的相对平稳发展，又不使经济失速下滑，政策调控总是要在放松与收紧两端摆动，并导致经济本身调整过程的不稳定性。5 月以来，政府进一步收缩房地产融资。23 号文⁸意在收紧房企的前端融资（土地出让金）。6 月初，市场观察得部分房企公开市场融资存在监管受限，包括债券及 ABS 产品等。6 月中旬监管层在陆家嘴论坛上释放房地产市场存在重大风险的警示。这些信号显示，房地产融资条件正在收紧。不过，在当前经济下行压力增加的背景下，如果这些政策调整导致房地产市场出现大幅度回调，预计房地产再次放松也在所难免。

开发端，业务重点由前端拿地转向后期施工的现状不变。5 月土地购置费当月同比增速较 4 月下降 3 个百分点至 21.46%，延续前 4 个月的下行趋势，较去年同期下降超过 1/2。⁹相对应地是，土地购置面积持续同比负增长。**然而部分房企在今年 3-4 月“小阳春”的环境驱动下，积极拿地，在二三线城市再创“地王”，¹⁰导致监管层严**

⁵ http://www.gov.cn/zhengce/2019-06/10/content_5398949.htm

⁶ 值得注意的是，该《通知》也明确不得将专项债券作为政府投资基金、产业投资基金等各类股权基金的资金来源，不得通过设立壳公司、多级子公司等中间环节注资，避免层层嵌套、层层放大杠杆。

⁷ 当月到位资金依旧主要集中在居民按揭贷款和预付款，其次是自筹资金，以及银行贷款，三者分别占总资金的 55%、32.3%和 12.7%，与过往资金来源情况相一致。

⁸ 银保监会 5 月 17 日发布的《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》。

⁹ 由此推动下，1-5 月土地购置费累计增长 27.2%，较上月下滑 2.5 个百分点，较去年同期下降 42 个百分点。

¹⁰ 例如 4 月 24 日，苏州一场土拍最终揽金 134 亿元，涉及住宅的五块地中，有 4 宗地块的溢价率超过 30%，诞生了

厉警示。

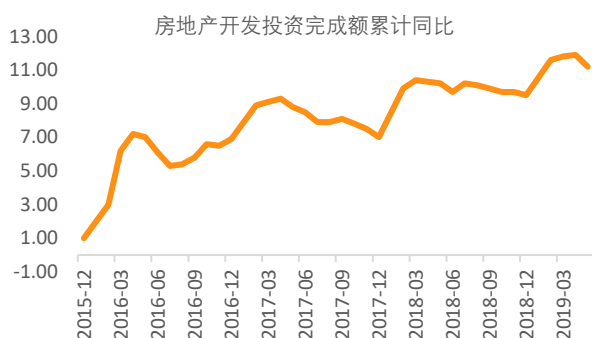
事实上，从 40 大中城市¹¹土地购置费用增长变化看，**房企在核心城市拿地的行为在 2018 上半年基本上见顶回落。相对应地，由于“拿地-施工”存在 6-9 个月滞后期，房企对建筑安装的投入或在今年 2-3 季度内逐步呈现下行。**

以 5 月施工情况为例，房企在建筑安装工程上的投入不变。5 月房屋施工面积累计增长 8.8%，与前值一致，仍是 2015 年以来的最高位。然而施工的前后两端，即新开工面积与竣工面积累计增长速度出现放缓，1-5 月累计增速分别是 10.5% 与 -12.4%，分别较 1-4 月下降 11.5 和 14.4 个百分点，较去年同期下降 16.5 和 15.3 个百分点。若土地购置与施工建设的投资增长均出现放缓，共同作用下，当前的房地产开发投资或面临着增速进一步下降的趋势。

销售端，在经历了 3-4 月的“小阳春”后，房地产销售市场再度回落。5 月销售额仅同比增长 0.61%，较前月增速下行 13.3 个百分点。1-5 月商品房销售额同比增长 6.1%，较 1-4 月增速下降 2 个百分点，较去年同期下降 5.7 个百分点，结束了今年以来销售增长连续上行的局面。相对应地，销售面积持续负增长，且 5 月降幅有所扩大。价格方面，70 大中城市商品住宅销售价显示，¹²一线城市价格涨幅持续低于二三线城市，且 5 月一线城市住宅价格环比增幅较 4 月下行相对明显。新建商品住宅价格增长持续高于二手住宅。

总体看，尽管当前房地产投资出现小幅下滑，但短期在房企加快施工的推动下，房地产投资总体仍处于高增长阶段。再往前，随房企开发意愿的下降，居民购房意愿的下行（刚需与投机），房地产投资增速将呈下滑趋势。

图：房地产投资增长小幅回落，但仍处高位



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

图：房地产开发资金当月增速出现明显下滑

	2018-10	2018-11	2018-12	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05
整体	7.1%	6.6%	-4.1%	2.1%	13.1%	18.4%	3.0%
国内贷款	-6.1%	12.4%	-15.3%	-0.5%	10.3%	8.4%	15.6%
自筹资金	6.1%	4.0%	6.9%	-1.5%	11.3%	13.0%	0.2%
定金及预收款	16.4%	10.1%	-0.2%	5.6%	18.8%	28.2%	0.2%
个人按揭贷款	2.1%	-0.7%	-0.4%	6.5%	14.3%	20.0%	5.6%
各项应付款	19.8%	20.1%	-2.6%	16.9%	-1.8%	45.1%	13.1%

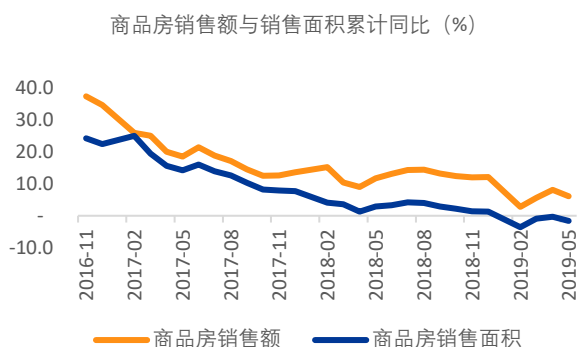
资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

两个“地王”；4月29日，苏州工业园区湖东板块再拍出一幅单价“地王”。

¹¹ 40 大中城市指以下城市：一线城市:北京、上海、广州、深圳。二线城市:天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄，共 23 个。三线城市:无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐，共 13 个。

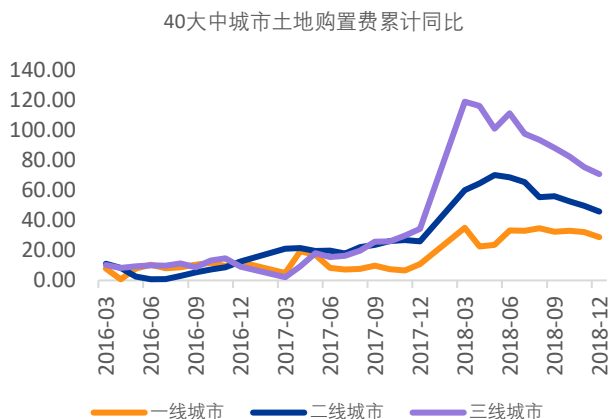
¹² http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201906/t20190618_1670960.html

图：房地产销售再现回落



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

图：房企投资土地的行为在 2018 上半年见顶回落



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

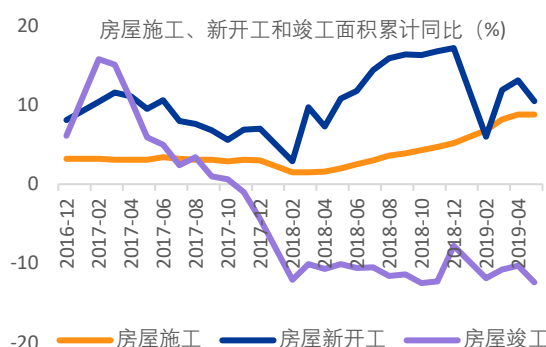
1.3、假期错位拉动消费增速反弹，但可持续性弱

受今年“五一”假期多增、假日后置等影响，5月消费零售增长出现反弹，符合预期。当月社会消费品零售同比较前月上行 1.4 个百分点至 8.6%，较去年同期上行 0.1 个百分点（若剔除通胀因素，当月实际同比增长 6.4%，较前月上行 1.3 个百分点，较去年同期下降 0.4%）。

具体细项看：1) 增速反弹主要依靠居民在化妆品、体育娱乐用品、服装类、通讯器材类和金银珠宝类等商品上的消费，与“五一”假期密切相关；2) 由于“国六标准”¹³将在 7 月 1 日执行，多数汽车经销商选择在“五一”以更大力度降价促销以消化“国五”库存，导致 5 月汽车消费明显反弹，同比增速较前月上行 4.2 个百分点至 2.1%，较去年同期增长 3.1 个百分点，是去年 5 月后增速首次由负转正；3) 除了建筑及装潢材料类消费之外，家具、家电消费等地产类消费回升；4) 在价格上行的带动下，¹⁴ 必需品消费，例如食品与饮料类消费维持高增长，当月同比增速分别较前月增长 3 和 2.1 个百分点至 12.7% 和 11.4%。

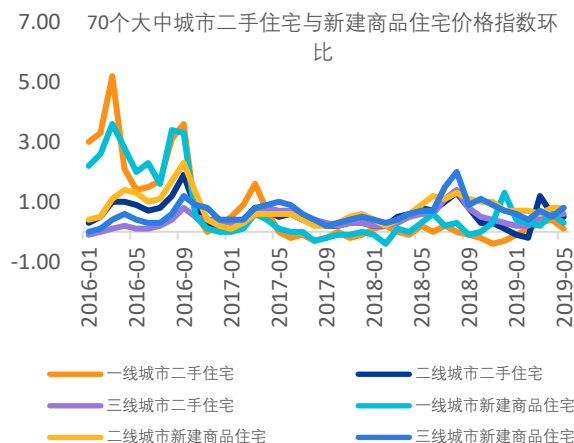
不过剔除单月扰动，从累计值看，1-5 月社会消费品零售同比增速仅较 1-4 月上行

图：房企在建筑安装工程上的投入不变



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

图：一线城市住宅价格涨幅持续低于二三线城市



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

¹³ 《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》。

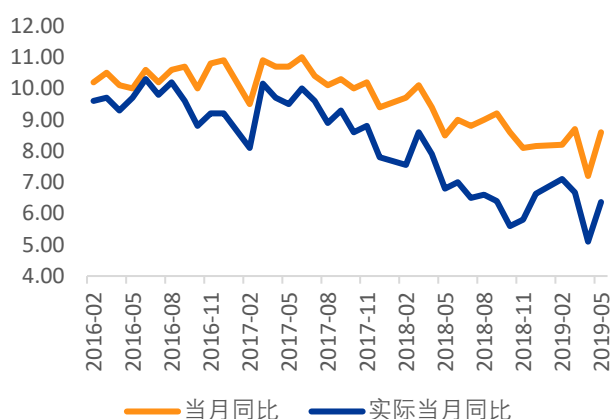
¹⁴ 5 月食品类 CPI 当月同比增长 5.8%，为 2016 年以来历史新高。

0.1个百分点至8.1%，仍低于1季度的8.3%与2018整年的9%。就目前来看，消费增长的内生动能持续偏弱，放缓趋势难以改变。如前期所指，当前消费是全面性、而非结构性的回落。

为应对消费低迷，政策层持续出台“稳消费”举措。汽车消费的升级优化成为推动重点。5月底，广东省出台《广东省完善促进消费体制机制实施方案》，提出了放宽竞拍指标、停止出台限购规定、省内用车排放限值在一定过渡期可执行国五标准等措施。6月初，发改委、生态环境部、商务部三部委出台《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)》的文件，对汽车等产品的更新消费作出部署。

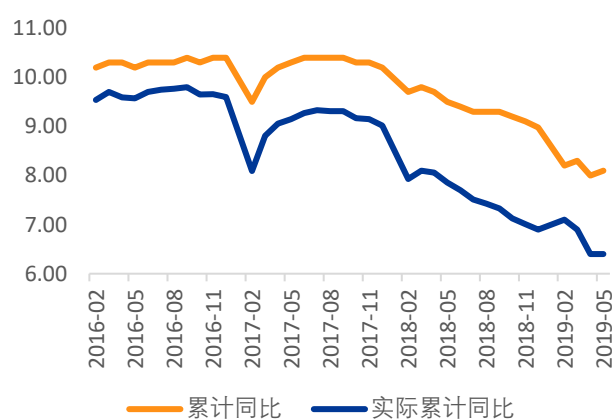
我们认为，总体而言，刺激消费的减税政策虽然对消费的大幅下滑有一定支撑，但是力度薄弱。随着经济下行压力进一步加剧，就业压力随之进一步突显，居民消费难以扭转下行趋势。

图：5月消费增长出现反弹



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

图：1-5月消费增长显示，放缓趋势不变



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

1.4、贸易抢跑带动出口上行，进口增速重返下行

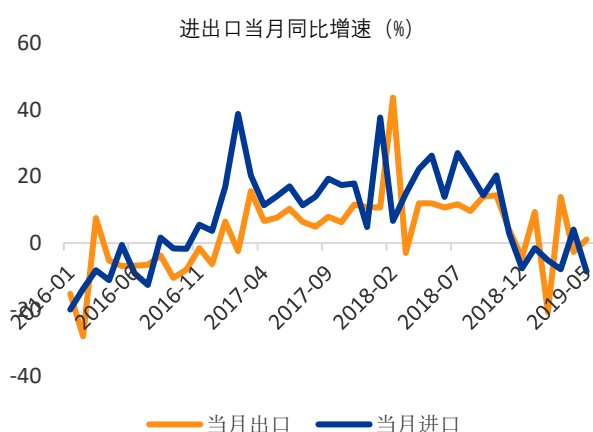
5月，出口贸易增长由负转正，进口贸易增长则受多方因素影响，重返下行趋势。其中，当月出口增速较前月上行3.8个百分点至1.1%，较去年同期下降10.8个百分点；当月进口同比下降8.5%，较前月增速下降12.5个百分点，较去年同期下降34.7个百分点。从累计值看，1-5月出口增速较1-4月上行0.2个百分点至0.4%，进口累计降速较前月扩大1.3个百分点至-3.7%。从PMI预期看，受中美贸易对峙加剧影响，新出口订单与进口指数均出现同步下滑，显示未来进出口可能进一步下行。

我们认为，出口端，尽管5月数据有所改善，但结合宏观环境，总体仍是下行趋势。不过，5月，对美出口明显改善。虽然对美出口同比仍处于下降区间、达4.2%，但降幅较前月收窄8.9个百分点。从产品看，在美国加征关税产品中，占比高的机电产品出口增幅回升明显。有人将此解读为贸易抢跑，也有人认为之前对贸易谈判进展顺利的预期导致了出口的回升。但是随着贸易谈判形势扭转，未来的不确定性再次增加。我们认为，中美贸易若在6月底难以看到下一步方向，年底订单将难以落实，预计全年贸易将遭受重大损失。

从进口端看，5月进口增速回归到1季度的下行趋势，若剔除高基数15与货币贬值的统计影响，其本质上仍反映着当前内需偏弱的形势。如上文分析，工业生产持续偏弱，居民消费下行趋势不变，国内经济增长压力未减，预计将长期制约进口贸易增长。

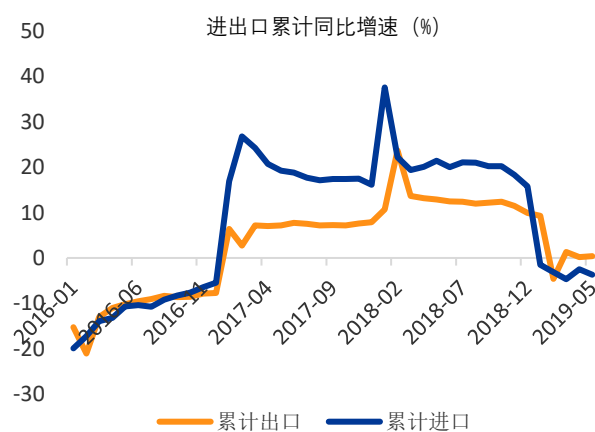
总体看，当前贸易谈判的不确定性严重影响着企业进出口和投资者信心，对中美两国的宏观经济都正在造成重大影响。虽然最新消息显示中美将在6月底重启谈判，¹⁶但即使双方能达成局部协议、结束当前恶化局面，但考虑到科技竞争的长期化，而当前出口商品占比最大的正是机电产品，占整体出口的44%，因此预计进出口贸易下降的趋势将难以扭转。

图：出口上行，进口增速重返下行趋势



资料来源：Wind、海关总署、光大控股

图：累计出口增长有所回升，累计进口增长持续下降



资料来源：Wind、海关总署、光大控股

1.5、资金供应与企业融资

1.5.1、M1 同比增长回升，M2 增速与前月持平

5月，M1 较4月增速上行0.5个百分点至3.4%，仍较去年同期低2.6个百分点；与此同时，M2 同比增长8.5%，与4月持平，较去年同期上行0.2个百分点。

5月，各类存款出现大幅上行，同比增长12%，增速较4月大幅跳升62.3个百分点，较去年同期上行18个百分点。当月增量主要来自于财政存款、机关团体存款、¹⁷企业活期存款和居民存款等，¹⁸其中居民与企业的活期存款同比大幅增长，当月新增量分别是去年同期的1.14与8.43倍。在上期，我们对M1增速有较完整的分析。5月出现阶段反弹与市场流动性和信贷投放增长等因素相关，但难改中长期M1增速保持低位的趋势。

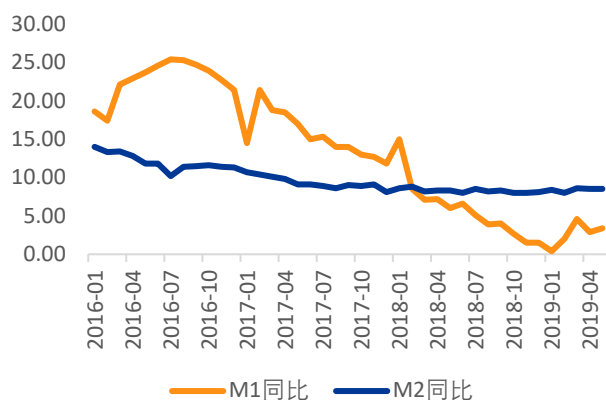
¹⁵ 从绝对值看，今年5月进口规模是1721亿美元，较2018年同期下降159亿美元，但是由于2018年在中美贸易冲突下，单月扰动较大，若从2013-2017年5月进口均值（1466亿美元）看，相对高位。

¹⁶ <http://www.mofcom.gov.cn/xwfbh/20190620.shtml>

¹⁷ 机关团体存款主要来自于诸如学校、医院等事业单位，其属于自营性的，有相当一部分能够创造收入的机构。

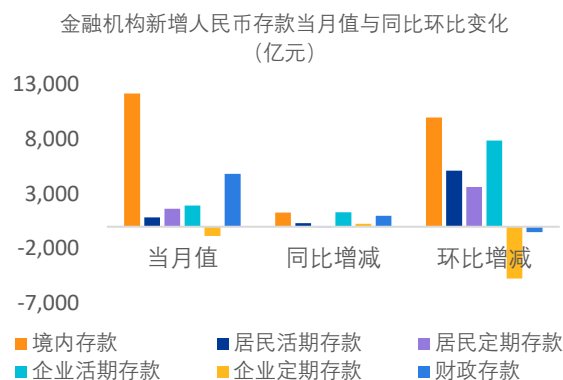
¹⁸ 5月新增存款12.2万亿元，其中居民活期存款占比7.1%，定期存款占比13.5%，企业定期存款占比-6.8%，企业活期存款占比16%，财政存款占比39.8%，机关团体存款占比26.7%，非银金融存款占比3.8%。

图： M1 同比增长回升， M2 增速与前月持平



资料来源：Wind、人民银行、光大控股

图：居民存款、企业活期存款同比增长明显



资料来源：Wind、人民银行、光大控股

1.5.2、社融增量与前月持平，融资环境继续改善

5 月，新增社会融资规模 1.39 万亿元，与 4 月增量基本持平(环比仅多增 98 亿元)，同比多增 4434 亿元，不过受低基数影响，当月同比呈现高增长，较 4 月增速上行 68.6 个百分点至 46.6%，较去年同期上行 74.1 个百分点。从存量看，社融保持稳中低速回升趋势。存量同比增长 10.5%，较 4 月上行 0.19 个百分点，较去年同期低 1 个百分点。

从社融结构看，银行表内信贷环比高增长，非标融资（信托贷款、委托贷款与新增未贴现银行承兑汇票）边际性持续改善，有效地对冲了债券融资的季节性下滑，以及专项债发行的进一步放缓。

首先，社融口径下，银行表内信贷增量 1.18 万亿元，占总社融增量的 85%，环比增长 35%，多增 3123 亿元；同比增长 4%，多增 459 亿元。从信贷结构看，¹⁹5 月信贷投放侧重于居民短期贷款与企业短期贷款。这呼应了在假期错位带动下，消费增长暂时反弹，以及企业生产积极性不高，侧重于消化库存的现状。5 月新增居民短期贷款 1954 亿元，同比少增 271 亿元，环比多增 862 亿元；5 月新增企业短期贷款 1781 亿元，同比多增 2184 亿元，环比多增 3532 亿元。而企业短期贷款的激增，通过派生存款进一步推动企业活期存款的增长。相反，随着制造业投资增长下滑等因素，企业长期贷款的意愿进一步下降，当月新增 2652 亿元，同比少增 1216 亿元，环比少增 173 亿元。此外，随着银行信贷渠道的逐步疏通与非标融资的边际改善，企业通过表内票据融资来盘活流动性情况进一步减少，当月票据融资仅新增 132 亿元，同比少增 315 亿元，环比少增 742 亿元。

其次，非标贷款对社融拖累进一步减弱。整体而言，5 月非标融资增量持续为负（-1453 亿元），但环比减少 28 亿元，同比回升 2762 亿元，处于持续改善中。不过受房地产融资紧缩影响，信托贷款当月新增量由正转负（-52 亿元），同比多增 852 亿元，环比少增-180 亿元。随着后续监管层对 23 号文严格执行，以及金融市场对房地产融资的全面性收紧等，预计信托贷款将进一步拖累整体非标融资的修复。

第三、不同于历年 5 月债券融资负增长的情况，今年 5 月新增债券融资 476 亿元，

¹⁹ 主要透过金融机构信贷收支变化对银行贷款变化做进一步的剖析。需要留意的是此次社会融资规模的新增人民币贷款是不同口径，

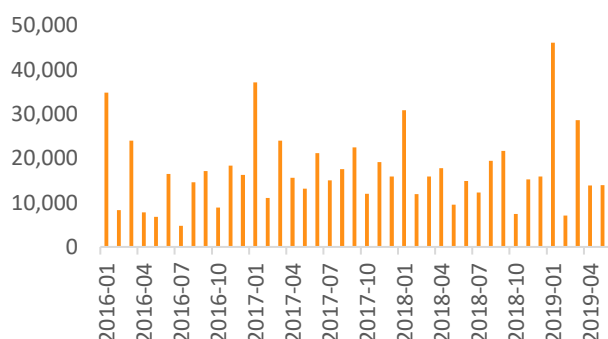
<http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/defaultCurSite/resource/cms/2019/06/2019061416093860220.htm>

同比多增 858 亿元。同比高增主要与当前房企频繁举债密切相关。尽管监管层有意放缓房企发债融资速度，但是其监管手段主要是流量控制而非全面暂停，且主要聚焦信托等表外违规融资。

第四，延续 4 月的下降趋势，专项债发行持续放缓。5 月专项债发行 1251 亿元，同比小幅多增 239 亿，环比少增 427 亿元，发行节奏与 1 季度比较明显放缓。一方面，今年 1-5 月发债规模已占 2019 年新增地方政府债务限额(3.08 万亿元)的 47.4%，发行进度接近一半，相应地各地政府在举债进度上或有所调整。另一方面，各地政府的专项债发行资质并非一致，部分地域经济情况较差，政府债务率较高，存在行政干预和窗口指导的定价，导致银行投资者的申购意愿下行。并且当前的专项债主要投资群体是银行，在信贷渠道逐步顺畅的过程中，银行购债意愿减弱，这也是为什么政策层提出“丰富地方政府债券投资群体”，²⁰甚至鼓励个人与境外投资者投资专项债。

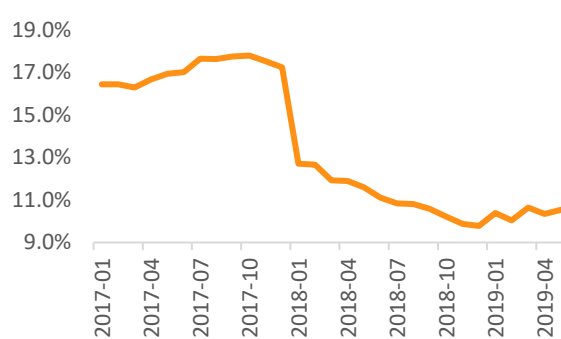
往后看，我们预计社融将大致保持当前低位增长、微幅震荡的趋势。当前银行信贷虽然平稳增长，但是按照银行信贷投放的惯性，后续力度将逐步减弱，并且信贷偏重居民与企业部门短期资金需求，中长期贷款占比显著下降。这意味着经济增长前景黯淡、企业贷款意愿低迷。此外，虽然信贷总量保持增长，但内部分化严重。在经济下行期，叠加政策因素，信用分层不断加剧。一些需要贷款但不具有资质的企业或者成本飙升或者根本得不到贷款。信贷的冰火两重天增加了信用市场的脆弱性。我们关注由此引发的信用风险。

图：5 月新增社融规模与前月持平



资料来源：Wind、人民银行、光大控股

图：社融增速稳中有升



资料来源：Wind、人民银行、光大控股

²⁰ 《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》：“鼓励和引导商业银行、保险公司、基金公司、社会保险基金等机构投资者和个人投资者参与投资地方政府债券。合理确定地方政府债券柜台发售的定价机制，增强对个人投资者的吸引力。”，“指导金融机构积极参与地方政府债券发行认购，鼓励资管产品等非法人投资者增加地方政府债券投资”，“推出地方政府债券交易型开放式指数基金，通过“债券通”等机制吸引更多境外投资者投资。推动登记结算机构等债券市场基础设施互联互通”。

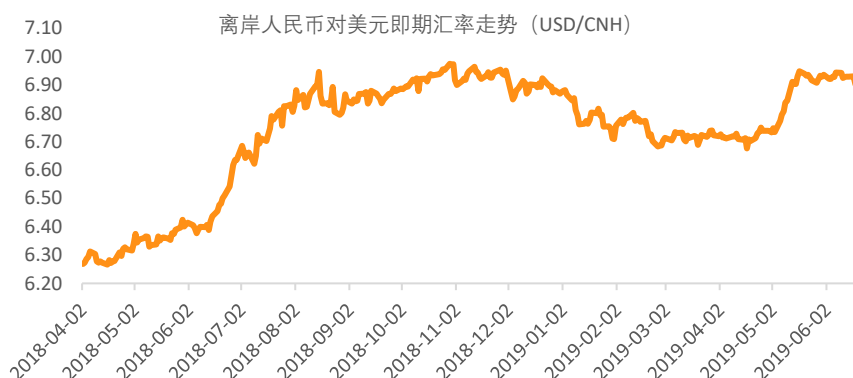
人民币汇率与跨境资金

2.1、中美贸易冲突突显转机，人民币汇率低位冲高

受中美贸易冲突进一步恶化影响，市场投资者避险情绪回升，5月人民币兑美元平均汇率大幅贬值，由前月的6.71上行至6.85。期间汇率一度击穿6.95，直奔“破7”底线。进入6月，人民币汇率依旧在6.9-6.95的区间徘徊，直至6月18日中美双方国家领导人进行电话沟通，双方经贸团队会继续谈判的消息确认后，汇率才止跌回升，低位冲高。截止至6月21日，人民币兑美元汇率为6.83。接下来，随着联储降息信号明确，人民币贬值压力得到缓解。

受5月美元指数小幅上行，以及美国国债收益率下行，推动债券估值提升影响，外汇储备增量延续1季度走势，重新回升。外汇储备存量为3.1万亿美元，环比增长60.5亿美元，但若剔除汇率波动影响，则环比持续下降（560亿美元）。

图：中美贸易冲突升级导致汇率突现贬值



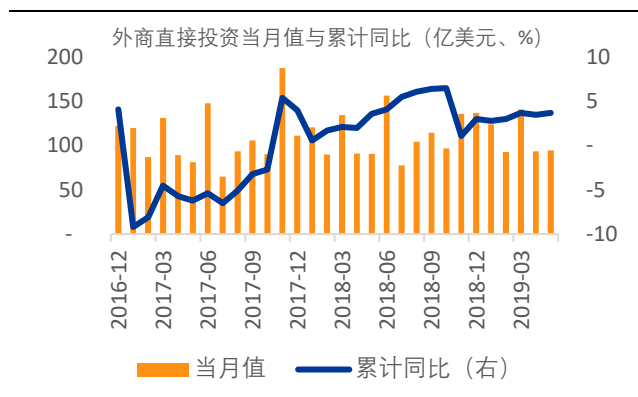
资料来源：Wind、ICAP、光大控股

2.2、境外资金平稳流入，对外投资稳步增长

5月新增外商直接投资94.7亿美元，环比基本持平，同比增长4.6%，增速较前月上行1.8个百分点，较去年同期下降7.1个百分点。由此推动，1-5月FDI累计流入546亿美元，同比增速较1-4月略上行0.2个百分点至3.7%，较去年同期上行0.1个百分点。

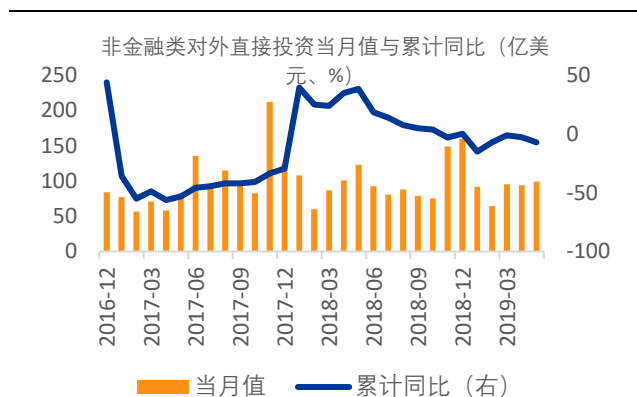
5月非金融类对外直接投资当月值99亿美元，较前月多增5亿美元，不过受高基数影响，同比持续负增长，且降幅较前月扩大13个百分点至-19.6%，较去年同期下降70个百分点。由此推动，1-5月ODI累计流出445.4亿美元，同比下降7%，降幅较1-4月扩大4.4个百分点，较去年同期下降45个百分点。

图：FDI 环比基本持平



资料来源：Wind、商务部、光大控股

图：对外投资逐步恢复



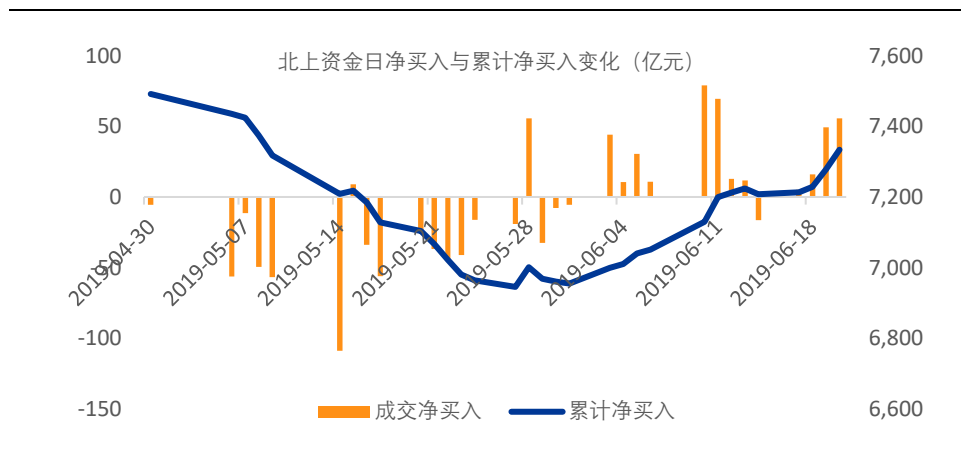
资料来源：Wind、商务部、光大控股

2.3、5 月股市外资大幅净流出，6 月再次北上收复失地

从陆港通情况看，截止至 5 月底，北上资金累计净流入 6955 亿元，占整体 A 股总市值的 1.33%，其中在 5 月实现累计净流出 536.7 亿元，17 个交易日中仅有 2 日是资金净流入的状态。不过 6 月后，北上资金改变交易策略，持续净流入。截止至 6 月 21 日，已实现累计净流入 452 亿元。同比是 6 月 18 日中美贸易谈判再现转机后，北上资金净流入持续高涨，其规模维持在日均 60 亿元左右。

整体看，5 月北上资金净流出主要是避险情绪提升的反映。短期内，中美关系变动仍是外资配置 A 股的首要考虑因素。长期内，中国股市能否持久吸引外资驻留，仍取决于国内经济增长的变化。若经济下行风险进一步突显，即使 MSCI 再次提升 A 股比例，亦难吸引投资者入市。

图：5 月北上资金实现净流出 536.7 亿元



资料来源：Wind、港交所、光大控股

股权投资行业分析²¹

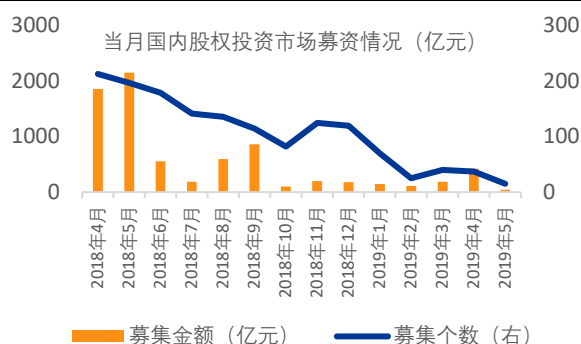
3.1、5月新增募资规模创今年最低位

5月，股权投资机构仅完成15支基金的资金募集，合计金额约42.94亿元，再创今年最低位，环比下降377.9亿元，同比下降2100.9亿元。1-5月募资完成额累计903.5亿元，较去年同期下降89.6%，“融资难”的局面进一步发酵。具体看，5月完成募资的基金存在以下特点：

1. **单个基金规模持续偏小。**单个基金规模最大的是由新疆交建(002941.SZ)等多家山东基建公司设立的济南莱泰投资基金，其主要用于向齐鲁交通或齐鲁交通下属参控股单位进行股权或债权投资，属于政策性基金。单个基金规模最小的是由红豆股份(600400.SH)联合杭州翌沓股权投资管理有限公司等发起的混改基金，主要关注军民融合型企业，投资于中航装甲等高端装备制造、新材料(石墨烯)及环保领域项目。
2. **上市公司、地方政府依旧是LP主力军；GP多数由专业股权投资机构、上市公司的全资投资平台和地方政府投资平台“三分天下”。**例如横店影视文化产业基金是由横店影视(603103.SH)与旗下投资子公司共同发起，由其子公司担任GP，主要关注文化产业、影视产业相关的上下游整合机会。
3. **上市公司联合设立的产业基金主要关注其自身行业的投资机会。**例如，九派博士股权投资基金由博士眼镜(300622.SZ)与九派资本共同发起设立的，其投资方向为眼镜及视光领域等相关产业链上下游优质、成长性企业，关注互联网、新零售等新兴产业方向。
4. **存在跨界投资需求的产业基金主要关注先进制造、大健康、新一代信息技术、人工智能、金融科技、新能源新材料、节能环保等产业链及相关行业。**

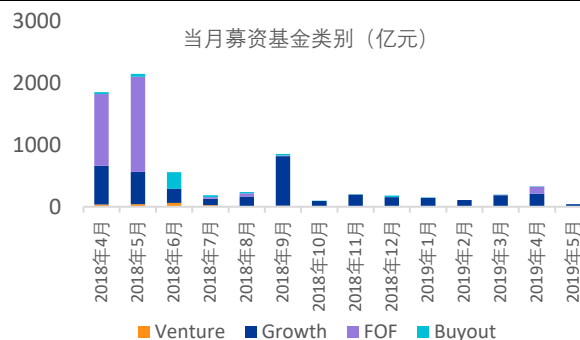
事实上，当前募资端明显的趋势是：**第一，更多的上市公司选择通过私募股权投资的手段聚焦自身行业的兼并整合，关注细分领域的投资布局，以实现自身的新旧动能转换；第二，更多的地方政府选择通过私募股权投资的方式实现地方经济的振兴，与地方优势产业的扶植。**

图：5月单月募资规模创今年低位



资料来源：Wind、光大控股

图：产业基金是5月整体募资的主要类型



资料来源：Wind、光大控股

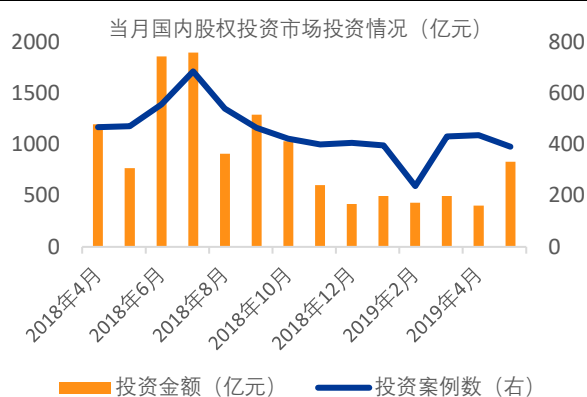
²¹ 数据主要来源于Wind的中国PEVC库，该数据库的数据则来自于：1) 清科、投中、IT桔子等网站；2) 上市公司招股说明书以及并购事件公告；3) PEVC机构官网。随着更新与不断完善，过往历史数据会稍有变动。

3.2、5月投资规模环比回升，侧重信息技术与互联网零售领域

5月国内股权投资市场共完成391项投资，合计完成额830.5亿元，较前月多增429.2亿元，较去年同期多增63.6亿元。由此推动下，**1-5月投资完成额2654亿元，同比下降43%，降幅较4月收缩10.2个百分点。信息技术与互联网零售行业是5月的主要投资方向，占整体投资规模的66%**；其次是医疗保健与金融等，投资规模占比分别是17%与13.4%。

金融行业私募股权投资维持单笔投资额大等特点，同时在细分领域上更侧重金融科技，以及资产证券化等细分领域的方向发展。当且仅有2项投资，分别是：1)自如B轮融资，由泛大西洋资本领投，腾讯、红杉资本、天图资本等跟投，涉及5亿美元规模；2)NEO一家国内的区块链行业投资平台对Liquefy，一家位于香港的O2O安全发行，分销和交易区块链平台的A轮融资。

图：5月投资完成额环比明显回升



资料来源：Wind、光大控股

图：信息技术领域仍是主要投向

	2019年5月	2019年1-5月	2018全年
电信服务	0.0%	0.0%	1.5%
房地产	0.0%	3.7%	3.1%
信息技术	31.6%	46.6%	38.0%
可选消费	34.1%	18.7%	20.1%
公用事业	0.0%	0.2%	0.5%
材料	0.0%	0.0%	1.4%
日常消费	2.6%	2.6%	1.8%
医疗保健	17.0%	16.7%	8.7%
金融	13.4%	5.2%	16.4%
工业	1.1%	6.2%	8.1%
能源	0.2%	0.2%	0.4%

资料来源：Wind、光大控股

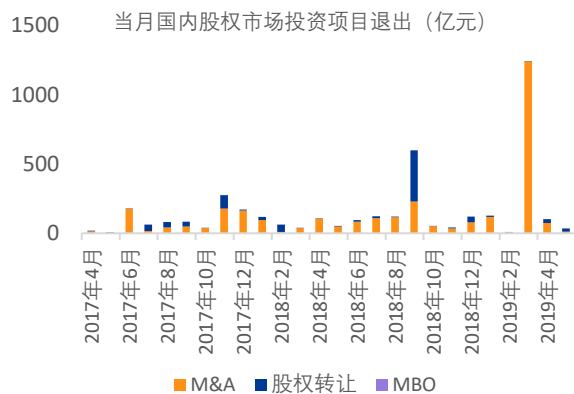
3.3、5月退出规模延续环比下降，机构主要通过股权转让实现退出

5月国内股权投资市场实现退出36亿元，延续环比下降的趋势，较前月少退65.4亿元，较去年同期少退17亿元。1-5月累计实现投资退出1515亿元，是去年同期的3倍，仍保持高位。

从投资退出的模式看，5月有65%的投资通过股权转让实现退出，35%通过并购实现退出。尽管如此，从1-5月投资退出情况看，并购退出仍是今年的主流方式（占比96%）。

从行业看，5月的项目退出主要集中在材料与信息技术领域，两者分别占总退出规模的78%和11.4%，其中宝丰能源(600989.SH)和惠城环保(300779.SZ) IPO是材料业投资退出的主要推力。

图：5月有65%的投资通过股权转让实现退出



资料来源：Wind、光大控股

图：5月退出主要集中在材料业与信息技术领域

	2019年5月	2019年1-5月	2018年
房地产	0.00%	0.01%	0.24%
公用事业	0.00%	0.30%	1.21%
电信服务	0.00%	0.04%	0.39%
信息技术	11.40%	8.25%	37.05%
金融	0.00%	0.26%	14.49%
医疗保健	0.13%	1.54%	9.18%
日常消费	0.00%	0.80%	2.99%
可选消费	0.50%	5.59%	11.71%
工业	10.02%	4.78%	15.84%
材料	77.95%	78.44%	5.76%
能源	0.00%	0.00%	1.13%

资料来源：Wind、光大控股

总结与风险提示

5月数据显示，尽管减税降费逐步落地、社会融资条件持续边际改善，但实体经济增长仍处于进一步下行的过程中。在现有的政策力度下，生产、消费、投资和贸易等数据几乎全面向下，叠加外需不确定性增强，预计2季度经济增长或弱于1季度。

总的来看，当前经济增长仍然处于下行通道。虽然在政策支持下，经济增长出现了些微亮点，但是在不确定性增加的环境下，其可持续性令人担忧，经济下行的压力进一步增加。若贸易条件持续不利，风险加大，预计逆周期政策调节的力度将进一步加大。当前对基建的支持已经增加，信用也进一步宽松。虽然房市的融资条件还在收紧，但是取决于经济增长的变化，即使住房不炒，对房市的调控也有可能再度放松。当前我们关注中美贸易谈判6月底的可能变化，以及信用分层可能导致的局部信用风险，和对系统性风险的影响。

关于作者

张静春

副总监 战略管理部

jingchun.zhang@everbright.com

林之骏

高级主任 战略管理部

paul.lam@everbright.com

关于中国光大控股有限公司

中国光大控股有限公司（「光大控股」，股份代号：165.HK）于 1997 年在香港成立，拥有超过 20 年私募股权投资及资产管理经验，是中国领先的跨境投资及资产管理公司，母公司为中国光大集团。光大控股通过所管理的多个私募基金、创投基金、产业基金、夹层基金、母基金、固定收益和股票基金等，与投资者共同培育了众多具高增长潜力的企业，同时还配合中国企业的发展需求，将海外的技术优势与中国市场相结合，为中国及海外投资者提供了多元化的金融服务。此外，光大控股利用强大的自有资金，培育了中国最大的独立经营性飞机租赁商「中飞租赁」、孵化了人工智能物联网的独角兽公司「光控特斯联」，以及整合国内中高端养老产业，致力打造优质的养老品牌。

截至 2018 年 12 月 31 日，光大控股共管理 62 只基金，已完成募资规模港币 1,435 亿元。

通过所管理的基金和自有资金，光大控股已分别在中国及世界各地投资了包括银联商务、金风科技、中节能风电、华灿光电、华大基因、贝达药业、美中宜和、先健科技、分众传媒、爱奇艺、商汤科技、蔚来汽车、阿尔巴尼亚首都机场、挪威 Boreal 公交公司、美国 BPG 集团、美国 Wish 电商平台、Xjet 3D 打印、Satixfy 等在内的超过 300 家企业，投资产业覆盖房地产、飞机租赁、医疗健康、养老产业、新能源、基础设施、高端制造业、高新技术、文化消费等，其中有超过 150 家企业已通过在中国及海外市场上市或并购转让等方式退出。

光大控股是光大证券（股份代号：601788.SH、6178.HK）的第二大股东和光大银行（股份代号：601818.SH、6818.HK）的策略性股东、光大嘉宝股份有限公司（股份代号：600622.SH）的第一大股东、在香港上市的中国飞机租赁集团控股有限公司（股份代号：1848.HK）的第一大股东和光控精技有限公司（股份代号：3302.HK）的控股股东之一，以及在新加坡上市的英利国际置业股份有限公司（股份代号：5DM.SGX）的第二大股东。光大控股及下属公司目前在香港、北京、上海、深圳、天津、新加坡、都柏林等地设有办公室。

2014 年 4 月及 2016 年 12 月「沪港通」和「深港通」启动后，光大控股成为可供交易的首批港股通股票之一。

光大控股秉持「专注致远 顺势有为」的信念，立足香港这一中西交融之地，专注于跨境资产管理，通过国际化的平台、专精的投资团队，顺势有为，以多视角洞察全球市场变化带来的投资机遇，灵活应变，致力成为中国跨境投资及资产管理行业的先行者。

如欲了解更多光大控股的信息，请浏览 www.everbright.com。

免责声明

本报告由中国光大控股有限公司（「本公司」）撰写，本报告并非针对或意图派发给或为任何就派发、发布、可得到或使用本报告而使本公司及其附属及联营公司（合称「本集团」）违反当地注册或牌照规定的法律或规例或可致使本集团受制于当地注册或牌照规定的法律或规则的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。

本报告所载的内容及观点只提供给收件人作参考之用，不构成任何投资建议，不存在邀约或招揽购买或出售任何证券的企图，也不构成在会受到法律或法例限制或禁止的任何司法权区购买或出售证券的邀约或招揽。

本报告并未考虑到任何人士的目标、财务状况或需要。本报告的内容不应被视为法律、税务、投资或其他意见，如需要，阁下应寻求相关专业顾问的意见。本报告所载信息并不足够对任何投资计划作出全面评估，阁下不应依赖本报告所载信息。潜在投资者在做出与本报告内提及之投资计划有关的投资决策时，应完全以适当的尽职调查作为决策准则。本报告内提述的相关投资等可涉及投资风险。本报告内的例子仅供参考，概不保证任何特定投资目标将会达成或任何期望达致该等目标的投资策略将会成功。

本报告内提述的能力仅适用于有经济能力及愿意承受投资策略所带来风险的人士。未来表现无法预知。本报告可能载有的意见、预测及其他前瞻性陈述均受不同风险及不确定因素影响，实际事件或结果可能与该等前瞻性陈述所载者截然不同。本报告显示的实际或模拟过往表现不应被视作日后表现的指标。

本公司不会就本报告所载的资料、意见及结论之准确性或完整性，明示或默示作出任何陈述或保证。于撰写本报告时，本公司依赖外部资料来源的准确性及全面性，并无独立验证此等资料。本集团可发出其它与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表本集团的立场。在法律容许的最大程度下，本集团、其等董事、雇员或代理不对任何因使用本报告、其内容或其他因本报告而引致或所涉及的任何损失负责。

在提供本报告内提及的金融服务时，本集团、其等董事、雇员及人员可能扮演不同及有潜在冲突的角色。本集团可能不时出任产品的受托人、管理人、过户处、保管机构、投资经理、投资顾问、代表或其他与产品有关的相关人员，而该等产品的投资目标可能会与本报告内提及的产品投资目标相同。鉴于该等角色存在冲突，本集团的利益可能不时与投资者的利益不一致，本集团可能亦会因出任该等角色而获得报酬。本集团有利益冲突政策，以有效管理利益冲突。

本报告中提述的个别公司并非本集团的投资建议。本集团现时管理的投资组合可能已包括或未包括该等公司，本报告提述该等公司只用于说明目的。

版权说明

中国光大控股有限公司版权所有。未经许可，不得做任何形式的转载和出版。



官网



微信

版权所有© 中国光大控股有限公司