



Research and
Development Center

需要多增五万亿 ——2023 年信贷社融推演

2023 年 1 月 26 日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话：+86 13682411569
邮箱：zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

需要多增五万亿——2023 年信贷社融推演

2023 年 1 月 26 日

- **2023 年经济向上的基础：新增社融或多增五万亿。**回望 2008 年，当前经济运行所面临的一些突出矛盾似曾相识。包括国内外多重压力，经济增长迫切需要重回合理区间、经济发展处在转型升级的重要关口等。从需求结构上看，2023 年经济复苏中地产和消费的修复阻力明显高于 2008 年，凸显了新一轮经济支持计划的必要性。基于“社融增速=名义 GDP 增速+宏观杠杆率增速”框架，我们预计今年实体部门或将适度加杠杆，社融增速提升，增幅较去年多增五万亿左右。
- **信贷展望：企业部门加杠杆引领信贷增长。**参照海外经验，我国企业部门仍有一定加杠杆空间。在设备更新周期、基建持续发力的驱动下，我们预计今年企业贷款增速有望达到 16%，企业中长贷增速或突破 20%，引领新一轮信贷增长。居民端，随着疫情过峰、政策加码，上半年短期消费贷款与房贷增速有望先后企稳，下半年消费与购房需求有望进一步修复。全年来看，居民贷款增速或小幅回升至 7% 左右。
- **社融展望：增速有望升至 10.8%。**财政政策方面，今年赤字率可能上调到 3% 或以上，以保证支出强度。新增专项债限额可能在 3.7 至 4 万亿元之间，提前批额度可能超过 1.8 万亿元，发债节奏大概率前置。我们预计今年新增政府债融资或较去年少增约 1 万亿，一是去年在 5000 亿结转限额支持下基数较高，二是今年政府债到期压力明显高于以往。其他分项上，直接融资增速有望提升，表外融资或“一升两降”，整体保持平稳。
- **货币政策空间有望打开，人民币资产大有可为。**一季度是货币政策发力的重要窗口，政策面降成本、靠前发力的态度较为明确，信贷开门红需要催化，下调 MLF 利率是合意工具。当前汇率贬值压力明显缓解，MLF 存在操作空间。若央行采取降息，LPR 下行也将水到渠成。数量工具方面，近期央行加大公开市场操作力度，配合去年末降准、各项再贷款工具等，流动性补充渠道充足。在金融条件放松、防疫优化等条件下，A 股有望迎来牛市回归。债市收益率短期或有修复性机会，二季度起大方向或转为上行。
- **风险因素：**防疫政策调整早期感染率上升，国内政策推出不及预期，美欧经济衰退等。

目录

一、2023 年经济向上的基础：新增社融或多增五万亿	5
1.1 以史为鉴：2008 年四万亿计划	5
1.2 2023 年社融多增的逻辑	9
二、信贷展望：企业部门加杠杆引领信贷增长	12
2.1 居民贷款：消费与购房意愿企稳下的需求修复	12
2.2 企业贷款：新一轮设备更新周期驱动下的需求扩张	16
三、社融展望：增速有望升至 10.8%	20
3.1 政府债融资：拉动力退潮	20
3.2 其他分项：直接融资增幅有望提升，表外融资规模保持平稳	25
四、货币政策空间有望打开，人民币资产大有可为	26
4.1 精准有力的货币政策可能采用何种工具组合？	26
4.2 A 股牛市回归值得期待	29
风险因素	30

图目录

图 1：2008 年，中国经济增长的下行压力明显加大	5
图 2：2008 年 9 月国际金融危机恶化，我国进出口贸易增速明显下滑	6
图 3：政策发力前期，房地产市场出现调整，投资增速下滑	6
图 4：2008 年四万亿计划投向构成	7
图 5：2009 年城乡居民收入与居民消费明显修复	7
图 6：2023 年实际 GDP 同比增速预测	8
图 7：当前需求结构呈现冷热不均的特征	9
图 8：社融增速与名义 GDP 增速存在一定偏离	10
图 9：货币深化与宏观杠杆率之间的联系	10
图 10：预计 2023 年宏观杠杆率或进一步升至 285%	11
图 11：结构上企业部门适度加杠杆，政府部门辅助发力	11
图 12：参考海外经验，我国企业部门仍有一定加杠杆空间	12
图 13：2023 年社融增速有望升至 10.8% 左右	12
图 14：居民部门债务主要是贷款	13
图 15：居民贷款的主体是中长期消费贷（房贷）	13
图 16：2019-2022 年新增居民短期经营贷款季节性变化	14
图 17：2019-2022 年新增居民中长期经营贷款季节性变化	14
图 18：2019-2022 年新增居民短期消费贷款季节性变化	15
图 19：2019-2022 年新增居民中长期消费贷款（房贷等）季节性变化	15
图 20：“收入增速-房贷利率”可有效衡量居民的商品房购买力	16
图 21：2023 年居民经营贷有望维持较高增长，消费贷有望逐步企稳修复	16
图 22：利用企业债务相关数据可准确测算企业部门杠杆率	17
图 23：企业债务的主体是银行贷款，其次是企业债	17
图 24：企业贷款中长期贷款占比最高	18
图 25：主要经济体都存在明显的设备更新周期	19
图 26：企业短期信贷需求和库存周期的相关性更高	19
图 27：2023 年新增票据融资或趋于回落	20
图 28：2023 年企业贷款增速有望达到 16%，中长贷增速有望突破 20%	20
图 29：中央政府债务的衡量标准为国债余额，据此可准确测算中央政府杠杆率	21
图 30：基于地方政府债务余额测算的地方政府杠杆率精确度较高	21
图 31：预计 2023 年国债供给压力主要集中在下半年	22
图 32：2023 年下半年，预计国债净融资额将跟随发行节奏逐步走高	22
图 33：新增专项债与新增一般债的发行节奏较为同步	23
图 34：预计 2023 年地方政府债供给压力集中在上半年	24
图 35：2017 年以来，以非政府债形式存在的存量政府债务基本置换完毕	24
图 36：2023 年新增政府债融资月度预测	25
图 37：2023 年直接融资增幅有望提升	25
图 38：预计 2023 年表外融资三项“一升两降”，整体保持平稳	26
图 39：委托贷款、PSL 增长与政策性开发性金融工具有关	26
图 40：央行将继续采取措施推动降低实体融资成本	27
图 41：2023 开年以来美元兑人民币汇率迎来一波快速升值	28
图 42：2023 年 1 月、11 月 MLF 到期量较大	29
图 43：政府债（国债+地方债）供给压力更多集中在上半年	29
图 44：企业部门加杠杆时期，A 股一般表现较好	30

图 45: 债市收益率短期存在下行空间, 二季度起大方向或转为上行30

一、2023 年经济向上的基础：新增社融或多增五万亿

1.1 以史为鉴：2008 年四万亿计划

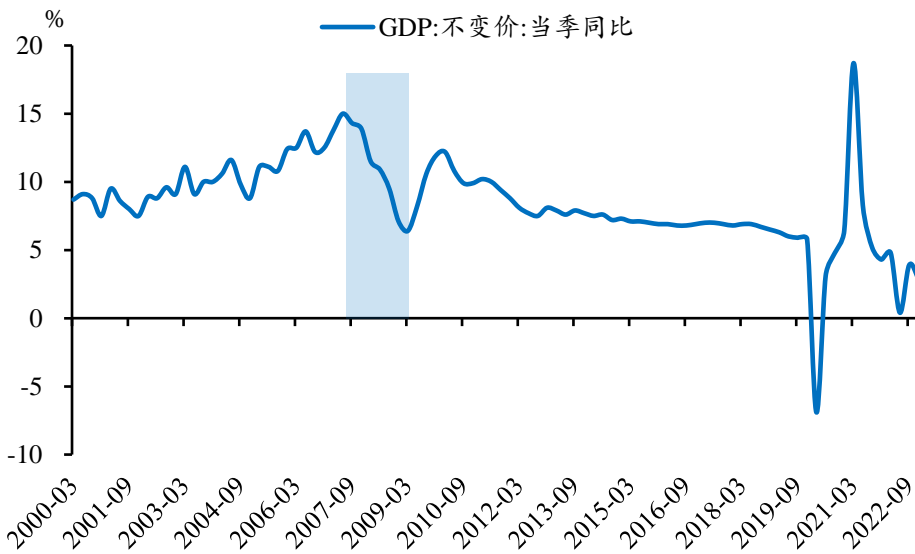
2008 年，国内发生了雨雪冰冻和汶川地震两场特大自然灾害，国际上面临金融危机和全球经济动荡的巨大冲击，中国经济增长下行的压力明显加大。总量上看，2008 年我国经济增长明显放缓，全年实际 GDP 增速自 2003 年以来首次跌破 10%，录得 9.65%，较上年回落超 4 个百分点。2009 年一季度实际 GDP 增速进一步下探至 6.4%，对社会信心和市场预期造成了较大负面影响（图 1）。

从经济分项上看，首先是国外需求急剧萎缩，进出口贸易增速明显下滑。2008 年 9 月国际金融危机恶化，到 11 月份开始对我国的对外贸易产生了实质性影响，进出口贸易均陷入负增长。2009 年 5 月，我国出口金额当月同比一度降至-26.5%（图 2）。彼时中国大力发展外需导向型经济，出口是拉动经济增长的关键力量。政府若放任出口下降，或导致企业倒闭、失业率上升等一系列恶劣后果。

房地产市场也出现调整，市场销售下滑，投资增速回落。在国内外负面因素的影响下，房地产市场需求减弱，从 2008 年初开始销售面积同比降幅逐月加大，全年商品房累计销售面积同比减少 19.7%。同年商业性房地产贷款余额增速降至 10.4%，增速较 2007 年低 20.2 个百分点。房地产开发商资金趋紧，市场供给也开始下降，2009 年 1-2 月，房地产开发投资增速大幅回落至 1%（图 3）。

基于上述背景，2008 年四季度中央出台了进一步扩大内需促进经济增长的十项措施，提出了扩大投资的重点领域和方向。为加快这些重点领域的建设，从 2008 年四季度到 2010 年底，中央政府拟新增投资 1.18 万亿元，加上地方和社会投资总规模共约 4 万亿元。这便是 2008 年 4 万亿经济刺激计划的由来。

图 1：2008 年，中国经济增长的下行压力明显加大



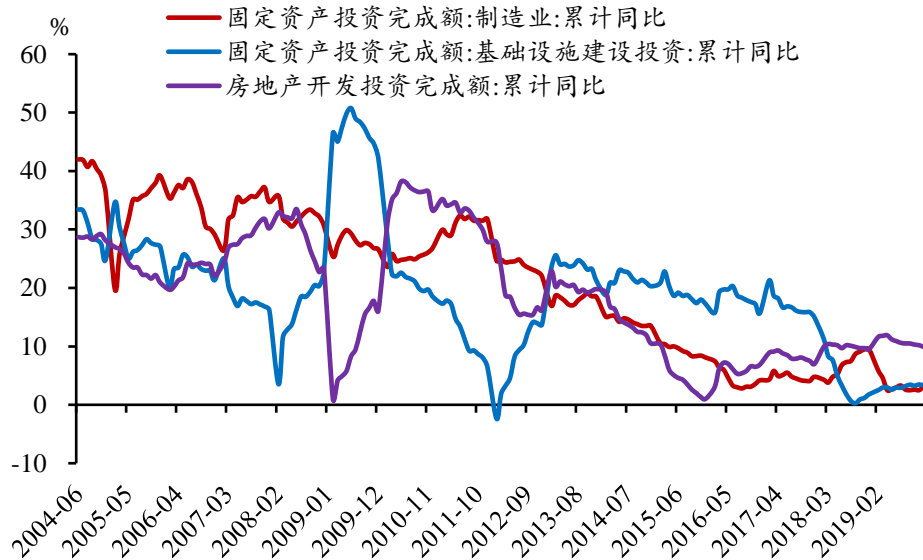
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：2008 年 9 月国际金融危机恶化，我国进出口贸易增速明显下滑



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：政策发力前期，房地产市场出现调整，投资增速下滑



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4 万亿投资计划的资金来源有哪些？ 中央政府投资的 1.18 万亿元，主要来自中央预算内投资、中央政府性基金投资、中央政府其他公共投资和灾后重建基金等。其余部分主要通过地方政府投资、企业投资、银行贷款及其他社会投资(包括民间投资)等方式筹集。为帮助地方政府和企业筹措配套资金和项目资本金，中央政府有关部门还采取了以下措施：1) 中央财政代地方财政增发 2000 亿元国债；2) 发行部分期限较长、利率较低的特种贷款用于特定项目建设；3) 利用地方投融资平台发行部分企业债券。

投向上，中央到地方采取一系列监管措施，明确不搞一般性加工工业、不搞重复建设、防止投向“两高一资”项目，重点投向民生工程、农业、基础设施、社会事业、节能环保、技术进步等领域。根据 2009 年发改委披露的 4 万亿投资构成及投资项目最新进展，投向基建领域的资金占比最高，重大基础设施、农村民生工程和农村基础设施建设领域合计占比 46.8%。此外汶川地震灾后恢复重建也包含部分基建领域，该领域投资达 1 万亿，占比 25% (图 4)。

刺激政策取得了立竿见影的效果。

一是有效遏制了经济下行趋势，2009年二季度起GDP增速转为上升，四季度反弹至11.9%（图1）。

二是固定资产投资快速增长，尤其是作为主要抓手的基建投资增速明显扩张，2009年6月广义基建投资累计增速录得50.8%，创下有数据统计以来最高值。除此之外，2009年全年制造业投资累计增速维持在25%以上，房地产投资累计增速也于2009年末回升至16.1%（图3）。4万亿投资计划的有效实施，积极推进了经济结构调整和发展方式转变，为之后十年经济增长引擎向地产基建切换奠定了重要基础。

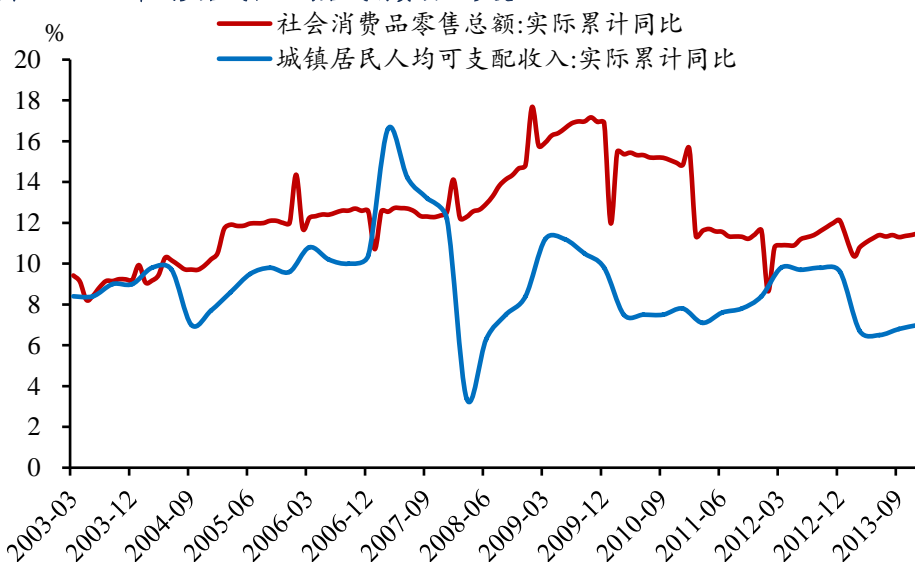
三是城乡居民收入有所增加，2009年城镇居民人均可支配收入实际增长9.8%，增速较上年高1.4个百分点。一系列包括家电下乡、家电汽车以旧换新等刺激消费政策措施的实施，对扩大居民消费产生了积极作用，2009年社零总额实际增长16.9%，增速较上年提高2.1个百分点（图5）。国内需求的稳定增长，有效对冲了出口下滑对于经济增长的拖累。

图 4：2008 年四万亿计划投向构成

扩大内需4万亿元投资投向构成（单位：亿元）		
重点投向	资金测算	资金占比
总计	40,000	100.0%
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	4,000	10.0%
农村水电路气房等民生工程和基础设施	3,700	9.3%
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	15,000	37.5%
医疗卫生、教育文化等社会事业发展	1,500	3.8%
节能减排和生态建设工程	2,100	5.3%
自主创新和产业结构调整	3,700	9.3%
汶川地震灾后恢复重建	10,000	25.0%

资料来源：发改委，信达证券研发中心

图 5：2009 年城乡居民收入与居民消费明显修复



资料来源：Wind，信达证券研发中心

站在 2023 年初，当前经济运行所面临的一些突出矛盾和问题与 2008 年似曾相识，凸显了新一轮经济支持计划

的必要性。

一是经济下行压力突出。2022 年四季度以来，疫情再次散发多发，防疫政策调整后各地相继迎来感染高峰，经济增长再次遭遇挑战。当季实际 GDP 同比增长 2.9%，全年增速录得 3%，与年初 5.5% 的增长目标存在较大差距。日前，十三届全国政协经济委员会副主任刘世锦表示，中国经济的当务之急是使增长回到正常轨道或合理区间，即实际增速要达到潜在增长水平。我们判断 2023 年经济增长目标定为 5% 是大概率有望实现的（详见报告《经济向上，牛市在望——2023 年中国宏观经济展望》），二季和四季度可能是两个增长高峰，GDP 同比增速或将达到 6% 以上，全年增速有望达到 5% 以上（图 6）。

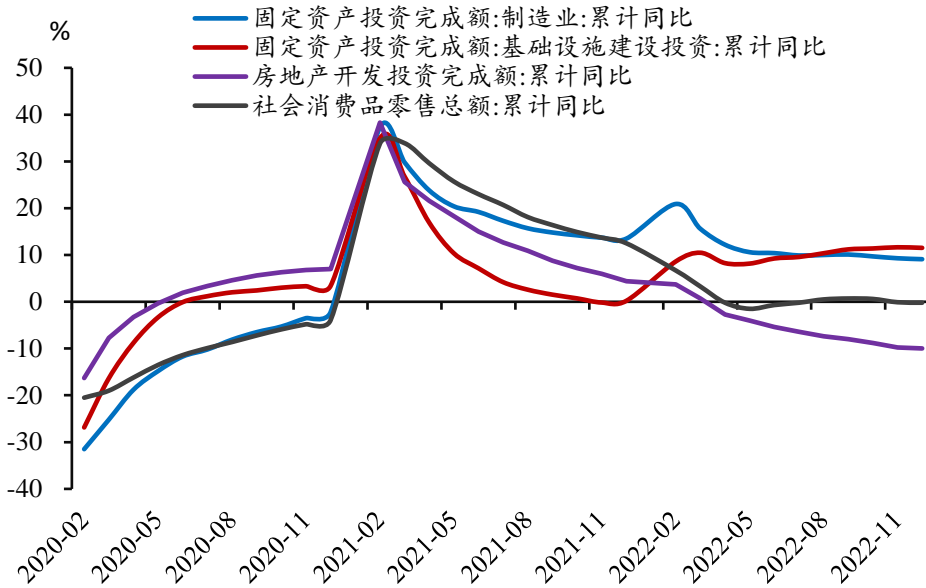
二是从需求结构看，经济呈现出冷热不均的显著特征。一方面，制造业投资和基建投资热，在上年高基数的基础上，2022 年 1-12 月制造业投资累计增长 9.1%。基建投资则在政策强力推动下，1-12 月累计增长 11.5%。另一方面，房地产投资冷，1-12 月累计增长-10%。疫情反反复复下，消费复苏一波三折，1-12 月累计增长-0.2%（图 7）。出口增速受全球经济放缓影响明显下滑，2022 年 12 月出口金额单月同比增速降至-9.9%。以上与 2008 年国内外多重压力下，经济结构所呈现的特征十分相似。不同之处在于，当前这一轮经济复苏，房地产投资和消费的修复压力，要明显大于 2008 年。

三是财政政策和货币政策均给出了积极定调。2008 年，为确保一揽子经济刺激计划落地，政策面实施了积极的财政政策和适度宽松的货币政策。财政政策包括大规模增加政府投资，中央财政代地方财政增发 2000 亿元国债，实行结构性减税和推进税费改革等。货币政策包括降准、降息等，2008 年国际金融危机加剧后，央行在不到半年的时间里降准 4 次、累计下调 4 个百分点，政策利率（彼时为贷款基准利率）下调 5 次、累计下调 2.2 个百分点。2022 年末，中央经济工作会议给出了积极的财政政策要加力提效、稳健的货币政策要精准有力的积极定调。

图 6：2023 年实际 GDP 同比增速预测



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：当前需求结构呈现冷热不均的特征


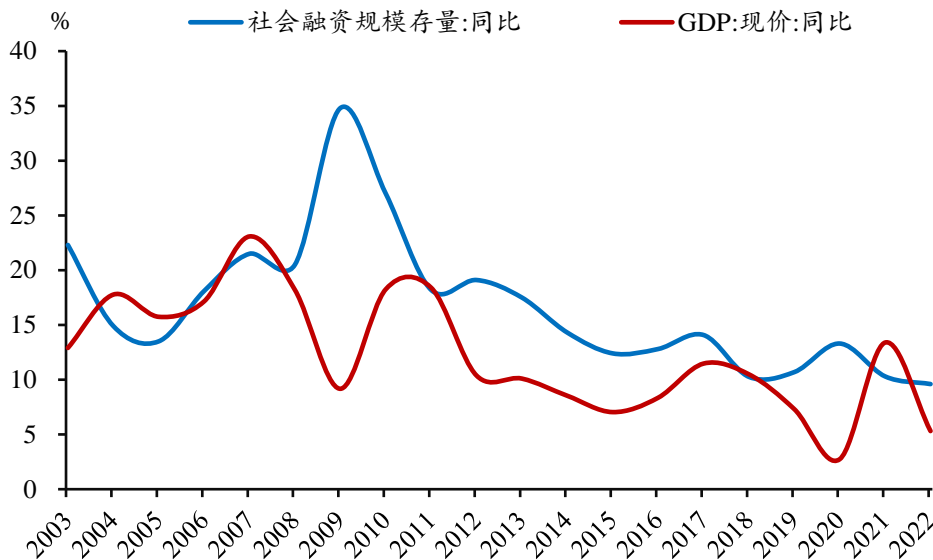
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 2023 年社融多增的逻辑

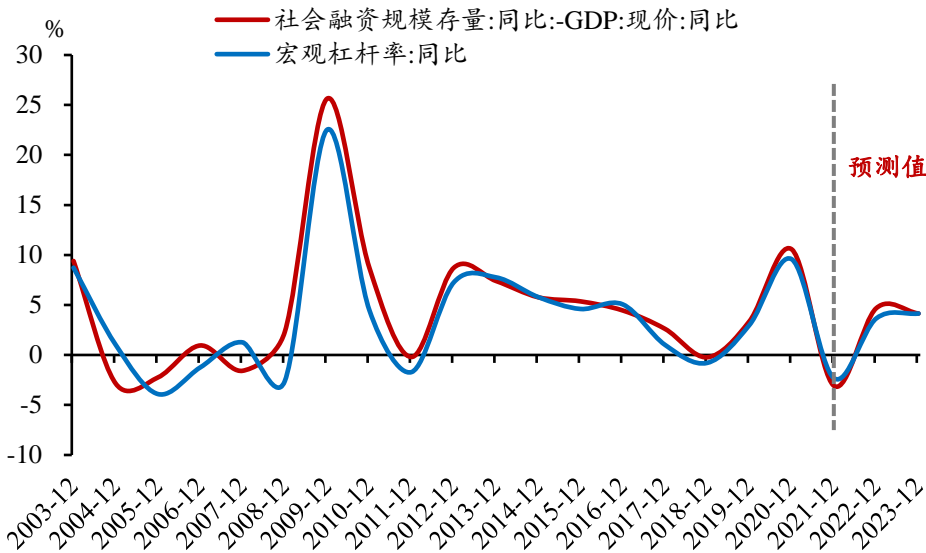
从总量层面理解, 2023 年经济产出扩张, 意味着新增社会融资规模需要放量。这就确立了本篇报告的核心问题: 实现 5% 以上的经济增长目标, 需要多少社融增速?

社会融资规模增速的三因素模型, $\text{社融增速} = \text{实际 GDP 增速} + \text{广义通胀增速} + \text{货币深化}$ 。由于名义 GDP 增速为实际 GDP 增速和 GDP 平减指数之和, GDP 平减指数可表示广义通胀增速, 上述三因素模型可简化为两因素模型, 即 $\text{社融增速} = \text{名义 GDP 增速} + \text{货币深化}$ 。而所谓货币深化, 即经济增长中更多的领域需要资金支持, 或原有的领域需要更多的资金支持。在货币深化保持稳定的基础上, 社融增速约等于名义 GDP 增速, 这就是近年来央行反复强调的社融增速要和名义 GDP 增速保持基本匹配的理论基础。历史上看, 社融增速在多数年份高于名义 GDP 增速, 但也有少数年份低于名义 GDP 增速 (图 8)。

货币深化其实代表了宏观杠杆率的增速。数学上可以证明, $\text{社融增速} - \text{名义 GDP 增速} = \text{宏观杠杆率增速}$ 。实证数据也显示, $(\text{社融增速} - \text{名义 GDP 增速})$ 与宏观杠杆率增速高度一致 (图 9)。据此可知, 货币深化反映了宏观杠杆率的增长情况。逻辑上, 货币深化其实源于债务深化, 经济增长需要经济体加杠杆增加更多债务提供支持, 这就是债务深化。人类社会早已经告别实物交易时代, 进入货币交易时代, 因此货币深化和债务深化本来就是同一枚硬币的两面。理解了这一层, 研究者们就不会再犯下孤立理解社融和宏观杠杆率这二者的错误。

图 8：社融增速与名义 GDP 增速存在一定偏离


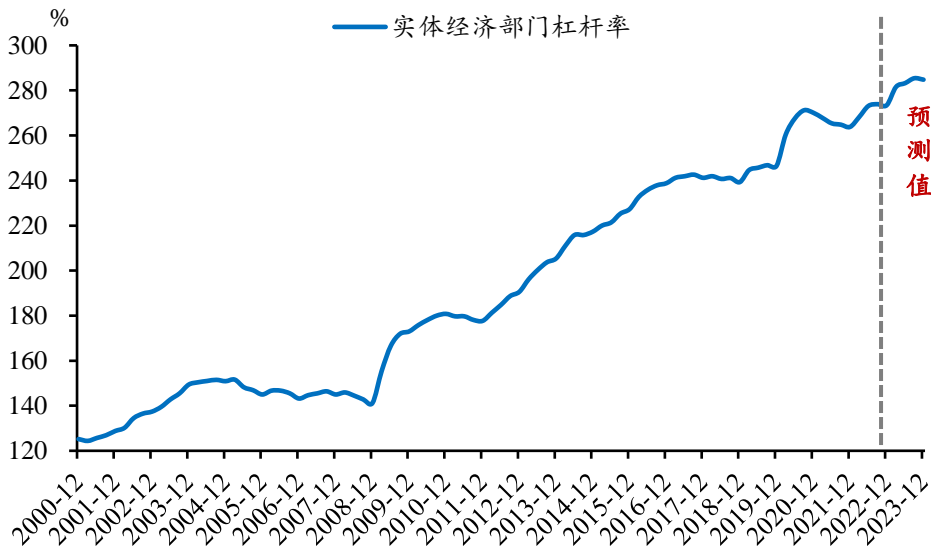
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：货币深化与宏观杠杆率之间的联系


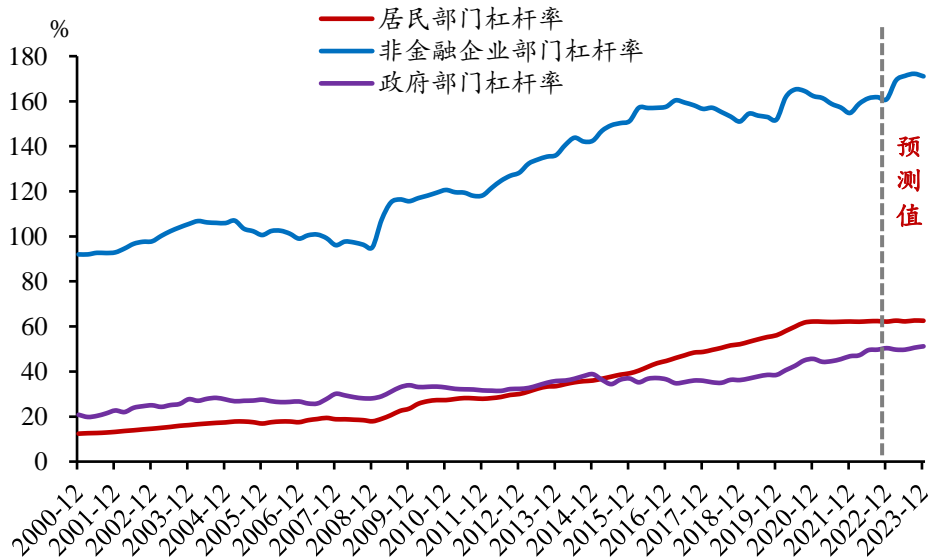
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

过去两年，实体经济部门先后经历了去杠杆和加杠杆。2021 年是去杠杆的一年，宏观杠杆率较 2020 年下降 6.3 个百分点至 263.8%。从结构上看，居民部门杠杆率持平，企业部门去杠杆、杠杆率下降 7.5 个百分点至 154.8%，政府部门小幅加杠杆、杠杆率上升 1.2 个百分点至 46.8%。由于社科院数据发布相对滞后，我们根据 2022 年已披露的实体部门债务数据，提前测算了 2022Q4 宏观杠杆率数据。结果显示，2022 年是加杠杆的一年，宏观杠杆率上升 9.6 个百分点至 273.4%。结构上居民部门小幅去杠杆、杠杆率下降 0.1 个百分点，企业部门成为加杠杆的主力、杠杆率上升 6.1 个百分点，政府部门在专项债结存限额等工具的支持下加杠杆力度有所提升、杠杆率上升 3.6 个百分点（图 10、11）。

我们测算下来，2023 年宏观杠杆率需要进一步升至 285% 左右，才能确保经济增长目标的实现。结构上，我们预计企业加杠杆的特征将更加凸显，预计 2023 年企业部门杠杆率的提升空间或在 10 个百分点左右。居民杠杆率走势受房贷影响较大，上升空间不大。政府部门在债务约束下，预计今年将继续辅助发力，杠杆率上升空间或在 0.8 个百分点左右（图 10、11）。

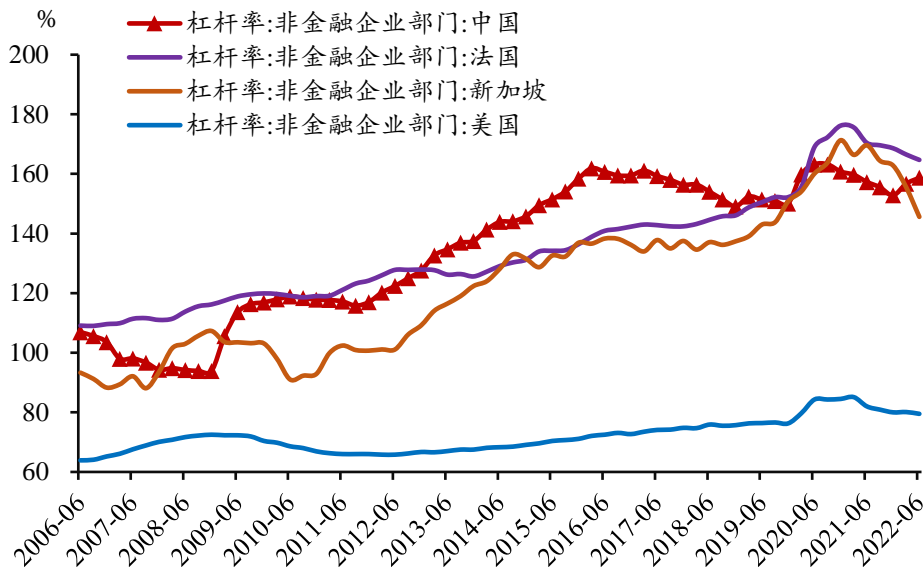
图 10：预计 2023 年宏观杠杆率或进一步升至 285%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11：结构上企业部门适度加杠杆，政府部门辅助发力


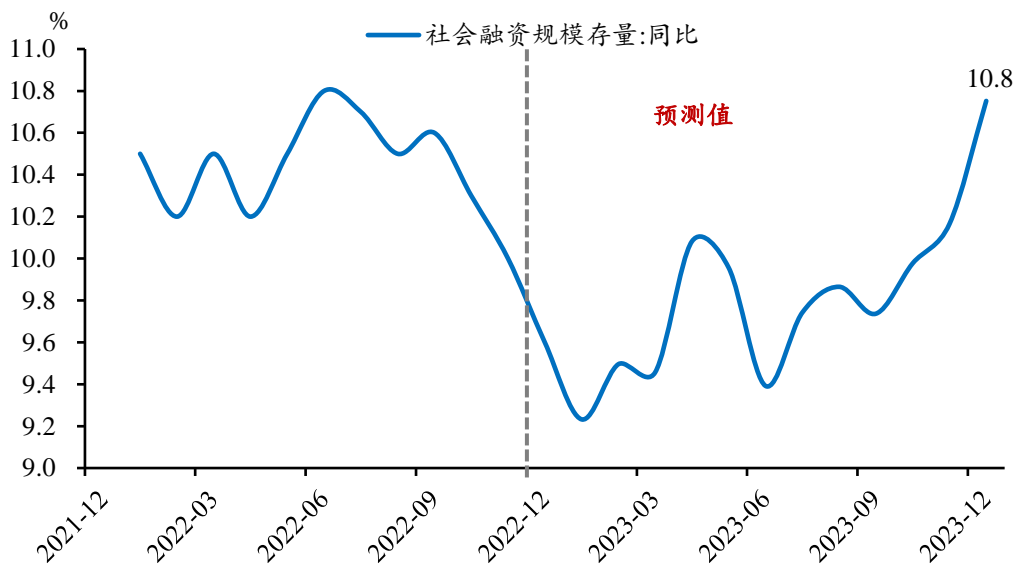
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

参考海外经验，我国企业部门仍有一定加杠杆空间。以日本、美国为例，当房地产大周期的拐点出现后，居民部门在数年之内都很难再加杠杆，需要金融加大力度支持企业部门加杠杆来稳经济（详见报告《经济向上，牛市在望——2023 年中国宏观经济展望》）。如今，我国同样处于房地产大周期的拐点出现后的阶段。横向比较来看，2020 年新冠疫情发生后，法国、新加坡等经济体企业部门大幅加杠杆，企业杠杆率均曾达到 170% 以上，已高于我国。企业部门加杠杆，确实帮助了这些经济体尽快走出疫情冲击，以此观照，我国企业部门仍有一定加杠杆空间，以促进经济增长是可行的。

图 12：参考海外经验，我国企业部门仍有一定加杠杆空间


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

实现 5% 以上的经济增长目标，2023 年社融增速或升至 10.8% 左右。基于我们宏观展望中的预测，预计 2023 年名义 GDP 增速约为 6.6%，加上 4.2% 的宏观杠杆率增速，全年社融增速可能达到 10.8%，较 2022 年回升 1.2 个百分点。社融增速 10.8% 对应 2023 年新增社融约 37 万亿，较 2022 年多增 5 万亿。

图 13：2023 年社融增速有望升至 10.8% 左右


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

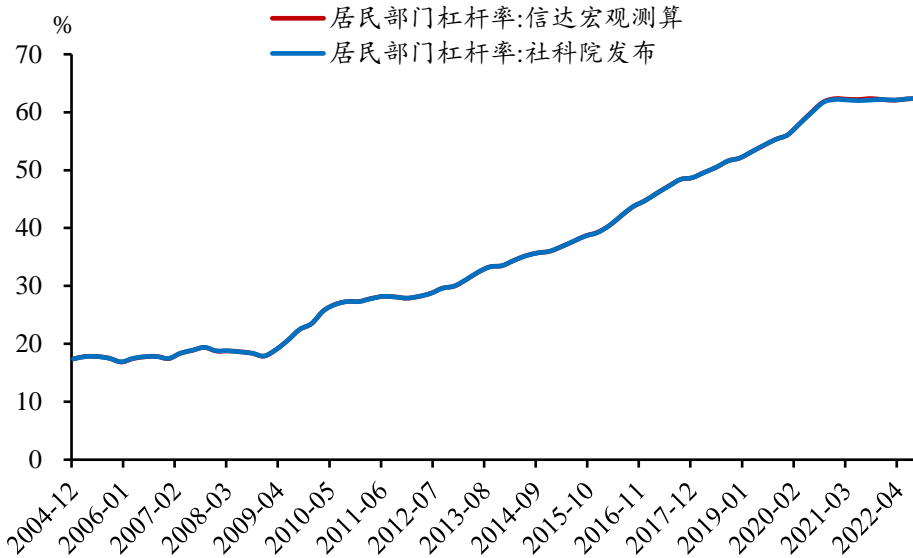
二、信贷展望：企业部门加杠杆引领信贷增长

2.1 居民贷款：消费与购房意愿企稳下的需求修复

居民去杠杆的背后是居民贷款增长放缓。居民部门杠杆率=居民部门债务/名义 GDP，其中居民部门债务为居民贷款，利用相关数据可计算居民杠杆率，我们测算的结果和社科院发布结果基本一致。2020 年四季度，居民杠杆率达到 62.2% 的高位，此后至今基本维持在这一水平不变，2022 年四季度，我们算得居民杠杆率约为 62.2%。居民去杠杆的背后是居民贷款增长放缓，截至 2022 年末，居民贷款增速约为 5.4%，较 2021 年末大幅下行 7.1 个百分点。由于过去两年名义 GDP 增速也在放缓，居民杠杆率才得以基本持平（图 14）。

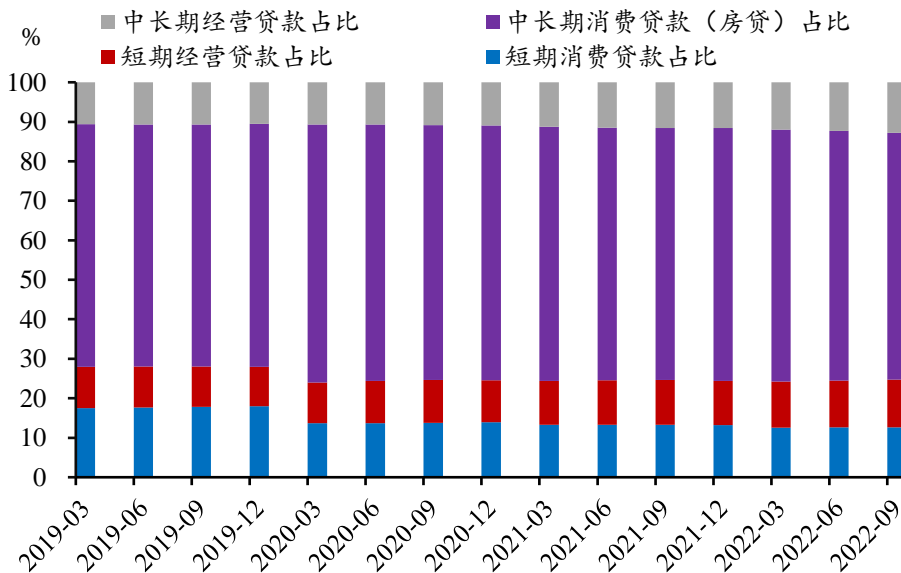
居民债务的主体是房贷。由于居民部门不发行债券，居民部门债务主要就是贷款，包括四个组成部分：短期消费贷款（以疫情前 2019 年末为例，占比 18.0%）、短期经营贷款（10.0%）、中长期消费贷款（房贷等，占比 61.5%）、中长期经营贷款（占比 10.5%）。可见，居民贷款的主体是房贷，房贷走势对居民贷款总体走势有很大影响。截至 2022 年 12 月，居民中长期消费贷款（房贷等）和短期消费贷款的同比增速分别为 2.6%、-0.1%，较上年末分别回落 9.1 个、6.7 个百分点，是居民去杠杆的主因。居民中长期经营贷款和短期经营贷款保持较快增长，同比增速分别为 20.2%、13.9%，但由于占比较低，无改居民贷款大局（图 15）。

图 14：居民部门债务主要是贷款



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15：居民贷款的主体是中长期消费贷（房贷）



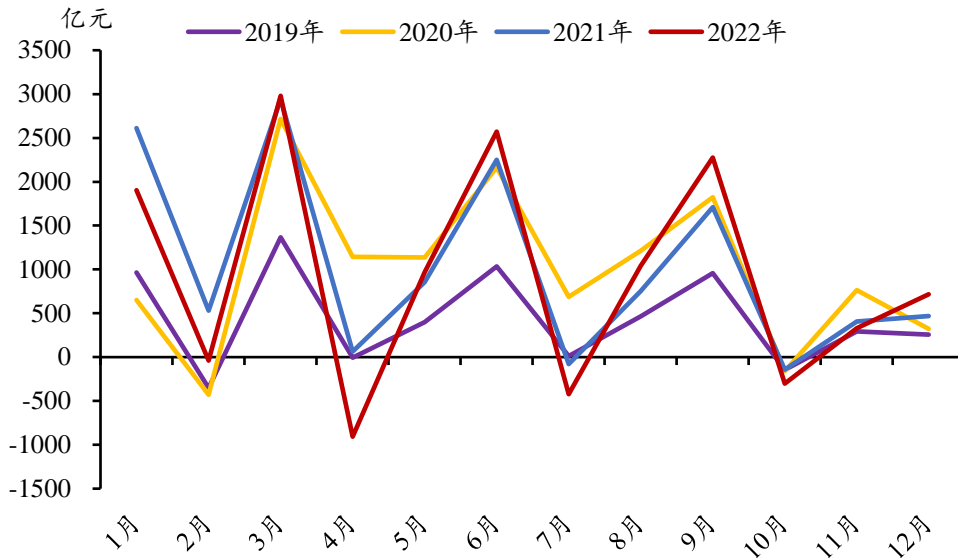
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

居民经营贷款具有年初、季末冲高的显著季节性特征。居民短期和中长期经营贷款的季节性特点基本一致，均表现为年初和季末冲高，年末增幅通常较小。年初冲高或与银行“开门红”有关，信贷投放遵循“早投放早受益”原则。季末冲高与银行监管指标、业绩指标等均按季度考核有关。

回顾 2022 年表现，居民短期经营贷款基本持平往年均值水平，全年新增 1.1 万亿元，增幅较 2021 年小幅下滑

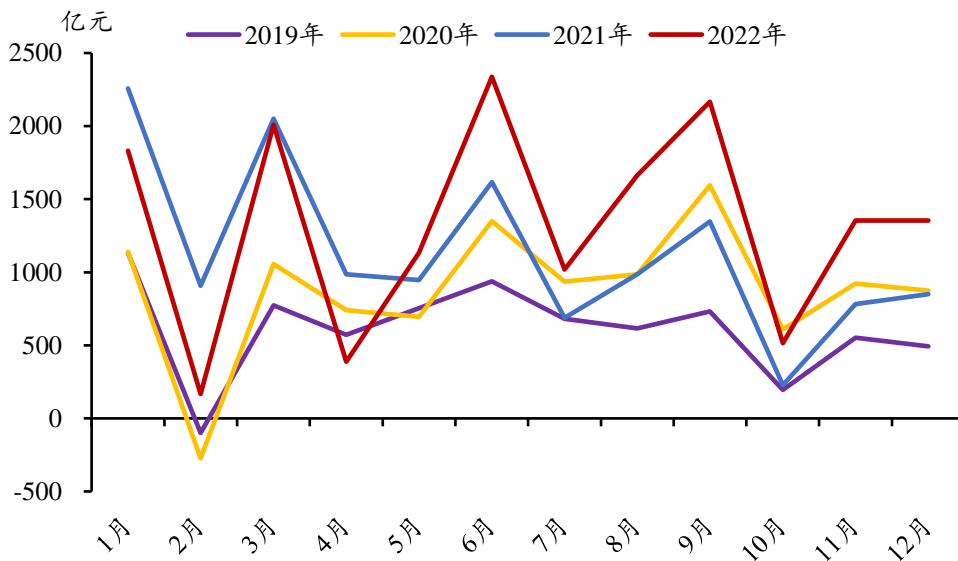
1250 亿。居民中长期经营贷款从 2022 年 5 月起有较好表现，增幅明显高于往年均值水平，全年新增 1.6 万亿元，较 2021 年多增 2300 亿。究其原因，主要与普惠金融领域是我国结构性货币政策的重点支持领域有关，可以看到 2019 年以来，居民中长期经营贷款增幅基本持续在扩张（图 16、17）。

图 16：2019-2022 年新增居民短期经营贷款季节性变化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

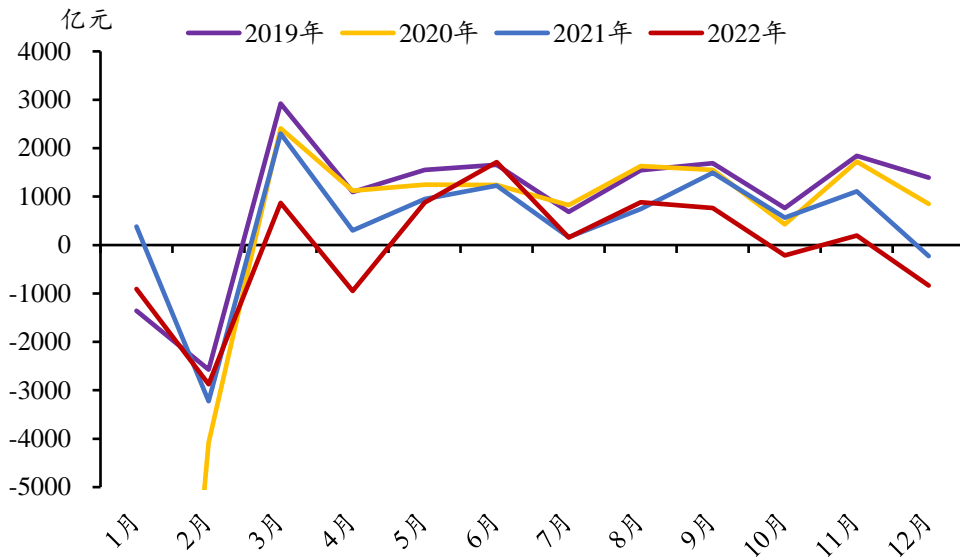
图 17：2019-2022 年新增居民中长期经营贷款季节性变化



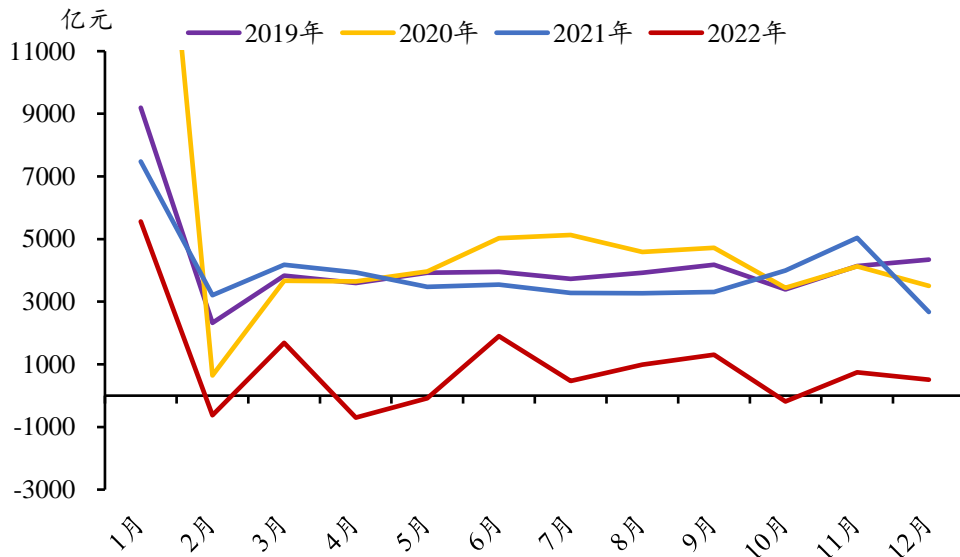
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

居民短期消费贷款年初缩量。短期消费贷年初缩量，或与居民年终奖、春节补贴等下发有关，替代了贷款需求。中长期消费贷款（房贷等）年初高增，剩余月份投放节奏均匀。房贷年初高增或与 1 月份房贷利率重新定价，银行冲刺开门红、利率等优惠力度较大等因素有关。

回顾 2022 年表现，居民消费贷款明显弱于往年季节性水平。短期消费贷款主要受疫情影响较大，2019 年以来增幅呈现下降趋势。发生疫情月份的短期消费贷款，弱于季节性表现的幅度更大。中长期消费贷款（房贷等）受到地产景气度下行，居民未来信心，收入、房价预期等多重因素影响，2022 年居民房贷的单月增幅持续弱于往年同期水平，对居民整体贷款需求形成了明显拖累（图 18、19）。

图 18：2019-2022 年新增居民短期消费贷款季节性变化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19：2019-2022 年新增居民中长期消费贷款（房贷等）季节性变化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

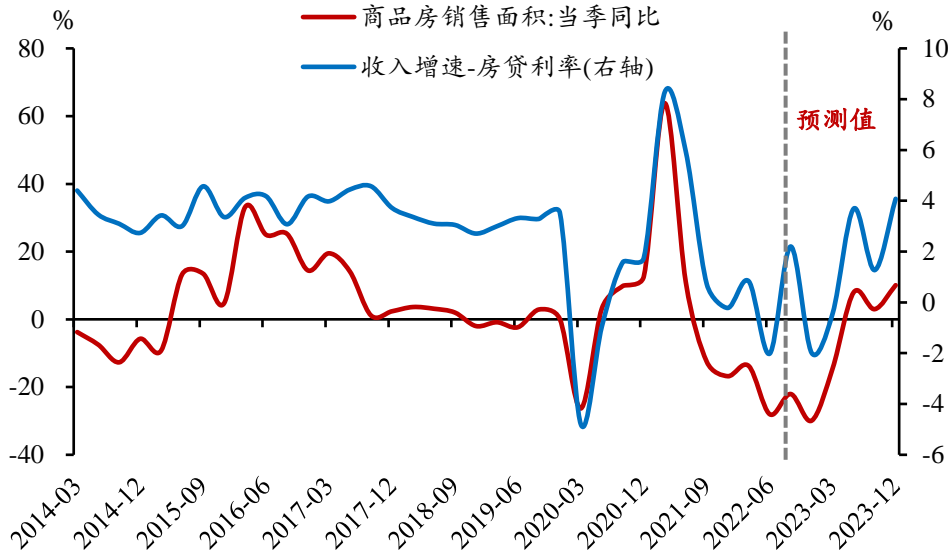
预计 2023 年居民贷款增速将小幅回升至 7% 左右。分项上看：

- 1) 居民房贷或于上半年逐步企稳，下半年小幅修复。构建“收入增速-房贷利率”指标，可以十分有效地衡量居民的商品购买力，指标与商品房销售面积增速有着良好相关性（图 20）。其中收入增速衡量的是居民购房意愿，当期收入感受较好时，居民倾向于强化未来预期，从而增加投资和消费占比。房贷利率衡量的是居民购房成本，购买成本下降同样能够刺激需求。1 月 13 日央行召开 2022 年金融统计数据新闻发布会，邹澜司长指出 12 月全国新发放个人住房贷款平均利率为 4.26%，为 2008 年有统计以来的历史最低水平。在首套住房贷款利率政策动态调整机制、加大房地产信贷投放力度等政策的支持下，预计 2023 年房贷利率仍有进一步下行空间。考虑到 2023Q1 仍面临较大经济下行压力，居民收入增速承压，房地产销售或依然低迷。Q2 起居民收入增速较房贷利率差值有望持续走阔，带动居民购房意愿回暖，房贷增速或于年末升至 4.3%，较 2022 年末上行 1.7 个百分点。
- 2) 12 月 7 日，国务院联防联控机制综合组发布了优化疫情防控“新十条”，推动生产生活秩序加快向正常回归。

短期内各地先后迎来感染高峰，预计今年一季度或仍处于疫情扰动逐步消除的过渡期，短期消费贷款仍将面临一定压力。二季度起，随着居民生活生产活动进一步恢复正常，短期消费贷款需求修复速度或趋于加快，全年增速有望回升至 3.6%，较 2022 年末上行 4 个百分点。

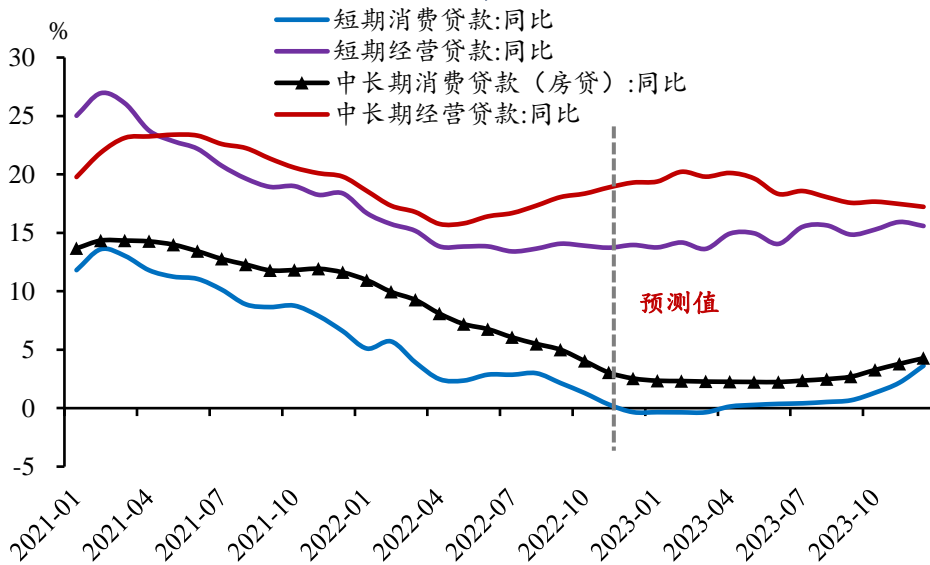
3) 随着生产生活秩序逐步恢复，预计短期和中长期经营贷款均有望保持 15% 以上的较高增速（图 21）。

图 20：“收入增速-房贷利率”可有效衡量居民的商品房购买力



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21：2023 年居民经营贷有望维持较高增长，消费贷有望逐步企稳修复



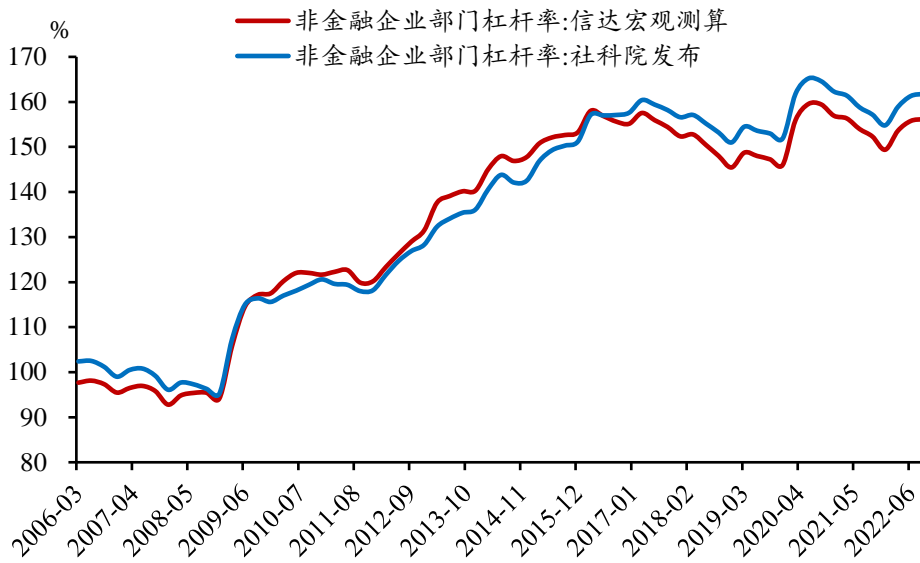
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 企业贷款：新一轮设备更新周期驱动下的需求扩张

企业部门债务的主体是银行贷款，其次是企业债。企业部门杠杆率=企业部门债务/名义 GDP，其中企业债务包括企业贷款、企业债、信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票、境外债务以及部分地方政府融资平台的债务。考虑到后两项数据相对较难框定，且在企业债务中占比较低，我们主要基于前五项数据测算企业部门杠杆率。如图 22 所示，测算结果和社科院发布结果基本相当，误差较小。从结构上看，企业债务的主体是银行贷款（截至 2022 年末，占比 71.9%），其次是企业债（占比 16%），随后分别是委托贷款（占比 5.8%）、信托贷款（占比 1.9%）、

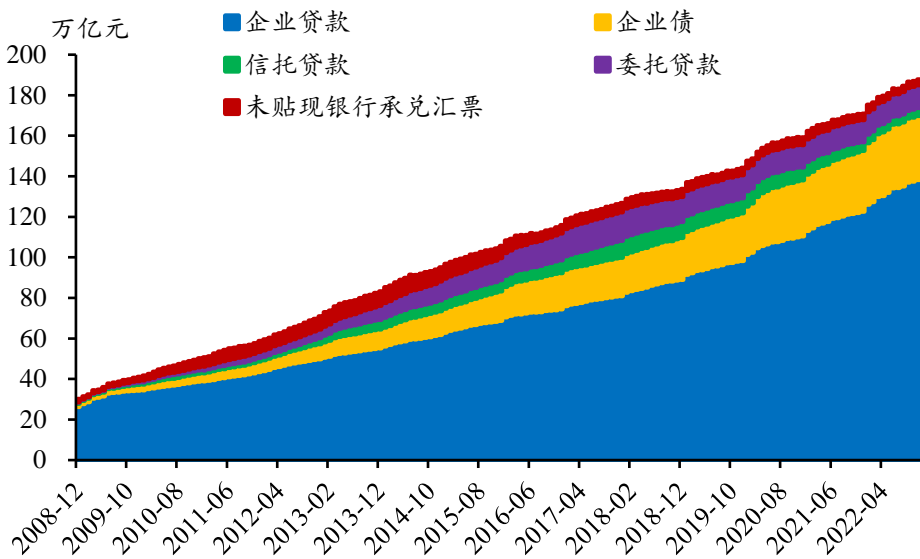
未贴现银行承兑汇票（占比 1.4%），如图 23。

图 22：利用企业债务相关数据可准确测算企业部门杠杆率



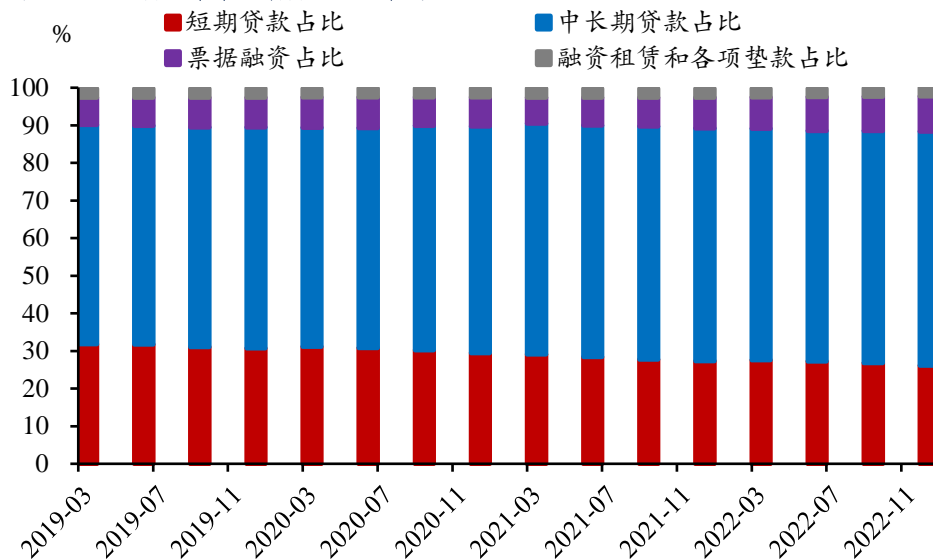
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23：企业债务的主体是银行贷款，其次是企业债



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

企业贷款中，中长期贷款占比最高，且近年来呈现上升趋势。企业贷款共包含 5 个分项：中长期贷款（截至 2022 年 12 月，占比 62.2%），短期贷款（占比 26.2%），票据融资（占比 9.3%），以及融资租赁和各项垫款（合计占比 2.3%），如图 24。近年来中长期贷款占比持续上升，主要与监管部门加大制造业中长期贷款投放力度等政策导向有关。2014 年起，企业中长期贷款增速持续高于短期贷款增速（图 28）。

图 24：企业贷款中中长期贷款占比最高


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

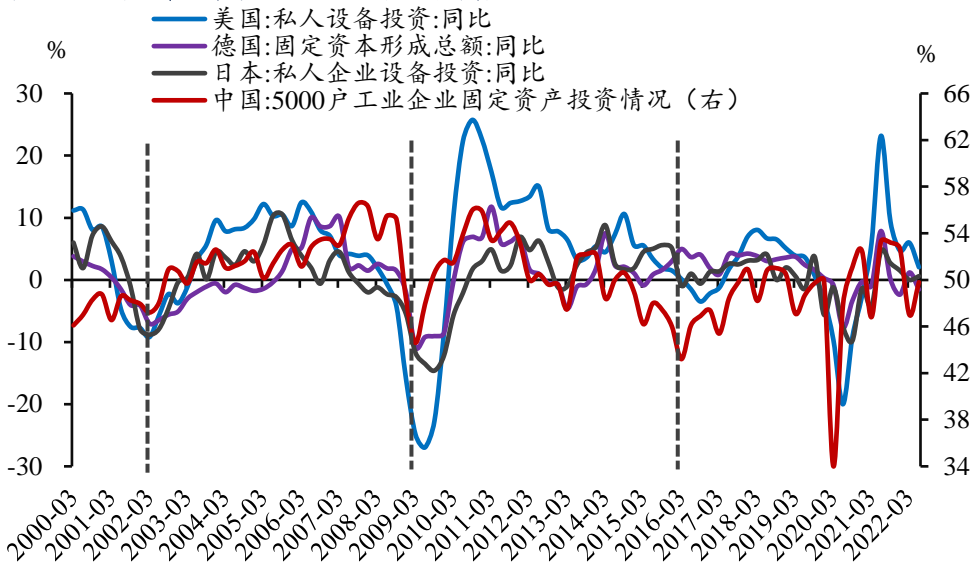
我们判断，2023 年中国有望迎来新一轮设备更新周期。周期驱动下，企业中长期贷款有望实现高速增长。主要依据在于：

第一，从周期轮回的角度看，2002 年以来的历轮周期跨度均为 7 年左右。2016 年至今，供给侧改革后，我国再次迎来一轮设备更新周期，从经验规律看，目前已处于这轮周期的尾声（图 25）。

第二，从产业升级的角度看，一方面设备投资到了该补上此前投资缺口的时候。另一方面，中国经济转型高质量发展，制造业投资将成为最关键的抓手之一，这也是新一轮经济支持计划与“四万亿计划”最大的不同。在激烈的国际竞争中，中国制造业想要抢占高地，就需要加快设备更新的步伐。

第三，从政策强力推动的角度看，过去几个月，国务院密集提出支持重点行业设备更新改造的鼓励性政策，包括设立设备更新改造专项再贷款，鼓励商业银行加大制造业中长期贷款投放力度等。1 月 10 日央行联合银保监会召开信贷座谈会，多项政策工具有望在 2023 年延续使用。这些政策措施的落地，正对应了我们在前文中关于企业加杠杆的判断（关于设备更新周期更加详细的论证，请参见我们近期发布的报告《新一轮设备更新周期可能即将启动——信达宏观方法论之十》、《经济向上，牛市在望——2023 年中国宏观经济展望》）。

除设备更新周期之外，基建投资的持续发力也将为企业中长贷回升增添助力。根据 2022 年金融统计数据新闻发布会披露信息，全年投向制造业的中长期贷款余额同比增长 36.7%，比各项贷款增速高 25.6 个百分点。投向基础设施领域的中长期贷款余额同比增长 13%，比各项贷款增速高 1.9 个百分点。

图 25：主要经济体都存在明显的设备更新周期


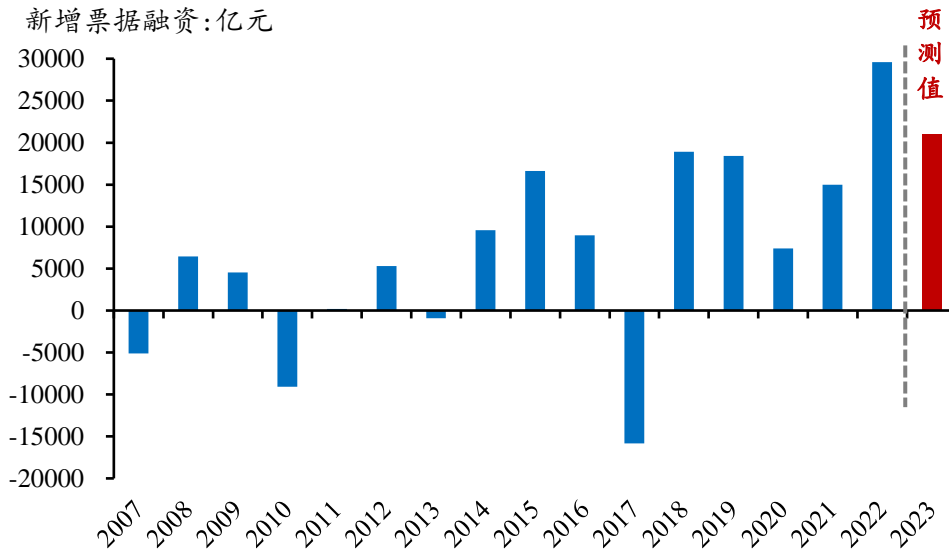
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

与中长期贷款不同，企业短期信贷需求和库存周期的相关性更高。企业补库存阶段，流动资金消耗量大，带动短期信贷需求上升。企业去库存阶段，销售回款补充流动资金，短期信贷需求相应下降。2022年4月以来，工业企业产成品增速见顶回落，11月增速录得11.4%，较增速高点回落8.6个百分点。相应地，企业短期信贷增速（企业短期贷款和票据融资加总算得）也出现回落迹象（图26）。

受新规影响，2023年新增票据融资或趋于回落。经济下行压力下，过去两年实体部门信贷需求偏弱，银行通过做多票据以填充信贷规模，票据融资增幅较高。2022年11月央行、银保监会正式发布修订后的《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》，于2023年1月1日起施行。新规从缩短票据期限、新设两项上限指标、强调交易真实性、完善违规操作罚则等方面进一步加强票据市场管理。随着业务整改落地，2023年新增票据融资或趋于回落，预计增幅在2万亿左右，略高于疫情前2019年的水平（图27）。

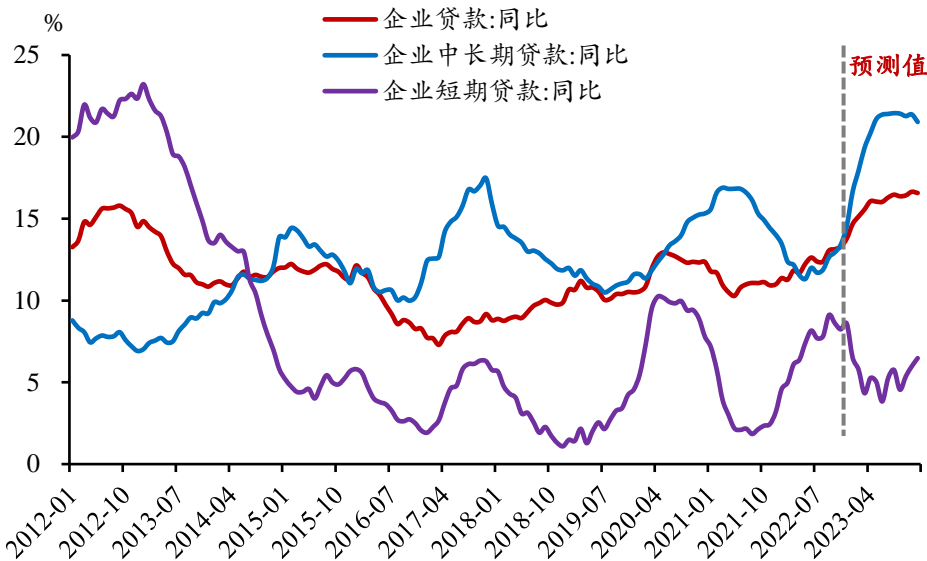
图 26：企业短期信贷需求和库存周期的相关性更高


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27：2023 年新增票据融资或趋于回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们预计 2023 年企业贷款增速有望达到 16%。分项上，中长期贷款在新一轮设备更新周期和基建持续发力的驱动下，增速有望突破 20%。短期贷款受库存周期的影响，2023 年上半年增速或趋于下行。下半年随着企业生产经营活动进一步复苏，短期贷款增速有望企稳并小幅反弹。

图 28：2023 年企业贷款增速有望达到 16%，中长贷增速有望突破 20%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

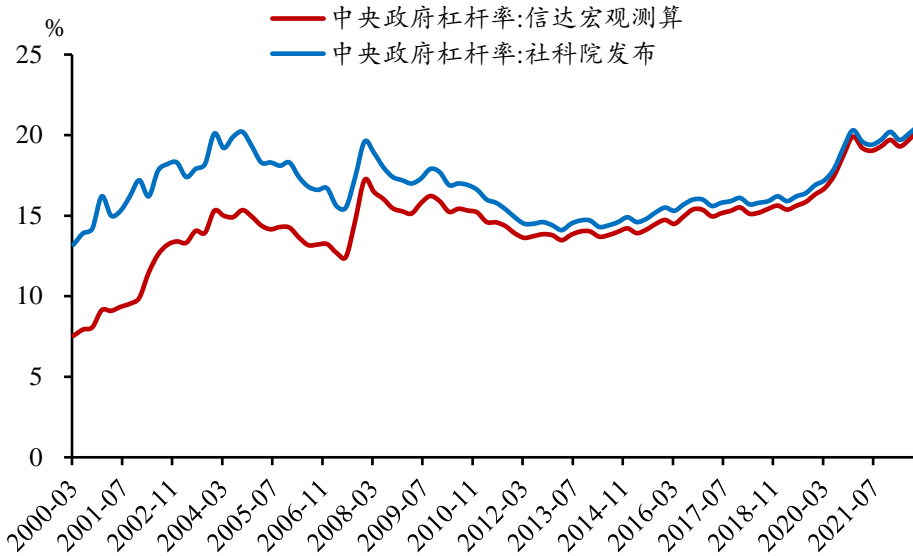
三、社融展望：增速有望升至 10.8%

3.1 政府债融资：拉动力退潮

政府部门债务中，地方政府占比高于中央政府。政府部门杠杆率由中央政府和地方政府组成，中央政府债务的衡量标准为国债余额，可选取中债记账式国债托管量指标用以测算。近年来，无记名式国债已基本不再发行，电子式国债发行量不高、占比较低，利用记账式国债托管量计算的中央政府杠杆率基本与社科院发布的结果相当（图 29）。地方政府债务余额数据每月由财政部发布，基于该项指标测算的地方政府杠杆率精确度较高，基本和社科院发布结果一致（图 30）。地方政府债务可进一步划分为一般债务和专项债务，绝大部分以政府债券的形式存在。

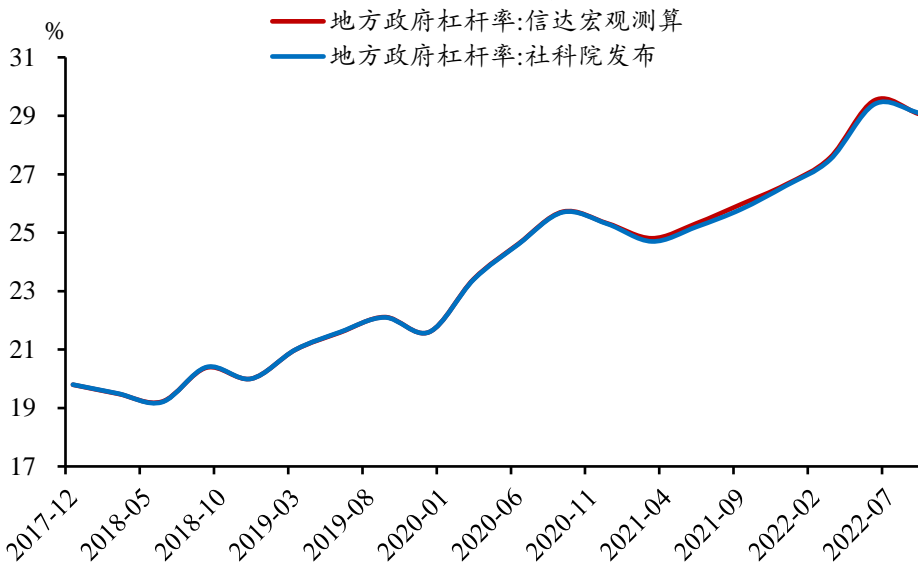
从体量上看，2011年以来官方发布的地方政府杠杆率（不包含地方隐性债务）持续高于中央政府，截至2022Q4，地方政府杠杆率为29.1%，中央政府杠杆率为21.3%。可见政府部门债务中，地方政府是更加主要的组成部分。

图 29：中央政府债务的衡量标准为国债余额，据此可准确测算中央政府杠杆率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 30：基于地方政府债务余额测算的地方政府杠杆率精确度较高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

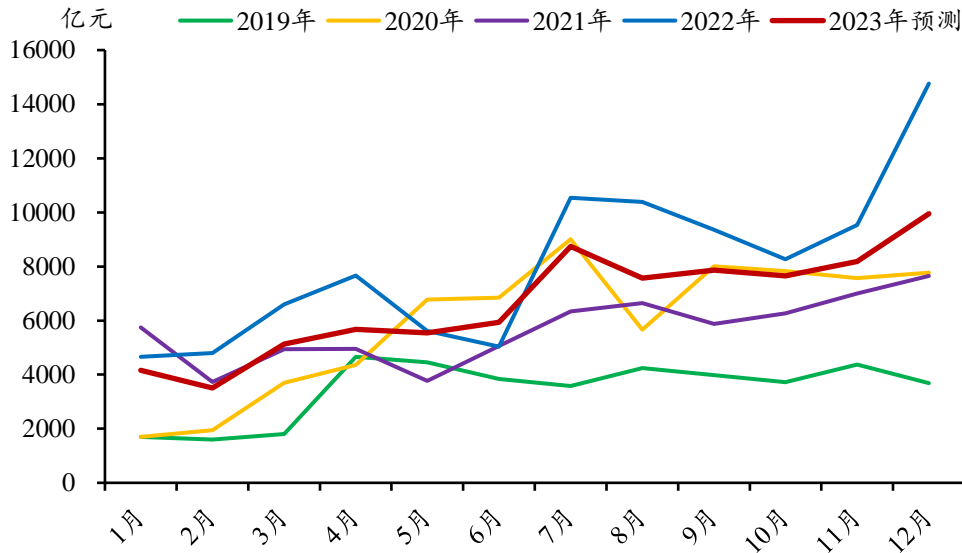
2023 年，预计赤字率可能上调到 3%或以上，以保证财政支出强度。2022 年末中央经济工作会议对财政政策的表述是，积极的财政政策要加力提效，强调保持必要的财政支出强度。2022 年仅安排 2.8%，但央行和其他机构上缴结存利润，补充了一些可用财力。2023 年央行等专营机构上缴利润力度或有所下降，同时需要实施新的减税退税缓税，因此我们预计 2023 年赤字率大概率将较 2022 年有所提升。**假设今年赤字率安排在 3%，全国赤字约为 3.86 万亿。**

历史上的全国赤字中，中央赤字和地方赤字的分配较为稳定，近年来随着地方专项债的重要性增强，中央赤字占比有所提升，过去两年均在 78%左右。参考这一比例，预计 2023 年中央赤字约为 3 万亿，地方赤字约为 8500 亿。每年国债的新发行规模主要由两部分组成，一部分对应我们刚刚预测的中央赤字规模，另一部分是对于当年到期

国债的滚动续做。近年来国债续作率约为 95%，参考这一比例，我们可以推算得到 2023 年国债的总发行量，再结合今年的到期量，预计 2023 年国债净融资规模约为 2.7 万亿，较去年新增 1700 亿。

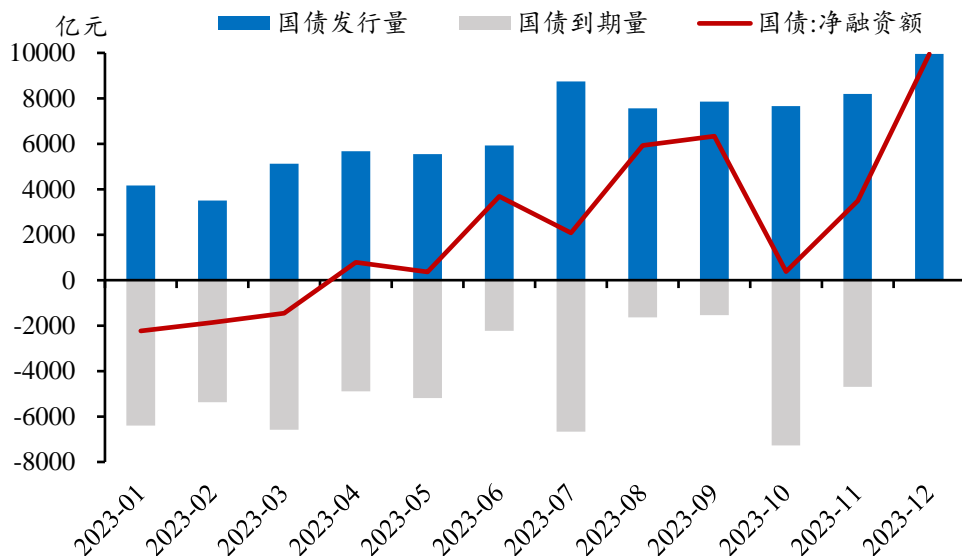
发行节奏上，预计 2023 年国债供给压力集中在下半年。历史上看，国债发行节奏具有一定的季节性规律，大体呈现为发行规模逐季提升、年末发行量最大。2020、2022 年的这一特征更加明显，主要与上半年地方债发行量高，国债错峰发行有关。参照往年规律，我们可以进一步细化 2023 年国债每月的发行节奏。预测结果显示，上半年国债发行量相对较低，同时到期量较大，净融资额走平。下半年则相反，净融资额趋于上升。

图 31：预计 2023 年国债供给压力主要集中在下半年



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 32：2023 年下半年，预计国债净融资额将跟随发行节奏逐步走高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2023 年，预计新增专项债限额可能在 3.7 至 4 万亿元之间，提前批额度可能超过 1.8 万亿元，发债节奏大概率前置。原因主要有两点，一是今年上半年依然有支持基建投资的需求，以对冲房地产投资的下行压力，提振市场信心。二是按照中央要求，2022 年发行的新增专项债（包含 5000 亿结存限额），要在当年更多地形成实物工作量，这意味着今年基建发力需要募集新的专项债资金。新增一般债发行规模基本与当年地方赤字相当，如前文所

述大约为 8500 亿元。

发行节奏上，预计 2023 年地方政府债供给压力集中在上半年。地方政府债包括专项债、一般债和置换债，其中专项债和一般债还可细分为新增债和再融资债。

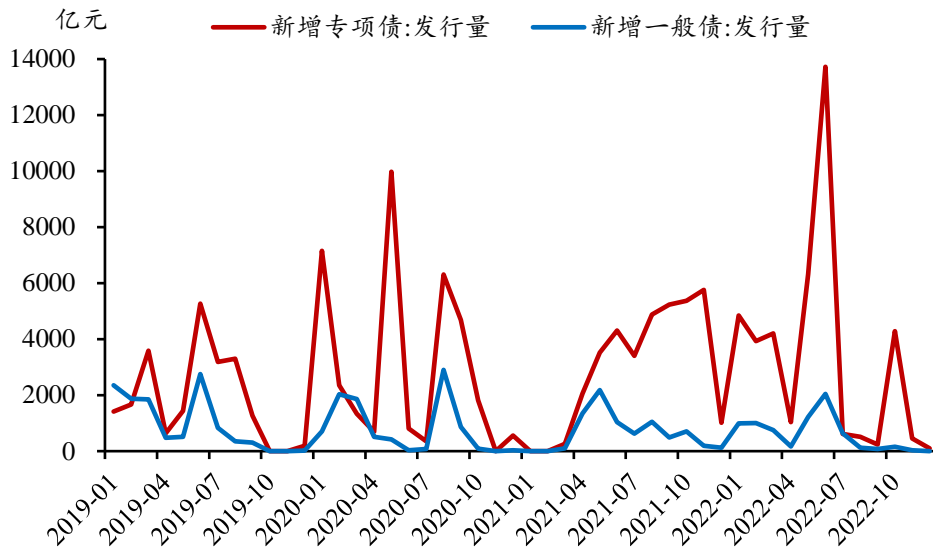
1) 如前文所述，我们预期 2023 年新增专项债将前置发行，参考往年经验，一季度或将 1.8 万亿提前批发行完毕。新增一般债的发行节奏可参考新增专项债，近年来二者发行节奏较为同步（图 33）。

2) 再融资债用于偿还部分到期的地方政府债券本金，其发行节奏主要与当月新增债的到期规模有关，2023 年的地方债到期情况可参考 Wind 数据。

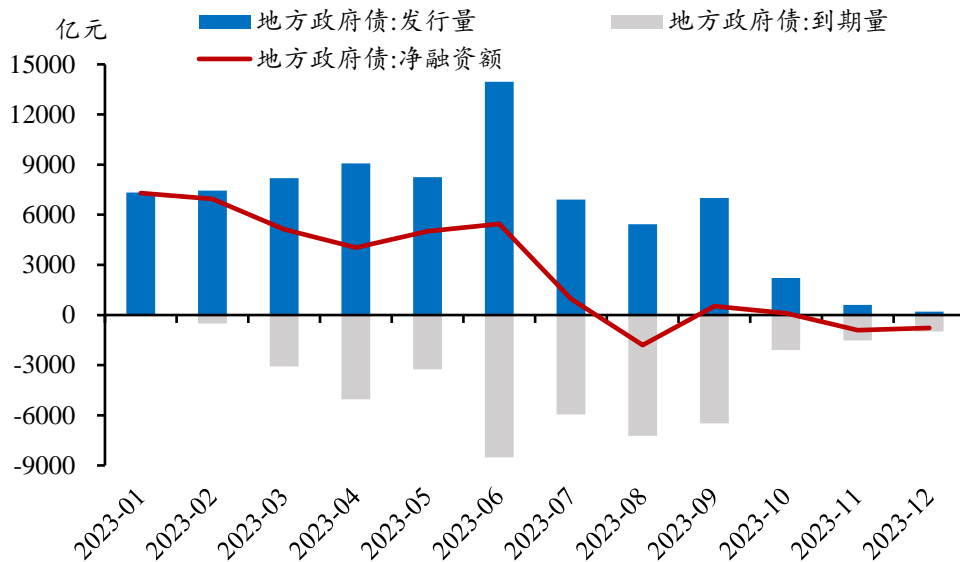
3) 置换债则用于解决地方政府存量债务。2017 年以来，以非政府债形式存在的存量政府债务基本置换完毕（图 35），置换债基本不再发行。但需要注意的是，2023 年置换债到期规模超 2 万亿，将对政府债融资形成缩减压力。

基于此，我们可以测算得到 2023 年地方政府债的发行、到期节奏，结果显示，今年上半年地方债供给压力较大，下半年趋于缓解。

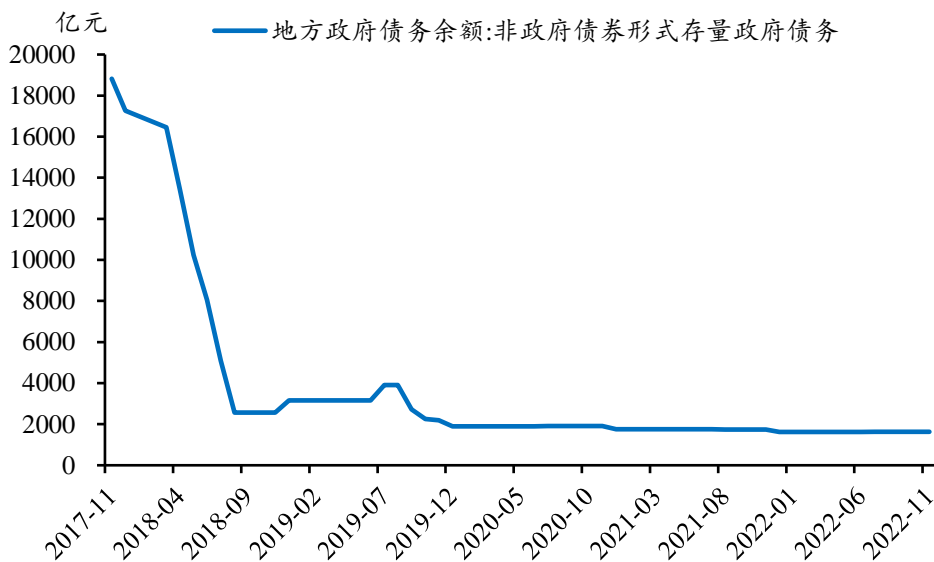
图 33：新增专项债与新增一般债的发行节奏较为同步



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

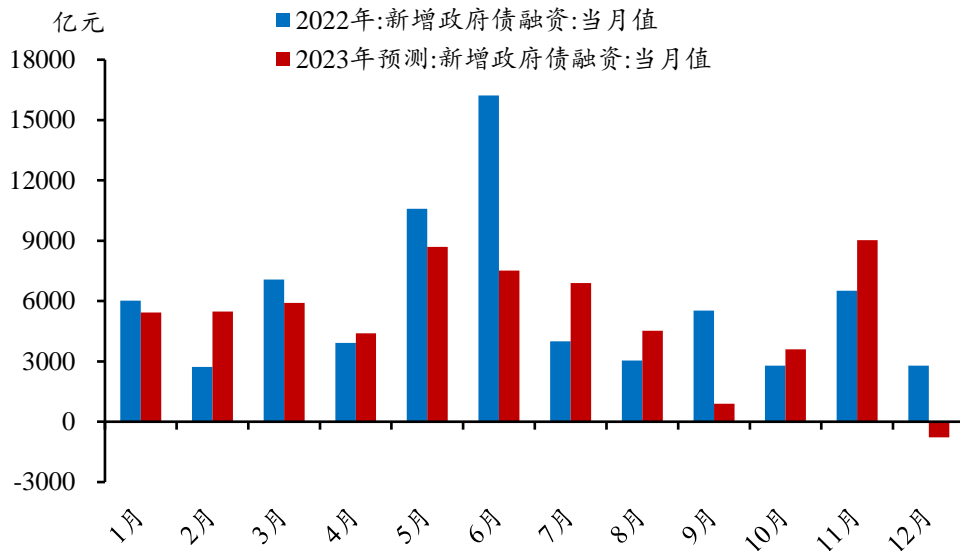
图 34：预计 2023 年地方政府债供给压力集中在上半年


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 35：2017 年以来，以非政府债形式存在的存量政府债务基本置换完毕


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

综合上述，2023 年新增政府债融资或较 2022 年减少约 1 万亿。节奏上，或在 6 月、9 月、12 月对社融同比增速形成较明显拖累。

图 36: 2023 年新增政府债融资月度预测


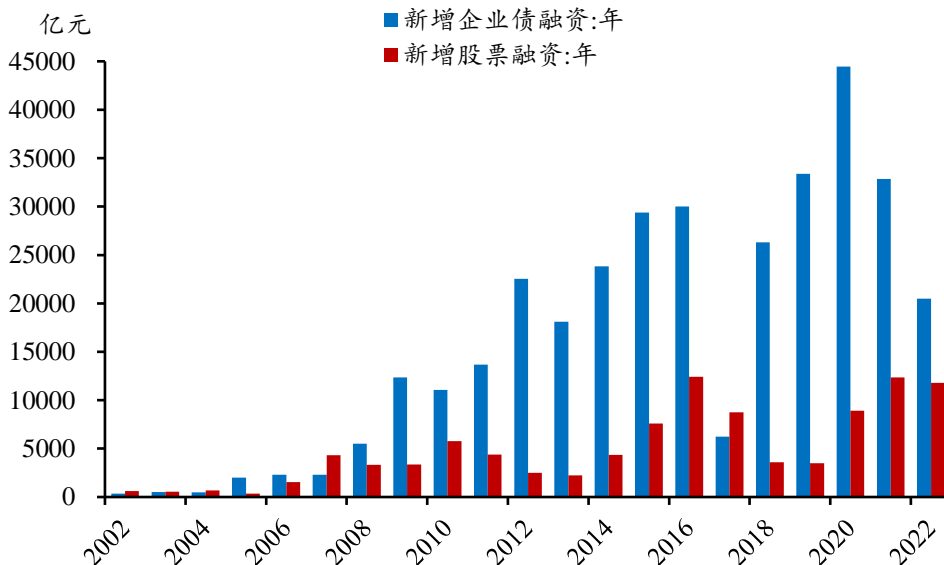
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 其他分项: 直接融资增幅有望提升, 表外融资规模保持平稳

2023 年直接融资增幅有望提升。

1) 企业债融资或再次实现 2 万亿以上增幅。2022 年 11 月, 央行对民营企业融资的“第二支箭”做出优化, 进一步加大力度支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。日前在 2022 年金融数据统计新闻发布会上, 央行指出下一步将进一步优化民营企业债券融资支持机制, 扩大民营企业发债融资规模。预计 2023 年新增企业债融资规模有望达到 2 万亿以上, 略高于去年增幅。

2) 新增股票融资有望连续突破 1 万亿。过去两年新增股票融资规模连续超过 1 万亿, 在深入推进股票发行注册制改革、扩大资本市场高水平制度型开放、进一步健全资本市场功能、提高直接融资比重的发展格局之下, 预计 2023 年股票融资规模将继续保持增长, 增幅有望再度突破 1 万亿。

图 37: 2023 年直接融资增幅有望提升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表外融资三项中, 2023 年委托贷款增幅或有所扩大, 信托贷款和未贴现银行承兑汇票规模或持续压降。2022 年,

委托贷款新增 3579 亿元，自 2018 年以来再度实现增长。信托贷款和未贴现银行承兑汇票分别新减 6003 亿元、3411 亿元。委托贷款增长与政策性开发性金融工具有关，PSL 是工具的重要资金来源，投放过程中又部分以委托贷款形式落地，这就造成了 2022 年三、四季度以来 PSL 和委托贷款增多的情况。随着工具投放完毕，年末两项指标出现回落（图 39）。受限于财政政策空间，政策性开发性金融工具有望在今年延续使用，我们判断委托贷款有可能进一步上升。信托贷款或持续缩减，降幅与 2022 年相当。未贴现银行承兑汇票同样受到“票据新规”的影响，规模趋于压降（图 38）。综合上述，预计今年表外融资三项“一升两降”，整体保持平稳。

图 38：预计 2023 年表外融资三项“一升两降”，整体保持平稳

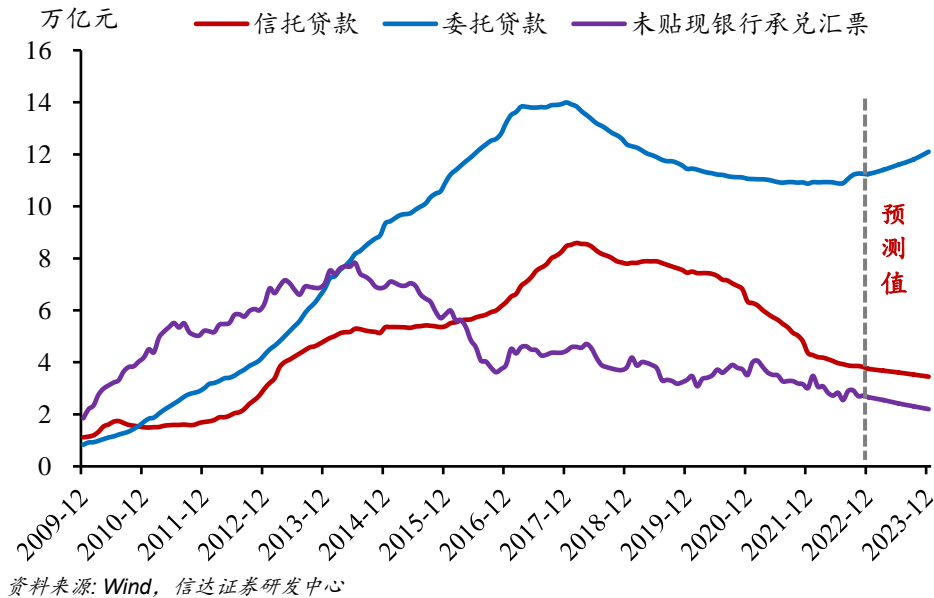
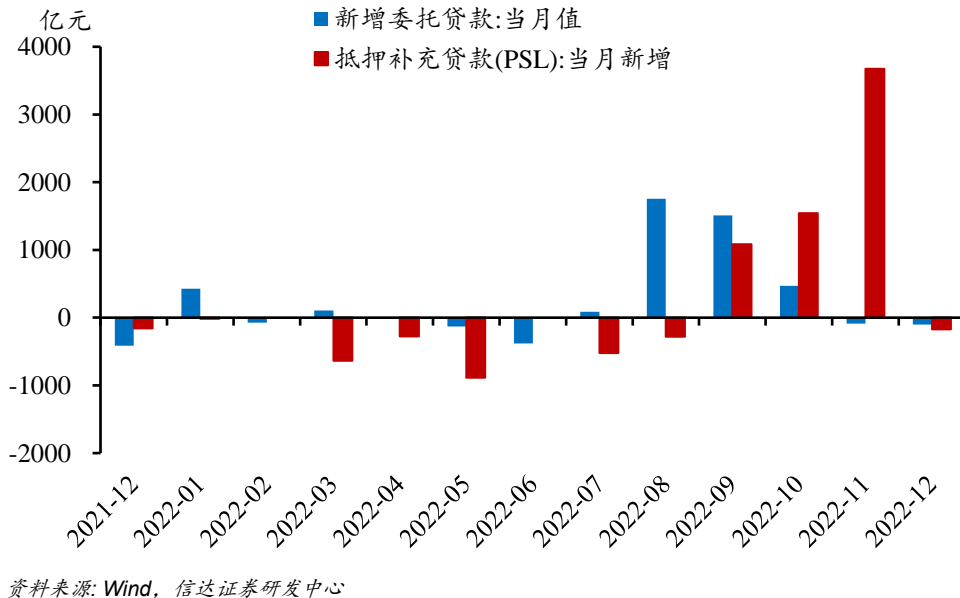


图 39：委托贷款、PSL 增长与政策性开发性金融工具有关



四、货币政策空间有望打开，人民币资产大有可为

4.1 精准有力的货币政策可能采用何种工具组合？

一季度是货币政策发力的重要窗口。政策基调上，中央经济工作会议将“稳增长”排在首位，扩大内需是 2023 年经济工作的重中之重。1 月 13 日金融统计数据新闻发布会上，央行提出要“适时靠前发力，积极配合财政政

策和社会政策，在总量上确保社会总需求得到有力支撑”。从稳经济的角度出发，2023年一季度或为增长压力最大的一季，一方面2022年同期基数较高，另一方面当前三重压力仍然较大。我们预计2023Q1实际GDP增速或在3.4%左右，仍低于经济潜在增长水平，有待政策进一步加码以改善社会心理预期。

下调MLF利率是合意的政策工具。有几项主要原因：

1) **结合近期政策面表态**，日前金融统计数据新闻发布会上，面对路透社记者提出的“今年进一步降息降准还有没有空间”问题，央行确认将继续采取措施提振市场信心，推动降低企业综合融资成本和个人消费成本，降低微观主体的债务负担，增加居民消费和企业投资能力。2023年央行工作会议也将“推动降低企业融资成本”摆在了重要位置。

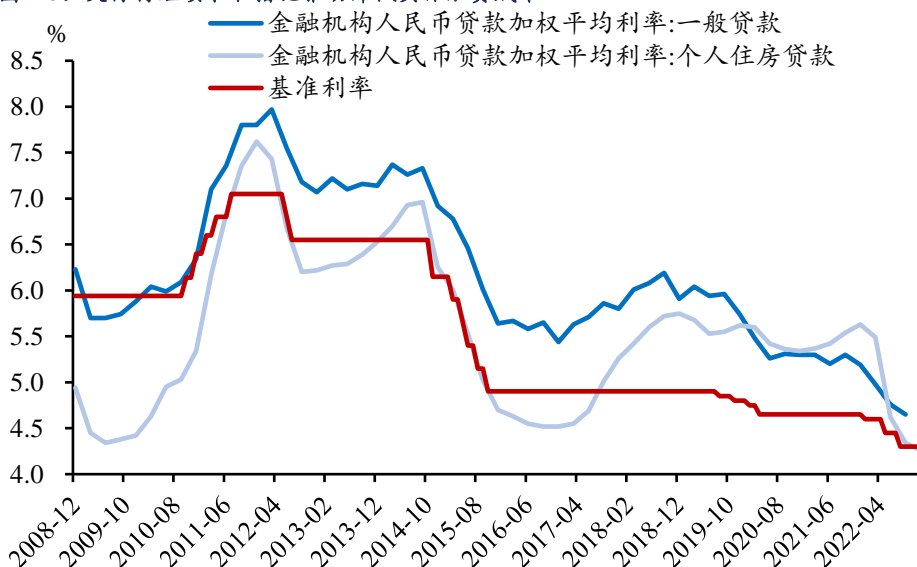
2) **从稳增长的抓手来看**，企业加杠杆才能稳经济，企业债务中银行贷款的弹性最大。我们预计2023年企业贷款增速有望达到16%，企业中长贷增速或突破20%。年初“开门红”在全年信贷投放中的占比较大，下调MLF利率能够直接降低企业融资成本，有效刺激信贷需求。

3) **下调MLF利率，LPR相应下行将水到渠成**。2022年9月中旬，在央行存款利率改革的推动下，部分全国性银行主动下调存款利率，带动其他银行跟进调整，银行息差压力趋于缓解。随后11月央行宣布降准，并结合再贷款等工具投放充足流动性，银行流动性约束进一步解除。但自去年9月以来LPR报价保持不变，反映出银行调整报价仍然面临阻力。若央行下调MLF利率，将推动LPR下行一步到位。**1年期LPR下行有助于降低企业营运资金和个人消费成本，5年期LPR下行则对于房地产市场进一步企稳至关重要。**

4) **汇率贬值压力大幅缓解，央行降息空间打开**。2023开年以来人民币汇率迎来一波快速升值，1月13日，美元兑在岸人民币汇率收盘录得6.7099，持平去年7月水平。究其原因，一是美联储加息预期降温，美国经济进一步放缓预期升温，美元指数下跌。二是随着美联储加息进入下半场，美债收益率回落，中美利差压力进一步释放。三是中美基本面趋于扭转，市场对于中国经济预期改善，去年末以来北向资金持续净流入。四是与季节性结汇增多等因素有关。

基于此，尽管1月16日央行维持MLF操作利率不变，我们认为一季度内依然存在央行降息窗口。重点关注信贷开门红投放情况、居民消费动能修复持续性、美联储政策动态等可能对央行降息形成制约的潜在因素。

图 40：央行将继续采取措施推动降低实体融资成本



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 41：2023 开年以来美元兑人民币汇率迎来一波快速升值

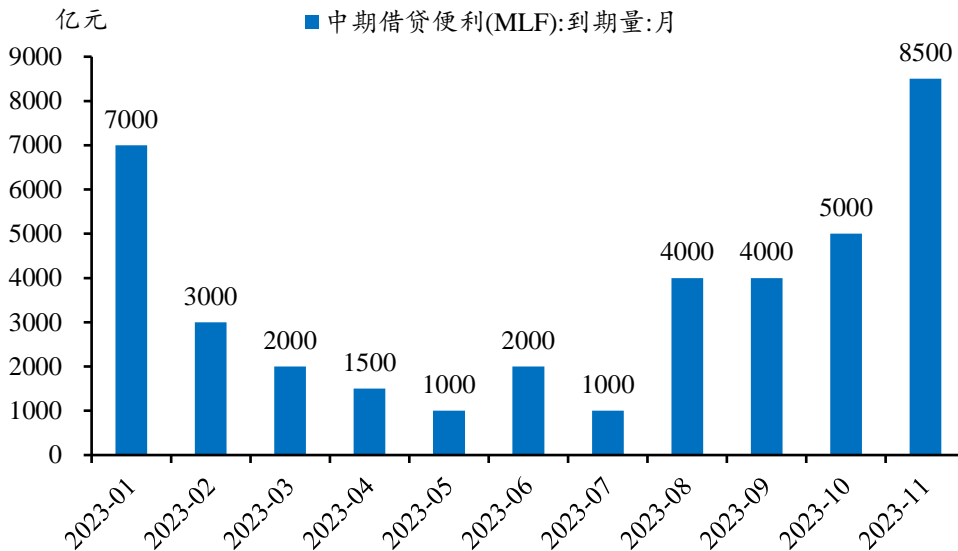

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二季度或为央行降准窗口。

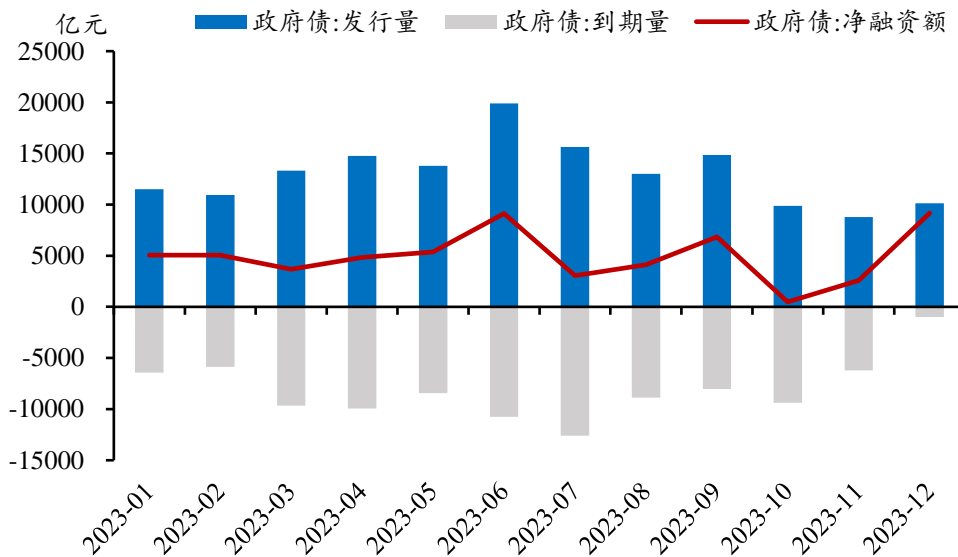
一是去年末全面降准 0.25 个百分点，能够应对短期内流动性缺口。近期造成资金面收紧的因素主要有税期，春节假期前夕居民取现需求提升等。除了去年末降准之外，央行近期加大了公开市场投放力度，结合再贷款等工具的投放，能够应对短期内资金缺口。

二是多项结构性货币政策工具有望在今年延续使用。1 月 10 日央行联合银保监会召开主要银行信贷工作座谈会，会议指出要及时跟进政策性开发性金融工具配套融资，延续发挥好设备更新改造专项再贷款和财政贴息政策合力。还要继续用好碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款、交通物流专项再贷款等结构性货币政策工具。基于会议内容，原定于 2022 年底到期的多项政策工具有望在今年延续使用。结构工具能够在精准促进目标领域信贷增长的同时，有效补充银行间流动性。

5 月前后造成流动性收紧的因素趋于增多，届时央行降准的可能性或有所提升。随着信贷大规模投放、政府债供给压力逐渐积累，银行仍将面临流动性收紧的压力。时点上看，随着企业生产经营活动恢复、居民消费需求回暖，二季度起实体部门信贷需求或加速扩张。此外，基于我们对政府债融资节奏的判断，政府债供给压力更多集中在上半年。叠加 4、5 月份税期因素，如果今年央行降准，我们判断可能在 5 月前后落地。

图 42：2023 年 1 月、11 月 MLF 到期量较大


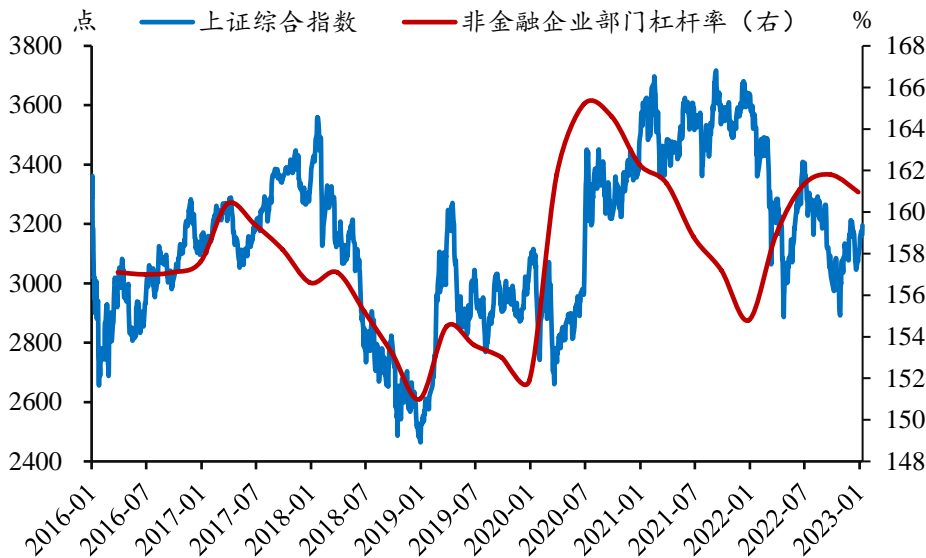
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 43：政府债（国债+地方债）供给压力更多集中在上半年


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

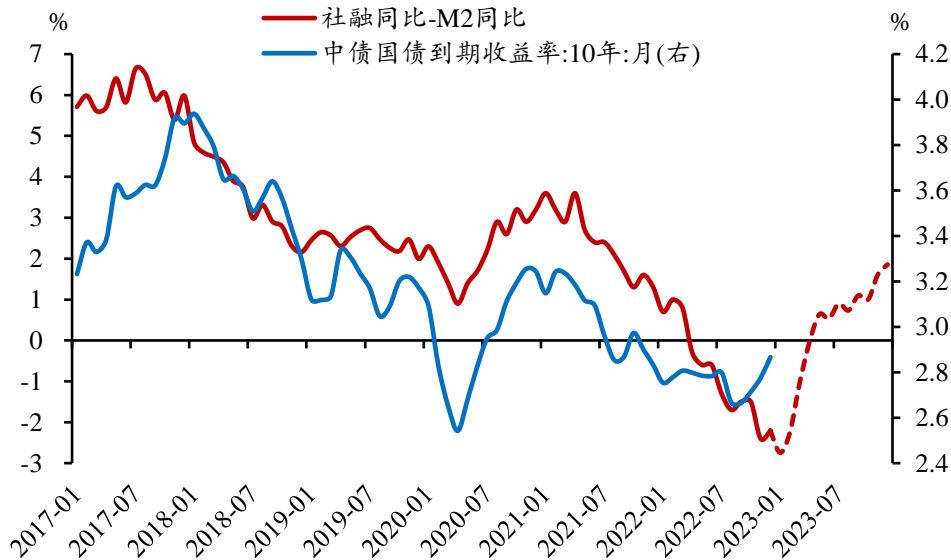
4.2 A 股牛市回归值得期待

企业部门加杠杆时期，A 股一般表现较好。一方面，企业加杠杆离不开金融部门的大力支持，换言之，货币金融条件保持宽松；另一方面，企业加杠杆后，未来经济基本面往往随之改善。例如，2016Q2-2017Q1，企业部门杠杆率从 157% 上升 3.4 个百分点至 160.4%，2016 年上证指数从 2655 点涨到 3283 点，涨幅超过 20%；又如，2019Q4-2020Q2，企业部门杠杆率从 151.9% 上升 13.3 个百分点至 165.2%，2020 年上证指数从 2660 点涨到 3450 点，涨幅近 30%（图 44）。根据我们前文的分析，2023 年金融加大对于企业部门的支持力度，有望引领新一轮设备更新周期，启动 A 股牛市行情。

图 44：企业部门加杠杆时期，A 股一般表现较好


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

债市收益率短期存在下行空间，二季度起大方向或转为上行。社融和 M2 增速差可用以衡量“宽货币”向“宽信用”的传导效率，当增速差收窄时，意味着传导效率降低，流动性更多留存在银行体系，债市走牛，反之则相反。基于我们预测，2023 年一季度社融和 M2 增速或仍居低位，背后是居民储蓄意愿尚未松动情形下的 M2 增速高企，以及前期社融增速回升幅度有限。近期 10 年期国债收益率再次调整至 2.9% 以上，考虑到央行提供适宜流动性环境的明确态度，叠加 MLF 利率的潜在下行空间，债市收益率或仍存修复性机会。二季度起，随着社融和 M2 增速差加速向上，我们认为债市收益率大方向上将转为上行。

图 45：债市收益率短期存在下行空间，二季度起大方向或转为上行


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

防疫政策调整早期感染率上升，国内政策推出不及预期，美欧经济衰退等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。