

行业研究

“稳增长”时期的银行股行情演绎

——基于 2009 年与 2015-2016 年历史回溯的分析

要点

“稳增长”：经济不兴、政策不止。在历史上两轮经济“稳增长”时期，（1）**货币政策**：2008 年与 2014 年底，货币环境均由紧缩向宽松切换，但力度明显不同，前者宽松力度相对更大。而 2014-2016 年的货币政策选择兼顾总量和结构调整，“宽货币”历时较长；（2）**财政政策**：两段时期均实施较为积极的财政政策，2009 年为落实“四万亿”投资计划，政府公共投资规模显著增大；（3）**房地产政策**：作为支柱产业，“周期之母”地位不变。为扭转住房销售、房地产开发投资持续下行的局面，两段时期针对房地产市场供需两端均出台了一系列支持政策；（4）**政策效果**：2009 年“稳增长”效果立竿见影，宏观经济迅速改善。而 2014-2016 年对应经济处于“三期叠加”时期，“稳增长”强调结构调整，弱化了对于 GDP 增速的要求，宏观经济直至 16Q3 才有所改善。

“稳增长”时期的银行经营：息差收窄、信用成本上行是前期银行经营的主要矛盾，后期业绩增速随着宏观经济触底而迎来拐点。具体来看，（1）**量**：2009 年在“四万亿”计划驱动下，银行表内信贷快速扩张，信贷资源重点向对公领域集中，并主要投向基建领域，城投平台成为基建投资的重要载体。2014-2016 年，囿于地方政府融资渠道受限、加之“去杠杆、去产能”持续推进，贷款增速整体稳中略降但维持高位，居民端在棚改货币化带动下逐渐成为加杠杆主体；（2）**价**：两段时期央行均大幅下调贷款基准利率，银行息差均表现为大幅收窄，但随着经济转暖而触底回升；（3）**险**：2009 年，宏观经济转暖叠加商业银行不良贷款清收处置力度不减，银行业不良指标实现“双降”。2014-2016 年，“去产能、去杠杆”进程加快，部分企业风险逐步暴露，银行资产质量改善相对有限。

“稳增长”时期的银行股行情总结：宏观经济修复带动银行顺周期表现，个股选择须考虑银行自身业务转型与宏观环境关联度。两段时期银行指数均跑赢市场，是建立在“宽信用”、“稳增长”预期基础之上所产生的股价反应，而在个股的选择上，不同时期的核心交易逻辑又有所不同。（1）2009 年，股份行、城商行涨幅靠前，资产端扩张速度为核心交易变量，基建贷款高增的银行涨幅相对更高；（2）2015-2016 年，领涨个股大体分为三条主线：一是盈利稳定、低估值、高股息的国有大行。在“去杠杆”、资本市场监管趋严背景下，投资者风险偏好下降，该类银行更受资金青睐；二是扩表速度维持高增的江浙地区城商行；三是居民融资需求旺盛背景下，深耕零售转型的银行。

本轮“稳增长”过程中银行股投资建议与逻辑：2023 年 GDP 增长目标或设置在 5%，实际达标要求在 5% 以上，较 2022 年明显回升。在经济逐步回暖过程中，“宽信用”具有延续性，持续超预期的信用扩张和政策维稳将带动板块的绝对收益。若看到宏观经济的持续向好，银行板块则有望取得更为强势的相对收益。在此过程中，伴随着疫后居民收入、就业、预期逐步改善，2023 年居民金融服务需求改善具有较强确定性，前期压制零售银行股价表现的因素将消退，零售银行或迎来多重利好。投资标的上建议关注两条主线：①经营基本面优质的平安、招行、邮储。看好头部银行经营的可持续性及其稳定性。这些银行无论是从房地产风险缓释预期角度，还是从经济修复带来零售信贷与财富管理业务机会角度，均具有较大估值提升弹性；②受益于区域经济活力强，江浙地区信用扩张将具有更好的持续性，前期机构持仓较多、盈利维持高增长的区域中小银行出现一定滞涨，拉长期限看可关注银行板块内部轮动机会，建议继续关注江苏、杭州、常熟、南京等深耕于江浙等优质区域的头部中小银行。

风险提示：经济下行压力加大；弱资质房地产企业风险释放。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378031

wangyf@ebcn.com

联系人：蔡霆峰

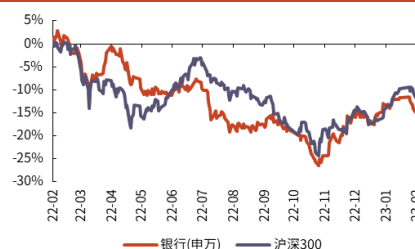
010-50578038

caitingfeng1@ebcn.com

联系人：赵晨阳

zhaochenyang@ebcn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

基于开年以来形势看，从“稳增长”到“宽信用”的交易逻辑正在被逐步印证，银行信贷投放有望实现同比多增“开门红”，经济呈现出企稳回升势头。在这样的背景下，我们回溯历史上“稳增长”、“宽信用”时期的银行股表现，并据此提出银行板块下一阶段投资建议。

创新之处

我们抽取 2009、2015-2016 年“稳增长”诉求较强时期，对该阶段宏观经济、银行经营和板块走势进行复盘，来展现“经济运行—银行经营—股价表现”的内在逻辑关系，并基于此对比 2023 年各项宏观政策取向。我们认为，2023 年 GDP 增速或设置在 5% 以上，为保证经济增长位于合理区间，货币财政政策将加大对实体支持力度，同时也需要“一揽子”经济刺激计划，基建、房地产及消费领域为政策落脚点。

股价上涨的催化因素

- 一是银行信贷“开门红”超预期；
- 二是宏观经济复苏进一步向好，PMI 进一步上行，实体经济融资需求改善；
- 三是按揭贷款需求回暖，居民杠杆率提升。

投资观点

2023 年银行 A 股有望迎来“顺周期”行情，投资标的建议把握两条主线：

- 1) 经营基本面优质的平安、招行、邮储。**2022 年受宏观经济下行压力加大、疫情反复等因素影响，居民收入、就业恶化，金融服务需求萎靡、货币贮藏性需求提升、零售客群风险有所抬头，是压制零售银行股价表现的主要因素。2023 年，伴随着经济景气度企稳回升，压制零售银行股价表现的因素将逐步消退，零售银行个人信贷业务及财富管理业务具备有较大的向上弹性，其中消费信用扩张的确定性相对更强。
- 2) 区位优势明显，凸显“亲周期”性的优质中小银行。**受益于区域经济活力强，江浙地区信用扩张将具有更好的持续性，前期机构持仓较多、盈利维持高增长的区域中小银行出现一定滞涨，拉长期限看可关注银行板块内部轮动机会，继续关注江苏、杭州、常熟、南京等深耕于江浙等优质区域的头部中小银行。

目 录

1、历史复盘：“宽信用”早期布局银行股	6
2、2008-2009 年：次贷危机爆发，“四万亿”经济刺激计划问世	9
2.1、央行快速“宽货币”，基建、地产政策加码	9
2.2、银行经营：扩表大幅提速、息差触底回升	13
2.3、行情回顾：资产端扩张动能强劲的银行领涨	17
3、2014-2016 年：“三去一降一补”对冲“三期叠加”	19
3.1、货币政策兼顾总量和结构，财政政策保持积极	19
3.2、银行经营：居民端成为加杠杆主体，资产质量稳健	24
3.3、行情回顾：供给侧结构性改革对冲需求下行压力，驱动银行板块上涨行情	27
4、“稳增长”时期的银行股行情总结	30
5、本轮“稳增长”过程中银行股投资建议	32
6、风险提示	34

图目录

图 1：银行、房地产、沪深 300 指数累计涨跌幅	6
图 2：2006-2009 年贷款基准利率走势	10
图 3：2007-2009 年大型存款类金融机构存款准备金率走势	10
图 4：2009 年，为支持经济发展，我国财政预算赤字大幅提升	11
图 5：随着“稳增长”政策落地显效，2009 年我国 GDP 增速触底反弹	12
图 6：次贷危机期间，我国居民失业率攀升	12
图 7：“四万亿”计划刺激下，基建投资增速达 51% 的历史高点	12
图 8：多重利好支持下，住房销售、房地产开发投资迅速反弹	12
图 9：工业企业利润增速 V 型反弹	13
图 10：次贷危机发生后，我国居民收入增速明显承压	13
图 11：上市银行业绩增速于 09Q1 触底后逐季走升	13
图 12：2009 年 11 月，金融机构各项贷款增速升至 44% 的历史高点	14
图 13：政策催化下，居民预期改善，按揭贷款增速触底反弹	14
图 14：上市银行对公贷款行业投向（2009 年）	15
图 15：上市银行涉房类贷款投放情况（2009 年）	15
图 16：央行连续五次降息后，新发生贷款利率快速下行，但随着微观主体融资需求改善而企稳回升	16
图 17：09Q1，受银行连续降息影响，上市银行净息差大幅收窄，此后逐季回升	16
图 18：受农行剥离不良影响，商业银行不良实现“双降”	16
图 19：次贷危机期间，9 家上市银行信用卡成本快速上行	16
图 20：各行业板块区间涨跌幅（2008/11-2009/7）	17
图 21：银行指数、沪深 300 指数累计涨跌幅	18
图 22：银行指数走势（2008/6/30 - 2009/12/31）	18
图 23：银行指数与 PMI 呈现较高相关性（2007/5-2010/12）	18
图 24：银行指数与信贷脉冲呈现较高相关性（2008/1-2009/12）	18
图 25：2008/11 - 2009/7，上市银行涨跌幅与扩表速度正相关性较高	19
图 26：2014-2016 年贷款基准利率走势	20
图 27：2014-2016 年大型存款类金融机构存款准备金率走势	20
图 28：2015-2016 年，为支持棚改，PSL 投放较多	20
图 29：2014-2016 年，我国 GDP 增速承压下行	23
图 30：2016 年 2 月出口金额同比增速跌破次贷危机时期低点	23
图 31：基建投资与房地产开发投资共振，驱动 GDP 增速于 16Q4 触底反弹	23
图 32：棚改货币化推动下，住房销售快速改善，房地产开发投资拐点滞后房地产销售半年左右	23
图 33：2016 年，二、三线城市商品房成交面积涨势更为明显	23
图 34：1 线城市房价涨幅波动明显，2、3 线城市跟进	23
图 35：2014-2016 年，16 家上市银行业绩增速持续下行，并于 16Q4 迎来经营拐点	24
图 36：2014-2016 年一般贷款增速稳中略降	25
图 37：2014-2016 年，零售贷款与对公贷款增速走势有所分化	25
图 38：上市银行对公贷款行业投向（2016 年）	26
图 39：上市银行涉房融资投放情况（2016 年）	26

图 40: 2017 年, 金融机构一般贷款利率随经济企稳而回升.....	26
图 41: 2017 年, 商业银行息差企稳回升.....	26
图 42: 2014-2016 年, 商业银行不良贷款率持续上行.....	27
图 43: 2014-2015 年, 16 家上市银行信用卡成本持续上行.....	27
图 44: 各行业板块区间涨跌幅 (2016/3-2016/12).....	28
图 45: 银行指数、沪深 300 指数累计涨跌幅.....	28
图 46: 银行指数走势 (2016/1/1 – 2016/12/31).....	29
图 47: 银行指数与 PMI 呈现较高相关性 (2016/3-2016/12).....	29
图 48: 银行指数与信贷脉冲呈现较高相关性 (2016/3-2016/12).....	29
图 49: 领涨银行大致分为三类: ①扩表速度较快的江浙地区城商行; ②低估值、高股息、信贷投放发挥头雁作用的国有行; ③深耕零售转型的招商银行.....	30
图 50: 上市银行归母净利润增速与银行指数走势.....	30
图 51: PMI 与银行指数走势.....	31
图 52: 银行板块相对收益与 PMI 走势 (2008/11-2009/12).....	31
图 53: 银行板块相对收益与 PMI 走势 (2015/1-2016/12).....	31
图 54: 信贷脉冲指标由负转正并上行时期, 银行指数往往呈现较好的股价表现.....	32
图 55: 美国、加拿大、日本、德国疫后消费贷增速均恢复至疫情前水平.....	33

表目录

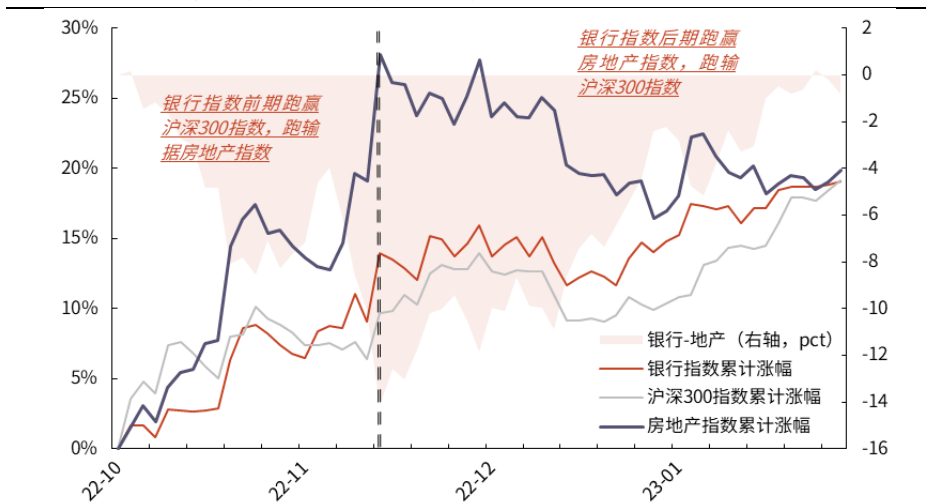
表 1: 2008-2009 年、2014-2016 年, 中央对经济工作表态、具体实施措施及政策效果.....	8
表 2: 4 万亿元投资的重点投向和资金分布.....	9
表 3: 2008-2009 年, 主要房地产政策梳理.....	11
表 4: 2014-2015 年, 主要“稳增长”政策梳理.....	21
表 5: 2014-2016 年, 主要房地产政策梳理.....	22
表 6: 2014-2021 年, 全部金融机构新增一般贷款结构.....	25

1、历史复盘：“宽信用”早期布局银行股

2022年11月1日至23年1月30日，A股银行板块上涨19.5%，在各行业板块中位居第10/31，涨幅与沪深300指数大体相同。个股表现上，招行(+56.7%)、平安(+46.5%)、宁波(+41.5%)等表现相对亮眼。H股方面，银行指数累计上涨30.9%，其中招行(+100.6%)涨幅居前。根据近期的银行板块运行逻辑，我们大致可以将其分为两个阶段：

- **第一阶段：**11月1日至12月28日的“V”型反转估值修复，主要受益于房地产融资环境转暖、疫情防控措施优化，以及由此带来的市场对银行潜在资产质量担忧的缓解。在这一时期，银行、地产股票共振反弹，A股银行指数涨14.7%，地产指数涨19.1%，两者相关系数达到0.96。
- **第二阶段：**中央经济工作会议之后，市场对2023年宏观经济复苏抱有期待，银行业作为“亲周期”板块，从“宽货币”向“宽信用”传导过程中，股价表现呈现出较强的早周期特征，涨幅持续优于地产。

图1：银行、房地产、沪深300指数累计涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所，时间：2022/11/1-2023/1/30

基于开年以来形势看，从“稳增长”到“宽信用”的交易逻辑正在被逐步印证，银行信贷投放有望实现同比多增“开门红”，经济呈现出企稳回升势头。在这样的背景下，我们回溯历史上“稳增长”、“宽信用”时期的银行股表现，对预测下一阶段银行股走势具有现实意义。

在此，我们抽取2009、2015-2016年“稳增长”诉求较强时期，对该阶段银行经营和板块走势进行复盘，来展现“经济运行—银行经营—股价表现”的逻辑关系，基于此对比2023年各项宏观政策取向，得出初步结论如下：

（1）为保证经济增长位于合理区间，需要“一揽子”经济刺激计划

2008年及2014年，分别对应次贷危机、“三期叠加”时期，彼时宏观经济下行压力突出，“稳增长”诉求明显提升，在当年中央经济工作会议表述中，均把“稳增长”作为次年经济工作的首要任务。其中，2008年中央经济工作会议表示“必须把经济平稳较快发展作为明年经济工作的首要任务，要着力在保增长上下功夫”；2014年中央经济工作会议则表示“毫不动摇坚持以经济建设为中心，一心一意谋发展”。其后，为实现经济平稳发展，我国均实施了积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并陆续采取一系列扩大内需、促进经济增长的政策措施。2022年以来，受疫情反复、外需走弱等因素影响，我国宏观经济下行压力加大，2022年中央经济工作会议明确提出，2023年要坚持“稳中求进”、“突出做好

稳增长、稳就业、稳物价”工作，为了保证 2023 年经济增长位于合理区间，预计后续也将有“一揽子”经济刺激计划出台。

(2) 2023 年 GDP 增速或达到 5%以上，货币财政政策将加大对实体支持力度

在“一揽子”经济刺激手段推动下，2009 年、2016 年的宏观经济均呈现出较好的复苏势头。2022 年我国 GDP 同比增速为 3%，伴随着疫情达峰过峰、一揽子“稳增长”政策工具落地显效，预计 2023 年 GDP 增速较 2022 年或有所抬升。结合地方政府工作报告披露的经济增长目标来看，我们预计 2023 年全国 GDP 增速目标或设置在 5%，实际达标要求在 5%以上。在这样的背景下，我们认为货币财政政策将进一步加大对实体经济的支持力度：

- **货币政策：**今年货币政策基调为“总量要够”、“结构要准”，预计 2023 年人民币信贷投放在 22~23 万亿，同比增速 10.3~10.8%，1Q 信用扩张有望实现累计同比多增，相关领域结构性货币政策工具将延续；
- **财政政策：**中央经济工作会议指出，“积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具”，预计 23 年赤字率或设定在 3%，新增专项债规模 3.8 万亿。

(3) 基建、房地产及消费领域为政策落脚点

2008 年，为应对国际金融危机，我国在短时间内连续大幅降准降息，并推出“四万亿”投资计划、十大产业调整振兴规划作为拉动经济的主要手段；2015-2016 年，我国实施“三去一降一补”对冲传统需求下行压力，房地产与基建共振推动经济温和复苏。从目前情况来看，为了保证 2023 年经济增长位于合理区间，需要房地产市场逐步修复和基建投资增加强度，消费领域或面临刺激：

- **基建：**2023 年进入“十四五”规划承前启后的关键节点，将是重大基建项目的加速落地期，可期待将形成较高的实物工作量。后续为稳定经济，不排除继续出台一系列“强基建”举措，加大开发性、政策性金融工具使用，推动基建增速维持较高强度；
- **房地产：**在因城施策框架下，恢复房企经营性现金流方是治本之策，预计需求侧刺激性举措具有确定性、持续性、渐进性，在房贷利率、首付比例和二套房认定方面均可能进一步施策；
- **消费：**2022 年中央经济工作会议强调“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”。随着疫情逐步达峰过峰，人员流动增加，居民资产负债表将得到部分修复，消费端或同步出台刺激性举措，着力点在于恢复线下消费活力。

(4) 经济复苏提振银行股“顺周期”表现

从历史复盘来看，宏观经济修复有利于银行业顺周期经营，而银行股价表现往往领先于业绩拐点。在经济逐步回暖过程中，“宽信用”具有延续性，持续超预期的信用扩张和政策维稳，将提振板块的绝对收益；而当经济进入扩张周期，银行板块则更易于取得相对收益。2023 年，伴随着一揽子“稳增长”工具逐步落地、宏观经济景气度回升，将提振银行板块的“顺周期”表现。其中，受益于消费类信用改善、资本市场回暖带动财富管理业务增长，零售银行股价更具弹性。

表 1：2008-2009 年、2014-2016 年，中央对经济工作表态、具体实施措施及政策效果

项目		2008 年	2014-2016 年	
中央经济工作会议	明年经济工作总体要求	必须把保持经济平稳较快发展作为明年经济工作的首要任务，聚精会神搞建设、一心一意谋发展。	2014 年： 努力保持经济稳定增长，毫不动摇坚持以经济建设为中心，一心一意谋发展，把转方式调结构放到更加重要位置，狠抓改革攻坚，突出创新驱动。 2015 年： 着力加强结构性改革，在适度扩大总需求的同时，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，提高供给体系质量和效率，提高投资有效性，加快培育新的发展动能。	
	货币政策	实施适度宽松的货币政策，发挥货币政策反周期调节和保障流动性供给的重要作用，促进货币信贷供应总量合理增长。	2014 年： 实施稳健的货币政策，货币政策要更加注重松紧适度； 2015 年： 稳健的货币政策要灵活适度，为结构性改革营造适宜的货币金融环境，降低融资成本，保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长，优化信贷结构。	
	财政政策	实施积极的财政政策，较大幅度增加公共支出，保障重点领域和重点建设支出，支持地震灾区灾后恢复重建，实行结构性减税，优化财政支出结构。	2014 年： 继续实施积极的财政政策，积极的财政政策要有力度。 2015 年： 积极的财政政策要加大力度，实行减税政策，阶段性提高财政赤字率，在适当增加必要的财政支出和政府投资的同时，主要用于弥补降税带来的财政减收，保障政府应该承担的支出责任。	
	房地产政策	增加保障性住房供给，减轻居民合理购买自住普通商品住房负担，发挥房地产在扩大内需中的积极作用。	—	
次年政府工作报告	经济发展主要目标	2009 年： ①GDP 增速：8% ②城镇登记失业率：4.6%以下 ③城乡居民收入：稳定增长 ④居民消费价格政府：4%左右	2015 年： ①GDP 增速：7% ②城镇登记失业率：4.5%以下 ③进出口总额：增长 6%左右	2016 年： ①GDP 增速：6.5-7% ②城镇登记失业率：4.5%以下 ③居民消费价格涨幅：3%左右
具体做法	产业政策	①推出“四万亿”投资计划； ②国常会先后出台十项产业调整振兴规划，部署钢铁、汽车、轻工、装备制造等十大重点产业的技术升级改造。	发改委研究推出信息电网油气网络、生态环保、清洁能源、粮食水利、交通运输、健康养老服务、能源矿产资源保障等十一大类重大工程包。	
	货币政策	① 降息： 2008 年 9-12 月，央行 5 次下调贷款基准利率，1Y、5Y 贷款基准利率累计分别下调 216、189bp； ② 降准： 2008 年 9-12 月，4 次下调存款准备金率，大型、中小型存款类金融机构累计分别下调 200bp、400bp。 ③ 其他： 取消对金融机构信贷规划的硬约束；鼓励地方政府通过设立政府投融资平台进行融资。	① 降息： 2014 年 11 月-2015 年 10 月，央行 6 次下调贷款基准利率，各期限贷款基准利率累计下调 165bp； ② 降准： 2015 年 2 月-2016 年 3 月，央行 5 次实施全面降准，累计下调存款准备金率 300bp。 ③ 其他： 创设 MLF、PSL、支小再贷款等。	
	财政政策	①财政预算赤字由 1800 亿提升至 9500 亿； ②扩大政府公共投资，落实“四万亿”投资计划； ③加大财政补贴力度，开展“家电下乡”“汽车下乡”； ④实施大规模结构性减税，包括允许企业抵扣新购入设备所含的增值税、上调出口退税率等；	①赤字率由 2014 年的 2.1%提升至 2016 年的 3%； ②继续实施减税和普遍性降费，包括全面实施营改增、减免涉及小微企业的有关行政事业性收费和政府性基金等； ③保持一定的政府投资规模。 ④推广政府和社会资本合作（PPP）模式。	
	房地产政策	① 需求侧， 除了贷款基准利率的大幅调降，还包括降低首付比、放松认房又认贷标准、调整购房交易税、下调存量首套按揭利率等； ② 供给侧， 窗口指导加大对房企的信用支持力度、放松非标融资对于房企项目的“四证”要求、允许信托公司以投资附加回购承诺方式对房企项目提供间接融资、开展房地产信托投资基金试点、降低房企项目资本金比例。	① 需求侧， 除了央行多次降息，还包括“四限”政策放松、降低首付比例、放松认房又认贷标准、棚改货币化安置等； ② 供给侧， 包括进一步下调房地产开发项目最低资本金比例、房企股权融资重启、支持房企发债融资等。棚改货币化的推进，也有效带动三、四线城市购房需求，推动住房销售改善。	
政策效果	GDP	GDP 增速在 09Q1 触底后逐季提升，2009 年 GDP 同比增速录得 9.4%，较 2008 年下降 0.25pct。	2015、2016 年 GDP 同比增速分别为 7.04%、6.85%，同比分别下降 0.38、0.19pct。	
	一般贷款增速	一般贷款同比增速于 2008 年 11 月触底后逐季上行，09Q3 达到 34%的历史高点，比 2008 年末提升 17.9pct。	2015-2016 年，金融机构一般贷款增速整体稳中略降，由 2014 年末的 13.2%降至 2016 年末的 12.6%。	
	银行股表现	2008 年 11 月-2009 年 7 月，银行板块累计上涨 125.2%，跑赢沪深 300 指数 2.6pct，在各行业板块中位居第 18/30，扩表速度较快的银行涨幅居前。	第一轮：2015 年 3 月-2015 年 6 月。 银行板块累计上涨 47.1%，跑输沪深 300 指数 5pct，在各行业板块中位居 28/30。本轮行情启动缺乏经济基本面的支撑，行情上涨更多由资金面等其他因素解释。 第二轮：2016 年 3 月-2016 年 12 月。 银行板块累计上涨 17.7%，跑赢沪深 300 指数 2.7pct，在各行业板块中位居第 23/30。	

资料来源：Wind，政府工作报告，中央经济工作会议，国常会，光大证券研究所整理

2、2008-2009 年：次贷危机爆发，“四万亿”经济刺激计划问世

2.1、央行快速“宽货币”，基建、地产政策加码

2008 年，受冰雪及地震等自然灾害、美国次贷危机影响，我国 GDP 同比增速下行，由 2007 年的 14.2% 降至 2008 年的 9.7%。对应居民失业率攀升，工业企业利润、居民收入增速急转直下，其中工业企业利润自 2002 年 4 月以来首次出现负增长。事后 2013 年温家宝总理作政府工作报告时曾指出，“这场危机来势之猛、扩散之快、影响之深，百年罕见”。

基于内外形势变化，我国宏观调控也由“从紧”转为“宽松”。为实现经济平稳较快发展，我国实施了积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并采取一系列扩大内需、促进经济增长的政策措施。其中货币政策“适度宽松”的表述是在 2000 年以来未出现过的，从 2009 年运行的实践看，当时的货币环境十分宽松。

➤ 推出“四万亿”投资计划、十大产业调整振兴规划作为拉动经济的主要手段

2008 年 11 月，国务院常务会议研究部署进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，主要聚焦民生工程、基础设施、生态环境建设和灾后重建。据发改委测算，为实施上述工程，2008 年 11 月至 2010 年底，需安排投资约 4 万亿；2009 年 1-2 月，国常会先后出台十项产业调整振兴规划，部署钢铁、汽车、轻工、纺织、装备制造等十大国家重点产业的技术升级改造。

表 2：4 万亿元投资的重点投向和资金分布

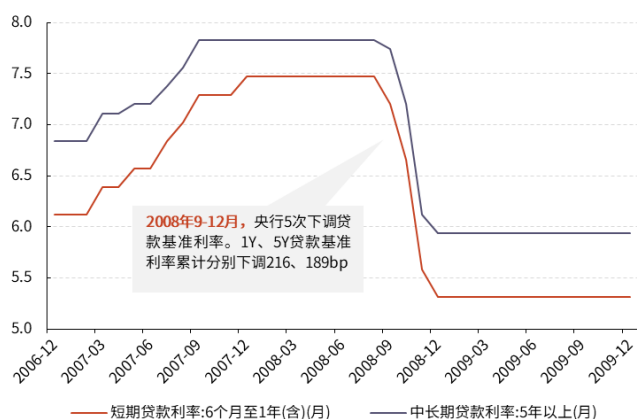
投资领域	投资金额 (亿元)	金额占比 (%)
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	4000	10.0
农村水电路气房等民生工程和基础设施	3700	9.3
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	15000	37.5
医疗卫生、教育、文化等社会事业发展	1500	3.8
节能减排和生态工程	2100	5.3
自主创新和结构调整	3700	9.3
灾后恢复重建	10000	25.0
合计	40000	100.0

资料来源：发改委，光大证券研究所

➤ 货币政策：央行综合运用数量型、价格型工具，加大金融支持经济发展力度

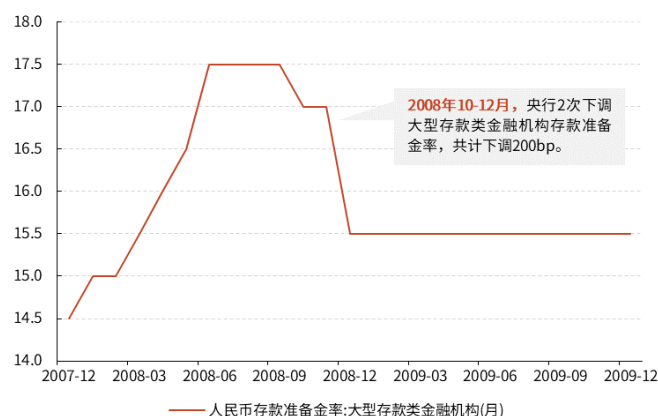
2008 年 9-12 月，央行五次下调存贷款基准利率、四次下调存款准备金率，其中 1Y、5Y 贷款基准利率累计分别下调 216、189bp，降至 5.31% 和 5.94%。同时，央行明确取消对金融机构信贷规划的硬约束，指导金融机构扩大信贷总量投放，并会同银监会于 2009 年 3 月联合发布《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，指导银行体系加大对中央投资项目的信贷支持力度，鼓励地方政府通过设立政府投融资平台进行融资。此轮“宽货币”节奏快，单次降息幅度大，向市场释放了强烈的“稳增长”信号。

图 2：2006-2009 年贷款基准利率走势



资料来源：人民银行，光大证券研究所，单位：%

图 3：2007-2009 年大型存款类金融机构存款准备金率走势



资料来源：人民银行，光大证券研究所，单位：%

► 财政政策：由“稳健”转为“积极”，加大投资、补贴、减税力度

2009 年，我国重启积极的财政政策，将财政预算赤字由 2008 年的 1800 亿提升至 9500 亿，并采取了一系列扩大内需的政策措施。具体来看：

① **扩大政府公共投资。**中央政府加大投资力度以落实“四万亿”投资计划，2009 年中央政府公共投资安排 9080 亿，较 2008 年增加 4875 亿。其中农业、交通运输等基础设施建设合计安排 4398 亿，为资金投入重点。

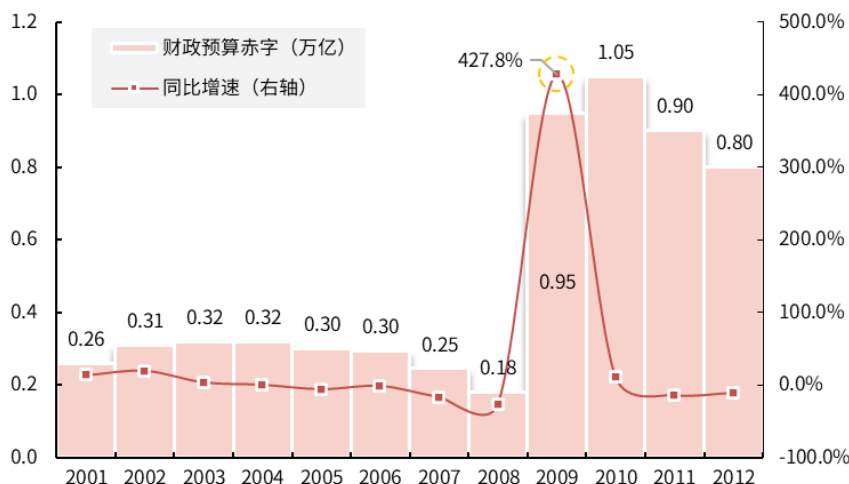
② **加大财政补贴力度，促进居民消费需求改善。**2009 年，我国先后实施“家电下乡”、“汽车下乡”政策，对农民购置家电、微型客车，以及老旧家电、汽车“以旧换新”给予财政补贴。据 2009 年中央和地方财政预算草案，对“家电下乡”、“汽车下乡”分别安排补贴资金 200 亿、50 亿，其中“家电下乡”补贴资金较 2008 年增长近 9 倍。

③ **实施大规模结构性减税措施。**为减轻微观主体税务负担，促进企业投资和居民消费，我国接连实施减税、退税、抵税等多项措施。主要包括：

- 1) 在全国范围内实施增值税转型改革，允许企业抵扣新购入设备所含的增值税，并将小规模纳税人的增值税征收率统一调低至 3%；
- 2) 在进出口贸易方面，2008 年 8 月-2009 年 6 月，财政部、税务总局累计 7 次上调出口退税率，涉及商品包括纺织品、服装、高附加值装备产品等，并对部分关键原材料和部件免征进口关税；
- 3) 其他减税政策还包括汽车购置税减免、提高个人所得税工薪所得减除费用标准、取消和停征 100 项行政事业性收费、降低证券交易印花税税率等。

据财政部测算，上述结构性减税政策将减轻企业和居民负担约 5000 亿，占当年财政预算收入的 7.5%左右。

图 4：2009 年，为支持经济发展，我国财政预算赤字大幅提升



资料来源：财政部，光大证券研究所

➤ 房地产政策：需求侧全面放松，供给端加大支持力度

房地产作为“周期之母”，由于产业链较长，历史上多次被作为“稳增长”的重要抓手。次贷危机期间，为扭转住房销售、房地产开发投资持续下行的局面，并充分发挥地产开发投资对上下游企业的带动作用，监管针对供需两端出台一系列房地产支持政策：

- ① **从需求侧来看**，除了贷款基准利率的大幅调降，还包括降低首付比、放松认房又认贷标准、调整购房交易税、下调存量首套按揭利率等；
- ② **从供给侧来看**，包括窗口指导加大对房企的信用支持力度、放松非标融资对于房开项目的“四证”要求、允许信托公司以投资附加回购承诺方式对房开项目提供间接融资、开展房地产信托投资基金试点、降低房开项目资本金比例等。

表 3：2008-2009 年，主要房地产政策梳理

日期	政策/事件	主体	内容
2009/05/27	《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》	国务院	【下调固定资产投资项目最低资本金比例】 保障性住房、普通商品住房项目的最低资本金比例由 35% 降至 20%，其他房地产开发项目的由 35% 降至 30%。
2009/03/25	《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》	银监会	① 允许监管评级为 2C 级（含）以上的信托公司向已取得国有土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证（“三证”）的房地产开发项目发放贷款； ② 允许信托公司以投资附加回购承诺方式对房地产开发项目提供间接融资。
2008/12/17	国务院常务会议部署促进房地产市场健康发展措施	国务院	① 加快保障性住房建设，进一步鼓励和支持住房消费， 保持合理的房地产开发投资规模 ，促进房地产市场健康发展。 ② 【放松认房认贷标准】 对已贷款购买一套住房但人均面积低于当地平均水平，再申请购买第二套普通自住房的居民，比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策。对住房转让环节营业税暂定一年实行减免政策； ③ 【支持房企融资】 支持合理融资需求，加大对中低价位、中小套型普通商品住房建设特别是在建项目的信贷支持，对有实力有信誉的房地产开发企业兼并重组提供融资和相关金融服务； ④ 按照法定程序取消城市房地产税。
2008/12/08	国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见	国务院	① 落实和出台有关信贷政策措施，支持居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房。加大对城市低收入居民廉租房、经济适用房建设和棚户区改造的信贷支持； ② 开展房地产信托投资基金试点，拓宽房地产企业融资渠道。

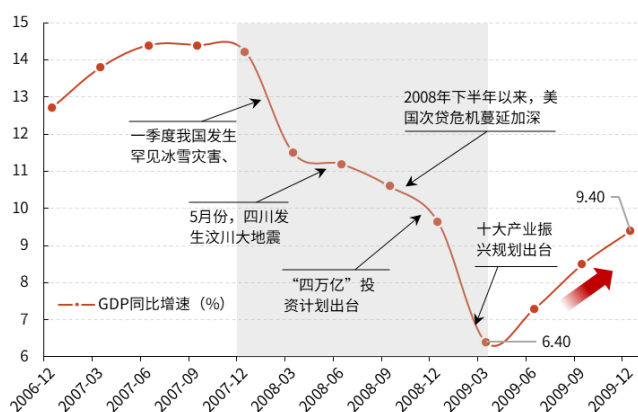
日期	政策/事件	主体	内容
2008/10/22	《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》	财政部、税务总局	【购房交易税调整】 ① 对个人首次购买 90 平方米及以下普通住房的，契税税率暂统一下调到 1%； ② 对个人销售或购买住房暂免征收印花税； ③ 对个人销售住房暂免征收土地增值税。
2008/10/22	《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》	央行	① 商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍； ② 最低首付比例调整为 20%； ③ 下调公积金贷款利率 27bp； ④ 汶川地震灾区居民灾后购置自住住房的贷款利率下限为基准利率的 0.6 倍、最低首付比例为 10%。

资料来源：人民银行、银监会、国务院、财政部、税务总局，光大证券研究所整理

政策效果：伴随着刺激政策落地见效，宏观经济景气度迅速改善

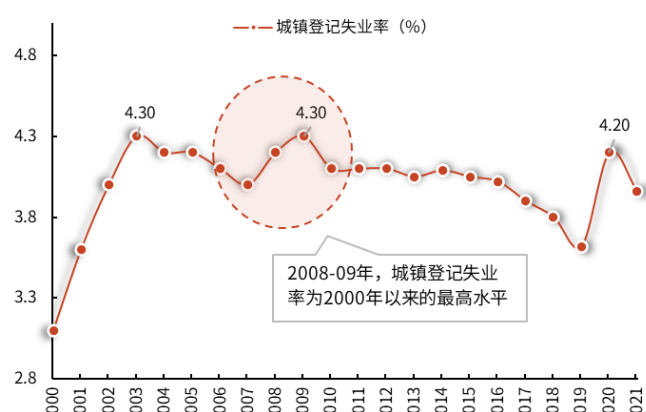
在“一揽子”政策刺激下，房地产开发投资、基建投资增速迅速走高。其中，2009 年房地产开发投资增速为 16.1%，较 2009 年 2 月的低点提升 15.1pct；基建投资增速于 2009 年 6 月达到 50.8%的历史高点，全年增速亦保持在 42.2%的较高水平，比 2008 年提升 19.5pct。得益于投资端显著发力，我国 GDP 增速于 09Q1 触底后逐季走升，2009 年 GDP 同比增速为 9.4%，较 09Q1 的低点提升 3pct。

图 5：随着“稳增长”政策落地显效，2009 年我国 GDP 增速触底反弹



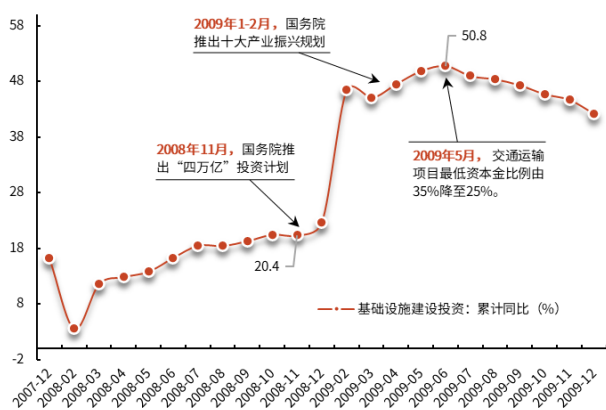
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 6：次贷危机期间，我国居民失业率攀升



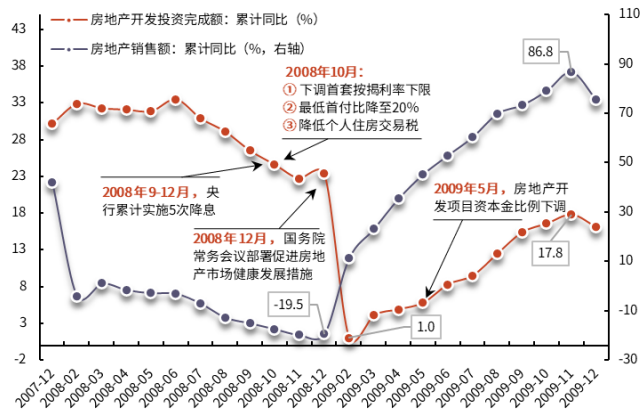
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 7：“四万亿”计划刺激下，基建投资增速达 51% 的历史高点



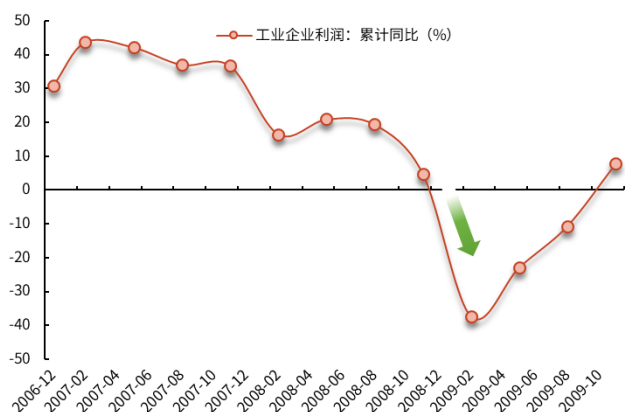
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 8：多重利好支持下，住房销售、房地产开发投资迅速反弹



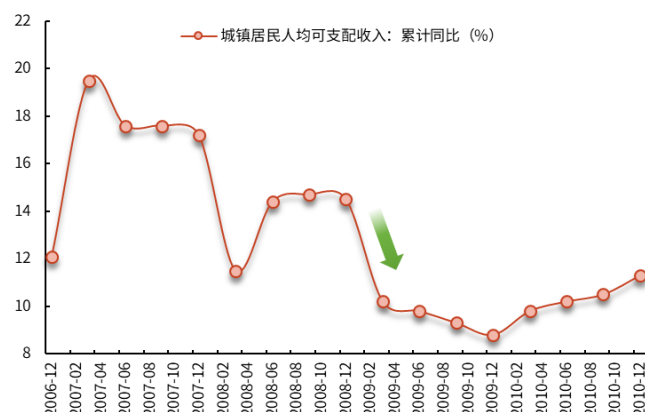
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 9：工业企业利润增速 V 型反弹



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 10：次贷危机发生后，我国居民收入增速明显承压



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

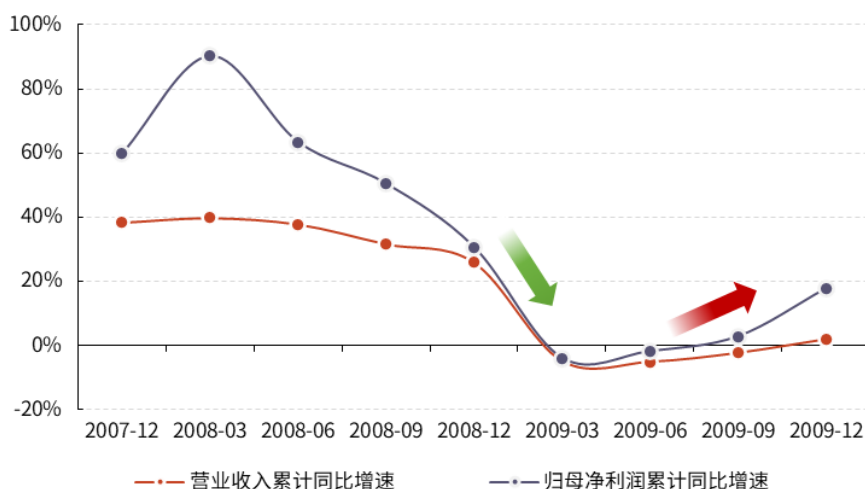
2.2、银行经营：扩表大幅提速、息差触底回升

► 业绩表现：上市银行业绩增速于 09Q1 触底，此后逐季上行

2008 年，上市银行¹总资产扩张速度及息差运行总体稳定，但受 2007 年高基数影响，营收增速由 38.4% 降至 25.9%。同时，伴随着宏观经济承压下行，上市银行普遍加大拨备计提力度，信用成本显著提升，致使盈利增速降幅相对更大，由 59.8% 降至 30.7%。

进入 2009 年，由于央行短时间内大幅降息，叠加商业银行陆续下调存量首套按揭利率，致使商业银行 09Q1 息差明显承压，营收、盈利增速因此而显著下挫。但随着前期各项“稳增长”工具落地显效，微观主体有效融资需求开始回暖，息差企稳回升，加之信用成本随宏观经济改善而触顶回落，银行体系业绩增速开始走升。

图 11：上市银行业绩增速于 09Q1 触底后逐季走升



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

¹ 上市银行样本为工行、中行、交行、招行、浦发、民生、兴业、华夏、平安

量：基建、房地产贷款快速扩张，“宽信用”全面推进

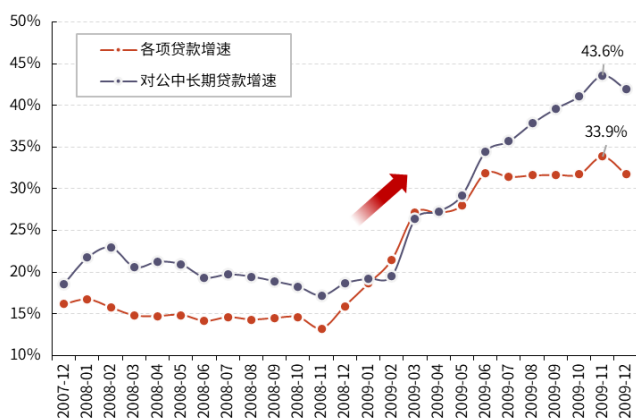
银行表内信贷快速扩张。在“一揽子”政策驱动下，银行体系于 2009 年 1 月实现“开门红”。09M1 金融机构新增一般贷款 1.6 万亿，同比多增 0.7 万亿；全年一般贷款新增 10.6 万亿，同比多增 6.3 万亿。一般贷款同比增速于 2008 年 11 月触底后逐季上行，09Q3 达到 35% 的历史高点，比 2008 年末提升 19.6pct。

信贷资源重点向对公领域倾斜，并主要投向基建领域。全年新增一般贷款结构中，对公、零售大致按 3:1 分布，信贷扩张以对公领域为主导。2009 年，在“四万亿”计划驱动下，银行体系信贷投向具有较强的政策驱动特征，信贷资源向对公领域集中，并主要投向基础设施、租赁和商务服务业，城投平台成为基建投资到位资金的重要金融载体。具体来看：

- 1) **基础设施贷款：**2009 年，主要金融机构²新增基础设施中长期贷款 2.5 万亿，占全部产业新增中长期贷款的 50%；年末余额同比增长 43%，增速比 2008 年末提升 19.6pct。**12 家上市银行³**基础设施贷款同比增速为 30.2%，高于对公贷款增速 0.3pct；全年新增基础设施贷款占新增对公贷款的 37.4%。
- 2) **租赁和商务服务业：**12 家上市银行租赁和商务服务业贷款同比增速为 82.7%，高于对公贷款增速 52.8pct；全年新增租赁和商务服务业贷款占新增对公贷款的 16.8%。
- 3) **城投平台贷款：**全部金融机构新增地方政府融资平台贷款 3.05 万亿，占新增对公贷款的 38%；年末余额同比增速为 70.4%，高于全部金融机构对公贷款增速 39.7pct。

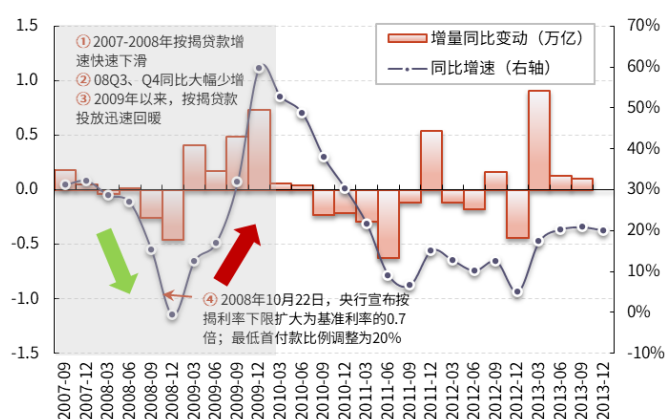
涉房类贷款投放明显提速。2009 年，金融机构新增商业性房地产贷款 2.05 万亿，同比多增 1.57 万亿；商业性房地产贷款同比增速为 38.8%，比上年末提升 28.8pct。**其中，① 个人住房贷款**新增 1.78 万亿，同比多增 1.8 万亿，增量占新增零售贷款的 72%；个人住房贷款同比增速由 2008 年末的 -0.7% 升至 59.7%。央行连续降息，并将首套按揭利率的下限降为贷款基准利率的 0.7 倍，叠加“四万亿”投资计划出炉，居民预期得以好转，购房需求受到大幅度刺激，推动按揭贷款投放迅速回暖。**② 房地产开发贷款**新增 0.6 万亿，同比多增 0.47 万亿；开发贷同比增速为 31%，比 2008 年末提升 23.8pct。

图 12：2009 年 11 月，金融机构各项贷款增速升至 44% 的历史高点



资料来源：人民银行，光大证券研究所

图 13：政策催化下，居民预期改善，按揭贷款增速触底反弹



资料来源：人民银行，光大证券研究所

² 主要金融机构包括国有商业银行、政策性银行、股份制商业银行和城市商业银行。

³ 12 家上市银行包括工行、建行、交行、招行、中信、民生、兴业、光大、华夏、北京、南京、宁波银行。

图 14：上市银行对公贷款行业投向（2009 年）

上市银行	基础设施			租赁和商务服务业			制造业		
	增量（百万）	同比增速	增量占新增对公贷款	增量（百万）	同比增速	增量占新增对公贷款	增量（百万）	同比增速	增量占新增对公贷款
工商银行	386,138	25.7%	50.0%	101,256	49.6%	13.1%	48,817	6.3%	6.3%
建设银行	209,914	20.4%	30.7%	169,739	122.4%	24.8%	145,408	21.4%	21.2%
交通银行	183,602	53.0%	49.2%	31,709	63.4%	8.5%	57,193	17.8%	15.3%
招商银行	39,990	24.4%	25.7%	18,302	65.2%	11.8%	33,550	20.9%	21.6%
中信银行	105,538	67.3%	36.5%	18,504	58.9%	6.4%	47,282	29.0%	16.4%
民生银行	27,756	17.7%	14.0%	43,599	85.4%	22.0%	18,808	18.2%	9.5%
兴业银行	90,863	105.9%	47.1%	36,874	180.8%	19.1%	24,720	29.9%	12.8%
光大银行	21,019	14.8%	17.5%	23,584	81.2%	19.6%	18,727	27.1%	15.5%
华夏银行	10,950	24.2%	13.8%	35,570	148.5%	44.8%	19,306	19.3%	24.3%
北京银行	21,277	37.0%	29.7%	19,654	86.2%	27.4%	2,442	9.8%	3.4%
南京银行	10,765	259.3%	42.2%	1,565	20.3%	6.1%	1,908	34.4%	7.5%
宁波银行	8,767	253.7%	33.0%	2,792	236.4%	10.5%	3,928	22.0%	14.8%
合计	1,116,579	30.2%	37.4%	503,148	82.7%	16.8%	422,089	16.8%	14.1%

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 15：上市银行涉房类贷款投放情况（2009 年）

上市银行	按揭贷款			房地产贷款			表内涉房贷款		
	增量（百万）	同比增速	增量占新增零售贷款	增量（百万）	同比增速	增量占新增对公贷款	增量（百万）	同比增速	增量占新增贷款
工商银行	276,425	45.2%	72.6%	88,569	22.9%	11.5%	364,994	36.6%	31.6%
建设银行	253,646	41.2%	91.9%	34,761	9.8%	5.1%	288,407	29.7%	28.1%
交通银行	72,986	48.0%	69.1%	40,757	46.0%	10.9%	113,743	47.3%	22.3%
招商银行	115,147	72.6%	77.2%	26,300	40.9%	16.9%	141,447	63.5%	45.4%
中信银行	46,926	69.8%	77.6%	4,087	9.7%	1.4%	51,013	46.6%	12.7%
民生银行	12,218	14.0%	22.1%	13,555	15.0%	6.8%	25,773	14.5%	11.5%
兴业银行	36,933	32.9%	92.2%	6,897	11.7%	3.6%	43,830	25.6%	21.7%
光大银行	32,833	52.7%	69.3%	32,036	101.0%	26.6%	64,869	69.0%	35.9%
华夏银行	3,792	15.8%	45.0%	10,421	45.1%	13.1%	14,213	30.2%	19.0%
北京银行	7,250	51.5%	85.9%	14,879	66.6%	20.7%	22,129	60.8%	27.5%
南京银行	2,288	73.3%	67.6%	2,992	87.9%	11.7%	5,280	81.0%	19.7%
宁波银行	4,507	47.5%	58.9%	4,492	159.0%	16.9%	8,999	73.1%	27.5%
合计	864,951	45.1%	75.7%	279,746	24.0%	9.4%	1,144,697	37.1%	27.1%

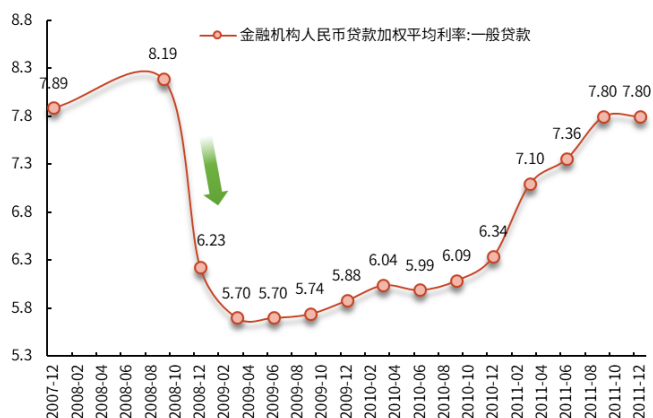
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

► 价：受央行连续降息、存量首套按揭利率下调影响，上市银行息差明显承压

2009 年，存量房贷利率从基准利率 8.5 折转为 7 折优惠，按 2008 年末 5.94% 的法定贷款利率换算，使得存量按揭贷款收益率在 2009 年多降 90bp 左右（较 8.5 折重定价），再叠加 9-12 月贷款基准利率累计下调 189bp，造成 2009 年银行资产端收益率大幅下行。尽管央行采取的是对称性降息，但由于资产端重定价节奏相对更快，资产负债两端重定价周期错配致使商业银行 09Q1 息差明显承压。根据 8 家上市银行⁴披露的净息差表现，09Q1 平均降幅多在 50-80bp 左右。其后，随着宏观经济景气度回升，微观主体有效融资需求回暖，加之存款端陆续到期重定价，上市银行息差企稳回升。

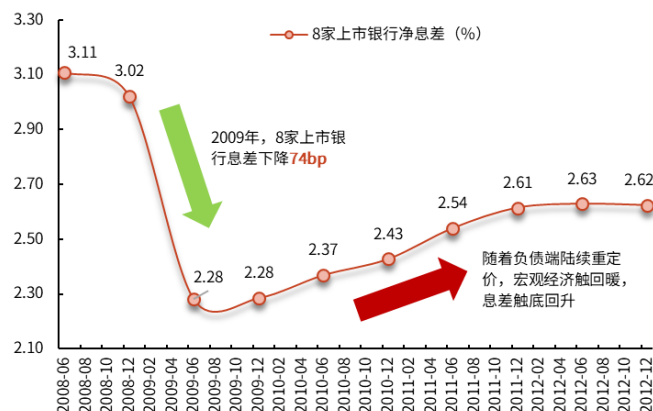
⁴ 8 家上市银行为工行、建行、中行、交行、招行、中信、民生、平安

图 16：央行连续五次降息后，新发生贷款利率快速下行，但随着微观主体融资需求改善而企稳回升



资料来源：人民银行，光大证券研究所，单位：%

图 17：09Q1，受银行连续降息影响，上市银行净息差大幅收窄，此后逐季回升

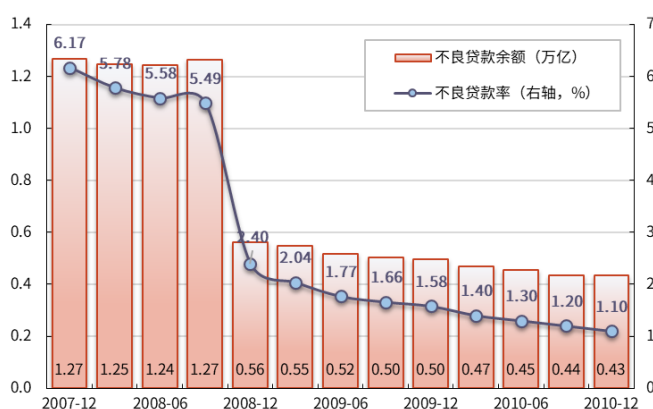


资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：整体净息差按照净利息收入规模加权求和计算得出

➤ 险：不良指标实现“双降”，风险抵补能力提升

因农行完成政策性坏账的剥离，2008 年商业银行不良实现“双降”。2008 年末，商业银行不良贷款余额为 0.56 万亿，较 2007 年末减少 0.7 万亿，不良贷款率比上年末下降 3.8pct 至 2.4%。但受宏观经济承压下行影响，银行体系不良净生成率抬升，9 家上市银行⁵信用成本有所走高，由 2007 年的 0.35% 升至 2008 年的 0.61%。进入 2009 年，宏观经济触底回升，叠加商业银行不良贷款清收处置力度不减，不良指标继续保持“双降”态势，不良贷款余额比上年末减少 629 亿至 4973 亿，不良贷款率比上年末下降 0.82pct 至 1.58%。

图 18：受农行剥离不良影响，商业银行不良实现“双降”



资料来源：银监会，光大证券研究所

图 19：次贷危机期间，9 家上市银行信用成本快速上行



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

⁵ 9 家上市银行为工行、中行、交行、招行、浦发、民生、兴业、华夏、平安

2.3、行情回顾：资产端扩张动能强劲的银行领涨

“四万亿”投资计划推动下，基建相关行业领涨。伴随着“四万亿”投资计划出台，PMI 指数在 2008 年 11 月迎来拐点，并于 2009 年 3 月重回 50% “枯荣线”，GDP 同比增速于 2009Q1 触底。在此期间，我国宏观经济处于复苏阶段，沪深 300 指数企稳回升，累计上涨 49.5%。分行业来看，在“四万亿”投资计划推动下，基建相关行业涨幅居前，2008 年 11 月-2009 年 3 月，有色金属(+134.9%)、建材(+110.5%)、电力设备(+110.1%)等板块领涨；大金融板块具有绝对收益，但相对收益并不明显，银行、证券、保险板块累计分别上涨 35.8%、53.7%、42.8%，在各行业板块中排名第 29/31、21/31、26/31。

宏观经济扩张时期，大金融板块具有较好的绝对收益和相对收益。2009 年 4-7 月，PMI 重回 50% “枯荣线”并持续上行，宏观经济进入扩张周期。在此期间，沪深 300 指数累计上涨 48.9%。分行业来看，2009 年 4 月-7 月，煤炭(+101.7%)、钢铁(+67.4%)、有色金属(+61.4%)等板块领涨，大金融板块亦开始发力，银行、证券、保险累计分别上涨 65.9%、50.1%、57%，分别跑赢沪深 300 指数 17pct、1.1pct、8pct，在各行业板块中分别位居第 3/31、7/31、5/31。

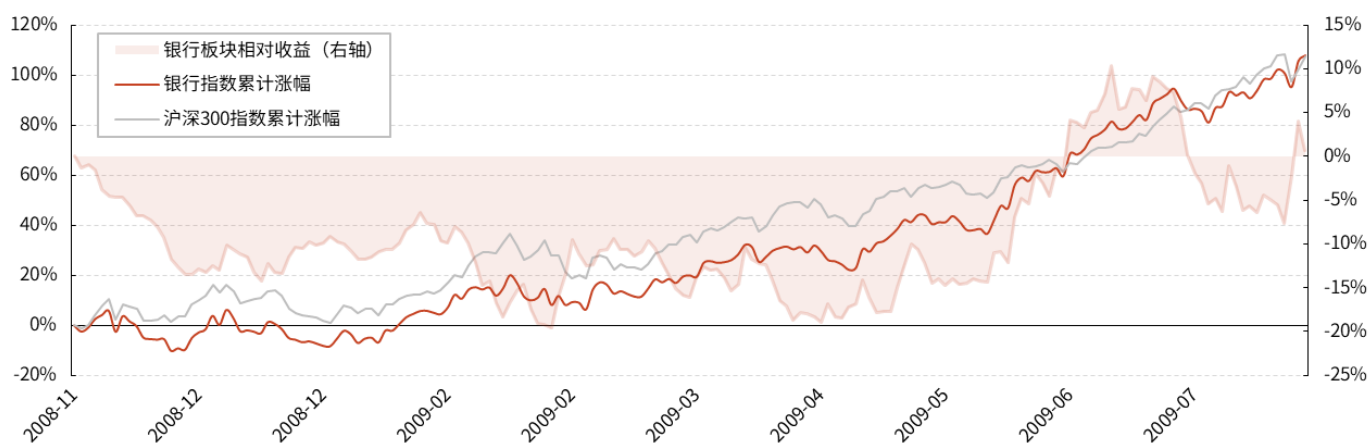
大金融板块内部看，非银前期表现相对更好，银行后期发力。本轮行情中，大金融板块内部呈现一定轮动特征，板块轮动顺序为“证券-保险-银行”。2008 年 11 月 9 日，“四万亿”计划出台，当日至月底证券板块上涨 10.4%，而保险、银行指数分别下跌 7%、2.6%。随后的 12 月行情中，保险指数上涨 7%，在各行业板块中位居第 8/30，而证券、银行指数涨幅分别为-8.7%、2%。随着宏观经济进入扩张周期，银行板块开始发力，2009 年 5 月、6 月银行板块分别上涨 9.8%、28.1%，在各行业板块中分别位居第 6/30、1/30。

图 20：各行业板块区间涨跌幅（2008/11-2009/7）

行业	2008/11-2009/7	2008/11-2009/3	2009/4-2009/7	2008M11	2008M12	2009M1	2009M2	2009M3	2009M4	2009M5	2009M6	2009M7
银行板块排名	18	29	3	29	20	13	21	24	22	6	1	16
证券板块排名	16	21	7	25	30	1	29	7	30	10	7	2
保险板块排名	19	26	5	30	8	20	11	12	23	28	2	6
食品饮料	103.1	45.8	39.3	16.9	4.1	1.6	9.6	7.5	6.2	1.8	16.3	10.7
电子	135.6	96.1	20.1	14.3	5.6	19.1	4.4	30.6	5.3	2.9	0.3	10.5
家电	117.0	63.6	32.6	14.7	4.7	2.2	15.5	15.3	12.7	2.9	3.5	10.6
有色金属	279.1	134.9	61.4	19.6	2.7	20.1	20.7	31.9	-1.2	11.1	13.2	29.9
通信	110.9	53.8	37.1	12.7	6.9	4.2	3.0	19.0	14.0	-4.6	6.3	18.6
基础化工	76.2	40.0	25.8	3.7	-5.1	12.8	4.8	20.4	1.7	1.9	2.6	18.3
汽车	198.3	104.6	45.8	17.1	3.1	20.5	13.9	23.3	12.8	8.0	1.6	17.9
机械	137.7	79.7	32.3	22.2	0.4	18.9	6.5	15.7	5.2	2.7	6.5	15.0
医药	104.9	64.0	24.9	15.2	10.7	9.2	4.0	13.2	6.0	-0.5	8.5	9.2
电力设备及新能源	156.0	110.1	21.9	35.0	11.7	9.3	4.1	22.5	5.4	14.5	-7.3	9.0
国防军工	167.0	85.1	44.2	10.6	12.7	22.4	4.3	16.4	5.5	5.7	-0.6	30.1
计算机	149.6	89.8	31.5	11.6	14.8	18.4	2.4	22.2	14.0	1.8	0.5	12.7
银行	125.2	35.8	65.9	-2.6	2.0	14.6	4.1	14.6	3.3	9.8	28.1	14.1
轻工制造	138.0	78.2	33.6	15.8	4.5	14.3	5.9	21.6	4.9	2.4	5.8	17.5
建材	164.5	110.5	25.6	30.1	-0.8	20.6	12.5	20.2	7.6	-2.5	3.8	15.4
保险	124.2	42.8	57.0	-7.0	7.0	11.3	6.6	20.9	2.5	-1.1	26.1	22.9
煤炭	229.5	63.3	101.7	6.1	7.8	21.9	-4.1	22.0	20.5	13.8	13.9	29.2
证券	130.6	53.7	50.1	10.4	-8.7	24.7	-0.3	22.6	-5.7	7.2	13.7	30.5
农林牧渔	103.2	68.4	20.7	17.2	4.8	13.1	9.7	10.5	0.1	3.0	5.4	11.0
电力及公用事业	79.5	43.5	25.1	12.4	-1.0	7.3	6.6	12.8	0.4	3.0	3.3	17.2
纺织服装	130.2	78.5	29.0	15.1	4.3	15.0	4.3	24.0	5.1	4.8	6.6	9.9
综合	183.8	105.4	38.2	18.1	6.3	15.6	13.7	24.5	7.2	8.9	4.8	12.9
石油石化	91.7	33.0	44.2	12.4	-4.6	8.8	2.6	11.1	5.4	10.9	3.2	19.6
钢铁	146.4	47.2	67.4	16.0	-7.4	16.9	1.1	15.9	-0.3	6.4	17.1	34.7
房地产	187.1	83.0	56.9	22.2	-4.0	13.5	9.1	26.0	7.1	10.5	22.5	8.2
交通运输	86.8	44.3	29.4	6.2	-4.1	11.9	5.5	19.9	2.4	1.3	7.9	15.5
建筑	87.3	42.0	31.9	21.7	-0.6	2.7	4.2	9.7	3.7	1.4	12.0	12.0
商贸零售	133.3	74.1	34.0	17.6	6.9	7.4	8.0	19.4	9.2	4.6	8.7	8.0
传媒	98.8	59.1	25.0	13.5	9.8	10.4	0.1	15.6	10.7	2.8	1.9	7.7
消费者服务	147.5	88.7	31.2	14.8	10.5	12.4	9.6	20.7	3.7	8.6	6.1	9.8
沪深300	122.6	49.5	48.9	9.1	-0.7	11.8	5.3	17.2	4.6	5.2	14.7	17.9

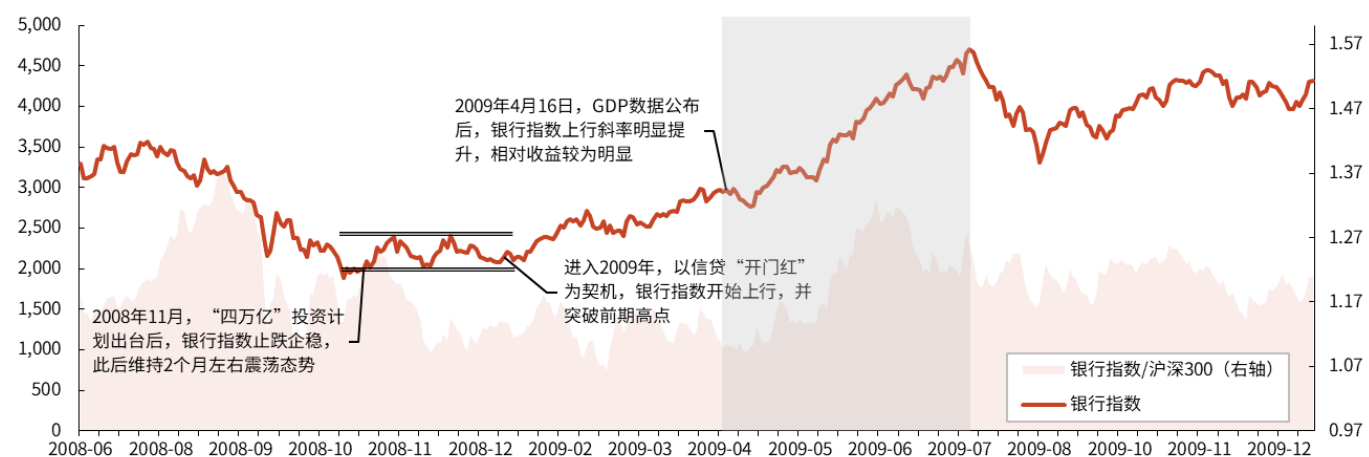
资料来源：Wind，光大证券研究所，单位：%

图 21：银行指数、沪深 300 指数累计涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所，时间：2008/11/10-2009/7/31

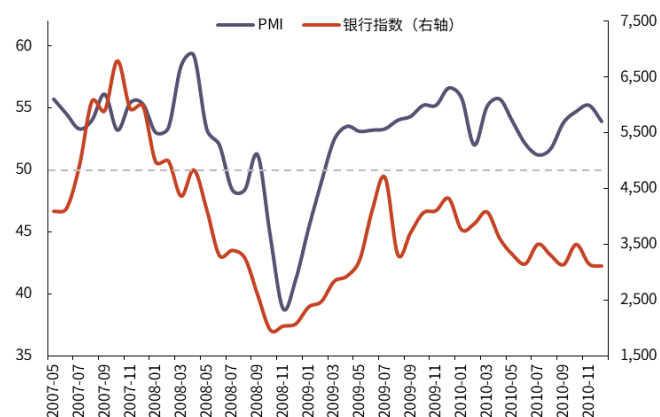
图 22：银行指数走势（2008/6/30 - 2009/12/31）



资料来源：Wind，光大证券研究所

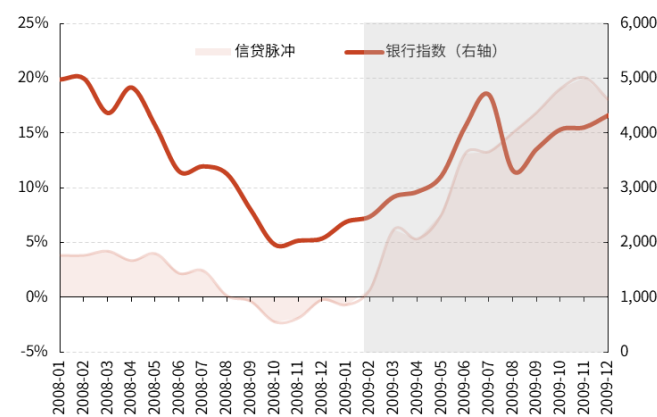
银行指数底部领先盈利增速拐点 5 个月左右，和信贷脉冲更为相关。银行指数于 2008 年 11 月份开始筑底，商业银行经营业绩于 2009Q1 迎来拐点，银行指数底部大致领先业绩拐点 5 个月左右。在此过程中，信贷脉冲指标于 2009 年 2 月份由负转正并进入上行通道，银行指数也在 2 月份突破前期箱体顶端。

图 23：银行指数与 PMI 呈现较高相关性（2007/5-2010/12）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 24：银行指数与信贷脉冲呈现较高相关性（2008/1-2009/12）



资料来源：Wind，光大证券研究所

股份行、城商行涨幅靠前，资产端扩张速度为核心交易变量。从个股表现来看，2008年11月-2009年7月，兴业(+215.5%)、浦发(+200.3%)、平安(+197.8%)、交行(+138.2%)、宁波(+139.4%)、南京(+133%)等涨幅居前。除平安银行以外，其余银行均保持了较快的资产端扩张速度，平安银行上涨主要受并购事件驱动。

图 25：2008/11 - 2009/7，上市银行涨跌幅与扩表速度正相关性较高

上市银行	PB (LF)	涨跌幅 (%) (2008/11-2009/7)	总资产同比增速				
			2008/9/30	2008/12/31	2009/3/31	2009/6/30	2009/9/30
工商银行	2.29	49.1	9.1%	12.4%	20.1%	21.7%	24.4%
建设银行	2.15	67.5	14.3%	14.5%	26.2%	29.1%	27.7%
中国银行	1.84	55.2	9.6%	16.0%	25.0%	26.6%	26.5%
交通银行	1.84	138.2	12.2%	27.3%	34.2%	35.8%	32.5%
招商银行	2.41	104.8	26.9%	19.9%	31.1%	41.3%	30.4%
民生银行	1.49	111.3	12.6%	14.6%	15.7%	32.7%	31.8%
中信银行	1.75	66.2	17.2%	17.5%	16.7%	25.4%	31.2%
兴业银行	1.62	215.5	7.9%	19.9%	26.7%	32.4%	36.9%
浦发银行	2.09	200.3	32.1%	43.1%	57.9%	61.5%	42.3%
华夏银行	1.54	79.9	23.2%	23.5%	26.7%	27.4%	26.2%
平安银行	1.78	197.8	29.6%	34.6%	27.5%	22.5%	25.6%
北京银行	1.78	121.5	31.4%	17.7%	21.5%	31.6%	24.5%
南京银行	1.57	133.0	17.8%	23.2%	28.9%	44.0%	54.3%
宁波银行	1.94	139.4	38.0%	36.8%	43.9%	47.1%	42.6%

资料来源：Wind、各公司公告，光大证券研究所

3、2014-2016 年：“三去一降一补”对冲“三期叠加”

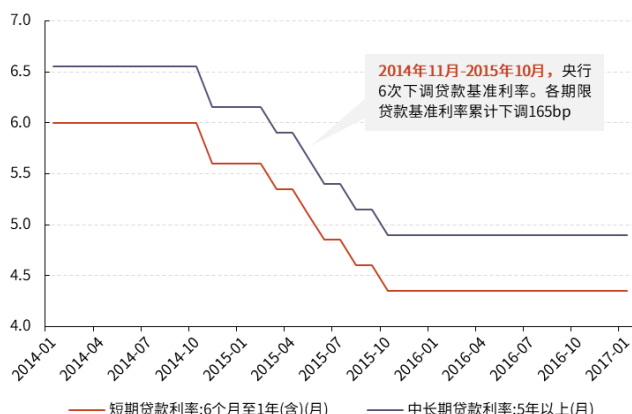
3.1、货币政策兼顾总量和结构，财政政策保持积极

“三期叠加”背景下宏观经济增长动能减弱。2014 年，国内经济进入增速换挡、结构调整阵痛、前期政策消化的“三期叠加”时期。一方面，资源能源等传统行业产能过剩，而新兴产业仍处在“孕育期”。另一方面，受外需走弱影响，出口增速亦持续下滑。同时，由于 2013 年房地产调控加码，2014 年住房销售、房地产开发投资承压下行，居民观望情绪浓厚，房地产库存持续积累。2013-2015 年间，我国 GDP 增速自 7.8% 下滑至 7%，宏观经济景气度明显走弱。面对经济增长压力，2014 年中央经济工作会议提出“努力保持经济稳定增长，毫不动摇坚持以经济建设为中心，一心一意谋发展”；2015 年中央经济工作会议提出“三去一降一补”（即去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板）以对冲需求下行。

➤ 货币政策：开启新一轮宽松周期，本轮“宽货币”兼顾总量和结构

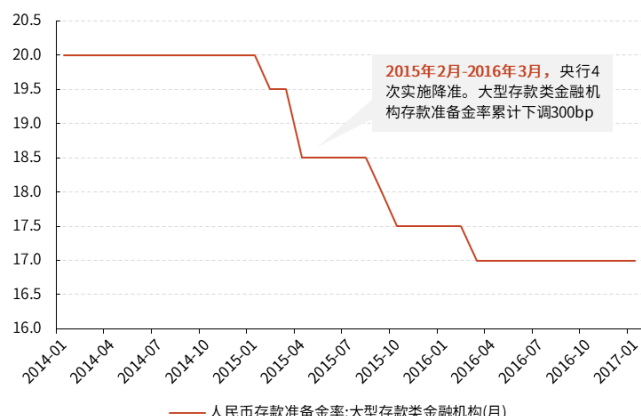
2014 年 11 月，为应对宏观经济增长压力，人民银行宣布下调贷款基准利率 40bp，时隔两年再度降息。2015-2016Q1，央行连续五次采用降准降息操作，贷款基准利率、存款准备金率累计分别下调 165bp、300bp。除了总量型工具的使用，本轮“宽货币”还兼顾结构调整，央行先后创设支小再贷款、PSL 等结构性货币政策工具，引导资金投向“三农”、小微企业和棚改等国民经济重点领域和薄弱环节。从节奏上看，相比 08Q4 短时间内的大幅降准降息，本轮“宽货币”持续时间更长，节奏相对趋缓。

图 26：2014-2016 年贷款基准利率走势



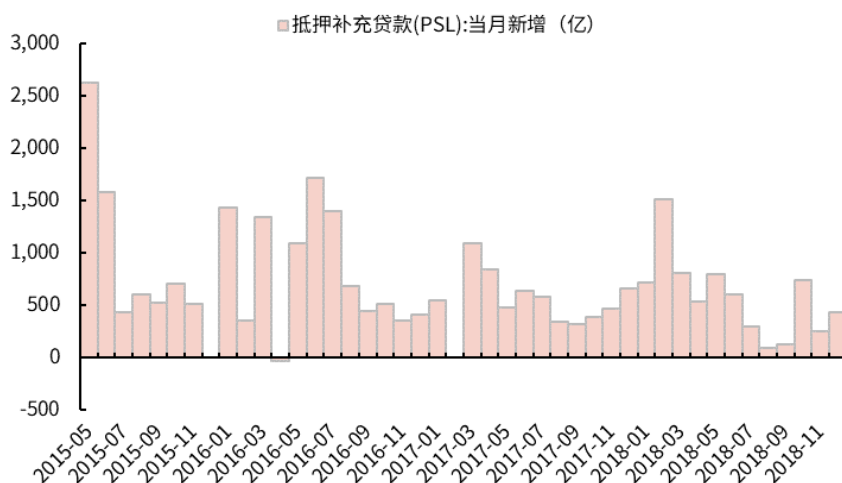
资料来源：人民银行，光大证券研究所，单位：%

图 27：2014-2016 年大型存款类金融机构存款准备金率走势



资料来源：人民银行，光大证券研究所，单位：%

图 28：2015-2016 年，为支持棚改，PSL 投放较多



资料来源：人民银行，光大证券研究所，时间：2015/5-2018/12

► 财政政策：进一步扩大赤字规模，继续实施减税和普遍性降费

2015-2016 年，我国继续实施积极的财政政策，主要体现在以下几个方面：①**进一步扩大财政赤字规模**。2014-2016 年，我国财政预算赤字规模逐年扩大，赤字率由 2014 年的 2.1% 提升至 2016 年的 3%。同时，中央财政动用以前年度结转资金，进一步加大支出力度；②**继续实施减税和普遍性降费**。包括全面实施营改增、减免涉及小微企业的有关行政事业性收费和政府性基金等；③**保持一定的政府投资规模**。2015、2016 年，中央政府投资分别安排 4776 亿、5000 亿，同比分别增加 200 亿、224 亿。

2014-2015 年，发改委根据国务院要求，研究推出信息电网油气网络、生态环保、清洁能源、粮食水利、交通运输、健康养老服务、能源矿产资源保障等十一大重点工程包，进一步加大重点领域有效投资。但受宏观经济增速放缓、大规模结构性减税、国发 43 号文《国务院关于加强地方政府性债务管理的规定》发布和新预算法执行等因素影响，政府融资环境趋紧，“稳投资”在一定程度上通过预算外资金开展：

第一，设立和投放专项建设基金超 2 万亿。由国开行、农发行向邮储银行发行专项债券，再将募集资金注入各自成立的基础设施基金，并最终投放至对应项目。专项债券资金由央行提供资金支持，同时中央财政按照债券利率的 90% 提供贴息，主要投资领域包括交通运输、水利、城市电网等重大基础设施建设。2015-2017 年，我国先后设立七批专项建设基金，合计投放规模超 2 万亿。

第二，推广政府和社会资本合作（PPP）模式。2014 年 11-12 月，财政部、发改委先后发布政府和社会资本合作模式的操作指南和指导意见，鼓励地方政府通过与社会资本共同设立项目公司开展基础设施投资。根据财政部 PPP 中心数据，截至 2016 年 12 月末，全国入库 PPP 项目共计 1.13 万个，投资额 13.5 万亿。其中，签约落地 1351 个，投资额 2.2 万亿，落地率 31.6%。

表 4：2014-2015 年，主要“稳增长”政策梳理

时间	事件/政策	主体	内容
2014/11/26	发改委推出“稳增长”的是十大重大工程包	发改委	【行业领域】十一个重大工程包括信息电网油气等重大网络工程、健康养老服务、生态环保、清洁能源、粮食水利、交通、油气及矿产资源保障工程等。 【投资规模】据国家发改委例行发布会介绍，截至 2015 年底，11 大类重大工程包已累计完成投资 5.06 万亿元，合计开工 48 个专项、326 个项目。
2014/11/29	《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）》	财政部	指南规范了政府、社会资本和其他参与方开展政府和社会资本合作项目（PPP）的识别、准备、采购、执行和移交等活动。
2014/12/02	《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》	发改委	意见针对 PPP 项目适用范围、操作模式、项目申报等方面提出了指导意见。
2015/03/10	《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》	发改委、国开行	① 开发银行充分发挥开发性金融的中长期融资优势，积极为各地的 PPP 项目建设提供“投资、贷款、债券、租赁、证券”等综合金融服务，并联合其他银行、保险公司等金融机构以银团贷款、委托贷款等方式，努力拓宽 PPP 项目的融资渠道； ② 开发银行加强信贷规模的统筹调配，优先保障 PPP 项目的融资需求。
2015/08	发改委按照中央、国务院的部署和要求，成立专项建设基金	发改委	【投向】围绕加强补短板建设，主要投向棚户区改造等民生改善建设、重大水利等三农建设、轨道交通等城市基础设施建设、交通能源等重大基础设施建设、增强制造业核心竞争力等转型升级项目等 5 大类 34 个专项。 【投放规模】2015-2017 年 2 月，专项建设基金累计投放 7 批，金额超 2 万亿，其中 2015 年投放超 8000 亿。
2015/09/09	《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》	国务院	① 城市和交通基础设施项目：城市轨道交通项目由 25% 调整为 20%，港口、沿海及内河航运、机场项目由 30% 调整为 25%，铁路、公路项目由 25% 调整为 20%。 ② 其他工业项目：玉米深加工项目由 30% 调整为 20%。

资料来源：国务院、发改委、财政部、国开行，光大证券研究所整理

➤ 房地产政策：供需两端齐发力，棚改货币化安置推动住房销售改善

为扭转房地产市场下行态势，2014-2016 年，监管出台多项举措稳定楼市：① **从需求侧来看**，除了央行多次降息以外，还包括“四限”政策放松、降低首付比例、放松认房又认贷标准、棚改货币化安置等；② **从供给侧来看**，包括进一步下调房地产开发项目最低资本金比例、房企股权融资重启、支持房企发债融资等。本轮地产支持政策涵盖供需两侧，向市场释放了积极的正面信号。核心的推动力量是棚改货币化安置，有效带动二、三线城市购房需求，推动住房销售迅速改善。

表 5：2014-2016 年，主要房地产政策梳理

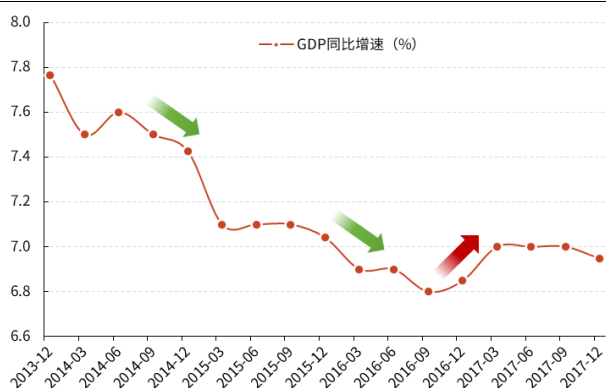
时间	事件/政策	主体	内容
2014/07/01	全国住房城乡建设工作会议召开	-	会上强调“各地可以根据当地实际出台平稳房地产的相关政策，其中库存量较大的地方要千方百计消化商品房待售面积”。
2014/09/30	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	央行、银监会	【认房又认贷标准】对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。 【支持房企融资】支持资质良好、诚信经营的房地产企业开发建设普通商品住房，积极支持有市场前景的在建、续建项目的合理融资需求。扩大市场化融资渠道，支持符合条件的房地产企业在银行间债券市场发行债务融资工具。
2015/03/30	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》	央行、住建部、银监会	【最低首付比例调整】 ① 对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房，最低首付款比例调整为不低于 40%； ② 缴存职工家庭使用住房公积金委托贷款购买首套普通自住房，最低首付比例为 20%； ③ 对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的缴存职工家庭，为改善居住条件再次申请住房公积金委托贷款购买普通自住房，最低首付款比例为 30%。
2015/03/30	《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》	财政部、国家税务总局	【营业税调整】 ① 个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税； ② 个人将购买 2 年以上（含 2 年）的非普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税； ③ 个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征营业税。
2015/06/17	国务院常务会议决定进一步强化城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设	国务院	【棚改货币化安置】会议决定，按照推进以人为核心的新型城镇化部署，实施三年行动计划，改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区 1800 万套，农村危房 1060 万户，同步规划和建设公共交通、水气热、通讯等配套设施。
2015/09/09	《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》	国务院	【下调房开项目最低资本金比例】其他房地产开发项目由 30% 调整为 25%。
2015/09/30	《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》	央行、银监会	【最低首付比例调整】在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%。
2016/02/01	《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》	央行、银监会	【最低首付比例调整】 ① 在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点； ② 对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于 30%。
2016/02/19	《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》	财政部、国家税务总局、住建部	【购房交易税调整】 ① 对个人购买家庭唯一住房（家庭成员范围包括购房人、配偶以及未成年子女，下同），面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税； ② 除北京、上海、广州、深圳，对个人购买家庭二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2% 的税率征收契税。

资料来源：人民银行、银监会、财政部、国家税务总局、住建部、国务院、发改委，光大证券研究所整理

➤ 政策效果：宏观经济在前期未能得到明显改善，后期随着基建与地产形成共振而企稳回升

在棚改货币化安置、央行降息等因素驱动下，住房销售于 15Q2 迅速反弹，房地产开发投资也在 2016 年开始转暖，基建投资增速在 17Q1 有所回升。其中，17Q1 房地产开发投资增速为 9.1%，较 2015 年提升 8.1pct；基建投资增速为 18.7%，较 2015 年提升 1.4pct。基建与地产形成共振推动宏观经济温和复苏，2016 年 3 月我国 PMI 重返 50% 枯荣线并持续位于扩张区间，17Q1 GDP 同比增速为 7%，较 16Q3 提升 0.2pct。

图 29：2014-2016 年，我国 GDP 增速承压下行



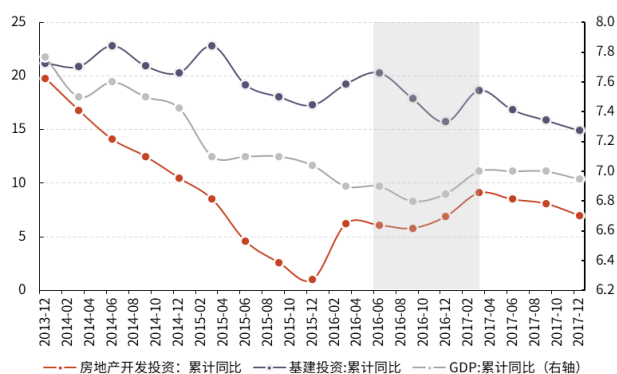
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 30：2016 年 2 月出口金额同比增速跌破次贷危机时期低点



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 31：基建投资与房地产开发投资共振，驱动 GDP 增速于 16Q4 触底反弹



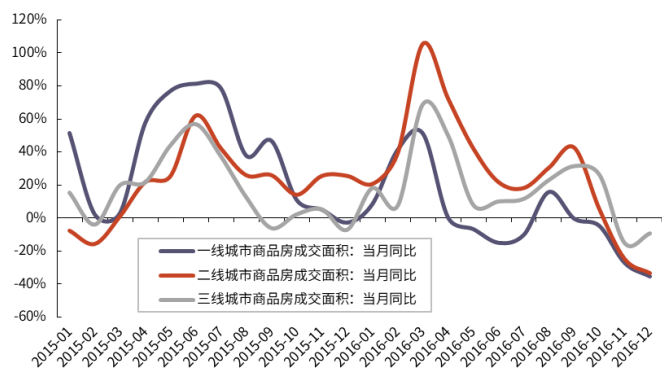
资料来源：国家统计局，光大证券研究所，单位：%

图 32：棚改货币化推动下，住房销售快速改善，房地产开发投资拐点滞后房地产销售半年左右



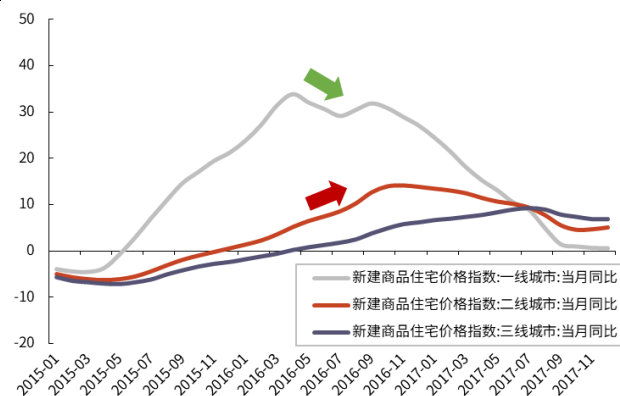
资料来源：国家统计局，光大证券研究所，单位：%

图 33：2016 年，二、三线城市商品房成交面积涨势更为明显



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 34：1 线城市房价涨幅波动明显，2、3 线城市跟进



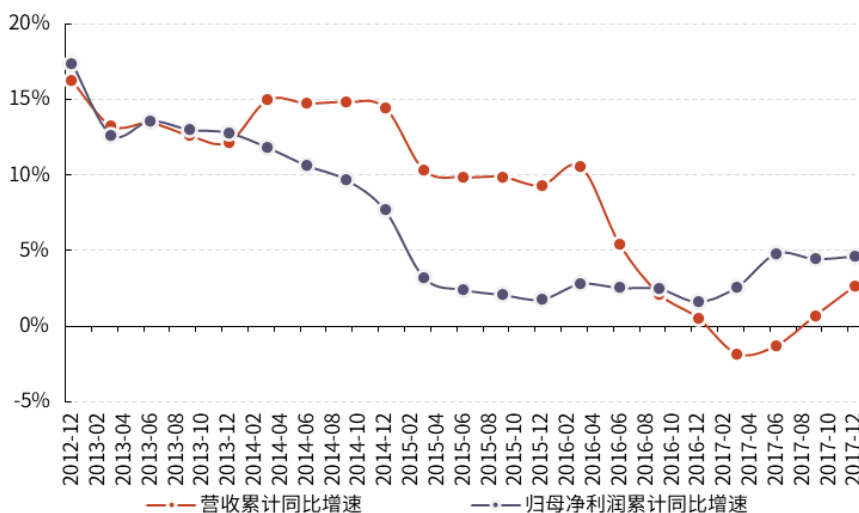
资料来源：Wind，光大证券研究所，单位：%

3.2、银行经营：居民端成为加杠杆主体，资产质量稳健

➤ 受息差收窄、信用成本走高影响，上市银行业绩增速放缓，后期盈利增速随着宏观经济触底而迎来拐点

2016 年，16 家上市银行⁶营收、归母净利润同比增速分别为 0.5%、1.6%，较 2014 年分别下降 13.9、6pct。尽管扩表提速，但“量增难抵价降”，致使营收增速明显承压。盈利方面，经济景气度下行背景下，部分产能过剩行业去杠杆、去产能过程中结构调整阵痛显现，实体领域潜在风险暴露增加，行业资产质量下行压力加大，信用成本高企对银行体系盈利增速形成拖累。进入 2017 年，随着息差运行趋于稳定、银行体系资产质量有所缓释，上市银行业绩增速企稳回升。

图 35：2014-2016 年，16 家上市银行业绩增速持续下行，并于 16Q4 迎来经营拐点



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

➤ 量：贷款增速稳中略降，居民端逐渐成为加杠杆主体

2015-2016 年，金融机构一般贷款增速整体稳中略降，由 2014 年末的 13.2% 降至 2016 年末的 12.6%。其中，2016 年末零售贷款、对公贷款增速分别为 23.5%、8.3%，较 2014 年末分别变动 6.9pct、-3.7pct。

2015 年，我国“稳增长”压力加大，银行体系“稳信贷”诉求提升，在居民端有效融资需求改善之前，银行体系信贷扩张虽仍以对公领域为主导，但对公贷款内部结构也呈现出资本开支需求走弱的特征，对公中长期贷占比趋于下降。进入 2016 年，在央行降息、棚改货币化安置等因素驱动下，居民对房地产市场预期有所改善，个人住房贷款增速大幅上行，居民端逐渐成为加杠杆主体。具体来看：

1) 对公贷款呈现明显的短期化特征，行业聚焦基础设施、租赁和商务服务业。

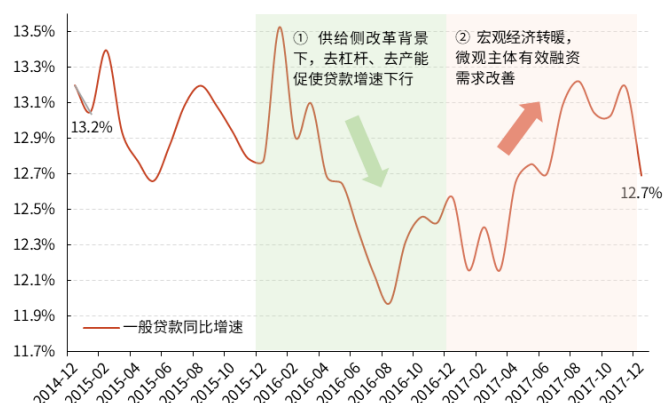
2015-2016 年，对公贷款增速明显下行，由 2014 年末的 12% 降至 2016 年的 8.3%；2016 年新增对公中长期贷款占新增一般贷款的比重为 33% 左右，低于 2014 年 40% 的水平。囿于地方政府融资渠道受限、加之“去杠杆、去产能”持续推进，企业端资本开支需求相对偏弱。行业投向上，仍以基础设施行业、租赁和商务服务业为主，2015-2016 年，12 家上市银行⁷新增基建+租赁和商务服务业贷款占新增对公贷款的比重分别为 76%、88%。

⁶ 16 家上市银行包括工行、农行、中行、建行、交行、招行、中信、兴业、浦发、民生、光大、华夏、平安、南京、北京、宁波。

⁷ 12 家上市银行包括，工行、建行、交行、招行、中信、民生、兴业、光大、华夏、南京、北京、宁波

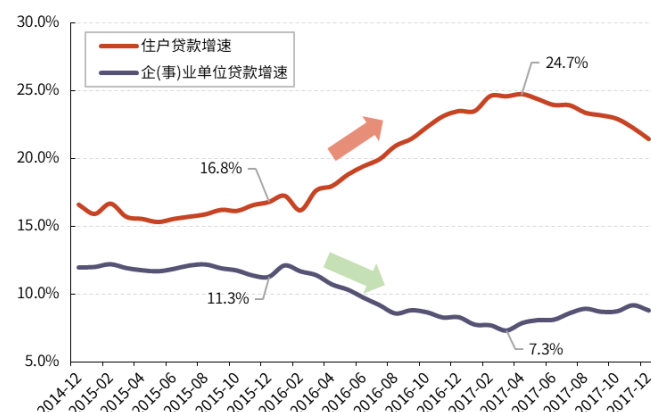
2) 棚改货币化安置驱动购房需求, 居民端逐渐成为加杠杆主体。新增一般贷款结构中, 零售贷款占比明显提升, 由 2014 年的 33.2% 升至 2016 年的 52.7%, 居民端成为加杠杆主体, 主要受央行大幅降息、棚改货币化安置等因素影响, 居民购房需求较为旺盛, 推动个人住房贷款保持较好增长。2016 年末, 个人住房贷款同比增速达到 37.4% 的历史高位, 较 2014 年、2015 年分别提升 19.6pct、13.8pct; 新增个人住房贷款占新增居民贷款的 77%。

图 36: 2014-2016 年一般贷款增速稳中略降



资料来源: 人民银行, 光大证券研究所

图 37: 2014-2016 年, 零售贷款与对公贷款增速走势有所分化



资料来源: 人民银行, 光大证券研究所

表 6: 2014-2021 年, 全部金融机构新增一般贷款结构

占新增一般贷款的比重	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
住户贷款								
住户贷款	33.2%	35.7%	52.7%	52.2%	47.9%	44.3%	39.3%	39.5%
短期贷款	10.7%	7.6%	5.4%	13.4%	15.7%	9.8%	0.3%	9.0%
消费贷款	6.0%	7.8%	6.9%	13.7%	13.0%	6.7%	-5.7%	2.9%
经营贷款	4.7%	-0.2%	-1.5%	-0.3%	2.7%	3.1%	6.0%	6.2%
中长期贷款	22.5%	28.1%	47.2%	38.8%	32.3%	34.5%	39.0%	30.4%
消费贷款	18.2%	25.2%	43.7%	33.6%	27.8%	30.1%	33.7%	23.6%
经营贷款	4.4%	2.9%	3.5%	5.2%	4.5%	4.4%	5.3%	6.8%
企(事)业单位贷款								
企(事)业单位贷款	66.8%	64.3%	47.3%	47.8%	52.1%	55.7%	60.7%	60.5%
短期贷款	14.2%	13.4%	4.6%	11.6%	2.1%	8.0%	12.0%	5.3%
中长期贷款	39.5%	32.7%	32.8%	45.9%	35.3%	35.5%	43.8%	46.1%
票据融资	9.7%	15.3%	7.4%	-11.6%	12.3%	10.9%	3.7%	7.5%
其他	3.4%	2.9%	2.5%	1.9%	2.4%	1.2%	1.2%	1.7%

资料来源: 人民银行, 光大证券研究所

图 38：上市银行对公贷款行业投向（2016 年）

上市银行	基础设施			租赁和商务服务业			制造业		
	增量（百万）	同比增速	增量占新增对公贷款	增量（百万）	同比增速	增量占新增对公贷款	增量（百万）	同比增速	增量占新增对公贷款
工商银行	209,431	7.3%	77.2%	104,440	14.4%	38.5%	-53,087	-3.3%	-19.6%
建设银行	129,388	5.9%	39.1%	168,126	25.5%	50.8%	-66,591	-4.8%	-20.1%
交通银行	142,816	20.7%	79.8%	38,179	14.5%	21.3%	-42,483	-6.8%	-23.7%
招商银行	32,524	10.7%	55.3%	18,229	21.6%	31.0%	-34,705	-10.4%	-59.0%
中信银行	40,824	12.4%	51.8%	32,326	21.9%	41.0%	-28,451	-6.9%	-36.1%
民生银行	31,552	20.2%	20.5%	35,284	21.4%	22.9%	64,089	24.9%	41.6%
兴业银行	29,817	14.4%	40.4%	52,103	57.6%	70.7%	14,939	5.1%	20.3%
光大银行	114,797	66.6%	72.4%	41,435	76.6%	26.1%	-10,626	-4.3%	-6.7%
华夏银行	29,141	24.6%	27.3%	44,921	40.8%	42.1%	787	0.4%	0.7%
北京银行	3,647	3.0%	6.3%	19,548	29.2%	33.7%	12,524	12.5%	21.6%
南京银行	380	2.7%	0.7%	36,138	84.5%	62.0%	2,155	7.5%	3.7%
宁波银行	9,903	41.6%	22.3%	18,145	71.9%	40.8%	3,889	9.8%	8.7%
合计	774,220	10.7%	49.2%	608,874	25.0%	38.7%	-137,560	-2.5%	-8.7%

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 39：上市银行涉房融资投放情况（2016 年）

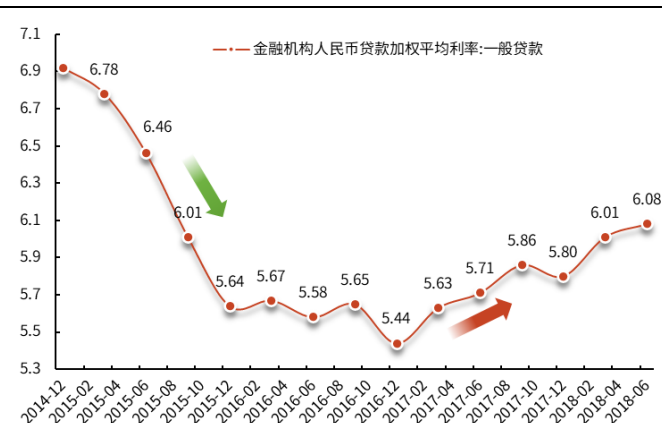
上市银行	按揭贷款			房地产贷款			表内涉房贷款		
	增量（百万）	同比增速	增量占新增零售贷款	增量（百万）	同比增速	增量占新增对公贷款	增量（百万）	同比增速	增量占新增贷款
工商银行	724,641	28.8%	110.7%	79,506	14.1%	29.3%	804,147	26.1%	71.6%
建设银行	828,348	29.6%	93.2%	-74,340	-14.2%	-22.5%	754,008	22.7%	59.3%
交通银行	165,923	27.5%	86.0%	-22,950	-10.1%	-12.8%	142,973	17.2%	37.5%
招商银行	228,873	45.8%	72.9%	14,484	6.8%	24.6%	243,357	34.2%	55.6%
中信银行	164,284	61.1%	57.0%	38,537	15.1%	48.9%	202,821	38.7%	58.1%
民生银行	181,547	158.8%	105.0%	-17,039	-7.0%	-11.1%	164,508	45.9%	39.8%
兴业银行	219,288	73.5%	91.9%	-37,015	-18.4%	-50.2%	182,273	36.5%	60.7%
光大银行	109,987	61.1%	79.6%	-16,711	-11.7%	-10.5%	93,276	28.8%	33.1%
华夏银行	12,593	11.3%	28.1%	11,252	14.3%	10.5%	23,845	12.5%	16.2%
北京银行	52,997	43.0%	82.3%	2,746	3.4%	4.7%	55,743	27.4%	44.8%
南京银行	14,066	63.7%	63.8%	-1,235	-8.2%	-2.1%	12,831	34.5%	15.9%
宁波银行	-207	-13.8%	-1.9%	-355	-1.5%	-0.8%	-562	-2.2%	-1.2%
合计	2,702,340	35.9%	89.2%	-23,120	-0.9%	-1.5%	2,679,220	26.5%	54.0%

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

► 价：央行连续降息叠加稳存增存压力加大，行业息差持续收窄

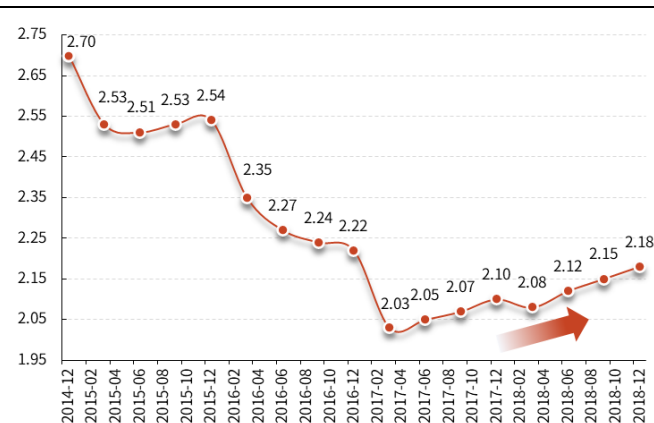
2014 年 11 月至 2015 年 10 月，央行共计实施 6 次降息，存贷款基准利率累计分别下调 150、165bp 至 4.35%和 4.9%。与此同时，利率市场化改革提速，存款利率上限约束取消，银行业存款竞争加剧，使得负债成本表现出较强刚性。在实体经济有限需求较弱情况下，存贷款利率呈现非对称性下行，挤压行业利差空间。2016 年，商业银行净息差为 2.22%，较 2014 年、2015 年分别收窄 48、32bp。进入 2017 年，伴随着宏观经济景气度回暖，商业银行息差呈现企稳回升态势。

图 40：2017 年，金融机构一般贷款利率随经济企稳而回升



资料来源：人民银行，光大证券研究所，单位：%

图 41：2017 年，商业银行息差企稳回升

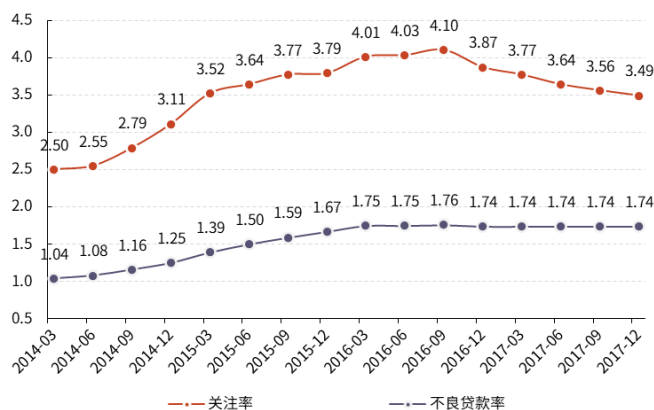


资料来源：银保监会，光大证券研究所，单位：%

宏观经济下行致使实体风险暴露增加，行业资产质量有所承压

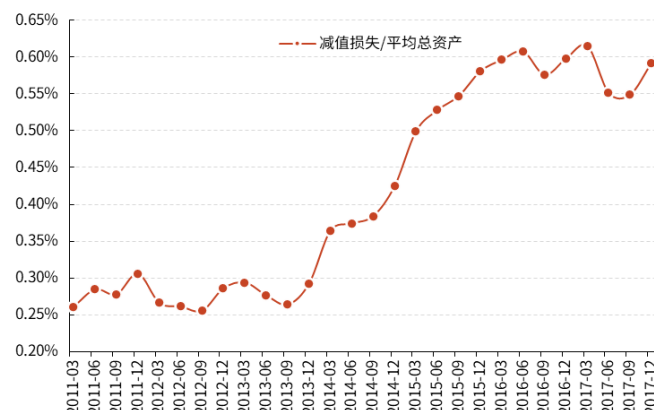
2014 年以来，经济下行压力加大叠加发展模式转型推进，传统产能过剩及高杠杆行业库存出清、去产能、去杠杆进程加快，部分企业风险逐步暴露，银行资产质量持续承压。2014-2016 年，商业银行不良贷款余额 CAGR 为 34%，较 2012-2014 年 30.8% 的水平进一步提升；商业银行不良率、关注率分别自 2014 年末 1.25%、3.11% 升至 2016 年末 1.74%、3.87%；16 家上市银行 2016 年信用成本为 0.6%，较 2014、2015 年分别提升 0.17、0.02pct。

图 42：2014-2016 年，商业银行不良贷款率持续上行



资料来源：银保监会，光大证券研究所，单位：%

图 43：2014-2015 年，16 家上市银行信用成本持续上行



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

3.3、行情回顾：供给侧结构性改革对冲需求下行压力，驱动银行板块上涨行情

2015-2016 年，银行板块大致经历了两轮上涨行情。其中，在 2016 年 3 月-2016 年 12 月这一轮行情中，在宏观经济回暖背景下，银行股跑赢市场：

第一轮：2015 年 3 月-2015 年 6 月

银行板块累计上涨 47.1%，跑输沪深 300 指数 5pct，在各行业板块中位居 28/30；个股表现上，南京（+78.4%）、交行（+71.7%）、光大（+66.6%）等领涨。

此轮行情启动缺乏基本面支撑，“宽货币”开启后经济基本面并未出现实质性改善，A 股行情表现更多由资金面、资本市场改革等其他因素解释。一是流动性宽松为股市上涨创造条件。2014 年央行连续降准降息，在“宽货币、紧信用”的市场环境下，资金“跑步入市”；二是一系列改革利好出台。2014 年，资本市场改革频发，驱动银行股上涨行情。包括陆股通获批、注册制改革推进、优先股推出增厚银行一级资本等；三是地方债务置换降低银行承担的隐性风险。2014 年国发 43 号文《国务院关于加强地方政府性债务管理的规定》将地方政府隐性信用担保显性化，大幅降低了银行相关资产的实际风险溢价。

第二轮：2016 年 3 月-2016 年 12 月

供给侧结构性改革对冲需求下行压力，经济复苏预期推动 A 股触底反弹。2016 年，供给侧结构性改革一定程度上对冲了需求下行带来的经济增长压力，形成了宏观经济温和复苏的格局。2016 年 2 月，我国 PMI 触底反弹，并在 3 月重返扩张区间。2016 年 3 月，沪深 300 指数累计上涨 11.8%，证券（+23.9%）、传媒（+23.6%）、计算机（+23.5%）领涨，大金融板块在“亲周期”反应下跑出绝对收益，其中证券板块领跑市场，但银行（+7.9%）、保险（+11.4%）相对收益偏弱。

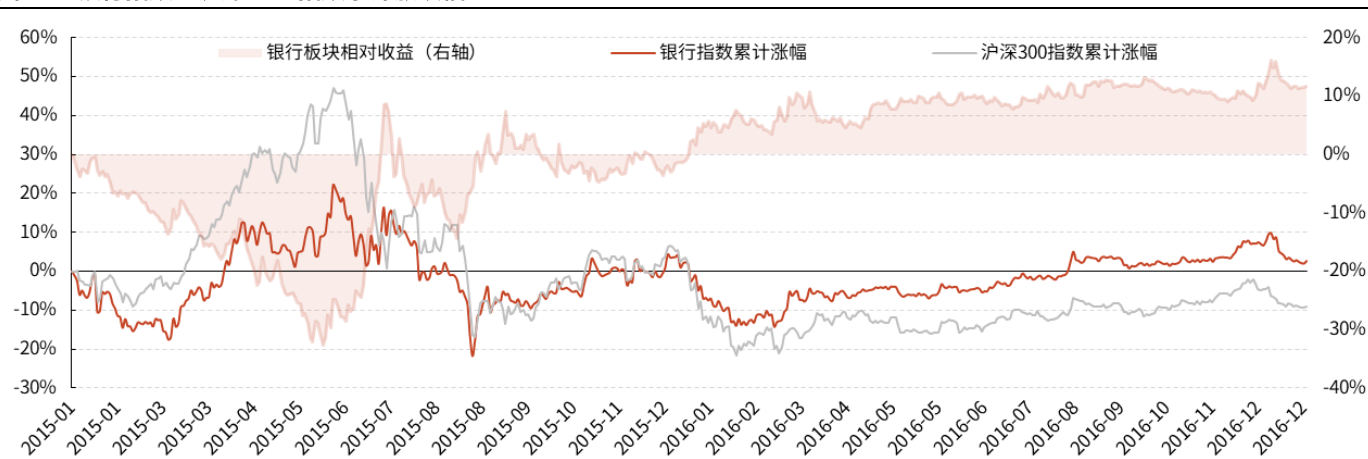
宏观经济扩张时期，大金融板块继续跑出绝对收益和相对收益。2016年3月-12月，我国PMI重返扩张区间并呈现上行态势，宏观经济进入扩张周期，在此期间，沪深300指数累计上涨15%。在“去杠杆”、房地产去库存、资本市场监管趋严背景下，盈利稳定、低估值、高股息的家电(+42.2%)、食品饮料(+36.4%)，以及建筑(+31.7%)板块受资金青睐；大金融板块同时跑出绝对收益和相对收益，银行、证券、保险分别上涨17.7%、21.4%、25.1%，在各行业板块中分别位居第23/30、20/30、14/30。轮动节奏上，家电、白酒持续强势，银行板块在2016年4月-5月、8月表现较好；而在2016年四季度，受供给侧改革影响，PPI同比增速转正并快速上行，钢铁、煤炭板块走势相对更强。

图 44：各行业板块区间涨跌幅（2016/3-2016/12）

行业	2016/3-2016/12	2016M3	2016M4	2016M5	2016M6	2016M7	2016M8	2016M9	2016M10	2016M11	2016M12
银行板块排名	23	29	3	6	28	10	7	19	29	12	13
证券板块排名	20	1	27	3	21	23	4	28	7	4	29
保险板块排名	14	26	6	7	30	12	6	3	26	5	12
食品饮料	36.4	16.6	1.5	2.3	7.2	4.3	-1.0	-3.0	6.6	1.7	-3.2
电子	25.6	19.0	-2.4	4.6	7.7	-3.3	4.9	-1.8	2.4	0.0	-6.0
家电	42.2	18.4	0.1	1.6	5.7	6.5	-0.7	3.8	1.6	9.3	-8.4
有色金属	19.9	15.9	0.5	0.2	5.6	-0.6	0.7	-5.0	5.3	4.5	-6.9
通信	26.8	22.1	-0.6	-1.3	6.8	-0.2	2.9	-1.3	2.0	3.0	-7.0
基础化工	34.2	19.7	-0.8	-2.2	6.7	1.2	4.4	-0.7	3.1	2.2	-2.2
汽车	27.9	19.1	0.0	-1.5	4.9	1.2	1.1	0.0	3.4	2.8	-4.6
机械	28.7	20.6	-2.7	0.1	6.0	-3.0	3.3	-0.6	4.6	5.4	-5.9
医药	21.8	14.2	-1.6	0.3	4.4	4.3	3.2	-1.5	2.0	1.2	-5.5
电力设备及新能源	23.6	20.0	-1.5	-3.0	7.6	-2.3	4.6	-2.8	2.1	2.7	-3.7
国防军工	15.9	18.8	-6.4	-1.2	10.5	-1.4	3.9	-6.5	2.9	1.2	-4.2
计算机	9.7	23.5	-8.0	3.1	7.8	-6.2	2.7	-4.1	3.6	1.8	-10.8
银行	17.7	7.9	1.4	1.4	-1.0	2.8	5.5	-1.9	0.7	4.4	-4.1
轻工制造	27.9	18.7	-1.2	-2.7	4.0	1.8	4.3	0.5	2.8	2.0	-3.8
建材	32.5	19.3	-0.9	-3.5	3.9	2.0	6.4	0.9	3.6	2.3	-3.6
保险	25.1	11.4	0.7	1.2	-1.9	2.3	5.9	0.8	1.6	5.6	-4.1
煤炭	13.1	3.4	7.0	-10.5	3.1	4.1	5.4	0.4	8.6	-0.7	-6.5
证券	21.4	23.9	-5.5	2.7	1.0	-1.2	6.6	-4.5	4.1	6.3	-10.3
农林牧渔	22.5	17.2	-4.4	0.0	2.5	2.8	3.7	-3.3	3.4	2.0	-1.9
电力及公用事业	17.8	13.0	-2.6	-1.6	1.6	3.0	5.4	-1.7	2.7	2.5	-4.8
纺织服装	27.5	20.4	-2.3	-0.7	0.3	-0.1	2.8	-0.6	4.0	4.6	-2.0
综合	23.4	20.4	-0.6	-7.1	5.3	2.8	5.2	-2.1	1.0	0.5	-1.9
石油石化	28.1	11.8	0.8	-3.5	0.2	2.6	4.0	-1.2	2.8	4.5	3.7
钢铁	24.9	9.3	1.3	-4.4	-0.3	-0.2	8.5	-0.8	5.9	6.5	-2.3
房地产	16.1	11.0	-1.3	-3.3	1.0	-2.3	14.8	-0.3	0.0	5.1	-7.8
交通运输	11.0	14.7	-4.9	-0.8	-1.5	4.0	0.4	-2.6	3.8	4.7	-5.8
建筑	38.0	17.3	-3.5	-3.5	1.2	1.8	10.2	-2.3	8.5	14.3	-8.3
商贸零售	25.6	17.4	-2.6	-4.3	0.2	3.4	5.4	-1.3	2.7	4.4	-0.7
传媒	0.0	23.6	-7.2	-1.5	-0.2	-2.6	2.8	-4.3	1.0	1.9	-10.0
消费者服务	4.5	17.4	-4.1	-5.6	-0.9	0.9	2.9	-0.1	2.1	-1.4	-4.9
沪深300	15.0	11.8	-1.9	0.4	-0.5	1.6	3.9	-2.2	2.6	6.0	-6.4

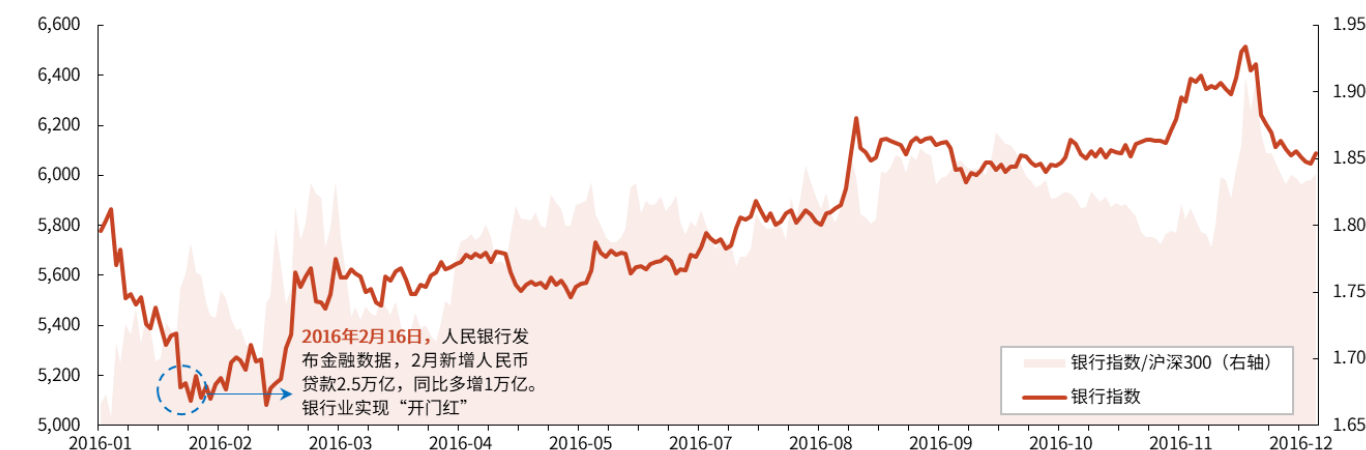
资料来源：Wind，光大证券研究所，单位：%

图 45：银行指数、沪深 300 指数累计涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所，时间：2015/1/1-2016/12/31

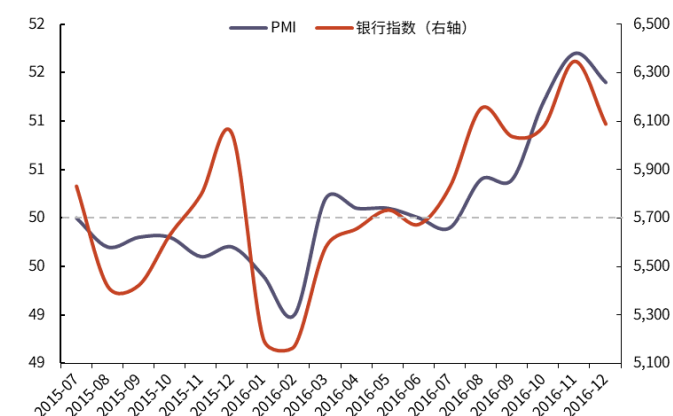
图 46：银行指数走势（2016/1/1 – 2016/12/31）



资料来源：Wind，光大证券研究所

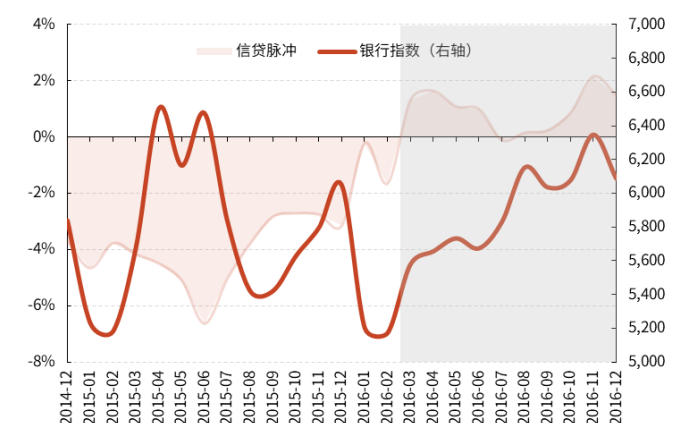
信贷扩张时期，银行板块呈现出较强的股价表现。2016年，银行体系盈利增速运行较为平稳，盈利增速拐点位于16Q4，而信贷脉冲指标在3月份由负转正，并在此后持续位于扩张区间。在此期间，银行板块持续上行，与信贷脉冲指标具有较高相关性。

图 47：银行指数与 PMI 呈现较高相关性（2016/3-2016/12）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 48：银行指数与信贷脉冲呈现较高相关性（2016/3-2016/12）



资料来源：Wind，光大证券研究所

具体到个股来看，宁波（+43.5%）、南京（+36.8%）、建行（+26.9%）、招行（+25.8%）在此轮行情中领涨。这些银行可以分为三类：①江浙地区城商行。受益于地方经济的相对高景气及经济结构的转型升级，在供给侧改革背景下，当地法人银行依旧能够保持较快的扩表速度；②低估值、高股息、信贷投放发挥头雁作用的国有行；③居民成为加杠杆主体背景下，深耕零售转型的招商银行。

图 49：领涨银行大致分为三类：①扩表速度较快的江浙地区城商行；②低估值、高股息、信贷投放发挥头雁作用的国有行；③深耕零售转型的招商银行

上市银行	PB (LF)	股息率	涨跌幅 (%) (2016/3-2016/12)	总资产同比增速			
				2016/3/31	2016/6/30	2016/9/30	2016/12/31
工商银行	0.87	6.34	15.2	6.9%	4.9%	7.0%	8.7%
建设银行	0.84	6.59	26.9	9.5%	8.5%	11.9%	14.2%
农业银行	0.89	6.09	9.3	9.4%	7.0%	7.6%	10.0%
中国银行	0.81	5.94	14.3	6.4%	8.0%	7.1%	7.9%
交通银行	0.76	5.21	17.0	11.7%	11.7%	12.3%	17.4%
招商银行	1.02	4.57	25.8	10.7%	6.1%	6.5%	8.5%
民生银行	1.06	2.19	10.7	20.0%	22.1%	28.8%	30.4%
中信银行	0.83	-	23.4	23.6%	22.9%	19.1%	15.8%
兴业银行	0.94	4.02	18.3	21.2%	11.4%	10.0%	14.9%
浦发银行	1.21	4.10	-0.5	22.9%	16.7%	15.4%	16.1%
华夏银行	0.85	3.86	20.9	15.0%	17.4%	16.6%	16.6%
平安银行	0.88	1.43	16.0	16.3%	9.0%	7.4%	17.8%
北京银行	1.13	2.16	24.8	24.7%	21.4%	14.3%	14.7%
南京银行	1.06	3.38	36.8	46.0%	38.8%	32.9%	32.2%
宁波银行	1.18	3.08	43.5	33.8%	26.8%	27.2%	23.5%

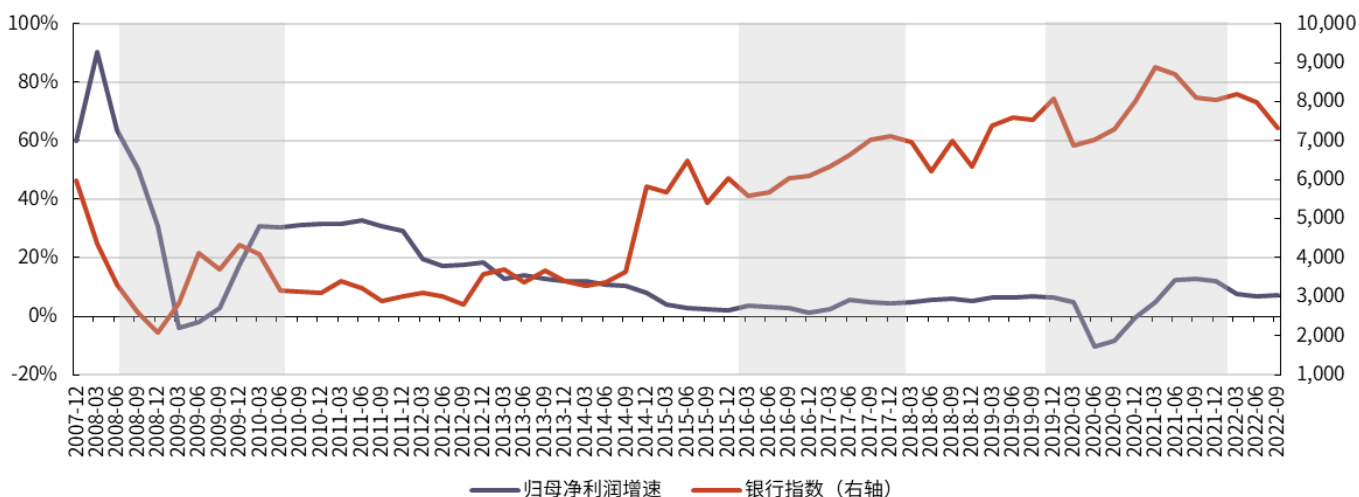
资料来源：Wind，光大证券研究所

4、“稳增长”时期的银行股行情总结

➢ 银行股价表现往往领先于业绩拐点，具有“早周期”特征，与 PMI 关联度高

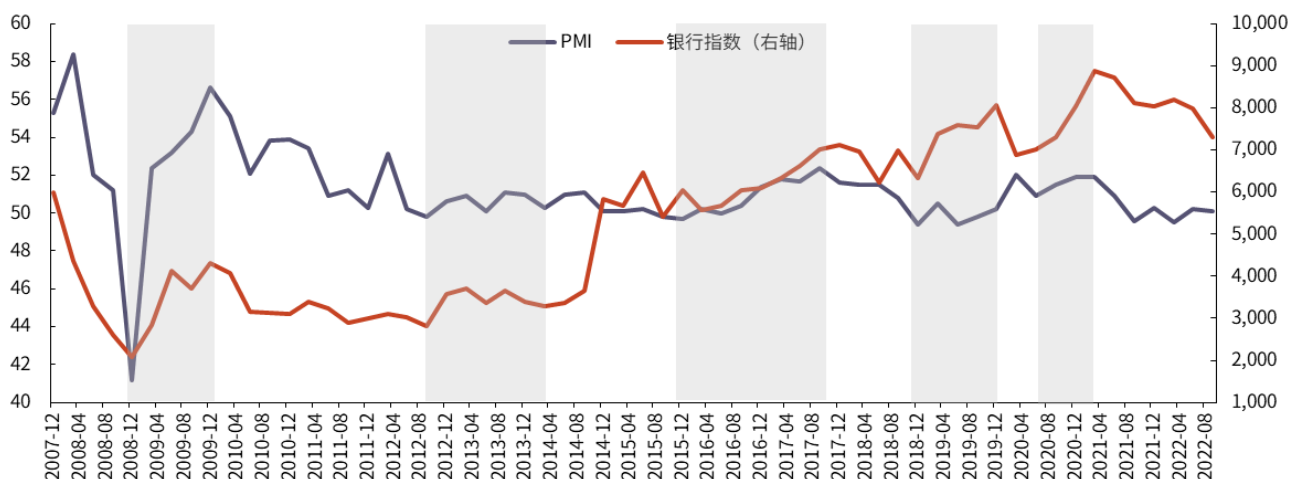
从历史复盘来看，在政策持续刺激的过程中，前期受息差下行、信用成本提升等因素影响，银行经营业绩有所承压。但银行股价表现往往领先于业绩拐点，连续的信贷脉冲在带来经济向好的同时，基本面筑底回升的预期会使得银行板块股价提前反应。判断银行板块的配置时点，PMI 不失为一个较好的判断指标，PMI 重返扩张区间并持续上行，对应着经济下行压力缓释再到企稳回升的过程。在此期间，银行板块往往具有较好的股价表现，与 PMI 具有较强相关性。

图 50：上市银行归母净利润增速与银行指数走势



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 51：PMI 与银行指数走势

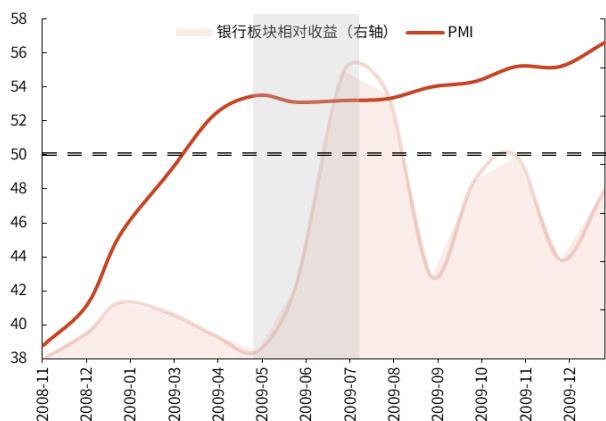


资料来源：Wind，光大证券研究所

➤ 宏观经济扩张时期，银行板块同时具备绝对收益和相对收益

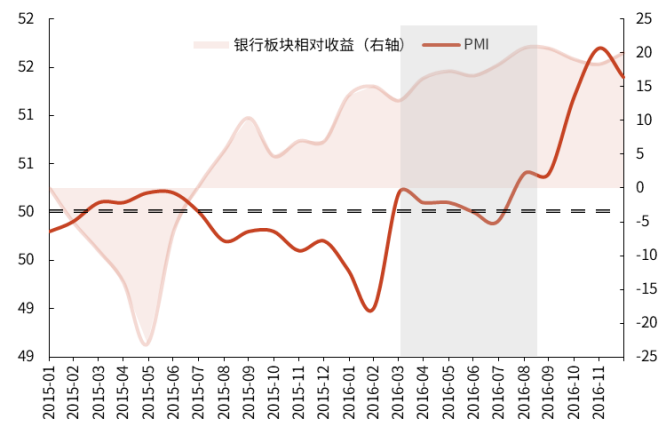
宏观经济景气度回升将带动银行股的“亲周期”反应，在政策落地到驱动经济增长稳定的过程中，银行股前期表现相对乏力，后期表现则相对强势。银行信贷在经济复苏时期具备较强的政策驱动特征，尽管信贷规模快速扩张，但在价格方面让渡较多，致使业绩相对承压。而在宏观经济扩张时期，伴随着信贷需求回暖、定价企稳回升、潜在风险逐步消退，银行板块股价表现有望迎来“戴维斯双击”。从两轮复盘来看，在经济复苏阶段，银行板块具有绝对收益，但相对收益并不明显；而在宏观经济持续向好时期，银行股更易于跑出相对收益。

图 52：银行板块相对收益与 PMI 走势（2008/11-2009/12）



资料来源：Wind，光大证券研究所，单位：%

图 53：银行板块相对收益与 PMI 走势（2015/1-2016/12）

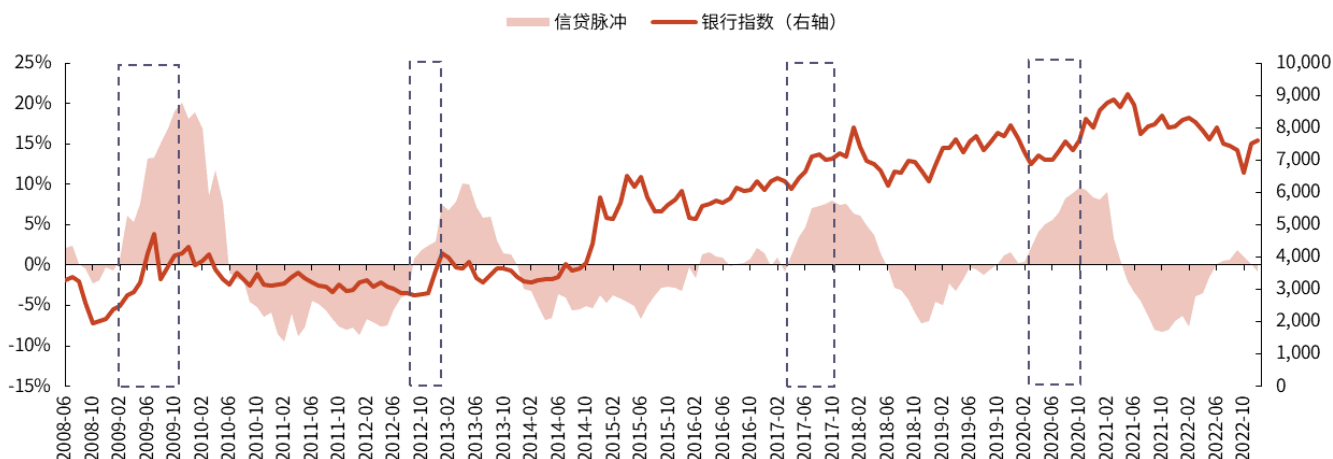


资料来源：Wind，光大证券研究所，单位：%

➤ 信贷脉冲往往伴随着更好的股价表现

复盘两轮银行板块行情，银行股上涨阶段均位于“宽货币”向“宽信用”传导过程中，与信用扩张具有较强相关性。这些阶段通常是“宽信用”效果逐步显现，而流动性环境仍相对宽松，有助于上市银行加大信贷投放力度的同时维持较好息差水平。在两段时期，可以看到信贷脉冲指标均由负转正，并持续位于扩张区间。

图 54：信贷脉冲指标由负转正并上行时期，银行指数往往呈现较好的股价表现



资料来源：Wind，光大证券研究所，时间：2008/6-2022/12

➤ 不同时期银行板块的核心交易逻辑各有不同，个股选择一定程度上取决于政策导向与自身业务的契合度

2009 年，资产端扩张速度快的银行领涨，基建类贷款投放景气度较高的银行享受更高的估值溢价。例如，2008-2009 年，兴业银行扩表速度较快，且对公贷款投向聚焦基础设施建设、租赁和商务服务业，两项贷款余额同比增速分别为 105.9%、180.8%，均位居国股银行首位，叠加自身估值远低于行业平均水平，兴业银行在该轮行情中领跑银行板块；2016 年，在“三去一降一补”、资本市场监管趋严背景下，投资者风险偏好下降，低估值、高股息的大行往往具备较好的流动性溢价。同时，居民融资需求旺盛，成为加杠杆主体，深耕零售业务的招商银行也获得资金青睐。

5、本轮“稳增长”过程中银行股投资建议

➤ 2023 年或设立较高经济增长目标，信用环境支持银行板块“早周期”表现

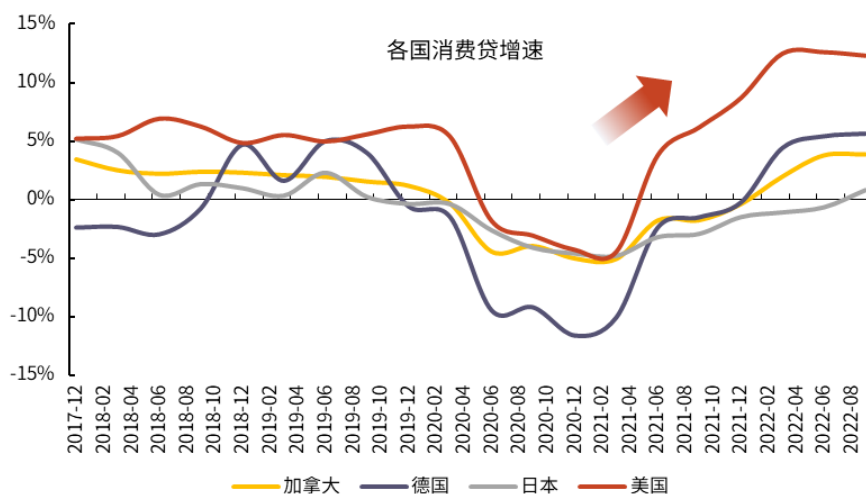
1Q 信贷有望实现“开门红”，“宽信用”预期有望持续强化。2022 年中央工作会议明确提出，2023 年要坚持“稳中求进”、“突出做好稳增长、稳就业、稳物价”工作，经济稳定增长被置于首要位置。当前全国 31 省（区、市，不含港澳台）均已公布 2023 年 GDP 增长目标，多数省份增速目标集中在 5%到 6.5%之间，料 2023 年全国 GDP 增长目标或设置在 5%以上。为达成 GDP 增速 5%以上的经济增长安排，预计 2023 年金融支持实体经济力度或进一步加大，不排除出台“一揽子”经济刺激计划，以及更大强度的政府投资，推动 23Q1 信贷投放实现“开门红”，形成“信贷脉冲”预期。目前看，1 月份以来信贷投放景气度较高，“宽信用”预期有望持续强化，从而提振银行股价的“早周期”表现。

银行经营的亲周期性与股价表现的早周期特征并存。开年以来，市场对 2023 年宏观经济复苏抱有期待，在“宽货币”向“宽信用”传导过程中，银行股价进一步上行。尽管 23Q1 受按揭贷款集中重定价因素影响，银行体系营收、盈利增速将继续承压，但股价表现更多着眼于经济回升进程，在经济逐步回暖过程中，“宽信用”具有延续性，持续超预期的信用扩张和政策维稳，可能进一步带动 1Q 银行板块的绝对收益。拉长视角看，若看到宏观经济持续向好态势，银行板块将有望跑出较好的相对收益表现。

➤ 2023 年零售信用改善确定性强，或提振零售银行股价表现

非房零售信用扩张具有较强确定性。2022 年中央经济工作会议将“着力扩大国内需求”作为 2023 年经济工作的首要任务，其中强调“要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景”。在此背景下，我们预计 2023 年社零有望显著回暖，从而支撑非房消费类信用扩张。国家税务总局最新增值税发票数据显示春节期间消费表现呈现较好复苏态势，后续伴随着消费场景逐步修复、居民生活半径扩大、居民消费需求得以提振，零售信用需求有望进一步改善，零售消费类信用需求扩张节奏可能前置。

图 55：美国、加拿大、日本、德国疫后消费贷增速均恢复至疫情前水平



资料来源：Wind，光大证券研究所，时间：2017/12-2022/9

房地产融资与销售形势出现转暖迹象，按揭贷款有望呈现恢复性增长。从两段时期来看，“稳增长”均离不开房地产政策的刺激。考虑到房地产销售整体表现依然偏弱的现状，我们预计房地产需求侧刺激或仍有进一步安排，包括但不限于全面放松认房认贷、进一步降低二套房首付比例、更加精细的限购或二套认定标准出台等。后续伴随着居民对于楼市悲观预期得以扭转，房地产销售表现有望进一步回暖，预计 2023 年住房按揭贷款将呈现恢复性增长。

➤ 江浙地区宏观经济景气度相对更高，当地城农商行外延性扩张具有持续性

江浙地区肥沃的经济土壤为当地的银行业创造了良好的外部环境，这些银行长期沐浴在“经济上行——有效需求增加——信用扩张——资本消耗——盈利释放”的外延性增长过程中，相对于其他银行而言，呈现出信贷增速更快、资产质量更高、盈利能力更强的特点。2016 年，宁波、南京银行贷款增速分别为 18.3%、32.1%，行业平均水平为 12.7%；盈利增速分别为 19.3%、18%，行业平均水平为 1.4%。从股价表现来看，2016/3-2016/12，宁波、南京银行分别上涨 43.5%、36.8%，领涨银行板块。从目前来看，当前苏浙沪地区经济与正循环发展已进入历史黄金时期，地处该地区的优质上市银行具有较好的区位优势，在疫情后经济复苏过程中更容易获得“戴维斯双击”。

投资标的上建议继续把握两条主线：

- 1) **经营基本面优质的平安、招行、邮储。**2022 年受宏观经济下行压力加大、疫情反复等因素影响，居民收入、就业恶化，金融服务需求萎靡、货币贮藏性需求提升、零售客群风险有所抬头，是压制零售银行股价表现的主要因素。2023 年，伴随着经济景气度企稳回升，压制零售银行股价表现的因素将逐步消退，零售银行个人信贷业务及财富管理业务具备有较大的向上弹性，其中消费信用扩张的确定性相对更强。
- 2) **区位优势明显，凸显“亲周期”性的优质中小银行。**受益于区域经济活力强，江浙地区信用扩张将具有更好的持续性，前期机构持仓较多、盈利维持高增长的区域中小银行出现一定滞涨，拉长期限看可关注银行板块内部轮动机会，继续关注江苏、杭州、常熟、南京等深耕于江浙等优质区域的头部中小银行。

6、风险提示

- 1、经济下行压力持续加大可能拖累银行基本面，区域性风险因素也可能进一步累积；
- 2、短期内弱资质房地产企业信用风险释放仍将是重要变量。

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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所载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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE