

# 宏观经济专题研究

## 如何理解倒挂的社融-M2 剪刀差？

### 核心观点

近一段时间，社融-M2 剪刀差的倒挂引起了市场关心。在社融创立后的绝大部分时间里，社融-M2 剪刀差维持正向增速差，但 2021 年二季度以来，剪刀差开始持续收窄，去年 5 月转负后逆向扩张，并在今年 1 月创下-3.2 个百分点的（社融口径调整以来）最大负增速差。

本篇报告将根据《“重构”M2：与社融的差异从哪来？》中构建的框架，“代入”现实数据做出定量分析。时点的选取上，为更直观地反映社融-M2 剪刀差逆转的原因，本文选取社融-M2 剪刀差缩窄前的 2020 年作为参照点，对比 2022 的数据进行分析。

总体而言，我们认为社融-M2 剪刀差持续逆扩张背后反映了 2022 年地产融资放缓、经济运行不畅和理财“赎回潮”带来的影响。具体来看，上述分析框架涵盖的衍生渠道解释了绝大部分（95%）的社融-M2 增量差，其中贡献最大的有四项，合计占 72.4%：企业债发行少增（21.7%），银行二级市场增持信用债（19.7%），银行金融债发行少增（16.0%）和其他（15.0%）。

前瞻地看，我们认为社融-M2 剪刀差的倒挂主要由临时性因素造成，上半年企稳后收窄/修复将是大概率事件。

利率方面，以同业存单为例，社融-M2 剪刀差的回升将对存单收益率构成支撑。根据我们在报告《存单波动为哪般？》中提出的“三碗面”框架，存单利率受以下因素的影响依次递减：政策面>供需面>信用面（等微观因素）。经过 2 月的资金波动后，政策面已经较为明朗：“宽货币”托底经济下行压力的使命基本完成，央行将引导市场利率回归正常化。以社融-M2 剪刀差为代表的商业银行主动负债意愿指标修复，也指向存单收益率将面临一定上行压力，我们认为年内存单利率波动区间为 [2.65%-2.8%]。

股票方面，以上证综指为例，社融-M2 剪刀差的负值（即 M2-社融）常被视为“剩余流动性”，历史上与股指走强存在一定的领先关系。其逻辑在于认为以 M2 增速为代表的广义货币派生速度显著超过以社融增速为代表的实体经济部门融资需求增速，“多余”的流动性可能流向股票等资本市场。但我们认为将本次较高的 M2-社融剪刀差，理解为可能流入股市的“剩余流动性”有待商榷。主要原因在于，本次高增速差的重要来源是理财赎回和非银持有金融债下降“释放”的 M2，而这部分风险偏好较低的资金短期内进入股市的概率较低。

**风险提示：**疫情再度扩散，中国疫后通胀，美联储加息超预期。

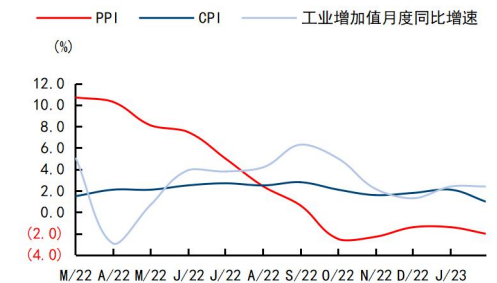
### 经济研究 · 宏观专题

证券分析师：董德志  
021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	5.50
社零总额当月同比	-1.80
出口当月同比	-1.30
M2	12.90

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《宏观经济专题研究-“重构”M2：与社融的差异从哪来？》——2023-03-13
- 《宏观经济专题研究-从地方财政举措看稳增长力度》——2023-02-28
- 《宏观经济专题研究-生产要素系列研究一：中国人口发展的趋势与影响（上篇）》——2023-02-27
- 《宏观经济专题研究-疫情期间中国实物产能稳步增长，疫后经济修复的关键在就业》——2023-02-17
- 《宏观经济专题研究-房地产的经济贡献分析》——2023-02-16

## 内容目录

社融-M2 剪刀差的归因 .....	4
总量特征 .....	5
派生渠道分析 .....	6
政府债券融资 .....	6
企业直接融资 .....	7
非标融资 .....	8
非银贷款 .....	8
银行二级市场购买信用债 .....	9
银行购买资管产品（未投向实体） .....	9
外汇占款/财政净投放/金融债 .....	10
配平项/其他 .....	10
小结与展望 .....	11

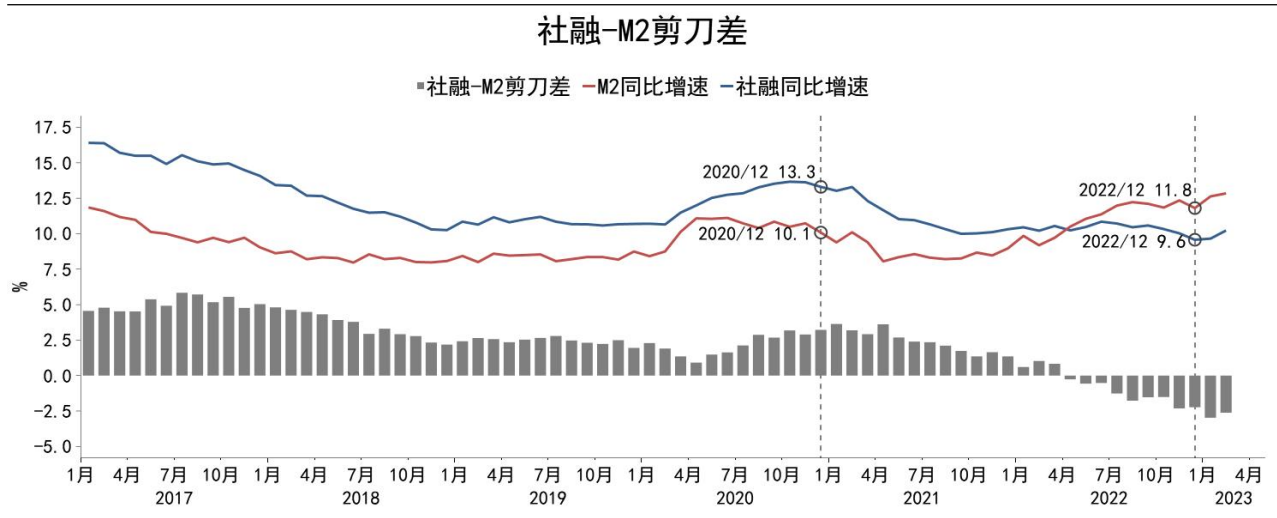
## 图表目录

图 1: 社融-M2 剪刀差在 2022 年开始逆向扩张	4
图 2: 信用派生渠道对社融和 M2 影响分类	4
图 3: 社融-M2 增量差在 2021 年开始收窄	5
图 4: 2022 年社融增量较 2020 年有所萎缩	6
图 5: 2022 年拟合 M2 增量较 2020 年显著上升	6
图 6: 政府债发行较 2020 年少增	6
图 7: 银行持有政府债比例下降	6
图 8: 企业直接融资较 2020 年少增	7
图 9: 信用债发行显著走弱	7
图 10: 银行持有信用债比例快速增加	7
图 11: 非标融资较 2020 年少减	8
图 12: 信托贷款和委托贷款驱动非标少减	8
图 13: 非银贷款较 2020 年多增	8
图 14: 银行债券投资较 2020 年多增	9
图 15: 股权及其他投资较 2020 年多增	10
图 16: 外汇占款较 2020 年多增	10
图 17: 财政存款较 2020 年多减 (符号调整)	10
图 18: 银行金融债融资较 2020 年少增 (符号调整)	11
图 19: 其他科目较 2020 年少增 (符号调整)	11
图 20: 2022vs2020 社融-M2 增量差拆解	12
图 21: 赎回潮扰动下, 社融-M2 剪刀差与存单利率有所背离	13
图 22: 高剩余流动性在历史上成为股票走强的前瞻指标	13

近一段时间，社融-M2 剪刀差的倒挂引起了市场关心。在社融创立后的绝大部分时间里，社融-M2 剪刀差维持正向增速差，但 2021 年二季度以来，剪刀差开始持续收窄，去年 5 月转负后逆向扩张，并在今年 1 月创下-3.2 个百分点的（社融口径调整以来）最大负增速差。

为何会产生这样的变化？剪刀差未来会收敛吗？本篇报告将根据《“重构”M2：与社融的差异从哪来？》中构建的框架，“代入”现实数据做出定量分析。

图1：社融-M2 剪刀差在 2022 年开始逆向扩张



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

## 社融-M2 剪刀差的归因

根据《“重构”M2：与社融的差异从哪来？》中的框架，等额影响社融与 M2 的信用派生渠道不会造成社融与 M2 的差异，因此本文聚焦主要影响社融或 M2 的因素。

图2：信用派生渠道对社融和 M2 影响分类

影响社融	影响社融与M2	影响M2
实体企业股票融资 非银购买实体企业信用债（一级市场） 非银购买政府债* 非标（信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票）	银行投放实体贷款 银行购买实体企业信用债（一级市场） 银行购买政府债券* 银行购买资管产品（投向实体部分）	银行投放非银贷款 银行向非银购买实体企业信用债（二级市场） 外汇占款/财政净投放/金融债 银行购买资管产品（未投向实体部分）
*假设政府完成支出		

资料来源：国信证券经济研究所整理

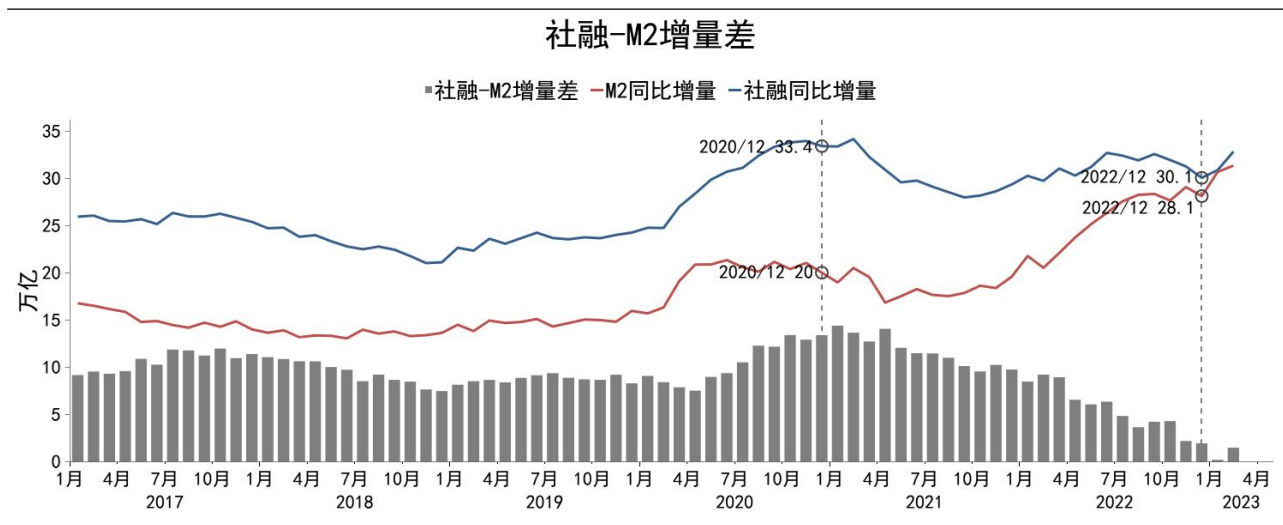
时点的选取上，为更直观地反映社融-M2 剪刀差逆转的原因，本文将社融-M2 剪刀差缩窄前的 2020 年作为参照点，对比 2022 的数据进行分析。

为使讨论更加明晰，我们需要明确文中使用的两个相关的概念：“社融-M2 剪刀差”指社融同比增速与 M2 同比增速之间的差值；“社融-M2 增量差”指的是社融同比增量与 M2 同比增量之间的差值。

## 总量特征

在拆解各派生渠道前，首先回顾社融和 M2 的年度变化情况。2020 年社融增速 13.3%，M2 增速 10.1%，剪刀差为 3.2%；而 2022 年社融增长 9.6%，M2 增长 11.8%，剪刀差反转为-2.2%。

图3：社融-M2 增量差在 2021 年开始收窄



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

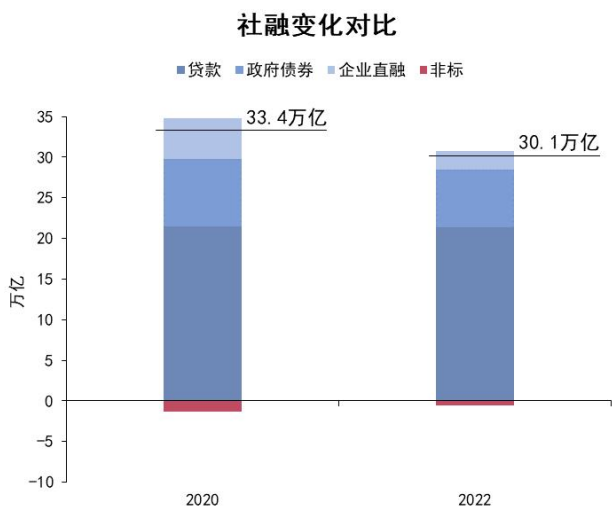
“增速差”的背后其实是“增量差”。比较社融与 M2 的年度增量发现，两者的差值从 2020 年的 13.4 万亿缩水为 2 万亿，大幅下降了 11.4 万亿。此外有三点发现：

**一是两者扩张趋势分化，社融少增而 M2 多增。**一方面，2020 年末社融余额 284.8 万亿，较上一年增加 33.4 万亿；而 2022 年末社融余额 344.2 万亿，仅增加 30.1 万亿。另一方面，2020 年末 M2 余额 218.7 万亿，增加 20.0 万亿；而 2022 年末 M2 余额 266.4 万亿，大幅增加 28.1 万亿。

**二是背后驱动因素不同。**社融的少增，主要源自拉动项的萎缩，而 M2 的多增更多源自拖累项的萎缩。

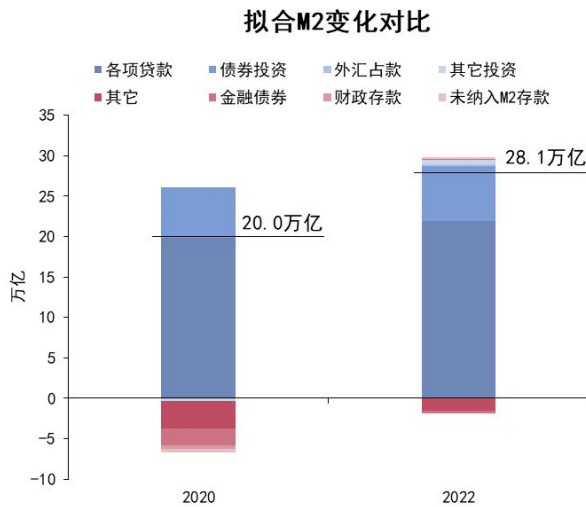
**三是存在基数差异。**社融和 M2 基数不同，意味着保持相同的同比增速需要的增量也不一样，社融增量要高出 M2 约三成才能维持一致的同比增速。因此当社融-M2 增量差萎缩为 2 万亿时，社融-M2 剪刀差呈现逆扩张就不足为奇了。**这说明问题的关键，在于分析哪些因素造成了 11.4 万亿萎缩的增量差。**找到这些因素，开篇提出的问题就能迎刃而解。

图4: 2022 年社融增量较 2020 年有所萎缩



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 2022 年拟合 M2 增量较 2020 年显著上升



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

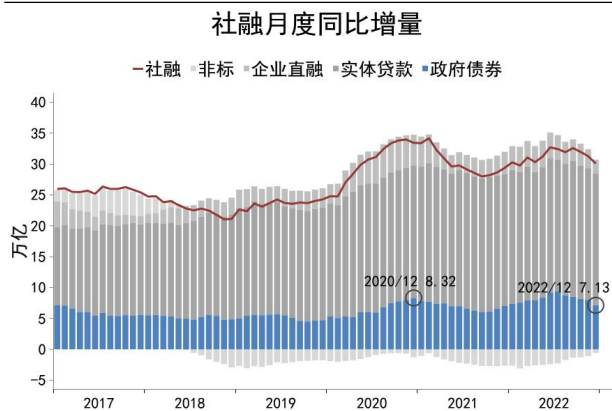
## 派生渠道分析

首先聚焦主要影响社融的派生渠道:

### 政府债券融资

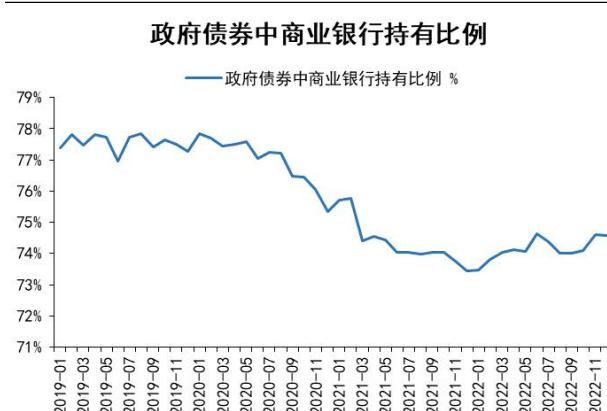
2022 年新增政府债券发行较 2020 年少增, 是社融-M2 增量差萎缩的原因之一。银行持有政府债同时影响社融 M2, 不构成社融和 M2 的差异, 但非银持有政府债只增加社融。因此, 政府债券发行全部计入社融, 但只部分计入 M2, 对社融-M2 增量差形成正贡献。但 2022 年政府债券融资约 7.13 万亿, 较 2020 年少增 1.19 万亿, 与去年我国的狭义赤字率(第一本帐)下降有关。按 2022 年银行平均持有比例(74.1%)估算, 新增政府债净融资下降对社融-M2 增量差贡献-0.31 万亿。

图6: 政府债发行较 2020 年少增



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图7: 银行持有政府债比例下降



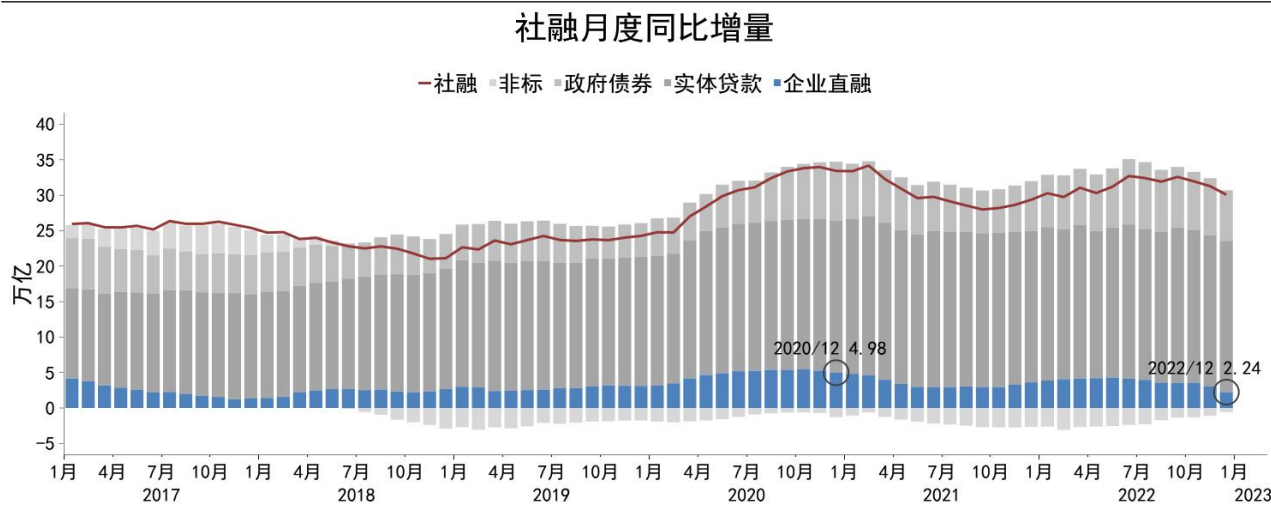
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理



## 企业直接融资

企业直接融资疲弱是社融-M2 剪刀差逆向扩张的另一个重要原因，其中信用债发行少增是主要拖累，股票融资多增构成小幅支撑。

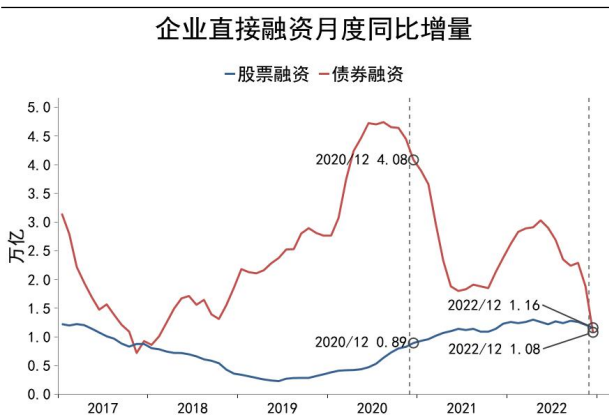
图8: 企业直接融资较 2020 年少增



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

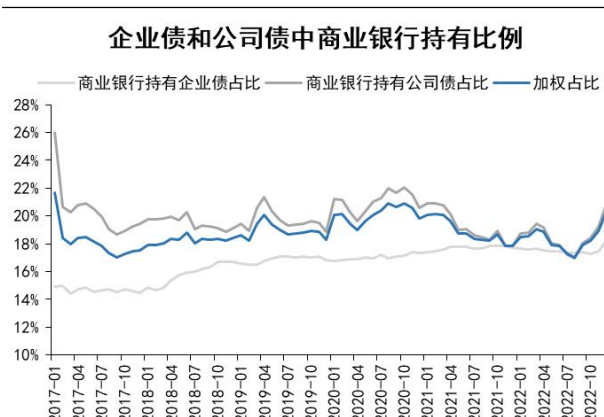
信用债融资对社融和 M2 的影响与政府债融资较为相似（信用债一级发行全部计入社融，但只有银行持有的部分增加 M2， $\Delta$ 社融 $>$  $\Delta$ M2），信用债发行少增将使社融-M2 增量差收敛。2022 年企业信用债新增融资为 1.08 万亿，仅为 2020 年（4.08 万亿）的 1/4，主要受到去年二季度以来贷款利率调降带来的挤出效应，以及去年四季度理财赎回潮导致的收益率上行和发行难度增加的影响。按 2022 年银行平均持有比例（18.4%）估算，新增信用债净融资下降对社融-M2 增量差贡献-2.49 万亿。

图9: 信用债发行显著走弱



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图10: 银行持有信用债比例快速增加



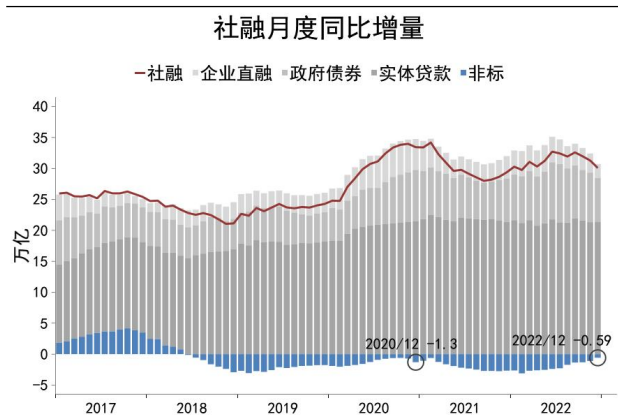
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

股票融资方面，2022 年股票融资多增部分对冲了信用债融资“跳水”带来的社融-M2 增量差的收缩。2022 年股票融资（1.16 万亿）较 2020 年（0.89 万亿）小幅增加 0.27 万亿。由于股票融资仅增加社融，多增的 0.27 万亿股票融资对社融-M2 增量差构成正贡献。

## 非标融资

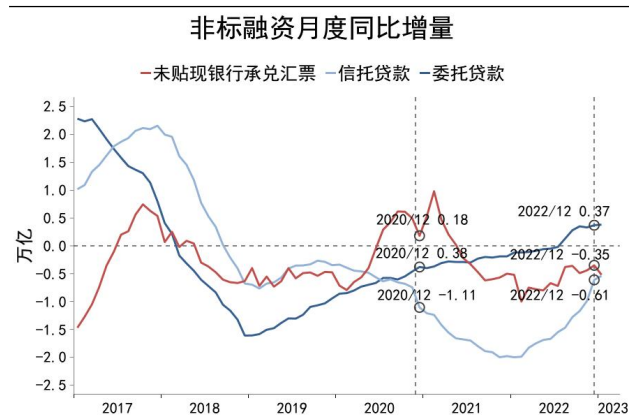
“非标三项”少减对社融-M2 增量差构成小幅提振。与股票融资相似，非标融资单独影响社融。2017 年底资管新规颁布后，以信托贷款和委托贷款为代表的非标类资产规模大幅压降，对社融由贡献逐步转为拖累。2022 年随着压降收尾以及政策鼓励多渠道对基建和房地产等领域提供资金支持，信托/委托贷款显著修复。此外，在政策引导下，去年银行通过票据贴现冲信贷的行为有所减少，未贴现银行承兑汇票规模温和回升。2022 年“非标三项”合计增加 0.71 万亿，对社融-M2 增量差形成正贡献。

图11: 非标融资较 2020 年少减



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图12: 信托贷款和委托贷款驱动非标少减

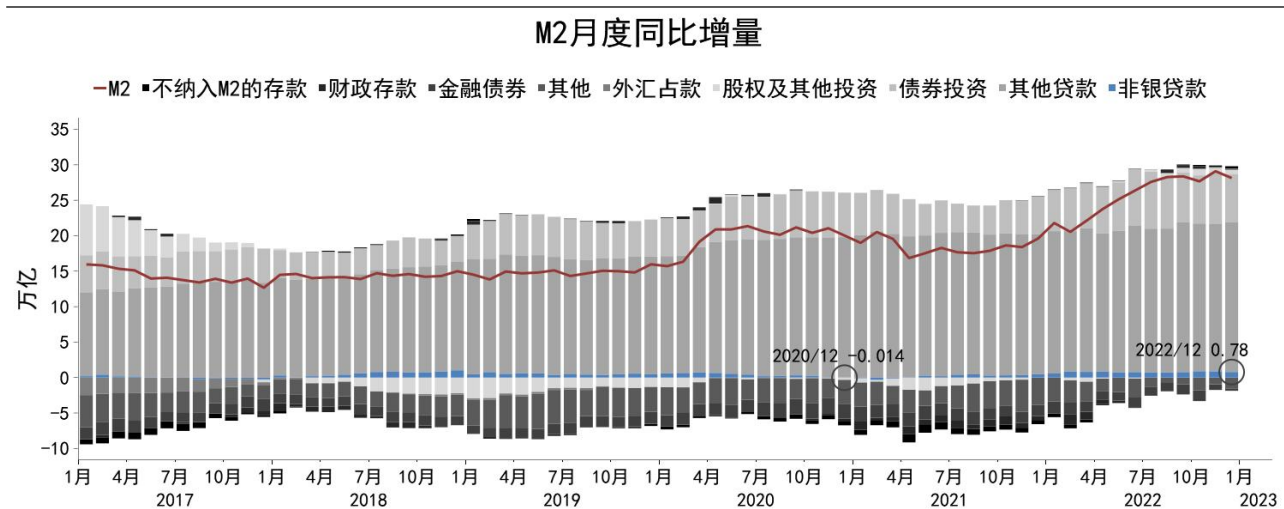


资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

接下来聚焦主要影响 M2 的派生渠道:

## 非银贷款

图13: 非银贷款较 2020 年多增



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

非银贷款多增是社融-M2 增量差收窄的原因之一。我们将拟合 M2 中的各项贷款拆解为非银贷款和其他贷款后，可以看到 2022 年非银贷款投放 (0.78 万亿) 比 2020 年增加近 0.8 万亿。非银贷款投放使银行扩表，M2 上升，但并不计入社融，因此



非银投放增加对社融-M2 增量差贡献-0.8 万亿。

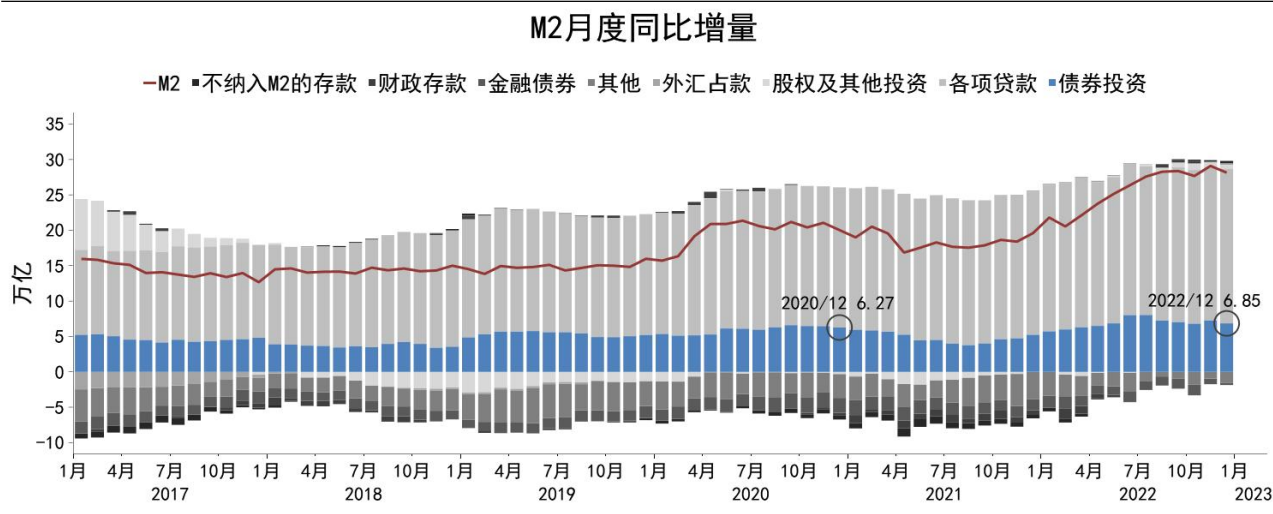
### 银行二级市场购买信用债

银行从非银机构增持债券使社融-M2 增量差收窄。银行向非银购买债券主要通过扩表实现，因此社融不变，但 M2 增加。我们可以从拟合 M2 下的债券投资科目做出估算。

债券投资科目反映了我国银行体系直接持有的各类债券规模。其 2022 年增幅（6.85 万亿）较 2020 年上升 0.58 万亿，而同期国债、信用债一级发行均出现萎缩，指向银行去年在二级市场向非银购买债券金额较 2020 年显著多增。按银行 2022 年的持有债券比例（政府债 74.1%，信用债 18.4%）大致匡算，银行去年在一级市场申购各类债券约 5.48 万亿，指向其在二级市场向非银净增持约 1.37 万亿（6.85-5.48 万亿），较 2020 年（-0.9 万亿）增加约 2.27 万亿，对社融-M2 增量差做出约-2.27 万亿的贡献。

我们认为这部分增持标的主要是信用债。银行增持信用债一般在一级市场认购为主，但 2022 年情况较为特殊：一是 2022 年银行持有国债比例较 2020 年总体下降；二是 2022 年四季度以来受理财赎回潮影响，母行自营购买了部分理财子的信用债置换流动性，银行在去年四季度持有的信用债比例快速上升。

图14：银行债券投资较 2020 年多增

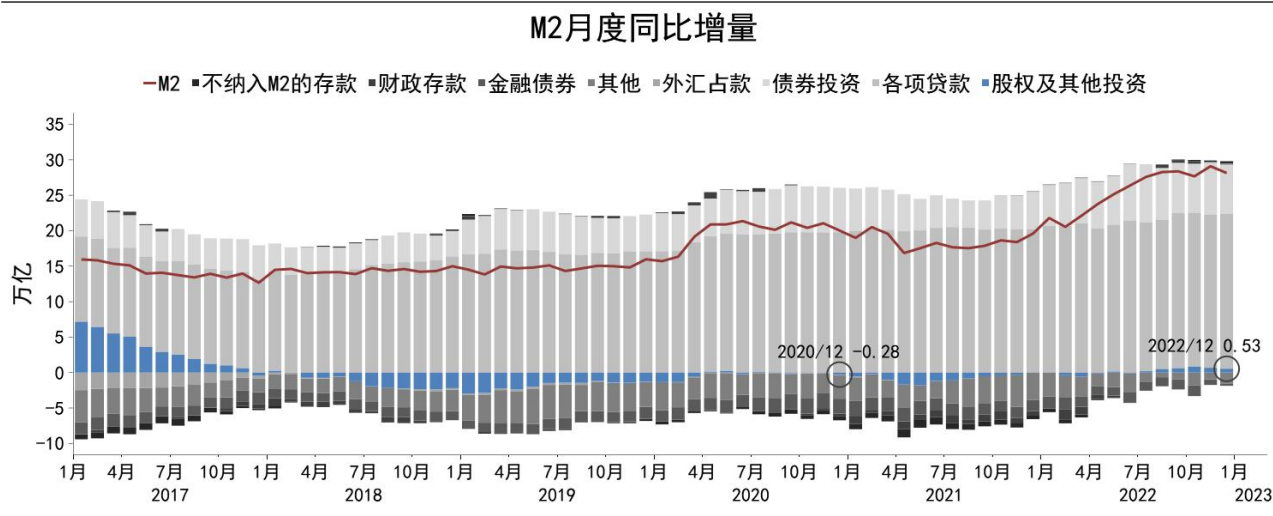


资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

### 银行购买资管产品（未投向实体）

银行购买资管产品也是造成社融-M2 增量差萎缩的因素之一。银行购买的理财产品规模可以从拟合 M2 下的股权及其他投资科目观察。尽管难以获得银行持有的资管产品投向统计，但银行购买资管产品等额创造 M2，而只有投向实体的部分创造社融，因此银行增持资管产品会缩小社融-M2 增速差。2022 年股权及其他投资科目增幅（0.53 万亿）较 2020 年（-0.28 万亿）增加 0.81 万亿，若假设其中一半投向新增实体融资，则对社融-M2 的增量差做出-0.4 万亿的贡献。

图15: 股权及其他投资较 2020 年多增

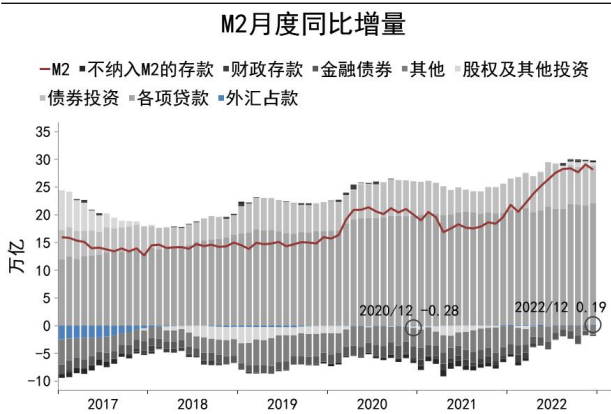


资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

### 外汇占款/财政净投放/金融债

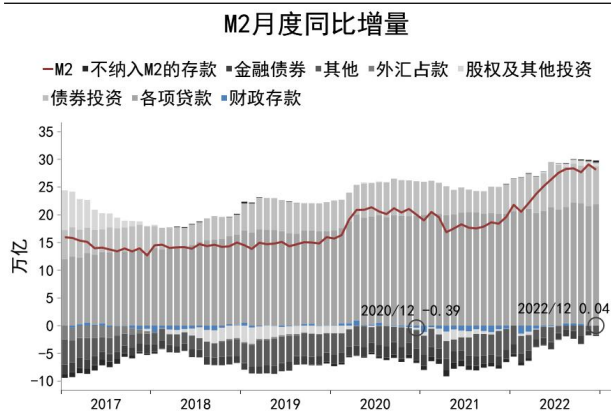
将外汇占款、财政存款净投放与金融债合并讨论是因为这三项不涉及实体融资，且历史变动较小。其中，外汇占款增加对社融-M2 增量差贡献-0.47 万亿，财政存款净投放贡献-0.43 万亿，银行金融债（向非银）融资<sup>1</sup>少增贡献-1.84 万亿，三者合计贡献-2.74 万亿<sup>2</sup>。

图16: 外汇占款较 2020 年多增



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图17: 财政存款较 2020 年多减（符号调整）



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

### 配平项/其他

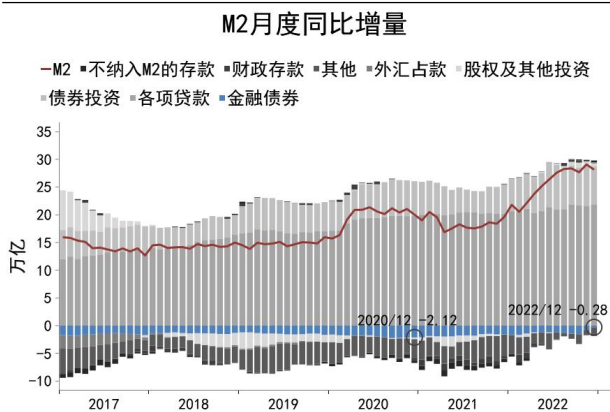
最后整理其他派生渠道带来的影响，这里主要是拟合 M2 中的其他科目。其他科目是信贷收支表资金来源端和资金运用端小额/杂项科目轧差的结果。换言之，其他科目统计了主要派生渠道之外的影响因素，也帮助信贷收支表配平。其他科目

<sup>1</sup> 由于金融债券科目源于存款类机构信贷收支表，因此银行间互持的部分已被抵消，仅反映非银机构持有规模。

<sup>2</sup> 财政存款上升与银行金融债发行均导致 M2 收缩，这里已做反向处理。

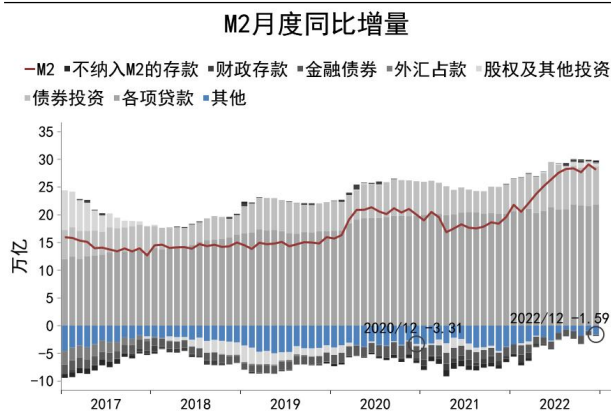
的增量从 2020 年的-3.31 万亿少减 1.72 万亿至 2022 年的-1.59 万亿，对 M2 的拖累下降 1.72 万亿，对社融-M2 增量差贡献-1.72 万亿。其他科目的少减起始 2022 年初，我们认为主要反映了央行上缴结存利润 1.13 万亿和政策性银行约 7400 亿政策性金融性开发工具带来的“渠道外”<sup>3</sup>M2 增量。即这两者最终创造了私人部门存款，但并未囊括在前述的派生渠道内。

图18: 银行金融债融资较 2020 年少增（符号调整）



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图19: 其他科目较 2020 年少增（符号调整）



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

别的配平项目包括不纳入 M2 的存款和拟合 M2 增量与实际 M2 增量差等，分别贡献社融-M2 增量差-0.86 万亿和-0.17 万亿。

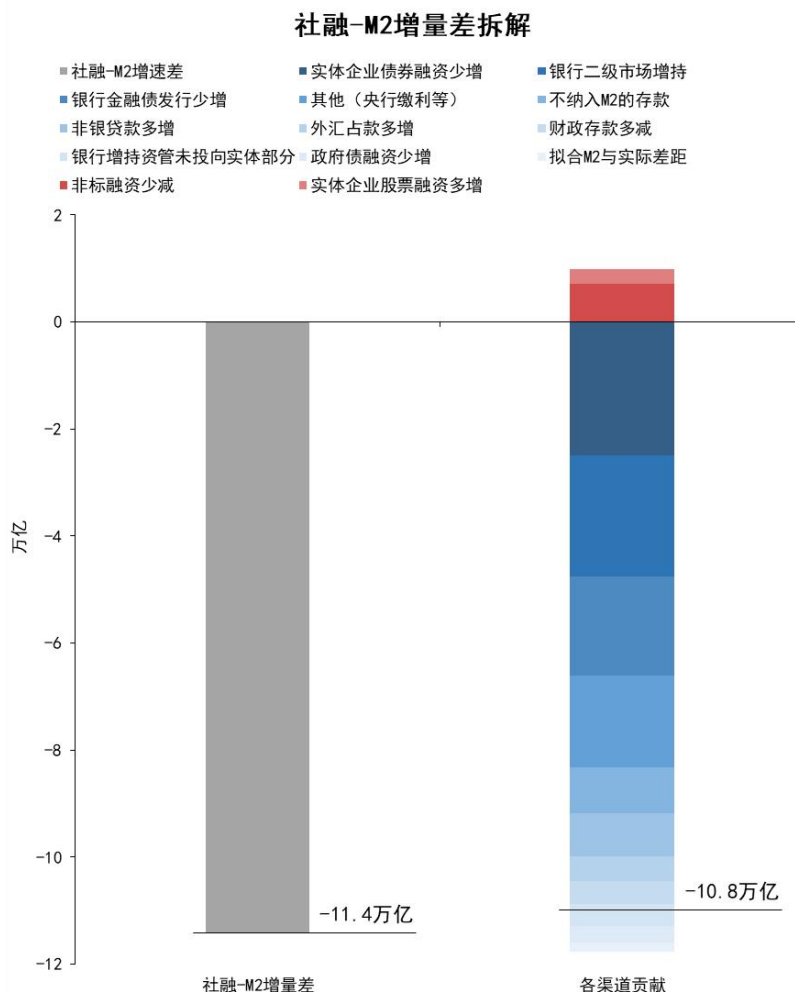
## 小结与展望

总体而言,我们认为社融-M2剪刀差持续逆扩张背后反映了2022年地产融资放缓、经济运行不畅和理财“赎回潮”带来的影响。具体而言,上述分析框架涵盖的派生渠道解释了绝大部分(95%)的社融-M2增量差,其中贡献最大的有四项,合计占72.4%:企业债发行少增(21.7%),银行二级市场增持信用债(19.7%),银行金融债发行少增(16.0%)和其他(15.0%)。

前瞻地看,我们认为社融-M2剪刀差的倒挂主要由临时性因素造成,上半年企稳后收窄/修复将是大概率事件。从前述四项因素看:信用债方面,随着理财赎回告一段落,信用债发行难度下降,收益率下行,净融资量有望改善。此外,今年《政府工作报告》删去疫情三年均出现的“推动利率下行”,指向贷款利率进一步压降可能性较低,也有助于缓解贷款对信用债发行的挤出。理财赎回潮告一段落也意味着,银行在二级市场接手信用债的行为也将减少。银行金融债发行量改善幅度或较为有限,但经济内生动能增强后“资产荒”缓解或为金融债融资提供支撑。最后,其他科目的少减也有望逆转。一是央行去年已将历史结存利润全部上缴,今年上缴规模将大幅下降,或为2000-3000亿元左右。二是今年政策性金融性开发工具将延续使用,但考虑到财政前置等因素,新增幅度或小于去年的7400亿元。除这四项主要影响因素外,今年政府债券融资多增、经常项目顺差萎缩带来的外汇占款少增和注册制推动股票融资多增等因素均有助于扩大社融-M2的增量差,带动剪刀差正向修复。

<sup>3</sup> 央行在 2022 年第三季度《货币政策执行报告》中指出,政策性开发性金融工具投资后形成存款,但并没有计入常规贷款统计。

图20: 2022vs2020 社融-M2 增量差拆解



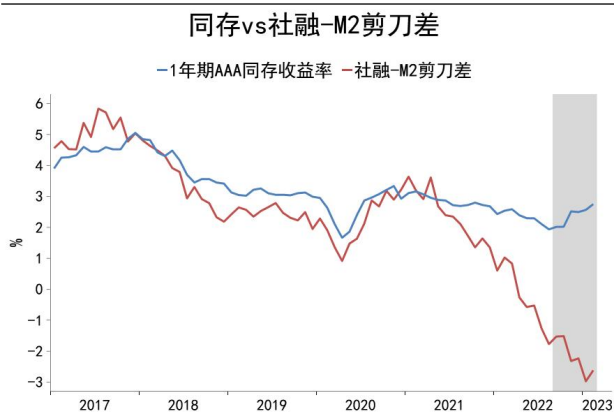
资料来源：国信证券经济研究所整理

### 最后，社融-M2 剪刀差负缺口的逐步收窄是否会对资产价格产生影响？

利率方面，以同业存单为例，社融-M2 剪刀差的回升将对存单收益率构成支撑。根据我们在报告《存单波动为哪般？》中提出的“三碗面”框架，存单利率受以下因素的影响依次递减：政策面>供需面>信用面（等微观因素）。经过2月的资金波动后，政策面已经较为明朗：“宽货币”托底经济下行压力的使命基本完成，央行将引导市场利率回归正常化。以社融-M2 剪刀差为代表的银行主动负债意愿指标修复，也指向存单利率面临一定上行压力，我们认为年内存单利率波动区间为[2.65%-2.8%]。

股票方面，以上证综指为例，社融-M2 剪刀差的负值（即M2-社融）常被视为“剩余流动性”，历史上与股指走强存在一定的领先关系。其逻辑在于认为以M2增速为代表的广义货币派生速度显著超过以社融增速为代表的实体经济部门融资需求增速，“多余”的流动性可能流向股票等资本市场。但我们认为将本次较高的M2-社融剪刀差，理解为可能流入股市的“剩余流动性”有待商榷。主要原因在于，本次高增速差的重要来源是理财赎回和非银持有金融债下降“释放”的M2，而这部分风险偏好较低的资金短期内进入股市的概率较低。

图21: 赎回潮扰动下, 社融-M2 剪刀差与存单利率有所背离



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图22: 高剩余流动性在历史上成为股票走强的前瞻指标



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032