



Research and
Development Center

信用周期分析框架：指标构建与二阶段论

——信达宏观方法论之十六

2023年4月5日

解运亮

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
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号：S1500523030001
邮箱：xiaozhangyu@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

信用周期分析框架：指标构建与二阶段论

2023年4月5日

本文阐释了信用周期指标的构建方法、经验规律，并将信用周期拆分为“供给驱动”和“需求驱动”两大阶段，分析了其对于投资的指示意义。我们判断今年信用周期有望迈入“需求驱动”阶段，对权益市场构成利好。

- **信用周期指数：反映商业银行的信用周期。**将“商业银行总资产/央行总资产”求同比，构建得到信用周期指数。指数反映的是银行和央行的资产增速差，指数上行说明商业银行较央行资产扩张更快，是为宽信用，反之则为紧信用。指数相比社融指标更具优势，一是涵盖面更广，考虑了同业信用派生；二是波动性更强、周期性更明显；三是具备领先性。
- **信用周期二阶段论：“供给驱动”与“需求驱动”。**在实体经济偏强时，市场主体的融资需求会相对旺盛；反之在实体经济偏冷时，融资需求自然会有所下降。当实体融资需求偏弱、或遭遇事件因素冲击的时候，即便央行扩表，放松流动性，也会出现贷款不增加的局面。事实上，我国央行对于商业银行的信贷额度会直接施加干预。由此我们可以把信贷分为“逆周期”信贷与“顺周期”信贷，并将信用周期分为两个阶段。
 - “供给驱动”阶段：货币政策转向宽松，为了满足监管层的信贷投放指标，票据、短贷等“逆周期”信贷增速上升，而“顺周期”信贷尚未启动。
 - “需求驱动”阶段：当政策发力一段时间后，企业活力得已修复，居民对于就业与收入的预期改善，居民中长贷、企业中长期贷款等“顺周期”信贷增速拐头向上。
- **信用周期对资产价格的影响。**1) 对于股市，在“供给驱动”阶段，政策信号逐渐变强，此时盈利尚未企稳，股市依靠拔估值上涨。在宽信用传导的过程中宏观环境边际好转，进入“需求驱动”阶段，上市公司业绩迎来修复，盈利估值双击，一般是股市收益较为显著的时间段。在“供给驱动”阶段稳定风格和金融风格相对跑赢，在“需求驱动”阶段成长和消费两大风格胜率更高。2) 对于债市，在“供给驱动”阶段，货币政策开始宽松，而实体经济的融资需求偏弱，债市有机会走出牛市行情。而到了“需求驱动”阶段，债市面临经济回暖的宏观环境，利率进入震荡期。
- **今年信用周期有望迈入“需求驱动”阶段。**2021年7月以来，尽管高层将狭义流动性维持在偏宽松的状态，并通过多项政策引导宽信用，但在疫情反复冲击、地产持续低迷、严控地方隐性债务的情况下，信用周期一直停留于“供给驱动”阶段。我们判断，2023年信用周期有望迈入“需求驱动”阶段。一是贴息政策力度较强，且引领产业升级、发展先进制造业的方向明确。二是央行超预期降准，为信贷持续强势增长扫除了障碍。除此之外，地产的拖累或将在今年显著减弱。投资层面，信用周期的“需求驱动”阶段是对权益市场较为友好的时间窗口，A股有望迎来一波牛市行情。
- **风险因素：**疫情反复对开工、居民出行产生抑制等。

目 录

一、什么是信用周期？	4
1.1 信用是银行的资产，信用扩张创造存款货币	4
1.2 信用的扩张与收缩呈现周期性变化	6
二、信用周期指数的构建	7
2.1 信用周期指数如何构建？	7
2.2 信用周期指数反映的是银行和央行的资产增速差	9
2.3 信用周期的二阶段论：供给驱动和需求驱动	11
三、历史上的信用周期	13
3.1 2006 年至今的五轮信用周期回顾	13
3.2 信用周期的经验规律	18
四、信用周期对经济和资产价格的影响	19
4.1 信用扩张为经济增长提供动能	19
4.2 信用周期二阶段论与股市轮动	20
4.3 债市在信用周期的两个阶段表现不同	21
五、今年信用周期有望迈入“需求驱动”阶段	22
风险因素	24
附录 1：图表	25
附录 2：信达宏观方法论系列报告	28

表 目 录

表 1：路径 1 之向居民和企业发放贷款	5
表 2：路径 2 之同业信用派生	5
表 3：路径 3 之购买政府债券	6
表 4：增加基础货币只能来自央行资产端扩张	8
表 5：信用周期时间划分	14
表 6：信用周期二阶段论与股市风格	21

图 目 录

图 1：银行是信用创造的主体，央行负责管理“总闸门”	4
图 2：信贷与社融增速是衡量信用周期的常见指标	7
图 3：社融指标未考虑金融同业信用派生	7
图 4：商业银行较央行资产倍数 vs 货币乘数	8
图 5：信用周期指数相比社融指标更具优势	9
图 6：信用周期指数反映的是银行和央行的资产增速差	9
图 7：中国、美国、日本、欧元区央行资产负债表规模	10
图 8：商业银行与央行资产增速呈现反向变化	11
图 9：信用周期指数、短期贷款及票据融资同比与中长期贷款余额同比	12
图 10：信用周期指数与社融-M2 增速走势有同有异，但整体具有领先性	13
图 11：2006 年至今的五轮信用周期	13
图 12：2007 年外汇占款对央行资产增速的拉动十分明显	14
图 13：基建和地产成为本轮信用扩张的主要载体	15
图 14：2011-2014 年非标融资兴起	16
图 15：2017 年金融去杠杆拉开序幕	17
图 16：现在居民杠杆率已经处于不低的水平	19
图 17：信用周期指数和信贷脉冲的相关性较强	20
图 18：信用周期指数与国债收益率	22
图 19：历轮“需求驱动”阶段，权益市场均带来了亮眼的收益	23
图 20：2014 年以后外汇占款不再是央行投放基础货币的主要渠道	25
图 21：2007 年末央行购进 1.35 万亿特别国债	25
图 22：2006-2008 年央行采取最陡峭的一轮降准操作	26
图 23：2008-2010 年的降准和降息操作	26
图 24：信用周期指数与商品房销售面积增速同步性较高	27

一、什么是信用周期？

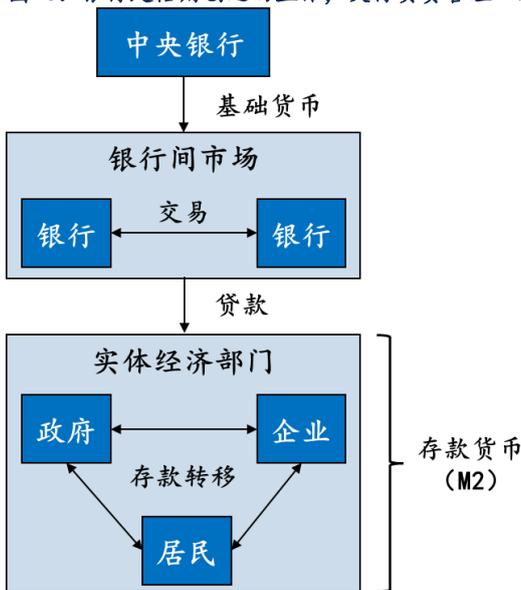
1.1 信用是银行的资产，信用扩张创造存款货币

凡是涉及货币政策、金融市场的研究分析，我们总能读到“信用”一词。实际上信用不能算严格的金融术语，而是对“信用融资”的简称，指的是金融部门扩张资产的行为。我国的金融体系中，银行是信用创造的主体，最具有代表性的信用派生渠道便是贷款。从银行资产负债表的角度来看，信用反映在银行的资产端，属于银行的资产，比如居民、企业贷款，同业资金往来，发放给非银机构的贷款等等。

“货币”本质上是银行的负债（存款）。信用（资产）与货币（负债）咬合而生，二者不可割裂看待。当银行发放贷款，本质上是银行和客户（居民、企业、其他金融机构）的信用交换，银行增加了贷款债权和存款债务，客户则获得了贷款债务和存款债权。在这一过程中居民、企业或非银存款增加，广义货币供应量（M2）增加。

基于“贷款创造存款”理论，现代银行信用货币制度下贷款先行，银行通过资产扩张（贷款）创造存款货币（孙国峰，2019，《货币创造的逻辑形成和历史演进——对传统货币理论的批判》）。参照图1来理解：银行首先向居民或企业提供贷款，后者获得贷款后得到相应的存款货币；经济运行过程中，企业组织生产活动，向个人支付薪酬、存款流出，同时卖出商品服务给个人、存款流入；实体经济部门还包括政府，与居民企业部门存在税收、补贴等支付关系，存款货币就这样在全社会流转、运行。但信用不能无限扩张，银行贷款行为受存款准备金的约束，当信用扩张派生的存款增多、超储不断被消耗，央行会通过扩表投放基础货币，向银行体系注入流动性。

图 1：银行是信用创造的主体，央行负责管理“总闸门”



资料来源：信达证券研发中心整理

我们可以通过各部门资产负债表的变化，来解析银行信用扩张的不同路径。

路径 1：向居民和企业发放贷款。假设法定存款准备金率为 10%，当银行投放一笔 1000 元贷款，负债端同时增加 1000 元存款，银行此前拥有的 100 元超额存款准备金被冻结为法定存款准备金。随着银行投放更多信贷、超储被消耗殆尽，银行也达到存款派生上限。如果央行希望银行继续放贷款，就需要动用货币政策工具（主要是数量型工具）：一是降准，原先被冻结的法准转化为超储，释放银行的贷款空间。二是再贷款、公开市场操作（OMO、MLF、SLF）等，为银行体系提供基础货币，直接增加准备金存款中的超储。

存款准备金并不是银行扩张信用的唯一约束，央行还会动用价格型工具，比如调整政策利率，引导贷款利率下行，刺激实体部门的信贷需求。

表 1：路径 1 之向居民和企业发放贷款（元）

央行	
资产	负债
	基础货币
	法定存款准备金+100
	超额存款准备金-100
银行	
资产	负债
储备资产	
法定存款准备金+100	
超额存款准备金-100	
对居民、企业债权+1000	居民、企业存款+1000
居民、企业部门	
资产	负债
银行存款+1000	银行贷款+1000

资料来源：信达证券研发中心整理

路径 2：同业信用派生。银行除了向实体经济部门投放贷款，还可以增加对其他存款性公司、其他金融机构的债权，比如向非银机构发放贷款，和其他银行之间的资金往来等等。相应地，银行负债端会增加非银存款、对其他存款性公司负债。与居民、企业存款不同的是，非银存款所适用的存款准备金率为零，银行同业存款不计入一般性存款范围，这意味着银行的同业信用派生不受准备金的约束。从理论上讲，只要金融体系内部持续存在同业资金需求，银行似乎可以无限扩张同业信用。事实上银行对其他金融机构债权出现过大幅的增长，2013-2016 年之间，银信合作、银证合作蓬勃发展，同业链条加杠杆，金融部门杠杆率迅速攀升，积累了大量金融风险。

2016 年央行出台宏观审慎评估体系（MPA），对银行提出了资本约束。制度出台后金融去杠杆拉开序幕，监管明显加强，金融部门杠杆率明显下行。在现行制度下，银行的第 2 条信用扩张路径同样是受到限制的。

表 2：路径 2 之同业信用派生（元）

银行	
资产	负债
对其他存款性公司、其他金融机构债权+1000 (同业资金往来、向非银机构发放贷款)	对其他存款性公司、其他金融机构负债+1000 (银行同业存款、非银存款)

资料来源：信达证券研发中心整理

路径 3：购买政府债券。银行扩张信用的方式还包括债券投资，与贷款不同的是，债券投资从银行资产端变化而来，没有扩张资产负债表。假设银行购买 100 元政府债券，资产端对政府债权增加 100、超储减少 100。由于财政性存款需要全额缴存央行，央行负债端的变化为政府存款增加 100、准备金存款减少 100。可见政府存款和基础货币呈反向变化关系，政府存款增多会消耗银行间流动性；而当政府存款减少，通常意味着财政支出力度加大，存款流向居民、企业，又会补充银行间流动性。除了购买政府债券之外，银行通过资管产品购买一级企业债同样可以创造企业存款，但占比相对较小。

表 3：路径 3 之购买政府债券（元）

央行	
资产	负债
	基础货币
	准备金存款-100
	政府存款+100
银行	
资产	负债
储备资产	
准备金存款-100	
对政府债权+100	

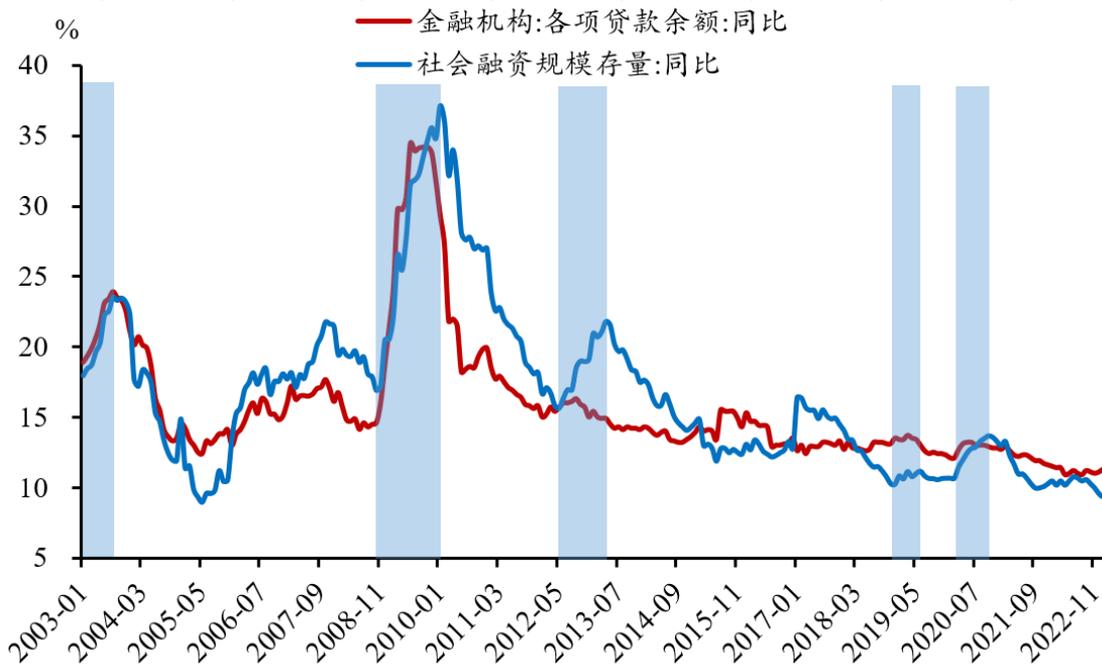
资料来源：信达证券研发中心整理

我们对这部分的内容做一个总结。银行扩张信用的路径主要是贷款，还包括购买政府债券等。影响信用扩张几大因素有，贷款需求、央行货币政策（控制基础货币）、金融监管。

1.2 信用的扩张与收缩呈现周期性变化

信贷与社融增速是衡量信用周期的常见指标。基于“信用”的含义，最直接的观测指标就是各项贷款增速。随着实体部门融资渠道不断丰富，信用融资的范围也在拓宽，社融能够更加全面的反映金融机构对实体经济的信用支持。比如社融多纳入了表外融资三项、政府债券和企业债融资，这些都属于银行扩张信用、创造存款货币的渠道。社融中还包含股票融资，该项属于股权融资而非信用范畴，不过占比较小，对社融指标的有效性影响不大。

在贷款需求、央行货币政策、金融监管几大因素的影响下，信用的扩张与收缩呈现周期性变化。观察两项指标的同比增速，可见信用总体呈现“扩张-收缩-平稳-扩张”的周期变化，如此循环往复。2003 年以来我国大致经历了 5 轮信用扩张周期。

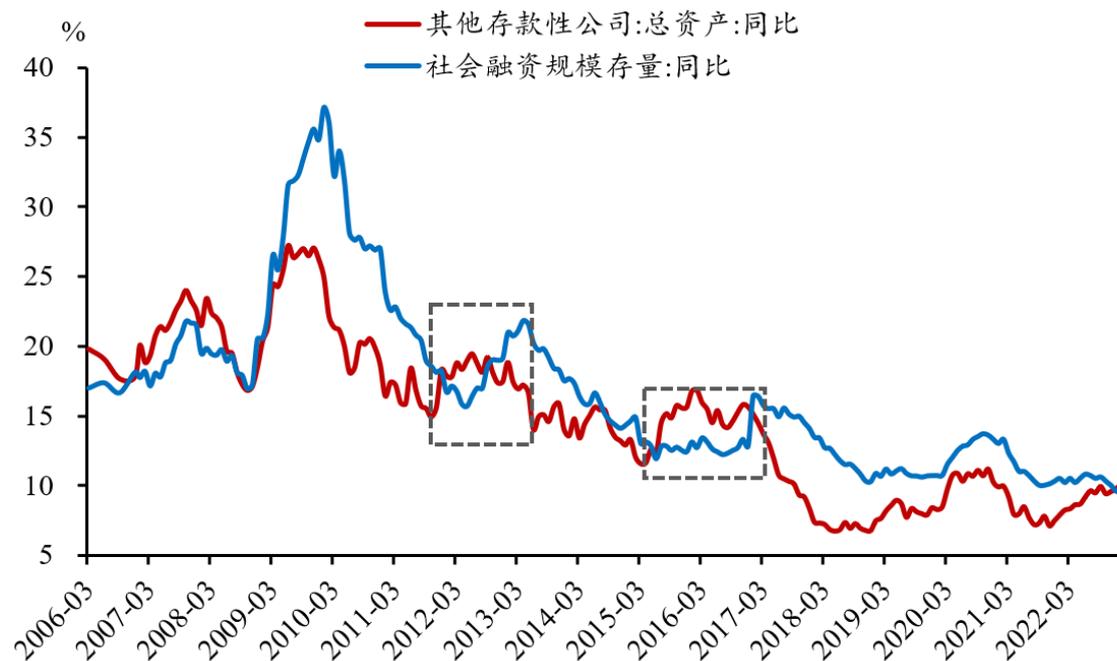
图 2：信贷与社融增速是衡量信用周期的常见指标


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、信用周期指数的构建

2.1 信用周期指数如何构建？

相比社融指标，商业银行资产增速还涵盖了金融体系内部的信用派生。社融指标衡量的是商业银行信用派生中流向实体的部分，并未考虑金融体系内部的信用派生，比如社融口径下信贷数据不包含非银贷款。商业银行资产增速的涵盖面更广，对手方不止是实体部门，还包括同业部门（对其他存款性公司、其他金融机构债权）。历史数据显示，两项指标整体走势趋近、相关性较高，但在部分节点上仍然存在背离。

图 3：社融指标未考虑金融同业信用派生


资料来源：万得，信达证券研发中心

对于“宽/紧信用”，单看商业银行资产增速仍然是不够的，从银行信用扩张的路径可知，央行通过控制基础货币来约束银行信用派生上限，而增加基础货币只能来自央行资产端扩张。这意味着，在央行扩表周期内，商业银行资产需要扩张得更快，才能称为“宽信用”。反之，“紧信用”则表现为商业银行相对央行资产扩张得更慢。

2008年以后，商业银行资产扩张速度严格快于央行。从绝对倍数上看，2008年金融危机以前，商业银行资产规模大约为央行的3-4倍，且呈现下降趋势。2008年以后，倍数持续上升，截至2022年12月已扩张至9倍。

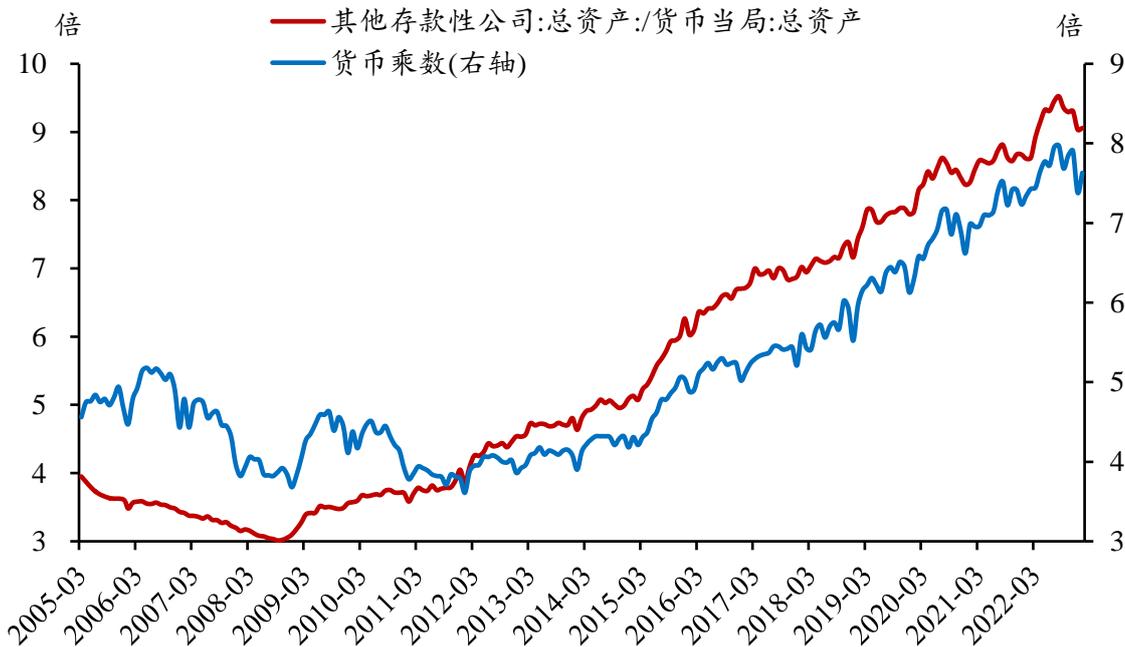
“商业银行总资产/央行总资产”实际上是资产端的货币乘数。货币乘数=M2/基础货币，其中M2对应商业银行负债端，基础货币对应央行的负债端。由于资产“咬合”负债，二者在走势上是十分趋近的，区别在于资产倍数用来衡量信用扩张，货币乘数用来衡量货币创造。

表 4：增加基础货币只能来自央行资产端扩张

央行	
资产	负债
外汇占款↑ （被动投放） 对其他存款性公司债权↑ （主动投放-政策工具）	基础货币 准备金存款↑

资料来源：信达证券研发中心整理

图 4：商业银行较央行资产倍数 vs 货币乘数



资料来源：万得，信达证券研发中心

我们将“商业银行总资产/央行总资产”求同比，构建得到信用周期指数。将资产倍数求同比，从长期上升的数据趋势中抽取出周期波动。对比信用周期指数与常见的社融指标，前者在多个方面显示出优势：一是涵盖面更广，能够更加完备地刻画商业银行信用周期；二是波动性更强、周期性更明显，在我国 GDP 增速缓慢下行的长期趋势下，社融、信贷增速等指标反映的实体经济信用周期在拉长、波动率下降；三是具备领先性，2008 年以后，信用周期指数领先社融增速 8-12 个月达到峰值，可以用来预判社融的周期性变化。

图 5：信用周期指数相比社融指标更具优势



资料来源：万得，信达证券研发中心

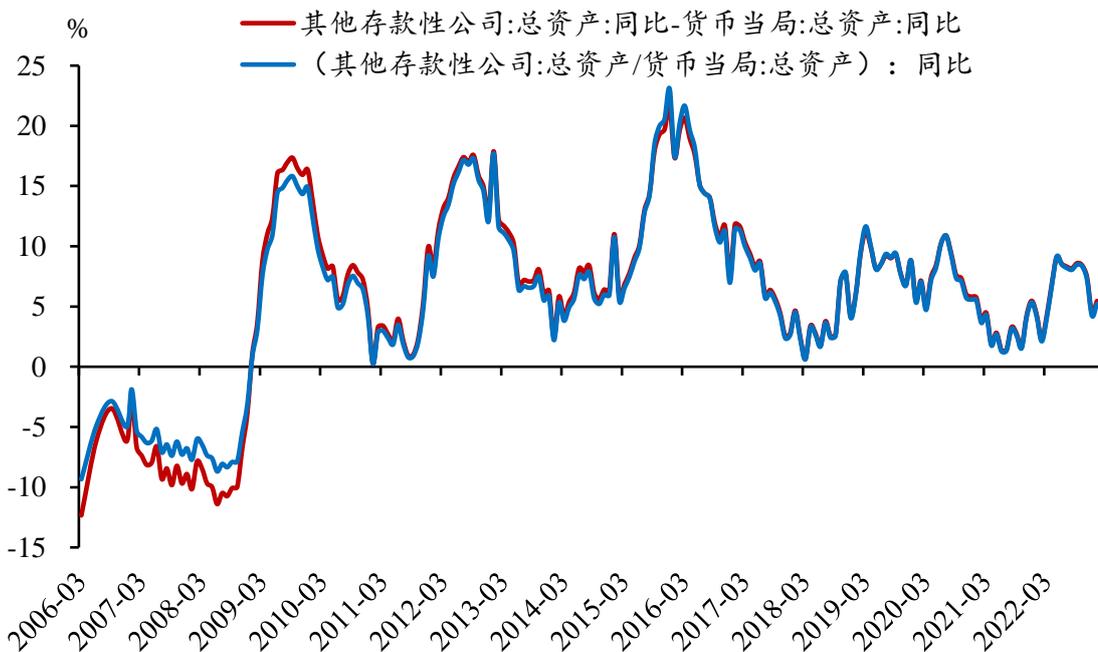
2.2 信用周期指数反映的是银行和央行的资产增速差

信用周期指数反映的是银行和央行的资产增速差。通过数学推导可以进一步得到：

信用周期指数 = (商业银行总资产 / 央行总资产) 求同比 \approx 商业银行总资产增速 - 央行总资产增速

从结果上看，基于两种公式推算的历史数据拟合度较高，误差很小。

图 6：信用周期指数反映的是银行和央行的资产增速差

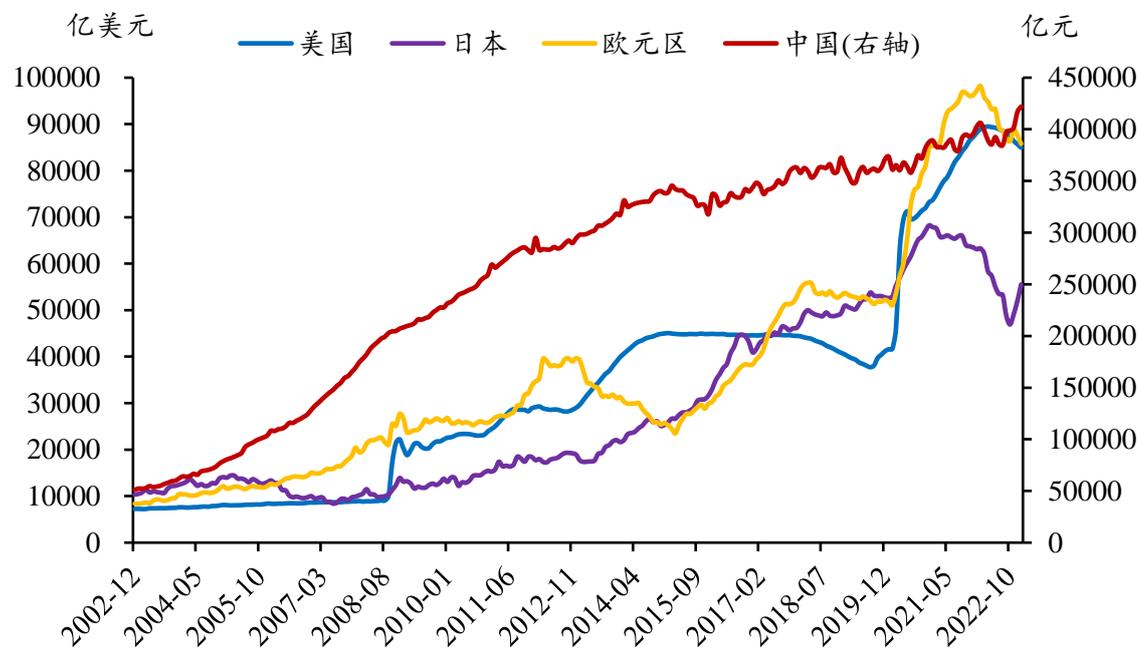


资料来源：万得，信达证券研发中心

2008 年以后，信用周期指数的波动变化有一个共同特征，那就是每一轮的底部位置都接近 0%，但都严格高于 0%。这意味着央行资产增速是银行信用派生的下限，当“银行资产增速=央行资产增速”时，说明银行的信用扩张全然来自央行的资产注入，除此之外别无空间。银行信用派生的上限不存在固定数值，从历史数据上看，2015 年末峰值最高曾达到 23.1%。

为何银行资产增速总是高于央行？一大原因是我国是为数不多仍坚持货币政策正常化的经济体。2000-2008 年之间，我国发展外需导向型经济，出口高速增长，国际收支积累了大量双顺差。期间外汇占款快速上升，央行被动扩表，增加的部分主要是存款准备金中的法准。而主要发达经济体央行扩表基本开始于 2008 年金融危机之后，是在正常货币政策空间耗尽的情况下，通过量化宽松政策投放流动性，增加的部分主要是超储。2012 年以后中国切换经济增长引擎，外汇占款下滑，央行扩表幅度反而企稳。原因在于央行向主动管理过渡，且留有正常的货币政策空间，可以运用结构性工具精准投放流动性，比如缩表的降准和扩表的再贷款可以互相抵消，确保央行资产规模保持基本稳定。同时中国作为高速发展的经济体，实体信贷需求旺盛，银行能够充分发挥“信用扩张-创造货币”的效用。以上因素造就了银行较央行资产倍数的持续扩张，2008 年后银行资产增速总是高于央行。

图 7：中国、美国、日本、欧元区央行资产负债表规模



资料来源：万得，信达证券研发中心

信用周期指数还反映了央行的对冲操作。2008 年以后，央行资产增速的波峰/波谷基本对应商业银行资产增速的波谷/波峰，体现了央行对于信用周期的主动调控。当金融体系信用收缩时，央行扩表，释放银行信贷空间；当金融体系信用扩张时，央行收紧货币，防止金融过热。反映在信用周期指数上，每一轮扩张顶和收缩底都不会长时间存续，指数的上行和下行时间基本对称。

图 8：商业银行与央行资产增速呈现反向变化


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.3 信用周期的二阶段论：供给驱动和需求驱动

信用周期指数聚焦于商业银行的资产端，但难以反映其结构的变化。本部分通过拆解银行资产端内部的细项来进一步将信用周期划分为两个阶段，这可以帮助我们更好地理解信贷扩张以及收缩的路径，进而能够对未来基本面和政策的动向进行提前研判。

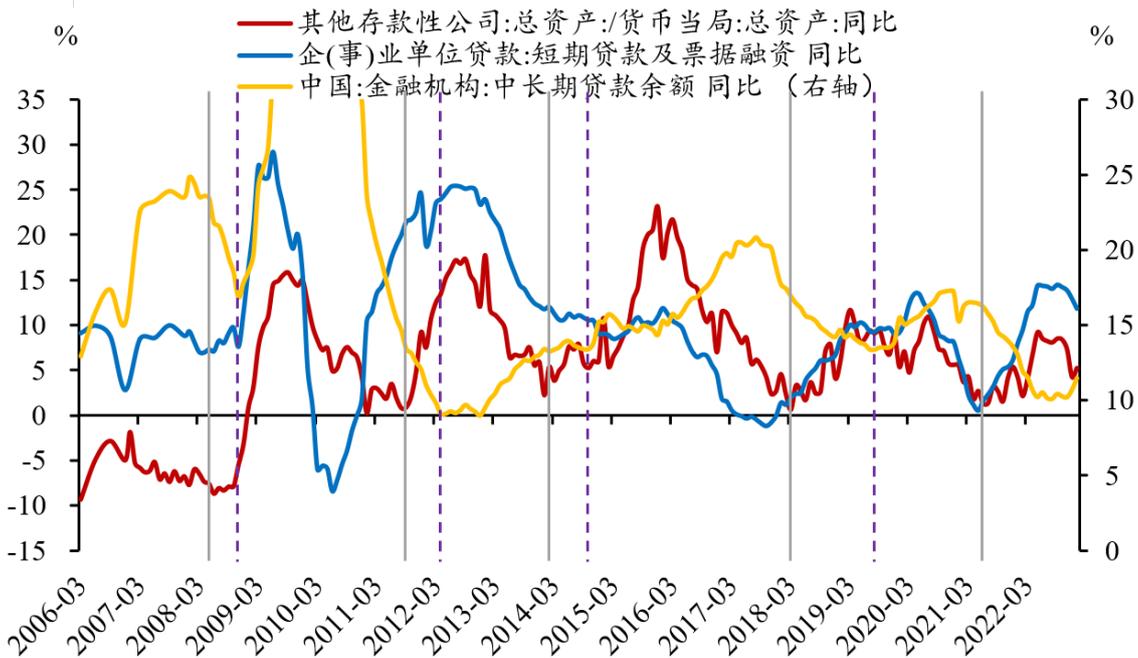
信用存在一定的内生性。在实体经济偏强时，市场主体的融资需求会相对旺盛；反之在实体经济偏冷时，融资需求自然会有所下降。当实体融资需求偏弱、或遭遇事件因素冲击的时候，即便央行扩表，放松流动性，也会出现贷款不增加的局面。事实上，我国央行对于商业银行的信贷额度会直接施加干预，具体而言，央行会在经济偏弱时要求银行完成信贷扩张的指标，在经济偏强时通过额度限制信贷增量的幅度。由此我们可以把信贷分为“逆周期”信贷与“顺周期”信贷。票据融资和企业短期贷款是典型的“逆周期”信贷，货币政策转向宽松，而实体经济融资需求短期难以抬升，因此前期表现为票据冲量来满足监管层信贷投放的要求，利率降低的情况下企业短贷也较容易被带动。居民中长贷、企业中长贷则是“顺周期”信贷，只有当经济内生动能增强，企业主体信心恢复时，企业扩大资本开支意愿才能得到增强；居民端就业、收入预期提振，加杠杆动力加强，对应银行信贷中的中长贷趋势性上行，在信贷中的占比也随之走高。

由于宽信用传导往往存在“票据短贷→中长贷”的规律，我们将信用周期分为两个阶段。

“供给驱动”阶段：货币政策转向宽松，为了满足监管层的信贷投放指标，票据、短贷等“逆周期”信贷增速上升，而企业中长期贷款等“顺周期”信贷尚未启动。

“需求驱动”阶段：当政策发力一段时间后，企业活力得已修复，居民对于就业与收入的预期改善，企业中长期贷款、居民中长贷等“顺周期”信贷增速拐头向上。

回顾 2006 年以来信用周期指数、短期贷款及票据融资同比、中长期贷款余额同比三者的走势，可以发现短期贷款及票据融资同比向上的拐点要略微早于信用周期指数，而中长期贷款余额同比的拐点要晚于信用周期指数，印证了宽信用传导的规律。

图 9：信用周期指数、短期贷款及票据融资同比与中长期贷款余额同比


资料来源：万得，信达证券研发中心

除了信用周期指数之外，市场上用于衡量金融周期变化的指标有很多，比如“社融增速-M2 增速”，同样是从金融机构资产负债表的角度切入，出发点和信用周期指数是一致的。但区别在于，信用周期指数反映的是银行相对央行资产的扩张速度，而社融-M2 增速衡量的是金融机构资产端（社融）相对银行负债端（M2）的扩张速度。从总量上看，社融与 M2 的差异并不小，主要是因为二者统计口径存在区别，厘清区别所在，就能理解指标的含义。在方法论之九《金融数据的研究要点与技巧》中，我们论证了引起“社融-M2 剪刀差”发生明显变化的主要是外汇占款、同业业务（未投向实体）、财政支出、表外业务、以及政府债券这五项，前三项影响为负，后两项影响为正。

在信用周期由“供给驱动”阶段，货币政策宽松的环境下，实体融资需求较弱，往往同业业务较为活跃，也就是市场常说的资金空转的现象较多，造成社融-M2 增速差收窄。反之，当社融-M2 增速差走阔时，可以理解为实体融资需求较强，在表内信贷的基础上还需要更多的非标融资，此时金融周期的位置与信用周期的“需求驱动”阶段更为近似。

从两项指标的走势上看，信用周期指数对“社融增速-M2 增速剪刀差”有着一定的领先性，其背后的逻辑与我们信用周期二阶段论息息相关。需要注意的是，非标投/融资受金融监管的影响很大，在强监管的周期内，社融-M2 增速会有很大的下行压力，难以捕捉到实体融资需求的正向变化。比如 2017 年金融体系内部开启去杠杆，直至 2020 年初，期间社融-M2 增速差都在持续滑坡。而实际上在 2019 年出现了一波信用扩张周期。

图 10：信用周期指数与社融-M2 增速走势有同有异，但整体具有领先性



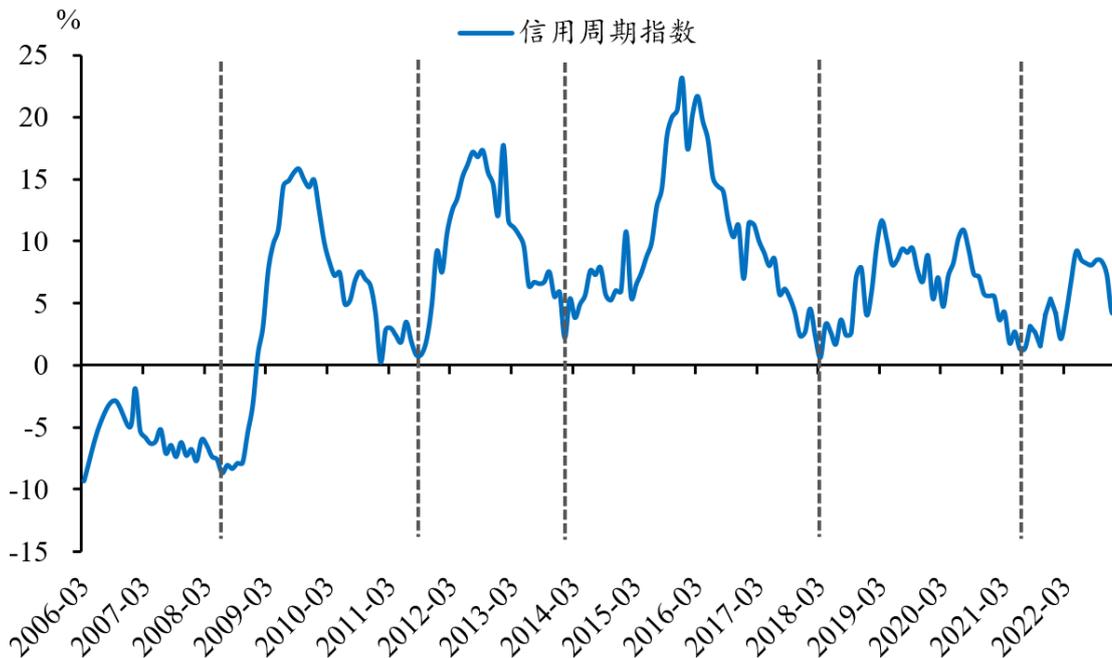
资料来源：万得，信达证券研发中心

三、历史上的信用周期

3.1 2006 年至今的五轮信用周期回顾

我国过去的几轮信用周期：200601-200806、200807-201108、201109-201401、201402-201803、201804-202106，一轮完整的周期大约持续三年左右。

图 11：2006 年至今的五轮信用周期



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 5：信用周期时间划分

	信用周期	时长 (月)	供给驱动	时长 (月)	需求驱动	时长 (月)
1	2006.01-2008.06	30	-	-	-	-
2	2008.07-2011.08	38	2008.07-2008.11	5	2008.12-2009.09	10
3	2011.09-2014.01	29	2011.09-2012.04	8	2012.05-2013.01	9
4	2014.02-2018.03	50	2014.02-2014.09	8	2014.10-2015.12	15
5	2018.04-2021.6	39	2018.04-2019.08	17	2019.09-2020.07	11

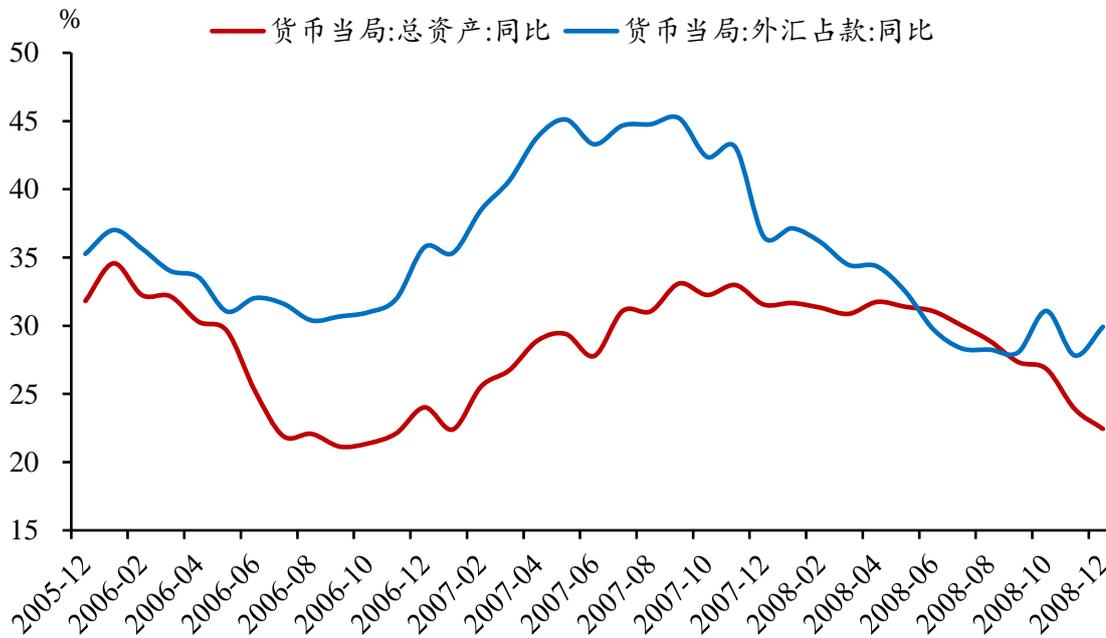
资料来源：万得，信达证券研发中心

注释：由于缺少 2006 年之前的数据，第一轮信用周期分阶段的开始时间无法确定

1、2006-2008：历史上最陡峭的一轮升准周期

在可获得的数据范围中，信用周期指数仅在 2006-2008 年的区间内录得负值，原因在于：

外汇占款持续上升，央行购进 1.35 万亿特别国债，资产端迅速扩张。彼时外汇占款仍是央行投放基础货币的最重要渠道，2006-2008 年外汇占款在央行总资产中占比基本维持在 70%。2007 年外汇占款增速连续突破 40%，对央行资产增速的拉动十分明显。在 2007 年末，央行还大手笔购进了 1.35 万亿特别国债（经手农业银行），不过这一操作只是资金的内部转移，不影响央行总资产规模。从结果上看，该笔操作增加了资产端的“对政府债权”，同时“其他资产”科目出现了对称性减少。

图 12：2007 年外汇占款对央行资产增速的拉动十分明显


资料来源：万得，信达证券研发中心

央行采取了最陡峭的一轮升准操作，银行信用扩张受限，资产端增速承压。2006-2008 年间，我国经济保持较快增长，同时也出现了贸易顺差过大、投资增长过快等矛盾。央行采取操作，期间 18 次上调存款准备金率，上调

幅度达 10 个百分点，成为历史上最陡峭的一轮升准周期。外汇占款提升保证了基础货币投放，银行资产端仍然在扩张，增速维持在 20% 上下。但存款准备金率的提升限制了银行信用派生的能力，导致银行资产增速不及央行，信用周期指数录得负值。

2、2008-2011：信用条件从反危机状态向常态水平回归

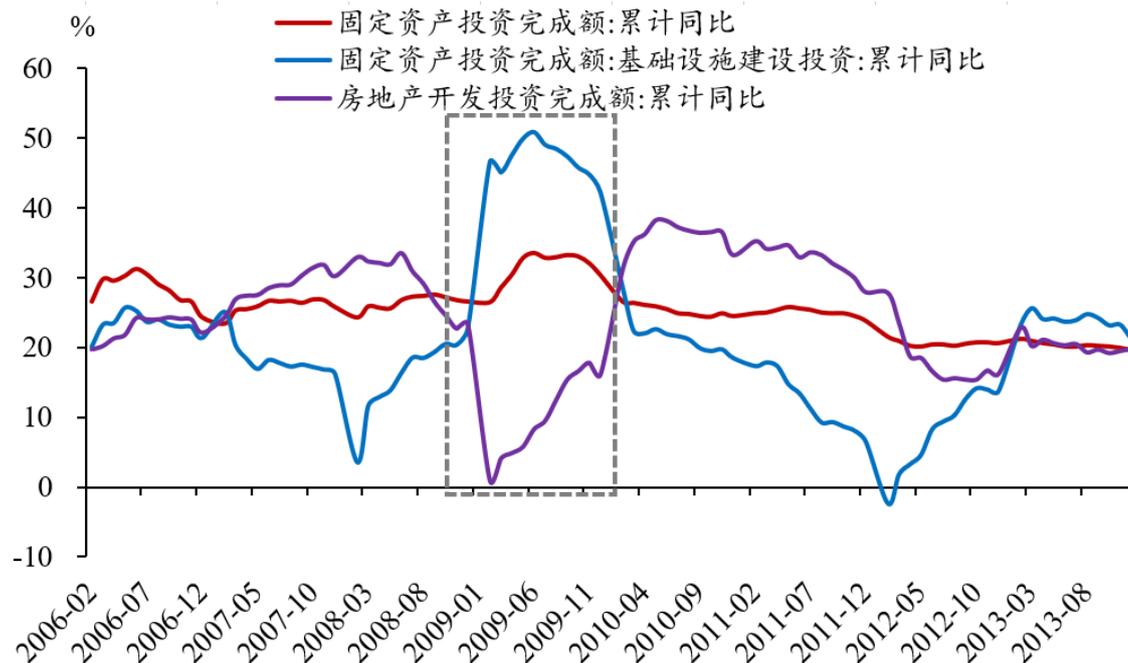
货币政策宽松、推出“四万亿”投资计划应对金融危机。这一轮信用扩张开始于国际金融危机爆发的背景之下，2008 年 9 月以后，我国出口同比增速大幅转负，PPI 同比从 10.1% 的高位快速回落至负区间，国内经济下行风险增大。政策面加大力度采取逆周期调控以对冲危机，一是降准、降息，在不到半年的时间里，中小型金融机构存款准备金率下调 4 次、累计下调 4 个百分点，政策利率（彼时为贷款基准利率）下调 5 次、累计下调 2.2 个百分点。二是加大金融对经济增长的支持力度，取消对商业银行的信贷规模限制。三是推出“四万亿”投资计划，中央政府投入 1.18 万亿、地方投入 2.82 万亿，加快民生工程、基础设施、生态环境建设和灾后重建。

基建和地产成为本轮信用扩张的主要载体。首先是基建投资增速迎来了快速上升，在投资计划的推动下，2009 年基建投资增速一度触达 50%，剔除基数因素后也有 30% 以上的增幅。同时房地产政策出现了大幅放宽，体现在下调房贷利率、放开二套房贷限制，以及税收优惠促进房产交易。2009 年末，主要金融机构的房地产贷款余额同比增长 2.05 万亿元，增速高达 38.1%，较上年提升 27.7 个百分点。

由于当时“四万亿”计划刺激力度较大，且政府与居民部门负债水平较低，加杠杆能力强，2008 年 6 月信用周期进入“供给驱动”阶段后，各部门信用扩张的热情被迅速激发，仅间隔 5 个月就跨入“需求驱动”阶段。

2010 年信用条件再度转向，货币政策从反危机状态向常态水平回归。为稳定通货膨胀预期，抑制货币信贷快速增长，2010 年上调存款准备金率 6 次，共计 3 个百分点；四季度两次上调存贷款基准利率，累计 50BP。年底中央经济工作会议明确，货币政策从适度宽松转向稳健。结构上央行实施“有扶有控”的信贷政策，支持就业助学、节能减排、西部大开发、战略性新兴产业等，严控对高耗能、高排放行业和产能过剩行业的贷款。2010 年末，各项贷款同比增长 19.9%，比上年回落 11.8 个百分点；2011 年 1 月，信用周期指数触底，录得 0.24%。

图 13：基建和地产成为本轮信用扩张的主要载体



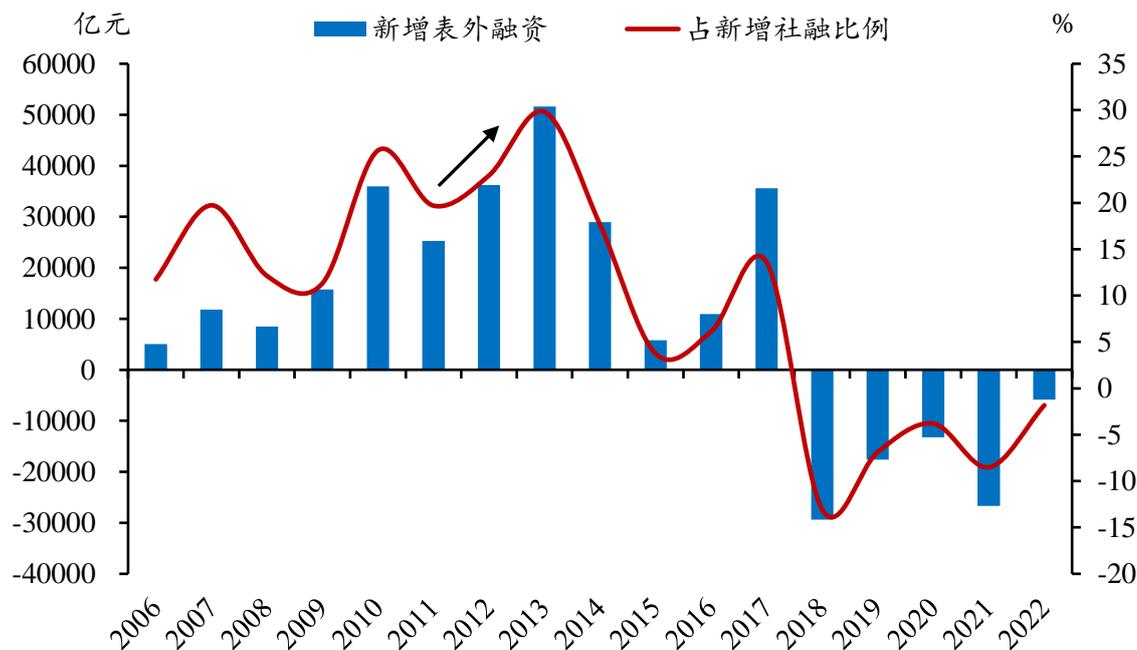
资料来源：万得，信达证券研发中心

3、2011-2014：非标融资兴起，为地方政府隐债扩张埋下伏笔

经济增长引擎正式转向地产基建。金融危机时期的政策调整加速了中国经济模式转变，增长动能向地产和基建切换。在地方政府土地财政的发展模式下，地产和基建互相强化、快速发展，在长达数十年的时间里都作为信用创造的绝对主力。本轮信用扩张始于国内经济增长放缓的背景之下，2012年二季度GDP增速跌破8%，物价指数高位回落，PPI再次降至负值。同时世界经济继续处在深度转型调整期，外需疲弱，中国出口增速下滑。国内货币政策加强预微调，两次降准合计1个百分点、两次下调贷款基准利率共56bp。政策调整再次刺激了地产基建，房地产贷款增速从2012年末的12.8%升至2016年的27%，基建投资增速从2012年初的-2.3%反弹至年末的13.7%。

基建自此进入高速增长期，一方面立足于土地财政模式与房地产形成联动：兴修基建-推高地价-吸引房企投资-卖地回笼更多资金；另一方面地方政府举债渠道也在拓宽，城投登上历史舞台。但在2010年后货币政策回归常态化，表内信贷额度收缩，开始限制投向地产、城投平台、“两高一剩”行业的贷款规模。各类金融创新开始出现，以银行理财为代表的影子银行兴起。2011-2013年，表外融资三项（信托贷款、委托贷款、银行承兑汇票）新增规模明显上升，占新增社融比例一度接近30%，助推了本轮信用扩张。非标融资的兴起，为地方政府隐债扩张埋下伏笔。2013年央行坚持实施稳健的货币政策，信贷社融增长偏快的势头得到控制，信用周期指数回落。

图 14：2011-2014 年非标融资兴起



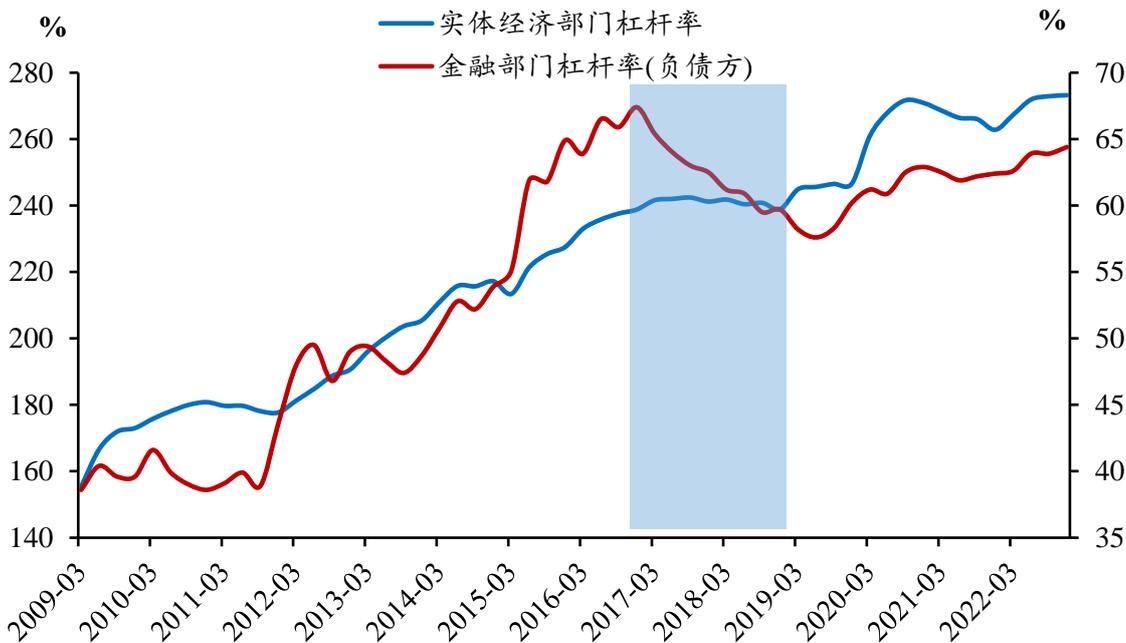
资料来源：万得，信达证券研发中心

4、2014-2018：新一轮降准降息，房地产再成主要抓手

2014年，全球经济增长动力不足，国内经济处于增速换挡期、结构调整阵痛期、前期政策消化期三期叠加的复杂情况。2015年政策面明确提及稳增长，央行开启新一轮降准降息，一年之内累计降准5次共3个百分点，分别下调贷款基准利率、7天逆回购利率1.65、1.85个百分点。房地产再度成为政策调控的主要抓手，2015年6月国务院颁布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，棚改补偿模式由实物货币安置并重转向货币安置优先。2014年央行创设的PSL工具为棚改货币化提供了充裕资金，PSL期末余额从2015年初的6459亿到2016年末突破2万亿。同时房贷标准和公积金政策出现放宽，房贷余额涨幅扩大，商品房销售明显回暖。

2017 年央行将表外理财纳入 MPA 考核，金融去杠杆拉开大幕。2014-2016 年经济压力较大，金融监管环境有所放松，在降准带来的流动性支持下，金融体系内部通过同业链条快速扩表，2016 年四季度金融杠杆率达到 67.4% 的高点。2017 年在国内经济复苏向好的背景下，监管升级、货币政策收紧，加强非标业务管理，针对影子银行业务重拳出击。具体措施包括，2017Q1 首次将表外理财纳入 MPA 考核，发布资管新规及其配套细则，发布银信 55 号文、打击信托通道业务等。2017 年金融部门杠杆率逐季下行，三季度宏观杠杆率达到高点后也开始去杠杆。在严厉的金融监管之下，信用周期指数在 2015 年末见顶回落，2018 年 3 月触底，读数为 0.61%。

图 15：2017 年金融去杠杆拉开大幕



资料来源：万得，信达证券研发中心

5、2018-2021：一轮坎坷的信用扩张

在内外交困的经济环境下，2018 年初开启的这一轮宽信用遭遇了许多波折。2018 年中美经贸摩擦等外部冲击因素增多，同时去杠杆约束下地方债务压力加大。为应对经济下行压力、确保前期政策继续落实，央行延长《资管新规》过渡期、3 次降准，传递支持实体融资的积极信号。但在监管因素影响下，2018 年表外融资大幅收缩，压降规模近 3 万亿，社融增速持续滑坡直至年末触底。为防止经济二次下探风险，2018 年底中央经济工作会议上定调“稳增长”、“强化逆周期调节”，2018 年 12 月财政部首次提前下达新增地方债限额，2019 年初央行再次连续降准。财政与货币政策齐发力，但这一轮宽信用没能很好地“宽起来”，一大原因是受到了包商事件冲击。包商银行信用风险暴露引发了一连串反应，刚兑预期打破、流动性风险恶化。此外 2019 年主要发达国家经济低增长，需求转弱。本轮国内宽信用行至一半就遭遇了较大收缩压力，2019 年 3 月信用周期指数升至 11.7% 后调头向下，仅为上一轮高点读数的一半。

2020 年疫情冲击下政策加大刺激力度，助推第二波信用扩张。货币政策方面，央行在总量上通过降准、MLF、再贷款、再贴现等工具共推出 9 万多亿元货币支持，价格上引导 MLF 和 7 天逆回购利率下降 30bp，带动 LPR 同步下行。财政政策方面，赤字率由 2019 年的 2.8% 上调至 3.6%，专项债限额大幅上升至 3.75 万亿元，较 2019 年增加 1.6 万亿元，同时安排 1 万亿元特别抗疫国债。政策刺激下信用再次扩张，信用周期指数在 2020 年 7 月触及高点，达 10.9%。

将信用扩张的二阶段论应用到此轮信用周期，2018 年 4 月步入“供给驱动”阶段，2019 年 1 月中长贷增速出现

小幅回升，但随后又再次趋势性下行。中长贷增速直至 2019 年 9 月才见底回升，内生性需求迎来修复。

2020 年四季度开始货币金融条件逐步回归常态，2021 年一季度政策“不急转弯”，4-5 月快速紧信用，6 月起房贷管理从严执行，指数触底，为本轮信用周期画上了句号。

3.2 信用周期的经验规律

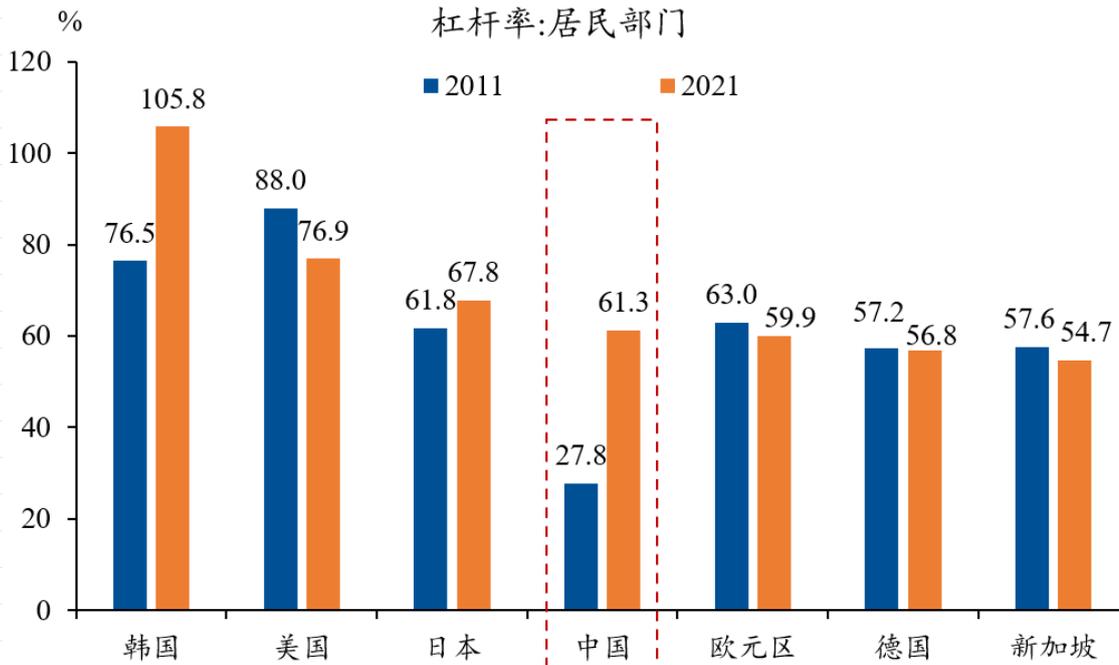
从以上五轮信用周期中，我们总结得到一些共性规律：

1、每一轮信用周期，都受央行货币政策、信用需求、金融监管三大因素主导。纵观每一轮信用扩张，央行货币政策从未缺席，因为信用派生离不开基础货币，央行通过总量工具调配供给。但过去的几轮信用周期或许营造了一种“错觉”——需求总是不成问题的，只要央行松总闸门，宽信用就会来。这与中国的发展模式有关，当实体经济融资需求不足，政府就会采取逆周期调控，作为主要抓手的地产和基建能够吸收大量信用，还能带动关联行业发展，进一步刺激需求。央行也会出手，那就是利用价格工具引导市场利率下调，降低融资成本。金融监管同样非常重要，2008-2016 年监管是比较摇摆的，因为那时的政策重心更偏向增长。但随着部分风险的积累（地方债务、影子银行、非标等），监管力度在上升、决心在增强，一旦出手，大概率能对信用周期产生关键性影响。

2、几乎每一轮信用扩张都以降准为开端。2001 年以来，超储率总体呈现下降趋势，一大原因是央行完善流动性管理和短期利率调控框架等措施，降低了金融机构的超储需求。这也意味着当银行流动性短缺时，通过政策工具投放来解决资金缺口的难度在加大。在信用扩张时期，银行的准备金缴存基数能够以 10-11% 的增速扩大，带来的缴准增幅至少在万亿以上，央行有充分的必要采取降准。

3、信用扩张从“供给驱动”阶段到“需求驱动”阶段所需的时间在拉长。在 2008 年开始的信用周期中，“供给驱动”阶段切换到“需求驱动”阶段仅需 5 个月，而 2018 年这一轮，两个阶段的间隔达到了 17 个月。回顾前几轮信用周期，地产和基建，总有一个是信用创造的主要载体。因为在以地产和基建为主要增量引擎的发展时期，这两大行业的信用需求很强，在监管不施加限制的情形下，只要货币总闸门一松，信用就能宽起来。从历史上看，信用周期指数和商品房销售面积有良好的拟合度，前者稍领先。当信用扩张，房企开发贷、居民企业开发贷的可获得性增强，自然能够推动房产销售。但 2017 年之后，中央加大了对地方政府隐性债务的治理力度，并秉持“稳地价、稳房价、稳预期”，建立房地产发展长效机制，再加之居民和地方政府的杠杆率水平已经不低、中国人口周期迎来拐点等因素，宽信用主体缺乏的问题导致信用扩张切换到“需求驱动”阶段所需的时间延长。

图 16：现在居民杠杆率已经处于不低的水平



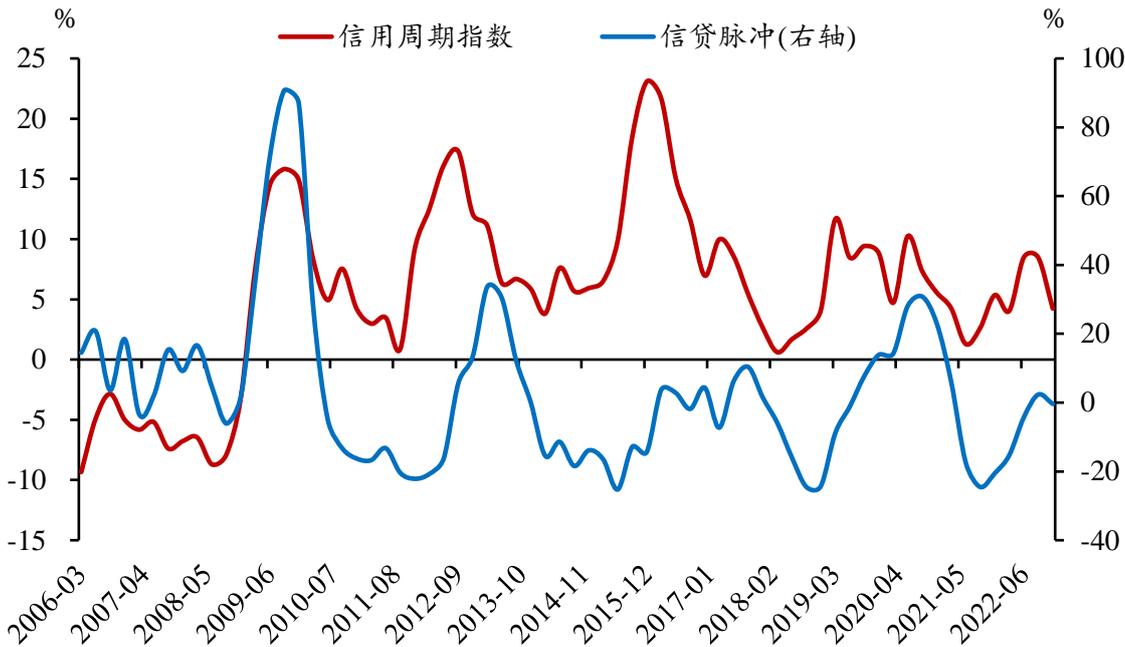
资料来源：万得，信达证券研发中心

四、信用周期对经济和资产价格的影响

4.1 信用扩张为经济增长提供动能

信用周期指数和信贷脉冲的相关性较强。信贷脉冲衡量的是广义信贷增量占名义 GDP 比重的变化，换句话说，反映的是信贷“加速度”对于经济增长的贡献，和信用周期指数的经济含义存在区别。但两项指标展现出良好的拟合度，其内在联系在于：信用扩张意味着实体经济从金融体系获得了更多的资金支持，实体部门顺利开工经营、形成产出（尤其是投资支出），创造了经济效益，带动 GDP 增长。因此，信用周期指数领先于信贷脉冲变化，反映了信用扩张向经济增长的传导过程。

信用周期指数还与发电量增速有较高关联度。发电量是衡量实体经济活跃度的重要指标，当发电量上升，反映出工业生产需求旺盛，经济运行状况良好。信用周期指数相较发电量增速具备领先性，说明信用扩张为经济增长提供了动能，实体部门融到了资金，将有效刺激生产、开工，用电需求增多，发电量也随之上升。

图 17：信用周期指数和信贷脉冲的相关性较强


资料来源：万得，信达证券研发中心

4.2 信用周期二阶段论与股市轮动

股市行情通常滞后于信用周期。体现在股市上涨要稍慢于信用周期扩张，而当信用进入收缩周期时，股市的上行通常还能再维持一段时间。其原因在于“供给驱动”阶段，政策信号逐渐变强，此时盈利尚未企稳，股市依靠拔估值上涨。在宽信用传导的过程中宏观环境边际好转，进入“需求驱动”阶段，上市公司业绩迎来修复，盈利估值双击，一般是股市收益较为显著的时间段。到了信用收缩的前期，盈利依然处于上升通道，但股市估值支撑削弱，致使各行业的表现可能会出现显著的分化。从历史数据上看，2007、2017、2020年的牛市行情均滞后于信用周期指数见顶。2008年末-2010年初的牛市行情与信用扩张较同步，主要是因为政策应对危机的速度快、力度大，有效刺激了需求。2013年股市对信用扩张的反应较平淡，涨幅不大。

我们将股市分为金融、周期、消费、成长、稳定五大风格，来探寻信用周期二阶段论对风格轮动的影响。在2008年以来的四轮信用周期中，“供给驱动”阶段各风格均有收益为负的可能，而“需求驱动”阶段各风格大概率迎来普涨。相对而言，在“供给驱动”阶段稳定风格和金融风格相对跑赢，在“需求驱动”阶段成长和消费两大风格胜率更高，且在历轮均获得了不错的收益。

表 6：信用周期二阶段论与股市风格

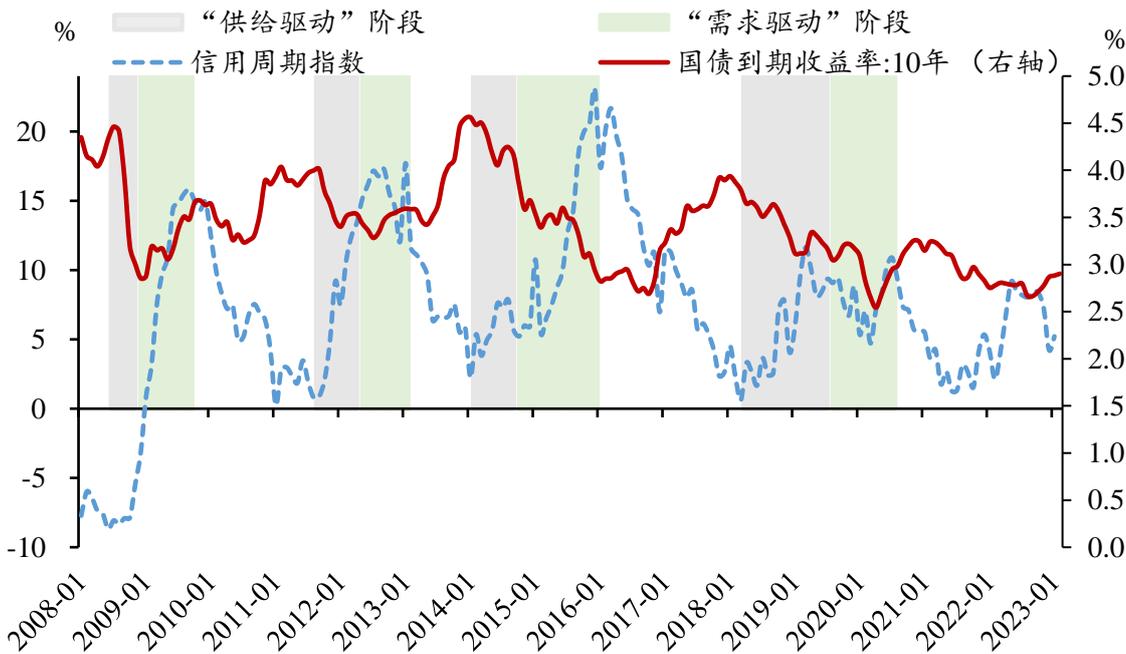
各阶段股票风格表现 (%)		金融	周期	消费	成长	稳定	对比
2008.07-2011.08							
供给驱动	2008.07-2008.11	-33.5	-39.3	-30.4	-36.2	-17.5	稳定>消费>金融>成长>周期
需求驱动	2008.12-2009.09	78.9	81.3	72.0	92.2	26.9	成长>周期>金融>消费>稳定
2011.09-2014.01							
供给驱动	2011.09-2012.04	2.8	-19.1	-14.7	-17.5	-9.5	金融>稳定>消费>成长>周期
需求驱动	2012.05-2013.01	18.6	-7.1	-3.1	0.1	3.8	金融>稳定>成长>消费>周期
2014.02-2018.03							
供给驱动	2014.02-2014.09	17.3	32.6	17.9	24.6	32.6	稳定>周期>消费>金融>成长
需求驱动	2014.10-2015.12	79.9	61.4	64.5	77.5	71.5	金融>成长>稳定>消费>周期
2018.04-2021.6							
供给驱动	2018.04-2019.08	4.1	-20.1	5.8	-17.8	-9.2	消费>金融>稳定>成长>周期
需求驱动	2019.09-2020.07	6.4	23.9	43.1	54.6	-1.7	成长>消费>周期>金融>稳定

资料来源：万得，信达证券研发中心

4.3 债市在信用周期的两个阶段表现不同

按照债市的逻辑，一般会认为信用周期指数与债市收益率指标应当趋于同步变化：信用周期指数上升→宽信用利好实体经济→债市收益率上行；指数回落→信用收缩→债市收益率下行。实际上，2008年以来10年期国债收益率与信用周期指数经常反向变动。使用信用周期二阶段论可以较好地解释这一现象。在“供给驱动”阶段，货币政策开始宽松，而实体经济的融资需求偏弱，债市处于相对友好的时间窗口。纵观2008年以来信用周期的“供给驱动”阶段，10年期国债收益率往往处于下行通道，债券走出牛市行情。而到了“需求驱动”阶段，债市面临经济回暖的宏观环境，利率进入震荡期。一个例外是2015年，2015年“需求驱动”阶段的债牛主要起因在于股市崩盘后引发一系列救市政策出台，以及因此诞生的资产荒推动。

另外，债市的表现也与信用派生渠道有关，信用周期指数衡量的是商业银行的信用周期，对手方包括实体部门，也包括同业部门。2010-2017年非标融资盛行，信用通过同业渠道扩张的情况较多，银行体系流动性更多被用于配置债券资产，也对信用扩张时期债市走牛形成助推。

图 18：信用周期指数与国债收益率


资料来源：万得，信达证券研发中心

五、今年信用周期有望迈入“需求驱动”阶段

本轮信用周期开始于 2021 年 7 月。货币政策方面，2021 年 7 月与 12 月央行先后两次全面降准 0.5 个百分点，2022 年 4 月再次降准 0.25 个百分点。2022 年 1 月中旬和 8 月中旬央行分别下调 MLF 利率 10bp，2022 年全年 1 年期和 5 年期以上 LPR 分别下调 15 个 bp 和 35 个 bp。2021 年年底政治局会议定调“稳定宏观经济大盘”，中央经济工作会议重提“逆周期调控”，2022 年稳增长政策明显加码，包含大规模的留抵退税、7400 亿元的政策性开发性金融工具、2000 亿元设备更新改造专项再贷款、调增 5000 多亿元专项债限额等。房地产政策方面，2021 年四季度开始政策面屡次吹风“松绑房贷”，随后央行积极落实金融委要求，加快满足房地产合理资金需求。在“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”的框架下，各地对调控政策进行优化，包含下调首套房贷利率、二孩三孩家庭允许购买多套住房、放松公积金贷款政策、发放购房补贴等。

尽管高层将狭义流动性维持在偏宽松的状态，并通过多项政策引导宽信用，但在疫情反复冲击、地产持续低迷、严控地方政府隐性债务不放松的情况下，信用周期一直停留在“供给驱动”的阶段。2022 年信贷投放所呈现的“锯齿状”季节性波动较为突出，季末（3、6、9 月）远高于往年同期，而次月（4、7、10 月）大幅回落，低于往年同期。其背后是 2022 年宏观基本面需求修复相对缓慢，政策发力对信用扩张形成支撑。观察信贷结构，2022 年信贷结构不佳，中长期贷款增速偏弱。整体来看，截至 2022 年年末，信用周期依然处于“供给驱动”的阶段。

我们判断，2023 年信用周期有望迈入“需求驱动”阶段。

一是贴息政策力度较强，且引领产业升级、发展先进制造业的方向明确，符合国家长期规划，无须担忧政策持续性。今年的贴息工具，不仅有全国统一性的，包括创业担保贷款、民族民贸贷款贴息、支农和扶贫贷款贴息等，民生支出力度继续加大。也有地方专属性的，政策受众面广，尤其是信息服务、装备制造、人工智能、新能源、医药健康、集成电路、技术改造等先进制造业领域，财政贴息支持力度足。这一特征符合中国经济转型高质量发展的政策思路，在十四五规划期内，有关政策仍有进一步加码的可能，贴息工具或继续作为重要抓手。贴息工具的详细内容参考前期报告《信用大扩张的逻辑》。

二是央行超预期降准，与贴息政策共同形成服务实体经济的合力，为信贷持续强势增长扫除了障碍。贴息工具不仅与“加力提效”的财政基调相契合，也恰好体现了今年货币政策“精准有力”的要求。央行降准有利于打好宏观政策组合拳，与财政赤字、专项债、贴息等财政工具做好协调配合。此外，考虑到信贷快速增长派生存款、居民超额储蓄推高存款等因素可能造成准备金缺口，降准释放长期资金约 5200 亿元，为信贷持续强势增长扫除了障碍，创造了条件。

三是从经济内生动能修复的逻辑来看，当前经济修复成色较好，下半年可能出现设备更新周期和库存周期共振向上的局面。今年以来，经济内生动能处于复苏通道之中。在新一轮设备更新周期的带动下，制造业投资势头强劲、保持较高增速。考虑到二季度企业去库存有望结束，下半年可能出现设备更新周期和库存周期共振向上的局面，进一步强化企业部门加杠杆意愿。

除此之外，地产的拖累或将在今年显著减弱。去年房地产销售受到期房信心、收入预期和疫情等多个因素影响。一方面今年疫情影响逐渐减弱，对地产销售的压制得到松绑。另一方面房价也在释放出企稳信号。2023 年 2 月，70 个大中城市新建商品住宅价格指数由环比持平转为上涨 0.3%，一、二、三线城市环比分别上涨 0.2%、0.4%、0.3%。房价下跌或持平会打击购房者的积极性，使购房者观望情绪加重，反之房价上涨是地产销售回暖的积极信号。我们预计 2023 年在利好因素逐步累计的助推下，全国的地产销售面积有望企稳，居民中长贷对于信用扩张的拖累或将显著减弱。

投资层面，信用周期的“需求驱动”阶段是对权益市场较为友好的时间窗口，A 股有望迎来一波牛市行情。回顾历轮“需求驱动”阶段，权益市场均带来了亮眼的收益。风格上，消费和成长风格或能跑赢。建议关注三条投资主线，（1）大消费板块，包含酒饮料、纺织服装、家具等，今年政府工作报告强调“把恢复和扩大消费摆在优先位置”，今年消费或将呈现出加速恢复态势。（2）政策力度支持较大，与设备更新需求相关的机械设备板块，包含专用设备、通用设备等行业。我们判断，2023 年新一轮设备更新周期有望开启，逻辑可参考前期报告《新一轮设备更新周期可能即将启动》。（3）成长板块中的数字经济。二十大报告明确提出加快建设数字中国，具体要求包括加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群等。数字经济迎来快速发展期，其中蕴含重要投资机遇。

图 19：历轮“需求驱动”阶段，权益市场均带来了亮眼的收益



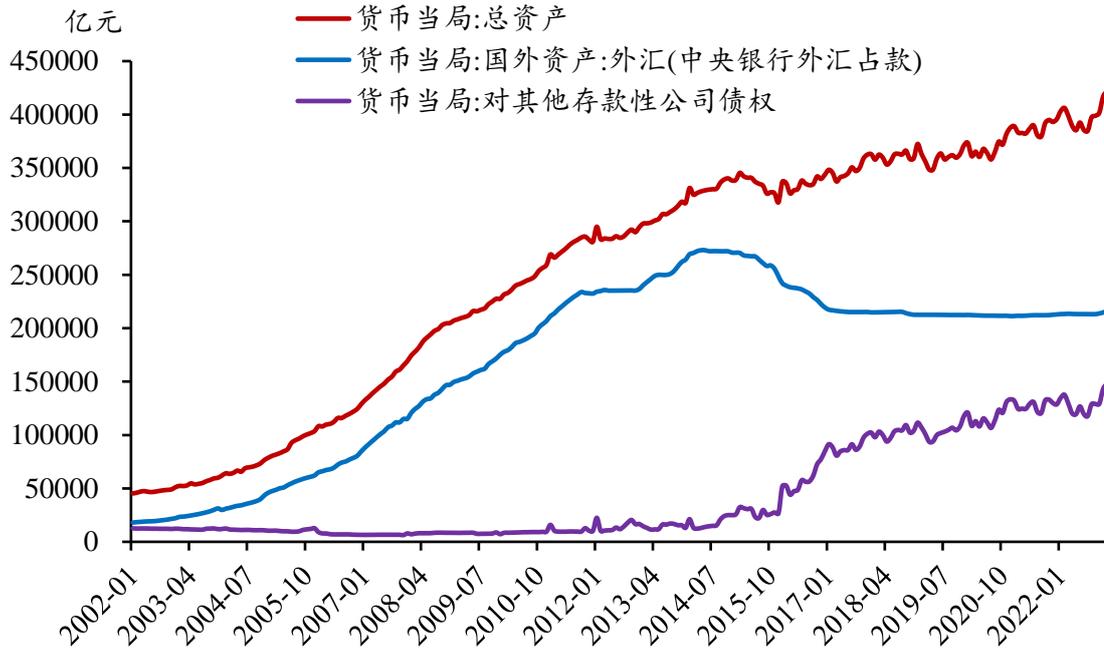
资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

疫情反复对开工、居民出行产生抑制等。

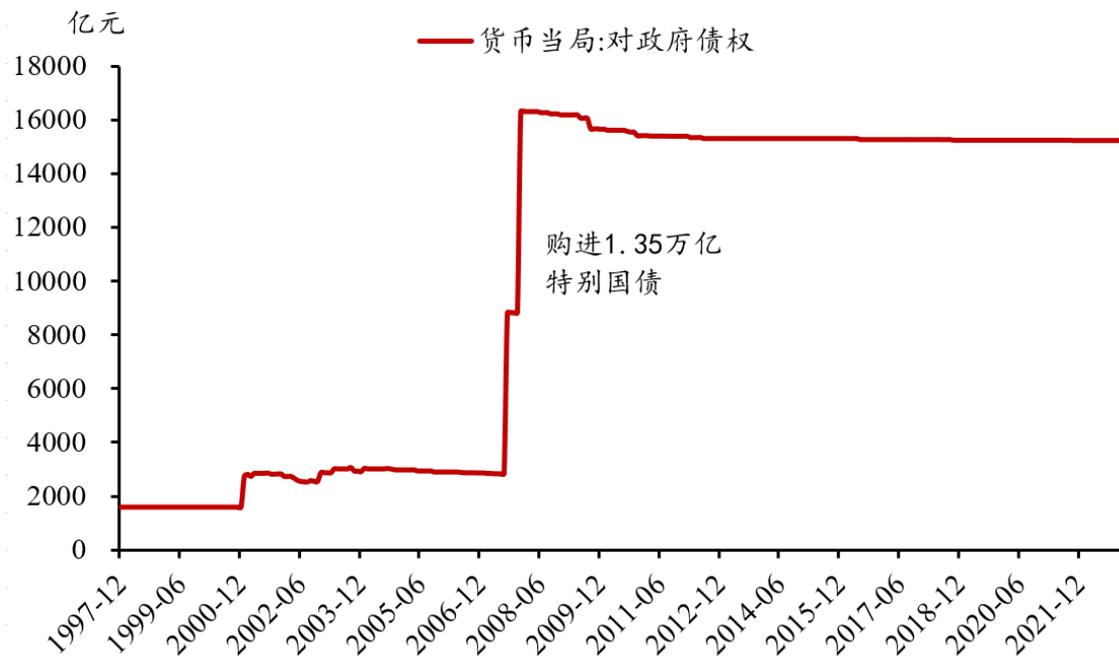
附录 1：图表

图 20：2014 年以后外汇占款不再是央行投放基础货币的主要渠道

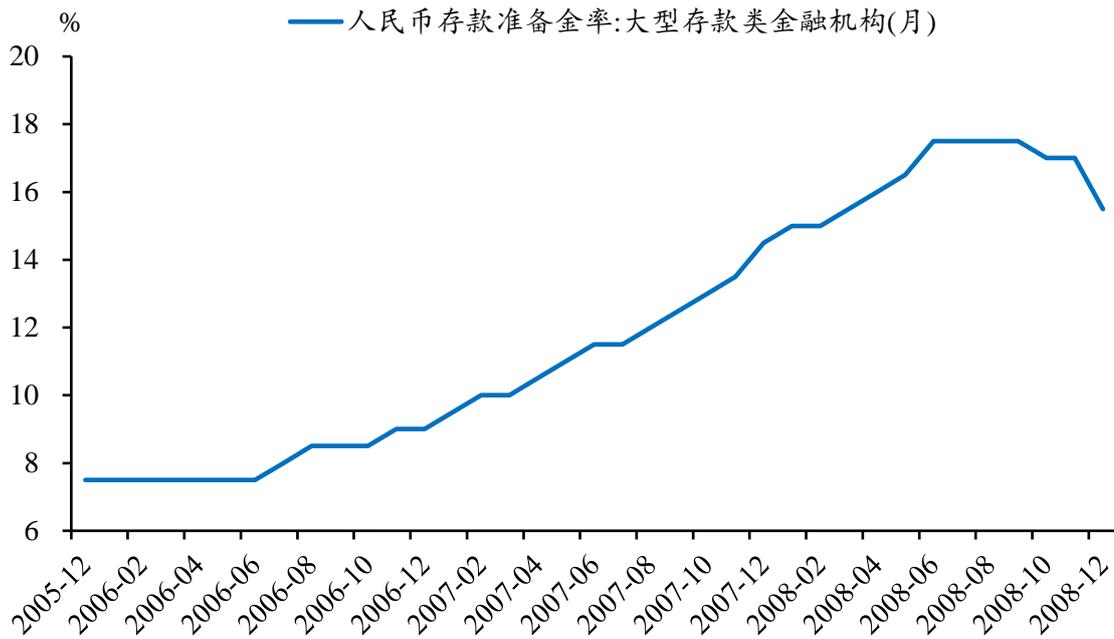


资料来源：万得，信达证券研发中心

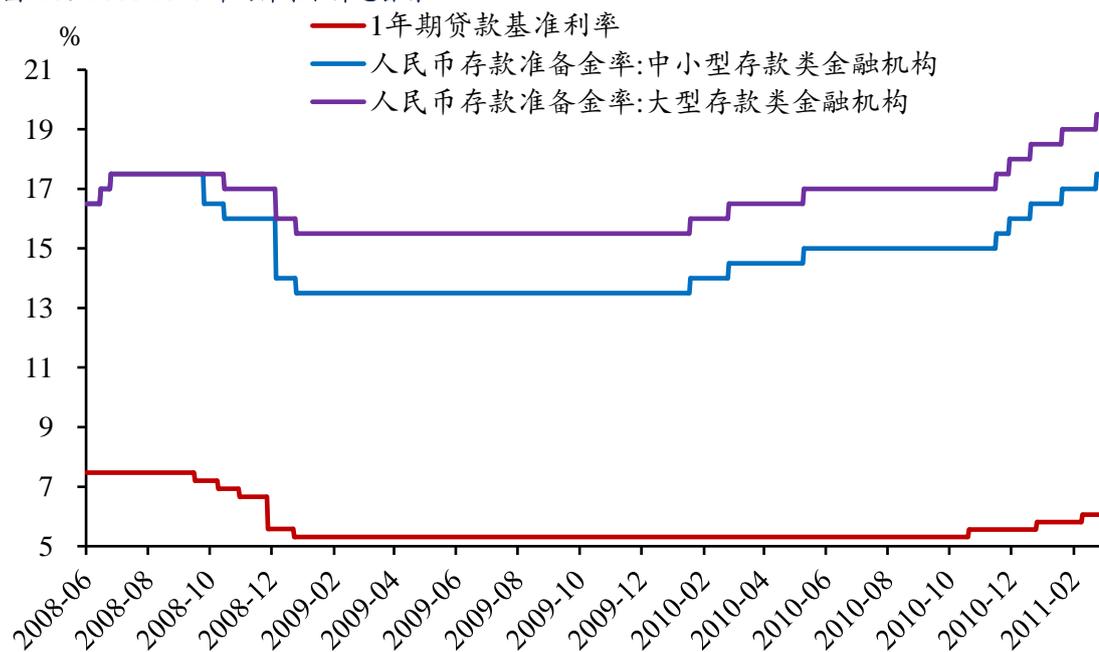
图 21：2007 年末央行购进 1.35 万亿特别国债



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：2006-2008 年央行采取最陡峭的一轮升准操作


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 23：2008-2010 年的降准和降息操作


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 24：信用周期指数与商品房销售面积增速同步性较高



资料来源：万得，信达证券研发中心

注释：2021 年商品房销售面积增速为两年平均增速

附录 2：信达宏观方法论系列报告

1. 宏观数据测算方法和高频数据体系 ——信达宏观方法论之一
2. 月度 GDP 指数的构建与应用 ——信达宏观方法论之二
3. 高频观测体系的构建方法与投资启示 ——信达宏观方法论之三
4. 公开市场操作解读指南 ——信达宏观方法论之四
5. PMI 分析方法与资产配置含义 ——信达宏观方法论之五
6. 固定资产投资全面解析（上） ——信达宏观方法论之六
7. 固定资产投资全面解析（下） ——信达宏观方法论之七
8. 看懂消费的三个重要视角 ——信达宏观方法论之八
9. 金融数据的研究要点与技巧 ——信达宏观方法论之九
10. 新一轮设备更新周期可能即将启动 ——信达宏观方法论之十
11. CPI 的深度拆解与预测逻辑 ——信达宏观方法论之十一
12. 理解 PPI 的波动原因与信号作用 ——信达宏观方法论之十二
13. 出口分析框架：从三大效应讲起 ——信达宏观方法论之十三
14. 工业企业利润分析框架与行业资产定价规律 ——信达宏观方法论之十四
15. 库存周期是把握今年行情的胜负手 ——信达宏观方法论之十五

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。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。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

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
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@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	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	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com

华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@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
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@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	
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@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了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。