

策略

AI 投研系列（2）：信用传导断点诊断 skill

2026 年 10 月 9 日

策略研究/数据产品

相关报告：

——三段底理论框架下的 K 型分化与市场含义-盈利底的结构性确认与 K 型分化
2026.9.21

山证策略团队

分析师：

赵晨希

执业登记编码：S0760521090001

邮箱：zhaochenxi@sxzq.com

投资要点：

➤ **定位与用途：**本 Skill 基于专题报告《盈利底的结构性确认与 K 型分化——三段论框架下的 K 型分化与市场含义》的理论框架，将投研决策“定位—诊断—监测—决策”四步中的诊断阶段做成可复用框架，回答四个问题：宽松为何无效、断点在哪一环、当前政策工具是否对症、什么信号出现才意味传导重启。适用场景包括：降息降准后市场为何不涨；利率低位企业为何不投资；社融多增为何被指为空转；化债、收储、贴息有没有用及何时见效；政策还会否加码。

➤ **工具的诊断流程：**第一步由悖论锁定疑似断点：四类悖论现象对应不同环节：利率低位与投资负增长指向 $r \rightarrow I$ ；社融多增与住户贷款净减指向信用结构错配；流动性充裕但信贷疲弱指向货币环节；产出回升而利润不升指向 $Y \rightarrow E$ 。第二步采用五段式逐环诊断：按“传导机制—断路条件—当下实证状态—判断—观测指标”逐环记录，判定为未断裂、边际效用收敛、部分断裂、断裂四档；第三步判断政策是否对症：（1）断点在 EFP 时，压低利率无效，利率型工具治不了抵押品缩水与银行风险承担。（2）对症工具分两类：财政扩张直接创造需求，绕过银行风险偏好与企业投资意愿两道闸门；信用修复型工具（贷款贴息、清理拖欠账款、专项债、金融机构资本金补充、地产收储稳抵押品）。（3）兑现进度按序跟踪：政策沟通→利率与信用利差→信贷与企业融资→就业与家庭现金流→订单与利润；政策退出或节奏变化通常先影响估值与利差，再传导至实体。第四步传导重启的先行信号：领先 GDP 与利润约 1-2 个季度的信号包括：AA-AAA 信用利差收窄（EFP 回落）、信贷脉冲由负转正、住户短贷与中长贷同步转正、民间投资企稳（仅政府投资回暖不算）、房价与销售企稳（旧抵押品池）。修复存在顺序依赖：抵押品价值→EFP→信贷→投资→盈利扩散，任一环节未修复，下游传导均衰减。

➤ **输出与市场含义：**输出含六个模块：悖论识别、逐环诊断、核心断点、政策对症度、传导重启信号、市场含义。市场含义的核心判断是：断点未修复前，全面牛市缺乏分子端基础，市场维持结构性上行，总量仓位保守，结构仓位跟随信用流向布局（信用流向哪里，盈利与市场就跟到哪里）。

风险提示：（1）方法局限：断点无直接观测量；传导顺序是理论结构而非统计因果；“对症”不等于“有效”；“利率型工具无效”有前提。（2）数据与口径：单期信号不构成传导重启；社融口径多次调整；结构性指标披露不稳定；净息差与银行供给能力的关系非单调。（3）使用边界：“结构性上行”是概率性判断；传导修复不等于资产价格上涨；不含选股与择时；不构成投资建议。



目录

1. 信用传导断点诊断 skill 介绍.....	3
2. 风险提示.....	5
2.1 方法局限.....	5
2.2 数据与口径.....	6
2.3 使用边界.....	6

图表目录

图 1： 《盈利底的结构性确认与 K 型分化——三段论框架下的 K 型分化与市场含义》理论框架的拆分重构....	3
表 1： 由悖论锁定疑似断点.....	3

1. 信用传导断点诊断 skill 介绍

基于专题报告《盈利底的结构性确认与 K 型分化——三段论框架下的 K 型分化与市场含义》的理论框架，投研决策可拆分为“定位—诊断—监测—决策”四步，本产品将诊断阶段的理论框架生成可复用的信用传导断点诊断（credit-transmission-check）skill，方便投资者跟踪使用。

图 1：《盈利底的结构性确认与 K 型分化——三段论框架下的 K 型分化与市场含义》理论框架的拆分重构



资料来源：山西证券研究所

它回答什么：宽松为什么无效→断点在哪一环→当前政策工具对不对症→什么信号出现才意味传导重启、可以相信复苏叙事。

何时使用：“降息降准了市场为什么不涨”“利率这么低企业为什么不投资”“社融很好为什么说空转”“这轮化债/收储/贴息有没有用、何时见效”“政策还会不会加码”等相关问题出现时。

第一步：由悖论锁定疑似断点

表 1：由悖论锁定疑似断点

悖论现象	疑似断点
利率低位+投资负增长	$r \rightarrow I$ （核心断点，精确位于 EFP 环节）
社融多增+住户贷款净减	信用结构错配（EFP→信贷的部门分流）
流动性充裕+资金利率紧贴政策利率+信贷疲弱	$M \rightarrow r$ 边际效用收敛（量端淤积）

悖论现象	疑似断点
产出回升+利润不升	Y→E（价格挤压或结构分化）

资料来源：山西证券研究所

第二步：五段式逐环诊断

每个环节按“传导机制→断路条件→当下实证状态→判断→观测指标”记录，判定为：未断裂/边际效用收敛/部分断裂/断裂。

1. **M→r**：通常未断裂，但利率下行空间与边际效用收敛，继续降息更多是信号功能；
2. **r→I**：四因素叠加（投资利率弹性不足、预期悲观、银行惜贷、抵押品缩水），断点精确落在 EFP；
3. **I→Y**：从属断点，投资未启动则乘数无从作用，是 r→I 断裂的下游表现；
4. **Y→E**：部分断裂判据为“总量修复而广度缺失”，构成结构性盈利底。

第三步：判断政策是否对症

断点在 EFP 时，压低利率无效——利率型工具治不了抵押品缩水与银行风险承担的问题。对症工具为两类：

1. 财政扩张直接创造需求（G↑），绕过银行风险偏好与企业投资意愿两道闸门；
2. 信用修复型工具（贷款贴息、清理拖欠账款、专项债、金融机构资本金补充、地产收储稳抵押品）。

兑现进度跟踪顺序：政策沟通→利率与信用利差→信贷与企业融资→就业与家庭现金流→订单与利润。政策退出或节奏变化通常先影响估值与利差，再传导至实体。

第四步：传导重启的先行信号（领先 GDP 与利润约 1—2 个季度）

AA-AAA 信用利差收窄（EFP 回落）/信贷脉冲由负转正/住户短贷与中长贷同步转正/民间投资企稳（仅政府投资回暖不算）/房价与销售企稳（旧抵押品池）。

修复存在顺序依赖：抵押品价值→EFP→信贷→投资→盈利扩散，任一环节未修复，下游传导均衰减。

输出样式：

【悖论识别】现象：... | 疑似断点：...

【逐环诊断】M→r：... | r→I：... | I→Y：... | Y→E：...

【核心断点】位于...环节，断路条件为...

【政策对症度】当前工具（利率型/财政型/信用修复型）是否对准断点

【传导重启信号】已出现/未出现：利差、信贷脉冲、住户贷款、民间投资、房价

【市场含义】总量格局（结构性上行/全面修复基础具备）+待观测信号

注意事项：

断点未修复前，全面牛市缺乏分子端基础，市场维持结构性上行，总量仓位保守，结构仓位跟随信用流向布局（信用流向哪里，盈利与市场就跟到哪里）。

防误判红线：

1. 断点不孤立看宏观层，“利率低投资弱”的病根在抵押品与银行风险承担，不可简单归因于“信心不足”；
2. 信贷结构比总量更有信息含量，部门分布才决定哪类资产受益；
3. 观测重心由利率转向信用，OMO再降是信号功能而非传导修复；
4. 新抵押品池（主权信用、资本市场、科技数据资产）扩容与旧池（地产）修复是并行路径而非互替。

2. 风险提示

2.1 方法局限

（1）**断点无直接观测量**：外部融资溢价（EFP）缺少官方直接统计，诊断依赖信用利差、信贷脉冲、贷款分项等代理变量。代理变量同时受风险偏好、季末考核、发行节奏与监管窗口指导影响，断点位置被误判的概率不低；结论应表述为“疑似断点”并给出替代解释，不宜表述为确定性定位。

（2）**传导顺序是理论结构而非统计因果**：抵押品价值→EFP→信贷→投资→盈利的排序用于组织观测，实际修复可能多环节并发或跳跃式发生。严格等待上游环节修复后再行动，可能系统性错过修复最快的环节。

（3）**“对症”不等于“有效”**：工具对准断点只说明方向正确，不保证时滞可接受。化债、收储、贴息等工具的实际进度受地方财政能力、项目储备与银行风险偏好约束，落地节奏可显著慢于公布节奏。

（4）**“利率型工具无效”有前提**：该判断以政策利率与实际利率已处低位为前提。若通胀路径或外部利率环境改变使实际利率上行，利率型工具的边际效用须重新评估。

2.2 数据与口径

(1) **单期信号不构成传导重启**：住户贷款转正、信贷脉冲由负转正等信号易受季末冲量、春节错位、政府债券发行节奏干扰，须至少连续两期确认；单期读数只作提示，不作为结论。

(2) **社融口径多次调整**：政府债券纳入口径、统计口径修订与季节性因素使跨期比较必须使用可比口径；同比与环比结论方向相反时，以可比口径的同比为准并注明。

(3) **结构性指标披露不稳定**：科技信贷、知识产权质押、普惠小微等细分数据披露频率低（季度为主）、口径时有调整，不可替代核心信用指标作为重启判据。

(4) **净息差与银行供给能力的关系非单调**：净息差处于低位指示信贷供给能力受约束，但供给意愿还受资本充足率、不良处置与考核目标影响，单一指标推断信贷投放方向存在偏差。

2.3 使用边界

(1) **“结构性上行”是概率性判断**：断点未修复时市场维持结构性格局属经验性归纳，并非必然；存在估值扩张驱动、与信用流向不一致的结构性行情。将信用流向直接映射为配置方向，会遗漏估值水平与交易集中度偏高的风险。

(2) **传导修复不等于资产价格上涨**：信贷与投资改善可由价格因素或库存因素贡献，未必转化为上市公司盈利；分子端改善到股价之间还存在估值与情绪环节。

(3) **不含选股与择时**：工具输出为断点位置、政策对症度与观测信号清单，不含标的、仓位与买卖时点。据此加杠杆或集中持仓，损失风险由投资者承担。

(4) **不构成投资建议**：输出为诊断框架分析，投资者须独立作出决策并自行承担结果。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层