2023 年 1 月 5 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

行业研究

2023 年信贷、债券、存单怎么看？

——银行资产负债系列报告 2023 年第 1 期

要点

2023 年银行资产负债摆布需弹好“四重奏”。第一重奏：用好结构性货币政策工具。在市场化需求尚未完全恢复情况下，银行应要积极高效对接央行政策，在争取更多优质项目和客户的同时，兼顾获得低成本、长期限结构性工具支持，以置换高成本负债。**第二重奏：布局疫后复苏。**对公贷款在一季度“开门红”时点，预计银行前置布局，特别是政策性银行和国有大行会适度发力。零售贷款二三季度需求可能会边际释放，预计给予更多额度分配。**第三重奏：适应低利率环境。**2023 年各项贷款利率反弹空间有限，信贷增速有进一步下行可能，而债券投资增速有望进一步抬升。**第四重奏：前瞻性应对新巴 III 落地。**预计在 2023 年二、三季度择机发布《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》，银行在 2023 年资产负债规划中，将循序渐进优化资产负债结构，以更好地契合新巴 III 要求。

预计 2023 年“开门红”中规中矩，全年新增人民币贷款约 22-23 万亿，基建制造业发力、房地产边际改善，距离正常景气度差距仍大。（1）大盘子：2023 年新增人民币贷款 22-23 万亿，新增债券 8 万亿+，新增广义同业约 5000 亿。其中，新增人民币贷款符合不低于 2022 年的要求，但幅度有所放缓，增速降至 10.3%，较 2022 年下行约 0.6-0.7 个百分点。（2）“开门红”：预计 Q1“开门红”或维持中规中矩表现，总量同比小幅多增。在节奏上，料 1 月份大概率同比少增，2 月份边际恢复，3 月份有望出现“信贷脉冲”。（3）行业投向：基建贷款仍面临“储备多、提款少”问题，2023 年有望加速释放；制造业贷款增速仍将引领对公贷款，增速或达到 20%，中长期贷款有望维持 25%的高增；房地产贷款边际恢复，但较正常景气度可能仍有一定距离。普惠小微、绿色领域维持高增态势，医疗教育领域信贷投放力度加大。

2023 年银行自营资金配债展望。（1）2022 年债券利率与信贷利率背离运行趋势较为显著，2023 年在贷款利率仍维持低位震荡环境下，预计部分银行在年度资负规划安排上，会边际侧重于债券资产，自营资金的债券投资规模有望达到 8 万亿以上，贷债配比为 37.3%，较 2022 年提升约 5 个百分点。即银行配置需求的释放，会对债券利率形成“稳定器”效应。（2）银行自营资金承接理财子债券面临“关联交易、授信额度、估值考核”的三重约束，仅仅依靠银行自营资金去“救市”，属于“治标不治本”的举措。事实上，对于本轮债券市场调整、理财赎回引发的负反馈闭环，银行已通过承接部分债券、加大代销力度等方面助力理财负债端的稳定。

2023 年同业存单供需矛盾依然存在，预计 1Y 同业存单利率中枢值为 2.5%左右，较 2022 年中枢值提升约 20bp。需求端：新巴 III 对于剩余期限在 3M 以上的同业资产，风险权重系数有所提升，导致银行自营资金配置长期限同业存单的资本占用成本加大。而广义基金在监管政策约束下，对于货币类产品资产端久期将系统性下降。**供给端：**（1）2023 年 2-3 月份，同业存单量价将面临司库负债集中到期，以及夹心层银行存贷款头寸的双重挤压，若无外力介入，利率将再度面临上行压力。（2）NSFR 可能面临一定下行压力，部分银行司库在设定 2023 年 NSFR 限额目标之时，难在 2022 年基础上加大安全边际。（3）预计全年 1Y 同业存单利率中枢维持在 2.5%左右，较 2022 年调升约 20bp，主力机构配置需求边际上转向 6M 以内。

风险提示：全球经济进入衰退，美国经济出现“硬着陆”；俄乌冲突加剧，地缘政治风险扩散，大宗商品价格进一步上涨；国内疫情感染出现反复，房地产恢复不及预期，内需依然较为疲软。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebscn.com

分析师：刘杰

执业证书编号：S0930522110002

010-56518032

liujie9@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

贷款利率下行会激发银行债券投资需求吗？——银行资产负债系列报告 2022 年第 3 期（2022-07-08）

同业存单“三因素”模型暨 NSFR 全景扫描——银行资产负债系列报告 2022 年第 2 期（2022-04-01）

从预算视角看 2022 年银行信贷投放与债券配置——银行资产负债系列报告 2022 年第 1 期（2022-02-25）

如何打开银行配债“密码箱”？——模型构建与实战运用（2021-05-21）

贷款利率拐点来临了吗？——基于长周期视角和 MPA 考核的分析（2020-12-19）

投资聚焦

2022 年以来，因为疫情连续冲击，叠加房地产市场销售和投资增速显著放缓，导致经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，信贷高增背后也凸显出质量的颇多隐忧。中央经济工作会议已明确提出，2023 年要突出做好“稳增长、稳就业、稳物价”工作，经济稳定增长被置于首要位置，疫情防控措施也已优化，市场对于 2023 年经济回暖有一定预期。在此情况下，今年银行资产负债如何摆布，特别是信贷投放、债券投资、同业存单发行，是市场关心的重点。

创新之处

本篇报告创新之处有二：

（1）基于预算模型推演了 2023 年银行资产结构的摆布，使得结论更“接地气”，贴近银行实际业务。

（2）分析了银行自营资金救助理财子的基本原理，以及理财回表后银行司库头寸运行的一般规律。

股价上涨的催化因素

下一阶段驱动银行股股价上涨的主要因素表现为：

（1）宏观经济触底反弹，地产链趋稳，开发性金融工具将推动基建“稳增长”，信贷社融景气度明显恢复，信贷结构不断优化，有助于增强市场对于“宽信用”的持续性预期，助推银行业亲周期表现。

（2）受贷款重定价影响，Q1 是全年银行业压力点，但随着经济逐步企稳恢复，以及后续存款挂牌利率下调之后重定价红利逐步显现，料负债成本会趋于边际改善，有助于 NIM 的企稳。而部分有转股诉求的江浙地区地方法人银行仍会适度释放业绩，营收、盈利增速将维持在较高水平。

投资观点

下一阶段银行股的持续表现，应该是建立在持续“稳增长、宽信用”基础上，而 2023 年经济增速若要实现 5%以上的目标，需要房地产市场逐步修复和基建投资增加强度，现阶段宏观政策正在这两个领域发力，我们因此继续看好“顺周期”经营下的银行股表现。银行股行情可能伴随着整个“稳增长”进程，股价表现有望进一步延续。

目 录

1、 银行资产负债摆布：弹好“四重奏”..... 4
1.1、 第一重奏：用足用好结构性货币政策工具 4
1.2、 第二重奏：积极布局疫后复苏稳增长..... 6
1.3、 第三重奏：适应低利率环境 6
1.4、 第四重奏：前瞻性应对新巴 III 落地对资产结构的引导 9
2、 2023 年信贷投放展望.....10
2.1、 总盘子规划——资本约束下预计 2023 年新增人民币贷款约 22~23 万亿..... 10
2.2、 2023 年信贷投放能否实现“开门红”？ 11
2.3、 2023 年信贷发力点何在？——基建、制造业发力，房地产边际改善 12
3、 2023 年银行自营资金配债展望.....16
3.1、 贷债性价比的选择——静态测算与动态模拟..... 16
3.2、 银行自营资金如何参与理财子的“救市” 18
4、 2023 年同业存单展望.....21
4.1、 金融机构对于长期限同业存单配置需求面临系统性萎缩 21
4.2、 银行司库端 2-3 月份或为同业存单供给压力峰值 22
5、 风险分析.....25

2022 年以来，因为疫情连续冲击，叠加房地产市场销售和投资增速显著放缓，经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的“三重压力”有增无减，2022 年信贷维持较高增长背后也凸显出质量的颇多隐忧。近期中央经济工作会议明确提出，2023 年要突出做好“稳增长、稳就业、稳物价”工作，经济稳定增长被置于首要位置，随着疫情防控措施优化，市场对于今年经济回暖有所预期。在此情况下，**2023 年银行资产负债如何摆布，特别是信贷投放、债券投资、同业存单发行，是市场关心的重点。**

1、 银行资产负债摆布：弹好“四重奏”

岁末年初，是各家银行制定来年预算的关键时点，但从目前情况看，各家银行在预算规划上面临一定压力和挑战。因为：

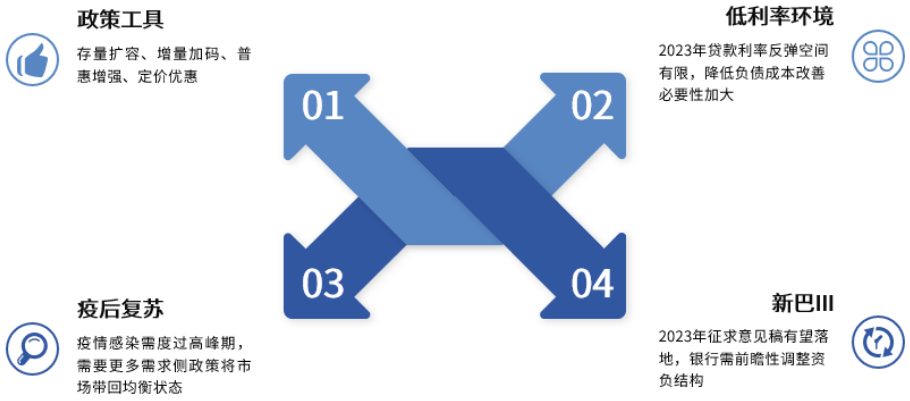
1、尽管疫情防控已明显“松绑”，但需求疲软问题短期内难有实质性改善，市场信心仍显不足，三年疫情冲击下，以中小企业和中低收入居民为代表的微观经济主体资产负债表受损情况较为严重，市场化投资和内生消费需求全面恢复速度偏慢。

2、在满足央行狭义信贷要求、MPA 考核以及各类窗口指导前提下，增量资源如何在信贷、债券、同业之间进行安排，以达到效益最大化？特别中小银行参与发改委重大中长期项目的能力与意愿不足，该如何安排 2023 年的资产摆布？

3、存贷款利率非对称运动导致 NIM 持续承压，2023 年营业收入增长究竟从何发力，边际增长点在哪？

结合市场形势，2023 年银行资产负债需要弹好“四重奏”，即**用好政策工具、布局疫后复苏、适应低利率环境，以及准备新巴 III 落地。**

图 1：2023 年银行资产负债摆布需弹好“四重奏”



资料来源：光大证券研究所绘制

1.1、 第一重奏：用足用好结构性货币政策工具

当前实体经济有效需求不足的困境仍在延续，信贷投放仍需政策助力，通过外生力量驱动融资需求回暖，进而促进内生性融资需求的恢复。在这其中，结构性货币政策工具需要持续发挥定向支持稳信贷、稳投资的作用。

表 1：2021 年四季度以来央行推出的各类结构性货币政策工具（亿元）

工具名称	时间	支持领域	发放对象	总额度	已使用	操作模式	资金定价	期限
碳减排支持工具	2021 年 11 月	清洁能源、节能减排、碳减排技术	政策性银行、国股银行	8000	2469 （截至 22Q3 末）	先贷后借；按季发放；央行按贷款本金的 60%向金融机构提供资金支持	1.75%，贷款利率与发放时最近 1 次公布的同期限档次 LPR 大体持平。	1 年期，可展期两次，期限最长为 3 年
支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	2021 年 11 月	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	政策性银行、国股银行	3000	578（截至 22Q3 末）	“先贷后借”；按月发放；央行按贷款本金的 100%向金融机构提供资金支持	同上	1 年期，可展期两次，期限最长为 3 年
科技创新再贷款	2022 年 4 月	高新技术、专精特新、国家技术创新示范企业、制造业单项冠军企业等科技企业	21 家全国性银行	4000	800（截至 22Q3 末）	“先贷后借”；按季发放；按贷款本金的 60%向金融机构提供资金支持	同上	1 年期，可展期两次，期限最长为 3 年
普惠养老专项再贷款	2022 年 4 月	浙江、及江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	政策性银行、工、农、中、建、交	400	4（截至 22Q3 末）	“先贷后借”；按季发放；按贷款本金的 100%向金融机构提供资金支持	同上	1 年期，可展期两次，期限最长为 3 年
交通物流专项再贷款	2022 年 5 月	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）企业	农发行、六大行	1000	103（截至 22Q3 末）	-	-	-
抵押补充贷款	2014 年	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	政策性银行	31699（截至 11 月）	3682（截至 22 年 11 月年内新增额度）	-	-	1 年期，可展期，次数由央行确定
设备更新改造专项再贷款	2022 年 9 月	制造业、服务业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21 家全国性银行	2000	-	先贷后借，按月发放，按贷款本金的 100%提供资金支持	1.75%，贷款利率不高于 3.2%	期限 1 年，可展期 2 次，每次展期期限 1 年，期限最长为 3 年
保交楼专项借款	2022 年 10 月	住房城乡建设部核定的保交楼专项借款支持项目、逾期难交付住宅项目	政策性银行	3500	2000（截至 22 年 12 月 23 日）	第一批 2000 亿已投放完毕 第二批 1500 亿央行正在与相关部门敲定实施方案	1.75%	1 年期，可展期 2 次
保交楼专项贷款支持计划	2022 年 11 月	向商业银行提供配套资金用于支持“保交楼” 工作	6 家国有大行	2000	0（截至 22 年 12 月 23 日）	封闭运行、专款专用，100%配套对应保交楼新增贷款	零利率	1 年期，可展期 2 次

资料来源：央行官网，货币政策执行报告，光大证券研究所整理

因此，2023 年结构性工具仍将是货币政策发力的重点，将呈现“存量扩容、增量加码、普惠增强、定价优惠”特点。具体而言：

1、存量扩容。2023 年预计要实现 5%以上的 GDP 目标，政府部门加杠杆仍需发挥重要力量，但本轮房地产企业信用风险及其引致的行业“负循环”尚未得到根本扭转，地产销售持续深度负增长，房企缺乏新开工动力和能力，地方政府土地出让收入改善预计较为曲折缓慢。这意味着 2023 年要维系地方政府加杠杆能力：一是预计赤字率可能会突破 3%，中央政府对地方的转移支付力度加大；二是各类准政府工具需要持续加量，来弥补地方财力的不足，因此开发性政策性金融工具会继续扩容，进而撬动更多配套融资，并辅之以 PSL 资金支持。

2、增量加码。在既定的工具体系下，未来结构性工具将继续重点聚焦国民经济重点领域和薄弱环节，可能包括产业链供应链安全、新市民、电子信息以及基础科研等领域。预计半导体、工业母机等涉及产业链安全领域将有定向支持政策。更多的结构性货币政策工具使用后的总量效果也将显现。

3、普惠增强。传统的再贷款工具，如支农支小，主要针对涉农类金融机构，例如农商行、农信社、村镇银行以及农业银行和邮储银行在县域乡镇的分支机构，普惠性有限。2021 年四季度以来推出的各类结构性工具，操作对象涉及政策性银行以及 21 家全国性银行，普惠性得到增强。未来结构性工具将进一步提升普惠性，特别是对于夹心层银行如股份制银行和城商行扩大覆盖面。

4、定价优惠。传统支农支小再贷款利率为 2%，近年来推出的结构性工具，利率大部分为 1.75%，与金融稳定再贷款利率持平，未来 1.75%的再贷款利率有望呈现“新常态”。最新的保交楼贷款支持计划配套的再贷款利率低至零利率。考虑到目前上市银行平均负债成本率约 1.95%，再贷款利率存在 20bp 的优惠空间，有助于改善银行边际负债成本，更是比 MLF 利率有大幅度优惠。

因此，2023 年结构性工具指引的信贷投向包括：制造业（教育、医疗、高科技）、绿色、安全、基建（能源、水利枢纽、农业农村）、小微等，这些都是国家希望商业银行重点支持的领域，未来资源投入也会相应加大。**在市场化需求尚未完全恢复情况下，银行应要积极高效对接央行政策，在争取更多优质项目和客户的同时，兼顾获得低成本、长期限结构性工具支持，以置换高成本负债。**

1.2、 第二重奏：积极布局疫后复苏稳增长

从疫情演化以及疫后复苏角度看，2022 年 12 月份尽管疫情防控措施进一步优化，但由于初期感染率会大幅提升，需要“平稳过峰”。根据海外经济体的相关经验，疫情感染达到第一波峰值时间约 1-3 个月，在此期间，居民对于疫情感染会存在“再认识”过程，且感染之后的治疗也需要时间，这会导致短期内社会人流量偏少、物流运转受阻，以及企业经营受用工和供应链稳定冲击。从货币政策角度看，2023 年货币政策总体思路预计如下：

1、总量方面，“新巴 III”对于剩余期限在 3M 以上的同业资产，风险权重系数有所提升，导致银行配置长期限同业存单的资本占用成本加大，而货币类产品资产端久期将系统性下降，进而导致同业存单收益率曲线陡峭化。在此情况下，2023 年银行对于“长钱”的需求将更大，在结构性流动性短缺框架下，需要央行适时降准，缓解银行“长钱”补充压力，避免长期限同业存单利率上行过快，**预计 2023 年降准两次，每次步长 0.25 个百分点。MLF 工具性价比有所恢复，部分月份增量续作可能性加大。**

2、结构方面，2023 年结构性工具仍将是货币政策发力的重点，将呈现“存量扩容、增量加码、普惠增强、定价优惠”特点。

3、定价方面，当前正处于疫情感染逐步进入高峰期阶段，从 2022 年 12 月到 2023 年 3 月份新一届政府履职期间，属于相关稳经济重大会议“空窗期”，为确保“开门红”时点平稳，需要在疫情第一波冲击结束后，加大需求端刺激性政策的接续和对冲。我们预测，**2023 年 Q1 降息或有望落地，届时政策利率、LPR 报价均有望下调。**

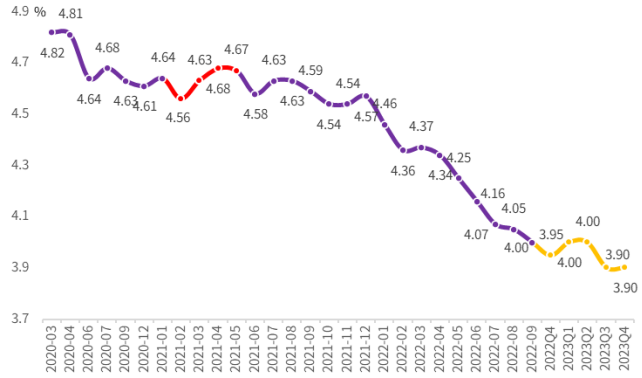
在这样一种背景下，银行的信贷投放也需要根据疫后复苏节奏以及货币政策取向，前瞻性调整加以应对。对公贷款方面，短期内市场化信贷需求相对较弱，信贷投放仍将依赖政策工具驱动，在一季度“开门红”时点，预计银行前置布局，特别是政策性银行和国有大行会靠前发力。但零售贷款方面，随着疫情高峰期的消退，进入二三季度零售需求可能会边际释放，加之有“五一小长假”和“十一黄金周”的红利驱动，届时料零售贷款量价均将有所恢复，银行可在二三季度给予零售贷款更多额度分配。

1.3、 第三重奏：适应低利率环境

2022 年以来，信贷供需矛盾显著加大，LPR 报价连续下调，加之监管推出了各类再贷款以及稳信贷工具，大部分银行已由总行司库通过 FTP 形式全额转移给各利润单元，导致各类贷款利率均出现明显下降。其中：**2022 年新发放对公贷款利率已降至甚至突破 4%，较年初下降近 60bp，按揭贷款利率较年初已大幅下行超过 100bp。**对于 2023 年存贷款利率走势，我们判断：

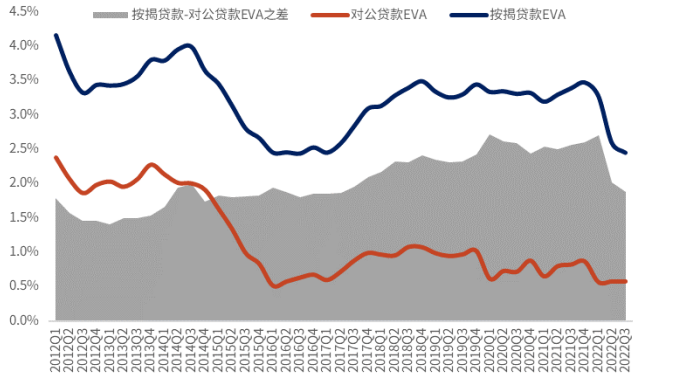
1、2023 年对公贷款利率反弹空间不大。一般而言，贷款利率与金融市场利率不同，具有较强的“阻尼效应”，“易下难上”。如果我们观察 2020 年下半年至 2021 年上半年，这是经济恢复情况较好的时期，但对公贷款利率基本维持在 4.5-4.7%区间。尽管我们看到疫情防控措施逐步优化、监管要求金融加大对房地产支持力度，似乎经济、信用均朝着向好方向发展，但这并不意味着对公贷款利率就会大幅上行，企业已习惯低息贷款，大幅提高利率会抑制企业融资需求，企业也不乐于接受。在经济尚未持续回暖之前，贷款定价难以看到明显拐点，预计 2023 年对公贷款利率仍将承压运行。

图 2：2023 年对公贷款利率仍将处于低位震荡



资料来源：Wind，央行官网，光大证券研究所。2022 年 Q4-2023 年 Q4 为预测值

图 3：新发放按揭贷款利率仍有一定下行空间



资料来源：Wind，光大证券研究所。时间：2012 年 Q1-2022 年 Q3

2、新发放按揭贷款利率仍有一定下行空间。对比近 10 年以来按揭贷款与对公贷款 EVA 走势来看，2012-2013 年期间，按揭贷款实际执行利率处于较低水平，而对公贷款利率处于较高水平，两者 EVA 之差约为 1.5 个百分点，即按揭贷款呈现“定价低，EVA 弱”的特点。但近年来，特别是 2017 年至今，随着按揭贷款利率的大幅上行，而对公贷款利率在央行持续降息、让利实体经济导向下大幅下行，导致两者 EVA 之差逐年提升，一度扩大至 2.7 个百分点，即按揭贷款呈现“定价高，EVA 强”的特点。这说明，近年来监管政策对于居民住房需求的支持政策明显不足，进而抑制了刚需和改善性需求的释放，未来需要在定价端进一步引导按揭利率下行，为居民实质性减负。

更为重要的是，由于 2017 年之后我国房地产调控政策较为严格，这段时期购房的居民，实际上承担了历史最高的按揭贷款利率，而在前期买房的居民，经过不断的重定价，贷款利率不断降低，如 2011 年之前发放的贷款目前正在执行的按揭利率仅 3%左右。同时，再考虑到目前约 40 万亿的存量按揭中，有超过 6 成比例是 2017~22Q1 之间投放的，高利率对刚需是一个较大“误伤”。2022 年二季度以来，尽管按揭贷款利率出现了大幅下行，但居民购房意愿并未恢复，按揭贷款供需矛盾依然较大。

基于上述情况，预计 **2023 年按揭贷款利率仍有一定下行空间。从抑制资金“跑冒滴漏”的角度看，可阶段性地比照个人经营贷和消费贷利率（3.5-3.8%），存量高成本首套按揭贷款利率也存在调整可能。**

3、预计管控负债成本仍有举措，存款挂牌利率仍存下调可能。尽管 2022 年央行通过 MPA 考核引导部分银行下调定期存款利率上限，同时国股大行也统一下调了存款挂牌利率，但负债成本的改善速度、幅度，仍不及贷款端利率下行强度，银行 NIM 仍有持续收窄压力。进一步管控银行负债成本仍是一项势在必行的工作，未来可能采取的举措有：

一是存款挂牌利率仍有下调可能。2022 年 9 月份存款挂牌利率下调，实际上是银行自主发起的选择行为，并非自律机制统筹，反映出随着贷款利率下行，定价信号已向存款端传导。这次挂牌利率下调，不仅旨在改善存款端成本，更为重要的是，打开了存款利率下调空间，挂牌利率后续仍有下调可能，中长期看，存款利率会延续下行趋势。

二是管控负债成本关键在于对类活期存款加强限额管理。目前，自律机制对于银行核心存款、结构性存款（保底收益）等均有相应管控，但对于协定存款、通知存款等高成本负债产品并未形成有效约束。后续可能会建立自律机制下的“超限

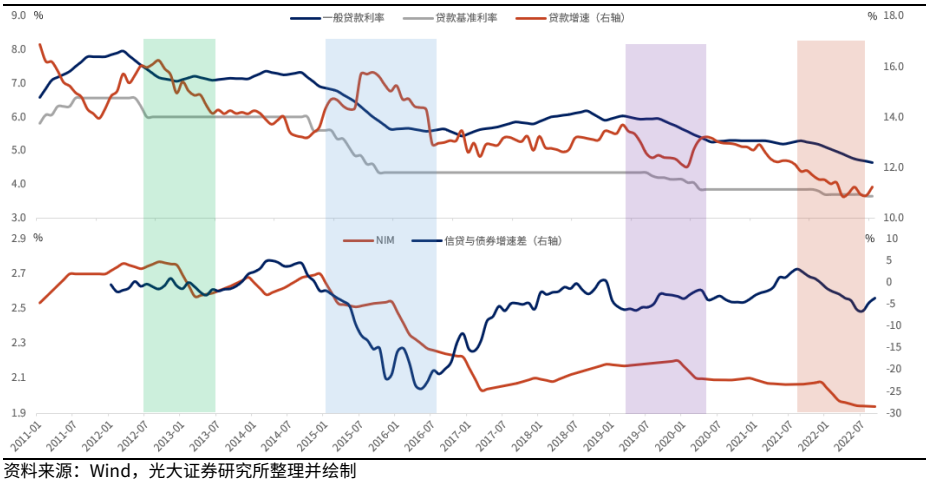
额管理”，对各家银行的特定高成本负债产品设定限额管理要求，对于突破利率自律机制要求的负债进行规模管控。

三是再度管控结构性存款。央行已将结构性存款保底收益纳入自律机制考核，但期权部分收益依然偏高。目前，结构性存款的加权平均利率在 2.6%左右，余额规模仍有近 5 万亿，后续可将结构性存款的保底收益+期权收益同时纳入自律机制，可以进一步压降结构性存款的综合利率。

四是必要时非对称下调政策利率。目前 7 天 OMO 利率为 2%，相对偏高，而这是所有短期资金、MMF 和现金管理类理财的定价下限，进而造成类活期产品收益率下行幅度较为缓慢，约束了银行市场类负债特别是同业存单利率的下行空间。非对称下调 OMO 利率的方式（MLF 利率不动），可以引导类活期产品收益率的下行。

五是再次改革存款利率报价机制，调降存款浮动上限。2021 年 6 月，央行改革了存款利率报价机制，将定价模式由上浮调整为加点。改革后，1Y 以上定期存款、大额 CD 利率均有所下行，但短期限的核心存款利率依然偏高。后续不排除再度改革报价机制，进一步压降存款利率点差，进而改善银行存款成本。

图 4：贷款利率大幅下行、NIM 承压阶段往往伴随着信贷增速下行



资料来源：Wind，光大证券研究所整理并绘制

回溯过去 10 年，贷款利率趋势性下行时期主要有四个阶段：2012 年、2014 年下半年-2016 年上半年、2019 年 8 月 LPR 改革至 2020 年 Q2，以及 2022 年 Q2 至今，这四个阶段的共同特点是：一方面，贷款利率大幅下行，往往伴随着央行多次降息以及经济下行压力加大，期间 NIM 均处于下行通道，信贷增速也明显放缓。另一方面，在结束快速下行趋势之后，贷款利率一般会维持低位震荡走势，反弹空间有限，在此期间信贷增速仍会进一步下行。

这种现象的出现，一是期间宏观经济均处于下行时期，信贷需求疲软；二是贷款利率大幅下行，也会在一定程度上抑制银行的信贷投放意愿，令资产摆布行为做出相应调整，在满足央行狭义信贷要求前提下适度边际侧重于债券资产。可以看到，上述时间段，信贷与债券资产的增速差均明显下行。

基于前述分析，在经历 2022 年贷款利率大幅下行之后，预计 2023 年贷款利率反弹空间有限，将维持低位震荡走势，压力或小于 2022 年。考虑到按揭等部分贷款在年初重定价，加之市场类负债如同业存单等利率处于高位，将导致 NIM 出现较大幅度下行；二三季度随着存款利率受益于挂牌利率下调而带来的重定价

红利，预计 NIM 下行趋势会有所放缓。在此情况下，我们判断，2023 年信贷增速有进一步下行可能，而债券投资增速有望进一步抬升。

1.4、 第四重奏：前瞻性应对新巴 III 落地对资产结构的引导

2017 年 12 月，巴塞尔委员会发布了《巴塞尔 III：后危机改革的最终方案》（以下简称“新巴 III”），以提升风险敏感性、计量结果的可比性等为出发点，对风险计量方法进行了全面重塑，并要求全球银行业于 2023 年 1 月 1 日起正式实施。为此，国内银保监会根据新巴 III 的总体监管框架，对《商业银行资本管理办法（试行）》进行了修订，并将择机出台《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》，面向全市场公开征求意见。

表 2：新巴 III 与《商业银行资本管理办法（试行）》风险权重计量对比

一级分类	二级分类	新巴 III 风险权重	现行风险权重	变化
房地产贷款	按揭贷款	25-150%	50%、75%、100%	现房↓期房↑
	开发贷	100、150%	100%	↑
对公贷款	投资级企业	75%	100%	↓
	中小企业	85%	100%	↓
	小微企业	75%	75%	→
	一般企业	100%	100%	→
零售贷款	信用卡	45%、75%、100%	75%	↓
	其他零售非按揭	75%、100%	75%、150%	↓
银行	存放、拆借、回购、普通金融债	25-150%	20%、25%	↑
非银		75%、100%	100%	↓
资管业务	底层资产	基础资产权重、无法穿透 1250%	基础资产权重，无法穿透 100%	↑
政府债券	一般债、专项债	0、20%	20%	↓
次级债	二级资本债	150%	100%	↑

资料来源：BIS、《商业银行资本管理办法（试行）》，光大证券研究所整理

从新巴 III 标准法下对于各类资产风险权重系数的调整情况看，具有较为鲜明的政策导向，即鼓励银行加大对实体经济重点领域和薄弱环节的支持力度，审慎开展同业资产，具体而言：

1、对公端，鼓励加大对于投资级企业、中小企业以及小微企业的信贷投放力度。零售端，则鼓励银行“做小做散做优质”，加大对零售监管（单户授信 1000 万元以下）和合格交易者（过去一年信用卡如期还本付息）的信贷投放。房地产端，鼓励开展二套以内的现房按揭，以及项目资本金比例较高的开发贷投放。

2、同业端，对于剩余期限在 3M 以上的同业资产风险权重提升，鼓励银行做高评级（A 级及以上）短久期同业资产，限制长久期同业资产配置。

3、债券端，鼓励银行加大对地方政府一般债以及投资级企业信用债配置力度，对于二级资本债的资本占用成本因风险权重系数的提升而加大。

4、基金端，鼓励银行加大基金资产穿透，严格限制无法穿透的基金资产配置。

整体而言，新巴 III 的实施，并非要额外增加商业银行的资本管理压力，而是通过颗粒度更加精细化的计量规则设定，一是改变过去“一刀切”模式，更真实地反映各类资产的风险暴露，二是降低资本套利空间，三是优化信贷投放结构。2022 年 7 月 1 日银保监会发布的《中国银保监会 2022 年规章立法工作计划》中明确提出了关于《商业银行资本管理办法（试行）》的修订计划。从目前情况看，各家银行正在根据政策要求推进系统改造工作，部分银行已基本接近尾声，预计在 2023 年二季度或三季度银保监会将择机发布该政策，面向全市场公开征求意见。在此情况下，预计银行在 2023 年的资产负债规划中，循序渐进优化资产负债结构，以更好地契合新巴 III 要求。

2、 2023 年信贷投放展望

2.1、 总盘子规划——资本约束下预计 2023 年新增人民币贷款约 22~23 万亿

银行在做年度预算时，对于来年的“大盘子”规划，最核心的参考变量是资本约束，而盈利增速的高低将决定核心一级资本能够支撑多大规模的风险资产扩张。对于 2023 年“大盘子”规划，我们做如下假设和分析：

1、净利润。2022 年 Q3 商业银行净利润增速已降至 1.24%，考虑到四季度以来贷款利率仍延续下行步伐，而市场类负债成本也伴随着短端资金和 NCD 利率上行而承压，NIM 压力依然存在，预计 Q4 净利润增速维持在 1-2%左右。对于 2023 年，存款挂牌利率调整后的重定价对于负债成本的利好逐步显现（不排除再度下调），加之农商行盈利的低基数效应，且不排除部分银行通过拨备释放资源支撑扩张，预计 2023 年净利润增速较 2022 年有所抬升，假定在 5%以内。

2、风险资产。2022 年由于信贷扩张速度较快，预计商业银行核心一级资本充足率较 2021 年下降约 0.15 个百分点，假定 2023 年降幅维持不变。2022 年 1-10 月，信贷资产的风险权重系数为 73.32%，债券资产为 17.75%，考虑到 2023 年信贷投放中政策驱动效力依然较大，对公贷款投放维持较高强度，假定 2023 年信贷风险权重系数维持与 2022 年 1-10 月一致，债券同样为 17.75%。这样一来，在考虑核心一级资本充足率降幅之后，2023 年银行净利润扣除分红之后能够支撑风险资产扩张规模约 18 万亿。

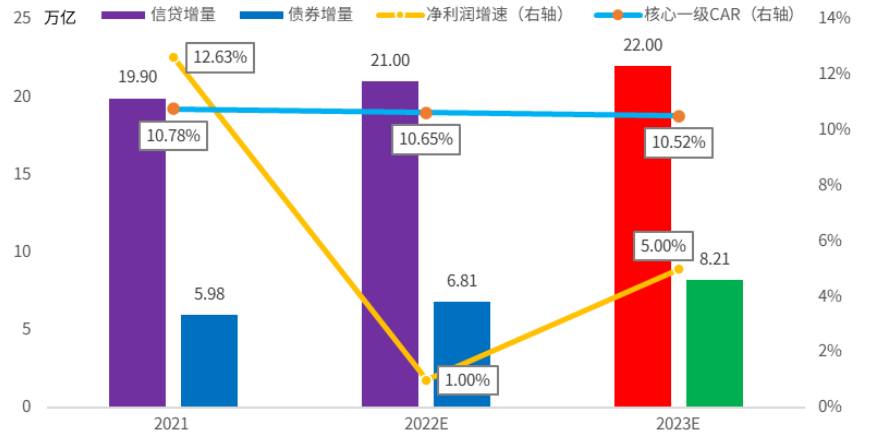
3、预算规划。我们可以构建预算规划的数学函数，即：

方程一：2023 年净利润增速×（1-30%）+2022 年核心一级资本净额 =（2022 年 RWA 余额+2023 年 RWA 增量）×（2022 年核心一级资本充足率-0.15%）

方程二：2023 年 RWA 增量 = 信贷 RWA + 债券 RWA + 广义同业 RWA ≈ 18 万亿。

通过“试错法”模拟出能够满足上述函数的资产摆布组合，即 **2023 年新增人民币贷款 22-23 万亿，新增债券 8 万亿+，新增广义同业约 5000 亿。其中，新增人民币贷款符合不低于 2022 年的要求，但幅度有所减小，增速降至 10.3%，较 2022 年下行约 0.6-0.7 个百分点。**

图 5：基于资本约束下预计 2023 年新增人民币贷款 22-23 万亿



资料来源：Wind，光大证券研究所预测。2022-2023 年为预测值

2.2、 2023 年信贷投放能否实现“开门红”？

在规划全年信贷增量之后，接下来我们需要回答一个问题，即 2023 年信贷投放能否实现“开门红”？全年的信贷投放节奏如何摆布？对于“开门红”的信贷投放景气度，我们总体判断是中规中矩，具体而言：

1、疫情扰动短期信贷需求。目前全国仍处于疫情感染的高峰期，率先达峰地区正有序恢复正常生产生活秩序，南方发达省市相对滞后。数据显示：2022 年 12 月 PMI 进一步降至 47%，创 2020 年 3 月以来新低，连续 3 个月出现回落，期间降幅达 3.1 个百分点，超过上半年疫情期间（2022 年 2-4 月）的 2.8 个百分点。其中，从业人员指数降至 44.8%，意味着本轮疫情冲击对劳动力到岗影响显著。基于此，在春节前夕，综合考虑疫情感染、居民治疗、物流运转、冬季施工等因素，料市场化需求仍处于相对疲软状态。

2、项目储备强度较往年偏弱。其中政策性银行和国有行对公项目储备，更多涉及发改委重大中长期项目清单，市场化需求储备跟往年相比改善有限。股份制银行和非江浙地区的城农商行压力更大一些，这类银行受定价和流动性约束，参与重大项目的意愿和能力都不足，且部分银行因 2022 年四季度监管要求和政策驱动，存在透支来年“开门红”项目储备的情况。

3、春节因素扰动不容忽视。2023 年属于早春，根据过往规律，早春会使得信贷投放有所前置，预计在 1 月中上旬即会完成大部分增量计划。与之对应的是，2022 年春节位于 2 月属于晚春，存在一定春节错位，工作日减少，这会导致信贷投放的错峰。今年疫情叠加早春很可能导致出现“猫冬”现象。

4、“早放贷早受益”的固有思维仍会延续。一季度是全年对公贷款营销旺季，一般而言也是全年利率的相对高点。目前，银行对于优质客户的竞争程度较之前更激烈，在对公贷款投放上，预计一季度会有所提速，尤其是政策性银行和六大行，以及少部分优质股份制银行，大概率会应投尽投，抢占市场份额。

5、零售贷款“开门红”或偏弱，但后续不悲观。当前许多城市疫情感染还处在高峰期，在零售贷款安排上，料银行会在二三季度给予更多额度，因为届时随着疫情高峰期的消退，消费需求会有所恢复，加之有五一和十一长假的红利，料消费类贷款投放会出现明显回暖。

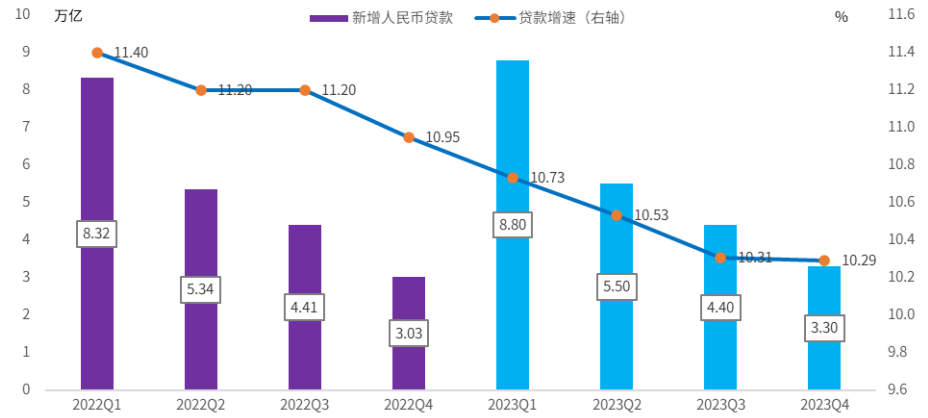
6、受利率上行影响债券融资减少。经过此轮调整，信用债利率已出现大幅上行，22Q4 信用债净融资规模受到一定抑制。但这并不代表信用债与对公贷款之间，

在短期内会形成较强的“跷跷板效应”。企业重新制订融资计划需要一定时间，由于信用债发行利率抬升而导致融资渠道变迁的传导效应相对偏慢。

基于上述情况，预计 Q1“开门红”或维持“中规中矩”表现，总量规模或同比小幅多增。但在节奏上：

- **料 1 月份大概率同比少增，新增规模维持在 3.5 万亿左右，且央行会在临近春节前夕再度投放大量跨春节资金，存贷款资金来源与运用基本匹配，1 月份流动性变盘风险不大。**
- **进入 2 月份，随着疫情高峰期逐步消退，加之春节错位影响，信贷景气度边际恢复，且不排除央行降息的可能，以进一步刺激融资需求恢复。**
- **3 月份考虑到气候逐渐变暖，加之两会召开之后新一届政府履职，以及疫情感染进一步消退，预计有望出现“信贷脉冲”。**

图 6：2023 年信贷投放节奏预测



资料来源：Wind，光大证券研究所预测。2022Q4-2023Q4 为预测值

2.3、 2023 年信贷发力点何在？——基建、制造业发力，房地产边际改善

基建贷款仍面临“储备多、提款少”问题，2023 年有望加速释放，预计新增规模 6.8 万亿

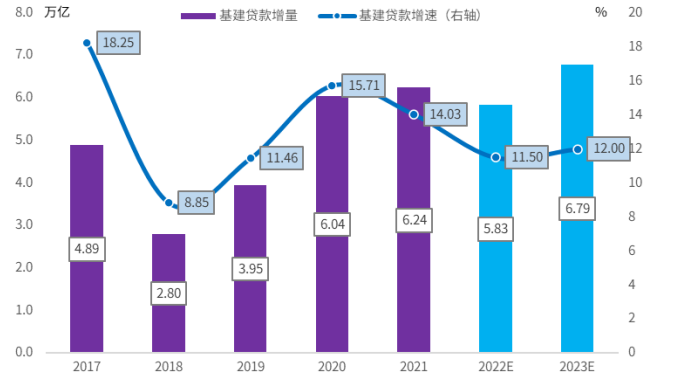
2022 年前三季度，交运、电力、水利、租赁与商务服务业等政府及准政府领域信贷增量占比 27%，同比下滑约 4-5 个百分点。在市场化需求较为低迷情况下，近几个月以来，尽管监管推出了一揽子稳信贷工具，旨在引导政策性银行和国有大行加大对基建领域的信贷投放力度，但相关工具形成的配套融资，依然面临“储备多、提款少”的问题。

根据要求，开发性金融工具作为项目资本金的比重不超过 50%，若按照专项债发行作为项目资本金的比例约 10%-20%的要求，开发性金融工具理论上能够撬动 10 倍杠杆，形成 7.4 万亿基建贷款增量贡献，且这部分主要由政策性银行、国有银行以及部分股份制银行提供配套融资。根据 2022Q3 货币政策执行报告披露的信息，目前银行支持项目的累计授信额度已达 3.6 万亿。从目前使用情况看，虽然监管披露项目开工率高达 90%，但毕竟进入冬季，施工进度偏慢，加之各地疫情形势严峻，防控压力大，开发性金融工具授信额度使用比例偏低，提款进度明显偏慢。

2023 年“稳增长”诉求有增无减，但在消费需求短期内改善空间有限，地产信用风险和销售恢复较慢，以及外需趋势性回落拖累出口的情况下，预计 2023 年“稳增长”仍将依靠政府加杠杆来推动。然而，在地方财力承压、土地出让收入放缓背景下，一是具有准政府性质的表外资金补充将是重要渠道来源，预计开发性金融工具在前期 7400 亿基础上，存在进一步扩容的可能，以补充项目资本金撬动更多配套融资；二是前期政策工具形成的配套融资需要加速释放。

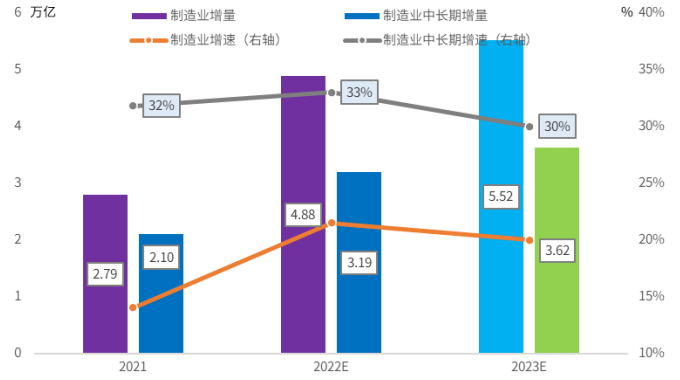
2023 年是“十四五”规划承前启后的关键节点，重大基建项目有望加速落地期，可以期待将形成较高的实物工作量，预计 2023 年开发性金融工具形成的配套融资将有所恢复，2023 年基建类贷款增量或达 6.8 万亿，增速升至 12%左右。

图 7：2023 年基建类贷款增速有望小幅反弹



资料来源：Wind，央行官网，光大证券研究所预测。2022-2023 年为预测值

图 8：2023 年制造业贷款增速仍有望维持 20%左右



资料来源：Wind，央行官网，光大证券研究所预测。2022-2023 年为预测值

制造业贷款增速仍将引领对公贷款，增速或达到 20%，中长期贷款有望维持 25%的高增

2022 年制造业贷款投放维持了较高景气度，1-9 月份新增规模超过 4 万亿，占全部新增贷款比重约 23%，较上年同期提升近 10pct，截至 9 月末余额增速高达 21%，在全部对公领域处于领先地位。对制造业中长期贷款而言，央行要求全国 21 家银行在 1-7 月份 1.7 万亿制造业中长期贷款基础上，8-12 月份再新增 1-1.5 万亿，各家银行 2022 年制造业中长期贷款增速不低于 30%，力争达到 35%，并将制造业中长期贷款投放情况纳入 MPA 考核。从目前投放情况看，8-10 月份新增制造业中长期贷款约 7000 亿，我们预计：

（1）2022 年四季度制造业中长期贷款新增规模维持 5000-7000 亿，全部制造业贷款新增约 8000 亿。

（2）2022 年制造业贷款有望新增约 5 万亿，同比多增超过 2 万亿，其中中长期贷款新增 3 万亿。

（3）2023 年，制造业贷款仍将维持较高景气度，预计全年新增 5.5 万亿，同比多增超 5000 亿，增速仍明显高于各项贷款增速，达到 20%；制造业中长期贷款和高科技领域制造业贷款维持更高增速，有望达到 25%，从而推动全年制造业中长期贷款投放量不低于 2022 年。

（4）结构方面，分化依然延续，其中诸如航空航天、电子通信、计算机办公设备、仪器仪表等高技术制造业领域信贷投放仍将快于传统行业。不过，2022 年 9-11 月，高技术 PMI 连续低于 50%荣枯线，并创历史同期新低，意味着当前经

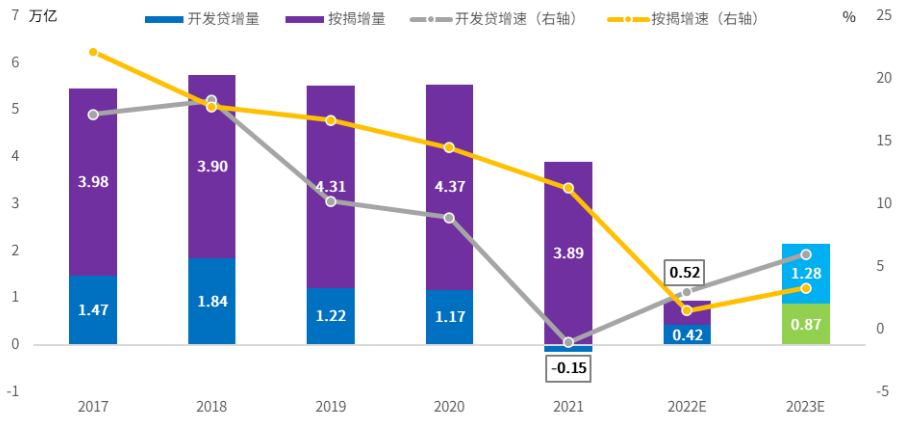
济基本面明显趋弱情况下，新动能的发展或也受制约，这会抑制高技术领域信贷投放的持续扩张。

房地产贷款边际恢复，但较正常景气度可能仍有一定距离

2022 年 11 月份以来，监管部门从供需两端针对房地产出台了一揽子支持政策，央行、银保监会出台了支持房地产市场平稳健康发展的 16 条举措，并推出了支持房地产融资的“三支箭”。对于房地产贷款投放，目前的政策导向，更多从供给端提供充足流动性支持，以推动“保交楼”，托底房地产市场，避免风险从 B 端向 C 端蔓延。

但根治房地产市场风险、推动信用需求回升的落脚点不仅在于供给端，更需要从需求侧同步发力。据中指研究院统计，2022 年 1-11 月销售额 TOP100 房企销售总额同比下降 42.1%，尽管监管部门和部分地方政府针对需求端出台了定向刺激政策，但居民信心仍显不足。根据央行披露的数据：2022 年 1-10 月份新发放按揭贷款合计 4.84 万亿元，净增不足 6000 亿，则合计到期余额 4.3 万亿，每个月摊还+早偿规模约 4000 亿+，到期压力进一步加大，即新发放和到期两端挤压，是按揭贷款难以恢复的症结所在。

图 9：预计 2023 年房地产贷款边际恢复



资料来源：Wind，光大证券研究所预测。2022-2023 年为预测值

未来，需求端刺激政策具有确定性、持续性和渐进性，后续涉及“四限”、首付比例、二套认定等增量政策有望进一步出台，不排除一线城市房地产调控政策也有放松空间，存量按揭利率存在下调可能。展望 2023 年：**伴随着更多需求侧刺激政策落地生效，按揭投放有望边际恢复，开发贷延续恢复性增长，预计伴随地产销售端转暖，全年按揭新增 1-2 万亿，增速为 3-3.5%。**

对于开发贷而言，银保监会数据显示，2022 年 1-10 月开发贷累计投放 2.64 万亿，到期 2.29 万亿，净增 3500 亿，增速仍处于较低水位。四季度以来，各类“保交楼”政策工具陆续落地，房地产融资政策“三箭齐发”，预计年底开发贷投放增速可回归 3%水平，全年增量或达 4200 亿。这一基础上，**考虑到前期 3500 亿“保交楼”专项借款尚有 1500 亿剩余额度，叠加 2023 年 1Q 央行 2000 亿免息再贷款落地推动的“保交楼”贷款支持计划，2023 年开发贷净增规模有望达 8000 亿左右，增速恢复至 6%左右。**

普惠小微、绿色领域维持高增态势，医疗教育领域信贷投放力度加大

预计 2023 年普惠小微贷款“量增、价稳”，增速 25%。量方面，MPA 考核对于普惠贷款增量与增速“两增两控”的考核仍将延续执行，预计 2023 年普惠小微贷款增速为 25%，新增规模 6 万亿左右。价方面，自 2021 年三季度以来，新发放普惠小微利率大体维持在 4.8%上下，针对疫情影响下普惠小微遇到的困难，2022 年四季度央行采取阶段性减息一个百分点的政策安排，来保证小微企业可持续生存能力。进入 2023 年疫后服务阶段，对小微企业支持仍需“扶上马、送一程”，预计 2023 年普惠小微贷款利率保持稳定在偏低水平。

绿色贷款：2023 年新增规模或达 7.5 万亿，维持 30%以上高增。2022 年前三季度，在碳减排支持工具等系列政策推动下，绿色贷款维持较高增长，新增规模 5 万亿，同比增长 41.4%，其中清洁能源产业贷款同比增速 40.6%。估计 2022 年绿色贷款增速可维持在 40%以上，全年增量或达 6.4 万亿。未来金融支持绿色低碳转型力度将持续加大，与之相关的配套政策如绿色金融标准体系建设、激励约束制度等也有望进一步完善，预计 2023 年绿色领域信贷将延续高增态势，增速 34%，新增投放规模 7.5 万亿，较 2022 年多增约 1.1 万亿。

表 3：2023 年人民币信贷总量与结构预测（万亿）

	2021		2022E		2023E	
	增量	增速	增量	增速	增量	增速
各项贷款	**19.95**	**11.60%**	**21.00**	**10.95%**	**22.00**	**10.29%**
对公贷款	10.52	10.51%	13.22	11.95%	15.00	12.11%
制造业	2.79	14.04%	4.88	21.50%	5.52	20.00%
绿色	3.95	33.00%	6.40	40.25%	7.50	33.63%
普惠小微	3.81	24.94%	4.81	25.00%	6.00	24.96%
基建城投	7.44	14.19%	5.83	11.50%	6.79	12.00%
房地产业	-0.15	-1.04%	0.42	3.00%	0.87	6.01%
零售贷款	**7.92**	**12.53%**	**3.90**	**5.48%**	**5.20**	**6.93%**
按揭	3.89	11.28%	0.58	1.50%	1.28	3.28%
零售非按揭	4.03	10.72%	3.32	10.16%	3.92	10.89%
票据融资	**1.50**	**17.91%**	**3.35**	**33.96%**	**1.50**	**11.37%**
非银	**-0.08**	**-16.53%**	**0.17**	**41.28%**	**0.10**	**16.56%**
境外	**0.10**	**15.62%**	**0.36**	**60.16%**	**0.20**	**18.81%**

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。2022-2023 年为预测值。其中，制造业、绿色、普惠小微、基建城投等领域信贷数据，可能存在一定交叉，造成合计数据与对公贷款规模并不匹配。

医疗教育领域信贷增长有望延续改善。一直以来，医疗、教育领域并非银行信贷投放的重点，2022 年前三季度也仅维持在 1500-2000 亿，在全部对公贷款领域相对较低。不过，随着国家对于科教文卫领域的战略性重视程度不断提升，尤其是推动疫情“平稳度峰”暴露出基层医疗体系建设仍存短板，以及对于地方政府隐性债务监管趋严，医疗、教育领域设备更新改造或成为新的承债方式，医疗体系存在巨大“改造升级”空间。在 2022 年推出 2000 亿设备更新改造贷款后，医疗、教育领域是财政贴息的重点。2023 年，鉴于各地上报设备更新改造贷款需求较大，不排除继续推动医疗教育体系贷款延续改善势头。

3、 2023 年银行自营资金配债展望

3.1、 贷债性价比的选择——静态测算与动态模拟

一直以来，我们比较重视从 EVA 视角来分析银行在信贷与债券这两类资产中，如何做出抉择。**近期，有市场人士对该方法提出了疑问，认为银行资产配置行为需要考虑一揽子综合因素，其中有些因素无法基于 EVA 进行有效度量。**尽管如此，但我们依然认为，EVA 对于分析银行资产摆布而言，是最为有效的一种工具，原因如下：

1、市场基于公开信息渠道获得的数据，与银行内部财务核算数据的颗粒度无法媲美，导致我们在分析银行“贷债”选择时，总是会面临有效数据不足的困境，这一点是市场无法克服的先天劣势。在此情况下，**我们唯一能做的，是通过各种技术手段、利用公开数据，还原银行实际行为。也就是说，如果能够最大程度接近银行实际行为，并反映出配置力量的边际变化，那么这种分析对市场而言，就是有价值的。从现有的分析框架来看，EVA 则是最佳选择，如果不采用这种方法，我们尚无法找到其他更为有效的替代工具。**

2、EVA 又称经济附加值，被广泛地应用于企业绩效管理中，旨在促进股东及管理者的利益更为一致，实现企业价值最大化，使有限的资源能够被应用在具有更高价值的项目当中。EVA 在银行的应用也同样如此，在资产摆布的过程中，一般会根据 EVA/RAROC 的高低进行排序，在满足监管的各项政策要求之后，会在资源摆布上（例如资负规划）进行边际侧重。

3、贷债的 EVA 变化，不会对短期的债券市场造成影响，但拉长周期来看，两者利差和 EVA 的走阔，会因银行配置力量的边际释放，而最终趋于收敛，并回归到均衡点位。也就是说，从机构行为角度来看，债券利率会呈现“上有顶、下有底、中有均衡点位”的模式。因此，我们观察银行配债行为，更要基于“均衡”的思想，从中长期角度看待这种配置力量的变化。

4、静态测算银行各类资产的 EVA 比价效应，存在一定缺陷。因为对于负债成本的设定都是“一刀切”式采用上市银行平均计息负债成本率。但从实践操作来看，银行对于不同业务的 FTP 考核存在较大差异。例如，对于信贷的 FTP 考核，主要是在 LPR 基础上进行加点，进而确定贷款 FTP 曲线；但对于债券资产而言，若为配置盘，则 FTP 一般设定为同业负债平均成本率或结构性存款加权平均利率，若为交易盘，则 FTP 可能设定为 DR007。因此，如果静态算 EVA，债券投资 EVA 会显著高于对公贷款，但这并不意味着银行需要将所有资源全部向债券资产倾斜，因为银行信贷业务仍需要满足贷款总量、投向等 MPA 考核要求。

表 4：银行各类资产 EVA 比价效应测算

	对公贷款	住房按揭贷款	零售非按揭	普惠小微贷款	10Y 国债	10Y 国开债	5Y 地方债（AAA）	9M 中票（AAA+）	1Y 同业存单（AAA）	5Y 企业债（AAA）	5Y 二级资本债（AAA-）	5Y 金融债（AAA）
名义收益率	4.00%	4.34%	5.10%	4.85%	2.84%	3.00%	2.81%	2.80%	2.73%	3.59%	3.75%	3.20%
平均负债成本率	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%
税收成本率	0.75%	0.86%	1.09%	0.74%	0.00%	0.28%	0.00%	0.38%	0.21%	0.42%	0.46%	0.33%
增值税率	6.00%	6.00%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	0.00%	25.00%	0.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
资本占用成本	1.58%	0.79%	0.79%	1.18%	0.00%	0.00%	0.32%	1.58%	0.39%	0.39%	1.58%	0.39%
风险权重	100.00%	50.00%	50.00%	75.00%	0.00%	0.00%	20.00%	100.00%	25.00%	25.00%	100.00%	25.00%
ROE	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
CAR	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%
信用风险成本	2.00%	0.45%	1.90%	5.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
存款派生收益率	0.33%	0.11%	0.11%	0.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EVA	0.00%	2.36%	1.43%	-2.48%	2.84%	2.73%	2.50%	0.84%	2.13%	2.77%	1.71%	2.48%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

有鉴于此，我们可以尝试从动态视角进行分析，即将时间轴拉长，看看历史上贷债的量价运行呈现何种关系，是否真的存在相应的“跷跷板”效应。我们选取两类变量：

△EVA = 债券 EVA - 信贷 EVA

债贷比 = 债券增速/信贷增速

我们在动态测算过程中，仅考虑对公贷款与债券投资的配置选择。具体复盘如下：

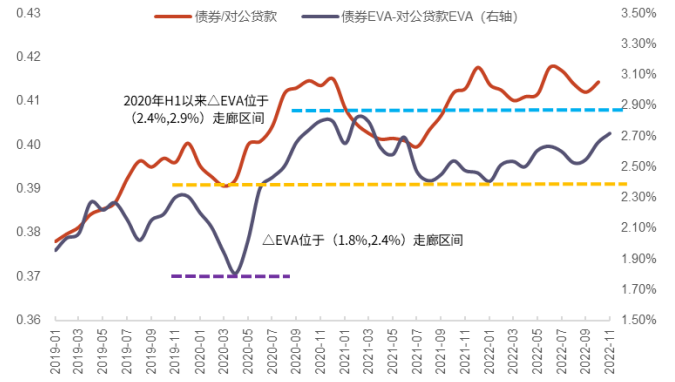
（1）2019 年-2020 年上半年，△EVA 维持在 1.8-2.4%区间震荡，2020 年 Q2 极度宽松的货币政策使得金融市场利率大幅下行，△EVA 一度触及下限 1.8%。在此期间，银行对于债券资产的配置力度减弱。

（2）2020 年 H2 开始，随着货币政策逐步进入正常化，加之央行推出 MPA 点差考核引导贷款利率大幅下行，使得△EVA 突破前期走廊上限，进入新的区间 2.4-2.9%。2021 年上半年，政府债券供给节奏的滞后，造成银行存在较强的“欠配”情况，债券配置力度偏弱，使得债贷比进入下行通道，△EVA 一度触及 2.4%的下限。

（3）从 2021 年下半年开始，债券相较于信贷的性价比开始触底反弹，此时债贷震荡上行。

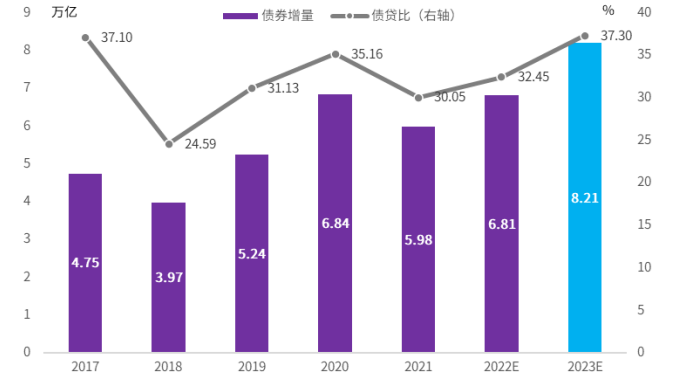
从上述复盘不难看出，如果我们拉长周期来看，债贷比与△EVA 之间呈现明显同向运动趋势，两者的相关性系数为 0.74。回顾 2019 年以来的走势，△EVA 总体趋于上行，即 LPR 改革以来，伴随着央行多次降息、出台 MPA 点差考核压降贷款利率点差，以及信贷供需矛盾加大导致贷款利率大幅下行，信贷类资产性价比相较于债券资产逐步减弱，银行在信贷和债券的配比上，也在逐步向债券资产边际倾斜。

图 10：银行基于 EVA 比较效应配置对公贷款与债券资产的情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：2023 年银行自营资金债券投资规模有望达到 8 万亿+



资料来源：Wind，光大证券研究所预测。2022-2023 年为预测值

根据上述动态测算框架：

（1）在 2.4-2.9%的走廊区间内，我们不妨将 2.65%作为债券与对公贷款配置的平衡点，当△EVA 突破 2.65%时，债券资产的性价比将优于贷款，反之贷款优于债券。

（2）由于贷款利率较金融市场率“阻尼系数”更强，即便后续疫情扰动消散，“宽信用”进程推进，料贷款利率反弹空间相对有限，参考 2020 年下半年至 2021 年上半年情景，预计对公贷款上行空间不会超过 10bp，对应的 EVA 为 0.1-0.15%左右。当△EVA=2.65%时，对应的 10Y 国债利率为 2.75-2.8%，即当 10Y 国债利率突破 2.8%之时，事实上对银行而言已具有吸引力。

（3）进一步我们分析极端情景，即当△EVA 位于上限 2.9%时，应是债券配置的最优点位，此时 10Y 国债利率为 2.95%。除非后续经济面临强刺激计划而出现显著复苏，否则我们依然可以判定 2.95%的 10Y 国债利率具有很强吸引力。

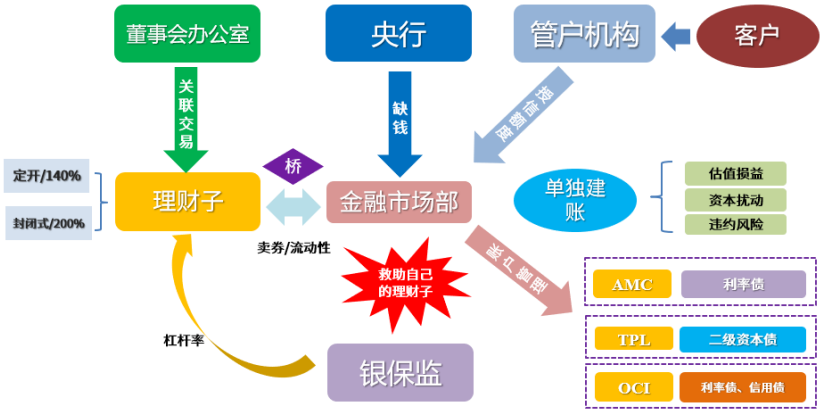
在此情况下，我们预计 2023 年银行自营资金的债券投资规模有望达到 8 万亿以上，贷债配比为 37.3%，较 2022 年提升约 5 个百分点。**即银行配置需求的释放，会对债券利率形成“稳定器”效应。**

3.2、 银行自营资金如何参与理财子的“救市”

2022 年 11 月份以来，伴随着债券市场大幅调整，银行理财赎回压力显著加大，债券抛压加剧，并逐步传导至广义基金，形成了“下跌——赎回——抛压——再赎回”的负向反馈。在此情况下，监管对于部分保险资金和银行自营资金做了窗口指导，要求帮助理财子稳定流动性和降低债券抛压。

接下来我们需要回答两个问题：**一是银行自营资金是如何参与理财子的“救市”？二是银行自营资金究竟能发挥多大的效果？**

图 12：银行自营资金救助理财子的基本原理



资料来源：光大证券研究所绘制

对于第一个问题，图 12 展示的是银行自营资金救助理财子的基本原理，在承接过程中，银行会根据理财子的建议优选债券，尽管监管有相应要求，但并未对银行配置行为进行过多行政化干预。另一方面，银行也并非“随意买”，而是需要“挑券”，对于债券久期、资质都会进行遴选，只是在价格的形成上，可能存在适度优惠，不会出现类似于赎回压力最大时期，一些券种每天 bid+20 或+30 的局面。

总体来看，银行自营资金救助理财子会受到七方面约束：

1、关联交易。母行购买理财子的债券，首先需要考虑的是关联交易。根据《银行保险机构关联交易管理办法》，银行对单一关联方的授信余额不得超过该行上季末资本净额的 10%。同时，关联交易需要做信息披露，因此在一般情况下，理财子会尽量避免与母行做交易，否则会让市场认为机构流动性存在风险隐患。即便与母行进行资金拆借或者交易债券，在实操方面往往会在市场上寻找一个“桥机构”去撮券，进而规避关联交易的相关约束。

2、授信额度。一般而言，银行对于每一个过贷审会的公司类客户，都会有一个授信额度，是由分行报总行授信审批部来予以批准。经过汇总之后，全行公司敞口会形成一个授信额度“大包”，然后会给不同产品和条线切分额度，所有公司类业务必须要在授信额度内开展，不能突破。银行自营资金在承接理财子债券过程中，若授信额度不够，有两种方法来应对：

一是申请予以调增，但流程较为繁琐。一方面，突破授信额度之后，若再增配信用债，对于每一个发债主体，都需要重新调增，这可能会涉及较多客群。另一方面，需要分行写报告，走行内签报，时间可能要 1-2 个月。

二是单独建账，但没有先例。根据金融会计准则，银行自营资金配置债券，可分成三类：以摊余成本计量（AMC）、以公允价值计量且其变动计入当期损益（TPL），以及以公允价值计量且其变动计入其他综合收益（OCI）。若单独建账旨在突破授信额度，会面临诸多问题，包括合规性、系统改造、估值浮亏如何体现、违约风险谁来承担等。更为重要的是，银行此前并没有因承接理财子债券而单独建账的先例。因此，该方法在业务层面并不具有较强操作性。

3、表内外债券配置准入池有一定差异。一般而言，银行表内资金更倾向于配置高评级信用债，对于 AAA-级及以下占比明确设定了限额管理要求，部分银行对

信用债投资则只限定于 AAA 级。而表外理财子的配置库包含各类评级的信用债，这意味着存在因准入池的差异，而导致银行自营资金无法承接的情况。

4、表内承接信用债和二级资本债需要一定价格补偿。从资本管理的角度看，信用债和二级资本债的风险权重系数均为 100%（新巴 III 对于二级资本债调整为 150%），而本轮调整压力较大的债券品种为信用债和二永债，若银行表内自营资金承接理财子抛售的这些债券，则需要额外加大资本占用成本，此时可能需要一定的价格补偿，来弥补资本的额外消耗。

5、估值波动，要面临年末考核。在三类金融资产中，各家银行都会根据金融工具现金流量测试（SPPI）归入不同债券品种。（1）收取合同现金流的债券，放入 AMC，一般以利率债为主。（2）收取合同现金流+出售赚取差价兼顾的债券，放入 OCI，利率债、信用债都有。（3）以出售赚取差价的债券，放入 TPL，一般以信用和二级资本债为主。此轮理财子赎回形成的负反馈，调整压力较大的是信用债和二永债，对于将这类债券归类于 TPL 的银行而言，债券的估值波动会体现为当期损益，进入利润表，特别是在临近年末时点，金融市场部面临考核压力，不会大规模予以配置。

6、银行在二级市场参与二级资本债的活跃度有限。在理财赎回压力较大时期，5Y 二级资本债（AAA-）收益率一度接近 4%，但这并不意味着银行会大规模配置二级资本债。因为：

（1）银行投资二级资本债的最主要考量，在内部俗称“换量”，基于可比同业友好支持的原则，当 A 银行发行二级资本债时，B 银行配置一部分量，下一次 B 银行发行，A 银行也会适度买。而且，这种互持模式一般不会签订协议，进而无需进行资本扣减。

（2）由于二级资本债不属于合格优质流动性资产（HQLA），银行财会部对于二级资本债的成本考核要求很高，对于金融市场部而言，收益率必须到一个非常有性价比的点位，才会在二级市场上进行交易，这使得银行二级资本债的投资具有很强的行政导向。

（3）若 2023 年《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》落地，对于二级资本债的风险权重将由 100%提升至 150%，这将增加自营资金配置二级资本债的资本占用成本。那么对于核心一级资本充足率安全边际不高的银行（如许多股份制银行维持在 8-9%）而言，表内自营资金持有数百亿二级资本债，则会对核心一级资本充足率形成 0.2-0.3 个百分点的侵蚀，这会降低对于二级资本债的配置意愿。同时，银行自营配置二级资本债，需要考虑小额资本投资占比控制在“双 10%”限额内。

7、对于永续债而言，由于风险权重过高（高达 250%），资本消耗力度大，银行自营资金一般不会配置永续债，即便阶段性配置，也会很快在二级市场上卖出，不会长时间持有。因此，银行对于永续债基本无承接需求。

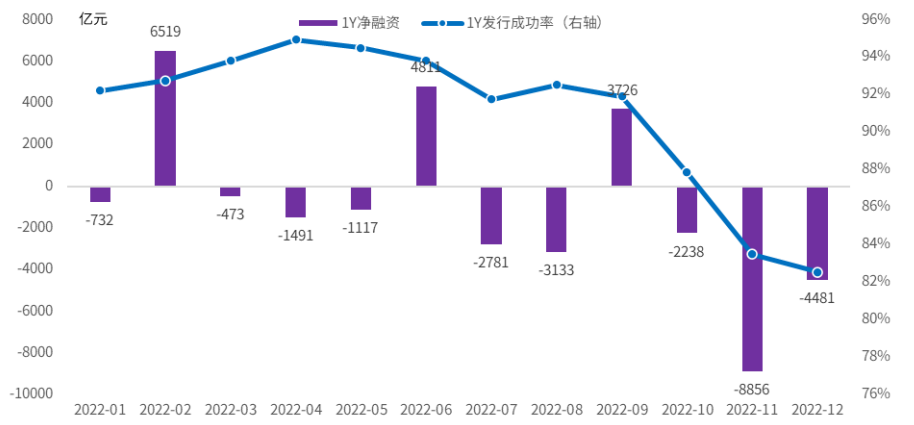
综合上述分析，对于本轮债券市场调整、理财赎回引发的负反馈闭环，仅仅依靠银行自营资金去“救市”，属于“治标不治本”的举措。事实上，银行对于理财子的这轮救助是多方面的，不仅包括适度承接债券、加大代销力度，而且随着理财回表，银行体系零售存款基数明显垫高（但机构间面临一定不均衡，零售银行回表率较高），预计 1 月份除因发放年终奖而被动形成的存款资金外，银行主动吸收零售存款的意愿相对较弱，更多仍以对公存款为主，这有助于降低对于理财子资金的分流，稳定负债体系。

4、 2023 年同业存单展望

4.1、 金融机构对于长期限同业存单配置需求面临系统性萎缩

2022 年 Q4 以来，受理财赎回形成的负反馈加剧资产抛压、现金管理类产品加速整改，以及货币基金控久期等影响，长期限同业存单配置需求明显缩量，叠加司库负债集中到期的冲击，供需两端共振导致同业存单“量缩价升”，1Y 品种 Q4 合计净融资-1.56 万亿，发行成功率较前三季度下降 8 个百分点至 85%。

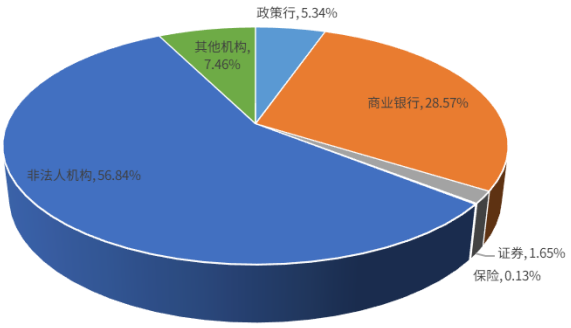
图 13：2022 年 Q4 以来 1Y 同业存单净融资和发行成功率大幅下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

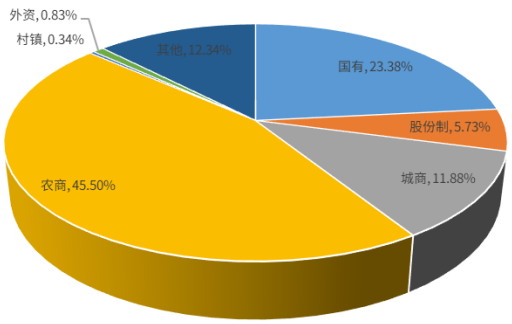
一般而言，同业存单配置主体为银行自营、现管产品以及货币基金，根据中债托管数据，估计这三类主体配置比例在一半以上。**展望 2023 年，无论是银行自营资金还是广义基金对于长期限的同业存单需求会出现系统性萎缩：**

图 14：同业存单配置主体结构



资料来源：Wind，光大证券研究所。时间：2022 年 11 月

图 15：银行自营配置同业存单结构



资料来源：Wind，光大证券研究所。时间：2022 年 11 月

对于银行自营资金而言，对于同业存单青睐度并不高，截至 2022 年 11 月末持仓占比不到 30%。这是因为，银行金融市场部配置资产，主要以合格优质流动

性资产（HQLA）为主，多为利率债和高等级信用债，且财会部对于同业存单的成本考核设定相对较高，甚至部分银行明确同业存单为非准入品种。对于有配置同业存单需求的银行而言，2023 年也会适度控制久期，因为新巴 III 对于剩余期限在 3M 以上的同业资产，风险权重系数有所提升，导致银行配置长期限同业存单的资本占用成本加大。

对于广义基金而言，同业存单配置“大头”为现金管理类理财和货币基金。目前，在外力介入（如银行自营资金部分承接理财子债券，协助理财子加大产品营销力度）和净值回升力量下，理财赎回的负反馈机制得到阶段性缓解，市场情绪有所好转，债券市场近期也出现回暖。但拉长周期看，在监管政策约束下，货币类产品资产端久期将系统性下降，进而导致同业存单收益率曲线陡峭化。

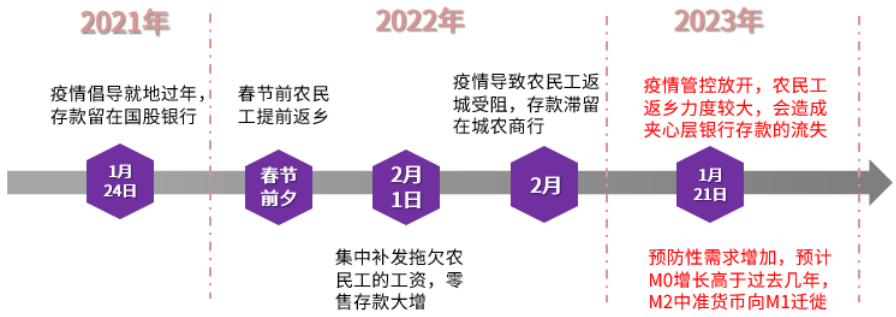
4.2、 银行司库端 2-3 月份或为同业存单供给压力峰值

从司库端来看，同业存单量价运行，主要受到头寸与指标的约束，我们将主要从这两个维度来判断 2023 年同业存单供给情况。

头寸管理方面，主要从三个角度来分析：

一是司库负债到期压力。1 月份到期压力并不大，1Y 同业存单到期规模仅 0.5 万亿，为全年相对低位水平，料对同业存单量价的挤压并不大。2023 年司库负债集中到期压力点位于 2-3 月份，剔除 OMO 之后，司库负债到期规模分别为 2.22、2.33 万亿，1Y 同业存单到期规模分别为 1.13、1.12 万亿，均为全年峰值。

图 16：2023 年农民工春节返乡力度较大，对夹心层银行存款扰动大



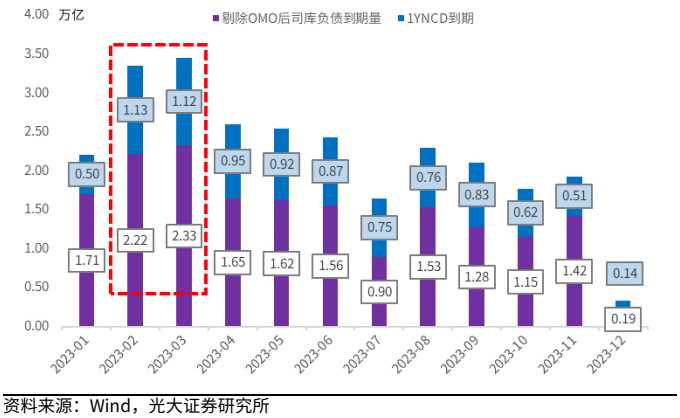
资料来源：Wind，光大证券研究所绘制

二是春节对于司库头寸的扰动值得重视。因为春节时点的不同，对于司库头寸影响覆盖的时间段存在一定差异。即疫情管控放松之后，不再倡导就地过年，预计 2023 年春节前夕农民工返乡规模较过去三年更大。这意味着：一方面，2023 年 M0 的季节性高增特点将更加凸显；另一方面，农民工返乡将导致以股份制银行和城商行位代表的夹心层银行的存款资金，向国有大行、农商行、农信社迁徙，进而加剧夹心层银行头寸压力。

我们知道，2023 年春节位于 1 月 22 日，属于早春。过去 5 年期间，早春年份是 2017 年和 2020 年，回溯这两年 Q1 夹心层银行存贷款头寸，有一个共性规律，即跨年后的“开门红”时点，存款迎来高增，随后增幅放缓。进入中下旬，存款出现负增长，并向国有大行和农村金融机构迁徙，此时存贷比逐步上行，于 2 月份中旬至 3 月上旬形成峰值。这样一来，在长期限同业存单配置需求出现系

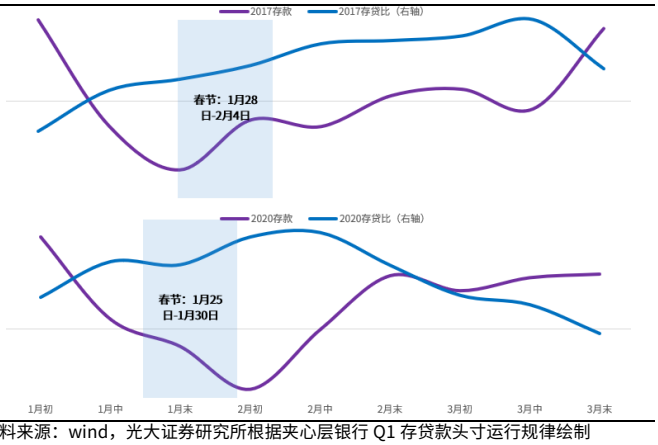
统性萎缩的情况下，2023 年 2-3 月份，同业存单量价将面临司库负债集中到期，以及夹心层银行存贷款头寸的双重挤压。此时若无外力介入，如央行加大 OMO 投放力度、增量投放 MLF 或降息，同业存单利率将再度面临上行压力。

图 17：2023 年司库负债到期压力峰值位于 2-3 月份



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 18：2017 与 2020 年 Q1 夹心层银行存贷款头寸运行规律



资料来源：wind，光大证券研究所根据夹心层银行 Q1 存贷款头寸运行规律绘制

三是理财赎回对于银行表内头寸会形成支撑。本轮理财回表对于银行表内头寸的影响主要体现为五个方面：

（1）银行负债体系结构变迁，由同业负债和非银存款转换成零售存款，此时需要缴纳法定存款准备金，进而造成司库资金池水位的抽离；

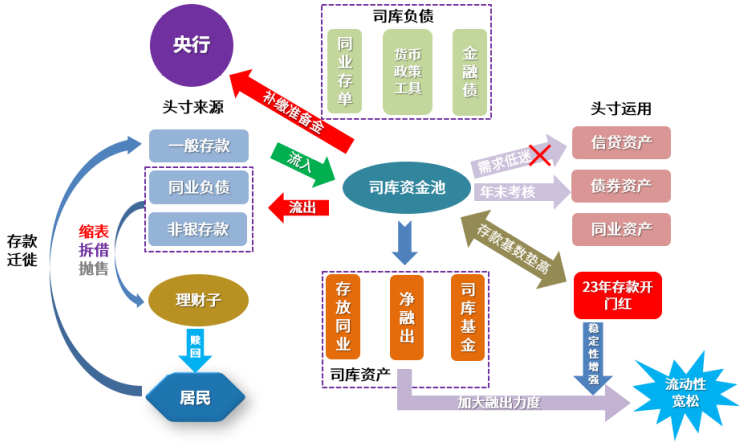
（2）央行投放了超过万亿的跨年 OMO，对于司库资金池形成有效补充；

（3）理财回表背景下，负债资金由稳定性较弱的市场类负债，转换成稳定性更强的零售存款，对于 2022 年年末预防性备付需求减弱。在信贷需求依然低迷、资金运用渠道不畅情况下，为提升资金使用效率，适度加大了净融出力度，特别是对于非跨年资金价格较为廉价，隔夜利率一度降至 0.5%以下，创历史新低；

（4）理财回表形成存款留存，会存在一定机构分化，表现为以国有大行和部分偏零售型股份制银行（如招商、平安）存款留存率相对更高，头寸较为冗余；

（5）理财回表对 2023 年银行存款实现“开门红”奠定了较好基础。尽管央行在跨年之后会逐步回笼 OMO 资金，但在信贷的市场化需求相对疲软情况下，预计 1 月份存贷板块资金来源与运用能够实现基本平衡，且在临近春节前夕，央行或再度加大跨春节资金投放力度，1 月份流动性变盘风险较低。

图 19：理财回表下银行表内头寸运行的一般规律



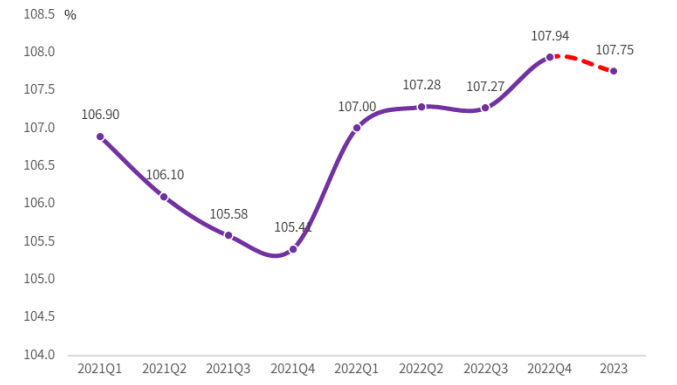
资料来源：光大证券研究所绘制

指标管理方面，受存款定期化拉长负债久期的带动，2022 年 NSFR 安全边际大幅提升，估计截至 2022 年 12 月末，NSFR 为 107.94%，较年初提升约 2 个百分点。展望 2023 年，NSFR 运行压力将高于 2022 年，恐难现前期大幅度上行。

可用稳定资金端，随着后续疫情感染高峰期的消退，以及经济逐步复苏回暖，料货币活化速度将得到提升，M2 与 M1 增速以及 M2 与社融增速剪刀差都有望趋于收敛，存款定期化现象得到改善。同时，主力配置机构对于长期限同业存单配置需求将面临系统性萎缩，2023 年 9M-1Y 同业存单到期规模约 10 万亿，考虑到 2022 年 Q4 1Y 同业存单发行与到期规模配比约 1:2，若这一情况延续下去，即 2023 年 9M-1Y 同业存单按照 50%的比例缩量续作，静态测算 2023 年 NSFR 将小幅下行至 107.75%。

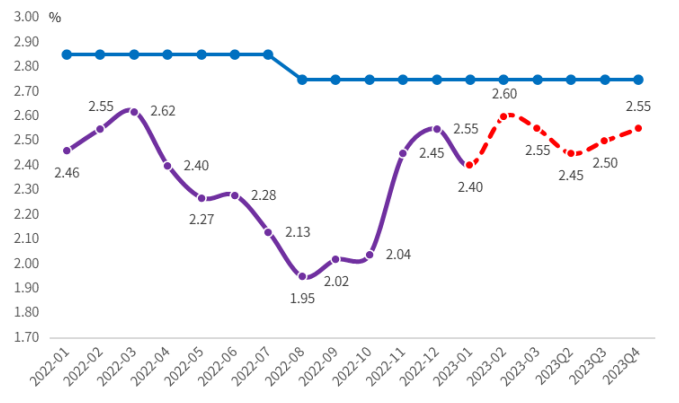
所需稳定资金端，2022 年基建类贷款投放规模预计不足 6 万亿，低于 2020-2021 年水平，特别是开发性金融工具形成的配套融资普遍面临“储备足、提款少”的困境，料 2023 年会迎来加速释放，对公中长期贷款仍维持一定强度，而对公短贷、票据融资力度会弱于 2022 年。受此影响，预计 2023 年信贷久期会有所拉长，若考虑这一因素，料 NSFR 可能面临进一步下行，部分银行司库在设定 2023 年 NSFR 限额目标之时，难在 2022 年基础上进一步加大安全边际。

图 20：预计 2023 年 NSFR 运行压力高于 2022 年



资料来源：Wind，光大证券研究所。2022Q4、2023 年为预测值

图 21：预计 2023 年 1Y 同业存单利率呈现 N 型走势



资料来源：Wind，光大证券研究所。2023 年 1-3 月及 Q2-Q4 为预测值

综合主力机构配置需求，以及银行司库供给压力来看，我们对于 2023 年同业存单利率走势判断如下：

1、预计全年 1Y 同业存单利率中枢值维持在 2.5%左右，较 2022 年中枢值提升约 20bp。

2、主力机构配置需求边际上转向 6M 以内，特别是对于 3M 品种，料现管类产品和货币基金将适度加大配置力度，该品种净融资规模有望迎来提升。

3、2023 年 1 月份流动性变盘风险较低，1 月中上旬宽松环境仍在延续，隔夜利率料仍维持在 1%以下，7 天利率维持在 1.5%左右，叠加年初配置需求释放，料同业存单利率仍有一定下行空间。2-3 月份同业存单量价均将受到一定挤压，若无外力介入，利率将趋于上行。但若 Q1 央行降息政策落地，意味着同业存单利率区间震荡下行。

4、按照季节性规律，二、三、四季度同业存单利率一般呈现“V”形走势，即二季度回落、三季度筑底震荡，四季度小幅翘尾。结合 2023 年货币金融环境来看，将主要取决于经济回暖节奏、货币政策正常化趋势，以及短端资金利率中枢是否会系统性抬升。

我们判断：一方面，2023 年结构性货币政策工具使用强度不弱于 2022 年，将会综合兼顾“稳总量、降成本”的效果，结构性流动性短缺框架尽管在有序恢复，但节奏不会太快。另一方面，至少在上半年，信贷供需矛盾或依然存在，央行仍将维持流动性合理充裕，且 4 月份不排除会有一次降准落地，届时同业利率将趋于下行。进入下半年，若经济恢复情况较好，货币政策正常化开始推进，将伴随着短端资金利率中枢边际上移，届时同业存单利率存在一定上行压力，但料趋势性突破 1Y-MLF 利率的概率并不大。

5、 风险分析

（1）全球经济进入衰退，美国经济出现“硬着陆”；

（2）俄乌冲突加剧，地缘政治风险扩散，大宗商品价格进一步上涨；

（3）国内疫情感染出现反复，房地产恢复不及预期，内需依然较为疲软。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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曾与，不与，也将不会与本报告中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 Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE