

政策强调精准有效 关注实际利率变动

——银行业跟踪报告

强于大市 (维持)

2024 年 01 月 04 日

事件:

中国人民银行货币政策委员会 2023 年第四季度例会于 2023 年 12 月 27 日在北京召开。

投资要点:

政策的总基调是稳健的货币政策要灵活适度、精准有效: 会议强调精准有效实施稳健的货币政策, 更加注重做好逆周期和跨周期调节。预计后续政策方面更加注重效率的提升以及短期和长期的配合。信用投放方面, 投放节奏上强调均衡; 而信贷投向上也更加明确。此外, 仍然强调积极盘活被低效占用的金融资源, 提高资金使用效率。

推动企业融资和居民信贷成本稳中有降: 近期美联储降息预期持续发酵, 十年期美债利率最低下探至 3.79%。截至 2023 年 11 月美国 CPI 回落至 3.1%。我们预计美联储政策走向的变化, 更多受宏观经济增长以及潜在的金融风险影响, 对通胀的容忍度或将有所抬升。未来在美国经济不明显走弱的情况下, 长端利率进一步下行的空间较为有限。虽然当前国内名义利率低于美元利率, 但是实际利率则高于美国。2023 年 10 月以来因 CPI 快速回落, 美国实际利率明显回升。按照当前国内的政策目标, 即在保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配; 叠加促进物价低位回升, 保持物价在合理水平。未来随着物价的回升, 国内实际利率或有所收窄。

投资建议: 从本次货币政策委员会会议内容表述看, 和 2023 年三季度货币政策执行报告保持一致。我们预计未来政策方面更加注重效率的提升以及短期和长期的配合。展望 2024 年, 在内需回升以及财政政策的推动下, 预计企业端和居民端的投资和消费将逐步活跃, 宏观经济总体呈现复苏格局, 叠加各类债务问题的逐步缓解, 银行业的资产质量或整体保持稳健。盈利方面, 行业整体处于业绩触底阶段, 随着重定价因素的逐步消退, 需求端的回升或带动贷款端收益率逐步企稳, 叠加存款端成本率的稳中下行, 净息差有望筑底。另外, 我国经济已由高速增长阶段转入高质量发展阶段, 信贷增速本身需要适配经济增长逐步提质换档。当前资金存量远大于每年的增量, 盘活低效占用的金融资源, 提高资金的使用效率, 也将成为未来的重点关注方向。

风险因素: 宏观经济下行, 企业偿债能力超预期下降, 对银行的资产质量造成较大影响; 宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响; 监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

存款端利率再次下调
关注贷款质效提升
新模式 新发展

分析师:

执业证书编号:
电话:
邮箱:

郭懿

S0270518040001
01056508506
guoyi@wlzq.com.cn

正文目录

1 政策的总基调是稳健的货币政策要灵活适度、精准有效.....	3
2 推动企业融资和居民信贷成本稳中有降.....	3
3 投资建议.....	4
4 风险提示.....	5

1 政策的总基调是稳健的货币政策要灵活适度、精准有效

政策的总基调是稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。会议强调，精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期和跨周期调节。预计后续政策方面更加注重效率的提升以及短期和长期的配合。

信用投放方面，投放节奏上为引导信贷合理增长，均衡投放，与此前的三季度中国货币政策执行报告表述一致，强调均衡。而投向结构上关注科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”，实施好存续结构性货币政策工具，落实好再贷款再贴现额度，继续加大对普惠金融、绿色转型、科技创新、数字经济、基础设施建设等支持力度。因城施策精准实施差异化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加大对保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造的金融支持力度，推动加快构建房地产发展新模式。此外，积极盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率。

2 推动企业融资和居民信贷成本稳中有降

利率政策方面，强调完善市场化利率形成和传导机制，发挥央行政策利率引导作用，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。另外，政策表示，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。物价方面，促进物价低位回升，保持物价在合理水平。

近期美联储降息预期持续发酵，十年期美债利率最低下探至3.79%。当前美国联邦基金利率目标区间为5.25%-5.5%，市场预期2024年3月开启降息的概率快速升温。截至2023年11月美国CPI已经回落至3.1%。我们预计美联储政策走向的变化，更多受宏观经济增长以及潜在金融风险影响，对通胀的容忍度或将有所抬升。未来在美国经济不明显走弱的情况下，长端利率进一步下行的空间较为有限。

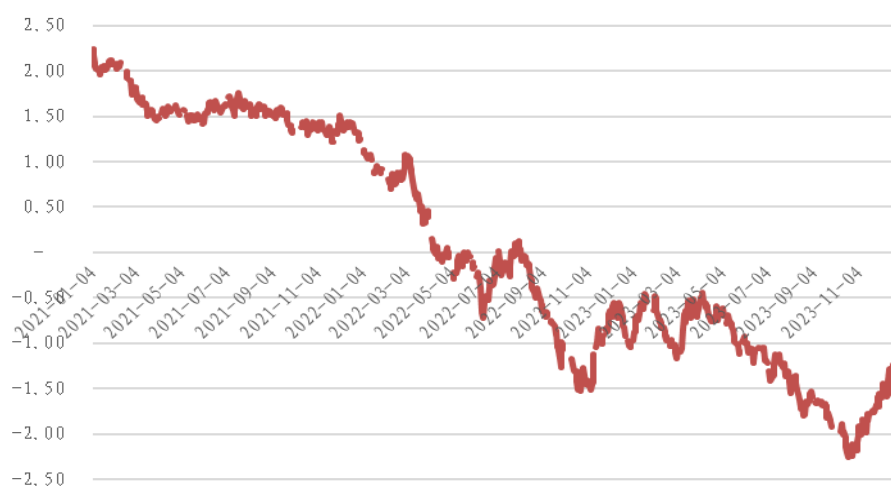
图表1: 10年期美债利率(单位: %)



资料来源：美国财政部，万得资讯，万联证券研究所

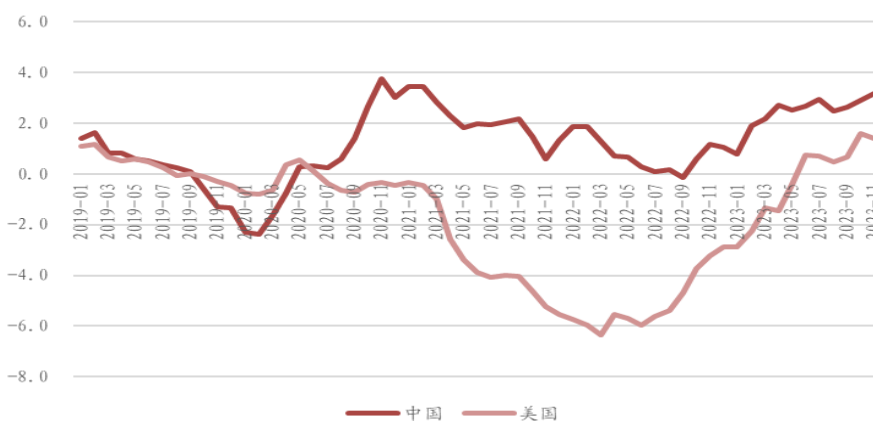
虽然国内名义利率低于美元利率，但是实际利率则高于美国。2023年10月以来因CPI快速回落，美国实际利率明显回升。2022年以来，中美经济周期和货币周期出现了明显的错位。美联储连续快速加息，带动国债收益率持续走高。而国内通过降低实体经济利率水平，助力宏观经济回暖。不过受内外价差导致的汇率波动因素的影响，对国内的货币政策形成了制约。未来随着物价的回升，国内实际利率或有所收窄。

图表2: 中美 10 年期国债利差 (单位: %)



资料来源：中债估值中心，美国财政部，万得资讯，万联证券研究所

图表3: 中美实际利率对比 (单位: %)



资料来源：中债估值中心，美国财政部，万得资讯，万联证券研究所

3 投资建议

从本次货币政策委员会会议内容表述看，和2023年三季度货币政策执行报告保

持一致。我们预计未来政策方面更加注重效率的提升以及短期和长期的配合。展望2024年，在内需回升以及财政政策的推动下，预计企业端和居民端的投资和消费将逐步活跃，宏观经济总体呈现复苏格局，叠加各类债务问题的逐步缓解，银行业的资产质量或整体保持稳健。盈利方面，行业整体处于业绩触底阶段，随着重定价因素的逐步消退，需求端的回升或带动贷款端收益率逐步企稳，叠加存款端成本率的稳中下行，净息差有望筑底。

另外，我国经济已由高速增长阶段转入高质量发展阶段，信贷增速本身需要适配经济增长逐步提质换档。当前资金存量远大于每年的增量，并且存量贷款形成的企业资产、派生的货币资金，仍持续在经济循环中发挥作用。盘活低效占用的金融资源，提高资金的使用效率，也将成为未来的重点关注方向。

4 风险提示

宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳福田区深南大道2007号金地中心
广州天河区珠江东路11号高德置地广场