

重视资金使用效率的提升

——银行业跟踪报告

强于大市 (维持)

2024 年 01 月 23 日

投资要点:

短期政策端关注资金使用效率的提升:《中国货币政策执行报告 2023 年第三季度》报告中对信贷增长的表述,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,短期信贷增长出现一些波动,要避免对单月增量等高频数据的过度解读。关于信贷投放节奏问题,在满足实体经济有效融资需求,着力加强贷款均衡投放,统筹衔接好年末年初信贷工作,适度平滑信贷波动,增强信贷总量增长的稳定性和可持续性,预计整个信贷投放将更加平稳均衡。此外,我国人民币贷款余额超过 230 万亿元,每年新增 20 万亿元左右。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,虽然不会体现为贷款增量,但同样能为经济高质量发展注入新动力。按照上述要求,结合 2023 年四季度以来的政策实施情况,价格方面的调整,包括存款挂牌利率的下调,以及数量上的宽松,如结构性货币政策的宽松,包括 PSL 的投放等,均在不同程度上起到了“降息”的作用。

广谱利率整体保持下行,汇率约束仍存:2022 年初以来,国内广谱利率普遍下行。主要体现为,长端利率下行幅度大于短端,市场利率下行幅度高于政策利率。短端利率的下行幅度相对较低。另外,受内外利率价差对汇率的影响,国内政策利率可操作的空间也相对较低,我们预计这种约束或要到美联储明确实施降息之后才会逐步解除。

投资建议:回顾过去两年政策利率调降前的市场表现,短端反映市场资金供求情况的指标,如票据利率以及 DR007 等,这些利率的运行中枢会低于 7 天逆回购利率。另外,1 月以来,票据利率略有回升,或与 PSL 投放后拉动信贷增长有关。展望 2024 年,我们预计内需回升,叠加财政政策持续加码,包括一万亿国债推升基建投资,以及财政向民生领域的倾斜预期,综合来看经济将呈现复苏格局。通胀方面,除了翘尾因素外,需求端的增长也将支持物价的回暖。为了配合财政政策落地,货币政策方面或将保持宽松态势,通过降准释放流动性,以及结构性政策的阶段性配合。财政扩张以及各类债务问题的逐步化解,融资环境有望改善叠加实际利率收窄等因素的影响,降息仍有一定空间。

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

政府债继续推升社融增速

新发短期限产品占比基本保持上升态势

政策强调精准有效 关注实际利率变动

分析师:

郭懿

执业证书编号:

S0270518040001

电话:

01056508506

邮箱:

guoyi@wlzq.com.cn

正文目录

1 短期政策端关注资金使用效率的提升.....	3
2 广谱利率整体保持下行 汇率约束仍存.....	3
3 投资建议.....	4
4 风险提示.....	5
图表 1: 广谱利率下行幅度 (单位: %)	3
图表 2: 中美 10 年期国债利差 (单位: %)	4
图表 3: 中美实际利率对比 (单位: %)	4
图表 4: 短端利率走势对比 (单位: %)	4

1 短期政策端关注资金使用效率的提升

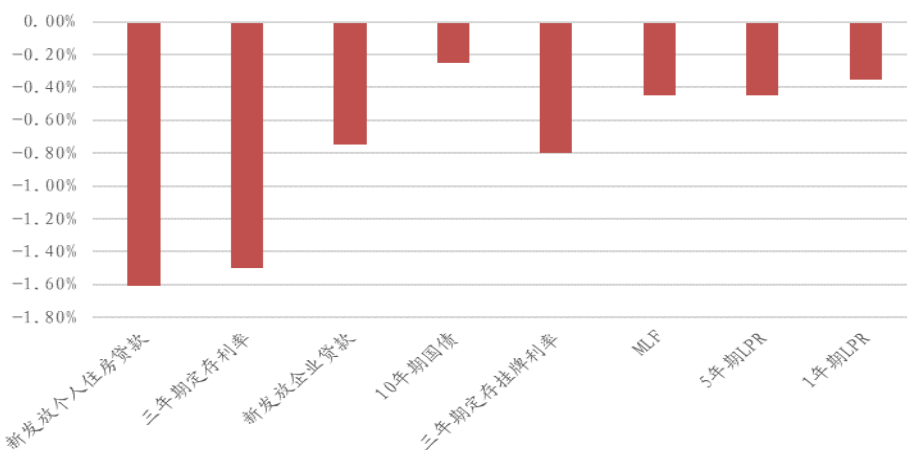
《中国货币政策执行报告2023年第三季度》报告中对信贷增长的表述，我国经济已由高速增长阶段转入高质量发展阶段，信贷增速本身需要适配经济增长逐步提质换挡，短期信贷增长出现一些波动，要避免对单月增量等高频数据的过度解读。关于信贷投放节奏问题，在满足实体经济有效融资需求，着力加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性，预计整个信贷投放将更加平稳均衡。此外，我国人民币贷款余额超过230万亿元，每年新增20万亿元左右。资金存量远大于每年的增量，并且存量贷款形成的企业资产、派生的货币资金，仍持续在经济循环中发挥作用。盘活低效占用的金融资源，提高资金的使用效率，虽然不会体现为贷款增量，但同样能为经济高质量发展注入新动力。

按照上述要求，结合2023年四季度以来的政策实施情况，价格方面的调整，包括存款挂牌利率的下调，以及数量上的宽松，如结构性货币政策的宽松，包括PSL的投放等，均在不同程度上起到了“降息”的作用。

2 广谱利率整体保持下行 汇率约束仍存

2022年初以来，国内广谱利率普遍下行。主要体现为，长端利率下行幅度大于短端，市场利率下行幅度高于政策利率。另外，受内外利率价差对汇率的影响，国内政策利率可操作的空间也相对较低，我们预计这种约束或要到美联储明确实施降息之后才会逐步解除。

图表1: 广谱利率下行幅度(单位: %)



资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

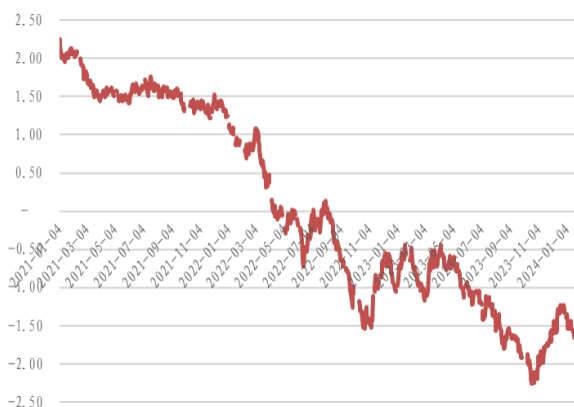
注: 时间周期为2022年-2023年末; 3年期定存利率下行幅度按照是行业整体预估值

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。

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。从这一环节看，未来国内政策利率调整的空间或较为有限。

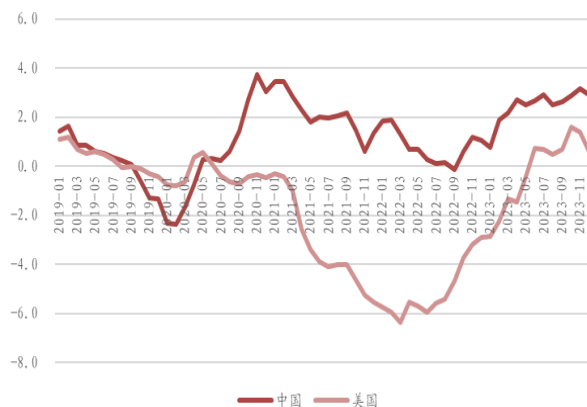
虽然国内名义利率低于美元利率，但是实际利率则高于美国。2023年10月以来因CPI快速回落，美国实际利率明显回升。2022年以来，中美经济周期和货币周期出现了明显的错位。美联储连续快速加息，带动国债收益率持续走高。而国内通过降低实体经济利率水平，助力宏观经济回暖。不过受内外价差导致的汇率波动因素的影响，对国内的货币政策形成了制约。未来随着物价的回升，国内实际利率或有所收窄。

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: %)

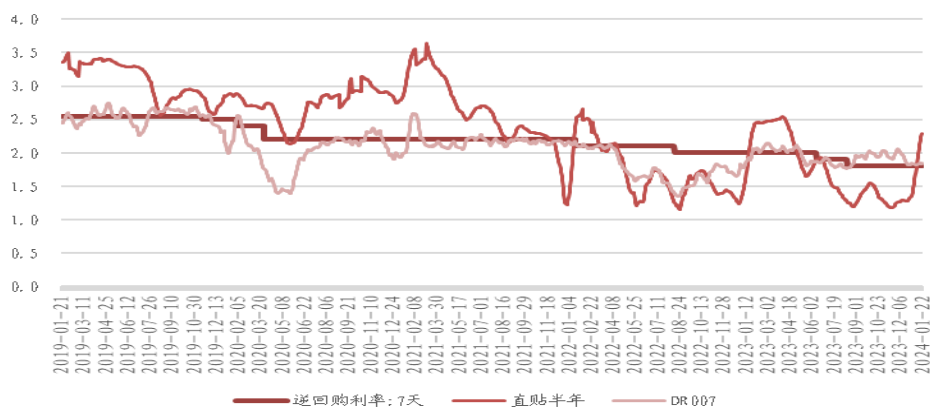


资料来源: 中债估值中心, 美国财政部, 万得资讯, 万联证券研究所

3 投资建议

回顾过去两年政策利率调降前的市场表现，短端反映市场资金供求情况的指标，如票据利率以及DR007等，这些利率的运行中枢会低于7天逆回购利率。另外，1月以来，票据利率略有回升，或与PSL投放后拉动信贷增长有关。

图表4: 短端利率走势对比 (单位: %)



资料来源：央行，普兰金服，中国货币网，万得资讯，万联证券研究所

展望2024年，我们预计内需回升，叠加财政政策持续加码，包括一万亿国债推升基建投资，以及财政向民生领域的倾斜预期，综合来看经济将呈现复苏格局。通胀方面，除了翘尾因素外，需求端的增长也将支持物价的回暖。为了配合财政政策落地，货币政策方面或将保持宽松态势，通过降准释放流动性，以及结构性政策的阶段性配合。财政扩张以及各类债务问题的逐步化解，融资环境有望改善叠加实际利率收窄等因素的影响，降息仍有一定空间。

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