

银行

2024年02月18日

把握信贷供需新特点，关注优质区域行

——2月银行业投资策略

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（联系人）

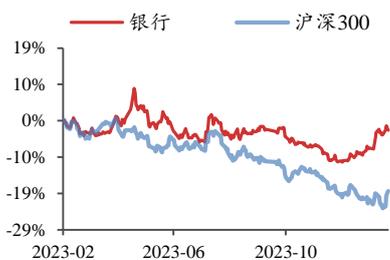
liuchengxiang@kysec.cn

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790123060009

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《多重约束下的理财增长：缩久期、稳收益、拓渠道——2023年银行理财回顾》-2024.2.8

《政策接续发力，息差压力缓解——0124国新办发布会点评》-2024.1.25

《第三方穿透后，基金销售和资产配置的策略——行业深度报告》-2024.1.19

● 资金活化程度提升，社融总量延续恢复势头

社融-M2 增速差重回正区间，企业和财政存款增势较好。春节错位效应下 M1 增速大幅回升，M2-M1 剪刀差降至 2021 年 5 月以来最低、社融-M2 增速差时隔 21 个月重回正区间。1 月人民币存款当月新增 5.48 万亿元，主要由企业+财政存款带动。居民存款增长放缓，或受春节前消费、高基数、理财规模增长等影响。社融总量延续恢复势头，企业债券和未贴现银票贡献较大。2024 年 1 月社融新增 6.5 万亿元，同比多增 5061 亿元，延续恢复势头。结构上：(1) 1 月信用债收益率大幅下降，推升企业发债需求；(2) 表外未贴现银票、信托贷款同比多增，反映银行表内通过票据冲贷款的动机较弱，印证一般性贷款需求较强；(3) 贷款增长规模较高，但在高基数效应下同比略少增，增长绝对值不弱。

● 1 月信贷“开门红”超预期，对公和零售均有亮点

2024 年 1 月人民币贷款（金融数据）新增 4.92 万亿元，同比多增 200 亿元，高于市场预期，结构上居民中长贷拉动明显。(1) 企业：对公贷款单月增长绝对值并不弱，为 2012 年至今同期次高，高基数效应下同比少增；(2) 居民：短贷和中长贷均同比多增，或与春节错位效应和房地产优化政策有关。

对公贷款需求为何较高？一是市场需求自发回暖：1 月制造业景气度提高推动对公融资需求回暖；二是政策催化：万亿国债、PSL 落地，有望撬动贷款需求放量；存款挂牌利率调降叠加降准，带动社会综合融资成本稳中有降。

居民贷款为何同比多增？一方面由于正值寒假与春节前夕，消费带动的贷款需求相对旺盛，推动居民短贷回暖；另一方面，近期多个城市重启房票安置政策、降低购房门槛，对购房需求有一定刺激作用，居民中长贷需求改善。

“开门红”信贷成色仍需关注 2-3 月金融数据。我们认为 1 月超预期“开门红”主要受益于春节错位效应，以及银行考虑到后续 LPR 下降带来的新发利率走低，通常在开年加大信贷投放。信贷景气度的持续性还需关注 2-3 月金融数据加以判断。投向上，预计以基建、制造业、房地产三大工程等政策支持领域为主。

● 通过货币政策思路新变化，展望全年信贷

货币政策思路“新”变化：(1) 将社融摆在货币供应量之前，促经济诉求更强；(2) 强调加强政策协调配合；(3) 首次提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”；(4) 提出“要减少对月度货币信贷高频数据的过度关注”。

全年信贷供需“新”特点：监管继续鼓励“节奏平稳”，提出以加大核销、提升直接融资占比等盘活存量。考虑到 2023 年 2 月、3 月新增贷款基数较高，预计 2024Q1 贷款同比略少增，但绝对规模较高；银行“开门红”有望实现量价平衡。

利率自律机制“新”要求：(1) 加强对 LPR 报价的监督管理和考核评估，提高报价质量；(2) 督促银行持续健全存贷款利率定价机制，坚持风险定价原则；(3) 建立健全自律约谈和通报机制，提升利率自律的严肃性和权威性。

● 投资建议：重点关注优质区域行和红利策略股份行

2024 年 1 月社融增量超预期、结构显著改善，一般性贷款景气度较高，银行实现量价平衡具备更多现实支撑。更加看好：(1) 优质区域性银行估值修复，受益标的有苏州银行、成都银行、常熟银行、江苏银行、瑞丰银行等；(2) 低估值+高股息的股份行配置逻辑，受益标的有中信银行、光大银行等。

● 风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

目 录

1、 1月信贷“开门红”总量超预期，结构有所改善	3
1.1、 资金活化程度提升，社融-M2增速重回正区间	3
1.1.1、 M2-M1剪刀差降至2021-05以来最低	3
1.1.2、 社融总量延续恢复势头，结构呈现新特点	4
1.2、 贷款总量超预期，结构上对公和零售均有亮点	6
1.2.1、 企业：高基数下绝对增长规模较高	6
1.2.2、 居民：短贷和中长贷均同比多增	7
2、 通过货币政策思路新变化展望全年信贷	8
2.1、 货币政策思路“新”变化：政策合力、债贷关系	8
2.2、 全年信贷供需“新”特点：平衡增量、盘活存量	8
2.2.1、 增量：提升直接融资占比	9
2.2.2、 存量：加大不良贷款核销	9
2.2.3、 信贷成色仍需关注2月和3月金融数据	10
2.3、 利率自律机制“新”要求：风险定价、健全机制	11
3、 投资建议：重点关注优质区域行和红利策略股份行	11
4、 风险提示	12

图表目录

图 1： M2-M1剪刀差明显缩窄，资金活化程度明显增强	3
图 2： 社融-M2增速差时隔21个月再次转正（上一次为2022-03）	3
图 3： 2024-01企业存款和财政存款同比多增，而居民存款同比少增（亿元）	4
图 4： 2024-01理财规模降幅小于2023年同期（亿元）	4
图 5： 2024-01社融同比增量主要由企业债券、未贴现银票贡献（亿元）	5
图 6： 2024-01对公贷款新增规模为2012年至今同期次高（2023-01最高，亿元）	6
图 7： 1月企业短贷、中长贷均同比少增（亿元）	6
图 8： 2024-01企业短贷和中长贷新增规模也均为2012年至今同期次高（2023-01最高，亿元）	6
图 9： 2024-01PMI新订单和新出口订单均环比改善	7
图 10： 2023-12至2024-01共新增5000亿元PSL落地	7
图 11： 2024-01居民短贷、中长贷同比均多增（亿元）	7
图 12： 2024-01居民短贷为2012年至今同期最高值，居民中长贷低于2019-2022年平均水平（亿元）	7
图 13： 12月新发贷款利率首次低于4%，降至历史最低水平	9
图 14： 社融存量中的贷款核销同比增速总体下降	10
图 15： 2023年末制造业中长贷、高技术制造业中长贷同比高增	10
表 1： 2023Q4货币政策执行报告强调政策协调配合、盘活信贷存量	8
表 2： 受益标的估值表	12

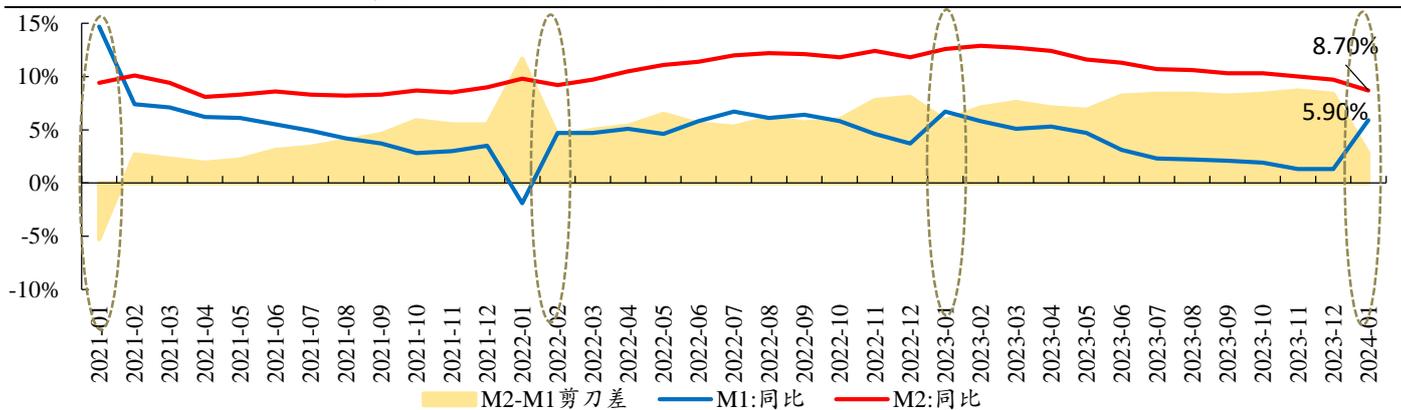
1、1月信贷“开门红”总量超预期，结构有所改善

1.1、资金活化程度提升，社融-M2增速重回正区间

1.1.1、M2-M1剪刀差降至2021-05以来最低

M2-M1剪刀差缩窄，主要由于春节错位效应下M1增速大幅回升。2024年1月M1、M2同比增速分别为5.9%、8.7%，增速环比“一升一降”，且M1增速上升的幅度显著高于M2增速的降幅。2021-2023年1月M1增速也均出现单月大幅回升的现象，或与春节前居民取现、企业资金活化程度提升有关。M2-M1剪刀差降至2.8pct，为2021年5月以来最低水平，资金活化程度明显增强。

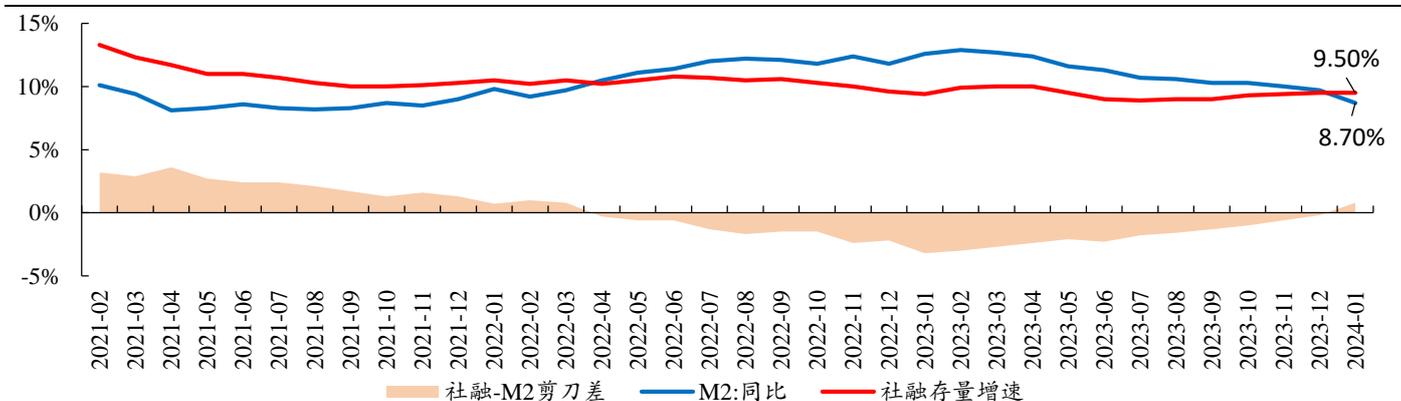
图1：M2-M1剪刀差明显缩窄，资金活化程度明显增强



数据来源：Wind、开源证券研究所

社融-M2增速差时隔21个月重回正区间。2022年4月开始，社融-M2增速差进入了长达21个月的负区间，反映的是资金进入实体的传导路径部分受阻。2024年1月，社融存量增速环比持平情况下，社融-M2增速差重回正区间，主要由于M2增速显著下降（环比下降1pct），我们认为春节错位效应较为明显——春节前的财政支出小高峰会推升M2增速，而由于2023年春节在1月，导致当月M2基数较高，故2024年1月M2同比增速显得较低。相似的情形发生在2021年，当年春节也是在2月，而2020年春节在1月，故财政支出小高峰同样从1月错位到2月，造成2021年1月M2增速短暂下降后于2月再次回升的现象。

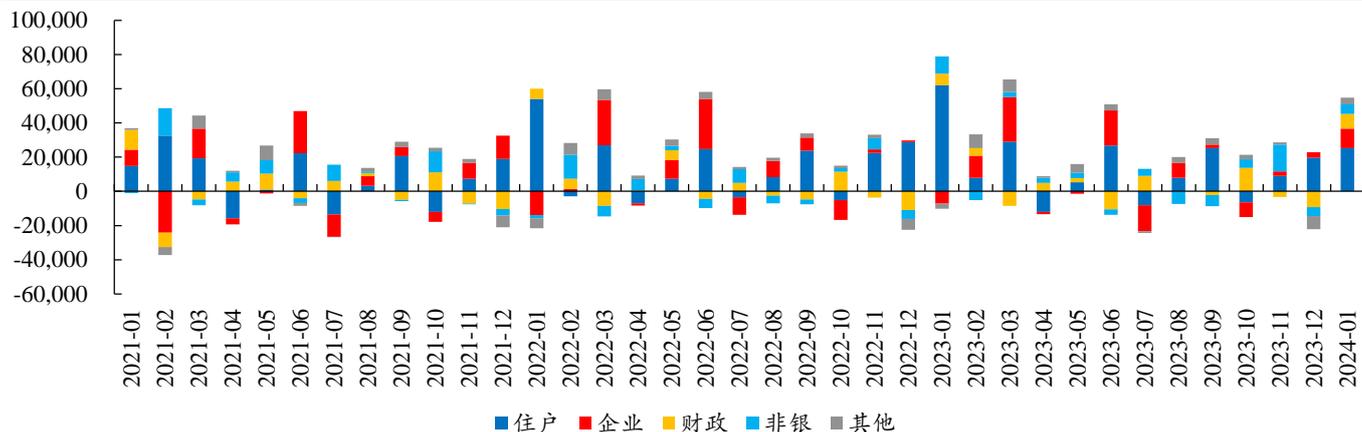
图2：社融-M2增速差时隔21个月再次转正（上一次为2022-03）



数据来源：Wind、开源证券研究所

存款呈现“企业+财政强、居民弱”局面。2024年1月人民币存款当月新增5.48万亿元，同比少增1.39万亿元，结构上主要由企业存款+财政存款带动（同比分别多增1.86万亿元、0.18万亿元），PSL投放、万亿国债全部下达完毕，租赁住房贷款支持计划试点贷款渐次落地，稳增长政策组合拳有效带动企业活期存款增加。居民端存款增长较为乏力，1月同比少增3.67万亿元，一方面受春节前消费需求旺盛的影响，另一方面受上年同期高基数影响。

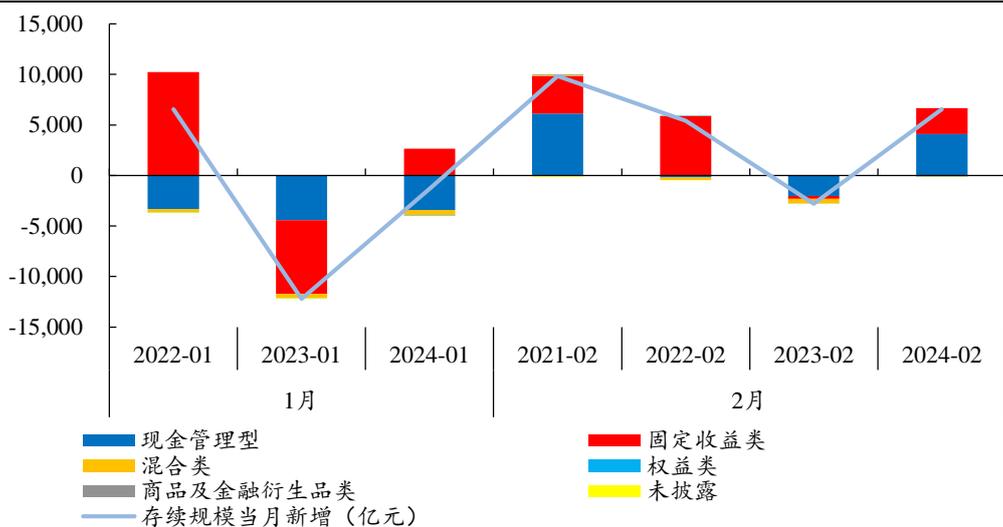
图3：2024-01 企业存款和财政存款同比多增，而居民存款同比少增（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

存款“冲量”或也受到理财规模增长的扰动。2024年1月理财存续规模单月仅下降1315亿元，较上年同期降幅明显下降（2023年1月单月下降1.22万亿元），主要是非现金管理类的固收类产品规模逆势上升，2022年底的“赎回潮”影响或正在减弱。叠加2023年底新一轮存款挂牌利率下降，定期存款在年初集中“冲量”的力度正在减弱，或亦对M2增速下降有一定贡献。

图4：2024-01 理财规模降幅小于2023年同期（亿元）



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：2024-02 仅统计至 2024-02-11）

1.1.2、社融总量延续恢复势头，结构呈现新特点

社融同比增量贡献项：企业债券>未贴现银票>外币贷款>其他>信托贷款。

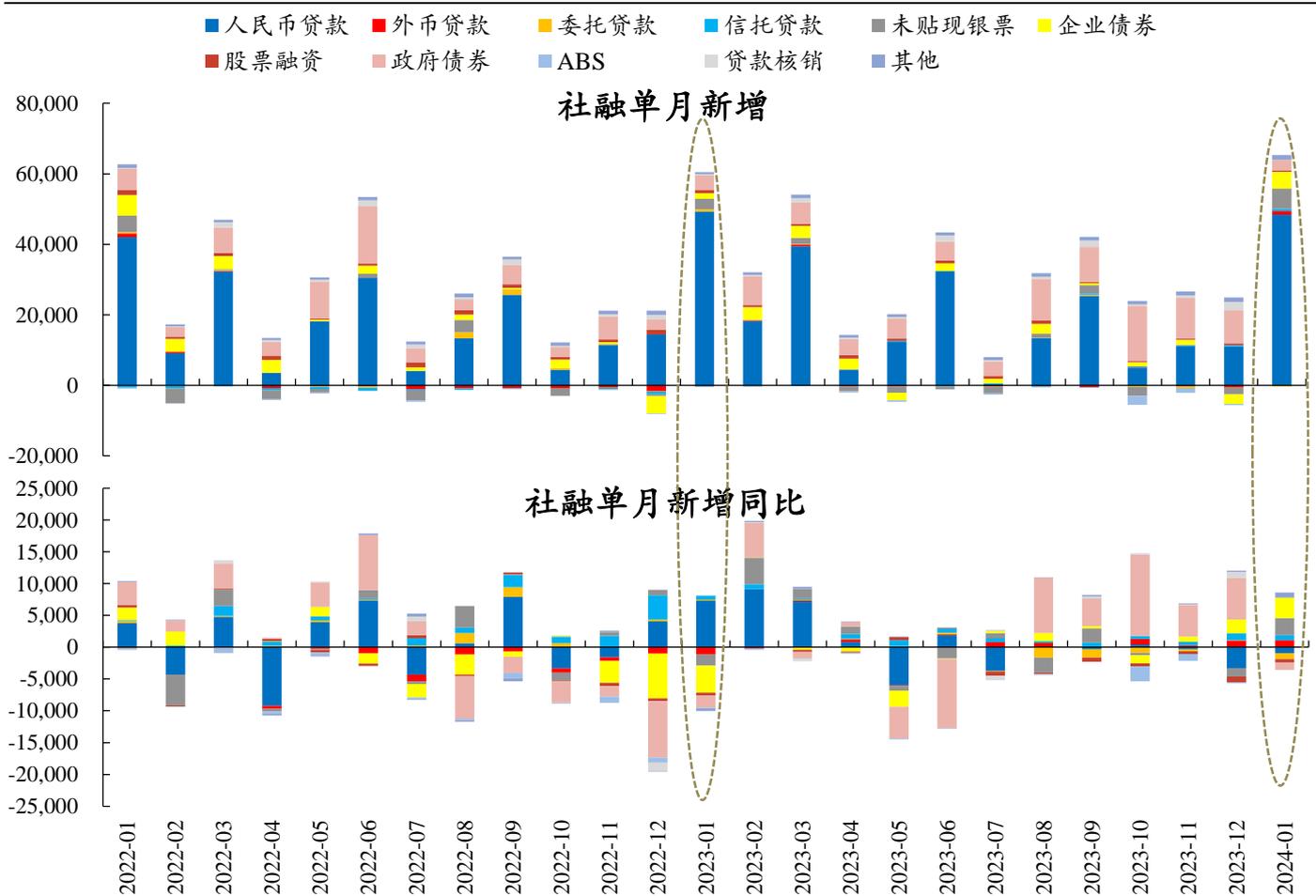
2024年1月社融新增6.5万亿元，社融总量超市场预期，同比多增5061亿元，存量增速为9.5%（环比持平），总量延续恢复势头。结构上具体呈现新特点：

直接融资三项的支撑项由“政府债券”变为“企业债券”。2024年1月直接融资三项合计新增8204亿元，同比多增1462亿元，其中企业债券是主要贡献项，同比显著多增3197亿元。资产端，1月信用债收益率大幅下降，推升企业发债需求；资金端，固收类理财产品1月同比多增，对信用债的承接作用较强。而政府债券在2023年下半年加码后节奏有所放缓，不再是社融主要的贡献项，股票融资仍受IPO持续放缓影响。

表外未贴现银票、信托贷款同比多增，印证一般性贷款需求较强。2024年1月表外三项合计新增6008亿元，同比多增2523亿元；其中信托贷款和未贴现银票增势较高，同比分别多增794亿元、2672亿元。信托贷款主要与基建配套贷款有关，而表外未贴现贷款同比多增，反映银行表内通过票据冲贷款的动机较弱，印证表内一般性贷款需求较强。

贷款增长规模较高，但在高基数效应下同比略少增。2024年1月人民币贷款（社融口径）当月新增4.84万亿元，同比少增914亿元，增长绝对值不弱但受到上年高基数影响；外币贷款当月新增989亿元，同比多1120亿元，或受商品服务出口和企业“出海”影响。

图5：2024-01社融同比增量主要由企业债券、未贴现银票贡献（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

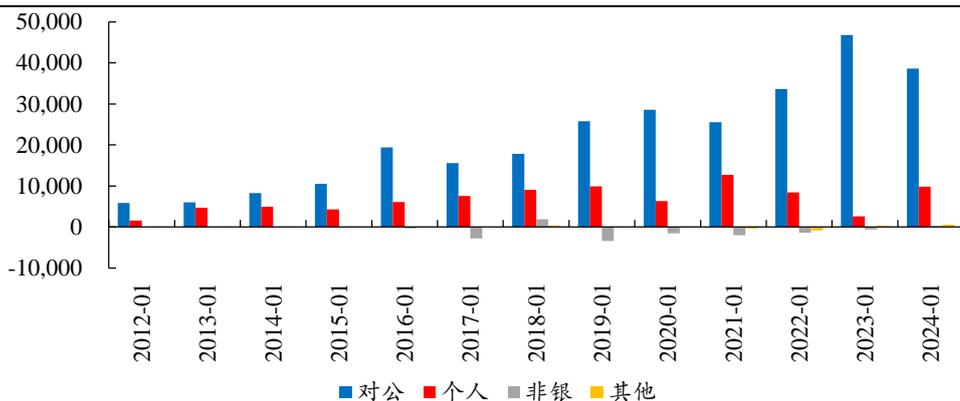
1.2、贷款总量超预期，结构上对公和零售均有亮点

2024年1月金融数据口径的人民币贷款新增4.92万亿元，高于市场预期（Wind一致预期均值为4.67万亿元），同比多增200亿元。结构上中长贷景气度较高，中长贷同比多增2141亿元，主要是居民部门和非银部门的拉动。

1.2.1、企业：高基数下绝对增长规模较高

对公贷款单月增长绝对值来看并不弱，高基数效应下同比少增。2024年1月对公贷款合计增加3.86万亿元，同比少增8200亿元，主要是由于2023年同期基数较高，为2012年至今同期最高水平，而2024年1月为次高，对公贷款需求不弱。

图6：2024-01对公贷款新增规模为2012年至今同期次高（2023-01最高，亿元）

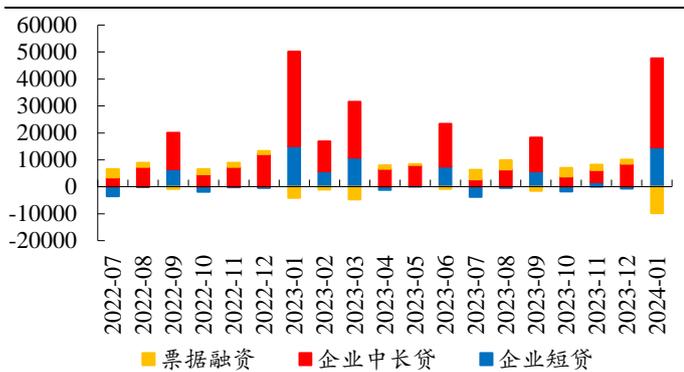


数据来源：Wind、开源证券研究所

企业短贷和中长贷当月新增规模均为2012年至今次高水平。企业短贷当月新增1.46万亿元，高基数影响下虽同比少增500亿元，但新增规模的绝对值为2012年至今同期次高水平，仅次于2023年同期水平。企业中长贷当月新增3.31万亿元，同比少增1900亿元，但绝对值为2012年至今次高水平，再考虑到2023年底监管多次鼓励平滑信贷节奏，部分银行已提前释放“开门红”额度，故1月企业中长贷景气度已是较高水平。

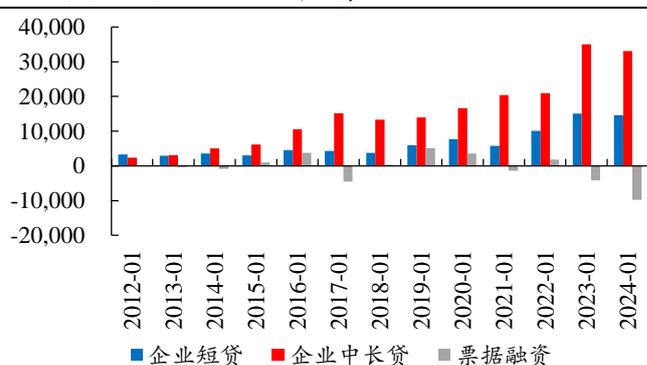
表内票据融资同比多减。当月减少9733亿元，同比多减5606亿元，在企业一般性信贷需求较高时，银行使用票据贴现实现贷款冲量的动机较弱。1月表内票据规模大幅减少，同时未贴现票据大幅同比多增，印证1月企业一般性贷款需求较强。

图7：1月企业短贷、中长贷均同比少增（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024-01企业短贷和中长贷新增规模也均为2012年至今同期次高（2023-01最高，亿元）



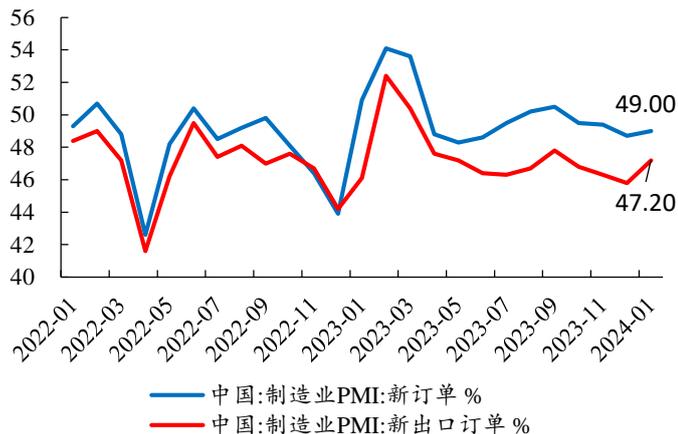
数据来源：Wind、开源证券研究所

对公贷款需求缘何较高？

一是市场需求自发回暖：1月制造业PMI指数新订单、新出口订单指数均环比回升，制造业景气度提高推动对公融资需求回暖；

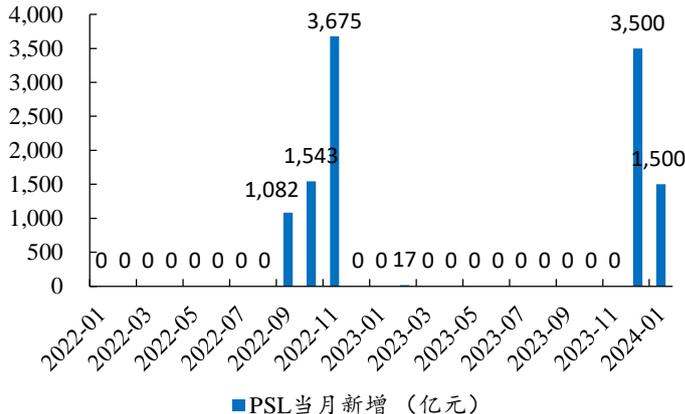
二是财政政策和货币政策的催化：财政政策方面，2023年1万亿国债已全部下达完毕，2023年底至2024年初合计5000亿元PSL落地，有望撬动基建和地产三大工程的需求放量。货币政策方面，存款挂牌利率调降叠加降准，促进银行负债成本下降，带动社会综合融资成本稳中有降，推动实体融资需求回暖。

图9：2024-01 PMI 新订单和新出口订单均环比改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2023-12至2024-01共新增5000亿元PSL落地

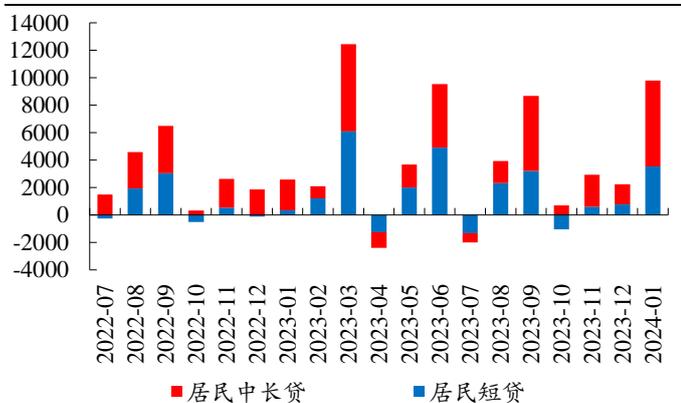


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、居民：短贷和中长贷均同比多增

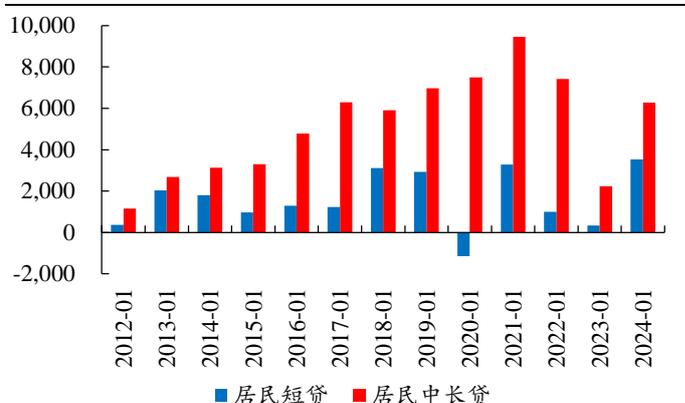
居民短贷和中长贷同比均多增，或与春节错位效应和房地产优化政策有关。短贷和中长贷同升，2024年1月居民短贷、中长贷分别同比多增3187亿元、4041亿元，一方面由于正值寒假与春节前夕，消费带动的贷款需求相对旺盛，推动居民短贷回暖；另一方面，近期多个城市重启房票安置政策、降低购房门槛，对购房需求有一定刺激作用，居民中长贷需求改善。

图11：2024-01居民短贷、中长贷同比均多增（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2024-01居民短贷为2012年至今同期最高值，居民中长贷低于2019-2022年平均水平（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、通过货币政策思路新变化展望全年信贷

2.1、货币政策思路“新”变化：政策合力、信贷关系

通过对比 2023Q3 和 2023Q4 货币政策执行报告,我们发现 Q4 出现几个新变化:

将社融摆在货币供应量之前,促经济诉求更强。Q4 新增“坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”的表述,明确了“进”和“立”在当前经济环境中的作用,对于经济增长的诉求更高,并且提出“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”,相比于 Q3 将社融摆在货币供应量之前,与 2023 年 12 月中央经济工作会议的提法一致。

强调加强政策协调配合,有望形成政策合力。Q4 新增“加强政策协调配合…增强宏观政策取向一致性”的表述,并提出“保障政府债券顺利发行”,央行将通过 OMO 等货币政策工具保障政府债券发行的流动性需求,且更加注重货币政策和财政政策的合力。

首次提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”。Q4 提出按照大力发展直接融资的要求,合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系,“继续推动公司信用类债券和金融债券市场发展”,2024 年 1 月 10Y 国债利率显著下行,公司信用债发行利率下降,融资成本下降;并提出“着力提升贷款使用效率,通过部分贷款到期回收后转投更高效的经营主体,”对于贷款的要求更加注重投放效率和质量。

提出“要减少对月度货币信贷高频数据的过度关注”。Q4 专栏一指出信贷具有季节性特征,经济回升向好需要信贷支持,但需要平抑不正当竞争、“冲时点”等不合理的信贷投放。叠加 2023 年底监管引导平滑信贷节奏,商业银行有望在 2024 年“开门红”实现量价平衡,贷款利率进一步下降的空间收窄。

表1: 2023Q4 货币政策执行报告强调政策协调配合、盘活信贷存量

	2023Q3	2023Q4
货币政策	稳健的货币政策要 精准有力 ,更加注重做好 跨周期和逆周期调节 ,充实货币政策工具箱,着力营造良好的货币金融环境。准确把握货币信贷供需规律和新特点, 加强货币供应总量和结构双重调节 。	稳健的货币政策要 灵活适度、精准有效 。 合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系 ,准确把握货币信贷供需规律和新特点, 引导信贷合理增长、均衡投放 。
政策目标	综合运用多种货币政策工具,保持流动性合理充裕,保持 货币供应量和社会融资规模增速 同名义经济增速基本匹配。	保持流动性合理充裕,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。
政策协调	进一步疏通货币政策传导机制 ,增强金融支持实体经济的稳定性,促进经济金融良性循环,保持物价水平合理稳定。	加强政策协调配合 ,有效支持促消费、稳投资、扩内需,保持物价在合理水平。
利率市场化	持续深化利率市场化改革,释放贷款市场报价利率改革红利,有效发挥存款利率市场化调整机制作用,维护好存贷款市场秩序, 进一步推动金融机构降低实际贷款利率 。	持续深化利率市场化改革,进一步完善贷款市场报价利率形成机制,发挥存款利率市场化调整机制作用, 促进社会综合融资成本稳中有降 。
结构性政策	结构性货币政策工具“ 聚焦重点、合理适度、有进有退 ”,落实好调增的再贷款再贴现额度,实施好存续工具, 优化资金供给结构 。	发挥好货币政策工具总量和结构双重功能。 支持采取债务重组等方式盘活信贷存量 ,提升存量贷款使用效率。坚持聚焦重点、合理适度、有进有退。

资料来源:中国人民银行、开源证券研究所

2.2、全年信贷供需“新”特点：平衡增量、盘活存量

我们曾在《1月银行业投资策略:看好银行开门红行情,关注股息红利策略》一文中提到,2024年“开门红”集中冲量的现象有望缓解,或更好实现“量价平衡”。事实上,2023Q4 货币政策执行报告“专栏一”提出“准确把握货币信贷供需规律和

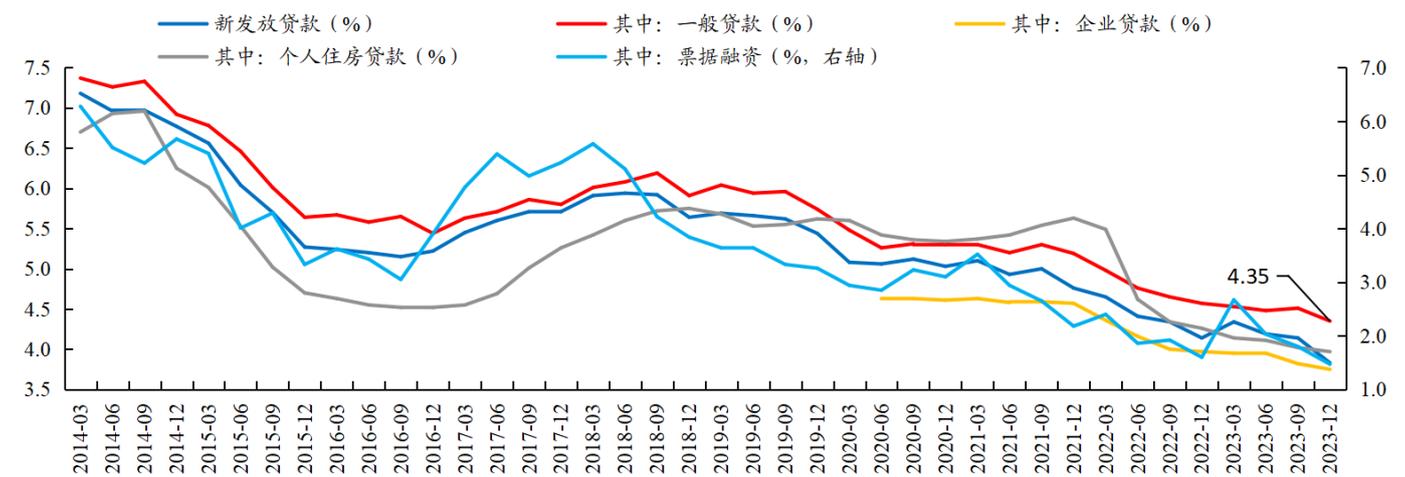
新特点”，继续鼓励“节奏平稳”，信贷投放更注重质效。由于房地产和地方融资平台贷款需求下降，因此更加注重盘活低效存量金融资源，如加大核销、提升直接融资占比等。

2.2.1、增量：提升直接融资占比

企业债券加速发行，已对贷款形成一定替代。2023Q4 货币政策执行报告提出“合理把握债券和信贷两个最大融资市场的关系”，将债券融资摆在和信贷同样重要的位置，明确提出提升直接融资占比。2024 年 1 月企业债券抓住利率下行窗口期加速发行，对贷款的替代效用在 2024 年 1 月社融结构中有所印证。未来新兴产业与直接融资模式更为适配，对贷款有望形成良性替代。故仅看信贷数据的月度波动具有一定局限性，需结合企业债券发行数据解读实体融资需求。

MPA 引导贷款节奏平稳，有助于实现量价平衡。2023Q4 货币政策执行报告指出“2023 年进一步优化 MPA 考核框架，引导金融机构适当平滑大小月信贷波动，保持信贷总量适度、节奏平稳”，MPA 的引导叠加债券对信贷的替代效应增强，信贷节奏的平滑有望更好实现“量价平衡”，新发贷款的利率逐渐企稳。特别是对于流动性压力不大的银行来说，通过平滑信贷节奏、拉长贷款久期等方式维持合理息差的可能性较大，也就是说 2024 年银行有望将盈利性摆在更靠前的位置。

图13：12月新发贷款利率首次低于4%，降至历史最低水平

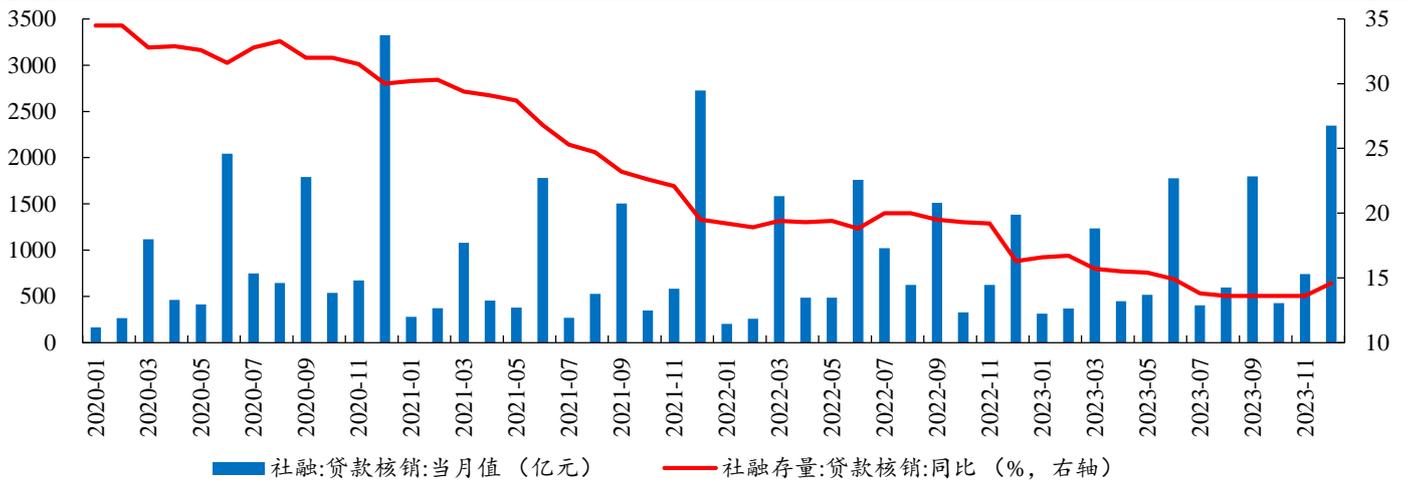


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.2、存量：加大不良贷款核销

核销的不良贷款仍对实体经济有支持作用，具有季节性波动。2023Q4 货币政策执行报告提出，通过加大不良贷款核销盘活低效存量。2018 年 7 月起，“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社融，贷款核销会导致银行信贷规模的减少，但是该部分资金已经流入实体经济且未收回，因此贷款核销也是社会融资的一部分。由于银行通常于季末尤其是年末集中进行贷款核销，有着显著的季节效应。

2020-2021 年核销力度加大，有助于银行夯实资产质量。2020-2021 年贷款核销增速一度高于 20%，其后增速放缓，2023 年 12 月为 14.6%。加大不良贷款核销，尽管会对贷款增长施加压力，但有助于维持商业银行稳健经营、轻装上阵，经过近几年的不良资产处置，银行业的资产质量进一步夯实，信贷质效提升。

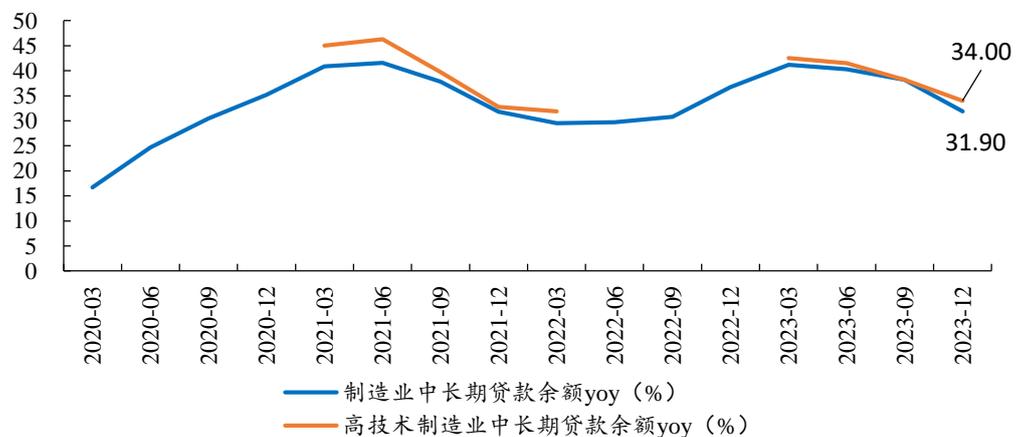
图14：社融存量中的贷款核销同比增速总体下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.3、信贷成色仍需关注 2 月和 3 月金融数据

1 月超预期“开门红” 受益于春节错位效应、银行预期管理，**还需关注 2-3 月数据**。我们认为 1 月社融和信贷超预期“开门红”，受春节错位效应的影响较大，同时含有银行一定的预期管理因素，通常来说银行考虑到后续 LPR 下调带来的新发利率走低，会倾向于在开年更为积极地投放信贷，从而出现“开门红”集中放量的现象。而全年信贷总量能否维持较高景气度，还需观察 2 月和 3 月的金融数据，特别是企业中长贷和居民中长贷的持续性。考虑到 2023 年 2 月、3 月新增贷款基数仍然较高，预计 Q1 贷款同比略有少增，但绝对规模或较高。“盘活存量”的政策导向下，信贷投放“质”先于“量”，有望实现量价平衡。

对公信贷投向上，基建和制造业仍为重点支持领域，房地产加强监测分析。2023 年下半年政府债加码发力，有望撬动配套的基建贷款；2023 年末制造业中长贷同比增长 31.90%，其中高技术制造业中长贷同比增长 34%，持续保持高增。2023Q4 货币政策执行报告将房地产列入重点领域，并提出“加强对房地产市场运行情况的监测分析”，表明对于房地产市场调整的关注。近期房地产白名单公布，配合房地产融资协调机制，一定程度上可以提振房地产市场。

图15：2023 年末制造业中长贷、高技术制造业中长贷同比高增


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、利率自律机制“新”要求：风险定价、健全机制

2023Q4 货币政策执行报告的专栏 2 “利率自律机制十年：市场化改革的重要保障”中，一方面肯定了利率自律机制运行的成效，2024 年 1 月央行调整了 LPR 报价行，从上期的 18 家增加为 20 家（新增中信银行和江苏银行），LPR 的代表性进一步增强；另一方面也对后续自律机制的发展指明方向，提出以下几点要求，或对银行资产负债摆布有一定的影响：

一是加强对 LPR 报价的监督管理和考核评估，提高报价质量。2022 年开始大范围下调存款挂牌利率，但从 2023 年的存款利率实际水平来看，存款成本下降效果较为分化，出现了部分银行不降反升的现象，也就是相较于 LPR 更为刚性的存款利率传导受阻。对此，我们认为存款利率或成为自律机制引导的重点，将更多存款品种纳入自律机制，为促进社会综合融资成本稳中有降提供有力支持。

二是督促银行持续健全存贷款利率定价机制，坚持风险定价原则。提出理顺两大关系——信贷市场和债券市场之间的利率关系、大银行和中小银行之间的利率关系，原则是“坚持风险定价”：

(1) 从信贷市场和债券市场来看，“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，两者在企业融资方面形成一定的替代效应，比如部分时期可能存在贷款价格相对较低的情况，贷款放量较快，从而对企业发债形成一定的挤出；而 2024 年 1 月企业信用债发行利率走低，贷款价格的优势缩窄，信用债发行加速。从监管的角度，信贷和债券“两条腿走路”，坚持风险定价，定价需充分体现风险因素，而不是一味降低利率来追求规模增长，更有利于形成稳健的融资市场；

(2) 从大银行和中小银行之间的关系来看，部分大银行在下沉领域打“价格战”，并未遵循“风险定价”，从而对中小银行的市场份额形成一定挤压。风险定价原则下，普惠小微等下沉领域的定价需体现风险因素，中小银行的普惠小微贷款放量有望回升；存款利率上，部分中小银行利用结构性存款、高息大额存单等产品揽储，变相拉高了存款利率，不利于全市场存款利率的下降，后续或为自律机制重点调整的领域。

三是建立健全自律约谈和通报机制，提升利率自律的严肃性和权威性。后续或完善利率自律机制组织架构，促进监管导向到自律机制的顺畅传导，提升存款利率下降、综合融资成本下降的实际质效。

3、投资建议：重点关注优质区域行和红利策略股份行

监管引导平滑信贷节奏的背景下，2024 年 1 月社融增量超预期，结构显著改善，企业债券、未贴现银票为较大支撑项，印证一般性贷款景气度较高，银行实现量价平衡具备更多现实支撑。更加看好：(1) 优质区域性银行估值修复，受益标的有苏州银行、成都银行、常熟银行、江苏银行、瑞丰银行等；(2) 低估值+高股息的股份行配置逻辑，受益标的有中信银行、光大银行等。

表2：受益标的估值表

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收同比增长(%)			归母净利润同比增长(%)			EPS			评级
		2024-02-09	2023E		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
601998.SH	中信银行	0.5	0.4	8.5	3.3	-2.6	3.0	11.6	7.9	9.6	1.3	1.3	1.5	买入
601818.SH	光大银行	0.4	0.3	7.7	-0.7	-0.1	4.0	3.2	2.5	5.5	0.8	0.8	0.8	增持
600919.SH	江苏银行	0.6	0.6	13.6	10.7	10.5	11.1	28.9	22.4	20.1	1.4	1.7	2.0	未评级
601838.SH	成都银行	0.8	0.7	13.8	13.1	9.9	12.0	28.2	19.9	17.2	2.5	3.2	3.7	未评级
002966.SZ	苏州银行	0.7	0.6	9.8	8.6	8.9	9.9	26.1	21.1	19.2	1.1	1.2	1.3	买入
601128.SH	常熟银行	0.8	0.7	10.6	15.1	12.7	13.7	25.4	21.0	19.4	0.9	1.2	1.4	未评级
601528.SH	瑞丰银行	0.6	0.6	8.1	6.5	8.8	13.3	20.2	16.2	16.5	1.0	0.9	1.1	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、除已覆盖的中信银行、光大银行和苏州银行外，其余标的均采用 Wind 一致预期；2、盈利预测及估值数据均基于 2024-02-09 收盘价；3、“ROE”为 2023 年前三季度未年化的加权平均 ROE）

4、风险提示

宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn