

2024年06月20日

超配

证券分析师

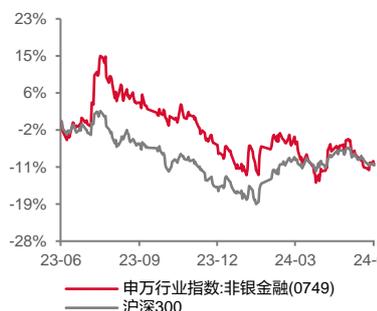
陶圣禹 S0630523100002
 tsy@longone.com.cn

证券分析师

王鸿行 S0630522050001
 whxing@longone.com.cn

证券分析师

李沛 S0630520070001
 lp@longone.com.cn



相关研究

- 1.关注陆家嘴论坛政策预期，把握非银板块阶段性行情——非银金融行业周报（20240610-20240616）
- 2.关注资本市场改革预期，把握资产负债改善下的保险配置机遇——非银金融行业周报（20240603-20240609）
- 3.严监管下券商并购进程提速，资产端弹性蕴含保险配置机遇——非银金融行业周报（20240527-20240602）

拥抱新质生产力，推动金融高质量发展

——2024陆家嘴论坛要点深度解读

投资要点:

- **事件:** 2024陆家嘴论坛于6月19日在上海召开，本次会议主题为“以金融高质量发展推动世界经济增长”，开幕式上各监管机构负责人对资本市场、货币市场、利率和汇率市场均就当下现状与长远发展做了主旨/主题演讲，我们条分缕析，探寻行业未来的发展机遇。
- **资本市场: 制度持续优化，拥抱新质生产力发展。** 近期在资本市场新“国九条”指引下的“1+N”监管体系正逐步搭建，强本强基、严监严管，全力以赴推动资本市场高质量发展已成为当下发展的主要方向。在积极主动拥抱新质生产力发展方面，要进一步丰富资本市场工具、产品和服务，提升服务覆盖面和精准度；同时引导中长期资金入市，壮大耐心资本；并且推出“科创板八条”，制度包容性提升，未来有望逐步向其他板块复制推广成功经验。在提升上市公司投资价值方面，要引导上市公司树立主动回报投资者意识，鼓励产业链上下游并购，也对中介机构提出了更高要求。在落实全过程投资者保护方面，一方面鼓励“吹哨人”举报，构建综合惩防体系，另一方面要更有力支持投资者获得赔偿救济。
- **信贷市场: 淡化总量信贷导向延续，着力疏通传导机制。** 今年以来，金融业增加值核算方式优化，促进信贷均衡投放、治理和防范资金空转、整顿手工补息等措施影响下，信贷投放明显放缓，对实体经济需求反映更加真实。本次陆家嘴论坛再次强调2023Q4以来淡化总量的信贷导向。考虑到监管层轻量重质的态度较为坚定，而需求侧仍面临结构性调整，年内银行信贷或进一步放缓。预计全年新增人民币贷款（社融口径）约19.15万亿元，社融增量约32.33万亿元，对应同比增速分别为8.54%与8.13%。贷款利率而言，在结构性政策及市场信贷需求端较弱影响下，贷款利率仍保持稳中有降，降幅大于同期政策利率与LPR，支持实体经济有效性成立，应在监管层合意范围内。
- **利率与汇率: 短端政策利率地位提升，国债二级市场交易纳入央行货币政策工具储备。** 央行仍于稳汇率、稳息差、稳经济等多重目标中博弈平衡。货币政策空间来看，央行将继续坚持支持性货币政策。但从美国硅谷银行启示来看，长端利率过快下行或催生商业银行资产负债期限错配风险，货币政策宽松应适度。汇率方面，当前海外货币政策仍未完全转鸽，外部约束下人民币汇率需防范超调风险。当前我国外汇逆周期管理工具箱仍然充足，中长期来看内外均衡下，中美利差有望收敛。跨境资金流动下，对人民币资产配置信号偏积极。
- **保险市场: 构筑多层次保障体系，深化风险减量。** 人身险业务来看，渠道端深化“报行合一”，产品端下调预定利率，降低费差损和利差损风险，构筑多层次社会保障体系；财产险业务来看，保费增长稳健但仍有较大渗透空间，行业已从风险等量管理转向风险减量服务，推动全社会治理效能逐步提升；资产端来看，强化资负联动，引导中长期资金入市，既满足新会计准则要求，也有利于改善投资者结构。此外，保险资金与新质生产力特性相契合，精准高效服务新质生产力也是对于当前长端利率低位震荡环境下的资产配置的重要补充。
- **金融开放: 支持上海国际金融中心迈向更高能级。** 论坛指出，当前我国金融市场国际化水平明显提升，金融机构和资本聚集效应持续凸显，金融服务实体能力大幅增强。在此基础上，我国将从四个方面主动对接高标准国际经贸规则，加大制度型开放力度，支持上海国际金融中心迈向更高能级。一是为吸引更多外资金融机构和长期资本来华展业兴业营造良好环境。二是加强对上海“五个中心”建设金融支持。三是推进更大区域范围内的高层次协同开放。四是上海金融资源集聚和辐射的连续性可持续性提供保障。
- **风险提示:** 资本市场改革不及预期，重点领域风险明显上升，区域经济明显转弱，美联储降息落地节奏不及预期，银行业资产负债期限匹配风险。

正文目录

1. 引言	4
2. 资本市场：制度持续优化，拥抱新质生产力发展	4
2.1. 积极主动拥抱新质生产力发展	5
2.1.1. 丰富资本市场工具箱，提升服务覆盖面和精准度	5
2.1.2. 壮大耐心资本，引导中长期资金入市	5
2.1.3. “科创板八条”出台，制度包容性提升	6
2.2. 提升上市公司投资价值	7
2.2.1. 提升信息透明度，树立主动回报投资者意识	7
2.2.2. 鼓励产业链上下游并购，中介机构专业能力提出更高要求	7
2.3. 落实全过程投资者保护	8
2.3.1. 鼓励“吹哨人”举报，构建综合惩防体系	8
2.3.2. 加强高频量化、场外衍生品监管	8
2.3.3. 更有力支持投资者获得赔偿救济	8
3. 信贷市场：淡化总量，疏通传导机制	9
3.1. 货币政策保持对实体经济支持性主基调	9
3.2. “轻量重质”信贷导向效果持续体现	10
3.3. 银行规模增速放缓，存款成本管控补齐短板	11
4. 利率及汇率市场：多重目标中博弈平衡	13
4.1. 中国货币政策立场及未来框架演进	13
4.2. 国债二级市场交易将逐步纳入货币政策工具箱	16
4.3. 内外均衡下汇率有望维持合理区间波动	17
5. 保险市场：构筑多层次保障体系，深化风险减量	19
5.1. 渠道+产品齐发力，构筑多层次社会保障体系	19
5.2. 深化风险减量，促进社会治理效能提升	20
5.3. 强化资负联动，精准高效服务新质生产力	20
6. 金融开放：支持上海国际金融中心迈向更高能级	21
7. 风险提示	21

图表目录

图 1 近五届陆家嘴论坛全体大会主题梳理	4
图 2 资本市场服务新质生产力发展示意图	5
图 3 股票和证券投资基金在保险资金运用中占比	6
图 4 “科创板八条”核心内容梳理	7
图 5 IPO 和再融资规模在逆周期调节前后的表现	8
图 6 现阶段我国社融与人民币贷款增速高于名义 GDP 增速	9
图 7 新发放贷款加权平均利率稳中有降	10
图 8 2024 年 1-5 月新增人民币贷款（社融口径）低于 2023 年同期	10
图 9 2024 年 2-4 月新增社会融资规模低于 2023 年同期	11
图 10 2024 年社融增量展望	11
图 11 2024 年社融与人民币贷款增速展望	12
图 12 2023 年 4-5 月，M1 连续两月环比下降，明显弱于季节性	12
图 13 2022 年下半年以来，上市银行公司类活期存款平均成本率逆势而上	13
图 14 中国央行政策利率走廊	14
图 15 中国利率传导机制	14
图 16 美联储政策利率走廊	15
图 17 欧央行政策利率走廊	15
图 18 1998 年特别国债：补充四大国有银行准备金	16
图 19 2007 年特别国债：注资中投公司	16
图 20 中国商业银行存款准备金率	17
图 21 中国央行持有国债规模	17
图 22 2015 年“8·11”汇改以来的三轮人民币汇率运行周期	18
图 23 外汇占款余额及房地产贷款余额	19
图 24 境外机构对中国债券持续九个月净增持	19
表 1 央行主要汇率管理工具最新使用情况	18
表 2 银保“报行合一”工作相关监管政策梳理	20

1.引言

2024 陆家嘴论坛于 6 月 19 日在上海召开，本次会议主题为“以金融高质量发展推动世界经济增长”，与近期“强监管、防风险、推动资本市场高质量发展”的监管指引相契合，与中央金融工作会议“五篇大文章”相呼应，同时以“推动世界经济增长”作为更高的目标定位。开幕式上各监管机构负责人对资本市场、货币市场、利率和汇率市场均就当下现状与长远发展做了主旨/主题演讲，我们条分缕析，探寻行业未来的发展机遇。

图1 近五届陆家嘴论坛全体大会主题梳理

年份	开幕式暨全体大会一	其余全体大会
2024 第十五届	以金融高质量发展推动世界经济增长	加强国际货币政策协调，应对全球经济复苏挑战 科技创新与资本市场高质量发展 绿色金融制度创新与市场激励 对标高标准经贸规则，推进金融高水平制度型开放 银发经济与养老金融 数字金融创新与治理 建设高质量普惠金融体系
2023 第十四届	全球金融开放与合作：引导经济复苏的新动力	自贸试验区功能提升与金融高水平改革开放 构建更好支持科技创新的金融服务体系 全球货币政策调整与金融风险防范 养老金融的机遇与责任 全球资产管理行业发展新趋势 构建支持“双碳”战略的绿色金融体系
2021 第十三届	全球大变局下的中国金融改革与开放	金融助力碳达峰、碳中和 全球抗疫背景下的经济合作与发展——伙伴城市专场·巴黎 “双循环”格局下人民币的新角色与全球资源配置 金融服务实体经济与科技创新发展 经济金融的数字化转型 金融助力“美好生活”：消费、医疗、养老与教育
2020 第十二届	上海国际金融中心 2020：新起点、新使命、新愿景	加强沪新金融合作——伙伴城市专场·新加坡 全球经济金融形势：增长、不确定性与开放合作 金融市场扩大开放与全球资产管理中心建设 人民币国际化展望 金融科技中心助力金融业高质量发展 金融司法环境与国际金融中心发展
2019 第十二届	加快国际金融中心建设，推动经济高质量发展	科创板、注册制——深化中国资本市场改革创新 加强中英金融合作——伙伴城市专场·伦敦金融城 支持民营企业与中小微企业发展——普惠金融主战场 全球经济增长新视野下的中国金融开放 完善金融治理体系，有效防控金融风险 城市、科技与金融 长三角区域一体化与自贸试验区新发展

资料来源：陆家嘴论坛官网，东海证券研究所

2.资本市场：制度持续优化，拥抱新质生产力发展

近期在资本市场新“国九条”指引下的“1+N”监管体系正逐步搭建，涵盖退市、现金分红、股份减持、程序化交易监管等制度安排相继出台，强本强基、严监严管，全力以赴推动资本市场高质量发展已成为当下发展的主要方向。此次会议上，证监会主席吴清就资本市场高质量发展做了主旨演讲，并就积极主动拥抱新质生产力发展、大力推动上市公司提升价值和坚持把保护投资者贯穿于资本市场制度建设和监管执法全过程等方面指明未来的工作重心。

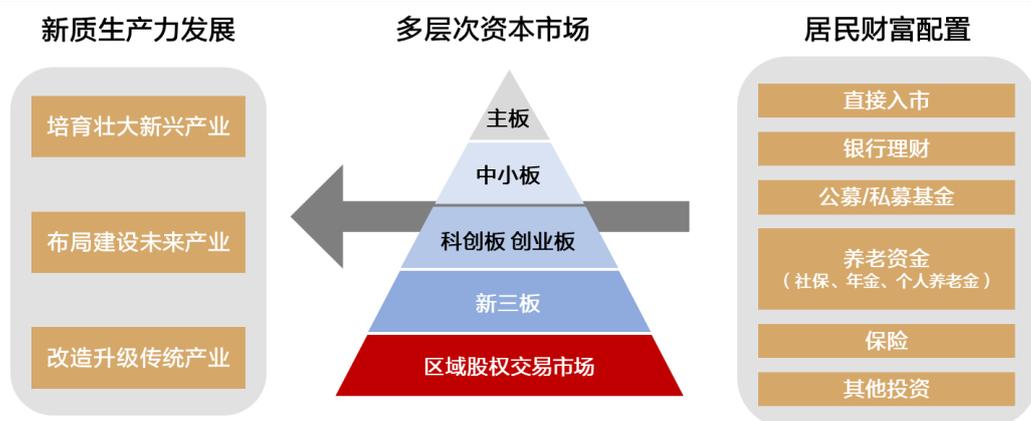
2.1.积极主动拥抱新质生产力发展

2.1.1.丰富资本市场工具箱，提升服务覆盖面和精准度

新质生产力提升市场活力，资本市场桥梁作用显著。代表新质生产力发展方向的优质企业，不仅是资本市场活力的重要源泉，也使投资者能够更充分地分享经济高质量发展带来的红利。资本市场作为连接居民财富与新质生产力的关键桥梁，在满足企业投融资、激励约束、公司治理等方面的业务需求中发挥着至关重要的作用，推动资源的优化配置和资本的有效流动。

丰富资本市场工具箱，提升服务覆盖面和精准度。过去的资本市场在服务企业方面存在一定局限性，业务模式较为单一，在培育壮大新兴产业、布局建设未来产业的时候，忽视了大量传统产业的改造提升需求。未来，深入研究相关企业的特点和发展规律，有针对性地丰富资本市场工具、产品和服务将成为主要工作。我们认为在“五篇大文章”的指引下，提供与新质生产力相匹配的业务支持将成为资本市场的主要发力点，以进一步提升服务覆盖面和精准度，推动新质生产力发展迈上新的台阶。

图2 资本市场服务新质生产力发展示意图



资料来源：陆家嘴论坛，东海证券研究所

2.1.2.壮大耐心资本，引导中长期资金入市

耐心资本与新质生产力特征相匹配，制度优化培育长期投资生态。科技创新是发展新质生产力的核心要素，科技创新企业通常具有高投入、长周期、经营不确定性大等特征，而坚持“长期主义”的耐心资本相应的具有资金大、久期长、收益稳健的特征，在本质上高度契合。监管明确要围绕创业投资、私募股权投资“募投管退”全链条优化支持政策，引导更好投早、投小、投硬科技，促进“科技-产业-金融”良性循环。我们认为制度层面的条件放宽有望显著提升市场吸引力，推动科技创新与耐心资本的深度融合，为经济高质量发展注入持久动力。

中长期资金占比提升，但较配置上限仍有差距，期待后续政策落地。早前资本市场新“国九条”已明确要完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。截至2023年末社保、公募、保险、年金等专业投资者持有A股市值占比已攀升至23%，较2019年初的19%有了显著增长，已然成为促进资本市场平稳健康发展的重要力量，但中长期资金入市力度整体仍较有限。以保险资金运用为例，2023年末其在股票和证券投资基金的投资占保险行业总资产仅11%左右，尽管再加上未上市股权等股权型资产，较45%的监管上限仍有较大提升空间。2023年对于偿付能力风险因子的调整、3年长周期考核的实施、支持保险资金开展长期股票投资的试点等，均有一定成效，后续仍进一步期待相关政策环境的优化，以及资本市场投资吸引力的提升。

图3 股票和证券投资基金在保险资金运用中占比



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.1.3. “科创板八条” 出台，制度包容性提升

科创板设立五周年以来，改革效应不断放大，在此基础上，证监会于6月19日发布《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》，以进一步提升对新产业新业态新技术的包容性，发挥资本市场功能，更好服务中国式现代化大局。我们归纳总结了“科创板八条”在板块定位、制度优化、严监管等方面细则，明确未来进一步深化改革的方向。

- 1) **板块定位**：强化板块“硬科技”定位，适应新质生产力相关企业投入大、周期长、研发及商业化不确定性高等特点，支持具有关键核心技术、市场潜力大、科创属性突出的优质未盈利科技型企业上市，提升制度包容性。
- 2) **制度优化**：发行承销制度方面，优化新股发行定价机制，上交所也相应将科创板新股定价试点统一执行3%的最高报价剔除比例，以进一步加大网下投资者报价约束、引导理性报价；股债融资制度方面，给予“硬科技”企业“绿色通道”，提高再融资审核效率，提升科创企业资金审核使用效率；股权激励制度方面，鼓励与投资者实现利益绑定，提高对核心团队、业务骨干等的激励精准性，推动公司、股东、员工收益的同向而行；并购重组方面，支持开展产业链上下游的并购整合、收购优质未盈利“硬科技”企业，以实现聚焦主业的做优做强。
- 3) **严监管**：一方面加强交易监管，促进科创板平稳运行；另一方面，强化上市公司全链条监管，以此促进投资者保护的切实落地。与此同时，推动优化科创板司法保障制度机制，支持上海金融法院、上海金融仲裁院试点创新，积极营造良好市场生态。

图4 “科创板八条”核心内容梳理

序号	要点	核心内容
1	强化科创板“硬科技”定位	严把入口关，优先支持新产业新业态新技术领域突破关键核心技术的“硬科技”企业在科创板上市。进一步完善科技型企业精准识别机制。支持优质未盈利科技型企业科创板上市。
2	开展深化发行承销制度试点	优化新股发行定价机制，试点调整适用新股定价高价剔除比例。完善科创板新股配售安排，提高有长期持股意愿的网下投资者配售比例。加强询价行为监管。
3	优化科创板上市公司股债融资制度	建立健全开展关键核心技术攻关的“硬科技”企业股债融资、并购重组“绿色通道”。探索建立“轻资产、高研发投入”认定标准。推动再融资储架发行试点案例率先在科创板落地。
4	更大力度支持并购重组	支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合。提高并购重组估值包容性，支持科创板上市公司收购优质未盈利“硬科技”企业。丰富并购重组支付工具，开展股份对价分期支付研究。支持科创板上市公司聚焦做优做强主业开展吸收合并。
5	完善股权激励制度	提高股权激励精准性，与投资者更好实现利益绑定。完善科创板上市公司股权激励实施程序，优化适用短线交易、窗口期等规定，研究优化股权激励预留权益的安排。
6	完善交易机制，防范市场风险	加强交易监管，研究优化科创板做市商机制、盘后交易机制。丰富科创板指数、ETF品类及ETF期权产品。
7	加强科创板上市公司全链条监管	从严打击科创板欺诈发行、财务造假等市场乱象，更加有效保护中小投资者合法权益。引导创始团队、核心技术骨干等自愿延长股份锁定期限。优化私募股权创投基金退出“反向挂钩”制度。严格执行退市制度。
8	积极营造良好市场生态	推动优化科创板司法保障制度机制。加强与地方政府、相关部委协作，常态化开展科创板上市公司走访，共同推动提升上市公司质量。深入实施“提质增效重回报”行动，加强投资者教育服务。

资料来源：证监会，东海证券研究所

2.2.提升上市公司投资价值

2.2.1.提升信息透明度，树立主动回报投资者意识

我们在资本市场新“国九条”相关解读中已表示，对发行阶段的严监严管在一定程度上降低了违法违规行为发生概率，但公开透明的市场环境仍需从内生出发，提升“关键少数”的主观能动性仍需政策的进一步发力。此次会议提出要进一步引导上市公司树立积极主动回报投资者的意识，加强与投资者沟通，提升信息透明度和治理规范性，与我们前期判断相契合。我们认为，通过以上举措，将有效促进上市公司形成以投资者为中心的经营理念，增强其市场竞争力和品牌价值，同时为投资者创造更加稳定和可预期的回报，实现资本市场与投资者利益的双赢。

2.2.2.鼓励产业链上下游并购，中介机构专业能力提出更高要求

鼓励产业链上下游并购，增强龙头企业核心竞争力。虽然在一二级市场逆周期调节下，IPO和再融资节奏放缓，但监管强调上市公司应发挥好并购重组主渠道作用，来增强其核心竞争力。监管明确下一步将持续优化并购制度规则，创造更好的政策环境，同时研究引入股份对价分期支付，为市场各方达成并购交易创造更好条件。我们认为并购重组政策落实将有利于各行业集中度提升，龙头企业竞争优势逐步凸显，推动产业资源高效整合和产业结构升级优化，最终推动资本市场和实体经济的良性增长。

并购重组业务需求升温，对中介机构提出更高要求。并购重组业务要求中介机构对并购企业自身业务发展和产业链上下游企业的研究分析具有一定的深度和广度，在市场需求逐步升温的背景下，对中介机构的业务能力也提出了更高的要求。我们认为中介机构在当好“看门人”的同时，更好发挥交易“撮合者”作用，通过更优质、更专业的服务，支持上市公司在推动产业创新的过程中做强主业、补链强链，头部券商的竞争优势有望逐步凸显。

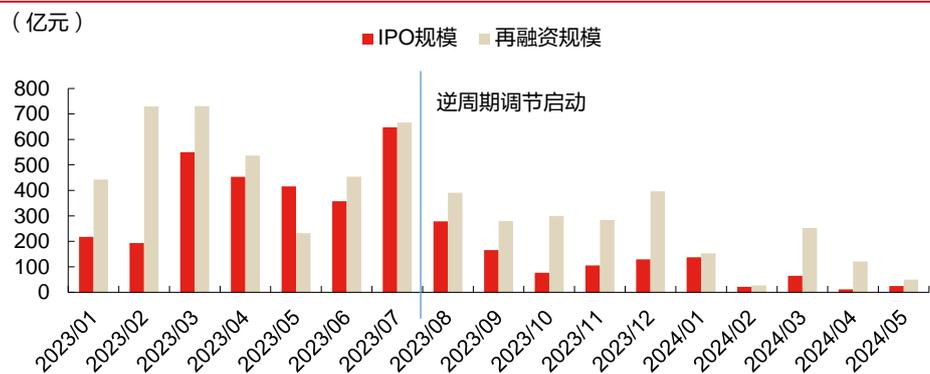
2.3. 落实全过程投资者保护

2.3.1. 鼓励“吹哨人”举报，构建综合惩防体系

鼓励“吹哨人”举报，压实“看门人”职责。自资本市场新“国九条”推出以来，压实发行人“关键少数”第一责任、中介机构“看门人”责任、交易所审核主体责任已成为监管的主要方向，2023 全年证监会查办证券期货违法案件数同比增长 19%，作出行政处罚数、处罚责任主体人次、市场禁入人次均同比增长 40%+，罚没金额同比大幅增长 140%，“零容忍”打击高压态势不断巩固。此次会议明确鼓励“吹哨人”举报，有效强化线索发现能力，消除监管空白和盲区，提升执法效能。

汇聚部际协调、央地协同的合力，构建综合惩防体系。监管机构的前期执法已充分发挥公安、检察驻会办公、沟通便利的机制优势，后期明确将会同相关部门进一步构建综合惩防体系，强化穿透式监管。此次会议进一步强调，对于造假者和配合造假者将一体查处，全方位立体化追责，对涉及犯罪的，坚决追究刑事责任。我们观察到在高压态势下，主动撤回案例数大增，IPO 和再融资规模均呈现明显程度的下滑，但申报质量的提升有利于推动后续投资热情的回升，资本市场活力将在秩序优化下得到进一步激发。

图5 IPO 和再融资规模在逆周期调节前后的表现



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.3.2. 加强高频量化、场外衍生品监管

此次会议进一步明确加强对高频量化交易、场外衍生品等交易工具的监测监管，严肃查处操纵市场恶意做空等违法违规行为，强化震慑警示。沪深交易所前期已对宁波灵均实施暂停交易措施并启动公开谴责程序，严管影响市场平稳运行、损害投资者合法权益的违法违规行为。近期证监会也发布修订后的程序化交易管理规定，我们认为后续对于高频量化和场外衍生品业务仍将严监严管，对极端情形的应对措施也将逐步成熟完善，有力维护投资者特别是中小投资者权益。

2.3.3. 更有力支持投资者获得赔偿救济

在沪深交易所提高强制退市标准的背景下，常态化退市正在稳步推进，监管强调仍将对退市过程中的违法违规问题“一追到底”，决不允许“浑水摸鱼”“一退了之”。此外，监管还明确将主动加强与司法机关等方面协作，更好发挥投保机构的能动作用，推动更多证券特别代表人诉讼、先行赔付、当事人承诺等案例落地，为投资者获得赔偿救济提供更有力的支持。我们认为，通过这一系列强有力的监管措施和司法协作，资本市场的退市机制将更加公正、透明，投资者权益保护机制将更加完善，从而增强市场信心，促进资本市场的长期稳定和健康发展。

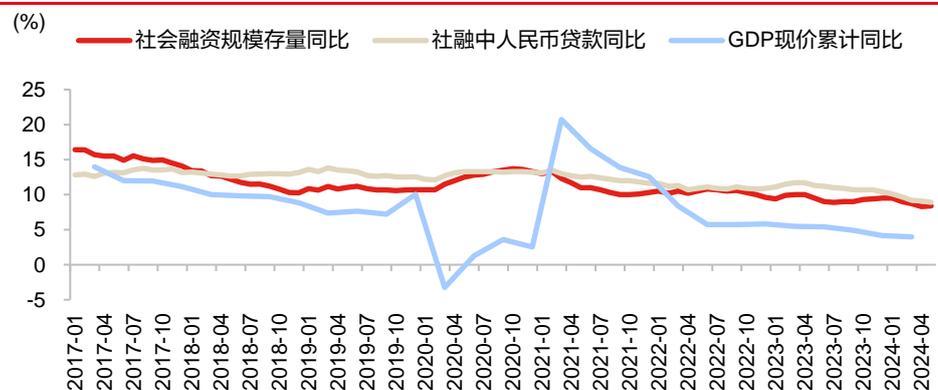
3.信贷市场：淡化总量，疏通传导机制

本次陆家嘴论坛再次强调 2023Q4 以来淡化总量的信贷导向。我国货币政策服务实体经济的立场是支持性的。在此基础上，监管层结合经济高质量发展实际，淡化金融总量量化目标，着力盘活低效存量金融资源，提高资金使用效率，畅通货币政策传导。今年以来，金融业增加值核算方式优化，促进信贷均衡投放、治理和防范资金空转、整顿手工补息等措施影响下，信贷投放明显放缓，对实体经济需求反映更加真实。考虑到监管轻量重质的态度较为坚定，而需求侧仍面临结构性调整，年内银行信贷或进一步放缓。贷款利率而言，在结构性政策及市场信贷需求端较弱影响下，贷款利率仍保持稳中有降，降幅大于同期政策利率与 LPR，支持实体经济有效性成立，应在监管层合意范围内。

3.1.货币政策保持对实体经济支持性主基调

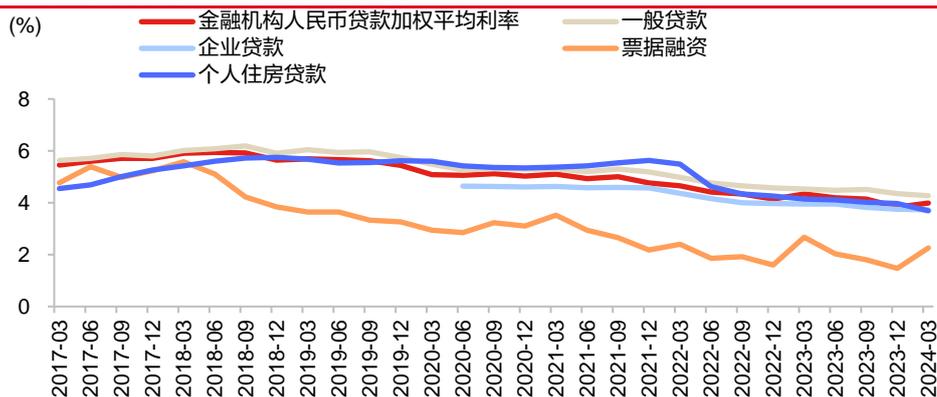
当前货币政策的基调依然是支持性的，以支持巩固和增强经济回升向好态势。主要有三方面的体现：一是金融支持实体在总量上依然相对充裕，社融与信贷增速依然高于名义 GDP 增速，截至 5 月末，存量社融与人民币贷款增速分别为 8.40%与 8.90%，均明显高于名义 GDP 增速；另一方面受结构性政策（如住房利率下调、低利率的专项工具扩面等）及市场需求端较弱影响，实体经济融资成本持续下降，Q1 新发放贷款加权平均利率为 3.99%，同比下降 35bp。据本次陆家嘴论坛央行行长潘功胜发言，5 月新发放贷款平均利率为 3.67%，较 Q1 进一步下降 32bp。三是结构性政策精准滴灌，对科创、房地产等重点领域保持较大支持力度。科创领域，设立科技创新和技术改造再贷款。房地产领域，推出房地产支持政策组合，包括降低个人住房贷款最低首付比例、取消个人房贷利率下限、下调公积金贷款利率，并设立保障性住房再贷款，用市场化方式加快推动存量商品房去库存。

图6 现阶段我国社融与人民币贷款增速高于名义 GDP 增速



资料来源：央行，Wind，东海证券研究所

图7 新发放贷款加权平均利率稳中有降



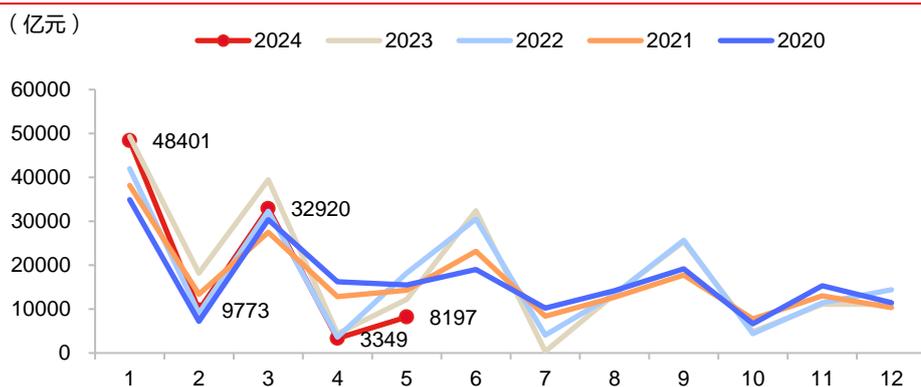
资料来源：央行，Wind，东海证券研究所

3.2. “轻量重质”信贷导向效果持续体现

货币政策支持基调基础上，监管层结合我国经济高质量发展实际，淡化金融总量量化目标，更加注重畅通货币政策传导。这一导向自 2023Q4 逐步明显，本次陆家嘴论坛延续这一导向，正如潘功胜行长在本次论坛表示：“金融总量增速有所下降也是自然的，这与我国经济从高速增长转向高质量发展是一致的。同时我们也应该看到，很多存量贷款效率不高，盘活低效存量贷款和新增贷款对经济增长的意义本质上是相同的。”

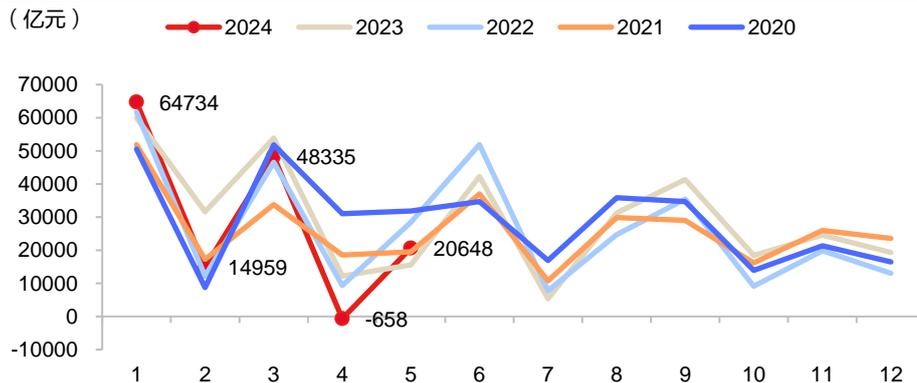
具体实践方面，今年以来，对于一些不合理的、容易消减货币政策传导的市场行为，人民银行加强规范，包括促进信贷均衡投放、治理和防范资金空转、整顿手工补息等。此外，人民银行还会同统计局优化金融业增加值核算方式，由之前主要基于存贷款增速的推算法改成了收入法，更真实地反映金融业增加值水平，弱化一些地方政府和金融机构存贷款“冲时点”行为。受以上措施影响，银行业信贷投放明显放缓。2024 年 1-5 月，各月新增人民币贷款（社融口径）均低于 2023 年同期，带动社融同步趋缓。

图8 2024 年 1-5 月新增人民币贷款（社融口径）低于 2023 年同期



资料来源：央行，Wind，东海证券研究所

图9 2024年2-4月新增社会融资规模低于2023年同期



注：人民币贷款同比少增的情况下，1月末贴现银行承兑汇票增量、5月超长期国债发行量超季节性驱动新增社融高于2023年同期

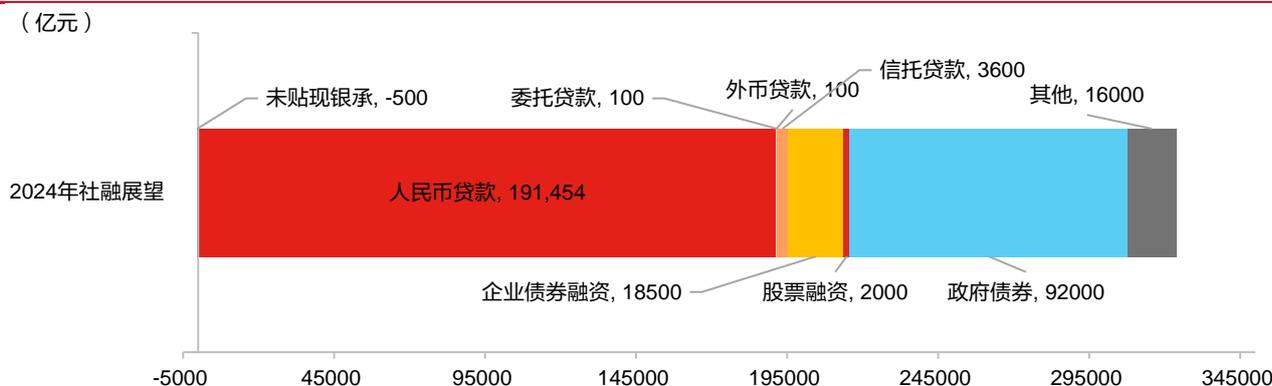
资料来源：央行，Wind，东海证券研究所

3.3. 银行规模增速放缓，存款成本管控补齐短板

年内银行信贷增速或进一步放缓。主要原因有如下：一方面，当前金融总量增速依然明显高于名义GDP增速，金融总量支持实体经济的空间宽裕的。另一方面，房地产、城投、零售等占比较高领域需求端在经济转型过程中放缓较为确定。此外，本次论坛上，潘功胜行长表态亦体现监管层对信贷放缓的较强定力：“未来还可以继续优化货币政策中间变量，逐步淡化对数量目标的关注。当货币信贷增长已由供给约束转为需求约束时，如果把关注的重点仍放在数量的增长上甚至存在规模情结，显然有悖经济运行规律”。

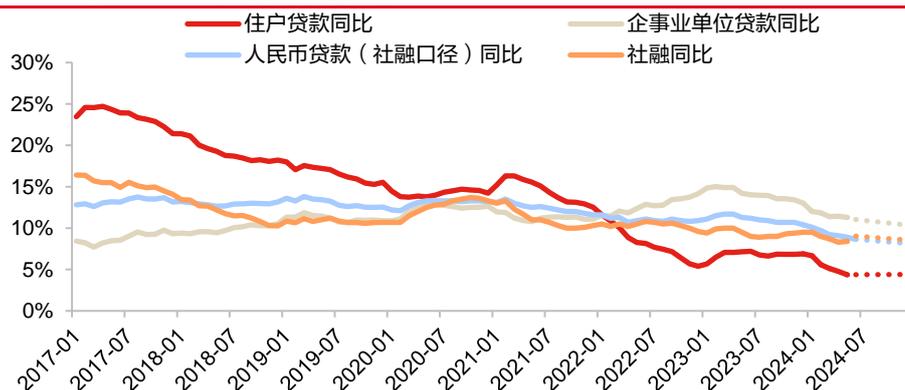
我们基于以下理由，下调2024年信贷与社融展望。1) 轻量重质的监管导向将继续保持；2) 2月以来，受地产与消费放缓影响，零售需求改善不够显著，提前还款阶段性再次上升；3) 基建及房地产投资放缓，制造业、绿色、普惠等领域信贷规模基数明显抬升，对公信贷高位放缓。预计全年新增人民币贷款(社融口径)约19.15万亿元(原预测22万亿元，2023年为22.22万亿元)，社融增量约32.33万亿元(原预测35万亿元，2023年为35.58万亿元)，对应同比增速分别为8.54%与8.13%。预计企事业单位贷款新增16.09万亿元(2023年为17.91万亿元)，个人贷款新增3.52万亿元(2023年为4.33万亿元)，对应同比增速分别为10.35%与4.40%。

图10 2024年社融增量展望



资料来源：央行，金监总局，iFinD，东海证券研究所

图11 2024年社融与人民币贷款增速展望

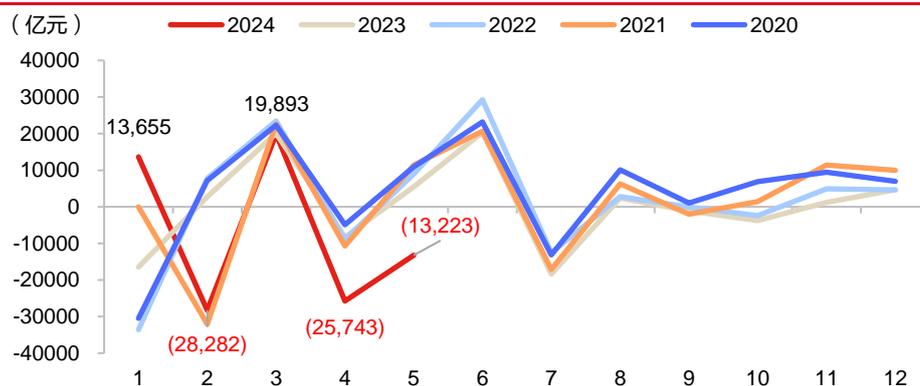


资料来源：央行，金监总局，iFinD，东海证券研究所

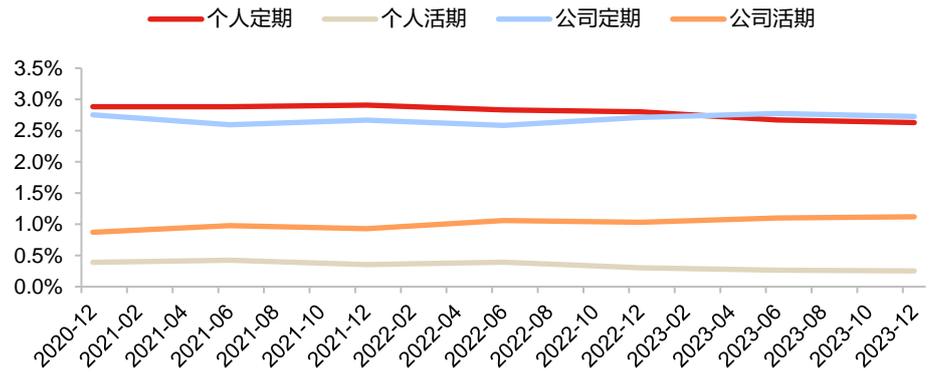
不同类型银行规模分化局面或持续。2023年11月，中央金融工作会议明确指要做好金融“五篇大文章”。2024年5月，金融监督管理总局发布《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》。五篇大文章与我国产业转型升级相适应，东部地区产业经济与之有较高重叠度，当地银行规模增长有较强支撑。与此同时，受房地产、基建、零售需求放缓影响，部分股份制银行及中西部地区银行规模增长预计仍受制约。

整顿“手工补息”补齐存款成本管控短板。本次整改“手工补息”是继2023年多轮定期存款利率下调后，对协定存款、通知存款等高息活期品种的定向降息。补齐银行业存款成本管控短板，对银行负债成本的影响较为正面。受整顿“手工补息”影响比较大的主要定价是超过存款自律组织利率上限的通知存款和协定存款，可能的影响路径主要包括：第一，利率降至自律组织设定的上限以下；第二，部分协定存款和通知存款转存至定期账户；第三，部分协定存款和通知存款转移至保险、理财产品、货币基金等非银机构，一部分再以协议存款、同业存款等形式回流至银行表内，一部分流向债权或权益投资。上市银行企业活期存款平均利率水平明显高于商业银行活期存款挂牌利率，也明显高于个人活期存款平均利率，指向“手工补息”涉及的存款占比较高。近两月M1的下降额占总规模比重较小，只能解释其中的小部分存款，因此，大部分受影响的存款或被动接受利率下降。这意味着，2022年下半年至2023年，供给端较紧驱动对公活期存款成本率逆势明显上升的局面或将有效扭转。

图12 2023年4-5月，M1连续两月环比下降，明显弱于季节性



资料来源：央行，Wind，东海证券研究所

图13 2022年下半年以来，上市银行公司类活期存款平均成本率逆势而上


资料来源：各上市公司公告，iFinD，东海证券研究所

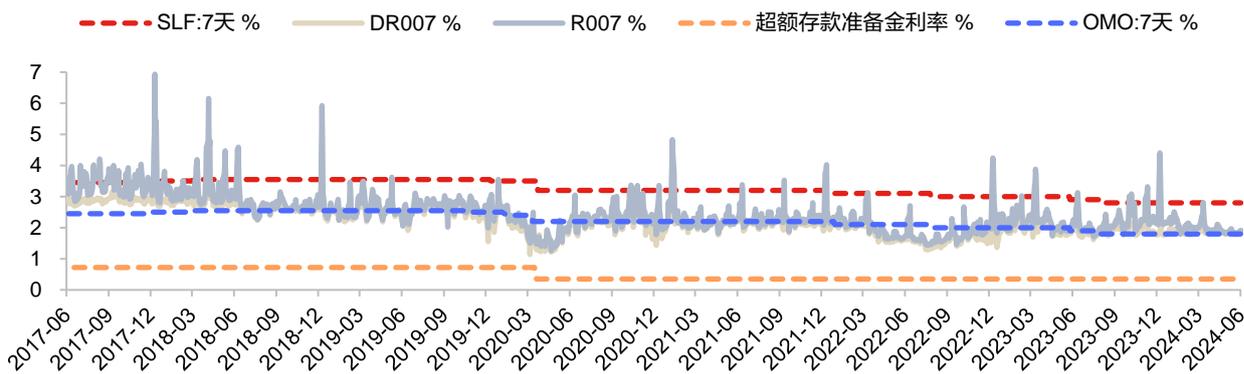
4.利率及汇率市场：多重目标中博弈平衡

在陆家嘴论坛上，潘功胜行长就当前货币政策及汇率运行方向作出表态。当前海外货币政策仍未完全转鸽，国内央行仍然需要在稳汇率、呵护商业银行净息差、稳经济及防资金空转等多重目标中寻求平衡。从货币政策工具运行情况来看，未来OMO等短端政策利率对市场指引意义将提升，此外央行将考虑国债二级市场交易纳入货币政策工具箱，完善基础货币投放渠道及流动性管理储备方式，而非非量化宽松。货币政策空间来看，央行将继续坚持支持性的货币政策。但长端利率过快下行可能催生商业银行资产负债期限错配风险，从美国硅谷银行启示来看，货币政策的宽松应适度。汇率方面，外部约束下人民币汇率需防范超调风险。当前我国外汇逆周期管理工具箱仍然充足，人民币汇率有望于合理区间维持稳定。基准情形下，美联储有望于2024Q4开启降息周期，中美利差有望收敛。中长期来看，跨境资金流动下，内外部因素对人民币资产偏积极。

4.1.中国货币政策立场及未来框架演进

我国利率走廊已初步成形，未来走廊宽度可能收敛。2015年以来我国逐步形成公开市场OMO为短期政策利率，7天期常备借贷便利SLF利率为走廊下限及上限的利率走廊机制。潘功胜行长指出，调控短端利率时，中央银行通常还会用利率走廊工具作为辅助，把货币市场利率“框”在一定的区间。目前，我国的利率走廊已初步成形，上廊是常备借贷便利(SLF)利率，下廊是超额存款准备金利率。从近段时间货币市场利率走势看，市场利率已经能够围绕政策利率中枢平稳运行，波动区间明显收窄。未来可能还需要配合适度收窄利率走廊的宽度。SLF全称为常备借贷便利，是一种设立于2013年的货币政策工具，用于央行给商业银行注入短期流动性。多数海外经济体的中央银行均有设立，如美联储的贴现窗口与欧央行的边际贷款便利等。SLF一般由商业银行根据自身情况主动发起以满足短期大额流动性需求，使得央行被动向商业银行提供流动性。而OMO逆回购是央行主动发起，主动向市场注入流动性。

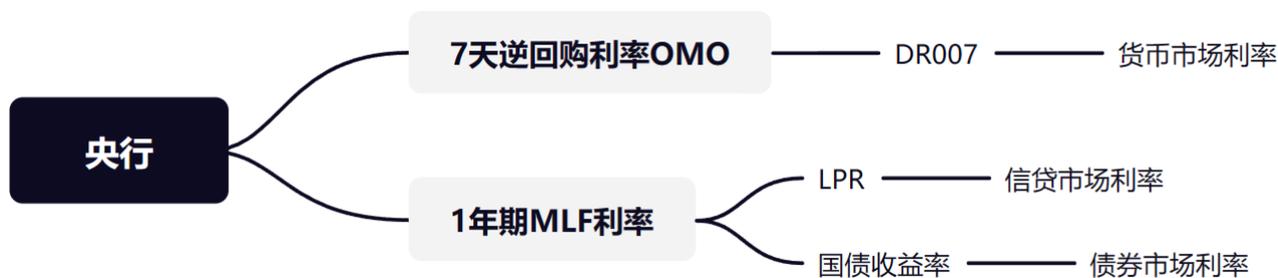
图14 中国央行政策利率走廊



资料来源：央行，东海证券研究所

健全市场化利率调控机制，短端政策利率指引意义或提升。我国利率传导机制下，央行每日公开市场操作，通过 7 天期逆回购利率向市场释放短期政策利率信号，而央行每月进行的 MLF 操作则对市场释放中期政策利率信号。其央行 7 天期政策利率走廊引导 DR 围绕其中枢波动，LPR 报价则在 MLF 利率基础上加点形成。二者分别推动 DR007 为主的货币市场利率、LPR 利率为主的信贷市场利率，再由交易形成国债收益率为主的债券市场利率变动。潘行长指出，我国央行政策利率的品种还比较多，不同货币政策工具之间的利率关系也比较复杂。未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率，目前看，7 天期逆回购操作利率已基本承担了该功能。其他期限货币政策工具利率可淡化政策利率的色彩，逐步理顺由短及长的传导关系。整体或意味未来短端政策利率对市场利率指引意义将提升。

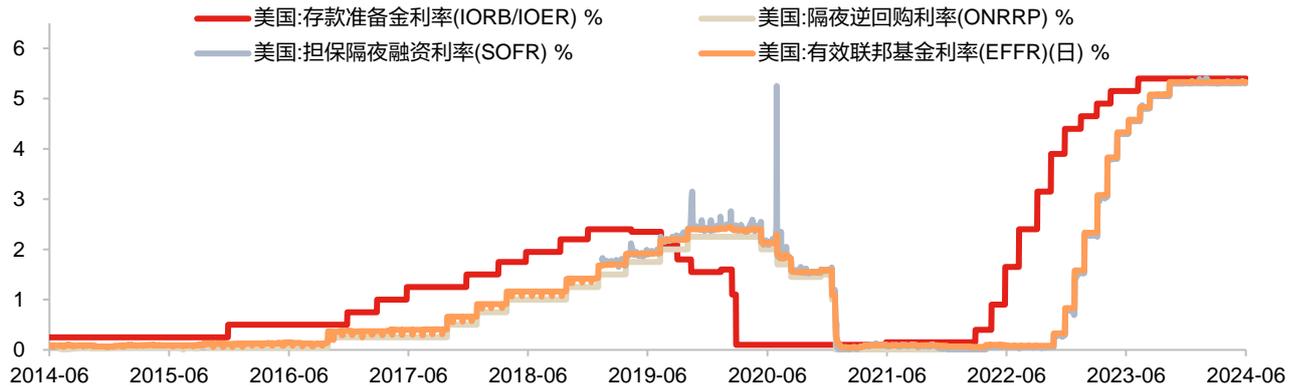
图15 中国利率传导机制



资料来源：央行，东海证券研究所

参考欧美等发达经济体的政策利率走廊，更多以短端政策利率为主导价格型货币工具。以美联储为例，其价格型货币政策主要调整指标为联邦基金目标利率，自 2022 年 3 月美联储开启加息至今，当前联邦基金目标利率 FFR 升至 5.25%-5.50% 区间，而有效联邦基金利率 EFFR 整体围绕政策利率锚 FFR 而波动。2020 年 3 月美联储法定存款准备金率降为 0，超额存款准备金利率 IOER 与法定存款准备金利率 IORB 进行统一为 IORB。该利率本应为传统利率走廊的下限，但政府支持企业 GSE 可通过外资银行低息融资，再存储于美联储后形成的“IOER-EFFR”微弱套利链条，IORB 因而成为美联储利率走廊的实质上限。而美联储隔夜逆回购利率 ONRRP 则成为美联储利率走廊的实质下限。其可通过向符合资质交易对手方出售国债收回市场流动性，到期后以更高的价格购回，其价差则体现为逆回购利率。

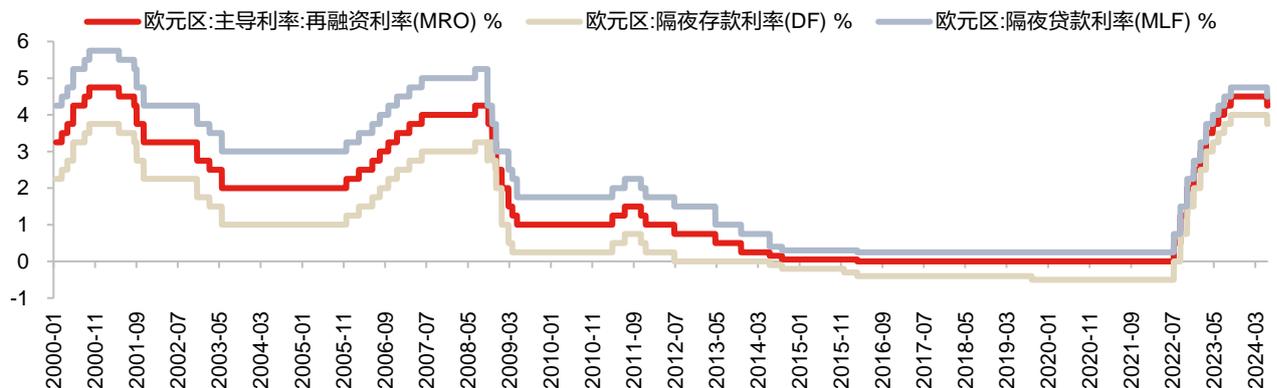
图16 美联储政策利率走廊



资料来源：美联储，东海证券研究所

而以欧央行政率走廊模式观察，其设置三大关键利率：边际贷款便利利率 MLF、存款便利利率 DF 及主要再融资操作 MRO。三者分别为政策利率走廊上限、下限及中间波动值。此外，2019 年 10 月，欧央行引入双层准备金利率管理，即允许部分准备金以非负的准备金利率存放于欧央行账户。而对另一部分超出限额的准备金实施零利率与存款便利利率中较低值作为惩罚。与同期同为负利率背景的日本央行的准备金体系存在类似之处，央行更希望商业银行将超过限额部分的准备金用于向社会实体企业投放低息贷款以推动经济增长。

图17 欧央行政策利率走廊



资料来源：欧央行，东海证券研究所

多重目标中博弈均衡，央行将仍然维持支持性货币政策。当前央行仍然需要在稳经济、稳汇率、稳息差、资金防空转等多重目标中寻求均衡。从四月以来央行对于长端利率近 10 次发声情况来看，央行对于长久期债券利率再度顺畅下行的容忍度较为有限。从防范金融风险角度，2024Q1 全国商业银行净息差已经来到了 1.54% 的低位，进一步降息可能对存款类机构尤其中小银行经营压力形成考验。从防范金融空转角度，央行对降息可能将保持一定克制。从汇率约束角度，外部货币政策环境来看，欧央行已于 6 月 6 日将三大关键利率均调降 25bps，而美联储 6 月利率决议仍然维持按兵不动，就业及通胀双重目标仍需经济基本面进一步降温的催化，美国大选开启之前美联储降息仍然存在较大扰动。截至 2024 年 6 月 19 日，中美 10Y 利差小幅收敛至 198bps，USDCNH 汇率录得 7.27，接近历史观测下的“央行心理临界关口”。如果内部政策利率调降，或使得汇率进一步承压。从地产端来看，5 月金融数据中居民中长期贷款仍为同比负增长，指向居民部门举杠杆意愿不足。前期多个城市限购

限贷政策松绑及地产供给端“以旧换新”及收储政策加码后，地产销售情况仍表现较平淡，宽货币政策呵护仍应纳入考量。综合而言，利率债市场中长期或仍将震荡偏强。

4.2. 国债二级市场交易将逐步纳入货币政策工具箱

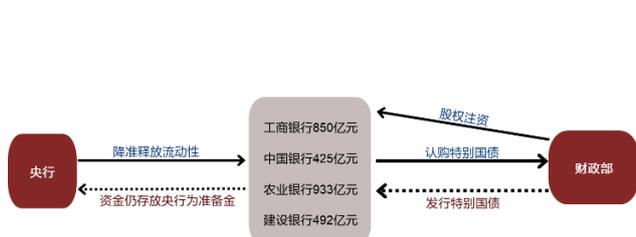
潘功胜行长指出，近年来，随着我国金融市场快速发展，债券市场的规模和深度逐步提升，央行通过在二级市场买卖国债投放基础货币的条件逐渐成熟。2023 年中央金融工作会议提出，要充实货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖。人民银行正在与财政部加强沟通，共同研究推动落实。这个过程整体是渐进式的，国债发行节奏、期限结构、托管制度等也需同步研究优化。应当看到，把国债买卖纳入货币政策工具箱不代表要搞量化宽松，而是将其定位于基础货币投放渠道和流动性管理工具，既有买也有卖，与其他工具综合搭配，共同营造适宜的流动性环境。

央行曾于二级市场定向增持国债。我国央行曾对国债以“对政府债权”形式明显增持，相关背景与纳入赤字的国债增发或特别国债发行有关。此外其在 2017 年与 2022 年特别国债续发中也有所启用。2000 年至 2014 年我国主要靠外汇占款被动投放基础货币，外汇储备规模从 1561 亿美元扩张至近 4 万亿美元。2014 年以来，随着外汇占款减少，我们发展完善了通过公开市场操作、中期借贷便利等工具主动投放基础货币的机制。2015 年后，外贸对经济贡献有所收敛，央行扩表形式转变。随着外汇占款减少，我们发展完善了通过公开市场操作、中期借贷便利等工具主动投放基础货币的机制。

1998 年特别国债定向发行，增加四大国有行资本充足率。1998 年 7 月《巴塞尔协议》发布，要求商业银行总资本充足率不得低于 8%。叠加外部亚洲金融危机外溢风险，为应对宏观审慎要求，四大国有商业银行需要补充资本金，发行规模为 2700 亿元。具体操作方式而言。央行将存款准备金率由 13% 降至 8%，释放近 2400 亿元流动性配合商业银行。商业银行认购财政部发行的特别国债后，财政部将资金注入四大行作为股权资本金，以符合 8% 总资本充足率要求。随后四大行再将 2700 亿元存放至央行的准备金账户。

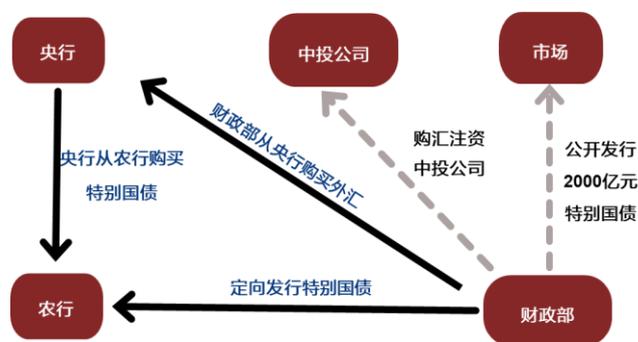
2007 年特别国债部分定向发行，注资成立中投公司。21 世纪初我国加入 WTO 后，出口高景气带动外储规模上行，央行被动扩表，“双顺差”格局提振经济。为应对流动性过剩，中央建立中投公司为外汇资产多元化投资平台。具体操作方式来看，财政部在央票到期时分阶段发行特别国债。农业银行定向认购其中 1.35 万亿元，央行再以现券买断方式将农行认购的特别国债全部回购。财政部再以发债融资所得向央行购买外汇，再将所购外汇成立国家主权财富基金中投公司。公开发行的 2000 亿元中，银保等机构进行市场化认购。

图18 1998 年特别国债：补充四大国有银行准备金



资料来源：央行，东海证券研究所

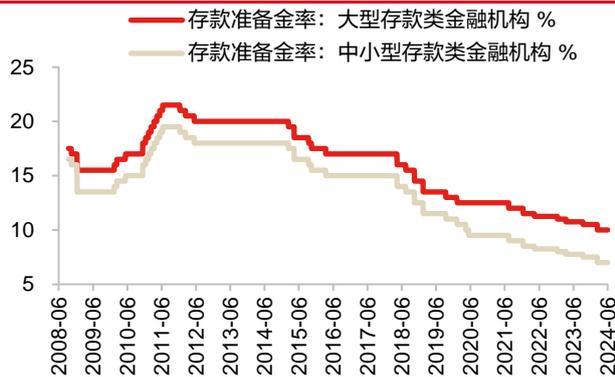
图19 2007 年特别国债：注资中投公司



资料来源：央行，东海证券研究所

我国存续国债央行持有比例仅为 5%，未来国债二级市场交易或纳入货币政策工具箱。我国央行二级市场进行公开市场的操作方式来看，包括回购交易、中央票据发行和现券交易。

现券交易中，又分为现券买断式和现券卖断式交易。央行“以定向方式”现券买断式交易认购国债，对应资产负债表中资产端“对政府债权”及负债端“其他存款性公司存款”增加。截至 2024 年 5 月，央行持有约 1.52 万亿国债，占存续国债规模 30.2 万亿的比重仅 5%，低于美联储近 20%与日央行 46%的比例。我国当前货币政策工具箱较充足，存款准备金率在国际上处于较高水平，仍有明显下行空间。相比美欧等国商业银行混业经营及直接融资占比较高的模式，我国仍然是以商业银行间接信用为主导。整体而言，我们认为央行在二级市场交易可能纳入货币政策工具箱，但即使启用或也以少量操作为主，属于对现有工具的补充，对市场流动性影响或有限。

图20 中国商业银行存款准备金率


资料来源：央行，东海证券研究所

图21 中国央行持有国债规模


资料来源：央行，东海证券研究所

借鉴海外经验，强化商业银行资产负债匹配管理。潘功胜行长指出，美国硅谷银行的风险事件启示我们，中央银行需要从宏观审慎角度观察、评估金融市场的状况，及时校正和阻断金融市场风险的累积，当前特别是要关注一些非银主体大量持有中长期债券的期限错配和利率风险，保持正常向上倾斜的收益率曲线，保持市场对投资的正向激励作用。展望而言，2024 年初至今 MLF 已经近 10 个月未调整，年内宽货币主要体现在 LPR5 年期及以上利率在 2 月调降 25bps 以及 1 月央行实施全面降准 50bps。回溯近年 MLF 调整规律，2022 年 MLF 于 1 月和 8 月均调降 10bps，2023 年 MLF 利率于 6 月和 8 月分别调降 10bps 和 15bps。内外因素综合而言，后续年内宽货币落地更友好的时点还是在 2024Q3 及以后。

4.3. 内外均衡下汇率有望维持合理区间波动

防范汇率超调风险，人民币汇率在复杂形势下保持基本稳定。潘功胜行长提到，今年主要发达经济体货币政策转向的时点不断推后，中美利差保持在相对高位。我们坚持市场在汇率形成中的决定性作用，保持汇率弹性，但同时强化预期引导，坚决防范汇率超调风险。今年主要经济体货币政策逐渐转向，美元升值动能减弱，国内外的货币政策周期差趋于收敛。这些因素共同作用，有利于保持人民币汇率的基本稳定和跨境资本流动平衡，扩大我国货币政策的操作空间。

图22 2015年“8·11”汇改以来的三轮人民币汇率运行周期



资料来源：央行，美联储，东海证券研究所

我国央行外汇管理工具储备充足。分类而言，价格型工具主要包含逆周期因子；数量型工具包括离岸央票的发行、远期售汇外汇风险准备金率和外汇存款准备金率；宏观审慎调节工具则包括对企业和金融机构跨境融资宏观审慎调节参数及境内企业境外放宽宏观审慎调节系数的调整；其他工具还包括衍生品掉期的使用、调整政策利率影响内外利差从而引导资本流动等。2024年三季度以来，央行连续启用汇率管理工具，从宏观审慎调节参数的调升、外汇存款准备金率的调降、离岸市场发行央行票据的滚动续发与增发，在离岸市场回收人民币流动性，再到口头干预等，均对人民币汇率形成提振。潘功胜行长指出，目前货物贸易人民币跨境收支占比达30%，降低了企业生产经营面临的汇兑风险敞口。我国汇率机制实施一定外汇管制，在维持货币政策独立性的基础上实施有管理的浮动汇率制度，这将允许人民币汇率于合理区间双向波动。

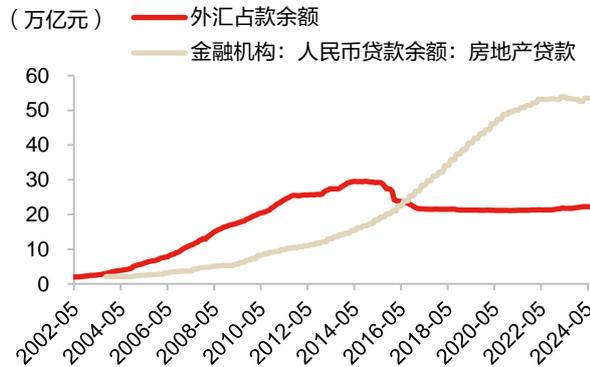
表1 央行主要汇率管理工具最新使用情况

汇率管理工具	首推年限	RMB 贬值时	RMB 升值时	最新调整日	当前状态
外汇存款准备金率	2005年	下调↓	上调↑	20230915	下调2个百分点至4%
远期售汇风险准备金率	2015年	上调↑	下调↓	20220928	由0%上调至20%
跨境融资宏观审慎调节参数	2016年	上调↑	下调↓	20230720	全口径上调至1.5
离岸央行票据发行	2018年	-	增发	20230919	滚动续作，增发100亿元
离岸掉期市场干预	2018年	提升离岸做空成本	-	-	-
口头干预	-	-	-	20240619	2024年陆家嘴论坛 潘功胜行长：多重因素作用下，有利于保持人民币汇率的基本稳定和跨境资本流动平衡
逆周期调节因子	2017年	-	-	-	有所启用

资料来源：央行，外汇管理局，东海证券研究所

内外部中长期因素对人民币资产偏积极。当前人民币汇率水平处于历史观测下的相对低位，但充足的外汇储备及逆周期调节工具将有助于汇率维持整体稳定，若汇率承压，不排除央行启用逆周期因子的可能性。潘功胜行长提到，在调控中我们将注重把握和处理三方面关系：一是短期与长期的关系。把维护价格稳定、推动价格温和回升作为重要考量，灵活运用利率、存款准备金率等政策工具，同时保持政策定力，不大放大收。二是稳增长与防风险的关系。统筹兼顾支持实体经济增长与保持金融机构自身健康性的关系，坚持在推动经济高质量发展中防范化解金融风险。三是内部与外部的关系。主要考虑国内经济金融形势需要进行调控，兼顾其他经济体经济和货币政策周期的外溢影响。截至2024年5月，境外机构已

对中国债券连续 9 个月净增持。其中 2024 年 1-5 月外资对中国债券累计增持规模为 5519 亿元。基准情形下，美联储 2024 年 Q4 有望开启降息周期，全球资产定价重要变量——美元及美债利率有望跟随降息节奏下行。中美名义利差倒挂深度有望收敛，跨境资本流动伴随套利行为，人民币汇率有望实现小幅升值。

图23 外汇占款余额及房地产贷款余额


资料来源：Wind，东海证券研究所

图24 境外机构对中国债券持续九个月净增持


资料来源：Wind，东海证券研究所

5. 保险市场：构筑多层次保障体系，深化风险减量

国家金融监督管理总局局长李云泽在 2024 陆家嘴论坛上表示，保险业持续推进回归本源、专注主业，正切实发挥经济减震器和社会稳定器作用。监管也已从人身险、财产险、投资端等方面持续强化约束，降低风险的前提下推动行业高质量发展。

5.1. 渠道+产品齐发力，构筑多层次社会保障体系

渠道端深化“报行合一”，降低费差损，落实让利于民。论坛提出下大力气改革销售体系，开展保险中介清虚提质行动，持续推进“报行合一”。我们观察到，银保“报行合一”正式文件于今年 1 月下发，据调研了解，去年下半年启动以来的相关改革已达成阶段性成果，险企与银行的“总对总”签约，以及与网点间的合同重新厘定已基本完成，调整后的银保渠道首年手续费率大约降至 9%-12%，且部分尾部中小险企被挤出市场，头部险企新签了一定量的地方性银行，行业马太效应持续强化。我们认为在存款利率下行的背景下，规范后的银保产品较其他银行储蓄类产品仍具有一定的优势，且银行中间收入的下滑有望促进更大力度的产品销售，费率的优化将进一步提升渠道价值率水平。

表2 银保“报行合一”工作相关监管政策梳理

时间	发布机构	政策名称和内容
2023/8/22	金监总局	《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》 对银行代销的保险产品的设计、备案和支付过程监督，强调备案材料与实际费用支出的一致性。
2023/10/18	金监总局	《关于强化管理促进人身险业务平稳健康发展的通知》 提出科学合理制定年度预算，规范承保规则和销售渠道，防止业务纠纷和经营风险，保障消费者合法权益。
2023/10/20	金监总局	三季度银行业保险业数据信息新闻发布会 力推银保渠道“报行合一”工作，未来将抓紧启动个人代理渠道和经纪代理渠道，坚持以可持续性发展为目标。
2024/1/19	金监总局	《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》 明确险企需科学确定纯风险保费和附加费用率水平，也应列明附加费用率的期限和结构，涵盖向银行支付的佣金率、银保专员的薪酬激励、培训及客户服务费、分摊的固定费用等。

资料来源：金监总局，东海证券研究所

产品端下调预定利率，有效防范利差损风险。自去年3月末原银保监会召集23家寿险公司座谈以引导降低负债成本开始，市场对预定利率下调的预期便逐步升温，并在宣布2023年8月1日起预定利率从3.5%降至3.0%后，炒停售带来的保费快速增长势头强劲，去年二三季度部分险企单季度新单同比增速达70%以上，部分实现翻倍增长。近期部分保险公司表示将于2024年6月末停售预定利率为3.0%的增额终身寿险，并将于7月1日上架预定利率为2.75%的产品，并且新产品已经报备成功。此次调整非监管强制下调，而是部分险企为应对长期资产负债匹配的主动降低，头部险企在此阶段凭借规模优势或仍显现一定的竞争力。与此同时，产品定价利率的下调也将一方面激活居民长期保障需求，使得产品销售再次升温；另一方面能有效降低险企负债成本，推动利差损进一步缓释。

5.2. 深化风险减量，促进社会治理效能提升

财险业务增长稳健，但仍有较大的渗透空间。从金监总局披露的数据来看，我国财产险保费近十年CAGR达8.2%，高于经济增速，农业保险也已成为1.64亿户次农户提供保险保障，但渗透率仍然较低。论坛提出，从全球平均水平看，重大灾害事故的损失补偿中，40%左右由保险业承担，而我国这一比例仅为10%左右。未来，我国保险行业有望通过加强产品创新、扩大覆盖范围和提高服务质量，进一步提升保险渗透率，更好地发挥保险在风险管理和经济补偿中的作用。

从风险等量管理到风险减量服务，行业马太效应逐步强化。保险的核心功能在于风险转移，但社会风险总量并未改变。现阶段，头部险企持续推动风险减量，通过事前预防和主动干预等人员安排、技术创新、资金投入，协助被保险人降低保险事故发生概率或降低事故损失程度，推动社会风险总量减少、提高整体抗风险能力。凭借规模效应与优异的定价管理能力，头部险企COR管控持续优于行业，马太效应有望进一步强化，并推动全社会治理效能的逐步提升。

5.3. 强化资负联动，精准高效服务新质生产力

优化资产配置，强化资产负债联动。在长端利率持续下滑趋势下，监管在负债端调整产品预定利率，资产端优化偿付能力风险因子，强化资产负债联动，旨在引导保险公司合理规划经营业务、释放更广的投资空间，从而提高资金使用效率和投资回报。同时，监管还积极引导中长期保险资金入市，并特别强调权益类资产的配置，一方面满足新会计准则调整下对

高股息资产的配置需求，另一方面也有利于改善投资者结构，为资本市场带来更加稳定和长期的资金来源。

聚焦创新发展，精准高效服务新质生产力。论坛提及要加大保险资金对战略性新兴产业、先进制造业、新型基础设施以及创业投资等支持力度。正如我们前面提到，新质生产力的特征与保险资金等耐心资本特性相匹配，有助于推动保险机构坚持长期投资、稳健投资、价值投资。我们认为通过这种战略性的资本配置，保险机构不仅能够为实体经济的转型升级提供强有力的资金支持，同时也能够实现自身资本的长期增值和风险分散，促进保险行业的可持续发展与经济结构的优化升级，也是对于当前长端利率低位震荡环境下的资产配置的重要补充。

6.金融开放：支持上海国际金融中心迈向更高能级

论坛指出，当前我国金融市场国际化水平明显提升，金融机构和资本聚集效应持续凸显，金融服务实体经济能力大幅增强。在此基础上，我国将从四个方面主动对接高标准国际经贸规则，加大制度型开放力度，支持上海国际金融中心迈向更高能级。

一是为吸引更多外资金融机构和长期资本来华展业兴业营造良好环境。具体措施包括：加快推进金融市场互联互通，便利境外投资者参与境内证券投资，进一步简化和完善合格境外机构投资者资金管理；支持境内机构开展跨境投资，近期已向 53 家合格境内机构投资者（QDII）发放额度合计 22.7 亿美元。支持跨国公司在沪设立全球或区域资金管理中心。推进股权投资基金跨境投资业务规范发展，支持中国外汇交易中心强化金融基础设施功能和对外服务能力，支持上海高水平建设国际金融资产交易平台。近期国际货币基金组织在上海设立区域中心，将深化国际货币基金组织与中国的合作，增强亚太区域国家间宏观经济政策交流和协调，推动维护全球和区域金融稳定。

二是加强对上海“五个中心”建设金融支持。围绕做好金融“五篇大文章”强化外汇服务，促进跨境贸易投资外汇便利，更好支持上海国际经济中心、国际航运中心和国际贸易中心联动建设。拓展科创企业跨境融资，更好服务跨境资本进入退出科技企业全生命周期，支持上海建设具有全球影响力的科技创新中心。

三是推进更大区域范围内的高层次协同开放。鼓励上海依托跨境贸易投资高水平开放试点、银行外汇展业改革与尽职免责等政策，探索“越诚信、越便利”的外汇管理模式。有序将上海的高水平开放政策复制推广至长三角乃至全国范围，支持长三角一体化发展取得更大突破，塑造更高水平开放型经济新优势。

四是上海金融资源集聚和辐射的连续性可持续性提供保障。提升开放监管能力和风险防控能力，加强外汇市场“宏观审慎+微观监管”两位一体管理，深入参与国际金融协调合作和全球金融治理，防范风险跨区域、跨市场、跨境传递共振，推动高质量发展和高水平安全良性互动。

7.风险提示

资本市场改革不及预期：监管政策调整可能导致业务发展策略落地不到位，包括对衍生品、直接融资等券商业务监管的收紧，可能进一步影响投资者对于市场发展的信心，进而影响一级市场募投管退链条的畅通与二级市场交易活跃度等。

重点领域风险明显上升：市场需求依然较弱，房地产行业信用风险压力仍存在。若房地产开发商及个人按揭贷款违约率明显上升将引起银行业资产质量明显恶化。此外，银行业对

三农、中小微企业、服务业等市场薄弱主体的信贷支持力度较大，这类主体抗风险能力较弱，宏观经济快速下行将影响其还款能力。

区域经济明显转弱：信贷增速下行背景下，东部地区中小银行受益于扎实产业基础有望实现较快增长。若区域经济明显转弱，信贷需求与企业经营将受到较大影响，会导致本地银行业绩驱动力明显减弱。

美联储降息落地节奏不及预期：美国当前劳动力市场依旧强劲，通胀水平仍处高位，若回落不及预期或引发美联储态度转向偏慢，从而约束我国利率下行空间。

银行业资产负债期限匹配风险：参考海外部分中小银行风险经验，在利率低位时，商业银行资产端不宜对长久期利率产品配置占比过高。利率回升时可能引发久期错配，净息差压缩催生的流动性危机及挤兑风险。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089