

银行业点评

这轮“钱荒”有何不同？

◆ 行业研究 · 行业快评

证券分析师： 王剑 021-60875165
证券分析师： 孔祥 021-60375452
证券分析师： 田维韦 021-60875161
证券分析师： 董德志 021-60933158
证券分析师： 赵婧 0755-22940745

◆ 银行

wangjian@guosen.com.cn
kongxiang@guosen.com.cn
tianweiwei@guosen.com.cn
dongdz@guosen.com.cn
zhaojing@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980518070002
执证编码：S0980523060004
执证编码：S0980520030002
执证编码：S0980513100001
执证编码：S0980513080004

事项：

核心观点：近期银行间资金面大幅收紧，银行间同业拆借利率为代表的短端利率明显反弹，但十年期国债收益率仍处在低位相对稳定。我们判断主要是市场此前对于货币政策预期过于宽松，现实中，货币政策受到人民币阶段性贬值压力，以及资金淤积在金融市场阻碍宽货币向宽信用传导等因素的掣肘。但我们判断大概率不会出现类似于2013年钱荒冲击，因为面临的核心矛盾和央行货币政策管控工具都有明显的差异。不过资金面趋紧与中长期流动性宽松并不冲突，因此长期国债收益率仍处在低位。不过后期如果稳增长政策效果逐步显现，长端利率也将面临上行的压力。

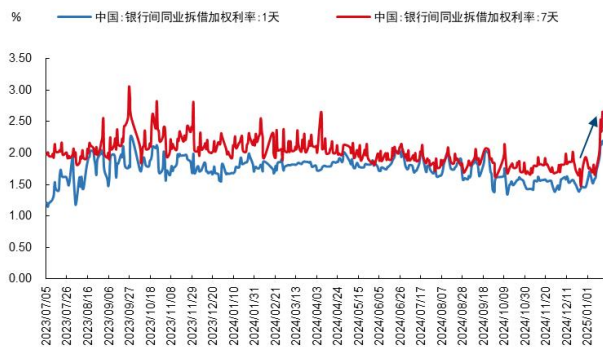
短期流动性收紧可能会对微盘股和高成长股带来冲击，需要积极关注流动性收紧程度和持续性。红利资产和长债收益率关联度更大，2025年长债利率走势一方面取决于货币政策取向，另一方面也会受到经济复苏影响，我们认为短期内利率大概率保持低位。中长期来看，我们判断长债利率中枢将长期处在低位但波动加大，红利资产仍具备较强的吸引力；利用波动窗口择时交易将可能成为保险资管、银行理财乃至银行金融市场部门2025年重要配置手段。

评论：

◆ 现象：短端利率大幅提升，长端利率低位稳定

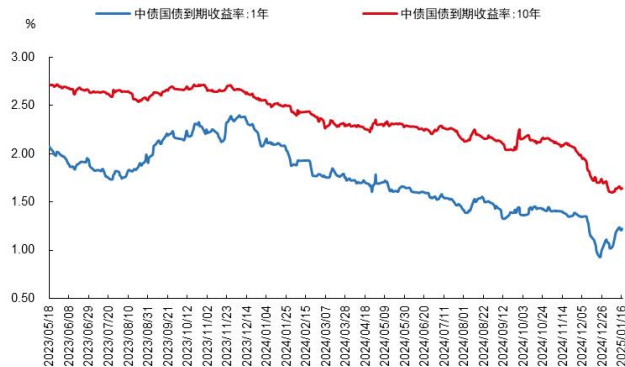
近期银行间资金面大幅收紧，银行间同业拆借利率明显反弹，但十年期国债收益率持续处在低位较为稳定。银行间同业拆借利率1天和7天最新利率（截至2025年1月16日）分别为2.20%和2.66%，较年初分别提升了74bps和72bps。当短端利率大幅提升的时候，10年期国债收益率依然稳定在约1.65%的低位。年初由于缴税、春节等因素，银行间利率往往偏紧，但短端利率如此大幅度的提升明显超越了季节性因素。

图1: 银行间同业拆解利率大幅提升



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图2: 长期国债利率仍处在低位



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

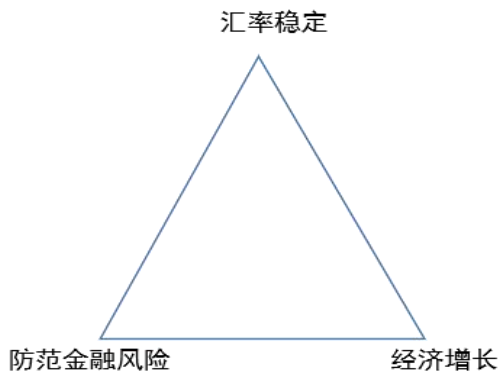
◆ 原因: 货币政策短期受到多方面掣肘, 但与中长期流动性宽松并不冲突

2024年12月中央政治局会议重提“适度宽松的货币政策”, 指出将综合运用多种货币政策工具, 根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况, 择机降准降息, 保持流动性充裕, 金融总量稳定增长。因此市场对于年底和2025年初的降准降息预期很高, 市场利率也充分定价了该预期。

现实中, 货币政策进一步宽松受到了诸多因素制约。一是人民币贬值压力阶段性剧增。美国持续超预期的就业和通胀等数据降低了美联储进一步降息预期, 人民币贬值压力陡增。虽然2024年下半年以来我国货币政策核心目标基本上转向“稳增长和防风险”, 但当时货币政策目标转向很重要的一个基础即预期美联储进入新一轮降息周期, 人民币贬值压力得到实质上的缓解。因此伴随美联储降息预期下降, 我国货币政策的天平也需要略向短期稳汇率目标有所倾斜。二是资金淤积在金融市场, 阻碍了宽货币向宽信用传导效果。924以来稳增长政策持续发力, 但由于实体部门信心疲软, 政策效果传导相对比较缓慢, 居民中长期贷款等虽有所修复但改善力度不大。因此最终使得资金淤积在金融市场, 银行间市场利率和国债利率不断下行至低位, 这又进一步吸引力更多资金流向债券市场, 阻碍了宽货币向宽信用传导效果。

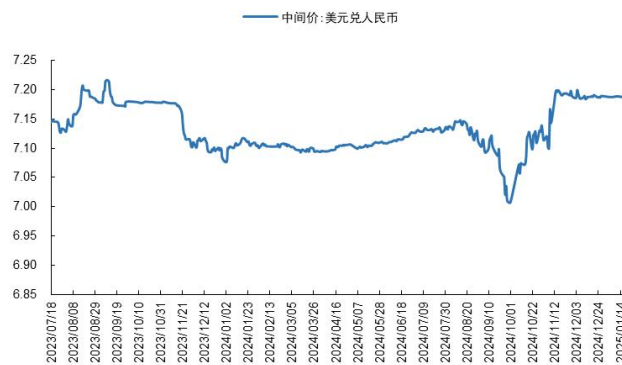
资金面收紧核心矛盾不同且央行货币政策调控更加灵活, 大概率不会出现类似于2013年钱荒冲击。年初降准降息预期落空, 2025年1月10号人民银行发布公告, 决定阶段性暂停在公开市场买入国债。由于市场对于货币政策预期过于宽松, 因此导致资金面骤紧, 短端利率出现了明显提升。但我们判断大概率不会出现2013年的钱荒冲击, 因为背后的矛盾不同, 并且央行对货币政策调控工具也有所变化。(1) 矛盾不同: 2013年出现钱荒局面归因于央行整治影子银行, 为了管控M2增速而严厉紧缩的局面, 面临的是内部中长期矛盾。此次资金面骤紧主要是市场对货币政策预期过于宽松, 但货币政策受到了人民币短期贬值压力加大的掣肘, 面临的是外部短期矛盾; (2) 央行货币政策管控工具不同: 2013年央行对货币政策的管控更关注量, 当前货币政策工具更注重价格管控。并且2024年央行将7天逆回购利率定为市场流动性的锚, 进而引导广谱利率价格。在稳增长大环境下, 预计利率中枢需要维持在合意较低水平。

图3: 货币政策目标不可能三角形



资料来源: 人民银行, 国信证券经济研究所整理

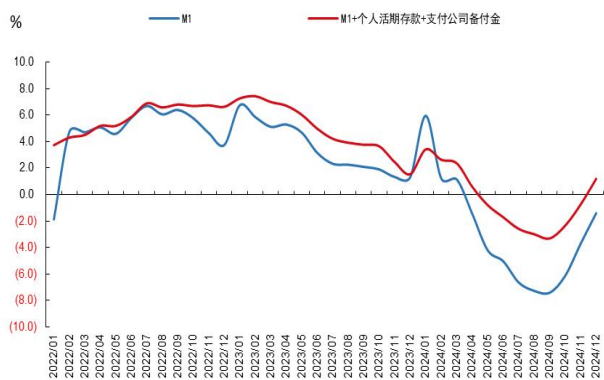
图4: 人民币阶段性贬值压力较大



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

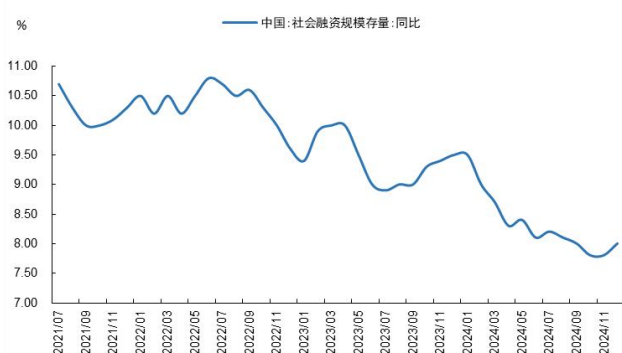
资金面短期趋紧与中长期流动性宽松并不冲突, 因此长期国债收益率仍处在低位。不过后期如果稳增长政策效果逐步显现, 长端利率也将面临上行的压力。上文我们提到, 当前宽货币向宽信用传导缓慢, 稳增长政策仍需要进一步发力。因此 2025 年预计财政政策和货币政策都会更加积极, 降准降息可期。不过当前债券市场利率也已经定价了 40BP 的政策利率下行, 存在一定的“抢跑”, 如果后期稳增长政策效果逐步显现, 债券市场开始定价边际增量因素, 后期债券市场利率也存在波动风险。另外值得关注的是, 12 月 M1 (新口径) 同比增速转正, 社融增速小幅反弹, 经济有稳步复苏的迹象。

图5: 12 月 M1 (新口径) 增速转正



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 社融增速有望迎来拐点



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

短期流动性收紧可能会对微盘股和高成长股带来冲击, 需要积极关注流动性收紧程度和持续性。红利资产和长债收益率关联度更大, 2025 年长债利率走势一方面取决于货币政策取向, 另一方面也会受到经济复苏影响, 我们认为短期内利率大概率保持低位。中长期来看, 我们判断长债利率中枢将长期处在低位但波动加大, 红利资产仍具备较强的吸引力; 利用波动窗口择时交易将可能成为保险资管、银行理财乃至银行金融市场部门 2025 年重要配置手段。

◆ 风险提示:

货币政策收紧超预期, 财政政策力度不及预期, 中美贸易冲突加剧超市场预期等。

相关研究报告：

- 《银行业专题-银行择股主线和逻辑：复盘和展望》 ——2025-01-15
- 《银行理财 2025 年 1 月月报-“开门红”后理财与基金的三个合作方向》 ——2025-01-10
- 《美国金融如何支持科技企业？-案例分析与行业数据》 ——2025-01-08
- 《中小银行风险情况如何？-2023 年度央行金融机构评级结果点评》 ——2024-12-31
- 《银行理财 2024 年 12 月月报-规模站稳 30 万亿元之后》 ——2024-12-10

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032