

信贷走向量稳质优，流动性趋于改善

——银行视角看 23Q3 货政报告

核心观点

- **事件：**2023 年 11 月 27 日，央行发布 2023 年第三季度货币政策执行报告（以下简称“《报告》”）。
- **《报告》延续信贷投放“总量适度、节奏平稳”的政策思路，并在专栏中提出“盘活存量资金”。**市场当前较为关注当下以及 24Q1 银行信贷投放的节奏，23Q1、Q2 货政报告均提及通过 MPA 考核引导金融机构平滑信贷波动，近期金融机构座谈会上也提出“着力加强信贷均衡投放，统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放”。**我们认为，不排除为适度熨平信贷波动，银行将部分 24Q1 信贷资产前置在 11、12 月进行投放，但结合今年已有的投放节奏以及银行自身经营逻辑，预计前置的幅度或相对温和。不考虑变化显著的 2023 年，2019-2022 年 Q1 贷款增量占比全年分布在 35%-40%，这或许为 24Q1 信贷投放节奏提供一定参考。**
“盘活存量资金”，可能指向银行信贷增长正走向一个新的均衡点，结构优化的重要性上升，绝对增速的关注度或有下降。盘活存量资金、提高资金使用效率的过程中，一是虽不体现在贷款增量中，但对经济高质量发展起到切实作用，二是会伴随信贷结构的内部调整，增的部分或主要体现在科创、制造等重点领域，减的部分主要分布在房地产、城投等领域。**对于银行而言，经济增长提质换挡、盘活存量资金的背景下，信贷增速或趋于平稳下行，并在投向上深刻变化，且在这一过程中，银行有望更好平衡信贷增长和净息差之间的关系，内生性的对利润增长形成呵护。**
- **预计后续货币政策有望更好配合财政收支和政府债券发行节奏，持续呵护银行间流动性。**8 月以来，政府债供给集中放量，资金从上缴国库再到支出存在时滞，因此阶段性的给银行间流动性带来压力，DR 利率中枢明显上行。伴随财政募资拨付使用，央行资产负债表负债端的政府存款转化为银行超储，因此拉长周期看，政府债发行对银行间流动性的影响偏中性。《报告》提出“**结合政府债券增发的形势需要，人民银行将进一步加强与财政政策的协调配合**”，或表明后续政府债供给压力增大时，央行也会有相应的流动性呵护举措，缓解阶段性的流动性压力，同时还提到“推动银行发展政府债券柜台销售和交易”，**从优化国债持有者结构的角**度，更长周期的缓解政府债券发行带来的银行间流动性的波动。
- **支持民营企业融资，与信贷重点投向契合，赋能银行信贷增长可持续性。**继 11 月 27 日八部门联合印发《关于强化金融支持举措助力民营经济发展壮大的通知》后，《报告》再强调金融助力民营经济恢复发展，表明中央层面对民营经济发展的重视程度。展望后续，**一方面民营企业贷款占比边际抬升的可能性较高，且与银行信贷重点投向有较好重合，另一方面，民营经济发展助力经济内生修复，提振市场信心，增强银行信贷增长的可持续性，与民营经济发展相关度较高的江浙城农商行或相对受益。**

投资建议与投资标的

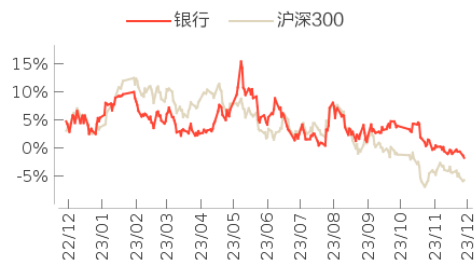
- 24 年银行经营基本面有望筑底，关注银行业风险确认后处置出清的力度、新发贷款利率的拐点、全社会各部门债务成本压降后银行息差筑底、24 年财政将靠前发力稳定经济预期，助力银行信贷开门红落地，继续看好银行股表现。
- **建议关注：**1、江浙地区优质城商行：江苏银行(600919, 买入)、宁波银行(002142, 未评级)、苏州银行(002966, 买入)、杭州银行(600926, 未评级)；2、**高股息国有大行：**农业银行(601288, 未评级)、工商银行(601398, 未评级)、建设银行(601939, 未评级)、中国银行(601988, 未评级)等。

风险提示

经济复苏不及预期；房地产等重点领域风险蔓延；流动性环境超预期收紧。

行业评级 看好（维持）

国家/地区 中国
行业 银行业
报告发布日期 2023 年 11 月 29 日



证券分析师

屈俊 qujun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860523060001

联系人

于博文 yubowen1@orientsec.com.cn
王霄鸿 wangxiaohong@orientsec.com.cn

相关报告

债务成本压力释放下的基本面筑底之年：2023-11-20
——银行业 2024 年度投资策略
政府债放量带动社融高增，信贷超预期但结构有待改善：——10 月金融数据点评 2023-11-14
业绩来到筑底期，关注优质个股机会：——A 股上市银行 23Q3 季报综述 2023-11-08

目录

一、信贷：对绝对增速的关注度或有下降，注重节奏平稳和结构优化	4
二、流动性：货币政策预计配合财政节奏，持续呵护银行间流动性.....	5
三、民营经济：融资支持政策频出，赋能银行信贷增长可持续性	6
四、投资建议.....	7
五、风险提示.....	7

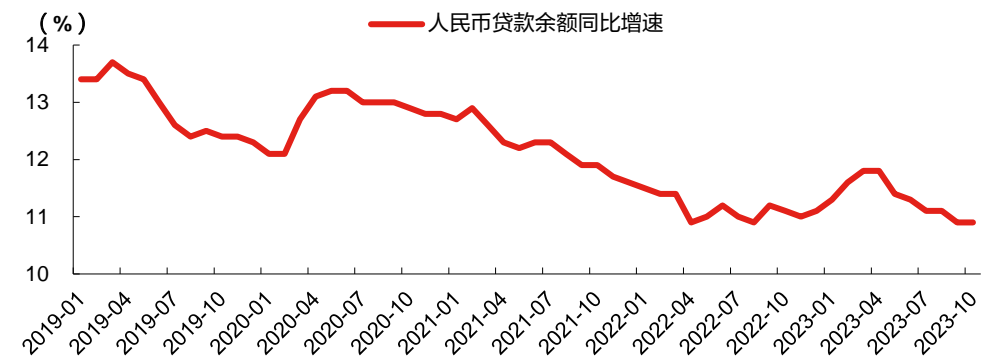
图表目录

图 1：人民币贷款余额同比增速.....	4
图 2：2019-2023Q3 季度贷款增量.....	4
图 3：2019-2022 季度贷款增量占比.....	4
图 4：部分投放领域贷款余额同比增速.....	5
图 5：政府债月度净融资.....	6
图 6：新增财政存款当月值.....	6
图 7：资金利率走势.....	6
图 8：民营企业深度参与领域贷款余额同比增速.....	7
图 9：各类型银行普惠小微贷款余额占全部贷款余额比重.....	7

一、信贷：对绝对增速的关注度或有下降，注重节奏平稳和结构优化

对于信贷投放，《报告》延续“总量适度、节奏平稳”的政策思路，并在专栏中提出“盘活存量资金”。2023 年信贷前置特点较为突出，23Q1 新增贷款占前 10 月贷款比重已接近 52%，明显高于历年同期，一定程度导致了 5 月以来人民币贷款增速的偏弱趋势。市场当前较为关注当下以及 24Q1 银行信贷投放的节奏，实际上 23Q1、Q2 央行货币政策报告中均提及通过 MPA 考核引导金融机构平滑信贷波动，保持信贷“总量适度、节奏平稳”，11 月 17 日金融机构座谈会上也提出“着力加强信贷均衡投放，统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放”。

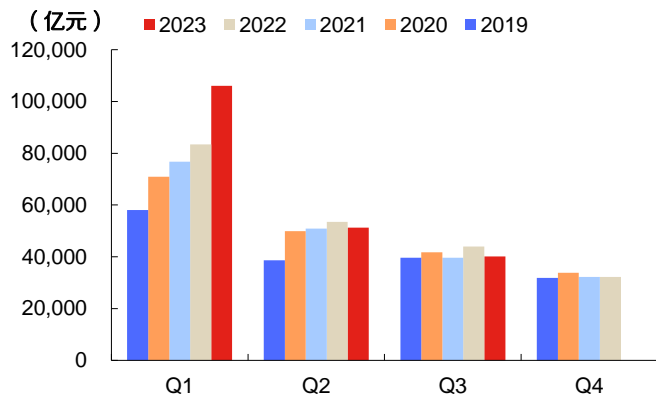
图 1：人民币贷款余额同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

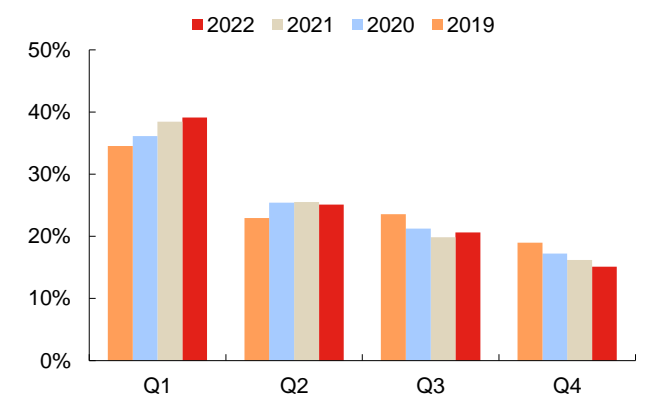
我们认为，通过 MPA 考核框架优化引导信贷平稳投放或已初现成效，10 月人民币贷款增速止住下滑趋势，环比持平于 9 月，尽管结构表现一般。不排除为适度熨平信贷波动，银行将部分 24Q1 信贷资产前置在 11、12 月进行投放，但结合今年已有的投放节奏以及银行自身的经营逻辑，预计前置的幅度或相对温和。展望 2024 年，信贷前置效应或有所减弱，不考虑变化显著的 2023 年，回顾 2019-2022 年，Q1 贷款增量占比全年分布在 35%-40%，这或许为 24Q1 信贷投放节奏提供一定参考。

图 2：2019-2023Q3 季度贷款增量



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：2019-2022 季度贷款增量占比

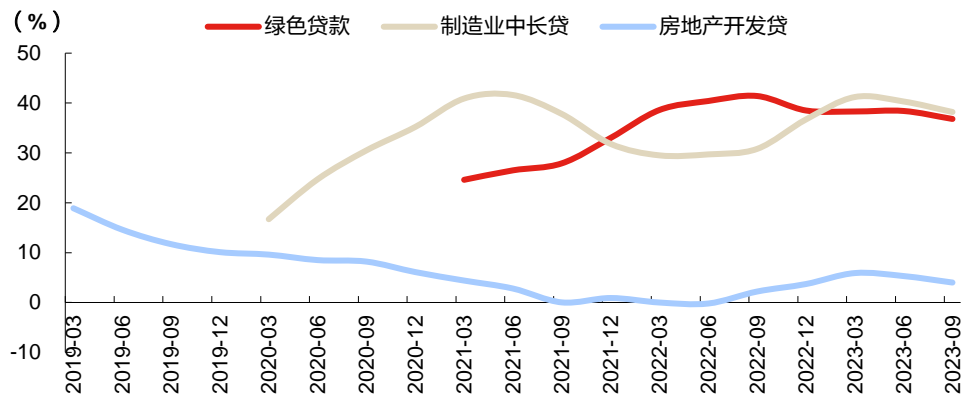


数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

“盘活存量资金”，可能指向银行信贷增长正走向一个新的均衡点，结构优化的重要性上升，绝对增速的关注度或有下降。根据《报告》，盘活存量资金、提高资金使用效率的过程中，一是不体现在贷款增量中，但对经济高质量发展起到切实作用，二是会伴随信贷结构的内部调整，增的部分或主要体现在科创、制造、绿色、普惠等重点领域，这也贯彻了中央金融工作会议精神，减的部分主要分布在房地产、城投、基建（如通过公募 Reits 盘活资产）等领域。对于银行而言，经济增长提质换挡、盘活存量资金的背景下，信贷增速或趋于平稳下行，并在投向上深刻变化，且在这一过程中，银行有望更好的平衡信贷增长和净息差之间的关系，内生性的对银行利润增长形成呵护。

图 4：部分投放领域贷款余额同比增速



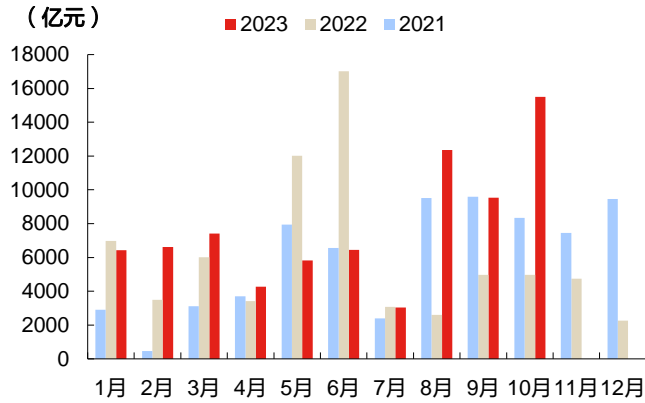
数据来源：Wind，东方证券研究所

二、流动性：货币政策预计配合财政节奏，持续呵护银行间流动性

“积极主动加强货币政策与财政政策协同”，预计后续货币政策将配合财政收支和政府债券发行节奏，持续呵护银行间流动性。8 月以来，政府债供给集中放量，从国债到特殊再融资债券，再到四季度新增 1 万亿元特别国债，由于资金从上缴国库再到支出存在时滞，因此阶段性的给银行间流动性带来压力，DR 利率中枢明显上行。伴随财政募资拨付使用，央行资产负债表负债端的政府存款转化为银行超储（直接或间接），相当于释放了银行间流动性，因此拉长周期看，政府债发行对银行间流动性的影响偏中性。

《报告》提出“结合政府债券增发的形势需要，人民银行将进一步加强与财政政策的协调配合”，或表明后续政府债供给压力增大时，央行也会有相应的流动性呵护举措，缓解阶段性的流动性压力，同时《报告》还提到“推动银行发展政府债券柜台销售和交易”，从优化国债持有者结构的角，更长周期的缓解政府债券发行带来的银行间流动性的波动。

图 5：政府债月度净融资



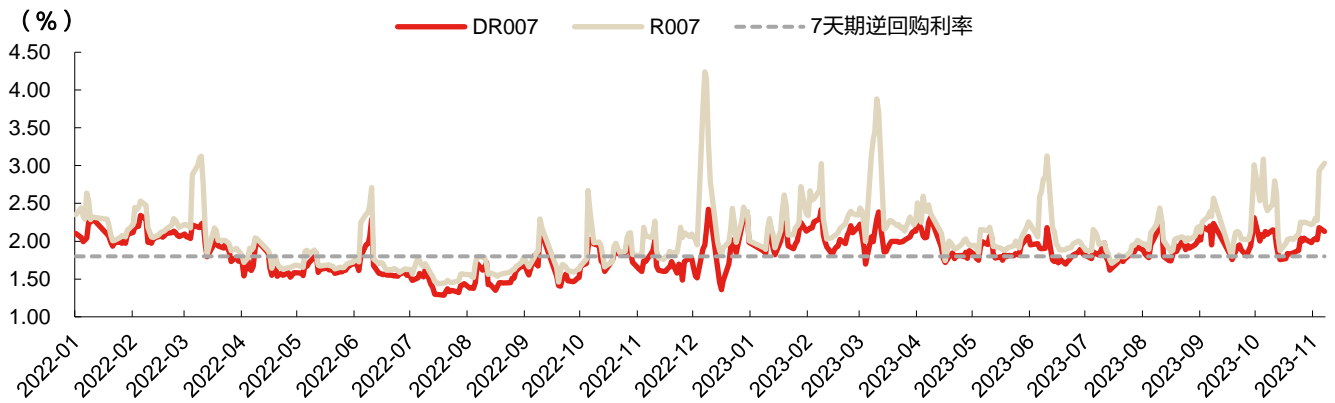
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：新增财政存款当月值



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：资金利率走势



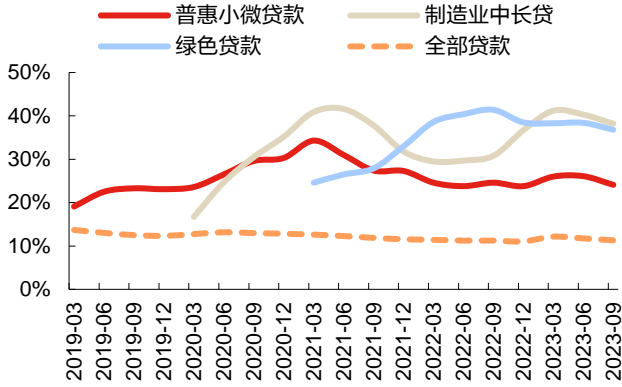
数据来源：Wind，东方证券研究所

三、民营经济：融资支持政策频出，赋能银行信贷增长可持续性

支持民营企业融资，与信贷重点投向契合。继 11 月 27 日八部门联合印发《关于强化金融支持举措助力民营经济发展壮大的通知》后，《报告》专栏再强调“助力民营经济恢复发展”，表明中央层面对民营经济发展的重视程度表明中央层面对民营经济发展的重视程度。今年以来民营企业融资支持政策密集出台，截至 23Q3，私人控股企业贷款余额同比增长 10.9%，增速较 22 年末提升 2.6pct，增量占比达 21.6%，较 22 年末提升 3.5pct。民营企业深度参与的普惠小微、绿色金融、制造业中长贷等新动能领域同比增速在 20% 甚至 30% 以上，显著领先于整体贷款增速。

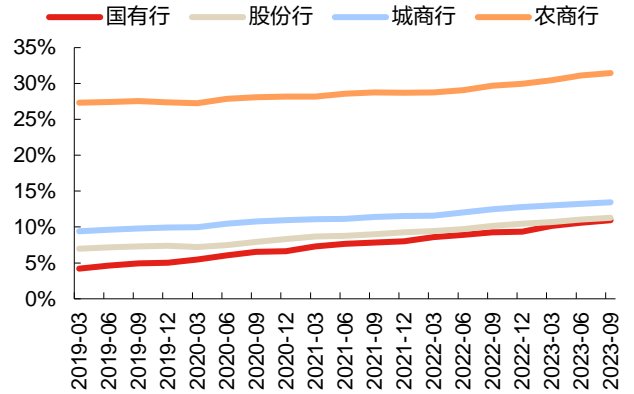
展望后续，一方面民营企业贷款占比边际抬升的可能性较高，且与银行信贷重点投向有较好重合，另一方面，民营经济发展助力经济内生修复，提振市场信心，增强银行信贷增长的可持续性，与民营经济发展相关度较高的江浙城农商行或相对受益。

图 8：民营企业深度参与领域贷款余额同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：各类型银行普惠小微贷款余额占全部贷款余额比重



数据来源：Wind，东方证券研究所

四、投资建议

2024 年银行经营基本面有望筑底，关注银行业风险确认后处置出清的力度、新发贷款利率的拐点、全社会各部门债务成本压降（居民按揭、政府化债、LPR 调降）后银行息差筑底、24 年财政将靠前发力稳定经济预期，继续看好银行股表现。

建议关注：1、有望更好受益于财政政策加码的江浙地区优质城商行：江苏银行(600919，买入)、宁波银行(002142，未评级)、苏州银行(002966，买入)、杭州银行(600926，未评级)；2、高股息国有大行：农业银行(601288，未评级)、工商银行(601398，未评级)、建设银行(601939，未评级)、中国银行(601988，未评级)等。

五、风险提示

- 1、经济复苏不及预期，银行经营或面临量、价压力；
- 2、房地产等重点领域风险蔓延，银行信用成本承压；
- 3、流动性环境超预期收紧，非息收入承压。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。