

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。

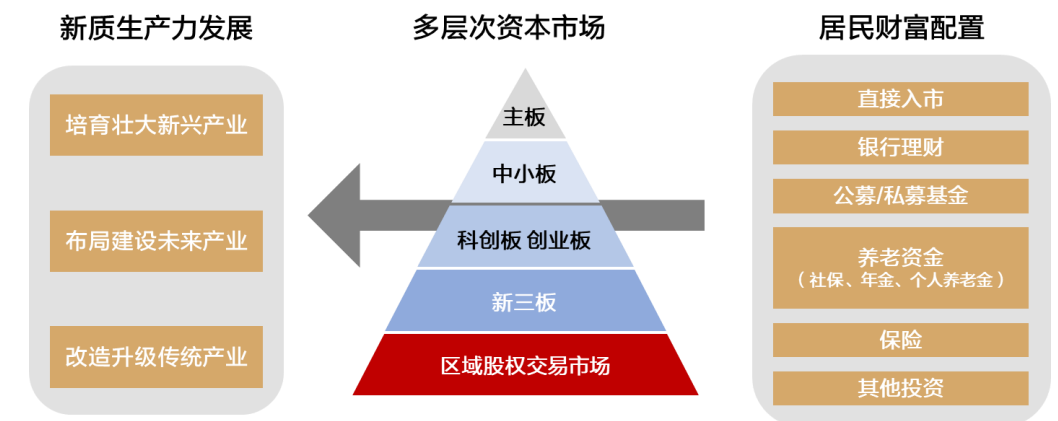
2.1.积极主动拥抱新质生产力发展

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



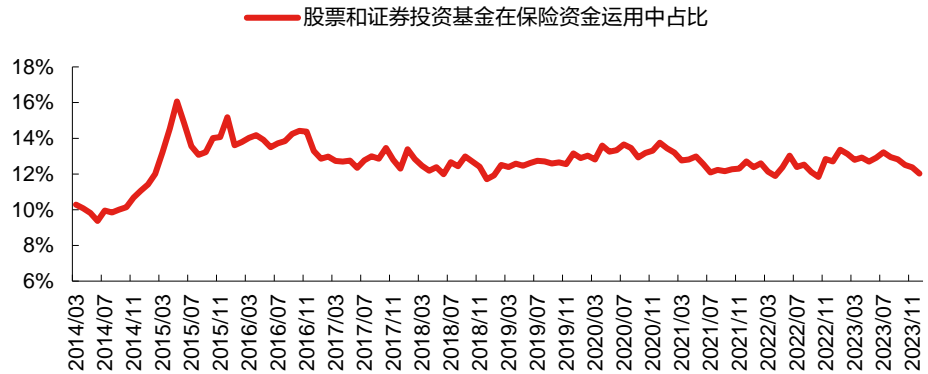
资料来源：陆家嘴论坛，东海证券研究所

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。我们认为制度层面上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。

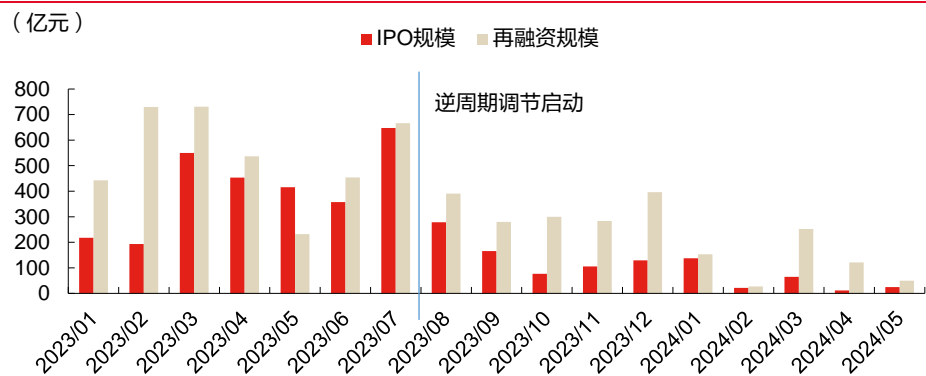
2.3. 落实全过程投资者保护

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。

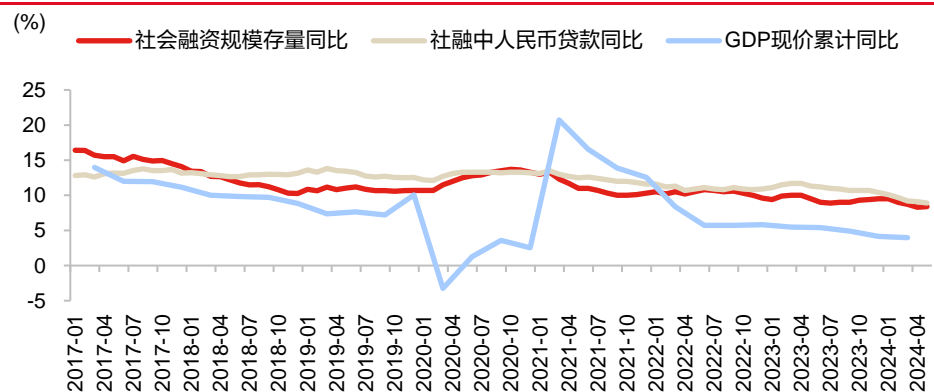
3.信贷市场：淡化总量，疏通传导机制

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

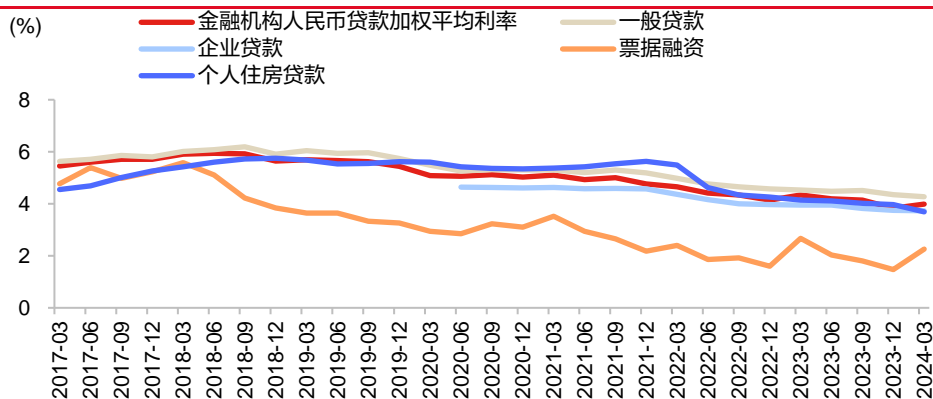
当前货币政策的基调依然是支持性的，以支持巩固和增强经济回升向好态势。主要有三方面的体现：一是金融支持实体在总量上依然相对充裕，社融与信贷增速依然高于名义 GDP 增速，截至 5 月末，存量社融与人民币贷款增速分别为 8.40%与 8.90%，均明显高于名义 GDP 增速；另一方面受结构性政策（如住房利率下调、低利率的专项工具扩面等）及市场需求端较弱影响，实体经济融资成本持续下降，Q1 新发放贷款加权平均利率为 3.99%，同比下降 35bp。据本次陆家嘴论坛央行行长潘功胜发言，5 月新发放贷款平均利率为 3.67%，较 Q1 进一步下降 32bp。三是结构性政策精准滴灌，对科创、房地产等重点领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



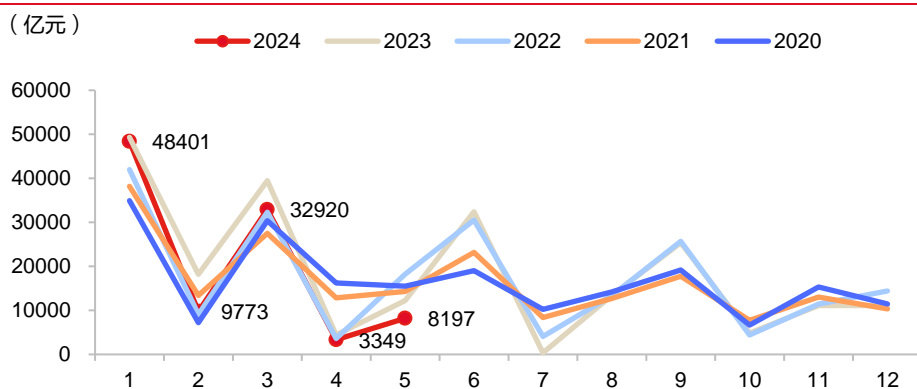
资料来源：央行，Wind，东海证券研究所

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。”

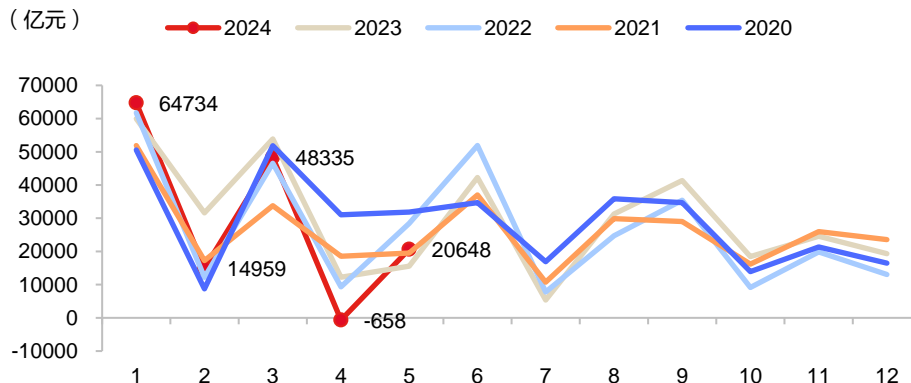
具体实践方面，今年以来，对于一些不合理的、容易消减货币政策传导的市场行为，人民银行加强规范，包括促进信贷均衡投放、治理和防范资金空转、整顿手工补息等。此外，人民银行还会同统计局优化金融业增加值核算方式，由之前主要基于存贷款增速的推算法改成了收入法，更真实地反映金融业增加值水平，弱化一些地方政府和金融机构存贷款“冲时点”行为。受以上措施影响，银行业信贷投放明显放缓。2024 年 1-5 月，各月新增人民币贷款（社融口径）均低于 2023 年同期，带动社融同步趋缓。

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

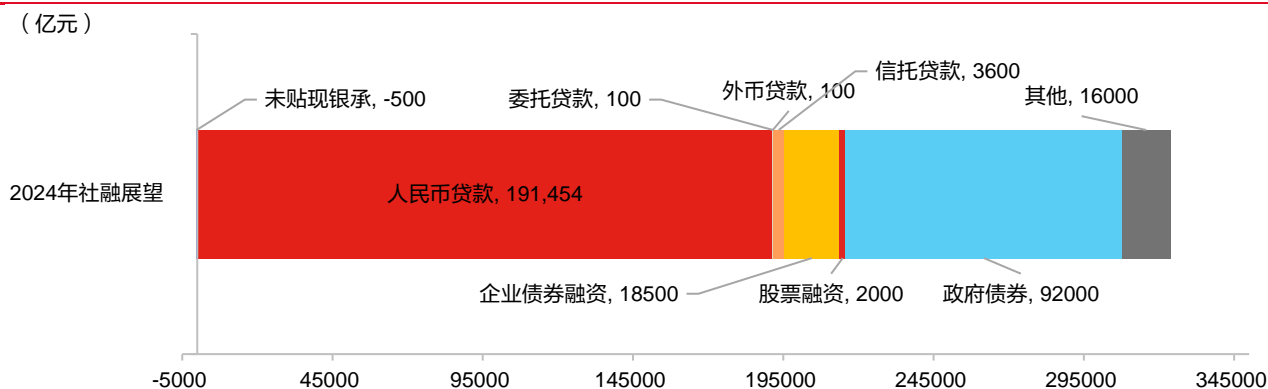
资料来源：央行，Wind，东海证券研究所

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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/166155154014010151>