



银行投资跟踪：均衡+周期视角看本轮贷款利率下行空间



核心观点：

从长期均衡视角来看，经济增速的长期均衡与利率的长期波动中枢保持着较为稳定的相关关系，经济增速下台阶（均衡下移或潜在增速下降）通常对应着利率中枢下台阶。基于疫情冲击带来的经济波动和当前房地产行业的均衡下移，结合刘鹤对经济“三期叠加”定性，可以认为，我们当前处于长周期经济均衡下移和短周期经济下行的叠加状态，因此我们需要结合均衡与周期视角来判断本轮利率下行的空间和底部位置。即我们需要探讨长期均衡下降对贷款利率中枢的影响，也需要观察短期供求关系波动带来的超调。本期专题内容也将围绕着这两个部分来探讨。

经济增速中枢决定终端贷款利率中枢。全球实践中一般采用“黄金法则”的视角来看贷款利率中枢，而在中国的历史经济实践中，实际利率受通胀影响可能长期偏离实际经济增速，而名义利率与政府 GDP 目标保持相当稳健的关系。本届政府以来 GDP 目标与名义利率的偏离进一步缩小。以政府目标 GDP 增速维持在相同水平超过 1 年定义为经济增长平台期，过去 10 年已完整经历了 2012-2014 年和 2016-2019 年两个平台期，当前正在向下探寻第三个平台期。历史经验来看，经济增长中枢与终端贷款利率下行幅度间呈现 1:1.4 的弹性关系，中性情景假设下本轮终端贷款利率中枢将或降至 3.9%。

信用供给周期处在复苏初期，实体流动性非常宽松，因此周期性因素决定了终端贷款利率易超调至低于区间中枢。历史上看超额流动性（社融

增速-名义 GDP 增速) 超过 5%时, 终端贷款利率容易低于区间中枢 20BP-40BP 左右的超调。预计今年 4 季度到明年 1 季度社融和名义 GDP 增速的差在 5%-6%左右, 因此中性情景假设下一般贷款利率最低或将降至 3.5%-3.7%。

投资建议: 坚定看好“复苏交易”。“二十大”新一届国家领导层确定后, “发展与安全”、“地产风险”、“疫情防控”等影响经济的核心命题, 答案逐渐清晰, 经济增长的不确定性将逐渐消退。坚定看好银行板块“复苏交易”行情, 经济复苏或有波折, 但前期表现受宏观环境和管理层变动压制的宁波银行和招商银行, 估值已调整至历史较低区间, 具备长期投资价值; 优质区域城商行受益于稳健资产质量, 投资价值依旧, 看好成都银行和杭州银行。

风险提示: (1) 疫情传播程度、持续时间超预期; (2) 国际经济及金融风险超预期; (3) 政策落地不及预期; (4) 利率波动超预期。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48743

