

# 研报精选

2023年1月9日 第104期

## 宏观专栏

### 地产支持政策持续加码

报告认为，中国地产政策的调整已经使得房地产部门的金融条件处在一个相当宽松的状态。2023年，由于疫情造成的不确定性下降，保交楼得到实质性的资金支持，购房者对开发商的信用风险的担忧也初步缓解，房地产需求回升的概率将有所增加。

### 美国经济放缓，但货币转向门槛高

美国2022年12月新增就业和工资增速有所放缓，且制造业和服务业PMI均跌至50的枯荣线以下；但美联储却依旧坚持加息的想法，政策转向门槛仍然较高。报告认为，美国货币转向宽松的时机尚未到来。

## 专题聚焦

### 如何看待人民币汇率在新年前后的强势

报告认为，人民币汇率尽管短期内快速冲高，但很难长期脱离美元指数走独立的升值行情。在美元指数开始趋势性下行前，人民币汇率或仍以双向宽幅波动为主。短期来看，汇率在6.80-6.85区间的变化值得关注。

### 数据要素驱动数字银行新模式

报告提出银行数字化转型成效评价框架，聚焦客户体验与相关战略体制机制等上层建筑，以判断银行的数字服务能力。相比其他行业和可比欧美同业，中资银行的数字化转型还在路上，植入科技基因任重道远。

## 宏观专栏

### 地产支持政策持续加码

中央经济工作会议明确把“住房消费”作为2023年扩大内需的重要手段，1月5日住建部部长也表示精准支持住房消费，同日央行发布新闻，将此前宣布的临时性房贷利率动态调整的政策常态化。政策的调整已经使得房地产部门的金融条件处在一个相当宽松的状态。2022年金融条件的宽松没有转化为房地产的实质性改善，与疫情的影响、房地产开发商的信用风险以及房地产长周期的下行都有一定的关系，但疫情的不确定性下降、保交楼得到资金支持，房地产大幅下调后基数已经不高，因此需求政策的效果可能会逐步显现，2023年房地产周期企稳的概率在上升。

1月5日晚，央行宣布了新的房贷利率政策，同时住建部也在央视采访中明确了对于房地产消费的精准支持。1月5日，央行发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制<sup>1</sup>，机制的内容是：新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。这个政策最早提出于2022年9月29日，当时这一政策作为一个临时性政策、有效期到2022年年底，央行这次的政策相当于将临时性政策常态化。住建部的表态则更加明确<sup>2</sup>，倪虹部长在采访中表示将“大力支持”第一套住房的购买，“合理支持”第二套住房的购买，“原则上不支持”三套以上住房的购买。

央行的政策与住建部的表态，体现住房地产可能是2023年经济工作中的一个重点。中央经济工作会议明确提出要扩大内需，并且把“住房消费”作为扩大内需的一个重要手段，住建部与央行的具体政策都是在落实这一政策表态。同时，住建部还指出，对于一套住房来说，“首付比、首套利率该降的都要降下来”，同时也明确了对“以旧换新、以小换大、生育多子女家庭都要给予政策支持”，因此向前看，房地产需求端政策仍有进一步宽松的空间。

<sup>1</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4755755/index.html>

<sup>2</sup> [http://k.sina.com.cn/article\\_1776830283\\_69e8474b020018oes.html](http://k.sina.com.cn/article_1776830283_69e8474b020018oes.html)

2022年住房信贷的宽松没有转化为房地产销售投资的实质性回升，主要是由于疫情、开发商的信用风险和房地产的长周期下行。从2021年的9月开始，住房贷款利率就开始了一路下行，到2022年的9月，首套房贷款利率已经下降到4.15%，过去13年来的最低水平。然而，房价和销售面积均没有出现明显的企稳，房贷利率和房地产销售、房价的走势出现了明显的背离。我们认为这背后主要是由于3个原因，第一是疫情的影响，在疫情的影响下，居民的收入预期转弱，对于买房更加谨慎；第二是开发商信用风险的影响，购房者担心开发商不能交付期房，因此不敢购买，我们发现在2022年的大部分时间里，没有交付风险的现房销售明显要好于期房；第三是房地产长周期下行的影响，由于城镇化的减速和金融周期的下行，中国新房成交面积的中枢可能已经见顶。

但是向前看，以上三个因素对房地产基本面的制约都在缓解，疫情造成的不确定性在减弱，保交楼得到了有力的资金保障，房地产销售和投資都已经大幅降低、基数已经不高。具体来看：

第一，疫情造成的不确定性在减弱。在疫情防控进入新阶段后，中国已经宣布对新冠病毒实行“乙类乙管”，不再划定高风险区、不再进行常态化核酸检测，跨区域交流、国际交流恢复正常。虽然不确定性仍然存在，但是从国外经验来看，在几个月后，开放后的国家经济社会总体都会恢复正常，因此私人部门面对的不确定性是在减弱的。

第二，保交楼得到了实质性的资金支持，开发商信用风险也得到了初步缓解。2022年11月，单月新增抵押补充贷款达到3675亿元、创下历史最高记录，历史上抵押补充贷款主要用于棚户区改造的相关项目，此次可能用于对部分保交楼项目的支持当中。2022年9-12月PSL累计新增6100亿元。根据我们的估算，如果全国保交楼困难的项目占全国施工面积10%的话，那么完成这些困难项目的全部交付需要资金约1万亿元。也就是说，央行提供的资金已经可以占到保交楼资金需求中的一个不小的比例，考虑到还有商业银行和其他金融机构的支持，我们认为可以对保交楼有信心。此外，从2022年3季度开始，优质房企在“民营企业债券融资支持工具”的支持下开始逐步恢复债券融资，商业银行也

积极向优质房企授信，开发商信用风险得到了一定的缓解。

第三，在经历大幅调整之后，房地产的基数已经不高。中国本轮新开工面积的下行大约开始于2020年10月，距今已经有2年多的时间，2022年全年新开工面积同比下跌接近40%，2022年10月相对2020年10月的新开工面积下跌57%、接近60%。这样的跌幅、下跌的速度和下跌的时间在过去30年的全球历史中都比罕见。

总的来看，随着各种制约因素的影响逐步减弱，房地产需求政策的作用可能会逐步显现出来。虽然在长周期向下的过程中，房地产反弹的幅度和斜率可能不及此前，但是2023年房地产周期的企稳概率在上升。



以上观点来自：2023年1月6日中金公司研究部已发布的《地产支持政策持续加码》

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

## 宏观专栏

### 美国经济放缓，但货币转向门槛高

美国2022年12月非农数据显示，劳动力市场整体仍然强劲，但新增就业和工资增速有所放缓。另一方面，美国2022年12月制造业和服务业PMI双双跌至50的枯荣线以下，其中服务业PMI是2020年5月以来首次跌破50。服务业PMI公布后，美债收益率大跌，美元贬值、美股强劲反弹，表明投资者期待较弱的经济数据或能促使美联储尽快停止加息、甚至降息。但美联储官员们却仍然坚持加息的想法，周五卡什卡利和布拉德的发言表明，联储政策转向的门槛仍然较高<sup>3</sup>。往前看，我们认为美国货币转向宽松的时机未到，虽然近两个月美国通胀回落，但2022年12月末美国科技股持续下跌，说明大部分投资者仍在观望。

美国2022年12月非农数据显示，劳动力市场整体仍然比较强劲。12月环比新增非农就业22.3万人，失业率回落至3.5%的历史低位，两者均好于市场预期。分行业看，服务业仍然保持较高增速，特别是教育医疗(+7.8万人)、休闲住宿(+6.7万人)和其他服务(+1.4万人)等线下接触性服务业。考虑到周四公布的ADP“小非农”、职位空缺和离职率(JOLTS)数据都比较好，初次申请失业金人数也比较低，我们认为当前美国劳动力市场整体上仍有韧性。

但新增就业和工资增速动能有所放缓。与2022年上半年相比，第四季度的新增就业已明显放缓。其中，科技行业受裁员影响，就业人数出现下滑；非耐用品制造业(-1.6万人)、商业服务业(-6000人)、以及临时支持服务业(-3.5万人)就业也较上月萎缩。此外，2022年12月平均每周工时下降至34.3小时，为2020年初以来的最低水平。小时工资环比上涨0.3%，同比上涨4.6%，均较上月放缓，而且2022年11月的工资同比增速还从5.1%下修至4.8%。导致工资放缓的一个可能因素是劳动力供给有所改善。数据显示，12月劳动参与率为62.3%，较上月上升0.1个百分点，而且11月的参与率也从62.1%上修至62.2%。对美联储而言，劳动参与率回升和工资增速放缓是好消息，我们认为，如果这一趋势

<sup>3</sup> <https://www.minneapolisfed.org/article/2023/why-we-missed-on-inflation-and-implications-for-monetary-policy-going-forward>以及<https://www.reuters.com/markets/us/feds-bullard-says-2023-may-be-year-inflation-surge-wilts-2023-01-05/>

能够持续，那么美联储加息的压力将大大降低。

另一组数据——美国ISM服务业PMI超预期下行——引发市场强烈反应。根据ISM公布的数据<sup>4</sup>，2022年12月ISM服务业指数从上月的56.5大幅下降至49.6，在2020年5月以来首次落入枯荣线之下。分项来看，商业活动指数从上月64.7大幅下跌至54.7，虽然仍在正增长区间，但涨势明显放缓。但显示未来需求的新订单指数从上月56大幅下挫至45.2，进入收缩区间，受访企业称高房价利率压制房地产需求，甚至有些客户在需求走弱下取消了未来的订单。就业指数从上月51.5放缓至49.8，部分受访企业称由于2023年经济前景不确定性，公司收紧了新员工招聘需求<sup>5</sup>。供应商交付指数从53.8下跌至48.5，这是2019年5月以来首次降至50之下，尤其是在交运仓储、零售、房地产等行业，供给瓶颈明显改善。不过，企业支付价格指数仍高达67.6，虽然较上月下降，但仍然处于历史上较高水平，说明服务业价格的下降并非一帆风顺。

服务业PMI公布后，美债收益率大跌、美元贬值、美股强劲反弹，表明投资者期待较弱的经济数据或能促使美联储尽快停止加息、甚至降息。在服务业PMI之前公布的2022年12月ISM制造业PMI指数为48.4，连续第二个月处于50的枯荣线以下，其中的新订单指数下滑至45.2，反映制造业需求在快速回落。事实上，美国经济放缓、衰退风险增加已经是市场共识，我们在报告[《美国地产，衰退的前兆》](#)中就指出，随着美联储大幅加息，2022年美国房地产销售和投資大幅下滑，按照历史经验，房地产如此萎缩大概率会引发衰退。在此背景下，本周公布的PMI数据只是进一步强化了这种想法。截至2023年1月7日，CME联邦基金期货隐含的加息预期显示，市场普遍认为美联储将在下一次2月会议上将加息步伐进一步放缓至25个基点，而暂停加息似乎是指日可待。

然而，美联储官员们却仍然坚持加息的想法，周五卡什卡利和布拉德的发言表明，美国货币政策彻底转向的门槛仍然较高。2023年新任票委、明尼阿波利斯联储行长卡什卡利在讲话中态度谨慎，称现在宣布通胀见顶还为时过早，

<sup>4</sup> <https://www.ismworld.org/supply-management-news-and-reports/reports/ism-report-on-business/services/december/>

<sup>5</sup> 同上

美联储应当继续在未来几次会议上加息直到5.4%，并将高利率继续保持一段时间，过早的降息可能会使通胀再度回升<sup>6</sup>，让美联储重蹈1970年代的覆辙。圣路易斯联储主席布拉德则表示，联邦基金利率已正在接近一个“足够高的”、能够使得通胀得到控制的水平；他还表示，相较于几个月前，自己对于经济“软着陆”前景更为乐观，如果劳动力市场保持强劲，加上通胀逐步回落，有助于降低经济增长面临的压力<sup>7</sup>。言下之意，美联储仍可以继续加息，对于市场所担心的衰退风险，美联储暂时还可以忍受。

新年第一周，资本市场先抑后扬。美股三大股指先跌后涨，10年期美债收益率先上后下，美元先涨后跌。强劲的劳动力市场数据一度让市场担心美联储紧缩会持续更久，但疲软的PMI数据又让衰退担忧成为主旋律。总而言之，市场还是在美联储紧缩和经济衰退两个主题之间来回摇摆，对于美联储降息还是充满期待。我们认为美国货币政策转向的时机尚未到来。尽管最近两个月美国通胀有所回落，但2022年12月末美国科技股持续下跌，说明大部分投资者对美国风险资产还是比较谨慎。

---

以上观点来自：2023年1月7日中金公司研究部已发布的《美国经济放缓，但货币转向门槛高》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

肖捷文 联系人 SAC 执证编号：S0080121070451

---

<sup>6</sup> <https://www.minneapolisfed.org/article/2023/why-we-missed-on-inflation-and-implications-for-monetary-policy-going-forward>

<sup>7</sup> <https://www.reuters.com/markets/us/feds-bullard-says-2023-may-be-year-inflation-surge-wilts-2023-01-05/>

## 专题聚焦

### 如何看待人民币汇率在新年前后的强势

人民币汇率收复6.90。在2022年的最后一个交易日，在岸人民币在16:30分官方收盘后便在流动性相对偏弱的夜盘开启了一波升值行情，在当晚11点30夜盘收盘前，人民币汇率便升破了6.90，这是在岸人民币汇率自2022年9月初以来首次收复6.90关口。在2023年的第一个交易日，人民币汇率在开盘不久之后再度拉升至6.90下方，此后尽管冲高回落，但在美元指数反弹的背景下，人民币汇率的回落幅度有限。近5个交易日，美元指数总体上有所回升，但人民币却逆势升值500点，短期的势头较为强劲。

#### 人民币汇率快速回升的原因：

人民币的快速回升并不让人意外，我们在12月的点评[《多因素推动人民币汇率收复7.0》](#)中提到，尽管人民币汇率四季度的升幅可观，但推动人民币回升的三大因素在短期仍可能继续演绎并让人民币进一步惯性冲高。我们认为，人民币汇率在新年前后的升值仍与去年末的几大支持因素有关。

中国经济的修复速率可能快于预期。中国经济修复快于市场预期可能是人民币汇率近期回升的重要原因。在第四季度，虽然市场对于疫情优化后的中国经济修复总体持乐观态度，但在12月主要城市感染情况快速攀升时，外界的一致预期是中国经济可能会遭遇一定的短期阵痛。从海外国家经验看，疫情感染率从快速攀升到回落基本会经历3个月左右的时间。因此，市场一般认为中国经济仍可能在2023年第一季度受到疫情传播的严重扰动。但从实际情况看，中国本轮疫情的达峰和回落的时间跨度比海外经验更短。这或许意味着中国经济修复的速率可能会快于市场此前的一致预期。从具体数据上看，百度搜索指数中“发烧”的热度在12月中下旬达峰后已经回落到12月初的水平，这表明从全国的维度看，疫情的相关扰动正在快速减弱。从我们跟踪的数据看，主要城市的地铁客运量都从今年四季度的低点开始快速反弹。其中，北京、广州和深圳的客运量在1月2日已经恢复到了正常水平的一半以上。国家邮政局跟踪的数据

显示<sup>8</sup>，今年元旦假期，全国快递业揽收和投递快递的数量均较2022年同期增长10%以上。经济活动的快速恢复给予了中国资产乃至人民币汇率更多溢价。这与此前中国将新冠感染乙类乙管和与中国香港更快实现通关的消息一道，成为了人民币汇率得以在一篮子货币中走势领先的重要支撑。

**季节性的强势。**季节性强势也是人民币汇率在跨年的几个交易日走强的原因之一。在过去的6年，人民币对兑美元在11月、12月和次年1月平均会走强700、800和1000点左右。出口商的季节性收汇与结汇的行为在农历春节前的几个月通胀会使得人民币汇率走强。更有意思的是，在年度交替的几个工作日，人民币的季节性规律往往更为突出：在2021年12月31日，人民币汇率从6.37升至6.34，实现了近一个月以来首次对6.35的破位；在2021年的首个工作日，人民币对美元从6.51升至6.45，单日近600点的升幅是跨年前后两个月内最大的；而在2019年的12月31日，人民币汇率也有近300个基点的升值表现。岁末年初的时点，季节性出口结汇的需求所带来的市场影响往往会被偏弱的市场流动性所放大，从而引起较为显著的波动。

**美元指数的相对水平。**美元指数虽然有所反弹，但其绝对水平与2022年6月相当。彼时的人民币对美元汇率在6.7-6.8之间。虽然，美指与人民币汇率并非一一对应的关系，但市场交易者难免会将二者做横向比较。因此，在他们的眼中，人民币汇率就存在了一定的“补涨”空间。从人民币对一篮子货币的角度看，CFETS指数和SDR指数都已经回到了2021年下半年的水平。这意味着人民币对一篮子货币已经回到了比较合理的水平。在中国经济预期好于其他主要发达国家和发展中国家的背景下，人民币对一篮子货币出现一定程度的反弹是相对合理的。

### 双向波动而非单边升值：

尽管短期内人民币快速冲高，但从基本面看，利好与利空人民币汇率的因素均存在。因此，我们认为人民币汇率很难长期脱离美元指数走独立的升值行情。在美元指数的趋势性下行行情开始前，我们仍判断人民币汇率以双向宽幅

<sup>8</sup> <https://www.spb.gov.cn/gjyzj/c100015/c100016/202301/326b4aae08d84fcd1a282ef3f6a8d85.shtml>

波动为主。

**基本面多空因素各半。**从基本面的角度看，目前人民币汇率的利好与利空并存。在上文提到的三大因素中，中国经济的快速修复和季节性的结汇需求仍将在一段时间内发挥作用。因此，在春节前，经常项目的结汇还是跨境资本流向仍可能对人民币汇率形成阶段性的支撑。除此之外，海外央行增加人民币资产的配置也将是人民币走强的潜在因素之一。根据参考消息的报道<sup>9</sup>，俄财政部打算从2023年起用人民币补充国家财富基金。我们认为此举可能会增加数百亿美元的潜在人民币配置需求。但与此同时，我们也要看到一些基本面利空的存在。经常项目顺差的收窄是潜在利空之一。由于中国经济的边际修复和欧美经济的进一步萎缩，过去两年，中国经济外需好于内需的结构性特征在2023年可能出现逆转。海外经济的下行会加大我国的出口压力，而中国经济的恢复则会增加进口需求。经常项目的收窄可能会减少贸易商的净结汇需求，从而利空人民币汇率。中美短期利差的扩大也可能在跨境资金流动方面影响人民币汇率。由于美联储仍在加息周期中，而中国的信贷成本则会维持在相对偏低的水平。因此，境内企业仍然存在一定的资产外币化和负债本币化动机。从以往的经验看，中美短期利差往往会领先人民币汇率3个月左右。虽然汇率贬值的预期已经大幅好转，但我们认为利差的存在仍然会对人民币的供需产生一定影响。

**美元指数仍是最重要的定价锚。**在基本面因素并未一面倒支持人民币汇率单边升值的背景下，我们认为美元指数的变化仍然是最重要的定价锚。自2016年CFETS指数推出以来，人民币汇率与美元指数的变动之间存在长期稳定的关系。我们通过两者之间的历史相关关系建立了人民币汇率的模型，其中枢对于人民币汇率有较好的预测效果。我们的模型显示，美元指数1季度若维持在103.8左右，人民币汇率的拟合水平将在6.98附近。这表明，当前人民币汇率在6.91左右的水平已经部分定价了中国经济的修复等利好因素的影响。因此，如果美元指数不出现进一步滑坡，我们认为人民币汇率进一步升值的空间将是有限的。中期看，我们认为美元指数可能会在欧美央行收紧和经济回落的影响下

<sup>9</sup> [https://m.gmw.cn/2023-01/02/content\\_1303241743.htm](https://m.gmw.cn/2023-01/02/content_1303241743.htm)

走出一轮反弹行情。如果美元指数的阶段性反弹能够兑现，那么人民币汇率的双向波动态势也或将进一步确立。

**关注6.80-6.85一线的阻力。**短期看，我们认为6.80-6.85一带或是值得关注的阻力水平。首先，在岸人民币和离岸人民币的200日均线分别处于6.82和6.86。这是2022年4月人民币开启贬值行情以来未曾突破的水平。其次，6.80-6.85一带也是去年5月人民币第一轮贬值的低点所在。人民币汇率在8月份重新跌破6.80之后，开启了去年的第二个贬值波段。在人民币汇率跌破6.80之后，监管重启了多个稳汇率预期政策。如果该位置被收复，这将意味着人民币汇率将由空头行情转入多头行情，诸如外汇远期购汇风险准备金率等稳预期政策也或将逐步退出。

**汇率双向波动是人民币国际化推动的契机。**随着人民币汇率单边贬值预期的逐步消退，人民币国际化推进的条件开始好转。在央行的第三季度货币政策执行报告中，将人民币国家化从“稳慎推进”改为“有序推进”。这个改变表明了跨境资本流动环境和人民币波动环境出现积极后，人民币国际化推进的方向更为坚定。从2023年开始，人民币在岸市场的交易时间从23:30分延长到次日凌晨3点。在覆盖美洲交易时段后，人民币外汇市场的能够满足更多海外资金的贸易结算、资产配置等交易需求。我们相信，人民币国际化在今年可能会在贸易结算、资本市场互联互通等多个维度有所突破。

---

以上观点来自：2023年1月4日中金公司研究部已发布的《如何看待人民币汇率在新年前后的强势》

李刘阳 联系人 SAC 执证编号：S0080121120085 SFC CE Ref: BSB843

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

## 专题聚焦

### 数字银行2：数据要素驱动数字银行新模式

数字经济时代，数据成为新型生产要素，金融机构需要善用数据生产力，做好客户服务和获得成长性。我们提出了银行数字化转型成效评价框架，对外聚焦客户体验，对内关注相关战略体制机制等上层建筑，用以判断银行间数字服务能力差别。相比其他行业和可比欧美同业，中资银行数字化转型还在路上，植入科技基因任重道远。

目标客群迅速调整，经济生活线上化，凸现银行数字化转型迫切性。2020年我们发布报告[《数字银行重构金融供给，场景/生态经营提升触达和洞察力》](#)，认为彼时部分银行机构金融供给无法有效触达和服务中国经济转型升级中金融需求最旺盛的客群，包括中高净值客户的财富管理、C端长尾的消费信贷、B端长尾的融资、G端提升治理能力，因此银行个体成长性（规模增长）和议价能力（净息差）受限。站在2023年初时点观察，我们认为上述宏观、产业、科技和监管趋势延续，同时在边际又有所变化，主要体现在两方面：第一，涉房敞口风险暴露，目前处于信用修复状态，但行业发展高峰期已过，银行需要调整目标客群结构，从而获得成长性和议价能力；区别于传统基建、房地产等客户，绿色金融、普惠小微、高端制造等新客群体现差异化特征，更须数字化赋能。第二，2020年疫情加速了经济生活线上化节奏，3年时间里更多线上非金融场景建设完善，但目前银行机构线上承载能力仍需完善。

**验证银行数字化转型成效，聚焦商业模式变革。**根据供需关系，分为银行内部和外部，我们对银行的数字化转型内部自上而下从战略、组织、应用、中台、基础设施进行评价，对外按照客户类别进行评价。

我们认为在新的经济发展模式下，银行的核心诉求依然是去覆盖需求最旺盛客户需求，但是随着客户及自身的数字化能力升级，数据资产需要焕发出新的生产能力，去洞察、获取和服务变化的客户和客户需求。因此我们对于银行数字化成效的考察首先需要按照供需关系拆分去观察是否满足好变化的客户需求、以及内部供给是否采用了数字化的手段。面向客户需求，我们按照C端

零售客户/B端企业客户/G端政务客户/F端同业客户进行分类。我们关注：

► C端以及类C端的小微客户等，更加关注用户体验和线上场景建设是否响应了诉求。其中定量的可观测数据包括移动端活跃人数、粘性、线上用户占零售用户比例、线上零售财富产品销量等，定性的观察可以采用直观的App体验的测评，流程自动化的水平，交互的界面/入口设计等。部分长尾B端即小微企业具备和C端相似的特征，可以归为一类。

► B/G端关注服务产业金融和政务的能力。其中定量的可观测数据包括线上客户的数量、客户粘性如交叉销售情况、可量化的体验数据如开户耗时等，定性的观察包括移动端的客户体验、财务金融模块化输出并服务客户的能力。

► F端关注输出同业能力，这里主要指通过自身的开放平台或者旗下金融科技子公司进行对外服务的能力。可以关注银行旗下开放平台的用户增长、用户体验，以及旗下金融科技子公司的服务客户类型数量、盈利情况、业务版图等。

内部供给侧改革，我们自上而下关注战略、组织、应用、中台、基础设施进行观察。我们关注：1) 战略上是否将数字化转型提升至全行的战略高度并和全行的核心发展目标有机的结合，同时战略的策划执行能力是否到位；是否具备成体系的制度考核帮助战略执行。2) 组织架构上，是否形成了数字化转型适应的组织，包括部门的设计、组织敏捷程度、科技人才占比等。3) 应用层面，关注应用的迭代速度、内部人员使用体验、与非金融线上场景结合的能力如非金融场景开展联名活动、嵌入到非金融场景等。4) 基础设施层面，科技投入占营收比例和增速，科技投入在中台、系统等方面的进度。

根据以上数字化转型效果评价体系，我们看到：招行/宁波/建行分别在零售、企业客户、同业对外输出上占优：招行利用金融科技优化线上流程体验服务零售转型目标；宁波银行以客户为中心全周期服务，实现深度经营客户；建行利用大行长期基础设施投入优势，通过科技子公司输出到同业经验。

**拆分数字化转型周期，科技基因植入任重道远。**我们回顾了银行数字化转

型历史，以MAU作为参照，大体划分为2016-2018/2019年后两个周期：前一周期进行线上化移动化及自建场景尝试，后一周期被疫情加速。对比各行业及海外领先银行，中资银行的研发投入较高，但是科技人才比例相对较低，且组织敏捷和人才占比的薪资方面可能有所欠缺。因此，中资银行数字化转型仍然需要加大人才团队投入，团队收购是一个可选项，目标植入科技基因。向前看，我们测算未来银行业的科技投入仍将保持较快增速。头部大行的数字化转型较早，已经积累了丰富的用户数据，在组织架构变革和科技基础设施上也有了一定基础，未来需要更加注重发挥数据资产价值。处于数字化早期的中小银行可以从战略入手，关注线上体验和客户响应以统领后续的组织人才和基础设施投入。



以上观点来自：2023年1月4日中金公司研究部已发布的《数字银行2：数据要素驱动数字银行新模式》

刘砺寒 联系人 SAC 执证编号：S0080121110083

张帅帅 分析员 SAC 执证编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2023.1.3 中国图说中国宏观周报：经济再次探底，近期有修复迹象 ——2022年12月经济金融数据前瞻
- 2023.1.4 其他宏观专题报告：震荡下的稳定币 —— 数字经济月报
- 2023.1.6 中国宏观热点速评：地产支持政策持续加码
- 2023.1.7 海外宏观周报：美国经济放缓，但货币转向门槛高

### 策略及大宗商品

- 2023.1.3 主题策略：2023年十大预测：翻开新篇
- 2023.1.3 海外策略：2023年的海外市场：共识与意外
- 2023.1.3 大宗商品：图说大宗：供给风险再起，需求近远分化
- 2023.1.7 大类资产配置月报（2023-1）：布局春季行情
- 2023.1.7 大类资产观察：如果美国通胀环比转负，如何配置资产？
- 2023.1.7 全球资金流向监测：情绪回暖推动互联互通双向流入扩大
- 2023.1.8 海外市场观察：如何评估和监测美国衰退压力？ 2023年1月2~8日

### 固定收益

- 2023.1.3 简评：银行贷款重组落地，由遵义道桥看城投债务重组
- 2023.1.3 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.1.3 中国信用策略月报：理财净值化致波动加大，供给缩量地产风险萦绕 ——2022年信用债市场回顾
- 2023.1.3 简评：会通转债上市定价分析
- 2023.1.4 招投标备忘录：贴现农发债23年第1期新发、付息农发债22年第7、10、11、12期增发 ——利率债招标分析
- 2023.1.4 简评：财政加力提效逻辑明晰，既要稳增长，也要防债务风险
- 2023.1.4 简评：大元转债上市定价分析
- 2023.1.4 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.1.4 招投标备忘录：国开债22年第8、16、20期增发 ——利率债招标分析
- 2023.1.5 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.1.5 简评：摊余成本法理财能否成为新的增长点？
- 2023.1.5 简评：漱玉转债上市定价分析
- 2023.1.5 专题研究：债市需要担忧劳动力供应短缺及其通胀么？
- 2023.1.6 简评：关注银行资本债的不赎回风险 —— “18九江银行二级01” 不行使赎回选择权简评
- 2023.1.6 固收+：固收+2023年展望：“反拥挤”与行业轮动
- 2023.1.6 简评：三房转债投资价值分析

- 2023.1.7 信用债收益率跟踪周报：收益率继续陡峭化下行，一级发行净增量开始回升
- 2023.1.7 中国利率策略周报：每年市场的预期及最终预期差对今年的启示

## 行业

- 2023.1.3 香港金融：香港银行2023年展望：利率、疫情、内房三条主线
- 2023.1.3 有色金属：铜：需求弱现实强预期，铜价维持震荡
- 2023.1.3 主题研究：风光公用环保1月月报：风光将迎拐点，电力运营龙头被低估
- 2023.1.3 传媒互联网：周报：首批进口游戏版号下发，春节档影片陆续定档
- 2023.1.3 传媒互联网：互联网周思考：政策再回暖，关注组织提效
- 2023.1.3 化工：能源价格回落，石化中游价差有望修复
- 2023.1.3 银行：金融稳定法草案公开征求意见，金融风险处置任重道远
- 2023.1.3 有色金属：稀土：价格续创阶段新高，节前备货提振需求
- 2023.1.3 电力电气设备：电新周报：储能国内项目并网顺利，电动车3月有望成为基本面拐点
- 2023.1.3 汽车及零部件：周报：12月新能源车企销量符合预期，周度上险数据创今年新高
- 2023.1.3 新能源汽车：新能源月度销量跟踪：12月收官符合预期；23年聚焦结构分化
- 2023.1.3 有色金属：强预期大于弱现实，镍价维持强势运行
- 2023.1.3 汽车及零部件：广州车展见闻：新能源供给持续丰富；阿尔特智能数字化汽车平台重磅发布
- 2023.1.3 主题研究：能源局发布2023年能源路线图，新能源目标或偏保守
- 2023.1.3 有色金属：铝：贵州停产范围扩大，供给脆弱性凸显
- 2023.1.3 软件及服务：美股软件及服务公司3Q22业绩梳理：收入持续承压，盈利能力边际修复
- 2023.1.3 机械：通用自动化复苏可期，推荐新能源技术变革
- 2023.1.3 交通运输物流：双周报#355：新冠感染将实施“乙类乙管”
- 2023.1.3 半导体：中金看海外公司 | ASML：光刻巨人是如何炼成的
- 2023.1.3 主题研究：中金周期半月谈：从大国产业链新格局看周期配置机会
- 2023.1.4 机械：五金工具：看好低估值、盈利改善和结构性增长
- 2023.1.4 有色金属：稀土新时代之一：迎接稀土供应新格局
- 2023.1.4 日常消费：周思考：消费复苏方向明确，看好食品饮料盈利修复和估值提升
- 2023.1.4 不动产与空间服务：周报#324：全年新房销售与宅地成交跌三成
- 2023.1.4 博彩及奢侈品：12月总博收同比下降56.3%；随着防疫措施的优化，旅行情绪逐步回升
- 2023.1.4 不动产与空间服务：三轮土拍：市场延续低温，城投份额走高
- 2023.1.4 金融：数据要素驱动数字银行新模式

- 2023.1.5 中金前沿科技系列：格陆博——汽车制动行业创业新星
- 2023.1.5 电力电气设备：电新1月观点：电网看好投资提速及结构性优化，储能关注海内外大储产业链
- 2023.1.5 金融：信用服务市场格局清晰，数据资产估值初探
- 2023.1.5 金融：中金看海外公司 | AMP：财富前台与中后台弱绑定，传统金融机构服务中产阶级的范式
- 2023.1.5 金融：投顾牌照广泛化，买方投顾转型的制度前提
- 2023.1.6 传媒互联网：一代人终将老去，但总有人正年轻
- 2023.1.6 主题研究：光伏前沿系列四：钙钛矿双月报01 --- 如何把握2023年钙钛矿太阳能电池投资机会？
- 2023.1.6 机械：风电零部件：基于量价模型测算下的研究框架
- 2023.1.6 银行：绿色金融：银行的下个十年
- 2023.1.7 软件及服务：证券IT新指引发布，金融国产替代蓄势扬帆
- 2023.1.7 科技：汽车电子周报（智能决策篇）：国产芯片方案新增定点；NOA解决方案进入城市场景
- 2023.1.7 传媒互联网：2023年春节档前瞻：供给多元、需求沉淀，票房弹性可期
- 2023.1.7 电力电气设备：新型电力系统蓝图展，源网荷储齐发力
- 2023.1.7 化工：MDI、钛白粉盈利有望改善，硅料跌价利好EVA需求增长
- 2023.1.8 电力电气设备：风电设备行业近况：行业景气趋势正在到来

## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn