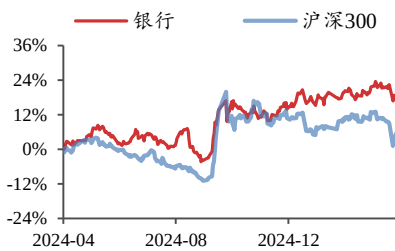


银行

2025 年 04 月 13 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《红利稳固可持续，稳增长驱动顺周期——行业点评报告》-2025.4.7

《增资国有行后的投资策略：稳健红利与估值修复——行业深度报告》-2025.4.3

《存款利率期限倒挂的原因简析——行业点评报告》-2025.3.24

信贷超季节性恢复，“以价换量”或告一段落

——行业点评报告

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

丁黄石（分析师）

dinghuangshi@kysec.cn

证书编号：S0790524040004

● 信贷投放强季节性恢复，票据融资压降，短贷增加仍反映冲量特征

3 月人民币贷款新增 3.64 万亿元，同比多增 5500 亿元，余额同比增速 7.4%，较 2 月提高 0.1pct。3 月信贷增量为过去 5 年来第二高，仅次于 2023 年（3.89 万亿元），信贷总量读数较强但结构上以短贷冲量为主，人民币中长贷增速 7.0% 仍处低位，实体需求回稳仍待观察：一是贷款多增主要由对公短期贷款贡献。3 月企业贷款同比多增 5000 亿元，票据融资减少，但季末信贷考核或使银行仍有冲量国企流动性贷款行为；企业中长贷仍受债务置换影响，同比少增；二是居民短期、中长期贷款增长提速，对应消费贷快速降价。结构上 3 月居民短贷、中长贷分别新增 4841、5047 亿元，增量较 2 月大幅恢复。居民中长贷反映按揭需求受房地产销售改善影响有所回暖，叠加提前还贷减少，按揭增长上量；企业短贷上量对应银行消费贷“卷价格”，3 月市面出现 2.5%/2.6% 的低价消费贷款，但随后受定价自律指导重新调整至不低于 3%，这也侧面反映银行“以价换量”的信贷策略不可持续，另外也可能受到消费贷期限政策放开的影响。下一阶段的实体融资成本下行，仍需政策降息及有效的银行负债成本改善推动。

● 社融增长主要由政府债贡献，宽信用初见效果

3 月份社融新增 5.89 万亿元，同比多增 1.05 万亿元；存量增速为 8.4%，较 2 月增速上升 0.2pct，社融增速自 2024 年 10 月以来，连续 5 个月稳步上升。稳增长政策下社融与信贷增速均回升，但贡献仍主要来自政府债券，由宽货币、宽财政至宽信用的传递路径仍待加强。第一、3 月政府债同比大幅多增 1.02 万亿元，发行明显提速，在“地方尽早发行使用专项债”的财政指导下，政府债年内发行明显前置。第二、信贷较 2 月由拖累转为贡献，社融口径人民币信贷新增 3.83 万亿元，同比多增 5358 亿元，但价格仍处低位，3 月新发放企业/个人住房贷款利率分别为 3.30%、3.10% 环比均持平，新发放按揭价格阶段性企稳。其他项目中，表外融资同比少增 63 亿元，直接融资同比多减 4956 亿元，主要源于信贷对企业债券的替代效应。

● 财政投放与信贷派生下资金活化，非银存款流失主要受债市波动影响

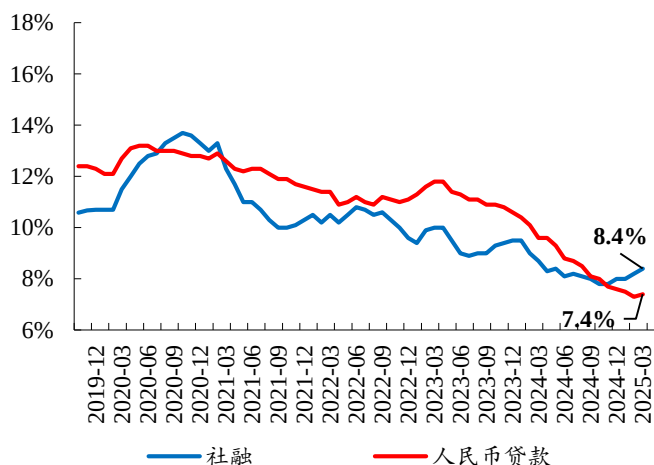
3 月 M2 同比增长 7.0% 与 2 月持平；新口径 M1 同比增长 1.6%，较 2 月增速上升 1.5pct，M2-M1 剪刀差收窄。M1 增速大幅回升，一方面源于债务置换形成活期存款。再融资专项债加速发行后，季末月财政资金集中拨付，财政存款回流银行体系形成活期存款，企业流动性边际改善。数据上 3 月财政存款减少 7710 亿元，反映了资金由财政账户向实体经济流入逐步活化；另一方面源于企业短贷的派生。3 月企业存款增加 2.84 万亿元，同比多增 7675 亿元，反映对公信贷需求边际改善下，存款派生能力同步恢复，银行资产负债表存、贷两端同步增加。总量上，3 月人民币存款新增 4.25 万亿元，同比少增 5500 亿元，其中住户存款同比多增 2600 亿元，非银存款当月减少 1.41 万亿元，同比大幅多减 1.26 万亿元。我们认为 3 月非银存款加速流失，一是源于季末理财回表以及债市波动下资管产品的赎回；二是随着海外政策不确定性上升，资金转向配置黄金、现金，造成证券公司保证金存款流失；三是同业存款自律机制余波尚存，国有行或受此影响。

● 投资建议：红利稳固可持续，稳增长驱动顺周期

年初以来市场风险偏好虽有所提升，但海外关税扰动仍存。当前我国政策以内为主，仍保持政策定力，未来降准、降息仍有空间，故以国有行为代表的红利类资产仍有支撑，此外稳增长政策发力亦带动银行估值修复，未来宽信用环境的实现将对银行基本面形成支撑。外部扰动下板块防御价值突显更具长期吸引力，继续看好稳定股息的红利策略持续性，推荐港股中信银行，受益标的农业银行、招商银行、北京银行等；顺周期逻辑推荐苏州银行，受益标的江苏银行、成都银行、苏州银行、常熟银行等。

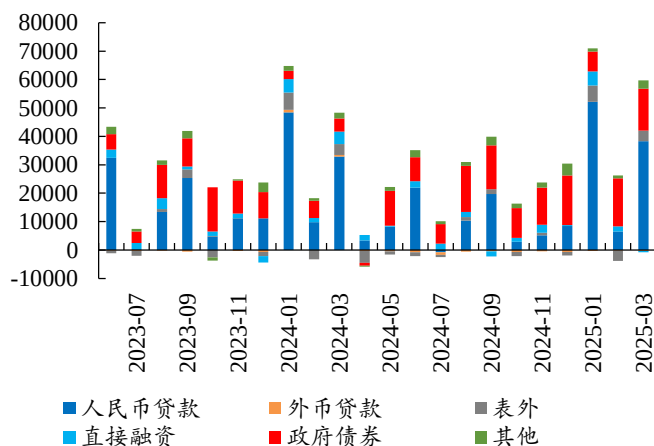
● 风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

附图 1：3 月人民币贷款、社融增速环比均回升



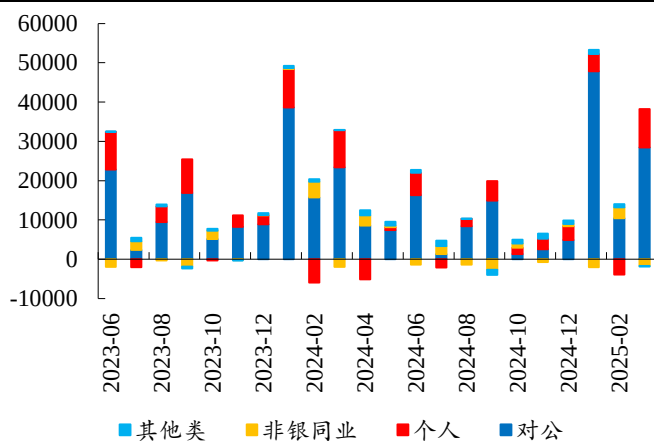
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：3 月社融主要靠政府债券贡献（亿元）



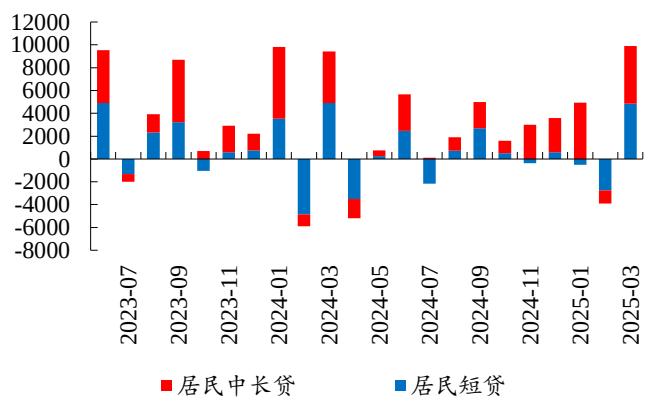
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：3 月信贷同比多增，主要靠对公贡献（亿元）



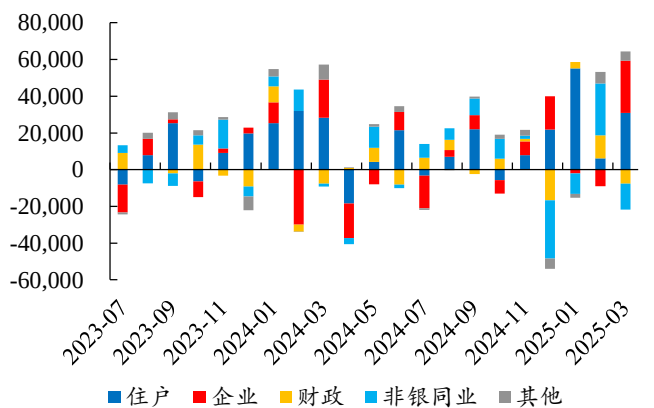
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：居民中长期贷款同比多增反映按揭需求（亿元）



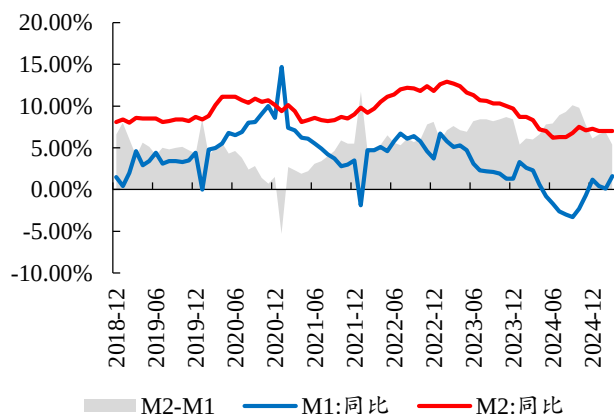
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：3 月资金逐步活化，非银存款流失加速（亿元）



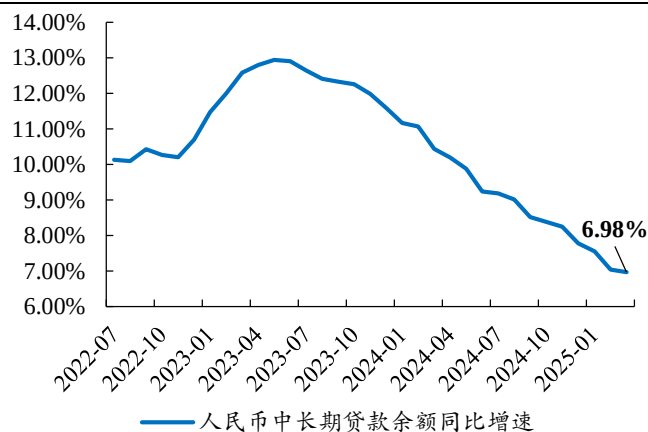
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：财政存款拨付，3 月 M1 增速回升、剪刀差收窄



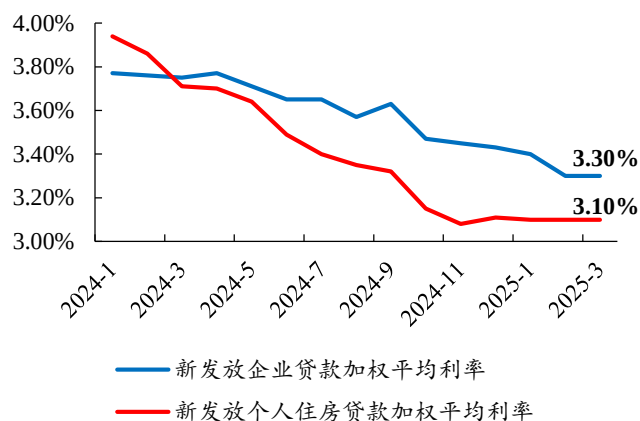
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：3 月人民币中长期贷款增速仍处低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：3 月新发放个人住房贷款利率阶段性企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

附表 1：历年 3 月对公贷款新增结构，2025 年短期贷款同比大幅多增（亿元）

	短期	中长期贷款	票据融资	短期及票据融资	企业贷款
2021-03	3,748	13,300	-1,525	2,223	16,000
2022-03	8,089	13,448	3,187	11,276	24,800
2023-03	10,815	20,700	-4,687	6,128	27,000
2024-03	9,800	16,000	-2,500	7,300	23,400
2025-03	14,400	15,800	-1,986	12,414	28,400
同比多增	4,600	-200	514	5,114	5,000

数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn