

政策驱动下的信用修复动能在累积

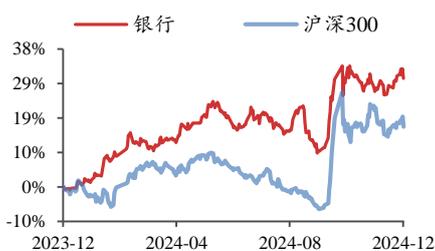
——行业点评报告

银行

2024年12月14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

《政策表态积极，重视复苏主线—行业点评报告》-2024.12.9

《2025年银行资本工具潜在供给评估—行业深度报告》-2024.12.9

《非银存款降息，利率中枢下移—非银同业存款新规点评》-2024.12.3

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

● 年末收官信用投放减弱，按揭需求边际改善

11月人民币贷款新增5800亿元，同比少增5100亿元，9月一揽子增量政策发布后，10、11月信贷数据总尚未实现同比多增。需求之外，总量上的不足主要源于两方面：第一、临近年底，银行对全年信贷投放任务按量完成已形成充分预期，削弱信贷投放动力，叠加部分项目或储备至明年开门红投放，拖累信贷增长；第二、随着一揽子化债政策的进行，部分表内高息贷款被再融资专项债置换，形成贷款量上减少。结构来看，信贷主要受对公贷款拖累，反映从政策发布到企业需求修复仍需时间。第一，企业贷款同比少增5721亿元，一般对公贷款同比仍负增，其中中长期贷款同比少增2360亿元，此外票据融资同比少增869亿元，票据冲量行为较前期改善，反映银行冲规模需求减弱。第二，居民贷款新增2700亿元，同比少增225亿元，短期贷款少增964亿元为主要拖累，提振消费政策对消费贷刺激未来仍有空间。此外居民中长期贷款同比多增669亿元，一方面源于新政提振居民购房需求提升，带动按揭贷款规模增长；另一方面随着存量按揭利率调降、LPR持续下调以及个人住房贷款利率定价机制的形成，前期高息按揭客户每月偿付利息下降，提前还贷的行为边际修复。

● 信贷增速、价格均维持低位，政府债为社融主要贡献

11月份社融新增23357亿元，同比少增1197亿元；存量增速为7.8%，较10月增速持平，7月以来社融增速连续4个月下降，11月首次企稳。增量社融中，主要贡献仍来自政府债券，当月同比多增1589亿元，在11月全国人大常委会明确年内新增2万亿元再融资专项债额度后，政府债发行明显提速。信贷为社融主要拖累项：社融口径人民币信贷新增5223亿元，同比少增5897亿元；人民币贷款余额同比增7.7%，增速较10月下降0.3pct，从政策落地至有效需求形成仍需时间；价格方面，11月新发放企业/个人住房贷款利率分别为3.45%、3.08%，较10月分别下降2bp、7bp，虽延续下行趋势，但降幅较10月明显收窄。其他项目中，表外融资同比多增806亿元，直接融资同比多增1108亿元，贡献主要来自企业债券同比多增1040亿元。

● M1降幅持续收窄，非银存款向一般存款转化

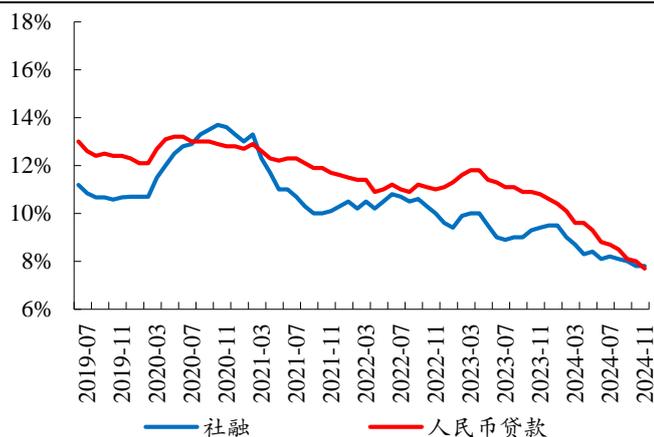
11月M2同比增长7.1%，较10月下降0.4pct；M1同比下降3.7%，较10月降幅缩窄2.4pct，连续两个月降幅收窄，M2-M1剪刀差亦修复。M1增速修复一方面源于2万亿再融资专项债发行，这部分资金拨付后若用于偿还政府非金融性债务（如企业拖欠款），则形成企业账户上活期存款；另一方面，一揽子增量政策呵护下，一线城市房企销售边际回升，居民存款向房企销售回款转化。总量上，11月人民币存款新增21700亿元，同比少增3600亿元。结构上，居民存款当月少增1189亿元，而企业及财政存款同比分别多增4913亿元和4693亿元，前者源于房企销售的改善，后者源于再融资专项债的增发；非银存款当月新增1800亿元，同比大幅少增13900亿元形成存款主要拖累。我们认为这一方面去年同期的高基数，另一方面资本市场较“9.24”新增发布后略有降温，部分客户资金流出证券保证金账户向一般性存款回流。

● 投资建议：看好银行板块，红利扩散到复苏曙光

11月金融数据反映从政策落地至有效需求恢复仍待时间，但居民贷款同比多增及M1降幅持续收窄，反映居民预期的边际修复。伴随政治局会议对逆周期调节力度“超常规”的定调，适度宽松的货币政策下资产收益率将进一步下降，近期债券收益率下降明显，红利高股息策略仍具投资价值，受益标的农业银行、中信银行、北京银行。此外经济复苏的投资逻辑逐步显现，客群基础好，零售业务具有优势的银行，在经济修复中获益更明显，受益标的招商银行、宁波银行、江苏银行、苏州银行。

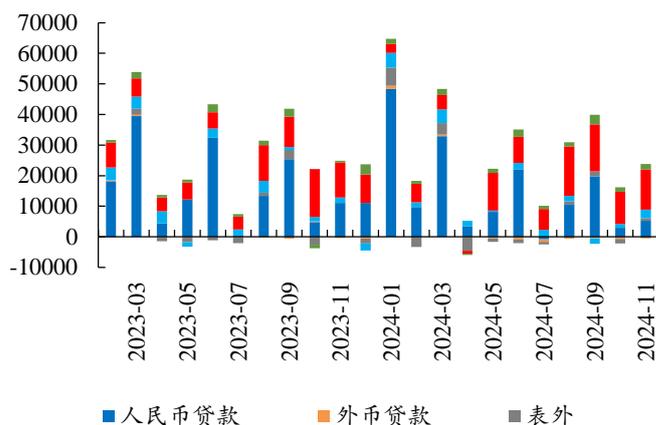
● 风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

附图 1: 11 月人民币贷款增速低于社融增速



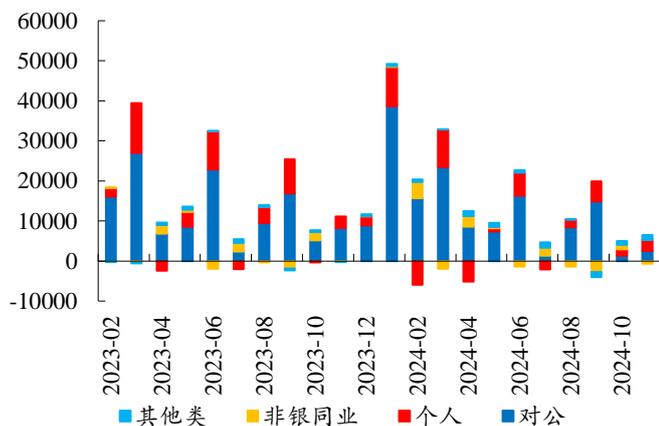
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 11 月社融主要受人民币贷款拖累 (亿元)



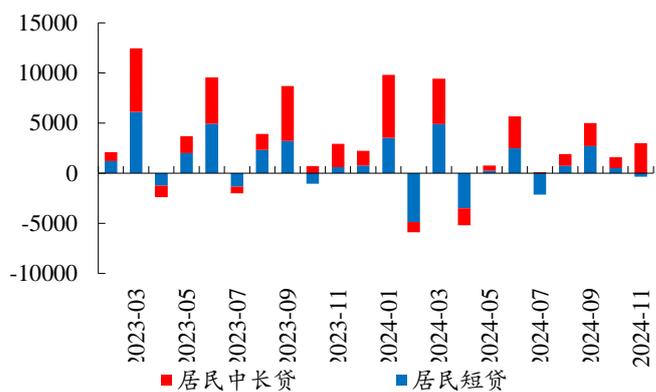
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 11 月信贷总量同比仍少增 (亿元)



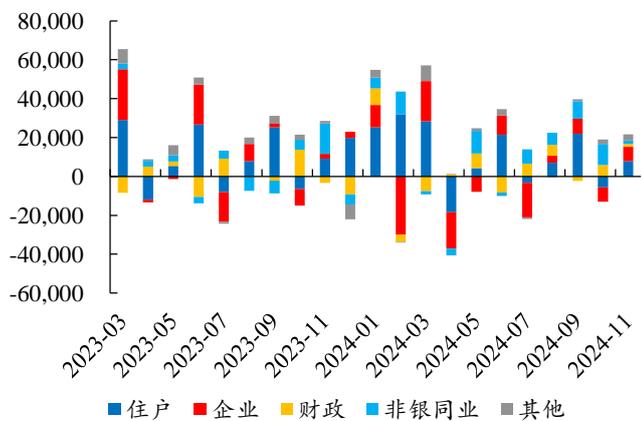
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4: 居民中长期贷款同比多增反映按揭修复 (亿元)



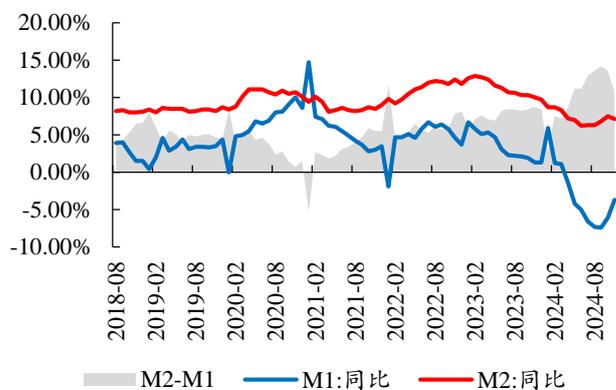
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 5: 11 月非银存款同比大幅少增 (亿元)

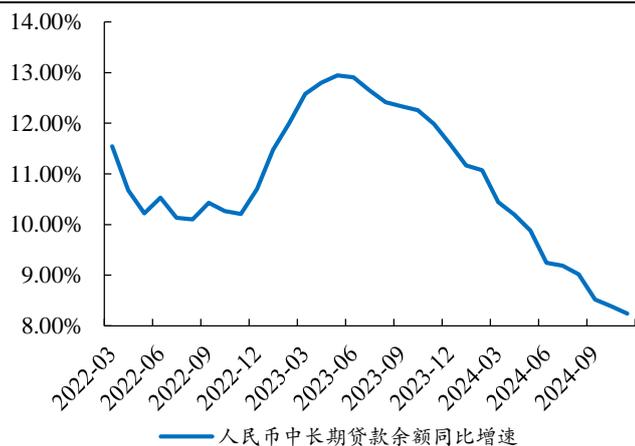


数据来源: Wind、开源证券研究所

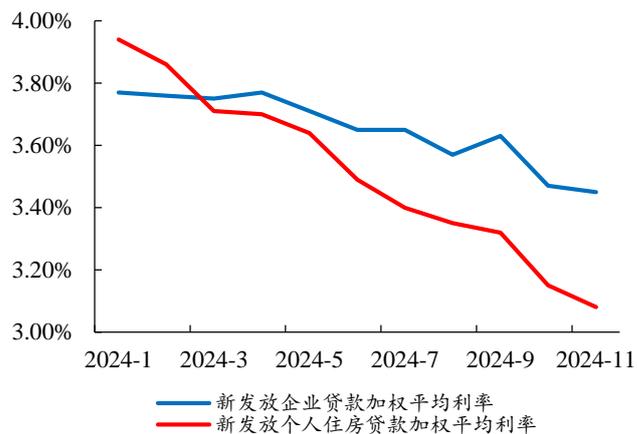
附图 6: 11 月 M1 降幅持续收窄, M2-M1 剪刀差修复



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 7：中长期贷款增速持续下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：11 月新发放贷款利率降幅收窄


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R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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