



银行业：政府债支撑社融，M1 增速继续回升

——11 月社融金融数据点评

事件：12月13日，中国人民银行发布11月社融金融数据。11月社融新增2.34万亿，同比少增1197亿；存量社融同比+7.8%，增速环比持平。11月人民币贷款新增5800亿，同比少增5100亿；人民币贷款同比增速7.7%，环比下降0.3pct。M1降幅环比收窄2.4pct至-3.7%；M2增速环比下降0.2pct至7.3%。

点评：

1、社融：政府债继续贡献主要增量。11月社融新增2.34万亿，同比少增1197亿；存量社融同比+7.8%、环比持平。结构上，政府债继续是主要增量，信贷是主要拖累。①政府债券新增1.31万亿，同比多增1589亿；占新增社融的56%。11月初大规模增量化债方案落地后（年内新增2万亿地方政府化债额度），地方特殊再融资发行显著加快。②社融口径人民币贷款新增5223亿，同比少增5897亿；或与年末信贷投放季节性放缓、储备项目至明年进行开门红投放、地方债务置换部分偿还存量贷款有关。③表外融资：三项合计新增819亿，同比多增805亿。④直接融资：企业债券新增2428亿，同比多增1098亿；股票净融资427亿，同比多增68亿。

2、信贷：居民中长贷边际改善、企业部门仍待修复。11月金融数据口径人民币贷款新增5800亿，同比少增5100亿。贷款余额同比+7.7%，增速环比下降0.3pct。分部门来看：

(1) 提前还贷减少+地产销售回暖带动居民中长期贷款修复。11月住户贷款新增2700亿，同比小幅少增225亿，其中主要支撑来自中长贷。居民短贷当月净减少370亿，同比少增964亿。居民中长贷新增3000亿，同比多增669亿。一方面是存量房贷利率下调后，居民提前还贷减少，另一方面地产销售边际回暖带动新增按揭需求增长。价格方面，11月新发放个人住房贷款利率为3.08%，环比下降7bp。

(2) 企业加杠杆意愿不足+化债影响存量，企业信贷依然偏弱。11月企业贷款新增2500亿，同比大幅少增5721亿，是11月信贷主要拖累。其中，企业短贷、中长贷、票据融资分别-100亿、+2100亿、+1223亿，同比少增1805亿、2360亿、869亿。主要原因：①企业信贷需求仍偏弱。在一揽子刺激政策下，11月PMI数据延续修复，需求端新订单环比改善幅度有所加大；但CPI、PPI仍延续低位；票据贴现利率仍处在低位。综合来看，企业部门预期有所改善，但需求修复的持续性仍待观察，企业加杠杆投资扩产意愿仍然不足。②地方债务置换影响企业信贷存量。11月中旬本轮特殊再融资债启动发行，11月单月共计发行1.1万亿。据金融时报“融资平台等主体拿到专项债资金后，大部分会在10-20天左右归还债务，其中绝大部分为贷款，…估计11月全国约完成近2500亿元地方债务置换，12月还将有更大规模的债务置换”，预计11月化债对信贷存量的影响在2000-2500亿。③部分企业融资需求转向发债。11月企业债券新增2428亿，同比多增1098亿。当前信用债发行利率较低，融资性价比高。

3、存款：企业存款活化改善+化债资金扰动，M1 延续改善趋势。11月M1同

2024年12月16日

看好/维持

银行

行业报告

未来3-6个月行业大事：
无

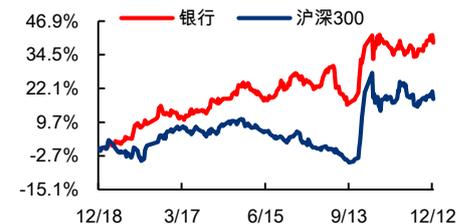
行业基本资料

占比%

股票家数	48	1.06%
行业市值(亿元)	128166.88	13.23%
流通市值(亿元)	87856.11	11.17%
行业平均市盈率	6.11	/

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

行业指数走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：林瑾璐

021-25102905

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070002

分析师：田馨宇

010-66554013

tianxy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070003

比下降 3.7%，环比改善 2.4pct；单月 M1 新增 1.75 万亿，其中 M0 新增 0.18 万亿，单位活期存款新增 1.58 万亿（同比多增 1.62 万亿）。我们认为，一方面，得益于政策加码下，房地产销售、耐用品等消费改善带来企业存款活化效应。另一方面，部分用于化债的特殊再融资债资金流向融资平台后，尚未用于债务置换、暂时以活期存款形式存在。25 年 1 月起，央行将启用新修订的 M1 统计口径，在原先 M0+单位活期存款的基础上增加个人活期存款、非银行支付机构客户备付金。测算 10 月新口径 M1 同比-2.3%，高于老口径-6.1%。预计新口径下 M1 增速更加平滑。M2 同比增 7.1%，环比放缓 0.4pct。

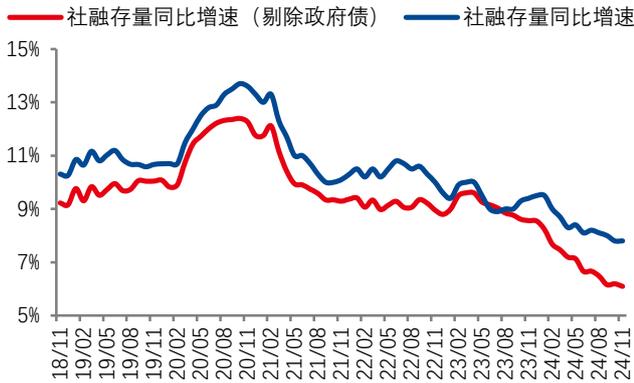
投资建议：银行股“后周期性”特征明显，估值仍有向上空间；2025 年主线逻辑来自①长线资金推动配置价值增强、②基本面预期改善带动估值修复。

逆周期调节政策推动经济、行业基本面预期改善，关注经济相关性更高的标的。从历史回溯来看，银行股具有后周期特征，在经济下行、逆周期政策加码、经济预期改善阶段表现较好（2014 年底、2018 年），与当前宏观环境类似。银行经营层面看，规模增长保持平稳，息差压力可控，重点领域风险预期改善，基本面预期逐步改善是可以期待的。

险资、股票型 ETF 规模延续高增直接利好银行板块，板块高股息价值或继续增强。①政策持续鼓励中长线资金入市，②保险规模延续较高增速且权益配置型诉求提升；③ETF 规模延续高增，银行亦是主要受益板块；④当前主动权益基金配置银行权重低于历史均值、后续加仓有空间。⑤广谱利率持续下行，板块高股息配置价值仍显著

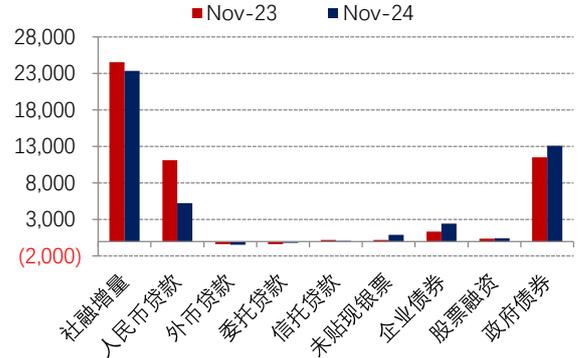
风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

图1：11 月末社融存量增速环比持平于 7.8%



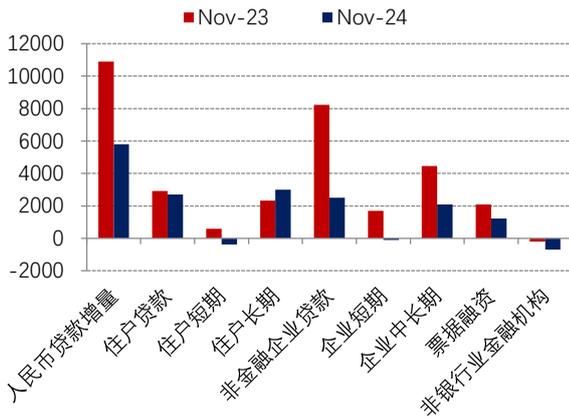
资料来源：iFinD、人民银行，东兴证券研究所

图2：11 月社融新增 2.34 万亿，同比少增 1197 亿



资料来源：iFinD、人民银行，东兴证券研究所

图3：11 月新增人民币贷款 5800 亿，同比少增 5100 亿



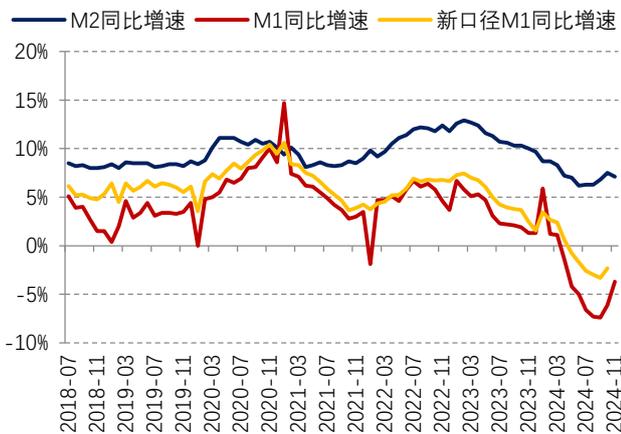
资料来源：iFinD、人民银行，东兴证券研究所

图4：11 月国股行票据贴现利率仍处在低位



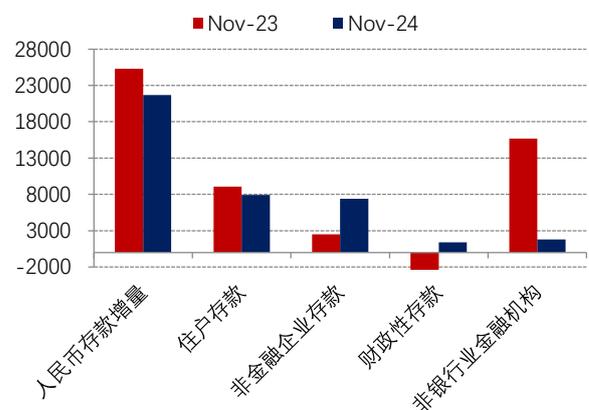
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：11 月末 M1 同比-3.7%，降幅环比收窄 2.4pct



资料来源：iFinD、人民银行，东兴证券研究所

图6：11 月新增人民币存款 2.17 万亿，同比少增 3600 亿



资料来源：iFinD、人民银行，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	银行业 2025 年投资展望：价值增强，静待花开	2024-12-13
行业普通报告	银行业：M1 增速环比改善，财政资金加快使用——10 月社融金融数据点评	2024-11-12
行业深度报告	银行业：息差降幅收窄，盈利增速改善——上市银行三季报总结	2024-11-12
行业普通报告	银行业：存贷款市场过度竞争有望缓和，净息差预计逐步企稳——3Q24 货币政策执行报告点评	2024-11-11
行业深度报告	银行业：顺周期标的关注度提升，看好板块绝对收益空间	2024-11-01
行业普通报告	银行业：9 月融资延续弱需求，迎政策密集发力——9 月社融金融数据点评	2024-10-15
行业普通报告	银行业：积极财政政策进入密集落地期	2024-10-15
行业普通报告	银行业：政治局会议定调积极，看好预期扭转推升估值	2024-09-27
行业深度报告	银行业：营收承压，非息与拨备支撑盈利平稳——上市银行中报总结	2024-09-25
行业普通报告	银行业：降准降息宽松预期兑现，存量房贷利率调降影响不负面	2024-09-24
公司普通报告	宁波银行 (002142.SZ)：信贷维持高增，费用管控较好——2024 年三季度报告点评	2024-11-01
公司普通报告	杭州银行 (600926.SH)：息差阶段性企稳，盈利保持高增长——2024 年三季报点评	2024-10-22
公司普通报告	平安银行 (000001.SZ)：零售业务调优结构，存款成本持续改善——2024 年三季报点评	2024-10-21
公司普通报告	光大银行 (601818.SH)：注重结构优化，资产质量平稳——2024 年半年报点评	2024-09-05
公司普通报告	邮储银行 (601658.SH)：净息差韧性较强，资产质量保持稳健——2024 年半年报点评	2024-09-05
公司普通报告	杭州银行 (600926.SH)：盈利延续高增，资产质量优异——2024 年半年报点评	2024-09-02
公司普通报告	宁波银行 (002142.SZ)：规模继续高增，净息差有韧性——2024 年半年报点评	2024-08-30
公司普通报告	常熟银行 (601128.SH)：高成长属性突出，盈利增速保持领先——2024 年半年报点评	2024-08-22
公司普通报告	江苏银行 (600919.SH)：盈利实现平稳增长，对公贷款投放强劲——2024 年半年报点评	2024-08-19
公司普通报告	平安银行 (000001.SZ)：净利润保持正增长，中期分红方案落地——2024 年半年报点评	2024-08-19
公司普通报告	邮储银行 (601658.SH)：营收保持正增长，息差降幅小于同业——2024 年一季报点评	2024-05-08
公司普通报告	常熟银行 (601128.SH)：息差韧性较强，盈利保持行业领先——2024 年一季报点评	2024-04-30
公司普通报告	招商银行 (600036.SH)：分红比例进一步提升，资产质量较平稳——2023 年年报点评	2024-03-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

剑桥大学金融与经济学硕士。曾任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，负责银行业股票分析和固定收益研究。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019 年加入东兴证券研究所，从事银行业和固收研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526