

银行

证券研究报告

2025 年 01 月 08 日

2025 年银行业信贷投放展望

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘杰

分析师

SAC 执业证书编号: S1110523110002

liujie@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《银行-行业专题研究:2024 年全球系统重要性银行排名结果点评》2024-12-21
- 《银行-行业深度研究:当前银行经营形势分析》2024-08-31
- 《银行-行业点评:6 月社融前瞻:社融或再次同比少增》2023-07-06

社会信贷投放的“主旋律”为“挤水分”

- 从总量上看, 预计全年新增人民币贷款 17.8 万亿, 较 2023 年下滑 5 万亿, 增速为 7.5%, 较 2023 年下滑 3.1 个百分点。
- 从节奏上看, 年初央行要求信贷平滑投放, 但伴随着开门红结束后信贷的持续“挤水分”和回落, 被动推升了 Q1 比重, 预计 Q1 信贷增量占比在 50% 左右, 与 2023 年基本持平, 全年四个季度信贷增量占比为 53%、21%、15%、10%。
- 从结构上看, 二季度以来纯贷款(各项贷款扣除票据融资和非银贷款)增长相对乏力, 其中票据融资增量占比约 34%, 较过去几年同期明显提升。
- 分行业来看, 大部分行业信贷增长均出现回落, 具体特点如下
 - 一是: 在信贷“挤水分”和“手工补息”整改背景下, 制造业信贷投放出现明显收缩。制造业作为重点领域, 过往再贷款等资金支持政策辅以“手工补息”操作, 可能滋生资金空转问题。2024 年以来, 贷款利率降幅明显慢于 LPR, 套利空间收窄, 进而导致相关贷款需求下行。截至 2024 年 9 月末, 制造业中长期贷款增速为 14.8%, 较年初下降近 17 个百分点, “挤水分”效果显著。
 - 二是: 政信类信贷受化债影响出现明显下滑趋势。因为地方化债直接引导部分存量政信贷款置换, 同时监管层面开始控制新增政府投资项目, 进而导致城投传统基建类业务投资受影响。从上市银行数据来看, 2024 年上半年基建类贷款增速约 13.97%, 较 23 年末大幅下行 3.89pct。
 - 三是: 对公地产业贷款边际改善。2024 年以来, 监管当局针对房地产市场推出了多项支持性工具和举措, 精准支持房地产项目融资, 推动保交楼落地。其中, 据肖远企副局长预计, 到 24 年底前“白名单”项目的信贷规模将超过 4 万亿元。而数据显示, 1-3Q24, 房地产开发贷新增规模 9100 亿, 同比多增 4300 亿。
- 分区域看: 信贷资源的区域分化得到改善: 截至 10 月末, 我国经济发达地区如长三角、珠三角、川渝经济圈信贷平均增速约 8.80%, 较 23 年全年增速下行 3.80pct。与之相对的是, 2024 年 10 月末, 东北地区黑龙江和吉林两省平均信贷增速为 4.87%, 比经济发达地区同期平均增速少 3.94pct, 但较 23 年全年增速下行 0.88pct, 降幅显著小于经济较发达地区。这表明, 过去几年我国信贷资源的区域分化较为显著, 经济发达地区成为信贷资源集中高地, 可能出现了一定的信贷供求矛盾。而在目前实体经济融资需求相对偏弱, 以及信贷挤水分背景下, 经济发达地区的信贷资源回落幅度相对更大。

预计 2025 信贷增速将进一步下行至 7% 以下

- 监管对于信贷规模的考核有所弱化。回顾过去几年监管当局表态, 可以划分为两阶段: 第一阶段(2021-2023), 监管层面对信贷增长有较高要求, 即“增强信贷总量增长的稳定性”。第二阶段(2024-至今), 强调摒弃“规模情节”, 保持信贷均衡增长。
- 贷款利率降幅慢于 LPR, 存贷款套利空间显著压缩。2024 年全年, 1 年和 5 年 LPR 分别下调 35 和 60bp, 而对公贷款加权平均利率仅下行 24bp, 自 2020 年以来降幅首次低于 LPR, 反映出贷款供求矛盾改善, 利率自发性下行动能缓解。存款利率则受益于手工补息整改、存款降息, 以及银行降久期等因素, 利率下行幅度有望进一步加快, 存贷款套利空间显著压缩, 虚增冲量贷款也有望受到抑制。
- 制造业贷款持续面临“挤水分”。首先, 当前制造业产能利用率较低(75.2%, 处于 2016 年来 22.41% 分位低点), 同时出口订单量可能受外部因素扰动而持续收缩。再考虑到目前套利空间收窄, 部分存量贷款将于 2025 年集中到期等因素, 制造业信贷表现可能将持续走弱。
- 化债对政信类贷款投放产生负向影响。从历史表现来看, 2015 年至今的三次化债行为, 均导致银行政信类贷款增速下滑。考虑到 2025 年将安排 2.8 万亿化债资源, 初步测算, 预计 2025 年上市银行政信贷款净增速约为 8.75%, 较 2024 年上下滑 5.22pct。
- 农商行贷款投放较弱。一方面, 农商行 2024 年一度加大了二级市场对于 30Y 超长债的净买入力度。另一方面, 进入四季度以来, 农商行贷款出现明显回落迹象。目前, 实体经济融资需求依然偏弱, 近期农商行配债力度依然较大, 反映出其信贷资产荒压力较为突出, 预计在 2025 年上述情况或仍将延续。
- 综合上述分析, 预计 2025 年新增人民币贷款 17.37 万亿元, 同比少增约 0.5 万亿, 增速维持在 6.5-7%。各个季度的信贷投放节奏与 2024 年大体相似, 四个季度的贷款增量占比约为 5:2:2:1。

风险提示: 以上预测基于主观假设, 可能与现实情况有所偏差。宏观经济震荡, 社会信贷需求较弱, 银行息差压力大。

内容目录

1. 2024 信贷主旋律为“挤水分”	4
1.1. 总量上预计 2024 年新增贷款 17.8 万亿，同比少增 5 万亿，增速 7.5%，较 2023 年下滑 3.1 个百分点	4
1.2. 对公贷款占比提升，零售相对低迷	5
1.3. 分行业来看：部分重点行业可能出现信贷供需矛盾	6
1.4. 信贷资源的区域分化明显改善	8
2. 展望 2025，预计信贷增速将进一步下行	10
2.1. 监管对信贷规模的考核有所弱化	10
2.2. 贷款利率降幅慢于 LPR，存贷款套利空间显著压缩	11
2.3. 制造业信贷可能持续面临“挤水分”	11
2.4. 化债对政信类贷款投放产生负向影响	12
2.5. 农商行贷款投放可能相对较弱	14
2.6. 预计 2025 年四个季度信贷投放节奏为 5221，全年增速 6.5%–7%	14
3. 风险提示	15

图表目录

图 1：2024.1–11 月新增贷款走势	4
图 2：新增贷款总量走势（2021–2024E）	4
图 3：4–11 月新增“纯贷款”与票据占比（2021–2024）	4
图 4：对公贷款占比与对公–零售增速差走势（2020.11–2024.11）	5
图 5：前十一个月新增对公与零售贷款表现（2020–2024）	5
图 6：零售中长期贷款月度新增情况（2023/01–2024/11）	6
图 7：2024 年前十一个月，零售新增贷款结构比 23 年同期全方位少增	6
图 8：制造业贷款与实际投资完成增速差明显回落（22Q1–24Q3）	7
图 9：上市银行行政信类贷款增速（2021–2024H1）	8
图 10：房地产开发贷款新增情况（21Q1–24Q3）	8
图 11：全国地区信贷增速均值、方差、四分位距走势（2019–2024.1–10）	9
图 12：对公贷款加权平均利率与 LPR 走势（2020–2024）	11
图 13：制造业产能利用率（2016/12–2024/09）	12
图 14：制造业 PMI 出口指数、PPI（2022/01–2024/10）	12
图 15：制造业累计投资、利润同比（2022/02–2024/11）	12
图 16：国有大行政信类贷款在化债周期中表现（2014–24H1）	13
图 17：历史三次化债周期中国有大行政信类贷款增速走势（2014/06–2024/06）	13
图 18：中小行新增贷款走势（2023/01–2024/11）	14
图 19：新增信贷投放额度与增速（2020–2025E）	15
图 20：季度信贷投放节奏（2020–2025E）	15
表 1：各省份信贷增长情况（24 年与 23 年前十个月）	9

表 2: 2021 至今全国货币信贷、金融机构座谈会内容整理	10
表 3: 在化债影响下, 2025E 政信类贷款净增情况测算	13

1. 2024 信贷主旋律为“挤水分”

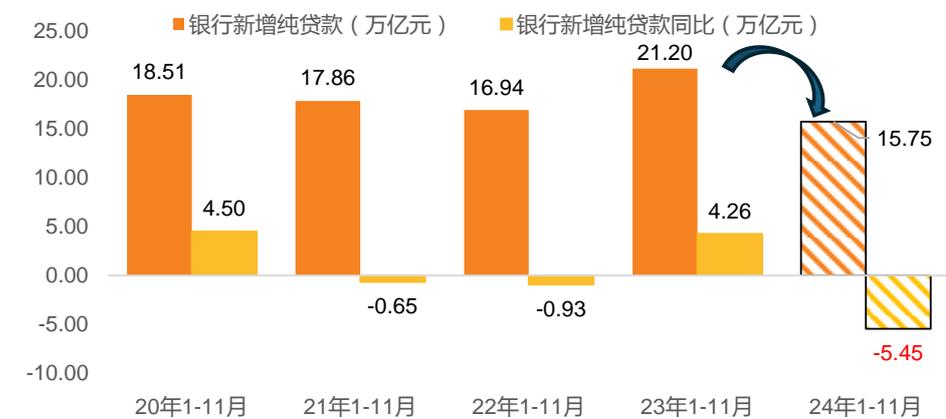
1.1. 总量上预计2024年新增贷款17.8万亿,同比少增5万亿,增速7.5%,较2023年下滑3.1个百分点

“挤水分”是2024年信贷投放工作的核心。进入2024年以来,央行强调银行业要摒弃“规模情结”,避免采用非理性竞争的方式实现规模的快速扩张。先在2024年4月,全国市场利率定价自律机制决定进行“手工补息”整改,部分存款套息空间被大幅压缩,导致部分套息行为中止,偿还相关贷款。随后,2024年6月19日,央行行长潘功胜在第十五届陆家嘴论坛上讲话提到,“当货币信贷增长已由供给约束转为需求约束时,如果把关注的重点仍放在数量的增长上甚至存在规模情结,显然有悖经济运行规律”。在2024年监管方的多重调整下,信贷“挤水分”已成为2024年银行经营的主要指导思想。

从结构上看,2024年银行信贷投放在“挤水分”背景下,“纯贷款”持续走弱,开门红后票据占比较23年大幅提升。从新增贷款总量上来看,2024年1-11月社会信贷总计增长约17.1万亿元。截至11月末,扣除非银和票据后,2024年银行业新增“纯贷款”投放约15.8万亿元。其中,扣除一季度银行信贷“开门红”数据,4至11月新增“纯贷款”总计约5.03万亿,较23年少增4.51万亿,仅占前十一个月不足三分之一(23年同期数据为45.00%)。另一方面,2024年4-11月新增票据贷款占新增贷款约34.29%,较23年同期大幅提升23.62pct。

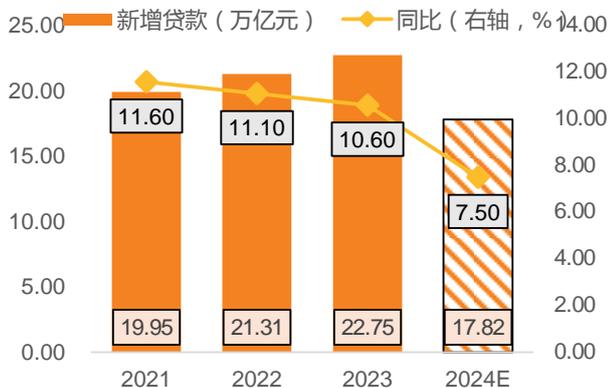
从趋势上看,2024年信贷自2月开始,除4月稍强于23年同期,持续呈现每月同比少增状态。据测算,预计2024年全年新增贷款17.8万亿,同比少增约5万亿,增速7.5%,较2023年下滑3.1个百分点。

图 1: 2024.1-11月新增贷款走势



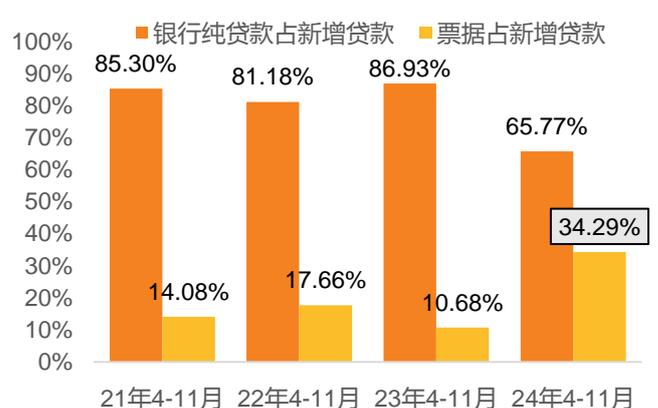
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 新增贷款总量走势 (2021-2024E)



资料来源: wind, 中国人民银行, 天风证券研究所

图 3: 4-11月新增“纯贷款”与票据占比 (2021-2024)

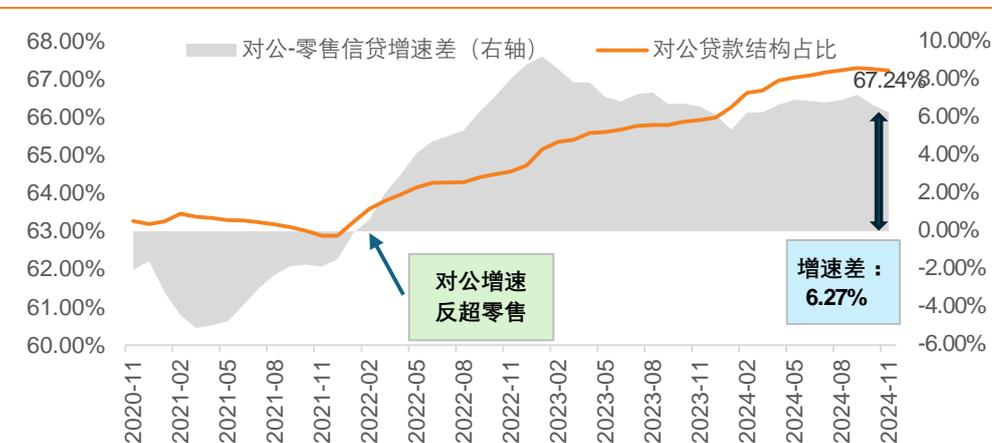


资料来源: wind, 天风证券研究所

1.2. 对公贷款占比提升，零售相对低迷

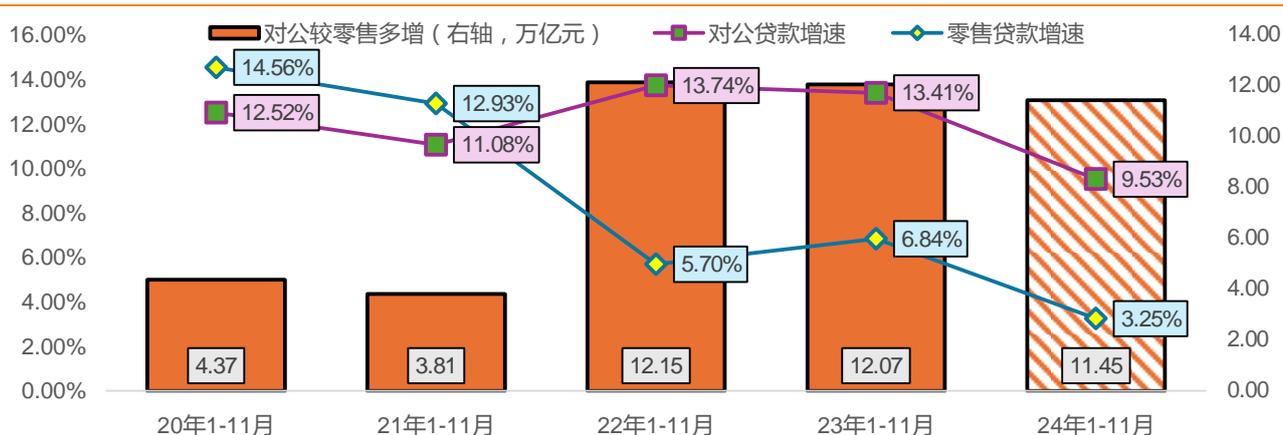
从贷款结构上看，近年银行业对公信贷占比持续提升。截至 2024 年 11 月末，我国对公贷款余额占比约 67.24%，比 2023 年末提升 1.24pct，同比增速 9.53%，比零售贷款增速高 6.27pct。同时，前十一个月对公贷款新增约 13.83 万亿，较 23 年同期少增 3.18 万亿，比零售多增 11.45 万亿。另一方面，下行的零售贷款占比可能意味着消费需求的走弱，导致银行将对公需求作为提升规模的主要抓手。

图 4：对公贷款占比与对公-零售增速差走势（2020.11-2024.11）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：前十一个月新增对公与零售贷款表现（2020-2024）



资料来源：wind，天风证券研究所

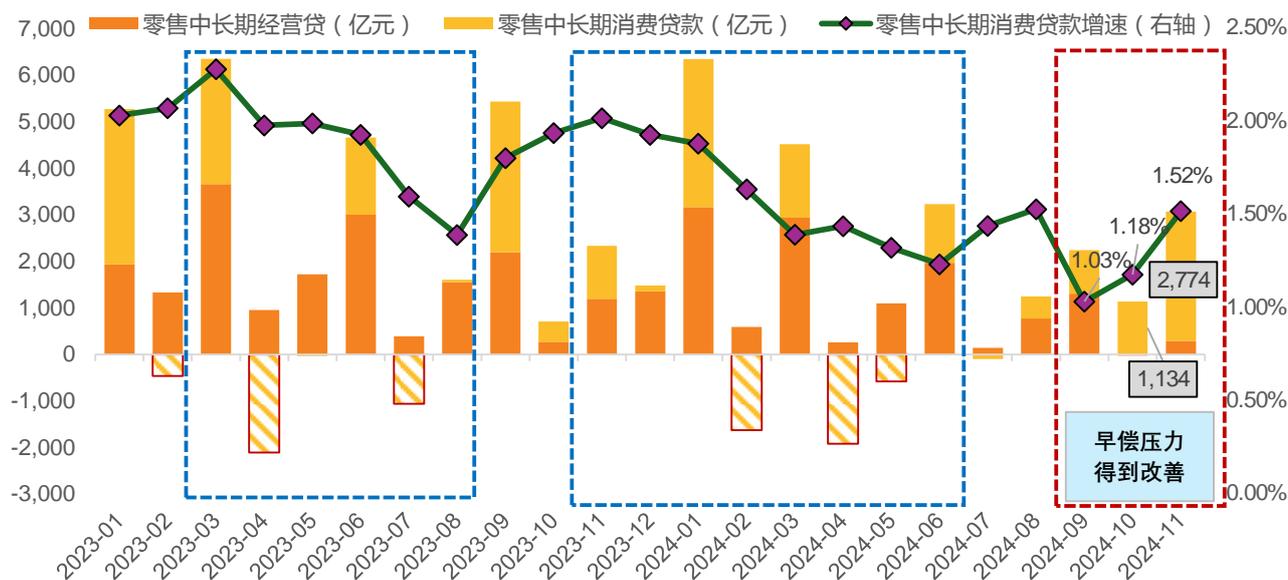
2024 年零售贷款整体少增，上市银行零售占比持续下滑，反映消费需求低迷。数据显示，2024 年 1-11 月，我国零售贷款合计新增 2.38 万亿元，同比少增约 2.56 万亿元。结构上，2024 年前十一个月消费类贷款（含住房按揭贷款）新增 0.55 万亿元，同比少增约 1.35 万亿元；其中，短期消费类贷款负增约 0.16 万亿元，比 23 年同期少近 1.17 万亿元。另外，据上市银行数据显示，自 2021 年末至 2024 年上半年，上市银行零售类贷款占比连续下滑 5.75pct，至 35.78%。综上，零售贷款大幅走弱的背后反映的是低迷的居民消费。

房贷利率下调后按揭贷款早偿压力得到有效改善，但整体增长仍显疲弱。自 2024 年 9 月，央行宣布房贷利率调整以来，10-11 月银行零售端中长期新增贷款 4173 亿元，其中消费性贷款 3908 亿元，占比 93.65%。而前 9 个月新增中长期消费类贷款仅 3198 亿元，占总 20.74%。同时，零售中长期消费贷款增速增至 1.52%，较 9 月末改善 49bp。

这表明在房贷利率调整后，银行房贷早偿压力确实得到有效改善。但是，2024 年 1-11 月整体新增中长期贷款仅 1.96 万亿元，比 23 年同期少增约 0.75 万亿元（消费类少增 0.18 万亿元，经营性贷款少增 0.57 万亿元）。综上，我们认为 2025 年中长期贷款可能仍会走

弱，且消费与经营贷款都在面对不同程度的压力。

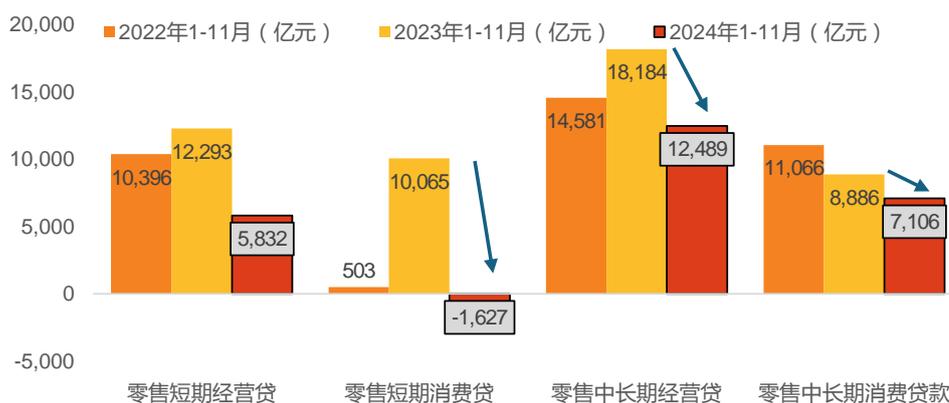
图 6：零售中长期贷款月度新增情况（2023/01-2024/11）



资料来源：wind，天风证券研究所

银行信贷投放未来可能主要向对公转型。个股表现上，典型强零售型银行也纷纷开始转型，截至 24H1，邮储、招商、平安银行零售贷款占比分别较年初减少 0.72、0.34、4.68pct，较 21 年收缩 4.06、1.16、9.00pct。零售需求的走弱尤其体现在信用卡消费方面，2024 年上半年，上市银行整体信用卡应收账款同比负增 0.90%，较年初下行 2.79pct。同期邮储、招商、平安银行的信用卡消费数据较年初也都有 -3.77 到 -4.86pct 的增速收缩。结合 2024 年银行业整体将信贷资源投向对公（2024 年上半年对公新增贷款占总 87.39%），还有平安银行裁撤部分区域零售业务管理部等组织架构调整，我们认为未来银行业的信贷投放可能将进一步向对公倾斜。

图 7：2024 年前十一个月，零售新增贷款结构比 23 年同期全方位少增



资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 分行业来看：部分重点行业可能出现信贷供需矛盾

整体来看，2024 年信贷行业投向中，大部分行业信贷增长均出现回落，其中尤以制造业和政信类贷款较为明显，而房地产贷款反而边际改善，具体特点如下：

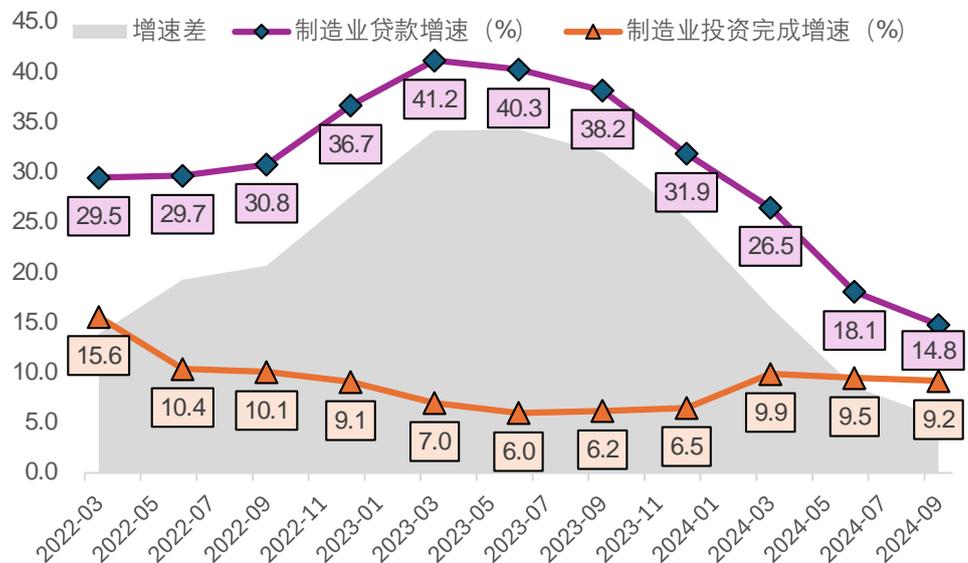
一是：在信贷“挤水分”背景下，制造业信贷投放出现明显收缩。截至 2024 年 9 月末，制造业中长期贷款增速为 14.8%，较年初下降近 17 个百分点。另一方面，制造业实际投资完成增速长期低于信贷投放增长水平，2024 年三季度制造业投资增速约 9.2%，低于产业信贷增速 5.6 个百分点。

制造业作为重点领域，过往“手工贴息”辅以再贷款等资金支持政策可能容易滋生资金空转问题。首先，2022 年 9 月，央行设立设备更新改造专项再贷款决策部署，向制造业设备更新改造需求提供总额度为 2000 亿元的再贷款，利率 1.75%，期限 1 年，可展期 2 次，每次展期期限 1 年。再贷款利率分别低于当时对公贷款加权平均利率、3 年期存款利率 2.25、0.85pct。

其次，2022 至 2023 年，LPR 调降幅度远低于对公贷款加权平均利率（期间 1YLPR、5YLPR、对公加权贷款利率分别下行 25、40、82bp），叠加银行业“手工贴息”行为未被叫停，可能给予部分资金更高套利空间，因此可能导致制造业信贷增速居高不下。

随后，二季度在监管要求的“手工贴息”整改和 LPR、存款利率大幅调降影响下，套利空间收窄，可能导致制造业部分套利贷款资金出现早偿行为，在进一步导致行业信贷需求下行的同时，也将信贷需求与真实投资水平拉近，“挤水分”成效显著。

图 8：制造业贷款与实际投资完成增速差明显回落（22Q1-24Q3）



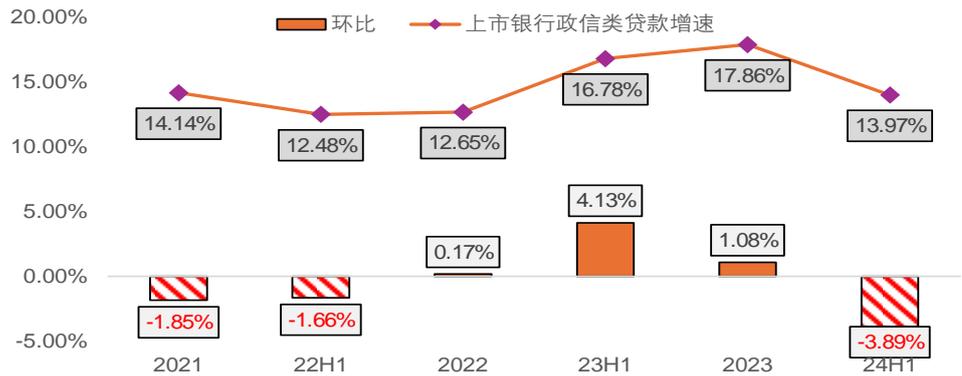
资料来源：wind，天风证券研究所

二是：政信类信贷受化债影响出现明显下滑趋势。从已完成投资数据角度来看，截至 11 月底，我国 2024 年基建累计投资完成额约 22.4 万亿元，较 23 年同期多增约 1.9 万亿。但从上市银行数据来看，2024 年上半年基建类贷款增速约 13.97%，较 23 年末大幅下行 3.89pct。

进入 2024 年以来，监管部门将防范化解地方政府债务风险各项任务的贯彻落实设为重要经济工作计划。而化债的用途：一是置换政府金融类债务；二是偿还企业拖欠款。因此，在存量债务置换、偿还过程中，地方政府的现有政信类、基建类投资工作或得以完成。

投资端方面，2024 年 1 月，《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》（国办发〔2023〕47 号）规定将开始控制新增政府投资项目，导致城投传统基建类业务投资受影响。监管部门同时表示“将会通过全口径监测隐性债务、强化预算约束、更严监管问责等途径，持续保持“零容忍”的高压监管态势”。综上，化债工作可能不会直接带来信贷和投资的扩张，反而导致政信类信贷需求走弱。

图 9：上市银行行政信类贷款增速（2021-2024H1）



资料来源：企业财报，天风证券研究所

三是：对公地产业贷款大幅波动后可能企稳。2024 年以来，监管当局针对房地产市场推出了多项支持性工具和举措。截至 2024 年 10 月 16 日，“白名单”房地产项目已审批通过贷款达到 2.23 万亿元，据肖远企副局长预计，到 24 年底前将“白名单”项目的信贷规模超过 4 万亿元。而“白名单”政策目标在于：一是通过将商品住房项目贷款全部纳入“白名单”，做到“应进尽进”；二是进入“白名单”的项目，商业银行要做到“应贷尽贷”；三是优化贷款资金的拨付方式，做到“能早尽早”；精准支持房地产项目融资，推动保交楼落地。在此情况下，房地产贷款投放有止跌企稳迹象。

数据显示，2024 年前三季度，房地产开发贷新增规模 9100 亿，同比多增 4300 亿，其中主要规模来自一季度开门红期间的投放，随后连续两个季度小幅正增(24Q2:100 亿元，24Q3: 200 亿元)，增速大体维持在 2.7-2.8% 区间。

图 10：房地产开发贷款新增情况（21Q1-24Q3）



资料来源：wind，天风证券研究所

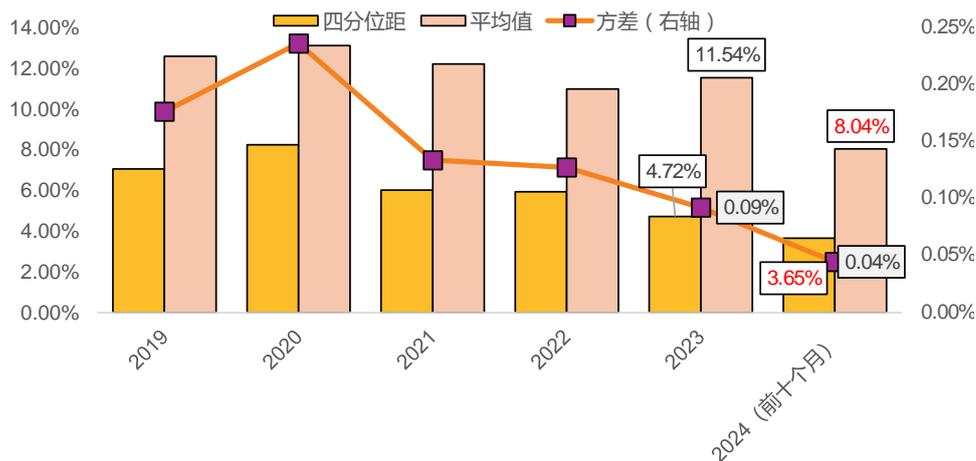
1.4. 信贷资源的区域分化明显改善

我国 2024 年前十个月的区域信贷增速较 23 年下滑的同时，分化程度得到改善。数据显示，24 年 1-10 月各地区信贷增速均值约为 8.04%，较 23 年下行 3.50pct。

在研究 2024 年区域金融资源分化程度过程中，一方面，我们测算了截至 2024 年 10 月末，已公布数据地区的信贷增速方差(公式为：每个数据点与总体平均值的差的平方求和)，该方差数据代表着不同地区信贷增速之间的差异程度，当方差值越大，则地区之间的信贷增速分化越大。经测算发现，2024 年全国信贷增速方差约为 0.04%，较 23 年同期数据下行 5bp。这表明，截至 2024 年 10 月末，我国信贷资源的分化程度较 23 年有所改善。

另一方面，参考 2024 年前十个月与 23 年的四分位距(即地区信贷增速前 25%与后 25%差，当四分位距增长则代表分化进一步扩大)，分别为 3.65%与 4.72%，下行 1.07 个百分点。综上，我们认为 2024 年信贷区域分化确有得到相当程度的改善。

图 11：全国地区信贷增速均值、方差、四分位距走势（2019-2024.1-10）



资料来源：wind，天风证券研究所；数据不包括中国香港、中国澳门、中国台湾

2024 年我国经济发达地区降幅更为明显。截至 10 月末，我国经济发达地区如长三角、珠三角、川渝经济圈信贷平均增速约 8.80%，较 23 年全年增速下行 3.80pct。与之相对的是，2024 年 10 月末，东北地区黑龙江和吉林两省平均信贷增速为 4.87%，比经济发达地区同期平均增速少 3.94pct，但较 23 年全年增速下行 0.88pct，降幅显著小于经济较发达地区。

这表明，过去几年我国信贷资源的区域分化较为显著，经济发达地区成为信贷资源集中高地，可能出现了一定的信贷供求矛盾。而在目前实体经济融资需求相对偏弱，以及信贷挤水分背景下，经济发达地区的信贷资源回落幅度相对更大。

表 1：各省份信贷增长情况（24 年与 23 年前十个月）

省份	2022	2023	2024 (前十个月)	较去年	较平均值
西藏	5.47%	10.99%	11.90%	0.91%	3.86%
安徽	14.99%	15.60%	11.14%	-4.46%	3.10%
四川	14.81%	14.69%	10.91%	-3.78%	2.87%
江苏	14.57%	14.29%	10.89%	-3.40%	2.85%
浙江	14.51%	14.44%	9.99%	-4.45%	1.95%
山西	9.95%	11.49%	9.42%	-2.07%	1.38%
上海	7.40%	8.37%	9.40%	1.03%	1.36%
山东	11.67%	11.83%	9.22%	-2.62%	1.18%
河北	12.77%	12.99%	8.64%	-4.35%	0.60%
广西	12.14%	11.37%	8.55%	-2.88%	0.51%
贵州	12.16%	11.99%	8.39%	-3.60%	0.35%
陕西	10.10%	10.27%	8.30%	-1.96%	0.26%
内蒙古	7.76%	11.64%	8.25%	-3.88%	0.21%
湖南	11.65%	11.30%	7.82%	-3.47%	-0.22%
江西	11.88%	9.99%	7.69%	-2.31%	-0.36%
湖北	10.48%	9.86%	7.57%	-2.30%	-0.47%
海南	4.56%	7.44%	7.01%	-0.44%	-1.08%
新疆	9.24%	10.73%	6.66%	-4.08%	-1.38%
福建	11.02%	9.31%	6.65%	-2.66%	-1.39%
河南	7.85%	9.89%	6.63%	-3.25%	-1.41%
重庆	6.66%	13.34%	6.63%	-6.72%	-1.41%
云南	9.50%	7.69%	6.08%	-1.62%	-1.96%
甘肃	6.21%	8.27%	5.88%	-2.39%	-2.16%
北京	9.87%	13.31%	5.63%	-7.68%	-2.41%
黑龙江	3.89%	5.97%	5.57%	-0.40%	-2.47%
宁夏	6.01%	8.27%	5.34%	-2.94%	-2.70%
广东	10.57%	10.52%	5.01%	-5.50%	-3.08%
青海	3.33%	7.07%	4.44%	-2.62%	-3.60%
吉林	7.01%	5.53%	4.16%	-1.37%	-3.88%
天津	3.51%	5.34%	2.78%	-2.56%	-5.26%
辽宁	2.23%	1.08%	/	/	/
平均	10.99%	11.54%	8.04%	-3.50%	-0.49%

资料来源：wind，天风证券研究所；数据不包括中国香港、中国澳门、中国台湾

2. 展望 2025，预计信贷增速将进一步下行

2.1. 监管对信贷规模的考核有所弱化

近年，我国监管层面对信贷投放的态度大体可以分为两个阶段：

第一阶段（2021-2023），监管层面对信贷增长有较高要求，即“增强信贷总量增长的稳定性”。2021年3月，央行主持的全国主要银行信贷结构优化调整座谈会提出“总量上要稳字当头，保持贷款平稳增长”。自此，增强信贷总量增长的稳定性被反复提及，尤其是在2021年末至2022年8月较高频率的工作会议中强调：各类型银行要扮演好自己的角色，主动发力。在这个阶段，信贷投放规模较大，但这也导致了部分行业在金融资源供需上出现了矛盾，同时可能还有资金空转套利的现象发生。

第二阶段（2024-至今），监管部门降低了信贷考核要求，并提出信贷合理总量增长及“挤水分”指导思想。2024年10月开办的金融机构落实金融增量政策工作座谈会上，监管部门提出“要加大对实体经济的信贷支持力度，保持货币信贷总量合理增长，加力支持小微企业融资”的发展理念，对信贷增长明显放低要求。另外，2024年陆家嘴经济论坛上，潘功胜行长再提要银行业非理性的“规模情结”和“内卷”现象应得到有效改善，并表示整改过去存在的空转套利等现象。

综上，我们认为2025年监管可能将会延续“合理信贷总量增长”大方向要求，而银行会改善内卷现状，部分产业可能仍处于“挤水分”状态，因此社会信贷增速表现或依旧延续2024年的下行趋势。

表 2：2021 至今全国货币信贷、金融机构座谈会内容整理

阶段	时间	会议	会议要求
阶段一	2021年3月22日	全国主要银行信贷结构优化调整座谈会	总量上要“稳字当头”，保持贷款平稳增长、合理适度，把握好节奏。 加大对碳减排投融资活动、科技创新、制造业的支持，提高制造业贷款比重，增加高新技术制造业信贷投放。
	2021年8月23日	货币信贷形势分析座谈会	衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度， 增强信贷总量增长的稳定性
	2021年12月16日	货币信贷形势分析座谈会	增强信贷总量增长的稳定性 ，稳步优化信贷结构
	2022年5月23日	货币信贷形势分析会	政策性银行要充分发挥补短板、跨周期调节的作用， 大型国有商业银行要主动发力、多作贡献 ，股份制银行要充分挖掘潜力，大型城商行要发挥区位优势，共同加大对重点领域和薄弱环节的信贷支持
	2022年8月22日	部分金融机构货币信贷形势分析座谈会	主要金融机构特别是国有大型银行要强化宏观思维，充分发挥带头和支柱作用，保持贷款总量增长的稳定性。 政策性开发性银行要用好政策性开发性金融工具，尽快形成实物工作量，并带动贷款投放。
	2023年11月17日	金融机构座谈会	要落实好跨周期和逆周期调节的要求， 着力加强信贷均衡投放 ，统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放， 以信贷增长的稳定性促进我国经济稳定增长
阶段二	2024年2月26日	做好金融五篇文章工作座谈会	各金融机构要提高政治站位，强化组织保障，明确每篇文章的牵头部门，统筹协调整体推进工作。优化内部资源配置，完善内部资金转移定价、绩效考核、尽职免责等政策安排，根据各重点领域特点加强产品服务创新，加大对五大重点领域的资金支持
	2024年10月18日	金融机构落实金融增量政策工作座谈会	要加大对实体经济的信贷支持力度， 保持货币信贷总量合理增长 ，加力支持小微企业融资。 加强利率政策的执行和传导 ，扎实组织做好降低存量房贷利率的批量调整工作。实施好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款两项新工具，支持资本市场稳定发展

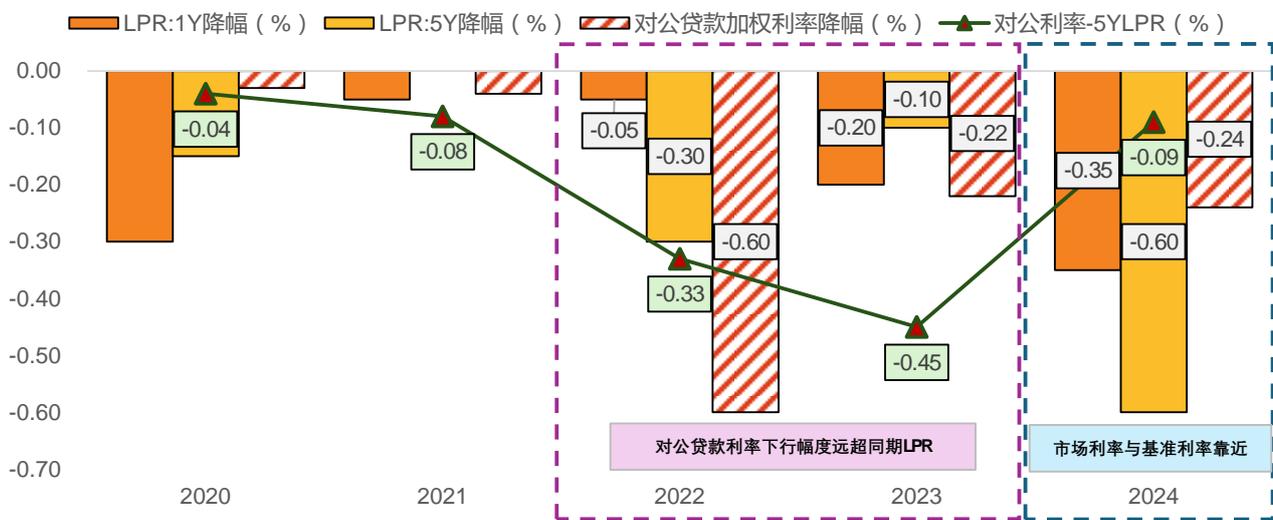
资料来源：中国人民银行，中国政府网，天风证券研究所

2.2. 贷款利率降幅慢于 LPR，存贷款套利空间显著压缩

2024 年 LPR 进行大幅调降叠加手工补息整改，导致资金套利空间收窄。截至 2024 年 12 月，1 年和 5 年 LPR 分别下调 35 和 60bp；而对公贷款加权平均利率下行 24bp，降幅较 LPR 少 36bp，与之相对的是 2023 年和 2022 年，对公贷款加权平均利率比 5YLPR 分别多降 12、30bp。直接导致贷款利率与基准利率差走阔，目前 1 年期“对公贷款加权平均利率-5YLPR”差为-0.09%，较 23 年向上修复 36bp，资金套利空间显著收窄。

我们认为，在取消手工补息前，银行业可能因为“规模情结”将优质企业贷款利率和存款存贷款利率进行倒挂，从而出现了资金空转套息空间。在手工补息整改后，监管同时要求银行摒弃“规模情结”，在 LPR 大幅下调后，当前贷款利率与基准利率贴近，资金套息空间大幅收窄，进而导致银行贷款冲规模可行性弱化。

图 12：对公贷款加权平均利率与 LPR 走势（2020-2024）



资料来源：wind，天风证券研究所

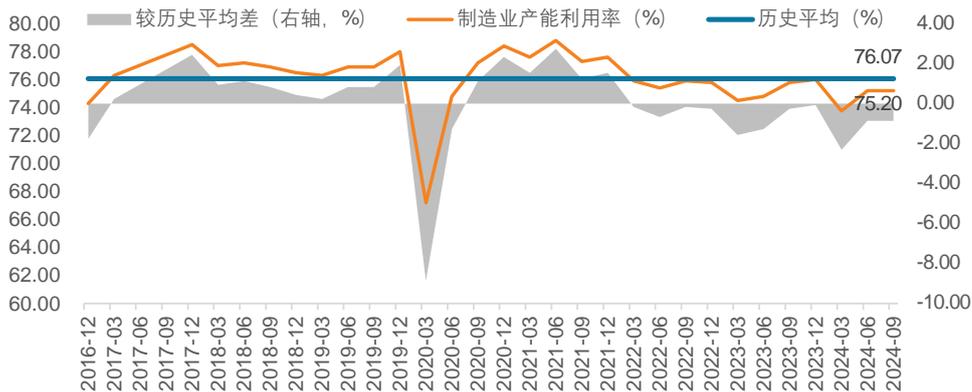
2.3. 制造业信贷可能持续面临“挤水分”

首先，当前制造业产能利用率较低，同时出口订单量可能受外部因素扰动而持续收缩，因此未来制造业信贷需求可能有限。截至 24Q3，我国制造业产能利用率约为 75.2%，环比持平，较 23 年末下行 80bp，处于自 2016 年来 22.41%分位的较低位置。而较低产能利用率反映的是我国制造业出口的收缩，截至 2024 年 11 月末，我国制造业 PMI 新出口订单指数为 48.3%，当该指数值低于 50% 时则代表处于收缩状态，而 2024 年我国 PMI（新出口订单）已经连续 8 个月小于 50%；而 11 月末全制造业 PMI 也仅 50.3%，此前 5-9 月数据持续低于 50%。

另外，现阶段企业端的利润与投资表现有所冲突，截至 2024 年 10 月，我国制造业企业利润同比下行约 4.60%；而投资方面表现较为稳定，同比增速约 9.30%。企业利润和现行投资水平的冲突同样可能导致未来资金需求的下行。

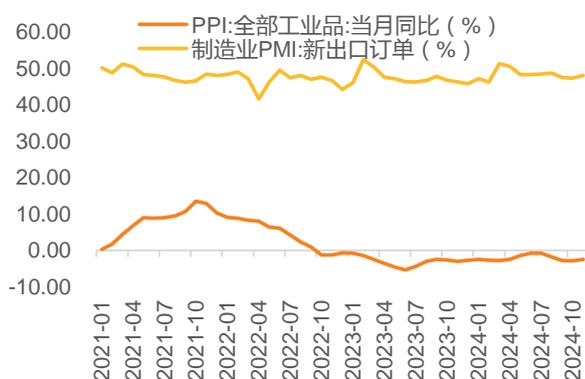
综上，再考虑到 2025 年特朗普上台后可能带来的对我国商品关税调整，而且手工补息整改后套利空间收窄，部分存量贷款将于 2025 年集中到期等因素，我们认为 2025 年制造业信贷扩张表现可能将持续走弱。

图 13：制造业产能利用率（2016/12-2024/09）



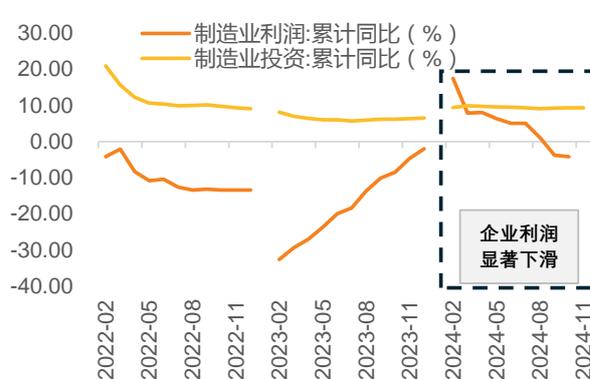
资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：制造业 PMI 出口指数、PPI（2022/01-2024/10）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：制造业累计投资、利润同比（2022/02-2024/11）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.4. 化债对政信类贷款投放产生负向影响

首先，化债的用途：一是置换政府金融类债务；二是偿还企业拖欠款。其中，金融类债务置换主要包括银行的表内风险敞口，比如信贷、信用债、非标债等。因此，化债直接带来的是信贷负增长，即部分（政信类）贷款置换为其它金融负债。

接下来，我们复盘历史上三次化债对政信类贷款影响：

第一轮：2015-2018。本轮化债工作在新预算法的背景下，为进一步加强地方政府性债务管理，将甄别后的地方政府存量债务纳入预算管理，地方政府按申请额度发行。据官方统计 2015-2018 年分别发行了 3.21、4.87、2.73、1.34 万亿元的地方置换债，累计约 12.2 万亿元。上市银行政信类贷款方面，在化债的第一年政信类贷款新增 0.18 万亿元，同比少增 0.29 万亿元，第一年增速下滑 3.43pct。

第二轮：2018-2019。针对部分债务压力较大的省市，选择建制县作为隐性债务化解试点，通过发行约 1579 亿元置换债来置换隐性债务。在本轮化债第一年，上市银行政信类贷款新增 0.26 万亿元，同比少增 0.26 万亿元，2018 年底较年中增速下行 1.98pct。

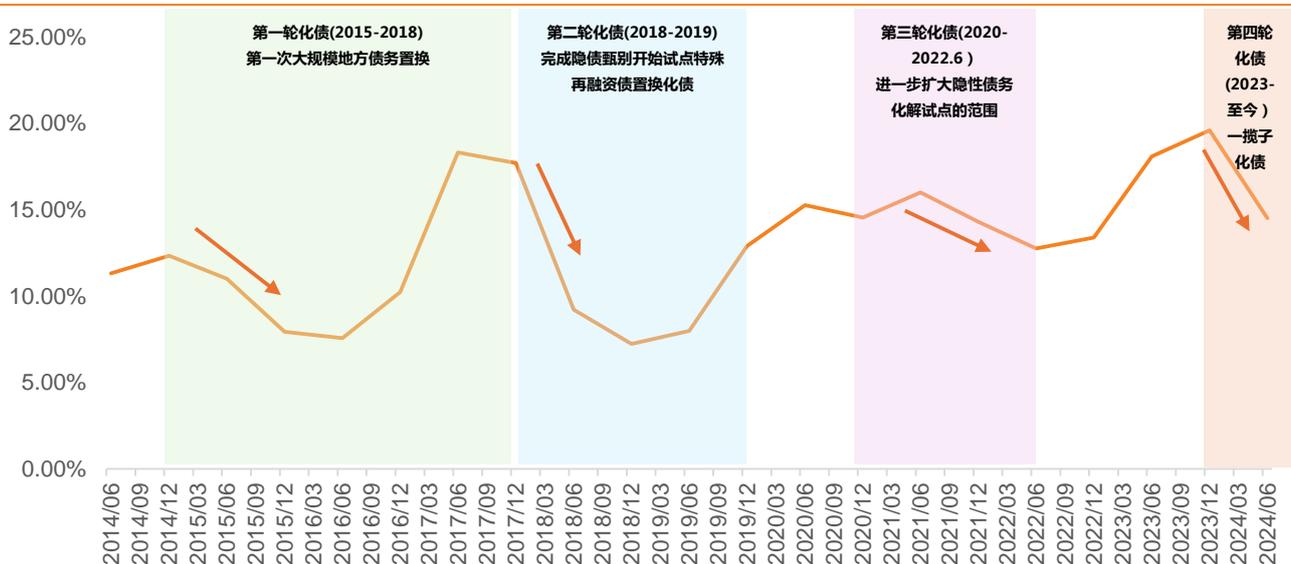
第三轮：2020.12-2022.6。在前期化债工作的基础上，进一步扩大隐性债务化解试点的范围，并在北上广等一线城市试点“全域无隐性债务”，以推动隐性债务的清零工作，累计发行 1.12 万亿特殊再融资债。2021 年，作为第三轮化债第一年，上市银行政信类贷款新增 0.96 万亿元，同比少增 0.19 万亿元，整轮化债周期政信贷款增速下行 1.79pct。

图 16：国有大行政信类贷款在化债周期中表现（2014-24H1）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：历史三次化债周期中国有大行政信类贷款增速走势（2014/06-2024/06）



资料来源：wind，天风证券研究所

目前正在进行第四轮化债，“6+4”化债策略将引导银行部分政信存量贷款置换。从历史表现来看，之前三次化债周期都直接导致国有大行政信类贷款增速的下滑，其中两次在化债第一年就发生较大幅度下滑。截至 24H1，上市银行行政信类贷款总额约 51.03 万亿元，半年新增 3.99 万亿元，较 23H1 少增 0.87 万亿元。

在静态假设下，按 2025 年 2.8 万亿化债规模进行测算，预计 2025 年上市银行政信贷款净增速约为 8.75%，较 2024 年上半年下滑 5.22pct。且预计国有、股份、城商、农商行政信贷款增速分别将经历 5.18-5.39% 的收缩。

表 3：在化债影响下，2025E 政信类贷款净增情况测算

政信类贷款 (万亿元)	2023	24H1	24H1结构	24H1增速	24E余额	25E化债额度	25E化债后余额	25E新增	25E净增速	同比变化
国有行	35.46	38.34	75.13%	14.53%	40.61	2.10	44.40	3.80	9.35%	-5.18%
股份行	7.64	8.15	15.97%	8.80%	8.31	0.45	8.60	0.28	3.42%	-5.38%
城商行	3.44	4.01	7.86%	21.30%	4.17	0.22	4.84	0.67	16.02%	-5.28%
农商行	0.51	0.53	1.04%	5.83%	0.54	0.03	0.54	0.00	0.44%	-5.39%
上市银行	47.04	51.03	100.00%	13.97%	53.61	2.80	58.30	4.69	8.75%	-5.22%

资料来源：wind，天风证券研究所

2.5. 农商行贷款投放可能相对较弱

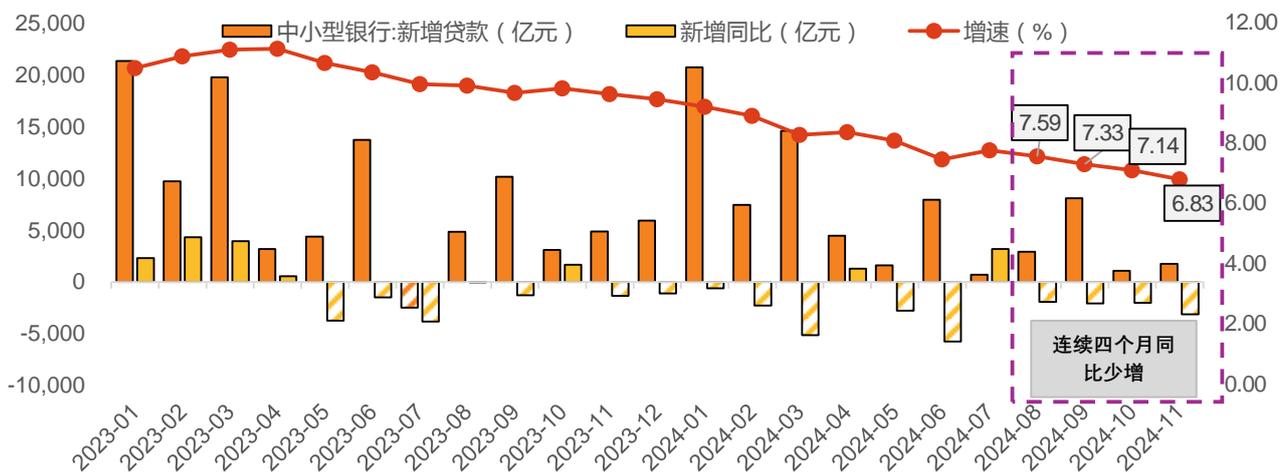
2024 年下半年，中小银行信贷增速持续走弱，新增贷款连续四个月同比少增。据测算，截至 2024 年 11 月末，我国中小银行信贷投放速度较年初下行 2.41pct，至 6.83%。其中，自 2024 年 8 月开始连续四个月同比少增；三季度后 10、11 月总计新增 2833 亿元，较 23 年同期少增 5152 亿元。这可能与农商行的信贷收缩有关，结合上文对零售和部分重点行业分析，农商行的信贷投放弱势表现可能还是源于较弱的信贷需求。

农商行在信贷投放走弱的同时选择增配国债。据统计，2024 年四季度，农商行净买入 10Y 以上国债约 193 亿元（Q1 净买入 677 亿元，Q2、3 负增），同比多买入 643 亿元（全年最高）；其中，12 月总计购入 149 亿元，同比多增 696 亿元。

另外，农商行资产质量需要进一步改善。截至 2024 年三季度，农商行不良贷款率约 3.04%，高于行业平均 1.48 个百分点，较年初下行 30bp。这表明，目前农商行经营目标之一可能是出清不良，改善资产质量，而这同样将导致信贷增速下滑。

综上，我们认为未来农商行可能因为整体信贷需求较弱，同时有资产质量改善的经营目标，而选择较为保守的信贷投放态度。

图 18：中小行新增贷款走势（2023/01-2024/11）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.6. 预计 2025 年四个季度信贷投放节奏为 5221，全年增速 6.5%-7%

预计 2024 全年信贷增速约 7.5%，2025 年全年增速可能在 6.5-7% 左右。2024 年 1 至 11 月，我国金融机构新增贷款约 17.1 万亿元，同比少增约 4.47 万亿元；前十一个月累计同比增长 7.7%，较上个月下行 30bp。结合近三年信贷投放规律来看，我们预计 2024 年全年信贷同比增长在 7.5% 左右，即新增约 17.82 万亿元。同时，在目前监管要求的“合理信贷总量增长”，以及上文各项分析基础上，我们预计 2025 年全年信贷增速在 6.5-7% 左右水平。

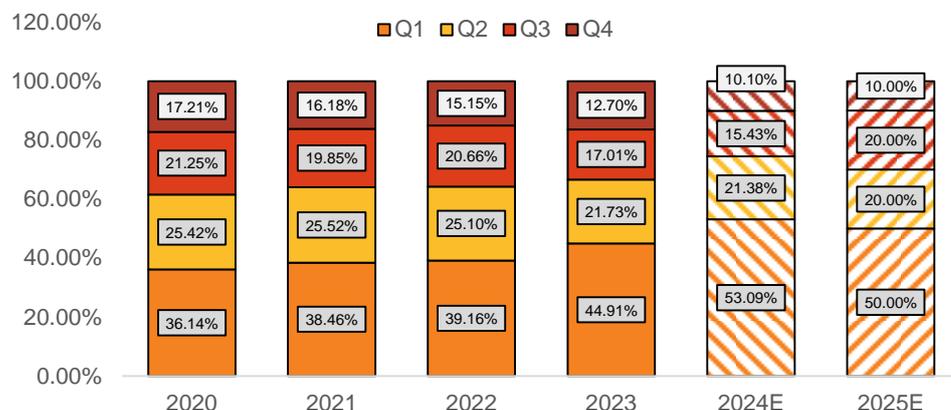
2025 年信贷投放节奏可能与近年相似。参考 23、24 两年信贷投放节奏以及信贷“均衡投放”政策，假设 2025 年信贷增速约 6.8%（新增 17.37 万亿，）我们认为 2025 年四个季度投放比例大体为：50%、20%、20%、10%，即分别新增信贷约 8.68 万亿元、3.47 万亿元、3.47 万亿元、1.74 万亿元，总计约 17.37 万亿元，同比少增约 0.5 万亿。

图 19：新增信贷投放额度与增速（2020-2025E）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：季度信贷投放节奏（2020-2025E）



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 风险提示

以上预测基于主观假设，可能与现实情况有所偏差。另外，可能受外部环境和内需影响，宏观经济震荡，经济增速面临下行压力；社会信贷需求较弱，行业扩张放缓；银行息差压力可能增大，有效信贷需求不足，导致资产价格走低。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5% - 5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com