

2025年01月14日

标配

化债与地产政策积极效果体现，金融数据继续改善

——银行业“量价质”跟踪（八）

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn



相关研究

- 1.政策积极效果渐显，量价修复进行时——存款形势研究（五）
- 2.存贷再次同步降息，息差影响温和——银行业“量价质”跟踪（七）
- 3.重点领域资产质量担忧进一步缓解——银行业“量价质”跟踪（六）
- 4.涉房资产占比继续下降，个贷风险温和上升——银行业“量价质”跟踪（五）

投资要点:

- **核心观点：**2024年12月社融与M2延续10月以来的改善态势，体现化债、房地产支持政策积极效果。分部门看：政府债发行力度进一步增强；住户贷款继续改善；企业中长期贷款弱而票据和债券融资偏强。企业融资结构特征一方面体现专项债置换对城投贷款的替代效果，另一方面或体现债券利率快速下行过程中，企业融资渠道向债券和票据贴现倾斜。存款方面：受同业存款定价管控影响，非银存款明显下降；受益于化债资金下沉，非金融企业存款明显增加，带动M1降幅进一步收窄。我们认为，财政驱动和房地产市场压力缓解有望支撑社融与M2继续向上修复。节奏来看，财政前移或导致社融呈现前后低、中间高的特征。积极消费、房地产政策加持下，存款循环具备进一步改善潜力，对M1影响积极。
- **人民币信贷：对公延续弱势，零售延续改善。**社融口径人民币贷款新增约8400亿元，受企业端拖累仍延续弱季节性。信贷收支表口径，企（事）业单位贷款新增4900亿元，依然明显低于去年同期，结构上看中长期弱、票据贴现强。一方面可能是专项债对城投贷款的置换力度较大，另一方面可能是债券利率快速下行过程中，企业融资渠道向票据和债券倾斜（新增非金融企业债券融资明显好于近两年同期）。住户贷款新增3500亿元，延续10月以来的改善态势，主要是存量贷款利率下降后提前还款减少以及销售端改善。
- **政府债新增规模新高，对社融驱动增强。**2024年度2万亿新增专项债额度发行收官，12月新增政府债1.76万亿元创新高，对社融的贡献大幅高于历年同期。
- **规范同业存款定价管理冲击非银存款，化债资金下沉促进M1修复。**受自律组织规范同业存款定价管理影响，理财资产配置或从同业存款向债市分流，致使非银存款减少3.17万亿元，大幅弱于季节性。2024年自律组织先后疏通利率向类活期存款与同业存款传导机制，理财存款套利空间明显减弱，我们认为后续监管对存款的扰动会减弱，波动或主要取决于股债市场表现（详见报告《政策积极效果渐显，量价修复进行时——存款形势研究（五）》）。非金融企业存款增加1.81万亿元，带动M1增速进一步改善，一方面体现政府化债资金支出加快，沉淀至融资平台及其下游，同期财政存款明显低于季节性与之相互印证。
- **财政驱动和零售压力缓解有望支撑社融与M2继续向上修复。**节奏来看，财政前移或导致年内社融呈现前后低、中间高的特征。分部门来看：受隐债置换影响，对公信贷短期预计承压，下半年基数明显下行，压力将大幅缓解；受益于稳地产、促消费政策，居民信贷压力预计继续缓解；在2万亿元专项债与1万亿元特别国债额度外，财政赤字或仍有进一步提升空间。积极消费、房地产政策影响下，存款循环具备进一步改善潜力，对M1影响积极。
- **关注稳定分红与复苏潜力投资主线。**2024年12月以来国债收益率下行明显，银行板块股息率优势再度体现，国有行股价创历史新高。当前债市提前反映降息降准预期，我们认为高股息行情经历前期快速上涨后或阶段性降温。从更长视角看，宏观政策空间依然具有想象力，消费与投资修复将缓解银行业零售风险上升、存款定期化加剧等痛点，这种情形下复苏逻辑占优，建议加大对中小银行的关注。
- **风险提示：**个贷风险快速上升；贷款利率下行幅度明显大于存款利率，导致息差明显收窄；中小银行风险快速上升。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089