



银行业：政府债支撑社融增速回升，居民部门延续改善趋势

——12月社融金融数据点评

事件：1月14日，中国人民银行发布2024年社融金融数据。12月社融新增2.86万亿，同比多增0.92万亿；存量社融同比+8%，环比改善0.2pct。12月新增人民币贷款9900亿，同比少增1800亿；人民币贷款同比增速7.6%，环比下降0.1pct。M1降幅环比收窄2.3pct至-1.4%；M2增速环比提升0.2pct至7.3%。

观点总结：在政府债的支撑下，12月社融同比多增，存量社融增速提升至8%，略超市场预期；但信贷需求仍待修复。其中，居民部门，在按揭早偿压力缓解、地产销售回暖下，中长贷连续两个月修复。企业部门，融资需求仍然偏弱，并且存量贷款受隐债置换的扰动，整体仍然少增、票据冲量明显。得益于地产销售、耐用品消费改善带来的企业存款活化效应，以及化债资金加速拨付，M1增速延续回升态势。展望25年，在更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策下，政府债有望维持高速扩张支撑社融增长，企业、居民融资需求有望逐步修复，但在外部环境不确定性、隐债置换扰动下，预计信贷增速低于社融。

点评：

1、社融：政府债仍是12月社融主要支撑。12月社融新增2.86万亿，同比多增0.92万亿；结构上，政府债仍构成主要增量，人民币信贷同比少增有所拖累。全年社融累计新增32.26万亿，同比少增3.32万亿。年末存量社融同比+8%，增速环比改善0.2pct。

具体来看：① 12月政府债券新增1.76万亿，同比多增8288亿；占新增社融的62%，主要是用于置换隐债的地方政府债发行加快。展望后续，在更加积极的财政政策定调下，提高财政赤字率，安排更大规模政府债券具有较强确定性，叠加2.8万亿地方化债资源，预计25年政府债将维持高速扩张趋势，支撑社融增长。② 社融口径人民币贷款新增8407亿，同比少增2685亿；与年末银行信贷投放季节性放缓、倾向于储备项目至来年年初进行开门红投放，以及隐债置换部分平台类贷款有关。③ 表外融资：三项合计减少1198亿，同比少减363亿。其中主要是未贴现银票减少1331亿。④ 直接融资：企业债券减少153亿，同比少减2588亿；股票净融资483亿，同比少增25亿。

2、信贷：居民中长贷延续改善趋势、企业部门仍待修复。12月金融数据口径人民币贷款新增9900亿，同比少增1800亿。贷款余额同比+7.6%，增速环比下降0.1pct。分部门来看：

(1) 按揭早偿减少+地产销售回暖，带动居民中长期贷款继续修复。12月住户贷款新增3500亿，同比多增1279亿，其中主要支撑来自中长贷。居民短贷新增588亿，同比少增171亿。居民中长贷新增3000亿，同比多增1538亿。一方面是存量房贷利率下调后，存量与新发房贷利率利差收窄，居民早偿减少；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，12月新发放个人住房贷款利率为3.11%，环比提升3bp；反映按揭需求边际改善及贷款利率自律趋严。

(2) 企业加杠杆意愿不足+化债影响存量，企业信贷同比少增。12月企业贷

2025年1月15日

看好/维持

银行

行业报告

未来3-6个月行业大事：
无

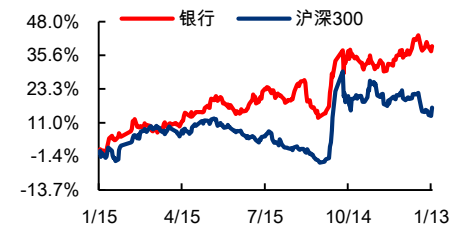
行业基本资料

占比%

股票家数	48	1.06%
行业市值(亿元)	130919.86	14.21%
流通市值(亿元)	90114.44	12.1%
行业平均市盈率	6.24	/

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

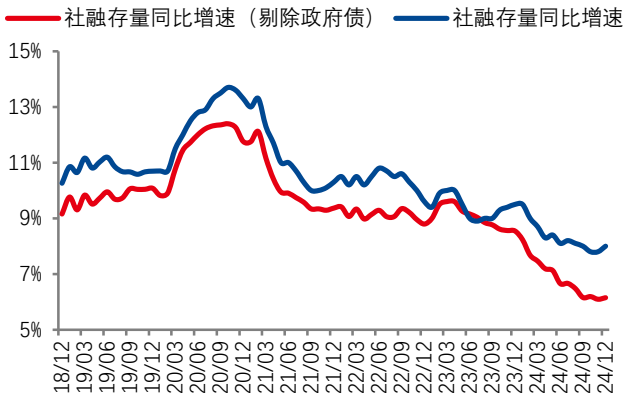
款新增 4900 亿，同比少增 4016 亿，是 12 月信贷少增的主要拖累。其中，企业中长贷新增 400 亿，同比大幅少增 8212 亿；企业短贷、票据融资分别 -200 亿、+4500 亿，同比多增 435 亿、3003 亿。结合 12 月票据转贴现利率大部分时间维持低位，月内 3M 国股转贴现利率一度下行至零利率附近，票据冲量现象仍然明显。主要原因：① **企业主动加杠杆需求仍较弱**。CPI、PPI 延续低位，工业产能利用率偏低，企业部门处于去库存、优化供给阶段，本身加杠杆投资扩产意愿不足。② **地方隐债置换影响平台类贷款存量**。③ **银行倾向于储备项目至年初开门红投放**。跨年前后票据贴现利率走高，叠加货币政策例会提及要“加大货币信贷投放力度”，预计 1 月信贷投放开门红尚可，但仍存在春节和化债扰动。

3、存款：M1 增速延续低位回升，M2 增速环比提升。12 月 M1 同比-1.4%，环比改善 2.3pct；单月 M1 新增 2.01 万亿，其中 M0 新增 0.4 万亿，单位活期存款新增 1.61 万亿（同比多增 1.47 万亿）。我们认为，一方面，得益于政策加码下，地产销售、耐用品消费改善带来企业存款活化效应。另一方面，用于化债的部分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，预计新口径下 M1 增速较老口径更高，且更加平滑。**M2 同比增 7.3%，环比改善 0.2pct**。或与政府支出加快，带动政府存款向居民、企业存款迁移有关。

银行板块投资建议：2025 年银行主线逻辑来自：①长钱资金、被动资金推动银行配置价值增强。在利率中枢下行趋势下，建议持续关注高股息标的配置价值。② 基本面预期改善带动估值修复。可跟踪宏观政策落地成效和实体需求恢复情况布局顺周期标的，建议关注有业绩释放空间的强区域性银行。

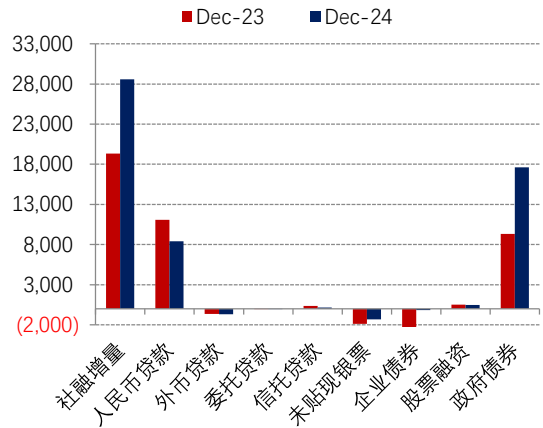
风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

图1：12月末社融同比+8%，环比改善 0.2pct



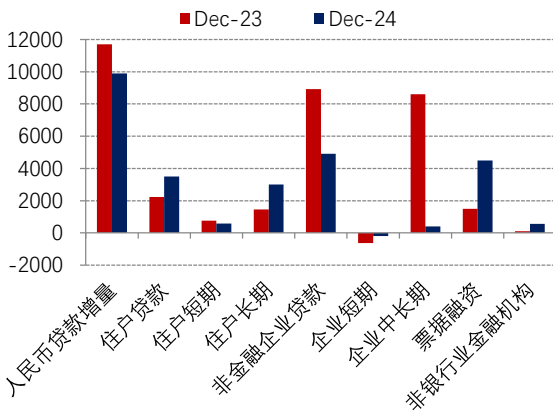
资料来源：iFinD、人民银行，东兴证券研究所

图2：12月社融新增 2.86 万亿，同比多增 9249 亿



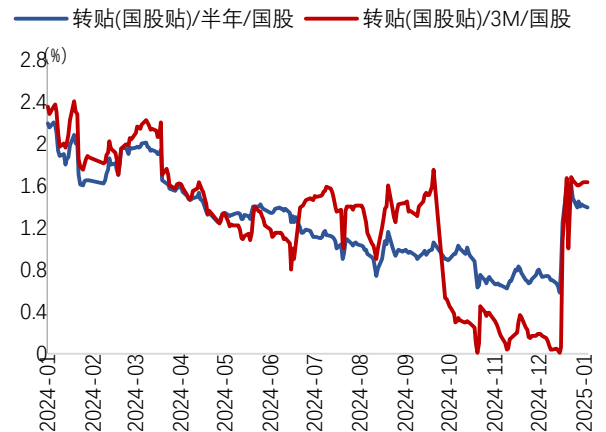
资料来源：iFinD、人民银行，东兴证券研究所

图3：12月新增人民币贷款 9900 亿，同比少增 1800 亿



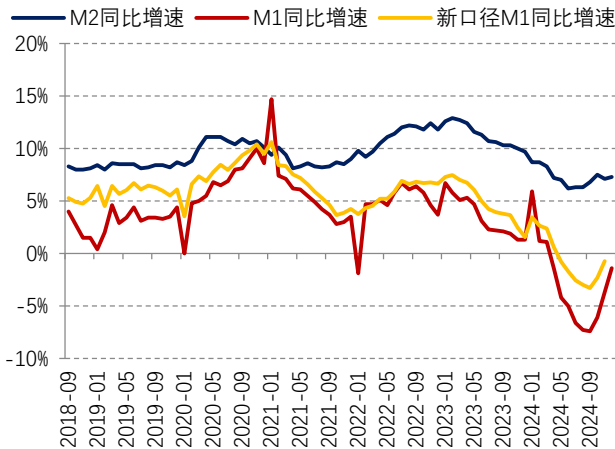
资料来源：iFinD、人民银行，东兴证券研究所

图4：12月国股行票据贴现利率大部分时候处在低位



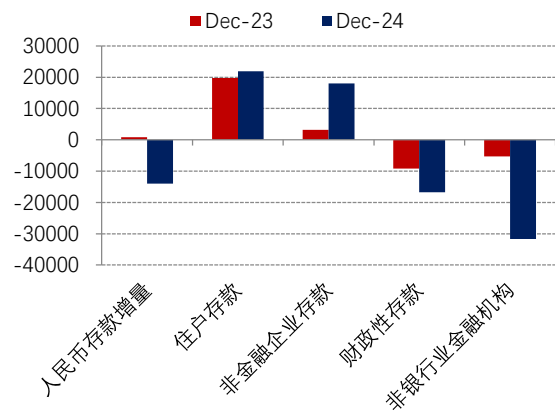
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：12月末M1同比-1.4%，降幅环比收窄 2.3pct



资料来源：iFinD、人民银行，东兴证券研究所

图6：12月人民币存款减少 1.4 万亿，同比多减 1.49 万亿



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	2024-12-17
行业普通报告	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	2024-12-16
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
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

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526