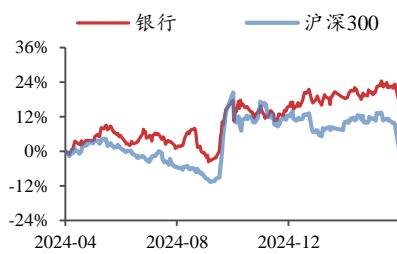


银行

2025年04月07日

投资评级：看好数（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《增资国有行后的投资策略：稳健红利与估值修复——行业深度报告》

-2025.4.3

《存款利率期限倒挂的原因简析——行业点评报告》-2025.3.24

《非银存款恢复增长，债务置换影响信贷——2月央行信贷收支表要点解读》

-2025.3.17

红利稳固可持续，稳增长驱动顺周期

——行业点评报告

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

● 信贷投放预计3月边际回暖，需求或仍靠对公支撑

信贷预测：3月人民币贷款预计新增约3.1万亿元，增量与2024年同期基本持平，余额同比增速7.2%，增速环比2月下降0.1pct。3月末国股银票转贴现利率阶段性冲高，银行票据冲量行为边际放缓，实体信贷需求或不弱。分类型看，第一、对公贷款预计新增约2.3万亿元。年内银行项目储备相对充分，两会闭幕后部分企业全年投融资计划亦落地，叠加3月开门红收官，Q1末对公信贷需求或释放。此外Q1地方政府债发行明显加速，部分企业中长贷置换后增长或承压，但考虑到部分隐债以非银行债务形式存在（企业拖欠款），故债务置换总体扰动有限。第二、零售贷款预计新增约9000亿元，贡献主要为按揭。商品房销售面积同比虽仍处负区间，但降幅持续收窄，一线城市房地产销售明显改善；同时新发放房贷利率与存量房贷价差收窄，按揭提前还贷需求或放缓。此外消费信贷政策陆续出台，但从政策发布至落地仍有时滞，故3月消费贷增长预计保持平稳。第三、非银贷款预计减少约1000亿元，少增同比放缓。央行Q1保持货币政策定力未进行降准操作，银行体系流动性趋紧，债券收益率及资金利率波动性增加，同业拆借成交量中枢低于往年，或影响非银贷款读数。

● 政府债发行提速，预计社融同比多增

社融预测：3月份社融预计新增约5万亿元，存量增速8.2%，环比2月持平。在“地方尽早发行使用专项债”的财政指导下，政府债年内发行前置，Q1政府债（国债+地方债）发行明显加速，形成社融主要支持，预计3月政府债净融资新增约1.1万亿元，环比回落但同比大幅提高。社融口径下信贷增量或与2024年同期持平，其余分项对社融扰动有限，总体判断3月份社融新增规模略高于2024年同期。2024年10月一揽子增量政策陆续发布后，社融增速逐月稳步回升，未来趋势能否保持，一方面取决于现有政策落地成效，另一方面取决于海外关税政策影响何时消散。

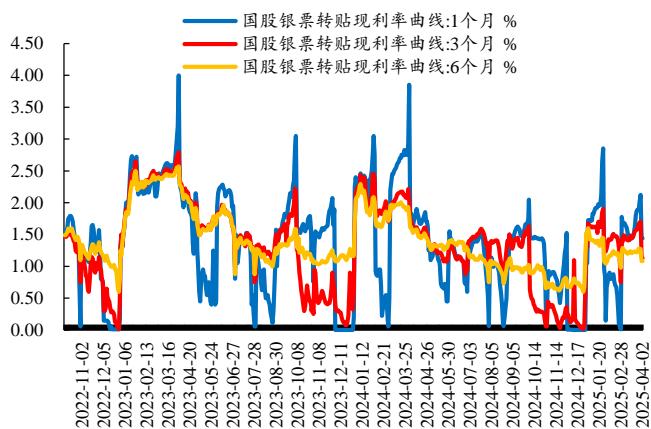
● 财政存款拨付，企业经营回温，预计货币增速环比上升

货币供应量预测：3月M2同比增长7.1%，环比2月上升0.1pct；新口径M1同比增长0.4%，环比2月上升0.3pct。新M1口径发布后，2月M1增速环比仍下降，主要源于专项债虽加速发行，但资金拨付仍有时滞，财政存款尚未流入实体经济中进行循环。我们预计3月货币增速阶段性回升主要源于：第一、季末月财政支出发力，财政存款回流银行体系形成活期存款，叠加政府债加速发行，部分化债额度用于支付企业拖欠款，企业流动性及经营活力均边际改善，支撑M1环比回升；第二、信贷需求边际改善，存款派生力度亦恢复，银行资产负债表两端，存、贷同步增加，形成活期存款沉淀；第三、同业存款限息的影响已集中发酵，后续非银存款扰动减弱，对M2形成支撑。

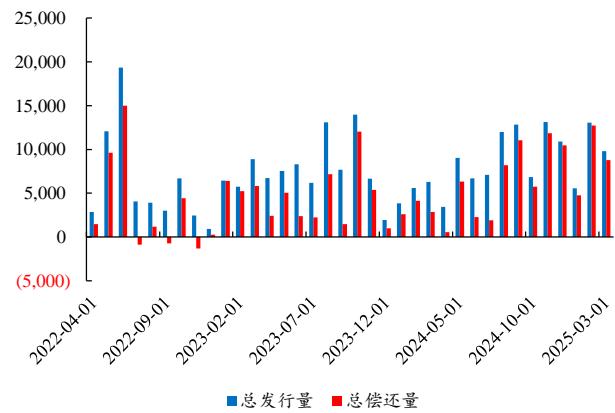
● 投资建议：红利稳固可持续，稳增长驱动顺周期

年初以来市场风险偏好虽有所提升，但伴随美国全面征收对等关税，外围环境仍存不确定性。当前我国政策以内为主，仍保持政策定力，未来降准、降息仍有空间，故以国有行为代表的红利类资产仍有支撑，此外稳增长政策发力亦带动银行估值修复。受关税影响今日权益资产调整幅度较大，银行板块降幅相对有限，外部扰动下板块防御价值突显更具长期吸引力。我们预计2025Q1银行业绩表现基本稳定，延续2024Q4营收和净利润增速稳步回升的势头：(1)信贷投放节奏前置但结构优化，套利性质信贷（票据等）占比减少；(2)资产端收益率仍承压，但高息定存到期后存款付息率下行，息差回落幅度或优于预期；(3)零售风险暴露较充分，叠加处置力度强，个贷风险反弹或接近尾声；(4)OCI账户仍存债券浮，非息收入仍有支持。继续看好稳定股息的红利策略持续性，推荐港股中信银行，受益标的农业银行、招商银行、北京银行；顺周期逻辑推荐苏州银行，受益标的江苏银行、成都银行、苏州银行、常熟银行。

● 风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

附图 1: 3 月末票据贴现利率阶段性冲高


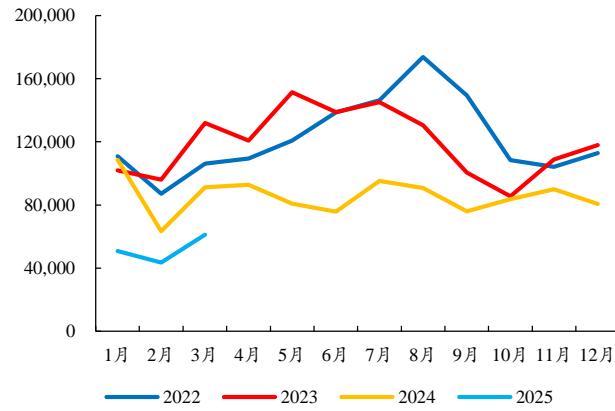
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: Q1 地方政府债发行提速 (亿元)


数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 商品房销售面积增速边际回升


数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4: 银行间同业拆借成交量低于往年 (亿元)


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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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

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

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

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