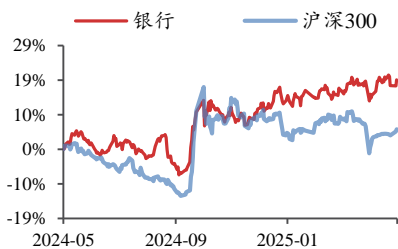


银行

2025 年 05 月 08 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《春潮涌动，韧性彰显——理财 2025Q1 季报解读》-2025.4.25

《破解利润调节器，从拨备论证大行盈利确定性价值——行业深度报告》-2025.4.19

《大行资金金融出恢复，非银转向一般性存款——3 月央行信贷收支表要点解读》-2025.4.15

一揽子政策的效能——由政策端至银行股的投资线索 ——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

5 月 7 日，央行等三部门于国新办发布会介绍了新增一揽子金融支持政策情况。其央行从数量、价格、结构三大方向进行调控，共推出十余项措施，总体可概括为降准（普降 50bp 以及汽车金融、金租公司阶段降至 0%），降息（政策利率 0.1pct + 结构性工具、公积金贷款利率 0.25pct）和扩容扩量（新设服务消费与养老再贷款 5000 亿元+原工具增量 6000 亿元）等。

● 需求短期内尚待修复，关注数量型工具的长期效能

2024 年以来，各项会议多次提及适度宽松的货币政策，但 2025 年前四个月货币政策保持定力降准未至，于 5 月央行方调降准备金率 50bp。此次降准更具新的意义及内涵：第一、降准意义在于维持宽信用预期：降准增强了商业银行资金供给能力（50bp 降幅对应 1 万亿资金），但当前信贷增速放缓症结在需求端，银行冗余资金多另寻他路（配置同业资产及债券）。尽管短期对信贷增长效用有限，但长期来看，降准过程伴随着货币乘数的提升，即意味着从降准到宽信用的路径仍通畅，其信号意义延续了市场对信用宽松的预期。第二、降准内涵更具丰富性：一方面，汽车金融、金租公司此次准备金率阶段性降至 0%，增强了相关领域（汽车消费、设备更新投资）信贷供给能力，使得数量型工具亦具结构性加成；另一方面，降准时点体现与财政政策的协同配合，由于全年政府债发行前置，故此时降准弱化了 Q2 政府债供给高峰时资金面的波动。

● 价格型工具兼具纾困意图，降息幅度有限但正当其时

LPR 多次调降后，各项贷款增速仍处低位，意味着对于居民企业而言，当前信贷价格并非是融资决策的决定性因素。此次政策利率（OMO）下调 0.1pct，幅度虽有限但正当其时。一方面部分银行 Q1 重定价较为集中，故于 Q1 之后降息弱化了前期 LPR 调降下，重定价因素对资产端收益率影响，放缓了息差单季度的降幅；另一方面，美国加征关税影响初显，4 月制造业 PMI 为 49% 低于荣枯线，对全年 5% 的 GDP 增速目标形成挑战，叠加 3 月 CPI 增速仍处负区间，居民收入预期及消费需求仍待提振。此刻降息，不仅普降了居民企业的融资成本，更向小微、受关税影响显著的企业精准传递了政策纾困意图，即当前海外冲击虽加剧，但国内政策有托底。

● 结构性货币政策工具指导意义远超其总量作用

相比于数量与价格型工具，结构性工具组合拳更超预期，整体包含了降息（普降 0.25pct）、扩容（新设 5000 亿元服务消费与养老再贷款）与扩量（科技技改、支农支小再贷款均增 3000 亿元）三部分内容。截至 4 月末存续的 9 项结构性政策工具余额约 5.9 万亿元，占央行资产 13%，尽管规模有限，但其对产业转型的指导意义远超其数量作用。过往商业银行信贷投向集中于房地产、融资平台等领域，尤其是部分区域银行已形成路径依赖。在结构性政策工具引导激励下，银行加大了对国家重大战略、政策导向产业的信贷投放，对公资产质量亦同步改善（原涉险房企及融资平台敞口下降）。

● 投资建议：一揽子金融政策稳预期，银行兼具红利与复苏属性

当前由政策端观察银行股的投资线索，更应关注政策长期的延续性及内涵，而非短期净息差等指标小幅度的变化。一方面前期的不利因素正逐步减少，例如此次央行公布贷款增速（还原隐债置换后）超 8%，即 Q1 化债拖累贷款增速约 0.6pct，由于年内政府债发行前置，故后续季度化债影响将逐步减弱；另一方面当前我国政策以内为主同时保持定力，稳增长政策后手充足，伴随政策效能的积累及贸易谈判的推进，居民及企业端收入预期的波动有望修复，银行风险同步改善或推动估值持续提升。同时降息降准后无风险利率仍处于低位，以国有行为代表的红利类资产仍有性价比，此外国有行兼具拨备释放基础与拨备调节的能力，盈利增长具有较高确定性，当前 30% 的分红比例亦可稳定保持，故继续看好稳定股息的红利策略持续性，受益标的建设银行、农业银行。

● 风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

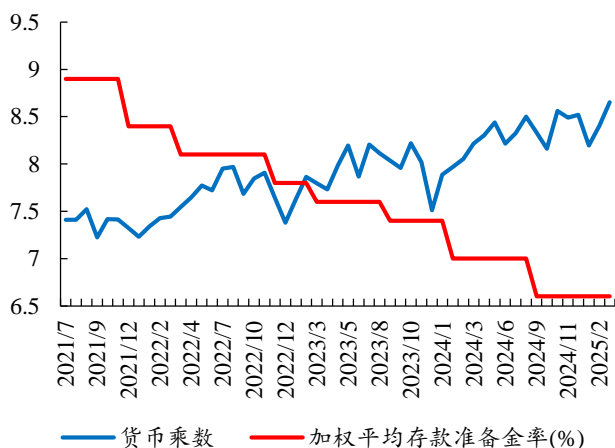
附表 1：此次央行从数量、价格、结构三大方向共推出十项政策措施

5.7 国新办发布会央行相关一揽子金融政策

1. **降准 0.5%**，提供 1 万亿流动性；
2. 阶段性将汽车金融/金融租赁公司**存款准备金率 5%调降至 0%**；
3. **7 天逆回购操作利率由 1.5%下调至 1.4%**，预计带动 LPR 下降约 0.1 个百分点；
4. 结构性工具利率/支农支小再贷款**利率从 1.75%至 1.5%**（降低 25BP），**PSL 从 2.25%至 2%**（降低 25BP）；
5. 降低个人住房**公积金利率从 2.85%降至 2.6%**（降低 25BP）；
6. 科技创新和设备更新再贷款扩容到 **8000 亿元**（增加 3000 亿元），支持“两新”；
7. 设立 **5000 亿元**服务消费和养老再贷款；
8. 增加支农支小再贷款额度 **3000 亿元**；
9. 支持资本市场的货币政策工具，互换便利和回购贷款额度合并，扩容至 **8000 亿元**；
10. 创设**科技创新债券风险分担工具**，分担违约风险。

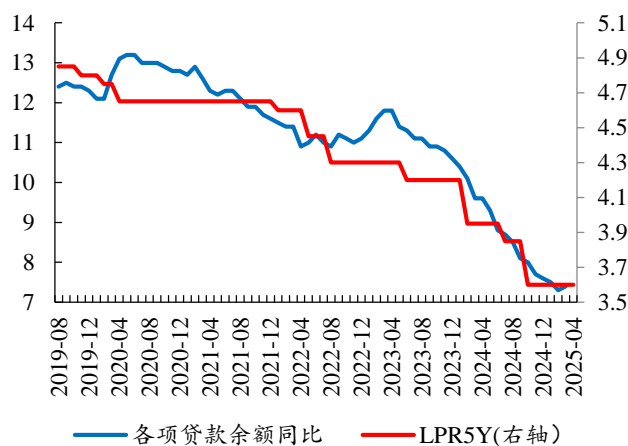
资料来源：国新办、开源证券研究所

附图 1：货币政策由降准至宽信用路径顺畅



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：价格并非当前居民企业融资决策的决定因素(%)



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R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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