

行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	4215.44
52周最高	4670.31
52周最低	3730.31

行业相对指数表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：张银新  
SAC 登记编号：S1340525040001  
Email: zhangyinxin@cnpsec.com

近期研究报告

《银行中长期负债压力仍存》 -  
2025.12.01

11月金融数据前瞻 (2025.11.10-2025.12.09)

新增信贷和社融或延续同比少增

● 投资要点

(1) 11月新增信贷同比少增约2500亿元：预计11月新增人民币贷款（信贷口径）约3300亿元，同比少增约2500亿元。新增实体人民币贷款（社融口径）约3000亿元。四季度以来的信贷需求持续偏弱情况仍在延续，11月信贷诉求或仍处于低位。

(2) 新增信贷整体偏弱：预计对公贷款小幅提升。大型企业供需两端偏弱、融资需求偏弱。但从历年同期表现来看，预计11月将出现季节性修复；预计居民贷款增长偏弱。当前居民消费信心与经营意愿仍总体承压、今年“双十一”购物节在时点上出现明显向前迁移，叠加各类消费补贴前置，一般消费贷款同比增长或有限。11月全国30个重点城市商品房住宅成交面积同比减少、11月全国乘用车市场零售数量同环比均下行，居民住房按揭贷款及非房中长期消费贷款增长或承压。

(3) 预计11月新增社会融资规模约21000亿元，同比少增约2000亿元：参考银行对实体的信贷投放（剔除票据贴现、银行对非银行贷款以及境外人民币贷款）历史数据以及相关市场活跃情况，同时考虑非银机构对实体的信贷投放预计社融口径新增人民币贷款约3000亿元，同比少增约2000亿元；11月银行表内贴现明显回落，整体市场供过于求，预计未贴现票据增量提升至0亿元左右；政府债券和企业债券合计净融资16000亿元；IPO和再融资合计约550亿元；信托贷款、委托贷款和外币贷款或维持小幅负增，持平历史数据。

● 投资建议：

今年12月至次年3月末或将仍有大量定期存款到期，居民存量资产无风险利率将进一步下行，居民存款或将继续向保险资产迁移，同时受益于新型政策性金融工具等工具支持，重点省市固定资产投资增速或将明显改善。

投资方向上：一是建议继续关注存款到期量较大、息差有望超预期改善相关标的：重庆银行、招商银行、交通银行。二是建议关注明显受益于固定资产投资改善的城商行：江苏银行、齐鲁银行、青岛银行等。

● 风险提示：

存在模型和经验测算判断误差、假设与实际偏离、宏观经济修复不及预期、外部事件超预期恶化、不良资产大面积暴露等风险。

## 目录

1	预计 11 月新增信贷同比少增.....	4
1.1	总量读数上信贷或同比少增 2500 亿元.....	4
1.2	结构上对公偏弱但仍为主要支撑，居民需求偏弱.....	6
2	预计 11 月新增社融约 21000 亿.....	7
3	投资建议.....	9
4	风险提示.....	9

## 图表目录

图表 1: PMI 主要分项情况.....	4
图表 2: 不同类型企业 PMI.....	4
图表 3: 1M 票据利率走势.....	5
图表 4: 6M 票据-6M NCD.....	5
图表 5: 中国企业经营状况指数和中国高频经济活动指数.....	6
图表 6: 居民信心指数仍处于低位.....	7
图表 7: 信贷增速或进一步下行.....	8
图表 8: 社融增速下行.....	9

## 1 预计 11 月新增信贷同比少增

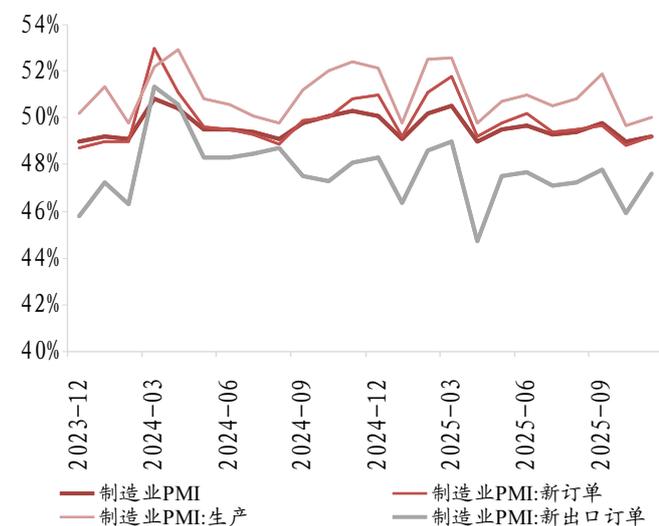
### 1.1 总量读数上信贷或同比少增 2500 亿元

预计 11 月新增人民币贷款（信贷口径）约 3300 亿元左右，同比少增约 2500 亿元。新增实体人民币贷款（社融口径）约 3000 亿元。

11 月 PMI 读数小幅改善。11 月官方制造业 PMI 景气指数小幅改善至 49.2%，仍低于荣枯线。其中新订单、生产、新出口指数分别为 49.2%、50.0%、47.6%，分别上行 0.4、0.3 和 1.7pct。PMI 的修复或与 11 月工作日数量较 10 月增加有关。

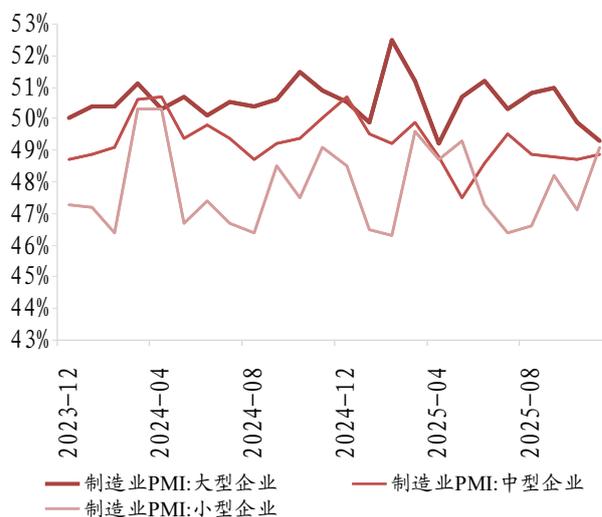
11 月不同类型企业情况读数分化。大型企业 PMI 回落 0.6pct 至 49.3%，中型企业 PMI 上升 0.2pct 至 48.9%，小型企业 PMI 大幅上行 2.0pct 至 49.1%，各类企业 PMI 明显收敛。大型企业景气度连续两个月读数走势偏弱，或表明国内企业整体经营情况压力仍存。

图表1：PMI 主要分项情况



资料来源：iFinD, 中邮证券研究所

图表2：不同类型企业 PMI

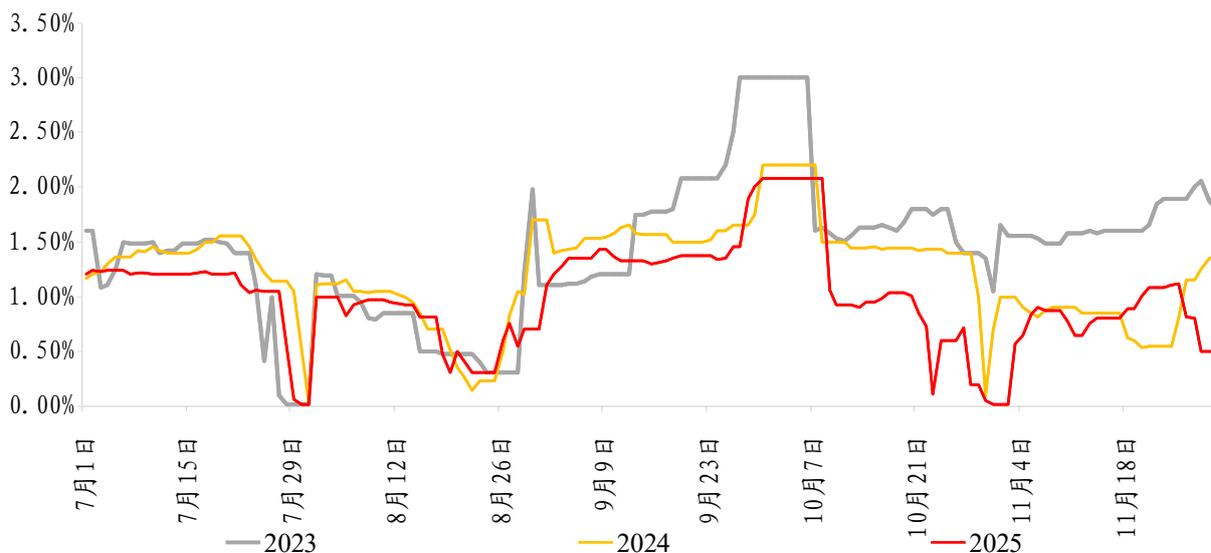


资料来源：iFinD, 中邮证券研究所

银行方面，四季度以来的信贷需求持续偏弱情况仍在延续，11 月信贷诉求或仍处于低位。票据和存单读数上，11 月初票据利率延续上月处于历史低值状态，2M 期限跨年票据利率一度录得历史绝对低位水平。11 月上半月开始，票据

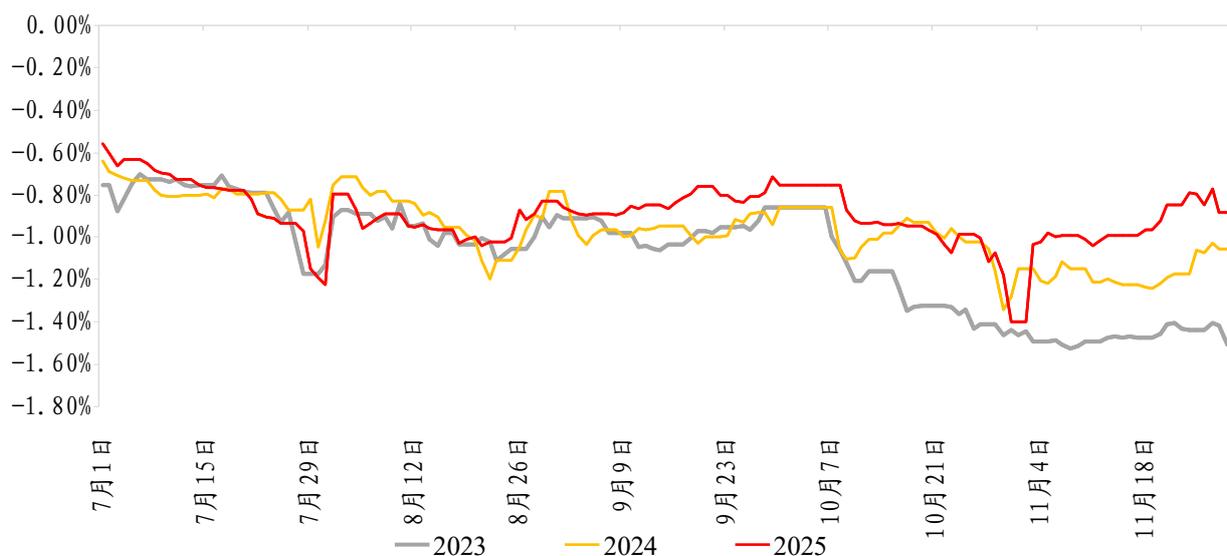
利率持续上行至10月以来相对高位，下旬以来明显高于2024年同期，但临近月末快速下行，11月最后一个交易日1M、2M分别收于0.50%、0.11%，票据供过于求现象延续。同业存单来看，发行利率环比小幅上行，11月6M票据-6M NCD收益率相较2023年、2024年同期明显偏高，或表明银行资产负债两端同步偏弱的特征。

**图表3：1M 票据利率走势**



资料来源：Wind，中邮证券研究所

**图表4：6M 票据-6M NCD**

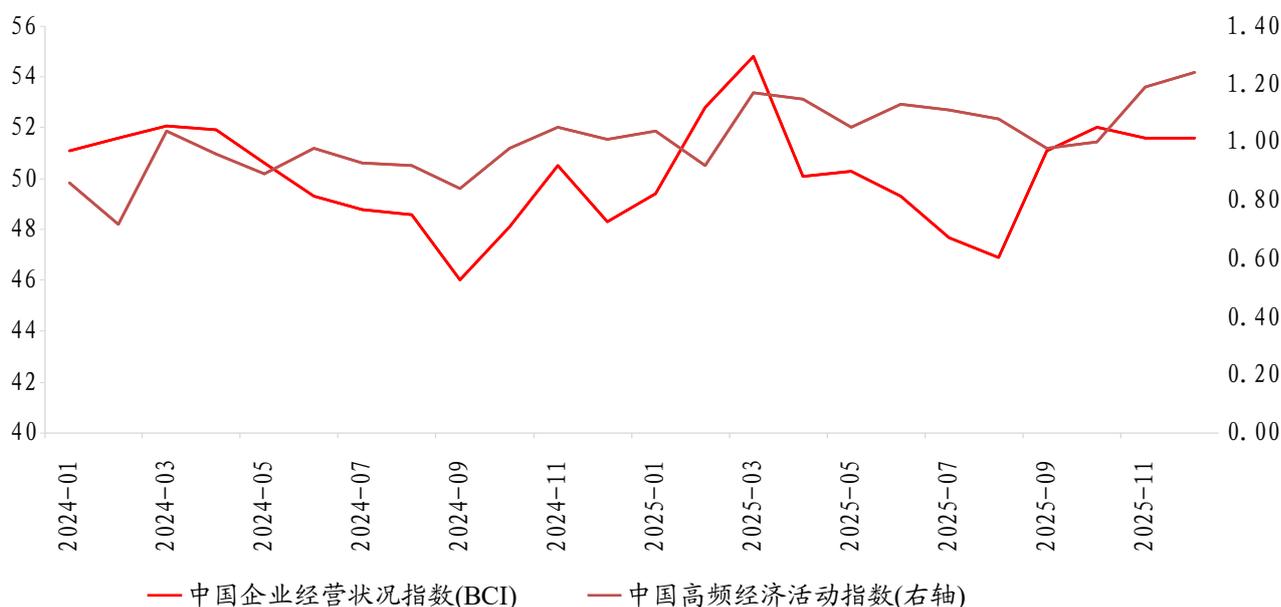


资料来源：Wind，中邮证券研究所

## 1.2 结构上对公偏弱但仍为主要支撑，居民需求偏弱

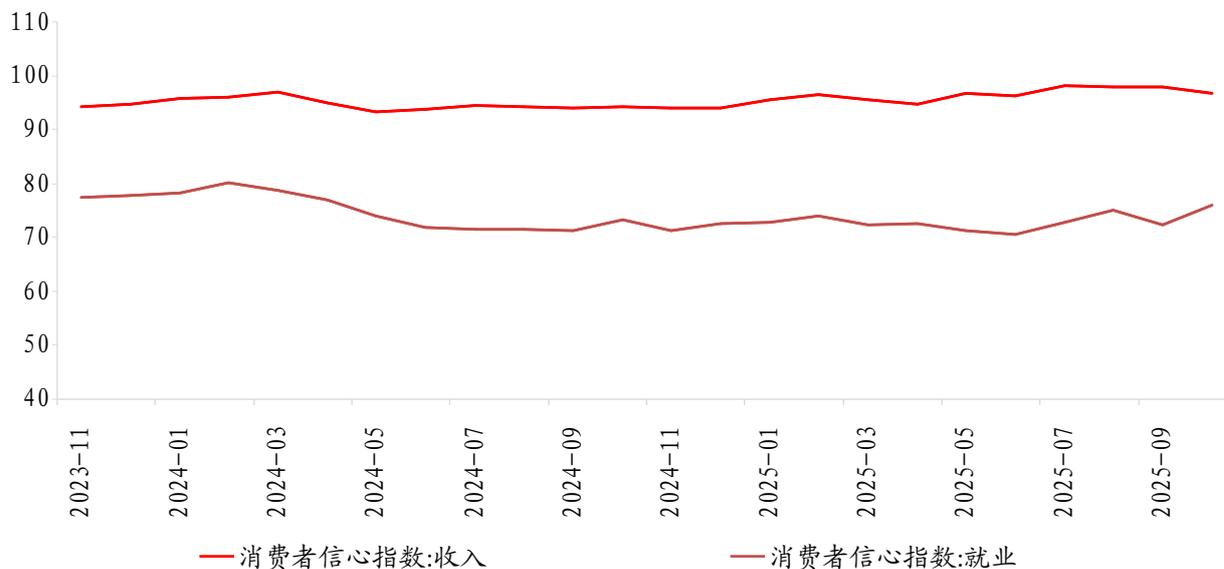
预计对公贷款小幅提升。11月企业经营状况指数8月后首现下行，结合PMI数据表现，预计大型企业供需两端偏弱、融资需求偏弱。但考虑历年同期表现来看，对公中长期贷款投放或出现季节性修复。对公短贷季节性表现类似，近三年对公短贷季节性正增长，预计今年11月趋势延续。

图表5：中国企业经营状况指数和中国高频经济活动指数



资料来源：iFind, 中邮证券研究所

预计居民短期贷款增长偏弱。一方面，当前新建商品房和二手房价格持续走弱带来居民资产出现一定贬值效应，居民消费信心与经营意愿仍总体承压。另一方面，今年“双十一”购物节在时点上出现明显向前迁移，叠加各类消费补贴前置，一般消费贷款同比增长或有限，预计11月居民短贷仍以承压为主。

**图表6：居民信心指数仍处于低位**


资料来源：iFinD, 中邮证券研究所

**预计居民中长期贷款同比少增。**一方面，从房地产市场表现来看，11月全国30个重点城市商品房住宅成交面积同比减少，结合地产销售转入相对淡季，驱动居民住房按揭贷款或同比少增。另一方面，据中国汽车流通协会数据显示，11月全国乘用车市场零售222.5万辆，在高基数影响之下，同比下降8.1%，环比下降1.1%，非房中长期消费贷款增长或承压。

## 2 预计11月新增社融约21000亿

**预计11月新增社会融资规模约21000亿元，同比少增约2000亿元。**

**新增社融人民币贷款同比少增。**参考银行对实体的信贷投放(剔除票据贴现、银行对非银贷款以及境外人民币贷款)历史数据以及相关市场活跃情况，同时考虑非银机构对实体的信贷投放预计社融口径新增人民币贷款约3000亿元，同比少增约2000亿元。

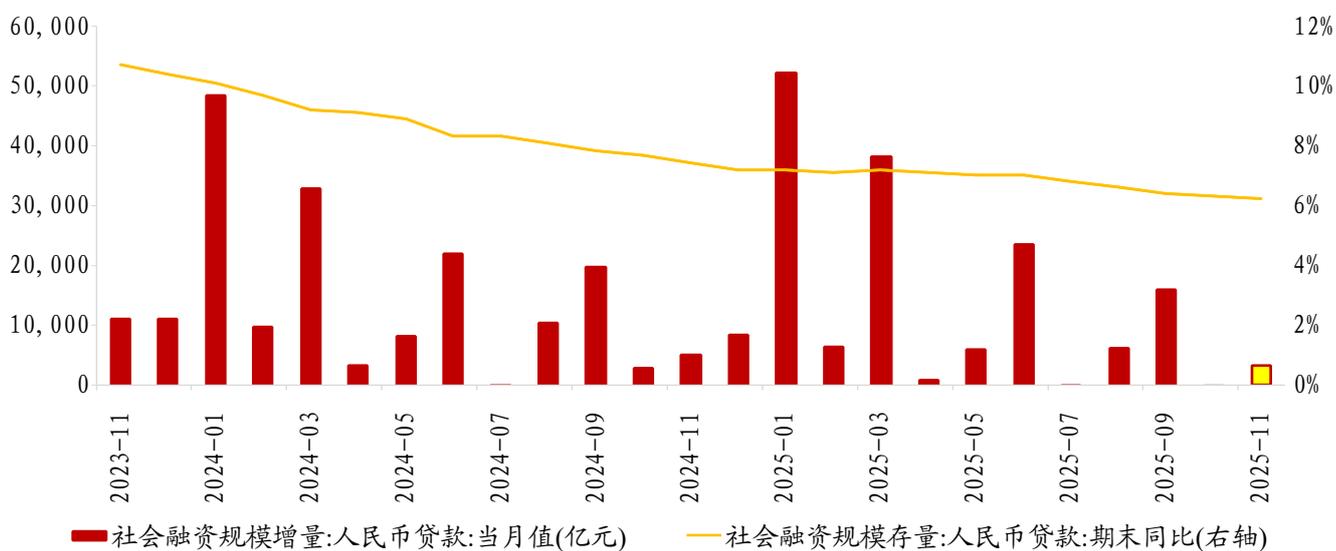
**未贴现票据增量环比改善。**从票据利率走势看，11月银行表内贴现明显回落，整体市场供过于求，预计未贴现票据增量提升至0亿元左右。

**政府债券和企业债券合计净融资约 16000 亿元：**同花顺数据显示，11 月国债合计净融资规模约 6100 亿，地方债净融资约 6500 亿元，分别小幅和明显低于去年同期净融资水平，但仍是拉动社融增长的主要分项。11 月公司债、企业债、中票、短融等信用债合计净融资约 3300 亿。

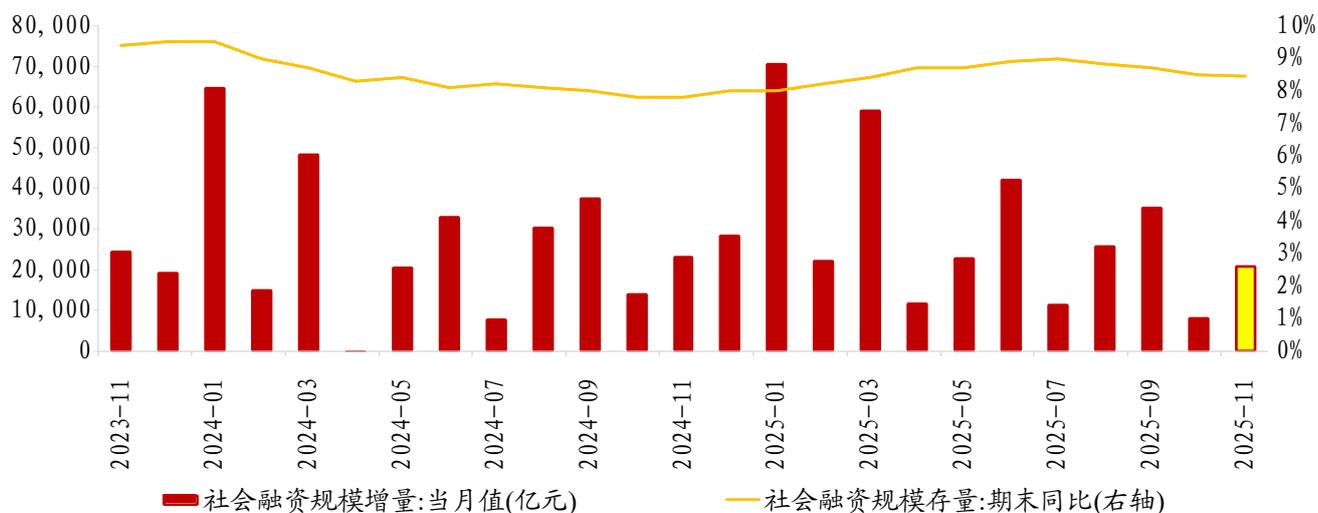
**IPO 和再融资合计约 550 亿元：**11 月国内 IPO 规模约 200 亿元，定增配股等融资约 350 亿。

信托贷款、委托贷款和外币贷款或维持小幅负增，持平历史数据。

**图表7：信贷增速或进一步下行**



资料来源：iFinD, 中邮证券研究所；注：11 月数据为预测

**图表8：社融增速下行**


资料来源：iFinD, 中邮证券研究所；注：11月数据为预测

### 3 投资建议

今年12月至次年3月末或将仍有大量定期存款到期，居民存量资产无风险利率将进一步下行，居民存款或将继续向保险资产迁移，同时受益于新型政策性金融工具等工具支持，重点省市固定资产投资增速或将明显改善。

投资方向上：一是建议继续关注存款到期量较大、息差有望超预期改善相关标的：重庆银行、招商银行、交通银行。二是建议关注明显受益于固定资产投资改善的城商行：江苏银行、齐鲁银行、青岛银行等。

### 4 风险提示

存在模型和经验测算判断误差、假设与实际偏离、宏观经济修复不及预期、外部事件超预期恶化、不良资产大面积暴露等风险。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的公开前信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048