

2025年12月15日

标配

# 企业短期贷款与债券融资较好，存款季节性回表

——银行业“量价质”跟踪（二十一）

## 证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn



## 相关研究

1. 邮储银行 (601658): 非息收入亮眼, 资产质量稳定——公司简评报告
2. 新型政策性工具放量, 存款季节性流出——银行业“量价质”跟踪（二十）
3. 工商银行 (601398): 非息收入明显改善, 资产质量稳定——公司简评报告

## 投资要点:

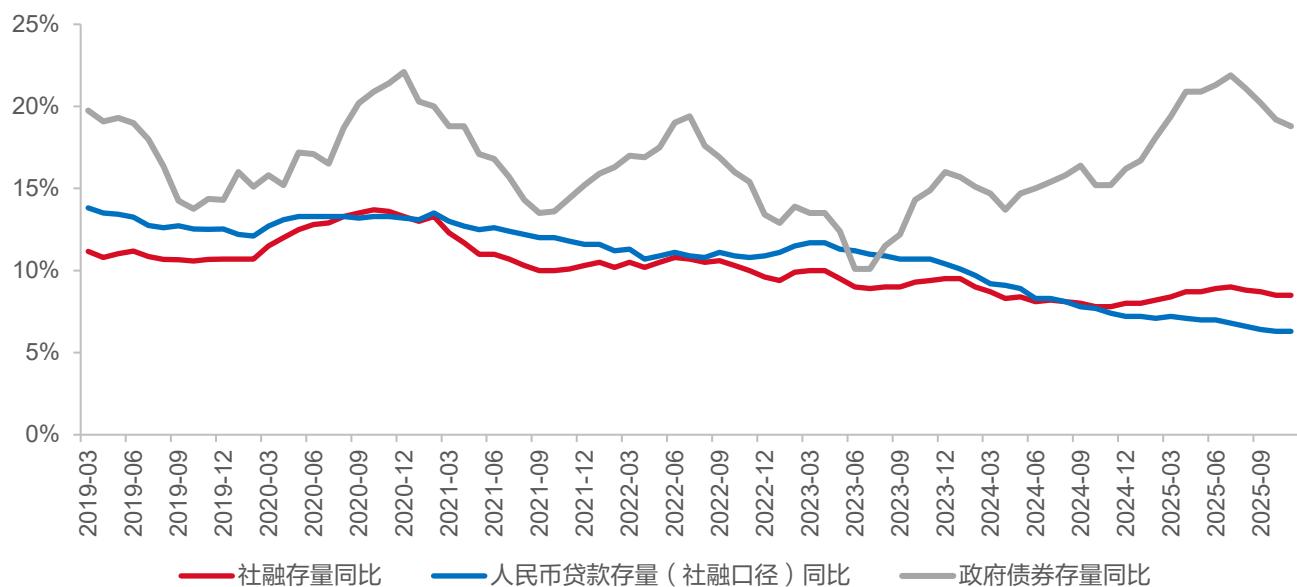
- **事件:** 中国人民银行公布11月金融数据。11月末, 社会融资规模存量同比增长8.5% (前值8.50%), 社融口径人民币贷款同比增长6.3% (前值6.3%), 金融机构口径人民币贷款同比增长6.4% (前值6.5%)。M2与M1分别同比增长8.0%与4.9% (前值为8.2%与6.2%)。
- **企业短期贷款与债券融资表现较好, 居民信贷受需求影响仍偏弱, 政府融资加速落地。**11月社融口径人民币贷款增加4053亿元, 同比少增1163亿元, 金融机构人民币贷款增加3900亿元, 同比少增1900亿元。社融口径人民币贷款自7月后连续少增, 主要反映企业投资、地产及消费需求偏弱。企业信贷方面, 企业中长期贷款增加1700亿元, 同比少增400亿元, 反映投资需求偏弱与化债力度边际回升之影响; 企业短期贷款增加1000亿元, 同比多增1100亿元; 票据贴现增加3342亿元, 同比多增2119亿元。企业短期贷款与票据贴现同步多增, 反映银行对中小企业流动性支持力度较大, 可缓冲企业中长期贷款及零售贷款缺口。受益于11月债市利率明显下行, 以及政策对绿色债和科创债的支持, 企业债券发行需求改善明显, 单月新增4169亿元, 同比多增1788亿元。居民融资方面, 中长期贷款增加100亿元, 同比少增2900亿元, 与11月房地产市场下行趋势相符; 短期贷款减少2158亿元, 同比少增1788亿元, 一方面或是信用卡消费需求较弱, 另一方面或是年末临近, 经营贷净偿还较多。政府融资方面, 今年财政靠前发力, 10月以来政府债券发行力度放缓, 当月新增12041亿元, 同比少增1048亿元。政府融资环比则明显改善, 主要是11月作为财政年度收官的关键节点, 国债与地方政府债密集发行以保障政府加快资金落地。
- **信贷更加聚焦于结构优化。**三季度货币政策报告专栏《科学看待金融总量指标》指出: 随着金融市场发展, 社会融资渠道多元化, 在社融、货币供应量与名义经济增速基本匹配的同时(当前这个条件是完全满足的), 贷款增速略低一些也是合理的。在监管对金融总量增长诉求淡化的背景之下, 后续信贷增长的看点在于存量政策落实。一方面, 产业再贷款等结构性货币政策工具仍有额度, 有望支撑相关领域信贷增长; 另一方面, 5000亿元新型政策工具已于10-11月全部落地, 将用于支持科技创新、新质生产力、消费基础设施等领域, 有望撬动银行配套中长期贷款。信贷结构方面, 预计居民领域仍会向消费、经营领域倾斜, 对公领域向小微、科创、资本市场、绿色等领域倾斜, 以配合消费、科创、民生等领域的支持性财政、产业政策组合。
- **货币供应量增速因基数抬升放缓, 存款季节性回表。**11月M2与M1均有所回落, 二者剪刀差从年内高位继续收敛, 这一现象主要与基数抬升有关。从季节性来看, 临近年末, 存款季节性回表、政府支出加快的特征均较为明显。结构上来看, 新增非金融企业存款与居民存款均明显回升, 新增非银存款与政府存款则明显回落。
- **预计贷款利率稳定, 息差压力趋缓。**中央经济工作会议指出要跨周期和逆周期相结合, 与此前潘功胜行长在《人民日报》发表《构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系》中的论述一致。本次会议增量在于重提“降准降息”, 意味着货币政策空间依然存在。不过, 会议所提“降准降息”的前提是“灵活高效运用”。考虑到年内经济目标完成, 明年开门红接踵而来, 稳增长压力不大, 且银行一季度因重定价高峰面临息差压力, 我们认为短期内降息落地可能性不大。鉴于价格指数持续偏弱, 汇率压力明显减弱, 不排除年内货币政策进一步宽松。届时若息差压力加大, 按照贷存联动规律, 存款利率将继续跟进, 息差受影响中性。

- **投资建议：**受企业短期融资支撑，社融口径人民币贷款增速下半年来首次企稳。同时，受公司债券与政府债融资边际回暖影响，社融增速也企稳。在监管对金融总量增长诉求淡化的背景之下，后续信贷增长的看点在于存量政策落实。政策利率总体上对息差较为友好，预计2025年息差下行压力将明显小于2024年。现阶段银行业零售资产风险拐点有待进一步确认，但参照此前制造业、对公房地产业不良周期的演进路径，预计整体资产质量依然稳定。11月下旬以来，银行板块进入调整状态，当前板块股息优势逐步扩大，对中长期配置资金仍具有吸引力。建议关注国有大型银行及头部中小银行。
- **风险提示：**制造业贷款、经营性贷款、房地产行业贷款风险快速上升；债市大幅调整导致中小银行投资收益明显承压；贷款利率快速下行导致息差大幅收窄。

## 图表目录

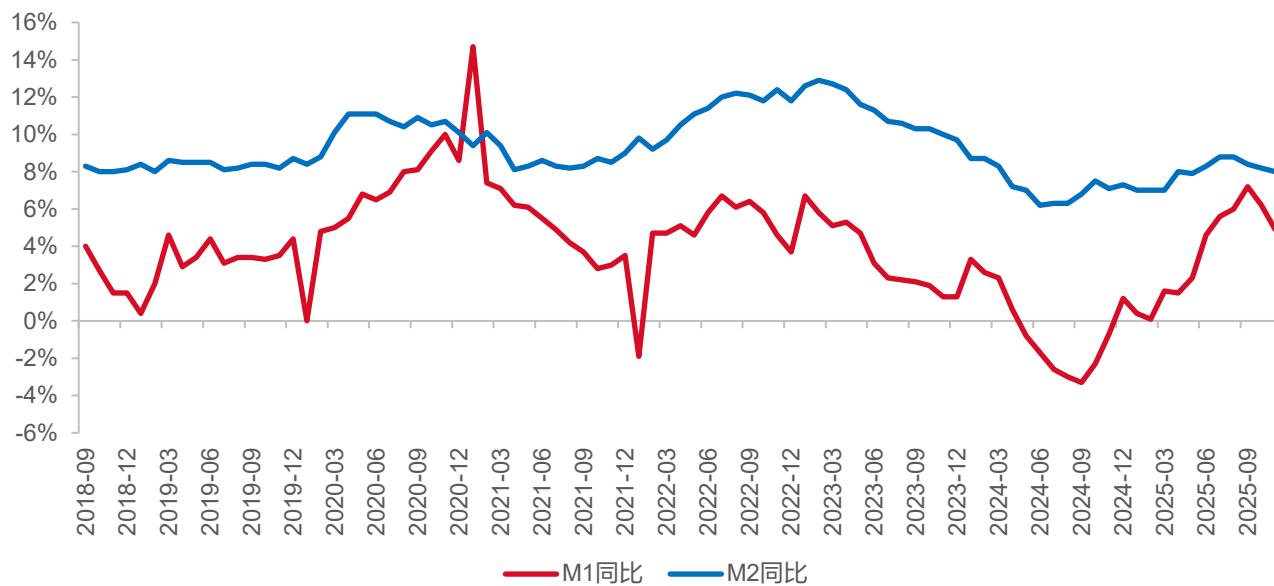
图 1 社会融资规模存量同比增速 .....	4
图 2 M1 与 M2 同比增速 .....	4
图 3 各月新增社会融资规模, 单位: 亿元 .....	5
图 4 各月新增人民币贷款(社融), 单位: 亿元 .....	5
图 5 各月新增企(事)业单位贷款, 单位: 亿元 .....	6
图 6 各月新增居民贷款, 单位: 亿元 .....	6
图 7 各月新增政府债券, 单位: 亿元 .....	7
图 8 各月新增非金融企业存款, 单位: 亿元 .....	7
图 9 各月新增居民存款, 单位: 亿元 .....	8
图 10 各月新增非银行金融机构存款, 单位: 亿元 .....	8

图1 社会融资规模存量同比增速



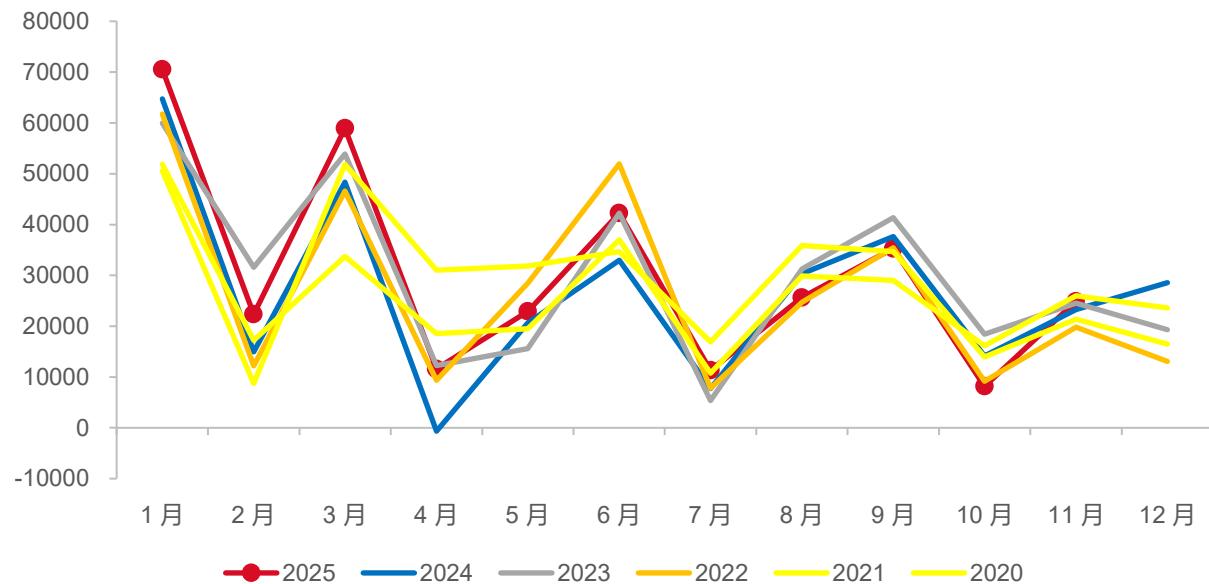
资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 M1与M2同比增速



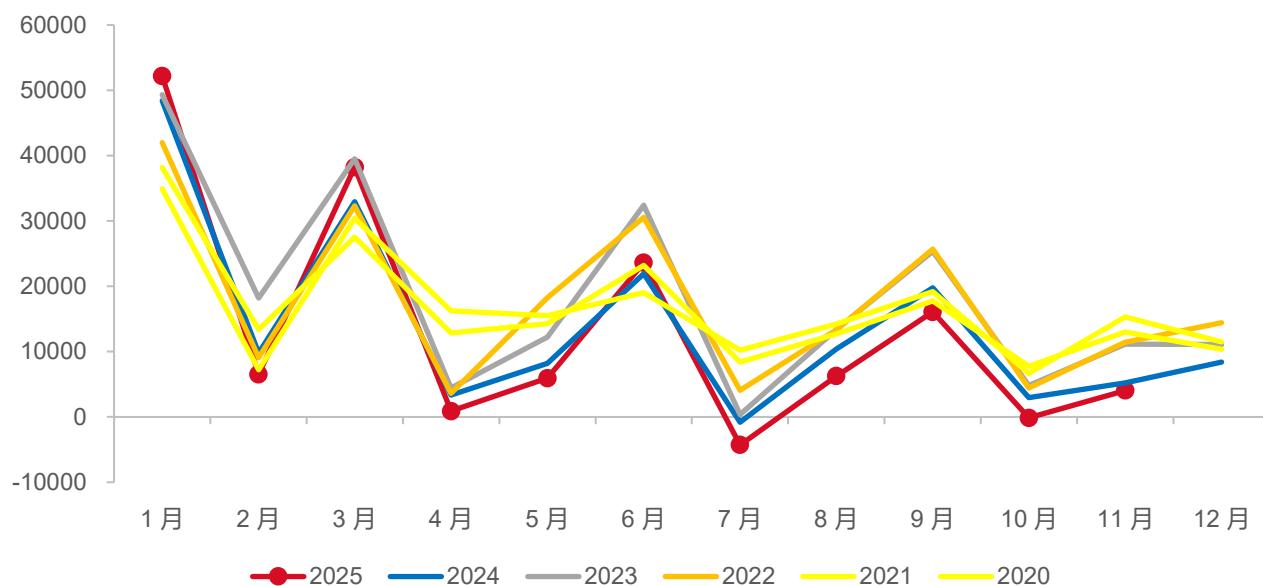
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 各月新增社会融资规模，单位：亿元



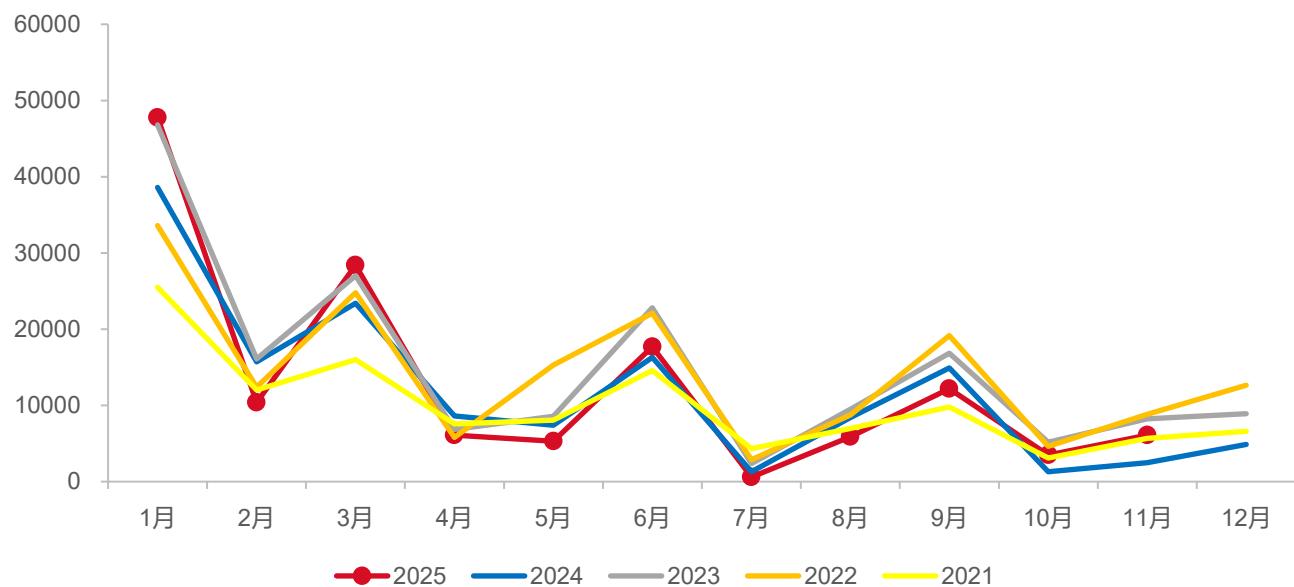
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 各月新增人民币贷款（社融），单位：亿元



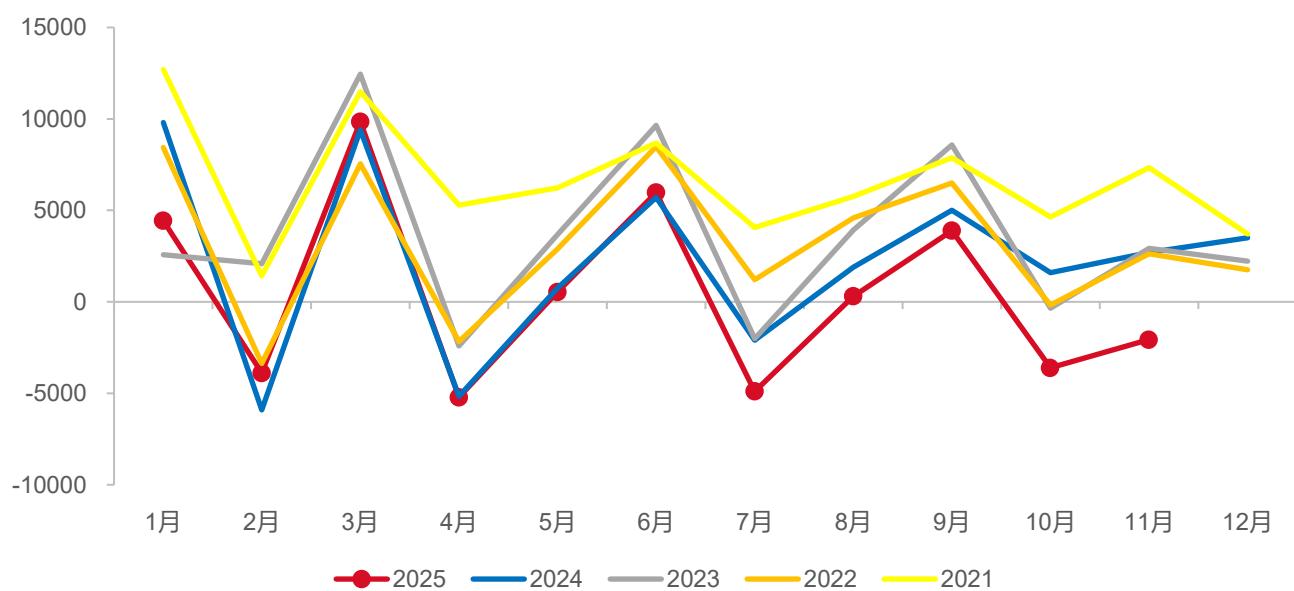
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 各月新增企(事)业单位贷款, 单位: 亿元



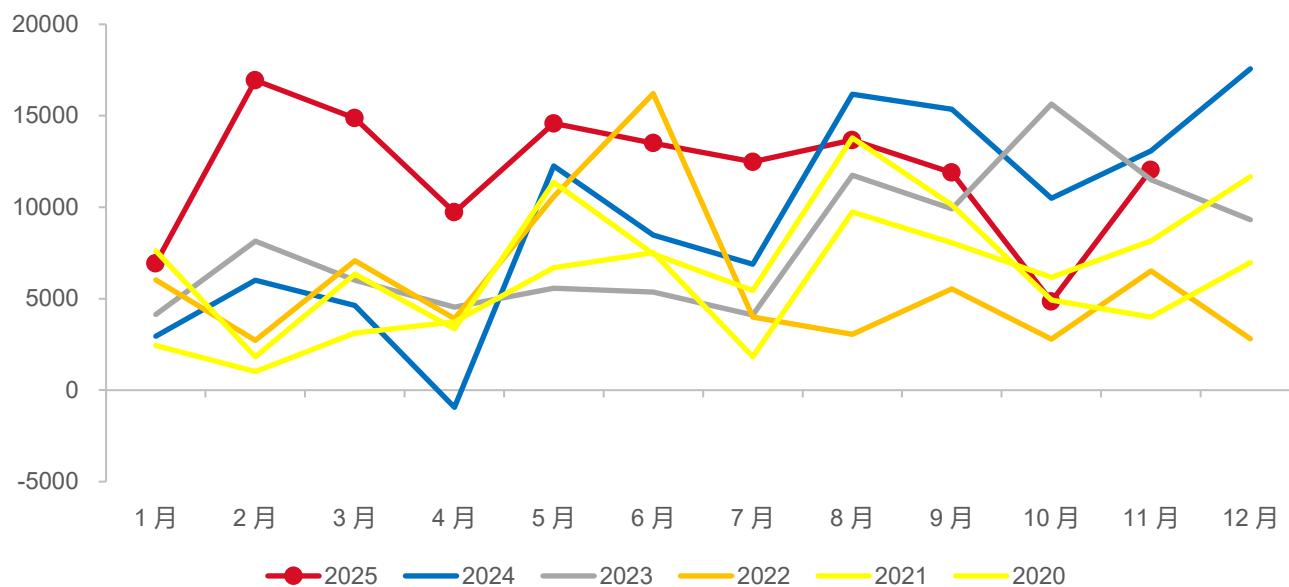
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 各月新增居民贷款, 单位: 亿元



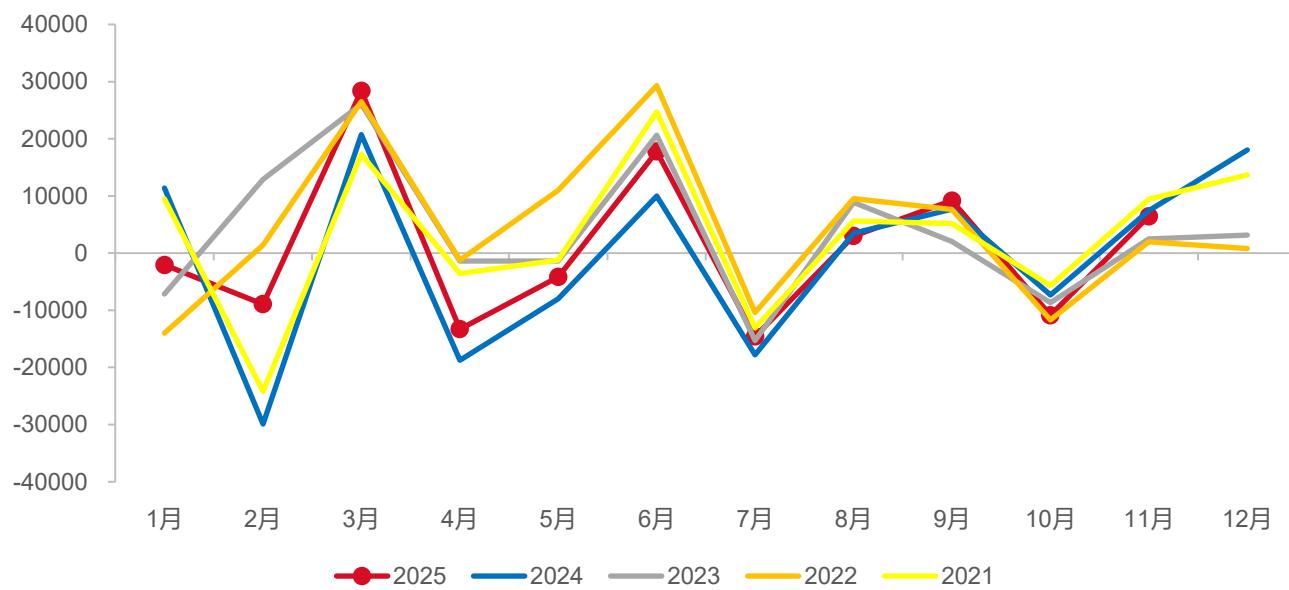
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图7 各月新增政府债券，单位：亿元



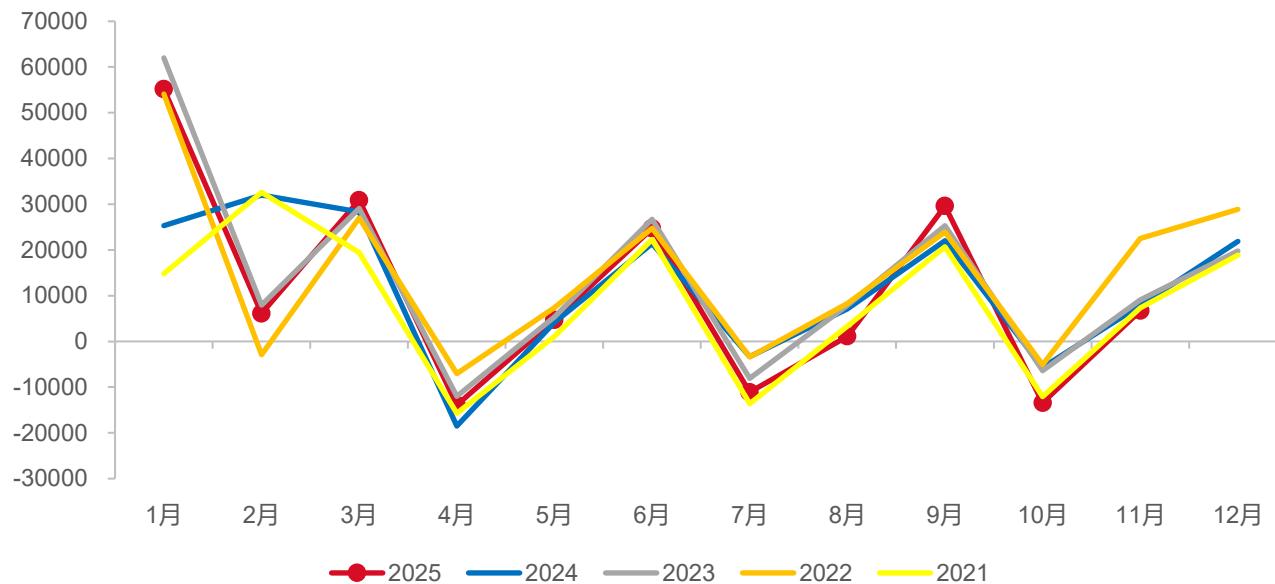
资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 各月新增非金融企业存款，单位：亿元



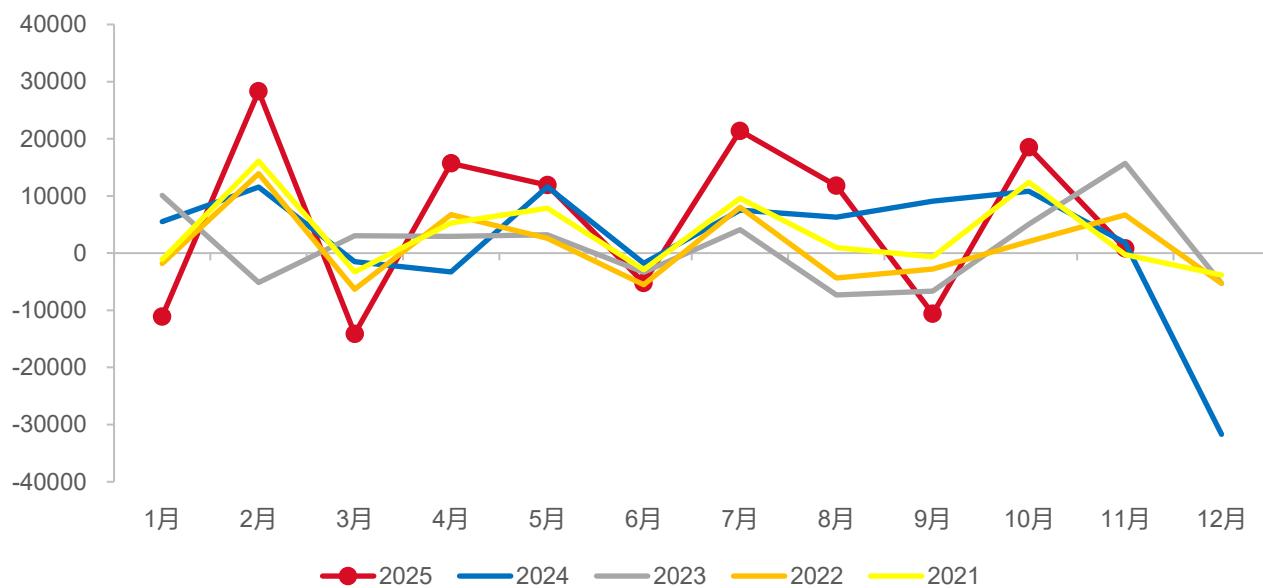
资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 各月新增居民存款，单位：亿元



资料来源：Wind, 东海证券研究所

图10 各月新增非银行金融机构存款，单位：亿元



资料来源：Wind, 东海证券研究所

## 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