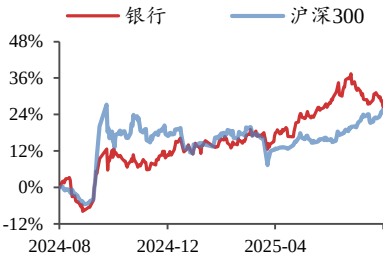


## 银行

2025 年 08 月 17 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

《信贷社融增长背离，存款活化流向非银—行业点评报告》-2025.8.15

《财政贴息修复量价险，国股行红利属性强化—行业点评报告》-2025.8.14

《低利率下的居民“存款搬家”及财富配置一路径、规模与海外镜鉴》-2025.8.9

## “过度减点”贷款减少，定价暂难突破成本线

### ——2025Q2 央行货币政策执行报告学习

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

朱晓云（分析师）

zhuxiaoyun@kysec.cn

证书编号：S0790524070010

#### ● 2025Q2 新增贷款投放延续提质增效，正确理解信贷节奏阶段性放缓

截至 2025 年 6 月末，金融机构人民币贷款余额 268.6 万亿，同比增长 7.1%。结构上看信贷资源继续向“五篇大文章”集中，科技、绿色、普惠、养老、数字经济贷款同比增长 12.5%、25.5%、11.5%、43.0%、11.5%，均高于全部贷款增速。本次货币政策执行报告中，专栏①、②分别展开介绍普惠和科创金融支持情况，其中普惠小微贷款余额 35.6 万亿元，科技贷款余额 44.1 万亿元，二者 2025 上半年合计新增约 6.8 万亿元，占全部贷款增量的 53%。从银行角度理解投向变化，一是新增贷款风险更低，银行不再为信用扩张而过分下沉客户；二是信贷节奏阶段性放缓可能说明低效信贷的挤出，“量价”更加平衡。

#### ● 存贷“反内卷”见效，贷款定价或有合意底线，关注存款搬家中的成本降幅

“过度减点”贷款减少，贷款利率暂时难突破成本线。2025Q1 货币政策执行报告中，将贷款定价减点情况拆分为[0, LPR-1%)、[LPR-1%, LPR-0.5%)、[LPR-0.5%, 0)三个区间，本次报告我们可以看到明显的边际变化：[0, LPR-1%) 区间贷款占比 6 月环比 5 月压缩 2 pct，侧面反映央行对贷款定价的“合意水平”愈发关注，超低价贷款或受自律约束。我们估算当前企业一般贷款定价的成本线约为 2.71%，零售按揭约为 2.94%，暂时贷款利率或较难突破。因贷款 FTP 锚定 LPR 并参考实际负债成本变动，下阶段贷款利率下行需 LPR 降息引导或银行实际负债成本改善配合。新起息存款价格实质性下降，下阶段关注存款“财富化”进程中，付息率是否如预期改善。从融 360 数据观测，5 月开始跟随挂牌调整，银行新吸收存款付息率出现快速下降，我们认为本次挂牌调整中小行的跟进速度更快，2025 年 6 月一年期定存起息价格约 1.29%，三年期约 1.69%，分别较 3 月下降 28BP、35BP，存款定价“反内卷”也开始看到效果。我们看好 2025H2 息差企稳的核心逻辑是高息定存的到期重定价，由于股市情绪提振，存款活化及非银化自 7 月起加速，存款搬家中的结构变化会否对冲降成本效果需紧密关注。

#### ● 货币政策：“防空转”侧重稳息差，预计资金面暂时不会收紧

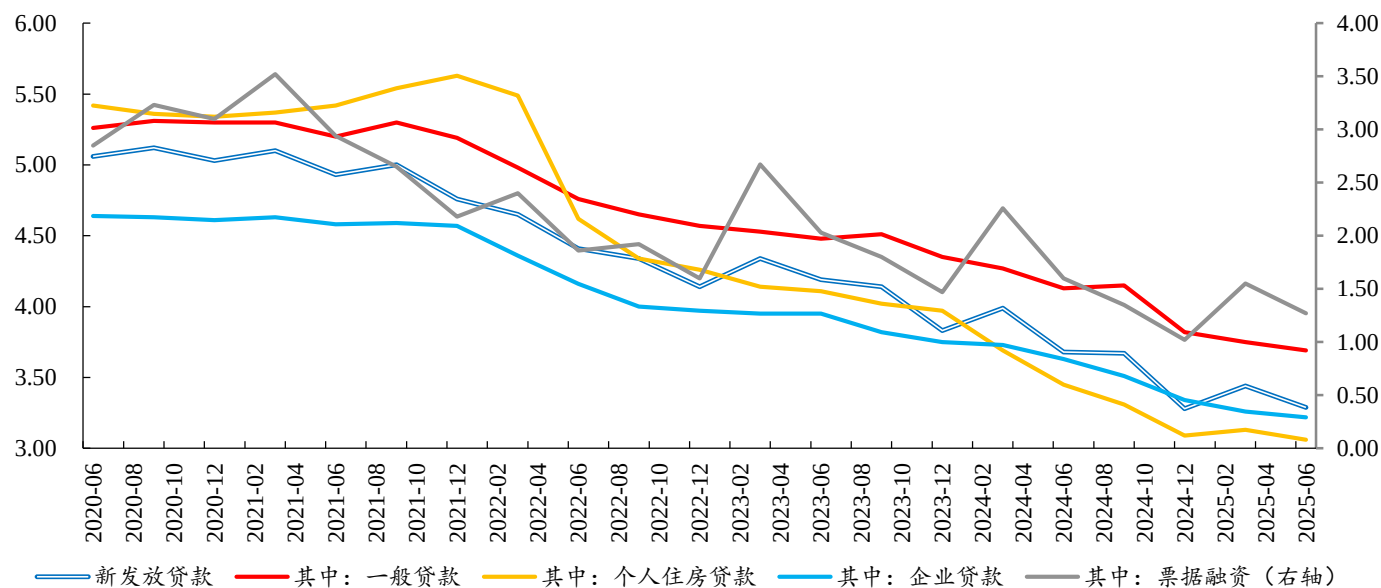
在下阶段货币政策主要思路上，央行再次提及“防范资金空转”，但或基于实体融资成本有效下降的考虑，去化一些低效存贷业务稳息差。现阶段存款“财富化”初期，银行的负债稳定性面临挑战，央行对流动性的主导权在提升，我们认为适度宽松的政策仍需落实落细，资金面因此收紧的概率不大。

#### ● 投资建议：低利率时代的价值重估，银行的稳定红利属性具有稀缺性

低利率大资管时代，居民财富或向稳定股息权益方向转移，继续看好经济动能的稳步回升以及银行估值抬升。我们认为 2025 年银行经营业绩将基本保持稳定，主要基于资产负债结构优化、息差降幅收窄、零售风险可控、债券流转贡献业绩等方面考虑，银行红利属性将获得加持，保险中长期资金、公募低配资金等或将继续推动板块行情持续。受益标的农业银行、招商银行、中信银行、北京银行等。

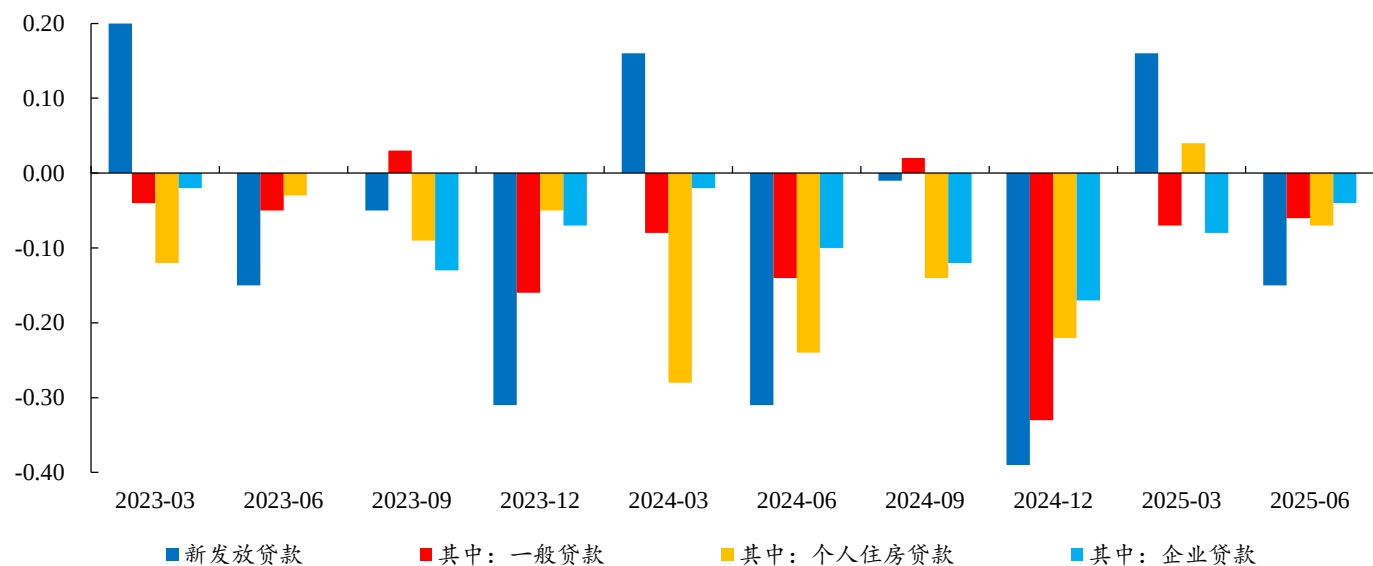
#### ● 风险提示：净息差超预期收窄；部分企业经营情况不佳传导至信用成本等。

附图 1：2025-06 新发人民币贷款加权平均利率降至 3.29%，其中个人住房贷款利率为 3.06%（%）



数据来源：Wind、中国人民银行、开源证券研究所

附图 2：2025 年新发人民币贷款利率环比降幅较上年有所收窄（%）



数据来源：Wind、中国人民银行、开源证券研究所（图中所示为环比上季末月，新发贷款利率变动值）

附图 3：大类资产比价贷款阶段性领先债券，企业一般贷款成本底线约为 2.71%，按揭为 2.94%（未考虑运营成本）

|          | 企业<br>贷款 | 票据<br>贴现 | 消费<br>贷 | 按揭<br>贷款 | 同业拆<br>出1M | 买入返<br>售7D | 国债5Y  | 国债<br>10Y | 国债<br>30Y | 国开债<br>5Y | 地方债<br>5Y | 同业存单<br>(AAA) 1Y | 商金债<br>(AAA)5Y | 企业债<br>(AAA)5Y | 二級债<br>(AAA-)5Y | 永续债<br>(AAA-)5Y | 债基    | 货基    |
|----------|----------|----------|---------|----------|------------|------------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-------|-------|
| 名义收益率    | 3.22%    | 1.27%    | 3.15%   | 3.06%    | 1.56%      | 1.48%      | 1.59% | 1.75%     | 2.05%     | 1.74%     | 1.69%     | 1.64%            | 1.85%          | 1.92%          | 2.03%           | 2.10%           | 2.94% | 1.16% |
| 平均负债成本率  | 1.85%    | 1.85%    | 1.85%   | 1.85%    | 1.85%      | 1.85%      | 1.85% | 1.85%     | 1.85%     | 1.85%     | 1.85%     | 1.85%            | 1.85%          | 1.85%          | 1.85%           | 1.85%           | 1.85% | 1.85% |
| 税收成本     | 0.48%    | 0.00%    | 0.46%   | 0.43%    | 0.09%      | 0.08%      | 0.09% | 0.10%     | 0.12%     | 0.10%     | 0.10%     | 0.09%            | 0.10%          | 0.13%          | 0.16%           | 0.18%           | 0.00% | 0.00% |
| 增值税      | 6%       | 6%       | 6%      | 6%       | 6%         | 6%         | 6%    | 6%        | 6%        | 6%        | 6%        | 6%               | 6%             | 6%             | 6%              | 6%              | 0%    | 0%    |
| 所得税      | 25%      | 25%      | 25%     | 25%      | 25%        | 25%        | 0%    | 0%        | 0%        | 25%       | 0%        | 25%              | 25%            | 25%            | 25%             | 25%             | 0%    | 0%    |
| 资本成本     | 0.47%    | 0.47%    | 0.47%   | 0.19%    | 0.25%      | 0.13%      | 0.00% | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | 0.06%     | 0.25%            | 0.25%          | 0.47%          | 0.95%           | 1.58%           | 0.17% | 0.25% |
| 资本转换系数   | 10.5%    | 10.5%    | 10.5%   | 10.5%    | 10.5%      | 10.5%      | 10.5% | 10.5%     | 10.5%     | 10.5%     | 10.5%     | 10.5%            | 10.5%          | 10.5%          | 10.5%           | 10.5%           | 10.5% | 10.5% |
| 资本成本率    | 6.0%     | 6.0%     | 6.0%    | 6.0%     | 6.0%       | 6.0%       | 6.0%  | 6.0%      | 6.0%      | 6.0%      | 6.0%      | 6.0%             | 6.0%           | 6.0%           | 6.0%            | 6.0%            | 6.0%  | 6.0%  |
| 风险权重     | 75%      | 75%      | 75%     | 30%      | 40%        | 20%        | 0%    | 0%        | 0%        | 0%        | 10%       | 40%              | 40%            | 75%            | 150%            | 250%            | 28%   | 40%   |
| 存款派生收益   | 0.69%    | 0.00%    | 0.12%   | 0.35%    | 0%         | 0%         | 0%    | 0%        | 0%        | 0%        | 0%        | 0%               | 0%             | 0%             | 0%              | 0%              | 0%    | 0%    |
| 信用成本     | 0.60%    | 0.00%    | 1.36%   | 0.82%    | 0%         | 0%         | 0%    | 0%        | 0%        | 0%        | 0%        | 0%               | 0%             | 0%             | 0%              | 0%              | 0%    | 0%    |
| 综合收益率（新） | 2.36%    | 0.80%    | 0.97%   | 1.97%    | 1.22%      | 1.27%      | 1.50% | 1.65%     | 1.93%     | 1.64%     | 1.53%     | 1.30%            | 1.49%          | 1.32%          | 0.92%           | 0.34%           | 2.77% | 0.91% |
| 综合收益率（旧） | 2.36%    | 0.80%    | 0.97%   | 1.97%    | 1.31%      | 1.35%      | 1.59% | 1.75%     | 2.05%     | 1.74%     | 1.62%     | 1.39%            | 1.59%          | 1.32%          | 1.04%           | 0.46%           | 2.77% | 0.91% |
| 变动（BP）   | -        | -        | -       | -        | -8.8       | -8.4       | -9.0  | -9.9      | -11.6     | -9.8      | -9.5      | -9.3             | -10.4          | -              | -11.5           | -11.9           | -     | -     |

数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所（数据截至 2025.08.15）

注：

- (1) 企业贷款、按揭贷款、票据贴现名义收益率为 2025 年 6 月新发放贷款加权平均利率；

(2) 各类债券名义收益率最新一天到期收益率；

(3) 资本成本=风险权重\*资本成本率（取决于各行资本使用效率要求，设为 6%）\*资本转换系数（10.5%）；

(4) 平均负债成本率：2025H1 上市银行平均负债成本率（预计值）；

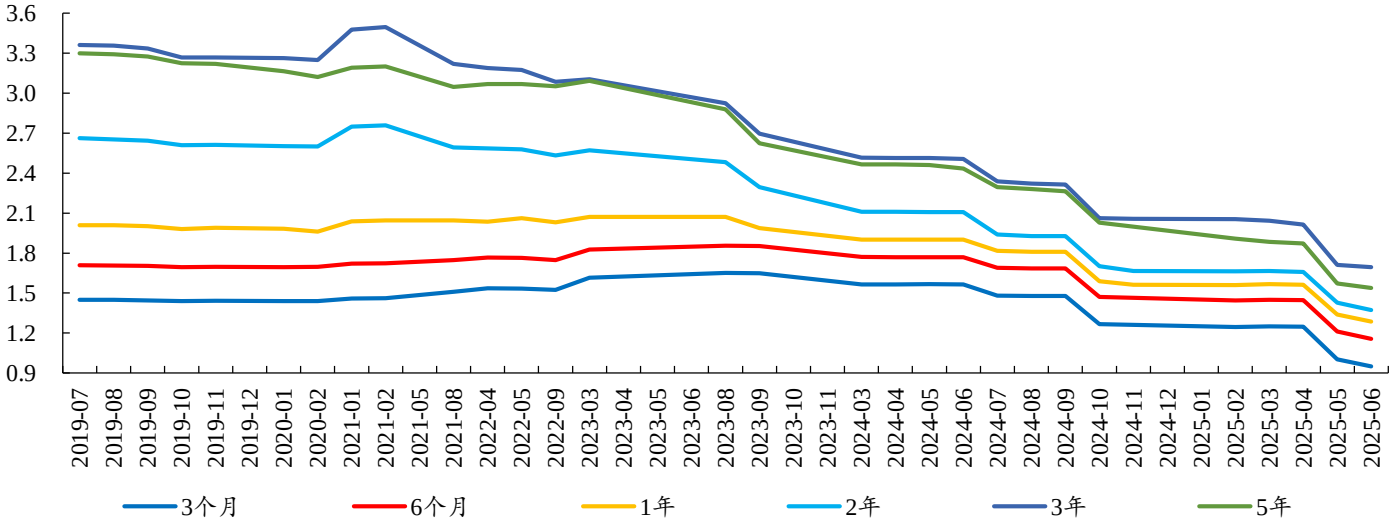
(5) 税收成本=（名义收益率\*6%/1.06+（名义收益率/1.06-平均负债成本率）\*25%）；

(6) 存款派生收益=净息差\*存款派生率\*（1-所得税率），设企业贷款存款派生率为 60%，按揭贷款为 30%，消费贷为 10%；

(7) 综合收益率=名义收益率-税收成本-资本成本+存款派生收益-信用成本。其中，信用成本取 2025H1 不良率预计值。

(8) 实际定价成本线或与测算值有偏差，主要因 FTP（内部资金定价成本）不披露，我们取银行平均负债成本估算。

附图 4：2025Q2 新吸收存款付息率加快下降（%）



数据来源：融 360 数字科技研究院、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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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