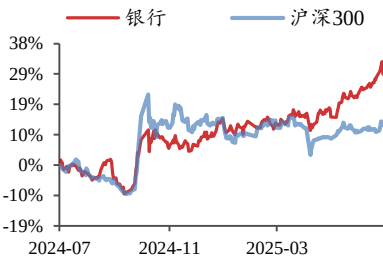


银行

2025 年 06 月 29 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

《非银存款高增背后：同业扩表与存款搬家——5 月央行信贷收支表要点解读》-2025.6.19

《谨慎乐观看待零售风险，新规过渡尚存调整空间——行业深度报告》-2025.6.17

《化债对信贷影响或减弱，资金延续活化——行业点评报告》-2025.6.16

稳增长与防空转，政策空间关注银行“降成本”效果

——央行 2025Q2 货币政策例会学习

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

● **事件：中国人民银行货币政策委员会 2025 年第二季度例会于 6 月 23 日召开**对经济形势的判断平稳偏乐观，提及物价低位运行问题：总体对经济表述“呈现向好态势，社会信心持续提振”，肯定了阶段性经济修复的效果，但也提及贸易风险和“物价持续低位运行”的问题，下阶段需要“把做强国内大循环摆到更加突出的位置”；**货币政策工具的选择**：灵活把握政策实施的力度和节奏，未再提及“择机降准降息”。或在“加大货币政策调控强度”的基础上，转为灵活观望，淡化具体工具，视市场情况而定；**债券市场**：仍然从宏观审慎角度关注长期收益率变化，因此偏低政策节奏的收益率降幅不太可能看到；**房地产**：从政策托底转向巩固阶段性成果；**外汇市场**：Q1 强调主动干预“坚决纠偏”，Q2 仅做风险提示，或反映汇率压力有所缓解。

● 银行视角理解政策思路：配合宽信用，有效降成本，避免资金空转

银行需维持相对稳定的扩表动能，同时优化结构。会议仍要求“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，我们预计在“两重”、“两新”等重点领域银行会继续倾斜资源，加大支持力度。同时应在存贷定价和资金使用上提高效率，尤其是防止资金空转。目前，贷款端以国债收益率为基础，通过加点调节，引导银行维持合理定价；存款端在配合挂牌利率批次调整，同步压降自律定价上限，有效降低负债成本。**资金难以大幅放松**，现阶段银行与企业间的资金空转问题显著改善，银行与同业间空转，尤其是非银的杠杆问题值得关注。二季度资金价格中枢已明显下移，在大行隔夜融出利率低于政策利率背景下，资金进一步宽松空间或有限。**下阶段降息的节奏幅度或视银行净息差表现，尤其是降负债成本的效果而定。**我们判断 2025 年银行业净息差或呈现“L”型走势，全年为 1.4% 左右，若存款脱媒压力不重，银行负债结构稳定，成本如预期改善，则具备政策落地条件。**降准空间减小，银行中长期流动性缺口问题或需要央行买卖国债来改善。**若基础货币供给持续以买断式逆回购为主，则客观上银行仍需补充中长期的流动性缺口，买卖国债的可能性提升且期限或适当拉长。**银行债券投资策略需适当调整，理解央行利率风险的管控思路。**一致预期下的债券投机套利空间有限，平衡非息收入与息差、期限错配的收益与风险关系。

● 投资建议：低息环境加持稳定红利属性，复苏预期催化估值修复行情

下阶段货币政策仍保持一定灵活度，继续看好经济动能的稳步回升以及银行估值修复。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几方面考虑，随着下阶段无风险收益率的下行，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；顺周期标的推荐苏州银行，受益标的江苏银行、成都银行等。

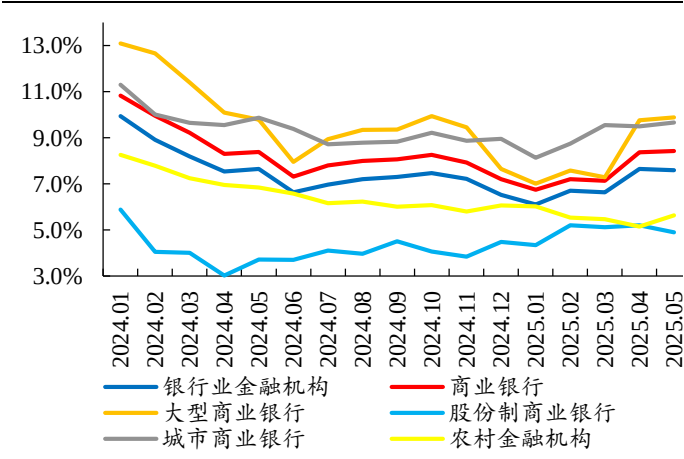
● **风险提示**：零售客群违约风险大面积扩散，存款脱媒较重导致负债成本难以有效改善，宏观经济复苏进度低于预期等。

附表 1：中国人民银行 2025Q1 与 2025Q2 货币政策例会对比分析

主要内容	2025Q1	2025Q2	差异或影响分析
经济形势判断	世界经济增长动能不强； 未提及物价问题； 经济“总体平稳，稳中有进”	新增“贸易壁垒增多”； 新增“物价持续低位运行”； 经济“呈现向好态势，社会信心持续提振”	对经济的判断稳中偏向乐观，强调国际贸易风险和通缩压力
货币政策工具	择机降准降息	灵活把握政策实施的力度和节奏	在“加大货币政策调控强度”的基础上，转为灵活观望，或淡化具体工具，视市场情况而定
银行扩表及社融	要求“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，且需“使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，避免“资金空转”	延续 2025Q1 表述	银行仍需保持稳定的信用扩张节奏，同时关注结构优化，避免资金空转
利率	强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。推动社会综合融资成本下降。	延续 2025Q1 表述	推动实体融资成本下行仍是重点工作，降息节奏、幅度要关注银行净息差。
债券市场	从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化	延续 2025Q1 表述	稳增长与防债券收益率风险并重，偏离政策节奏的收益率降幅不太可能看到
房地产政策目标	推动房地产市场止跌回稳	持续巩固房地产市场稳定态势	从政策托底转向巩固阶段性成果
支持重点领域	支持科技创新、消费、外贸	新增支持“两重”（重大工程）、“两新”（新基建）； 保留科技/消费	明确“重大工程+新基建”为发力点
外汇市场	坚决纠偏顺周期、处置软乱秩序行为、防范汇率超调	仅保留“防范汇率超调风险”	Q1 强调主动干预，Q2 仅做风险提示，或反映汇率压力缓解
存量政策要求	有效落实存量政策	“用好用足存量政策，充分释放政策效应”	强调存量政策挖潜，增量政策空间可能有限。在银行负债成本未见明显改善前，“降准降息”等政策概率偏低。

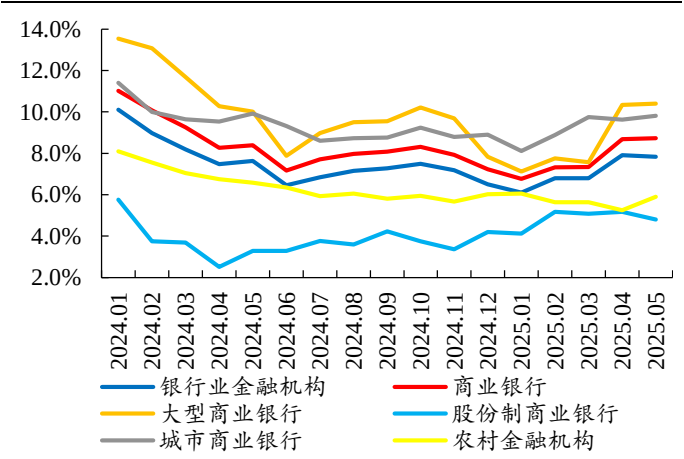
资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

图1：2025.05 股份行总资产增速降至 4.9%



资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

图2：负债端：2025Q2 大行恢复高增，农商行增速企稳



资料来源：国家金融监督管理总局、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

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

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

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