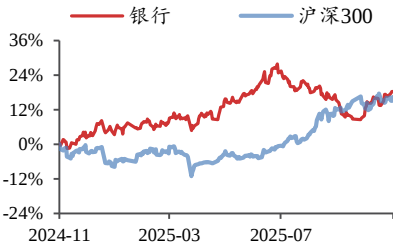


银行

2025 年 11 月 14 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

《抵债房产加速处置下，银行涉房风险再观察——行业点评报告》-2025.11.12
 《存款非银化对流动性风险指标的影响与测算——监管研究系列三》-2025.11.11
 《“稳健锚”与“增长帆”，从红利重估到能力定价——银行行业2026年年度投资策略》-2025.11.5

社融延续降速，存款“搬家”部分流向理财

——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

● 信贷节奏季节性回落，票据冲量支撑，财政贴息等政策效果待观察

10 月人民币贷款新增 2200 亿元，同比少增 2800 亿元，余额增速 6.5% 较 9 月环比下降 0.1pct。需求受季节性因素回落同时，信贷扩张亦受制约：（1）Q4 商业银行普遍“惜贷”，一方面部分项目用作来年储备，分支机构从考核角度亦有做低基数意愿，另一方面 Q4 投放贷款对全年息收入贡献有限，但仍需计提拨备，故从财务角度缺乏投放性价比；（2）政策发力转化至信贷需求的效果仍待观察，如财政对消费贷等贴息政策、5000 亿政策性金融工具对信贷的撬动，或因时滞因素未于 10 月体现。结构上票据支撑企业贷款，居民借贷意愿下降：（1）10 月企业贷款同比多增 2200 亿元，主要靠票据同比多增 3312 亿元贡献，短贷负增或源于 9 月末因考核而冲量投放的短贷投放 10 月初偿还，而中长期贷款增长受需求及债务置换双重影响；（2）居民端看，短贷及中长贷均减少，其中短贷同比大幅少增 3356 亿元，或反映财政贴息政策 9 月虽发力，但提前透支了部分需求，而中长贷偏弱反映按揭需求仍待改善，尤其是部分二、三线城市房价尚未企稳过程中，居民加杠杆意愿偏弱，按揭提前偿还压力或加剧。

● 政府债成为主要贡献，社融增长延续放缓

10 月份社融新增 8150 亿元，同比少增 5970 亿元；存量增速为 8.5%，环比 9 月下降 0.2pct，社融增速虽自 7 月后呈下降趋势，但整体下行幅度有限。结构看政府债券仍为增量社融主要贡献，但 10 月同比大幅少增，信贷仍持续为拖累项：（1）10 月政府债新增 4893 亿元，为年内单月最低水平，同比亦少增 5602 亿元，受年内政府债发行前置影响，Q4 地方政府债发行或减速，但当前金融对实体经济支持方式由间接融资（贷款）向直接融资切换，Q4 阶段性放缓后明年发行恢复，政府债券将继续成为新增社融的重要拉动项；（2）社融口径人民币信贷同比少增 3166 亿元，信贷仍拖累社融增长，但需理性看待政府债对信贷的替代效应，此外价格方面 10 月新发放企业/个人住房贷款利率均为 3.10%，连续 3 月环比持平，低息贷款的逐步压降、企业反内卷性竞争，以及部分银行信贷客群结构由头部向腰部迁徙，多因素或促使新发放利率企稳；（3）10 月企业债融资新增 2469 亿元，同比多增 1482 亿元，科创债发行提速亦贡献社融增长。

● 存款搬家与活化持续，但居民信心修复及企业经营活跃度提升仍待观察

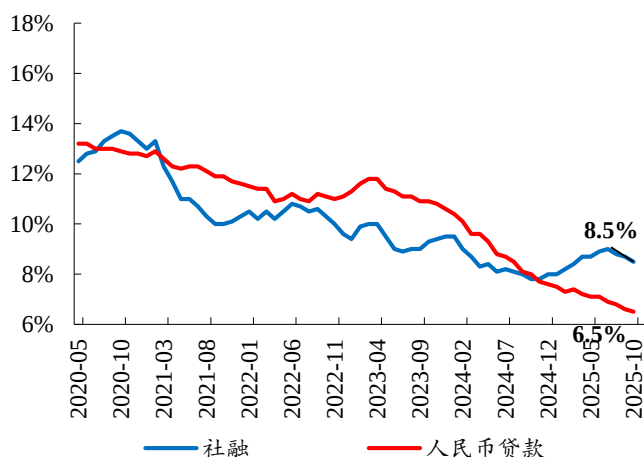
7 月 M2 同比增长 8.2% 环比下降 0.2pct；M1 同比长 6.2%，环比虽下降 1.0pct 但绝对水平仍维持高位。当前 M2-M1 剪刀差仍处相对低点，这表明当前更多资金转化为活期存款，但居民信心修复及企业生产经营活动情况仍待观察：（1）2024 年同期存款单月仅新增 6000 亿元，受手工补息整改影响，活期存款挤水分致使基数较低，此外当前居民存款活化或流向资本市场并非消费，企业存款活化或源于补充流动性提升抗风险能力并非再生产；（2）10 月政府债券同比少增，财政存款仍同比多增 1248 亿元，或源于前期财政对实体部门的支出加速，Q4 支出放缓后资金滞留财政账户，但伴随明年化债工作持续推进，未来资金流向企业活期账户后或仍推升 M1；（3）非银存款同比大幅多增 7700 亿元，结合居民存款同比多减 7700 亿元，存款由居民流向非银部门的搬家特征明显，推测大部分高息存款到期后转向理财，少部分风险偏好较高投资者直接入市。

● 投资建议

当前信贷增速延续放缓，社融增速亦高位回落，政策虽有托底但其对需求的修复或因时滞而尚未体现。上市银行零售风险虽抬升但影响相对可控，叠加丰厚的拨备覆盖和稳定的分红政策，共同构筑了银行“红利重估”逻辑的“稳健锚”。而银行在金市、财富管理、投行等领域所具有的优势，形成了银行估值差异化的“增长帆”。银行估值仍处于历史偏低水平，中长期资金亦具备配置动能，增加银行板块配置是“高切低”及均衡配置思路下的较优选择。我们认为以国有行为代表的红利资产较无风险利率仍具性价比。推荐中信银行，受益标的建设银行、农业银行、招商银行、江苏银行、重庆银行、杭州银行、渝农商行。

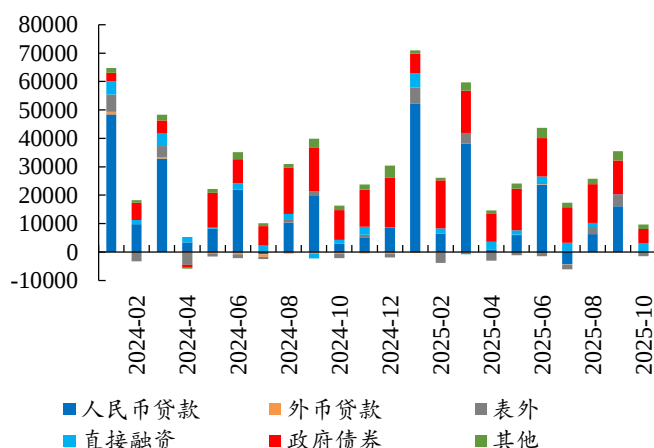
● 风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

附图 1：社融增速高位回落



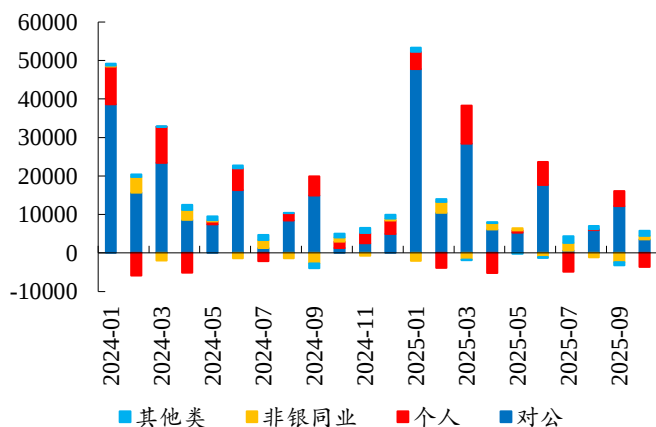
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：10 月社融主要靠政府债券贡献（亿元）



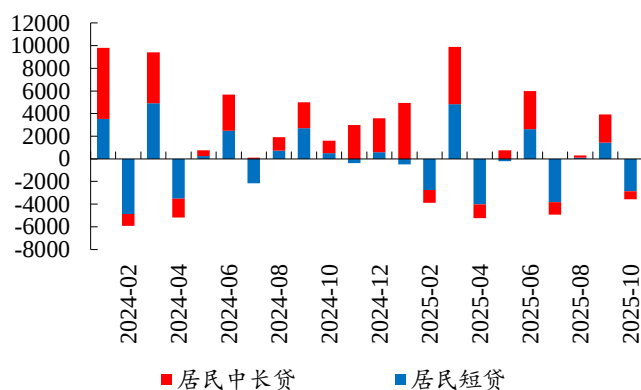
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：10 月信贷需求放缓，主要靠票据支撑（亿元）



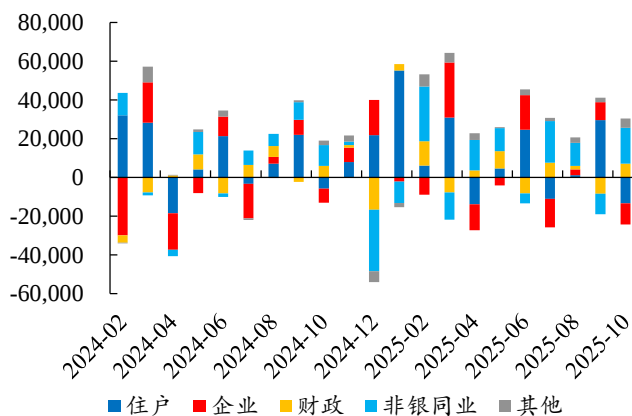
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：居民短贷减少或反映前期冲量透支需求（亿元）



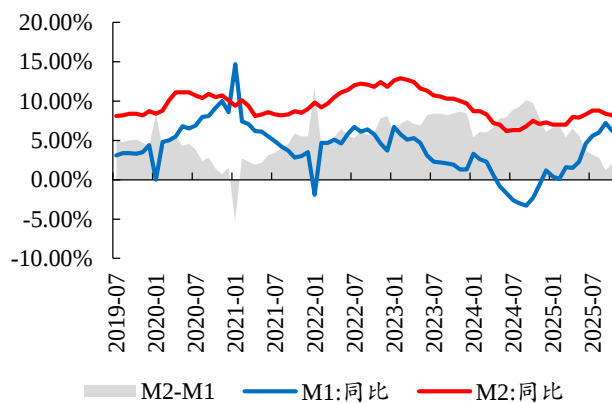
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：10 月资金由居民流向非银存款（亿元）



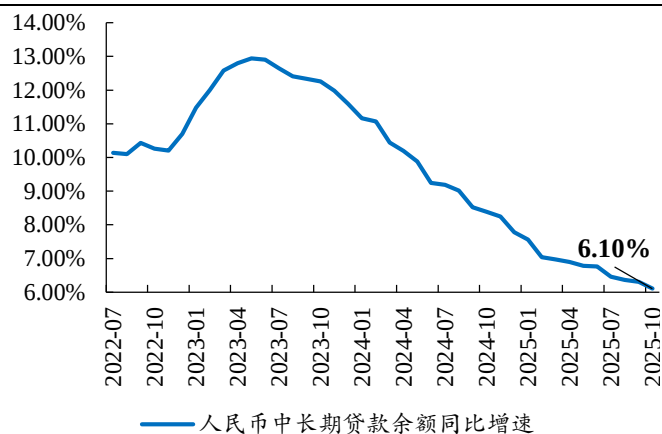
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：资金延续活化，但难以反映经济活跃度提升



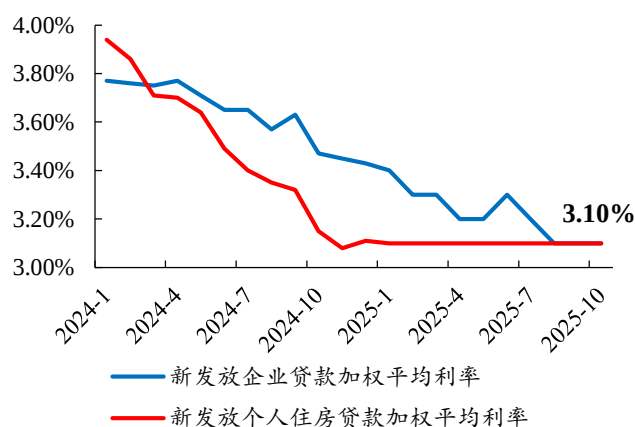
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：10 月人民币中长期贷款增速仍处低位



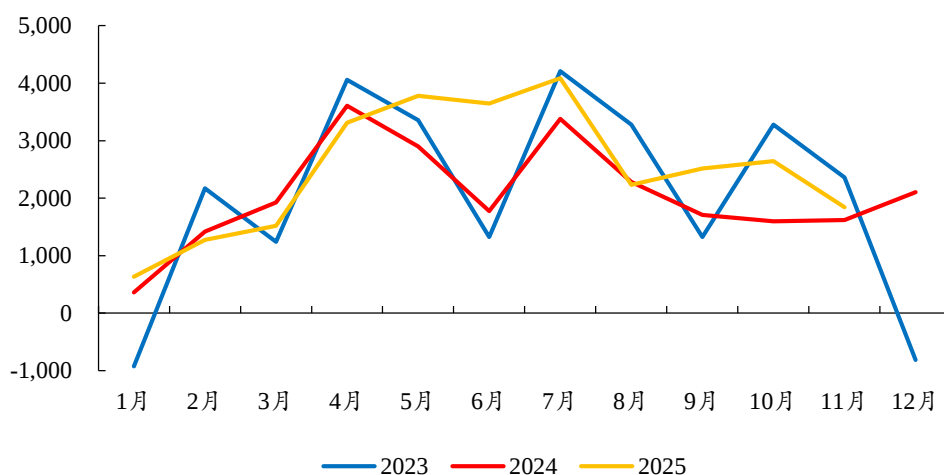
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：新发放个人住房贷款利率阶段性企稳



数据来源：中国政府网等、开源证券研究所

附图 9：2025 年 10 月理财买入现券超过 2024 年同期或反映规模增长（单位：亿元）



数据来源：idata、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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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