

## 政策表态积极，重视复苏主线

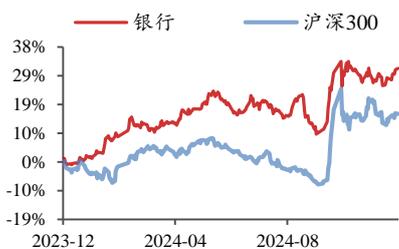
### ——行业点评报告

#### 银行

2024年12月09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

《非银存款降息，利率中枢下移—非银同业存款新规点评》-2024.12.3

《详解理财估值方法—兼论“自建估值”》-2024.12.2

《2024年银行配债深度盘点:兼论长债承接与利率风险—行业深度报告》-2024.11.28

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

#### ● 货币政策边际变化进一步打开降准降息空间

货币政策取向由稳健支持性转变为适度宽松。中共中央政治局于12月9日召开会议分析研究了2025年经济工作，会议对于货币政策取向的表述较前期发生转变。一方面，会议对宏观政策整体定调为“更加积极有为”，考虑到今年一揽子支持经济稳增长的政策力度已足够强，明年政策力度或在今年基础上进一步加码；另一方面，会议对财政政策的定调为“更加积极”，货币政策的定调为“适度宽松”，其中货币政策取向边际发生变化。下半年以来央行及重要会议与对于货币政策取向的表述均为“稳健的货币政策、支持性的货币政策立场”，而此次适度宽松的表述为近年来首次。从政策操作角度去观察，我们认为这代表央行明年降息降准空间充足，央行行长潘功胜曾于金融支持高质量发展发布会表态“年内将视市场流动性情况，可择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点”，故9月市场已打开进一步降准预期；同时降息或与降准同步进行，形成货币政策组合拳，我们预计2025年OMO利率将有30-40BP的下降空间，带动LPR同步调整。从政策背后意义去理解，我们认为货币政策将以内为主，首要目的是稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，同时加大了对汇率波动的容忍度，外部因素难以形成掣肘，故通过降准降息实现宽松的货币环境，最终带动需求企稳、信用修复的复苏路径可期。

#### ● 资产收益率下行或有对冲，负债成本下降亦有空间，息差降幅或收窄

息差延续下行趋势但降幅收窄。若明年LPR进一步调降，则银行贷款端收益率将进一步下行，这将使得当前银行息差水平进一步承压，但我们认为明年息差的降幅或较今年有所收窄。资产端：1、贷款的利率水平虽受LPR影响，但更重要取决于需求因素，一揽子政策的目的是修复信心推动经济增长，而需求恢复带来信贷收益率提升将对冲部分LPR下调影响；2、受个人住房贷款利率定价机制的影响，新发放按揭利率存在政策底，我们曾于报告“新发按揭贷款利率或阶段企稳”中提出3.00%或为当前阶段新发放房贷利率下限，现在来看前期部分新发放按揭利率低于3.00%的地区已回升至3.00%上方。3、规模因素修复息收入，规模端有利因素包括按揭提前偿还的放缓、特别国债资金带动基建相关项目配套贷款投放、每年2万亿再融资专项债对资产荒的缓解等。负债端：1、向央行借款成本降低，降准相当于为银行直接提供低成本的、长期的资金运营，MLF和OMO是央行向商业银行提供中短期资金的主要方式。2、存款成本有较大下降空间，主要源于前期高息长期限（3-5年期）定期存款集中到期后重定价因素的作用。3、同业存款成本下调空间打开，优化非银同业存款利率自律管理的自律倡议明确非银同业活期存款应参考公开市场7天期逆回购操作利率合理确定利率水平，伴随OMO调降同业活期存款利率将进一步下调。上述因素共同作用或使银行息差下行趋势有所缓和，若不考虑需求因素，我们预计2025年上市银行净息差或运行至1.45%左右。

#### ● 投资建议

把握年初银行股配置机遇。银行板块在年初容易有不错的涨幅，从银行自身而言开门红发力带来较高的规模收入增长预期，从资金流向而言在年初投资逻辑未明时高股息银行股或受青睐。展望明年，一揽子政策发力或带动社融明年增速回升，市场需求及信心亦修复，权益市场或延续回暖。我们建议投资银行股把握以下四条逻辑线：1、低估值+高股息标的，推荐中信银行，受益标的农业银行、北京银行等；2、经济复苏带动零售客群收入预期好转，受益标的江苏银行、苏州银行、招商银行等；3、化债政策及基本面改善对净资产的修复提升PB估值，受益标的浦发银行、渝农商行等。4、存贷利率同时下降或利好重定价负缺口银行，受益标的浙商银行、长沙银行等。

● 风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

**附表 1：近期央行及重要会议对货币政策的相关表述，此次中央政治局会议货币政策取向发生边际变化**

时间	相关会议	货币政策相关表述
12月9日	中央政治局会议	实施 <b>更加积极有为的宏观政策</b> ，扩大国内需求。实施更加积极的财政政策和 <b>适度宽松的货币政策</b> ，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。
12月2日	潘功胜行长于中国金融学会学术年会	中国人民银行将继续坚持 <b>支持性的货币政策立场和政策取向</b> ，综合运用多种货币政策工具，加大逆周期调控力度，保持流动性合理充裕，降低企业和居民综合融资成本。
11月5日	潘功胜行长向全国人大常委会报告金融工作情况	下一步 <b>加大货币政策逆周期调节力度</b> ，为经济稳定增长和高质量发展营造良好的货币金融环境。 <b>坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控的强度</b> ，提高货币政策调控的精准性，有效落实存量政策，加力推动增量政策落地见效。
10月18日	潘功胜行长于2024金融街论坛年会	进一步健全货币政策框架：1、将把促进物价合理回升作为重要考量；2、持续丰富货币政策工具箱；3、不断提高货币政策的透明度，提升金融机构的自主理性定价能力，增强与财政、产业、监管等政策取向的一致性， <b>进一步提升货币政策的传导效率</b> 。
9月26日	中央政治局会议	要 <b>加大财政货币政策逆周期调节力度</b> ，降低存款准备金率，实施有力度的降息。
9月29日	第三季度货币政策委员会例会	要 <b>加大货币政策调控力度</b> ，提高货币政策调控精准性。充实货币政策工具箱，开展国债买卖，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。
9月24日	金融支持经济高质量发展新闻发布会	<b>坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控的强度</b> ，提高货币政策调控的精准性，为经济稳定增长和高质量发展创造良好的货币金融环境。
8月2日	央行下半年工作会议	<b>继续实施好稳健的货币政策</b> ，加大金融对实体经济的支持力度。

数据来源：中国人民银行、中国政府网、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。

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