

2025年银行业资产负债配置展望

财政与信用双引擎

优于大市

核心观点

分析框架。银行业资产负债配置展望一方面是对整个银行业的资产投向、负债组织进行大致展望，另一方面也可借此了解金融市场、实体经济的流动性投放。在经济增长目标下估算相匹配的M2增速作为分析的起点，结合M2派生方式预测资产端信贷、债券投资等科目；然后对基础货币进行拆解，基于此得到资产端的存放央行款项、库存现金以及负债端的向央行借款等科目。

预计2025年M2增速约9.0%，社融增速约8.8%。政策主线重新聚焦稳增长是2025年社融和M2预测的核心逻辑。2024年9月24日以来的一系列政策措施彰显了上层推动经济稳步向好的决心是非常大的；2024年12月9日中共中央政治局会议指出，“实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求”“推动经济持续回升向好”等。预计2025年名义GDP增长约5.5%，与此相适应的M2增速目标预计在9.0%左右。结合M2派生方式以及直接融资和非标融资，相对应的社融增速约为8.8%。

M2派生渠道分析。2025年M2增量约28.4万亿元，（1）财政净投放派生M2约12.8万亿元，预计财政赤字率提升至3.8%，专项债和特别国债进一步扩大；（2）信贷投放（加回核销和ABS）派生M2约19.5万亿元，稳增长效果逐步显现，实体部门融资需求改善，但置换隐债拖累信贷增速；（3）银行自营购买企业债券派生M2约1.0万亿元，信贷增速下降，银行加大投资类资产配置；（4）SPV投资及其他渠道合计导致M2回笼约4.9万亿元。

基础货币：预计2024年12月还有一次降准，2025年降准两次，相对应的2025年基础货币为净投放约1.0万亿元。

信贷投向：预计新增信贷18.8万亿元，对应增速约为7.4%。结构上，预计房地产止跌回稳，新增个人贷款同比多增。企业贷款（不含票据贴现）基本持平，财政政策加码后企业信贷需求有所改善，但置换隐债会导致贷款压缩，因此预计新增企业信贷整体持平。实体部门信贷增速回落的情况下，银行仍有票据冲量的需求，但考虑到严监管后资金套利空间越来越窄，预计新增票据贴现基本稳定。

投资建议：2025年政策主线聚焦稳增长，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，M2和社融增速提升至9.0%和8.8%。2025年经济基本面大概率呈现稳步向好态势，政府投资将逐步带动民间投资需求恢复，银行板块也会迎来比较好的投资机会。伴随经济稳步复苏，宁波银行、招商银行、常熟银行、瑞丰银行为代表的经济敏感度高的优质成长行将迎来不错的投资机会，建议积极布局。

风险提示：若宏观经济大幅下行，会冲击银行资产质量和净息差。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
600036	招商银行	优于大市	37.70	9,508	5.66	5.91	6.7	6.4
601128	常熟银行	优于大市	7.69	232	1.42	1.67	5.4	4.6
002142	宁波银行	优于大市	24.82	1,639	4.03	4.35	6.2	5.7
601528	瑞丰银行	优于大市	5.73	112	0.99	1.11	5.8	5.1
601288	农业银行	优于大市	5.01	17,534	0.80	0.84	6.3	6.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

银行

优于大市 · 维持

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：王剑

021-60875165

cnwangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

联系人：刘睿玲

021-60375484

liuruilin@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《银行业投资策略-短期重视确定性，看好中长期布局机会》——2024-12-03

《银行理财2024年11月月报-当“存款搬家”遇到“股债跷跷板”》——2024-11-12

《金融转型：从工业时代到科技时代》——2024-11-11

《新一轮债务置换政策点评-化债缓解银行资产质量担忧》——2024-11-09

《银行业2024年三季度报综述-息差同比降幅收窄，资产质量边际下行》——2024-11-05

内容目录

核心结论	4
分析框架	4
预计 2025 年 M2 增长约 9.0%	5
M2 派生来源分解	6
预计 2025 年社融增长 8.8%	8
政府债券：新增约 13.8 万亿元	8
企业债券：新增约 2.0 万亿元	10
基础货币	10
信贷投向	13
投资建议	14
风险提示	14

图表目录

图 1: 银行资产负债配置展望分析框架	5
图 2: 我国名义 GDP 和 M2 增速走势	6
图 3: 实际 GDP 增速预测	9
图 4: CPI 和 PPI 增速预测	9
图 5: 历年专项债规模	10
图 6: 政府性基金收入大幅下降	10
图 7: 企业债券和信贷余额增速	10
图 8: 城投债净融资额占新增企业债券比重较高	10
图 9: 2024 年 10 月末基础货币结构	11
图 10: 当前金融机构加权平均存款准备金率约为 6.6%	12
图 11: 人民银行对其他存款性公司债权净增规模	12
图 12: 人民银行对中央政府债权余额	12
表 1: 银行资产负债简表	5
表 2: M2 派生渠道	8
表 3: 新增 M2 在银行资产负债简表中的体现	8
表 4: 新增社融预测	8
表 5: 银行资产负债简表最终体现	13
表 6: 新增信贷结构情况	14

核心结论

银行业的资产负债配置将宏观经济变量与微观主体行为相联系，银行的经营行为决定了宏观经济运行中的很多变量。我们对 2025 年银行业资产负债配置进行展望，并将过程在本报告中详细阐释，分析的过程和结论可供各方参考。

根据我们的分析，预计：

- ✓ 2025 年广义货币（M2）增速约为 9.0%，社融增速约为 8.8%。财政政策更加积极有为，预计赤字率由 3.0% 提高到约 3.8%，专项债和特别国债规模进一步扩张；货币政策适度宽松支持稳增长，降准降息仍有空间。
- ✓ 2024 年 12 月还有一次降准，2025 年降准两次，据此测算的 2025 年基础货币为净投放 1.0 万亿元。
- ✓ 预计信贷增速约为 7.4%。伴随稳增长政策效果逐步显现，实体部门融资需求有所提振，但新一轮隐债置换会对企业贷款形成拖累，信贷增速回落。

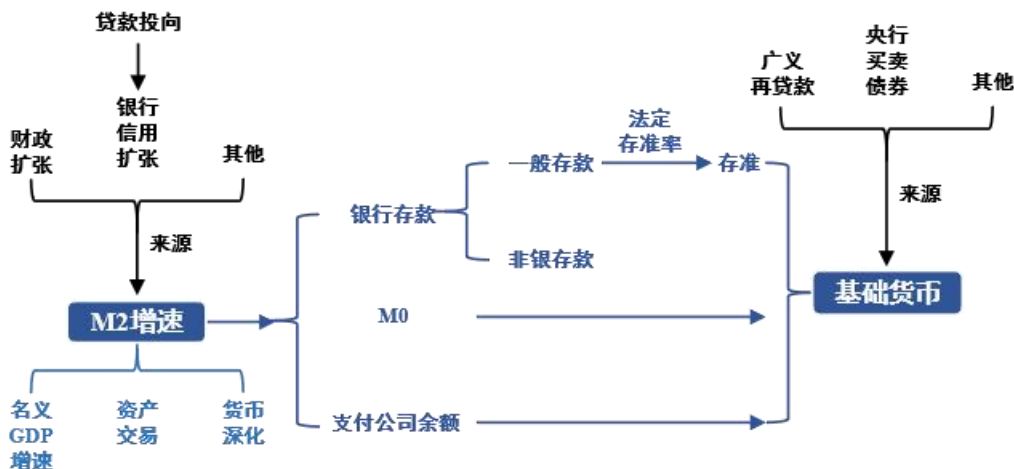
分析框架

银行业资产负债配置展望是我们的年度重点报告之一，即在年末对明年整个银行业的资产投向和负债组织进行大致展望，一方面了解银行的业务经营，另一方面也可借此了解金融市场、实体经济的流动性投放。

银行业资产负债表简表（见表 1），资产端主要包括信贷投放、同业资产、债券投资、现金及存放央行款项、其他资产，负债端主要包括存款、向央行借款、同业负债、发行债券及其他负债。根据银行业资产负债简表，我们的分析过程如下：

- （1）在经济增长目标下估算相匹配的 M2 增速，作为分析的起点；
- （2）根据 M2 派生方式，以此预测银行资产端的主要类别，包括信贷、债券投资、其他资产等；
- （3）然后从 M2 总量出发，通过法定存款准备金率情况，倒推出所需的基础货币。再对基础货币来源与去向进行拆解，基于此得到银行资产端的存放央行款项（包括法定和超额存款准备金）、库存现金以及负债端的向央行借款等科目。M2 扣减 M0 则得到银行负债端的各类存款；
- （4）接下来我们还会对信贷进一步细分，讨论其大致投向；
- （5）另外，在大致掌握银行表内资产负债表后，我们还会分析表外融资和直接融资，虽然不直接影响银行资产负债表，但通过影响经济主体行为和预期进而间接影响银行资产负债表。比如，如果企业直接发债募资后就会减少对信贷的需求等等。

图1：银行资产负债配置展望分析框架



资料来源：国信证券经济研究所整理

由于这一分析是将整个银行业“并表”来看的，因此银行之间的同业业务被抵消，不在报告中体现。此外，银行在进行资产负债配置时，还需考虑监管约束（如MPA、流动性指标、资本充足率等），本报告暂时不做考虑，待日后随时跟踪。完成上述分析后，我们便可得到2025年的银行业资产负债表简表。

表1：银行资产负债表

资产	负债及权益
现金	向央行借款
存放央行款项	同业负债
同业资产	存款
信贷	应付债券
债券投资	其他负债
其他资产	股东权益

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

预计2025年M2增长约9.0%

M2是反映货币总量的一个重要指标，合理的M2增长必须能够满足经济增长、资产价格合理上涨（比如证券、房产等资产的交易活跃度大幅提升，增加了对货币的需求）以及货币深化（比如原本不流通的自然资源投入经济流通，导致对货币需求增加）等多种需求，即：

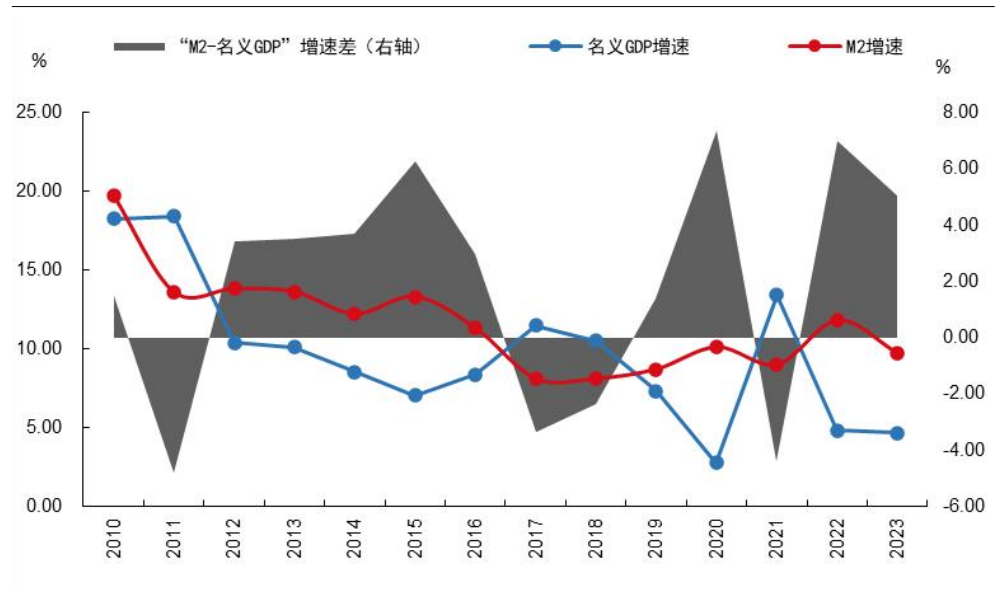
$$M2 \text{ 增速} = \text{名义GDP增速} + \text{名义资产因素} + \text{扰动项}$$

但现实情况非常复杂，M2很难与经济增长完全匹配，货币本身是具有内生性、外生性两种特征。内生性是指一定量的经济活动导致一定量的货币被派生出来（即上式右边决定左边），而外生性则是指货币当局可以通过对M2的调节反过来影响实际GDP、资产交易和价格水平（即上式左边决定右边）。因此整个经济、金融的实际运行是等式两边相互作用的结果，只能说M2的目标是保持与名义GDP增速基本匹配，但实际中的M2常常会背离M2目标。比如，2017-2018年M2增速明显低于名义GDP增速，主要是该阶段监管主动引导金融去杠杆，银行向非银信用扩张派生货币的通道大规模压降，这是一种货币外生性的表现。

即使剔除货币外生性因素，所谓的 M2 和名义 GDP 增速相匹配，也并不是说“M2-名义 GDP”增速差要保持在一个相对固定的水平，因为随着经济产业结构的变迁、以及融资结构的变化等因素，货币与经济的相关系数都会出现明显变化。比如，货币流动速度变化会影响货币对经济的拉动效果，其中直接融资占比大幅提升、电子支付手段的普及以及实体部门信心下降增加储蓄都会改变货币流通速度；另外，产业结构转型后，相较于传统产业，新兴产业单位 GDP 对货币的需求也是不同的等等。2012-2014 年 M2 增速高于名义 GDP 增速约 3.5 个百分点，但 2022-2023 年 M2 增速高于名义 GDP 增速却超过 5 个百分点，很重要的因素就是 2022-2023 年实体部门信心疲软增加储蓄带来货币流通速度下降。

展望 2025 年，2024 年 9 月 24 日以来的一系列政策措施彰显了推动经济稳步向好的决心是非常大的；2024 年 12 月 9 日中共中央政治局会议指出，“实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求”“稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好”等。我们判断伴随稳增长政策持续发力，实体部门信心逐步提升，货币流通速度将有所修复。结合 2012-2014 年“M2-名义 GDP”增速差表现，预计 2025 年“M2-名义 GDP”增速差恢复至约 3.5 个百分点。名义 GDP 增速参照国信证券经济研究所宏观固收团队《宏观经济专题研究-2025 年中国经济展望：供给侧结构性改革助推经济再平衡》（2024 年 11 月 21 日）报告中的预测，“预计 2025 年实际 GDP 同比维持在 5.0%附近，CPI 当月同比均值约为 0.6%，PPI 当月同比均值约为-0.9%”，相对应的 2025 年名义 GDP 增速大约在 5.5%左右，因此预 2025 年 M2 增速目标会定在 9.0%左右。

图2：我国名义 GDP 和 M2 增速走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

M2 派生来源分解

我们将 M2 派生途径总结为：（1）贷款（包括核销和 ABS）；（2）银行自营在一级市场购买企业债券；（3）财政净投放；（4）同业投资，包括同业业务（银行向非银金融机构融出资金）和 SPV 投资，指的是银行向非银金融机构的信用扩张，不包括银行之间的资金行为；（5）银行买卖外汇；（6）其他途径。但是由于同业投资复杂且透明度低，因此数据拆解时将同业投资合并到“其他途径”项目。

另外，2018年2月人民银行将货币基金正式纳入M2统计口径，意味着货基也具备货币派生能力，后续测算中简单假设非存货基规模保持不变。

基于前面的预测，2025年M2增量约为28.4万亿元。其中，各个渠道派生情况的假设和预计如下：

- ✓ 财政净支出：2025年财政政策积极发力，预计财政净投放派生M2约12.8万亿元（地方政府发行特殊再融资专项债后将资金划拨给城投企业，也视为财政支出。地方政府发行债券置换存量城投贷款并不影响M2，但分析时将其分解为两个阶段，一是地方政府发行债券后将资金划拨给城投企业，派生M2；二是城投企业去置换银行贷款，回笼M2。由于第二阶段的M2回笼在下文信贷投放上体现，因此在财政支出阶段需要视为发生M2派生）

我国财政收支预算主要包括“四本账”：一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算。其中，国有资本经营预算规模较小，社会保险基金预算不纳入国库不影响M2，因此报告中财政投放派生M2仅考虑一般公共预算和政府性基金预算两本账。简易公式为：

$$\text{财政净支出} = \text{政府债增量} - \text{财政存款增量}$$

由于大多数年份财政存款年度变化并不大，可以简单假设财政净支出约等于政府债券增量。同时，银行又是一级市场政府债券的主要购买者，因此财政净支出约等于银行购买的政府证券。

但2025年发行特别国债用于补充国有大行资本金，会带来银行购买的政府债券超过上文的财政净投放。财政部发行特别国债注资国有大行不影响M2，但会影响银行资产负债表（资产端政府债券投资增加，负债及权益中的股东权益增加。假设特别国债全由银行一级市场购买），发债也会计入社融。财政净投放和银行购买政府债券规模参见社融预测部分。

- ✓ 新增信贷18.8万亿元，加回核销和ABS后新增约19.5万亿元：2025年伴随稳增长政策效果逐步显现，实体部门融资需求将有所提振。但置换隐债会拖累银行贷款增速。另外，预计2024年部分置换将移到2025年实施，因此2025年银行贷款增速受新一轮化债影响较大。整体来看，预计银行2025年新增信贷规模约18.8万亿元，对应的余额增速约7.4%，加回核销和ABS后新增规模约19.5万亿元。具体结构我们在后文中将进一步详述。
- ✓ 近年来银行净结汇规模较小，忽略该因素对M2的影响。
- ✓ 银行自营购买企业债券新增约1.0万亿元：由于置换隐债的因素，2025年银行信贷投放仍面临不小的压力，预计将增加企业债券的投资，假设全年银行自营投资企业债券新增约1.0万亿元。
- ✓ 相对应的，SPV投资以及其他渠道合计导致M2减少4.9万亿元。

表2: M2 派生渠道

	M2 增量 (不含非存贷基) 贷款 (包括核销和 ABS)	企业债券	财政净支出	净结汇	轧差项 (SPV 投资及其他途径)	
2021 年	194,917	212,485	-15,671	59,420	1,559	-62,876
2022 年	273,222	217,555	-3,088	89,610	1,845	-32,700
2023 年	257,626	226,930	-11,498	88,424	5,742	-51,971
2024E	233,817	186,449	2,000	109,600	0	-64,232
2025E	284,088	194,901	10,000	127,812	0	-48,625

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和预测。单位: 亿元。

我们先假设此时派生的 M2 全部形成存款, 尚未被客户取现或转入支付公司的支付账户 (这两个操作我们在后文基础货币部分一同分析)。然后将上述增量数据填入银行业资产负债简表:

表3: 新增 M2 在银行资产负债简表中的体现

资产		负债及权益	
现金		向央行借款	
存放央行款项		同业负债	
同业资产		存款	+28.4
信贷	+ 19.5	应付债券	
债券投资	+ 1.0 (企业债券)	其他负债	
	+ 13.8 (政府债券)	股东权益	+1.0
其他资产	- 4.9		

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和预测。注: (1) 资产端信贷显示的是加回核销和 ABS 后的贷款规模, 但实际报表中显示的贷款净额, 下同。(2) 由于各项数据处理时四舍五入, 因此左边的资产总额与右边的负债及权益总额数值存在细微差异。单位: 万亿元。

预计 2025 年社融增长 8.8%

预计 2025 年新增社融约 35.9 万亿元, 对应增速为 8.8%。预计 2025 年实体部门新增贷款约 18.5 万亿元, 加回核销和 ABS 后新增约 19.2 万亿元; 新增政府债券约 13.8 万亿元, 新增企业债券约 2.0 万亿元, 表外融资减少约 2000 亿元。

表4: 新增社融预测

	新增社融	新增人民币贷款	新增外币贷款	表外融资	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	政府债券	存款类金融机构资产支持证券	贷款核销	其他
2022 年	320,104	209,147	-5,254	-5,835	20,509	11,758	71,228	-1,861	10,269	10,143
2023 年	355,799	222,242	-2,205	-7	16,255	7,931	96,045	-6,279	10,967	10,850
2024E	314,279	174,877	-3,765	-2,144	15,872	2,489	109,600	-7,041	12,921	11,470
2025E	358,812	185,000	-2,500	-2,000	20,000	3,500	137,812	-6,000	13,000	10,000

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和预测。单位: 亿元。

政府债券: 新增约 13.8 万亿元

整体上, 政府债券合计净融资规模达到约 13.8 万亿元, 较 2024 年同比多增约 2.8 万亿元。其中: (1) 预计赤字率从 3.0% 抬升至 3.8% 左右, 赤字规模扩大至 5.3 万亿左右; (2) 地方政府专项债新增约 4.2 万亿元以及新增 2 万亿元再融资专项债券用来置换隐债。(3) 特别国债新增约 2.3 万亿元, 其中 1.0 万亿元用于补充大型银行资本金 (注意, 大行补充资本可能不会在 2025 年全部完成)。

2024 年 11 月 8 日人大常委会新闻发布会表示, “结合明年经济社会发展目标,

实施更加给力的财政政策。一是积极利用可提升的赤字空间。二是扩大专项债券发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比例。三是继续发行超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设”；2024年12月9日中共中央政治局会议指出，“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，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”。我们预计2025年赤字规模、专项债以及特别国债规模都将进一步扩大。具体来看，

(1) 预计赤字率提升至3.8%，国债和地方政府一般债券合计净融资约5.3万亿元。在实体部门信心依然疲软，地方政府财政压力较大的环境下，中央政府需要进一步加大逆周期调节力度，预计赤字率大概率提升至3.8%左右。伴随稳增长政策效果逐步显现，根据国信证券经济研究所宏观固收组预测，2025年实际GDP增长约5.0%，CPI和PPI均实现正增长。因此，我们2024-2025年两年名义GDP增速大约为5.0%，据此测算的赤字规模为5.3万亿元。

(2) 新增专项债约4.2万亿元。2024年安排新增专项债券3.9万亿元，根据11月8日人大常委会新闻发布会关于“扩大专项债券发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比例”的说法，预计2025年新增专项债券约4.2万亿元。投向领域，我们判断除了继续投向市政园区、棚改、交通、医疗和农林水利等领域外，用于土地储备和房地产收储的比例将扩大。

(3) 化债方面，2025年发行置换债券2万亿元。2024年11月8日人大常委会新闻发布会表示，“增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，分三年安排，2024-2026年每年2万亿元，支持地方用于置换各类隐性债务”。

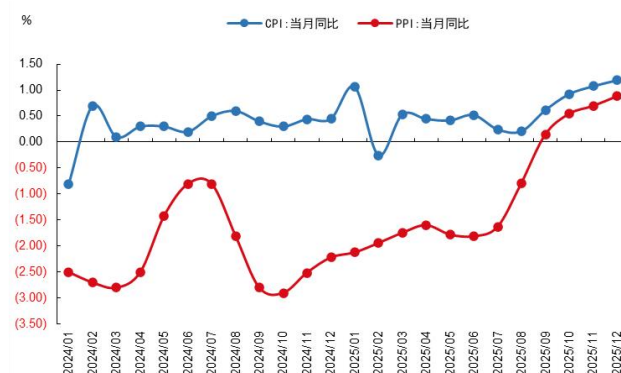
(4) 特别国债合计新增约2.3万亿元，其中1万亿元用于补充大行资本金。2024年特别国债规模1万亿元，其中7000亿元用于“两重”项目建设，即国家重大战略实施和重点领域安全能力建设；其余的3000亿元用于“两新”，即大规模设备更新和消费品以旧换新。11月8日人大常委会新闻发布会表示，“加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模”；2024年12月9日中共中央政治局会议指出，“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。预计2025年特别国债规模达到1.3万亿元，加大支持“两重”和“两新”工程，尤其是“两新”工程支持力度将大幅提升。

图3: 实际 GDP 增速预测



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和预测

图4: CPI 和 PPI 增速预测



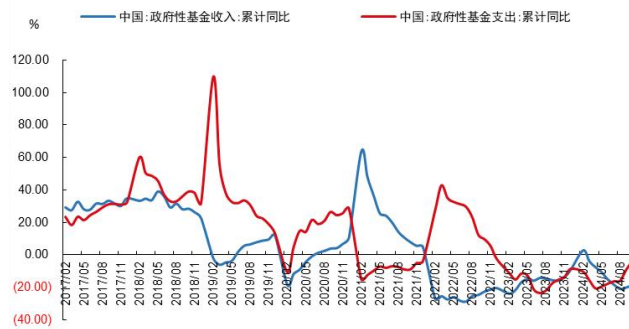
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和预测

图5: 历年专项债规模



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 政府性基金收入大幅下降



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

企业债券: 新增约 2.0 万亿元

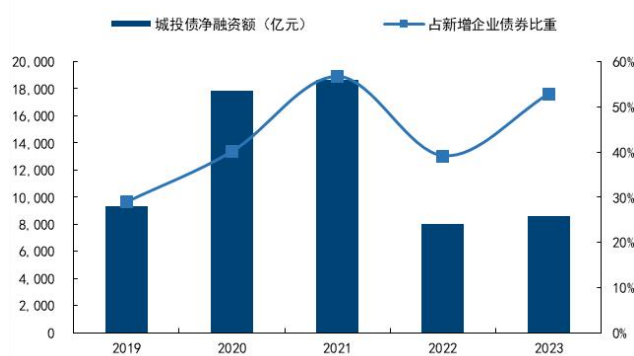
2022-2023 年企业债券增速持续回落, 一方面是信贷供给相对充足, 且贷款利率大幅下降, 债券性价比下降; 另一方面是城投债券融资规模大幅下降, 2020-2021 年城投债每年新增约 1.85 万亿元, 2022-2023 年则下降到约 8000 亿元。展望 2025 年, 伴随逆周期政策持续加码, 以及债券发行利率的持续下降, 预计 2025 年新增企业债券约 2.0 万亿元。

图7: 企业债券和信贷余额增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图8: 城投债净融资额占新增企业债券比重较高

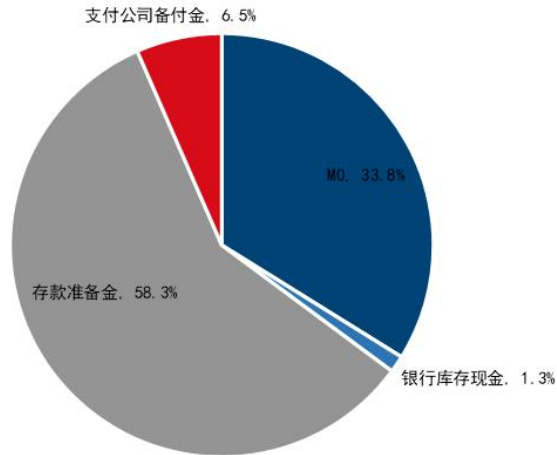


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

基础货币

接下来通过对基础货币的分析来预测银行库存现金、存放央行款项、向央行借款三个科目的数字。基础货币的主体是银行存放央行的存款准备金, 外加流通中的现金和少许银行库存现金, 以及支付公司集中交存于央行的客户备付金。2024 年 10 月末基础货币余额为 36.2 万亿元, 其中存款准备金占 58.3%。

图9：2024年10月末基础货币结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

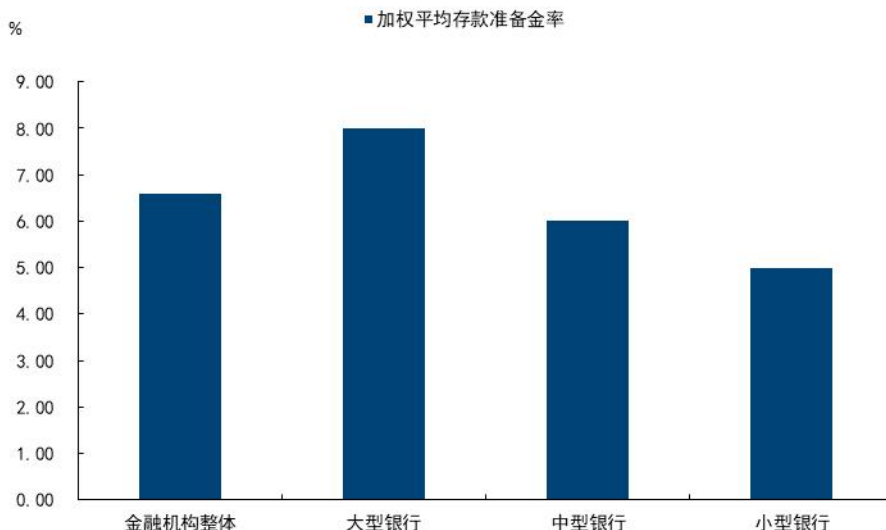
我们接下来先通过对上述几个项目的预测，得到基础货币的增量，然后再倒算银行的向央行借款。对上述几个项目的预测如下：

- ✓ M0：由于非现金支付越来越多，近年来“M0/M2”比值维持在约4.0%，假设该水平保持不变。根据上文M2预测，对应的2025年末M0为13.76万亿元，新增1.14万亿元。这意味着客户从银行提取这1.14万亿元时，将导致银行库存现金、存款各减少1.14万亿元。
- ✓ 银行库存现金：规模较小，假设占M2比值维持在0.2%的水平，对应的2025年库存现金余额为0.69万亿元，新增约568亿元，规模很小。由于此前库存现金被提取了1.14万亿元，这意味着银行需要从超额准备金中提取1.19万亿元出来。
- ✓ 支付公司客户备付金：假设与M2的比值保持在约0.9%的水平，对应的2025年支付公司交存央行的客户备付金规模为3.10万亿元，新增约0.26万亿元，即银行客户将约0.26万亿元资金转入支付账户，这将导致银行准备金、存款各减少0.26万亿元。
- ✓ 存款准备金：包括法定存款准备金和超额存款准备金，银行根据一般存款（M2-M0-非银存款）日均余额缴纳存款准备金，测算时假设“非银存款/M2”比值维持约10.0%。根据测算，2025年银行存款准备余额合计减少约0.41万亿元，即银行资产负债简表中的存放央行款项将减少0.41万亿元（其实是先增加1.04万亿元，然后1.19万亿元提取为库存现金，其中又有1.14万亿元被客户提现；另外，0.26万亿元转入支付账户，最终减少0.41万亿元）。然后具体测算如下：（1）法定存款准备金方面，2024年12月9日的中共中央政治局会议指出“采取适度宽松的货币政策”，因此预计降准降息仍有空间。假设2024年底仍有一次降准，2025年有两次降准，每次调降约50bps（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。据此测算，2025年末金融机构加权平均存款准备金率约为5.4%。则对应的2025年法定存款准备金余额约为15.98万亿元，少增约0.85万亿元。（2）超额存款准备金方面，2024年9月末金融机构超储率1.8%，假设2024年和2025年维持在该水平，对应的

2025 年超额存款准备金余额为 5.33 万亿元，新增 0.44 万亿元。

在上述假设下，可以算出 2025 年末基础货币余额为 38.85 万亿元，新增约 1.04 万亿元。

图10: 当前金融机构加权平均存款准备金率约为 6.6%



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

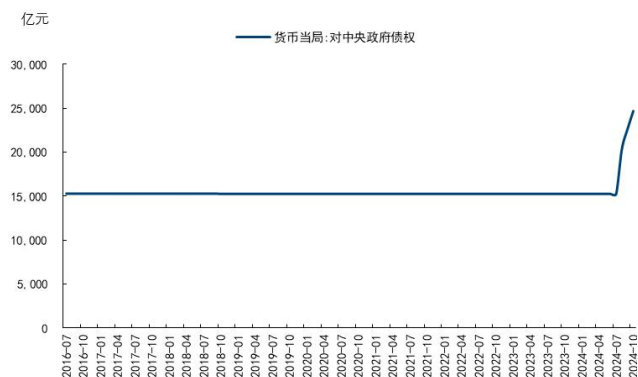
再看基础货币的来源。由于已经假设外汇占款为 0，国库余额也不变动（即财政净投放基础货币也为 0），因此新增 1.04 万亿元基础货币来源包括，（1）人民银行对银行投放的广义再贷款（再贷款、逆回购、MLF 等）的增加；（2）人民银行对中央政府债权增加，即央行净买入国债，2024 年人民银行对中央政府债权增加了 0.94 万亿元。伴随存款准备金率调控空间越来越窄，预计未来央行净买入国债将成为基础货币重要投放方式，2024 年 12 月 9 日中共中央政治局会议也指出，“充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节”。

图11: 人民银行对其他存款性公司债权净增规模



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: 2024 年数据截至 2024 年 10 月末。

图12: 人民银行对中央政府债权余额



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: 2024 年数据截至 2024 年 10 月末。

假设新增 1.04 万亿元基础货币全部由广义再贷款投放，然后将上述增量数据填入银行业资产负债简表，最终体现：

表5: 银行资产负债表最终体现

资产		负债及权益	
现金	-0.1	向央行借款	+1.0
存放央行款项	-0.4	同业负债	
同业资产		存款	+27.0
信贷	+ 19.5	应付债券	
债券投资	+ 1.0 (企业债券)	其他负债	
	+ 13.8 (政府债券)	股东权益	+1.0
其他资产	- 4.9		

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和预测。注由于各项数据处理时四舍五入, 因此左边的资产与右边的负债及权益会有细微的差异。单位: 万亿元。

同业资产、同业负债、发行债券以及股权融资等其他科目, 或是行业内部可抵消的资金往来, 或是不影响 M2 的资金流转, 我们不再分析。

信贷投向

根据上述预测, 2025 年新增人民币贷款约 18.8 万亿元, 增速回落至约 7.4%, 主要受置换隐债拖累。伴随稳增长政策效果逐步显现, 实体部门融资需求是有所提振的, 具体来看:

- ✓ 个人短期贷款: 主要包括信用卡贷款、其他消费类贷款、个人经营性贷款等, 伴随居民风险偏好的逐步恢复, 预计 2025 年此类贷款需求改善, 新增规模约为 0.9 万亿元。
- ✓ 个人中长期贷款: 以按揭为主。国新办 10 月 12 日举行的新闻发布会上, 财政部部长蓝佛安指出, “运用专项债券、专项资金、税收等工具支持房地产止跌回稳”; 2024 年 11 月 9 日中共中央政治局会议指出, “稳住楼市股市”。我们判断, 财政政策与货币、金融、资本市场政策互相配合, 房地产大概率能够实现止跌企稳, 房地产销售也将有所改善。但预计政策整体基调仍是托而不举, 因此房地产景气度也难以大幅反弹。预计 2025 年个人中长期贷款新增约 2.7 万亿元, 较 2023-2024 年同比略有多增。
- ✓ 企业短期贷款: 主要是对公流动性贷款, 用于企业日常资金周转。这里类贷款波动性较大, 且明显受企业短期经营波动影响, 我们暂时先假设其基本保持稳定, 即新增约 2.8 万亿元。
- ✓ 企业中长期贷款: 主要用于固定资产投资, 包括基建项目、工业项目等。逆周期政策发力, 基建类投资实现较好增长, 有望带动民间投资需求, 企业信贷需求降有所好转。但置换隐债会拖累信贷增长, 预计 2025 年新增约 11.0 万亿元, 与 2024 年基本持平。
- ✓ 票据贴现: 实体部门信贷增速回落的情况下, 银行仍有票据冲量的需求。但考虑到严监管后资金套利空间越来越窄, 预计 2025 年新增约 1.0 万亿元。

表6: 新增信贷结构情况

	新增人民币贷款	住户贷款	其中:		企事业单位贷款	其中:			其他	非银金融贷款和境外贷款
			短期	中长期		短期	中长期	票据贴现		
2020年	196,300	78,700	19,200	59,500	121,700	23,900	88,000	7,389	2,411	-4,100
2021年	199,500	79,200	18,400	60,800	120,200	9,468	92,300	15,000	3,432	100
2022年	213,100	38,300	10,800	27,500	170,900	30,300	110,600	29,600	400	3,900
2023年	227,500	43,300	17,800	25,500	179,100	39,200	135,700	3,410	790	5,100
2024E	180,569	26,914	5,614	21,300	147,963	27,500	105,300	13,977	1,186	5,692
2025E	187,901	36,000	9,000	27,000	149,000	28,000	110,000	10,000	1,000	2,901

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和预测。单位: 亿元。

投资建议

2025年政策主线聚焦稳增长, 预计财政政策和货币政策积极有为, M2和社融增速分别提升至9.0%和8.6%。2025年经济基本面大概率呈现稳步向好态势, 政府投资将逐步带动民间投资需求恢复, 银行板块也会迎来比较好的投资机会。伴随经济稳步复苏, 宁波银行、招商银行、常熟银行、瑞丰银行为代表的经济敏感度高的优质成长行将迎来不错的投资机会, 建议积极布局。

风险提示

若宏观经济大幅下行, 可能从多方面影响银行业, 比如经济下行时期货币政策宽松对净息差可能产生负面影响、宏观经济下行时期借款人偿债能力下降可能会对银行资产质量产生不利影响等。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032