

目录索引

引言：2025 年银行资负发展的趋势与线索探讨	6
一、国内外政策分析	7
（一）国内政策方向的重要变化	7
（二）国外政策方向的变化	16
二、流动性前瞻：结汇和财政加力驱动流动性改善	17
（一）跨境流动性改善	17
（二）社融前瞻：财政加力驱动社融增速提升	18
三、大类资产配置结构需要调整	20
四、银行业资负配置展望	25
（一）规模：预计存款活化开启，存贷向大行转移	25
（二）投向：消费行业盈利能力回升，东部地区表现更优	29
（三）价格：资产端承压，关注负债端改善	33
（四）金融市场：投资收益贡献预计回落	38
（五）中收：中收增速有望回暖	45
五、银行资负展望总结	50
六、风险提示	54

图表索引

图 1: 国内政策思路变化.....	7
图 2: 物价合理回升、对经济目标追求下, 名义经济增长有望回升 (%)	10
图 3: 央行调降 MLF 和 7 天 OMO 利率 (%)	10
图 4: 央行调降 LPR 利率 (%)	10
图 5: 股票回购增持再贷款实施进展 (截止 2024/11/14)	11
图 6: 中国主要依靠拉动投资维持经济增长.....	13
图 7: 2010 年以来投资率保持高位, 企业 ROIC 逐渐下降.....	13
图 8: 世界主要国家居民最终消费支出占 GDP 比重	14
图 9: 疫情后美国经济恢复主要依靠个人消费拉动.....	14
图 10: 美债利率和名义 GDP 增速基本相当	16
图 11: 跨境资金流变动同比/社融增量变动同比 (季度, 绝对值)	17
图 12: 跨境资金流变动同比/社融增量变动同比 (季度, 绝对值)	18
图 13: 跨境资金流变动同比/社融增量变动同比 (季度, 绝对值)	19
图 14: 2021 年以来保险配置比例显著提升.....	21
图 15: 居民配置回报率下行	21
图 16: 企业定存占比上升, 结汇意愿下降.....	21
图 17: A 股上市银行金融投资中政府债占比明显提升.....	22
图 18: 保险业资金运用占比	22
图 19: 理财产品投资资产占比	22
图 20: 名义 GDP 增速与 10 年期国债利率走势基本一致 (%)	23
图 21: 当长债利率回升, 保险负债增长明显下降.....	24
图 22: A 股非金融上市公司 ROIC 与 10 年期国债收益率	24
图 23: (新增政府债+净结汇)/新增社融	26
图 24: 两轮存款活期化复盘	27
图 25: 大型银行存贷款市占率	28
图 26: 大型银行活期存款市占率	29
图 27: 上市非金融企业 ROIC (按行业划分)	30
图 28: 上市非金融企业隐含不良率 (按行业划分)	30
图 29: 上市银行分板块净息差 (测算值)	34
图 30: 上市银行分板块生息资产收益率 (测算值)	34
图 31: 上市银行分板块计息负债成本率 (测算值)	34
图 32: 单季度其他非息同比增速	38
图 33: 单季度其他非息利润贡献	39
图 34: 上市银行分板块累计净手续费收入同比增速.....	45
图 35: 上市银行分板块单季度净手续费收入同比增速.....	46
图 36: 手续费及佣金净收入/营业收入 (2024Q3) vs 活期存款/总存款 (2024H1)	53

表 1: 9 月下旬以来重要政策梳理	8
表 2: 央行新政策工具运行情况	10
表 3: 美国联邦政府疫情期间三次为居民派发现金	15
表 4: 社融前瞻测算	19
表 5: 2021 年以来保险配置比例显著提升	20
表 6: 上市非金融企业 ROIC (按区域划分)	31
表 7: 上市非金融企业隐含不良率 (按区域划分)	32
表 8: 2023 年以来各类利率调整时间线	35
表 9: 2024 年以来各类利率下调、手工补息、存款活期化开启对息差影响测算	36
表 10: 2023 年以来各类利率下调、手工补息、存款活期化开启对息差影响测算	37
表 11: 上市银行金融投资占总资产比例	40
表 12: 上市银行金融投资环比增速	41
表 13: 上市银行金融投资较年初增长及增量结构	42
表 14: 上市银行单季度金市投资收益占比及增量结构	43
表 15: 上市银行单季度净其他非息收入利润贡献	44
表 16: 上市银行净手续费收入占比及结构 (截至 24H1)	47
表 17: 假设 24H1 代理业务收入提升 5%、10%、15%对营收、净利润影响静态测算	48
表 18: 假设 24H1 支付结算业务收入提升 5%、10%、15%对营收、净利润影响静态测算	49
表 19: 上市银行分板块 2025 年净手续费增速回正对营收影响测算	50
表 20: 上市银行分板块 2025 年盈利测算	52

引言：2025 年银行资产负债发展的趋势与线索探讨

24Q3以来国内外的政策经济环境发生较为重要的变化，新环境下银行业如何考虑2025年资产负债规划形势是近期银行业内关注度较高的问题，本篇报告主要讨论新形势下银行资产负债规划需要考虑的有别于过去几年的可能线索。

国内而言，2024年7月政治局会议指出“宏观政策要持续用力、更加给力”，体现了对经济的重视程度，此后政策出现了一系列积极的变化。2024年10月18日潘行长在论坛讲话中总结了未来政策思路的4个重要变化：（1）目标体系将把物价合理回升作为重要考量；（2）宏观经济政策的作用方向从过去更多偏向投资，转向消费与投资并重并更加重视消费；（3）更好处理政府与市场的关系，科学把握和平衡政府与市场的边界，提高政策与市场关切的交集度和针对性；（4）进一步深化改革开放，营造良好的法治经济环境。总体来看，一方面拉动终端消费、拉动通胀可以提升名义回报率，另一方面压降风险补偿、风险溢价，最终结果就是无风险回报率回升。

国外，11月特朗普胜选后，美国未来的政策预期可能改变。短期来看，特朗普交易下美元指数及美债利率回升。但中期来看，特朗普政策下扩大赤字率的概率不高，特朗普政府应该更需要低赤字、低利率和弱美元，同时过高的无风险利率将限制实体部门投资意愿，因此我们认为目前美债利率维持高位的概率不大。

中美两国政策取向已走向拐点，短期市场可能会有所波动；但中期来看，我国需要刺激经济，而美国需要从高赤字中退出，因此中美利差收窄、套利交易回报率下行的趋势，不会因为国外政治人物变化等短期因素冲击而改变。

基于国内外的政策环境变化分析，本文对流动性、大类资产配置和银行资产负债业务发展进行展望。

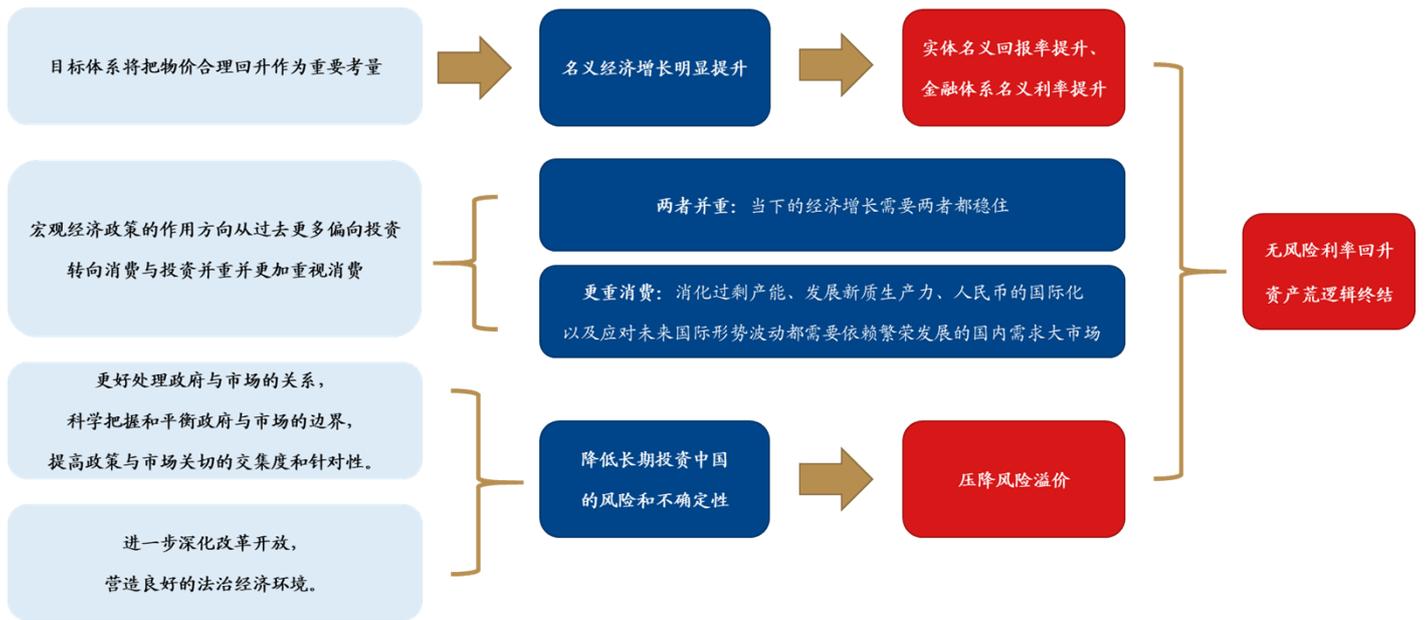
一、国内外政策分析

(一) 国内政策方向的重要变化

2024年7月政治局会议指出“宏观政策要持续用力、更加给力”，体现了对经济的高度重视程度，此后政策出现了一系列积极的变化。2024年10月18日中国人民银行行长潘功胜在2024金融街论坛年会上的主题演讲，总结了未来政策思路的4个重要变化：（1）目标体系将把物价合理回升作为重要考量；（2）宏观经济政策的作用方向从过去更多偏向投资，转向消费与投资并重并更加重视消费；（3）更好处理政府与市场的关系，科学把握和平衡政府与市场的边界，提高政策与市场关切的交集度和针对性；

（4）进一步深化改革开放,营造良好的法治经济环境。总体来看，一方面拉动终端消费、拉动通胀可以提升名义回报率，另一方面压降风险补偿、风险溢价，我们认为最终可能指向无风险利率回升。

图1：国内政策思路变化



数据来源：中国人民银行，

表1：9月下旬以来重要政策梳理

类别	来源	时间	具体内容
货币	央行	9/24	降低存款准备金率和政策利率，并带动市场基准利率下行
	央行	9/25	要精准有效实施稳健的货币政策，着力扩大内需、提振信心，推动经济持续回升向好。
	中共中央政治局	9/26	明确指出要“ 要降低存款准备金率 ，实施有力度的降息
	央行/金融监管总局/证监会	10/16	加大对实体经济的信贷支持力度，保持货币信贷总量合理增长，加力支持小微企业融资。
财政	中共中央政治局	9/26	要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债 ，更好发挥政府投资带动作用
	发改委	10/8	1.加力提效实施宏观政策；进一步扩大内需；加大助企帮扶力度； 2.明年要继续发行超长期特别国债并优化投向，加力支持“两重”建设。将在年内提前下达明年 1000 亿元中央预算内投资计划和 1000 亿元“两重”建设项目清单。
	政治局委员、国务院副总理丁薛祥调研	10/17	1.推进科技创新和产业创新深度融合，不断增强高质量发展新动能。 2.加大逆周期调节力度，积极用好用足地方政府专项债券，充分发挥政府投资带动作用。 3.持续优化民营经济发展环境，着力为民间投资拓展更大空间。 4.加强外商投资服务保障，吸引更多外资企业前来投资兴业、实现共同发展。
地产	央行	9/24	降低存量房贷利率，统一房贷最低首付比例
	中共中央政治局	9/26	明确提出“要促进房地产市场止跌回稳；
	发改委	10/8	加大房地产“白名单”项目贷款投放力度，运用专项债券等支持盘活存量闲置土地。
	政治局委员、国务院副总理何立峰调研	10/12	全力以赴抓好保交房、稳房市等工作。要积极推进收购存量商品房用作保障性住房工作，深入剖析典型案例，及时总结并推广成功做法，用好用足保障性住房再贷款等支持政策，促进加快消化商品房库存。
	财政部	10/12	叠加运用专项债、专项资金、税收政策等支持推动房地产市场止跌回稳
	央行/财政部/金融监管总局/住建部/自然资源部	10/17	1.四个取消：取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。 2.四个降低：降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款的首付比例、降低存量贷款利率、降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。 3.两个增加：新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造、年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿
城投化债	财政部	10/12	较大规模增加债务额度支持地方化解隐性债务
	人大常委会审议通过化债方案	11/8	24 年开始，连续 5 年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，加上此次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。
金融体系	金融监管总局	9/24	1.优化“无还本续贷”政策 阶段性扩大到中型企业 2.对六家大型商业银行增加核心一级资本 3.扩大大型商业银行下设的金融资产投资公司股权投资试点城市范围至北京等 18 个城市
	财政部	10/12	发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本
资本市场	央行	9/24	创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展
	证监会	9/24	1.推动构建“长钱长投”的政策体系、发布促进并购重组的措施 2.推动中长期资金入市，重点提出三方面举措（一是大力发展权益类公募基金。二是完善“长钱长投”的制度环境。三是持续改善资本市场生态。） 3.促进并购重组六条举措
	央行	9/25	有效落实好存续的各类结构性货币政策工具，推动证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款等新设立工具落地生效，维护资本市场稳定。
	中共中央政治局	9/26	明确提出“要支持上市公司并购重组”。
	金融监管总局	9/27	1.支持保险资金通过多种方式，服务国家重大战略、重点领域和重点项目。 2.推动保险机构通过设立私募证券投资基金开展长期股票投资试点，
	金融监管总局	10/18	鼓励金融资产投资公司在支持科技创新方面发挥更大作用。新一批 18 个试点城市签约意向性基金规模已超过 2500 亿元。支持符合条件的保险机构新设私募证券投资基金，加大入市稳市力度。

数据来源：中国政府网，

第一·“目标体系方面·将把促进物价合理回升作为重要考量。”

首先·目标体系从物价管控变成了合理回升·从控制变成了促进。目标体系指的是央行的目标体系，当然也包括其他政府部门对于整体目标的把握。在以往央行的核心指标里，物价的排序相对偏后。央行作为信贷投放或者流动性的主要来源，比较担心物价上涨，因此多数对物价回升进行负向管理。而现在目标体系从物价管控变成了合理回升，从控制变成了促进，这是一个很大的方向变化。

其次·“作为重要考量”指在四大政策目标（经济增长、币值稳定、控制风险、物价稳定）中·通货膨胀回升目标的排序前置，物价回升可能比汇率的稳定更重要。经济增长、控制风险、物价稳定三大目标是同向的，没有经济增长可能也不会有物价回升，同时物价回升也可以控风险，所以物价的回升和控制风险在中期也应该是同向的。而汇率波动可能在未来并不是央行的核心目标。

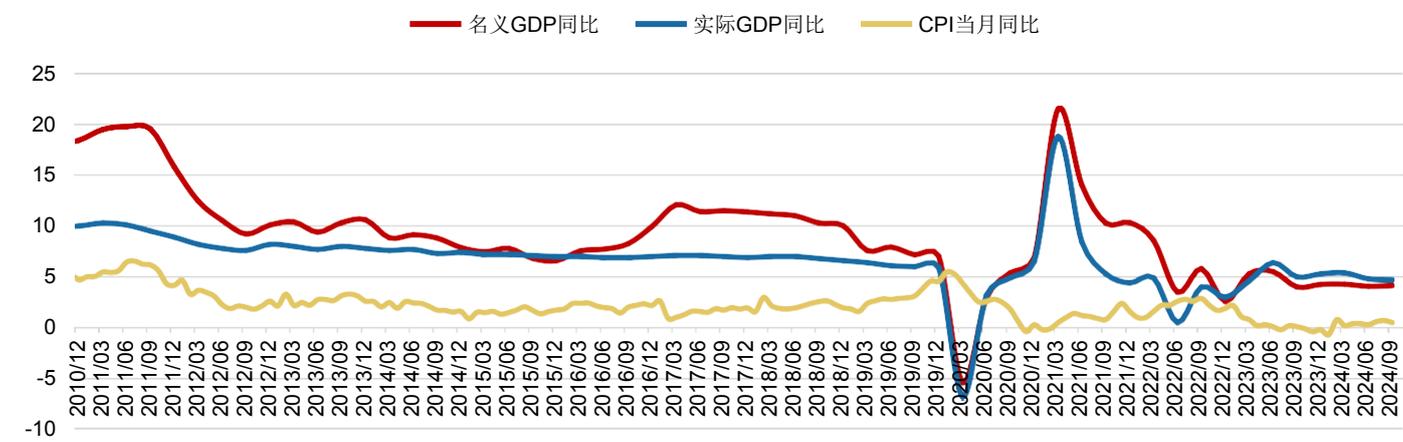
通胀回升目标排序的前置·将给央行带来更大的政策空间。9月24日，国新办举行新闻发布会，货币政策力度超预期。（1）降低存量房贷利率：存量房贷利率下调，平均降低约50BP。（2）降准50BP，调降政策利率：下调存款准备金率0.5个百分点，向金融市场提供长期流动性约1万亿元；在今年年内还将视市场流动性的状况，可能择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点。7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点，引导MLF利率下调30BP，引导贷款市场报价利率和存款利率下调25BP。**展望明年·预计存款挂牌利率将下调2次·LPR预计下调1次·边际息差预计影响正面。**

同时·今年央行推出了一系列新政策工具。（1）**国债买卖业务**：8月开始央行在公开市场操作中逐步增加国债买卖，加大货币政策逆周期调节力度，进行流动性管理的同时，可有效调控利率曲线。央行数据显示，2024年8-10月累积净买入债券面值为5000亿元，其中8月明确披露向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期国债，对长债利率形成有效调控。（2）**买断式逆回购业务**：操作对象为公开市场业务一级交易商，原则上每月开展一次操作，期限不超过1年。公开市场买断式逆回购采用固定数量、利率招标、多重价位中标，回购标的包括国债、地方政府债券、金融债券、公司信用类债券等。或将逐步置换存量MLF，进一步淡化MLF政策利率属性，央行政策利率聚焦7天OMO利率，其余期限利率央行以量影响、市场决定。央行数据显示，2014年10月买断式逆回购业务首次落地5000亿元，期限为6个月。（3）**证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）**：支持符合条件的证券、基金、保险公司（目前共获准中信证券、中金公司等20家）以债券、股票ETF、沪深300成分股等资产为抵押，从人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产，获取的资金只能投向资本市场，用于股票、股票ETF的投资和做市，促进资本市场健康稳定发展。首期操作规模5000亿元，视情可进一步扩大操作规模，央行数据显示，10/21首次操作金额500亿元，中标费率为20bp（最高投标费率50bp，最低投标费率10bp）。

（4）**股票回购增持再贷款**：按季度发放，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票。21家全国性金融机构自主决策是否发放贷款，合理确定贷款条件，自担风险，贷款利率原则上不超过2.25%。贷款资金“专款专用，封闭运行”，分别支持其回购和增持上市公司股票，推动上市公司积极运用回购、股东增持等工具进行市值管理。根据上市公司公告，截止11/14，

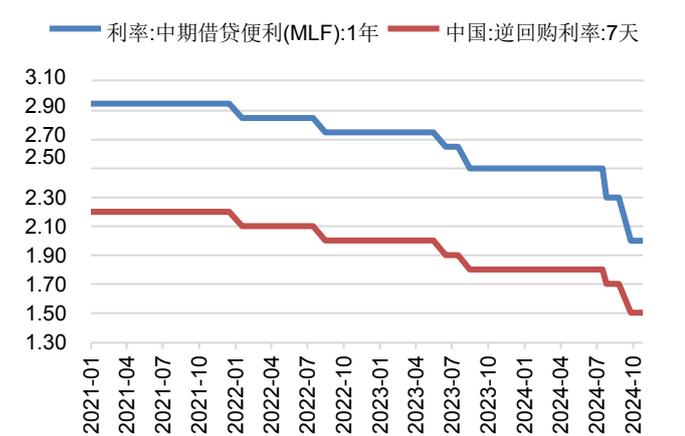
已公告的85家上市公司中披露的合计签订协议发放上限为173.97亿元，涉及12家银行参与，包括5家国有大行、7家股份行。其中国有行、股份行分别参与47个、37个项目，披露贷款上限分别为93亿元、81亿元。

图2：物价合理回升、对经济目标追求下，名义经济增长有望回升（%）



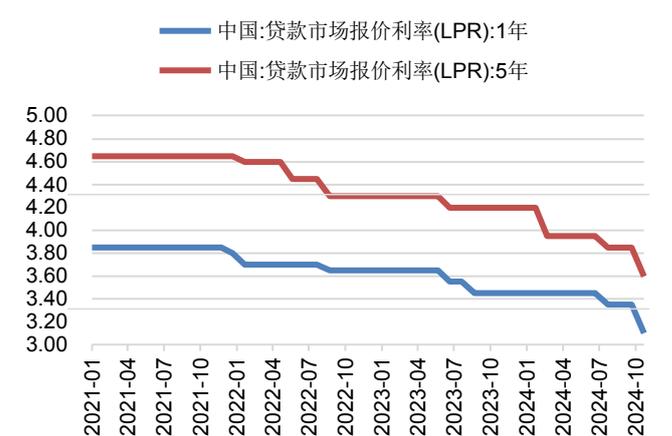
数据来源：，

图3：央行调降MLF和7天OMO利率（%）



数据来源：，

图4：央行调降LPR利率（%）



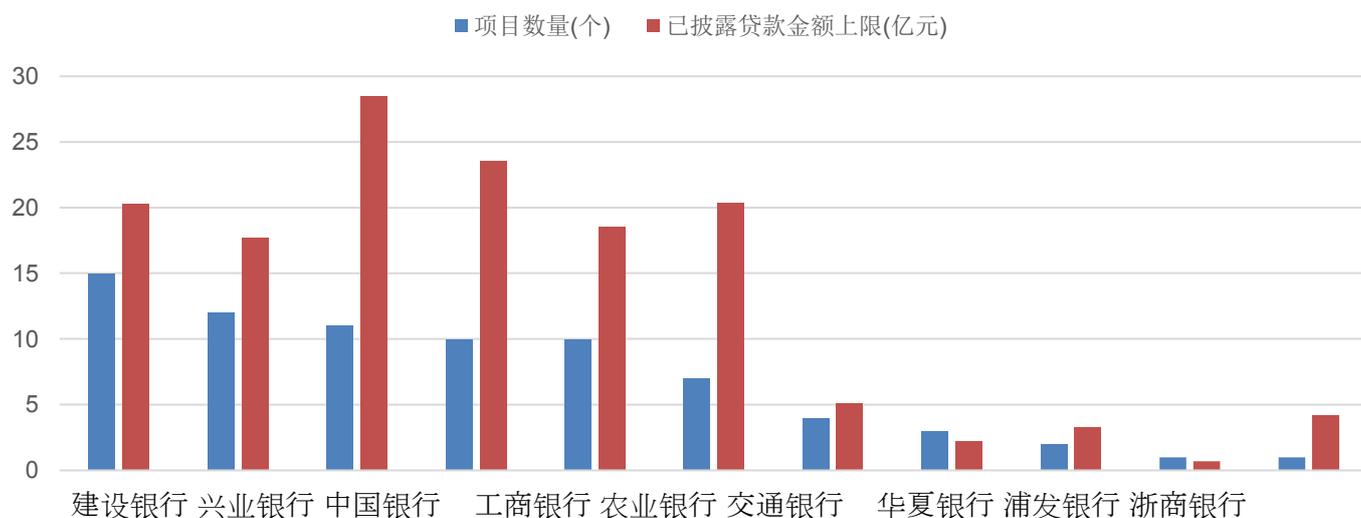
数据来源：，

表2：央行新政策工具运行情况

政策工具	时间	期限	规模
国债买卖业务	2024年8月	/	净买入债券面值为1000亿元
	2024年9月	/	净买入债券面值为2000亿元
	2024年10月	/	净买入债券面值为2000亿元
买断式逆回购业务	2024年10月	6个月（182天）	5000亿元
证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）	2024/10/21	1年	500亿元
股票回购增持再贷款	2024/10/18	1年	首期额度3000亿元,年利率1.75% 截止11/14,已公告的84家上市公司, 已披露贷款金额上限174亿元。

数据来源：中国人民银行，公司公告，

图5：股票回购增持再贷款实施进展（截止2024/11/14）



数据来源：公司公告，

第二：“宏观经济政策的作用方向应从过去的更多偏向投资，转向消费与投资并重，更加重视消费。”

从“偏向投资”转向“消费与投资并重”的主要原因是，刺激投资带来的边际效果可能降低。首先，绝对人口的变化降低了投资的边际效果。2008年以后我国宏观经济政策，大部分时候是以扩张债务拉动投资、维持经济的增长。这一政策在以往我国人口、劳动力、地产没有见顶的时候，是比较有效的，由于其杠杆属性比较强，弹性和乘数较大，能够有效拉动整体经济增长。但是从2014年开始，劳动年龄人口转向负增，更多地刺激投资，带来的边际效果可能较低。其二，政府主导的投资，如果作用在基建等项目上，会形成比较大的分配不均衡，乘数效应可能急剧下降，对于我国自上而下的管理形成了巨大的挑战。

为何不是投资向消费彻底转向？彻底转向意味着对于过去路径的快速放弃，而这会导致短期阵痛。“消费与投资并重”的政策导向下，不用担心转向对于旧体系带来的当下冲击，比如近期很多财政政策（如支持地方化解隐性债务、发行特别国债支持国有大行补充核心一级资本等）都是对我国存量体系的维护和弥补，使其相对稳定和更加健康，这也是当下刻不容缓的事情。

重视需求端的刺激，对于我国的意义很大。“更加重视消费”的政策导向下，未来我国财政等各项政策，会更多支持民生和消费。重视需求端的刺激，对于我国的意义很大：（1）提升效率和回报率；（2）解决我国杠杆问题；（3）有效应对未来国际形势的变动。

首先，宏观政策从投资转向消费，将消化过剩产能、发展新质生产力，引导产能有效率地增长，有助于带动实体回报率提升。过去多年宏观政策通过负债拉动投资，导致产能过剩，并形成地方债务包袱，进而导致资产回报率大幅下降。而宏观政策

转向“更注重消费”，会将资金投向C端（居民端），C端市场的繁荣会刺激制造业产能增长，这类产能增长是有效率的，因为市场化的需求将会提高更有效率部门的产能。

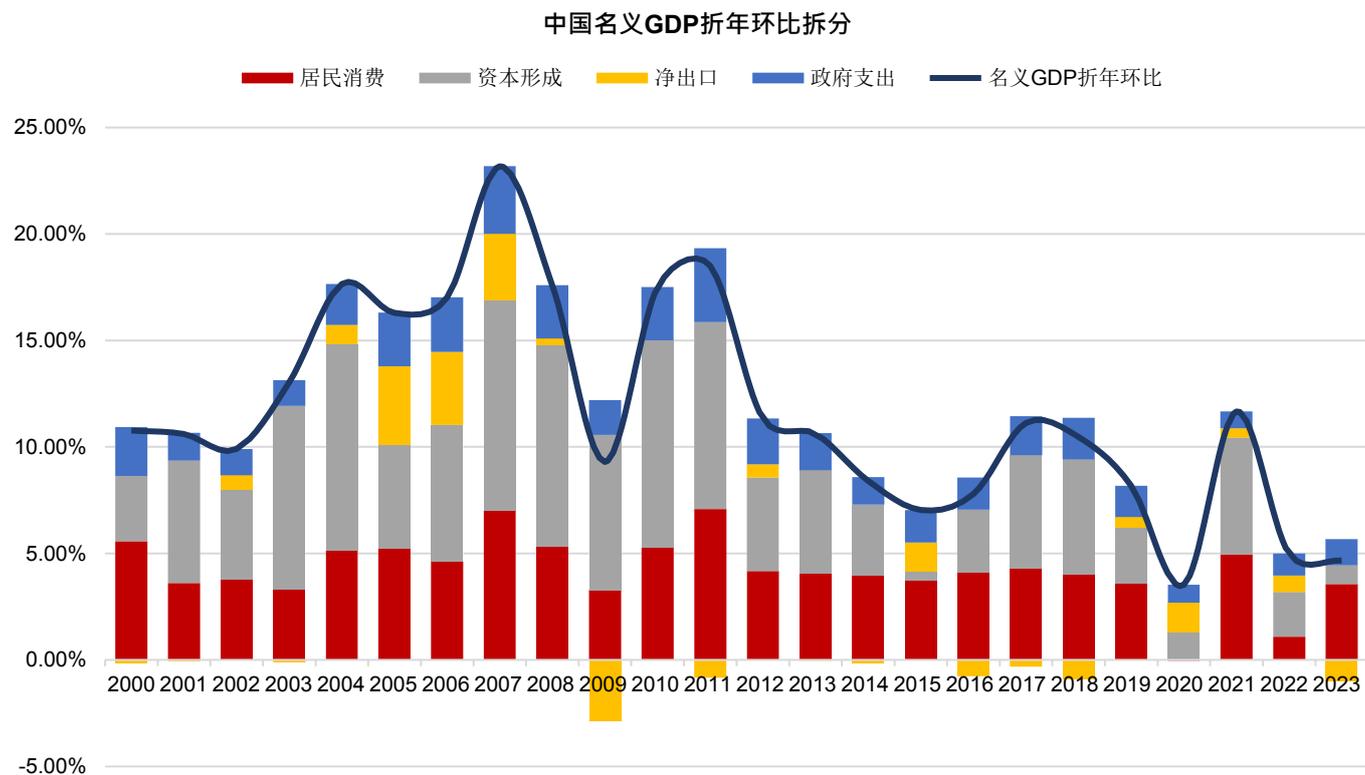
以美国为例，将负债或资金用于居民需求端确实有助于名义GDP的企稳回升。疫情期间美国联邦政府给符合条件的居民先后发放了三轮补贴（见表2），三次发放的要求都是个人调整后总收入低于75000美元，如果夫妻共同申报总收入低于150000美元。同时政府实行紧急租金援助计划，提供资金以帮助无法支付租金或水电费的家庭；实行薪资保护计划，为小型企业提供资金来支付最多8周的工资成本及福利。资金还可用于支付抵押贷款、租金和公用事业的利息。美国政府直接派发现金的做法，提升了个人消费支出；企业获得现金运转，刺激通胀拉动经济解决就业。

派发现金政策可能有效的原因在于：（1）我国存量货币分配极度不均衡，存款少的居民消费弹性更大，派发现金转换为消费的比例较高。（2）摊薄了最有钱人的钱，虽然可能导致通胀，但拉动总需求的正面意义更大，可提高更有效率部门的产能。最近我国多地开始推行消费券政策，涉及家电、餐饮、汽车等领域，同时以绿色消费为引领，推动大规模设备升级换代及消费品以旧换新，相信未来政策会进一步推进。

其次·刺激消费还有助于筛选出我国足够有竞争力的企业·去全球竞争·通过赚取利润解决我国杠杆问题。我国有足够大的国内市场，能够筛选出足够有竞争力的企业，如果这些企业能去全球竞争，这将是未来中国一个非常大的机会。但如果没有国内有效终端市场的发展支撑，企业没有未来增长的预期，也就无法筛选出最有效率的企业去全球竞争。在全球竞争中，我们可以通过赚取全球利润来解决中国的杠杆问题，在国内可能无法解决，因此解决杠杆问题的关键节点就是，政策到底是刺激投资、生产，还是刺激消费、需求。

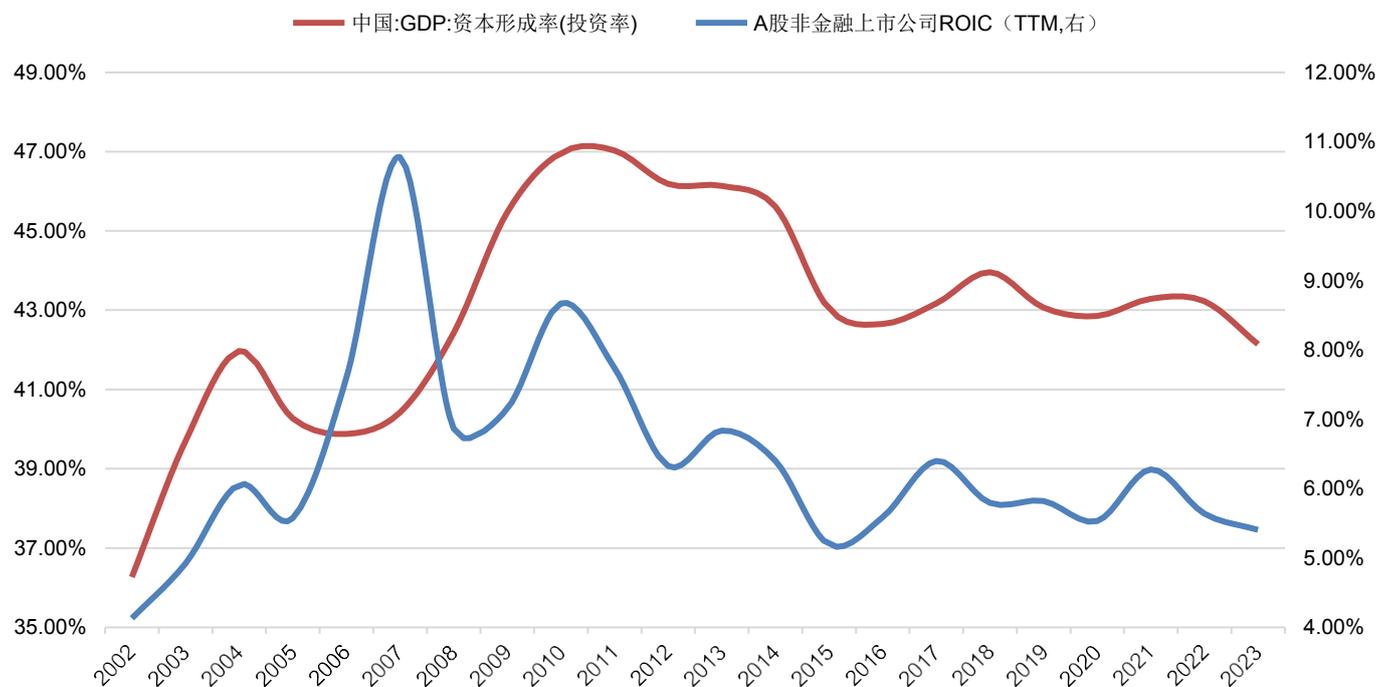
同时·刺激消费可有效对应对未来国际形势的变动。其一，如果我国国内市场足够大，国外市场需求占比也就相对较低，不太容易被他国政策影响。其二，我国市场能够消化的他国商品越多，其他国家对我们的依赖度也就越高，互相需要才是最安全的。因此，刺激消费在当下是一个重要的转向。

图6：中国主要依靠拉动投资维持经济增长



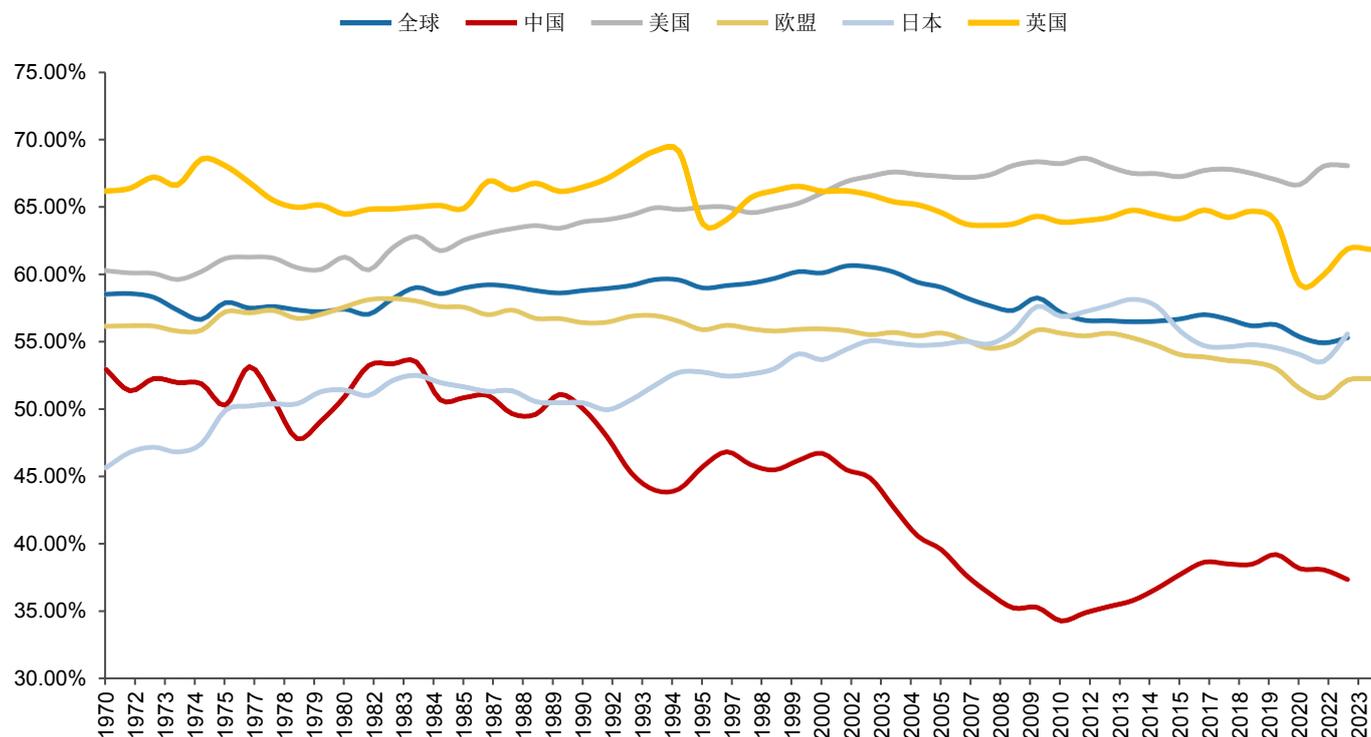
数据来源： ，

图7：2010年以来投资率保持高位，企业ROIC逐渐下降



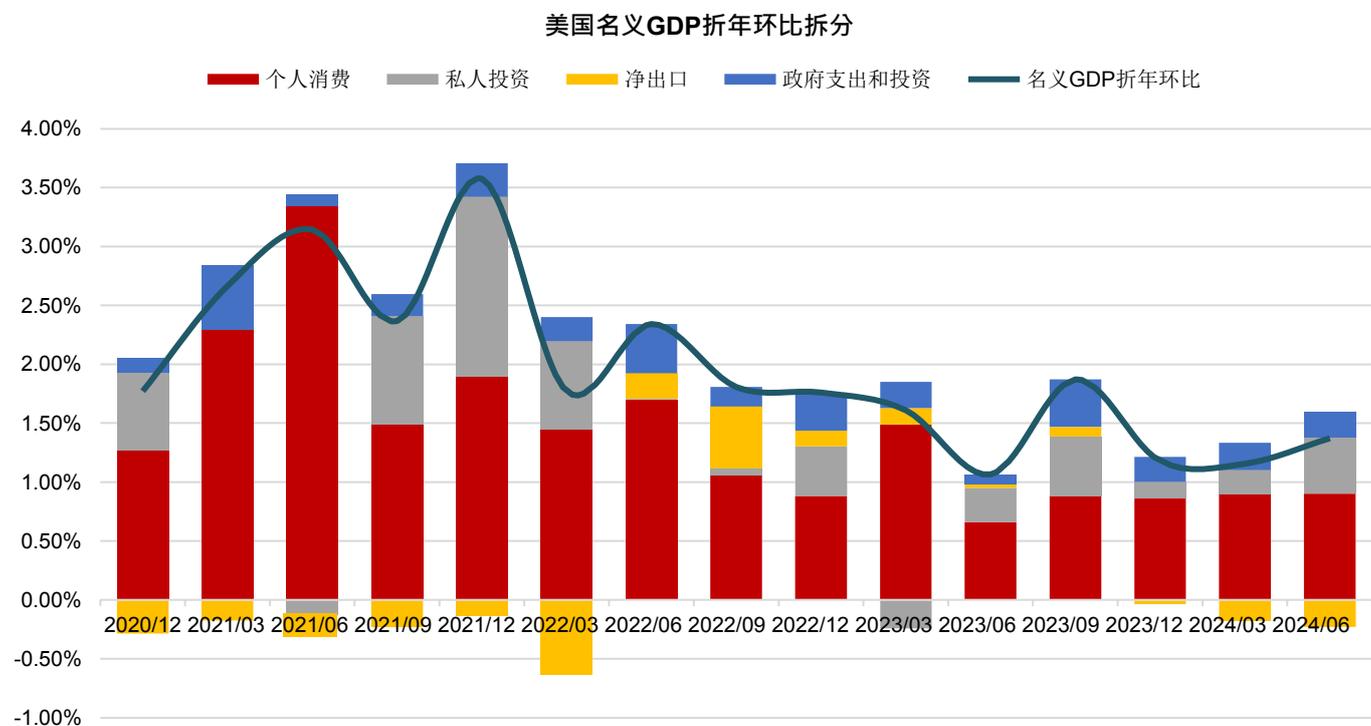
数据来源： ，

图8：世界主要国家居民最终消费支出占GDP比重



数据来源： ，

图9：疫情后美国经济恢复主要依靠个人消费拉动



数据来源： ，

表3：美国联邦政府疫情期间三次为居民派发现金

时间	规模（美元）	对象	条件	事件
2020年3月	5000~5500亿	美国居民，特别是受新冠疫情影响者	政府根据申报者 2019、2018 年纳税申报信息 ① 年收入低于 75000 美元的个人将获得每人 1200 美金的直接补助。 ② 家庭年收入不超过 15 万美金的已婚夫妇将获得 2400 美金补助，每个孩子额外获得 500 美金补助。 ③ 年收入高于 7.5 万美元/15 万美元，收入每多出 100 美元，支票金额减少 5 美元； ④ 年收入高于 9.9 万美元的单一申报者和没有子女的联合申报者，不会获得现金支票。	特朗普政府正式签署了《新冠病毒援助、救济和经济安全法》（CARES 法案）
2020年12月	9000亿（其中600亿为直接救助）	美国公民、居民外国人（绿卡持有者和使用 H-1B 和 H-2A 等签证的工人）、有资格领取失业救济金的人	每年收入低于 7.5 万美元的个人每人最多 600 美元救助·同一个家庭的 18 岁以下的受抚养人每人还额外获得 600 美元（每超过 100 美元收入将减少 5 美元救助），持续 10-16 个星期的失业救济金 (\$300)。	特朗普政府通过《冠状病毒应急和救济补充拨款法案》（Coronavirus Response and Relief Supplemental Appropriations Act, CRRSAA）
2021年1月	1.9万亿（4000亿用于抗击疫情，约1万亿用于为受疫情冲击的美国家庭提供经济救助，约4400亿用于为小企业、州和地方政府提供财政援助）	美国居民（无需公民且在美国国内，仅有收入要求）	年收入不超过\$75,000的个人和年收入不超过\$150,000的夫妇将获得每人\$1,400的救援付款。	拜登政府上台，迅速推出《美国救助法案》（American Rescue Plan Act of 2021）

数据来源：美国联邦政府，

第三：“更好处理政府与市场的关系·科学把握和平衡政府与市场的边界·提高政策市场关切的交集度和针对性。”这意味着政策和市场的互动更多，政策出台后，市场更可能产生比较积极的反馈。市场反馈较为直接的观察窗口是资本市场，政府可能会观察资本市场对于整体政策的思考或反应。我们认为政府对于和市场关系的重新把握和平衡，对未来经济和资本市场，是一个非常重要的变化。

第四：“进一步深化改革开放·营造良好的法治经济环境。”有助于降低长期投资中国的风险和不确定性，压降风险溢价，有助于吸引长期资本回流。

当前政策主要思路的上述变化·一方面拉动终端消费、拉动通胀可以提升名义回报率·另一方面压降风险补偿、风险溢价，最终结果就是无风险回报率回升。

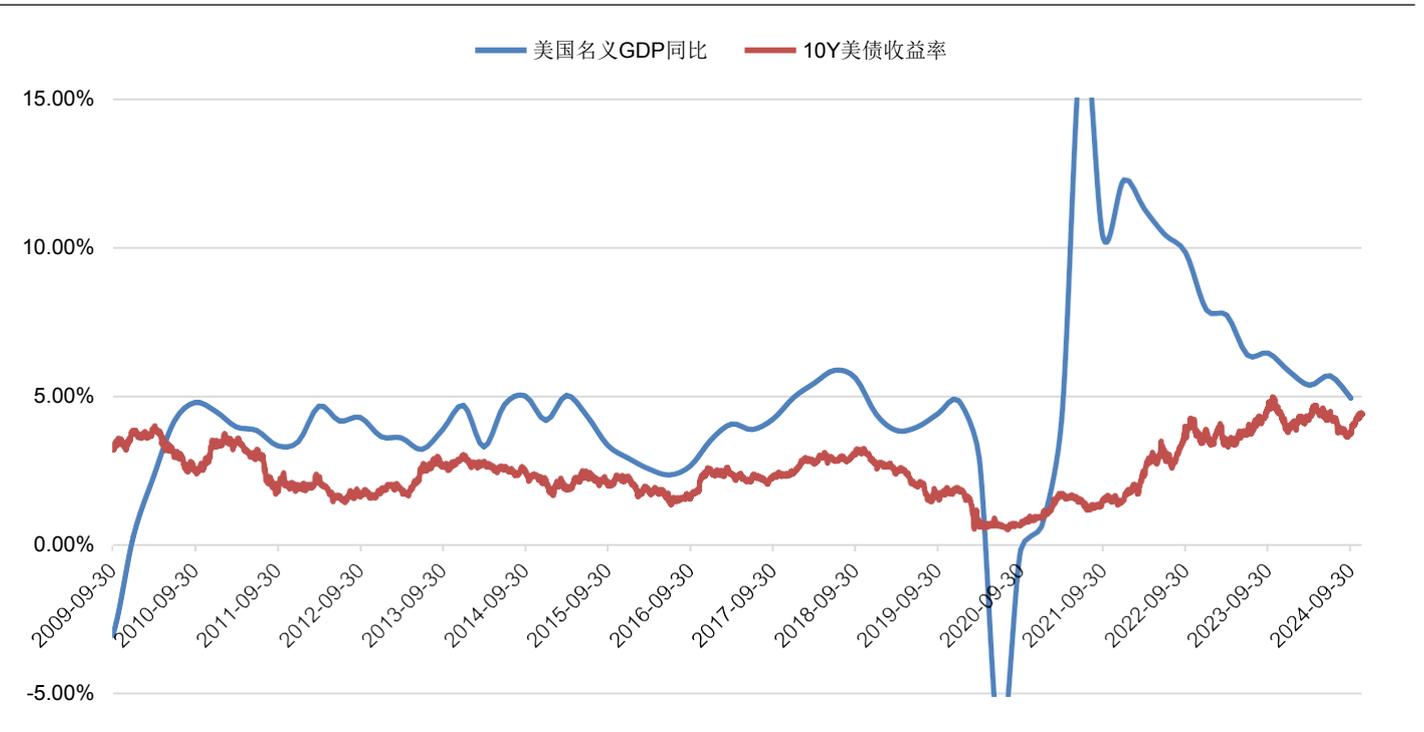
（二）国外政策方向的变化

11月特朗普胜选后，美国未来的政策预期可能改变。短期来看，市场认为特朗普当选后美联储降息进程会被暂停或延迟，同时财政赤字可能扩大，因此特朗普交易下美元指数及美债利率短期回升，套利交易回报率阶段性上升。

中期来看，美债利率维持高位的概率不大。首先，特朗普政策下扩大赤字率的概率不高，从赤字率上升推导至利率上升及美元指数上升也与特朗普的再工业化目标显著矛盾。美联储货币政策取向根本上是跟随美国名义经济增长方向，而名义增长的方向与财政支出规模更相关而不只是跟赤字率相关。总体看特朗普政策的核心主张既会减少财政收入也会减少财政支出，静态测算可能会导致财政赤字，但随着支出逐步削减动态来看赤字率扩大概率并不高。特朗普政府应该更需要低赤字、低利率和弱美元。其次，过高的无风险利率将限制实体部门投资意愿。5%左右的名义GDP增速无法支撑4.4%的10年期美债利率（wind数据，截止2024/11/20）。考虑税收优惠后，目前美债利率已与实体回报率相当，实体投资意愿势必受到限制。因此，特朗普交易预期的过早兑现，一定程度上透支了美国未来的政策空间。

中美两国政策取向已走向拐点，短期市场可能会有所波动；但中期来看，我国需要刺激经济，而美国需要从高赤字中退出，因此中美利差收窄、套利交易回报率下行的趋势，不会因为国外政治人物变化等短期因素冲击而改变。

图10：美债利率和名义GDP增速基本相当



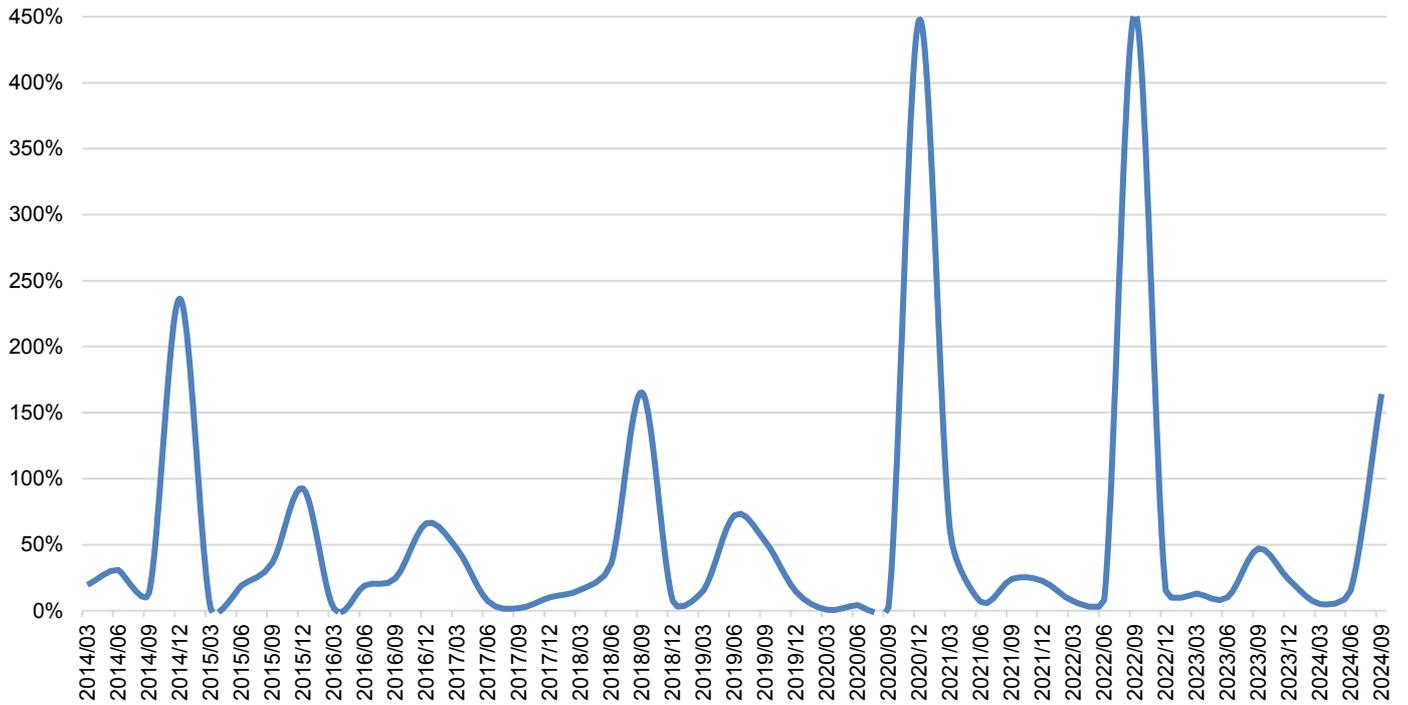
数据来源： ，

二、流动性前瞻：结汇和财政加力驱动流动性改善

（一）跨境流动性改善

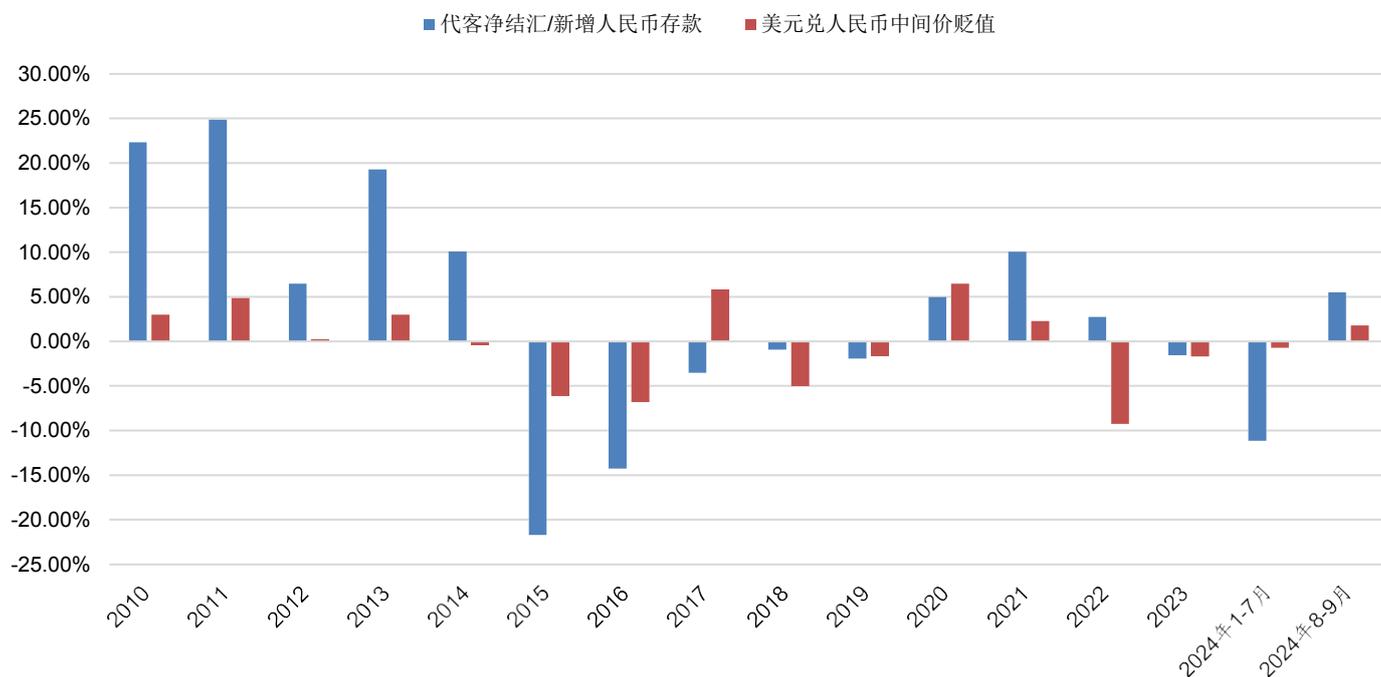
跨境流动性转向下，流动性预计改善。我们在《跨境流动性跟踪框架介绍》中提到跨境资金流动只影响M2数据，并不影响社融数据本身，而跨境流动性变动在拐点处对流动性影响大于社融增量变动。根据wind数据，8月以来中美长期国债利率走势开始反向，两国汇率和权益市场陆续出现了较大波动，9月实物贸易资金、结售汇数据也显示跨境资金拐点已现，2024Q3跨境资金流变动同比/社融增量变动同比再次超过1。8-9月人民币转向升值后，净结汇贡献了新增人民币存款增量的5.5%。展望明年，如果人民币恢复升值趋势，净结售汇将继续对存款增长形成贡献，带动国内流动性改善。

图11：跨境资金流变动同比/社融增量变动同比（季度，绝对值）



数据来源：，

图12：跨境资金流变动同比/社融增量变动同比（季度，绝对值）



数据来源： ，

（二）社融前瞻：财政加力驱动社融增速提升

在财政加力、重视消费的政策背景下，未来政府债务扩大将拉动社融中政府债占比进一步上升，六大行增资将拉动信贷增速回升，预计社融增速将触底回升。

政府债方面，根据wind数据，考虑到物价合理回升、对经济目标追求下，名义经济增长有望回升，预计2024、2025年名义GDP增速分别为4.3%、6.0%；考虑到财政加力，预计名义赤字率将稳步提升，预计2025年名义赤字率为4.0%，同时人大常委会审议通过的化债方案中，用于化债的增量地方专项债规模为6万亿元，2024-2026年每年2万亿元，预计广义赤字率将大幅提升，预计2025年广义赤字率为10.0%。测算2024、2025年财政赤字分别为4.06万亿元、5.60万亿元，新增地方政府专项债分别为5.9万亿元、8.4万亿元，政府债同比增速分别为14.27%、17.56%。发行节奏方面，预计主要于25年上半年发行。

人民币贷款方面，根据wind数据，考虑到特别国债对六大行的增资正在稳步推进，信贷增速将有望提升，预计2024、2025年人民币贷款同比增速分别为8.0%、9.0%。投放节奏方面，预计主要于25年上半年投放。

其他社融项（除贷款、政府债）方面，考虑到流动性环境预计改善、资产荒逻辑逐渐终结，增速有望回升，预计2024、2025年其他社融项同比增速分别为1.5%、2.0%。

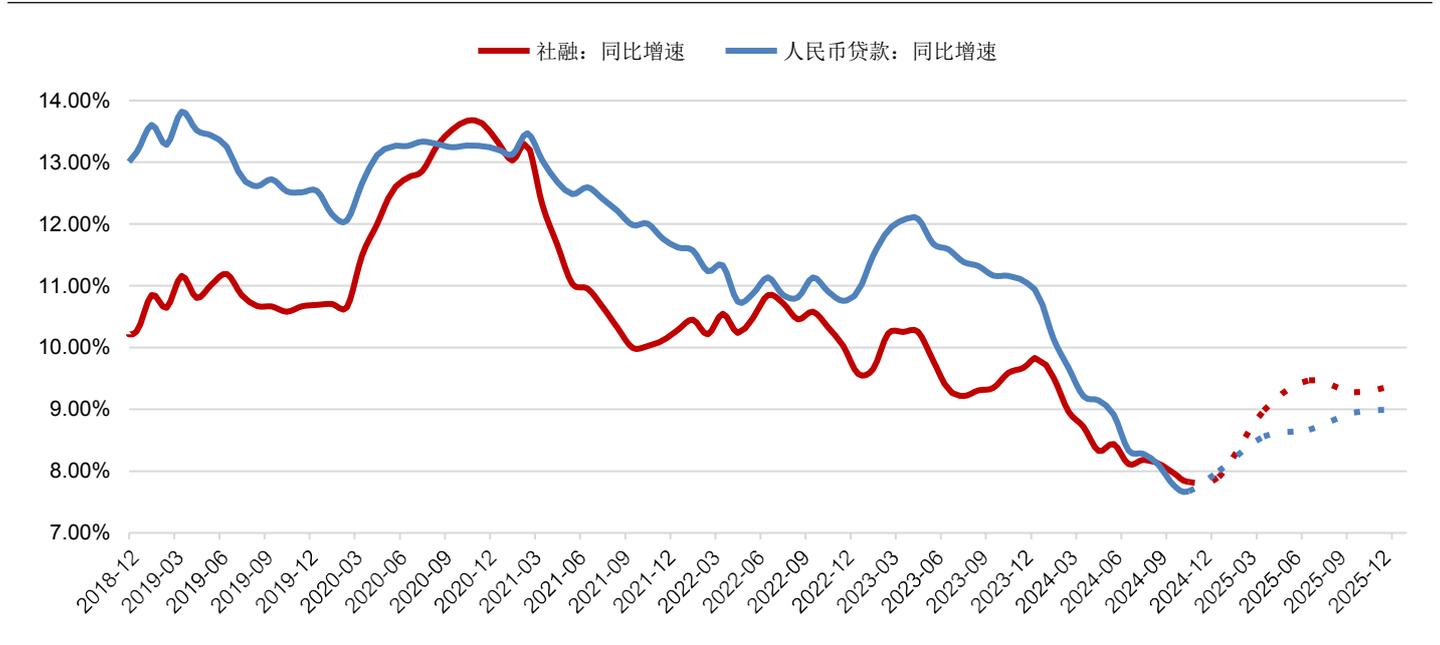
综合来看，预计2024年、2025年社融同比增速分别为7.91%、9.40%。2025年上半年政府债大规模投放或驱动社融增速快速回升，随后持平。

表4：社融前瞻测算

单位：万亿元		2022A	2023A	2024E	2025E
假设	名义 GDP 增速	4.83%	4.64%	4.30%	6.50%
	名义赤字率（财政赤字/名义 GDP）	2.80%	3.08%	3.09%	4.00%
	广义赤字率（名义赤字率+地方专项债/名义 GDP）	5.83%	6.09%	7.58%	10.00%
	人民币贷款同比	10.91%	10.85%	8.00%	9.00%
	其它社融（除贷款、政府债）同比	2.96%	1.72%	1.50%	2.00%
财政	财政赤字（政府预期目标）	3.37	3.88	4.06	5.60
	专项债（新增地方政府专项债限额）	3.65	3.80	5.90	8.40
	名义 GDP	120.47	126.06	131.48	140.02
社融存量	社融	344.21	378.09	407.98	446.35
	人民币贷款	212.43	235.48	254.32	277.21
	政府债	60.19	69.79	79.75	93.75
	其他	71.59	72.82	73.91	75.39
社融同比	社融	9.58%	9.84%	7.91%	9.40%
	人民币贷款	10.91%	10.85%	8.00%	9.00%
	政府债	13.44%	15.95%	14.27%	17.56%

数据来源： ，

图13：跨境资金流变动同比/社融增量变动同比（季度，绝对值）



数据来源： ，

三、大类资产配置结构需要调整

2021年以来居民、企业、金融机构等各部门都在交易利率下行，其核心原因是地产下行导致的资产荒。地产下行、疫情冲击下，市场对于中期回报率预期比较悲观。同时，地产下行本身对于金融体系资产端产生了较大的影响。房贷的提前偿还，导致银行体系资产端优质、高回报率资产的流失；地方政府的非标资产回报率下行，对理财、保险资产端也形成冲击。因此，市场开始追逐回报率相对较低的产品，如银行定存、长期保单、较低回报率的理财，金融机构也开始追逐长久期国债。

居民部门配置保险、定期存款的比例显著提升。根据wind，2024年6月末保险业负债在基金、理财、保险中占比35.76%，较2021年末提升了5.75pct；2024年10月末居民定期存款占存款类金融机构资金来源的比例约30%，较2021年末提升了5.47pct。

企业部门定期存款占比提升，结汇意愿减弱。根据wind数据，2024年10月末非金融企业定期存款占非金融企业存款的比例约75%，较2021年末提升了11.36pct。同时，国债利率下降、美债利率上升的预期下，美债人民币套利交易回报率上升，结汇意愿下降，21年至24年10月结汇率下降了9.8pct。

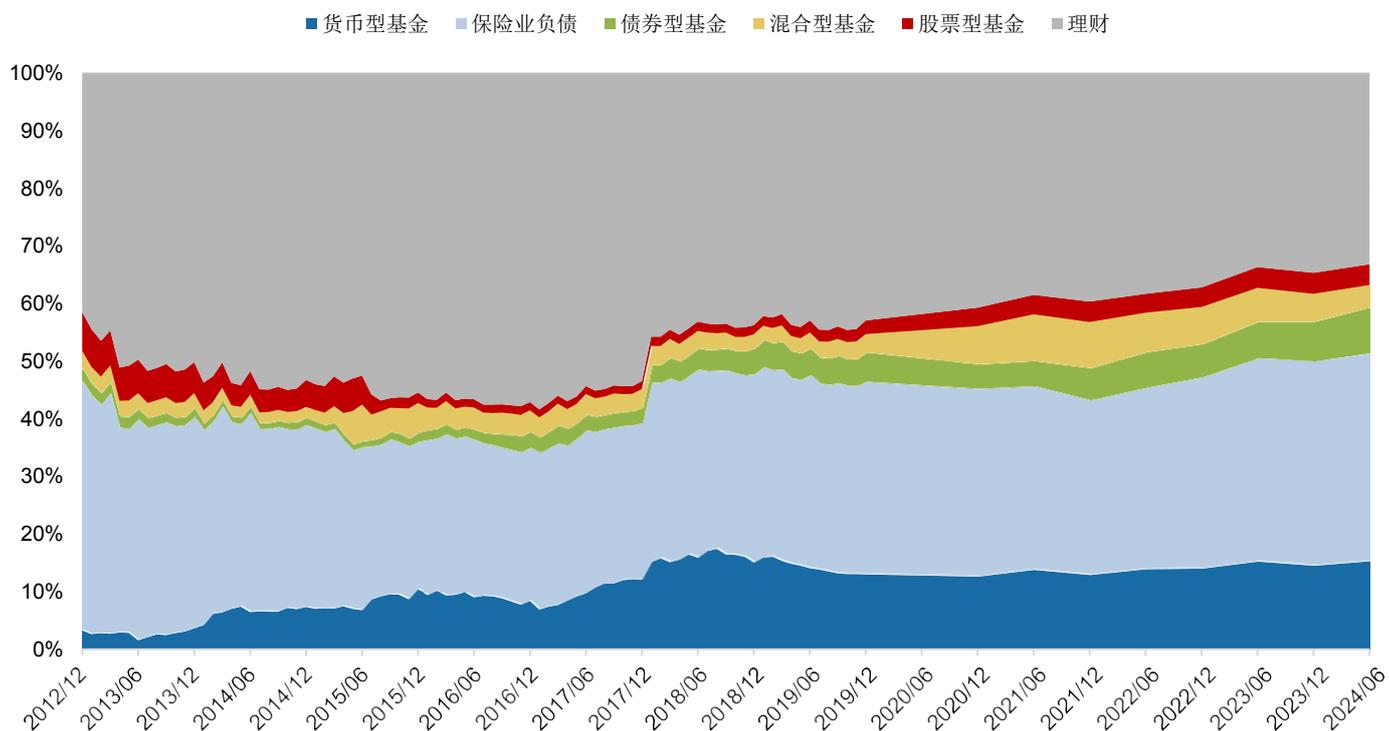
金融机构债券配置比例明显提升，权益类资产配置比例下降。银行金融投资中政府债、金融债占比显著提升，信用债、非标及权益占比显著下降。根据上市银行财报披露，24Q2末42家A股上市银行金融投资中政府债券、金融债占比分别为60%、20%，较2021年末分别提升7pct、4pct。**保险资金债券配置比例明显上升，股票和证券投资基金配置比例下降。**根据wind数据，2023年末保险资金债券、权益配置比例分别为45%、12%，较2021年末分别变动+6pct、-1pct。

表5：2021年以来保险配置比例显著提升

占比	货币型	保险业	债券型	混合型	股票型	理财	较年初变动	货币型	保险业	债券型	混合型	股票型	理财
	基金	负债	基金	基金	基金			基金	基金	负债	基金	基金	
2013/12/31	3.66%	36.46%	1.58%	2.76%	5.37%	50.17%	2013/12/31	0.32pct	-6.51pct	-0.63pct	-0.54pct	-1.34pct	8.69pct
2014/12/31	7.40%	31.32%	1.23%	2.14%	4.66%	53.25%	2014/12/31	3.73pct	-5.14pct	-0.35pct	-0.62pct	-0.71pct	3.08pct
2015/12/31	10.49%	25.36%	1.65%	5.26%	1.81%	55.44%	2015/12/31	3.09pct	-5.96pct	0.41pct	3.12pct	-2.85pct	2.19pct
2016/12/31	8.42%	26.33%	2.80%	3.95%	1.39%	57.11%	2016/12/31	-2.06pct	0.97pct	1.15pct	-1.31pct	-0.42pct	1.67pct
2017/12/31	12.18%	26.88%	2.65%	3.50%	1.37%	53.41%	2017/12/31	3.76pct	0.55pct	-0.15pct	-0.45pct	-0.01pct	-3.70pct
2018/12/31	15.11%	32.36%	4.49%	2.70%	1.64%	43.71%	2018/12/31	2.93pct	5.48pct	1.84pct	-0.81pct	0.26pct	-9.70pct
2019/12/31	13.05%	33.15%	5.07%	3.46%	2.38%	42.89%	2019/12/31	-2.06pct	0.79pct	0.58pct	0.77pct	0.75pct	-0.82pct
2020/12/31	12.66%	32.30%	4.29%	6.85%	3.24%	40.66%	2020/12/31	-0.39pct	-0.85pct	-0.78pct	3.39pct	0.86pct	-2.24pct
2021/12/31	12.94%	30.01%	5.60%	8.27%	3.53%	39.64%	2021/12/31	0.28pct	-2.29pct	1.31pct	1.42pct	0.29pct	-1.01pct
2022/12/31	14.07%	32.90%	5.75%	6.73%	3.34%	37.21%	2022/12/31	1.13pct	2.89pct	0.15pct	-1.55pct	-0.19pct	-2.43pct
2023/12/31	14.57%	35.17%	6.87%	5.11%	3.66%	34.62%	2023/12/31	0.50pct	2.27pct	1.12pct	-1.62pct	0.33pct	-2.59pct
2024/6/30	15.33%	35.76%	8.01%	4.12%	3.61%	33.16%	2024/6/30	0.76pct	0.59pct	1.14pct	-0.98pct	-0.05pct	-1.46pct
2021-2024/6	2.39pct	5.75pct	2.41pct	-4.15pct	0.08pct	-6.48pct							

数据来源：，

图14：2021年以来保险配置比例显著提升



数据来源：，

图15：居民配置回报率下行



数据来源：，

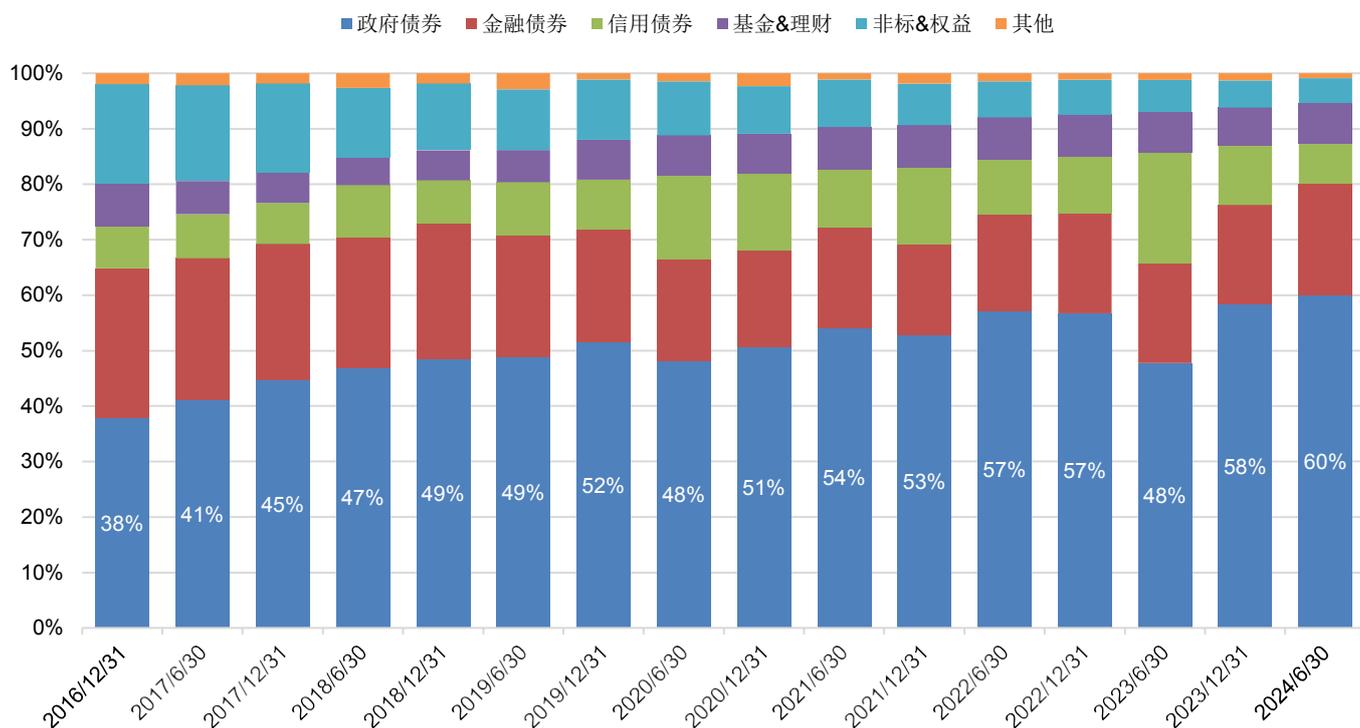
图16：企业定存占比上升，结汇意愿下降



数据来源：，

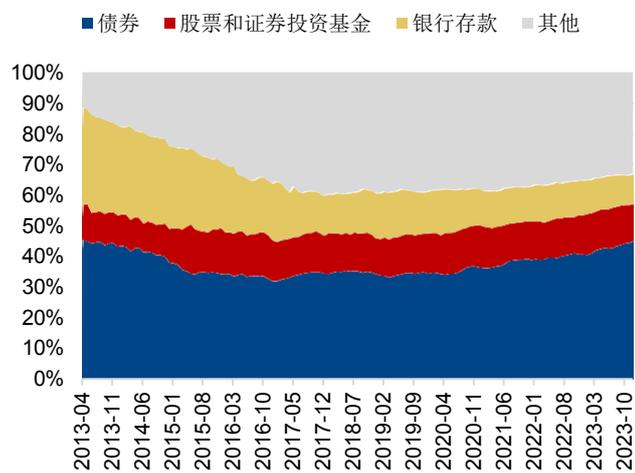
注：结汇率=代客涉外收入 TTM/代客结汇 TTM，售汇率同理

图17：A股上市银行金融投资中政府债占比明显提升



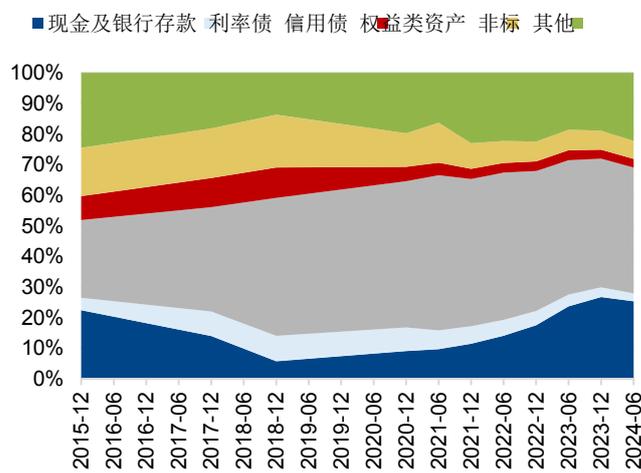
数据来源：公司财报，

图18：保险业资金运用占比



数据来源：，

图19：理财产品投资资产占比



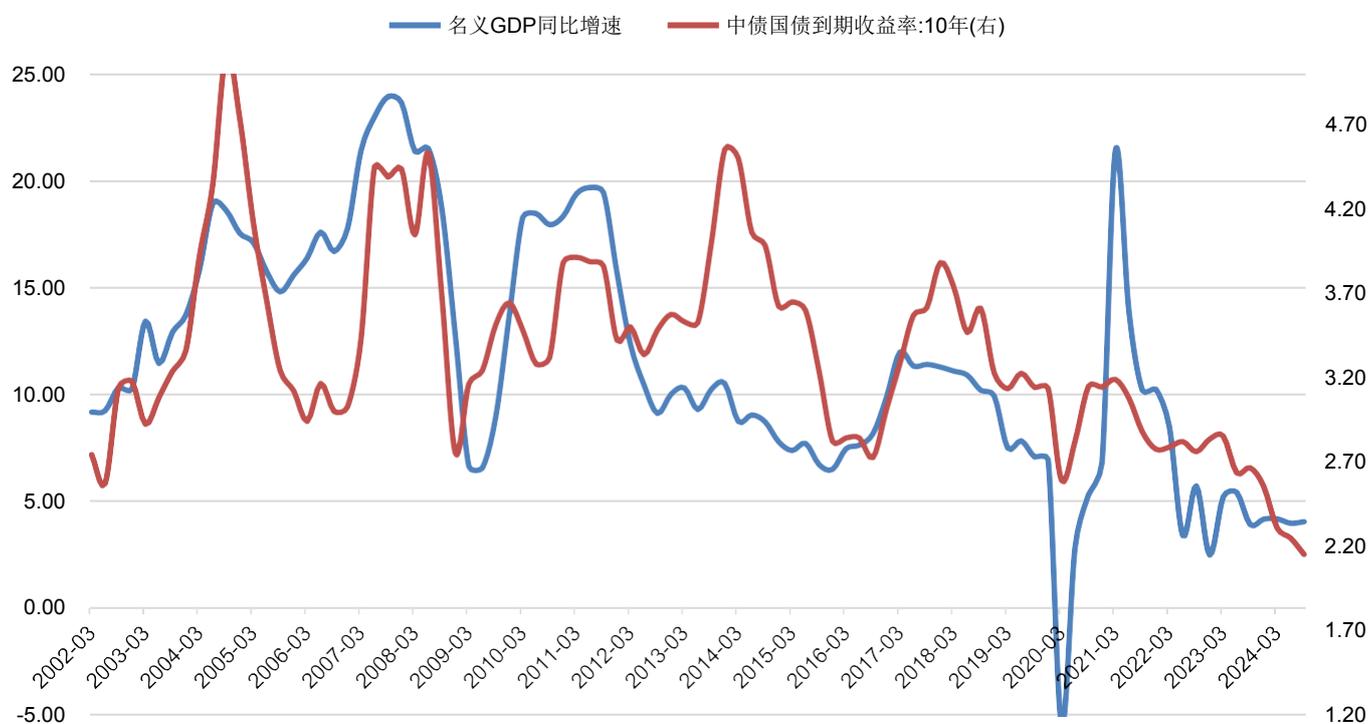
数据来源：，

政策变化会带来大类资产配置的调整。在前文国内政策变化中，我们分析了当前政策主要思路的变化最终可能指向无风险利率回升。同时，物价合理回升指向名义回报率的回升，而名义增长是实体名义回报率和金融体系名义利率的锚，这意味着金融体系的利率假设和资产荒逻辑都需要作重大调整。

流动性拐点、大类资产配置拐点处，高股息投资的底层资产荒逻辑已经改变。高股息的核心逻辑是无风险利率大幅下降，而高股息资产的名义回报率下降较慢，所以会被重估。我们在8月初《重要的转折》中已提示高股息相对吸引力下降。具体来看，根据wind数据，假设通货膨胀率回到2%左右，名义GDP同比增速将从24Q3的4%回升至6%。24Q3名义GDP增速对应的9月末10年期国债利率为2.15%，如果名义GDP增速回升至6%，10年期国债利率可能回到3%以上，考虑税收优惠后，可能等价于其他资产4%左右的实际回报率，与高股息资产的回报率接近（截止2024年11月22日，银行中信指数股息率为5.21%），而高股息资产可能还需要面临未来业绩的波动。因此我们判断高股息的相对收益下降，债券、固收类资产机会也会相对减少。

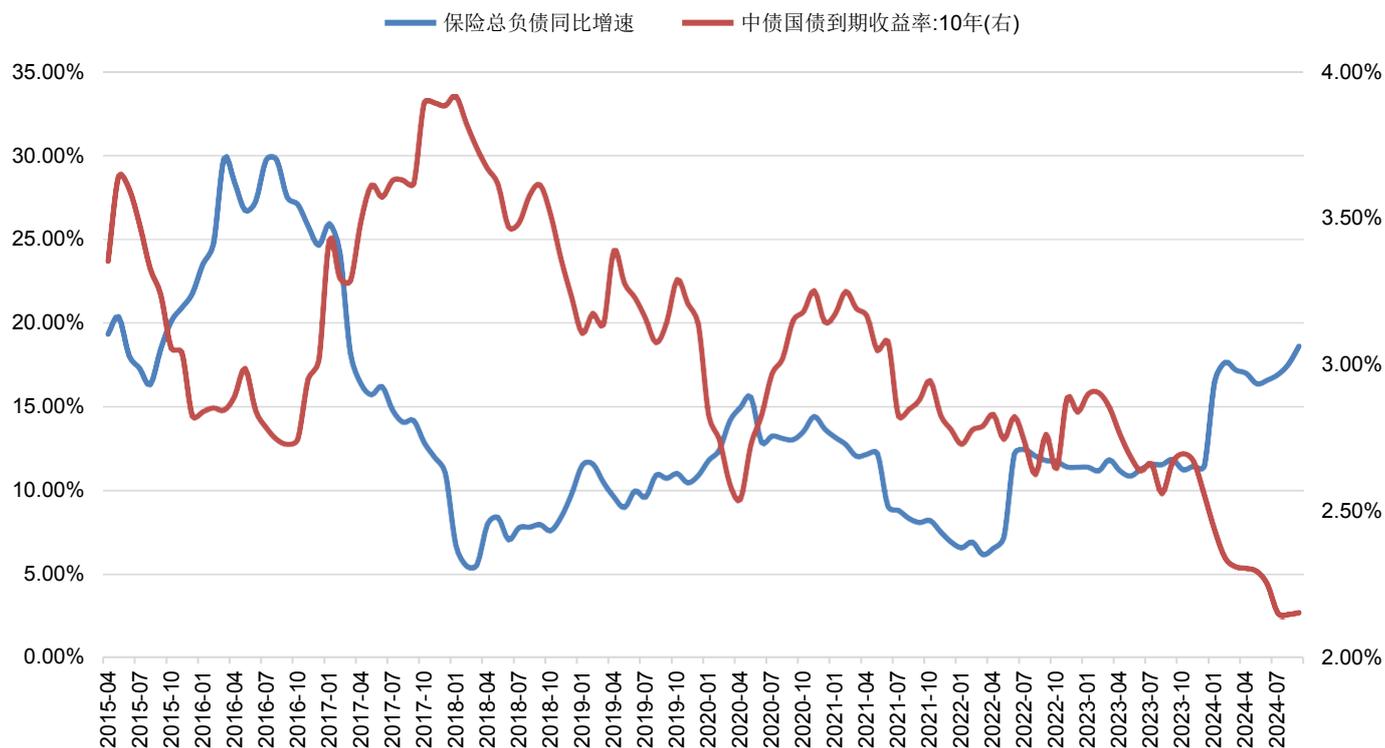
展望明年，保险的需求可能下降，权益投资的需求可能上升。保险负债端与长债利率基本呈负相关，当长债利率大幅下行时，保险负债端会大幅增长；当长债利率回升，保险负债端增长明显下降。随着无风险利率的回升，预计保险需求或将下降。中期来看，权益投资的需求也可能上升。根据wind数据，从实体部门ROIC来看，ROIC/国债利率自2023年以来明显回升，体现了权益资产相对无风险资产的价值在上升。

图20：名义GDP增速与10年期国债利率走势基本一致（%）



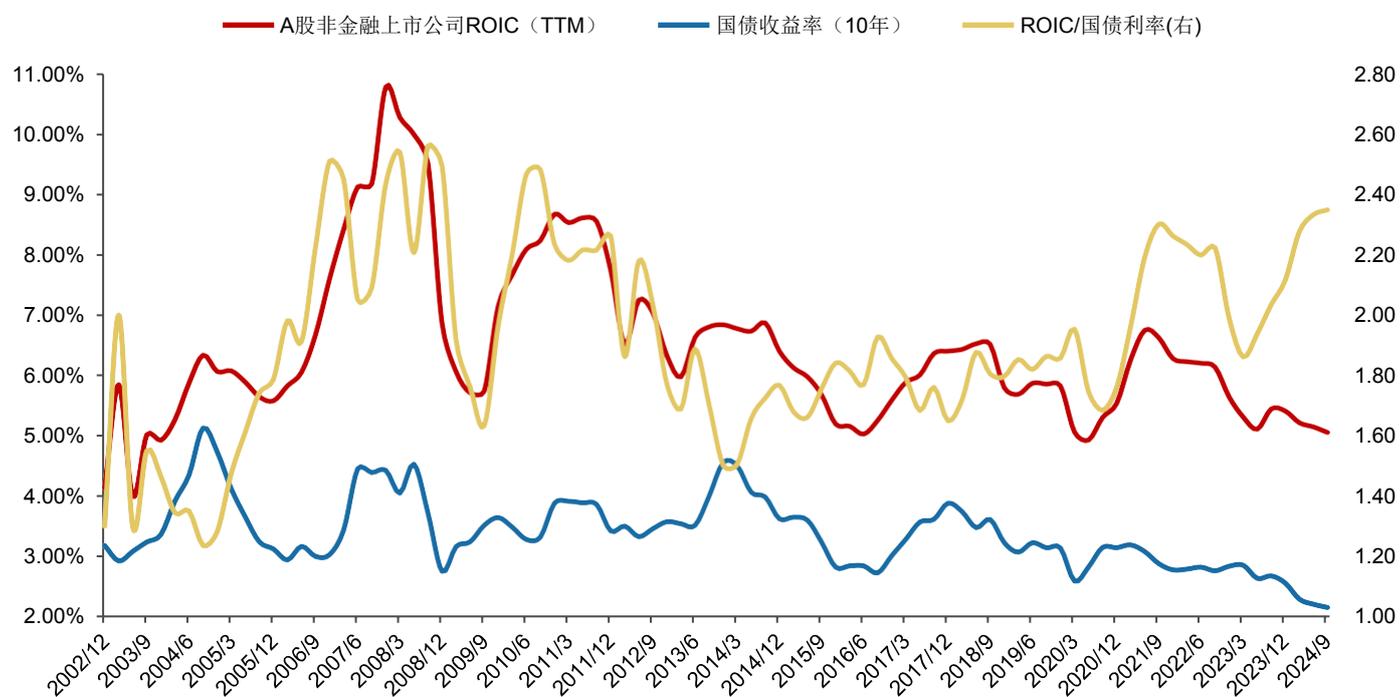
数据来源：，

图21：当长债利率回升，保险负债增长明显下降



数据来源： ，

图22：A股非金融上市公司ROIC与10年期国债收益率



数据来源： ，

四、银行业资负配置展望

（一）规模：预计存款活化开启，存贷向大行转移

资产端，考虑到六大行增资落地、赤字率提高，信贷及资产增速预计提升；负债端，财政力度加大、跨境资金回流，存款竞争形势趋于缓和，经济复苏存款活期化开启。同时，存贷将向大行转移，随着经济重启、地产企稳、存款活化，存款可能流向结算行；化债背景下，中小行资产端的隐债将变成标准化资产由大行承接。大行资负两端将得到明显补充和改善，而中小行资负两端可能同时疲软。考虑到存款活化及转移的过程是慢变量，资产端集中度提高相对更快，因此大行负债端的宽松感受要到下半年才会更加明显。

1. 信贷增速将提升，存款竞争形势预计趋于缓和

资产端，考虑到六大行增资落地，财政赤字率提高将派生标准化、高流动性资产，通胀回升带动名义GDP增速回升，实体信贷需求预计回暖，大行贷款及生息资产增速增幅或更大。负债端，政府债发行高峰后，财政支出力度加大，直接增加实体部门的存款；叠加跨境资金逐渐回流，对市场流动性形成明显补充，行业存款竞争形势总体趋于缓和。

新增政府债和净结汇占新增社融比例提升，将支持存款增速提升。复盘历史，根据wind数据，2020年为应对新冠病毒疫情对经济的冲击，我国实施了积极的财政政策，以支持经济恢复和增长，2020年新增8.3万亿元政府债（社融口径），同比增加3.6万亿元；同时由于20年国内率先复工复产，中美利差（中国-美国）走扩，人民币升值下，套利交易回报率大幅下降，净结汇有负转正，2020年净结汇1.1万亿元，同比增长1.5万亿元。政府债发行和净结汇大幅上升的背景下，2020年新增政府债和净结汇占新增社融比例同比提升10.12pct，期间存款同比增长10.21%，增速较19年同比上升1.56pct。展望2025年，假设政府债、社融规模如前文社融前瞻预期，存款增速与贷款增速持平，根据24年8-9月的情况，假设净结汇为存款增量的5%，

预计2025年新增政府债和净结汇共占新增社融约40%，同比2024年上升10.34pct，预计将对存款增长形成有效支撑，存款将较为充裕。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/978025042070007005>