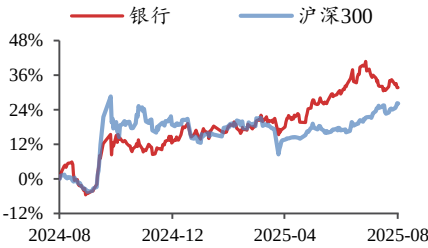


银行

2025 年 08 月 15 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

- 《财政贴息修复量价险，国股行红利属性强化—行业点评报告》-2025.8.14
- 《低利率下的居民“存款搬家”及财富配置—路径、规模与海外镜鉴》-2025.8.9
- 《增值税调整对银行配债行为及业绩影响—行业点评报告》-2025.8.3

信贷社融增长背离，存款活化流向非银

——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

● 信贷受短贷冲量透支，反内卷亦压缩融资空间，票据贡献主要信贷增量

7 月人民币贷款负增 500 亿元，同比多减 3100 亿元，余额增速 6.9% 较 6 月下降 0.2pct。需求尚未扩张同时其余因素亦制约：1、7 月信贷投放易受季节性影响，季末月银行易有冲贷行为，随后于 7 月放缓，用于冲量的短期贷款到期偿还拖累读数；2、企业在“反内卷”环境下削减资本开支，缩减了融资需求；3、置换债发行年内虽前置但 7 月仍持续发力，企业中长期贷款增速受此影响。结构上居民、企业需求双弱，票据冲量形成支撑：7 月企业贷款增加 600 亿元，短期、中长期分别减少 5500、2600 亿元，中长贷负增为多年来首次。我们认为短贷增长压力主要源于部分银行于 6 月末配合银行考核而冲量短贷投放，7 月初随即偿还；而中长期贷款增长受债务置换影响，同时反内卷亦挤出部分低效空转贷款，对拖欠企业账款的清理也阶段性压缩部分企业信贷需求。信贷贡献主要来自票据同比多增 3125 亿元，月末票据利率下行已提前预示信贷投放偏弱。居民端看，短贷及中长贷均减少，短贷减少幅度更大，或反映前期银行在价格战内卷过程中，短贷冲量透支了部分需求，伴随贴息政策释放真实消费需求亦有望提振，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，居民观望情绪居多。

● 社融增长与信贷增长背离，政府债发力下金融支持实体主要方式为直接融资

7 月份社融新增 1.16 万亿元，同比多增 2893 亿元；存量增速为 9.0%，较 6 月上升 0.1pct，社融增速自一揽子金融政策发布后持续有升。社融贡献仍主要来自政府债券，信贷仍为主要拖累项，当前社融与信贷增速呈现背离，或代表金融对实体经济支持主要方式由间接融资（贷款）向直接融资切换，结合“反内卷”政策下低息低效贷款的逐步压降，未来信贷数据对经济反映程度或趋弱。继续成为新增社融的重要拉动分项。第一、7 月政府债新增 1.24 万亿元为多年来同月最高水平，同比亦多增 5559 亿元，年内政府债发行虽前置但 7 月新仍维持高位，后续发行节奏大概率放缓，政府债对信贷的替代效应或逐步减弱。第二、社融口径人民币信贷同比少增 2237 亿元，信贷仍拖累社融增长，但二者对实体经济支持力度相同，故需理性看待政府债对信贷的替代效应，此外价格方面 7 月新发放企业/个人住房贷款利率分别为 3.20%、3.10%，低息贷款的逐步压降或使新发利率企稳；第三、7 月企业债融资新增 2791 亿元，同比多增 755 亿元，科创债发行提速亦贡献社融增长。

● 存款延续活化迹象，但并非预示经济活跃度提升，居民存款向权益市场迁徙

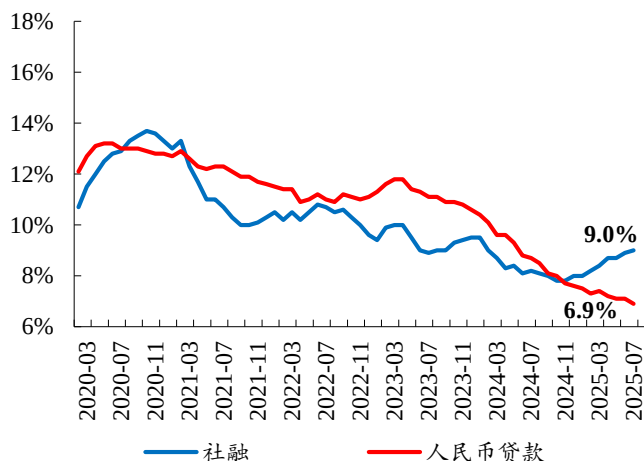
7 月 M2 同比增长 8.8% 环比上升 0.5pct；M1 同比增长 5.6%，环比大幅提升 1.0pct。M1 增速大幅回升同时 M2-M1 剪刀差收窄，存款虽呈活化迹象但并非反映实体经济活跃度提升：1、去年同期受手工补息整改影响，活期存款挤水分致使基数较低；2、政府债券大幅多增环境下，财政存款同比多增 1247 亿元幅度有限，或体现财政对实体部门的支出加速，尤其是化债资金下拨后堆积在企业活期账户上将推升 M1；3、非银存款同比大幅多增 1.39 万亿元，结合居民存款同比多减 0.78 万亿元，存款由居民流向非银部门特征明显，而受制于理财增长偏弱，推测资金主要受风险偏好提升影响，部分高息存款到期后流向权益市场。

● 投资建议：红利策略仍稳固，稳增长驱动估值修复

当前金融对实体支持，增量部分以直接融资为主，信贷数据反映信息有限，而存款由居民向权益市场搬家的现象，亦反映投资者在无风险收益率下行环境下，资金由储蓄被动挤出后风险偏好的提升。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。而基本面修复仍取决于政策的落地实效，如财政贴息等政策的发力，将对银行信贷增长及息差稳定予以呵护，红利逻辑受此强化。基于组合配置的策略，我们推荐推荐中信银行，受益标的建设银行、农业银行、招商银行、北京银行、江苏银行、杭州银行、渝农商行。

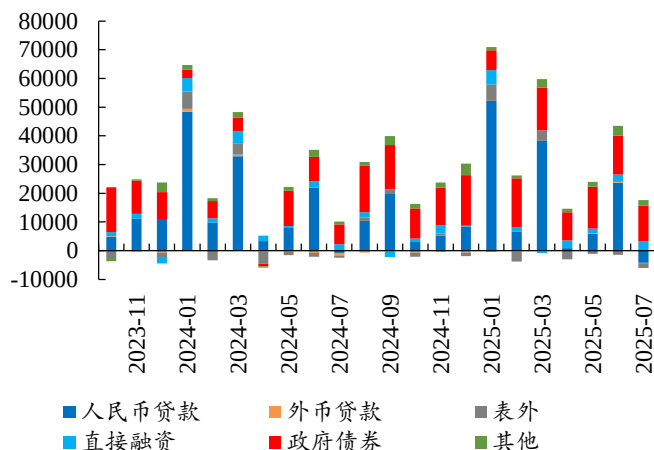
● 风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

附图 1：社融信贷增长呈现背离



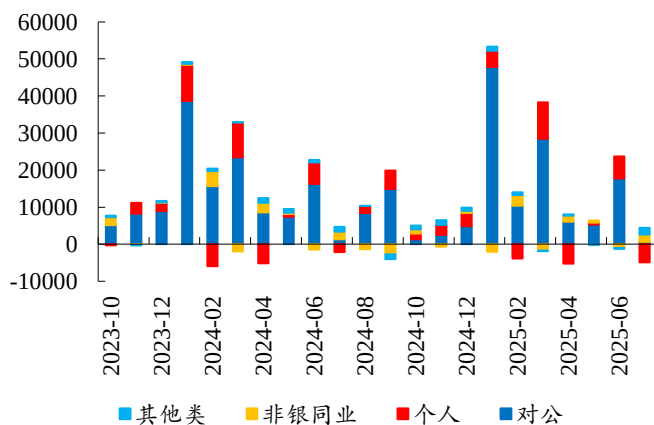
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：7 月社融主要靠政府债券贡献（亿元）



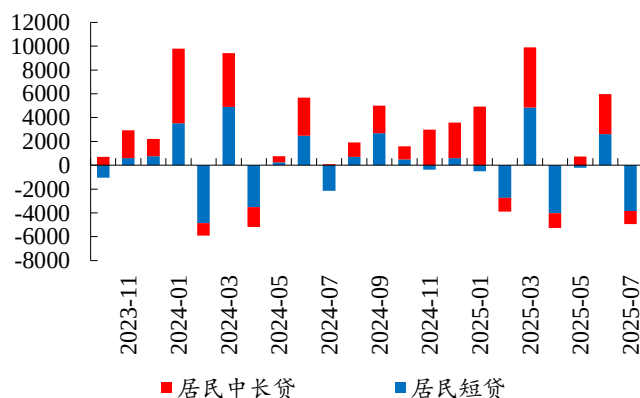
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：7 月信贷需求放缓，主要靠票据支撑（亿元）



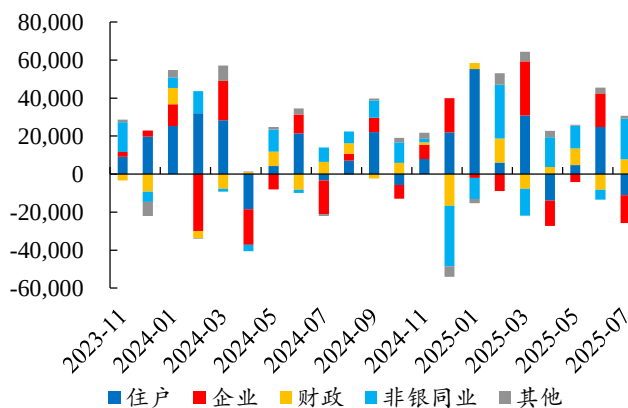
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：居民短贷减少或反映前期冲量透支需求（亿元）



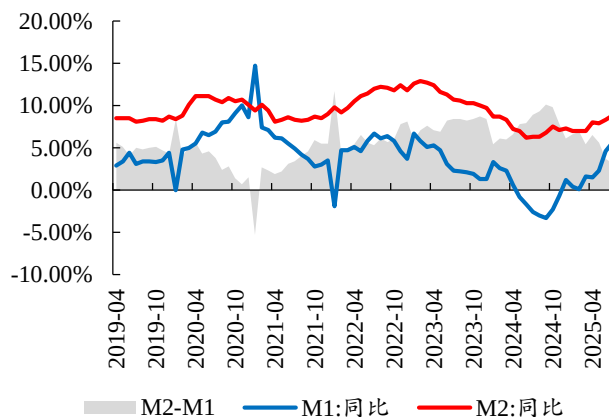
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：7 月资金由居民流向非银存款（亿元）



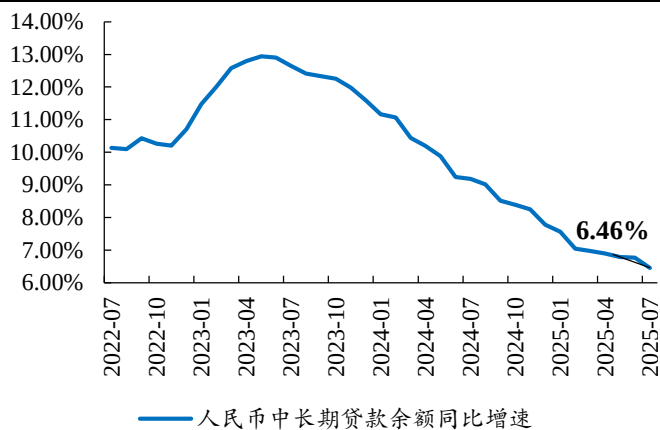
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：资金延续活化，但并非反映经济活跃度提升



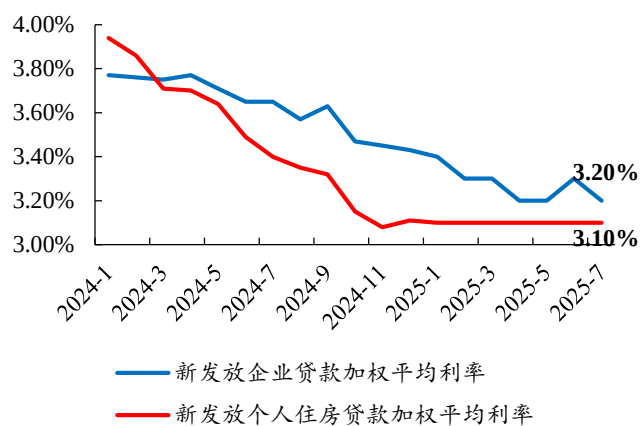
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：7 月人民币中长期贷款增速仍处低位



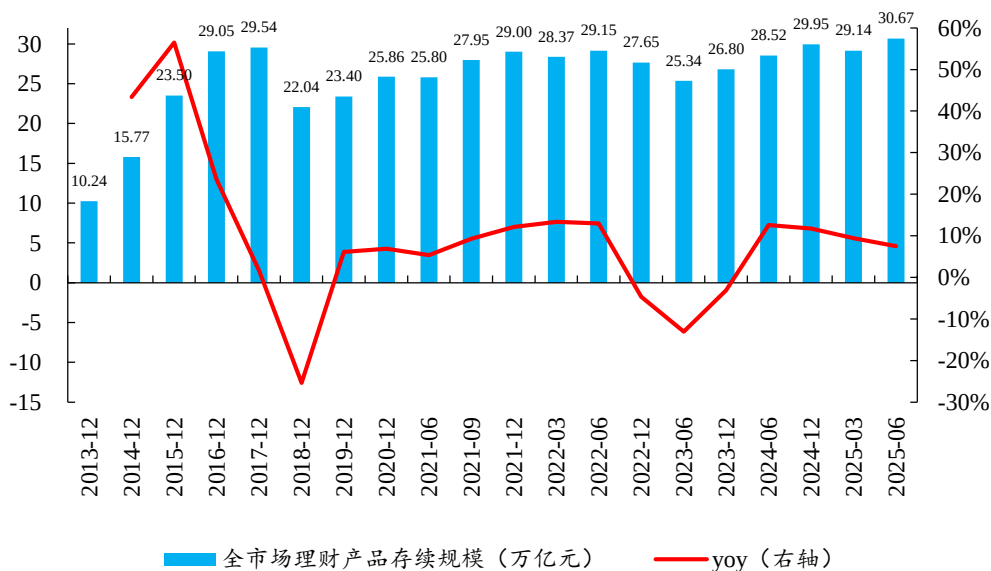
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：新发放个人住房贷款利率阶段性企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 9：年内理财规模增长放缓



数据来源：理财中心、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