

2025年08月14日

标配

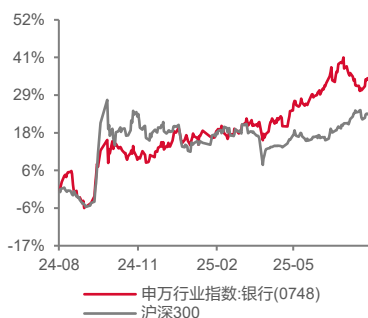
证券分析师

王鸿行 S0630522050001
whxing@longone.com.cn

信贷季节性回落，存款边际活化

——银行业“量价质”跟踪（十七）

投资要点：



相关研究

- 1.常熟银行（601128）：非息收入保持强劲增长，现金分红比例提升——公司简评报告
- 2.年中旺季窗口，信贷与货币同步改善——银行业“量价质”跟踪（十六）
- 3.政府融资继续支撑社融，M1增速改善——银行业“量价质”跟踪（十五）
- 4.常熟银行（601128）：非息收入表现亮眼，资产质量管理审慎——公司简评报告

- **事件：**中国人民银行公布7月金融数据。7月末，社会融资规模余额同比增长9.0%（前值8.9%），社融口径人民币贷款同比增长6.8%（前值7%），金融机构口径人民币贷款同比增长6.9%（前值7.1%）。M2与M1分别同比增长8.8%与5.6%（前值为8.3%与4.6%）。据《金融时报》报道，7月企业新发放贷款加权平均利率约3.2%（1-6月为3.3%），个人住房新发放贷款加权平均利率约为3.1%（1-6月为3.1%），同比分别下降45BPS与30BPs。
- **季节性因素、清理拖欠账款、金融反内卷影响下，7月信贷较弱。**7月社融口径人民币贷款减少4263亿元，同比多减3455亿元。在近年需求放缓的背景下，月度信贷波动明显增加，旺季更旺，淡季更淡的特征较为明显。7月属于淡季，信贷放缓与6月旺季透支有一定关系。另外还存在以下因素制约7月信贷：清理拖欠企业账款可能使中小企业信贷需求阶段性下降，金融机构破除内卷式竞争会挤出虚增空转贷款，政府化债对企业信贷形成替代效应。评估信贷力度时，宜综合存量数据（可以反映年内累计增量，较单月数据更全面）来衡量。6月末，金融机构人民币贷款与社融口径人民币贷款增速分别为6.9%与6.8%，符合7%的目标（预期GDP增速5%+目标通胀水平2%），仍明显快于名义GDP增速。结构上看，企业中长期贷款减少2600亿元，同比多减3900亿元；企业短期贷款减少5500亿元，同比持平。票据贴现增加8711亿元，同比多增3125亿元，与一般信贷互补，体现商业银行加大贴息力度维护信贷稳定。居民中长期贷款减少1100亿元，同比多减1200亿元，与地产走弱相符。居民短期贷款减少3827亿元，同比多减1671亿元，主要反映经营贷、消费贷需求偏弱。企业债券延续改善态势，7月新增2791亿元，同比多增755亿元，一方面是因为利率回落后续发债需求恢复常态，另一方面反映房地产行业及债券“科技板”在政策支持下发行力度较大。
- **政府融资继续靠前发力，支撑社融较快增长。**受积极财政政策推动（如政治局会议明确要求“加快政府债券发行使用”），7月新增政府债券12440亿元（主要是房地产、城市更新、保障性安居等领域专项债和再融资债券发行提速），较去年同期多增5559亿元。受其支撑，社融增速保持9%的较快增速。政府工作报告明确今年新增政府债务总额达11.86万亿元，较上年增加2.9万亿元，增速约32%，远高于社融7%的增速目标，这为信贷需求波动提供充足对冲空间。节奏上来看，财政靠前发力特征明显，社融在其影响下或呈现“前高后低”的走势。关注下半年政府债额度是否会提前，若提前，社融增速或迎来额外支撑。
- **后续信贷在总量充裕的前提下，会更加聚焦于优化结构。**根据政府工作报告，消费价格指数目标从3%下调至2%后，社融增速目标相应从8%下降至7%。在财政力度明显加大、结构性工具大幅扩容的支撑下，该目标实现难度不大。根据对近期“反内卷”政策导向的理解，我们认为后续信贷发力会兼顾总量与结构。居民领域仍会向消费、经营倾斜，后续关注近期针对消费贷、经营贷贴息政策的效果。对公领域向小微、科创、资本市场、绿色倾斜，以配合消费、科创、民生等领域的支持性财政、产业政策组合，而部分领域信贷需求或受“反内卷”政策导向的抑制。
- **货币供应继续改善，存款活化。**7月M2与M1分别同比增长8.8%与5.6%，分别较6月末0.5pct、+1pct。结构上来看，新增非金融企业存款继续高于去年同期，另一方面与去年治理资金空转的低基数有关，另一方面是因为政府债派生较强。结构方面，新增个人存款明显弱于去年同期，而非银存款明显强于去年同期，主要是因为较好的资本市场表现触发一定程度存款搬家效应。新增非金融企业存款好于去年同期，主要是由于去年基数较低及财政资金下沉。M1增速继续改善，一方面是因为去年治理资金空转导致基数较低，另一方面是因为存款边际活化。存款活化主要包含以下四个方面：汇率预期改变，企业结汇更为积

极进而增加活期存款；化债资金到位后以企业活期存款形式留存；资本市场改善，住户定期存款活化为住户活期存款或非银活期存款；中小企业账款周期有所缩短，这有助于改善其现金流，从而增加企业活期存款。

- **存贷同步降息，息差压力趋缓。**根据《金融时报》报道，7月企业新发放贷款加权平均利率约3.2%，个人住房新发放贷款加权平均利率约为3.1%。虽然1年期与5年期LPR于5月分别下调10bps，但新发放贷款利率相对稳定，或体现了金融反内卷的效果。存款端，5月20日以来，国有行率先下调存款挂牌利率，中小银行普遍跟进。从力度来看，5月降准、结构性工具与OMO利率下调、存款利率下调、资金市场利率下降组合对负债端改善效果显著，对冲LPR下降影响后还有盈余。在当前利率条件下，预计2025年息差下行压力将明显小于2024年。鉴于价格指数偏弱，地产及消费复苏动能仍待观察，下半年不排除货币政策进一步宽松。届时若息差压力加大，按照贷存联动规律，存款利率将继续跟进。
- **投资建议：关注稳定分红与复苏潜力投资主线。**现阶段贷款增长放缓，政府融资对银行规模增长的驱动较强。利率政策对银行资金端的影响大于投资端，总体上对息差较为友好。预计2025年息差下行压力将明显小于2024年。在财政部注资国有银行、头部银行分红稳定（对险资、社保资金等中长期资金吸引力较强）以及房地产及城投等重点领域风险放缓等积极因素支撑下，银行估值修复逻辑有望持续。零售资产风险拐点有待进一步确认，但参照此前制造业、对公房地产业不良周期的演进路径，预计整体资产质量依然稳定。我们建议继续关注国有大行及头部中小银行。
- **风险提示：贷款利率单边下行致息差大幅收窄；住房贷款、信用卡贷款、经营性贷款风险快速上升。**

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089