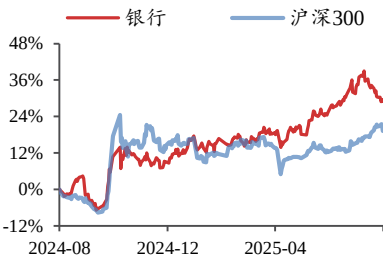


银行

2025 年 08 月 01 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

- 《坚守“绝对收益”的现实与未来——理财 2025H1 半年报解读》-2025.8.1
- 《险资增配动因与 PB-ROE 估值曲线演变“新范式”——行业深度报告》-2025.7.31
- 《资产负债结构转化中的银行利率风险重估——行业深度报告》-2025.7.25

企业短贷高增与票据利率的窄幅波动

——行业点评报告

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

朱晓云（分析师）

zhuxiaoyun@kysec.cn

证书编号：S0790524070010

● 2025 年银行呈现用企业短贷代替票据冲量的信贷新特征

2025 年以来银行“以票冲贷”现象并不突出，企业短贷的规模多次出现超季节性增长。3 月、6 月当月新增规模分别为 1.44/1.16 万亿元，高于往年同期均值 4582/4832 亿元。同时观察到票据融资在 6 月明显缩量，当月规模-4109 亿元，明显高于近三年均值（-139 亿元）。一方面，银行在盈利压力下更注重收益，为缓解息差压力，有意压降低息票据资产。另一方面，国央企账期管理趋严催化企业短贷规模增长。2025 年 3 月发布《保障中小企业款项支付条例》中提出“大型企业从中小企业采购货物、工程、服务，应当自货物、工程、服务交付之日起 60 日内支付款项”，或进一步催化了大型企业用短期贷款替代商业信用的行为。一般来说制造业 PMI 银行表内外票据总量呈现正相关的趋势，但 5 月以来制造业 PMI 回升进程中，企业开票总量明显下降，或侧面反映该政策对企业一级市场开票形成影响。此外，银行月末/季末冲贷款的方式还有法人账户透支和福费廷，纳入一般性贷款统计口径，是企业短贷冲量的一种形式。

● 2025 年以来 6M 国股银票转贴现利率波动性明显减弱

2025 年上半年 6M 转贴现利率在 0.98%~1.60% 区间窄幅波动，2023 年和 2024 年同期票据利率波动幅度则分别为 170BP 和 105BP。由于票据利率兼具资金属性和信贷属性，（1）年初以来银行更倾向于用企业短贷冲信贷规模，票据的信贷属性有所弱化，从而票据利率未呈现出“月末跳水”特征；（2）从 3M-Shibor 的利率走势来看，今年资金利率较 2023 年和 2024 年也更为平稳。（3）此外，银行盈利压力加剧，低息票据比价效应不强，这对票据利率的下限形成约束，而信贷需求不足又抑制了上行空间，多因素下，形成了年初以来 6M 国股银票转贴现利率窄幅波动的特征。

● 7 月末票据利率急剧下跌，同时 6M 转贴现利率与 3M 明显倒挂

7 月末各期限票据利率急剧下跌，或反映 7 月一般性贷款投放较弱，月末加大收票力度填充信贷规模。同时 7 月初 6M 国股银票转贴现利率就大幅下行至 1% 以下，但月初短期票据利率走势平稳，1M 和 3M 期限国股银票转贴现利率在 1.2% 附近窄幅震荡。票据利率倒挂的背后，我们认为反映了银行对远期信贷需求的预期不佳，银行抢配 6M 票据贴现，年内可缓解信贷规模增长压力，2026 年初到期可为开门红的信贷投放腾挪额度。

● 投资建议

我们推荐标的仍延续前期红利逻辑：1、零售风险可控，拨备调节盈利能力突出的国有行；2、安全边际高、存量风险有出清迹象的股份行；3、盈利增长有空间，拨备反哺能力强的城、农商行，推荐中信银行，受益标的建设银行、农业银行、招商银行、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。

目 录

1、 2025 年出现银行用企业短贷冲量而非票据的新特征.....	3
2、 票据利率波动性降低，且呈现长短利率倒挂.....	4
3、 投资建议	6
4、 风险提示	7

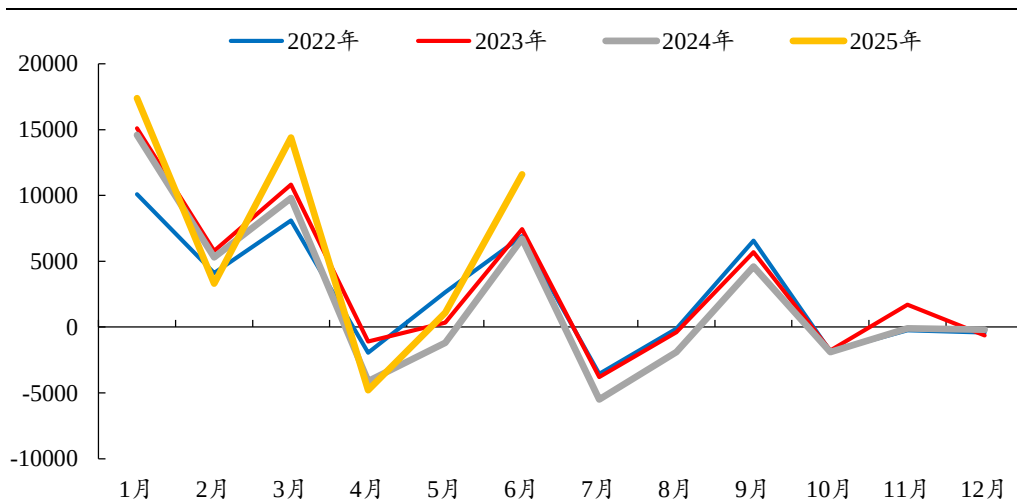
图表目录

图 1： 2025 年季末月银行短贷规模超季节性（亿元）	3
图 2： 2025 年 5-6 月票据融资规模低于近三年均值（亿元）	3
图 3： 上市银行存款利差不断收窄	4
图 4： 2025 年 5-6 月银行表内外票据总量明显下降（亿元）	4
图 5： 2025 年 6M 国股银票转贴现利率的波动性收窄	5
图 6： 票据利率与资金利率走势密切相关(%).....	5
图 7： 7 月以来 6M 国股银票转贴现利率与 3M 明显倒挂.....	6
表 1： 商业银行大类资产比价表	5

1、2025 年出现银行用企业短贷冲量而非票据的新特征

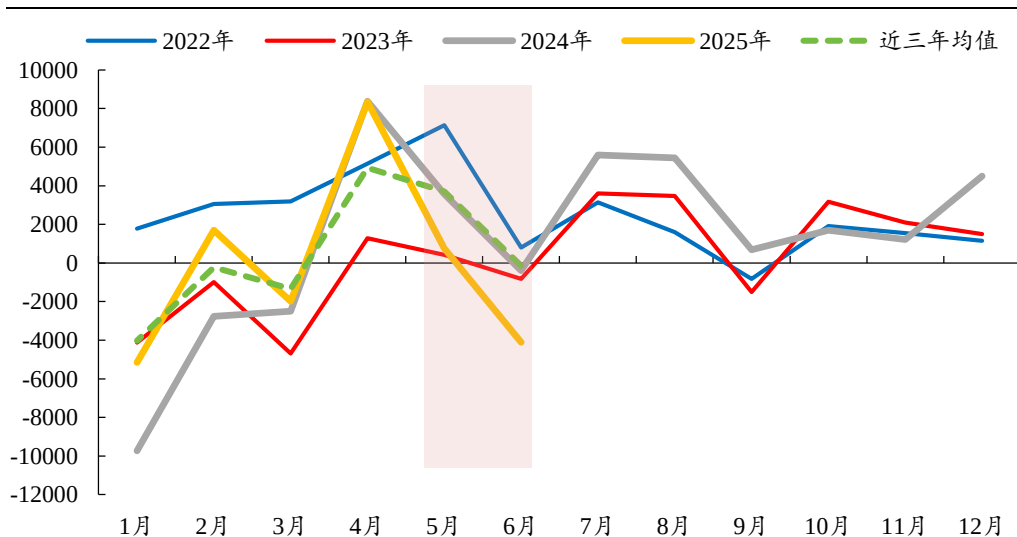
2025 年以来银行“以票冲贷”现象并不突出，但企业短贷冲量明显。2025 年以来信贷结构一个重要的变化是，企业短贷的规模出现超季节性增长，3 月、6 月当月新增规模分别为 1.44/1.16 万亿元，分别高于往年同期均值 4582/4832 亿元。于此同时，可以观察到票据融资在 6 月明显缩量，当月规模-4109 亿元，明显高于近三年均值（-139 亿元）。

图1：2025 年季末月银行短贷规模超季节性（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2025 年 5-6 月票据融资规模低于近三年均值（亿元）

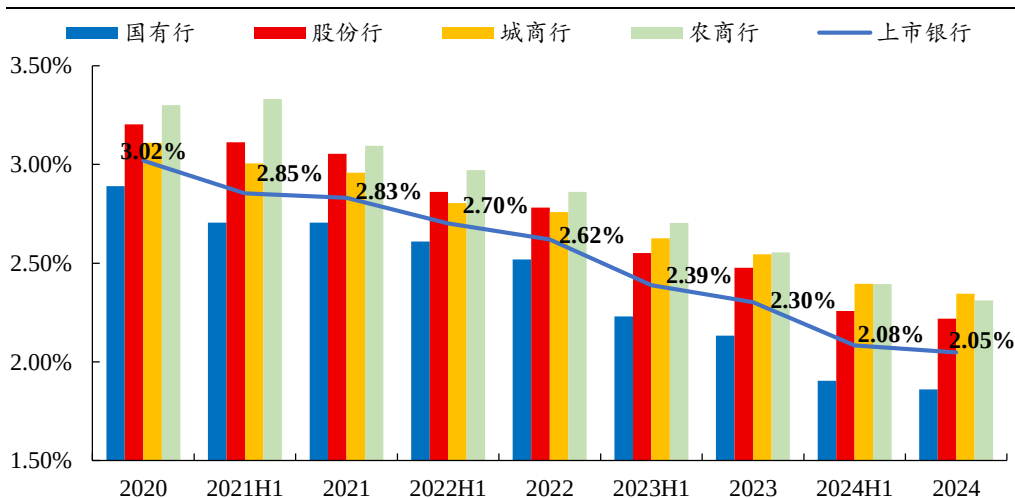


数据来源：Wind、开源证券研究所

一方面，银行信贷冲量诉求减弱，盈利压力下更注重收益。近年来上市银行存贷利差持续收窄，为缓解息差压力，银行有意压降低息票据资产。另一方面，国央企账期管理趋严催化企业短贷规模增长。2025 年 3 月发布《保障中小企业款项支付条例》中提出“大型企业从中小企业采购货物、工程、服务，应当自货物、工程、服务交付之日起 60 日内支付款项”，或进一步催化了大型企业用短期贷款替代商业信用的行为。一般来说制造业 PMI 银行表内外票据总量呈现正相关的趋势，但 5 月以来制造业 PMI 回升进程中，企业开票总量明显下降，或侧面反映该政策对企业一

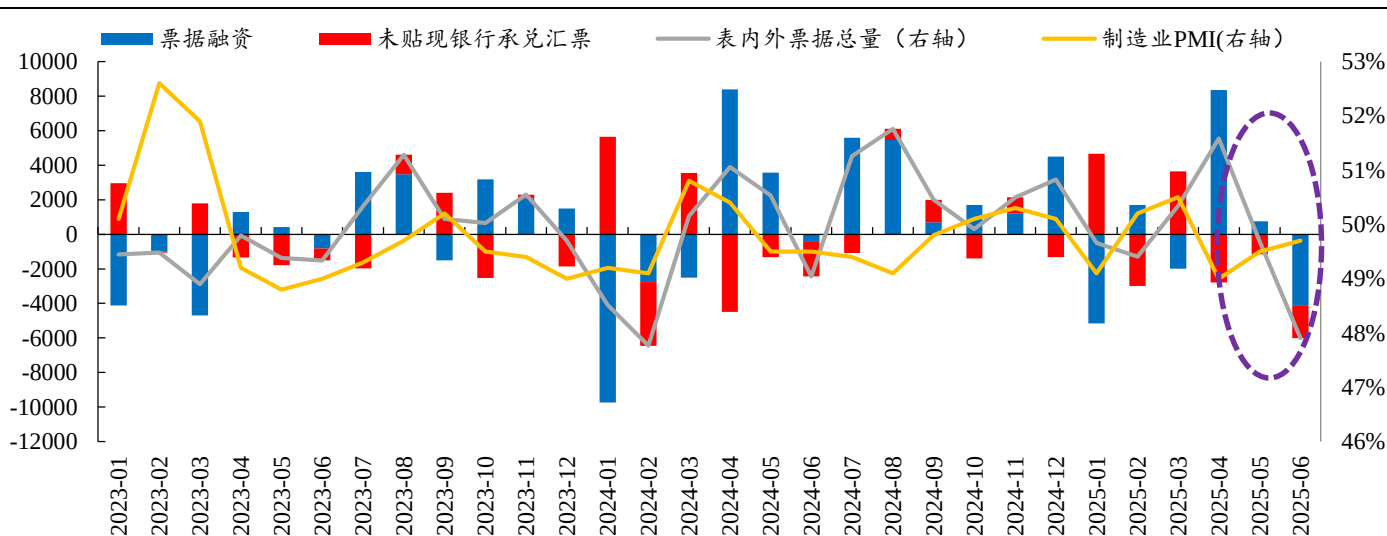
级市场开票形成影响。

图3：上市银行存款利差不断收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2025年5-6月银行表内外票据总量明显下降（亿元）



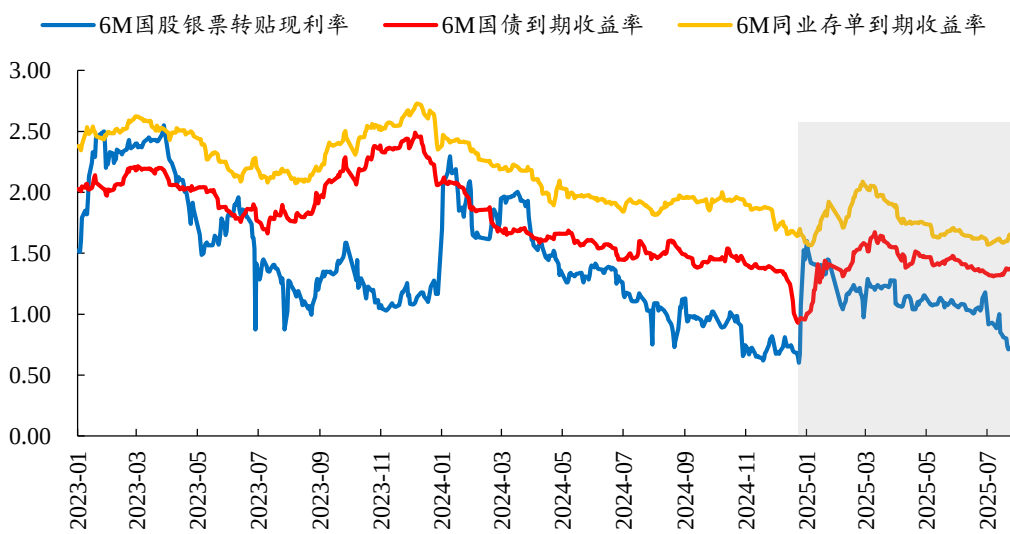
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、票据利率波动性降低，且呈现长短利率倒挂

2025年上半年票据利率波动性下降。2023年和2024年上半年6M国股银票转贴现利率分别在0.88%~2.57%、1.25%~2.30%区间波动，波动幅度分别为170BP和105BP，2025年上半年则在0.98%~1.60%区间窄幅波动。

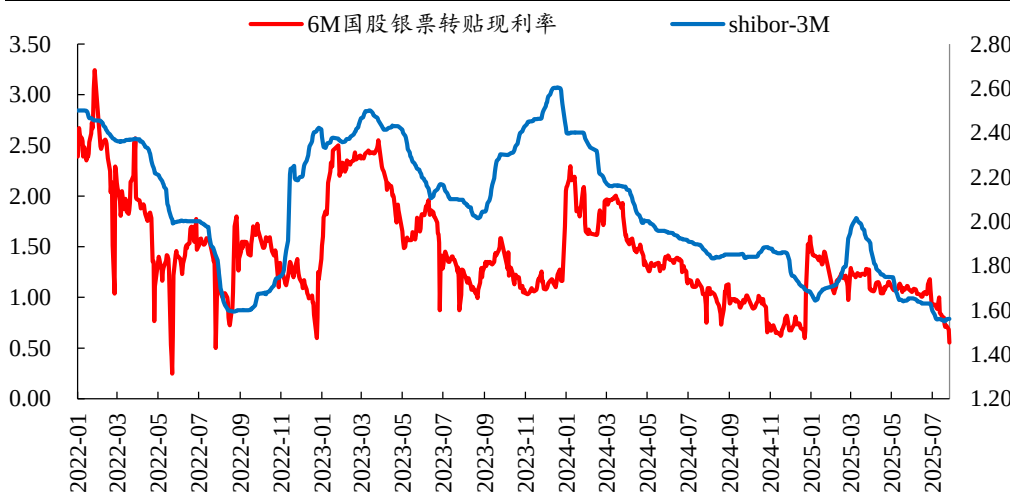
票据利率兼具资金属性和信贷属性，一方面，年初以来银行更倾向于用企业短贷冲信贷规模，票据的信贷属性有所弱化，从而月末票据利率未呈现出大起大落的特征；另一方面，从3M-Shibor的利率走势来看，今年资金利率较2023年和2024年也更为平稳。

图5：2025 年 6M 国股银票转贴现利率的波动性收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：票据利率与资金利率走势密切相关(%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

此外，银行盈利压力加剧，规模情节减弱，资产比价的重要性抬升，低息票据比价不具有优势，这对票据利率的下限形成约束，信贷需求不足又抑制了其上行空间，综合因素影响下，形成了年初以来 6M 票据转贴现利率窄幅波动的特征。

表1：商业银行大类资产比价表

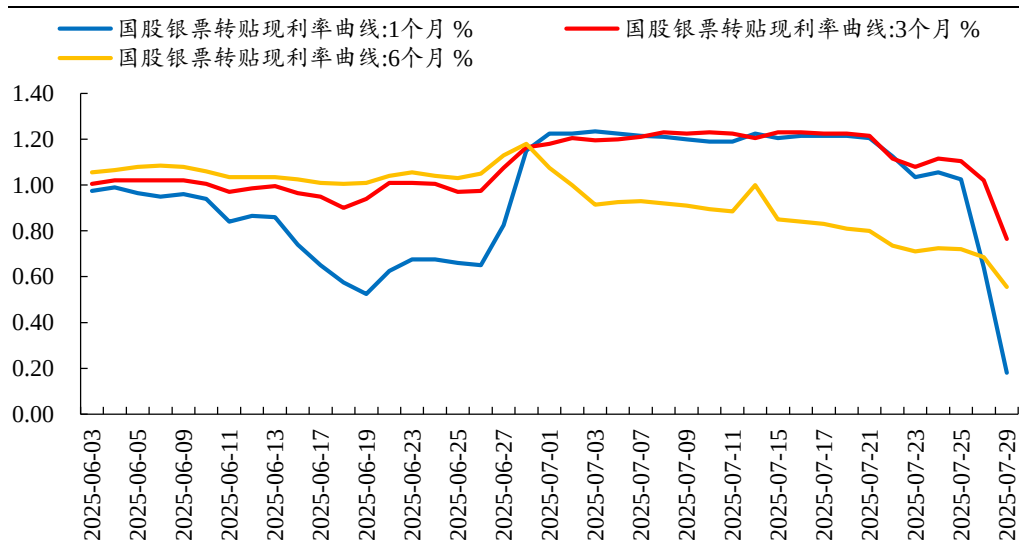
大类资产	名义收益率	税收成本	增值税	所得税	资本成本	风险权重	存款派生收益	信用成本	综合收益率
企业贷款	3.26%	0.46%	6%	25%	0.47%	75%	0.69%	0.60%	2.42%
票据贴现	1.55%	0.00%	6%	25%	0.47%	75%	0.00%	0.00%	1.08%
消费贷	3.15%	0.43%	6%	25%	0.47%	75%	0.12%	1.36%	1.00%
按揭贷款	3.13%	0.42%	6%	25%	0.19%	30%	0.35%	0.82%	2.05%
同业拆出 1M	1.62%	0.00%	0%	25%	0.25%	40%	0%	0%	1.37%
买入返售 7D	1.52%	0.00%	0%	25%	0.13%	20%	0%	0%	1.39%

大类资产	名义收益率	税收成本	增值税	所得税	资本成本	风险权重	存款派生收益	信用成本	综合收益率
国债 5Y	1.59%	0.00%	0%	0%	0.00%	0%	0%	0%	1.59%
国债 10Y	1.72%	0.00%	0%	0%	0.00%	0%	0%	0%	1.72%
国债 30Y	1.96%	0.00%	0%	0%	0.00%	0%	0%	0%	1.96%
国开债 5Y	1.69%	0.00%	0%	25%	0.00%	0%	0%	0%	1.69%
地方债 5Y	1.67%	0.00%	0%	0%	0.06%	10%	0%	0%	1.61%
同业存单 (AAA)1Y	1.66%	0.00%	0%	25%	0.25%	40%	0%	0%	1.40%
商金债 (AAA)5Y	1.84%	0.00%	0%	25%	0.25%	40%	0%	0%	1.59%
企业债 (AAA)5Y	1.96%	0.11%	6%	25%	0.47%	75%	0%	0%	1.38%
二级债 (AAA-)5Y	1.99%	0.00%	0%	25%	0.95%	150%	0%	0%	1.05%
永续债 (AAA-)5Y	2.05%	0.00%	0%	25%	1.58%	250%	0%	0%	0.48%

数据来源：Wind、开源证券研究所

7月末各期限票据利率急剧下跌，或反映7月一般性贷款投放较弱，月末加大收票力度补充信贷规模。同时7月以来，6M国股银票转贴现利率大幅下行，月初便降至1%以下，但短期票据利率走势平稳，1M和3M期限国股银票转贴现利率在1.2%附近窄幅震荡。票据利率倒挂的背后，我们认为反映了银行对远期信贷需求的预期不佳，银行抢配6M票据贴现，年内可缓解信贷规模增长压力，2026年初到期可为开门红的信贷投放腾挪额度。

图7：7月以来6M国股银票转贴现利率与3M明显倒挂



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、投资建议

我们推荐逻辑仍延续前期红利思路，1、零售风险可控，拨备调节盈利能力突出的国有行，受益标的为建设银行、农业银行；2、安全边际高、存量风险有出清迹象的股份行，推荐中信银行，受益标的为招商银行；3、盈利增长有空间，同时拨备反哺能力强的城、农商行，受益标的为江苏银行、杭州银行、渝农商行。

4、风险提示

宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

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。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