

社融、信贷延续淡化规模新常态，24Q3 关注财政力度的变化趋势

——6 月金融数据点评

核心观点

- **社融增速环比回落，除政府债以外的主要项目均同比少增。**6 月社融同比增长 8.1%，环比回落 0.3pct，当月社融增量 32982 亿元。结构上：1、人民币贷款同比少增 10453 亿元，一方面信贷需求仍待修复，一方面在需求“换挡”背景下，信贷供给也在持续向合理水平回归，更加注重通过盘活存量、优化结构和减少低效投放支持实体经济，总量增速的重要性有所淡化。2、政府债同比多增 3116 亿元，继续为社融贡献增量。3、企业债同比少增 121 亿元，股票融资同比少增 546 亿元，或受地方债务化解和资本市场监管的共同影响。4、非标融资同比少增 399 亿元，主要是票据冲量影响下，未贴现票据同比多减 1356 亿元。
- **需求约束下，信贷投放淡化“规模情结”，持续向高质量发展。**6 月贷款同比增长 8.8%，环比回落 0.5pct，当月人民币贷款增量 21300 亿元。**居民户贷款维持同比少增**，短贷同比少增 2443 亿元，消费需求依然偏弱；6 月新房及二手房成交均有边际改善，但中长贷同比少增 1428 亿元，**或更多是早偿显著加剧的影响，新发贷款或有一定的改善。对公短贷同比少增幅度持续收窄，但中长贷同比大幅少增。**对公短贷同比少增 749 亿元，少增幅度进一步收窄，或表明“手工补息”监管带来的贷款提前偿还影响在持续消退，与之相应的是票据冲量现象明显减弱，票据融资同比小幅少减 428 亿元。对公中长贷同比大幅少增 6233 亿元，一方面表明需求依然偏弱，后续关注广义财政逐渐形成实物工作量后，对配套需求的撬动作用；一方面在需求约束下，信贷投放的“规模情结”也在持续淡化，更好适配高质量发展。
- **M1、M2 增速继续回落，“手工补息”监管带来的存量存款脱媒或已进入尾声。**6 月 M1 同比增速-5.0%，环比 4 月继续下降 0.8pct，M2 同比增速 6.2%，环比回落 0.8pct。M1 增速回落主要仍是企业活期存款脱媒的影响；M2 增速回落则是高基数效应，贷款派生存款放缓，企业、居民存款脱媒，季末理财回表力度有限等因素共同作用的结果。6 月新增存款同比大幅少增 12500 亿元。结构上，企业存款同比少增 10601 亿元，少增幅度较 5 月明显走阔，**除存款仍在延续一定程度的脱媒外，也受到监管约束下季末理财回表较为有限的影响。**4-6 月企业存款合计同比少增近 3.5 万亿元，我们认为伴随“手工补息”整改基本进入尾声，三季度后对存量存款流失的扰动可能明显缓解。居民存款同比少增 5336 亿元，一是去年同期基数较高，二是居民存款向广义基金转移，三是可能也与早偿加剧有关。政府存款同比多增 2303 亿元。非银存款同比多增 1520 亿元，反映出季末理财回表力度不大。

投资建议与投资标的

- 当前在监管部门防空转挤水分的政策基调下，银行业正逐步摒弃规模情结，逐步适应低增长新常态，新增社融、信贷、货币供应量正向更高效、更真实的方向转变，与名义经济增长和实体需求更加匹配。考虑到 24 年以来包括手工补息监管等系列负债成本监管政策对息差正面冲击，以及 6 月以来包括十年期国债收益率的超预期下行带来的债券投资收益的较好表现，我们预计银行中报相对于一季报有边际向好的趋势；同时考虑到经济运行态势、实体需求现状以及上半年相对较慢的财政节奏，关注 Q3 财政节奏提速的可能性。**现阶段关注两条投资主线：**1、在全社会预期回报率 and 广谱利率下行的背景下，红利策略仍将具备吸引力，建议关注经营稳健高分红的国有五大行。2、基本面边际改善且估值、股息、基本面、交易层面具备比较优势的银行，重点推荐渝农商行(601077, 买入)，以及区域信贷需求存在阿尔法或者有重点政策倾斜的优质城商行，建议关注成都银行(601838, 买入)、杭州银行(600926, 买入)等。

风险提示

经济复苏不及预期；房地产等重点领域风险蔓延；流动性环境超预期收紧。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

行业评级 **看好 (维持)**

国家/地区 中国
 行业 银行业
 报告发布日期 2024 年 07 月 13 日



证券分析师

屈俊 qujun@orientsec.com.cn
 执业证书编号: S0860523060001
 于博文 yubowen1@orientsec.com.cn
 执业证书编号: S0860524020002

联系人

王霄鸿 wangxiaohong@orientsec.com.cn

相关报告

政府债支撑新增社融略超预期，信贷供给持续“挤水分”：——5 月金融数据点评 2024-06-15
 顺周期、基本面、高股息长期逻辑演绎，银行估值修复行情有望延续：——银行业长期投资逻辑专题研究 2024-06-06
 财政、地产加码支撑需求向好，看好二季度银行板块表现 2024-05-19

一、社融增速环比回落，除政府债以外的主要项目均同比少增

2024年6月社融同比增长8.1%，环比5月回落0.3pct，6月社融增量32982亿元，同比少增9283亿元。结构上：

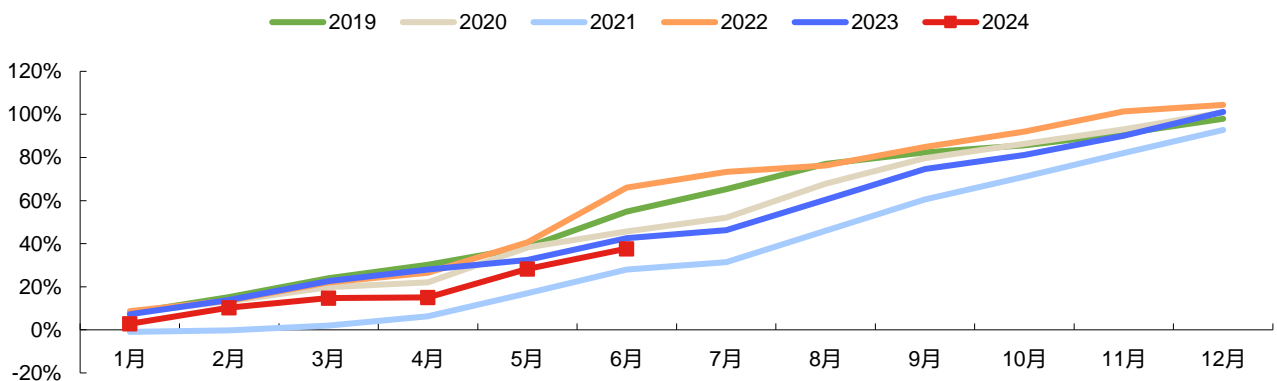
- 1、人民币贷款同比大幅少增10453亿元，一方面信贷需求仍待修复，一方面在需求“换挡”背景下，信贷供给也在持续向合理水平回归，更加注重通过盘活存量、优化结构和减少低效投放支持实体经济，总量增速的重要性有所淡化。
- 2、政府债同比多增3116亿元。5-6月政府债发行提速，持续为社融贡献增量。从已公布的地方债发行计划来看，三季度特别是8、9月份地方专项债或将集中放量，继续为社融提供支撑。
- 3、企业债同比少增121亿元，股票融资同比少增546亿元，企业直接融资依然较为低迷，或受地方债务化解和资本市场监管的共同影响。
- 4、非标融资同比少增399亿元，主要是票据冲量影响下，未贴现票据同比多减1356亿元。

表 1：当月：历年 6 月新增社融结构（单位：亿元）

	社会融资规模	新增人民币贷款	新增外币贷款	新增委托贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	政府债券	其他
2020	34,681	19,029	204	-484	-852	2,190	3,686	538	7,450	2,920
2021	37,017	23,182	701	-474	-1,046	-221	3,927	956	7,508	2,484
2022	51,926	30,540	-291	-380	-828	1,066	2,346	589	16,216	2,668
2023	42,265	32,413	-191	-56	-154	-691	2,249	700	5,371	2,624
2024	32,982	21,960	-806	-1	748	-2,047	2,128	154	8,487	2,359
同比多增	-9,283	-10,453	-615	55	902	-1,356	-121	-546	3,116	-265

数据来源：中国人民银行官网，Wind，东方证券研究所

图 1：月度政府债发行进度



数据来源：Wind，东方证券研究所

二、需求约束下，信贷投放淡化“规模情结”，持续向高质量发展

2024年6月贷款同比增长8.8%，环比5月回落0.5pct，6月人民币贷款新增21300亿元，同比少增9200亿元。其中居民户贷款同比少增3871亿元，对公实贷同比少增6982亿元，票据融资同比少减428亿元，非银融资同比少减545亿元。具体来看：

居民户贷款维持同比少增，或受早偿加剧影响，地产新政对新发中长贷或有一定拉动作用。居民户短贷同比少增2443亿元，反映消费需求依然偏弱；从高频数据来看，6月新房及二手房成交均有边际改善，30大中城市商品房成交面积增速环比回升18.6pct，但居民户中长贷同比少增1428亿元，或更多是早偿显著加剧的影响，新发贷款或有一定的改善。

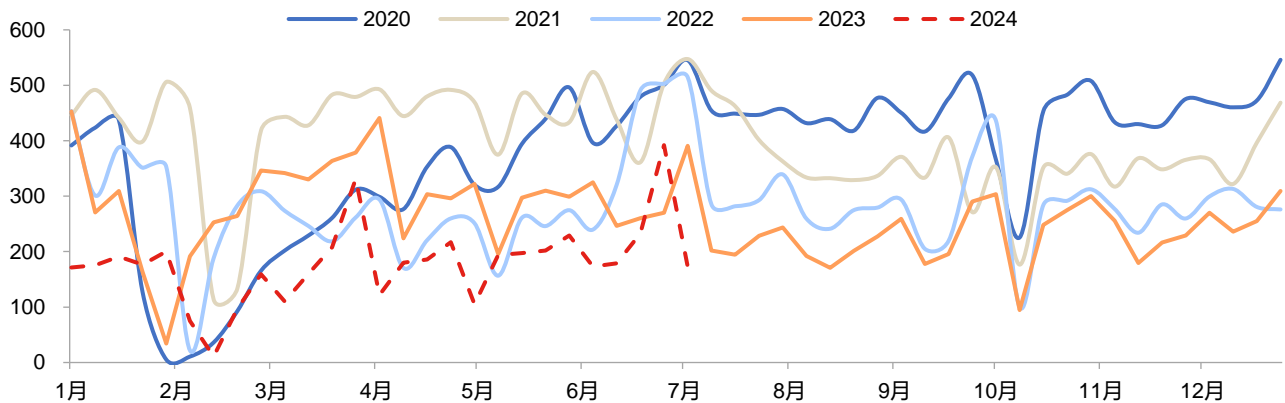
对公短贷同比少增幅度持续收窄，但中长贷同比大幅少增。对公短贷同比少增749亿元，少增幅度进一步收窄，或表明“手工补息”监管带来的贷款提前偿还影响在持续消退，与之相应的是6月票据冲量现象明显减弱，票据融资同比小幅少减428亿元。对公中长贷同比大幅少增6233亿元，一方面表明需求依然偏弱，后续关注广义财政逐渐形成实物工作量后，对配套需求的撬动作用；一方面在需求约束下，信贷投放的“规模情结”也在持续淡化，更好适配高质量发展。

表 2：当月：历年 6 月新增贷款结构（单位：亿元）

	金融机构:新增人民币贷款	对公:中长期	对公:短期	对公:票据融资	居民户:中长期	居民户:短期	非银行业金融机构贷款	其他
2020	18,100	7,348	4,051	-2,104	6,349	3,400	-790	-154
2021	21,200	8,367	3,091	2,747	5,156	3,500	-1,906	245
2022	28,100	14,497	6,906	796	4,167	4,282	-1,656	-892
2023	30,500	15,933	7,449	-821	4,630	4,914	-1,962	357
2024	21,300	9,700	6,700	-393	3,202	2,471	-1,417	1,037
同比多增	-9,200	-6,233	-749	428	-1,428	-2,443	545	680

数据来源：中国人民银行官网，Wind，东方证券研究所

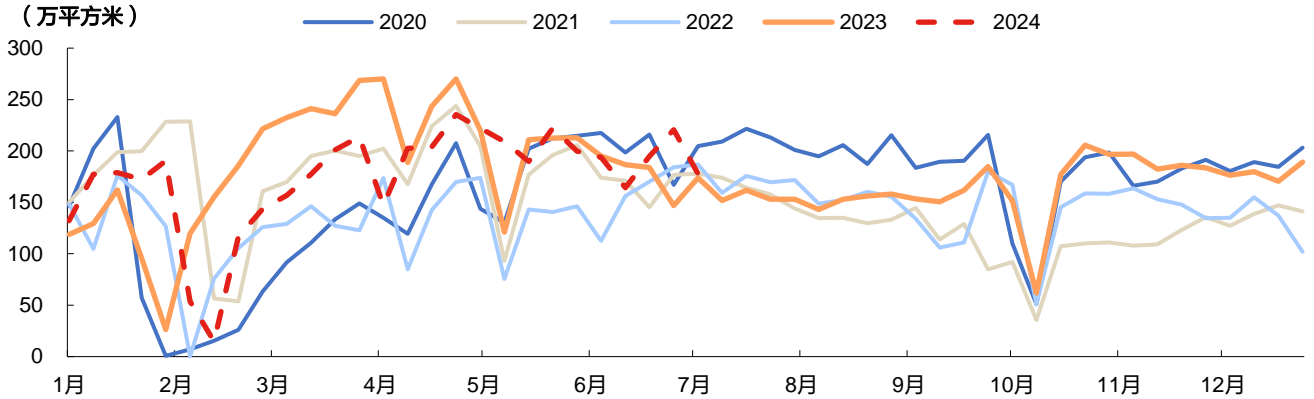
图 2：30 大中城市商品房成交面积当周值（单位：万平方米）



数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 3：14 城二手房成交面积当周值（单位：万平方米）



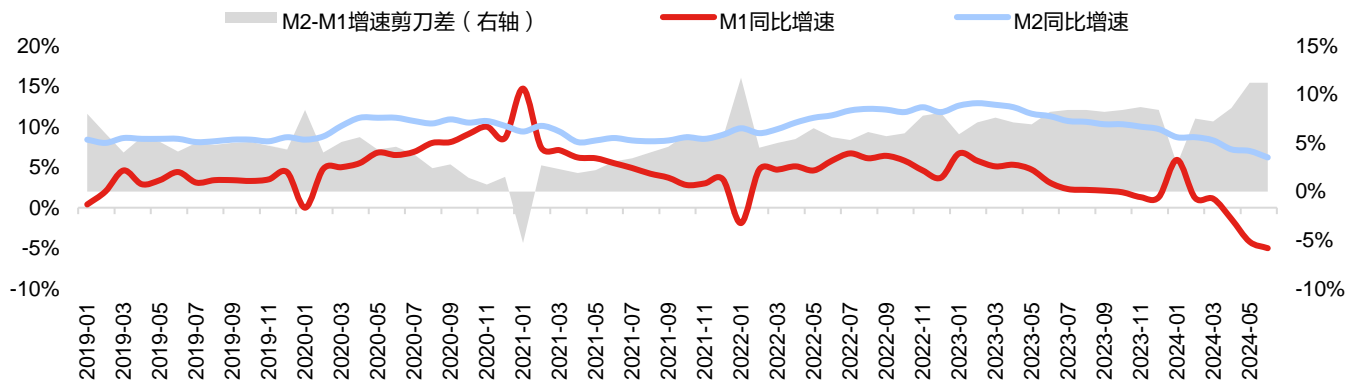
数据来源：Wind，东方证券研究所

三、M1、M2 增速继续回落，“手工补息”监管带来的存量存款脱媒或已进入尾声

2024 年 6 月 M1 同比增速-5.0%，环比 4 月继续下降 0.8pct，M2 同比增速 6.2%，环比回落 0.8pct，M2 与 M1 增速剪刀差保持在 11.2pct。M1 增速回落主要仍是“手工补息”监管下，企业活期存款脱媒的影响，但回落速度较 5 月明显放缓；M2 增速回落则是高基数效应，贷款派生存款放缓，企业、居民存款脱媒，季末理财回表力度有限等因素共同作用的结果。

6 月新增存款同比大幅少增 12500 亿元。结构上，企业存款同比少增 10601 亿元，为存款少增的主要拖累项，少增幅度较 5 月明显走阔，除存款仍在延续一定程度的脱媒外，也受到监管约束下季末理财回表较为有限的影响。4-6 月企业存款合计同比少增近 3.5 万亿元，我们认为伴随“手工补息”整改基本进入尾声，三季度后对存量存款流失的扰动可能明显缓解。居民存款同比少增 5336 亿元，一是去年同期基数较高，二是伴随存款挂牌利率的下调，居民存款持续向广义基金转移，三是可能也与早偿加剧有关。政府存款同比多增 2303 亿元。非银存款同比多增 1520 亿元，反映出季末理财回表力度不大。

图 4：M1、M2 增速与 M1、M2 增速剪刀差



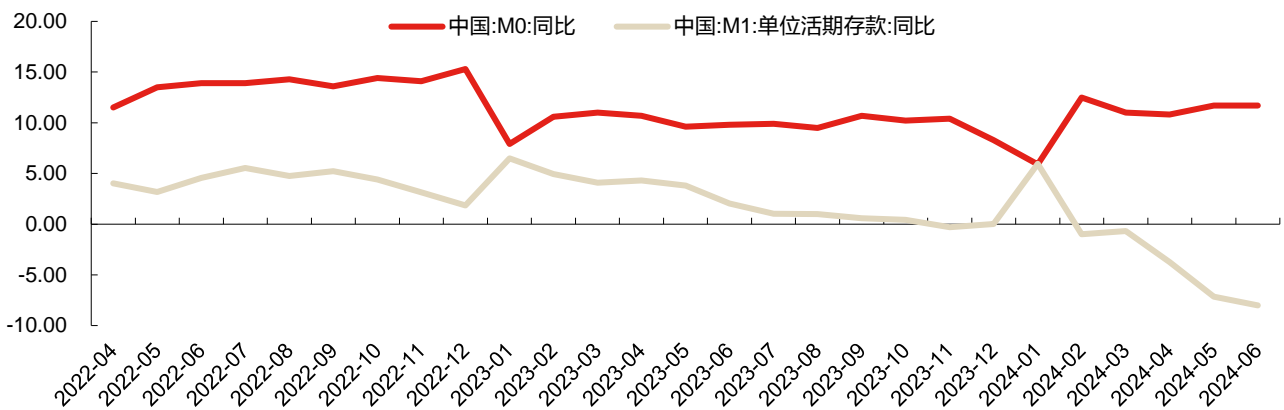
数据来源：中国人民银行官网，Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 3：当月：历年 6 月新增存款结构（单位：亿元）

	新增人民币存款	新增居民存款	新增企业存款	财政存款	非银金融机构存款	机关团体存款	境外存款
2020	29,000	21,777	14,446	-6,102	-5,568	4,261	273
2021	38,600	22,328	24,722	-4,002	-2,898	-2,167	617
2022	48,300	24,739	29,310	-4,367	-5,515	3,471	752
2023	37,100	26,736	20,601	-10,496	-3,320	3,583	-66
2024	24,600	21,400	10,000	-8,193	-1,800	-	-
同比多增	-12,500	-5,336	-10,601	2,303	1,520	-	-

数据来源：中国人民银行官网，Wind，东方证券研究所

图 5：M0、单位活期存款余额同比增速（单位：%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

四、投资建议

当前在监管部门防空转挤水分的政策基调下，银行业正逐步摒弃规模情结，逐步适应低增长新常态，新增社融、信贷、货币供应量正向更高效、更真实的方向转变，与名义经济增长和实体需求更加匹配。考虑到 24 年以来包括手工补息监管等系列负债成本监管政策对息差正面冲击，以及 6 月以来包括十年期国债收益率的超预期下行带来的债券投资收益的较好表现，我们预计银行中报相对于一季报有边际向好的趋势；同时考虑到经济运行态势、实体需求现状以及上半年相对较慢的财政节奏，关注 Q3 财政节奏提速的可能性。

现阶段关注两条投资主线： 1、在全社会预期回报率和广谱利率下行的背景下，红利策略仍将具备吸引力，建议关注经营稳健高分红的国有五大行。2、基本面边际改善且估值、股息、基本面、交易层面具备比较优势的银行，重点推荐渝农商行(601077，买入)，以及区域信贷需求存在阿尔法或者有重点政策倾斜的优质城商行，建议关注成都银行(601838，买入)、杭州银行(600926，买入)等。

五、风险提示

- 1、经济复苏不及预期，银行经营或面临量、价压力；
- 2、房地产等重点领域风险蔓延，银行信用成本承压；
- 3、流动性环境超预期收紧，非息收入承压。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。