

# 二季度实体部门资金运转

## 财政发力拉动企业融资

**超配**

### 核心观点

**实体部门二季度资金运转结果。**居民部门：融资需求虽逐月改善，但仍然偏弱，尤其是新增居民中长期贷款规模和比重都处于低位。6月新增居民短期贷款较好，主要受益于疫情冲击下4-5月部分消费需求延到6月份、汽车购置税减半政策带动6月汽车销售大幅反弹等因素，但持续性有待观察。同时，居民存款增长远超资产端且存款定期化趋势延续，反映了居民对经济的预期仍然偏弱。企业部门：二季度财政政策发力，同时监管部门鼓励银行加大信贷投放，6月企业中长期融资增速有所反弹。上半年基建投资累计增速接近两位数，制造业投资也有企稳的迹象。

**融资端（资金来源）：居民融资需求偏弱；财政发力带来企业融资修复，6月企业中长期融资增速反弹。**（1）居民部门：二季度新增居民贷款9200亿元，同比少增1.10万亿元，占新增贷款总额的17.2%，比重较一季度虽略有改善，但仍处在低位。其中，6月新增居民贷款8482亿元，但同比少增约203亿元，占当月新增贷款总额的比重为30.2%，与往年同期水平相比也处于低位。（2）企业部门：二季度新增企业融资5.02万亿元，同比多增1.48万亿元。其中，新增企业短期融资2.01万亿元，同比多增1.33万亿元，新增企业中长期融资3.01万亿元，同比多增1507亿元。6月末企业中长期融资余额同比增速为8.5%，较3月末下降了0.2个百分点，但较4-5月增速提升了0.3个百分点。二季度整体来看，企业融资需求仍然偏弱，但6月份修复明显，未来能否延续仍取决于政策力度。

**存款端（资金去向）：居民存款增长与融资端明显不匹配，且存款定期化趋势延续，居民对经济预期仍偏弱。**二季度受益于财政净支出大规模增加、配套的企业融资改善等因素，居民和企业存款都实现了较好增长。但值得注意的是，二季度居民融资大幅低于往年同期水平，但新增存款却明显高于往年同期水平。

**如何理解经济：**二季度居民对经济预期仍偏弱，企业融资虽有所修复，但主要受益于财政政策的发力，经济内生增长性仍然不强，延续性仍取决于政策力度。我们判断2022年稳增长大基调下，下半年政策仍会持续加码，稳增长效果也会逐步显现。

**投资建议：维持“超配评级”，精选个股。**经济企稳复苏阶段银行有较好的投资机会。个股上，一是推荐区域经济好的中小银行，建议关注宁波银行、苏农银行、常熟银行和张家港行；二是推荐受益于稳增长主线的成都银行。

**风险提示：疫情反复，稳增长政策不及预期等带来经济复苏低于预期。**

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (十亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
002142	宁波银行	买入	31.66	209	3.46	4.20	9.1	7.5
603323	苏农银行	增持	5.38	10	0.77	0.89	7.0	6.0
601128	常熟银行	买入	7.60	21	0.97	1.19	7.8	6.4
002839	张家港行	增持	5.44	12	0.90	1.04	6.1	5.2
601838	成都银行	买入	15.52	56	2.56	3.08	6.1	5.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究 · 行业专题

#### 银行

#### 超配 · 维持评级

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

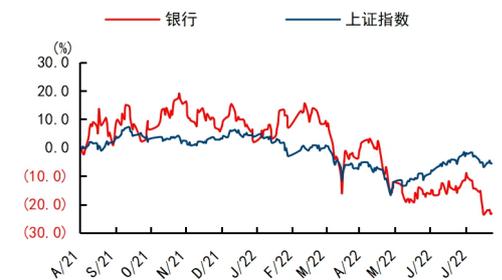
证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《海外银行镜鉴系列专题-利率市场化后美国银行业负债变迁》——2022-07-17
- 《银行业流动性月报-政策加码，预计6月社融增速10.8%》——2022-07-05
- 《2022年7月银行业投资策略-工业企业偿债能力继续反弹》——2022-07-01
- 《银行理财业务6月月报-理财公司再扩容，资管产品标准化提升》——2022-06-30
- 《2022年银行业中期策略：银行业大分化：风险与机遇》——2022-06-17

## 内容目录

二季度实体部门资金运转结果.....	4
融资端：居民融资仍偏弱，企业融资改善.....	5
居民融资逐月改善，但融资需求仍偏弱.....	5
6月企业融资需求有所修复，但持续性有待观察.....	8
存款端：居民存款超季节性高增.....	10
结论和投资建议：政策有待进一步加码.....	11
风险提示.....	12
免责声明.....	13

## 图表目录

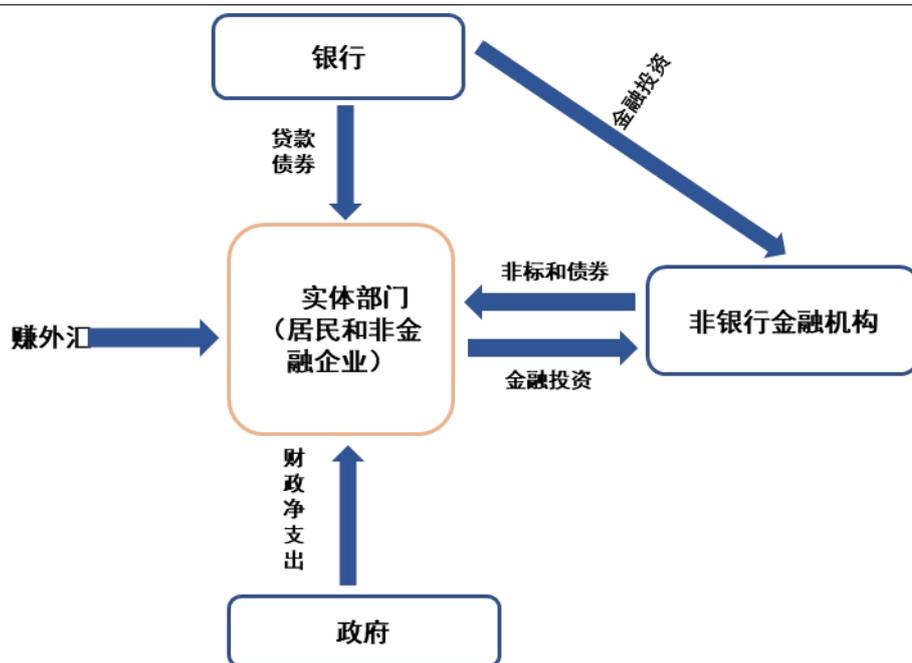
图 1: 实体部门资金来源和去向.....	4
图 2: 2022 年新增居民贷款低于往年同期值.....	5
图 3: 二季度新增居民贷款逐月改善.....	5
图 4: 二季度新增居民贷款占新增贷款总额比重处在低位.....	6
图 5: 2022 年 6 月新增居民贷款比重仍低于往期值.....	6
图 6: 2022 年 6 月新增居民中长期贷款仍处在较低水平.....	6
图 7: 6 月住宅销售额同比下降幅度有所收窄.....	7
图 8: 7 月房地产市场景气度较 6 月有所回落.....	7
图 9: 2022 年 6 月新增居民短期贷款处在较高水平.....	7
图 10: 6 月社会消费品零售总额增速提升.....	8
图 11: 6 月汽车消费增速大幅反弹.....	8
图 12: 二季度新增企业融资规模同比多增.....	9
图 13: 二季度新增企业融资规模同比多增.....	9
图 14: 二季度基建投资增速持续提升.....	10
图 15: 2022 年二季度财政净支出处在高位.....	10
图 16: 2022 年二季度政府债券发行处在高位.....	10
图 17: 2022 年二季度存款实现高增.....	11
图 18: 住户和企业定期存款比重.....	11
表 1: 实体部门资金来源和去向结果.....	5

## 二季度实体部门资金运转结果

2022年4月27日报告《静待信心重构：从资金运转理解宏观经济》中详细阐述了实体部门资金运转分析框架（见图1）以及一季度实体部门资金运转的结果，以此得到一季度实体部门对宏观经济的预期较弱的结论。

二季度疫情超预期蔓延给经济带来较大冲击，政策持续加码对冲疫情的冲击，我们通过分析二季度实体部门资金如何运转来判断当下居民和企业对经济预期，为判断未来政策走向和经济走势提供线索。

图1：实体部门资金来源和去向



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

2022年二季度实体部门资金来源和去向结果见表1。资金来源方面，企业和居民合计融资约9.79万亿元，其中银行投放贷款约5.47万亿元，企业债券融资6236亿元，财政净支出投放资金3.80万亿元。资金去向来看，实体部门存款增加6.42万亿元，现金（M0）增加869亿元，金融投资净增约3.28万亿元。二季度资金运转结果有三个明显的特征，（1）4-5月份实体部门资金需求偏弱，6月份资金需求大幅改善；（2）二季度财政净支出处在高位，是支撑二季度融资需求的重要因素；（3）二季度融资环境宽松，加上资本市场表现较好，企业和居民增加了金融投资。

**表1：实体部门资金来源和去向结果**

	Q1 增量	4-5 月增量	Q2 增量
<b>资金来源：</b>			
贷款	85,035	22,410	54,688
企业债券	13,131	4,053	6,236
非标	-1,229	-1,368	-2,576
财政净支出	12,495	17,206	38,029
赚外汇	3,669	994	1,496
<b>资金去向：</b>			
实体经济存款	92,466	10,151	64,200
其中：居民	78,566	361	25,100
企业	13,900	9,790	39,100
取现	4,317	405	869
金融投资	16,318	32,739	32,804

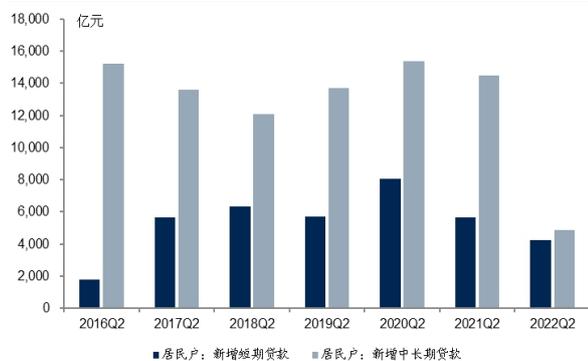
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理。注：相较于《静待信心重构：从资金运转理解宏观经济》，本报告数据处理有所调整。（1）财政净支出：之前仅包括国家一般公共预算净支出，调整后纳入国家政府性基金净支出。（2）实体经济存款：之前使用的是“其他存款性公司资产负债表中纳入广义货币的存款”调整后使用“金融机构新增人民币存款”（3）赚外汇：之前使用的是“外汇占款”，调整后使用“银行代客结售汇差额”。

上文主要分析了 2022 年二季度实体部门资金运转的结果，接下来我们将详细分析企业和个人两大部门的具体行为，以此来判断他们对经济前景的预期。分析中我们简单假设个人融资途径仅为银行贷款，其他融资途径都归于企业部门。我们首先从实体部门的融资端出发，通过观察其融资行为来深入分析其融资需求。然后我们再观察实体部门的存款端，能够观察得到一些他们的经济现状。

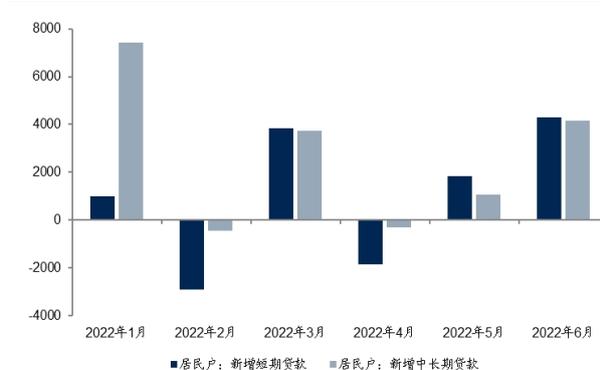
## 融资端：居民融资仍偏弱，企业融资改善

### 居民融资逐月改善，但融资需求仍偏弱

2022 年二季度新增居民贷款 9200 亿元，同比少增 1.10 万亿元，占新增贷款总额的 17.2%，比重较一季度虽略有改善，但仍处在低位。从月度数据来看，新增居民短期贷款和新增中长期贷款均呈现逐月改善的态势，其中 6 月新增居民贷款 8482 亿元，但同比少增约 203 亿元，占当月新增贷款总额的比重为 30.2%，与往年同期水平相比也处于低位。因此，我们认为二季度整体居民融资需求是非常弱的，即使是 6 月份大幅改善后仍呈现偏弱格局。

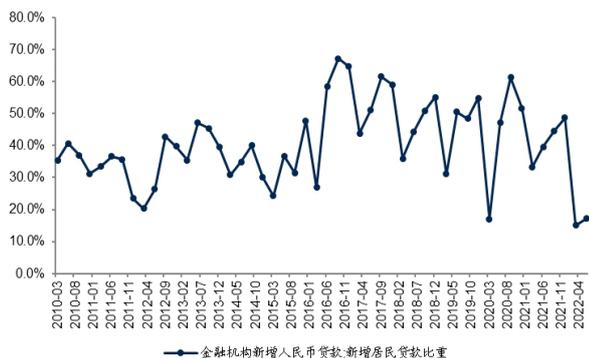
**图2：2022 年新增居民贷款低于往年同期值**


资料来源：WIND，人民银行，国信证券经济研究所整理

**图3：二季度新增居民贷款逐月改善**


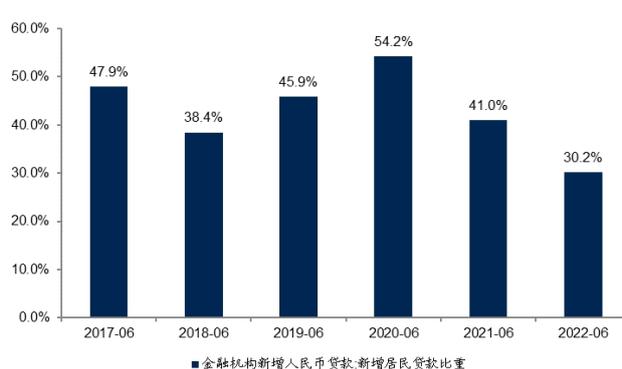
资料来源：WIND，人民银行，国信证券经济研究所整理

图4：二季度新增居民贷款占新增贷款总额比重处在低位



资料来源：WIND，人民银行，国信证券经济研究所整理

图5：2022年6月新增居民贷款比重仍低于往期值

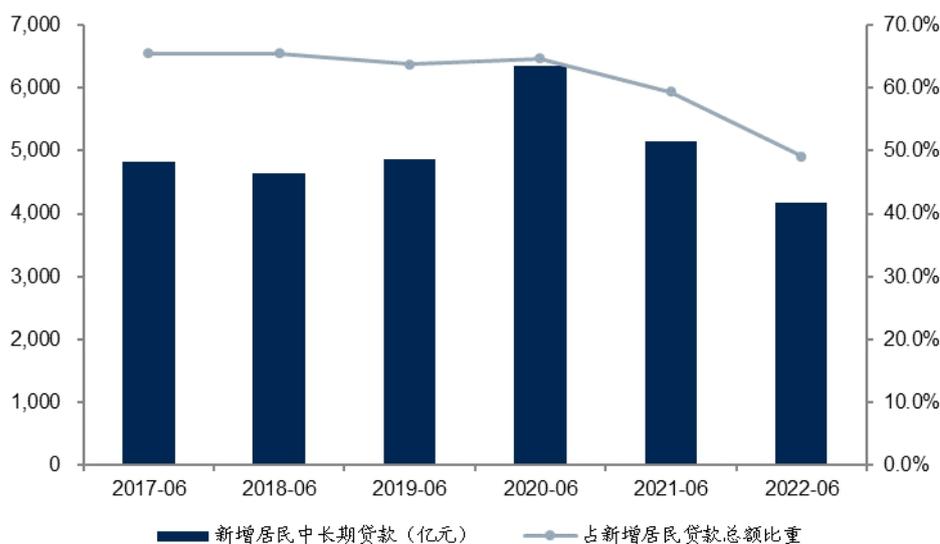


资料来源：WIND，人民银行，国信证券经济研究所整理

期限结构来看，2022年二季度新增居民短期贷款4266亿元，新增居民中长期贷款4900亿元，较去年同期分别少增1405亿元和9600亿元，房地产市场景气度下降带来新增居民中长期贷款同比大幅少增。

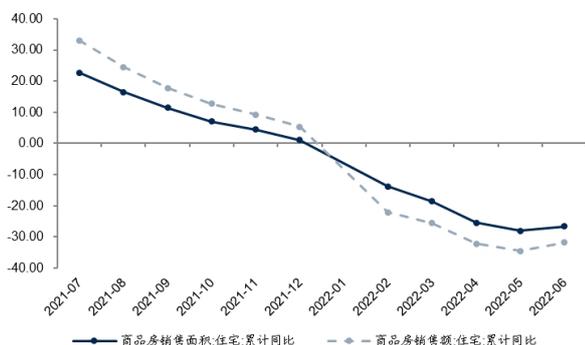
第一，6月新增居民中长期贷款有所改善，但较往年同期相比仍偏弱。疫情扰动部分城市4-5月购房需求移到6月份，另外房地产宽松政策效果逐步显现，6月住宅累计销售额同比下降幅度有所收窄，6月新增居民中长期贷款较4-5月有明显改善。在《静待信心重构：从资金运转理解宏观经济》中我们指出新增居民中长期贷款变动拐点滞后房地产销售额增速拐点约一个季度，从住宅销售数据来看，6月住宅销售累计增速下降幅度虽有所收窄但仍呈现大幅下降的格局，7月销售面积较6月份也有所回落，反映了当前房地产景气度仍处在低位，尤其是“房住不炒”总基调没有放松的背景下，再加上潜在购房者自身预期转弱，预计住宅销售三季度仍难以回暖，因此新增居民中长期贷款也偏弱。

图6：2022年6月新增居民中长期贷款仍处在较低水平



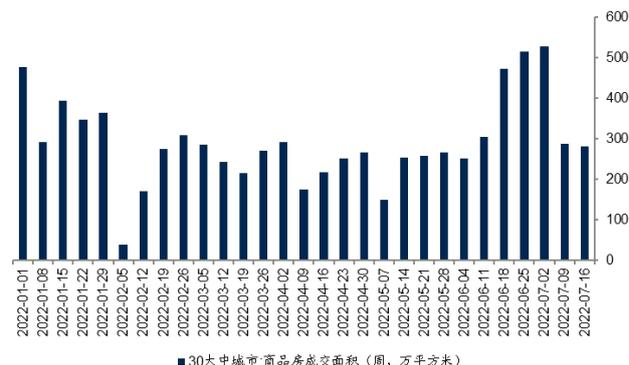
资料来源：WIND，人民银行，国信证券经济研究所整理

图7：6月住宅销售额同比下降幅度有所收窄



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图8：7月房地产市场景气度较6月有所回落

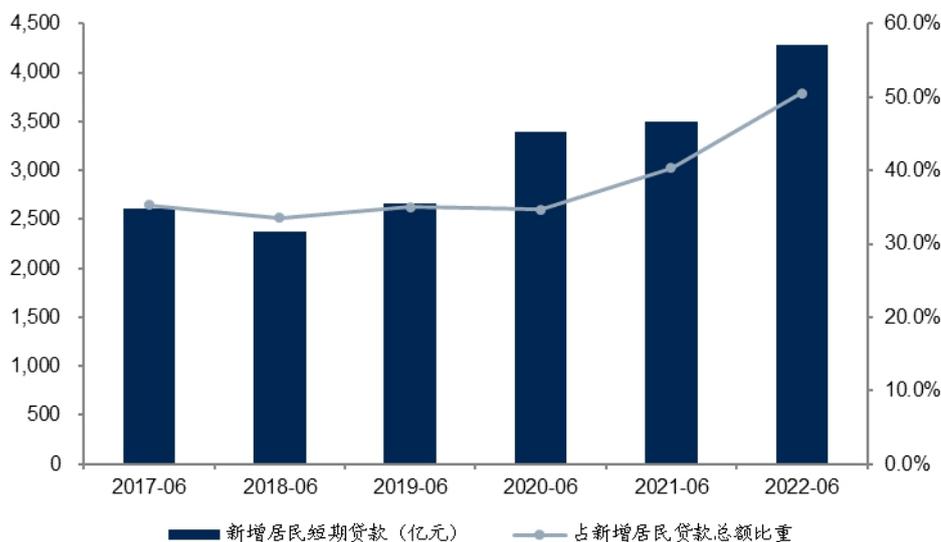


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

第二，疫情冲击下4-5月部分消费需求延到6月份、汽车购置税减半政策带动6月汽车销售大幅反弹等因素带来6月居民短期贷款处在较好水平，但延续性仍有待观察。2022年6月新增居民短期贷款4282亿元，同比多增782亿元，表现较好，但二季度整体来看仍然偏弱，因此我们认为6月居民短贷多增主要是疫情冲击带来4-5月份部分消费延到6月份。另外，5月31日，财政部和税务总局联合发布公告，对符合条件的车辆减半征收车辆购置税，政策刺激下汽车销售大幅反弹，6月汽车类零售额同比增长13.9%，4-5月同比则分别下降16.0%和31.6%。

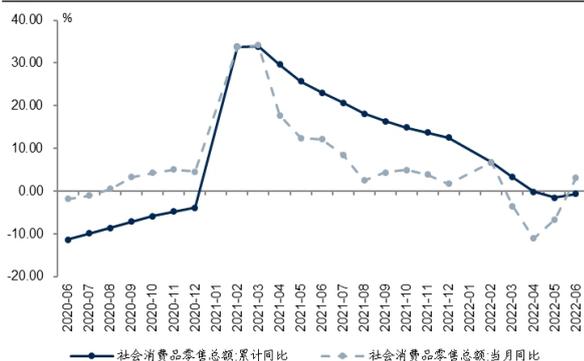
在《静待信心重构：从资金运转理解宏观经济》中我们指出，居民短期贷款与资本市场表现有一定的相关性，二季度我国资本市场大幅反弹，这对居民短期贷款也有一定的正向贡献。

图9：2022年6月新增居民短期贷款处在较高水平



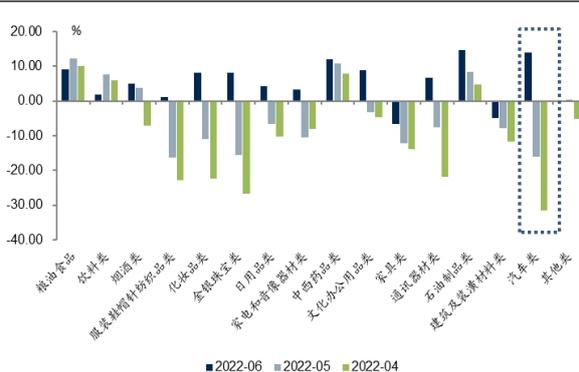
资料来源：WIND，人民银行，国信证券经济研究所整理

图10: 6月社会消费品零售总额增速提升



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图11: 6月汽车消费增速大幅反弹



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

### 6月企业融资需求有所修复, 但持续性有待观察

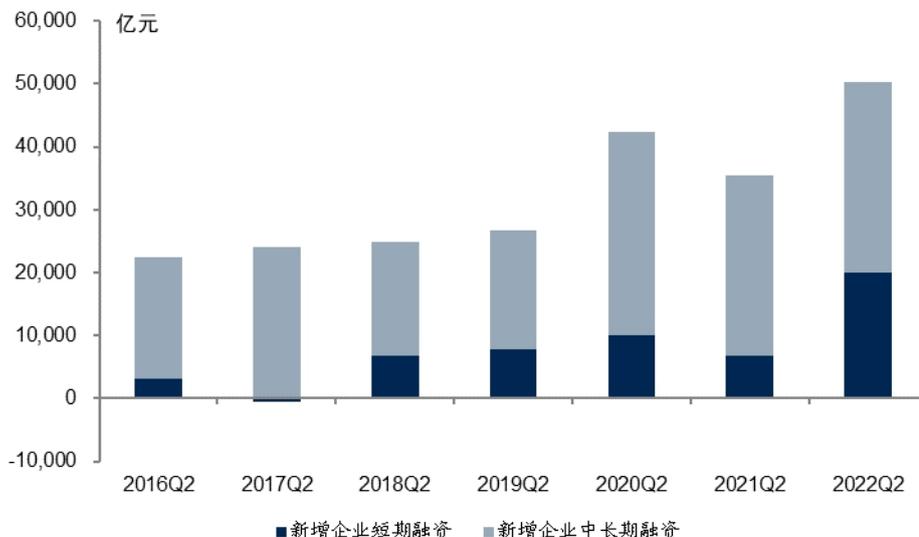
企业短期融资和长期融资的意图不同, 短期融资增加意味着企业流动性资金需要(比如增加存货), 企业中长期融资代表资本开支增加(详情参阅报告2019年3月10日《基于企业微观行为的分析——社融的真相与掣肘》)。为便于分析融资规模与企业微观经营行为之间的逻辑关系, 我们将企业融资划分为企业短期融资和企业中长期融资, 其中企业短期融资包括企业短期贷款、票据贴现和短期融资券, 其余归为企业中长期融资。另外, 考虑到财政净支出不代表企业的融资意愿, 企业并没有主动权, 因此融资行为的分析不考虑财政因素。外汇占款近年来波动比较小且涉及换汇意愿等因素, 因此本章节分析也不予考虑。

企业融资的增长分析, 一般采用“当期增量的同比多(少)增”、“期末存量(余额)的同比增速”两个维度。

2022年二季度新增企业融资同比多增, 主要来自短期融资同比多增。按上文分析测算的2022年二季度新增企业融资5.02万亿元, 同比多增1.48万亿元。其中, 新增企业短期融资2.01万亿元, 同比多增1.33万亿元, 新增企业中长期融资3.01万亿元, 同比多增1507亿元, 可见二季度企业融资同比多增主要来自短期融资。

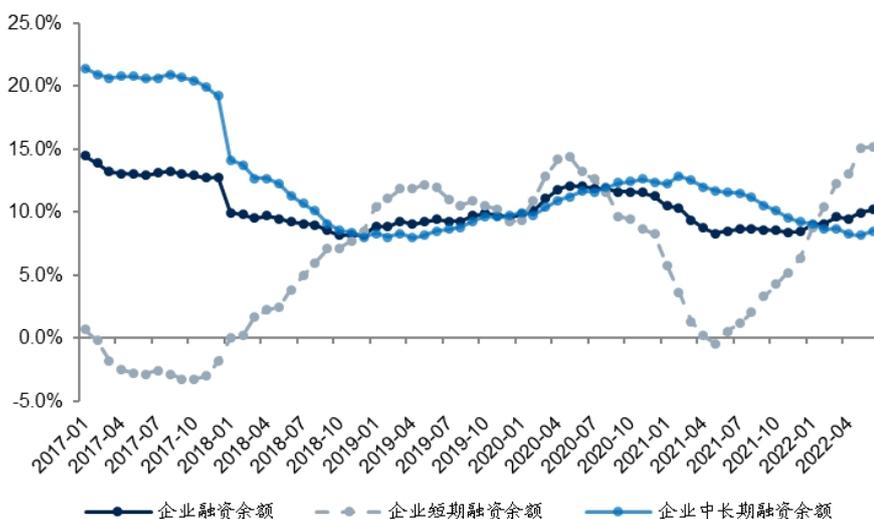
6月企业中长期融资同比增速有所反弹, 反映企业融资需求边际回暖。从存量增速来看, 6月末企业融资余额同比增速为10.2%, 较3月末提升了0.6个百分点。其中, 期末企业短期融资余额同比增速为15.2%, 较3月末提升了2.9个百分点; 期末企业中长期融资余额同比增速为8.5%, 较3月末下降了0.2个百分点, 但较4-5月的增速提升了0.3个百分点, 6月企业融资需求有所修复。

图12: 二季度新增企业融资规模同比多增



资料来源: WIND, 人民银行, 国信证券经济研究所整理

图13: 二季度新增企业融资规模同比多增



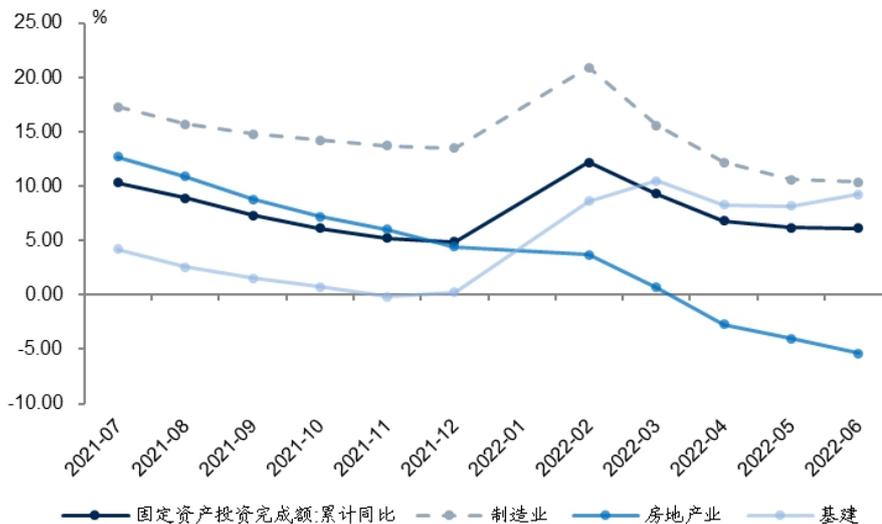
资料来源: WIND, 人民银行, 国信证券经济研究所整理。注: 居民贷款存量、企业短期贷款和票据存量采用金融机构信贷收支表中的数据, 下同。

### 企业融资需求边际回暖主要受益于财政政策发力

我们认为二季度企业融资有所回暖主要受益于财政政策持续加码, 制造业融资有企稳迹象, 但仍未看到明显复苏。受疫情冲击, 二季度财政政策持续加码, 二季度财政净支出累计达 3.80 万亿元, 其中 6 月单月财政净支出为 2.08 万亿元, 均处在高位。二季度政府债券发行规模也处在历史高位, 二季度累计发行政府债券 3.07 万亿元, 其中 6 月单月发行规模达 1.62 万亿元。受益于财政政策持续加码, 信贷、债券等配套融资实现较好增长, 带来二季度基建投资增速持续反弹, 6 月

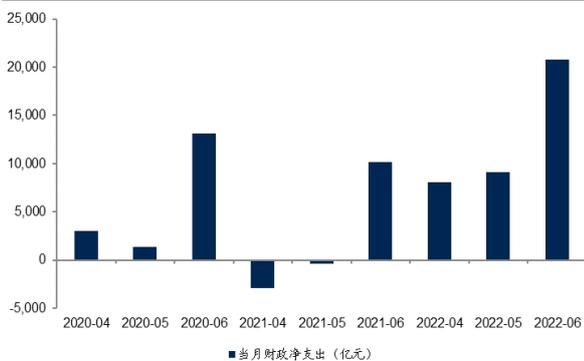
基建投资累计增速达到 9.25%，接近两位数增长。另外，6 月制造业投资增速也有企稳迹象，改变了自 3 月以来持续下行的态势。

图 14：二季度基建投资增速持续提升



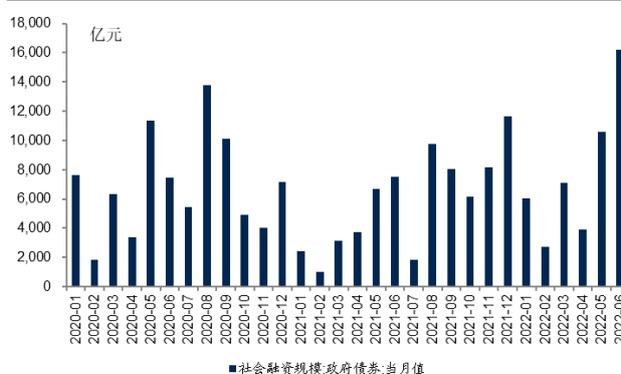
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 15：2022 年二季度财政净支出处在高位



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 16：2022 年二季度政府债券发行处在高位



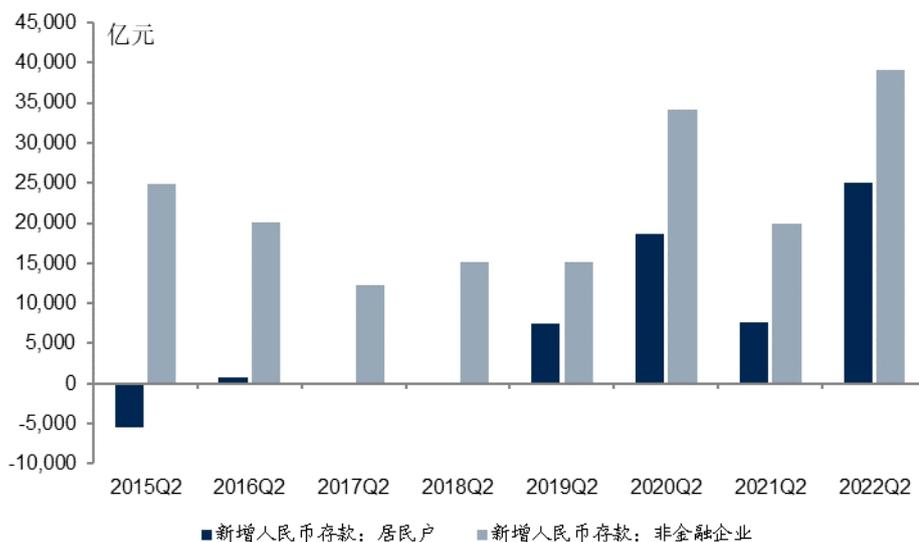
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

## 存款端：居民存款超季节性高增

二季度存款超季节性高增，反映了居民对经济预期仍然较弱，也成为了制约我国经济复苏的因素之一。二季度受益于财政净支出大规模增加、企业配套融资改善等因素，二季度居民和企业存款都实现了较好增长。二季度新增居民存款 2.51 万亿元，新增企业存款 3.91 万亿元，同比分别多增 1.74 万亿元和 1.92 万亿元。值得注意的是，2022 年二季度居民融资大幅低于往年同期水平，但新增存款却明显高于往年同期水平，这反映了二季度居民对经济预期仍然偏弱，居民储蓄意愿高消费意愿低，这也反映到了居民存款定期化趋势越来越明显。2022 年 4-5 月份居民定期存款比重持续提升，5 月末达到 69.0% 高位，6 月末季节性回落至 68.5%，

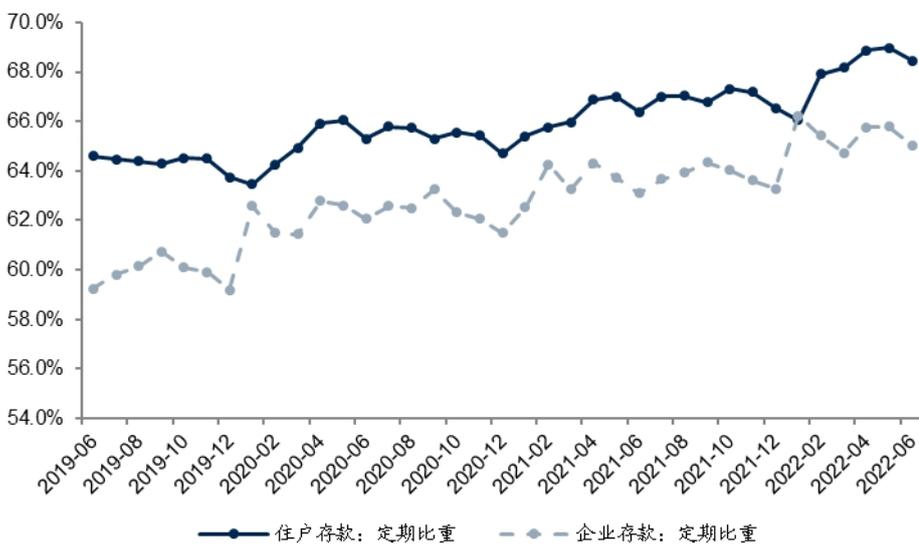
但仍处在高位。

图 17: 2022 年二季度存款实现高增



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

图 18: 住户和企业定期存款比重



资料来源：WIND，人民银行，国信证券经济研究所整理

## 结论和投资建议：政策有待进一步加码

通过分析 2022 年二季度居民和企业的资金来源和去向，可以发现居民对经济预期仍偏弱，企业融资虽有所改善，但主要受益于财政政策的加码，经济内生增长性仍然不强，可延续性取决于政策力度。因此，我们判断 2022 年稳增长大基调下，

下半年政策仍会持续加码，稳增长效果也会逐步显现。

随着经济企稳复苏，银行板块也将迎来较好的投资机会，维持行业“超配”评级。个股方面，建议从两个角度精选个股，个股上，一是推荐区域经济好的中小银行，建议关注宁波银行、苏农银行、常熟银行和张家港行；二是推荐受益于稳增长主线的成都银行。

## 风险提示

若稳增长力度较弱带来宏观经济复苏不及预期，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差的负面影响、经济下行导致不良贷款增加等。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032