

2024年07月14日

银行

SDIC

行业快报

证券研究报告

金融数据反映的趋势变化与银行股逻辑

■ **事件**：人民银行披露6月金融数据，6月新增信贷2.13万亿元，同比减少9200亿元；新增社融3.3万亿元，同比减少9300元，我们点评如下：

■ **需求约束下，银行放弃“规模情结”效应持续显现**。今年6月新增信贷规模明显弱于2023年同期，但若剔除2022年、2023年的信贷显著高增长的两年，今年6月新增信贷数据好于季节性，目前银行信贷增长已经从以往供给约束转为需求约束，过去两年银行加速“内卷式”放贷行为在今年有所收敛，叠加央行开始对手工补息行为严监管，银行逐步放弃“规模情结”，并且我们预计这会下半年金融数据中持续体现。

从信贷结构来看，“企业部门偏强、居民部门继续走弱”。6月企业中长期贷款同比减少6233亿元，成为6月新增信贷同比少增的主要影响因素，但剔除2022年、2023年高基数效应，从季节性角度，今年6月新增企业中长期贷款强于2021、2020年，叠加考虑到今年地方化债的影响，企业中长期信贷并不算特别弱；6月新增企业短贷6700亿元，扭转了4、5月持续负增长的趋势，处于过去几年偏高的水平，企业补充流动资金需求依然不错，整体来看，企业部门融资需求尚可。

但居民部门需求继续回落，居民短贷、居民长贷分别同比减少2443亿元、1428亿元，均明显弱于季节性，考虑到“517”房地产新政之后，房地产销售数据略有回暖，但居民信贷增长依然乏力，或许表征按揭提前还贷压力加大、居民部门即便买房但愿意承担的贷款金额并未明显提升，微观零售主体加杠杆意愿不足。

■ **信贷增长回归常态，社融也略有下行**。6月新增社融同比减少，主要是信贷增长放缓的影响，其他分项社融表现中规中矩，这也驱动社融余额同比增速降低至8.1%，环比下降0.3个百分点。

今年政府债券发行、财政支出节奏相对偏慢，对社融、经济的预期都有一定影响，具体来看：①去年底发行的1万亿国债资金在今年2月全部落实到1.5万个具体项目，而项目的开工率在5月中旬为72%，6月中旬超过80%，7月中旬全部开工，这部分项目逐步开工后可形成实物工作量，因此地方专项债发行提速并不急迫；②有效项目融资需求不足，今年财政部优化调整地方政府专项债券投向领域和用作项目资本金范围，将更多新能源、新基建、新产业领域纳入专项债券投向领域，各地区筛选、新申报符合要求的项目需要时间。往下半年展望，政府债券发行何时提速、财政支出节奏对社融、市场的影响更为关键，仍需紧密跟踪。

■ **M1、M2增速继续下探**。2024年6月末，M2增速为6.2%，M1增速为-5.0%，分别较2024年5月末下降0.8pct、下降0.8pct，这

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价（元） 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.5	11.7	30.6
绝对收益	6.4	11.6	20.9

李双 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520070001

lishuang1@essence.com.cn

相关报告

5月金融数据：抑空转与弱需求相交织	2024-06-16
从分歧将逐步形成新的共识——银行2024年中期策略	2024-05-27
4月金融数据：供给约束还是需求冲击？	2024-05-12
信贷的变化、定价趋势与银行股观点	2024-04-13
“开门红”期间融资需求的“量价”变化	2024-03-17

主要受严禁手工补息后存款分流至债券市场、有效信贷需求偏弱等因素的影响，预计上述影响在下半年仍将持续。

■ **贷款利率略有下行。**据 21 世纪经济报道，今年 1-6 月新发放企业贷款利率和个人住房贷款利率分别为 3.7% 和 3.6% 左右，同比仍明显下行，今年以来，新发放企业贷款利率下行速度显著放缓，但个人住房贷款利率下行速度加快，显示居民部门较企业部门压力更大、需求更偏弱。

■ **投资建议：**当前货币政策框架从以往数量型逐步向价格型在转型，商业银行经营行为也在金融业增加值考核方式变化、放弃“规模情结”的影响下而发生变化，其背后反映的金融数据趋势、投资框架也与传统思路有很大不同，**金融数据总量对资本市场的影响将逐步趋弱，更应该关注金融数据反映的各经济主体结构所面临的经营环境。**

■ **从银行股的投资逻辑来看：**① 银行股资金定价权从主动基金转移至被动基金，股价对基本面的敏感性会有所淡化，基于被动型基金持仓稳定性与持续性，我们预计银行板块行情的持续性可能会超出大多数投资者的预期，行情的空间也会比市场预期得要强，行情的回撤也会弱于市场预期。

② 银行股对净息差并不是特别敏感，净息差下行并不能得出银行股即将下跌的结论，当前阶段净息差下行趋势尚未结束，营收增速也将继续承压，但银行股受此影响较前两年要更弱。

③ 房地产风险悲观预期在逐步修正，部分龙头银行的房企风险影响已经开始下降，在地产风险预期改善的情况下，银行股估值压力并不大。**我们对银行持中性偏乐观的态度。**

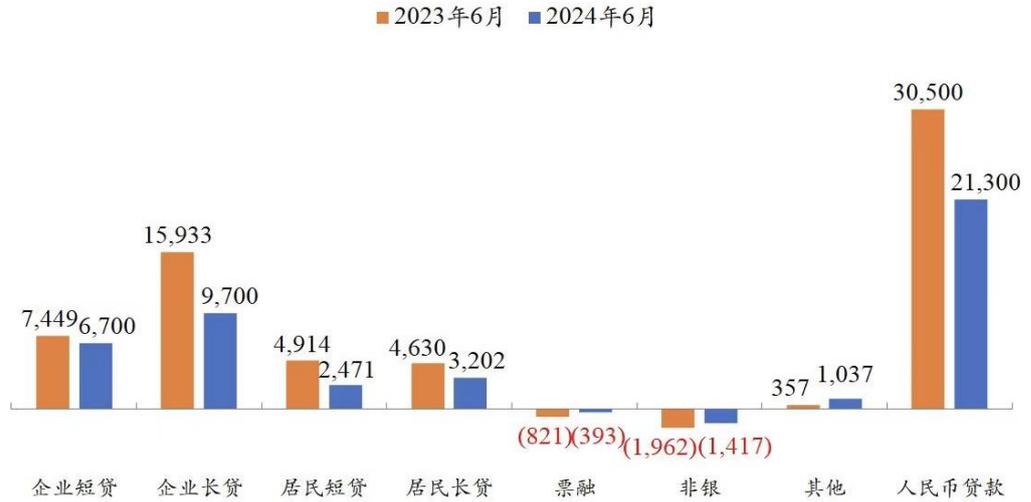
重点推荐：业绩增长稳健的公司：成都银行、常熟银行；有分红优势的公司：招商银行、国有大行；未来受益于经济预期修复的个股：宁波银行。

■ **风险提示：**房地产违约再次大规模蔓延、海外需求下行超预期。

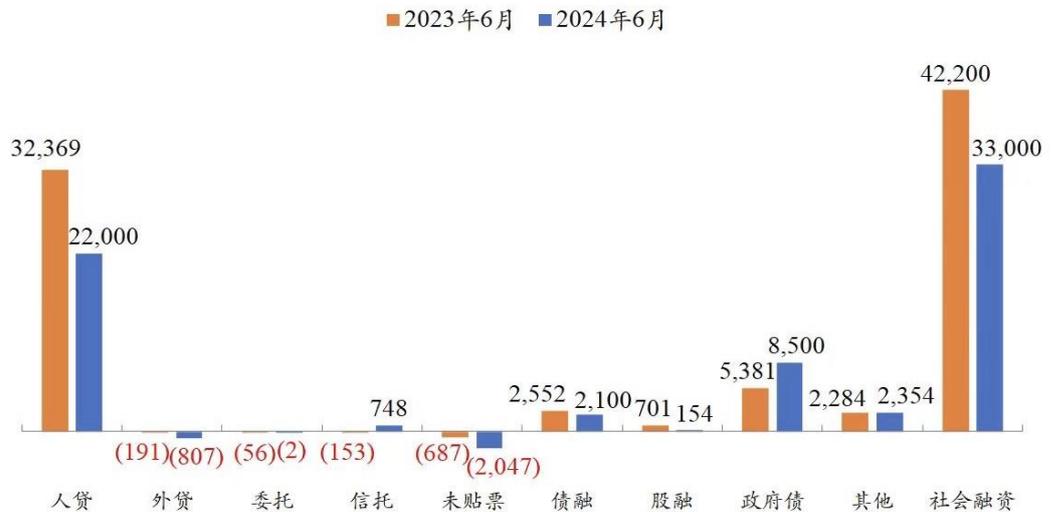
图1. 2024年6月人民币信贷、社融当月增量拆分（亿元）

- 2024年6月末，社融增速为8.1%，M2增速为6.2%，M1增速为-5.0%，分别较2024年5月末下降0.3pct、下降0.8pct、下降0.8pct。

- 人民币信贷当月增量拆分（亿元）

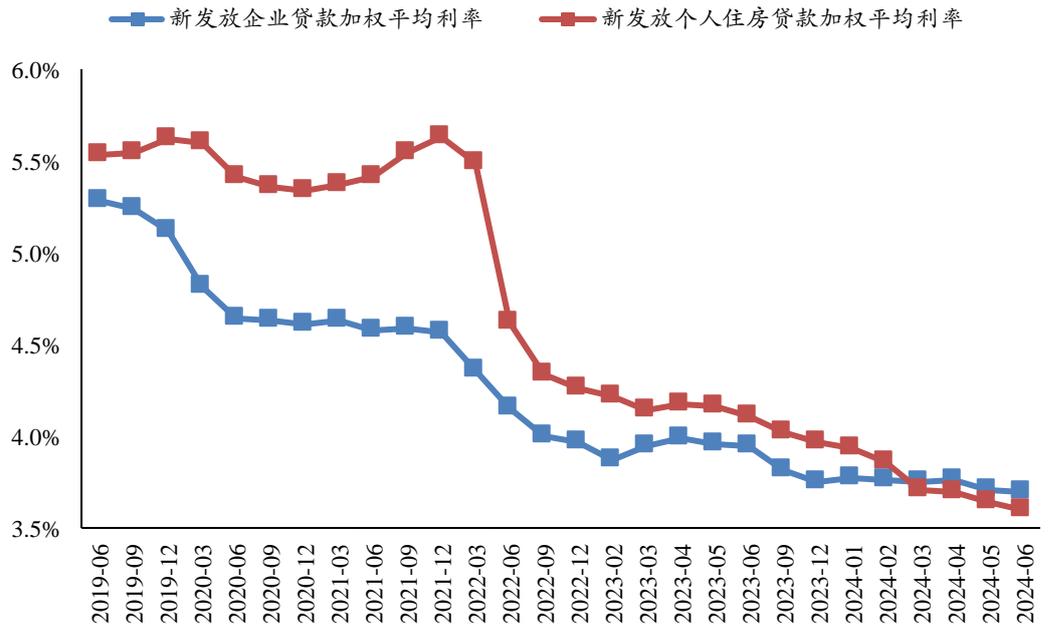


- 社融当月增量拆分（亿元）



资料来源：人民银行、国投证券研究中心

图2. 金融机构新发放贷款加权平均利率



资料来源：人民银行、金融时报、国投证券研究中心

目 行业评级体系

收益评级：

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上；

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034