

银行

6月社融符合预期，金融总量目标淡化

投资要点：

➤ **6月新增社融量和结构基本符合市场预期。**6月当月新增社融3.3万亿元，同比少增9266亿元。6月末存量社融同比增长8.1%。**从新增社融结构看，信贷同比少增是对社融造成拖累的主要原因。**当月新增社融口径人民币贷款2.19万亿元，同比少增1.05万亿元。新增政府债继续对社融增量形成正向贡献。6月政府债新增8476亿元，同比多增3105亿元。

➤ **6月信贷增量仍然集中在企业端，但企业中长期贷款需求弱于去年同期。**6月企业贷款新增1.63万亿元，同比少增6503亿元。其中企业中长期贷款新增9700亿元，同比少增6233亿元。今年上半年新增专项债发行节奏慢于2022和2023年同期，可能带来基建项目的配套融资需求滞后。

➤ **6月居民贷款新增5709亿元，环比5月多增4952亿元，但仍然同比少增。**517房地产新政出台，6月末30大中城市商品房成交面积同比降幅显著收窄，后续居民贷款需求有望边际改善。

➤ **6月M1、M2同比增速分别为-5%、6.2%，增速均较上月下滑0.8pct。**近三个月M1增速均处于负区间，其原因一方面禁止手工补息后，企业部分高息活期存款转而归还贷款或购买理财；另一方面与信贷扩张步伐放缓，导致派生能力减弱相关。不过6月M1增速下滑斜率已经放缓，展望后续，随着财政支出的发力与房地产政策效果的显现，加上手工补息带来的企业存款转移行为接近尾声，M1增速有望出现反弹。

➤ **在高质量发展的背景下，监管和银行层面对于信贷投放的“规模情结”正在淡化。**从宏观经济层面看，随着信贷投放由规模思维转向对结构的重视，重点领域信贷支持力度有望增强，贷款从低效领域腾挪出来投向金融“五篇大文章”等重点领域和薄弱环节，能够提高资金使用效率。**从银行业层面看，**高质量的信贷投放一是可以优化银行的贷款定价，避免规模情结带来的过度竞争，缓释银行净息差收窄的压力；二是可以减缓银行资本消耗速度，提升银行资本利用效率；三是可以优化银行信贷结构，夯实资产质量。

➤ **展望后续，有效信贷需求有望提升。**一是**基建项目有望拉动新的信贷需求。**1万亿增发国债涉及的1.5万个项目已全部开工建设，近两个月新增专项债的发行节奏也开始提速，国债和地方债带动的项目配套融资有望增长。二是**货币政策空间有望拓宽。**市场对于美联储降息的预期增强，后续我国汇率压力有望得到缓释。并且，金融时报近期发文称LPR或迎改进。随着汇率压力缓解、利率走廊收窄，LPR或有调降空间，LPR下调可以刺激有效信贷需求修复。

➤ **今年以来银行板块的行情有三方面的驱动因素。**一是股息率选股逻辑在板块内的扩散，高股息策略从国有行扩散到中小行。二是地产政策的放松。三是市场对于银行净息差下行斜率放缓以及基本面即将见底的期待。展望未来，银行板块要更多检验前期政策的效果以及未来基本面的走势。

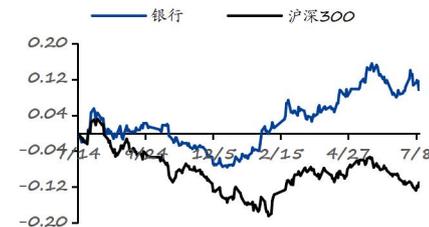
➤ **投资标的方面，**一是重点推荐**浦发银行**。浦发银行正处在困境反转阶段，当前公司存量不良接近出清，不良生成率持续下行，信用成本边际改善，利润弹性有望释放。并且，公司自去年四季度起加大信贷投放力度，信贷资产投放动能的增强有望带动营收增速向上。二是建议关注高股息率的绩优区域性银行**江苏银行**。

风险提示

政策效果不及预期；信贷需求不及预期；市场风格切换

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师：张宇(S0210524050005)

zy30521@hfzq.com.cn

分析师：郭其伟(S0210523080001)

gqw30259@hfzq.com.cn

联系人：付思雨(S0210123090004)

fsy30287@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、好戏连台，银行下半年中期分红知多少——2024.07.12
- 2、20240711日报：美国6月CPI超预期放缓——2024.07.12
- 3、20240710日报：6月核心CPI保持温和上涨——2024.07.11



正文目录

1 6月新增社融量和结构基本符合市场预期.....	3
2 信贷增量仍然集中在企业端，居民信贷增量环比回升.....	3
3 M1、M2 同比增速继续回落.....	3
4 信贷投放“规模情结”正在淡化.....	4
5 投资建议.....	4
6 风险提示.....	5

图表目录

图表 1: 新增社会融资结构.....	6
图表 2: 新增人民币贷款结构.....	6
图表 3: 表外融资和直接融资结构.....	7
图表 4: M1、M2 同比增速走低 (%).....	7



1 6月新增社融量和结构基本符合市场预期

6月新增社融量和结构基本符合市场预期。6月当月新增社融3.3万亿元（wind一致预期为3.2万亿元），同比少增9266亿元。6月末存量社融同比增长8.1%，同比增速较5月末下滑0.3pct。

从新增社融结构看，数据“挤水分”等因素影响下，信贷同比少增是对社融造成拖累的主要原因。当月新增社融口径人民币贷款2.19万亿元，同比少增1.05万亿元，信贷增量也基本与市场预期一致（wind一致预期为2.13万亿元）。

新增政府债继续对社融增量形成正向贡献。6月直接融资规模新增1.07万亿元，同比多增2410亿元。其中，政府债新增8476亿元，同比多增3105亿元。

2 信贷增量仍然集中在企业端，居民信贷增量环比回升

6月信贷增量仍然集中在企业端，但企业中长期贷款需求弱于去年同期。6月企业贷款新增1.63万亿元，同比少增6503亿元。其中企业中长期贷款新增9700亿元，同比少增6233亿元；企业短贷和票据融资与去年同期增量基本持平。我们预计，企业中长期贷款需求较弱与今年专项债发行节奏较晚有关。今年上半年新增专项债发行节奏慢于2022和2023年同期，可能带来基建项目的配套融资需求滞后。

居民信贷增量环比回升。6月居民贷款新增5709亿元，环比5月多增4952亿元。居民短贷和中长期贷款均实现正增长，但仍然同比少增。5月17日多部委联合推出切实做好保交房工作配套政策以来，各地陆续推出细则政策响应，6月末30大中城市商品房成交面积同比降幅显著收窄，后续居民贷款需求有望边际改善。

3 M1、M2同比增速继续回落

6月M1、M2同比增速分别为-5%、6.2%，增速均较上月下滑0.8pct。近三个月M1增速均处于负区间，其原因一方面是禁止手工补息后，企业部分高息活期存款转而归还贷款或购买理财；另一方面与信贷扩张步伐放缓，导致派生能力减弱相关。

不过6月M1增速下滑斜率已经放缓。展望后续，随着财政支出的发力与房地产政策效果的显现，加上手工补息带来的企业存款转移行为接近尾声，M1增速有望出现反弹。M2方面，在信贷淡化“规模情结”的背景下，存款派生效应减弱，导致M2增速放缓。

4 信贷投放“规模情结”正在淡化

在高质量发展的背景下，监管和银行层面对于信贷投放的“规模情结”正在淡化。6月央行行长潘功胜在陆家嘴金融论坛提出“货币信贷增长已由供给约束转为需求约束”，央行主管媒体金融时报也在7月12日发文提出亟待克服信贷投放的“规模情结”，淡总量、重质效是大势所趋。银行层面来看，6月票据融资负增长，银行对于信贷冲规模的诉求减弱。

从宏观经济层面看，随着信贷投放由规模思维转向对结构的重视，重点领域信贷支持力度有望增强。贷款从低效领域腾挪出来投向金融“五篇大文章”等重点领域和薄弱环节，能够提高资金使用效率，助力经济高质量发展。从银行业层面看，高质量的信贷投放一是可以优化银行的贷款定价，避免规模情结带来的过度竞争，缓释银行净息差收窄的压力；二是可以减缓银行资本消耗速度，提升银行资本利用效率；三是可以优化银行信贷结构，夯实资产质量。

5 投资建议

展望后续，有效信贷需求有望提升。一是基建项目有望拉动新的信贷需求。7月11日发改委消息介绍，1万亿增发国债涉及的1.5万个项目已全部开工建设，近两个月新增专项债的发行节奏也开始提速，国债和地方债带动的项目配套融资有望增长。二是货币政策空间有望拓宽。美国6月CPI超预期回落，市场对于美联储降息的预期增强，后续我国汇率压力有望得到缓释。并且，金融时报近期发文称LPR或迎改进。当前LPR报价与最优质客户贷款利率之间出现一定偏离，随着汇率压力缓解、利率走廊收窄，LPR或有调降空间，LPR下调可以刺激有效信贷需求修复。

今年以来银行板块的行情有三方面的驱动因素。一是股息率选股逻辑在板块内的扩散，高股息策略从国有行扩散到中小行。二是地产政策的放松。三是市场对于银行净息差下行斜率放缓以及基本面即将见底的期待。展望未来，银行板块要更多检验前期政策的效果以及未来基本面的走势。

投资标的方面，一是重点推荐浦发银行。浦发银行正处在困境反转阶段，当前公司存量不良接近出清，不良生成率持续下行，信用成本边际改善，利润弹性有望释放。并且，公司自去年四季度起加大信贷投放力度，信贷资产投放动能的增强有望带动营收增速向上。二是建议关注高股息率的绩优区域性银行江苏银行。



6 风险提示

政策效果不及预期：经济复苏缓慢，居民加杠杆意愿较低，一揽子政策落地效果不及预期。

信贷需求不及预期：基建项目落地偏慢，配套融资需求不足，有效信贷需求低于预期。

市场风格切换的风险：基本面、政策、投资者风险偏好等发生变化带来市场风格的切换。

图表 1: 新增社会融资结构

月份	2023/12/31	2024/1/31	2024/2/29	2024/3/31	2024/4/30	2024/5/31	2024/6/30
当月值 (亿元)							
社会融资规模	19326	64734	14959	48335	-658	20623	32999
人民币贷款	11092	48401	9773	32920	3349	8197	21927
外币贷款	-635	989	-9	543	-310	-487	-807
表外融资	-1561	6009	-3287	3768	-4259	-1116	-1301
直接融资	7091	7689	7548	9090	956	12662	10730
其他融资	3339	1646	934	2014	-394	1367	2450
月份	2023/12/31	2024/1/31	2024/2/29	2024/3/31	2024/4/30	2024/5/31	2024/6/30
同比多增 (亿元)							
社会融资规模	6268	4778	-16651	-5532	-12907	5063	-9266
人民币贷款	-3309	-913	-8411	-6567	-1082	-4022	-10486
外币贷款	1030	1120	-319	116	9	-149	-616
表外融资	-142	2524	-3207	1846	-3116	341	-400
直接融资	7726	947	-4823	-896	-7525	8482	2410
其他融资	963	1100	109	-31	-1193	411	-174

来源: iFind, 华福证券研究所

图表 2: 新增人民币贷款结构

月份	2023/12/31	2024/1/31	2024/2/29	2024/3/31	2024/4/30	2024/5/31	2024/6/30
当月值 (亿元)							
居民户贷款	2221	9801	-5907	9406	-5166	757	5709
短期贷款	759	3528	-4868	4908	-3518	243	2471
中长期贷款	1462	6272	-1038	4516	-1666	514	3202
非金融企业及机关团体贷款	8916	38600	15700	23400	8600	7400	16300
短期贷款+票据融资小计	862	4867	2533	7300	4281	2372	6307
票据融资	1497	-9733	-2767	-2500	8381	3572	-393
短期贷款	-635	14600	5300	9800	-4100	-1200	6700
中长期贷款	8612	33100	12900	16000	4100	5000	9700
其他贷款	-558	633	267	100	219	28	293
月份	2023/12/31	2024/1/31	2024/2/29	2024/3/31	2024/4/30	2024/5/31	2024/6/30
同比多增 (亿元)							
居民户贷款	468	7229	-7988	-3041	-2755	-2915	-3930
短期贷款	872	3187	-6086	-1186	-2263	-1745	-2443
中长期贷款	-403	4041	-1901	-1832	-510	-1170	-1428
非金融企业及机关团体贷款	-3721	-8200	-400	-3600	1761	-1158	-6503
短期贷款+票据融资小计	132	-6106	-2263	1172	4100	1602	-321
票据融资	351	-5606	-1778	2187	7101	3152	428
短期贷款	-219	-500	-485	-1015	-3001	-1550	-749
中长期贷款	-3498	-1900	1800	-4700	-2569	-2698	-6233
其他贷款	-355	-194	63	-72	230	-62	51

来源: iFind, 华福证券研究所

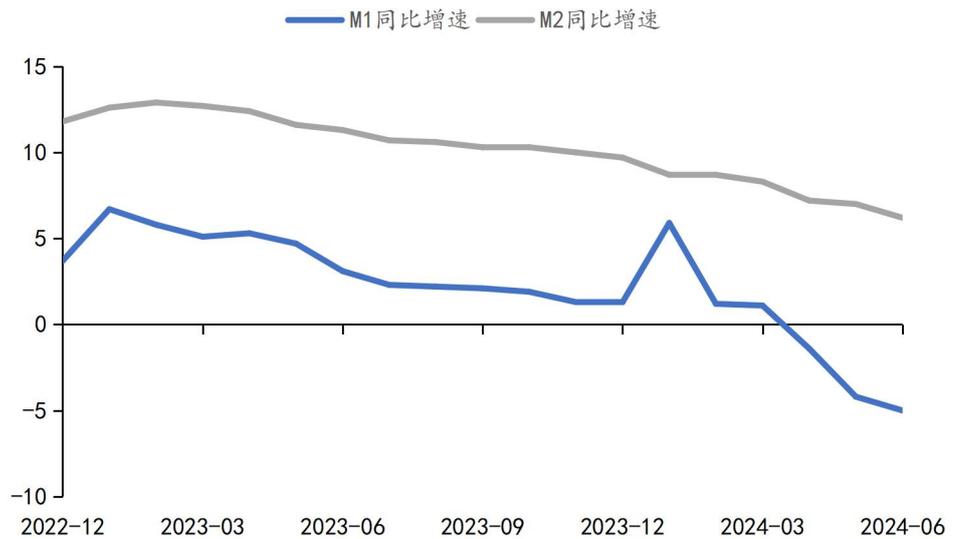


图表 3: 表外融资和直接融资结构

月份	2023/12/31	2024/1/31	2024/2/29	2024/3/31	2024/4/30	2024/5/31	2024/6/30
当月值 (亿元)							
表外融资	-1561	6009	-3287	3768	-4259	-1116	-1301
委托贷款	-43	-359	-172	-465	89	-9	-3
信托贷款	347	732	571	681	142	224	748
未贴现银行承兑汇票	-1865	5636	-3686	3552	-4490	-1331	-2046
直接融资	7091	7689	7548	9090	956	12662	10730
企业债券融资	-2741	4320	1423	4237	1707	285	2100
非金融企业境内股票融资	508	422	114	227	186	111	154
政府债券	9324	2947	6011	4626	-937	12266	8476
月份	2023/12/31	2024/1/31	2024/2/29	2024/3/31	2024/4/30	2024/5/31	2024/6/30
同比多增 (亿元)							
表外融资	-142	2524	-3207	1846	-3116	341	-400
委托贷款	58	-943	-95	-640	6	-44	53
信托贷款	1111	794	505	726	23	-79	902
未贴现银行承兑汇票	-1311	2673	-3617	1760	-3145	464	-1355
直接融资	7726	947	-4823	-896	-7525	8482	2410
企业债券融资	2146	2682	-2239	880	-1233	2429	-149
非金融企业境内股票融资	-935	-542	-457	-387	-807	-642	-546
政府债券	6515	-1193	-2127	-1389	-5485	6695	3105

来源: iFind, 华福证券研究所

图表 4: M1、M2 同比增速走低 (%)



来源: iFind, 华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn