

社融小幅超预期 宽信用正在路上

事件：

9月11日，央行发布2019年8月金融数据，其中，M2同比增长8.2%，人民币贷款增加1.21万亿元，社融增加1.98万亿元。

简评

1、M2同比增长8.20%，“全面降准+定向降准”组合拳将助推M2继续回升。

截至2019年8月末，M2余额达193.55万亿元，同比增长8.20%，增速环比上升0.10个百分点；M1同比增长3.40%，增速同样环比上升0.30个百分点。无论是M2还是M1，增速均有所改善。主要原因在于：其一是8月信贷投放量有所增加，导致货币乘数的小幅上升；其二是央行基础货币投放量有小幅增加。8月央行通过公开市场操作净投放850亿元，通过MLF净投放180亿元，而上一个月这两项均为净回笼。

展望9月，正如我们在上个信贷数据简评中所提及的，从逆周期的调控角度看，央行需要更积极的货币政策。那么，这次全面降准50个BP，将于9月16日释放8000亿的流动性，且在10月15日和11月15日，分别有500亿定向降准释放的流动性。而我们预计货币乘数会增加，9月M2增速大概率继续上升，全年在乐观情景下M2有望回升到9%附近，为实体经济修复保持充足的流动性。

2、新增社融1.98万亿，改善幅度超预期

8月，新增社融1.98万亿元，较上月环比多增9688.15亿元，较去年多增408.75亿元，呈改善继续，并且幅度好于市场预期。其中，改善最大的融资渠道来自于表外融资，其次是表内信贷渠道，最后才是直接融资渠道。

8月，表外融资合计净减少1014亿元，环比和同比分别减少5212.05亿元和1659.84亿元。其中，委托贷款净减少513亿元，环比少减少473.60亿元；信托贷款净减少658亿元，环比少减少17.95亿元，预计仍然受房企信托融资监管持续趋严的影响；未贴现银行承兑汇票净增加157亿元，而上月为净减少4563亿元。我们认为随着影子银行业务逐渐得到规范，其存量风险出清之后，新增表外融资可以由负转正。

8月，表内信贷部分新增1.28万亿元，环比多增4887.80亿元，同比少增42.65亿元。

银行

维持

增持

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

方才

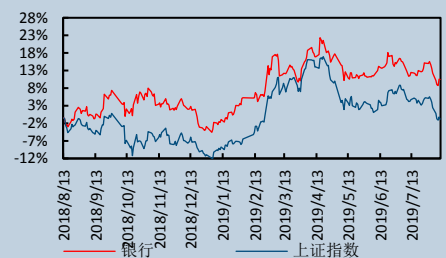
fangcai@csc.com.cn

010-864-51314

执业证书编号：S1440519080006

发布日期：2019年09月11日

市场表现



相关研究报告

8月，直接融资合计新增3297亿元，环比多增加464.65亿元，同比少增245.86亿元。其中信用债融资3041亿元，环比多增加801.44亿元，股票融资256亿元，环比少增336.78亿元。此外，地方政府专项债融资规模3213亿元，环比少增加1171.97亿元。

总体来看，8月新增社融呈改善迹象，一方面是受7月低基数的原因，另一方面确实改善幅度超预期，主要来自表外融资降幅的收窄。展望未来，我们仍能看到社融继续改善的有利因素：其一是通过全面降准和定向降准、配合LPR定价机制的改革，实体企业融资成本有望下降，将边际带来更多的信贷需求；其二，国常会提出提前下达明年专项债发行额度，并且有望提前发行；其三，“全面降准+定向降准”组合拳将为为企业信用债融资和信贷融资提供更好的流动性基础；其四、五大行理财子公司已经开业，对非标的投资会适当有所增加，预计到年底，获批筹建的12家理财子公司都将陆续开业，助力非标的修复。

展望下半年，按照M2、社融增速与名义GDP增速相匹配原则，我们认为必要的社融增速预测在11%-12%之间。若按照11.5%的增速计算，预计2019年底，社融存量规模可达224万亿元，全年新增23万亿元。

3、新增信贷1.21万亿元，信贷结构呈积极变化

8月，新增人民币贷款规模1.21万亿元，较上月多增1500亿元，但仍较去年同期少增700亿元，虽然有所改善，但改善幅度比较小。其中，企业部门融资需求改善最为明显，其次是居民部门。

8月，企业贷款新增6513亿元，较环比多增3539亿元，同时同比多增386亿元；其中，短期企业贷款净减少355亿元，但较上月少减少了1840亿元，同时比去年同期少减少1393亿元；中长期企业贷款新增4285亿元，环比和同比分别多增607和860亿元；票据融资新增2426亿元，环比多增1142亿元，同比少增1673亿元。

8月，居民贷款新增6538亿元，环比多增1426亿元，但同比少增600亿元。其中，短期居民贷款新增1998亿元，环比多增1303亿元，但同比少增600亿元；中长期居民贷款新增4540亿元，环比和同比分别多增123亿元和125亿元。

此外，8月，非银部门贷款净减少945亿元，而上月为新增2328亿元。

整体来看，8月份信贷数据虽然改善幅度不是特别大，但在结构上有比较积极的变化，一方面是企业部门改善迹象要于居民部门，另一方面是中长期贷款改善幅度要好于短期贷款。

4、8月存款新增1.80万亿元，环比多增1.16万亿元

8月，人民币存款增加1.8万亿元，环比多增加1.16万亿元，同比多增7100亿元。在结构上表现为各个部门存款规模均有所增长，但企业部门和居民部门改善更为明显。

其中，居民存款净增加2714亿元，而上月为净减少1032亿元；企业存款净增加5792亿元，而上月为净减少1.39万亿元；财政存款净增加95亿元，较上月少增7996亿元；非银存款净增加7298亿元，较上月少增加6102亿元。

5、投资建议：

7月的信贷数据和社融数据均要低于市场预期，但8月无论是货币供应量，还是社融或信贷数据均由了触

底反弹的迹象。在经济下行压力下，货币政策和财政政策将会更加积极，逆周期调控力度也会加大。货币政策方面，央行一方面实行了 LPR 定价机制改革，意在降低实体融资成本，另一方面也进行了“全面降准+定向降准”的组合拳，为这一目标的实现提供流动性环境；在财政政策方面，国常会确定加快地方政府专项债券发行使用的措施，带动有效投资支持补短板扩内需。我们认为，这些政策效果还会继续反映在未来几个月的 M2 增速、社融增速和信贷增速当中。预计 4 季度，宽信用将逐步实现。

我们对银行股的观点是：政策转向，建议积极加仓银行股。

(1) 内部外部冲击，政策积极应对。逆周期监管政策充分实施，国内的宏观货币政策和财政政策将积极应对，货币政策主要是降准，而财政政策主要是加大专项债的发行。同时金融业对外开放的进程也在加快。外管局取消了 QFII 和 RQFII 的限额管理，资产项目开放进程在加快。政策面转机之时就是银行股触底反弹之时。

(2) 全面降准和定向降准并行，提振经济，提业绩提估值。LPR 新政公布，表明监管层依然坚定市场化改革方向，这是坚定不动摇的，对金融机构、企业经营都将产生影响；同时借助推进贷款利率市场化来实现降低贷款利率意图，对行业净利润冲击在 0.4% 左右，但是对经济增长和修复构成正面贡献。而且，预计未来随着 MLF 利率下降，LPR 的利率会继续降低，从而未来贷款利率中枢将持续下降，对经济增长和修复的贡献将持续显现。此次降准提高行业净利润约 1%，不仅抵消 LPR 负面冲击，同时继续修复经济，改善资产质量，提升估值。降准配合 LPR 推进，不仅降低银行负债端成本率引导贷款利率下降，同时也有助于在银行向实体让利的过程中，银行自身的盈利也保持稳定增长。

(3) 估值优势。历史上银行板块估值最低点是 0.7 倍 PB，目前行业 0.76 倍 PB，银行股估值安全垫存在。政策面转向，看好行业的估值修复。建议加仓银行股。

中长期重点推荐：招行、平安、宁波、常熟；浦发、民生；上海、苏农。

分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席，金融组组长。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2017 年获得《金融市场研究》杂志五周年十佳“优秀青年作者”荣誉。2018 年获得最佳行业“金牛分析师”奖；“wind 金牌分析师”银行业第二名；“最佳分析师”量化评选银行业第二名，连续 5 年累计排名银行业第一名。

方才：南开大学金融学博士，2017 年加入中信建投研究发展部。2018 年获得“wind 金牌分析师”银行业第二名

研究助理

010-86451314 fangcai@csc.com.cn

陈翔：美国波士顿学院金融学硕士，2019 年加入中信建投研究发展部。

010-85130978 chenxiangbj@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859