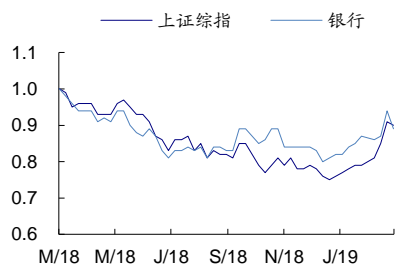


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《2019年3月银行业投资策略:精选紧密服务实体的个股》——2019-03-04
- 《2019年2月银行业投资策略:避险情绪下的首选板块》——2019-02-01
- 《2019年1月银行业投资策略:景气度下行预期充分,维持超配评级》——2019-01-10
- 《银行业2019年投资策略:雷通信用》——2018-12-10
- 《2018年12月银行业投资策略:低估值反映悲观预期,维持超配评级》——2018-12-10

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163
E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业专题

社融的真相与掣肘

● 基于企业微观行为的社融分析

本报告研究的是企业生产经营活动与社融之间的逻辑关系,我们尝试了解企业的哪些微观行为驱动了社融。虽然量化关系并不精准,但从历史回顾上看,我们所选取的样本企业的短期融资行为与库存周期较为相关,而资本开支行为则决定了企业的中长期融资。基于此,我们再进行进一步展望2019年社融增长情况。

● 企业短期融资与中长期融资分别代表什么?

短期融资增加意味着企业存货增加。我们统计了Wind中所有在2006年到2018年有连续时间序列数据的企业(包括非金融上市公司和发债企业),从样本企业资产负债表汇总数据来看,短期借款以及应付票据的增速与存货增速相关性是非常明显的。因此当社融中的企业短期融资增量较大时,我们可以大体推断出企业存货正在增加(但从企业资产负债表或者社融数据中无法区分企业是在补库存还是产成品积压)。

我们预期企业中长期融资代表资本开支增加,但从样本企业长期借款、发行债券与股权融资同比增速和在建设工程与固定资产同比增速的对比来看,两者之间相关性不强,差异主要来自货币资金科目的变动。在2011-2013年,样本企业的固定资产投资多但中长期融资少,主要是企业动用了存量货币资金;而在2015-2016年则相反,企业融入了较多中长期资金却没有进行资本开支(主要发生在城投企业中)。这说明在分析社融时,我们需要密切关注企业存款这一蓄水池的变动。

● 货币资金与M1之间的同步性

从样本企业货币资金同比增速与M1同比增速来看,两者呈现出一定的同步性。因此今年1月份社融大增但M1增速很低,可能主要是两个因素引起:一是1月份中长期融资并没有明显增多,所以企业资金不算富余,货币资金没有剩余,那么M1增长空间就有限;二是地方政府隐性债务和非标监管强化之后,城投企业货币资金减少,对M1增速也有不利影响。

● 投资建议

考虑到2019年行业整体净息差增幅回落、资产质量面临一定下行压力,我们预计未来一年板块收益仍以赚取ROE为主。我们维持行业“超配”评级,在个股方面建议优先选择以大型企业为主要客群、基本面稳健、估值低的大型银行,和以中小微企业为主要服务对象、风控能力突出、估值相对合理的小型银行,推荐工商银行、农业银行+宁波银行、常熟银行的“哑铃型”组合。

● 风险提示

若经济因外部不利因素影响而失速,将对银行资产质量产生影响;宏观数据噪音可能使结论有所偏差。

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	
					2018E	2019E	2018E	2019E
601398	工商银行	买入	5.59	1944	0.83	0.87	6.7	6.4
601288	农业银行	买入	3.69	1275	0.59	0.63	6.3	5.9
002142	宁波银行	买入	19.15	100	2.16	2.61	8.9	7.3
601128	常熟银行	增持	7.86	18	0.70	0.82	11.3	9.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

厘清社融的真相	4
社融项目的拆解细分	5
剔除地方政府专项债券后的社融构成	5
企业短期融资与企业中长期融资	9
企业短期融资与中长期融资分别代表什么?	10
短期融资增加意味着企业存货增加	10
中长期融资增加意味着企业资本开支增加或货币资金剩余	13
小结: 企业短长融资的不同用途	16
货币资金与 M1 之间的同步性	16
展望: 后续有待中长期融资回暖	18
企业短期融资可持续性不强	18
企业中长期融资仍有待固定资产投资推进	18
投资建议	19
风险提示	19

图表目录

图 1: 社融是金融对实体提供的融资服务.....	4
图 2: 剔除地方政府专项债券之后社融增速趋势变化不大	5
图 3: 剔除地方政府专项债券之后社融存量构成 (2019 年 1 月末)	6
图 4: 人民币贷款的构成 (2019 年 1 月末)	7
图 5: Wind 口径下的企业债与社融口径下的相差不大	7
图 6: 企业债新增量以中长期为主	8
图 7: 股票融资额的统计出入较大, 但趋势基本一致.....	8
图 8: 企业短期融资、企业中长期融资、个人贷款的月增量变化.....	9
图 9: 余额同比变化更能反映出趋势性	10
图 10: 短期借款与应付票据的增加往往意味着企业存货增加: 同比角度.....	11
图 11: 短期借款与应付票据的增加往往意味着企业存货增加: 新增量角度.....	11
图 12: 2010-2011 年之间房地产投资增速非常快	12
图 13: 短期借款、应付票据与应付账款的增加代表库存增加: 同比角度.....	12
图 14: 短期借款、应付票据与应付账款的增加代表库存增加: 新增量角度	13
图 15: 短期借款、应付票据与应付账款三种融资方式之间存在替代性.....	13
图 16: 长期融资同比增速和在建工程与固定资产同比增速相关性不强.....	14
图 17: ...是因为货币资金是两者之间的蓄水池	14
图 18: 从净增量来看, 多余的中长期融资会部分转换为货币资金.....	15
图 19: 2015-2016 年城投企业货币资金明显大量增加.....	15
图 20: 样本企业货币资金增速处于历史低位... ..	16
图 21: ...企业存款增速持续下降.....	16
图 22: 样本企业货币资金同比增速与 M1 同比增速有同步性	17
图 23: 2019 年 1 月份社融增加主要是短期融资增加	17
图 24: 地方政府隐性债务与非标监管加强给城投企业带来巨大资金压力	18
表 1: 短期融资对应存货, 中长期融资对应货币资金与资本开支.....	16
表 2: 重点个股估值表	20

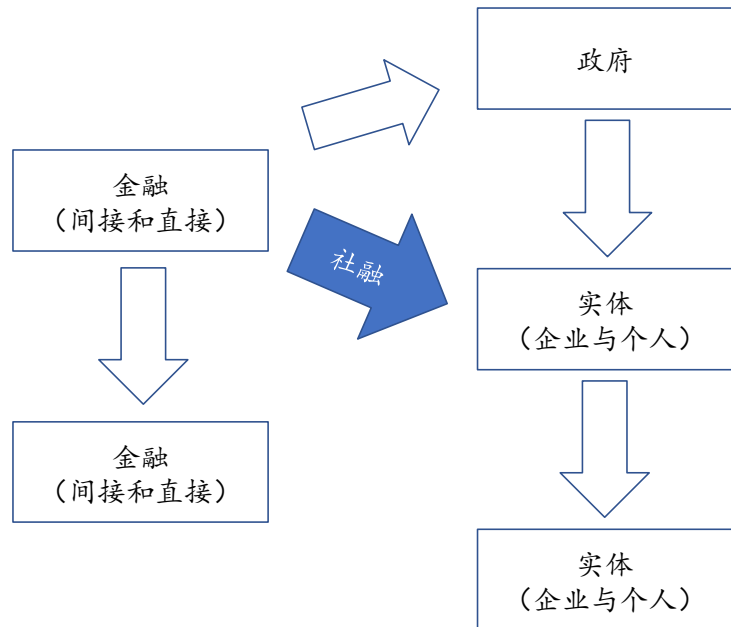
厘清社融的真相

央行披露的社会融资数据经过近几年的完善，目前已成为重要的金融数据，受到各界关注。但是，对于社融背后的一些细则，市场上仍然偶有误解。

从定义上看，社融代表的是“金融体系”对“实体部门”的融资。按此定义，首先，它是“金融体系”提供的融资服务，包括银行、保险公司提供的间接金融，也包括资本市场提供的直接金融，而如果是实体与实体之间不通过金融体系完成的直接融资（比如两个实体企业之间直接发生的增资、借贷等。若不特别注意，本报告所称企业均指实体企业），则不体现在社融里；其次，社融反映的是“实体部门”获得的融资，而政府部门、金融部门获取的融资，也不统计在内。

因此，社融是金融对实体提供的融资，不是金融提供的全部融资，也不是实体获得的全部融资。我们在后续的所有分析中，必须时刻注意到这一点。尤其是在通过企业微观行为去分析社融时，也必须认识到这一局限性。

图 1：社融是金融对实体提供的融资服务



资料来源：国信证券经济研究所整理

既然社融是金融对实体提供的融资，那么金融部门当然不可能“强行销售”他们的金融服务。社融的发生，归根结底是实体需要融入资金用于生产经营或消费，其中企业经营又是重点（本报告后续分析也以企业为主）。而且，企业会综合考虑融资的成本、便利性等多方面因素，酌情选用融资服务，金融机构提供融资服务也会受到自身经营因素或外部监管因素的影响，因此，全部社融的发生，是供需双方“双向选择”的结果，并非只反映需求或只反映供给。而不同融资科目之间的替代性，也使单个融资科目的时间序列数据未必具有连贯性。

最终，我们感兴趣的是，企业生产经营活动与社融之间的逻辑关系。本报告从企业短期融资需求、中长期融资需求两个方面，去剖析企业生产经营周期与社融的关系，寻找社融各科目数据增减背后的驱动因素，从而对社融数据进行更加准确的分析。

社融项目的拆解细分

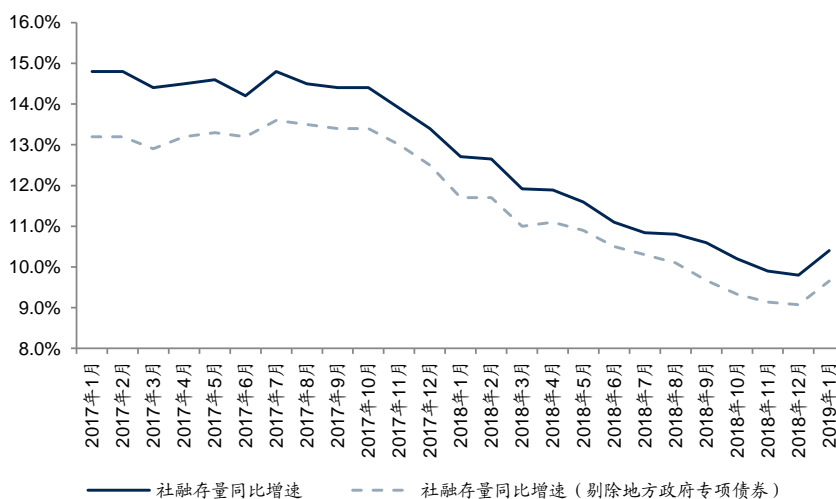
我们先梳理社融的各个科目，进行适当的分类，主要是区分一下不同的融资主体，以及不同期限的融资方式。

剔除地方政府专项债券后的社融构成

目前央行所统计的社融中包含了地方政府专项债券发行总量（其中相当大一部分是用于地方政府债务还本），其目的是将地方政府债务置换所抵减的其他融资金额加回社融，以更加全面地反映实体经济融资情况，而不是定义政府从金融体系融入的资金也是社融。

2019 年地方政府债务置换规模将大幅减小（2018 年末非政府债券形式存量政府债务仅剩 3151 亿元），继续把地方政府债券发行量纳入社融潜在较大误差，因此我们考虑把地方政府债券这个科目剔除掉。从历史数据来看，剔除该数据之后社融增速的数字会发生较大变化，但变化趋势没有区别。

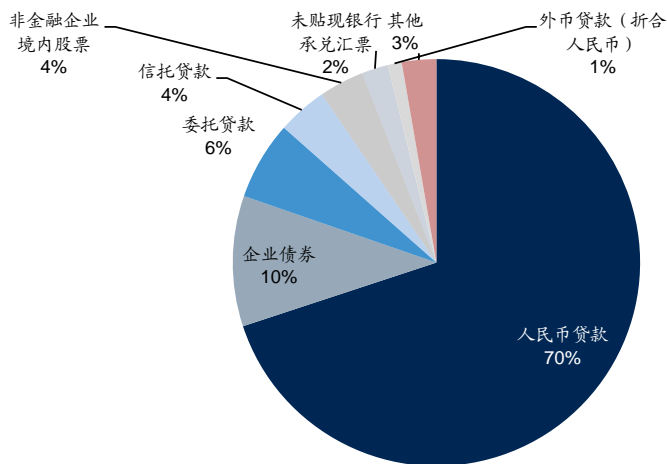
图 2：剔除地方政府专项债券之后社融增速趋势变化不大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

剔除后，存量社融主要由下面几部分构成：人民币贷款占 70%，企业债券、信托贷款、委托贷款占 20%，这 90% 的资金主要来自银行体系，包括表内贷款、自营以及理财资金投资；其余包括非金融企业股票融资占 4%，未贴现银票占 2%，外币贷款及其他杂项（如小贷公司贷款）等合计占 4%。

图 3: 剔除地方政府专项债券之后社融存量构成 (2019 年 1 月末)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

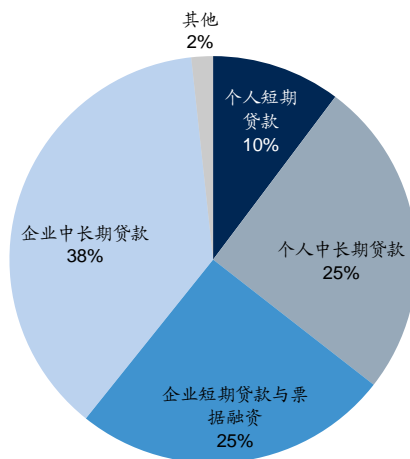
■ 人民币贷款

社融中的人民币贷款是金融机构对境内实体经济发放的人民币贷款, 所以与信贷收支表中的人民币贷款相比, 不包含对境内非银金融机构贷款和对境外人民币贷款。

从人民币贷款的结构来看, 2019 年 1 月末社融中的人民币贷款主要包括如下几项目:

- 企业中长期贷款占 38%;
- 企业短期贷款与票据融资占 25%。短期贷款与票据融资都是一年以内的融资, 所以我们对两者不加区分, 合并来看。从历史数据来看, 两者部分时间呈现出较强的替代性, 部分时间则是同步变化;
- 个人中长期贷款占 25%。个人中长期贷款以房贷为主, 房贷大概占其中的 3/4 左右, 剩下 1/8 是中长期消费贷款 (比如汽车贷款、较长期限的信用卡分期等), 1/8 是长期的个人经营性贷款;
- 个人短期贷款占 10%。个人短期贷款有 2/3 左右是消费贷款, 1/3 是个人经营性贷款。
- 其他占 2%, 包括融资租赁和垫款, 前者实际上也是企业中长期融资, 但余额很小, 可以忽略。

图 4: 人民币贷款的构成 (2019 年 1 月末)

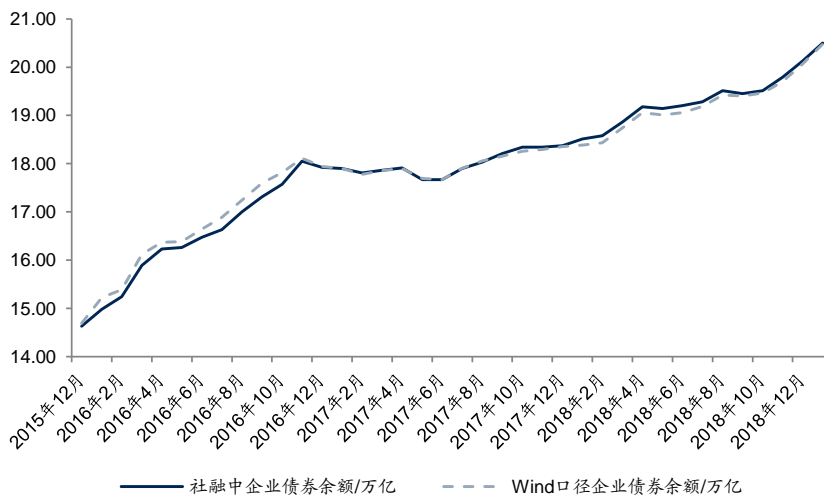


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 企业债券

央行社融中所包含的企业债券缺乏详细数据, 不便于进一步详细分析。我们使用 Wind 数据统计了企业债存量余额, 跟社融口径下相差不大, 因此我们后面用 Wind 口径下的企业债券进行分析。

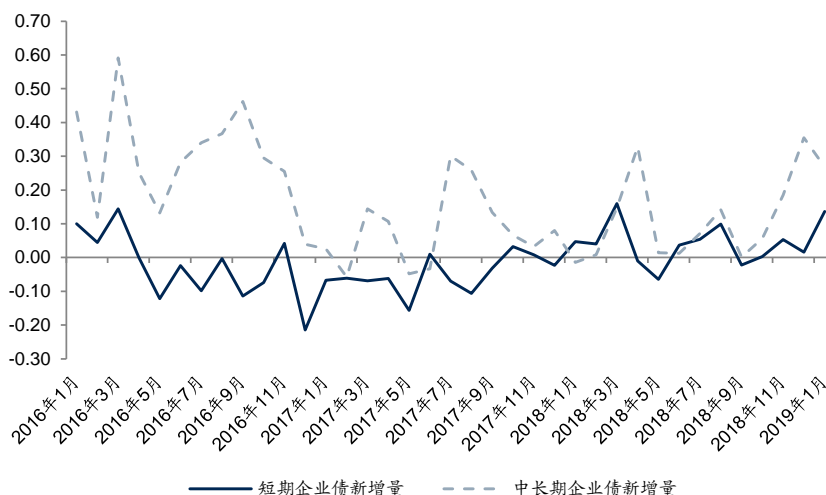
图 5: Wind 口径下的企业债与社融口径下的相差不大



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 万亿元)

Wind 口径的企业债券中, 只有短融 (包括一般短融和超短融) 的原始期限全都是一年期以下的 (其他类型债券也有, 但基本可以忽略), 因此我们用短融代表短期企业债券融资, 剩余的视为中长期企业债券融资。

图 6: 企业债新增量以中长期为主



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 万亿元)

■ 信托贷款与委托贷款

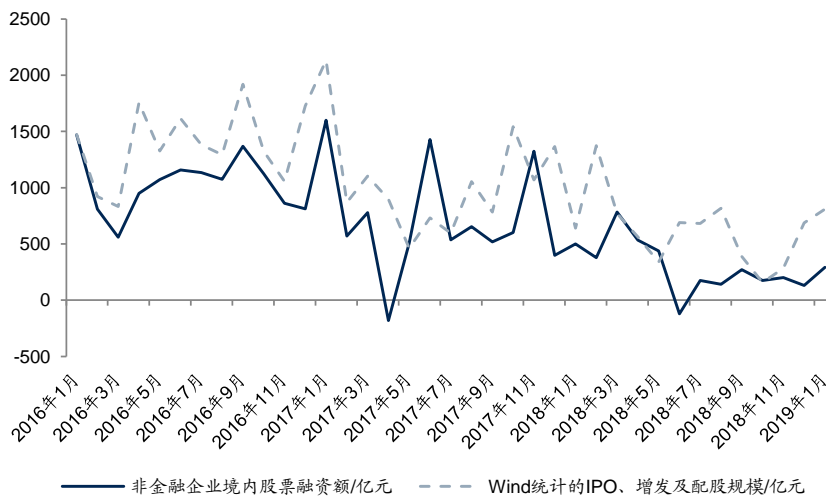
信托贷款和委托贷款是非标投资的重要通道, 最终流向主要是政府平台、房地产以及个人住房贷款(公积金中心委托贷款), 即基建和房地产领域。根据经验, 非标期限主流为两三年左右, 因此也都属于中长期融资。

此外, 这两者经常被称为“表外融资”, 其实这一称谓不准确, 因为严格地讲, 银行既可以用表内资金对接信托贷款, 也可以用表外理财资金对接, 甚至前者更多。信托贷款和委托贷款受监管政策影响较大, 已经经过了一整年的收缩。

■ 非金融企业股票融资

社融中的非金融企业股票融资是指沪深两市的股票融资额, 因此股票融资额与 IPO 以及再融资有关, 主要取决于二级市场 IPO 及再融资情况。Wind 也提供了该项数据的统计结果, 虽然趋势一致, 不过 Wind 统计的股票融资绝对额跟央行出入较大, 差异原因未知。不过考虑到股票融资在中长期融资中的占比不高, 我们不再细究, 直接是用央行口径的非金股票融资。

图 7: 股票融资额的统计出入较大, 但趋势基本一致



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 未贴现银行承兑汇票

社融中所统计的未贴现银行承兑汇票并非真正的未贴现银行承兑汇票，其统计方法是轧差得到，即用银行承兑汇票总额扣减已经在贷款中统计的票据贴现额。由于银行会将部分已贴现票据出表给 SPV，最终反映在银行的自营非标或表外理财中，因此社融中的未贴现银行承兑汇票实际上既包括了未贴现银票，也包括了这部分通过 SPV 出表的已贴现票据。银行承兑汇票不管贴现与否，都属于短期融资。

■ 外币贷款及其他

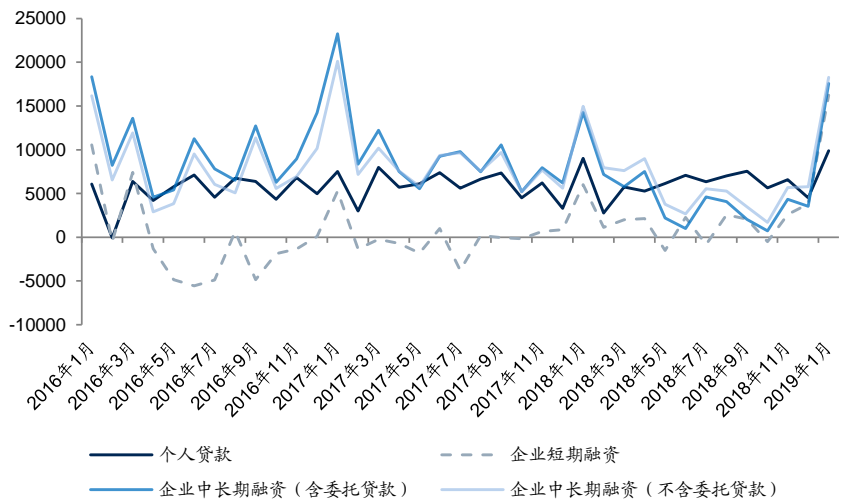
这部分占比较低且构成杂乱，我们不再分析。

企业短期融资与企业中长期融资

为便于分析社融与企业微观经营行为之间的逻辑关系，我们把社融划分为企业短期融资、企业中长期融资和个人贷款三大类，并重点研究前两者。我们假设，企业获取短期融资、中长期融资有不同的经营目的。

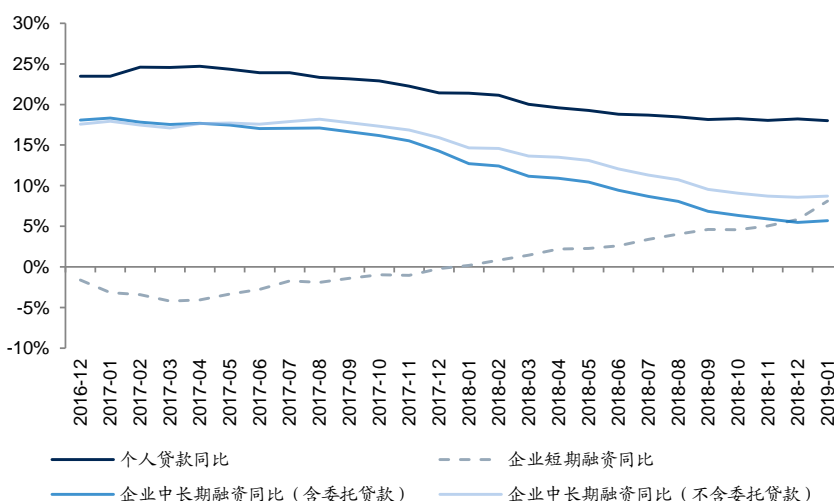
企业短期融资包括企业短期贷款、票据贴现、未贴现银行承兑汇票与短融四个项目，企业中长期融资包括企业中长期贷款、中长期债券、信托贷款、非金融企业股票融资四个科目，也可以加上委托贷款（委托贷款可能包含了委托公积金贷款，因此我们在分析数据时，计算包含委托贷款与不含委托贷款两种口径的企业中长期融资）。

图 8：企业短期融资、企业中长期融资、个人贷款的月增量变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

图 9：余额同比变化更能反映出趋势性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

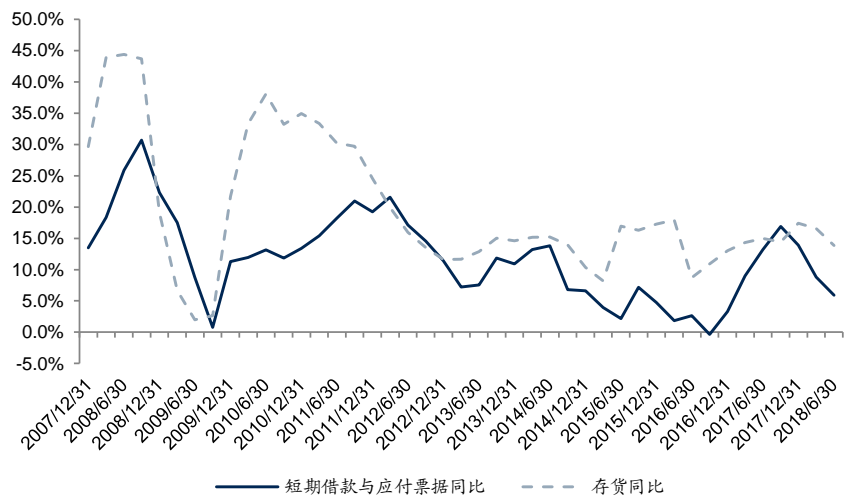
个人的融资（几乎全是贷款）也可按此划分，划分为个人短期融资和个人中长期融资。其中个人短期融资主要是短期消费贷款，个人中长期融资则主要是住房抵押贷款（外加部分委托贷款项下的公积金贷款）。个人融资并非本报告关注的重点，暂不展开。

企业短期融资与中长期融资分别代表什么？

短期融资增加意味着企业存货增加

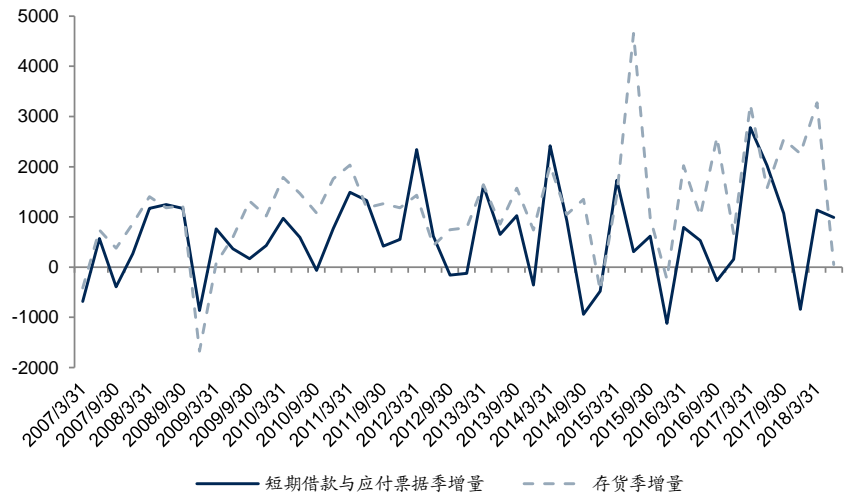
从企业角度来讲，短期融资一般用于短期资金周转，其用途包括补库存、支付工资及其他经营管理费用，其中以补库存最为主要。因此我们可以简化推断，企业借入短期借款一般会用于采购原材料，或者说积压了产成品卖不出去，就需要借入短期贷款维持企业运营。我们统计了 Wind 中所有在 2006 年到 2018 年有连续时间序列数据的企业（包括上市公司和发债企业），从样本企业资产负债表汇总数据来看，短期借款以及应付票据的增速与存货增速相关性是非常明显的。因此当社融中的企业短期融资增量较大时，我们可以大体推断出企业存货正在增加。

图 10: 短期借款与应付票据的增加往往意味着企业存货增加: 同比角度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

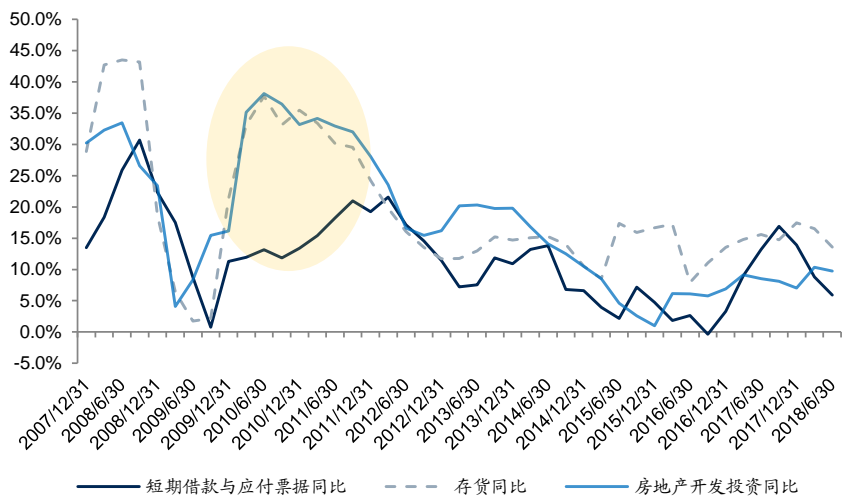
图 11: 短期借款与应付票据的增加往往意味着企业存货增加: 新增量角度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。(单位: 亿元)

在上述图表中, 我们发现 2010-2011 年的企业短期融资增速与企业存货同比增速存在较大缺口, 这一缺口主要由从事房地产业务的公司把房地产计入存货引起。

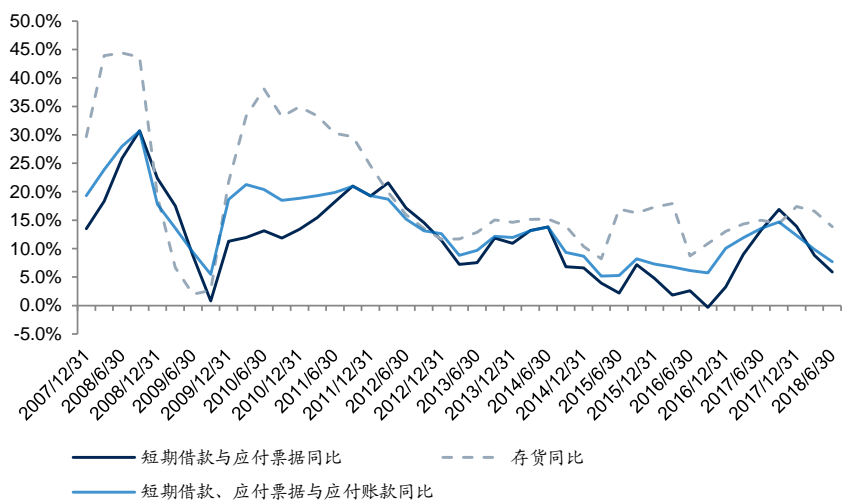
图 12: 2010-2011 年之间房地产投资增速非常快



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 由于房地产投资以来中长期融资, 所以我们可以看到这段时间企业中长期融资增长较快, 见图 18。

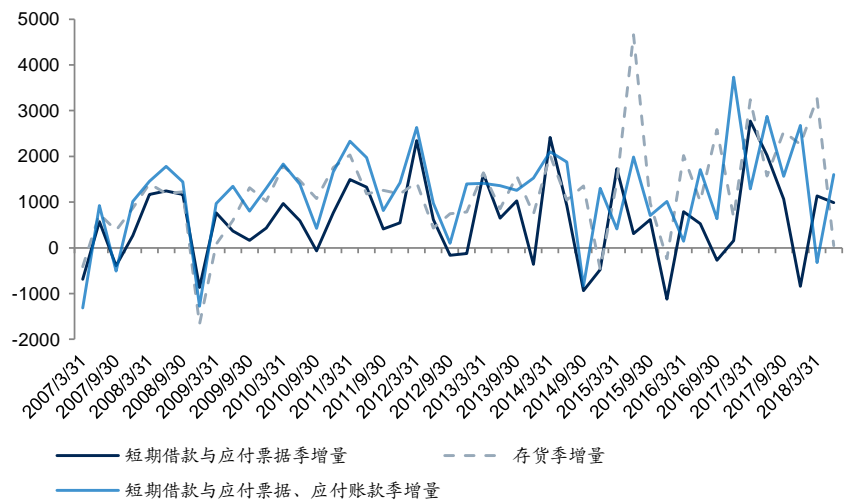
当然, 企业存货增加, 尤其是买进原材料的时候, 也可能使用商业信用, 即通过应付收账款占用上游资金的方式实现, 因此我们把应付收账款加入进来。加入应付收账款之后, 可以发现企业短期借款、应付票据与应付账款三者合计增速跟存货增速的相关性明显更高一些, 新增量之间的相关性也更高。

图 13: 短期借款、应付票据与应付账款的增加代表库存增加: 同比角度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 短期借款、应付票据与应付账款的增加代表库存增加: 新增量角度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。(单位: 亿元)

此外, 从短期借款同比、短期借款与应付票据同比、短期借款与应付票据和应付账款同比来看, 越是后者走势越平滑, 意味着从企业运营角度来讲, 三种融资方式存在一定的替代性。由于应付账款与企业短期融资之间有一定替代性, 因此社融这一统计数据还有待完善(社融只是反映了金融体系与实体经济之间的互动, 但没有反映实体经济内部企业之间的“直接融资”)。

图 15: 短期借款、应付票据与应付账款三种融资方式之间存在替代性



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

最后, 由于企业存货的构成非常复杂, 既包括原材料, 也包括在产品、产成品等。不管是购买原材料还是产成品积压, 都会占用企业资金, 从而迫使企业进行短期融资, 因此单从短期融资增加这一个数字, 是无法看出到底是何种原因带来库存增加的, 还是需要结合其他数据进行判断。

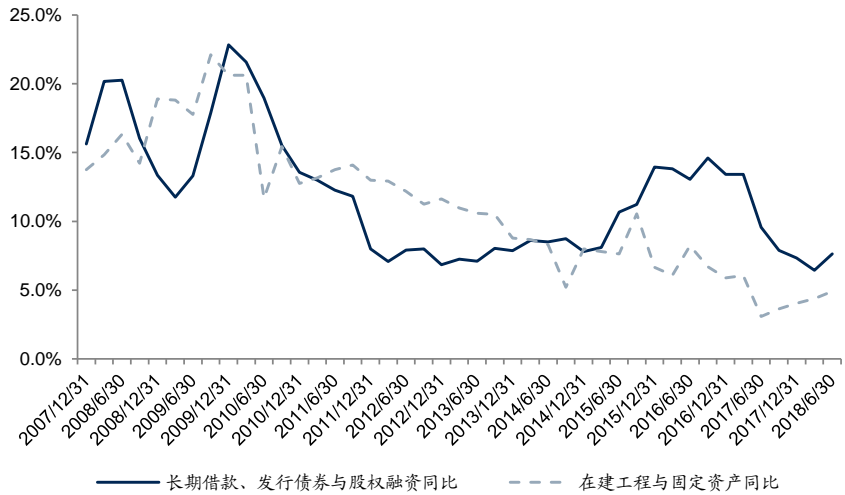
中长期融资增加意味着企业资本开支增加或货币资金结余

短期融资主要用于资金周转, 而中长期融资则多用于资本开支。企业进行中长期融资的手段包括中长期贷款、发行债券以及股权融资(理论上应该包括股本、资本公积及留存利润, 但社融中不含留存利润数据, 因此我们在这里也把留存

利润剔除)。

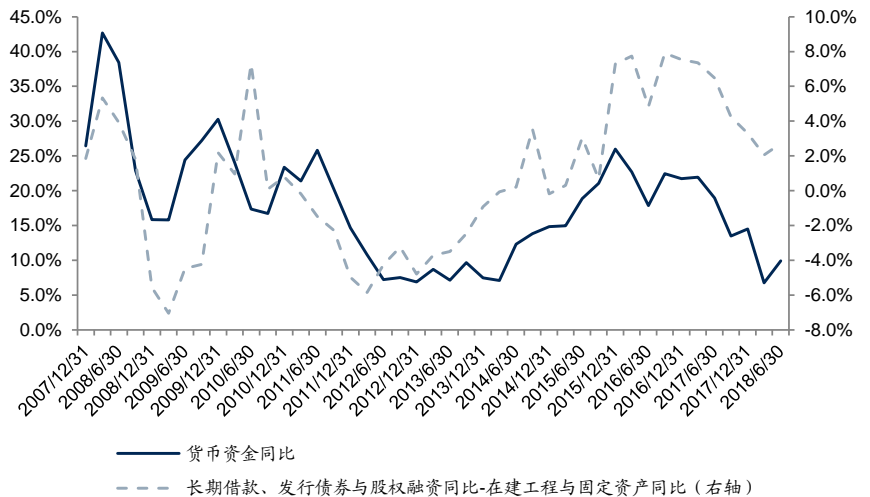
从长期借款、发行债券与股权融资同比增速和在建工程与固定资产同比增速的对比来看，两者之间相关性不是很强。之所以会出现这种差异，是因为中长期融资与短期融资不同，企业通过短期融资拿到钱之后往往很快就会转换为存货，但企业通过中长期融资募集到钱之后，是慢慢花出去，因此剩余未使用资金会暂时留在资产负债表上，导致货币资金科目变大。

图 16: 长期融资同比增速和在建工程与固定资产同比增速相关性不强...



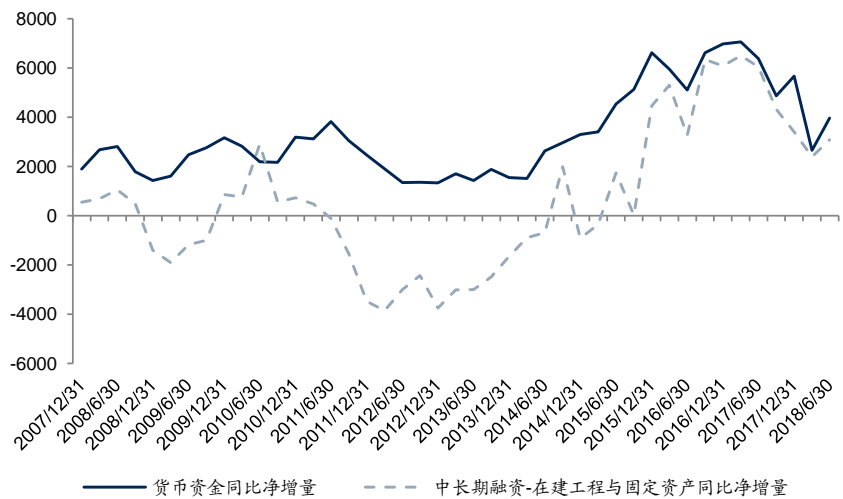
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: ...是因为货币资金是两者之间的蓄水池



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 2010 年前后企业中长期融资增速快于在建工程与固定资产增速, 但货币资金增速下降较快, 应该主要是房地产投资增加、相应产品计入存货导致。

图 18: 从净增量来看, 多余的中长期融资会部分转换为货币资金

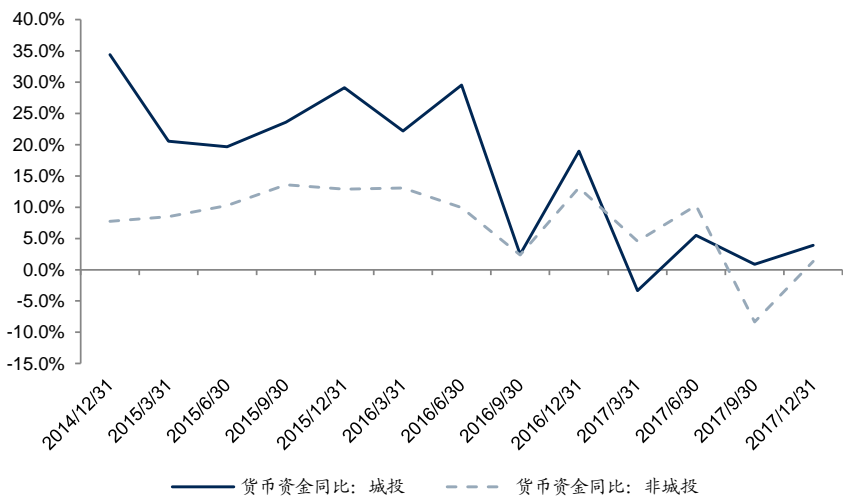


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 2010 年前后企业中长期融资多于在建工程与固定资产, 但货币资金减少, 应该主要是房地产投资增加、相应产品计入存货导致。(单位: 亿元)

也就是说, 企业募集资金用于固定资产投资的情形中, 长期融资与固定资产投资之间的不同步性, 会导致企业货币资金产生临时性剩余, 而当企业想要投资却无法进行外部融资时(或无需进行外部融资时), 就会动用历史上的现金积蓄, 这是发生在 2011-2013 年的情况。除此之外还有另一种情形, 就是企业通过中长期融资募集到资金之后, 出于种种原因没有马上进行投资, 就会产生大量闲置货币资金, 这部分货币资金将随着债务的偿还而逐渐减少, 这是 2015-2016 年发生的情况。所以说, 企业中长期融资的增加, 可能代表了资本开支增加, 也可能只是货币资金增加。

有人会问, 什么企业会大量募集资金, 然后闲置在手中, 赚取负的利差? 从发债城投企业与非城投企业的货币资金增速来看, 主要是地方政府平台、城投企业在 2015-2016 年累积了较多的闲置资金, 因为这类企业市场化程度不高, 并不特别追求经济效益最大化, 才会在账上留存大量现金。城投企业的这种非市场化行为对数据产生不小的扰动, 需要特别留意。

图 19: 2015-2016 年城投企业货币资金明显大量增加



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

小结：企业短长融资的不同用途

总体来看，社融中企业短期融资的增加主要是“短贷短投”，意味着企业存货的增加，当然具体是原材料增加（补库存）还是产成品滞销（库存积压）从社融中无法看出，需要结合其他数据分析。由于货币资金这个大蓄水池的存在，因此社融中企业中长期融资的增加有可能意味着固定资产投资的增加，即“长贷长投”，也有可能仅仅是货币资金的增长（近年，后者主要发生在城投类企业当中）。

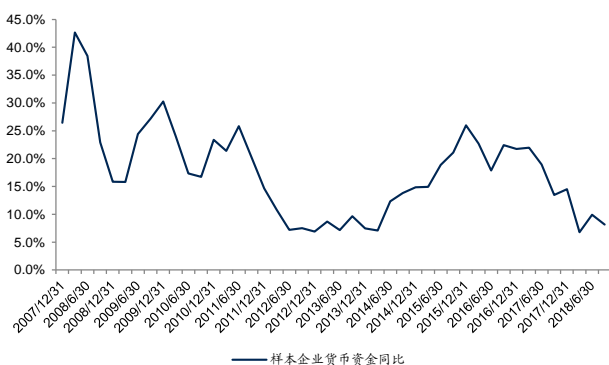
表 1：短期融资对应存货，中长期融资对应货币资金与资本开支

企业资产负债表示意图	
存货	短期融资
货币资金 在建工程与固定资产	中长期融资

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

延续上述分析，现在企业货币资金富余不多，因此一旦企业要加大资本开支，必然要向金融体系融资。所以接下来中长期融资是企业固定资产投资增加的领先指标，我们需要特别注意观察企业中长期融资的回暖。

图 20：样本企业货币资金增速处于历史低位...



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 21：...企业存款增速持续下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

最后需要特别说明的是，我们不难发现不同时间序列数据之间虽然有明显的相关性，但噪音也非常大，尤其是把期限缩短到月度的时候，趋势很可能还没有噪音影响大。这是因为企业真实经营远非我们想象的那样简单，实践中因种种原因，还存在期限错配的“短贷长投”或“长贷短投”。因此，想要从库存周期、固定资产投资周期等数据上去预测社融，可能非常困难，哪怕周期与社融间的逻辑关系非常明确。因此，我们最后对社融各主要项目的预测，仍然不得不以定性为主。

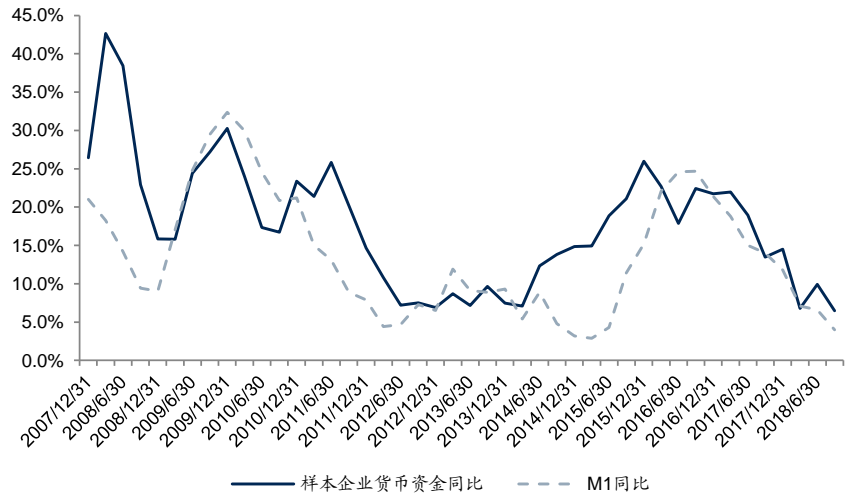
货币资金与 M1 之间的同步性

最后，有不少投资者关心，为什么一月份社融大量增加而 M1 增速没有提升，以及未来 M1 增速变化对经济、市场有何影响。我们认为不能简单地从数据的历史统计规律去揣测，而是结合企业行为和社融，了解 M1 背后的真正原因。

从样本企业货币资金同比增速与 M1 同比增速来看，两者呈现出一定的同步性，说明虽然货币资金里面既有活期存款也有定期存款，但活期与定期应该是同步

扩张或者收缩的。而且虽然理论上讲，短期融资与中长期融资所募集资金最终都会流向上游企业，从而保留在企业体系内不影响 M1，但实际上中长期融资通过上述货币资金的蓄水池作用，对 M1 增速的影响远大于短期融资。

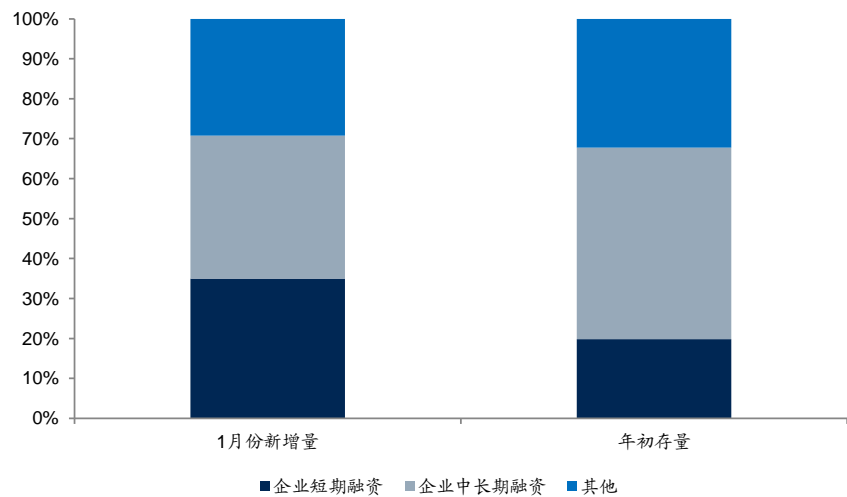
图 22: 样本企业货币资金同比增速与 M1 同比增速有同步性



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

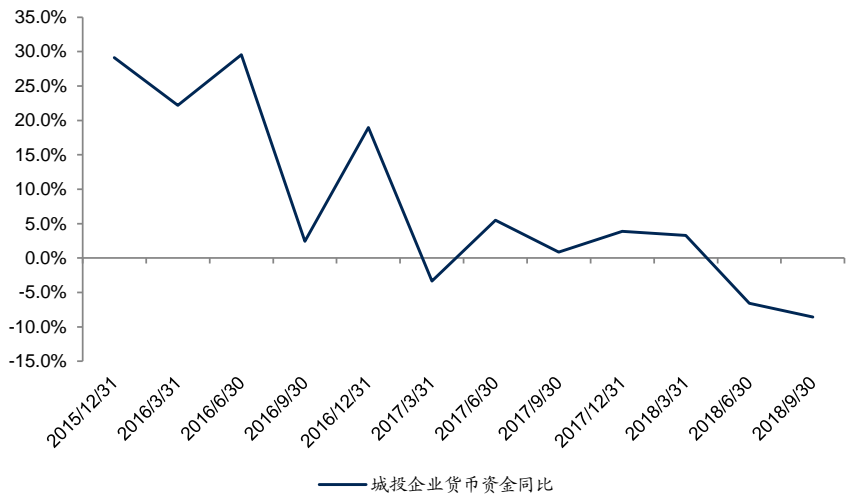
因此今年 1 月份社融大增但 M1 增速很低，可能主要是两个因素引起：一是因为 1 月份社融主要以短期融资为主，中长期融资并没有明显增多，所以企业资金通过支付工资、清欠上游债务等方式转变为居民存款后，所剩不算富余，那么 M1 增长空间就有限（而同期，居民存款出现异常高增长）；二是地方政府隐性债务和非标监管强化之后，城投企业货币资金因偿还债务而减少，一直都未恢复，对 M1 增速也有不利影响。

图 23: 2019 年 1 月份社融增加主要是短期融资增加



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24：地方政府隐性债务与非标监管加强给城投企业带来巨大资金压力



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

展望：后续有待中长期融资回暖

最后，我们对后续社融进行一个简要的展望。基于前文分析，我们已经明白社融本身受过多因素影响，基本上很难准确预测。因此，我们的预测与其说是预测，还不如说是对未来可能影响社融的核心因素进行梳理。

企业短期融资可持续性不强

企业短期融资主要和企业库存周期相关，从企业自身的角度，目前我们尚未看到企业大量补库存的意愿，因此企业短期融资的内在驱动不强。

首先是票据融资，1月企业短期融资中票据融资较多，但有潜在的票据套利行为，已受到政策高层关注，我们预计后续监管层会加大票据业务检查，票据融资的总额也会收敛。

然后是短期贷款，1月企业短期贷款也较多，我们预计与国办2018年11月牵头督办的要求地方政府、大型国企在春节前清欠民企账款的行动有关，因为1月未发现大量补库存的迹象（库存本来是企业短期融资的主要驱动），而居民存款却出现异常高增长（民企收到欠款后，下发工资或支付上游）。因此，也非可持续的因素。

另一方面，从银行自身的角度，在信贷总计划既定的情况下，银行肯定是优先投放综合收益率更高的信贷，在利率下行的区间，又以中长期信贷为主。只有当信贷需求确实不足的时候，才会选择票据贴现（当然有时也有不同情况，比如中小微企业的票据贴现可计入普惠金融指标）。因此，票据贴现总量有一定的被动性，最终还是看信贷尤其是中长期信贷的需求。

企业中长期融资仍有待固定资产投资推进

企业中长期融资则与企业资本开支的进度有关，而投资主要来自基建投资、房地产投资、制造业投资等。由于目前企业货币现金总量已不高，故而固定资产投资与中长期融资的相关性可能会较高，我们有必要关注政策有无办法推动固定资产投资回升。

目前，我们看到政府已设法在推进基建投资，从去年底开始至今，有关文件不断出台。但与此同时，对地方政府、国企的杠杆控制，又制约了它们加杠杆用于基建投资的空间。这仿佛成了一个无法化解的矛盾，在基建项目的资本金未得到落实之前，基建主体进一步举债似乎有心无力。为此，我们预计，近两年刚刚堵上的“邪门”（大多是地方政府隐性负债方式）应该不会马上重开，但是值得期待未来可能有新的“正门”，包括使用政策性金融等手段。预计二季度会有相关政策落地，从而使进一步举债用于基建成为可能。

企业中长期融资复苏后，尤其是中长期贷款增速上升后，票据贴现等科目会进一步回落。

投资建议

考虑到 2019 年行业整体净息差增幅回落、资产质量面临一定下行压力，我们预计未来一年板块收益仍以赚取 ROE 为主。我们维持行业“超配”评级，在个股方面建议优先选择以大型企业为主要客群、基本面稳健、估值低的大型银行，和以中小微企业为主要服务对象、风控能力突出、估值相对合理的小型银行，推荐工商银行、农业银行、宁波银行、常熟银行的“哑铃型”组合。

风险提示

目前宏观经济仍存在一定的不确定性，若经济因外部不利因素影响而失速下行，将对银行资产质量产生较大影响；

宏观数据由微观数据加总，其中包含大量噪音，尤其是不同类型企业的不同特征（比如房地产企业将房地产这一固定资产计入存货）可能会使分析出现较大偏差。

表 2: 重点个股估值表

收盘日: 2019/3/8	收盘价 (元)	ROE			归母净利润同比			PB			PE			
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
601398.SH	工商银行	5.59	14.0%	13.6%	13.2%	2.8%	5.3%	4.9%	0.98	0.91	0.82	7.1	6.7	6.4
601939.SH	建设银行	6.91	14.5%	13.8%	13.5%	4.7%	6.6%	6.3%	1.02	0.93	0.84	7.2	6.8	6.4
601288.SH	农业银行	3.69	14.0%	13.4%	12.9%	4.9%	7.5%	6.8%	0.96	0.83	0.75	6.8	6.3	5.9
601988.SH	中国银行	3.75	12.0%	11.9%	11.7%	4.8%	5.4%	4.9%	0.79	0.75	0.69	6.7	6.3	6.0
600036.SH	招商银行	30.78	16.3%	15.9%	16.3%	13.0%	14.7%	14.1%	1.74	1.57	1.39	11.1	9.8	8.6
601166.SH	兴业银行	17.90	14.5%	14.0%	13.5%	6.2%	8.7%	6.4%	0.95	0.85	0.76	6.7	6.1	5.7
600016.SH	民生银行	6.40	13.7%	13.1%	12.5%	4.1%	4.7%	3.5%	0.76	0.69	0.62	5.7	5.4	5.3
600000.SH	浦发银行	11.50	13.7%	12.7%	11.8%	2.2%	3.6%	2.4%	0.85	0.78	0.70	6.4	6.2	6.0
601998.SH	中信银行	6.33	10.8%	10.6%	10.5%	2.3%	5.2%	4.3%	0.85	0.80	0.74	7.5	7.1	6.8
000001.SZ	平安银行	12.30	10.9%	10.8%	10.5%	2.6%	7.0%	6.9%	1.04	0.96	0.87	9.5	8.8	8.2
601818.SH	光大银行	4.17	11.6%	11.1%	11.2%	4.0%	9.2%	7.4%	0.81	0.77	0.71	7.3	6.6	6.2
600015.SH	华夏银行	8.14	12.4%	11.4%	10.5%	0.7%	1.8%	1.1%	0.70	0.63	0.57	5.5	5.4	5.3
601169.SH	北京银行	6.30	12.2%	11.0%	10.9%	5.2%	7.4%	6.3%	0.85	0.78	0.72	7.4	6.9	6.5
601009.SH	南京银行	7.80	15.0%	15.2%	15.4%	17.0%	13.7%	11.8%	1.15	1.02	0.90	7.2	6.3	5.6
002142.SZ	宁波银行	19.15	17.5%	18.0%	18.6%	19.5%	23.1%	20.1%	1.98	1.61	1.36	10.9	8.9	7.3
600919.SH	江苏银行	7.11	13.0%	11.2%	11.2%	11.9%	10.6%	9.5%	0.90	0.80	0.72	6.9	6.3	5.7
601128.SH	常熟银行	7.86	12.3%	13.2%	14.5%	21.5%	22.3%	17.8%	1.67	1.50	1.35	13.8	11.3	9.6
平均			13.3%	12.9%	12.7%	7.3%	8.9%	7.6%	1.04	0.94	0.84	7.8	7.1	6.6

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 平安银行 2018 年数据为已披露值。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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