

证券研究报告—动态报告/行业快评

银行

银行流动性月报
超配

(维持评级)

2021年01月19日

预计1月超储和广义货币均边际收紧

证券分析师: 王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002
证券分析师: 田维韦	021-60875161	tianweiwei@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030002
证券分析师: 陈俊良	021-60933163	chenjunliang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519010001

12月流动性环境回顾: 广义货币低于市场预期

总结: 12月央行继续超额续作MLF, 呵护流动性意图明显, 资金利率整体呈现下行态势。但广义货币的宽松程度低于市场预期, 主要受信托贷款大幅压缩拖累。

■ 基础货币: 央行继续释放中长期流动性, 政策利率维持不变

12月央行公开市场操作净投放3200亿元, 具体来看, 逆回购净投放200亿元, MLF净投放3500亿元, 国库现金定存到期回笼500亿元, 央行继续释放中长期流动性。政策利率维持不变, 7天逆回购利率维持2.20%, 一年期MLF利率维持2.95%; 1年期LPR维持3.85%, 5年期LPR维持4.65%。

表1: 央行公开市场操作规模

单位: 亿元	净投放量		投放量				到期量				
	逆回购	MLF	MLF	TMLF	国库现金定存	投放量合计	逆回购	MLF	TMLF	国库现金定存	回笼量合计
2020-10	100	9,300	5,000		500	14,800	11,900	2,000		800	14,700
2020-11	4,300	17,500	10,000		500	28,000	17,200	6,000		500	23,700
2020-12	3,200	8,600	9,500			18,100	8,400	6,000		500	14,900

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。数据截止2021年1月12日。

12月基础货币新增1.59万亿元, 其中货币发行新增2938亿元, 其他存款性公司存款新增1.25万亿元, 非金融机构存款新增430亿元。根据超储预测模型:

$$\Delta \text{超额存款准备金} = \Delta \text{外汇占款} + \Delta \text{对其他存款性公司债权} - \Delta \text{政府存款} - \Delta \text{法定存款准备金} - \Delta \text{货币发行} - \Delta \text{央行非金存款}$$

我们测算的12月末超储率为1.92%, 较9月末提升约0.2个百分点, 但低于2019年同期预测值, 主要是财政支出低于预期。

表 2: 单季度超储测算

单位: 亿元	五因素超储合计变动	外汇占款	对其他存款性公司债权	超储增量拆解		法定存款准备金	非金融机构存款	测算的超储率%	官方超储率%
				货币发行	财政存款				
2019Q4	10,708	-37	10,974	-2,641	6,112	-1,842	-1,857	2.34	2.40
2020Q1	-1,436	-238	-4,735	-7,892	1,640	8,871	917	2.25	2.10
2020Q2	-8,513	-337	-1,396	5,338	-7,477	-3,293	-1,348	1.61	1.60
2020Q3	3,721	-117	12,001	-2,650	-1,522	-1,784	-2,207	1.75	1.60
2020Q4	7,109	-317	9,736	-1,760	1,093	-1,874	231	1.92	

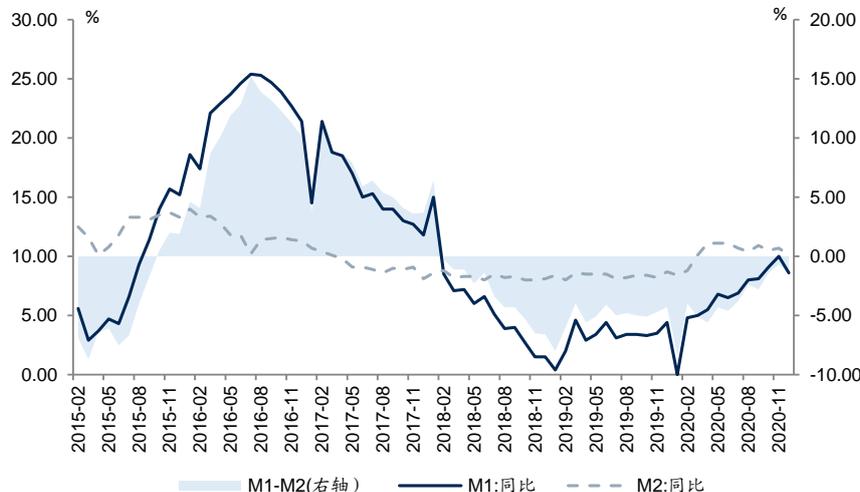
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理及预测。注明: (1) 央行按季度披露超储率, 因此在预测下一个季度的时候我们按照公布的数据进行调整以减少误差。
(2) 假设 12 月末法定存款准备金率维持在 9 月末的 8.4% 的水平。

■ 广义货币: 低于市场预期, 主要受非标大幅压缩拖累

12 月末 M2 同比增速 10.1%, M1 同比增速 8.6%, 较上月分别回落 0.6 个百分点和 1.4 个百分点, 低于市场预期。根据我们对 M2 派生来源分析, 12 月 M2 增速低于预期主要是当月信托贷款压缩了 4601 亿元, 超出市场预期, 另外, 银行资金购买企业债券规模下降。年初银保监会给各家信托公司制定了融资压降规模的具体要求, 但上半年疫情冲击之下压降规模有限, 下半年银保监会再次加强了监管, 尤其是第四季度更是暂停了多家信托公司融资类业务, 不过由于 10-11 月有很多项目是之前已经签订了合同, 没办法直接暂停业务, 因此信托贷款规模压降在 12 月集中体现。

M2 派生途径主要包括: (1) 银行吸收外汇投放人民币; (2) 银行向非金融企业和居民发放贷款; (3) 银行向非金融企业购买债券; (4) 财政投放; (5) 银行自营购买资管产品, 这部分资产透明度低, 预测时我们将其合并到“其他”项目。按不含货基的老口径统计, 12 月份 M2 增加 9309 亿元。从来源分解, 其中对实体的贷款投放派生 M2 约 1.595 万亿元; 财政支出等因素投放 M2 约 9090 亿元; 企业债券到期回笼 M2 约 9860 亿元; 银行的 SPV 投资 (投放非银、非标等, 很多通过信托通道, 因此与前文所提信托贷款压缩有一部分对应) 回笼 M2 约 5543 亿元; 外汇占款回笼约 329 亿元。

图 1: 12 月 M1 增速降至 8.6%, M2 增速降至 10.1%



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

表 3: M2 增量结构

单位: 亿元	M2 增量 (不含货基)	余额增量结构							来源增量结构		
		M0	单位活期	单位定期	个人	非银	外占	企业债券	贷款(加回核销和ABS)	财政收支	其他(非银+非标等)
2020-10	-14,400	-1,334	8,205	-14,630	-9,656	3,016	-48	-564	7,396	-3,277	-17,907
2020-11	24,191	557	8,893	-1,071	6,415	9,398	59	-2,499	17,252	7,451	1,928
2020-12	9,309	2,721	4,228	-8,121	16,701	-6,220	-329	-9,860	15,950	9,090	-5,543

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注明: (1) 只统计对实体放贷, 因此用社融里的人民币贷款。(2) 12 月财政收支数据尚未披露, 表格中财政收支我们用财政存款代替, 具有误差。

■ 资金利率：短端利率大幅下行，长端利率相对稳定。

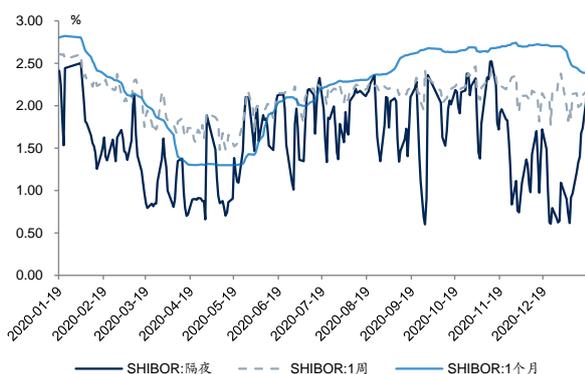
12月央行呵护流动性意图明显，其中短端利率受益于流动性暂时性宽松而大幅下行，长端利率则相对稳定，主要是经济持续复苏对长端利率带来压力，同时市场对流动性宽松可延续性预期不强。具体来看，12月SHIBOR隔夜利率均值回落79bps，基本回到了2020年4月份的低位，SHIBOR隔夜利率均值却小幅提升了2.8bps；12月一年期国债利率均值回落12.2bps，十年期国债利率回落1.2bps，十年期国债和一年期国债利差扩大。另外，资金偏好也小幅分化，DR007回落幅度大于R007回落幅度，股份行同业存单发行利率下行幅度高于城农商行。

表 4: 资金利率均值及变动

	日利率均值(%)				日利率均值变动(bp)		
	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01	2020-11	2020-12	2021-01
SHIBOR:隔夜	2.04	1.85	1.06	1.24	-18.9	-79.0	17.9
SHIBOR:1个月	2.65	2.68	2.71	2.47	2.8	2.8	-23.9
R007	2.57	2.62	2.34	1.82	5.2	-27.6	-52.8
DR007	2.24	2.29	1.99	1.89	4.6	-30.3	-10.1
同业存单:发行利率:3个月	3.21	3.36	3.32	2.76	14.7	-4.1	-55.5
中债国债到期收益率:1年	2.70	2.85	2.73	2.39	15.5	-12.2	-34.4
中债国债到期收益率:10年	3.19	3.25	3.24	2.39	6.2	-1.2	-85.6

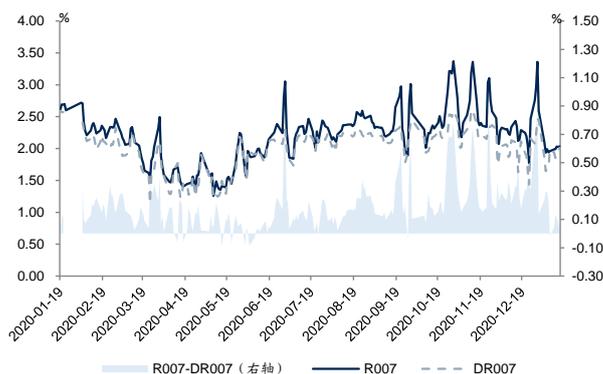
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。数据截止 2021 年 1 月 18 日。

图 2: SHIBOR 利率走势



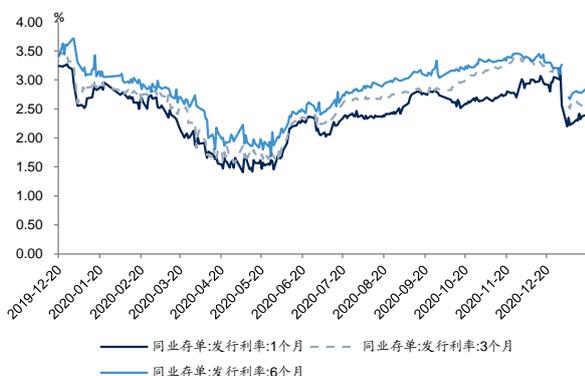
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 3: R007 和 DR007 走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 4: 同业存单发行利率走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 5: 国债收益率走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2021年1月流动性和信用环境展望

总结：预计2021年1月流动性边际收紧，货币政策回归常态化，资金短端利率上行，长端收益率仍相对稳定。预计期末M2增速为9.9%，较上年末回落0.2个百分点，社融增速13.0%，较上年末回落0.3个百分点。

■ MLF 小额缩量续作；预计短端利率上行，长端收益率相对稳定

2021年1月份有3000亿元MLF到期，2405亿元TMLF到期，5600亿元逆回购到期，截至2021年1月18日，央行投放一年期MLF规模5000亿元，小幅缩量续作MLF。同时，年初以来央行逆回购持续回笼资金。11-12月为了降低永煤事件的负面冲击，央行公开市场操作投放资金呵护市场流动性。随着永煤事件负面影响逐步消退，央行货币政策回归常态化意图明显。根据超储预测模型计算，1月末超储率约为1.41%，低于去年同期，主要是2020年1月央行降准0.5个百分点释放流动性。随着货币政策边际收紧回归常态化意图明显，预计2021年1月短端流动性将有所上行，长端利率走势仍趋于稳定。

表5：2021年1月超储测算

单位：亿元	五因素超储合计变动	外汇占款	对其他存款性公司债权	超储增量拆解			非金融机构存款	测算的超储率%
				货币发行	财政存款	法定存款准备金		
2016-01	3,964	-6,445	25,374	-9,509	-3,921	-1,534		2.33
2017-01	-24,421	-2,088	6,607	-21,878	-4,908	-2,154		0.76
2018-01	-21,416	45	-4,342	-4,484	-9,518	-2,875	-243	0.75
2019-01	-14,781	-12	-4,461	-16,631	-6,886	10,896	2,314	1.23
2020-01	-12,681	57	3,075	-18,298	-4,373	9,398	-2,541	1.66
2021-01	-8,200	0	2,000	-4,000	-3,000	-3,000	-200	1.41

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

■ 预计M2增速9.9%，社融增速13.0%

我们主要根据M2派生途径来预测，我们预计2021年1月份M2增量（不含货基）约3.65万亿元，对应的M2增速为（假设货基维持不变）9.9%，较上年末下降0.2个百分点。其中，各个渠道派生情况的假设和预测情况如下：

- ✓ 近年来外汇占款变动较小，我们简单假设2021年1月份外汇占款变动为0。
- ✓ 实体经济信贷派生M2约3.48万亿元：2020年末社融中贷款同比增长13.2%，较2019年末提高了0.66个百分点。考虑到2021年我国经济复苏态势延续，但海内外环境仍存在不确定性，因此我们判断2021年社融下面的人民币贷款同比增速降至12.1%，对应2021年新增人民币贷款20.76万亿元。2016-2020年1月新增信贷占全年新增信贷比例均值为18.6%，考虑到2021年1月份疫情反复、房地产信贷管控进一步趋严等因素，我们假设今年1月份信贷投放比例为17.0%，即2021年1月份新增信贷3.53万亿元，于去年同期基本持平。2020年银行大规模核销，假设2021年1月社融中新增核销和ABS新增规模下降500亿元。因此，根据我们的测算，2021年1月份新增信贷（加回核销和ABS）共3.48万亿元。
- ✓ 银行自营购买企业债券派生M2约2000亿元：永煤事件负面冲击逐步消退，今年1月银行信贷额度管控严格，预计银行配置企业债券的比例有所提升，我们假设银行自营购买企业债券派生M2约2000亿元，较去年同期下降255亿元。
- ✓ 财政收支回笼M2约4800亿元：1月财政支出力度较小，往年1月份财政存款均出现大幅增长。和去年同期相比，今年1月地方政府债券发行规模预计有所下降（去年专项债规模提前下发），另外疫情反复冲击下预计财政支出力度较去年有所提升。因此，我们预计2021年1月份财政因素回笼M2约4800亿元，低于去年同期。
- ✓ 非标和委外等因素投放M2约4500亿元：这部分透明度非常低，在我们M2派生渠道模型中也是轧差项，预测精度比较低。从2018-2020年数据来看，此项分别派生M2约1.59万亿元、1.14万亿元和4641亿元。随着大资管新规过渡期临近，非标资产压缩等带来这部分派生M2持续下降。由于疫情冲击，2020年7月底央行公告大资管新规过渡期延长一年至2021年底，2021年1月份非标压缩的压力较大。但从往年数据来看，一月份委外规模应该比较大，我们假设2021年非标和委外等因素投放M2约4500亿元。

表 6：2021 年 1 月 M2 派生渠道预测

单位：亿元	M2 增量(不包括货币基)	外占	企业债券	人民币贷款(加回核销和 ABS)	财政收支	其他(非银+非标等)
2018-01	32,263	45	-52	27,033	-10,694	15,930
2019-01	41,085	-12	1,167	35,451	-6,886	11,365
2020-01	37,071	57	2,255	35,568	-5,451	4,641
2021-01(E)	36,498	0	2,000	34,798	-4,800	4,500

资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理和预测

我们预测 2021 年 1 月新增社融 4.74 万亿元, 对应月末同比增速 13.0%, 较 2020 年末下降约 0.3 个百分点。其中, 当月人民币贷款(加回核销和 ABS) 3.48 万亿元, 表外融资新增 1200 亿元, 企业债券新增 3500 亿元, 股票融资新增 650 亿元, 政府债券新增 6300 亿元。

表 7：2021 年 1 月社融增速预测

单位：亿元	当月新增社融	人民币贷款(加回核销和 ABS)	委托贷款+信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券	股票融资	政府债券	其他(包括外币贷款)
2018-01	31,417	27,033	-312	1,437	1,894	500	5	860
2019-01	46,791	35,451	-354	3,787	4,829	289	1,700	1,090
2020-01	50,535	35,568	406	1,403	3,967	609	7,613	969
2021-01(E)	47,448	34,798	-800	2,000	3,500	650	6,300	1,000

资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

货币政策逐步回归常态化, 经济持续复苏, 利好银行基本面持续改善。同时, 目前银行板块估值横向和纵向对比均处于低位, 银行板块投资性价比高, 估值修复行情有望延续。个股方面, 继续推荐宁波银行、招商银行、工商银行、常熟银行, 另外, 推荐盈利能力强、业绩增长较快、估值低的成都银行。

风险提示

若宏观经济大幅下行, 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、企业偿债能力超预期下降对银行资产质量的影响等。

表 8: 重点个股估值表

收盘日:	港元汇率	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
601398.SH	工商银行	5.14	13.0%	11.3%	11.2%	4.9%	-6.1%	7.5%	0.74	0.69	0.63	6.0	6.3	5.9
601939.SH	建设银行	6.76	13.2%	11.4%	11.3%	4.7%	-5.5%	7.3%	0.81	0.75	0.69	6.4	6.8	6.3
601288.SH	农业银行	3.19	12.4%	10.8%	10.8%	4.6%	-5.6%	7.5%	0.64	0.59	0.55	5.4	5.7	5.3
601988.SH	中国银行	3.20	11.4%	10.0%	10.1%	4.1%	-5.8%	7.4%	0.57	0.53	0.50	5.2	5.5	5.2
601328.SH	交通银行	4.53	11.2%	9.4%	8.6%	5.0%	-10.0%	-2.6%	0.49	0.46	0.43	4.5	5.0	5.2
601658.SH	邮储银行	5.27	12.0%	10.5%	10.9%	16.5%	-0.4%	9.9%	0.92	0.86	0.80	8.4	8.4	7.6
600036.SH	招商银行	51.92	16.7%	15.0%	15.3%	15.3%	0.7%	13.0%	2.27	2.05	1.84	14.4	14.3	12.6
601166.SH	兴业银行	24.21	12.7%	11.1%	11.4%	8.7%	-3.9%	9.7%	1.04	0.96	0.88	8.5	8.9	8.0
600016.SH	民生银行	5.23	12.3%	9.9%	10.1%	6.9%	-13.5%	9.7%	0.51	0.48	0.44	4.3	5.0	4.5
600000.SH	浦发银行	10.08	12.2%	10.6%	10.2%	5.4%	-5.5%	3.2%	0.60	0.56	0.52	5.2	5.5	5.3
601998.SH	中信银行	5.16	10.9%	9.3%	9.0%	7.9%	-8.5%	4.1%	0.57	0.53	0.50	5.4	5.9	5.7
000001.SZ	平安银行	22.70	11.2%	9.2%	9.4%	13.6%	-4.2%	10.6%	1.61	1.49	1.38	16.1	16.9	15.2
601818.SH	光大银行	4.16	11.9%	10.6%	11.3%	11.0%	-3.3%	14.7%	0.68	0.64	0.59	6.1	6.3	5.5
600015.SH	华夏银行	6.25	10.6%	9.3%	9.1%	5.0%	-5.6%	6.1%	0.46	0.43	0.40	4.6	4.8	4.6
601169.SH	北京银行	4.88	10.4%	9.1%	9.5%	7.2%	-5.5%	9.0%	0.55	0.51	0.48	5.4	5.8	5.2
002142.SZ	宁波银行	40.50	17.8%	15.6%	15.4%	22.6%	11.9%	14.4%	2.85	2.30	2.03	18.0	16.1	14.0
600919.SH	江苏银行	5.52	11.0%	10.4%	10.4%	11.9%	2.8%	5.6%	0.58	0.54	0.50	5.5	5.3	4.9
600926.SH	杭州银行	16.03	12.7%	11.6%	12.0%	22.0%	8.6%	16.2%	1.81	1.47	1.35	15.0	13.8	11.8
601838.SH	成都银行	9.94	16.7%	15.2%	15.5%	19.4%	3.0%	14.3%	1.01	0.90	0.80	6.5	6.3	5.5
601077.SH	渝农商行	4.40	12.8%	11.6%	9.4%	7.7%	-14.5%	8.7%	0.57	0.53	0.50	5.1	6.0	5.5
603323.SH	苏农银行	4.87	6.3%	6.3%	6.7%	13.8%	6.1%	8.6%	0.77	0.74	0.71	12.9	11.9	10.7
002839.SZ	张家港行	5.83	8.7%	8.3%	8.7%	14.3%	1.8%	11.4%	1.03	0.96	0.90	12.0	11.8	10.5
601128.SH	常熟银行	7.38	13.2%	10.3%	10.5%	20.1%	1.1%	9.8%	1.20	1.11	1.03	10.2	11.2	10.2
平均			12.2%	10.7%	10.7%	11.3%	-2.5%	9.0%	0.98	0.88	0.81	8.4	8.5	7.7

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

相关研究报告:

- 《2021年1月银行业投资策略:企业偿债能力回升,资产质量改善可期》——2021-01-06
- 《行业快评:房地产贷款新规不改基本面向好趋势》——2021-01-04
- 《银行理财子公司产品销售新规(征求意见稿)快评:进一步完善银行理财子公司制度规则体系》——2020-12-28
- 《中央经济工作会议快评:政策为经济复苏保驾护航,利好银行基本面》——2020-12-21
- 《行业点评:国内系统重要性银行监管落地》——2020-12-04

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±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±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

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