

银行

行业快评

**超配**

(维持评级)

2021年01月29日

## 维持 2021 年 M2 增速 9.0% 的预测

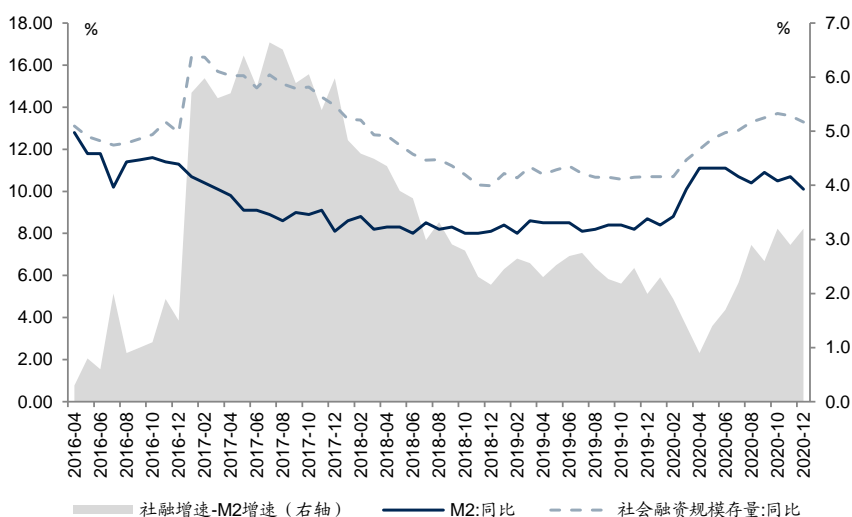
证券分析师: <b>王剑</b>	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002
证券分析师: <b>田维韦</b>	021-60875161	tianweiwei@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030002
证券分析师: <b>陈俊良</b>	021-60933163	chenjunliang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519010001

### 评论:

#### ■ 重申对 2021 年 M2 增速 9.0% 和社融增速 11.0% 的判断

重申我们《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-20201221》中对于 2021 年 M2 增速 9.0% 和社融增速 11.0% 的预测。我们在《银行业 2021 年投资策略: 注意风向有变-20201112》中明确观点, 积极政策对经济推动的滞后性和经济增长内生性的逐步增强, 我国经济复苏有望持续。在此大背景下, 明年政策将更注重平衡好稳增长和去杠杆的关系, 货币政策和财政政策将回归常态化, 但不会大幅收紧和转向, 因为经济仍未恢复到潜在增速。12 月的中央经济工作会议定调“政策不急转弯”, 与我们年度策略报告中观点相吻合。2020 年 12 月央行呵护流动性意图明显, 货币市场流动性处于宽松态势, 央行此阶段的行为主要是为了应对 11 月份永煤事件的负面冲击; 另外, 5 月份以来同业存单利率快速上行, 明显高于一年期 MLF 利率, 央行通过超额续作 1 年期 MLF 有利于降低银行负债端成本, 更好的引导银行支持实体经济。但 12 月份广义货币增速低于市场预期, 12 月末 M2 增速 10.1%, 环比下降了 0.6 个百分点。一方面是信托贷款压缩超市场预期, 另一方面信贷扩张和财政支出对 M2 的边际贡献也有所下滑 (详情参考我们的报告《银行流动性月报: 预计 1 月起储和广义货币均边际收紧-20210119》)。

图 1: M2 和社融增速拐点已现



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

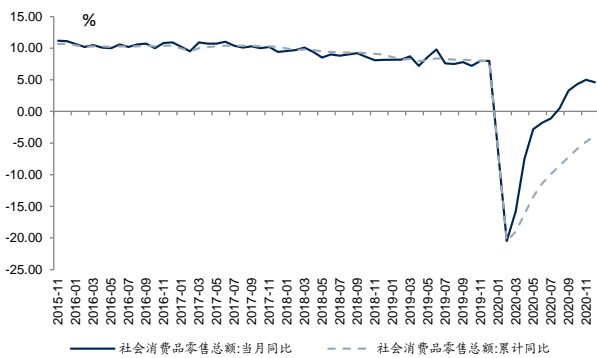
#### ■ 2021 年我国经济复苏态势延续, 政策回归常态化

近期我国疫情零星爆发, 但已得到较好控制, 有望在 2 月份平复。同时, 全球疫苗接种也在有序推进, 2021 年全球经济

复苏态势有望形成共振，我国经济向好态势延续。IMF 预测 2021 年全球实际 GDP 增长 5.15%，其中我国增长 8.24%。2020 年出口对我国经济形成有力支撑，2021 年随着海外经济复苏，我国出口对经济的贡献有可能下行，但我国消费和制造业投资向好将对我国经济形成有力支撑，因此我国经济有望逐步恢复到潜在增长水平。

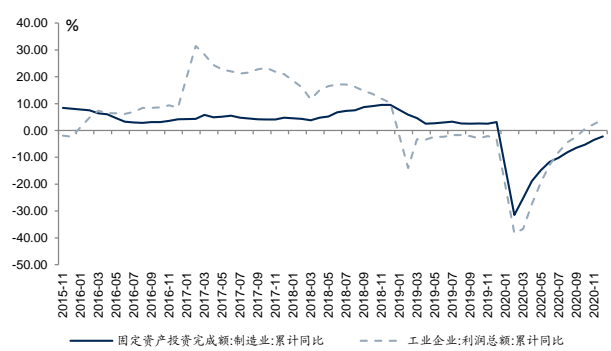
保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系是 2021 年政策重点。2020 年 9 月末，我国实体经济部门杠杆率为 270.1%，较年初提升了 24.7 个百分点。近期央行人士讲话也表明了对此轮全球大放水后杠杆大幅提升的担忧，2021 年稳杠杆防风险将成为政策的重要方向，因此 2021 年流动性环境肯定是要比去年紧的。我们预计 2021 年政策将更加注重结构上的精准调控，进一步疏通货币政策的传导机制。

图 2：社会消费品零售总额当月持续 5 个月正增长



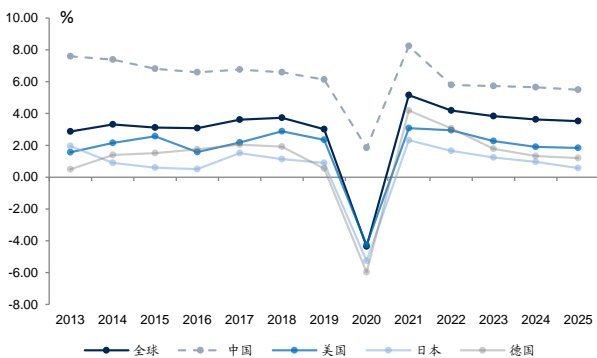
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 3：工业企业利润和制造业投资持续复苏



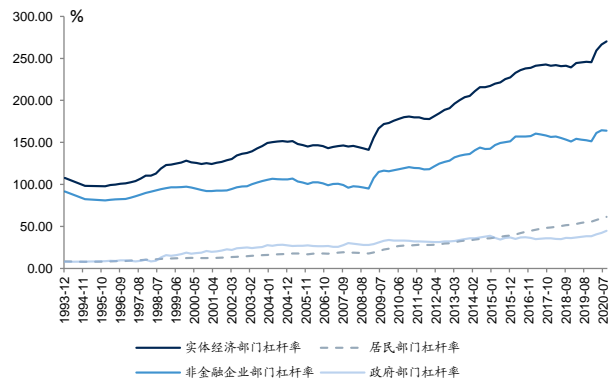
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 4：IMF 预测的实际 GDP 增长率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 5：2020 年 3 季度末实体经济部门杠杆率提升至 270%



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

### ■ M2 派生渠道和社融结构拆解

2021 年 11.0% 的社融增速对应全年新增社融约 32.7 万亿元，同比少增 2.2 万亿元。其中，加上核销和 ABS 的新增人民币贷款约 20.0 万亿元（未加上核销和 ABS 的新增人民币贷款约 18.5 万亿元），新增企业债券 4.2 万亿元，新增股票融资 1.0 万亿元，新增政府债券 6.5 万亿元，表外融资压缩 1.0 万亿元。对应的 2021 年剔除政府债券的社融资增速为 10.4%，较 2020 年下降 1.4 个百分点，较 2019 年提升 0.3 个百分点。

2021 年新增人民币贷款（不包括核销和 ABS）约 18.5 万亿元，同比少增 1.5 万亿元，预计按揭和房地产开发贷下降规模较大，消费贷同比多增，制造业中长期贷款维持稳定。

**表 1: 2021 年新增社融预测和拆解**

	新增社融	新增社融结构					
		人民币信贷(加回核销和 ABS)	企业债券融资	股票融资	政府债券	表外融资	其他(包括外币贷款)
2018 年	224,920	172,807	26,318	3,606	48,531	-29,380	3,039
2019 年	255,753	183,420	32,416	3,479	47,204	-17,620	6,854
2020E	348,600	214,589	44,500	8,923	83,400	-13,208	10,396
2021E	326,670	200,222	42,000	10,000	65,000	-10,000	19,448

资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理。注明:(1)按照社融余额和增速计算的新增社融规模 and 实际披露的新增社融规模存在差别,因此我们假设 2021 年两者差距为 2018-2020 年均值;(2)不包括核销和 ABS 的新增人民币贷款约为 18.5 万亿元。

2021 年 9.0% 的 M2 增速对应全年新增 M2 约 19.7 万亿元,同比少增 3495 亿元。其中实体经济贷款(加回核销和 ABS)派生 M2 约 20.0 万亿元,财政净支出派生 M2 约 5.4 万亿元,银行自营购买企业债券派生 M2 约 5000 亿元,银行自营购买非标、向非银金融机构贷款等因素回笼 M2 约 6.1 万亿元。

**表 2: 2021 年新增 M2 预测和拆解**

	M2 增量	外占	来源增量结构			
			银行自营购买企业债券	人民币信贷(加回核销和 ABS)	财政净支出	其他(非银+非标等)
2018 年	136,509	-2,232	-10,779	172,807	37,554	-60,842
2019 年	159,745	-239	-2,528	183,420	48,492	-69,400
2020 年	200,307	-1,009	7,299	214,590	62,693	-83,266
2021E	196,812	-1,160	5,000	200,222	54,046	-61,296

资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理和预测。注明:(1)人民币信贷指实体经济获得的信贷,采用社融中的人民币信贷科目。(1)财政净收支测算:假设 2021 年预算赤字率为 3.0%,名义 GDP 增长率为 11%,则 2021 年名义 GDP 达 113 万亿元,计算的财政净支出为 3.38 万亿元。财政结余划拨我们取 2018-2020 年按照预算赤字率和名义 GDP 计算的财政净支出和实际净支出差值的均值。按此测算 2021 年财政净支出为 5.40 万亿元。

### ■ 投资建议

经济复苏态势延续,货币政策回归常态化,银行基本面改善的确定性和可持续性都比较高。当前银行板块估值横向对比和纵向对比均处于低位,我们维持行业“超配”评级。个股方面,继续推荐宁波银行、招商银行、常熟银行、工商银行和成都银行。

### ■ 风险提示

如果货币政策、监管政策或宏观经济出现较大变化,可能会对我们的预判产生影响。

**表 3: 重点个股估值表**

收盘日:	收盘价	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE			
		2021/1/29	(元)	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E
601398.SH	工商银行	5.03	13.0%	11.3%	11.2%	4.9%	-6.1%	7.5%	0.73	0.67	0.62	5.8	6.2	5.8
601939.SH	建设银行	6.66	13.2%	11.4%	11.3%	4.7%	-5.5%	7.3%	0.79	0.74	0.68	6.3	6.7	6.2
601288.SH	农业银行	3.14	12.4%	10.8%	10.8%	4.6%	-5.6%	7.5%	0.63	0.58	0.54	5.3	5.6	5.2
601988.SH	中国银行	3.17	11.4%	10.0%	10.1%	4.1%	-5.8%	7.4%	0.56	0.53	0.49	5.2	5.5	5.1
601328.SH	交通银行	4.47	11.2%	9.4%	8.6%	5.0%	-10.0%	-2.6%	0.48	0.45	0.43	4.5	5.0	5.1
601658.SH	邮储银行	5.36	12.0%	10.5%	10.9%	16.5%	-0.4%	9.9%	0.94	0.87	0.81	8.5	8.5	7.7
600036.SH	招商银行	51.61	16.7%	15.0%	15.3%	15.3%	0.7%	13.0%	2.25	2.04	1.83	14.3	14.2	12.5
601166.SH	兴业银行	23.20	12.7%	11.1%	11.4%	8.7%	-3.9%	9.7%	0.99	0.92	0.84	8.2	8.5	7.7
600016.SH	民生银行	5.12	12.3%	9.9%	10.1%	6.9%	-13.5%	9.7%	0.50	0.47	0.44	4.2	4.9	4.4
600000.SH	浦发银行	9.66	12.2%	10.6%	10.2%	5.4%	-5.5%	3.2%	0.57	0.53	0.50	5.0	5.3	5.1
601998.SH	中信银行	5.20	10.9%	9.3%	9.0%	7.9%	-8.5%	4.1%	0.58	0.54	0.50	5.5	6.0	5.7
000001.SZ	平安银行	22.81	11.2%	9.2%	9.4%	13.6%	-4.2%	10.6%	1.62	1.50	1.38	16.2	16.9	15.3
601818.SH	光大银行	4.04	11.9%	10.6%	11.3%	11.0%	-3.3%	14.7%	0.66	0.62	0.57	5.9	6.1	5.3
600015.SH	华夏银行	6.07	10.6%	9.3%	9.1%	5.0%	-5.6%	6.1%	0.45	0.42	0.39	4.4	4.7	4.4
601169.SH	北京银行	4.74	10.4%	9.1%	9.5%	7.2%	-5.5%	9.0%	0.53	0.50	0.47	5.3	5.6	5.1
002142.SZ	宁波银行	38.45	17.8%	15.6%	15.4%	22.6%	11.9%	14.4%	2.70	2.18	1.93	17.1	15.3	13.3
600919.SH	江苏银行	5.45	11.0%	10.4%	10.4%	11.9%	2.8%	5.6%	0.57	0.53	0.49	5.4	5.2	4.9
600926.SH	杭州银行	14.54	12.7%	11.6%	12.0%	22.0%	8.6%	16.2%	1.64	1.34	1.23	13.6	12.5	10.7
601838.SH	成都银行	10.06	16.7%	15.2%	15.5%	19.4%	3.0%	14.3%	1.02	0.91	0.81	6.5	6.4	5.6
601077.SH	渝农商行	4.21	12.8%	11.6%	9.4%	7.7%	-14.5%	8.7%	0.54	0.51	0.48	4.9	5.7	5.3
603323.SH	苏农银行	4.67	6.3%	6.3%	6.7%	13.8%	6.1%	8.6%	0.74	0.71	0.68	12.4	11.4	10.3
002839.SZ	张家港行	5.60	8.7%	8.3%	8.7%	14.3%	1.8%	11.4%	0.99	0.93	0.86	11.5	11.3	10.1
601128.SH	常熟银行	7.01	13.2%	10.3%	10.5%	20.1%	1.1%	9.8%	1.14	1.06	0.98	9.7	10.6	9.7
<b>平均</b>			<b>12.2%</b>	<b>10.7%</b>	<b>10.7%</b>	<b>11.3%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>9.0%</b>	<b>0.95</b>	<b>0.86</b>	<b>0.79</b>	<b>8.2</b>	<b>8.3</b>	<b>7.5</b>

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告:

- 《美国四大行四季报点评：削减拨备，大幅改善业绩》 ——2021-01-23
- 《银行流动性月报：预计1月超储和广义货币均边际收紧》 ——2021-01-20
- 《专题报告：投资银行股赚什么钱：复盘与展望》 ——2021-01-20
- 《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

## 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