

银行

银行流动性月报

超配

(维持评级)

2021年02月24日

预计2月流动性维持紧平衡状态

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

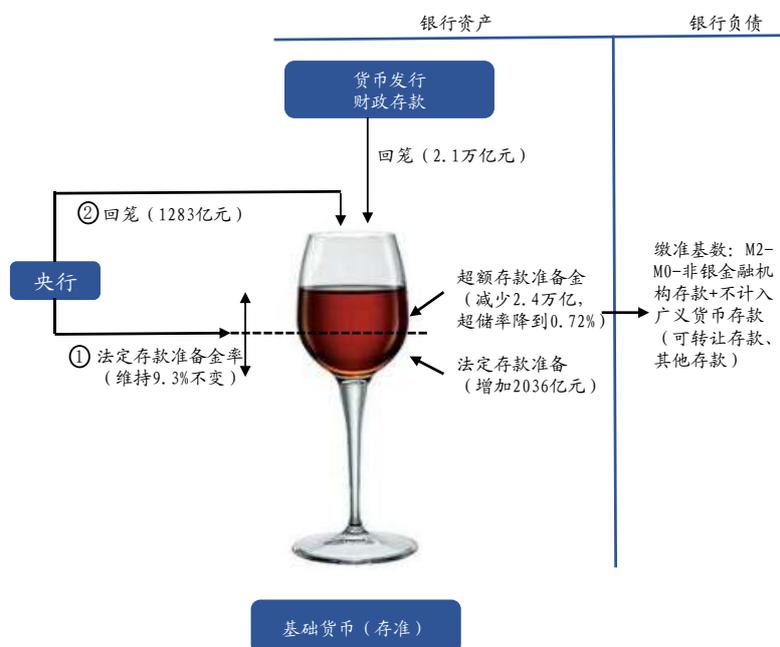
1月流动性环境回顾：央行净回笼资金，货币政策回归常态化意图更明确

总结：1月初银行间市场流动性宽松，但此后央行持续净回笼资金，银行间市场流动性趋紧。当月资金利率波幅巨大，1月初下行至低位，但此后大幅上行。期末M2增速大幅回落0.7个百分点，主要是1月是缴税大月且当月财政支出力度较小等因素回笼了大量的资金，银行向实体经济投放信贷规模较好。

■ 基础货币：央行回笼资金，超储率降到较低水平

1月央行广义再贷款等操作净回笼基础货币约1283亿元，取现需求和缴税等财政因素回笼基础货币约2.1万亿元，我们测算的2021年1月末超储率降到0.72%，明显低于2019-2020年同期值，但仍高于2017-2018年同期值。

图1：我们测算的1月末超储率降到0.72%



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

1月央行逆回购净回笼资金1760亿元，MLF净回笼资金405亿元（考虑了TMLF有2405亿元到期）。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	逆回购	投放量			投放量合计	逆回购	到期量			
			MLF	TMLF	国库现金定存			MLF	TMLF	国库现金定存	回笼量合计
2020-12	3,200	8,600	9,500			18,100	8,400	6,000		500	14,900
2021-01	-2,165	10,690	5,000			15,690	12,450	3,000	2,405		17,855
2021-02	-3,140	7,800	2,000			9,800	10,940	2,000			12,940

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理。数据截止 2022 年 2 月 23 日。

12 月基础货币减少 1.36 万亿元，其中春节取现等需求带来货币发行新增 6011 亿元，其他存款性公司存款减少 1.99 万亿元，非金融机构存款新增 282 亿元。超储率是反映银行间资金面情况的核心指标，即“超额存款准备金/缴准基数存款”，而超额存款准备金的计算公式如下（一般计算其某一时期的变化值）：

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

我们测算的 1 月末超储率为 0.72%，明显低于 2019-2020 年同期值，但高于 2017-2018 年同期值。2019 年 1 月和 2020 年 1 月超储率处在较高水平主要是央行降准操作释放了大量超储。今年 1 月取现需求对超储率的拖累明显低于 2019-2020 年，主要是春节错位和鼓励就地过年，但缴税等财政因素回笼资金对超储形成较大拖累。

表 2：2021 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			法定存款准备金	非金融机构存款	测算的超储率%
				货币发行	财政存款				
2017-01	-24,161	-2,088	6,607	-21,878	-4,908	-1,895			0.61
2018-01	-21,357	45	-4,342	-4,484	-9,518	-2,815	-243		0.61
2019-01	-11,964	-12	-4,461	-16,631	-6,886	13,713	2,314		1.28
2020-01	-8,195	57	3,075	-18,298	-4,373	13,885	-2,541		1.84
2021-01	-24,368	92	-1,283	-6,011	-14,848	-2,036	-282		0.72

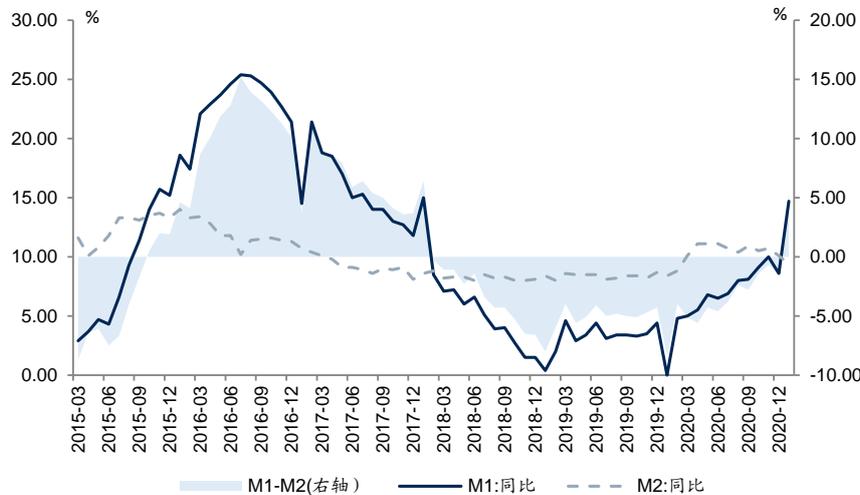
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测。注明：（1）央行按季度披露超储率，因此在预测下一个季度的时候我们按照公布的数据进行调整以减少误差。（2）假设 2021 年 1 月末法定存款准备金率维持在年初 9.3% 的水平。

■ 广义货币：M2 增速大幅回落，主要系财政因素拖累

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，1 月份 M2 增加 2.78 万亿元。从来源分解，其中对实体的贷款投放派生 M2 约 3.85 万亿元；缴税等财政因素回笼 M2 约 1.48 万亿元（1 月财政净支出数据未披露，用财政存款变动来替代，这与实际财政净支出可能存在误差）；银行自营购买企业债券派生 M2 约 122 亿元；银行的投放非银和非标等因素派生 M2 约 3964 亿元（该科目主要是轧差项，因财政因素与实际值可能存在误差，因此该项目与实际值也可能存在误差）；外汇占款投放 M2 约 92 亿元。

1 月末 M2 同比增速 9.4%，较上月回落 0.7 个百分点；M1 同比增速 14.7%，较上月提升 6.1 个百分点。根据我们对 M2 派生来源分析，M2 增速回落幅度较大主要是 1 月是缴税大月且当月财政支出力度较小等财政因素回笼了大量的资金。1 月信贷扩张较好，企业债券融资也在持续恢复，对 M2 增速拖累下降；同时，12 月信托贷款压缩对 M2 带来了较大的拖累，1 月该拖累因素也明显好转。总体而言，1 月 M2 增速大幅回落主要系财政因素临时性冲击。

图 2: 1 月 M1 增速提升至 14.7%, M2 增速降至 9.4%



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 (不含货币基)	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	银行自营 购买企业 债券	贷款(加回 核销和 ABS)	财政收支	其他(非银 +非标等)
2020-01	37,071	16,060	-46,537	20,435	42,015	5,098	57	2,255	35,568	-5,451	4,641
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	-9,869	15,959	24,336	-20,788
2021-01	27,782	5,285	-5,328	15,052	14,892	-2,119	92	122	38,452	-14,848	3,964

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) 2021 年 1 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: 纠正市场预期, 央行货币政策回归常态化意图加强

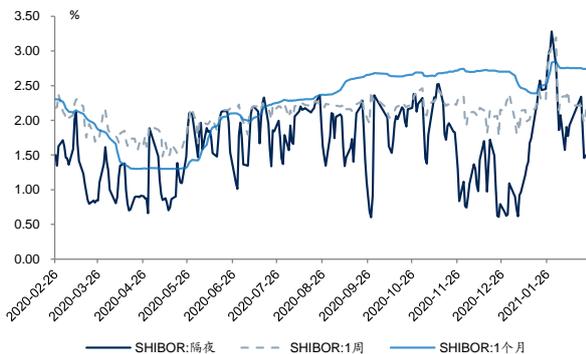
1 月资金利率波动幅度巨大, 1 月初利率下行至低位, 但此后大幅上行。1 月初流动性延续了 12 月以来的宽松态势, 资金利率大幅下行到最低, 隔夜 SHIBOR 利率已降到 2020 年 4 月的低位。为了纠正市场预期, 央行持续净回笼资金, 市场预期的应对春节期间资金面紧张的降准或超额续作 MLF 等也落空, 因此资金利率大幅上行, 其中短端利率上行幅度更大, 流动性分层也有所加剧。我们在之前的报告中已明确观点, 即随着经济逐步复苏, 央行货币政策将逐步回归常态化, 12 月以来的流动性宽松主要是为了应对 11 月永煤事件的冲击以及缓解银行负债成本大幅上行的压力。因此 1 月之后随着永煤事件负面冲击的消退, 加上短端利率大幅下行使得杠杆抬升, 央行货币政策收紧在意料之中, 这也进一步强化了央行货币政策逐步回归常态化的意图。

表 4: 资金利率均值及变动

	日利率均值(%)				日利率均值变动(bp)		
	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2020-12	2021-01	2021-02
SHIBOR:隔夜	1.85	1.06	1.89	1.95	-79.0	83.0	5.9
SHIBOR:1 个月	2.68	2.71	2.51	2.76	2.8	-19.6	25.1
R007	2.62	2.34	2.62	2.42	-27.6	28.0	-20.1
DR007	2.29	1.99	2.25	2.30	-30.3	26.0	5.2
同业存单:发行利率:3 个月	2.72	2.96	2.43	2.75	23.2	-52.7	31.6
中债国债到期收益率:1 年	2.85	2.73	2.46	2.67	-12.2	-27.4	20.9
中债国债到期收益率:10 年	3.25	3.24	3.15	2.67	-1.2	-9.5	-48.2

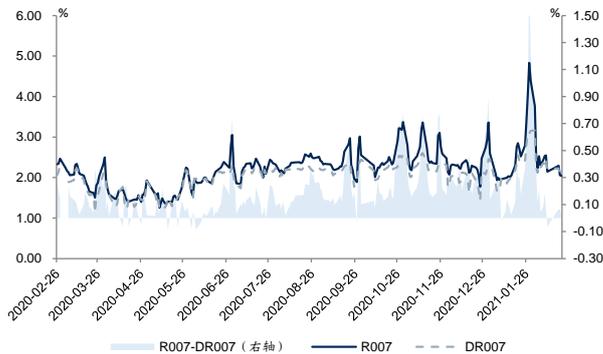
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。数据截止 2021 年 2 月 22 日。

图 3: SHIBOR 利率走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 4: R007 和 DR007 走势



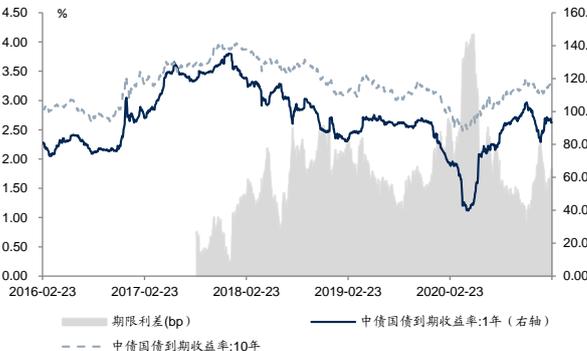
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 5: 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 6: 国债收益率走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2 月流动性和信用环境展望

总结: 2 月央行继续净回笼资金, 近期央行引导市场关注政策利率而不是公开市场操作数量, 起到了稳定市场预期的作用, 预计银行间市场流动性仍维持相对紧平衡状态, 资金利率相对稳定。根据我们的测算, 期末 M2 增速为 9.5%, 较上月末提升 0.1 个百分点, 社融增速 13.0%, 与上月末持平。

央行继续回笼资金, 引导市场关注政策利率而非操作数量

截至 2021 年 2 月 23 日, 央行逆回购净回笼资金 3140 亿元, 2000 亿元 MLF 到期等量续作。近期央行引导市场关注政策利率而不是公开市场操作数量, 起到了稳定市场预期的作用, 资金利率相对稳定。根据超储预测模型, 我们测算的 2 月末超储率约为 0.69%, 低于去年同期, 与 1 月末基本持平, 银行间市场流动性仍维持紧平衡状态。具体来看, 超储率在低位主要是 2 月春节取现需求和央行广义再贷款持续净回笼资金, 但财政净支出投放了大量资金。

表 5: 2021 年 2 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				测算的超储率%
				货币发行	财政存款	法定存款准备金	非金融机构存款	
2018-02	-1,205	41	5,266	-9,921	6,121	-1,748	-965	0.53
2019-02	-2,390	-3	-6,149	8,245	-3,406	-1,956	879	1.12
2020-02	-6,265	-125	-12,289	4,659	-379	-1,144	3,013	1.47
2021-01	-24,368	92	-1,283	-6,011	-14,848	-2,036	-282	0.72
2021-02	-429	92	-2,000	-7,000	8,000	-321	800	0.69

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和预测

■ 预计 M2 增速 9.5%，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 2 月份 M2 增量（不含货基）约 1.08 万亿元，对应的 M2 增速为（假设货基维持不变）9.5%，较上月末提升 0.1 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 2 月份外汇占款变动为 0。
- ✓ 实体经济信贷派生 M2 约 9255 亿元：《行业快评：维持 2021 年 M2 增速 9.0% 的预测》中我们预测 2021 年社融项下新增人民币贷款（不包括核销和 ABS）约 18.5 万亿元，同比少增 1.5 万亿元。2016-2020 年一季度信贷投放比例均值为 33.7%，其中 2 月投放比例均值为 5.9%。考虑到春节错位、央行信贷额度管控等因素，我们预计 2021 年 2 月信贷投放比例为 5.0%，对应 2 月新增人民币贷款 9250 亿元。假设新增核销和 ABS 保持过去三年同期均值水平，则对应 2021 年 2 月新增人民币贷款（加回核销和 ABS）共 9255 亿元。
- ✓ 银行自营购买企业债券派生 M2 约 600 亿元。
- ✓ 财政净支出派生 M2 约 4500 亿元：1 月财政存款大增，表明 1 月财政支出力度较小，预计 2 月财政支出力度有所加大。
- ✓ 非标和委外等因素回笼 M2 约 3600 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。我们主要根据历史数据来预测，2021 年非标资产清理压力小于 2020 年，因此我们预计 2021 年 2 月非标和非银信贷等因素回笼 M2 约 3600 亿元。

表 6：2021 年 2 月 M2 派生渠道预测

单位：亿元	M2 增量（不包括货基）	外占	银行自营购买企业债券	人民币贷款（加回核销和 ABS）	财政净支出	其他（非银+非标等）
2018-02	7,436	41	-89	10,314	3,202	-6,031
2019-02	3,751	-3	-951	7,827	1,096	-4,218
2020-02	8,842	-125	5,468	6,916	2,569	-5,986
2021-02	10,755	0	600	9,255	4,500	-3,600

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

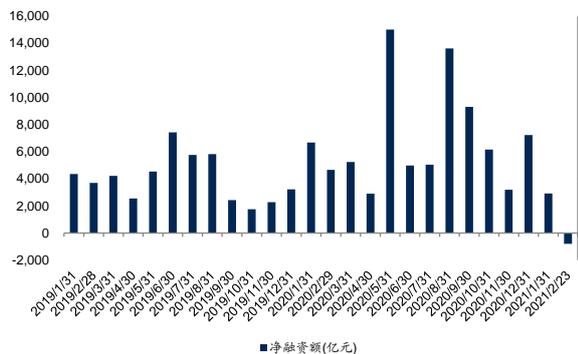
我们预测 2021 年 2 月新增社融 7755 亿元，同比少增 982 亿元，对应月末同比增速 13.0%，与上月末持平。其中，当月人民币贷款（加回核销和 ABS）9255 亿元，表外融资减少 3600 亿元，企业债券新增 1000 亿元，股票融资新增 400 亿元，政府债券新增 200 亿元。

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）
2018-02	12,064	10,314	-77	106	734	379	175	433
2019-02	9,665	7,827	-545	-3,103	875	119	4,347	146
2020-02	8,737	6,916	-896	-3,961	3,894	449	1,824	511
2021-02(E)	7,755	9,255	-800	-2,800	1,000	400	200	500

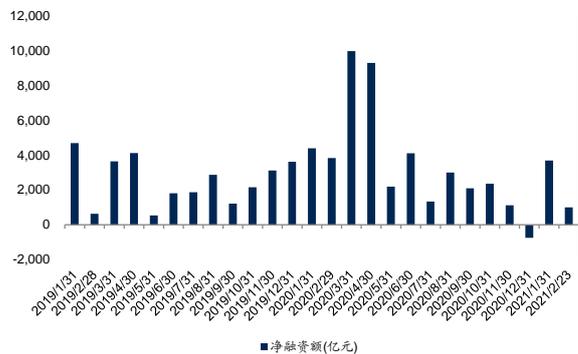
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

图 7: 政府债券净融资规模为负



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。注明: 数据截止 2021/2/23.

图 8: 春节因素带来企业债融资净融资规模较小



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。注明: 数据截止 2021/2/23.

投资建议

宏观经济是投资银行股的核心逻辑, 2021 年我国经济复苏将延续, 银行业景气度进入持续向上通道, 维持行业“超配”评级。个股方面, 我们优先推荐估值低、基本面原本就很稳健的大行, 看好大行估值修复行情, 首推工商银行; 基于长期成长的逻辑, 继续推荐业绩高增长的宁波银行、招商银行、常熟银行和成都银行。

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:	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	5.37	13.0%	11.3%	11.2%	4.9%	-6.1%	7.5%	0.77	0.72	0.66	6.2	6.6	6.2
601939.SH	建设银行	7.29	13.2%	11.4%	11.3%	4.7%	-5.5%	7.3%	0.87	0.80	0.74	6.9	7.3	6.8
601288.SH	农业银行	3.26	12.4%	10.8%	10.8%	4.6%	-5.6%	7.5%	0.65	0.61	0.56	5.5	5.8	5.4
601988.SH	中国银行	3.25	11.4%	10.0%	10.1%	4.1%	-5.8%	7.4%	0.58	0.54	0.50	5.3	5.6	5.2
601328.SH	交通银行	4.62	11.2%	9.4%	8.6%	5.0%	-10.0%	-2.6%	0.49	0.47	0.44	4.6	5.1	5.3
601658.SH	邮储银行	6.02	12.0%	10.5%	10.9%	16.5%	-0.4%	9.9%	1.06	0.98	0.91	9.5	9.6	8.6
600036.SH	招商银行	54.20	16.7%	15.0%	15.3%	15.3%	0.7%	13.0%	2.37	2.14	1.92	15.0	14.9	13.2
601166.SH	兴业银行	25.81	12.7%	11.1%	11.4%	8.7%	-3.9%	9.7%	1.10	1.02	0.93	9.1	9.5	8.6
600016.SH	民生银行	5.25	12.3%	9.9%	10.1%	6.9%	-13.5%	9.7%	0.51	0.48	0.45	4.3	5.0	4.5
600000.SH	浦发银行	10.71	12.2%	10.6%	10.2%	5.4%	-5.5%	3.2%	0.64	0.59	0.55	5.5	5.8	5.6
601998.SH	中信银行	5.36	10.9%	9.3%	9.0%	7.9%	-8.5%	4.1%	0.59	0.55	0.52	5.6	6.2	5.9
000001.SZ	平安银行	22.38	9.6%	9.6%	9.6%	2.6%	7.5%	8.2%	1.48	1.36	1.25	15.9	14.8	13.6
601818.SH	光大银行	4.23	11.9%	10.6%	11.3%	11.0%	-3.3%	14.7%	0.69	0.65	0.60	6.2	6.4	5.6
600015.SH	华夏银行	6.37	10.6%	9.3%	9.1%	5.0%	-5.6%	6.1%	0.47	0.44	0.41	4.7	4.9	4.6
601169.SH	北京银行	4.84	10.4%	9.1%	9.5%	7.2%	-5.5%	9.0%	0.54	0.51	0.48	5.4	5.7	5.2
002142.SZ	宁波银行	41.15	17.8%	15.6%	15.4%	22.6%	11.9%	14.4%	2.89	2.34	2.06	18.3	16.3	14.3
600919.SH	江苏银行	5.82	11.0%	10.4%	10.4%	11.9%	2.8%	5.6%	0.61	0.57	0.52	5.8	5.6	5.2
600926.SH	杭州银行	16.51	12.7%	11.6%	12.0%	22.0%	8.6%	16.2%	1.86	1.52	1.39	15.4	14.2	12.1
601838.SH	成都银行	11.19	16.7%	15.2%	15.5%	19.4%	3.0%	14.3%	1.14	1.02	0.90	7.3	7.1	6.2
601077.SH	渝农商行	4.28	12.8%	11.6%	9.4%	7.7%	-14.5%	8.7%	0.55	0.52	0.48	5.0	5.8	5.4
603323.SH	苏农银行	4.88	6.3%	6.3%	6.7%	13.8%	6.1%	8.6%	0.77	0.74	0.71	12.9	12.0	10.7
002839.SZ	张家港行	5.80	8.7%	8.3%	8.7%	14.3%	1.8%	11.4%	1.03	0.96	0.89	11.9	11.7	10.4
601128.SH	常熟银行	7.95	13.2%	10.3%	10.5%	20.1%	1.1%	9.8%	1.29	1.20	1.11	11.0	12.1	11.0
平均			12.1%	10.7%	10.7%	10.8%	-2.0%	8.9%	1.01	0.91	0.83	8.7	8.7	7.9

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

相关研究报告:

- 《海外银行镜鉴系列：寻找 21 世纪美国银行中的明珠》 ——2021-02-22
- 《《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》点评：联合贷款将加速调整》 ——2021-02-22
- 《行业快评：银行股行情还能持续吗？》 ——2021-02-20
- 《专题报告：银行如何玩转“商行+投行”？》 ——2021-02-18
- 《2020 年银行监管数据快评：压制估值的因素进一步消除》 ——2021-02-10

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

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