

2021/02 社融&金融数据点评

信贷连续放量，下一步看贷款利率回升！

增持（维持）

2021年03月10日

证券分析师 马祥云

执业证号：S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航

taozhh@dwzq.com.cn

数据：2021年2月社融新增1.71万亿，同比多增8392亿元，存量同比增速13.3%；人民币贷款新增1.36万亿，同比多增4529亿元。M1同比增速7.4%，较上月回落7.3pct；M2同比增速10.1%，较上月提升0.7pct。

投资要点

■ 2月社融大幅超预期，信贷+表外开票连续放量，实体需求相当旺盛。

2月社融新增1.71万亿，在春节假期背景下，仍远高于历史上2月平均规模，同比多增8392亿元（图1、2），延续1月全面超预期的态势。

①人民币贷款和表外票据连续两个月同比大幅多增，反复印证实体融资需求非常旺盛。2月社融口径的人民币贷款新增1.34万亿，同比大幅多增6211亿元，未贴现承兑汇票在1月创新高基础上，进一步增加640亿元，同比低基数下，大幅多增4601亿元。信贷+表外票据的组合进一步印证，今年银行表内信贷额度供不应求，并积极通过表外开票满足实体融资。

②直接融资中，2月企业债券新增1306亿元，由于去年基数较高，同比少增2588亿元（图3），今年企业债券发行仍处在信用债风险暴露后的缓慢修复过程中。政府债券2月新增1017亿元，同比少增807亿元，源自本年专项债额度的下达时间晚于去年同期。

③委托+信托贷款合计仍然减少1036亿元，延续压降趋势。其中：委托贷款2月减少100亿元；信托贷款2月减少936亿元，减少规模与1月大致相近。考虑上半年信托到期规模比较稳定，2月到期规模也比较低（图4），预计短期内非标融资仍将保持平缓收缩的趋势。

■ 金融数据中，信贷增量创历史2月新高，企业中长期贷款连续放量增长。

2月金融数据在1月基础上，再次显著印证了实体融资需求强劲，信贷供需两端旺盛。人民币贷款新增1.36万亿，继1月创历史新高以后再次放量，由于去年受疫情影响基数较低，2月同比多增4529亿元（图5、6）。

①企业贷款方面，中长期贷款连续放量，反复印证制造业扩张需求旺盛。企业中长期贷款新增高达1.10万亿，继1月创历史新高后继续放量，同比大幅多增6843亿元，今年以来制造业资本开支持续爆发。短期贷款新增量较小，高基数下大幅少增，票据融资连续收缩，预计都源于银行将有限的信贷额度向中长期贷款集中，所以票据贴现利率2月仍维持高位（图7）。

②居民中长期贷款依然受楼市行情推动。1月居民贷款仅新增1421亿元，主要源于春节假期造成短期贷款收缩2691亿元，符合季节规律。但居民中长期贷款仍然新增4113亿元，预计按揭贷款投放量可观，并且去年受疫情影响基数超低。房贷市场火热也可以从30大中城市的地产销售增速验证（图8），但我们预计，后续居民中长期贷款将受房贷管控影响而降速。

■ M1与M2增速剪刀差如期回落，但社融与M2增速逆势上行超预期。

1月由于春节错位因素影响，M1增速大幅跃升至14.7%，M2增速则降至9.4%，M1增速“上穿”M2增速。2月春节过后，企业发放奖金完毕，存款大幅回流居民，推动M1增速大幅回落至7.4%，同时可以看到居民存款大幅新增3.26万亿，企业存款则减少2.42万亿。春节错位影响被修复后，M2增速明显回升至10.1%（图9），总体符合预期。

社融角度，存量社融同比增速自去年10月见顶后持续回落，1月降至13.0%，但2月增速超预期反弹至13.3%（图10），主要受信贷放量推动。展望后市，我们判断：①由于3月基数显著走高，社融同比增速将重新开始下行，降速仍是确定性方向；②贷款利率回升的概率进一步提升，因为当前经济状况完全足以支撑更高的贷款利率。近期银保监会主席也表态“贷款利率可能回升或调整”，同时我们微观层面调研银行也得到反馈，部分银行已经上调了一些信贷产品的利率指导价，上调幅度约5~25BP不等。

行业走势



相关研究

- 1、《银行业行业点评：贷款利率上行？逐条解析银保监会发布会说了啥》2021-03-03
- 2、《2021/01金融信贷收支表点评：结构性存款因何反弹？能持续吗？》2021-02-28
- 3、《银行业行业点评：房贷限额放松？或只是局部市场维稳》2021-02-23

■ **投资建议：明确看好国有大行上涨行情，首推建设银行（A/H股）。**

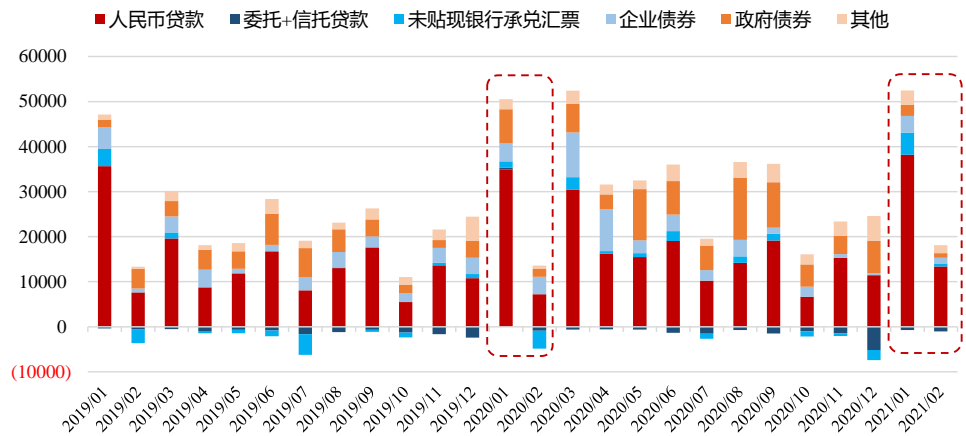
首先，今年以来企业中长期贷款持续放量，创历史新高，1~2月合计新增3.14万亿，同比大幅多增1.06万亿，这充分印证了实体融资需求旺盛的经济现状。对银行而言，实体繁荣不仅推动信贷规模放量，同时有利于资产质量修复，相当利好银行基本面。

其次，信贷持续放量，很可能进一步推动贷款利率回升，因为需求旺盛而信贷额度有限，同时监管层也更有信心放宽贷款利率上行的空间（结合银保监会主席近期发言）。因此，信贷短期可能迈入“量价齐升”的黄金期。下一步，我们明确看好贷款利率回升。

投资层面，我们重点推荐：①当前基本面趋势与估值预期差最大的国有大行，建议坚定布局贷款利率企稳上行逻辑下，国有大行的上涨行情，重点推荐**建设银行**。②看好头部零售银行近期回调后重新上涨，重点推荐**招商银行、宁波银行**，同时推荐低估值**常熟银行**。

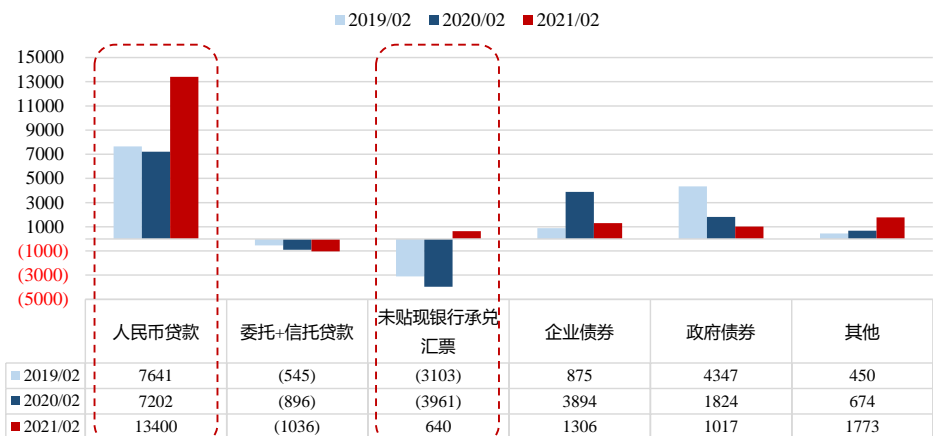
■ **风险提示：1）资产质量指标再度波动；2）贷款利率持续下行造成利差进一步收窄；3）房地产贷款监管造成新增贷款投放压力。**

图 1：2019/01~2021/02 社融增量及其结构，人民币贷款及表外票据同比显著多增



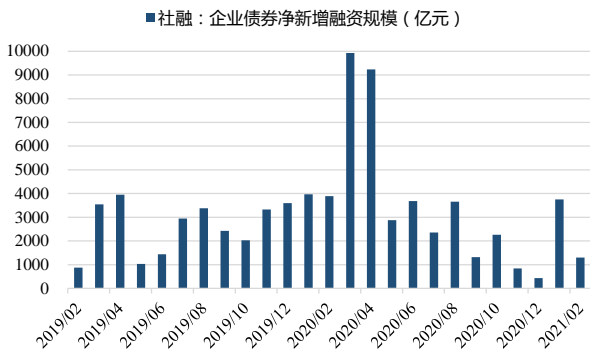
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 2：2021/02 社融增量各分项中，人民币贷款同比多增 6211 亿元



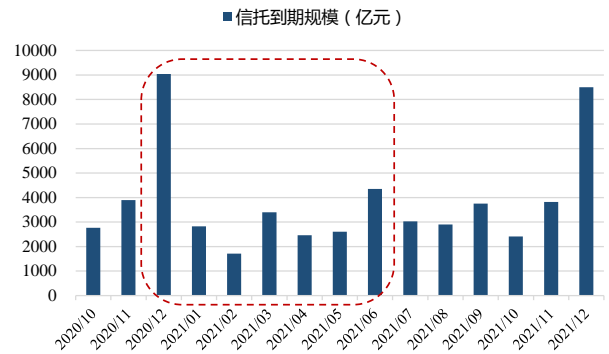
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 3: 2021 年 2 月企业债券净融资规模平稳



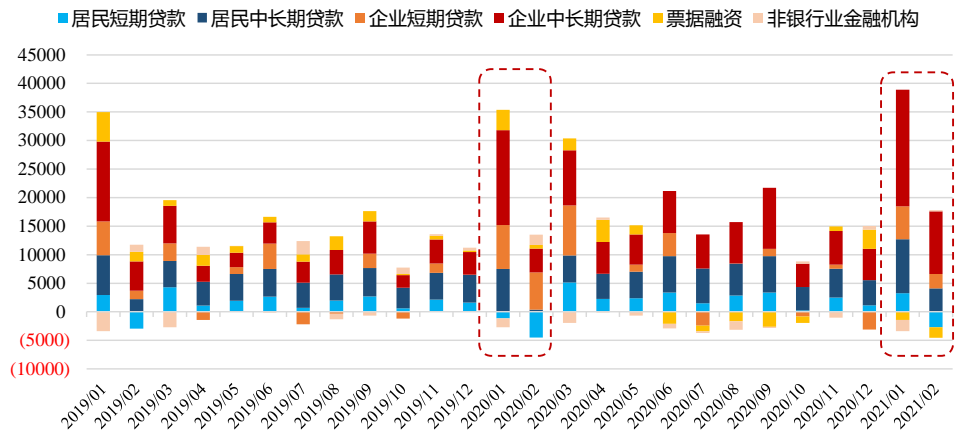
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

图 4: 2021 年上半年信托贷款到期规模相对较低



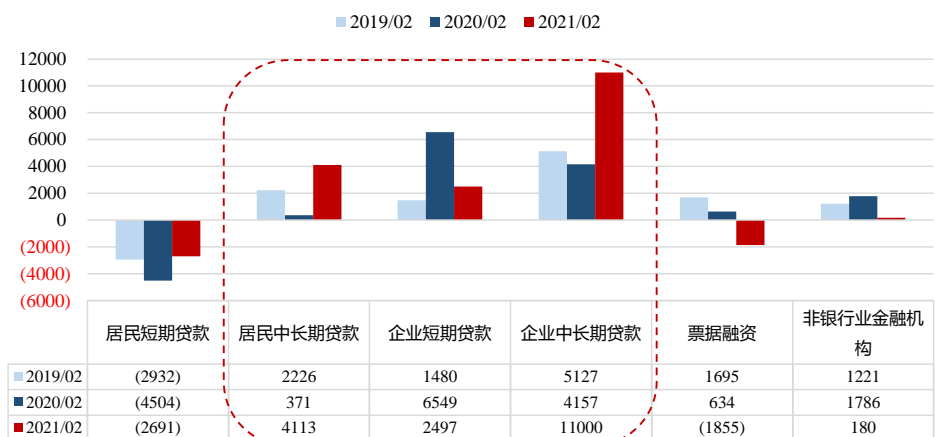
数据来源：信托行业协会，东吴证券研究所

图 5: 2019/01~2021/02 人民币贷款增量及其结构，企业和居民中长期贷款同比显著多增



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 6: 2021/02 人民币贷款增量各分项中，企业中长期贷款同比多增 6843 亿元



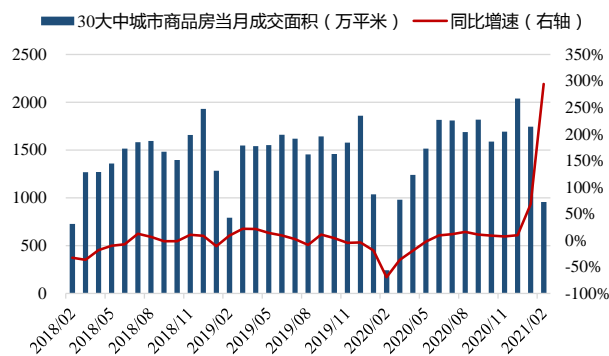
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 7：2021 年 1~2 月票据转贴现利率均保持高位



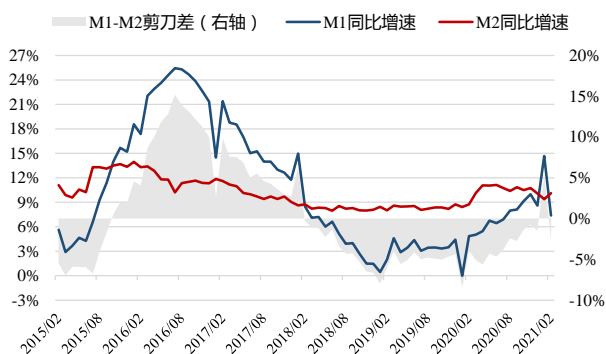
数据来源：上海票据交易所，东吴证券研究所

图 8：30 大中城市 12 月以来房地产成交持续火热



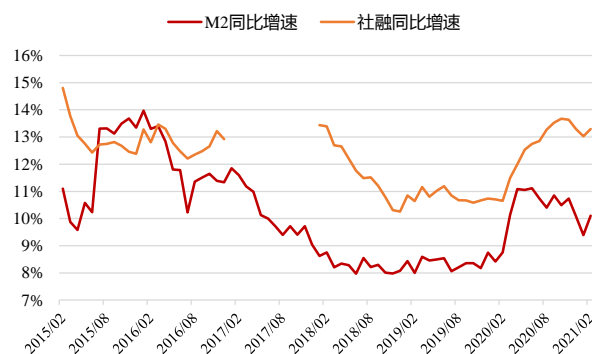
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：M1 增速如期回落源于“春节效应”修复



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 10：社融与 M2 增速同步逆势上行



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

