

银行

银行流动性月报

超配

(维持评级)

2021年03月19日

## 预计3月M2和社融增速回落

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

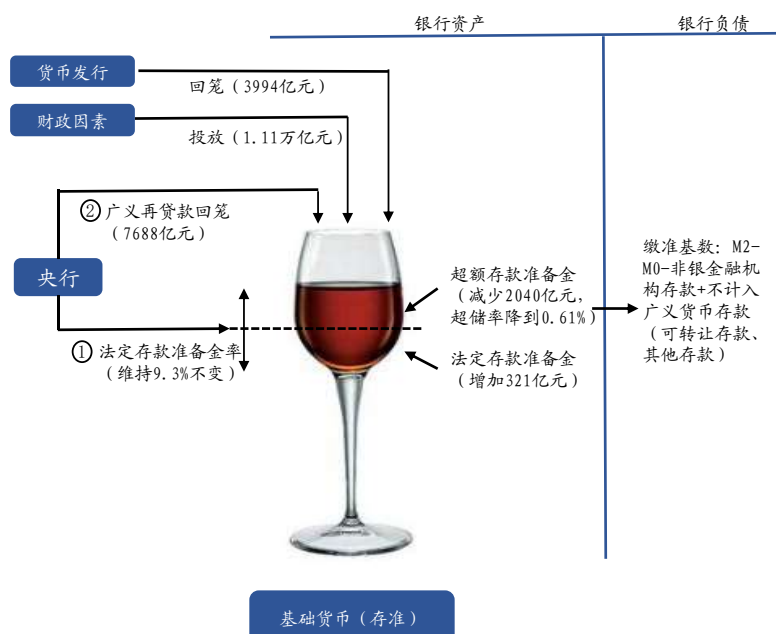
### 2月流动性环境回顾: 超储率下降, M2增速提升超预期

总结: 2月末超储率环比小幅下降, 银行间市场流动性维持紧平衡态势, 资金利率基本回到了去年10-11月的水平, 同时流动性分层有所加剧。但期末M2增速环比提升0.7个百分点, 一方面是预期内的财政净支出大幅增加支撑M2增速回升, 另外当月M2增速提升幅度超预期主要是信贷大规模投放超市场预期。

#### ■ 基础货币: 央行净回笼资金, 超储率下降

2月央行广义再贷款等操作净回笼基础货币7688亿元, 春节取现需求和财政支出等财政因素投放基础货币7130亿元, 我们测算的2021年2月末超储率为0.61%, 较1月末下降约10bps。2月末超储率明显低于2019-2020年同期值, 但高于2018年同期值。

图1: 我们测算的2月末超储率降到0.61%, 环比下降10bps



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。注明: 央行购买外汇以及支付机构缴纳备付金也会影响超储, 但未在图中展示。

2月央行逆回购净回笼资金3040亿元, MLF等量续作。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	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
2021-01	-2,165	10,690	5,000		15,690	12,450	3,000	2,405		17,855
2021-02	-3,040	8,300	2,000		10,300	11,340	2,000			13,340
2021-03	-300	1,300	1,000		2,300	1,600	1,000			2,600

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理。数据截止 2021 年 3 月 17 日。

2 月基础货币增加 4734 亿元，其中春节取现等需求带来货币发行新增 3994 亿元，其他存款性公司存款减少 655 亿元，非金融机构存款新增 1395 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 2 月末超储率为 0.61%，较 1 月末下降了 10bps。2 月财政支出投放大量基础货币，因此央行公开市场操作持续净回笼资金以对冲财政净支出的影响。同时，春节取现需求和支付机构备付金缴纳也对超储形成一定拖累。整体来看，2021 年 2 月末超储率水平明显低于 2019-2020 年同期值，但高于 2018 年同期值，银行间流动性仍维持在一个紧平衡的态势。

**表 2：2021 年 2 月末超储测算**

单位：亿元	五因素超储合计变动	超储增量拆解							测算的超储率%
		外汇占款	对其他存款性公司债权	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	-2,040	235	-7,688	-3,994	11,124	-321	-1,395	0.61	

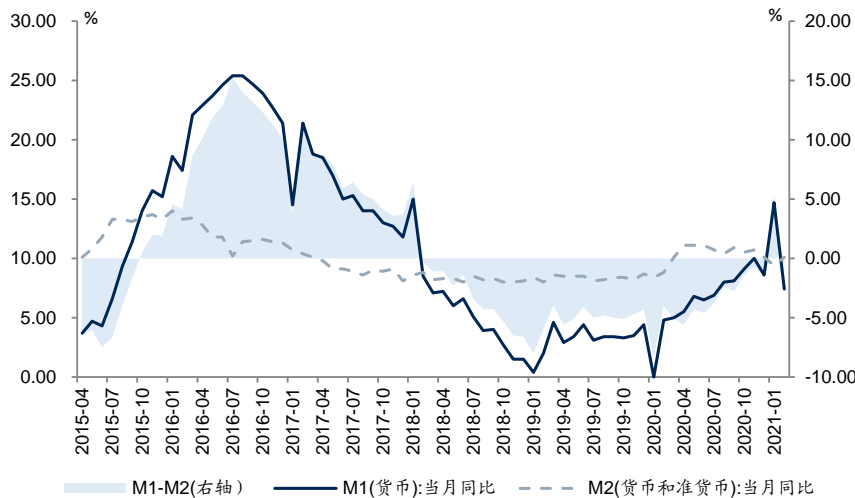
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理和预测。注明：（1）央行按季度披露超储率，因此在预测下一个季度的时候我们按照公布的数据进行调整以减少误差。（2）假设 2021 年 1 月和 2 月末法定存款准备金率维持在年初 9.3% 的水平。

### ■ 广义货币：信贷投放超预期，M2 增速环比提升 0.7 个百分点

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，2 月份 M2 增加 2.22 万亿元。从来源分解，其中对实体的贷款投放派生 M2 约 1.36 万亿元；财政支出等财政因素投放 M2 约 1.11 万亿元（2 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回笼 M2 约 725 亿元；银行的投放非银和非标等因素回笼 M2 约 2024 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，外加其他忽略的派生渠道，因此该项目与实际值也可能存在误差）；外汇占款投放 M2 约 235 亿元。

2 月末 M2 同比增速 10.1%，较上月提升 0.7 个百分点。根据对 M2 派生来源分析，我们在《银行流动性月报：2 月流动性维持紧平衡状态-210224》中指出，1 月 M2 增速大幅回落主要系财政因素拖累，2 月随着财政净支出增加 M2 增速将有所提升，该判断在 2 月得到验证。但 M2 增速提升幅度超过我们预期，主要是 2 月信贷投放规模超预期。

图 2: 2 月末 M2 增速提升至 10.1%



资料来源: iFinD, 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	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
2020-02	8,842	-5,062	12,231	-4,137	-673	6,483	-125	5,468	6,916	2,569	-5,986
2021-01	27,807	5,311	-5,328	15,052	14,892	-2,119	92	140	38,434	-14,848	3,990
2021-02	22,216	2,299	-34,376	3,869	32,611	17,813	235	-725	13,606	11,124	-2,024

资料来源: iFinD, 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 月和 2 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: 基本回到了去年 10-11 月的水平

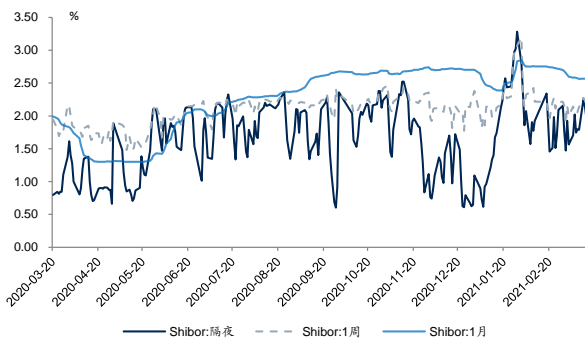
2 月资金利率基本回到了去年 10-11 月的水平, 流动性分层有所加剧。《银行流动性月报: 2 月流动性维持紧平衡状态-210224》中我们指出, 随着经济逐步复苏, 央行货币政策将逐步回归常态化, 去年 12 月至今年 1 月初的流动性宽松主要是为了应对 11 月永煤事件的冲击以及缓解银行负债成本大幅上行的压力。因此 1 月中旬开始央行持续净回笼资金纠正市场预期, 2 月货币市场资金利率已基本提升到了去年 10-11 月的水平, 并维持相对稳定。另外, 从 R007/DR007 和不同类型机构同业存单发行利率来看, 流动性分层有所加剧。

表 4: 资金利率均值及变动

	日利率均值(%)					日利率均值变动(bp)		
	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-01	2021-02	2021-03	
SHIBOR:隔夜	1.06	1.89	1.92	1.87	83.0	3.0	-4.9	
SHIBOR:1 个月	2.71	2.51	2.75	2.60	-19.6	24.2	-15.1	
R007	2.34	2.62	2.43	1.95	28.0	-19.1	-48.6	
DR007	1.99	2.25	2.28	2.09	26.0	3.1	-18.9	
同业存单:发行利率:3 个月	2.96	2.43	2.71	2.66	-52.7	27.8	-5.2	

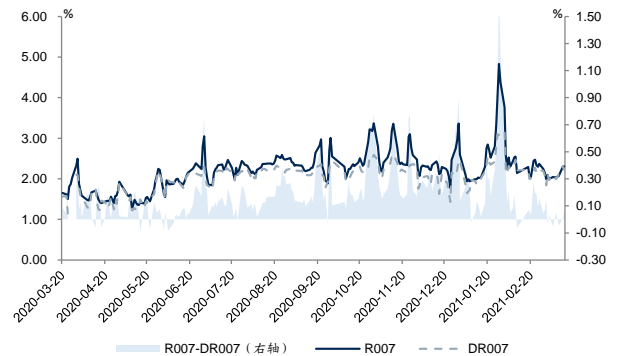
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。注明: 数据截止 2021 年 3 月 17 日。

图 3: SHIBOR 利率走势



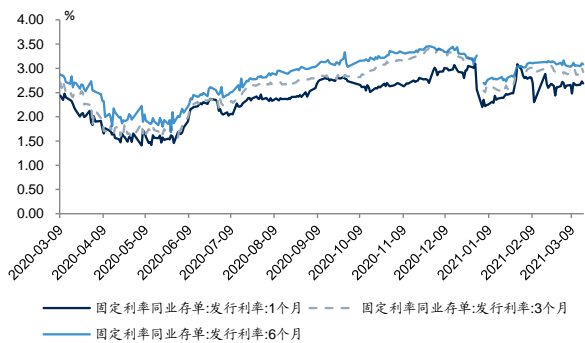
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 4: R007 和 DR007 走势



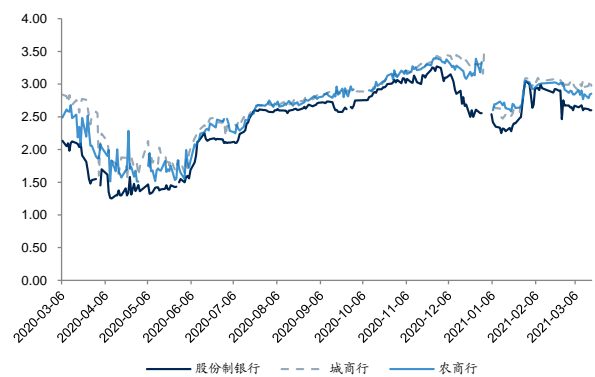
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 5: 同业存单发行利率走势



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 6: 不同类型机构 3 个月同业存单发行利率



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

### 3 月流动性和信用环境展望

**总结:** 货币政策持续回归常态化, 预计流动性仍维持紧平衡态势。根据我们的测算, 季节性因素下 3 月末超储率环比提升, 但明显低于 2019-2020 年同期测算值, 银行间流动性仍维持在紧平衡态势, 预计 3 月资金利率仍维持相对稳定, 甚至可能小幅提升。我们测算的 3 月末 M2 增速为 9.8%, 环比下降 0.3 个百分点; 社融增速 12.6%, 环比下降 0.7 个百分点, 主要是实体经济信贷投放规模同比大幅下降拖累。

#### ■ 季节性因素使得 3 月超储率有所提升, 预计资金利率仍维持相对稳定

根据超储预测模型, 我们测算的 3 月末超储率约为 1.18%, 较 1 月和 2 月大幅提升, 主要是受到春节取现和财政支出等季节性因素的影响。但仍低于 2019-2020 年同期测算值, 表明银行间流动性仍维持紧平衡态势。具体来看, 假设 3 月央行广义再贷款投放基础货币 2300 亿元, 主要是为了应对季度末银行缴准需求, 3 月银行缴纳的法定存款准备金增加 2152 亿元。另外, 2 月春节取现资金回流银行带来超储增加 4800 亿元, 财政净支出等财政因素使得超储增加 6383 亿元。

整体来看, 3 月末超储率环比提升主要是季节性因素, 仍明显低于 2019-2020 年测算值, 央行货币政策回归常态化的意图明确, 预计银行间流动性仍维持紧平衡态势, 资金利率基本维持在 2 月的水平, 甚至可能出现小幅提升。

**表 5: 2021 年 3 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	
2019Q1	-10,704	-20	-17,850	-2,165	-3,182	8,966	3,548	1.67
2020Q1	-715	-238	-4,735	-7,892	1,640	9,593	917	2.27
2021-01	-24,368	92	-1,283	-6,011	-14,848	-2,036	-282	0.72
2021-02	-2,040	235	-7,688	-3,994	11,124	-321	-1,395	0.61
2021-03 (E)	11,514	235	2,300	4,800	6,383	-2,152	-52	1.18

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理和预测

### ■ 预计 M2 增速 9.8%，社融增速 12.6%

我们主要根据 M2 派生途径来预测，我们预计 2021 年 3 月份 M2 增量（不含货基）约 1.63 万亿元，对应的 M2 增速为（假设货基维持不变）9.8%，较上月末下降 0.3 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 3 月份外汇占款维持在 2 月的水平。
- ✓ 实体经济信贷派生 M2 约 2.01 万亿元：《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%，今年 1-2 月合计投放信贷比例为 27.9%，今年信贷投放节奏相对较快，我们假设今年一季度整体信贷投放比例提升到 38.0%，对应 3 月新增人民币贷款 1.9 万亿元。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 3 月新增人民币贷款（加回核销和 ABS）共 2.01 万亿元。
- ✓ 银行自营购买企业债券派生 M2 约 200 亿元。
- ✓ 财政净支出派生 M2 约 7000 亿元。
- ✓ 非标和非银贷款等因素回笼 M2 约 1.1 万亿元：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，预测精准度比较低。我们主要根据历史数据来预测，我们取 2018-2019 年同期均值，即 1.1 万亿元

**表 6: 2021 年 3 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)
2018-03	9,077	78	-137	13,046	7,942	-11,853
2019-03	20,396	-5	-991	21,072	10,763	-10,444
2020-03	42,704	-170	5,318	31,346	12,182	-5,972
2021-03 (E)	16,346	235	200	20,060	7,000	-11,148

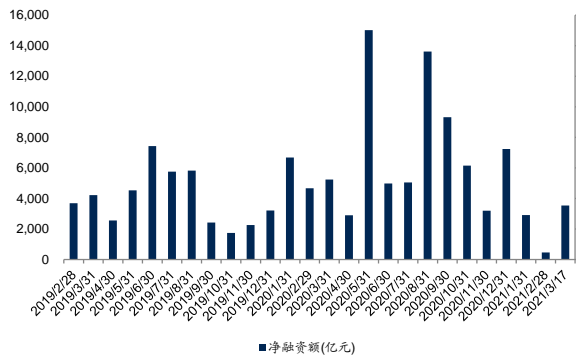
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理和预测

我们预测 2021 年 3 月新增社融 3.8 万亿元，对应月末同比增速 12.6%，较上月末下降 0.7 个百分点，主要是信贷投放规模同比大幅下降拖累。具体来看，预计当月人民币贷款（加回核销和 ABS）2.01 万亿元，表外融资增加 2600 亿元，企业债券新增 5696 亿元，股票融资新增 400 亿元，政府债券新增 8000 亿元（政府工作报告定调后政府债券发行加速）。

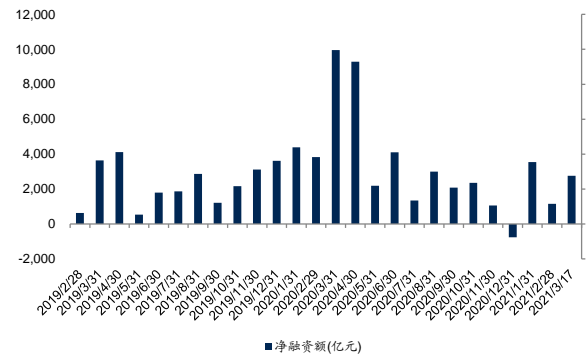
**表 7: 2021 年 3 月社融增速预测**

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)
2018-03	17,091	13,046	-2,193	-323	3,611	404	1,816	730
2019-03	29,602	21,072	-542	1,365	3,546	122	3,412	626
2020-03	51,838	31,346	-609	2,818	9,931	198	6,344	1,810
2021-03(E)	38,256	20,060	-200	2,800	5,696	400	8,000	1,500

资料来源: iFinD, 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**


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理。注明：数据截止 2021/3/17。

**图 8：企业债券净融资规模**


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理。注明：数据截止 2021/3/17。

## 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		
2021/3/17	2019A		2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601398.SH	工商银行	5.53	13.0%	12.3%	11.9%	4.9%	2.6%	6.2%	0.80	0.73	0.67	6.4	6.2	5.9
601939.SH	建设银行	7.45	13.2%	12.3%	12.0%	4.7%	2.8%	5.9%	0.89	0.81	0.75	7.1	6.9	6.5
601288.SH	农业银行	3.40	12.4%	11.7%	11.5%	4.6%	3.2%	6.5%	0.68	0.63	0.58	5.7	5.6	5.2
601988.SH	中国银行	3.29	11.4%	10.9%	10.5%	4.1%	2.5%	4.0%	0.59	0.54	0.51	5.4	5.2	5.0
601328.SH	交通银行	4.69	11.2%	10.4%	9.7%	5.0%	0.0%	0.2%	0.50	0.47	0.44	4.7	4.7	4.7
601658.SH	邮储银行	6.01	12.0%	11.2%	11.6%	16.5%	5.9%	9.7%	1.05	0.97	0.90	9.5	8.9	8.1
600036.SH	招商银行	53.40	16.7%	15.6%	15.6%	15.3%	4.8%	11.2%	2.33	2.10	1.88	14.8	14.1	12.6
601166.SH	兴业银行	23.98	12.7%	11.8%	11.7%	8.7%	1.2%	8.2%	1.03	0.94	0.86	8.4	8.3	7.6
600016.SH	民生银行	5.24	12.3%	11.1%	10.5%	6.9%	-3.2%	2.6%	0.51	0.47	0.44	4.3	4.5	4.3
600000.SH	浦发银行	10.92	12.2%	11.1%	10.9%	5.4%	-1.0%	6.2%	0.65	0.60	0.56	5.6	5.7	5.3
601998.SH	中信银行	5.41	10.9%	10.3%	9.8%	7.9%	2.0%	2.3%	0.60	0.55	0.51	5.7	5.6	5.4
000001.SZ	平安银行	21.20	11.2%	9.6%	9.6%	13.6%	2.6%	7.5%	1.51	1.40	1.29	15.1	15.1	14.0
601818.SH	光大银行	4.22	11.9%	11.1%	11.2%	11.0%	1.3%	9.3%	0.71	0.66	0.61	6.4	6.3	5.7
600015.SH	华夏银行	6.55	10.6%	9.6%	8.8%	5.0%	-2.9%	0.3%	0.49	0.45	0.42	4.8	4.9	4.9
601169.SH	北京银行	4.85	10.4%	9.7%	9.5%	7.2%	0.2%	3.3%	0.54	0.51	0.48	5.4	5.4	5.2
002142.SZ	宁波银行	40.72	17.8%	15.3%	15.6%	22.6%	9.7%	18.5%	2.86	2.32	2.04	18.1	16.5	13.9
600919.SH	江苏银行	6.55	11.0%	10.4%	10.3%	11.9%	3.1%	7.2%	0.88	0.79	0.73	8.3	8.0	7.3
600926.SH	杭州银行	17.42	12.7%	11.6%	12.0%	22.0%	8.2%	17.1%	1.97	1.60	1.47	16.3	15.0	12.7
601838.SH	成都银行	12.16	16.7%	16.0%	15.6%	19.4%	8.5%	10.1%	1.24	1.10	0.98	7.9	7.3	6.6
603323.SH	苏农银行	4.95	6.3%	8.1%	8.4%	13.8%	4.7%	10.0%	0.79	0.74	0.70	13.1	9.3	8.5
002839.SZ	张家港行	5.96	8.7%	8.6%	8.9%	14.3%	4.9%	10.5%	1.05	0.98	0.91	12.3	11.6	10.5
601128.SH	常熟银行	8.15	13.2%	10.3%	10.7%	20.1%	1.0%	12.1%	1.32	1.23	1.14	11.3	12.4	11.1
<b>平均</b>			<b>12.2%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.4%</b>	<b>2.8%</b>	<b>7.7%</b>	<b>1.06</b>	<b>0.95</b>	<b>0.86</b>	<b>9.1</b>	<b>8.6</b>	<b>7.9</b>

资料来源: IFiD, 国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告:

- 《政府工作报告点评：再次确认银行景气度向上》 ——2021-03-08  
 《银行业 2020 年报前瞻：预期业绩持续回升》 ——2021-03-05  
 《2021 年 3 月银行业投资策略：基本面向好，行情可持续》 ——2021-03-02  
 《银行流动性月报：预计 2 月流动性维持紧平衡状态》 ——2021-02-24  
 《海外银行镜鉴系列：寻找 21 世纪美国银行中的明珠》 ——2021-02-22

## 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