

从金融数据管窥政策与经济

——基于银行视角

证券分析师：王剑

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002

证券分析师：陈俊良

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010001

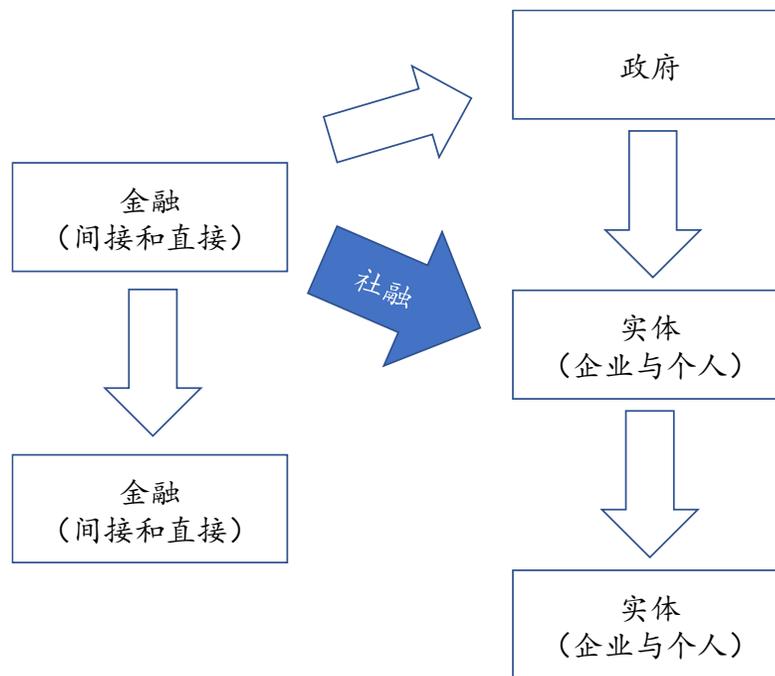
日期：2021年03月28日

- 1、企业中长期融资增速回升，企业资本开支有望增加
- 2、居民存款积聚，潜在消费需求大
- 3、银行存量不良出清，增量不良有望减少
- 4、投资建议、风险提示

企业中长期融资增速回升，企业资本开支有望增加

厘清社融的真相

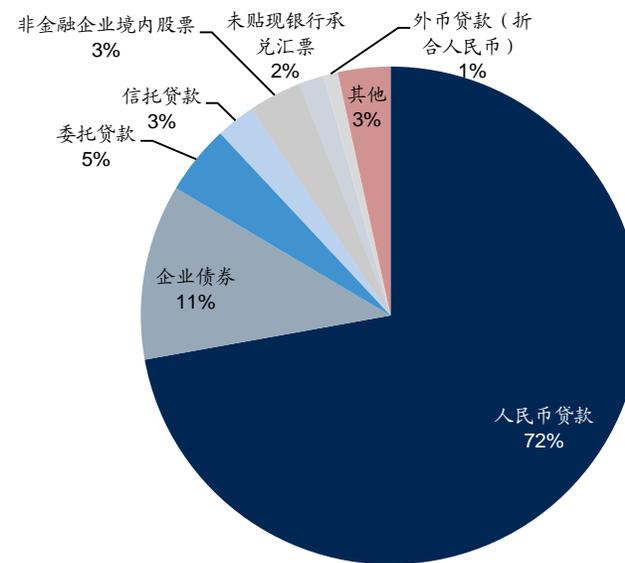
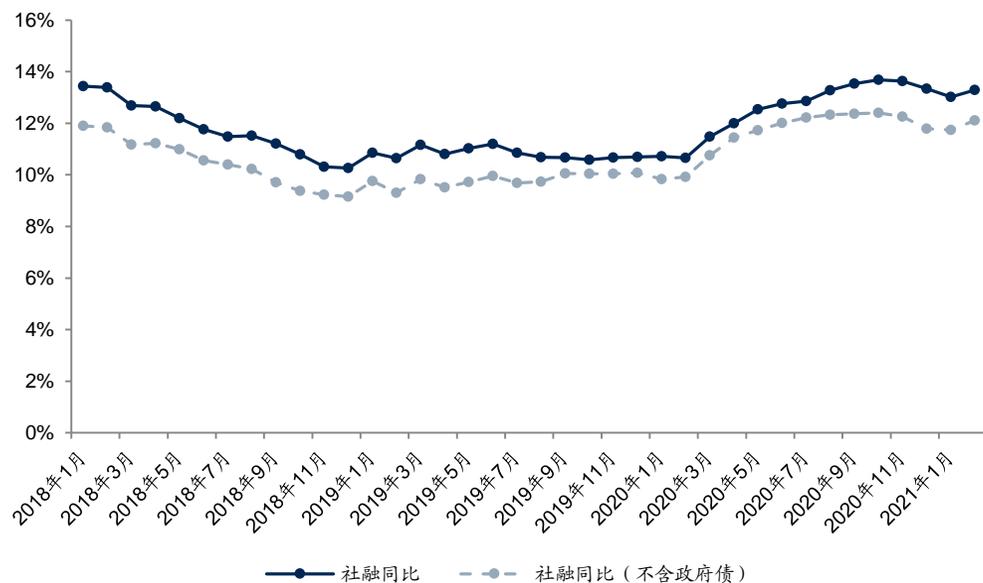
- 从定义上看，社融代表的是“金融体系”对“实体部门”的融资。
- 本报告中的社融剔除了对政府的融资，即按最早的社融口径来分析
- 它并没有真正反映社会融资全貌。其他途径融资行为会对社融的数据产生干扰
- 社融反映了供需匹配的结果，而不单纯是银行的供给行为导致社融的变化



厘清社融的真相

• 我们先对社融进行重组

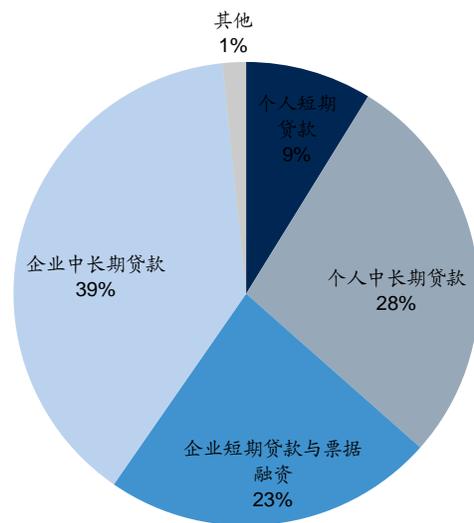
- 社融从企业负债角度出发进行统计，是通过估计来实现。因此社融的披露格式并不是按照企业经营逻辑披露，因此我们将其重组
- 首先把政府债券剔除，以减小未来潜在的误差（但实际趋势没有太大差别）
- 剩下的科目中，主要关注人民币贷款、企业债券、委托贷款与信托贷款、股票、未贴现银票。其他杂项及外币贷款占比4%暂时忽略



厘清社融的真相

• 人民币贷款

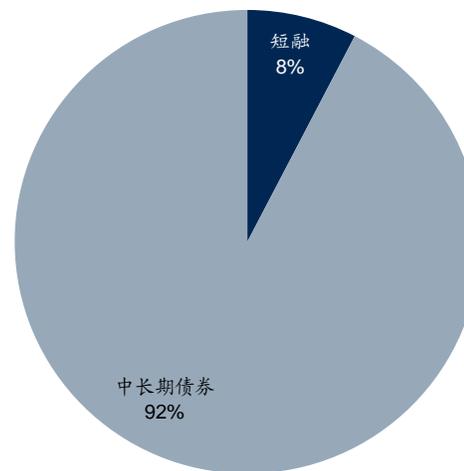
- 企业短期贷款与票据融资
- 企业中长期贷款
- 个人贷款及其他



资料来源:Wind, 国信经济研究所整理

• 企业债券

- 企业短期债券主要是短融, 剩余的几乎都是中长期债券



资料来源:Wind, 国信经济研究所整理

• 信托贷款与委托贷款

- 按照经验，企业的信托贷款与委托贷款基本都是2-3年的中期贷款
- 委托贷款中含有公积金贷款，但是具体比例未知。后面计算企业中长期融资时，我们简单将委托贷款全部计入企业中长期融资

• 未贴现银行承兑汇票

- 央行估计值，并非真正的未贴现银票
- 不管贴现与否，都属于短期融资

• 非金融企业股票融资

- 采用央行数据

厘清社融的真相

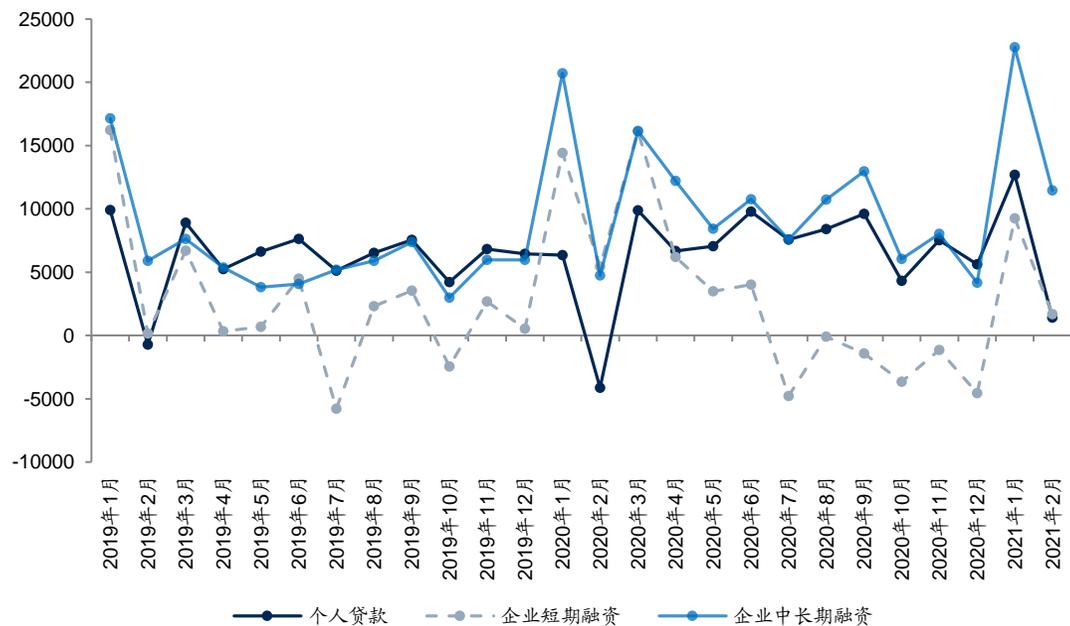
• 重组

- 企业短期融资 = 企业短期贷款 + 票据贴现 + 未贴现银行承兑汇票 + 企业债券中的短融
- 企业中长期融资 = 企业中长期贷款 + 中长期债券 + 信托贷款 + 非金融企业股票融资 + 委托贷款
- 个人融资并非本报告关注的重点，暂不展开

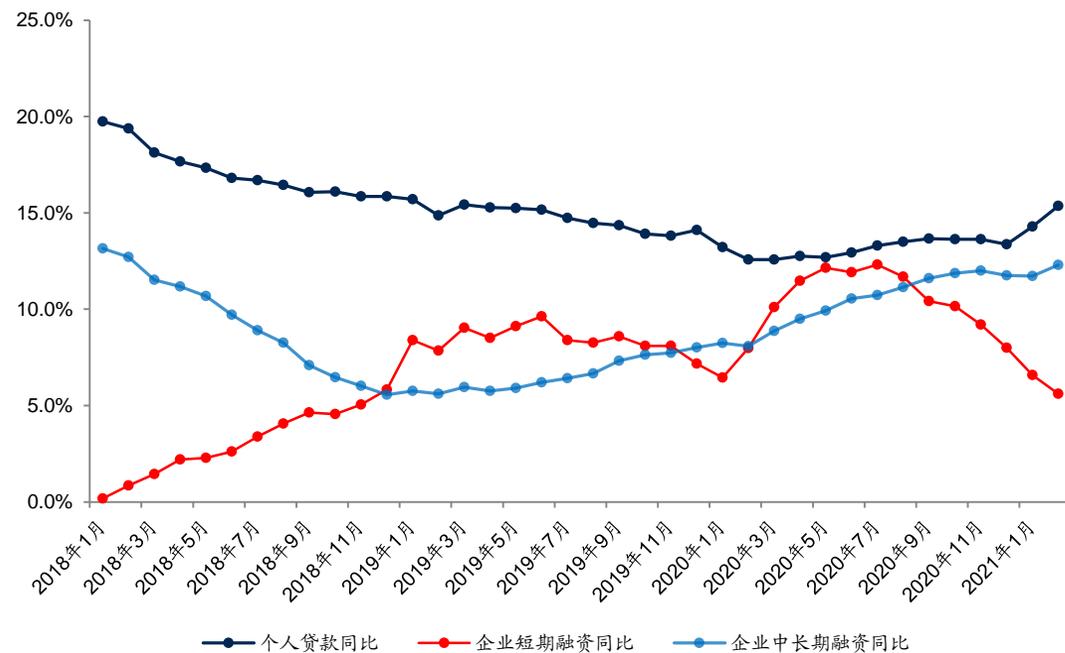
厘清社融的真相

• 重组

- 央行统计过程中会存在误差，这种误差对月度增量数据影响会显得更大，而余额同比数据相对就更加平滑



资料来源:Wind, 国信经济研究所整理



资料来源:Wind, 国信经济研究所整理

基于发债企业数据：短期融资与中长期融资代表什么？



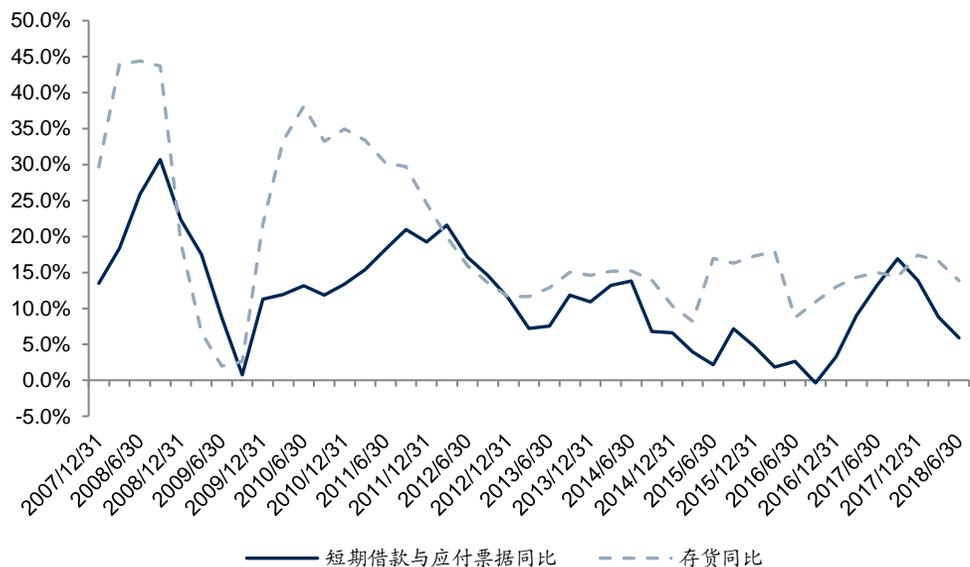
• 样本企业

- 我们统计了Wind中所有在2006年到2020年有连续时间序列数据的企业（包括上市公司和发债企业），使用它们的汇总资产负债表进行分析
- 样本企业短期融资 = 短期借款 + 应付票据
- 样本企业中长期融资 = 长期借款 + 非流动性资产下的应付债券 + 股权融资。其中股权融资包括股本、资本公积，但不包括利润留存
- 误差是在所难免的，我们仅观测大致趋势

基于发债企业数据：短期融资与中长期融资代表什么？

• 短期融资增加意味着企业存货增加

- 短期融资用于支持日常周转，对应流动性资产。我们直观反应是库存
- 从样本企业数据来看，短期融资余额同比与存货同比存在同步性，2010年的巨大缺口主要是因为房地产业务会计处理引起（房地产开发投资计入了存货）



注：应付票据科目在2018年三季报开始取消，被合并到“应付票据及应付账款”科目，因此相关数据仅到2018年中

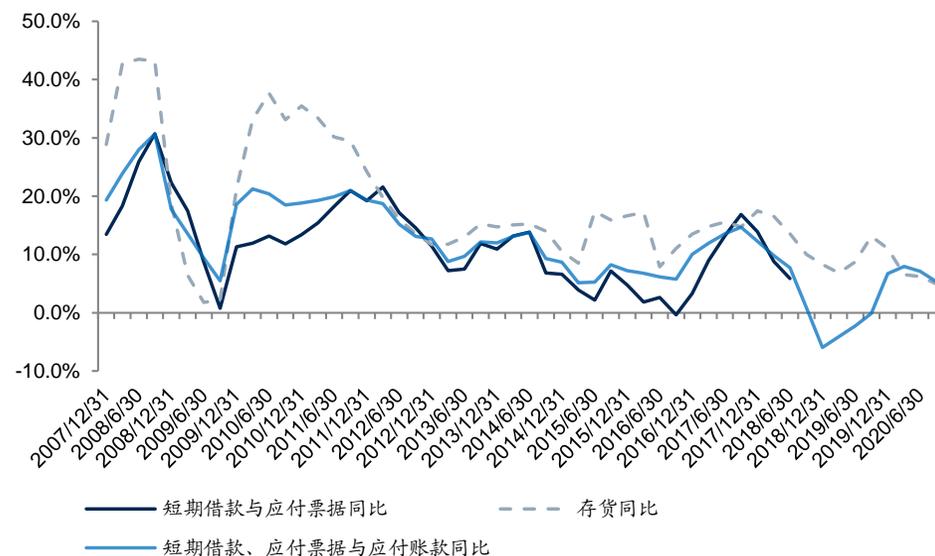
资料来源:Wind，国信经济研究所整理

资料来源:Wind，国信经济研究所整理

基于发债企业数据：短期融资与中长期融资代表什么？

• 应付账款与短期融资之间有替代性

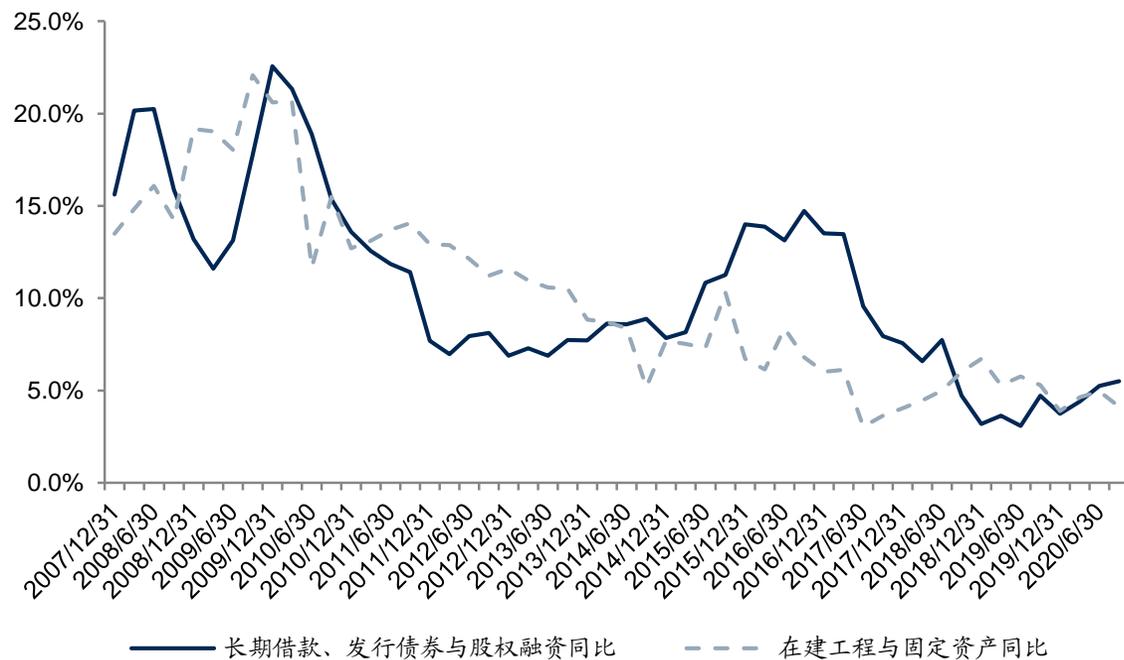
- 企业存货增加也可能使用商业信用，即通过应付账款占用上游资金
- 短期融资与应付账款合计同比，跟存货同比的相关性稍微强一些。更重要的是，前者趋势跟后者一样，但比后者更平滑，说明短期融资与应付账款之间存在替代性
- 最后，由于企业存货的构成非常复杂，既包括原材料，也包括在产品、产成品等，因此单从短期融资这一个数字，是无法看出到底是何种原因带来库存增加的，还是需要结合其他数据进行判断。



资料来源:Wind，国信经济研究所整理

基于发债企业数据：短期融资与中长期融资代表什么？

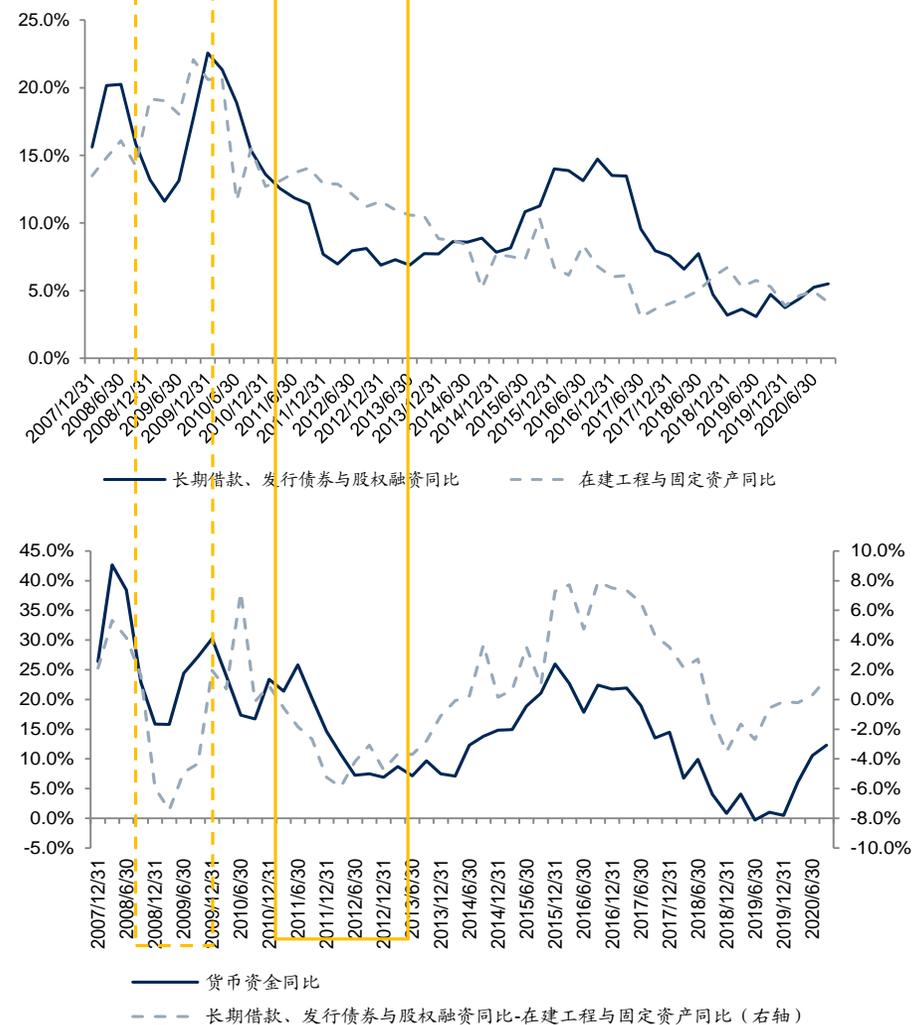
- 中长期融资增加意味着企业资本开支增加或货币资金剩余
- 我们直观感觉，企业中长期融资应该是用于资本开支（在建工程与固定资产余额增加）
- 但是跟我们预期的不一样，有两个大的缺口：一是2011-2013年，一是2015-2016年
- 中长期融资与固定资产投资之间的不同步性，主要通过货币资金这个“蓄水池”来调节



资料来源:Wind，国信经济研究所整理

基于发债企业数据：短期融资与中长期融资代表什么？

- 当企业想要投资却无法进行外部融资或不愿进行外部融资时，就会动用自己的储蓄，这是发生在2011-2013年的情况（其实2009年也是这样）

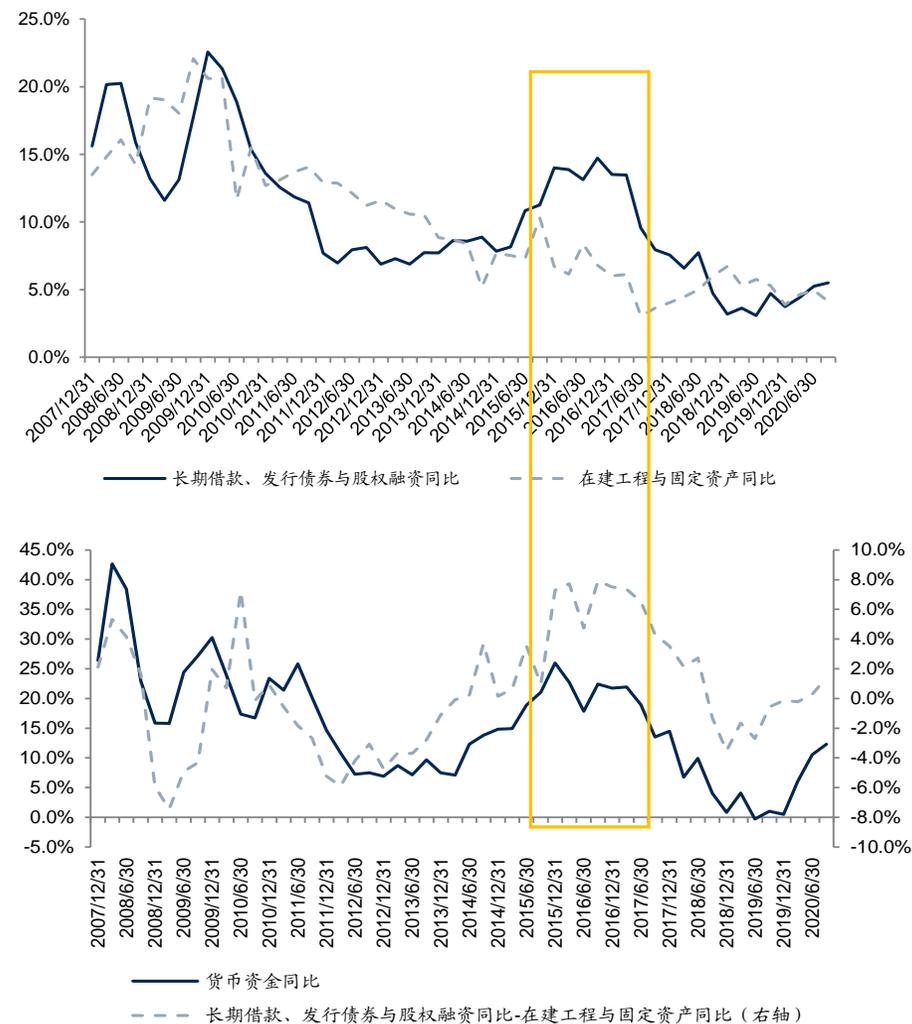


资料来源:Wind，国信经济研究所整理

注：2010年前后企业中长期融资增速快于在建工程与固定资产增速，但货币资金增速下降较快，应该主要是房地产投资增加、相应产品计入存货导致。

基于发债企业数据：短期融资与中长期融资代表什么？

- 企业通过中长期融资募集到资金后，出于各种原因没有马上进行投资，就会产生大量闲置货币资金，这是2015-2016年发生的情况。
- 这部分货币资金将随着债务的偿还而逐渐减少（比如2017-2018年），从而呈现出一定的“资产负债表衰退”特征，央行曾经提过一嘴

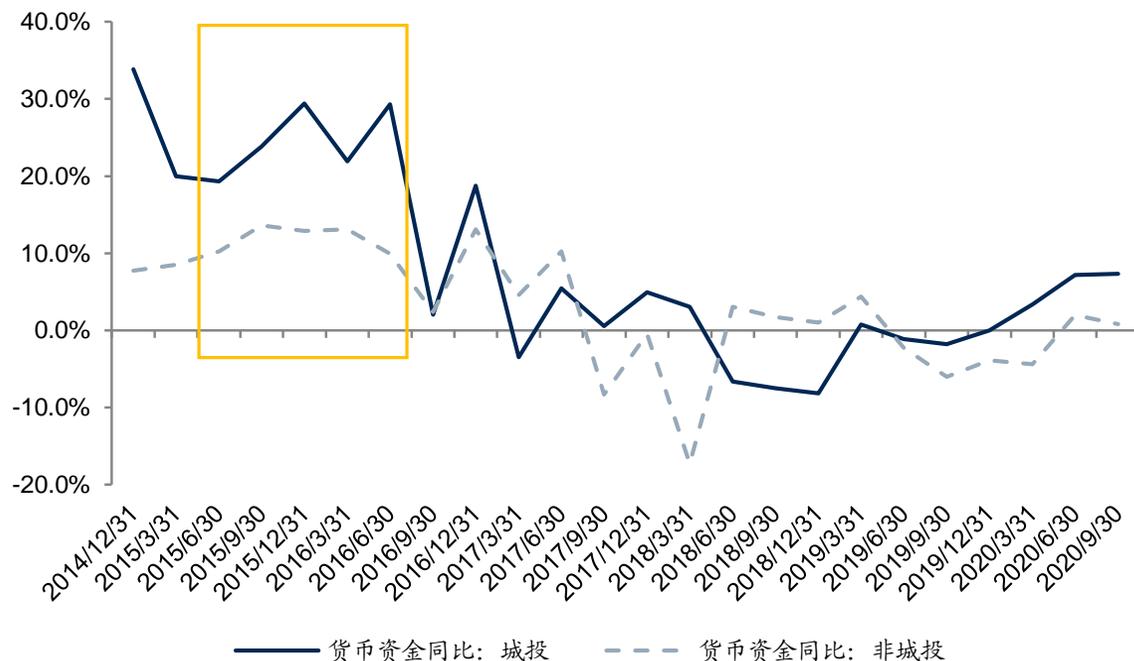


资料来源:Wind，国信经济研究所整理

注：2010年前后企业中长期融资增速快于在建工程与固定资产增速，但货币资金增速下降较快，应该主要是房地产投资增加、相应产品计入存货导致。

基于发债企业数据：短期融资与中长期融资代表什么？

- 有人问，什么企业会大量募集资金，然后闲置在手中赚取负利差？主要是平台、城投，这类市场化程度不高、不特别追求利润最大化的企业。城投企业的这种非市场化行为对数据产生不小的扰动，需要特别留意。



注：Wind所统计的城投公司是中证城投债指数成分，部分不在指数中的城投公司被Wind划分为非城投，因此此处数据只是大致做个参考。

资料来源:Wind，国信经济研究所整理

基于发债企业数据：短期融资与中长期融资代表什么？

• 小结：企业短长融资的不同用途

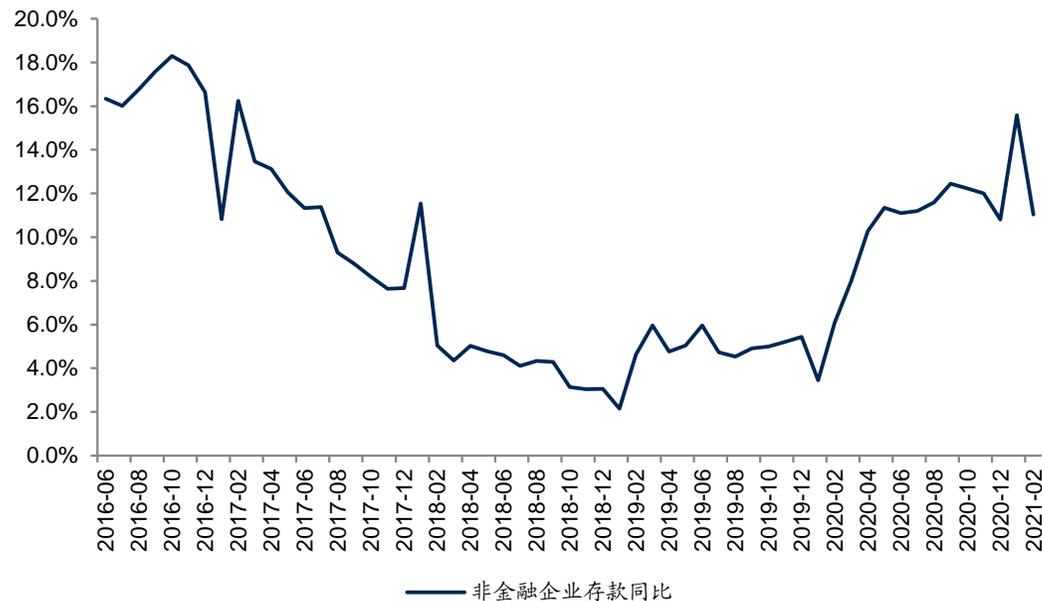
- 总体来看，企业短期融资主要是“短贷短投”，意味着企业存货的增加，当然具体是原材料增加（补库存）还是产成品滞销（库存积压）从需要结合其他数据分析。
- 由于货币资金这个大蓄水池的存在，因此企业中长期融资的增加有可能意味着固定资产投资的增加，即“长贷长投”，也有可能仅仅是货币资金的增长。

企业资产负债表示意图

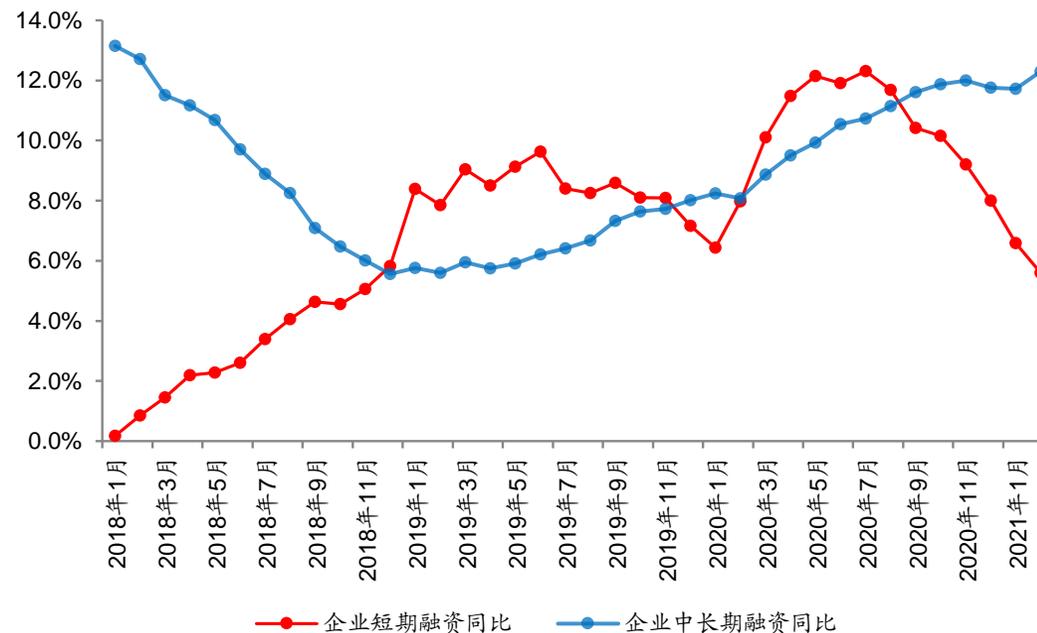
存货	短期融资
货币资金 在建工程与固定资产	中长期融资

基于发债企业数据：短期融资与中长期融资代表什么？

- **小结：企业中长期融资增速回升，未来资本开支有望增加**
- 延续上述分析，现在企业货币资金在大幅增加，对应的企业中长期融资也在增加，可能意味着企业计划加大资本开支而进行现金储备，未来有望增加投资从而推动经济走向持续复苏



资料来源:Wind，国信经济研究所整理



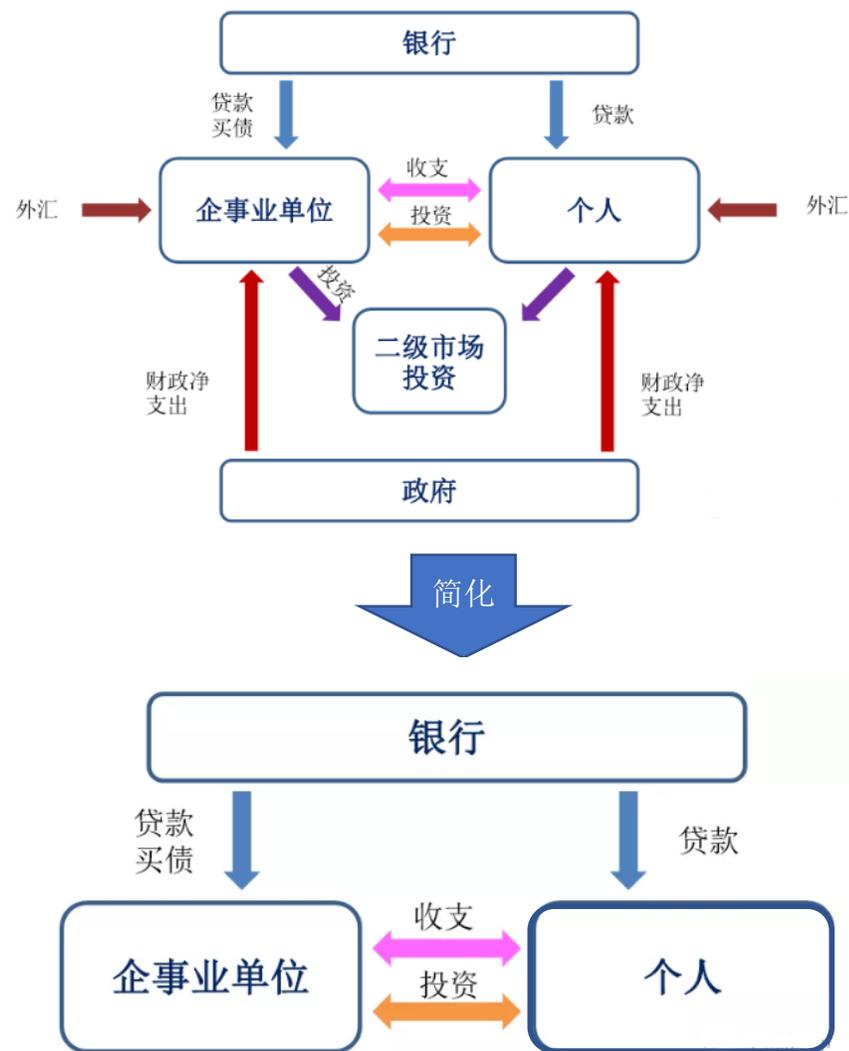
资料来源:Wind，国信经济研究所整理

居民存款积聚，潜在消费需求大

居民存款增加，潜在消费需求很大

• 资金流动引起个人存款变动

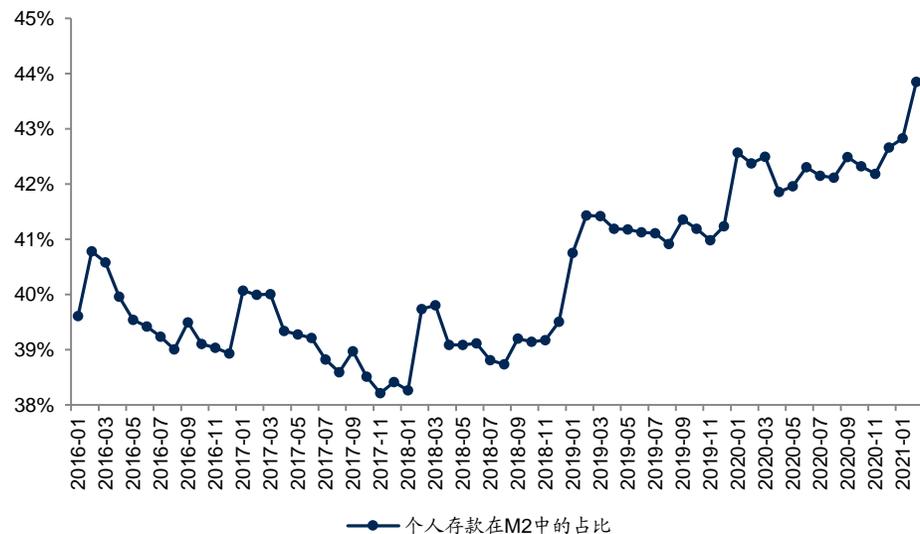
- 我们前文讲了引起企业货币资金变动的重要原因，即企业中长期融资增加，同时还未来得及投资（从而有一部分流出企业体系）
- 接下来我们再关注一下个人存款的变动情况。在资金流动模型中，我们主要关注如下几点，从而构建出一个简化的资金流动模型：
 - （1）右端蓝色箭头：银行对个人投放贷款从而向个人投放M2；
 - （2）粉红色：企业与个人之间收支导致存款余额变化



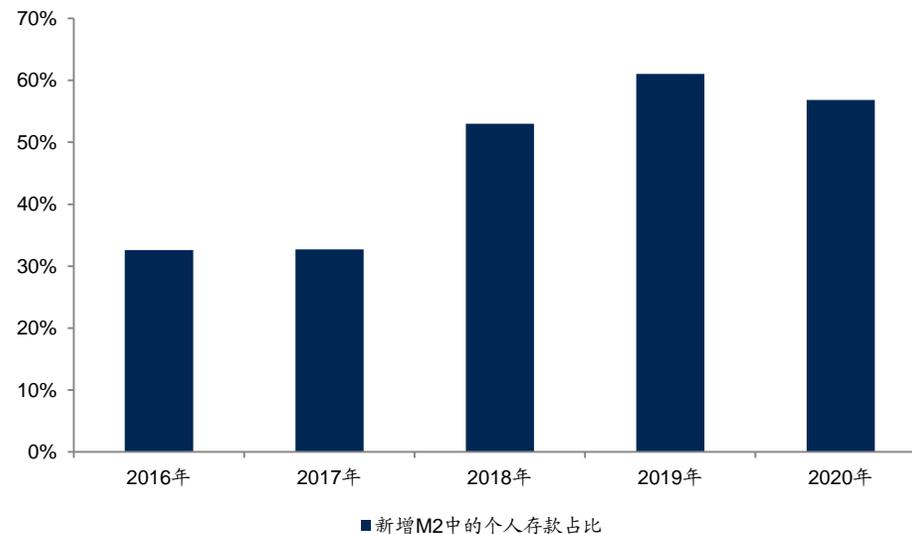
居民存款增加，潜在消费需求很大

• 个人存款持续增长

- 2019年之前，个人存款在M2中的占比大致在38%~40%的范围，但2018年以来，个人存款在M2中的占比持续提升
- 近几年新增M2中，个人存款贡献超过一半



资料来源:Wind, 国信经济研究所整理

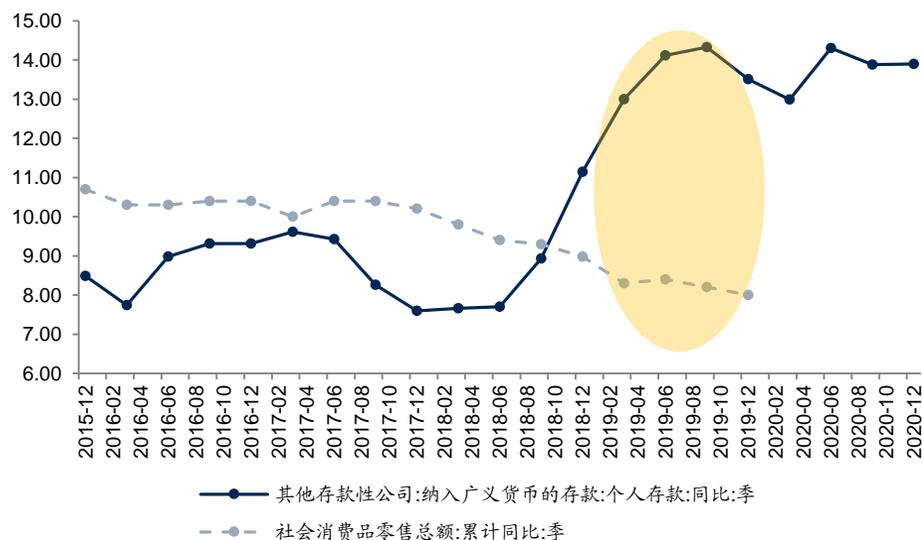


资料来源:Wind, 国信经济研究所整理

居民存款增加，潜在消费需求很大

• 消费能力有但消费意愿不足

- 上述数据表明，企业从金融体系获得资金后，以工资等形式发放给了个人，但个人并未将其进行消费以返还给企业，导致资金在个人手中积聚
- 这说明居民的消费能力是在增强的，但消费意愿可能不高（尤其是这一现象早在疫情之前就已经体现了）
- 向未来展望，随着促内需政策的推进和落实，民众消费意愿增强，有潜力推动经济继续增长



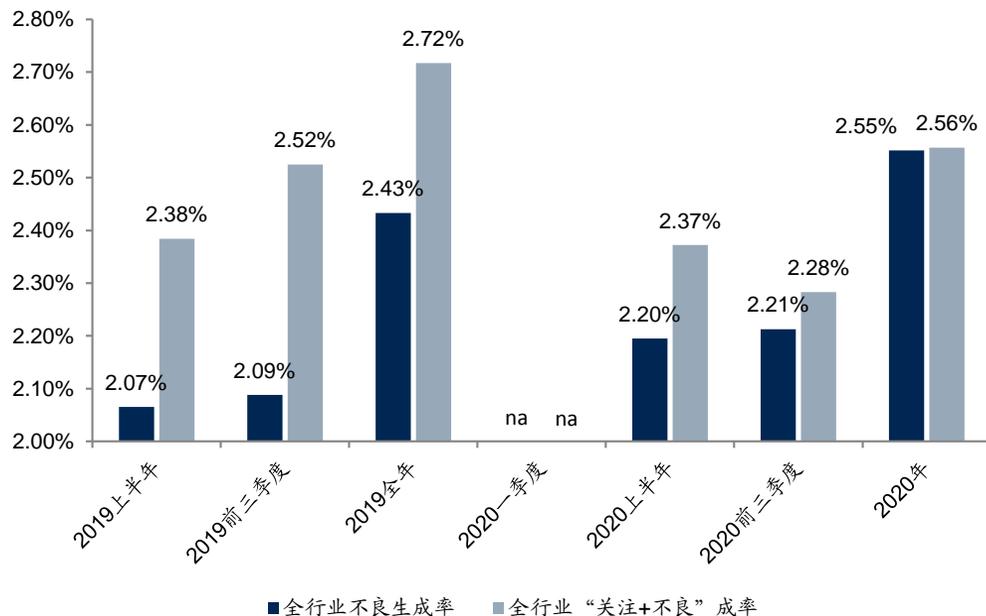
资料来源:Wind，国信经济研究所整理

银行存量不良出清，增量不良有望减少

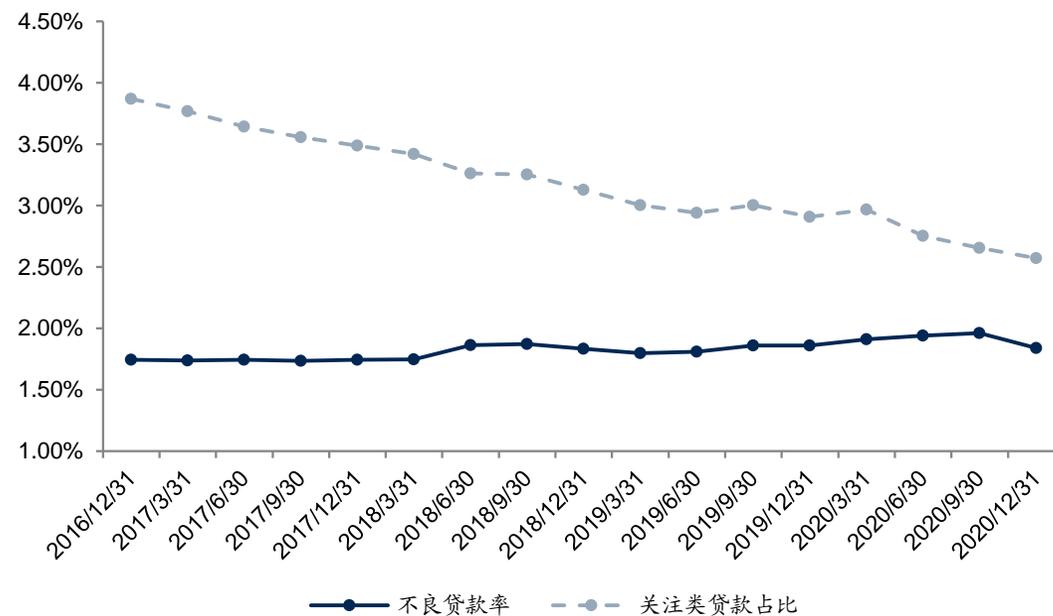
从银行资产质量看宏观经济

• 银行存量不良大幅出清

- 银行不良生成率上升但“不良+关注”生成率下降，说明不良生成率上升系口径变化引起，即关注类贷款被确认为不良贷款。我们看到银行的不良率有所上升，但关注率是大幅下降的



资料来源:Wind, 国信经济研究所整理



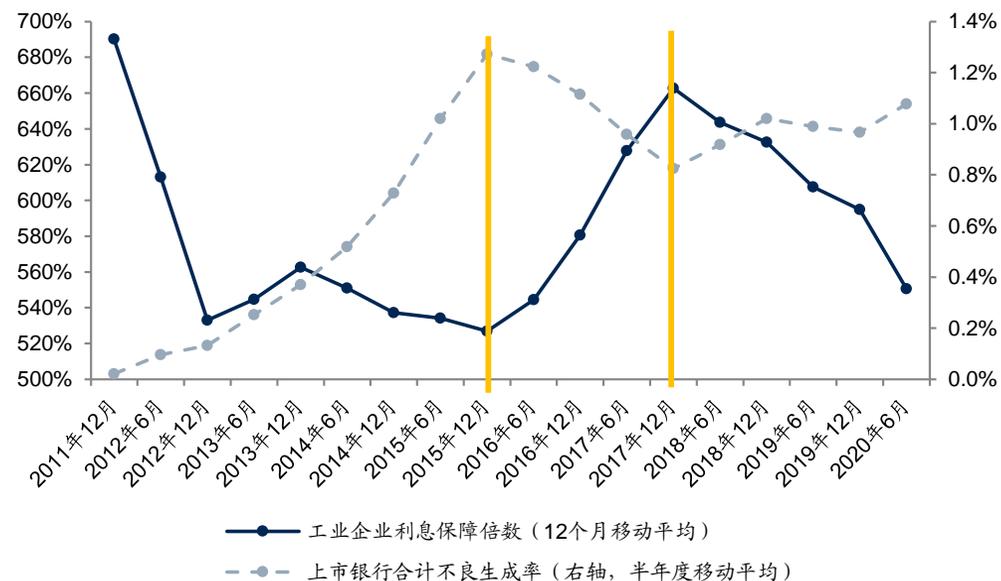
资料来源:Wind, 国信经济研究所整理

从银行资产质量看宏观经济

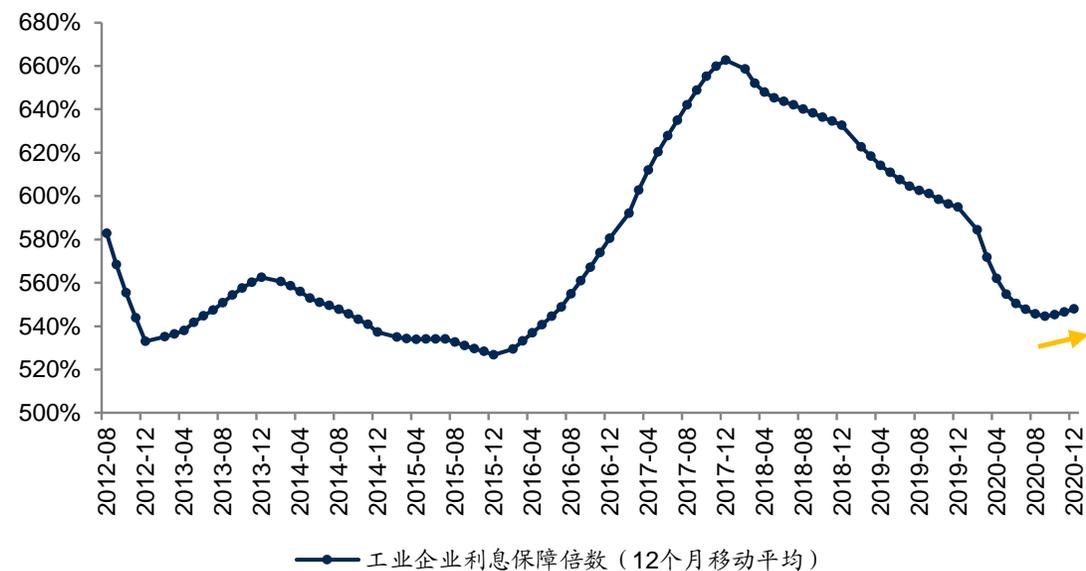
• 银行新增不良速度有望放缓

• 我们持续跟踪的工业企业利息保障倍数在历史上的拐点与银行不良生成率拐点一致，而该指标在2020年11月份出现2018年以来的首次回升。我们认为随着工业企业偿债能力提升，银行不良生成率有望下降，增量不良减少。

• 从银行角度来看，宏观经济风险在出清，整个经济的健康程度提升



资料来源:Wind，国信经济研究所整理



资料来源:Wind，国信经济研究所整理

投资建议与风险提示

• 投资建议

- 在宏观经济持续向好的背景下，我们预计2021年银行资产质量有望持续改善，加上净息差降幅收窄、对净利润增长不利影响减弱，以及银行板块相对估值仍处于历史低位，我们继续看好板块后续表现，维持行业“超配”评级。
- 个股方面，基于板块景气反转的逻辑，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、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可能产生负面影响、宏观经济下行时期借款人偿债能力下降可能会对银行资产质量产生不利影响等。

附：已覆盖公司估值表

收盘日:		收盘价 (元)	普通股ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2021/3/27	2019A		2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601398.SH	工商银行	5.35	13.0%	12.3%	11.9%	4.9%	2.6%	6.2%	0.77	0.71	0.65	6.2	6.0	5.7
601939.SH	建设银行	7.09	13.2%	12.3%	12.0%	4.7%	2.8%	5.9%	0.85	0.78	0.71	6.7	6.6	6.2
601288.SH	农业银行	3.33	12.4%	11.7%	11.5%	4.6%	3.2%	6.5%	0.67	0.61	0.57	5.6	5.4	5.1
601988.SH	中国银行	3.26	11.4%	10.9%	10.5%	4.1%	2.5%	4.0%	0.58	0.54	0.50	5.3	5.2	5.0
601328.SH	交通银行	4.66	11.2%	10.4%	9.7%	5.0%	0.0%	0.2%	0.50	0.46	0.43	4.6	4.6	4.6
601658.SH	邮储银行	5.74	12.0%	11.2%	11.6%	16.5%	5.9%	9.7%	1.01	0.93	0.86	9.1	8.5	7.7
600036.SH	招商银行	51.60	16.7%	15.6%	15.6%	15.3%	4.8%	11.2%	2.25	2.03	1.81	14.3	13.6	12.2
601166.SH	兴业银行	23.23	12.7%	11.8%	11.7%	8.7%	1.2%	8.2%	0.99	0.91	0.83	8.2	8.1	7.4
600000.SH	浦发银行	10.62	12.2%	11.1%	10.9%	5.4%	-1.0%	6.2%	0.63	0.58	0.54	5.5	5.5	5.2
601998.SH	中信银行	5.39	10.9%	10.3%	9.8%	7.9%	2.0%	2.3%	0.60	0.55	0.51	5.6	5.5	5.4
000001.SZ	平安银行	21.14	11.2%	9.6%	9.6%	13.6%	2.6%	7.5%	1.50	1.39	1.28	15.0	15.1	13.9
601818.SH	光大银行	4.07	11.9%	11.1%	11.2%	11.0%	1.3%	9.3%	0.69	0.63	0.59	6.1	6.0	5.5
601169.SH	北京银行	4.76	10.4%	9.7%	9.5%	7.2%	0.2%	3.3%	0.53	0.50	0.47	5.3	5.3	5.1
002142.SZ	宁波银行	39.58	17.8%	15.3%	15.6%	22.6%	9.7%	18.5%	2.78	2.25	1.98	17.6	16.0	13.5
601009.SH	南京银行	10.03	16.4%	14.0%	13.4%	12.5%	3.6%	9.8%	1.30	1.03	0.94	8.4	8.1	7.3
600919.SH	江苏银行	6.36	11.0%	10.4%	10.3%	11.9%	3.1%	7.2%	0.85	0.77	0.71	8.1	7.8	7.1
601838.SH	成都银行	11.40	16.7%	16.0%	15.6%	19.4%	8.5%	10.1%	1.16	1.03	0.91	7.4	6.8	6.2
603323.SH	苏农银行	4.77	6.3%	8.1%	8.4%	13.8%	4.7%	10.0%	0.76	0.71	0.67	12.6	9.0	8.2
002839.SZ	张家港行	5.68	8.7%	8.6%	8.9%	14.3%	4.9%	10.5%	1.00	0.94	0.87	11.7	11.1	10.0
601128.SH	常熟银行	7.86	13.2%	10.3%	10.7%	20.1%	1.0%	12.1%	1.27	1.18	1.10	10.9	11.9	10.7
平均			12.4%	11.4%	11.3%	11.5%	2.9%	7.8%	1.04	0.92	0.84	8.8	8.4	7.6

风险提示



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，并向客户发布的行为。



感谢观赏

Thanks for Watching