

2021/03 社融&金融数据点评

企业中长贷再放量，坚定看好银行股！ 增持（维持）

2021年04月12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3月社融新增3.34万亿，同比少增1.84万亿，存量同比增速12.3%；人民币贷款新增2.73万亿，同比少增1200亿元。M1同比增速7.1%，较上月回落0.3pct；M2同比增速9.4%，较上月回落0.7pct。

投资要点

■ 3月社融在高基数下同比少增符合市场预期，但信贷绝对增量仍在高水平。

由于去年3月疫情期间，货币政策“非常态化”宽松，信贷及社融大幅放量，因此今年3月社融各项指标均同比少增，符合市场预期。不过，人民币贷款仍保持高体量，实体融资需求继续旺盛（图1&2）。

①3月社融口径的人民币贷款新增2.75万亿，同比少增2885亿，主要因为去年3月为3.04万亿的高基数，也是历史上3月信贷峰值，因此同比少增符合市场预期。实际上，今年3月人民币贷款绝对量明显高于2019年3月的1.96万亿，说明实体信贷需求仍然非常旺盛。此外，表外未贴现银行承兑汇票在1~2月大幅扩张以后，3月缩减2297亿元。

②直接融资方面，3月企业债券和政府债券分别新增3557亿元和3130亿元，增量有所回升，但由于去年基数高，同比大幅少增6374亿元和3214亿元。实际上，3月债券融资增量均接近于2019年同期（图3）。

③表外融资方面，委托+信托贷款合计继续缩减1832亿元，其中主要是信托贷款本月缩减力度超市场预期。一方面与到期规模增加有关（图4），另一方面前期监管层也明确了今年继续大力压降融资类信托的导向，我们预计后续非标融资仍将保持收缩的趋势。

2021年一季度合计来看，社融新增10.24万亿，同比少增8730亿，其中主要是企业债券+政府债券+信托贷款合计少增2.18万亿，反映了货币政策回归常态化的导向。不过，人民币贷款一季度合计新增7.91万亿，同比多增6589亿元，较2019年一季度6.29万亿更是大幅多增，充分反映了实体经济短期强劲复苏，信贷需求旺盛。

■ 金融数据反映一季度信贷结构优化，3月企业中长期贷款增量仍然显著。

3月金融数据口径的人民币信贷新增2.73万亿，同比少增1200亿，主要受到去年同期企业短贷高基数的影响。但信贷绝对量仍位于历史较高水平，同时3月企业中长期贷款继续放量，居民消费信贷也复苏（图5&6）。

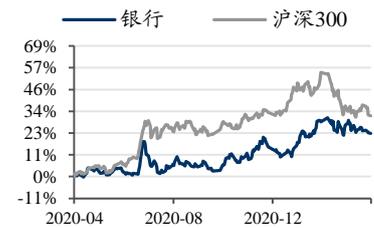
①企业贷款方面，中长期贷款继续放量，3月新增1.33万亿，同比多增3657亿。一季度合计企业中长期贷款新增4.47万亿，同比大幅多增1.43万亿，相比之下，2019、2020年一季度新增量仅为2.57万亿和3.04万亿。我们判断，宏观经济复苏背景下，企业信贷结构优化，制造业资本扩张需求持续旺盛。此外，由于中长期贷款额度趋紧，造成短期企业贷款增量较少，3月新增3748亿，在去年非常态高基数下，同比少增5004亿元。票据融资3月继续缩减1525亿元，贴现利率高位震荡（图7）。

②居民贷款方面，3月短期贷款新增5242亿元，同比小幅多增，春节后复苏反弹。一季度居民短期贷款合计新增5829亿，去年受疫情影响为负值，但高于2019年一季度的4292亿元。居民中长期贷款3月新增6239亿，同比多增1501亿，整个一季度新增1.98万亿，同比多增7200亿元，我们判断楼市仍是重要支撑，30大中城市地产销售增速可以印证（图8）。

■ M2与社融增速如期回落，展望后市坚定看好贷款利率回升，把握2021年银行业基本面核心拐点。

M2增速2月小幅反弹后，3月重新回落至9.4%，与1月同比增速持平，主要因为去年3月起基数走高，降速符合市场预期（图9）。存量社融同比增速同样回落至12.3%，较2月末降低1pct，自去年10月见顶后持续回落（图10），考虑去年4月至10月高基数，判断后续社融也将延续降速趋势。

行业走势



相关研究

- 1、《零售金融追踪：重要政策：央行全面规范个人贷款利率展示》2021-04-01
- 2、《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！》2021-03-10
- 3、《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

展望后市，我们反复强调，货币政策回归常态化背景下，贷款利率回升是较为确定性方向。判断依据：①一季度企业中长期贷款需求旺盛，信贷资源供不应求自然推高利率；②前期监管已表态“贷款利率可能回升或调整”；③我们一季度微观层面调研银行也得到反馈和印证；④近期监管层对商业银行贷款利率“点差考核”适度松绑，也说明贷款利率有回升诉求。我们据此判断，一季度的货币政策报告中，新发贷款利率有望回升，贷款利率回升+净息差企稳将是今年商业银行核心的基本面拐点。

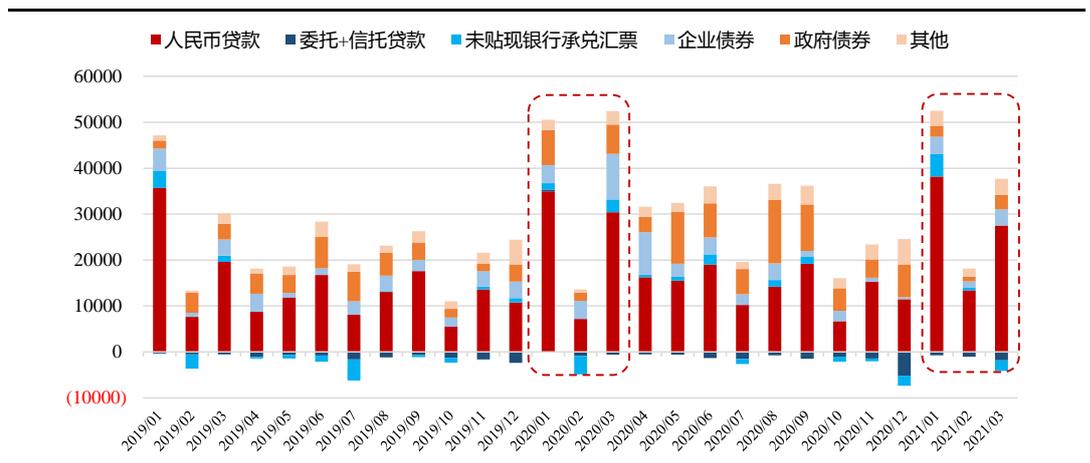
■ 投资建议：明确看好国有大行上涨行情，首推建设银行（A/H股）。

宏观层面，一季度企业中长期贷款持续放量，创历史新高，实体融资需求旺盛的经济现状，不仅推动银行信贷规模放量，同时有利于资产质量修复，相当利好银行基本面。同时，贷款利率回升带动商业银行净息差企稳，构成银行今年基本面核心拐点。

投资层面，我们重点推荐：①当前基本面趋势与估值市场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**。

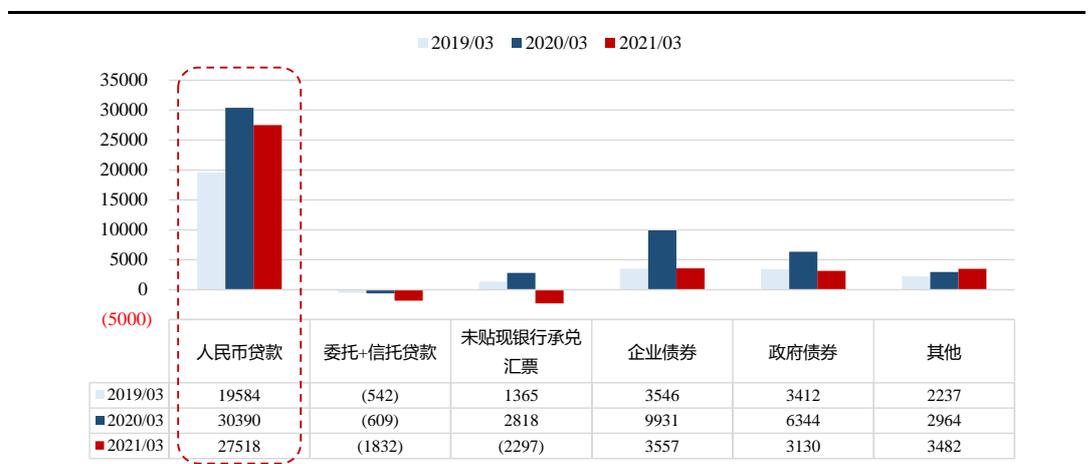
■ 风险提示：1) 资产质量指标再度波动；2) 贷款利率持续下行造成利差进一步收窄；3) 房地产贷款监管造成新增贷款投放压力。

图 1：2019/01~2021/03 社融增量及其结构，人民币贷款绝对规模保持高位（单位：亿元）



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 2：2021/03 社融增量各分项中，人民币贷款绝对规模保持高位（单位：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 3 月企业债券净融资规模保持平稳



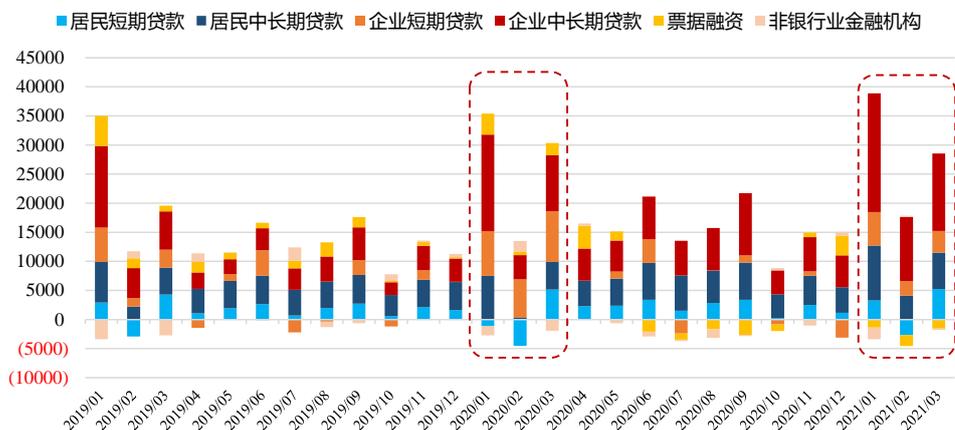
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

图 4: 2021 年上半年信托贷款到期规模保持平稳



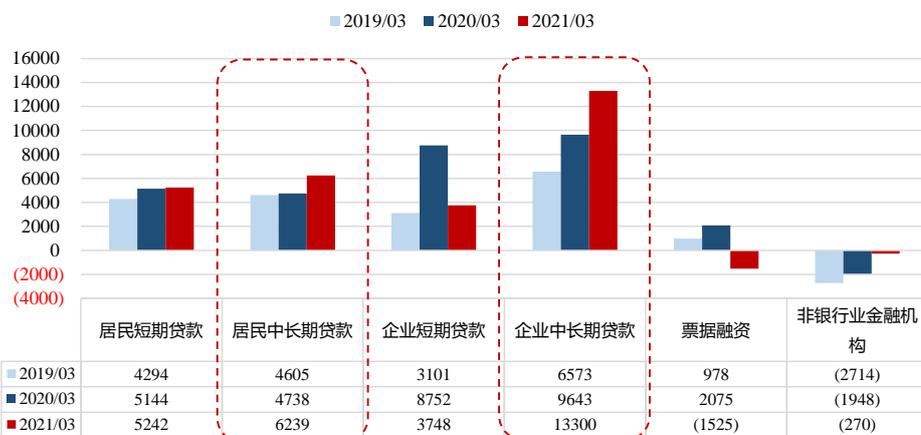
数据来源：信托行业协会，东吴证券研究所

图 5: 2019/01~2021/03 人民币贷款增量及其结构，企业中长期贷款继续放量增长（单位：亿元）



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 6: 2021/03 人民币贷款增量各分项中，企业中长期贷款继续放量增长（单位：亿元）



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 7：2021 年一季度票据转贴现利率保持历史高位



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：M2 增速重新回落至 9.4%



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 增速同步保持回落趋势



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>

