

证券研究报告—动态报告/行业快评

银行

银行流动性月报

超配

(维持评级)

2021年04月18日

预计4月M2和社融增速继续回落

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: 田维伟

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

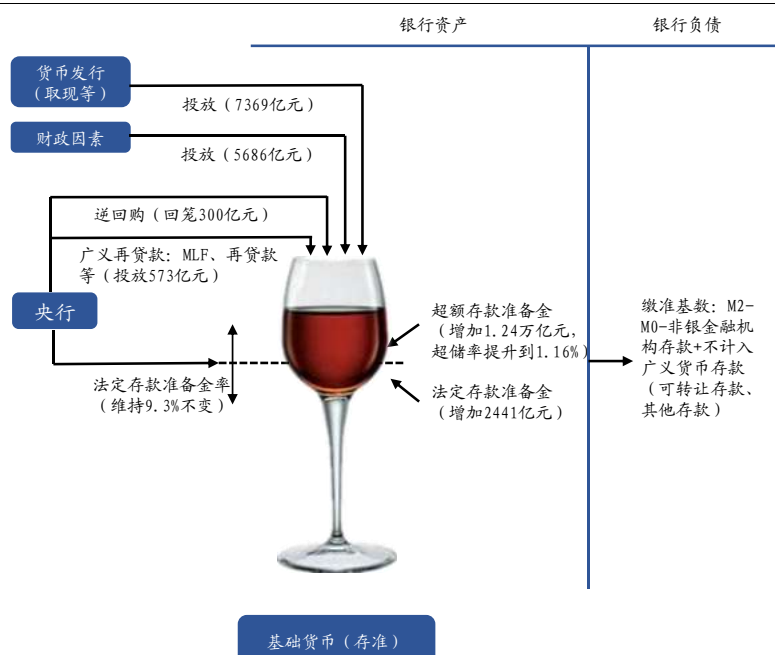
3月流动性环境回顾: 超储率提升, M2增速回落

总结: 3月末超储率提升, 银行间市场流动性处于相对宽松的态势, 资金利率较2月有所下行。期末M2增速环比下降0.7个百分点, 主要是银行自营购买企业债券和财政净支出的贡献下降幅度较大, 财政支出进度仍较慢; 同时, 3月信贷投放规模虽超市场预期, 但高基数因素使得信贷对M2增速贡献也略有下降。

■ 基础货币: 超储率环比提升

3月央行逆回购、MLF等广义再贷款操作投放基础货币273亿元, 春节取现资金回流投放基础货币7369亿元, 财政净支出投放基础货币5686亿元, 支付机构缴纳备付金减少投放基础货币1562亿元, 我们测算的2021年3月末超储率为1.38%, 环比提升61bps。

图1: 我们测算的3月末超储率降到1.38%, 环比提升61bps



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。

3月央行逆回购净回笼资金300亿元, 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	逆回购	投放量		国库现金定存	投放量合计	逆回购	到期量		国库现金定存	回笼量合计
			MLF	TMLF				MLF	TMLF		
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	2,300	1,000			3,300	2,600	1,000			3,600
2021-04	1,200	1,100	1,500		700	3,300	1,100	1,000			2,100

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理。数据截止 2021 年 4 月 17 日。

3 月基础货币增加 5400 亿元，其中春节取现回流使得货币发行减少 7369 亿元，其他存款性公司存款增加 1.43 万亿元，非金融机构存款减少 1562 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 3 月末超储率为 1.38%，较 2 月末提升 61bps，春节取现需求回流以及财政净支出带来银行间市场流动性维持在相对宽松的态势。3 月央行广义再贷款投放基础货币 273 亿元，凸显了央行稳定性的政策意图。

表 2：2021 年 3 月末超储测算

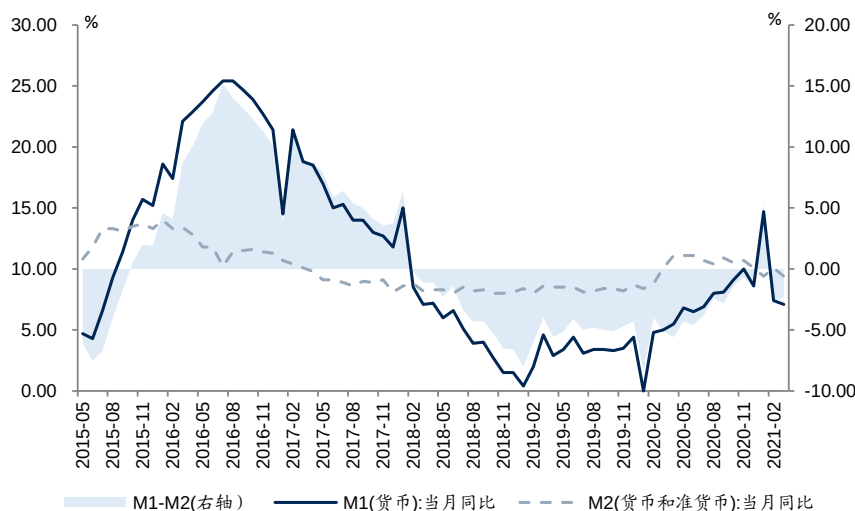
单位：亿元	五因素超储合计变动	外汇占款	对其他存款性公司债权	超储增量拆解				测算的超储率%
				货币发行	财政存款	法定存款准备金	非金融机构存款	
2021-01	-24,369	92	-1,283	-6,011	-14,848	-2,037	-282	0.93
2021-02	-3,116	235	-7,688	-3,994	11,124	-1,398	-1,395	0.77
2021-03	12,368	-82	273	7,369	5,686	-2,441	1,562	1.38

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 3 月末法定存款准备金率维持在 9.3% 的水平。

■ 广义货币：信贷投放超预期；M2 增速环比下降 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，3 月份 M2 增加 3.86 万亿元。从来源分解，其中对实体的贷款投放（加回核销和 ABS）派生 M2 约 2.91 万亿元；财政支出等财政因素投放 M2 约 5686 万亿元（3 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到期回笼 M2 约 1697 亿元；银行投放非银和非标等因素派生 M2 约 5626 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）；外汇占款回笼 M2 约 82 亿元。

3 月末 M2 同比增速 9.4%，较上月下降 0.7 个百分点，略低于市场预期，主要是财政支出力度低于市场预期，信贷投放超市场预期。根据对 M2 派生来源分析，3 月 M2 增速环比下降主要是银行自营购买企业债券和财政净支出的贡献下降幅度较大，表明财政支出进度仍比较慢。同时，高基数因素使得信贷对 M2 增速贡献也略有下降。

图 2: 3 月末 M2 增速降至 9.4%


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

表 3: M2 派生增量结构

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
2020-03	42,704	-5,165	27,514	10,491	23,776	-13,912	-170	5,318	31,346	12,182	-5,972
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
2021-03	38,602	-5,381	28,007	-1,452	19,570	-2,142	-82	-1,697	29,068	5,686	5,626

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 季度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。

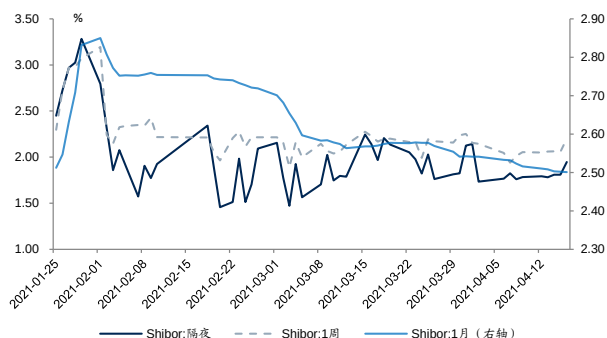
■ 资金利率: 3 月资金利率下行

3 月银行间市场流动性维持在相对宽松态势, 3 月资金利率有所下行。3 月 shibor (隔夜) 和 shibor (一个月) 均值分别为 1.92% 和 2.59%, 较 2 月均值分别下降 0.3bps 和 16.7bps。3 月 R007 和 DR007 均值分别是 2.20% 和 2.12%, 较 2 月均值分别下降 23.0bps 和 15.6bps, 其中 R007 波动更大。3 月一年期国债利率均值和十年期国债利率均值分别是 2.63% 和 3.23%, 较 2 月均值分别下降 2.4bps 和 0.7bps。4 月以来资金利率仍处于小幅下行态势, 反映银行间流动性维持在相对宽松态势。

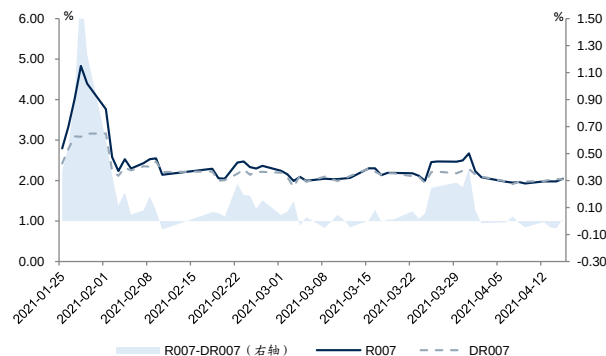
表 4: 资金利率均值及变动

	日利率均值(%)				日利率均值变动(bp)			
	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-02	2021-03	2021-04	
SHIBOR:隔夜	1.89	1.92	1.92	1.83	3.0	-0.3	-8.3	
SHIBOR:1 个月	2.51	2.75	2.59	2.52	24.2	-16.7	-6.9	
R007	2.62	2.43	2.20	2.03	-19.1	-23.0	-17.8	
DR007	2.25	2.28	2.12	2.03	3.1	-15.6	-9.1	
同业存单:发行利率:3 个月	2.43	2.71	2.63	2.47	27.8	-8.2	-15.5	
中债国债到期收益率:1 年	2.46	2.65	2.63	2.58	19.4	-2.4	-5.0	
中债国债到期收益率:10 年	3.15	3.24	3.23	3.19	9.4	-0.7	-4.2	

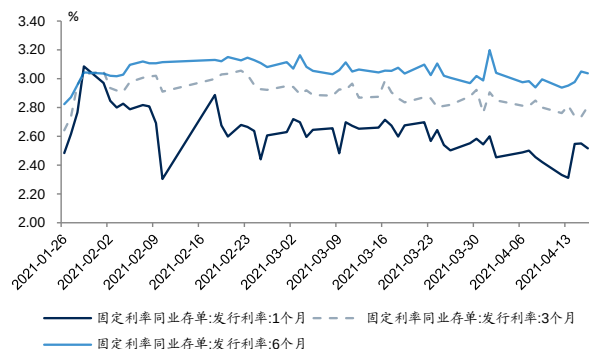
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。注明: 数据截止 2021 年 4 月 16 日。

图 3: SHIBOR 利率走势


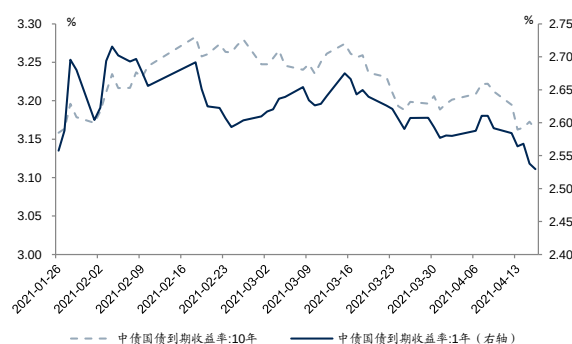
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

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: 一年期和十年期国债利率走势


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

4 月流动性和信用环境展望

总结：预计 4 月银行间流动性仍维持相对宽松的态势，资金利率小幅下行。根据我们的测算，4 月末超储率环比小幅下降 5bps，低于 2020 年同期值，但高于 2019 年同期值。我们测算的 4 月末 M2 增速为 9.2%，环比下降 0.2 个百分点；社融增速 12.0%，环比下降 0.4 个百分点，主要是信贷投放边际趋紧拖累 M2 和社融增速。另外，政府债券发行节奏较慢对社融增速带来一定拖累，同时财政支出力度不大对 M2 有一定拖累，但财政因素难以预测，需积极关注。尤其是 4 月下旬召开的政治局会议，需积极关注财政政策和货币政策的方向。

■ 4 月超储率仍处于较高水平，预计资金利率小幅下行

根据超储预测模型，我们测算的 4 月末超储率约为 1.33%，较 3 月末小幅下降 5bps，低于 2020 年同期水平，但高于 2019 年同期水平，反映今年 4 月份银行间流动性仍相对宽松。具体来看，假设 3 月央行逆回购、MLF 等广义再贷款投放基础货币 1500 亿元（截止 4 月 17 日，4 月央行投放基础货币 1200 亿元），银行缴纳的法定存款准备金增加 2410 亿元，货币发行投放基础货币 2010 亿元，缴税等因素回笼基础货币 1000 亿元。

整体来看，测算的 4 月末超储率环比下降 5bps，低于去年同期，但高于 2019 年同期值，表明 4 月银行间市场流动性仍维持在相对宽松的态势，政策仍有比较强的维稳意图，4 月以来资金利率呈现小幅下行的态势。

表 5：2021 年 4 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			
2019-04	-3,051	-9	428	1,528	-4,653	-311	-34	1.11
2020-04	-6,421	-164	-5,018	2,677	-1,541	-1,877	-499	1.71
2021-01	-24,369	92	-1,283	-6,011	-14,848	-2,037	-282	0.93
2021-02	-3,116	235	-7,688	-3,994	11,124	-1,398	-1,395	0.77
2021-03	12,368	-82	273	7,369	5,686	-2,441	1,562	1.38
2021-04	-609	82	1,500	2,010	-1,000	-2,410	-790	1.33

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理和预测

■ 预计 M2 增速 9.2%，社融增速 12.0%

我们主要根据 M2 派生途径来预测，我们预计 2021 年 4 月份 M2 增量（不含货基）约 8764 万亿元，对应的 M2 增速为（假设货基维持不变）9.2%，较上月末下降 0.2 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 4 月份外汇占款为过去三个月的均值，即增加 82 亿元。
- ✓ 实体经济信贷派生 M2 约 1.36 万亿元，同比少增 2915 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。今年一季度信贷投放较快，按照我们的预测今年一季度信贷投放比例为 43%。2018-2020 年 4 月份信贷投放比例均值为 7.3%，假设今年 4 月份信贷投放比例降到 7.0%，对应 4 月新增人民币贷款 1.30 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 4 月新增人民币贷款（加回核销和 ABS）共 1.36 万亿元。
- ✓ 银行自营购买企业债券派生 M2 约 500 亿元。统计的 4 月以来（截止 4 月 17 日）信用债净融资规模仅 1421 亿元，发行规模较小，因此预计银行自营购买企业债券规模不大。
- ✓ 财政缴税等因素回笼 M2 约 1000 亿元。4 月是缴税月份，考虑到 4 月政府债券净融资规模较低，我们假设 4 月缴税等因素回笼 M2 约 1000 亿元。
- ✓ 非标和非银贷款等因素回笼 M2 约 4200 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。

表 6：2021 年 4 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）
2018-04	-5,511	74	-3,530	12,068	-3,777	-10,345
2019-04	-4,303	-9	-485	9,292	-1,957	-11,144
2020-04	12,562	-164	3,102	16,497	2,162	-9,035
2021-04(E)	8,764	82	500	13,582	-1,200	-4,200

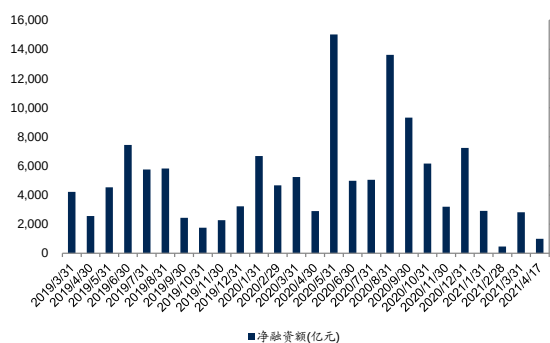
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理和预测

我们预测 2021 年 4 月新增社融 2.38 万亿元，对应月末同比增速 12.0%，较上月末下降 0.4 个百分点。具体来看，预计当月人民币贷款（加回核销和 ABS）1.36 万亿元，委托贷款和信托贷款少增 800 亿元，未贴现银行承兑汇票新增 2000 亿元（4 月信贷额度偏紧，预计表外票据规模增加），企业债券新增 3500 亿元，股票融资新增 800 亿元，政府债券新增 3000 亿元（截止 4 月 17 日，统计的 4 月份政府债券净融资规模仅 1000 亿元）。今年政府债券发行节奏较慢，预计之后政府债券供给较大，关注其对央行公开操作和利率等的影响。

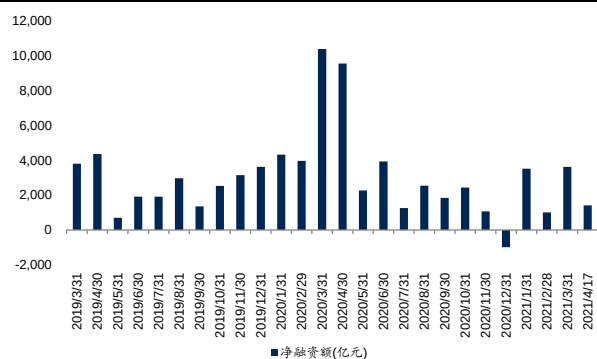
表 7：2021 年 4 月社融增速预测

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)
2018-04	22,243	12,068	-1,583	1,454	4,042	533	5,303	427
2019-04	16,710	9,292	-1,068	-357	3,949	262	4,433	199
2020-04	31,027	16,497	-556	577	9,237	315	3,357	1,600
2021-04(E)	23,782	13,582	-800	2,000	3,500	1,000	3,000	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 2021/4/17.

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 2021/4/17.

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, 我国银行业业绩向上确定性高且 2021 年全年弹性较大。当前我国银行板块估值不管横向还是纵向都处于低水平, 我们维持行业“超配”评级。近期板块走出震荡行情, 但我们认为在基本面向好的情况下, 板块后续行情可期。个股继续推荐宁波银行、招商银行、工商银行、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:			普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2021/4/16		(元)	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
601398.SH	工商银行	5.43	11.8%	11.6%	11.8%	1.2%	7.2%	10.3%	0.73	0.67	0.61	6.4	6.0	5.4
601939.SH	建设银行	7.26	12.1%	12.0%	12.0%	1.6%	6.6%	9.2%	0.80	0.74	0.67	6.8	6.4	5.9
601288.SH	农业银行	3.35	11.3%	11.2%	11.4%	1.8%	6.3%	9.7%	0.62	0.57	0.53	5.7	5.3	4.8
601988.SH	中国银行	3.32	10.5%	10.8%	11.2%	2.9%	9.9%	10.8%	0.56	0.51	0.47	5.4	4.9	4.4
601328.SH	交通银行	4.89	10.4%	10.4%	10.7%	1.3%	7.1%	9.7%	0.50	0.46	0.43	4.9	4.6	4.1
601658.SH	邮储银行	5.49	11.8%	12.1%	12.6%	5.4%	11.1%	13.3%	0.88	0.80	0.73	7.7	6.9	6.1
600036.SH	招商银行	49.74	15.7%	15.5%	15.8%	4.8%	9.8%	13.7%	1.96	1.76	1.57	13.1	11.9	10.5
601166.SH	兴业银行	20.89	12.6%	12.5%	12.7%	1.2%	8.5%	11.7%	0.82	0.74	0.67	6.8	6.2	5.5
600000.SH	浦发银行	10.54	10.8%	10.7%	10.7%	-1.0%	6.0%	8.4%	0.59	0.54	0.50	5.6	5.3	4.8
601998.SH	中信银行	5.40	9.8%	9.8%	10.0%	2.0%	5.5%	9.4%	0.56	0.52	0.48	5.8	5.5	5.0
000001.SZ	平安银行	20.26	11.2%	9.6%	9.6%	13.6%	2.6%	7.5%	1.44	1.34	1.23	14.4	14.4	13.4
601818.SH	光大银行	3.91	10.9%	10.8%	11.2%	1.3%	8.8%	11.4%	0.61	0.56	0.52	5.9	5.4	4.8
601169.SH	北京银行	4.74	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	37.76	17.8%	15.3%	15.6%	22.6%	9.7%	18.5%	2.65	2.15	1.89	16.8	15.3	12.9
601009.SH	南京银行	9.25	16.4%	14.0%	13.4%	12.5%	3.6%	9.8%	1.20	0.95	0.87	7.7	7.5	6.8
600919.SH	江苏银行	6.19	11.0%	10.4%	10.3%	11.9%	3.1%	7.2%	0.83	0.75	0.69	7.8	7.6	6.9
601838.SH	成都银行	10.53	16.7%	16.0%	15.6%	19.4%	8.5%	10.1%	1.07	0.95	0.84	6.9	6.3	5.7
603323.SH	苏农银行	4.67	6.3%	8.1%	8.4%	13.8%	4.7%	10.0%	0.74	0.70	0.66	12.4	8.8	8.0
002839.SZ	张家港行	5.55	8.7%	8.6%	8.9%	14.3%	4.9%	10.5%	0.98	0.92	0.85	11.4	10.8	9.7
601128.SH	常熟银行	7.29	10.5%	11.4%	12.8%	1.0%	18.8%	23.1%	1.11	1.02	0.93	11.1	9.3	7.6
平均			11.9%	11.5%	11.7%	7.2%	7.2%	10.9%	0.97	0.87	0.79	8.5	7.8	7.0

资料来源: Wind, 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