

2021/04 社融&金融数据点评

社融与 M2 增速回落，信贷保持韧性 增持（维持）

2021年05月13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4月社融新增1.85万亿，同比少增1.25万亿，存量同比增速11.7%；人民币贷款新增1.28万亿，同比少增3399亿元。M1同比增速6.2%，较上月回落0.9pct；M2同比增速8.1%，较上月回落1.3pct。

投资要点

■ 货币政策加速回归常态化，4月社融明显回落，但信贷保持韧性。

去年4月受疫情影响货币大幅宽松，单月社融新增高达3.10万亿，创4月历史峰值。而今年货币政策回归常态化，4月社融仅新增1.85万亿，同比显著少增约1.25万亿，少增幅度略超市场预期（图1&2）。不过，人民币贷款从绝对规模角度，仍保持韧性，尤其是中长期贷款。

①4月社融口径的人民币贷款新增1.28万亿，同比少增3399亿元，但考虑到去年4月的信贷增量高达1.62万亿（历史同期峰值），所以今年4月信贷的绝对规模其实依然很高，也明显高于2019年4月的8733亿元。

②直接融资方面，4月企业债券和政府债券分别新增3509亿元和3739亿元。企业债券在去年超高基数下同比大幅少增5728亿元，较2019年同期也少增440亿元，保持正常发行规模（图3）。政府债券则同比多增382亿元，主要由于今年专项债额度3月才下达，4月起逐步开始发行。

③表外融资方面，委托+信托贷款合计继续缩减1541亿元，其中信托贷款缩减1328亿，本月的到期规模有所回落（图4），但今年将继续大力压降融资类信托，我们预计非标融资将继续收缩。此外，表外未贴现银行承兑汇票1~2月大幅扩张后连续收缩，4月减少2152亿元，同比多减2729亿元。

2021年前4个月，社融合计新增12.08万亿，同比少增2.14万亿，其中主要是企业债券+政府债券+信托贷款合计少增2.86万亿，驱动因素是货币政策常态化+压降非标融资+专项债下达滞后。但1~4月社融口径的人民币贷款合计新增9.19万亿，同比仍然多增约3151亿元，比2019年同期更是大幅多增2.03万亿。由此来看，尽管3~4月信贷同比增量回落，但绝对规模相比2019年仍然处于较高水平，信贷投放具备明显的韧性。

■ 金融数据的人民币贷款同比少增，居民和企业中长期贷款仍是主要支撑。

4月金融数据口径的人民币信贷新增1.47万亿，同比少增2293亿元，主要受去年同期高基数影响。中长期贷款仍是信贷增量重要支撑（图5&6）。

①企业贷款方面，4月短期贷款减少2147亿元，我们预计源自表内信贷额度紧张；企业中长期贷款继续新增6605亿元，同比多增1058亿元，增量位于历史同期峰值，反映当前宏观经济强劲复苏的背景下，企业资本扩张的需求保持旺盛。4月票据融资新增2711亿元，规模在一季度持续收缩后回升，贴现利率也相应从高位回落（图7）。

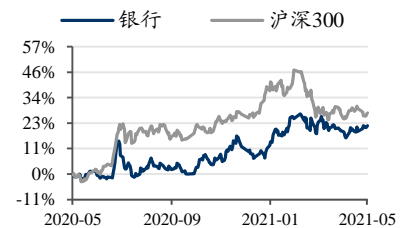
②居民贷款方面，4月短期贷款新增365亿元，同比少增1915亿元，数据低于预期，反映当前居民消费仍比较疲弱。4月中长期贷款新增4918亿元，同比多增529亿元，增长保持韧性，结合30大中城市的地产销售增速（图8），我们预计楼市仍然是重要支撑。

■ 4月M2与社融同比增速携手加速回落，居民存款季节性大幅收缩。

4月M2增速较3月回落1.3pct至8.1%，创21个月以来新低，我们判断原因包括信贷投放趋缓导致企业部门的存款派生减弱，以及居民存款季节性大幅收缩。此外，财政性存款大幅增加5777亿元，而去年同期仅增加529亿元，拖累了M2增速。4月末存量社融同比增速也回落至11.7%，较3月末降低0.6pct，自去年10月见顶后继续回落（图10），考虑去年5月至10月高基数，我们判断下一阶段的社融同比增速仍将进一步收窄。

存款结构中，居民存款大幅缩减1.57万亿，导致总人民币存款缩减7252亿元。通常在二至四季度的首月，居民存款都会环比明显缩减，主要因为上季度末银行存款冲量，所以次月相当一部分短期资金会重新回流到理财等投

行业走势



相关研究

- 1、《2021Q1 货币政策报告点评：贷款利率回升的结构与趋势展望》2021-05-12
- 2、《2021Q1 金融机构贷款投向数据点评：一季度“天量信贷”流向何处？》2021-05-09
- 3、《银行业行业点评：如何理解银行业一季度增长1.5%？》2021-04-17

资产品。不过，今年四月的居民存款缩减规模超过往年，创历史新高，我们预计除了季节性因素以外，存款搬家至基金、房地产销售持续火热等因素也产生影响。

■ **投资建议：战略看多银行股，贷款利率回升+信用成本回落是基本面核心逻辑。**

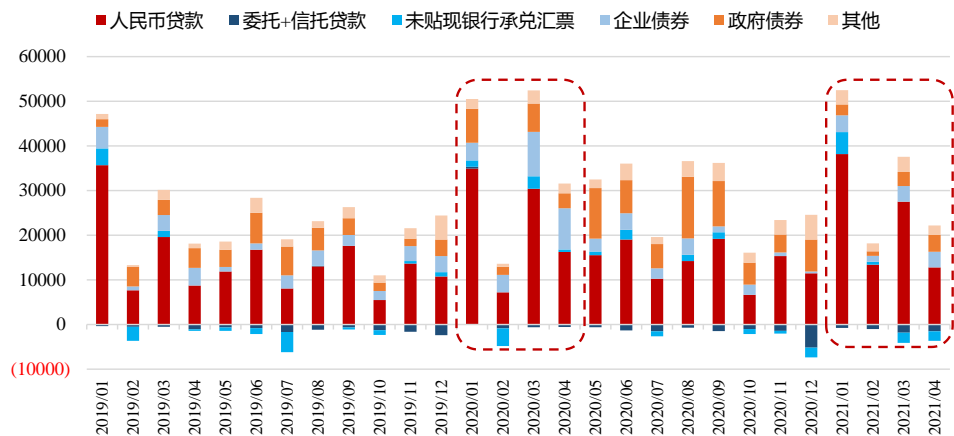
下一步，我们依然看好贷款利率继续回升。判断依据包括：①全年信贷额度受到管控、投放趋紧后，利率定价有继续回升的动力。②二季度起投放结构的变化也有利于利率回升，包括零售贷款占比逐步上升，以及投放区域结构更均衡，北方区域、欠发达地区的信贷供给可能有所加码，推动利率定价回升。③受政策管控影响，房贷、个人经营性贷款等特定品种的利率定价也存在回升动力。

投资角度，我们仍然坚定看好银行股全年上涨行情，核心逻辑包括：i) 2020 年全面“净化报表”后，优质银行的信用成本将持续回落，保证全年盈利高增速；ii) 贷款利率已经开始回升，构筑了未来净息差企稳回升的基础，提振银行股基本面预期。

个股层面，我们重点推荐：①基本面最优异的龙头银行，包括**5月金股招商银行**，及核心零售银行**宁波银行、平安银行**。②基本面趋势与估值预期差较大的国有大行，重点推荐**建设银行**。③建议关注高成长型城商行**成都银行**。

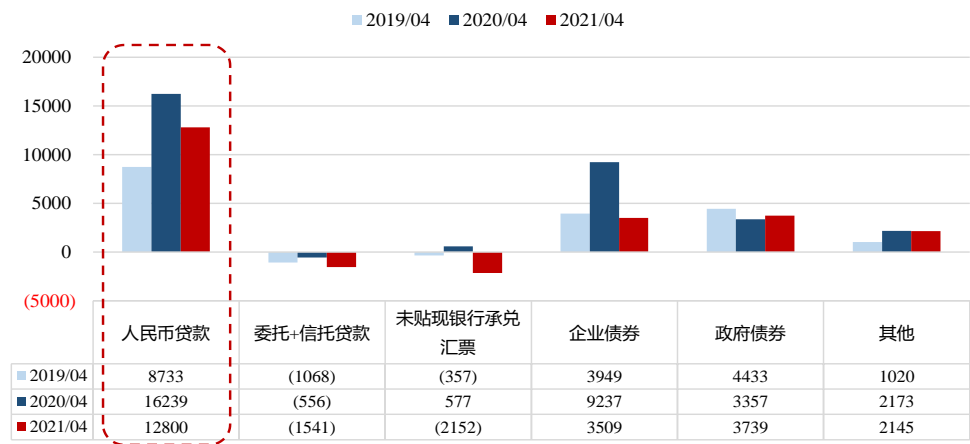
■ **风险提示：1) 资产质量指标再度波动；2) 贷款利率持续下行造成利差进一步收窄；3) 房地产贷款监管造成新增贷款投放压力。**

图 1：2019/01~2021/04 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）



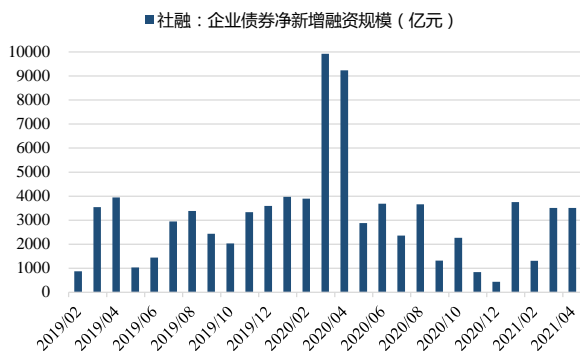
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 2：2021/04 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）



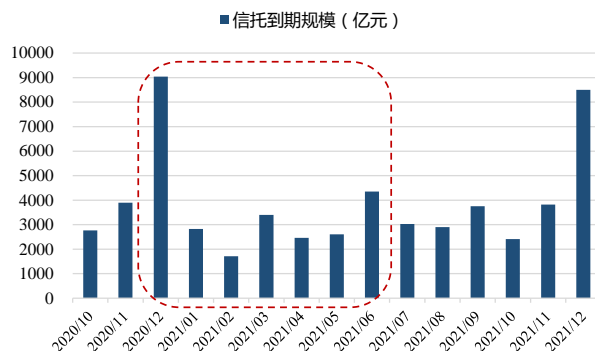
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 3: 2021 年 4 月企业债券净融资规模保持平稳



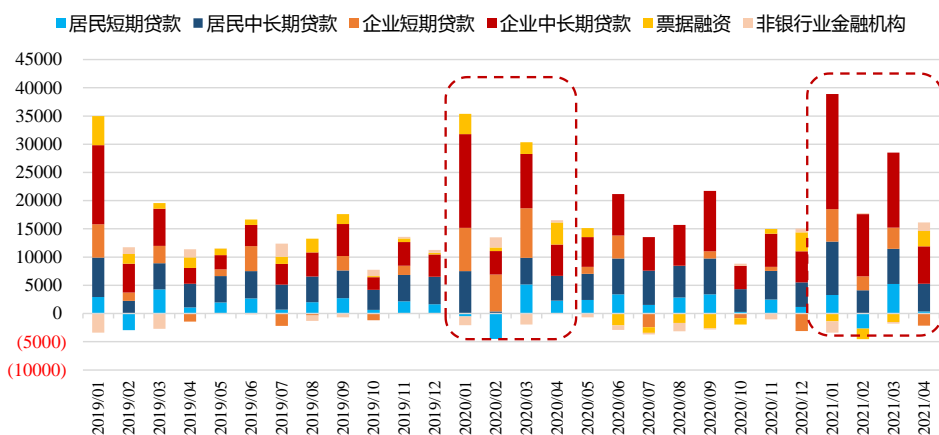
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

图 4: 2021 年上半年信托贷款到期规模保持平稳



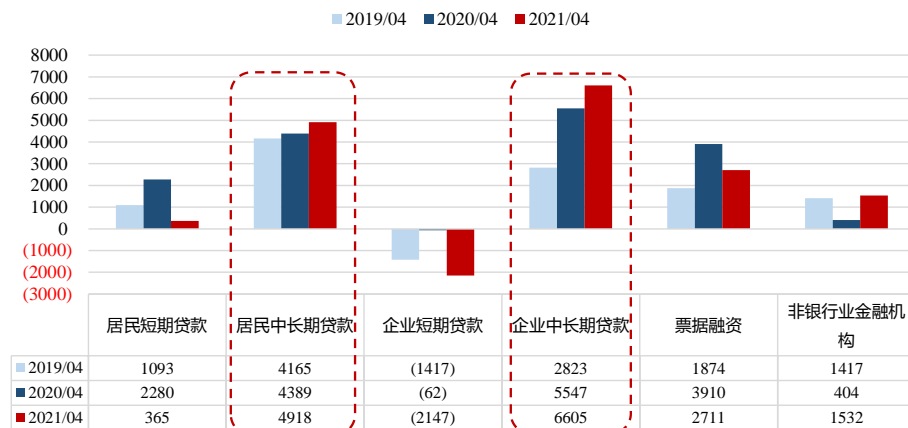
数据来源：信托行业协会，东吴证券研究所

图 5: 2019/01~2021/04 人民币贷款增量及其结构，企业中长期贷款保持强劲（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: 2021/04 人民币贷款增量各分项中，企业中长期贷款保持强劲增长（单位：亿元）



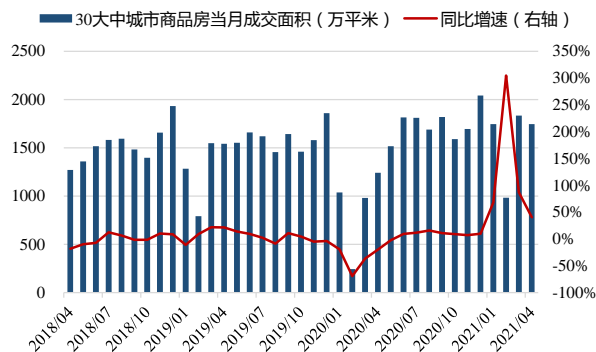
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 7：4 月票据转贴现利率从高位有所回落



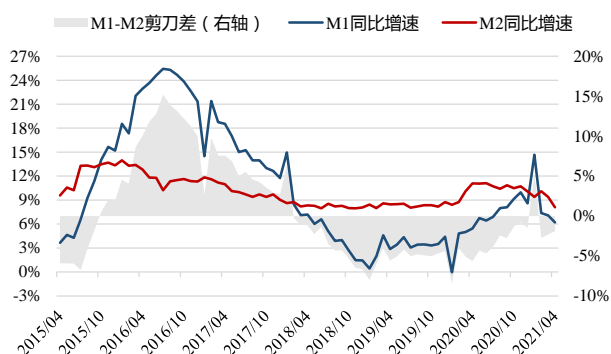
数据来源：上海票据交易所，东吴证券研究所

图 8：30 大中城市 12 月以来房地产成交持续火热



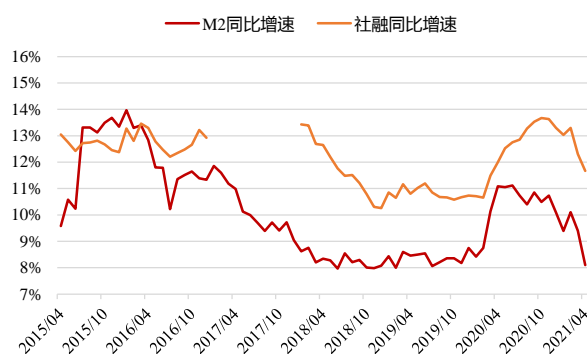
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：4 月 M2 同比增速明显回落至 8.1%



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 同比增速携手加速回落



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>

