

银行

证券研究报告

2021年05月13日

社融增速继续回落，企业中长期贷款需求旺盛

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

郭其伟

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521030001

廖紫苑

联系人

liaoziyuan@tfzq.com

4月社融不及预期，存量增速继续下行

4月社融新增1.85万亿元(Wind预测平均值2.25万亿元)，同比少增1.25万亿元。社融存量296.26万亿元，同比增长11.7%，增速较上月下降约60bp，已连续第三个月回落。4月社融同比少增，主要是受到企业债券和人民币贷款分别同比少增5728亿元和3399亿元、未贴现银行承兑汇票同比多减2729亿元，以及信托贷款同比多减1351亿元的拖累。

短期贷款同比少增，贷款结构优化

4月对实体经济发放的人民币贷款新增1.28万亿元(Wind预测平均值1.575万亿元)。4月人民币贷款同比少增3399亿元，主要是由于企业短期贷款同比多减2085亿元、票据融资和居民短期贷款分别同比少增1199亿元和1915亿元，完全抵消了企业中长期贷款和居民中长期贷款分别同比多增1058亿元和529亿元的影响。短期贷款及票据融资同比少增一是由于去年基数相对较高，二是在额度有限情况下为中长期贷款腾挪额度，此外，还可能与监管打击经营贷款违规流入房市有一定关系。而居民中长期贷款同比多增529亿元，表明房地产销售增速平稳。企业中长期贷款同比多增1058亿元，则表明随着经济好转，制造业投资需求在稳步恢复。

表外非标持续压降，企业债融资回归疫情前水平

4月表外融资同比多减3714亿元，主要因为未贴现银行承兑汇票同比多减2729亿元和信托贷款同比多减1351亿元。4月委托贷款和信托贷款合计减少1541亿元，压降幅度小于3月的1833亿元。整体规模继续下行，主要是为应对资管新规。直接融资同比少增4847亿元，其中企业债券同比少增5728亿元，企业债券融资的当月值已基本回归到了2019年疫情前的水平(2020年同期低利率使企业债券融资规模超前)；政府债券和非金融企业境内股票融资分别同比多增382亿元和499亿元，同比增量变化相对较小。

M1和M2增速回落，M2-M1剪刀差收窄

M2同比增长8.10%，增速较上月下降1.30pct，主要是受去年高基数的影响。M1同比增长6.20%，增速较上月下降90bp，回落幅度不大。M2-M1剪刀差较上月收窄40bp，表明资金活跃度提升，与实体经济复苏趋势一致。

投资建议

经济复苏促使贷款需求提升，叠加信贷额度收紧，利好银行资产端定价。政策“不急转弯”使银行资产质量保持稳定，信贷成本同比将有较大改善空间。当前银行板块估值仍然较低，建议重点关注银行股的投资机会。在个股选择上，我们继续坚定看好平安银行、招商银行，建议重点关注短期业绩表现良好、估值还有提升空间的江苏银行、张家港行、兴业银行和邮储银行。

风险提示：经济下行超预期；政策出台不及预期；疫情反复限制人员流动

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业点评：“跨境理财通”试点实施细则出炉，年内有望落地》2021-05-10
- 《银行-行业研究简报：预测：4月社融社融继续下降？》2021-05-09
- 《银行-行业研究简报：NCD发行利率小幅下降，短期限存单占比下旬提升-银行债务融资月报(4.1-4.30)》2021-05-04

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000001.SZ	平安银行	23.55	买入	1.49	1.74	2.01	2.30	15.81	13.53	11.72	10.24
600036.SH	招商银行	53.69	买入	3.86	4.45	5.03	5.62	13.91	12.07	10.67	9.55
600919.SH	江苏银行	7.35	买入	1.02	1.19	1.38	1.58	7.21	6.18	5.33	4.65
002839.SZ	张家港行	5.62	买入	0.55	0.63	0.73	0.85	10.22	8.92	7.70	6.61
601166.SH	兴业银行	22.54	买入	3.21	3.68	4.31	5.15	7.02	6.13	5.23	4.38

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 社融增速继续回落，企业中长期贷款需求旺盛.....	3
1.1. 4月社融不及预期，存量增速继续下行.....	3
1.2. 短期贷款同比少增，贷款结构优化.....	3
1.3. 表外非标持续压降，企业债融资回归疫情前水平.....	4
1.4. M1和M2增速回落，M2-M1剪刀差收窄.....	5
2. 投资建议.....	5
3. 风险提示.....	5

图表目录

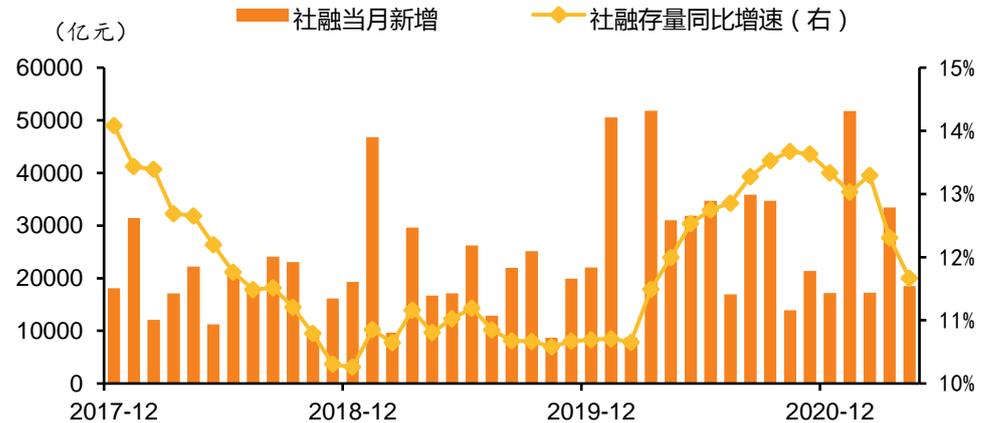
图 1：社融当月新增和社融存量同比增速.....	3
图 2：M1和M2同比增速.....	5
表 1：新增社会融资规模结构.....	3
表 2：新增贷款结构.....	4
表 3：表外融资和直接融资结构.....	4

1. 社融增速继续回落，企业中长期贷款需求旺盛

1.1. 4 月社融不及预期，存量增速继续下行

4 月社融新增 1.85 万亿元（Wind 预测平均值 2.25 万亿元），同比少增 1.25 万亿元。社融存量 296.26 万亿元，同比增长 11.7%，增速较上月下降约 60bp，已连续第三个月回落。4 月社融同比少增，主要是受到企业债券和人民币贷款分别同比少增 5728 亿元和 3399 亿元、未贴现银行承兑汇票同比多减 2729 亿元，以及信托贷款同比多减 1351 亿元的拖累。

图 1：社融当月新增和社融存量同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

表 1：新增社会融资规模结构

当月值（亿元）	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04
社会融资规模	21355	17192	51724	17239	33416	18500
人民币贷款	15309	11458	38182	13413	27511	12800
外币贷款	(447)	(981)	1098	464	282	(272)
表外融资	(2043)	(7395)	4151	(397)	(4129)	(3693)
直接融资	5611	8688	7185	3062	7419	8062
其他融资	2925	5422	1108	697	2333	1603
同比多增（亿元）	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04
社会融资规模	1418	(4821)	1189	8502	(18422)	(12527)
人民币贷款	1676	688	3258	6211	(2879)	(3399)
外币贷款	(198)	(776)	585	212	(863)	(1182)
表外融资	(980)	(5939)	2342	4460	(6338)	(3714)
直接融资	41	925	(5004)	(3105)	(9054)	(4847)
其他融资	879	281	8	724	712	655

资料来源：WIND，天风证券研究所

1.2. 短期贷款同比少增，贷款结构优化

4 月对实体经济发放的人民币贷款新增 1.28 万亿元（Wind 预测平均值 1.575 万亿元）。4 月人民币贷款同比少增 3399 亿元，主要是由于企业短期贷款同比多减 2085 亿元、票据融资和居民短期贷款分别同比少增 1199 亿元和 1915 亿元，完全抵消了企业中长期贷款和居民中长期贷款分别同比多增 1058 亿元和 529 亿元的影响。短期贷款及票据融资同比少增一是由于去年基数相对较高，二是在额度有限情况下为中长期贷款腾挪额度，此外，还可能与监管打击经营贷款违规流入房市有一定关系。而居民中长期贷款同比多增 529 亿元，

表明房地产销售增速平稳。企业中长期贷款同比多增 1058 亿元，则表明随着经济好转，制造业投资需求在稳步恢复。

表 2：新增贷款结构

当月值（亿元）	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04
居民户贷款	7534	5635	12700	1421	11479	5283
短期贷款	2486	1142	3278	(2691)	5242	365
中长期贷款	5049	4392	9448	4113	6239	4918
非金融企业及机关团体贷款	7812	5953	25500	12000	16000	7552
短期贷款	734	(3097)	5755	2497	3748	(2147)
票据融资	804	3341	(1405)	(1855)	(1525)	2711
中长期贷款	5887	5500	20400	11000	13300	6605
同比多增（亿元）	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04
居民户贷款	703	(824)	6359	5554	1614	(1386)
短期贷款	344	(493)	4427	1813	98	(1915)
中长期贷款	360	(432)	1957	3742	1501	529
非金融企业及机关团体贷款	1018	1709	(3100)	700	(4500)	(2011)
短期贷款	(909)	(3132)	(1944)	(4052)	(5004)	(2085)
票据融资	180	3079	(5001)	(2489)	(3600)	(1199)
中长期贷款	1681	1522	3800	6843	3657	1058

资料来源：WIND，天风证券研究所

1.3. 表外非标持续压降，企业债融资回归疫情前水平

4 月表外融资同比多减 3714 亿元，主要因为未贴现银行承兑汇票同比多减 2729 亿元和信托贷款同比多减 1351 亿元。4 月委托贷款和信托贷款合计减少 1541 亿元，压降幅度小于 3 月的 1833 亿元。整体规模继续下行，主要是为应对资管新规。直接融资同比少增 4847 亿元，其中企业债券同比少增 5728 亿元，企业债券融资的当月值已基本回归到了 2019 年疫情前的水平（2020 年同期低利率使企业债券融资规模超前）；政府债券和非金融企业境内股票融资分别同比多增 382 亿元和 499 亿元，同比增量变化相对较小。

表 3：表外融资和直接融资结构

当月值（亿元）	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04
表外融资	(2043)	(7395)	4151	(397)	(4129)	(3693)
委托贷款	(31)	(559)	91	(100)	(42)	(213)
信托贷款	(1387)	(4620)	(842)	(936)	(1791)	(1328)
未贴现银行承兑汇票	(625)	(2216)	4902	639	(2296)	(2152)
直接融资	5611	8688	7185	3062	7419	8062
企业债券融资	840	436	3757	1352	3505	3509
非金融企业境内股票融资	771	1126	991	693	783	814
政府债券	4000	7126	2437	1017	3131	3739
同比多增（亿元）	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04
表外融资	(980)	(5939)	2342	4460	(6338)	(3714)
委托贷款	928	757	117	256	546	366
信托贷款	(714)	(3528)	(1274)	(396)	(1770)	(1351)
未贴现银行承兑汇票	(1195)	(3167)	3499	4600	(5114)	(2729)
直接融资	41	925	(5004)	(3105)	(9054)	(4847)
企业债券融资	(2490)	(3157)	(210)	(2542)	(6426)	(5728)

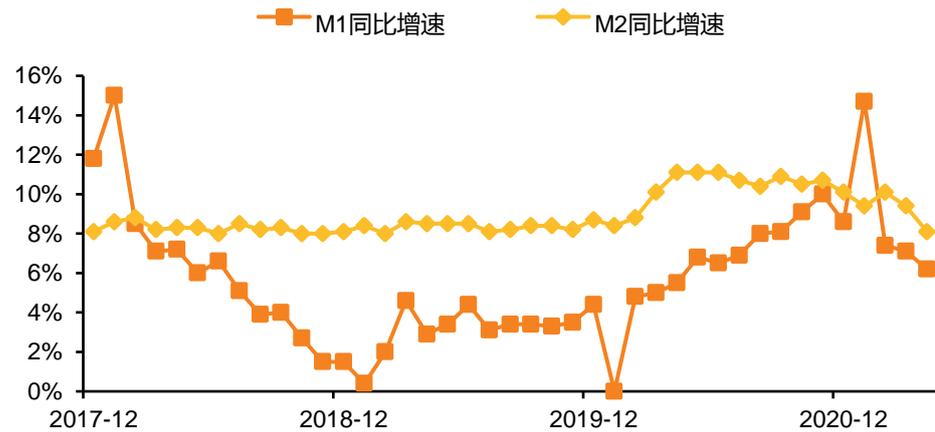
非金融企业境内股票融资	247	694	382	244	585	499
政府债券	2284	3388	(5176)	(807)	(3213)	382

资料来源：WIND，天风证券研究所

1.4. M1 和 M2 增速回落，M2-M1 剪刀差收窄

M2 同比增长 8.10%，增速较上月下降 1.30pct，主要是受去年高基数的影响。M1 同比增长 6.20%，增速较上月下降 90bp，回落幅度不大。M2-M1 剪刀差较上月收窄 40bp，表明资金活跃度提升，与实体经济复苏趋势一致。

图 2：M1 和 M2 同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

2. 投资建议

4 月社融继续回落，货币政策将逐步回归正常化，信贷额度将边际收紧。企业中长期贷款表现亮眼，表明经济增长动能持续。经济复苏促使贷款需求提升，叠加贷款的供给收紧，有望推动银行资产端定价企稳回升。而且政策“不急转弯”保证了银行的资产质量稳定，信贷成本同比将有较大改善空间。当前银行板块估值仍然较低，还没有充分反映经济复苏、政策调整带来的估值提升。建议重点关注银行股的投资机会，我们维持银行股强于大市的判断。在个股选择上，我们继续坚定看好平安银行、招商银行，建议重点关注短期业绩表现良好、估值还有提升空间的标的，如江苏银行、张家港行、兴业银行和邮储银行。

3. 风险提示

- 1) 经济下行超预期；
- 2) 政策出台不及预期；
- 3) 疫情反复限制人员流动

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com