

银行

银行流动性月报

超配

(维持评级)

2021年05月16日

预计5月延续“稳货币+信用边际收紧”态势

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：田维韦 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

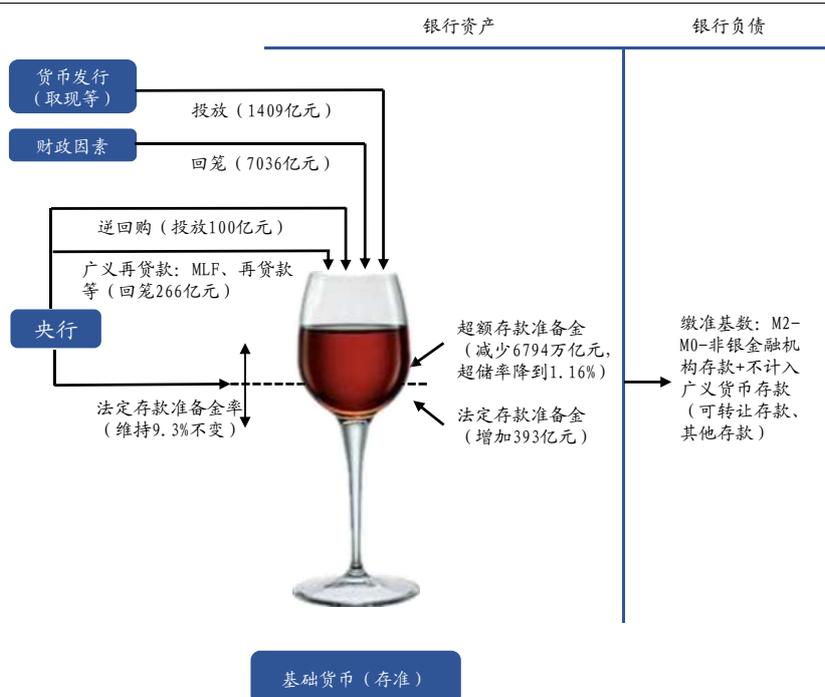
4月流动性环境回顾：银行间流动性合理充裕，M2增速大幅下降

总结：测算的4月超储率环比下降，但仍处于较好水平。4月市场利率围绕政策利率波动，均值下行，表明银行间市场流动性维持合理充裕。期末M2增速8.1%，环比下降1.3个百分点，主要是财政因素和非标压缩对M2拖累超预期，同时，信贷投放规模略低于市场预期，高基数使其对M2增速贡献也有所下降。

■ 基础货币：缴税等财政因素拖累超储率季节性下降

4月央行逆回购、MLF等广义再贷款操作回笼基础货币166亿元，取现需求下降使1409亿元基础货币回存银行，缴税等财政因素回笼基础货币7036亿元，支付机构缴纳备付金增加回笼基础货币782亿元，我们测算的2021年4月末超储率为1.16%，环比3月末下降34bps。

图1：我们测算的4月末超储率1.16%，环比下降34bps



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理。注：（1）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；（2）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。

4月央行逆回购投放基础货币100亿元，MLF回笼基础货币61亿元，当月投放MLF共1500亿元，有1000亿MLF和561亿元TMLF到期。央行开展了700亿元国库现金定存，期限为1个月，中标利率升至3.0%，前次为2.95%。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	投放量				到期量				
		逆回购	MLF	TMLF	国库现金定存	逆回购	MLF	TMLF	国库现金定存	回笼量合计
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	739	2,200	1,500		700	4,400	2,100	1,000	561	3,661

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。

4月基础货币减少8278亿元，其中取现需求减少使得货币发行减少1409亿元，其他存款性公司存款减少7651亿元，非金融机构存款增加782亿元。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4月末超储率为1.16%，较3月末下降34bps，缴税等财政因素拖累超储率季节性下降。测算的4月起储率水平低于2020年同期，但高于2018和2019年同期，表明今年4月银行间流动性仍处在一个较好水平。

表 2：2021年4月末超储测算

单位：亿元	五因素超储合计变动	超储增量拆解							测算的超储率%
		外汇占款	对其他存款性公司债权	货币发行	财政存款	法定存款准备金	非金融机构存款		
2018-04	-3,176	74	-6,054	1,826	-7,060	9,875	-1,838	1.09	
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	
2021Q1	-15,661	245	-8,698	-2,636	1,962	-6,419	-115	1.35	
2021-04	-6,794	174	-166	1,409	-7,036	-393	-782	1.16	

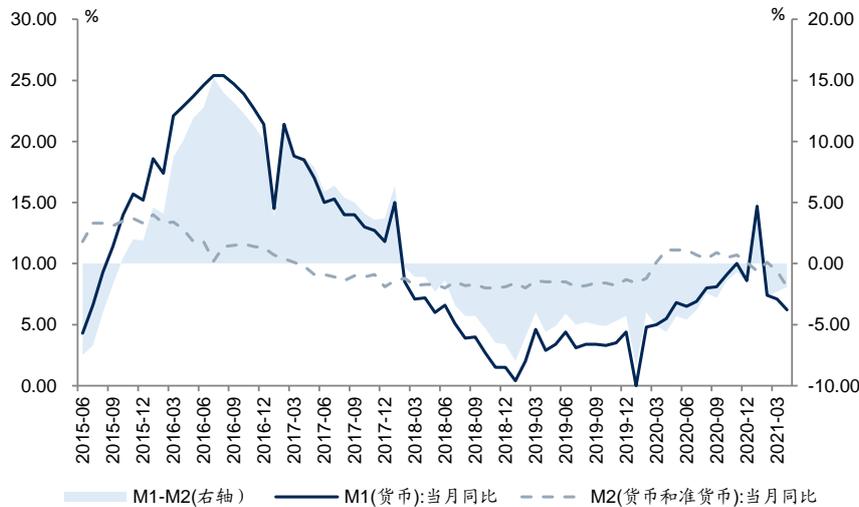
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理和预测。注：（1）央行按季度披露超储率，因此在预测下一个季度的时候我们按照公布的数据进行调整以减少误差。（2）假设2021年4月末法定存款准备金率维持在9.3%的水平。

■ 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，4月份M2减少1.49万亿元。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1.35万亿元；缴税等财政因素回笼M2约7036万亿元（4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3335亿元；银行投放非银和非标等因素回笼M2约1.82万亿元（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）；外汇占款投放M2约174亿元。

4月末M2同比增速8.1%，较上月下降1.3个百分点，低于市场预期。根据对M2派生来源分析，主要是财政因素和非标资产压缩对M2拖累超市场预期，同时，当月信贷投放略低于市场预期，高基数因素使得其对M2增速贡献也有所下降，企业债券融资规模下降对M2增速继续形成拖累。

图 2: 4 月末 M2 增速降至 8.1%



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)
2021-01	27,807	5,311	-5,328	15,052	14,892	-2,119	92	140	38,434	-11,329	471
2021-02	22,216	2,299	-34,376	3,869	32,611	17,813	235	-725	13,606	5,256	3,844
2021-03	38,602	-5,381	28,007	-1,452	19,570	-2,142	-82	-1,697	29,068	7,660	3,652
2021-04	-14,946	-744	-9,951	6,346	-15,828	5,230	174	-3,335	13,470	-7,036	-18,220

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。注: (1) 只统计对实体放贷, 因此用社融里的人民币贷款。(2) 2021 年 4 月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: 4 月资金利率下行, 围绕政策利率波动

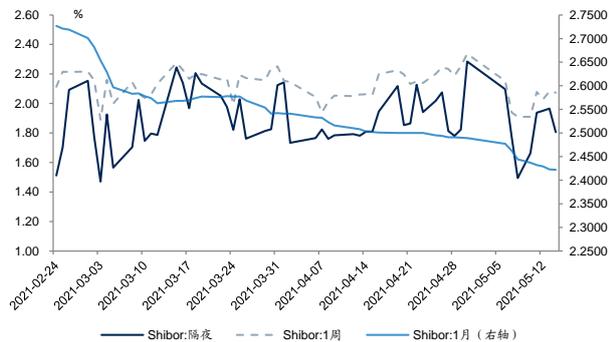
4 月资金利率继续下行, 银行间流动性维持合理充裕。4 月 shibor(隔夜)和 shibor(一个月)均值分别为 1.90%和 2.51%, 较 3 月均值分别下降 1.3bps 和 8.0bps。4 月 R007 和 DR007 均值分别是 2.14%和 2.11%, 较 3 月均值分别下降 6.5bps 和 1.2bps。4 月同业存单发行利率(1 年)均值为 3.27%, 较 3 月均值下降 7.4bps。4 月一年期国债利率均值和十年期国债利率均值分别是 2.50%和 3.18%, 较 3 月均值分别下降 12.5bps 和 5.0bps。4 月以来资金利率延续 3 月的下行趋势, R007 和 DR007 基本围绕 7 天逆回购利率波动, 表明当前银行间市场流动性维持一个合理充裕的状态。

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 年 2 月	2021 年 3 月	2021 年 4 月	2021 年 5 月	2021 年 3 月	2021 年 4 月	2021 年 5 月
SHIBOR:隔夜	1.92	1.92	1.90	1.84	-0.3	-1.3	-6.6
SHIBOR:1 个月	2.75	2.59	2.51	2.44	-16.7	-8.0	-6.6
R007	2.43	2.20	2.14	1.99	-23.0	-6.5	-14.5
DR007	2.28	2.12	2.11	1.96	-15.6	-1.2	-14.9
同业存单:发行利率:1 年	3.31	3.34	3.27	3.19	2.7	-7.4	-8.0
中债国债到期收益率:1 年	2.65	2.63	2.50	2.32	-2.4	-12.5	-18.4
中债国债到期收益率:10 年	3.24	3.23	3.18	3.15	-0.7	-5.0	-3.9

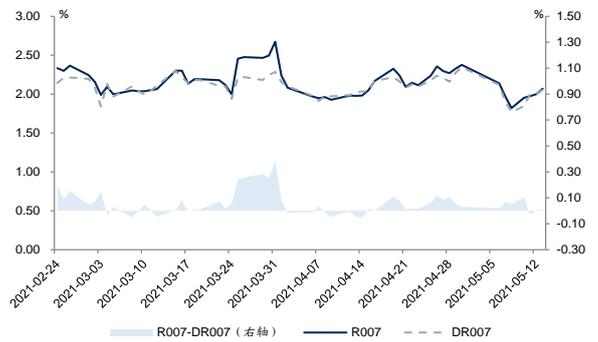
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。注: 数据截止 2021 年 5 月 15 日。

图 3: SHIBOR 利率走势



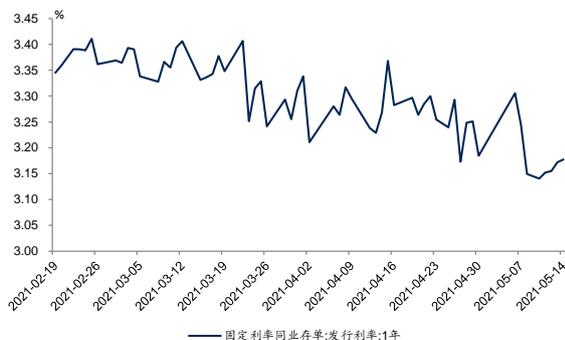
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 4: R007 和 DR007 走势



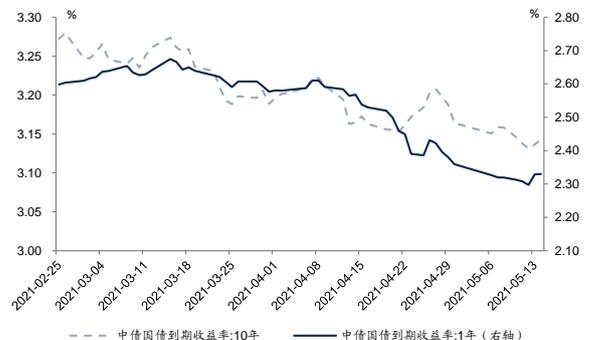
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

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

5 月流动性和信用环境展望

总结: 整体来看, 5 月延续“稳货币+信用边际收紧”的态势, 关注中下旬政府债券发行节奏。预计 5 月央行公开市场开展净投放操作对冲财政因素对超储率的拖累, 助力银行间市场流动性维持合理充裕, 市场利率围绕政策利率波动, 5 月市场利率较 4 月基本维持稳定。预计 5 月末 M2 增速为 8.0%, 社融增速为 11.2%, 较上月分别下降 0.1 个和 0.5 个百分点。其中, 5 月信贷增量低于去年同期水平, 但略高于 2019 年水平, 高基数下使得信贷对 M2 和社融增速贡献有所下降。另外, 今年财政支出和政府债券发行节奏整体较慢, 5 月虽有所提升, 但政府债券发行规模明显低于去年同期水平, 对社融增速带来较大拖累。3 月两会对今年财政政策定调相对积极, 政府债券计划发行规模仍维持较高水平, 预计之后政府债券发行规模将有所提速, 关注其对 M2 和社融的扰动。但财政因素难以预测, 需积极关注。

■ 5 月财政因素仍对超储率带来一定拖累

根据历史数据来看, 5 月份财政因素对超储率带来较大拖累, 央行广义再贷款投放基础货币对冲财政因素, 我们预计 2021 年 5 月仍维持该趋势。今年政府债券发行节奏较慢, 5 月政府债券发行节奏提升但仍低于历史同期, 因此我们假设财政因素回笼基础货币月 3000 亿元, 央行广义再贷款投放基础货币 1500 亿元对冲。根据超储预测模型, 我们测算的 5 月末超储率约为 1.11%, 较 4 月末小幅下降 5bps。

整体来看, 我们认为央行仍将维持银行间市场流动性维持在合理充裕的状态, 银行间市场利率基本围绕政策利率波动, 预计 5 月资金基本稳定。

表 5：2021 年 5 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			非金融机构存款	测算的超储率%
				货币发行	财政存款	法定存款准备金		
2018-05	1,104	91	3,313	1,714	-3,960	-39	-14	1.16
2019-05	5,590	-11	5,920	1,367	-3,285	1,438	161	1.44
2020-05	269	-112	7,529	2,386	-9,962	626	-198	1.72
2021Q1	-15,661	245	-8,698	-2,636	1,962	-6,419	-115	1.35
2021-04	-6,794	174	-166	1,409	-7,036	-393	-782	1.16
2021-05	-900	-11	1,500	1,822	-3,000	-1,195	-17	1.11

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理和预测

■ 预计 M2 增速 8.0%，社融增速 11.2%

我们主要根据 M2 派生途径来预测，我们预计 2021 年 5 月份 M2 增量（不含货基）约 6108 亿元，对应的 M2 增速为（假设货基维持不变）8.0%，较上月末下降 0.1 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 5 月份外汇占款为过去三个月的均值，即减少 11 亿元。
- ✓ 实体经济信贷派生 M2 约 1.34 万亿元，同比少增 2410 亿元，较 2019 年同期增加 786 亿元：我们预计今年新增信贷规模保持在 2020 年的水平，即新增人民币贷款约 20 万亿元（社融项下人民币贷款）。2018-2020 年 5 月份信贷投放比例均值为 7.2%，今年一季度信贷投放节奏较快，假设今年 5 月份信贷投放比例降到 6.9%，对应 5 月新增人民币贷款 1.27 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 5 月新增人民币贷款（加回核销和 ABS）共 1.34 万亿元。
- ✓ 银行自营购买企业债券回笼 M2 约 2500 亿元。统计的 5 月以来（截止 5 月 15 日）信用债净融资规模下降 1587 亿元，预计银行自营购买企业债券规模不大。
- ✓ 财政缴税等因素派生 M2 约 202 亿元。今年财政支出和政府债券发行节奏都相对比较慢，财政因素难以预测，我们简单假设今年财政净支出为过去三年同期的均值
- ✓ 非标和非银贷款等因素回笼 M2 约 5000 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 5 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）
2018-05	4,815	91	-4,784	12,252	-628	-2,115
2019-05	6,453	-11	-1,117	12,631	88	-5,137
2020-05	6,899	-112	2,391	15,827	1,146	-12,353
2021-04	-14,946	174	-3,335	13,470	-7,036	-18,220
2021-05	6,108	-11	-2,500	13,417	202	-5,000

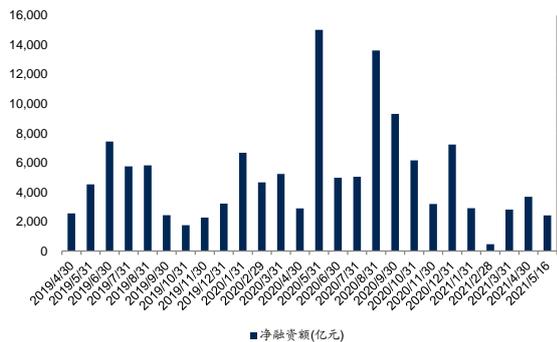
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理和预测

我们预测 2021 年 4 月新增社融 2.34 万亿元，对应月末同比增速 11.2%，较上月末下降 0.5 个百分点。具体来看，预计当月人民币贷款（加回核销和 ABS）1.34 万亿元，委托贷款和信托贷款减少 1200 亿元，未贴现银行承兑汇票减少 800 亿元，企业债券新增 4200 亿元，股票融资新增 800 亿元，政府债券新增 5800 亿元（5 月政府债券发行节奏略有提升）。今年政府债券发行节奏较慢，预计之后政府债券供给较大，关注其对社融的贡献。

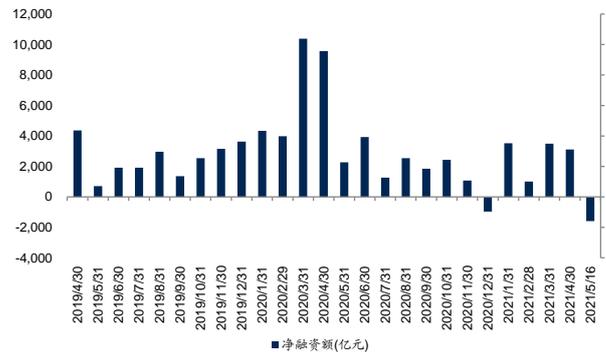
表 7: 2021 年 5 月社融增速预测

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)
2018-05	11,234	12,252	-2,507	-1,741	-351	438	2,728	414
2019-05	17,124	12,631	-683	-768	1,033	259	3,857	795
2020-05	31,866	15,827	-610	836	2,879	353	11,362	1,219
2021-04	18,507	13,092	-1,541	-2,152	3,509	814	3,739	668
2021-05(E)	23,417	13,417	-1,200	-800	4,200	800	5,800	1,200

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: 数据截止 2021/5/15。

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: 数据截止 2021/5/15。

投资建议

2021 年我国经济复苏态势较好, 政策回归常态化, 银行和实体经济流动性边际收紧, 有利于银行业净息差企稳回升, 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。个股继续推荐宁波银行、招商银行、常熟银行和成都银行, 同时推荐的低估值基本面稳定的大行。

风险提示

若宏观经济复苏不及预期, 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: 2021/5/16	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE			
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601398.SH	工商银行	5.28	11.8%	11.7%	11.8%	1.2%	7.2%	10.3%	0.71	0.65	0.60	6.3	5.8	5.2
601939.SH	建设银行	6.98	12.1%	12.0%	12.0%	1.6%	6.6%	9.2%	0.77	0.71	0.65	6.6	6.2	5.6
601288.SH	农业银行	3.29	11.3%	11.2%	11.4%	1.8%	6.3%	9.7%	0.61	0.56	0.52	5.6	5.2	4.8
601988.SH	中国银行	3.29	10.5%	10.9%	11.2%	2.9%	9.9%	10.8%	0.55	0.51	0.47	5.4	4.8	4.3
601328.SH	交通银行	4.95	10.4%	10.8%	10.9%	1.3%	10.5%	9.3%	0.50	0.46	0.43	5.0	4.5	4.1
601658.SH	邮储银行	5.39	11.8%	11.8%	12.1%	5.4%	11.4%	13.5%	0.92	0.80	0.73	8.1	7.2	6.3
600036.SH	招商银行	54.98	15.7%	16.3%	16.6%	4.8%	15.8%	14.5%	2.17	1.93	1.71	14.5	12.5	10.9
601166.SH	兴业银行	22.97	12.6%	12.5%	12.7%	1.2%	8.5%	11.7%	0.90	0.82	0.74	7.4	6.8	6.1
600000.SH	浦发银行	10.19	10.8%	10.7%	10.7%	-1.0%	6.0%	8.4%	0.57	0.52	0.48	5.4	5.1	4.7
601998.SH	中信银行	5.32	9.8%	9.8%	10.0%	2.0%	5.5%	9.4%	0.55	0.52	0.48	5.7	5.4	4.9
000001.SZ	平安银行	23.32	9.6%	10.3%	10.9%	2.6%	14.6%	16.3%	1.54	1.40	1.27	16.6	14.4	12.3
601818.SH	光大银行	3.88	10.9%	10.9%	11.2%	1.3%	8.8%	11.4%	0.60	0.56	0.51	5.9	5.4	4.8
600015.SH	华夏银行	6.39	12.7%	12.6%	12.2%	-2.9%	9.7%	10.2%	0.45	0.40	0.36	3.6	3.4	3.1
601169.SH	北京银行	4.95	10.4%	10.6%	11.4%	7.2%	0.2%	14.5%	0.55	0.52	0.48	5.5	5.0	4.4
601009.SH	南京银行	9.86	14.3%	13.9%	13.9%	5.2%	11.4%	10.7%	1.02	0.92	0.83	7.8	7.0	6.3
002142.SZ	宁波银行	42.47	14.6%	15.0%	15.8%	9.7%	15.6%	19.0%	2.46	2.18	1.91	18.1	15.5	12.9
600919.SH	江苏银行	7.26	13.1%	13.3%	14.3%	3.1%	22.1%	20.2%	0.79	0.72	0.64	6.9	5.7	4.8
600926.SH	杭州银行	16.70	11.2%	12.0%	13.2%	8.1%	19.6%	19.4%	1.55	1.42	1.29	15.0	12.4	10.2
601838.SH	成都银行	12.90	15.5%	16.9%	17.7%	8.5%	19.5%	20.1%	1.16	1.02	0.89	7.7	6.5	5.4
603323.SH	苏农银行	4.60	8.1%	8.4%	8.7%	4.2%	8.5%	10.7%	0.70	0.66	0.62	8.7	8.0	7.3
002839.SZ	张家港行	5.68	8.5%	9.3%	10.1%	4.9%	14.1%	14.6%	0.95	0.89	0.83	11.3	9.8	8.4
601128.SH	常熟银行	7.45	10.5%	11.5%	12.8%	1.0%	18.8%	23.1%	1.14	1.04	0.95	11.3	9.5	7.7

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

相关研究报告:

- 《财富管理行业系列专题：美国大型银行财富管理借鉴》 ——2021-05-09
 《行业专题：重视银行 ETF 投资价值》 ——2021-05-08
 《2021 年 5 月银行业投资策略：行业资产质量有望持续改善》 ——2021-05-05
 《2020 年报暨 2021 一季报综述：不良出清，轻装上阵》 ——2021-05-05
 《行业快评：三家银行一季报印证行业向好趋势》 ——2021-04-26

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