

银行

证券研究报告
2021年07月12日

社融超预期+全面降准=银行确认利好信号

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

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

事件

7月9日人行发布6月金融统计数据,新增社融规模超出市场预期。同时人行宣布实施全面降准0.5个百分点,释放长期资金约1万亿元。两个消息都是对银行基本面的重磅利好,我们建议积极关注银行板块的后续表现。

社融多增反映贷款额度重新放松

6月社融新增3.67万亿元,同比多增2019亿元,超过市场预期。WIND统计的社融平均预测值为3.02万亿元,我们此前对社融的预测值是3.23万亿元,实际值超出预测值0.44万亿元。社融超预期主要源于对公贷款实现了同比多增。非金融性公司及其他部门贷款新增1.46万亿元,同比多增5313亿元,一改此前持续同比少增的趋势;其中主要因为票据贴现同比多增4851亿元。考虑到中长期贷款和短期贷款同比增量都保持平稳,所以我们判断票据贴现的增长反映了月末贷款额度有一定的放松。银行为占用新增的信贷额度,加大投放票据贴现。受此带动,社融中对实体发放的人民币贷款存量同比增速较上月小幅上升0.1个百分点到12.6%,这也使贷款增速在连续8个月下降以后(不算春节所在的2月)再次企稳。

未来政策方向料从“紧信用”向“稳信用”转变

从去年四季度以来贷款额度一直偏紧,带动社融增速持续回落,到6月末只有11.0%。今年政府工作报告要求“货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配”。2021年市场预测GDP实际增速为8.77%(WIND统计),6月的社融增速距离GDP预测值只有2.2个百分点。若考虑通胀因素,社融增速进一步下行的空间已然有限。上半年社融增速下行除了因为疫情后的逆周期政策恢复正常化以外,还反映了投资需求在回落。今年地方债发行延后,基建投资增速下降。房地产投资增速受“三道红线”等政策的影响,也从高位下行。在消费、出口预期较弱的情况下,下半年我们预计会采取一定的稳增长措施,防控经济下行风险,这有利于贷款需求和增速重新走强。

结合全面降准的信号,我们对下半年的信贷表现更为乐观

这次全面降准有三个超预期点。一是态度坚决。7月7日国常会提出的只是“适时”降准,措辞上还保留了一定的再调整空间。但是人行在决定降准的时点和态度上显然更为果断。二是时间快。从7月7日“预告”降准到7月9日决定实施降准不过2天时间。三是采取全面降准,而非定向降准。虽然此前国常会要求“进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持”,但是这次降准却将目标群体拓展到了全体金融机构。这背后我们认为货币政策已经朝宽松方向迈进了一小步。我们认为,尽管用降准释放的长期资金置换下半年到期的4.15万亿元MLF有技术上的必要性,但是采取全面降准的方式扩大对银行业的覆盖面,显然有更多出于稳增长方面的考虑。

让利政策加码的可能性下降

近期市场担忧让利政策是否会再次推出。但是在降准实施以后,我们认为让利政策加码的可能性已经明显下降。简单逻辑,如果让利能实现政策目标,那就不需要用到全面降准这种强力工具。对比去年6月,国常会提出降准预告以后,实际上并未实施降准,而是实施了银行让利政策和降低再贷款利率。而今年和去年最大的不同是银行业的盈利能力还处于历史新低的水平,利润规模并不高。一季度TTM口径的商业银行ROE只有9.33%。而且上半年信用收紧以及加强对房地产、城投的监管,已经对中小银行造成一定的风险压力。因此今年政策环境对银行更为友好,存款利率上限调整、全面降准等政策都是通过给银行“减负”的方式推动实体融资成本的下降。因此我们预期下半年银行的基本面修复进程不会受到政策方向调整的影响。

风险提示: 疫情反复,经济下行超预期,政策出台超预期;资产质量波动

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《银行-行业点评:银行大跌之后怎么看?》 2021-07-09
- 《银行-行业研究简报:理财收益率环比下降,浮动管理费率环比上升:银行理财周报(6/28-7/4)》 2021-07-08
- 《银行-行业点评:国常会提出适时“降准”,利好银行!》 2021-07-08

继续看好银行板块

回顾上周银行走势，7月7日的国常会确认了经济下行的信号，但是并未明确应对措施。因此市场只是确认了利空消息，却没有等到利好出现，导致7月7日以后的板块有较大的抛压。但是7月9日的全面降准和社融数据所反映的政策信号，都有助于银行基本面加快改善速度。信贷从紧到松，不意味着贷款额度增长，而且也说明财政政策可能会加快落地，引导降准释放的资金服务实体。今年地方债发行延后，预计下半年在基建以及产业政策上会有较大的发展空间。现在银行股估值回到历史低位。招行 TTM 的 PE 只有 12.39 倍，静态 PB 只有 1.88 倍，回到年初的水平，估值优势相当显著。随着货币政策的利好兑现，加上财政的刺激推动，银行股有望迎来新一轮行情。个股推荐招行、平安、南京、兴业、江苏、杭州、宁波。

重点标的推荐

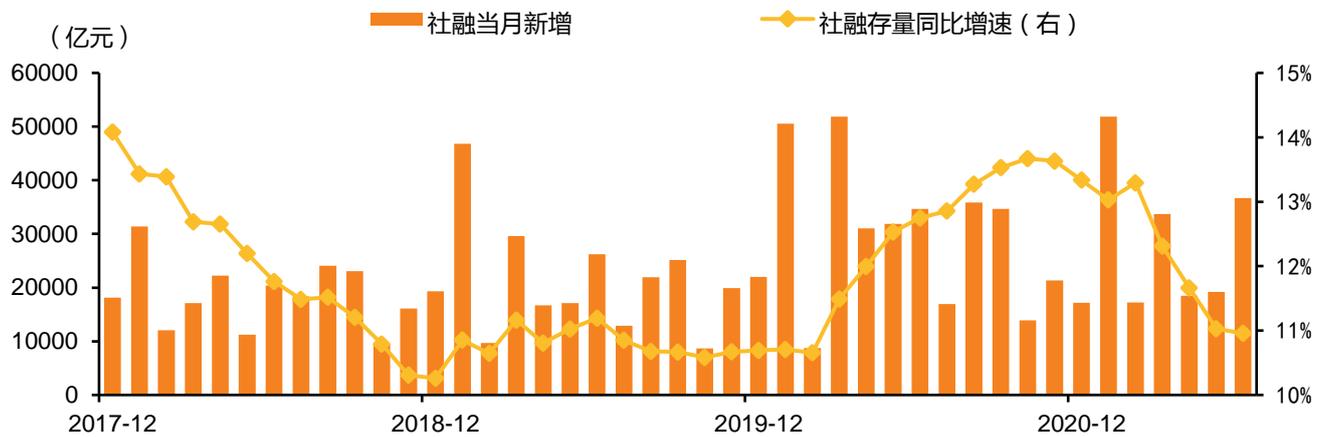
股票 代码	股票 名称	收盘价 2021-07-09	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600036.SH	招商银行	49.90	买入	3.86	4.45	5.03	5.62	12.93	11.21	9.92	8.88
000001.SZ	平安银行	21.27	买入	1.49	1.74	2.01	2.30	14.28	12.22	10.58	9.25
601009.SH	南京银行	10.26	买入	1.31	1.66	1.86		7.83	6.18	5.52	
601166.SH	兴业银行	20.31	买入	3.21	3.68	4.31	5.15	6.33	5.52	4.71	3.94
600919.SH	江苏银行	6.84	买入	1.02	1.19	1.38	1.58	6.71	5.75	4.96	4.33
600926.SH	杭州银行	13.96	买入	1.20	1.38	1.62	1.92	11.63	10.12	8.62	7.27
002142.SZ	宁波银行	35.10	买入	2.50	2.92	3.45	4.17	14.04	12.02	10.17	8.42

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

1. 社融超预期+全面降准=银行确认利好信号

7月9日人行发布6月金融统计数据，新增社融规模超出市场预期。同时人行宣布实施全面降准0.5个百分点，释放长期资金约1万亿元。两个消息都是对银行基本面的重磅利好，我们建议积极关注银行板块的后续表现。

图 1：社融当月新增和存量同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

社融多增反映贷款额度重新放松。6月社融新增3.67万亿元，同比多增2019亿元，超过市场预期。WIND统计的社融平均预测值为3.02万亿元，我们此前对社融的预测值是3.23万亿元，实际值超出预测值0.44万亿元。社融超预期主要源于对公贷款实现了同比多增。非金融性公司及其他部门贷款新增1.46万亿元，同比多增5313亿元，一改此前持续同比少增的趋势；其中主要因为票据贴现同比多增4851亿元。考虑到中长期贷款和短期贷款同比增量都保持平稳，所以我们判断票据贴现的增长反映了月末贷款额度有一定的放松。银行为占用新增的信贷额度，加大投放票据贴现。受此带动，社融中对实体发放的人民币贷款存量同比增速较上月小幅上升0.1个百分点到12.6%，这也使贷款增速在连续8个月下降以后（不算春节所在的2月）再次企稳。

表 1：新增社会融资规模结构

当月值（亿元）	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06
社会融资规模	51838	17239	33709	18502	19205	36700
人民币贷款	38182	13413	27511	12840	14294	23160
外币贷款	1098	464	282	(272)	7	702
表外融资	4151	(397)	(4129)	(3693)	(2629)	(1740)
直接融资	7299	3062	7669	8109	6082	12134
其他融资	1108	697	2376	1518	1451	2444
同比多增（亿元）	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06
社会融资规模	1303	8502	(18129)	(12525)	(12661)	2019
人民币贷款	3258	6211	(2879)	(3399)	(1208)	4131
外币贷款	585	212	(863)	(1182)	(450)	498
表外融资	2342	4460	(6338)	(3714)	(2855)	(2594)
直接融资	(4890)	(3105)	(8804)	(4800)	(8512)	460
其他融资	8	724	755	570	364	(476)

资料来源：WIND，天风证券研究所

表 2：新增贷款结构

当月值（亿元）	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06
居民户贷款	12700	1421	11479	5283	6232	8685
短期贷款	3278	(2691)	5242	365	1806	3500
中长期贷款	9448	4113	6239	4918	4426	5156
非金融企业及机关团体贷款	25500	12000	16000	7552	8057	14591
短期贷款	5755	2497	3748	(2147)	(644)	3091
票据融资	(1405)	(1855)	(1525)	2711	1538	2747
中长期贷款	20400	11000	13300	6605	6528	8367
同比多增（亿元）	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06
居民户贷款	6359	5554	1614	(1386)	(811)	(1130)
短期贷款	4427	1813	98	(1915)	(575)	100
中长期贷款	1957	3742	1501	529	(236)	(1193)
非金融企业及机关团体贷款	(3100)	700	(4500)	(2011)	(402)	5313
短期贷款	(1944)	(4052)	(5004)	(2085)	(1855)	(960)
票据融资	(5001)	(2489)	(3600)	(1199)	(48)	4851
中长期贷款	3800	6843	3657	1058	1223	1019

资料来源：WIND，天风证券研究所

表 3：表外融资和直接融资结构

当月值（亿元）	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06
表外融资	4151	(397)	(4129)	(3693)	(2629)	(1740)
委托贷款	91	(100)	(42)	(213)	(408)	(473)
信托贷款	(842)	(936)	(1791)	(1328)	(1295)	(1047)
未贴现银行承兑汇票	4902	639	(2296)	(2152)	(926)	(220)
直接融资	7299	3062	7669	8109	6082	12134
企业债券融资	3871	1352	3755	3556	(1336)	3702
非金融企业境内股票融资	991	693	783	814	717	957
政府债券	2437	1017	3131	3739	6701	7475
同比多增（亿元）	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06
表外融资	2342	4460	(6338)	(3714)	(2855)	(2594)
委托贷款	117	256	546	366	(135)	11
信托贷款	(1274)	(396)	(1770)	(1351)	(958)	(195)
未贴现银行承兑汇票	3499	4600	(5114)	(2729)	(1762)	(2410)
直接融资	(4890)	(3105)	(8804)	(4800)	(8512)	460
企业债券融资	(96)	(2542)	(6176)	(5681)	(4215)	16
非金融企业境内股票融资	382	244	585	499	364	419
政府债券	(5176)	(807)	(3213)	382	(4661)	25

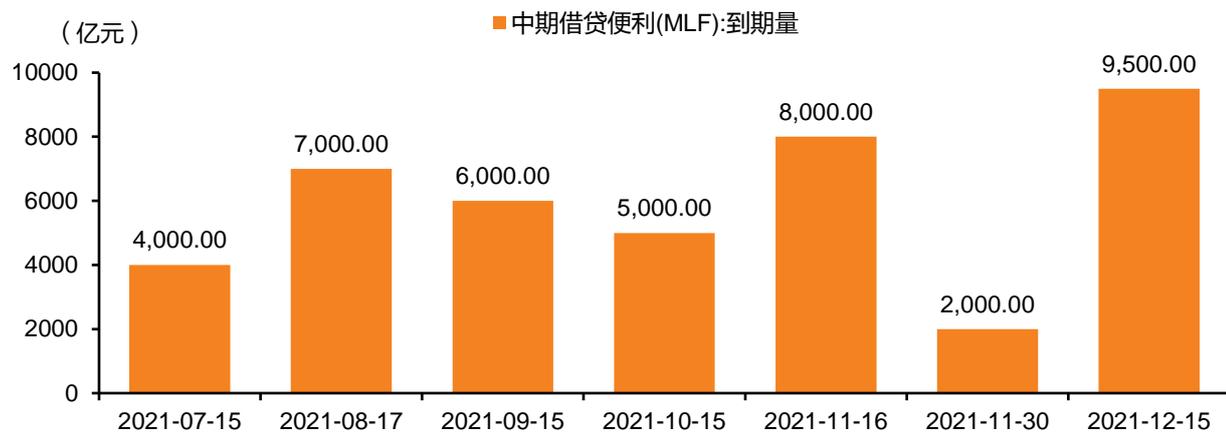
资料来源：WIND，天风证券研究所

未来政策方向料从“紧信用”向“稳信用”转变。从去年四季度以来贷款额度一直偏紧，带动社融增速持续回落，到 6 月末只有 11.0%。今年政府工作报告要求“货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配”。2021 年市场预测 GDP 实际增速为 8.77%（WIND 统计），6 月的社融增速距离 GDP 预测值只有 2.2 个百分点。若考虑通胀因素，社融增速进一步下行的空间已然有限。上半年社融增速下行除了因为疫情后的逆周期政策恢复正常化以外，还反映了投资需求在回落。今年地方债发行延后，基建投资增速下降。房地产投资增速受“三道红线”等政策的影响，也从高位下行。在消费、出口预期较弱的情况下，

下半年我们预计会采取一定的稳增长措施，防控经济下行风险，这有利于贷款需求和增速重新走强。

结合全面降准的信号，我们对下半年的信贷表现更为乐观。这次全面降准有三个超预期点。一是态度坚决。7月7日国常会提出的只是“适时”降准，措辞上还保留了一定的再调整空间。但是人行在决定降准的时点和态度上显然更为果断。二是时间快。从7月7日“预告”降准到7月9日决定实施降准不过2天时间。三是采取全面降准，而非定向降准。虽然此前国常会要求“进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持”，但是这次降准却将目标群体拓展到了全体金融机构。这背后我们认为货币政策已经朝宽松方向迈进了一小步。我们认为，尽管用降准释放的长期资金置换下半年到期的4.15万亿元MLF有技术上的必要性，但是采取全面降准的方式扩大对银行业的覆盖面，显然有更多出于稳增长方面的考虑。

图 2：下半年 MLF 到期量



资料来源：WIND，天风证券研究所

让利政策加码的可能性下降。近期市场担忧让利政策是否会再次推出。但是在降准实施以后，我们认为让利政策加码的可能性已经明显下降。简单逻辑，如果让利能实现政策目标，那就不需要用到全面降准这种强力工具。对比去年6月，国常会提出降准预告以后，实际上并未实施降准，而是实施了银行让利政策和降低再贷款利率。而今年和去年最大的不同是银行业的盈利能力还处于历史新低的水平，利润规模并不高。一季度 TTM 口径的商业银行 ROE 只有 9.33%。而且上半年信用收紧以及加强对房地产、城投的监管，已经对中小银行造成一定的风险压力。因此今年政策环境对银行更为友好，存款利率上限调整、全面降准等政策都是通过给银行“减负”的方式推动实体融资成本的下降。因此我们预期下半年银行的基本面修复进程不会受到政策方向调整的影响。

2. 投资建议

继续看好银行板块。回顾上周银行走势，7月7日的国常会确认了经济下行的信号，但是并未明确应对措施。因此市场只是确认了利空消息，却没有等到利好出现，导致7月7日以后的板块有较大的抛压。但是7月9日的全面降准和社融数据所反映的政策信号，都有助于银行基本面加快改善速度。信贷从紧到松，不只是意味着贷款额度增长，而且也说明财政政策可能会加快落地，引导降准释放的资金服务实体。今年地方债发行延后，预计下半年在基建以及产业政策上会有较大的发展空间。现在银行股估值回到历史低位。招行 TTM 的 PE 只有 12.39 倍，静态 PB 只有 1.88 倍，回到年初的水平，估值优势相当显著。随着货币政策的利好兑现，加上财政的刺激推动，银行股有望迎来新一轮行情。个股推荐招行、平安、南京、兴业、江苏、杭州、宁波。

图 3：202107 降准对上市银行的影响测算表

名称	最新时点存款 (百万元)	存准率 降幅	存放央行现金 收益率%	生息资产收 益率%	21Q1平均生息资 产(百万元)	息差贡献 bp	2021年预测利 润(百万元)	利润增 幅
工商银行	25,944,333	0.50%	1.48	3.64	32,660,576	0.86	334,671	0.63%
建设银行	22,129,890	0.50%	1.45	3.77	27,988,875	0.92	288,733	0.67%
农业银行	21,848,987	0.50%	1.53	3.75	27,221,718	0.89	228,001	0.80%
中国银行	17,910,574	0.50%	1.59	3.38	24,004,793	0.67	202,241	0.59%
交通银行	6,921,750	0.50%	1.37	3.77	10,588,285	0.78	84,198	0.74%
邮储银行	10,819,275	0.50%	1.62	3.97	11,493,997	1.11	70,562	1.35%
招商银行	5,864,976	0.50%	1.53	4.13	8,190,833	0.93	110,042	0.52%
兴业银行	4,116,180	0.50%	1.53	4.47	7,644,460	0.79	74,564	0.61%
浦发银行	4,241,949	0.50%	1.41	4.30	7,690,571	0.80	61,874	0.74%
中信银行	4,690,576	0.50%	1.51	4.47	7,436,656	0.93	52,210	1.00%
民生银行	3,747,032	0.50%	1.56	4.53	6,657,708	0.84	30,878	1.35%
光大银行	3,585,545	0.50%	1.44	4.59	5,235,628	1.08	41,569	1.02%
平安银行	2,764,635	0.50%	1.50	4.75	4,363,133	1.03	33,489	1.01%
华夏银行	1,858,002	0.50%	1.46	4.66	3,379,888	0.88	21,157	1.05%
浙商银行	1,272,792	0.50%	1.47	4.68	1,947,075	1.05	15,306	1.00%
北京银行	1,712,213	0.50%	1.54	4.18	2,903,587	0.78	22,770	0.74%
上海银行	1,386,903	0.50%	1.43	4.20	2,431,257	0.79	22,819	0.63%
江苏银行	1,440,496	0.50%	1.51	4.61	2,335,341	0.96	17,597	0.95%
南京银行	1,062,390	0.50%	1.51	4.60	1,532,327	1.07	14,637	0.84%
宁波银行	1,044,761	0.50%	1.43	4.68	1,595,075	1.06	17,898	0.71%
杭州银行	740,269	0.50%	1.42	4.56	1,172,703	0.99	8,110	1.07%
长沙银行	466,761	0.50%	1.53	5.04	711,544	1.15	5,873	1.05%
贵阳银行	366,385	0.50%	1.56	5.14	557,335	1.18	6,382	0.77%
成都银行	490,733	0.50%	1.43	4.37	674,754	1.07	7,027	0.77%
郑州银行	314,567	0.50%	1.52	5.09	515,556	1.09	3,294	1.28%
青岛银行	278,637	0.50%	1.41	4.48	443,311	0.96	2,482	1.29%
苏州银行	271,304	0.50%	1.40	4.68	382,841	1.16	3,008	1.11%
厦门银行	146,661	0.50%	1.45	4.23	187,455	1.09	1,932	0.79%
重庆银行	325,784	0.50%	1.43	5.17	369,591	1.65	4,909	0.93%
齐鲁银行	268,946	0.50%	1.50	4.48	365,315	1.10	2,814	1.07%
青农商行	262,271	0.50%	1.57	4.73	407,608	1.02	3,290	0.94%
西安银行	220,534	0.50%	1.36	4.59	304,354	1.17	3,150	0.85%
紫金银行	164,602	0.50%	1.54	4.21	218,762	1.00	1,515	1.09%
常熟银行	180,368	0.50%	1.51	5.37	213,025	1.63	2,039	1.28%
无锡银行	152,493	0.50%	1.42	4.27	181,443	1.20	1,430	1.14%
苏农银行	113,646	0.50%	1.51	4.51	136,489	1.25	1,060	1.21%
江阴银行	110,976	0.50%	1.35	4.24	140,110	1.14	1,110	1.08%
张家港行	118,668	0.50%	1.30	4.78	142,254	1.45	1,124	1.38%
渝农商行	771,388	0.50%	1.51	4.25	1,147,799	0.92	9,365	0.85%
瑞丰银行	96,387	0.50%	1.58	4.60	128,940	1.13	1,265	0.86%

资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 风险提示

- 1) 疫情反复，经济下行超预期；
- 2) 政策出台超预期；
- 3) 资产质量波动

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