民生证券 MINSHENG SECURITIES

银行

行业研究/动态报告

社融增速回落，企业中长期贷款需求旺盛

—点评 11 月社融数据

动态研究报告/银行　　2020 年 12 月 10 日

报告摘要：

- **11月份社融增速小幅回落**

11 月社融新增 2.13 万亿元（Wind 预测平均值 2.05 万亿元），同比多增 1406 亿元。社融存量同比增长 13.6%，增速较上月下降 0.1pct，为今年以来首次回落。11 月社融同比多增依然主要得益于政府债券和企业中长期贷款同比多增，主要负面影响源自企业债券融资同比少增和未贴现银行承兑汇票同比多减。

- **企业中长期贷款具备内生动力，居民贷款需求改善**

11 月对实体经济发放的人民币贷款新增 1.53 万亿元（Wind 预测平均值 1.36 万亿元），同比多增 1676 亿元，主要是企业中长期贷款投放加大所致，反映出在“政策退潮”的趋势下，制造业投资恢复和出口高增为信贷增长提供了有力支撑。企业短期贷款较为平稳。票据融资转正。受益于小微企业融资需求提升，居民短期贷款同比多增 344 亿元。商品房销售近期较为平稳，以个人按揭贷款为主的居民中长期贷款同比多增 360 亿元。

- **表外融资大幅压降，企业债券融资暂时遇冷**

11 月表外融资同比多减 981 亿元，主要是未贴现银行承兑汇票同比多减 1196 亿元。委托贷款和信托贷款合计减少 1418 亿元，压降幅度大于 10 月。非标大幅压降是为应对明年资管新规过渡期。直接融资同比多增 63 亿元。其中，政府债券同比多增 2284 亿元，仍然是支撑社融增长的主力之一。受信用债违约事件影响，11 月企业债券同比少增 2468 亿元。金融委已明确表态将严厉打击逃废债，违约风险得到控制后，融资需求有望恢复。

- **M2-M1剪刀差收窄**

M2 同比增长 10.70%（Wind 预测平均值 10.56%），增速较上月提升 0.20pct。增速上行一是因为 10 月 M2 增速较低，二是非银同业存款和居民户存款同比增量提升。M1 同比增长 10.0%，增速环比提升 0.90pct，预计是受益于房地产销售回款和企业中长期贷款增速提升对活期存款的派生作用。剪刀差收窄表明资金活跃度提升，与实体经济复苏趋势一致。

- **投资建议：首选优质零售小微标的**

虽然近期银行板块小幅回调，但是银行基本面持续向好，投资价值持续提升，上涨行情有望延续。在经济数据和年底估值切换的催化下，现在正是加仓银行股的重要机会。小微零售业务是金融业长期转型方向，明年消费需求复苏态势明朗，建议积极把握优质零售标的，**推荐常熟银行、兴业银行、邮储银行、招商银行**。

- **风险提示**

疫情二级冲击，经济复苏不及预期，贷款利率下行，资产质量波动。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		12 月 9 日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601128.SH	常熟银行	7.30	0.65	0.66	0.73	1.21	11.03	10.06	推荐
601166.SH	兴业银行	20.45	3.17	3.12	3.36	6.45	6.56	6.08	推荐
601658.SH	邮储银行	4.87	0.70	0.69	0.75	6.95	7.11	6.53	推荐
600036.SH	招商银行	44.24	3.68	3.65	3.86	2.01	2.12	1.47	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郭其伟

执业证号：S0100519090001

电话：0755-22662075

邮箱：guoqiwei@mszq.com

研究助理：廖紫苑

执业证号：S0100119120002

电话：0755-22662081

邮箱：liaoziyuan@mszq.com

相关研究

1. 行业动态报告:监管范围扩大，利润释放可期

2. 行业动态报告:贷款利率拐点已至，把握银行跨年行情

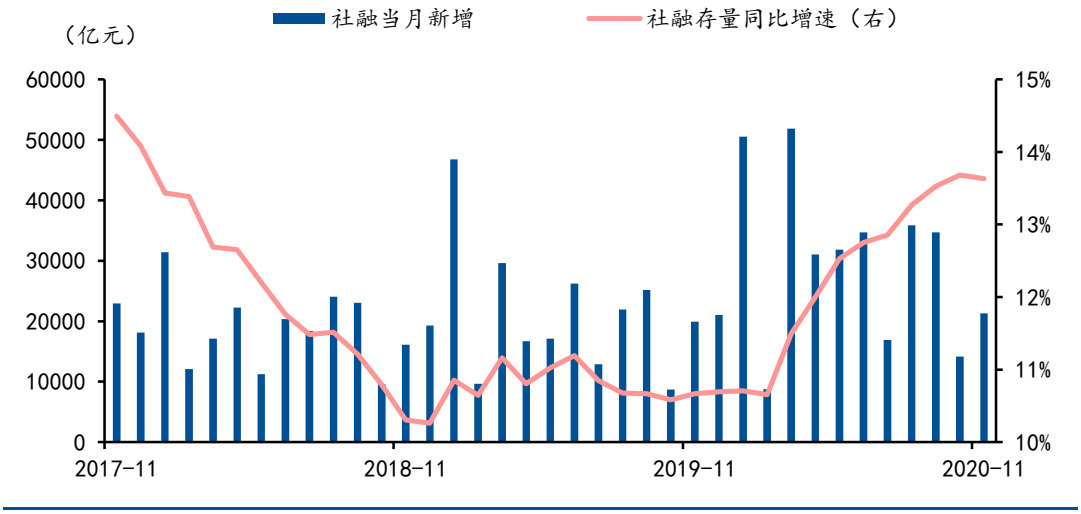
目录

一、社融增速回落，企业中长期贷款需求旺盛.....3
二、投资建议：首选优质零售小微标的.....6
三、风险提示.....6
插图目录.....7
表格目录.....7

一、社融增速回落，企业中长期贷款需求旺盛

11 月份社融增速边际回落。11 月社融新增 2.13 万亿元(Wind 预测平均值 2.05 万亿元)，同比多增 1406 亿元。社融存量同比增长 13.60%，增速较上月下降 0.10pct，为今年以来首次回落。11 月社融同比多增依然主要得益于政府债券同比多增 2284 亿元和企业中长期贷款同比多增 1681 亿元，主要负面影响源自企业债券融资同比少增 2468 亿元和未贴现银行承兑汇票同比多减 1196 亿元。

图1：社融当月新增和社融存量同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 1：新增社会融资规模结构

当月值（亿元）	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11
社会融资规模	**34681**	**16928**	**35853**	**34693**	**14173**	**21343**
人民币贷款	19029	10221	14201	19171	6663	15309
外币贷款	204	(524)	397	(302)	(175)	(447)
表外融资	854	(2649)	710	27	(2138)	(2044)
直接融资	11674	9032	18729	12573	8380	5633
其他融资	2920	848	1816	3224	1443	2892
同比多增（亿元）	**2020-06**	**2020-07**	**2020-08**	**2020-09**	**2020-10**	**2020-11**
社会融资规模	**8438**	**4056**	**13897**	**9551**	**5493**	**1406**
人民币贷款	2292	2135	1156	1559	1193	1676
外币贷款	208	(303)	644	138	(165)	(198)
表外融资	2977	3576	1725	1152	206	(981)
直接融资	3214	(932)	10030	6076	4298	63
其他融资	(254)	(420)	342	626	(39)	845

资料来源：Wind，民生证券研究院

企业中长期贷款具备内生动力，居民贷款需求改善。11 月对实体经济发放的人民币贷款新增 1.53 万亿元（Wind 预测平均值 1.36 万亿元），同比多增 1676 亿元，主要是企业中长期贷款投放加大所致。分部门来看：

企业贷款新增 7812 亿元，同比多增 1018 亿元。其中，企业中长期贷款新增 5887 亿元，

同比多增 1681 亿元，反映出在“政策退潮”的趋势下，制造业投资恢复和出口高增为信贷增长提供了有力支撑。企业短期贷款新增 734 亿元，同比少增 909 亿元。票据融资新增 804 亿元，同比多增 180 亿元，为近 6 个月以来首次转正。

居民贷款新增 7534 亿元，同比多增 703 亿元，较 10 月有所改善。其中，居民短期贷款新增 2486 亿元，同比多增 344 亿元，主要是小微企业融资需求复苏带动短期经营贷款提升所致。当前消费复苏力度还比较弱，但随着疫情好转、经济内循环加强，消费需求有望好转。商品房销售近期较为平稳，11 月以个人按揭贷款为主的居民中长期贷款新增 5049 亿元，同比多增 360 亿元。

表 2：新增贷款结构

当月值（亿元）	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11
居民户贷款	**9815**	**7578**	**8415**	**9607**	**4331**	**7534**
短期贷款	3400	1510	2844	3394	272	2486
中长期贷款	6349	6067	5571	6362	4059	5049
非金融企业及机关团体贷款	9278	2645	5797	9458	2335	7812
短期贷款	4051	(2421)	47	1274	(837)	734
票据融资	(2104)	(1021)	(1676)	(2632)	(1124)	804
中长期贷款	7348	5968	7252	10680	4113	5887
同比多增（亿元）	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11
居民户贷款	**2198**	**2466**	**1877**	**2057**	**121**	**703**
短期贷款	733	815	846	687	(351)	344
中长期贷款	1491	1650	1031	1419	472	360
非金融企业及机关团体贷款	173	(329)	(716)	(655)	1073	1018
短期贷款	(357)	(226)	402	(1276)	341	(909)
票据融资	(3065)	(2305)	(4102)	(4422)	(1338)	180
中长期贷款	3595	2290	2967	5043	1897	1681

资料来源：Wind，民生证券研究院

表外融资大幅压降。11 月表外融资减少 2044 亿元，同比多减 981 亿元。其中，委托贷款和信托贷款分别减少 31 亿元和 1387 亿元，合计减少 1418 亿元，压降幅度大于 10 月（减少 1049 亿元）。我们认为表外非标加快压降是为应对明年资管新规过渡期。此外，未贴现银行承兑汇票减少 626 亿元，同比多减 1196 亿元，是 11 月表外融资同比多减的主要原因。

政府债券继续多增，企业债券融资暂时遇冷。11 月直接融资新增 5633 亿元，同比多增 63 亿元。其中，政府债券新增 4000 亿元，同比多增 2284 亿元，仍然是支撑社融增长的主要因素之一。考虑到政府专项债发行已接近尾声，未来政府债券对社融增长的支持力度预计将会减弱。11 月企业债券新增 862 亿元，同比少增 2468 亿元，主要是受信用债违约事件影响所致。金融委已经明确表态将严厉打击逃废债行为，央行在货币政策执行报告中将建立防范化解风险的长效机制放在了重要位置，未来随着违约风险得到控制，企业债券融资需求将会恢复正常化。

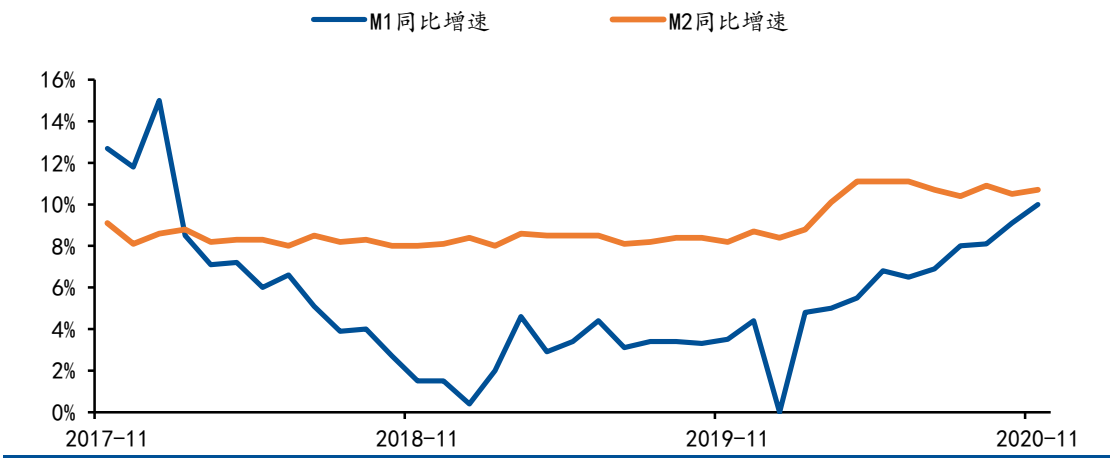
表 3：表外融资和直接融资结构

当月值（亿元）	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11
表外融资	**854**	**(2649)**	**710**	**27**	**(2138)**	**(2044)**
委托贷款	(484)	(152)	(415)	(317)	(174)	(31)
信托贷款	(852)	(1367)	(316)	(1159)	(875)	(1387)
未贴现银行承兑汇票	2190	(1130)	1441	1503	(1089)	(626)
直接融资	**11674**	**9032**	**18729**	**12573**	**8380**	**5633**
企业债券融资	3686	2358	3659	1316	2522	862
非金融企业境内股票融资	538	1215	1282	1141	927	771
政府债券	7450	5459	13788	10116	4931	4000
同比多增（亿元）	**2020-06**	**2020-07**	**2020-08**	**2020-09**	**2020-10**	**2020-11**
表外融资	**2977**	**3576**	**1725**	**1152**	**206**	**(981)**
委托贷款	343	835	98	(295)	493	928
信托贷款	(867)	(691)	342	(487)	(251)	(714)
未贴现银行承兑汇票	3501	3432	1284	1934	(36)	(1196)
直接融资	**3214**	**(932)**	**10030**	**6076**	**4298**	**63**
企业债券融资	2247	(586)	275	(1115)	490	(2468)
非金融企业境内股票融资	385	622	1026	852	747	247
政府债券	583	(968)	8729	6339	3060	2284

资料来源：Wind，民生证券研究院

M2-M1 剪刀差收窄。M2 同比增长 10.70%（Wind 预测平均值 10.56%），增速较上月提升 0.20pct。增速上行一是因为 10 月增速较低（财政存款不计入 M2，10 月 M2 增速受到了财政存款超季节性增长的压制），而 11 月压制因素缓解；二是因为股市向好，非银同业存款和居民户存款同比增量提升，共同促使 M2 增速回升。11 月份，M1 同比增长 10.00%，增速环比上升 0.90pct。M2-M1 剪刀差从 10 月的 1.40pct 收窄至 0.70pct，资金活跃度提升，与实体经济复苏趋势一致。M1 增长预计是受益于房地产销售回款和企业中长期贷款增速提升对活期存款的派生作用。

图2：M1 和 M2 同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、投资建议：首选优质零售小微标的

社融增速回落，信贷政策预期边际收紧。11 月社融存量同比增长 13.60%，增速较上月下降 0.10pct，为一年以来首次回落。展望未来，随着制造业投资回暖、出口高增，企业中长期贷款已展现出较强的内生动力。金融委已经明确表态将严厉打击逃废债行为，监管部门积极处置违约事件，未来随着违约风险得到控制，企业债券融资需求将会恢复正常化。整体来看，货币政策回归正常化的趋势日益明朗，信贷政策预计将边际收紧，社融增速回落趋势预计将会延续，紧信用环境有利于提振银行资产端的定价能力。

经济持续向好，银行基本面改善。11 月 PMI 为 52.1%，环比大幅提升 0.7pct，已经连续 9 个月站在荣枯线以上。11 月出口增速高达 21.1%，增速较上月大幅上升 9.7pct，表现非常亮眼。此外，消费需求继续回暖，10 月社会消费品零售总额同比增长 4.3%，增速环比提升 1pct。海外疫苗进展顺利，有望加快海内外疫情好转，降低小微企业贷款和消费信贷风险，提振内需与出口需求。三季末上市银行总体风险降低，贷款利率和业绩增速已迎来拐点。未来随着经济持续好转，银行基本面改善可期。

消费复苏趋势下首选优质零售小微标的。虽然近期银行板块小幅回调，但是银行基本面持续向好，投资价值持续提升，上涨行情有望延续。当前银行板块估值处于历史低位，年底资金具有从高估值板块向低估值板块切换的需求，在经济数据和年底估值切换的催化下，现在正是加仓银行股的重要机会。在板块方面，小微零售业务是金融业长期转型方向，明年消费需求复苏态势明朗，零售信贷业务有望重回正轨，居民理财需求将带动零售银行的资管规模扩张，建议积极把握优质零售标的。**推荐常熟银行、兴业银行、邮储银行、招商银行。**

三、风险提示

疫情二级冲击，经济复苏不及预期，贷款利率下行，资产质量波动。

插图目录

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

表格目录

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.....5

分析师与研究助理简介

郭其伟，金融行业首席分析师，中山大学硕士学士。曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券。曾获得新财富评选2016年银行第三、非银第五（团队）；2015年银行第四、非银第四（团队）。金牛奖2016年银行第三，2015年银行第四。Wind金牌分析师2016年银行第三，非银第一；2015年银行第二、非银第四。中国保险资管协会最受欢迎卖方分析师2016年银行第三。拥有多年金融业研究经验，专注于银行和非银领域的行业分析。

廖紫苑，民生证券金融行业助理研究员，新加坡国立大学硕士，浙江大学本科，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、证券和银行业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行，2019年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。