民生证券 MINSHENG SECURITIES

银行

行业研究/动态报告

社融增速再创新高，政府债券和信贷是亮点

—点评 10 月社融数据

动态研究报告/银行　　2020 年 11 月 12 日

报告摘要：

- **10月份社融增速再创新高**

10 月社融新增 1.42 万亿元（Wind 预测平均值 1.41 万亿元），同比多增 5520 亿元，带动社融存量同比增长 13.70%，增速较上月提升 0.20pct，再创 2018 年以来新高。10 月社融同比多增主要得益于政府债券同比多增 3060 亿元和企业中长期贷款同比多增 1897 亿元，主要负面影响源自票据融资同比多减 1338 亿元。

- **企业中长期贷款表现亮眼，票据融资继续缩量**

10 月对实体经济发放的人民币贷款新增 6663 亿元（Wind 预测平均值 7943 亿元），同比多增 1193 亿元。主要多增量源自企业中长期贷款，预计是基建和房地产投资保持较快增长、制造业持续回暖所致。企业短期贷款较为平稳。票据融资大幅缩减，预计是商业银行主动为企业中长期贷款腾挪额度所致。居民短期贷款同比少增 351 亿元，消费复苏力度较弱。居民中长期贷款同比多增 472 亿元，预计是由于近期商品房销售较为平稳。

- **表外融资继续压降，政府债券显著多增**

10 月表外融资继续压降，主要源于未贴现银行承兑汇票减少 1089 亿元，同比多减 36 亿元。委托贷款和信托贷款合计减少 1049 亿元，压降幅度小于 9 月（减少 1476 亿元）。直接融资新增 8380 亿元，同比多增 4298 亿元。其中，政府债券和企业债券分别新增 4931 亿元和 2522 亿元，同比多增 3060 亿元和 490 亿元。政府债券同比多增主要是由于今年地方债为特别国债发行让路，发行高峰有所延后。

- **M2-M1剪刀差收窄**

M2 同比增长 10.50%（Wind 预测平均值 10.83%），增速环比下降 0.4pct，判断是由于今年 10 月存款增长主要源于非 M2 口径的财政存款所致。M1 同比增长 9.10%，增速环比提升 1pct，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**

经济持续向好，银行基本面改善。信贷政策预计将边际收紧，有利于提振银行资产端的定价能力。当前银行板块的估值水平处于历史低位，在经济数据的催化下，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，下半年消费需求复苏态势明朗，建议积极把握优质零售标的，**推荐兴业银行、招商银行、江苏银行、常熟银行**。

- **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。

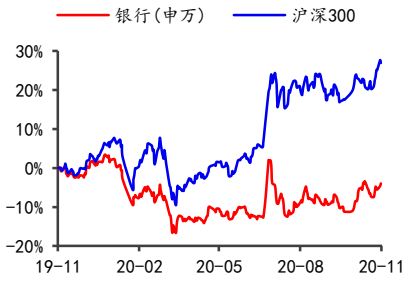
盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		11 月 11 日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601166.SH	兴业银行	18.68	3.17	3.12	3.36	5.89	5.99	5.55	推荐
600036.SH	招商银行	44.35	3.68	3.65	3.86	2.04	12.15	11.50	推荐
600919.SH	江苏银行	6.08	1.18	1.18	1.27	5.17	5.14	4.78	推荐
601128.SH	常熟银行	7.07	0.65	0.66	0.73	0.85	10.68	9.74	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. 业绩增速迎来拐点，风险状况改善

2. 网络小贷办法发布，监管补短板控风险

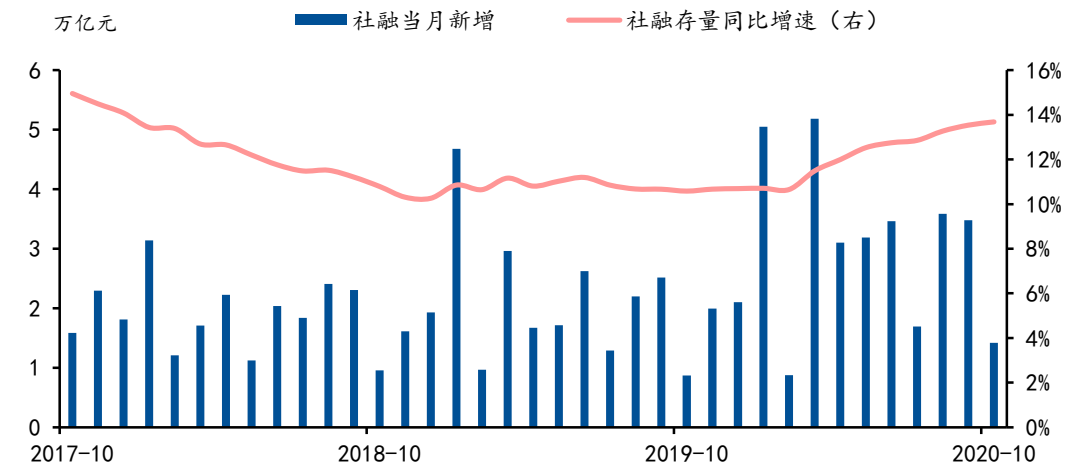
目录

一、社融增速再创新高，政府债券和信贷是亮点.....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、社融增速再创新高，政府债券和信贷是亮点

10 月份社融增速再创新高。10 月社融新增 1.42 万亿元(Wind 预测平均值 1.41 万亿元)，同比多增 5520 亿元，带动社融存量同比增长 13.70%，增速较上月提升 0.20pct，再创 2018 年以来新高。10 月社融同比多增主要得益于政府债券同比多增 3060 亿元和企业中长期贷款同比多增 1897 亿元，主要负面影响源自票据融资同比多减 1338 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）	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10
社会融资规模	**31866**	**34637**	**16918**	**35873**	**34772**	**14200**
人民币贷款	15502	19029	10221	14201	19171	6663
外币贷款	457	204	(524)	397	(302)	(175)
表外融资	226	854	(2649)	710	27	(2138)
直接融资	14594	11630	9022	18749	12649	8380
其他融资	1087	2920	848	1816	3227	1470
同比多增（亿元）	**2020-05**	**2020-06**	**2020-07**	**2020-08**	**2020-09**	**2020-10**
社会融资规模	**14742**	**8394**	**4046**	**13917**	**9630**	**5520**
人民币贷款	3647	2292	2135	1156	1559	1193
外币贷款	266	208	(303)	644	138	(165)
表外融资	1677	2977	3576	1725	1152	206
直接融资	9445	3170	(942)	10050	6152	4298
其他融资	(293)	(254)	(420)	342	629	(12)

资料来源：Wind，民生证券研究院

企业中长期贷款表现亮眼，票据融资继续缩量。10 月对实体经济发放的人民币贷款新增 6663 亿元（Wind 预测平均值 7943 亿元），同比多增 1193 亿元。其中，居民贷款和企业短期贷款表现相对平稳，票据融资大幅缩减，同比多增量主要源于企业中长期贷款。分部门来看：

企业贷款新增 2335 亿元，同比多增 1073 亿元。其中，企业中长期贷款新增 4113 亿元，同比多增 1897 亿元，预计是由于基建和房地产投资保持较快增长、制造业持续回暖所致。企

业短期贷款减少 837 亿元，同比少减 341 亿元，表现较为平稳，环比延续季末冲量季初回落的规律。票据融资缩减 1124 亿元，同比多减 1338 亿元。预计是商业银行主动压降对企业的票据融资，为企业中长期贷款腾挪额度所致。

居民贷款新增 4331 亿元，同比多增 121 亿元。其中，居民短期新增 272 亿元，同比少增 351 亿元，体现消费复苏力度还比较弱。居民中长期贷款新增 4059 亿元，同比多增 472 亿元，预计是商品房销售近期较为平稳。

表 2：新增贷款结构

当月值（亿元）	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10
居民户贷款	**7043**	**9815**	**7578**	**8415**	**9607**	**4331**
短期贷款	2381	3400	1510	2844	3394	272
中长期贷款	4662	6349	6067	5571	6362	4059
非金融企业及机关团体贷款	**8459**	**9278**	**2645**	**5797**	**9458**	**2335**
短期贷款	1211	4051	(2421)	47	1274	(837)
票据融资	1586	(2104)	(1021)	(1676)	(2632)	(1124)
中长期贷款	5305	7348	5968	7252	10680	4113
同比多增（亿元）	**2020-05**	**2020-06**	**2020-07**	**2020-08**	**2020-09**	**2020-10**
居民户贷款	**418**	**2198**	**2466**	**1877**	**2057**	**121**
短期贷款	433	733	815	846	687	(351)
中长期贷款	(15)	1491	1650	1031	1419	472
非金融企业及机关团体贷款	**3235**	**173**	**(329)**	**(716)**	**(655)**	**1073**
短期贷款	2	(357)	(226)	402	(1276)	341
票据融资	454	(3065)	(2305)	(4102)	(4422)	(1338)
中长期贷款	2781	3595	2290	2967	5043	1897

资料来源：Wind，民生证券研究院

表外融资继续压降。10 月表外融资减少 2138 亿元，同比少减 206 亿元。其中，委托贷款和信托贷款分别减少 174 亿元和 875 亿元，合计减少 1049 亿元，压降幅度小于 9 月（减少 1476 亿元）。此外，未贴现银行承兑汇票减少 1089 亿元，同比多减 36 亿元，是 10 月表外融资压降的主要原因。

政府债券多增是社融增长的主要动力。10 月直接融资新增 8380 亿元，同比多增 4298 亿元。其中政府债券和企业债券分别新增 4931 亿元和 2522 亿元，同比多增 3060 亿元和 490 亿元。政府债券同比多增主要是因为受到疫情和政策影响，发行节奏有所改变。过往地方债主要在二季度两会后集中发行，今年为了在 7 月底发完特别国债，地方债为特别国债发行让路，发行高峰有所延后。

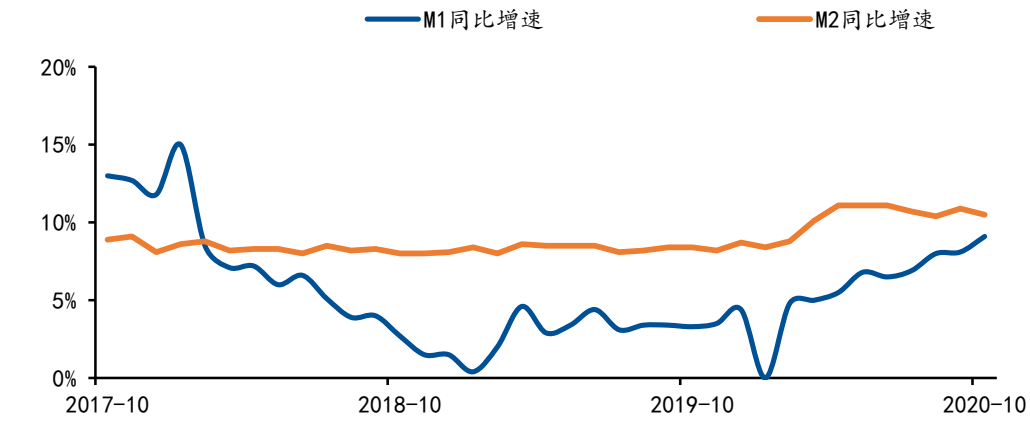
表 3：表外融资和直接融资结构

当月值（亿元）	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10
表外融资	**226**	**854**	**(2649)**	**710**	**27**	**(2138)**
委托贷款	(273)	(484)	(152)	(415)	(317)	(174)
信托贷款	(337)	(852)	(1367)	(316)	(1159)	(875)
未贴现银行承兑汇票	836	2190	(1130)	1441	1503	(1089)
直接融资	**14594**	**11630**	**9022**	**18749**	**12649**	**8380**
企业债券融资	2879	3642	2348	3659	1412	2522
非金融企业境内股票融资	353	538	1215	1302	1121	927
政府债券	11362	7450	5459	13788	10116	4931
同比多增（亿元）	**2020-05**	**2020-06**	**2020-07**	**2020-08**	**2020-09**	**2020-10**
表外融资	**1677**	**2977**	**3576**	**1725**	**1152**	**206**
委托贷款	358	343	835	98	(295)	493
信托贷款	(285)	(867)	(691)	342	(487)	(251)
未贴现银行承兑汇票	1604	3501	3432	1284	1934	(36)
直接融资	**9445**	**3170**	**(942)**	**10050**	**6152**	**4298**
企业债券融资	1846	2203	(596)	275	(1019)	490
非金融企业境内股票融资	94	385	622	1046	832	747
政府债券	7505	583	(968)	8729	6339	3060

资料来源：Wind，民生证券研究院

M2-M1 剪刀差收窄。M2 同比增长 10.50%(Wind 预测平均值 10.83%)，增速环比下降 0.40pct，判断是由于今年 10 月存款增长主要源于财政存款，但财政存款不纳入 M2 口径所致。M1 同比增长 9.10%，增速环比提升 1pct，M2-M1 剪刀差收窄，说明资金活跃度提升，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

社融再创新高，信贷政策预期边际收紧。综合 10 月社融结构数据看，虽然当前居民消费改善有限，但得益于政府债券发行、基建和房地产保持增长、制造业投资发力，社融增速再创新高。考虑到前两年四季度均有一部分次年地方债额度提前下发，未来若提前发行 2021 年地方债额度，则有望对四季度社融增速形成一定支撑。11 月国务院政策例行吹风会首次明确提出“特殊时期出台的政策将适时适度调整”，预计未来信贷政策将边际收紧，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。10 月制造业 PMI 为 51.4%，已连续 8 月处于扩张区间。消费需求提升，9 月社会消费品零售总额同比增长 3.3%，增速环比提升 2.8pct。随着“双十一”电商促销活动开启，四季度消费需求有望继续提升。近日，新冠肺炎疫苗已取得重大突破，有望加速海内外疫情好转，降低小微企业贷款和消费信贷风险，提振内需与出口需求。

消费复苏趋势下首选优质零售小微标的。当前银行板块的估值水平处于历史低位，在经济数据的催化下，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，下半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。重点推荐兴业银行、招商银行、江苏银行、常熟银行。

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。