民生证券 MINSHENG SECURITIES

银行

行业研究/动态报告

社融再创新高，存款降息等待东风

—点评 3 月社融数据

动态研究报告/银行　　2020 年 04 月 13 日

报告摘要：

● 新增社融再创新高

新增社融自今年 1 月以后再次创下了历史新高，为 5.16 万亿元，同比多增 2.20 万亿元。3 月末社融存量余额同比增长 11.50%，增速为近两年来的新高。社融大增主要得益于企业贷款和直接融资发力，另外居民贷款和表外融资的需求较上月明显恢复。

● 企业融资继续加码，未来看财政货币双重发力

随着经济复工复产，居民消费需求重新被激发，新增居民短期贷款创下历史新高。居民住房贷款业务回归正常化。企业融资继续加码，投资需求回暖。对中小企业的贷款优惠政策让企业短期贷款和开票量大幅增加。在表外融资方面，和非标关系较大的委托贷款和信托贷款平稳压降，未贴现银行承兑汇票受益于普惠政策实现较快增长。在直接融资方面，较低的发债利率刺激企业债券融资增加。未来社融增速还有提升的空间。在中小企业基本面承压的情况下，基建项目和普惠贷款政策会是主要的发力点。我们预期社融增速从现在的 11.50%再上一个台阶，全年社融增速将在 13%左右。

● 下调存款基准利率需要更合适的时机

存款基准利率的调整还需要更多的宏观条件，最快可能也要到下半年才能看到进展。一是要等待 CPI 增速回落。回顾历史，对存款基准利率的调整往往滞后于 CPI 的变化。二是等待市场利率和存款利率两轨并一轨。不过今年同业资金利率下行为两轨合一创造了很好的条件。4 月 3 日人行宣布将超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%，降低了利率走廊的下限，有利于进一步降低市场利率来满足并轨要求。

● 投资建议

展望全年，监管主导的负债成本改善，会按照先同业后存款的顺序实现。这意味着同业负债占比更高的银行在短期更有能力应对息差收窄的影响。对于同业负债较多的上市银行，四五月份 LPR 下调的负面影响基本上能在政策空间内消化掉，维持净息差稳定。另一方面，把握第二季度财政货币政策发力的时间点，积极实现优质资产扩张的银行，将有以量补价的业绩增量空间。随着市场整体环境风险偏好下降，低估值高股息稳增长的银行股将体现出较好的配置价值。推荐建设银行、兴业银行、招商银行、平安银行、宁波银行。

● 风险提示

贷款利率下行，资产质量波动。

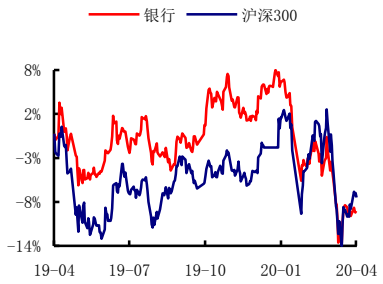
盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		4 月 10 日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601939. SH	建设银行	6. 37	1. 07	1. 11	1. 18	5. 97	5. 71	5. 40	推荐
601166. SH	兴业银行	16. 15	3. 17	3. 47	3. 82	5. 09	4. 65	4. 22	推荐
600036. SH	招商银行	32. 10	3. 68	4. 24	4. 93	8. 72	7. 57	6. 51	推荐
000001. SZ	平安银行	12. 79	1. 45	1. 67	1. 94	8. 80	7. 66	6. 60	推荐
002142. SZ	宁波银行	23. 27	2. 44	2. 94	3. 51	9. 55	7. 93	6. 63	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

相关研究

1. 行业动态报告:开启宽货币空间，降低银行资金成本

2. 行业事件点评:中小行将获定向降准，再次释放长期资金

目录

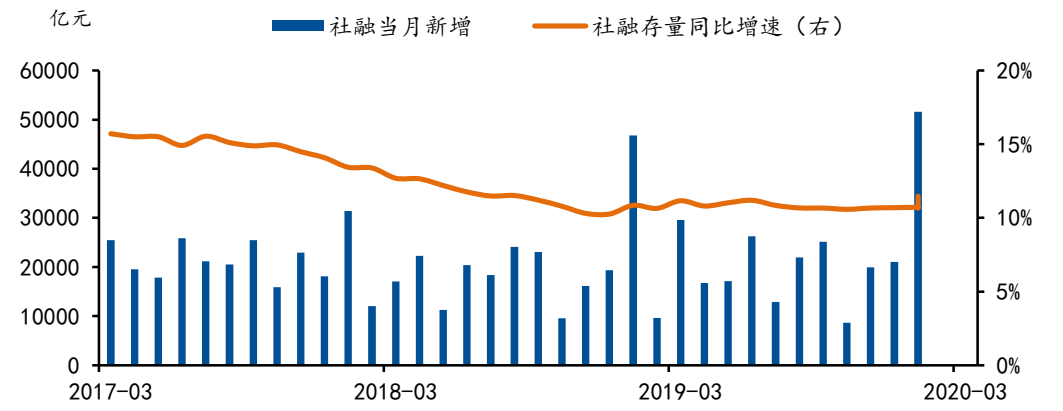
一、社融再创新高，存款降息等待东风.....3
1、新增社融再创新高，未来看财政货币双重发力.....3
2、下调存款基准利率还需要等待时机.....5
3、同业利率下行和规模增长将是主要的投资逻辑.....6
二、风险提示.....7
插图目录.....8
表格目录.....8

一、社融再创新高，存款降息等待东风

1、新增社融再创新高，未来看财政货币双重发力

3 月份逆周期政策的发力效果显著。在人行和财政多措并举的推动下，新增社融自今年 1 月以后再次创下了历史新高，为 5.16 万亿元，同比多增 2.20 万亿元。3 月末社融存量余额同比增长 11.50%，增速为近两年来的新高。社融大增主要得益于企业贷款和直接融资发力，而且居民贷款和表外融资的需求较上月明显恢复。

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）	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03
社会融资规模	8680	19937	21030	50619	8554	51627
人民币贷款	5470	13633	10770	34924	7202	30374
外币贷款	(10)	(249)	(205)	513	252	1145
表外融资	(2344)	(1063)	(1456)	1809	(4857)	2208
直接融资	4082	5570	6796	12109	6133	16513
其他融资	1482	2046	5126	1264	(176)	1387
同比多增（亿元）	**2019-10**	**2019-11**	**2019-12**	**2020-01**	**2020-02**	**2020-03**
社会融资规模	(858)	3810	1719	3828	(1111)	22025
人民币贷款	(1672)	1331	1488	(744)	(439)	10790
外币贷款	790	538	497	170	357	1142
表外融资	424	829	219	(1623)	(1208)	1385
直接融资	(648)	1699	(682)	5291	792	9432
其他融资	248	(587)	196	735	(614)	(724)

资料来源：Wind，民生证券研究院

居民消费需求改善。对实体经济发放的人民币贷款新增 3.04 万亿元，同比多增 1.08 万亿元。居民贷款由降转增是最大的亮点，单月新增 9892 亿元，同比多增 984 亿元。随着经济复工复产，居民消费需求重新被激发，新增居民短期贷款创下历史新高 5144 亿元，同比多增 850 亿元。后续的消费刺激政策或可继续支持居民短期贷款较快增长。

居民住房贷款业务回归正常化，中长期贷款新增 4738 亿元，同比多增 133 亿元；单月新

增额低于上年 12 月和今年 1 月，稍显逊色。3 月份个人房贷业务处理的主要是年初的存量进件。因为 2-3 月份商品房成交量下滑，我们预计后续居民中长期贷款增量还会小幅减少。

企业融资继续加码。非金融企业贷款新增 2.05 万亿元，同比多增 9841 亿元。对中小企业的普惠金融政策让企业短期贷款和开票量大幅增加，企业短期贷款和票据贴现新增 8752 亿元和 2075 亿元，分别同比多增 5651 亿元和 1097 亿元。基建项目发力，投资需求回暖，企业中长期贷款新增 9643 亿元，同比多增 3070 亿元。

表 2：新增贷款结构

当月值（亿元）	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03
居民户贷款	4210	6831	6459	6341	(4133)	9892
短期贷款	623	2142	1635	(1149)	(4504)	5144
中长期贷款	3587	4689	4824	7491	371	4738
非金融企业及机关团体贷款	1262	6794	4244	28600	11300	20500
短期贷款	(1178)	1643	35	7699	6549	8752
票据融资	214	624	262	3596	634	2075
中长期贷款	2216	4206	3978	16600	4157	9643
同比多增（亿元）	**2019-10**	**2019-11**	**2019-12**	**2020-01**	**2020-02**	**2020-03**
居民户贷款	(1426)	271	1955	(3557)	(3427)	984
短期贷款	(1284)	(27)	111	(4079)	(1572)	850
中长期贷款	(143)	298	1745	522	(1855)	133
非金融企业及机关团体贷款	(241)	1030	(489)	2800	2959	9841
短期贷款	(44)	1783	825	1780	5069	5651
票据融资	(850)	(1717)	(3133)	(1564)	(1061)	1097
中长期贷款	3070	3070	3070	3070	3070	3070

资料来源：Wind，民生证券研究院

在表外融资方面，和非标关系较大的委托贷款和信托贷款平稳压降。委托贷款减少 588 亿元，同比少减 482 亿元。信托贷款减少 22 亿元，同比多减 550 亿元。未贴现银行承兑汇票同样受益于普惠政策，大增 2818 亿元，同比多增 1453 亿元。在直接融资方面，较低的发债利率刺激企业债券融资放量增长 9953 亿元，同比多增 6407 亿元。政府债券增长 6363 亿元，同比多增 2951 亿元。3 月 IPO 发行放缓导致股票融资只有 197 亿元，同比多增 75 亿元。

表 3：表外融资和直接融资结构

当月值（亿元）	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03
委托贷款	(667)	(959)	(1316)	(26)	(356)	(588)
信托贷款	(624)	(673)	(1092)	432	(540)	(22)
未贴现银行承兑汇票	(1053)	570	951	1403	(3961)	2818
企业债券融资	2032	3330	2625	3887	3860	9953
非金融企业境内股票融资	180	524	432	609	449	197
政府债券	1871	1716	3738	7613	1824	6363
同比多增（亿元）	**2019-10**	**2019-11**	**2019-12**	**2020-01**	**2020-02**	**2020-03**
委托贷款	282	351	895	673	152	482
信托贷款	742	(219)	(604)	87	(503)	(550)
未贴现银行承兑汇票	(600)	697	(72)	(2384)	(858)	1453
企业债券融资	509	(588)	(1270)	(942)	2985	6407

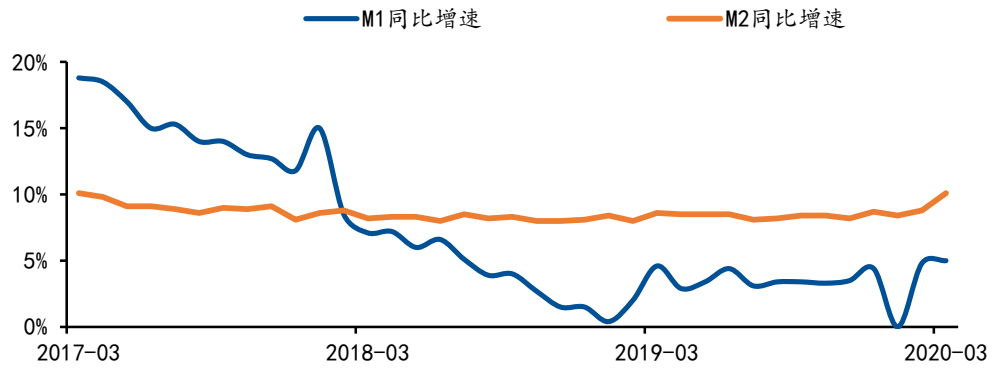
非金融企业境内股票融资	4	324	302	320	330	75
政府债券	(1161)	1963	286	5913	(2523)	2951

资料来源：Wind，民生证券研究院

未来社融看财政和货币政策双重发力。一季度社融大涨和逆周期政策密不可分，一季度社融新增 11.08 万亿元，比上年同期多增 2.47 万亿元。同比多增量和货币政策释放的流动性规模相近。一季度两次降准释放了 1.35 万亿元资金，加上 3000 亿元专项再贷款额度以及 5000 亿元再贷款再贴现额度，合计 2.15 万亿元。

展望未来，社融增速还有提升的空间。因为海外疫情防控效果不够理想，国内消费和净出口受到外需回落的冲击，那么投资对于稳定经济的重要性不言而喻。在中小企业基本面承压的情况下，基建项目和普惠贷款政策会是主要的发力点。在 3 月 31 日国常会定调以后，财政和货币两方面政策都开始着手准备。除了四五月份两次降准将释放的 4000 亿元资金以外，还有 1 万亿元再贷款再贴现额度、3000 亿元小微金融债券以及特别国债即将落地。我们预期社融增速从现在的 11.50%再上一个台阶，全年社融增速将在 13%左右。较快的社融增速有利于银行的资产扩张。从 M2 表现可见端倪。3 月 M2 增速重新回到双位数水平，达到 10.1%，较上月大幅增加 1.3pct。

图 2：M1 和 M2 同比增速

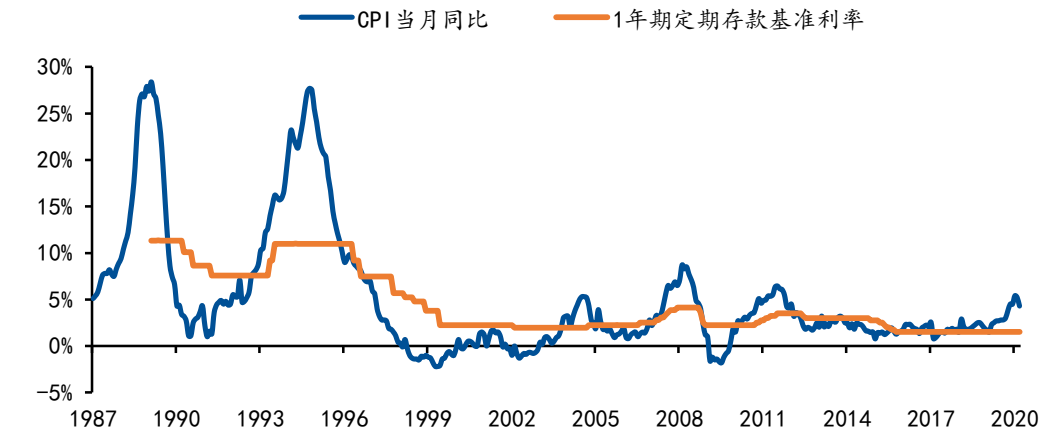


资料来源：Wind，民生证券研究院

2、下调存款基准利率还需要等待时机

人行在 4 月 10 日的发布会就下调存款基准利率的问题提出了相关意见。综合来看，我们认为存款基准利率的调整还需要等待合适的时机，最快可能也要到下半年才能看到进展。**一是要等待 CPI 增速回落**。目前 CPI 同比增速仍然处于高位。3 月 CPI 同比增速为 4.3%，增速较上月回落 0.9pct。但是 1 年期定期存款基准利率只有 1.5%，和 CPI 保持着较大的差距。回顾历史，对存款基准利率的调整往往滞后于 CPI 的变化。考虑到对通胀的影响，当 CPI 超越存款基准利率的时候是比较合适的政策实施窗口期。在其他政策工具落地以前，短期内调整存款基准利率的必要性还不够高。

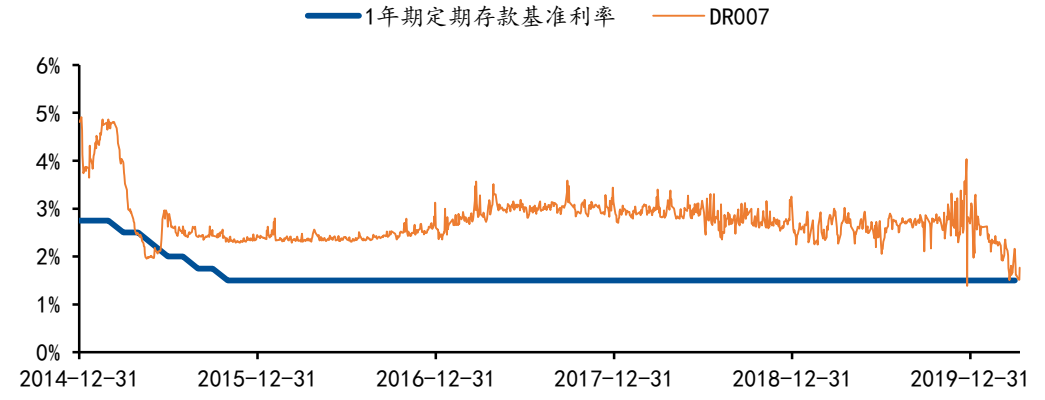
图 3：存款基准利率的调整往往滞后于 CPI 的变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

二是等待市场利率和存款利率两轨并一轨。过去存款基准利率相对于市场利率长期偏低，两者关联度较弱，所以一直有较大的利差。直接从存款基准利率切换到市场利率可能导致存款利率大幅波动。不过今年同业资金利率下行为两轨合一创造了很好的条件。以最为常用的表征银行市场化负债成本的 DR007 为例。从今年年初以来 DR007 的中枢已经从 2.8%一直下行到 1.5%附近。4 月 3 日人行宣布将超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%，降低了利率走廊的下限，有利于进一步降低市场利率来满足未来的并轨要求。

图 4：DR007 已经接近 1 年期定期存款基准利率水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

3、同业利率下行和规模增长将是主要的投资逻辑

存款基准利率下调只是迟到，而不会缺席。4 月 9 日中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，其中提出“稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨”。在中央定调之下，等通胀回落到位我们预计存款基准利率的改革还会进入议程。贷款利率下行和负债成本利率刚性之间的矛盾，是存款降息的主要考虑。存款在银行负债中的平均

比例约为 75%。而定价更市场化的同业负债受限于流动性监管框架，比例较难提升。4 月 10 日发布会上人行强调没有看到监管会放松“单家商业银行同业融入资金余额不得超过该银行负债总额的三分之一”要求。那么可以预见存款作为负债主导的地位不会改变。如果要持续压降贷款利率，存款利率的调整必不可少。

同业资金利率下行和规模扩张将提升银行盈利。在开启存款利率下行通道以前，同业资金利率下行是更可行的政策方向。这意味着同业负债占比更高的银行更有能力应对息差收窄的影响。超额存款准备金利率下降 37bp 以后，我们预计广谱同业资金利率也会同步下降。37bp 的同业资金利率降幅，大约可以抵消 10bp 的贷款利率下行对净息差的冲击。对于同业负债较多的上市银行，四五月份 LPR 下调的负面影响基本上能在政策空间内消化掉，继续维持净息差稳定。另一方面把握第二季度财政货币政策发力的时间点，积极实现优质资产扩张的银行，将有以量补价的业绩增量空间。在不发生系统性风险的政策底线下，银行整体信用风险将平稳释放，保持在可控范围。当前银行板块处于历史估值底部，随着市场整体环境风险偏好下降，低估值高股息稳增长的银行股将体现出较好的配置价值。推荐建设银行、兴业银行、招商银行、平安银行、宁波银行。

二、风险提示

1、贷款利率下行

2、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
图 3：存款基准利率的调整往往滞后于 CPI 的变化 6
图 4：DR007 已经接近 1 年期定期存款基准利率水平 6

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 4

分析师简介

郭其伟，民生证券首席金融行业分析师。中山大学硕士，曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券，负责银行、非银行业方向的研究。

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。