疫情后期的银行 6

三月信贷释放多重积极信号，推荐核心银行

增持（维持）

2020 年 04 月 12 日

证券分析师 马祥云
执业证号：S0600519020002
021-60199793
maxy@dwzq.com.cn

事件：1）3 月社融 5.16 万亿，同比多增 2.2 万亿；3 月末社融存量 262.24 万亿，同比增长 11.5%。2）3 月金融数据人民币贷款 2.85 万亿，同比多增 1.16 万亿；3 月末人民币贷款余额 160.21 万亿，同比增长 12.7%（2 月末增速 12.1%）；人民币存款余额 200.99 万亿，同比增长 9.3%（2 月末增速仅 8.1%）。3）3 月末 M2 余额 208.09 万亿，同比增长 10.1%（2 月末增速仅 8.8%）。

投资要点

- **一季度金融数据印证了“2 月下旬以来信贷加速放量”的判断，居民零售贷款明显复苏。**

  3 月新增人民币贷款高达 2.85 万亿，是历史上 3 月最高量，同比大幅多增 1.16 万亿，月度多增规模也创新高，源于疫情影响及宽信用政策引导，信贷投放延后至 3 月爆发。本月新增信贷体量比我们前期报告中的预测值高出 3300 亿，同时也大幅高出市场平均预期，预计将明显提振情绪，不过央行此前发布会已经释放预期。分拆数据：1）居民贷款大幅回暖至 9892 亿（2 月为-4133 亿），随着复工复产及居民经济活动逐步恢复，短期和长期贷款同步反弹，分别为 5144 亿、4738 亿；2）对公贷款继续发力，分别为 8752、9643 亿，同比大幅多增 5651、3070 亿，经济活动回暖及市场低利率驱动票据融资也同比多增 1097 亿，达到 2075 亿。

  从全口径社融数据来看，5.16 万亿的天量社融中信贷、债券为主要驱动力，企业债券、政府债券分别为 9953、6363 亿，占比分别为 19.3%、12.3%，市场利率走低后债券融资的吸引力明显提升。此外，3 月末 M2 明显回暖，余额达到 208.09 万亿，同比增速高达 10.1%（2 月末增速仅 8.8%），月末人民币存款余额 200.99 万亿，同比增长 9.3%，信贷投放加速派生存款，非金融企业存款一季度增加 1.86 万亿（而前两个月减少 1.33 万亿）。

- **二季度聚焦“货币更宽松”，金融数据隐含多重积极信号，下一步观察实体经济复苏成效。**

  1）关于货币政策传导的实际效果，市场此前担心虽然货币持续宽松，但受实际融资需求疲弱制约，流动性可能堆积在银行间市场而并未有效传导至实体经济。对此央行特别提及，一季度通过降准、再贷款等工具释放长期流动性约 2 万亿，而新增人民币贷款达到 7.1 万亿，相当于 1:3.5 的倍数放大效应证明货币传导效率还是颇具成效的。

  2）从信贷投放的利率角度，央行提到 3 月一般贷款利率比年初下降 26BP，而今年以来 LPR 降幅仅为 10BP，我们判断一部分原因在于信贷投放结构及期限的变化（企业现金流压力驱动短期贷款高增长、大型银行向大型优质企业增加信贷投放等），但这也能够说明货币政策“降息”效果已经传导到实体经济，“渐进式”的货币政策成效有所显现。

  3）从银行负债成本角度，央行提及近期已有部分银行的存款实际执行利率下降，同时包括货币基金、结构性存款等一些市场化的类存款产品利率明显降低（诸如余额宝、微信理财通等收益率已降到 2%以内，已低于银行一年期定期存款的实际执行利率，金融市场利率与存款利率正在一定程度上实现两轨合一轨），印证了央行不断压降市场无风险利率的工作已经有所见效。如果趋势延续，银行将有更多空间降低贷款利率，市场对银行利差的担忧也会缓释。

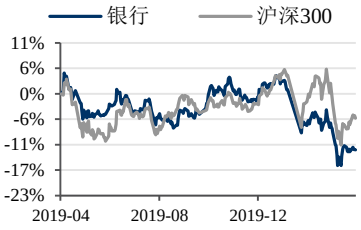
- **银行股悲观预期逐一改善，未来主要担忧在于资产质量，重点推荐客户优质的核心银行。**

  市场对银行股的核心担忧在于三点：利差收窄、信贷需求受疫情冲击大幅收缩、资产质量承压，今年银行股估值大幅回调后未曾明显反弹。我们认为，当前市场对净息差收窄的预期已足够充分，且如果未来银行负债成本开始边际下行或存款基准利率下调，净息差收窄幅度可能优于预期。此外，随着 2 月底以来信贷加速投放、居民零售贷款回暖，目前中大型主流银行也更有信心完成全年的信贷投放计划。因此，当前时点我们反复强调“资产质量比净息差更重要”，一方面未来两个季度内市场很难准确预估资产质量压力，另一方面从银行 ROE 角度，净息差的影响弹性明显弱于拨备计提。我们认为，尽管短期内信用卡等零售信贷资产质量有压力，但我们调研判断优质头部零售银行风险可控，且核心银行客群质量及风控更优异。

- **投资建议：**我们强调银行股基本面预期改善，当前估值低位重点推荐核心银行三条主线：1）**核心资产定价权回归——招商银行**，目前估值回调至 1.25x2020PB，接近 2017 年平均估值，积极看好估值修复；2）**基本面转型升级——平安银行**，目前估值跌至 0.84x2020PB，对公业务升级改善负债成本、基本面向好重点推荐；3）**险资最爱的低估值高股息率——建设银行**，目前 H 股估值低至 0.61xPB、股息率达到 5.93%，重点推荐。

- **风险提示：**1）疫情冲击造成银行资产质量承压，尤其短期内零售资产质量风险升级；2）银行贷款利率下行，但存款成本下行困难，净息差收窄；3）中小银行流动性风险。

行业走势



相关研究

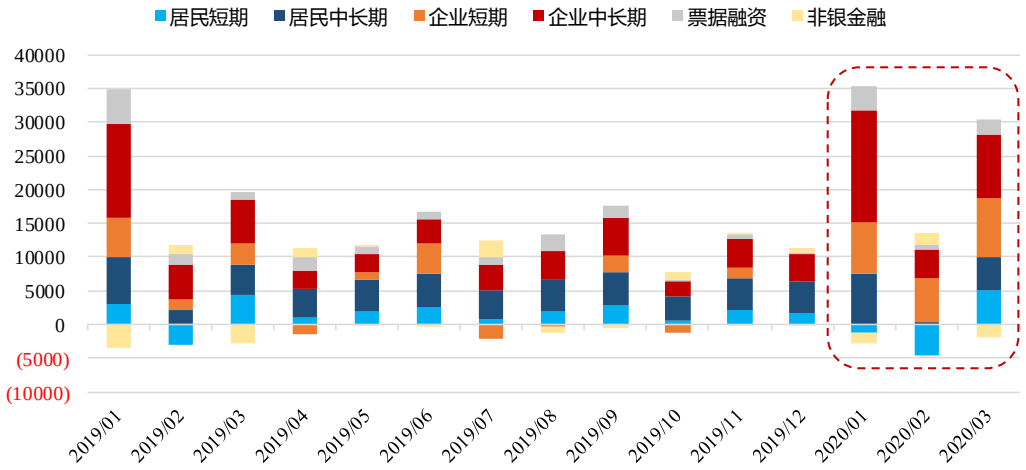
1、《银行行业投资策略：核心银行绝佳机遇，买入持有三条主线》2020-04-07

2、《疫情后期的银行 5：十二年未动的超额存准利率，因何下调？》2020-04-05

3、《疫情后期的银行 4：国常会再提定向降准，二季度宽松主基调》2020-04-01

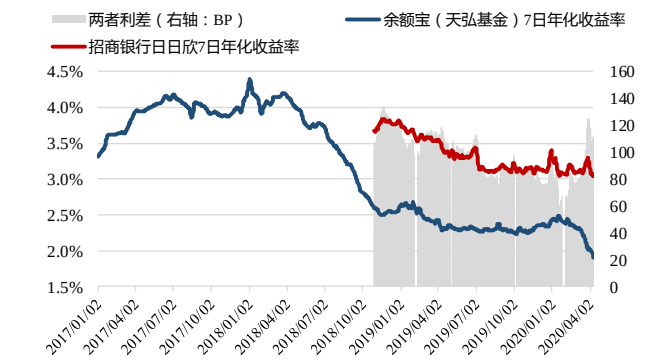
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：3 月信贷加速放量，企业贷款继续高投放、居民零售贷款强反弹



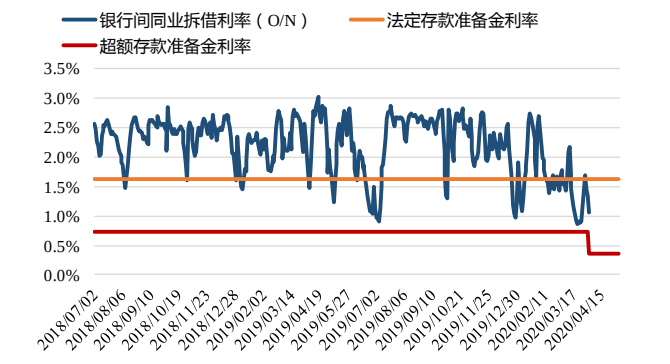
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

图 2：余额宝收益率持续下行，类货基收益率相对刚性



数据来源：Wind，招商银行官网，东吴证券研究所

图 3：超额存准利率下调后打开无风险利率下行空间



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn