民生证券 MINSHENG SECURITIES

银行

行业研究/动态报告

社融超预期，把握行情机会

—点评 1 月金融数据和 2 月 LPR 报价

动态研究报告/银行　　2020 年 02 月 21 日

报告摘要：

- **社融和信贷超预期，政府债和企业中长贷表现突出**

2 月 30 日人行发布 1 月金融数据。1 月社融新增 5.07 万亿元，人民币贷款新增 3.34 万亿元，增量超出市场预期。社融同比多增主要得益于政府债券和企业中长期贷款。今年地方债额度提前下发，1 月地方债发行量大增。1 月初人行降准，增加银行的可投放资金。又因为存量贷款从 3 月起开始“换锚”挂钩 LPR，预期贷款收益率下降，银行集中在年初增加了长久期的贷款投放量。

- **M1增速较慢主要受票据和疫情的影响**

1 月末 M1 同比增长 0.0%，增速较上月下降 4.4pct。M2 同比增长 8.4%，增速较上月下降 0.3pct。M1 增速首次跌至 0%，主要是阶段性的变化。首先今年票据融资冲量的做法被监管，企业资金的交易需求减弱。其次受疫情影响，居民消费需求减弱，企业资金回笼速度放慢。M1 更明显拐点预计在 3 月出现。

- **1年期和5年期LPR下降，负债监管或有放松空间**

2 月 20 日人行发布 2 月 LPR 报价，1 年期 LPR 为 4.05%，较上月下降 10bp。5 年期 LPR 为 4.75%，较上月下降 5bp。这次 LPR 下降主要影响 2019 年 8 月到 2020 年 1 月新增贷款的重定价。对于大多数存量贷款暂时影响不大。存量贷款的利率“换锚”从今年 3 月到 8 月才逐步实施。如果其他条件不变，那么 LPR 继续下降的空间有限。中小银行的基本面压力或是制约因素。如果继续下调 LPR 引导金融机构提升风险偏好，那么未来在银行负债端的监管或许有放松的可能性。

- **投资建议：疫情影响消退，把握券商银行**

1 月在疫情初步影响之下社融依然取得超预期表现，表现出监管层宽信用的明确态度。2 月份受疫情影响社融预计短期承压。但是随着 3 月企业复工节奏的加快，预计信贷在 3 月到 Q2 仍会有较快的增长，推动社融走高。疫情影响消退后，阶段性承压的零售业务和中小企业业务将迎来较大的边际修复空间。建议关注平安银行、常熟银行、宁波银行。在非银部分，近期两市成交额放量，再融资新规扩大券商投行业务规模，建议关注华泰证券、中信证券。

- **风险提示**

贷款利率下行较快压制息差，部分银行资产质量波动

盈利预测与财务指标

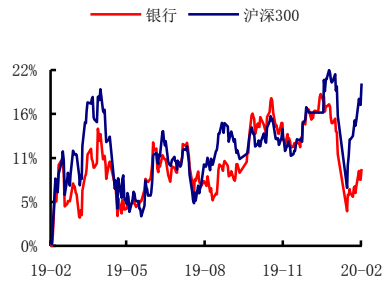
代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2 月 20 日	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000001.SZ	平安银行	15.59	1.28	1.45	1.67	12.19	10.73	9.34	推荐
601128.SH	常熟银行	8.33	0.54	0.65	0.79	15.36	12.73	10.55	推荐
002142.SZ	宁波银行	26.72	1.99	2.40	2.90	13.44	11.14	9.23	谨慎推荐
601688.SH	华泰证券	20.45	0.61	0.88	1.03	26.56	23.16	19.86	未评级
600030.SH	中信证券	25.42	0.77	1.02	1.21	20.66	24.95	20.75	未评级

资料来源：公司公告、民生证券研究院

注：未评级公司盈利预测来自 wind 一致预期

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

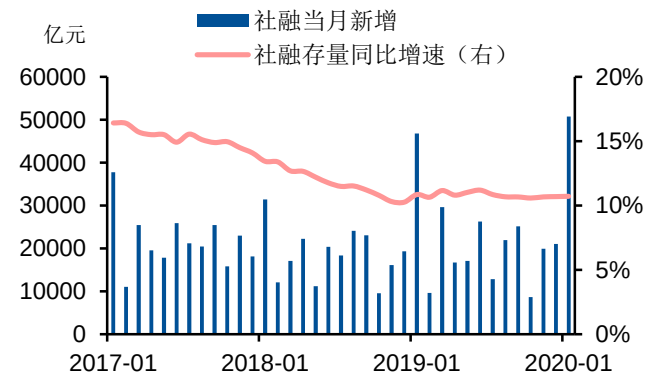
1. 行业事件点评:12 月贷款利率下降，把握银行结构化行情
2. 行业周（月）报:周观点：再融资新规松绑，支持实体力度加大

（一）社融和信贷超预期，政府债和企业中长贷同比多增

1、社融和信贷增长超预期

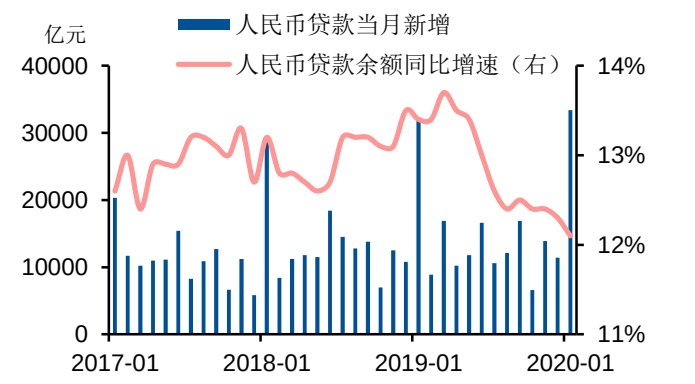
2 月 30 日人行发布 1 月金融数据。1 月社融新增 5.07 万亿元，人民币贷款新增 3.34 万亿元，增量超出市场预期。

图 1：社融增长超预期



资料来源：人民银行，民生证券研究院

图 2：信贷增长超预期



资料来源：人民银行，民生证券研究院

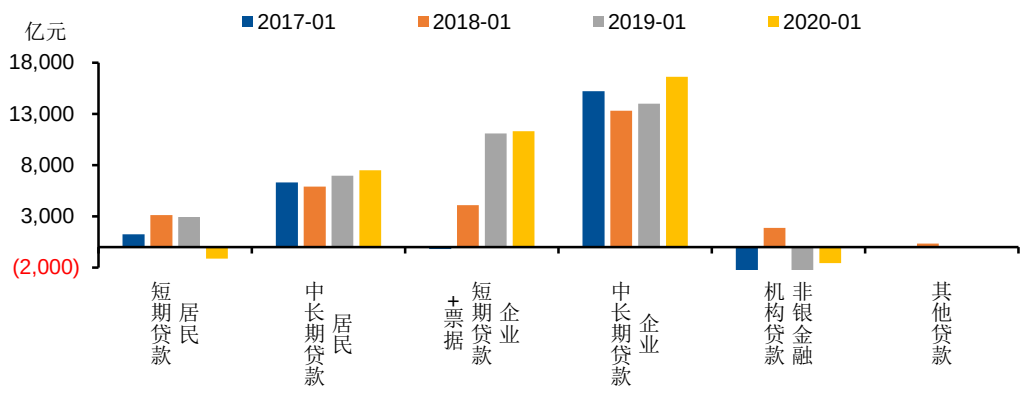
2、政府债券和企业中长期贷款推动社融同比多增

1 月社融新增 5.07 万亿元，同比多增 3909 亿元，同比多增主要得益于政府债券和企业中长期贷款。今年地方债额度提前下发，1 月地方债发行量达到 7850.64 亿元，同比大增 3670.98 亿元。反映到社融中的政府债券指标，1 月新增 7613 亿元，同比多增 5913 亿元。企业中长期贷款新增 1.66 万亿元，同比多增 2600 亿元，延续 2 个月较快增长。1 月初人行降准，增加银行的可投放资金。又因为存量贷款从 3 月起开始“换锚”挂钩 LPR，预期贷款收益率下降，银行集中在年初增加了长久期的贷款投放量。

新增社融的同比拖累项主要是票据和居民短期贷款。上年同期因为票据短期冲量导致票据融资和未贴现银承的基数较高，今年 1 月两者同比回落。票据融资和未贴现银承 1 月分别新增 3596 亿元和 1403 亿元，同比少增 1564 亿元和 2384 亿元。居民短期贷款受到疫情影响，消费需求减弱，1 月下降 1149 亿元，同比多减 4079 亿元。

1 月末社融存量同比增长 10.7%，增速较上月持平。但是其中对实体经济发放的人民币贷款同比增速为 12.2%，受居民短贷增长放慢拖累，增速较上月下降 0.3pct。考虑到 2 月份受疫情影响，居民贷款和中小企业贷款的投放会继续承压，我们预计 2 月贷款增速还会小幅下滑。在 19 日晚发布的 2019Q4 货币政策报告中，人行提出“引导金融机构加大对疫情防控的信贷投放力度”。我们判断随着近期湖北以外疫情影响逐步受控，企业复工速度加快。3 月和 2020Q2 的贷款增速会有较为明显的回复。

图 3：当月新增人民币贷款结构

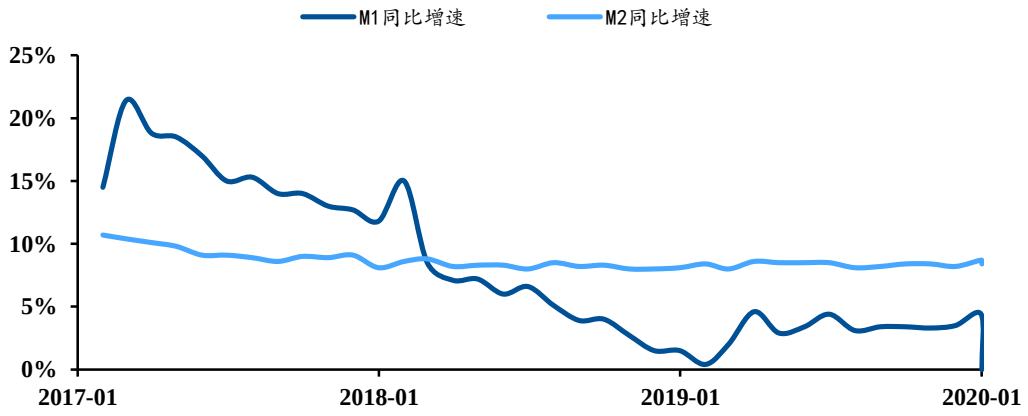


资料来源：人民银行，民生证券研究院

3、M1 增速较低源于疫情和票据的影响

1 月末 M1 同比增长 0.0%，增速较上月下降 4.4pct。M2 同比增长 8.4%，增速较上月下降 0.3pct。M1 增速首次跌至 0%，反映企业存款活期率大幅下降。我们认为这主要是阶段性的变化。首先今年票据融资冲量的做法被监管，企业资金的交易需求减弱。其次受疫情影响，居民消费需求减弱，企业资金回笼速度放慢。因为疫情影响持续到 2 月份，同时 1 月商品房交易数据同比下滑较快，对居民中长期贷款投放的滞后影响预计会在 2 月体现，所以我们判断 2 月受房地产企业资金回笼减慢、企业复工率不高的影响，M1 可能继续低迷，更明显拐点预计在 3 月出现。

图 4：M1 和 M2 同比增速



资料来源：人民银行，民生证券研究院

（二）1 年期和 5 年期 LPR 下调，负债成本放松可期

2 月 20 日人行发布 2 月 LPR 报价，1 年期 LPR 为 4.05%，较上月下降 10bp，这是自上年 8 月改革后最大的单月降幅。5 年期 LPR 为 4.75%，较上月下降 5bp，这是 5 年期 LPR 自上年 8 月改革后第二次下降。

表 1：1 年期和 5 年期 LPR 下调

日期	LPR-1 年期	LPR-5 年期
2019-08-16	4.31%	
2019-08-20	4.25%	4.85%
2019-09-20	4.20%	4.85%
2019-10-21	4.20%	4.85%
2019-11-20	4.15%	4.80%
2019-12-20	4.15%	4.80%
2020-01-20	4.15%	4.80%
2020-02-20	4.05%	4.75%

资料来源：人民银行，民生证券研究院

这次 LPR 下降主要影响 2019 年 8 月到 2020 年 1 月新增贷款的重定价。根据 2019Q4 货币政策报告，在新发放贷款中运用 LPR 的占比已经达到 90%。另外下调后的 LPR 对于引导今年新增贷款利率也会有一定的帮助。但是对于大多数存量贷款，LPR 调整暂时影响不大。存量贷款只有在“换锚”后才会受到 LPR 下调的影响。存量贷款的利率“换锚”从今年 3 月到 8 月逐步实施。在定价方式转换后，存量贷款利率在 LPR 基础上的加点数保持不变，因此换锚后短期内存量贷款的利率基本稳定。

根据 2019 年上半年上市银行数据测算，计息负债成本率加上业务管理费用，以及大约 1 个百分点的信贷管理成本，贷款利率成本线大约为 3.7%-3.9%。如果其他条件不变，那么 LPR 继续下降的空间有限。尤其是大量中小银行的营收过度依赖净利息收入，缺少非息业务应对净息差收窄。而且城商行、农商行基本面已经有一定压力，截至 2019Q4 末，城商行和农商行不良率分别高达 2.32%和 3.90%。如果需要继续下调 LPR，引导金融机构提升风险偏好，向中小企业业务倾斜，那么未来在银行负债端的监管或许有放松的可能性。除了压降同业负债成本以外，另一个可能的选项是下调存款基准利率。

（三）疫情影响减弱，把握零售银行和券商板块

1 月在疫情初步影响之下社融依然取得超预期表现，表现出监管层宽信用的明确态度。2 月份受疫情影响社融预计短期承压。但是随着 3 月企业复工节奏的加快，预计信贷在 3 月到 Q2 仍会有较快的增长，推动社融走高。正如我们在年度策略报告所说，今年银行资产投放将是以量补价模式。资产增速维持快增长，息差收窄幅度可控。贷款利率的下行，将由缓释的负债成本部分抵消。在权衡资本补充和支持实体两方面的目标之后，行业整体利润增速预计保持稳定，重点在于结构化的行情。疫情影响消退后，阶段性承压的零售业务和中小企业业务将迎来较大的边际修复空间。建议关注平安银行、常熟银行、宁波银行。在非银部分，近期两市成交额放量，再融资新规扩大券商投行业务规模，建议关注华泰证券、中信证券。

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。