



商业银行

2020.01.16

## 乘风破浪会有时——复盘 2019 年社融

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

细分行业评级

	<b>袁梓芳(分析师)</b>	<b>郭昶皓(研究助理)</b>
	021-38676284	021-38031652
	yuanzifang@gtjas.com	guochanghao@gtjas.com
证书编号	S0880519060001	S0880118080077

### 本报告导读:

2019 年宽信用逐渐起效。节奏上, 全年前高后低, 增速先升后平; 结构上, 表外融资企稳, 企业贷款改善, 银行放贷意愿提升。口径上, 纳入政府债或突出财政政策效果。**摘要:**

- 从社融和信贷数据上来看, 2019 年整体信用环境较 2018 年宽松, 体现为: ①增速来看, 社融恢复同比多增, 存量增速亦回升; ②结构来看, 表外融资渠道收窄幅度减少, 企业信贷结构明显改善。
- 增速上, 2019 年新增社融恢复同比多增, 存量增速亦有回升: 2019 年新增社融 25.6 万亿元, 由 2018 年的同比少增 3.7 万亿元, 恢复为同比多增 3.1 万亿元; 存量社融同比增速 10.7%, 较 2018 年提升 0.4pc。
- 节奏上, 2019 年上半年新增社融同比显著多增, 全年呈现“前高后低”: 2019 年社融同比多增 3.1 万亿元, 其中上半年同比多增 3.2 万亿元, 主要由贷款、表外融资和地方专项债共同驱动。
- 结构上, 2019 年社融增量与 2018 年的结构差异主要在表外融资企稳。2018 年表外融资收缩幅度大, 靠贷款和企业债融拉回部分正向贡献, 但社融同比仍少增。2019 年社融同比多增主要由三方面驱动, 按增量贡献度大小排序为, 贷款 39%, 表外融资 38%, 企业债融 20%。  
**2019 年新增贷款同比多增 0.7 万亿元, 企业贷款结构明显改善。** 贷款增量整体呈现四个特点: ①企业短贷开始逐步替代票融, 银行对企业由被动放款转为主动投放; ②企业长贷同比恢复多增; ③居民短贷贡献明显减小, 或为加强监管消费贷款流向房地产所致; ④非银贷款同比少增。企业贷款结构好转, 显示出银行对经济和企业信心增加。
- 口径调整目的或为减少漏损、更易观察政策意图, 对数据影响不大。2019 年 12 月开始, 央行将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计, 目的或为: ①统计口径上, 指标更完善; ②政策意图上, 更好地体现未来财政政策发力的效果。新口径对数据的影响不大: ①从增速看, 新老口径存量社融增速 2019 年下半年以来几乎保持一致; ②从节奏看, 未来需考虑政府债券发力节奏的变化; ③从结构看, 新口径下, 政府债券对社融增量的贡献减少。
- **投资建议:** 企业贷款结构改善表明银行信贷投放意愿回暖, 宽信用政策正逐渐起效。社融数据企稳向好催化经济悲观预期边际修复, 利好银行板块情绪, 看好板块投资机会。选股方面, 基于板块景气度边际走弱及监管政策要求不断加强, 催化银行间基本面差距继续拉大, 选股策略需“稳操胜券”, 重点推荐下行周期竞争优势更凸显的零售型银行: 平安银行、招商银行、宁波银行、常熟银行和邮储银行(H股)。同时, 推荐高性价比优秀银行: 兴业银行、南京银行和光大银行。
- **风险提示:** 宽信用效果不及预期; 经济失速下行, 银行资产质量恶化。

### 相关报告

商业银行《差异定位催化分化, 龙头优势更为突出》	2020.01.05
商业银行《1 月策略: 布局全年, 稳操胜券》	2020.01.03
商业银行《蛟龙得水》	2020.01.03
商业银行《利率并轨更进一步, 零售银行影响较小》	2019.12.29
商业银行《企业融资持续回暖, M2 增速有望改善》	2019.12.11

## 目 录

1. 增长: 同比多增, 前高后低.....	3
2. 结构: 表外企稳, 企业改善.....	4
3. 口径: 趋于完善, 重视财政.....	6
4. 投资建议.....	7
5. 风险提示.....	7

本文旨在回顾 2019 年社融和信贷的增长和结构特征，并比较其与 2018 年的不同。

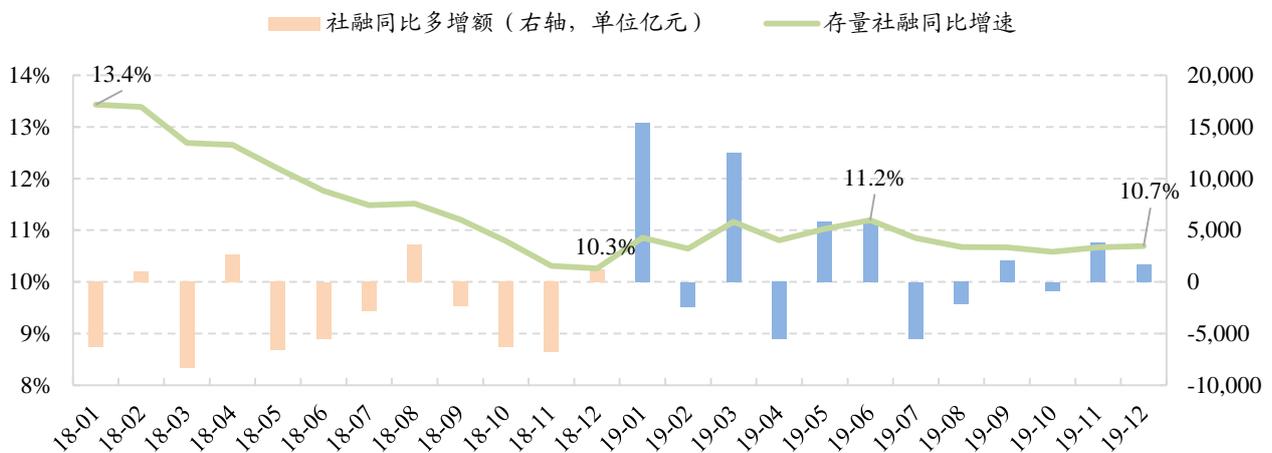
## 1. 增长：同比多增，前高后低

**2019 年社融实现同比多增，存量增速亦有回升：**2019 年新增社融 25.6 万亿元，由 2018 年的同比少增 3.7 万亿元，恢复为同比多增 3.1 万亿元；存量社融同比增速 10.7%，较 2018 年提升 0.4pc。

**全年社融节奏前高后低。**存量数据来看，2018 年存量社融同比增速持续下降，相较而言，2019 年整体增速基本保持平稳，但是节奏上前高后低：截至 2019 年 6 月末，增速较年初上升 0.9pc 至 11.2%；截至 2019 年 12 月末，增速较年中高点小幅降低 0.5pc 至 10.7%。

**社融前高后低的特征在新增数据上体现更为明显，2019 上半年新增社融同比显著多增：**2019 年全年新增社融同比多增 3.1 万亿元，其中，上半年同比多增 3.2 万亿元。

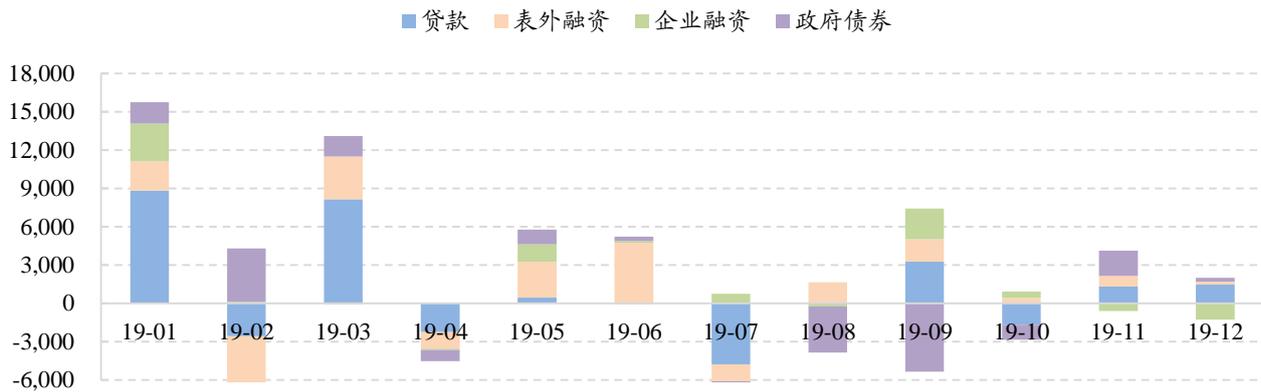
图 1：2019 年社融增速优于 2018 年，节奏“前高后低”



数据来源：中国人民银行官网，国泰君安证券研究。注：2019 年 9 月起企业债券融资口径纳入“交易所企业资产支持证券”；2019 年 12 月起，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，文内数据皆为重述后可比口径

**进一步拆分上半年社融显著多增的驱动因素，发现由贷款、表外融资和地方专项债共同作用：**①贷款在 1、3 月份同比多增；②表外融资在 1、3、5、6 月份同比多增；③地方专项债 2019 年发行节奏前置，上半年同比多增，8 月份开始出现少增情况。

图 2: 上半年社融显著多增由贷款、表外融资和地方专项债共同驱动 (单位: 亿元)

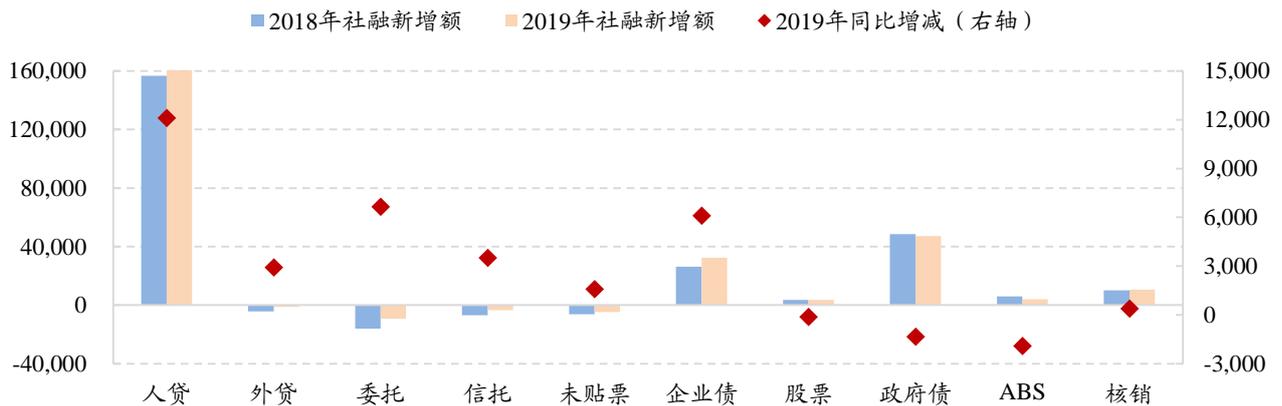


数据来源: 中国人民银行官网, 国泰君安证券研究。

## 2. 结构: 表外企稳, 企业改善

2019 年新增社融的结构差异主要体现在表外融资的企稳。2018 年表外融资收缩幅度较大, 主要依靠贷款和企业债融拉回部分正向贡献, 但全年社融仍同比少增。2019 年社融同比多增由三方面共同驱动: ①贷款同比多增 1.2 万亿, 贡献增量 39%; ②2019 年表外融资收缩幅度明显减小: 2019 年社融同比多增 3.1 万亿元, 其中表外融资同比少减 1.2 万亿元; 2019 年表外融资企稳的主要原因是 2018 年 7 月 20 日开始监管边际放松, 缓解了表外非标资产压降的压力; ③2019 年信用环境缓和, 企业发债同比多增 0.6 万亿, 贡献增量 20.0%。

图 3: 新增社融分项对比 (单位: 亿元)



数据来源: 中国人民银行官网, 国泰君安证券研究

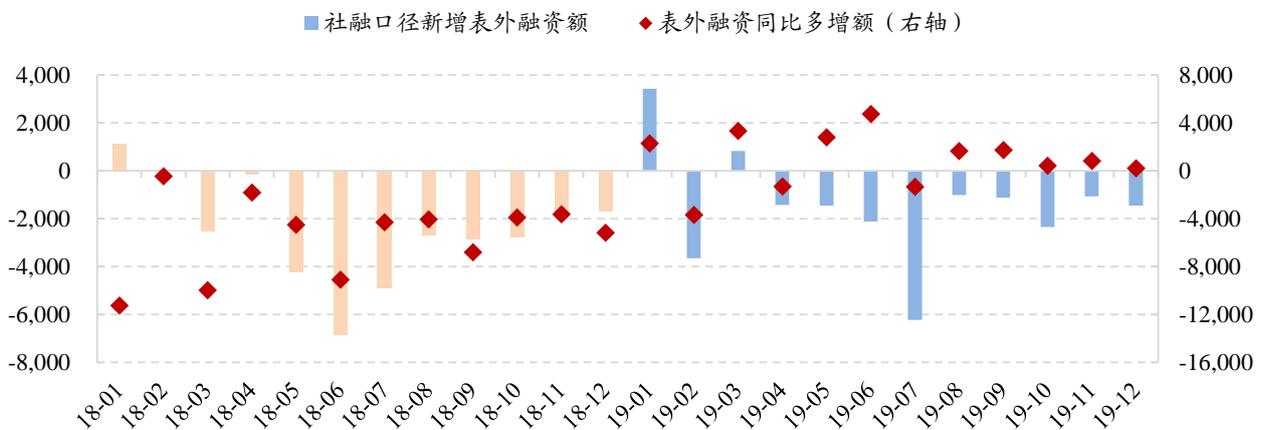
表 1: 新增社融结构拆解 (单位: 万亿元)

	2018 年新增额	同比多增	增量贡献度	2019 年新增额	同比多增	增量贡献度
社融新增	22.5	-3.7		25.6	3.1	
人民币贷款	15.7	1.8	50%	16.9	1.2	39%
外币贷款	-0.4	-0.4	-12%	-0.1	0.3	9%
表外融资	-2.9	-6.5	-178%	-1.8	1.2	38%

委托贷款	-1.6	-2.4	-65%	-0.9	0.7	22%
信托贷款	-0.7	-2.9	-80%	-0.3	0.4	11%
未贴票	-0.6	-1.2	-32%	-0.5	0.2	5%
企业债融	2.6	2.0	55%	3.2	0.6	20%
股票融资	0.4	-0.5	-14%	0.3	0.0	0%
政府债券	4.9	-0.7	-20%	4.7	-0.1	-4%
ABS	0.6	0.4	11%	0.4	-0.2	-6%
贷款核销	1.0	0.3	7%	1.1	0.0	1%
其他	0.7	0.0	0%	0.8	0.1	3%

数据来源：中国人民银行官网，国泰君安证券研究。注：表外融资为“委托贷款”“信托贷款”和“未贴票”三项之和。

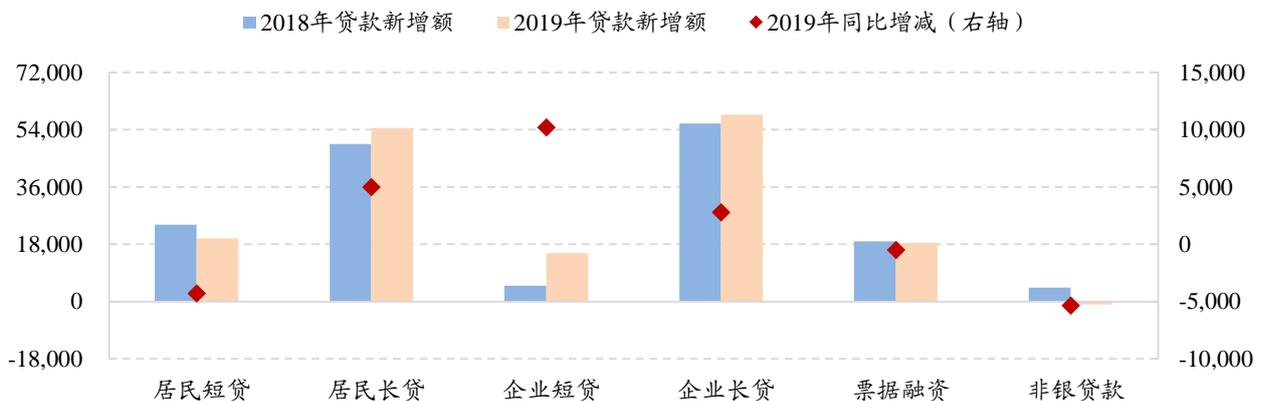
图 4：2018 年 7 月之后，社融口径下的新增表外融资收缩幅度减少（单位：亿元）



数据来源：中国人民银行官网，国泰君安证券研究

相较 2018 年，2019 年新增贷款同比多增 0.7 万亿元，增量呈现四个特点：①企业短期贷款开始逐步替代票融，银行对企业由被动放款转为主动投放；②企业长期贷款同比恢复多增；③居民短贷的贡献明显减弱，原因或为加强监管消费类贷款流向房地产所致；④非银贷款同比少增。企业贷款结构明显好转，显示出银行对经济和企业客户信心的增加，银行信贷投放意愿有提高

图 5：新增信贷分项对比（单位：亿元）



数据来源：中国人民银行官网，国泰君安证券研究

表 2: 新增贷款结构拆解 (单位: 万亿元)

	2018 年新增额	同比多增	增量贡献度	2019 年新增额	同比多增	增量贡献度
人民币各项贷款新增	16.2	2.6		16.8	0.7	
居民贷款	7.4	0.2	9%	7.4	0.1	11%
短期贷款	2.4	0.6	22%	2.0	-0.4	-66%
中长期贷款	5.0	-0.4	-13%	5.5	0.5	77%
企业贷款	8.3	1.6	59%	9.2	0.9	143%
短期贷款	0.5	-1.1	-43%	1.5	1.0	157%
中长期贷款	5.6	-0.8	-30%	5.9	0.3	43%
票据融资	1.9	3.5	131%	1.8	0.0	-8%
非银贷款	0.4	0.8	29%	-0.1	-0.5	-82%
其他	0.1	0.0	1%	0.0	0.0	-4%

数据来源: 中国人民银行官网, 国泰君安证券研究。

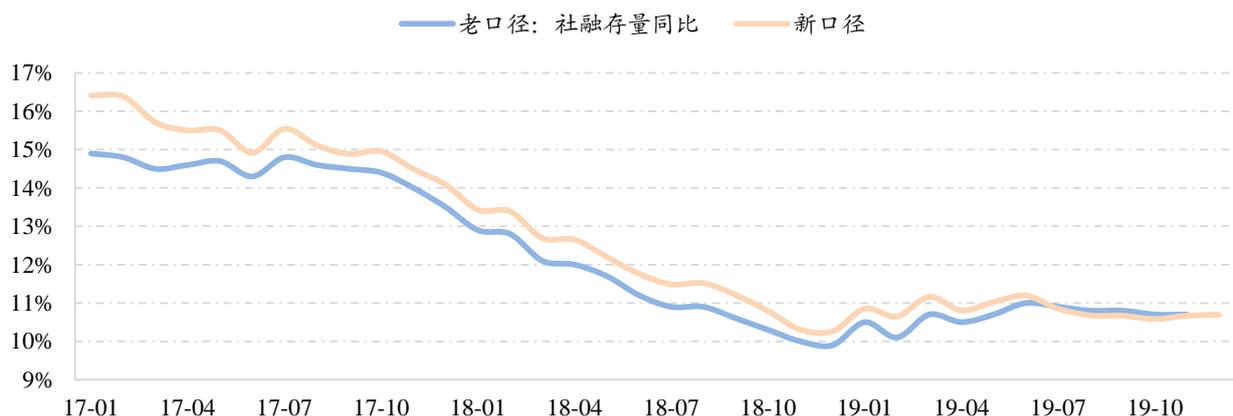
### 3. 口径: 趋于完善, 重视财政

央行在本次数据披露中, 将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计, 与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。

国债、地方政府一般债券纳入社融, 我们判断目的有两个: ①**减少漏损**: 统计口径上, 意味着采用排除法——只要不是金融体系内部的融资活动, 都算入“社融”当中, 减少了漏损情况。判断本次调整后, 未来社融口径或将不再有大变动; ②**更好体现政策意图**: 新口径将更好地体现未来财政政策作为一个整体的发力效果, 尤其是对信用的拉动作用。

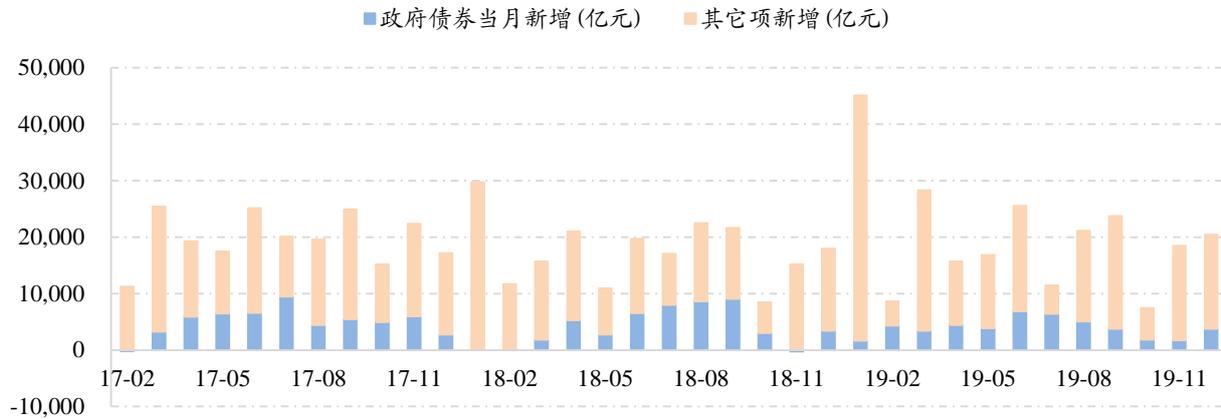
**数据层面上, 口径调整对社融的影响有限**: ①从增速看, 历史上新口径存量社融增速略高于老口径, 但 19 年下半年来几乎保持一致, 对增速影响不大。考虑到政府债务发行每年均有额度和相关计划, 因此政府债券的增量相对好预测; ②从节奏看, 需更加关注财政政策节奏, 政府债券历史上在二、三季度发力明显, 一、四季度相对平淡 (2020 年仍需考虑地方专项债发行节奏前移对社融的影响); ③从结构看, 新口径下政府类债券贡献减小——截至 2019 年 11 月, 社融老口径下地方专项债发行额较 2018 年多增 3647 亿元, 而新口径下政府债券同比少增 1327 亿元。

图 6: 新老口径下社融增速区别不大



数据来源：中国人民银行官网，国泰君安证券研究

图 7：每年二、三季度政府债券占新增社融的比重有提高



数据来源：中国人民银行官网，国泰君安证券研究

#### 4. 投资建议

企业贷款结构改善表明银行信贷投放意愿回暖，宽信用政策正逐渐起效。社融数据企稳向好催化经济悲观预期边际修复，利好银行板块情绪，看好板块投资机会。选股方面，基于板块景气度边际走弱及监管政策要求不断加强，催化银行间基本面差距继续拉大，选股策略需“稳操胜券”，重点推荐下行周期竞争优势更凸显的零售型银行：平安银行、招商银行、宁波银行、常熟银行和邮储银行(H股)。同时，推荐高性价比优秀银行：兴业银行、南京银行和光大银行。

#### 5. 风险提示

宽信用效果不及预期，经济失速下行，银行资产质量恶化。

**表 3: 上市银行最新盈利预测及估值水平**

	净利润增速		EPS (元)		BVPS (元)		市盈率 PE		市净率 PB		评级	目标价 (元)
	19年 E	20年 E	19年 E	20年 E	19年 E	20年 E	19年 E	20年 E	19年 E	20年 E		
兴业银行	9.1%	10.7%	3.11	3.45	23.65	26.35	6.27	5.65	0.82	0.74	增持	25.20
民生银行	7.2%	6.3%	1.22	1.30	10.15	11.26	5.18	4.86	0.62	0.56	增持	8.13
平安银行	16.5%	17.0%	1.63	1.92	14.56	16.31	10.13	8.60	1.13	1.01	增持	21.84
招商银行	13.2%	14.3%	3.62	4.14	22.77	25.82	10.53	9.21	1.67	1.48	增持	43.00
中信银行	6.7%	6.7%	0.94	1.01	8.88	9.65	6.41	5.97	0.68	0.62	增持	8.54
光大银行	13.8%	12.1%	0.70	0.79	6.12	6.73	6.04	5.35	0.69	0.63	增持	6.12
华夏银行	7.5%	7.3%	1.40	1.51	14.09	15.41	5.44	5.05	0.54	0.49	增持	10.30
<b>股份制</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.5%</b>					<b>7.14</b>	<b>6.38</b>	<b>0.88</b>	<b>0.79</b>		
工商银行	5.2%	5.5%	0.87	0.90	6.95	7.54	6.76	6.53	0.85	0.78	增持	8.10
农业银行	5.2%	6.1%	0.60	0.63	4.97	5.42	6.08	5.79	0.73	0.67	增持	4.75
中国银行	4.5%	6.4%	0.64	0.65	5.71	6.12	5.73	5.65	0.64	0.60	增持	5.02
建设银行	5.2%	5.2%	1.06	1.11	8.34	9.07	6.74	6.43	0.86	0.79	增持	8.74
交通银行	5.1%	5.7%	1.01	1.07	9.35	10.11	5.56	5.25	0.60	0.56	增持	7.21
邮储银行 (H股)	16.3%	13.8%	0.72	0.82	5.79	6.35	6.52	5.72	0.81	0.74	增持	6.47(港元)
<b>国有行</b>	<b>5.6%</b>	<b>6.1%</b>					<b>6.23</b>	<b>5.90</b>	<b>0.75</b>	<b>0.69</b>		
北京银行	9.2%	9.5%	1.00	1.10	9.13	9.86	5.65	5.14	0.62	0.57	增持	7.80
南京银行	15.1%	14.2%	1.45	1.67	9.15	10.36	6.03	5.23	0.96	0.84	增持	10.49
宁波银行	21.0%	21.8%	2.51	3.03	15.00	17.52	11.25	9.32	1.88	1.61	增持	31.11
贵阳银行	11.2%	11.4%	2.48	2.77	15.07	17.34	3.76	3.36	0.62	0.54	谨慎增持	15.45
江苏银行	13.6%	13.7%	1.20	1.37	9.81	10.93	5.94	5.20	0.73	0.65	增持	9.42
杭州银行	17.8%	17.2%	1.14	1.36	10.15	11.25	8.50	7.13	0.95	0.86	增持	11.17
成都银行	18.7%	18.0%	1.53	1.80	9.82	11.16	5.88	5.00	0.92	0.81	增持	10.80
<b>城商行</b>	<b>14.9%</b>	<b>15.3%</b>					<b>6.49</b>	<b>5.58</b>	<b>0.93</b>	<b>0.82</b>		
常熟银行	22.1%	17.3%	0.79	0.96	6.68	7.39	10.92	8.99	1.29	1.17	增持	9.02
江阴银行	9.5%	12.7%	0.46	0.49	5.41	5.77	9.89	9.29	0.84	0.79	增持	6.83
无锡银行	12.3%	12.5%	0.67	0.75	6.38	6.92	8.12	7.25	0.85	0.79	增持	8.52
苏农银行	13.0%	11.3%	0.53	0.56	6.44	6.82	9.87	9.34	0.81	0.77	增持	6.00
张家港行	11.4%	12.8%	0.51	0.58	5.67	6.12	11.24	9.88	1.01	0.94	增持	7.66
<b>农商行</b>	<b>14.9%</b>	<b>13.9%</b>					<b>10.01</b>	<b>8.95</b>	<b>0.96</b>	<b>0.89</b>		
<b>上市行</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.6%</b>					<b>7.28</b>	<b>6.51</b>	<b>0.89</b>	<b>0.80</b>		

数据来源: wind、国泰君安证券研究。注: 收盘价为 2020 年 01 月 16 日。此表为国泰君安银行组最新预测数据, 与 wind 一致预期有轻微差异, 已更新为 2019 年三季度报数据

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		