



银行业快评：银行视角看 宽信用的难点 关注中小行



信用收缩传导至经济，宽信用预期加强

在 2021 年 6 月《行业快评：银行间资金面宽松缘由的几个猜想》报告中，对于 3 月到 6 月为什么市场呈现“货币偏松+信用偏紧”的格局我们提出了五个猜想，并通过数据分析对五个猜想是否成立进行逐一验证。7 月以来该格局得以延续，2021 年 7 月末的社融增速已回落到 10.7%，其中企业中长期融资增速回落到 10.6%，较 2 月阶段性高点回落了 1.7 个百分点。我们认为该格局形成的核心因素一方面是监管严控地产和城投融资，另一方面央行货币政策并没有相应收紧，流动性维持合理充裕。后疫情时代我国经济面临的外部环境仍存在较大的不确定性，央行政策还没有到转向的时候，因此央行实施了稳健偏宽松的货币政策。但为了推进经济的高质量发展，房地产和城投融资被严格管控，这也是央行能够实施稳健货币政策的前提条件。但由于房地产和城投融资被严格管控，因此实体融资并没有出现明显提升，使得资金淤积在银行间市场，最终呈现出“货币偏松+信用偏紧”的格局。

社融增速的持续回落已逐步传导至经济，引发市场对宽信用充满预期。2021 年上半年实际 GDP 同比增长 12.7%，两年平均增长 5.3%，低于市场预期，7 月份经济数据也基本全面回落，因此市场对经济的担忧持续加剧。央行二季度货币政策执行报告、7 月 30 日的政治局会议等都强调搞好跨周期政策设计，8 月 23 日央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，易纲在总结中强调，要继续做好跨周期设计，衔接好今年下半年和明年上

半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。基于这些信息，市场对宽信用的预期持续强化。

从供需角度看宽信用实现的几个条件

我国间接融资为主，宽信用的主体是银行，既包括表内信贷投放，也包括表外投资。但 2017 年实施严监管以来，表外融资持续压缩。2021 年作为资管新规过渡期最后一年，预计今年表外融资很难有起色，整体仍将呈现压缩态势，所以今年接下来四个月信用扩张主要看银行表内信贷投放。此外，信用环境还与股票融资和企业债券发行等直接融资相关，但由于直接融资贡献较小，因此我们将视角主要放在银行的信贷投放上。

我们从传统的供需角度出发分析影响银行信贷投放的核心因素，供给角度来看，我国银行信贷供给一方面取决于监管政策，如央行投放的基础货币、政策利率、合意的信贷额度、MPA 监管等，另一方面则取决于银行信贷投放的主动行为，这与银行的资金成本、风险管控能力、经营效率等经营情况相关。我们在 2020 年 6 月的《银行业 2020 年下半年投资策略：从成本角度看银行让利空间》报告中提出，银行贷款定价除了要考虑资金成本之外，还需要考虑风险成本、经营成本、机会成本（无风险利率）、银行目标收益率等多因素，即“ $\text{贷款利率} = \text{资金成本} + \text{风险成本} + \text{经营成本} + \text{机会成本} + \text{银行目标收益率}$ ”。若银行贷款利率不能覆盖资金成本、风险成本和经营成本，银行发放信贷就要承担损失，信贷投放越多，损失越大，

这种情况下，银行是不愿意投放信贷的。一言以蔽之，就是银行信贷投放的价格必须有效覆盖其综合成本，银行才有意愿投放信贷。

需求角度来看，取决于居民、企业和政府有效融资需求。这里我们强调“有效融资需求”，即符合银行信用风险偏好的融资需求。根据供需模型，如果价格足够低，那么信贷需求就是无限的，但银行也不会因此投放信贷，即无效的融资需求。居民、企业和政府几大主体融资需求指的是以一定的价格获得贷款后能带来收益，可以是经济收益也可以是其他收益。

综上所述，我们认为银行信贷投放提速需要具备的条件包括，（1）政策的宽松，给银行宽信用提供基础条件。这里我们主要指货币政策的配合，宽货币往往是宽信用的必要条件；（2）符合银行风险偏好的融资需求的增加，能给银行和融资主体都带来收益。当前的货币政策已经给宽信用提供了较好的基础条件，宽信用主要取决于符合银行风险偏好的融资需求能否增加，则也是我们分析的重点。

信贷供给和需求的结构性问题

我国信用扩张与地产和基建高度相关

我国长期发展形成的经济和社会形态使得我国信用扩张与基建和地产景气度高度相关，一般情况下，房地产和基建景气度高的时候，宽信用效果比较明显。我们统计了工商银行、建设银行、兴业银行、光大银行和浦发银行五家银行（下同）的信贷投向，剔除与房地产和基建相关紧密行业

后的信贷配置比例持续下降，2020 年末该比例仅 33.9%，较 2014 年末下降了 10.8 个百分点。考虑到制造业、批发零售业等也受到地产和基建景气度的影响，因此，地产和基建的景气度是影响我国信用扩张至关重要的因素。

投资建议

社融增速的持续回落已逐步传导至经济，政策不断强调搞好跨周期政策设计，宽信用预期持续强化。但我们认为房地产和城投融资监管难以出现实质性的放松，而居民消费恢复较弱且制造业仍面临一定压力，因此我们判断四季度宽信用仍较难，但局部领域信用仍有望实现快速增长。

银行板块我们建议从两个角度精选个股，一是中长期角度推荐优质的宁波银行和招商银行，二是深耕中小微企业的农商行，建议重点关注常熟银行、苏农银行和张家港行。三家行区域经济发展，加上三家行自身经营能力较强，未来规模扩张和业绩增长具有较强的可持续性。截止 2021 年 8 月 27 日，苏农银行、常熟银行和张家港行静态 PB 值分别为 0.71x、0.93x 和 0.93x，对应 2021 年动态 PB 值分别为 0.65x、0.79x 和 0.84x，估值处

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34696

