

银行

证券研究报告

2018年07月26日

723 国常会点评：既保经济也稳杠杆，银行股反弹有望延续

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

廖志明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517070001

liaozhiming@tfzq.com

林瑾璐

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517090002

linjinlu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《银行-行业投资策略:2018 年中期投资策略:业绩依然向好,政策调整催化》 2018-07-24
- 2 《银行-行业专题研究:详解理财细则:尺度放松以稳信用,落地本身即利好》 2018-07-23
- 3 《银行-行业点评:央行 MLF 配额点评:紧信用环境趋于改善,银行板块或迎反弹》 2018-07-20

事件:

7月23日,国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,部署更好发挥财政金融政策作用,支持扩内需调结构促进实体经济发展;确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施。

点评:

7月23日国常会主要有两大主题:保经济、稳杠杆。

上半年宏观环境:去杠杆初见成效、社融低迷、贸易战升级

去杠杆初见成效:2018Q1 杠杆率增幅比去年同期收窄 1.1pct(17 年全年比前四年收窄 10.9pct),小微融资难、平台房地产融资受阻、债券违约加大。

贸易战有所加剧。国常会提到“外部环境不确定性”,意指贸易战层层加码。

社融增量持续收缩:2018H1 社融增量 9.1 万亿,比上年同期少 2.03 万亿。

货币、信贷、财政政策先后加码,逐步转为宽松

货币政策:三次降准、扩大 MLF 担保范围、流动性重回“合理充裕”。**信贷政策:**国有行额外配额、央行 MLF 配额、小微金融债豁免、落实免增值税、担保。**财政政策:**二次提到扩内需、地方政府市场化支持在建基建、协同民间资本推动有效投资。

宽松不等于全面放水,稳杠杆的大前提不变

一是,货币、信贷、财政政策的放松始终带有定向的性质。二是,本次政策全面放松,并未直接涉及房地产,并在探索“有效投资”,坚持不搞“大水漫灌”式强刺激。

更积极财政和适度社融促实体经济向好

一是,小微支持力度加大、支持在建基建项目、扩大减税降费、保持适度的社会融资和流动性合理充裕,将一定程度上消解银行资产质量恶化的风险。二是,更加积极的财政政策与带动起来的民间资本,共同推动有效投资,可为实体经济贡献新的增长动能,也将给银行业务带来的新的增长点。

投资建议:既保经济也稳杠杆,银行板块反弹有望延续

我们认为,723 国常会进一步确认政策较大调整,银行板块有望显著受益于货币、信贷、财政政策的全面放松,有助于缓解对资产质量的悲观预期,银行板块反弹有望延续。力推基本面明确的四大行和零售银行龙头(招行宁波平安),看好上海银行和中信银行 H 股。

风险提示:外部环境不确定性加强;财政政策力度不及预期等。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-07-25	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002142.SZ	宁波银行	16.9	买入	1.84	2.24	2.73	3.34	9.18	7.54	6.19	5.06
600036.SH	招商银行	28.22	买入	2.78	3.30	3.93	4.70	10.15	8.55	7.18	6.00
601288.SH	农业银行	3.64	买入	0.59	0.60	0.68	0.76	6.17	6.07	5.35	4.79
601398.SH	工商银行	5.62	买入	0.80	0.87	0.95	1.05	7.03	6.46	5.92	5.35
601939.SH	建设银行	6.92	增持	0.97	1.06	1.17	1.31	7.13	6.53	5.91	5.28

资料来源:天风证券研究所,注:PE=收盘价/EPS



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

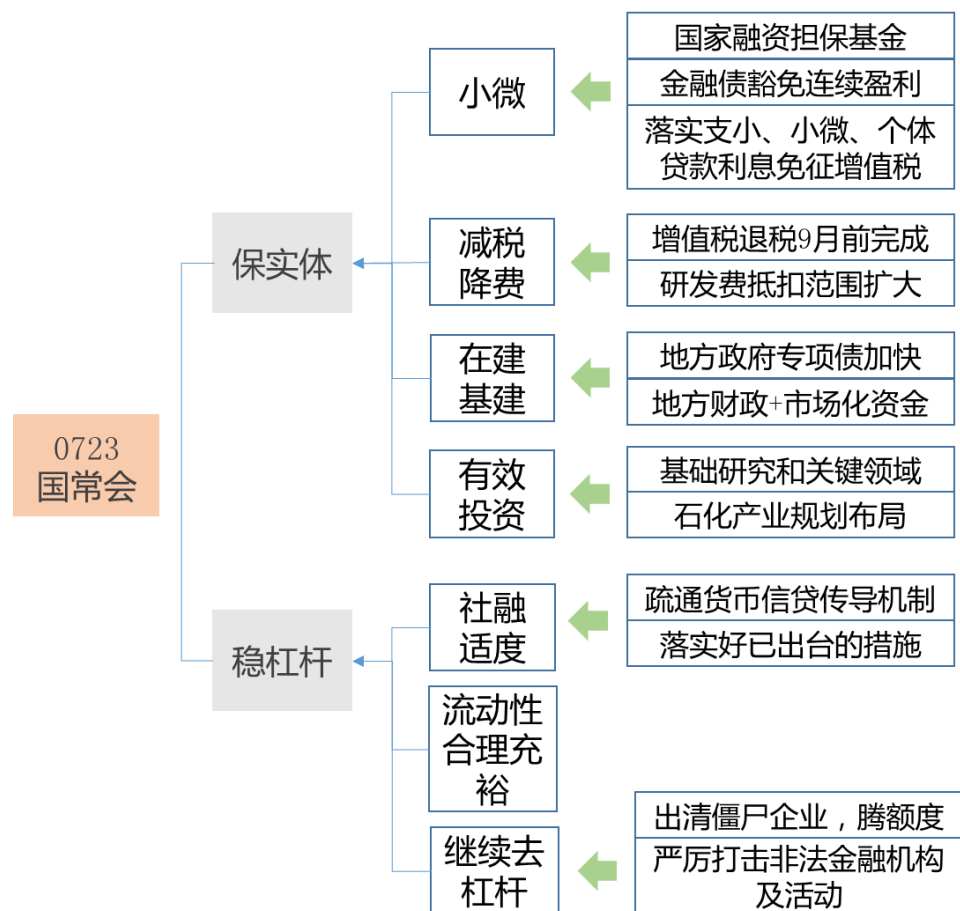
事件：

2018年7月23日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署更好发挥财政金融政策作用，支持扩内需调结构促进实体经济发展；确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施。

点评：

7月23日国常会主要有两大主题：**保经济、稳杠杆**。保经济主要通过**支持小微信贷、扩大企业减税降费、支持在建基建项目、拓宽有效投资**这四种方式，稳杠杆主要是以**保持合理的社融规模、流动性合理充裕、处理僵尸企业和非法金融活动**这三种方式。本次国常会强调了“积极的财政政策更加积极”和“稳健的货币政策要松紧适度”，在上半年来去杠杆初见成效、社融低迷、贸易战升级的背景下，货币、信贷、财政政策先后加码，逐步转为宽松。

图 1：7月23日国常会要点



资料来源：中国人民银行官网，天风证券研究所

上半年宏观环境：去杠杆初见成效、社融低迷、贸易战升级

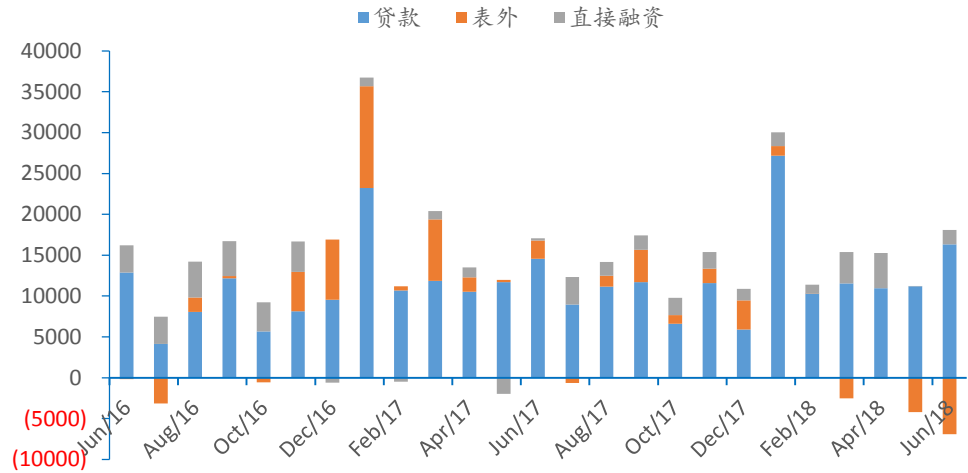
去杠杆初见成效。据人民日报7月23日报道，2017全年我国宏观杠杆率增幅比前四年收窄10.9pct，2018Q1比去年同期收窄1.1pct。这意味着实体经济融资收紧，首当其冲的是小微企业、政府融资平台、房地产，也导致债券走入分化，中低评级债券违约频发。

贸易战有所加剧。从3月开始，贸易战持续升温，进入7月份以来有所加剧，体现在7月10日美国宣布拟对2000亿美元中国商品加征10%关税。本次国常会特别提到“外部环境不确定性”，正说明了贸易战的影响也是本次提出财政政策需要更加积极的考虑之一。

社融增量持续收缩。受18年初以来通道业务受限及非标整治等影响，2018年上半年社会

融资规模增量累计为 9.1 万亿元，比上年同期少 2.03 万亿元，社融较为低迷。

图 2：6 月表外融资下降 6920 亿，显著拖累社融，社融 1.18 万亿（亿元）



资料来源：中国人民银行官网，天风证券研究所

货币、信贷、财政政策先后加码，逐步转为宽松

货币政策：三次降准、扩大 MLF 担保品范围、流动性重回“合理充裕”。三次降准，1 月 25 日对普惠金融定向降准，4 月 25 日定向降准 100bp 置换 MLF 并支持小微，7 月 5 日定向降准 50bp 用于市场化债转股和支持小微。近期两次较大 MLF 投放，自第二次降准回收 7000 亿 MLF 后，6 月 6 日投放 4630 亿元，7 月 23 日，投放 5020 亿。6 月，央行扩大 MLF 担保品范围至 AA 级债券。620 国常会是自 2016Q4 后首次重回流动性“合理充裕”，此前 2016Q4-2018Q2 的提法一直是“合理稳定”，723 国常会再次重申“合理充裕”。

信贷政策：国有行额外配额、央行 MLF 配额、小微金融债豁免、落实免增值税、担保。此前已有数次信贷宽松：6 月中旬，央行向国有行发放额外信贷配额，月底前投放；7 月下旬，央行按配额外额度外的贷款和信用债配置给予 MLF，鼓励银行配置中低等级信用债。本次国常会支持小微贷款，定下了国家融资担保基金的年度目标，并豁免了银行发行（用以投放小微贷款的）金融债的连续盈利要求，并落实支小、小微、个体户贷款利息免征增值税。此外，提出要“疏通货币信贷政策传导机制”，让货币市场的宽松能顺利传导到信贷市场来，降低实体经济融资成本。

财政政策：二次提到扩内需、地方政府市场化支持在建基建、协同民间资本推动有效投资。继 18 年 4 月 23 日政治局会议三年来首次提及“持续扩大内需”后，本次国常会是再次提到“扩内需”。723 国常会督促地方政府专项债额度加速使用，以保证在建基建项目不断供，并提出“积极的财政政策要更加积极”，加大减税降费力度，还要协同带动起来的民间资本，共同推动有效投资，为实体经济提供有力支撑。

宽松不等于全面放水，稳杠杆的大前提不变

目前的政策放松依然处于结构性去杠杆的大框架之下，转向全面放水的可能性不大。理由主要有以下两条：

一是，货币、信贷、财政政策的放松始终带有结构性特征。三次降准都离不开支持普惠金融、小微企业、市场化债转股，或者是在信贷收紧的过程中保护易受波及的小微企业，或者是为了降杠杆；本次国常会的“更积极的财政政策”鼓励以市场化的方式让政府（地方政府专项债）或其平台公司自行融资、盘活财政，来支持在建的基建项目，是为了化解存量风险，而非再把杠杆加起来。

二是，本次政策全面放松，并未直接涉及房地产，而在探索“有效投资”。关于房地产的融资政策并未有放松，且本次国常会提出了“补短板、增后劲、惠民生推动有效投资”，体现出积极财政政策坚决戒断房地产投资作为托底经济的手段，并在探索对经济长期稳健

增长有益的刺激方式，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激。

更积极财政和适度社融促实体经济向好，银行股反弹或延续

对银行来说，小微支持力度加大、支持在建基建项目，有助于化解小微融资难和平台融资收紧过程中可能发生的信用风险；扩大减税降费，能适度缓解去杠杆背景下企业的财务成本压力，降低违约概率；保持适度的社会融资和流动性合理充裕，避免了社融增量过快收缩可能引发的大面积违约。这些都在一定程度上消解了银行资产质量恶化的风险。

在保持适度的社会融资规模营造的正常债务循环下，更加积极的财政政策与带动起来的民间资本，共同推动有效投资，可为实体经济贡献新的增长动能，经济增长稳中有进，也将给银行业务带来的新的增长点。

表 1：7 月 23 日国常会比之前政策的新变化

	国常会政策增量	督促完成/加快/强化	此前的相关政策
金融	鼓励商业银行发行小微企业金融债券， 豁免 发行人 连续盈利 要求。	支小再贷款、小微企业和个体工商户贷款利息免征增值税等政策抓紧落实到位。	鼓励银行发行小微企业金融债券，放宽发行条件。但发行人银行需满足，核心资本充足率不低于 4%且最近三年连续盈利。
	小微 1. 年度目标 ：每年新增支持 15 万家（次）小微企业和 1400 亿元贷款目；2. 对成效明显的地方给予 奖补 。	加快国家融资担保基金出资到位	由中央财政发起、联合有意愿的金融机构共同设立国家融资担保基金，以支持小微，今后三年基金累计可支持相关担保贷款 5000 亿元左右。
货币	“货币政策要松紧适度”，“保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕，疏通货币信贷政策传导机制”，强调了 适度、社会融资、传导 。		要坚持稳健中性的货币政策，保持流动性合理充裕和金融稳定运行”（6 月 20 日国常会）
去杠杆		1. 坚决出清“僵尸企业”，减少无效资金占用。 2. 引导降准资金用于支持小微企业、市场化债转股等。	
减税降费	“研发费用抵扣 75%”范围扩大可多 减税 650 亿元 。	之前确定的先进制造业、现代服务业等增值税退税的 1130 亿元督促完成（9 月底前）	2018 年我国将减税 8000+亿元，降费 3000+亿元，整体减税降费将超过 1.1 万亿元。（年初政府工作报告）
财政	有效保障 在建项目资金需求 。（地方盘活存量财政资金，平台按市场化原则融资，必要在建项目避免融资断裂）	1-6 月累计，全国发行地方政府债券 14109 亿元（一般债券 10436 亿元，专项债券 3673 亿元），还剩下 1 万亿左右（占全年 73%）	今年安排地方专项债券 1.35 万亿元，比去年增加 5500 亿元，优先支持在建项目平稳建设。（年初政府工作报告）
投资	1. 推进建设和储备一批重大项目，对接 发展及民生需要 。2. 加强 基础研究和关键领域 核心技术攻关。3. 石化产业 规划布局方案。		落实鼓励民间投资政策措施，在铁路、民航、油气、电信等领域推出一批有吸引力的项目

资料来源：WIND，天风证券研究所

投资建议：既保经济也稳杠杆，银行股反弹有望延续

对银行来说，小微支持力度加大、支持在建基建项目、扩大减税降费、保持适度的社会融资和流动性合理充裕，这些都将在一定程度上消解银行资产质量恶化的风险。在合理社融营造的正常债务循环下，更加积极的财政政策与带动起来的民间资本，共同推动有效投资，可为实体经济贡献新的增长动能，经济增长稳中有进，也将给银行业务带来的新的增长点。

我们认为，723 国常会进一步确认政策较大调整，银行板块有望显著受益于货币、信贷、财政政策的全面放松，有助于缓解对资产质量的悲观预期，银行板块反弹有望延续。

力推基本面明确的四大行和零售银行龙头（招商银行、宁波银行、平安银行），看好上海银行和中信银行 H 股。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com