

银行

证券研究报告

2018年08月01日

0731 政治局会议点评：稳字当头确认政策调整，但去杠杆方向不改

事件：据新华社报道，中共中央政治局7月31日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。

点评：

判断经济形势“稳中有变”，政策调整稳字当头

当前经济局势“稳中有变”，“面临一些新问题新挑战，外部环境发生明显变化”，这比0723国常会的判断有所升级，对经济运行不确定性的判断强化。这也是近期政策较大调整的前提，也是一个确认。

此次会议将“保持经济社会大局稳定”放在了“供给侧改革”和打好“三大攻坚战”前面，**稳字当头**。除了货币与财政政策发力外，会议强调，要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。

货币政策宽松，政策调整但去杠杆方向不改

货币政策的相关表述基本一致。在下半年工作安排的范畴下，政治局会议对“流动性合理充裕”的重申，足以向市场表明，货币政策的宽松至少在下半年会继续维持，对银行负债端、股市债市的利好，至少半年内将持续。

强调要“坚定做好去杠杆工作”。市场可能将叠加的政策放松理解为去杠杆的结束。故该句本意是在强调，部分政策转向宽松，可定性为在经济面临更大不确定性下对前期过紧政策的纠偏，但去杠杆的大方向仍未改变。

力度有所加强：财政政策、改革开放、房地产管控

财政政策有所加码。政治局会议比7月23日国常会的财政政策的明显加码，政策托底经济的意味更加明显，并且带有显著的调结构的特点，更加向市场明确，本次财政刺激将会是“定向灌溉”。

进一步推进改革开放。增量是“继续研究出一批管用见效的重大改革举措”，料下半年仍有改革出台；“保护在华外资企业合法权益”，如果落实得当，也将对冲掉出口下滑、外资撤离等贸易战背景下的负面影响。

重申房地产管控。货币信贷政策转松下，强调对房地产坚决不放松的立场，表明坚决不走放水+房地产以复苏经济的老路，摆正预期。

投资建议：政策调整确立，板块反弹或延续

731政治局会议稳字当头确立政策调整，银行板块反弹或延续。**我们认为，对银行股的配置可以逐步更加均衡**，不必囿于四大行和零售银行龙头，市场利率走低对股份行业绩的正面影响预计在三季报开始会逐步体现。

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。

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

- 《银行-行业研究简报:8月策略：否极泰来，是时候关注股份行了》 2018-07-31
- 《银行-行业点评:下调MPA结构性参数影响有多大?》 2018-07-29
- 《银行-行业专题研究:从基金持仓看银行股：2Q18持仓持续走低，政策与低估值共振可期》 2018-07-27

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-07-31	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000001.SZ	平安银行	9.42	买入	1.35	1.46	1.74	2.07	6.98	6.45	5.41	4.55
002142.SZ	宁波银行	17.43	买入	1.84	2.24	2.73	3.34	9.47	7.78	6.38	5.22
600036.SH	招商银行	28.39	买入	2.78	3.30	3.93	4.70	10.21	8.60	7.22	6.04
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	5.65	买入	0.80	0.87	0.95	1.05	7.06	6.49	5.95	5.38

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

事件：

据新华社报道，中共中央政治局 7 月 31 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，审议《中国共产党纪律处分条例》。

点评：

会议判断经济形势“稳中有变”，稳字当头确立政策调整

2018 年 04 月 23 日召开的中共中央政治局会议认为，今年以来，“面对错综复杂的国内外形势”，“经济运行延续了稳中向好态势”，“内需拉动作用增强，结构调整对经济发展的支撑作用明显，经济运行内在稳定性有效提升”。

5-6 月份社融增速不及预期，贸易战逐步升级，上半年经济数据疲弱，均构成对下半年经济的担忧。在此背景下，7 月 23 日国常会及时传达出“积极财政政策要更加积极”的信号，并作出了实质性的财政政策安排，加快落实已有减税降费方案并在此基础上额外加码，明确要保证在建基建项目的资金需求，并推动发展及民生需要、基础研究和关键领域、石化等方面的有效投资稳定增长。

在此基础上，7 月 31 日中共中央政治局会议进一步判断，当前经济局势“稳中有变”，“面临一些新问题新挑战，外部环境发生明显变化”，这比 7 月 23 日国常会的判断又有所升级。正是在加深认识到当前经济运行不确定因素的前提下，本次政治局会议使此前的部分政策又有所加码。**对经济稳中有变的判断是近期政策调整的前提，也是对政策调整的确认。**

此次会议将“保持经济社会大局稳定”放在了“供给侧改革”和打好“三大攻坚战”前面，**稳字当头**。除了货币与财政政策发力外，会议强调，要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。

货币政策宽松，政策调整但去杠杆方向不改

货币政策的相关表述基本一致。7 月 23 日国常会提出，“稳健的货币政策要松紧适度”，保持适度社融和“流动性合理充裕”。7 月 31 日政治局会议的提法基本不变，保持“稳健的货币政策”，“把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕”。国常会为下一步工作做出相对细致的部署，而政治局会议则是对下半年的经济工作做政策定调，二者定位有所区别。正因为政治局会议有对下半年工作安排的明确范畴在先，其对“流动性合理充裕”的重申，就足以向市场表明，货币政策的宽松至少在 2018 年下半年会继续保持在当前力度，不必担心流动性问题，对银行负债端、包括股市债市的利好，至少半年内将持续。

强调要“**坚定做好去杠杆工作**”。因为用了“坚定”二字，这句话容易就被市场解读成去杠杆力度加码、政策边际收紧。但我们认为，该句其本意是为了强调，**尽管部分政策转向宽松，但去杠杆的政策大方向仍未改变。**

出于实体经济承压的考虑，货币、信贷、财政政策从 6 月下旬以来均转向宽松，央行多次做 MLF 的大额净投放、同业存单利率下行证实了货币宽松，央行取消了信贷额度限制、下调 MPA 参数放松广义信贷增速限制无疑证明了信贷政策全面宽松，7 月 23 日国常会“更加积极的财政政策”及具体财政刺激的举措。叠加理财细则和央行《通知》对于资管新规中未明确的部分做出宽松的解读，非标投资的限制也比之前有所宽松。在这种叠加起来的政策宽松力度下，市场很容易解读成去杠杆可能告一段落了，“全面放水”要开始了。

在政策信号可能被市场过度解读的情况下，有必要通过特别强调大原则、大方向，以摆正预期。于是就有了国常会里的，“坚持不搞“大水漫灌”式强刺激“，以及政治局会议里的“**坚定做好去杠杆工作**”。

此外，做好去杠杆工作，也强调把握好力度和节奏，协调好各项政策出台时机，避免对经济造成过大影响。

力度有所加强：财政政策、改革开放、房地产管控

财政政策有所加码。具体体现在，一是，7月31日政治局会议提到，财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥**更大**作用，“更大”二字，表明比国常会的部署要有所加码。二是，对于此前“保持稳定的社融”和“稳杠杆”等表述，以及呵护实体经济的意图，政治局会议将其具体化为“六稳”：稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。配合“要抓住主要矛盾，采取针对性强的措施加以解决”的大原则，对财政和金融政策对症下药、精准解决有了明确的指导性要求，这也应该是为政策加码。三是，强调了“补短板”，尤其是基础设施、创新力新动能、乡村振兴三方面的短板。四是，在稳定就业、民生支出、脱贫攻坚、社会稳定四个方面做出了工作要求，这些指明了财政政策的明确方向，也应该视为加码。政治局会议比7月23日国常会的财政政策的明显加码，政策托底经济的意味更加明显，并且带有显著的调结构的特点，更加向市场明确，本次财政刺激将会是“定向灌溉”。

进一步推进改革开放。回溯前序政策提法，2017年12月8日中央政治局会议指出，“2018年是贯彻党的十九大精神的开局之年，是改革开放40周年，是决胜全面建成小康社会、实施“十三五”规划承上启下的关键一年”，奠定了2018年改革开放的基调。2018年4月23日政治局会议提出支持海南自贸区、逐步建设中国特色自贸港，释放深化改革开放强烈信号。再看本次政治局会议，除了要**落实扩大开放**、深化“一带一路”、办好中国国际进出口博览会之外，还要**继续研究推出一批管用见效的重大改革举措**。这意味着，下半年还有更多重大改革举措有望出台。在改革开放40周年进一步扩大改革开放，除了鼓舞士气之外，也对当前面临的贸易战困局起到一定的对冲作用，“稳外贸、稳外资”，“保护在华外资企业合法权益”，如果落实得当，也将对冲掉出口下滑、外资撤离等贸易战背景下的负面影响，增加经济稳定因素。

重申房地产管控。自从2017年2月28日中央财经领导小组第十五次会议提出，坚持“房住不炒”定位，深入研究长短结合的长效机制和基础性制度安排之后，各热点城市陆续推出对房地产的限购限贷限价限售的政策，再加上自2016年以来房地产融资面临的严格限制，房地产投资热度已经逐步下降。但近期伴随着货币、信贷政策的全面转松，市场对“放水”必将惠及房地产的过度解读，部分城市或现回暖迹象。政治局会议重申房地产管控，也是为货币信贷政策转松下，强调对房地产坚决不放松的立场，表明坚决不走大水+房地产以复苏经济的老路。

表 1：7月31日中共中央政治局会议政策力度变化比较

	类别	0731 政治局会议提法	前序政策提法
一 变 化	经济 形势	稳中有变，面临一些新问题新挑战， 外部环境发生明显变化	面对错综复杂的国内外形势（0423 政治 局会议）；应对好外部环境不确定性（0723 国常会）
	货币 政策	1. 稳健的货币政策；2. 要把好货币 供给总闸门，保持流动性合理充裕； 3. “六稳”	保持货币政策稳健中性（0423 政治局会 议）；稳健的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 （0723 国常会）
两 维 持	去杠 杆	1. 坚定做好去杠杆工作，把握好力 度和节奏；2. 防风险兼顾服务实体	坚决出清“僵尸企业”，支持债转股 （0723 国常会）
	财政 政策	1. 财政政策要在扩大内需和结构调 整上发挥更大作用；2. “六稳”； 3. 补短板（基础设施、创新力新动能、 乡村振兴）；4. 稳定就业、民生 支出、脱贫攻坚、社会稳定	积极财政政策要更加积极：1. 减税降费力 度加大；2. 有效保证在建项目资金需求； 3. 发展及民生需要、基础研究和关键领 域、石化等方面的有效投资（0723 国常 会）
三 加 强	改革 开放	1. 落实此前的开放举措，“一带一 路”纵深发展、中国国际进口博览	1. 更加积极主动推进改革开放，深化国企 国资、财税金融等改革，尽早落实已确定

	会；2. 继续研究出一批管用见效的重大改革举措；3. 保护在华外资企业合法权益	的重大开放举措；2. 支持海南自贸区、逐步建设中国特色自贸港，释放深化改革开放强烈信号（0423 政治局会议）
房地 产	1. 坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨；2. 加快建立长效机制	1. 坚持“房住不炒”定位，深入研究长短结合的长效机制和基础性制度安排（中央财经领导小组第十五次会议 20170228）； 2. 之后陆续推出限购限贷限价限售；3. 房地产融资受严格限制

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

投资建议：政策调整确立，板块反弹或延续

对银行来说，财政政策在有明确的方向指引下继续加码提供经济增长动能，进一步加大改革开放力度对冲贸易战对经济的负面影响，未来至少半年内保持货币信贷政策的宽松使社融维持合理增速，有助于缓解实体经济下行压力，缓解市场对银行资产质量的悲观预期。

731 政治局会议稳字当头确立政策调整，银行板块反弹或延续。

前两年的较高的市场利率与强监管造就了大行的较好行情，当市场利率大幅走低（3M 同业存单利率较年初高点降幅已超 200BP）与监管放松之时，也就到了转折之时。否极泰来，前期受压制的股份行迎来转机，2Q18 机构一般股份行重仓持股很少，是时候关注了。风起于青萍之末，要重视当前政策的较大变化。

过去几个月，内有经济下行压力外有中美贸易摩擦，货币、信贷与财政政策已全面较大调整，转向宽松。去杠杆走到稳杠杆这一步，股份行有望迎新发展机遇。MLF 配额激励以及降准等缓解负债压力，市场利率走低带动负债成本下降提升净息差，监管放松迎来资产扩张的机会，成长性有望提升。

我们认为，对银行股的配置可以逐步更加均衡，不必囿于四大行和零售银行龙头，市场利率走低对股份行业绩的正面影响预计在三季报开始会逐步体现。我们力推四大行、股份行中的平安银行、中信银行（H 股）、招商银行，城商行的南京、宁波和贵阳银行，农商行中的常熟银行。

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