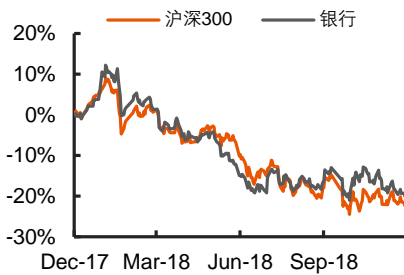


# 年度猜新/猜心系列报告之 2019年银行业十大猜想

## 中性（维持）

## 投资要点

### 行情走势图



### 相关研究报告

《行业周报\*银行\*11月社融增速破10%；工业增加值增速低于预期》  
2018-12-16

《行业快评\*银行\*信贷多增但结构未改善，社融增速降至个位数》  
2018-12-11

《行业年度策略报告\*银行\*行业基本面承压，板块仍具防御价值》  
2018-12-11

《行业快评\*银行\*细化自有资金投资要求，公募理财可直投股票》  
2018-12-03

### 证券分析师

刘志平 投资咨询资格编号  
S1060517100002

LIUZHIPING130@PINGAN.COM.CN

### 研究助理

李晴阳 一般从业资格编号  
S1060118030009

LIQINGYANG876@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 2019年银行业十大猜想

**猜想一：利率市场化改革深入推进，完善市场化的利率传导机制。**目前我国存贷款利率已基本放开，基准利率体系正在完善。受限于自身传导机制不畅以及两轨制，18年市场利率向存贷利率传导有限，且商业银行高信贷扩张与存款荒的矛盾抬升贷款上浮空间，19年利率市场化深化改革依然有推进需求。

**猜想二：理财业务深入整改，理财子公司扬帆起航。**银行理财在净值化、破刚兑、回归资管本质要求下面临重塑，《理财子公司管理办法》奠定了理财子公司的业务优势，已有17家银行公告拟设立子公司，19年底-20年初或将面世。

**猜想三：货币政策维持流动性合理充裕，降准有较大空间。**政治局会议定调19年经济政策着力点聚焦稳增长，为对冲经济下行压力需要相对宽松的货币政策；18年表外非标持续收缩，社融增速持续走弱，中小企业面临融资渠道收窄问题，通过定向降准可以为实体经济纾困，从而发挥货币政策的结构优化作用。

**猜想四：监管强化信贷结构引导，支持小微企业和实体经济。**以疏通货币传导渠道为核心的监管政策陆续出台，鼓励金融机构加大对小微民企等薄弱环节的支持。信贷作为金融服务实体的主要方式，19年还会继续保持较高投放水平。

**猜想五：对外开放进一步扩大，持续推进“以外促内”。**博鳌论坛奠定金融业开放基调，各项政策细化和推行将带动银行业稳步有序开放，中资行将获得更多海外拓展空间，外资行受益政策红利也将共同促进行业发展。

**猜想六：经济下行压力下，行业资产质量承压。**宏观经济周期趋势向下以及外部贸易战的影响下，银行信贷资产质量承压，但存量信贷质量已经经过一轮不良出清，且当前银行业整体风险偏好较为审慎，较高的拨备水平也为处置消化提供支撑，19年银行业资产质量承压但整体可控。

**猜想七：资产端定价承压，息差止升回落。**19年银行息差的回落主要是资产端的压力：1) 经济下行有效需求不足叠加宽信贷环境，供大于需会有定价压力；2) 监管加强解决融资贵的影响。负债端：存款竞争延续，但流动性充裕下负债成本基本稳定。

**猜想八：鉴于息差回落以及信贷成本压力，行业利润增速回落。**我们预计19年上市银行营收增速较18年略有下行，利润增速也将小幅回落。预计净利润同比增长5.8%，整体业绩的区间为4.6%-6.9%。

**猜想九：表外业务压缩边际放缓，社融增速有望企稳。**今年3月以来表外融资规模持续负增，但压缩节奏已边际放缓。而结合监管态度，影子银行也有望在业务合规经营下有序开展，在信贷支撑以及表外企稳下社融增速有望保持稳定。

**猜想十：资本监管更加注重系统性以及逆周期，银行试水新型资本补充工具。**国际国内资本监管标准日益完善，部分银行核心一级资本充足率接近监管最低水平，19年内生业务拓展需求和外部监管标准提升对银行提出了更高资本要求。

■ **投资建议：**

结合板块 2019 年的经营环境以及经营情况，一方面经济、监管以及贸易战等继续压制估值，板块估值下行压力仍较大；另一方面银行基本面承压、业绩增速回落，相对收益空间受挤压。但板块估值仍处底部区间，同时考虑到业绩的相对确定性、股息率以及外部增量资金的配置需求，结合监管引导行业逐步走向规范、开放的发展模式，整体我们认为板块仍具防御价值。目前板块 PB 对应 18 年 0.81 倍左右，建议重点关注宁波、常熟、招行、中信、上海、农行。

■ **风险提示：**

1) 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露

银行业与国家经济发展息息相关，其资产质量更是受到整体宏观经济发展增速和质量的影响。若宏观经济出现超预期下滑，势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度，从而影响行业利润增速。

2) 政策调控力度超预期

18 年以来在去杠杆、防风险的背景下，行业监管的广度和深度不断加强，资管新规等一系列政策和监管细则陆续出台，如果整体监管趋势或者在某领域政策调控力度超预期，可能对行业稳定性造成不利影响。

3) 市场下跌出现系统性风险

银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险，市场整体估值向下，有可能带动行业股价下跌。

4) 部分公司出现经营风险

银行经营较易受到经济环境、监管环境和资金市场形势的影响。假设在经济下滑、监管趋严和资金趋紧等外部不利因素的催化下，部分经营不善的公司容易暴露信用风险和流动性风险，从而对股价造成不利影响。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			PB			评级	
		2018-12-19	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E		2020E
招商银行	600036	26.77	2.78	3.24	3.75	4.21	1.51	1.34	1.19	1.05	强烈推荐
宁波银行	002142	16.28	1.75	2.18	2.75	3.26	1.68	1.44	1.21	1.02	强烈推荐
常熟银行	601128	6.57	0.57	0.70	0.84	1.04	1.40	1.24	1.10	0.97	强烈推荐
农业银行	601288	3.53	0.54	0.58	0.61	0.64	0.92	0.79	0.74	0.69	强烈推荐
中信银行	601998	5.50	0.87	0.93	0.97	1.02	0.74	0.68	0.62	0.58	推荐
上海银行	601229	11.73	1.40	1.69	2.01	2.35	1.01	0.90	0.80	0.71	推荐

## 正文目录

一、	猜想一：利率市场化改革深入推进，完善市场化的利率传导机制.....	6
二、	猜想二：理财业务深入整改，理财子公司扬帆起航 .....	8
三、	猜想三：货币政策方面：维持流动性合理充裕，降准有较大空间.....	10
四、	猜想四：监管强化信贷结构引导，支持小微企业和实体经济 .....	13
五、	猜想五：对外开放进一步扩大，持续推进“以外促内” .....	16
六、	猜想六：经济有下行压力，行业资产质量承压.....	19
七、	猜想七：资产端定价承压，行业息差止升回落.....	21
八、	猜想八：鉴于息差回落以及信贷成本压力，行业利润增速回落 .....	24
九、	猜想九：表外业务压缩边际放缓，社融增速有望企稳.....	26
十、	猜想十：资本监管更加注重系统性以及逆周期，银行试水新型资本补充工具 ..	27
十一、	风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1	贷款利率、存款利率、Shibor (%)	6
图表 2	M2 增速明显放缓	7
图表 3	贷存款增速差走阔 (单位: %)	7
图表 4	商业银行贷存比居高	7
图表 5	部分上市银行的存贷利差整体略有上行	7
图表 6	美日欧利率市场化进程循序渐进	8
图表 7	新发售理财产品数量回落 (单位: 款)	8
图表 8	非保本理财发行占比提升 (单位: %)	8
图表 9	A 股上市银行设立资管子公司情况一览 (截至 12 月 18 日)	9
图表 10	理财子公司筹建到开业流程	10
图表 11	存款准备金率 (%)	10
图表 12	MLF 年度投放量	10
图表 13	2018 年央行四次降准	11
图表 14	逆回购操作自 10 月 25 日以来暂停 (单位: 亿元)	11
图表 15	2018 年央行五次利率调整	12
图表 16	7 天期逆回购利率	12
图表 17	1 年期 MLF 利率	12
图表 18	MLF 存量上行至高位 (单位: 亿元)	13
图表 19	基准贷款和存款利差缩窄 (%)	13
图表 20	人民币贷款同比多增	13
图表 21	4 月以来金融机构新增贷款多以票据形式投放	13
图表 22	企业贷款需求指数处于低位	14
图表 23	融资需求明显回落, 信贷审批指数陡峭上行	14
图表 24	监管引导信贷投放实体经济, 支持小微、民营企业发展	15
图表 25	地方出台实体经济支持政策	16
图表 26	中资银行境外机构覆盖的国家和地区	17
图表 27	中资银行布局“一带一路”情况	17
图表 28	外资行机构数变化 (单位: 个)	17
图表 29	外资行总资产占银行业金融机构总资产比重	17
图表 30	金融业对外开放政策加码	18
图表 31	进一步扩大金融业对外开放的具体措施和时间表——博鳌亚洲论坛	18
图表 32	商业银行不良率略有提升	19
图表 33	商业银行关注类贷款占比持续下探	19

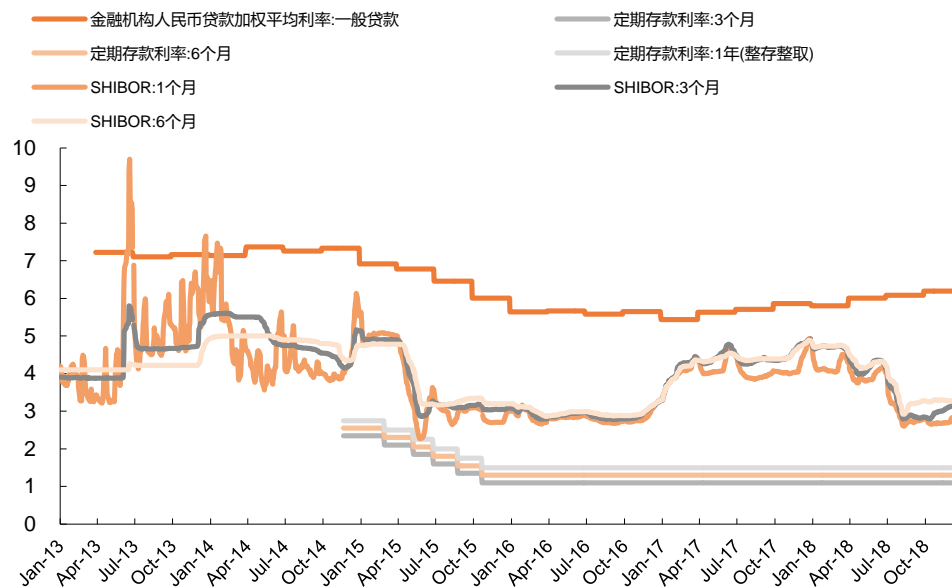
图表 34	各类企业工业增加值增速 (%)	19
图表 35	消费意愿指数行至高位, 经营景气数下行	19
图表 36	行业不良认定趋严 (逾期 90+/不良)	20
图表 37	新增居民贷款占比保持较高水平	20
图表 38	拨备覆盖率持续提升	20
图表 39	宁波银行拨覆率行至 500% 高位	20
图表 40	预计 2019 年中国宏观经济增速继续温和回落	21
图表 41	城投债风险因素在于债务集中到期规模大	21
图表 42	三季度票融带动整体社会融资成本 (贷款加权平均利率) 季度环比略有下降	22
图表 43	三季度执行上浮、基准利率的贷款占比高位回落	22
图表 44	人民币贷款同比多增	22
图表 45	融资需求明显回落, 信贷审批指数陡峭上行	22
图表 46	监管加强解决融资贵问题	23
图表 47	M2 增速持续下行	23
图表 48	存款增速持续下行	23
图表 49	18Q1-10 累计新增存款中企业存款表现较弱 (亿元)	24
图表 50	结构性存款增速保持 40% 以上高位	24
图表 51	新增存款中结构性存款占比提升	24
图表 52	存款期限结构呈现长期化趋势	24
图表 53	行业 ROA、ROE 环比小幅下行	25
图表 54	商业银行净利润增速基本持平 17 全年	25
图表 55	净利润单季同比增速基本平稳	25
图表 56	各类银行净利润保持稳健 (单位: 亿元)	25
图表 57	18 年 3 季度行业净息差持续修复, 环比回升 3BP	25
图表 58	3 季度上市银行信贷成本率环比上行	25
图表 59	表外融资负增拖累社融增速下行	26
图表 60	表外规模持续负增 (单位: 亿元)	26
图表 61	委托贷款余额持续缩减	26
图表 62	信托贷款余额同比增速降至 0 以下	26
图表 63	08 年金融危机后国际银行资本监管发展历程	28
图表 64	“系统重要性金融机构监管意见” 与 “TLAC 规则”	28
图表 65	资本充足率监管指标对比	29
图表 66	行业资本充足率/核心资本充足率	29
图表 67	美日中商业银行资本充足率对比	29
图表 68	18 年以来上市银行融资进度汇总	30

## 一、猜想一：利率市场化改革深入推进，完善市场化的利率传导机制

近年来我国的利率市场化改革稳步推进，目前存贷款利率已基本放开，基准利率体系正在完善，价格型调控机制建设也在不断推进。当前货币市场与信贷市场利率处于双轨状态，企业贷款利率以基准利率为锚进行上下浮动，导致货币市场利率短期内难以有效传导到信贷端，18年下半年监管反复强调“疏通货币政策传导渠道”，加快完善市场化利率体系的重要性凸显。一季度货币政策执行报告里监管部门首次提出推动利率“两轨”逐步合“一轨”，之后又强调要发挥好市场利率定价自律机制的引导作用，采取有效方式激励约束利率定价行为，不断健全市场化的利率形成机制。央行行长易纲在博鳌论坛上也提出“在理想的情况下，未来两个利率会越来越接近，基准利率将可能主要由市场决定，中国基准利率和市场利率的双轨将合并成一个市场化利率。再到下半年，央行三季度货币政策执行报告中指出要：

- 1) 继续深入推进利率市场化改革。进一步推动同业存单和大量存单有序发展，逐步扩大金融机构负债产品市场化定价范围。目前同业存单发行主体机构个数由 1712 家扩大至 2051 家，大额存单发行主体机构个数由 543 家扩大至 1197 家。
- 2) 不断健全市场利率定价自律机制，充分发挥自律机制维护市场竞争秩序的作用，引导金融机构自主合理定价，完善市场化的利率形成、调控和传导机制，推动利率逐步“两轨合一轨”。

图表1 贷款利率、存款利率、Shibor (%)



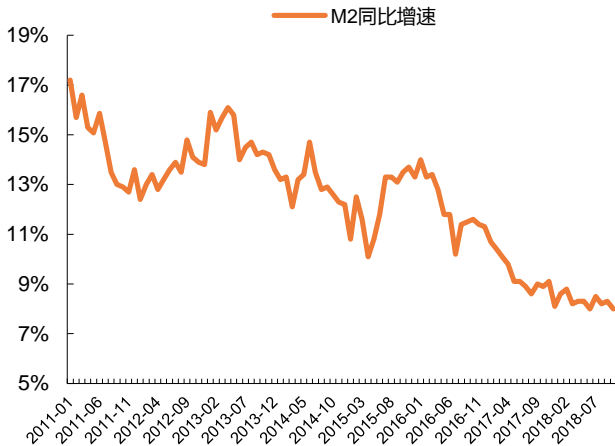
资料来源：Wind、平安证券研究所

我们认为 19 年利率市场化深化改革依然有推进的需求：

一方面受限于自身传导机制不畅以及两轨制的问题，18 年市场利率较低，但向存贷利率的传导有限。18 年货币政策明显宽松，尤其是下半年以来，货币市场基准性的 7 天期回购利率 DR007 中枢下移，运行区间大体在 2.50%至 2.75%，资金利率波动平稳，形成合意的“合理充裕”的流动性环境，1 个月 Shibor 由 7 月初的 4%左右降至约 2.7%。但商业银行的一般贷款利率延续提升，虽然有信贷结构的影响，但整体传导不明显。

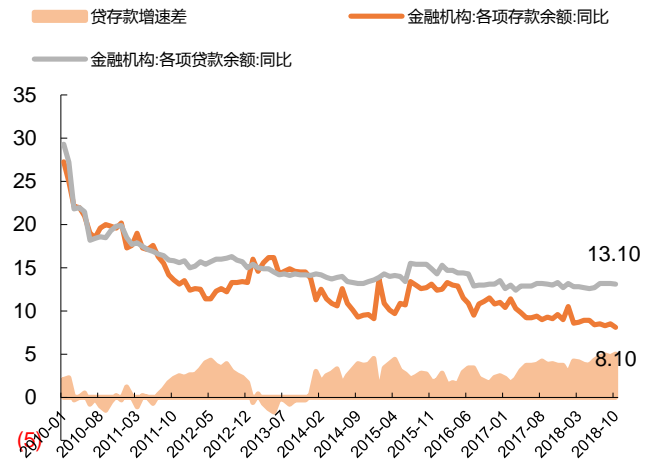
另一方面商业银行高信贷扩张与存款荒的矛盾抬升贷款上浮空间，经济下行下 M2、存款增速均会明显放缓，商业银行以存款为主要负债来源的模式导致存款端成本难下，贷款利率又取决于存款规模和成本，融资成本也就难以下降。

图表2 M2 增速明显放缓



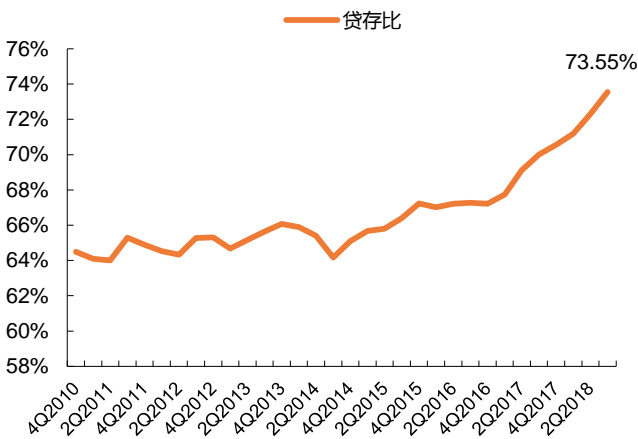
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表3 贷存款增速差走阔 (单位: %)



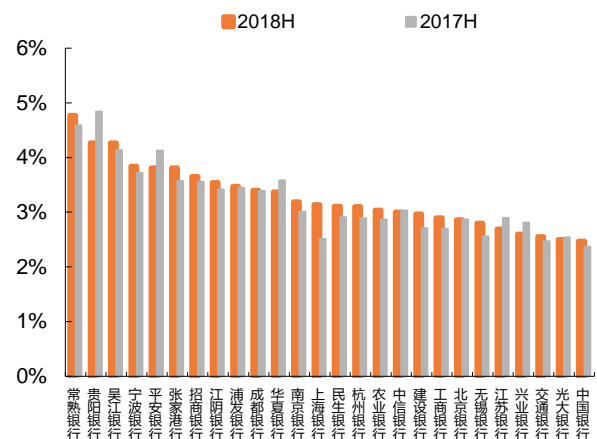
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表4 商业银行贷存比居高



资料来源: 银保监会、平安证券研究所

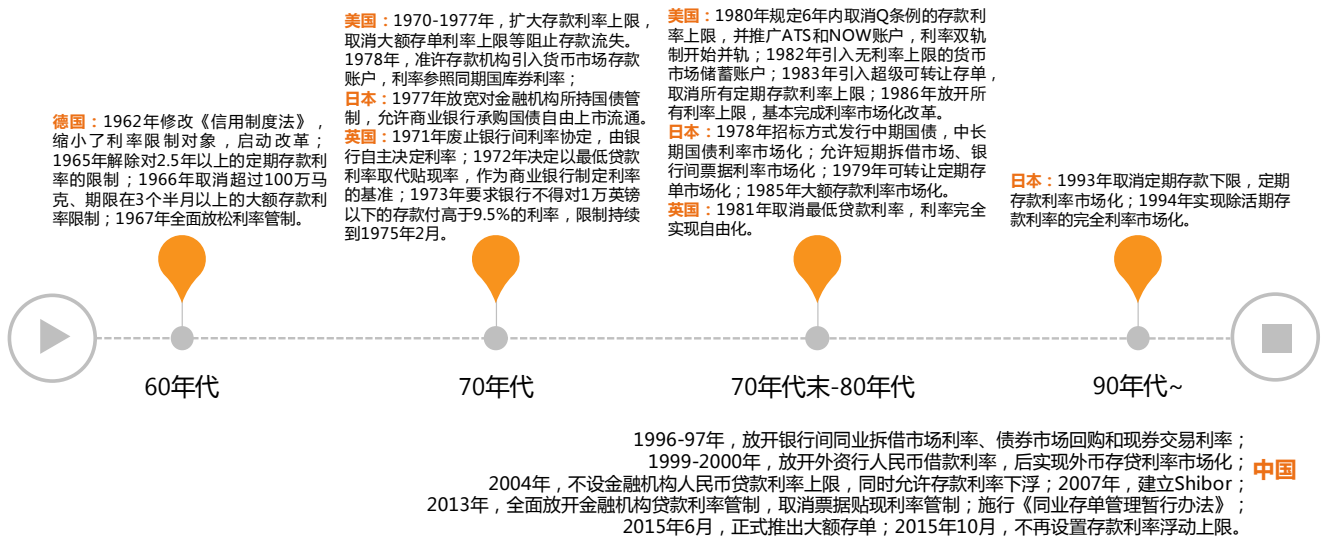
图表5 部分上市银行的存贷利差整体略有上行



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

具体举措方面，我们认为或着眼于两个方面：完善市场化的利率传导机制和进一步扩大负债端产品的市场化定价。前者需致力于疏通和建设，后者今年以来在大额存单和同业存单上都有新的进展，未来还将持续深入，存款方面参考美国利率市场化进程中市场化存款产品的创新应对存款流失，未来我国商业银行的存款产品也将更加丰富，向市场化定价逐渐靠拢。

图表6 美日欧利率市场化进程循序渐进

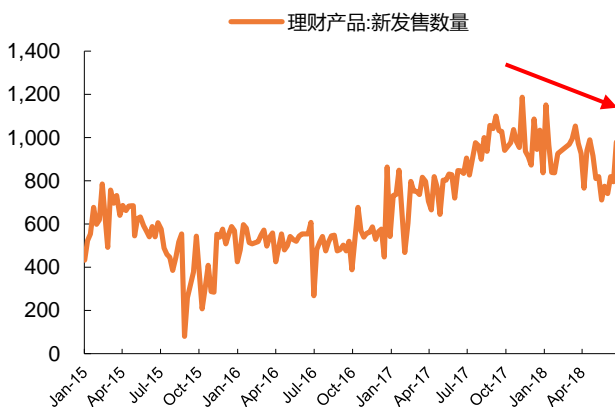


资料来源：人民银行、银保监会、知网、平安证券研究所

## 二、猜想二：理财业务深入整改，理财子公司扬帆起航

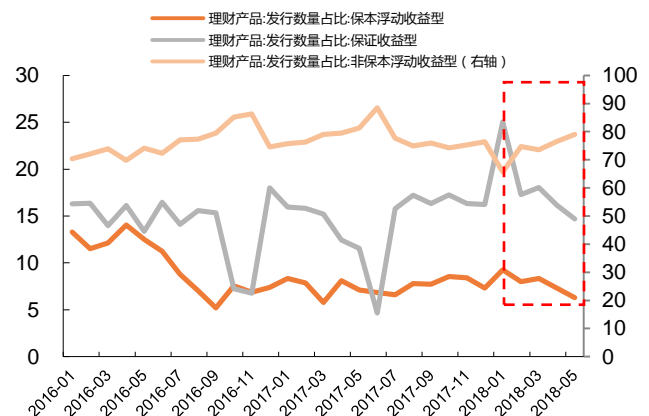
今年上半年以资管新规为核心的系列去杠杆政策出台，以银行理财业务为首的大资管业态受到冲击，银行理财在净值化、破刚兑、去资金池、回归资管本质的要求下面临重塑。可以看到，上半年新发理财产品数量有了明显回落，同时新发理财中保本型产品占比由 25%回落至 15%左右，保本浮动型产品占比也有所下滑。虽然下半年补充通知、理财新规、理财子公司管理办法陆续落地，对此前相对严厉的政策有了边际上的放松、执行弹性有所提升，但去杠杆的大方向不变，各大银行也更加明确资管业务范围，进行深入调整和转型，从而实现新旧规则的有序衔接。我们认为，随着过渡期的临近，19 年银行仍面临存量不合规产品整改压力，表外融资从量到期限可能还将继续受到影响。此外，长期来看银行资管的竞争不再仅限于收益水平，更是体系重塑后基于投研能力建设、风险管理、客户需求挖掘等多方面的竞争。

图表7 新发售理财产品数量回落（单位：款）



资料来源：Wind、银行业协会、平安证券研究所

图表8 非保本理财发行占比提升（单位：%）



资料来源：Wind、银行业协会、平安证券研究所



另一方面，12月2日发布的《商业银行理财子公司管理办法》为资管新规下理财业务的开展奠定了制度基础，也为银行理财子公司提供了更多的业务优势。从理财子公司的正式稿来看，相较之前的资管部门业务上有明显的放松和自由度，主要体现在：

- 1) 销售层面，子公司理财销售不设起点金额；销售渠道除了银行业金融机构外，还可通过银保监会认可的其他机构代销；投资者适当性方面强调遵循风险匹配，但不强制个人首次购买理财进行面签。
- 2) 产品层面，在前期理财新规已允许银行私募理财产品直投股票，以及公募理财通过公募基金间接投资股票的基础上，进一步允许子公司发行的公募理财直投股票，但全部开放式公募理财产品持有单一上市公司发行的股票，不得超过该上市公司可流通股票的15%。在非标限额上，子公司层面仅保留了“非标余额不超理财净资产的35%”，取消了“非标余额不超总资产4%”和“单一客户非标余额不超过资本净额10%”的限制，且不要求纳入行内统一授信体系。允许发行分级理财产品，为结构性产品设计创造条件。
- 3) 合作机构层面，将合规私募机构纳入理财合作范围，公募投资顾问和私募合作机构均可作为合格的私募基金管理人。

在一系列监管政策引导下，18年年初至今A股上市商业银行中已有17家积极响应转型要求，公告拟设立资管子公司，尤其是11月中旬以来四大行纷纷斥资逾百亿加入竞争，其中工行出资规模最大为160亿。目前A股中全部股份行和部分具备较强实力的地方城商行均加入竞争行列。

图表9 A股上市银行设立资管子公司情况一览（截至12月18日）

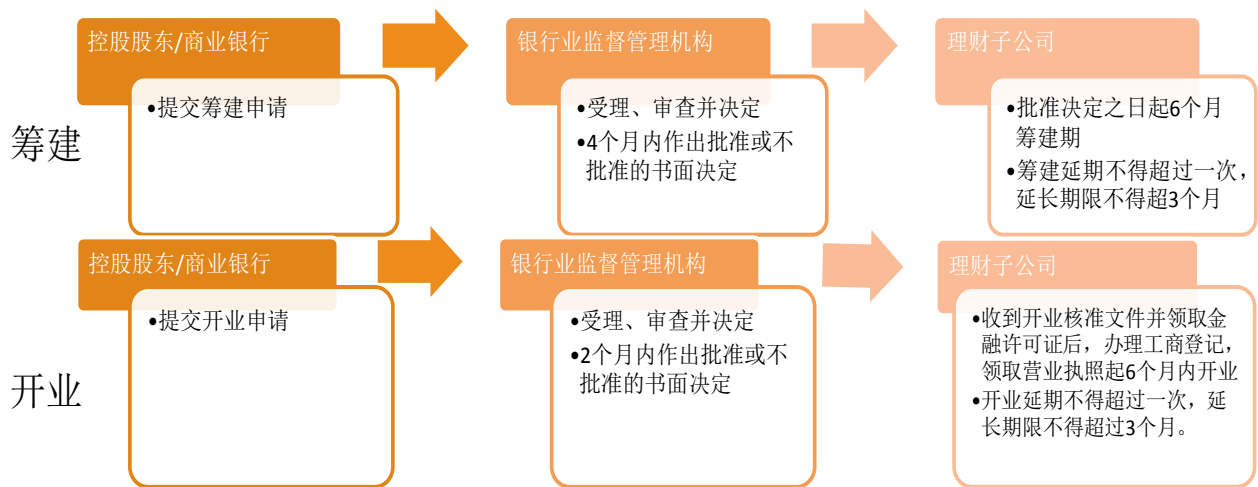
类别	公告时间	银行	资管子公司名称	拟出资金额
城商行	4月26日	北京银行	-	50亿元
	5月26日	宁波银行	宁波银行理财有限责任公司/宁银理财有限责任公司	10亿元
	6月7日	南京银行	-	20亿元
	8月30日	杭州银行	-	10亿元
股份制银行	3月28日	招商银行	招银资产管理有限责任公司	50亿元
	4月20日	华夏银行	华银资产管理有限责任公司	50亿元
	6月2日	光大银行	光银资产管理有限责任公司	50亿元
	6月7日	平安银行	平银资产管理有限责任公司	50亿元
	6月29日	民生银行	-	50亿元
	8月29日	兴业银行	兴银资产管理有限责任公司	50亿元
	8月29日	浦发银行	浦银资产管理有限责任公司	100亿元
	12月14日	中信银行	信银理财有限责任公司	不超过50亿元
国有商业银行	5月31日	交通银行	交银资产管理有限公司	80亿元
	11月15日	中国银行	中国银行理财有限责任公司	100亿元
	11月16日	建设银行	建信理财有限责任公司	150亿元
	11月26日	农业银行	农银理财有限责任公司	120亿元
	11月26日	工商银行	工银理财有限责任公司	160亿元

资料来源：公司公告、平安证券研究所

从设立节奏来看，根据《管理办法》，银行理财子公司的设立须经筹建和开业两个阶段：提交筹建申请后银保监会4个月内做出批准，批准通过后6个月内筹建完毕并提交开业申请，银保监会再在2个月内做出核准，收到核准文件后，办理工商登记并领取营业执照并于6个月内开业。总体来看理财子公司的开业需要一年左右时间，根据各行目前进展以及12月落地的理财子公司正式稿，我们猜想19年年底-20年年初理财子公司或将面世。

此外，预计理财子公司净资本和流动性管理等配套监管制度、衍生品交易资质申请流程、监管认可的其他代销机构准入标准等细节也会在19年初得到进一步完善。

图表10 理财子公司筹建到开业流程



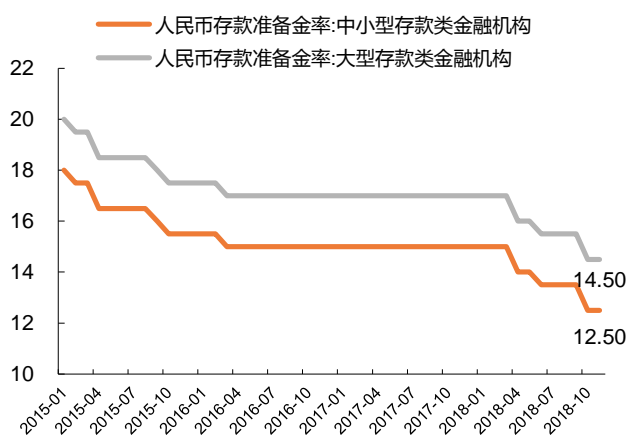
资料来源: 银保监会、平安证券研究所

### 三、猜想三：货币政策方面：维持流动性合理充裕，降准有较大空间

#### ■ 18年落地四次降准，保持流动性充裕

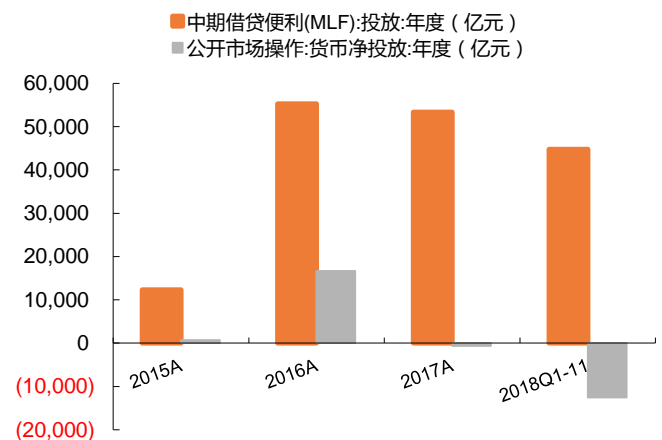
年初以来整体经济形势基本平稳，但三季度开始整体略有下行，央行一方面通过逆回购按日操作调节短端流动性，同时通过 MLF 和 PSL 投放中长期流动性，结合扩大再贷款担保品范围等多项措施并举，以期维持资金面合理充裕；另一方面通过定向降准支持实体，结构上引导信贷资金流向小微、普惠等融资难的主体。具体来看：1) 年初至今共进行了四次降准，释放资金总计达 3.65 万亿元，资金去向大多用于支持实体经济、提升普惠金融服务水平。2) 两次增加再贷款和再贴现额度。3) 中期借贷便利操作，至今年 11 月末央行通过 MLF 已经净投放资金 4.48 万亿元（较 17 年同期少投 3760 亿），预计全年略高于 17 年水平，尤其是下半年流动性投放倾向于采用中长期工具。

图表11 存款准备金率 (%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表12 MLF 年度投放量



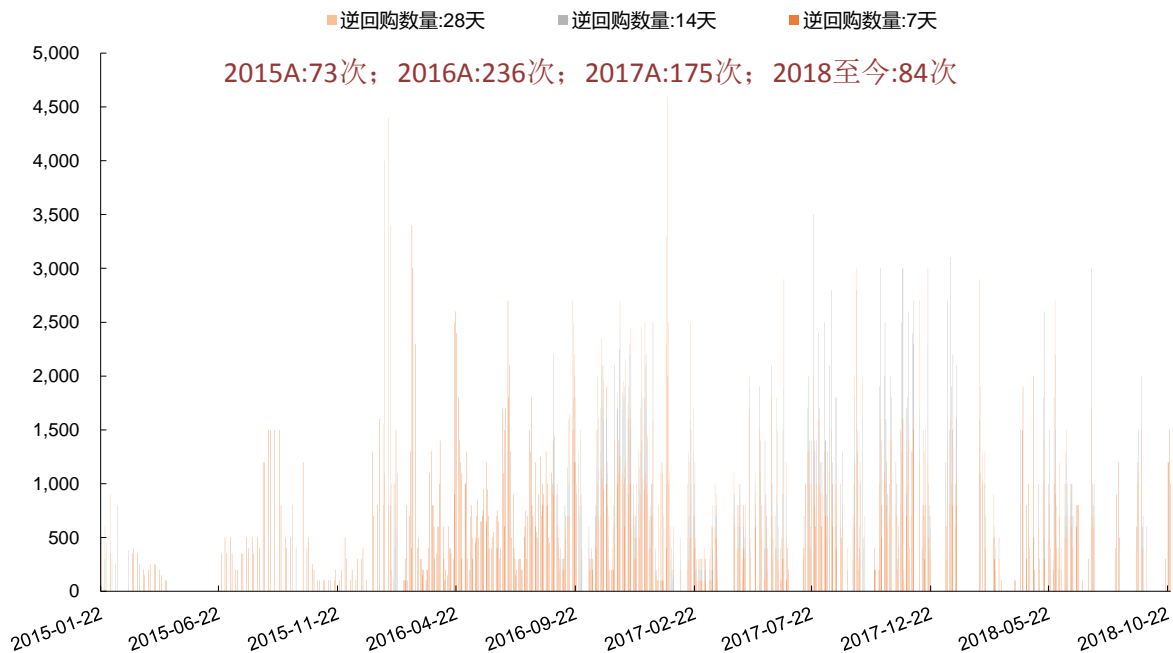
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表13 2018 年央行四次降准

时间	降准幅度	降准规模	降准用途
2018年1月25日	第一档：上年普惠金融领域的贷款增量或贷款余额占比达到1.5%的金融机构，存款准备金率可在基准档基础上下调0.5个百分点；第二档：上年普惠金融领域的贷款增量或贷款余额占比达到10%的金融机构，存款准备金率可在基准档基础上下调1.5个百分点	4500亿元	支持金融机构发展普惠金融业务
2018年4月25日	下调1个百分点	13000亿元	降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利（MLF）
2018年7月5日	下调0.5个百分点	7000亿元	进一步推进市场化法治化“债转股”，加大对小微企业的支持力度
2018年10月15日	下调1个百分点，当日到期的中期借贷便利（MLF）不再续做	12000亿元	进一步支持实体经济发展，优化商业银行和金融市场的流动性结构，降低融资成本，引导金融机构继续加大对小微企业、民营企业及创新型企业支持力度

资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表14 逆回购操作自 10 月 25 日以来暂停（单位：亿元）



资料来源：Wind、平安证券研究所

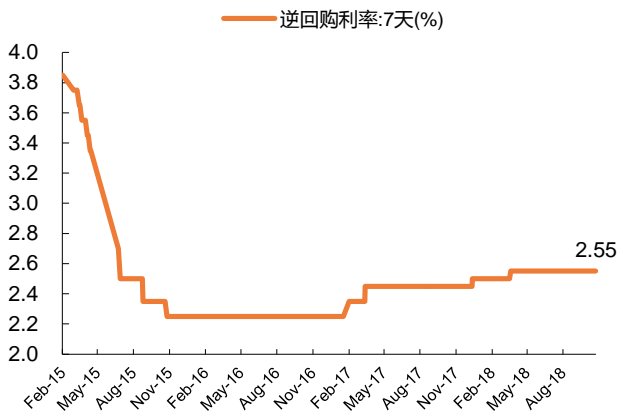
利率政策方面，调整主要集中在上半年。年初 MLF 操作利率首次上调，较上期提升 10BP，应对美联储加息，央行分别上调三次逆回购利率以及 MLF 操作利率，7 天/14 天/28 天期逆回购利率分别达 2.55%/2.70%/2.85%，MLF 一年期利率达到 3.3%。

图表15 2018年央行五次利率调整

时间	政策内容
1月24日	MLF利率首次上调，较上次上升10BP
3月22日	央行上调7天逆回购利率5BP至2.55%
4月16日	央行上调14天逆回购利率5BP至2.70%
4月17日	央行上调一年期MLF利率5BP至3.3%
5月28日	央行上调28天逆回购利率5BP至2.85%

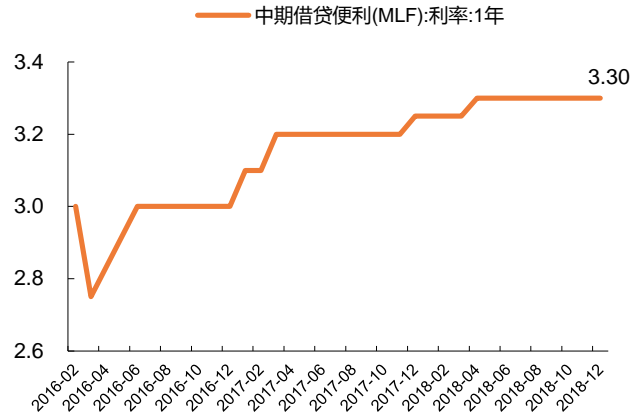
资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表16 7天期逆回购利率



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表17 1年期MLF利率



资料来源：Wind、平安证券研究所

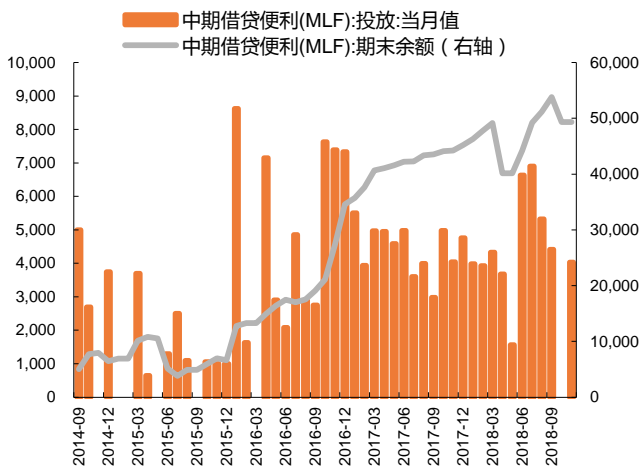
### ■ 19年降准仍有较大空间，发挥货币政策结构优化作用

结合18年货币政策操作和对19年的宏观经济预判来看，我们预计19年降准仍有空间，降准次数可能有3次左右。主要源于：

一方面，年底政治局会议定调19年经济政策的着力点聚焦在稳定经济增长上，但18年下半年以来宏观层面工业增加值、工业企业利润增速、固投增速等指标延续大幅下行，市场普遍预期19年宏观经济存在下行压力。因此为对冲经济下行压力，除了积极的财政政策之外，相对宽松的货币政策也是逆周期调节的应有之意。

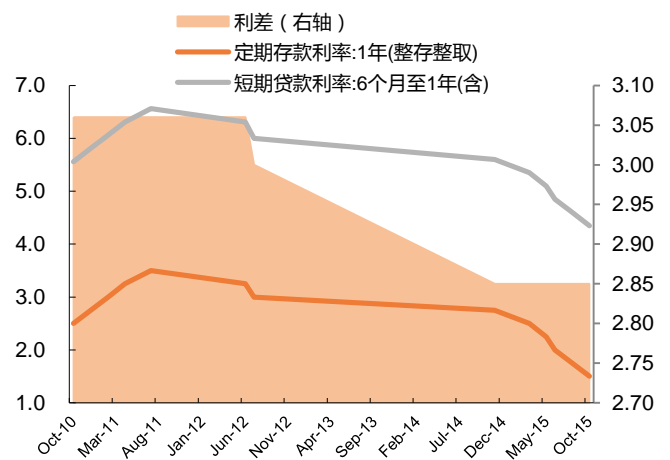
另一方面，18年货币政策宽松的同时，广义流动性却并没有明显的缓和迹象，体现出明显“宽货币、紧信用”特征。受到非标持续收缩的拖累，社融增速走弱，社融口径下的新增贷款较去年有所增长也没能扭转社融增速的下行趋势。基于中小企业面临的融资渠道封堵问题，可以通过定向降准为实体经济纾困，从而发挥货币政策的结构优化作用。同时OMO、MLF、SLF等公开市场操作利率也可能会有小幅下调。如果明年经济下行压力加大，同时考虑到在监管持续加强解决融资难融资贵问题下以及目前利率传导机制存在的一定问题，我们认为明年降息也存在操作的可能。

图表18 MLF 存量上行至高位 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表19 基准贷款和存款利差缩窄 (%)

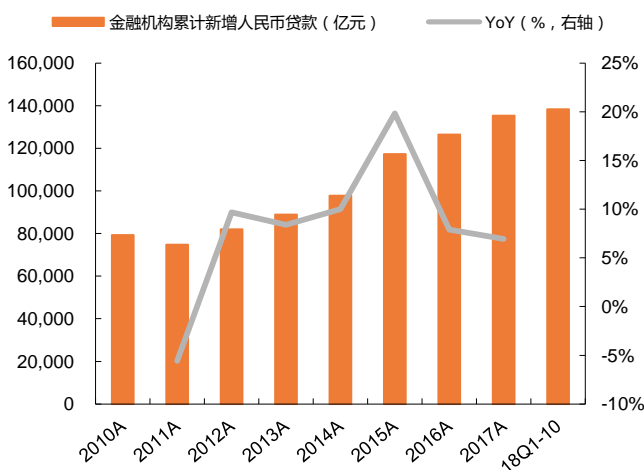


资料来源: Wind、平安证券研究所

## 四、猜想四：监管强化信贷结构引导，支持小微企业和实体经济

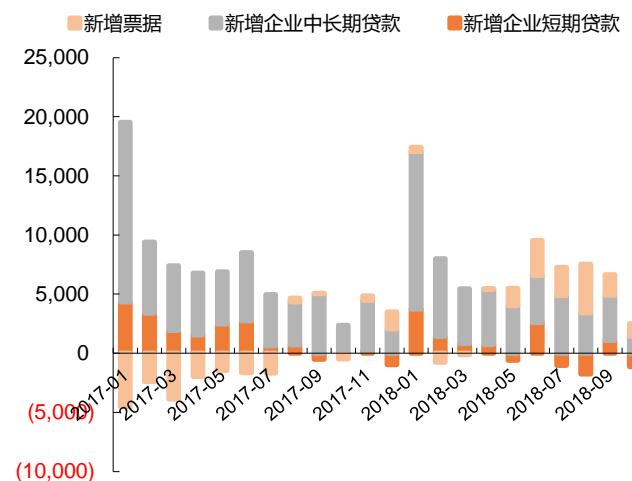
虽然今年以来流动性投放增大，但货币政策效果传导受阻，宽货币到宽信用的传导仍未看到明显成效，随着经济下行压力的不断加大，大量小微、民营企业依然面临融资难和融资贵的问题。首先，银行金融机构存在较强避险情绪，强信贷支持下增量资金集中投放到了低风险高流动性的票据，对公一般贷款的新增情况并不乐观；再者，在经济整体动能较弱下企业一方面盈利难以持续回升，另一方面有效融资需求确实不强。

图表20 人民币贷款同比多增



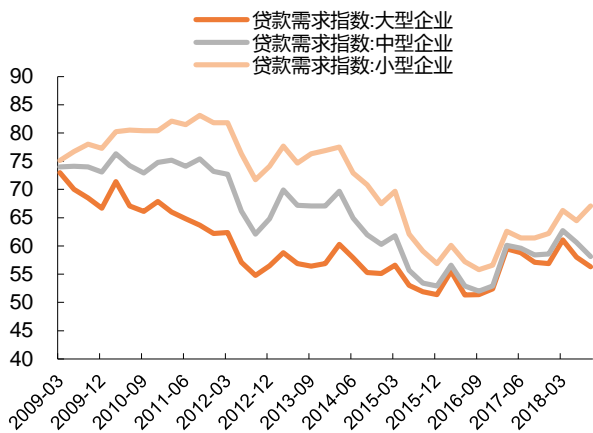
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表21 4月以来金融机构新增贷款多以票据形式投放



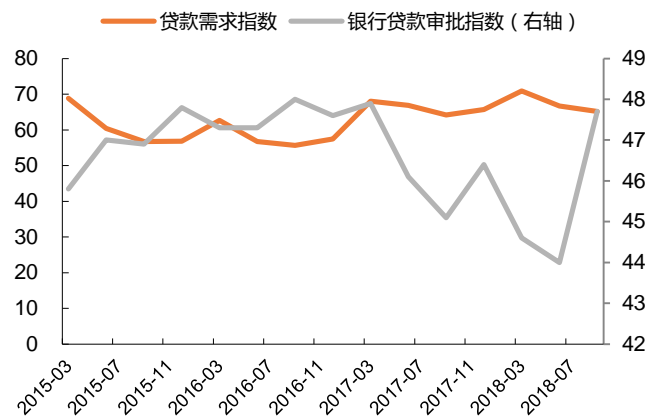
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表22 企业贷款需求指数处于低位



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表23 融资需求明显回落, 信贷审批指数陡峭上行



资料来源: Wind、平安证券研究所

**加强信贷引导, 释放积极信号。**所以今年以来, 央行、银保监会及相关部门颁布了多项重要监管文件。以疏通货币政策传导渠道为核心的一系列监管政策陆续出台, 从年初的“两增两控”到郭主席提出的“一二五目标”, 监管不断强化对实体经济和民营小微企业的呵护。央行积极运用信贷政策支持再贷款、再贴现和抵押补充贷款等工具引导金融机构加大对小微企业、“三农”、扶贫以及棚改、水利等的支持力度。此外, 央行也通过调整监管指标, 例如降低MPA中宏观审慎资本充足率的结构参数、增设小微金融服务专项指标等, 进一步加强宏观审慎管理, 在充分发挥MPA的逆周期调节作用的同时适当发挥其结构引导作用, 鼓励金融机构加大对小微企业、民营企业等薄弱环节的支持。

图表24 监管引导信贷投放实体经济，支持小微、民营企业发展

重要监管文件、会议			
时间	发文机构	文件/会议	主要内容
2018/2/11	银监会	《中国银监会办公厅关于2018年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知》	“两增两控”目标：“两增”即单户授信总额1000万元以下（含）小微企业贷款同比增速不低于各项贷款同比增速，有贷款余额的户数不低于上年同期水平；“两控”即合理控制小微企业贷款资产质量水平和贷款综合成本（包括利率和贷款相关的银行服务收费）水平。
2018/2/14	银监会	《中国银监会办公厅关于做好2018年银行业三农和扶贫金融服务工作的通知》	银行业金融机构要回归服务实体经济的本源，深入推进三农和扶贫金融服务专业化体制机制建设，形成各具特色、相互补充的农村金融服务体系。设立普惠金融事业部、三农金融事业部的大中型银行和各农村中小金融机构要在确保涉农贷款余额持续增长的基础上，力争实现单户授信500万元以下普惠型农户经营性贷款和1000万元以下普惠型涉农小微企业贷款增速总体不低于各项贷款平均增速，扶贫小额信贷和精准产业扶贫贷款增速总体高于各项贷款平均增速。
2018/4/18	银监会	《关于规范民间借贷行为 维护经济金融秩序有关事项的通知》	鼓励开发面向不同群体的信贷产品，加大对实体经济的支持力度。地方人民政府及有关部门要加强配合，依法履职。银行业监督管理机构等及时向社会公布典型案例，加大宣传教育力度，强化风险提示。
2018/5/3	-	支持小微企业发展、提升普惠金融服务能力等情况吹风会	下一步要实行“两增两控”的考核。
2018/6/23	央行、银保监会等	《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》	货币政策：一、增加支农支小再贷款和再贴现1500亿，下调支小再贷款利率0.5pct。二、支持银行发行小微贷款资产支持证券。三、将单户授信500万及以下的小微企业贷款纳入MLF合格抵押品。 财税政策：一、从2018年9月1日至2020年底，将符合条件的小微企业和个体工商户贷款利息收入免征增值税单户授信额度上限由100万提高到500万。二、国家融资担保基金支持的融资担保公司支持小微企业融资的担保金额占比不低于80%，其中支持单户授信500万元及以下小微企业贷款及个体工商户、小微企业主经营性贷款的担保金额占比不低于50%，适当降低担保费率和反担保要求。 贷款考核：一、银行要努力实现单户授信1000万元及以下小微企业贷款同比增速高于各项贷款同比增速，贷款余额户数高于上年同期。二、禁止向小微企业贷款收取承诺费、资金管理费，严格限制收取财务顾问费、咨询费。三、改进信贷政策导向效果评估，提高金融机构支持小微企业力度。
2018/7/17	-	银保监会召开疏通货币政策传导机制做好民营企业和小微企业金融服务座谈会	深刻认识做好民营企业和小微企业金融服务意义；加快建立有效调动基层积极性的激励机制；积极推动降低小微企业融资成本；打通信息渠道；积极帮扶有发展前景的困难企业；积极对接有关部门和地区出台的普惠金融服务优惠政策。
2018/8/11	宣传部	加强监管引领、打通货币政策传导机制，提高金融服务实体经济水平	引导银行保险机构加大资金投放力度，保障实体经济有效融资需求。推动机制创新，提高服务实体经济能力。健全激励机制，增强服务实体经济的意愿。
2018/8/29	银保监会	银行保险监管工作电视电话会议	进一步增强实体经济服务质效。把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合，引导银行保险机构以深化供给侧结构性改革为主线，进一步疏通货币政策传导机制，推动定向降准资金支持转股尽快落地。把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务。优化对重点领域的银行和保险服务，对关系国计民生的在建项目加强资金保障，大力支持改善民生扩大消费，高度重视民营企业、民营经济金融服务，进一步优化对小微、“三农”、扶贫和基本民生保障等重点领域的银行服务。
2018/10/10	央行	《农村普惠金融服务点支付服务点技术规范》	规定了农村普惠金融支付服务点的标识、环境、软硬件要求、安全要求、终端用户界面、交易凭证、报文格式等事项，给出了标识牌、业务公告、业务流程的样式，提供了终端用户界面、交易凭证、报文格式的规范指南。
2018/10/22	央行	设立民营企业债券融资支持工具	设立民营企业债券融资支持工具，积极支持商业银行、保险公司以及债券信用增进公司等机构，在加强风险识别和风险控制的基础上，运用信用风险缓释工具等多种手段，支持民营企业债券融资。充分发挥地方政府在改善营商环境、督导民营企业规范经营中的作用。
2018/10/30	银保监会	支持发行小微专项金融债	支持商业银行发行小微专项金融债募集资金用于小微企业贷款，对小微企业贷款适用优惠的风险资本权重和监管要求。督促银行业金融机构合理确定民营和小微企业的贷款期限、还款方式，适当提高中长期的贷款比例。
2018/11/6	央行	推动发起设立民营企业股权投资支持工具	央行在推动由符合规定的私募基金管理人、证券公司、商业银行金融资产投资公司等，发起设立民营企业股权投资支持工具，由人民银行提供初始引导资金，带动金融机构、社会资本共同参与，按照市场化、法治化原则，为出现资金困难的民营企业提供阶段性的股权投资支持。
2018/11/7	-	银保监会主席郭树清接受采访时提出“一二五”目标	初步考虑对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标，即在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于1/3，中小型企业不低于2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于50%
2018/11/15	央行	金融机构货币信贷形势分析座谈会	针对部分企业仍面临的融资难、融资贵问题，金融部门要主动担当，合理规划信贷投放的节奏和力度。
2018/11/20	央行	中国银联小微企业卡发布会	提出做好小微企业金融服务需要金融业各方共同努力，要将小微企业卡打造成为金融服务小微企业的桥梁。
2018/11/20	央行	第九届财新峰会	(1) 宏观调控应当更加侧重于以改革的思路进行短期需求管理。(2) M2社融指标与实体经济关联度下降，应进一步淡化数量指标。(3) 将加快出台金融机构补充资本政策，提高放贷能力。
2018/11/22	银保监会	-	对暂时经营困难的企业不应盲目抽贷、断贷。对于龙头民营企业，要进一步加大融资支持，加大对基础设施补短板项目的信贷投放。
2018/11/23	国务院	《关于支持自由贸易试验区深化改革创新若干措施的通知》	鼓励、支持自贸试验区内银行业金融机构基于真实需求和审慎原则向境外机构和境外项目发放人民币贷款，满足“走出去”企业的海外投资、项目建设、工程承包、大型设备出口等融资需求。
2018/11/28	国务院	国务院常务会议	会议指出，对从事养老服务并符合条件的个人和小微企业给予创业担保贷款支持。
2018/11/28	工信部	关于推进金融支持县域工业绿色发展工作的通知	指出：以供给侧结构性改革为主线，充分利用多种金融手段，全面推行绿色制造，推动县域工业向高质量发展转变。
2018/11/28	中国人民银行征信管理局	数据分析行业规制和发展国际研讨会	一、应积极探索借贷信息以外的替代数据在普惠金融、小微企业融资、互联网金融等领域的应用；二、征信业创新发展，要防范风险；三、应建立对数据分析机构的监管机制。
2018/11/30	国家知识产权局	《关于知识产权服务民营企业创新发展若干措施的通知》	提出针对民营企业融资难问题，扩大知识产权质押融资覆盖面。
2018/12/3	-	经济形势座谈会	应保持宏观政策连续性稳定性，将实施更大力度减税降费，聚焦支持制造业、服务业尤其是小微、民营企业等实体经济，降低民间投资准入门槛。
2018/12/5	国务院	《关于做好当前和今后一个时期促进就业工作的若干意见》	充分发挥国家融资担保基金作用，引导更多金融资源支持创业就业。各地政府性融资担保基金应优先为小微企业提供担保支持，提高小微企业贷款可获得性。
2018/12/5	国务院	《中华人民共和国专利法修正案（草案）》、国务院常务会议	国务院常务会议强调：创新科技金融服务，为中小微企业包括轻资产、未盈利企业开拓融资渠道。
2018/12/12	发改委	《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》	重点支持包括主体信用等级达到AAA的优质企业发债，支持优质企业直接融资，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

资料来源：人民银行、银保监会、平安证券研究所

**监管推进落地，驰援实体经济。**继三季度货币政策执行报告中明确提出：要加强疏通货币政策传导机制，督促指导金融机构优化内部资源配置，引导更多资金投向小微企业，提升金融机构发放小微贷款积极性；鼓励大型银行更好发挥“头雁”作用，指导地方机构提升服务水平，推动实现小微企业金融服务扩投入降成本目标。后续各地也积极响应监管要求，出台多项支持民营和小微的政策措施，信贷引导落细落小。截至9月末，全国支农再贷款余额为2681亿元，扶贫再贷款余额为1619亿元，支小再贷款余额为1276亿元，再贴现余额为2162亿元，均有了较大提升。

我们认为，信贷作为金融服务实体的主要方式，以及监管要求加强投放的影响下，19年贷款还会继续保持较高的投放水平，虽然受制于负债端的压力，但降准将为释放增量提供有力支撑，预计19年整体信贷投放规模能保持今年的水平，未来实体经济融资环境将得到进一步改善。

**图表25 地方出台实体经济支持政策**

地方支持政策			
时间	发文机构	文件/会议	主要内容
2018/8/14	重庆市政府	《银行业支持实体经济发展的意见》	提出从加大银行信贷供给、提升企业融资能力及落实配套保障等方面，引导银行业支持实体经济发展。在银行信贷供给方面，重庆将对100户重点工业企业和100户成长型工业企业等予以重点支持；通过债权人委员会稳定信贷支持；合理配置贷款期限，提高资金匹配性、稳定性；创新物流金融模式，支持贸易全流程融资；运用金融科技手段提升信贷服务效能。
2018/8/23	北京银监局 合央行营业管 理部	召开银行业服务实体经济座谈会	提出着力加强重点领域和薄弱环节信贷支持力度，主动对接国家重大战略实施，强化小微、“三农”、民营企业等领域的金融服务，继续加强科技金融和文化金融发展力度；充分运用资产证券化、信贷资产转让等方式盘活存量资产，提高资金使用效率，深入实施差异化信贷政策等。
2018/8/26	苏州	《关于加快培育和发展住房租赁市场的意见》	鼓励金融机构探索支持符合条件的住房租赁企业发行债券，不动产证券化产品。同时，完善对住房租赁企业的信贷支持，鼓励商业银行和资本市场对住房租赁企业或经营住房租赁业务的企业通过IPO、债券及不动产证券化产品等方式融资，稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。
2018/11/2	北京银保监局	《关于进一步深化北京民营和小微企业金融服务的实施意见》	将设立70亿元的再贴现额度专项支持小微和民营企业；将积极推动“民企债券融资支持工具”在京落地；将设立市融资担保基金，构建政策性融资担保体系，鼓励担保机构和再担保机构积极开展小微企业融资担保业务。
2018/11/12	央行天津分行	《关于进一步深化民营和小微企业金融服务的实施意见》	安排不少于50亿再贷款资金，专项用于支持地方金融机构增加对民营企业 and 普惠口径小微企业信贷投放。对地方法人金融机构以自有资金增加的民营和小微企业贷款，采用“先贷后借”模式并按照1:1比例予以再贷款支持；安排不少于50亿元的再贴现资金，专项用于支持商业银行对民营和小微企业的票据融资。将民企业票据再贴现单张票面金额要求由500万元及以下上调至3000万元及以下。安排不少于100亿元的常备借贷便利，专项用于对支持民营和小微企业的机构提供流动性支持；MPA中增设小微企业金融服务专项指标，得分权重40%，引导定向降准净释放资金用于支持小微企业发展。
2018/11/16	广东银保监局	《关于进一步做好民营企业金融服务的通知》	同等条件下民营企业信用贷款准入标准不高于其他企业，信贷审批效率不低于平均水平，适当提高民营企业信用贷款、中长期贷款比例。

资料来源：人民银行、银保监会、平安证券研究所

## 五、 猜想五：对外开放进一步扩大，持续推进“以外促内”

今年是改革开放四十周年，改革开放以来，尤其是加入世贸组织后中国银行业“引进来”和“走出去”并举，对外开放稳妥有序推进。

一方面，中资行海外业务拓展对银行的整体支持能力和对实体经济以及国家战略的支撑能力大大提升。根据《2014年度中国银行业社会责任报告》，截至2015年9月底中资银行业金融机构开设了1200多家海外分支机构，覆盖全球55个主要国家和地区，总资产超过1.5万亿美元，其中五大国



有银行在银行业境外机构总数中占比超过 90%。根据银监会发布的数据，截至 2015 年 6 月末，共有 11 家中资银行在“一带一路”沿线 23 个国家设立了 55 家一级分支机构。

另一方面，外资行在国内的政策环境也在逐步放开。从 1983 年央行颁布了第一部关于外资金融机构管理的部门规章——《关于侨资、外资金融机构在中国设立常驻代表机构的管理办法》，到加入 WTO 后根据承诺重新修订《中华人民共和国外资金融机构管理条例》，银行业对外开放持续推进。但是近年来在中资行飞速发展的阶段，外资银行在我国的业务增速整体相对平缓，在国内大小银行的压制下各项业务占比仍较小，市场份额不断萎缩。以外资银行资产占银行业总资产比重为例，2008 年 1 季度在华外资银行占比为 2.41%，2016 年 9 月这一比重降至 1.27%。但随着近两年我国银行业对外开放力度加码，外资行资产占比有所回升，2018 年 6 月外资行总资产占比回升至 1.7%。

图表26 中资银行境外机构覆盖的国家和地区

	亚太 (除港澳台)	港澳台	欧洲	美洲	非洲	合计
工商银行	19	2	11	6	1	42
农业银行	7	2	4	2	0	15
中国银行	18	3	17	6	7	51
建设银行	9	3	11	5	1	29
交通银行	6	3	3	3	0	16
招商银行	1	1	2	1	0	5
中信银行	2	1	1	0	0	4

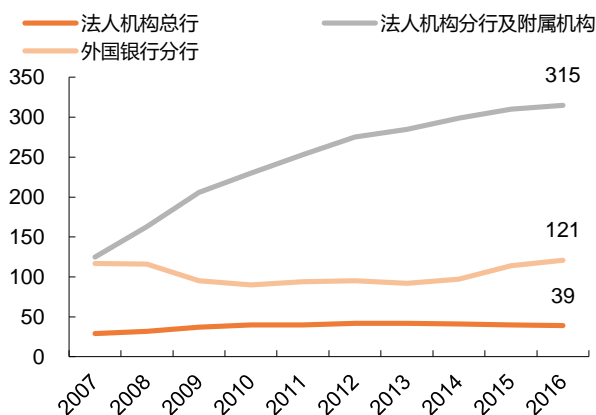
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表27 中资银行布局“一带一路”情况

工商银行	在沿线18个国家地区拥有127家机构	发放贷款235亿美元；累计支持项目212个；储备项目200多个
农业银行	在沿线4个国家地区拥有7家机构	基建贷款3.5亿美元、跨境并购9320万美元、贸易融资26.73亿美元、国际结算711.47亿美元
中国银行	覆盖沿线22个国家地区	跟进重大项目500个，15-17年对沿线国家提供授信额度达1000亿美元
建设银行	在沿线5个国家地区拥有20多家机构	重大项目25个，金额454亿美元；实行“传统信贷、投行对接、第三方推介”融资对接模式
交通银行	在沿线3个国家地区设立机构	完成4个辐射区域项目，投放7.4亿美元；落地3个中长期融资项目，总投放4.4亿美元，并向37个跨境项目提供信贷支持
招商银行	境外分支+离岸金融中心，覆盖主要金融中心	储备139个项目，其中83个项目已经落地；国际结算规模373.51亿美元，保理服务12.12亿美元，发放贷款31.88亿美元

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表28 外资行机构数变化(单位:个)



资料来源：Wind、银监会、平安证券研究所

图表29 外资行总资产占银行业金融机构总资产比重



资料来源：Wind、银监会、平安证券研究所

2018 年 4 月，习总书记在博鳌论坛上表示，中国将采取四个方面的措施来进一步加快改革，扩大开放，包括大幅度降低市场准入的限制、创造更有利的投资环境、加强知识产权的保护、主动地扩大进口等。央行行长易纲也表示，取消商业银行外资持股比例限制、内外资一视同仁，允许外国银行在我国境内同时设立分行和子行，大幅度扩大外资银行业务范围；此外还宣布了中国金融开放 12 大具体举措，其中 6 项预计上半年落实，5 项年内落实。伴随着进一步扩大金融业对外开放的具体措施和时间表的宣布，许多政策相继出台。

展望明年，各项政策的细化和推行将带动银行业稳步有序开放。一方面，国内优质的具备成长潜力的银行或将获得更多外资股东的青睐，外资股东或出现增资提升持股比例；另一方面，待遇上的统一也有利于外资行在境内业务的开展，受益于政策红利，外资行资产增速有望提升；再者，随着世界范围合作的深化，中资行也会获得更多海外拓展空间，海外业务有利于一定程度上对冲国内宏观经济下行给银行经营造成的压力，海外利润贡献度也将进一步提升。

**图表30 金融业对外开放政策加码**

时间	发文机构	文件/会议	主要内容
2018/4/10		博鳌亚洲论坛	大幅度放宽市场准入。确保放宽银行、证券、保险行业外资股比限制的重大措施落地，同时加快保险行业开放进程，放宽外资金融机构设立限制。创造更有吸引力的投资环境。今年上半年将完成修订外商投资负面清单工作，全面落实准入前国民待遇加负面清单管理制度。宣布了进一步扩大金融业对外开放的时间表和具体措施。三条原则：一是准入前国民待遇和负面清单管理；二是金融业对外开放将与汇率形成机制改革和资本项目可兑换改革进程共同推进；三是在开放的同时，要重视防范金融风险，使金融监管能力与开放程度相匹配。
2018/4/28	证监会	《外商投资证券公司管理办法》	允许外资控股合资证券公司；新设合资证券公司可申请证券业务；将全部境外投资者持有上市内资证券公司股份的比例调整为应当符合国家关于证券业对外开放的安排。
2018/6/28	国家发改委和商务部	《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018年版）》	取消银行业外资股比限制，将证券公司、基金管理公司、期货公司、寿险公司的外资股比放宽至51%，2021年取消金融领域所有外资股比限制。
2018/7/20	银监会	《关于修改〈中资商业银行行政许可事项实施办法〉的决定》	进一步统一中外资银行市场准入标准。遵循中外资银行监管标准保持一致的原则，在许可条件和程序上最大限度与中资商业银行保持一致。
2018/8/23	银保监会	决定废止和修改部分银行业规章制度	外资入股中资银行和金融资产管理公司将不再有持股比例限制。
2018/8/24	证监会	《外商投资期货公司管理办法》	境外投资者持有境内期货公司股比不超过51%，2021年股比不受限制。
2018/9/16	中国经济50人论坛	纪念中国经济改革开放四十年暨50人论坛成立二十周年学术研讨会	继续放宽对外资金融机构股比限制、进一步完善“沪港通”“深港通”，尽快推出“沪伦通”，丰富外汇市场产品、加快制度和法制建设；进一步深化人民币汇率形成机制改革，提高金融资源配置效率；稳步推进人民币资本项目可兑换、实行负面清单管理；将扩大开放与加强监管密切结合，有效防范化解金融风险。
2018/11/10	国新办	新闻发布会	将证券公司、基金管理公司、期货公司的外资持股比例上限放宽至51%，三年后不再设限；将取消对中资银行和金融资产管理公司的外资单一持股不超过20%、合计持股不超过25%的持股比例限制，实施内外一致的银行业股权投资比例规则；三年后将外国投资者投资设立保险公司的投资比例放宽至51%，五年后不设限。
2018/11/12	证监会	《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定（试行）》	明确沪伦通CDR发行审核制度，CDR跨境转换制度安排，CDR等持续监管要求

资料来源：人民银行、银保监会、平安证券研究所

**图表31 进一步扩大金融业对外开放的具体措施和时间表——博鳌亚洲论坛**

在未来几个月内落实的6项措施	1、取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制，内外资一视同仁；允许外国银行在我国境内同时设立分行和子行 2、将证券公司、基金管理公司、期货公司、人身险公司的外资持股比例上限放宽至51%，三年后不再设限 3、不再要求合资证券公司境内股东至少有一家是中国公司 4、从5月1日起把互联互通每日额度扩大4倍，即沪股通及深股通每日额度从130亿元调整为520亿元人民币，港股通每日额度从105亿元调整为420亿元人民币 5、允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务 6、放开外资保险经纪公司经营范围，与中资机构一致
今年年底以前，还将推出的5项措施	1、鼓励在信托、金融租赁、汽车金融、货币经纪、消费金融等银行业金融领域引入外资 2、对商业银行新发起设立的金融资产投资公司和理财公司的外资持股比例不设上限 3、大幅度扩大外资银行业务范围 4、不再对合资证券公司业务范围单独设限，内外资一致 5、全面取消外资保险公司设立前需开设2年代表处要求
争取于2018年内	开通“沪伦通”

资料来源：证券时报、平安证券研究所

## 六、 猜想六：经济有下行压力，行业资产质量承压

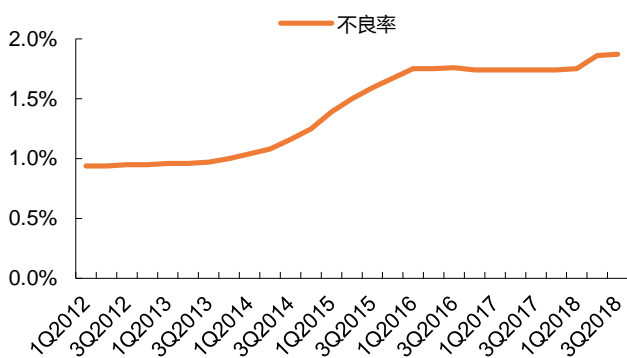
据银保监会数据，截至 18 年三季度末商业银行不良率收录 1.87%，较上年末提升 13BP，环比小幅提升 1BP，整体呈现企稳迹象。分类来看，不良贷款率的攀升主要源于城商行和农商行带动，城商行三季度末不良贷款率 1.67%，较上年末上升 15bp；农商行三季度末不良贷款率 4.23%，较上年末上升 107bp。

### 经济下行以及外部贸易战等影响下信用风险有提升，资产质量承压

2018 年一、二、第三季度的 GDP 增速分别为 6.8%、6.7%、6.5%，三季度 GDP 增速回落的降幅有所加大。前三季度 GDP 累计增速 6.7%，较 17 年全年的 6.9% 下滑 0.2 个百分点。根据平安宏观团队预测，19 年 GDP 增速可能会降至 6.3%，较 18 年温和下行，四个季度 GDP 增速走势预计呈稳步下行特征。明年经济仍存在下行压力，主要源于投资、外贸、消费均一定程度承压。外贸红利的逐步消退和中美贸易战的负面影响可能会进一步显现。再者，经济增速下行也会对居民消费带来负面影响。综合来看，投资、净出口和消费对经济的贡献都可能减弱。

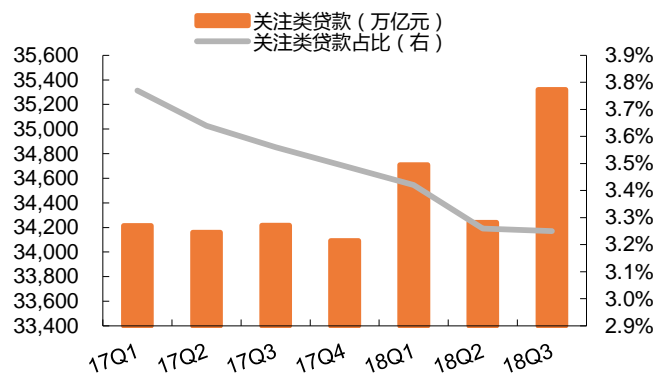
今年以来，上市银行的不良率持续走低，延续边际改善的趋势，而且潜在的关注类贷款的占比也持续下降。展望 19 年，在经济进一步下行以及贸易战影响的显现下，银行的资产质量延续改善难以为继，不良生成率大概率略有提升。

图表32 商业银行不良率略有提升



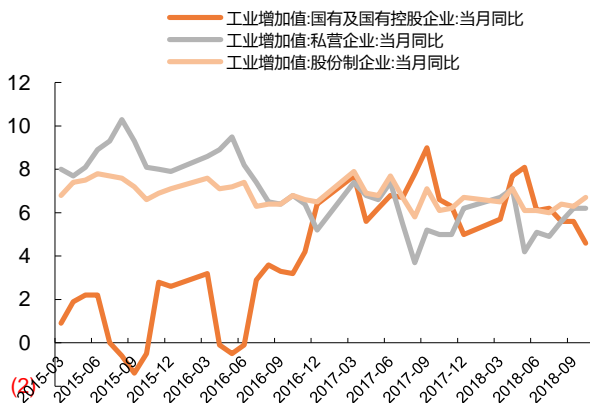
资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表33 商业银行关注类贷款占比持续下探



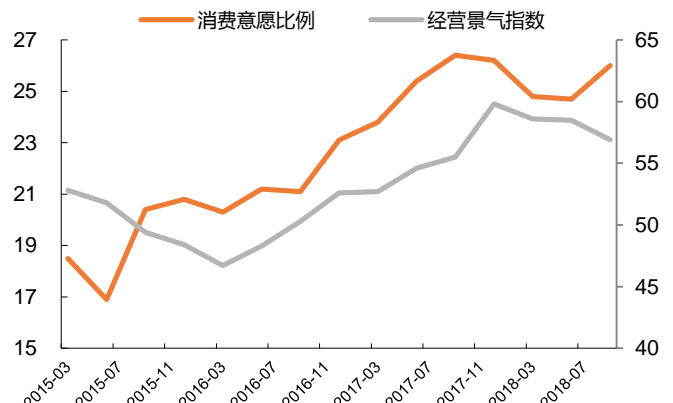
资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表34 各类企业工业增加值增速 (%)



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表35 消费意愿指数行至高位，经营景气指数下行

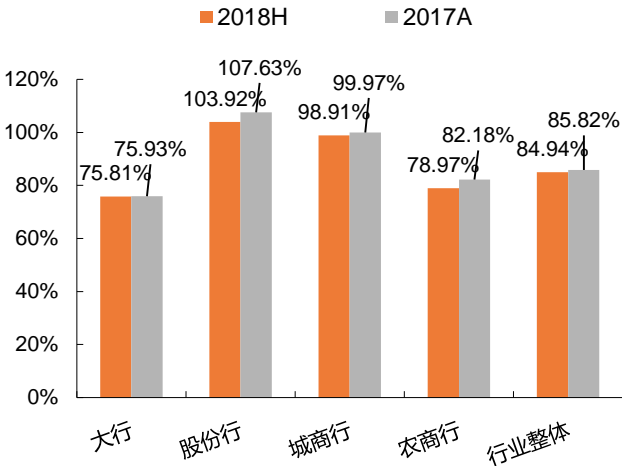


资料来源：Wind、平安证券研究所

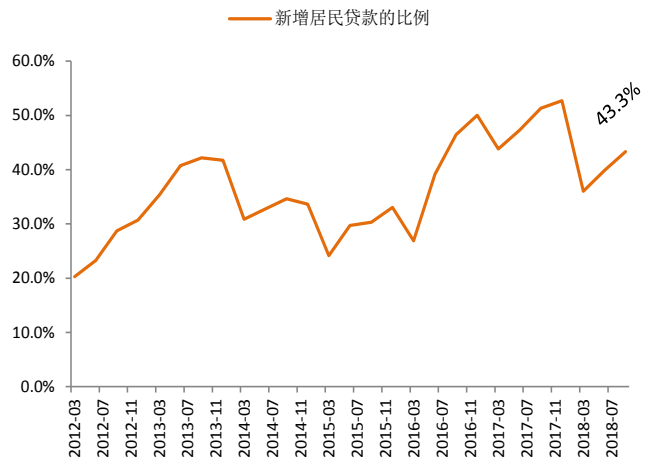
存量释放和新增优化也提供下行支撑

但我们也要看到 18 年以来，在监管约束和银行自身主动出清存量风险的意愿之下，行业存量风险加速暴露，尤其是上市银行在强监管下持续强化不良的审慎认定，截至中报披露，90 天以上逾期贷款/不良的比例较 17 年末降低 0.88pct 至 84.9%，整体质量更加夯实。另一方面，从新增信贷的结构来看，居民贷款的占比保持在比较高的水平，对公一般贷款的风险暴露相对有限。

图表36 行业不良认定趋严（逾期 90+/不良）



图表37 新增居民贷款占比保持较高水平



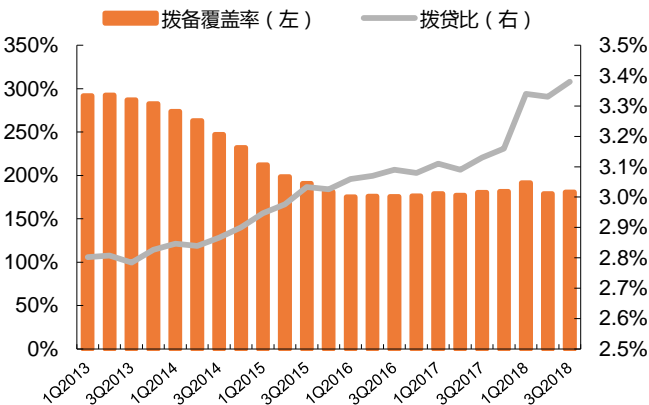
资料来源：公司公告、平安证券研究所

资料来源：Wind、平安证券研究所

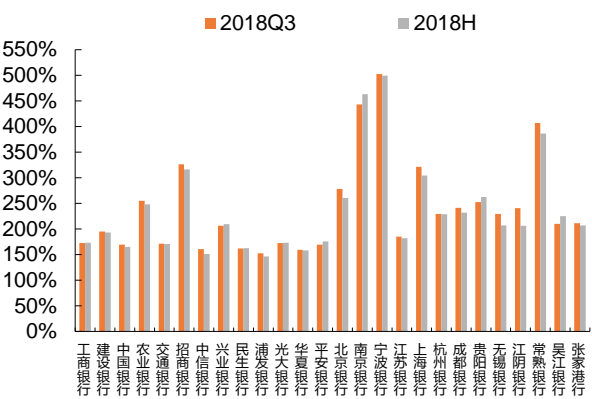
拨备充分，不良处置能力较高，不良率可控

18 年以来虽然监管放宽拨备监管红线，由 150%调整为 120%-150%并实行一行一议，但是受益于资产质量企稳向好及盈利水平的提升，叠加逆周期监管思路下银行普遍加强拨备的计提，行业整体拨覆盖率有所提升，三季度末较上年同期和环比中期末分别提升 0.3 个和 2 个百分点至 180.7%，同时拨贷比也小幅提升 0.05pct 至 3.38%。大行和股份行拨备覆盖率分别较上年末提升 25.5pct/10.5pct 至 205.94%/190.47%，城商行和农商行分别较上年末收降 15.63pct/38.71pct 至 198.85%/125.6%，农商行拨备压力相对较大。较高的拨备覆盖率水平为不良的处置提供较高的基础，不良率可控。

图表38 拨备覆盖率持续提升



图表39 宁波银行拨覆盖率行至 500%高位

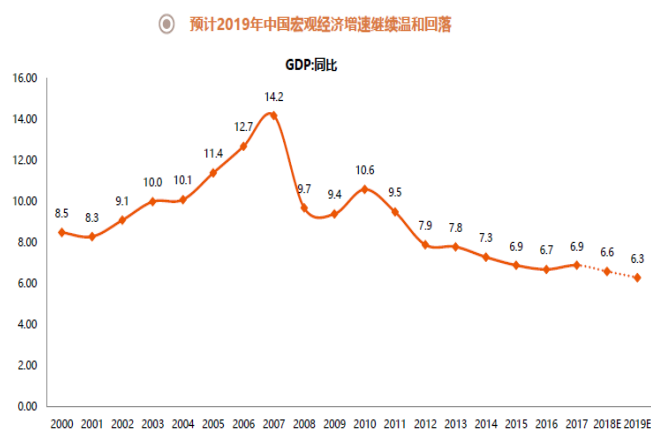


资料来源：Wind、平安证券研究所

资料来源：Wind、平安证券研究所

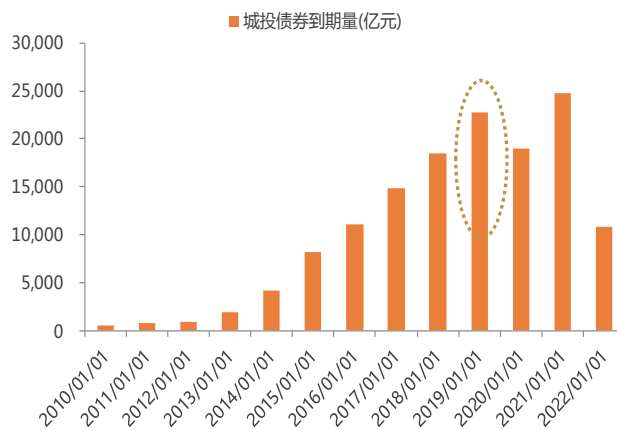
总体从明年看，我们认为资产质量的延续改善可能难以为继，但存量释放和新增优化也提供下行支撑。因为宏观经济周期趋势向下以及贸易战的影响等，银行信贷资产质量承压，但商业银行的存量信贷质量已经经过一轮不良出清，并且当前银行业整体风险偏好较为审慎，较高的拨备也为不良资产的处置和消化提供支撑，19年银行业资产质量承压但整体可控。

图表40 预计 2019 年中国宏观经济增速继续温和回落



资料来源: Wind、平安证券研究所宏观组

图表41 城投债风险因素在于债务集中到期规模大



资料来源: Wind、平安证券研究所

## 七、 猜想七：资产端定价承压，行业息差止升回落

据银监会数据，三季度商业银行净息差 2.15%，同环比分别提升 8BP/3BP，行业息差延续修复，但回升的幅度有所放缓。我们预计银行业 2019 年净息差止升回落，主要源于资产端定价承压和负债端核心负债成本基本稳定。

### 资产端贷款承压：宽信贷环境“供大于需”，叠加监管加强解决融资贵的影响

19 年银行资产端定价压力主要来自两方面：

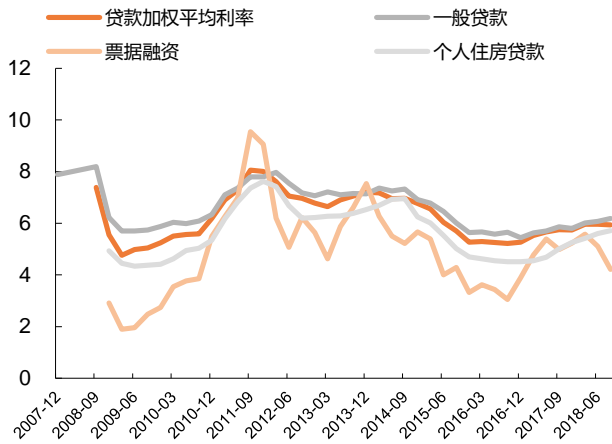
#### 1) 经济下行有效需求不足叠加宽信贷的环境下，结构上供大于需引发价格竞争

我们可以看到，三季度以来经济的融资需求有明显回落但商业银行的信贷审批指数却陡峭上行，反映监管加强信贷投放下存在结构上的供大于需。

从银监会和央行的三季度部分数据来看也反映了这一情况：9 月非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 5.94%，比 6 月下降 0.03 个百分点。另一方面，三季度执行上浮利率的贷款占比较 6 月延续回落。其中一般贷款中执行上浮利率的贷款占比 73.76%，较中期末下降 1.48 个百分点；执行下浮利率的贷款占比提升 2.67pct 至 12.6%。

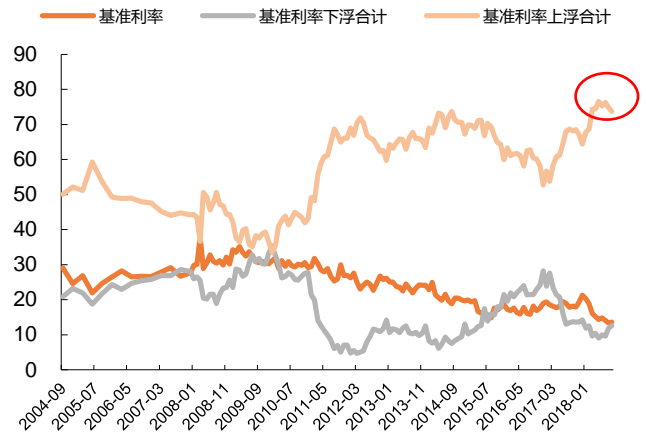
展望明年，我们认为宽信贷延续的环境下资产端的定价很难提升，风险溢价能力下降。

图表42 三季度票融带动整体社会融资成本（贷款加权平均利率）季度环比略有下降



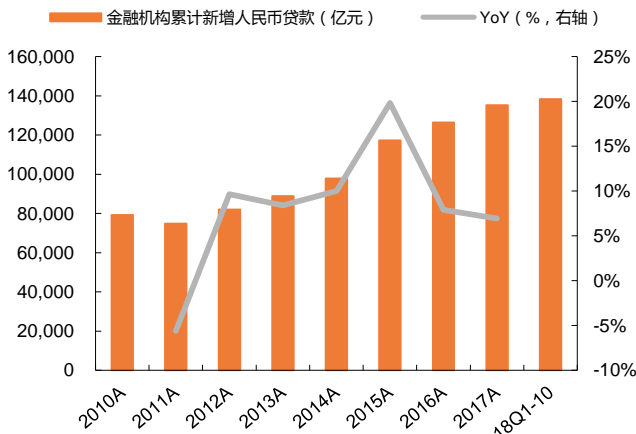
资料来源：Wind、央行货币政策执行报告、平安证券研究所

图表43 三季度执行上浮、基准利率的贷款占比高位回落



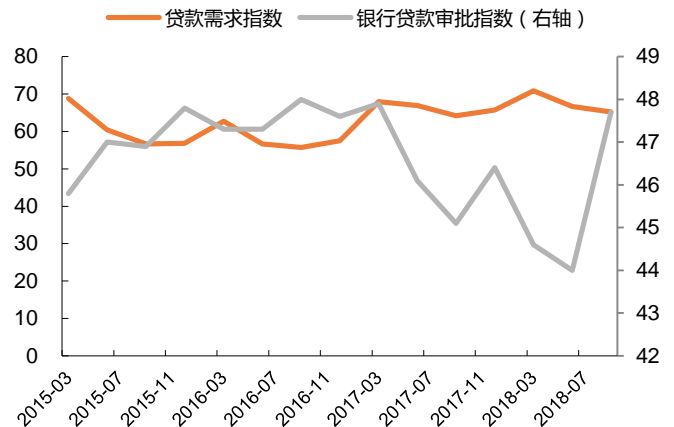
资料来源：Wind、央行货币政策执行报告、平安证券研究所

图表44 人民币贷款同比多增



资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表45 融资需求明显回落，信贷审批指数陡峭上行



资料来源：Wind、平安证券研究所

## 2) 监管加强解决融资贵的政策影响

另一方面，政策引导信贷投向小微和民营企业，而中小微企业自身存在资本少、抵押物不足、负债能力低，财务体系不完善、真实信用评估困难等问题，同时由于企业规模小、信息不对称带来的交易成本过高和风险规避成本过高的问题未解决，所以银行市场化定价需要获得一定的风险溢价。但是为解决小微企业融资难融资贵的问题，监管对银行放贷定价进行管制，比如在8月18日银保监会发布的《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》中提出：“大中型银行要充分发挥“头雁”效应，加大信贷投放力度，合理确定普惠型小微贷款价格，带动银行业金融机构小微企业实际贷款利率明显下降。”再到11月9日，国务院常务会议要求力争主要商业银行四季度金融机构新发放的小微企业平均贷款利率比一季度降低1个百分点，再次明确了政策层面呵护民企融资环境的的态度。

图表46 监管加强解决融资贵问题

时间	发文机构	文件/会议	主要内容
3月19日	银保监会	《中国银监会办公厅关于2018年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知》	“两控”即合理控制小微企业贷款资产质量水平和贷款综合成本，突出对小微企业贷款量质并重、可持续发展的监管导向。
7月17日		银保监会就加大民营企业和小微企业融资服务力度情况进行调研督导并召开座谈会	大中型银行要充分发挥“头雁”效应，加大信贷投放力度，合理确定普惠型小微贷款价格，带动银行业金融机构小微企业实际贷款利率明显下降。
8月18日	银保监会	《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》	“大中型银行要充分发挥“头雁”效应，加大信贷投放力度，合理确定普惠型小微贷款价格，带动银行业金融机构小微企业实际贷款利率明显下降。
11月9日		国务院常务会议	力争主要商业银行四季度金融机构新发放的小微企业平均贷款利率比一季度降低1个百分点

资料来源：人民银行、银保监会、平安证券研究所

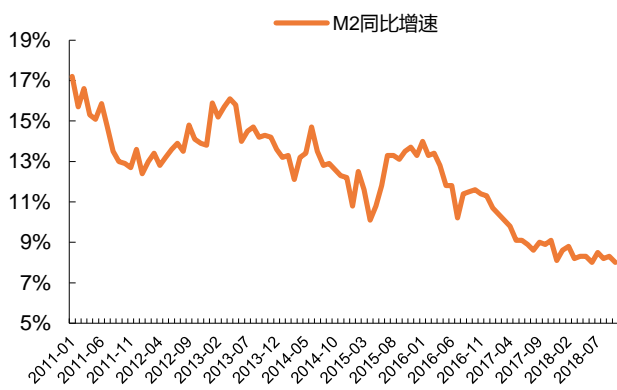
**负债端成本：存款竞争趋势延续，流动性充裕下负债成本基本稳定**

18 年以来 M2、存款增速持续下行，新增存款中对公存款基本零增长，商业银行的新增存款中更多的来源于结构性存款、大额存单等市场化定价的存款产品，今年以来结构性存款增速保持在 40%以上，占比持续提升。

目前行业存款竞争加剧主要源于以下几方面：1) 利率市场化推进下，以货币基金、理财为主的金融产品对存款的分流不可避免；2) 宏观经济下探下，M2 增速下行给行业存款带来总量减少的压力。近年来 M2 增速持续下行至 8%左右，货币派生的减缓客观上造成了存款增速的下降。3) 信贷投放加强也导致对存款的需求进一步提升，加剧金融机构之间的揽储竞争。

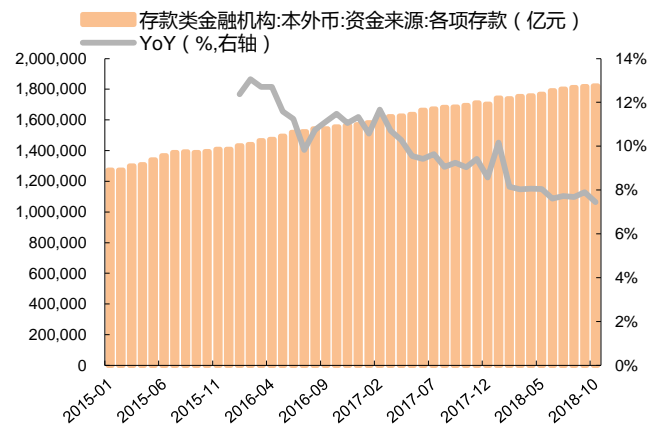
19 年我们认为存款竞争的这些趋势还会延续，但另一方面市场流动性的充裕也会压制存款整体成本的提升，整体我们认为核心负债的成本会基本保持稳定。

图表47 M2 增速持续下行



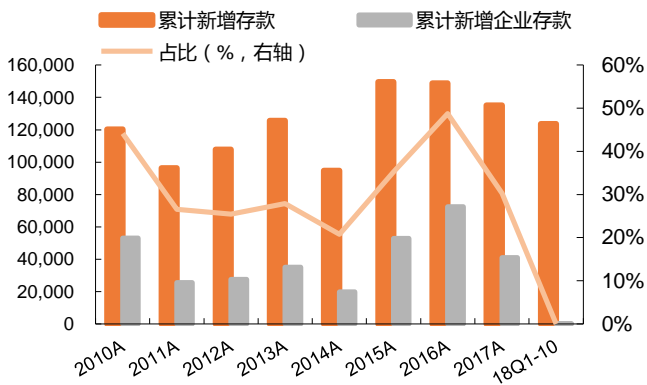
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表48 存款增速持续下行



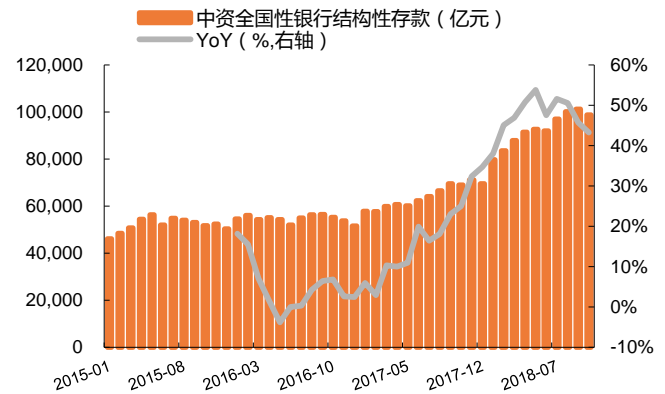
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表49 18Q1-10 累计新增存款中企业存款表现较弱(亿元)



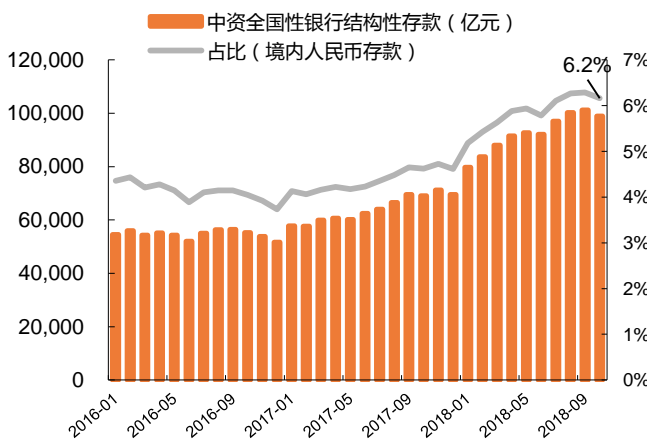
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表50 结构性存款增速保持40%以上高位



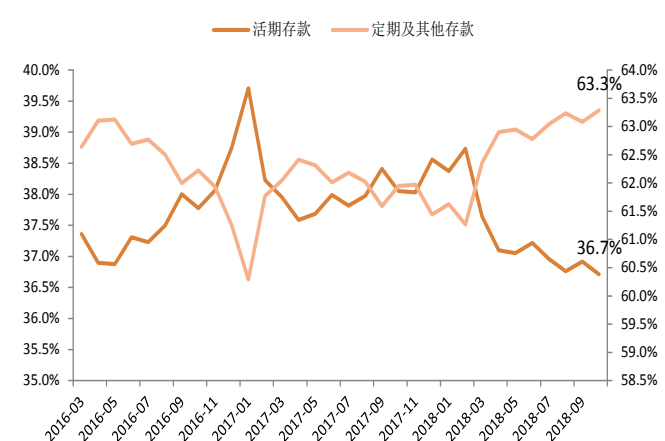
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表51 新增存款中结构性存款占比提升



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表52 存款期限结构呈现长期化趋势



资料来源: Wind、平安证券研究所

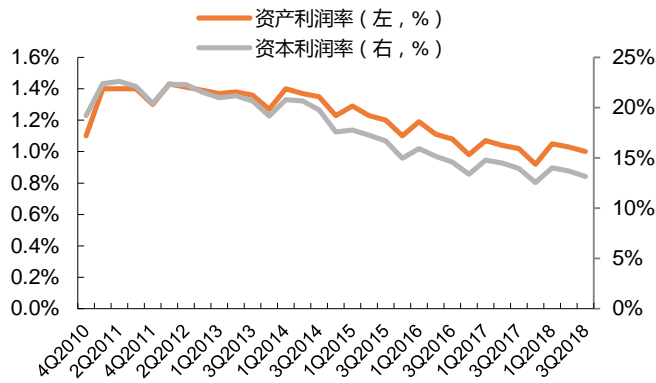
## 八、猜想八：鉴于息差回落以及信贷成本压力，行业利润增速回落

根据 26 家 A 股上市银行三季报, 2018 年前三季度上市银行营业收入、归属于母公司净利润同比分别增长 7.97%、6.91%, 较二季度同比增速分别提高 1.68、0.42 个百分点。上市银行营收均恢复同比正增长, 流动性缓释助推净息差环比改善。

全行业来看, 18 年前三季度商业银行净利润累计 15118 亿, 同比增速 5.91%, 低于 17 年全年 0.08 个百分点, 整体保持平稳。全年来看, 利润增速变动呈先升后降的趋势。三季度行业整体 ROE、ROA 分别为 13.15%、1%, 环比二季度延续下行 55BP、3BP, 较上年同期分别降低 79BP、2BP, 其中大行、股份行、城商行和农商行资产利润率分别环比二季度降低 4BP/2BP/4BP/2BP 至 1.1%/0.93%/0.84%/0.98, 较上年同期分别变动-2BP/+2BP/-4BP/-8BP。

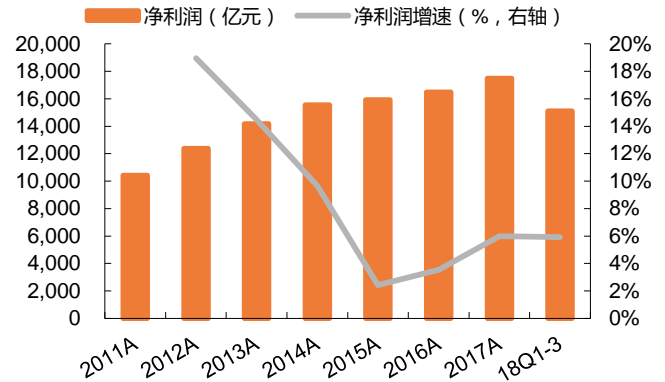


图表53 行业 ROA、ROE 环比小幅下行



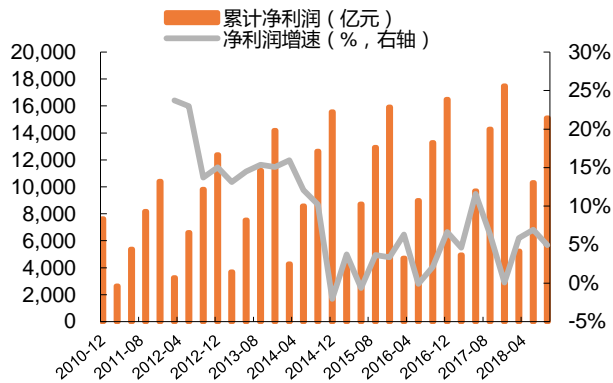
资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表54 商业银行净利润增速基本持平 17 全年



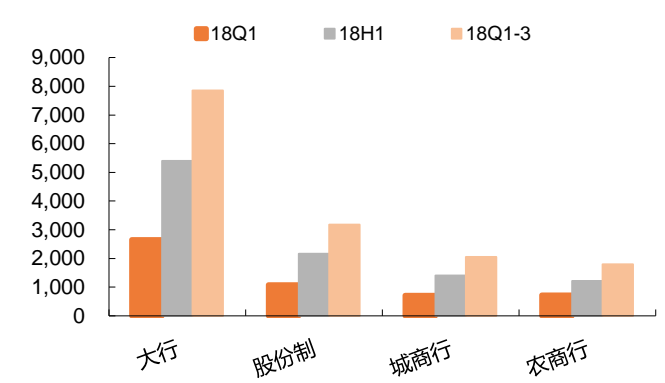
资料来源：银保监会、平安证券研究所；注：18Q1-3为前三季度累计净利润

图表55 净利润单季同比增速基本平稳



资料来源：银保监会、平安证券研究所

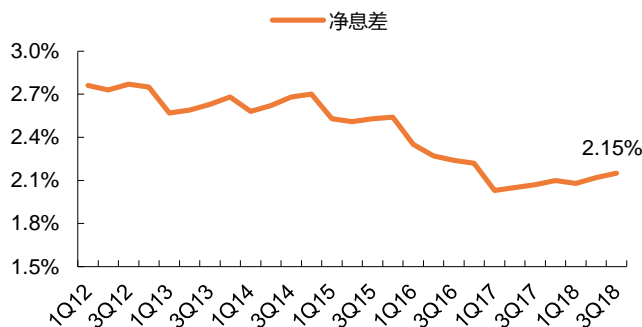
图表56 各类银行净利润保持稳健 (单位：亿元)



资料来源：银保监会、平安证券研究所

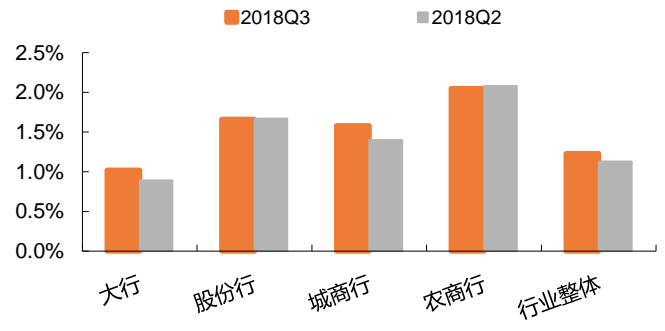
结合 2018 年银行基本面表现以及 2019 年宏观经济形势,我们预计 2019 年行业利润增速或将回落,一方面受信贷定价制约资产端收益率提升和核心负债压力不减,息差明年存在下行压力,而行业规模增速不会有显著提升,另一方面资产质量受宏观经济影响改善趋势可能难以为继。我们预计 2019 年上市银行营收增速较 18 年略有下行,而利润增速也将小幅回落。预计 2019 年上市银行净利润同比增长 5.8%。敏感性分析显示,整体业绩的区间为 4.6%–6.9%。

图表57 18 年 3 季度行业净息差持续修复,环比回升 3BP



资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表58 3 季度上市银行信贷成本率环比上行



资料来源：公司公告、平安证券研究所；注：信贷成本由上市银行财报中(单季资产减值损失/期初期末贷款总额均值)简单年化求得

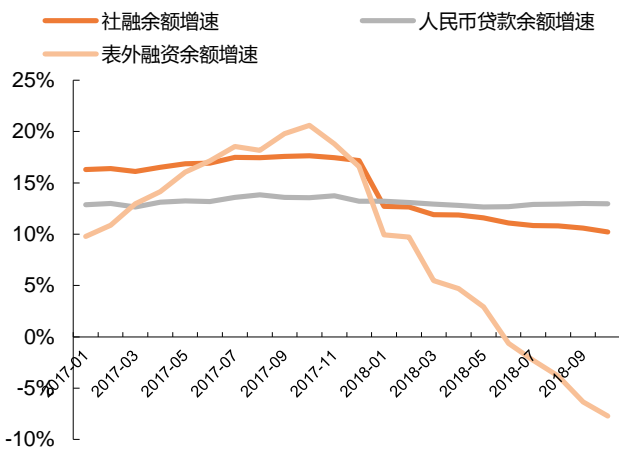
## 九、猜想九：表外业务压缩边际放缓，社融增速有望企稳

### ■ 资管新规及配套构架基本完成，表外业务断崖收缩但有企稳态势

18年以来严监管周期下，以资管新规为核心的一系列涉及禁止多层嵌套、限制期限错配、穿透监管等规章制度陆续出台，整改的推进极大压缩了银行进行监管套利的空间，委外、信托贷款等表外业务明显收缩。18年3月以来社融口径的表外融资规模持续负增，1-11月累计收缩2.76万亿，同比多减5.98万亿。具体来看，委托贷款、信托贷款和未贴现票据分别累计缩减1.39万亿、6392亿、7366亿，较上年均呈现断崖式下降。

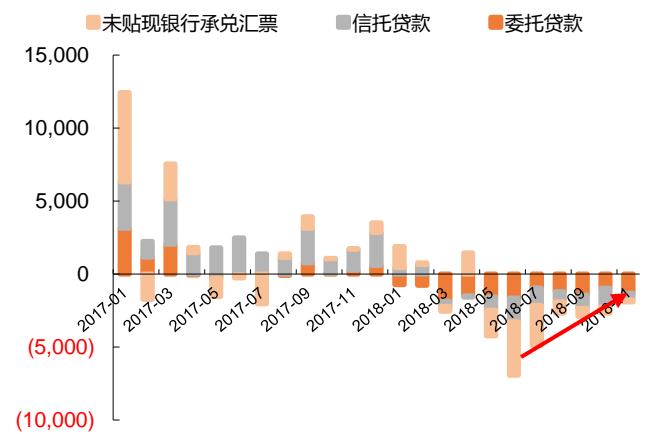
但是从压降的节奏来看，下半年开始表外规模缩减的幅度边际放缓，11月委贷+信托+未贴现票据总规模减少1904亿元，同比多减3633亿，但环比10月少减771亿，较压降幅度最大的6月少减了5010亿元，后续随着存量的集中规范压降后，银行表外业务步入平稳发展。

图表59 表外融资负增拖累社融增速下行



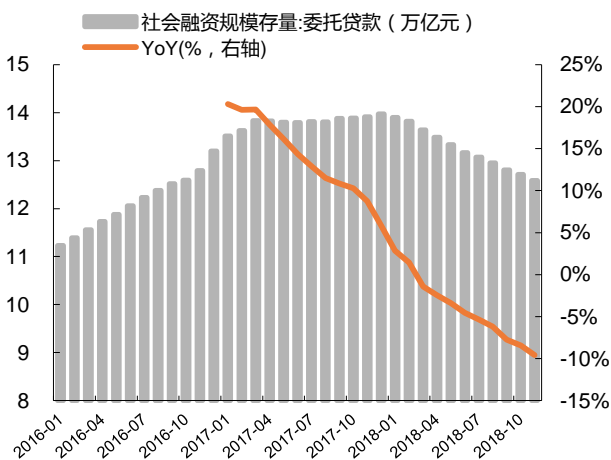
资料来源：Wind、人民银行、平安证券研究所；注：人民币贷款指央行披露社融数据中投向实体经济的贷款规模

图表60 表外规模持续负增（单位：亿元）



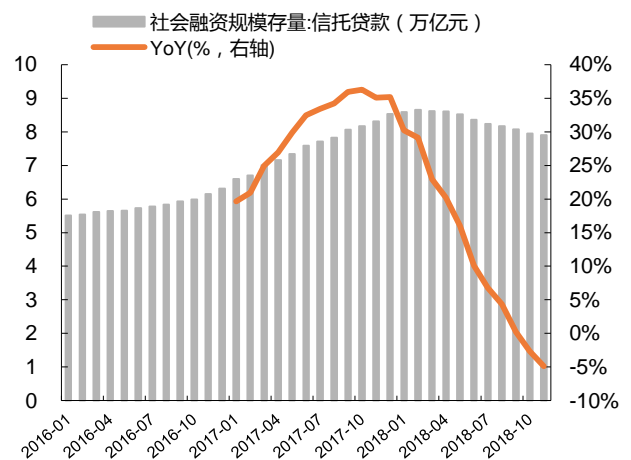
资料来源：Wind、人民银行、平安证券研究所

图表61 委托贷款余额持续缩减



资料来源：Wind、人民银行、平安证券研究所

图表62 信托贷款余额同比增速降至0以下



资料来源：Wind、人民银行、平安证券研究所

■ **影子银行是金融市场必要补充，要依法合规经营，社融增速有望企稳**

12月13日，央行行长易纲在发表的“中国货币政策框架：支持实体经济，处理好内部均衡和外部均衡的平衡”演讲中表示“影子银行实际上是金融市场的必要补充，影子银行不是完全负面的词，只要依法合规经营，便能成为金融市场的有效部分。要注意影子银行在一些方面如果管理不好，就会产生风险。影子银行和同业业务治理已经取得了一定成效，影子银行规模收缩，金融机构的业务运营也更加合规。截至9月末，各类金融资管产品的总规模已经达到104.5万亿元。”

我们认为，影子银行游离于银行体系之外，作为曾经的监管灰色地带，存在诸如风险跨市场传递、监管套利和利益输送等乱象，强监管不可或缺。但也如同易纲行长所说，简单进行全部禁止，可能会造成社会融资渠道的恶化，企业面临再融资风险、违约率上升，导致经济增长承压。

在整改规范后以及结合目前监管的态度来看，银行表外业务以及影子银行将在业务合规经营下有序开展，进一步托底实体经济，防止信用风险加剧引发系统性风险。在信贷支撑以及表外企稳下社融增速有望保持稳定。

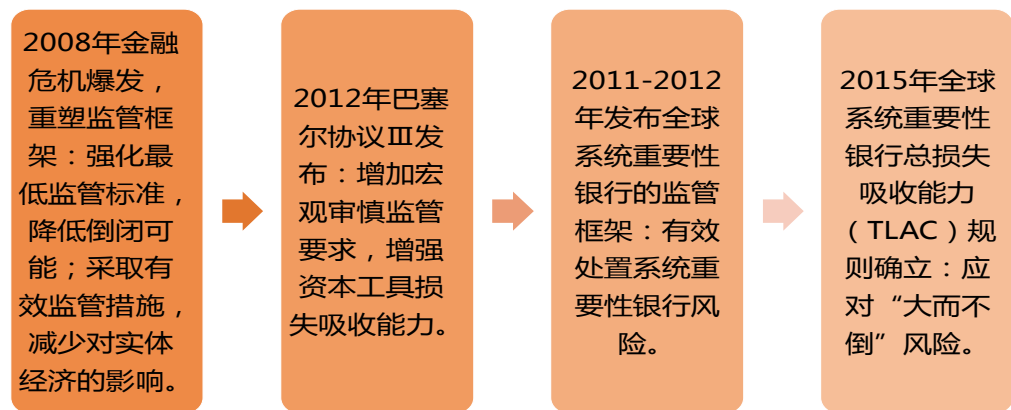
## 十、猜想十：资本监管更加注重系统性以及逆周期，银行试水新型资本补充工具

■ **金融危机后国际资本监管全面细化**

自2008年金融危机爆发后，国际上进行了一系列资本监管改革，陆续确立并发布了巴塞尔协议Ⅲ、《系统重要性金融机构监管的强度和有效性》、《金融机构有效处置机制核心要素》等规则与文件。总体呈现以下趋势：

- **加强宏观审慎监管，注重系统重要性金融机构风险发生的处置。**一方面，在强化原有微观审慎维度资本监管要求的基础上，宏观审慎监管层面的规定也得到了进一步的强化，分别从时间维度和跨业维度提高了对系统性风险的防范水平；另一方面，对于一旦发生危机将对金融体系和实体经济产生重大不利影响或可能引发系统性风险的金融机构，从控制指标、监管强度、处置机制三个角度来应对系统性风险的发生。
- **资本计量方法更加合理。**国际监管不断完善资本计量方法，使其在简化计算的基础上加强不同银行之间风险加权资产水平的可比性，呈现更加合理、实用的趋势。
- **量化指标要求与性质指引文件齐头并进。**除了核心一级资本不得低于4.5%、储备资本达到4.5%这些定量监管指标，巴塞尔委员会还发布了银行公司治理原则、资本规划指引、识别和处置脆弱银行指引等一系列监管原则和指引，从性质上对银行业等金融机构进行了规范。

图表63 08年金融危机后国际银行资本监管发展历程



资料来源：王兆星《国际银行监管规则改革趋势和几点思考》、平安证券研究所

■ 出台系统重要性金融机构监管意见，关注“TLAC 规则”的影响

为了应对“大而不倒”风险，2014年11月金融稳定理事会(FSB)发布《全球系统重要性银行损失吸收能力充足性要求(征求意见稿)》(简称 TLAC)，世界主要经济体于 2015 年正式确立并要求于 2019 年实施。TLAC 监管框架是针对全球系统性重要银行提出的比巴塞尔协议 III (资本充足率要求为 8%，杠杆率要求为 3%) 更为严格的监管要求 (TLAC 指标自 2019 年起不得低于 16%，自 2022 年起不得低于 18%)。

我国资本监管体系的建立则是基于中国资本市场具体情况的基础上，很大程度地借鉴了国际巴塞尔协议。央行于 2018 年 11 月 27 日发布《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》，分别从制定特别监管要求、构建特别处置机制两个方面完善监管框架，涵盖了风险发生前的防范以及风险发生后的处置两个方面，还加入了日常监管、风险检测、压力测试与宏观监管等审慎监管，但是具体考核指标还有待进一步细化。

图表64 “系统重要性金融机构监管意见”与“TLAC 规则”

	关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见	总损失吸收能力 (TLAC) 规则
目的		防范大而不倒风险
概念	对于提供难以替代的关键服务，一旦发生重大风险事件而无法持续经营，将对金融体系和实体经济产生重大不利影响、可能引发系统性风险的金融机构，进行风险防范与处置的监管措施。	TLAC：指全球系统重要性银行在遇到危机，进入处置程序时，能够通过减记或转股的方式吸收银行损失的资本型和债务工具的总和。
范围	银行业、证券业、保险业机构，以及国务院金融稳定发展委员会（以下简称金融委）认定的其他具有系统重要性、从事金融业务的机构。	总体范围：全球系统重要性银行（G-SIB）的每个处置实体； 具体范围：2015年底之前纳入G-SIB清单并保留至今的银行（总部位于新兴市场经济体可延缓6年）
指标	一级指标：机构规模、关联度、复杂性、可替代性、资产变现等。 二级指标：根据各行业特点和发展状况设置二级指标及相应权重。	第一支柱：一级标准：2019年，最低TLAC≥MAX（16%的加权风险资产，6%的杠杆率分母）； 二级标准：2022年，最低TLAC≥MAX（18%的加权风险资产，6.75%的杠杆率分母）。 第二支柱：根据系统性特征、风险情况、组织架构等具体确定。
特别要求	特别监管要求、特别处置机制、审慎监管。	合格TLAC工具的标准：包括资本工具和负债工具。

资料来源：央行、《总损失吸收能力标准设计机理与实施》（季新安）、平安证券研究所

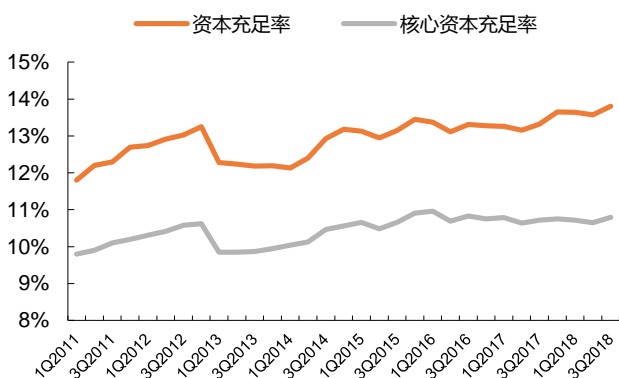
图表65 资本充足率监管指标对比

	巴塞尔协议Ⅲ	国内监管要求	TLAC	
核心一级资本充足率	2019.1.1核心一级资本充足率达到7.5%	2018年底前,核心一级资本充足率不低于7.5%	2015年底前纳入G-SIB清单并保留至今	2019.1.1,最低TLAC≥MAX(16%的加权风险资产,6%的杠杆率分母)
其中:	2016.1.1-2019.1.1储备资本2.5%	储备资本2.5%		2022.1.1,最低TLAC≥MAX(18%的加权风险资产,6.75%的杠杆率分母)
	逆周期资本:0-2.5%(暂无年限要求)	逆周期资本:0-2.5%	总部位于新兴市场经济体:2015年底前新纳入G-SIB清单并保留至今	2019年考核债务率不超过55%,上述两项达标期限分别宽限至2025年/2028年。
	2013-2018系统重要性附加资本要求(1%-3.5%)	系统重要性附加资本要求:1%		2019年考核债务率超过55%,上述两项达标期限分别宽限至2022年/2025年。
其他一级资本充足率	1%	-		
一级资本充足率	2019.1.1一级资本充足率达到9%	2018年底前,资本充足率不低于8.5%		
二级资本充足率	2%	-		
资本充足率	2019.1.1资本充足率达到11%	2018年底前,资本充足率不低于10.5%		

资料来源:央行、银保监会、平安证券研究所

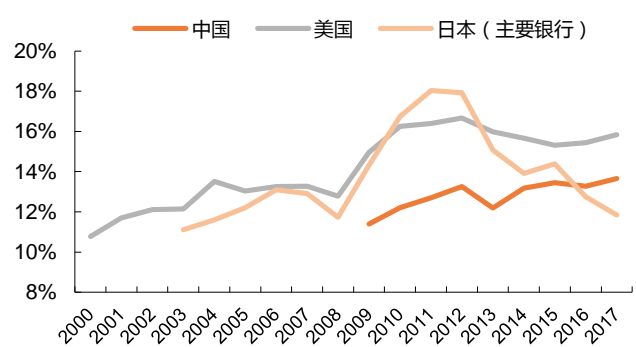
资本管理制度的完善促进我国商业银行建立起以资本为核心的发展体系。从大的趋势来看,商业银行资本充足率整体呈上升态势,2018年6月较2010年6月提升2.47pct至13.57%,且从2017年6月开始资本充足率水平一直在提升,均明显高于10.5%或11.5%的监管标准。相较之下,核心一级资本充足率虽较2010年有所提升,但近年来持平甚至略有下行,特别是自2016年以来,这种趋势较为明显,2018年6月核心一级资本充足率10.65%,低于2016年3月0.31pct。对标美日来看,美国商业银行资本充足率2008年后一直保持在15%以上,高出国内银行2-3个百分点,日本银行受国内宏观经济震荡影响较大,目前已低于国内商业银行水平。

图表66 行业资本充足率/核心资本充足率



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表67 美日中商业银行资本充足率对比



资料来源: FDIC、BOJ、Wind、平安证券研究所

■ 内生以及监管要求下资本需求提升, 商业银行试水新型资本工具

面对日益完善的国际和国内资本监管标准, 银行一方面需要不断优化资产结构, 另一方面也要提高资本管理和补充能力。为了拓宽商业银行资本补充渠道, 3月12日银监会联合五部委发布了《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》, 积极支持商业银行探索资本工具创新。之后部分银行开

始探索运用新型资本工具，比如哈尔滨银行拟发行 150 亿无固定期限资本债、中国银行拟发行不超过 800 亿减记型合格二级资本债和不超过 400 亿减记型无固定期限资本债。

今年以来商业银行的信贷增速一直保持在高位，远高于总资产的增速。信贷的快速扩张对资本金形成较快的消耗，目前虽然行业整体资本充足率还在较高的水平，但部分银行的核心一级资本充足率接近监管要求的最低水平，今年以来银行在可转债、定增、发行优先股等渠道都有融资需求。

从明年看，内生业务拓展需求和外部监管标准的提升都对商业银行提出了更高要求，随着各行加快资本补充进度，抵御系统性风险的能力也将进一步增强。

**图表68 18年以来上市银行融资进度汇总**

补充资本方式	银行	金额/股份	进度
定增	华夏	不超过292.36亿元	发审委通过
	农行	不超过1000亿元	发行完毕
	宁波	不超过80亿元	股东大会通过
二级资本债	农行	不超过400亿元	发行完毕
	浦发	不超过400亿元	发行完毕
	招商	不超过200亿元	发行完毕
	中行	不超过800亿元	发行完毕
	中信	不超过500亿元	发行完毕
	建行	不超过430亿元	发行完毕
可转债	平安	260亿元	证监会批准
	浦发	500亿元	银保监会批准
	江阴	20亿元	发行完毕
	吴江	25亿元	发行完毕
	江苏	不超过200亿元	证监会批准
	交通	不超过600亿元	证监会批准
优先股	兴业	不超过300亿元	证监会批准
	贵阳	不超过50亿元	发行完毕
	中信	不超过400亿元	预案
	长沙	不超过60亿元	提请股东大会审批
	光大	不超过350亿元	银保监会批准
	民生	不超过200亿元	提请股东大会审批
	工行	不超过1000亿元	提请股东大会审批
	中行	不超过1000亿元	提请股东大会审批

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 十一、 风险提示

### 11.1 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露

银行业与国家经济发展息息相关，其资产质量更是受到整体宏观经济发展增速和质量的影响。若宏观经济出现超预期下滑，势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度，从而影响行业利润增速。

### 11.2 政策调控力度超预期

18年以来在去杠杆、防风险的背景下，行业监管的广度和深度不断加强，资管新规等一系列政策和监管细则陆续出台，如果整体监管趋势或者在某领域政策调控力度超预期，可能对行业稳定性造成不利影响。

### 11.3 市场下跌出现系统性风险

银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险整体估值向下，有可能带动行业股价下跌。

### 11.4 部分公司出现经营风险

银行经营较易受到经济环境、监管环境和资金市场形势的影响。假设经济下滑、监管趋严和资金趋紧等外部不利因素的催化下，行业内部分经营不善的公司容易暴露信用风险和流动性风险，从而对股价造成不利影响。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033