

银行

“直达实体经济的货币工具”如何理解？
——银行“资金空转”深度研究

评级：增持（维持）

分析师 戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师 邓美君

执业证书编号：S0740519050002

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

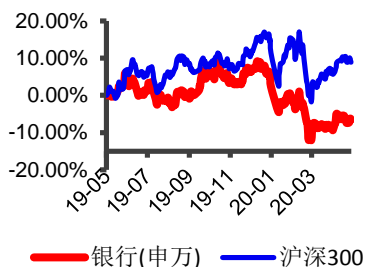
研究助理：贾靖

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	36
行业总市值(百万元)	9,423,178
行业流通市值(百万元)	6,129,024

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PE G	评级
		2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E		
招商银行	33.6	3.19	3.62	3.99	4.44	10.53	9.29	8.42	7.58		增持
平安银行	12.9	1.39	1.41	1.61	1.82	9.26	9.18	8.02	7.11		增持
宁波银行	25.3	2.10	2.30	2.54	2.98	12.05	11.01	9.99	8.51		增持
常熟银行	7.01	0.66	0.65	0.74	0.83	10.68	10.76	9.52	8.43		增持

备注：

投资要点

- “直达实体经济的货币工具”的背景：存在资金空转的现象。1、从三个现象判断银行可能存在一定的“资金空转”：天量社融的去向主要是国企与基建；M2-M1 剪刀差提升，结构性存款高增；上市公司的筹资、经营、投资现金流的错位。2、“资金空转”新特征：体制内空转。以往是指资金在金融体系空转；目前资金在央企、国有企业里流转，对实体经济的推动相对较小。本质还是基于政府隐形担保的资金流转。3、我们测算了资金空转规模，总体不算特别大，考虑企业结构性存款，未考虑理财部分。
- 财政赤字货币化之争：不是核心问题。我们对我国商业银行股权体系和商业模式进行了分析，银行体系本身就扮演“第二财政”的角色；金融资源不管是通过财政体系、还是银行体系传递（分配），对经济影响差别不大。目前核心矛盾在于如何将金融资源有效传达到民营企业、小微企业和高端制造业等。所以，政府工作报告提出“直达实体经济的货币工具”。
- 实现“资金直达实体经济”，金融政策会有哪些？1、货币政策继续保持“渐进性”、“结构性”宽松，为直达实体经济创造良好的货币环境。2、对“资金空转”进行一定的监管，但力度要保持平稳。3、核心点是“开正道”，疏通资金到实体经济的传导机制，背后本质是深层次的改革。预计中小企业的融资环境会有所改善；但如果没有相应体制改革的配套，作用可能有限。
- 对流动性的影响：支撑资本市场的结构性牛市。1、预计总体持续宽松，货币政策不会转向。2、我们预计不会出现流动性“水漫金山”，由于政策强调“定力”：控制套利，鼓励流向实体；难出现之前刺激的大水漫灌。3、判断“结构性宽松”会持续。“体制内的宽松”体现在近两个月的天量社融，未来有可能小幅放缓；中小企业的流动性环境会进一步改善，会有流动性溢出（楼市与股市）。4、目前流动性环境，支撑资本市场的结构性牛市。
- 投资建议：看好银行稳健收益，推荐优质银行。1、目前市场对银行股过度悲观，是良好的防御品种：我们预计资产质量稳健性会好于市场预期，净息差是缓慢下行，利润增速全年稳健（+5%）。悲观预期逐渐修

复，会持续给银行股带来稳健收益。2、银行业分化是大趋势。我们继续推荐优质银行股：招商银行、宁波银行、平安银行和常熟银行。

- **风险提示事件：**经济下滑超预期。疫情影响超预期。

目录

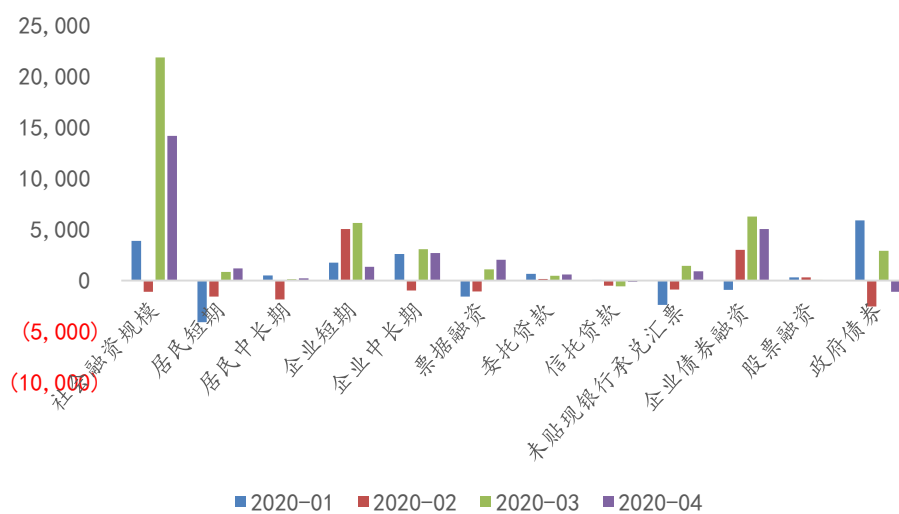
一、银行“资金空转”的现象、方式及成因	- 4 -
1、判断银行出现“资金空转”的三个现象	- 4 -
2、银行“资金空转”的方式与规模估算	- 12 -
3、“资金空转”的原因分析	- 13 -
二、我国银行业长期扮演“第二财政”的角色	- 16 -
1、我国的商业银行起源于“政府”银行，国有性质目前依旧突出	- 16 -
2、银行体系对“政府信用”类业务熟悉，但缺乏民企、小微、零售等风控体系	- 18 -
三、实现“资金直达实体经济”，金融政策会有哪些？	- 19 -
1、货币政策继续保持“渐进性”、“结构性”宽松，为直达实体经济创造良好的货币环境	- 19 -
2、对“资金空转”进行一定的监管	- 20 -
3、核心点是“开正道”，需要深层次改革	- 21 -
四、流动性的影响及投资建议	- 21 -

一、银行“资金空转”的现象、方式及成因

1、判断银行出现“资金空转”的三个现象

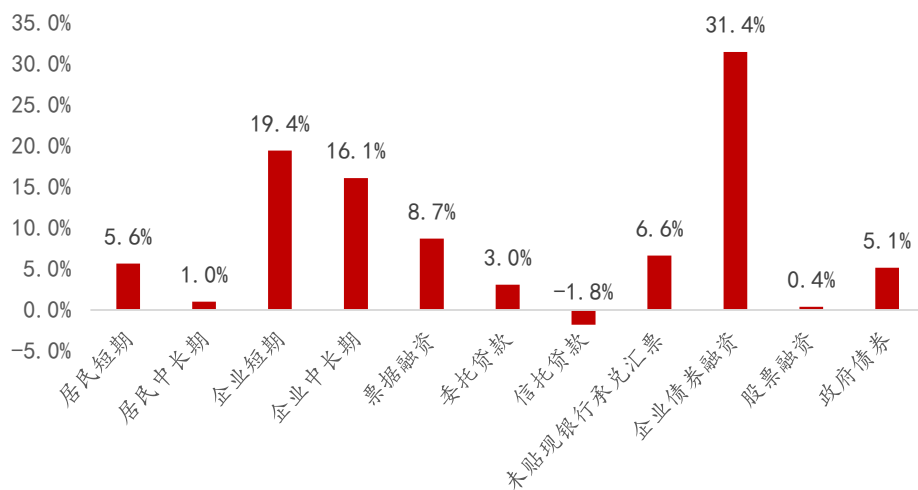
- **现象一：天量社融的去向——国企与基建**
- **天量社融的去向：企业短贷、企业中长贷、票据+未贴现银行承兑汇票、企业债。**其中企业债券融资主力为国企，行业集中在基建、房地产相关行业以及城投类企业，受疫情冲击较大的批发和零售贸易的占比有所下降，资金流向与困难企业有一定的错位。
- **3月、4月天量社融资金主要流向？**由金融数据来看，企业短贷、企业中长期贷款、票据+未贴现承兑汇票以及企业债券融资是社融高增的主要贡献因子，其中企业债券融资是主力。3-4月新增社融比去年同期增加3.6万亿，上述细分项分别为7000亿、5800亿、5500亿以及1.1万亿，贡献占比19%、16%、15%、31%。

图表：新增社融比去年同期增加情况（亿）



资料来源：人民银行，中泰证券研究所

图表：3-4月新增社融同比增量各分项贡献情况

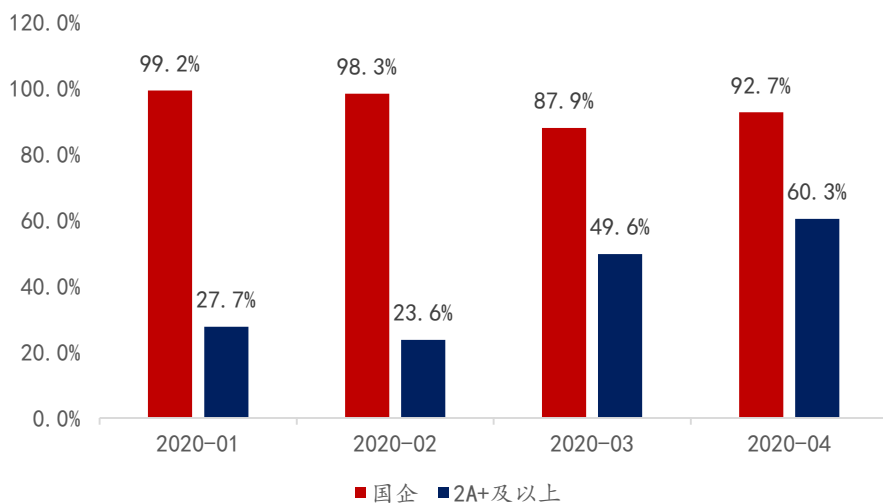


■ 3-4月社融新增规模比去年同期各分项贡献情况

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

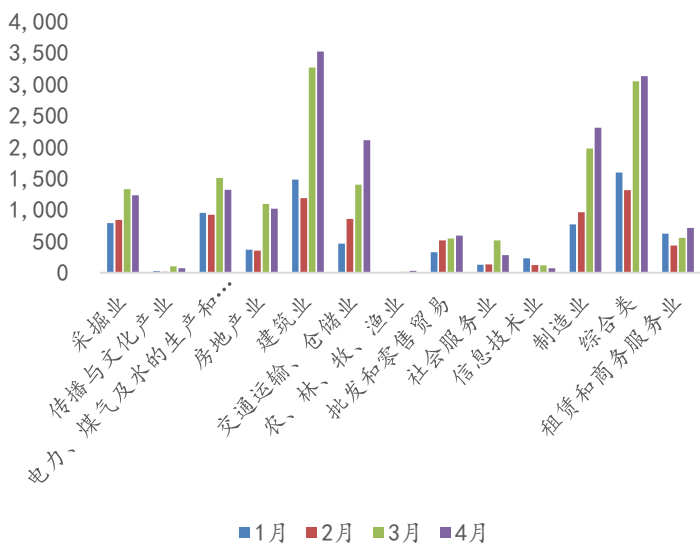
- 对非金融企业债券融资情况做进一步的细拆：国企等大企业是发债的主力；行业则主要是基建、房地产等；受疫情影响冲击较大的批发零售获取的资金规模并未有显著增加。1、从企业性质来看，国企是融资的主要对象，3-4月国企发债净融资额占比总发债净融资达到90%以上。2、从债项评级看，高评级债券发行人占比在3、4月有提升的趋势，分别占比50%、60%。3、从行业分类来看，资金大部分流入基建、房地产相关行业以及城投类企业，占比分别为20%、29%、23%（综合类以及租赁商务服务，大部分为城投类企业）；而受疫情冲击较大的批发和零售贸易的占比则较1月的8%、2月的5.6%有所下降，为3.6%。

图表：非金融企业债券融资情况



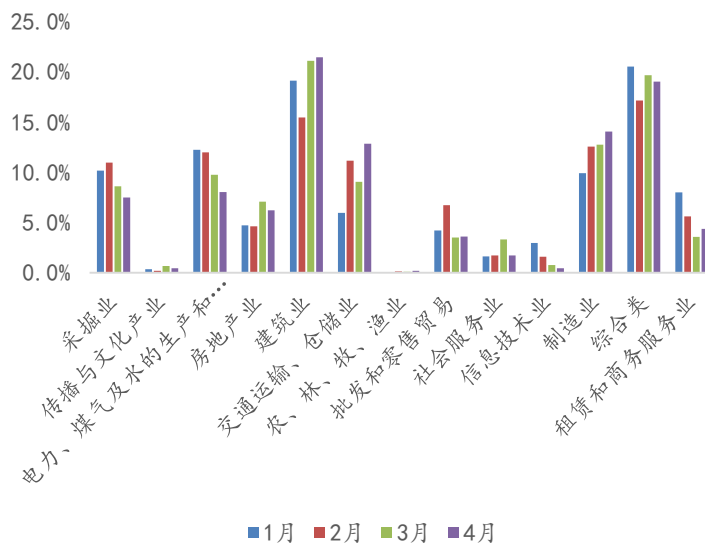
资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：非金融企业债券净融资行业分布情况（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：非金融企业债券净融资行业占比情况

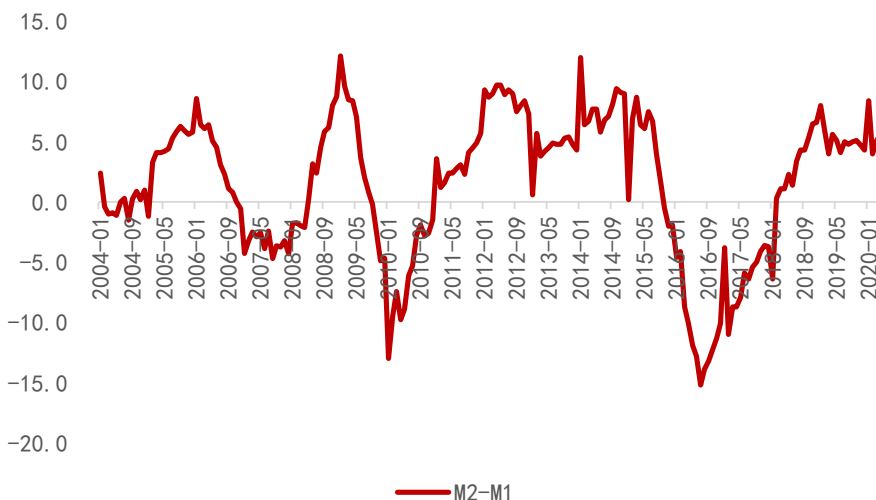


来源：Wind，中泰证券研究所

■ 现象二：M2-M1 剪刀差提升，结构性存款高增

■ M2-M1 剪刀差提升：天量社融背景下，M2 与 M1 增速差进一步提升至 5.6%，反映企业获取的资金并未完全投入生产，而是更多将其作为定期存款放在银行账户。19 年 1 月票据套利时也发生类似的情景，新增社融 4.7 万亿，但 M2-M1 剪刀差却由上月的 6.6% 提升至 8%，显示企业投资活跃度不足。

图表：M2 与 M1 同比增速差

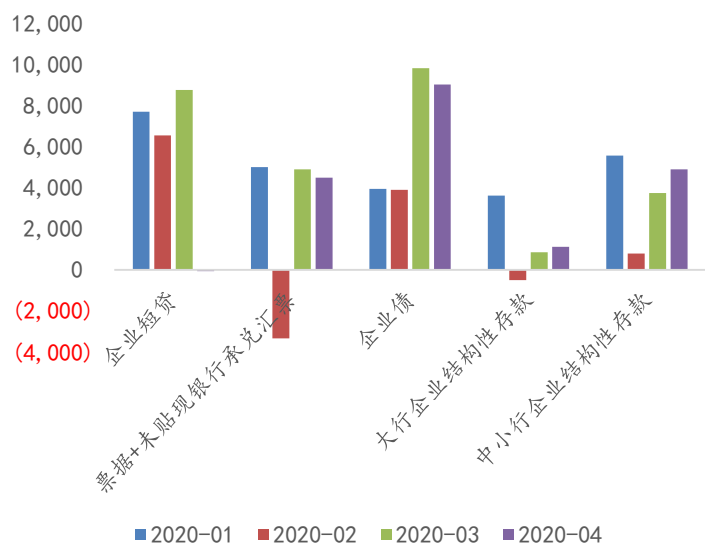


资料来源：Wind，中泰证券研究所

■ 短贷、票据+未贴现银行承兑汇票、企业债融资高增，对应结构性存款高增：3-4 月企业短贷、票据+未贴现银行承兑汇票、企业债融资分别净增 8700 亿、9400 亿、1.88 万亿；企业结构性存款净增 1.06 万亿，而

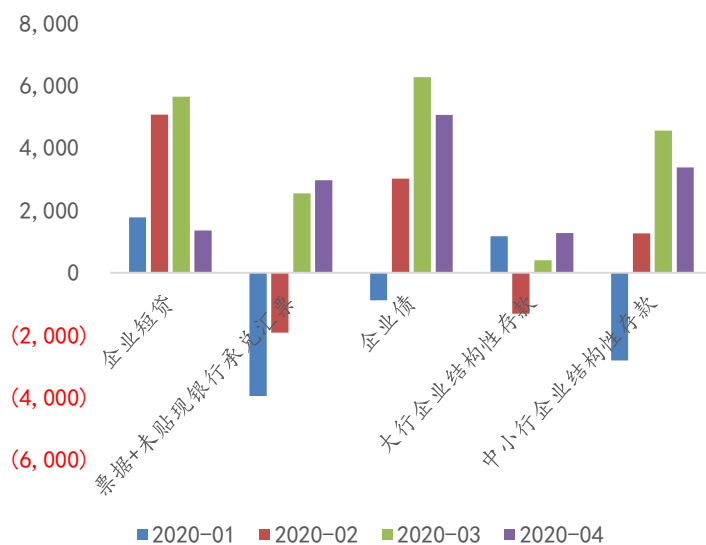
在此前，结构性存款新增规模多处于收缩状态。

图表：企业融资与存款新增规模情况（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：企业融资与存款新增规模比去年同期（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：结构性存款净增情况（亿元）

	大行个人结构性存款	大行企业结构性存款	中小行个人结构性存款	中小行企业结构性存款
2019-01	1,102	2,448	1,732	8,364
2019-02	1,165	822	923	(462)
2019-03	(120)	453	177	(820)
2019-04	(1,126)	(150)	(864)	1,515
2019-05	(713)	(408)	(1,065)	(429)
2019-06	(274)	(869)	124	(2,629)
2019-07	(634)	547	(1,230)	605
2019-08	(427)	123	(452)	1,051
2019-09	3,222	501	508	(377)
2019-10	(1,577)	(1,148)	(826)	(1,485)
2019-11	(726)	9	(311)	(99)
2019-12	(220)	(1,033)	610	(5,710)
2020-01	2,002	3,616	771	5,556
2020-02	(111)	(490)	33	805
2020-03	2,688	856	1,231	3,737
2020-04	(1,496)	1,121	198	4,897

资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 现象三：上市公司行业维度——筹资、经营、投资现金流的错位
- 上市公司行业维度：筹资、经营、投资现金流的错位。筹资现金流流入与经营困难的行业有一定的错位，资金并未完全流入到最困难、最需要资金的行业；同时，筹资现金流高增的行业与投资现金流流出也存在部

分的错位，一定程度反映有部分资金并未投入到生产活动中。

- 根据申万行业分类对 28 个行业分为制造、消费投资以及服务 4 大类，如下表所示。剔除银行、非银后对四大类行业的现金流情况进行分析。

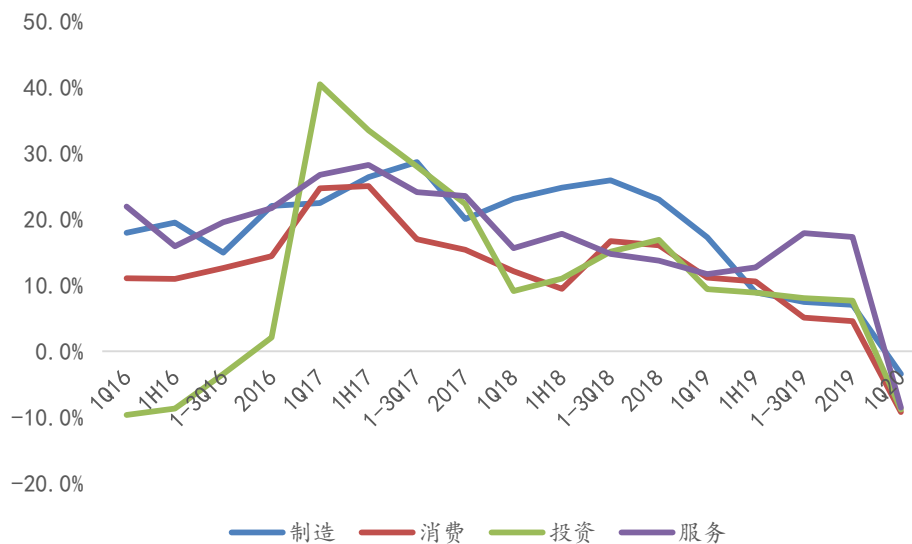
图表：行业分类

制造	消费	投资	服务
汽车	医药生物	建筑材料	银行
电子	纺织服装	化工	房地产
通信	家用电器	有色金属	公用事业
机械设备	农林牧渔	采掘	非银金融
计算机	商业贸易	钢铁	建筑装饰
电气设备	轻工制造		交通运输
国防军工	食品饮料		传媒
	休闲服务		

资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 1Q20 经营现金流流入同比负增较高的为消费板块，其次为投资和服务，行业细项来看经营现金流同比负增长较多的有休闲服务、家用电器、房地产、汽车，分别同比-51.6%、-28.5%、-18.8%、-16.8%。

图表：各板块行业经营现金流流入同比情况



资料来源：Wind，中泰证券研究所

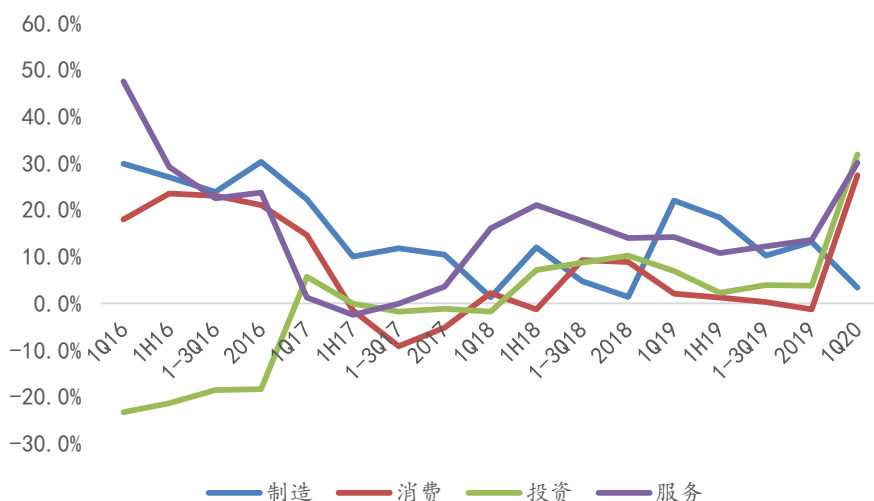
图表：各细分行业经营现金流流入同比情况

	1Q19	1H19	1-3Q19	2019	1Q20
采掘	9.5%	8.7%	6.2%	8.1%	-10.1%
化工	10.3%	9.9%	4.7%	1.7%	-15.7%
钢铁	9.5%	5.5%	8.9%	14.3%	-0.9%
有色金属	3.3%	5.6%	14.2%	12.2%	10.0%
建筑材料	20.8%	22.5%	40.5%	35.6%	-4.5%
建筑装饰	13.0%	17.2%	17.0%	13.9%	-7.9%
电气设备	26.8%	16.6%	13.0%	14.5%	3.2%
机械设备	-2.2%	-6.9%	8.6%	13.4%	-7.6%
国防军工	-5.6%	-6.8%	24.7%	35.2%	16.5%
汽车	-8.8%	-10.6%	-7.5%	-9.7%	-16.8%
家用电器	11.3%	-1.0%	-1.9%	-6.8%	-28.5%
纺织服装	-10.5%	-10.2%	-6.3%	15.6%	-2.0%
轻工制造	-3.4%	-1.5%	0.4%	2.3%	-10.0%
商业贸易	11.9%	17.2%	-1.2%	-5.7%	-12.6%
农林牧渔	13.5%	13.6%	7.4%	9.0%	6.5%
食品饮料	17.2%	19.8%	15.7%	16.5%	-5.5%
休闲服务	22.0%	7.1%	-6.5%	-7.3%	-51.6%
医药生物	16.2%	15.7%	17.6%	19.1%	5.8%
公用事业	22.6%	18.4%	14.6%	16.4%	-9.3%
交通运输	-2.0%	-0.7%	27.4%	30.4%	3.0%
房地产	15.6%	14.5%	13.9%	13.3%	-18.8%
电子	105.7%	57.1%	20.8%	16.9%	10.7%
计算机	18.0%	15.2%	15.9%	13.8%	-7.2%
传媒	17.7%	15.0%	15.7%	17.5%	-4.9%
通信	-0.1%	-4.5%	-3.3%	-5.9%	-11.6%

资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 1Q20 筹资现金流充裕的板块也为消费、投资和服务，但细分行业有错位，以基建（交运、建筑材料）、与防疫相关的医药生物以及有一定低基数影响的食品饮料、农林牧渔为主，筹资现金流流入分别同比高增86%、64%、64%、62%、66%。经营现金流负增较多的行业在筹资活动现金流方面并未有显著的增长。

图表：各板块行业筹资现金流流入同比情况



资料来源：Wind，中泰证券研究所

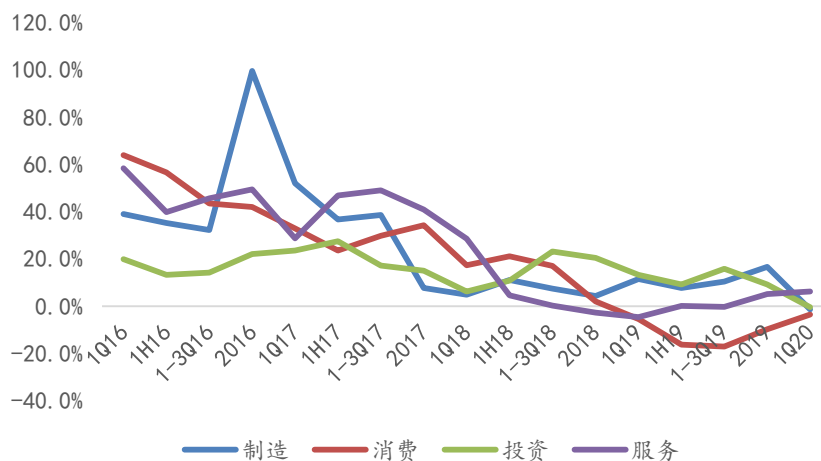
图表：各细分行业筹资现金流流入同比情况

	1Q19	1H19	1-3Q19	2019	1Q20
采掘	-8.2%	4.5%	5.0%	10.3%	27.3%
化工	19.0%	3.1%	-3.7%	-7.6%	46.4%
钢铁	10.0%	-7.8%	6.9%	12.3%	4.6%
有色金属	9.5%	6.1%	8.6%	0.6%	23.5%
建筑材料	17.6%	-2.6%	52.3%	74.3%	64.0%
建筑装饰	24.0%	17.8%	17.5%	17.8%	29.0%
电气设备	16.9%	9.2%	-1.3%	4.0%	-6.3%
机械设备	35.0%	52.9%	26.1%	43.8%	-23.7%
国防军工	-16.5%	-9.9%	35.5%	23.0%	15.3%
汽车	12.6%	-6.5%	-0.7%	0.7%	10.2%
家用电器	16.5%	-5.5%	-23.2%	-23.9%	-30.0%
纺织服装	-18.6%	-14.8%	-11.3%	21.2%	27.5%
轻工制造	2.2%	-2.0%	-4.6%	-7.1%	11.1%
商业贸易	45.3%	30.0%	10.6%	-0.4%	10.4%
农林牧渔	2.6%	-0.7%	-1.4%	-0.8%	66.1%
食品饮料	-60.7%	-36.6%	36.6%	42.1%	62.2%
休闲服务	15.8%	0.2%	-23.1%	-19.7%	8.7%
医药生物	-4.6%	0.2%	3.9%	2.3%	64.2%
公用事业	6.0%	8.9%	11.7%	13.4%	14.2%
交通运输	22.7%	16.3%	27.5%	17.9%	85.7%
房地产	8.7%	5.6%	2.3%	8.7%	15.6%
电子	47.2%	35.2%	23.6%	15.8%	24.2%
计算机	-11.9%	-5.6%	-20.3%	-16.2%	25.5%
传媒	10.7%	0.0%	19.2%	18.2%	19.5%
通信	52.3%	-2.1%	-11.4%	-3.3%	-22.7%

资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 1Q20 仅有服务板块投资现金流流出同比正增长，制造、消费以及投资板块均是缩减，行业细分项来看，投资现金流流出与筹资现金流流入较多的行业有部分的错位，投资现金流流出较多的行业有国防军工、交运、农林牧渔以及轻工制造，同比 87%、47%、46%、31%，其中交运、农林牧渔与筹资现金流多增匹配，投资有一定增加。

图表：各板块行业投资现金流流出同比情况



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：各细分行业投资现金流流出同比情况

	1Q19	1H19	1-3Q19	2019	1Q20
采掘	-0.9%	8.5%	20.4%	16.4%	-13.5%
化工	22.0%	20.6%	23.0%	9.9%	-1.7%
钢铁	24.7%	-26.2%	-17.7%	-10.4%	-8.6%
有色金属	-4.7%	5.2%	18.6%	1.8%	24.9%
建筑材料	44.5%	28.6%	19.9%	23.8%	10.0%
建筑装饰	3.3%	-2.5%	3.5%	7.1%	4.6%
电气设备	-21.8%	-21.6%	-13.9%	-9.1%	19.7%
机械设备	-15.6%	-17.2%	-0.9%	1.0%	-1.5%
国防军工	14.5%	-16.5%	44.0%	82.3%	86.5%
汽车	69.3%	50.1%	27.5%	29.5%	-25.8%
家用电器	22.2%	-23.3%	-39.4%	-24.7%	-22.1%
纺织服装	-39.5%	-39.4%	-29.4%	-32.2%	-17.1%
轻工制造	-21.4%	-25.4%	-20.0%	-9.9%	31.0%
商业贸易	-2.1%	-14.5%	-23.3%	-24.0%	-37.3%
农林牧渔	-6.9%	-12.7%	-5.3%	0.3%	46.2%
食品饮料	-16.0%	-14.3%	4.8%	1.7%	10.1%
休闲服务	65.1%	0.6%	-16.4%	-19.1%	-34.6%
医药生物	-4.3%	-4.6%	-0.6%	17.0%	22.1%
公用事业	13.7%	15.4%	15.6%	20.1%	19.9%
交通运输	18.1%	2.1%	-4.5%	3.8%	46.5%
房地产	-22.9%	-7.4%	-8.4%	-4.8%	-34.4%
电子	1.8%	10.9%	19.8%	25.2%	22.2%
计算机	6.0%	-7.1%	-13.1%	8.9%	-5.9%
传媒	-16.7%	1.8%	-0.6%	11.8%	18.0%
通信	8.6%	5.2%	-0.3%	1.7%	13.2%

资料来源：Wind，中泰证券研究所

2、银行“资金空转”的方式与规模估算

- 资金空转的方式：**企业获取低成本资金后、如发行3A中短期票据(6M)，资金成本不到2%，再将这部分资金以结构性存款的方式存入银行，结构性存款利率普遍在3.5%-4.5%，从而获取1.5%-2.5%的利差。另一种资金空转方式则是先购买结构性存款、再将其质押开票、贴现获取资金、再购买结构性存款往复循环的方式套利，造成部分资金回流至金融体系。
- 资金空转规模的保守预计在1.06万亿，**未考虑流入表外理财部分。假设净增的企业结构性存款全为资金空转所得，则**资金空转规模在1.06万亿，扣减这部分空转资金，社融仍是维持向上高增长：**3月、4月企业结构性存款分别净增4593亿，6018亿，企业结构性存款净增1.06万亿，而在此前，结构性存款新增规模多处于收缩状态。这是我们对资金空转规模的保守估计。扣减这部分资金，社融同比增速分别为11.28%、

11.74%，较原来增速下降 0.2、0.25 个点，但仍维持同比向上高增速（测算为粗略评估，有一定的误差）。

图表：扣减空转资金后社融仍维持高增

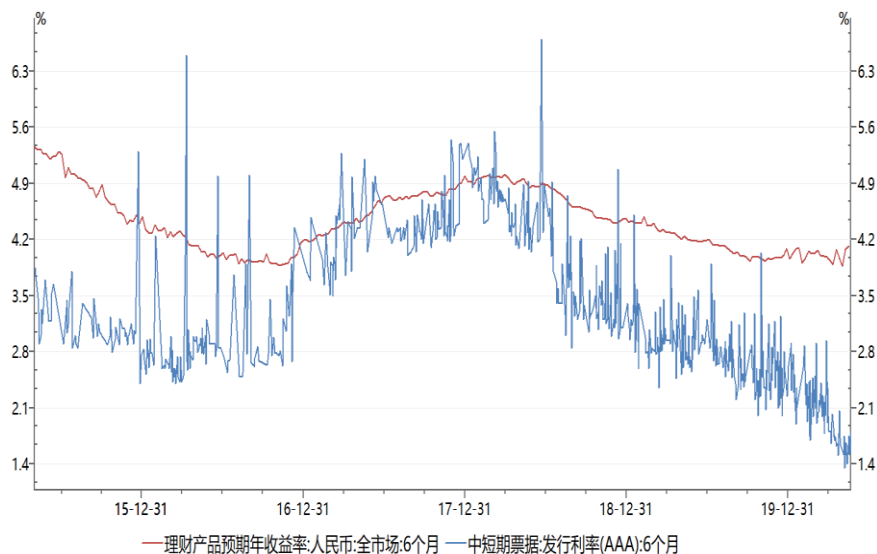
	社融同比增长	扣减空转资金后社融同比增长
2019-12	10.69%	
2020-01	10.72%	
2020-02	10.66%	
2020-03	11.48%	11.28%
2020-04	12.00%	11.74%

资料来源：Wind，中泰证券研究所

3、“资金空转”的原因分析

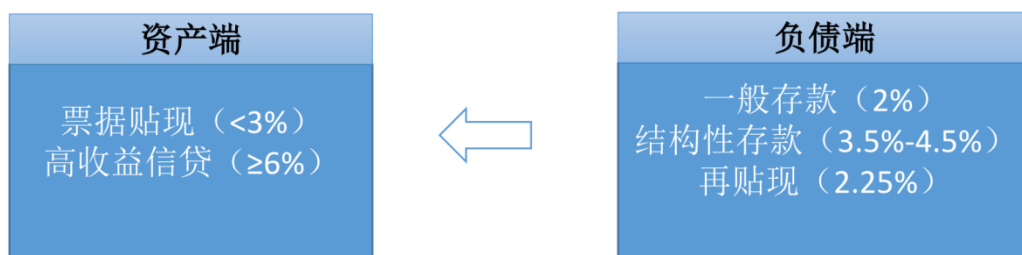
- **“体制内”的资金空转。**“资金空转”以往常指的是资金在金融体系空转，不到实体经济；目前“资金空转”出现新的特征，资金在央企、国有企业里流转，对实体经济的推动相对较小。本质还是基于政府隐性担保的资金流转（包括某些区域的房地产）。
- **造成资金空转最直接的原因，当前存贷市场存在较大的套利利差，叠加银行年初有强烈的揽储诉求，在央行再贴现等货币政策工具支持下，银行的综合收益并不会亏损。**结构性存款收益率大多在 3.5%-4.5% 区间，而当前 3A 中短期票据（6M）发行利率不到 2%，存贷市场存在较大的套利空间。其实自 18 年中货币政策转向宽松以来，存贷市场的套利空间一直存在，但近两年引起市场关注的套利往往在年初，主要还是银行在年初有较强烈的抢存款诉求，同时通过票据贴现等企业授信也在一定程度满足贷款额度的占位。除去银行为满足自身考核指标而默许甚至主动协助套利行为外，从银行的综合收益付息来看，套利行为并不会导致银行的综合收益为负，银行通过牺牲部分利差获取更多的存款，从而投放到其他相对高收益的资产实现收入总量的扩增，另外这牺牲的部分利差甚至可以通过获取央行较低利率的再贴现得到弥补。

图表：理财收益率与发债利率



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：银行的综合收益付息情况



资料来源：中泰证券研究所

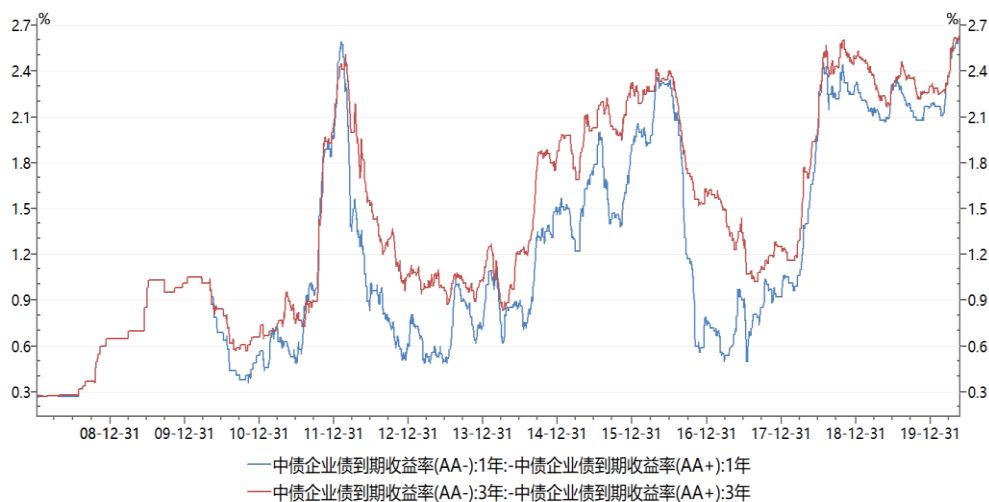
- 体制内外的信用分层：水往“高”处流，高处不胜“热”。**经济预期悲观，银行低风险偏好持续，不管大银行、小银行都不愿给高风险的中小微企业放贷。由信贷投向来看，自银行从上一轮不良周期走出，新增授信非常谨慎，其中个人贷款占比新增达到一半以上，基建+房地产在 20%；而中小企业居多的批发零售业新增授信则维持在低位。企业的信用利差维持在高位且近两月再度走高，也佐证了机构的低风险偏好持续。

图表：上市银行比年初新增贷款占比情况

	基建	房地产	批零	制造业	个贷
国股行					
2015	13.9%	5.0%	-1.9%	-0.2%	48.6%
2016	15.6%	-1.0%	-3.7%	-4.4%	65.5%
2017	27.4%	7.2%	-3.7%	0.2%	65.7%
2018	13.1%	11.6%	-4.8%	-2.2%	62.4%
2019	15.8%	9.0%	-1.1%	1.3%	50.8%
城农商行					
2015	10.3%	10.5%	-0.5%	-4.0%	27.6%
2016	15.6%	0.8%	5.8%	1.2%	41.2%
2017	19.4%	9.2%	4.0%	7.1%	42.8%
2018	10.3%	14.7%	4.4%	6.8%	43.5%
2019	6.6%	14.4%	1.5%	2.5%	46.4%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

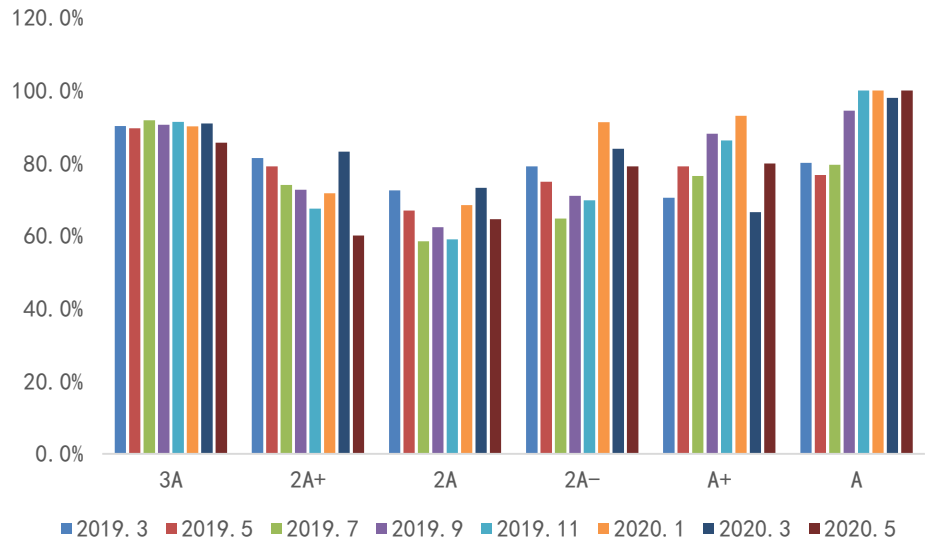
图表：企业信用利差维持在高位



资料来源：Wind，中泰证券研究所

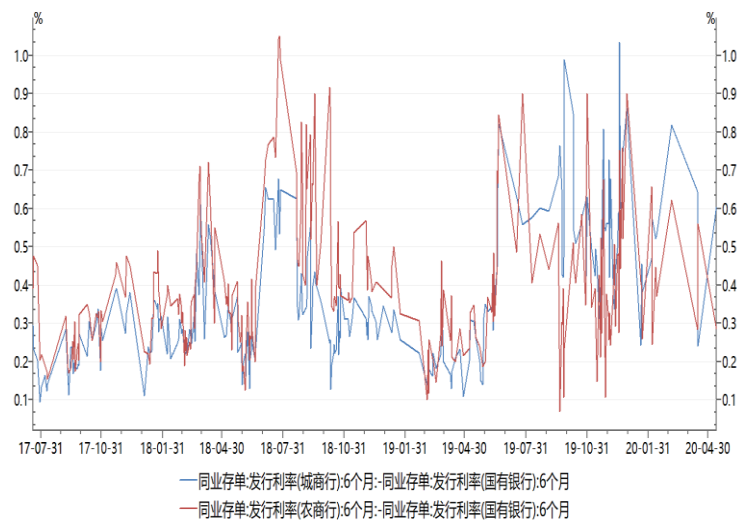
- 银行信用分层与实体的信用分层互相影响。**银行负债端的分化驱动资产端的分化，进一步带来实体的信用分层，信贷高增的大中银行，对应大中企业客群获取资金量的高增，由此拥有富余资金的大中企业在经济下行的背景下，将富裕的资金做理财投资以获取稳定的较高收益。中小行、非银机构由于刚兑打破，面临同业融资困难、融资成本上升的困境，负债端的受限进而影响其资产端信用的扩张能力，最后社会信用总量不变，但结构发生分化。

图表：存单计划发行/实际发行比值跟踪



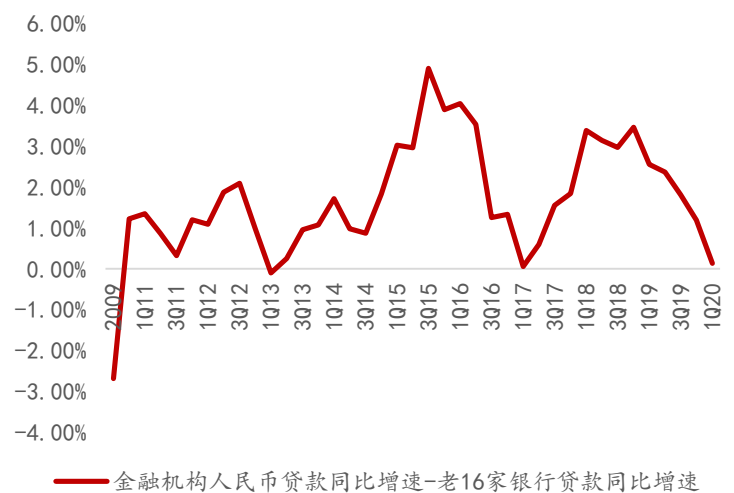
资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：大银行与小银行的信用利差维持在高位



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：上市大中型银行与行业整体信贷增速差缩窄



来源：公司财报，Wind，中泰证券研究所

二、我国银行业长期扮演“第二财政”的角色

1、我国的商业银行起源于“政府”银行，国有性质目前依旧突出

- 我国银行所有权性质：大银行国有控股、小银行大多以地方政府为主。6大行是国有控股的大型商业银行，中小商业银行数量众多，股权结构呈现较大的差异性。经过长期的发展，中小商业银行基本形成四类股权结构模式：一是地方政府通过财政部门和地方国有企业持股的方式而占有控股地位或拥有实际控制权；二是地方政府处于参股地位，由社会法

人拥有实际控制权或者没有实际控制人；三是由中央企业控股，地方政府处于参股地位，实际控制权在中央企业；四是股权结构分散，个人股或职工股占有相对较高比重，无实际控制人。

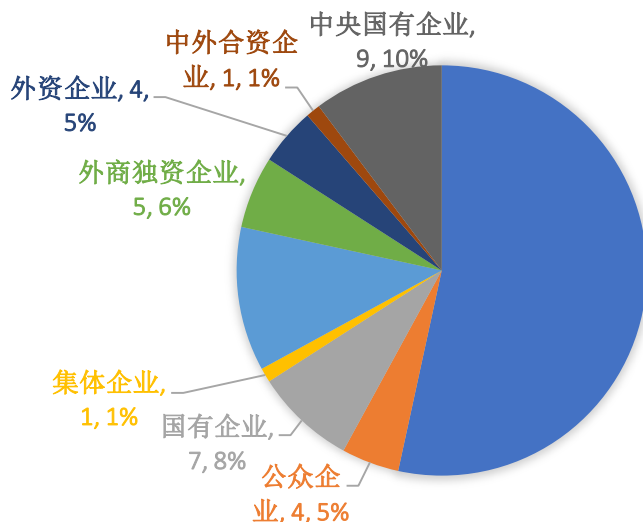
图表：城商行主要股权结构类型

股权结构	银行	第一大股东	持股比例	实际控制人
地方政府控股	大同银行	大同市经济建设投资有限责任公司	61.63%	大同市国资委
	广州银行	广州金融控股集团有限公司	50.01%	广州市国资委
	威海商业银行	山东高速集团有限公司	39.56%	山东省国资委
地方政府参股	长沙银行	长沙市财政局	19.26%	无
	江西银行	江西省高速公路投资集团有限责任公司	15.56%	无
	九江银行	九江市财政局	15.20%	无
央企控股	珠海华润	华润股份有限公司	75.33%	中国华润有限公司
	华融湘江	中国华融资产管理股份有限公司	40.53%	财政部
	大连银行	中国东方资产管理股份有限公司	50.29%	财政部
	昆仑银行	中国石油集团资本有限责任公司	77.09%	中国石油天然气集团有限公司
民营性质	晋城银行	中融新大集团有限公司	9.81%	无
	台州银行	吉利科技集团有限公司	10.00%	无

资料来源：wind，联合资信，中泰证券研究所

- 城商行等也是国有控股为主。**在城商行的发展沿革中，地方财政投资是发起设立阶段重要的参与资金且长期处于主导地位，大部分城商行多采用第一类股权结构模式，地方政府出资组建并选派、任免管理层，此后引入战投完善公司治理机制、增强资本实力，降低地方国有法人持股比例，以北京、上海、江苏、南京、宁波等上市城商行为代表；如华融湘江、珠海华润、大连、长城华西、昆仑银行等则逐步发展为央企控股银行。整体看，地方政府持股比例在城商行后续的发展过程中逐步稀释，但目前绝大部分城商行第一大股东仍为地方财政局或者地方国有企业。由已发债银行数据可知，88家城商行中10%的第一大股东为央企，61%的第一大股东为地方国企。

图表：城商行第一大股东类型



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 我国银行体系总体来说是多层次、广覆盖的。2018 年末，我国共有银行业金融机构 4588 家，机构类型二十余种。其中包括政策性银行、大型银行、股份制银行、外资银行等全国性商业银行，城商行、民营银行、农村合作金融机构、村镇银行等专注社区、小微、“三农”服务的城商行和信托公司等其他非银机构，基本建立形成了多层次、广覆盖的银行体系。近机构持续推动渠道建设，不断优化网点布局。银行业金融机构境内网点总计 22.1 万个，其中五家大型银行网点 6.8 万个，占比 31%，广泛分布城市乡村。

图表：中国银行业分支机构数量

	银行数量	政策性银行	国有行	股份行	城商行
2011	3,800	3	5	12	144
2012	3,747	3	5	12	144
2013	3,949	3	5	12	145
2014	4,089	3	5	12	133
2015	4,261	3	5	12	133
2016	4,398	3	5	12	134
2017	4,532	3	5	12	134
2018	4,588	3	5	12	134

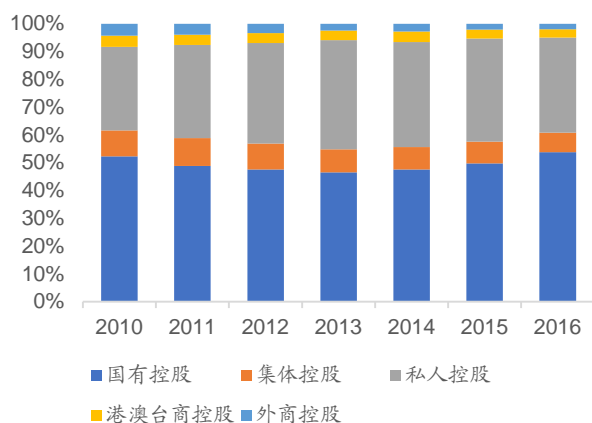
资料来源：银保监会，中泰证券研究所

2、银行体系对“政府信用”类业务熟悉，但缺乏民企、小微、零售等风控体系

- 我国银行业贷款集中与“政府信用”相关。03 年前中国银行业的关键业务存在于基础工业和基础设施建设领域，而 2003 年—2012 年以来的关键业务主要分布于基建、房地产开发、能源重化等领域；从客户角度看，

上述两个阶段关键客户主要是政府、政府平台以及国有大中型企业；从地区分布上看，主要是城市以及发达地区。根据上市银行（老 16 家样本）的数据，地产+基建类贷款占比达到了总贷款 25%以上（地产背后也与土地财政有关）。我们银行长期形成的商业模式：**基于政府的隐形担保的加杠杆，资金最终流向集中：资金多数流向房地产、国有企业和融资平台（政府信用背书）。**

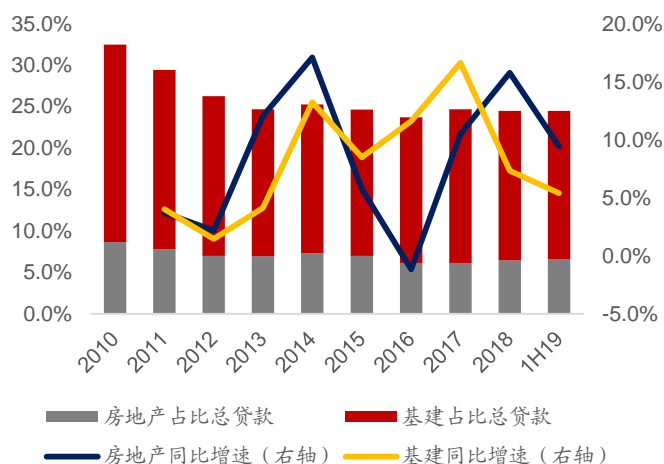
图表：贷款中以国企贷款占比居多



注：最新可获数据截止到 2016 年

资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：房地产和基建贷款占比及增速



注：以老 16 家银行为样本，基建=水利+交运+电力

资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 财政赤字货币化之争：不是核心问题，是传导效率问题。** 我们对我国商业银行股权体系和商业模式进行了分析，银行体系本身就扮演“第二财政”的角色；金融资源不管是通过财政体系、还是银行体系传递（分配），对经济影响差别不大。目前核心矛盾在于如何将金融资源有效传达到民营企业、小微企业和高端制造业等。所以，政府工作报告提出“直达实体经济的货币工具”。

三、实现“资金直达实体经济”，金融政策会有哪些？

1、货币政策继续保持“渐进性”、“结构性”宽松，为直达实体经济创造良好的货币环境

- 货币政策宽松持续的时间长，“渐进性”和“结构性”。** 1、疫情后，货币政策的思路很持续：“渐进性”和“结构性”。“渐进性”是货币政策采取的是小幅度、多频度、持续性的宽松，避免大水漫灌；“结构性”即强调货币政策支持小微、民营经济的支持，避免对某些领域的刺激和资金空转。2、降低企业融资成本是货币政策重点：目的是传导到贷款需求，政策是通过银行资产端和负债端两个方面的入手。3、货币政策宽松很难调整，因为“资金直达实体经济”会成为比较重要的约束条件。

图表：央行“渐进式”和“结构性”的货币政策

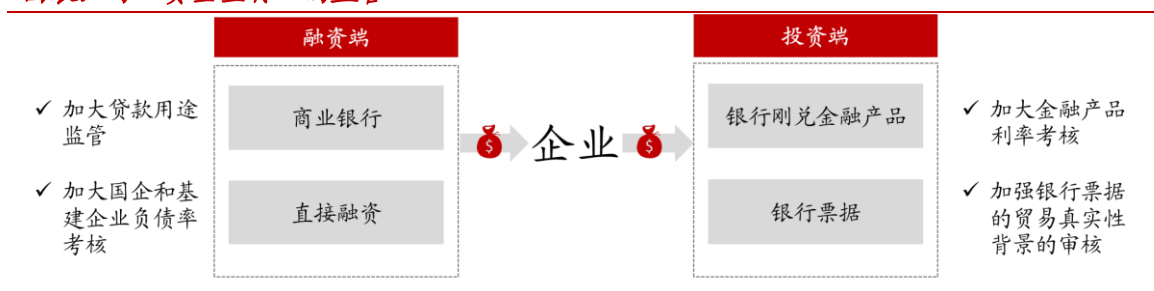
“渐进式”	量	短期资金：公开市场操作	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2020.2.3-2020.2.16 共计向市场公开市场操作投放资金 1.04 万亿
		定向中长期资金：再贷款和专项贷款	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2020.2.1 央行：在疫情防控期间，央行将向主要全国性银行和湖北等重点省区市的部分地方法人银行提供总计 3000 亿元人民币低成本专项再贷款资金； ✓ 2020.2.25 国常会：增加再贷款再贴现 5000 亿元，用于中小银行加大对中小微企业支持。下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点；
	价	利率下调	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2020.2.3 日 7 天逆回购、14 天逆回购利率均较上期下降 10bp 至 2.4%、2.55% ✓ 2020.2.17 日 MLF 一年期利率下降 10bp，随后 2.20 日 LPR 一年期利率下降 10bp，五年期利率下降 5bp ✓ 2020.4.15 日 MLF 一年期利率下降 20bp，随后 4.20 日 LPR 一年期利率下降 20bp，五年期利率下降 10bp ✓ 2020.4.7 日超额存款准备金利率下调至 0.35%
“结构性”	重点支持小微企业	普惠定向降准	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。同时对符合条件的股份行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。以上定向降准共释放长期资金 5500 亿元。 ✓ 4 月 3 日对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元。
		中小银行增加再贴现额度	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2020.3.31 国常会对中小银行再次新增 1 万亿再贷款再贴现额度。

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

2、对“资金空转”进行一定的监管

- 监管会从企业融资端和投资端的减少套利机会。**
 - 1) 企业融资端方面，**建议加大银行贷款用途监管，加强对低成本资金流向管理；建议加大对国有企业和基建企业的负债率考核，防止国有和大企业过度负债，抢夺信贷等金融资源。
 - 2) 投资端方面，**建议是对银行刚兑的金融产品（结构性存款、预期收益型理财等）的利率加强考核，避免出现过高收益率的产品（这块监管预计会加强）；建议强银行票据的贸易真实性背景的审核，避免银行票据成为套利工具。

图表：对“资金空转”的监管



资料来源：中泰证券研究所

- **金融监管力度会保持平稳。**疫情后，我们对金融监管的判断是保持中性：一方面要防止系统性风险（套利）上升，但另一方面，要避免金融监管对经济造成新的压力。所以，相关监管政策的执行力度，我们预计是比较平稳的，对经济负面压力很小。

3、核心点是“开正道”，需要深层次改革

- **“开正道”涉及经济体制和金融体制的深层次改革，难度不小。**疏通资金到实体经济的传导机制，背后本质是深层次的改革。金融支持中小企业，进一步疏通信用传导，防范“空转”，需要合理加快各项金融体制改革步伐，特别是利率市场化改革、资本市场改革和地方金融体制改革等，创造良好制度环境。“创新直达实体经济的货币工具”就是在这种背景下提出，未来会是工作重点，预计中小企业的融资环境会有所改善；但如果没有相应体制改革的配套，作用可能有限。

图表：政府工作报告对“开正道”的总结

要点	具体内容
延期还本付息至 21 年 3 月	中小微企业贷款延期还本付息政策由今年 6 月底再延长至明年 3 月底，对普惠型小微企业贷款应延尽延，对其他困难企业贷款协商延期。
鼓励小微信贷投放	鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷。
大行小微信贷增速要求	大型商业银行普惠型小微企业贷款增速由今年上半年增速不低于 30% 到全年要高于 40%。
推动中小银行资本补充	推动中小银行补充资本和完善治理，更好服务中小微企业。
降低融资担保费率	大幅拓展政府性融资担保覆盖面并明显降低费率。
鼓励直接融资	支持企业扩大债券融资。改革创业板并试点注册制。
加强监管	防止资金“空转”套利。

资料来源：政府工作报告，中泰证券研究所

四、流动性的影响及投资建议

- **对流动性的影响：支撑资本市场的结构性牛市。**1、预计总体持续宽松，货币政策不会转向。2、我们预计不会出现流动性“水漫金山”，由于政策强调“定力”：控制套利，鼓励流向实体；难出现之前刺激的大水漫灌。3、判断“结构性宽松”会持续。“体制内的宽松”体现在近两个月的天量社融，未来有可能小幅放缓；中小企业的流动性环境会进一步

改善，会有流动性溢出。（楼市与股市）4、目前流动性环境，支撑资本市场的结构性牛市。

- **投资建议：看好银行稳健收益，推荐优质银行。1、目前市场对银行股过度悲观，是良好的防御品种：**我们预计资产质量稳健性会好于市场预期，净息差是缓慢下行，利润增速全年稳健（+5%）。悲观预期逐渐修复，会持续给银行股带来稳健收益。**2、银行业分化是大趋势。**我们继续推荐优质银行股：招商银行、宁波银行、平安银行和常熟银行。

- **风险提示：**经济下滑超预期。疫情影响超预期。

图表：银行估值表（交易价格：2020-05-22）

	PB			ROAE			股息率	
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E
工商银行	0.73	0.67	0.61	12.5%	11.8%	11.5%	5.20%	5.37%
建设银行	0.75	0.70	0.64	12.7%	12.2%	11.9%	5.06%	5.30%
农业银行	0.67	0.63	0.58	11.7%	11.4%	11.2%	5.40%	5.67%
中国银行	0.61	0.56	0.52	10.8%	10.1%	9.6%	5.58%	5.79%
交通银行	0.54	0.51	0.47	10.4%	9.9%	9.8%	6.21%	6.33%
邮储银行	0.88	0.81	0.74	12.0%	11.8%	11.8%	4.13%	4.58%
招商银行	1.47	1.31	1.16	16.1%	15.8%	15.7%	3.57%	3.62%
中信银行	0.55	0.52	0.48	10.1%	10.2%	10.6%	4.78%	5.30%
浦发银行	0.61	0.56	0.51	11.9%	11.4%	11.0%	5.92%	5.19%
民生银行	0.55	0.51	0.46	11.5%	10.7%	10.6%	6.51%	5.70%
兴业银行	0.68	0.61	0.55	13.1%	12.4%	12.0%	4.83%	4.97%
光大银行	0.61	0.56	0.50	10.6%	10.8%	11.4%	5.88%	4.31%
华夏银行	0.47	0.43	0.40	9.0%	8.9%	9.2%	3.93%	3.51%
平安银行	0.92	0.84	0.76	10.2%	10.2%	10.8%	1.69%	1.28%
浙商银行	0.77	0.71	0.64	11.4%	10.9%	11.1%	5.99%	5.03%
北京银行	0.54	0.50	0.46	10.7%	10.6%	10.4%	6.31%	5.55%
南京银行	0.84	0.74	0.64	15.1%	15.3%	15.1%	5.16%	5.46%
宁波银行	1.67	1.45	1.26	15.1%	14.5%	14.6%	1.97%	2.10%
江苏银行	0.60	0.55	0.49	11.4%	11.8%	11.9%	4.75%	4.78%
贵阳银行	0.72	0.62	0.53	15.7%	15.8%	15.5%	4.08%	5.01%
杭州银行	0.86	0.78	0.69	11.0%	11.5%	11.9%	3.99%	4.35%
上海银行	0.73	0.67	0.60	12.0%	11.9%	12.0%	5.00%	4.98%
成都银行	0.79	0.70	0.62	16.6%	16.2%	15.6%	5.43%	5.06%
郑州银行	0.73	0.67	0.61	8.7%	7.6%	6.7%	2.62%	3.10%
长沙银行	0.75	0.67	0.59	14.2%	14.3%	15.1%	4.19%	4.54%
青岛银行	1.01	1.20	1.09	8.0%	8.9%	10.1%	24.39%	4.63%
西安银行	0.99	0.91	0.83	12.3%	11.9%	11.9%	3.53%	3.14%
苏州银行	1.00	0.93	0.85	9.7%	9.6%	10.0%	2.40%	2.08%
江阴银行	0.74	0.72	0.67	9.1%	9.2%	9.5%	4.47%	2.51%
无锡银行	0.79	0.77	0.70	11.1%	11.8%	12.3%	3.59%	4.06%
常熟银行	1.14	1.05	0.95	12.0%	11.5%	11.9%	2.85%	3.03%
苏农银行	0.67	0.67	0.62	8.7%	8.8%	9.2%	3.49%	2.64%
张家港银行	0.93	0.89	0.81	9.3%	9.8%	10.4%	2.84%	2.53%
紫金银行	1.06	1.00	0.92	10.9%	11.1%	11.6%	2.51%	2.71%
青农商行	0.98	0.92	0.82	12.6%	12.4%	12.7%	3.49%	2.65%
渝农商行	0.62	0.57	0.52	12.3%	11.0%	10.5%	4.78%	4.17%
上市银行平均	0.80	0.75	0.68	11.7%	11.5%	11.6%	4.90%	4.20%
国有银行	0.70	0.64	0.59	11.7%	11.2%	11.0%	5.27%	5.51%
股份制银行	0.74	0.67	0.61	11.5%	11.3%	11.4%	4.79%	4.32%
城商行	0.86	0.80	0.71	12.4%	12.3%	12.4%	5.68%	4.21%
农商行	0.87	0.82	0.75	10.8%	10.7%	11.0%	3.50%	3.04%

来源：公司财报，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。