

银行行业重大事项点评

央行降准点评：对冲性强，更像“降息”

中性（维持）

事项：

- 为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，1月4日傍晚，央行宣布降准1个百分点。其中，2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点，同时，2019年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。

评论：

- 从时间与量上看，符合10月以来市场对央行降准的预期。
- 不能简单理解为“放水”。央行在降准月都出现了净投放较大幅度下降的现象（7月、10月、1月），本次降准也直接说明2019年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。总量上的货币投放是有限的。

由于（1）货币市场利率的稳定性；（2）央行降准与回笼货币的配合，我们认为，央行的较大幅度降准并不能简单从总量扩张上来思考。

- 降准很大程度上是在对冲银行存款端活期存款流失带来的成本上行，目的在于解决借贷利率下降困难。企业活期存款的流失给银行负债端带来了巨大的压力，上市银行中报的存款成本较2017年上升10个bp，考虑到银行在2018年大幅增加的高成本结构性存款可能没有完全在存款科目中反映，实际的成本率提升更大。

银行的负债端成本的上行在一定程度上造成了银行借贷利率迟迟不能下降。以2018年上市银行3万亿的企业活期存款转化为定期存款或结构性存款来推算，相当于降准2个百分点以上置换央行直接投放资金的效果，央行降准与回笼货币的政策组合起到了对冲银行存款结构变化带来的利率上行压力，更多的是一项价格政策。

- 每季度降准或将成为常态，甚至有超预期可能。降准能够有效的对冲银行负债端存款结构变化导致的成本压力，配合导向性的政策，能更有效的降低民营经济的融资成本，但很难改变信贷短期化、存款定期化的现象，银行负债端的压力需要不断的降准才能对冲。我们预计2019年每季度的降准将会持续，不排除其间有超预期的定向降准的可能性。
- 对银行业利好但有限。降准无疑对上市银行的资金放松、成本下降起到积极作用，能够减轻银行息差压力，对宏观经济改善、减缓银行不良回升势头也有帮助。但是正如前文分析，降准不同于2014年底的降准降息一般是鲜明的总量扩张政策，更多的是一种引导市场借贷利率缓慢下行的对冲手段，不能将其理解为“放水”、新一轮信贷大幅扩张，对于银行估值的整体提升作用有限。在当前银行估值较低的情况下可能带来反弹，但料不会带来中长期趋势性行情。

随着经济下行货币的宽松政策由对冲性质转向真实宽松的刺激政策，才是2019年银行估值大幅提升的交易机会，我们建议投资者跟踪1季度经济数据的下行速度，关注3月两会前后财政货币政策对经济下行的反应。

- 风险提示：经济下行超预期、中美贸易战升级。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）		PE（倍）		PB	评级
		2018E	2019E	2018E	2019E		
招商银行	25.51	3.17	3.61	8.05	7.07	1.34	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年01月04日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：张明

电话：010-66500833

邮箱：zhangming@hcyjs.com

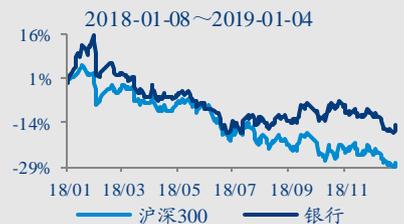
执业编号：S0360516090003

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	29	0.81
总市值(亿元)	91,317.46	18.6
流通市值(亿元)	58,075.85	16.37

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-4.62	12.85	-3.27
相对表现	-0.03	22.64	23.37



相关研究报告

《银行业深度研究报告：借贷利率拐点前后是银行投资好时段》

2018-10-17

《银行业2019年度投资策略：基本面向下，估值向上》

2018-11-22

《银行业深度研究报告：消失的活期存款》

2018-12-16

一、本次降准符合市场预期

央行分别于 2018 年 7 月 5 日、10 月 15 日降准，均是在季度初降准。其中 7 月降准 0.5% 低于市场预期，10 月降准 1% 高于市场预期，在 10 月降准后，1 月上中旬再次降准 1 个百分点是市场一致预期。

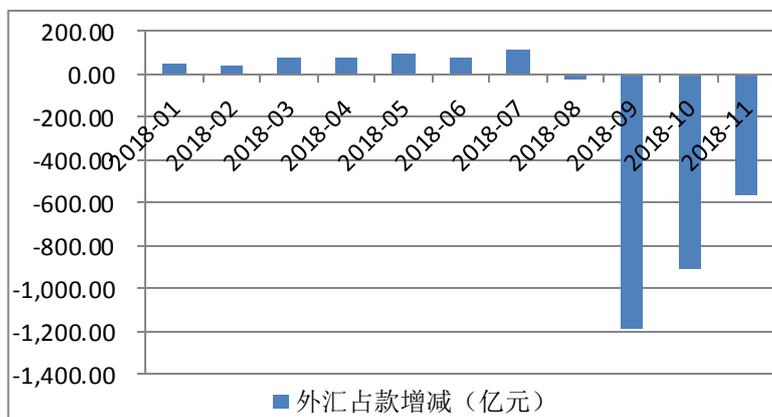
本次降准分为两次，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点，同时，2019 年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。

二、货币的总量政策：不能简单理解为放水

央行的大幅降准通常会被市场理解为货币总量政策的扩张，即“放水”。

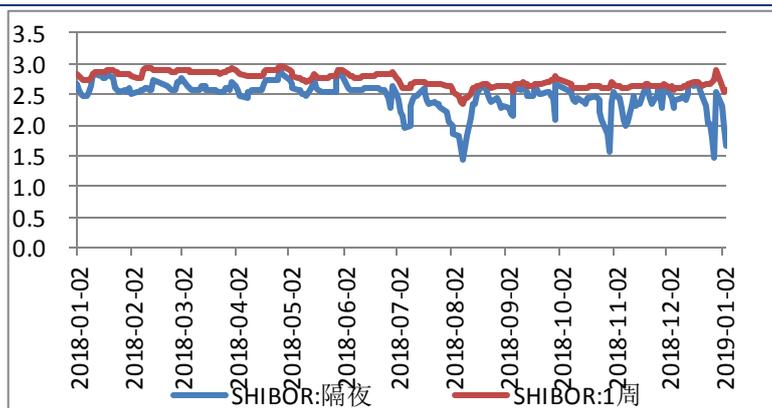
货币市场的利率表现来看，7 月至今的历次降准的影响短暂，利率在短暂的下行后回升，整体保持在平台范围内。10 月、1 月的降准力度偏大，与同期外汇占款出现较大幅度的减少有一定的关系，2019 年 1 月后由于中美贸易年底冲量因素的消退、春节长假出境游高峰等因素，外汇占款出现类似去年 9-10 月的大幅下降是很有可能。

图表 1 外汇占款 9 月以来连续下降



资料来源: wind, 华创证券

图表 2 货币市场利率在降准后有下行，但很快恢复

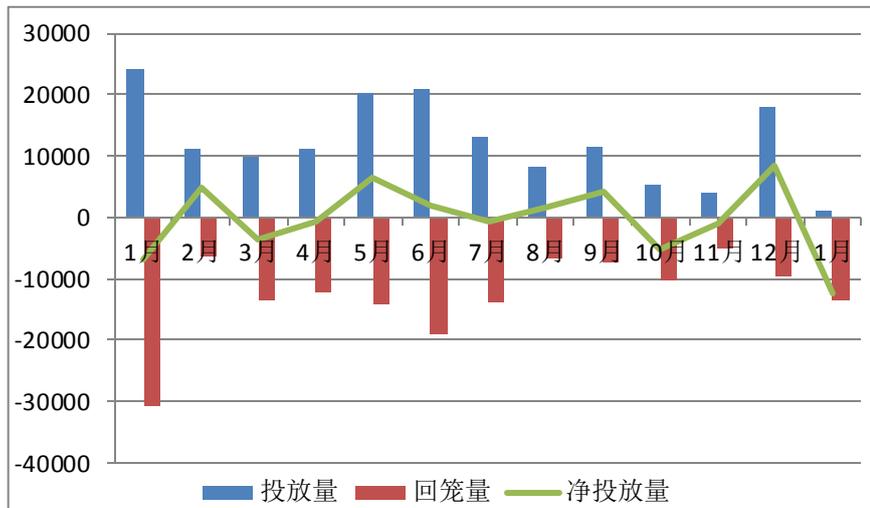


资料来源: wind, 华创证券

此外，央行在降准月都出现了净投放较大幅下降的现象（7 月、10 月、1 月），本次降准也直接说明 2019 年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。总量上的货币投放是有限的。

由于（1）货币市场利率的稳定性；（2）央行降准与回笼货币的配合，我们认为，央行的较大幅度降准并不能简单从总量扩张上来思考。

图表 3 7月、10月、2019年1月央行净投放均下降



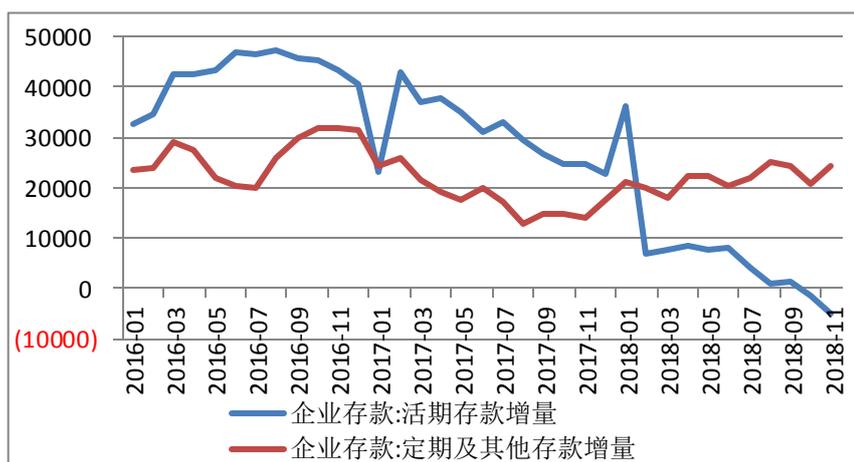
资料来源: wind, 华创证券

三、银行的存款成本上升——企业存款的定期化

2016-2017 年银行业（尤其上市的大中型银行）经历了一波企业存款活期化的浪潮，2016 年底企业活期存款同比增量 4 万亿，2017 年底同比增量 2.3 万亿。2018 年全年企业活期存款增量断崖下行，至 11 月同比增量转为-4869 亿元，与 2017 年同期相比下降近 3 万亿元。

（16-17 受益于存款活期化的）上市银行平均余额口径的数据则更不理想，16-17 年企业活期存款增量分别为 4.5、4.2 万亿，而 2018 年中报同比仅 1.5 万亿，按照下半年活期存款增量继续萎缩推算，上市银行企业活期存款日均余额下降也近 3 万亿元。（详细见我们深度报告《消失的活期存款》）

图表 4 金融机构非金融企业存款定期化，活期存款大幅流失（亿元）



资料来源: 中国人民银行信贷收支表, wind, 华创证券

与活期存款相反，企业定期存款增量经历了 2017 年的下行后 2018 年走强，恢复至 2016 年水平，从上市公司数据来看，增长较 2016 年还要强劲。企业存款的长期化，表明了企业在经济下行预期下，中长期投资意愿的低迷。

企业活期存款的流失给银行负债端带来了巨大的压力，上市银行中报的存款成本较 2017 年上升 10 个 bp，考虑到银行在 2018 年大幅增加的高成本结构性存款可能没有完全在存款科目中反映，实际的成本率提升更大。

银行的负债端成本的上行在一定程度上造成了银行借贷利率迟迟不能下降（成本推动）。当然，一般贷款利率的上升与经济下行预期下的信用利差上升、低利率国企信贷占比低也有关联，但以低风险的按揭贷款利率依然坚挺的现象来看，负债成本的推动是显著的。

以 2018 年上市银行（平均余额）3 万亿的企业活期存款转化为定期存款或结构性存款来推算，相当于降准 2 个百分点以上置换央行直接投放资金的效果，央行降准与回笼货币的政策组合起到了对冲银行存款结构变化带来的利率上行压力，更多的是一项价格（利率）政策。

四、展望：降准、定向降准或将会持续，甚至超预期

中央经济工作会议认为：“我国经济运行主要矛盾仍然是供给侧结构性的，必须坚持以供给侧结构性改革为主线不动摇，更多采取改革的办法，更多运用市场化、法治化手段，在‘巩固、增强、提升、畅通’八个字上下功夫。”，4 季度以来金融工作的重点在于对民营企业、中小微企业融资的支持。上周李克强总理视察了三家国有大行的普惠金融部，均显示出中央希望在保住国有部门供给侧改革、去杠杆成果的前提下，希望民营经济、中小微等市场化的经济主体能在投资上起到替代过去稳增长中国企投资（如 2015-2016 年）的重要作用。

银行在支持民企、中小微企业的过程中面临的问题：（1）难以对民企尤其中小微企业长期授信，信贷短期化；（2）信贷的回存力度弱；（3）经济下行阶段缺乏国企信用背书，风险高；（4）国企投资，尤其是基建地产类投资，不仅形成供给，还是总需求扩张的重要部分，逆周期调节的作用强。而民营企业尤其小微企业投资多集中于制造业的产能升级与扩张，供给端的意味更浓，容易受到经济周期的影响而同向波动，很多优秀的企业不缺货币资金也没有投资需求，而急迫需要资金的企业反而可能存在更大的风险（逆向选择）。

在支持民企中小微企业的过程中，银行的存款结构与成本出现下滑，进一步推升了信贷成本，另一方面，优质的企业也在积极的囤积现金而并不是投资（反映在企业定期存款的高增长），银行信贷/存款的高成本循环与企业投融资意愿不足导致了信贷领域的收缩趋势。

降准能够有效的对冲银行负债端存款结构变化导致的成本压力，配合导向性的政策，能更有效的降低民营经济的融资成本，但很难改变信贷短期化、存款定期化的现象，银行负债端的压力需要不断的降准才能对冲。我们预计 2019 年每季度的降准或将会持续，不排除其间有超预期的定向降准的可能性。

五、对行业的影响：利好，但有限

降准无疑对上市银行的资金放松、成本下降起到积极作用，能够减轻银行息差压力，对宏观经济改善、减缓银行不良回升势头也有帮助。但是正如前文分析，降准不同于 2014 年底的降准降息一般是鲜明的总量扩张政策，更多的是一种引导市场借贷利率缓慢下行的对冲手段，不能将其理解为“放水”、新一轮信贷大幅扩张，对于银行估值的整体提升作用有限。在当前银行估值较低的情况下可能带来反弹，但料不会带来中长期趋势性行情。

随着经济下行货币的宽松政策由对冲性质转向真实宽松的刺激政策，才是 2019 年银行估值大幅提升的交易机会，我们建议投资者跟踪 1 季度经济数据的下行速度，关注 3 月两会前后财政货币政策对经济下行的反应。

六、风险提示

经济下行超预期、中美贸易战升级。

银行组团队介绍

组长、高级分析师：张明

中央财经大学经济学硕士。曾任职于中信建投证券。2016年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500