



# 央行四季度货政报告点评

## 结构性政策初显成效，关注传导机制疏通

央行2月21日公布了《2018年第四季度中国货币政策执行报告》，从宏观经济形势、货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行、宏观经济分析、货币政策趋势等方面阐述了央行的货币信贷政策执行效果与监管方向。

### 经济下行压力仍存，着力解决小微民营企业融资难

4季度央行对宏观经济的判断基本与3季度保持一致，在报告中对目前经济形势的阐述为“稳中有变，稳中有忧”和“仍然面临下行压力”。尽管我国全年GDP实现6.6%的增长，但4季度同比增6.4%，增速为2009年3月以来的新低。从经济放缓因素来看，央行认为是由于新旧动能转换阶段长期风险积累的爆发和外部因素共同作用的结果。

此外，在对宏观经济的判断中，央行新增了对小微和民营企业融资面临困难的表述，显示出在经济下行过程中央行对实体经济的担忧。4季度以来我们能明显感觉到央行在货币政策上对小微民营企业的倾斜，不断强化金融服务实体经济的根本要求，出台了一系列对小微企业和民营企业的支持政策，成为央行在4季度的工作重点。在本次货政报告中央行特别开辟专栏介绍了采取的7大措施和取得的积极成效。量的方面，“2018年末单户授信1000万元以下的普惠小微贷款全年新增是上年2.3倍，年末余额增速为15.2%，同比提高8.2个百分点”；价的方面“12月份新发放的1000万元以下小微企业贷款利率平均为6.28%，比上年同期低0.26个百分点”。

相比之下，央行对金融风险防控的强调进一步弱化。阐述从“成效显著”转变为“宏观杠杆趋于稳定”，并给出了量上的衡量指标：“2018年我国M2与GDP之比较上年下降3个百分点”。因此央行在防范化解金融风险部分的政策阐述文字明显简化，并提出了2019年的工作重点主要将关注在：金融控股公司监管、互联网金融风险专项整治等方面。我们认为未来金融监管力度将继续保持边际趋缓，去杠杆边际弱化，金融业工作重点将转为对实体经济的有效支持上。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

金融：银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517110001

\*熊颖为本报告重大贡献者



## 稳健的货币政策松紧适度，启动逆周期调节

4 季度央行对货币政策的阐述发生了明显变化，央行对货币政策的阐述从“稳健的货币政策要保持中性”转变为“稳健的货币政策要松紧适度，强化逆周期调节”，去掉了“中性”二字和“把好货币供给总闸门”的阐述。货币政策阐述上的这一转变释放出了明显的边际宽松信号。可以看出在经济下行压力增大背景下，“稳经济”压力进一步增大，货币政策的重点转变为积极发挥逆周期调节的作用。在央行这一货币政策转变指导下，我们看到 19 年 1 季度社融和信贷规模都实现了放量增长，其中 1 月新增信贷达 3.57 万亿，同比多增 8500 亿创下了新的单月投放记录，M2 也同比提升了 0.3 个百分点至 8.4%，政策引导的效果明显。但正如央行在货政报告中提到的那样，经济下行背景下企业有效需求不足的情况同样存在，未来更需关注货币政策支持下，企业真实融资需求的改善。

## 贷款利率持续回落，政策调控初显成效

4 季度贷款利率环比 3 季度下降 0.31 个百分点至 5.63%，降幅较 3 季度明显走阔（18 年 3 季度较 2 季度降 0.03 个百分点），其中一般贷款加权平均利率相对于 3 季度下降了 0.28 个百分点至 5.91%，我们认为贷款利率的明显下行是前期政策引导效果的显现，尤其是微型企业贷款利率“已连续五个月下降，累计下降 0.39 个百分点”，降幅超过整体信贷利率降幅，体现了央行通过信贷政策引导呵护实体经济，稳定经济增长的决心。从利率浮动情况来看，12 月一般贷款中执行上浮利率的贷款占比为 65.26%，比 9 月下降 11.07 个百分点。展望未来，我们认为随着央行货币政策的转向，基建项目的不断开工上马和政策引导下央行对民营和小微企业的持续支持，信贷投放仍将保持增长，加之几方合力推动货币政策传导机制更加通畅，贷款利率仍将小幅下行。

## 投资建议：

4 季度央行对宏观经济的走势判断维持 3 季度下行趋势不变，因此货币政策的阐述也发生调整，更加强松紧适度 and 逆周期调节以稳定经济增长。4 季度在政策引导下贷款利率明显下降，特别是小微企业的融资成本改善明显，我们预计随着信贷的持续投放和货币传导机制更加通畅，未来贷款利率仍将小幅下行。目前板块 19 年 PB0.80X，板块估值向上的弹性释放仍需等待经济拐点；考虑到行业股息率约 4.7%，当前估值隐含不良率 13%，中长期配置吸引力依然存在。个股方面我们推荐以光大银行为代表的低估值、基本面边际改善股份行，以及长期基本面稳健的招商银行和大行。

## 风险提示

**1、经济下行导致资产质量恶化超预期。**银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。目前中美贸易摩擦持续，宏观经济存不确定性，后续仍需密切关注经济的动态变化。

**2、中美贸易摩擦进一步升级。**中美贸易谈判进程摇摆不定，如若贸易摩擦进一步升级将对宏观经济造成更大的下行压力，影响银行业资产质量。



图表 1. 2018 年 4 季度货币政策执行报告对比

2018年4季度货币政策执行报告对比			
	2018Q4	2018Q3	点评
国内经济形势现状分析	2018 年以来，外部环境发生明显变化，不确定因素增多。中国经济保持较强韧性，但在新旧动能转换阶段，长期积累的风险隐患暴露增多， <b>小微企业、民营企业融资难问题较为突出</b> ，经济面临下行压力。	2018 年第三季度以来，中国经济总体保持平稳增长，结构调整继续推进，供需总体平衡。消费对经济增长的拉动作用增强，制造业和民间投资增速回升，就业稳中向好，消费价格温和上涨。但受外部环境发生明显变化及需求端“几碰头”等因素影响， <b>经济下行压力有所加大</b> 。	特别强调小微和民营企业的融资难问题
国内经济展望	展望未来一段时期，中国经济保持平稳发展的有利因素较多。 <b>宏观杠杆率趋于稳定，2018 年我国 M2 与 GDP 之比较上年下降 3 个百分点</b> 。也要看到，经济发展面临的国际环境和国内条件都在发生深刻而复杂的变化， <b>推进供给侧结构性改革过程中不可避免会遇到一些困难和挑战，经济运行稳中有变、变中有忧。长期积累的风险隐患有所暴露，经济仍面临下行压力。</b>	展望未来一段时期，经济保持平稳发展的有利因素仍然较多。宏观杠杆率趋于稳定，金融风险防控成效显现，金融对实体经济的支持力度较为稳固。也要看到，当前经济运行稳中有变， <b>外部环境发生深刻变化，经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露，一些政策效应有待进一步释放。</b>	对宏观经济杠杆的稳定提出了具体的衡量标准。认为经济仍面临下行压力。
对于通胀压力判断	物价形势总体较为稳定， <b>对未来变化需持续监测</b> 。国内经济运行总体平稳，粮食、棉花等丰收增产，工业消费品生产提质升级，产能过剩问题明显缓解，总供求较为平衡，这些都有利于物价保持平稳，通胀预期基本稳定。	物价形势总体较为稳定。国内经济运行总体平稳，粮食丰收增产，部分地区完成阶段性医疗服务价格改革，这些都有利于物价保持平稳。受部分农产品价格回升、猪瘟疫情等影响，短期内物价存在上行的可能性，但总体来看通胀压力可控。	提出对未来变化需要检测
下阶段货币政策思路			
总体思路	坚持以供给侧结构性改革为主线，紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务， <b>创新和完善金融宏观调控。稳健的货币政策保持松紧适度，强化逆周期调节，把握好宏观调控的度</b> ，在多目标中实现综合平衡。进一步加强政策协调，疏通货币政策传导，创新货币政策工具和机制，进一步提高金融服务实体经济的能力和意愿。在实施稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者之间， <b>形成三角形支撑框架，促进国民经济整体良性循环</b>	紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务， <b>创新和完善金融宏观调控。保持政策的连续性和稳定性，提高政策的前瞻性、灵活性和针对性</b> 。稳健的货币政策要保持中性， <b>松紧适度，把好货币供给总闸门</b> ，在多目标中把握好综合平衡。进一步提高金融服务实体经济的能力和意愿。在实施稳健中性货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者之间， <b>形成三角形支撑框架，促进国民经济整体良性循环</b> 。	去掉货币政策“中性”，新增强调逆周期调节，不再提“把好货币供给总闸门”
流动性管理	稳健的货币政策保持松紧适度， <b>强化逆周期调节，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定</b> 。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，继续灵活运用多种货币政策工具组合，加强政策协调，平衡好总量和结构之间的关系，发挥“几家抬”的政策合力，从供需两端共同夯实疏通货币政策传导的微观基础，保持货币信贷和社会融资规模合理增长。	实施好稳健中性的货币政策， <b>增强政策的前瞻性、灵活性和针对性</b> 。灵活运用多种货币政策工具组合，合理安排工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，维护流动性合理充裕，保持货币信贷和社会融资规模合理增长。	强调货币政策的逆周期调节
宏观审慎管理	加强宏观审慎管理， <b>推动商业银行多渠道补充资本</b> ，在发挥宏观审慎评估（MPA）逆周期调节作用的同时发挥其结构引导作用，引导金融机构加大对小微企业、民营企业等薄弱环节的支持力度。	进一步加强宏观审慎管理，在充分发挥宏观审慎评估（MPA）逆周期调节作用的同时， <b>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力度</b> 。	强调商业银行资本补充
金融风险防范	打好防范化解重大金融风险攻坚战。稳定宏观杠杆率， <b>推动出台金融控股公司监管办法，加快补齐金融监管短板，继续开展互联网金融风险专项整治</b> 。	打好防范化解金融风险攻坚战， <b>处理好稳增长与去杠杆、强监管的关系，守住不发生系统性金融风险底线</b> 。加强部门间协调配合，明确时间表、路线图、优先级， <b>把握好工作节奏和力度</b> 。	提出19年金融防风险的具体内容，去杠杆转变为稳杠杆。

资料来源：央行，中银国际证券

附录图表 2. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (十亿元)	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净资产
					2017A	2018E	2017A	2019E	
601988.SH	中国银行	未有评级	3.67	1,080	0.59	0.63	0.77	0.71	5.02
601288.SH	农业银行	买入	3.68	1,288	0.55	0.59	0.96	0.80	4.43
600036.SH	招商银行	买入	30.08	759	2.78	3.18	1.70	1.51	19.49
601998.SH	中信银行	未有评级	5.75	281	0.87	0.93	0.77	0.71	7.95
600016.SH	民生银行	中性	6.00	263	1.14	1.21	0.71	0.62	9.17
600000.SH	浦发银行	增持	10.79	317	1.85	1.91	0.80	0.71	14.49
601818.SH	光大银行	买入	4.02	211	0.60	0.66	0.78	0.72	5.32
600015.SH	华夏银行	未有评级	7.71	119	1.29	1.32	0.80	0.71	12.55
601169.SH	北京银行	增持	5.97	126	0.89	0.96	0.80	0.74	8.02
601009.SH	南京银行	增持	6.93	59	1.14	1.32	1.02	0.94	7.64
002142.SZ	宁波银行	增持	17.96	94	1.79	2.15	1.86	1.47	11.78
601229.SH	上海银行	增持	11.48	125	1.40	1.72	0.99	0.90	12.62
600919.SH	江苏银行	未有评级	6.33	73	1.03	1.10	0.80	0.72	8.63
600926.SH	杭州银行	增持	7.88	40	0.89	1.04	0.97	0.88	8.94
002807.SZ	江阴银行	未有评级	5.49	10	0.46	0.48	1.06	1.03	5.41
600908.SH	无锡银行	增持	5.65	10	0.54	0.61	1.13	1.03	5.38
601128.SH	常熟银行	买入	6.73	15	0.56	0.68	1.45	1.34	5.17
603323.SH	吴江银行	增持	6.89	10	0.50	0.59	1.19	1.11	6.16
002839.SZ	张家港行	未有评级	6.08	11	0.42	0.49	1.33	1.23	4.95
601838.SH	成都银行	中性	7.98	29	1.08	1.28	1.16	1.00	8.28

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2018 年 2 月 21 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371