

银行

重磅！金融供给侧改革的核心是什么？

——及对金融行业格局和投资的影响

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

研究助理：邓美君

电话：

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

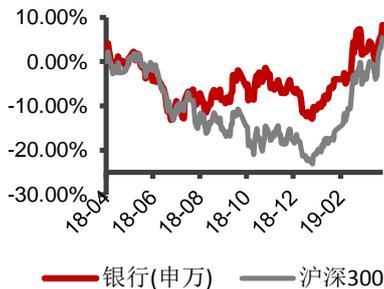
研究助理：贾靖

电话：

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	32
行业总市值(百万元)	10,105,164
行业流通市值(百万元)	10,698,284

行业-市场走势对比

相关报告

<<深度！银行年报总结及推荐：基本面稳健，预期会改善>>2019.04.04

<<社保为什么减持交行——自身调整资产组合>>2019.04.03

<<深度！银行股对增量资金的吸引力：经济预期修复+低估值高股息率>>2019.04.02

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		
工商银行	5.81	0.77	0.79	0.82	0.86	7.56	7.35	7.06	6.76		增持
建设银行	7.44	0.92	0.96	1.01	1.06	8.07	7.71	7.34	7.05		增持
农业银行	3.79	0.55	0.58	0.57	0.60	6.86	6.54	6.69	6.36		增持
招商银行	35.5	2.46	2.78	3.19	3.54	14.4	12.80	11.14	10.06		增持

备注

投资要点

- **传统行业的供给侧改革核心是“去产能”，金融行业供给侧核心是“调结构”：增加有效金融供给，去掉无效产能供给。**
- **金融供给侧改革的背景。1、政策推动经济结构转型的方向没变。**总量政策是“托而不举”，政策不会刺激房地产、地方融资平台的融资，倒逼经济结构转型。整体的金融政策逻辑是“弱刺激+强改革”。**2、金融供给侧改革的目标：金融的供给能符合融资需求的变化。**经济转型，金融的需求就发生变化，而目前金融供给是制约需求变化，所以货币总量工具是不够的，需要结构性改革。**3、传统行业的供给侧改革核心是“去产能”，金融行业供给侧核心是“调结构”。**
- **金融供给侧改革的核心内容。1、金融供给“聚焦”实体经济。**经济是第一位，金融是第二位，政策支持的是金融机构服务实体经济。降低融资成本，需要的是有效供给增加。**2、股权融资提升，匹配经济转型的融资需求。**传统以基建和房地产投资拉动的模式，匹配的是间接融资；经济转型，资本市场会放在国家战略层面，券商的政策面持续向好；银行在综合金融平台和理财子公司两个方向参与改革。**3、金融机构的政策方向：“扶优惩劣”。**在政策眼里，机构大小不重要，服务实体经济能力更为重要。支持服务实体经济能力强的机构，淘汰能力弱的。**4、引进成熟的机构，发挥鲶鱼效应。**金融机构容易利益短期化，风险后置。金融开放全面加快，引入国外模式和理念成熟的机构，推进市场的成熟度；第二步会向民营开放。**5、发挥科技在金融作用，提升其服务普惠金融的能力。**
- **供给侧改革与金融格局。1、金融机构的分化加剧，结构调整的结果就是分化。2、银行业格局：哑铃型分布。**一头是头部银行成为金融综合性服务平台，对标国际金融集团；一头是众多中小银行，聚焦当地，特色化服务实体经济。**3、券商格局：头部化。**券商机构业务头部化，经纪业务科技化。**4、多元金融：正规化。**
- **供给侧改革与投资建议。1、头部金融机构会成为投资中国的核心资产。**机构分化会持续：头部金融机构的商业模式更具有持续性，护城河会更深。**2 券商是今年趋势投资者的重点选择。**权益融资的地位决定了券商的地位，券商的政策面会持续向好。详见我们去年底推荐券商的逻辑《年度策略：正是改革好风景，beta 属性双重受益》。**3、上周，我们开始重点推荐银行板块。**市场低估了经济预期修复的正面影响，高估供给侧改革的负面影响，详见上周深度报告《银行股对增量资金的吸引力：经济预期修复+低估值高股息率》。保险也是被低估品种。
- **风险提示：国内经济下滑超出预期；政策变动超出预期；中美双方合作推进不及预期。**

内容目录

一、为什么要进行金融供给侧改革？	- 3 -
二、金融供给侧改革的核心内容	- 4 -
1、金融供给的目的是支持实体经济，降低企业的融资成本	- 4 -
2、发展直接融资，满足经济转型的融资结构变化	- 5 -
3、金融机构的结构调整：政策支持能力强的，淘汰能力弱的	- 7 -
4、引入鲶鱼：提升金融机构的供给效率	- 7 -
5、发展金融科技，“赋能”服务普惠金融的能力	- 7 -
三、金融供给侧改革对金融行业格局的影响	- 8 -
1、金融机构的分化加剧，头部金融机构的模式更具有持续性。	- 8 -
2、银行业竞争格局：哑铃型分布	- 8 -
3、券商格局：头部化、市场化	- 9 -
4、多元金融：正规化。	- 9 -
四、金融供给侧改革与金融机构估值的影响	- 10 -

一、为什么要进行金融供给侧改革？

- 金融的需求在发生变化，调结构仍是政策的重点。**我们比较过近二十年来的政策救经济和市场的模式，基本都是放货币、刺激房地产和基建，详见我们去年 11 月的深度报告《“政策底”是如何传导到“市场底”》。这次总量政策特点是“托而不举”，宽货币的背景不会明显刺激地产和基建，因为担心“系统性风险”。所以，这次调结构仍是政策的重点，这是未来经济增长动力。以往的金融政策可以理解为“强刺激+弱改革”，这次政策则是相反，详见我们去年年底报告《金融政策转向“核心逻辑”：弱刺激+强改革》。

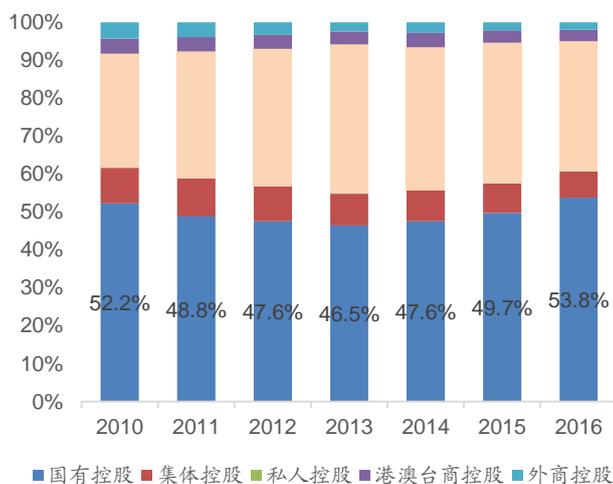
图表：大盘四次较大下跌的政策底与市场底情况梳理

政策底时间	市场底时间	间隔	主要救市措施
2005. 1. 24	2005. 6. 6	近半年	股权分置改革、降低印花税、保险资金入市
2008. 9. 15	2008. 10. 27-2008. 11. 4	近一个半月	降准降息、四万亿投资计划、增量资金入市、印花税改单边
2012. 6. 8	2012. 12. 4	近半年	货币和财政政策转向宽松，如降准等
2015. 7. 9	2015. 8. 26	近一个半月	汇金及证金入市、限制做空

来源：公开资料，中泰证券研究所

- 金融供给侧改革，就是满足经济结构调整的需要。**以往的金融供给，是满足以往的经济发展模式，以基建和地产为驱动的；例如“影子银行”的发展，就是匹配了当时经济发展的融资需求。如果推进经济转型升级，目前的传统的金融供给是不匹配，甚至是拖累转型的。央行手里的工具箱更多的是总量政策，对结构的调整是有限的；金融供给侧改革正是在这种背景提出的，通过金融供给端的改革，促进未来经济结构的调整。

图表：贷款中以国企贷款占比居多



注：最新可获得数据截止到 2016 年
资料来源：Wind，中泰证券研究所

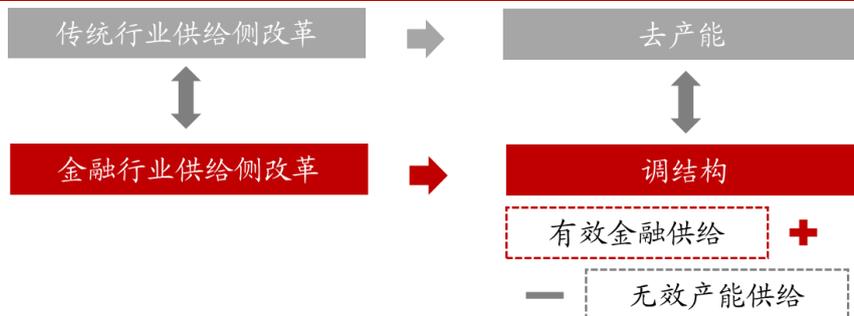
图表：房地产和基建贷款占比及增速



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

- **与产业的供给侧改革的对比。**传统行业的供给侧改革是“去产能”，金融的供给侧是“调结构”：增加有效的金融供给，减少套利的金融供给。

图表：金融供给侧改革 VS 产业供给侧改革



来源：中泰证券研究所

二、金融供给侧改革的核心内容

1、金融供给的目的是支持实体经济，降低企业的融资成本

- **金融供给聚焦的是服务实体经济。**明确了金融与实体经济的关系，即金融之于经济是第二性的，金融的作用是服务，金融的供给是由经济决定的，而不是相反。所以未来金融供给的核心是聚焦如何更有效地服务实体经济，尤其是小微企业。同时，意味着金融套利、金融乱象等政策还是不允许的；对这块的控制，虽然没有去年严格要求下降，但对增量也是坚决控制，金融监管会保持“中性”。

图表：金融监管的系列政策

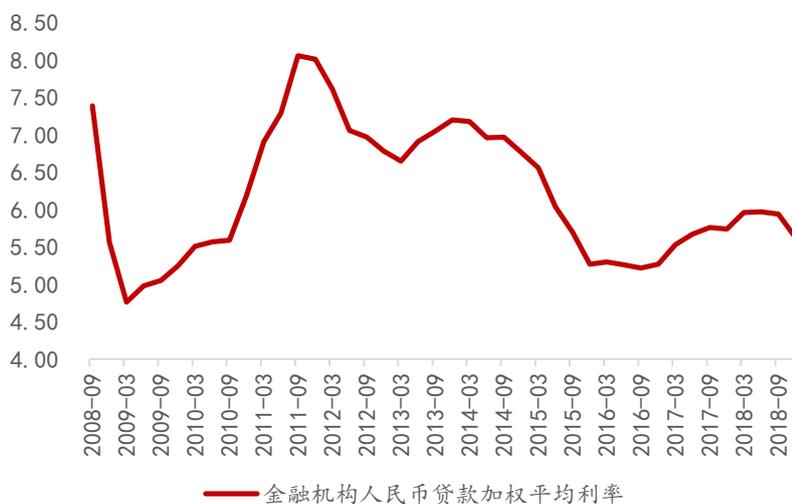
金融监管政策	针对相关业务	政策公布日期
《关于规范银信类业务的通知（55号文）》	表内银信合作	2017.12.22
《规范债券市场参与者债券交易业务的通知（302号文）》	同业业务	2018.1.4
《商业银行委托贷款管理办法》	表外通道业务	2018.1.6
《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》	8个维度、22个方面 市场乱象	2018.1.13
《商业银行大额风险暴露管理办法》	同业业务	2018.4.24
《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	表外理财	2018.4.27
《商业银行流动性风险管理办法》	同业业务（包括表内 非标）	2018.5.23

来源：银监会等，中泰证券研究所

- **降低企业的融资成本。**降低成本的办法是增加有效金融供给，去掉无效金融产能供给。即一方面压住金融机构的套利供给、及对地方融资平台和房地产的融资供给；另一方面推进金融机构（尤其银行）给小微企业和民营经济提供贷款。从两个方面逼着金融机构为实体经济增加供给，

从而降低企业的融资成本。

图表：银行的贷款利率

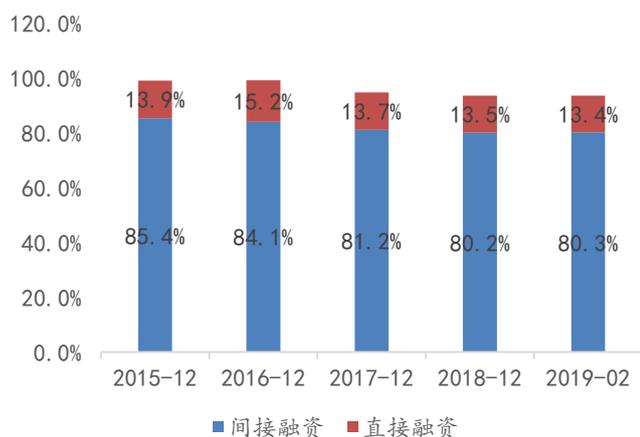


来源：Wind，中泰证券研究所

2、发展直接融资，满足经济转型的融资结构变化

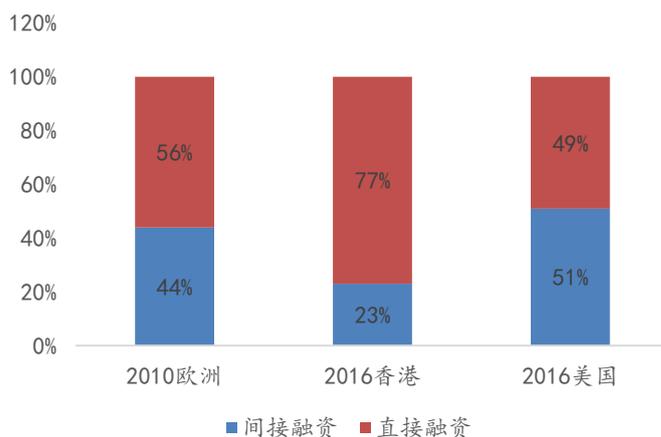
- 现在是处在融资结构的拐点时刻。“提升直接融资”是讲了好多年的故事：但间接融资的占比一直处于高位，特别是考虑“影子银行”（见下图）。其核心的原因是中国经济发展模式长期以来是以基建、房地产投资等拉动，对应的融资方式是银行贷款，或者说直接融资。现在是拐点，因为系统性风险已经到一定阶段：高层最担心的债务过高、杠杆率过高、资本成本过高等问题，都与直接与权益资金形成不足相关的。

图表：中国直接融资占比



来源：人民银行，中泰证券研究所

图表：海外直接融资占比

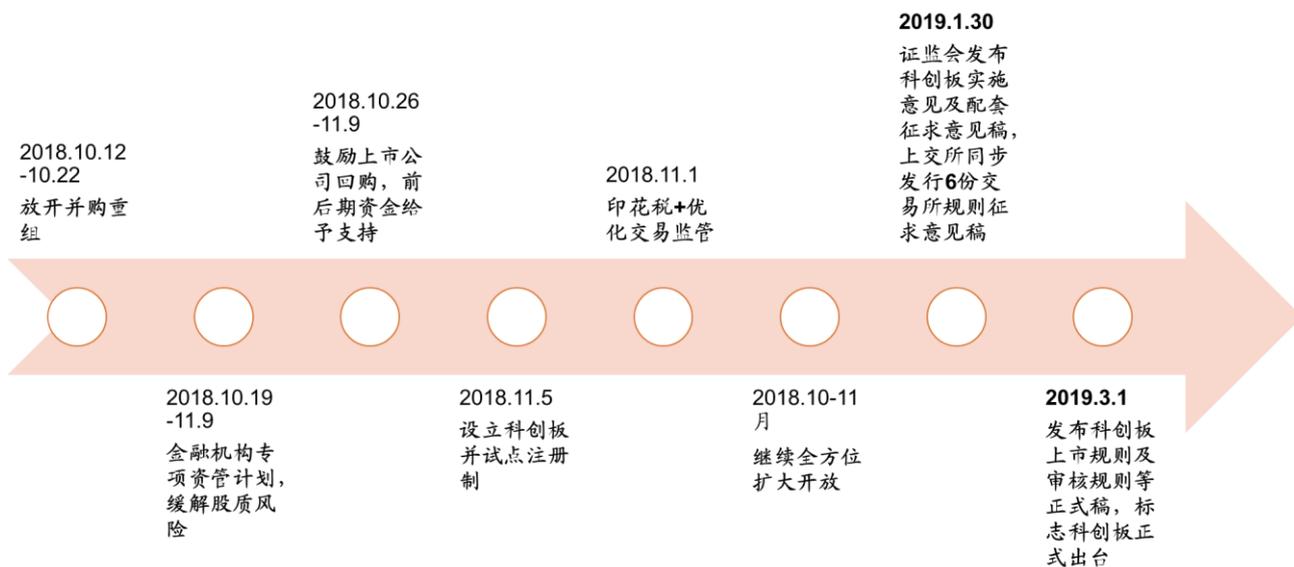


来源：麦肯锡，中泰证券研究所

- 资本市场的发展，是放到战略高度的。这次政策的核心是“弱刺激+强改革”，不走地产基建刺激经济的老路，未来发展需要靠发展新兴行业、制造业升级等促进经济结构转型。而这种经济对应的融资需求是权益融

资。所以，发展资本市场是放在国家战略层面，科创板是制度改革的突破口。

图表：资本市场改革的政策梳理



来源：中泰证券研究所

- 券商的政策面会是持续“暖风”，银行也会参与其中。我们去年4季度开始从金融政策的角度推荐券商（详见年度策略《正是改革好风景，beta属性双重受益》）。券商会直接融资中扮演重要角色，预计未来的政策面会持续支持，相关政策未来有望在业务放开、杠杆率提升、资本补充、员工持股、机制设计等方面持续突破。所以，趋势投资者，今年是要重点配置券商的。银行体量庞大，对融资结构的变化起着重要作用，预计银行在金融综合化经营和理财子公司两个方面发挥相关作用。市场只看到直接融资发展对银行的负面影响，低估了银行未来在其中的作用。

图表：理财子公司的政策梳理

时间	政策	主要内容
2018. 4. 27	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	主营业务不包括资产管理业务的金融机构应当设立具有独立法人地位的资产管理子公司开展资产管理业务，强化法人风险隔离，暂不具备条件的可以设立专门的资产管理业务经营部门开展业务
2018. 9. 28	《商业银行理财业务监督管理办法》	银行理财子公司的监管要求较银行理财有放松等
2018. 12. 2	《商业银行理财子公司管理办法》	理财子公司公募产品可直接投资股票；销售起点进一步降低，首次购买无须面签；产品设计较银行宽松，可以发行分级产品等

来源：银监会，中泰证券研究所

3、金融机构的结构调整：政策支持能力强的，淘汰能力弱的

- 传统行业的供给侧改革，最终的结果是对大型企业有利，因为核心是去产能。而金融供给侧改革的目的是调结构，所以，在政策眼里，金融机构没有大小之分，只有服务实体经济能力的强弱之分。服务实体经济能力强的金融机构，政策上会倾斜支持，例如支持小微企业能力强的银行机构。对于服务实体经济能力弱的金融机构，即使规模再大，不转型也会被政策压制。对于没有能力服务的金融机构，就市场化淘汰出清，政策不兜底

4、引入鲶鱼：提升金融机构的供给效率

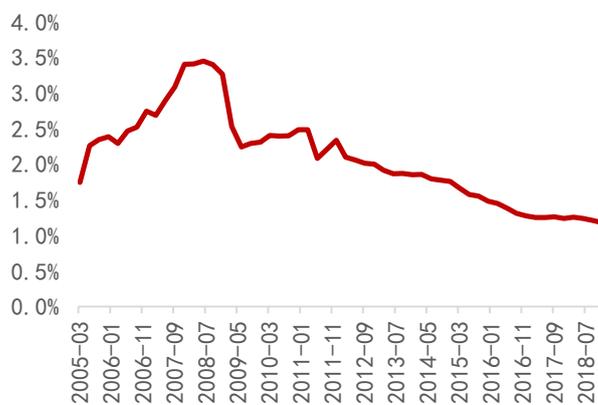
- 金融行业近期全面开放是第一步，民营放开是第二步。金融行业和制造业的不同点：金融行业本质是收益和风险的在时间上的错配。所以金融行业容易出现利益短期化，同时风险后置，这是金融乱象的根源。海外的大型金融机构在市场化环境里摸爬滚打上百年以上，他们的金融经营模式和经营理念相对成熟。积极引入这些机构，一方面是全面开放的要求，更会形成鲶鱼效应，推进国内金融机构的理念和模式的升级，更成熟地、持续服务实体经济。金融机构对民营放开会是第二步，需要市场更为成熟和规范；对于本地服务普惠金融的机构，预计会率先对民营放开。

图表：我国对外开放政策梳理



资料来源：银保监会，央行，中泰证券研究所

图表：外资银行信贷占比



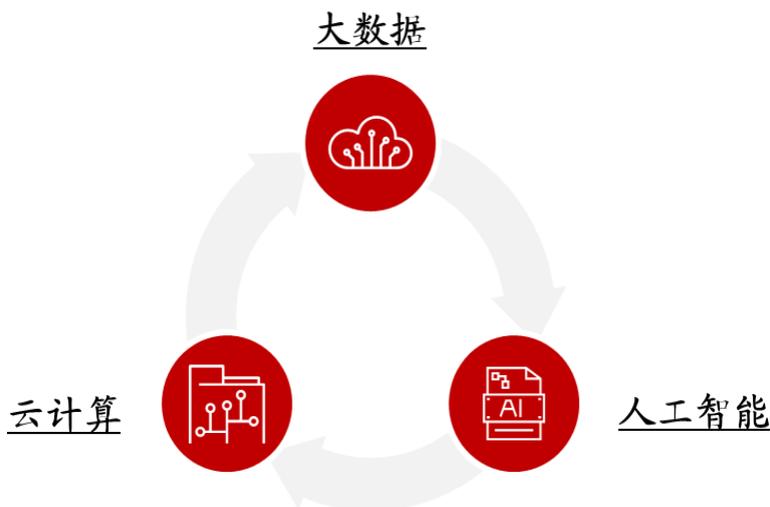
资料来源：银保监会，中泰证券研究所

5、发展金融科技，“赋能”服务普惠金融的能力

- 我们年初在硅谷附近待了二十来天，专门考察和学习美国的金融科技；深刻感受到科技对金融渗透。云计算、大数据和人工智能在硅谷相互推进，会是未来 5-10 年的浪潮。数据和技术对金融影响是深刻的，政策也意识到这种趋势。政策会鼓励金融机构发展金融科技，用大数据和人工智能，赋能解决小微企业等的“信息不对称”的历史难题。用科技推进金融供给的能力，赋能金融机构服务实体的能力。金融科技前期更多被

用于“政策套利”，金融科技的发展也必须符合金融供给侧改革的大方向。

图表：云计算、大数据和人工智能相互推进



来源：中泰证券研究所

三、金融供给侧改革对金融行业格局的影响

1、金融机构的分化加剧，头部金融机构的模式更具有持续性

- 供给侧政策、市场竞争和科技运用推动金融机构分化，非银金融机构较快，银行相对较慢。金融供给侧改革背景下，所有金融机构都面临转型，头部金融机构最有能力转型成功，一部分金融机构面临淘汰。转型的经济，发展更具有持续性，也意味转型成功的金融机构的商业模式更具有持续性，护城河会更高。

图表：美国头部金融机构估值

	2018 PB (X)	2018 PE (X)
摩根大通	1.5	11.2
富国银行	1.28	10.7
花旗集团	0.87	9.2
美国银行	1.16	10.5
高盛集团	0.94	7.6
摩根斯坦利	1.07	9.3

来源：Wind，中泰证券研究所

2、银行业竞争格局：哑铃型分布

- 哑铃的一头是头部银行成为金融综合性服务平台，对标国际金融大型集团；哑铃的一头是众多中小银行，聚焦当地，特色化服务实体经济。头部的银行会打造成综合化的金融平台，一方面推进直接融资的转型，一方面科技化服务小微企业，例如工行的综合化平台、建行线上线下的小微贷款分控平台、招行的资产管理和零售科技化。另一方面，中小银行

要求聚焦当地，服务当地实体经济，发展特色业务，例如宁波银行在长三角、常熟银行在小小微贷款；同时增加中小金融的数量和业务比重，改进小微企业和三农金融服务。

图表：银行业竞争格局——哑铃型分布

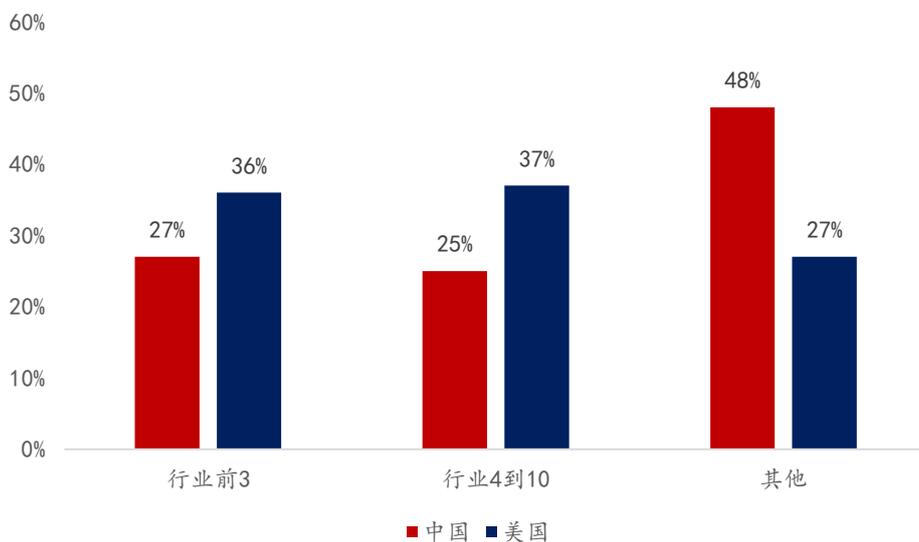


来源：中泰证券研究所

3、券商格局：头部化、市场化

- **券商机构业务头部化会明显。** 券商业务分两块，一块是机构业务，一块是经纪业务。机构业务（投行、资管、机构销售与研究等）天然头部化趋势。而经纪业务以往具有属地性特征，但现在的趋势是：高端的“财富管理化”，中低端“科技化、互联网化”；经纪业务也是集中度提升的趋势。头部券商还需要有个特质，机制要市场化，否则未来无法与银行系的抗争。“三中一华”就是头部化和市场化的代表。

图表：券商行业集中度（2017年）



来源：麦肯锡，中泰证券研究所

4、多元金融：正规化

- 多元金融的机构，如信托和租赁，如果能聚焦支持实体的，正规化的发展，会得到政策支持；如果还是只能监管套利的，短期由于金融监管的边际变化，估值有所修复；中长期看，投资价值不算大。

图表：信托相关重要文件/讲话

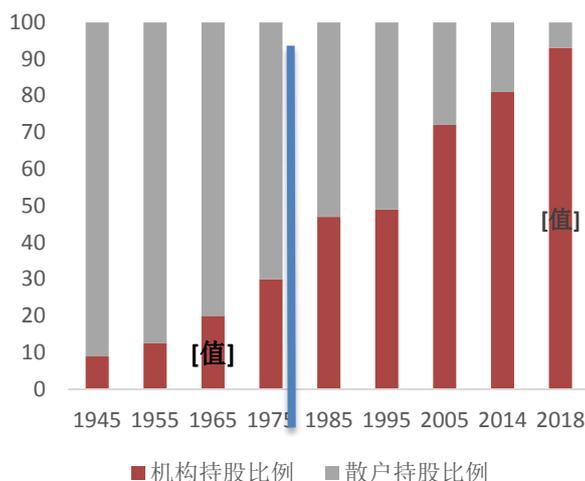
时间	文件/讲话	对通道、影子银行要求
2017. 12	《关于规范银信类业务的通知（55号文）》	明确限制通道类银信业务,但并没有禁止;需按实质计提资本和拨备
2018. 1	《商业银行委托贷款管理办法》	资金不得用于资管产品等投资
2018. 4	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	禁止两层以上嵌套;打破刚兑
2018. 8	《关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》	区别对待事务管理类业务,支持合法合规,投资实体经济的事务管理类信托
2018. 10	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》、《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》	券商资管和基金公司多层嵌套通道业务列为禁止
2018. 12	央行行长易纲出席“新浪长安讲坛”,发表题为“中国货币政策框架”的主旨演讲	合法合规影子银行是金融系统不可或缺的一部分

来源：银监会，证监会，中泰证券研究所

四、金融供给侧改革与金融机构估值的影响

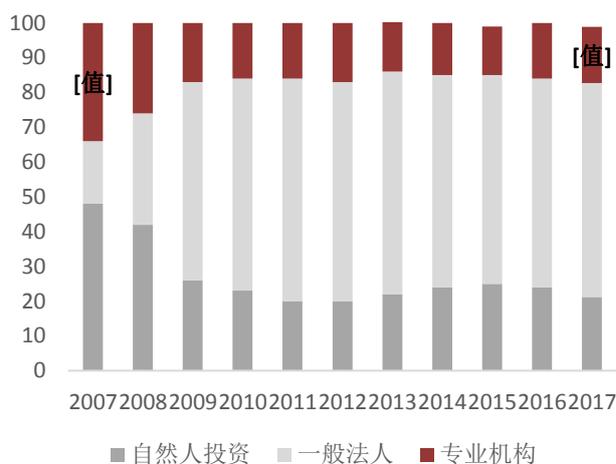
- **头部金融机构会成为投资中国的核心资产。** 供给侧改革背景下，金融机构分化加剧，头部金融机构的商业模式会更具有持续（中国经济发展持续性增强）、模式的护城河会更深；头部金融机构会有估值提升的逻辑，头部金融机构会成为投资中国的核心资产。

图表：美国投资者结构演变：机构占比提升至90%



来源：中泰证券研究所

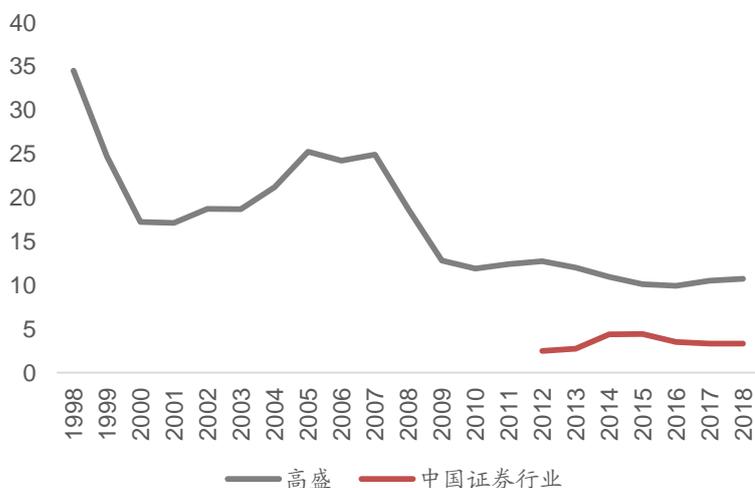
图表：A股主板投资者结构演变：仍处于二八分化



来源：中泰证券研究所

- **券商是今年趋势投资者的重点选择。**我们目前站在融资结构发生变化的拐点，权益融资的地位决定了券商的地位，今年券商的政策面会持续向好。这是我们去年年底推荐券商的逻辑，详见年度策略《正是改革好风景，beta 属性双重受益》。

图表：中国证券市场杠杆率存在提升空间



来源：wind，中证协，中泰证券研究所

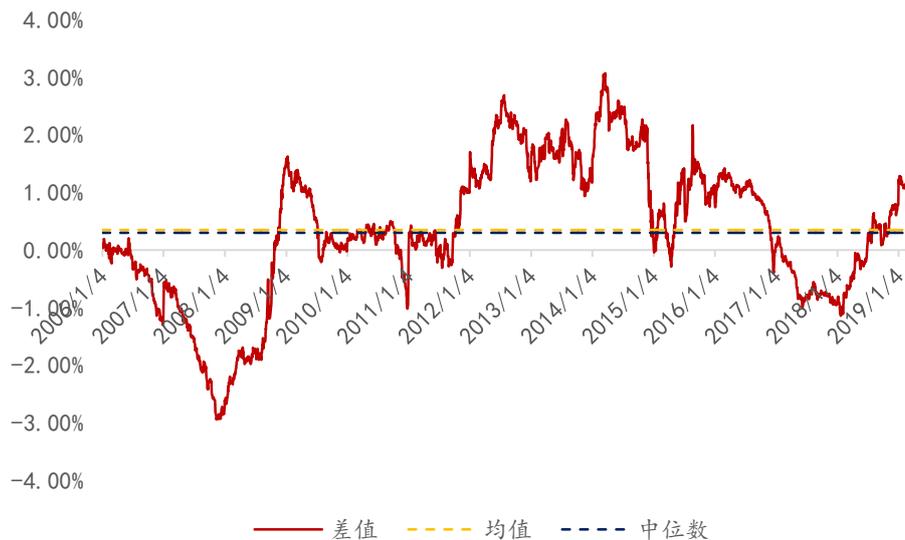
- **上周，我们开始重点推荐银行板块。**市场低估了经济预期修复对银行盈利持续性影响，高估了金融供给侧改革对银行的负面影响，详见上周深度报告《银行股对增量资金的吸引力：经济预期修复+低估值高股息率》。保险也是被低估的品种。

图表：银行业估值隐含不良率

	2018PB	隐含不良率	1H18 不良率	1H18 不良+关注
国有行	0.86	9.38%	1.52%	4.51%
股份行	0.84	9.36%	1.70%	4.49%
城商行	0.97	7.71%	1.20%	2.88%

来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：银行股股息率与金融市场利率差值在历史高位



来源：Wind，中泰证券研究所

- **风险提示：**国内经济下滑超出预期；政策变动超出预期；中美双方合作推进进展不及预期。

图表：银行估值表

银行估值表（交易价格：2019-04-04）

	P/B		ROE		股息率
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E
工商银行	0.92	0.84	13.3%	12.7%	4.31%
建设银行	0.98	0.90	13.5%	12.9%	4.11%
农业银行	0.83	0.77	13.1%	12.3%	4.59%
中国银行	0.76	0.69	11.7%	11.1%	4.73%
交通银行	0.74	0.66	10.7%	10.5%	0.00%
招商银行	1.77	1.58	15.7%	15.9%	2.64%
中信银行	0.79	0.74	10.5%	10.2%	3.54%
浦发银行	0.78	0.71	12.4%	11.7%	2.99%
民生银行	0.70	0.65	12.3%	11.5%	5.34%
兴业银行	0.90	0.81	13.6%	12.8%	3.50%
光大银行	0.78	0.71	10.7%	10.8%	4.28%
华夏银行	0.67	0.61	10.8%	9.4%	1.58%
平安银行	1.08	0.98	10.7%	10.6%	0.98%
北京银行	0.77	0.70	10.8%	10.4%	3.17%
南京银行	1.07	0.93	15.2%	14.9%	3.02%
宁波银行	1.84	1.58	16.2%	15.2%	1.72%
江苏银行	0.82	0.73	11.1%	11.0%	2.61%
贵阳银行	1.07	0.91	18.8%	18.1%	3.02%
杭州银行	0.97	0.87	9.1%	8.9%	2.38%
上海银行	0.95	0.85	11.9%	12.3%	3.40%
成都银行	1.08	0.95	16.0%	15.5%	3.07%
江阴银行	1.10	1.04	7.8%	7.7%	0.76%
无锡银行	1.14	1.05	11.1%	11.0%	2.34%
常熟银行	1.31	1.17	12.8%	13.2%	2.58%
吴江银行	1.17	1.07	9.6%	10.0%	1.47%
张家港银行	1.28	1.18	9.5%	9.5%	1.50%
上市银行平均	0.93	0.84	12.3%	11.9%	2.72%
国有银行	0.77	0.70	12.5%	11.9%	3.55%
股份银行	0.85	0.76	12.1%	11.6%	3.11%
城商行	0.94	0.83	13.6%	13.3%	2.80%
农商行	1.20	1.10	10.2%	10.3%	1.73%

来源：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。