

“总量稳健+结构宽松”将成为货币政策主基调

——人民银行对中小银行实施较低存款准备金率的政策点评

行业简报

买入（维持）

分析师

王一峰

(执业证书编号：S0930519050002)

010-56513033

wangyf@ebscn.com

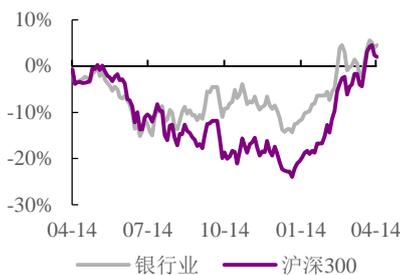
联系人

周鸿运

021-52523659

zhouhongyun@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

事件：

5月6日，央行宣布从2019年5月15日起，对仅在本县级行政区域内经营，或在其他县级行政区域内设有分支机构但资产规模小于100亿元的农村商业银行，执行与农村信用社相同档次的存款准备金率，该档次目前为8%。约有1000家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约2800亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款。

点评：

◆定向降准符合前期预判，数量上惠及7成农商行机构

此次央行宣布对中小银行实施较低的存款准备金率政策，符合前期国务院会议精神。针对县域农商行，执行与农村信用社相同档次的存款准备金率，在一定程度上是对原有准备金政策的精细化调整，给予县域农商行和其他涉农中小金融机构相同待遇。

经过前期多次调整，目前农商行法定存款准备金率按照10%（符合新增存款一定比例用于当地贷款）执行。根据央行披露信息，符合条件的农商行按照8%的法定存款准备金率执行，相当于在原有法定率基础上再降2个百分点，累计释放增量资金2800亿元。数据显示截至一季末，我国农村商业银行数量1400余家，共有一般存款余额约22万亿，若全部金融机构降准2%将释放增量资金约4400亿元，即本次定向降准政策调整红利在数量上惠及超过70%的农商行机构，在规模上涉及超过60%的存款，多数农商行因此受益。这将进一步降低农商行总体成本，增强对县域民企、小微领域的信贷支持。

◆定向调控政策持续推动金融“补短板”，未来差异化存款准备金政策仍有释放空间

自2014年以来，我国一直实行差别化准备金制度，不同类型金融机构法定存款准备金率差异变大。根据央行2018年四季度货币政策执行报告披露，目前我国法定存款准备金体系分为三档，即在正常标准下，大型商业银行为13.5%，中小型商业银行为11.5%，县域农村金融机构为8%。同时，在基准档次基础上，央行对金融机构实施了普惠金融定向降准（达到I档和II档分别降准0.5和1.5个百分点）和新增存款一定比例用于当地贷款的考核政策（符合要求降低1个百分点）。

易纲行长在今年两会期间就提出过建立对中小银行较低法定存款准备金率的相关思路，认为现在的存款准备金率将应逐步向三档比较清晰的框架实施，即大型银行为一档，中型银行为二档，小型银行特别是县域的农村信用社、农商行为最低的第三档。结合目前我国法定存款准备金率体系看，中小银行较低的法定存款准备金率政策框架仍需进一步完善，差异化的法定存款准备金率制度将更加明显，包括部分股份制银行、城商行、非县域农商行和县域农商行在内的中小银行法定存款准备金率仍有一定下调空间。尤其是对于符合条件的定向降准优惠标准可以动态调节优化，进而突出对小微、民企金融资源配置的正向激励，让更好服务于普惠领域的金融机构享受到更多的政策红利。

◆ “总量稳健+结构宽松” 预计将成为货币政策主基调

纵观近两年来货币政策执行情况看，央行在货币政策工具创新上始终贯穿了定向调控思路。例如，在 2018 年多次定向降准中，央行明确要求降准释放增量资金用于支持市场化债转股或普惠金融领域信贷投放，并将降准红利全部让利于小微和民企信贷 FTP 调整。同时，扩容 MLF 担保品抵质押范围，允许金融机构将小微、绿色贷款作抵质押品用于申请 MLF 资金。进入 2019 年，定向调控工具的创新和完善更加频繁，不仅改善了普惠金融定向降准考核标准，而且创设了 TMLF 工具，旨在进一步加强对普惠金融领域信贷支持力度。本次对符合条件的农商行执行 8% 法定存款准备金率，同样属于定向调控政策的延续。

4 月以来，市场对未来货币政策边际转向的声音不绝于耳，市场情绪从“大放”走向“大收”，但政治局会议、中央财经委会议等高层会议多次强调货币政策保持松紧适度。结合当前市场环境看，我们认为，“总量稳健+结构宽松”将成为央行货币政策延续的主基调。理由有三：

一是实体经济有效需求企稳尚需更多数据印证。尽管一季度宏观经济指标运行情况良好，特别是 3 月经济数据表现靓丽，但一定程度上是受到季节性因素影响，春节后企业复工对生产景气度恢复起到了推动作用，这一点可以从 3 月 PMI 生产端与需求端反弹幅度差异得到印证。另一方面，一季度经济增长与银行业信贷投放较多、财政支出提前和结构性减税降费有较强关系，流贷与票据对供应链融资润滑效果显现，但中长期投资仍集中在地产和基建产业链，实体经济有效需求是否企稳，以及能否真正进入良性增长仍需更多数据予以印证。

二是二元流动性结构抑制了货币政策传导效率。从市场流动性看，我国金融机构对小微、民企的信贷支持呈现“哑铃式”结构分布，即国有大型商业银行和城商行、农商行（含农信、农合、村镇银行）等中小型银行是普惠领域信贷投放的主力军，股份制银行服务能力相对薄弱。与之相对应的是，我国金融体系具有典型的“二元结构”特征，即在公开市场操作一级交易商制度下，央行“廉价”资金投放并不具备普适性，主要集中于大型商业银行，容易造成流动性再投放的套利和中小金融机构负债成本的高企。这种二元流动性结构造成了货币政策传导渠道梗阻，央行货币政策操作经过层层“过滤”，传导至实体经济的效果往往有所折扣。在此形势下，针对服务小微、民企主力军的农商行执行 8% 的法定存款准备金率，可大幅缩短货币政策传导链条，直接作用于对小微、民企的定向支持。

三是银行整体风险偏好依然审慎。从今年以来的信贷投向看，一季度商业银行在传统高风险领域信贷配置呈现“弱改善”特点。其中：（1）风险相对集中的农林渔牧业、采矿业信贷增速较远低于整体信贷增速；（2）小微企业相对集中的批发和零售业信贷增速较 2018 年提升，国有银行受小微信贷超量投放影响，是该领域信贷投放的主力军，而股份制银行批发和零售业信贷投放相对较慢；（3）制造业领域信贷投放边际改善，但结构分化较为明显。在 31 个子行业中，传统制造业领域信贷增速改善有限。与之相对应的是，汽车、通用设备制造业、计算机通信设备、仪器仪表等高端制造业领域总体维持了“高增长、低不良”态势，信贷投放高于整体信贷增速，且平均不良率明显低于制造业一般水平。这表明，尽管一季度商业信贷投放回暖，但整体银行风险偏好依然审慎，特别是中小行在推进信贷结构调整优化过程之中，对传统高风险领域逐步压缩资源配置，“宽货币”向“宽信用”传导尚未完全疏通，货币政策在稳健基础上仍需维持适度定向调控力度。

综合来看，此次定向降准并不意味着货币政策再度转松，而是央行通过结构性工具的使用引导金融资源更多流向小微、民企领域。二季度，货币政策已进入观察期，高层会议多次强调要管好货币总闸门，不搞大水漫灌。但也需看到，二季度受缴税、分红等扰动因素角度，客观上需要更加精准的调控稳定市场预期。在货币政策传导渠道尚未完全疏通，利率市场化进程有待进一步推进的情况下，维持“总量稳健+结构宽松”既有助于增强货币政策灵活性，又能够较好的兼顾稳增长和调结构的目标，避免重走大水漫灌刺激经济的老路。

◆投资建议

二季度，银行股业绩驱动因素客观存在趋缓压力，但基本面情况整体稳定；结合当前宏观经济呈企稳态势，而板块当前估值仍处于低位，且股息率水平依然较高，我们认为银行股仍具备良好的长期投资价值，但需调整投资节奏。投资上建议“抓两端”：（1）资产质量认定相对审慎的工行、建行大型银行；（2）拥有浙江、江苏独特区位优势，良好中小企业和个人客户基础和风控能力，兼具高 ROE 和高成长性的常熟、杭州等小型银行也可关注。

◆风险提示：

经济复苏态势未确认，银行资产质量再度承压

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼