



强于大市

央行1季度货政报告点评

结构性去杠杆重提，货币政策强调适时适度

央行5月17日公布了《2019年第一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。

■ 强调经济发展结构性问题突出，深化金融业供给侧结构改革力度

1季度央行对宏观经济的判断与18年相比有所变化，得益于1季度良好的国内经济数据表现支撑，引用了4月份中央政治局会议表述，认为“2019年以来中国经济运行总体平稳、好于预期”和4季度货政报告中“长期积累的风险隐患暴露增多，经济稳中有变、稳中有忧”的论述相比，更加积极。对经济的进一步展开分析中，央行提出经济仍存下行压力，更加强调国内经济发展主要面临的结构性问题，认为经济问题，“既有周期性的，但更多是结构性、体制性的”，重新提出推进结构性去杠杆，并在报告中多次引用中央政治局会议中“必须保持定力、增强耐力，勇于攻坚克难”的阐述。我们认为这传递出政府更加从经济长远发展着眼，在外部情况变化下更加坚定做好自己的事情、推进经济转型变革的决心，并且“保持定力、增强耐力”的提法显示出政府为了经济的长远向好在短期内或将适当提升对经济波动的容忍度。

在金融风险防控方面，央行在报告中从多个角度提出要深化金融行业的供给侧结构性改革，提法从4季度的“稳杠杆”到重新提出“有序推进金融行业的结构性去杠杆，精准有效处置重点领域风险，进一步补齐监管制度短板”。结合近期监管的动作，我们认为这一风险防控精神已经逐步落实施行：4月30日银保监会推出严格风险资产分类管理的新指引，引导银行加强资产管理的审慎度；5月17日银保监会印发《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，对银行和非银的重点风险整治领域提出明确、全面的要求，内容基本与“三三四”检查等内容一致，但重点在强调执行的严格和回头看检查，我们认为以上举措都与货币政策报告的指导精神协调连贯，反映出近期监管的工作思路旨在对18年3季度以来监管力度边际缓释的修正，在此背景下金融机构的风险偏好和业务扩张将受到一定影响，我们预计1季度银行业信贷和资产规模的快增在2季度将小幅回落。

■ 货币政策不松不紧，强调执行的适度性

在货币政策执行思路部分的新变化同样是重提“结构性去杠杆”，并且重提在4季度删掉的“把好货币供给总闸门”字眼，根据4月中央政治局“稳中求进、突出主线、守住底线、把握好度”的会议精神，在货币政策方面也体现为适时适度实施逆周期调节而非4季度“强化逆周期调节”的提法；在流动性管理方面，依然坚持流动性保持合理充裕，但较4季度更加强调调控的适度性，并且央行专门开辟专栏阐述了稳健的货币政策和结构性去杠杆的关系，解释货币政策过松过紧都不利于结构性去杠杆的推进，必须注意量的把握。保持不变的是，货政报告仍然强调疏通货币政策传导，加强对小微、民营企业的融资支持力度，进一步降低其融资成本。展望未来，考虑到：1) 中央和监管层强调保持定力；2) 目前市场资金利率已处在相对低位置，我们认为未来期待货币政策进一步明显宽松的可能性降低，货币政策更多将通过定向方式进行调节，但在外部环境不确定性增强背景下，短期内金融监管超预期和流动性迅速收紧的可能性不大。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

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

*熊颖为本报告重要贡献者



■ 贷款利率受季节因素扰动上行，小微融资贵问题进一步缓解

1 季度贷款利率环比 4 季度小幅提升 0.05 个百分点至 5.69%，其中一般贷款加权平均利率相对于 4 季度提升了 0.13 个百分点至 6.04%，1 季度贷款利率的表现受到了季节性因素的干扰，从历史数据看 1 季度贷款收益都相对偏高，央行披露经季节调整后，贷款加权平均利率较上年 12 月略有下降，特别是“民营、小微企业的政策效果逐步显现，企业贷款利率比上年高点下降 0.27 个百分点”。从利率浮动情况来看，3 月一般贷款中执行上浮利率的贷款占比为 67.9%，比上年 12 月上升 2.6 个百分点。展望未来，在央行进一步降低实体经济融资成本的指导精神下，随着信贷供给的增加，加之几方合力推动货币政策传导机制更加通畅，贷款利率小幅下行的大趋势不变。

■ 投资建议：

1 季度央行对宏观经济的走势判断有所调整，认为经济增长的结构性问题突出。应对外部经济形势变化和国内经济下行压力，不应通过货币政策的过度宽松来对冲，货币政策更加强调适度，而是更多专注于做好自己的事情，调节经济结构，深化金融供给侧结构改革，扩大对外开放来解决。不过也应注意到 1 季度的经济情况和目前比较又有了新的变化，4 月宏观经济数据较 1 季度有所回调，显示出经济企稳的基础尚不够牢固，进入 5 月中美贸易谈判的不确定性增加，因此我们认为未来货币政策和监管走向更应关注宏观经济的表现和中美贸易谈判进展，短期内金融监管超预期和流动性迅速收紧的可能性不大。目前板块 19 年 PB0.82X，较低的估值水平安全边际充分，4.4% 的股息收益率存配置吸引力。个股方面我们推荐 1 季报业绩改善超预期的股份行和城商行，以及长期基本面稳健的招商银行和大行。

■ 风险提示

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。

图表 1. 2019 年 1 季度货币政策执行报告对比

【中银证券-银行组 励雅敏/袁喆奇/林颖颖/熊颖】2019年1季度货币政策执行报告对比			
	2019Q1	2018Q4	点评
国内经济形势现状分析	2019 年以来，中国经济运行总体平稳、好于预期，新旧动能转换步伐加快，经济增长保持韧性。工业、服务业较快增长，投资增长加快，消费价格涨势温和，就业形势总体稳定。但外部经济环境总体趋紧，经济仍存在下行压力，结构性矛盾还比较突出。	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，小微企业、民营企业融资难问题较为突出，经济面临下行压力。	对经济的评价较 4 季度转向积极，认为好于预期；重新提出结构性矛盾问题。
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。2019 年第一季度宏观经济指标保持在合理区间，市场信心提升，经济运行总体平稳、好于预期。也要看到，经济运行仍存在一些深层次问题和突出矛盾。外部经济环境总体趋紧。国内经济内生增长动力有待进一步增强。这既有周期性的，但更多是结构性、体制性的，必须保持定力、增强耐力，勇于攻坚克难。	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。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。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，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。	在 1 季度经济表现平稳，提升信心的基础上，提出对经济内生动力不足的问题，结构和体制性问题突出，要保持定力。
对于通胀压力判断	物价形势总体较为稳定，不确定因素有所增加。国内经济运行总体平稳，总供求基本平衡，核心 CPI 大体稳定。也要看到，近期非洲猪瘟疫情导致生猪存栏量减少较多，对猪肉价格影响较大；国际原油价格逐步走高减税措施还可能对不同部门的物价指数产生不同影响。	物价形势总体较为稳定，对未来变化需持续监测。国内经济运行总体平稳，粮食、棉花等丰收丰产，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。	通胀压力增加
下阶段货币政策思路			
总体思路	稳中求进、突出主线、守住底线、把握好度。注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险，坚决打好三大攻坚战。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，创新和完善金融宏观调控。深化金融供给侧结构性改革。稳健的货币政策要松紧适度，适时适度实施逆周期调节，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调。	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，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，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资本市场功能三者之间，形成三角形支撑框架，促进国民经济整体良性循环。	重提结构性去杠杆，适度实施逆周期调整，而非强化
流动性管理	稳健的货币政策保持松紧适度，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定。增强调控前瞻性、针对性和有效性，精准把握好调控的度，加强预期引导，稳定市场预期，继续灵活运用多种货币政策工具组合，强化政策协调，适时预调微调。平衡好总量和结构之间的关系，发挥各部门的政策合力，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。	稳健的货币政策保持松紧适度，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。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。	强调注意把握好调控的度，要及时预调和微调
宏观审慎管理	加强宏观审慎管理，推动商业银行多渠道补充资本。继续组织实施好宏观审慎评估（MPA）相关工作，并不断改进完善，引导金融机构加大对民营、小微企业和“三农”等领域的支持力度，提高金融服务实体经济的效率。	加强宏观审慎管理，推动商业银行多渠道补充资本，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。	基本一致
金融风险防范	推动落实防范化解重大金融风险攻坚战的路径和举措，有序推进结构性去杠杆，注重在稳增长的基础上防风险，更好支持实体经济发展，防范金融市场异常波动风险，精准有效处置重点领域风险，进一步补齐监管制度短板，强化金融机构防范风险的主体责任，务实推动金融业改革开放。	打好防范化解重大金融风险攻坚战。稳定宏观杠杆率，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。	风险整治重点从互联网金融风险重新回到结构性去杠杆

资料来源：央行及中银证券

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 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
601939.SH	建设银行	买入	6.92	1,730	1.02	1.07	0.91	0.83	7.59
601988.SH	中国银行	未有评级	3.73	1,098	0.61	0.64	0.73	0.67	5.14
601288.SH	农业银行	买入	3.61	1,263	0.58	0.61	0.79	0.73	4.54
600036.SH	招商银行	买入	33.31	840	3.19	3.61	1.66	1.47	20.07
601998.SH	中信银行	未有评级	5.80	284	0.91	0.95	0.71	0.65	8.21
600000.SH	浦发银行	增持	11.24	330	1.90	2.00	0.75	0.67	15.05
601818.SH	光大银行	买入	3.87	203	0.64	0.69	0.71	0.65	4.79
600015.SH	华夏银行	未有评级	7.48	115	1.36	1.41	0.58	0.53	11.06
601169.SH	北京银行	增持	5.88	124	0.95	1.04	0.71	0.65	8.02
601009.SH	南京银行	增持	8.29	70	1.30	1.50	1.12	1.02	7.64
002142.SZ	宁波银行	增持	22.44	117	2.15	2.55	1.81	1.54	9.30
601229.SH	上海银行	增持	11.35	124	1.65	1.90	0.88	0.80	12.93
600919.SH	江苏银行	未有评级	7.30	84	1.10	1.21	1.03	0.91	8.63
600926.SH	杭州银行	增持	8.23	42	1.05	1.27	0.89	0.82	8.94
002807.SZ	江阴银行	未有评级	4.85	11	0.39	0.43	1.04	1.00	4.60
600908.SH	无锡银行	增持	5.88	11	0.59	0.66	1.06	1.04	5.21
601128.SH	常熟银行	买入	7.28	20	0.54	0.66	1.63	1.35	4.54
603323.SH	苏农银行	增持	6.44	11	0.49	0.55	1.16	1.11	6.00
002839.SZ	张家港行	未有评级	6.12	11	0.49	0.56	1.10	0.92	4.95

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 5 月 17 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 2DB
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