



强于大市

央行2季度货政报告点评

货币政策保持定力，小微融资成本明显下降

央行8月9日公布了《2019年第二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。

■ 经济下行压力增大，金融风险防控严守底线思维

2季度央行对宏观经济的判断从1季度“好于预期”的积极提法转向“经济运行在合理区间”的较为中性阐述，一定程度上显示出2季度以来国内经济表现的边际变化。2季度国内GDP同比增6.2%，较1季度环比下行0.2个百分点；PMI从5月份起重新回到50的荣枯线以下，国内“经济下行压力增大”。在进一步展开的原因分析中，和1季度不同的是，央行着重强调了外部不确定性因素的增加，弱化了1季度报告中对经济结构性问题的强调。我们认为外部环境的不确定性，一方面是近期中美贸易磋商不确定性提升；二是全球经济增长动力减弱，外需减弱。美国在8月开启了08年来的首次降息，而全球主要经济体货币政策都整体转向宽松。内外部因素综合作用下，央行仍然延续1季度表态，提出要“坚定信心、保持定力，做好充分准备，认真办好自己的事”以更好的应对特别是来自外部环境所带来的压力。

在金融风险防控方面，央行在2季度货政报告中的表述和1季度基本一致，都强调了对重大金融风险的防控，特别提到要“把握好处置风险的力度和节奏，稳妥化解中小金融机构流动性风险坚决阻断风险传染和扩散”。5月底受包商银行事件影响，市场流动性在短时间内面临一定紧张态势，但在监管层积极介入进行流动性支持后，事件对金融行业的影响逐步减弱。同时我们看到近期监管在处置锦州银行、恒丰银行等中小行风险时分别采取了工行和中央汇金公司战略入股等方式，对金融市场的影响较小。我们认为2季度货政报告中的提法充分体现了监管守住不发生重大金融风险的监管思路，正如我们之前在包商银行事件点评中所提到的那样，包商银行事件只是个例，不必对中小银行的经营风险过多担心。

■ 货币政策保持定力，贷款利率改革推进在即

货币政策执行思路方面，2季度货政报告中对于货币政策总体思路和流动性管理方面的阐述基本与1季度保持一致，货币政策保持定力。仍然强调“适时适度进行逆周期调节，把好货币供给总闸门，不搞‘大水漫灌’”并且明确提出稳定内需要通过“以供给侧结构性改革的办法”而不是“将房地产作为短期刺激经济的手段。”显示出决策层从长远着眼，不搞短期刺激，追求经济长期健康发展的决心，也回应了近来一些希望央行随海外市场进一步宽松的市场预期，中国的货币政策主要还要视国内经济情况而定，重点是要办好自己的事情。

货币政策的一个新提法是首次在货币政策报告中提出，将贷款利率并轨作为利率市场化改革深化的重要方向。提出“完善商业银行贷款市场报价利率机制，更好发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用，促进降低贷款实际利率。”并在开辟的专栏中对这一问题进行了论述。近期监管层相关领导已在不同场合几次提到贷款利率市场化改革思路，我们在之前发布的贷款利率并轨专题中已对这一问题进行了阐述，我们认为贷款利率的深化改革在短期内或将引导银行贷款利率下行，对行业盈利带来一定影响，长期来看银行将进一步提升风险定价能力，调整优化客群结构，加大对长尾客群的覆盖。总的来说还需等待具体政策内容落地，相信监管会出台相关配套措施以帮助改革平稳、渐进推行。

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



■ 贷款利率环比微降，小微企业融资成本明显下行

2 季度贷款利率环比 1 季度小幅下降 0.03 个百分点至 5.66%，其中一般贷款加权平均利率相对于 1 季度下降 0.01 个百分点至 5.94%。随着对民营和小微企业信贷投放的增加，小微企业的融资成本下降明显。根据央行提供数据，“2019 年 1-6 月，新发放普惠型小微企业贷款平均利率 6.82%，较 2018 年平均水平下降 0.58 个百分点。大行切实发挥了‘头雁’作用，截至 2019 年 6 月末，五大行新发放普惠型小微企业贷款平均利率为 4.78%”。从利率浮动情况来看，6 月，一般贷款中执行上浮利率的贷款占比为 66.2%，比 3 月下降 1.7 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，贷款利率并轨改革使得货币政策传导机制更加通畅，我们判断贷款利率小幅下行的趋势不变。

■ 投资建议

进入 2 季度，经济在内外部因素的作用下仍存下行压力，对此货币政策仍然保持定力，主要延续了 1 季度的政策思路，强调适时适度的逆周期调节，不搞通过房地产的短期刺激。在经济风险防控方面，要防范化解重大金融风险，主要在于为实体经济的发展服务，为此要进一步疏通货币政策传导机制，推进贷款利率并轨改革，我们判断行业贷款利率的小幅下行趋势将不变。当前银行板块估值性价比突出（目前股价对应 19 年 PB 为 0.83x），存配置吸引力，内外部不确定因素增加背景下防御属性突出，随着海外增量资金的持续流入，也将利好银行板块，重视板块长期配置价值。个股推荐长期基本面稳健的大行，以及受益监管压力缓释、基本面迎来改善的股份行（平安银行、中信银行）。

■ 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 2 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2季度货币政策执行报告对比 | | | |
|---|--|---|--|
| | 2019Q2 | 2019Q1 | 点评 |
| 国内经济形势现状分析 | 2019 年上半年, 中国经济增长保持韧性, 继续运行在合理区间, 延续总体平稳、稳中有进的发展态势。结构调整继续推进, 总供求基本平衡。消费、投资增势平稳, 贸易顺差同比有所扩大, 物价和就业形势保持稳定。但内外部不确定不稳定因素有所增加, 经济仍存在下行压力。 | 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。 | 去掉好于预期的表述, 认为经济运行在合理区间。 |
| 国内经济展望 | 展望未来一段时期, 从国际环境看, 国际经济金融形势错综复杂, 全球经济增长动力减弱, 主要经济体货币政策转向宽松, 地缘政治风险依然较大, 外部不确定不稳定因素增多。从国内经济形势看, 企业生产投资趋于谨慎, 制造业投资和民间投资增长有所放缓, 经济增长对房地产和基建投资依赖较高, 经济内生增长动力有待进一步增强。对此要客观认识、理性看待, 坚定信心、保持定力, 做好充分准备, 认真办好自己事。 | 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, 但更多是结构性的, 必须保持定力、增强耐力, 勇于攻坚克难。 | 和1季度相比, 新提出: 一是提出外部环境的不确定性增多, 二是强调要保持定力, 认真办好自己事情。 |
| 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。近期国内经济运行总体平稳, 总供求基本平衡, 核心 CPI 稳中略降。也要看到, 近期猪肉、鲜菜、水果等食品价格受非洲猪瘟、极端天气等因素影响上涨较快, 拉动消费品价格涨幅有所扩大此外。减税措施、贸易摩擦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, 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。 | 通胀率基本不变, 但推送物价上涨的因素有所变化。 |
| 下阶段货币政策思路 | | | |
| 总体思路 | 统筹稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定, 进一步做好“六稳”工作。注重以供给侧结构性改革的办法稳需求。稳健的货币政策要松紧适度, 适时适度进行逆周期调节, 把好货币供给总闸门, 不搞“大水漫灌”, 广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配。引导金融机构加大对制造业、民营企业的中长期融资, 进一步降低小微企业融资实际利率。把握好处置风险的节奏和力度, 及时化解中小金融机构流动性风险。 | 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。 | 不再强调结构性去杠杆, 提出要以供给侧结构性改革的方法来稳定需求, 不搞大水满贯。 |
| 流动性管理 | 实施好稳健货币政策, 适时适度进行逆周期调节, 保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定。增强调控前瞻性、针对性和有效性。根据经济增长和价格形势变化及时预调微调, 精准把握好调控的度, 加强预期引导。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, 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, 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。 | 与1季度阐述基本保持一致, 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企业、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。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。 | 与1季度基本一致 |
| 金融风险防范 | 继续推动实施防范化解重大金融风险攻坚战行动方案, 坚持在推动高质量发展中防范化解风险, 有序推进结构性去杠杆, 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。 | 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。 | 阐述基本与1季度保持一致。 |

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. 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 | 7.14 | 1,785 | 1.02 | 1.07 | 0.94 | 0.86 | 7.27 |
| 601988.SH | 中国银行 | 未有评级 | 3.56 | 1,048 | 0.61 | 0.64 | 0.69 | 0.64 | 4.79 |
| 600036.SH | 招商银行 | 买入 | 34.99 | 882 | 3.19 | 3.61 | 1.74 | 1.55 | 18.80 |
| 601998.SH | 中信银行 | 增持 | 5.61 | 275 | 0.91 | 0.99 | 0.68 | 0.63 | 7.60 |
| 600000.SH | 浦发银行 | 增持 | 11.37 | 334 | 1.90 | 2.16 | 0.76 | 0.68 | 14.26 |
| 600015.SH | 华夏银行 | 未有评级 | 14.52 | 249 | 1.45 | 1.65 | 1.13 | 1.02 | 13.57 |
| 000001.SZ | 平安银行 | 买入 | 5.31 | 112 | 0.95 | 1.04 | 0.64 | 0.59 | 7.37 |
| 601169.SH | 北京银行 | 增持 | 8.07 | 68 | 1.31 | 1.52 | 1.01 | 0.92 | 6.91 |
| 601009.SH | 南京银行 | 增持 | 22.78 | 122 | 2.08 | 2.48 | 1.89 | 1.61 | 10.15 |
| 002142.SZ | 宁波银行 | 增持 | 9.04 | 128 | 1.27 | 1.46 | 0.91 | 0.83 | 8.54 |
| 601229.SH | 上海银行 | 增持 | 6.83 | 79 | 1.13 | 1.30 | 0.77 | 0.70 | 6.76 |
| 600919.SH | 江苏银行 | 增持 | 8.09 | 26 | 1.60 | 1.56 | 0.87 | 0.90 | 7.64 |
| 600926.SH | 杭州银行 | 增持 | 8.08 | 41 | 1.05 | 1.27 | 0.88 | 0.80 | 7.46 |
| 002807.SZ | 江阴银行 | 未有评级 | 4.47 | 10 | 0.39 | 0.43 | 0.96 | 0.92 | 4.94 |
| 600908.SH | 无锡银行 | 增持 | 5.29 | 10 | 0.59 | 0.67 | 0.96 | 0.94 | 5.10 |
| 601128.SH | 常熟银行 | 买入 | 7.96 | 22 | 0.54 | 0.66 | 1.78 | 1.47 | 5.45 |
| 603323.SH | 苏农银行 | 增持 | 5.07 | 9 | 0.44 | 0.50 | 1.00 | 0.96 | 5.94 |
| 002839.SZ | 张家港行 | 未有评级 | 5.29 | 10 | 0.46 | 0.52 | 1.01 | 0.95 | 5.01 |

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 8 月 9 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