

降准降低资金成本 关注后续 MLF 定价

——银行行业投资策略报告

强于大市（维持）

日期：2019 年 09 月 09 日

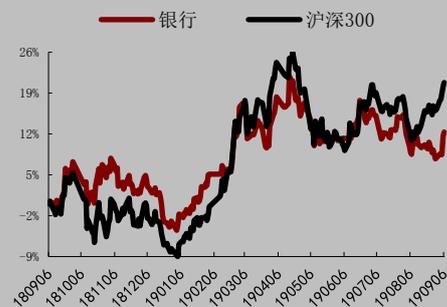
事件：

2019 年 9 月 16 日，央行发文中国人民银行决定于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。在此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。

投资要点：

- **对仅在省级行政区域内经营的城商行定向降准 1 个百分点：**定向降准选择省内经营城商行，目的就是解决流动性分层问题，并鼓励服务实体经济。梳理 A 股上市城商行的分支机构情况看，上市的城商行中，郑州银行、青岛银行、西安银行、苏州银行可以享受此定向降准政策。我们年初预测，2019 年预计降准 200 个基点，使得大型银行的存款准备金率下降到 12.5%，中小银行的存款准备金率降到 10.5%。对比此次降准后的存款准备金率，还有 0.5 个百分点的下调空间。而根据监管的政策引导方向看，降低实体融资成本，缓解中小金融机构流动性分层问题，我们预判年内或还有一次下调可能。
- **降准有助于降低银行资金成本：**降准有助于降低银行资金成本，根据央行答记者问的内容，此次降准将降低银行资金成本约每年 150 亿元。我们测算数据显示这次降准将提高 2019 年和 2020 年的息差分别为 0.4BP 和 0.5BP。考虑到市场预期 9 月 17 日续作的 MLF 利率或将有所下调，从而影响 9 月 20 日的第二次 LPR 报价。如果监管调降 MLF 利率 5 个 BP，结合降准的影响，综合来看，对银行板块的利润影响基本抵消。
- **投资策略：**NIM 整体收窄幅度有限，年内对业绩影响有限，资产质量受政策影响，持续扰动市场预期。我们仍维持年初对货币政策以及银行板块业绩的整体判断。虽然资产质量的不确定性将持续扰动市场预期，但是考虑到拨备处于高位，政策对息差的影响以及本年利润的影响有限。中期数据显示，大银行手续费净收入的增速开始回升。我们认为板块在年底之前仍能保持绝对收益
- **风险因素：**经济下行导致资产质量恶化

银行行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 09 月 06 日

相关研究

万联证券研究所 20190901_农业银行半年报点评_AAA_负债端成本有所上升 资产质量保持稳定

万联证券研究所 20190901_银行业周观点_AAA_板块业绩高速增长 拨备保持高位

万联证券研究所 20190830_工商银行半年报点评_AAA_业绩增长稳健

分析师：郭懿

执业证书编号：S0270518040001

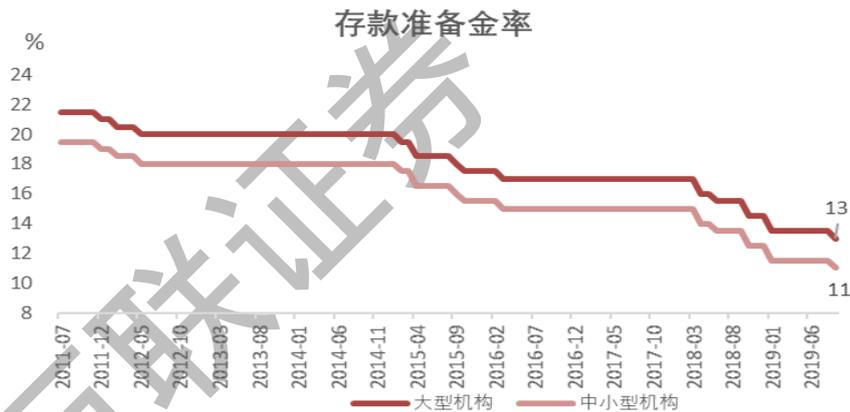
电话：01056508506

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

1、央行下调存款准备金率

2019年9月16日,央行发文中国人民银行决定于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)。在此之外,为促进加大对小微、民营企业的支持力度,再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点,于10月15日和11月15日分两次实施到位,每次下调0.5个百分点。

图表1: 各类机构当前存款准备金率



资料来源: WIND资讯, 万联证券研究所

定向降准选择省内经营城商行,目的就是解决流动性分层问题,并鼓励服务实体经济。梳理A股上市城商行的分支机构情况看,上市的城商行中,郑州银行、青岛银行、西安银行、苏州银行可以享受此定向降准政策。

我们年初预测,2019年预计降准200个基点,使得大型银行的存款准备金率下降到12.5%,中小银行的存款准备金率降到10.5%。对比此次降准后的存款准备金率,还有0.5个百分点的下调空间。而根据监管的政策引导方向看,降低实体融资成本,缓解中小金融机构流动性分层问题,我们预判年内或还有一次下调可能。

根据我们此前报告《同业信用风险重定价影响分析》中统计数据,按照同业存单到期量数据,2019年下半年7、8月份是高峰,按照等级进行划分,中低等级的占比均值在22%,每月平均到期2300亿元。

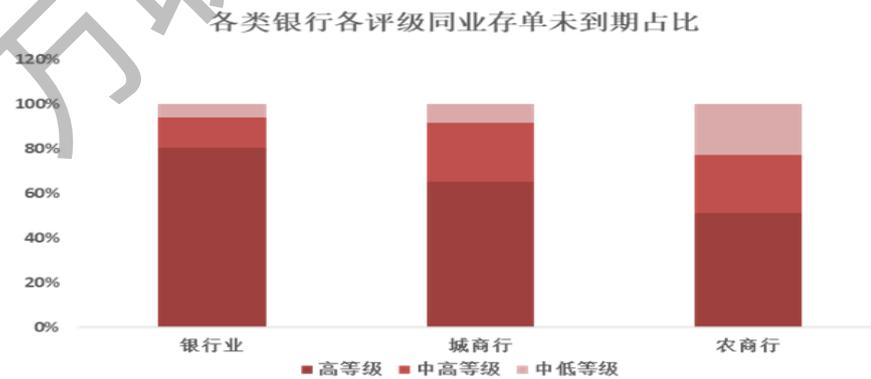
图表 2: 2019 年下半年各月同业存单到期情况



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

从各类等级的同业存单未到期占比看, 整个银行业高等级占比 80.5%, 城商行占比 65%, 农商行占比 51%。

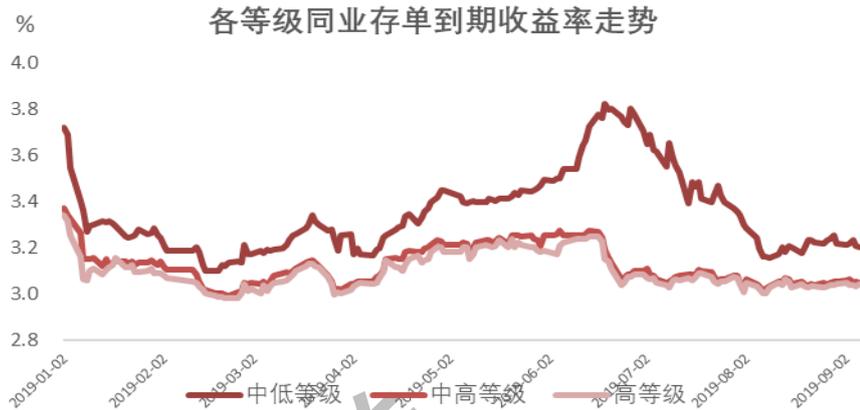
图表 3: 各类银行各评级同业存单未到期占比



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

信用风险事件后, 中高等级的同业存单估值冲高回落, 其他中低等级的估值中枢目前出现了上移, 可以理解为评级间利差拉大, 市场对信用的重定价。8 月以来中低等级同业存单的到期收益率逐步回到前期水平。但是从城商行近期发行同业存单的成功率看仍在 70%左右, 较此前有所提升。

图表 4：各等级同业存单到期收益率走势



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

2、降准有利于降低银行资金成本

降准有助于降低银行资金成本，根据央行答记者问的内容，此次降准将降低银行资金成本约每年150亿元。我们测算数据显示这次降准将提高2019年和2020年的息差分别为0.4BP和0.5BP。

考虑到市场预期9月17日续作的MLF利率或将有所下调，从而影响9月20日的第二次LPR报价。如果监管调降MLF利率5个BP，结合降准的影响，综合来看，对银行板块的利润影响基本抵消。

我们维持年初对板块业绩的预判，全年银行的净息差下降2-3BP，其中中小银行负债端压力大于大行，因此下行弹性更大；在经济下行期间，信用成本将小幅上升到1.2%的水平。对银行整体业绩进行测算，预计2019年银行板块整体归母净利润同比增速在6%附近，略低于2018年的7%。

3、板块投资策略

此前我们预判上市银行板块2019年中期业绩仍能保持稳健增长。其中，净息差环比下滑，市场已经有预期，但是负债端压力的变化将逐步显现，成为影响未来净息差走势以及差异的重要因素。由于同业存单的发行受阻，压力将向同业负债传导，而银行间的信用风险差异，又将促使存款的波动，综合来看，部分城商行负债端的压力相对较大。拨备方面，各行拨备仍处于较高的位置，有一定的利润释放空间。

从公布的业绩看基本符合预期。通过上述对中报业绩表现的回顾以及对净息差以及资产质量的展望分析，我们仍维持年初对货币政策以及银行板块业绩的整体判断。

当前板块整体估值仍处于历史较低估值区间。市场整体风险偏好保持低位，银行板块的业绩确定性优势以及部分个股较高的股息率有助于板块估值的稳定，以及保持行业间的相对优势。

虽然资产质量的不确定性将持续扰动市场预期，但是考虑到拨备处于高位，政策对息差的影响以及本年利润的影响有限。中期数据显示，大银行手续费净收入的增速

开始回升。我们认为板块在年底之前仍能保持绝对收益。

风险提示

整体经济形势的变化会影响行业的整体表现。如果整体经济持续走弱，企业营收明显恶化，银行板块将出现业绩波动。

行业监管超预期，可能会对板块业务的发展产生影响。

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场