

银行

银行角度看 9 月社融数：4 季度货币政策转向平稳，  
社融支撑经济和银行股

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

分析师 邓美君

执业证书编号：S0740519050002

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

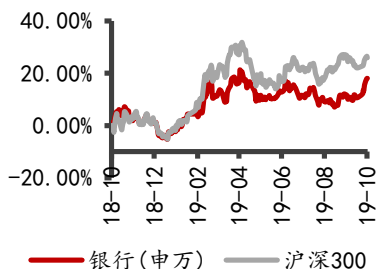
研究助理：贾靖

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	33
行业总市值(百万元)	9,900,526
行业流通市值(百万元)	6,816,348

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PE G	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
工商银行	5.72	0.79	0.82	0.86	0.89	7.24	6.95	6.68	6.39	-	增持
建设银行	7.30	0.96	1.01	1.05	1.08	7.57	7.20	6.97	6.74	-	增持
招商银行	36.8	2.78	3.19	3.53	3.97	13.24	11.53	10.42	9.28	-	增持
宁波银行	27.4	1.80	2.10	2.24	2.69	15.25	13.02	12.24	10.19	-	增持
常熟银行	8.60	0.57	0.66	0.65	0.77	15.10	13.10	13.28	11.21	-	增持

备注：

投资要点

- **9 月社融数据：总体和结构持续改善。**1、总量方面，9 月社融新增 2.27 万亿，新增量较去年同期增加 1383 亿，主要依靠信贷冲量走高，委贷、企业债券融资有所回暖。2、结构方面，信贷超预期走高，预计与银行季末一贯信贷冲量冲动，专项债额度减少、城投平台加大信贷配资杠杆，以及居民担心地产严控下按揭利率走高抢先购房有关。另房地产调控没有放松背景下，新增信托贷款较去年增幅没有修复，非标缩量的放缓则是委托贷款的持续回升。未贴现银行承兑汇票波动性有所回落，预计有月度波动因素以及银行信贷高增的替代因素。在去年同期专项债发力高基数背景下，9 月新增专项债继续拖累社融增速，关注 4 季度专项债是否提前发放。
- **4 季度货币政策转向平稳。**9 月社融数超预期，9 月经济数据也不悲观；央行的关注点会在 4 季度的通胀压力。9 月货币政策宽松后，4 季度货币政策预计转向平稳。
- **超预期社融支撑经济和银行股，4 季度继续看好银行板块。**社融超预期，银行收入和利润稳定性增强（净息差和规模）。近期我们持续强调，4 季度的投资环境利于银行股，增加其配置，详见《专题！银行三季报前瞻及投资策略：基本面稳定，稳健收益会被市场重视》。1、3 季度市场重点在“方向资产”，追求高收益；市场充分预期了经济趋势对银行股负面影响，高股息率在宽货币的优势被忽视，3 季度银行股被市场减持。2、4 季度，市场风格如果转向获取稳健收益和均衡风格，银行股稳健收益的特征会受到市场重视：绝对收益者（大类资产配置等）买银行股获取绝对收益较确定，相对收益者重视程度会加大，所以建议加配银行板块。市场对经济担忧减缓，会使得均衡风格的持续性增强。
- **银行选股逻辑：两条主线，1、核心资产是长逻辑；2、低估值高股息率的补涨逻辑。**1、银行分化是长趋势，核心资产会持续，银行股核心资产：宁波银行、常熟银行、招商银行和平安银行。（中泰 10 月金股是常熟，9 月金股是宁波）。近期涨幅较大。2、增加仓位者可以考虑高股息率策略，选择标准是低估值高 roe：A 股中股份行中的光大银行、兴业银行；城商行中的南京银行、江苏银行、北京银行；以及港股和 A 股的工商银行、建设银行。
- **风险提示事件：经济下滑超预期。金融监管超预期。**

## 一、9月新口径社融数据同比增速持平

- **季末冲量走高，9月新增社融在总量较8月高位再度回升，存量同比增速缓慢下行：**新增 2.27 万亿，新增量较去年同期增加 1383 亿。1、新口径社融同比增速较 8 月增速环比下降 0.03 个百分点至 10.8%。2、扣除专项债后的社融同比增速则是环比上行 0.29 个百分点至 10.02%，专项债转为拖累社融增速因素。3、剔除专项债、abs、核销后最原始的社融口径同比增速为 9.42%，环比 8 月增速上行 0.34 个百分点，最原始社融数据在信贷冲量支撑下，增速有所上行。
- **央行再次修改社融口径：**为进一步完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，央行将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标，预计对社融指标后续走弱有缓解作用，非标在慢慢回表/新产品承接，或通过 abs 转标，通过交易所转标的没办法在社融里面体现，通过将交易所企业 abs 纳入社融，估计对社融后续走弱有一定缓解作用。由于无法还原 9 月新增交易所企业 abs 的规模，对比历史不含交易所企业 abs 数据来看，8 月新口径社融同比增速比不含交易所企业 abs 社融同比增速要高 0.19%，即使剔除口径修改影响，预计最原始的社融口径增速依旧是向上的。

图表：新口径社融同比增速

	新增社融 (亿)	比去年同期增 加(亿)	同比增速		
			旧口径 1	旧口径 2	新口径
2018-01	31,412	(5,643)	11.90%	11.43%	12.86%
2018-02	11,997	751	11.84%	11.37%	12.80%
2018-03	15,937	(8,110)	11.17%	10.68%	12.05%
2018-04	17,748	2,109	11.23%	10.65%	12.01%
2018-05	9,517	(3,724)	10.99%	10.40%	11.71%
2018-06	14,883	(6,422)	10.56%	9.94%	11.21%
2018-07	12,235	(2,806)	10.40%	9.74%	10.94%
2018-08	19,533	1,544	10.23%	9.57%	10.88%
2018-09	21,342	(1,127)	9.71%	9.01%	10.64%
2018-10	7,374	(4,835)	9.38%	8.66%	10.28%
2018-11	16,042	(3,216)	9.22%	8.45%	9.96%
2018-12	16,221	28	9.15%	8.38%	9.85%
2019-01	46,184	14,772	9.76%	9.03%	10.49%
2019-02	7,089	(4,908)	9.30%	8.56%	10.13%
2019-03	28,766	12,829	9.83%	9.12%	10.73%
2019-04	14,074	(3,674)	9.51%	8.84%	10.46%
2019-05	14,527	5,010	9.73%	9.07%	10.67%
2019-06	22,998	8,115	9.95%	9.29%	11.00%
2019-07	10,840	(1,395)	9.69%	9.01%	10.86%
2019-08	20,175	642	9.74%	9.08%	10.83%
<b>2019-09</b>	<b>22,725</b>	<b>1,383</b>	<b>10.02%</b>	<b>9.42%</b>	<b>10.80%</b>

注：旧口径存量 1=新口径-专项债；旧口径存量 2=新口径-专项债-abs-核销。

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

**图表：社融口径再次调整**

	不含交易所企业 abs 口径社融	最新口径	新-旧
2018-01	12.71%	12.86%	0.16%
2018-02	12.65%	12.80%	0.14%
2018-03	11.92%	12.05%	0.14%
2018-04	11.89%	12.01%	0.13%
2018-05	11.59%	11.71%	0.12%
2018-06	11.10%	11.21%	0.11%
2018-07	10.84%	10.94%	0.10%
2018-08	10.80%	10.88%	0.08%
2018-09	10.58%	10.64%	0.06%
2018-10	10.22%	10.28%	0.05%
2018-11	9.87%	9.96%	0.08%
2018-12	9.78%	9.85%	0.08%
2019-01	10.39%	10.49%	0.10%
2019-02	10.03%	10.13%	0.10%
2019-03	10.64%	10.73%	0.10%
2019-04	10.34%	10.46%	0.11%
2019-05	10.53%	10.67%	0.13%
2019-06	10.86%	11.00%	0.15%
2019-07	10.68%	10.86%	0.19%
<b>2019-08</b>	<b>10.64%</b>	<b>10.83%</b>	<b>0.19%</b>

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

■ **细项来看：**9月社融新增的支撑点主要依靠信贷冲量走高，委贷、企业债券融资有所回暖。

■ **社融结构分析。**1、**信贷超预期走高：**9月新增信贷1.77万亿，较去年同期增加3309亿。信贷超预期走高预计与银行季末一贯信贷冲量冲动，专项债额度减少、城投平台加大信贷配资杠杆，以及居民担心地产严控下按揭利率走高抢先购房有关。2、**房地产调控没有放松背景下，**新增信托贷款较去年增幅没有修复，非标缩量的放缓则是委托贷款的持续回升。9月信托贷款新增量与上月持平，新增-672亿元，较去年同期低基数、增量则是稍微回升，为236亿（8月较去年同期增加30亿）。新增委托贷款较上月继续有所改善，预计部分房地产信托融资持续转向委托贷款，9月新增委托贷款-21亿，同比大幅增加1411亿。3、**未贴现银行承兑汇票波动性有所回落，**预计有月度波动因素以及银行信贷高增的替代因素。单月新增-431亿，较去年同期增加116亿。4、**在去年同期专项债发力高基数背景下，**9月新增专项债继续拖累社融增速，关注4季度专项债是否提前发放。18年4季度累积新增专项债898亿，预计19年4季度专项债对社融的拖累幅度会小于有着高基数的3季度。

■ **债券和股权融资分析。**1、债券融资方面，结构分化趋势延续，中低评级/民营企业加杠杆意愿较低，国企、高评级企业加杠杆力度加大。拉长企业债+公司债+中票+短融债券净融资额情况来看，自2017年起，从评级分类来看，2A+及以下评级企业发债融资力度大幅下降，而3A评级企业则迎来了新一轮的加杠杆高潮，无疑显示了存量经济背景下的企业分化。从企业性质来看，则是国企加杠杆，民企融资意愿下降。9月新增企业债融资1610亿，较去年同期增加1595亿元，预计专项债额度减少后，城投平台通过发债补充资金需求。2、股票融资规模平稳，新增量达289亿（8月新增256亿），较去年同期增加17亿。

图表：新增社融较去年同期增加情况（亿元）

	社融	人民币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	债券融资	股票融资	专项债	Abs	核销
2018-01	(5,643)	3,717	(3,850)	(2,720)	(4,694)	2,404	(1,099)	0	(8)	67
2018-02	751	(101)	(1,922)	(402)	1,824	1,633	(191)	108	(136)	112
2018-03	(8,110)	(161)	(3,889)	(3,469)	(2,713)	3,347	(396)	(1,144)	223	388
2018-04	2,109	182	(1,433)	(1,567)	1,109	3,414	(236)	(1,211)	1,326	49
2018-05	(3,724)	(384)	(1,293)	(2,748)	(496)	2,014	(20)	(922)	83	202
2018-06	(6,422)	2,313	(1,610)	(4,104)	(3,420)	1,313	(229)	(972)	159	428
2018-07	(2,806)	3,710	(1,114)	(2,424)	(707)	(453)	(360)	(1,475)	628	(29)
2018-08	1,544	1,674	(1,125)	(1,831)	(1,021)	2,016	(512)	2,182	55	127
2018-09	(1,127)	2,456	(2,207)	(3,276)	(1,331)	(1,654)	(247)	4,872	571	339
2018-10	(4,835)	506	(992)	(2,292)	(465)	(105)	(426)	(447)	127	175
2018-11	(3,216)	874	(1,591)	(1,901)	(142)	2,939	(1,124)	(2,614)	909	248
2018-12	28	3,512	(2,812)	(2,754)	347	3,207	(662)	(487)	27	463
2019-01	14,772	8,818	15	(110)	2,349	2,940	(211)	1,088	(329)	(71)
2019-02	(4,908)	(2,559)	242	(697)	(3,209)	141	(260)	1,663	132	(60)
2019-03	12,829	8,160	780	885	1,688	(21)	(282)	1,870	(126)	(7)
2019-04	(3,674)	(2,255)	284	223	(1,811)	26	(271)	871	(578)	57
2019-05	5,010	459	939	884	972	1,393	(178)	240	6	(87)
2019-06	8,115	(50)	815	1,638	2,338	209	(105)	2,526	335	69
2019-07	(1,395)	(4,775)	(36)	516	(1,819)	765	417	2,534	163	68
2019-08	642	(95)	693	30	936	(93)	115	(893)	(232)	(26)
<b>2019-09</b>	<b>1,383</b>	<b>3,309</b>	<b>1,411</b>	<b>236</b>	<b>116</b>	<b>1,595</b>	<b>17</b>	<b>(5,153)</b>	<b>(611)</b>	<b>71</b>

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

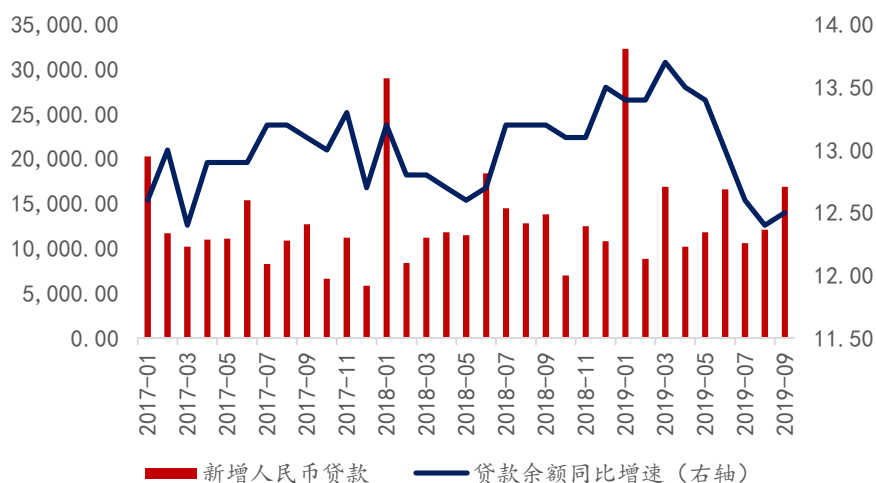
图表：新增社融结构占比

	新增各项占比新口径社融					
	新增信贷	表外融资	直接融资	专项债	abs	核销
2018-01	86.3%	3.8%	7.6%	0.0%	-0.4%	1.0%
2018-02	85.7%	0.1%	9.3%	0.9%	-1.2%	2.2%
2018-03	72.6%	-15.9%	25.2%	4.2%	2.4%	7.7%
2018-04	61.8%	-0.7%	25.8%	4.6%	4.6%	1.5%
2018-05	117.4%	-44.6%	0.9%	10.6%	4.0%	5.0%
2018-06	110.4%	-46.5%	10.5%	6.8%	1.8%	11.7%
2018-07	98.8%	-39.9%	19.3%	15.1%	1.0%	1.4%
2018-08	65.5%	-13.7%	18.8%	21.0%	2.6%	1.9%
2018-09	64.1%	-13.5%	1.3%	34.6%	4.2%	7.6%
2018-10	86.0%	-36.3%	23.0%	11.8%	2.5%	6.0%
2018-11	71.8%	-11.9%	25.7%	-2.1%	7.2%	4.5%
2018-12	52.9%	-10.5%	24.8%	2.2%	9.3%	15.5%
2019-01	78.0%	7.4%	11.1%	2.4%	-1.0%	0.5%
2019-02	106.3%	-51.5%	14.0%	25.0%	-0.2%	2.8%
2019-03	68.1%	2.9%	12.9%	8.8%	0.9%	4.3%
2019-04	59.7%	-10.1%	30.8%	11.9%	1.7%	2.2%
2019-05	82.9%	-10.0%	9.0%	8.6%	2.6%	2.7%
2019-06	72.8%	-9.2%	7.3%	15.4%	2.6%	7.9%
2019-07	72.6%	-57.4%	32.7%	40.5%	2.6%	2.3%
2019-08	63.4%	-5.0%	18.4%	15.9%	1.3%	1.7%
<b>2019-09</b>	<b>75.7%</b>	<b>-4.9%</b>	<b>8.4%</b>	<b>9.8%</b>	<b>1.2%</b>	<b>7.4%</b>

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

## 二、季末冲量叠加城投投融资渠道有所转换，信贷增速回升

- **9月信贷走高**：9月新增贷款1.69万亿，较去年同期增加3100亿，信贷余额同比增长12.5个点，较8月同比增速环比上升0.1个百分点。

**图表：贷款余额同比增速（亿，%）**


资料来源：人民银行，中泰证券研究所

- **细项来看：9月新增信贷的支撑点主要为企业短贷、企业中长期贷款以及居民按揭贷款。**1、**新增按揭贷款于10月8日采用LPR定价，居民预期放贷利率上行，抢先购房；而短期贷款预计仍受消费贷、信用卡监管较严限制、新增较去年同期继续缩降。**9月居民短贷、按揭贷款净新增分别为2707亿、4943亿元，较去年同期变动-427亿元、+634亿元。

2、**9月企业信贷增长好于上月，预计专项债额度减少后，城投平台切换相关融资渠道。**企业短期贷款、中长期贷款分别新增2550亿、5637亿，增量较去年同期增加1452、1837亿元。

3、**票据融资增量较去年同期缩降幅度有所放缓。**9月新增票据1790亿，较去年同期增加47亿（8月新增较去年同期下降1673亿元）。
- **非银信贷保持月度波动性，8月回落基础上有所缓解，9月新增-659亿，较去年同期下降56亿元。**



**图表：新增贷款同比增加（亿元）**

	人民币 贷款	中长期	短期	票据融 资	居民	企业	居民短 期	居民中 长期	企业短 期	企业中 长期	非银机 构
2018-01	8,700	-2,283	1,296	4,868	1,495	2,200	1,877	-383	-581	-1,900	4,661
2018-02	-3,307	-17	-1,645	1,643	-251	133	333	-584	-1,978	567	-3,122
2018-03	1,000	-1,600	-2,502	3,774	-2,244	1,967	-1,411	-733	-1,091	-867	1,133
2018-04	800	-1,456	-345	2,006	-426	639	472	-898	-817	-558	545
2018-05	400	-768	-2,617	2,916	37	-406	440	-403	-3,057	-365	768
2018-06	3,000	-1,976	-383	4,544	-311	2,867	-238	-199	-145	-1,777	836
2018-07	6,245	575	-964	4,050	728	2,966	697	32	-1,661	543	2,433
2018-08	1,900	-269	-2,010	3,781	377	1,297	433	-55	-2,443	-214	74
2018-09	1,100	-1,706	2,216	1,765	195	2,137	597	-477	1,619	-1,229	-1,491
2018-10	338	-917	95	1,442	1,135	-639	1,116	20	-1,021	-937	-264
2018-11	1,300	-767	-196	1,956	355	538	141	213	-337	-980	446
2018-12	4,956	-116	1,537	1,992	1,210	2,301	1,343	-33	194	-83	1,565
2019-01	3,300	1,759	1,993	4,813	882	8,000	-176	1,059	2,169	700	-5,248
2019-02	465	-2,452	-2,391	2,470	-3,457	894	-2,463	-994	72	-1,458	3,016
2019-03	5,700	2,793	4,534	1,097	3,175	5,006	2,262	835	2,272	1,958	-2,506
2019-04	-1,600	-1,223	-2,802	1,851	-26	-2,255	-648	622	-2,154	-1,845	732
2019-05	300	-753	1,522	-315	482	-31	-272	754	1,794	-1,507	-84
2019-06	-1,800	-24	2,113	-1,986	544	-714	297	224	1,816	-248	-1,809
2019-07	-3,900	-1,356	-2,233	-1,104	-1,232	-3,527	-1,073	-159	-1,160	-1,197	746
2019-08	-700	985	793	-1,673	-474	386	-600	125	1,393	860	-506
<b>2019-09</b>	<b>3,100</b>	<b>2,471</b>	<b>1,025</b>	<b>47</b>	<b>6</b>	<b>3,341</b>	<b>-427</b>	<b>634</b>	<b>1,452</b>	<b>1,837</b>	<b>-56</b>

资料来源：人民银行，中泰证券研究所



**图表：新增贷款结构占比**

	中 长 期	短 期	票 据 融 资	居 民	企 业	居 民 短 期	居 民 中 长 期	企 业 短 期	企 业 中 长 期	非 银 机 构
2018-01	66.2%	23.6%	1.2%	31.1%	61.4%	10.7%	20.4%	12.9%	45.9%	6.4%
2018-02	116.8%	11.2%	-9.2%	32.8%	88.7%	-5.6%	38.4%	16.8%	78.5%	-21.4%
2018-03	74.9%	25.5%	-1.1%	51.2%	50.5%	18.1%	33.7%	7.4%	41.2%	-1.9%
2018-04	69.6%	21.0%	0.2%	44.8%	48.5%	14.8%	30.0%	6.2%	39.6%	5.8%
2018-05	69.2%	14.2%	12.6%	53.4%	45.7%	19.3%	34.1%	-5.1%	35.1%	1.2%
2018-06	46.9%	27.0%	16.0%	38.4%	53.4%	12.9%	25.2%	14.1%	21.7%	9.0%
2018-07	65.2%	5.1%	16.5%	43.8%	44.8%	12.2%	31.6%	-7.1%	33.6%	10.9%
2018-08	61.3%	6.6%	32.0%	54.8%	47.9%	20.3%	34.5%	-13.7%	26.8%	-3.4%
2018-09	58.8%	30.7%	12.6%	54.7%	49.1%	22.7%	31.2%	8.0%	27.5%	-4.4%
2018-10	74.0%	11.1%	15.3%	80.9%	21.6%	27.4%	53.5%	-16.3%	20.5%	-3.8%
2018-11	61.5%	16.2%	18.7%	52.5%	46.1%	17.4%	35.1%	-1.1%	26.4%	2.2%
2018-12	46.8%	6.8%	31.4%	41.7%	43.8%	14.1%	28.5%	-7.3%	18.3%	14.1%
2019-01	64.9%	27.4%	16.0%	30.6%	79.9%	9.1%	21.6%	18.3%	43.3%	-10.5%
2019-02	83.0%	-16.4%	19.1%	-8.0%	94.2%	-33.1%	25.1%	16.7%	57.9%	13.8%
2019-03	66.1%	43.8%	5.8%	52.7%	63.1%	25.4%	27.2%	18.3%	38.9%	-16.1%
2019-04	68.5%	-3.2%	18.4%	51.5%	34.0%	10.7%	40.8%	-13.9%	27.7%	13.9%
2019-05	61.0%	26.8%	9.6%	56.1%	44.3%	16.5%	39.6%	10.2%	21.4%	0.5%
2019-06	51.9%	42.6%	5.8%	45.9%	54.8%	16.1%	29.3%	26.6%	22.6%	-1.0%
2019-07	76.4%	-14.2%	12.1%	48.2%	28.1%	6.6%	41.7%	-20.7%	34.7%	22.0%
2019-08	72.9%	13.6%	20.0%	54.0%	53.8%	16.5%	37.5%	-2.9%	35.4%	-7.8%
<b>2019-09</b>	<b>62.6%</b>	<b>31.1%</b>	<b>10.6%</b>	<b>44.7%</b>	<b>59.8%</b>	<b>16.0%</b>	<b>29.2%</b>	<b>15.1%</b>	<b>33.4%</b>	<b>-3.9%</b>

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

图表：表内外票据融资占比（亿元）

	新增票据融资	新增未贴现银行承兑汇票	合计	占比新增社融
2018-01	347	1,437	1,784	5.7%
2018-02	(775)	106	(669)	-5.6%
2018-03	(119)	(323)	(441)	-2.8%
2018-04	23	1,454	1,477	8.3%
2018-05	1,447	(1,741)	(294)	-3.1%
2018-06	2,947	(3,649)	(702)	-4.7%
2018-07	2,388	(2,744)	(356)	-2.9%
2018-08	4,099	(779)	3,320	17.0%
2018-09	1,743	(548)	1,195	5.6%
2018-10	1,064	(453)	611	8.3%
2018-11	2,341	(127)	2,214	13.8%
2018-12	3,395	1,023	4,418	27.2%
2019-01	5,160	3,787	8,947	19.4%
2019-02	1,695	(3,103)	(1,408)	-19.9%
2019-03	978	1,365	2,343	8.1%
2019-04	1,874	(357)	1,517	10.8%
2019-05	1,132	(768)	364	2.5%
2019-06	961	(1,311)	(350)	-1.5%
2019-07	1,284	(4,562)	(3,278)	-30.2%
2019-08	2,426	157	2,583	12.8%
2019-09	1,790	(431)	1,359	6.0%

来源：人民银行，中泰证券研究所

图表：剔除非银和票据的新增贷款比去年同期增加（亿元）

	剔除非银	剔除非银和票据	剔除非银比去年同期	剔除非银和票据比去年同期
2018-01	27,138	26,791	4,039	-829
2018-02	10,188	10,963	-185	-1,828
2018-03	11,408	11,527	-133	-3,907
2018-04	11,115	11,092	255	-1,751
2018-05	11,358	9,911	-368	-3,284
2018-06	16,752	13,805	2,164	-2,380
2018-07	12,918	10,530	3,812	-238
2018-08	13,239	9,140	1,826	-1,955
2018-09	14,403	12,660	2,591	826
2018-10	7,238	6,174	602	-840
2018-11	12,223	9,882	854	-1,102
2018-12	9,282	5,887	3,391	1,399
2019-01	35,686	30,526	8,548	3,735
2019-02	7,637	5,942	-2,551	-5,021
2019-03	19,614	18,636	8,206	7,109
2019-04	8,783	6,909	-2,332	-4,183
2019-05	11,742	10,610	384	699
2019-06	16,761	15,800	9	1,995
2019-07	8,272	6,988	-4,646	-3,542
2019-08	13,045	10,619	-194	1,479
2019-09	17,559	15,769	3,156	3,109

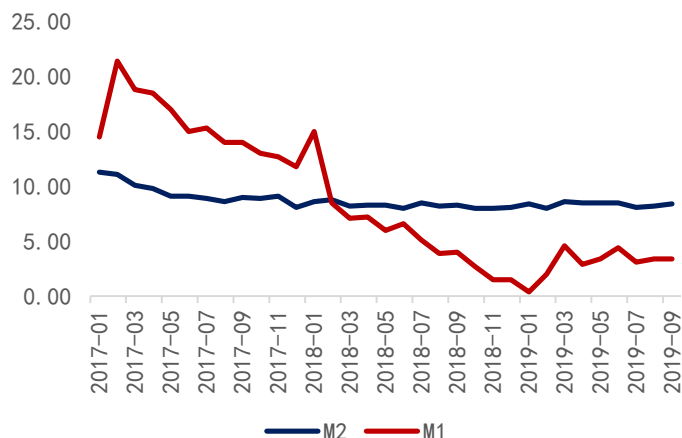
注：非银贷款包含非银同业拆借，不稳定性较大，因而剔除非银来看票据对新增信贷的贡献

来源：人民银行，中泰证券研究所

### 三、信贷高增背景下、M2 有所回升

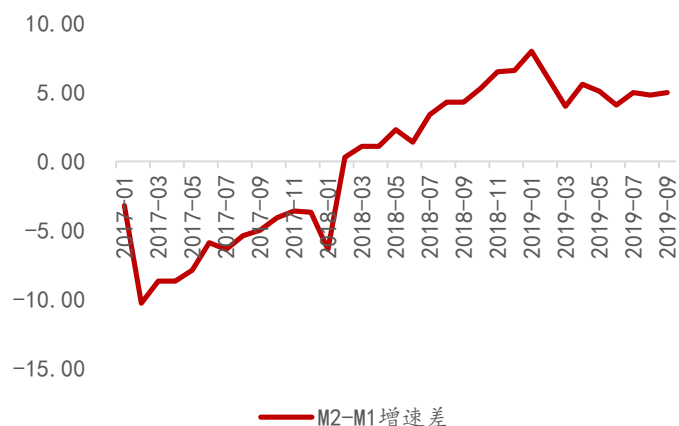
- 9月信贷走高、在派生渠道畅通下，M2 增速环比上行、M1 持平：9月M1、M2 分别同比增长 3.4%、8.4%，分别较上月增速变动 0、0.2 个百分点。

图表：M2 及 M1 同比增速



来源：人民银行，中泰证券研究所

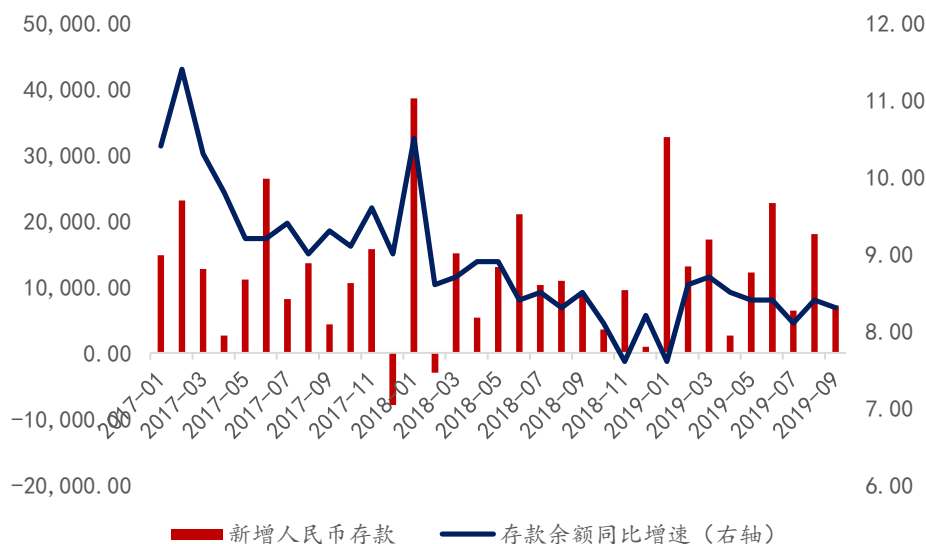
图表：M2 与 M1 增速差



来源：人民银行，中泰证券研究所

- 财政支出力度加大背景下，存款同比增速环比稍降：**新增存款 7193 亿，较去年同期下降 1709 亿；存量同比 8.3%，较上月下降 0.1 个百分点。
  - 1、预计与季末冲存款有关，居民 9 月存款高增。新增居民存款 1.54 万亿元，同比增加 2149 亿。
  - 2、与企业信贷规模高增匹配，企业新增存款较去年同期增加较多，新增 4908 亿元，同比增加 1804 亿元。
  - 3、财政存款在财政支出力度加大背景下，净增-7026 亿，较去年同期下降 3553 亿元。

图表：存款余额同比增速（亿，%）



资料来源：人民银行，中泰证券研究所

**图表：新增存款较去年同期增加（亿元）**

	人民币存款	居民	企业	财政存款	非银
2018-01	23,800	-22,624	17,521	5,685	14,876
2018-02	-26,111	27,687	-30,645	-7,190	-3,739
2018-03	2,400	-1,963	-1,243	2,868	2,610
2018-04	2,721	-1,000	5,004	759	-1,719
2018-05	1,900	917	-933	-1,685	983
2018-06	-5,400	183	-1,234	-723	-1,211
2018-07	2,140	4,583	-2,491	-2,255	1,218
2018-08	-2,700	873	70	4,750	-5,595
2018-09	4,570	2,944	-324	499	-823
2018-10	-7,065	4,705	-6,130	-4,681	639
2018-11	-6,193	5,951	154	-6,265	-1,247
2018-12	8,845	3,744	951	1,958	1,308
2019-01	-5,900	29,924	-4,132	-4,472	-20,979
2019-02	16,111	-15,400	12,000	8,529	3,632
2019-03	2,100	3,476	7,560	-2,126	-7,224
2019-04	-2,746	6,952	-7,194	-1,837	-833
2019-05	-800	251	1,042	987	-1,735
2019-06	1,700	397	6,154	1,868	-6,261
2019-07	-3,880	1,900	-7,712	-1,254	4,791
2019-08	7,100	-749	-347	-755	9,509
<b>2019-09</b>	<b>-1,709</b>	<b>2,149</b>	<b>1,804</b>	<b>-3,553</b>	<b>1,328</b>

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

#### 四、投资建议

- **4 季度货币政策转向平稳。**9 月社融数超预期，9 月经济数据也不悲观；央行的关注点会在 4 季度的通胀压力。9 月货币政策宽松后，4 季度货币政策预计转向平稳。
- **超预期社融支撑经济和银行股，4 季度继续看好银行板块。**社融超预期，银行收入和利润稳定性增强（净息差和规模）。近期我们持续强调，4 季度的投资环境利于银行股，增加其配置，详见《专题！银行三季报前瞻及投资策略：基本面稳定，稳健收益会被市场重视》。1、3 季度市场重点在“方向资产”，追求高收益；市场充分预期了经济趋势对银行股负面影响，高股息率在宽货币的优势被忽视，3 季度银行股被市场减持。2、4 季度，市场风格如果转向获取稳健收益和均衡风格，银行股稳健收益的特征会受到市场重视：绝对收益者（大类资产配置等）买银行股获取绝对收益较确定，相对收益者重视程度会加大，所以建议加配银行板块。市场对经济担忧减缓，会使得均衡风格的持续性增强。
- **银行选股逻辑：两条主线，1、核心资产是长逻辑；2、低估值高股息率**

的补涨逻辑。1、银行分化是长趋势，核心资产会持续，银行股核心资产：宁波银行、常熟银行、招商银行和平安银行。（中泰 10 月金股是常熟，9 月金股是宁波）。近期涨幅较大。2、增加仓位者可以考虑高股息率策略，选择标准是低估值高 roe：A 股中股份行中的光大银行、兴业银行；城商行中的南京银行、江苏银行、北京银行；以及港股和 A 股的工商银行、建设银行。

- **风险提示：**经济下滑超预期。金融监管超预期。

**图表：银行估值表（交易价格：2019-10-15）**

	P/B		ROE		股息率
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E
工商银行	0.82	0.75	12.7%	12.1%	4.55%
建设银行	0.88	0.80	12.9%	12.3%	4.37%
农业银行	0.72	0.66	12.2%	11.7%	5.10%
中国银行	0.65	0.60	10.8%	10.1%	5.24%
交通银行	0.61	0.56	10.6%	10.4%	5.48%
招商银行	1.64	1.45	15.9%	15.9%	2.95%
中信银行	0.70	0.64	10.6%	10.4%	3.97%
浦发银行	0.78	0.70	11.7%	11.1%	0.91%
民生银行	0.62	0.56	11.3%	10.3%	2.81%
兴业银行	0.80	0.72	13.2%	12.8%	3.82%
光大银行	0.77	0.70	10.8%	10.7%	2.99%
华夏银行	0.55	0.51	9.6%	9.3%	1.82%
平安银行	1.23	1.12	10.7%	10.2%	0.85%
北京银行	0.63	0.57	10.9%	10.8%	3.91%
南京银行	1.00	0.86	15.3%	15.4%	3.27%
宁波银行	1.86	1.60	15.0%	15.2%	1.73%
江苏银行	0.73	0.66	11.6%	12.1%	5.38%
贵阳银行	0.85	0.73	15.7%	15.5%	3.66%
杭州银行	0.88	0.78	10.1%	10.0%	2.86%
上海银行	0.88	0.79	12.2%	12.7%	3.87%
成都银行	0.88	0.77	16.5%	16.8%	4.09%
郑州银行	0.93	0.84	7.6%	7.0%	2.29%
长沙银行	0.91	0.79	15.3%	14.9%	1.63%
西安银行	1.39	1.26	11.8%	11.2%	1.15%
苏州银行	1.27	1.17	9.2%	8.8%	0.93%
江阴银行	0.90	0.84	8.5%	8.6%	1.67%
无锡银行	0.94	0.87	11.0%	11.4%	3.06%
常熟银行	1.45	1.31	12.2%	12.3%	2.41%
苏农银行	0.83	0.76	9.3%	9.7%	2.22%
张家港行	1.06	0.98	9.4%	10.2%	2.00%
紫金银行	1.98	1.82	11.1%	11.8%	1.90%
青农商行	1.65	1.49	12.3%	12.3%	1.39%
<b>上市银行平均</b>	<b>1.01</b>	<b>0.91</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.6%</b>	<b>2.85%</b>
<b>国有银行</b>	<b>0.74</b>	<b>0.68</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.3%</b>	<b>4.95%</b>
<b>股份银行</b>	<b>0.89</b>	<b>0.80</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.3%</b>	<b>2.52%</b>
<b>城商行</b>	<b>1.04</b>	<b>0.93</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.1%</b>	<b>2.90%</b>
<b>农商行</b>	<b>1.26</b>	<b>1.15</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.9%</b>	<b>2.09%</b>

来源：公司财报，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。