



强于大市

央行3季度货政报告点评

货币政策强化逆周期调节，监管政策利好银行资本补充

央行11月16日公布了《2019年第三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。

■ 经济下行压力进一步增大，通胀压力无需过多担忧

3季度央行对宏观经济的判断从2季度“经济仍存下行压力”调整为“经济下行压力持续加大”，对经济增长压力描述的边际转变得体现出央行对宏观经济的担忧。在对未来经济走势的展望分析中，央行对外部环境的展望并不乐观，对全球经济增长的阐述从“动能减弱”调整为3季度的“增长放缓”，特别提出未来可能存在“外需减弱对出口增长形成压力”的判断。此外在物价方面，随着近期CPI指数不断上涨，央行在货政报告中对物价的关注有所增加，特别开辟专栏阐述了对近期CPI、PPI走势的看法。总的来说央行认为物价的上涨主要还是由于猪肉价格上升所导致的结构性问题，而其他商品和服务的价格总体保持稳定。我们认为目前尚不用过分担心通胀问题，国内经济的重点还在如何托底经济增速的放缓。3季度央行仍然延续2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”并特别新增了要“强化逆周期调节”的阐述。

■ 逆周期调节力度加大，银行信贷仍将持续发力

在货币政策执行思路方面，央行的阐述有所变化，从“适时适度的调节”转变为“强化逆周期调节”，虽然继续强调不搞“大水漫灌”，但去掉了“把好货币供给总闸门”的阐述，改为“调节闸门，保持流动性合理充裕”。在具体举措方面，3季度我们确实可以看到例如9月6号央行宣布全面降准0.5个百分点，释放资金约8,000亿元，同时定向降准1个点，释放资金约1,000亿元以扶持实体经济增长，体现了央行在稳增长压力增大背景下，对货币政策确实进行了微调，未来货币政策将朝着适度“稳健宽松”的方向发展。

此外央行还提到前三季度M2和社融增速与名义GDP增速基本匹配并略高，同样体现了逆周期力度的加强。我们认为作为货币政策的发力要点之一，未来央行将通过鼓励银行资本补充，继续保障信贷供给的方式托底实体经济。目前我国仍是以银行信贷为主的社会融资体系，宽松的流动性环境离不开银行信贷的持续发力，因此展望未来行业规模将继续保持较快增长。作为配套措施，央行在3季度的货政报告中特别明确提出鼓励银行通过发行永续债等多种方式补充资本，这和银保监会在近期媒体沟通日上提出将和央行、证监会采取一致行动，保证银行资本补充的提速，特别是保证中小银行资本补充的阐述是一致的。

■ 贷款定价持续下降，票据融资成本降幅明显

3季度贷款利率环比2季度下降0.04个百分点至5.62%，但主要是票据融资成本下行的贡献（环比下降31BP至3.33%），而一般贷款加权平均利率较2季度反而上升了0.02个百分点至5.96%，我们猜测这可能与小微和民营企业贷款在信贷中的占比增加有关。总的来说，根据央行的货币政策思路，短期内央行仍将通过新LPR报价制度引导贷款实际利率的降低，以更好的支持实体经济的发展。我们可以看到自8月17日央行宣布实施LPR制度改革以来，最新1年期LPR的报价已较改革前下降了11BP，而近期作为LPR报价基础的MLF利率又小幅下调5BP，因此展望未来，我们判断贷款利率继续下行的大趋势将保持不变，银行息差在4季度或将小幅收窄。从利率浮动情况来看，9月一般贷款中利率高于LPR的贷款占比为83.05%，利率低于LPR的贷款占比为16.40%，贷款利率加减点区间整体较8月有所下移。

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

林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

*熊颖为本报告重要贡献者



■ 投资建议

进入3季度，经济在内外部因素的作用下，下行压力进一步增大，因此3季度货币政策进行了微调，提出要强化逆周期调整，并去掉了“把好货币供给总闸门”的阐述，在具体操作上未来有望出台系列措施利好银行资本补充，以继续加大银行信贷对实体经济的支持力度，并通过MPA考核引导银行通过LPR方式降低信贷融资成本。目前在内外部经济环境不确定性背景下，银行板块防御属性突出。随着A股国际化脚步的加快，海外增量资金的持续流入也将利好银行，重视板块长期配置价值。个股推荐以平安银行为代表的股份行，以及基本面保持稳健的大行和招商银行。

■ 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 3 季度货币政策执行报告对比

	2019Q3	2019Q2	点评
国内经济形势现状分析	2019 年第三季度以来, 中国经济运行 总体平稳 , 结构调整扎实推进, 投资缓中趋稳, 消费、就业总体稳定, 物价上涨结构性特征明显 , 同时国内外形势复杂严峻, 困难挑战增多, 经济下行压力持续加大 。	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 。	强调了物价的结构性上涨, 认为经济下行压力持续加大
国内经济展望	展望未来一段时期, 国经济保持平稳发展的有利因素较多。也要看到, 当前外部环境错综复杂, 部分企业经营困难较多。 全球经济增长放缓 , 主要经济体货币政策转向宽松, 外需减弱对出口增长形成压力, 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, 认真办好自己的事, 强化逆周期调节 。	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, 认真办好自己的事。	和2季度相比, 更加强调外需减弱对国内经济的负面影响; 强调逆周期调节
对于通胀压力判断	物价形势总体可控, 不确定因素有所增加。目前 我国不存在持续通胀或通缩的基础 。总体来看, 猪瘟疫情等造成的供给冲击尚需一定时间平复, 短期内消费物价仍面临上行压力, 需持续密切监测动态变化, 警惕通胀预期发散 。	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。	认为我国不存在持续通胀或通缩的基础, 提出要警惕通胀预期发散
下阶段货币政策思路			
总体思路	扎实做好“六稳”工作。保持定力, 继续实施好稳健的货币政策, 创新和完善金融宏观调控, 加强逆周期调节 , 坚持在推动高质量发展中防范化解风险, 妥善应对经济短期下行压力, 同时坚决不搞“大水漫灌”。注重预期引导, 防止通胀预期发散。深化金融供给侧结构性改革, 建设现代中央银行制度, 健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系, 促进国民经济整体良性循环。	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 。引导金融机构增加对制造业、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。	从“适时适度的调节”转变为“强化逆周期调节”
流动性管理	实施好稳健货币政策, 加强逆周期调节 , 保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长。主动维护好我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家的地位。从供需两端夯实疏通货币政策传导的微观基础, 缓解局部性社会信用收缩压力。推动银行通过发行永续债等方式多渠道补充资本, 重点支持中小银行补充资本, 优化资本结构 。	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 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。	强调从局部着手解决信用收缩压力; 强调对中小银行资本补充的支持
宏观审慎管理	通过 MPA 考核等方式推动银行更多运用 LPR, 以市场化改革办法促进实际利率水平明显降低, 引导金融机构加大对民营企业、小微企业等的支持力度。	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。	强调用 MPA 考核来保证银行更多的运用 LPR
金融供给侧改革和风险防范	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, 防范金融市场异常波动风险, 精准有效处置重点领域风险。深化中小银行改革, 健全适应中小银行特点的公司治理结构和风险内控体系, 从根源上解决中小银行发展的体制机制问题 。	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。	特别强调了对中小银行风险的治理和化解

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	市值	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净
			(元)	(十亿元)	2018A	2019E	2018A	2019E	资产 (元/股)
601939.SH	建设银行	买入	7.15	1,788	1.02	1.07	0.94	0.86	8.23
601988.SH	中国银行	未有评级	3.61	1,063	0.61	0.64	0.70	0.65	5.53
600036.SH	招商银行	买入	36.83	929	3.19	3.63	1.84	1.63	22.30
601998.SH	中信银行	增持	6.09	298	0.91	1.01	0.74	0.68	8.84
600000.SH	浦发银行	增持	12.15	357	1.90	2.12	0.81	0.72	16.36
601818.SH	光大银行	买入	4.25	223	0.64	0.73	0.78	0.71	5.89
600015.SH	华夏银行	未有评级	7.45	115	1.36	1.41	0.58	0.53	13.09
000001.SZ	平安银行	买入	16.34	317	1.28	1.48	1.44	1.28	13.82
601169.SH	北京银行	增持	5.58	118	0.95	1.03	0.69	0.63	8.78
601009.SH	南京银行	增持	8.55	73	1.31	1.52	1.07	0.97	8.80
002142.SZ	宁波银行	买入	28.15	158	1.99	2.36	2.45	2.09	14.67
601229.SH	上海银行	增持	9.13	130	1.27	1.46	0.92	0.84	10.79
600919.SH	江苏银行	增持	7.03	81	1.13	1.31	0.79	0.72	9.38
601997.SH	贵阳银行	增持	9.27	30	1.60	1.85	1.00	0.85	10.18
600926.SH	杭州银行	增持	8.95	46	1.05	1.27	0.97	0.89	10.04
002807.SZ	江阴银行	未有评级	4.36	9	0.39	0.43	0.94	0.90	5.05
600908.SH	无锡银行	增持	5.27	10	0.59	0.67	0.95	0.93	5.79
601128.SH	常熟银行	买入	8.36	23	0.54	0.66	1.87	1.54	5.91
002839.SZ	张家港行	未有评级	5.72	10	0.46	0.52	1.09	1.02	5.46

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 11 月 15 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