

# 银行

## 隐性债务置换或成对公业务重心

### 银行板块本周表现位列行业上游

银行板块本周表现位于行业上游。本周银行业指数（申万）跌幅 2.35%，处于众行业上游，大盘下跌，银行板块跌幅相对偏小。本周宁波银行下跌 0.71%，在银行板块中表现最佳。A 股银行全部下跌，H 股除了青岛银行，其他内地银行全部下跌。

### 隐性债务置换或成对公业务重心

1H19 A 股上市银行整体对公贷款新增 2.84 万亿，增量排名前五行业依次为：租赁和商业服务业（6188 亿）、房地产（5949 亿）、交通运输、仓储和邮政业（4175 亿）、水利、环境和公共设施管理业（2732 亿）、建筑业（2621 亿）。除房地产业外，均与基建相关，其中租赁和商业服务业贷款主要是给融资平台公司的，或反映出债务置换是当前银行业对公业务的重心所在。此外，银行在隐性债务置换中主要以置换其他行债务为主，争夺市场份额。

企业中长期信贷数据或受隐性债务置换影响。隐性债务置换，用长期贷款去置换融资平台到期的非标等隐性债务，可能明显推升企业中长期贷款数据——隐性债务置换只是融资形式变化，并不增加融资量。

### 国务院常务会要求做好“六稳”工作和深化投融资体制改革

国务院总理李克强 11 月 13 日主持召开国务院常务会议，会议要求做好“六稳”工作和深化投融资体制改革。主要内容有如下三个方面。一是降低部分基础设施项目最低资本金比例。二是基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目。

### 雄安新区启动区内建“金融岛”探索金融监管沙盒机制

11 月 13 日，中国（河北）自贸试验区在上海举办推介活动，透露河北自贸区雄安片区内将建预计该金融岛将吸引央行等功能性机构和大批金融企业入驻，设立资本市场学院（雄安）、雄安银行、雄安股权交易所并开展股权众筹融资，建设雄安金融科技中心。

### 12 月银行股行情仍可期待

回溯以往十余年，12 月银行股上涨概率大，估值切换行情仍可期待。此外，中美摩擦缓和或持续，政策托底意味明显，经济阶段性企稳预期升温。2020 年银行股或开启估值提升之旅。个股继续坚定推荐二线龙头-低估值且基本面较好或反转的兴业、工行、光大及成都杭州，建议关注基本面反转的浦发及北京银行。11 月首推兴业银行。

风险提示：经济下行导致银行资产质量恶化；中美贸易战失控。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-11-15	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601166.SH	兴业银行	19.47	买入	2.92	3.18	3.54	3.98	6.67	6.12	5.50	4.89
601398.SH	工商银行	5.79	买入	0.84	0.88	0.92	0.96	6.89	6.58	6.29	6.03
601818.SH	光大银行	4.25	买入	0.64	0.72	0.79	0.87	6.64	5.90	5.38	4.89
601838.SH	成都银行	8.53	买入	1.29	1.51	1.77	2.06	6.61	5.65	4.82	4.14

资料来源：iFinD，天风证券研究所

证券研究报告

2019 年 11 月 17 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

廖志明 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070001  
liaozhiming@tfzq.com

朱于歆 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518090006  
zhuyutian@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业点评:10 月金融数据怎么看?》2019-11-11
- 《银行-行业研究简报:料 10 月金融数据一般》2019-11-07
- 《银行-行业研究简报:11 月策略:看好次龙头,首推兴业银行》2019-11-06

## 内容目录

1. 本周银行板块走势一览.....	4
1.1. 本周银行板块表现位列行业上游.....	4
1.2. 本周银行股全部下跌.....	4
2. 隐性债务置换或成对公业务重心.....	5
3. 行业要闻.....	8
3.1. 一周信息拾萃.....	8
3.1.1. 10 月份 CPI 同比大幅上涨,PPI 继续下滑.....	8
3.1.2. 10 月份规模以上工业增加值增长 4.7%.....	9
3.1.3. 10 月份社会消费品零售总额同比增长 7.2 %.....	9
3.1.4. 1-10 月份全国房地产开发投资同比增长 10.3%.....	10
3.1.5. 1-10 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 增长 5.2%.....	10
3.1.6. Q3 货币政策执行报告发布.....	11
3.1.7. 国务院常务会要求做好“六稳”工作和深化投融资体制改革.....	12
3.1.8. 雄安新区启动区内建“金融岛”探索金融监管沙盒机制.....	12
3.2. 最新一周 (11 月 11 日-11 月 15 日) 资金价格变化一览.....	12
4. 一周公司信息拾萃.....	13
4.1. 浙商银行正式启动申购.....	13
4.2. 上海银行、浦发等机构被央行处罚.....	13
5. 本周观点: 12 月银行股行情仍可期待.....	13
6. 风险提示.....	14

## 图表目录

图 1: 本周(11.11-11.15)银行板块表现位列行业上游(%).....	4
图 2: A 股银行股全部下跌 (%).....	4
图 3: H 股银行个股青岛银行表现最好 (%).....	5
图 4: 隐性债务存在形式.....	5
图 5: X 省隐性债务用途 (截至 2017 年末).....	6
图 6: X 省隐性债务地区占比 (截至 2017 年末).....	6
图 7: 隐性债务置换前提条件.....	6
图 8: 隐性债务置换原则.....	7
图 9: 10 月份 CPI 同比较高,PPI 继续下滑.....	8
图 10: 10 月份规模以上工业增加值增长 4.7%.....	9
图 11: 10 月份社会消费品零售总额同比增长 7.2%.....	9
图 12: 1-10 月全国房地产开发投资同比增长 10.3%.....	10
图 13: 1 至 10 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 增长 5.2%.....	10
图 14: 前三季度货币政策执行报告内容对比.....	11

图 15: 隔夜 SHIBOR 本周大幅上升 (%) .....	12
图 16: 国债短期到期收益率小幅上升 (%) .....	12
图 17: 本周美元兑人民币汇率 (中间价) (元) .....	13
图 18: 理财产品预期年收益率 (%) .....	13

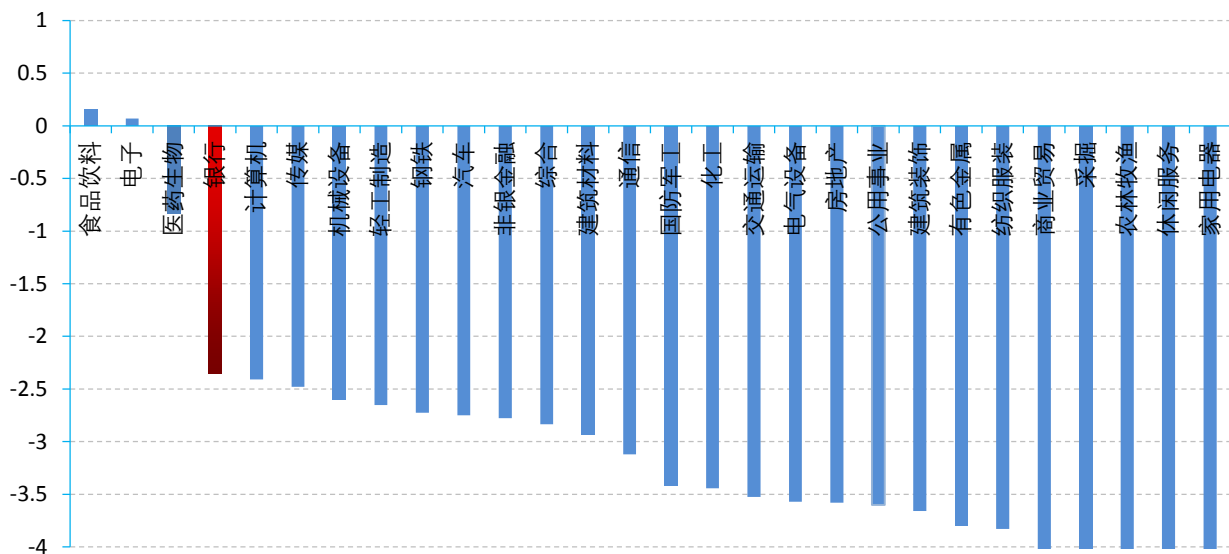
## 1. 本周银行板块走势一览

### 1.1. 本周银行板块表现位列行业上游

银行板块本周表现位于行业上游。本周银行业指数（申万）跌幅 2.35%，处于众行业是上游。大盘整体下跌，仅有食品饮料、电子小幅上升，其中家用电器行业下跌 5.54%，休闲服务行业下跌 5.53%，跌幅分别位居第一、第二；传媒行业涨幅最大，涨幅 0.15%。

本周主要股指均出现下跌，跌幅大多在 3%以内。具体来看，沪深 300 指数下跌 2.41%，深证综指累计跌幅 2.61%，深证成指下跌 2.50%，中小板指下跌 1.77%，创业板指下跌 2.13%。

图 1：本周(11.11-11.15)银行板块表现位列行业上游(%)

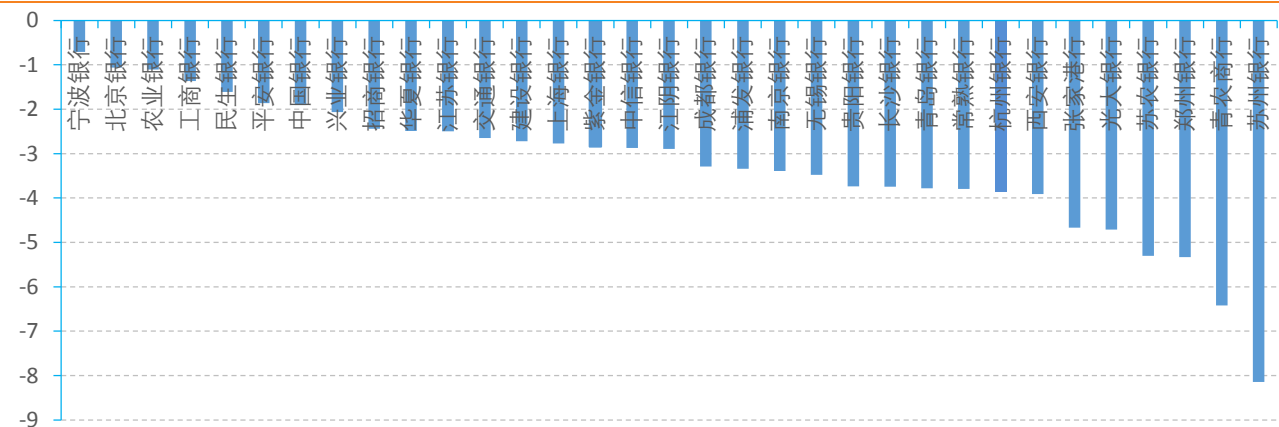


资料来源：iFinD，天风证券研究所

### 1.2. 本周银行股全部下跌

本周 A 股银行全部下跌。本周宁波银行下跌 0.71%，跌幅最小；青农商行、苏州银行分别下跌 6.42%，8.15%，下跌最为惨重。但相比于其他行业，银行股表现仍非常不错。

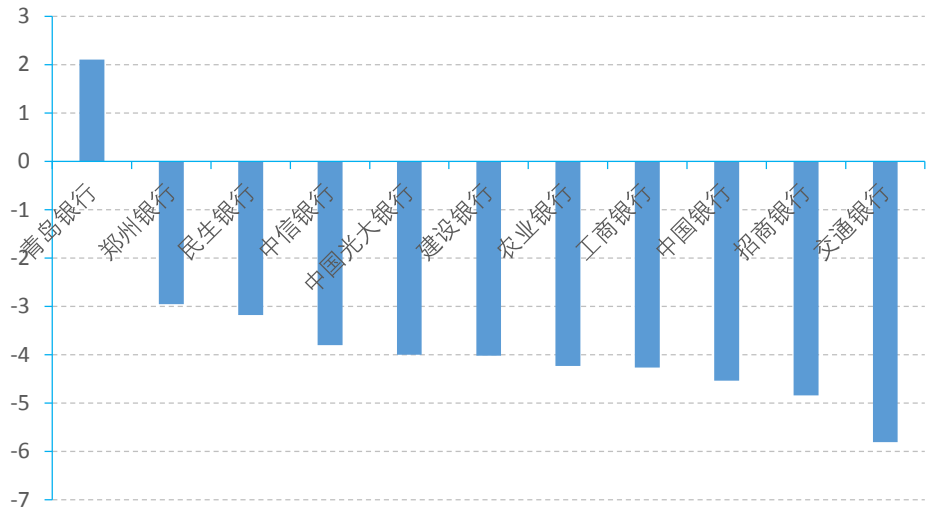
图 2：A 股银行股全部下跌 (%)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

本周 H 股内地银行青岛银行表现较好。青岛银行表现较好，上涨 2.1%；其他 H 股内地银行全部下跌，交通银行下跌 5.81%，跌幅最大。

图 3：H 股银行个股青岛银行表现最好（%）



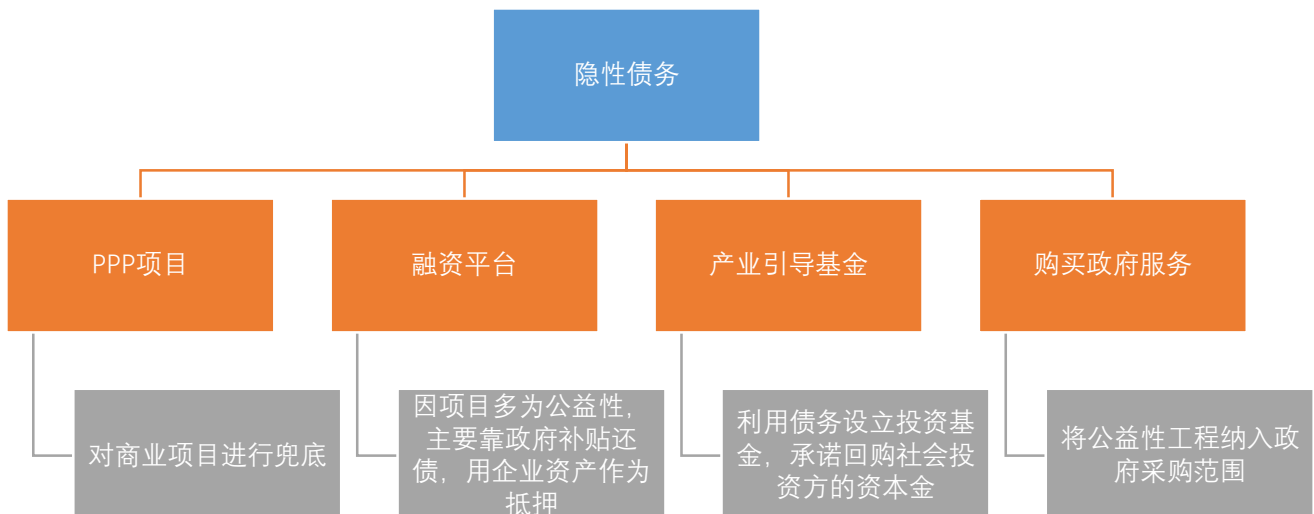
资料来源：iFinD，天风证券研究所

## 2. 隐性债务置换或成对公业务重心

近年来国内经济持续下行之际，传统的制造业和零售批发业贷款不良高发；个贷方面，中央坚持房住不炒，且近年来政策对房地产融资明显收紧；叠加去杠杆的大背景，银行业出现“资产荒”。相对而言，隐性债务置换资产质量压力较小，且有国家相关法规政策支持，令银行合规风险减少；此外，债务置换收益相对较高，使其成为银行重点争夺的业务领域。

政府隐性债务是指在法定债务限额外，直接或间接用财政资金偿还和违规兜底的举债。隐性债务起源于分税制改革后地方政府事权与财权不匹配，是地方政府突破财务预算的一种手段。隐性债务的构成形式主要有四种，融资平台、产业引导基金、购买政府服务、PPP 项目。隐性债务融资渠道也有四种，一是银行表内贷款，这部分占比最高；二是城投债；三是非标债务（委托贷款、信托贷款、资管计划、融资租赁等）；四是 PPP 债务。

图 4：隐性债务存在形式



资料来源：iFinD，天风证券研究所

**隐性债务部分用于公益性项目建设。**根据 2018 年中国金融稳定报告，以×省为例，截至 2017 年末，该省银行隐性债务中约有 65%用于基础设施建设；用于棚户区改造、异地扶贫搬迁的占比近 20%；用于园区建设的占比近 10%；用于平台日常经营的占比近 5%。其中，约有 15%的债务抵押担保不足且项目现金流无法覆盖偿债本息，基本依靠借新还旧维持项目经营。

**区县政府隐性债务风险最高。**同样以×省为例，该省银行隐性债务总额中，区县级占比超过 45%；市（州）本级占比超过 40%；省本级仅占比约 15%，远低于市县两级。个别区县债务额度高，到期时间集中，还款来源不足，偿债压力大，其隐性债务风险明显高于省级。

图 5：X 省隐性债务用途（截至 2017 年末）

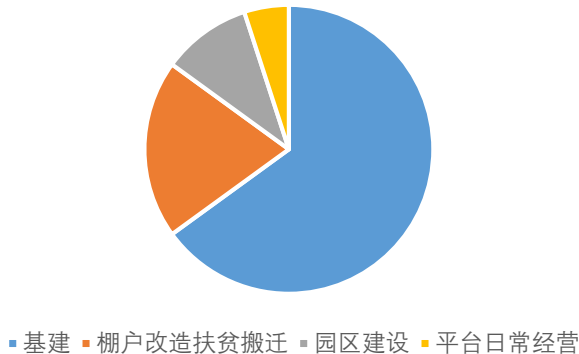
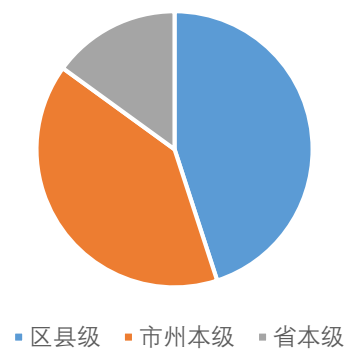


图 6：X 省隐性债务地区占比（截至 2017 年末）

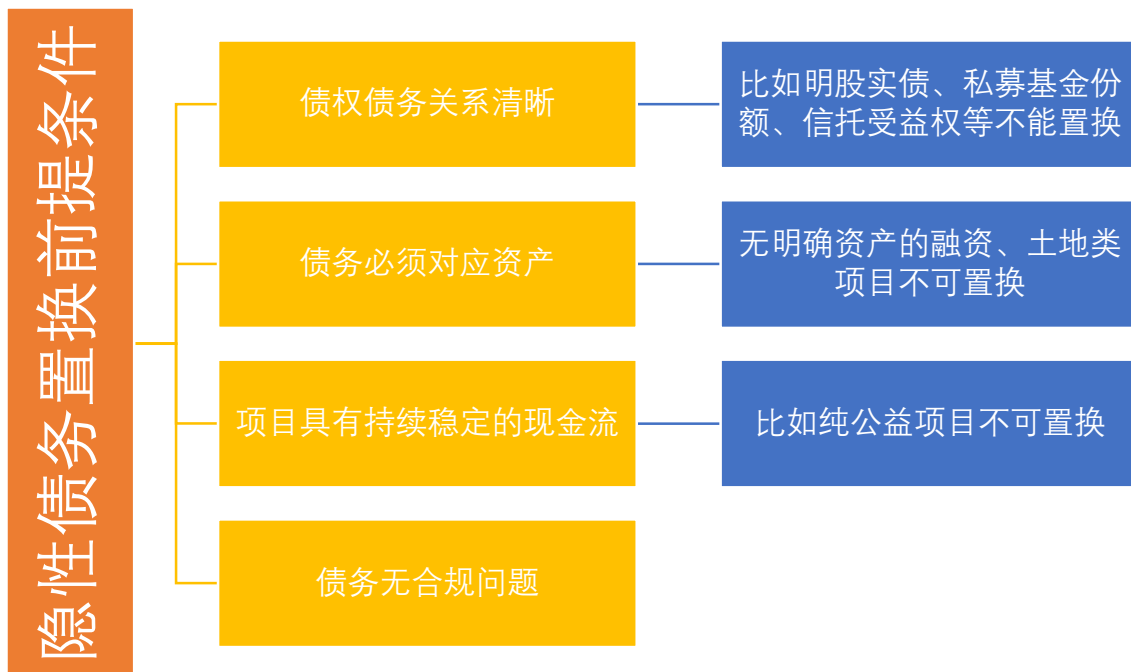


资料来源：《中国金融稳定报告 2018》，天风证券研究所

资料来源：《中国金融稳定报告 2018》，天风证券研究所

**债务置换是化解地方隐性债务的重要手段。**化解地方隐性债务的方法，一是直接用自财政资金偿还，因区县级占比最高且财力最弱，可行性不大；二是用国有产权益或项目收入抵偿，因为项目多为公益性且地方国有资产有限，同样可行性不大；三是直接违约打破刚兑，这对地方政府信用损害太大。相比以上三种，债务置换（及借新还旧、展期等）是地方政府和金融机构都可接受的一种方式。

图 7：隐性债务置换前提条件

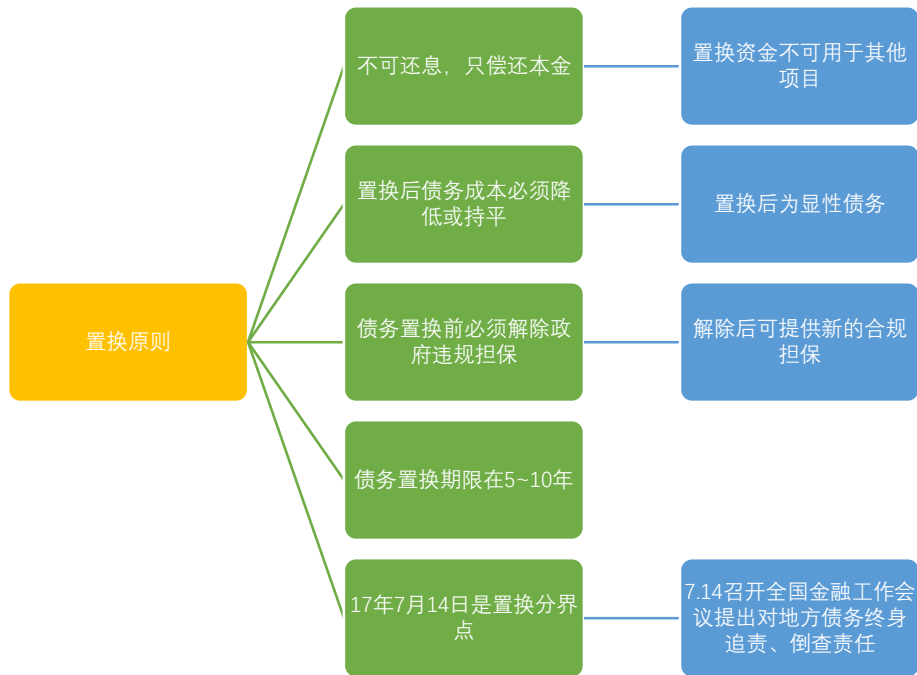


资料来源：iFinD，天风证券研究所

**监管出台政策法规为债务置换铺平道路。**监管层近年来出台政策对隐性债务置换的前提条件和原则进行了较详细指导，减少金融机构参与此业务的合规风险，也提高了金融机构参

与的积极性。

图 8：隐性债务置换原则



资料来源：iFinD，天风证券研究所

**债务置换或成对公业务重心。**1H19 A 股上市银行整体对公贷款新增 2.84 万亿，增量排名前五行业依次为：租赁和商业服务业（6188 亿）、房地产（5949 亿）、交通运输、仓储和邮政业（4175 亿）、水利、环境和公共设施管理业（2732 亿）、建筑业（2621 亿）。除房地产业外，均与基建相关，其中租赁和商业服务业贷款主要是给融资平台公司的，这反映出债务置换是当前银行业对公业务的重心所在。此外，银行在隐性债务置换中主要以置换其他行债务为主，争夺市场份额。

**企业中长期信贷数据或受隐性债务置换影响。**隐性债务置换，用长期贷款去置换融资平台到期的非标等隐性债务，可能明显推升企业中长期贷款数据——**隐性债务置换只是融资形式变化，并不增加融资量。**

表 1：A 股上市银行整体新增贷款行业分布情况（亿元）

	2018	1H19	17 年末不良率
制造业	( 762 )	1909	4.2%
批发零售	( 3348 )	( 56 )	4.7%
交通运输、仓储和邮政	5961	4175	0.7%
房地产业	8123	5949	1.1%
电力、热力、燃气及水生产供应业	1856	902	0.5%
建筑业	2192	2621	1.8%
采矿业	( 1166 )	( 215 )	3.7%
信息传输、软件和信息技术服务	189	216	1.1%
金融业	3884	2066	0.3%
水利、环境和公共设施管理业	4428	2732	0.1%
<b>租赁和商务服务业</b>	<b>5530</b>	<b>6188</b>	<b>0.6%</b>
对公合计	27237	28431	
个贷合计	49871	24788	
信用卡	11320	3479	

个人住房贷款	29807	16579
贴现	9563	5251

资料来源: iFinD, 天风证券研究

### 3. 行业要闻

#### 3.1. 一周信息拾萃

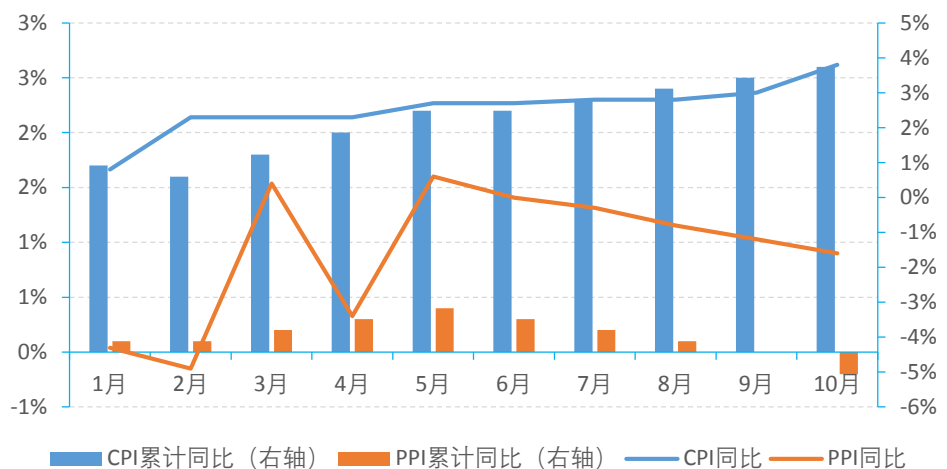
##### 3.1.1. 10 月份 CPI 同比大幅上涨,PPI 继续下滑

国家统计局发布了 2019 年 10 月份全国 CPI 和 PPI 数据。

**CPI 环比涨幅与上个月持平, 同比大幅上涨。**10 月份 CPI 环比为 0.9%, 涨幅与上月持平。其中, 食品价格环比增长 3.6%, 涨幅扩大 0.1 个百分点; 非食品价格上涨 0.2%, 与 9 月份一致。猪肉价格上涨 20.1%, 为有数据以来的最高涨幅, 拉动 CPI 2.4 个百分点, 较 9 月扩大 0.8 个百分点。牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格上涨 1.0-3.1%, 合计影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点; 鲜果和鲜菜价格分别下降 5.7%和 1.7%, 两项合计影响 CPI 下降约 0.14 个百分点,10 月鲜果价格环比下跌 5.7%。非食品价格走势温和,分项数据 6 涨 1 降, 其中其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 5.5%、2.1%和 1.9%, 衣着、生活用品及服务、居住价格分别上涨 1.2%、0.6%和 0.5%; 交通和通信价格下降 3.5%。10 月份 CPI 同比为 3.8%, 涨幅比上月扩大 0.8 个百分点。从同比看, 食品价格上涨 15.5%(9 月为 11.2%), 为 2008 年 7 月以来新高, 其中猪肉上涨 101.3%(9 月为 69.3%), 鸡蛋上涨 10.4%, 鲜果与鲜菜价格同比下跌; 非食品价格上涨 0.9%(9 月为 1.0%)。在 3.8%的同比涨幅中, 翘尾因素和新涨价因素分别为-0.3 和 4.1 个百分点, 后者较前值扩大 1.0 个百分点。

**PPI 环比微涨, 同比继续下降。**从环比看, PPI 为 0.1%, 与上个月持平。分生产和生活大类来看, 生产资料环比涨幅为零, 其中采掘工业价格环比由负转正, 加工工业价格则有所下降, 但未来上游的传导或将提升下游价格; 生活资料在食品类 (1.1%, +0.1pct) 价格的提升下也维持着正增长, 但受到一般日用品和耐用品等价格的拖累, 增速有所放缓。分行业来看, 与石油、黑色金属相关行业价格有所提振。从同比看, PPI 同比下跌 1.6%, 较前一月继续下行 0.4 个百分点, 基本符合市场预期, 这主要是受到基数效应拖累较大, 在-1.6%的同比涨幅中, 翘尾因素约为-1.2 个百分点, 新涨价因素约为-0.4 个百分点, 后者较前值收窄 0.1 个百分点。PPIRM 环比上涨 0.2%, 同比回落 2.1%, 后者为近 39 个月新低。

图 9: 10 月份 CPI 同比较高,PPI 继续下滑



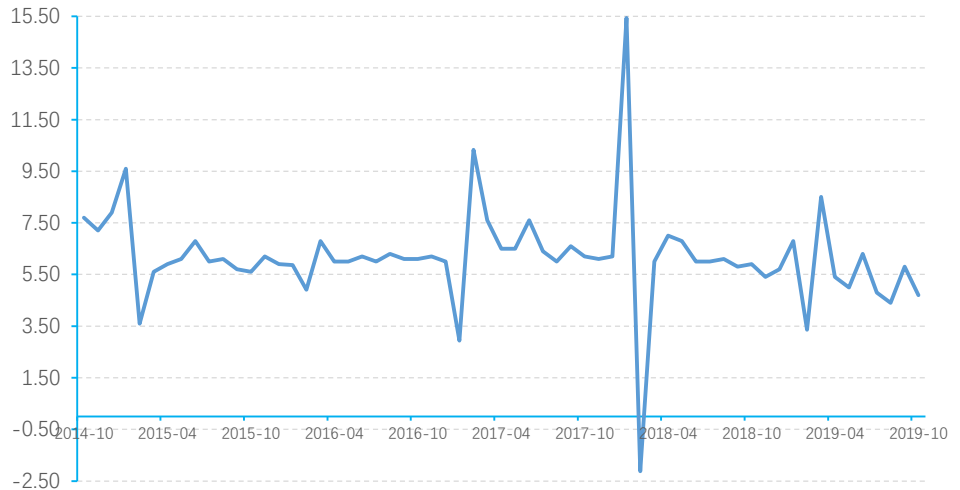
资料来源: iFinD, 天风证券研究所



### 3.1.2. 10 月份规模以上工业增加值增长 4.7%

2019 年 10 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.7%，比 9 月份慢 1.1 个百分点。从环比看，10 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.17%。1—10 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.6%。三大门类，10 月份，采矿业同比增长 3.9%，增速回落 4.2 个百分点；制造业增长 4.6%，回落 1 个百分点；电/热/燃气及水增长 6.6%，增长 1 个百分点。

图 10：10 月份规模以上工业增加值增长 4.7%

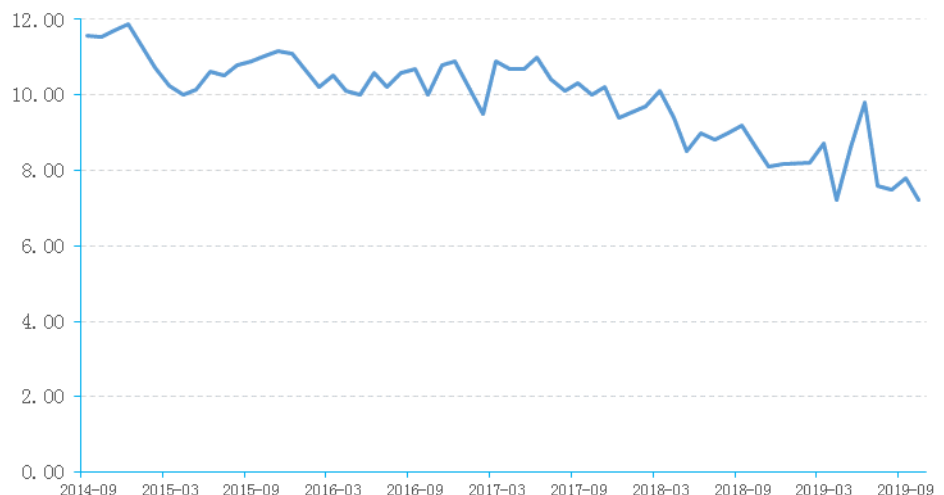


资料来源：iFinD，天风证券研究所

### 3.1.3. 10 月份社会消费品零售总额同比增长 7.2%

10 月份，社会消费品零售总额 38104 亿元，同比增长 7.2%。增速比上月回落 0.6 个百分点。其中，扣除汽车以外的社会消费品零售总额增长 8.3%。1—10 月份，社会消费品零售总额 334778 亿元，增长 8.1%，增速比 1-9 月份回落 0.1 个百分点。10 月份，按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 32744 亿元，增长 7.0%；乡村消费品零售额 5360 亿元，增长 8.6%。消费升级类商品较快增长。限额以上单位通讯器材类和体育娱乐用品类商品分别增长 22.9%和 11.5%，快于全部社会消费品零售总额增速 15.7 和 4.3 个百分点。国内旅游收入、全国电影票房总收入持续较快增长。

图 11：10 月份社会消费品零售总额同比增长 7.2%



资料来源：iFinD，天风证券研究所

### 3.1.4. 1-10 月份全国房地产开发投资同比增长 10.3%

1-10 月份，全国房地产开发投资 109603 亿元，同比增长 10.3%，增速比 1-9 月份回落 0.2 个百分点。其中，住宅投资 80666 亿元，增长 14.6%，增速回落 0.3 个百分点。1-10 月份，房地产开发企业房屋施工面积 854882 万平方米，同比增长 9.0%，增速比 1-9 月份加快 0.3 个百分点。1-10 月份，商品房销售面积 133251 万平方米，增速今年以来首次由负转正，同比增长 0.1%，1-9 月份为下降 0.1%。1-10 月份，房地产开发企业到位资金 145151 亿元，同比增长 7.0%，增速比 1-9 月份回落 0.1 个百分点。10 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 101.14，比 9 月份提高 0.06 点。

图 12：1-10 月全国房地产开发投资同比增长 10.3%

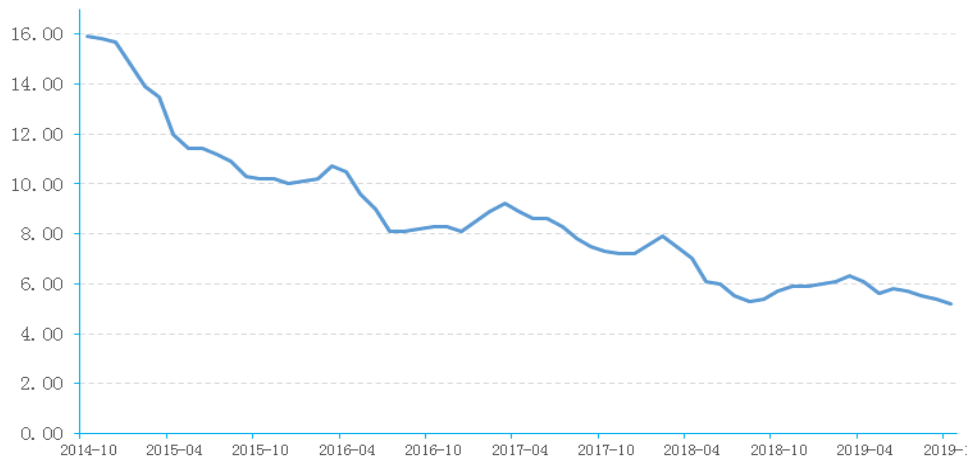


资料来源：iFinD，天风证券研究所

### 3.1.5. 1-10 月份，全国固定资产投资（不含农户）增长 5.2%

1-10 月份，全国固定资产投资（不含农户）510880 亿元，同比增长 5.2%。增速比 1-9 月份回落 0.2 个百分点。从环比速度看，10 月固定资产投资增长 0.4%。其中，民间投资 291522 亿元，同比增长 4.4%，增速比前 9 月回落 0.3 个百分点。其中，第一产业投资 11375 亿元，同比下降 2.4%，降幅比 1-9 月扩大 0.3 个百分点；第二产业投资 152020 亿元，增长 2.3%，增速加快 0.3 个百分点；第三产业投资 347485 亿元，增长 6.8%，增速回落 0.4 个百分点。

图 13：1 至 10 月份，全国固定资产投资（不含农户）增长 5.2%



资料来源：iFinD，天风证券研究所

### 3.1.6. Q3 货币政策执行报告发布

11月16日，央行公布19Q3货币政策执行报告。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，投资稳中趋稳，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。按照党中央、国务院决策部署，中国人民银行坚持金融服务实体经济的根本要求，实施稳健的货币政策，加强逆周期调节，加强结构调整，将改革和调控、短期和长期、内部均衡和外部均衡结合起来，用改革的办法疏通货币政策传导，促进降低社会综合融资成本，为实现“六稳”和经济高质量发展营造了适宜的货币金融环境。

图 14：前三季度货币政策执行报告内容对比

		货币政策执行报告对比-天风银行廖志明团队		
		19Q3	19Q2	19Q1
经济形势	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，投资稳中趋稳，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。结构调整持续推进，总供求基本平衡，工业、服务业较快增长，消费、投资稳步回升，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。	
定调	按照党中央、国务院决策部署，中国人民银行坚持金融服务实体经济的根本要求，实施稳健的货币政策，加强逆周期调节，加强结构调整，将改革和调控、短期和长期、内部均衡和外部均衡结合起来，用改革的办法疏通货币政策传导，促进降低社会综合融资成本，为实现“六稳”和经济高质量发展营造了适宜的货币金融环境。	面对复杂严峻的内外部形势，按照党中央、国务院决策部署，中国人民银行坚持稳中求进工作总基调，继续实施好稳健的货币政策的根本要求，保持宏观调控制度，继续实施好稳健的货币政策，主动作为、精准发力，保持货币信贷和社会融资规模平稳增长，促进信贷结构优化，扭转局部性社会信用收缩态势，缓解民营和小微企业融资难融资贵问题，稳妥化解中小银行流动性风险，深化金融供给侧结构性改革，为实现“六稳”和经济高质量发展营造了适宜的货币金融环境。	面对新情况和变化，按照党中央、国务院部署，中国人民银行坚持稳中求进工作总基调，坚持金融服务实体经济的根本要求，深化金融供给侧结构性改革，继续实施好稳健的货币政策，适时适度逆周期调节，疏通货币政策传导，着力解决融资难、融资贵问题，为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境。	
货币政策传导	一是畅通渠道，深化金融供给侧结构性改革，提高货币政策传导效率。8月17日中国人民银行宣布完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，疏通市场化利率传导渠道，推动银行改进经营行为，打破贷款利率隐性下限，促进降低企业融资成本。以永续债为突破口补充银行一级资本，开展央行票据互换操作对永续债发行予以支持。	一是保持定力，有效应对国内外不确定因素影响。稳健的货币政策保持松紧适度，抓住银行是货币创造主体及货币政策传导中的关键，缓解银行信贷供给面临的流动性、利率和资本约束。灵活运用存款准备金率、中期借贷便利、常备借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具保持流动性合理充裕，引导市场利率整体下行，疏通货币市场利率向信贷利率的传导，缓解利率约束。以永续债为突破口补充商业银行一级资本，创设并开展央行票据互换操作予以支持。	一是通过降低存款准备金率、灵活开展公开市场操作等，保持流动性合理充裕，货币市场利率平稳运行，货币信贷和社会融资规模合理增长。	
信贷政策	二是调节闸门，保持流动性合理充裕，引导货币供应量和社融规模合理增长。9月6日宣布全面降准0.5个百分点，释放资金约8000亿元。灵活运用中期借贷便利、常备借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具保持流动性合理充裕，保持货币市场利率平稳运行。三是精准滴灌，加大结构调整引导力度，支持民营、小微企业发展。继续发挥好再贷款、再贴现等工具引导信贷结构优化的作用。9月6日宣布对仅在省级行政区域内经营的城商行额外降准1个百分点，释放资金约1000亿元，发挥好宏观审慎评估（MPA）的作用，将定向降准领域使用降准资金发放民营、小微企业贷款情况纳入MPA考核，引导中小银行回归基层、服务实体。	二是精准发力，着力加大对实体经济的支持力度。发挥好再贷款、再贴现、定向降准和定向中期借贷便利操作等工具引导信贷结构优化的作用；推进金融供给侧结构性改革，构建“三档两优”存款准备金政策框架，引导中小银行回归基层、服务实体；调整普惠金融小微企业贷款考核口径扩大普惠金融定向降准优惠政策覆盖面；扩大民营企业债券融资支持工具试点。在宏观审慎评估中增设制造业中长期贷款和信用贷款等指标，调整小微和民营企业贷款指标，引导金融机构加大对实体经济信贷支持力度。	二是在保持总量适度的同时，运用和创新结构性货币政策工具，加强宏观审慎管理，促进信贷结构优化，调整普惠金融小微企业贷款考核口径扩大普惠金融定向降准优惠政策覆盖面；创设并开展定向中期借贷便利操作（TMLF），发挥好宏观审慎评估（MPA）的逆周期调节和结构引导作用，进一步加大MPA在引导信贷支持民营企业和小微企业等方面的作用；创设央行票据互换工具（CBS）并开展首次操作，为银行发行无固定期限资本债即永续债补充资本提供流动性支持。	
人民币汇率	五是为我为主，把握好内部均衡和外部均衡之间的平衡，有效应对外部冲击。8月5日，人民币汇率在市场化推动下“破7”，发挥了自动稳定器作用。人民币汇率在市场化供求基础上双向浮动，在合理均衡水平上保持了基本稳定。继续在香港常态化发行中央银行票据，进一步丰富香港市场短期高级人民币金融产品，促进离岸人民币市场发展，推动人民币国际化。	三是继续深化利率市场化改革，完善人民币汇率市场化形成机制。稳妥推进利率“两轨合一轨”，完善市场化的利率形成、调控和传导机制。人民币汇率以市场化供求为基础双向浮动，建立一篮子货币汇率变化、保持在合理均衡水平上的基本稳定。参与在香港发行中央银行票据的常态化机制，完善香港人民币债券收益率曲线。	三是继续深化利率市场化改革，完善人民币汇率市场化形成机制。稳妥推进利率“两轨合一轨”，完善市场化的利率形成、调控和传导机制，更好服务实体经济。人民币汇率以市场化供求为基础双向浮动，参考一篮子货币汇率变化，在合理均衡水平上保持了基本稳定。继续在香港发行中央银行票据，完善香港人民币收益率曲线。	
金融风险防范	四是精准拆弹，稳妥有序推进包商银行风险处置，防范化解金融风险。包商银行接管托管工作进展顺利，制止了金融违法违规行为，遏制住风险扩散，最大限度保护了客户合法权益，依法依规打破了刚性兑付，促进了金融市场的合理信用分层。中国人民银行建立了防范中小银行流动性风险的“四道防线”，通过货币政策操作及时稳定了市场信心，对保持货币、票据、债券等金融市场平稳运行发挥了重要作用。	四是坚守底线，防范化解重大金融风险。全面依法依规、稳妥有序地接管包商银行，最大限度保障了广大储户合法权益，有针对性地完善了再贴现、常备借贷便利、存款准备金和流动性再贷款四道防线，创新工具恢复同业信心，防范化解中小银行流动性风险，防范道德风险，有效维护市场稳定，切实防范风险外溢。		
货币政策成效	总体来看，稳健的货币政策成效显著，传导效率明显提升。9月末，M2同比增长8.4%，社会融资规模存量同比增长10.8%，M2和社会融资规模增速与前三季度名义GDP增速基本匹配并略高，体现了强化逆周期调节。前三季度人民币贷款新增13.6万亿元，同比多增4867亿元，多增部分主要投向民营和小微企业等薄弱环节。企业综合融资成本稳中有降，9月企业债券加权平均利率为3.33%，较上年高点下降1.26个百分点，其中民营企业债券加权平均利率较上年高点下降1.8个百分点，新发放企业贷款利率较上年高点下降0.36个百分点。9月末，CFETS人民币汇率指数为91.53，人民币汇率预期趋于平稳。主要宏观经济指标保持在合理区间，前三季度国内生产总值（GDP）同比增长6.2%，居民消费价格（CPI）同比上涨2.5%。	总体来看，稳健的货币政策取得了较好成效。银行体系流动性合理充裕，货币市场利率保持平稳；货币供应、社会融资规模适度增长，金融机构贷款增长较快，信贷结构继续改善，金融对实体经济特别是民营、小微企业的支持力度较为稳固，在推动高质量发展中及时防范化解重点领域金融风险。6月末，M2同比增长8.5%，社会融资规模存量同比增长10.9%，与名义GDP增速基本匹配。上半年人民币贷款新增7.7万亿元，同比多增6440亿元，多增部分主要投向民营和小微企业等薄弱环节。6月，企业贷款加权平均利率较上年高点下降0.32个百分点。6月末，CFETS人民币汇率指数为92.66，人民币汇率预期平稳。主要宏观经济指标保持在合理区间，上半年国内生产总值（GDP）同比增长6.3%，居民消费价格（CPI）同比上涨2.2%。	总体来看，政策效果逐步显现，有效应对了社会信用收缩压力，保持了流动性合理充裕和货币信贷合理增长，改善了市场预期，促进了国民经济实现平稳开局。2019年以来，M2和社会融资规模增速分别保持在8%和10%以上，与名义GDP增速基本匹配。第一季度人民币贷款新增5.8万亿元，同比多增9526亿元，多增部分主要投向民营和小微企业等薄弱环节。3月末，CFETS人民币汇率指数为95.04，人民币汇率预期平稳。主要宏观经济指标保持在合理区间，第一季度，国内生产总值（GDP）同比增长6.4%，居民消费价格（CPI）同比上涨1.8%。	
中国宏观经济展望	当前，中国经济保持平稳发展的有利因素较多，三大攻坚战取得实质性进展，供给侧结构性改革不断深化，总供求基本平衡，经济增长保持韧性，改革开放有力推进，宏观政策效果逐步显现，不存在持续通胀或通缩的基础，但全球经济下行压力加大，主要经济体货币政策空间有限，外部不确定不稳定因素增多，我国发展长期、短期、内外因素变化带来较多风险挑战，国内经济下行压力持续加大，内生增长动力还有待进一步增强，食品价格指数同比上涨幅度较大，未来一段时间需警惕通胀超预期风险。	当前，中国经济保持平稳发展的有利因素较多，三大攻坚战进展良好，供给侧结构性改革不断深化，改革开放有力推进，经济增长保持韧性，宏观政策效果逐步显现，但世界经济形势仍然错综复杂，外部不确定不稳定因素增多。我国发展长期、内外因素变化带来的风险挑战增多，国内经济下行压力加大，内生增长动力还有待进一步增强，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，采取短期和长期相结合、微观与宏观相结合的针对性措施，推动形成有效的最终需求和新的增长点。	当前，中国经济保持平稳发展的有利因素较多，三大攻坚战进展良好，供给侧结构性改革不断深化，改革开放有力推进，经济增长保持韧性，宏观政策效果逐步显现，但世界经济形势仍然错综复杂，外部不确定因素较多，我国发展长期、内外因素变化带来的风险挑战增多，国内经济仍存在下行压力，内生增长动力还有待进一步增强，这些因既有周期性的，但更多是结构性的、体制性的，必须保持定力、增强耐力，勇于攻坚克难。	
下一阶段主要政策思路	下一阶段，中国人民银行将以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党中央、国务院决策部署，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，实施好稳健的货币政策，保持定力，把握好政策力度和节奏，加强逆周期调节，加强结构调整，妥善应对经济短期下行压力，坚决不高大水漫灌，保持广义货币M2和社会融资规模增速与名义GDP增速相匹配，注重预期引导，防止通胀超预期风险，保持物价水平总体稳定，坚持用市场化改革方法降低实体经济融资成本，推动银行更多运用LPR，引导金融机构加大对实体经济特别是民营、小微企业的支持，健全可持续发展的资本补充体制机制，重点支持中小银行多渠道补充资本，优化资本结构，协调好本外币政策，处理好内部均衡和外部均衡之间的平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，加强风险防范，坚持推动高质量发展中防范化解金融风险，精准有效处置重点领域风险，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，形成供给体系、需求体系和金融体系之间的三角良性循环。	下一阶段，中国人民银行将继续以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党中央、国务院决策部署，坚持新发展理念，坚持推进改革开放，统筹推进国内国际两个大局，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内在需求为牵引，在推动高质量发展中防范化解风险，稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，适时适度实施逆周期调节，引导广义货币M2和社会融资规模增速与名义GDP增速相匹配，加强宏观政策协调配合，疏通货币政策传导，创新货币政策和工具，引导金融机构加大对制造业、民营企业的中长期融资，更好地发挥贷款市场报价利率（LPR）在实际利率形成中的引导作用，降低小微企业融资实际利率，加强预期引导，稳定市场预期，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，健全宏观审慎管理，与金融微观审慎监管、功能监管和行为监管形成合力，促进金融市场体系健康有序运行，协调好本外币政策，处理好内部均衡和外部均衡之间的平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，深化金融供给侧结构性改革，加快完善金融体系内在功能，形成实体经济供给体系、需求体系与金融体系之间的三角良性循环。	下一阶段，中国人民银行将按照党中央、国务院部署，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚持稳中求进工作总基调，落实“巩固、增强、提升、畅通”八字方针，注重以供给侧结构性改革的办法满足需求，坚持结构性去杠杆，稳健的货币政策保持松紧适度，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，注重保持货币信贷合理增长、优化信贷结构和防范金融风险之间的平衡，创新货币政策工具，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，协调好本外币政策，处理好内部均衡和外部均衡之间的平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，深化金融供给侧结构性改革，扩大对外开放，通过增加供给和竞争改革金融服务，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之间形成三角良性循环，促进国民经济整体良性循环。	

资料来源：央行官网，天风证券研究所

### 3.1.7. 国务院常务会要求做好“六稳”工作和深化投融资体制改革

国务院总理李克强 11 月 13 日主持召开国务院常务会议，会议要求做好“六稳”工作和深化投融资体制改革，会议决定，完善固定资产投资项目资本金制度，做到有保有控、区别对待，促进有效投资和加强风险防范有机结合。主要内容有如下三个方面。一是**降低部分基础设施项目最低资本金比例**。将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%。对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点。二是**基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目**，可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金，但不得超过项目资本金总额的 50%。地方政府可统筹使用财政资金筹集项目资本金。三是**严格规范管理，强化风险防范**。项目借贷资金和不合规的股东借款、“名股实债”等不得作为项目资本金，筹措资本金不得违规增加地方政府隐性债务，不得违反国有企业资产负债率相关要求，不得拖欠工程款。

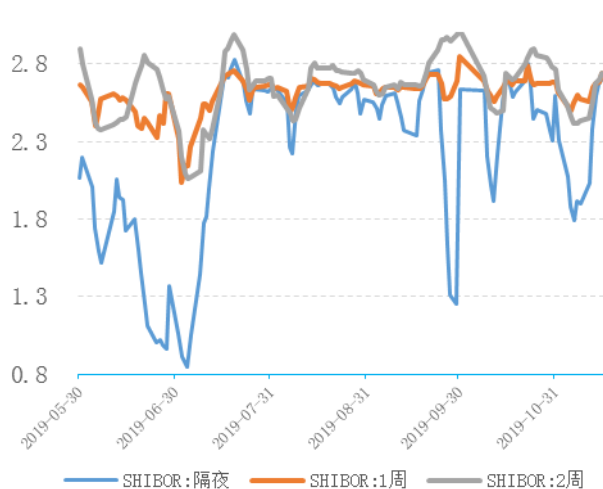
### 3.1.8. 雄安新区启动区内建“金融岛”探索金融监管沙盒机制

11 月 13 日，中国（河北）自贸试验区在上海举办推介活动，透露河北自贸区雄安片区内将建设总用地面积约 2.5 平方公里的“金融岛”，探索金融监管“沙盒机制”。这个金融岛与陆家嘴核心区、前滩地区的面积大体相当，地上建筑体量也在 500 万平方米左右。根据河北自贸试验区总体方案和雄安新区总体规划，预计该金融岛将吸引央行等功能性机构和大批金融企业入驻，设立资本市场学院（雄安）、雄安银行、雄安股权交易所并开展股权众筹融资，建设雄安金融科技中心。

## 3.2. 最新一周（11 月 11 日-11 月 15 日）资金价格变化一览

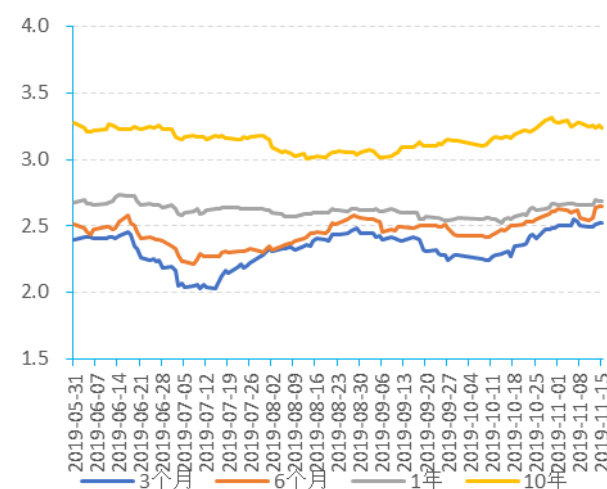
本周隔夜 SHIBOR 大幅上升,国债到期短期收益率本周继续平稳运行。11 月初,隔夜 SHIBOR 开始出现连续下跌,下跌至 1.90%低点后触底反弹,之后又大幅度上升,随后隔夜 SHIBOR 在最近的一周里大幅 ,隔夜 SHIBOR 在周五上升至 2.693%,比上周末上升 0.791%;1 周、2 周 SHIBOR 在本周内也出现上升,11 月 15 日,SHIBOR 隔夜、一周期、两周期分别为 2.693%、2.737%、2.742%。3 个月、6 个月、1 年期国债到期收益率本周小幅上涨,11 月 15 日,3 个月、6 个月、1 年期、10 年期国债到期收益率分别为 2.5185%、2.6508%、2.6877%、3.2355%。

图 15: 隔夜 SHIBOR 本周大幅上升 (%)



资料来源: iFind, 天风证券研究所

图 16: 国债短期到期收益率小幅上升 (%)



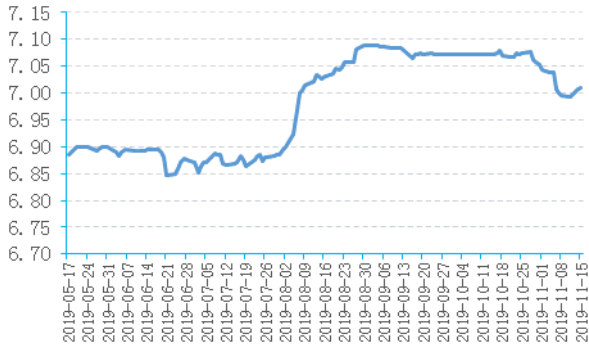
资料来源: iFind, 天风证券研究所

美元兑人民币汇率(中间价)本周平稳运行。美元兑人民币汇率(中间价)从 11 月初开始

下降,本周一,汇率跌至 6.9933,之后美元对人民币(中间价)略有攀升,但总体平稳,11月15日美元兑人民币汇率(中间价)为 7.0091。本周趋势平稳,维持在 6.99-7.01 附近小幅波动。

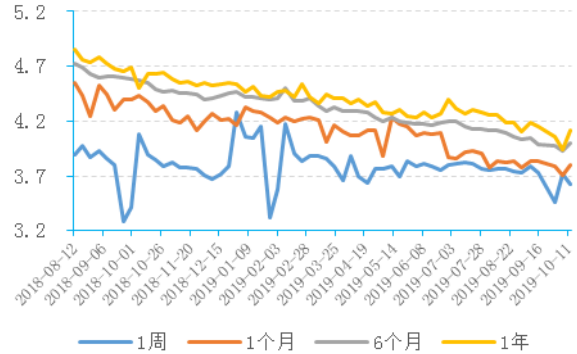
**理财产品预期年收益率有升有降。**1 周年预期收益率上升 4 个 bp 至 3.66%,1 个月年预期收益率上升 1 个 bp 至 3.77%,1 年期年预期收益率上升 1bp 至 4.05%,6 个月年预期收益率下降 3bp 至 3.93。

图 17: 本周美元兑人民币汇率(中间价)(元)



资料来源: iFind, 天风证券研究所

图 18: 理财产品预期年收益率(%)



资料来源: iFind, 天风证券研究所

## 4. 一周公司信息拾萃

### 4.1. 浙商银行正式启动申购

11 月 14 日,浙商银行正式启动申购,网下与网上发行申购同步进行。公告显示,浙商银行 A 股股票简称为“浙商银行”,股票代码为“601916”,该代码同时用于本次发行的初步询价及网下申购。本次发行网上申购简称为“浙银申购”,申购代码为“780916”。此次回归 A 股后,浙商银行将成为 A 股第 35 家上市银行、第 13 家 A+H 的上市银行、第 9 家股份制银行。目前还没有在 A 股上市的股份行仅有广发银行、恒丰银行、渤海银行 3 家。

### 4.2. 上海银行、浦发等机构被央行处罚

近日因违反清算管理规定、违反反洗钱法,违反支付业务规定等规定上海浦东发展银行北京分行、上海银行、中国进出口银行北京分行、深圳瑞银信信息技术有限公司、平安付电子支付有限公司等多家银行和支付机构被央行处罚,累计处罚近 762 万。

## 5. 本周观点: 12 月银行股行情仍可期待

近期,金融数据及经济数据较为低迷,使得市场对经济的担忧上升,叠加此前银行板块涨幅尚可,银行板块有所回调。

回溯以往十余年,12 月银行股上涨概率大,估值切换行情仍可期待。此外,中美摩擦缓和或持续,政策托底意味明显,经济阶段性企稳预期升温。2020 年银行股或开启估值提升之旅。

个股继续坚定推荐二线龙头-低估值且基本面较好或反转的兴业、工行、光大及成都杭州,建议关注基本面反转的浦发及北京银行。11 月首推兴业银行。

表 2: A 股上市银行估值表(截至 11 月 17 日)

	收盘价		PE			PB			股息率
	(元/股)	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
工商银行	5.79	6.93	6.63	6.36	0.92	0.81	0.72	4.32%	
建设银行	7.15	7.02	6.70	6.42	0.94	0.86	0.78	4.28%	
农业银行	3.57	6.16	5.90	5.66	0.79	0.72	0.64	4.87%	
中国银行	3.61	5.90	5.63	5.37	0.70	0.64	0.57	5.10%	
交通银行	5.51	5.56	5.29	4.97	0.64	0.59	0.55	5.44%	
招商银行	36.83	11.53	10.28	9.22	1.84	1.63	1.39	2.55%	
中信银行	6.09	6.69	6.02	5.40	0.74	0.68	0.61	3.78%	
浦发银行	12.15	6.38	5.82	5.28	0.81	0.72	0.63	2.88%	
民生银行	6.10	5.31	5.06	4.87	0.65	0.60	0.53	5.66%	
兴业银行	19.47	6.67	6.20	5.49	0.92	0.83	0.72	3.54%	
光大银行	4.25	6.63	6.11	5.59	0.78	0.69	0.62	3.79%	
华夏银行	7.45	5.50	5.23	4.74	0.58	0.52	0.47	2.34%	
平安银行	16.34	11.30	9.69	7.98	1.27	1.14	1.01	0.89%	
北京银行	5.58	5.90	5.46	5.10	0.68	0.62	0.56	5.13%	
南京银行	8.55	6.55	5.71	4.98	1.07	0.95	0.84	4.58%	
宁波银行	28.15	13.11	11.59	10.18	2.27	2.02	1.75	1.42%	
上海银行	9.13	5.53	6.28	5.53	0.71	0.82	0.74	4.93%	
杭州银行	8.95	8.48	7.09	5.97	0.97	0.86	0.76	2.79%	
江苏银行	7.03	6.21	5.41	4.73	0.79	0.72	0.63	4.84%	
长沙银行	8.74	6.68	6.02	5.48	0.96	0.86	0.74	3.20%	
成都银行	8.53	6.63	5.64	4.82	0.99	0.88	0.77	4.10%	
贵阳银行	9.27	5.81	5.25	4.68	0.71	0.89	0.75	4.31%	
江阴银行	4.36	8.99	8.48	7.90	0.76	0.71	0.66	1.15%	
无锡银行	5.27	8.89	7.90	7.06	0.95	0.85	0.77	3.42%	
常熟银行	8.36	12.73	12.56	10.40	1.55	1.33	1.22	2.15%	
张家港行	5.72	12.38	10.59	9.08	1.09	1.02	0.92	2.62%	
苏农银行	5.00	8.57	7.37	6.30	0.81	0.74	0.66	2.00%	
27 家上市行平均		7.71	7.03	6.28	0.96	0.88	0.78	3.56%	
16 家上市行平均		7.32	6.71	6.10	0.97	0.88	0.77	3.79%	
国有行		6.31	6.03	5.76	0.80	0.72	0.65	4.80%	
股份行		7.50	6.80	6.07	0.95	0.85	0.75	3.18%	
城商行		7.21	6.49	5.72	1.02	0.96	0.84	3.92%	
农商行		10.31	9.38	8.15	1.03	0.93	0.84	2.27%	

数据来源：银行财报，天风证券研究所

## 6. 风险提示

经济下行导致银行资产质量恶化、中美贸易战失控。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com