

# 银行业

## 稳量降价调结构

### —评央行货币信贷形势座谈会

#### 核心观点:

- 2019年11月19日,央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会,研究当前货币信贷形势,部署下一步货币信贷工作。我们点评如下:
- **确保政策执行落地。**本次座谈会的政策方向描述与近期发布的2019年三季度货币执行报告措辞一致,并无特殊新增要求,本次会议的主要诉求可能是强化金融机构政策意识,确保政策执行落地。
- **货币信用政策最终会落脚在量、价、结构三个方面**
- **量要稳:**今年信用总量环境较去年明显好转。10月末存量社融增速10.7%,较前三个季度名义GDP增速高约2.8个百分点。我们测算2019年三季度末,我国宏观杠杆率251.8%,较去年底上升约7.4个百分点,较2019半年末上升约1.2个百分点。央行表示目前“M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速基本匹配并略高一些”,当前的总量信用环境可能处于政策合意区间,预计后续社融增速稳中略降,较名义GDP增速高约2%-2.5%可能是政策合意目标值。
- **价要降:**央行公布,9月,贷款加权平均利率为5.62%,比6月下降0.04个百分点。其中,一般贷款加权平均利率为5.96%,比6月上升0.02个百分点。整体利率略有下降,但主要是票据利率贡献,更能代表实体经济感受的一般贷款加权平均利率反而略有上升。
- 从我们近期调研反馈来看,贷款利率下行有限主要原因有二,一是三季度基建类、置换类信贷资产占比有所上升,平均贷款久期有所拉长,拉高平均利率。二是目前银行负债端成本刚性对贷款收益率下行形成一定制约,背后一方面同业利率低位横盘一段时期后,前期红利逐渐消退;另一方面利率市场化进程中,存款利率下行刚性。近期央行下调MLF和OMO利率,也是为缓解银行负债压力的一种政策应对。
- **结构要更合理:**央行表示“局部性社会信用收缩压力依然存在”,近期信用风险暴露较多的民营企业及部分区域信用供给不足。这一现象可能是金融体系市场化的一种体现,但可能与逆周期调节的政策诉求相背离。信贷结构调整可能是未来货币政策重点和难点。
- **展望未来:**我们预计后续量上社融增速稳中趋降,价上LPR报价和实际贷款利率在央行降息引导下趋势下行,结构上结构性信用政策会继续加码。就资本市场流动性而言,目前政策和通胀环境下,需要降低总量舒适的预期,但可以提高对利率中枢继续下行的期待。
- **风险提示:**1.非标压缩超预期,导致部分行业风险暴露;2.经济增速下行超预期,导致银行资产质量大幅恶化。3.年底部分流动性考核指标达标要求可能带来的流动性波动风险。

#### 行业评级

买入

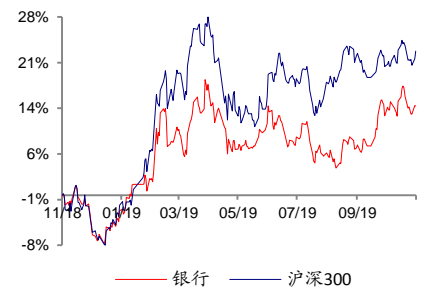
前次评级

买入

报告日期

2019-11-20

#### 相对市场表现



分析师:

倪军



SAC 执证号: S0260518020004



021-60750604



nijun@gf.com.cn

分析师:

屈俊



SAC 执证号: S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915



qujun@gf.com.cn

请注意,倪军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究:

银行业:行业利润增速回落,中小银行承压明显	2019-11-17
银行业:季末翘尾是波动,缓慢下行是趋势—2019年10月金融数据跟踪	2019-11-11
银行业:货币中性,改革深化	2019-11-10

联系人:

王先爽 021-60750604

wangxianshuang@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
工商银行	601398.SH	CNY	5.85	2019/10/26	买入	6.58	0.86	0.90	6.80	6.50	0.85	0.77	13.08	12.46
建设银行	601939.SH	CNY	7.19	2019/10/31	增持	8.19	1.05	1.11	6.85	6.48	0.86	0.78	13.23	12.64
农业银行	601288.SH	CNY	3.60	2019/10/27	买入	4.24	0.60	0.62	6.00	5.81	0.72	0.66	12.49	11.97
中国银行	601988.SH	CNY	3.63	2019/10/31	买入	4.50	0.62	0.64	5.85	5.67	0.64	0.59	11.43	11.61
招商银行	600036.SH	CNY	37.52	2019/10/31	买入	36.45	3.60	4.06	10.42	9.24	1.65	1.45	16.83	16.73
中信银行	601998.SH	CNY	6.11	2019/10/18	买入	7.17	0.95	1.01	6.43	6.05	0.68	0.63	11.05	10.80
浦发银行	600000.SH	CNY	12.23	2019/10/30	买入	13.46	2.06	2.25	5.94	5.44	0.73	0.65	12.93	12.67
兴业银行	601166.SH	CNY	19.84	2019/10/30	买入	23.74	3.11	3.36	6.38	5.90	0.84	0.75	13.87	13.38
光大银行	601818.SH	CNY	4.33	2019/10/31	买入	5.41	0.70	0.78	6.19	5.55	0.72	0.65	12.16	12.30
平安银行	000001.SZ	CNY	16.41	2019/10/22	买入	17.21	1.61	1.84	10.19	8.92	1.14	1.02	11.89	12.10
北京银行	601169.SH	CNY	5.61	2019/10/30	买入	7.04	0.99	1.07	5.67	5.24	0.62	0.57	11.47	11.36
上海银行	601229.SH	CNY	9.21	2019/10/28	买入	10.27	1.38	1.58	6.67	5.83	0.83	0.75	13.16	13.54
宁波银行	002142.SZ	CNY	29.00	2019/10/31	买入	28.22	2.49	2.95	11.65	9.83	1.83	1.58	17.89	17.24
南京银行	601009.SH	CNY	8.61	2019/10/31	买入	10.08	1.51	1.66	5.70	5.19	0.94	0.83	17.53	17.02
杭州银行	600926.SH	CNY	9.03	2019/10/25	买入	9.21	1.16	1.39	7.78	6.50	0.88	0.79	11.94	12.85
常熟银行	601128.SH	CNY	8.61	2019/10/27	买入	9.54	0.80	0.95	10.76	9.06	1.21	1.09	12.69	12.65
工商银行	01398.HK	HKD	5.80	2019/10/26	买入	6.11	0.86	0.90	6.05	5.78	0.75	0.69	13.08	12.46
建设银行	00939.HK	HKD	6.42	2019/10/31	买入	6.97	1.05	1.11	5.49	5.19	0.69	0.63	13.23	12.64
农业银行	01288.HK	HKD	3.26	2019/10/27	买入	3.74	0.60	0.62	4.88	4.72	0.59	0.54	12.49	11.97
中国银行	03988.HK	HKD	3.25	2019/10/31	买入	3.93	0.62	0.64	4.70	4.56	0.52	0.48	11.43	11.61
招商银行	03968.HK	HKD	39.10	2019/10/31	持有	35.42	3.60	4.06	9.75	8.64	1.54	1.36	16.83	16.73
中信银行	00998.HK	HKD	4.54	2019/10/18	买入	5.95	0.95	1.01	4.29	4.03	0.45	0.42	11.05	10.80
中国光大 银行	06818.HK	HKD	3.60	2019/10/31	买入	4.35	0.70	0.78	4.62	4.14	0.54	0.49	12.16	12.30
邮储银行	01658.HK	HKD	4.68	2019/10/30	买入	5.39	0.69	0.77	6.78	6.07	0.81	0.74	12.56	12.61
重庆农村 商业银行	03618.HK	HKD	3.65	2019/9/17	买入	4.78	1.07	1.24	3.41	2.95	0.46	0.41	14.21	14.59

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, A+H 股上市银行的业绩预测一致, 且货币单位均为人民币元; 对应的 H 股 PE 和 PB 估值, 为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

## 目录索引

事件点评：稳量降价调结构 .....	4
风险提示 .....	5

## 事件点评：稳量降价调结构

**事件：**2019年11月19日，央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，研究当前货币信贷形势，部署下一步货币信贷工作。

**我们点评如下：**

**确保政策执行落地。**整体来看，本次座谈会的政策方向描述与近期发布的2019年三季度货币执行报告措辞一致，并无特殊新增要求。考虑到大型商业银行是货币政策落地的重要执行主体，本次会议的主要诉求可能是强化金融机构政策意识，确保政策执行落地。

**货币信用政策最终会落脚在量、价、结构三个方面，近期政策精神如下。**

**量要稳** 今年以来，信用总量环境较去年明显好转。10月底，存量社融增速10.7%，较前三个季度名义GDP增速高约2.8个百分点。我们测算2019年三季度末，我国宏观杠杆率251.8%，较去年底上升约7.4个百分点，较2019半年末上升约1.2个百分点。

央行表示目前“M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速基本匹配并略高一些”，这可能意味着当前的总量信用环境处于政策合意区间，预计后续社融增速稳中略降，较名义GDP增速高约2%-2.5%可能是政策合意目标值。

**价要降：**央行公布，9月，贷款加权平均利率为5.62%，比6月下降0.04个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为5.96%，比6月上升0.02个百分点。整体利率略有下降，但主要是票据利率贡献，更能代表实体感受的一般贷款加权平均利率反而略有上升。

从我们近期调研反馈来看，贷款利率下行有限主要原因有二，一是三季度基建类、置换类信贷资产占比有所上升，平均贷款久期有所拉长，拉高平均利率，影响相对短期，预计后续环比影响会弱化。二是目前银行负债端成本刚性对贷款收益率下行形成一定制约，背后一方面是同业利率低位横盘一段时期后，前期红利逐渐消退；另一方面利率市场化进程中，存款利率下行刚性。**近期央行下调MLF和OMO利率，也是为缓解银行负债压力的一种政策应对。**

**结构要更合理：**央行表示“局部性社会信用收缩压力依然存在”，近期信用风险暴露较多的民营企业和部分区域信用供给不足。这一现象可能是金融体系市场化的一种体现，但与逆周期调节的政策诉求相背离。信贷结构调整可能是未来货币政策重点和难点。

**展望未来：**我们预计后续量上社融增速稳中趋降，价上LPR报价和实际贷款利率在央行降息引导下趋势下行，结构上结构性信用政策会继续加码。**就资本市场流动性而言，目前政策和通胀环境下，需要降低总量舒适的预期，但可以提高对利率中枢继续下行的期待。**

## 风险提示

1. 非标压缩超预期，导致部分行业风险暴露；
2. 经济增速下行超预期，导致银行资产质量大幅恶化；
3. 年底部分流动性考核指标达标要求可能带来的流动性波动风险。

## 广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 万 思 华：资深分析师，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 王 先 爽：联系人，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 李 佳 鸣：联系人，南加州大学金融工程硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与建设银行(601939)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与工商银行(601398)公司有投资银行业务关系。
- (3) 广发证券在过去 12 个月内与建设银行(00939)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。