

银行行业

2020 年流动性展望与我们的方法论

行业评级

买入

前次评级

买入

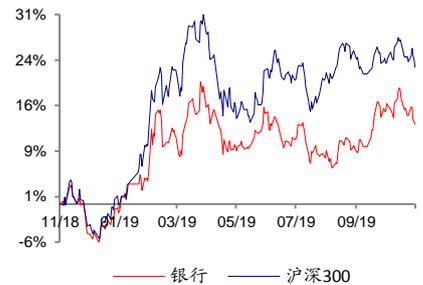
报告日期

2019-11-23

核心观点:

- **银行研究和与流动性观察。**银行的利润源自实体，我们需要感知实体流动性状况，以判断银行信贷需求、资产收益率走势和资产质量趋势。同时，把握住金融市场利率波动这一领先快变量，是在判断中周期方向后，年度选择不同类型银行的重要依据。比如，2017~2019 金融市场利率巨大波动带来的大小银行同业负债成本与资产收益的滞后变化差异。
- **银行间、实体和股市流动性。**银行体系是广义流动性的源头。一定程度上，我们可以认为银行间、股市乃至整个资本市场的流动性是实体流动性的冗余项。各个市场流动性取决于货币政策、信用政策、实体经济状况的不同组合，而这三个要素由于季节性，呈现出较为明显年内周期性，导致流动性微观周期的存在。具体流动性观察情景和微观周期组合表见正文，更详细阐述参见我们前期流动性系列报告。
- **2019 年回溯：财政信用扩张回升与节奏前移。**2019 年前三季度，广义流动性环境要好于去年，符合去年底我们的判断。几个流动性市场处于我们分析框架里面情景 2 和 5 的折中环境，股、债、实体流动性感受都比较舒适，与 2018 年的情景 1 形成明显对比，
- **2019Q4 展望：**微观周期节奏上，四季度实体和股市流动性偏紧，银行间流动性偏中性。但由于通胀、财政信贷节奏、中小行流动性风险等原因，2019Q4 流动性偏紧程度更大，预计银行板块相对收益明确。
- **2020Q1 展望：**微观周期节奏上，一季度实体和股市流动性偏宽，银行间流动性偏中性。但由于通胀约束货币政策、上年财政信贷的高基数、春节前移、资管新规过渡期截止年等因素叠加，可能会导致 2020Q1 流动性宽松程度低于季节性，且不确定较高，银行板块配置价值可以延续。
- **2020 年展望：**货币政策上半年主动宽松的意愿和能力有限，下半年宽松概率较大。信用扩张在 2020 年将面临资本金偏紧、影子银行收缩和中小银行缩表三种约束，预计社融增速继续下滑。实体需求方面预计上半年企稳略有回升，而下半年回落。这一组合下，预计全年广义流动性环境与 2019 年相仿略有偏紧，上半年可能同比偏弱，下半年同比偏好。
- **更长周期来看，**未来依赖增量信用扩张带来资本市场流动性充裕的模式逐渐式微，银行理财子公司落地带动的存量财富转移，如果经济能软着陆下台阶找到潜在增长率中枢，2020 年下半年广义流动性环境可能趋势性改善，同时资本市场增量资金风险偏好可能对银行板块估值形成支撑，行业配置价值逐步提升。
- **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；4.中小银行风险暴露超预期。

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:

- 银行行业:稳量降价调结构— 2019-11-20
- 评央行货币信贷形势座谈会
- 银行行业:行业利润增速回落，中小银行承压明显 2019-11-17
- 银行行业: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

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	5.71	2019/10/26	买入	6.58	0.86	0.90	6.64	6.34	0.83	0.75	13.08	12.46
建设银行	601939.SH	CNY	7.14	2019/10/31	增持	8.19	1.05	1.11	6.80	6.43	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	3.61	2019/10/31	买入	4.50	0.62	0.64	5.82	5.64	0.64	0.59	11.43	11.61
招商银行	600036.SH	CNY	36.23	2019/10/31	买入	36.45	3.60	4.06	10.06	8.92	1.59	1.40	16.83	16.73
中信银行	601998.SH	CNY	6.01	2019/10/18	买入	7.17	0.95	1.01	6.33	5.95	0.67	0.62	11.05	10.80
浦发银行	600000.SH	CNY	11.99	2019/10/30	买入	13.46	2.06	2.25	5.82	5.33	0.71	0.64	12.93	12.67
兴业银行	601166.SH	CNY	19.07	2019/10/30	买入	23.74	3.11	3.36	6.13	5.68	0.80	0.72	13.87	13.38
光大银行	601818.SH	CNY	4.18	2019/10/31	买入	5.41	0.70	0.78	5.97	5.36	0.70	0.63	12.16	12.30
平安银行	000001.SZ	CNY	15.59	2019/10/22	买入	17.21	1.61	1.84	9.68	8.47	1.09	0.97	11.89	12.10
北京银行	601169.SH	CNY	5.55	2019/10/30	买入	7.04	0.99	1.07	5.61	5.19	0.62	0.57	11.47	11.36
上海银行	601229.SH	CNY	9.24	2019/10/28	买入	10.27	1.38	1.58	6.70	5.85	0.84	0.75	13.16	13.54
宁波银行	002142.SZ	CNY	27.60	2019/10/31	买入	28.22	2.49	2.95	11.08	9.36	1.74	1.50	17.89	17.24
南京银行	601009.SH	CNY	8.36	2019/10/31	买入	10.08	1.51	1.66	5.54	5.04	0.91	0.80	17.53	17.02
杭州银行	600926.SH	CNY	8.72	2019/10/25	买入	9.21	1.16	1.39	7.52	6.27	0.85	0.76	11.94	12.85
常熟银行	601128.SH	CNY	8.22	2019/10/27	买入	9.54	0.80	0.95	10.28	8.65	1.15	1.04	12.69	12.65
工商银行	01398.HK	HKD	5.66	2019/10/26	买入	6.11	0.86	0.90	5.92	5.66	0.74	0.67	13.08	12.46
建设银行	00939.HK	HKD	6.33	2019/10/31	买入	6.97	1.05	1.11	5.42	5.13	0.68	0.62	13.23	12.64
农业银行	01288.HK	HKD	3.21	2019/10/27	买入	3.74	0.60	0.62	4.81	4.66	0.58	0.53	12.49	11.97
中国银行	03988.HK	HKD	3.20	2019/10/31	买入	3.93	0.62	0.64	4.64	4.50	0.51	0.47	11.43	11.61
招商银行	03968.HK	HKD	38.15	2019/10/31	持有	35.42	3.60	4.06	9.53	8.45	1.51	1.33	16.83	16.73
中信银行	00998.HK	HKD	4.43	2019/10/18	买入	5.95	0.95	1.01	4.19	3.94	0.44	0.41	11.05	10.80
中国光大 银行	06818.HK	HKD	3.52	2019/10/31	买入	4.35	0.70	0.78	4.52	4.06	0.53	0.48	12.16	12.30
邮储银行	01658.HK	HKD	4.67	2019/11/7	买入	5.39	0.69	0.77	6.76	6.06	0.81	0.74	12.56	12.61
重庆农村 商业银行	03618.HK	HKD	3.53	2019/9/17	买入	4.78	1.07	1.24	3.30	2.85	0.44	0.39	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

一、我们的框架：银行与流动性.....	5
1.1 银行研究与流动性观察的关系.....	5
1.2 银行间、实体和股市流动性.....	7
1.3 流动性趋势与微观周期的观察.....	8
二、2019 年回溯：财政信用扩张与节奏前移.....	10
三、2019Q4 展望：流动性偏紧程度可能高于季节性.....	12
四、2020Q1 展望：流动性偏宽程度可能弱于季节性.....	14
五、2020 年展望：上下半年流动性环境或有不同.....	15
5.1 货币政策：下半年通胀约束有望缓和.....	15
5.2 信用扩张：可能面临多重约束.....	16
5.3 实体需求：名义和实际的分离与收敛.....	20
5.4 2020 展望：上半年同比偏紧，下半年同比偏松.....	20
5.5 更长周期：存量财富转移提升银行板块配置价值.....	21
风险提示.....	23

图表索引

图 1: 银行利润源自实体.....	6
图 2: 银行借助实体实现规模扩张和资本累积, 实体借助银行实现流动性周转和杠杆扩张.....	6
图 3: 从基础货币、存款创造与金融市场流动性循环.....	7
图 4: 银行与货币创造、转移与消失.....	8
图 5: 2017 年以来 A 股和债市表现.....	11
图 6: 通胀预期可能会对 2020 上半年货币政策形成约束.....	16
图 7: 2020 年社融趋势预测.....	17
图 8: 信托贷款、委托贷款与银行理财投资非标变化情况 (万亿).....	17
图 9: 银行表内影子银行规模趋势 (万亿).....	18
图 10: 城商行资产增速快速下降 (%).....	18
图 11: 商业银行核心一级资本充足率低位徘徊 (%).....	19
图 12: 商业银行体系内生资本或难以支撑当前风险资产增速 (%).....	19
图 13: 名义和实际 GDP 增速的分离与收敛.....	20
图 14: 无风险利率下行会带动定价有效前沿再平衡.....	22
图 15: 申万行业指数: P/B 与 ROE (2019-11-22, 2019Q3).....	22
图 16: 申万行业指数: P/E 与股息率 (TTM, 2019-11-22).....	23
表 1: 货币、信用、经济组合下不同市场流动性情况.....	9
表 2: 流动性微观周期总结.....	9
表 3: 2018 年和 2019 年流动性因素组合.....	10
表 4: 市场微观周期表现: Wind 全 A.....	11
表 5: 市场微观周期表现: 10 年期国债到期收益率 (%).....	12
表 6: 2019 年财政支出前移明显: 公共财政.....	13
表 7: 2019 年财政支出前移明显: 政府性基金.....	13
表 8: 2019 年信贷支出前移明显, 可能类似 2016 年.....	14
表 9: 2019Q4 市场流动性偏紧可能超季节性, 2020 年 Q4 流动性偏松可能低于季节性.....	15
表 10: 2020 年流动性环境组合: 上下半年或有不同.....	21

2020年流动性展望和近期银行调研情况已在前期周报中进行过总结，本篇报告主要对我们银行研究和流动性观察逻辑进行了概述，回溯了2019年流动性环境，并对后续流动性环境进行了展望。

我们的银行业和流动性研究框架在前期银行业方法论、系列策略报告和流动性系列报告中已经详细阐述，本篇报告主要是总结概述。

一、我们的框架：银行与流动性

1.1 银行研究与流动性观察的关系

作为银行研究团队，我们对广义流动性环境始终保持高度敏感，一方面是需要，另一方面是可行。

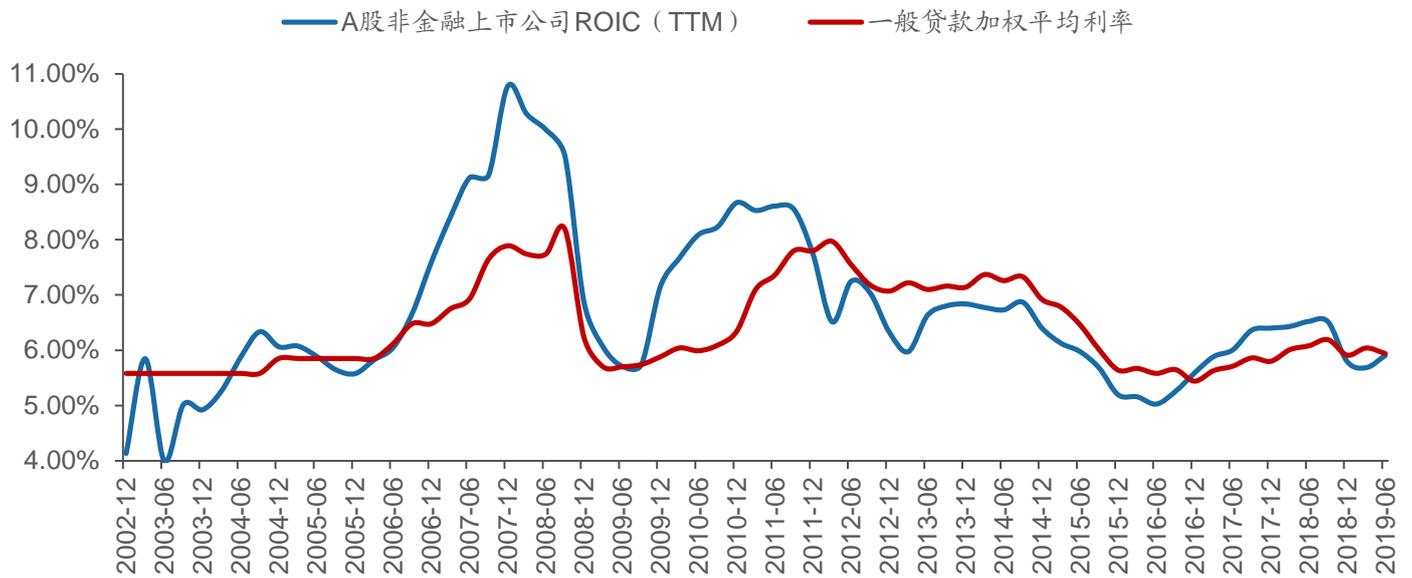
从需要方面来说，银行的利润源自实体，我们需要感知实体流动性状况，以判断银行信贷需求、资产收益率走势和资产质量趋势。另外，我们还需要去感知货币政策和银行间流动性，以对银行负债成本和债券投资收益形成预判。

从可行方面来说，银行创造货币，实体、非银部门以及资本市场的流动性源头终是银行，银行体系的资产扩张意愿和节奏决定了广义流动性供给，银行体系的风险偏好实质影响实体和资本市场流动性分层。

从行业内风格选择来看，把握住金融市场利率波动这一领先快变量，是在判断中周期方向后，年度选择不同类型银行的重要依据。比如，2017~2019金融市场利率巨大波动带来的大小银行同业负债成本与资产收益的滞后变化差异。

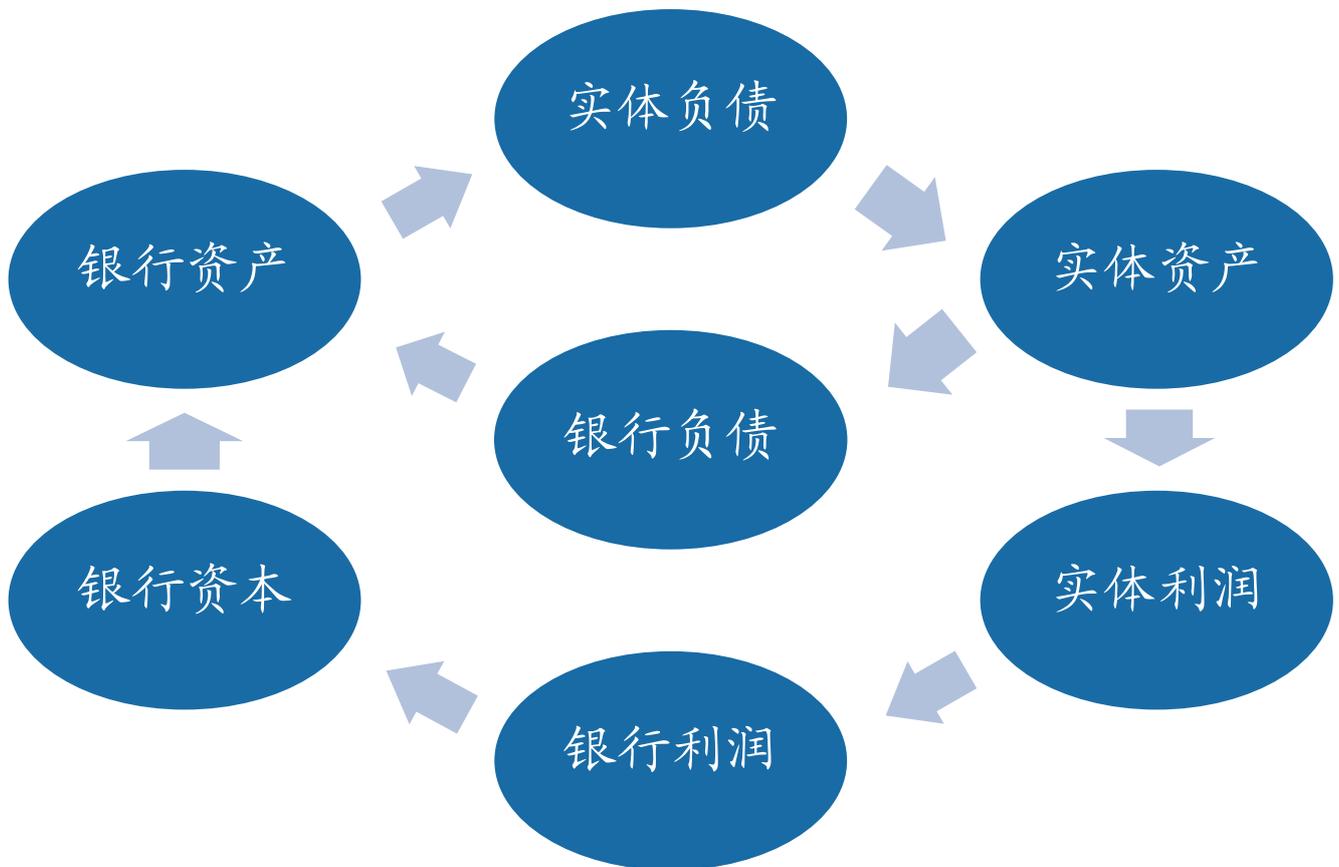
银行研究、流动性观察、宏观资产负债跟踪息息相关，银行借助实体的资产负债表实现了规模扩张和资本累积，实体借助银行的资产负债表实现了流动性周转和杠杆扩张。

图 1：银行利润源自实体



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：银行借助实体实现规模扩张和资本累积，实体借助银行实现流动性周转和杠杆扩张



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1.2 银行间、实体和股市流动性

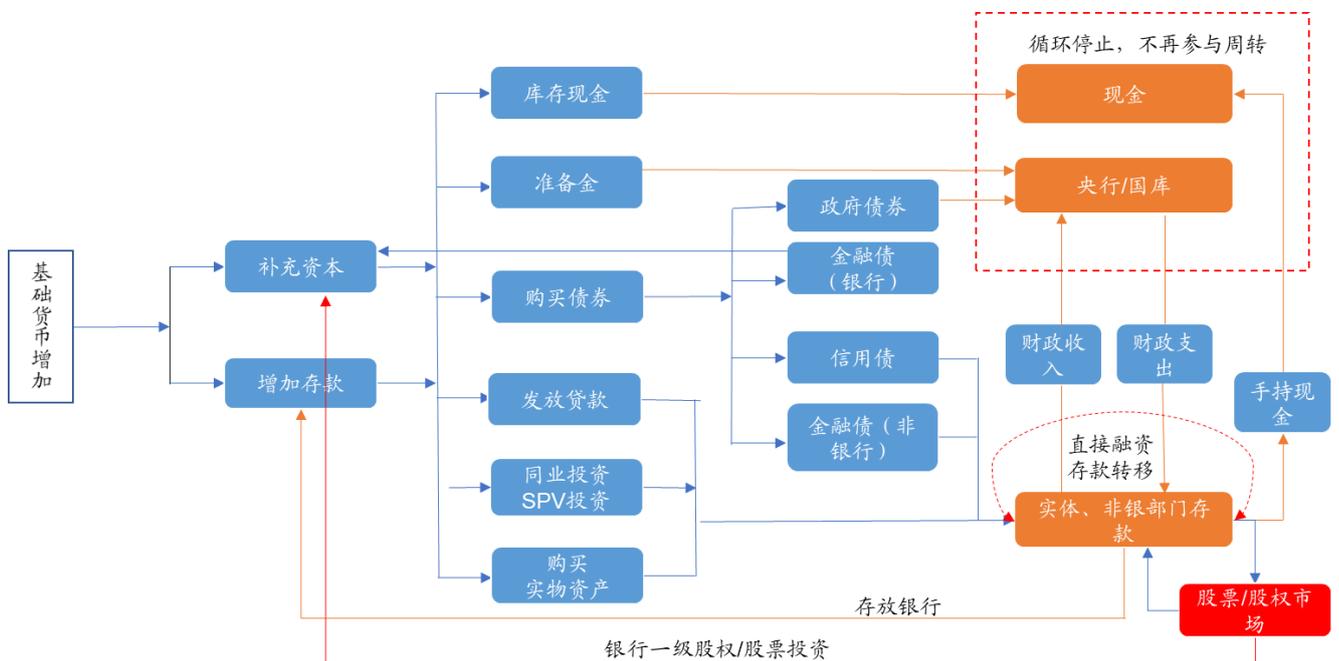
两类流动性：银行间流动性和实体流动性。基础货币是央行的负债，银行的资产，主要以存款准备金形成存在。我国债券交易主要在银行间市场进行，银行与银行的交易基础是存款准备金，而且主要是超额准备金，所以银行间或者债市流动性的核心变量是超额准备金。

当银行体系与非银体系发生交易时，实体流动性才开始出现。以最常见信贷为例，信贷投放会导致银行和企业部门同时扩表，银行资产端增加贷款，负债端增加存款；与之对应，企业部门资产端增加存款，负债端增加贷款；这一信贷过程也就对应着货币创造和实体流动性形成的过程。其中存款创造消耗超储是银行间流动性和实体流动性核心联动机制。

股市流动性：股市的资金来源主要是居民和企业部门的资金转移，是信用扩张的结果，属于实体流动性一部分。

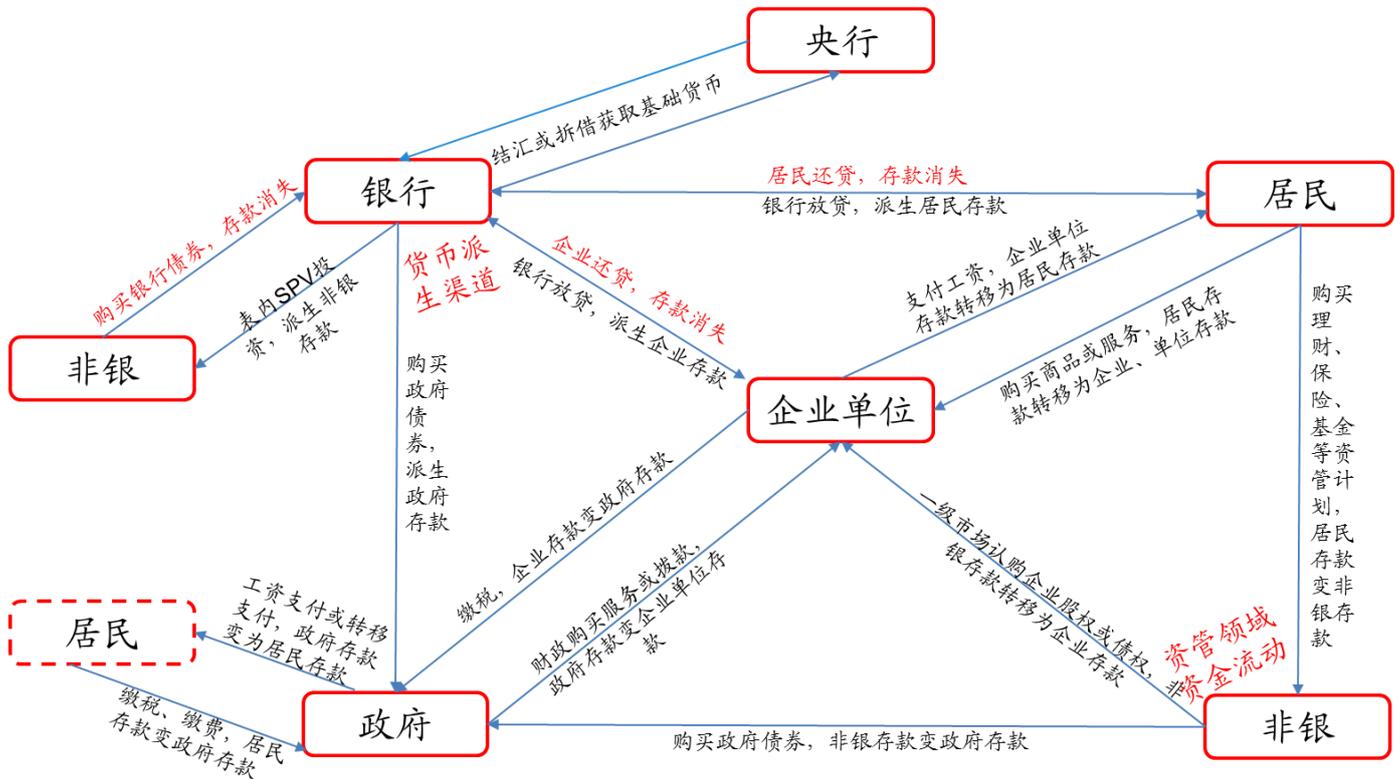
总结而言，广义流动性分析框架可以分为三个部分：第一部分是基础货币，第二部分是银行信用扩张，第三部分是实体经济和资本市场。

图 3：从基础货币、存款创造与金融市场流动性循环



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：银行与货币创造、转移与消失



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1.3 流动性趋势与微观周期的观察

一定程度上，我们可以认为银行间、股市乃至整个资本市场的流动性是实体流动性的冗余项。各个市场流动性取决于货币政策、信用政策、实体经济状况的不同组合。

银行间流动性供给取决于货币政策，需求取决于存款增长。而存款增长取决于银行的信用扩张，这又对应实体流动性的供给。银行体系信用扩张除了受准备金约束外，还会受到其他监管（如准备金率、流动性考核、贷款投向）等约束，取决于货币和监管政策中较紧者。

实体流动性感受也是供给和需求共同作用的结果，供给取决于金融体系信用创造潜力（取决于货币政策和金融监管），实体流动性需求主要源于实体经济。

我们可以认为银行间市场的流动性是实体流动性派生不足的结果（存款创造不足导致超储提高），股市流动性也部分受实体流动性需求影响（实体投资收益率不足导致资金转移至资本市场）。

我们做了一个大致的货币、信用、实体经济组合表，以及这些组合下不同市场流动性的感受。

表 1: 货币、信用、经济组合下不同市场流动性情况

	政策与经济组合			不同市场流动性感受			可能的情景
	货币政策	信用政策	实体经济	银行间	实体	股市	
情况1	宽	紧	好	宽	紧	紧	严监管+经济有韧性
情况2	宽	紧	差	宽	中性	中性	严监管+经济放缓
情况3	紧	紧	好	紧	紧	紧	政策收紧前期: 经济好+金融紧
情况4	紧	紧	差	中性	中性	中性	政策收紧后期: 经济差+金融紧
情况5	宽	宽	差	宽	宽	宽	经济刺激前期: 经济差+金融宽
情况6	宽	宽	好	中性	中性	中性	经济刺激后期: 经济好+金融宽
情况7	紧	宽	好	紧	中性	中性	金融创新(影子银行)服务实体需求
情况8	紧	宽	差	中性	中性	宽	金融创新服务资本市场(金融空转)

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

由于季节性因素存在, 基础货币、信用扩张(信贷投放和影子银行)和实体经济需求三个因素中, 影子银行主要受监管影响, 年内周期不明显, 但其他因素会呈现出较为明显年内周期性。

1. 基础货币年内受财政存款影响明显, 另外, 银行缴准周期也会给银行间流动性带来扰动。

2. 信贷投放主要受银行信贷额度和投放周期影响。

3. 实体需求受季节性生产节奏影响。

这几个因素的季节性, 导致年内流动性微观周期的存在。

表 2: 流动性微观周期总结

时间段	12月25日-1月14日	1月15日-1月24日	1月25日-3月24日	3月25日-4月14日	4月15日-4月24日	4月25日-6月24日	6月25日-7月14日	7月15日-7月24日	7月25日-9月24日	9月25日-10月24日	10月25日-12月24日
经济需求	较低	较低	较低	一般	较高	高	较高	较高	较高	较高	较高
信贷投放	多	中	多	多	中	中	中	少	中	少	中
财政存款	净投放	净回收	不定	净投放	净回收	净回收	净投放	净回收	不定	净投放	净回收
存款增长	多	少	多	多	少	中	多	少	中	多	少
实体流动性	宽	中性	宽	中性	紧	紧	中性	紧	中性	中性	紧
股市流动性	宽	中性	宽	宽	紧	紧	中性	紧	紧	中性	紧
银行间流动性	宽	紧	中性	宽	紧	紧	宽	紧	中性	宽	中性

数据来源: 广发证券发展研究中心

值得说明的是, 不同经济和监管环境下, 各类因素季节性强度和节奏可能会有不同, 这需要紧密跟踪去感知, 不可简单套用。

二、2019年回溯：财政信用扩张与节奏前移

整体来看，2019年前三季度，广义流动性环境要好于去年，符合去年底我们的判断。

货币政策整体维持较宽裕的状态。监管虽然保持定力，但影子银行本身经过去年的快速收缩，今年的边际收缩压力降低，同时在政策引导下，表内贷款和专项债对信用扩张形成有效支撑。

需求端，相较于2018年的经济韧性，2019年前三季度不论是名义还是实际的GDP增长都处于较弱态势。

整体上看，2019前三季度几个流动性市场处于我们分析框架里面情景2和5的折中环境，股、债、实体流动性感受都比较舒适，与2018年的情景1形成明显对比。

分季度来看，今年前三季度流动性感受整体与我们流动性微观周期的判断一致。Q1偏宽，Q2偏紧，Q3中性偏宽的状态，每个重要节点我们也均有提示。

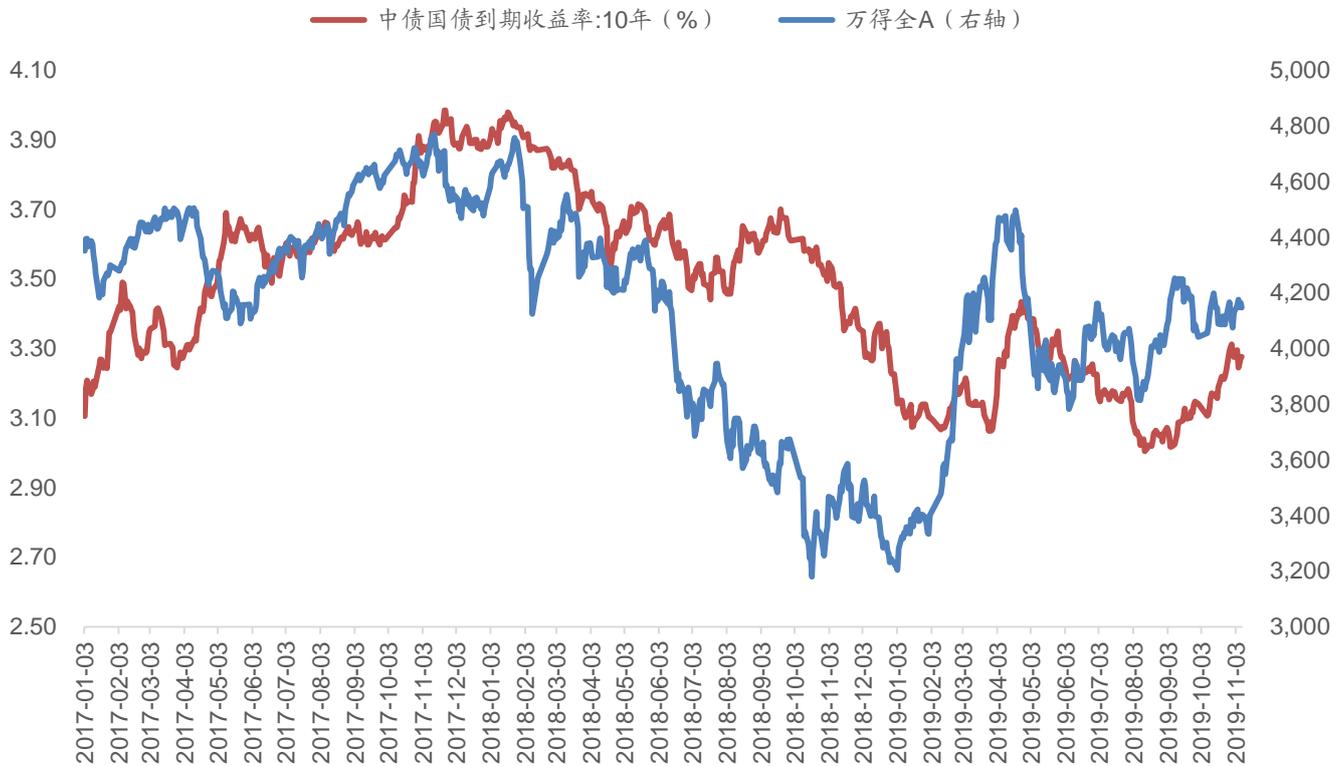
值得说明的是，一季度由于财政前移和银行信贷抢投放效应，导致2019Q1的股市流动性充裕有一定的超季节性，但这可能会对Q4的流动性环境形成一些影响。

表 3：2018年和2019年流动性因素组合

	政策与经济组合			不同市场流动性感受			可能的情景	
	货币政策	信用政策	实体经济	银行间	实体	股市		
情况1	宽	紧	好	宽	紧	紧	严监管+经济有韧性	2018年
情况2	宽	紧	差	宽	中性	中性	严监管+经济放缓	
情况3	紧	紧	好	紧	紧	紧	政策收紧前期：经济好+金融紧	2019年 前三季度
情况4	紧	紧	差	中性	中性	中性	政策收紧后期：经济差+金融紧	
情况5	宽	宽	差	宽	宽	宽	经济刺激前期：经济差+金融宽	
情况6	宽	宽	好	中性	中性	中性	经济刺激后期：经济好+金融宽	
情况7	紧	宽	好	紧	中性	中性	金融创新（影子银行）服务实体需求	
情况8	紧	宽	差	中性	中性	宽	金融创新服务资本市场（金融空转）	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5: 2017年以来A股和债市表现



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 4: 市场微观周期表现: Wind全A

起始日	12/25	01/15	01/25	03/25	04/15	04/25	06/25	07/15	07/25	09/25	10/25
结束日	01/14	01/24	03/24	04/14	04/24	06/24	07/14	07/24	09/24	10/24	12/24
2019	0.96%	1.93%	25.17%	2.98%	0.58%	-7.44%	-1.47%	0.16%	4.02%	-2.41%	
2018	3.08%	1.81%	-10.51%	1.97%	-1.19%	-9.49%	-0.75%	2.39%	-7.11%	-8.78%	-1.20%
2017	-0.91%	-0.10%	5.64%	-1.42%	-4.72%	1.54%	2.13%	-0.03%	5.34%	1.18%	-3.02%
2016	-20.84%	-2.50%	2.40%	5.79%	-5.17%	-0.69%	8.50%	-1.24%	0.73%	3.32%	-2.60%
2015	5.19%	3.81%	21.16%	14.45%	5.19%	18.77%	-22.72%	7.14%	-26.82%	14.04%	13.20%
2014	-1.82%	3.49%	0.30%	2.40%	-3.77%	0.01%	4.54%	0.47%	17.22%	-1.35%	21.32%
2013	7.73%	-0.50%	3.22%	-5.62%	2.13%	-9.95%	6.09%	1.80%	10.06%	-1.12%	-3.54%
2012	0.64%	3.05%	3.12%	0.34%	0.57%	-3.06%	-2.62%	-2.13%	-5.03%	3.91%	0.39%
2011	-2.20%	-4.14%	10.63%	2.12%	-0.89%	-8.05%	3.66%	-1.24%	-12.18%	-3.84%	-7.25%
2010	2.29%	-2.98%	-0.75%	4.11%	-5.18%	-12.88%	-3.85%	4.68%	4.17%	13.84%	-3.51%
2009	5.56%	3.96%	22.37%	9.08%	-3.17%	18.21%	10.38%	4.47%	-12.97%	9.43%	4.26%
2008	11.09%	-10.42%	-20.87%	-10.07%	6.08%	-23.84%	6.97%	0.42%	-29.75%	-16.47%	9.10%
2007	12.01%	17.71%	14.53%	15.92%	10.54%	13.19%	-8.00%	8.91%	29.82%	-1.35%	-3.62%
2006	6.93%	2.18%	3.73%	8.71%	0.75%	23.32%	2.33%	0.79%	1.57%	4.49%	21.95%
2005	-3.14%	0.65%	-5.63%	1.31%	-6.95%	-4.16%	-8.05%	-0.08%	14.29%	0.24%	-2.25%
2004	4.86%	0.61%	11.28%	-1.32%	-4.54%	-13.29%	-4.33%	1.32%	1.36%	-7.94%	-2.78%
2003	1.81%	0.43%	-0.68%	7.06%	-6.00%	-0.81%	-0.39%	-2.32%	-5.92%	-2.69%	2.16%
平均值	1.95%	1.12%	5.01%	3.40%	-0.93%	-1.09%	-0.45%	1.50%	-0.66%	0.26%	2.66%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: 市场微观周期表现: 10年期国债到期收益率 (%)

起始日	12/25	01/15	01/25	03/25	04/15	04/25	06/25	07/15	07/25	09/25	10/25
结束日	01/14	01/24	03/24	04/14	04/24	06/24	07/14	07/24	09/24	10/24	12/24
2019	-0.22	0.00	-0.07	0.27	0.10	-0.21	-0.05	0.01	-0.01	0.05	
2018	0.06	0.02	-0.21	-0.03	-0.12	-0.06	-0.03	-0.01	0.08	-0.02	-0.19
2017	0.03	0.08	-0.02	0.10	0.14	0.03	0.04	-0.01	0.01	0.15	0.16
2016	-0.05	0.02	0.09	0.07	0.00	-0.07	-0.01	-0.02	-0.04	-0.13	0.52
2015	-0.06	-0.09	0.12	0.05	-0.18	0.16	-0.04	-0.02	-0.09	-0.42	-0.24
2014	0.05	-0.09	0.00	-0.09	-0.09	-0.29	0.13	-0.02	0.14	-0.50	-0.20
2013	0.00	-0.02	-0.03	-0.09	-0.02	0.06	0.00	0.10	0.19	0.40	0.36
2012	-0.07	-0.03	0.14	0.01	0.00	-0.20	-0.01	-0.06	0.02	0.27	0.05
2011	0.10	0.08	-0.11	-0.01	0.03	-0.02	0.01	0.04	0.14	-0.31	-0.27
2010	0.03	-0.06	-0.17	0.05	-0.09	-0.07	-0.09	-0.07	0.07	0.38	0.18
2009	0.18	0.16	0.12	0.04	-0.05	0.11	-0.01	0.13	0.08	0.23	-0.04
2008	-0.05	-0.16	-0.23	0.03	0.02	0.50	-0.03	-0.10	-0.02	-1.22	-0.49
2007	-0.02	0.01	0.40	0.10	0.09	0.84	0.02	-0.01	0.00	0.02	-0.03
2006	-0.12	-0.06	-0.05	0.03	0.10	0.10	0.03	0.05	0.02	-0.31	0.10
2005	-0.28	-0.03	-0.59	-0.35	0.01	-0.41	-0.10	-0.25	0.08	-0.57	0.35
2004	-0.13	0.12	0.14	0.13	0.30	0.09	0.00	0.55	-0.06	0.12	0.25
2003	0.29	-0.14	0.00	0.32	0.15	-0.48	-0.04	-0.06	0.06	0.94	-0.14
平均值	-0.02	-0.01	-0.03	0.04	0.02	0.01	-0.01	0.01	0.04	-0.05	0.02

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、2019Q4 展望: 流动性偏紧程度可能高于季节性

从微观周期节奏来说, 四季度实体和股市流动性偏紧, 银行间流动性偏中性。

但2019年四季度有自身的特殊情况:

1. 通胀对货币政策的约束仍在, 导致货币政策将维持中性状态, 导致银行间流动性会感受到中性偏紧的状态。
2. 由于2019年一季度财政扩张和信贷投放是超季节性的, 导致四季度的财政和信用扩张可能低于季节性, 实体和股市流动性偏紧的程度会更高。
3. 部分流动性考核指标需要在2019年底达标, 这可能对银行间乃至广义流动性形成扰动, 这种扰动往往是偏负面的。
4. 年底市场对部分中小行担忧可能再起, 会增加中小行负债端压力, 同时政府相关存款再分散可能对中小行负债形成扰动。叠加新的流动性考核要求, 12月下旬市场流动性波动程度可能会增加。而这一扰动需要货币政策对冲。

整体上, 我们认为往后到12月底财政投放出来之前, 流动性环境方面风险大于机会。就年底前股市流动性而言, MSCI扩容可能会带来部分外资进入, 这可能会对部分类型的权益资产形成一定正向支撑。所以, 我们四季度看好银行板块的相对收益和配置价值。

表 6: 2019年财政支出前移明显: 公共财政

月度分布	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年
1-2月	14.2%	13.2%	12.2%	11.3%	10.7%	11.3%	11.5%	11.1%	9.6%
3月	10.8%	9.9%	10.4%	8.9%	7.9%	8.8%	7.8%	8.1%	6.9%
4月	7.2%	6.7%	6.7%	7.0%	7.1%	6.2%	6.7%	6.3%	6.7%
5月	7.4%	7.7%	8.3%	8.2%	7.5%	8.4%	7.3%	7.3%	7.6%
6月	13.0%	13.1%	13.3%	12.1%	10.7%	10.9%	9.4%	10.1%	9.9%
7月	6.1%	6.3%	6.6%	6.8%	7.2%	6.8%	6.7%	7.6%	6.4%
8月	6.4%	6.9%	7.2%	7.6%	7.3%	6.7%	6.9%	7.2%	7.4%
9月	10.9%	10.2%	10.0%	10.6%	10.1%	9.2%	9.2%	9.3%	9.2%
10月	5.1%	5.4%	5.5%	6.3%	7.7%	6.5%	7.5%	6.9%	7.4%
11月		7.4%	8.1%	9.6%	9.1%	8.4%	9.1%	9.7%	10.5%
12月		13.2%	11.7%	11.7%	14.5%	16.7%	17.9%	16.6%	18.3%
一季度累计	24.9%	23.1%	22.6%	20.2%	18.7%	20.1%	19.3%	19.2%	16.6%
前10月累计	81.0%	79.4%	80.2%	78.7%	76.3%	74.9%	73.0%	73.8%	71.2%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 其中 2019 年是以预算值为分母, 其他年份以全年实际值为分母

表 7: 2019年财政支出前移明显: 政府性基金

月度分布	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
1-2月	14.4%	8.5%	7.1%	7.4%	10.6%
3月	4.5%	6.6%	6.2%	7.1%	7.2%
4月	3.5%	5.1%	4.6%	4.5%	6.6%
5月	5.4%	5.9%	5.8%	6.5%	6.3%
6月	9.3%	8.9%	10.0%	9.9%	9.6%
7月	7.3%	6.3%	7.3%	7.0%	5.9%
8月	8.3%	8.8%	8.8%	8.0%	6.3%
9月	9.0%	11.7%	10.2%	9.5%	10.0%
10月	6.9%	7.8%	6.1%	6.6%	5.9%
11月		9.7%	9.8%	10.2%	9.3%
12月		20.8%	23.9%	23.2%	22.3%
一季度累计	18.9%	15.0%	13.3%	14.6%	17.9%
前10月累计	68.8%	69.5%	66.3%	66.6%	68.4%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 其中 2019 年是以预算值为分母, 其他年份以全年实际值为分母

表 8: 2019年信贷支出前移明显, 可能类似2016年

月度分布	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年
1月	19.4%	17.9%	15.0%	19.8%	12.5%	13.5%	12.1%	9.0%	13.9%
2月	5.3%	5.2%	8.6%	5.7%	8.7%	6.6%	7.0%	8.7%	7.2%
3月	10.2%	6.9%	7.5%	10.8%	10.1%	10.7%	12.0%	12.3%	9.1%
4月	6.1%	7.3%	8.1%	4.4%	6.0%	7.9%	8.9%	8.3%	9.9%
5月	7.1%	7.1%	8.2%	7.8%	7.7%	8.9%	7.5%	9.7%	7.4%
6月	10.0%	11.4%	11.4%	10.9%	10.9%	11.0%	9.7%	11.2%	8.5%
7月	6.4%	9.0%	6.1%	3.7%	12.6%	3.9%	7.9%	6.6%	6.6%
8月	7.3%	7.9%	8.1%	7.5%	6.9%	7.2%	8.0%	8.6%	7.3%
9月	10.2%	8.5%	9.4%	9.6%	9.0%	8.8%	8.9%	7.6%	6.3%
10月	4.0%	4.3%	4.9%	5.1%	4.4%	5.6%	5.7%	6.2%	7.9%
11月		7.7%	8.3%	6.3%	6.0%	8.7%	7.0%	6.4%	7.5%
12月		6.7%	4.3%	8.2%	5.1%	7.1%	5.4%	5.5%	8.6%
一季度累计	34.9%	30.1%	31.2%	36.4%	31.3%	30.8%	31.0%	30.0%	30.2%
前10月累计	86.0%	85.6%	87.4%	85.5%	88.8%	84.2%	87.6%	88.1%	84.0%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 2019年全年值中, 假设后两个月投放量和2018年相同

四、2020Q1 展望: 流动性偏宽程度可能弱于季节性

从微观周期节奏来说, 一季度实体和股市流动性偏宽, 银行间流动性偏中性。但我们认为**2020年一季度广义流动性宽松程度可能低于季节性, 原因如下:**

1. 2019Q4流动性环境相似, 通胀对货币政策的约束仍在, 这将与2018年Q1货币政策。同时, 通胀推动名义GDP企稳回升, 导致实体对流动性消耗增加。
2. 大概率2020年Q1仍有财政和信贷前移, 但2019Q1的高基数可能会压低其效果。另外, 由于2018年经济韧性下, 部分银行项目需求储备有挤压到2019Q1投放的情况, 这一影响可能在2020Q1消失。
3. 2020年春节相对靠前, 过节取现和实体收支会对广义流动性形成扰动, 可能会抵消或推迟春季流动性环境宽松程度。
4. 2020年是资管新规过渡期最后一年, 预计金融机构需要在年初就要考虑非标压缩进度和情况, 可能会导致2020年Q1非标收缩压力高于2019Q1。

这几个因素叠加, 可能会导致2020Q1流动宽松程度低于季节性, 且不确定较高, 银行板块配置价值可以延续。

表 9：2019Q4市场流动性偏紧可能超季节性，2020年Q4流动性偏松可能低于季节性

时间段	12月25日-1月14日	1月15日-1月24日	1月25日-3月24日	3月25日-4月14日	4月15日-4月24日	4月25日-6月24日	6月25日-7月14日	7月15日-7月24日	7月25日-9月24日	9月25日-10月24日	10月25日-12月24日
经济需求	较低	较低	较低	一般	较高	高	较高	较高	较高	较高	较高
信贷投放	多	中	多	多	中	中	中	少	中	少	中
财政存款	净投放	净回收	不定	净投放	净回收	净回收	净投放	净回收	不定	净投放	净回收
存款增长	多	少	多	多	少	中	多	少	中	多	少
实体流动性	宽	中性	宽	中性	紧	紧	中性	紧	中性	中性	紧
股市流动性	宽	中性	宽	宽	紧	紧	中性	紧	紧	中性	紧
银行间流动性	宽	紧	中性	宽	紧	紧	宽	紧	中性	宽	中性

Q1
Q4

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、2020年展望：上下半年流动性环境或有不同

我们从货币政策、信用扩张和实体需求三个方面来判断2020年流动性走势，并对更长周期的资本市场流动性环境进行展望。

5.1 货币政策：下半年通胀约束有望缓和

经济目前仍在探底，从逆周期诉求来说，2020年货币政策有维持中性偏宽的诉求，但通胀预期的约束会影响其节奏。

从目前猪肉价格对通胀的影响来看，通胀对货币政策的约束主要在2020年上半年，从而导致2020年上半年货币政策主动宽松的意愿和能力有限。与之对应，2020年下半年随着通胀约束缓和，如果经济继续面临下行压力，逆周期诉求下，货币政策环境宽松程度可能上升。

图 6: 通胀预期可能会对2020上半年货币政策形成约束



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 注: 由于 2017 年名义 GDP 的修正值尚未公布, 所以仍沿用 2018 年名义 GDP 初步核算数计算同比增速。

5.2 信用扩张: 可能面临多重约束

2019年信用扩张企稳主要靠银行表内贷款支撑, 预计2020年结构上将维持这一趋势, 但我们预计整体信用扩张力度会较2019年弱势。核心原因有三。

1. 表内贷款支撑的信用扩张更加消耗银行体系资本金, 资本金约束将在2020年变得更强, 信贷增速预计会下行。
2. 2020年底资管新规过渡期结束, 虽然大概率上监管会存在一定灵活调整空间, 但是随着非标认定政策的落地, 影子银行信用继续收缩的趋势不会变, 收缩力度可能处于2018年和2019年之间的水平。

另外, 从影子银行需求端来看, 地产、地方政府债务控制等监管政策没有明显放松, 会继续对信用扩张形成负贡献。

3. 中小银行风险暴露可能会在2020年继续, 不论最终以何种方式处理风险, 存在资本、负债和资产质量压力的银行大概率在2020年要缩表, 这也会对信用扩张形成拖累。

我们预计2020年社融增速将较2019年全年下滑1个百分点左右。

注: 我们对明年社融预测的核心假设如下

- 1) 2020年社融中信贷增量与2019年相当, 约16.5万亿元。
- 2) 2020年信托贷款和委托贷款萎缩力度处于2018和2019年中间水平, 约萎

缩两万亿元。

3) 2020年债券和股票融资略好于今年，约3.7万亿元。

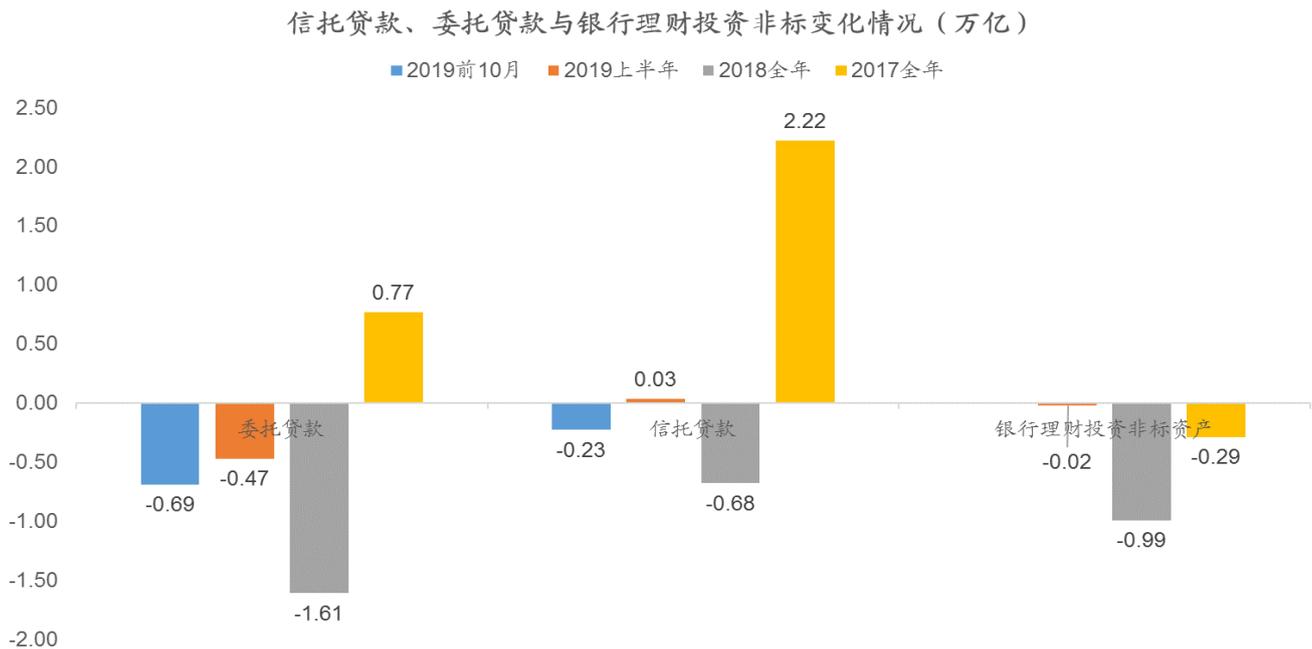
4) 2020年新增地方政府专项债约3.3万亿元，其中3000亿提前到2019年末发放。

图 7：2020年社融趋势预测



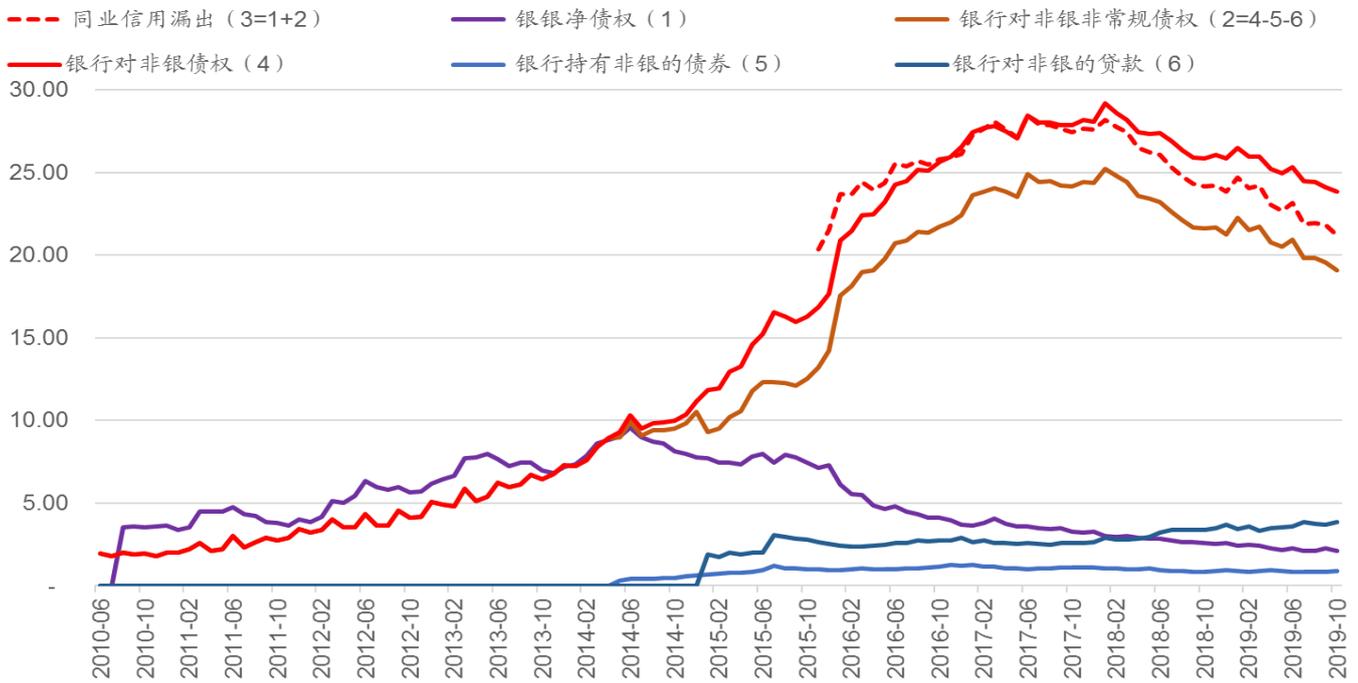
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：信托贷款、委托贷款与银行理财投资非标变化情况（万亿）



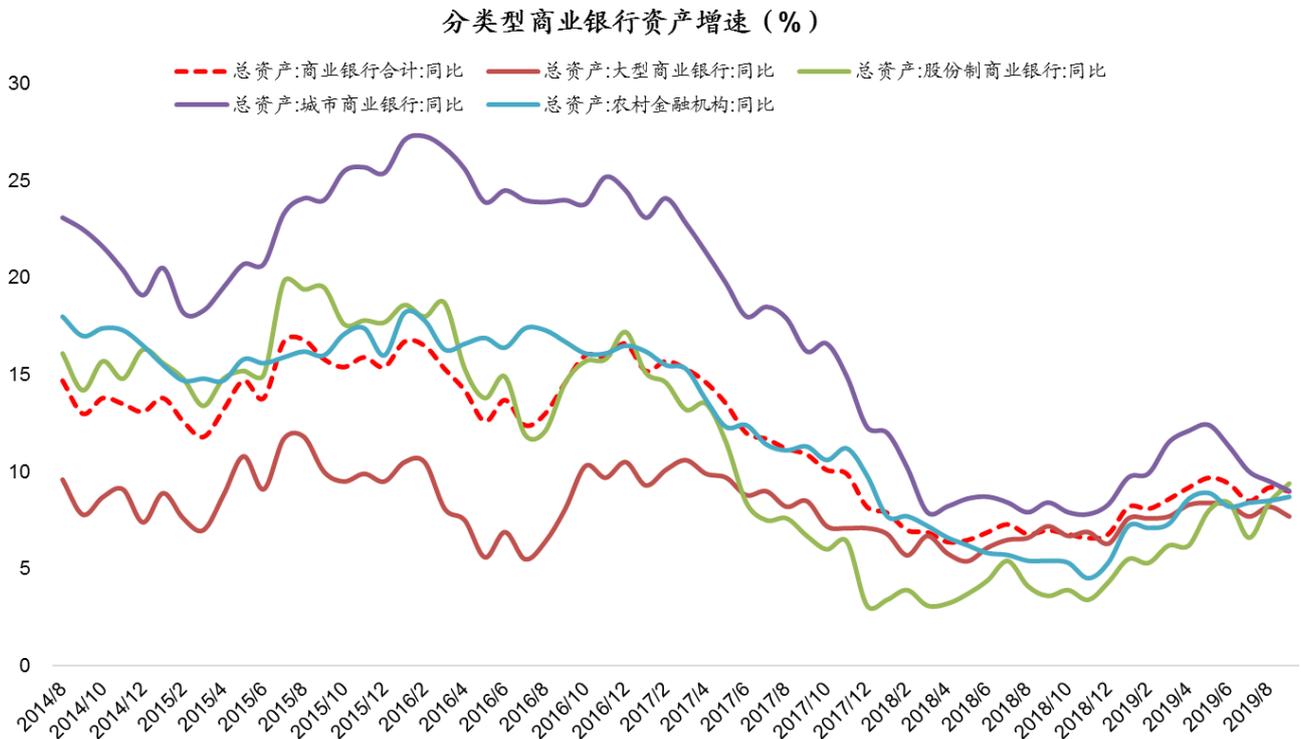
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9: 银行表内影子银行规模趋势 (万亿)



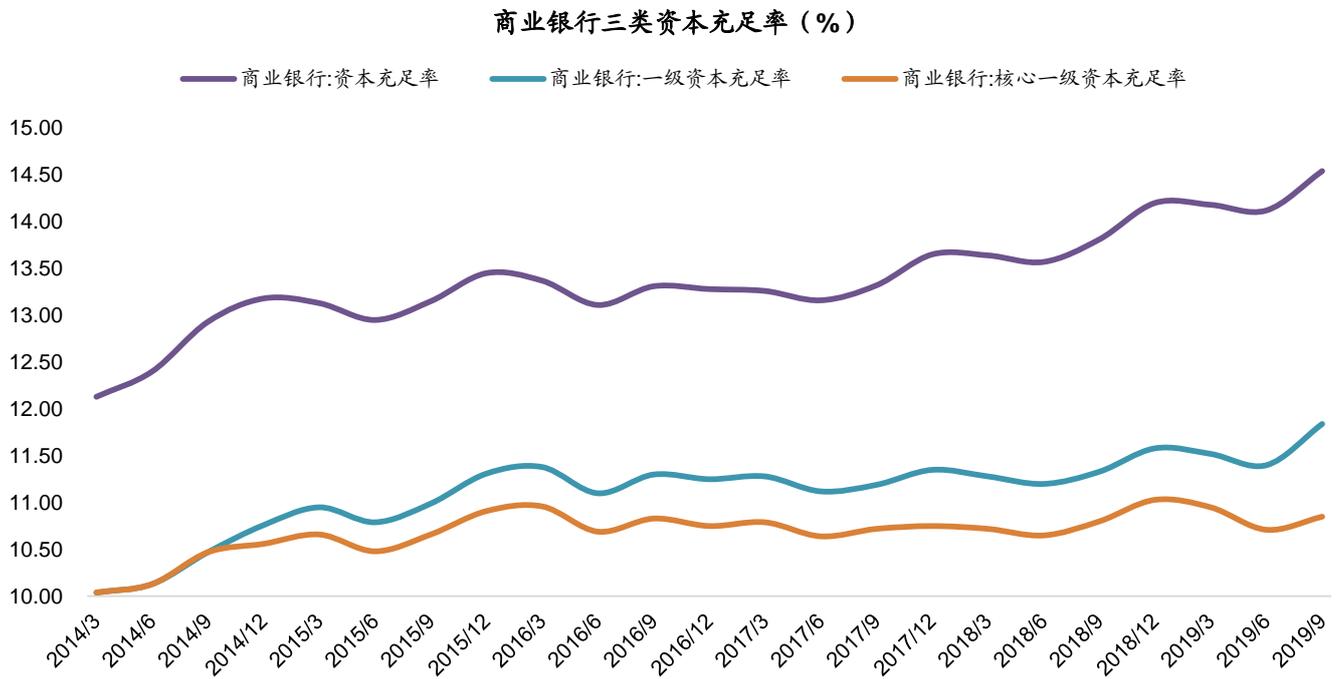
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 测算逻辑参考报告: 影子银行存款创造还剩多少—流动性系列报告之五

图 10: 城商行资产增速快速下降 (%)



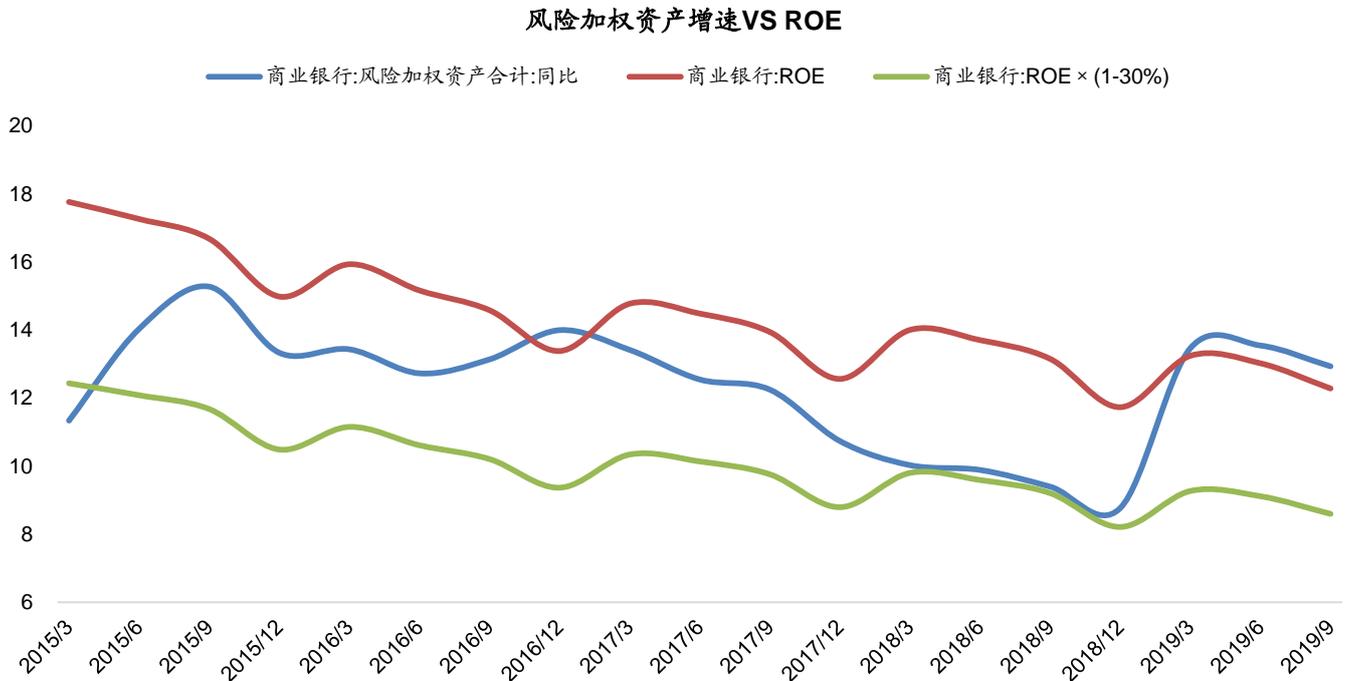
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 商业银行核心一级资本充足率低位徘徊 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 商业银行体系内生资本或难以支撑当前风险资产增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

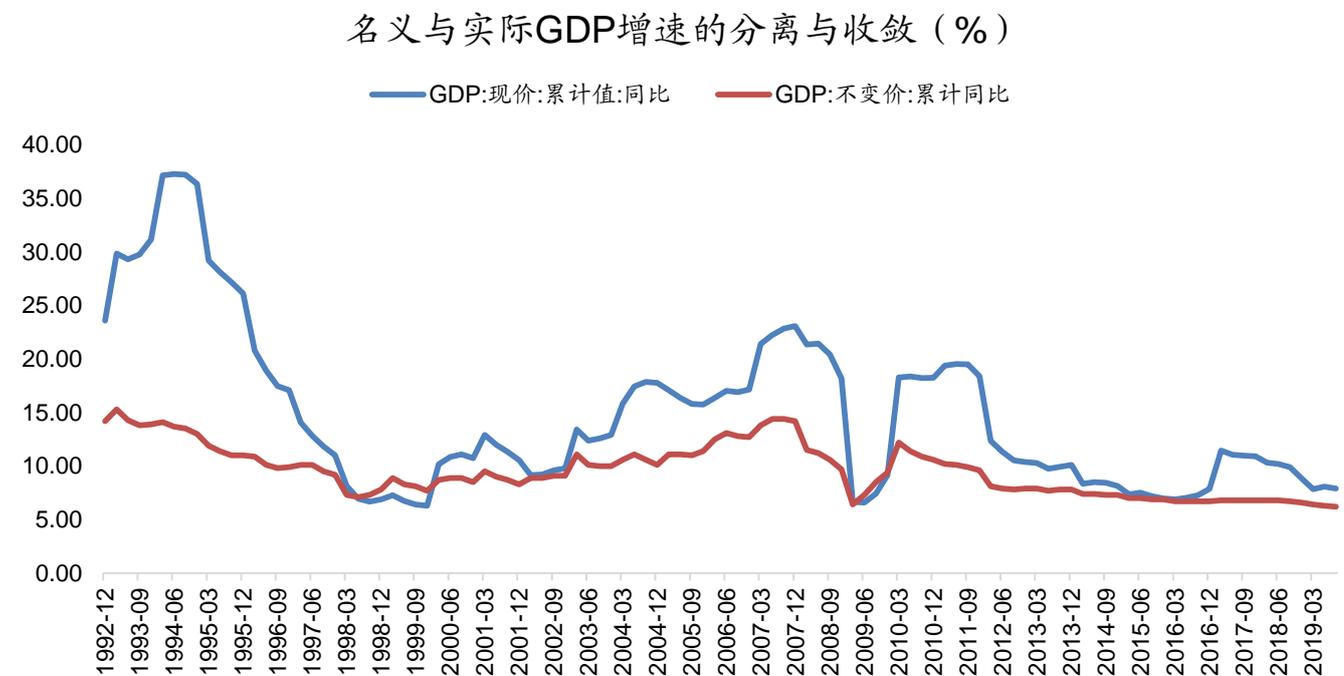
5.3 实体需求：名义和实际的分离与收敛

在地产和城投继续控制，贸易摩擦尚未最终敲定的情况，实际GDP增速大概率继续寻底，但由于通胀扰动的存在，名义GDP和实际GDP趋势在2020年可能会存在一定的节奏差异。

就对流动性产生影响的实体需求而言，我们会更加关注名义GDP，但对于政策的预判而言，实际GDP至关重要。

按照目前的节奏，不考虑强刺激政策的情况下，明年上半年名义GDP大概率企稳略有回升，而下半年通胀压力可能转为通缩，经济需求回落。

图 13：名义和实际GDP增速的分离与收敛



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

5.4 2020 展望：上半年同比偏紧，下半年同比偏松

综合来看，2020年流动性环境上下半年（考虑到猪肉价格压力节奏，上半年主要是前四个月，下同）可能会有较大差异，上半年偏紧，下半年偏松。

上半年主要矛盾有三，一是通胀对货币政策的约束，二是名义GDP企稳带来的实体流动性需求回升；三是2019年上半年信用高基数。

我们预计上半年流动性环境可能类似情景2和3之间的组合，经济名义好，但实

际偏弱，货币政策偏紧，信用偏弱，导致上半年广义流动性偏紧。

2020年下半年，一旦通胀约束解开，货币政策的自由度上升，届时实际GDP和名义GDP趋势也会收敛，实体经济走势再次成为核心矛盾。

由于地产韧性+政策定力、贸易摩擦+美国大选等居多不确定性存在，明年下半年的流动性组合象限难以确定，但大概率会比上半年要友好，可能更偏向情景2和情景5的组合，不排除更加靠近情景5的可能。

在这一判断下，我们预计明年上半年银行间、股市、实体流动性同比偏紧，下半年广义流动性同比偏松。全年看，内部政策和增量流动性环境可能和2019年相类似。预计全年流动性与2019年相仿略有偏紧，节奏上，上半年流动性环境同比偏弱，下半年同比偏好。

表 10: 2020年流动性环境组合：上下半年或有不同

	政策与经济组合			不同市场流动性感受			可能的情景	
	货币政策	信用政策	实体经济	银行间	实体	股市		
情况1	宽	紧	好	宽	紧	紧	严监管+经济有韧性	2020H1
情况2	宽	紧	差	宽	中性	中性	严监管+经济放缓	
情况3	紧	紧	好	紧	紧	紧	政策收紧前期：经济好+金融紧	
情况4	紧	紧	差	中性	中性	中性	政策收紧后期：经济差+金融紧	2020H2
情况5	宽	宽	差	宽	宽	宽	经济刺激前期：经济差+金融宽	
情况6	宽	宽	好	中性	中性	中性	经济刺激后期：经济好+金融宽	
情况7	紧	宽	好	紧	中性	中性	金融创新（影子银行）服务实体需求	
情况8	紧	宽	差	中性	中性	宽	金融创新服务资本市场（金融空转）	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

5.5 更长周期：存量财富转移提升银行板块配置价值

资本市场而言，考虑到地产控制、监管改革、外资进入的影响，内部存量资金转移和外部增量资金进入趋势仍在，广义的利率中枢仍有加大下行空间，这会对银行间和股市流动性形成支撑。

如果中小银行风险和贸易摩擦能妥善处置，经济能软着陆下台阶找到潜在增长率中枢，2020年下半年广义流动性环境将趋势性好转。

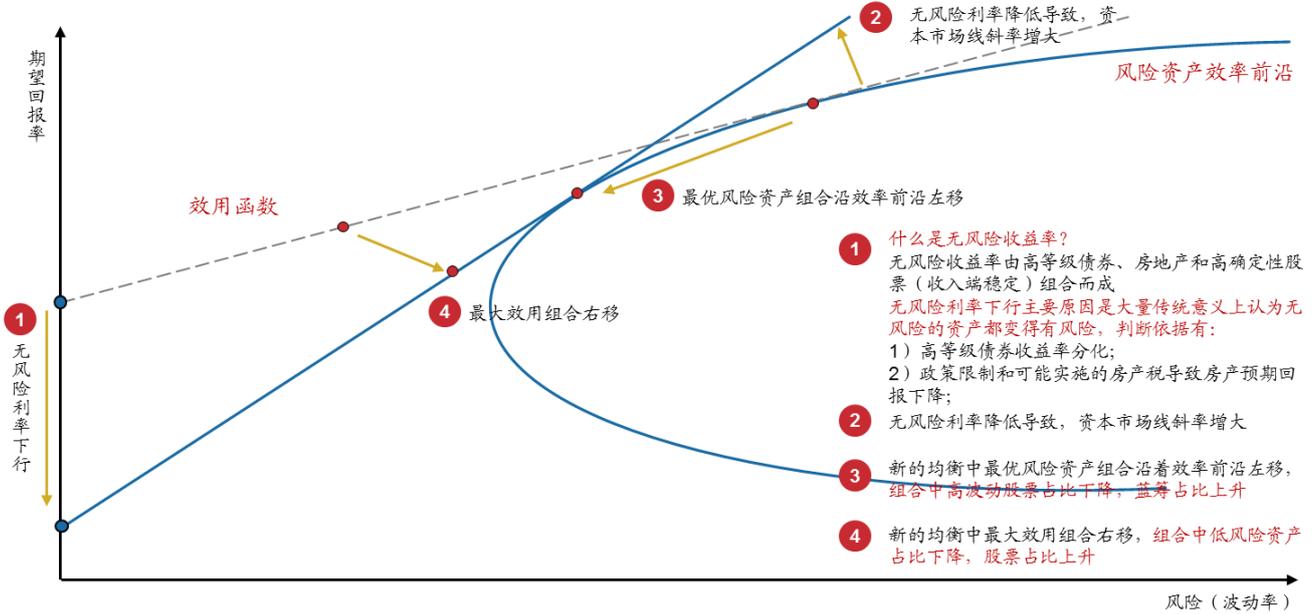
更长周期来看，未来依赖增量信用扩张带来资本市场流动性充裕的模式逐渐式微，银行理财子公司落地带动的存量财富转移，这可能是资本市场增量资金趋势机会。

对于银行板块来说，虽然行业景气度逐渐下行，但得益于这两年监管对宏观调控的灵活把握，我们认为板块估值折价中蕴含的资产质量非线性风险兑现概率在下降，板块估值有望随着宏观风险的化解逐渐修复。

同时，不论是外资还是理财子公司，其初期带来的资金风险偏好会倾向于低估值高股息的板块，这可能对银行板块估值形成一定支撑，银行行业配置价值将逐步

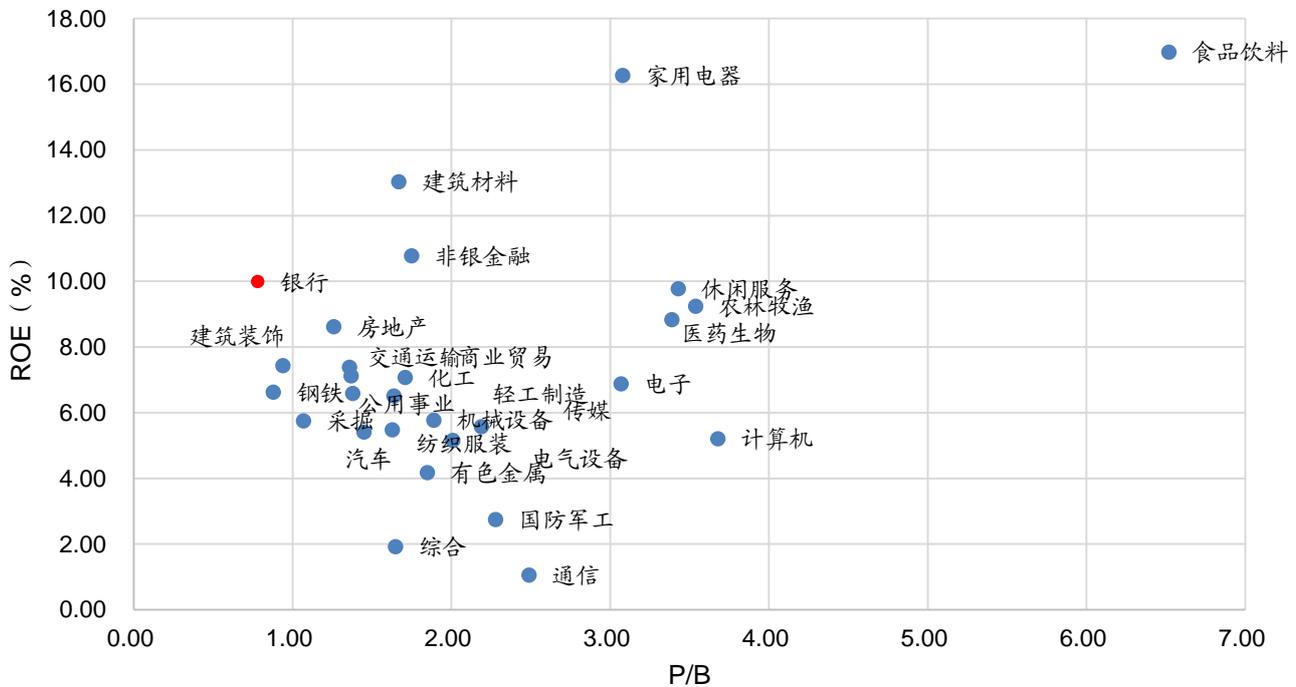
上升。

图 14: 无风险利率下行会带动定价有效前沿再平衡



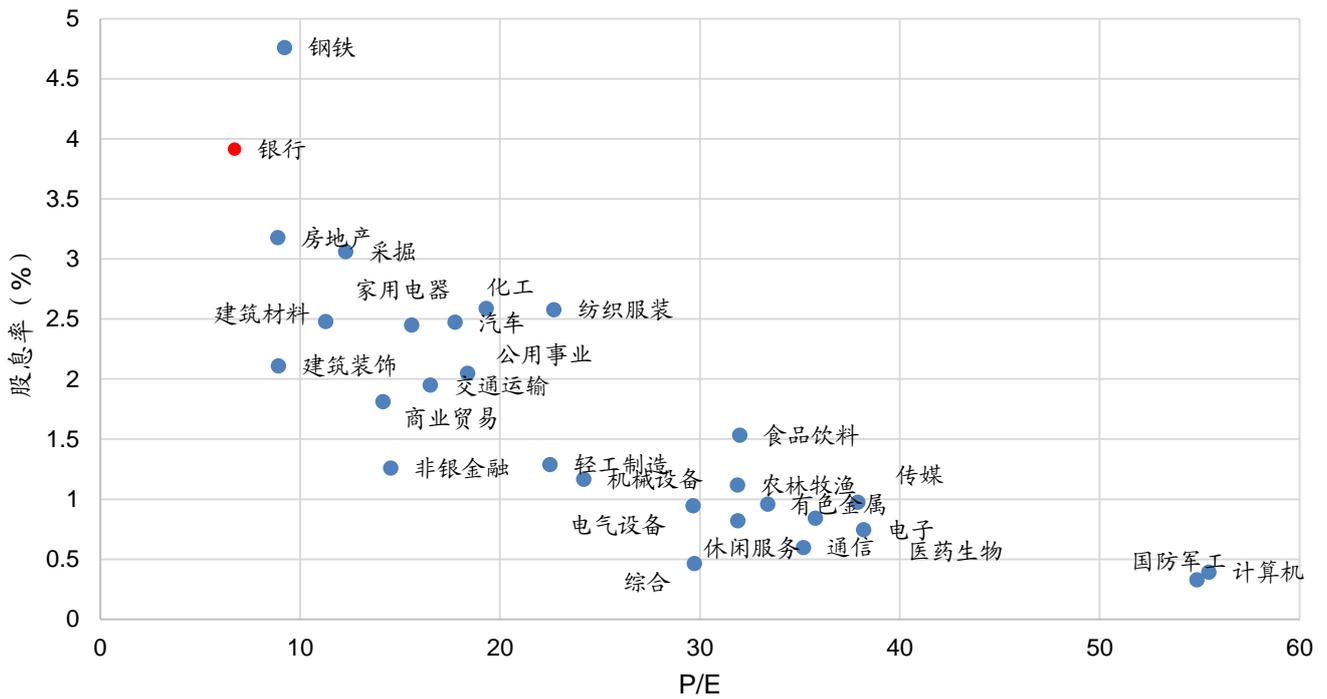
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 15: 申万行业指数：P/B与ROE (2019-11-22, 2019Q3)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 16: 申万行业指数: P/E与股息率 (TTM, 2019-11-22)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

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;
4. 中小银行风险暴露超预期。

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 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。