

强于大市

央行 2 季度货政报告

货币政策强调时效和精准性，注重稳增长与防风险的均衡

央行 8 月 6 日公布了《2020 年第二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。

- **2 季度经济稳步恢复，不确定性加大环境下强调扩大内需**
  2 季度央行对宏观经济的判断中，表示 2 季度以来国内经济稳步恢复，复工复产逐月转好，国内第 2 季度经济增长明显好于预期。在对未来经济形势的展望中，央行认为下半年国内经济增速有望回到潜在增长水平，并且从中长期看，我国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面没有改变。但在世界经济陷入衰退背景下，国内经济还面临不少挑战。面对防范疫情输入和世界经济风险的压力，央行强调需牢牢把握扩大内需这个战略基点。
- **货币政策强调精准导向，注重稳增长与防风险的均衡**
  货币政策执行思路方面，在延续“稳健的货币政策更加灵活适度”的基础上，央行在 2 季度报告中加入了“精准导向”、“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”的表述，并且删除了 1 季度“加强货币政策逆周期调节”等措辞。我们认为随着国内经济的稳步向好，货币政策将退出前疫情时期的超常规宽松。此次报告新增“实现稳增长和防风险长期均衡”表述，我们认为货币政策措辞的调整也反映出监管更加注重风险的防范。报告表示，新冠肺炎疫情对国内银行信贷资产质量造成一定下迁压力，由于不良贷款的反映有一定时滞，预计在今后一段时期不良贷款会陆续呈现和上升，因此鼓励银行加大不良贷款损失准备计提力度及核销处置力度，妥善应对疫情冲击下未来不良贷款上升风险，提高风险抵御能力和服务实体经济能力。
- **新发贷款利率降幅趋缓，贷款利率加减点区间继续下移**
  2020 年以来 LPR 改革成效显现，6 月 1 年期 LPR 较 2019 年 12 月下行 30BP，5 年期以上 LPR 下行 15BP，LPR 的下降有效促进贷款利率下行，6 月新发贷款加权平均利率较 2019 年 12 月下降 38BP 至 5.06%，较 3 月下降 2BP，下行速度有所放缓。其中，一般贷款利率较 2019 年 12 月下行 48BP 至 5.26%，较 3 月下降 22BP。从下半年来看，我们认为货币政策边际收敛情况下，银行信贷收益率下行压力将小于上半年，预计下半年息差降幅趋缓。从利率浮动情况来看，6 月一般贷款中利率高于 LPR 的贷款占比为 70.0%（vs3 月为 72.8%），利率低于 LPR 的贷款占比为 24%（vs3 月为 24.4%），贷款利率加减点区间整体较 3 月有所下移。
- **投资建议：**
  2 季度以来国内经济稳步修复，经济发展形势好于预期，随着国内经济的渐进式复苏，我们认为下半年货币政策将退出前疫情时期的超常规宽松，政策更加注重“直达性”和“结构性调整”。经过前期调整，目前银行板块估值为 0.73x（2020 年），处于历史低位。短期来看，在银行中报业绩、中美局势等不确定性因素未完全消除之前，我们认为板块估值难有明显修复。但从中长期来看，板块具备低估值、高股息率（5.0%，2020 年）、高 ROE（12%）的特点，配置性价比凸显，并且海外增量资金的流入有助于推动估值的重估，看好板块绝对收益。个股方面，建议关注基本面改善的低估值股份行（光大银行等），以及基本面稳健、具备对公领域传统优势的建设银行、工商银行。
- **风险提示：**经济下行导致资产质量恶化超预期。

相关研究报告

《银行业周报》20200802
《银行业周报》20200726
《银行业 2 季度持仓点评》20200722

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

证券分析师：励雅敏
(8621)20328568
yamin.li@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

证券分析师：林颖颖
(8621)20328595
yingying.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

事项：

央行 8 月 6 日公布了《2020 年第二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。

2 季度经济稳步恢复，不确定性加大环境下强调扩大内需

2 季度央行对宏观经济的判断中，表示 2 季度以来国内经济稳步恢复，复工复产逐月转好，国内第 2 季度经济增长明显好于预期。上半年国内 GDP 同比下降 1.6%，2 季度单季 GDP 同比增长 3.2%，体现出国内经济增长韧性。在对未来经济形势的展望中，央行认为下半年国内经济增速有望回到潜在增长水平，并且从中长期看，我国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面没有改变。但在世界经济陷入衰退背景下，国内经济还面临不少挑战。未来一段时间，对海外经济形势仍然需要关注的问题包括了：疫情防控和复工复产的平衡、企业偿付能力不足、全球杠杆率进一步上升、金融市场存在的风险隐患、外部不稳定因素增多（地缘政治等）。面对防范疫情输入和世界经济风险的压力，央行强调需牢牢把握扩大内需这个战略基点。5 月中旬以来，监管多次提及“形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。我们认为在疫情叠加地缘政治、海外经济形势不确定性加大的环境下，“内循环”是国内经济稳健发展的必然选择，从生产、消费、科技创新等方面优化国内经济发展模式。

货币政策强调精准导向，注重稳增长与防风险的均衡

货币政策执行思路方面，在延续“稳健的货币政策更加灵活适度”的基础上，央行在 2 季度报告中加入了“精准导向”、“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”的表述，并且删除了 1 季度“加强货币政策逆周期调节”等措辞。我们认为随着国内经济的稳步向好，货币政策将退出前疫情时期的超常规宽松，下半年货币政策更加注重“直达性”和“结构性调整”，政策宽松力度较上半年有所收敛。此次报告新增“实现稳增长和防风险长期均衡”表述，我们认为货币政策措辞的调整也反映出监管更加注重风险的防范。此次报告对金融机构风险提及较多，开设专栏披露包商银行处置细节，根据前期包商银行严重资不抵债的清产核资结果，包商银行将被提起破产申请。报告表示，新冠肺炎疫情对国内银行信贷资产质量造成一定下迁压力，由于不良贷款的反映有一定时滞，预计在今后一段时期不良贷款会陆续呈现和上升，因此鼓励银行加大不良贷款损失准备计提力度及核销处置力度，妥善应对疫情冲击下未来不良贷款上升风险，提高风险抵御能力和服务实体经济能力。

新发贷款利率降幅趋缓，贷款利率加减点区间继续下移

2020 年以来 LPR 改革成效显现，6 月 1 年期 LPR 较 2019 年 12 月下行 30BP，5 年期以上 LPR 下行 15BP，LPR 的下降有效促进贷款利率下行，降低实体经济融资成本，减轻实体经济债务压力。6 月新发贷款加权平均利率较 2019 年 12 月下降 38BP 至 5.06%，较 3 月下降 2BP，下行速度有所放缓。其中，一般贷款利率较 2019 年 12 月下行 48BP 至 5.26%，较 3 月下降 22BP；企业贷款利率较 2019 年 12 月下行 48BP 至 4.64%，较 3 月下降 18BP。从下半年来看，我们认为货币政策边际收敛情况下，银行信贷收益率下行压力将小于上半年，预计下半年息差降幅趋缓。从利率浮动情况来看，6 月一般贷款中利率高于 LPR 的贷款占比为 70.0%（vs3 月为 72.8%），利率低于 LPR 的贷款占比为 24%（vs3 月为 24.4%），贷款利率加减点区间整体较 3 月有所下移。

图表 1.2 季度货币政策执行报告对比

	2020Q2	2020Q1	点评
国内经济形势现状分析	2020 年上半年，面对突如其来的新冠肺炎疫情和错综复杂的国内外形势，我国经济韧性强劲，经济稳步恢复，复工复产逐月好转，第二季度经济增长明显好于预期。上半年国内GDP同比下降 1.6%，其中第二季度同比增长 3.2%；居民消费价格同比上涨 3.8%。进出口好于预期，贸易结构继续改善。就业形势总体稳定。国际收支保持在基本平衡的区间内。	2020年一季度突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击。1季度国内GDP同比下降6.8%，居民消费价格指数同比上涨4.9%。就业形势总体稳定，对外贸易结构持续改善，国际收支保持基本平衡格局。	2季度以来经济稳步恢复，2季度经济发展好于预期。
国内经济展望	中长期看，我国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面没有改变。世界经济陷入衰退，国内经济还面临不少挑战。将改革和调控、短期和长期、内部均衡和外部均衡结合起来，增强经济竞争力、创新力、抗风险能力，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力。	新冠肺炎疫情影响是总体可控，短期面临巨大挑战改变不了中国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面。世界经济衰退风险加剧，国内经济面临挑战增多。针对新冠肺炎造成需求不足、消费减少、企业经营困难、就业压力增大等问题，加大宏观政策逆周期调节力度，坚定实施扩大内需战略。	再次强调把握“扩大内需”战略基点。
对于通胀压力判断	物价涨幅总体下行，不存在长期通胀或通缩的基础。近期部分省份汛情可能给农产品生产运输造成一些影响，发达经济体货币供应量快速攀升未来可能推高大宗商品价格，加之全球疫情演进及防控措施对供应链、产业链的冲击还有不确定性，仍需对各种因素可能导致的短期物价扰动保持密切关注。中长期看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，不存在长期通胀或通缩的基础。	物价形势总体可控，通胀预期基本平稳，对未来变化需持续观察 对未来变化需持续观察。短期内，新冠肺炎疫情等因素可能从供求两个方面继续对物价形成扰动，应保持密切监测分析。从基本面看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，不存在长期通胀或通缩的基础。	2月以来物价涨幅下行，通胀压力减小。
下阶段货币政策思路			
总体思路	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。保持货币供应量和社会融资规模合理增长，完善跨周期设计和调节，处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，实现稳增长和防风险长期均衡。推动LPR 改革，按照市场化、法治化原则，疏通货币政策传导机制，用改革的办法推动综合融资成本明显下降。	稳健的货币政策要更加灵活适度，把握好政策力度、重点和节奏。加强货币政策逆周期调节，运用总量和结构性政策，保持流动性合理充裕。处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系。持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，疏通货币政策传导机制，引导贷款市场利率下行。	更加注重货币政策的精准导向，强调风险防范。
流动性管理	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模合理增长。促进贷款投放与市场主体实际资金需求相匹配。健全可持续的资本补充体制机制，提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。通过降低综合融资成本、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息等一系列政策，推动金融体系向各类企业合理让利。加强与财政部门有机协同，促进政府债券顺利发行，发挥与就业、产业、投资、消费等政策的合力。	稳健的货币政策更加灵活适度，强化逆周期调节，保持流动性合理充裕。保持M2和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配并略高。维护货币市场利率在合理区间平稳运行。更加重视经济增长、就业等目标，以更大的政策力度对冲疫情影响。处理好内部均衡和外部均衡之间的平衡，维护我国在全球主要经济体中少数实行正常货币政策国家的地位。健全可持续的资本补充体制机制，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。	强调金融体系让利以及政府债券发行。
信贷政策	进一步完善“三档两优”存款准备金框架，建立健全银行增加小微企业贷款投放的长效机制。推动制造业银企对接，加大制造业中长期融资支持。	进一步完善“三档两优”存款准备金框架，建立健全银行加小微企业贷款投放的长效机制。对保持就业岗位基本稳定的企业尤其是中小微企业，适当延长延期还本付息政策。	加大制造业中长期融资支持。
金融供给侧改革和风险防范	进一步推进金融机构改革，继续推动全面落实开发性金融机构、政策性银行改革方案。	进一步推进金融机构改革，继续推动全面落实开发性金融机构、政策性银行改革方案。	与1季度基本一致。

资料来源：央行，中银证券

投资建议：

2 季度以来国内经济稳步修复，经济发展形势好于预期，随着国内经济的渐进式复苏，我们认为下半年货币政策将退出前疫情时期的超常规宽松，政策更加注重“直达性”和“结构性调整”。经过前期调整，目前银行板块估值为 0.73x（2020 年），处于历史低位。短期来看，在银行中报业绩、中美局势等不确定性因素未完全消除之前，我们认为板块估值难有明显修复。但从中长期来看，板块具备低估值、高股息率（5.0%，2020 年）、高 ROE（12%）的特点，配置性价比凸显，并且海外增量资金的流入有助于推动估值的重估，看好板块绝对收益。个股方面，建议关注基本面改善的低估值股份行（光大银行等），以及基本面稳健、具备对公领域传统优势的建设银行、工商银行。

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。

附录图表 2. 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)		最新每股净资产
			(元)	(十亿元)	2019A	2020E	2019A	2020E	(元/股)
601398.SH	工商银行	买入	5.02	1,789	0.88	0.90	0.72	0.66	7.18
601939.SH	建设银行	买入	6.19	1,548	1.07	1.10	0.74	0.67	8.79
601988.SH	中国银行	未有评级	3.36	989	0.64	0.66	0.60	0.55	5.81
601288.SH	农业银行	买入	3.25	1,137	0.61	0.63	0.65	0.60	5.20
601658.SH	邮储银行	增持	4.66	405	0.70	0.79	0.82	0.71	6.00
600036.SH	招商银行	买入	37.02	934	3.68	4.05	1.62	1.44	24.11
601998.SH	中信银行	增持	5.25	257	0.98	1.05	0.58	0.53	9.38
600016.SH	民生银行	增持	5.60	245	1.10	1.18	0.55	0.50	10.68
600000.SH	浦发银行	增持	10.53	309	2.01	2.14	0.63	0.57	17.47
601818.SH	光大银行	买入	3.89	204	0.71	0.79	0.65	0.59	6.23
000001.SZ	平安银行	买入	13.90	270	1.45	1.63	0.99	0.90	14.55
601169.SH	北京银行	增持	4.88	103	1.03	1.12	0.55	0.51	9.32
601009.SH	南京银行	增持	7.98	80	1.24	1.39	1.04	0.81	9.57
002142.SZ	宁波银行	买入	31.59	190	2.28	2.66	2.22	1.75	16.20
601229.SH	上海银行	增持	8.34	118	1.43	1.59	0.76	0.69	11.43
601997.SH	贵阳银行	未有评级	7.91	25	2.13	2.39	0.74	0.65	11.09
600926.SH	杭州银行	增持	10.04	60	1.10	1.33	1.15	1.04	10.82
002807.SZ	江阴银行	未有评级	4.33	9	0.47	0.54	0.83	0.78	5.35
600908.SH	无锡银行	未有评级	5.77	11	0.68	0.75	0.97	0.87	6.22
601128.SH	常熟银行	买入	7.68	21	0.65	0.74	1.24	1.14	6.43
002839.SZ	张家港行	未有评级	6.29	11	0.52	0.58	1.13	1.05	5.87

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 8 月 6 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：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 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，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 7DB
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