民生证券研究院
会议纪要/晨会

晨会纪要

客户观点反馈

客户认为，中期最看好农业板块的机会，市场之前很长时间把它当作一般性机会来对待，因此存在着预期差。长期比较看好科技行业、医药行业、新能源行业，因为在目前阶段，这些是在整个国民经济活动中比重上升的行业。更重要的是，在这些行业中能够找到真正长期成长的公司。科技股从中期维度上看，数据中心、光通讯、云计算、存储都会是比较好的方向。这部分个股其实已经启动，只是中途遇到大幅震荡。长期来看，半导体产业链依然是最值得深入理解和持续思考的方向。

总量观点

【民生宏观】货币政策的定力和底气从哪里来？（分析师：解运亮，S0100519040001，18911895931）

货币政策定力较强

全球疫情蔓延下，主要国家货币政策集体步入零利率区间、央行资产负债表急剧扩大，但 Q1 报告“下一阶段主要政策思路”部分，央行再次强调，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。这一提法在 2019Q4 报告已经提出，这次是第二次重申，彰显了我国货币政策的定力。

底气在于传导效果增强

Q1 报告的专栏 1 和专栏 3 可以结合起来读，共同论述了 LPR 改革的成效和货币政策传导效果的增强。最值得称道的是，贷款利率的隐性下限已完全被打破，实际贷款利率降幅明显超过同期政策利率降幅和 LPR 降幅，每 1 元流动性投放可支持 3.5 元的贷款增长（美国为 0.3，欧元区为 0.4）等。实际上，这正是央行保持较强定力的底气。

用市场化方式引导存款利率下降

近期市场一直有降低存款基准利率的预期，但 Q1 报告对此完全没有提及，再次为“降基准”预期降温。央行指出，LPR 改革对存款利率市场化改革起到重要推动作用，“贷款市场利率下降-银行放贷收益降低-银行主动降低负债成本-存款执行利率下降”的传导链条已经形成，存款利率与市场利率正在实现“两轨合一轨”。

结构性货币政策工具成为主要看点

Q1 报告中，央行多次强调积极发挥结构性货币政策工具作用，还在专栏 2 中对当前的再贷款再贴现政策进行了重点阐述。截至 5 月 5 日，第一批 3000 亿专项再贷款剩余额度 307 亿元，第二批 5000 亿再贷款再贴现剩余额度 1004 亿元，第三批 1 万亿再贷款再贴现已经落地。充分发挥结构性工具的精准滴灌作用，已成为本次货币政策发力的重要特征。

风险提示：全球经济衰退超预期、不良贷款率上升超预期、LPR下调冲击银行利润。

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001
电话： 0755-22662077
邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生宏观】货币政策的定力和底气从哪里来？

【民生金融】点评《商业银行互联网贷款管理暂行办法（征求意见稿）》：对助贷及跨区展业松绑，政策宽松力度大

【民生宏观】这是一份总量和结构都无可指摘的数据——评4月信贷社融数据（分析师：解运亮，S0100519040001，18911895931）

1）信贷发力和“房住不炒”兼顾。4 月新增人民币贷款 1.7 万亿元，创历年同期最高，同比多增 6818 亿元，远超季节性表现。除房贷外，企业和居民部门贷款全线高增，企业中长期贷款、短期贷款、票据融资分别同比多增（少减）2724 亿元、1355 亿元、2036 亿元，居民短期贷款同比多增 1187 亿元，体现信贷发力；居民中长期贷款（主要是房贷）基本稳定，同比仅小幅多增 224 亿元，体现“房住不炒”。

2）除政府债券情况特殊之外，社融总量和结构全面开花。4 月社融增量为 3.09 万亿元，也创历年同期最高，同比多 1.42 万亿元，远超季节性表现。其中，表内贷款、表外融资、企业债券融资分别同比多增 8708 亿元、1446 亿元、5066 亿元；政府债券融资同比少增 1076 亿元，源于首批提前下发额度有限，考虑到国务院再次提前下发 1 万亿额度并要求 5 月底前发放完毕，预计 5 月政府债券融资将同比大幅多增。

3）M2 增速高于名义 GDP，化解实体经济现金流问题。4 月 M2 同比增速 11.1%，较前值提高 1 个百分点;M1 同比增速 5.5%,较前值提高 0.5 个百分点。正如 2020Q1 货政报告所说，存款货币是由贷款扩张创造的，贷款多增同时表现为企业和居民存款多增，从而有效缓解了企业和居民的现金流压力，有助于缓解企业复工复产面临的债务偿还、资金周转和扩大融资等迫切问题。

4）总而言之，这是一份总量和结构都无可指摘的数据，体现了当前货币政策传导效果较好，也构成了央行保持定力沉着应对的底气。全球疫情蔓延下，海外主要央行无节操放水大肆扩表，但中国央行重申维护正常货币政策地位，彰显了我国货币政策的定力。其底气，正是来自于货币政策传导效果的增强，近两月的信贷社融数据，可以作为政策效果的最好注脚。信贷发力先行，国内经济逐步复苏可期，不确定性仍在于海外疫情进展。

风险提示：企业通过票据融资购买结构化存款以监管套利、银行盈利能力下降、财政政策发力超预期等。

● 行业观点

【民生金融】点评《商业银行互联网贷款管理暂行办法（征求意见稿）》：对助贷及跨区展业松绑，政策宽松力度大（分析师：郭其伟，S0100519090001，18588460632）

商业银行互联网贷款业务新规来临

2020年5月9日银保监会发布了《商业银行互联网贷款管理暂行办法（征求意见稿）》。《办法》对互联网贷款的内涵与范围做出界定，加强了风险管理、合规机构管理、消费者保护、事中事后监管要求，并按照“新老划断”原则设置了2年过渡期。

摒弃一刀切的监管思路，兼具包容与审慎要求

据报道，互联网贷款管理办法曾两次在业内小范围征求意见。对比此前流传的两个版本，《办法》在授信额度和期限、地方机构法人跨区域贷款、合作机构、预留监管措施、过渡期设置等方面有所改动。整体来看，《办法》摒弃了原来一刀切的监管思路，取消了许多硬性指标规定，将审慎包容与加强事中事后监管相结合，以原则导向为主，鼓励商业银行稳步探索产品和服务创新，并预留审慎监管政策空间，普惠金融特性较为突出。

《办法》整体较为宽松，体现支持实体政策思路

相比此前的流传版本，《办法》对在规范互联网贷款业务的基础上，采取了更为宽松的监管要求。主要体现在：①对消费贷和经营贷实行差异化管理。一方面对消

费贷的限额和期限设置比较符合实际需求，整体影响有限。另一方面豁免了经营贷额度和期限限制，消除了存量经营贷整改压力。②首次规范助贷业务，并采取了适当性鼓励措施。明确合作公司可参与除核心风控环节外的其他环节，消除了合规隐患；实施分层分类管理，将对合作机构的审核权限下放，提高审批的灵活性；对单笔贷款出资比例实行区间管理，取消余额限制；首次允许保险和担保机构向借款人收取费用，为其参与助贷业务扫清了障碍。③对地方法人机构线上跨区展业松绑。仅提出了审慎性监管要求，并明确在分支机构所在地开展业务不受跨区经营限制。这意味着风控和科技能力较强的区域性银行能通过互联网贷款突破地域限制进行展业，预计将更为受益。

投资建议：《办法》是对银行发展线上零售业务的强心针。银行的零售业务将在监管和政策的呵护下重新回到正轨，尤其利好经营性贷款规模较大、金融科技优势和风控能力突出的中小银行。此外，银行股目前处于估值较低水平，**建议重点关注此前受疫情影响较大的零售标的，如平安银行、宁波银行、招商银行、杭州银行、常熟银行。**

风险提示：息差下行压力，资产质量波动。

风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学经济学学士，国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。