

强于大市

央行 1 季度货政报告

多措并举应对疫情冲击，深化 LPR 引导融资成本下行

央行 5 月 10 日公布了《2020 年第一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。

- **疫情对 1 季度经济带来冲击，国内经济面临挑战增多**

1 季度央行对宏观经济的判断中，突出新冠肺炎疫情对经济带来的冲击。在对未来经济形势的分析展望中，央行认为在新冠疫情影响下，世界经济衰退风险加剧、国内经济面临挑战增多。但央行也提到，新冠肺炎疫情影响总体可控，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。针对疫情造成的需求不足、消费减少、企业经营困难、就业压力加大等问题，央行强调加大宏观政策逆周期调节力度、坚定实施扩大内需战略。

- **货币政策更加灵活适度，推动银行多渠道补充资本**

在货币政策执行思路方面，1 季度的方向与 2019 年 4 季度相近，强调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。我们认为央行未来仍将在稳健基础上采取适度宽松的货币政策，延续 1 季度的“宽信用”措施。同时，此次货政报告依然提到，未来将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，提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。

- **LPR 引导贷款定价下行，银行资产端收益率继续下行**

LPR 改革有效发挥了促进贷款利率下行的作用，降低实体经济融资成本，减轻民营和小微企业债务压力。3 月贷款加权平均利率较 2019 年 12 月下降 36BP 至 5.08%，其中一般贷款利率下行 26BP，票据融资利率下行 32BP。在央行利率管控力度加大以及 LPR 改革深化下，我们认为 2020 年银行行业贷款利率将延续下行趋势，对息差带来收窄压力，我们判断 2020 年行业息差将较 2019 年收窄 10BP。

- **投资建议：**

1 季度货政报告强调了疫情对国内经济带来的冲击，以及疫情影响下国内经济面临挑战增多。为应对疫情影响，下一阶段货币政策将更加灵活适度，“宽信用”政策思路持续，同时要继续完善银行资本补充机制，推进 LPR 改革的深化。经过前期调整，板块目前估值为 0.73x（2020 年），处于历史低位，反映出市场在疫情冲击下对经济、银行业息差收窄以及资产质量的悲观预期。但我们认为在经济下行周期，相较于其他行业，银行板块盈利水平更为稳定，同时板块具备低估值、高股息率（5.0%，2020 年）特点，配置性价比突出。个股方面，建议关注基本面稳健、具备对公领域传统优势的建设银行、工商银行，以及基本面改善的低估值股份行（光大银行等）。

- **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 2019 年报暨一季报综述》20200506
《银行业周报》20200505
《银行业周报》20200426

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

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

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 5 月 10 日公布了《2020 年第一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。

疫情对 1 季度经济带来冲击，国内经济面临挑战增多

1 季度央行对宏观经济的判断中，突出新冠肺炎疫情对经济带来的冲击，1 季度国内 GDP 同比下降 6.8%。在对未来经济形势的分析展望中，相较于 2019 年 4 季度“内外部经济都处于调整期的判断”，央行认为在新冠疫情影响下，世界经济衰退风险加剧、国内经济面临挑战增多。未来一段时间，仍然需要关注的风险包括了：全球疫情持续时间及负面影响可能超预期、主要经济体高度宽松的非常规货币政策和财政政策的效果和溢出效应、中小企业受疫情的影响以及居民就业和社会保障压力。但央行也提到，新冠肺炎疫情影响总体可控，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。针对疫情造成的需求不足、消费减少、企业经营困难、就业压力加大等问题，央行强调加大宏观政策逆周期调节力度、坚定实施扩大内需战略。

图表 1.1 季度货币政策执行报告对比

	2020Q1	2019Q4	点评
国内经济形势现状分析	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。	2019年中国经济运行总体平稳，结构持续优化，就业保持稳定，物价结构性上涨特征明显，内外部风险挑战增多，经济下行压力加大。	突出1季度新冠肺炎疫情对经济带来的短暂冲击。
国内经济展望	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。	展望未来一段时期，新冠肺炎疫情对中国经济造成一定影响，但持续时间和规模都有限，中国经济长期向好、高质量增长的基本面没有变化。国内外经济都处于调整期，国内经济下行压力较大。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，推动消费稳定增长，切实增加有效投资，释放国内市场需求潜力。	新增世界经济衰退风险加剧、国内经济面临挑战增多的判断，针对新冠疫情要加大逆周期调节力度、实施扩大内需战略。
对于通胀压力判断	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。	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。短期内，新冠肺炎疫情等因素可能对物价形成扰动，应继续密切监测分析。但从基本面看，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。	与2019年4季度判断基本一致。
下阶段货币政策思路			
总体思路	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。	科学稳健把握逆周期调节力度，稳健的货币政策要灵活适度，守正创新、勇于担当，在多重目标中寻求动态平衡，妥善应对经济短期下行压力，同时坚决不搞“大水漫灌”，确保经济运行在合理区间。继续加强逆周期调节、结构调整和改革的力度，保持物价水平基本稳定。将疫情防控作为当前最重要的工作来抓。	新增深化LPR改革。
流动性管理	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。	实施好稳健货币政策，科学稳健把握逆周期调节力度，保持流动性合理充裕，促进货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应。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，拓宽永续债投资主体，分散风险。重点支持中小银行补充资本，防范社会信用收缩风险。	提出以更大的政策力度对冲疫情影响，以及处理好内部均衡和外部均衡之间的平衡。
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。	建立健全银行增加小微企业贷款投放的长效机制。运用好多种货币政策工具，引导金融机构加大对小微、民营企业和制造业的信贷支持。确保小微企业融资成本下降，更好地服务实体经济。进一步做好乡村振兴金融服务。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。推进存量浮动利率贷款定价基准转换。	新增：对部分企业适当延长延期还本付息政策。
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。进一步扩大金融业对外开放。	继续推动全面落实开发性金融机构、政策性银行改革方案，完善治理体系。持续深化大型商业银行和其他大型金融企业改革。	强调扩大金融业对外开放。

资料来源：央行，中银证券

货币政策更加灵活适度，推动银行多渠道补充资本

在货币政策执行思路方面，1 季度的方向与 2019 年 4 季度相近，强调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。我们认为央行未来仍将在稳健基础上采取适度宽松的货币政策，延续 1 季度的“宽信用”措施。2020 年以来，央行已采取下调金融机构存款准备率和超额存款准备金利率、运用结构性货币政策（再贴贷款和再贴现工具、开展定向中期借贷便利操作）、提前下达地方专项债额度、持续深化 LPR 改革、在 MPA 中进一步提高了小微、民营企业融资和制造业融资的考核权重等措施，来加大对实体经济、尤其是中小微企业的融资支持力度。同时，此次货政报告依然提到，未来将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，提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。

LPR 引导贷款定价下行，银行资产端收益率继续下行

2020 年 LPR 改革持续推进，3 月 1 年期 LPR 较 2019 年 12 月下行 10BP，5 年期以上 LPR 下行 5BP，LPR 改革有效发挥了促进贷款利率下行的作用，降低实体经济融资成本，减轻民营和小微企业债务压力。3 月贷款加权平均利率较 2019 年 12 月下降 36BP 至 5.08%，其中一般贷款利率下行 26BP，票据融资利率下行 32BP。此外，LPR 改革后，贷款市场竞争性加强，促使部分银行主动下沉客户群，加大对小微企业的贷款支持力度。在央行利率管控力度加大以及 LPR 改革深化下，我们认为 2020 年银行行业贷款利率将延续下行趋势，对息差带来收窄压力，我们判断 2020 年行业息差将较 2019 年收窄 10BP。从利率浮动情况来看，3 月一般贷款中利率高于 LPR 的贷款占比为 72.8%（vs2019 年 9 月为 76.8%），利率低于 LPR 的贷款占比为 24.4%（vs2019 年 12 月为 21.9%），贷款利率加减点区间整体较 12 月有所下移。

投资建议：

1 季度货政报告强调了疫情对国内经济带来的冲击，以及疫情影响下国内经济面临挑战增多。为应对疫情影响，下一阶段货币政策将更加灵活适度，“宽信用”政策思路持续，同时要继续完善银行资本补充机制，推进 LPR 改革的深化。经过前期调整，板块目前估值为 0.73x（2020 年），处于历史低位，反映出市场在疫情冲击下对经济、银行业息差收窄以及资产质量的悲观预期。但我们认为在经济下行周期，相较于其他行业，银行板块盈利水平更为稳定，同时板块具备低估值、高股息率（5.0%，2020 年）特点，配置性价比突出。个股方面，建议关注基本面稳健、具备对公领域传统优势的建设银行、工商银行，以及基本面改善的低估值股份行（光大银行等）。

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(元)	市值(十亿元)	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净资产(元/股)
					2019A	2020E	2019A	2020E	
601398.SH	工商银行	买入	5.10	1,818	0.88	0.92	0.74	0.67	7.18
601939.SH	建设银行	买入	6.35	1,588	1.07	1.12	0.76	0.69	8.79
601988.SH	中国银行	未有评级	3.46	1,019	0.64	0.66	0.62	0.57	5.81
601288.SH	农业银行	买入	3.42	1,197	0.61	0.63	0.68	0.63	5.20
601658.SH	邮储银行	增持	5.17	450	0.70	0.79	0.91	0.79	6.00
600036.SH	招商银行	买入	34.97	882	3.68	4.11	1.53	1.36	24.11
601998.SH	中信银行	增持	5.15	252	0.98	1.05	0.57	0.52	9.38
600016.SH	民生银行	增持	5.84	256	1.10	1.18	0.57	0.52	10.68
600000.SH	浦发银行	增持	10.44	306	2.01	2.14	0.62	0.57	17.47
601818.SH	光大银行	买入	3.69	194	0.71	0.79	0.62	0.56	6.23
000001.SZ	平安银行	买入	13.95	271	1.45	1.66	0.99	0.90	14.55
601169.SH	北京银行	增持	4.98	105	1.03	1.12	0.56	0.52	9.32
601009.SH	南京银行	增持	7.76	78	1.29	1.49	1.04	0.94	9.57
002142.SZ	宁波银行	买入	26.23	148	2.44	2.89	1.73	1.47	16.20
601229.SH	上海银行	增持	8.13	115	1.43	1.59	0.74	0.67	11.43
600919.SH	江苏银行	增持	6.06	70	1.27	1.50	0.64	0.56	9.98
601997.SH	贵阳银行	未有评级	7.92	25	2.13	2.39	0.74	0.65	11.09
600926.SH	杭州银行	增持	8.47	50	1.10	1.33	0.97	0.88	10.82
002807.SZ	江阴银行	未有评级	4.14	9	0.47	0.47	0.79	0.77	5.35
600908.SH	无锡银行	未有评级	5.09	9	0.67	0.75	0.85	0.79	6.22
601128.SH	常熟银行	买入	6.99	19	0.65	0.74	1.13	1.04	6.43
002839.SZ	张家港行	未有评级	5.53	10	0.52	0.58	0.99	0.93	5.87

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 5 月 8 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