

银行

证券研究报告

2018年07月20日

央行 MLF 配额点评：紧信用环境趋于改善，银行板块或迎反弹

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

廖志明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517070001

liaozhiming@tfzq.com

林瑾璐

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517090002

linjinlu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《银行-行业专题研究:大额风险暴露:严标准、广覆盖、宽期限,建立系统化的风险集中度管控框架》 2018-07-17
- 2 《银行-行业点评:6月金融数据点评:信贷大幅放量,但拗不过表外大降》 2018-07-14
- 3 《银行-行业点评:估值筑底,全面积极看多银行板块》 2018-07-09

事件:

据《21世纪经济报道》7月18日晚间报道,央行近日将按一定的额度,为一级交易商额外给予 MLF 资金。对超出月初报送贷款额度之外的增量贷款投放(非票据或同业借款),按 1:1 给予 MLF 资金;对 AA+及以上评级的信用债,按 1:1 给予 MLF, AA+以下评级按 1:2 给予 MLF。

点评:

上半年债券违约症结在融资环境不在经营状况

当前债券违约增加,主要原因在融资环境趋紧,而非企业盈利能力下滑。融资趋紧的原因在于:强监管之下非标被压缩,而在“避险”的行业共识下,银行风险偏好下降,资金更偏好利率债和高等级信用债,货币市场宽松向社融的传导路径受阻。

据 WIND, 5、6月信用债发行量环比 3、4月份接近腰斩。债券发行减少致使融资缺口进一步扩大,这将反过来触发新的债券违约,也让投资者避险情绪加码,从而形成恶性循环,置整个 AA+ / AA 级债券于险境。

央行 MLF 配额:缓解债市情绪,紧信用环境趋于改善

当前评级缺乏区分度。在已评级的债券中, AA+ / AA 级共占比 54.2%,少数违约债券带动整个评级区间被市场争相遗弃。

央行此次采取 MLF 配额的方式,增量对增量,引导的意图明确。银行资产端增配了中低评级信用债,或是增加了贷款投放,央行就给等量 MLF 额度,如果配 AA 及以下的信用债,还有额外 1 倍 MLF 奖励。

此举可引导银行、进而带动整体的债券投资者逐步抬升风险偏好,增加中低等级信用债及其发行人的资金供应,进而有效阻止违约风险进一步扩散,让发行人/客户重回合理的融资循环。

投资建议:资产质量悲观预期料将打破,银行板块或反弹

央行通过 MLF 配额政策引导银行、进而带动整体的债券投资者抬升风险偏好,增加对中低评级客户的资金支持,将促使其融资环境将回归正常,利于改善当前信用环境。

前期市场普遍存有债券违约扩大化致使资产质量恶化的预期,使整个板块估值下降。因此我们认为,政策较大调整之下,资产质量悲观预期料将打破,银行板块或迎来一波反弹行情。

力推基本面明确的四大行和零售银行龙头,看好中信银行 H 股。

风险提示: MLF 投放力度不及预期;经济超预期下行使违约风险扩大。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-07-19	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002142.SZ	宁波银行	16.06	买入	1.84	2.24	2.73	3.34	8.73	7.17	5.88	4.81
600036.SH	招商银行	25.62	增持	10.81	9.12	7.66	6.40	2.37	2.81	3.34	4.00
601288.SH	农业银行	3.37	买入	0.59	0.60	0.68	0.76	5.71	5.62	4.96	4.43
601398.SH	工商银行	5.17	买入	0.80	0.87	0.95	1.05	6.46	5.94	5.44	4.92
601939.SH	建设银行	6.35	增持	0.97	1.06	1.17	1.31	6.55	5.99	5.43	4.85

资料来源:天风证券研究所,注:PE=收盘价/EPS



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

事件：

据《21世纪经济报道》2018年7月18日晚间报道，央行近日窗口指导银行，将按一定的额度，为一级交易商额外给予MLF资金。对超出月初报送贷款额度之外的增量贷款投放（不能是票据或同业借款），按1:1给予MLF资金；对AA+及以上评级的信用债，按1:1给予MLF，AA+以下评级按1:2给予MLF资金。（信用债必须为产业类，金融债不符合要求）。

点评：

上半年债券违约症结在融资环境不在经营状况

截至7月18日，今年已有28只债券发生了违约。当前债券违约增加，主要原因在融资环境趋紧，而不在企业盈利能力下滑。融资环境趋紧原因在于，在“避险”的行业共识下，银行风险偏好下降，资金更偏好利率债和高等级信用债，货币市场宽松向社融的传导路径受阻。具体体现在：表内信贷受额度限制；因担心债券违约“踩雷”，信用债边际配置走弱，并向高等级倾斜；利率债成为市场宠儿。

在投资者配置下滑、信用事件频发的背景下，债券一级市场发行利率高企，发行频频失败或推迟。叠加5月经济数据疲弱，贸易战逐步升级，债券委外逐步退潮，5、6月信用债发行量环比3、4月份接近腰斩（据WIND数据统计）。债券发行减少致使融资缺口进一步扩大，这将反过来触发新的债券违约，也让投资者避险情绪加码，从而形成恶性循环，置整个AA+/AA级债券于困境。

MLF配额：缓解债市情绪，紧信用环境趋于改善

当前评级体系缺乏区分度。据《投资者报》梳理，截至5月末，在已评级的债券中，AAA级债券占比42.6%，AA+/AA级共占比54.2%，少数违约债券带动整个评级区间被市场争相遗弃。2018年上半年债券违约事件中，除了17沪华信SCP002是AAA级的民企之外，其余大部分都在AA+/AA级。这使债券投资者纷纷降低风险偏好，引发低等级债券发行难问题。

图1：据《投资者报》梳理，国内债券评级虚高，高等级占比较高

“2017年前AA债券还是可以发出来的，但今年AA+都违约了，更别提AA级了，所以为了高级别，企业可以更换评级机构。谁给的评级高，项目就给谁做，行业潜规则。”上述前中诚信国际员工道出了发行人付费模式的弊端。

数据显示，截至5月31日，国内存量信用债市场中，未进行债项评级的债券有19104只，占比56.55%；有评级的债券占比为43.45%，其中，债项级别为A-级至AAA级的债券占比为43.25%；C级至BBB+级别占比总共才0.2%。值得注意的是，最高等级AAA级债券占比竟高达42.6%，A级（含）以上的评级占有评级债券的比重为98.7%。

鹏元资信相关负责人告诉记者，无债项评级的基本为非公开发行债券，包括私募公司债、定向工具等，对此类债券不强制评级。针对大量债券评级集中在A-以上，因为我国债券发行时对债项有要求，过低的债项无法达到发行条件。关于C级及以下的高风险债券和违约级债券，我国目前违约债券整体占比不高，相关违约处置也在建设中，日后随着市场完善，违约债券或有增加。

资料来源：《投资者报》网站，天风证券研究所

6月1日，央行将不低于AA级的小微企业、AA+/AA级信用债纳入MLF担保品范围，目的是为引导银行下调信用债配置偏好，但效果并不显著。央行此次采取MLF配额的方式，增量对增量，引导的意味就明确多了。只有增配了中低评级信用债，或是额外增加了贷款投放，央行就给MLF，如果配AA及以下的信用债，还能得到多一倍的MLF奖励。

新增的贷款将直接缓解一般企业（非平台、房地产）的资金紧张问题，增配信用债则有助

于债券顺利发行，双管齐下，能有效阻止违约风险进一步扩散。央行可灵活控制总体 MLF 额度和利率，引导银行、进而带动整体的债券投资者，逐步抬升风险偏好，让中低评级的信用债及其发行人重合理的融资循环。

对于上市银行资产质量没必要悲观

MLF 配额政策对于非标自营投资规模较大的银行显著利好。由于强监管之下，存量非标不断压降，对于自营非标投资规模较大的银行表内资产规模扩张产生较大压力。我们认为，MLF 配额政策之下，对于到期的非标，商业银行可以与融资企业协商改为银行帮其发债融资再由银行购买该债券的方式。由于该债券与此前投资的非标主体相同，信用风险并无很大差异，相比非标，投资其债券并不必然带来资产质量恶化。通过这种方式还可以获得央行相应的 MLF 支持，对于央行也一定程度上缓解了非标收缩带来的信用紧缩问题，一举两得。

银行资产质量恶化与否的关键在于宏观经济情况。在贸易战催化之下，我们看到过去一个多月政策发生较大的转向，央行货币与信贷政策调整幅度加大，并着力于解决信用过紧问题，为经济增长托底意图明显。我们认为，央行通过贷款与债券多增来抵补表外融资下降的思路较为明确，促使社融企稳，为经济可能的下行做了政策预调。在此背景下，我们认为对于未来经济没有必要过于悲观，经济若平稳，上市银行资产质量也将保持稳定。

资产质量悲观预期料将打破

市场之前一段时间普遍担心债券违约加大可能是经济下行期信用风险爆发的前奏，因而对下一阶段银行的资产质量产生担忧。我们认为，资产质量的悲观预期即将被打破。

首先，上半年债券违约加剧仅仅是融资环境紧张，而非经营状况恶化。但若任由该状况发展，融资局部的断裂可能引发连锁反应，伤及企业的正常经营，导致发生实质上的信用风险，即流动性风险向信用风险转化。

其次，货币政策和信贷额度至今已全面放松。从 1 月下旬、4 月 25 日、7 月 5 日连续三次定向降准，到 6 月下旬的国有银行获得额外信贷额度，以及央行流动性“合理稳定”改为“合理充裕”，货币政策和信贷额度已经显著放松了。这一次的贷款和信用债的 MLF 配额更具有定向色彩，只要银行资产端肯放贷款、配中低等级信用债，就能低代价实现扩表。

最后，整体债券投资者的风险偏好有望抬升，悲观预期的恶性循环将被打破，企业融资环境将回归正常，银行在这一层级的资产质量因而得到巩固。

图 2：据《21 世纪经济报道》报道，央行窗口指导银行增配低评级信用债投资



资料来源：21 世纪经济报道，天风证券研究所

投资建议：紧信用环境趋于改善，银行板块或迎反弹

央行通过 MLF 配额政策引导银行、进而带动整体的债券投资者抬升风险偏好，增加对中低评级客户的资金支持，将促使其融资环境将回归正常，利于改善当前信用环境。

前期市场普遍存有债券违约扩大化致使资产质量恶化的预期，使整个板块估值下降，因此我们认为，政策较大调整之下，**资产质量悲观预期料将打破，银行板块或迎来一波反弹行情。**

力推基本面明确的四大行和零售银行龙头，看好上海银行和中信银行 H 股。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com