

看好新增信贷增速持续超预期

——银行业 2019 年度策略报告



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **看好新增信贷持续超预期，存贷业务仍为利息业务净收入的核心驱动。** 预计 19 年监管大方向不变，信贷之外融资渠道提供长期资金有限，导致信贷占社融比例持续提升，预计 19 年信贷持续放量。资产端，由于融资渠道有限，银行议价能力仍将持续上升。负债端还看零售业务带来的新增量，存款获取能力仍将长期分化，零售揽储能力强的大行和部分股份行将持续占优，强者恒强，零售带来的成本优势短时间无法超越，预计 19 年市场格局维持稳定。
- **净息差预计走平，新增信贷创收方式在于“以量补价”，匹配合意资产的能力成为释放优质新增信贷的关键。** 19 年信贷仍将供不应求，银行资产端议价能力较高，但负债端成本上升压力仍在，净息差预计维持稳定，新增信贷创收方式在于“以量补价”，能否匹配到合意资产是银行释放新增信贷的关键。即使 19 年降息，预计对净息差影响也有限。降息对于疏通货币传导机制疗效有限，且利率市场化条件下，存贷基准利率的指导意义减弱，银行通过浮动利率自行调整存贷利率的空间仍然较大。
- **估值跌破历史地位，并无逻辑支撑，拨备覆盖率达到近年高点。** 18Q1 银监会通知降低拨备覆盖率要求以来，核心银行均大幅上调拨备覆盖率，实际行为与监管松动方向相反，体现了更为审慎的资产把控要求与风险防范意识。18 年半年以来银行新增资产质量由于议价能力的上升和风险偏好的降低而更优，预计银行不良率 19 年将仍处于稳健下行区间。经过测算，股价隐含不良率在 7%-9% 之间，与银保监会公布的行业整体 1.87% 的不良率有明确倍数差。当前绝对估值水平已跌破历史低位，并无逻辑支撑。
- **理财与同业仍将受限，但边际影响已经趋弱。** 存量方面，当前行业整体存量业务水平已经能够满足潜在 MPA 相关监管条件的进一步约束。18 年 7 月理财新规等通知下发以后，存量理财业务的清理压力暂时放缓，存量调控已经到位，预计 19 年监管方向不变，但不会出现进一步收紧。增量方面，表外理财纳入广义信贷增速考核目标之后，尽管回表压力仍在，但监管的松动缓解了考核压力，预计增量方面考核风险不大。

投资建议与投资标的

- 当前银行板块整体估值安全边际较高，监管政策边际宽松提升了板块配置吸引力。优质高收益率资产是当前银行保持盈利能力的关键，主动负债能力仍不可忽略。大行在找到合意资产上更具优势，新增信贷超预期可能性更高，在行业净息差走平的情况下，依靠“以量补价”方式发展中，大行依靠资源优势更容易匹配合意资产，达到更大规模的信贷释放量。同时，大行资产端议价能力更强，预计新增资产质量良好。由此，我们仍维持行业看好评级，公司方面，我们仍建议关注建设银行(601939，未评级)、农业银行(601288，未评级)、招商银行(600036，未评级)、工商银行(601398，未评级)。

风险提示

- 经济下行，企业贷款质量进一步恶化，影响银行资产质量。
- 监管导向更加支持小微企业，投放小微信贷增加可能会对资产质量风险控制造成压力。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

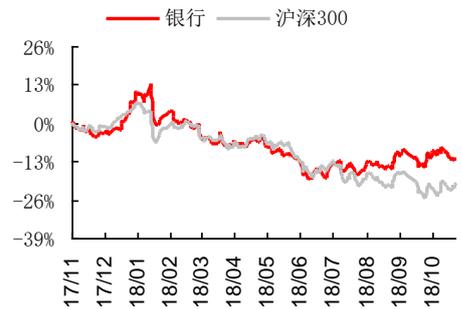
行业

银行

报告发布日期

2018 年 11 月 23 日

行业表现



资料来源: WIND

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860514060001

联系人

张静娴

021-63325888-4311

zhangjingxian@orientsec.com.cn

相关报告

资产质量平稳，息差改善提振利润	2018-11-12
转型零售，顺势而为	2018-11-06
资产质量持续向好，大行零售存款发力	2018-09-06
资产质量持续向好，新增信贷加速释放	2018-05-08
高度相关经济周期，估值提升仍有空间	2018-03-01

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 新增信贷仍将保持高增速，预计持续以量补价	4
1.1. 监管大方向不变，存贷业务仍为利润支撑点.....	4
1.1.1. 银行信贷对社会融资规模的支撑效应仍将持续，看好新增信贷超预期	4
1.1.2. 资产端：银行议价权将持续上升，增量信贷中票据占比提升	5
1.1.3. 负债端：负债增长看零售，主动负债能力仍将长期分化，19 年市场格局基本稳定	7
1.2. 预计净息差走平，即使降息受到影响亦较小.....	9
1.2.1. 净息差预计变动有限，存贷业务以量补价	9
1.2.2. 降息影响探讨：即使 19 年降息，预计对净息差影响不大	12
2. 理财与同业仍将受限，但边际影响已经趋弱	13
2.1. 预计同业及表外业务存量调控不会进一步收紧，增量调控带来的考核风险不大...	13
2.2. 预计后续调控的执行方式将偏于稳健.....	17
3. 拨备覆盖率达到今年高点，新增信贷资产质量更优，估值已经体现不良的最悲观预期	19
3.1. 拨备达到近年高点，银行风控意识更强.....	19
3.2. 新增资产质量更佳，预计 19 年不良率仍处于稳健下行区间.....	20
3.3. 估值已经体现不良的最悲观预期.....	21
4. 投资建议：看好新增信贷超预期且资产质量有保障的大行	23
5. 风险提示	24

图表目录

表 1: 10 月新增贷款结构中票据冲量和居民短期贷款增加占据较大比重	6
表 2: 零售存款增速加快	8
表 3: 2018H1 上市银行存款结构: 个人存款及定期存款占比增加	8
表 4: 零售存款占比增加, 零售定期成为主因	10
表 5: 上市银行净息差走势基本稳定	11
表 6: 利率市场化已基本完成	12
表 7: 上市银行同业负债占总负债比重小于 1/3 (2018Q3)	13
表 8: 上市银行资本充足率有较高的安全空间	15
表 9: 2018 年以来上市银行融资计划 (已公告) 频繁且涉及金额较大	16
表 10: 2018 年下半年银行信用派生相关监管政策有所宽松但方向不变	17
表 11: 8 月监管放松以来新发债券以高评级债券为主	18
表 12: 上市银行不良率下降、拨备覆盖率达到近年新高	19
表 13: 上市银行资产质量改善	20
表 14: 股价隐含不良测算表_5 年平均 ROE	22
表 15: 股价隐含不良测算表_2017 年 ROE	22
图 1: 社会融资规模各项目占比 (累计值)	5
图 2: 社会融资规模及新增人民币贷款金额 (累计值, 亿元)	5
图 3: 金融机构人民币加权平均利率 (%): 票据融资利率降低, 其余种类融资利率抬升	7
图 4: 金融机构存款余额增速下降	8
图 5: 2018H1 上市银行营业网点数量 (个): 四大行具有绝对的渠道优势, 股份行其次	9
图 6: 生息资产收益率略有抬升	10
图 7: 计息负债付息率基本稳定	10
图 8: 广义信贷增速与 M2 增速相差不大	15
图 9: 商业银行不良贷款比例 (%)	23

1. 新增信贷仍将保持高增速，预计持续以量补价

预计 19 年银行表外理财业务与表内同业业务的监管取向仍将持续，银行净利润最明确的增长点仍将定位于基础存贷利息业务，特征可能显现为以量补价。

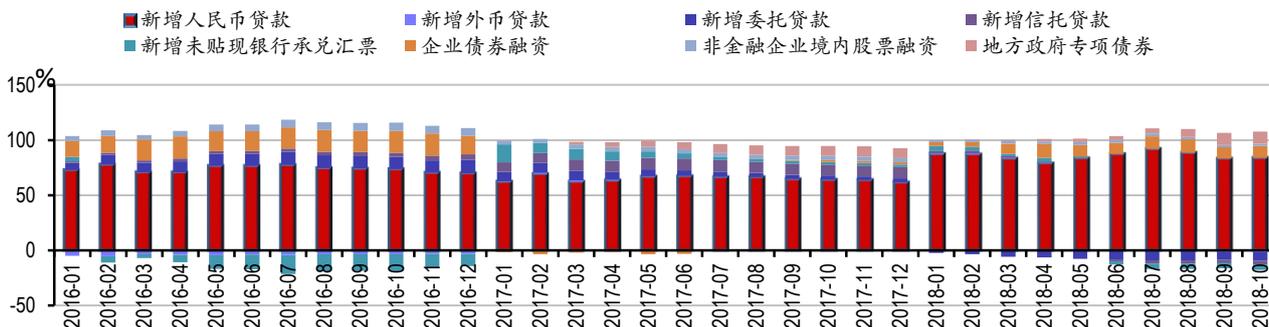
1.1. 监管大方向不变，存贷业务仍为利润支撑点

1.1.1. 银行信贷对社会融资规模的支撑效应仍将持续，看好新增信贷超预期

我们仍从社融结构观察银行资金供求关系，量价波动的最核心驱动在于替代渠道资金供给的不足。从下半年“理财新规”及其他银行资金面相关的政策来看，监管政策在执行层面虽有所放松，但是监管的大方向并没有变化，只是在执行层面给予了上半年流动性过于紧张的资本市场，以适当的喘息之机，求得金融改革的“稳”步推进。

2018 年全年银行信贷对社融支撑效应预计将持续至 19 年，可归因为在去杠杆背景下银行间市场资本供给能力的不足。银行新增信贷仍是社融的唯一支撑，同时也是企业端获取长期资金至关重要的渠道。

当前，社会融资规模对信贷的依赖程度仍然维持高位，其他融资方式对信贷的补充作用仍然较弱，看好新增信贷超预期。社会融资规模累计值在 2018 年 10 月末为 16.1 万亿元，10 月社会融资规模单月增量为 7288 亿元。从社会融资规模占比来看，资金的主要来源仍为银行信贷，但三季度后新增人民币贷款占比较二季度略有下降，6 月-10 月末占比分别为 87.43%、92.14%、88.53%、83.20%和 83.91%，而地方政府专项债券占比从 6 月末的 3.6%上升至 10 月末的 11.07%，提升幅度较大。上半年，地方政府流动性紧张的情况，在发行了较大规模的专项债券以后，得到一定程度缓解。但是总体而言，社会融资规模对信贷的依赖程度仍然处于历史高位，远高于 2017 年末信贷占比 61.81%的情况，整体社会融资中，其他融资方式对信贷的补充作用仍然较弱。尽管社会融资规模增速在 2018 年以来一直同比负增长，依仗银行表内信贷进行货币派生不足以补充社融规模的下滑，但新增人民币贷款的绝对额一直持续上升，10 月新增人民币贷款累计值比去年同期提高 11.5%。监管大环境不变的情况下，预计明年新增信贷可能持续超预期，继续发挥对社融的支撑作用。

图 1：社会融资规模各项目占比（累计值）


数据来源：Wind，东方证券研究所（此图未包含“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”两项的占比）

图 2：社会融资规模及新增人民币贷款金额（累计值，亿元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

1.1.2. 资产端：银行议价权将持续上升，增量信贷中票据占比提升

信贷重要性进一步增强，银行资产端议价能力持续上升。由于社会融资规模整体倚仗银行信贷，其他融资方式对银行信贷的替代作用不强，委托贷款、信托贷款在金融去杠杆的大环境下持续萎缩，企业债券融资未有明显起色，银行信贷对具有融资需求的企业来讲，作为融资途径变得愈加重要。因此，银行资产端对企业的议价能力不断增强，体现到利率上，贷款价格出现普遍上浮。大环境不变，预计 19 年到期续作部分也将维持高溢价。

新增贷款结构方面，企业融资以短期、低利率票据融资为主，居民房贷增速放缓。从人民币新增贷款的结构来看，虽然今年 10 月新增信贷略高于去年同期，但结构上票据冲量和居民短期贷款增加占据较大比重。企业贷款方面，企业部门的短期和中长期贷款均大幅低于去年同期，企业融资情况并不乐观。居民贷款方面，居民贷款中短期贷款增多，中长期贷款在 7 月至 10 月中与去年同期相比，并没有明显增量，8 月和 9 月甚至出现同比下滑的情况。这说明居民新增房贷减少，购房步伐有所放缓，地产销售压力增大。

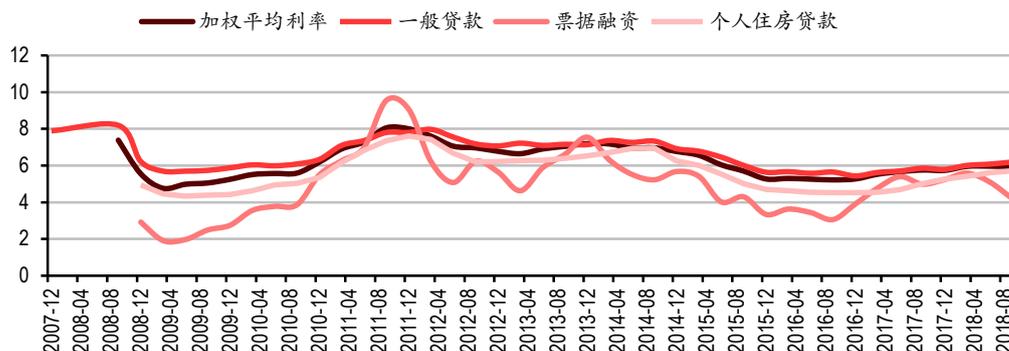
企业贷款中, 银行风险偏好仍然没有提升, 票据市场资金供给增加。在相对宽松的信用政策下, 虽然信贷额度不再成为银行增加信贷投放的限制, 但是由于银行的风险偏好并没有提升, 对企业信贷投放仍然非常谨慎。首先, 银行惜贷情况较为明显, 信贷支持实体经济的情况并没有明显改善。在经济风险较大, 企业盈利增长面临考验的情况下, 银行向企业发放长期贷款的意愿不强。因此, 企业借的多是短期且利率更低的票据融资; 其次, 贷款利率由于银行资产端议价能力的提高有所上浮, 企业长期贷款成本有所增加。

票据融资余额快速增长, 票据市场利率震荡下行。票据融资余额连续 6 个月保持千亿以上的高速增长, 9 月末较年初增加 1.2 万亿元, 比 6 月末增加 8257 亿元。前三季度, 金融机构累计贴现 21.8 万亿元, 同比下降 30.2 个百分点, 主要是因为票据转贴现交易减少较多。票据融资量增价减, 一般贷款利率持续上升, 贷款加权平均利率回落。9 月, 非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 5.94%, 比 6 月下降 0.03%。其中, 一般贷款加权平均利率为 6.19%, 票据融资加权平均利率为 4.22%。个人住房贷款利率小幅上升, 9 月加权平均利率为 5.72%, 比 6 月上升 0.12%。

表 1: 10 月新增贷款结构中票据冲量和居民短期贷款增加占据较大比重

单位: 亿元	新增人民币 贷款: 票据 融资: 当月 值	新增人民币 贷款: 居民 户: 短期: 当 月值	新增人民币 贷款: 居民 户: 中长期: 当月值	新增人民币 贷款: 非金 融性公司: 短期: 当月 值	新增人民币 贷款: 非金 融性公司: 中长期: 当 月值	新增信贷合计: 当月值
17-07	-1662	1071	4544	626	4332	8911
17-08	318	2165	4470	695	3639	11287
17-09	-22	2537	4786	-521	5029	11809
17-10	-378	791	3710	-113	2366	6376
17-11	385	2028	4178	197	4275	11063
17-12	1403	181	3112	-984	2059	5771
18-01	347	3106	5910	3750	13300	26413
18-02	-775	-469	3220	1408	6585	9969
18-03	-119	2032	3770	829	4615	11127
18-04	23	1741	3543	737	4668	10712
18-05	1447	2220	3923	-585	4031	11036
18-06	2947	2370	4634	2592	4001	16544
18-07	2388	1768	4576	-1035	4875	12572
18-08	4099	2598	4415	-1748	3425	12789
18-09	1743	3134	4309	1098	3800	14084
18-10	1064	1907	3730	-1134	1429	6996

数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 3：金融机构人民币加权平均利率（%）：票据融资利率降低，其余种类融资利率抬升


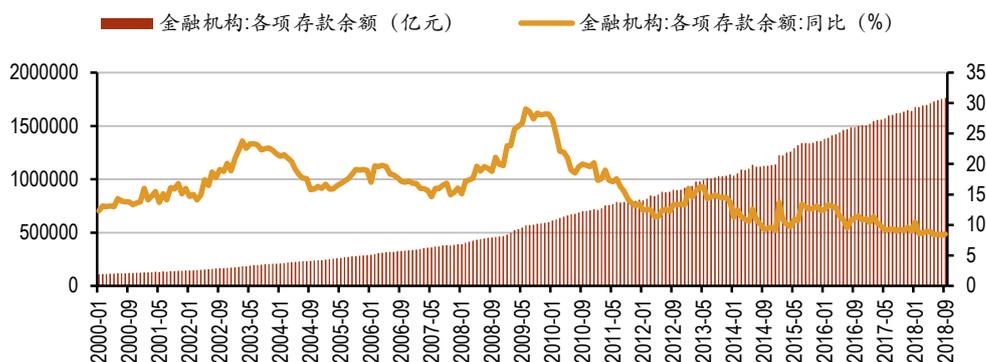
数据来源：Wind，东方证券研究所

1.1.3. 负债端：负债增长看零售，主动负债能力仍将长期分化，19 年市场格局基本稳定

负债端的存款获取能力仍将长期分化，零售能力强、揽储能力强的大行和部分股份行将持续占优，预计 19 年市场格局维持稳定。

金融机构存款余额同比增速下降呈长期趋势，但零售存款增长提速。金融机构各项存款余额同比增速自金融危机后呈现长期下降趋势。从零售存款角度来看，以老 16 家以及江苏、贵阳、上海、杭州、成都银行这 21 家有零售数据披露的上市银行为例，截至 2018 年上半年，21 家标的银行零售存款余额合计为 40.18 万亿，较 2017 年上半年增长 2.2 万亿元，同比增长 5.83%。2018 年上半年上市银行加速零售转型进程在数据上也有所反映。2017 年至 2018 年上半年，21 家标的银行零售存款增速明显上升，其中股份行增速超越城商行，零售存款同比增长 13.09%，国有行增长相对稳定，但体量较大，零售存款贡献额较高。（银行零售业务的具体观点，详见报告《转型零售，顺势而为——商业银行转型深度研判系列之一》。）

负债端零售存款发力，定期存款占比提升较大。存款扩张中，个人存款以及定期存款贡献较大，其中个人存款占比较年初提高 2.10%，定期存款占比较年初提高 3.15%。由此可见，存款的发力点仍在于零售，同时，低成本的活期存款增长有限，主要增长点为较高成本的定期存款，造成付息成本率的单因素上行。

图 4：金融机构存款余额增速下降


数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：零售存款增速加快

	2017		2018H1	
	零售存款余额 (万亿元)	零售存款余额 YOY	零售存款余额 (万亿元)	零售存款余额 YOY
21 家银行	37.96	3.73%	40.18	5.83%
国有行	32.44	3.64%	33.94	4.65%
股份行	4.43	3.47%	5.01	13.09%
城商行	1.10	7.45%	1.22	11.46%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：2018H1 上市银行存款结构：个人存款及定期存款占比增加

	存款结构 2018H1				存款结构 2018H1 较年初变动			
	对公存款	个人存款	活期存款	定期存款	对公存款	个人存款	活期存款	定期存款
上市银行合计	62.88%	41.21%	56.07%	48.01%	1.52%	2.10%	0.48%	3.15%
国有行合计	51.61%	45.37%	51.68%	45.31%	-0.39%	-0.34%	-1.43%	0.70%
股份行合计	87.75%	25.70%	63.32%	50.13%	-0.61%	2.60%	-2.14%	4.13%
城商行合计	68.71%	23.54%	48.47%	43.78%	-3.86%	3.92%	0.14%	-0.09%
农商行合计	57.91%	51.22%	55.04%	54.09%	10.89%	12.17%	11.47%	11.59%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

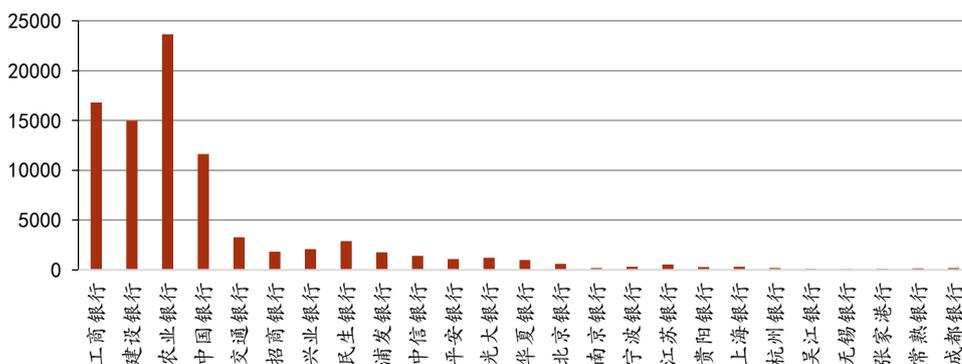
国有行的零售业务拥有得天独厚的渠道优势，遍布全国的网点和 ATM 等设备，使得大行可以最大限度地吸引理财需求较低的散客。负债端以大企业对公业务主账户和渠道优势获取散客。

国有行的负债端扩张具有得天独厚的渠道和品牌优势，渠道对大行负债端的影响更为直接。建行凭借多年深耕，对公基础客户在国有行中最优，其来自结算账户的活期存款占比高于其他大行。截止 2017 年末，农行个人存款为 9.25 万亿为大行之最，主要是网点多且深，下沉至县域级铺网的原因，之后依次为工行、建行、中行及交行，与网点数量直接相关，这种优势是中小行望尘莫及的。

股份行的零售业务大多依靠优质产品形成竞争优势，并凭借灵活的内部调整进行组织结构调整，使公司迅速向零售业务资源倾斜。各银行通常以资产端的拳头产品为基础进行扩张，从而带动负债端形成负债。

依靠零售业务增强主动负债能力常需要多年深耕，短期内难有较大变化，因此银行的主动负债能力未来将因为各家银行发展战略和资源倾斜的不同，继续产生分化，但 2019 年预计变化程度有限，市场格局基本稳定。

图 5：2018H1 上市银行营业网点数量（个）：四大行具有绝对的渠道优势，股份行其次



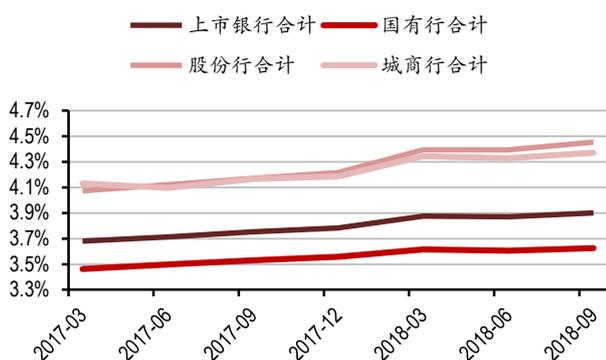
数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2. 预计净息差走平，即使降息受到影响亦较小

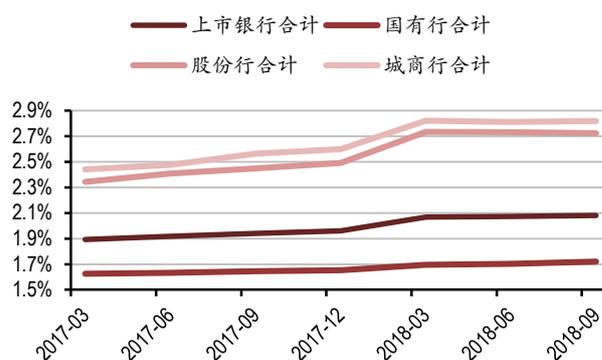
1.2.1. 净息差预计变动有限，存贷业务以量补价

当前银行资产负债定价均高度市场化，均为浮动利率。资产端，根据前文分析，19 年信贷业务仍将以供不应求为主，银行资产端的高议价能力预计仍将持续，生息资产收益率预计不会出现下滑。2018 年三季度上市银行生息资产收益率达到 2017 年一季度以来的最高值 3.90%，事实上 2017 年一季度以来，上市银行生息资产收益率一直呈缓慢上升趋势，2018 年一季度由于去杠杆的影响，资金面紧张，银行议价能力快速提升，生息资产收益率得到较大幅度抬升，此后缓慢上升趋势仍没有打破。预计宏观监管环境不发生方向性变化，生息资产收益率将不会面临较大下行压力。

17Q4 银行负债成本开始出现大幅上升，但进入 18Q2 之后负债成本变化不显著，边际变化小于 1bp。考虑到前文所述的，金融机构存款余额同比仍在下行，银行在进行信贷派生时，来自存款端的揽储压力并没有得到消除，从新增存款来看，成本较高的定期存款增加较多，且近期银行利用大额存单和协议存款方式进行揽储的方式增多。因此，计息负债付息率仍有一定可能小幅上升，这将会抵消生息资产收益率的增幅，导致净息差改善不明显，进而导致净息差长期走平。

图 6：生息资产收益率略有抬升


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：计息负债付息率基本稳定


数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 4：零售存款占比增加，零售定期成为主因

各指标/存款总额比重变化情况 (2018 年上半年减 2017 年末数据)

	零售存款占比 (2017)	零售存款占比 (2018H1)	零售存款变动	零售活期存款变动	零售定期存款变动
上市银行	39.38%	39.79%	0.41%	-0.29%	0.70%
国有行	46.78%	46.78%	0.01%	-0.50%	0.51%
股份行	20.00%	21.90%	1.90%	0.39%	1.51%
城商行	21.28%	22.08%	0.80%	0.33%	0.47%

数据来源：公司公告 (数据获取原因，除去江阴、吴江、无锡、张家港、常熟银行数据)，东方证券研究所

2018Q3 上市银行净息差同比小幅提升，环比改善，净息差长期走势平稳。按照季报公布的生息资产和计息负债的平均余额，推算得到季度净息差。息差同比方面，三季度上市银行净息差同比增加 2bp，其中农商行净息差同比提高 4bp，在各类型银行中同比提升幅度最大，除城商行外，股份行和国有行息差同比均小幅上升。息差环比方面，三季度上市银行净息差环比提升 3bp，其中农商行息差环比提升 7bp，幅度最大，股份行息差环比提高 6bp，城商行息差环比提高 3bp，国有行息差环比小幅提升 1bp。

总体而言，净息差仍维持在较为稳定的区间，在生息资产收益率和计息负债成本率驱动因素不发生较大变化的情况下，预计 2019 年净息差整体走平。

表 5：上市银行净息差走势基本稳定

	2017H1	2017Q3	2017	2018Q1	2018H1	2018Q3
工商银行	2.16%	2.17%	2.22%	2.30%	2.30%	2.30%
建设银行	2.14%	2.16%	2.21%	2.35%	2.34%	2.34%
农业银行	2.24%	2.28%	2.28%	2.67%	2.35%	2.65%
中国银行	1.84%	1.85%	1.84%	1.85%	1.88%	1.89%
交通银行	1.57%	1.57%	1.58%	1.40%	1.41%	1.47%
招商银行	2.43%	2.42%	2.43%	2.55%	2.54%	2.54%
兴业银行	1.75%	2.27%	1.73%	2.07%	1.78%	2.09%
民生银行	1.40%	1.87%	1.50%	1.44%	1.64%	1.65%
浦发银行	1.82%	2.16%	1.86%	2.28%	1.77%	2.28%
中信银行	1.77%	1.78%	1.79%	1.87%	1.89%	1.92%
平安银行	2.45%	2.41%	2.37%	2.25%	2.26%	2.29%
光大银行	1.52%	1.82%	1.52%	1.59%	1.63%	1.80%
华夏银行	2.10%	2.24%	2.01%	2.12%	1.86%	2.17%
北京银行	2.09%	2.10%	2.12%	2.17%	2.19%	2.22%
南京银行	1.87%	1.85%	1.85%	1.95%	1.89%	1.87%
宁波银行	1.96%	1.92%	1.94%	1.68%	1.81%	1.90%
江苏银行	1.60%	2.02%	1.58%	1.85%	1.57%	1.66%
贵阳银行	2.64%	2.72%	2.67%	3.67%	2.34%	2.30%
上海银行	1.20%	1.22%	1.25%	1.44%	1.55%	1.61%
杭州银行	1.63%	1.81%	1.65%	1.96%	1.72%	1.95%
江阴银行	2.07%	2.15%	2.33%	2.07%	2.34%	2.57%
吴江银行	3.07%	3.10%	2.97%	2.77%	2.69%	2.67%
无锡银行	2.07%	2.24%	2.15%	2.16%	2.19%	2.23%
张家港行	2.24%	2.43%	2.33%	2.42%	2.54%	2.58%
常熟银行	3.57%	3.60%	3.63%	3.51%	3.49%	3.63%
成都银行	2.11%	2.11%	2.16%	2.10%	2.16%	2.30%
郑州银行	2.20%	2.99%	2.08%	1.72%	1.48%	1.57%
长沙银行	4.21%	2.69%	2.67%	2.43%	3.16%	3.16%
上市银行平均	1.95%	1.97%	1.98%	1.97%	1.96%	1.99%
国有行平均	2.01%	2.03%	2.05%	2.07%	2.05%	2.06%
股份行平均	1.85%	1.86%	1.87%	1.78%	1.80%	1.86%
城商行平均	1.77%	1.76%	1.75%	1.72%	1.71%	1.74%
农商行平均	2.50%	2.54%	2.54%	2.47%	2.51%	2.58%

数据来源：公司公告（按季报生息资产、计息负债平均余额推算），东方证券研究所

1.2.2. 降息影响探讨：即使 19 年降息，预计对净息差影响不大

当前市场对于降息的诉求主要来自于企业融资难、融资贵的问题并没有得到有效解决，18 年下半年出台了一系列政策以后，从三季度和 10 月的经济金融数据来看，社会融资规模仍在萎缩，银行信贷派生力度不足；GDP 增速并无改善，三季度实际 GDP 同比增速下降至 6.5%、季环比年化增速降至 6%；此前，支持经济平稳发展的消费也呈现增长压力，房地产和汽车销量下滑，导致社会消费品零售总额前 6 个月同比增速 9.4%，创 2004 年以来新低。

从降息的动机以及可能的效果来看，当前问题在于货币机制传导不畅，降息并无帮助。即使降息，疏通货币传导机制是着力点，而非挤压净息差。降息想要解决的问题是向实体经济增加信贷的问题，但目前的症结不在于因为“融资贵”而拿不起信贷，而在于“融资难”。银行间流动性已经宽松，但银行出于自身风险控制要求，而产生“惜贷”问题，只愿意将信贷借给资产质量较好的国企，而拿不到钱的民企资金面越发紧张。降息并不能提高银行的风险偏好，反而会使得银行间本来过剩的流动性更加过剩，货币机制传导不畅的问题并不能通过降息解决。即使监管层出于多种考虑，进行降息操作，着力点大概率是使银行在风险可控的情况下，增加向企业投放信贷的规模，而非在利率市场化基本完成的情况下，靠行政手段解决融资贵的问题。

另外，降息会对汇率造成更大的压力。三季度以来，人民币汇率的波动幅度加大，在 7 这个关口附近来回震荡，汇率整体呈现“拉锯战”的态势。10 月末，我国外汇储备总量为 30531 亿美元，较 9 月末减少近 340 亿美元，下降约 1.1%。三季度我国资本和金融账户逆差 160 亿美元，其中，非储备性质的金融账户逆差 188 亿美元，而二季度该项则为顺差 300 亿美元。这意味着，去年由于人民币升值引起的资金流入局面已经逆转，目前呈现资金净流出。假设央行降息，一方面对于货币机制传导的疏通疗效不甚明显，另一方面很有可能进一步加大汇率的压力，对外汇储备、宏观经济以及进出口产生一定的负面影响。

预计降息对净息差影响不大。利率市场化的情况下，贷款基准利率对整体信贷市场利率可以调整的程度有限。由于银行现今基本采用浮动利率，利率上下浮动区间可以自行决定，在银行整体风险厌恶的情况下，银行会利用利率的浮动区间，避免降低贷款利率，以对冲经济下行带来的资产质量风险。目前，金融机构存贷款利率浮动区间的上限已由存款基准利率的 1.1 倍逐渐调整为 1.5 倍。

同时，根据前文分析，在融资难的情况下，银行对企业的议价能力整体不断增强，从供需角度来看，除非利用行政手段强制干预，降息对于融资成本的降低可能效果并不明显。

表 6：利率市场化已基本完成

发布单位	时间	文件或改革进程及内容
央行	1996.06	《中国人民银行关于取消同业拆借利率上限管理的通知》：放开银行间同业拆借利率
央行	1997.06	《银行间债券回购业务暂行规定》：放开债券市场回购和现券交易利率
央行	1998-1999	中国人民银行连续三次扩大金融机构贷款利率浮动区间
国务院、央行	2000.09	《关于改革外币存贷款利率管理体制的通知》：放开外币贷款利率和 300 万美元以上的大额外币存款利率
央行	2003.11	《中国人民银行关于外币利率管理问题的通知》：对美元、日元、港元小额存贷款利率实行上限管理，商业银行可根据国际金融市场利率变化，在不超过上线的前提下自主确定
央行	2004.03	《中国人民银行关于实行差别存款准备金率制度的通知》：实行无差别准备金率；扩大金融机构贷款利率浮动区间；上调金融机构存贷款基准利率，允许人民币存款利率

下浮

央行	2007.01	《上海银行间同业拆放利率 (Shibor) 实施准则》：推出上海银行间同业拆借利率
央行、银监会	2012.06	《银监会发【2012】142 号文件》：确定下调金融机构人民币存款基准利率，并调整利率浮动区间
国务院、央行	2013.07	《中国人民银行关于进一步推进利率市场化改革的通知》：全面放开金融机构贷款利率管制，取消金融机构贷款利率 0.7 倍下限，取消票据贴现利率管制，取消农村信用社贷款利率 2.3 倍上限
央行	2013.09	提出有序推进利率市场化工作的三项任务：建立市场利率定价自律机制；开展贷款基础利率报价工作；推进同业存单发行与交易
央行	2013.10	贷款基础利率集中报价与发布机制正式实行
央行	2014.11-2015.05	系列通知公告：逐步将金融机构存贷款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍、1.3 倍、1.5 倍
央行	2015.06	《大额存单管理暂行办法》中国人民银行公告〔2015〕第 13 号：推出大额存单
央行	2015.10	中国人民银行公告：对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限
央行	2018.04	央行行长易纲、《2018 年第一季度中国货币政策执行报告》：利率市场化已基本完成，利率“双轨制”合一一是利率市场化最后一步

数据来源：中国人民银行，银保监会，东方证券研究所

2. 理财与同业仍将受限，但边际影响已经趋弱

2.1. 预计同业及表外业务存量调控不会进一步收紧，增量调控带来的考核风险不大

存量调控方面，18 年同业业务已出现巨幅下降，存量调控已经到位。当前行业整体存量业务水平已经能够满足潜在 MPA 相关监管条件的进一步约束，因此预计存量调控不会进一步收紧。央行在 2017 年二季度《货币政策执行报告》中宣布拟于 2018 年一季度将同业存单纳入 MPA 考核，同业负债占总负债比例不超过 1/3，主要针对资产规模 5000 亿元以上的银行与期限 1 年以下的存单。目前银行已基本调整完成。同业存单被纳入同业负债监管口径后，2018 年第三季度，银行新口径同业负债占总负债占比已经基本低于 25% 的潜在下线，面对不超过总负债 1/3 的考核要求并无压力。

表 7：上市银行同业负债占总负债比重小于 1/3 (2018Q3)

	原口径同业负债	新口径同业负债 (含同业存单)	新口径同业负债/总 负债	同业存单余额
工商银行	25974.49	25974.49	0.10%	0.00
建设银行	17843.36	19416.66	0.09%	1573.30
农业银行	15466.88	17360.58	0.08%	1893.70
中国银行	21640.61	22131.41	0.12%	490.80
交通银行	15181.31	16843.31	0.19%	1662.00
招商银行	7049.38	8920.48	0.15%	1871.10
兴业银行	15814.95	19563.35	0.32%	3748.40
民生银行	12202.35	15221.65	0.27%	3019.30

浦发银行	11629.27	16190.97	0.29%	4561.70
中信银行	9500.23	11542.33	0.21%	2042.10
平安银行	4221.27	6455.07	0.21%	2233.80
光大银行	7683.97	9357.17	0.23%	1673.20
华夏银行	3388.08	5181.68	0.21%	1793.60
北京银行	3749.39	6336.69	0.27%	2587.30
南京银行	814.58	1899.28	0.17%	1084.70
宁波银行	846.75	1982.25	0.19%	1135.50
江苏银行	2164.40	4463.80	0.25%	2299.40
贵阳银行	353.59	1174.29	0.25%	820.70
上海银行	4505.43	5212.13	0.29%	706.70
杭州银行	1223.73	2191.23	0.27%	967.50
江阴银行	81.96	135.16	0.13%	53.20
吴江银行	74.94	132.34	0.13%	57.40
无锡银行	58.25	88.25	0.07%	30.00
张家港行	139.02	174.72	0.18%	35.70
常熟银行	79.11	234.01	0.15%	154.90
成都银行	298.28	1077.58	0.24%	779.30
郑州银行	558.72	1179.42	0.28%	620.70
长沙银行	313.03	1024.53	0.21%	711.50

数据来源：Wind，东方证券研究所

增量调控方面，17年一季度表外理财被纳入广义信贷增速考核目标之后，增速考核也均达标。表外理财被纳入广义信贷增速对银行MPA考核的影响主要有两方面影响，一是根据MPA的要求，银行机构广义信贷增速与目标M2增速偏离不得超过20%-25%；二是宏观审慎资本充足率的计算涉及到广义信贷增速，广义信贷增速变化可能会对银行的资本充足率造成压力。

广义信贷增速与目标M2增速偏离度方面，2018年以来，估算广义信贷增速与实际M2增速相差不大，远低于偏离度20%-25%的上限要求，且二者差距维持在稳定水平，预计2019年也并无此方面考核压力。2018年3月的政府工作报告淡化了M2增速的预期目标，广义货币供应量M2作为货币政策中介目标作用逐渐淡化。我们通过广义信贷增速与实际M2增速的对比，来看表外理财纳入广义信贷增速后，目前银行是否还面临考核压力。广义信贷是指银行机构人民币信贷收支表中的各项贷款、债券投资、股权及其他投资、买入返售资产、存放非存款类金融机构款项的合计。由于行业整体买入返售及存放非存款类金融机构的数据不可得，现仅以银行机构人民币信贷收支表中的各项贷款、债券投资、股权及其他投资之和估算银行业广义信贷增速。估算的广义信贷增速自2018年以来，估算广义信贷增速与实际M2增速相差不大，远低于偏离度20%-25%的上限要求，且二者差距维持在稳定水平。

广义信贷增速影响宏观审慎资本充足率方面，银行现有资本充足率距离宏观审慎资本充足率有较大的安全空间。根据MPA考核要求，银行业金融机构的资本充足率要高于该机构的宏观审慎资本充足率。具体计算公式为：宏观审慎资本充足率 = 结构性参数 × (最低资本充足率要求 + 储备资本 + 系统重要性附加资本 + 逆周期资本缓冲要求) 各机构结构性参数值不同，主要依照机构

稳健型情况和信贷政策执行情况；根据《商业银行资本管理办法（试行）》最低资本充足率要求为 8%，储备资本为 2.5%，系统性重要银行需要额外 1% 的系统重要性附加资本，逆周期资本缓冲要求在 0-2.5% 之间。按照 7 月下调后的结构性参数来估计，现粗略取 $\alpha=0.5$ ，系统性重要银行的宏观审慎资本充足率应该大致在 5.75%-7% 之间，非系统性重要银行的宏观审慎资本充足率应该大致在 5.25%-6.5% 之间。通过 2018 年三季度上市银行资本充足率数据，系统性重要银行的资本充足率均在 14% 以上，当前考核压力不大，且为明年“表外回表”做出了较为充分的准备。

同时银行 2018 年以来再融资以补充资本得到监管层鼓励，有助于银行进一步化解未来“表外回表”的压力，以满足 MPA 考核中资本充足率的要求。

图 8：广义信贷增速与 M2 增速相差不大



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 8：上市银行资本充足率有较高的安全空间

	2017H1	2017	2018H1	2018Q3
工商银行	14.46%	15.14%	14.73%	14.81%
建设银行	14.50%	15.50%	15.04%	16.23%
农业银行	13.16%	13.74%	14.77%	14.99%
中国银行	13.41%	14.19%	13.78%	14.16%
交通银行	13.86%	14.00%	13.86%	14.08%
招商银行	14.59%	15.48%	14.59%	15.46%
兴业银行	11.87%	12.19%	11.86%	12.10%
民生银行	11.91%	11.85%	11.86%	11.89%
浦发银行	11.84%	12.02%	12.22%	13.59%
中信银行	11.76%	11.65%	11.34%	12.23%
平安银行	11.23%	11.20%	11.59%	11.71%
光大银行	11.86%	13.49%	12.68%	12.69%
华夏银行	12.63%	12.37%	11.97%	11.82%
北京银行	11.13%	12.41%	11.92%	12.03%
南京银行	13.13%	12.93%	13.05%	12.72%

宁波银行	12.20%	13.58%	13.44%	13.39%
江苏银行	10.97%	12.62%	12.67%	12.48%
贵阳银行	12.03%	11.56%	11.38%	11.52%
上海银行	13.40%	14.33%	13.44%	13.34%
杭州银行	11.54%	14.30%	13.53%	13.32%
江阴银行	13.13%	14.14%	15.52%	15.24%
吴江银行	13.45%	13.42%	12.25%	15.01%
无锡银行	11.96%	14.12%	17.29%	17.09%
张家港行	13.08%	12.93%	12.91%	12.55%
常熟银行	11.88%	12.97%	12.51%	14.84%
成都银行	13.43%	13.66%	13.73%	13.60%
郑州银行	NA	13.14%	12.88%	13.54%
长沙银行	NA	11.74%	NA	12.66%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 9：2018 年以来上市银行融资计划（已公告）频繁且涉及金额较大

	公司名称	公告时间	融资方式	金额（亿元）
债券	无锡银行	2018-01-03	可转换公司债券	30
	江阴银行	2018-01-10	可转换公司债券	20
	宁波银行	2018-01-11	可转换公司债券	100
	民生银行	2018-01-12	二级资本债券	150
	常熟银行	2018-01-17	可转换公司债券	30
	张家港行	2018-01-18	二级资本债券	15
	江苏银行	2018-02-03	可转换公司债券	不超过 200
	宁波银行	2018-03-01	金融债券	不超过 300
	平安银行	2018-03-27	可转换公司债券	不超过 260
	农业银行	2018-04-04	二级资本债券	不超过 800
	华夏银行	2018-04-26	金融债券	180
	交通银行	2018-04-28	可转换公司债券	不超过 600
	南京银行	2018-06-09	金融债券	不超过 280
	吴江银行	2018-06-27	可转换公司债券	25
	浦发银行	2018-07-25	二级资本债券	不超过 400
	贵阳银行	2018-07-27	绿色金融债券	不超过 80
	招商银行	2018-08-18	金融债券	300
	张家港行	2018-09-06	可转换公司债券	不超过 25
	中国银行	2018-09-06	二级资本债券	400
	宁波银行	2018-09-11	绿色金融债券	不超过 30
	中信银行	2018-10-23	二级资本债券	500
	建设银行	2018-10-30	二级资本债券	830
	长沙银行	2018-10-20	金融债券	10

	兴业银行	2018-10-20	绿色金融债券	不超过 800
	民生银行	2018-11-07	金融债券	不超过 800
IPO	长沙银行	2018-09-11	IPO	27.34
	郑州银行	2018-09-06	IPO	27.54
定增	农业银行	2018-03-13	非公开发行股票	不超过 1000
	华夏银行	2018-09-18	非公开发行股票	不超过 292.36
优先股	宁波银行	2018-03-22	优先股	不超过 100
	兴业银行	2018-04-25	优先股	不超过 300
	贵阳银行	2018-09-06	优先股	50
	中国银行	2018-10-30	优先股	不超过 1000
	民生银行	2018-10-31	优先股	不超过 200

数据来源：公司公告，东方证券研究所

由此判断，同业及表外存量调控已经基本到位，增量调控带来的考核风险在可控范围，且 7 月下调 MPA 结构性参数以后，对于释放银行的资本以缓解非标回表的压力，有较大幅度的改善。银行启动大规模再融资计划，对于未来承接“表外回表”以应对 MPA 考核具有积极意义。

2.2. 预计后续调控的执行方式将偏于稳健

18 年 7 月理财新规与资管新规执行通知下发以后，存量理财业务的清理压力暂时放缓，我们预计在 19 年也仍将保持当前态势。主要原因在于存量的快速清理将带来一系列不可控后果，包括资产集中抛售的价格风险，长期资产无法快速处置的流动性风险，以及表外潜在不良迅速暴露引发的资本金问题。

总体而言，7 月理财新规的征求意见稿和 9 月的正式稿对金融行业的影响体现在三方面：1. 很大程度上消除了市场对非标风险暴露的担忧，从而降低宏观下行对银行信贷资产质量下行的疑虑。2. 银行表外以及保险表内投资所对接的非标资产投资风险降低，有助于消除短期的净利润下行风险。3. 理财新规以一个较为温和的形态落地，市场流动性风险得到很大缓解。

完成金融去杠杆的平稳着陆是三季度以来的监管新动向，在当前较为宽松的新政策下，信用环境尚没有明显改善。评级较低的企业无论是银行信贷融资还是债券融资都存在一定程度的困难。若再次收紧对银行业务的监管政策，则可能会进一步对社融和企业的融资渠道产生负面影响，加剧实体经济资金短缺的情况。因此，我们预计后续调控的执行方式将偏于稳健。

表 10：2018 下半年银行信用派生相关监管政策有所宽松但方向不变

2018/7/20	银保监会 商业银行业务 监督管理办法（征求意见稿）	《办法》与“资管新规”保持一致。1) 销售公募理财产品的门槛降低到 1 万元。2) 在商业银行理财产品的投资范围当中增加了的公募证券投资基金，公募理财产品在未来对于权益类产品的投资存在放松的可能。3) 对于过渡期内的现金管理类理财可以参照货基估值方法，并且符合条件的封闭理财产品可以采用摊余成本计量方法。4) 对于非标业务的监管要求与资管新规保持一致，强调了期限匹配和集中度管理的要求。
-----------	---------------------------------	---

2018/7/26	央行	下调MPA结构性参数,适度放款考核要求	下调MPA考核中宏观审慎资本充足率C*公式中的结构性参数 α 至0.5(此前基准值为1),各省市参数调整不同;信贷顺周期贡献度参数 β ,也会有不同程度的调整。
2018/9/19	中证登	特殊机构及产品证券账户业务指南	新规则允许券商定向资管、基金专户(包括子公司专户)、私募基金、保险资管、信托产品、期货资管六大类产品接受其他产品委托,在一层嵌套情况下开立证券账户。
2018/9/28	银保监会	商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)	1) 理财子公司将迎差异化监管,理财子公司或将在销售起点、销售渠道、委外机构、分级产品等方面的要求或将有所放松。2) 明确理财投资股票的途径,公募理财可以通过公募基金间接投资股票,理财子公司发行的公募理财将可以直接投资股票。3) 修改机构投资者资金向上穿透要求,删去机构投资者不得引入个人资金的要求,改为穿透识别投资者。4) 明确理财可以投资ABN,理财投资ABS的品种修改为“在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券”。
2018/10/25	银保监会	《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》	保险资产管理公司设立专项产品,应当符合四个条件:具有规范的公司治理结构、完善的内部控制和风险管理体系;具备发行组合类保险资产管理产品业务资格;最近三年内未因重大违法违规行为、重大失信行为受到行政处罚;银保监会规定的其他条件。专项产品的投资者主要为保险机构、社保基金等机构投资者及金融机构资产管理产品。专项产品可以投放的标的则主要包括上市公司股票、上市公司及其股东公开发行的债券、上市公司股东非公开发行的可交换债券和经银保监会认可的其他资产。

数据来源:银保监会、央行、中证登,东方证券研究所

表 11: 8 月监管放松以来新发债券以高评级债券为主

发行主体评级	债券数量	占比
AAA	4318	45.8%
AA+	2522	26.8%
AA	1563	16.6%
AA-	517	5.5%
A+	350	3.7%
A	129	1.4%
A-	14	0.1%
BBB+	5	0.1%
BBB	3	0.0%
BBB-	1	0.0%

数据来源:Wind,东方证券研究所(数据时间区间为2018/8/1-2018/11/5)

3. 拨备覆盖率达到今年高点，新增信贷资产质量更优，估值已经体现不良的最悲观预期

3.1. 拨备达到近年高点，银行风控意识更强

在 18 年一季度银监会通知降低拨备覆盖率要求以来，核心银行均大幅上调拨备覆盖率，实际行为与监管松动方向相反，体现了更为审慎的资产把控要求与风险防范意识。3 月 6 日，银监会下发的《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》（银监发〔2018〕7 号，简称“7 号文”）称，拨备覆盖率监管要求由 150% 调整为 120%-150%，贷款拨备率监管要求由 2.5% 调整为 1.5%-2.5%。各级监管部门在上述调整区间范围内，按照同质同类、一行一策原则，明确银行贷款损失准备监管要求。但是，实际上在一季度之后，银行的拨备覆盖率又有较大幅度提升，反映了银行风险偏好降低，对不良资产的防范更为严格。降低拨备覆盖率的监管要求，一方面并没有提升银行放款的意愿；另一方面也说明银行为资产质量未来可能存在的恶化做出了更加充分的准备，抵御风险的能力进一步增强。

表 12：上市银行不良率下降、拨备覆盖率达到近年新高

	不良贷款率			拨备覆盖率		
	2017	2018H1	2018Q3	2017	2018H1	2018Q3
工商银行	1.55%	1.54%	1.53%	154.07%	173.06%	172.27%
建设银行	1.49%	1.48%	1.47%	171.08%	193.16%	195.24%
农业银行	1.81%	1.62%	1.60%	208.37%	248.40%	254.94%
中国银行	1.45%	1.43%	1.43%	159.18%	163.89%	168.31%
交通银行	1.50%	1.49%	1.53%	153.08%	174.46%	171.09%
招商银行	1.61%	1.43%	1.42%	262.11%	316.08%	325.70%
兴业银行	1.59%	1.59%	1.61%	211.79%	209.55%	206.27%
民生银行	1.71%	1.72%	1.75%	155.61%	161.19%	160.37%
浦发银行	2.14%	2.06%	1.97%	132.44%	145.98%	152.36%
中信银行	1.68%	1.80%	1.79%	169.44%	151.19%	160.88%
平安银行	1.70%	1.68%	1.68%	151.08%	175.81%	168.84%
光大银行	1.59%	1.51%	1.58%	158.18%	171.75%	171.43%
华夏银行	1.76%	1.77%	1.77%	156.51%	158.47%	159.67%
北京银行	1.24%	1.23%	1.21%	265.57%	260.48%	278.08%
南京银行	0.86%	0.86%	0.89%	462.54%	463.01%	442.75%
宁波银行	0.82%	0.80%	0.80%	493.26%	499.32%	502.67%
江苏银行	1.41%	1.40%	1.39%	184.25%	182.13%	185.04%
贵阳银行	1.34%	1.39%	1.46%	269.72%	262.73%	252.28%
上海银行	1.15%	1.09%	1.08%	272.52%	304.67%	321.14%
杭州银行	1.59%	1.56%	1.52%	211.03%	228.78%	229.10%
江阴银行	2.39%	2.29%	2.28%	192.13%	206.48%	240.72%
吴江银行	1.64%	1.46%	1.55%	201.50%	224.94%	210.05%
无锡银行	1.38%	1.33%	1.28%	193.77%	206.28%	229.20%

张家港行	1.78%	1.72%	1.67%	185.60%	207.11%	211.58%
常熟银行	1.14%	1.01%	1.00%	325.93%	386.31%	406.74%
成都银行	1.69%	1.61%	1.56%	201.41%	231.99%	241.51%
郑州银行	1.50%	NA	2.07%	207.75%	NA	157.75%
长沙银行	1.24%	NA	1.31%	260.08%	NA	252.14%
上市银行合计	1.59%	1.55%	1.54%	177.18%	181.60%	196.55%
国有行合计	1.56%	1.52%	1.51%	171.54%	192.61%	194.75%
股份行合计	1.73%	1.70%	1.69%	176.66%	187.28%	190.40%
城商行合计	1.24%	1.17%	1.23%	270.22%	288.00%	257.13%
农商行合计	1.62%	1.51%	1.50%	217.49%	241.78%	257.45%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.2. 新增资产质量更佳，预计 19 年不良率仍处于稳健下行区间

今年以来实际投放出去的信贷增量所对应的资产质量预期将好于银行当前平均的资产质量。资金供求关系的变化驱动银行客户选择余地加大，偏向于更优质的资产客户。

18 年以来银行新增不良率开始回头（边际），但仍远低于当前银行不良率水平（均值），由此银行不良率 19 年将仍处于稳健下行区间。2018 上半年年化不良贷款生成率为 0.96%，远低于 1.55% 的不良率，较低的不良生成率带来不良率的边际变化向下，不良率改善。

不良贷款及逾期 90 天以上贷款生成情况边际小幅提高。上半年实际不良贷款生成率（加回核销）为 0.96%，较 2017 年上升 11bp，股份行不良贷款生成率较高，2017 年以来明显高于其他类型银行。不良/逾期 90 天以上贷款整体变化不大，小幅微升。逾期 90 天以上贷款生成率较去年有所提升。

总体而言，虽然 2018 年上半年银行资产质量的边际变化较去年压力有所增加，但主要指标的生成率仍然低于目前的不良贷款率或逾期 90 天以上贷款率的平均水平，因此不良率和逾期 90 天以上贷款率仍在下降，表现为资产质量的改善。

表 13：上市银行资产质量改善

	年化实际不良贷款生成率			不良/逾期 90 天以上贷款			关注类贷款占比			逾期 90 天以上贷款生成率		
	2017H1	2017	2018H1	2017H1	2017	2018H1	2017H1	2017	2018H1	2017H1	2017	2018H1
工商银行	0.59%	0.61%	0.86%	110.54%	123.56%	126.61%	3.90%	3.95%	3.23%	0.53%	0.42%	0.77%
建设银行	0.63%	0.64%	0.48%	144.80%	170.95%	152.30%	2.84%	2.83%	2.82%	0.60%	0.45%	0.66%
农业银行	0.54%	0.58%	0.59%	118.09%	145.93%	137.73%	3.62%	3.27%	3.10%	0.55%	0.32%	0.78%
中国银行	0.82%	0.80%	0.94%	110.28%	120.52%	123.98%	2.77%	2.91%	2.93%	1.22%	0.87%	0.85%
交通银行	0.56%	0.61%	1.43%	79.54%	87.54%	109.83%	2.89%	2.93%	2.60%	0.21%	0.25%	0.73%
招商银行	0.56%	0.61%	0.48%	124.76%	125.64%	124.39%	1.72%	1.60%	1.50%	0.63%	0.66%	0.52%
兴业银行	0.42%	1.18%	1.05%	114.21%	155.98%	130.57%	2.87%	2.31%	2.33%	0.68%	0.88%	1.36%
民生银行	1.21%	1.12%	1.72%	68.61%	73.61%	76.97%	3.68%	4.06%	3.72%	1.18%	0.97%	1.62%
浦发银行	2.05%	2.32%	2.11%	95.03%	115.65%	112.30%	3.83%	3.28%	3.21%	1.53%	1.64%	2.22%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

中信银行	1.50%	1.37%	2.37%	78.39%	91.42%	106.47%	2.30%	2.14%	2.54%	1.84%	1.23%	1.82%
平安银行	2.84%	2.77%	2.62%	64.90%	69.95%	80.44%	4.14%	3.70%	3.41%	2.89%	2.61%	2.05%
光大银行	0.87%	0.83%	0.68%	90.07%	96.71%	111.36%	3.32%	2.97%	2.35%	0.48%	0.51%	0.24%
华夏银行	1.09%	1.10%	0.80%	40.28%	52.37%	50.32%	4.44%	4.60%	4.60%	2.27%	0.85%	1.43%
北京银行	1.01%	0.75%	0.83%	92.27%	95.82%	79.31%	1.20%	1.56%	1.33%	1.84%	1.10%	1.43%
南京银行	0.80%	0.67%	0.86%	89.75%	89.23%	102.78%	1.82%	1.64%	1.44%	0.67%	0.62%	0.61%
宁波银行	0.89%	0.65%	0.29%	122.06%	127.93%	135.01%	0.77%	0.68%	0.51%	0.86%	0.60%	0.19%
江苏银行	0.90%	1.96%	0.73%	89.50%	103.57%	111.74%	2.96%	2.54%	2.11%	0.17%	1.29%	0.64%
贵阳银行	1.22%	1.31%	2.79%	92.84%	100.62%	110.33%	3.65%	3.19%	2.87%	0.93%	1.04%	2.52%
上海银行	1.37%	0.61%	0.37%	117.60%	143.19%	162.39%	2.12%	2.08%	1.89%	1.19%	0.35%	0.05%
杭州银行	1.14%	1.24%	1.09%	67.48%	83.75%	93.21%	3.61%	2.85%	2.08%	0.77%	0.59%	0.73%
江阴银行	0.63%	0.62%	0.78%	97.64%	109.34%	105.44%	1.99%	1.72%	1.68%	3.12%	0.30%	0.59%
吴江银行	1.89%	1.75%	1.20%	119.66%	125.46%	108.05%	12.12%	6.21%	5.20%	2.12%	1.80%	1.63%
无锡银行	0.51%	0.68%	0.98%	102.19%	102.95%	122.37%	1.50%	1.49%	0.81%	0.51%	0.66%	0.54%
张家港行	1.27%	1.34%	1.02%	130.67%	160.78%	175.06%	6.88%	6.42%	5.03%	0.51%	0.72%	0.75%
常熟银行	0.51%	0.97%	0.38%	116.19%	135.46%	160.88%	3.14%	2.66%	2.17%	0.35%	0.75%	0.07%
成都银行	0.89%	1.12%	0.37%	71.32%	76.49%	78.60%	3.33%	2.74%	2.46%	5.54%	0.61%	-0.24%
郑州银行	-1.29%	1.48%	-1.12%		58.43%			3.32%			2.29%	0.37%
长沙银行		0.93%			118.58%			0.81%			0.63%	
上市银行合计	0.80%	0.85%	0.96%	102.80%	116.73%	117.73%	3.17%	3.09%	2.86%	0.83%	0.67%	0.92%
国有行合计	0.63%	0.65%	0.78%	115.05%	131.71%	131.91%	3.27%	3.24%	2.99%	0.66%	0.49%	0.76%
股份行合计	1.27%	1.37%	1.49%	82.25%	93.80%	96.23%	3.08%	2.89%	2.80%	1.33%	1.13%	1.41%
城商行合计	0.67%	0.85%	0.60%	90.35%	99.22%	101.10%	2.06%	1.97%	1.62%	0.65%	0.72%	0.56%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.3. 估值已经体现不良的最悲观预期

从股价隐含不良率测算来看，市场估值隐含不良为 7%-9% 之间，与银监会公布的行业整体 3% 以下的不良率有明确倍数差。从估值的角度而言，18 年银行板块整体跌幅相对不深，但当前绝对估值水平已跌破历史低位，并无任何逻辑支撑。

具体测算方面，选取上市较早的、有完整数据的老十六家银行为样本，1) 通过公司各期公布的净资产以及合理 PB，反向推算出估值隐含净资产。其中合理 PB 考虑了按照 2013-2017 五年平均 ROE，为净资产五年内生增长的折现值（按照 WACC=10% 折现），合理 $PB = (1 - ROE / (1 + WACC)^5) / (1 - ROE / (1 + WACC))$ ，此为 $q = ROE / (1 + WACC)$ 的等比数列求和公式。2) 股价隐含的不良贷款包括三个部分，已经披露的显性不良贷款、未披露但消耗超额拨备的不良贷款和超额拨备不足以覆盖的剩余不良贷款，这部分将消耗净资产。因此，计算隐含的假设是银行在消耗完一定的超额拨备后才开始消耗净资产（即拨备覆盖率降至底线时才开始消耗账面净资产）、银行会充分利用拨备所带来的税盾效应。具体公式见下表。

根据这种测算，到 2018 年 11 月 15 日，按照 5 年平均 ROE 带来的净资产增长情况，对应的隐含不良率为 8.42%，按照 2017 年 ROE 带来的净资产增长情况，对应的隐含不良率为 8.01%，

均处于历史高位。然而，根据我们前面的分析，银行事实上并没有如此之高的不良率。一方面，这与银监会公布的行业整体三季度 1.87% 的不良率有明确倍数差；另一方面，银行资产端议价能力不断提高，新增资产质量好于原有资产质量，同时，银行也为抵御风险作出了较为充足的拨备水平，拨备覆盖率达到历史高点。整体而言，银行的资产质量呈现改善趋势，抗风险能力也在不断增强，当前估值偏低。

表 14：股价隐含不良测算表_5 年平均 ROE

(涉及金额单位为：亿元)	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-06-30	2018-09-30	2018-11-15
净资产（扣除优先股）_X	83147	92003	101221	105277	109744	109744
当前 PB	1.00	0.85	0.98	0.82	0.87	0.82
当前市值_MV	83472	78603	99310	86652	95318	90072
合理 PB—假设坏账完全拨备，该指标反映净利润增速预期结果(5 年均值 ROE)	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18
估值隐含净资产_Y=MV/合理 PB	70952	66829	84408	73634	80996	76539
贷款总额—披露值	606936	680756	753451	800260	821575	821575
贷款净额—披露值	590081	662040	732271	776186	796657	796657
拨备余额—披露值_E	16854	18715	21180	24074	24917	24917
不良贷款额—披露值_C	9942	11593	12043	12436	12698	12698
拨备覆盖率底线—假设值_F	100%	100%	100%	100%	100%	100%
超额拨备（假设拨备覆盖率降至底线时才开始消耗账面净资产）_A=E-C*F	6912	7122	9137	11638	12219	12219
消耗完超额拨备后的拨备计提额—考虑税盾效应（消耗净资产部分）_B=(X-Y)/75%	16260	33566	22418	42191	38330	44274
估值隐含不良贷款额_D=A+B+C	33114	52281	43598	66265	63247	69191
估值隐含不良贷款率(五年均值 ROE 假设)	5.46%	7.68%	5.79%	8.28%	7.70%	8.42%

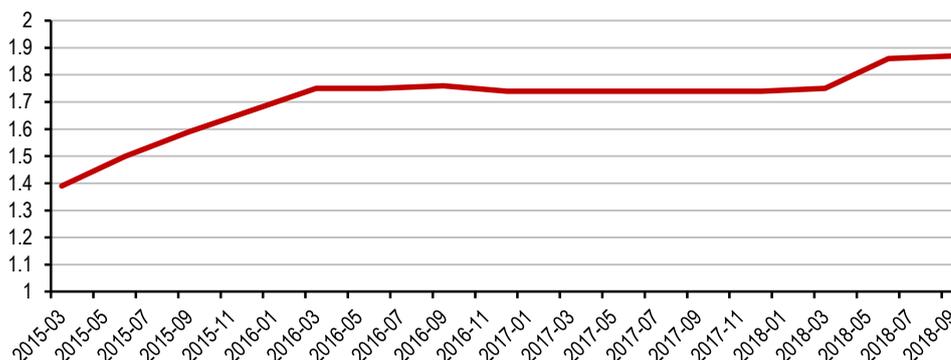
数据来源：Wind，东方证券研究所

表 15：股价隐含不良测算表_2017 年 ROE

(涉及金额单位为：亿元)	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-06-30	2018-09-30	2018-11-15
净资产（扣除优先股）	83147	92003	101221	105277	109744	109744
当前 PB	1.00	0.85	0.98	0.82	0.87	0.82
当前市值	83472	78603	99310	86652	95318	90072
合理 PB—假设坏账完全拨备，该指标反映净利润增速预期结果(17 年 ROE)	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14
估值隐含净资产	73313	69055	87225	76091	83698	79092
贷款总额—披露值	606936	680756	753451	800260	821575	821575
贷款净额—披露值	590081	662040	732271	776186	796657	796657
拨备余额—披露值	16854	18715	21180	24074	24917	24917

不良贷款额—披露值	9942	11593	12043	12436	12698	12698
拨备覆盖率底线—假设值	100%	100%	100%	100%	100%	100%
超额拨备（假设拨备覆盖率降至底线时才开始消耗账面净资产）	6912	7122	9137	11638	12219	12219
消耗完超额拨备后的拨备计提额—考虑税盾效应	13112	30597	18661	38915	34728	40870
估值隐含不良贷款额	29966	49312	39840	62989	59645	65787
估值隐含不良贷款率	4.94%	7.24%	5.29%	7.87%	7.26%	8.01%

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：商业银行不良贷款比例（%）


数据来源：银保监会，东方证券研究所

4. 投资建议：看好新增信贷超预期且资产质量有保障的大行

当前，银行板块整体估值安全边际较高，多家大行当前 PB 水平位于 IPO 以来的最低区间，短期监管政策边际宽松，提升了板块配置吸引力。在“严监管，防风险”的金融环境中，银行逐步回归传统存贷业务，资产负债结构进一步调整，存贷业务仍将是未来银行盈利的主要发力点。

三季度以来，银行已由负债荒逐步转向资产荒，优质高收益率资产是当前银行保持盈利能力的关键，主动负债能力仍不可忽略。大行在找到合意资产上更具优势，新增信贷超预期可能性更高，在行业净息差走平的情况下，依靠“以量补价”方式发展中，大行依靠资源优势更容易匹配合意资产，达到更大规模的信贷释放量。同时，大行资产端议价能力更强，预计新增资产质量良好。多数中小行在防风险的考量下，缺乏优质信贷标的，在保障资产质量并达到较高的信贷增速方面，面临压力。

因此，推荐具有优质国企资源作为投资标的的国有行，资产端零售业务增量较高且具有较高收益率的股份行。由此，我们仍维持行业看好评级，公司方面，我们仍建议关注建设银行(601939，未评级)、农业银行(601288，未评级)、招商银行(600036，未评级)、工商银行(601398，未评级)。

5. 风险提示

若宏观经济情况恶化，企业贷款质量将进一步恶化，会对银行资产质量造成进一步压力。一方面会导致不良生成率快速提升，另一方面会增加不良资产的处置难度，从而使得资产减值损失对净利润的不利影响再度扩大。

同时，由于监管层政策导向支持民营经济，从长远来看有利于整体经济结构的健康发展，但短期会对银行的信贷质量风险控制造成压力，尤其是当前中小企业很多经营状况并不乐观，银行资产减值损失可能因为政策导向因素在一段时间内有较大压力。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

