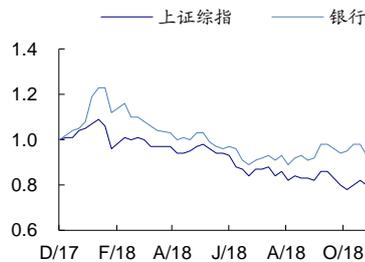


一年该行业与上证综指走势比较

相关研究报告:

《银行业专题-理财回归本源:对监管套利的一个测度》——2018-12-07
 《2018 年 11 月银行业投资策略: 低估值反映悲观预期, 看好配置价值》——2018-11-06
 《银行业 2018 年三季报综述: 净息差同比改善推动盈利增速继续回升》——2018-11-01
 《为何我们看多银行股?: 基于行业景气度与估值的分析》——2018-10-23
 《金融数据及金融政策综合分析: 惜贷难解》——2018-10-22

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002
联系人: 陈俊良
 电话: 021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn

行业投资策略

凿通信用

● 主要结论

若想推动信用投放, 需要从货币宽松向信用投放的传导原理入手, 找准梗阻点, 对症下药。我们分析后认为, 在吸收信用投放量最大的几大领域中: 基建融资主要是受阻于地方政府违规举债的界定不明, 而目前正在落实的明确界定, 将有助于使传导更为通畅; 民营、小微企业等实业领域信贷的投放, 还需要银行建立相应的长效机制, 或许能缓慢起效; 其他领域仍难以指望, 吸收信贷量有限。因此, 2019 年信用传导的重点方向仍然是基建、实业等领域。

● 货币向信用的传导原理: 三大因素分析

货币宽松传导形成信用投放, 需关注货币政策是否足够宽松、信贷投放的监管力度、信贷需求情况三大因素。目前, 货币条件并不明显紧, 因此我们初步认为货币不是导致信用收缩的主因。信用投放监管政策会制约某些特定业务, 但一般不会全面遏制信用投放。因此, 目前解决信用收缩更多还是应该从信贷需求端着手。

● 2019 年信用扩张仍需基建、实业

产生信贷融资需求的各大领域, 在 2019 年值得期待的主要是基建、实业 (包括民营、小微企业等)。此前基建融资的主要梗阻点是对地方政府违规举债定性不明, 导致部分业务也难以开展, 而目前监管当局正在逐步给予明确, 因此规范的 PPP 等业务有望放行。民营、小微企业融资的梗阻, 则主要是大部分银行不具备相应的团队、技术和内部机制, 监管层正在引导建立, 见效不会太快, 预计 2019 年会缓慢见效。

● 2019 年行业景气度平缓下行

我们预计 2019 年银行业景气度平缓下行, 主要是受到信贷需求走弱、净息差难以继续提升、不良率有所上升等因素的影响。出于审慎目的, 我们小幅下调了对 2019 年净息差的预期, 并提高未来几年不良生成率假设。我们预计 2019 年行业整体归母净利润同比增速降至 6% 上下。

● 投资建议与个股选择

目前银行板块估值处于历史低位, 随着宽信用政策取得效果, 估值有望修复。我们认为银行板块在当前时点具有配置价值, 维持“超配”评级。重点推荐工商银行、农业银行、宁波银行。

● 风险提示

国内外宏观经济与宏观政策的不确定性; 宽信用政策的执行效果的不确定性; 货币政策超预期收紧可能会使盈利预测结果受到影响。

独立性声明:

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

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (十亿元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
601398	工商银行	买入	5.35	1860	0.83	0.87	6.4	6.1
601288	农业银行	买入	3.58	1235	0.59	0.63	6.1	5.7
002142	宁波银行	买入	16.77	87	2.16	2.61	7.8	6.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

我们认为资金需求是制约全社会信用投放的主要原因。在资金需求最大的几大领域中：基建融资主要是受阻于地方政府违规举债的界定不明；民营、小微企业等实业领域信贷的投放还需要银行建立相应的长效机制，见效可能比较慢；房地产相关融资依然受到管控；其他个人信贷等领域不具备产业链拉动作用，吸收信贷量有限。因此，2019年信用传导的重点方向仍然是基建、实业等领域，尤其需要关注地方政府隐性债务明确界定后可能带来的基建需求增加。

核心假设或逻辑

2018年以来，央行货币政策持续处于较为宽松的状态，但货币宽松以及其他相关政策并未明显缓解信用收缩。我们从原理上着手分析这一问题：一般而言，货币宽松传导形成信用投放取决于货币政策、信贷投放监管和信贷需求三个主要因素，它们分别代表了银行的负债端、银行的资产端和实体的负债端。站在当前时点，我们认为银行负债端显然不是信用收缩的主因，银行资产端受到一定的监管约束但影响不是很大，我们认为目前解决信用收缩更多还是应该从信贷需求端着手。

从历史来看，“预算软约束”部门（基建为主、地产为辅）往往成为资金需求的终极手段，而且十分有效，原因在于这两大部门有着近乎无限的资金需求，银行对其有着“政府信用幻觉”和“土地信用幻觉”，而且容易受政府政策影响。但房地产依旧受到“房住不炒”的严格管控，地方政府隐性债务问题也使得今年基建表现不尽如人意。我们认为，未来政策明确界定违规举债之后，基建融资将变得“有法可依”，有望成为宽信用重要驱动因素。

与市场预期不同之处

我们认为，在宽松货币环境和严格监管的大背景下，基建仍是最有可能承担起信用扩张重任的资金需求方；小微、民营等实体经济部门受政策支持力度较大，但资金需求效果有待观察。

股价变化的催化因素

第一，地方政府隐性债务与违规举债标准出台明确定义，合法合规基建融资需求回升。

第二，小微企业、民营企业等政策扶持效果显现，融资需求上升，带动信用扩张。

核心假设或逻辑的主要风险

在国内外一系列不确定性影响下，尤其是海内外政策的影响，宏观经济走势存在风险，若后续形势不佳，可能对银行经营和市场预期造成不利影响；

国内各项宽信用政策的效果也存在不确定性，政策具体执行情况也可能会有意外风险；

我们盈利预测假设是基于货币政策维持偏宽松状态展开，若明年货币政策超预期收紧，将会对盈利预测结果产生影响。

内容目录

主要逻辑与结论	5
货币向信用的传导原理	5
货币向信用传导的逻辑和重点	6
历史货币向信用传导效果的观察	8
“预算软约束”部门的作用受到制约	9
银行端并非信用投放的主要制约因素	11
去杠杆政策已明显调整	11
银行日常监管指标也非制约信贷的主因	12
明年宽信用传导展望	13
破解信用传导难需增加有效需求	13
2019 年宽信用的主要期待	14
行业景气度展望：预计 2019 年景气度下行	15
预计 2018 年上市银行整体归母净利润增长 6.6-7.0%	15
预计 2019 年景气度下行，上市银行整体归母净利润增速回落	15
投资建议及个股选择	19
风险提示	20
国信证券投资评级	21
分析师承诺	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

图表目录

图 1: 货币市场利率 (SHIBOR) 在 2018 年以来下降明显	5
图 2: 社融增速下降	6
图 3: 货币向信用的传导机制	7
图 4: 我国 2006 年以来的货币和信用松紧情况	9
图 5: 信贷投放结构中对公偏弱而票据贴现增加	12
图 6: 大部分银行流动性情况较好	12
图 7: 大部分银行资本充足率较好	12
图 8: 上市银行不良保持稳定	13
图 9: 上市银行逾期 90 天以内贷款比例增加	13
图 10: 近几年银行业核心一级资本充足率变化不大, 但资产增速明显下降	15
图 11: 过去几年银行新增贷款大量投向基建和个人住房抵押贷款	16
图 12: 2018 年以来基建需求明显受到抑制	16
图 13: 2018 年以来个人住房抵押贷款增速未见回升	17
图 14: 二季度以来商业银行境内总资产增速有所回升, 但幅度很小	17
图 15: 在基准利率不变的情况下, 银行净息差不会有大幅起落 (如图中红框所示)	18
图 16: 可比口径下上市银行净息差在三季度上升, 后续可能会有所回落	18
图 17: 工业企业利息保障倍数持续回落, 但仍处于较高水平	19
图 18: 企业偿债能力持续下降将导致银行不良生成率上升, 比如 2012 年	19
表 1: 2006 年以来我国货币政策变动	8
表 2: 2006 年以来我国信用松紧变化情况	9
表 3: 财政部近期规范地方政府举债监管文件一览	10
表 4: 近年政策支持小微企业发展与融资的措施一览	10

主要逻辑与结论

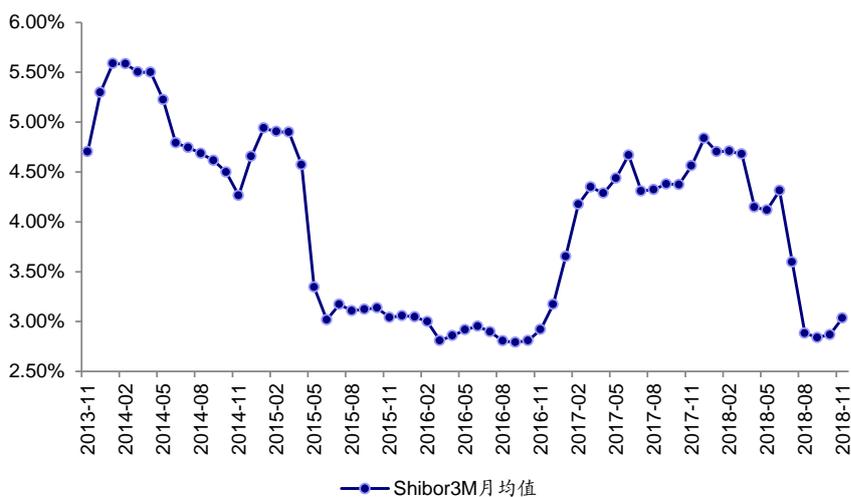
在宏观经济有下行压力、内外经济形势复杂的背景下，我国政策当局及时扭转了政策基调，开始多方举措稳住经济形势。其中，推动信用投放、推动金融对实体的融资支持是重中之重。然而，经济下行周期中融资收缩是普遍规律，货币政策的宽松对此作用相对有限。因此，若想推动信用投放，需要从货币宽松向信用投放的传导原理入手，找准梗阻点，对症下药。

我们分析后认为，在吸收信用投放量最大的几大领域中：基建融资主要是受阻于地方政府违规举债的界定不明，而目前正在落实的明确界定，将有助于使传导更为通畅；民营、小微企业等实业领域信贷的投放，还需要银行建立相应的长效机制，或许能缓慢起效；房地产相关融资，则依然受到管控；最后，其他个人信贷等领域，则吸收信贷量有限。因此，2019年信用传导的重点方向仍然是基建、实业等领域。我们的年度投资策略、个股选择也将围绕此预期展开。

货币向信用的传导原理

2018年以来，央行货币政策持续处于较为宽松的状态，年中货币利率虽有小幅波动，但整体上处于低位。我们也预计未来一段时期内货币政策仍会延续稳中偏宽的取向。

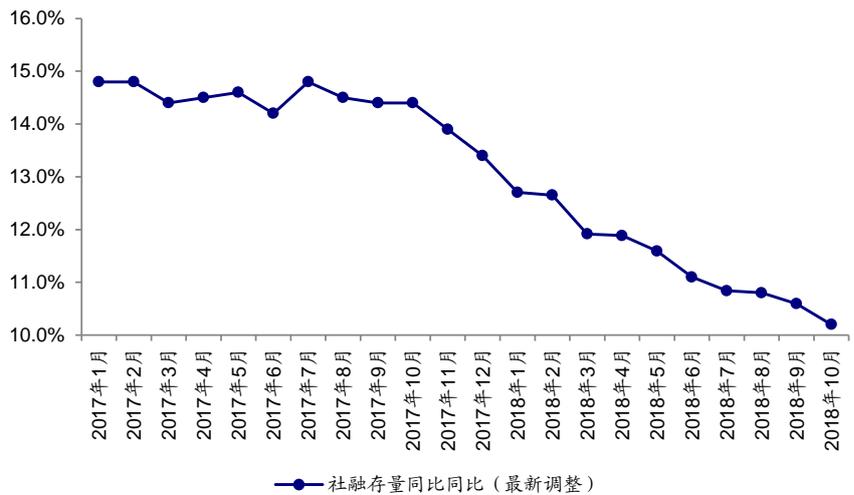
图 1：货币市场利率（SHIBOR）在 2018 年以来下降明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

但令人失望的是，货币宽松以及其他相关政策并未明显缓解信用收缩。从社融增速上看，信用投放的情况在下半年甚至是进一步恶化的。

图 2: 社融增速下降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

货币向信用传导的逻辑和重点

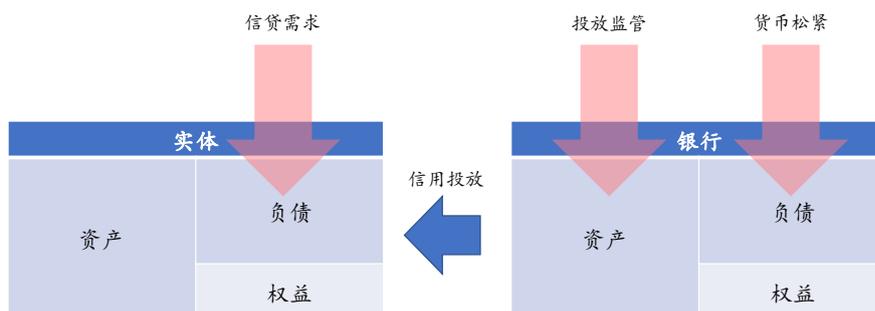
我们从原理上着手分析这一问题。一般而言，货币宽松传导形成信用投放（亦即市场所谓的从宽货币到宽信用。这里的“宽货币”是指货币政策，而非广义货币，因为只有银行表内信用投放才能带来广义货币派生，所以“宽信用”才涉及广义货币），有必要关注货币政策、信贷投放监管和信贷需求三个主要因素：

- 货币政策是否足够宽松。这一点决定了银行是否有足够的钱投放信用，由货币当局（即央行）操作；
- 信贷投放的监管力度。监管政策决定了银行信用投放的方式和难易程度，主要由监管当局（即银保监会）操作，此外也涉及少部分央行的操作，比如合意信贷额度、MPA 等；
- 信贷需求情况。是否有足够的人需要钱？这些需求还必须是达标信贷门槛的，即“有效信贷需求”。

宽货币影响着银行的负债端，最根本的是央行决定对银行投放基础货币的数量和成本，通过影响降低银行的负债成本、增加可动用资金等方式，提高银行的信贷投放能力。而信贷投放监管则作用在银行资产端，通过对信贷投放行为的约束来影响信贷投放，手段包括直接或间接干预信贷投放量（投多少。直接手段包括合意信贷额度，间接手段包括调节各种监管指标来制约银行的信贷投放能力），也包括修订业务规则，决定什么样的信用投放是被允许的（怎么投。比如过去被默许的非标业务，在新规则下开展难度大幅提升）。此外，实体经济负债端则体现了信贷需求，反映了信贷资金的需求。

下图详细展示了三个因素的作用和关系，它们分别代表了银行的负债端、资产端和实体的负债端。当然，实体的负债端与其资产端也不可分割，是实体找到好的投资机会，才会产生融资需求。

图 3：货币向信用的传导机制



资料来源：国信证券经济研究所整理

我们可以简要回顾近几年上述三个因素的实践。三个因素中：

- 首先，货币政策不是导致信用收缩的主因。在 2016 年去杠杆启动时，央行实施过一段时期的偏紧货币，但 2017 年后后期直到 2018 年，货币条件并不明显紧，因此我们初步认为货币不是导致信用收缩的主因；
- 其次，信贷投放监管一般不会导致全部信用投放的大幅波动。信用投放监管既受银监会等监管部门制约，也还有央行合意信贷额度、MPA 等制约，但主要是银监部门通过指标监管或监管银行资产端业务，来控制银行的信贷投放。典型的例子包括 2010 年（开始研究制定新的资本管理办法，对信贷投放有所制约）、2013-2014 年（整顿非标或同业业务）、2017 年（整顿银行理财业务等多项业务）等。但总体上看，近年，监管部门的制约只针对市场中的部分不当业务（比如非标等，因为这些业务存在严重的监管套利的嫌疑）的整顿和限制信贷投放到不当领域（例如“两高一剩产业”或房地产），并不会全方面影响银行的信贷投放，正常的对实业的投放仍被鼓励。因此信贷投放监管一般不会导致全部信用投放的大幅波动（但会导致部分业务的大幅波动，比如非标）。

因此，我们认为目前解决信用收缩更多还是应该从信贷需求端着手。信贷需求端方面，主要考虑两个因素：

- 市场规律。市场规律即经济学原理，我们以利率作为衡量资金成本的价格，那么，对资金需求者来说，资金成本越低，需求就越高。这在世界各国都是成立的。
- “预算软约束”部门。该部门在我国对于信贷需求的影响尤为明显，其他国家虽然也存在类似部门，但表现并不突出。“预算软约束”部门主要指地方政府和房地产，这两者对资金成本敏感度较低，且有近乎无限的资金需求。通俗地讲，就是无论用什么价值提供资金，它们都乐意接受，并拿去用于投资。银行出于“政府信用幻觉”和“土地信用幻觉”，对该部门的融资需求也乐于满足，这也意味这些需求是有效需求，即达到银行信贷门槛的要求。实际上，唯一能够限制“预算软约束”部门的因素就是政府部门是否允许新项目的上位。因此，这是一个受到“有形的手”高度控制的部门。

因此，总的来说，探究宽货币传导至宽信用的基本思路是：

- 首先对央行的货币政策是否宽松进行观测，这一步的目的是判断市场上的资金是否充足。因为宽货币会增加市场的货币供给量。目前，我们继续维持央行货币政策稳中偏宽的判断，未来也不太会有太大变化。
- 之后，着眼于信贷需求端。如果不考虑政府干预，资金成本（利率）的下降会提高市场对资金的需求。历史上货币宽松时期的经验表明，即使宽松初期资金需求没有被有效提振，之后不断的降准降息最终还是能够引发一定程度的宽信用的出现。

- 需要注意，国外出现的流动性陷阱（即市场利率已经低至底部，却依旧无法刺激需求上升），我国则一般启动“预算软约束”部门来破解。比如，可以通过政府手段，启动基建和房地产，上马地方政府和房地产公司的新项目，从而产生资金需求，并且是有效信贷需求。
- 信贷投放端的严格监管，也可能导致宽货币难以转化为宽信用，比如近年对非标、理财的监管。但如前文所述，它一般不会遏制全部信用投放渠道。

历史货币向信用传导效果的观察

接下来，我们结合历史上的金融周期变化，大致观察上述原理是否成立。

首先，清楚地判断货币和信用的走向，是明晰货币向信用传导原理的前提。借助货币和信用松紧变化的拐点，我们才能够将货币向信用传导的效果逐一对应。基于以上逻辑，了解货币向信用传导机理的首要工作，是对历史货币和信用的松紧阶段做出尽可能明确的划分。

划分货币政策宽紧的逻辑较为简单。货币当局的货币政策工具操作是判断货币松紧的关键点，政策当局首先根据当时经济环境做出判断（“先说”），之后再出台落地实际的政策（“后做”）。通过实际观察，政策真正落地实施更能够反映货币政策的松紧程度。通过对货币政策工具（准备金率、基准利率，以及央票、逆回购、MLF 等政策性利率）拐点的判断，能够辨明货币政策的松紧。表 1 列举了 2006 年以来我国货币政策的变动情况，从历史变动情况来看，利率与货币松紧有较为明显的相关性，紧货币往往对应利率上升，宽货币则往往对应利率下降。

表 1：2006 年以来我国货币政策变动

期间	货币政策	划分标准	期间的货币政策措施	Shibor3M
2006.4-2008.9	紧缩	1 年期央票利率拐点上行	提高准备金率、加息	先升后平
2008.9-2009.7	宽松	9 月份双率齐降	降低准备金率、降息	下降
2009.7-2011.11	紧缩	1 年期央票发行重启，利率拐点上行	提高准备金率、加息	上升
2011.11-2012.7	宽松	1 年期央票发行利率下行	降低准备金率、降息	下降
2012.7-2014.4	紧缩	公开市场逆回购利率上调	引导货币市场利率上行	先平后升
2014.4-2017.1	宽松	定向降准	降低准备金率、降息	先降后平
2017.1-2018.3	紧缩	MLF 利率上行	引导货币市场利率上行	先升后平
2018.3-2018.10	宽松	定向降准	降准、引导货币市场利率下行	先降后平

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

如何划分信用宽紧则略显模糊。由于社融这一指标衡量了金融体系对实体经济的资金支持程度，用社融增速趋势的变化能够较好的体现信用的宽紧。但需要注意的是，高频的社融同比增速数据起始于 2015 年（2015 年之前只有季度数据，2016 年央行开始披露月度数据）。因此在 2015 年之前，我们选择以 M2 增速来作为社融增速的替代项（M2 的增量中的主体来自于银行表内信用投放的派生），2015 年之后则采用社融增速，以此判断信用是否宽松。下表反映了 2006 年以来我国信用松紧的变化情况。

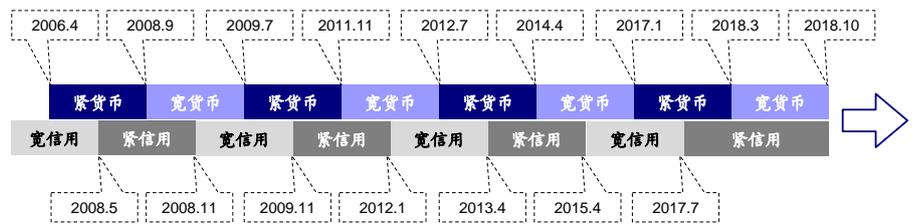
表 2: 2006 年以来我国信用松紧变化情况

	信用	划分标准	社融同比
2006.4-2008.5	宽信用	M2 增速平稳	-
2008.5-2008.11	紧信用	M2 增速下行	-
2008.11-2009.11	宽信用	M2 增速上行	-
2009.11-2012.1	紧信用	M2 增速下行	-
2012.1-2013.4	宽信用	M2 增速上行	-
2013.4-2015.4	紧信用	M2 增速下行	-
2015.4-2017.7	宽信用	期间 M2 增速先升后降	社融增速先平后上行
2017.7-2018.10	紧信用	期间 M2 增速平稳	社融增速下行

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

然后, 我们把上述货币、信用的不同松紧阶段放到一起做简单观察, 可以发现, 至少是时间先后上, 宽货币一般都能带来宽信用。当然, 仅仅拥有这一时间先后上的简单关系是不够的, 我们还需要更深一步, 从前述的三大因素着手, 找到驱动信用投放的真正原因。

图 4: 我国 2006 年以来的货币和信用松紧情况



资料来源: 国信证券经济研究所整理

“预算软约束”部门的作用受到制约

前文已提及, “预算软约束”部门是我国应对流动性陷阱的有效手段, 在历史上已有多次运用。该部门具有三大特征:

- 近乎无穷的资金需求;
- 银行乐于提供资金支持, 因为其认为“预算软约束”部门有政府和土地担保, 风险极低;
- 极易受政府政策影响。回顾以往“预算软约束”部门的活跃时期: 2008.11-2009.11 (“四万亿”大搞基建)、2012.1-2013.4 (地产调控松动、基建增速回升)、2015.4-2017.7 (房地产投资增加, 基建投资增速高位坚挺) 等, 都明显提振了当时市场的融资需求。

当然, “预算软约束”部门也是一把双刃剑。上一轮信用扩张中, 以各级地方政府为主体, 房地产为补充的“预算软约束”部门是信贷需求的主力, 有效刺激了信贷需求, 但地方政府隐性债务堆积和屡破新高的房价等问题也随相继出现, 并且每次都会引发政策部门的调控措施。由于近期对地方隐性债务和房地产市场愈加严厉的监管调控 (见下表), “预算软约束”部门刺激信贷需求的两大渠道都被关紧闸门, 对信贷的提振效果也将大不如前。

表 3: 财政部近期规范地方政府举债监管文件一览

文件名	文号	发文日期	主要涉及领域
关于印发《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》的通知	财预[2017]35号	2017年3月23日	新增地方政府债务限额的管理
中国银监会关于银行业风险防控工作的指导意见	银监发〔2017〕6号	2017年4月7日	重要监管要求
关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知	财预〔2017〕50号	2017年4月26日	规范地方政府举债融资行为
关于印发《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》的通知	财预〔2017〕62号	2017年5月16日	规范地方政府土地储备专项债券的管理
关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知	财预〔2017〕89号	2017年6月2日	推行地方政府专项债券品种
关于印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的通知	财预〔2017〕97号	2017年6月26日	规范地方政府收费公路专项债券的管理
关于加强保险资金运用管理支持防范化解地方政府债务风险的指导意见	保监发〔2018〕6号	2018年1月8日	运用保险资金化解地方政府债务风险
关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知	发改办财金〔2018〕194号	2018年2月8日	发展企业债券，防范地方债务风险
关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知	财预〔2018〕34号	2018年2月24日	部署18年地方政府债务管理工作
关于印发《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》的通知	财预〔2018〕28号	2018年3月1日	推行地方政府棚户区改造专项债券
关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知	发改外资〔2018〕706号	2018年5月11日	强调防范中长期外债和地方政府债务风险

资料来源：银保监会，发改委，财政部，国信证券经济研究所整理

因此，需要寻找刺激信贷需求的其他方法。理论可行的方法包括以下几点：

- 想方设法扩大外需，带动企业投资和生产，进而拉动资金需求的上升。
- 拓展资金内需，支持推动民营企业融资，这是我国目前的主要努力方向（见下表）。
- 银行通过拓展零售贷款业务，弥补因企业信贷需求不强，基建房地产等严监管导致的对公贷款下滑。

然而根据目前我国的经济形势，这几个方法也同样难以很快见效。

表 4: 近年政策支持小微企业发展与融资的措施一览

文件名	文号	发布日期	主要内容
国务院办公厅关于规范发展区域性股权市场的通知	国办发〔2017〕11号	2017年1月26日	推动区域性股权市场建设服务小微企业
中国银监会办公厅关于做好2017年小微企业金融服务工作的通知	银监办发[2017]42号	2017年3月20日	推进2017年小微企业金融的工作
关于中小企业融资(信用)担保机构有关准备金企业所得税税前扣除政策的通知	财税〔2017〕22号	2017年4月7日	小微企业所得税优惠政策
区域性股权市场监督管理试行办法	证监会令[第132号]	2017年5月3日	进一步整治乱象
中国银监会办公厅关于印发提高小微企业信贷服务效率合理压缩获得信贷时间实施方案的通知	银监办发[2017]61号	2017年5月4日	对提高小微企业信贷服务作出要求
小微企业应收账款融资专项行动工作方案(2017-2019年)	银发〔2017〕104号	2017年5月17日	推动小微企业应收账款融资业务的发展
融资担保公司监督管理条例	国务院第683号令	2017年8月2日	推动国家建立政府性融资担保体系，方便为小微企业提供融资担保业务
关于进一步加强金融审判工作的若干意见	法发〔2017〕22号	2017年8月18日	拓宽中小微企业的融资担保方式
中国人民银行关于对普惠金融实施定向降准的通知	银发〔2017〕222号	2017年9月29日	将定向降准政策拓展为普惠金融定向降准
关于延续小微企业增值税政策的通知	财税〔2017〕76号	2017年11月6日	延续对小微企业增值税的优惠政策

关于支持小微企业融资有关税收政策的通知	财税〔2017〕77号	2017年11月6日	规定了小微企业融资税收政策
中国银监会办公厅关于2018年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知	银监办发〔2018〕29号	2018年2月11日	推进2018年银行业小微金融服务工作
关于做好2018年降成本重点工作的通知	发改运行〔2018〕634号	2018年5月9日	推进降低税费负担和降低融资成本支持小微企业发展
关于进一步深化小微企业金融服务的意见	银发〔2018〕162号	2018年6月25日	从货币政策、监管考核等方面推动金融机构对小微企业的支持力度
关于延长高新技术企业和科技型中小企业亏损结转年限的通知	财税〔2018〕76号	2018年7月13日	延长高新企业和科技型中小企业的亏损结转年限
关于进一步扩大小型微利企业所得税优惠政策范围的通知	财税〔2018〕77号	2018年7月13日	扩大了小微企业所得税优惠政策范围

资料来源：银保监会，发改委，财政部，证监会，中国政府网，国信证券经济研究所整理

银行端并非信用投放的主要制约因素

在扩大信用投放一事上，监管层、市场和媒体都把大量精力倾注到银行身上，想方设法从银行的角度，推动它们扩大投放。当然，从出台的各项政策上看，虽然并非全部政策都科学合理，但大体上还是有积极效果的。但是，从目前银行各方面经营情况和监管情况来看，银行的资产端、负债端均不构成对信用投放的严重制约。

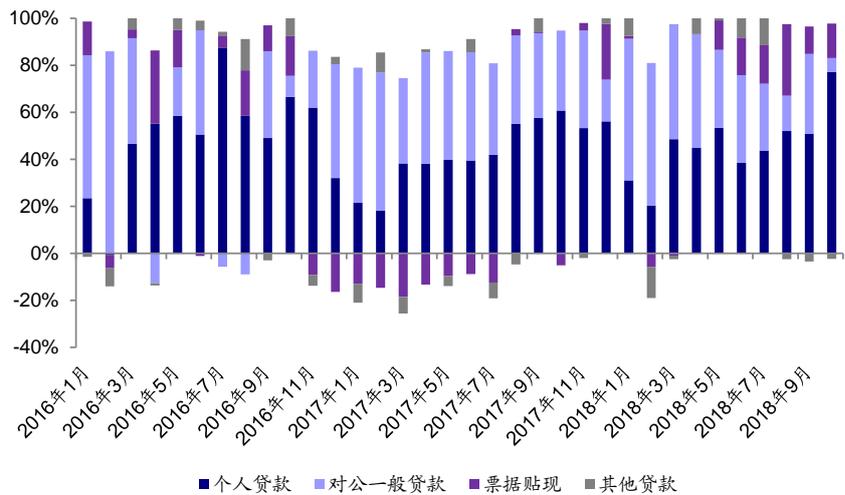
去杠杆政策已明显调整

2015年底党中央及国务院在召开的中央工作会议上，明确提出要将去杠杆作为“三去一降一补”五大任务之一，这标志着政府部门开始重视风险问题。2016年中期，央行收紧货币政策，揭开了我国去杠杆的序幕。央行通过收紧货币政策，提高了金融机构和金融产品增加杠杆的难度和成本，有效缩小了杠杠的上升空间。2017年3月后，银监会开始着手整顿行业监管套利等一系列问题，这进一步限制了银行的信用投放，“紧信用”阶段也由此开始。而2017年底之后，银监会、证监会、财政部等部门连续出台监管文件，从银行负债端、银行资产端及实体经济负债端三点同时推动去杠杆进程，到目前为止，去杠杆的阶段性目标已经实现，稳杠杆阶段正在开启。

去杠杆使得我国银行等金融机构的信用投放有明显收缩，社融余额同比增速持续处于低位。非标（主要通道为信托贷款和委托贷款）、银行承兑汇票、企业债券等社融科目增速下滑明显，这体现出我国去杠杆的阶段性成效。但另一方面，我国信贷总量虽然保持正常，但结构疲态凸显，信贷投放乏力，具体表现为对公贷款较弱，票据贴现有所增加。这也意味着实体经济中部分企业难以获得融资，原有债务难以接续，企业发生流动性风险，容易诱发债务危机。进而降低银行等金融机构风险偏好，导致信贷投放更加保守，融资更加困难。“金融正反馈”的现象一旦发生，将有可能导致风险放大。

针对此种情况，2018年6-7月份以来监管部门的政策开始着手调整，以稳杠杆替换去杠杆。至少在近期，不太存在某项去杠杆政策导致信用投放不力。

图 5: 信贷投放结构中对公偏弱而票据贴现增加

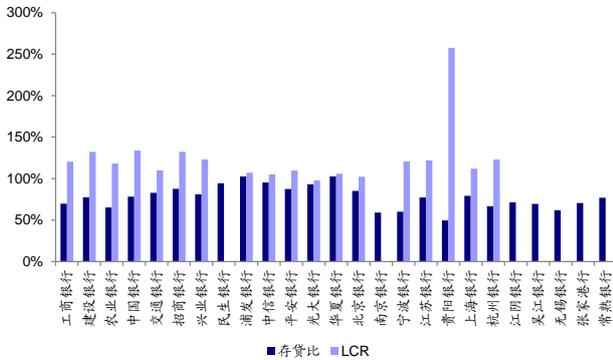


资料来源: 央行, 国信证券经济研究所整理

银行日常监管指标也非制约信贷的主因

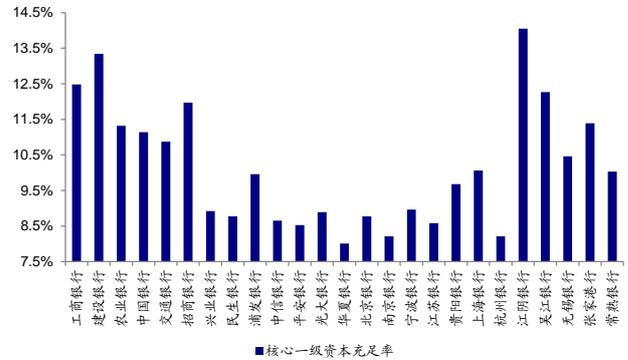
目前, 我国银行的流动性和资本充足情况都较为稳定, 并不是导致信贷投放下降的主因。从银行经营指标来看, 大多数银行存贷比(非硬性指标)、LCR 等指标均符合要求, 资本充足率也较高(但部分股份行略显紧张)。央行也没有制约银行的合意信贷额度、MPA 等。并不构成制约银行信贷投放的主因, 仅有部门股份行有此担忧, 这与市场预期有明显区别。

图 6: 大部分银行流动性情况较好



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 大部分银行资本充足率较好



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

少数银行的经营虽然受到指标制约, 但目前监管当局已经陆续出台多条针对性措施, 缓解银行信贷收缩, 提高银行信贷投放能力。包括:

- 2018 年 7 月 20 日, 人民银行颁布了《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》, 明确此前《资管新规》的一些不明之处, 放松了过渡期内的要求。部分表外资产回表导致资本充足率紧张的银行, 能够得到足够的缓冲时间。
- 央行允许合意信贷额度不足的银行增加额度。
- 央行允许流动性较差的银行在发放贷款、购买信用债时向央行申请 MLF 以补充基础货币。并针对小微信贷和债转股实施了定向降准。
- 央行降低了宏观审慎资本充足率考核公式中的结构性参数, 使广义信贷额度不足的银行能够在资本充足率不变的前提下实现更高的广义信贷增速,

这相当于解除了银行广义信贷增速的制约。

- 资本金不足的银行目前尚未有补充股权资本的政策出台，但我们预计未来监管层也会在这方面有所作为。

其中值得注意的是，虽然全行业不明显构成制约，但部分股份行的部分指标确实存在一定压力，对信用投放有一定制约。而股份行的过去曾经是创新的主力，创造了很多新兴的业务模式，也是非标、理财等业务的发明者，以此来解决一些传统业务不能覆盖的企业融资需求。目前，它们监管指标承压，部分创新业务受限，对信用投放会形成制约。

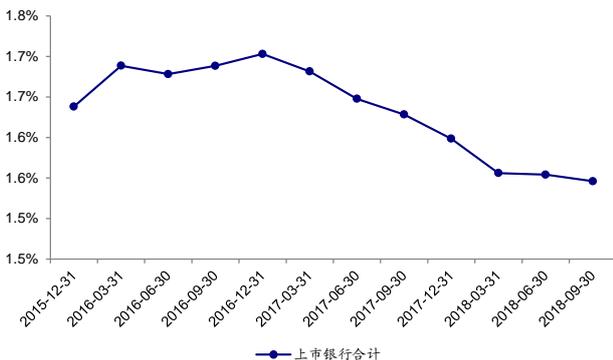
明年宽信用传导展望

破解信用传导难需增加有效需求

在银行信用投放能力不构成严重制约的情况下，解决问题的抓手更多需要从资金需求端去寻找。归根到底，实现货币向信用的传导，更多需要从银行信贷投放意愿和客户信贷需求等方面入手。“意愿+需求”，即构成所谓的“有效需求”。

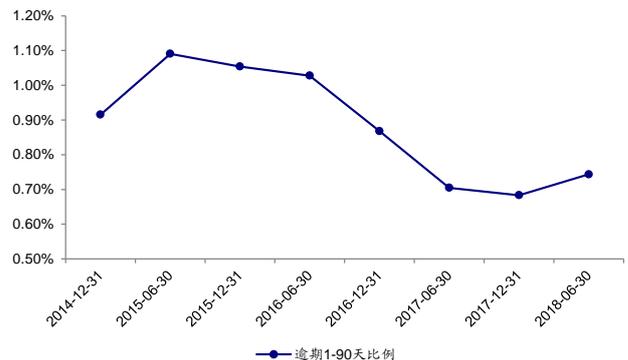
对银行而言，在经济增长乏力时，信贷投放态度保守是理性行为，有利于保证银行资产质量，也是银行对股东和存款人负责责任的体现。但是当所有银行的信贷都有所收缩时，将使本就不好的实体经济处境雪上加霜。因此，推动它们降低门槛，扩大投放，本身也是有必要的。

图 8: 上市银行不良保持稳定



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

图 9: 上市银行逾期 90 天以内贷款比例增加



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

我们继续关注有效需求。既然是有效需求，那么其实有两方面工作：一是提高银行的信贷业务能力，使其覆盖更多客群（即银行降低门槛，让很多原先不有效的需求变成有效的。但降门槛不等于降信用，这需要专业技术手段），二是进一步挖掘客户的需求。前者主要针对民营、小微企业，是长期治本的方法，而后者涉及领域较多，最能短期见效的则主要运用于挖掘基建投资的需求。

我们就以上两方面分述：

- 上马基建项目仍然是短期较快拉动信用投放的方法。

在实体经济融资需求依旧不振的情况下，“预算软约束”部门依旧是短期内最可行的拉动融资需求的办法。政府部门允许“预算软约束”部门上马新项目，拉动贷款需求。目前，在地产依旧受到“房住不炒”的严格管控下，更为可行的方向是基建。

国务院办公厅于 10 月底发布的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101 号）明确表明了这一姿态。而且，近期确实也有不少基建项目通过审批，政府已经开始着手基建项目的落地。

受之前地方政府违规举债的影响，当前基建表现不尽如人意。由于前几年地方

政府违规举债较多，导致债务风险积累，因此施以较为严格的监管是非常有必要的。但是，之前监管当局对地方政府项目的界定不明确，导致很多存在违规举债嫌疑的业务模式不敢轻易开展，过于“一刀切”。比如，此前将地方政府对 PPP 基建项目的支付义务也被定义为隐性负债而受到监管，相关融资行为受到限制，导致 PPP 项目难以落实，大量基建项目融资卡壳。近期，监管层明确政府向 PPP 支付义务不属于隐性负债（《政府会计准则第 8 号——负债》财会〔2018〕31 号），有可能使规范的 PPP 重新放行。在未来，我们预计有关部门的工作重点是明确各融资渠道之间的定性，明确哪些行为属于违规举债，使基建融资“有法可依”，业务更加顺畅。

➤ 提升银行信贷投放能力是长期治本的方法

目前，我国政策当局出台了大量的政策（见表 4），推动银行向民营、小微企业投放信贷，也已有了一定效果，但与市场的期待仍有一定差距。事实上，小微信贷是一个相对专业、独立的业务门类，并非银行不能做，而是国内大部分大中型银行不具备相应的业务团队、技术和内部机制，简单地敦促它们去投放效果不佳，贸然从事甚至还可以带来巨大的损失，或者扰乱小微信贷市场。

长期看，需要改变银行内容的考核标准，以增强银行服务实体经济和小微企业的能力和意愿，让银行形成服务实体的观念共识。我国现有的银行架构仍以规模为追求目标，考核方式较为陈旧，难以真正实现对实体和小微的有效支持。目前监管部门已经有所认识，正逐步推广改进银行架构，但这些措施的生效需要时间，短期难以见效。我们会长期跟踪进展，但短期内不多做考虑。

综上所述，目前能够在刺激信贷上有所作为的，短期内仍然以基建项目为主，其后是小微和民营企业，但后者见效可能需要较长时间。

2019 年宽信用的主要期待

根据前文的研究框架，我们同样从货币供给、信贷投放监管和信贷需求三个方面来进行预测。目前，央行推行宽松货币政策，多次进行降准操作释放流动性，未来宽松的货币环境可以确认。在去杠杆政策大方向不变的前提下，监管部门遏制监管套利和促进业务合规的决心也不会改变，严监管将继续保持。因此，我们着重预测信贷需求在明年的趋势，对能够提升信贷需求的方法进行逐一展望：

- “预算软约束”部门因地方政府隐性债务和房地产市场的严格监管，其融资受到约束。但符合监管规定，项目本身满足资本金到位，以贷款、债券等正当融资资金进行建设的基建项目仍然受到鼓励。随着前期对地方政府违规举债的过度监管逐步修正，后续基建刺激信贷需求的效果值得期待。
- 目前我国的贸易环境仍然严峻，由于存在中美贸易战等因素的不利影响，以外需拉动企业投资，促进信贷增长的可行性较低，前景较不乐观。
- 我国正加大对小微、民营企业等实体经济部门的支持力度，在银行内部建立长效机制，促使银行掌握开展小微信贷的技术，扭转传统以规模取胜的经营观念。但短期内难以很快成效，未来仍需要长期观察。
- 个人零售贷款虽然能够弥补部分对公贷款的下滑，但难以像基建和房地产那样带动上游企业的资金需求。

综上所述，明年宽信用应当重点关注符合监管要求的基建。我们认为，在宽松货币环境和严格监管的大背景下，基建仍是最有可能承担起信用扩张重任的资金需求方；小微、民营等实体经济部门受政策支持力度较大，但资金需求效果有待观察。

行业景气度展望：预计 2019 年景气度下行

我们最后对上市银行整体在今明两年的盈利情况进行展望。

预计 2018 年上市银行整体归母净利润增长 6.6-7.0%

从过去几年来看，一般前三季度归母净利润占到全年归母净利润的 80% 上下。2018 年已经基本结束，而今年四季度以来宏观环境及货币环境没有发生剧烈变动，我们认为前几年的规律仍能保持，因此估计 2018 年银行整体净利润在 1.44 万亿元左右，增速仍能保持向上的趋势，大概在 6.6%-7.0% 之间。我们着重分析的是 2019 年的情况。

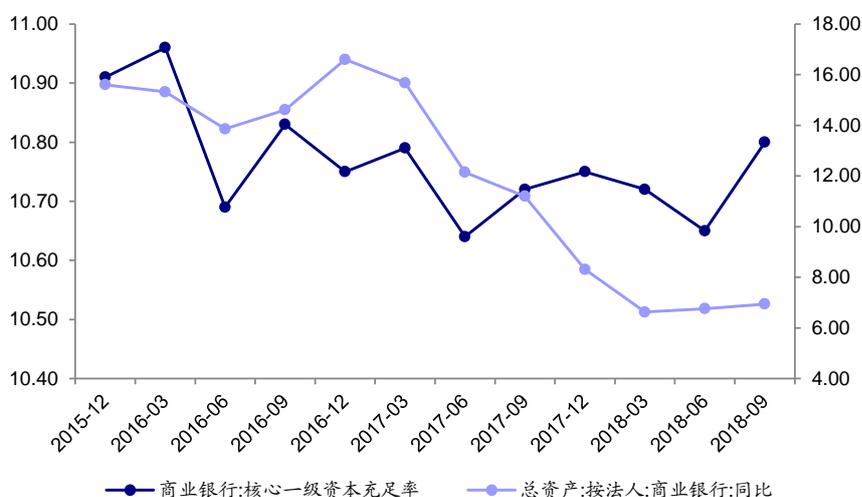
预计 2019 年景气度下行，上市银行整体归母净利润增速回落

首先今年二季度以来整体货币环境是偏宽松的，在发生明显的转向信号之前，我们假设后续货币政策维持在偏宽松的水平。

在这样的前提假设下，我们预计后续行业总资产增速将回升，但幅度不会很大。但是考虑到如下两点原因，我们预计明年行业总资产增速很难出现快速增长，更大概率是保持在 5-10% 之间：

- 一是资本压力约束了资金供给。银行业 ROE 下行导致资本内生增长速度下降，因此在保持核心一级资本充足率不变的情况下，其所能支撑的资产增速也会下降。所以我们看到近几年银行业核心一级资本充足率并没有明显提升，而总资产增速却在不断下滑；

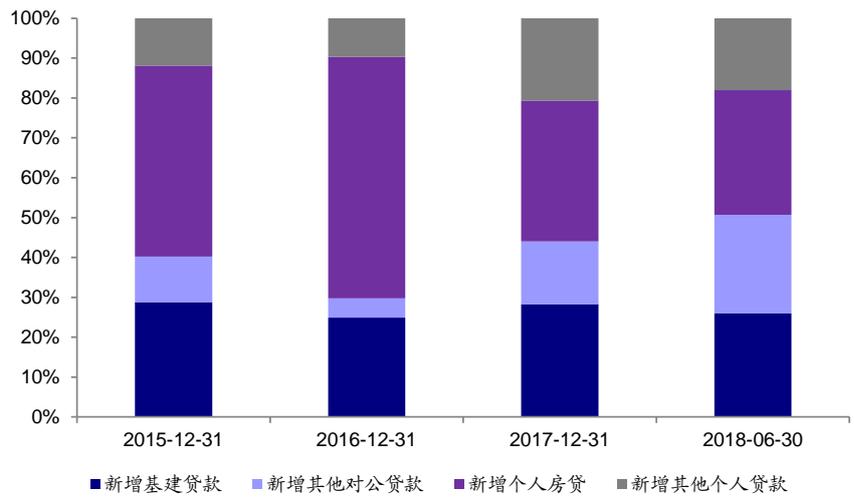
图 10：近几年银行业核心一级资本充足率变化不大，但资产增速明显下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

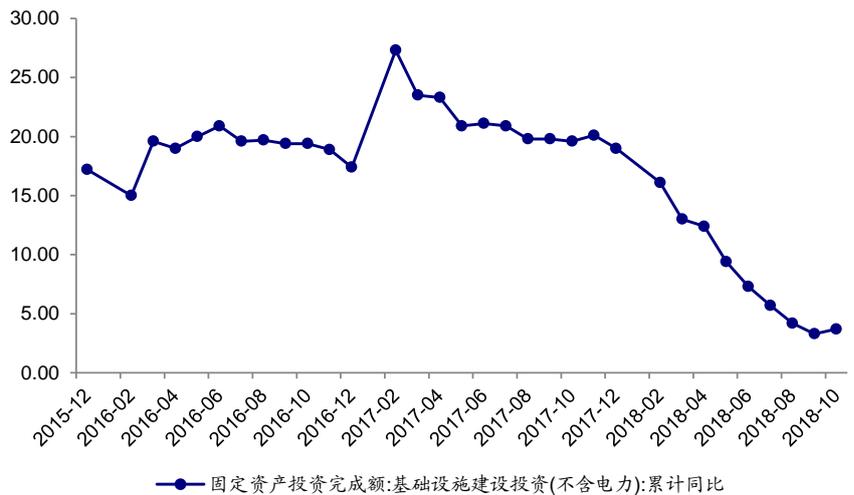
- 二是需求不够旺盛。如前文所述，过去几年银行业资金需求主要来自基建和房地产，是这几年银行表内新增资产的主要投向。目前在严控地方政府隐性债务和“房住不炒”的理念下，这两大需求均受到抑制。明年基建融资以及小微、民营企业融资能否支持信用扩张有待观察，我们处于审慎目的，仍采取保守假设；

图 11: 过去几年银行新增贷款大量投向基建和个人住房抵押贷款



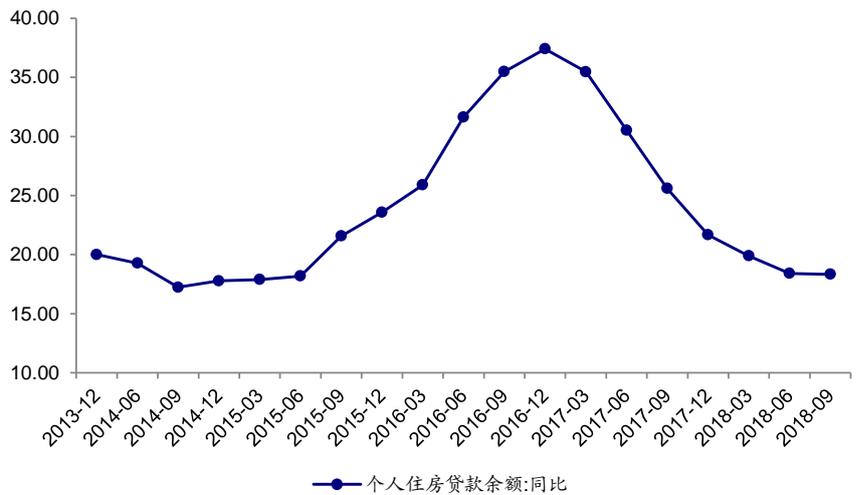
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 2018 年以来基建需求明显受到抑制



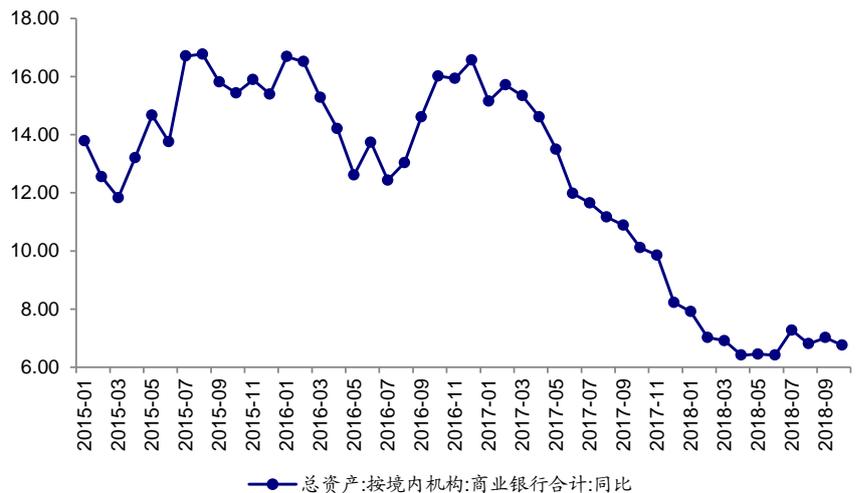
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 2018 年以来个人住房抵押贷款增速未见回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

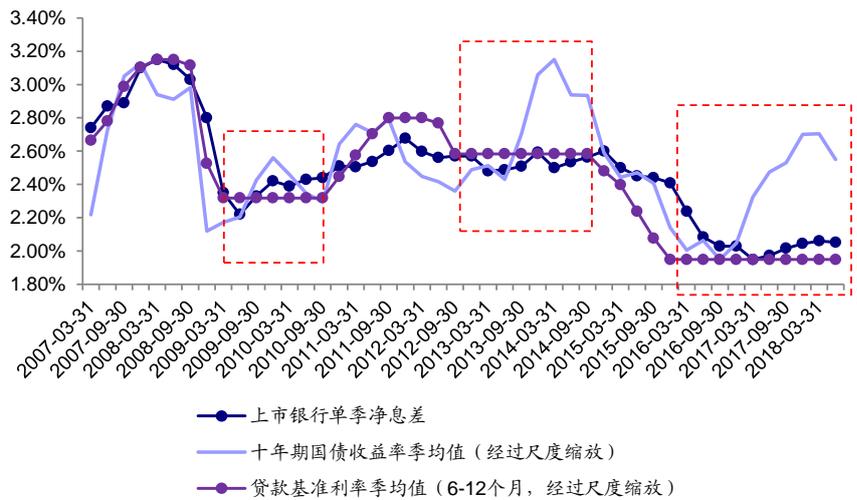
图 14: 二季度以来商业银行境内总资产增速有所回升, 但幅度很小



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

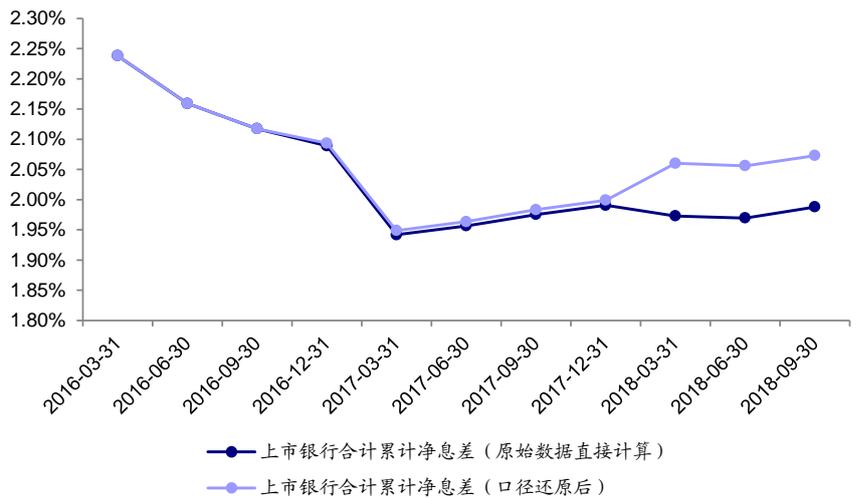
考虑到货币政策在边际上没有太大变化, 尤其是基准利率没动, 净息差不会有大幅的起落。从历史数据来看, 净息差走势与基准利率相关性很强, 市场利率只有大幅波动的时候才会对净息差产生一定影响, 但影响幅度也不会很大。这主要是因为银行表内存贷款主要按照基准利率定价, 非基准利率的变动对其影响很小。2017 年一季度市场利率突然大幅上升, 通过资产负债重定价的时点错配, 引起银行净息差先降后升。从上市银行净息差变动趋势来看, 这一先降后升的趋势在今年二季度接近尾声; 但三季度同业利率快速下降, 再一次通过资产负债重定价的时点错配, 引起银行净息差在三季度上升, 预计后续环比将逐步下降。因此, 净息差同比增速到明年末可能会逐步回落至 0% 附近。

图 15: 在基准利率不变的情况下, 银行净息差不会有大幅起落 (如图中红框所示)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

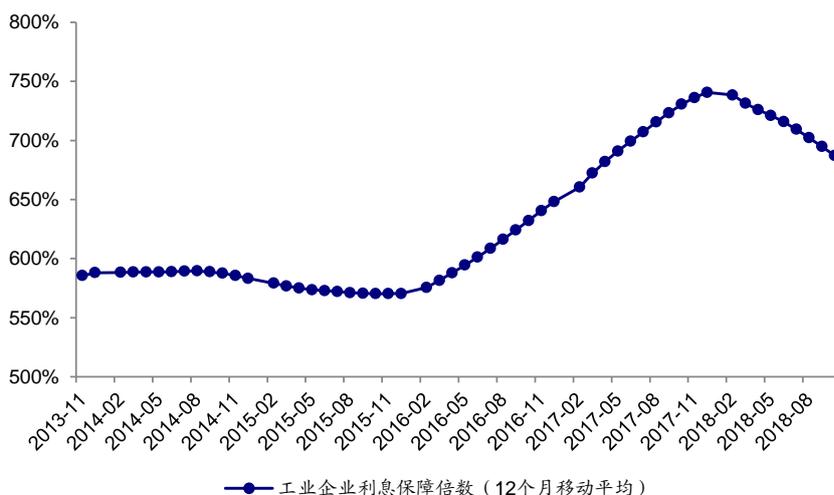
图 16: 可比口径下上市银行净息差在三季度上升, 后续可能会有所回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 部分银行会计准则调整, 导致净息差与历史口径不可比, 我们对数据进行调整, 将基金分红收益、FVPL 利息收入从投资收益还原为利息收入

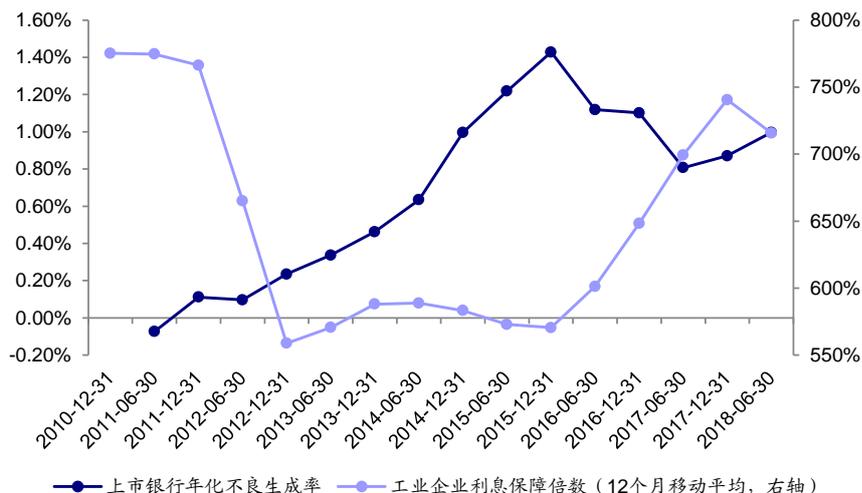
预计明年资产质量有所下行, 不良生成率将上升。这种边际上的变化主要由工业和批发零售业贷款质量变化引起。今年以来工业企业偿债能力持续回落, 给银行整体资产质量的继续改善也带来压力, 从银行中报各项指标来看, 行业资产质量转向平稳 (具体分析见《银行业 2018 年中报综述 (上): 下半年政策环境有望好于上半年》)。目前工业企业利息保障倍数仍在回落, 但仍然处于较高水平, 所以我们估计后续工业及批发零售业贷款的质量难言好转, 但大幅下降的概率也不大, 我们认为更可能出现的情形是稳定或者平缓下行。当然, 我们在明年也需要持续跟踪该指标的变化趋势, 以及时发现其可能发生的不利变动。

图 17: 工业企业利息保障倍数持续回落, 但仍处于较高水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 企业偿债能力持续下降将导致银行不良生成率上升, 比如 2012 年



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 2018 年上半年不良生成率上升与部分银行逾期 90 天以上贷款一次性确认为不良贷款有关, 但并不影响我们对明年银行资产质量的判断。

整体来看, 我们认为银行业景气度在明年大概率是平缓下行。我们最新模型已经根据最新行业关键驱动因素分析, 对所覆盖银行模型的假设和盈利预测进行了修订, 主要是小幅下调了对 2019 年净息差的预期, 并提高未来几年不良生成率假设。我们现在预计 2019 年行业整体归母净利润同比增速降至 6% 上下(我们个股模型加总后得出的汇总结果为 5.9%)。

投资建议及个股选择

目前, 银行板块估值处于历史最低水平, 隐含了对经济前景、资产质量的极端悲观预期, 后续估值易上难下。近期推动信用投放的各项政策陆续出台, 预计在 2019 年二季度之后逐渐见效, 有望驱动银行板块估值修复。即使政策效果低于预期, 全行业普遍 10% 以上的 ROE 所带来的净资产快速积累, 亦可带来

丰厚的绝对收益。因此，我们认为银行板块在当前时点具有配置价值，维持“超配”评级。

个股选择上，基于前述逻辑，我们重点选择基建融资、实业（民营、小微企业等）融资较有优势的银行，前者主要是大型银行，后者则主要是中小银行。重点推荐工商银行、农业银行、宁波银行。

风险提示

在国内外一系列不确定性影响下，尤其是海内外政策的影响，宏观经济走势存在风险，若后续形势不佳，可能对银行经营和市场预期造成不利影响；

国内各项宽信用政策的效果也存在不确定性，政策具体执行情况也可能会有意外风险；

我们盈利预测假设是基于货币政策维持偏宽松状态展开，若明年货币政策超预期收紧，将会对盈利预测结果产生影响。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032