

自然宽信用，政策降风险

银行

社融的“融资缺口”成因、影响和解决途径

2018年，尽管新增贷款和直接融资较同期增加了2.51万亿，但由于表外融资减少了5.61万亿元，带来社融整体减少了2.76万亿元，缺口近3万亿。其中，信托贷款和委托贷款的减少是最主要的原因。而社融的“融资缺口”主要的受害主体是民营企业。为了填补缺口，需要标准化融资和非标融资并行，同时允许非标扩容。

从“宽货币、紧信用”到“宽货币、宽信用”

基础货币投放缩量是“宽货币”不能够转化为“宽信用”的主因，为实现宽信用的目的，需要加大基础货币投放规模、继续降准提高货币乘数、扩张表外融资和直接融资渠道等政策助力，同时随着美联储加息周期结束，基础货币缩量也能够自然修复。在“宽信用”实施下，需要配套更加积极的财政政策，一方面是降费减税，另一方面是加大基础投资支出。

地方政府债务风险问题的化解

地方债是影响银行估值的核心因素。在上一轮债务置换中，银行股涨幅累积达100%，因此地方政府债务置换可以降低银行股面对风险溢价，提升估值。测算结果显示，若2019年开始解决地方政府债务问题，地方政府债务隐性不良率如果从35%下降到25%-15%，银行体系隐含的不良果从14.80%下降到8.7%~14%，估值可以从0.71倍PB提高到0.86~1.32倍。

民营企业融资风险的化解

2018年发生债券违约的企业中绝大部分是民营企业，其根源在于社融缺口的出现。监管层已经开始拓展多种渠道来化解民企融资风险，保险和债券两种方式已经有对应的产品落地，而银行贷款也正在积极推进，但我们认为贷款不是民企首选的融资方式，而非标才是最主要的融资途径。

银行资管业务的发展态势分析

银行通过理财子公司开展业务具有销售起点低、渠道广、可分级、非标限制少等多重优势，将会成为商业银行的首选。目前已经有18家商业银行宣布成立理财子公司。对于小银行而言，可以通过与其他机构合作出资的形式来设立。对大型银行而言，基金子公司与理财子公司存在业务重叠，但两者在客户群体、资产配置、投研实力等方面存在差异，因此仍可能协同发展。

此外，未来理财投资合作机构作用也将凸显。在理财转型过程中，银行理财资金年增10%将成为大概率事件，同时可以为权益市场带来1.24万亿的资金，非标配置将扩容到4.5万亿以上。

银行再融资最近进展

目前，银行未完成的再融资方案有5002.36亿元，其中优先

维持

增持

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

研究助理：方才

fangcai@csc.com.cn

010-86451314

发布日期：2018年12月11日

市场表现



相关研究报告

股、可转债、定增分别为 2550/2060/392.36 亿元。

基本面核心指标的预测分析

- (1) 信贷规模增量预测：同比增 12%左右，新增规模 16.5 万亿左右；
- (2) 社融增长预测：同比增 12%，23 万亿，债权和股权多；
- (3) 息差因素：预计上半年环比回升，而下半年环比持平或者下降，股份行改善将优于行业；
- (4) 中收因素预测：各类银行都将恢复正增长，行业增速环比回升，行业整体的中收同比增 6%；
- (5) 资产质量：预计行业不良率将回升，下半年回升幅度高于上半年，但隐含的不良率会下降。

2018 年银行板块行情综述

截至 11 月 28 日，银行板块本年累积下跌 7.73%，领先沪深 300 指数 14.79 个百分点；从节奏上来看，上半年受美联储进入加息周期以及中美贸易战爆发的影响，银行板块呈现先高后低的态势，但总体仍好于大盘；下半年随着政策转向、行业基本面的改善，银行板块在 7 月初探明估值底部，板块估值迎来反弹，累积上涨 11%。

总体上，与其他行业相比，全年银行板块的收益最高；其中，上海银行累积收益 17.49%，遥遥领先其他上市银行。

投资主线和个股比较

无论从 NIM-不良率关系，还是从 PB-净利润增速关系来看，股份行均是最优选项。2019 年选股的基本面指标包括：其一、负债端：同业负债占比越高越好；其二、资产端：小微和零售占比高越高越好；其三、资产端：不良生成率越低越好；其四、盈利端：中间业务收入增速越高越好。从这几个方面来看，股份行也都相对受益。

2019 年 A 股银行股估值水平前瞻

利用近 6 年数据及趋势分析，我们认为：2019 年银行板块整体 ROE 处于 12.95%与 15.14%之间，正常状态下为 14.01%。其对应的 PB 预测值为 1.04，预测区间为[0.94, 1.14]，对应的 PE 预测值为 7.39，预测区间为[7.27, 7.50]。

投资建议

我们判断：上半年银行股趋势向上，更加看好 2 季度，下半年回落是大概率事件；更加看好股份制银行，如果政策采取措施解决地方政府债务问题，下半年银行股趋势将向上。

我们重点推荐：工行；浦发、平安、民生；宁波、上海；常熟。

- (1) 工行：大零售战略持续推进；资产质量改善；资管业务行业内领先。
- (2) 浦发：同业负债占比高；零售贷款占比高；不良生成率为负；未来中收实现正增长；资管业务领先；
- (3) 平安：零售税前利润占比行业内最高了；中收维持正增长；
- (4) 民生：同业负债占比高；不良生成率在下降；中收有望正增长；
- (5) 上海：同业负债占比高；零售贷款增快；中收有望恢复正增长；
- (6) 宁波：零售税前利润占比高与零售贷款占比，不良生成率低；
- (7) 常熟银行：独特的基本面，行业内最高的 NIM 和较低的不良率

目录

社融的“融资缺口”成因、影响和解决路径	1
（一）社融的结构和“融资缺口”？	1
（二）社融的“融资缺口”规模有多大？——接近 3 万亿	1
（三）社融的“融资缺口”的来源？——信托贷款和委托贷款的缩量	2
（四）社融的“融资缺口”的主要影响主体	3
（五）社融的“融资缺口”的解决路径：标准化融资和非标融资并行，准许非标扩容	3
从“宽货币，紧信用”到“宽货币，宽信用”	4
（一）2018 年，“宽货币”不能够实现“宽信用”的原因	4
（二）“从宽货币”到“宽信用”的路径：政策助力+自然修复	5
（三）“宽信用”实施下，需要配套宽松的财政政策	5
降费减税	5
基建投资支出增加	6
地方政府债务风险问题的化解	7
（一）存量债务置换的政策主张	7
（二）地方政府债务置换的主要可行方式：	7
（三）地方债风险化解可能带来的估值变化	8
民营企业融资风险的化解	9
银行资管业务的发展态势分析	11
（一）2018 年资管行业重要政策梳理	11
（二）揭开银行理财子公司的面纱	12
摆在银行面前的两条路：是否必须成立理财子公司？	12
未来银行系资管子公司大有可为	14
目前理财子公司设立情况	15
小银行如何打破设立理财子公司障碍？	16
大银行如何发挥理财子公司与其他集团资管子公司的协同作用？	16
（三）理财投资合作机构的重要作用	17
（四）理财资金规模增长与资产配置	18
年增 10% 是大概率事件	18
可以为权益市场带来 1.24 万亿资金	19
非标扩容空间达到 4.5 万亿以上	19
2018 年银行业金融科技发展动态	20
（一）新特征	20
战略层面的重视程度逐步提升，发展思路更加聚焦	20
子公司化运作成为趋势	21
高标准投入	21
（二）新成果	22
（三）新趋势	23
银行再融资最新进展	25
上市银行未完成再融资 5002.36 亿，大行占 55%	25

基本面核心指标的预测分析	26
(一) 信贷规模增量预测: 同比增 12%左右, 新增规模 16.5 万亿左右	26
(二) 社融增长预测: 同比增 12%, 24 万亿, 债权和股权多	26
(三) 息差因素: 预计上半年环比回升, 而下半年环比持平或者下降	26
2018 年行业 NIM 变动及其原因	26
2019 年 NIM 走势的判断和主要原因: 全年保持稳定	27
各类上市银行的变化情况: 股份行改善优于行业	27
(四) 中收因素: 各类银行都将恢复正增长, 行业增速环比回升	28
2018 年前三季度整体情况: 大行增速上升, 中小行增速下降, 行业小幅正增长	28
2019 年预判: 各类银行都将恢复正增长, 行业增速环比回升	29
(五) 资产质量: 不良率将回升, 下半年回升幅度高于上半年	29
2018 年行业不良率回升及其原因	29
2018 年上市银行资产质量: 不良增速回升, 不良率下降, 不良生成提高	29
不良生成速度有所上升, 仅股份行不良生成速度下降	30
拨备计提力度: 前三季度明显高于去年, 三季度单季高于上半年	31
2019 年行业不良率判断: 预计持续回升, 但是下半年回升更多	32
2019 年行业不良率判断: 预计隐含的不良率会下降	32
2018 年银行板块行情综述	33
板块整体: 相对收益十分可观, 领先其他行业	33
上半年: 先高后低, 总体好于大盘	33
下半年: 政策转向+基本面持续改善+估值底部探明=板块估值反弹	33
跨行业比较: 收益最高	34
个股比较: 上海银行累积收益遥遥领先	35
投资主线和个股比较	36
(一) 上市银行 NIM-不良率指标比较: 股份行是优选	36
(二) 上市银行 PB-净利润增速关系图: 股份行是优选	37
(三) 选股的基本面指标:	38
(四) 结论:	44
2019 年 A 股银行股估值水平前瞻	45
投资建议	46
(一) 行情的节奏	46
(二) 重点推荐标的	46
主要风险点	47

图表目录

图表 1: 2007 年-2018 上半年社融结构占比	1
图表 2: 新增社会融资的结构 (亿元)	2
图表 3: 2018 年企业所得税调整的主要内容	5
图表 4: 2018 年个人所得税调整的主要内容	6
图表 5: 地方政府债务的结构与可能置换方式 (万亿)	8

图表 6: 新一轮地方政府债务置换对银行体系隐性不良率的敏感性分析.....	8
图表 7: 新一轮地方政府债务置换对银行股估值的影响程度的敏感性分析.....	9
图表 8: 保险机构解决民企融资困局	10
图表 9: 2018 年资管行业重要政策梳理	11
图表 10: 设立理财子公司的相对优势分析	14
图表 11: 全球前 20 资管公司 (2017)	15
图表 12: 商业银行理财子公司设立最新情况	15
图表 13: 银行系基金公司	17
图表 14: 老 16 家上市银行理财业务余额 (2018Q2)	18
图表 15: 银行理财开立股票账户可以带来在增量资金测算 (万亿)	19
图表 16: 上市银行对金融科技的最新战略与定位	20
图表 17: 2018 年上市银行金融科技经典创新成果	22
图表 18: 上市银行未完成再融资时间最新进展 (更新至 2018 年 11 月 16 日)	25
图表 19: 上市银行净息差趋势 (%)	27
图表 20: 上市银行净息差环比与同比的比较分析 (%)	27
图表 21: 中收同比增速变化: 前三季度 VS 上一年	28
图表 22: 中收同比增速变化: 三季度单季 VS 上半年	28
图表 23: 今年以来上市银行资产质量改善情况	30
图表 24: 不良贷款余额同比增速	30
图表 25: 不良率 (%)	30
图表 26: 3Q18 上市银行毛不良生成率排名.....	31
图表 27: 3Q18 上市银行毛不良生成率较 2017 年末的变化情况.....	31
图表 28: 资产减值损失同比增速: 前三季度 VS 上一年	32
图表 29: 资产减值损失同比增速: 三季度单季 VS 上半年	32
图表 30: 2018 年以来银行板块累计涨跌幅	33
图表 31: 2018 年年初至 11 月 28 日各行业累积涨跌幅.....	35
图表 32: 28 家上市银行累积涨跌幅 (2018 年年初至 11 月 28 日)	35
图表 33: 上市银行 3 季度 NIM-不良率相关关系图	36
图表 34: 上市银行 3 季度 PB-净利润增速相关关系图	38
图表 35: 2018 年前三季度上市银行同业负债情况	38
图表 36: 上市银行中小微企业贷款占比比较 (2018 年二季度末)	39
图表 37: 上市银行零售信贷业务发展情况 (百万元)	40
图表 38: 2018 年上半年上市公司零售业务对集团的贡献情况.....	41
图表 39: 3Q18 上市银行毛不良生成率较 2017 年末的变化情况.....	42
图表 40: 2018 年前三季度毛不良生成率情况	42
图表 41: 上市银行中间业务同比增速	43
图表 42: 2019 年 A 股银行 ROE 预测表	45
图表 43: 2008-2018Q3 年 PB 与 ROE 的关系	45
图表 44: 银行次新股解禁时间及规模	47
图表 45: A 股上市银行盈利预测表	48
图表 46: A 股上市银行估值表	48

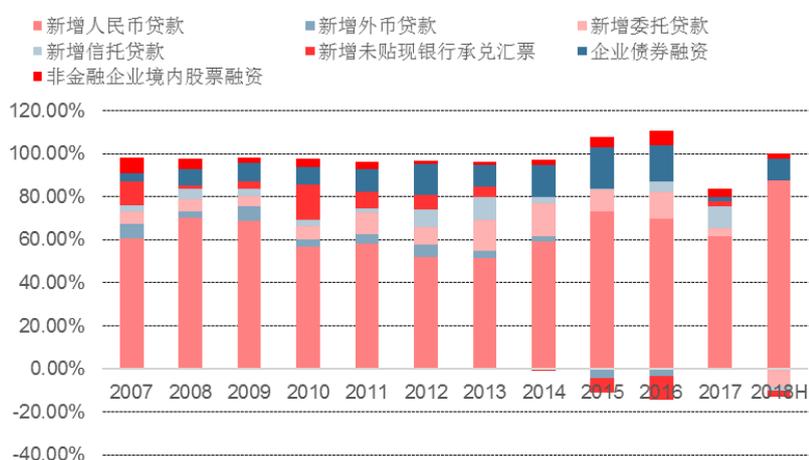
社融的“融资缺口”成因、影响和解决路径

（一）社融的结构和“融资缺口”？

从历史数据来看，表内融资占我国社融规模绝大部分。从 2007 年至 2018 年上半年，表内融资平均占比为 67.33%，表外融资平均占比为 15.55%，直接融资占比为 13.77%。其中，平均占比最高为人民币贷款，高达 64.73%；其次为债券融资，占 10.21%；平均占比最低为外币贷款，仅为 2.6%。

若按照标准化债权（贷款、债券）、股权融资（非金融企业境内股票融资）、非标融资（委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票）以及外汇占款分类的话，标准化债券融资比例最高，其次是非标融资。

图表1： 2007年-2018上半年社融结构占比



资料来源：中信建投证券研究发展部

但是，2017 年金融去杠杆的推进使得表外融资开始下降。尤其是进入 2018 年后，随着委托贷款管理办法以及规范银信合作的意见出台，委托贷款和信托贷款规模在 2018 年迅速下降，呈现负增长状态。由于之前委托和信托贷款规模均比较大，其迅速下降带来的直接问题就是社融规模增速大幅下降，尤其是民营企业融资受到较大冲击。

（二）社融的“融资缺口”规模有多大？——接近 3 万亿

我们仅仅比较 2017 年和 2018 年的社融结构，来看社融缺口的规模到底有多大，社融修复的压力有多严重？

2017 年前 10 个月，新增社融合计规模为 18.89 万亿，其中表内新增人民币贷款 12.12 万亿，表外融资（包括信托贷款、委托贷款、未承兑商业汇票）合计为 3.04 万亿，直接融资为 0.98 万亿。

但是 2018 年前 10 个月，新增社融合计规模为 16.13 万亿，其中表内新增人民币贷款 13.51 万亿，表外融资（包括信托贷款、委托贷款、未承兑商业汇票）合计为净减少 2.57 万亿，直接融资为 2.11 万亿。

比较来看，新增社融合计同比减少 2.76 万亿，新增贷款合计增加 1.39 万亿，表外融资合计减少 5.61 万亿，

直接融资合计增加 1.12 万亿。

可以看出：尽管同期新增贷款和直接融资合计增加 2.51 万亿，但是由于表外融资合计减少 5.61 万亿，整体的带来社融规模减少近 2.76 万亿，存在社融缺口接近 3 万亿。

从而我们可以得出结论：尽管有新增人民币贷款的增加和直接融资规模的扩张，但是由于表外融资下降的速度之快、规模之大，远远递补不了，从而带来社融规模的大幅下降，这就构成了社融的缺口。

（三）社融的“融资缺口”的来源？——信托贷款和委托贷款的缩量

我们再细致分析发现：表外融资三项全部下降，其中信托贷款和委托贷款的压缩规模是最大。17 年前 10 个月，新增信托贷款合计 1.89 万亿，新增委托贷款 0.69 万亿，新增未承兑商业汇票为 0.47 万亿；但是 18 年前 10 个月，新增信托贷款合计减少 0.59 万亿，新增委托贷款减少 1.25 万亿，未承兑商业汇票减少 0.72 万亿。从而 18 年前 10 个月，信托贷款较 17 年同期减少 2.48 万亿，委托贷款较 17 年同期减少 1.94 万亿，未承兑商业汇票减少 1.19 万亿。

从而在整体的社融缺口中，信托贷款和委托贷款的减少是最主要的原因，两部分就构成了超 4 万亿的缺口。

图表2： 新增社会融资的结构（亿元）

指标名称	社会融资规模	新增人民币贷款	新增外币贷款	新增委托贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资
2017-01	37,095	23,133	126	3,136	3,175	6,130	-510	1,225
2017-02	11,046	10,317	368	1,172	1,062	-1,719	-1,125	570
2017-03	24,001	11,586	288	2,039	3,113	2,390	129	800
2017-04	15,604	10,806	-283	-48	1,473	345	501	769
2017-05	13,136	11,780	-99	-278	1,812	-1,245	-2,488	458
2017-06	21,131	14,474	73	-32	2,481	-230	-169	487
2017-07	14,983	9,152	-213	163	1,232	-2,037	2,621	536
2017-08	17,514	11,466	-332	-82	1,143	242	1,137	653
2017-09	22,451	11,885	-232	775	2,368	784	1,654	519
2017-10	12,004	6,635	-44	43	1,019	12	1,482	601
2017-11	19,139	11,428	198	280	1,434	15	920	1,324
2017-12	15,865	5,769	169	601	2,245	676	343	792
前 10 个月合计	188,965	121,234	-349	6,888	18,876	4,672	3,232	6,618
2018-01	30,793	26,850	266	-714	455	1,437	1,222	500
2018-02	11,894	10,199	86	-750	660	106	644	379
2018-03	15,854	11,425	139	-1,850	-357	-323	3,542	404
2018-04	17,771	10,987	-26	-1,481	-94	1,454	4,057	533
2018-05	9,518	11,396	-228	-1,570	-904	-1,741	-382	438
2018-06	14,877	16,787	-364	-1,642	-1,623	-3,649	1,349	258
2018-07	12,244	12,861	-773	-950	-1,192	-2,744	2,185	175
2018-08	19,401	13,140	-344	-1,207	-688	-779	3,412	141

指标名称	社会融资规模	新增人民币贷款	新增外币贷款	新增委托贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资
2018-09	21,682	14,341	-670	-1,432	-909	-548	373	272
2018-10	7,288	7,141	-800	-949	-1,273	-453	1,381	176
前 10 个月合计	161,322	135,129	-2,713	-12,546	-5,925	-7,239	17,784	3,275

资料来源：中信建投证券研究发展部

（四）社融的“融资缺口”的主要影响主体

之前信托贷款和委托贷款是影子银行主要的构成主体，而这两种融资方式大部分是满足社会融资主体“类贷款”的需求，即其无法从银行体系获得贷款，但是借助这两种通道业务来满足融资需求，这类贷款主体主要以民企为主。从而民营企业是社融“融资缺口”主要的受害主体。

社融的“融资缺口”形成的另外一个原因是：民营企业自身本身就不满足银行信贷的标准，从银行体系获得贷款难度较大，而且利率较高。因为随着非标转标、表外转表内的进行，借助表内的贷款就可以替代掉表外的融资，整体的社融总量会自求平衡，不会带来社融的“融资缺口”。然而关键在于：由于民营企业的融资条件同银行的风险偏好不同，从而并不是所有的表外融资都能转到表内来。这样就会出现社融的整体的缩量，即社融的“融资缺口”。银行体系融资的一致性偏好也带来了系统性风险，民营企业融资问题凸显。

而且社融的“融资缺口”问题一旦出现，依靠政策的力量是难以高效解决的。因为在之前的社融体系内部，融资的多样性共存，能够满足客户的多样化需求，同时也存在金融创新的意味，银行多样化满足社会主体的融资需求，这是依靠市场力量自发形成的。而今市场运行机理失效，依靠政策之手来填补“融资缺口”是一种不得已的途径。但是其有效性有待考查，需要政策力度和措施多管齐下才能有效。

（五）社融的“融资缺口”的解决路径：标准化融资和非标融资并行，准许非

标扩容

信托贷款和委托贷款的缩量形成了社融的“融资缺口”，为了填补缺口，按照金融去杠杆的思路，需要用标准化的融资工具替代非标准化的融资工具，从而我们认为：用贷款、债券、股权等标准化融资工具替代非标融资是可行的措施。从而 11 月 6 日，央行行长表示将动用这“三支箭”来解决民企融资问题。一方面：增加表内信贷投放规模，另一方面：增加非信贷的投放规模，如债券和股权。此外也需要提高信托贷款、委托贷款等非标融资规模。

第一支箭——信贷支持。 人民银行对商业银行的宏观审慎评估（MPA）中新增专项指标，鼓励金融机构增加民营企业信贷投放，并通过货币信贷政策工具为金融机构提供长期、成本适度的信贷资金。

第二支箭——民营企业债券融资支持工具。 10 月 22 日召开的国务院常务会议决定，设立民营企业债券融资支持工具，由人民银行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，为经营正常、流动性遇到暂时困难的民营企业发展提供增信支持。

第三支箭——民营企业股权融资支持工具。 今年以来，受股票市场持续下跌影响，部分民营上市公司控股股东由于股票质押比例较高，面临平仓风险，有必要对金融市场的非理性预期和行为进行引导。为此，人民银

行正在推动由符合规定的私募基金管理人、证券公司、商业银行金融资产投资公司等机构，发起设立民营企业股权融资支持工具，由人民银行提供初始引导资金，带动金融机构、社会资本共同参与，按照市场化、法治化原则，为出现资金困难的民营企业提供阶段性的股权融资支持。

我们了解：债券、贷款和股权整体都属于成熟的融资工具，需要融资方能够达到必要的融资条件方能成行，这三种方式只能满足部分民营企业的融资需求。

影子银行的存在本身就是现有融资体系的必要补充，而且我国前 10 年的融资结构中，表外融资占社融的比重始终维持在 10% 左右，2018 年 3 季度，其增量的占比为负，从而需求增加信托贷款和委托贷款的宽容度。另外，我们一直认为：市场是有效，民营企业的多样性和融资的多样性都决定其不可能只借助仅有的几种标准化的融资方式来满足融资需求，需要融资方式的多样化。而且目前融资缺口接近 2 万亿-3 万亿，融资的迫切性和紧迫性刻不容缓。

所以非标融资是必须要存在的融资方式，尤其是委托贷款和信托贷款。我们认为在当前形势下，需要适当放宽信托贷款和委托贷款的融资监管口径，提高市场主体的创新创造能力，提供多样化融资方式来满足融资主体的需求。

从“宽货币，紧信用”到“宽货币，宽信用”

（一）2018 年，“宽货币”不能够实现“宽信用”的原因

其一、宽货币、紧信用阶段

本年年初以来，法定存款准备金率持续下调，我国进入宽货币周期，但是由于存在以上的社融的“融资缺口”问题，我国没有出现宽信用的局面，依然是紧信用的状态，从而 2018 年，我国始终处于“宽货币，紧信用”的阶段。

由于社融的“融资缺口”的存在，必须要采取措施来消除这种融资缺口，实现“宽货币，宽信用”的目的。

其二、“宽货币”不能够转化为“宽信用”的原因分析

依然处于紧信用阶段，尚未实现宽信用的核心原因是：降准带来的货币乘数的提高不及基础货币减少的幅度。信用总量的扩张主要来自基础货币量的投放和货币乘数两个因素。本年内基础货币投放量在减少，主要是基础货币投放缩量、外汇储备消耗；而货币乘数本年在回升，主要是多次降准提高货币乘数。

从宽货币向宽信用迈进过程中，基本货币投放规模的缩量是主因。

其一、基础货币投放缩量，主要在金融去杠杆，带来流动性风险，M0 基础货币的投放规模下降；金融去杠杆导致非银机构在银行的存款减少，带来 M0 的下降，这是基础货币缩量最主要的原因。

其二、随着美国进入加息周期，美国联邦基金利率不断提高，美元升值，而人民币贬值，资本流出增加，外汇储备消耗，基础货币的投放量也在减少。

（二）“从宽货币”到“宽信用”的路径：政策助力+自然修复

（1）加大基础货币量投放规模

如果真正需要实现宽信用，主要的突破口在于增加基础货币的投放量。由于明年美联储依然将加息，人民币贬值趋势延续，外储的消耗依然存在。从而我们认为：在外储继续消耗的背景下，央行必须较大规模的扩大货币投放规模，这才能够增加基础货币的投放量。

（2）美国加息接近尾声，人民币贬值幅度下降，外汇占款不会出现大幅的下降

由于 19 年美联储加息接近尾声，人民币美元汇率编制的幅度预计小于 18 年，外汇占款减少幅度也将减少，从而基础货币量下降幅度将非常有限。

（3）继续降准来提高货币乘数

同时需要继续宽货币，降低法定存款准备金率，来提高货币乘数。目前我国大型银行的法定存款准备金率为 14.5%，中小型为 13.5%，依然有较大的下行空间。18 年降准 4 次，而 19 年预计依然存在至少 2 次的降准，预计每次都有 100 个 bp。

另外，3 季度货币政策执行报告中也提到：流动性管理的目标从“合理稳定”转变为“合理充裕”。流动性在 2018 年依然非常充裕。

（4）表外融资规模的适度扩张，直接融资规模扩大，自然实现宽信用

由于基数效应，19 年 2 季度开始，委托贷款和信托贷款只要规模适度增加，社融都将实现同比正增长。同时随着金融结构的调整，直接融资规模和方式将增加和扩大，债券融资和股票融资规模增加。由于表外融资不会出现负增长，自然直接融资规模的扩张都将有助于宽信用的实现。

（三）“宽信用”实施下，需要配套宽松的财政政策

降费减税

（1）企业所得税：

图表3： 2018 年企业所得税调整的主要内容

实施期限	
2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日	（1）将享受当年一次性税前扣除优惠的企业新购进研发仪器、设备单位价值上限，从 100 万元提高到 500 万元。
2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日	（2）将享受减半征收企业所得税优惠政策的小微企业年应纳税所得额上限，从 50 万元提高到 100 万元。
2018 年 1 月 1 日起	（3）取消企业委托境外研发费用不得加计扣除限制。
2018 年 1 月 1 日起	（4）将高新技术企业和科技型中小企业亏损结转年限由 5 年延长至 10 年
2018 年 1 月 1 日起	（5）将一般企业的职工教育经费税前扣除限额与高新技术企业的限额

实施期限

2018年5月1日起	统一，从2.5%提高至8%。
企业所得税、个人所得税有关优惠政策分别自2018年1月1日和7月1日起执行	(6) 对纳税人设立的资金账簿按实收资本和资本公积合计金额征收的印花税减半，对按件征收的其他账簿免征印花税 (7) 将目前在8个全面改革创新试验区地区和苏州工业园区试点的创业投资企业和天使投资个人投向种子期、初创期科技型企业按投资额70%抵扣应纳税所得额的优惠政策推广到全国。

资料来源：中信建投证券研究发展部

采取以上7项措施，预计全年将再为企业减轻税负600多亿元

7月23日召开的国务院常务会议指出，积极财政政策要更加积极。聚焦减税降费，在确保全年减轻市场主体税费负担1.1万亿元以上的基础上，将企业研发费用加计扣除比例提高到75%的政策由科技型中小企业扩大至所有企业，初步测算全年可减税650亿元。对已确定的先进制造业、现代服务业等增值税留抵退税返还的1130亿元在9月底前要基本完成。

结合这些企业所得税的减免，本年内将累计为企业减税累计接近1200亿左右。

(2) 个人所得税：

关于国家2018年10月1日起调整个人所得税，新法的主要亮点是：

图表4：2018年个人所得税调整的主要内容

2019年10月1日	提高了扣除标准至5000元
2019年10月1日	扩大了较低税率3%、10%、20%级距，降低了中低收入者的税负
2019年1月1日	增加了子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息、住房租金、赡养老人等六项专项扣除。

资料来源：中信建投证券研究发展部

测算显示：个人所得税的调整带来的影响是减税近3200亿左右，从而居民的可支配收入增长近3200亿以上。

基建投资支出增加

从前几轮政策宽松的背景来看，从“紧货币，紧信用”发展到“宽货币，宽信用”时间间隔都比较短，主要是之前都依靠基建和房地产方面的投资来实现，而目前房地产行业的投资不会再作为主力，只能依靠基建。而基建的投入需要依靠地方政府，地方政府目前地方债的负担较重，短期内增加投资的意愿不强。所以，如果真正需要借助基建投资支出增加来实现宽信用，首先需要对地方政府的债务展开置换，减轻其负担，地方政府才会增加基建领域的投资支出。

另外目前看这种社融的“融资缺口”在2万亿以上，依靠民企的贷款短期内难以实现，而依靠地方政府基建投资支出的增加是比较可行的。

2013年至今，基建投资增速位于15%-26%区间的较高增速，而未来基建大幅发力空间有限。从发改委投资

项目的审批和核准的金额及数量来看，2018年1季度和2季度投资项目的审核节奏明显较弱，随着基建政策加快落地，下半年投资项目审核节奏将大幅加快，而且7月份项目审核金额大幅增加，下半年投资项目金额将大幅增加。

从投资项目的审批和核准的行业来看，2018年上半年则主要集中于高技术、社会事业、农林水利等高科技、民生领域，所以为实现基建拉动投资，下半年投资项目除了将继续集中于高科技领域之外，将加大交通、能源、水利等主要传统行业的审批核准力度。

地方政府债务风险问题的化解

（一）存量债务置换的政策主张

继续切实落实政策要求，坚决遏制隐性债务增量，稳妥化解银行债务存量，推动分类协商处置存量债务，保护债权人合法权益。

在深度报告：《地方债和银行股估值》中，我们详细探讨了地方债对银行股估值的影响。如果可以把银行的资产分为：地方债和非地方债，地方债对银行估值的影响更大，而非地方债约束有限，因为按照0.7倍PB测算，57万亿地方债隐含的不良率为35%，而非地方债那部分资产的实际不良率为5.12%。从而从银行股估值的变化来看，地方债的风险化解对银行估值贡献更大。

我们研究发现：从2014年开始的上一轮地方政府债务的置换在本年9月底已经全部完成，通过发行地方政府债券的方式置换了14.34万亿的存量债务，其中置换平台类贷款12.7万亿。（1）此轮置换优化了地方政府的债务结构：平台类贷款占比大幅下降，而地方政府债券占比在大幅回升，非标融资占比基本保持稳定，比如：2013年6月，地方政府债务合计17.79万亿，其中：平台贷占比57%，债券融资占比10.32%，非标融资占比22%；但是2018年中期，地方政府债务合计54万亿，其中：平台贷款占比29%，而债券融资和城投债合计占比为49%，非标融资占比22%。（2）这轮债务置换降低了地方政府的债务负担，因为地方债的利率低于平台贷，低于非标融资；（3）同时此轮债务置换也降低了银行股面对的风险溢价，提升了板块的估值。按照我们的测算，2014年10月，风险溢价达到18%，而到2015年10月，风险溢价下降到9%，同期银行股的估值也从2014年9月到2015年6月间，整整提高了1倍，而银行股涨幅累计达到100%。

尽管上一轮的债务置换的完成，但是在从2015年到2018年中期为止，累计的地方政府债务按照我们的测算达到54万亿，其中平台类贷款累计为15.68万亿，非标融资12.6万亿。旧的债务置换后，又出现新增的平台类贷款，其对银行股估值的约束依然存在，而且是约束银行股估值最为核心变量。如果未来开启新一轮的地方政府债务置换，置换掉新增的平台类贷款和非标，其将再次优化地方政府的债务结构（本年2季度，财政部发布23号文，限制银行给地方政府提供银行贷款，只能通过购买地方政府债券的方式给地方政府融资，2018年下半年新增的平台类贷款为零）；同时，降低地方政府债务利息支出，降低银行股面对的风险溢价，提升估值。

之前，有消息地方政府债券的风险权重将从20%下降到0，这将降低地方政府债券的风险，增加银持有意愿，同时降低地方政府债券的发行利率约37个bp，从而带来无风险利率的下降，抬升市场和板块的估值。

（二）地方政府债务置换的主要可行方式：

图表5： 地方政府债务的结构与可能置换方式（万亿）

地方政府债务结构		置换方式
地方政府债务合计	54	
显性债务	17	
隐性债务	37.5	
其中：	城投债 8.9	地方政府专项债置换
	融资平台贷款 16	发行地方政府债券
	非标融资 12.6	发行地方政府债券
其中：	表内自有资金 5.92	
	表外理财 1.9	
	非金融机构的非标 4.8	

资料来源：中信建投证券研究发展部

（三）地方债风险化解可能带来的估值变化

之前我们的报告测算：0.7 倍 PB 隐含的不良率为 14.80%，其中信贷资产的显性的不良率为 5.12%，非信贷资产隐含的不良率为 35%。

如果 2019 年开始新一轮的地方政府债务置换，地方政府债隐含的不良率将降低，从而带来银行资产质量的改善，其对银行估值的贡献有多大呢？

下文我们做了敏感性分析，假如：2019 年非信贷资产隐含的不良率分别为 30%/25%/20%/15%，同时，随着经济增速下行，银行显性的不良率提高到 5.26%，其中不良率回升到 1.96%，关注类贷款占比提高到 3.30%。在这样的假设下，我们测算了非信贷资产的不良额和信贷资产带来的不良额。两者合计就是全部表内外资产的不良贷款余额。对应的银行的隐含的不良率为 14%-8.7%。

图表6： 新一轮地方政府债务置换对银行体系隐性不良率的敏感性分析

资产的类型	单位	假设					
		2018	2019	2019	2019	2019	
非信贷资产	包括:地方债						
	隐含的不良率 (1)	35%	30%	25%	20%	15%	
	不良额 (2) = (3) * (1)	万亿	29.10	24.94	20.79	16.63	12.47
	未暴露的非信贷资产规模 (3)	万亿	83.14				
信贷资产	不良率 (4)		1.86%	1.96%	1.96%	1.96%	1.96%
	关注类占比 (5)		3.26%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%
	显性的不良率 (6) = (4) + (5)		5.12%	5.26%	5.26%	5.26%	5.26%
	不良额 (7) = (8) * (6)	万亿	7.78	7.99	7.99	7.99	7.99
	信贷资产 (8)	万亿	151.86				
合计表内外信贷资产 (9)	万亿		235				
合计	隐含的不良额	万亿	34.08	32.93	28.77	24.62	20.46
	(10) = (2) + (7)						

资产的类型	单位	假设				
隐含的不良率 (11) = (10) / (9)		14.50%	14.01%	12.24%	10.47%	8.71%

资料来源：中信建投证券研究发展部

2019年，随着银行净利润增速回升，行业ROE会提高，我们假设ROE提高到14.5%。另外，随着降准等政策的陆续落地，市场流动性充裕，而且经济下行压力较大，整个社会的无风险利率将逐步下降，我们假设19年无风险利率将下降到3%。同时，风险溢价就是上文测算出的银行的不良率。从而股权融资成本率可以达到12%-17%之间。而且，我们假设股息率维持在3%左右。

按照以上的假设：

我们测算显示：银行业整体的估值将逐步提升，提升的幅度在0.9-1.3倍之间。这主要依赖于地方政府债务置换的带来的非信贷资产不良率改善的程度。正常情况下，如果置换带来银行隐含不良率下降到10.5%，对应的板块的估值可以达到1.1倍。

图表7：新一轮地方政府债务置换对银行股估值的影响程度的敏感性分析

公式	假设				
PB	2018年	2019年	2019年	2019年	2019年
ROE	14.00%	14.5%	14.50%	14.50%	14.50%
无风险利率(12)	4.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
风险溢价(13) = (11)	14.50%	14.01%	12.24%	10.47%	8.71%
COE(14) = (13) + (12)	18.50%	17.01%	15.24%	13.47%	11.71%
g	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
PB = (ROE - G) / (COE - G)	0.71	0.86	0.94	1.10	1.32

资料来源：中信建投证券研究发展部

民营企业融资风险的化解

2018年前三季度，发生债券违约的29家企业中有24家是民企，涉及金额674.06亿元。前三季度民企债券发行量为4029亿元，较2016年和2017年同期少发4706亿元和602亿元。

本年来央行出台的增加了民企融资的相关政策。一是发挥债券市场的引领作用。运用好民营企业债券融资支持工具，通过市场化的方式做好信用增进服务，稳定和促进民营企业的债券融资，研究设立民营企业股权融资支持工具，带动民营企业整体融资氛围的改善。二是改革和完善金融机构监管考核和内部激励机制，扩大金融市场准入，拓宽民营企业融资途径，解决民营企业融资难融资贵问题。综合运用再贷款、再贴现、中期借贷便利等货币政策工具，发挥好宏观审慎政策的结构调整功能，支持商业银行扩大对民营企业的信贷投放。三是继续支持配合有关部门，发挥好“几家抬”的政策合力，通过减轻企业税费负担、营造公平竞争环境、完善政策执行方式、构建亲清新型政商关系、保护企业家人身和财产安全等多种方式，共同做好鼓励民营企业的发展工作，增强微观主体活力。鼓励地方积极创新扶持方式，支持民营企业的健康发展。同时，继续鼓励民营企业提高经营能力、管理水平，完善法人治理结构，建立现代企业制度，在合法合规中提高企业竞争能力，提高对经营资源的吸附能力。

为何民企融资问题凸显？社融的“融资缺口”出现。前三季度，尽管有新增人民币贷款的增加和直接融资规模的扩张，但是由于表外融资下降速度之快，规模之大，远远抵补不了，从而带来社融规模的大幅下降，这就构成了社融的缺口。前三季度较去年同期，表外融资减少近 5 万亿，但是贷款和直接融资的增量只有 2 万亿，整体社融的“融资缺口”接近 3 万亿。而这其中民营企业是主要的受害主体，因为信托贷款和委托贷款大部分流向民营企业。

民营企业融资的主要解决路径？监管层已经开始拓展多种渠道来化解民企融资风险，包括：银行贷款、债券、股权、理财、保险等。目前，保险和债券两种方式已经有对应的产品落地，而银行贷款成为近期重点推进的融资方式，而且监管层从额度、利率、激励等多个角度来鼓励的银行增加投放，另外再次澄清信贷表标准保持不变，而且 125 目标不是的强制，而是方向性的指导意见，中国银行、中信银行等多家银行已经表示将加大民企的服务力度，中国银行提出支持“民企二十条”。随后会有多家银行也会提出支持民企的对应的政策。但是股权融资、理财等融资渠道现在仍没有对应政策。

民企融资的有效的方式？我们认为：贷款不是民营企业的首选的融资方式，但是是不可缺少的融资方式，而非标等才是民营企业的最为主要的融资途径。原因之一：信贷标准较高，银行风控要求高，风险偏好低。原因之二：民企的融资成本高，需要完备独特的信用风险管控体系。原因之三：民企经营周期同银行的风控要求不太一致。但是非标融资方式可以满足民营企业多样化的融资需求，而且整体风险偏好相对较高，其期限结构也同民营企业经营周期相匹配，比如：鼓励民营企业发行债券融资，同时发行一个 CDs 来降低民企融资风险，提高其发行规模。同时非标融资的主要方式包括：信托贷款、理财、保险、股权等。从而我们认为：市场化程度相对比较高的融资方式理应成为民营企业最为核心的融资方式，而银行贷款是其融资的重要必不可少补充融资方式。从而在政策激励下，银行体系依然重在为民营企业提供金融服务，同时在符合信贷标准的前提下，增加民企贷款融资。

18 年新增人民币贷款中，民营企业贷款规模有多少？我们预计 2018 年前三季度新增贷款中，民营企业贷款规模预计 2.5-3 万亿。有媒体报道，光大民营企业贷款占新增对公贷款的规模 40%，而民生我们预计该占比在 50%。这样我们预计大型银行民营企业贷款占比在 10% 左右，中小银行预计在 40% 左右，整个行业占比在 30% 左右。目前行业零售贷款占比 37%，对公占比 63%，从而民营企业贷款占全部贷款的比重大致 20%。前三季度人民币贷款 13 万亿，民营企业贷款规模预计在 2.5-3 万亿之间。

图表8： 保险机构解决民企融资困局

政策背景

- 2018 年 10 月 19 日，银保监会主席郭树清：
“充分发挥保险资金长期投资优势，加大保险资金财务性和战略性投资优质上市公司力度。允许保险资金设立专项产品参与化解上市公司股票质押流动性风险，不纳入权益投资比例监管。”
- 2018 年 10 月 13 日，银保监会保险运用部主任任春生：
“鼓励保险机构以财务性和战略性投资的方式投资优质上市公司和民营上市公司，以更加灵活的方式更积极地参与解决上市公司的股票质押流动性风险。”
- 2018 年 10 月 24 日，中国银保监会《中国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》（银保监发[2018]65 号，以下简称《专项产品有关事项通知》）：
允许保险资产管理公司成立专项产品，“发挥保险资金长期稳健投资优势，参与化解上市公司股票质押流动性风险，加大保险资金投资优质上市公司力度”。

行业信息

- 10月29日，国寿资产发起设立“国寿资产-凤凰系列产品”，目标募集200亿元，采取分期发行的方式，首支专项产品的存续期拟定为3年封闭期后开放的结构，整体期限在5年左右。
- 11月5日，太平资产发起设立“共赢”系列专项产品，产品目标总规模80亿元。
- 11月5日，阳光资产设立“阳光稳健专项产品”，预计发行规模100亿元。
- 11月6日，人保资产发起设立“人保资产安稳投资系列1-6期专项产品”，可包括权益类产品、混合类产品和固定收益类。每期产品规模拟定不超过50亿元，六期产品总规模不超过300亿元。

资料来源：中信建投证券研究发展部

银行资管业务的发展态势分析

（一）2018年资管行业重要政策梳理

对于国内百万亿级别的国内资管市场来说，2018年注定是改变历史进程的一年。自2017年11月17日资管新规（征求意见稿）发布以来，大资管体系下的相关政策文件及配套规范在2018年相继出台，主要包括资管新规正式文及其补充通知、理财新规、私募资管新规、信托资管新规等。

2018年4月27日，央行牵头四部门发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”），正式对已经去杠杆一年的资管市场做出上层制度性的规定。资管新规对非标债权投资、产品净值化管理、消除多层嵌套、统一杠杆水平、合理设置过渡期等条款进行了明确规定，这也是为整个资管市场制定了统一的监管标准和改革方向。作为资管行业中规模最大的部分，银行理财业务受资管新规的影响最为直接。

7月20日，央行发布《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》（以下简称“资管新规补充通知”）。在社融加速下行的以及非标回表不畅可能引起风险的背景下，该文件较之前造成市场激烈反应的监管政策有所调整与缓和，如产品净值计量、老产品对接新资产、允许银行自主有序确定过渡期内整改计划等。

9月28日，银保监会发布了《商业银行理财业务监督管理办法》（以下简称“理财新规”），对银行理财市场进一步细化。

10月22日，证监会方面也跟进发布了《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》。由于公募基金管理办法很早就已存在，至此，“资管新规”框架下的三个配套细则，仅剩结构性存款监管办法未发布。

12月2日，银保监会正式发布《商业银行理财子公司管理办法》。其中对理财子公司的准入条件、业务规则、风险管理等方面做出具体规定。同时也允许银行理财子公司发行公募产品，此举将银行资管和其他资管产品放在了同一个竞争平台上。

图表9：2018年资管行业重要政策梳理

时间	发布监管部门	文件	要点
2018.04.27	央行、银保监会、证监会、外管局	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	大资管体系下的统一规范文件正式问世
2018.07.20	央行	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指	放宽了公募资管产品的投资范围、放松了过渡期的估

时间	发布监管部门	文件	要点
		导意见有关事项的通知》	值方法范围和其它过渡安排；
2018.07.20	银保监会	《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》	
		《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法	
2018.07.20	证监会	（征求意见稿）》及《证券期货经营机构私募资产	
		管理计划运作管理规定（征求意见稿）》	
2018.08.18	银保监会	《关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管	对事务管理类业务进行善意和恶意的划分，进一步明
		工作的通知》	确家族信托不适用资管新规
2018.09.28	银保监会	《商业银行理财业务监督管理办法》	作为资管新规的配套文件，与“资管新规”充分衔接，
			共同构成银行开展理财业务需要遵循的监管要求
			作为“理财新规”的配套制度，与“资管新规”和“理
2018.12.02	银保监会	《商业银行理财子公司管理办法》	财新规”共同构成理财子公司开展理财业务需要遵循
			的监管要求。

资料来源：中信建投证券研究发展部

在正式监管文件之外，包括银登中心、中国银行业理财登记托管中心、中信登、中国信托业协会、中保登等负责基础设施的主管部门也出台了相应的配套政策。特别是，9月19日，中国证券登记结算发布关于修订《特殊机构及产品证券账户业务指南》的通知，对其开立证券账户的规则要求进行了调整，允许银行理财直接开立股票账户。

（二）揭开银行理财子公司的面纱

银行理财的净值化转型之路已经在资管新规出台之后开启，随着理财产品的“推陈出新”，净值化产品的占比会越来越高，这已经是不争的事实。但是对于未来银行理财如何开展理财业务、理财子公司在其中又能发挥怎样的作用？市场还没有一致的观点。

摆在银行面前的两条路：是否必须成立理财子公司？

理财新规第十四条规定：“商业银行应当通过具有独立法人地位的子公司开展理财业务”，但同时也指出“暂不具备条件的，商业银行总行应当设立理财业务专营部门，对理财业务实行集中统一经营管理。”因此，通过设立理财子公司进行独立运营是监管部门引导的方向，但并不意味着商业银行不设立子公司就不能开展理财业务。

我们认为对于具有资本实力的大型银行和部分股份制银行而言，基本上都会通过成立独立的理财子公司来开展理财业务。而对于中小银行而言，短期内（主要指2020年底前的过渡期内）成立理财子公司的可能性较小，但长期来看通过设立理财子公司来开展业务仍然会是中小银行的优先选项。

中小银行成立理财子公司的难点在于：一方面，由于理财子公司设立的初始资本金必须大于10亿元，就算只需要作为控股股东，那也需要出资5亿元以上，对于中小银行而言可能存在难度。另一方面，中小银行在产品发行设计、投资管理机制、风险管理机制、公司治理机制等方面也可能难以满足理财子公司管理办法的要求。

而之所以说成立理财子公司会是更好选择，是因为银行通过理财子公司开展理财业务的业务竞争力明显要更高。在理财子公司管理办法中的使用条款中规定“银行理财子公司开展理财业务，不适用《理财业务管理办法》第二十二条、第三十条第二款、第三十一条、第三十六条第一款、第三十九条、第四十条第一款、第四十

二条第一款、第四十八条第二款、第四十九条、第七十四条至第七十七条、第八十条、附件《商业银行理财产品销售管理要求》三（三）的规定。”基于以上几条豁免条例，我们发现通过理财子公司开展理财业务具有以下几个方面的优势：

其一、理财产品销售起点更低。若理财专营部门开展的理财产品销售起点是 1 万元，而理财子公司发行的理财产品销售起点是 1 元，与公募基金一致，大大增加了银行理财对长尾客户的吸引力。

其二、销售渠道更广，宣传途径更多。理财专营部门的理财产品只能通过银行渠道销售（本行或他行），但理财子公司的理财产品还可以由银监会认可的其他机构代理销售，我们认为这些机构可以是保险公司、基金公司、证券公司等其他非银机构。在宣传途径上，无论是公募理财还是私募理财，只要是专营部门发行的均不能通过电视、电台、互联网渠道进行公开宣传，只能在本行的营业网点、官网、APP 上。而如果是理财子公司发行的理财产品，只要是公募性质，就可以在以上几种渠道中公开进行宣传。

其三、可以发行分级产品。理财子公司可以发行分级的封闭式的私募理财产品，而理财专营部门的所有理财产品均不能进行份额升级。

其四、对非标投资的限制更少。非标资产是资产配置中比较受欢迎的高收益标的，如果是理财子公司发行的理财产品，只要投资非标资产的余额不超过产品净资产的 35% 就行。而银行专营部门发行的理财产品，投向非标的比例首先是不能超过产品净资产的 35%，同时也不能超过总资产的 4%，这意味着对于理财产品余额超过总资产 11.4% 的银行来说约束更紧。此外，银行理财专营部门投资非标时不仅要按照表内信贷标准进行客户选择，也还要考虑对单一债务人及其关联方的非标投资占比不能超过资本净额的 10%。

其五、其他优势。如个人首次购买理财子公司发行的理财产品无需在营业网点进行面签，可以通过电子渠道方式；理财子公司不存在为业务计提操作风险资本的要求；理财子公司的理财产品可以投资其他银行发行的公募理财产品；符合条件的私募投资基金可以作为理财子公司的投资合作机构；理财子公司对投资顾问的服务形式并没有明确限制。

图表10： 设立理财子公司的相对优势分析

理财新规	理财子公司管理办法	差异点解读
第二十二条 商业银行开展理财业务，应当按照《商业银行资本管理办法（试行）》的相关规定计提操作风险资本。	未规定	银行不需要为理财业务计提操作风险资本，只需要考虑长期股权投资中子公司股权带来的RWA。在风险准备金的提取要求上是一样的。
第三十条第二款 商业银行发行公募理财产品的，单一投资者销售起点金额不得低于1万元人民币。	未规定	理财子公司的理财产品可以与公募基金一样，销售起点降为1元，客户群体更广，竞争力更强
第三十一条 商业银行只能通过本行渠道（含营业网点和电子渠道）销售理财产品，或者通过其他商业银行、……等吸收公众存款的银行业金融机构代理销售理财产品。	银行理财子公司可以通过……等吸收公众存款的银行业金融机构，或者国务院银行业监督管理机构认可的其他机构代理销售理财产品。	理财子公司潜在销售渠道更广，除银行（本行或他行）代销之外，还可以由其他机构代销
第三十六条第一款 商业银行理财产品不得直接投资于信贷资产，不得直接或间接投资于本行信贷资产，……本行或其他银行业……理财产品，……本行发行的次级档信贷资产支持证券。	银行理财子公司理财产品不得直接投资于信贷资产，不得直接或间接投资于主要股东的信贷资产及其受（收）益权，不得直接或间接投资于主要股东发行的次级档资产支持证券，面向非机构投资者发行的理财产品不得直接或间接投资于不良资产受（收）益权。	基本一致，只有细微差异，如，理财子公司的理财产品可以投资其他银行发行的公募理财产品，但需要满足最多一层嵌套的规定
第四十条第一款 商业银行理财产品不得直接或间接投资于本行信贷资产受（收）益权，面向非机构投资者发行的理财产品不得直接或间接投资于不良资产受（收）益权。	银行理财子公司发行的理财产品不得直接或间接投资于本公司发行的理财产品，国务院银行业监督管理机构另有规定的除外。	
第三十九条 商业银行理财产品投资于非标准化债权类资产的，应当符合以下要求：（一）……比照自营贷款管理要求……；（二）……单一债务人……不得超过本行资本净额的10%；（三）……不得超过理财产品净资产的35%，也不得超过……总资产的4%。	银行理财子公司全部理财产品投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的35%。	差异明显。理财子公司的非标限制只有不超过净资产的35%一条，可以超过总资产4%，也不需要考虑银行母公司的统一授信限制
第四十二条第一款 商业银行不得发行分级理财产品。	银行理财子公司发行分级理财产品的，应当遵守《指导意见》第二十一条相关规定。	理财子公司的理财产品可以分级，但仅限于封闭式的私募产品，并且在杠杆率等要求上需要满足资管新规的要求。
第四十八条第二款 商业银行聘请理财产品投资顾问的，不得由投资顾问直接执行投资指令……	未规定	管理办法只对投资顾问的资质做要求，但未对合作形式做限制，投资顾问除了提供投资建议之外，也可以直接负责投资
第四十九条 商业银行不得用自有资金购买本行发行的理财产品，不得为理财产品投资……资产提供任何直接或间接、显性或隐性的担保或回购承诺……	银行理财子公司不得用自有资金购买本公司发行的理财产品，不得为理财产品投资的非标准化债权类资产或权益类资产提供任何直接或间接、显性或隐性的担保或回购承诺	没有明显差异
第七十四条至第七十七条 (附则中对结构性存款的规定)	未规定	理财子公司发发行的产品均是非保本理财
第八十条 (废除理财新规发布前的部分文件)	未规定	无关项
附件《商业银行理财产品销售管理要求》三（三） (商业银行不得通过电视、电台、互联网等渠道对具体理财产品进行宣传，本行渠道（含营业网点和电子渠道）除外。)	银行理财子公司不得通过电视、电台、互联网等渠道对私募理财产品进行公开宣传	理财子公司的私募理财产品宣传渠道受限，但公募理财产品可以与公募基金产品一样在电视、电台、互联网等渠道公开宣传。

资料来源：中信建投证券研究发展部

未来银行系资管子公司大有可为

我们需要承认的是，在较长的时间跨度内，银行系的资管子公司前景十分广阔。从国际经验来看，银河系资管公司是资管行业的主力军，世界前 20 大资管公司，有 11 家属于银行系，包括瑞银、摩根资管、道富等。银行资管具有客户、渠道等天然优势，若顺利完成转型，有望在我国大资管行业中占主导地位。

在国外大银行中，尽管资产管理不是银行利润贡献最大的业务，但由于其在维系客户关系、提高综合金融服务、提升客户粘性等方面作用明显，银行往往将资产管理业务放在主营业务、核心板块的位置。而在中国，资产管理至少在目前看仍不是中国银行业的主营核心业务之一，具体表现在人员配备、体制机制安排上没有市场化的制度安排和足够的资源投入，与银行内部的其他业务的联动较少，银行资管的运作模式一度更多发挥的是监管套利的部分功能。

图表11： 全球前 20 资管公司（2017）

排名	资产管理公司	中文简称	市场	管理资产（十亿美元）	母公司类型
1	Blackrock	黑岩集团	美国	6288	基金系
2	Vanguard Group	先锋集团	美国	4900	基金系
3	UBS	瑞银集团	瑞士	3101	银行系
4	State Street Global Advisors	道富环球投资管理公司	美国	2800	银行系
5	Fidelity Investment	美国富达投资集团	美国	2448	基金系
6	Allianz Group	安联集团	德国	2268	保险系
7	JP MORgan Asset Management	摩根大通	美国	1900	银行系
8	BNY Mellon	美国纽约银行梅隆公司	美国	1800	银行系
9	PIMCO	太平洋投资管理公司	美国	1690	基金系
10	Amundi	东方汇理资产管理公司	法国	1652	银行系
11	Capital Group	美国资本集团	美国	1600	基金系
12	AXA Group	安盛集团	法国	1405	保险系
13	Credit Suisse	瑞士信贷集团	瑞士	1387	银行系
14	Prudential Financial	保德信金融集团	美国	1366	保险系
15	Morgan Stanley	摩根士丹利	美国	1300	银行系
16	Legal & General Investment	法通投资管理公司	英国	1282	基金系
17	BNY Paribas	法国巴黎银行	法国	1230	银行系
18	Goldman Sachs	高盛集团	美国	1128	银行系
19	Northern Trust	北方信托银行	美国	1100	银行系
20	Wellington Management Company	威灵顿管理公司	美国	1021	基金系

资料来源：中信建投证券研究发展部

目前理财子公司设立情况

截至目前，已经有 20 家商业银行公开宣布成立理财子公司，其中 A 股上市银行 16 家。五大行均在公布成立理财子公司的方案，注册资本在 80 亿至 160 亿；股份行宣布成立理财子公司的比例也较高，包括兴业、招行、浦发、民生、光大、平安、华夏，注册资本大多在 50 亿元左右，其中浦发银行注册资本最高达 100 亿元；城商行中，只有北京银行、南京银行、宁波银行三家老城商行和杭州银行一家次新银行宣布成立资管子公司，注册资本在 10 亿至 50 亿之间。

目前，这些方案仍只是通过董事会决议，还没有经过监管部门批复。同时，这些银行均是采用全资设立的方式，注册资本也都满足理财子公司管理办法中 10 亿的最低要求，但大多数银行也表示“可根据监管规定和经营需要调整，包括分期到位及逐步增资，并可择机引进战略投资者”。

图表12： 商业银行理财子公司设立最新情况

预案发布时间	银行	注册资本	持股比例	子公司名称
2018.11.27	工商银行	160 亿	100%	工银理财有限责任公司
2018.11.27	农业银行	120 亿	100%	农银理财有限责任公司
2018.11.17	建设银行	150 亿	100%	建信理财有限责任公司

请参阅最后一页的重要声明

预案发布时间	银行	注册资本	持股比例	子公司名称
2018.11.15	中国银行	100 亿	100%	中国银行理财有限责任公司
2018.06.01	交通银行	80 亿	100%	交银资产管理有限公司
2018.08.29	兴业银行	50 亿	100%	兴银资产管理有限责任公司
2018.03.24	招商银行	50 亿	100%	招银资产管理有限责任公司
2018.08.30	浦发银行	100 亿	100%	浦银资产管理有限责任公司
2018.06.30	民生银行	50 亿	100%	
2018.06.02	光大银行	50 亿	100%	
2018.06.07	平安银行	50 亿	100%	平银资产管理有限责任公司
2018.04.20	华夏银行	50 亿	100%	
2018.04.27	北京银行	50 亿	100%	
2018.06.08	南京银行	20 亿	100%	
2018.05.26	宁波银行	10 亿	100%	宁行资产管理有限公司
2018.08.31	杭州银行	10 亿	100%	
2018.07.28	广发银行	50 亿	100%	
2018.10.16	徽商银行	20 亿	100%	徽银资产管理有限责任公司
2018.12.07	邮储银行	80 亿	100%	中国邮政储蓄银行理财有限责任公司
2018.12.07	青岛银行	10 亿	100%	青银理财有限责任公司

资料来源：中信建投证券研究发展部

小银行如何打破设立理财子公司障碍？

正如前文所述，对小银行而言由于注册资本金等因素限制，设立理财合规子公司可能存在困难。我们认为完全有可能采用**与其他机构合作出资的形式设立**。根据理财子公司管理办法中的设定条件，只需要由一家符合条件的商业银行作为控股股东发起设立就行。其他战略股东可以是境内外的金融机构，也可以是境内非金融企业。

这里需要注意的是，管理办法对发起设立的商业银行要求相对较高，如需要在设立子公司之前有 3 年以上理财业务专营部门的运营经验，并具有前中后台相互分离、职责明确、有效制衡的组织架构。

大银行如何发挥理财子公司与其他集团资管子公司的协同作用？

作为综合化运营的商业银行，尤其是大型银行，通常已经拥有基金、保险、期货、信托等子公司牌照，而理财子公司又是资管行业全新的金融牌照。作为独立的法人主体，理财子公司与其他集团资管子公司之间如何融合、协同、竞争将会是摆在银行面前不小的挑战。

未来基金子公司与理财子公司之间的业务重叠度可能最高。目前，五大行均有自己的基金子公司，如工银瑞信、农银汇理、中银基金、建信基金和交银施罗德基金；股份行中有招行的招商基金、浦发的浦银安盛、兴业的兴业基金、民生的民生加银基金；此外，城商行中北京银行、南京银行、宁波银行和上海银行业均有自己的基金子公司。从资金来源来看，基金子公司绝大部分资金来源于母公司的理财委外资金。因此，在理财子公司产品与基金产品均是净值化、收益浮动、销售起点相同、渠道方式类似等情况下，两者在长期视角下的同质化竞争不可避免。

当然，从中短期视角来看，基金子公司与理财子公司之间也可以发挥协同效应。其一、理财子公司短期内

难以完成净值化转型，投研实力的培养也需要时间，因此继续通过委外的方式将理财资金交由基金子公司打理仍然是比较好的选择。

其二、两者的客户群体可能存在差异。在资管新规之前，居民偏好于银行理财，主要就是看中其收益稳定并高于存款利率的特点。在资管新规之后，虽然刚兑被打破了，但“银行理财收益稳定”的印象在短时间内难以消除。因此，理财产品的客户群体仍然会是以风险偏好较低的投资者为主，而基金产品的客户群体更多的是风险偏好相对较高的投资者。

其三、两者的资产配置倾向也会存在差异。理财子公司是商业银行中的资产管理部独立出来的主体，因此在投资配置中更擅长固定收益投资，而基金公司更擅长股票投资。

其四、将理财业务独立出来，将会提高银行基金子公司的相对优势。未来理财子公司的理财产品和基金子公司的基金产品很可能都会通过母行来代销，在理财产品失去“刚兑”这一核心优势的情况下，基金产品的相对优势很可能会更突出，从而部分理财客户很可能转化为基金客户。目前，各大银行基金子公司的基金资产规模与理财余额的比重平均不足 20%，这也以为着理财资金转化为基金资金的空间很大。

综上所述，我们认为理财子公司与基金子公司之间存在业务重叠区域，但短期内协同要大于竞争。理财子公司在某种程度上可以理解为是商业银行为了留住原有理财资金而设立的产物，其优势在于客户群体，而基金子公司成立更久，优势在于投研实力。

图表13： 银行系基金公司

母公司	银行基金管理人	持股比例	注册资本(万元)	基金资产规模(亿)	理财产品余额	基金规模/理财规模
工商银行	工银瑞信基金管理有限公司	80%	20,000.00	6,495.05	33,708.23	19.27%
农业银行	农银汇理基金管理有限公司	51.67%	175,000.00	2,337.87	18,465.23	12.66%
中国银行	中银基金管理有限公司	83.50%	10,000.00	4,483.45	15,991.00	28.04%
建设银行	建信基金管理有限责任公司	65%	20,000.00	6,690.62	19,486.26	34.34%
交通银行	交银施罗德基金管理有限公司	65%	20,000.00	1,569.85	15,167.30	10.35%
兴业银行	兴业基金管理有限公司	90%	120,000.00	1,858.52	16,171.04	11.49%
招商银行	招商基金管理有限公司	55%	131,000.00	4,030.78	18,000.00	22.39%
浦发银行	浦银安盛基金管理有限公司	51%	191,000.00	1,110.15	13,875.90	8.00%
民生银行	民生加银基金管理有限公司	63.33%	30,000.00	1,350.32	13,850.81	9.75%
北京银行	中加基金管理有限公司	44%	46,500.00	713.54	4,410.73	16.18%
南京银行	鑫元基金管理有限公司	80%	170,000.00	352.80	3,101.12	11.38%
宁波银行	永赢基金管理有限公司	71.49%	90,000.00	1,060.47	2,606.00	40.69%
上海银行	上银基金管理有限公司	90%	30,000.00	648.69	2,360.00	27.49%

资料来源：中信建投证券研究发展部

（三）理财投资合作机构的重要作用

根据理财新规的规定，理财投资合作机构包括但不限于商业银行理财产品所投资资产管理产品的发行机构、根据合同约定从事理财产品受托投资的机构以及与理财产品投资管理相关的投资顾问等。理财子公司管理办法在此基础上进一步明确了优秀的私募基金可以担任理财投资合作机构。

简单地来讲，理财投资合作机构可以包括公募基金、私募基金、信托公司、券商资管、保险公司、期货等其他非银资管公司。在资管新规之前，这些合作机构一方面承担着提供通道的角色，另一方面也起着提供投研实力。

在资管新规之后的统一资管时代，合作机构通道类业务比重将逐步减少。目前，中证登公司已经在交易规则层面放开了理财资金投资于权益市场的开户障碍，理财子公司管理办法也在法律层面明确规定公募可以直接投资于股票市场。对于只成立理财专营部门而不适用理财子公司管理办法的银行，理财新规也已经指出“私募理财产品的投资范围由合同约定，可以投资于债权类资产和权益类资产等”，对于公募理财虽然还需要等待新的文件明确，但预计大概率也是能直接投向股票市场（至少一层嵌套下能够间接配置股票）。从而，合作机构提供的通道类业务可能只能用于满足银行未成立理财子公司之前的权益配置需求。

未来银行理财资管可能更倚重外部合作机构的投研实力。银行理财核心竞争力在于资金规模而非主动管理能力，即便成立了理财子公司之后，其主动管理能力的提升上还需要长时间的培养。因此，外部合作机构就可以通过投资顾问的形式，或者直接资金受托主动管理的形式参与到银行理财的投资管理当中。在这一过程中，既可以保证银行理财收益率的相对稳定，又可以逐步培养银行自身的投研实力。

（四）理财资金规模增长与资产配置

根据银监会发布的数据，2017年底，银行非保本型理财产品余额为22.17万亿元，2018年5月末余额为22.28万亿元，6月末余额为21万亿元，7月末为21.97万亿元，8月末为22.32万亿元。理财资金主要投向债券、存款、货币市场工具等标准化资产，占比约为70%；非标准化债权类资产投资占比约为15%左右。

年增10%是大概率事件

随着理财子公司管理办法将银行理财门槛进一步从1万元下调到1元，我们预计银行理财发行规模预计将稳步增长。按照规定，没有成立银行理财子公司的银行从事银行理财业务，其发行的理财产品，门槛为1万元，而银行理财子公司发行的理财产品，门槛为1元，这就同公募基金产品的销售起点相当。银行理财在权益市场的配置占比相对较低，从而风险低于公募基金，发行规模预计将稳步增长，而且部分基金都是在银行代销，这部分客户预计会转换为银行理财的客户，整体也有助于理财规模增长。预计每年理财余额保持在10%左右的增幅是大概率事件。

图表14：老16家上市银行理财业务余额（2018Q2）

	理财产品余额		同比增速	理财产品余额占总资产的比重	
	4Q17	2Q18		4Q17	2Q18
工商银行	30,121	33,708	11.91%	11.55%	12.35%
农业银行	17,608	18,465	4.87%	8.36%	8.42%
中国银行	15,159	15,991	5.49%	7.79%	7.88%
建设银行	20,853	19,486	-6.55%	9.43%	8.54%
交通银行	16,000	15,167	-5.20%	17.70%	16.27%
兴业银行	16,500	16,171	-1.99%	25.71%	24.64%
招商银行	21,900	18,000	-17.81%	34.77%	27.53%
浦发银行	15,353	13,876	-9.62%	25.02%	22.78%
民生银行	11,535	13,851	20.08%	19.54%	22.85%

	理财产品余额		同比增速	理财产品余额占总资产的比重	
中信银行	11,917	12,919	8.41%	20.99%	22.25%
光大银行	11,100	9,735	-12.30%	27.15%	22.73%
平安银行	8,480	9,810	15.69%	26.10%	29.13%
华夏银行	7,670	5,099	-33.51%	30.57%	19.86%
北京银行	4,922	4,411	-10.38%	21.12%	17.74%
南京银行	3,253	3,101	-4.66%	28.50%	25.98%
宁波银行	2,423	2,606	7.55%	23.48%	24.21%

资料来源：中信建投证券研究发展部

可以为权益市场带来 1.24 万亿资金

资管新规之前，银行较大比例投向固定收益类产品，一方面是此前账户投资范围的限制，另一方面也是在隐性刚兑下需要维持稳定收益的考虑。在资管新规之后，隐性刚兑已经被打破，同时管理费收入也可以与业绩挂钩。因此，银行本身就有动力加大对股票市场的投资比例。而随着中证登公司开户新规的落地，扫清了银行理财产品投资股市的障碍，短期内，此前收回去的股票委外投资资金有望重新委托出来，带来股市增量资金；中长期内，银行理财产品有望成为股市主要的机构资金，预计未来 5 年，银行理财产品投资股市的规模或达 3.35 万亿元。

我们仍然按照权益类资产投资占比 9.47% 来计算，在 8 月末 22.32 万亿的非保本理财产品中，预计有 2.11 万亿投向股票市场。随着银行理财股票账户开户限制的放开，以及资管转型的深入，我们预计未来 5 年权益类投资占比可以上升 15% 左右，增量资金 1.24 万亿元。而且由于理财负债端的期限可能会延长，这部分新增资金也属于 1 年期以上的中长期资金，也将改善二级市场的投资者结构和资金期限结构，有助于股市稳定和发展。

图表15： 银行理财开立股票账户可以带来在增量资金测算（万亿）

目前非保本理财规模（22.32 万亿）	预计未来假设			
	当前	悲观情景	正常情景	乐观情景
权益类配置比例	9.47%	12%	15%	20%
权益类投资规模	2.11	2.68	3.35	4.46
增量资金		0.57	1.24	2.35

资料来源：中信建投证券研究发展部

非标扩容空间达到 4.5 万亿以上

之前非标配置上，部分股份制银行受到“非标占比不能超过总资产的 4%”的约束，现在这个限制取消后，非标配置占比将提高。未来非标的上限为不能够超过理财净资产 35%。目前非标占比为 15%，按照 30 万亿测算，假设上市银行都会成立银行理财子公司，而且上市银行理财的市场份额较大，从而未来非标扩容空间达到 4.5 万亿以上。银行理财非标的扩容将全面填补影子银行规模下降导致的非标下降，充分满足实体的融资需求，解决融资供给方式和融资需求方式不匹配的问题（实体需要的是非标）。

2018 年银行业金融科技发展动态

（一）新特征

2018 年以来，上市银行在金融科技方面的发展呈现出了新的特征，主要有：

战略层面的重视程度逐步提升，发展思路更加聚焦

各家上市银行对于金融科技战略定位总体由**战略支撑转为战略引领**。如招行明确提出打造“金融科技银行”；平安银行则以“科技引领、零售突破、对公做精”为转型发展战略；江苏银行致力于打造“最具互联网大数据基因的银行”，强化金融科技应用的战略性地位。

再如工商银行聚焦建设“智慧银行”，实施 e-ICBC 3.0 战略升级；建设银行实施金融科技战略，深化新一代核心系统应用，构建大数据工作平台；中信银行则加速构建移动化、智能化、数字化、平台化的金融科技融合发展体系，着力形成全要素、多领域、高效益的金融与科技深度融合发展格局。

图表16：上市银行对金融科技的最新战略与定位

上市银行	金融科技战略与定位
工商银行	智慧银行，成立网络金融部，组建七大创新实验室
建设银行	实施金融科技战略，抢占金融科技融合发展制高点
农业银行	以“金融科技+为主线,运用互联网思维,推进零售业务战略转型
中国银行	全球范围的平台连接缔造者、数据价值创造者、智能服务领先者
交通银行	加快金融科技战略布局,打造“在线+线下”一体化、全渠道轻型智能服务新模式
兴业银行	持续探索金融科技,向“安全银行、流程银行、开放银行、智慧银行”四大目标稳步前行
招商银行	打造“金融科技银行”的目标,把金融科技为转型发展的核动力,为业务发展全面赋能
浦发银行	以客户为中心，科技引领，打造一流数字生态银行
民生银行	做强直销银行,由以传统业务为主体向数字化、轻型化、综合化的行业标杆银行转变
中信银行	加速构建移动化、智能化、数字化、平台化的金融科技融合发展体系,力争跑出“加速度”
光大银行	以金融科技创新为助推器,加快数字化转型,深度拓展“互联网+概念,重塑金融服务模式
平安银行	秉承“科技引领、零售突破、对公做精”的转型发展战略,致力于打造“领先的智能化零售银行”和“卓越的精品公司银行
华夏银行	以“智慧金融、数字华夏”愿景,确立了整体数字化转型与互联网银行平台创新双轮驱动策略
北京银行	强化科技创新驱动，金融科技为业务赋能
南京银行	推进全行数字化转型战略,探索和打造与实体经济、金融科技企业不断融合的共享生态圈
宁波银行	推进科技与业务融合创新,提升科技对业务的支撑能力
江苏银行	致力于打造“最具互联网大数据基因的银行,强化金融科技应用的战略性地位
上海银行	加强金融科技创新，促进科技与业务融合
杭州银行	由传统银行向新型银行转型,有效推动数化创新,加快发展智慧银行
贵阳银行	重视金融科技的运用，培育新的增长动力
成都银行	加速新数据中心、大数据平台、网络金融服务平台等重点项目建设，快速追赶先进城商行科技水平
郑州银行	成立金融科技实验室，启动数字化战略，进行大数据、云计算、区块链等前瞻布局

上市银行	金融科技战略与定位
长沙银行	以“智慧金融、县域金融、绿色金融、科技金融”为战略品牌
常熟银行	围绕“数字化、智能化”战略,不断推动科技和金融深度融合
无锡银行	积极推动科技支撑能力
江阴银行	坚持“普惠金融的践行者、科技金融的随者、创新金融的融合者”的战略发展方向
张家港行	积极发展进入科技, 加快产品、渠道、流程创新, 增强综合化服务能力
吴江银行	聚力科技金融, 线上线下融合发展

资料来源: 中信建投证券研究发展部

子公司化运作成为趋势

2018年4月18日, 建设银行在上海成立全资子公司——建信金融科技有限责任公司, 注册资本16亿元, 成为国内国有大行设立的第一家金融科技公司。在创立初期, 建设银行将原总行直属七个开发中心与一个研发中心近3000名员工划转至建信金融科技。管理层表示建信金融科技子公司的主要服务对象是建设银行集团及所属的子公司, 并将审慎地开展科技能力的外联输出。

2018年5月15日, 中国民生银行发起成立的科技公司——民生科技有限公司在京正式成立, 注册资本2亿元, 由民生置业有限公司全资认缴, 法定代表人牛新庄同时也是民生银行总行信息科技部总经理。根据民生银行董事长洪崎介绍, 新设立的民生科技有限公司主要定位于“立足母行、服务集团、面向市场”, 即主要服务于民生银行集团、各子公司和业务伙伴, 推动民生“科技金融银行”建设, 同时提供科技能力输出, 为中小金融机构、民营企业和小微企业提供金融科技转型所需的解决方案和专业技术产品。

从2015年兴业银行成立业内首家银行系金融科技子公司以来, 平安银行、招商银行、光大银行等股份行均陆续成立金融科技子公司。截止目前, 包括上半年成立的建行、民生在内, 已经有六家银行系金融科技子公司。预计后续其他银行尤其是国有大行设立独立金融科技子公司会成为趋势。

金融科技子公司的服务定位: 以服务集团内部为主, 在技术充足下对外提供技术输出。如起步最早成立的兴业数金已经累计与346家商业银行建立信息系统建设合作关系。输出机构对象包括村镇银行、城商行、农商行以及民营银行等。

公司化运作的优势: 如同其他科研类企业一样, 如何吸引和留住人才是银行发展金融科技的需要重点“攻克”的难关, 这就需要通过市场化的薪酬激励机制, 而银行本身的薪酬体系相对僵化。因此, 设立子公司通过独立化运行更便于吸纳更专业的人才, 并迅速拥有专业化管理优势、研发优势、激励机制等。此外, 与事业部运作不同, 子公司化运作更容易与外部金融机构建立信任关系, 更便于技术输出, 这也有利于为自身长远发展打下坚实基础。

高标准投入

在金融科技资金投入上, 各家银行呈现出明显加大的趋势。如中国银行在打造“数字化银行”的过程中也表示未来3-5年, 每年确保在金融科技相关上的投入不低于营收的1%;

招商银行表示2017年核定税前利润的1% (7.9亿), 专门成立金融科技创新项目基金, 2018年又将提高到

上年营业收入的 1%（22.1 亿），并且未来还会持续加大投入；兴业银行 2017 年 IT 预算在全年营业收入中的占比达 2%，接近全年净利润的 5%；

南京银行 2017 年的科技总投入达到 4.4 亿元，占营业收入的 1.77%；上海银行按照全行年度科技开发预算的 10% 设立年度金融科技创新专项资金；江苏银行 2017 年在金融科技上的投入达到了营业收入的 1%，科技人员占全行的 4%；

常熟银行也将其金融科技总部设置在苏州，便于吸引更多金融科技人才加盟，未来该行在金融科技上将实行项目化、公司化、商业化运作。

（二）新成果

从“互联网金融”到“金融科技”，随着新技术的不断发展与市场环境的变化，无论是新兴金融科技公司还是传统商业银行均有了明显的变化，体现在新兴金融科技公司的“去金融化”，如蚂蚁金服、京东金融、百度金融等纷纷宣称只做科技，帮助金融公司做好金融服务；而传统商业银行纷纷开始打上“智慧银行”、“数字化”以及“智能化”的标签，加快金融科技的布局与应用。如工商银行明确提出要“让金融‘正规军’成为金融科技场域的‘主力军’”。

2018 年，随着云计算、大数据、人工智能和区块链等新兴技术在银行行业的深入应用，科技对于银行经营的作用不断被强化，创新性的金融解决方案层出不穷。金融科技在行业中的发展进入了一个新的阶段。

1、探索区块链应用。区块链本质上是一种制造信任的分布式账本，具有去中介化、不可篡改、公开透明等特性。基于区块链技术，银行通过使用分布式记账方法，用于解决交易过程中的中介信任问题。例如：交通银行正式投产区块链国内信用证项目，实现了信息和单据的端到端传输。

2、聚焦 AI 智能服务。人工智能技术包括基础层的云计算、大数据的积累和深度学习带来算法上的突破，主要应用领域有智能机器人、自然语言处理和机器学习三大类。当前，工商银行、华夏银行等多家银行基于第四范式先知平台，共同构建银行 AI 核心系统，推动银行从系统层到应用层的全面智能化融合。

3、广泛应用大数据。因大数据具有数量大、速度快、类型多、价值广、真实性等 5 大特征，在银行风控、营销等方面应用广泛。以风控领域应用为例，银行通过对互联网底层海量数据进行全面分析挖掘，搭建风险控制模型，实时监控风险指标。例如：招商银行围绕“数据+模型+算法”进行大数据风控，防止放款后客户将贷款资金用于民间借贷。

4、布局云计算平台。云计算是一种共享网络存储平台，包括 IaaS、PaaS、SaaS 三种服务模式和公有云、私有云、社区云、混合云四种部署模型。目前，诸多银行依托云计算技术打造开放式云服务平台。例如：中国银行江西分行创新研发的“云端银行易惠通”移动金融 APP，打造可同时服务对公、对私客户的全功能线上金融生活服务平台。

图表 17： 2018 年上市银行金融科技经典创新成果

银行	案例名称	核心应用技术	实现成果
工商银行	手机银行随心查服 务	基于工商银行智慧银行信息系统 (ECOS)，采用 hadoop 架构下的分布	实现了多条件下客户维度明细数据的快速展现，大幅提升海量明细数据的 即时处理能力，为客户提供流畅的明细查询、收支统计与分析服务

银行	案例名称	核心应用技术	实现成果
		式大数据云处理平台	
农业银行	“小豆乐园”营销支持平台	将区块链技术应用用于积分领域，陆续投入以大数据、人工智能等应用	以数字积分体系为基础的营销支持平台，通过创新运营模式、引入虚拟权益、加强商户合作等方式，持续提升掌银客户的活跃度和忠诚度
中国银行	网御项目	综合运用大数据、云计算和人工智能等先进技术	有效识别和处置风险事件，完善了事前风险识别评估、事中风险监测预警、事后风险响应处置的全流程风险管理体系
交通银行	基于知识图谱的客户网络风险追踪	结合图数据分析、关联分析、知识图谱等技术，建立了一套交行客户关系图谱和客户风险监测模型	大大减轻了分行的工作量，更提升了风险排查的准确性
中信银行	智能语音服务	人工智能	不但能满足用户多种复杂应用场景的需求，更是在同业中率先实现对弱势群体无障碍金融服务，全面打造有温度的银行，用金融力量服务民生。
光大银行	基于互联网大数据风控的网贷产品——“随心贷”	互联网大数据风控技术	充分实现大数据的价值，并发挥了“随心贷”的产品特性，从而实现基于大数据的全面风险管理
华夏银行	华夏“龙商贷”	大数据、人工智能	针对中小微企业共同研发的纯线上网络贷业务，在流量入口前置风控、反欺诈管理、风险模型、额度策略等方面保持着技术的先进性，真正解决中小微企业融资难、融资慢等问题
民生银行	场景金融智能服务平台	大数据、人工智能	共同组成场景化驱动及共享服务的有机综合金融服务体系，为客户提供场景化、智能化的综合金融服务
招商银行	ABS 区块链技术	区块链	为招行进军迅猛发展的资产证券化领域提供技术支持。主要为 Pre-ABS 功能，即对 ABS 券挂钩的底层资产包数据上链共享，进行各类分析，并完成各类 ABS 券发行前的各类报告、文档等直至获得交易所的无异议函件
平安银行	平安银行中小企业征信数据贷 (KYB)	大数据	通过全新的流程化服务，借助发票贷、税金贷、产业链融资项目等产品进行落地，为中小企业解决融资难问题
浦发银行	智能语音交互项目	人工智能、生物识别	通过使用语音、语义和声纹技术为用户提供了高安全性，便捷性，趣味性的移动渠道使用体验
上海银行	在线消费信贷业务	大数据	通过系统线上运营提高零售信贷风险管理能力
南京银行	“鑫云+”互联网金融平台	大数据	极大提升业务处理能力，降低运营成本，实现核心技术自主掌控，同时在业务模式上，开创了“1+2+3N”的互联网合作新模式

资料来源：中信建投证券研究发展部

（三）新趋势

2019 年，随着金融科技在行业中的深入应用，将会出现以下几大趋势：

1、云计算应用进入深水区，将更加关注安全稳定与风险防控

云计算技术发展已经进入成熟期，金融云的应用也正在向更加核心和关键的“深水区”迈进。据中国信息通信研究院的调研，已有过半数的金融机构使用 OpenStack 等开源云计算技术。而银行行业的业务特性决定了其对于云计算应用的稳定性、安全性和业务连续性有更加严格的要求，金融企业在未来云计算的应用过程中，将更加需要建立完善的灾难备份和灾难恢复体系。

2、大数据应用走向跨界融合，标准与规范是未来发展关键

金融行业数据资源丰富，而且业务发展对数据依赖程度高。大数据技术在金融领域的应用起步早、发展快，已经成为金融行业的基础能力。当前，在银行业中，大数据的应用已经非常普遍和成熟，也取得了较为显著的应用成效。

从发展趋势看，一方面金融大数据与其他跨领域数据的融合应用不断强化，商业银行可以通过数据融合，促使金融机构的营销和风控等服务更加精准。同时，跨行业数据的融合与应用，也会使商业银行得以设计出更多的基于场景的金融产品，与其他行业进行更深入的融合。

另一方面，适应和满足商业银行属性的大数据技术标准和应用规范，将越来越成为大数据应用拓展的关键点。建立与完善金融大数据的技术标准和应用规范，是推动金融大数据进一步发展应用的重要保障。

3、人工智能应用加速发展，从计算向感知与认知的高阶演进

人工智能一般分为计算智能、感知智能和认知智能三个层次。从目前人工智能在金融领域的应用趋势来看，计算智能通过与大数据技术的结合应用，已经覆盖几乎所有的金融应用场景。在感知智能层面，以人脸识别和语音识别为代表的生物智能技术也已经在金融领域广泛应用，未来可以预见，其在银行业中的应用场景也将呈现快速增长态势。

认知智能是当前人工智能技术领域最为前沿和火热的领域，引领了本轮人工智能技术的发展潮流；从应用领域来看，智能风控、智能投顾和智能投研等应用场景，是人工智能在金融行业应用最具潜力的领域，也是技术要求最高、应用难度最大的领域，在未来必将成为人工智能应用的核心方向。

4、区块链从概念走向应用，前景广阔但仍面临多重制约

区块链技术近年来一直受到广泛关注，其技术公开、不可篡改和去中心化的技术属性，拥有在银行业应用的先天优势，具备改变金融基础服务模式的巨大潜力。当前，区块链技术在金融领域的应用正在逐步落地。多家商业银行已经逐步开始采用区块链技术，实现在跨境支付、智能合约和征信管理等多个业务领域的应用。但是，目前无论是区块链技术本身，还是国家政策法规条件，都仍然存在着较为突出的问题，制约了区块链技术的广泛应用。同时，目前规范金融市场和金融业务的法律框架是根据目前的金融市场结构设计的，区块链技术的部分构成要素的法律基础仍存在空白。可以预见，在短期内区块链在金融领域的应用仍是探索为主，大规模广泛应用的实现仍然需要较长的时间周期。

5、新一代信息技术形成融合生态，推动金融科技发展进入新阶段

云计算、大数据、人工智能和区块链等新兴技术并非彼此孤立，而是相互关联、相辅相成、相互促进的。大数据是基础资源，云计算是基础设施，人工智能依托于云计算和大数据，推动金融科技发展走向智能化时代。区块链为金融业务基础架构和交易机制的变革创造了条件，它的实现离不开数据资源和计算分析能力的支撑。

从未来发展趋势看，云计算、大数据、人工智能和区块链等新兴技术，在实际应用过程变得越来越紧密，彼此的技术边界在不断削弱，未来的技术创新将越来越多的集中在技术交叉和融合区域。尤其是在金融行业的具体应用落地方面，金融云和金融大数据平台一般都是集中一体化建设，人工智能的相关应用也会依托集中化平台来部署实现。新一代信息技术的发展正在形成融合生态，并推动金融科技发展进入新阶段。

银行再融资最新进展

上市银行未完成再融资 5002.36 亿， 大行占 55%

2018 年，上市银行完成了如农业银行 1000 亿定增的大规模再融资计划，也完成了 5 家农商行的规模较小的可转债融资计划，全年一共完成再融资发行规模 2900 亿左右。当然也有被证监会否决的再融资案例，如南京银行的 140 亿定增。

同时，2018 年上市银行也新推出了不少再融资方案，如，工商银行和中国银行分别有 1000 亿和 1200 亿优先股的发行计划，受市场关注度较高；交通银行推出了 600 亿的可转债债券发行计划，进程十分顺利；此外，还有华夏银行 292.36 亿的定向增发、江苏银行 200 亿的可转债以及兴业银行 300 亿的优先股。

整体来看，截至 2018 年 11 月 16 日，上市银行尚未完成的再融资方案合计规模 5002.36 亿元，其中优先股 2550 亿元，可转债 2060 亿元，定向增发 392.36 亿元。从银行类型来看，大行合计规模达 2800 亿元，占 54.88%，其背后一方面是为了提升服务实体经济的能力，另一方面也是为未来适应 TLAC 监管做适当准备。

图表18：上市银行未完成再融资时间最新进展（更新至 2018 年 11 月 16 日）

证券简称	融资规模（亿元）	预案公告日	股东大会公告日	银监会核准	证监会审批	预计完成时间
A：定向增发						
华夏银行	292.36	2018/9/17	2018/10/9	2018/11/22		2019 年
宁波银行	100	2017/4/28	2017/5/19（2018/03/29 延长决议有效期）			待定
未完成合计：	392.36					
B：可转债						
交通银行	600	2018/4/28	2018/6/29	2018/10/16		2019 年
浦发银行	500	2017/10/27	2017/11/18（2018/8/29 延长决议有效期）			待定
民生银行	500	2017/3/31	2017/6/17（2018/3/30 延长决议有效期）			待定
平安银行	260	2017/7/29	2017/8/15	2018/3/27	2018/8/3 收到反馈	2019 年
江苏银行	200	2018/2/3	2018/5/16	2018/7/3	2018/11/27	2018 年
未完成合计：	2060					
C：优先股						
工商银行	1000	2018/8/30	2018/11/21			2019 年
中国银行	1200	2018/10/29				2019 年
兴业银行	300	2018/4/25	2018/5/26	2018/8/25		2019 年
贵阳银行	50	2017/3/7	2017/3/22	2017/6/2	2018/9/5	2019 年
未完成合计：	2550					

资料来源：中信建投证券研究发展部

基本面核心指标的预测分析

（一）信贷规模增量预测：同比增 12%左右，新增规模 16.5 万亿左右

假如 2019 年，预测经济增长率的维持在 6.3%-6.5%之间，通胀率保持在 2%-3%之间，误差调整项为 3%，必要的 M2 的增长率预测在 11.3%——12.5%之间。新增人民币贷款规模预计同比增速也在 11%-12.5%。

2018 年年末，人民币贷款余额预计 136 万亿，从而 2019 年新增人民币贷款预计在 15.5 万亿到 17 万亿。

2018 年，由于委托贷款和信托贷款大幅萎缩，表外融资规模下降，从而新增人民币贷款规模增加来部分替补了表外融资的减少，从而出现新增人民币贷款规模大幅超预期，之前预测 2018 年为 14.5 万亿，但实际值有可能达到 16 万亿左右，同比增速接近 13.3%。

金融去杠杆已经成为过去时，稳杠杆成为政策主基调。从而，2019 年，表外融资预计会适当增加，而且由于基数效应，表外融资同比一定增长的，从而不会出现需要表内信贷大幅扩张来抵补表外融资的下降。新增人民币贷款规模预计维持在 12%-13%的增长。2019 年，新增人民币贷款同比增速较 18 年环比是有所小幅降低，但是绝对额有增长。

但是有一种可能是，在经济增长失速下行的情况下，央行增加基础货币投放，来刺激经济，在这种情况下，信贷规模势必扩张，新增人民币贷款规模增速有可能回升。在 16 万亿的基础上多增长 10%-20%是有可能的。

（二）社融增长预测：同比增 12%，24 万亿，债权和股权多

2018 年 3 季度末，贷款余额占社融的比重为 68%。因为表外融资修复相对缓慢，该比例保持不变，2019 年年末，人民币贷款余额将达到 151.5 万亿到 153 万亿左右，从而社会融资总额预计达到 224 万亿。2018 年年末社融规模预计在 198-200 万亿之间，预计 19 年社融增速只有 12%，社融增长的绝对额大致在 24 万亿，其中新增人民币贷款预计 16.5 万亿，表外融资、直接融资等其他融资渠道规模预计在 7.5 万亿左右，其中预计债券和股权的直接融资规模将增长更快。

直接融资占比的回升同调整融资结构的政策主基调基本一致，同时也同央行提出的“三角形支撑框架”基本吻合。即在稳健中性货币政策、活跃的微观主体、发挥资本市场的功效，直接融资占比提高，就是在大力发挥资本市场的功效。

（三）息差因素：预计上半年环比回升，而下半年环比持平或者下降

2018 年行业 NIM 变动及其原因

18 年 1 季度 NIM 为 2.08%，上半年回升到 2.12%，3 季度继续上升为 2.15%左右。18 年行业 NIM 企稳回升，其主要原因来自两个方面：其一、由于滞后效应，17 年金融去杠杆推动银行负债端成本率回升，逐步传导到 18 年上半年的贷款端，贷款利率稳步回升；其二、由于本年内 4 次降准，同业市场利率稳步下行，带动银行负债端成本率的下降。

2019 年 NIM 走势的判断和主要原因：全年保持稳定

我们预计 2019 年行业 NIM 在上半年会继续环比回升，但是下半年预计将环比下降或者持平。上半年由负债端主导，下半年由资产端主导。

上半年环比回升，逻辑同 18 年下半年，主要原因是：其一、贷款利率会下降，但是负债端利率下行的速度和幅度预计将快于贷款利率的下降。由于政策导向和滞后效应，贷款利率预计从 2018 年 4 季度就开始回落，2019 年将持续。但是 2019 年会继续降准，预计至少 3 次每次 100 个 bp，同业市场负债成本率下降，带来负债端成本的下降，负债端降幅大于资产端的降幅。预计上半年 NIM 环比回升 3-4 个 bp，上半年年中 NIM 会稳定在 2.20%-2.22% 之间

下半年 NIM 预计环比持平或者降低。逻辑：贷款利率继续下降，而由于同业市场利率下行区间有底，预计下半年再降准，同业市场利率也不会继续往下，从而负债端成本率趋于稳定后，NIM 随着贷款利率的下降而环比下降。预计下半年 NIM 环比下降 1-2 个 bp，到 2019 年年底 NIM 达到 2.20% 左右。

整体看，18 年年底 NIM 预计在 2.18%，19 年年底为 2.20%，全年 NIM 回升 2 个 BP 左右，从而 19 年全面 NIM 预计维持稳定。

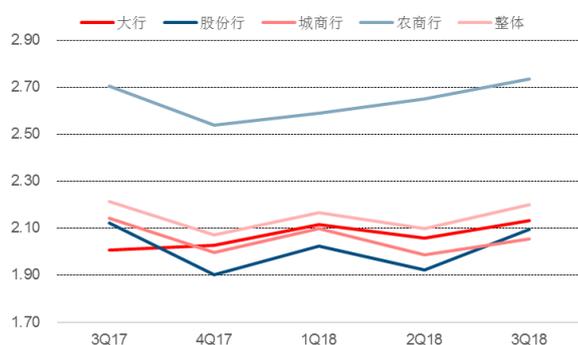
各类上市银行的变化情况：股份行改善优于行业

1、整体情况分析：三季度 NIM 企稳回升

2018 年前三季度，上市银行整体净息差为 2.20%，大行、股份行、城商行和农商行分别为 2.13%、2.09%、2.05% 和 2.73%。城商行 NIM 行业内最低，而农商行行业内最高。

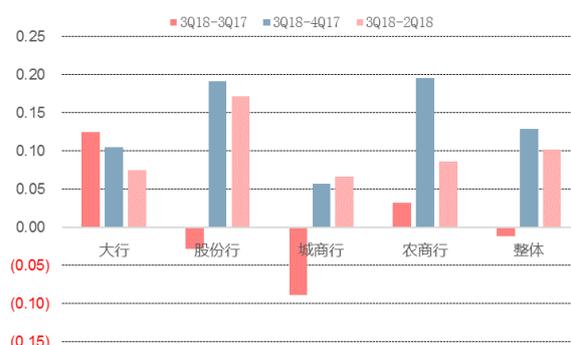
股份行 NIM 和农商行回升幅度优于行业。从与 2017 年整年比较来看，上市银行今年前三季度净息差要高出 13 个 BP，其中，股份行和农商行分别高出 19 和 20 个 BP，幅度最大；城商行幅度较小，只有 6 个 BP。并且农商行和股份行今年净息差反弹的幅度可能会更大，城商行稍弱。

图表19：上市银行净息差趋势（%）



资料来源：Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表20：上市银行净息差环比与同比的比较分析（%）



资料来源：Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

2、2019 年，NIM 回升弹性：股份行 > 城商行 > 农商行 > 大行

负债端和资产端两端都受益的银行，NIM 回升弹性大

19 年负债端主要来自同业负债利率的下降，同业负债占比高更加受益，主要是：股份制银行；如果 19 年存款利率开始向下，存款占比高的银行更加受益，主要是：农商行。

19 年资产端主要来自高收益小微民营企业贷款，这类贷款占比高的银行更加受益；因为在整体贷款利率下行期，小微民营企业贷款由于高的风险溢价存在，利率下行速度更小。

这样看来，19 年股份制银行依然回升弹性好，因为同业负债占比高，同时小微民营企业贷款占比相对高；其次是城商行，原因同股份制，但是其在负债端优势弱于股份制，而在资产端优势好于股份制；再次是农商行，小微民营企业贷款占比高，而且也是重点服务于中小民营机构的，但是农商行整体的 NIM 已经是行业内最高，达到 2.70%，整体继续回升的弹性就相对小。最后是大行，其资产负债两端的优势都不明显，预计跟随行业趋势。

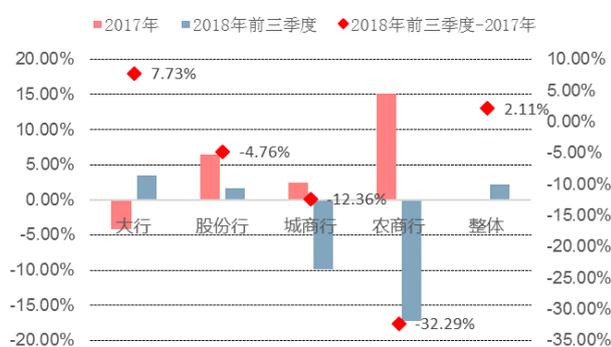
（四）中收因素：各类银行都将恢复正增长，行业增速环比回升

2018 年前三季度整体情况：大行增速上升，中小行增速下降，行业小幅正增长

在严监管之下，商业银行代理业务、承诺业务、托管业务等中收业务都受到一定的冲击影响，并且以中小银行影响最大。同时，在理财新规之下，银行理财业务也将面临转型需求，理财市场“头部聚集”效应将会越来越明显，因此对中小银行中间业务收入的影响很可能还会持续。目前也已有部分银行通过加大银行卡业务来创收，后续效果如何还有待观察。

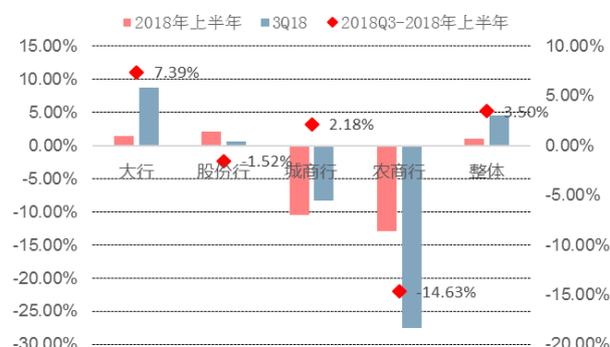
这种影响在上市银行的中收增长上有体现。18 年前三季度，大型银行中收实现正增长，而其他类型银行中收都在负增长，尤其是城商行和农商行，负增长明显；而且，尽管整个行业中收实现正增长，但主要来自大型银行中收恢复增长的贡献。2018 年前三季度，上市银行整体中间业务收入同比增长 2.14%，与 2017 年增速 0.03% 相比，提高了 2.11 个百分点。大行前三季度中间业务收入同比增长 3.50%，而去年为-4.23%，提高了 7.73 个百分点。股份行前三季度中间业务收入勉强实现同比正增长 1.68%，但较上一年增速下滑了 4.76 个百分点；城商行前三季度增速为-9.88%，较上一年下降了 12.36 个百分点；农商行中收增速下滑最为明显，前三季度同比负增长 17.22%，较去年下滑了 32.29 个百分点。

图表21：中收同比增速变化：前三季度 VS 上一年



资料来源：Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表22：中收同比增速变化：三季度单季 VS 上半年



资料来源：Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

这种趋势在 2018 年全面都将保持。预计行业中收维持 3% 左右的增长，而大型银行预计增长在 4% 左右，其他类型银行都为负增长。

2019 年预判：各类银行都将恢复正增长，行业增速环比回升

主要原因是：

其一、基数效应；

其二、2019 年行业 NIM 持平，需要加大中间业务发展，提高中收增速；

其三、从去杠杆到稳杠杆，政策在边际宽松。

其四、资本市场加快发展，银行相关的中收会增加，比如：来自兼并收购的咨询咨询费；来自各类养老金、民企脱困基金托管等的资产托管业务收入；民企债券融资 CDs 承销费等投行收入等

其五、预计随着理财监管新规、理财子公司管理办法的颁布，资管行业的政策指导意见明确，银行将加快资管业务的发展，理财业务收入有望随着规模的扩张和理财价差收入的提高，而实现正增长。

我们预计行业中间业务收入同比增长大致约 5%，各类银行为：股份制>大行>城商行>农商行。在各类业务机会上，股份制银行可获得性更强，业务规模扩张会更快，同监管政策放松，股份制在中间业务转型的经验和成效会更加显著；而城商行、农商行部分业务依然受限，比如：投行、咨询、托管费收入增长。

（五）资产质量：不良率将回升，下半年回升幅度高于上半年

2018 年行业不良率回升及其原因

本年整个行业的不良率在回升，1 季度行业不良率为 1.75%，2 季度行业不良率回升到 1.86%，3 季度继续上升至 1.87%。从各类银行来看，大行和股份制银行在下降，而城商行和农商行的在回升。从改善幅度来看，大行改善最为显著。三季度末，大行为 1.47%，较年初降 6 个 bp；股份制为 1.70%，较年初降 1 个 bp；城商行为 1.67%，较年初升 15 个 bp；农商行为 4.23%，较年初升 107 个 bp。

前三季度，城商行和农商行不良率大幅回升，主要的原因是：4 月底，资管新规落地后，表外融资大幅下降，民营企业融资出现困局，而且中美贸易战开始，出口型企业受损严重，中小民营企业盈利状况恶化。

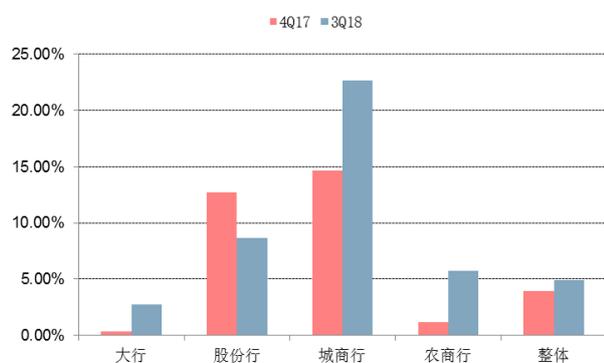
2018 年上市银行资产质量：不良增速回升，不良率下降，不良生成提高

今年以来，上市银行的不不良率持续下降。截至三季度末，28 家上市银行不良贷款总额 1.31 万亿，同比增 4.94%；不良率加权平均值为 1.54%，比去年末下降了 5 个 bp。

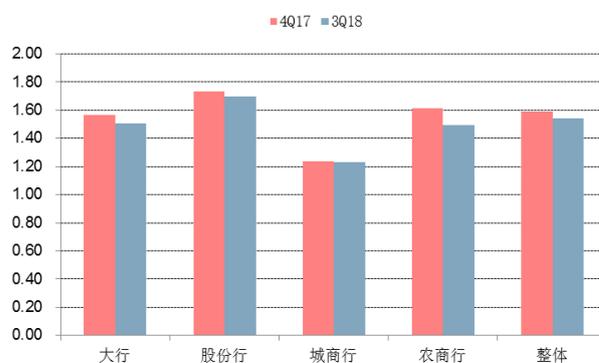
图表23： 今年以来上市银行资产质量改善情况


资料来源: Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

从银行分类来看，股份行的资产质量改善最为明显，不良余额增速和不良率都在降低。另外，大行的不良贷款余额增速最小，而城商行的不良率最低。3Q18 大行、股份行、城商行和农商行的不良率分别为 1.51%、1.70%、1.23%、1.50%，较 17 年末降 6 个、4 个、1 个和 12 个 BP。农商行降幅最大，城商行降幅最小。上市的 5 家农商行是相对优异的农商行，其不良率在下降，同农商行整体的走势不一致。

图表24： 不良贷款余额同比增速


资料来源: Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表25： 不良率 (%)


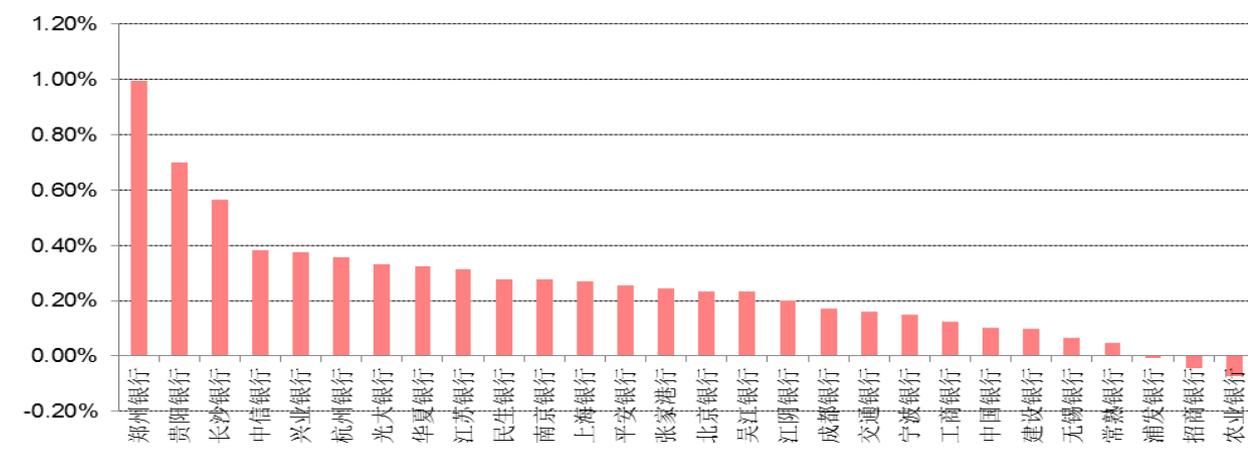
资料来源: Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

不良生成速度有所上升，仅股份行不良生成速度下降

在不良形成方面，上市银行整体不良生成速度有所上升。2018 年三季度上市银行整体年化毛不良生成率为 0.12%，较去年末上升了 5 个 bp。从毛不良生成速度变化来看，仅股份行出现下降，较去年年末下降了 1 个 BP；大行、城商行、农商行分别较去年年末上升了 7 个 BP、13 个 BP 和 13 个 BP。具体银行来看，浦发银行毛不良生成率大幅下降 60 个 BP，郑州银行则大幅上升了 103 个 BP。

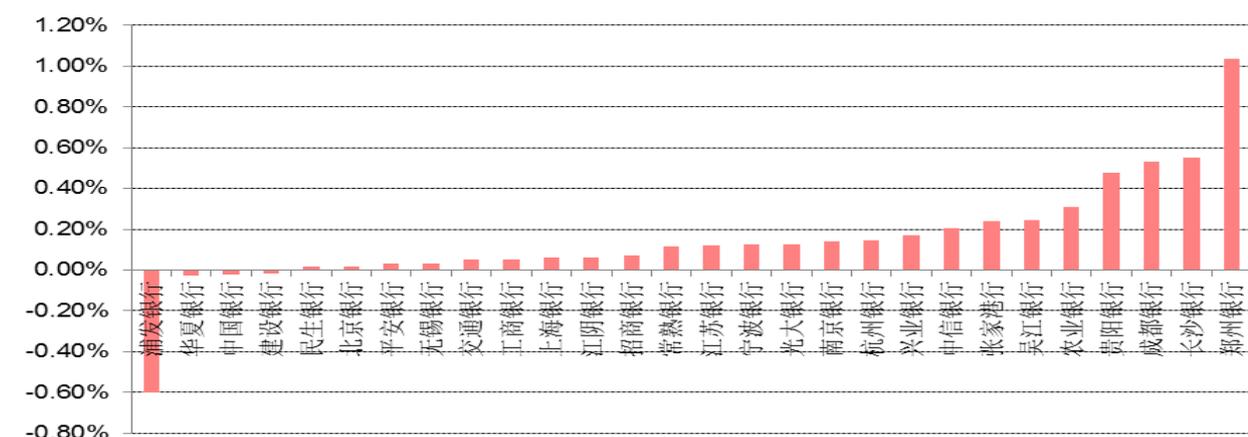
具体银行来看，浦发银行毛不良生成率大幅下降 60 个 BP，郑州银行则大幅上升了 103 个 BP。

图表26： 3Q18 上市银行毛不良生成率排名



资料来源: Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表27： 3Q18 上市银行毛不良生成率较 2017 年末的变化情况



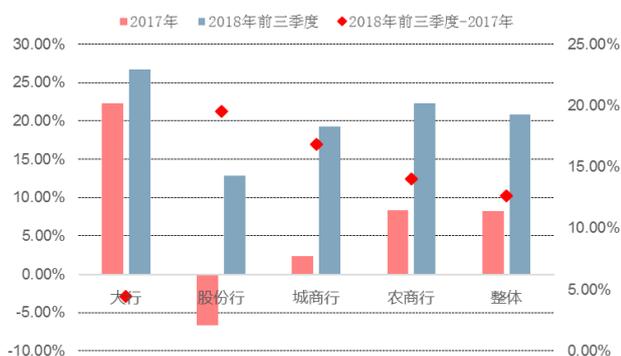
资料来源: Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

拨备计提力度：前三季度明显高于去年，三季度单季高于上半年

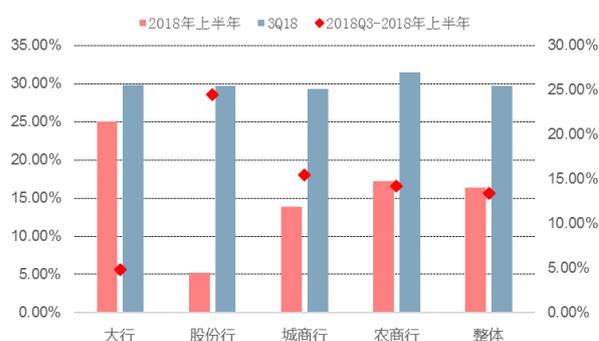
2018 年上市公司加大了计提力度主要原因有二：一方面是行业整体基本面的改善使得公司足够的业绩支撑来计提准备金；另一方面，宏观内外部环境在今年存在较多变数，并且很可能还会持续存在，因此需要计提足够多的“安全垫”来应对未来信用风险的不确定性；此外，今年以来上市公司加大了不良资产的核销和处置力度，也需要有足够多的拨备来支持。

今年前三季度，上市银行资产减值损失平均同比增长 20.81%，而 2017 年只有同比增长 8.20%，提高了 12.62 个百分点，尤其是中小银行提高的幅度更大。大行今年前三季度资产减值损失同比增长了 26.68%，增速最快，但只有比去年提高了 4.42 个百分点；股份行去年资产减值损失同比降低了 6.62%，但今年前三季度同比增长 12.88%，提高了 19.50 个百分点，增速提高幅度最大。此外城商行与农商行今年资产减值损失也分别同比增长 19.23% 和 22.34%，较去年提高了 16.87 和 14.01 个百分点。

从趋势来看，三季度单季资产减值减值损失计提的力度有进一步加大趋势。三季度单季上市银行平均计提资产减值损失同比增长 29.76%，较上半年高 13.44 个百分点。各类银行再三季度均以近 30% 的速度来计提资产减值准备，但与上半年比较来看，同样是股份行增速提高最多，大行最少。

图表28：资产减值损失同比增速：前三季度 VS 上一年


资料来源：Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表29：资产减值损失同比增速：三季度单季 VS 上半年


资料来源：Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

2019 年行业不良率判断：预计持续回升，但是下半年回升更多

目前经济下行压力较大已经被高层高度重视，同时 3 季度经济增长率已经从上半年 6.7% 下降到 6.5%，预计全年经济增长率继续下行。一般而言，不良率的显现滞后于经济增长 2 个季度，18 年上半年的经济下行，将在 19 年年初显现；18 年下半年的经济下行，将在 19 年下半年反映出来。而且可以肯定的是，下半年经济增速下行速度快于上半年，从而在 19 年，银行不良率回升的幅度看，下半年回升幅度远远大于上半年。

如果 18 年全年的不良率回升到 1.89%，2019 年全年的不良率预计上半年回升 3 个 bp，下半年回升 6 个 bp。整体的不良率将提高到 1.98%。

小微、民营、三农是信贷政策重点扶持的领域，而这也正是 18 年不良暴露最大的领域。2019 年，信贷资源会再次向这个领域倾斜，从而这三个领域投放的风险或许会有压降。但是我们认为主要是：风险暴露的规模和速度预计会有降低，新生的会放缓。但是随着经济增速放缓后，系统性的一些风险敞口会逐步暴露出来，预计大型银行和股份制银行的不不良率也会有所上升。

2019 年行业不良率判断：预计隐含的不良率会下降

整体来看，随着隐性不良率的下降，整体的不良率会下降。之前我们论及过，银行的估值中反映的是银行体系隐含的不良率，其中既包括显性的不良率，也包括隐性的地方只政府债券、股权投资等的不良率。我们的测算显示：隐性的不良率才是主要的风险点。如果 19 年展开新一轮的地方政府债务置换，隐含的不良率会降低，从而尽管显性不良率出现的大幅回升，整体银行体系隐含的不良率会下降。银行股依然可通过整体不良率的下降带来估值的修复。

从各类银行的比较来看，资产质量上，股份制相对优于农商行，农商行相对优于城商行，城商行相对优于大行。由于 2017 年股份制银行不良贷款余额和不良率大幅回升，有一波不良释放周期，而 2018 年，股份制的不良贷款实现“双降”同时不良生成率也在降低。从而我们认为即使系统性风险出现，股份制整体不良率回升幅度相对较小；同时城商行和农商行大部分客户都是中小、三农、民营，2018 年上半年在加快不良的释放，再

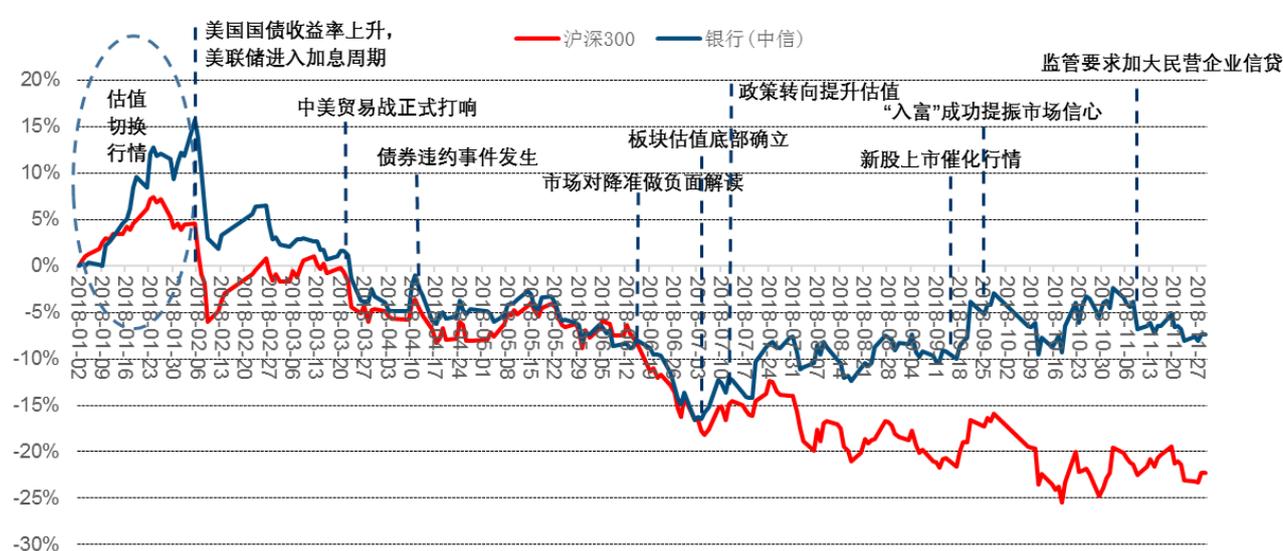
加上 19 年银行信贷资源开始向民营倾斜,这部分新增的风险会相对较少;而大行的不良率从 2017 年持续下降,2018 年继续下行,系统性风险出现,预计大行的不良率回升显著。

2018 年银行板块行情综述

板块整体: 相对收益十分可观, 领先其他行业

2018 年,在 A 股市场大幅调整过程中,银行板块的相对收益十分可观。2018 年年初至 11 月 28 日,板块累积下跌 7.73%,超越沪深 300 指数 14.79 个百分点。从全年整体走势来看,呈 V 字形触底反弹特征。

图表30: 2018 年以来银行板块累计涨跌幅



资料来源: 中信建投证券研究发展部

上半年: 先高后低, 总体好于大盘

2018 年上半年,银行板块受外部环境影响较大,呈先高后低的走势,但总体上均要好于大盘。2018 年 1 月,在上年宏观经济增速超预期、行业高 ROE 与低 PB 不对等、市场流动性边际改善等多重因素影响下,板块迎来估值切换行情,板块最高累计涨幅达 15.65%,超过沪深 300 指数 11.08 个百分点。

2018 年 2 月,受美联储加息政策影响,大量海外资金流出 A 股,大盘和银行板块双双下跌,但总体上银行业仍有较高相对收益和绝对收益。2 月份累计下跌 7.48%,大于大盘 (5.90%),但全年仍有 2.82% 的绝对收益,高出大盘 4.38 个百分点。

2018 年 3 月底,中美贸易战正式爆发,大盘和银行板块进一步下跌,使得银行板块仅有相对收益,而没有绝对收益。截止 2018 年 6 月末,银行板块本年实现累计涨跌幅-13.67%,仅超沪深 300 指数 43 个 BP。

下半年: 政策转向+基本面持续改善+估值底部探明=板块估值反弹

进入 2018 年三季度以后，在政策转向、基本面改善、估值底部三重因素影响下银行板块迎来估值反弹。从 7 月初开始到 11 月底，银行板块累计上涨 10.96%，高出沪深 300 指数 17.68 个百分点，获得很高的绝对收益和相对收益。

主要政策转向包括以下几个方面：

(1) 财政政策转向。7 月 23 日，李克强总体主持召开国务院常务会议，会议提出“积极财政政策要更加积极”等一系列宏观政策调控措施。一方面，要加大减税降费力度，尤其是对小微企业和创新企业的财政支持力度；另一方面提出要加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，重点在基础设施领域建设。

(2) 货币政策的微调。从二季度《中国货币政策执行报告》开始，对流动性的表述从“合理稳定”转为“合理充裕”，货币政策实际上从“中性偏紧”变为“中性偏松”，主要采用的工具就是四次定向降准。930 普惠金融定向降准自 1 月 25 日正式实施，释放流动性约 3000 亿元；4 月 17 日，央行降准 100BP 置换未到期 MLF，释放新增资金 4000 亿元；6 月 24 日，央行再次降准 50BP，释放新增流动性 7000 亿以支持小微企业和市场化债转股业务；10 月 7 日，央行进一步加大降准力度，下调 100BP，释放新增流动性 7500 亿元。

(3) 行业监管政策有“去杠杆”转为“稳杠杆”。年初以来，以资管新规为代表的严监管政策加大了对信托贷款、委托贷款、非标投资等表外融资渠道的限制，使得社会融资规模增速明显下滑。7 月 20 日，央行发布《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》（即资管新规补充通知），允许老产品投资新资产，非标投资实际扩容。同时，监管也在窗口指导加快信托项目的投放。由此，表外融资降幅收窄，社融增速开始小幅改善。

行业基本面在持续改善。2018 年 2 季度和 3 季度的银监会监管数据表明：①金融去杠杆已经结束，“稳杠杆”成果已现，行业资产增速已经企稳；②各类商业银行息差均环比回升带来行业息差回升，以股份行回升最快；③关注类贷款占比持续双降。

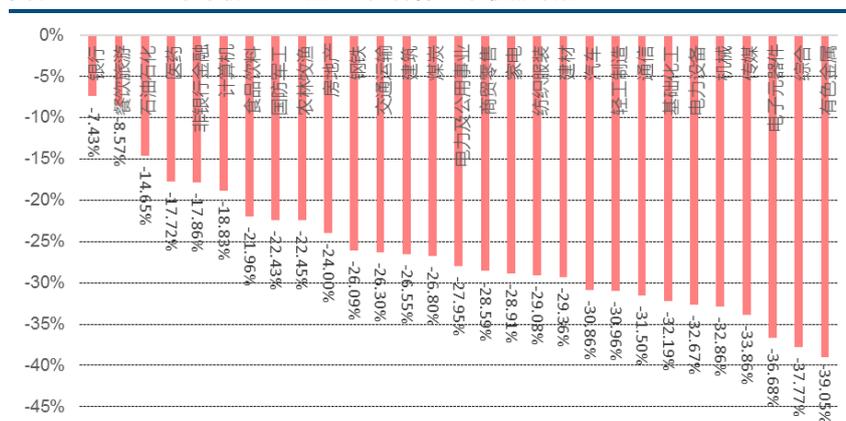
探明 0.7 倍 PB 的估值底部。7 月 5 日，以老 16 家上市银行 2018 年预计每股净资产计算，平均 PB 仅 0.7 倍。以 $PB = (ROE - g) / (COE - g)$ 进行计算，我们假设行业 ROE 为 13.7%，股息增长率为 3%，无风险利率为 4%，从而得到 0.7 倍的 PB 对应着行业股权融资成本为 18.29%，风险溢价为 14.29%。也就是说，0.7 倍 PB 隐含的行业不良率达 14.29%，而行业资本充足率只有 13.68%，因此这一估值已经反映了市场最悲观预期，估值底部确立。

综合以上三大因素，银行板块从 7 月初开始迎来了一波强势反弹行情。

跨行业比较：收益最高

与其他行业相比，银行板块累积收益最高。2018 年全年，29 大行业板块累计收益率均为负，但银行只有下跌 7.43%，收益明显要领先其他行业。累计收益率排第二的是餐饮旅游业，累积收益-8.57%。而其他行业累积跌幅都要超过两位数，有色金属行业累积跌幅更是接近 40%，更进一步凸显了银行板块在 2018 年的估值优势。

图表31： 2018 年年初至 11 月 28 日各行业累积涨跌幅



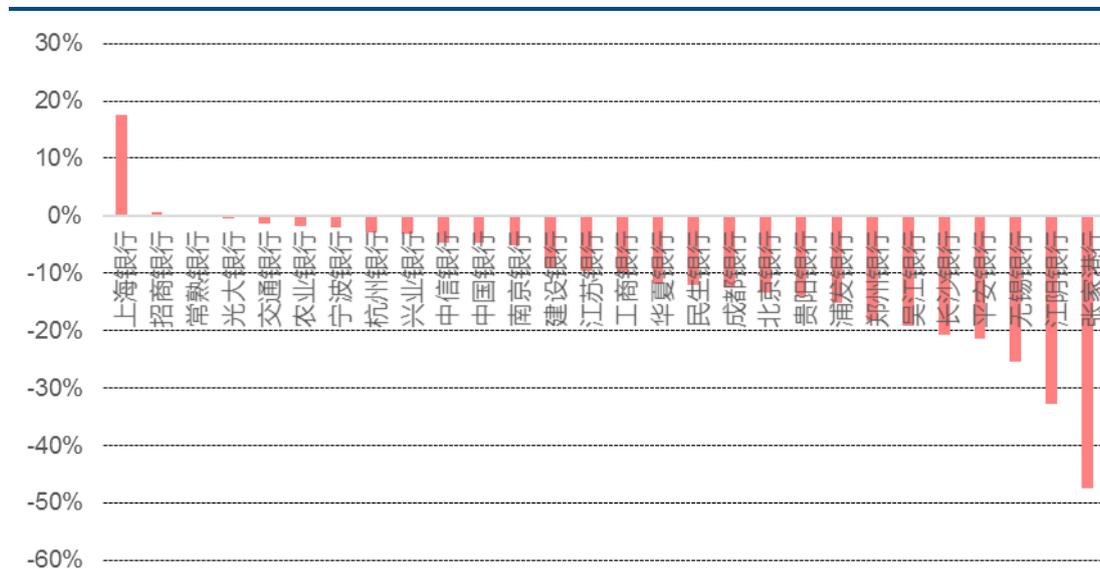
资料来源：中信建投证券研究发展部

个股比较：上海银行累积收益遥遥领先

在 28 家上市银行中，上海银行在本年获得累积收益 17.49%，遥遥领先于其他银行，其零售转型成效和风控能力的提升得到了市场的广泛的认可。此外，股份行中，招商银行和光大银行均有不错的表现，本年累计涨跌幅分别为 0.63%和-0.46%，分别排第 2 和第 4 位。次新股中，常熟银行获得累积收益-0.07%，排第 3 位。

跌幅最大的三家银行分别为无锡银行、江阴银行和张家港行，全年累积下跌 25.37%、32.71%和 47.45%。

图表32： 28 家上市银行累积涨跌幅（2018 年年初至 11 月 28 日）



资料来源：中信建投证券研究发展部

投资主线和个股比较

(一) 上市银行 NIM-不良率指标比较：股份行是优选

风控强，盈利高的银行股，在第 2 象限，主要表现是：不良率最低和 NIM 最高。包括：常熟、北京、无锡、招行、贵阳、工行、建行；

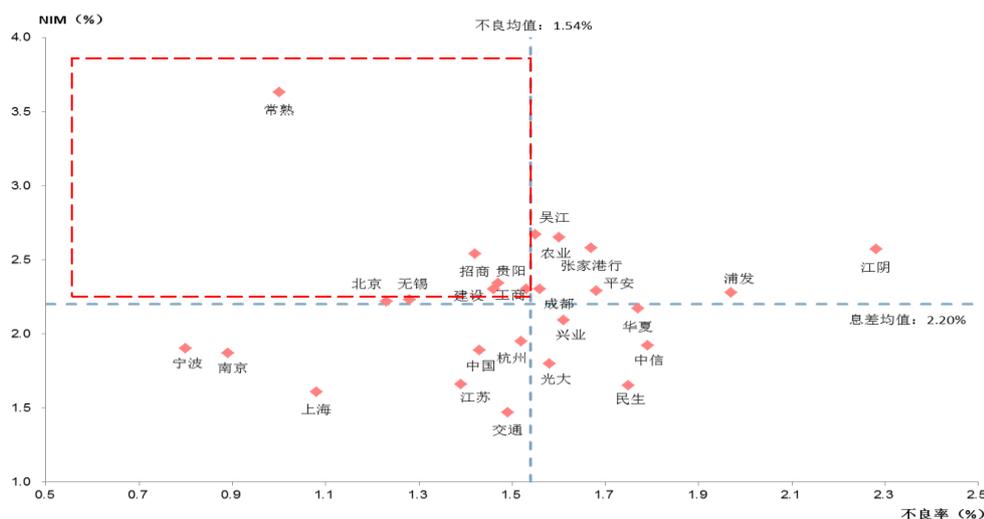
不良暴露充分，NIM 有改善的银行股，在 4 象限，主要表现是：不良率相对较高，NIM 处于低位。包括：光大、兴业、中信、民生、华夏。都是股份制银行。

我们同时也发现：大部分银行：NIM 和不良率在行业均值附近，偏离行业均值的银行是：股份制中的浦发（高不良率）；城商行中的宁波、南京、上海（低不良率低 NIM）；农商行中的常熟银行（低不良率，高 NIM），江阴银行（高不良率，高 NIM）。

我们预计 2019 年，行业基本面整体的变化是：NIM 小幅回升，而不良率回升会比较明显。从而我们认为：NIM 越低、不良率越高的银行更好。因为：在整体 NIM 回升弹性乏力的背景下，NIM 越低，弹性越大；同时在不良率回升的背景下，不良率越高，不良暴露充分后，不良率在继续提升的幅度也相对有限。按照这种逻辑，第四象限的标的最符合，同时第三象限的标的也由选择的空间，但是需要 NIM 相对较低，浦发和平安符合。

从而，按照这个维度，股份制银行是相对受益的，NIM 低，同时不良率相对高，而且在 17 年不良已经有过一波的释放，在这其中：浦发、民生值得重点关注。另外，常熟银行显然是独树一帜的标的，行业内最高 NIM 和相对低的不良率。

图表33：上市银行 3 季度 NIM-不良率相关关系图



资料来源: 中信建投证券研究发展部

（二）上市银行 PB-净利润增速关系图：股份行是优选

在净利润增速和 PB 估值的对比图中，可以看出：基本上符合线性关系，高业绩增速对应高的估值，低业绩增速对应低的估值。分别在第一象限和第三象限内。而江阴银行是个特例，低业绩增速，对应相对较高的估值，在第二象限内部。最奇怪的是位于第四象限银行股，高的业绩增长却没有获得高的估值。

我们详细分析了第三象限和第四象限。

第三象限主要是两类银行：大行（工行、建行、中行、交行），股份制（浦发、中信、平安、民生、华夏）。相对而言，股份制机会更大。

大行估值已经接近行业均值，整体机会不大；但是股份制中，浦发和平安机会会比较大。浦发银行不良出清，不良率预计会继续下降，而由于基数效应，18 年盈利增速低，19 年维持高增长概率大；同时平安银行由于零售转型，整体的不良率依然会继续下行，同时经历三年转型后，也将进入业绩的释放期，盈利能力回升到 10%，有比较高的概率。

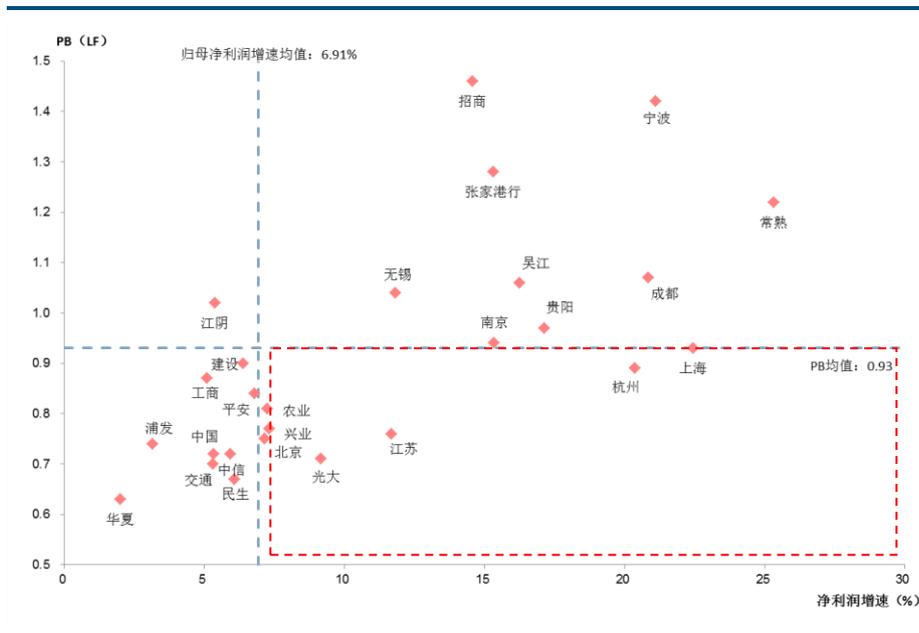
第四象限的原因是：其资产质量存隐忧。这类标的有修复的必要。

（1）分别是：上海、杭州、江苏、这三家城商行。净利润增速在 10% 以上，而 PB 在 0.9 倍以下。对比 NIM-不良率，这三家银行都位于上图的第三象限内，主要是 NIM 相对较低，从而在估值上没有体现出现，而且也可能同关注类贷款占比相对高没，有关系，资产质量的隐忧在。

（2）另外，光大、兴业、农行和北京，这四家净利润增速相对高，而估值相对较低。比如：农行尽管业绩增速高于工行和建行，但是其不良率尽管改善最多，但依然高于工行和建行，从而估值低于这两家。我们预计：北京、兴业、光大这三家银行其资产质量上有也存在类似的问题。对照上图，兴业、光大都位于第四象限中。

由于 2019 年，行业基本面并非全面改善，业绩增速也就环比小幅改善，行业整体的盈利增速和估值格局基本上维持不变，净利润增速超预期而估值又相对较低的标的机会更大，第三象限的标的比较适合。

图表34：上市银行3季度PB-净利润增速相关关系图



资料来源：中信建投证券研究发展部

（三）选股的基本面指标：

其一、负债端：同业负债占比，越高越好

逻辑同 18 年，同业负债占比高，受益同业负债利率下行。从银行类型来看，股份制、城商行占比最高，分别为 19%，14%。从个股看，兴业、上海、民生、浦发、光大，占高于 15%，兴业、上海、民生、浦发同业负债占比更高，达到 26%，25%，22%，21%。

所以，股份制银行和上海银行更加受益于同业成本率的下行。

图表35：2018 年前三季度上市银行同业负债情况

证券简称	同业负债占比				较 4Q17 变化
	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	
工商银行	11.50%	9.93%	9.88%	10.02%	-1.47%
农业银行	8.02%	6.43%	7.27%	7.34%	-0.68%
中国银行	10.76%	10.37%	10.82%	11.25%	0.49%
建设银行	8.83%	8.14%	8.39%	8.33%	-0.50%
交通银行	22.12%	16.46%	16.89%	17.44%	-4.68%
兴业银行	31.09%	29.83%	32.18%	26.00%	-5.09%
招商银行	14.40%	14.11%	13.44%	11.79%	-2.62%
浦发银行	28.70%	25.18%	24.40%	20.67%	-8.03%
民生银行	25.82%	24.58%	23.81%	22.01%	-3.81%
中信银行	19.18%	14.84%	15.26%	17.50%	-1.68%

同业负债占比					
光大银行	19.29%	18.00%	20.08%	19.02%	-0.28%
平安银行	15.37%	15.36%	14.89%	13.54%	-1.83%
华夏银行	15.66%	14.96%	15.80%	13.94%	-1.72%
北京银行	17.60%	16.28%	16.34%	16.00%	-1.60%
南京银行	9.54%	6.72%	6.41%	7.14%	-2.40%
宁波银行	17.22%	12.68%	10.18%	8.32%	-8.91%
江苏银行	18.88%	17.65%	13.32%	11.91%	-6.98%
上海银行	27.65%	24.57%	25.42%	25.03%	-2.62%
杭州银行	17.07%	17.56%	15.06%	15.03%	-2.04%
贵阳银行	11.41%	7.45%	6.49%	6.57%	-4.84%
成都银行	16.25%	15.73%	16.04%	13.33%	-2.91%
郑州银行	7.90%	10.05%	5.98%	6.43%	-1.47%
长沙银行	6.44%	6.47%	7.18%	5.21%	-1.23%
常熟银行	11.57%	10.03%	8.12%	7.64%	-3.93%
无锡银行	7.03%	7.04%	5.95%	4.31%	-2.72%
江阴银行	12.77%	15.18%	10.23%	7.90%	-4.87%
张家港行	16.39%	15.30%	15.03%	13.98%	-2.41%
吴江银行	8.31%	9.22%	7.91%	7.41%	-0.91%
大行	10.98%	9.46%	9.81%	9.98%	-1.00%
股份行	22.26%	20.51%	20.79%	18.69%	-3.57%
城商行	17.53%	15.65%	14.38%	13.78%	-3.75%
农商行	9.78%	10.10%	8.84%	7.33%	-2.45%
整体	14.51%	12.85%	13.08%	12.53%	-1.98%

数据来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

其二、资产端: 小微和零售占比高, 越高越好

按照 125 的建议, 商业银行需要增加对民营企业的贷款投放力度, 尽管不是强制性监管要求, 但是指导意见非常清晰。那小微贷款占对公贷款的比重越高, 其实面对的压力越小。我们同统计的数据显示: 南京和兴业中小微贷款/对公贷款的比重接近 50%, 压力相对较小; 而光大、建行、北京的占比最低, 相对压力大。

图表36: 上市银行中小微企业贷款占比比较 (2018 年二季度末)

	中小微 (含小微)	对公贷款	占比
南京	1619	3227	50%
兴业	7653	15872	48%
华夏	3569	11466	31%
中信	4971	18895	26%
工行	21800	93414	23%
民生	4066	18809	22%
招商	3347	17817	19%
光大	1113	12752	9%

	中小微（含小微）	对公贷款	占比
建行	4913	66431	7%
北京	470	8692	5%
合计	53521	267375	20%

资料来源：中信建投证券研究发展部

而从定价能力来看，零售贷款占比高，更有助于 NIM。从各类银行看，股份制和大型银行，零售占比最高，分别达到：41%，37%。从个股看，平安、招行、常熟、建行、光大、浦发的占比高，分别为 54%，48%，48%，41%，41%，40%。城商行中，杭州、宁波的占比最高，达到 35%，32%；

图表37：上市银行零售信贷业务发展情况（百万元）

	零售贷款占比		变化
	4Q17	2Q18	
工商银行	34.75%	35.58%	0.83%
农业银行	37.37%	37.92%	0.55%
中国银行	36.01%	36.48%	0.47%
建设银行	40.25%	41.27%	1.01%
交通银行	31.63%	32.70%	1.06%
兴业银行	37.47%	38.05%	0.58%
招商银行	50.08%	48.24%	-1.83%
浦发银行	38.88%	40.05%	1.16%
民生银行	39.41%	38.37%	-1.05%
中信银行	38.52%	38.34%	-0.18%
光大银行	40.85%	41.84%	0.99%
平安银行	49.82%	54.03%	4.21%
华夏银行	23.18%	24.21%	1.03%
北京银行	28.65%	27.69%	-0.96%
南京银行	22.97%	24.56%	1.59%
宁波银行	30.52%	32.33%	1.81%
江苏银行	25.14%	26.09%	0.95%
上海银行	26.21%	29.05%	2.84%
杭州银行	33.01%	34.69%	1.68%
贵阳银行	23.88%	24.72%	0.84%
成都银行	26.86%	26.48%	-0.38%
常熟银行	47.76%	48.20%	0.44%
无锡银行	13.99%	13.32%	-0.68%
江阴银行	9.69%	10.61%	0.91%
张家港行	26.06%	25.52%	-0.54%
吴江银行	13.52%	15.03%	1.50%
大行	36.61%	37.36%	0.75%
股份行	40.73%	41.01%	0.28%
城商行	27.21%	28.09%	0.88%

零售贷款占比			
农商行	23.88%	24.49%	0.60%
整体	37.18%	37.80%	0.62%

资料来源：中信建投证券研究发展部

对应的零售业务对税前利润的贡献中，股份制和大行的占比最高，分别为：46%，40%；从个股上看，平安、招商的零售利润贡献分别在 67.89% 和 54.44%。此外，光大银行零售利润贡献达 46.73%。建行、农行的占比也非常高，达到 44%。

比较以上两个指标，我们发现部分银行零售业务占净利润的比重高于零售贷款占总贷款的比重，部分是低于的。我们认为：因为零售业务属于高成本投入的业务类型，只有在成本开始下降时，零售业务税前利润占比才会显著提高。其中：平安、招行、光大、宁波、建行、农行，属于第一类，其零售业务的成本已经开始下降；而杭州、常熟属于第二类，零售端成本的优势尚未显现出来。

从而，结合零售贷款占比和零售税前利润贡献，平安、招行、光大、宁波、建行其零售业务发展成效显著。

图表38： 2018年上半年上市公司零售业务对集团的贡献情况

	零售税前利润占比		
	2017	2018Q2	变化
工商银行	37.80%	39.98%	2.18%
农业银行	47.66%	43.99%	-3.67%
中国银行	36.33%	36.62%	0.29%
建设银行	45.94%	44.50%	-1.45%
交通银行	30.48%	23.39%	-7.09%
招商银行	53.39%	54.44%	1.05%
民生银行	25.69%	30.68%	4.99%
中信银行	38.80%	35.88%	-2.92%
光大银行	34.54%	46.73%	12.19%
平安银行	67.62%	67.89%	0.27%
北京银行	24.76%	21.66%	-3.10%
南京银行	5.63%	6.47%	0.83%
宁波银行	34.86%	34.56%	-0.30%
江苏银行	28.25%	30.78%	2.52%
上海银行	18.51%	18.43%	-0.08%
杭州银行	19.51%	27.24%	7.73%
贵阳银行	15.29%	37.74%	22.45%
成都银行	28.31%	19.90%	-8.42%
常熟银行	43.00%	38.33%	-4.68%
无锡银行	10.23%	18.74%	8.51%
江阴银行	9.96%	130.80%	120.84%
张家港行	17.29%	13.25%	-4.04%
吴江银行	13.43%	27.28%	13.85%

	零售税前利润占比		
大行	41.00%	40.15%	-0.84%
股份行	43.27%	46.09%	2.83%
城商行	22.13%	22.65%	0.52%
农商行	21.98%	36.16%	14.18%
整体	40.26%	40.17%	-0.08%

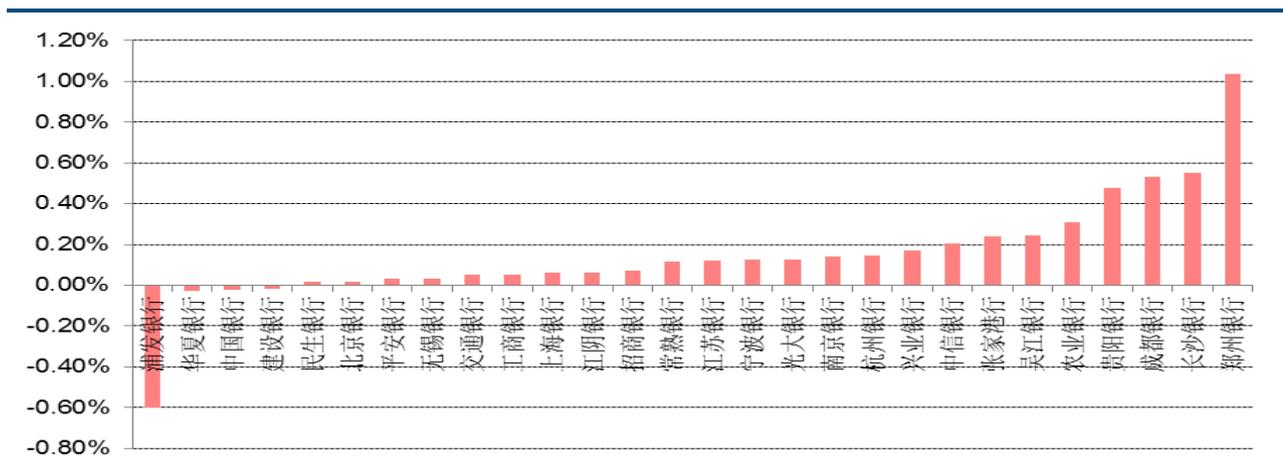
资料来源：中信建投证券研究发展部

其三、资产端：不良生成率越低越好

从各类银行来看，大行和农商行的最低，而股份制和城商行的偏高。从个股上来看，农行、招行、浦发的在下降，不良贷款和不良率维持双降；常熟、无锡、中行、建行的不良生成率在 0.10% 以下。

从不良生成率较年初的来看的，只有股份制银行下降。股份制资产端的改善更加显著

图表39： 3Q18 上市银行毛不良生成率较 2017 年末的变化情况



资料来源：Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表40： 2018 年前三季度毛不良生成率情况

	年化：不良贷款毛生成率				变化
	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	
工商银行	0.07%	0.11%	0.13%	0.12%	0.05%
农业银行	-0.38%	-0.26%	-0.15%	-0.07%	0.31%
中国银行	0.12%	0.04%	0.09%	0.10%	-0.02%
建设银行	0.12%	0.13%	0.10%	0.10%	-0.02%
交通银行	0.11%	0.33%	0.21%	0.16%	0.05%
兴业银行	0.20%	0.26%	0.33%	0.38%	0.17%
招商银行	-0.11%	-0.27%	-0.11%	-0.04%	0.07%
浦发银行	0.59%	0.08%	0.03%	-0.01%	-0.60%
民生银行	0.26%	0.25%	0.34%	0.28%	0.01%
中信银行	0.18%	0.30%	0.45%	0.38%	0.21%

请参阅最后一页的重要声明

	年化：不良贷款毛生成率				
光大银行	0.21%	0.27%	0.14%	0.33%	0.13%
平安银行	0.22%	0.19%	0.23%	0.25%	0.03%
华夏银行	0.35%	0.46%	0.37%	0.32%	-0.03%
北京银行	0.22%	-4.97%	0.29%	0.23%	0.02%
南京银行	0.14%	0.16%	0.21%	0.28%	0.14%
宁波银行	0.02%	0.09%	0.11%	0.15%	0.13%
江苏银行	0.19%	0.26%	0.29%	0.31%	0.12%
上海银行	0.21%	0.16%	0.25%	0.27%	0.06%
杭州银行	0.21%	0.21%	0.26%	0.36%	0.15%
贵阳银行	0.22%	1.01%	0.42%	0.70%	0.48%
成都银行	-0.36%	0.19%	0.13%	0.17%	0.53%
郑州银行	-0.04%	-0.03%	-0.01%	0.99%	1.03%
长沙银行	0.02%	0.06%	0.04%	0.57%	0.55%
常熟银行	-0.07%	-0.05%	-0.02%	0.05%	0.12%
无锡银行	0.03%	0.13%	0.09%	0.07%	0.03%
江阴银行	0.14%	0.22%	0.12%	0.20%	0.06%
张家港行	0.00%	0.25%	0.22%	0.24%	0.24%
吴江银行	-0.01%	-0.12%	-0.10%	0.23%	0.24%
大行	0.01%	0.04%	0.06%	0.08%	0.07%
股份行	0.22%	0.15%	0.20%	0.21%	-0.01%
城商行	0.18%	-1.09%	0.29%	0.31%	0.13%
农商行	0.02%	0.08%	0.06%	0.14%	0.13%
整体	0.07%	0.01%	0.11%	0.12%	0.05%

资料来源：Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

其四、盈利端：中间业务收入增速，增速越高越好

从各类银行来看，大行和股份制同比正增长，而城商行和农商行负增长。个股上，兴业、光大、南京、长沙、吴江实现 10% 以上的增长。另外，浦发银行中收同比增速为-16%，预计 2019 年将逐步由负转正。

图表41：上市银行中间业务同比增速

	中间业务同比增速		
	2017 年	2018 年上半年	2018 年前三季度
工商银行	-3.69%	3.38%	5.66%
农业银行	-19.83%	2.76%	7.27%
中国银行	0.03%	-2.03%	-1.98%
建设银行	-0.60%	1.36%	3.07%
交通银行	10.21%	-0.37%	2.56%
兴业银行	5.98%	9.87%	13.35%
招商银行	5.18%	7.82%	7.39%
浦发银行	12.01%	-17.78%	-15.70%

	中间业务同比增速		
民生银行	-8.65%	-0.61%	-0.03%
中信银行	10.83%	-3.95%	-4.71%
光大银行	9.47%	14.91%	17.75%
平安银行	10.10%	13.91%	2.35%
华夏银行	25.59%	-2.02%	-5.50%
北京银行	10.21%	-22.33%	-21.50%
南京银行	-8.73%	17.26%	17.45%
宁波银行	-2.43%	-14.19%	-9.14%
江苏银行	-0.73%	-11.24%	-11.67%
上海银行	1.61%	-2.16%	-2.77%
杭州银行	-21.64%	-24.94%	-23.81%
贵阳银行	-0.44%	-7.01%	-13.15%
成都银行	-15.53%	-36.34%	-31.30%
郑州银行	53.58%	5.42%	-10.00%
长沙银行	29.31%	45.76%	48.28%
常熟银行	42.16%	24.07%	2.74%
无锡银行	-9.19%	-57.10%	-51.76%
江阴银行	7.40%	-19.09%	-9.87%
张家港行	-9.02%	-29.25%	-45.71%
吴江银行	9.92%	-18.33%	12.38%
大行	-4.23%	1.40%	3.50%
股份行	6.43%	2.16%	1.68%
城商行	2.48%	-10.52%	-9.88%
农商行	15.07%	-12.85%	-17.22%
整体	0.03%	1.09%	2.14%

资料来源：中信建投证券研究发展部

（四）结论：

从以上的比较来看，股份制银行在各个方面都相对受益。其一、同业负债占比高；其二、零售贷款占比高，零售税前利润占比高；其三、不良生成率开始下降；其四、中间业务收入同比实现正增长。

招行：零售税前利润占比高，不良生成率为负，中间业务实现高增长；资管业务领先；

浦发：同业负债占比高；零售贷款占比高；不良生成率为负；未来中收实现正增长；资管业务领先；

平安：零售税前利润占比行业内最高了；中收维持正增长；

民生：同业负债占比高；不良生成率在下降；中收有望正增长；

上海：同业负债占比高；零售贷款增快；中收有望恢复正增长；

宁波：零售税前利润占比高与零售贷款占比，不良生成率低；

常熟银行：独特的基本面，行业内最高的 NIM 和较低的不良率；

2019 年 A 股银行股估值水平前瞻

本节我们尝试对 2019 年 A 股银行整体估值水平做前瞻性判断。我们基于以下思路对银行整体估值做预测。首先，我们预测 2019 年银行板块整体 ROE 水平；其次，根据往年 ROE 与 PB 之间的相关性推断 PB 的可能区间；最后，本着 PB、PE 相结合的原则，我们推断 PE 的估值区间。

对于 ROE 的预测，我们仍然基于行业的杜邦分解公式，具体如下：

银行 ROE=权益倍数×净息差×贷资比×(1+中间业务占比)×(1-成本收入比)×(1-新增拨备占比)

该 ROE 分解等式包含了银行业关键的六大指标，分别为权益倍数、净息差、贷资比、中间业务占比、成本收入比、新增拨备占比。这六大指标具体又与银行资本充足率管理、行业息差水平、资产结构、中间业务发展、运营成本、资产质量等方面息息相关，可以作为趋势判断的基础。此外，我们在具体计算时额外加了误差调整项，以比较计算结果与实际 ROE 之间的误差。

利用近 6 年数据及趋势分析，我们认为：**2019 年银行板块整体 ROE 处于 12.95%与 15.14%之间，正常状态下为 14.01%。**

图表42： 2019 年 A 股银行 ROE 预测表

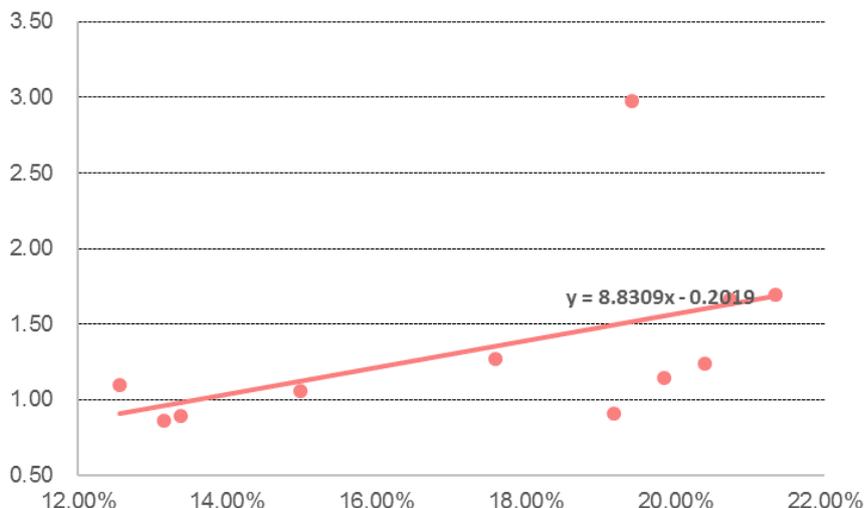
	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (E))	2019E		
							最差	正常	最好
权益倍数	15.44	14.34	13.75	13.89	13.31	13.03	13.50	14.00	14.50
净息差	2.68%	2.70%	2.54%	2.22%	2.10%	2.17%	2.16%	2.18%	2.20%
贷资比	50.18%	50.29%	49.24%	48.66%	50.68%	52.29%	52.00%	53.00%	54.00%
中间业务收入占比	19.24%	19.25%	20.19%	21.64%	21.06%	20.53%	19.50%	20.50%	21.50%
成本收入比	30.88%	29.38%	27.82%	28.00%	28.28%	25.37%	27.00%	26.00%	25.00%
新增拨备占比	9.13%	12.96%	18.03%	20.89%	22.00%	22.75%	24.00%	23.00%	22.00%
考虑误差项前 ROE 预测值	15.56%	14.27%	12.23%	10.39%	9.59%	10.28%	10.05%	11.11%	12.24%
误差项	3.61%	3.32%	2.75%	2.99%	2.97%	2.87%	2.90%	2.90%	2.90%
实际 ROE	19.17%	17.59%	14.98%	13.38%	12.56%	13.15%	12.95%	14.01%	15.14%

资料来源：中信建投证券研究发展部

我们通过拟合近 11 年以来 PB 与 ROE 之间的关系，发现 PB 大致等于 8.8309 乘 ROE，再减去截距项 0.2019。因此，我们认为在 2019 年 ROE 预测值为 14.01%，预测区间为[12.95%， 15.14%]的情况下，相应的 PB 预测值为 1.04，预测区间为[0.94， 1.14]。

此外，由于 $PE \times ROE = PB$ ，因此相应的 PE 预测值为 7.39，预测区间为[7.27， 7.50]。

图表43： 2008-2018Q3 年 PB 与 ROE 的关系



资料来源：中信建投证券研究发展部

投资建议

（一）行情的节奏

我们判断：上半年银行股趋势向上，更加看好 2 季度，下半年回落是大概率事件。更加看好股份制银行。

上半年银行股趋势向上主要原因是：其一、无风险利率继续下降；其二、NIM 上半年向上；不良率回升幅度相对有限；其三、上半年，新增社融同比实现正增长

更看好 2 季度主要原因是：其一、4 月初开始，新增社融同比将逐步恢复正增长，宽信用实现；而前三个月由于基数效应，预计依然同比负增长；其二、二季度，没有银行次新股解禁，1 月成都银行第一次解禁；其三、地方政府债务问题大概率开始解决，方式：用地方政府专项债代替城投债；会计准则的变化；

下半年回落的主要原因是：其一、NIM 在下半年环比下降；其二、不良率在下半年大幅回升；其三、银行次新股解禁压力。9 家 16 年 8 月后陆续上市的银行股进入第二次解禁期，18 年 9 月上市的郑州银行和长沙银行，进入第一次解禁。

（二）重点推荐标的

我们预测 18/19 年行业净利润同比增长 7.5%/8%，维持行业“增持”评级。

我们认为：上半年适宜增加股份行的配置，下半年，可增加大行的配置；

我们重点推荐：工行；优质银行股、浦发、平安、民生；宁波、上海；常熟。

工行：大零售战略持续推进；资产质量改善；资管业务行业内领先。

浦发：同业负债占比高；零售贷款占比高；不良生成率为负；未来中收实现正增长；资管业务领先；

平安：零售税前利润占比行业内最高了；中收维持正增长；

民生：同业负债占比高；不良生成率在下降；中收有望正增长；

上海：同业负债占比高；零售贷款增快；中收有望恢复正增长；

宁波：零售税前利润占比高与零售贷款占比，不良生成率低；

常熟银行：独特的基本面，行业内最高的 NIM 和较低的不良率；零售端优势；小市值溢价；

主要风险点

解禁压力存在。九家银行次新股解禁时间及规模统计：2019 年 8 月开始，有近 9 家上市银行进入第二次解禁，而且占股份比重超 50%；另外，成都银行将在 2019 年 1 月底第一次解禁，长沙银行和郑州银行在 2019 年 9 月开始也将进入第一次解禁。

图表44： 银行次新股解禁时间及规模

银行	解禁时间	解禁规模（万股）	解禁当前市值	占总股本比例（%）
无锡银行	2019/9/23	205004	94.9615	57.16
江苏银行	2019/8/2	574960.39	478.367	40.2
常熟银行	2019/9/30	228145	100.5622	55.58
江阴银行	2019/9/2	104906.1	102.5982	59.36
贵阳银行	2019/8/16	93385	138.864	40.63
杭州银行	2020/6/12	13409	17.5517	3.66
	2019/12/31	21000	27.489	5.73
	2019/11/27	11928	15.6138	3.26
	2019/10/27	288497	214.4934	44.72
上海银行	2020/6/10	18371	32.4257	2.35
	2019/11/16	351638	620.6419	45.05
吴江银行	2019/11/29	130254	97.1001	64.91
张家港行	2020/1/24	77616	104.3938	42.94
成都银行	2021/2/1	170337	149.8968	47.1554
	2019/1/31	154765	136.1933	42.8445
合计		361224.5		100
长沙银行	2021/9/27	216113	204.4426	63.1621
	2019/9/26	91827.2	86.8685	26.8379
合计		342155.7		100
郑州银行	2021/9/20	287959	160.9692	48.6259
	2019/9/19	92433.9	51.6706	15.6087
合计		440392.9		74.37

资料来源：中信建投证券研究发展部

图表45： A 股上市银行盈利预测表

	EPS				BVPS			
	2016A	2017A	2018E	2019E	2016A	2017A	2018E	2019E
工行	0.79	0.80	0.85	0.91	5.02	5.97	6.82	7.73
建行	0.93	0.97	1.04	1.15	6.31	7.12	7.94	8.70
中行	0.56	0.59	0.62	0.67	4.80	5.08	5.61	6.04
农行	0.57	0.60	0.65	0.71	4.06	4.21	4.91	5.40
交通	0.91	0.95	1.00	1.09	8.47	9.04	9.78	10.63
招商	2.46	2.78	3.21	3.80	15.95	19.04	20.48	23.49
民生	1.32	1.37	1.00	1.08	9.65	10.68	8.28	9.05
平安	1.32	1.35	1.45	1.63	11.77	12.93	13.68	15.15
浦发	2.46	1.85	1.93	2.08	17.02	14.49	16.43	18.51
华夏	1.85	1.55	1.59	1.67	12.36	13.11	14.69	16.26
中信	0.85	0.87	0.90	0.97	7.75	8.17	8.34	9.12
兴业	2.85	2.78	3.01	3.35	18.38	20.07	22.90	26.06
光大	0.65	0.60	0.63	0.70	4.72	5.81	5.90	6.40
北京	0.91	0.95	1.00	1.10	8.47	9.04	9.78	10.63
南京	1.35	1.14	1.32	1.57	10.22	7.94	8.87	9.65
宁波	2.00	1.84	2.20	2.78	12.70	11.26	13.49	16.07
江苏	0.92	1.03	1.16	1.31	7.16	9.63	10.47	11.40
贵阳	1.59	1.97	2.31	2.70	7.89	10.75	12.96	15.27
杭州	1.52	1.24	1.08	1.30	14.73	14.14	10.61	11.19
上海	2.38	1.96	1.77	2.21	19.28	18.83	15.40	17.64
成都	0.79	1.20	1.32	1.66	6.74	7.68	8.39	9.53
郑州		0.80	0.75	0.81		6.05	6.30	7.24
长沙		1.29	1.30	1.46		7.56	8.70	9.97
吴江	0.58	0.50	0.59	0.71	6.98	5.78	6.10	6.60
常熟	0.47	0.57	0.72	0.92	4.43	4.71	5.17	5.98
无锡	0.48	0.54	0.60	0.76	4.75	5.01	5.35	5.89
江阴	0.44	0.46	0.48	0.55	4.95	5.18	5.47	5.80
张家港	0.42	0.42	0.49	0.57	4.50	4.58	5.39	5.96

资料来源：中信建投证券研究发展部

图表46： A 股上市银行估值表

	PE				PB			
	2016A	2017A	2018E	2019E	2016A	2017A	2018E	2019E
工行	6.77	6.77	6.67	6.28	1.07	0.90	0.78	0.69
建行	7.16	6.84	6.37	5.76	1.05	0.93	0.84	0.76
中行	6.44	6.15	5.81	5.38	0.75	0.71	0.64	0.60
农行	6.32	6.02	5.51	5.04	0.88	0.85	0.73	0.66

请参阅最后一页的重要声明

	PE				PB			
交通	6.47	6.20	5.86	5.36	0.69	0.65	0.60	0.55
招商	11.61	10.27	8.91	7.52	1.79	1.50	1.40	1.22
民生	4.58	4.45	6.06	5.60	0.63	0.57	0.73	0.67
平安	7.81	7.61	7.11	6.32	0.87	0.79	0.75	0.68
浦发	4.43	5.89	5.64	5.24	0.64	0.75	0.66	0.59
华夏	4.18	4.97	4.87	4.63	0.62	0.59	0.53	0.47
中信	6.62	6.47	6.25	5.80	0.73	0.69	0.67	0.62
兴业	5.62	5.77	5.33	4.78	0.87	0.80	0.70	0.62
光大	5.93	6.41	6.06	5.47	0.82	0.66	0.65	0.60
北京	6.63	6.35	5.98	5.48	0.71	0.66	0.61	0.56
南京	5.14	6.10	5.28	4.44	0.68	0.88	0.78	0.72
宁波	8.37	9.11	7.61	6.04	1.32	1.49	1.24	1.04
江苏	6.82	6.09	5.42	4.81	0.88	0.65	0.60	0.55
贵阳	7.00	5.64	4.80	4.12	1.41	1.03	0.86	0.73
杭州	5.06	6.21	7.14	5.93	0.52	0.55	0.73	0.69
上海	4.84	5.88	6.53	5.24	0.60	0.61	0.75	0.65
成都	10.62	7.00	6.37	5.06	1.25	1.10	1.00	0.88
郑州		6.54	7.04	6.53		0.87	0.84	0.73
长沙		6.85	6.83	6.06		1.17	1.02	0.89
吴江	10.83	12.52	10.69	8.88	0.91	1.09	1.04	0.96
常熟	14.12	11.62	9.20	7.20	1.49	1.40	1.28	1.11
无锡	11.71	10.42	9.41	7.36	1.18	1.12	1.05	0.95
江阴	12.09	11.63	10.99	9.62	1.07	1.03	0.97	0.92
张家港	13.76	13.81	11.92	10.15	1.29	1.27	1.08	0.98

资料来源：中信建投证券研究发展部

分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席，金融组组长。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2017 年获得《金融市场研究》杂志五周年十佳“优秀青年作者”荣誉。2018 年获得最佳行业“金牛分析师”奖；“wind 金牌分析师”银行业第二名；“最佳分析师”量化评选银行业第二名，连续 5 年累计排名银行业第一名。

研究助理

方才：南开大学金融学博士，2017 年加入中信建投研究发展部。2018 年获得“wind 金牌分析师”银行业第二名

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
高思雨 gaosiyu@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn
朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛姣 xuejiao@csc.com.cn
许敏 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859