

# 银行

证券研究报告

2019年06月16日

## 下半年信贷投放与社融怎么看？

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

廖志明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517070001

liaozhiming@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《银行-行业点评:5月金融数据点评:增长平稳》 2019-06-12
- 《银行-行业研究简报:5月金融数据或超预期》 2019-06-05
- 《银行-行业研究简报:6月策略:大行性价比明显提升》 2019-05-31

### 前5月信贷投放较多,但信贷需求难乐观

信贷总量大而结构一般。19年前5月新增贷款8.01万亿元,同比多增0.82万亿。但从结构去看,虽然企业贷款多增较多,但多增主要来自票据融资,而企业中长期贷款同比略微少增。从央行银行家调查结果来看,信贷需求改善明显的是小型企业,19Q1大中型企业信贷需求指数仍明显低于18Q1。

**多因素制约企业信贷需求。**在贸易摩擦及全球经济增长放缓等不确定性下,部分企业扩大投资动力不强;国企控制资产负债率,优质企业贷款需求减弱;以及地方政府隐性债务控制,棚改贷款及融资平台贷款需求受影响。

### 下半年信贷投放节奏或放缓,预计19年新增贷款16.5万亿

考虑到下半年企业贷款需求不乐观,专项债新政虽有提振作用,但由于条件严格,作用或有限。不够旺盛的企业信贷需求制约信贷投放。另外,高风险机构处置影响外溢可能使得部分中小行同业负债以及企业存款吸收能力下降,负债的被动下降或使其信贷投放受影响。

此外,个贷俨然成为不少银行信贷投放重心,但当前住户部门杠杆率已明显上升,与互联网平台合作的消费贷款政策亦有收紧之可能,个贷虽能维持较快增长,但高增的压力隐现。

我们认为,下半年信贷投放节奏将略微放缓,预计全年新增贷款16.5万亿(18年为16.2万亿),余下6-12月的月均新增贷款1.21万亿元。

### 预计19年社融23万亿,社融增速10.7%

我们预计19年社融23万亿,社融增速10.7%。其中,对实体经济贷款(含外币贷款)16.45万亿,表外融资-0.32万亿,直接融资5.06万亿(其中专项债2.15万亿),其他融资(贷款核销等)1.81万亿。19年前5月社融10.96万亿,月均2.19万亿;预计余下5-12月月均社融1.72万亿。

我们预计6-8月份专项债发行将明显放量,支撑社融增速进一步走高。19Q4社融增速将有所回落。我们预计19年社融增速相比18年上升1个百分点,明显低于09年和16年的升幅,对经济的作用难乐观,但或能使得名义GDP增速企稳,部分对冲贸易摩擦之影响。

### 投资建议:银行板块基本面稳健,性价比凸显

基于对信用扩张偏谨慎的看法,由于银行板块基本面稳健,ROE较高且估值低股息率较高,或有较好的相对收益,攻守兼备,性价比凸显。

当前我们继续主推大行和低估值优质中型行-平安、光大等,攻守兼备。6月首推工行,资产质量优异、低估值较高股息率的大行龙头。

**风险提示:**贸易摩擦走向极端;资产质量大幅恶化;贷款利率显著下降等。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-06-14	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601398.SH	工商银行	5.74	增持	0.84	0.88	0.94	1.01	6.83	6.52	6.11	5.68
000001.SZ	平安银行	12.49	买入	1.45	1.69	2.05	2.47	8.61	7.39	6.09	5.06
600919.SH	江苏银行	7.23	买入	1.13	1.29	1.48	1.69	6.40	5.60	4.89	4.28
601818.SH	光大银行	3.94	买入	0.64	0.70	0.76	0.84	6.16	5.63	5.18	4.69
601288.SH	农业银行	3.76	买入	0.58	0.61	0.65	0.69	6.48	6.16	5.78	5.45

资料来源: 天风证券研究所,注: PE=收盘价/EPS



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 内容目录

1. 前 5 月信贷投放较多，但信贷需求难乐观	4
1.1. 前 5 月信贷投放较多，但结构一般	4
1.2. 信贷需求有改善，但不乐观	5
2. 哪些银行放贷多？-不同类型银行信贷需求感受有分化	6
2.1. 四大行为前 5 月信贷同比多增之主力	7
2.2. 四大行 19Q1 信贷投放节奏提前，股份行则偏慢	8
3. 信贷投放节奏或放缓，预计 19 年新增贷款 16.5 万亿	9
3.1. 19Q1 存款增长较快，但结构仍在恶化	9
3.2. 高风险机构处置影响外溢，中小行信贷投放或承压	10
3.3. 住户杠杆率上升较快，个贷高增压力隐现	11
3.4. 专项债新政提振信贷需求，但作用或有限	13
3.5. 预计下半年信贷投放略放缓，全年新增贷款 16.5 万亿	14
4. 预计全年社融 23 万亿，社融增速 10.7%	15
4.1. 企业债券净融资或低于预期，表外融资短期或延续小幅负增	15
4.2. 预计全年社融 23 万亿，社融增速 10.7%	16
5. 投资建议：银行板块基本面稳健，性价比凸显	17
6. 风险提示	18

## 图表目录

图 1：自 2007 年以来，19 年前 5 月新增贷款创新高（每年前 5 月新增贷款，亿元）	4
图 2：19 年前 5 月新增贷款中短贷及票据同比明显多增（亿元）	5
图 3：19 年 5 月企业贷款增量中票据融资贡献大幅上升（亿元）	5
图 4：小型企业贷款需求指数上升明显，中大型企业则较一般（%）	6
图 5：19 年初以来，制造投资增速持续走低，固定资产投资增速维持低位（%）	6
图 6：四大行为 19 年前 5 月信贷同比多增之主力（亿元）	7
图 7：四大行为 19 年前 5 月中长期贷款同比多增之主力（亿元）	7
图 8：19 年前 5 月，中小行票据融资增加较多（亿元）	7
图 9：19Q1 四大行和小行信贷投放节奏较快（亿元）	8
图 10：存款性公司概览变动（19 年前 5 月，亿元）	9
图 11：19Q1 大行结构性存款增加 5870 亿，中小行增加 9913 亿元；合计 1.58 万亿元（亿元）	10
图 12：银行负债成本率仍在缓慢上升过程中，股份行 18Q4 及 19Q1 负债成本率明显下降	10
图 13：19 年 5 月中旬以来，同业存单信用利差明显拉大（%）	11
图 14：2008-2017 年商业银行整体行业贷款占比变动	12
图 15：自 2016 年以来，年度住户新增贷款维持在 6 万亿元以上（亿元）	12
图 16：中国住户贷款增长较快，住户杠杆率已明显上升（亿元）	13

图 17: 住户消费贷款及住户短期贷款增长较快 (亿元) .....	13
图 18: 与互联网平台的合作使得消费贷渗透率提升 .....	13
图 19: 18 年 6 月-19 年 5 月期间专项债净融资以土地储备及棚改项目为主 (亿元) .....	14
图 20: 最新口径社融所包含的各项目 .....	15
图 21: 19 年前 5 月多数月份表外融资负增长 (亿元) .....	16
图 22: 预计 19Q3 社融增速达阶段性高点, 19Q4 社融增速环比微降 .....	17
表 1: 19 年 6-12 月各月份社融分项预测 (亿元) .....	16

## 1. 前 5 月信贷投放较多，但信贷需求难乐观

一般而言，社融增速领先名义 GDP 增速 1-2 个季度。我国的社会融资体系以间接融资为主，信贷的重要性不言而喻。因而，无论是股市亦或是债市投资者，都非常关注央行每月 11-15 号间披露的月度信贷数据。

信贷是投资的主要资金来源，在债务驱动的经济体中，投资对经济增长格外重要。因而，信贷对经济增长的影响很大。在我国，市场参与者经常通过分析信贷及社融数据来窥测经济当前情况以及并借以预测未来。

**信贷总量大而结构一般，融资需求难乐观。**19 年前 5 月新增贷款 8.01 万亿元，同比多增 0.82 万亿。但从结构去看，虽然企业贷款多增较多，但多增主要来自票据融资，而企业中长期贷款同比略微少增。从央行银行家调查结果来看，信贷需求改善明显的是小型企业，19Q1 大中型企业信贷需求指数仍明显低于 18Q1。

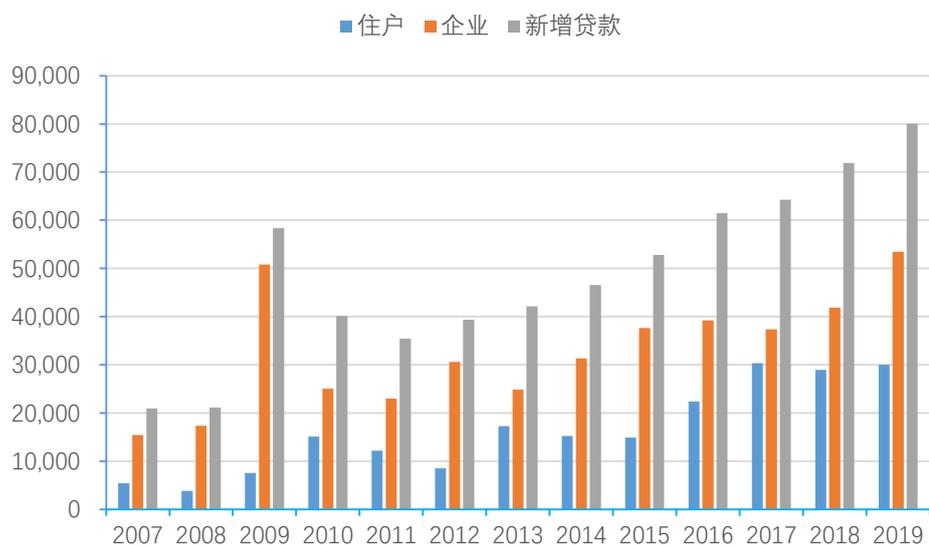
**多种因素制约企业信贷需求。**在贸易摩擦及全球经济增长放缓等不确定性下，部分企业扩大投资动力不强；国企控制资产负债率，优质企业贷款需求减弱；以及地方政府隐性债务控制，规范举债之下，棚改贷款及融资平台贷款受影响；由于货币政策宽松，企业发债成本低于贷款，直接融资对信贷有替代效应。

在货币政策偏宽松的大背景下，信贷投放的关键在于实体融资需求旺盛与否（及银行风险偏好）。尽管前 5 月信贷投放较多，但由于一般企业信贷需求不强，未来信贷投放压力仍存，逆周期调节力度或需加码，基建等逆周期需求仍可发力。

### 1.1. 前 5 月信贷投放较多，但结构一般

**19 年前 5 月信贷投放较多。**19 年前 5 月新增贷款 8.01 万亿元，同比多增 0.82 万亿；其中，住户贷款+3.00 万亿，企业贷款+5.35 万亿，企业贷款在前 5 月新增贷款中占比较高。19 年前 5 月 8.01 万亿的新增贷款量亦是历史同期新高了，绝对量很大。

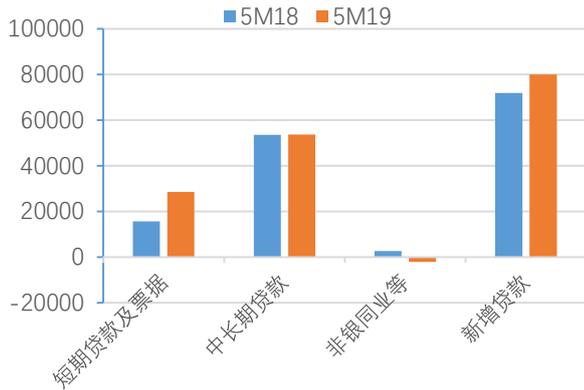
图 1：自 2007 年以来，19 年前 5 月新增贷款创新高（每年前 5 月新增贷款，亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

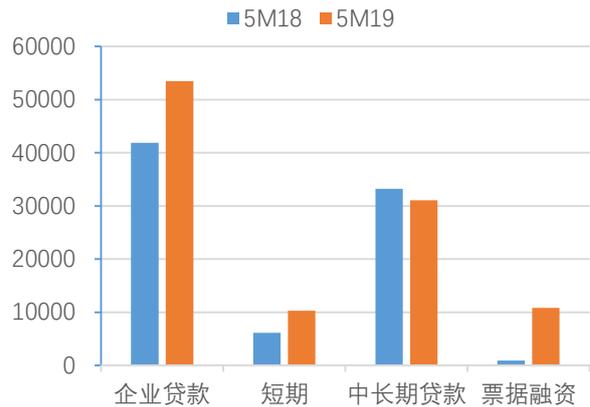
新增信贷结构一般。19 年前 5 月新增贷款 8.01 万亿，中长期贷款同比接近，多增主要来自短贷和票据融资；对公与个贷来看，企业贷款为同比多增之主力，个贷 3.00 万亿与 17/18 年同期接近。深入去看，19 年前 5 月新增贷款中企业中长期较 18 年同期略低，企业贷款多增主要是票据融资的贡献。一般而言，企业中长期贷款对应投资需求，短期贷款与票据融资对应企业日常经营资金需求。

图 2：19 年前 5 月新增贷款中短贷及票据同比明显多增（亿元）



资料来源：人民银行官网，天风证券研究所

图 3：19 年 5 月企业贷款增量中票据融资贡献大幅上升（亿元）



资料来源：人民银行官网，天风证券研究所

票据融资与企业短期贷款存有一定替代关系，票据融资成本较低，有利于降低实体经济融资成本。由于票据融资计入信贷，经常被银行当做信贷规模的“调节器”。一般来说，当企业融资需求不足、信贷额度充足时，银行会通过增加票据融资先把额度占上，待融资需求强劲、信贷额度紧缺时，可以通过减少票据融资来腾挪信贷额度，以增加一般企业贷款投放。

由于货币政策的逆周期性，经济下行压力大时为了托底经济，监管往往鼓励银行加大信贷投放，信贷额度较充裕。因而，新增贷款总量高有时并不代表信贷需求旺盛，可能只是额度充裕之体现。19 年前 5 月新增贷款总量虽高，但其结构中票据融资占比高反映出企业融资需求不够旺盛。

## 1.2. 信贷需求有改善，但不乐观

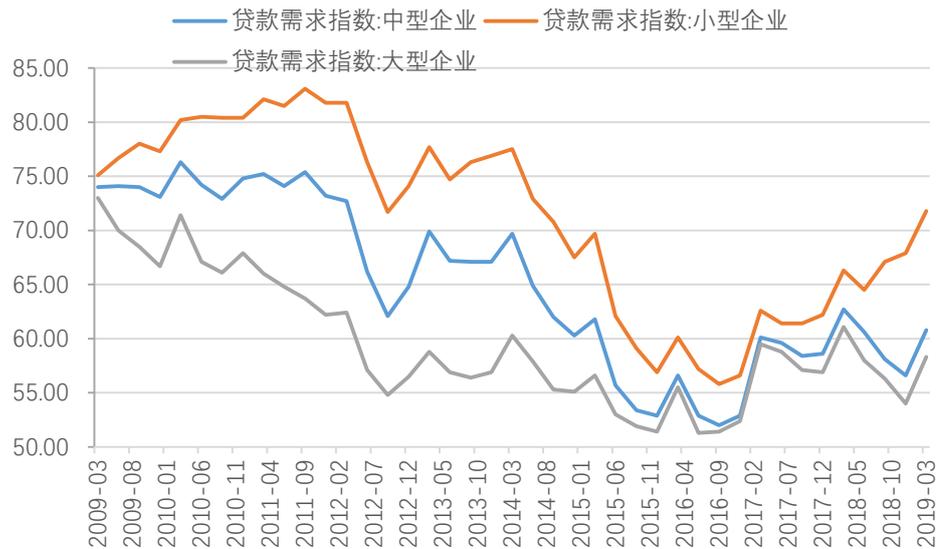
关于融资需求的好与坏，由于缺乏非常可靠的指标，市场参与者往往通过新增贷款数据及结构和社融数据来分析。一般认为，新增贷款总量高且其中企业中长期贷款占比高时，企业融资需求旺盛。

此外，央行自 2004 年开始建立了银行家问卷调查制度，采用全面调查与抽样调查相结合的方式对 3200 家左右的各类银行机构按季度调查，并定期披露结果。依据央行银行家季度调查结果，19Q1 贷款总体需求指数为 70.4%，为近一年之高点，略低于 18Q1 的 70.9%，信贷需求有一定改善。

小型企业信贷需求改善明显，大中型企业信贷需求一般。自 18Q2 以来，小型企业信贷需求指数持续走高，19Q1 达 71.8%，为 15Q1 以来阶段新高，小型企业信贷需求改善明显。这或与近一两年国家多次出台普惠小微信贷政策，激励银行业加大小微信贷投放有关。19Q1 大型企业和中型企业信贷需求指数均明显低于 18Q1 水平，这显示当前大中型企业信贷需求依然不够旺盛。大中型企业 19Q1 信贷需求指数环比上升更多的是季节性因素，一般而言一季度是信贷需求与投放的旺季，预计 19Q2 环比下行。

大中型企业信贷需求受去杠杆、控隐性债务、贸易摩擦及经济下行等多种因素影响。当前，大中型企业信贷需求不够旺盛，我们认为主要有四方面原因：1) 在贸易摩擦及全球经济增长放缓等不确定性下，部分企业扩大投资动力不强；2) 2018 年下半年国务院办公厅印发了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，表示促使高负债国有企业资产负债率尽快回归合理水平，推动国有企业平均资产负债率到 2020 年年末比 2017 年年末降低 2 个百分点左右，由于央企、国企控制资产负债率之要求，优质企业贷款需求减弱；3) 以及地方政府隐性债务严格控制和规范举债之下，严禁新增隐性债务，棚改贷款及融资平台贷款需求受影响；4) 由于货币政策宽松，企业发债成本低于贷款，直接融资对信贷有替代效应。

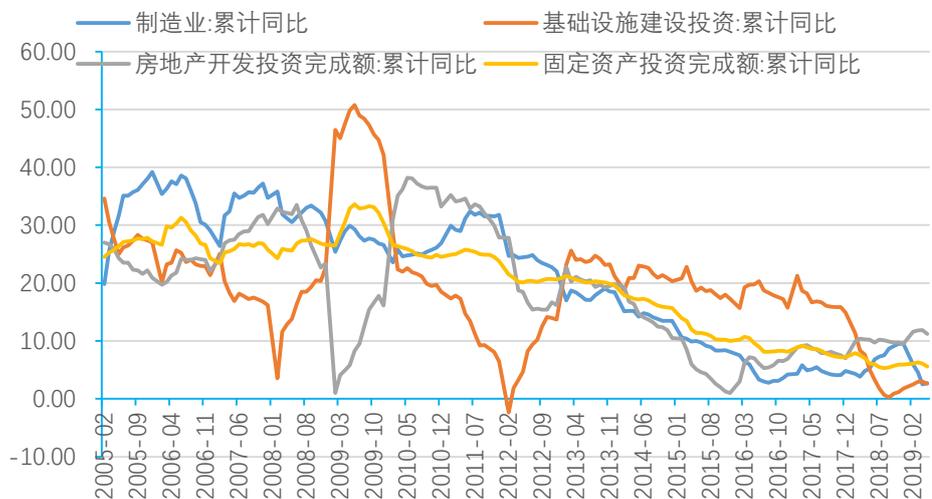
图 4：小型企业贷款需求指数上升明显，中大型企业则较一般（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

**固定资产投资增速降至多年低位，亦佐证企业信贷需求的一般。**企业中长期贷款是固定资产投资的重要资金来源，当前固定资产投资增速已降至 6%左右的多年低位，制造业及基建投资增速处于多年低位。投资增速下行，势必影响企业中长期贷款需求。19 年初以来，基建投资增速有略微反弹，这或与 18 年下半年开始的基建补短板及 19 年地方债提前发行带来基建节奏提速有关。19 年前 5 月房地产开发投资增速 11.2%，处于相对高位，是固定资产投资增速重要支撑，这与房地产贷款持续较快增长相吻合。

图 5：19 年初以来，制造投资增速持续走低，固定资产投资增速维持低位（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

我们认为，19 年初以来，企业信贷需求虽有一定改善，但这主要是基建投资节奏提前影响。由于贸易摩擦等不确定性使得部分企业投资动力不强，国企资产负债率约束强化，以及地方隐性债务严格管控，下半年企业贷款需求依然不乐观。

专项债新政虽有望部分提振企业贷款需求，但由于放松有限且专项债用作资本金的条件较严格，其对企业信贷需求的提升恐不明显。考虑到经济下行压力，若未来对国企负债率、基建、或融资平台有进一步松动，对企业贷款需求将有明显的改善作用。

## 2. 哪些银行放贷多？-不同类型银行信贷需求感受有分化

**四大行为前5月信贷多增之主力。**19年前5月，新增贷款8.01万亿，同比多增0.82万亿；其中，四大行前5月境内新增贷款2.43万亿，同比多增0.58万亿，为信贷多增之主力；其他大行（国开行、邮储和交行）同比基本持平；中小行则略微多增。

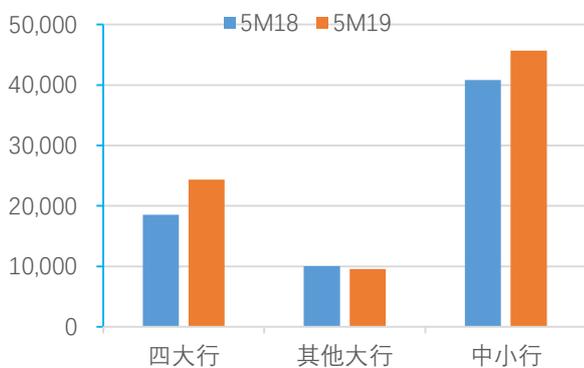
19Q1人民币新增贷款5.81万亿元，同比多增9526亿元，为预计16.5万亿元（18年为16.2万亿）全年新增贷款的35%，节奏较快。19Q1四大行信贷投放较多，投放节奏大幅提前，预计投向主要是基建、房地产、小微和按揭。股份行19Q1信贷投放节奏则普遍一般。

19年初以来，四大行信贷需求相对较好，而股份行等中小行信贷需求则相对一般。

## 2.1. 四大行为前5月信贷同比多增之主力

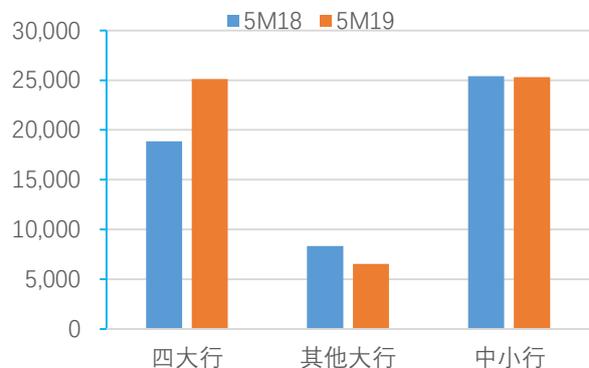
**四大行为前5月信贷多增之主力。**19年前5月新增贷款8.01万亿，同比多增0.82万亿；其中，四大行前5月境内新增贷款2.43万亿，同比多增0.58万亿，为信贷多增之主力；其他大行（国开行、邮储和交行）前5月新增贷款同比基本持平；中小行则略微多增。

图6：四大行为19年前5月信贷同比多增之主力（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

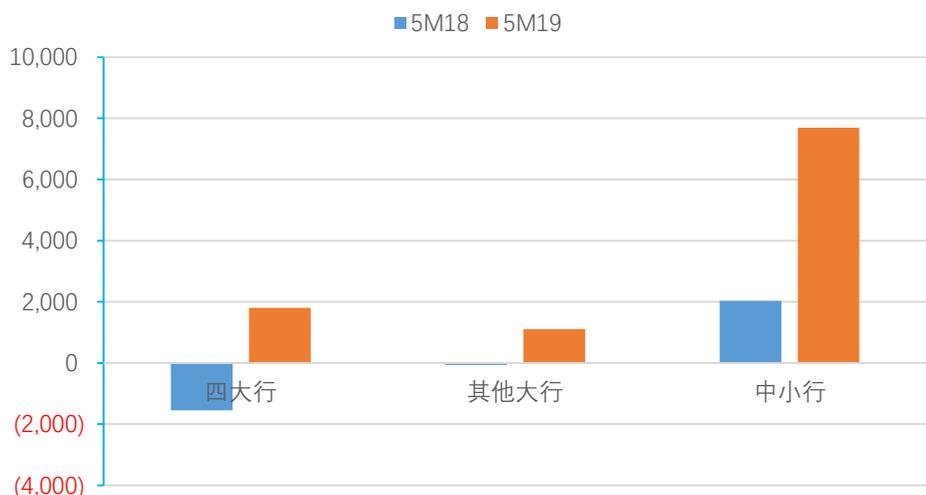
图7：四大行为19年前5月中长期贷款同比多增之主力（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

19年前5月，四大行中长期贷款增加2.51万亿，预计主要投放个人按揭及基建，为中长期贷款投放之主力，同比亦明显多增。其他大行前5月中长期贷款同比少增，中小行则基本持平。此外，19年前5月中小行票据融资增加7685亿元，同比大幅多增；而四大行同期票据融资增加较少。这表征四大行信贷需求相对较好，而中小行信贷需求则相对一般。

图8：19年前5月，中小行票据融资增加较多（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

由于不同类型银行客户基础的差异，对信贷需求的感受分化。大行由于企业客户基础较好，

且逆周期的基建类等政府项目储备多，感受到的信贷需求相对较好；而股份行等中小行由于民企、制造业等企业客户占比高些，经济形势不明朗之下，好项目较少，信贷投放偏谨慎，票据融资多，企业信贷需求较一般。且由于 18 年信用卡及消费贷款不良风险上升，部分股份行有意放缓了个贷投放。

## 2.2. 四大行 19Q1 信贷投放节奏提前，股份行则偏慢

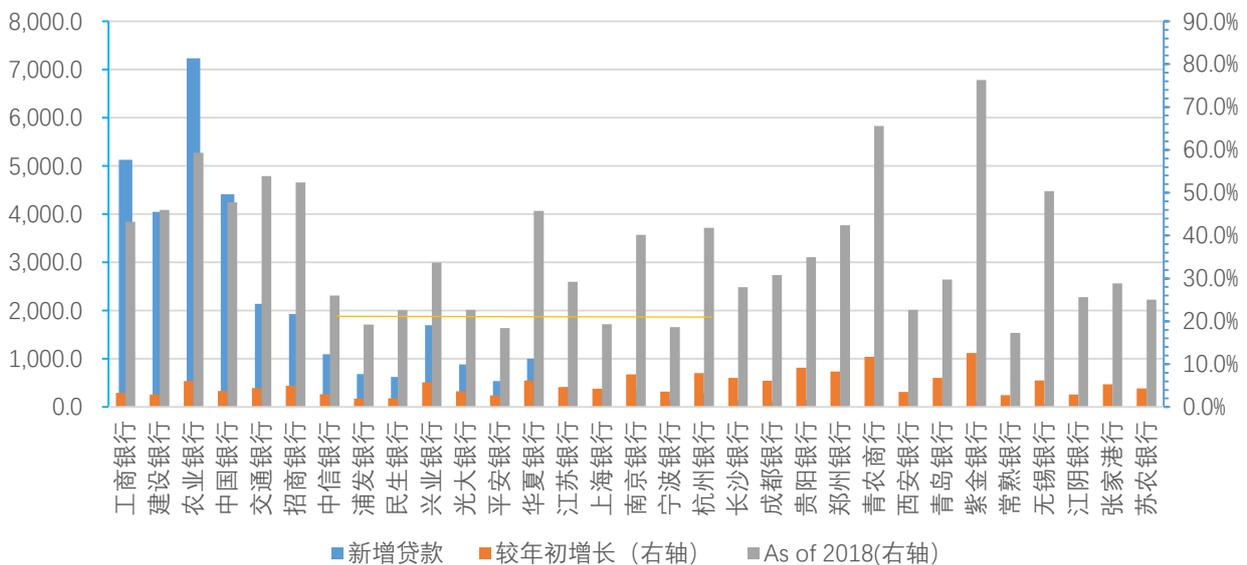
四大行为 19Q1 信贷投放主力。A 股 31 家上市银行 19Q1 新增贷款 3.41 万亿元，贷款余额较年初增长 4%，增量为 18 年全年的 41%。其中，四大行新增贷款高达 2.08 万亿元（18Q1 仅 1.25 万亿元），贷款余额较年初增长 3.9%，19Q1 增量达到 18 年全年的 49.5%，18Q1 增量为 18 年全年的 29.6%，节奏明显提前。特别是农行，19Q1 新增贷款超 7200 亿，增量为所有银行之首，接近 18 年全年的 60%，节奏大幅提前。

大行由于客户基础好，项目储备充分；除了基建补短板外，房贷、小微也是重要方向。四大行 19Q1 普惠小微贷款增量达到 19 年计划的 55%。在逆周期调节之下，监管指导银行加大信贷投放之下，大行首当其冲，明显加大了信贷投放力度。

**股份行一季度信贷投放较慢。**8 家上市股份行 19Q1 新增贷款 8447 亿元，仅较 18Q1 的 7707 亿元小幅增长，整体节奏与 18 年同期差不多，并未明显加快。中信、浦发、民生、光大、平安等 5 家股份行 19Q1 新增贷款不到 18 年全年的 30%，部分甚至只有 20%，信贷投放节奏偏慢。这或与股份行企业客户基础相对一般有关，项目储备不足。此外，股份行普遍加大零售转型力度，在 18 年零售信贷风险上升后，又略微放缓了个贷投放，使得贷款增长偏慢。

小行分化较大。城商行信贷投放较快，近两年不少城商行与互联网平台合作发放小微贷款，使得消费贷款渗透率大幅提升，消费贷款增长快；客户基础一般的农商行信贷增长较慢。

图 9：19Q1 四大行和小行信贷投放节奏较快（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

**未来信贷投放节奏或放缓。**信贷需求感受分化大，大行觉得不错，股份行认为一般，央行指导银行加大信贷投放之下，四大行信贷投放较快，股份行大多一般。由于四大行信贷投放节奏大幅提前，19Q1 新增贷款达 18 年全年增量的 49.5%。考虑到各行 19 年信贷投放计划与 18 年持平或略微多增，未来投放节奏预计有所放缓。

### 3. 信贷投放节奏或放缓，预计 19 年新增贷款 16.5 万亿

考虑到下半年企业贷款需求不乐观，专项债新政有部分提振作用。不够旺盛的企业信贷需求是当前信贷投放的核心制约之一。另外，高风险机构处置影响外溢可能使得部分中小行同业负债以及企业存款吸收能力下降，负债的被动下降或使得其信贷投放受到一定影响。央行加强对中小行的流动性支持预计能部分缓解这种影响。

此外，个贷俨然成为不少银行信贷投放重心，但当前住户部门杠杆率已明显上升，与互联网平台合作的消费贷款政策亦有收紧之可能，个贷风险也有所暴露，个贷虽能维持较快增长，但高增的压力隐现。

总而言之，我们认为，下半年信贷投放节奏将略微放缓，预计全年新增贷款 16.5 万亿（18 年为 16.2 万亿），余下 6-12 月的月均新增贷款 1.21 万亿元。相比之下，19 年 1-5 月月均新增贷款 1.60 万亿。

#### 3.1. 19Q1 存款增长较快，但结构仍在恶化

19Q1 新增存款 6.31 万亿元，同比多增 1.24 万亿元。A 股上市银行 19Q1 存款增加 5.77 万亿元，四大行存款增量达 3.57 万亿元，均达 18 年全年增量的 67%。存款压力有较明显的好转。

存款派生好转。M2 派生渠道主要是外汇占款（央行）、银行的信贷投放、债券投资（银行体系外发的）以及同业投资（对其他金融部门债权）。19 年前 5 月 M2 增加 6.44 万亿元，主要是对非金融部门债权增加较多，亦即银行信贷投放和债券投资同比多增带来存款派生较多。

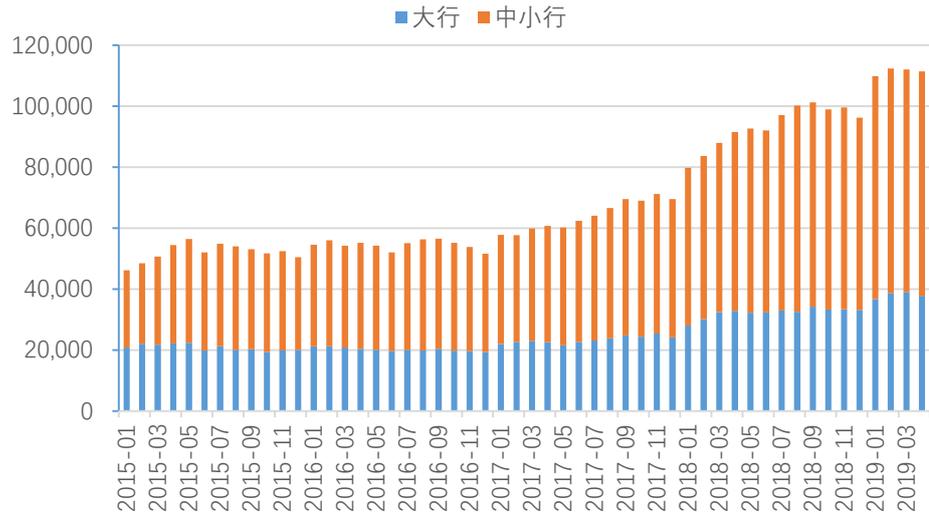
图 10：存款性公司概览变动（19 年前 5 月，亿元）

存款性公司概览变动（19年前5月，亿元）	
1. 国外净资产 4,475	M2 64,409
2. 国内净资产 80,931	不纳入M2的存款 1,662
2.1 对政府债权（净） 6,208	债券 14,032
2.2 对非金融部门债权 83,867	实收资本 1223
2.3 对其他金融部门债权 -9,145	其他 4080

资料来源：WIND，天风证券研究所

**存款结构仍有所恶化。**结构性存款作为银行表内与非银争夺负债的工具，其定价充分市场化，为高息揽储的工具。19Q1 结构性存款达 11.19 万亿元，创新高；19Q1 结构性存款增加 1.58 万亿元，占存款增量的 25%，存款结构仍在恶化之中，存款成本率难降。其中，大行 19Q1 结构性存款增加 5870 亿元，中小行增加 9913 亿元。

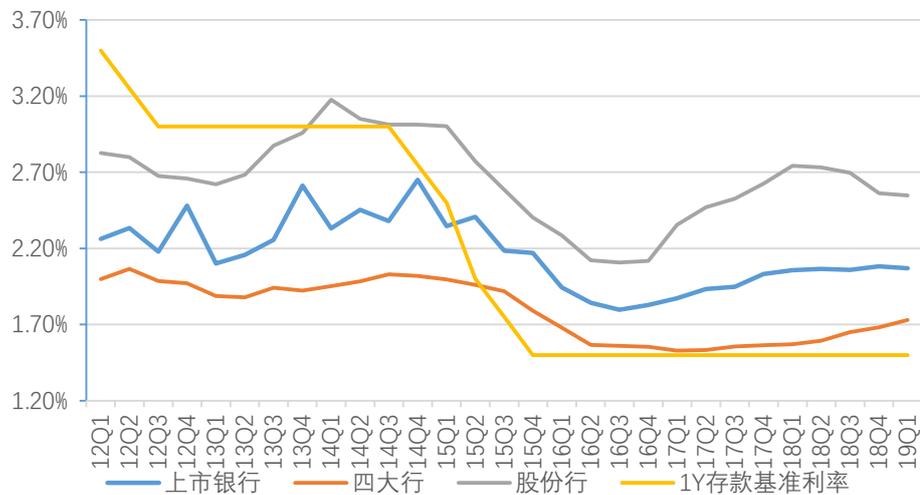
图 11: 19Q1 大行结构性存款增加 5870 亿, 中小行增加 9913 亿元; 合计 1.58 万亿元 (亿元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

**负债成本仍在缓升通道中。**A 股 33 家上市银行整体 19Q1 负债成本率 2.07%，与 18 年基本持平；但结构来看，同业负债成本率下降，存款成本仍在上升。19Q1 股份行负债成本率 2.55%，较 18Q3 有明显下降，主要是受益于市场利率下降；而大行由于负债的近 90% 为存款，19Q1 负债成本率 1.73%，较 18Q4 上升 5BP，主要是结构性存款及大额存单占比上升抬升存款成本率。由于 1H19 市场利率下降基本反映到负债成本率，下半年股份行等负债成本率亦有上升压力。

图 12: 银行负债成本率仍在缓慢上升过程中, 股份行 18Q4 及 19Q1 负债成本率明显下降



资料来源: WIND, 天风证券研究所

### 3.2. 高风险机构处置影响外溢, 中小行信贷投放或承压

高风险机构处置是存款保险制度成熟的必然结果，也是金融市场风险出清的需要。倘若银行业没有市场退出之机制，乱象将难以避免，部分烂银行“大而不强，僵而不倒”，占用社会存款资源却不为实体经济服务；长期以往，也面临奔溃之结局。因而，我们认为高风险机构处置制度是需要的，诸多发达国家银行业也大多经历了这么一个过程。

不过，银行不倒信仰的打破，其过程也多多少少伴随着阵痛。信用利差明显拉大，风险定价更充分。存款保险制度不保障金融机构同业存款，并实施限额偿付，最高偿付限额为人

民币 50 万元。虽然 50 万元限额能够覆盖中小行绝大部分个人客户，但同业存款不在存款保险范畴内，企业存款金额容易超出 50 万元。

高风险机构处置或使得市场及公众重新关注中小银行的信用风险，银行或收紧对中小行的同业授信额度，企业存款则存在“搬家”风险。影响外溢可能使得部分中小行同业负债以及企业存款吸收能力下降，同业融资成本上升，负债被动下降。央行加强对中小行的定向流动性支持预计能缓解这种影响，但救急不救穷，其中长期影响不可忽视。

图 13：19 年 5 月中旬以来，同业存单信用利差明显拉大（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

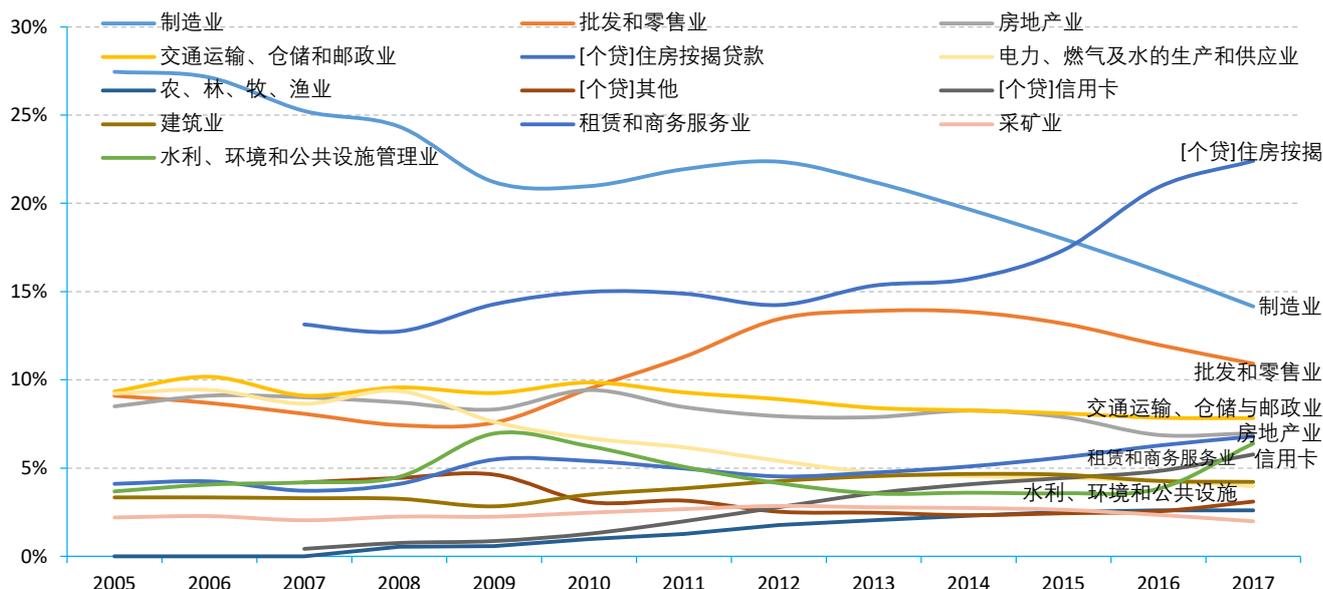
此外，近期出台的《中国银保监会关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号）提出，将“结构性存款不真实，通过设置‘假结构’变相高息揽储。”作为理财业务检查的重点。这或许会影响到城商行存款吸收能力，城商行由于地处城市，竞争激烈，且具有衍生产品资质的城商行不多，监管打击高息揽储或影响城商行的存款。

**中小行信贷投放或受影响。**因高风险机构处置，中小行同业负债及企业存款或受到影响，负债的被动下降或使得中小行首先压缩货币基金投资、同业投资等规模，其次，信贷投放或受影响。由于中小行信贷主要投向民企、中小企业、小微企业、地方城投等，资质一般企业的信贷获取难度或有所上升。

### 3.3. 住户杠杆率上升较快，个贷高增压力隐现

经历了 2013 年以来企业贷款不良大幅增长后，银行纷纷调整信贷政策，对于企业贷款投放更偏谨慎，尤其是制造业、批发零售业的贷款，加大零售转型力度，大力投放个贷。自 2012 年以来，商业银行制造业及批发零售业贷款占比持续下降，而个贷的住房按揭和信用卡贷款占比则明显上升。

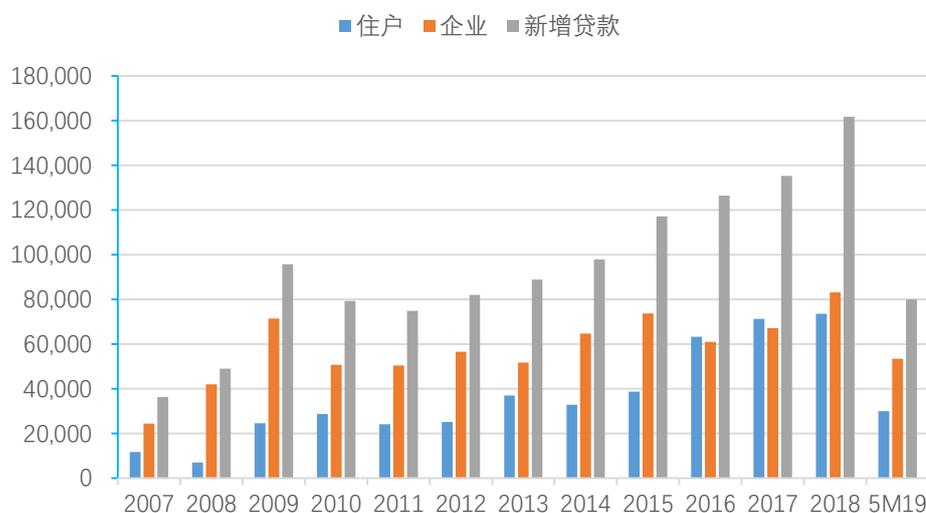
图 14：2008-2017 年商业银行整体行业贷款占比变动



资料来源：WIND，天风证券研究所

作为银行转型及信贷政策调整优化的结果，2016 年住户的新增贷款超过企业，首次超过 6 万亿元，此后持续维持在 6 万亿元以上。2018 年住户新增贷款达 7.36 万亿元，月均 6133 亿元；19 年前 5 月住户新增贷款 3.0 万亿元，月均 6000 亿元，较 18 年月均有所下降。

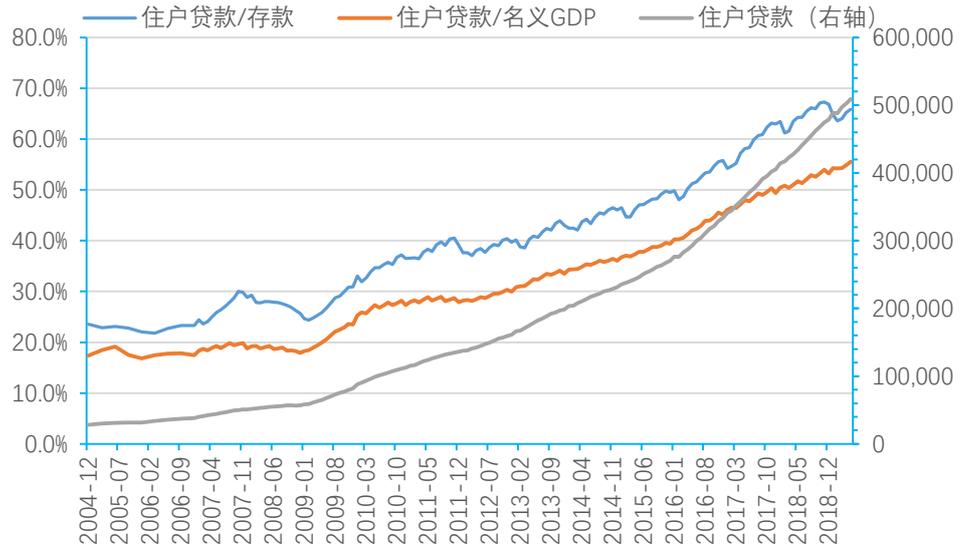
图 15：自 2016 年以来，年度住户新增贷款维持在 6 万亿元以上（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

**住户杠杆率已明显上升。**由于过去几年银行加大零售信贷投放力度，住户贷款保持高增态势，住户杠杆率已明显上升。截至 19 年 5 月末，住户贷款余额高达 50.9 万亿元，其中，19Q1 个人房贷余额 26.8 万亿元。住户杠杆率若以住户贷款/住户存款来衡量，该比例已经从 10 年 1 月的 33% 上升至 19 年 5 月的 65.8%，9 年多时间已经倍增。若以住户贷款/名义 GDP 来衡量，该比例已经从 10 年 1 月的 25.3% 大幅上升至 19 年 5 月的 55.6%。

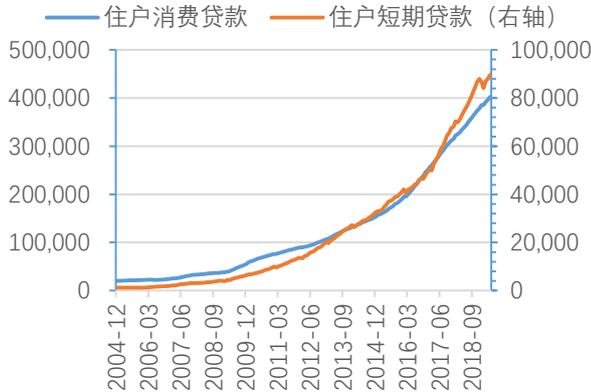
图 16：中国住户贷款增长较快，住户杠杆率已明显上升（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

与互联网平台的消费贷款使得消费贷渗透率大幅提升。部分中小行由于个人客户基础相对一般，过去几年纷纷与 BATJ 等互联网平台合作发放消费贷款，比如蚂蚁金服的借呗、微众银行的微粒贷等，借助互联网平台的流量入口，使得消费贷款的渗透率明显提升，消费贷款余额快速增长。截至 19 年 5 月末，住户消费贷款余额已达 40.24 万亿元，住户短期消费贷款余额达 8.96 万亿元。

图 17：住户消费贷款及住户短期贷款增长较快（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 18：与互联网平台的合作使得消费贷渗透率提升



资料来源：微众银行官网，天风证券研究所

19Q1 个人购房贷款余额 26.8 万亿，房贷以外的消费贷款达 12.4 万亿元，人均消费贷（不含房贷）已近万元。随着消费贷款渗透率上升，住户杠杆率明显攀升，消费贷款（不含房贷）短期增长空间已有所收窄。

18 年初以来，个人消费贷不良风险上升，部分银行对消费贷款投放或更趋谨慎；与互联网平台合作的消费贷政策有收紧的可能，这些因素将影响个人消费贷款增长。此外，房地产坚持“房住不炒”的定位，个人购房贷款增长平稳。个人贷款高增压力隐现。

### 3.4. 专项债新政提振信贷需求，但作用或有限

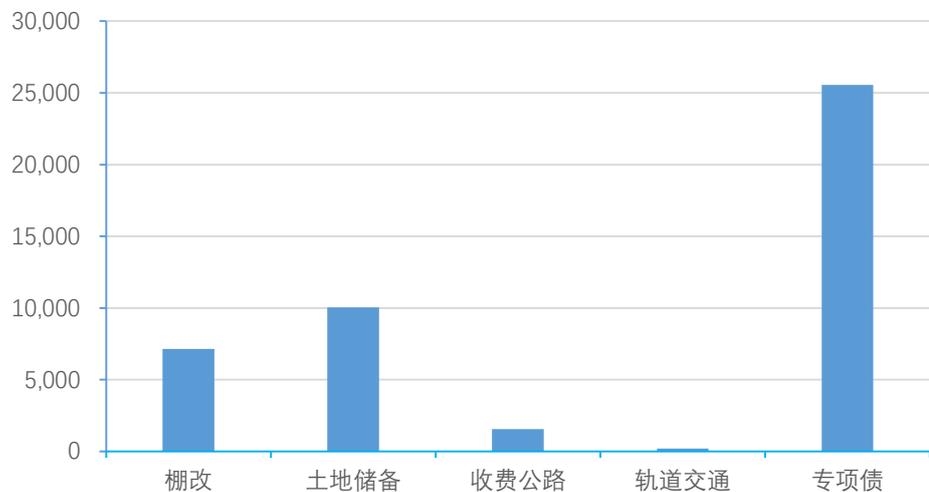
地方政府专项债指为了筹集资金建设某专项具体工程而发行的债券，地方政府往往以项目建成后取得的收入作为保证。

**专项债新政允许专项债资金用作符合条件项目的资本金。**近日，中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。对于专项债券支持、符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目（主要是铁路、高速公路、供电供气项目），在评估项目收益偿还专项债本息后专项收入具备融资条件的，**允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金**，但不得超越项目收益实际水平过度融资。

**提振信贷需求。**新政策积极鼓励金融机构提供配套融资，项目可以组合采取专项债+市场化融资（如贷款）的方式融资。具体而言，对应实行企业化经营管理的项目，鼓励和引导银行机构以项目贷款等方式支持符合标准的专项债券项目建设。允许项目单位发行公司信用类债券，支持符合标准的专项债券项目。本来专项债与信贷都是债务性融资，是相互替代关系。专项债可用作部分符合条件项目资本金后，反而能一定程度上提振信贷需求。

**专项债项目土地储备及棚改项目为主。**据统计，18年6月-19年5月期间，专项债净融资2.56万亿元，其中土地储备项目净融资1.0万亿，棚改项目7149亿元，收费公路和轨道交通项目合计专项债净融资1734亿元，占比仅6.8%。

图 19：18年6月-19年5月期间专项债净融资以土地储备及棚改项目为主（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2015年9月1日，国务院召开常务会议决定，铁路、公路、城市轨道交通等固定资产投资项最低资本金比例要求由25%降为20%，港口、沿海及内河航运、机场由30%降至25%。

**对信贷需求提振作用或有限。**由于专项债用作资本金的条件严格，且过往来看收费公路及轨道交通专项债占比低，若以过去1年6.8%的占比进行测算，19年专项债额度增加2.15万亿，其对19年信贷需求提升规模上限为： $2.15 \text{ 万亿} \times 6.8\% \times 5 = 0.73 \text{ 万亿}$ ，约为18年企业新增贷款的8.8%。

### 3.5. 预计下半年信贷投放略放缓，全年新增贷款16.5万亿

考虑到，贸易摩擦等不确定性使得部分企业投资动力不强，国企资产负债率约束强化，以及地方隐性债务严格管控，下半年企业贷款需求依然不乐观。不够旺盛的企业信贷需求是当前信贷投放的核心制约之一。另外，高风险机构处置影响外溢可能使得部分中小行同业负债以及企业存款吸收能力下降，负债的被动下降或使得其信贷投放受到一定影响。央行加强对中小行的流动性支持预计能缓解这种影响。

此外，个贷俨然成为不少银行信贷投放重心，但当前住户部门杠杆率已明显上升，与互联网平台合作的消费贷款政策亦有收紧之可能，个贷风险也有所暴露，个贷虽能维持较快增长，但高增的压力隐现。

不过，另外一方面，逆周期调节力度或有所加码以稳增长，专项债新政亦能部分提振企业

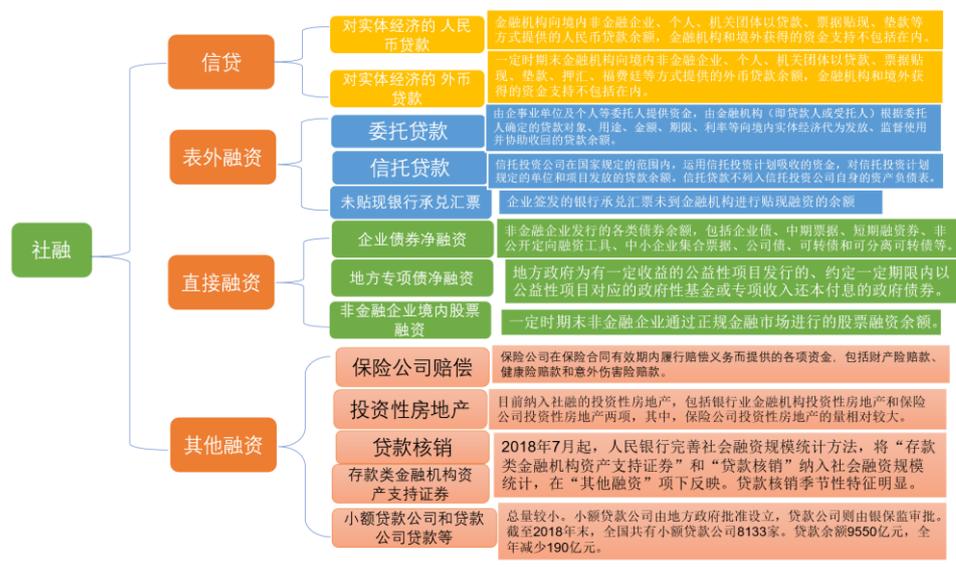
信贷需求，预计提振作用上限约 0.73 万亿。

总而言之，我们认为，下半年信贷投放节奏将略微放缓，预计全年新增贷款 16.5 万亿（18 年为 16.2 万亿），余下 6-12 月的月均新增贷款 1.21 万亿元。相比之下，19 年 1-5 月月均新增贷款 1.60 万亿。

#### 4. 预计全年社融 23 万亿，社融增速 10.7%

M2 是立足金融机构负债端来统计指标，而社融则由资产端出发。2011 年央行开始按季度披露社融增量数据，从 2012 年改为按月发布。期间，社融口径有所变化，央行适时拓展了社融的统计范围。最新口径的社融可分为四大块：信贷、表外融资、直接融资、其他；可进一步细分 13 小项。

图 20：最新口径社融所包含的各项目



资料来源：央行官网，盛松成等《社融融资规模理论与实践（第三版）》，天风证券研究所

我们预计 19 年社融 23 万亿，社融增速 10.7%。其中，对实体经济贷款（含外币贷款）16.45 万亿，表外融资-0.32 万亿，直接融资 5.06 万亿（其中专项债 2.15 万亿），其他融资（贷款核销等）1.81 万亿。19 年前 5 月社融 10.96 万亿，月均 2.19 万亿；预计余下 5-12 月月均社融 1.72 万亿。

随着专项债全年额度下达及要求 9 月底前发行完，我们预计未来 6-8 月份专项债发行将明显放量，月均 3000-4000 亿，支撑社融增速进一步走高。

#### 4.1. 企业债券净融资或低于预期，表外融资短期或延续小幅负增

企业债券净融资或低于预期，预计 19 年净融资 2.66 万亿

高风险机构处置打破了银行不倒之信仰，促使银行关注中小行及非银的信用风险，收紧同业授信，使得“大行-股份行-小行-非银”流动性传递链条出现裂缝，小行及非银流动性出现压力，加杠杆能力被动下降。

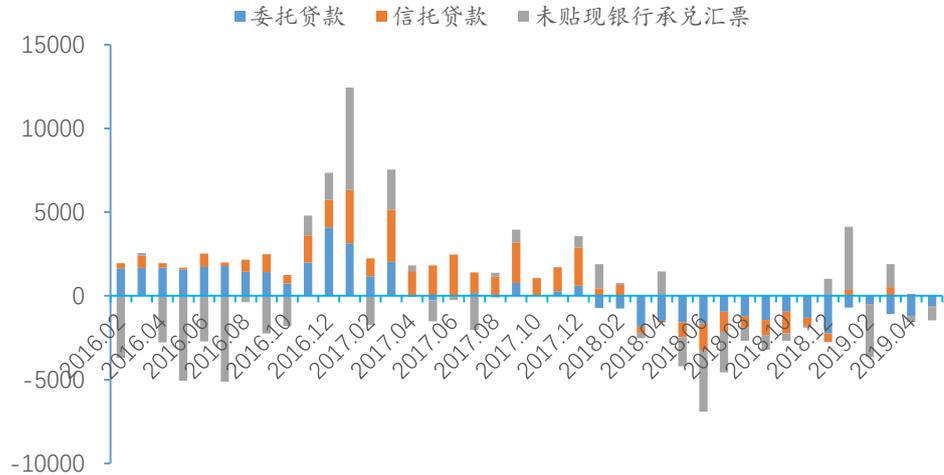
小行及非银自营和资管产品配置中小等级信用债比例较高，其负债能力或加杠杆能力被动下降，或使得资质一般或偏差的企业债需求下降，发行难度上升，进而影响宽信用。

我们预计中低等级企业债券信用利差拉长，发行难度上升。而优质企业债券发行难度虽低，但国企受制于降负债率的要求融资需求有限。我们认为，企业债券净融资规模或低于预期，预计全年净融资 2.66 万亿，6-12 月月均净融资约 1930 亿。

## 表外融资短期或延续小幅负增长

资管新规禁止资管产品多层嵌套，委贷新规要求委贷资金来源不得为委托人受托管理的他人资金，委托贷款持续下降在所难免。非标融资传统两大投向-融资平台（受到财政部不增加地方隐性债务之限制）和房地产（房地产调控）均受到较严格限制，非标融资需求不好。

图 21：19 年前 5 月多数月份表外融资负增长（亿元）



资料来源：人行官网，天风证券研究所

近日银保监会下发了《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》，强监管依然持续。强监管，遏制房地产违规融资，对于非标融资而言，是难上加难。

我们预计下半年表外融资延续小幅负增长的态势，预计 19 年表外融资-0.32 万亿，相比 18 年-2.93 万亿。

## 4.2. 预计全年社融 23 万亿，社融增速 10.7%

我们预计 19 年社融 23 万亿，社融增速 10.7%。其中，对实体经济贷款（含外币贷款）16.45 万亿，表外融资-0.32 万亿，直接融资 5.06 万亿（其中专项债 2.15 万亿），其他融资（贷款核销等）1.81 万亿。

19 年前 5 月社融 10.96 万亿，月均 2.19 万亿；预计余下 5-12 月月均社融 1.72 万亿。

随着专项债全年额度下达及要求 9 月底前发行完，19 年专项债额度增加 2.15 万亿元，前 5 月净融资 8420 亿元，我们预计未来 6-8 月份专项债发行将明显放量，月均 3000-4000 亿，支撑社融增速进一步走高至 11%左右。19Q4 专项债完成发行，社融增速将回落，预计年末社融增速 10.7%。

表 1：19 年 6-12 月各月份社融分项预测（亿元）

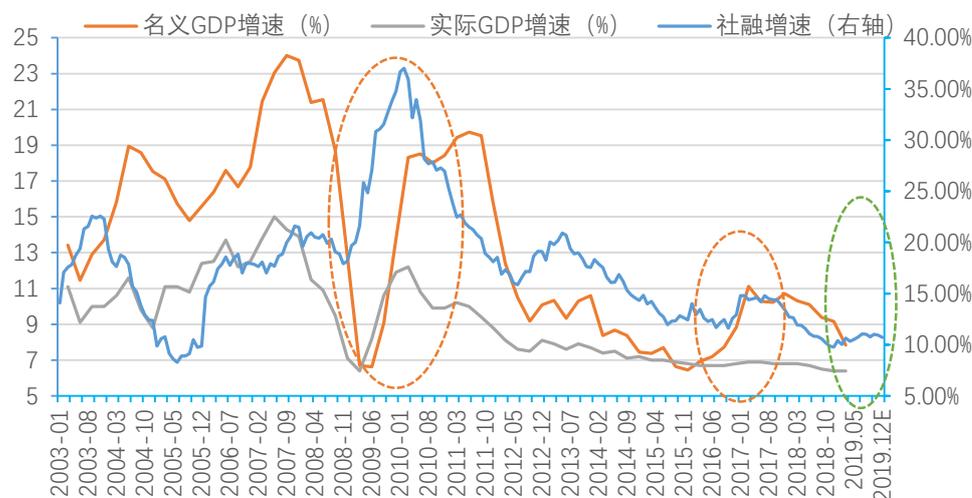
	社融	RMB 贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现	企业债券	股票融资	专项债	贷款核销	社融增速
2019.01	46400	35700	343	-699	345	3786	4990	293	1088		10.39%
2019.02	7030	7641	-105	-508	-37	-3103	805	119	1771		10.03%
2019.03	28600	19591	3	-1070	528	1366	3276	118	2532		10.64%
2019.04	13600	8733	-330	-1199	129	-357	3574	262	1679		10.35%
2019.05	14000	11900	191	-631	-52	-770	476	259	1251		10.54%
2019.06E	20256	12500	-100	-500	200	-100	2000	200	3500	1837	10.74%
2019.07E	19779	13000	-100	-500	200	300	2500	200	3500	276	11.07%
2019.08E	20338	13000	-100	-400	200	300	2500	200	3500	407	11.01%

2019.09E	18803	13000	-100	-500	200	100	2000	200	2000	1712	10.75%
2019.10E	13036	10000	-100	-400	200	100	1500	200	500	545	11.00%
2019.11E	14642	11000	-100	-400	200	100	2000	200	100	829	10.90%
2019.12E	13471	9000	-100	-400	100	100	1000	200	100	2618	10.70%

资料来源：央行官网，天风证券研究所

一般而言，社融增速领先名义 GDP 增速 1-2 个季度。回望 09 年“四万亿”，效果立杆见影，社融增速大幅走高，随后名义 GDP 增速明显走高，经济由紧缩很快走向过热。不过相比前几轮政策力度，这次政策主要是托底，力度不及以往。我们预计，19 年社融增速相比 18 年略微上升 1 个百分点，明显低于 09 年和 16 年的升幅，对经济的作用难乐观，但或能使得名义 GDP 增速企稳，部分对冲贸易摩擦之影响。

图 22：预计 19Q3 社融增速达阶段性高点，19Q4 社融增速环比微降



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 5. 投资建议：银行板块基本面稳健，性价比凸显

**当前企业信贷需求相对一般。**在贸易摩擦及全球经济增长放缓等不确定性下，部分企业扩大投资动力不强；国企控制资产负债率，优质企业贷款需求偏弱；以及地方政府隐性债务控制之下，棚改贷款及融资平台贷款需求受影响。专项债新政虽有提振作用，但由于条件严格，作用或有限。不够旺盛的企业信贷需求是当前信贷投放的核心制约之一。另外，高风险机构处置影响外溢可能使得部分中小行同业负债以及企业存款吸收能力下降，负债的被动下降或使得其信贷投放受影响。央行加强对中小行的流动性支持预计部分缓解这种影响。

此外，个贷俨然成为不少银行信贷投放重心，但当前住户部门杠杆率已明显上升，与互联网平台合作的消费贷款政策亦有收紧之可能，个贷风险有所暴露，个贷虽能维持较快增长，但高增的压力隐现。

总而言之，我们认为，下半年信贷投放节奏将略放缓，预计全年新增贷款 16.5 万亿（18 年为 16.2 万亿），余下 6-12 月的月均新增贷款 1.21 万亿元。

我们预计 19 年社融 23 万亿（18 年 19.2 万亿），社融增速 10.7%。其中，对实体经济贷款（含外币贷款）16.45 万亿，表外融资-0.32 万亿，直接融资 5.06 万亿（其中专项债 2.15 万亿），其他融资（贷款核销等）1.81 万亿。19 年前 5 月社融 10.96 万亿，月均 2.19 万亿；预计余下 5-12 月月均社融 1.72 万亿。

随着专项债全年额度下达及要求 9 月底前发行完，我们预计未来 6-8 月份专项债发行将明显放量，月均 3000-4000 亿，支撑社融增速进一步走高。19Q4 社融增速将有所回落。我

们预计,19 年社融增速相比 18 年仅略微上升 1 个百分点,明显低于 09 年和 16 年的升幅,对经济的作用难乐观,但或能使得名义 GDP 增速企稳,部分对冲贸易摩擦之影响。

基于对信用扩张偏谨慎的考量,由于银行板块基本面稳健,ROE 较高且估值低股息率较高,或有较好的相对收益,攻守兼备,性价比凸显。

当前我们继续主推大行(房贷及大企业的信贷结构使得其资产质量受经济周期影响小,估值低股息率较高)和低估值优质中型行-平安、光大等,攻守兼备。6 月首推工行,资产质量优异、低估值较高股息率的大行龙头。

## 6. 风险提示

贸易摩擦走向极端;资产质量大幅恶化;贷款利率显著下降等。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

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

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

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

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

## 特别声明

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

## 投资评级声明

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

## 天风证券研究

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