

# 银行资产质量研判：规上企业贷款及房贷是存量稳定器，零售带来优质增量



## 核心观点

- **对公贷款质量整体可控。1) 从贷款的企业规模来看，规上企业盈利能力较好、景气度较高，可作为存量贷款质量的“稳定器”，预期增量规上企业贷款质量仍然较好。**存量贷款方面，各银行企业资源禀赋的不同会造成资产质量分化，规上企业资源较好的银行，资产质量较稳定。增量贷款方面，规上企业的融资需求不确定性增加，但因为企业景气指数明显较好，预计带来的增量资产质量也相对较好。**2) 从贷款的行业结构来看，重点行业资产质量未见明显恶化，部分行业仍可对增量资产质量形成一定支撑。**存量贷款中不良率较高的农林牧渔、批发零售和制造业当前偿债能力未出现明显恶化，不良率也未出现大幅提升，同时银行已经在逐步减少制造业及批发零售业的贷款配置份额，有助于减轻这些行业对资产质量造成的压力。未来增量贷款的资产质量将更倚重服务业、基建、高技术及战略新兴产业的支撑。这些行业对贷款的需求量增速相对较快，同时景气度也相对较高。银行资产质量改善尚有可操作空间，可通过科学的行业配置对冲资产质量下行压力。
- **零售贷款质量较好，住房贷款是强力“稳定器”，信用卡可带来优质增量。**1) 存量方面，住房按揭贷款占比超过 70%，不良率极低，考虑首付比例、居民收入水平及失业率，未来居民偿债能力仍有较强保障，房贷可作为资产质量的有力支撑。2) 增量当面，城市化的绝对水平和区域的不平衡仍将带来长期、优质的住房贷款增量。当前我国信用卡渗透率仍然较低，增量空间巨大。信用卡资产质量风险整体可控。一方面，信用卡授信额度增长与城镇居民人均可支配收入同比增速基本接近，不存在过度授信的情况；信用卡授信使用率尚有较大空间，过度消费风险可控。另一方面，信用卡逾期半年未偿信贷总额占比环比虽有上升，但仍低于去年同期，信用卡贷款质量不应过度担忧。同时，预计汽车贷款增量空间有限，资产质量相对平稳。
- **当前资产质量风险整体可控，资产质量基础较好，且出现大规模不良贷款历史触发因素的概率较低。银行资产端较强的议价能力仍可对资产质量形成支撑。**银行当前资产质量较好，面临可能到来的资产质量风险，能够在较好的基础上承接资产质量压力，将不良率的绝对值控制在一个较低的范围。不良贷款未见大幅边际恶化，从不良生成率的角度看，过度担忧资产质量发生趋势性恶化尚无必要。结合我国和美国历史上大规模不良贷款的触发因素，当前相似触发因素出现的概率较小。且当前银行资产端的议价能力仍然较强，可对资产质量形成一定支撑。

## 投资建议与投资标的

- 规上企业盈利能力及景气程度较好，能够成为贷款质量的有力支撑。拥有较好规上企业资源的银行，无论是从贷款的存量风险还是增量风险上，都具有较大优势，是配置银行股的优选标的。住房贷款仍将有力支撑资产质量，信用卡增量空间较大且风险较低。建议关注具有优质房贷资源和信用卡业务优势的银行。具体标的建议关注工商银行(601398, 未评级)、建设银行(601939, 未评级)、农业银行(601288, 未评级)、招商银行(600036, 未评级)。

## 风险提示

- 经济下行超预期，监管超预期。

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	银行
报告发布日期	2019 年 02 月 25 日

## 行业表现



资料来源：WIND

证券分析师 唐子佩  
021-63325888\*6083  
tangzipai@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514060001

联系人 张静娴  
021-63325888-4311  
zhangjingxian@orientsec.com.cn

## 相关报告

银行 2005-2018 年复盘：防御性优选板	2019-01-23
块，关注盈利及资产质量	
看好新增信贷增速持续超预期	2018-11-23
资产质量平稳，息差改善提振利润	2018-11-12
转型零售，顺势而为	2018-11-06
资产质量持续向好，大行零售存款发力	2018-09-06
资产质量持续向好，新增信贷加速释放	2018-05-08

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

<b>1. 对公贷款质量：稳定器是规上企业贷款，行业结构风险可控.....</b>	<b>5</b>
1.1. 企业规模：规上企业贷款是资产质量的强力支撑，增量需求相对减弱，但质量仍佳	5
1.1.1. 存量贷款中规上企业占比高的银行，资产质量较稳定	5
1.1.2. 增量贷款中预计规上企业贷款质量仍相对较好	5
1.2. 行业结构：重点行业资产质量未见明显恶化，部分行业仍可对增量资产质量形成一定支撑	6
1.2.1. 存量贷款中农林牧渔、批发零售和制造业贷款质量未见明显恶化	6
1.2.2. 增量贷款中服务业、基建、高技术及战略新兴产业可对资产质量形成一定支撑	9
<b>2. 零售贷款质量：稳定器是住房贷款，信用卡带来优质增量 .....</b>	<b>11</b>
2.1. 存量分析：住房贷款质量仍将有力支撑个人贷款质量 .....	11
2.2. 增量分析：房贷仍有优质增量空间，信用卡可当优质贷款爆发点 .....	12
2.2.1. 房贷：区域性配置仍可带来新增量，资产质量风险较小	12
2.2.2. 信用卡和车贷：信用卡增量空间较大，资产质量风险可控	14
<b>3. 资产质量风险推演：基础情况及触发 .....</b>	<b>16</b>
3.1. 资产质量可在较好的基础上承接压力 .....	16
3.2. 当前出现大规模不良贷款历史触发因素的概率较低 .....	17
3.3. 货币传导机制不畅通仍然存在 .....	19
<b>4. 投资建议：关注具有规上企业资源优势、零售业务带来新增量的银行 ...</b>	<b>20</b>
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>20</b>

## 图表目录

表 1：总贷款余额中制造业、批发零售和交运占比较大 .....	7
表 2：不良贷款余额中批发零售、制造业、农林牧渔占比较大 .....	7
表 3：商品房销售额累计同比（%）分化明显 .....	13
表 4：上市银行资产质量边际压力小幅提高 .....	17
表 5：1 月社会融资规模累计值占比（%）票据及债券占比显著提升 .....	19
表 6：社会融资规模 1 月贷款、票据及债券增量显著（亿元） .....	20
图 1：规模以上工业增加值同比高于全部工业增加值（%） .....	5
图 2：大型企业利润总额同比占优（%，国家统计局口径） .....	5
图 3：主要金融机构人民币贷款余额同比（%）下行 .....	6
图 4：大中型企业贷款需求指数相对减弱 .....	6
图 5：大中型企业企业景气指数（即期）较佳 .....	6
图 6：大中型企业企业景气指数（预期）较佳 .....	6
图 7：农林牧渔、制造业和批发零售不良率（%）略有上升 .....	8
图 8：除农林牧渔外，2018 年贷款主要行业杠杆率（D/E）基本稳定 .....	8
图 9：2018 年贷款主要行业已获利息倍数基本稳定 .....	8
图 10：固定资产新增意向投资项目投资累计同比（%）服务业、高技术及战略新兴产业、基建表现较好 .....	9
图 11：消费对 GDP 累计同比的拉动（%）仍占主导地位 .....	9
图 12：PPI 当月同比：生活资料 PPI 同比较稳定 .....	10
图 13：PMI 在荣枯线以上，非制造业表现更好 .....	10
图 14：批发业景气度明显下滑，零售业相对较稳 .....	10
图 15：贷款主要行业除批发零售业外，固定资产投资完成额累计同比尚稳（%） .....	10
图 16：住房按揭贷款在个人贷款中占比最高 .....	11
图 17：个人贷款不良率（%）下降 .....	11
图 18：样本银行首套房首付比例占比（%）提升 .....	12
图 19：样本银行二套房首付比例占比（%）提升 .....	12
图 20：城镇失业率（%）下降 .....	12
图 21：人均可支配收入及工资水平同比（%）表现稳健 .....	12
图 22：新增居民贷款当月同比（%）中长期贷款小于总贷款，居民新增房贷减少 .....	13
图 23：房屋销售情况整体下滑 .....	13
图 24：城镇化率（%，常住口径）区域不平衡，总体城镇化率仍较低，城镇化尚有空间 .....	13
图 25：2017 年信用卡发卡量大幅增长 .....	15

图 26：信用卡人均持卡量显著增长.....	15
图 27：信用卡授信额度同比与人均可支配收入同比接近 .....	15
图 28：信用卡授信使用率（%）尚有较大空间.....	15
图 29：信用卡逾期半年未偿信贷总额占比（%）环比虽有上升，但仍低于去年同期.....	16
图 30：汽车销量显著下滑.....	16
图 31：汽车业景气指数下滑 .....	16
图 32：不良率持续改善，不良生成率的短期波动对不良率影响不显著.....	17
图 33：当前拨备覆盖率十分充足 .....	17
图 34：信用债违约主体流动负债与总负债（%）的比例明显偏高 .....	18
图 35：违约债券流动比率约为全部信用债流动比率的 60%.....	18
图 36：工业企业资产负债率（%）低于历史高点 .....	19
图 37：中国信用债边际违约率远低于国际水平.....	19

## 1. 对公贷款质量：稳定器是规上企业贷款，行业结构风险可控

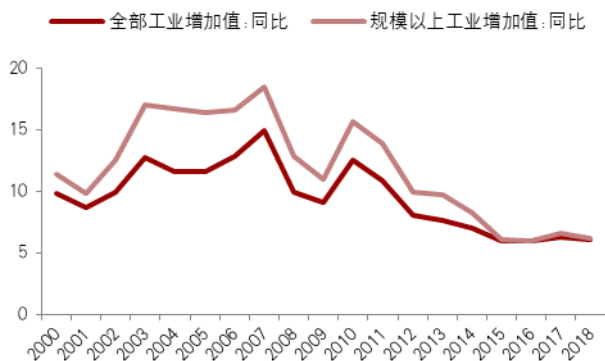
### 1.1. 企业规模：规上企业贷款是资产质量的强力支撑，增量需求相对减弱，但质量仍佳

#### 1.1.1. 存量贷款中规上企业占比高的银行，资产质量较稳定

各银行企业资源禀赋的不同，对公贷款对应的企业规模方面也出现分化，造成相应的资产质量分化。大型银行对公资源较好，一次可提供的贷款金额也较大，因此在向大型企业提供大额贷款时具有较大优势；小型银行往往深耕区域，一次可提供的贷款金额也相对有限，主要为所在区域中的中小企业服务。

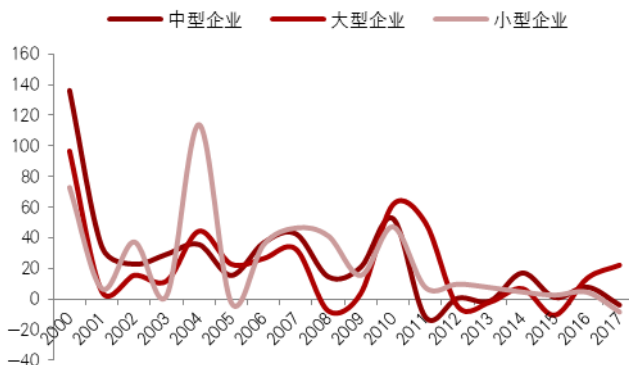
规模以上企业贷款成为优质对公贷款，规上企业资源禀赋较好的银行，资产质量的压力较轻。虽然当前经济整体下行压力较大，但2017年以来，大型企业的业绩整体表现占优。规模以上工业增加值的同比增速由于全部工业增加值同比，同时，大型企业的利润总额同比增速也明显表现较好。规模以上企业抵御经济下行压力的能力较强，因此持有规上企业资产较多的银行，整体资产质量的压力相对较小。

图 1：规模以上工业增加值同比高于全部工业增加值（%）



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 2：大型企业利润总额同比占优（%，国家统计局口径）

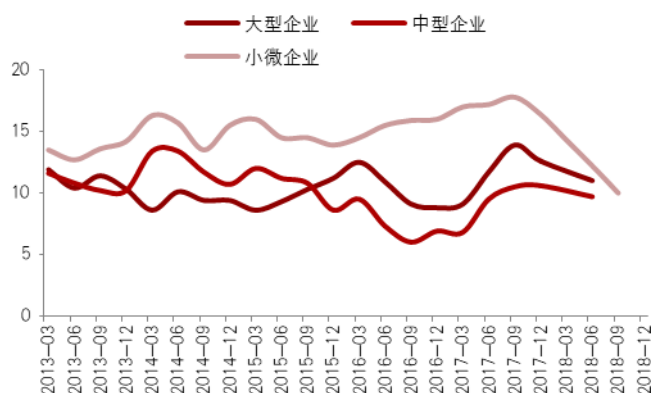


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

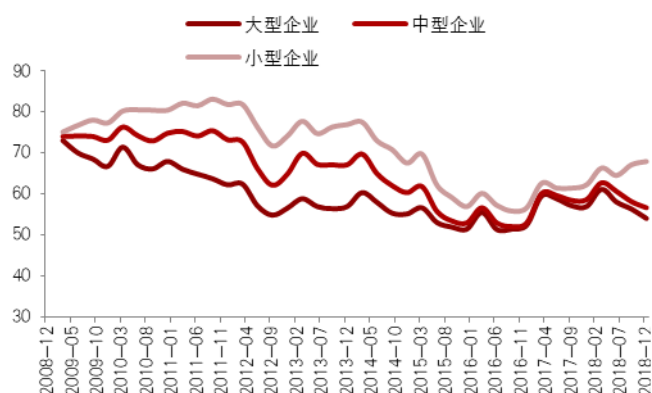
#### 1.1.2. 增量贷款中预计规上企业贷款质量仍相对较好

增量贷款的配置空间上，规上企业贷款需求端不确定性增加。2018年以来，金融机构人民币贷款余额同比较2017年有所降低。当前大中型企业贷款余额同比小幅下降，大中型企业贷款需求指数相对较弱，因此未来规上企业贷款需求的旺盛程度短期可能会存在一定压力。规上企业贷款需求端不确定性的增加，将使规上企业资产更加稀缺，增配规上企业贷款更加紧迫。

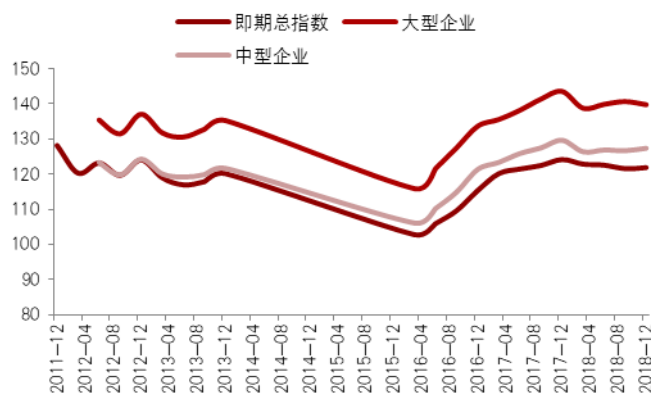
增量贷款的资产质量方面，预计规上企业的增量贷款仍具有较好的资产质量。从即期企业景气指数和预期企业指数上来看，大中型企业的景气指数明显好于总指数，其中，大型企业景气指数最佳。

**图 3：主要金融机构人民币贷款余额同比（%）下行**


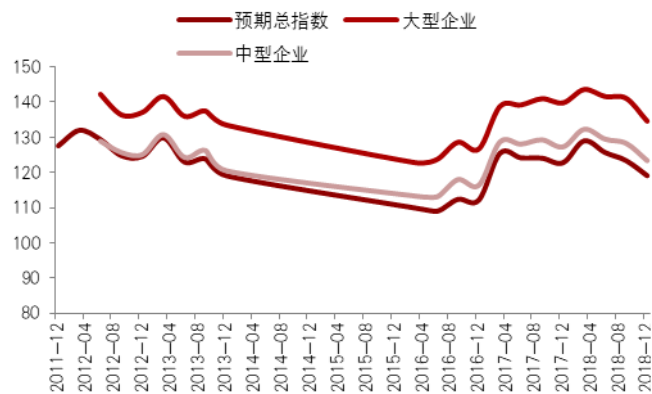
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 4：大中型企业贷款需求指数相对减弱**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 5：大中型企业企业景气指数（即期）更佳**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 6：大中型企业企业景气指数（预期）更佳**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 1.2. 行业结构：重点行业资产质量未见明显恶化，部分行业仍可对增量资产质量形成一定支撑

### 1.2.1. 存量贷款中农林牧渔、批发零售和制造业贷款质量未见明显恶化

农林牧渔，制造业和批发零售业是贷款资产质量研究中，需要重点关注的行业。存量贷款的重点行业是指在总贷款余额或不良贷款余额中占比较高的行业，或不良率明显较高的行业。总贷款余额中，制造业、批发零售业和交通运输业占比较大；不良贷款余额中，批发零售业、制造业和农林牧渔业占比较大。农林牧渔，制造业和批发零售业不良贷款余额的占比明显超过其在总贷款余额中所占比重，说明其不良率远高于其他行业，是银行贷款需要重点关注的行业。

银行已经在逐步减少不良率较高的制造业及批发零售业的贷款配置份额，有助于减轻这些行业对资产质量造成的压力。从贷款余额的行业结构来看，从 2013 年至 2017 年，制造业和批发零售业的



占比明显呈现下降趋势，说明银行已经在减少高不良率行业的配置比例，这有助于减轻资产质量压力。

**表 1：总贷款余额中制造业、批发零售和交运占比较大**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
农林牧渔业	1.20%	1.60%	2.20%	2.60%	3.00%	3.30%	3.60%	3.70%
采矿业	3.10%	3.40%	3.60%	3.50%	3.50%	3.50%	3.30%	2.80%
制造业	26.10%	27.50%	27.90%	27.10%	25.30%	23.80%	22.60%	20.10%
电力、燃气及水的生产和供应业	8.30%	7.80%	6.70%	6.10%	5.90%	5.90%	6.00%	5.60%
建筑业	4.40%	4.80%	5.30%	5.80%	6.00%	6.10%	6.00%	6.00%
交通运输、仓储和邮政业	12.30%	11.70%	11.10%	10.70%	10.60%	10.70%	11.00%	11.10%
信息传输、计算机服务和软件业	0.60%	0.60%	0.60%	0.70%	0.60%	0.70%	0.90%	1.00%
批发和零售业	11.80%	14.20%	16.80%	17.70%	17.80%	17.40%	16.80%	15.50%
住宿和餐饮业	1.00%	1.00%	1.20%	1.40%	1.40%	1.40%	1.30%	1.20%
金融业	0.60%	0.50%	0.40%	0.60%	0.80%	1.30%	1.50%	1.00%
房地产业	11.70%	10.60%	9.90%	10.10%	10.60%	10.40%	9.60%	9.90%
租赁和商务服务业	6.70%	6.30%	5.60%	6.10%	6.60%	7.40%	8.80%	9.70%
水利、环境和公共设施管理业	7.80%	6.40%	5.20%	4.50%	4.60%	4.70%	5.40%	9.10%

数据来源：Wind，东方证券研究所

**表 2：不良贷款余额中批发零售、制造业、农林牧渔占比较大**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
农林牧渔业	2.90%	3.40%	4.70%	5.00%	5.20%	5.60%	5.60%	7.00%
采矿业	0.60%	0.80%	0.70%	0.90%	2.40%	3.90%	5.10%	4.50%
制造业	37.70%	38.20%	40.10%	40.80%	40.30%	37.90%	37.70%	36.40%
电力、燃气及水的生产和供应业	7.70%	7.20%	4.40%	2.60%	1.30%	1.00%	0.90%	1.20%
建筑业	2.60%	2.90%	2.70%	2.40%	2.80%	4.00%	4.30%	4.70%
交通运输、仓储和邮政业	9.20%	11.40%	8.20%	6.20%	3.60%	3.00%	2.60%	3.40%
信息传输、计算机服务和软件业	0.90%	0.80%	0.80%	0.50%	0.50%	0.40%	0.30%	0.50%
批发和零售业	14.20%	14.80%	24.30%	32.30%	35.80%	35.20%	34.00%	31.40%
住宿和餐饮业	2.40%	2.40%	2.00%	1.50%	1.40%	1.50%	1.50%	1.80%
金融业	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
房地产业	11.40%	9.30%	6.30%	4.10%	3.50%	4.00%	4.30%	4.70%
租赁和商务服务业	3.80%	3.40%	2.40%	1.50%	1.40%	1.90%	2.00%	2.50%
水利、环境和公共设施管理业	2.30%	1.90%	0.90%	0.40%	0.20%	0.30%	0.40%	0.40%

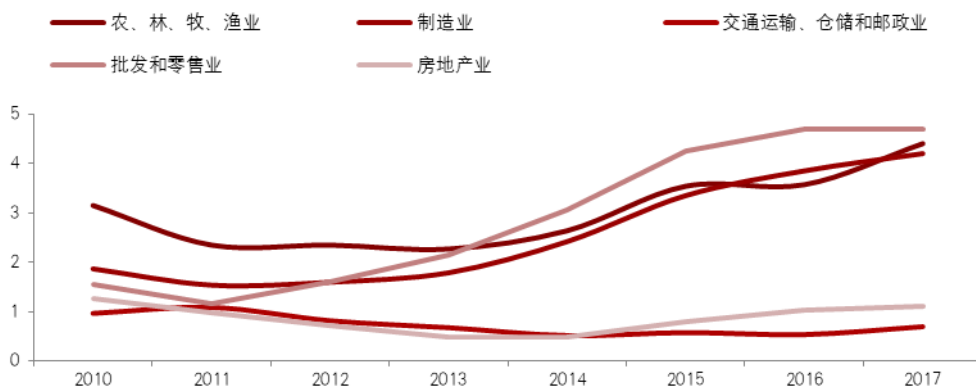
数据来源：Wind，东方证券研究所

**重点行业的不良率未呈现大幅恶化趋势。**对公贷款的重点关注行业，农林牧渔、制造业及批发零售业的不良率虽略有上升，但整体来看并没有显现出大幅恶化的趋势。

**重点行业的偿债能力未见明显下滑，贷款资产质量风险并无明显增加。**从分析银行贷款余额、不良贷款余额占比较高的行业偿债能力的角度，研究银行贷款的资产质量风险。农林牧渔、制造业和批发零售业的行业杠杆率（D/E）和已获利息倍数表现基本稳健，偿债能力未见显著下降。因此，企业端仍有足够的偿债能力，大规模的违约事件发生概率较小，存量贷款的资产质量风险并没有显著增加。

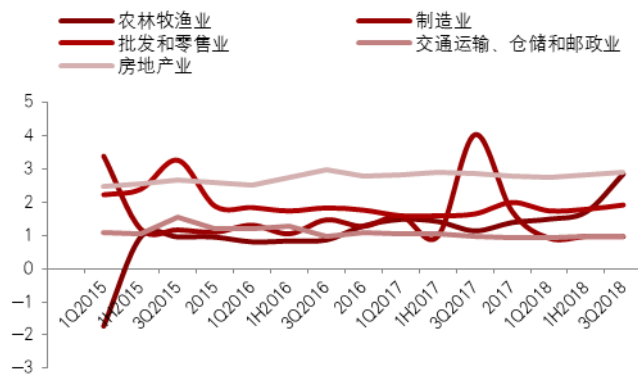
**资产质量的行业结构风险整体可控。**作为往期的贷款高风险行业，农林牧渔、制造业和批发零售业偿债能力的基本稳定，保证了未来资产质量不会突然出现大规模恶化，资产质量的行业结构风险整体可控。

**图 7：农林牧渔、制造业和批发零售不良率（%）略有上升**



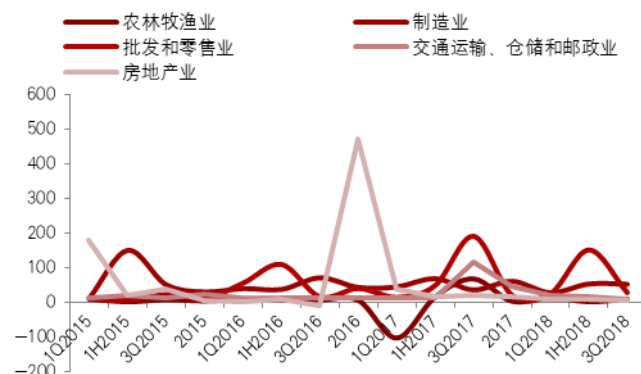
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 8：除农林牧渔外，2018 年贷款主要行业杠杆率（D/E）基本稳定**



数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 9：2018 年贷款主要行业已获利息倍数基本稳定**



数据来源：Wind，东方证券研究所

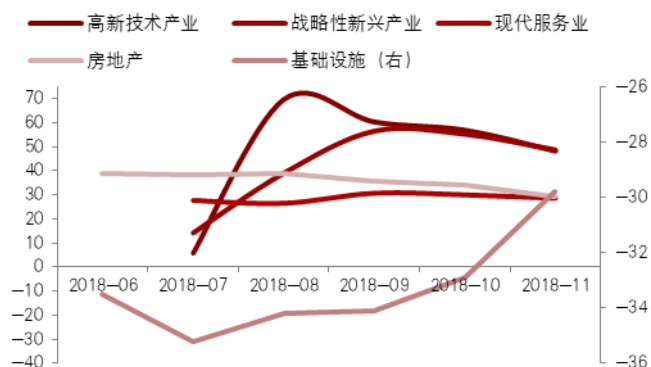


### 1.2.2. 增量贷款中服务业、基建、高技术及战略新兴产业可对资产质量形成一定支撑

未来增量贷款的资产质量将更倚重服务业、基建、高技术及战略新兴产业的支撑。这些行业对贷款的需求量增速相对较快，同时景气度也相对较高。贷款的需求增速较快，可满足银行对增量资产的配置需求，这些行业未来在贷款结构中的占比提升空间较大；行业景气度较高，则可预计未来这些行业的贷款质量相对较好。银行资产质量改善尚有可操作空间，可通过科学的行业配置对冲资产质量下行压力。

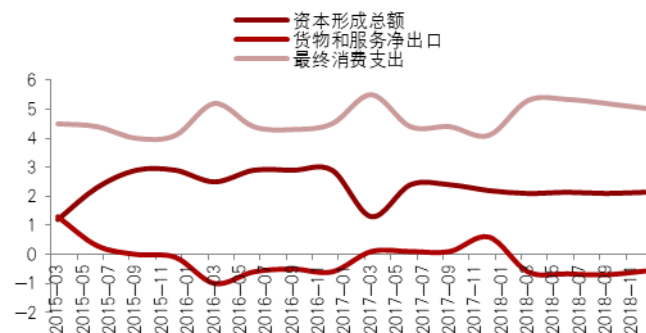
从未来贷款需求的行业结构上来看，高技术、战略新兴产业、服务业及基建未来贷款需求仍将呈现较快增长。高技术及战略新兴产业新增投资意向较强，意向投资项目同比远高于其他行业，且有国家政策导向作为强力支撑，符合未来科技升级的趋势。服务业投资意向较为平稳，预期继续对总投资形成有力支撑。从稳增长的角度而言，消费对 GDP 同比的拉动仍占主导地位，结合服务业景气度相对较好、进出口动能减弱，消费对经济增长的拉动作用仍占主要地位。随着政府执行力度的加大，基建投资意向明显回升，预计对投资增速起到支撑作用；房地产投资意向下滑，房企贷款需求可能减弱。

图 10：固定资产新增意向投资项目投资累计同比（%）服务业、高技术及战略新兴产业、基建表现较好



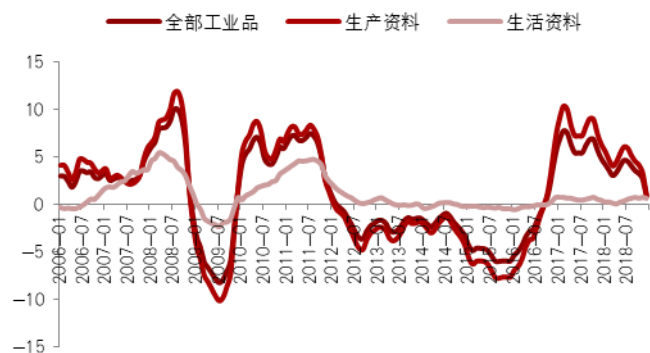
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：消费对 GDP 累计同比的拉动（%）仍占主导地位

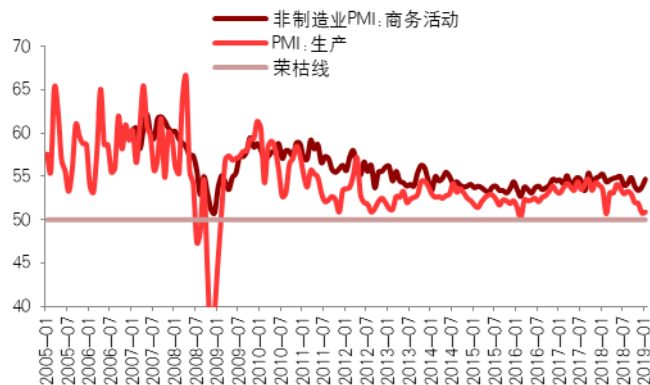


数据来源：Wind，东方证券研究所

从行业景气度来看，高新技术产业、战略性新兴产业以及基建行业均因有国家政策的明确支持而呈现出较高景气度。服务业先行指标整体好于制造业，也呈现出相对较高的景气度。PMI 整体仍在荣枯线以上，非制造业 PMI 表现明显较好，对经济的支撑作用仍在加强。经济失速下滑的可能性较低。PPI 和 PMI 显示服务业景气度整体好于制造业。生活资料 PPI 同比较为稳定，生产资料有较明显下滑。

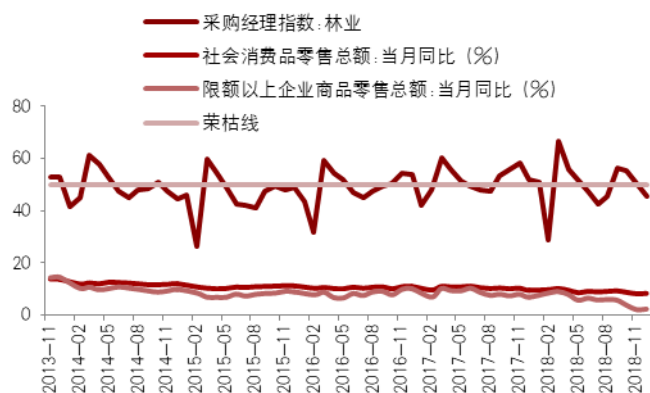
**图 12：PPI 当月同比：生活资料 PPI 同比较稳定**


数据来源：Wind，东方证券研究所

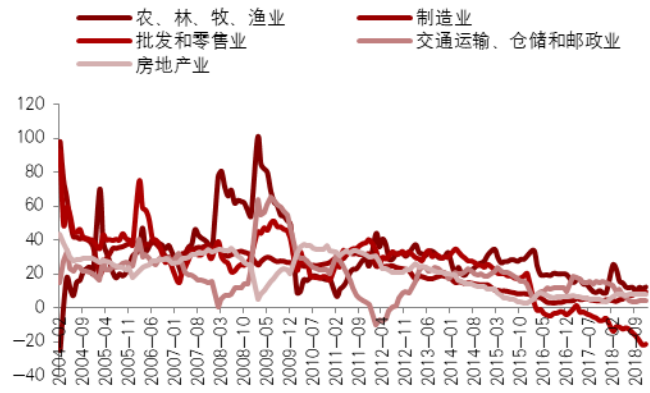
**图 13：PMI 在荣枯线以上，非制造业表现更好**


数据来源：Wind，东方证券研究所

行业先行指标显示，批发业仍将对增量贷款质量造成较大压力，农林牧渔、制造业及房地产的资产质量不必过于悲观。贷款重点关注行业中，批发业景气度明显下滑，零售业景气度相对较稳。限额以上企业商品零售总额同比 2018 年以来大幅下滑，批发业利润恶化趋势明显。社会消费品零售总额同比虽有下滑，但下滑幅度不大，仍相对较为平稳。林业景气度受季节影响，采购经理指数处于荣枯线下方，波动规律未见明显变化。固定资产投资完成额方面，制造业和房地产固定资产投资完成额同比仍在上升。除批发零售业外，其余贷款重点行业固定资产投资完成额同比增速尚稳，未见明显下滑，对行业景气度不必过于悲观。

**图 14：批发业景气度明显下滑，零售业相对较稳**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 15：贷款主要行业除批发零售业外，固定资产投资完成额累计同比尚稳 (%)**


数据来源：Wind，东方证券研究所

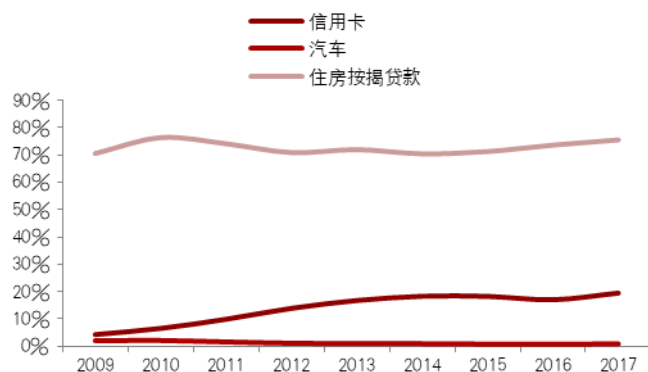
## 2. 零售贷款质量：稳定器是住房贷款，信用卡带来优质增量

### 2.1. 存量分析：住房贷款质量仍将有力支撑个人贷款质量

住房按揭贷款的资产质量是个人贷款资产质量的关键因素。商业银行存量贷款中，住房按揭贷款占个人总贷款比例最高，历年数值均高达 70%以上。因此，住房按揭贷款的资产质量是影响个人贷款资产质量的主要因素。

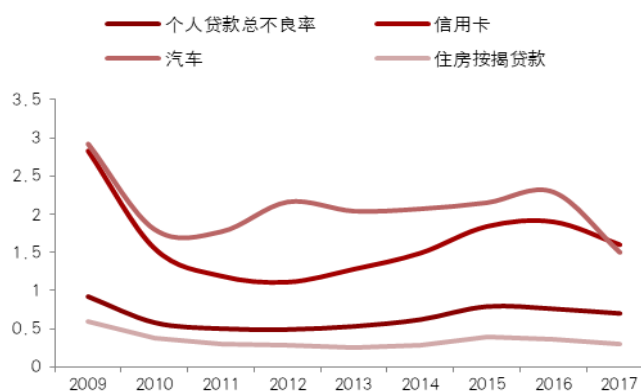
在各项个人贷款中，住房按揭贷款历年的不良率水平均为最低，且显著低于其他类别个人贷款，资产质量最佳。汽车贷款不良率整体高于信用卡贷款，2016 年和 2017 年二者均呈现下降趋势。

图 16：住房按揭贷款在个人贷款中占比最高



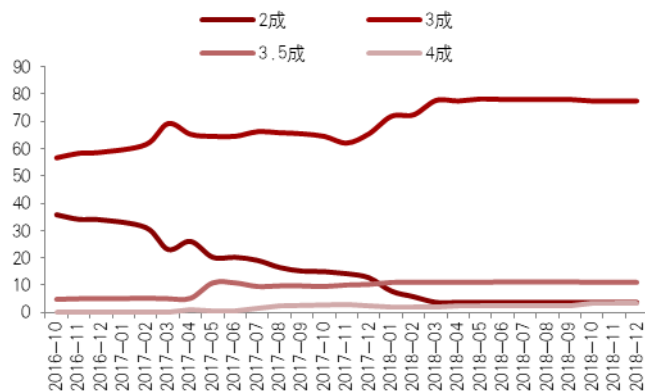
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 17：个人贷款不良率 (%) 下降

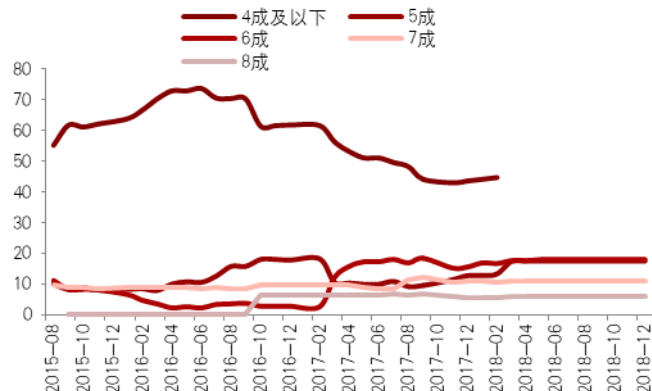


数据来源：Wind，东方证券研究所

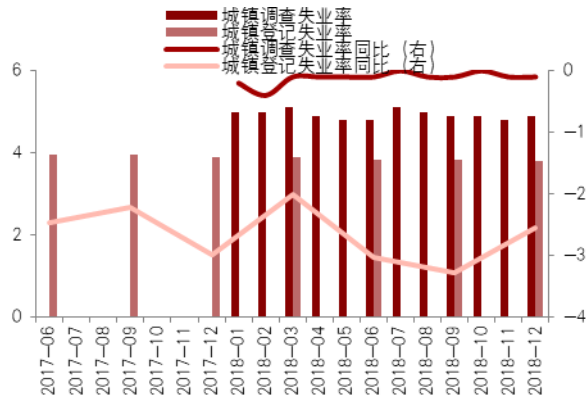
住房按揭贷款未来整体风险仍较小，预计仍将成为个人贷款质量的稳定大后方。样本银行首套房及二套房的首付比例不断提升，进一步降低了住房按揭贷款的违约风险。居民收入先行指标表现尚好。2018 年 12 月，城镇调查失业率（政府目标）5.5%，实际城镇调查失业率 4.9%，明显低于政府目标，失业率指标表现良好。城镇居民人均可支配收入及平均工资水平同比表现均较为稳健，居民收入水平增长良好，预计将继续支撑居民偿债能力。住房贷款资产质量风险较小，仍能够有力支撑个人贷款质量。

**图 18：样本银行首套房首付比例占比 (%) 提升**


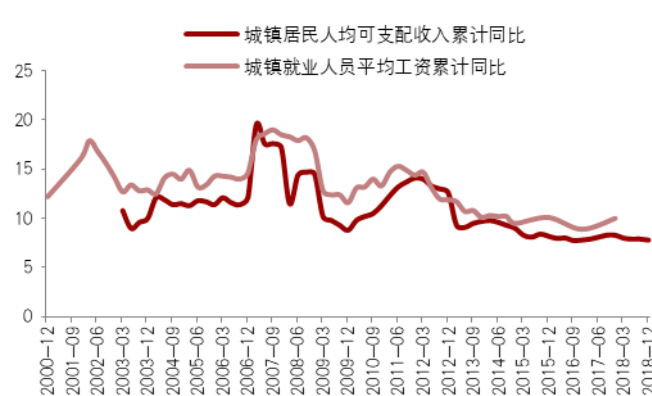
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 19：样本银行二套房首付比例占比 (%) 提升**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 20：城镇失业率 (%) 下降**


数据来源：Wind，东方证券研究所

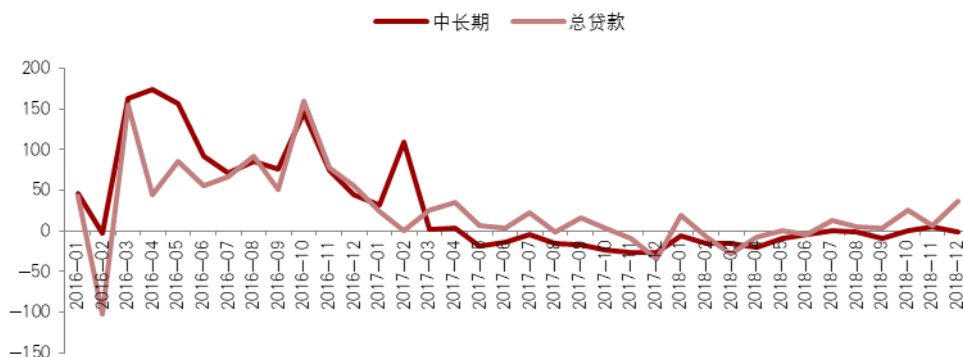
**图 21：人均可支配收入及工资水平同比 (%) 表现稳健**


数据来源：Wind，东方证券研究所

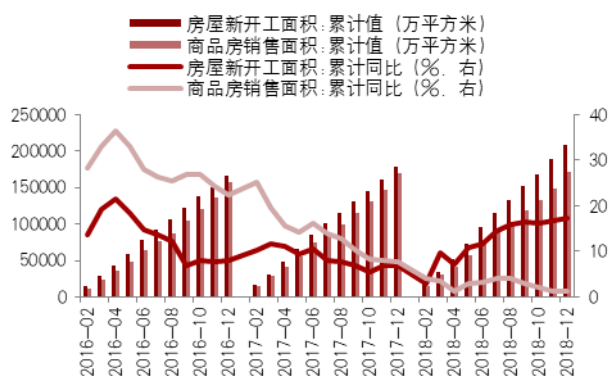
## 2.2. 增量分析：房贷仍有优质增量空间，信用卡可当优质贷款爆发点

### 2.2.1. 房贷：区域性配置仍可带来新增量，资产质量风险较小

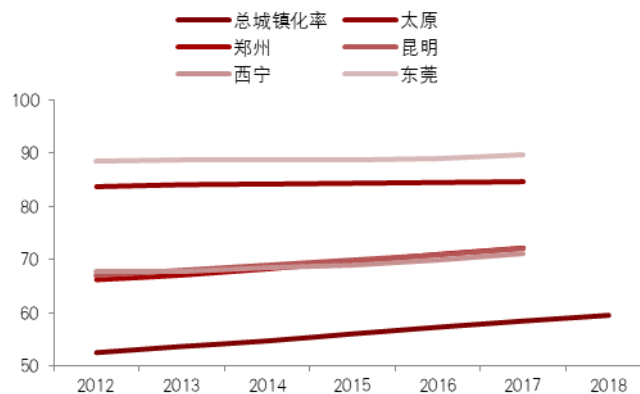
当前居民房贷增速虽有放缓，但仍有区域性增量机会。居民房贷增速放缓。居民贷款中短期贷款增多，中长期贷款增长乏力，8月和9月甚至出现同比下滑的情况。这说明居民新增房贷减少，购房步伐有所放缓，地产销售压力增大。城镇化仍将作为房贷增长的动力。我国总城镇化率水平仍不高，2018年总城镇化率约60%，低于主要发达国家70%-90%的城镇化率水平，城镇化仍有空间。且城镇化区域发展极不平衡，长期来看，除一线城市外，城市群及卫星城仍有较大的增长空间。

**图 22：新增居民贷款当月同比（%）中长期贷款小于总贷款，居民新增房贷减少**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 23：房屋销售情况整体下滑**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 24：城镇化率（%，常住口径）区域不平衡，总体城镇化率仍较低，城镇化尚有空间**


数据来源：Wind，东方证券研究所

各区域商品房销售额累计同比明显分化，作为零售资产端主要配置方向的个人住房按揭贷款也将出现明显的区域性分化。除去首付之外，个人住房贷款金额同比应与商品房销售额同比呈正向线性关系，根据各区域商品房销售额同比增速产生分化的现象可以推测，银行住房按揭贷款增长将继续出现区域性分化。

**表 3：商品房销售额累计同比（%）分化明显**

	全国	北京	天津	河北	上海	江苏	浙江	安徽	福建	湖北	重庆	广东
Jun-17	21.5	-21.1	2.6	29.1	-33.9	9.8	34.3	22.7	24.6	35.4	48.8	16.8
Jul-17	18.9	-29.5	3.5	21	-35	10.8	30.9	19	19	26.6	48.6	16
Aug-17	17.2	-34.2	1.2	19.5	-36.8	9	30.2	17.7	17.9	25.1	51.4	14.5
Sep-17	14.6	-40.5	-13.9	11.5	-37.6	6	27.5	13.9	18.3	27.3	47.1	13.7
Oct-17	12.6	-42.9	-19.6	12.8	-40.9	4.4	23.4	11.2	19.7	25.9	39.5	13

Nov-17	12.7	-43.4	-25.6	9.5	-42.1	6.2	24.7	12.2	21	26.3	33.9	14.1
Dec-17	13.7	-38.7	-34.7	7.6	-39.9	6.3	28.5	16.5	25.9	25.3	32.8	15.9
Feb-18	15.3	-54.4	-44.2	-29.6	-14.9	5.8	41.8	13.1	22.8	33.2	24.2	12.2
Mar-18	10.4	-65	-54.8	-18	-17.6	-1.4	25.5	18.8	19.9	37.7	20.3	-0.9
Apr-18	9	-54.9	-49.3	-24.2	-17.2	-5.4	23.6	18	15	35	16.8	-2.7
May-18	11.8	-50.5	-43.7	-29.6	-13.2	0.1	26.5	20.2	18.1	30.8	20.4	0.6
Jun-18	13.2	-45.9	-27.5	-27.6	-13.9	2.9	26.9	20.5	22	30.8	23.5	-1.4
Jul-18	14.4	-42.1	-20.4	-24.2	-6.4	5.6	27	21.2	23	31	23.9	0.5
Aug-18	14.5	-33.5	-18.7	-22	-2.8	8.3	23.5	20.6	22.8	31.2	21.7	1
Sep-18	13.3	-27	-18.8	-19.9	4.5	9.6	19.7	21.1	21	25.8	21.2	-1.8
Oct-18	12.5	-23.2	-16.5	-17.9	10.4	10	16.8	21.5	18.6	23.3	18.5	-2.9
Nov-18	12.1	-17.8	-13.6	-11.9	16.7	7.6	16	19.7	17.6	24	16.7	-3.4

数据来源：wind，东方证券研究所。

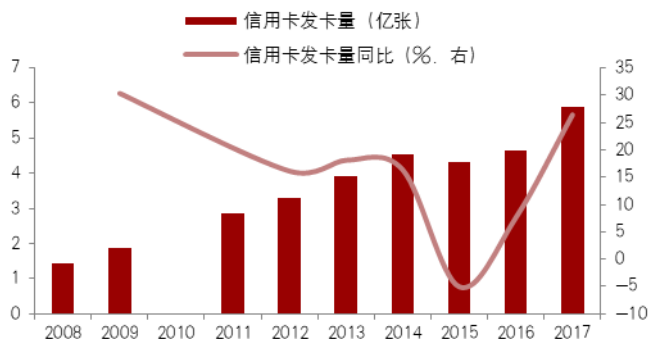
**未来新增住房按揭贷款风险较小，原因有三：**1) 住房按揭贷款有较高的首付比例保障；2) 当前居民部门杠杆总体风险可控，且人均可支配收入及平均工资增长情况较为稳健，预计不会出现大规模资不抵债情况；3) 住房按揭贷款的衍生品相对国外尚不发达，衍生品带来的嵌套风险也可控，不会出现类似美国次贷危机的情况。

### 2.2.2. 信用卡和车贷：信用卡增量空间较大，资产质量风险可控

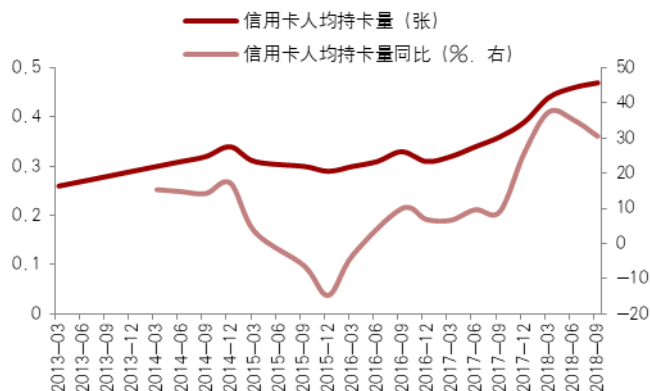
我国信用卡业务处于快速发展阶段。虽然，近几年信用卡发卡量呈现较快速度增长，但因为基数较小，信用卡发卡量的绝对增长量仍然有限。直到 2017 年，信用卡发卡量大规模增长，信用卡市场呈现初步繁荣景象。2017 年信用卡发卡量的大规模增长，主要原因在于，经济下行周期中对公业务风险上升，银行风险偏好降低。在 2015-2016 年大规模增配个人住房按揭贷款业务后，2017 年银行更加侧重信用卡业务，以抵御经济下行风险，寻找新的利润增长点。

**当前我国信用卡渗透率仍然较低，增量空间巨大。**2018 年 9 月我国信用卡人均持卡量 0.47 张，深圳人均持卡量约为 3 张，北京人均持卡量则在 1.5 张左右，上海该项数值约为 1 张，其他的城市基本低于 1 张。我国人均持卡量与美国信用卡人均持卡约 6 张相比，仍具有显著增量空间，中小城市及农村的信用卡市场仍未充分打开。



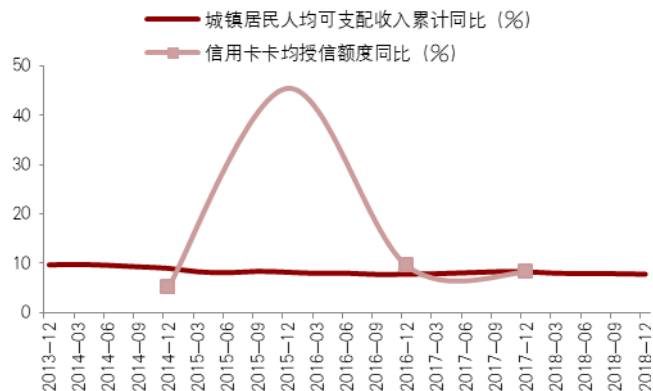
**图 25：2017 年信用卡发卡量大大幅增长**


数据来源：Wind，东方证券研究所

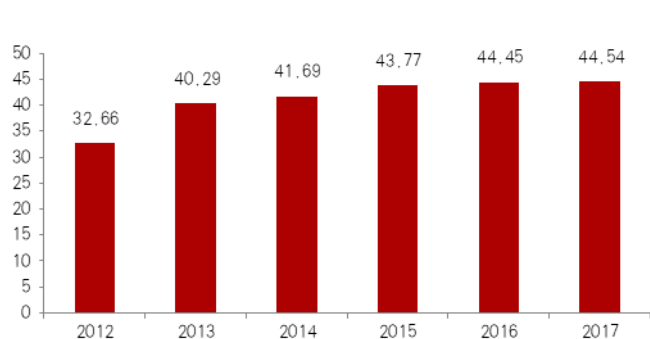
**图 26：信用卡人均持卡量显著增长**


数据来源：Wind，东方证券研究所

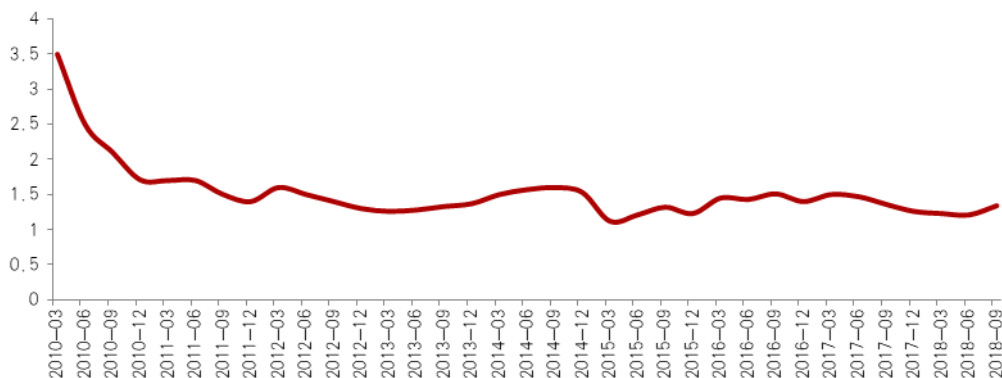
信用卡资产质量风险整体可控。一方面，信用卡授信额度增长与城镇居民人均可支配收入同比增速基本接近，不存在过度授信的情况；信用卡授信使用率尚有较大空间，过度消费风险可控。其中，2015 年授信额度同比涨幅较大，是因为 2013 及 2014 年，信用卡市场处于起步阶段，人均授信额度较低，2014 年卡均授信额度 1.23 万元，2015 年卡均授信额度 1.79 万元，绝对增长量并不高。总体来看，信用卡授信额度增长与城镇居民人均可支配收入同比增速基本接近。同时，信用卡授信使用率不足 50%，过度消费风险可控，信用卡整体使用风格还偏于保守。另一方面，信用卡逾期半年未偿信贷总额占比环比虽有上升，但仍低于去年同期，信用卡贷款质量不应过度担忧。2017 年以来，信用卡逾期未偿比例一直在改善，2018 年三季度这一指标有所提高，但仍低于 2017 年 9 月公布数值。结合前文人均可支配收入、平均工资水平和信用卡贷款不良率数据，信用卡贷款的质量不应过度担忧。

**图 27：信用卡授信额度同比与人均可支配收入同比接近**


数据来源：Wind，东方证券研究所

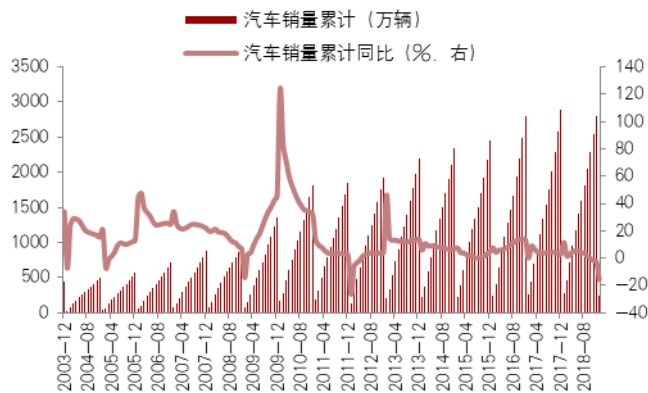
**图 28：信用卡授信使用率（%）尚有较大空间**


数据来源：Wind，东方证券研究所

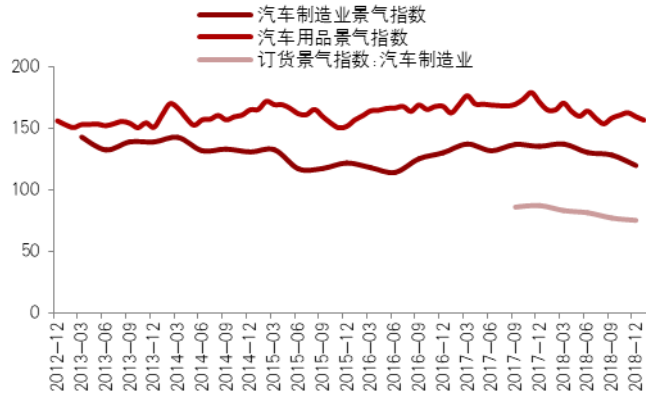
**图 29：信用卡逾期半年未偿信贷总额占比（%）环比虽有上升，但仍低于去年同期**


数据来源：Wind，东方证券研究所

预计汽车贷款增量空间有限，资产质量相对平稳。近期汽车销量显著下滑，且汽车制造业、汽车用品及汽车订货景气指数等先行指标均呈现下行趋势，预计未来个人汽车贷款的需求量将会减少，汽车贷款的增量空间有限。人均可支配收入、平均工资水平增长仍较为稳健，失业率指标表现良好，居民偿债能力仍有较强支撑，预计汽车贷款资产质量仍将相对平稳。

**图 30：汽车销量显著下滑**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 31：汽车业景气指数下滑**


数据来源：Wind，东方证券研究所

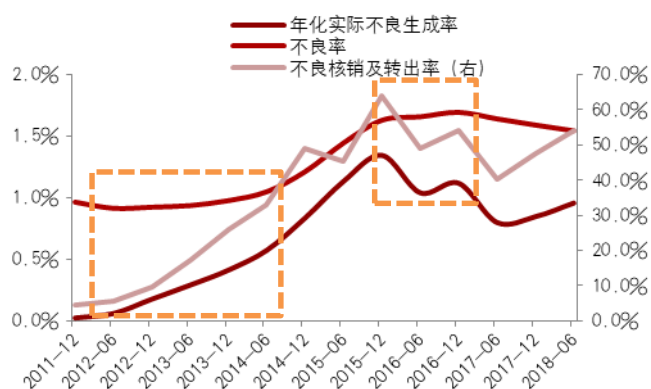
### 3. 资产质量风险推演：基础情况及触发

#### 3.1. 资产质量可在较好的基础上承接压力

银行当前资产质量较好，面临可能到来的资产质量风险，能够在较好的基础上承接资产质量压力，将不良率的绝对值控制在一个较低的范围。2017 年至 2018 年，银行业资产质量持续改善改善。整体而言，存量资产的质量尚好，即使未来资产质量风险增加，不良率的绝对值也不会短期达到历史较高值。

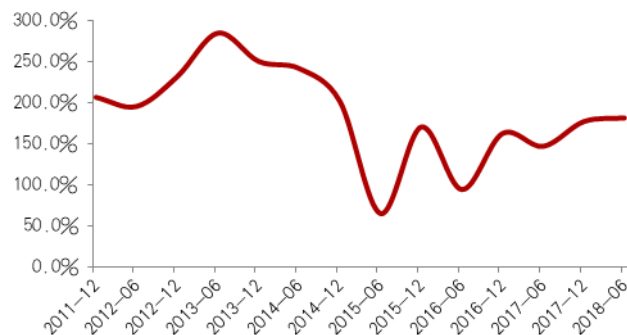
不良贷款未见大幅边际恶化,从不良生成率的角度看,过度担忧资产质量发生趋势性恶化尚无必要。虽然 2018 年不良生成指标有小幅提升,但仍小于当前不良率,不良生成指标并未显现出较大幅度的恶化。从不良率与不良生成率的历史关系来看,不良生成率的短期上升或者波动,对不良率的影响不甚显著。银行可通过加强不良贷款的核销及转出进行调节,以便应对不良生成率变化的压力。同时,当前银行拨备覆盖率较高,已为资产质量压力做出较为充分的准备,安全垫较高。整体而言,资产质量的边际变化情况整体尚好,短期波动不能作为资产质量方向性改变的判断依据,因而无需从不良生成率的角度过度担忧资产质量恶化。

**图 32：不良率持续改善，不良生成率的短期波动对不良率影响不显著**



数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 33：当前拨备覆盖率十分充足**



数据来源：Wind，东方证券研究所

**表 4：上市银行资产质量边际压力小幅提高**

	年化实际不良贷款生成率			不良/逾期 90 天以上贷款			关注类贷款占比			逾期 90 天以上贷款生成率		
	2017H1	2017	2018H1	2017H1	2017	2018H1	2017H1	2017	2018H1	2017H1	2017	2018H1
上市银行合计	0.80%	0.85%	0.96%	102.80%	116.73%	117.73%	3.17%	3.09%	2.86%	0.83%	0.67%	0.92%
国有行合计	0.63%	0.65%	0.78%	115.05%	131.71%	131.91%	3.27%	3.24%	2.99%	0.66%	0.49%	0.76%
股份行合计	1.27%	1.37%	1.49%	82.25%	93.80%	96.23%	3.08%	2.89%	2.80%	1.33%	1.13%	1.41%
城商行合计	0.67%	0.85%	0.60%	90.35%	99.22%	101.10%	2.06%	1.97%	1.62%	0.65%	0.72%	0.56%

数据来源：Wind，东方证券研究所

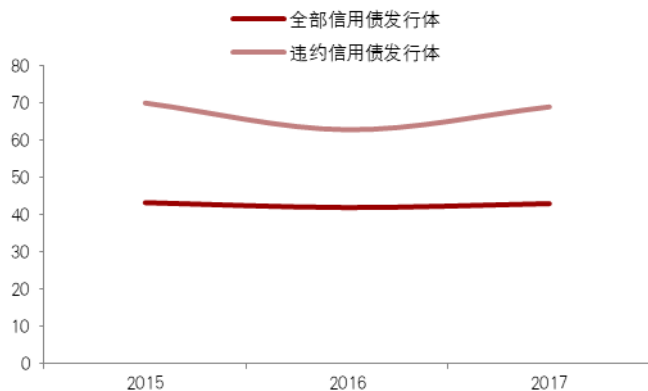
### 3.2. 当前出现大规模不良贷款历史触发因素的概率较低

我国改革开放以来有两个时期出现了大规模不良贷款，一是 1994-2005 年，由于经济转轨，专业银行几乎承接了国企转制的全部成本。这一时期，大约 2/3 的贷款被国企长期低息或无息占用，也无法收回。2000 年前后，国有银行已经技术性破产成为市场上的广泛说法。二是 2012-2015 年，宏观经济增速下滑、四万亿计划的杠杆积累叠加银根收紧，导致流动性危机爆发并不断扩散，新一轮大规模不良资产诞生。

类似我国 90 年代不良贷款爆发的情形，在当前出现的概率极小。我国短期不太可能出现经济制度的根本性变革。我国第一阶段大规模不良贷款的产生，具有较强的经济制度改革特征，是计划经济向市场经济快速转型中产生的“后遗症”。1985-1988 年，经济转轨启动，并出现了阶段性宏观失控的问题。1989-1991 年经济转轨出现严重挫折，局部逆转和倒退现象显现，整体经济较为低迷，直到 1992 年市场经济体制基本确立。随后，国企改革不断推进，作为国企主要的资金提供方，不良资产逐渐暴露。

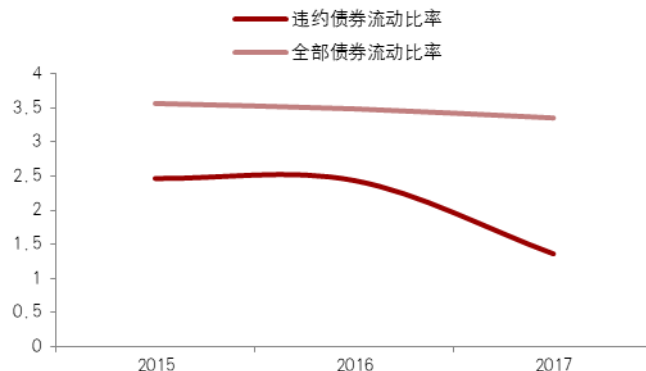
类似我国 2013 年前后不良贷款爆发的情形，在当前出现的概率也较小。我国第二阶段大规模不良贷款的产生主要是三个原因的叠加，1) 宏观经济增速下滑带来的企业盈利下降，2) 四万亿计划的杠杆积累，3) 银根收紧。金融危机以后，随着经济增速的下滑，供给侧产能过剩现象突出，部分行业盈利能力显著下降，偿债风险增加。2011 年间，央行通过多次提高法定存款准备金率、要求银行为承兑汇票的保证金缴纳存款准备金等方式，收紧银根，银行开始抽贷。这一政策的直接效果为，温州地区大量以炒房为目标的中小企业最先遭受资金链断裂。温州民间盛行“联保联贷”，银根收紧造成的资金链断裂，通过互相担保的方式层层传导。同时，“四万亿”经济刺激计划时期，全国范围内很多企业都借了大量短期贷款，用于地产和大宗商品投机。资金链断裂的情况不断扩散，违约率不断上升。全国范围的不良周期启动，银行在这一阶段开始出现大量不良贷款。当前出现类似情形的可能性也较低，原因有三：1) 根据前文分析，结合目前宏观经济指标，经济失速下滑的可能性较低。2) 当前整体货币政策和财政政策都偏于宽松。银行间流动性颇为充分，基建投资增速上行，多地成立企业纾困基金，减税降税措施出台。投资和消费都有相应刺激措施。3) 当前“四万亿”时期积累的不良贷款经过几年的消化，已基本处理完毕，银行资产质量在 2017 年已呈现改善态势。且 2018 年以前并没有新的“四万亿”计划大幅提升企业杠杆率，不存在新一轮刺激政策的“后遗症”。当前企业杠杆率远低于 2008-2014 年，并不处于历史的杠杆高点。参考债券违约估计银行贷款违约对应的企业偿债指标，发现当前企业整体的偿债能力指标距离违约警戒线尚有较大安全边际，且边际违约率水平远低于国际水平。短期爆发大规模不良贷款的概率较小。

图 34：信用债违约主体流动负债与总负债（%）的比例明显偏高

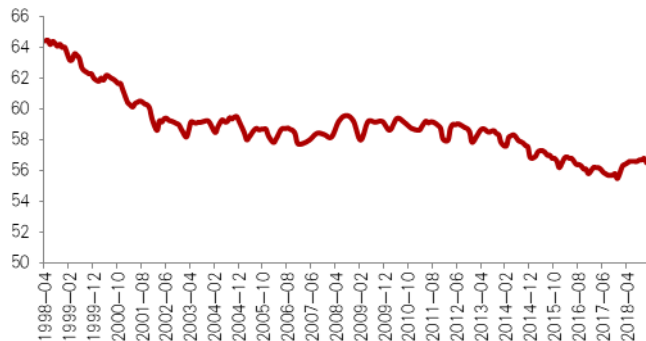


数据来源：Wind，东方证券研究所

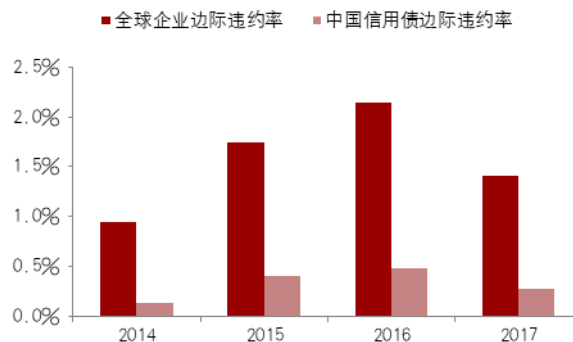
图 35：违约债券流动比率约为全部信用债流动比率的 60%



数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 36：工业企业资产负债率（%）低于历史高点**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 37：中国信用债边际违约率远低于国际水平**


数据来源：Wind，Moody's，东方证券研究所

参考美国两次出现大规模不良资产爆发的触发因素，即 1930s 经济大萧条和 1980s 利率市场化，当前国内出现这两种触发因素导致的不良资产爆发概率也较低。首先，前文已经分析，中国经济出现失速下滑或断崖式下滑的可能性较低，且前期经济增长情况较好，不存在类似美国大萧条时期长期经济低迷积累下来的大量不良资产，资产质量的基础较好。其次，中国已基本完成利率市场化改革，利率市场化造成的冲击基本消除。资产的期限错配问题在 2017 年“去杠杆”过程中也得到了一定程度的解决，这一触发因素在中国再次发生的可能性较小。80 年代随着美国利率市场化的推进，利率不断上升，储贷机构存有大量固定利率的住房抵押贷款，这与不断升高的短期筹资成本矛盾逐渐增加，期限错配问题严重，加之行业过度竞争、监管不足等问题，酿成“储贷危机”，储贷机构纷纷倒闭。但无论是利率市场化还是期限错配，当前在中国大规模造成冲击的可能性都较小。

### 3.3. 货币传导机制不畅通仍然存在

当前货币传导机制不畅通的现象仍然存在，主要体现在 2019 年 1 月社融增量中票据占比及绝对量增加。考虑季节因素后，债券融资的绝对量虽有增加，但增量并不显著。企业融资渠道仍然有限，票据冲量现象明显。同时，社会融资规模对银行贷款的依赖仍然较强，从市场资金的供需角度来看，银行在资产端仍然有较高的议价能力，预计将对资产质量形成一定支撑作用。

**表 5：1 月社会融资规模累计值占比（%）票据及债券占比显著提升**

	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	地方政府专项债券
Dec-17	61.81	0.01	3.47	10.07	2.39	2.01	3.9	8.91
Sep-18	83.24	-1.24	-7.54	-3.03	-4.41	10.32	2.02	11.03
Oct-18	83.84	-1.68	-7.78	-3.68	-4.49	10.76	2.03	11.06
Nov-18	83.57	-1.98	-7.85	-3.62	-4.18	11.6	1.97	9.91
Dec-18	81.37	-2.18	-8.34	-3.58	-3.29	12.85	1.87	9.27
Jan-19	76.95	0.74	-1.51	0.74	8.17	10.77	0.63	2.35

数据来源：Wind，东方证券研究所

**表 6：社会融资规模 1 月贷款、票据及债券增量显著（亿元）**

	新增人民币贷款	新增外币贷款			新增未贴现 银行承兑汇 票		非金融企业 境内股票融 资		地方政府专 项债券
		款	新增委托贷款	新增信托贷款	票	资	资		
Dec-17	5,769.49	169.14	601.49	2,245.17	676.46	343.11	791.96	849	
Sep-18	14,341.00	-669.99	-1,432.32	-908.57	-547.57	382.48	272.03	7,389.02	
Oct-18	7,141.28	-799.82	-948.63	-1272.91	-453.29	1,476.04	175.65	867.76	
Nov-18	12,302.33	-786.84	-1,310.27	-467.19	-126.92	3,126.81	200.02	-331.9	
Dec-18	9,281.46	-701.76	-2,210.49	-508.64	1,023.11	3,757.24	130.39	362.05	
Jan-19	35,668.36	343.47	-699.28	345.02	3,786.18	4,990.22	293.46	1,087.90	

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 4. 投资建议：关注具有规上企业资源优势、零售业务带来新增量的银行

当前银行的资产质量走向与银行的规上企业资源、贷款行业结构和零售业务增量关联较大。对公贷款方面，从贷款的企业规模来看，规上企业盈利能力及景气程度尚好，能够成为贷款质量的有力支撑。拥有较好规上企业资源的银行，无论是从贷款的存量风险还是增量风险上，都具有较大优势，是配置银行股的优选标的。从贷款的行业结构来看，当前重点行业资产质量未见明显恶化，部分行业仍可对增量资产质量形成一定支撑，但贷款的行业结构风险将会不可避免地产生分化。在甄选标的时，建议关注存量贷款中农林牧渔、批发零售及制造业占比低的银行，以及未来增量贷款中服务业、基建、高技术及战略新兴产业占比高的银行。零售贷款方面，住房贷款仍将有力支撑资产质量，信用卡增量空间较大且风险较低。建议关注具有优质房贷资源和信用卡业务优势的银行。

具体标的建议关注工商银行(601398，未评级)、建设银行(601939，未评级)、农业银行(601288，未评级)、招商银行(600036，未评级)。

## 5. 风险提示

国内经济下行压力有可能加大，对资产质量造成更大压力。当前国内经济虽然失速下滑可能性较低，但是内需、出口及投资都还面临一定压力。货币传导机制不畅通的问题仍然存在，中小企业融资难可能拖累经济增长。

中美贸易谈判有可能对经济造成负面影响。中美贸易谈判的不确定性仍在，且将是一个长期过程，若美国采取强硬措施，中国进出口将会受到进一步影响。

监管及宏观调控有可能进一步收紧。当前政策执行力度的不确定性增加，银行信贷投放的方向及额度面临较大风险。



## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

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

## 投资评级和相关定义

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

### 公司投资评级的量化标准

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

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

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

### 行业投资评级的量化标准：

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

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

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

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

