

银行

证券研究报告

2019年03月15日

为何对融资可以乐观点?

过半非标融资或未计入社融指标

社融中的表外融资与非标、影子银行并非对等的。社融的表外融资包括信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票。非标融资按照基础资产可分为信贷类、各类收(受)益权、明股实债、产业基金等,其中,信托贷款、委托贷款统计入社融指标,而其他的如各类受(收)益权、“明股实债”、产业基金等均未统计在社融之中。

银行理财非标投资超六成未计入社融。依据《1H16 理财报告》,截至16年6月末,银行理财投资的非标中信托贷款占比16.45%,委托贷款占比13.88%;占比最高的为收/受益权,达33.18%,而其并未统计入社融。因而,从理财投资的非标而言,统计入社融的非标占比约30%,亦即占比超过六成的非标资产并未计入社融。

忆往昔,18年非标融资下降多

非标融资繁盛与否,与监管环境息息相关。在去杠杆的大背景下,18年影子银行收缩明显,由于非标融资较大部分为统计入社融,导致融资的收缩程度比社融增速下滑更甚。

18年非标融资规模下降较多。据我们测算,18年末存量非标融资规模达27.6万亿元;其中,纳入社融统计的约12.4万亿元,过半的非标融资未纳入社融统计。我们估算18年全年非标融资规模下降了5.4万亿,较同期社融中信托贷款和委托贷款2.29万亿降幅显著地大。16年社融明显低估了实际的融资扩张。15年年中房地产调控放松,16年我们估算非标融资增加了6.5万亿元,其中体现在社融的非标融资仅增加1.7万亿。

非标融资现好转,预计19年社融增速回升至11%左右

展望19年,随着监管缓和,影子银行收缩或告一段落,对经济的负面影响将大幅减弱。不过,受制于仍存续的监管约束及非标融资需求较弱等因素,影子银行明显扩张依然较难,但只要不收缩,相比2018年就是大幅改善,对于19年融资可以乐观点。

19年前2月委托贷款降幅大幅收窄,信托贷款则增加308亿元,较18年大幅改善。随着政策调整,我们预计2019年非标融资明显好转,或停止下降;我们预计19年社融达24万亿,社融增速回升至11%左右。

投资建议:补涨空间大,关注拐点标的

估值低,当前银行板块估值约0.8倍19PB;基本面平稳,随着宽信用政策发挥效果,经济年中或企稳;资金面利好明显,外资净流入可期,政策鼓励险资增持股票。我们认为,银行板块年初至今大幅跑输大盘,补涨空间大。个股主推低估值且基本面较好的平安、兴业、光大、南京、江苏、贵阳等。

风险提示:经济下行超预期导致资产质量显著恶化;贷款利率下行超预期等。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-03-14	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000001.SZ	平安银行	12.43	买入	1.45	1.61	1.95	2.37	8.57	7.72	6.37	5.24
601166.SH	兴业银行	18.19	买入	2.75	2.92	3.17	3.50	6.61	6.23	5.74	5.20
601009.SH	南京银行	7.64	增持	1.14	1.26	1.51	1.75	6.70	6.06	5.06	4.37
601997.SH	贵阳银行	12.95	增持	1.97	2.31	2.58	2.93	6.57	5.61	5.02	4.42
600919.SH	江苏银行	7.01	增持	1.03	1.13	1.24	1.34	6.81	6.20	5.65	5.23

资料来源:天风证券研究所,注:PE=收盘价/EPS

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:小微政策差异化考核明确,大行为“头雁”》2019-03-14
- 《银行-行业点评:2月金融数据点评:季节性走低,但结构改善》2019-03-10
- 《银行-行业点评:评政府工作报告:稳增长为优先,托底意味渐浓》2019-03-06



内容目录

1. 何谓非标?	3
1.1. 非标尚未有大一统之定义	3
1.2. 非标资产如何分类?	4
2. 有多少非标未计入社融?	6
3. 忆往昔, 18 年非标融资收缩多	7
3.1. 去杠杆之下, 非标融资式微	7
3.2. 18 年融资的收缩程度大于社融增速的下滑	9
4. 非标融资现好转, 19 年社融增速有望回升至 11%左右	10
4.1. 政策缓和, 非标融资现好转	10
4.2. 预计 19 年社融 24 万亿, 社融增速回升至 11%	12
5. 投资建议: 补涨空间大, 关注拐点标的	13
6. 风险提示	13

图表目录

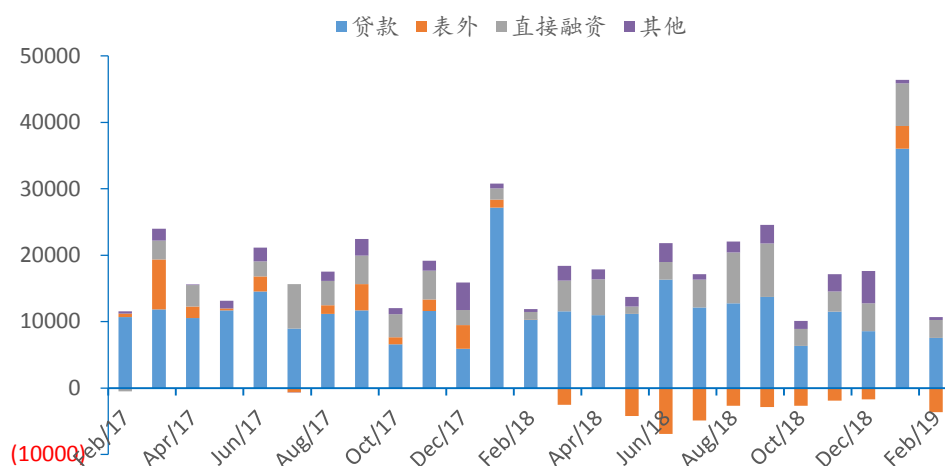
图 1: 19 年 1 月社融高达 4.64 万亿, 2 月社融却仅有 7030 亿 (亿元)	3
图 2: 非标融资按照基础资产的分类	4
图 3: 信托贷款模式	5
图 4: 委托贷款模式	5
图 5: 收 (受) 益权模式	5
图 6: 明股实债模式	6
图 7: 产业基金模式	6
图 8: 最新口径社融所包含的各项目	7
图 9: 1H16 银行理财投资的非标资产分布情况	7
图 10: 银行股权及其他投资下降 2.14 万亿 (亿元)	8
图 11: 18 年基金 (一对一)、券商资管 (定向) 和单一资金信托规模共下降 7.12 万亿 (单位: 万亿元)	9
图 12: 我们估算 2018 年非标融资下降了 5.4 万亿 (单位: 万亿元)	10
图 13: 19 年初以来, 委托贷款降幅大幅收窄, 1-2 月信托贷款则增加 308 亿元 (亿元)	11
图 14: 预计 2019 年社融 24 万亿, 社融增速逐步回升至 11%左右	12
表 1: 非标融资通道模式与基础资产对应关系	6
表 2: 通道&非标业务的相关监管文件内容	8
表 3: 2018 年社融的信托和委托贷款合计下降 2.29 万亿	9

19 年 1 月 4.64 万亿的天量社融助推了市场风险偏好的提升，一定程度上催化了股市在春节后的狂飙猛进，但同时也使得市场对于此后的社融数据有较高预期。

市场对于 2 月金融数据较为关注，数据好坏对市场情绪或有影响。3 月 10 日为周末，按照惯例，2 月金融数据会在 11-15 日间披露。因央行易行长等领导 3 月 10 号十点半出席“两会”记者会，因而提前到 10 号早上九点公布。

尽管因春节因素，市场对此季节性影响有一定的预期，19 年 2 月 7030 亿的社融数据还是令人深感意外。

图 1：19 年 1 月社融高达 4.64 万亿，2 月社融却仅有 7030 亿（亿元）



资料来源：央行官网，天风证券研究所

低于预期的 2 月金融数据，或许使得市场对宽信用政策的效果再生困惑。但 3 月 11 日（周一）的股市表现非常强势，对 2 月社融数据看的可真是风轻云淡。

展望未来，随着强监管缓和及宽信用政策频出，影子银行收缩或告一段落，非标融资较 18 年大为改观，我们认为对 19 年融资情况可以乐观点。

1. 何谓非标？

09 年“四万亿”之后，10 年经济走向过热，货币政策随后收紧，但旺盛的融资需求需要找到出口。“非标”作为规避监管的一种产物，可以满足经济融资缺口，迎来蓬勃发展的时期，影子银行规模快速扩张。

相比信贷，非标融资虽本质上与信贷融资并无二致，但却存在以下优势：1) 规避贷款的门槛要求；2) 规避信贷额度管理，不占用银行信贷额度，规模可快速扩大；3) 通过多层嵌套实现跨监管部门套利，规避贷款资金投向限制；4) 规避了贷款拨备严格计提要求，可调节利润等。

曾几何时，同业业务主要承担资金余缺调剂功能。2010 年以来，通过同业存款、同业存单等吸收负债对接非标资产来获取期限错配收益等成为中小行主流同业业务，金融市场部也开始成为主要利润中心。而表外理财资金池期限错配去对接非标资产，也成为主流。

非标融资走向与监管政策息息相关。非标作为规避监管的产物，其走向也自然与监管政策息息相关。2017 年“三三四十”监管检查则象征着非标融资由盛而衰，去杠杆之下，影子银行清理成为监管工作重心，非标融资规模出现较大下降。此后，随着经济下行，2018 年下半年政策转向宽松，监管有所缓和，非标融资降幅趋缓。

1.1. 非标尚未有大一统之定义

何谓非标？众说纷纭，尚未有明确且权威的定义。

首次引入“非标”概念的监管文件是 2013 年的银监发【2013】8 号文《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》。8 号文指出，非标准化债务融资工具是指“未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资等。”

2018 年 4 月 27 日落地的资管新规提出，“标准化债权类资产应当同时符合以下条件：1. 等分化，可交易。2. 信息披露充分。3. 集中登记，独立托管。4. 公允定价，流动性机制完善。5. 在银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场交易。**标准化债权类资产之外的债权类资产均为非标准化债权类资产。**”

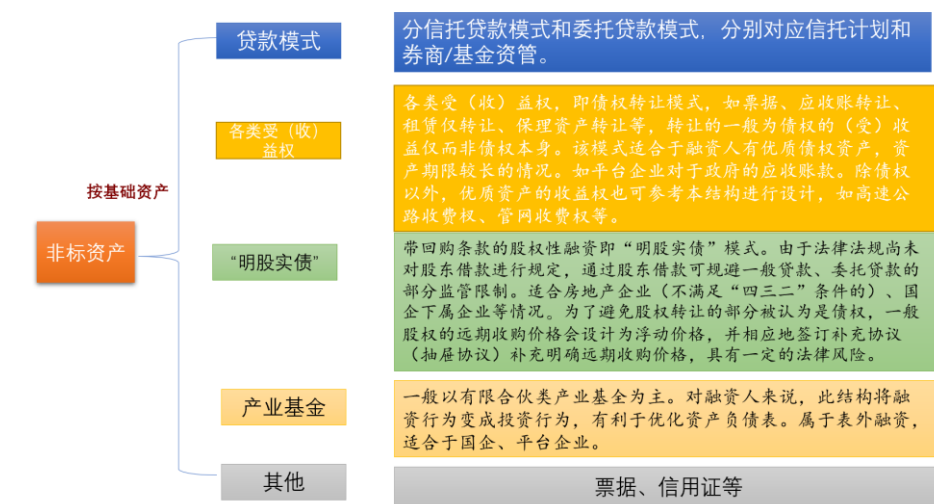
严格按照资管新规之定义，标准资产之外的均为非标资产，而标准资产须同时满足等分化、可交易等诸多条件，要求较高。不过，资管新规同时提出“标准化债权类资产的具体认定规则由中国人民银行会同金融监督管理部门另行制定。”

而“非非标”，顾名思义不是非标准债权资产，亦即经过标准化处理非标资产，是非标转标的口语化说法，典型的如一些资产证券化产品。

1.2. 非标资产如何分类？

非标资产按照通道（SPV）来分，可以分为银信、银证、银基、银保、复合型（多层嵌套）等。按照基础资产来看，则可以分为贷款模式、各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资、产业基金、票据等。

图 2：非标融资按照基础资产分类



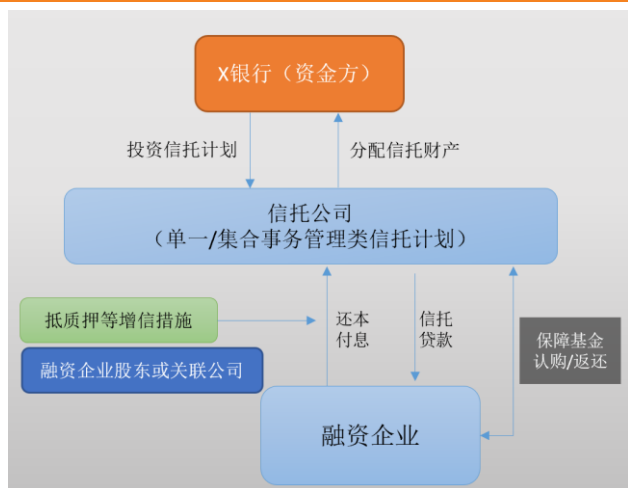
资料来源：银监会《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，天风证券研究所

非标融资的贷款模式

信托贷款模式是银行自营资金或表外理财资金投资信托公司成立的单一资金信托，信托为融资企业发放信托贷款。项目到期后，融资企业归还信托贷款，信托公司向出资银行分配本金及收益。信托贷款模式是主要的非标融资模式，结构亦简单。不过，信托贷款发放需要满足诸多监管要求，较为严格。

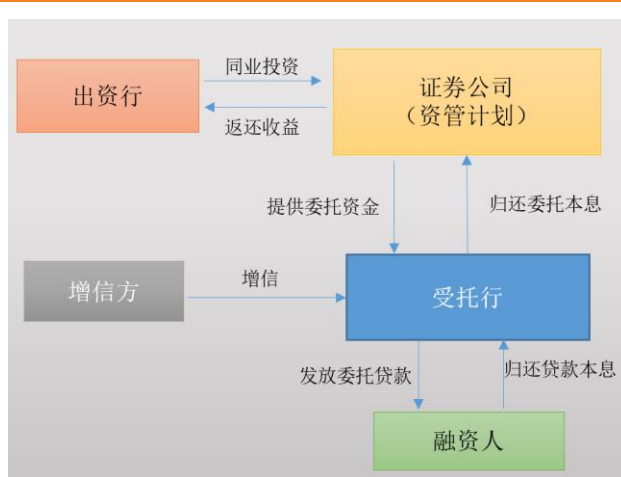
委托贷款模式则是银行自营资金或表外理财资金投资证券业资管计划，由于证券业资管计划无房贷资质，可走银行委贷将资金发给具体融资企业。

图 3：信托贷款模式



资料来源：《1H16 理财市场报告》，天风证券研究所

图 4：委托贷款模式

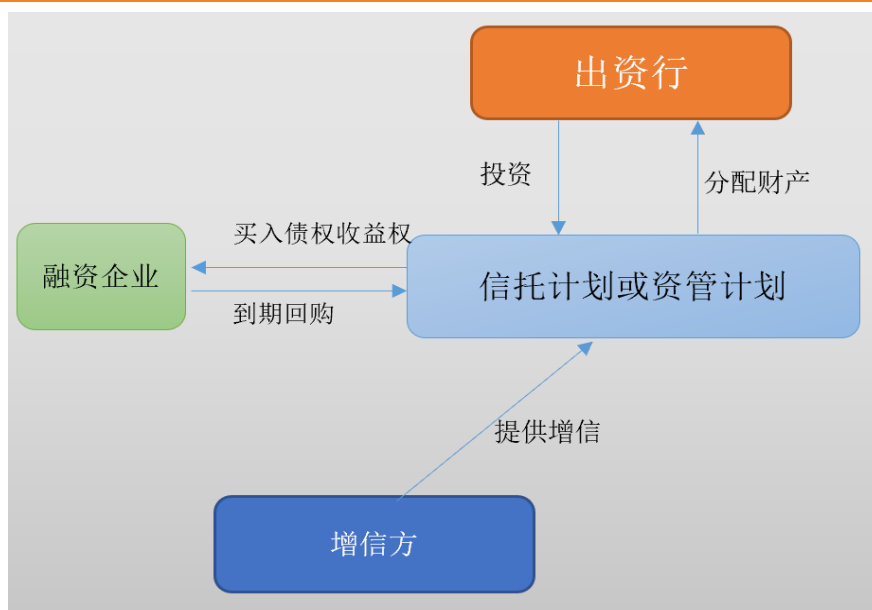


资料来源：《1H16 理财市场报告》，天风证券研究所

各类收（受）益权

银行表内外资金投资信托计划或资管计划，其向融资企业购买持有的一笔优质债权收（受）益权，融资企业承诺在 SPV 计划到期时回购优质债权收（受）益权。标的债权，可以是融资企业持有的优质应收账款等。购买收（受）益权之方式规避了资管计划不能发放贷款之限制，实质上给企业进行融资，且不计入贷款。

图 5：收（受）益权模式



资料来源：《1H16 理财市场报告》，天风证券研究所

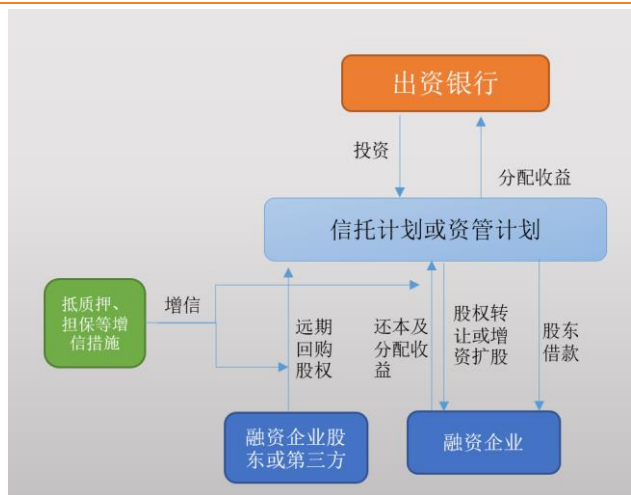
明股实债模式

银行表内外资金投资 SPV，SPV 以小部分资金对融资企业进行增资扩股，或象征性买入融资企业大股东持有的部分融资人股权，成为股东，然后将剩下资金以股东借款的形式借给融资企业，SPV 到期之后，融资企业归还股东借款，并且大股东回购 SPV 持有的该部分股权。这种模式在房地产项目（不满足“四三二”条件的）融资中较为常用。

产业基金模式

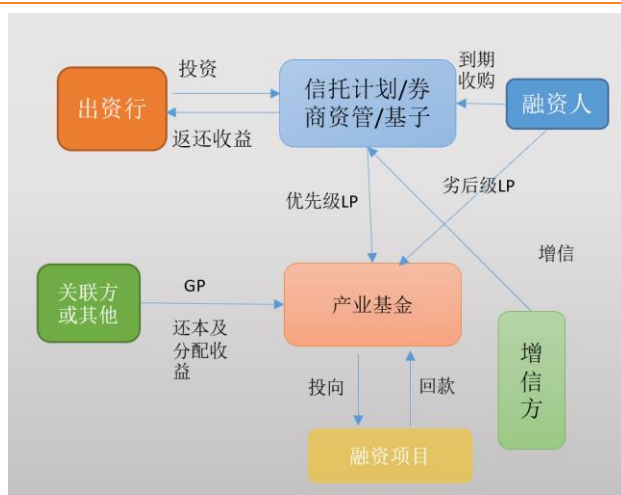
前几年，政府主导的产业基金突飞猛进，成为地方政府融资的新形式。产业基金模式下，银行与“融资企业”联合成立有限合伙形式的产业基金，银行通过 SPV 作为产业基金的优先级有限合伙人（优先 LP），融资企业出资作为劣后级有限合伙人（劣后 LP），再找一个相关企业作为普通合伙人（GP），产业基金将资金投入需要融资的领域。到期之后，融资人收购计划持有的优 LP 份额，计划再向银行分配收益。产业基金主要做未上市的股权投资，退出期限普遍很长。

图 6：明股实债模式



资料来源：《1H16 理财市场报告》，天风证券研究所

图 7：产业基金模式



资料来源：《1H16 理财市场报告》，天风证券研究所

针对企业具体融资需求的不同，可以通过不同通道（SPV）和基础资产的组合形成非标，从而达到为企业融资之目标。

表 1：非标融资通道模式与基础资产对应关系

	贷款	委托贷款	债权转让	明股实债	产业基金
银信模式	可	否	可	可	可
银证模式	否	可	可	否	可
银基模式	否	可	可	否	可
银证信模式	可	否	可	可	可

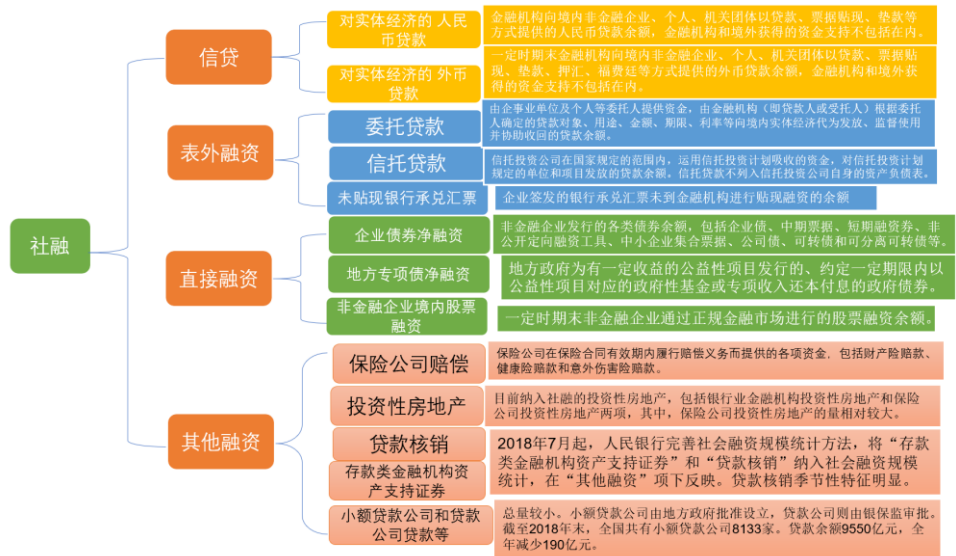
资料来源：《1H16 理财市场报告》，天风证券研究所

2. 有多少非标未计入社融？

社融中的表外融资与非标、影子银行并非对等。社融的表外融资包括信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票。非标融资按照基础资产可分为信贷类、各类收（受）益权、明股实债、产业基金等，其中，信托贷款、委托贷款统计入社融指标，而其他的如各类受（收）益权、“明股实债”、产业基金等均未统计在社融之中。社融中的非金融企业境内股票融资统计的是交易所股票融资，而对于未上市的股权融资并未计入；产业基金主要是做未上市股权投资，不计入社融。

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，央行应时拓展社融的统计范围。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。

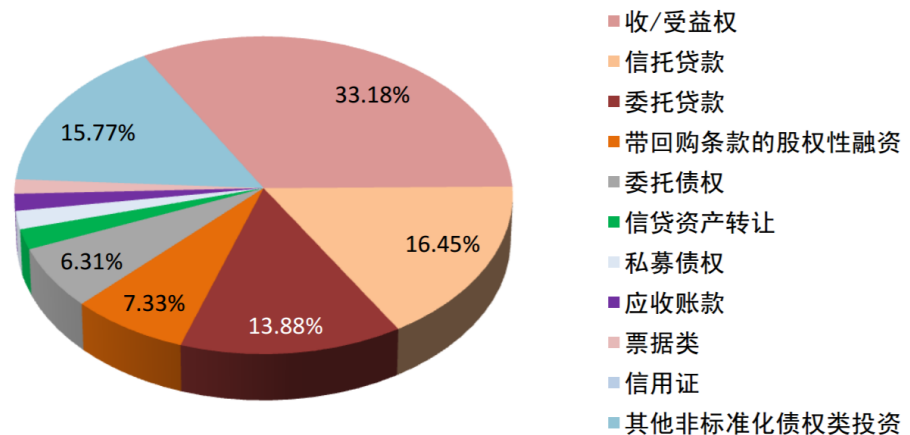
图 8：最新口径社融所包含的各项目



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

银行理财非标投资超六成未计入社融。依据《1H16 理财报告》，截至 2016 年 6 月末，银行理财投资的非标中信托贷款占比 16.45%，委托贷款占比 13.88%；占比最高的为收/受益权，达 33.18%，而其并未统计入社融。因而，从理财投资的非标而言，统计入社融的非标占比约 30%，亦即占比超过六成的非标资产并未计入社融。

图 9：1H16 银行理财投资的非标资产分布情况



资料来源：《1H16 理财报告》，天风证券研究所

3. 忆往昔，18 年非标融资收缩多

非标融资繁盛与否，与监管环境息息相关。在去杠杆的大背景下，2018 年影子银行收缩明显，由于非标融资较大部分为统计入社融，导致融资的收缩程度比社融增速下滑更甚。

3.1. 去杠杆之下，非标融资式微

2017 年 7 月，五年一次的全国金融工作会议提出三大任务，服务实体经济，防范金融风险，深化金融改革。2017 年 12 月全国经济工作会议提出三大攻坚战，防范化解风险位列三大攻坚战之首。随着中国金融业进入到强监管时代，非标业务作为宽松监管时代的产物，走

到了十字路口，日渐式微。

2017 年年中-2018 年期间，出于去杠杆防风险之考量，监管开始对非标融资严监管，资管新规落地，委贷新规出台，窗口指导频繁，信托、券商资管等各类通道面临很大的规模压缩压力。银监会 18 年出台的《商业银行委托贷款管理办法》全面禁止所有银行业金融机构自营或者受托资金作为委托人发放委托贷款，对 SPV 作为委托人的委贷造成了很大的影响。

表 2：通道&非标业务的相关监管文件内容

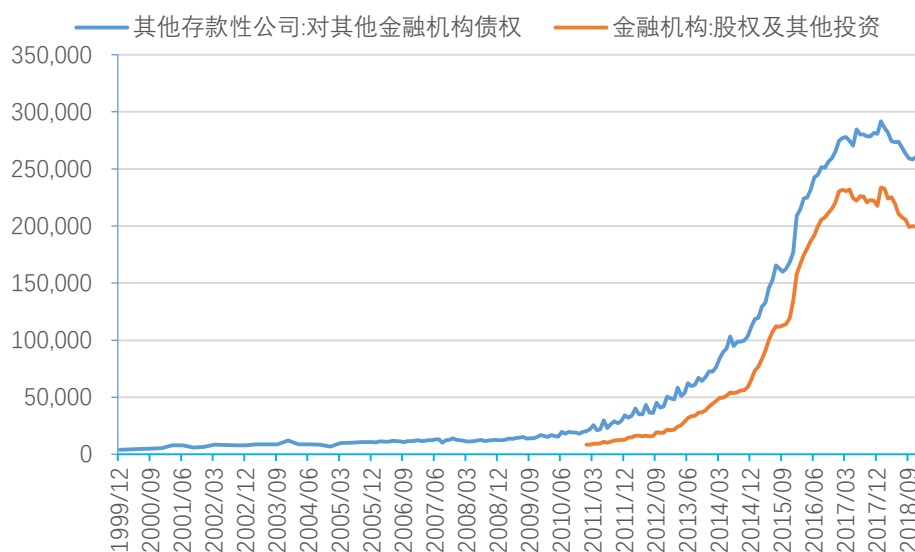
机构	业务类型	制度名称	关键内容
银监会	银信通道	《关于规范银信类业务的通知》	银行：1.强调“实质重于形式”（统一授信、集中度、穿透底层资产后风险分类并计提资本和拨备）；2.名单制管理；3.不得利用信托掩盖风险实质，规避资金投向、资产分类、拨备计提和资本占用等规定；4.不得用通道虚假出表。 信托：1.不得接受银行担保、签订抽屉协议；2.不得投向限制或禁止领域。
银监会	委贷通道	《商业银行委托贷款管理办法》	1.银行不能做委托人变相放贷；2.资管产品募集资金不能发放委托贷款；3.募集资金仅能用于国家允许行业的生产、经营
证监会	银证通道	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》	不得为其他机构、个人或者资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务
基金业协会	银基通道	《私募投资基金备案须知》	1.大原则是“私募基金不能投资借贷”；2.三类业务不予备案（民间借贷、小贷、保理、委贷、信托贷款、SPV、投资类企业）
保监会	银保通道	《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》	1.禁止保险资金股权计划做明股实债的通道业务；2.严禁以明股实债为地方政府融资；3.禁止多层嵌套、资金关联交易

资料来源：银保监会官网，天风证券研究所

商业银行对接非标资产的资金主要有两块，表内自营资金和表外理财资金。表内自营资金对接非标，主要体现在应收款项类投资科目，往往由行内金融市场部负责；表外理财则由募集客户资金投资非标资产，作为理财资金配置的重要方向。

银行同业投资规模在 18 年出现较大下降。金融机构股权及其他投资主要是银行的同业投资，包括同业理财、非标资产、自营债券委外投资等。2018 年金融机构股权及其他投资扭转此前数年快速增长态势，反而下降 2.14 万亿元。

图 10：银行股权及其他投资下降 2.14 万亿（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

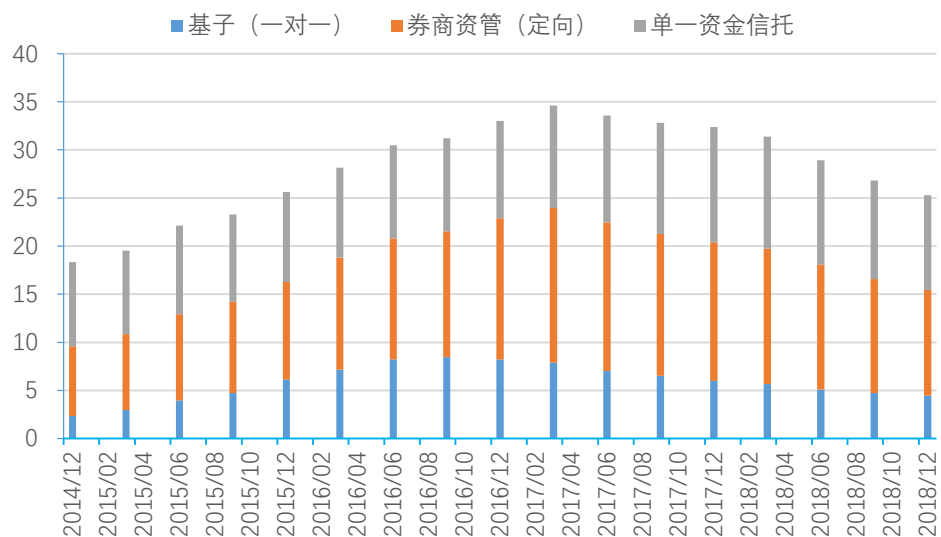
这波监管浪潮重点关注银行的同业部门和资管部门，前者是自有资金，在表内，后者是代客理财，在表外。要缩减的就是通过非银金融机构的 SPV 通道投资的委托贷款、信托贷款、各类收（受）益权等。

通道业务全面受限，非标业务走到十字路口。全面规范之下，影子银行走向收缩。

3.2. 18 年融资的收缩程度大于社融增速的下滑

2018 年融资的收缩程度显著大于社融增速的下滑。不考虑多层嵌套之影响，2018 年券商资管（定向）、基金子公司（一对一）、信托计划（单一资金）通道规模合计下降 7.12 万亿，而社融中信托及委托贷款仅下降 2.29 万亿。由于占比过半一半的非标融资未统计在社融中，社融表外融资的萎缩明显低估了实际的融资收缩。这或是 2018 年下半年经济下行之重要原因。

图 11：18 年基金（一对一）、券商资管（定向）和单一资金信托规模共下降 7.12 万亿（单位：万亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

表 3：2018 年社融的信托和委托贷款合计下降 2.29 万亿（万亿元）

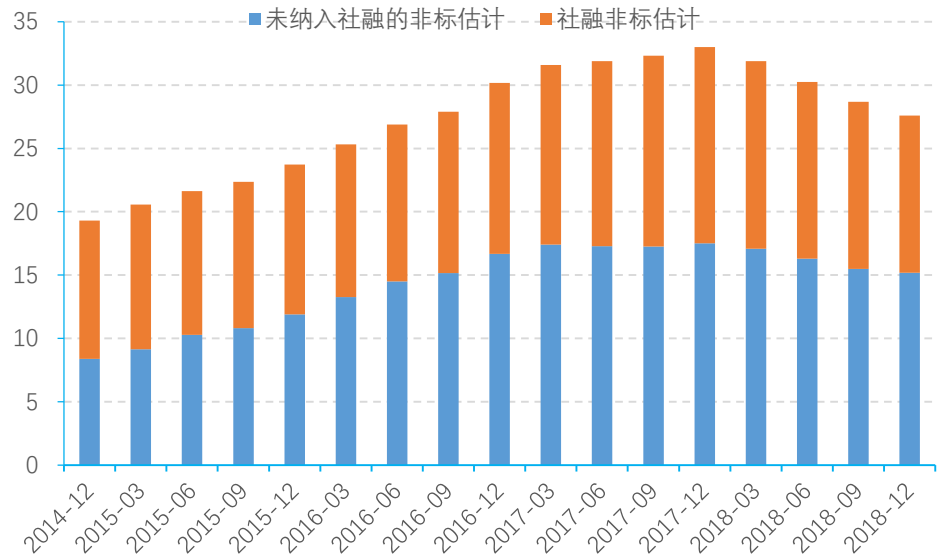
	15Q1	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	18 年下降
信托贷款	5.35	5.39	6.31	8.53	7.85	-0.68
委托贷款	9.67	10.93	13.2	13.97	12.36	-1.61
合计	15.02	16.32	19.51	22.5	20.21	-2.29

资料来源：WIND，天风证券研究所

18 年非标融资规模下降较多。据我们测算，剔除重复嵌套之影响，我们预计 2018 年末存量非标融资规模达 27.6 万亿元；其中，纳入社融统计的非标融资规模约 12.4 万亿元，**过半的非标融资未纳入社融统计**。测算社融非标融资规模时，我们将委贷中的公积金委托贷款及企业之间的正常委贷予以剔除。我们估算 18 年全年非标融资规模下降了 5.4 万亿，较同期社融中信托贷款和委托贷款 2.29 万亿降幅显著地大。

16 年社融明显低估了实际的融资扩张。与之相对的是，2015 年年中房地产调控放松，2016 年我们估算非标融资增加了 6.5 万亿元，其中体现在社融的非标融资仅增加 1.7 万亿。亦即，2016 年 17.8 万亿的社融数据大幅低估了实际的融资扩张。

图 12：我们估算 2018 年非标融资下降了 5.4 万亿（单位：万亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：社融非标指的是委托贷款和信托贷款融资，且委托贷款剔除了公积金贷款和企业间的委贷。

4. 非标融资现好转，19 年社融增速有望回升至 11%左右

从 2018 年 7 月底开始，随着经济开始明显下行，金融监管逐步缓和——720 央行通知适度放松了对银行理财投资非标的管控力度。此后，监管对非标的监管又进行了部分边缘上的放松，尤其是存量不符合监管要求的理财投资的非标暂停了清理。

2019 年初以来，监管进一步缓和。信托通道额度充足，费率下降，银行理财存量不合规非标项目暂停清理，老产品可以投资 2020 年底前到期的非标资产，而新产品可以按照期限匹配之要求去投资非标资产。

2019 年前 2 月委托贷款降幅大幅收窄，信托贷款则增加 308 亿元，较 18 年大幅改善。随着政策调整，我们预计 2019 年非标融资明显好转，或停止下降；我们预计 19 年社融达 24 万亿，社融增速回升至 11%左右。

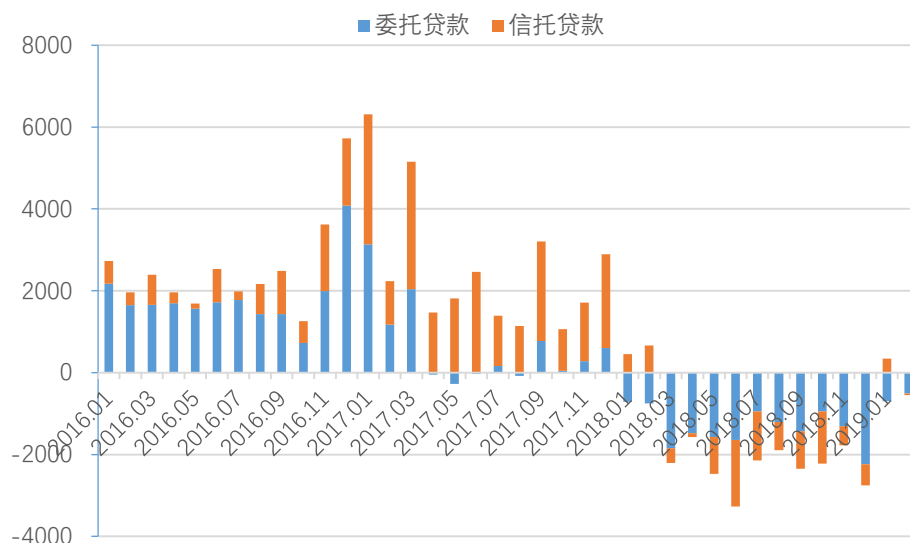
4.1. 政策缓和，非标融资现好转

监管对影子银行的定位有所转变。2018 年年底，央行行长易纲在长安论坛的讲话中曾表示，“虽然听上去影子银行风险较高，但是规范的影子银行也是金融市场的一个必要补充，影子银行也不是完全负面的词，只要是依法合规经营，无论是表内还是表外业务、信托、公募基金，私募基金都能够成为金融市场必要的补充。”

19 年 3 月 9 日下午，银保监会副主席王兆星列席全国政协十三届二次会议时接受记者采访说，“继续有效监控治理一些影子银行，有些有利于实体经济融资的要继续给予支持，但是有些不健康的，进行通道、嵌套、加杠杆的，导致资金脱实向虚的影子银行要进一步控制整治。”银保监会领导明确提出，对于有利于实体经济融资的影子银行要给予支持。

2019 年前 2 月委托贷款降幅大幅收窄，信托贷款则增加 308 亿元，较 18 年大幅改善，也是非标融资改善之表征。此外，19 年 1 月金融机构股权及其他投资增加 8523 亿元，央行在“2019 年 2 月份金融数据解读”中提及，商业银行 19 年前 2 月股权及其他投资增加 8329 亿元，同比多增 3702 亿元，银行表内非标投资亦出现明显好转。

图 13：19 年初以来，委托贷款降幅大幅收窄，1-2 月信托贷款则增加 308 亿元（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

当前来看，银行非标投资有所好转，非标融资规模或已不再下降。对于存量融资平台的非标融资，到期可以续作，以不增加地方政府隐性债务为限；对于涉及房地产的非标，监管仍然严格，银行保持谨慎。银行表内外新增非标投资以基建相关的央行和地方国企为承接主体较多。

非标融资需求或将好转

融资由融资的供给与需求共同决定，在政策宽松之下，融资供给相对充裕，但受制于融资需求。以往非标融资流向房地产、融资平台居多，而这两个领域融资需求大且对利率相对不敏感。近两年在房地产调控、地方隐性债务整治推进之下，非标融资需求明显不足。好企业由于发债成本低，非标融资成本相对较高，非标融资意愿较低。

由于 18 年下半年以来的经济下行，调控有所放松，允许融资平台借新还旧，房地产调控亦有所边际放松，未来或带来一定的非标融资需求。由于政策将不会“大水漫灌”，我们认为 19 年非标融资需求依然有限，非标融资规模预计不会明显增长。

下一步政策值得期待

19 年 1 月 26 日，央行举办媒体见面会，为推动资管新规稳妥有序实施，央行金融稳定局副局长陶玲称，针对非标回表所面临的约束，下一步将会有三方面措施。一是帮助银行补充资本，完善 MPA 考核，这需要根据实际情况进行观察和调整；二是央行正在制定标准化债权资产的认定规则，会在存量非标转标等方面妥善处理；三是发改委正在根据资管新规的要求制定政府出资产业投资基金、创业投资基金管理办法，将明确理财资金如何投资这类长期资金。

两会期间，全国人大代表、中国人民银行金融稳定局局长王景武接受上证报记者专访时表示，“态评估资管业务整改和发展情况，及时分析总结新情况，推出标准化债权类资产认定细则，推动金融机构发行符合资管新规的新产品，推动银行理财子公司尽快设立和运行，推进资管新规稳妥有序实施。”

我们认为，央行或将很快推出标准资产的认定规则，由于经济下行，该标准或有所放松，部分“非非标”可能会在一定时期内认定为标准资产，使得银行理财可以期限错配去配置，“非非标”规模或迎来较大增长，助力宽信用；此外，银行理财或将能投资产业基金，扭转产业基金规模大幅下降之局面。

展望 2019 年，随着监管缓和，影子银行收缩或告一段落，对经济的负面影响将大幅减弱。不过，受制于仍存续的监管约束及非标融资需求较弱等因素，影子银行明显扩张依然较难，但只要不收缩，相比 2018 年就是大幅改善，对于 19 年融资可以乐观点。

4.2. 预计 19 年社融 24 万亿，社融增速回升至 11%

我们预计 2019 年社融达 24 万亿，其中，对实体经济贷款 17 万亿，直接融资（债券、股票、专项债）5.5 万亿，表外融资（信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票）0 万亿，其他（保险公司赔偿、存款类金融机构 ABS、贷款核销等）1.5 万亿。预计 2019 年末社融增速达 11%。

新增贷款或达 17 万亿。随着经济下行，宽信用政策不断加码，监管出手多渠道解决银行资本问题，资本压力有望显著缓解，提升信贷投放能力。随着宽信用政策逐步发挥效果，在监管引导银行加大信贷投放之下，预计 19 年新增贷款同比多增近万亿，达 17 万亿。

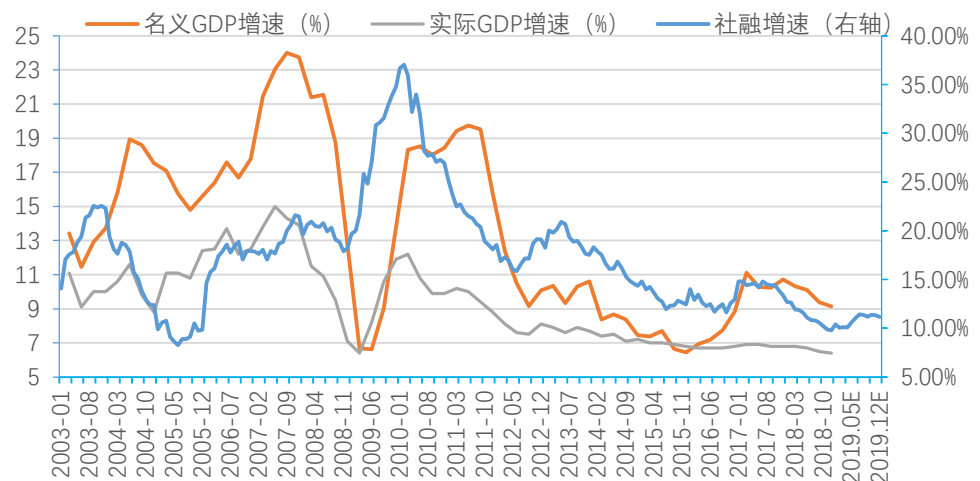
表外融资或零增长。18 年在去杠杆及强监管等影响下，全年表外融资下降 2.93 万亿，同比少增达 6.51 万亿，为社融低迷之主因。19 年 1 月表外融资增加 3432 亿元，为 18 年 3 月以来首度正增长。特别是，信托贷款增加 345 亿元，为连续 10 个月减少后的首次增加；委托贷款的降幅亦大幅缩窄。我们认为，19 年 1 月表外融资数据信号意义显著。随着监管的缓和，我们认为，表外融资将好转，2019 年全年表外融资或告别负增长。

直接融资发力，或达 5.5 万亿。我们预计 19 年直接融资达 5.5 万亿，其中，企业债券净融资 3.05 万亿，地方专项债净融资 2.2 万亿。18 年在宽货币宽信用政策环境下，企业债券净融资量明显放大，约 2.48 万亿，但距离 2015 年的 2.94 万亿、2016 年的 3.0 万亿有一定差距。主要是 2018 年债券违约多发，投资者风险偏好较低，偏好高评级债券和融资主体，导致中低评级债券发行较难。

2019 年，宽信用政策进一步加码，货币政策保持宽松，流动性维持充裕，降准有望延续。在此背景下，企业债券发行利率有望保持较低水平，中低评级信用债发行有望改善。19 年企业债券净融资或好于 18 年，预计达 3.05 万亿。

其他融资预计 1.5 万亿。2017 年社融中的其他融资合计 1.63 万亿，2018 年为 2.32 万亿，我们预计 2019 年 1.5 万亿。贷款核销：2017 年贷款核销 7586 亿元，2018 年达 1.04 万亿，在经济下行银行不良压力上升之下，2019 年贷款核销预计将在 1 万亿元以上。保险公司赔偿：预计数千亿。小额贷款公司及贷款公司贷款等：截至 2018 年末，全国共有小额贷款公司 8133 家。贷款余额 9550 亿元，全年减少 190 亿元。我们预计 2019 年小额贷款公司贷款零增长。

图 14：预计 2019 年社融 24 万亿，社融增速逐步回升至 11%左右



资料来源：WIND，天风证券研究所

由于 1H18 表外融资下降较多，导致社融低基数，随着宽信用政策逐步发挥效果，我们测算社融增速将逐步回升至 11%左右。

社融增速一般领先名义 GDP 增速 1-2 季度。19 年 1 月 4.64 万亿的社融增量奠定了社融增速的拐点，预计年中名义 GDP 增速企稳甚至可能回升。

5. 投资建议：补涨空间大，关注拐点标的

当前银行(中信)指数估值仅 0.8 倍 19PB，政策与资金驱动下，板块估值上看 1 倍 19PB，估值存较大上行空间。银行板块大幅滞涨，强烈推荐。年初至今银行板块涨幅仅 15%，大幅同期 WIND 全 A26%的涨幅，显著滞涨，补涨空间大。

随着宽信用政策逐步发挥效果，银行资产质量或将企稳，业绩有望保持平稳。个股看好低估值且基本面较好的平安、兴业、光大、南京、江苏、贵阳等。兴业、南京、贵阳此前因地方隐性债务或房地产调控股价承压，随着政策边际缓和，明显受益，建议高度关注。

板块估值处于历史较低水平，大幅滞涨

银行板块较年初至今涨幅仅 15%，大幅跑输同期 WIND 全 A26%的涨幅，明显滞涨。当前板块估值仅 0.8 倍 19PB，6.8 倍 PE (TTM)，估值处于 A 股各板块低位；纵向比较，亦处于银行历史 PB 估值的低位。

息差与不良或维持平稳，基本面预期不必过于悲观

1) 监管鼓励银行多渠道补充资本，叠加宽信用政策之下，19 年银行规模增速有望维持较高；2) 市场利率维持低位，仍可缓解部分行 1H19 负债成本压力；而新投放信贷利率下行对 19 年资产端利率影响或不明显，息差或维持平稳；3) 过去连续 5 年大力核销处置不良资产，叠加近 2 年向零售倾斜的信贷结构调整，19 年融资向好，经济或企稳，支撑资产质量平稳或向好；4) 资管新规对银行中收影响的最大时期或已过去。综合来看，对银行基本面预期不必过于悲观，也不该简单类比 08-09 年宽松周期带来的后续银行风险暴露问题。

资金面利好明显，外资、险资等中长线资金布局力度或将加大

年初以来北上资金净流入银行板块规模居前，持续青睐大盘蓝筹股，伴随海外指数纳入 A 股程度不断提升，我们预计年内为银行板块带来较多增量资金。在切换至 IFRS9 新会计准则下，保险资金权益投资更倾向于增持低估值高分红标的，以平抑对利润表波动的影响。险资、外资等中长线资金在未来两年布局力度的加大，将对基本面平稳的银行板块估值构成较强支撑。

6. 风险提示

经济下行超预期导致资产质量显著恶化；贷款利率下行超预期等。

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