

融资需求的回落或将带动利率下行

——银行业专题报告

强于大市 (维持)

日期: 2019年04月04日

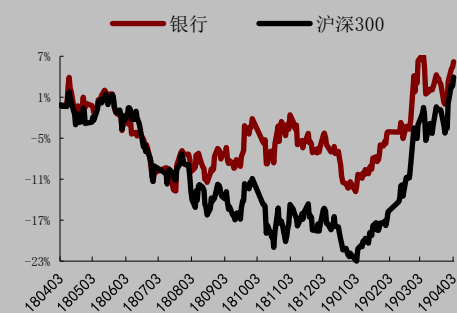
投资要点:

- **利率并轨有助于信用的有效传导。**我们认为利率并轨的最终目的仍是推进信用的有效传导。目前中国仍然存在一些利率的“双轨制”，即货币市场利率与存贷款利率两个轨道，让两个轨道逐渐统一，将是未来的改革方向。
- **利率并轨需要更多的时间和准备。**而根据对信用传导不畅原因的分析，并结合目前我国广义融资结构看，实体经济的融资仍大部分来自于银行。实现利率并轨，有效降低融资利率，大概率是从放松对贷款和存款的各种指标约束入手。
- **未来融资需求的收缩或将带动贷款和非标等利率的下行。**根据我们的调研，部分银行由于储备项目不足3月份信贷的投放略有放缓，而非标项目更是成为“稀缺”资源。票据业务方面，虽然2月份略有回落，但是3月中旬票据业务又开始活跃。因此，预期3月份的融资数据仍以表内为主，但是结构似乎不够理想。因此，预计未来融资需求的收缩将带动贷款和非标等利率的下行。
- **投资策略：**从银行基本面的角度看，资产质量仍是投资人关注的重点。从目前公布的上市银行的2018年年度业绩看，整体不良率仍保持下降趋势，从不良生成率、逾期率、关注类贷款占比等数据都有所好转，不过从公司贷款的角度看，一些与基建相关的行业性贷款的不良率已经开始回升，甚至高于2017年的水平，比如说交运、水利和公用事业等行业。而零售贷款方面，消费贷不良率的向上波动，由于占比较小，并不影响整体零售贷款的资产质量变动趋势。一季度信贷投放稳定，利率仍然保持高位，因此业绩的确定性较强。我们维持板块强于大势的投资评级，重点推荐国有大行、招商银行和宁波银行。
- **风险因素：**整体经济走势出现大幅下滑

盈利预测和投资评级

股票简称	18B	19B	19PB	评级
工商银行	6.33	6.94	0.80	增持
建设银行	7.66	8.45	0.82	增持
招商银行	19.87	22.18	1.53	增持
宁波银行	12.57	13.86	1.53	增持
常熟银行	5.30	5.89	1.27	增持
上海银行	13.87	15.95	0.75	增持

银行业相对沪深300指数表



数据来源: WIND, 万联证券研究所

数据截止日期: 2019年04月03日

相关研究

- 万联证券研究所 20190331_中国银行调研简报_AAA_中国银行调研纪要
- 万联证券研究所 20190331_农业银行调研简报_AAA_农业银行调研
- 万联证券研究所 20190331_银行业周观点_AAA_大行资产质量保持稳定

分析师: 郭懿

执业证书编号: S0270518040001

电话: 010-66060126

邮箱: guoyi@wlzq.com.cn

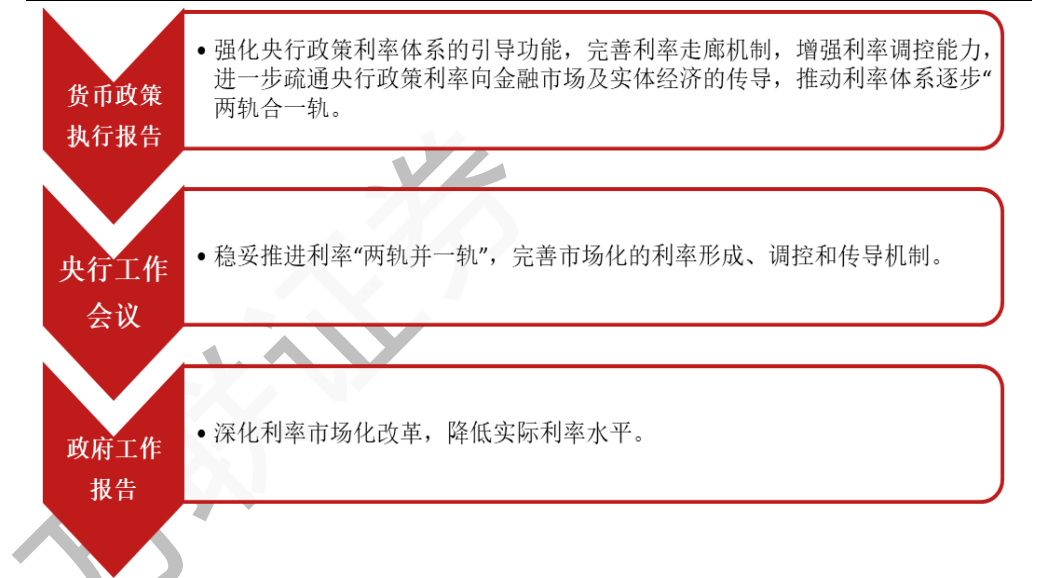
目录

1、利率并轨最终目的是推进信用的有效传导.....	3
2、当前信用传导不畅的表现.....	3
3、当前信用传导不畅的原因分析.....	4
4、利率并轨政策推动的方向.....	7
5、融资需求的回落将带动融资利率下行.....	8
6、投资策略.....	8
7、风险提示.....	8
图表 1：提到利率并轨的报告和会议.....	3
图表 2：债券市场利率下行.....	4
图表 3：贷款平均利率上浮水平.....	4
图表 4：市场利率和政策利率的对比.....	5
图表 5：2018 年表外融资净减少 2.93 万亿.....	5
图表 6：2018 年土地购置税成为最主要支撑.....	6
图表 7：存款成本持续上升.....	6
图表 8：理财产品预期收益率.....	7
图表 9：票据直贴利率.....	7

1、利率并轨最终目的是推进信用的有效传导

近日又有关于利率并轨调研新闻出现。“两轨合一轨”其实已经在过去的《货币政策执行报告》中，被多次提到。2019 年央行工作会议中也提到了此内容。今年以来，无论是政治局会议还是政府工作报告都提到了关于深化利率市场化改革，降低实际利率水平。

图表 1：提到利率并轨的报告和会议



资料来源：央行网站，万联证券研究所整理

我们认为利率并轨的最终目的仍是推进信用的有效传导。目前中国仍然存在一些利率的“双轨制”，即货币市场利率与存贷款利率两个轨道，让两个轨道逐渐统一，将是未来的改革方向。

2、当前信用传导不畅的表现

随着流动性问题导致的违约量的大幅增加，以及民营企业融资难融资贵等问题的凸显。央行为了对冲金融监管的收紧、经济增长预期下行等问题，2018 年 4 月、7 月份以及 2019 年 1 月进行了三次降准。政策效应显现，首先体现在货币市场利率和债券收益率大幅下滑。

图表 2: 债券市场利率下行



资料来源: Wind 资讯, 万联证券研究所

但贷款和非标利率并没有随着下降, 剔除传导滞后效应外, 在金融监管收紧导致表外融资迅速收缩, 表外资产转向表内, 对表内的资源需求更加旺盛, 进一步加剧了这一效应。

图表 3: 贷款平均利率上浮水平

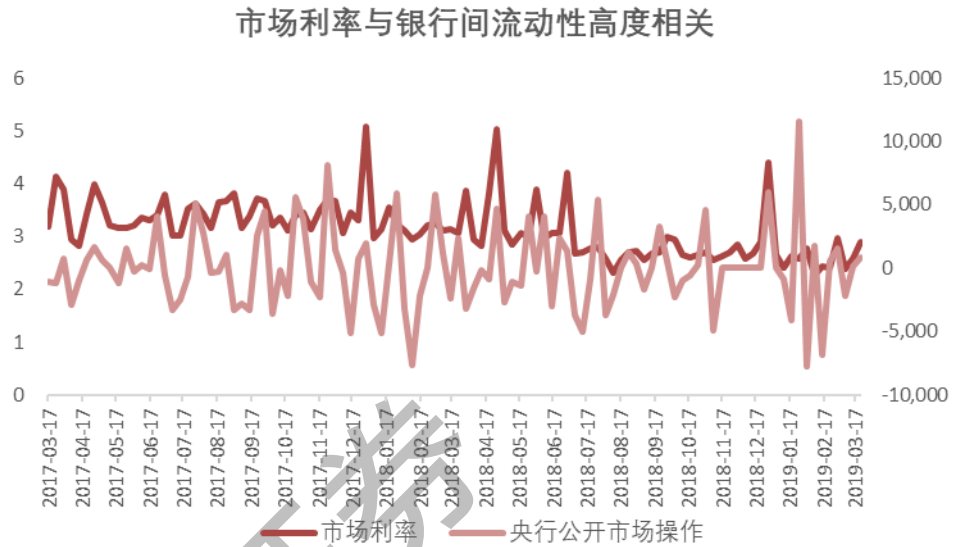


资料来源: Wind 资讯, 万联证券研究所

3、当前信用传导不畅的原因分析

从货币市场利率的走势看, 与银行间市场利率更加相关。央行的货币政策, 是主导货币市场利率变化的重要指标。

图表 4: 市场利率和政策利率的对比

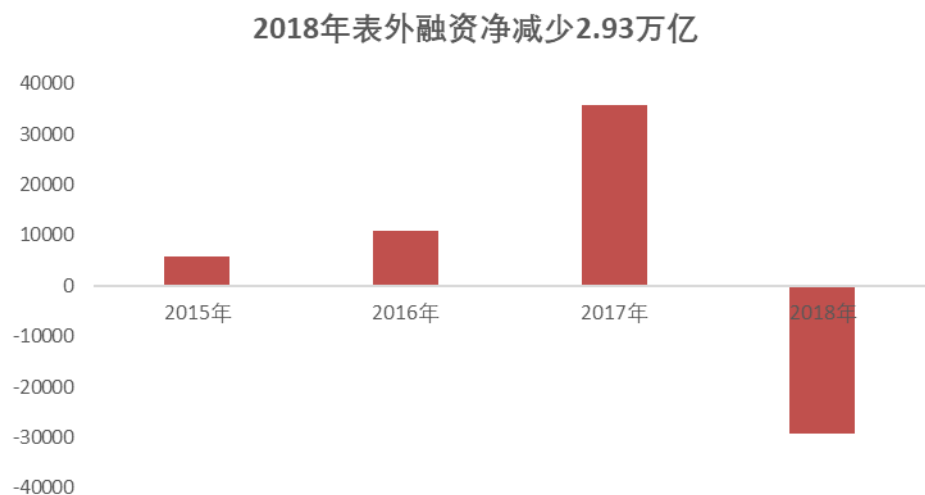


资料来源: Wind 资讯, 万联证券研究所

而贷款和非标利率是受到融资需求和资金供给两方面影响的。2018 年金融去杠杆的大背景下, 规范表内同业业务和银行理财业务等措施, 融资被动回归表内, 表内传统的贷款业务来驱动经济。再加上土地市场的繁荣带来的旺盛融资需求, 使得贷款及非标利率一直保持高位。

2018 年初随着金融监管政策的不断出台和落地, 金融去杠杆在 2018 年上半年迅速推进。表外业务迅速萎缩, 2018 年全年表外融资净减少 2.93 万亿元。融资需求迅速转向表内, 当年新增表内贷款 15.67 万亿元, 占新增社融的比例为 81.4%, 占比较 2017 年上升近 20 个百分点。

图表 5: 2018 年表外融资净减少 2.93 万亿

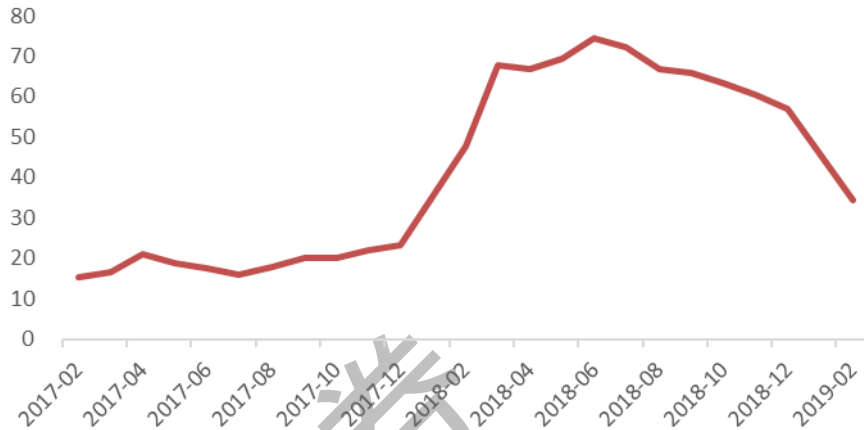


资料来源: Wind 资讯, 万联证券研究所

另外, 由于土地购置需求迅速上升, 融资需求反而更加旺盛, 从而进一步推动贷款和非标利率持续上升。2018 年全年土地购置费达到 3.64 万亿元, 同比增长 57%。

图表 6: 2018 年土地购置税成为最主要支撑

2018年土地购置费累计同比增长57%



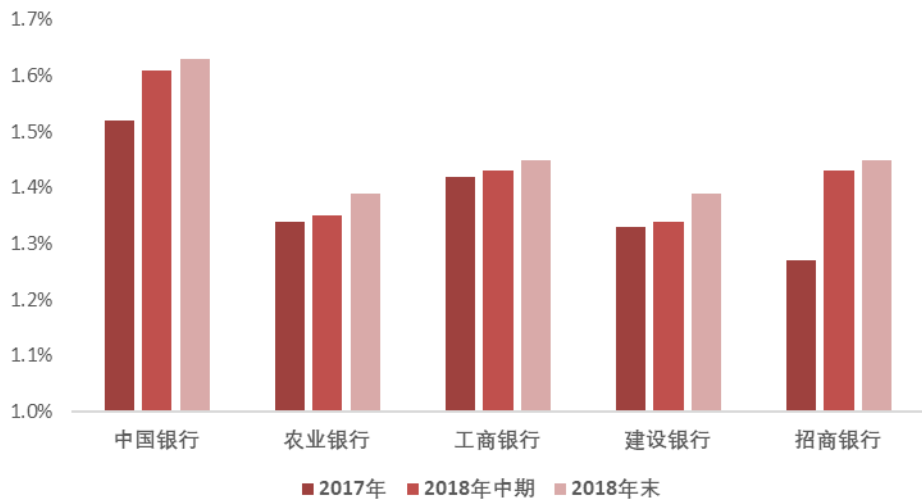
资料来源: Wind 资讯, 万联证券研究所

虽然货币执行力报告中表示, 12 月起利率出现了一定的走低。管理层也做了多项努力, 无论是 TMLF 的推出还是对新增贷款中中小微企业的占比硬性规定。但是, 从信用传导的角度看, 效果还有待观察。

除了资产端信贷需求旺盛的原因外, 从负债端的角度看, 虽然同业负债的成本下降较多, 但是存款利率仍处于缓慢上升态势, 银行理财产品的利率下降也较为缓慢。从近期公布的大型银行 2018 年年度业绩数据看, 大型银行的存款成本在 2018 年四季度仍呈现上升态势, 部分银行的上升幅度明显较快。

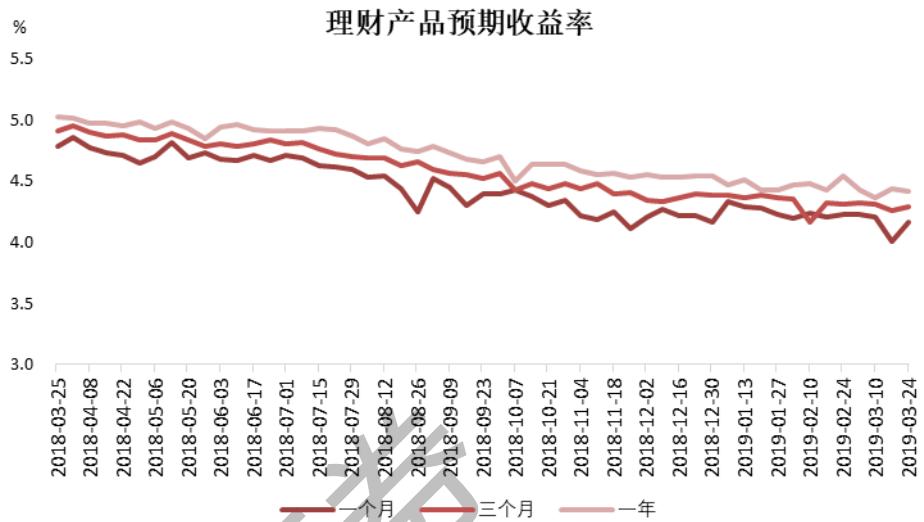
图表 7: 存款成本持续上升

存款成本持续上升



资料来源: 各公司年度业绩报告, 万联证券研究所

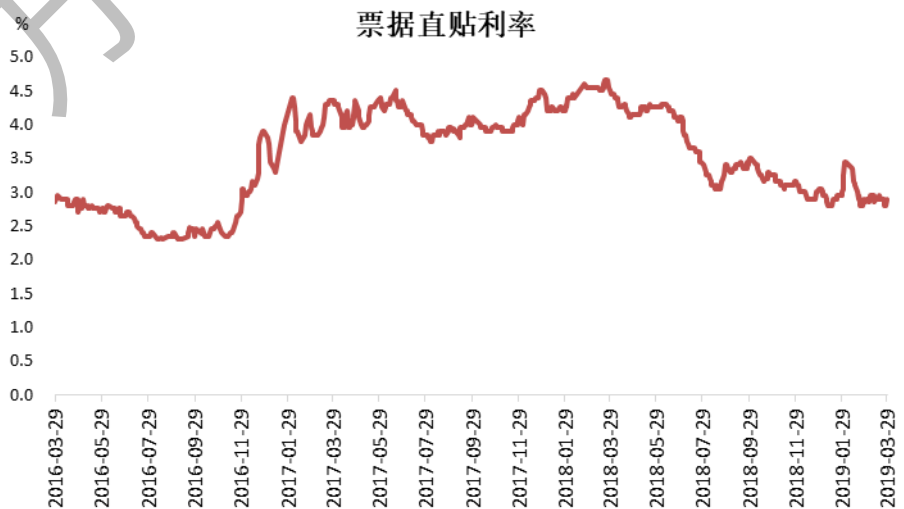
图表 8: 理财产品预期收益率



资料来源: Wind 资讯, 万联证券研究所

货币市场利率和结构性存款、理财以及信托产品利率的倒挂导致部分企业通过票据贴现融资, 然后反存银行或者购买理财信托产品等方式套利行为出现。

图表 9: 票据直贴利率



资料来源: Wind 资讯, 万联证券研究所

以上都是需求方面和成本方面的外部原因, 而从供给以及监管角度看, 贷款增长的预期管理、银行资本金的硬约束, 存款的派生, 存款对流动性等指标的重要性等因素, 都将促使银行在贷款和债券资产中, 更加倾向于选择贷款, 负债端更加愿意增加存款以保证负债端的稳定性。

4、利率并轨政策推动的方向

根据上述分析, 并结合目前我国广义融资结构看, 实体经济的融资仍大部分来自于银行。实现利率并轨, 有效降低融资利率, 大概率是从放松对贷款和存款的各种指标约束入手。

不过这个推动过程需要时间，因此，解决当下融资传导不畅的方法就落到了引导风险溢价下降，使得风险利率向无风险利率靠拢。即易行长在两会期间提到的，引导实体经济融资成本下降和两轨并一轨，除了引导无风险利率下行以外，更多的是要引导风险溢价下降，使得风险利率向无风险利率靠拢。因为当各种利率更加接近的时候，引导各种利率并轨才更为容易。

5、融资需求的回落将带动融资利率下行

综合看前两个月的信贷投放较大，除了早放贷早收益因素外，预期贷款利率下行的背景下，尽早投放了中长期贷款，以期提前锁定收益，因此中长期贷款占比有所提升。从近期公布的经济数据看，生产端确实好于预期，但是从结构上并不是非常理想。根据我们的调研，部分银行由于储备项目不足 3 月份信贷的投放略有放缓，而非标项目更是成为“稀缺”资源。票据业务方面，虽然 2 月份略有回落，但是 3 月中旬票据业务又开始活跃。因此，预期 3 月份的融资数据仍以表内为主，但是结构似乎不够理想。因此，预计未来融资需求的收缩将带动贷款和非标等利率的下行。

在此背景下，我们坚持年度策略中，关于净息差较 2018 年整体收缩 2-3BP 的判断，其中中小银行负债端压力大于大行，因此下行弹性更大。

6、投资策略

从银行基本面的角度看，资产质量仍是投资人关注的重点。从目前公布的上市银行的 2018 年年度业绩看，整体不良率仍保持下降趋势，从不良生成率、逾期率、关注类贷款占比等数据都有所好转，不过从公司贷款的角度看，一些与基建相关的行业性贷款的不良率已经开始回升，甚至高于 2017 年的水平，比如说交运、水利和公用事业等行业。而零售贷款方面，消费贷不良率的向上波动，由于占比较小，并不影响整体零售贷款的资产质量变动趋势。一季度信贷投放稳定，利率仍然保持高位，因此业绩的确定性较强。我们维持板块强于大势的投资评级，重点推荐国有大行、招商银行和宁波银行。

7、风险提示

整体经济形势的变化会影响行业的整体表现。如果整体经济持续走弱，企业营收明显恶化，银行板块将出现业绩波动。

行业监管超预期，可能会对板块业务的发展产生影响。

银行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2019年03月31日)

证券代码	公司简称	每股净资产			收盘价	市净率			投资评级
		17A	18E	19E		17A	18E	19E	
601398.SH	工商银行	5.73	6.33	6.94	5.57	0.97	0.88	0.80	增持
601939.SH	建设银行	6.86	7.66	8.45	6.95	1.02	0.92	0.82	增持
600036.SH	招商银行	17.69	19.87	22.18	33.92	1.79	1.59	1.53	增持
002142.SZ	宁波银行	10.31	12.57	13.86	21.24	1.89	1.55	1.53	增持
601128.SH	常熟银行	4.71	5.30	5.89	7.50	1.65	1.47	1.27	增持
601229.SH	上海银行	16.27	13.87	15.95	11.98	0.74	0.87	0.75	增持

资料来源: Wind资讯, 万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场