

不必过分夸大银行接管案对市场的冲击

证券分析师: 王剑 021-60875165 wangjian@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002
 证券分析师: 陈俊良 021-60933163 chenjunliang@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519010001

报告起因

5月24日,人行、银保监会联合公告了对包商银行的接管。而后,人行又多次公告,补充了此案的有关信息。此次银行接管案,是我国2015年开始实施存款保险制度以来,对存款保险制度的第一次“实战检验”,是按流程处置问题银行的第一次尝试,为我国完善金融体系建设和银行退出机制积累了宝贵经验,意义非常重大。

但是,由于在此案之前,我国已长达20年没有正式处置过较大规模的问题银行,因此大部分市场主体对这项工作非常陌生,由此导致了一定的担忧情绪,也导致了市场运行受到了一定的冲击。市场上甚至有观点担忧这一冲击最终会显著影响宏观经济。

本报告详细分析了接管案之后,对银行业——尤其是中小银行——的主要影响,重点阐述这些影响会导致它们的有关业务如何调整(最终会体现为资产负债表调整)。然后,在此基础上,再进一步分析它们的业务调整会如何影响金融市场和宏观经济。我们分析后认为,由于中小银行总体量相对有限,此案对市场的冲击也相对可控,在极端情况下人行还可以采取对冲措施。因此,不必过分夸大此案对市场、经济的冲击。

后续推演:短期冲击和长期影响

根据公告的接管方案,包商银行部分债务工具未得到全额理赔,主要是单笔5000万元以上的大额债权,包括同业CD、同业存款等,预计平均保障比例在90%左右。

而在此前,由于多年未发生银行对债务工具违约,大部分市场主体持有一种“银行信用幻觉”,认为只要是银行的债务工具,基本上都是刚性兑付的。在这样的预期下,不同信用等级的银行发行同业CD等债务工具时,不会体现太明显的信用利差,融资均较便利。

然而,此次接管案打破了这种刚兑预期,以事实证明了问题银行是可以处置出清的,它们的债务工具是可能违约的。从长远来看,银行业参与者“有进有出”,是整个银行业回归健康、理性的关键一步,是一项非常典型的“金融供给侧改革”措施。这可以使问题银行及时得到处置,甚至出清,退出行业,从而使全行业以优胜劣汰的方式保持供给总量的基本合理,避免全行业陷入恶性竞争(overbanking)的泥潭。因此,长期看,此案未必是坏事。

但是,在从“刚性兑付”向“有进有出”切换的过程中,则毫无疑问在短期内会对市场造成一次性冲击,这是需要监管层和市场主体密切关注的。具体而言,一次性冲击大致可为三步曲:

(1)首先,原本有些投资者基于“银行信用幻觉”的信仰而购买了一些低等级银行的债务工具,如今突然得知这些债务工具并不是刚兑的,它们就有可能集中抛售这些债务工具,或者提前取回(有些同业负债有提前支取的条款),导致同业负债遭受“挤兑”。

(2)然后,对于这些低等级银行来说,它们的同业融资的成本、难度都会加大。成本加大还只是影响盈利(利率风险),但如果在资产端无法及时变现的情况下,遭受同业负债的严重“挤兑”,则可能面临较大的流动性风险,极端情况下可能导致银行违约甚至倒闭。

(3)即使这些银行的资产端可以及时变现,那么它们若集中抛售其他优质资产(比如流动性较好的高等级债券、货

币市场基金),也可能导致金融市场出现较大波动,严重时甚至不排除影响整体信用投放和宏观经济。

此外,还可能有些其他次生影响,比如其他持有这些债务工具的投资者,原本用这些工具去质押融资的,也可能面临难以续做融资的困境,从而也需要抛售资产。

由于一般存款得到了存款保险制度的保障,因此我们预计接管案不会对中小银行的存款产生明显冲击,但不排除有少量单笔过大的存款出现搬家现象。

因此,此次接管案会带来比较明显的一次性冲击,且主要是冲击中小银行的同业负债。

随后,待到一次性冲击效果消退后,未来的银行业务结构也和以前不同,产生深远影响。很多低等级中小银行同业负债利率中将包含合理的信用利差,因此融资成本提高(或者融难度加大),再去投资于其他资产时,可能会利差收缩或无利可图。因此,它们继续通过同业负债去参与其他投资,以此来增加杠杆、增加盈利的行为,也将逐步收缩,中小银行同业业务占比下降。这一行业变化其实也刚好也是监管层乐见的。

首先关注短期的一次性冲击

当然,短期内我们首先关注的是一次性冲击。为此,我们需要从银行业——尤其是中小银行——的资产负债表出发,尽可能详细地推演这一次性冲击的影响大小。

首先,为有效体现大中小银行的分化,我们收集了发布有 2018 年年报数据的 214 家银行,将它们按类型,分为六大国有商业银行、全国性股份制商业银行、城市商业银行、农村金融机构(包含农村商业银行、农村合作银行、农村合作信用社)四大类(分别简称为六大行、国股行、城商行、农商行),我们把后两类统称为“小银行”,是本报告重点关注的对象。

这 214 家银行中,六大行已全收录,国股行 11 家(全国共 12 家,欠 1 家年报),城商行 102 家(全国共 133 家),农商行 95 家。据统计,这 214 家样本银行的总资产 204 万亿元,占整个银行业总资产比例约 76%,已足以代表行业整体情况。

然后,我们先呈现出样本城商行、农商行合并后的资产负债表:

表 1: 城商行与农商行资产负债表简表

| 城商行资产负债表简表 | | | 农商行资产负债表简表 | | | | |
|------------|---------|-------|------------|------|---------|-------|---------|
| 存放央行 | 29,658 | 存款 | 190,990 | 存放央行 | 11,382 | 存款 | 74,502 |
| 贷款 | 133,396 | 传统同业 | 39,383 | 贷款 | 48,712 | 传统同业 | 9,492 |
| 传统同业 | 17,385 | 债券发行 | 47,192 | 传统同业 | 10,008 | 债券发行 | 9,169 |
| 传统投资 | 70,602 | 其他 | 16,962 | 传统投资 | 23,190 | 其他 | 5,218 |
| 应收 | 32,856 | | | 应收 | 4,896 | | |
| 其他 | 33,690 | 股东权益 | 23,060 | 其他 | 8,533 | 股东权益 | 8,341 |
| 总资产 | 317,587 | 权益与负债 | 317,587 | 总资产 | 106,722 | 权益与负债 | 106,722 |

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所(单位:亿元)

我们后续的分析将从上述资产负债表数据展开,有以下几点重要发现:

小银行存款基本满足贷款、非标需要

从表中,我们可以发现,城商行、农商行的存贷比分别为 70%、65%(注意,此处存贷比的算法简化为“存款/贷款”,但监管部门考核存贷款时,会有一些扣除项,因此监管值与简单算法略有差异),远低于 75%的监管关注值,75%也是全部 214 家样本银行(以下简称“全样本”)的合计均值。

城商行、农商行存贷比较低,主要是由于过去它们的合意信贷额度受到人行严格管控,即使自身的流动性、资本都允许有放贷款的空间,也无法发放更多贷款(部分欠发达地区的农商行,则是因为当地经济不够活跃,信贷需求太弱)。

在此情况下,为进一步满足客户的融资需求,部分银行开始采用非标的形式为客户提供融资。为此,我们把“应收款项投资”也计入存贷比的分子,得到“实际存贷比”[(贷款+应收)/存款],城商行、农商行分别为 87%、72%(全样本 79%)。这一“实际存贷比”是把表内非标(主要体现在应收款项投资科目中)视为贷款,因此也参加存贷比计算。

从上述结果可知，农商行通过存款获取的资金，已足够支撑贷款、非标业务的投放，再考虑到有 8-10%左右的存款资金要交法定存款准备金，交完之后依然还有资金富余。城商行也足够，但是“实际存贷比”有点高，如果再加上还需要留下超过 10%的法定存款准备金，则勉强实现依赖存款来放款，但可能经常需要同业负债调剂流动性。

这一点分析，我们主要是为了说明城商行、农商行的存款基本足以支撑贷款、非标业务，不需要通过同业负债去支撑贷款、非标业务。而前文已述，此次接管案主要冲击的是中小银行同业负债。因此，只要中小银行存款基本稳定，不受此次接管案冲击，那么我们自然也有把握相信，这些中小银行的贷款、非标业务也大致不会受到影响。

同业负债主要支撑投资业务

既然存款资金是足以支持贷款、非标业务的，那么很显然，小银行获取同业负债，主要是为了其他功能，而不是用来放贷款。其他功能包括：日常调剂资金余缺、其他投资业务。其他投资包括债券投资、资管产品（委外专户、基金、同业理财等）投资。可见，这本质上是一种通过额外加杠杆来获取套利的行为，以较低利率向同业融入资金，然后用于其他投资，赚取利差。实践中看，这利差其实较为微薄，但是较为稳定，因此中小银行乐于通过这种同业业务扩张来扩大盈利。而很多小银行过去能够实现“以较低利率”同业负债，一大主因还是过去的“银行信用幻觉”。

这类业务在过去的严监管中受到监管层高度关注，也受到了一定的遏制。此次接管案的主要冲击，也在于这类业务。银行的刚性兑付被打破了之后，很多小银行同业负债融资成本会上升，或融资难度加大，那么自然很难再继续维持这种套利操作，预计这块业务将会进一步压缩。

正如前文所言，这些投资主要是投资于债券和资管产品，资管产品的底层也是以债券为主。并且从经验上看，这些债券中又是以利率债居多。那么，这些同业业务的收缩，主要会对债券市场形成压力。

量化测算影响规模

紧接着，我们还要大致测算这类业务的规模，以便尽可能准确预估冲击的大小。

首先估计小银行同业负债规模

表 1 中是全部城商行，但我们有把握相信，城商行里的龙头银行，不太可能受到冲击，尤其是总资产规模超过 1 万亿元的 6 家大型地方国有城商行，它们的总规模达到 10 万亿元左右。剔除它们后，剩下的城商行总规模是 21.8 万亿元，里面也有很多是稳健的，当然也有风险较高的，我们自然没有办法对每一家银行逐一识别，因此先将剩下的统一估算。农商行这边也做同样的处理，剔除了规模 5000 亿元以上的 4 家大型地方国有农商行，剩下的农商行总规模 7.2 万亿元。

然后，我们再把“债券发行”科目中的同业 CD 单列，债券发行中剩下的部分主要是金融债、次级债等长期债券品种，和此次流动性冲击关系较弱（除非哪家比较倒霉的银行刚好这两天在发债券）。

经过上述处理后，呈现的样本城商行、农商行资产负债表为：

| 城商行资产负债表简表 | | 农商行资产负债表简表 | |
|------------|---------|------------|---------|
| 存放央行 | 29,658 | 存款 | 190,990 |
| 贷款 | 133,396 | 传统同业 | 39,383 |
| 传统同业 | 17,385 | 同业 CD | 41,932 |
| 传统投资 | 70,602 | 债券发行 | 5,260 |
| 应收 | 32,856 | 其他 | 16,962 |
| 其他 | 33,690 | 股东权益 | 23,060 |
| 总资产 | 317,587 | 权益与负债 | 317,587 |
| | | 存放央行 | 11,382 |
| | | 贷款 | 48,712 |
| | | 传统同业 | 10,008 |
| | | 传统投资 | 23,190 |
| | | 应收 | 4,896 |
| | | 其他 | 8,533 |
| | | 总资产 | 106,722 |
| | | 权益与负债 | 106,722 |

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所 (单位: 亿元)

然后，我们重点关注可能受冲击的同业负债（传统同业负债外加同业 CD）规模。城商行这边是 5.4 万亿元，农商行是 1.2 万亿元，两者合计 6.6 万亿元左右。此外，样本之外的小银行可能还有一些同业负债，因此全行业小银行同业负债量会更高。我们预计大部分六大行、国股行、龙头城农商行的同业负债没有什么问题，因此忽略。

事态的后续发展，自然是这 6.6 万亿元的同业负债逐渐压降。与之对应的，在假设其他负债科目不发生重大变化的

情况下，那么投资业务也会同规模压降。前文已述，投资标的以债券为主（投资于资管产品的，底层也是以债券为主），那么债券市场会承压。

其中，表内投资是以利率债居多，信用债比例相对小，因此，上述收缩体现到社融数据上的，也将更小（利率债不体现社融），人行完全可以通过鼓励信贷投放等方式，弥补这一块社融缺口。

银行表内投资业务不包括股票，因此对股市几基本没有直接影响，只有情绪面的影响。

但还需关注一些其他因素

此外，还需要考虑其他一些因素：

（1）重点关注压降的速度与幅度。这些同业负债的压降已无悬念，但如果断崖式压降，那么毫无疑问，没有一个金融体系能够承受。因此，关键是速度与幅度。人行近期屡屡安抚市场，本质上也是希望让这个压降过程相对有序。剔除 10 家龙头后的样本城商行、农商行的同业负债总规模是 6.6 万亿元，全行业则更高，当然不可能压得一分钱不剩。我们预计近几个月可能是压降最厉害的，需重点关注，然后冲击会慢慢缓和。据估计，6 月、7 月到期的小银行（统计范围是剔除 10 家龙头后的全部城商行、农商行，因此与上文略有不同）同业 CD 金额约 6400 亿元、3200 亿元，假设只能续发一半（这是近期同业 CD 发行的成功率经验值），即缩量一半，同业 CD 之外的其他同业负债也会有所缩量，那么同业负债压降规模也在 4000 亿元、2000 亿元左右，意味着有这么多规模的债券等资产需要抛售。度过了最痛苦的近 1-2 个月之后，压降速度会放缓，整个市场会逐步趋于平稳。

（2）其他投资者将承接一部分抛售的资产。金钱不眠，原本购买这些小银行同业负债的资金，有可能会去改做其他投资，部分资金肯定会回流至市场，承接了小银行抛售的资产。只是小银行不再从中赚取利差，资金链条得到拆解。由于小银行持有的债券也以利率债为主，如果抛售导致它们收益率上升，相信市场上还是会有比较强的买盘的。因此，并不是说投资压降的部分全部都是灾难，6-7 月实际冲击市场的资产抛压可能要小于上一段估算的 4000 亿元、2000 亿元。

（3）人行随时履行“最后贷款人”职责。万一真的事态严重，部分中小银行同业负债没能续上，资产又难以处理，导致流动性断裂，那么人行也会为其提供流动性支持，或者指示其他大中型银行去提供支持。因此，这是一项兜底措施。

综上，我们认为，此次接管案对市场肯定造成冲击，但不必过分夸大。

投资建议

我们认为，近期市场上过分夸大了接管案对金融市场和中小银行经营的冲击，部分中小银行股价出现非理性波动，而 A 股上市的中小银行基本上全是业内的佼佼者，不必过分担忧。

虽然 2019 年行业整体景气度处于下行阶段，我们预计未来一年板块整体估值很难有提升，但整个板块估值较低，仍然可以赚取较为丰厚的 ROE。我们维持行业“超配”评级，在个股方面建议优先选择以大型企业为主要客群、基本面稳健、估值低的大型银行，和以中小微企业为主要服务对象、风控能力突出、估值相对合理的小型银行，推荐农业银行、招商银行及宁波银行、常熟银行的“哑铃型”组合。

风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差的负面影响、经济下行时期企业偿债能力下降对行业资产质量产生较大冲击等。

本报告中部分推演缺乏权威统计数据支持，因此使用了一些经验值，可能存在一定误差。

表 3: 重点个股估值表

| 收盘日: 2019/6/4 | 收盘价 (元) | 普通股 ROE | | | 归母净利润同比 | | | PB | | | PE | | |
|------------------|------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| | | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E |
| 601288.SH 农业银行 | 3.75 | 13.4% | 12.4% | 11.9% | 5.1% | 4.4% | 4.5% | 0.83 | 0.76 | 0.69 | 6.6 | 6.3 | 6.1 |
| 601988.SH 中国银行 | 3.70 | 12.0% | 11.4% | 11.1% | 4.5% | 3.9% | 4.9% | 0.72 | 0.66 | 0.61 | 6.3 | 6.1 | 5.8 |
| — | | | | | | | | | | | | | |
| 600036.SH 招商银行 | 34.03 | 16.6% | 16.7% | 16.9% | 14.8% | 14.3% | 14.4% | 1.70 | 1.50 | 1.32 | 10.9 | 9.5 | 8.3 |
| 601166.SH 兴业银行 | 17.67 | 14.2% | 13.9% | 13.4% | 6.0% | 8.6% | 8.2% | 0.83 | 0.75 | 0.67 | 6.2 | 5.7 | 5.3 |
| 600016.SH 民生银行 | 6.18 | 13.0% | 12.3% | 11.1% | 1.0% | 3.9% | 4.8% | 0.66 | 0.60 | 0.55 | 5.2 | 5.0 | 4.8 |
| 600000.SH 浦发银行 | 11.35 | 13.0% | 12.9% | 12.4% | 3.1% | 10.7% | 6.9% | 0.75 | 0.68 | 0.61 | 6.1 | 5.5 | 5.2 |
| 601998.SH 中信银行 | 5.82 | 11.2% | 10.6% | 10.1% | 4.6% | 4.2% | 3.1% | 0.71 | 0.65 | 0.61 | 6.6 | 6.3 | 6.1 |
| 000001.SZ 平安银行 | 11.85 | 11.4% | 11.1% | 10.8% | 7.0% | 6.9% | 7.1% | 0.92 | 0.84 | 0.76 | 8.5 | 7.9 | 7.4 |
| 601818.SH 光大银行 | 3.90 | 11.7% | 11.5% | 11.1% | 6.7% | 6.0% | 5.6% | 0.70 | 0.65 | 0.59 | 6.4 | 6.0 | 5.7 |
| 600015.SH 华夏银行 | 7.53 | 12.3% | 9.8% | 8.5% | 5.2% | 3.3% | 3.5% | 0.59 | 0.47 | 0.44 | 5.8 | 5.6 | 5.4 |
| — | | | | | | | | | | | | | |
| 601169.SH 北京银行 | 5.82 | 11.6% | 11.3% | 11.1% | 6.8% | 6.2% | 6.9% | 0.70 | 0.65 | 0.60 | 6.4 | 6.0 | 5.6 |
| 601009.SH 南京银行 | 8.25 | 16.9% | 16.7% | 16.8% | 14.5% | 13.2% | 13.0% | 1.03 | 0.91 | 0.81 | 6.6 | 5.8 | 5.1 |
| 002142.SZ 宁波银行 | 22.16 | 19.0% | 18.5% | 18.4% | 19.9% | 17.9% | 15.9% | 1.75 | 1.50 | 1.29 | 10.5 | 8.9 | 7.7 |
| 600919.SH 江苏银行 | 7.24 | 12.4% | 12.7% | 12.8% | 10.0% | 11.9% | 10.0% | 0.81 | 0.74 | 0.68 | 7.0 | 6.2 | 5.6 |
| — | | | | | | | | | | | | | |
| 601128.SH 常熟银行 | 7.12 | 13.3% | 12.3% | 12.3% | 17.5% | 18.6% | 19.4% | 1.52 | 1.18 | 1.08 | 13.1 | 11.1 | 9.3 |
| 平均 | | 13.4% | 12.8% | 12.4% | 7.8% | 8.1% | 8.0% | 0.93 | 0.83 | 0.75 | 7.4 | 6.7 | 6.2 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

相关研究报告:

- 《2019年6月银行业投资策略：市场冲击下坚守优质个股》 ——2019-06-05
- 《2019年5月银行业投资策略：行业压力显现但估值仍有优势》 ——2019-05-12
- 《银行业2018年报及2019年一季报综述：压力如期显现》 ——2019-05-05
- 《银行估值体系探讨：低估值之谜》 ——2019-04-12
- 《2019年4月银行业投资策略：继续精选紧密服务实体的个股》 ——2019-04-01

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上 |
| | 增持 | 预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间 |
| | 卖出 | 预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上 |
| | 中性 | 预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| | 低配 | 预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032