

## 同业信用风险重定价影响分析

### ——银行业投资策略报告

强于大市（维持）

日期：2019年07月17日

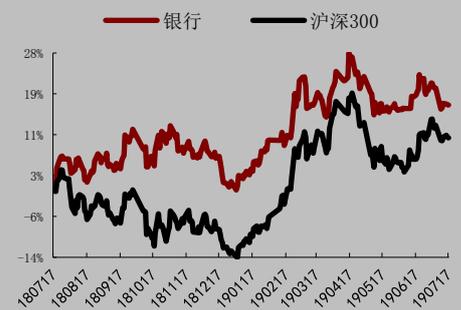
#### 投资要点：

- **截至2019年6月25日，未到期同业存单10.1万亿：**截至6月末，未到期同业存单的存量规模在10.1万亿左右。其中，城商行未到期占比达到42%，股份行占比38%，农商行和国有大行分别为9.5%和9.4%。
- **2019年下半年7月和8月同业存单到期压力相对较大：**从同业存单到期的情况看，2019年下半年7、8月份是高峰，按照等级进行划分，中低等级的占比均值在22%，每月平均到期2300亿元。近几周实际发行规模已经开始回升，但是低评级的成功率仍不高。发行利率看，虽然变动不大，但是估值已经发生较大变化。
- **市场对信用重定价，未到期中低等级大概有2万亿：**从各类等级的同业存单未到期占比看，整个银行业高等级占比80.5%，城商行占比65%，农商行占比51%。
- **中小银行同业负债预计在12万亿：**由于中小银行连续多年高于整体银行业的平均增速，使得中小银行杠杆持续高于整个行业的平均水平，其中城商行的杠杆最高。2018年末，中小银行的负债规模在53.46万亿，占银行业总负债的近23%。我们预计中小银行同业负债的占比在20%左右，那么总规模在12万亿左右。
- **预估需要压缩4-5万亿左右非信贷资产规模：**2018年，中小银行总资产增长4.74万亿，我们预计中间有80%的是贷款的增长。负债端的收缩，将促使中小银行先被动处置债券等流动性较好的资产。如果今年净新增贷款和2018年的规模保持一致，预计将压缩非信贷资产规模达到4-5万亿。
- **表外融资收缩月均不超过2300亿，社融增速仍维持10%：**在悲观的预期下，2019年新增信贷在15-16万亿的规模，银行核销力度保持不变，地方专项债净融资额增长20%，企业债融资与2018年持平，表外融资的规模在6-7月的月均收缩额度不超过2300亿的规模的前提下，社融存量增速仍可以保持在10%的水平。
- **风险因素：**经济下滑超预期引发不良大幅增加；信用风险事件进一步恶化

#### 盈利预测和投资评级

股票简称	18B	19B	19PB	评级
工商银行	6.30	6.97	0.80	增持
农业银行	4.54	4.98	0.72	增持
招商银行	20.07	22.63	1.56	增持
宁波银行	12.41	13.86	1.65	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07月17日

#### 相关研究

万联证券研究所 20190716\_银行业周观点\_AAA\_社融增速好于市场预期  
万联证券研究所 20190712\_银行业月报\_AAA\_M1 继续回升 关注持续性  
万联证券研究所 20190708\_银行业周观点\_AAA\_上半年新增信贷超9万亿

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、同业信用重定价.....	3
1.1 截至 2019 年 6 月 25 日，未到期同业存单 10.1 万亿.....	3
1.2 2019 年下半年 7 月和 8 月同业存单到期压力相对较大.....	3
1.3 市场对信用重定价，未到期中低等级大概有 2 万亿.....	4
2、中小银行负债端压力分析.....	5
2.1 中小银行增速持续快于整体银行业增速.....	5
2.2 中小银行同业负债预计在 12 万亿.....	6
2.3 预估需要压缩 4-5 万亿左右非信贷资产规模.....	6
3、压力是否会传导到社融.....	7
3.1 表外融资的净收缩使得新增贷款对新增社融贡献度提升.....	7
3.2 专项债增长 20%.....	8
3.3 表外融资收缩月均不超过 2300 亿，社融增速仍维持 10%.....	8
4、下半年经济增长的不确定性上升.....	9
4.1 逆周期调节下的短期经济企稳，下半年不确定上升.....	9
4.2 融资利率下行空间有限.....	10
4.3 压力或将向下游企业传导.....	10
5、投资策略.....	11
5.1 银行板块中期业绩预期.....	11
5.2 投资策略.....	12
6、风险提示.....	13
图表 1： 各类银行未到期同业存单占比.....	3
图表 2： 2019 年下半年各月同业存单到期情况.....	3
图表 3： 同业存单发行规模和利率.....	4
图表 4： 各类银行各评级同业存单未到期占比.....	4
图表 5： 各等级 1 年期同业存单到期收益率走势.....	5
图表 6： 中小银行规模及占比.....	5
图表 7： 中小银行增速明显快于银行业整体增速.....	6
图表 8： 城商行资本充足率相对较低.....	6
图表 9： 新增信贷对新增社融的贡献度较高.....	7
图表 10： 表外融资 2018 年 5 月底基数效应明显.....	7
图表 11： 专项债各月发行规模.....	8
图表 12： 2019 年社融分项预估值和 2018 年社融分项值对比.....	9
图表 13： GDP 同比增速.....	9
图表 14： 基建投资和房地产投资增速.....	10
图表 15： 首套房和二套房贷款利率.....	10
图表 16： 价格韧性.....	11
图表 17： 存款总额占比.....	12
图表 18： 信用成本率.....	12
图表 19： 银行板块 PB 估值.....	13
图表 20： 年初以来各行业涨跌幅排序.....	13

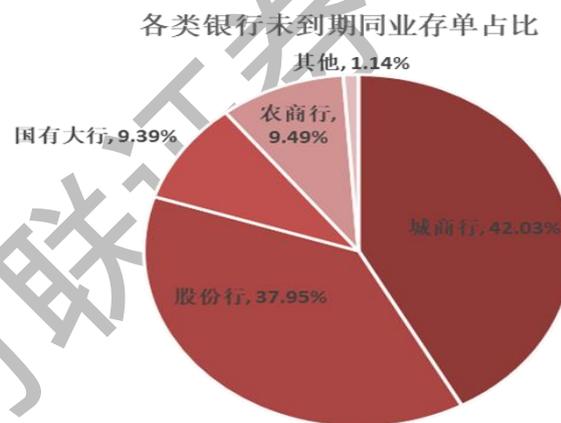
## 1、同业信用重定价

### 1.1 截至2019年6月25日，未到期同业存单10.1万亿

同业存单是应付债券而不是同业负债，不受同业业务监管约束。《2017年第二季度中国货币政策执行报告》中提出将同业存单纳入宏观审慎评估（MPA）同业负债占比指标，将资产规模5000亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入MPA同业负债占比指标进行考核。

截至6月末，未到期同业存单的存量规模在10.1万亿左右。其中，城商行未到期占比达到42%，股份行占比38%，农商行和国有大行分别为9.5%和9.4%。

图表1： 各类银行未到期同业存单占比



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

### 1.2 2019年下半年7月和8月同业存单到期压力相对较大

从同业存单到期的情况看，2019年下半年7、8月份是高峰，按照等级进行划分，中低等级的占比均值在22%，每月平均到期2300亿元。

图表2： 2019年下半年各月同业存单到期情况



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

同业存单的发行情况，近几周实际发行规模已经开始回升，但是低评级的成功率仍不高。发行利率看，虽然变动不大，但是估值已经发生较大变化。

图表3： 同业存单发行规模和利率

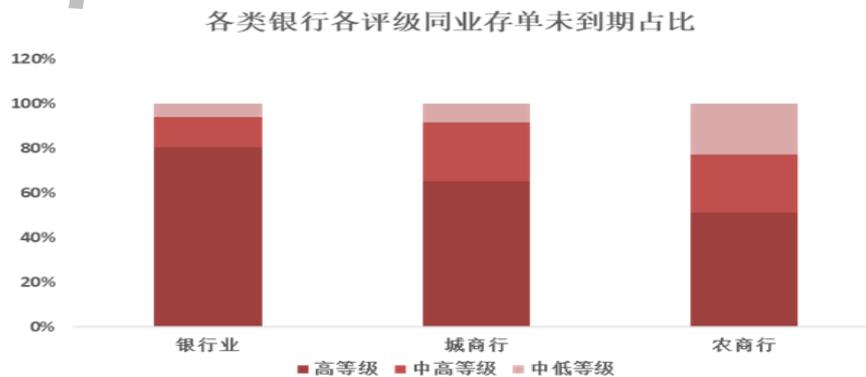


资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

### 1.3 市场对信用重定价，未到期中低等级大概有2万亿

从各类等级的同业存单未到期占比看，整个银行业高等级占比 80.5%，城商行占比 65%，农商行占比 51%。

图表4： 各类银行各评级同业存单未到期占比



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

包商银行事件后，中高等级的同业存单估值冲高回落，其他中低等级的估值中枢目前出现了上移，可以理解为评级间利差拉大，市场对信用的重定价。

图表5: 各等级1年期同业存单到期收益率走势



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

## 2、中小银行负债端压力分析

### 2.1 中小银行增速持续快于整体银行业增速

截至 2018 年末, 中小银行占银行业总资产规模的比重达到近 23% 的水平。由于中小银行总资产的增速明显快于整个银行业, 使得占比较 2003 年上升了 8 个百分点。即便在 2017 年和 2018 年资产增速快速下行的年份, 中小银行资产增速仍高于整个银行业 3-3.5 个百分点。

图表6: 中小银行规模及占比



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

图表7： 中小银行增速明显快于银行业整体增速



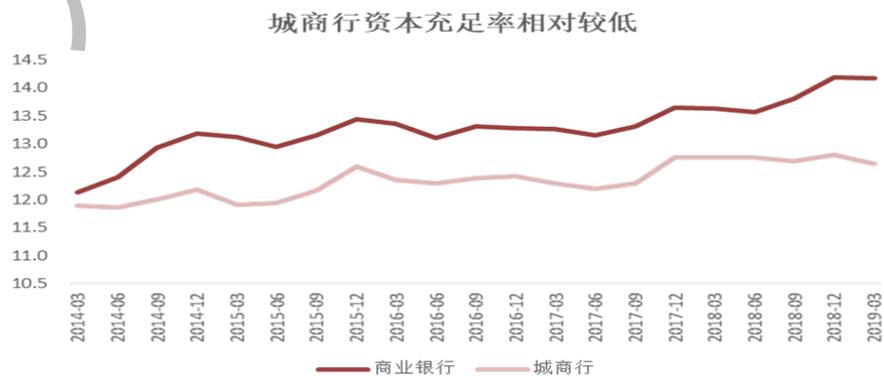
资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

## 2.2 中小银行同业负债预计在12万亿

由于中小银行连续多年高于整体银行业的平均增速，使得中小银行杠杆持续高于整个行业的平均水平，其中城商行的杠杆最高。

2018年末，中小银行的负债规模在53.46万亿，占银行业总负债的近23%。我们预计中小银行同业负债的占比在20%左右，那么总规模在12万亿左右。

图表8： 城商行资本充足率相对较低



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

## 2.3 预估需要压缩4-5万亿左右非信贷资产规模

2018年，中小银行总资产增长4.74万亿，我们预计中间有80%的是贷款的增长。按照2018年新增信贷15.66万亿的规模看，占比在24%，略高于资产占比。不过从历史数据看，由于过往持续高于行业均值的增速，预计对新增信贷的贡献在25-30%左右。

考虑到中小银行资产端的配置结构看，信贷和其他资产的配置比例在5:5。负债端的收缩，将促使中小银行先被动处置债券等流动性较好的资产。如果今年净新增贷款和2018年的规模保持一致，预计将压缩非信贷资产规模达到4-5万亿。

这4-5万亿的非信贷资产承接，如果仅局限于大型银行，则大型银行生息资产

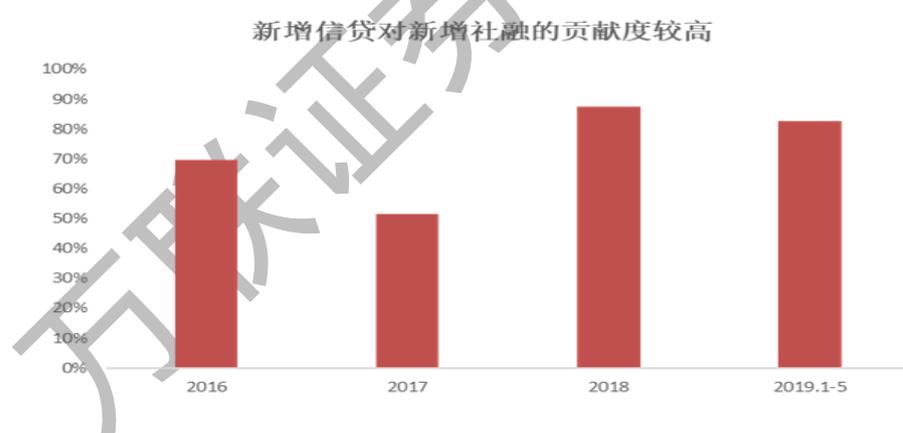
需要新增 3%左右，而 2018 年大型银行实际的资产增速也不超过 5%。因此，从目前各家银行资本充足率的角度看，考虑到新增信贷，预计仍有较大的承接压力。

### 3、压力是否会传导到社融

#### 3.1 表外融资的净收缩使得新增贷款对新增社融贡献度提升

2018 年新增信贷对社融的贡献度明显提升，达到 88%。其中，表外融资的净收缩是主因。从表外融资的数据看，5 月以后表外融资月均收缩额度在 3500 亿元。2018 年表外融资净收缩 2.93 万亿。其中，表外融资的收缩主要表现为委托贷款的大幅收缩，这部分贷款在一定程度上有转回表内的需求。

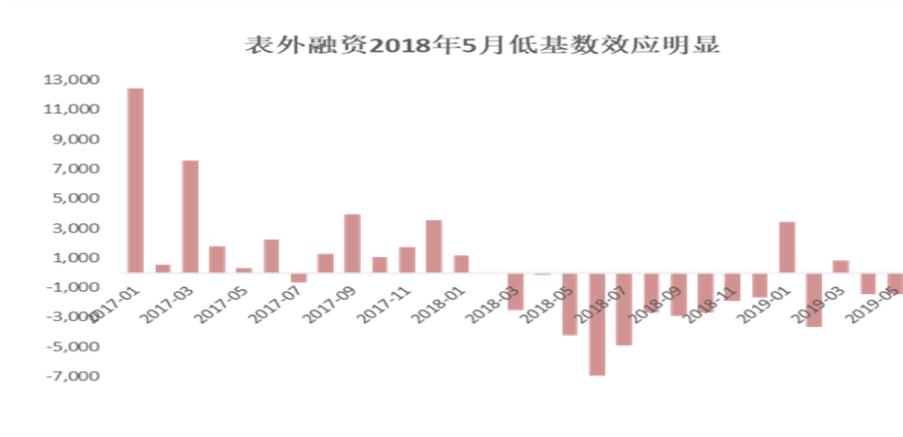
图表9： 新增信贷对新增社融的贡献度较高



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

而 2019 年 1-5 月，新增信贷对社融的贡献为 82.5%。表外融资部分，由于票据业务的增加，以及信托贷款的净增长，使得表外融资收缩放缓，1-5 月仅净收缩 2270 亿元，全部是委托贷款的净减少。今年以来，信贷快速增长的同时，信托产品的需求也有所增加。

图表10： 表外融资2018年5月低基数效应明显



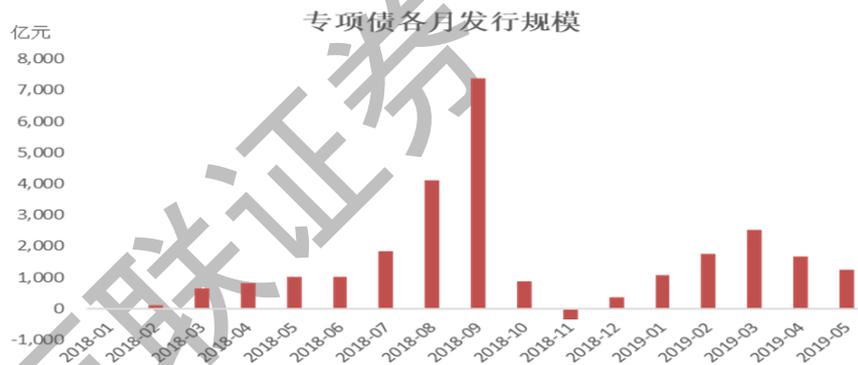
资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

### 3.2 专项债增长20%

2018年专项债净融资额为1.79万亿元，其中6-12月净融资额为1.53万亿元，月均融资规模达到2200亿元。我们预判6-9月专项债的发行量在月均3000亿左右的规模。因此，专项债的新增规模将较2018年增长20%左右。

另外，由于专项债作为资本金将撬动一些新增需求，又符合大型银行的配置目标。考虑到今年加大基建投资背景下中西部地区的信贷需求更好，大行的增长规模将较2018年有所上升。

图表 11：专项债各月发行规模



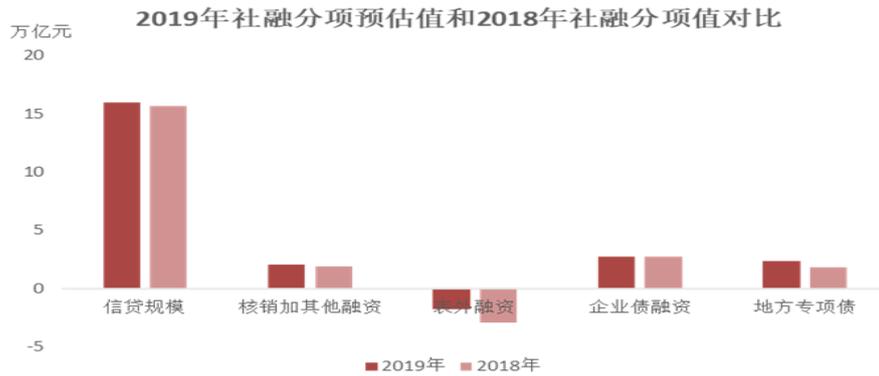
资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

### 3.3 表外融资收缩月均不超过2300亿，社融增速仍维持10%

截至2019年5月社融存量增速为10.6%，而2018年全年增速9.8%。从社融和M2增速与名义GDP匹配的角度看，2019年社融增速要保持在9%以上。

那么综合上述分析，在悲观的预期下，2019年新增信贷在15-16万亿的规模，银行核销力度保持不变，地方专项债净融资额增长20%，企业债融资与2018年持平，表外融资的规模在6-7月的月均收缩额度不超过2300亿的规模的前提下，社融存量增速仍可以保持在10%的水平。

图表 12: 2019 年社融分项预估值和 2018 年社融分项值对比



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

## 4、下半年经济增长的不确定性上升

### 4.1 逆周期调节下的短期经济企稳, 下半年不确定上升

2019 年上半年 GDP 同比增长 6.3%，符合市场预期。虽然基于以下三个正面促进因素的考虑：第一，社融持续超预期对后续经济增长仍有持续的带动作用；第二，4 月和 5 月的减税降费政策，有助于微观经济的增速回升，以及消费的回升；第三，基建将持续发力。三季度 GDP 增速不会出现太大下滑。

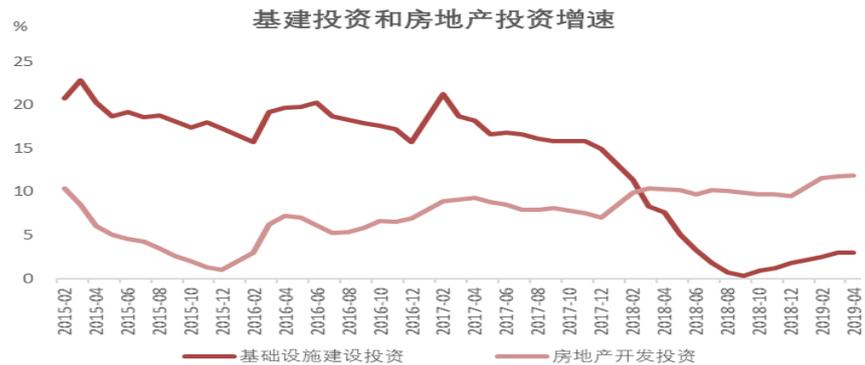
图表 13: GDP 同比增速



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

根据我们 2019 年度银行业投资策略中的判断, 2019 年经济增速将面临下行压力, 在政策托底基建的背景下, 房地产下行的风险将成为主要矛盾。我们维持此判断, 经济中枢位置还是取决于基建发力对冲房地产投资的下行程度。从目前数据看, 地产下行有韧性, 基建上行也存在掣肘, 二者变动的幅度大概率都会低于投资人的预期。我们预计最终全年 GDP 以 6.2%-6.4% 为中枢窄幅震荡格局。

图表 14: 基建投资和房地产投资增速



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

#### 4.2 融资利率下行空间有限

在近期包商银行托管、理财子公司快速推进事件后, 金融供给侧结构性改革将加速推进。银行负债端的压力将向资产端传导, 从而带来规模增长的分化以及资产配置结构的改变。我们判断大行和股份行仍具有资产端的扩张能力, 中小银行资产端在负债端压力下将被动收缩。

从需求端看, 短期内有效需求仍在放缓, 贷款定价仍在下行。与房地产相关的需求仍较为旺盛, 但是在防风险的大环境下, 与地产相关的信贷仍有收紧的趋势。按揭贷款受因城施策政策的影响, 总体看仍处于下行趋势中。

图表 15: 首套房和二套房贷款利率



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

因此, 资产端无论是供给端的上升角度还是需求端的放缓角度看, 都不支持融资利率的大幅下行。

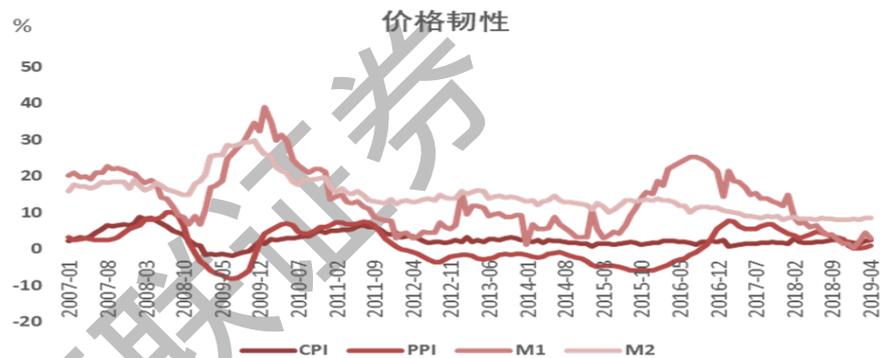
#### 4.3 压力或将向下游企业传导

2018 年我国信用债的违约规模为 1234 亿元, 总违约率 0.73%, 均创下历史新高。2019 年违约规模再创新高, 截至 2019 年 6 月初, 新增违约债券数量达到 74 只, 规

模 516 亿元，违约率 0.26%，较去年同期的 22 只，190 亿元，上升幅度明显。其中，违约主体以民企为主，而且主要集中在中游企业。除了多元化过度投资的民企外，主要集中在房地产、商贸、化工、公用事业以及建筑装饰行业，这些行业均面临成本上升、经济下行需求走弱等压力。

本轮经济下行和此前不同的表现，就是价格有一定的韧性。而价格的韧性背后更多的应该与产能周期有关。近几年供给侧改革，使得供给层面始终处于不是很宽裕的状态，从国内经济的需求看，下滑幅度有限。在蛋糕重新分配的过程中，最终这种高成本将向下游传导，挤压下游企业的利润，导致下游企业经营困难。

图表 16：价格韧性



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

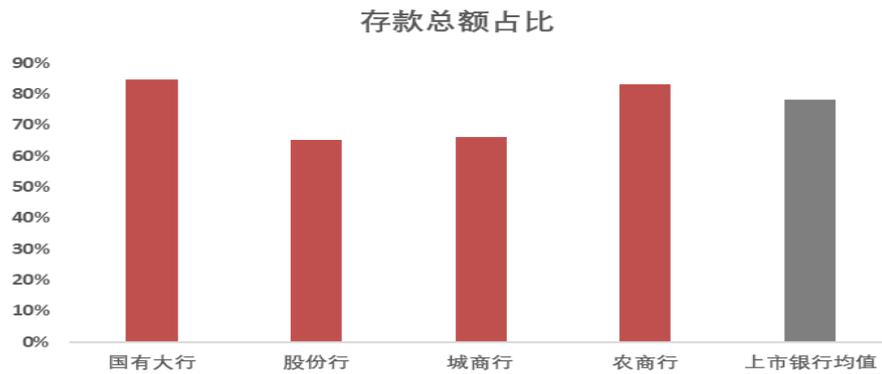
## 5、投资策略

### 5.1 银行板块中期业绩预期

此前我们预期，一季度板块配置比例不高，二季度板块业绩的确定性较高，以及不可忽略的中长期资金的持续流入预期下，综合考虑到今年以来银行板块涨幅较少，且估值相对低位，预计二季度板块保持相对优势，将获得一定的增持，特别是部分处于估值低位的国有大行。

预期上市银行板块 2019 年中期业绩仍能保持稳健增长。其中，净息差环比下滑，市场已经有预期，但是负债端压力的变化将逐步显现，成为影响未来净息差走势以及差异的重要因素。由于同业存单的发行受阻，压力将向同业负债传导，而银行间的信用风险差异，又将促使存款的波动，综合来看，部分城商行负债端的压力相对较大。

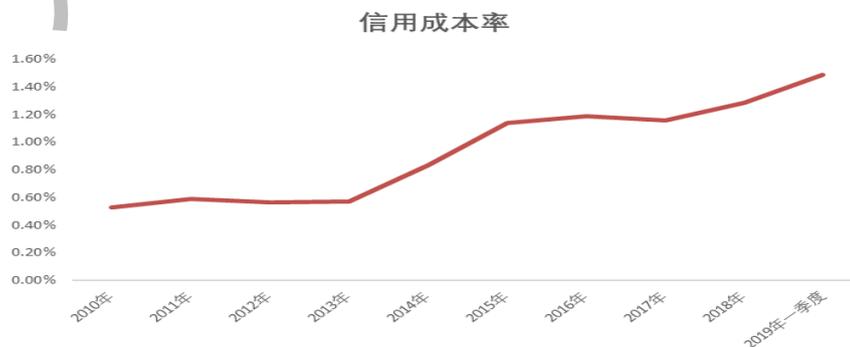
图表 17: 存款总额占比



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

资产质量方面, 根据我们此前多篇报告从多个角度对资产质量的结构、宏观经济走势的关系等问题进行分析。鉴于目前上市银行整体的信贷结构相对稳健, 而且新增信贷又集中在与房地产和基建相关的行业。而 2018 年以来, 市场的信用风险又集中在处于产业中游的民企, 且经济下行缓慢, 因此不良出现大规模爆发的概率不大。但是, 不排除未来压力向下游企业延伸的可能。拨备方面, 一季度数据看, 各行拨备仍处于较高的位置, 有一定的利润释放空间。

图表 18: 信用成本率



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

## 5.2 投资策略

2019 年一季度受流动性预期改善以及风险偏好提升影响, 市场整体迎来了估值修复行情。银行板块整体估值从 2018 年的 PB 0.8 倍修复到 0.94 倍, 但是跑输大盘。4 月后市场持续调整, 而银行板块今年以来涨幅较少, 且估值相对低位, 基金持仓又低, 在市场调整中, 板块保持相对优势。

图表 19: 银行板块 PB 估值



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

银行板块目前的估值不高, 基本隐含了对经济前景、资产质量的悲观预期。市场整体风险偏好保持低位, 银行板块的业绩确定性优势以及部分个股较高的股息率有助于板块估值的稳定, 以及保持行业间的相对优势。

图表 20: 年初以来各行业涨跌幅排序



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

在金融供给侧结构性改革的大趋势下, 银行业将加速分化, 头部银行的规模优势, 区域银行的市场优势将逐步体现。而各家银行的风险定价能力, 将成为核心竞争力。

我们维持板块强于大势的投资评级。

## 6、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, 企业经营明显恶化, 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07月17日)

证券代码	公司简称	每股净资产			收盘价	市净率			投资评级
		18A	19E	20E		18A	19E	20E	
601398.SH	工商银行	6.30	6.97	7.65	5.56	0.88	0.80	0.73	增持
601288.SH	农业银行	4.54	4.98	5.50	3.57	0.79	0.72	0.65	增持
600036.SH	招商银行	20.07	22.63	25.45	35.21	1.75	1.56	1.38	增持
002142.SZ	宁波银行	12.41	13.86	16.98	22.81	1.84	1.65	1.34	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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，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。研究员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