

银行行业

银行零售业务与居民信贷周期解析

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-08-08

核心观点:

● 零售业务已成银行必争之地

2009 年是长期趋势的转折点,经济增长的驱动力由出口逐渐切换为投资拉动,形成经济下滑-政策刺激-实体加杠杆的循环,居民作为杠杆链条的最末端,负债端高速增长,银行信贷增长的发动机由对公切换为零售业务。在战略上银行也主动向零售业务倾斜,国有大行主要投放按揭贷款,股份行着重发展信用卡,城农商行一方面与互联网公司合作投放场景化的消费贷,另一方面在政策的鼓励下投放个人经营贷款。

● 杠杆水平处于相对高位,总量阴影下的结构性矛盾突出

总量上看居民杠杆相对较高,绝对水平上升迅速;结构上看个人住房贷款占比超 50%,短期消费贷款占比增长最快。短期消费贷款激增可能导致居民现金流承压,我们测算的 18 年末居民偿债比率为 36.3%,高于央行披露的 9.4%,而较大的贫富差距将结构性矛盾隐藏在平均数之下。

● 海外经验:供给驱动的信贷繁荣是如何崩溃的?

从以往的经济周期来看,居民杠杆率上升的幅度越大,紧接着的衰退将愈加严重。参考韩国、中国香港地区和中国台湾地区信用卡危机经验,居民杠杆断裂主要是由于信贷供给过度充裕,居民使用短期消费贷款增加当期消费,而对未来收入增长期望过高的情况下杠杆过度使用,最终导致偿债能力恶化,劳动力市场出现波动下居民资金链断裂,违约大规模爆发。

● 微观观察:短期内不良大概率缓慢上升,上一轮高点在 17 年

信用卡:近几年我国信用卡不良率总体在 1.0%-1.5%之间小幅波动,但信用卡债务在快速累积,居民的偿债压力也在上升,一定程度上说明我国信用卡业务的风险已在积聚。偿付能力最脆弱的现金贷人群信用情况变化可以作为零售风险的领先指标,根据 5 家美国上市网贷平台违约率曲线,零售风险持续暴露,信用卡不良压力仍将持续上行。

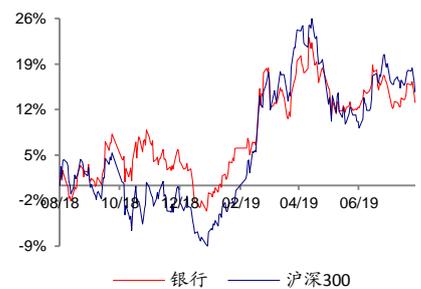
● 投资建议:配置国有大行和谨守零售能力圈的股份制银行

在不爆发失业潮的假设下,信用卡不良率低位回升,银行间分化加大。信用卡业务比较激进的银行有不良暴露的风险,紧守能力圈的银行(如招商银行)信用卡不良大概率温和上行,国有大行、招商银行和中信银行信用卡贷款质量有相对优势。

● 风险提示

1、就业形势比预期差,失业潮爆发引发居民产资金流断裂,偿债能力迅速恶化;2、最脆弱借款人偿债能力差于预期,依赖短期消费贷维持消费水平,收入无法覆盖利息支出导致陷入“庞氏陷阱”;

相对市场表现



分析师:

倪军



SAC 执证号: S0260518020004



021-60750604



nijun@gf.com.cn

分析师:

屈俊



SAC 执证号: S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915



qujun@gf.com.cn

请注意,倪军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

银行行业:政策定调中性,业绩主导走势 2019-08-04

银行行业:关注货币政策调整和业绩因素的影响 2019-07-28

银行行业:配置回升,营收放缓,政策中性 2019-07-21

联系人:

王先爽 021-60750604

wangxianshuang@gf.com.cn

联系人:

万思华 021-6075-0604

wansihua@gf.com.cn

联系人:

李佳鸣 021-60750604

lijiaming@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
工商银行	601398.SH	CNY	5.39	2019/3/31	买入	6.56	0.85	0.89	6.34	6.06	0.78	0.71	12.91	12.33
建设银行	601939.SH	CNY	7.03	2019/3/28	增持	7.51	1.05	1.09	6.70	6.45	0.84	0.77	13.17	12.50
农业银行	601288.SH	CNY	3.43	2019/4/29	买入	4.48	0.60	0.62	5.72	5.53	0.69	0.63	12.52	11.99
招商银行	600036.SH	CNY	34.53	2019/7/1	买入	36.35	3.55	3.97	9.73	8.70	1.52	1.34	16.58	16.43
中信银行	601998.SH	CNY	5.63	2019/3/29	买入	7.15	0.92	0.96	6.12	5.86	0.63	0.58	10.76	10.29
平安银行	000001.SZ	CNY	13.54	2019/8/8	买入	17.17	1.59	1.78	8.52	7.61	0.95	0.85	11.69	11.72
宁波银行	002142.SZ	CNY	22.10	2019/4/26	买入	23.74	2.55	2.98	8.67	7.42	1.49	1.27	18.69	18.54
常熟银行	601128.SH	CNY	8.11	2019/4/26	买入	11.77	0.79	0.93	10.29	8.71	1.23	1.10	13.11	13.33
工商银行	01398.HK	HKD	4.99	2019/3/31	买入	6.44	0.85	0.89	5.27	5.03	0.65	0.59	12.91	12.33
建设银行	00939.HK	HKD	5.71	2019/3/28	增持	7.47	1.05	1.09	4.88	4.70	0.61	0.56	13.17	12.50
农业银行	01288.HK	HKD	2.98	2019/4/29	买入	4.34	0.60	0.62	4.46	4.32	0.54	0.49	12.52	11.99
招商银行	03968.HK	HKD	36.25	2019/7/1	持有	38.74	3.55	3.97	9.17	8.20	1.43	1.27	16.58	16.43
中信银行	00998.HK	HKD	4.08	2019/3/29	买入	6.27	0.92	0.96	3.98	3.82	0.41	0.38	10.76	10.29

注：A+H 股上市银行的业绩预测一致，且货币单位均为人民币元；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、零售业务已成银行必争之地.....	6
二、杠杆水平处于相对高位，总量阴影下的结构性矛盾突出.....	10
2.1 居民信贷结构：个人住房贷款占比超 50%，短期消费贷款占比增长最快.....	10
2.2 总量：居民杠杆相对较高，绝对水平持续上升.....	11
2.3 结构性矛盾突出：短期消费贷款激增，居民现金流承压.....	13
2.4 共债风险：风险暴露向上传导.....	16
三、海外经验：供给驱动的信贷繁荣是如何崩溃的？.....	18
3.1 供给驱动的信贷繁荣是系统性风险爆发的根源.....	18
3.2 韩国信用卡危机：信贷过度宽裕推动居民负债激增，融资端流动性枯竭引发系统性风险.....	18
3.3 中国台湾信用卡危机：民营银行过度竞争的恶果.....	23
3.4 中国香港信用卡危机：竞争加剧+借款人保护过度是危机的根源.....	25
四、微观观察：短期内不良大概率缓慢上升，上一轮高点在 17 年.....	28
4.1 信用卡：偿债压力上升，风险已在积聚.....	29
4.2 网贷平台：银行不良的先行指标.....	32
五、结论与投资建议：配置国有大行和谨守零售能力圈的股份制银行.....	35
风险提示.....	36

图表索引

图 1: GDP 增速在 09 年后续回落 (单位: %)	6
图 2: 居民信贷增速高于对公贷款 (单位: %)	6
图 3: 新增贷款结构 (单位: 亿元)	7
图 4: 贷款同比多增规模 (单位: 亿元)	7
图 5: 银行卡手续费收入占营收比重 (单位: %)	8
图 6: 银行卡卡均手续费收入 (单位: 元)	8
图 7: 新增零售贷款 (单位: %)	9
图 8: 新增零售存款 (单位: %)	9
图 9: 居民部门杠杆率对比 (单位: %)	13
图 10: 央行《18 年金融稳定报告》测算的各国居民偿债比率 (单位: %)	13
图 11: 我们测算的居民部门偿债比率 (单位: %)	14
图 12: 新增房贷/住房交易额 (单位: %)	15
图 13: 新增零售存款 (单位: %)	15
图 14: 居民杠杆提升 (单位: %/万亿元)	16
图 15: 15 年开始基尼系数反弹	16
图 16: P2P 平台暴雷集中在 16 和 18 年 (单位: 家)	16
图 17: 17 年底 P2P 贷款逐渐收缩 (单位: 亿元/万人)	16
图 18: 韩国 GDP 同比增速与失业率 (单位: %)	19
图 19: 韩国信用卡贷款/GDP 和信用卡不良率 (单位: %)	20
图 20: 信用卡预借现金占比 (单位: %)	21
图 21: 信用卡行业陷入亏损 (单位: 万亿韩元/%)	21
图 22: 危机爆发后贷款增速下滑 (单位: %)	21
图 23: 02 年信用卡不良率接近 9% (单位: %)	21
图 24: 韩国: 银行业 ROE 与 ROA (单位: %)	22
图 25: 韩国: 银行业 ROE 与 ROA (单位: %)	22
图 26: 韩国银行指数表现与指数 PB (单位: %)	22
图 27: 中国台湾 GDP 同比增速与失业率 (单位: %)	23
图 28: 中国台湾 GDP 同比增速与失业率 (单位: %)	24
图 29: 危机爆发后贷款增速下滑 (单位: %)	24
图 30: 02 年信用卡不良率接近 9% (单位: %)	24
图 31: 中国台湾银行业 ROE 与 ROA (单位: %)	25
图 32: 中国台湾银行指数表现与指数 PB	25
图 33: 中国香港 GDP 同比增速与失业率 (单位: %)	26
图 34: 中国香港 GDP 同比增速与失业率 (单位: %)	26
图 35: 银行业总资产与总贷款同比增速 (单位: %)	27
图 36: 银行体系盈利能力 (单位: %)	27
图 37: 信用卡贷款总账户数与应收账款总额 (单位: 是亿港元)	27
图 38: 信用卡应收账款同比增速与撇账率 (单位: %)	27
图 39: 中国香港 1999-2004 信用卡拖欠率 (单位: %)	27

图 40: 中国香港 1999-2004 信用卡转期率 (单位: %)	27
图 41: 中国香港金融指数 PB 和 PE (单位: 倍)	28
图 42: 中国香港金融指数表现与指数 PB (单位: %)	28
图 43: 信用卡不良率 (单位: %)	30
图 44: 信用卡贷款同比增速 (单位: %)	30
图 45: 信用卡不良率 (单位: %)	30
图 46: 信用卡贷款同比增速 (单位: %)	30
图 47: 信用卡授信同比增长 (单位: %)	31
图 48: 信用卡授信与贷款增速之差 (单位: %)	31
图 49: 授信使用率 (单位: %)	31
图 50: 信用卡卡均授信余额 (单位: 元)	31
图 51: 信用卡 ABS 逾期 90 天以上贷款生成率 (单位: %)	32
图 52: 趣店各期限逾期 30 天以上贷款占比 (单位: %)	33
图 53: 乐信贷款各期限核销贷款占比 (单位: %)	33
图 54: 宜人贷各期限逾期 30 以上+贷款核销占比 (单位: %)	34
图 55: 360 金融各期限逾期 180 天以上贷款占比 (单位: %)	34
图 56: 拍拍贷各期限逾期 30 天以上贷款占比 (单位: %)	35
表 1: 国有大行和股份行零售发展战略	7
表 2: A 股上市银行个人贷款结构 (单位: %)	9
表 3: 居民负债结构 (单位: 万亿元)	11
表 4: 在相同人均 GDP 水平下, 中国居民杠杆率水平排名第三 (单位: %)	12
表 5: 居民偿债比率测算 (单位: 万亿元)	14
表 6: 新增非住房个人贷款投放/新增贷款投放 (单位: %)	17
表 7: 韩国信用卡危机期间银行股表现	22
表 8: 中国台湾信用卡危机期间银行股表现	24
表 9: 中国香港信用卡危机期间银行股表现	28

一、零售业务已成银行必争之地

2009年是长期趋势的转折点，09年以后信贷增长的发动机由对公切换为零售。2001年加入世贸组织后中国经济迅速融入全球分工体系，经济高速增长，贸易顺差持续积累，外汇占款成为货币供给的主要驱动力，2001-2008年间M2平均增速达16.7%，同时资产管理公司承接了国企不良资产的包袱，银行通过改制和上市补充资本金，实现资产规模良性扩张，贷款主要投向工业制造企业，与出口扩张形成良性循环。在09年以前，对公业务是信贷增长的主要动力。

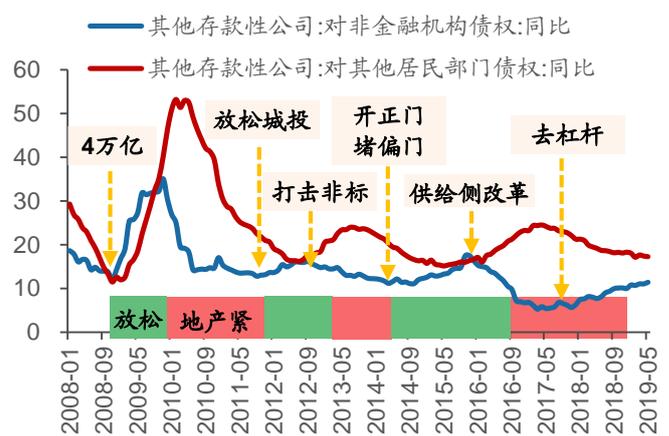
2009年是宏观环境转折点，经济增长的驱动力由出口逐渐切换为投资拉动，形成经济下滑-政策刺激-实体加杠杆的循环，居民作为杠杆链条的最末端，负债增速持续高于非金融企业，增速拐点落后企业4-5个季度。居民信贷的周期主要与地产相关，08年以来分别经历了三轮地产放松，分别为08年9月-09年6月、11年12月-13年12月和14年5月-16年09月，每一轮地产政策的放松都带来了居民信贷增速的反弹。

图 1: GDP增速在09年后回落 (单位: %)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 2: 居民信贷增速高于对公贷款 (单位: %)



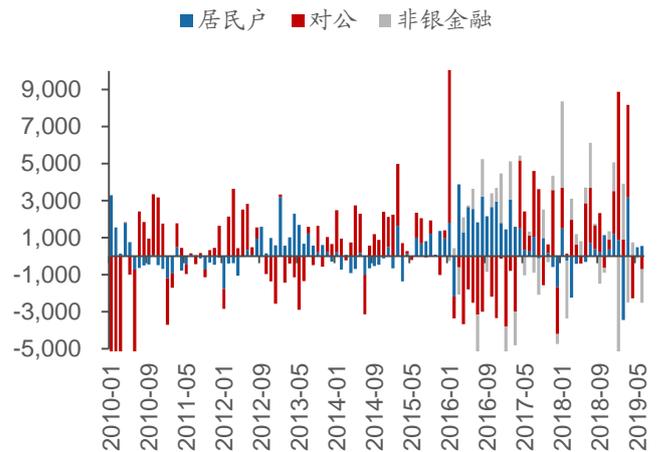
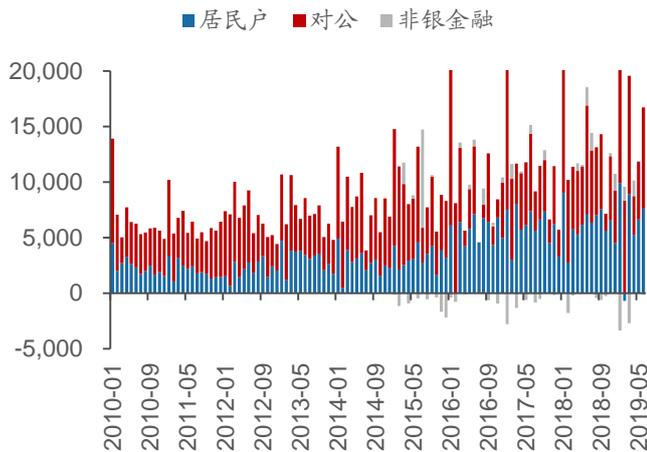
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2016年供给侧改革和去杠杆政策推升对公业务风险，一方面民营企业受融资端约束“雷声不断”，另一方面地方政府和国有企业杠杆高企，虽然供给侧改革在短期内改变了盈利分配格局，但国企效率低下的根本原因没有得到改善。不断积聚的系统性风险抑制了对公业务扩张，银行信贷资源投放更加依赖零售条线。

从贷款结构上看，居民贷款增速持续高于公司贷款，本轮信贷扩张周期从15年6月开始，居民信贷平均同比增速19.7%，高于公司信贷同比平均增速10.0%。从投放结构上来看，新增16-18年居民贷款月均投放5275、5942和6133亿元，与对公额度基本持平，但由于居民贷款存量规模较低，录得增速相对较高。19年以来银行间市场流动性宽松，叠加银行“早投放，早收益”的策略，竞争性投放对公贷款，前六个月月均新增对公贷款10433亿元，月均零售贷款投放6267亿元，零售贷款仍保持稳健增长。

图 3: 新增贷款结构 (单位: 亿元)

图 4: 贷款同比多增规模 (单位: 亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

本轮地产政策收紧叠加“因城施策”大致开始于16年9月，已持续接近三年，按照以往规律居民负债增速会在1-2个季度内迅速回落，而本轮居民债务得以持续较快增长主要有两点与以往不同：1) 15年去产能、16年去房地产库存降低了实体企业的信贷需求，17年开始的“同业去杠杆”政策切断了银行通过同业通道持有非标资产，绕过监管向实体投放信贷的路径，因此银行有内在动力增加零售投放；2) 银行开始将消费信贷作为零售发力的另一支点。

战略上向零售业务倾斜。国有大行和股份行主要是在14-16年间开始将资源向零售业务倾斜，其中零售第一梯队的招商银行、平安银行和第二梯队的领头羊光大银行，零售布局较早，**招商银行**作为我国第一家将零售业务作为发展战略重点的银行，早在05年就开始推进零售业务管理体系与组织架构的转型变革；**平安银行**在12提出“三步走”战略，将构建零售基础作为发展的重点；**光大银行**从12开始推行“大零售”战略，将零售业务摆在重要战略位置，重点推动零售负债建设。

表 1: 国有大行和股份行零售发展战略

银行名称	开始时间	零售战略
工商银行	2014	继续推动大零售战略，完善以客户为中心的经营服务体系，提升零售业务综合服务能力和市场竞争力
建设银行	2016	加大资产结构调整力度，打造零售业务新优势
中国银行	2016	加快布局惠民金融、财富金融、消费金融、跨境金融业务，抢抓市场机遇，带动个人金融业务迈上新台阶
农业银行	2016	巩固并增强零售客户基础，积极拓展综合性个人金融业务，实现由零售大行向零售强行转变
交通银行	2012	加快零售业务转型步伐，坚持以客户为中心，以服务提升为基础战略，夯实客户和渠道基础，强化产品和技术支撑，全面打造品牌竞争力，中高端客户群体不断扩大，零售信贷业务稳步发展，“蕴通财富”、“沃德财富”、“交银理财”等核心品牌得到市场广泛认同，财富管理银行特色更为鲜明
招商银行	2005	2005年初，招行将零售银行业务作为发展的战略重点，逐步推进零售银行业务管理体系和组织架构变革；2010年，招商银行开始推进以提升管理水平为核心的“二次转型”，零售银行朝着扩收入、控成本、增效益、省资本、提管理的方向推进
中信银行	2012	深化业务结构调整，在保持和提升对公业务市场地位的同时，战略性推动零售银行业务发展，加

快发展中介业务

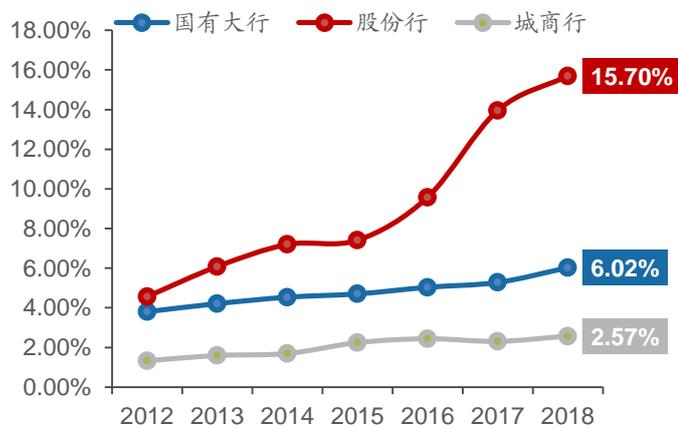
民生银行	2015	推进零售转型，发力消费信贷业务；适应居民消费升级需求，推进消费信贷产品创新，积极拓展批量开发模式，消费信贷增长强劲
兴业银行	2017	继续坚持走差异化发展道路，既巩固企业金融“主力军”地位，打造零售金融“压舱石”
浦发银行	2014	公司通过整合小微和信用卡业务，构建了大零售的发展格局，逐步形成了以客户为中心的全流程、全渠道、全产品线的业务板块
华夏银行	2017	推动金融科技创新、强化零售业务发展、完善综合化经营布局、建设“京津冀金融服务主办行”、深化“中小企业金融服务商”和打造绿色金融特色业务等六大战略重点方面精准发力，提升本公司的核心竞争力，努力实现更高质量的发展
平安银行	2012	“三步走”的战略规划：第一步，在3-5年内，以对公业务为主，同时构建零售业务快速发展的强大基础；第二步，在5-8年内，以对公和零售业务并重，跻身股份制银行第一梯队；第三步，8年后，使零售业务成为银行的主导业务和利润的主要来源
光大银行	2012	林立副行长指出，光大银行已将零售业务摆在重要的战略位置，建立了“大零售”的发展格局

数据来源：公司财报、和讯网、广发证券发展研究中心

零售业务是银行综合实力的体现，营收和利润在国有大行和股份行中占有较大比重。银行零售业务包括：面向个人、家庭和小微企业的存款、住房按揭、消费信贷、信用卡、财富管理等服务。从营收和利润占比上来看，零售业务体现了银行的综合实力，国有大行中建设银行现较为突出，18年建行个人银行业务分别占营收和利润总额的38.1%、45.3%；零售第一梯队的招商银行和平安银行，零售利润贡献均超50%，其中招行18年零售金融业务分别占营收和利润总额的50.6%、54.7%；平安18年零售金融业务分别占营收和利润总额的53.0%、69.0%。

国有大行和股份行零售业务迅速做大主要是因为综合经营强。由于零售业务存款派生天然不足，零售转型一方面需要对公存款的支持，另一方面需要银行积极推进以银行卡为核心的金融科技发展，增加零售客户粘性，提升存款留存。

图 5：银行卡手续费收入占营收比重（单位：%）



数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

图 6：银行卡卡均手续费收入（单位：元）

股票代码	银行名称	2015A	2016H	2016A	2017H	2017A	2018H	2018A
601398.SH	工商银行	59	56	53	52	51	54	52
601939.SH	建设银行	47	45	45	47	47	46	44
601988.SH	中国银行	58	-	54	-	53	-	57
601288.SH	农业银行	12	-	12	-	14	-	26
600000.SH	浦发银行	146	331	244	291	296	341	350
600015.SH	华夏银行	102	-	151	-	232	-	-
601818.SH	光大银行	255	339	348	440	472	423	440
601169.SH	北京银行	-	-	-	-	-	25	-
601229.SH	上海银行	77	-	92	121	137	158	162
600919.SH	江苏银行	36	-	-	-	-	-	-
601009.SH	南京银行	17	17	14	7	-	12	-
002142.SZ	宁波银行	-	-	-	-	-	-	221
002936.SZ	郑州银行	-	-	-	-	-	-	18

数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

从信贷投放上可以印证各板块零售战略的分化。大行主要投放按揭贷款，股份

行着重发展信用卡贷款，城农商行一方面与互联网公司合作投放场景化的消费贷，另一方面在政策的鼓励下投放个人经营贷款。

图 7: 新增零售贷款 (单位: %)

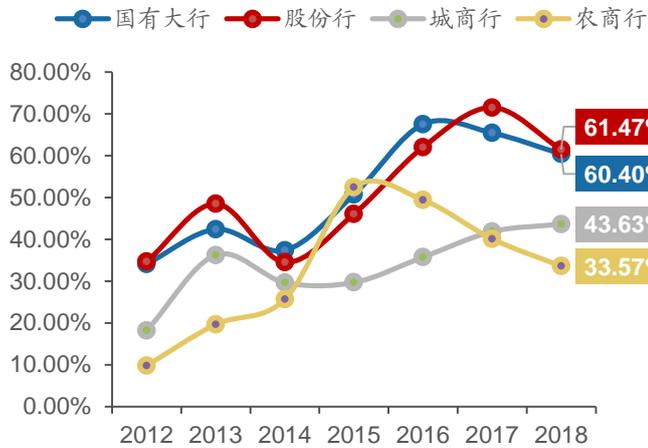
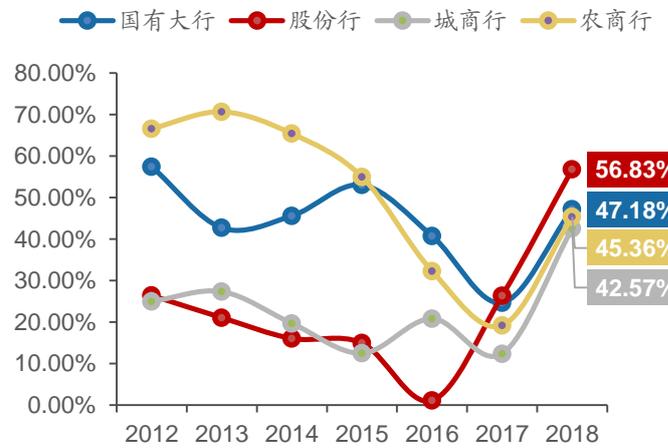


图 8: 新增零售存款 (单位: %)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 2: A股上市银行个人贷款结构 (单位: %)

		2014	2016	2018			2014	2016	2018
个人住房贷款	工商银行	18.78%	24.82%	29.77%	北京银行	14.21%	19.57%	19.35%	
信用卡贷款		3.32%	3.46%	4.06%		-	-	-	
个人经营性贷款/小微贷款		2.87%	1.96%	1.40%		6.02%	6.79%	7.88%	
消费贷款及其他		2.81%	1.89%	1.32%		2.44%	1.83%	1.58%	
个人住房贷款	建设银行	23.79%	30.50%	34.49%	江苏银行	9.67%	10.71%	14.34%	
信用卡贷款		3.47%	3.76%	4.73%		1.05%	1.89%	1.79%	
个人经营性贷款/小微贷款		-	-	-		-	2.69%	2.41%	
消费贷款及其他		3.72%	3.35%	4.01%		4.41%	5.61%	11.88%	
个人住房贷款	中国银行	19.97%	26.43%	29.64%	南京银行	11.16%	10.89%	11.82%	
信用卡贷款		3.16%	3.03%	3.61%		0.87%	0.54%	0.76%	
个人经营性贷款/小微贷款		-	-	-		1.34%	0.54%	2.31%	
消费贷款及其他		5.60%	4.67%	4.32%		5.07%	6.78%	12.03%	
个人住房贷款	农业银行	19.15%	26.34%	30.66%	宁波银行	0.76%	0.43%	0.29%	
信用卡贷款		2.75%	2.49%	3.19%		-	-	-	
个人经营性贷款/小微贷款		3.25%	1.98%	1.81%		2.14%	2.70%	4.86%	
消费贷款及其他		4.50%	3.62%	3.52%		31.73%	28.56%	26.80%	
个人住房贷款	交通银行	16.88%	18.77%	20.76%	杭州银行	9.38%	13.39%	15.30%	
信用卡贷款		6.52%	7.50%	10.41%		-	-	-	
个人经营性贷款/小微贷款		9.87%	6.91%	7.22%		11.97%	8.68%	11.92%	
消费贷款及其他		-	-	-		8.80%	9.14%	9.24%	
个人住房贷款	招商银行	13.09%	22.33%	23.61%	贵阳银行	-	6.88%	7.28%	
信用卡贷款		8.75%	12.55%	14.63%		-	2.34%	3.12%	
个人经营性贷款/小微贷款		13.48%	8.69%	8.91%		-	12.48%	10.69%	
消费贷款及其他		3.32%	3.67%	3.93%		-	1.47%	2.21%	

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

个人住房贷款	兴业银行	12.48%	24.89%	25.54%	成都银行	16.51%	21.03%	24.57%
信用卡贷款		4.17%	5.30%	9.27%		0.15%	1.23%	0.70%
个人经营性贷款/小微贷款		-	-	-		3.72%	1.44%	0.67%
消费贷款及其他		7.58%	5.90%	4.94%		4.76%	1.28%	0.34%
个人住房贷款	浦发银行	10.35%	16.59%	16.59%	郑州银行	-	6.18%	10.19%
信用卡贷款		2.92%	9.67%	12.21%		-	0.78%	1.19%
个人经营性贷款/小微贷款		2.92%	3.16%	6.21%		-	10.58%	10.43%
消费贷款及其他		6.73%	5.70%	6.77%		-	4.80%	5.71%
个人住房贷款	中信银行	10.61%	15.05%	18.28%	长沙银行	-	4.36%	13.42%
信用卡贷款		5.77%	8.26%	12.57%		-	2.71%	7.47%
个人经营性贷款/小微贷款		4.98%	3.89%	5.53%		-	-	5.70%
消费贷款及其他		3.99%	6.04%	5.79%		-	15.22%	8.25%
个人住房贷款	民生银行	3.84%	12.02%	11.34%	常熟银行	-	6.98%	6.15%
信用卡贷款		8.15%	8.42%	13.29%		-	1.52%	2.14%
个人经营性贷款/小微贷款		22.63%	13.61%	14.05%		-	22.55%	32.79%
消费贷款及其他		1.50%	2.54%	2.91%		-	13.57%	9.94%
个人住房贷款	光大银行	15.33%	16.16%	16.17%	无锡银行	-	10.14%	9.66%
信用卡贷款		10.75%	11.83%	16.96%		-	0.82%	0.59%
个人经营性贷款/小微贷款		7.33%	7.37%	6.16%		-	-	-
消费贷款及其他		1.87%	1.58%	5.31%		-	3.10%	3.71%
个人住房贷款	平安银行	5.40%	5.78%	9.13%	江阴银行	-	0.23%	5.31%
信用卡贷款		10.04%	12.27%	23.69%		-	-	-
个人经营性贷款/小微贷款		11.41%	6.61%	-		-	5.25%	5.25%
消费贷款及其他		10.72%	12.00%	24.95%		-	3.13%	1.38%
个人住房贷款	华夏银行	11.59%	10.18%	11.01%	张家港行	-	5.59%	7.29%
信用卡贷款		3.57%	6.48%	10.22%		-	-	-
个人经营性贷款/小微贷款		-	-	-		-	10.13%	18.60%
消费贷款及其他		3.43%	3.53%	5.54%		-	3.16%	3.42%

数据来源: Wind、公司财报、广发证券发展研究中心; 注: 消费贷款及其他=零售贷款总额-个人住房贷款=信用卡贷款=个人经营性贷款/小微贷款

二、杠杆水平处于相对高位，总量阴影下的结构性矛盾突出

2.1 居民信贷结构：个人住房贷款占比超 50%，短期消费贷款占比增长最快

从结构上来看，我们重点关注个人住房贷款和短期消费贷，16年以来个房贷（个人住房贷款+住房公积金贷款）占居民负债的比重超过55%，由12年9.2万亿增至19Q1的32.1万亿，所占比重由51.5%增至57.8%，总体而言增速与居民负债大体一致。由于个人住房贷款期限较长（平均期限超过20年）每期偿还金额较低，我们不

认为在短期内房贷高速增长会导致居民杠杆断裂，造成系统性风险。

短期消费贷款激增则需要重点关注。12年以来，短期消费贷款+P2P贷款从1.9万亿增至9.4万亿，所占比重由10.9%增至17.0%，虽然从规模上看短期消费贷款的规模仅为个人住房贷款的三分之一，但由于期限较短（1年以内）利息较高，对居民现金流冲击较大，可能引起部分人群偿债能力急剧恶化，这点我们将在2.3中详细阐述。

表 3: 居民负债结构 (单位: 万亿元)

	2019-03	2018-12	2017-12	2016-12	2015-12	2014-12	2013-12	2012-12
居民贷款总额	55.5	53.7	46.1	38.1	30.7	25.8	22.0	17.8
个人住房贷款	27.0	25.8	21.9	18.0	13.1	10.6	9.0	7.5
占比	48.6%	48.1%	47.6%	47.3%	42.7%	41.1%	40.9%	42.2%
住房公积金贷款	5.1	5.0	4.5	4.1	3.3	2.6	2.2	1.7
占比	9.2%	9.3%	9.8%	10.6%	10.7%	9.9%	9.9%	9.3%
长期消费贷款	3.6	3.2	2.8	2.1	1.8	1.5	1.3	1.0
占比	6.4%	5.9%	6.1%	5.6%	5.7%	5.9%	6.0%	5.6%
长期经营贷款	5.3	5.1	4.4	3.7	3.3	3.0	2.5	2.1
占比	9.5%	9.5%	9.6%	9.7%	10.7%	11.4%	11.4%	11.6%
短期消费贷款	8.7	8.8	6.8	4.9	4.1	3.2	2.7	1.9
占比	15.7%	16.4%	14.8%	12.9%	13.4%	12.6%	12.1%	10.9%
短期经营贷款	5.2	5.0	4.6	4.6	4.8	4.8	4.4	3.6
占比	9.4%	9.3%	10.0%	12.1%	15.6%	18.7%	19.8%	20.4%
P2P	0.7	0.8	1.0	0.7	0.4	0.1	-	-
占比	1.3%	1.5%	2.3%	1.8%	1.3%	0.4%	-	-

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 长期消费贷款为央行口径下的长期消费贷款减去个人住房贷款, 代表“真实”的消费贷款规模

2.2 总量: 居民杠杆相对较高, 绝对水平持续上升

横向比较我国居民部门的绝对杠杆率并不突出, 但相较于相同发展阶段的国家, 杠杆率处于相对高位。根据国际清算银行披露, 18年末我国居民杠杆率为52.6%, 从绝对值上看不算突出, 远低于美国(76.4%)、英国(87.1%)、韩国(97.7%)等发达国家。直接比较不同国家间的杠杆率忽略了经济发展阶段上的差异, 我国处在高速发展向高质量发展升级换挡的阶段, 18年人均GDP为9770美元, 正在跨越中等收入陷阱。回顾处于类似阶段的国家我们发现, 在23个国际清算银行披露了居民杠杆率的国家中, 中国排在第三位, 仅次于马来西亚(2011, 60.6%)和韩国(1994, 57.5%), 与加拿大(1979, 47.2%)、日本(1980, 46.7%)和美国(1977, 46.4%)相近, 其中韩国、日本和美国在接下来的一段时期内发生了系统性风险。

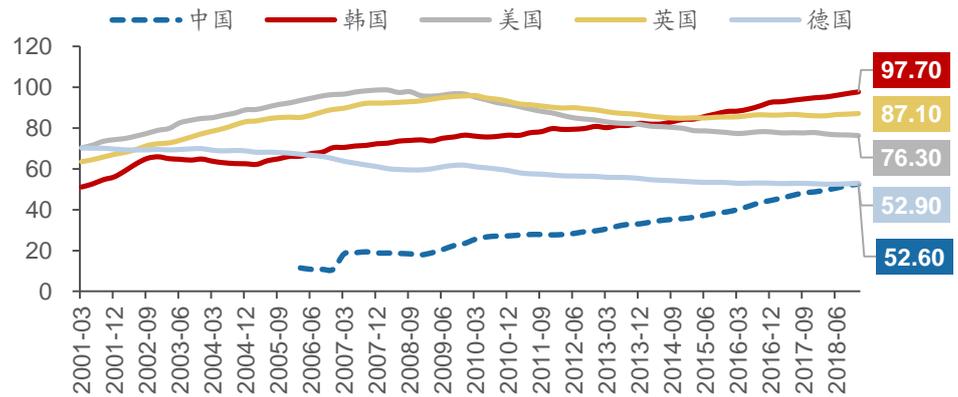
表 4: 在相同人均GDP水平下, 中国居民杠杆率水平排名第三 (单位: %)

排名	国家	年份 (GDP \$9770)	居民杠杆率 (GDP \$9770)	居民杠杆率 (2018)	发展阶段
1	马来西亚	2011	60.60	66.30	发展中国家
2	韩国	1994	57.50	97.70	发达国家
3	中国	2018	52.60	52.60	发展中国家
4	加拿大	1979	47.20	100.70	发达国家
5	日本	1980	46.70	58.10	发达国家
6	美国	1977	46.40	76.30	发达国家
7	德国	1978	43.10	52.90	发达国家
8	挪威	1977	42.50	99.90	发达国家
9	澳大利亚	1980	38.00	120.30	发达国家
10	英国	1980	29.80	87.10	发达国家
11	西班牙	1988	29.20	58.90	发达国家
12	智利	2006	26.10	45.40	发展中国家
13	芬兰	1979	25.20	66.40	发达国家
14	巴西	2009	21.50	28.20	发展中国家
15	法国	1978	19.30	60.10	发达国家
16	波兰	2006	18.50	35.20	发展中国家
17	葡萄牙	1992	17.40	66.90	发达国家
18	意大利	1986	16.70	40.30	发达国家
19	墨西哥	2007	13.50	16.00	发展中国家
20	捷克	2003	12.00	32.30	发达国家
21	土耳其	2007	11.30	14.80	发展中国家
22	俄罗斯	2007	10.50	17.20	发展中国家
23	阿根廷	2010	4.80	6.60	发展中国家

数据来源: Wind、BIS、IMF、广发证券发展研究中心

相较于居民杠杆的绝对水平, 我们更关注居民杠杆提升的速度。08年金融危机以来, 美国、日本和欧洲等发达国家居民杠杆率逐渐企稳回落, 中国生产-发达国家消费的链条逐渐打破, 为维持经济增长, 我国开始将消费作为经济增长的另一发动机, 近三年来居民杠杆增速加快, 消费信贷是主要的推动力, 17-19年居民新增短期贷款约占居民新增贷款的34%, 金融风险在最脆弱的人群中积聚。

图 9：居民部门杠杆率对比（单位：%）



数据来源：Wind、BIS、广发证券发展研究中心

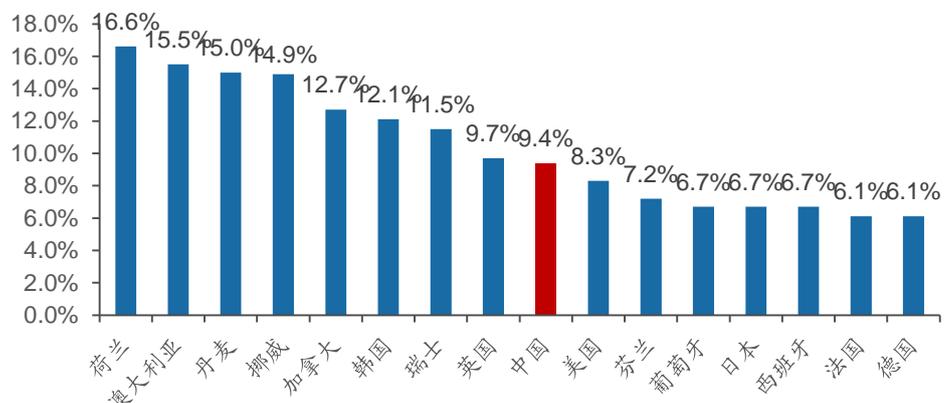
2.3 结构性矛盾突出：短期消费贷款激增，居民现金流承压

消费信贷快变量与住房贷款慢变量。我国由于区域发展极不均衡，加上中国人口众多，居民杠杆率等总量指标可能掩盖了结构上的矛盾。央行在《2018中国金融稳定报告》中使用国际清算银行的方法测算，我国居民每年还本付息的规模占可支配收入的9.4%（偿债比率），居民偿债压力适中。

我们认为，由于国际清算银行偿债比率算法中假设统一的贷款期限，其中居民部门为18年，可能低估了短期消费贷的影响。我们对居民偿债比例进行重新测算，主要逻辑是：分部测算等额还款情况下居民每期偿还额度，加总后与居民可支配收入进行比较。其中假设短期消费贷、短期经营性贷款、个人住房贷款、住房公积金贷款、中长期非住房消费贷和中长期经营性贷款的期限分别为，1年、1年、18年、18年、3年、3年，由于央行仅披露人民币贷款加权平均利率和住房公积金贷款利率，短期消费贷、短期经营性贷款、长期非住房消费贷和中长期经营性贷款的利率分别假设为个人住房贷款利率上浮1.5%、1%、1.5%和1.5%。

根据我们测算18年末居民偿债比例或高达37.0%，较10年末上升了17.3%，特别是16年以来偿债比率增速加快，居民偿债压力严峻。

图 10：央行《18年金融稳定报告》测算的各国居民偿债比率（单位：%）



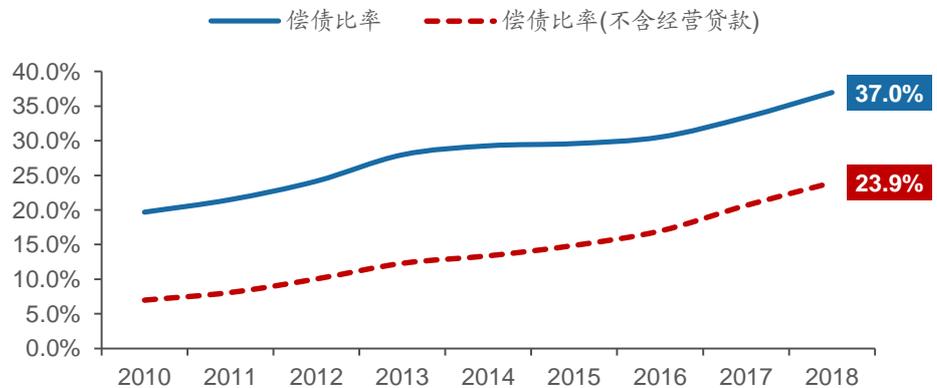
数据来源：《2018中国金融稳定报告》、广发证券发展研究中心；注：数据截至2017年

表 5: 居民偿债比率测算 (单位: 万亿元)

指标名称	说明	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
短期贷款:消费贷款	久期:1年	0.96	1.36	1.94	2.66	3.26	4.11	4.94	6.81	8.81
短期贷款:经营贷款	久期:1年	2.48	3.02	3.62	4.36	4.82	4.80	4.62	4.59	5.00
个人住房贷款	久期:18年	6.20	7.14	7.50	9.00	10.60	13.10	18.00	21.90	25.80
住房公积金贷款	久期:18年	-	-	1.66	2.17	2.55	3.29	4.05	4.50	4.98
中长期贷款:非住房消费贷款	久期:3年	0.35	0.38	1.00	1.32	1.52	1.75	2.12	2.82	3.19
中长期贷款:经营贷款	久期:3年	1.27	1.71	2.07	2.52	2.95	3.27	3.69	4.40	5.09
住户贷款总计		11.26	13.61	17.79	22.03	25.70	30.32	37.43	45.02	52.88
短期贷款:消费贷款	还本付息	1.03	1.48	2.09	2.88	3.51	4.36	5.24	7.27	9.45
短期贷款:经营贷款	还本付息	2.64	3.28	3.89	4.69	5.17	5.07	4.88	4.87	5.34
个人住房贷款	还本付息	0.54	0.74	0.70	0.86	1.00	1.09	1.48	1.91	2.34
住房公积金贷款	还本付息	-	-	0.14	0.18	0.21	0.24	0.30	0.33	0.37
中长期贷款:非住房消费贷款	还本付息	0.13	0.15	0.39	0.51	0.59	0.66	0.79	1.07	1.22
中长期贷款:经营贷款	还本付息	0.48	0.68	0.80	0.98	1.14	1.23	1.38	1.67	1.95
还本付息合计	还本付息	4.82	6.33	8.00	10.10	11.61	12.66	14.07	17.13	20.67
加权平均利率	利率(%)	5.90	8.22	6.69	6.97	6.69	5.15	4.94	5.63	6.09
加权平均久期	年	10.65	10.23	10.09	9.97	10.05	10.52	11.33	11.29	11.21
名义 GDP	万亿元	41.30	48.93	54.04	59.52	64.40	68.91	74.36	82.71	90.16
可支配收入占比	%	59.3	60.2	61.3	60.6	61.6	62.1	62.0	62.0	62.0
负债家庭可支配收入	万亿元	24	29	33	36	40	43	46	51	56
偿债比率-BIS	%	5.9	6.9	7.5	8.7	9.1	8.9	9.5	10.7	11.9
偿债比率-广发	%	19.7	21.5	24.2	28.0	29.3	29.6	30.5	33.4	37.0

数据来源: Wind、BIS、广发证券发展研究中心; 注: 采用等额还款的方式测算还本付息额

图 11: 我们测算的居民部门偿债比率 (单位: %)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

个人住房贷款增速主要由地产周期驱动, 系统性风险不大。个人住房贷款是居民负债中最大的部分, 短期来看风险可控。我国房地产周期主要由国家和地方的房

地产政策掌控，政策收紧，房价走平，成交量下跌；政策放松，则房价上涨，成交反弹，居民需求持续旺盛可能源于房贷实际利率较低。16年9月实施“因城施策”后，领导层将“住房不炒”作为政策底线，地方政府根据当地供需情况调整政策，三年以来房价没有出现大幅度飙升的情况。

银行作为地产杠杆的提供者，尤为关注抵押物价值波动，这将直接影响居民偿债的能力和意愿，由于我国首付比例较高，总体来看新增住房贷款杠杆率处于较低水平，如果以新增房贷/房地产交易额作为购房杠杆指标，18年每1元房地产交易仅对应0.2元新增房贷，在短期内由于房价波动触发系统性金融风险的概率不大。

图 12: 新增房贷/住房交易额 (单位: %)

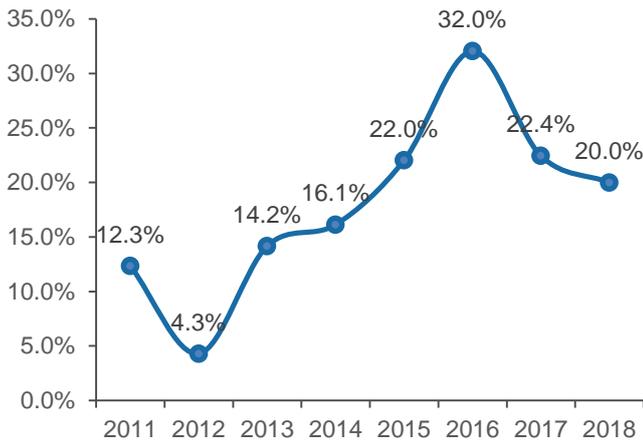
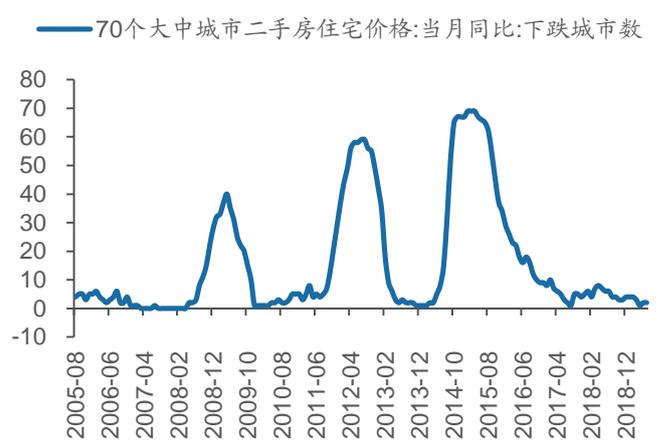


图 13: 新增零售存款 (单位: %)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心; 注: 住房交易额=商品房销售额+二手房成交额; 假设二手房成交额为新房销售30%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

金融资产分布不均可能掩盖了最脆弱借款人的现金流恶化情况。根据统计局数据，15年开始衡量收入差距的基尼系数小幅反弹至0.47，处于0.4-0.5的“收入差距较大”区间，而16年西南财大和北大公布的资产基尼系数均达0.78，财富分布差距极大，这也导致我们可能低估了最脆弱借款人偿债能力恶化情况。

我国居民储蓄率仍处于较高水平，但广义储蓄（存款+货基）增长疲态已现，16年以来短期消费贷款的高速增长可能是掩盖了最脆弱借款人现金流的恶化。18年瑞士银行以问卷的形式调研了3100位至少用过一种信用产品的互联网用户，为我们打开了观察最脆弱借款人的窗口，这部分人群主要由以下特征：

1) **银行个人贷款的主要用于大额消费，互联网现金贷的主要用于小额消费：**受访者中银行个人贷款用途排名五的分别为装修、汽车、电子产品、旅游和放贷首付；互联网现金贷用途排名前五分别为电子产品、家电、服装、信用卡还款、化妆品/护肤品。

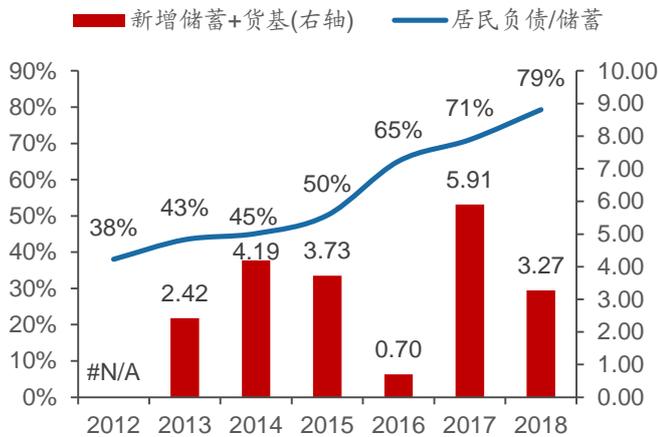
2) **偿债压力较大，部分借款人需要“拆东墙补西墙”：**受访者中偿债比率的中位数为23%，即每月23%的可支配收入需用做还本付息，而偿债比率超过40%的人群占比34%，在现金贷用户中占比52%。

3) **对未来收入增长和房产增值期望较高：**受访者期望薪资增长的中位数为11.7%，较18年薪资增长中位数10.8%有所提高；一线城市受愿意更多地使用消费贷款，合意消费信贷水平平均为4.2倍家庭月收入，高于四线城市的1.5倍家庭月收入，我们认为居民贷款意愿提较高的原因是一线城市房产增值较快，财富效应刺激

下居民更愿意提前消费。

图 14: 居民杠杆提升 (单位: %/万亿元)

图 15: 15年开始基尼系数反弹



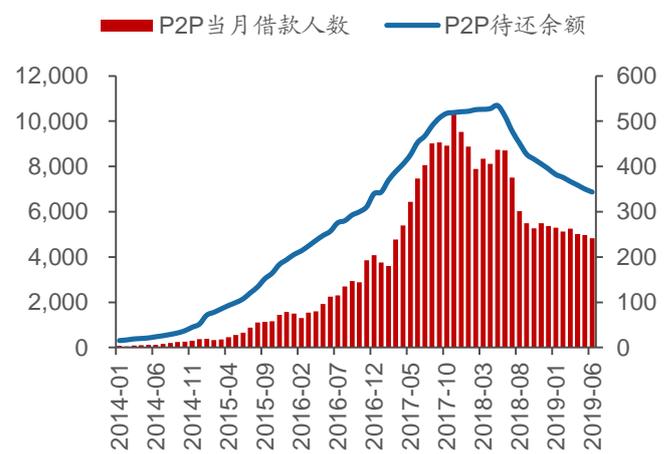
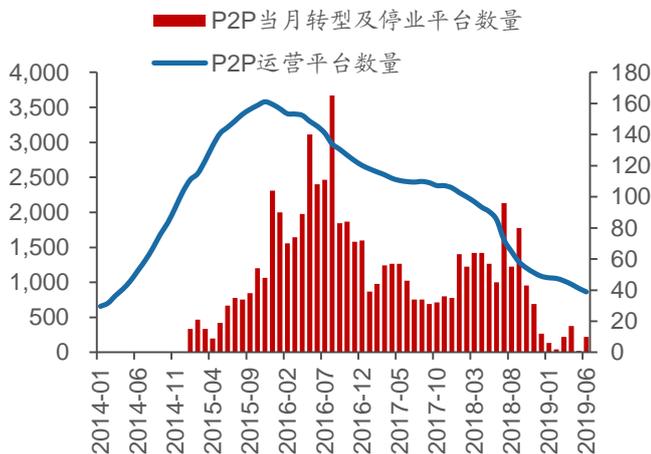
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

互联网现金贷和P2P等高风险偏好机构暴雷主要集中在16年初和18年中。16年4月互联网金融专项整治工作开始，8月银监会出台《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》，P2P平台风险逐渐暴露，每月转型及停业平台数量超过100家，但P2P贷款规模仍在增长。17年底监管层发布《关于做好P2P网络借贷风险专项整治整改验收工作的通知》，要求存量平台在18年6月前完成网贷平台的注册和整改工作，大量平台在监管的指导下停业或主动退出，P2P贷款规模在也随之下滑。在平台退出同时，前被掩盖的资金池、自融资、借款人逃废债等问题浮出水面。

图 16: P2P平台暴雷集中在16和18年 (单位: 家)

图 17: 17年底P2P贷款逐渐收缩 (单位: 亿元/万人)



数据来源: Wind、网贷之家、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、网贷之家、广发证券发展研究中心

2.4 共债风险: 风险暴露向上传导

共债风险源于最脆弱借款人偿债能力恶化。一般而言借款人优先考虑价格最便宜的银行信贷，当现金流不足以维持偿还时，借款人会转而使用审核较松但价格较高的互联网现金贷维持债务滚动。从瑞银中国互联网贷款调查中也可以看到，互联

网现金贷用途中约27%的受访者将其来偿还银行信用卡。由于互联网现金贷价格较高，且存在手续费、砍头息等乱象，部分借款人偿债能力恶化，庞氏融资无法维持，违约发生。

17-18年互金平台风险集中暴露后部分银行仍在加大力度投放信用卡和个人消费贷款。平安银行、光大银行和常熟银行在个人贷款投放上发力明显，18年新增非住房个人贷款占新增贷款投放的比例分别为93.9%、53.7%和63.1%，其中平安银行和光大银行主要投放信用卡贷款，常熟银行投放个人经营贷款。网贷平台暴雷的同时投放个人消费贷款，可能存在为互联网贷款“接盘”的风险，一旦最脆弱的借款人风险暴露，信用卡不良率或非线性上升。

招商银行恪守能力边界，在零售竞争愈演愈烈的大背景下收缩消费信贷投放，额度向房贷倾斜。在P2P平台暴雷集中的16年和18年，招商银行非住房贷款的投放均出现收缩，15-18年新增非住房个人贷款占新增贷款投放比例分别为27.4%、19.4%、46.0%和35.0%，风险管理较为审慎。

表 6: 新增非住房个人贷款投放/新增贷款投放 (单位: %)

银行名称	2015	2016	2017	2018
工商银行	3.59%	-6.26%	4.37%	3.36%
建设银行	7.53%	6.07%	20.20%	15.59%
中国银行	-3.56%	5.76%	10.17%	8.04%
农业银行	-5.26%	-2.61%	8.59%	11.82%
交通银行	34.45%	7.07%	27.32%	29.07%
招商银行	27.42%	19.44%	46.02%	34.97%
中信银行	22.66%	35.43%	63.61%	27.34%
民生银行	12.16%	-11.57%	55.14%	50.95%
兴业银行	14.18%	6.44%	21.33%	21.71%
浦发银行	33.14%	35.81%	52.11%	44.34%
华夏银行	18.48%	21.81%	28.73%	37.11%
平安银行	34.24%	23.31%	105.26%	93.92%
光大银行	13.09%	30.44%	37.72%	53.71%
北京银行	9.01%	9.17%	11.34%	11.74%
上海银行	-	-	-	50.64%
江苏银行	26.64%	22.83%	23.06%	38.22%
南京银行	7.06%	9.90%	19.67%	38.58%
宁波银行	27.52%	23.24%	22.79%	37.74%
杭州银行	21.88%	-3.11%	29.33%	28.93%
成都银行	-19.55%	-168.71%	-16.69%	-0.48%
郑州银行	-	21.41%	34.09%	12.15%
长沙银行	-	26.08%	22.27%	29.08%
常熟银行	-	-	63.16%	63.07%
无锡银行	-	-	5.16%	6.29%
江阴银行	-	-	-12.96%	2.92%

张家港行	-	-	47.85%	45.85%
苏农银行	-	-	-	30.60%

数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

三、海外经验：供给驱动的信贷繁荣是如何崩溃的？

3.1 供给驱动的信贷繁荣是系统性风险爆发的根源

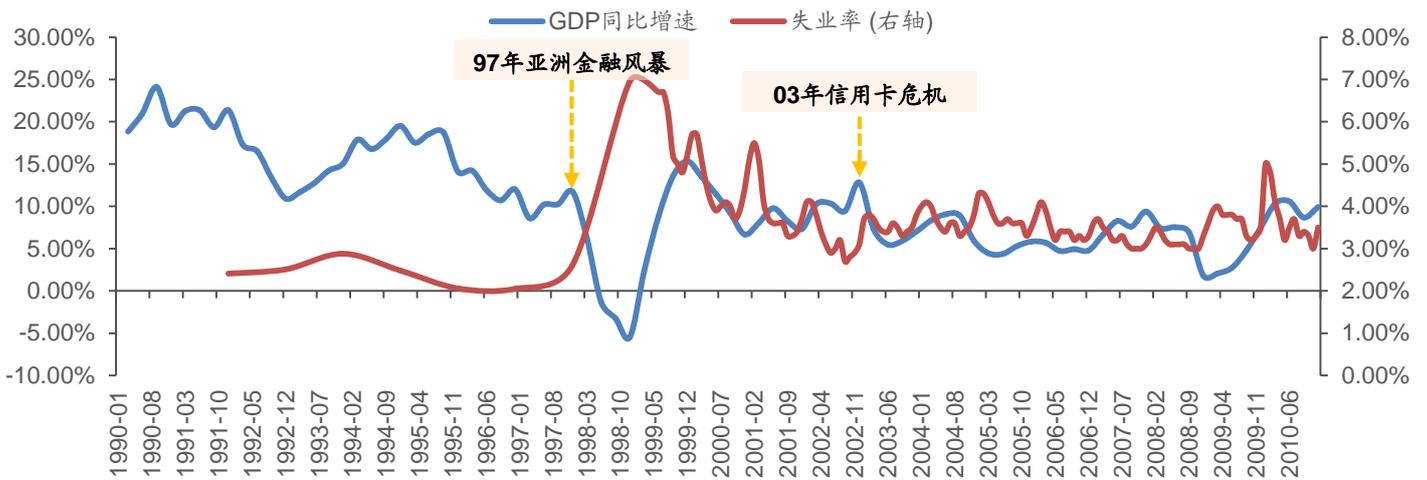
18年贷款家庭占比约为34%，远低于美国的77%，长周期来看我国处于居民信贷渗透率提升的阶段，还未经历过完整的居民信贷周期。从海外的经济周期来看，居民杠杆率上升的幅度越大，紧接着的衰退将愈加严重。参考韩国、中国香港地区和中国台湾地区信用卡危机的经验，居民杠杆断裂主要是由于信贷供给过度充裕，居民使用短期消费贷款增加当期消费，而对未来收入增长期望过高的情况下杠杆过度使用，最终导致偿债能力恶化，劳动力市场出现波动下居民资金链断裂，违约大规模爆发。

3.2 韩国信用卡危机：信贷过度宽裕推动居民负债激增，融资端流动性枯竭引发系统性风险

泡沫的产生：银行间市场流动性过度宽松，监管层鼓励居民借钱消费刺激经济复苏。1997年亚洲金融危机之后，韩国货币政策宽松，银行间流动性充沛，同业拆借利率大幅下滑。此时实体企业仍处于复苏初期，信贷需求较弱，为了加快经济的复苏，韩国政府主要是通过鼓励消费来拉动经济增长，2000-2002年政府颁布了一系列支持居民信贷消费的政策：

- 1) 鼓励政府采购通过信用卡支付，对外招待费用中50%必须使用信用卡支付；
- 2) 年营业额6万美元以上的商店和3万美元以上的餐厅/旅馆都必须接受信用卡支付，客户使用信用卡支付，商户可享受2%的消费税返点；
- 3) 个人信用卡消费金额达到总收入的10%，超过部分的20%从个人应纳税中扣除，减税限额为总收入的20%或4000美元。

图 18: 韩国GDP同比增速与失业率 (单位: %)



数据来源: Wind、世界银行、广发证券发展研究中心

政策刺激下韩国经济快速复苏, 2000年GDP增速已恢复到危机前的水平, 同时信用卡市场迎来了大繁荣, 1999-2002年间信用卡发行数量年化复合增长率达39%, 交易规模年复合增长率达90%, 信用卡预借现金的比例一度高达70%。

2003年韩国信用卡危机爆发的直接原因是监管政策的转向。2002年5月政府出台《信用卡综合对策》, 要求预借现金贷款规模在信用卡贷款中的占比不得超过50%, 2002年11月《信用卡公司的健全性监督强化规范》颁布, 上调信用卡公司的资本充足率和贷款损失准备计提要求。新规出台后信用卡逾期率开始飙升, 信用卡不良贷款率一度高达30%。

信用卡危机爆发后韩国政府逐渐意识到过快、过严实施信用卡监管导致居民流动性恶化, 现金流出现较大缺口, 继而出台了一系列补救措施以稳定信用卡市场。2006年3月又颁布《信用卡公司风险管理示范标准》, 引导信用卡公司稳定发展。

独立信用卡公司主导的市场格局系统性风险爆发的原因之一。从市场份额来看, 独立信用卡公司占据70-80%的市场份额, 根据LG Card年报数据, LG Card、三星、KB Card和BC Card在2003年的市场份额分别为18.8%、17.2%、15.8%、30.6%。

独立信用卡公司主要通过资产证券化和银行贷款融资, 以LG Card为例, 2002年底短期借款、长期借款和发行证券化工具分别占总融资规模的34.0%、16.7%、49.3%。证券化工具主要是在离岸市场发行的信贷资产支持证券, 短期借款和长期借款主要由境内银行提供。

在信用卡业务高速增长时, 公司可以轻易通过境外证券化市场以较低成本融入大量资金, 危机爆发后, 证券化产品难以发行, 由于缺少稳定的银行存款的缓冲, 负债端流动性迅速枯竭, 同时银行授信收缩, 信用卡公司遭到“机构挤兑”, 系统性风险爆发。

行业竞争激烈, 信贷资源向“次级借款人”倾斜。信用卡业务收入可以分为两大类: 信用卡支付收入和预借现金利息收入, 客户使用信用卡支付可以选择在月底一次性付清欠款或分期偿还, 预借现金则又叫信用卡提现, 主要瞄准信用较差的“次级借款人”, 综合利率高达20%, 远高于信用分期6%-7%的利息率。

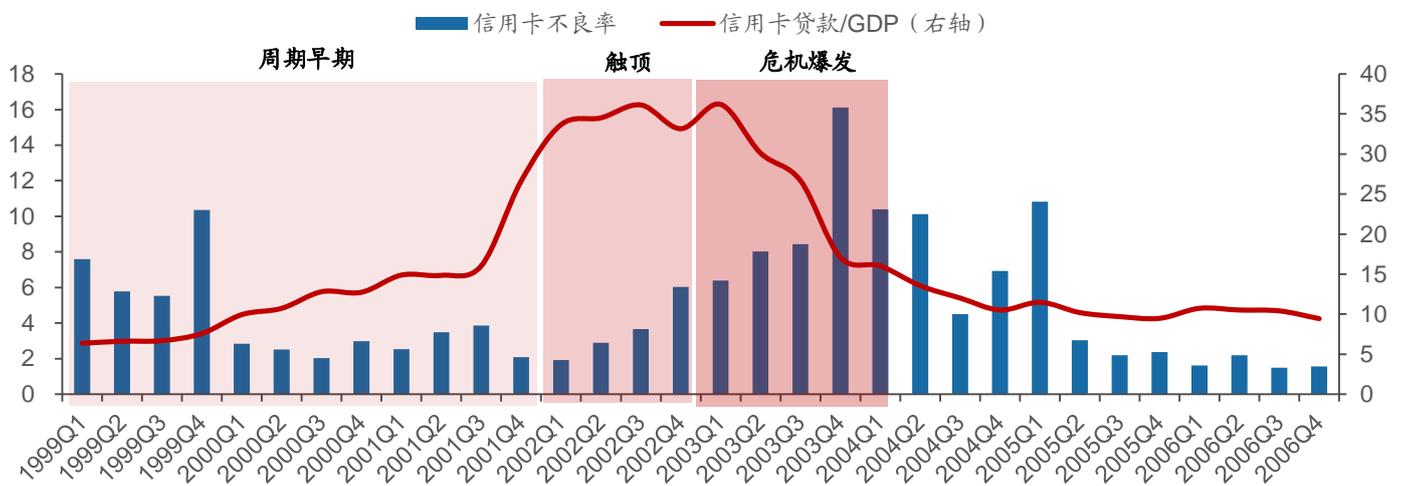
政策前期引导下韩国的信用卡的渗透率不断提升, 同时由于监管层的鼓励, 越

来越多非银机构加入信用卡市场中，竞争愈发激烈。由于大规模逾期一般出现在债务周期的后期，初期随着信用卡贷款的高速增长，不良率稳步下降，1999Q1-2002Q1，信用卡渗透率（信用卡贷款/GDP）从6.6%上升至33.7%，而不良率则从7.6%下降至1.9%。

不良率下降和竞争白热化促使发卡机构更加激进地“信用下沉”，大力开拓预借现金业务瞄准信用较低的“次级借款人”客户，例如2002年韩国最大的信用卡公司LG Card，预借现金占信贷资产的17.9%，却贡献了37.4%收入，是收入中占比最大的业务。

2002二季度以后债务危机进入后半段，前期投放的信用卡贷款逐渐出现逾期，2003第四季度信用卡不良率触及高点16.1%，信用卡渗透率开始下降，其后一直保持在9%-10%之间。

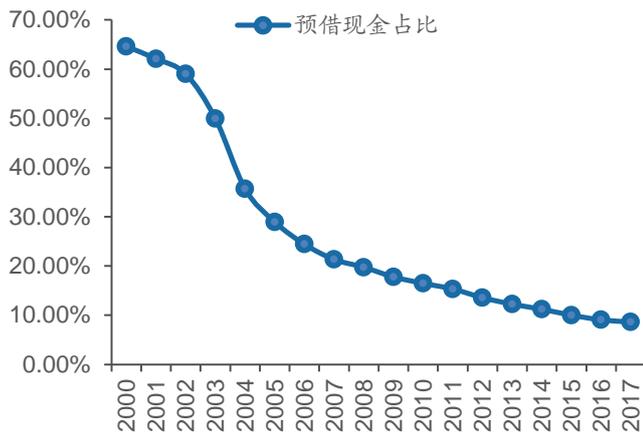
图 19: 韩国信用卡贷款/GDP和信用卡不良率（单位：%）



数据来源：Wind、世界银行、广发证券发展研究中心；注：不良包含逾期3个月以上的信用卡贷款和当年已计提减值

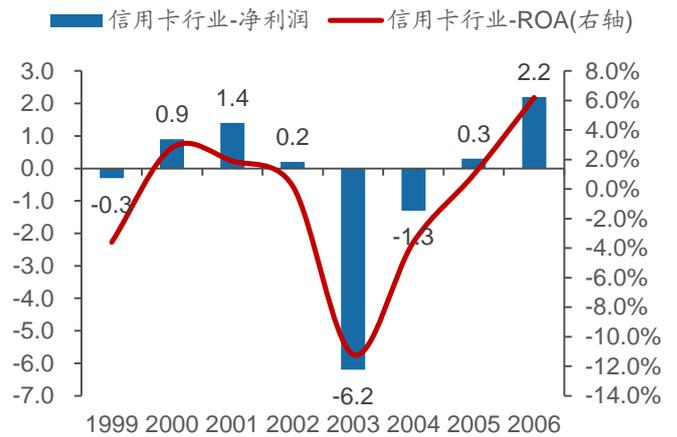
危机传导路径：信用风险由独立信用卡公司向银行扩散。2002年5月韩国政府出台《信用卡综合对策》，要求预借现金贷款在信用卡贷款中的占比不超过50%，11月又颁布《信用卡公司的健全性监督强化规范》，上调信用卡公司的资本充足率要求和贷款损失准备计提要求。政策收紧导致依赖信用卡预借现金的“次级借款人”现金流恶化，出现逾期，而在新规监管下，信用卡公司主动缩减预借现金业务规模，占比由2002年约60%开始快速下降，同时信用卡业务整体规模不再增长（2002Q1-2003Q1保持在GDP的33%左右），最终逾期开始大面积出现。

图 20: 信用卡预借现金占比 (单位: %)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 21: 信用卡行业陷入亏损 (单位: 万亿韩元/%)



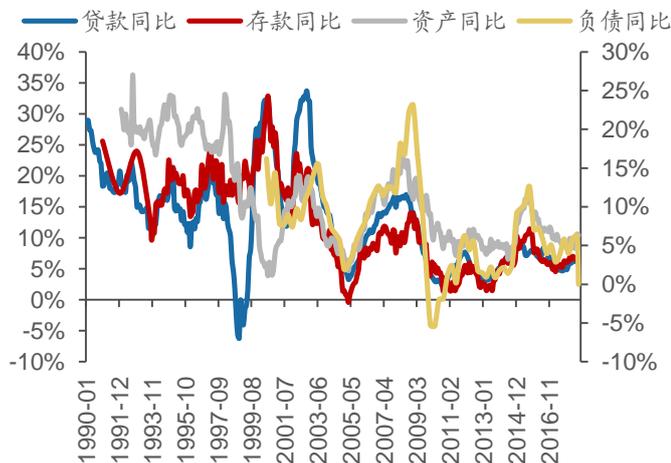
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

韩国商业银行的角度看, 影响资产质量的因素主要有两个:

- 1) 信用卡危机爆发导致居民资产负债表受损, 个人贷款违约率上升;
- 2) 信用卡公司从银行获得融资, 一旦系统性风险爆发, 多家信用卡公司同时破产, 银行信贷资产遭受巨大损失。在此背景下, 支持银行信贷资产高速增长的动力消失, 贷款增速下滑, 由2002年12月高点32.2%降至3.6%;

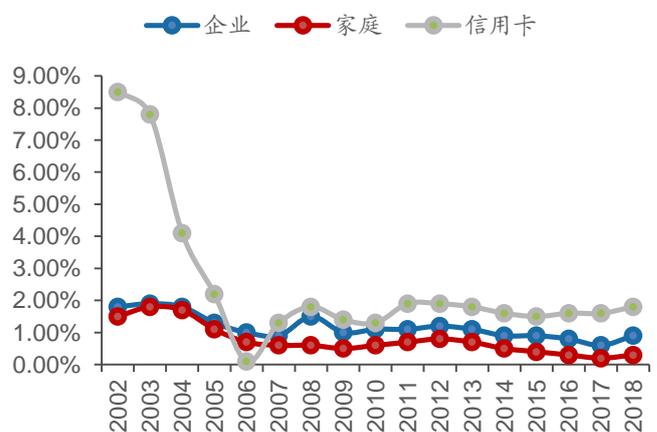
在资产质量恶化和增速下滑的压力下, 韩国银行业ROA和ROE下滑, 由2002年12月的周期顶点 0.67%和14.28%下滑至2003年12月-0.01%和-0.23%。

图 22: 危机爆发后贷款增速下滑 (单位: %)



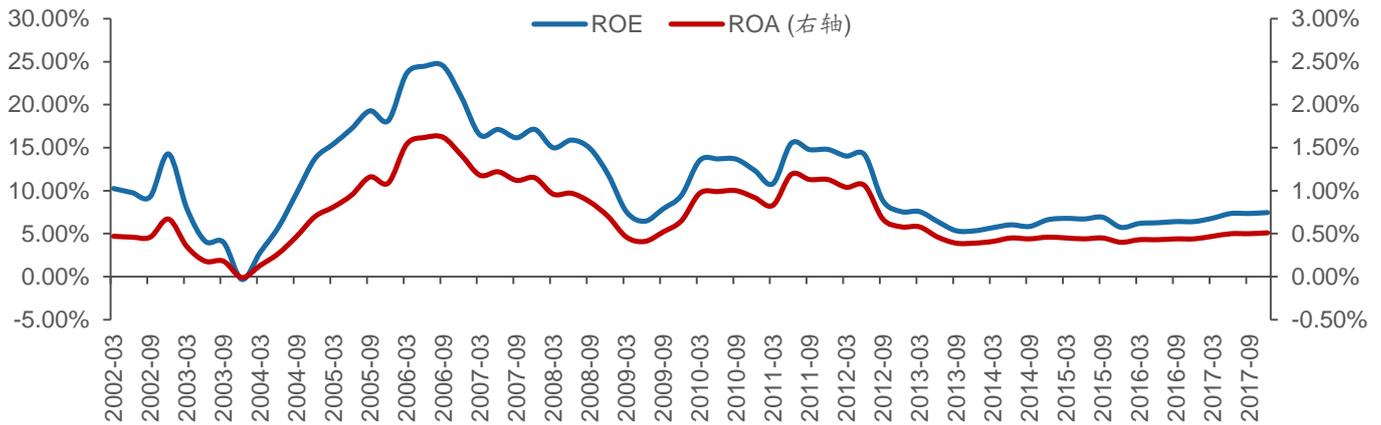
数据来源: CEIC、Wind、广发证券发展研究中心

图 23: 02年信用卡不良率接近9% (单位: %)



数据来源: 彭博、Wind、广发证券发展研究中心

图 24: 韩国: 银行业ROE与ROA (单位: %)



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

触顶阶段银行股PB变动幅度为-29.0%，银行股指数变动幅度为-23.9%。2002年1月至2003年2月，银行业PB降幅高于指数可以归因于每股账面价值的增长7.1%。

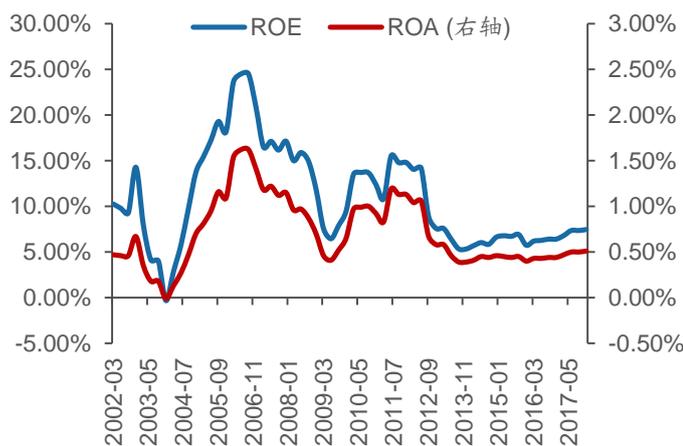
危机爆发阶段银行股PB变动幅度为22.6%，银行股指数变动幅度为34.7%。2003年3月至2004年6月期间PB增幅低于指数可以归因于每股账面价值的增长9.8%。

表 7: 韩国信用卡危机期间银行股表现

区间	阶段	大盘涨跌幅(%)	银行股涨跌幅(%)	相对收益(%)	银行股 PB 变化
1999/01-2001/12	周期早期	7.8%	-8.4%	-16.2%	-
2002/01-2003/02	触顶	-15.5%	-24.9%	-9.4%	1.60→1.04
2003/03-2004/06	信用卡危机爆发	79.8%	88.5%	8.7%	0.81→1.36

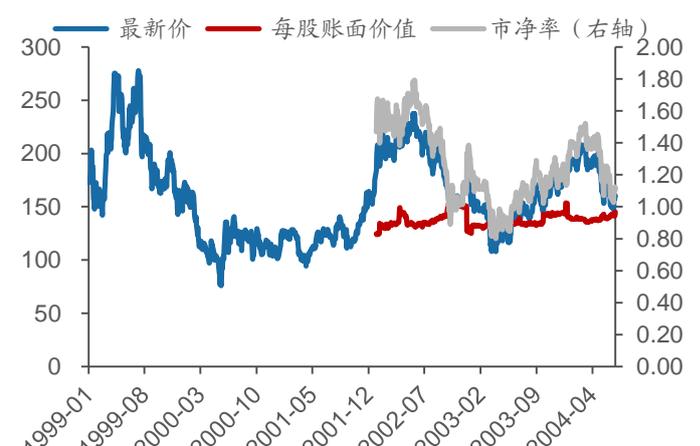
数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

图 25: 韩国: 银行业ROE与ROA (单位: %)



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

图 26: 韩国银行指数表现与指数PB (单位: %)



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

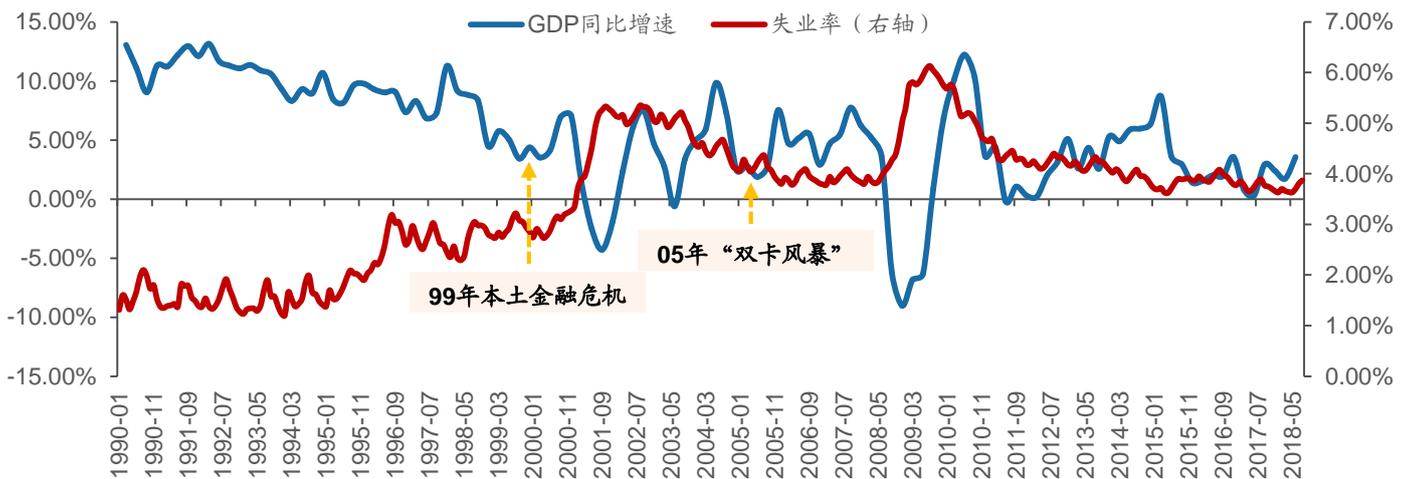
3.3 中国台湾信用卡危机：民营银行过度竞争的恶果

中国台湾信用卡危机是民营银行过度竞争的结果。1991年开始，监管层准许民营资本进入银行业，而亚洲金融危机后企业贷款需求低迷，民营银行将资源倾注在信用卡业务上，希望借此实现弯道超车。

1999-2005竞争加剧与风险积累：1) 在民营资本进入银行业的大背景下，竞争愈发激烈，民营银行用低息+低准入标准策略吸引客户，希望能迅速做大市场份额。1998-2005年间信用卡贷款复合增长率超过20%，但激进的竞争策略并没有获得期望的行业份额，2005年51家发卡机构中没有一家市占率超过15%，竞争环境更加恶劣；2) 风控标准的降低，客户通过多张信用卡之间“倒贷”可以获得远超个人承受的信用卡贷款。

危机之后监管部门出面协调，并出台多项措施，包括：1) “窗口指导”逾期较高的银行降低信用卡贷款增速；2) 整合行业信息，2006年3月底建成金融联合征信中心；3) 2006年5月出台《消费者债务清理条例草案》，通过个人破产的方式减免信用卡借款人的偿还负担。

图 27：中国台湾GDP同比增速与失业率（单位：%）



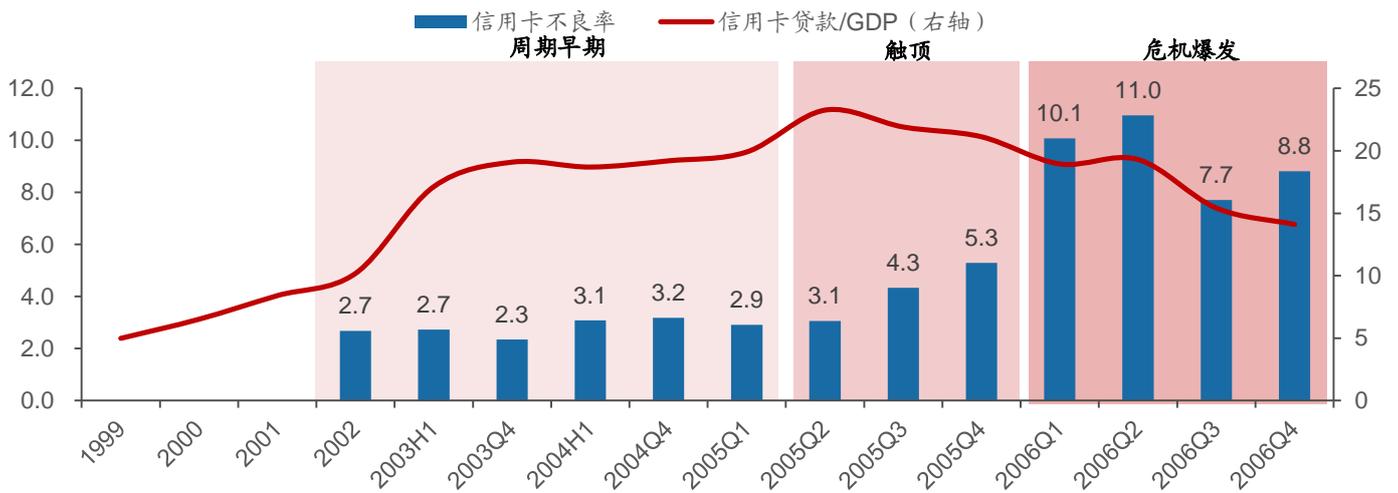
数据来源：Wind、世界银行、广发证券发展研究中心

资产质量下降：与韩国类似1999-2005年信用卡业务的激烈竞争导致风控标准降低，债务危机初期的个人信贷资产的高增速转变为周期后期的高逾期率，而以“次级借款人”为目标客户的现金卡成为银行资产质量下滑的重灾区。现金卡逾放比例在危机爆发期间超过7%，远高于正常水平约1%，在此影响下信用卡逾期三个月以上的比例也超过了3%，高于平均水平0.2%-0.3%。

信贷增速放缓：在需求端，信用卡危机的爆发导致居民资产负债表受损，信贷需求放缓；供给端银行风险偏好下降，惜贷情绪浓厚。资产增速放缓，2004-2005年信用卡危机爆发期间贷款规模和总资产增速分别放缓至1.7%和2.5%，较2004年10%左右的增速下降很多。

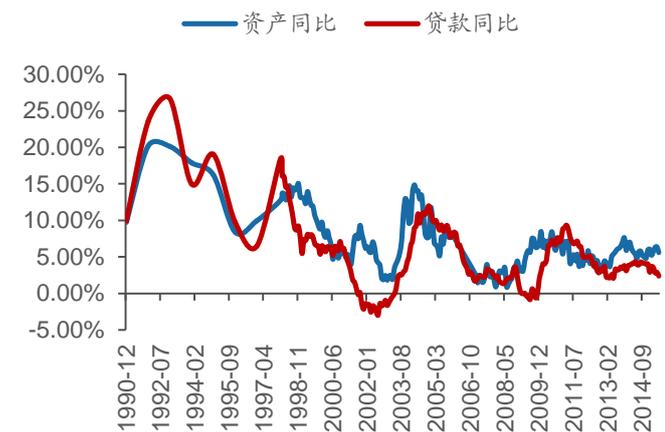
ROA和ROE触底：信用卡危机爆发后银行盈利能力下滑，ROE和ROA分别由周期顶点2004年初的13.4%和0.8%降至2005年末的9.4%和0.6%，在随后的一年里，盈利能力仍处于下降通道中，在2006年末触及底部，ROE和ROA均跌至负值。

图 28: 中国台湾GDP同比增速与失业率 (单位: %)



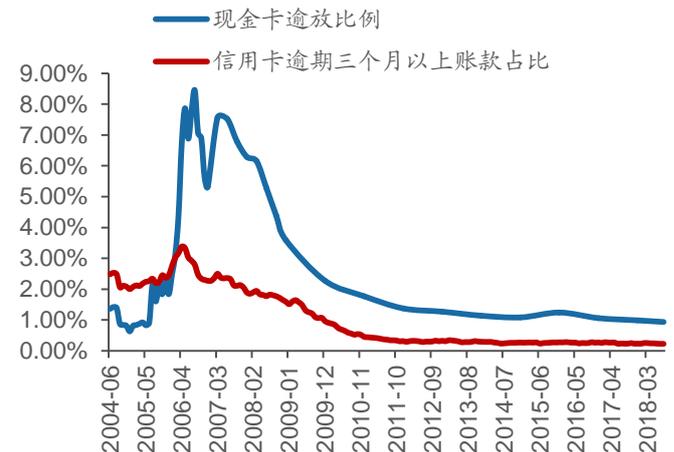
数据来源: Wind、世界银行、广发证券发展研究中心

图 29: 危机爆发后贷款增速下滑 (单位: %)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 30: 02年信用卡不良率接近9% (单位: %)



数据来源: 中国台湾金管会银行局、广发证券发展研究中心

触顶阶段银行股PB变动幅度为-5.1%，银行股指数变动幅度为-5.1%。2006年1月至2006年12月期间PB变动幅度与指数一致，主要归因于每股账面价值期间无变动。

危机爆发阶段银行股PB增长18.6%，银行股指数增长21.5%。2006年1月至2006年12月期间PB变动幅度小于指数主要归因于每股账面价值增长2.4%。

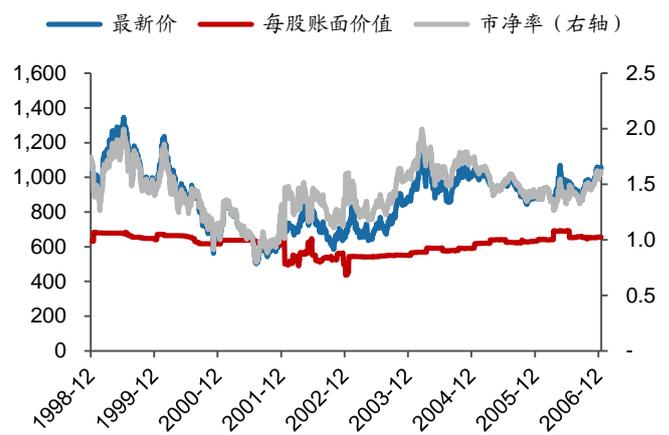
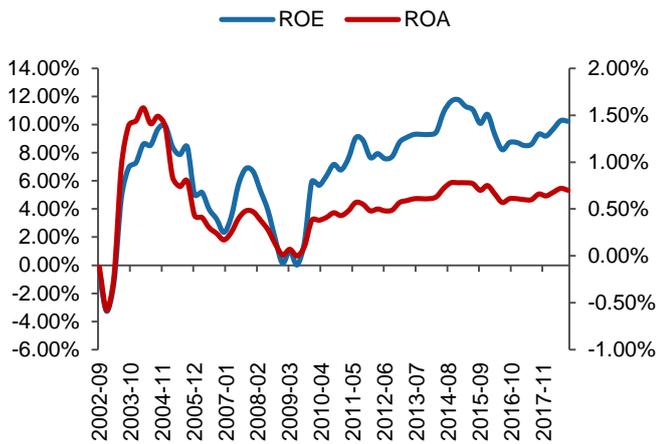
表 8: 中国台湾信用卡危机期间银行股表现

区间	阶段	大盘涨跌幅(%)	银行股涨跌幅(%)	相对收益(%)	银行股 PB 变化
1999/01-2005/03	周期早期	0.1%	0.3%	0.1%	2.14→1.40
2005/04-2005/12	触顶	12.6%	-3.0%	-15.6%	1.25→1.23
2006/01-2006/12	信用卡危机爆发	9.1%	6.3%	-2.8%	1.15→1.63

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 31: 中国台湾银行业ROE与ROA (单位: %)

图 32: 中国台湾银行指数表现与指数PB



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

3.4 中国香港信用卡危机: 竞争加剧+借款人保护过度是危机的根源

亚洲金融危机后经济低迷, 信用卡市场竞争激烈。亚洲金融危机后经济增长疲软, 2001-2002年经济连续三个季度为负, 2002年失业率超过7%。公司贷款需求低迷, 而房地产调控又压低了房贷需求, 银行竞争激烈, 净息差缩窄, 信用卡市场开始蓬勃发展。为了抢占市场份额, 银行降低了风控标准, 信用卡授信额度远远超过借款人的偿付能力。1998-2002年间信用卡预借现金年均增长率达到16%, 1999-2001信用卡应收账款余额增长超过50%, 信用卡流通卡数增长约60%。

个人破产制度的过度保护降低了债务人的违约成本。香港地区政府在1998年4月修改了个人破产条例, 将破产期由7年减少至4年(破产期间收入需上交香港破产管理署, 按照生活所需给予生活辅助后, 其余收入用于还债), 破产期的缩短降低了信用卡欠款人通过申请破产摆脱债务负担的时间与资金成本, 亚洲金融危机后香港破产申请案件数量持续大增。

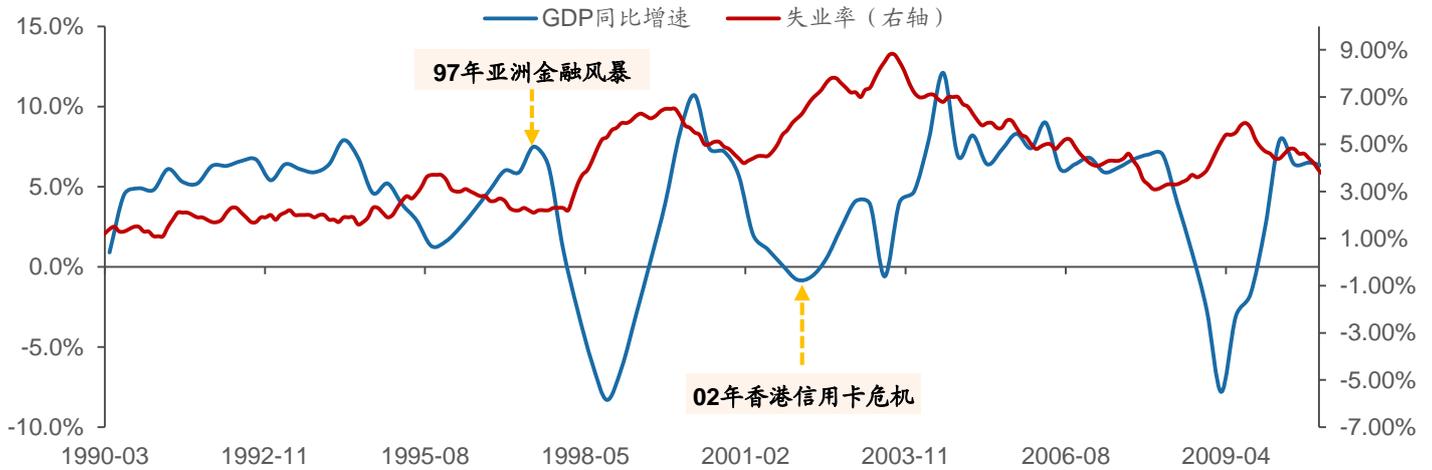
2002年9月-2004年3月大量持卡人宣告破产, 信用卡应收账款规模大幅减记。季度个人破产申请数从1998年初的1000以下上升至2002年的6500左右。信用卡坏账率由1998年的4.1%上升至2002年的14.6%, 2001年拖欠率大幅上升至1.9%, 但转期比例仍保持在50%的相对稳定水平, 说明即使经济条件恶化, 仍有大约半数的应收账款余额能够逐月偿清。

监管及时应对, 信贷资料共享解决危机。1) 2002年香港金管局发布《信用卡业务操作指引》, 规范信用卡审批流程, 并要求对申请人的关键信息(收入水平、就业情况、资产状况、居住情况等)进行审核。2) 最关键的是2003年6月, 在监管和行业协会的通力合作下, 贷款机构开始打破《个人信贷资料务实守则》限制, 共享客户信贷资料, 减少了前期由于信息交互不畅造成的过度授信, “共债”问题解决。

建立债务政商协商机制, 减轻欠款人还款压。政府指导下成立债务管理机构, 为持卡人提供债务重整计划, 帮助持卡人解决还款困难问题。在政策的支持下, 信

用风险逐渐释放，2004年12月信用卡撇账率降至4.7%。

图 33: 中国香港GDP同比增速与失业率 (单位: %)

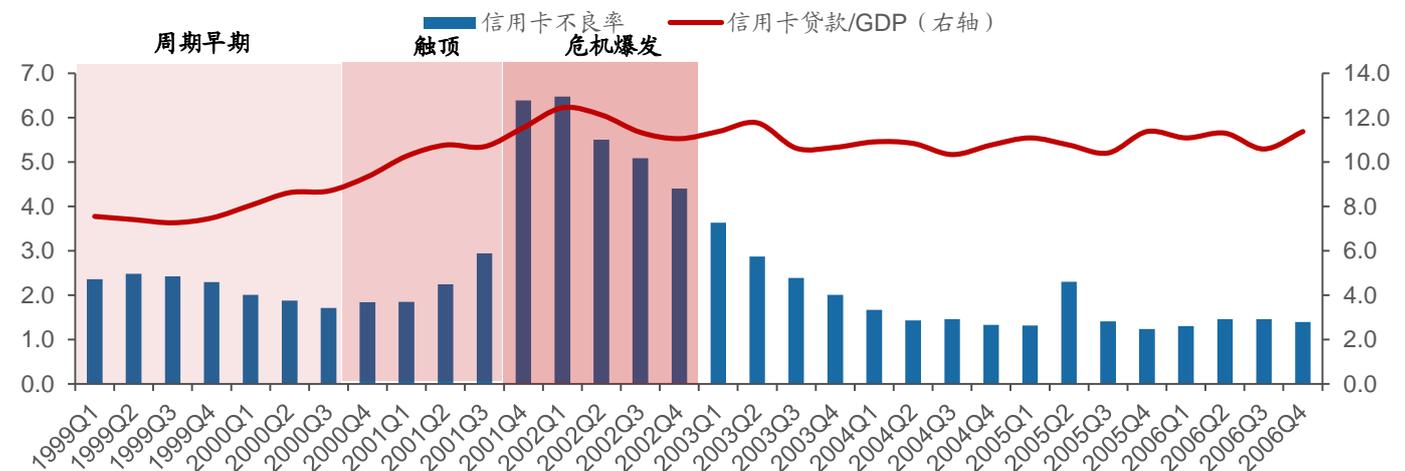


数据来源: Wind、世界银行、广发证券发展研究中心

银行总体资产质量下降并不明显: 1999-2000年信用卡业务的竞争激烈，信用卡贷款渗透率持续提升，以信用卡贷款规模/GDP计算，渗透率由1999年初的7.5%增至2002年初的12.4%。与此同时信用卡不良率同步提升，不良水平由2000 Q3低点1.7%增至2002 Q1的6.5%。这里需要注意的是，香港信用卡资产在整个银行体系中占比较小，而且香港银行发展信用卡业务更多地是出于息差考量，通过获取收益较高的信用卡资产替代利率较低的住房按揭贷款资产。如果从整个银行体系来看，不良率没有因信用卡危机的爆发显著提升，根据香港金融管理局数据，1997-2002年银行体系总体不良率在0.13%-0.64%之间。

资产和贷款增速提升: 1999-2001年间信用卡业务高速增长，更多地体现在帮助银行体系恢复信贷资产的正增长，亚洲金融危机刚结束的1998年，银行业总资产和总贷款规模同比-14.6%和-19.8%，2002-2003年信用卡危机爆发时总资产和总贷款同比增速基本回到正数区间。

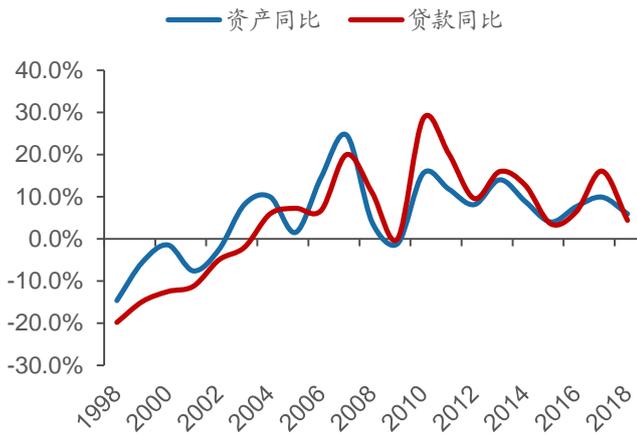
图 34: 中国香港GDP同比增速与失业率 (单位: %)



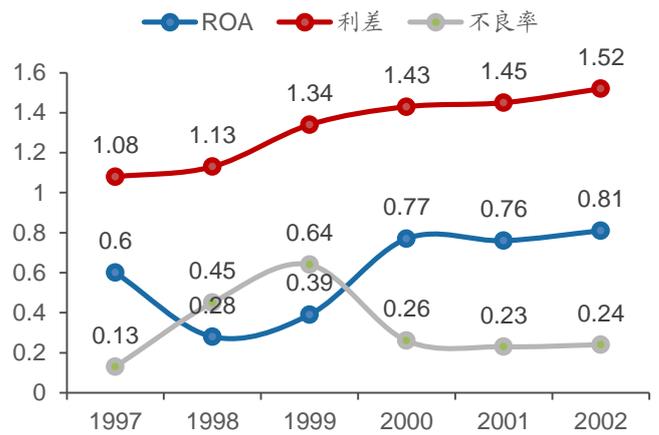
数据来源: Wind、世界银行、广发证券发展研究中心

图 35: 银行业总资产与总贷款同比增速 (单位: %)

图 36: 银行体系盈利能力 (单位: %)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 37: 信用卡贷款总账户数与应收账款总额 (单位: 是亿港元)

图 38: 信用卡应收账款同比增速与撇账率 (单位: %)



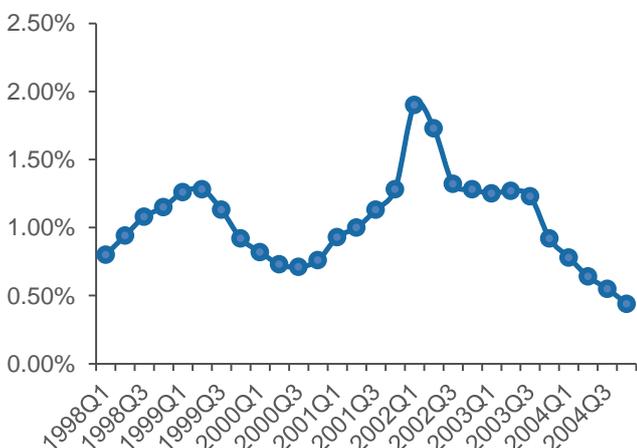
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心



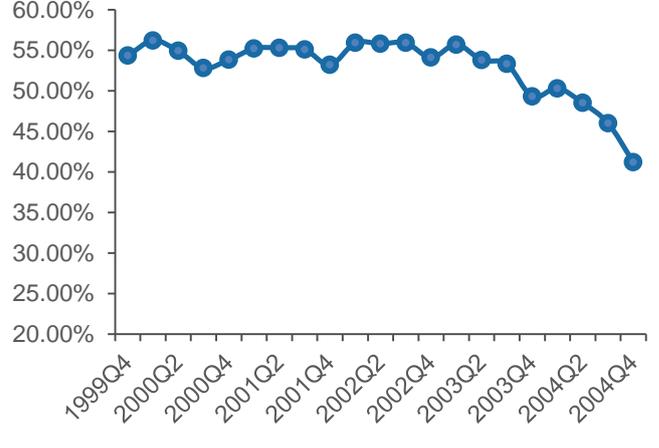
数据来源: HKMA、广发证券发展研究中心

图 39: 中国香港1999-2004信用卡拖欠率 (单位: %)

图 40: 中国香港1999-2004信用卡转期率 (单位: %)



数据来源: HKMA、广发证券发展研究中心



数据来源: HKMA、广发证券发展研究中心

盈利能力未受实质影响：信用卡危机爆发后，香港银行业联合成立了债务管理机构，为持卡人提供债务重整计划，帮助持卡人解决还款困难问题。在债务管理机构的救助下，信用卡不良率迅速降低，2003年末已基本恢复到危机爆发以前的水平，而由于信用卡业务占比较小，净利差持续走阔，银行资产盈利能力没有受到实质性影响。

触顶阶段银行股PB变动幅度为-29.6%，银行股指数变动幅度为-14.6%。2000年9月至2001年8月期间PB跌幅高于指数可以归因于每股账面价值的增长21.4%。

危机爆发阶段银行股PB变动幅度为-17.0%，银行股指数变动幅度为-6.5%。2001年9月至2002年12月期间PB跌幅高于指数可以归因于每股账面价值的增长12.7%。

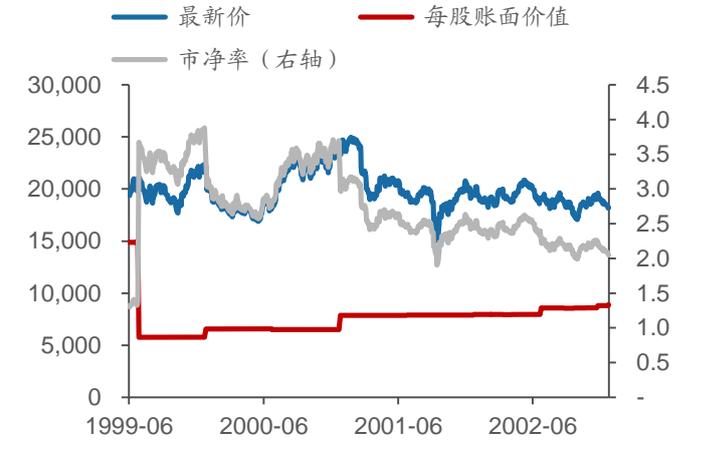
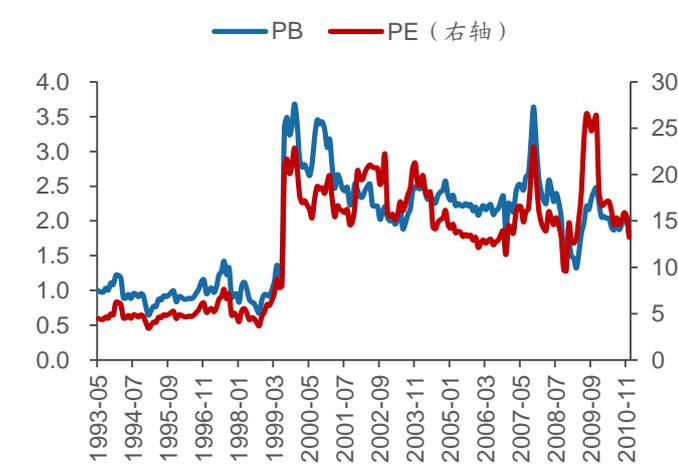
表 9：中国香港信用卡危机期间银行股表现

区间	阶段	大盘涨跌幅(%)	银行股涨跌幅(%)	相对收益(%)	银行股 PB 变化
1999/06-2000/08	周期早期	25.7%	12.6%	-13.0%	1.32→3.45
2000/09-2001/08	触顶	-29.2%	-11.3%	17.9%	3.45→2.48
2001/09-2002/12	信用卡危机爆发	-6.3%	3.5%	9.8%	2.23→2.05

数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

图 41：中国香港金融指数PB和PE（单位：倍）

图 42：中国香港金融指数表现与指数PB（单位：%）



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

四、微观观察：短期内不良大概率缓慢上升，上一轮高点在 17 年

我们主要从三个维度上观察零售风险：

1) 10家A股上市银行会在年报和半年报上披露信用卡不良率，包括建行、农行、交行、招行、中信、民生、兴业、浦发、平安和上海银行。由于每年仅通过财报披露两次，频率较低，数据时效性弱，而且受核销/转出政策的影响，主要作为滞后指

标对零售风险进行确认。

2) 银行发行的信用卡ABS每月会披露《信托受托机构月度报告》，披露当期逾期资产池的基本特征、累计违约率、逾期贷款分布等信息，由于数据披露即时（下月即披露上月情况），可以作为零售风险的**同步指标**。其缺点是截至2019年7月，仅有8家银行发行了32期信用卡ABS（万得数据），资产池表现仅能代表发行人部分信用卡贷款表现情况，而且会受到循环购买，贷款期限拉长等因素的影响，精确程度欠佳。

3) 5家美股上市网贷平台每季度披露的违约率曲线，包括趣店（QD:NYSE）、乐信（NASDAQ: LX）、宜人贷（NYSE:YRD）、360金融（NASDAQ: QFIN）、拍拍贷（NYSE: PPDF）。网贷平台处于信用下沉的末端，其贷款的表现情况代表了最脆弱人群的偿付能力变化，起到零售风险**先行指标**的作用。

4.1 信用卡：偿债压力上升，风险已在积聚

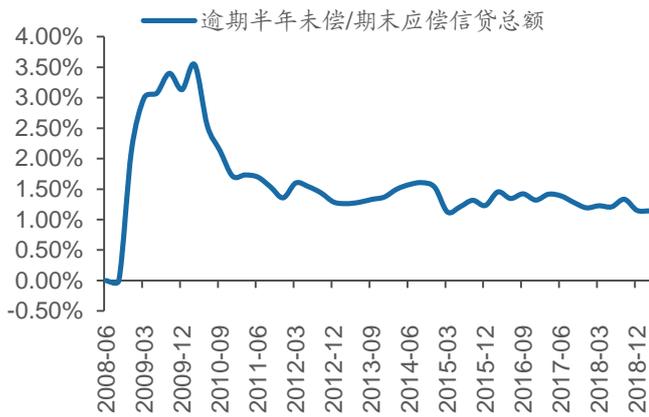
从我国信用卡业务的发展情况来看，过去十多年，在个人住房贷款同比增速在10%以上的背景下，以信用卡贷款为主的居民短期消费贷款总体保持了20%以上的高速增长。在短期消费贷款体量不断扩大的情况下，2017年增速一度反弹至36%左右。一方面可能是有部分消费贷违规流向房市，更重要的原因可能是2016年以来几乎所有上市银行都提出向零售转型，大力发展信用卡业务，2017-2018年我国信用卡累计发卡量同比增速分别为26.5%、16.7%，较过去几年明显提高。

虽然，央行披露的数据显示截至2018年末我国人均信用卡持卡量仅0.49张，远低于美国信用卡危机爆发前夕的数据，但是信用卡期末应偿信贷总额/名义GDP已经从2016年末的5.49%上升至2018年末的7.61%。同时居民部门债务占可支配收入比重快速上升，根据国家统计局披露的数据测算，2016年末首次突破100%，截至2018年末已高达121.6%。

近几年我国信用卡不良率总体在1.0%-1.5%之间小幅波动，不过信用卡债务在快速累积，居民的偿债压力也在上升，一定程度上说明我国信用卡业务的风险已在积聚，应当引起警惕。

回顾08年以来信用卡贷款的表现，不良率高点出现在09Q1-10Q1，主要是受到08年金融危机的影响，江浙等出口依赖度较高的地区出现失业潮，社科院公布的09年全国城镇调查失业率高达9.6%。信用卡逾期半年未偿余额/期末应偿信用卡贷款总额的比值达3.0%-3.5%。2010年以后信用卡不良率持续下降，稳定在1.0%-1.5%之间。

图 43: 信用卡不良率 (单位: %)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 44: 信用卡贷款同比增速 (单位: %)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

公司层面上看建行、兴业和招行信用卡贷款不良贷款率较低, 18年年末分别为 0.98%、1.06%和1.11%, 优于同业平均水平。但不良率很大程度上受不良处置的影响, 如农行信用卡不良率由17H的3.10%骤降至17A的1.99%主要是受益于“农盈 2017年第二期不良资产支持证券”的发行, 处置信用卡不良债权本息21.3亿元。

从信贷需求和供给的角度可以更好地观察银行信用卡政策的变化。银行根据客户的特征授予客户一定的信贷额度, 这个额度可以度量银行提供信用卡贷款的意愿, 而客户实际使用的额度可以看做是信用卡贷款的需求。如果在需求强劲的背景下银行收紧信用卡授信, 授信增速大幅低于贷款增速, 可能预示着银行已经观察到不良先行指标恶化, 通过预防式收紧授信来应对。典型案例如平安银行17-18年, 信贷需求强劲, 17A、18H和18A信用卡贷款同比增速分别为68%、85%和56%, 但平安银行信用卡授信相对收紧, 授信增速分别低于贷款增速9%、26%和6%, 随后不良率由17A的1.18%升至18A的1.32%, 上升了14bps。

18年年末农业银行、招商银行和中信银行信用卡授信与贷款之差相对较小, 过去3-4个季度保持稳定, 信用卡资产质量或相对较好。

图 45: 信用卡不良率 (单位: %)

股票代码	银行名称	2015A	2016H	2016A	2017H	2017A	2018H1	2018A
601939.SH	建设银行	1.08%	1.28%	0.98%	1.17%	0.89%	1.09%	0.98%
601288.SH	农业银行	2.73%	2.98%	2.88%	3.10%	1.99%	1.96%	1.66%
601328.SH	交通银行	1.82%	2.14%	1.95%	1.98%	1.84%	1.84%	1.52%
600036.SH	招商银行	1.37%	1.21%	1.40%	1.26%	1.11%	1.14%	1.11%
601998.SH	中信银行	-	-	1.48%	1.30%	1.24%	0.98%	1.85%
600016.SH	民生银行	-	-	2.50%	-	2.07%	-	2.15%
601166.SH	兴业银行	1.53%	1.67%	1.65%	1.60%	1.59%	1.59%	1.06%
600000.SH	浦发银行	1.56%	1.33%	1.21%	1.27%	1.32%	1.58%	1.81%
000001.SZ	平安银行	2.50%	2.15%	1.43%	1.20%	1.18%	1.19%	1.32%
601229.SH	上海银行	1.65%	-	1.75%	1.87%	1.57%	1.72%	1.66%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 46: 信用卡贷款同比增速 (单位: %)

股票代码	银行名称	2015A	2016H	2016A	2017H	2017A	2018H1	2018A
601939.SH	建设银行	19%	11%	13%	25%	27%	28%	16%
601288.SH	农业银行	0%	0%	9%	19%	31%	27%	20%
601328.SH	交通银行	21%	15%	13%	21%	30%	43%	27%
600036.SH	招商银行	42%	39%	31%	34%	20%	12%	17%
601998.SH	中信银行	39%	29%	35%	53%	40%	10%	33%
600016.SH	民生银行	16%	8%	21%	37%	42%	42%	34%
601166.SH	兴业银行	17%	24%	42%	58%	69%	65%	46%
600000.SH	浦发银行	88%	94%	140%	120%	57%	9%	4%
000001.SZ	平安银行	44%	31%	23%	28%	68%	85%	56%
601229.SH	上海银行	36%	-	39%	39%	44%	42%	25%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 47: 信用卡授信同比增长 (单位: %)

股票代码	银行名称	2015A	2016H	2016A	2017H	2017A	2018H1	2018A
601939.SH	建设银行	16%	13%	17%	23%	21%	19%	16%
601288.SH	农业银行	1%	5%	18%	28%	32%	27%	24%
601328.SH	交通银行	21%	18%	-	26%	36%	24%	11%
600036.SH	招商银行	34%	37%	37%	43%	33%	21%	20%
601998.SH	中信银行	30%	35%	40%	51%	42%	20%	36%
600016.SH	民生银行	13%	8%	22%	45%	46%	35%	58%
601166.SH	兴业银行	34%	42%	47%	49%	57%	57%	41%
600000.SH	浦发银行	43%	67%	99%	96%	51%	16%	14%
000001.SZ	平安银行	37%	47%	36%	33%	58%	60%	50%
601229.SH	上海银行	16%	-	17%	-	19%	20%	23%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心; 注: 授信包含已使用和未使用授信

图 48: 信用卡授信与贷款增速之差 (单位: %)

股票代码	银行名称	2015A	2016H	2016A	2017H	2017A	2018H1	2018A
601939.SH	建设银行	-3%	2%	4%	-2%	-7%	-9%	-1%
601288.SH	农业银行	1%	5%	9%	10%	1%	0%	4%
601328.SH	交通银行	-	4%	-	5%	7%	-19%	-16%
600036.SH	招商银行	-8%	-1%	6%	9%	13%	9%	3%
601998.SH	中信银行	-10%	6%	4%	-2%	2%	9%	4%
600016.SH	民生银行	-3%	-1%	1%	8%	4%	-6%	24%
601166.SH	兴业银行	17%	18%	6%	-10%	-12%	-7%	-5%
600000.SH	浦发银行	-45%	-27%	-42%	-24%	-6%	8%	10%
000001.SZ	平安银行	-7%	16%	14%	6%	-9%	-26%	-6%
601229.SH	上海银行	-19%	-	-22%	-	-26%	-22%	-1%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 49: 授信使用率 (单位: %)

股票代码	银行名称	2015A	2016H	2016A	2017H	2017A	2018H1	2018A
601939.SH	建设银行	40%	38%	39%	39%	41%	42%	42%
601288.SH	农业银行	46%	45%	43%	42%	43%	42%	41%
601328.SH	交通银行	-	35%	37%	34%	35%	39%	40%
600036.SH	招商银行	48%	46%	46%	43%	42%	40%	40%
601998.SH	中信银行	54%	51%	52%	52%	52%	48%	50%
600016.SH	民生银行	77%	78%	77%	73%	74%	77%	63%
601166.SH	兴业银行	46%	43%	44%	46%	47%	48%	49%
600000.SH	浦发银行	48%	54%	59%	61%	61%	57%	55%
000001.SZ	平安银行	72%	64%	65%	61%	68%	71%	71%
601229.SH	上海银行	31%	-	37%	39%	45%	46%	46%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 50: 信用卡卡均授信余额 (单位: 元)

股票代码	银行名称	2015A	2016H	2016A	2017H	2017A	2018H1	2018A
601939.SH	建设银行	11,981	11,731	12,035	12,429	12,763	13,080	13,004
601288.SH	农业银行	8,238	7,963	8,242	8,335	8,775	8,897	8,944
601328.SH	交通银行	-	17,326	16,579	18,296	18,277	18,457	17,680
600036.SH	招商银行	9,415	10,054	11,087	12,014	11,795	11,228	16,855
601998.SH	中信银行	10,697	11,462	12,134	14,018	12,984	11,976	13,080
600016.SH	民生银行	9,379	9,154	9,553	10,220	10,190	10,422	12,600
601166.SH	兴业银行	10,992	11,511	12,040	12,036	12,704	12,878	13,026
600000.SH	浦发银行	19,839	21,313	16,514	17,930	16,709	15,426	13,896
000001.SZ	平安银行	10,309	11,106	10,949	11,462	11,579	11,846	12,885
601229.SH	上海银行	10,128	-	10,072	10,021	9,774	9,517	9,130

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

由于信用卡ABS受循环购买, 贷款期限拉长等因素的影响, 我们大致按照纵向趋势和横向比较两个维度来观察:

1) 纵向上看, ABS逾期90天以上贷款生成率显示近期信用卡不良上升的趋势延续。

2) 横向比较, 信用卡贷款资产质量招行>中信>浦发>光大。招行信用卡ABS逾期90天以上贷款生成率在相同期限下基本保持平稳; 平安银行由于历史数据较少, 贷款池仍处于循环初期, 无法判断不良的相对位置; 光大和中信逾期90天以上贷款生成率相对较高, 虽然生成率的上升与贷款账龄拉长有关, 但如此快速的上升仍值得注意。

图 51: 信用卡ABS逾期90天以上贷款生成率 (单位: %)

	招行 和享 18-2	招行 和享 17-6	招行 和享 17-5	招行 和享 17-4	招行 和享 17-3	招行 和享 17-2	招行 和享 17-1	招行 和享 16-1	平安 安信 18-1	交行 交元 18-3	交行 交元 18-3	交行 交元 18-2	交行 交元 18-1	交行 交元 17-4	交行 交元 17-3	光大 阳光 19-1	光大 阳光 18-1	广发 臻鑫 19-1	广发 臻元 18-1	广发 臻元 17-2	广发 臻元 17-1	浦发 浦鑫 19-1	中信 惠益 18-1	中信 惠益 17-3	中信 惠益 17-2	中信 惠益 17-1	中信 惠益 16-1
2016-07-31	-	-	-	-	-	-	-	0.01%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2016-08-31	-	-	-	-	-	-	-	0.18%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2016-09-30	-	-	-	-	-	-	-	0.24%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2016-10-31	-	-	-	-	-	-	-	0.29%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2016-11-30	-	-	-	-	-	-	-	0.28%	-	-	-	-	-	0.18%	0.38%	0.31%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2016-12-31	-	-	-	-	-	-	-	0.25%	-	-	-	-	-	0.14%	0.39%	0.32%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017-01-31	-	-	-	-	-	-	-	0.25%	-	-	-	-	-	0.11%	0.38%	0.29%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017-02-28	-	-	-	-	-	-	-	0.22%	-	-	-	-	-	0.09%	0.47%	0.25%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017-03-31	-	-	-	-	-	-	-	0.21%	-	-	-	-	-	0.08%	0.41%	0.34%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017-04-30	-	-	-	-	-	-	-	0.19%	-	-	-	-	-	0.07%	0.52%	0.24%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017-05-31	-	-	-	-	-	-	-	0.17%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.26%
2017-06-30	-	-	-	-	-	-	-	0.22%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.28%
2017-07-31	-	-	-	-	-	-	-	0.23%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.27%
2017-08-31	-	-	-	-	-	-	-	0.27%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.26%
2017-09-30	-	-	-	-	-	-	-	0.43%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.28%
2017-10-31	-	-	-	-	-	-	-	0.49%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.23%
2017-11-30	-	-	-	-	-	-	-	0.59%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.29%
2017-12-31	-	-	-	-	-	-	-	0.15%	0.14%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.32%
2018-01-31	0.08%	0.05%	0.06%	0.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.20%
2018-02-28	0.17%	0.16%	0.13%	0.29%	0.10%	0.20%	0.20%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.26%
2018-03-31	0.22%	0.21%	0.21%	0.25%	0.16%	0.23%	0.23%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.40%
2018-04-30	0.25%	0.32%	0.30%	0.36%	0.22%	0.27%	0.26%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.45%
2018-05-31	0.32%	0.41%	0.37%	0.46%	0.23%	0.30%	0.27%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.52%
2018-06-30	-	0.43%	0.36%	0.55%	0.22%	0.28%	0.26%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.66%
2018-07-31	-	0.43%	0.36%	0.56%	0.20%	0.24%	0.24%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.66%
2018-08-31	-	0.57%	0.42%	0.68%	0.21%	0.22%	0.26%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.60%
2018-09-30	-	0.86%	0.46%	-	0.23%	0.34%	0.37%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.60%
2018-10-31	-	-	0.49%	-	0.28%	0.45%	0.42%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.71%
2018-11-30	-	-	0.55%	-	0.30%	0.57%	0.57%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.72%
2018-12-31	-	-	0.59%	-	0.31%	0.73%	0.73%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.82%
2019-01-31	-	-	-	-	0.35%	0.83%	1.77%	-	1.42%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.98%
2019-02-28	-	-	-	-	0.42%	0.86%	-	-	0.70%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.14%
2019-03-31	-	-	-	-	0.45%	0.87%	-	-	0.72%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.23%
2019-04-30	-	-	-	-	0.58%	-	0.91%	-	0.81%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.21%
2019-05-31	-	-	-	-	0.79%	-	-	-	0.88%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.11%

数据来源: 中国货币网、广发证券发展研究中心; 注: 逾期 90 天以上贷款生成率 = (当期期末逾期 90 天以上贷款规模 - 上期期末逾期 90 天以上贷款规模) / 当期合格资产余额

4.2 网贷平台: 银行不良的先行指标

偿付能力最脆弱的现金贷人群信用情况变化可以作为零售风险的领先指标。

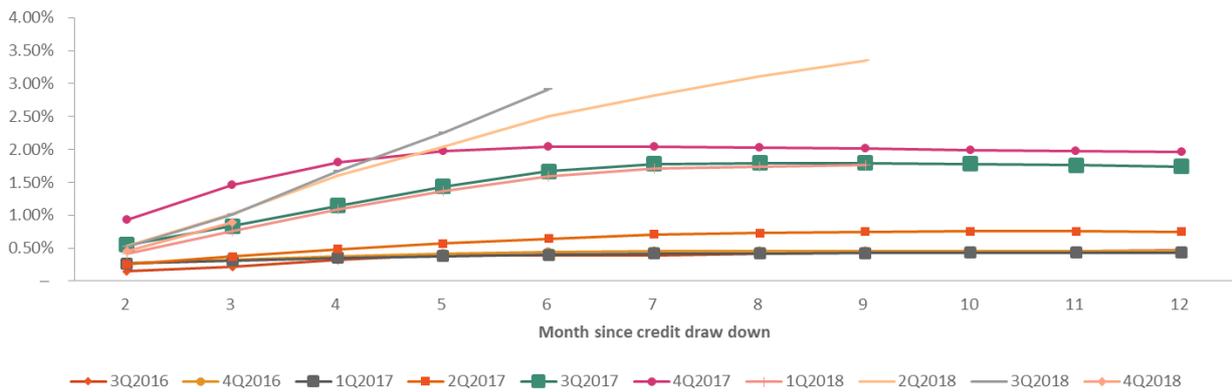
现金贷和P2P在14年左右兴起, 在个人信贷需求激增的背景下贷款规模高速增长, 根据网贷之家数据, P2P待偿余额从14年初的473亿元增至17年底的10346亿元, 而15-17年现金贷行业受到严监管政策的影响, 大量规模较小的机构遭到清退, 整体规模出现下滑, 截至19年1月, 待偿余额降至7646亿元。近期信用卡违约率上升有可能是受到现金贷严监管的影响, 信用较差的这一部分人群借贷能力受损, 现金流危机, 信用卡偿付能力下降。

虽然五家美股上市的互联网金融公司违约率曲线披露口径不一样, 我们仍可以得出:

- 1) 逾期最严重的贷款投放于17Q2-17Q4, 此后开始逐渐回落;
- 2) 观察最新一期发放贷款逾期情况, 总体逾期/核销率处于过去3年来的中间位置;
- 3) 近期违约率曲线斜率上升, 预计最终的累计不良率有抬升趋势。

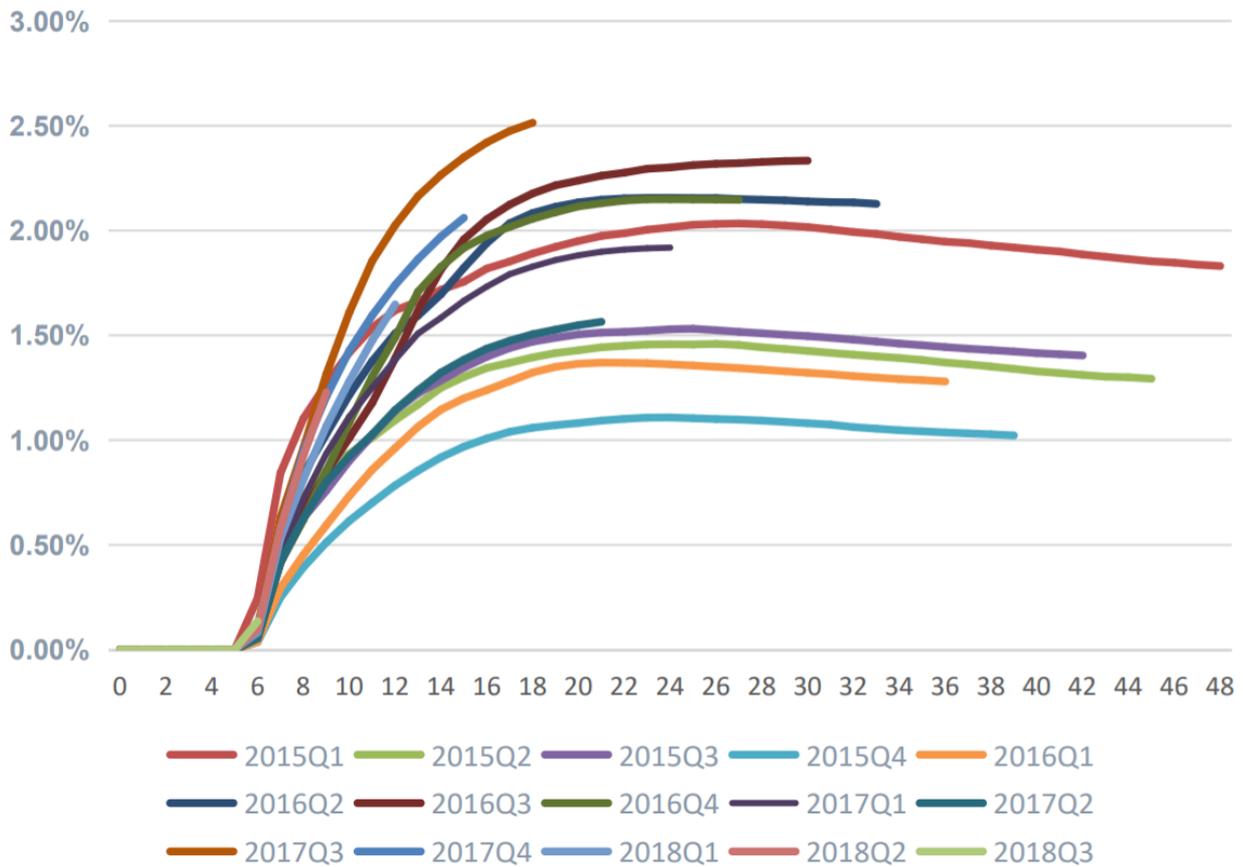
以现金贷的违约率作为先行指标, 零售风险仍处于持续暴露阶段, 信用卡不良压力仍将持续。

图 52: 趣店各期限逾期30天以上贷款占比 (单位: %)



数据来源: 趣店 19Q1 财报、广发证券发展研究中心

图 53: 乐信贷款各期限核销贷款占比 (单位: %)



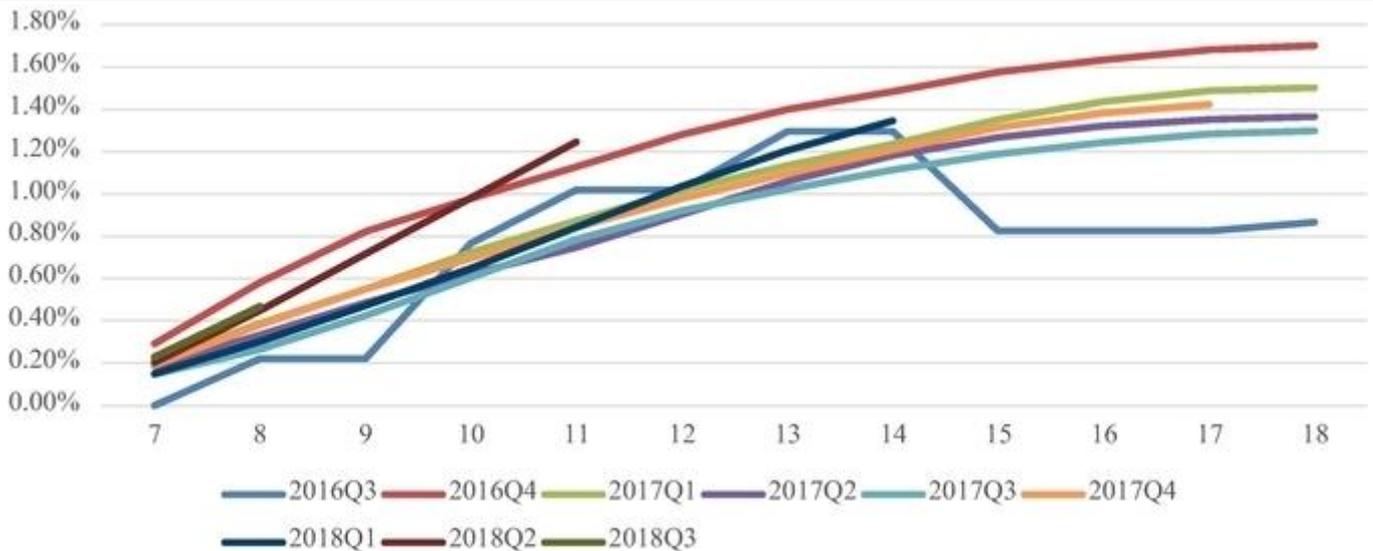
数据来源: 乐信 19Q1 财报、广发证券发展研究中心

图 54: 宜人贷各期限逾期30以上+贷款核销占比 (单位: %)

	4M	7M	10M	13M	16M	19M	22M	25M	28M	31M	34M
2015Q1	0.80%	2.20%	3.70%	5.10%	6.20%	7.00%	7.50%	7.90%	8.10%	8.10%	8.20%
2015Q2	0.80%	2.40%	4.00%	5.40%	6.60%	7.50%	8.20%	8.50%	8.70%	8.80%	8.90%
2015Q3	0.40%	1.60%	3.20%	4.50%	5.60%	6.50%	7.10%	7.50%	7.80%	8.10%	8.30%
2015Q4	0.40%	1.60%	3.10%	4.40%	5.50%	6.30%	6.90%	7.40%	7.80%	8.20%	8.50%
2016Q1	0.30%	1.30%	2.50%	3.60%	4.50%	5.20%	5.80%	6.40%	7.00%	7.30%	7.60%
2016Q2	0.40%	1.70%	3.10%	4.30%	5.20%	6.00%	6.80%	7.60%	8.10%	8.40%	
2016Q3	0.30%	1.60%	3.00%	4.20%	5.40%	6.60%	7.80%	8.60%	9.10%		
2016Q4	0.20%	1.50%	2.90%	4.30%	5.90%	7.40%	8.40%	9.20%			
2017Q1	0.30%	1.50%	3.20%	5.10%	7.10%	8.50%	9.70%				
2017Q2	1.10%	2.90%	5.60%	8.30%	10.20%	11.90%					
2017Q3	0.30%	2.90%	6.30%	9.00%	11.40%						
2017Q4	0.50%	3.80%	7.20%	10.40%							
2018Q1	0.40%	3.00%	6.50%								
2018Q2	0.50%	3.60%									
2018Q3	0.30%										

数据来源: 宜人贷 19Q1 财报、广发证券发展研究中心

图 55: 360金融各期限逾期180天以上贷款占比 (单位: %)



数据来源: 360 金融招股书、广发证券发展研究中心

图 56: 拍拍贷各期限逾期30天以上贷款占比 (单位: %)

	2M	3M	4M	5M	6M	7M	8M	9M	10M	11M	12M
2015Q1	1.95%	2.75%	3.46%	3.98%	4.36%	4.58%	4.67%	4.69%	4.73%	4.76%	4.74%
2015Q2	1.74%	2.66%	3.38%	3.75%	4.02%	4.15%	4.30%	4.38%	4.45%	4.46%	4.46%
2015Q3	1.46%	2.13%	2.70%	3.15%	3.47%	3.68%	3.77%	3.85%	3.93%	4.01%	4.02%
2015Q4	1.54%	2.27%	2.88%	3.17%	3.53%	3.77%	3.97%	4.12%	4.26%	4.32%	4.33%
2016Q1	1.00%	1.57%	2.21%	2.82%	3.33%	3.77%	4.09%	4.33%	4.45%	4.57%	4.59%
2016Q2	1.75%	2.49%	3.21%	3.77%	4.17%	4.39%	4.59%	4.76%	4.88%	4.94%	4.96%
2016Q3	1.67%	2.45%	2.96%	3.47%	3.87%	4.11%	4.27%	4.44%	4.59%	4.70%	4.77%
2016Q4	1.29%	2.07%	2.66%	3.15%	3.59%	3.97%	4.32%	4.62%	4.88%	5.07%	5.18%
2017Q1	1.20%	2.01%	2.68%	3.32%	3.87%	4.33%	4.68%	4.98%	5.33%	5.61%	5.80%
2017Q2	1.72%	2.89%	3.81%	4.55%	5.14%	5.78%	6.32%	6.79%	7.05%	7.19%	7.24%
2017Q3	1.82%	2.93%	4.08%	5.16%	6.13%	6.64%	6.88%	7.04%	7.16%	7.22%	7.26%
2017Q4	2.51%	4.12%	5.16%	5.68%	5.97%	6.18%	6.29%	6.39%	6.47%	6.50%	6.50%
2018Q1	1.35%	2.18%	2.97%	3.65%	4.30%	4.85%	5.22%	5.50%	5.66%	5.74%	5.77%
2018Q2	1.75%	3.08%	4.35%	5.43%	6.31%	6.97%	7.45%	7.79%			
2018Q3	1.42%	2.48%	3.50%	4.36%	5.07%						
2018Q4	1.42%	2.48%									

数据来源: 拍拍贷 19Q1 财报、广发证券发展研究中心

五、结论与投资建议: 配置国有大行和谨守零售能力圈的股份制银行

总体而言,宏观上看相对悲观,微观上看相对乐观。宏观指标边际上正在恶化,居民杠杆率、偿债比率都在快速上升,而较大的贫富差距将结构性矛盾隐藏在平均数之下。微观数据上看,无论是银行信用卡不良率,还是代表最脆弱人群的网贷逾期率处于中位数水平附近,从趋势上看大概率是温和上行。

我们认为宏观数据的背离主要是因为我国政策维稳力度相对较大,政府通过产业政策和国企经营维持相对较低的失业率。而失业潮爆发是居民信贷危机发生的必要条件,韩国、中国台湾地区和香港地区在信用卡危机前都出现失业率大幅抬升,08-09年大陆地区出现就业低潮期,信用卡不良率随后大幅飙升。18年底政治局会议提出“六稳”,将稳就业放在政策目标的首位,年中政治局会议强调“有效应对经贸摩擦,全面做好‘六稳’工作”,近期各地政府纷纷出台监管指引,要求企业稳定就业。综上我们判断,系统性风险正在积聚,短期内大概率信用卡不良率会温和上行,但无需担心系统性风险爆发,中国离下一轮居民信贷危机还隔着一失业潮。

包商事件后城农商行缩表压力加大,中小企业承压,未来就业压力可能加大。城农商行是我国信用下沉的主体,小微民营企业信贷资源主要的提供者,包商事件后城农商行同业存单发行困难,虽然6月30日前央行保持较为宽裕的银行间流动性,但下半年以来政策环境比我们预计的更紧,下半年中小银行信贷扩张不容乐观,实体经济经营或边际上更加困难,就业压力加大。

在不爆发失业潮的假设下,信用卡不良率低位回升,银行间分化加大。信用卡

业务比较激进的银行有不良暴露的风险，紧守能力圈的银行（如招商银行）信用卡不良大概率温和上行，国有大行、招商银行和中信银行信用卡贷款质量有相对优势。

风险提示

1、就业形势比预期要差，失业潮爆发引发居民产资金流断裂，偿债能力迅速恶化；2、最脆弱借款人群偿债能力差于预期，依赖短期消费贷维持消费水平，收入无法覆盖利息支出导致陷入“庞氏陷阱”。

广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王先爽：联系人，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 万思华：联系人，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 李佳鸣：联系人，南加州大学金融工程硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与建设银行(601939)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与工商银行(601398)公司有投资银行业务关系。
- (3) 广发证券在过去 12 个月内与工商银行(01398)公司有投资银行业务关系。
- (4) 广发证券在过去 12 个月内与建设银行(00939)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。