

违约频发与银行降杠杆

——银行业深度报告

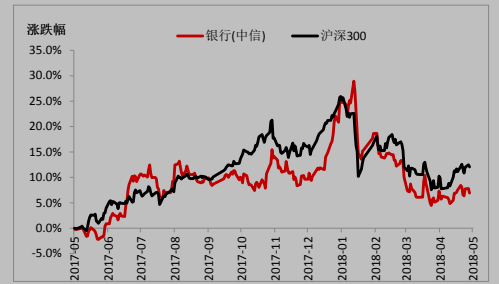
强于大市（维持）

日期：2018年05月25日

投资要点：

- 违约事件频发，融资端是主因，长期看社融增速将下降到10%以下：**近期市场违约事件频出，其中不乏上市公司。虽然宏观经济在一季度有转弱的迹象，但是微观企业盈利并没有表现出此前在经济出现放缓的时候出现的大幅波动。一季度上市公司的ROE基本处于一个平稳的状态。2017年以来债券市场持续弱势，2018年股权融资增速持续放缓，在一定程度上增加了部分资金链紧张企业违约的概率。一季度，社融总规模较2017年同期下降1.33万亿元，其中委托贷款的净减少是主因。再看4月份社融增速已经跌到10%。因此，违约更多来自于公司融资端。长期来看，在降低宏观杠杆率的大背景下，考虑经济增长以及通胀因素的匹配性，社融增速将长期保持在10%以下。预计2017年社融规模在16-17万亿元之间，同比增速在10%左右。
- 上市银行表内外非标资产总规模预计在14.7万亿，占总资产比重11.4%。综合来看，工行、建行、招行的占比相对较低：**26家银行表内非标资产合计7.56万亿元，占总资产的比重达到5.1%。委托贷款中，11家银行投向非标资产的规模大概率在2.33万亿元，通过整体法测算大概占总资产的比重3.6%。表外理财产品中投向非标资产的规模大概在4.05万亿元，占总资产的比例为2.7%。资管新规下，非标资产的收缩是趋势性的，是不可逆的。按照资管新规，过渡期到2020年末，上市银行每年需要压缩大概5万亿元左右的非标资产。考虑到到期以及置换，预计每年有1.5万亿元的资产需要回表，相当于每年新增贷款的10-15%。
- 投资策略：**2018年，对银行资产端的监管以及资产新规不断的推进，将对银行的资产质量产生一定的负面影响。通过对银行表内外非标资产的模拟测算，26家上市银行表内外非标资产合计14.7万亿元，占总资产的比重11.4%。按照资管新规，过渡期到2020年末，上市银行每年需要压缩大概5万亿元左右的非标资产。考虑到到期以及置换，预计每年有1.5万亿元左右的资产需要回表，相当于每年新增贷款的10-15%。考虑到对资本的消耗以及潜在违约率上升的负面影响，推荐表内外非标资产占比低的大行以及部分股份行。
- 风险提示：**行业监管超预期；市场下跌出现系统性风险

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：2018年05月25日

相关研究

分析师：郭懿

执业证书编号：S0270518040001

电话：01066060126

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

法财库(<http://www.fckvip.cn>)--首家和您一起涨知识的社群服务平台，主要为各行业高管、资深职场人事提供一站式的社群服务平台，覆盖热门行业的社群服务、行业报告、股权资料、创业者必备的商业计划书、融资及产品运营等知识和人脉服务。满足您不同的工作需求。同时还是一家**为企业提供行业大数据分析的定制服务平台**。

报告会员福利：

- 1：每天 20+金融&互联网报告更新；
- 2：每周 15+干货文章分享；
- 3：10000 份报告随时搜索和下载，并持续更新；
- 4：加入报告微信群，一起交流学习；

咨询请加客服微信：“**live512888**”。



用干法成就你的财库路！

扫码加入



投资创业必备的报告社群

目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1、近期违约事件频出，融资端问题是主因 | 4 |
| 2、资产端监管趋严，社融增速跌破 10% | 6 |
| 3、表内外非标资产总规模占总资产 11.4% | 8 |
| 3.1 表内非标资产占总资产的 5.1% | 8 |
| 3.2 委托贷款中投非标资产的规模占总资产 3.6% | 10 |
| 3.3 理财产品中投非标资产的规模占总资产的 2.7% | 12 |
| 3.4 表内外非标总规模占总资产 11.4% | 13 |
| 4、投资策略 | 14 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1. 上市公司 ROE 与 GDP 增速 | 5 |
| 图 2. 委托贷款季度增量 (单位: 亿元) | 5 |
| 图 3. 在售理财产品预期年化收益率 | 7 |
| 图 4. 社融增速持续高于名义 GDP 增速 | 7 |
| 图 5. 企业债月融资额 | 8 |
| 图 6. 各类银行表内非标资产占比 | 9 |
| 图 7. 表内非标资产占总资产的比例 | 9 |
| 图 8. 各银行委托贷款占表内贷款比例 | 10 |
| 图 9. 11 家银行委托贷款平均增速 | 10 |
| 图 10. 各银行委托贷款占表内贷款的比例 | 11 |
| 图 11. 委托贷款中非标资产规模估算值 (2017 年) | 12 |
| 图 12. 理财产品中非标资产占比 (2017 年数据) | 13 |
| 图 13. 表内外非标资产占总资产的比重 | 14 |
| | |
| 表 1. 近期违约事件统计 | 4 |
| 表 2. 监管政策梳理 | 6 |

1、近期违约事件频出，融资端问题是主因

近期爆出较多违约事件，其中不仅包括民营上市公司以及控股股东，还有城投平台的非标信托。不仅如此，部分省份政府已经发出了债务风险应急处置预案。

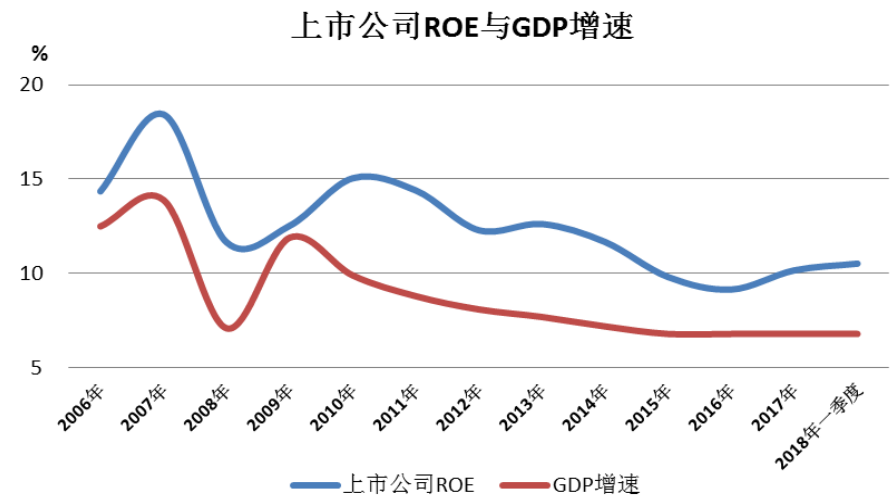
表 1. 近期违约事件统计

| 主体 | 主体类型 |
|---------------|-------------|
| 中安消 | 民营上市公司 |
| 凯迪生态 | 民营上市公司 |
| 上海华信国际集团 | 上市公司控股股东/民营 |
| 盛运环保 | 民营上市公司 |
| 盾安集团 | 上市公司控股股东/民营 |
| 天津市市政建设开发有限公司 | 城投 |
| 天津房地产集团有限公司 | 城投 |

数据来源：万联证券研究所

从上表统计的数据看，违约主要以民营企业为主，其中不少是民营上市公司。虽然民营上市公司的融资渠道相对于未上市公司更多，但是仍旧出现违约事件。此外，宏观经济在一季度有转弱的迹象，但是微观企业盈利并没有表现出此前在经济出现放缓的时候出现的大幅波动。一季度上市公司的 ROE 基本处于一个平稳的状态。

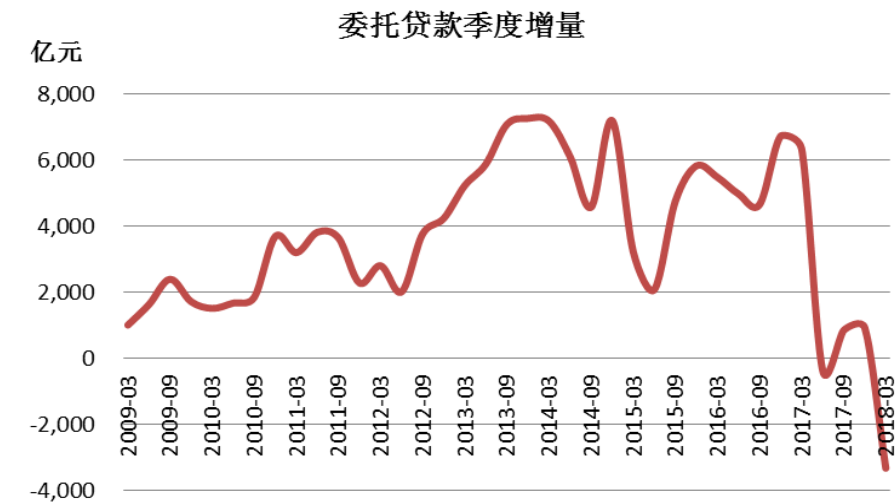
图 1. 上市公司 ROE 与 GDP 增速



数据来源：万得资讯，万联证券研究所

再来看融资端，2017年以来债券市场持续弱势，2018年股权融资增速持续放缓，在一定程度上增加了部分资金链紧张企业违约的概率。一季度，社融总规模较2017年同期下降1.33万亿元，其中委托贷款的净减少是主因。再看4月份社融增速已经跌到10%。因此，违约更多来自于公司融资端。

图 2. 委托贷款季度增量 (单位：亿元)



数据来源：央行，万联证券研究所

另外，城投风险事件也开始增多。这些城投基本均为非标融资。一季度非标融资的主要渠道委托贷款和信托均出现了明显的下降。对于城投债而言，尽管目前尚未有违约，但一旦出现风险将对信用债市场的冲击是巨大的。不过，相比于债券融资，非标融资影响相对较小。但是，目前不排除在三

季度左右，会有部分小的地方融资平台出现违约兑付风险。

2、资产端监管趋严，社融增速跌破 10%

自 2017 年以来，针对过去几年银行资产和负债的快速扩张以及表外业务的迅速膨胀，监管部门出台了一系列的整改措施，旨在规范银行业务的同时，降低银行业的整体风险。我们按照时间顺序对出台的文件进行了统计见表 2。结合我们对银行调研的实际情况，我们认为元旦前文件对资管、银信合作进行了监管，元旦后到 2 月底之前，又相继公布了针对委托贷款，债券业务，同业风险暴露，同业负债，信贷拨备等业务的监管措施，以及 4 月 27 日落地的理财产品新规，都将银行的资产端业务产生较大的影响。

表 2. 监管政策梳理

| 公布时间 | 政策 | 针对业务 |
|------------|------------------------------|------------------|
| 2017.11.17 | 《关于规范金融机构资产管理业务的资管新规（征求意见稿）》 | 表外理财 |
| 2017.12.6 | 《商业银行流动性风险管理办法（修订征求意见稿）》 | 同业业务 |
| 2017.12.22 | 《关于规范银信类业务的通知》（55 号文） | 表内银信合作 |
| 2018.1.4 | 《规范债券市场参与者债券交易业务的通知》（302 号文） | 同业业务 |
| 2018.1.5 | 《商业银行大额风险暴露管理办法（征求意见稿）》 | 同业资产 |
| 2018.1.6 | 《商业银行委托贷款管理办法》 | 表外通道业务 |
| 2018.1.13 | 《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》 | 8 个维度 22 个方面市场乱象 |
| 2018.2.28 | 《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》 | 表内贷款 |
| 2018.4.27 | 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》 | 表外理财 |

数据来源：万联证券研究所

具体来看，从上述颁布的一系列监管政策可知，2018 年行业的监管重点是“影子银行”，其中重点是委托贷款、信托贷款、同业业务等非信贷的社会融资，即银行资产端的监管。因此，预计未来融资需求会明显往表内贷款转移，从而使得社会融资的结构会发生相应变化。

另外，对行业资产端的监管，会导致短期供求关系的失衡，使得贷款利率在短期向上的动力较大，预计这个阶段将持续到今年 2-3 季度左右，融资利率有持续走高的态势。而且从目前在售的理财产品的预期年化收益率看，2018 年以来，收益率均值在 4.87%。

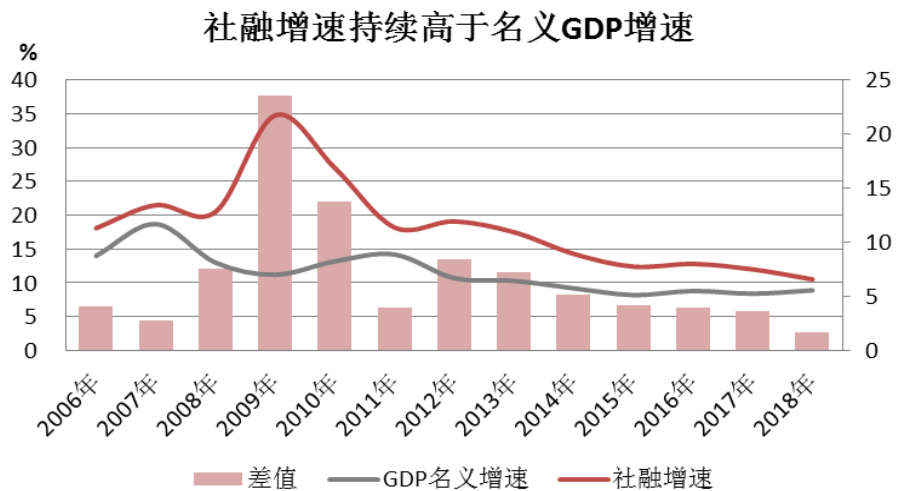
图3. 在售理财产品预期年化收益率



数据来源：万得资讯，万联证券研究所

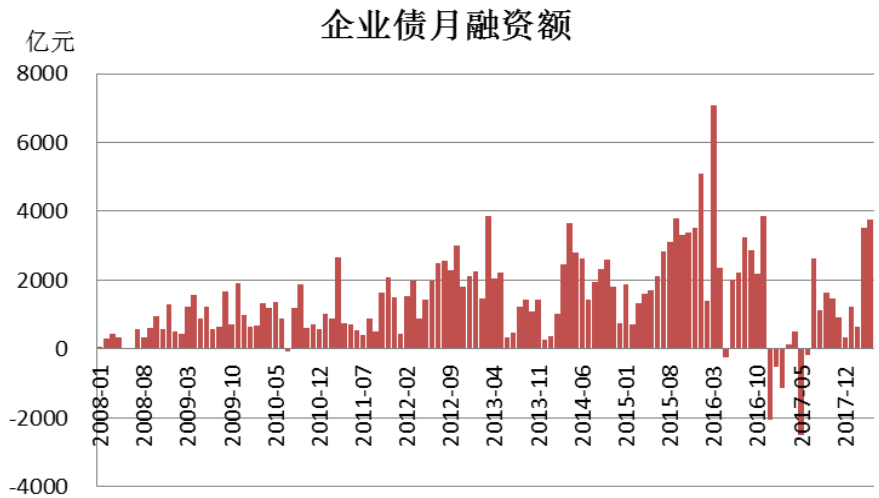
从一季度的社会融资数据看，委托贷款减少3314亿元，同比多减9661亿元；4月份委托贷款又净减少1481亿元，同比多减1433亿元。委托贷款成为表外资产重点的压缩对象。4月，社融增速已经跌破10%，我们预计社会融资会在这个位置稳定一段时间，委托贷款负增长可能基本见底。不过，长期来看，在降低宏观杠杆率的大背景下，考虑经济增长以及通胀因素的匹配性，社融增速将长期保持在10%以下。预计2017年社融规模在16-17万亿之间，同比增速在10%左右。从3-4月的债券融资看，已经回到了3000-4000亿/月的水平。

图4. 社融增速持续高于名义GDP增速



数据来源：央行，万联证券研究所

图5. 企业债月融资额



数据来源：央行，万联证券研究所

综合看 2017 年起颁布的一系列监管措施，目前监管的方向是降低金融风险，并促使金融风险充分暴露。不过，从发展的角度看，监管的最终引导的结果将是打破刚性兑付，政府对金融机构的兜底，实现真正的市场化。结合目前央行 3 号，关于银行发行资本补充债券有关事宜公告；存款上限放开的市场预期；以及理财产品新规对过渡期的安排等因素考虑，我们认为目前仍处于金融监管周期的中期，预计未来 2-3 年才能真正实现市场化。

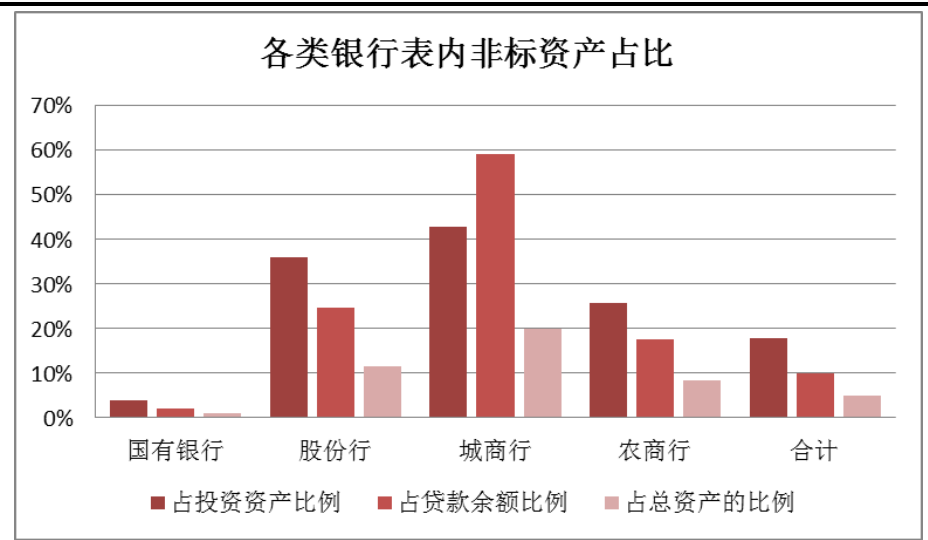
3、表内外非标资产总规模占总资产 11.4%

3.1 表内非标资产占总资产的 5.1%

截至 2017 年末，上市的 26 家银行在第三方机构发起设立的结构化主体中享有的权益共计 7.56 万亿元，其中主要是理财产品、资产管理计划以及信托计划，占表内投资规模的比例达到 18%，占贷款余额的比例为 10%，占总资产的比例为 5.1%。

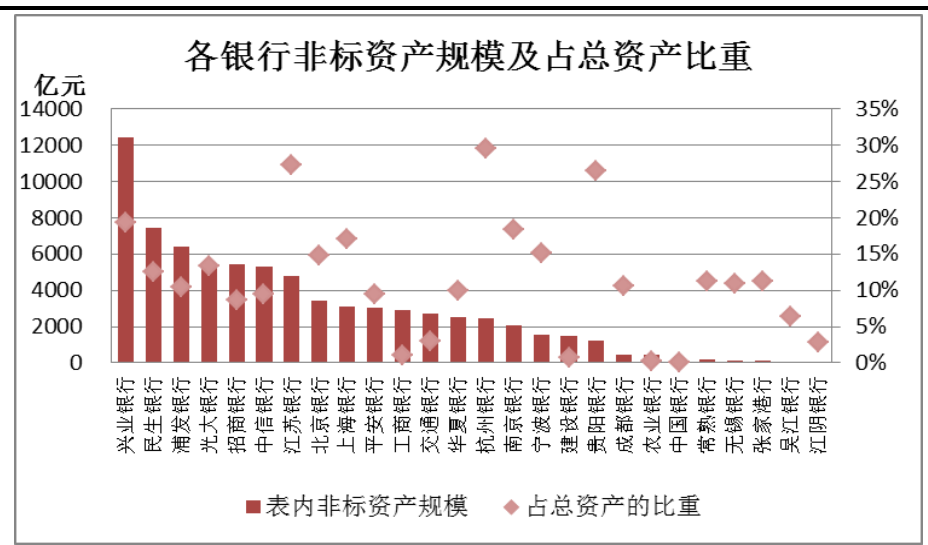
各类银行中，城商行的占比最高，股份行次之，最低的是国有银行。而上市银行中，表内非标规模最大的是兴业银行，民生银行，浦发银行、光大银行和招商银行，分别为 12408 亿元，7450 亿元，6383 亿元，5470 亿元和 5416 亿元。而表内非标资产占总资产比重高的是杭州银行、江苏银行、贵阳银行、兴业银行和南京银行，分别为 29.5%，27.2%，26.4%，19.3%和 18.4%。

图 6. 各类银行表内非标资产占比



数据来源：公司公告，万联证券研究所

图 7. 表内非标资产占总资产的比例



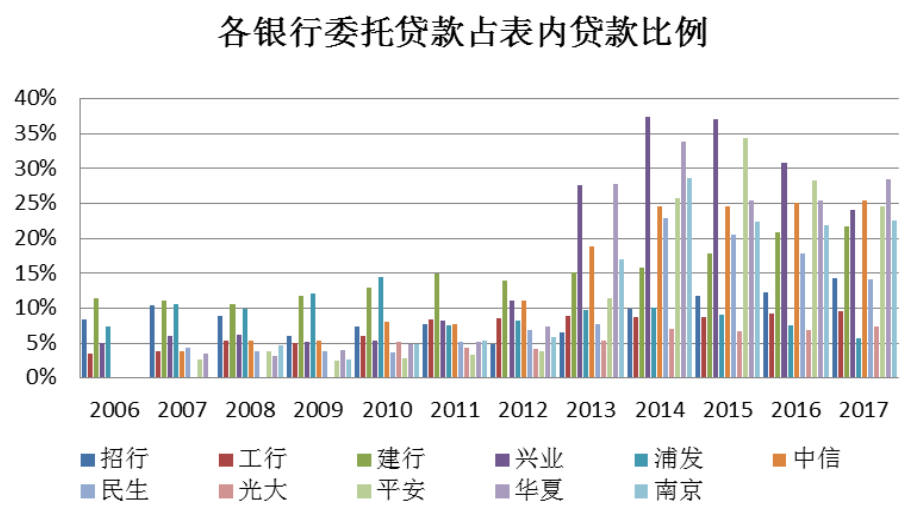
数据来源：公司公告，万联证券研究所

从部分上市银行公布的数据看，2017 年表内理财规模压降了 63%，增配了基金和资产证券化产品。对于资产管理计划和信托计划这类非标资产，2017 年仅有民生银行、浦发银行和兴业银行三家银行分别压降了近 3000 亿元、2500 亿元和 2000 亿元，降幅大概在 41%、40%和 16%，而其他银行这类非标资产的规模仍有 10-20%的增长。从表内结构化产品的构成看，资产管理计划和信托计划占比仍超过 70%。

3.2 委托贷款中投非标资产的规模占总资产 3.6%

自2010年6月银监会叫停银信合作业务后，银行开始用委托贷款作为通道，与券商合作。央行发布的《中国金融稳定报告（2014）》，截至2013年末，证券公司定向资产管理业务规模达4.83万亿元，较2012年末增长186%。如果对比工行、建行、招行、兴业、浦发、中信、民生、光大、平安、华夏、南京11家银行过去10年委托贷款的比例数据，委托贷款在2013年和2014年出现了整体快速扩张。2013年和2014年末上述11家银行的委托贷款总额分别达到3.8万亿元和5.2万亿元，同比分别增长46%和37%。

图8. 各银行委托贷款占表内贷款比例



数据来源：公司公告，万联证券研究所

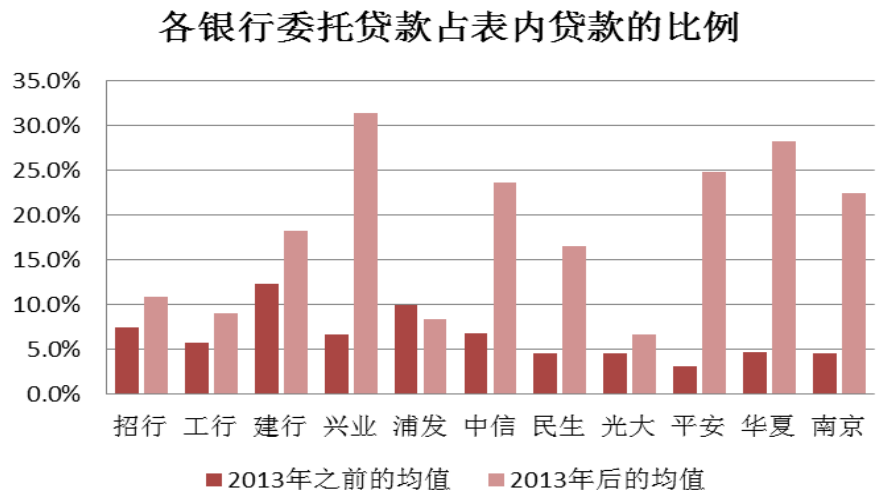
图9. 11家银行委托贷款平均增速



数据来源：公司公告，万联证券研究所

根据这 11 家银行委托贷款增速以及委托贷款占表内贷款余额的比例数据，并考虑同期贷款增速，工商银行、招商银行、建设银行、民生银行和和南京银行表外委托贷款扩张速度相对较为稳健，而华夏银行、兴业银行、平安银行和中信银行扩张速度较快¹。2013 年之前这 11 家银行委托贷款占表内贷款的比例的均值在 6.5%，除建行和浦发明显高于均值水平外，其他公司与均值水平基本持平或低于均值水平。而 2013 年之后，11 家银行委托贷款占表内贷款的比例上升到 18.2%，兴业、华夏、平安、中信均超过均值水平 5 个百分点以上。考虑到业务发展需求以及行业发展的趋势，我们对委托贷款中通过银证合作投向非标业务的规模进行了模拟测算见图 11。11 家上市银行合计委托贷款投向非标资产的总规模达到 2.33 万亿元，通过整体法测算占总资产的比例在 3.6%。

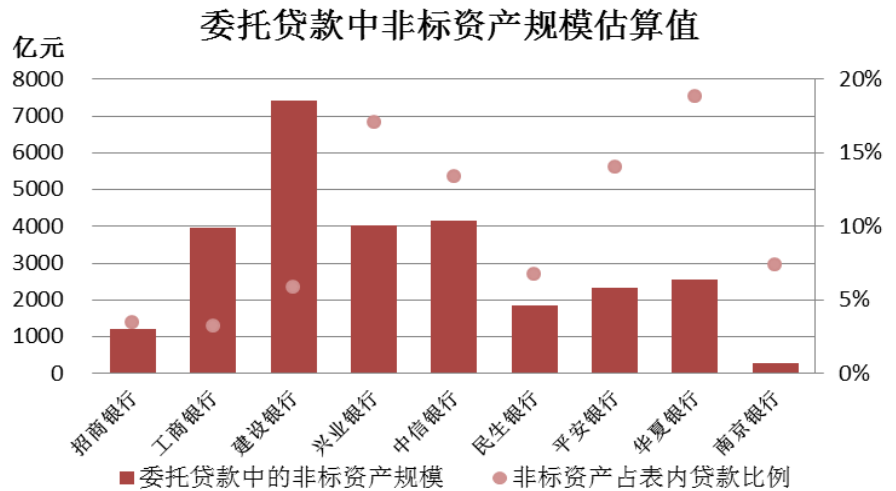
图 10. 各银行委托贷款占表内贷款的比例



数据来源：公司公告，万联证券研究所

¹委托贷款中非标资产的规模值为模拟测算值，或存在一定误差。

图 11. 委托贷款中非标资产规模估算值 (2017 年)



数据来源：公司公告，万联证券研究所

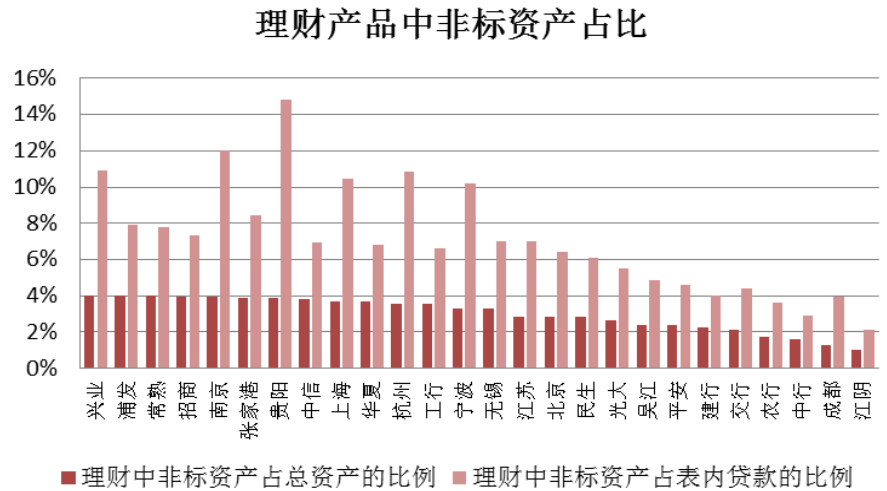
3.3 理财产品中投非标资产的规模占总资产的 2.7%

截至2017年末，理财产品总规模29.54万亿元，其中表外非保本理财22.17万亿元，占比75%。国有银行理财存续规模占比34%，股份制银行存续规模占比40%，城商行存续规模占比16%，农村金融机构存续规模占比5%。理财资金的配置看，债券配置比例达到42.19%，非标准化债权类资产占比16.22%，现金和银行存款占比13.91%，权益类资产占比9.47%。

2017年对于同业理财的监管，压降了3.4万亿元的同业理财。资管新规下，投向非标资产的理财成为未来2-3年重点压降对象。

根据相关文件，商业银行应当合理控制理财资金投资非标准化债权资产的总额，理财资金投资非标准化债权资产的余额在任何时点均以理财产品余额的35%与商业银行上一年度审计报告披露总资产的4%之间孰低者为上限。按照各行公布的理财产品规模，结合上述对理财产品规模的相关规定，并考虑表外占比因素，我们测算的26家上市银行理财产品规模达到22.34万亿元，占理财总规模的75.63%，其中表外非保本理财规模18.7万亿元，占比84.35%，理财产品中投向非标资产的规模大概在4.05万亿元，占总资产的比例为2.7%。

图12. 理财产品中非标资产占比（2017年数据）



数据来源：公司公告，万联证券研究所

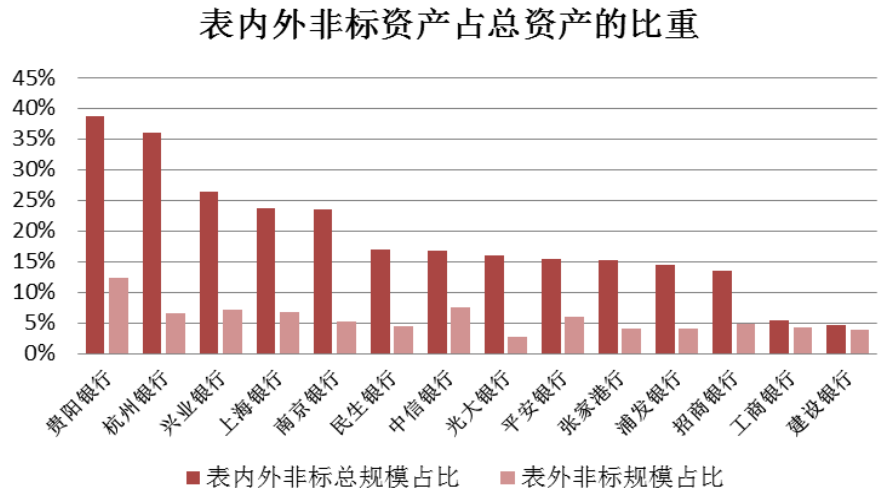
3.4 表内外非标总规模占总资产 11.4%

综上，26家上市银行表内非标占总资产5.1%，表外非标占总资产6.3%，合计表内外非标占总资产的比重11.4%，约14.7万亿的规模。

资管新规下，非标资产的收缩是趋势性的，是不可逆的。目前看，非标资产未来不是转到表内，就要通过债券市场来消化。

按照资管新规，过渡期到2020年末，上市银行每年需要压缩大概5万亿元左右的非标资产。考虑到到期以及置换，预计每年有1.5万亿元的资产需要回表，相当于每年新增贷款的10-15%。

图 13. 表内外非标资产占总资产的比重



数据来源：公司公告，万联证券研究所

4、投资策略

2018年，对银行资产端的监管以及资产新规不断的推进，将对银行的资产质量产生一定的负面影响。通过对银行表内外非标资产的模拟测算，26家上市银行表内外非标资产合计14.7万亿元，占总资产的比重11.4%。按照资管新规，过渡期到2020年末，上市银行每年需要压缩大概5万亿元左右的非标资产。考虑到到期以及置换，预计每年有1.5万亿元左右的资产需要回表，相当于每年新增贷款的10-15%。考虑到对资本的消耗以及潜在违约率上升的负面影响，推荐表内外非标资产占比低的大行以及低估值的股份行。

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

姓名：郭懿

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。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wljq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责条款

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 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484