


2018.08.20

信贷配置分析框架：概念、方法与实战

——基本面研究系列之一

 邱冠华（分析师） 袁梓芳（研究助理）

 021-38676912 021-38676284

 qiuguanhua@gtjas.com yuanzifang@gtjas.com

证书编号 S0880511010038 S0880117070067

摘要：

信贷配置分析方法论，主要是基于银行微观主体的视角，从银行信贷配置的意愿和能力两个角度进行分析。整篇报告遵循了“基础概念—分析框架—实战运用”的思路，为投资者进行信贷研究提供参考。

● 信贷供给意愿

从微观的角度，提出以RAROC为分析框架，对影响银行信贷供给意愿的因素进行总结，并从三个角度进行进一步的阐释。

1、信贷资产的顺逆周期性质：我国信贷主要呈顺周期特征，在逆周期调控和监管实施期间呈现逆周期特征。

2、银行大类资产配置的逻辑：①基本原理上，分析银行大类资产和业务条线的性价比。从ROA的角度，贷款>债券>同业；从RAROC的角度，零售>对公>资金。②从行业角度，分析银行资产配置的情况，及其变动背后的主导因素。③从主体角度，分析不同类型银行资产配置的差异性，主要表现为风险偏好、创新动力和风控能力三个方面。

3、银行安排信贷期限的逻辑：解释了银行在加息和降息周期中的贷款久期选择，预期加息则缩短期限，预期降息则拉长期限。

● 信贷供给能力

对限制银行信贷投放能力的因素进行分析和总结，包括资本金、流动性、MPA考核、信贷额度限制和跨区经营限制。

● 上市银行分析

以行业和上市公司数据进行“实战演练”。判断稳增长和表外受限背景下，信贷增速将维持较快增长；从各上市银行来看：

国有行：①资产负债结构稳健，贷款占比最高，应收款项类投资占比最低。

②对公为主，零售（按揭）为辅。建设银行在住房金融上有特色。

股份行：①创新动力较强，信贷和应收款项类投资占比都高，兴业银行是典型。②业务各有特色，按揭和信用卡是股份行零售业务重点，招商银行、平安银行是零售行代表，但两者业务重点和风险偏好不同。

城商行：①信贷投放受限，信贷占比低而应收款项类投资占比高。②业务以对公为主，但零售较快增长（基数小）、各具特色。

农商行：①经营较为传统，贷款占比高，而应收款项类投资占比低。②深耕当地经济，小微客户多，经营性贷款占比最高，贷款期限短。

● 风险提示：经济不确定性增强，银行信贷投放意愿下降，需关注信贷增速低于预期的风险。

相关报告

商业银行：《稳增长，钱从哪里来？》

2018.08.13

商业银行：《8月策略：纳入兴业，保留南京》

2018.07.31

商业银行：《监管纠偏，政策确底》

2018.07.22

商业银行：《既是个案，也要客观》

2018.07.03

商业银行：《7月策略：价值底部区》

2018.07.02

目 录

1. 基础：信贷基本概念.....	3
1.1. 信贷分类	3
1.2. 垫款相关	4
1.3. 类信贷资产	5
2. 框架：信贷配置意愿.....	6
2.1. RAROC 的分析框架	6
2.2. 信贷顺逆周期性质	7
2.3. 大类资产如何配置	8
2.3.1. 零售最具性价比.....	8
2.3.2. 信贷比重较稳定.....	11
2.3.3. 银行的行为异化.....	12
2.4. 信贷期限怎么安排	14
3. 框架：信贷供给能力.....	15
3.1. 资本金的限制	15
3.2. 流动性的限制	16
3.3. MPA 考核限制	17
3.4. 央行额度限制	17
3.5. 跨区经营限制	17
4. 实战：上市银行分析.....	17
4.1. 总量研判	18
4.2. 资产结构	19
4.3. 业务结构	21
4.4. 期限结构	24
5. 风险提示	25

信贷业务是商业银行最重要的业务之一，体现为：①在表内资产占比上，银行业信贷资产占比约为 50%，占据表内资产半壁江山；②在营收结构上，2017 年我国上市银行利息净收入占营收比重超过 75%，而信贷资产恰恰为利息收入的主要来源（此外还有债券投资、类信贷资产和同业资产的利息收入）。因此，研究信贷业务能够为理解银行业的资产配置和盈利结构提供有益的参考。

除此以外，银行业作为金融体系的重要支柱，起到为实体经济“输血”的作用。尤其银行的资产配置行为是货币政策传导的核心组合部分，理解银行的信贷行为对理解宏观经济和政策具有重大意义。

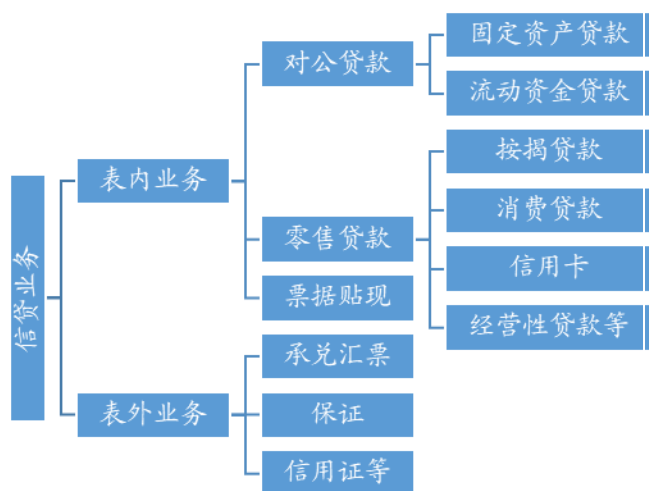
本篇分为四个部分：第一部分简单介绍银行的信贷业务和基本概念；第二、三部分为基本框架，从信贷配置意愿和能力两个角度，研究商业银行信贷配置行为；第四部分针对上市银行进行重点分析。

1. 基础：信贷基本概念

1.1. 信贷分类

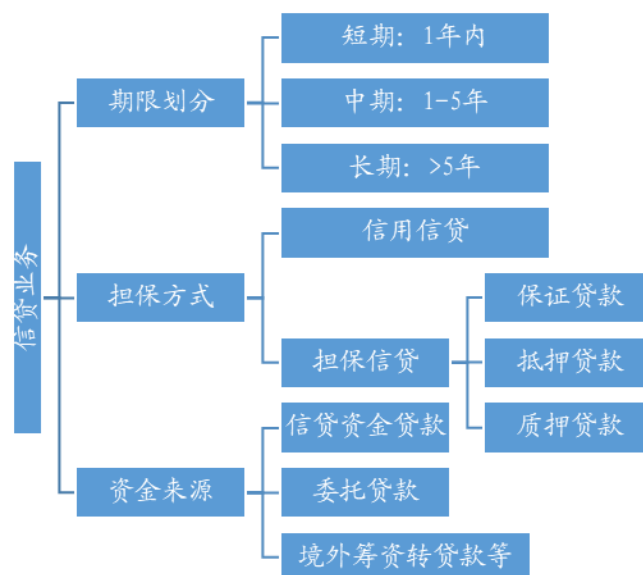
商业银行信贷业务可以根据表内外、性质用途、期限、担保方式、资金来源等分类方式进行分类，我们可以从银行财务报表分析各银行在不同信贷业务上的偏好。

图 1：信贷业务按表内外和性质用途分类



数据来源：国泰君安证券研究

图 2：信贷业务其他分类方法



数据来源：国泰君安证券研究

举例：以建设银行 2017 年年报为例。

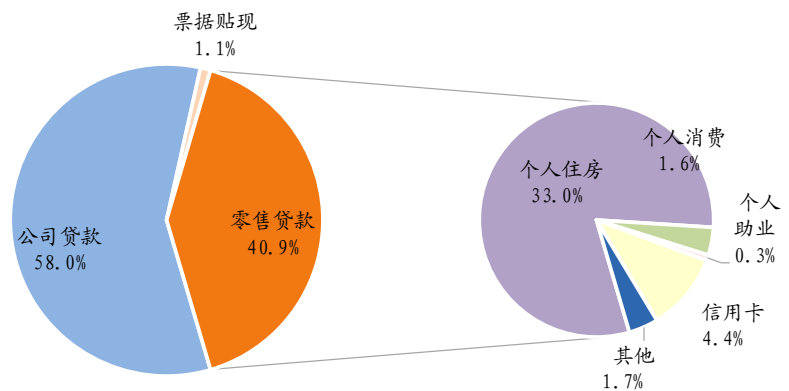
- 在“经营情况讨论与分析”中：可以找到按照性质、期限、行业、担保方式分类的贷款总额和期间日均余额（财务报表附注“客户贷

款和垫款”中的分类合并了国内和海外贷款，更精确)；

- 在财务报表附注的“风险管理”中：①“利率风险”部分披露到期与重定价日孰早的贷款期限划分；②“流动性风险”部分披露按照剩余到期日分类的贷款净额。

2017 年末，建设银行信贷的公司、零售配比约为 6: 4，在上市银行中零售贷款占比较高（具体对比见第三章），与其“零售优先战略”相吻合；零售贷款中以按揭贷款为主，建设银行在住房金融领域具有优势。结合建设银行的战略，可以注意到其已经切入住房租赁市场，17 年底基本实现住房租赁平台对全国主要大中城市覆盖，致力于打造租购并举，未来这块业务仍将是建设银行的战略重点。

图 3：建设银行 2017 年末贷款以对公为主，零售主打按揭贷款



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

1.2. 垫款相关

银行表内信贷资产在会计上的科目是“客户贷款和垫款”，“贷款”很好理解，是银行向借款人发放的各类贷款；“垫款”又是什么呢？

垫款主要是表外信贷业务形成的，包括银行承兑汇票垫款、信用证垫款、银行保函垫款和外汇转贷款垫款等。银行在客户无力支付到期款项的情况下，被迫以自有资金代为支付从而形成垫款，因此垫款通常被计入“逾期贷款”。

以银行承兑汇票举例。银行根据“承兑”的承诺，在汇票到期时必须向持票人无条件付款。为了控制风险，银行会针对不同信用评级的客户要求不同比例的保证金，甚至要求提供抵质押物。如果客户在银行的保证金和存款不足以支付票款的，那么付款金额与保证金和其他存款的差额部分就是银行给客户的“垫款”，这部分垫款银行是要计收利息的，并且银行将着手催收和追偿。

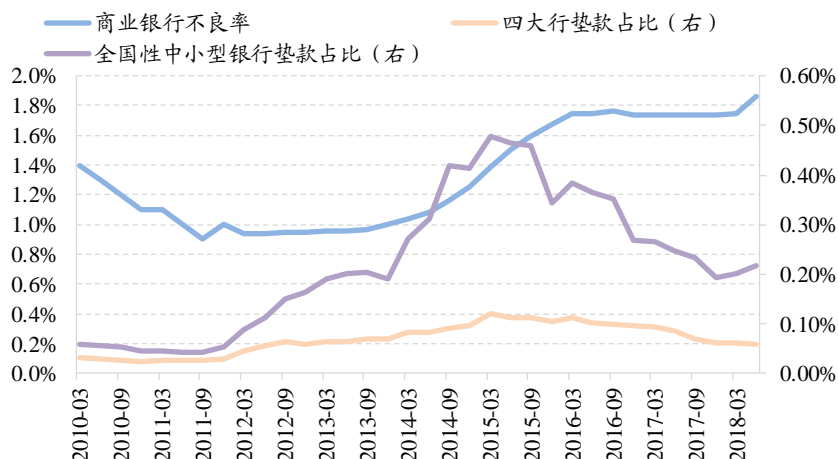
总结来看，承兑汇票业务上银行获得的收益和风险包括：

- ✓ 拉存款的有力手段；

- ✓ 承兑业务的手续费：一般为承兑金额的 0.5%；
- ✓ 经营客户关系；
- ✓ 发生垫款后的利息；
- ✗ 扣除客户保证金、其他存款、抵质押物、追偿所得后的损失。

垫款的发生往往代表着企业的流动性发生问题，因此对资产质量有一定领先意义，是值得分析的指标。

图 4：“垫款/贷款总额”是资产质量的领先指标



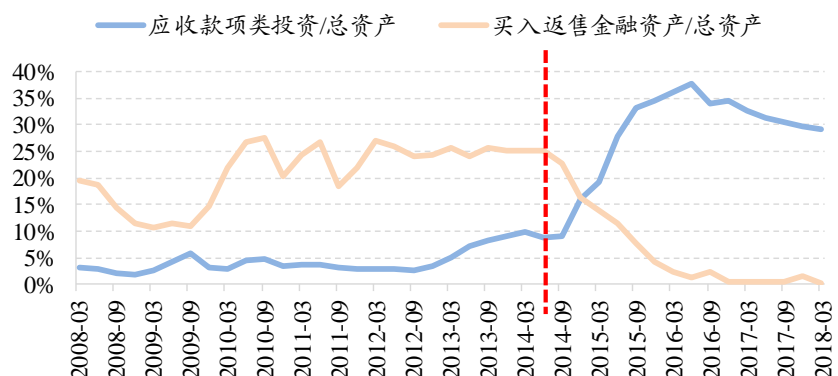
数据来源：人民银行，银保监会，国泰君安证券研究

1.3. 类信贷资产

除了银行表内的“客户贷款和垫款”，银行往往还有隐藏的信贷资产，我们称之为“类信贷”资产。

为了规避资本金限制，银行将信贷资产隐匿于别的会计科目（通常为风险权重低的同业资产，如“买入返售”）中，这种模式被称为“同业非标”。2013 年 8 号文和 2014 年 127 号文后，原本大量计入同业科目的非标资产被转入“应收款项类投资”，通过信托资管计划等投放信贷资产，100% 计提风险权重，但仍然具有绕开信贷额度管控和地域限制的作用。以兴业银行为例，2014 年监管后，兴业银行买入返售金融资产占比大幅下降，同时应收款项类投资占比飙升。

图 5：2014 年兴业银行应收款项类投资占比替代性增长



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

接下来的两部分为银行信贷的基本分析框架，从银行配置信贷的意愿和能力两个角度，分析银行的信贷行为。

2. 框架：信贷配置意愿

2.1. RAROC 的分析框架

商业银行作为市场主体，本质上是追求高利润的，但由于其受到各项监管限制（尤其是资本充足率），因此其资产配置的意愿往往是在多个目标下均衡的一个结果。RAROC（风险调整资本收益，即单位经济资本创造的利润），由于兼顾了盈利性、安全性和资本要求，因此也成为银行分析良好的参考框架。

$$\text{RAROC} = \frac{\text{利息收入} + \text{相关收费} - \text{资金成本} - \text{运营成本} - \text{预期损失}}{\text{经济资本}}$$

$$\approx \frac{\text{资产收益率} + \text{相关手续费率} - \text{资金成本率} - \text{运营成本} - \text{信用成本}}{\text{风险加权系数}}$$

注：经济资本取决于非预期损失，为简便起见，假设经济资本为监管资本，假设预期损失为历史平均信用成本。

表 1: 信贷意愿主要影响因素一览

	影响因素	跟踪指标	影响
贷款收益率	宏观经济状况	GDP、工业增加值同比增速	+
	贷款利率	贷款基准利率、金融机构加权平均利率	+
	业务类型	对公贷款（一般、票据）、零售贷款（经营、消费、按揭、信用卡等）	
	覆盖地域	金融竞争激烈程度	-
资金成本率	外部成本	存款基准利率、存款成本率、货币市场利率	-
	内部成本（行内支持）	FTP（往往盯住 SHIBOR，但会根据行内资源倾斜程度进行调整）	-
	覆盖地域	金融竞争激烈程度	-
	网点数量	网点数量（揽储能力）	+
业务成本	业务类型	对公业务<零售业务	-
信用成本	宏观经济状况	GDP/工业增加值同比增速（可分部门、行业）	+
	银行资产质量	不良率、关注率、逾期率、迁徙率	-
	拨备充裕程度	拨备覆盖率、拨贷比、偏离度	+
监管导向	风险权重	风险权重（对公>零售>同业/债券投资）	-
	优惠政策	定向降准、税收优惠等	+
	表外创新	社融表外融资增速	-
股东结构	国有控股/地方政府持股	中央/地方政府持股比例	

数据来源：国泰君安证券研究

注：影响的“+”或“-”分别代表着“跟踪指标”对于信贷意愿的正面和负面影响。

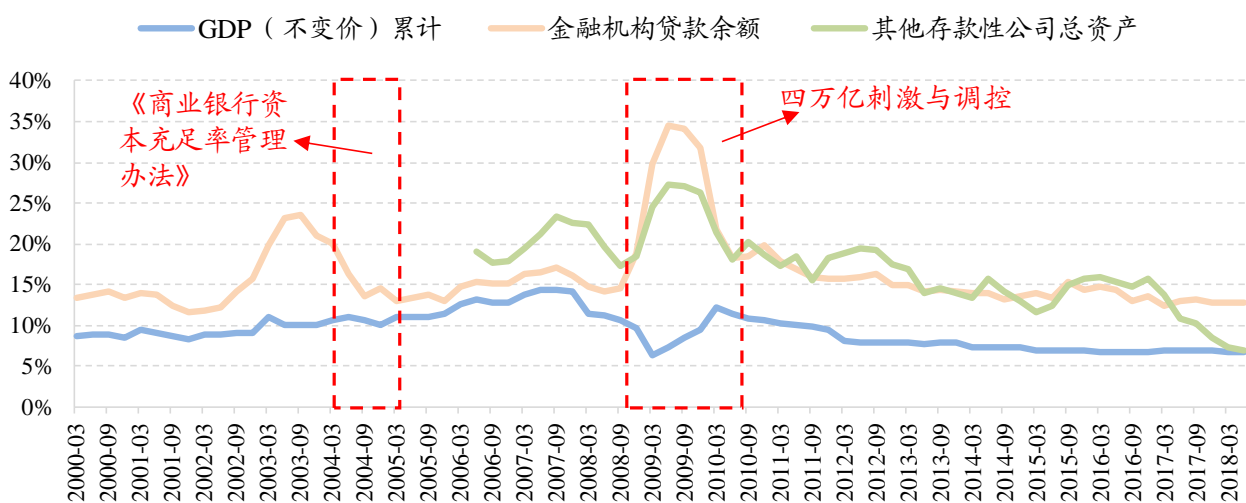
但同时，有于我国大部分商业银行为国有或地方政府控股、参股，因此我国商业银行也成为宏观经济调控的组成部分。在经济下行期，政府通过影响银行信贷来进行宏观调控。

2.2. 信贷顺逆周期性质

银行信贷往往具有顺周期性。在经济上行期，企业盈利能力改善，扩大再生产的需求扩大，利率上升，预期信用成本下降，银行扩张其信贷规模以追求更高的收益；在经济下行期，融资需求下降，利率下行，贷款面临信用风险，银行控制乃至收缩其信贷规模。

从信贷增长来看，我国银行业的信贷行为基本符合这一规律，贷款同比增速基本与 GDP 增速趋势相吻合，例外情况主要与监管实施和逆周期宏观调控有关，比如：（1）2004 年 3 月起，《商业银行资本充足率管理办法》正式实施，银行信贷扩张受到限制，在经济增速基本平稳的背景下，信贷增速显著下降；（2）2008 年底开始，四万亿刺激下银行业迎来一轮信贷狂潮，2009 年末经济过热，宏观调控后贷款增速下行，该阶段银行信贷与宏观经济是逆周期的。

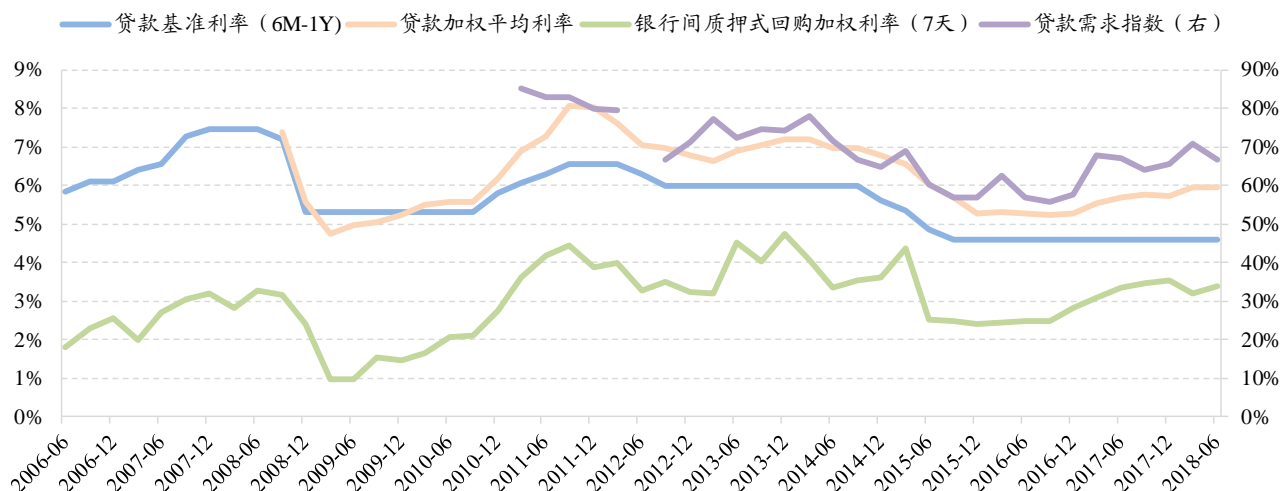
图 6：我国商业银行信贷基本呈顺周期性



数据来源：wind，国泰君安证券研究；注：数据为同比增速。

从贷款利率来看，平均利率与贷款基准利率、货币市场利率和信贷需求高度相关。①基准利率，观察可知在降息和升息通道中，贷款利率均为同向加速变动，这种加速效应来自于顺周期性；②资金成本，货币市场利率可以衡量外部资金成本，其本身与基准利率的相关性非常高。但也存在例外情况，如 2016 年底以来，尽管基准利率不变，但市场利率却在紧货币和严监管下不断趋高，带动贷款利率上行；③贷款需求，央行银行家调查报告显示的贷款需求指数，对于贷款平均利率具有领先意义。

图 7：贷款利率与基准利率、资金成本、信贷需求高度相关



数据来源：wind，人民银行调查统计司，国泰君安证券研究

表 2:行业信贷数据跟踪表

数据类型	指标	数据来源	频率	更新时间
新增人民币贷款	居民（长短期）、非金融性公司及其他部门（长短期）、非银	人行	月度	每月 11 日-13 日左右
新增社融	人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴票、债融、股融	人行	月度	
金融机构人民币信贷收支表	住户（长短期×消费经营）、企业（长短期+融资租赁、垫款）、非银贷款	人行	月度	每月 14 日左右（略晚于金融数据）
全国性大型银行		人行	月度	
四家大型银行	短期、中长期、票据、融资租赁、垫款	人行	月度	
全国性中小型银行		人行	月度	
金融机构贷款投向统计报告	大中小企业贷款同比增长	人行	季度	季末次月 19-20 日左右
货币政策执行报告	人民币贷款加权平均利率	人行	季度	季末次月 14 日左右
银行家问卷调查报告	贷款总体需求指数等	人行	季度	季末月份 15 日后
总资产、总负债	各类型商业银行资产负债增长	银保监会	月度	每月 25 日左右

数据来源：国泰君安证券研究

2.3. 大类资产如何配置

2.3.1. 零售最具性价比

一个很有意思的话题是银行在面临大类资产时，是如何考虑并进行配置的？不考虑存放央行的准备金等资产，银行的生息资产可以分为（类）信贷资产、债券投资和同业资产三大块，其中：

- **信贷资产**：利息收入的主要来源，收益率最高的资产，同时风险最高，流动性最差，资本占用最多。信贷又可分为对公和零售两块，零售的资本占用小于对公；
- **同业资产**：本质上是流动性管理的工具，管理银行的流动性风险。由于资本占用低，历史上层作为同业套利的工具，但在监管后逐渐

回归本质；

- **债券投资：** 兼顾收益性和流动性的资产，银行持有债券可以获得利息收入和债券价格上涨或下跌的资本利得，同时债券具有良好的流动性，可以快速变现或者用于回购。资本占用上，银行主要配置的利率债资本占用很低，但信用债的资本占用与信贷资产接近。

表 3: 银行表内外资产信用风险权重（权重法）

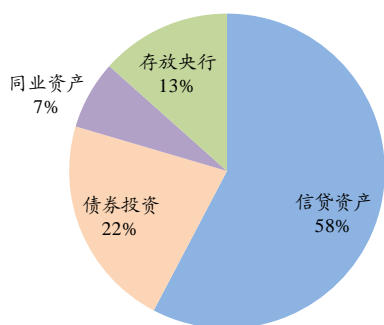
资产大类	举例	风险权重
现金及准备金	现金及存放中央银行款项	0%
债券投资	利率债（国债、证金债）	0%
	地方债	20%
	信用债	100%
信贷资产	个人住房抵押贷款	50%
	其他个人贷款	75%
	小微贷款（符合标准）	75%
	一般企业贷款	100%
表外业务	贷款承诺	0%-50%
	未使用信用卡额度	20%-50%
	等同于贷款的表外授信（如承兑汇票）	100%

数据来源：银保监会，国泰君安证券研究

微观层面上，以工商银行为例。之所以选取大行，是因为银行的“应收款项类投资”计入了“债券投资”，但其实际上多为类信贷资产，因此会对债券投资的收益率造成影响。大行的应收款项类投资占比很小，工商银行 2017 年底应收款项类投资占总资产约 1%，且一半以上为特别国债和华融债券，类信贷资产的影响可以忽略不计。工商银行 2017 年财报数据显示：

从资产配比来看，信贷资产为主要配置方向，债券次之。工商银行 2017 年底生息资产在信贷、债券和同业的配比分别为 58%、22%和 7%，剩余的 13%为存放央行的准备金等。

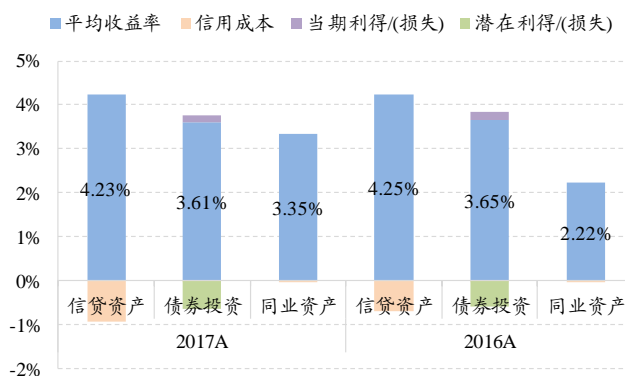
图 8：工商银行 17A 生息资产平均余额占比



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

注：信用成本=当期资产减值损失/期间资产平均余额；当期利得=(当期投资收益+公允价值变动损益)/期间资产平均余额；潜在利得=当期以后将重分类进损益的其他综合收益/期间资产平均余额。损益和其他综合收益均不包括衍生品投资、套期损益和

图 9：工商银行大类资产综合损益拆解



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

对联营及合营企业的投资收益。

从收益率来看，信贷资产最高，债券次之，同业最低。考虑信用成本和当期及潜在的利得（损失）后，三大类资产的综合收益基本维持同样的排序，这与三大类资产的流动性风险大小也是一致的。17 年货币市场利率快速上行，但信贷利率还未充分反映，因此同业资产的综合收益反而较信贷资产更高。

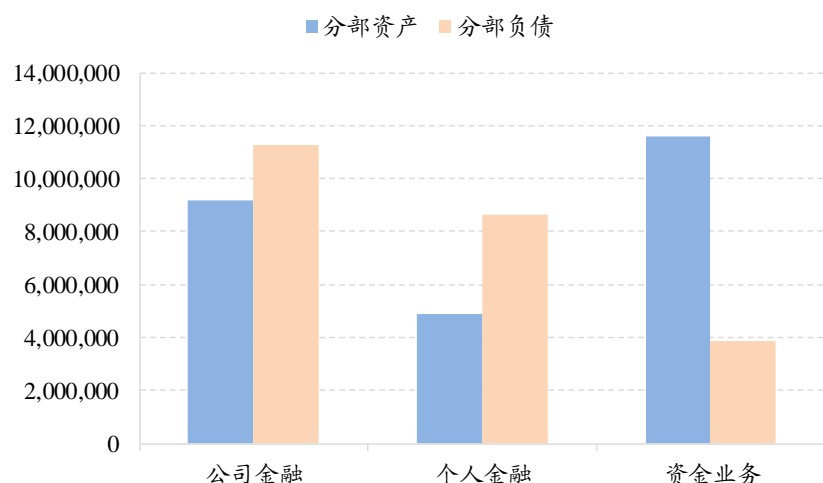
但考虑资本占用的话，债券投资和同业资产的 RAROC 岂不是很高了吗？银行为什么不只投资这两块业务呢？

信贷、债券、同业等都是资产业务，而银行还有负债和结算等业务。不同于贷款业务，债券投资和同业业务都很难经营客户关系、获取稳定的存款，如果仅做这两块业务，负债成本很难降下来。此处可以用银行的分部利润表来说明。

以工商银行 2017 年年报为例：公司金融、个人金融和资金业务三个分部，前两者较好理解，资金业务涵盖了货币市场业务、证券投资业务、自营及代客外汇买卖和衍生金融工具等，债券投资、同业投资和同业负债等业务都囊括在内。结论是：以 RAROC 来看，零售>对公>资金。

- **资金业务有赖于对公和零售业务支持。**工商银行 2017 年底资金业务的分部资产高于分部负债，这意味着在工商银行内部，资金业务向对公和零售业务“借钱”，体现为内部利息净支出。在这部分资金成本计入后，资金业务的利润就很薄了，因此即使资本占用少，RAROC 仍低于对公和零售业务。

图 10： 工商银行 2017 年分部资产负债情况（百万元人民币）



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

- **零售业务性价比最高。**零售业务的优势来自于最低的资金成本（体现为最高的内部利息净收益率）、最强的中收创造能力（体现为最高的手续费收入/平均资产）和较低的信用成本。尽管业务成本高，但瑕不掩瑜，零售业务无论是 ROA 还是 RAROC 都远高于对公和

资金业务。这解释了为什么近年来银行纷纷打出“零售转型”的旗号。

表 4:分部 RAROC 测算（工商银行 2017A）

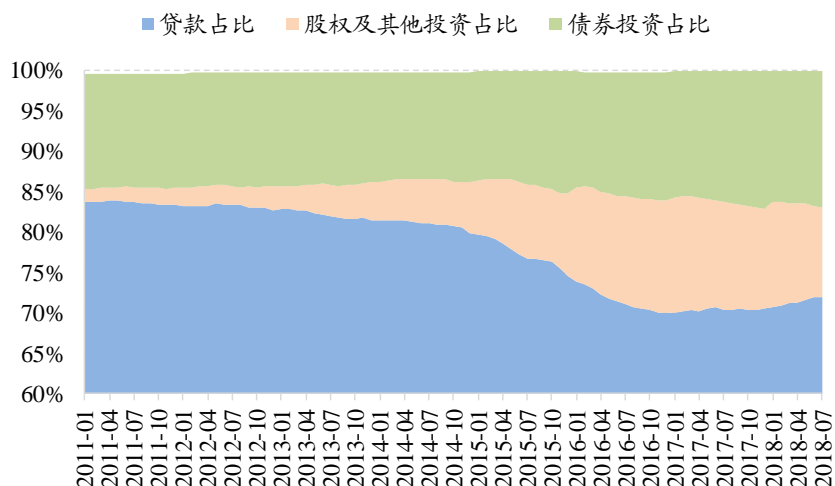
	公司金融	个人金融	资金业务
平均资产占比	36%	18%	45%
利息净收入	2.8%	4.1%	0.7%
外部利息净收入（支出）	2.8%	1.3%	1.9%
内部利息净收入（支出）	0.1%	3.2%	-1.7%
手续费净收入	0.9%	1.4%	0.0%
其他非息收入	0.0%	0.0%	0.1%
营业收入	3.7%	5.5%	0.8%
税金及附加	0.0%	0.0%	0.0%
业务及管理费	-0.8%	-2.1%	-0.1%
资产减值损失	-1.2%	-0.4%	0.0%
营业成本	-2.0%	-2.4%	-0.2%
所得税费用	-0.4%	-0.8%	0.0%
ROA	1.3%	2.3%	0.6%
其他综合收益			-0.4%
综合收益	1.3%	2.3%	0.2%
假设资本占用	100%	60%	30%
简化的 RAROC	1.3%	3.8%	0.8%

数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

2.3.2. 信贷比重较稳定

宏观层面上，从《金融机构信贷收支表》出发：（为了考察类信贷资产，我们参考《金融机构本外币信贷收支表》中的“股权及其他投资”，该项目主要包含基金投资、理财、资管计划等，多为非标资产。）以“贷款+股权及其他投资”来衡量表内的信贷和类信贷资产，可以发现（类）信贷资产与债券投资之间的配比较为稳定。

图 11： 金融机构（类）信贷投放与债券投资占比

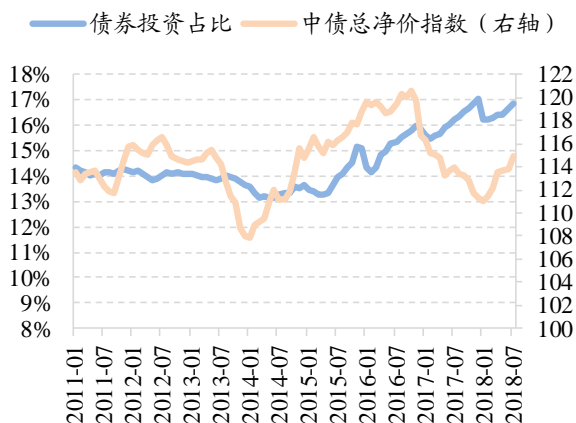


数据来源：wind，国泰君安证券研究

注：贷款占比为《金融机构本外币信贷收支表》中“贷款/资金运用总额”，债券占比、股权及其他投资占比同理。

- **贷款资产占比主要受经济周期影响。**随着四万亿刺激计划的消化，2011 年以来经济增速不断下滑，叠加 2015 年以来的降息，银行信贷配置意愿下降，信贷资产配比降低。
- **类信贷资产受金融创新和监管影响。**商业银行，尤其是中小银行，通过将非标资产包装为资管计划等，规避信贷额度和地域限制。2017 年严监管启动，“股权及其他投资”占比明显下降。
- **债券投资受行情和流动性监管影响。**①债券市场行情影响，如 2013 年“钱荒”阶段债券投资占比下降，2014 年后的债牛中债券投资回升，对信贷形成了一定替代效应。②2014 年 3 月以来，原银监会试行流动性新规，此后银行投资债券占比一路走高，并非偶然。

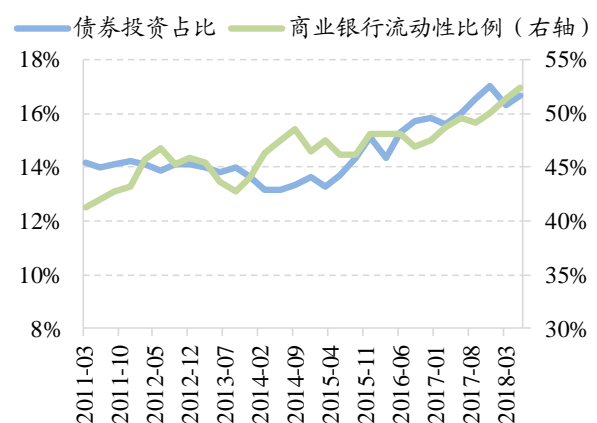
图 12：银行债券投资占比与债市行情有关



数据来源：wind，国泰君安证券研究

注：债券投资占比为《金融机构本外币信贷收支表》中“债券投资/资金运用总额”。

图 13：银行债券投资占比与流动性监管有关



数据来源：wind，国泰君安证券研究

2.3.3. 银行的行为异化

银行业不同类型的主体，其大类资产配置的行为模式也存在不同。大小银行的异化主要表现为（此处对比四大行和以股份行为代表的中小银行）：

- **风险偏好的不同：**四大国有银行的负债能力较强，成本较低，因此做低风险的业务也可以获利，风险偏好较低；同时客户资源丰富，相较中小银行更容易获得大中型企业的青睐。体现在数据上，四大行的中长期贷款（常为大型企业）占比相较中小型银行更高。

图 14: 资金运用结构对比

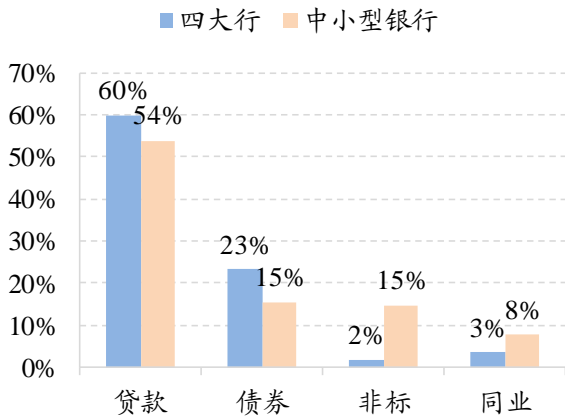
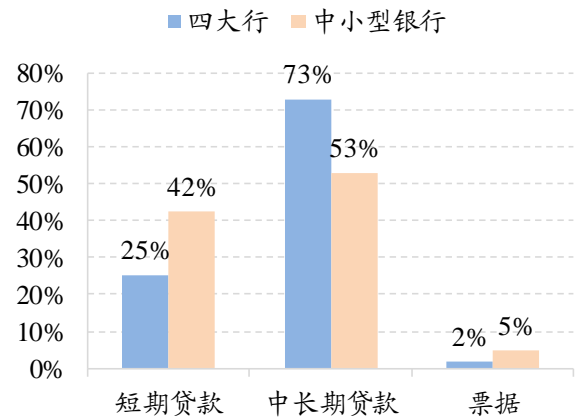


图 15: 贷款期限结构对比



数据来源: 人民银行, 国泰君安证券研究 (截至 2018 年 7 月)

- 创新动力的不同:** 中小银行往往受限于信贷额度, 城农商行还受限于地域, 因此有动力通过表内 SPV 将贷款进行包装, 从而突破监管的限制。表现为: 近年来中小银行贷款占比迅速走低, 但股权及其他投资 (表内 SPV) 占比却大幅走高。国有大行则动力较弱, 合规审慎意识更强, 表现为信贷资产占比平稳, 股权及其他投资占比不足 3%。

图 16: “贷款/资金运用”对比

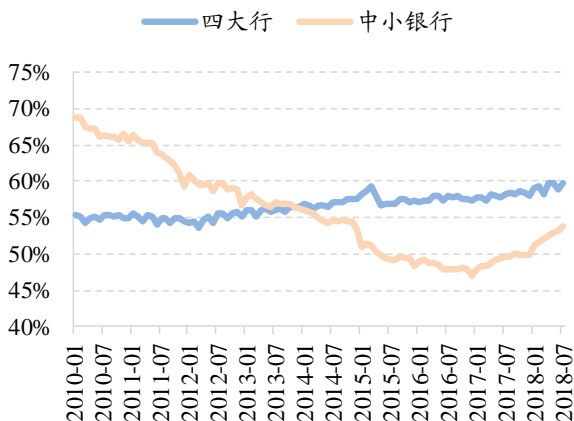
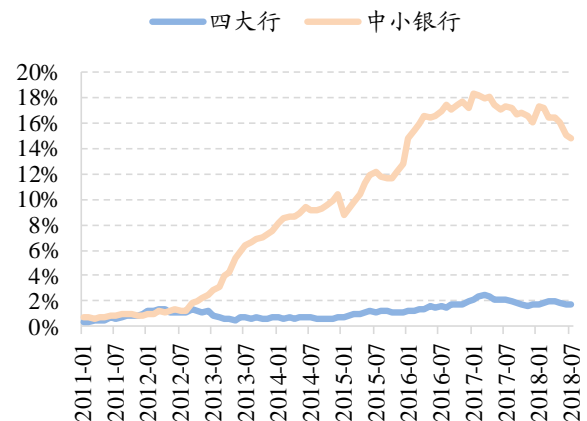


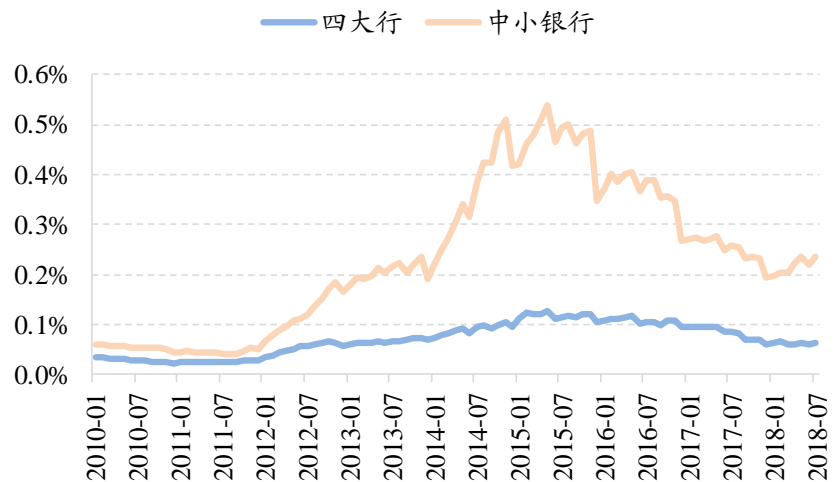
图 17: “股权及其他投资/资金运用”对比



数据来源: 人民银行, 国泰君安证券研究

- 风控能力的不同:** 以“垫款/贷款总额”为资产质量的代理变量, 发现中小银行的垫款占比相较四大行更高, 同时波动幅度远高于四大行。这和客户结构有关系, 同时也说明中小银行的风控能力与四大行仍有差距。

图 18: 中小银行垫款占比高且波动幅度大



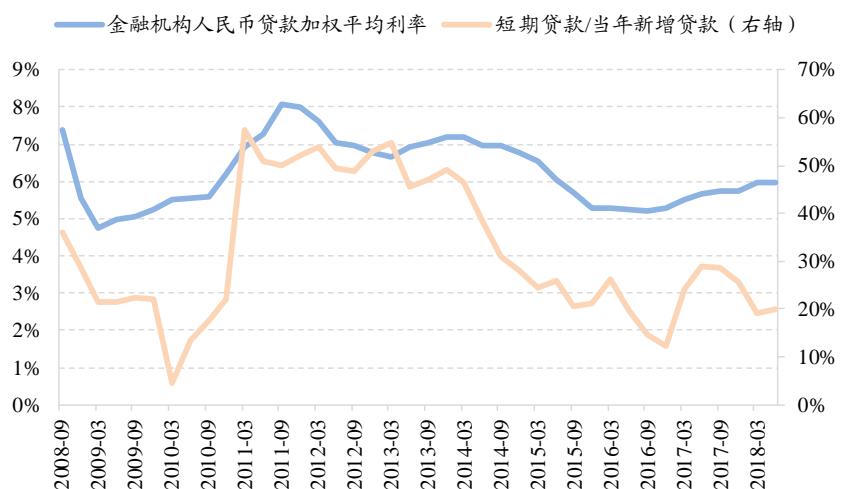
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2.4. 信贷期限怎么安排

除了信贷种类以外, 银行在加息和降息周期中, 会采取不同的期限投放模式, 以使得利润最大化。

宏观层面上, 我们可以观察新增贷款的投放结构。银行预期加息, 则会缩短贷款期限, 以尽量在利率高点投放长期贷款, 从而获取收益。如 2010 年开启的加息周期中, 新增贷款中短期贷款占比不断提高。而若银行预期降息, 则会尽快投放长期贷款, 以锁定目前的贷款收益率。如 2012 年的降准降息周期后, 短期贷款占比不断下降, 拉长贷款期限。2017 年严监管背景下, 贷款利率抬升, 短期贷款占比相应上升, 但 18 年初以来经济不确定性增强, 短期贷款占比再次下降。

图 19: 加息预期下缩短期限, 降息预期下拉长期限



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

微观层面上，我们可以通过银行财务报表分析银行贷款的期限结构。由于目前银行浮动利率贷款多数是盯住基准利率，固定上浮倍数，因此期限结构数据的使用要注意基准利率的情况。如果基准利率（预期会）改变，则应使用利率风险的重定价期限结构；如果基准利率（预期）不变，则应使用流动性风险的到期期限结构。具体数据分析见第四部分。

表 5:银行财务报表资产期限结构信息

财务报表附注	披露信息	适用情况
利率风险	到期日与重定价日孰早的期限结构	基准利率变动
流动性风险	到期日期限结构	基准利率不变

数据来源：国泰君安证券研究

3. 框架：信贷供给能力

除了银行信贷扩张的意愿以外，银行的信贷投放还受到监管多个层面的限制，主要包括资本金限制、流动性限制、MPA 考核和信贷额度限制。但值得注意的是，监管往往只是一根“绳”。“绳”的约束作用强，但激励作用往往有限，因此不能仅从银行信贷投放能力来看未来的信贷增长情况，还需关注银行的信贷投放意愿。

表 6:信贷投放能力主要影响因素一览

	影响因素	跟踪指标	影响
资本限制	资本充裕程度	资本充足率、杠杆率	+
	资产的风险权重	加权风险资产/总资产	-
流动性限制	揽储能力（客户基础）	存款/总负债	+
	期限结构	流动性匹配率、流动性覆盖率、净稳定资金比例、流动性比例	+
MPA 考核限制	资本充裕程度	宏观审慎资本充足率	+
	表外资产增速	表外理财增速	-
额度限制	央行额度	全国性>区域性	+

数据来源：国泰君安证券研究

注：影响的“+”或“-”分别代表着“影响因素”对于信贷意愿的正面和负面影响。

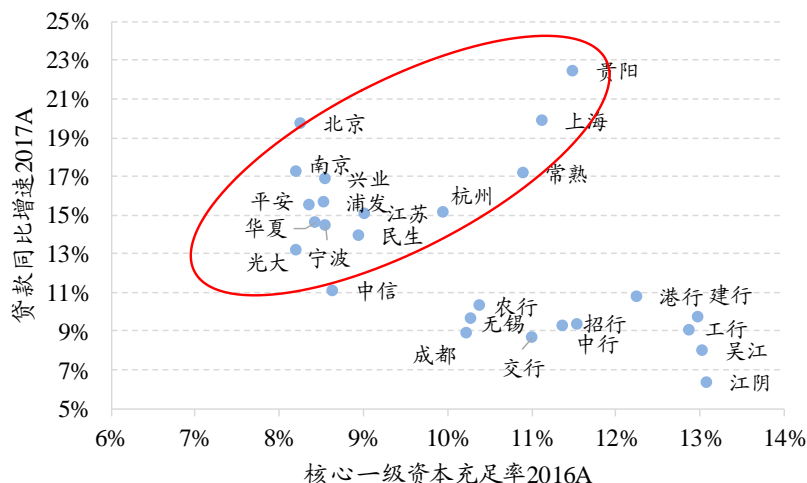
3.1. 资本金的限制

银行受到资本充足率约束。标准法下信贷资产相较同业资产、国债等风险权重较高，因此资本充足率对银行信贷资产配置能力起到非常大的约束作用。**资本充足率低、高风险权重资产占比高的银行，信贷投放能力就较弱。**（注意信贷投放能力不代表顶格用完）

此外，高级法下银行的资本占用较少，因此高级法的使用也可以变相削弱资本金对信贷扩张的约束。

由于大行和农商行的资本充足率最为充裕，不形成边际约束；且前者受限于体量，增长较慢。暂时不考虑大行和农商行，资本约束较为紧张的股份行和城商行的贷款增速与资本充足率基本呈正向关系。

图 20: 股份行和城商行贷款增速与资本充足率基本正相关



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3.2. 流动性的限制

银行始终受限于流动性监管, 2015 年存贷比取消后, 原银监会实施了流动性覆盖率等流动性监管指标。由于贷款的期限往往较长, 因此信贷投放会拉低流动性指标。在同业负债受限制的背景下, 存款能力强的银行信贷投放能力更强。

以流动性匹配率为例 (暂未实施): 在各项负债中, 存款的折算比率仅次于向央行的借款, 比起同业负债和发行债券等主动负债更加稳定, 在指标的计算上也更加有利。相同规模下, 存款占比更高的银行, 加权资金来源更多, 从而能够投放更多的贷款。

表 7: 流动性匹配率折算表

项目	折算率 (按剩余期限)		
	≤3 个月	3-12 个月	>1 年
加权资金来源			
1.来自中央银行的资金	70%	80%	100%
2.各项存款	50%	70%	100%
3.同业存款	0%	30%	100%
4.同业拆入及卖出回购 ¹	0%	40%	100%
5.发行债券及发行同业存单	0%	50%	100%
加权资金运用			
1.各项贷款	30%	50%	80%
2.存放同业 ² 及投资同业存单	40%	60%	100%
3.拆放同业及买入返售	50%	70%	100%
4.其他投资	100%		
5.由银行业监督管理机构视情形确定	由银行业监督管理机构		

¹ 卖出回购、买入返售均不含与中央银行的交易。

² 7 天以内的存放同业、拆放同业及买入返售的折算率为 0%。

的项目

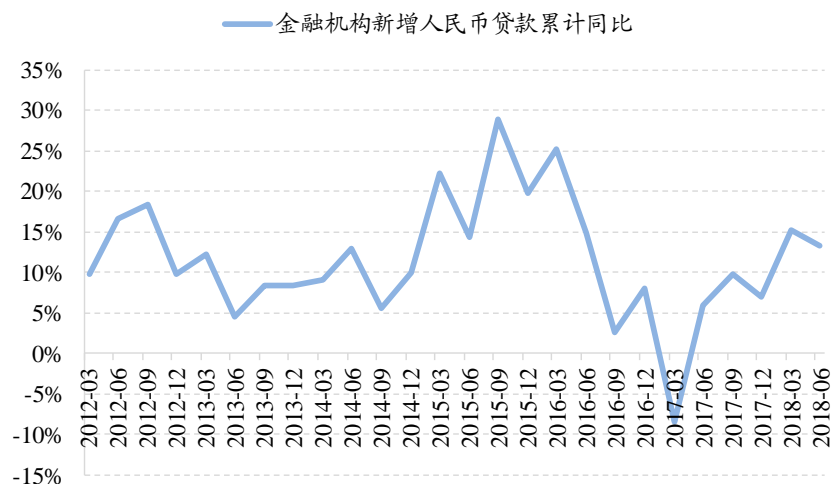
视情形确定

数据来源：银保监会，国泰君安证券研究

3.3. MPA 考核限制

MPA 限制广义信贷增速与经济增长的偏离程度，并加以宏观审慎资本充足率的要求，起到熨平信贷周期的作用，直接限制了银行表内外资产的增速上限。尤其是 17Q1 广义信贷纳入表外理财，银行贷款增速明显下滑；随着监管限制作用边际消退，信贷增速逐渐回升。

图 21：2017Q1 广义信贷纳入表外理财后信贷增速下降



数据来源：wind，国泰君安证券研究

3.4. 央行额度限制

央行对银行直接的信贷管控已经取消，但仍然会进行窗口指导。央行考虑货币政策需要和银行特质，直接限制了银行的放款额度。针对此种限制，银行往往通过表内 SPV 突破额度限制。

3.5. 跨区经营限制

目前监管层对区域性金融机构（城农商行）的跨区域经营有较多限制，如 2006 年《城市商业银行异地分支机构管理办法》对城商行开设异地支行提出多层面的要求。本土化经营可能面临当地信贷需求不足，从而限制银行信贷投放能力的情况，因此银行除了想方设法跨区域经营以外，还会在资产上进行包装以突破监管限制。

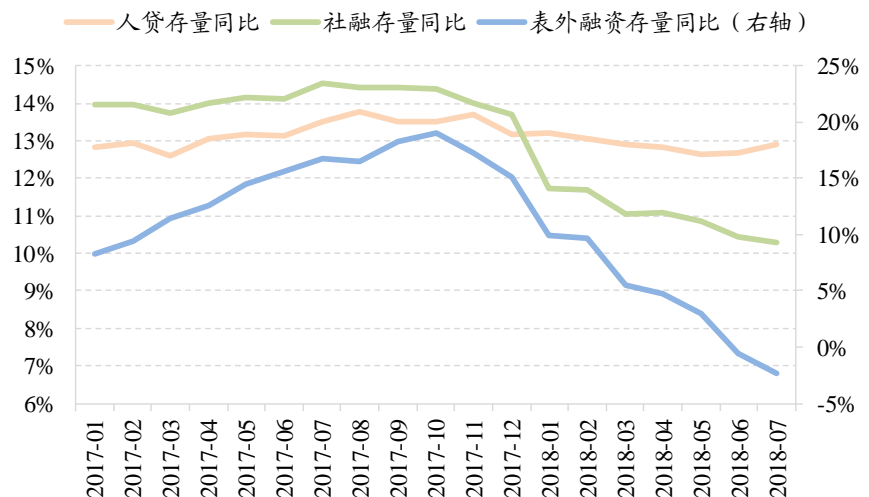
4. 实战：上市银行分析

本章从实战的角度，运用前文所述方法，以行业数据对行业信贷趋势进行研判；并通过分析上市银行的资产结构、业务结构和期限结构，把握各类型银行和个股的“个性”，为投资者提供参考。

4.1. 总量研判

由于银行股具有较强的同质性，对宏观信贷的判断，对研判上市银行信贷增速有重要意义。截止 2018 年 7 月，社融中人民币贷款存量同比增长 12.9%，未来信贷增速是否能继续较快增长，将取决于以下几个因素：

图 22：社融存量同比增速受表外融资拖累



数据来源：wind，国泰君安证券研究

- **金融监管持续推进。**2017 年以来严监管周期启动，禁止资管计划多层嵌套、限制期限错配、穿透监管，压缩监管套利空间。带来的直接结果是银行表内 SPV 的压降，和表外融资的剧烈下滑。表内非标和表外融资对表内信贷的挤入效应，将支撑信贷增长。

但要注意，这种挤入效应受限于：①表内外非标与表内信贷的标准差距，“不符合规定”的资产转入表内贷款，受到表内贷款的标准限制；②表外资产转入表内，受到银行资本充足率的限制。这也是为什么央行在资管新规执行通知里，提到：“对于通过各种措施确实难以消化、需要回表的存量非标准化债权类资产，在 MPA 考核时，合理调整有关参数，支持符合条件的表外资产回表；支持有非标准化债权类资产回表需求的银行发行二级资本债补充资本”。

- **货币政策边际转松。**不同于 2017 年以来的紧货币，2018 年以来货币政策见到放松迹象，如定向降准等。银行负债端压力下降，有利于资产端投放信贷。稳增长背景下，媒体报道央行松开银行信贷额度限制，监管层或启动逆周期调节，刺激银行信贷投放以改善整体社会信用环境。
- **银行信贷意愿走弱。**主要是表外融资压缩和中美贸易战演化都超出市场预期，经济不确定性增强，信用风险小范围爆发（2018 年以来信用债违约），银行在紧信用环境下信贷配置意愿显著削弱，对信贷增长不利；且宽货币和紧信用的背景，可能带来利率债的走强，银行配置债券的意愿将上升，对信贷配置将产生挤压。

社融的“坍塌”很可能导致经济失速和信用风险爆发，那么从稳社融增速的角度，今年信贷增速需要多少呢？

由于表外融资下滑进度超出预期，社融承担较大压力。若 2018 年表外融资余额下降 6%-7%，则信贷需保持 13-14% 的增长才能保住社融存量总体 10% 的增速，不至于下滑过快。从这个意义上，信贷大概率维持较快增长。

表 8: 社融存量同比增速模拟运算表

		2018 年信贷增速				
		11%	12%	13%	14%	15%
2018 年 表外融资增速	-5%	8.6%	9.2%	9.9%	10.6%	11.2%
	-6%	8.4%	9.1%	9.7%	10.4%	11.1%
	-7%	8.2%	8.9%	9.6%	10.3%	10.9%
	-8%	8.1%	8.8%	9.4%	10.1%	10.8%
	-9%	7.9%	8.6%	9.3%	10.0%	10.6%

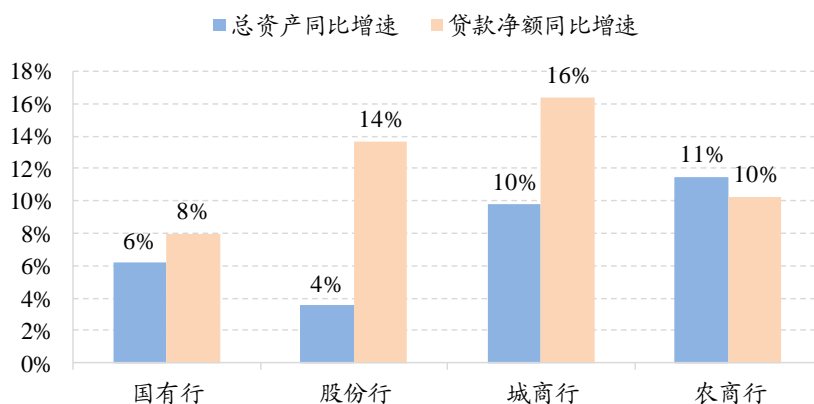
数据来源：银保监会，国泰君安证券研究

注：表外融资包括委托贷款、信托贷款、未贴票，假设外币贷款、直接融资、存款类金融机构 ABS 和贷款核销 18H2 净融资等于 18H1，通过假设 2018 年人贷和表外融资同比增速，模拟社融增速变化。

4.2. 资产结构

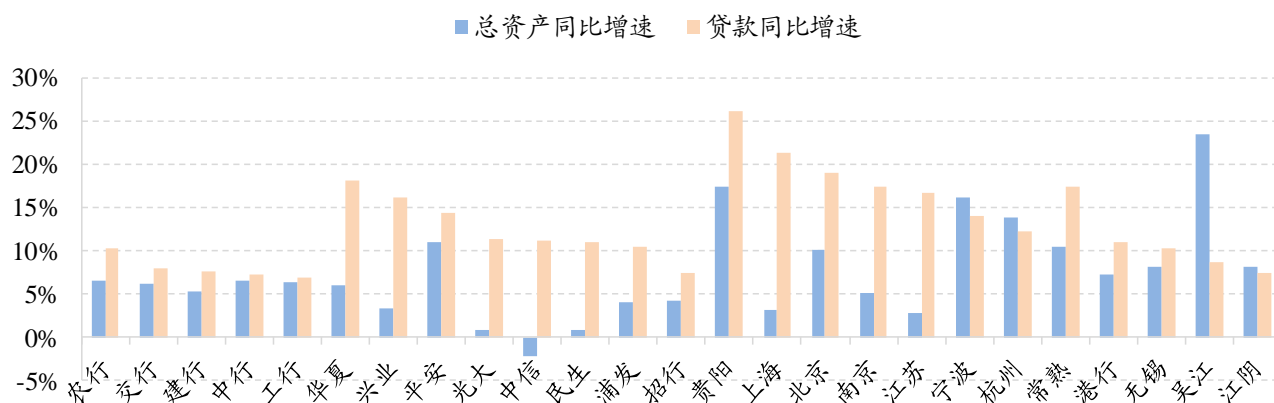
上市银行总体呈现出信贷较快增长，但资产增速偏低的局面。其中，资产负债结构较为稳健的国有行和农商行增长相对平稳，资产整体和贷款增速差距不大；股份行和城商行的信贷增速则明显快于其资产增速，呈现资产向信贷集中的局面。这与 2017 年整体严监管的环境有关，紧货币叠加严监管，银行被迫回归存贷本源。

图 23: 上市银行表内资产向信贷集中（2018Q1）



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 24: 大多数上市银行表内资产增速低于信贷增速, 资产结构向信贷集中 (2018Q1)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

从 2017 年底表内资产结构来看, 不同类型银行之间呈现明显差异。

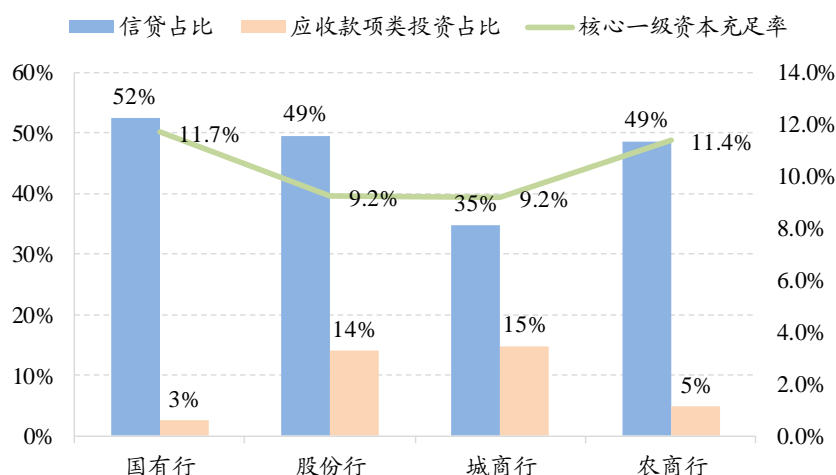
- **国有大行: 传统银行代表**, 贷款占比最高, 表内非标占比最低。应收款项类投资占总资产仅 3% 左右, 其中还有半数特别国债和资产管理公司债券, 因此表内 SPV 占比很低, 合规意识最强。

个股来看, 大行的同质性较强, 其中工商银行、建设银行、中国银行更为相近, 农业银行等信贷资产占比略低一些, 总体差异不大。

- **股份行: 信贷资源较丰富, 创新动力较强**, 表现为信贷资产占比较高的同时, 应收款项类投资占比也偏高。股份行信贷和类信贷合计平均占比 63%, 为四大类银行中最高, 这也解释了为何股份行的资本充足率整体偏低。

个股来看, 兴业银行的特殊性较强, 其贷款占比很低, 接近于城商行的水平, 而应收款项类投资占比却为上市银行中最高, 市场曾经赋予其“同业之王”的称号, 这也变相反映其创新基因。

图 25: 上市银行表内资产结构和资本充足率 (2017A)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

注：2018Q1 部分上市银行实施 IFRS9，导致“应收款项类投资”被合并进入“金融资产投资”等项，由于季报没有附注披露，难以衡量，因此使用 2017 年年报数据。

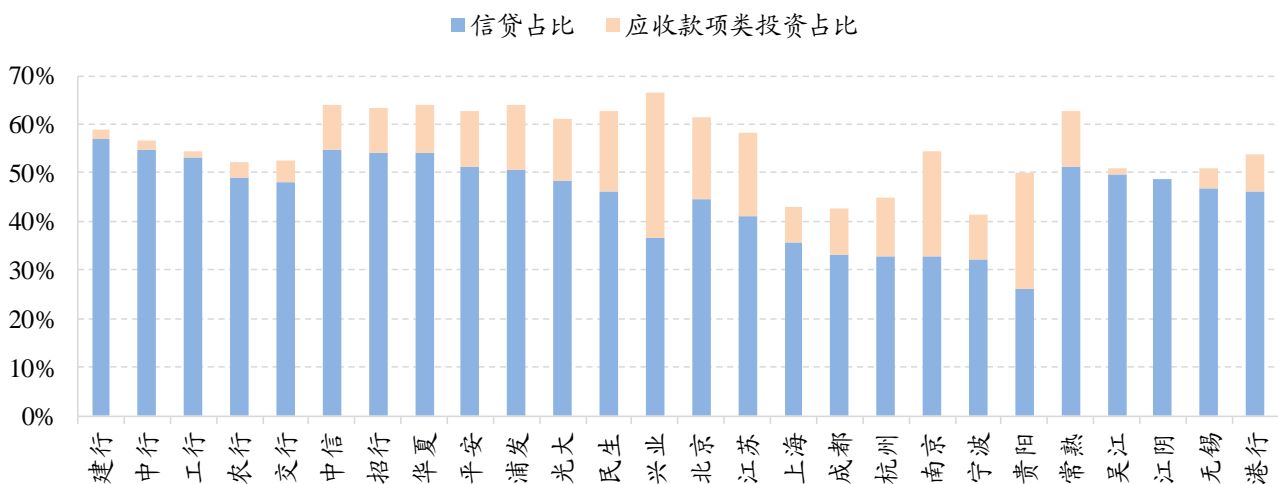
- **城商行：信贷投放受限制，创新动力较强**，表现为信贷资产占比最低（仅 35%），而应收款项类投资占比却最高（15%）。城商行信贷和类信贷资产合计占比约 50%，为四大类银行中最低，也说明了城商行在跨区经营受限制的情况下，信贷投放能力受限制的特征。反过来说，信贷投放较少也意味着债券和基金投资较多。

个股来看，北京银行、江苏银行、南京银行和贵阳银行的信贷和应收款项类投资占比较高，是偏“信贷”的银行；而宁波银行两者合计仅 41%，其资产结构更偏“资金”。

- **农商行：经营较为传统的小银行**。农商行深耕当地，与地方政府和企业的合作较为紧密。一方面由于其体量小，当地经济足够满足其信贷投放需求；另一方面，其业务能力相对薄弱，很难从事创新型业务。因此农商行的经营比较传统，表现为信贷占比高和应收款项类投资占比低。

个股来看，常熟银行是个例外。其除了信贷资产占比高以外，应收款项类投资占比也较高，两者加总已经接近股份行的水平。金融创新业务相较同业偏多。

图 26：上市银行表内信贷和应收款项类投资占比（2017A）



数据来源：wind，国泰君安证券研究

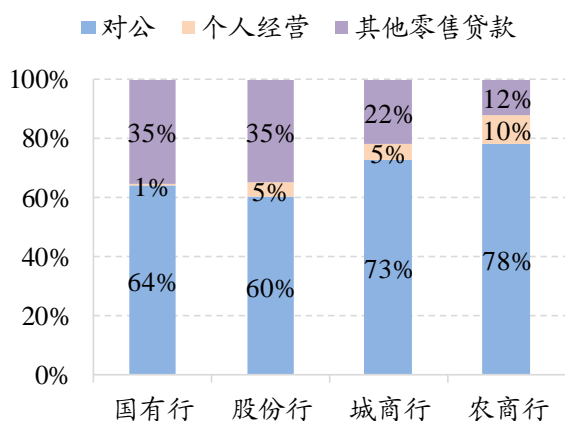
4.3. 业务结构

首先看我国 A 股上市银行对公、零售贷款的配比情况。

- **上市银行贷款以对公贷款为主**。国有行、股份行、城商行和农商行平均对公贷款占比在 60%-80%，如果考虑零售贷款中的个人经营性贷款，则广义对公贷款占比就更高。

- **经营范围越小，对公贷款占比越高。**可以看到城农商行（尤其是农商行）的对公贷款占比尤其高，这与地方银行的自身特色有关。小银行深耕地方，往往具有地方政企的背景，与其关系紧密，对公业务发展较为容易；同时地方银行的品牌效应较弱，零售业务很难在全国范围内铺开，因此对公业务占比较高。
- **零售业务较快发展，成为增长点。**2017 年各类银行零售贷款增速都远高于对公贷款，成为银行贷款增长的新支点，各银行纷纷在零售业务上加码。经济不确定性增强的背景下，零售业务的稳定性较强、性价比高，预计未来这种趋势仍将持续。
- **零售贷款占比股份行领先。**股份行在发展零售上迈的步子更大，17 年底平均零售贷款占比约 40%，高于其他三类银行。

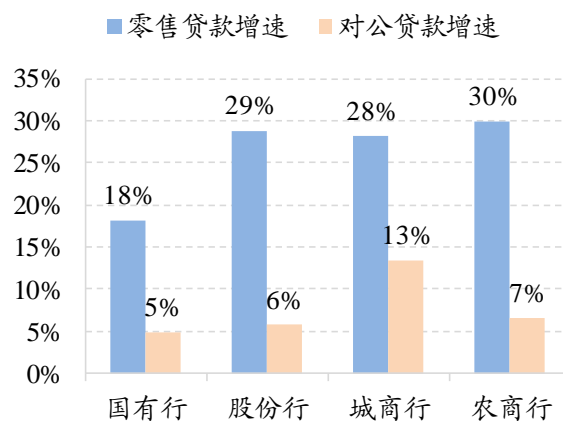
图 27：上市银行贷款结构（2017A）



数据来源：wind，国泰君安证券研究

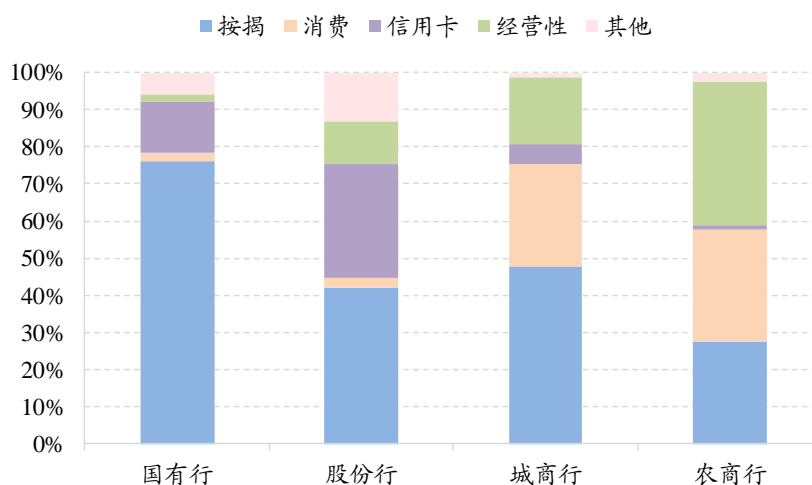
注：对公贷款包括一般企业贷款和票据贴现，下同。

图 28：上市银行零售与对公贷款增速（2017A）



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 29：上市银行零售贷款结构（2017A）

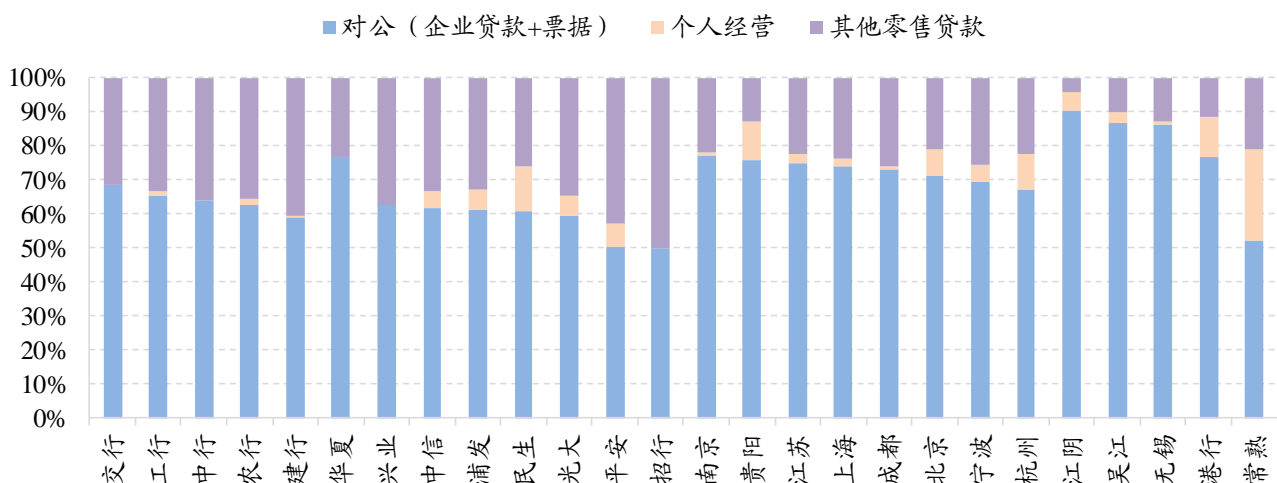


数据来源：wind，国泰君安证券研究

从个股来看，我们分别从各大类银行中挑选出代表性的银行简单评述。

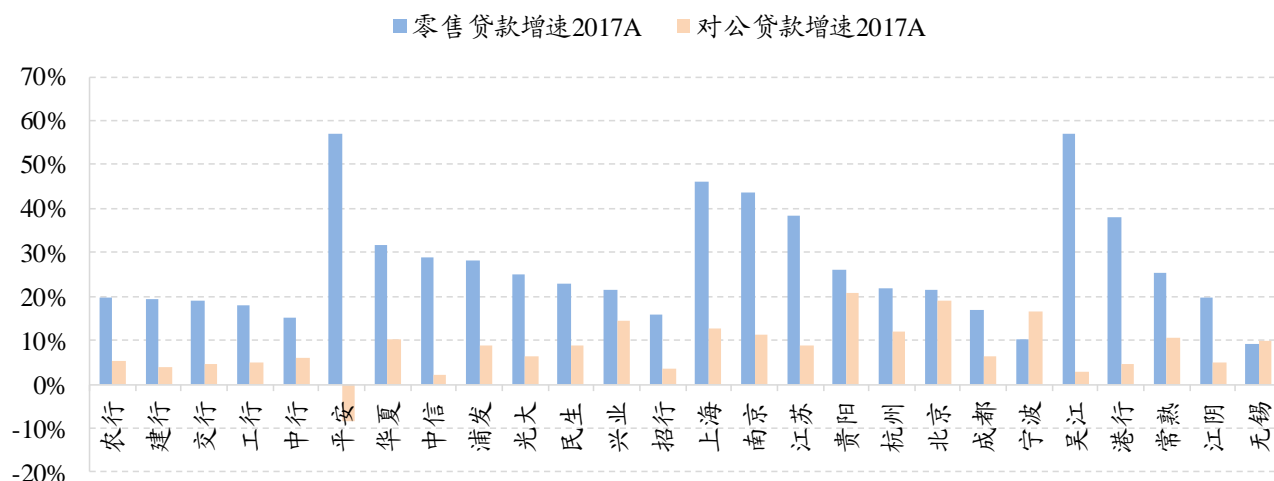
- **国有行：**国有行的差异不大，都以对公贷款为主（约 65%），零售贷款以按揭贷款为绝对主力（约 75%）。其中，建设银行在零售业务上较有代表性，17 年底其零售贷款占比高达 41%，为五大行中最高。其特色业务是住房金融，以按揭贷款为主，后续关注租购并举。
- **股份行：**股份行零售贷款占比在各大类银行中最高，按揭和信用卡是其发展重点。其中，招商银行、平安银行是零售银行的代表，17 年其零售贷款占比约 50%，在上市银行中亦是最高水平。但招商银行与平安银行的风险偏好存在明显不同，招商银行的房贷、信用卡做的比较多，风险较低；而平安银行则主打消费贷款、信用卡和汽车贷款，经营性贷款也有部分，高收益的同时信用成本也相对较高。
- **城商行：**多以对公业务为主，同时零售贷款较快增长（基数小）。其中，南京银行和贵阳银行的对公贷款占比最高，较具有代表性。城商行零售贷款发展方向各具特色，有以成都银行为代表的按揭行，有以宁波银行为代表的消费行，也有以贵阳银行为代表的主打个人经营贷款的银行。
- **农商行：**总体亦是以对公贷款为主，同时经营性贷款占比在四大类银行中最高，这与农商行深耕地方经济有关，小微客户较多。比较特殊的是常熟银行，2017 年底其零售贷款占比 48%，可以说是农商行中的零售行代表。至于零售贷款的发展方向也存在较大差异性，如吴江银行主打按揭，而无锡银行则重视消费贷款。

图 30：上市银行贷款结构（2017A）



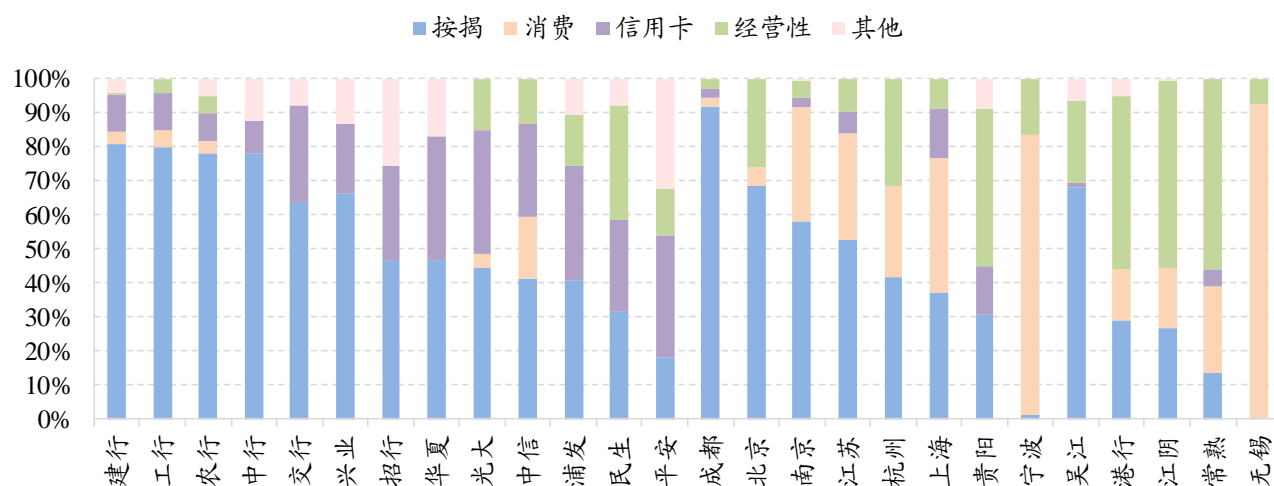
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 31：上市银行零售与对公贷款增速（2017A）



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 32：上市银行零售贷款结构（2017A）



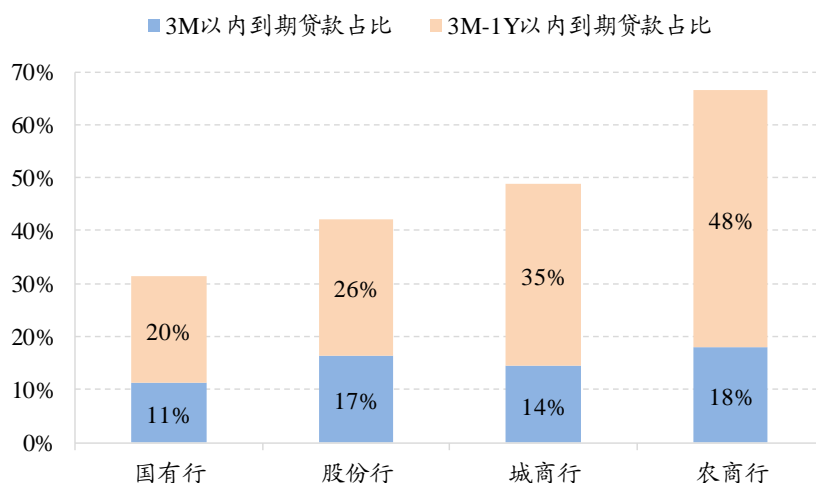
数据来源：wind，国泰君安证券研究

4.4. 期限结构

最后，我们根据上市银行财务报表的“流动性风险”数据，分析银行贷款的到期期限结构。（重定价期限结构同理，适用于预期加息或降息的情况）

不同类型上市银行的贷款期限结构特征非常突出，按照国有行、股份行、城商行、农商行，贷款期限依次变短。其背后的原因在于：①对公贷款方面，大行更容易获得大中型企业等优质客户，这些贷款的期限通常较长；②零售贷款方面，大行偏好的按揭贷款同样期限较长。最后形成了越是大行，贷款平均久期越长；越是小行，贷款平均久期越短的局面。

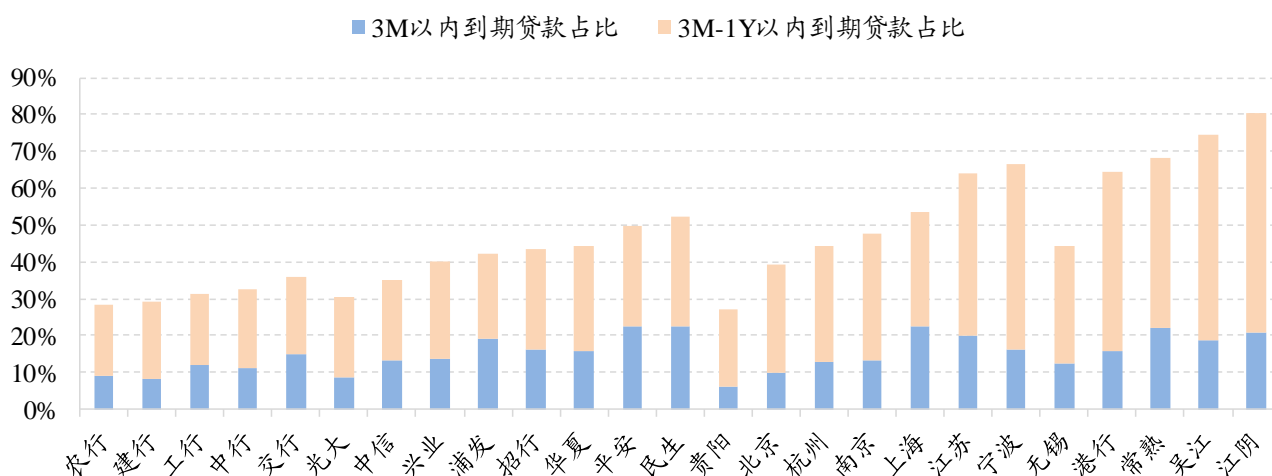
图 33: 上市银行贷款期限: 体量越大期限越长 (2017A)



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

在利率上行期间, 贷款期限短的银行更容易获取贷款续定价收益。个股层面上, 股份行中的民生银行、平安银行, 城商行中的江苏银行、宁波银行, 以及多数农商行的贷款期限都较短, 预计将享受利率上行收益。

图 34: 上市银行贷款期限结构 (2017A)



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

5. 风险提示

表外融资收缩和贸易战加大经济不确定性, 银行信贷投放意愿不足, 信贷增速或低于预期。

年初以来企业偿债能力边际下降, 债券市场信用风险事件频发, 警惕信用风险的爆发与传染。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		