



商业银行

2018.02.22

**评级:** **增持**  
 上次评级: 增持

## 正常季节性回落不改利率上行趋势

### ——2017年四季度利率下降点评

	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	S1100116090003

**本报告导读:** 17年12月信贷利率属季节性回落, 预计18年信贷利率大概率上行, 驱动息差企稳回升, 推荐平安银行、南京银行、工商银行等

#### 摘要:

##### ● 事件: 2017年12月信贷利率季节性下滑

央行披露的2017年货币政策执行报告显示: 12月非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为5.74%, 比9月下降0.02个百分点。其中, 一般贷款加权平均利率为5.80%, 比9月下降0.06个百分点; 票据融资加权平均利率为5.23%, 比9月上升0.25个百分点。由此引发市场对2018年贷款收益率上行判断的困扰。

##### ● 季节性因素: 年末投放更多集中优质客户

每年年末信贷供给会因为额度即将用尽而明显收紧, 导致: (1) 年末剩余额度更多在大行手中。而大行的客群质量更优, 利率水平也就较低; (2) 银行为维护客户关系, 争取来年业务, 会将年末剩余额度优先供应给战略优质客户。因此, 年末信贷投放向大客户集中, 利率定价会下调。从数据看, 自2011年至今, 每年四季度的贷款基准利率上浮比例环比均有下降。

##### ● 结构性因素: 监管引致居民短贷占比下降

对于一般贷款, 2017年四季度, 受现金贷行业监管及严查现金贷流入房市政策影响, 高收益的居民短贷仅为第三季度的52%。而利率低于平均的居民中长贷占比增加。低收益贷款占比增加拉低了一般贷款利率。对于票据融资, 受2017年上半年监管冲击, 前三季度规模大幅度缩减, 而四季度规模开始增加时, 利率已走完快速上升期, 对加权平均利率的拉抬作用明显不及以往。

##### ● 数据趋势: 12月数据已显露利率上行端倪

2017年12月贷款利率季节性下降幅度远低于可比历史平均降幅。2012年四季度为降息周期后转向平稳周期, 一般贷款利率环比下降11bp; 2016年四季度货币政策转向为稳健中性(边际收紧), 一般贷款利率环比下行21bp。2017年12月仅下行6bp, 下降程度小于两个可比年份。

##### ● 研判未来: 正常季节性回落不改上行趋势

短期的季节性和结构性因素将消除, 2018年贷款收益率大概率上行。理由: (1) 表外融资需求将挤向表内; (2) 债券利率向信贷利率传导; (3) 1月贷款收益率上行印证; (4) 存量资产到期续作收益升。

##### ● 投资建议与风险提示

利率上行趋势下, 选股逻辑建议转向兼顾银行资产端。继续推荐平安银行、南京银行、工商银行与招商银行。需留意违规性存量资产处置引发的踩踏式风险。

#### 相关报告

商业银行:《二月策略: 上调全年目标至1.5倍PB》	2018.02.06
商业银行:《1月策略: 立根两零售, 2018不用愁》	2018.01.02
商业银行:《资管新规下银行理财变局》	2017.12.03
商业银行:《现金贷整顿: 零售信贷的供给侧改革》	2017.12.02
商业银行:《12月策略: 年度品种, 平安招行》	2017.11.30

## 目 录

1. 数据挖掘：季节和结构因素影响年末利率 .....	3
2. 季节性因素：年末投放更多集中优质客户 .....	5
3. 结构性因素：监管引致居民短贷占比减少 .....	6
4. 研判未来：正常季节性回落不改上行趋势 .....	7
5. 投资建议与风险提示 .....	7
5.1. 投资建议 .....	8
5.2. 风险提示 .....	8

据 2017 年四季度央行《货币政策执行报告》，12 月金融机构人民币贷款加权平均利率为 5.74%，较 9 月下降 2bp。其中，一般贷款利率较 9 月下降 6bp，票据融资利率较 9 月上升 25bp，个人住房贷款利率较 9 月上升 25bp。

此前市场普遍预期 2018 年信贷利率将逐步上行，而 2017 年年末的信贷数据却与预期相反，造成困惑。据此，本报告重点回答以下两个问题：

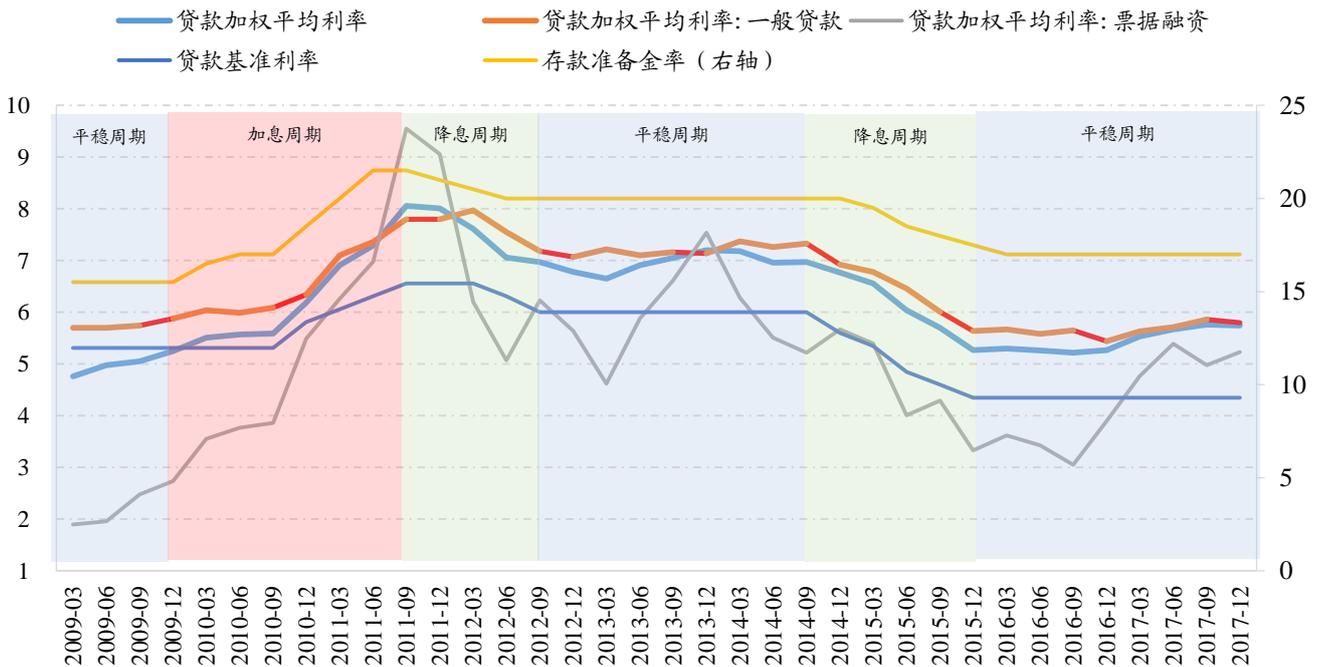
- (1) 哪些因素导致了年末贷款利率的下滑？
- (2) 如何判断 2018 年信贷利率走势？

我们判断，2017 年 12 月利率下滑有季节性因素和结构性因素的双重作用。季节性因素是信贷额度不足时，年末贷款优先投向大客户，致使定价相应下滑；结构性因素是受监管影响，2017 年末低利率贷款占比提升，且票融拉抬作用不及以往。2018 年信贷供给将继续从紧，信贷需求却在向银行表内集中，供不应求情况下利率将继续上行。

### 1. 数据挖掘：季节和结构因素影响年末利率

从长期数据看，在加息周期(2009-2011)，每年 12 月信贷利率环比抬升。而在平稳和降息周期中(2011-至今)，12 月一般贷款利率均为下降，这说明，存在季节性因素影响年末信贷利率。

图 1：2011 年至今，每年 12 月一般贷款利率都有下滑



数据来源：wind、国泰君安证券研究

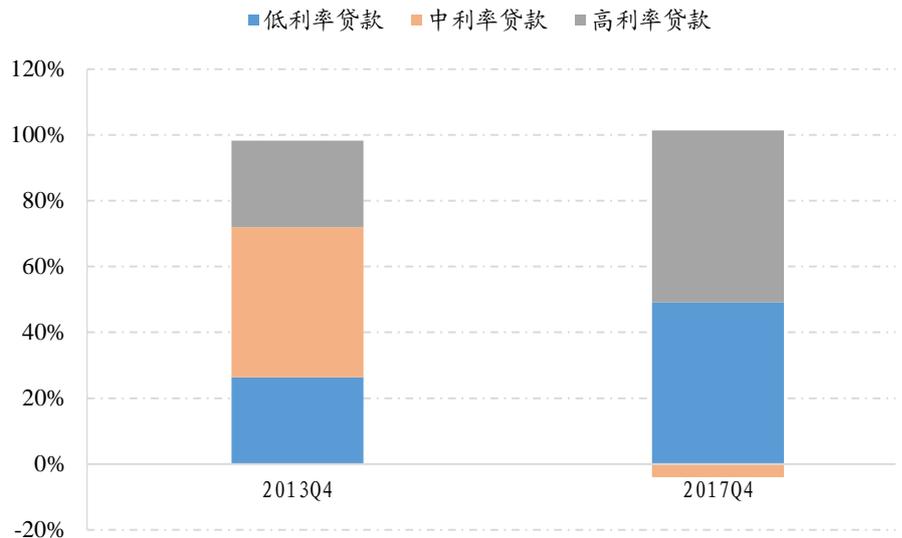
再进行横向比较，可以部分剔除季节性因素的影响。当前货币政策环境与 2013 及 2016 年四季度可比，均处于平稳周期中。

**(1) 与 2013 年四季度比较**

2013 年基准利率和存款准备金率均无变化，M2 呈下行趋势，货币政策稳健略紧，12 月一般贷款利率环比下降 2bp，但票据融资上升 93bp，使得 12 月加权平均利率环比上升 15bp。

2017 年货币政策及流动性环境相似，但一般贷款利率下滑略高于 2013 年，票据融资利率上升则不及 2013 年。排除季节性因素影响后，监管因素导致的低利率信贷占比增加以及票融拉抬作用下降，也拖累了整体利率，2013 年四季度中高利率贷款投放占比为 72%，远高于 2017 年四季度的 48%。需要注意，季节性因素及结构性因素均为短期因素，并不改变利率长期趋势。

**图 2: 2013 年四季度中高利率贷款投放占比高于 2017 年四季度**



数据来源: wind、国泰君安证券研究。注: 高利率贷款指居民短贷+企业中长贷，中利率贷款指企业短贷，低利率贷款指居民中长贷。

**(2) 与 2016 年四季度比较**

2017 年开始，货币政策转向稳健中性，边际上收紧。因此 2016 年四季度可视为收紧前的情况。2016 年 12 月，一般贷款利率环比下滑 21bp，超过 2017 年 12 月的 6bp，说明货币政策收紧后，利率同比下滑幅度减少，利率水平确实在抬升。

**表 1: 每年 12 月信贷利率环比变动情况**

	加权平均利率	加权平均利率: 一般贷款	加权平均利率: 票据融资	加权平均利率: 个人住房贷款
2009	0.20	0.14	0.26	0.04
2010	0.60	0.25	1.63	0.31
2011	-0.05	0.00	-0.49	0.26

2012	-0.19	-0.11	-0.59	0.02
2013	0.15	-0.02	0.93	0.14
2014	-0.20	-0.41	0.45	-0.71
2015	-0.43	-0.37	-0.96	-0.32
2016	0.05	-0.21	0.85	0.00
2017	-0.02	-0.06	0.25	0.25

数据来源: wind、国泰君安证券研究

初步考察可得出两个结论: (1) 信贷利率水平整体仍在抬升; (2) 存在短期的季节性因素及结构性因素影响年末利率, 需要具体分析。

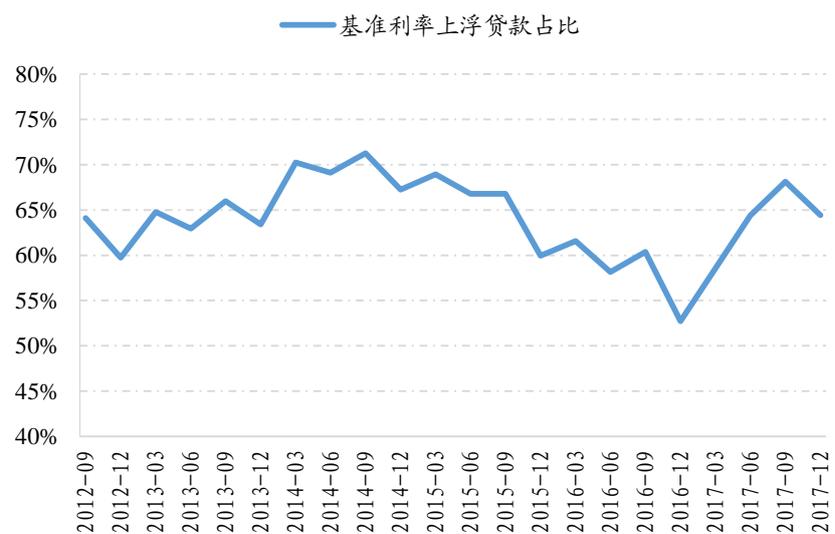
## 2. 季节性因素: 年末投放更多集中优质客户

每年年末, 信贷需求无明显变化, 但供给会因为额度即将用尽而明显收紧, 历史上 12 月均为信贷小月。额度受限将导致以下两种现象:

- (1) 中小银行在年中利率高点突击放款, 大行额度相对宽裕且全年规划到位, 年末剩余额度更多在大行手中。而大行的客群质量更优, 利率水平也就较低;
- (2) 银行为维护客户关系, 争取来年开年的业务, 会将年末剩余额度优先供应给自己的大客户。

因此, 年末信贷投放向大客户集中, 利率定价会有下调。从基准利率上浮贷款占比看, 自 2012 年至今, 每年 12 月的上浮比例都是环比下降的。

图 3: 2012 年来每年四季度基准利率上浮贷款占比均下降

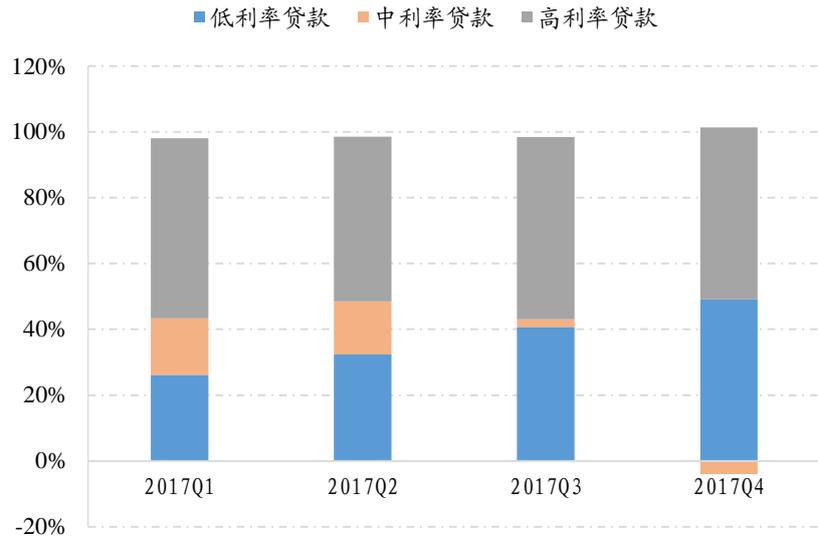


数据来源: wind、国泰君安证券研究

### 3. 结构性因素：监管引致居民短贷占比减少

先看一般贷款情况。2017年四季度，受现金贷行业监管及严查现金贷流入房市政策影响，高收益的居民短贷共新增3000亿元，仅为第三季度的52%，其中12月更是只投放了181亿元。而利率低于平均的居民中长贷占比增加。低利率贷款占比增加拉低了一般贷款利率。

图 4： 2017 年四季度高利率贷款占比下降

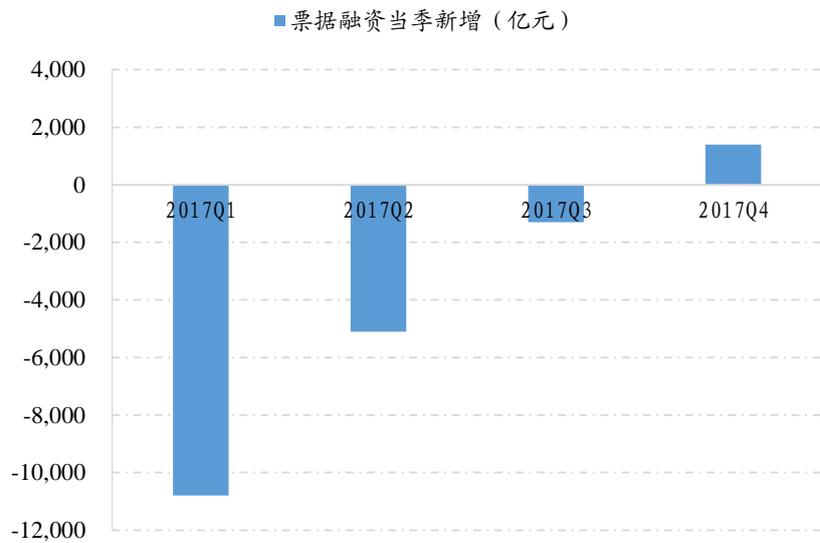


数据来源：wind、国泰君安证券研究。注：高利率贷款指居民短贷+企业中长贷，中利率贷款指企业短贷，低利率贷款指居民中长贷。

再看票据融资情况。今年上半年，监管部门针对票据业务重点查办，银行相应收紧票据融资，2017年前三季度票融规模处于大规模缩减状态，直到11月才开始净增加。而票据融资利率的快速上升期是2016年四季度至2017年二季度，三季度后已有调整。

因此，往年票融利率环比上升时，对贷款加权平均利率有拉抬作用（如2013及2016年四季度），但2017年票融利率上行时规模在下降，规模转正时利率上行节奏已放缓，量价变动节奏相斥，拉抬作用明显不及以往。

图 5: 2017 年前三季度票据融资规模大幅度缩减



数据来源: wind、国泰君安证券研究。注: 高利率贷款指居民短贷+企业中长贷, 中利率贷款指企业短贷, 低利率贷款指居民中长贷。

#### 4. 研判未来: 正常季节性回落不改上行趋势

我们判断, 2017 年 12 月的信贷利率属于正常季节性回落, 不改长期向上趋势。有如下四个理由:

(1) **表外融资需求将挤向表内。**金融去杠杆使得表外融资需求挤向表内, 使得信贷成为稀缺资源, 银行议价能力提升。

(2) **债券利率向信贷利率传导。**2018 年金融去杠杆将促使中小金融机构尤其农村金融机构缩表, 债券利率持续高位将成为常态。目前同等级债券与信贷利率已经倒挂, 债券利率上行必然会在 2018 年传导至信贷。

(3) **1 月贷款收益率上行印证。**抽样调研发现, 2018 年很多银行的信贷收益率已经开始上行, 例如: 南京银行 (显著)、国有行等。

(4) **存量资产到期续作收益升。**银行是“长资产+短负债”组合, 利率上行会率先反应在负债上, 而资产端需要在到期续作才能享受利率上行带来的收益。市场利率大概率高位震荡, 但在资产端的受益效应会在 2018 年陆续显现出来。

综上, 2018 年贷款收益率大概率上行, 对于负债成本控制良好的银行, 2018 年息差将有可能超预期回升。

#### 5. 投资建议与风险提示

## 5.1. 投资建议

利率上行趋势下，选股逻辑建议侧重考察银行资产端。继续推荐平安银行、南京银行、工商银行与招商银行。

## 5.2. 风险提示

需留意违规性存量资产处置引发的踩踏式风险。

表 2: 上市银行最新盈利预测及估值水平

	净利润增速		EPS (元)		BVPS (元)		市盈率 PE		市净率 PB		评级
	18 年	19 年	18 年	19 年	18 年	19 年	18 年	19 年	18 年	19 年	
兴业银行	8.1%	11.6%	2.99	3.33	20.09	22.72	5.94	5.32	0.88	0.78	增持
民生银行	3.9%	5.9%	1.41	1.50	11.32	12.51	5.97	5.63	0.74	0.67	增持
平安银行	9.8%	17.5%	1.49	1.75	13.18	14.78	8.08	6.88	0.91	0.81	增持
招商银行	12.5%	14.0%	3.13	3.57	20.29	22.92	10.02	8.79	1.55	1.37	谨慎增持
中信银行	2.3%	5.1%	0.89	0.94	8.36	9.07	7.57	7.20	0.81	0.74	谨慎增持
光大银行	4.6%	5.8%	0.63	0.66	5.24	5.80	6.90	6.53	0.82	0.74	谨慎增持
华夏银行	4.9%	7.2%	1.68	1.80	13.28	14.91	5.53	5.16	0.70	0.62	增持
<b>股份制</b>	<b>6.9%</b>	<b>9.7%</b>					<b>7.05</b>	<b>6.43</b>	<b>0.91</b>	<b>0.81</b>	
工商银行	1.9%	6.1%	0.81	0.86	6.42	7.03	8.52	8.03	1.07	0.98	增持
农业银行	3.1%	9.4%	0.60	0.65	4.65	5.12	6.96	6.37	0.90	0.81	谨慎增持
中国银行	2.8%	8.6%	0.58	0.63	5.27	5.73	7.32	6.74	0.81	0.75	谨慎增持
建设银行	3.6%	7.8%	0.98	1.06	7.59	8.36	8.64	8.02	1.12	1.01	增持
交通银行	2.2%	8.5%	0.94	1.02	8.98	9.71	6.98	6.43	0.73	0.67	增持
<b>国有行</b>	<b>2.7%</b>	<b>7.8%</b>					<b>7.68</b>	<b>7.12</b>	<b>0.92</b>	<b>0.85</b>	
北京银行	6.5%	8.0%	0.95	1.03	7.35	8.17	7.71	7.14	1.00	0.90	增持
南京银行	17.5%	13.7%	1.34	1.52	8.21	9.48	6.73	5.92	1.10	0.95	增持
宁波银行	14.5%	17.4%	2.11	2.48	12.31	14.40	9.44	8.04	1.62	1.38	谨慎增持
贵阳银行	17.2%	22.1%	2.31	2.82	12.54	12.54	6.50	5.32	1.20	1.20	增持
<b>城商行</b>	<b>11.9%</b>	<b>13.1%</b>					<b>7.60</b>	<b>6.61</b>	<b>1.23</b>	<b>1.11</b>	
常熟银行	12.1%	17.2%	0.64	0.75	5.16	5.16	11.24	9.60	1.39	1.39	增持
江阴银行	7.2%	12.0%	0.49	0.55	5.57	5.57	15.45	13.80	1.36	1.36	增持
无锡银行	10.2%	13.6%	0.60	0.68	5.51	5.51	12.82	11.28	1.39	1.39	增持
吴江银行	10.3%	13.0%	0.69	0.69	8.10	8.10	12.00	12.00	1.02	1.02	增持
张家港行	7.4%	15.5%	0.45	0.52	5.03	5.03	19.77	17.13	1.78	1.78	增持
<b>农商行</b>	<b>9.7%</b>	<b>14.5%</b>					<b>14.26</b>	<b>12.76</b>	<b>1.39</b>	<b>1.39</b>	
<b>上市行</b>	<b>4.1%</b>	<b>8.5%</b>					<b>8.93</b>	<b>8.06</b>	<b>1.08</b>	<b>1.00</b>	

数据来源: wind、国泰君安证券研究。注: 收盘价为 2018 年 2 月 14 日

## 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，需在允许的范围内使用，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。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 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		