

# 银行

证券研究报告  
2018年02月14日

## 限制非标带来多大银行资本压力？

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

廖志明 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517070001  
liaozhiming@tfzq.com

林瑾璐 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090002  
linjinlu@tfzq.com

### 银行面临哪些资本约束？

在央行和银监会的监管体系下，银行业资产扩张面临的紧约束主要来自三个指标：1) 银监口径资本充足率（核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率）；2) 央行口径 MPA 资本充足率评价基准；3) 广义信贷增速。

这些指标最终落脚在两点上：1) 风险加权资产；2) 广义信贷增速。

### 非标业务应时而生，应势而式微

非标业务是宽松监管时代的产物，具有规避资金投向限制、拨备以及信贷额度限制等优势。以金融创新之名，行监管套利之实。随着中国金融业进入到强监管时代，非标业务走到了十字路口，预计将日渐式微。

商业银行对接非标资产的资金为表内自营资金和表外理财资金。通道业务全面受限，非标业务将日渐式微，对表外表内都有收缩效应，促进同业业务回归资金余缺调剂功能。

### 限制非标对银行资本影响几何？

据测算，全面限制非标将带来约 7000 亿资本需求，占 17 年末商业银行 13.2 万亿核心一级资本净额约 5%。若未来 3 年解决非标资产问题，则每年额外的资本需求不到 2500 亿。17 年商业银行净利润达 1.75 万亿，分红（假设比例约 20%）后可补充核心一级资本 1.4 万亿，总体影响有限。

去杠杆之下，商业银行信用风险加权资产增速明显下降，同比增速已由 15 年末的 15.8% 大降至 17 年末的 11.2%。考虑到商业银行 ROE 约 14%，若分红比例为 20%，则每年通过利润留存可使资本增长 11% 左右。若信用风险加权资产增速未来几年保持在 11% 左右，则内生性补充基本能满足资本需求。

部分银行资本压力较大，商业银行整体压力不大。不少股份行核心一级及资本充足率较监管要求低于 1 个百分点，存资本补充需求。不过，商业银行整体资本充足率达 13.65%，较监管要求有较大空间，资本压力不大。

### 投资建议：回调不改估值重构大趋势，配龙头

我们认为，市场或高估了非标受限对资本的影响，去杠杆之下信用风险加权资产增速下行，内生性资本补充基本能满足需求。受外盘持续大跌影响，银行板块近期经历一波强势调整，估值重构的逻辑未改。经济企稳复苏与低估值共振，资金配置填平价值洼地，板块估值看 1.3 倍 18PB，上行空间大。

我们的投资建议是，以四大行（龙头集中）为盾，以平安宁波为矛。

风险提示：经济超预期下行导致资产质量大幅恶化；金融强监管超预期影响市场情绪等。

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《银行-行业点评:1 月金融数据点评:对公与个贷均强劲增长的背后》 2018-02-12
- 2 《银行-行业点评:4Q17 银监会监管数据点评:行业息差上行,大中型银行资产质量改善》 2018-02-11
- 3 《银行-行业研究简报:1 月金融数据前瞻:对公与个贷均强劲增长》 2018-02-03

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
601288.SH	农业银行	4.15	买入	0.57	0.59	0.67	0.76	7.28	7.03	6.19	5.46
000001.SZ	平安银行	11.94	买入	1.32	1.35	1.47	1.69	9.05	8.84	8.12	7.07
002142.SZ	宁波银行	20.05	买入	2.00	1.84	2.26	2.80	10.03	10.90	8.87	7.16
601009.SH	南京银行	9.06	增持	1.36	1.14	1.13	1.37	6.66	7.95	8.02	6.61
601166.SH	兴业银行	17.80	增持	2.83	2.76	3.02	3.52	6.29	6.45	5.89	5.06

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



## 内容目录

1. 银行面临哪些资本约束？	3
1.1. 银监口径资本充足率监管	3
1.2. 央行口径资本充足率评价基准	4
1.3. 广义信贷增速	5
2. 非标业务应时而生，应势而式微	6
2.1. 非标业务应时而生	6
2.2. 非标业务走到十字路口，日渐式微	7
2.3. 限制非标促理财和同业业务转型	8
3. 限制非标对银行资本影响几何？	9
3.1. 限制非标或带来 0.7 万亿资本需求	9
3.2. 对广义信贷增速的影响有限	9
3.3. 非标转表内贷款面临额度限制	10
3.4. 以史为鉴，内生性资本补充或能满足资本需求	11
4. 投资建议：回调不改估值重构大趋势，配龙头	13
5. 风险提示	14

## 图表目录

图 1：信用风险加权资产占主导（92%）	3
图 2：2013-2017Q3 商业银行三类资本和信用风险加权资产增速	4
图 3：2017 年三季度比 2018 年底银监会最低监管要求，江苏、平安、华夏资本告急	4
图 4：商业银行非标业务及走向	8
图 5：测算的金融机构表内广义信贷增速明显下降	10
图 6：2017 年初以来，金融机构贷款加权平均利率持续上升（%）	11
图 7：2017 年初以来，除大行外各类型银行资产规模增速明显放缓（%）	12
图 8：2016 年以来，商业银行信用风险加权资产增速明显下降（%）	12
图 9：商业银行整体资本压力不大（%）	13
图 10：部分上市银行存资本压力（较监管要求的空间，3Q17）	13
图 11：A 股上市银行 RoEvs18PB 情况（截至 Feb 11,2018）	14
表 1：上市银行 3Q17 广义信贷（含表外理财）增速测算	5
表 2：MPA 对各类银行广义信贷要求	6
表 3：通道&非标业务的相关监管文件内容	7
表 4：2015-2017 年传统信贷投放规模（单位：万亿）	11
表 5：上市银行资本补充情况（截至 2018 年 2 月 10 日）	15

## 1. 银行面临哪些资本约束？

在国内，银行主要受央行和银监会的监管：央行的监管体系主要是宏观审慎评估体系（Macro Prudential Assessment, 即MPA），是为整个金融系统稳定性管理而设的；银监会的监管体系，一是《银行风险监管核心指标》，从银行个体的角度评估其风险暴露和管理水平情况，另一个是有关银行监管评级的“CAMELS”体系。

尽管这三套监管体系的出发点不同，但所关注的方面高度一致，有许多重合的部分，不外乎资本充足率、资产负债管理、信用风险、流动性风险、资产质量、盈利能力这几大类。其中设立的指标约束，有定性的，也有定量的。对当前我国银行业的经营管理现状来讲，并非所有指标都处于硬约束状态，很多指标离监管设定的红线还有比较充足的空间，比如银监会对杠杆率的要求是不低于4%（银监会的杠杆率指标是倒数形式的），而上市银行杠杆率普遍明显超过4%，商业银行整体2017年末杠杆率达6.4%。这一类的指标目前对银行的资产负债行为不构成较大的约束，本文也就不专门探讨了。

在该叠加的监管体系下，银行业面临的资产规模与资本的紧约束主要来自三个指标：1）银监口径资本充足率（核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率）；2）央行口径MPA资本充足率评价基准；3）广义信贷增速。

### 1.1. 银监口径资本充足率监管

依据2013年1月开始施行的《商业银行资本管理办法（试行）》，银监会对商业银行资本的要求包括资本充足率、一级资本充足率及核心一级资本充足率指标。

其计算公式如下：

核心一级资本充足率=（核心一级资本-对应资本扣减项）/风险加权资产

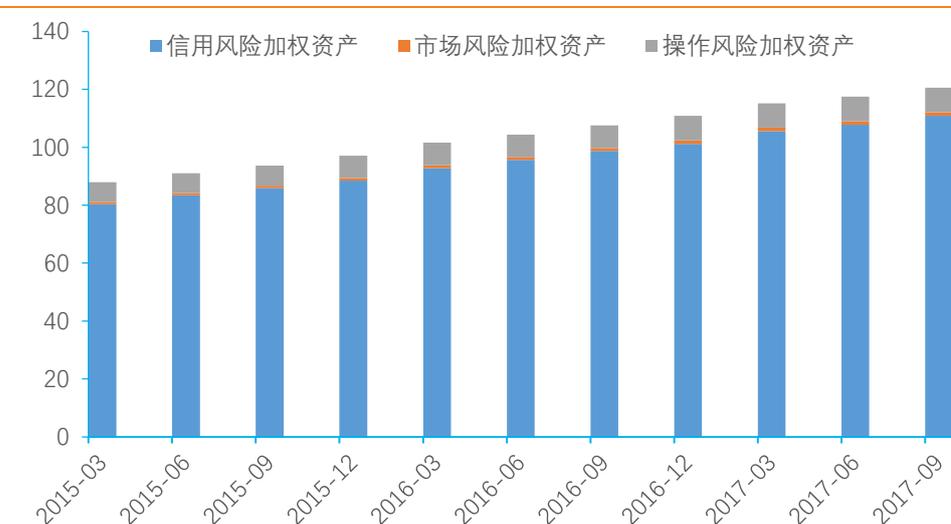
一级资本充足率=（一级资本-对应资本扣减项）/风险加权资产

资本充足率=（总资本-对应资本扣减项）/风险加权资产

风险加权资产=信用风险加权资产+市场风险加权资产+操作风险加权资产

因为信用风险加权资产在风险加权资产中占比常常在90%以上，因此可以近似将其看作分母因素，而分子因素就是三个口径下的资本金，所以充足三率的走向就直接取决于资本增速和信用风险加权资产增速孰大孰小。

图 1：信用风险加权资产占主导（92%）



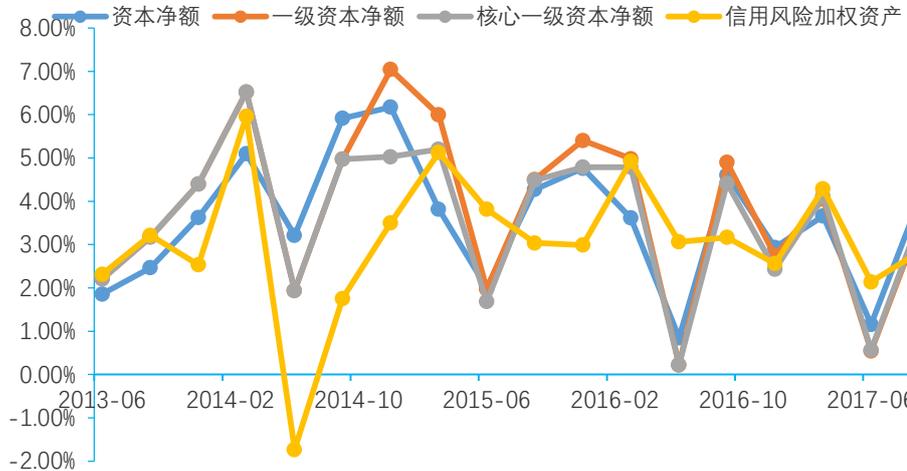
资料来源：WIND，天风证券研究所

因为信用风险加权资产在风险加权资产中的占比常常在90%以上，因此可以近似将其看作

分母因素，而分子因素就是三个口径下的资本金，所以充足三率的走向就直接取决于资本增速与信用风险加权资产增速孰大孰小。

受银行补充资本金和信用风险加权资产增速下滑的影响，资本充足三率压力在 2017 年第三季度有所缓和。

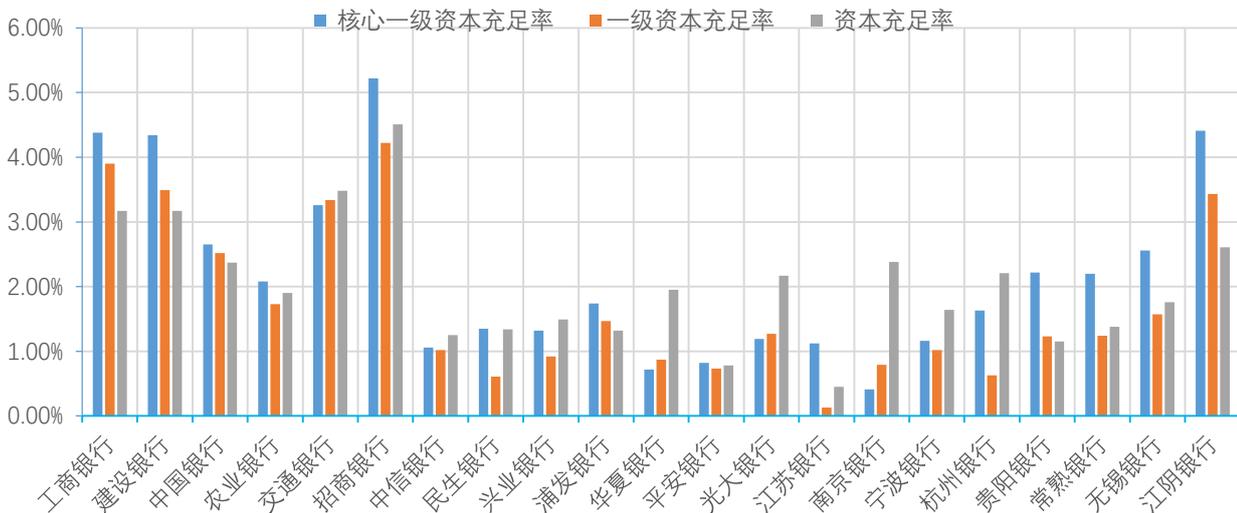
图 2：2013-2017Q3 商业银行三类资本和信用风险加权资产增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

2017 年三季度从上市银行的资本金三率与 2018 年底的最低监管要求的空间来看，四大行+交行、招行的充足率空间大到无需考虑；城商行、农商行的空间也相对宽裕，近期料不会对信用风险加权资产增速造成约束；除招商外的股份行都多少面临核心一级资本充足率、一级资本充足率空间不多的状况，这一波监管关于银行理财和自营资金的规范引发的信用风险加权资产变动，将对这几家行造成约束。

图 3：2017 年三季度比 2018 年底银监会最低监管要求，江苏、平安、华夏资本告急



资料来源：WIND，天风证券研究所

### 1.2. 央行口径资本充足率评价基准

在央行 MPA 考核体系里，也有对于资本充足率的考核，在 MPA 七大方面中“资本和杠杆情况（一票否决）”项里占 80 分，资本充足率一旦不满足要求，这一项即不达标，机构被划分到 C 档，因此银行都有足够的动力不越线。但这个“线”与银监会根据巴塞尔协议

制定的分档固定标准不同，而是对每家金融机构都会测算出一个宏观审慎资本充足率（ $C^*$ ），用来与其资本充足率比较，只有大于等于该值才能达标。

由宏观审慎资本充足率（ $C^*$ ）的测算公式可以知道，银行自身能够控制的因素，就只有逆周期缓冲资本里的广义信贷增速，其余都是由监管指定的。那么反过来说，使  $C$  大于等于  $C^*$  的解是一个广义信贷增速的上限。

计算公式如下：

$$C_i^* = \text{结构性参数} \times (\text{最低资本充足率} + \text{储备资本} + \text{系统重要性附加资本} + \text{逆周期缓冲资本})$$

$$\text{系统重要性附加资本} = 0.5\% + (1\% - 0.5\%) \times \text{机构 } i \text{ 资产规模} / \text{同类型最大机构资产规模}$$

$$\begin{aligned} \text{逆周期缓冲资本} &= \max(\text{系统重要性参数} \times \text{宏观经济热度参数} \\ &\quad \times (\text{机构 } i \text{ 广义信贷增速} - \text{目标 GDP} - \text{目标 CPI}), 0) \end{aligned}$$

**最低资本充足率：**除财务公司最低资本充足率为 10%外，其他机构为 8%。对银行机构而言，与银监会要求相同。

**储备资本：**与银监会要求的 2.5%不同，央行对储备资本分季度性调整，比如，2016 年前三季度储备资本要求为 1.3%，第四季度为 1.7%。从上市银行 2017 年第三季度数据来看，资本充足率对银监会的最低资本充足率标准的富余空间平均在 2.02%。

**MPA 考核广义信贷增速约束有所减弱。**受 2017 年 4 月以来强监管影响，商业银行表外理财增长大幅放缓，近乎零增长，而表内资产规模增长也有所放缓。根据老 16 家上市银行 3Q17 数据测算，广义信贷（含表外理财）增速铺垫低于 15%，能够达标 MPA 考核中资本考核的要求。在表外理财增长大幅放缓的当下，可以说，商业银行广义信贷增长放缓，MPA 考核的约束也有所减弱。

表 1：上市银行 3Q17 广义信贷（含表外理财）增速测算

	资本充足率	广义信贷增速	目前增速所需资本充足率	是否达标	A 档最高增速	B 档最高增速
工行	14.67%	8.96%	11.73%	是	14.46%	19.46%
建行	14.67%	6.94%	10.54%	是	14.46%	19.46%
中行	13.40%	9.83%	11.75%	是	12.88%	17.88%
农行	13.87%	9.93%	12.72%	是	13.46%	18.46%
交行	13.98%	9.89%	11.27%	是	14.85%	18.60%
招行	15.01%	7.68%	11.30%	是	16.14%	19.89%
中信	11.75%	-0.02%	4.07%	是	12.06%	15.81%
浦发	11.82%	9.87%	9.86%	是	12.15%	15.90%
民生	11.99%	-0.63%	5.07%	是	12.36%	16.11%
兴业	11.84%	9.22%	9.70%	是	12.18%	15.93%
光大	12.67%	2.55%	6.67%	是	13.21%	16.96%
华夏	11.28%	8.66%	8.61%	是	11.48%	15.23%
平安	12.45%	9.47%	13.94%	是	12.94%	16.69%
北京	11.44%	12.74%	11.12%	是	11.68%	15.43%
南京	12.88%	10.14%	11.18%	是	13.48%	17.23%
宁波	12.14%	9.55%	11.27%	是	12.55%	16.30%

资料来源：WIND，天风证券研究所

### 1.3. 广义信贷增速

央行 MPA 考核评分体系七大方面中“资产负债情况”甚至直接规定了广义信贷增速要求。

表 2: MPA 对各类银行广义信贷要求

分类	广义信贷增速考核要求
全国性系统重要性机构 (N-SIFIs)	不超过 M2 目标增速 20%
区域性系统重要性机构(R-SIFs)	不超过 M2 目标增速 22%
普通机构(CIFIs)	不超过 M2 目标增速 25%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

2017 年 M2 目标增速为 12%，因而广义信贷增速不超 32%即可满足此项要求，从上市银行 3Q17 来看，广义信贷增速基本都低于 32%，达标的压力很小。因而，此项对银行资产配置行为约束较小。

由于 MPA 考核中“资本与杠杆”和“资产负债”两项均涉及广义信贷增速，均需满足，且“资本与杠杆”项为一票否决项。“资本与杠杆”将广义信贷增速与资本充足率挂钩，从目前多数银行资本充足率情况来看，满足“资本与杠杆”要求的广义信贷增速基本都会超 32%，即满足“资产负债”项之要求。

我们认为，MPA 考核“资产负债”项下的广义信贷增速要求不构成较大约束，因为商业银行当前广义信贷增速已经普遍低于 32%。

## 2. 非标业务应时而生，应势而式微

### 2.1. 非标业务应时而生

根据资产是否在银行间市场及证券交易所市场中交易，可以分为**标准化资产**和**非标准化资产**，非标准化资产里的债权性资产，就是经常被提到的“非标”。而“非非标”，顾名思义不是非标准的债权资产，亦即经过标准化处理的非标资产，是非标转标的口语化说法，典型的如一些资产证券化产品。

#### 诞生之初：低资质客户的融资渠道

非标的诞生之初（2010 年），是在既定的融资体系之下，一些资质较差，无法通过银行信贷、债券、股票等形式融资的企业，可以通过信托贷款、委托贷款两种基本的非标融资形式满足融资需求。本意是对接银行系统以外的社会闲散资金和低资企业的融资需求，银行、信托只是在其间充当“中间人”的角色。往后，非标较贷款更高的价格，以及海量的低资质企业的融资需求，也逐渐吸引了银行资金加入，这就产生了“影子银行”的概念。因其不像贷款要受到诸多约束，规模得以迅速扩张，除了低资质企业外，贷款投放受到监管约束的行业也会到这里寻找资金。

#### 放量发展：为地方政府融资平台、房地产加杠杆

2012-2014 年，经济增速下滑，表内信贷的不良开始集中暴露，这使得新增贷款投放节奏变慢，实体融资缺口进一步扩大。在该背景下，券商资管、基金子公司的野蛮生长见证了“大资管时代”，非标融资造就了地方政府高企的债务和房地产企业的繁荣，同时也集聚了大量风险。从 2014 年开始，监管开始逐渐对这两个板块限制信贷进入。

#### 严格监管：作为贷款的替代之一

贷款投放受到越来越严格的管控，银监会的资本充足率指标制约加权风险资产规模增长，央行 MPA 也给广义信贷增速设定了审慎上限，同时各家银行还受央行对新增贷款的窗口指导。监管此举，既是为了控制信用风险，保证储户资金安全，也是为了倒逼直接融资渠道的加快建立。但在直接融资渠道量还没上来之前，大的实体融资缺口一直存在。

2015 年以来，就演变成，满足贷款资质的客户报上来的项目，一般都需要排队，且并不一定能得到合意的贷款对接，而是会根据是否有额度、价格、期限、风险等级等因素来选择

对接表内信贷、同业、表外理财的资金。有三支队伍可以排，那么即便是资质合格的借款人，也可能对接到理财、同业资金。

因此，目前非标融资里其实也有不少合格信贷资质客户，未来如果信贷能腾出空间来，他们也能顺利转向表内贷款。

## 2.2. 非标业务走到十字路口，日渐式微

2017年7月，五年一次的全国金融工作会议提出三大任务，服务实体经济，防范金融风险，深化金融改革。2017年12月全国经济工作会议提出三大攻坚战，防范化解风险位列三大攻坚战之首。随着中国金融业进入到强监管时代，非标业务作为宽松监管时代的产物，走到了十字路口，预计将日渐式微。

### 通道业务全面受限，非标业务走到十字路口。

非银金融机构作为资管产品的供给方，不得投资于信贷类资产，从而构成影子银行；银行作为委外产品的需求方，不能投资底层资产包含非标债权的资管计划，集合资金不能投资资管计划。这样就堵住了非标产品的存在空间，让非标变成一个存量消化的问题。非标业务面临全面转型。

### 全面规范，影子银行走向收缩。

这波监管浪潮重点关注银行的同业部门和资管部门，前者是自有资金，在表内，后者是代客理财，在表外。要缩减的就是通过非银金融机构的SPV通道或委外投资于委托贷款、信托贷款，最终投放到实体的信贷资产。以现有的信贷投放节奏推测，向表内转移的速度会低于到期等待续作的速度，贷款价格将上浮，也会迫使部分客户转向债券融资。

- 银行资管部发行的保本理财，现在纳入表内，成为结构性存款；
- 银行理财资金和同业资金投资的委外和通道，提前赎回或到期不续，这个过程中挤出的企业融资需求，转向贷款或发债等。而央行的广义信贷增速限制，和频繁的贷款额度窗口指导，或使得表内腾不出足够信贷空间来置换非标。

表 3：通道&非标业务的相关监管文件内容

机构	业务类型	制度名称	关键内容
银监会	银信通道	《关于规范银信类业务的通知》	银行需要：1.强调“实质重于形式”（统一授信、集中度、穿透底层资产后风险分类并计提资本和拨备）；2.名单制管理；3.不得利用信托掩盖风险实质，规避资金投向、资产分类、拨备计提和资本占用等规定；4.不得用通道虚假出表。 信托需要：1.不得接受银行担保、签订抽屉协议；2.不得投向限制或禁止领域。
银监会	委贷通道	《商业银行委托贷款管理办法》	1.银行不能做委托人变相放贷；2.资管产品募集资金不能发放委托贷款；3.募集资金仅能用于国家允许行业的生产、经营
证监会	银证通道	《每日经济新闻》报道	1.新增集合资管计划不得投向委贷资产和信贷资产； 2.新老划断，存量到期不续；
基金业协会	银基通道	《私募投资基金备案须知》	1.大原则是“私募基金不能投资借贷”；2.三类业务不予备案（民间借贷、小贷、保理、委贷、信托贷款、SPV、投资类企业）
保监会	银保通道	《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》 《打赢保险业防范化解重大风险攻坚战的总体方案》	1.禁止保险资金股权投资计划做明股实债的通道业务；2.严禁以明股实债为地方政府融资；3.禁止多层嵌套、资金关联交易

资料来源：银监会官网，保监会官网，天风证券研究所

### 2.3. 限制非标促理财和同业业务转型

相比信贷，非标虽本质上是信贷，但却存在以下优势：1) 规避贷款的门槛要求；2) 规避信贷额度管理，不占用银行信贷额度，规模可快速扩大；3) 通过多层嵌套实现跨监管部门套利，规避贷款资金投向限制；4) 规避了贷款拨备严格计提要求，可调节利润等。

商业银行对接非标资产的资金主要有两块，表内自营资金和表外理财资金。表内自营资金对接非标，主要体现在应收款项类投资科目，往往由行内金融市场部负责；表外理财则由募集客户资金投资非标资产，作为理财资金配置的一个方向。

曾几何时，同业业务主要承担资金余缺调剂功能。2010 年以来，通过同业存款、同业存单等吸收负债对接非标资产来获取期限错配收益等成为中小行主流同业业务，金融市场部也开始成为主要利润中心。而表外理财对接非标资产，也往往存在严重的期限错配问题。

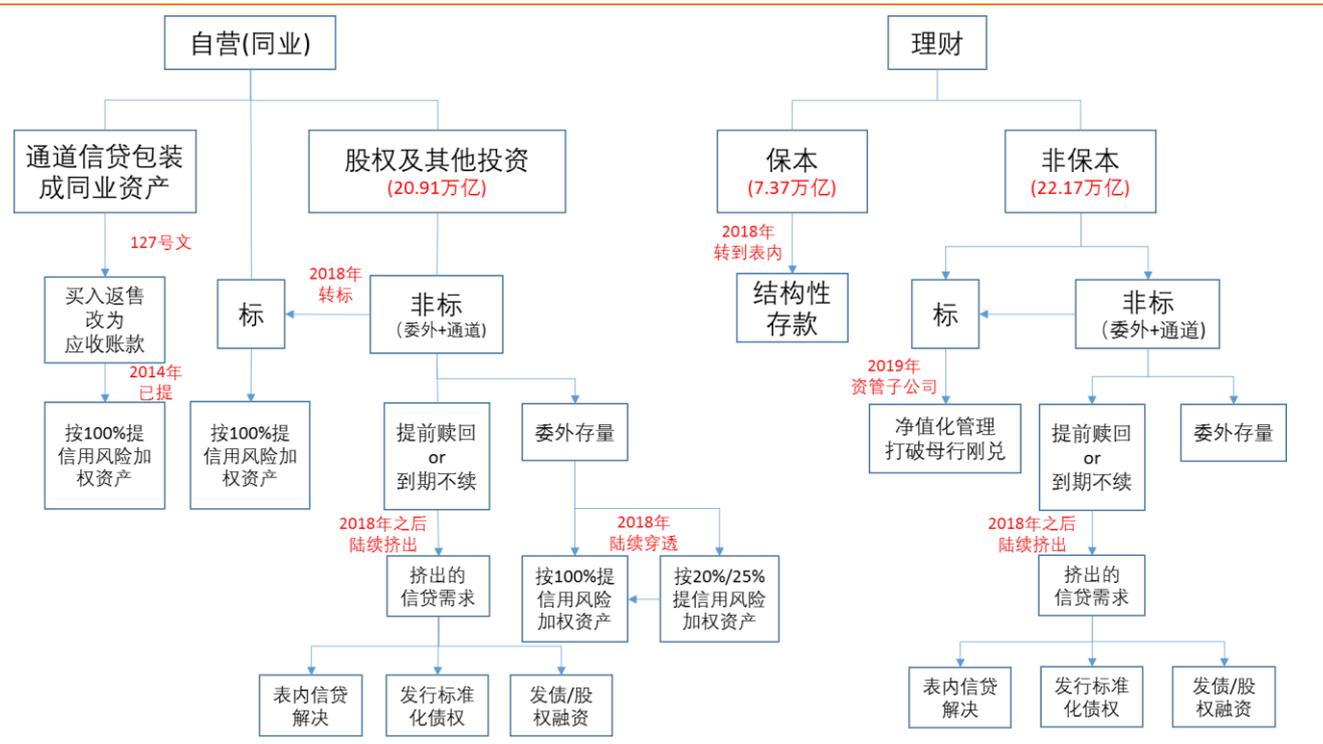
**通道业务全面受限，非标业务将日渐式微，对表外表内都有收缩效应。**

从银信合作的监管规定中能看出监管意在收缩影子银行，也会影响到表内。监管采取的方式是对非标产品的供给端和需求端都要求压缩。停发停买带来的结果，就是伴随着自然到期和赎回的过程，非标类的投资会逐步缩量，原本与之对应的短期资金也会到期。

非标到期可转标转贷，但置换力度不强。非标到期，可同时释放出资金和融资需求，该融资需求可以通过表内信贷、标准化债权、发债、股权类融资等方式接续。但目前表内信贷新增投放有限，各家银行很可能面临额度吃紧；而通过发行 ABS 和银登中心备案来自制造标准化债权，市场还不够成熟，并未被普遍认可，发行速度也不够快；发债和股权融资对企业的经营资质要求较高，中期没有发债/股规划的企业，很难在一年内以此种方式融资置换债务。总体而言，除了贷款外，“远水救不了近渴”，而贷款额度受限，非标的置换力量不强，信用面临收缩。

表内的委外存量伴随着逐渐穿透，会增提信用加权资产。同业用自营资金经过非银做委外投资，以往在计提风险加权资产时，是按照两种方法并行的。部分按 20%/25% 的同业计提权重，部分按照等同信贷的 100% 计提权重。但伴随着资产穿透的过程，会有更多的业务需要根据底层资产来计提信用风险加权资产，从而降低资本充足率。

图 4：商业银行非标业务及走向



资料来源：《中国银行业理财市场报告（2017年）》，央行官网，天风证券研究所

### 3. 限制非标对银行资本影响几何？

#### 3.1. 限制非标或带来 0.7 万亿资本需求

##### 1) 自营非标投资

商业银行自营非标投资体现在股权及其他投资（包括非标、同业理财、自营委外投资等）里。截至 2017 年 12 月末，金融机构股权及其他投资达 20.9 万亿，扣除 3.25 万亿的同业理财投资，以及大约 3 万亿的自营债券委外投资，**预计自营非标投资规模约 15 万亿。**

同业用自营资金经过 SPV 做委外投资，以往在计提风险加权资产时，是按照两种方法并行的。部分按 20%/25% 的同业计提权重，部分按照等同信贷的 100% 计提权重。但在 2014 年银监 127 号文后，大部分已经等同于信贷计提资本。但伴随着监管趋严及资产穿透的过程，会有更多的业务需要根据底层资产来计提信用风险加权资产，从而降低资本充足率。

自营非标投资下的非标融资需求无论是转向 ABS、债券还是贷款，主要还是银行自营资金来对接，风险权重为 100%。

若假设自营非标 15 万亿投资中，未按照权重 100% 计提的比例为 40%，则有 6 万亿非标资产风险权重由当前的 25% 升至 100%，影响信用风险加权资产约 4.5 万亿。若按照资本充足率 10% 的标准，产生对资本的需求约 4500 亿。

##### 2) 表外理财非标投资

截至 2017 年 12 月末，银行理财规模约 29.5 万亿，其中非标资产占比 16%，约 4.8 万亿。由于是表外理财投资，未体现在银行信用风险加权资产上，对资本占用极低。

倘若表外理财投资的非标转标（ABS、债券融资）仍由表外理财资金或广义基金来对接，则不会影响银行信用风险加权资产。倘若表外理财投资的非标满足的融资需求转向贷款，则会提升贷款需求，带来贷款增量的上升，从而影响信用风险加权资产。

由于依靠非标融资的很多融资需求满足贷款门槛要求的占比不高，假设理财资金投资的 4.8 万亿非标约 50% 转向贷款，则带来约 2.4 万亿信用风险加权资产增量，产生对资本的需求约 2400 亿。

因而，测算全面限制非标资产将带来约 7 万亿的信用风险加权资产增量，产生对资本的需求约 7000 亿，占 2017 年 12 月末商业银行 13.2 万亿的核心一级资本净额约 5%。若未来 3 年解决非标资产问题，则每年额外的资本需求不到 2500 亿。

2017 年商业银行净利润达 1.75 万亿，剔除分红（假设比例约 20%），则可补充核心一级资本 1.4 万亿。每年不到 2500 亿额外资本需求总体影响有限，可通过优先股、二级资本债等补充。

#### 3.2. 对广义信贷增速的影响有限

广义信贷决定 MPA 里的两个重要指标：宏观审慎资本充足率（C\*）、广义信贷增速限制。

新口径下的广义信贷 = 各项贷款 + 债券投资 + 股权及其他投资 + 买入返售项 + 存放非存款类金融机构款项 + （表外理财余额 - 投资于现金与存款类的理财余额）

从全部商业银行的总量上来看，各项贷款是最大项，其增速是主力，而我们可以看到贷款

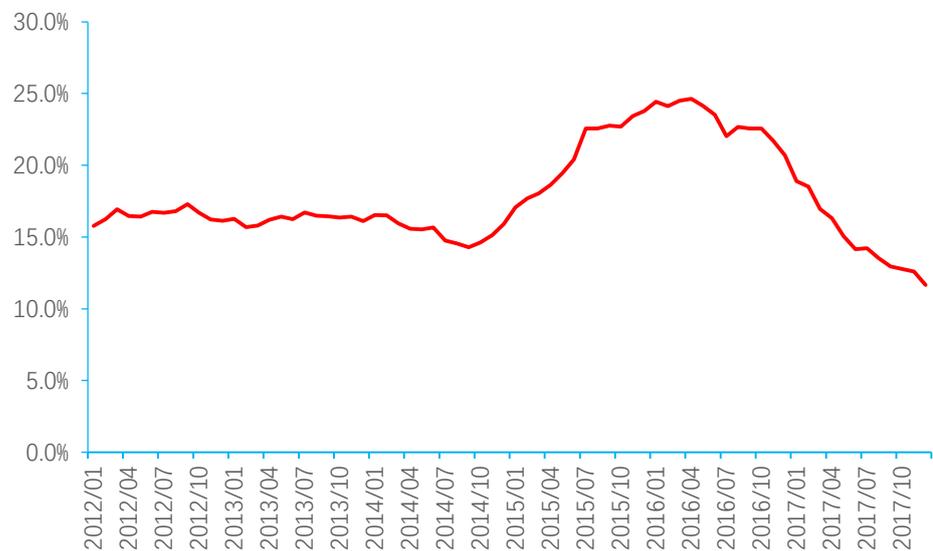
增速趋缓，2017 年全年只有 2 个月份环比增速超过了 1%。

各项贷款、债券投资、股权及其他投资三项在新口径下的广义信贷中占到了主导的比例，其增速完全可以近似用资金运用总计来表示，12 月份环比增速仅 0.22%。受禁止同业投资非标的影响，股权及其他投资规模还将缓慢下滑。

- 买入返售、存放非存款金融机构款项，在总量中占比小，影响不大。
- 从 2017 年一季度开始，表外理财就已经纳入到新口径下的广义信贷了，加之委外到期不续，表外理财规模预计会收缩。
- 投资于现金与存款类的理财余额，是以负值的形式出现的，代表了保本理财的广义信贷抵扣奖励，保本理财后续将转到表内变成结构性存款，在揽储的压力下，保本理财的规模极可能上升，体现在广义信贷上就是腾出了空间。

综上，我们认为，理财、同业的非标规模压降，结构性存款规模上升，将腾出广义信贷空间，可用作增加贷款投放、置换非标融资，因此表内信贷投放力度有望加大；总量上广义信贷增速也能保持平稳。

图 5：测算的金融机构表内广义信贷增速明显下降



资料来源：WIND，天风证券研究所

Note: 依据央行披露的金融机构信贷收支表进行测算，主要包括贷款、债券投资、股权及其他投资。

### 3.3. 非标转表内贷款面临额度限制

有人会想当然认为非标受限，必然导致大量的表外转表内贷款，大量挤占贷款额度。这种想法高估了表外转表内的规模，因为忽视了一点：银行需要通过通道投放信贷的企业，不少本身不满足贷款的门槛，即使不能做非标了，也很难直接投放信贷。有一部分非标转标，穿透之后将其视为类固收产品，加以表内资产同等程度的监管，补计提拨备和资本。

还有一部分资质差的非标融资需求面临无法满足的问题，导致借新还旧的游戏面临终结，可能会带来信用风险的上升。这本身也是风险出清的过程。

非标转表内贷款推升贷款需求，面临额度限制。2016 年以来，在 MPA 考核体系下，央行一方面对狭义信贷增量有较为频繁的窗口指导，另外一方面对将广义信贷增速与资本充足率挂钩，限制广义信贷的过快扩张。

根据 2017 年全部传统信贷新增 13.5 万亿，可以近似当作银行 2018 年全年计划的最低信贷投放量。由于额度可以偏离一点，预计 2018 年全年新增贷款 14 万多亿，新增贷款较 2017 年增加约 1 万亿。考虑到商业银行表内外资金对接的近 20 万亿非标有一部分资质较好的

转向表内贷款，由于去杠杆之下贷款额度总体是偏紧的，非标转贷款面临贷款额度的限制。

表 4：2015-2017 年传统信贷投放规模（单位：万亿）

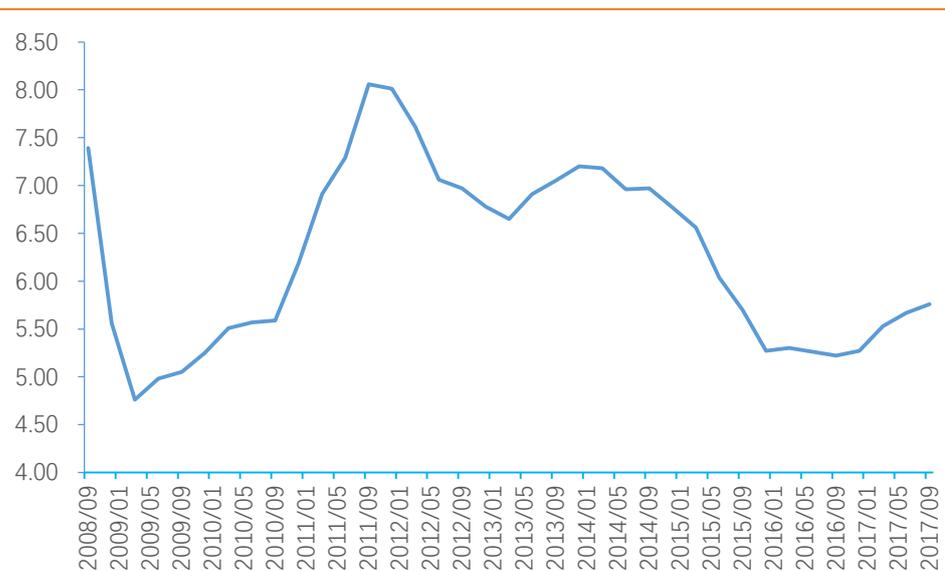
		2015	2016	2017
全部		11.72	12.65	13.50
住户	住户	3.87	6.33	7.13
	短期	0.82	0.65	1.83
	中长期	3.05	5.68	5.30
非金融性公司及其他部门	企业	7.38	5.80	6.43
	短期	1.90	0.73	1.63
	票据融资	1.66	0.89	-1.58
非银金融机构	中长期	3.54	4.18	6.38
		0.38	0.10	-0.32

资料来源：人民银行官网，天风证券研究所

非标转标的浪潮中，相对低资质企业以好资产发行 ABS 或是主流。多层次资本市场体系中，债权类融资又多了一层，服务实体经济将更精准，长期来看，融资环境总体来说是变得更好了。银登中心的信贷资产受益权转让是监管主推的一个方向，但这都不及现成的 ABS 好用，预计 ABS 业务在 2018 年将继续放量增长。

部分非标转向贷款，预计将推升贷款需求，而贷款额度受限，预计新发放贷款利率将进一步上升。

图 6：2017 年初以来，金融机构贷款加权平均利率持续上升（%）



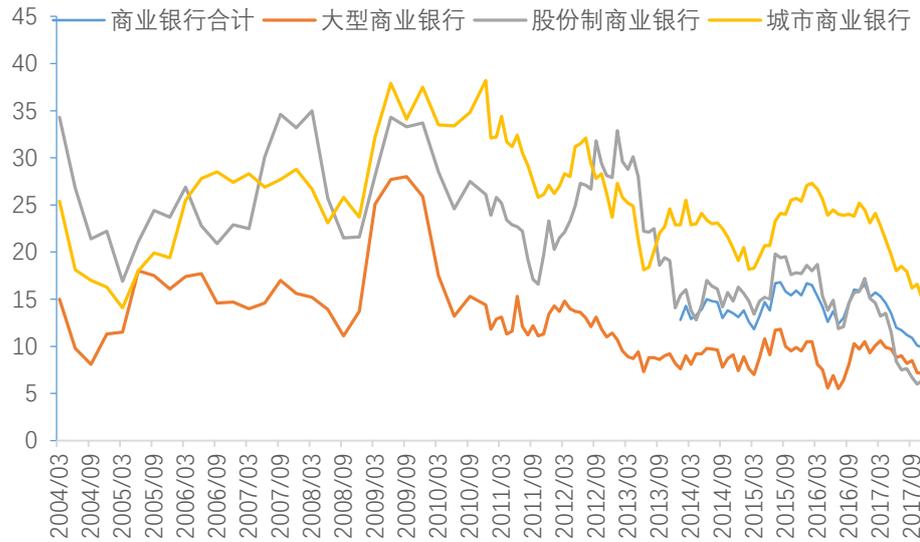
资料来源：WIND，天风证券研究所

### 3.4. 以史为鉴，内生性资本补充或能满足资本需求

2017 年 4 月以来，银行业进入强监管时代，同业、理财等成为监管重点，规模出现一定的下降。可以说，2017 年商业银行已经进入强监管时代，2017 年下半年非标业务便已经面临较大的监管压力。事实上，非标转向贷款在 2017 年已经发生，因而，去杠杆限制非标对资本的总体影响可以 2017 年为观察样本，以史为鉴。

金融去杠杆之下，受同业负债、同业资产及同业投资等增长放缓或下降影响，2017 年初以来商业银行除大行外资产规模普遍增长大幅放缓。其中，股份行资产规模增速更是从 16 年末的 17.2 大幅降至 2017 年末的 3.2%。商业银行整体资产规模增速也由 16 年末的 16.6% 降至 17 年末的 8.2%。

图 7：2017 年初以来，除大行外各类型银行资产规模增速明显放缓（%）

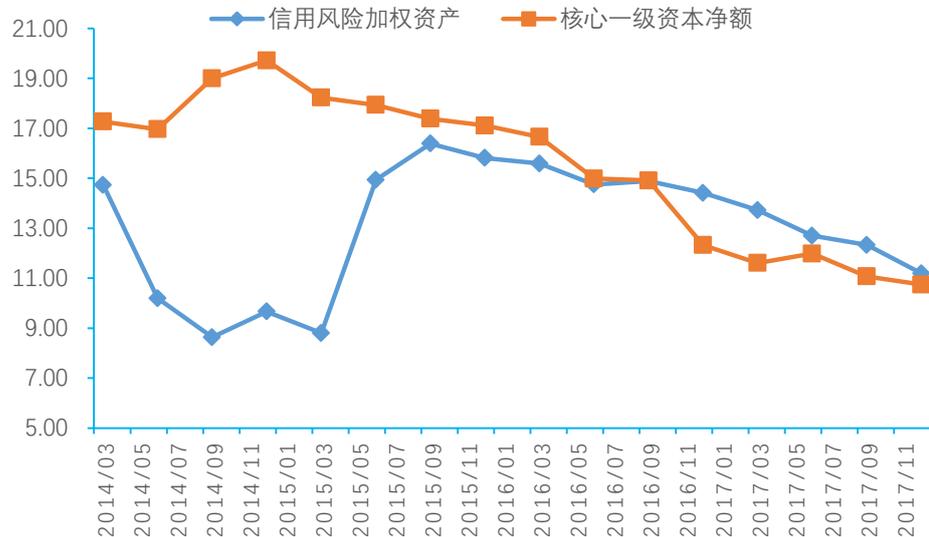


资料来源：WIND，天风证券研究所

去杠杆之下，商业银行信用风险加权资产增速明显下降。2016 年以来，商业银行信用高风险加权资产规模增速明显下降，同比增速已由 2015 年末的 15.8%大幅降至 2017 年末 11.2%。

考虑到商业银行 ROE 约 14%，若分红比例为 20%，则每年通过利润留存可使资本增长 11%左右，即仅依靠内生性资本补充，资本每年可则增长 11%左右。若信用风险加权资产增速未来几年保持在 11%左右，则依靠内生性资本补充能基本满足资本需求。

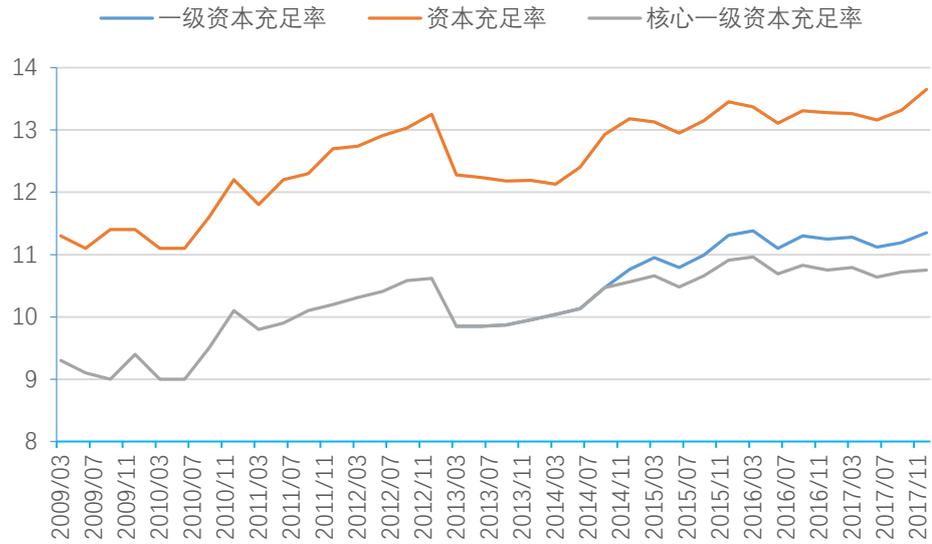
图 8：2016 年以来，商业银行信用风险加权资产增速明显下降（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

部分银行资本压力较大，商业银行整体压力不大。不少股份行核心一级资金充足率及资本充足率较监管要求低于 1 个百分点，存资本补充需求。不过，商业银行整体来看，2017 年末核心一级资本充足率达 10.75%（非系统重要性银行监管要求 7.5%，系统重要性银行为 8.5%），资本充足率达 13.65%（非系统重要性银行监管要求 10.5%，系统重要性银行为 11.5%），较监管要求有较大空间，资本压力不大。

图 9：商业银行整体资本压力不大（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：部分上市银行存资本压力（较监管要求的空间，3Q17）

上市银行	核心一级资本充足率	一级资本充足率	资本充足率
工商银行	4.38%	3.90%	3.17%
建设银行	4.34%	3.49%	3.17%
中国银行	2.65%	2.52%	2.37%
农业银行	2.08%	1.73%	1.90%
交通银行	3.26%	3.34%	3.48%
招商银行	5.22%	4.22%	4.51%
中信银行	1.06%	1.02%	1.25%
民生银行	1.35%	0.61%	1.34%
兴业银行	1.32%	0.92%	1.49%
浦发银行	1.74%	1.47%	1.32%
华夏银行	0.72%	0.87%	1.95%
平安银行	0.82%	0.73%	0.78%
光大银行	1.19%	1.27%	2.17%
江苏银行	1.12%	0.13%	0.45%
南京银行	0.41%	0.79%	2.38%
宁波银行	1.16%	1.02%	1.64%
杭州银行	1.63%	0.63%	2.21%
贵阳银行	2.22%	1.23%	1.15%
常熟银行	2.20%	1.24%	1.38%
无锡银行	2.56%	1.57%	1.76%
江阴银行	4.41%	3.43%	2.61%

资料来源：WIND，天风证券研究所

#### 4. 投资建议：回调不改估值重构大趋势，配龙头

17 年 GDP 增速达 6.9%，自 10 年以来首次提速，经济企稳复苏。“经济温和复苏+低估值”共振之下，**银行股（14%的 ROE，超 3%的股息率，上升的业绩增速）**作为优质核心资产，外资、险资、价值型公募基金等配置型增量资金或带来 A 股银行板块估值大重构。

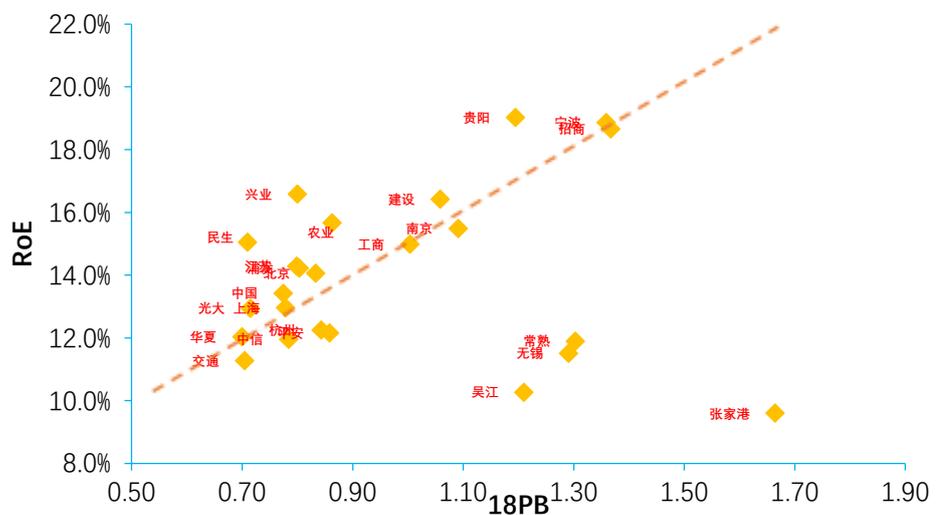
**市场或高估了非标受限对资本的影响。**据测算全面限制非标资产将带来约 7 万亿的信用风险加权资产增量，产生对资本的需求约 7000 亿，占 2017 年 12 月末商业银行 13.2 万亿的核心一级资本净额约 5%。若未来 3 年解决非标资产问题，则每年额外的资本需求不到 2500 亿。2017 年商业银行净利润达 1.75 万亿，剔除分红（假设比例 20%），则可补充核心一级资本 1.4 万亿。每年不到 2500 亿额外资本需求总体影响有限，可通过优先股、二级资本债等补充。

**去杠杆之下，商业银行信用风险加权资产增速明显下降，内生性资本补充基本能满足。**2016 年以来，商业银行信用高风险加权资产规模增速明显下降，同比增速已由 15 年末的 15.8% 大幅降至 17 年末 11.2%。考虑到商业银行 ROE 约 14%，若分红比例为 20%，则每年通过利润留存可使资本增长 11%左右，即仅依靠内生性资本补充，资本每年可则增长 11%左右。若信用风险加权资产增速未来几年保持在 11%左右，则依靠内生性资本补充能基本满足资本需求。

我们认为，受外盘持续大跌影响，银行板块近期经历一波强势调整，银行股估值重构的逻辑未改。情绪冲击造成的交易踩踏，而非基本面变化为这轮调整的主因。

我们认为，今年银行板块估值提升空间或超 17 年，估值重构大势所趋，如何重视都不为过。我们的投资策略是，以四大行为盾，以平安和宁波为矛，关注常熟贵阳和中信银行 H 股。

图 11：A 股上市银行 RoEvs18PB 情况（截至 Feb 11,2018）



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 5. 风险提示

经济超预期下行导致资产质量大幅恶化；金融强监管超预期影响市场情绪。

表 5：上市银行资本补充情况（截至 2018 年 2 月 10 日）

上市银行	最新公告日	再融资类型	规模（亿元）	进度
工商银行	2017-11-22	二级资本债券	440	发行完毕（第二期）
	2017-11-8	二级资本债券	440	发行完毕（第一期）
建设银行	2018-1-4	优先股	600	发行完毕
	2017-3-30	二级资本债券	960	董事会预案
中国银行	2017-11-2	二级资本债券	300	发行完毕（第二期）
	2017-9-28	二级资本债券	300	发行完毕（第一期）
农业银行	2017-10-17	二级资本债券	400	发行完毕
交通银行	2017-4-13	二级资本债券	300	发行完毕
招商银行	2017-12-27	境内优先股	275	发行完毕
	2017-10-26	境外优先股	10 亿美元（约 66.3 亿元）	发行完毕
浦发银行	2017-10-28	可转债	500	国资委批复，尚待股东大会审议
	2017-9-6	定增	148	发行完毕
中信银行	2017-7-11	可转债	400	银监会批复
民生银行	2018-1-11	二级资本债券	150	发行完毕
	2017-3-30	可转债	500	董事会预案
兴业银行	2017-4-10	定增	260	发行完毕
光大银行	2017-12-22	H 股定增	58.1 亿股 H 股，5.3282 港元/股	2017 年 12 月发行完毕
	2017-8-30	二级资本债券	120	发行完毕（第二期）
	2017-3-15	可转债	300	发行完毕
	2017-3-7	二级资本债券	280	发行完毕（第一期）
华夏银行	2017-6-1	二级资本债券	300	发行完毕
平安银行	2017-7-29	可转债	260	董事会预案
北京银行	2018-1-2	定增	205.4 亿	发行完毕
南京银行	2018-1-2	定增（修订稿）	140	银监会批复
宁波银行	2017-12-12	优先股	100	董事会预案
	2017-12-9	可转债	100	发行完毕
	2017-12-9	二级资本债券	100	发行完毕
	2017-4-28	定增	100	预案
上海银行	2017-12-26	优先股	200	发行完毕
江苏银行	2017-12-18	优先股	200	发行完毕
杭州银行	2017-12-23	优先股	100	发行完毕
	2017-8-18	二级资本债券	80	发行完毕
贵阳银行	2017-6-2	优先股	50	银监会批复
无锡银行	2018-1-31	可转债	30	发行完毕
	2017-11-4	二级资本债券	20	发行完毕
常熟银行	2017-11-16	二级资本债券	10	发行完毕（第二期）
	2018-1-17	可转债	30	发行完毕
江阴银行	2018-1-26	可转债	20	发行完毕
张家港行	2018-1-17	二级资本债券	15	央行批复
	2017-8-23	可转债	30	预案
吴江银行	2017-12-6	可转债	25	证监会审理

资料来源：WIND，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com