低估值策略为何失效？能否逆袭？

2020 年 09 月 06 日

证券分析师 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn

报告看点：

■ ①低估值策略 2019 年中至今持续失效，近期流动性与基本面均出现边际变化，下半年风格再平衡，低估值&价值策略有望逆袭。②从估值看，低估值策略失效往往伴随着估值分化，其背后是流动性宽松下市场追逐高估值，当前估值分化已达极值，货币政策边际趋缓，下半年流动性趋紧，低估值策略或将重回有效区间。③从基本面看，价值风格弱化背后是经济下行带来的价值股盈利恶化，Q2 价值成长盈利差创新低，随着经济逐渐复苏，预计顺周期的价值股盈利将有所回暖，风格再平衡。④从行业看，银行地产相关性强，销量是地产股价的关键指标，疫情后销量持续反弹，房地产估值再降可能性减弱。银行由于净息差收窄导致股价持续低迷，随着 Q2 业绩落地，经济复苏带动资产质量夯实，净利润增长压力有望逐渐缓解。

正文摘要

■ **估值：低估值策略为何失效？**①从长期视角来看，低估值策略在 A 股实践中显著有效，但在短期内存在失效区间。②估值分化：低估值策略失效往往伴随着估值分化加剧，估值分化是造成低估值策略失效的重要原因之一。本轮估值分化已逼近 2015 年极值水平，预计下半年估值分化将迎来收敛，低估值策略或将迎来转机。③利率变化：利率下行导致风险偏好上行，市场对高估值的容忍度提升，引起低估值策略失效。随着货币政策宽松进程放缓，市场利率逐渐上行，预计下半年低估值策略或将重回有效区间。

■ **风格：价值风格为何弱化？**①顺周期性：价值风格指数成分股多为周期及金融行业，顺周期性强，其盈利业绩受宏观经济波动影响较大。②盈利趋势是影响价值风格切换的核心变量。股票从长期来看是称重机，基本面决定股价涨跌，盈利趋势分化是风格切换的分水岭。无论是 16-17 年价值占优还是 18 年中以来的价值风格弱化，背后的核心变量都是盈利。经济上行阶段，强周期的价值风格盈利表现较好，市场表现占优；在经济下行阶段，强周期的价值风格盈利下行压力较大，从而导致市场表现不佳。疫情后经济逐渐复苏，二季度宏观基本面超预期，预计顺周期的价值股盈利将有所回暖。

■ **行业：金融地产为何不涨？**①股价相关性：地产相关贷款占银行贷款比重高，因此银行盈利水平往往受房地产业绩影响较重，二者盈利相关性强，股价相关性亦强。②地产：作为市场需求的风向标，销量是地产股股价走势的关键指标。疫情之后房地产销量持续反弹，叠加居民中长期贷款回暖，下半年房地产行业有望迎来估值修复。③银行：净息差缩窄，叠加不良率、拨备率提升挤压银行利润。疫情之后为了解决中小企业融资难的问题，政策方向推动银行业让利，银行贷款利率持续下调，而存款成本不降，导致净息差收窄，银行盈利空间减小。随着银行净利润利空预期落地，资产质量进一步夯实，伴随经济企稳，净利润增长压力有望逐渐缓解。盈利下滑是引起银行股不涨的主要原因。

■ **风险提示：**中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

相关研究

1、《策略专题 20200901：20Q2 盈利回暖，有望持续改善》2020-09-01
2、《策略点评 20200901：港股拥抱“核心资产”，新经济魅力凸显》2020-09-01
3、《东吴证券月度策略及金股组合：箱体震荡，风格切换：箱体震荡，风格切换》2020-09-01
4、《策略专题 20200831：拜登的中国政策：相同的诊断，不同的药方》2020-09-01
5、《A 股量体温：当前有多热？：A 股量体温：当前有多热？》2020-08-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

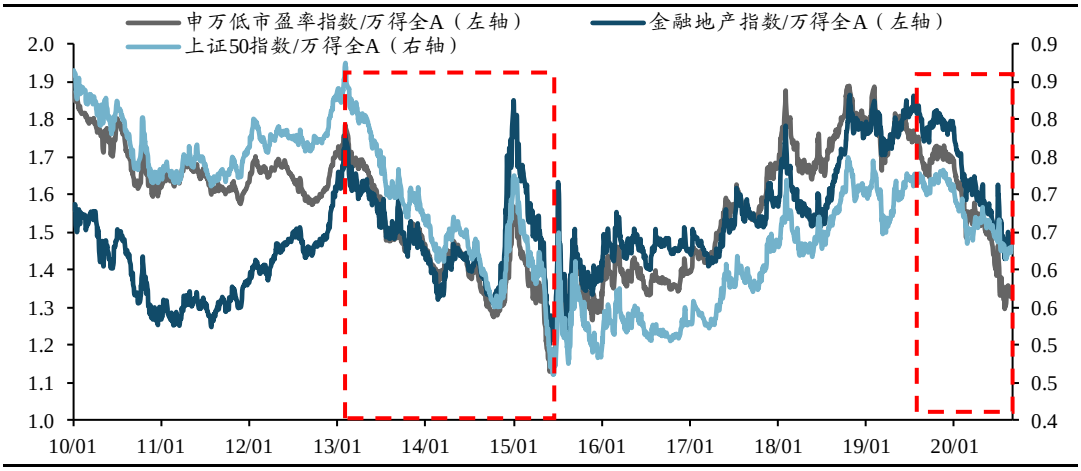
1. 估值分化&流动性宽松：低估值策略失效 4
1.1. 低估值策略长期有效 4
1.2. 估值分化&货币政策边际趋稳：低估值有望逆袭 5
2. 价值股顺周期特征明显，基本面引致价值风格弱化 8
2.1. 价值股顺周期特征明显，盈利趋势与宏观经济密切 9
2.2. 价值成长盈利差已创新低，收敛后风格再平衡 10
3. 行业景气：金融地产为何不涨？ 11
3.1. 强相关，银行地产不分家 11
3.2. 房地产："房住不炒"下的销量逐步回暖 12
3.3. 银行：二季度利空落地，经济回暖下的银行资产改善 14
4. 风险提示 15

图表目录

图 1：低估值跑输=价值风格弱化=金融地产不涨 4
图 2：长期来看低估值策略 A 股实践显著有效 5
图 3：低估值投资组合年收益率在大部分时间里跑赢高估值组合 5
图 4：低估值策略失效伴随 A 股内部估值分化加剧 6
图 5：低估值失效伴随板块间估值分化加剧 7
图 6：低估值失效伴随行业间估值分化加剧 7
图 7：利率下行引起低估值策略失效 7
图 8：流动性环境边际趋缓 8
图 9：5 月份以来市场利率持续回升 8
图 10：上证 50 成分股主要分布于金融周期行业 9
图 11：中证 100 成分股主要分布于金融周期行业 9
图 12：宏观经济波动影响价值风格盈利表现 10
图 13：20Q2 宏观基本面快速修复 10
图 14：盈利趋势影响风格切换（上证 50-创业板指） 11
图 15：盈利趋势影响风格切换（中证 100-中小板指） 11
图 16：地产相关贷款占银行贷款比重高 12
图 17：银行地产三个月滚动股价相关系数均值 63% 12
图 18：银行地产股价走势大致相同 12
图 19：销量是地产股价走势的关键指标 13
图 20：疫情以来地产销售反弹&居民中长贷回暖 13
图 21：房地产行业估值处于历史低位 13
图 22：银行贷款利率下行而存款成本不降 14
图 23：净息差缩窄挤压银行利润 14
图 24：不良率&贷款拨备率上升 15
图 25：盈利影响银行业股价表现 15
图 26：银行业估值处于历史低位 15

一直以来，低估值投资策略以其充足的安全边际和投资价值，受到众多投资者青睐，长期来看 A 股低估值策略也确实有效。但是从 19 年中开始，低估值策略进入失效区间：低估值跑输、价值风格弱化、金融地产不涨，从股价表现看这三者实际是一码事。本篇专题即从估值（流动性）、风格（盈利）、行业景气三视角分析低估值策略为何失效，进而展望下半年低估值策略是否有存在机会逆袭。

图 1：低估值跑输=价值风格弱化=金融地产不涨



数据来源：Wind，东吴证券研究所

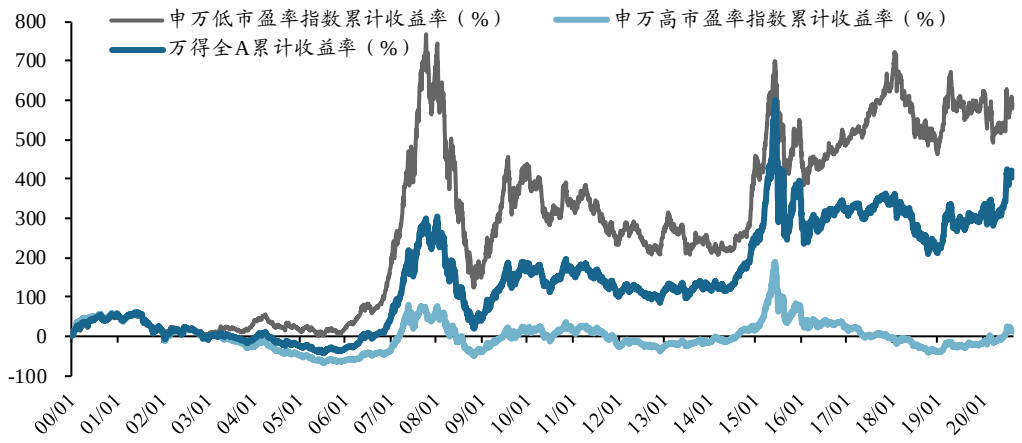
1. 估值分化&流动性宽松：低估值策略失效

1.1. 低估值策略长期有效

中长期视角下，低估值策略 A 股年化收益率 9.7%。为方便低估值、高估值投资组合和全部 A 股的整体表现对比，我们分别计算申万低市盈率、申万高市盈率和万得全 A 三个指数从 2000 年至今的累计收益率。结果显示在长期视角下，低估值策略的累计收益率明显跑赢高估值策略和 A 股整体。截至 2020 年 9 月 4 日，申万低市盈率指数累计收益率为 576.6%，同期万得全 A 累计收益率为 412.9%，申万高市盈率指数仅为 14.3%。从年化复合增速来看，2000 年初至 2020/08/31，申万低市盈率指数为 9.7%，万得全 A 为 8.2%，申万高市盈率指数仅为 0.6%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

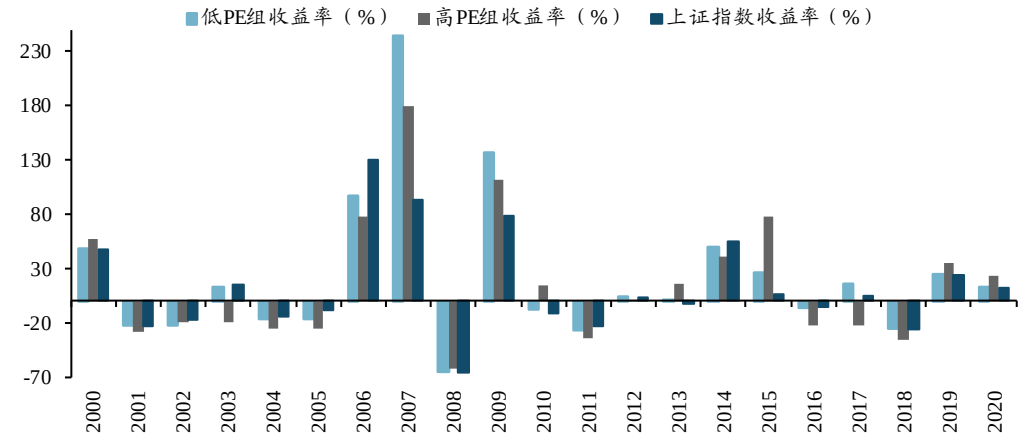
图 2：长期来看低估值策略 A 股实践显著有效



数据来源：Wind，东吴证券研究所

逐年来看，低估值策略年均胜出概率 62%。我们从全部 A 股中筛选每年初市盈率排名最高的前 10%股票作为高估值投资组合样本，排名最低的后 10%股票作为低估值投资组合样本，从 2000-2020 年每年滚动换一次样本，计算其每年收益率（其中 2020 年收益率为 2020/01/01-2020/09/04）。结果发现低估值策略在大部分时间表现胜过高估值策略，在我们统计的 20 年里，低估值组有 13 年的年收益率超过高估值组，胜出概率为 62%。其中 2003 至 2007 年低估值组收益率连续 5 年跑赢高估值组。

图 3：低估值投资组合年收益率在大部分时间里跑赢高估值组合



数据来源：Wind，东吴证券研究所，其中 2020 年为年初至今（09/04）收益率

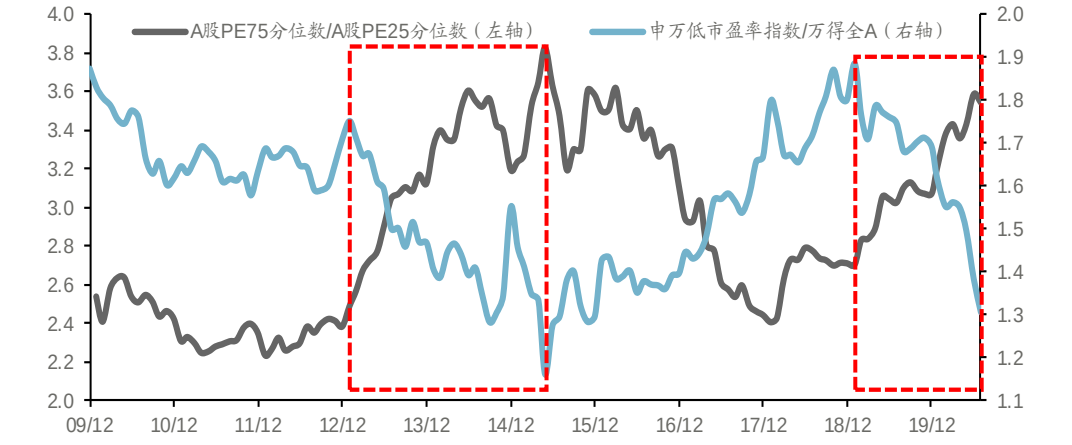
1.2. 估值分化&货币政策边际趋稳：低估值有望逆袭

2010 年以来 A 股经历了两轮典型低估值策略失效区间，分别为 2013/01-2015/06 和 2019/06-至今。我们首先从估值视角出发，通过估值分化和其背后流动性环境来分析低估值策略为何失效，并从流动性视角看下半年低估值能否有逆袭。

低估值策略失效往往伴随估值分化。本轮低估值策略失效同时伴随一个典型特征：A 股内部估值分化加剧。从 A 股整体、板块、行业三视角审视估值分化，分别以 A 股 PE 的 75%分位数/25%分位数作为衡量 A 股内部估值分化的指标，以周期/消费/金融/科技四大板块之间的 PE 标准差作为衡量板块间估值分化的指标，以 28 个申万一级行业之间的 PE 标准差作为衡量行业间估值分化的指标。我们发现一个明显规律：2010 年以来的两轮低估值策略失效区间，估值分化的程度都在加大。具体来看，13/01-15/06 低估值策略失效，申万低市盈率指数/万得全 A 从 1.8 下降到 1.1，同期估值分化加剧，A 股 PE75%分位数/25%分位数从 2.5 上升至 3.6，四大板块间 PE 标准差从 8.7%上升至 41.5%，申万一级行业间 PE 标准差从 9.7%上升至 51.3%。可以看出，低估值策略失效与估值分化加剧密切相关，估值分化程度加大意味着市场对高估值接受度增强，反之收敛过程中低估值板块关注度提高。

A 股整体估值分化已逼近 2015 年极值水平，预计下半年估值分化收敛，低估值策略或迎转机。本轮估值分化在 2018 年底已崭露头角，并于 2019/01 开始加剧，同时伴随着低估值策略逐渐失效，低估值组合相对收益持续下行。以 A 股 PE75%分位数/25%分位数作为 A 股整体估值分化指标，截至 20/07/31，A 股 PE75%分位数/25%分位数已经达到 3.5，逼近 2015 年最高点，目前有所回落，9 月 4 日为 3.3。回顾历史行情，A 股内部估值分化在 15 年底达到极值后逐步收敛，同时伴随着低估值策略的相对收益持续反弹。目前估值分化已接近历史极值，下半年收敛可能性更大，低估值策略或将重返有效区间。

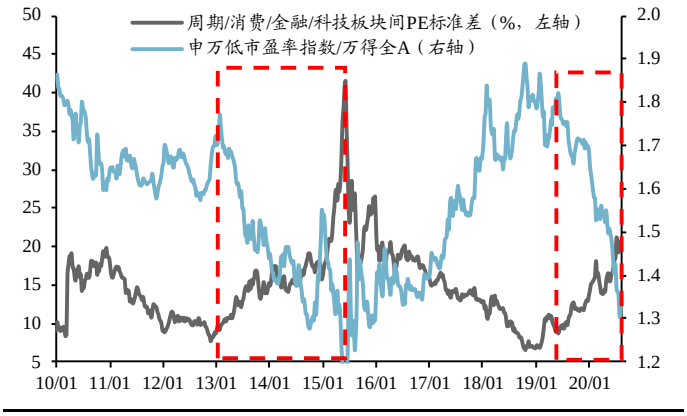
图 4：低估值策略失效伴随 A 股内部估值分化加剧



数据来源：Wind，东吴证券研究所

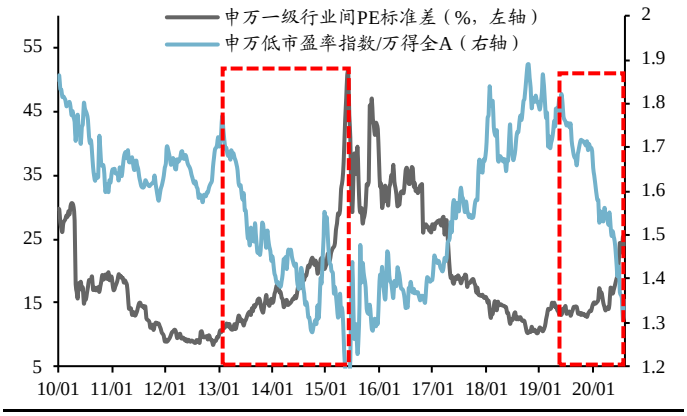
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：低估值失效伴随板块间估值分化加剧



数据来源：Wind，东吴证券研究所

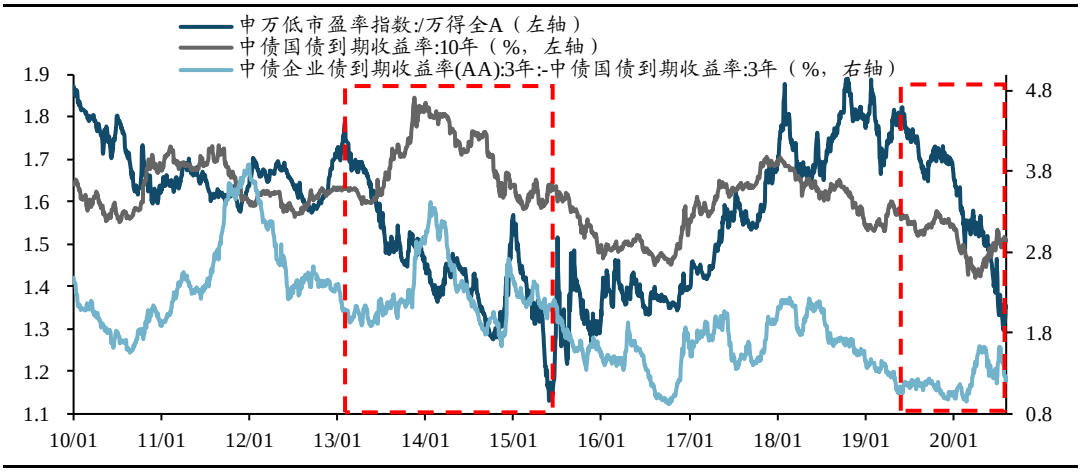
图 6：低估值失效伴随行业间估值分化加剧



数据来源：Wind，东吴证券研究所

流动性环境宽松，市场对高估值接受度提升，低估值策略失效。估值分化收敛的背后是流动性环境的变化，由 DCF 模型可知，无风险利率下行降低投资机会成本，市场对风险资产估值会有所提升，由此会导致风险偏好上行，引起低估值策略失效。回顾历史行情可以看出，利率下行阶段往往伴随着低估值投资组合的相对收益持续向下，而利率上行阶段往往是低估值策略的有效区间。我们以 10 年期国债到期收益率作为无风险利率，3 年期企业债到期收益率-3 年期国债到期收益率作为信用利差。可以看出 13/11-15/06，利率整体下行，其中 10 年期国债到期收益率从 4.7%下降至 3.6%，信用利差从 2.9%下降至 2.1%，流动性宽松，利率下行，对应低估值策略失效，申万低市盈率指数/万得全 A 从 13/01 的 1.8 下降到 15/06 的 1.1。相反从 16 年底到 18 年初利率进入上行区间，市场风险偏好下降，市场又偏向稳健的低估值策略，这一阶段以“漂亮 50”为代表的低估值组合相对收益持续上行，申万低市盈率指数/万得全 A 从 1.3 上升到 1.8。

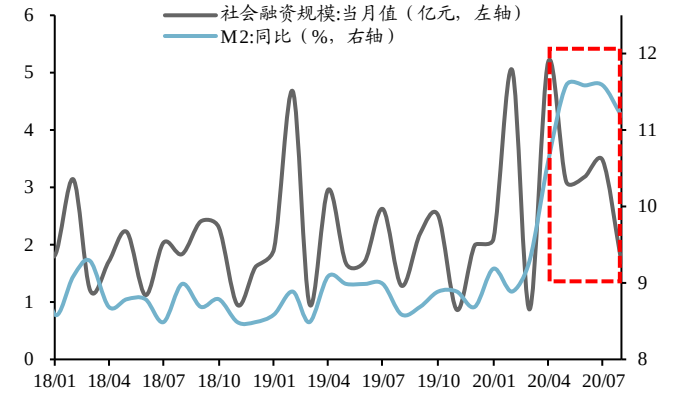
图 7：利率下行引起低估值策略失效



数据来源：Wind，东吴证券研究所

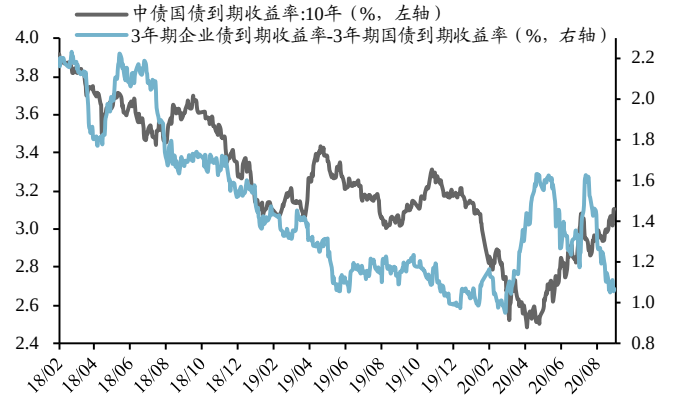
流动性环境边际趋缓，低估值策略或将重回有效区间。央行最新发布的二季度货币政策执行报告中强调，下一阶段，稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，要保持货币供应量和社会融资规模合理增长。这与前期强调“逆周期调节稳增长”相比出现了边际变化。同时央行行长易纲在陆家嘴论坛表示“展望下半年，货币政策还将保持流动性合理充裕，预计将带动全年的人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模的增量将超过 30 万亿元”，而前六月人民币贷款新增 12.1 万亿元，社融累计规模 20.8 万亿元，均已超过全年目标的一半，因此下半年宽松的空间预计不及上半年。8 月 10 日央行举行 2020 年上半年金融统计数据新闻发布会，也提出稳健的货币政策将更加灵活适度，并在“总量”和“价格”上更加强调“适度”，央行货币政策司副司长郭凯表示适度有两个含义：一是在总量上要适度，信贷的投放要和经济复苏的节奏相匹配。二是在价格上要适度，一方面要引导融资成本进一步降低，向实体经济让利，同时也要认识到利率适当下行并不是利率越低越好。此外，从实际流动性环境看，7 月新增社融 1.69 万亿，低于预期 1.85 万亿，同比 31.6%，前值 32.1%；7 月 M2 同比 10.7%，较上月末下降 0.4 个百分点。利率市场也印证了货币政策的边际转向，5 月以来无风险利率持续上行，十年期国债到期收益率从 5 月份低点 2.5%上升至目前（9 月 4 日）的 3.1%。下半年，随着经济增速向潜在水平回归，传统货币政策的作用可能会更加明显，流动性也将进入一个更加常态的状态，这将是估值收敛背后，引致低估值策略重回有效区间的重要推动力。

图 8：流动性环境边际趋缓



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：5 月份以来市场利率持续回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 价值股顺周期特征明显，基本面引致价值风格弱化

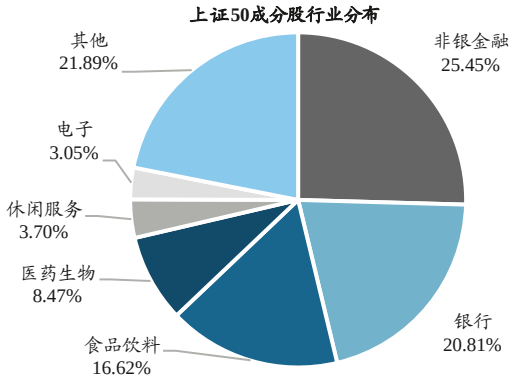
价值风格弱化与低估值策略失效在某种意义上具有共通点，因为传统意义上的价值投资往往在估值相对较低的范围内讨论才有意义。这一部分我们侧重于从盈利角度分析宏观经济波动对价值风格基本面的影响，以此来研究价值风格为何弱化。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.1. 价值股顺周期特征明显，盈利趋势与宏观经济密切

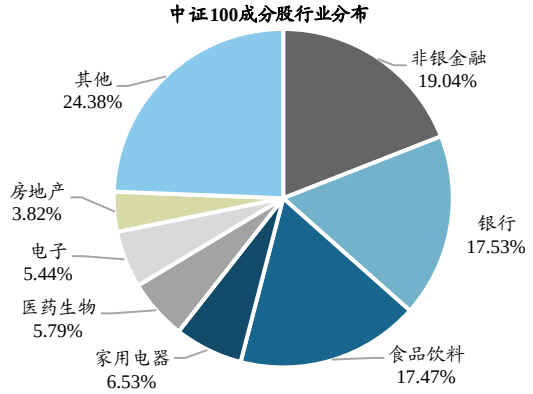
价值风格成分股多为周期及金融行业，顺周期特征明显。决定风格的核心因素是盈利趋势，而以上证 50 和中证 100 为例，代表价值风格的指数成分股主要分布于周期及金融行业，顺周期特征明显。上证 50 的成分股中金融行业占比为 46.3%，周期性行业占比为 17.9%，两者合计 64.2%；同样代表价值风格的中证 100 的成分股中金融行业占比为 36.6%，周期性行业占比为 19.2%，两者合计 55.8%。

图 10：上证 50 成分股主要分布于金融周期行业



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：中证 100 成分股主要分布于金融周期行业



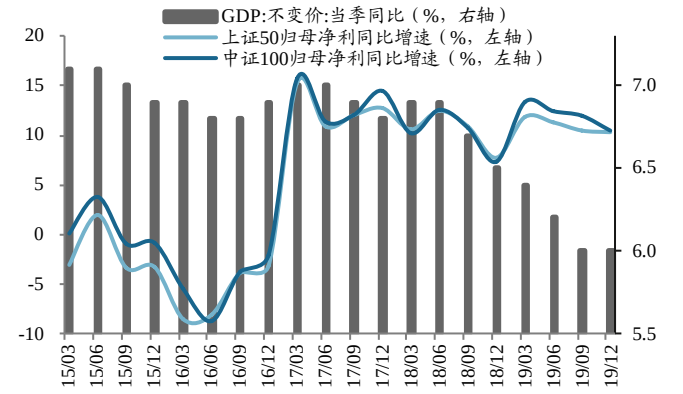
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2018 年以来经济持续下行，价值风格盈利趋势弱化。价值风格成分股多分布于金融和周期行业，具有很强的顺周期性。在经济上行阶段，强周期的价值风格盈利表现较好，市场表现占优；在经济下行阶段，强周期的价值风格盈利下行压力较大，从而导致市场表现不佳。回顾最近一轮 A 股风格周期，2016-2017 年是典型的价值占优行情。16 年初至 17 年底，宏观基本面企稳上升，GDP 不变价当季同比从 16Q2 的 6.8%上升至 17Q2 的 7.0%，宏观经济向好带动价值风格指数盈利上行，上证 50 归母净利润同比增速从 16Q1 的-8.5%上升至 17Q4 的 12.8%。而从 2018 年以来宏观经济基本面下行，价值风格盈利恶化，18 年中到 19 年末，GDP 同比增速从 6.9%下降至 6.0%，上证 50 归母净利润同比增速从 18Q2 的 12.5%下降至 19Q4 的 10.3%。

二季度经济超预期修复，价值股盈利继续恶化风险显著降低。2020 年一季度受疫情影响，宏观基本面受到严重冲击，多项经济指标出现恶化，20Q1 GDP 当季同比-6.8%，近 30 年来首次负增长，工业增加值同比在 20/01 由正转负-4.3%，2 月份更是暴跌至-25.9%。宏观基本面下行使得价值股盈利恶化，上证 50 归母净利润同比增速从 19 年底的 10.3%下降至 20Q1 的-15.5%，中证 100 更是从 10.5%下降至-19.8%。而受益于国内疫情防控得当，二季度宏观基本面快速修复，多项经济数据超预期：Q2 GDP 当季同比由负转正 3.2%，其中基建固定资产投资完成额累计同比自 2 月-26.9%以来持续反弹，并于 7 月由负转正 1.2%；出口金额当月同比自 2 月-17.1%以来逐渐回暖，5 月份受海外疫情

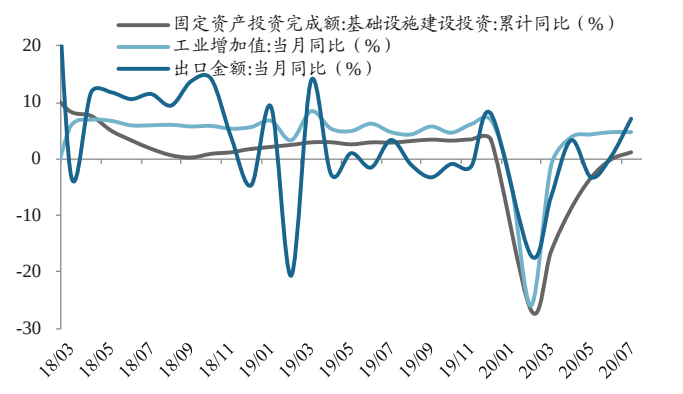
影响有所回调-3.2%，此后再度反弹，至 7 月份已达 7.2%；工业增加值当月同比在 4 月份由负转正后一路上行，6、7 月已经连续两月保持 4.8%。可以看出宏观基本面从 3 月开始快速修复，6-7 月更是超预期修复。7 月国家主席习近平在企业家座谈会上的讲话，提到“经济二季度企稳回升，情况比预料的要好。”宏观经济基本面逐渐修复的大背景下，价值股盈利继续恶化的风险显著降低。在一个低估值水平上，基本面下行风险降低，意味着风险补偿提高，预计下半年价值股盈利也将顺周期回暖，价值风格也将逐渐回暖。

图 12：宏观经济波动影响价值风格盈利表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：20Q2 宏观基本面快速修复



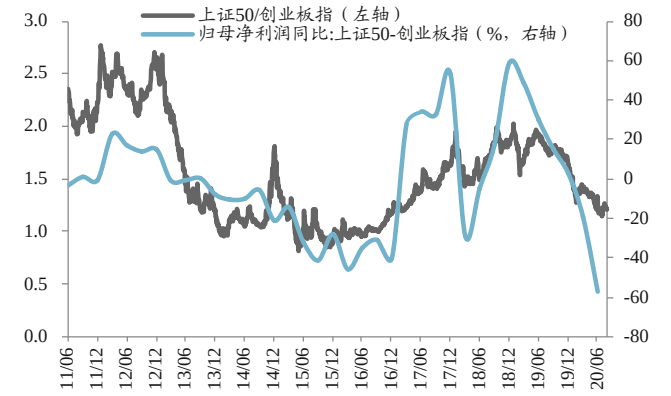
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 价值成长盈利差已创新低，收敛后风格再平衡

价值成长盈利趋势有望收敛，风格再平衡。股市从短期来看是“投票机”，从长期来看则是“称重机”，长期来看基本面是决定股价涨跌的核心因素，价值股和成长股在盈利趋势上的分化是影响风格切换的核心变量。2019 年以来价值风格弱化的的背后是价值成长盈利增速分化加剧，价值风格受经济下行影响，盈利不断恶化，上证 50 归母净利润累计同比从 19Q1 的 11.8%降至 20Q2 的-21.7%，而成长风格盈利出现改善，创业板指归母净利润累计同比从-36.6%上升至 35.4%，两者之差从 19Q1 的 48.4%下行至 20Q2 的-57.1%，已经创下历史新低，价值风格市场表现相对走弱，上证 50/创业板指从 1.68 下降至 1.21，中证 100/中小板指从 0.63 下降至 0.53。虽然从中期趋势看，成长盈利上行的区间并未结束，这意味着中期视角下成长仍可能占优，但这不排除中间区间风格再平衡，二季度以来随着逆周期政策效果显现，经济持续修复，制造业企业中长贷改善明显，我们认为下半年价值-成长盈利趋势将有望收敛，由此带动价值风格回暖。

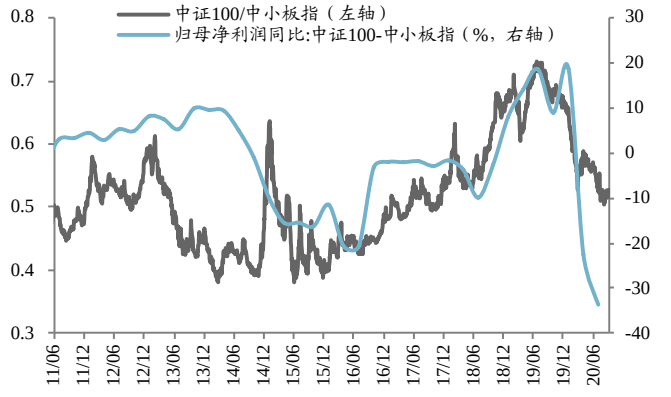
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 14：盈利趋势影响风格切换（上证 50-创业板指）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：盈利趋势影响风格切换（中证 100-中小板指）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

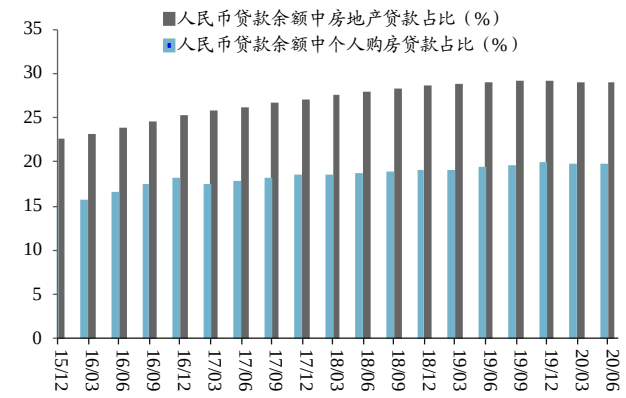
3. 行业景气：金融地产为何不涨？

前文分别从估值和盈利两个视角分析了低估值为何失效以及价值风格为何弱化，这也是传统策略研究普遍关注的角度。而行业角度往往能提供一些新的视角和发现，由于低估值板块中银行、地产占比较高，这部分我们将侧重于从行业角度切入，来分析金融地产为何不涨。

3.1. 强相关，银行地产不分家

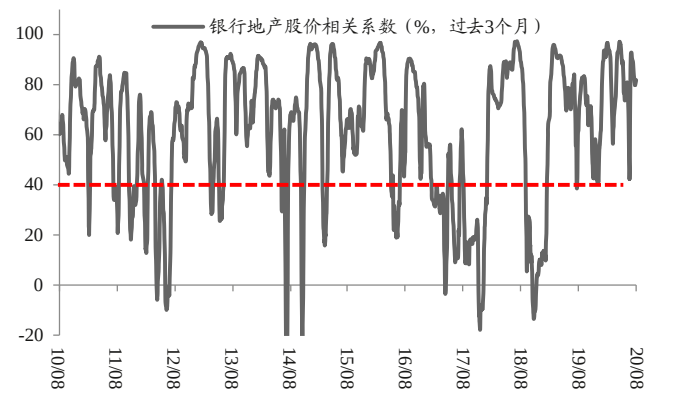
银行地产股价相关性较强，地产相关贷款占银行贷款比重高。银行和房地产作为低估值板块中占比最高的两大行业，二者本身相关性强。从股价走势上看，银行和房地产相对万得全 A 走势大致相同（图 18）。从行业相关性分析，2010 年以来银行和房地产指数三个月滚动股价相关系数均值高达 62.9%，且 19 年以来一直保持 40%以上。之所以银行和房地产有如此高的相关性，主要是因为房地产相关贷款占银行贷款比重较高，截至 2020Q2 人民币贷款余额中房地产贷款占比 28.7%，个人购房贷款占比 19.6%，地产相关贷款占银行贷款比重已接近 50%。因此银行盈利水平往往受房地产业绩影响较重，二者盈利相关性强，股价相关性亦强，而 19 年以来，银行地产股价持续趋弱，这是行业层面造成低估值策略失效的最大因素。

图 16：地产相关贷款占银行贷款比重高



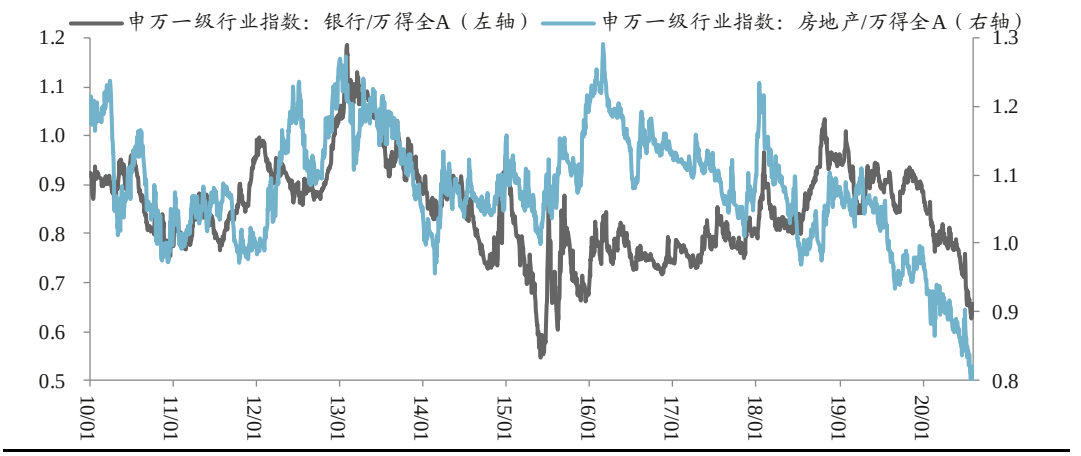
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：银行地产三个月滚动股价相关系数均值 63%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：银行地产股价走势大致相同



数据来源：Wind，东吴证券研究所

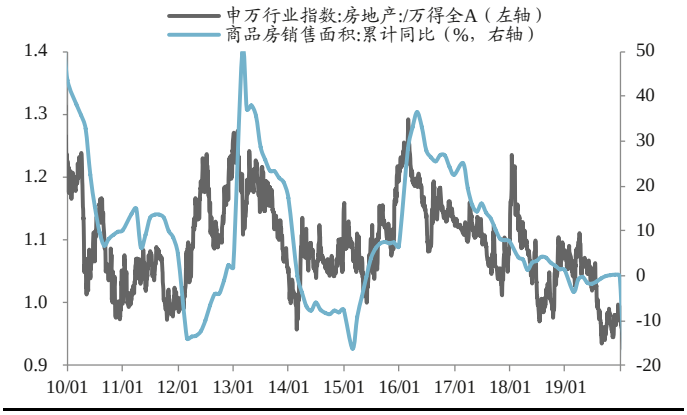
3.2. 房地产：“房住不炒”下的销量逐步回暖

地产销量是影响地产股价的核心因素。行业比较视角出发，房地产行业关键驱动因素是需求，而地产销量是体现市场需求的风向标。从股价相关性分析，商品房销售量累计同比与房地产行业指数/万得全 A 走势几乎一致（图 19）。在过去的两轮地产股行情（2012-13、2015）中，也均伴随地产销量上行周期。例如 12/02-13/02，商品房销售量累计同比从-14.0%大幅上行至 49.5%，销量带动下，地产股表现强势，同期房地产行业指数/万得全 A 从 1.05 上升至 1.20。而在 16 年中央经济工作会议上提出“房住不炒”的大背景下，近年来地产销量持续下行，商品房销售量累计同比从 16/04 的 36.5%下行至 19/02 的-3.6%，地产股表现也持续低迷，房地产行业指数/万得全 A 从 1.20 下降至 1.05。

“房住不炒”下的地产销量逐步回暖，房地产行业基本面进一步恶化风险显著降低。

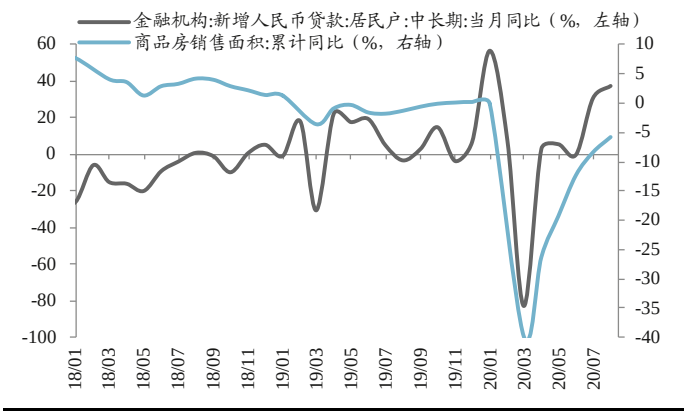
19 年地产销量筑底企稳，商品房销售面积累计同比从 19/02 的-3.6%小幅上行至 19/11 的 0.2%。疫情之后地产销量迅速回暖，7 月更是超预期修复，商品房销售面积当月同比 9.9%（6 月 4.0%），销售金额同比 17.7%（6 月 12.6%），单月增幅进一步扩大。1-7 月商品房销售面积累计同比-5.8%，降幅收窄 2.6 个百分点，基本已走出疫情深坑。在地产销量回暖的背后，居民中长贷也在逐渐回暖，7 月份新增居民中长期人民币贷款同比 37.4%，较上月提高了 6.7 个百分点。虽然目前地产政策仍是“房住不炒”，但地产销量下行周期已历时 3 年，时间空间均较为充足，疫情后的销量回暖是地产下行风险降低的重要信号，而目前房地产行业估值处于绝对低位，截至 2020/09/04，申万房地产一级行业指数 PE（TTM）为 9.7 倍，处于历史由低到高 6.4%分位。销量的持续反弹，叠加居民中长贷回暖，下半年房地产行业有望迎来修复行情。

图 19：销量是地产股价走势的关键指标



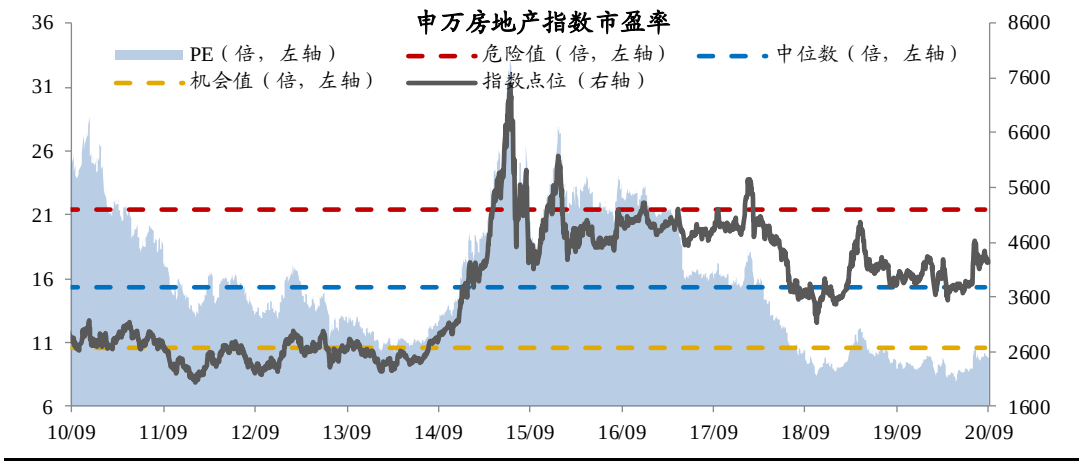
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：疫情以来地产销售反弹&居民中长贷回暖



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 21：房地产行业估值处于历史低位

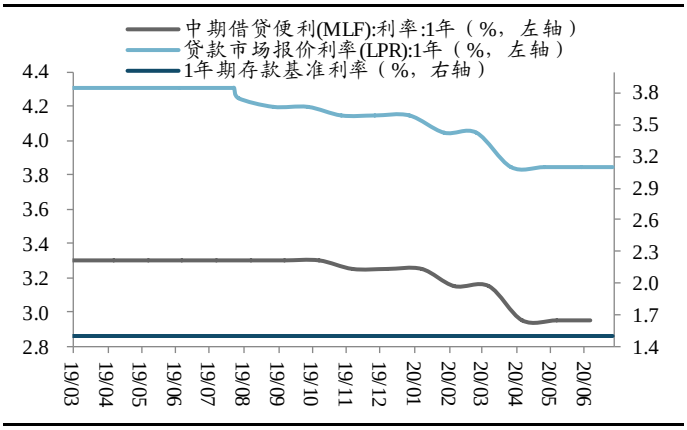


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3. 银行：二季度利空落地，经济回暖下的银行资产改善

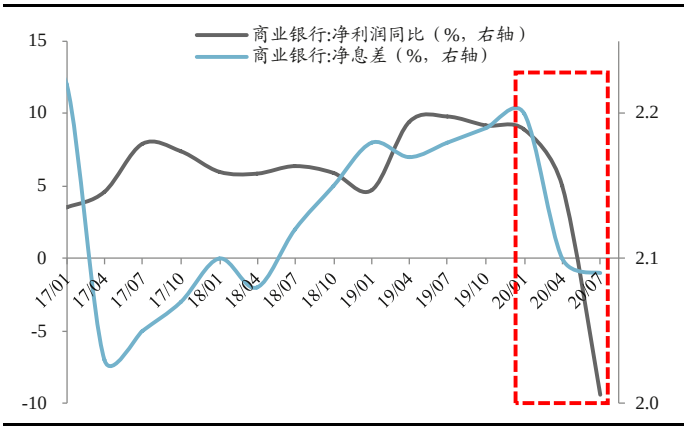
银行净息差收窄，盈利空间减小。随着利率市场化改革，加之 20 年上半年的逆周期货币政策，为了解决疫情期间中小企业融资难的问题，政策方向推动银行业让利，银行贷款利率持续下调，1 年期 MLF 从 20/01 的 3.25%下调至目前的 2.95%，1 年期 LPR 从 4.15%下调至 3.85%，作为贷款利率传导终端，金融机构人民币贷款加权平均利率 19 年底的 5.44%下降至 20Q2 的 5.06%。而贷款利率下降的同时，存款成本却没有相应的下调，1 年期的存款基准利率仍维持 1.5%不变，这导致银行净息差收窄，盈利空间减小。20/01 以来，商业银行净息差从 2.20%下降至 2.09%，同期净利润同比增速从 8.91%下降至-9.41%，盈利恶化拖累银行股表现，申万银行一级行业指数/万得全 A 从年初 0.89 下降至目前（9 月 4 日）0.65。

图 22：银行贷款利率下行而存款成本不降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 23：净息差缩窄挤压银行利润

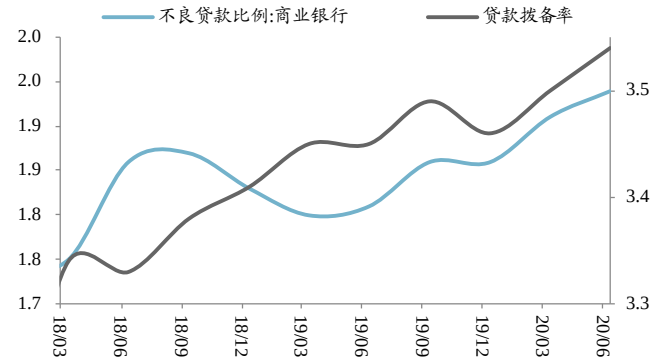


数据来源：Wind，东吴证券研究所

二季度银行利空预期落地，伴随经济企稳，资产质量有望改善。2020 年银行业二季度监管指标显示，Q2 商业银行净利润增速为-9.4%，由正增长转为负增长（Q1 为 5.0%），而市场对银行净利润负增长的预期较为充分。早在 5 月 25 日，央行研究局就曾发文称，不排除年内出现银行利润增速零增长或负增长的可能。银行净利润负增长除了净息差收窄之外，主要源于不良率上升和拨备计提力度加大，20Q2 商业银行不良贷款率 1.94%，较 19 年底上升 8 个 bp；贷款拨备率为 3.54%，较 19 年底上升 8 个 bp。不良率上升、拨备计提力度加大表明了银行做实资产质量、加大核销力度的趋势，央行社融数据显示 20Q2 贷款核销 2917 亿元，同比增长 16%。资产质量进一步夯实，实际上为后续盈利奠定了基础。监管指标披露标志着市场对银行业净利润负增长预期的正式落地，此前银行股估值的持续低位已基本反映该预期，截至 2020/09/04，申万银行一级行业指数 PE（TTM）为 6.6 倍，处于历史由低到高 21.5%分位。伴随经济企稳，净利润增长压力有望逐渐缓解，银行业有望迎来估值修复。

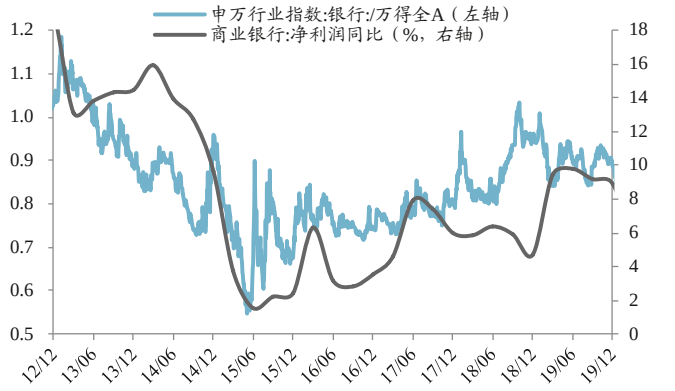
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 24：不良率&贷款拨备率上升



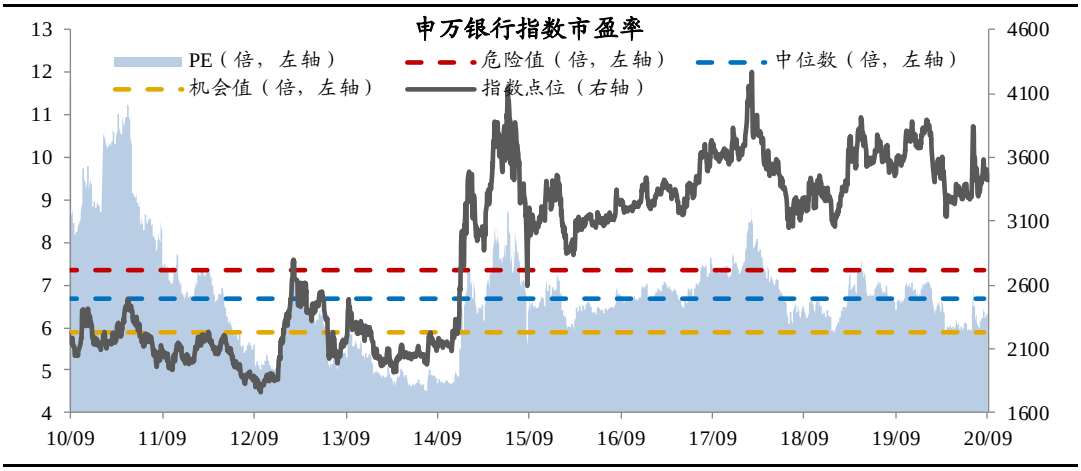
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 25：盈利影响银行业股价表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 26：银行业估值处于历史低位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

风险提示：中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

