万联证券 WANLIAN SECURITIES

资产质量悲观预期或缓慢修复

——银行行业投资策略报告

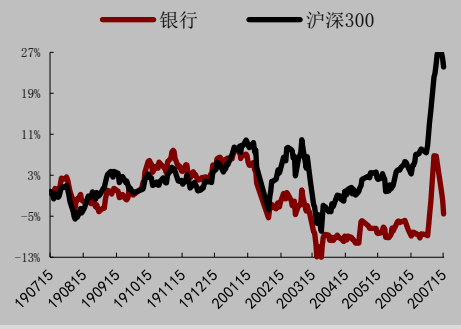
同步大市（维持）

日期：2020 年 07 月 16 日

盈利预测和投资评级

股票简称	19A	20E	21PE	评级
工商银行	6.93	7.56	8.24	增持
招商银行	3.05	25.63	8.64	增持
宁波银行	15.19	17.14	19.83	增持
兴业银行	23.37	26.16	29.20	增持
光大银行	6.10	6.72	7.34	增持

银行行业相对沪深 300 指数表



数据来源： WIND，万联证券研究所

数据截止日期： 2020 年 07 月 15 日

相关研究

万联证券研究所 20200713_银行业周观点_AAA_向合理的量价回归

万联证券研究所 20200712_银行业月报_AAA_预计 7 月社融增速保持高位

分析师： 郭懿

执业证书编号： S0270518040001

电话： 01056508506

邮箱： guoyi@wlzq.com.cn

行业核心观点：

国内提高直接融资比例、短期国际监管呈放松趋势以及国内经济的边际好转，叠加充裕的流动性，有利于银行板块整体估值的提升。资产质量压力持续存在，企业还款压力高峰或在出现在明年中期前后，将对银行板块形成持续扰动。不过，从估值的角度看，目前安全边际较高。板块股息率在 4%-5%，部分个股股息率已经超过 5%，板块防御性凸显。综合考虑短中长期的影响因素，我们仍然维持银行板块波动向上的观点。

投资要点：

- **有好的外部环境：**国内提高直接融资比例，有助于银行业收入结构的改善。为了提振经济，短期国际监管呈现放松趋势，国内受疫情影响，资管新规或延长一年执行。国内经济边际好转，有利于缓解投资人对银行资产质量的悲观预期。叠加当前市场充裕的流动性，均有助于银行板块估值的提升。

- **资产质量压力问题：**虽然国内经济边际好转，但是短期大规模的信贷投放，带来的宏观杠杆率的快速上升。短期信贷大幅扩张后，企业还款压力高峰或在出现在明年中期前后。在此之前，经济修复力度，将直接影响银行资产质量预期。因此，银行资产质量压力，在未来一段时间内对银行板块仍将形成持续扰动。

- **投资策略：**当前板块估值已经低位，或已经充分反应了资产质量的压力，板块整体的估值修复仍很难出现。不过，部分风控良好的个股，穿越了过去 10 年经济增长的波动，仍能保持较高增长的公司，预计在本轮周期中仍将表现相对强劲。结合当前板块较低的估值，板块股息率在 4%-5%之间，部分个股股息率接近 6%，对比未来低利率环境，仍有吸引力。综合考虑短中长期的影响因素，推荐经营稳健的国有大行，工商银行、建设银行、招商银行、宁波银行，以及基本面有改善且估值较低的光大银行。

- **风险因素：**疫情持续时间存在不确定性，或加大经济的短期波动，整体经济形势的变化会影响行业的整体表现。如果整体经济持续走弱，企业营收明显恶化，银行板块将出现业绩波动。行业监管超预期，可能会对板块业务的发展产生影响。

万联证券

目录

1、当前银行板块的投资逻辑.....3
2、扩大直接融资比例有助于业务结构的改善.....4
2.1 提高直接融资占比.....4
2.2 当前大型银行所持金融牌照.....4
2.3 提高中间业务收入及占比.....5
3、短期国际金融监管或呈放松趋势.....6
3.1 沃克尔规则是《多德-弗兰克法案》的一部分.....6
3.2 规则修订背景：提振经济.....7
3.3 短期国际金融监管或呈放松趋势.....8
3.4 如果资管新规延期，有助于降低银行短期压力.....8
4、经济整体趋势边际好转.....8
5、银行板块投资策略.....12
5.1 当前银行板块的 PB 估值 0.76 倍.....12
5.2 部分银行股息率已经超过 5%.....13
5.3 银行板块的投资策略.....13
6、风险提示.....14

图表 1：社融存量结构.....4
图表 2：2020 年社融增量结构.....4
图表 3：大行金融牌照汇总.....5
图表 4：净利息收入及非息收入占比对比.....6
图表 5：G-SIBs 一级资本充足率和杠杆率.....7
图表 6：美国央行紧急推出各项政策.....8
图表 7：社融当月新增量及存量增速.....9
图表 8：政府债券融资.....9
图表 9：月度进出口增速及贸易差额.....10
图表 10：部分个股隐含的不良率.....10
图表 11：不良率和关注率变动.....11
图表 12：年度贷款核销规模.....12
图表 13：银行板块 PB 估值.....12
图表 14：部分银行股息率.....13

万联证券

1、当前银行板块的投资逻辑

在当前国内经济结构转型、经济增速换挡的大背景下，叠加低利率环境预期，我们认为直接融资的比重将呈现逐步提升态势。从目前银行的业务结构看，银行获得本土券商牌照，将在对公银行业务以及资产管理和财富管理业务上，发挥其客户、渠道以及资本的相对优势。2019年，上市国有大行手续费及佣金净收入占营业收入的比重均值不到19%，同期非息收入仅接近30%。对比，美国银行业不同时期收入来源的数据，利率市场化后，从80年代后期开始到90年代末期，净利息收入占比从75%下降到了60%，同期非利息收入占比快速提升到40%。这个时期，美国总的贷款年均增速仅有5%，而非息收入的年均增速达到11%，非息收入的高速增长带动了占比的提升。未来，国内银行业随着综合化经营的推进，理财子公司业务的快速发展，以及整个经济增长结构发生相应的变化，均促使整个银行业务的转型升级。从而推动收入结构的变化。

6月25日，美联储、货币监理署、美国证监会、美国商品期货委员会、联邦存款保险公司五大监管机构共同通过对“沃尔克规则”的修订案。2018年5月末，美国监管机构披露一项修订沃克尔规则的计划，以期降低企业的合规难度，减轻中小银行负担。修订沃克尔法则的背景是，特朗普任命的监管机构主张扩大推动放松监管来提振银行放贷和经济增长。2020年3月末，巴塞尔委员会表示，受疫情影响，将巴塞尔协议III标准的执行时间推迟一年至2023年1月1日。因此，我们认为短期国际金融监管或呈放松趋势。

二季度国内经济反弹后，三季度经济活动有望继续回暖。假设疫情不会再次大规模爆发，随着政策支持落地、生活恢复常态，国内消费应会进一步好转，基建投资也可能走强。主要是基于两部分的考虑，一是上半年信贷和社融数据，对经济活动的影响有时滞，预计效用会在下半年体现；二是财政政策措施，包括提高赤字率、增加专项债额度、特别国债等，在下半年的力度会远高于 2019 年同期。

当前板块估值已经低位，或已经充分反应了资产质量的压力，板块整体的估值修复仍很难出现。不过，部分风控良好的个股，穿越了过去 10 年经济增长的波动，仍能保持较高增长的公司，预计在本轮周期中仍将表现相对强劲。结合当前板块较低的估值，板块股息率在 4%-5%之间，部分个股股息率接近 6%，对比未来低利率环境，仍有吸引力。综合考虑短中长期的影响因素，推荐经营稳健的国有大行，工商银行、建设银行、招商银行、宁波银行，以及基本面有改善且估值较低的光大银行。

2、扩大直接融资比例有助于业务结构的改善

2.1 提高直接融资占比

6月27日，《财新》等媒体报道监管重提向商业银行放开券商牌照的计划，并提到或从几大商业银行中选取至少2家做试点。

6月28日，证监会答记者问中回复“发展高质量投资银行是贯彻落实国务院关于资本市场发展决策部署的需求，也是推进和扩大直接融资的重要手段。关于如何推进，有多种路径选择，尚在讨论中。不管通过何种方式，都不会对现有行业格局形成大的冲击。”

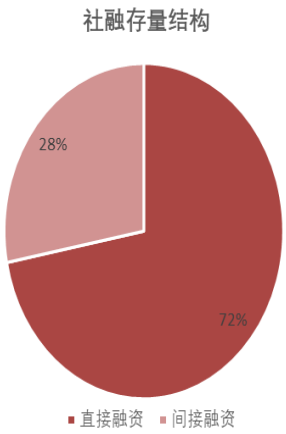
从监管层答记者问看，监管层表示，发展高质量投资银行是贯彻落实国务院关于资本市场发展决策部署的需求，也是推进和扩大直接融资的重要手段。

而我国金融体系，经过多年的发展，直接融资特别是近几年债券市场获得较快的发展。但是从存量的角度看，仍是以间接融资为主。

从最新的社融数据看，截至2020年5月，存量社融中直接金融占比28%，虽然较前几年有所上升，但是间接融资占比仍较高。从2020年前5月的新增融资结构看，直接融资占比在36%（受政府债券提前发行，短期数据或有一定影响）。

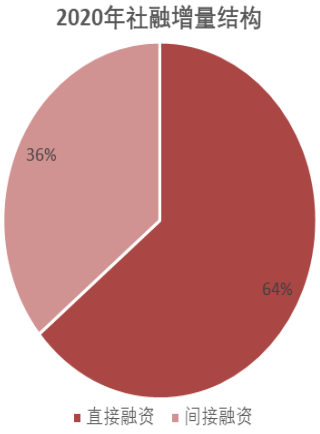
在当前国内经济结构转型、经济增速换挡的大背景下，叠加低利率环境预期，我们认为直接融资的比重将呈现逐步提升态势。

图表 1：社融存量结构



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

图表 2：2020 年社融增量结构



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

2.2 当前大型银行所持金融牌照

从目前银行金融机构持有本土券商牌照看，仅有少数两家。不过，对保险公司、信托、金融租赁、基金公司、直投、财务公司、担保、理财子公司、消费金融公司等金融牌照，基本都有布局。

图表 3：大行金融牌照汇总

银行	证券公司	保险公司	租赁公司	信托公司	基金管理公司	资产管理公司	投资公司	财务公司	消费金融公司
工行		√	√		√	√	√		
建行		√	√	√	√	√	√		
中行	√	√	√	√	√	√	√		√
农行		√	√		√	√	√	√	
交行		√	√	√	√	√	√	√	
招商		√	√		√	√			√
中信			√			√			√
光大			√			√			

资料来源：万联证券研究所

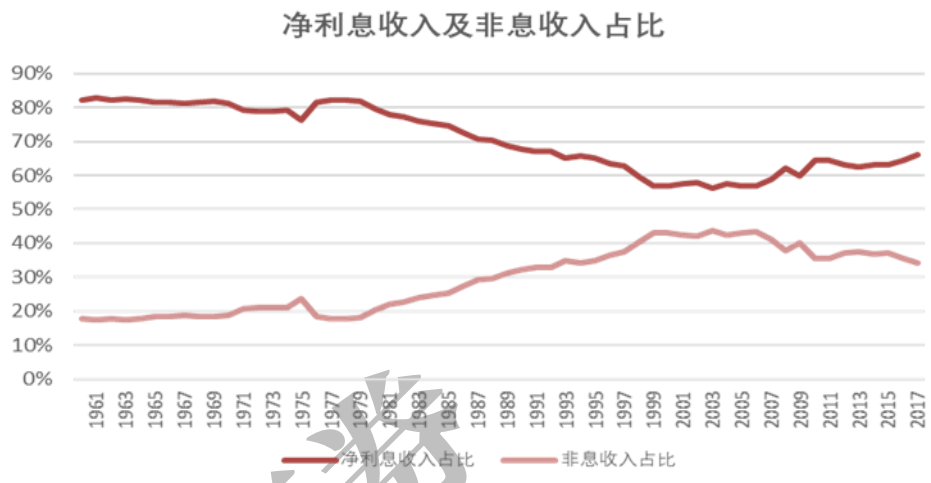
2.3 提高中间业务收入及占比

从目前银行的业务结构看，银行获得本土券商牌照，将在对公银行业务以及资产管理和财富管理业务上，发挥其客户、渠道以及资本的相对优势。

2019年，上市国有大行手续费及佣金净收入占营业收入的比重均值不到19%，同期非息收入仅接近30%。

对比，美国银行业不同时期收入来源的数据，利率市场化阶段，即60年代-80年代中期之前，美国银行业的净利息收入占比一直在75%-82%之间波动。利率市场化后，从80年代后期开始到90年代末期，净利息收入占比从75%下降到了60%，同期非利息收入占比快速提升到40%。这个时期，美国总的贷款年均增速仅有5%，而非息收入的年均增速达到11%，非息收入的高速增长带动了占比的提升。

图表 4：净利息收入及非息收入占比对比



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

虽然非息收入的占比有所提升,但是从一些主营偏传统银行业务的金融公司非息收入的结构数据看，还是与银行卡以及信贷等相关的服务费用占非息收入的比重接近70%，而这又与中小企业的快速发展以及零售业务的快速扩张有关。一直到2009年以后，与财富和资产管理相关的收入实现了快速增长，占比提升到40%。而伴随着这个过程的是银行业务结构的变化。

未来，国内银行业随着综合化经营的推进，理财子公司业务的快速发展，以及整个经济增长结构发生相应的变化，均促使整个银行业务的转型升级。从而推动收入结构的变化。

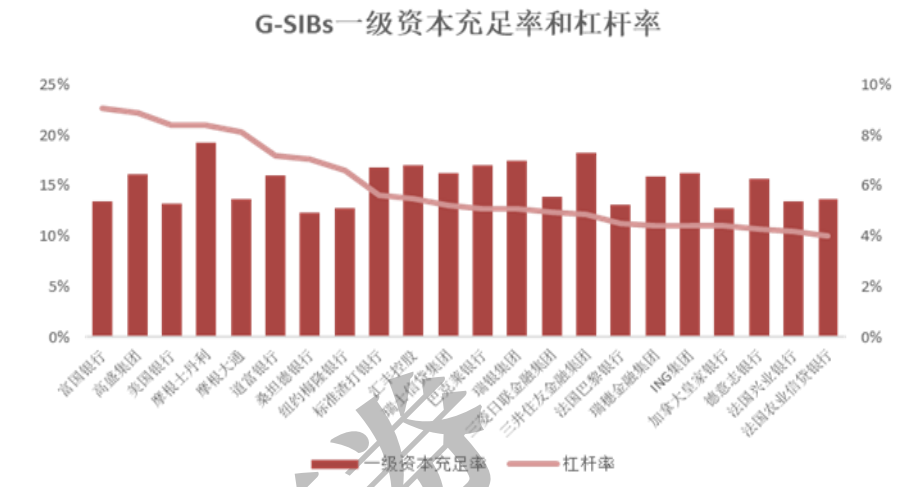
3、短期国际金融监管或呈放松趋势

6月25日，美联储、货币监理署、美国证监会、美国商品期货委员会、联邦存款保险公司五大监管机构共同通过对“沃尔克规则”的修订案。

3.1 沃克尔规则是《多德-弗兰克法案》的一部分

沃克尔规则是《多德-弗兰克法案》的一部分。《多德-弗兰克法案》是美国总统奥巴马于2010年正式签署的法案。该法案通过是为了改善金融体系的透明性和增强金融机构的责任，终结“太大而不倒闭”的状况以提升金融稳定性，保护美国消费者的利益。其中，沃克尔规则的核心则是从限制银行投资于对冲基金和私募股权等自营交易。从政策实施效果看，投资银行的杠杆率降低，风险敞口得到控制。

图表 5：G-SIBs 一级资本充足率和杠杆率



资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.2 规则修订背景：提振经济

2018年5月末，美国监管机构披露一项修订沃克尔规则的计划，以期降低企业的合规难度，减轻中小银行负担。修订沃克尔法则的背景是，特朗普任命的监管机构主张扩大推动放松监管来提振银行放贷和经济增长。

《多德-弗兰克法案》已于2018年对部分条款进行了修订。而2019年10月，美联储对商业银行资本充足率、杠杆率、大额风险暴露、流动性指标、压力测试及监管报告等要求统筹进行了修订。从执行效果看，是落实了2018年5月生效的相关法案，同时秉承这一法案的理念和要求，在法案的基础上落实“适配性”原则。

另外，2019年10月，美联储签署了沃尔克规则修订案，并将于2021年初生效。根据修订后的规则，银行在交易活动方面将获得更大的灵活性，同时，简化了银行如何判断相关交易是否合法的规定。银行在对冲基金或私募股权投资上的限制也有所放松。此外，修订还涉及一些识别银行自营交易的测试规则等。

此次修订是允许银行增加对风险投资基金的投资,并取消了银行在与其关联机构交易衍生品时必须持有保证金的要求等。并于今年10月1日生效。

不过，从新冠疫情后美国推出的一系列救助措施看，倒逼沃克尔规则的进一步修订。由于“沃克尔法则”的存在，在阻断了股市风险向银行传导的同时，也阻塞了银行资金向股市的流动，从而增大了股市爆发流动性风险的可能。因此，美联储的政策看，也是以纾困流动性为核心。比如3月17日和3月18日，针对共同基金推出的，推出货币市场共同基金流动性便利工具（MMLF）以及针对一级交易商提出的，建立一级交易商信贷安排(PDCF)，都是为了维护各类净融出机构的资金稳定性。此外，通过购买国债、抵押贷款支持证券以及重启商业票据融资工具购买商业票据等措施来解决局部的流动性问题。

图表6：美国央行紧急推出各项政策

美国	紧急降息50bp，至1%-1.25%
	下调基准利率至0%-0.25%，启动7000亿美元量化宽松计划（QE）
	重启商业票据融资机制(CPFF)，建立一级交易商信贷安排(PDCF)，为银行提供额外灵活性
	推出货币市场共同基金流动性便利工具（MMLF）
	与更多央行建立美元互换安排等

资料来源：万得资讯，万联证券研究所

3.3 短期国际金融监管或呈放松趋势

从修订的内容看，银行可以加大低风险领域的相关基金的交易与投资业务，这项修订可以提高银行支持实体经济的灵活性。

不过，从审慎监管的角度看，沃克尔规则在金融危机后的实施，对银行的文件经营起到了积极作用。近期规则的修订，预计更多考虑新冠疫情对经济影响因素。中长期看，还需跟踪政策的走向问题。

此外，2020年3月末，巴塞尔委员会表示，受疫情影响，将巴塞尔协议III标准的执行时间推迟一年至2023年1月1日。因此，我们认为短期国际金融监管或呈放松趋势。

3.4 如果资管新规延期，有助于降低银行短期压力

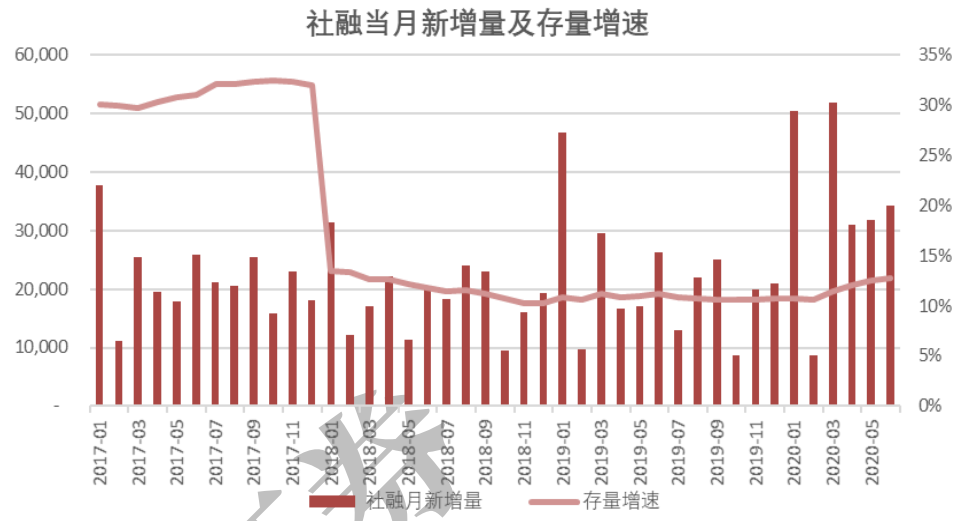
7月10日，人民银行举行2020年上半年金融统计数据新闻发布会，11日中国银保监会新闻发言人答记者问，涉及银行利润增长、资管新规延期、信贷投放以及金融让利等问题。

央行表示，截至2020年5月末这些资管产品直接汇总的资产总量是90.1万亿元，比年初增加了4万亿，同比增长3.5%。关于资管新规延期也做了相应讨论，监管层表示2020年受疫情冲击，新规或延一年。

4、经济整体趋势边际好转

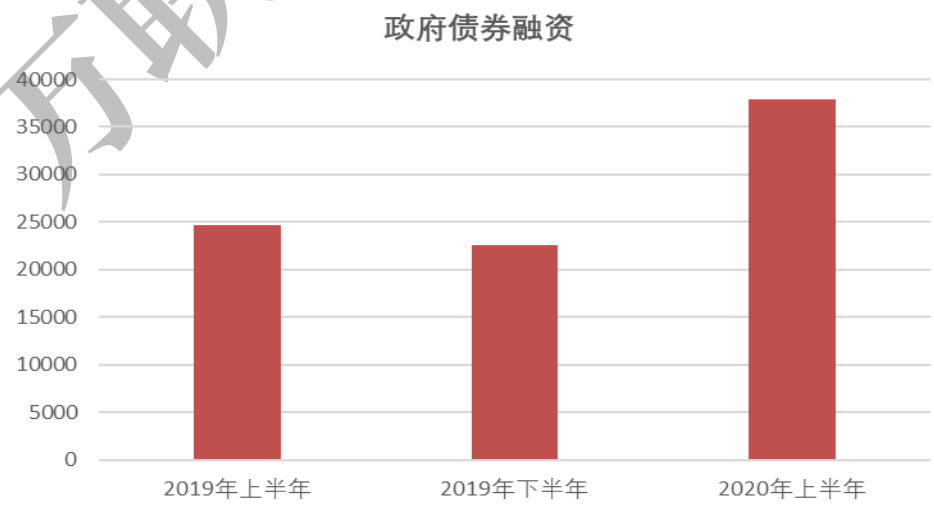
二季度国内经济反弹后，三季度经济活动有望继续回暖。假设疫情不会再次大规模爆发，随着政策支持落地、生活恢复常态，国内消费应会进一步好转，基建投资也可能走强。主要是基于两部分的考虑，一是上半年信贷和社融数据，对经济活动的影响有时滞，预计效用会在下半年体现；二是财政政策措施，包括提高赤字率、增加专项债额度、特别国债等，在下半年的力度会远高于2019年同期。

图表7：社融当月新增量及存量增速



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

图表8：政府债券融资

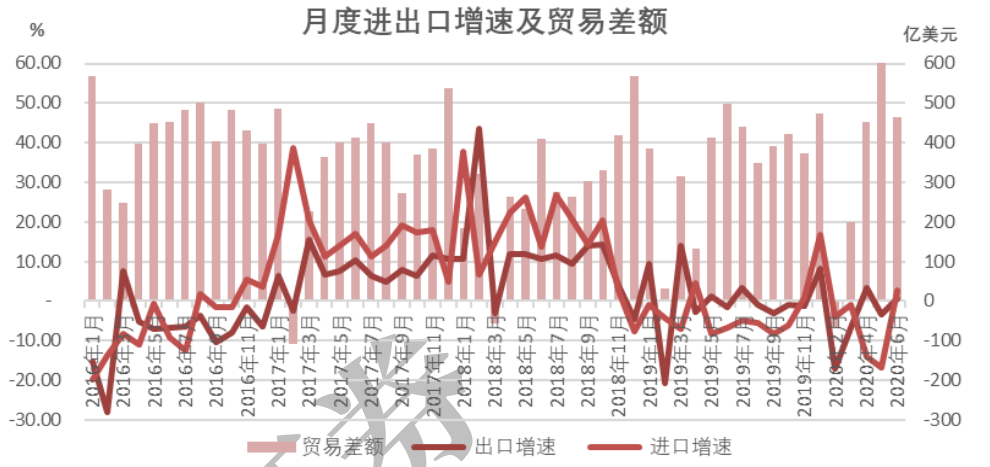


资料来源：万得资讯，万联证券研究所

根据银保监会公布的数据显示，普惠型小微企业贷款余额已超 13 万亿元，同比增速 27.6%，平均利率 6.03%，较去年全年平均利率降低 0.67 个百分点。引导资金更多投向制造业、基础设施等重点领域，6 月末贷款余额分别较年初增加 1.7 万亿元和 2.2 万亿元。

不过，我们认为最近两个月出口的超预期稳健增长恐怕难以持续，企业资本开支依然较为疲弱，同时消费情绪偏谨慎，疫情演变也存在较大不确定性，这都可能带来短期内的下行压力，但是总体向上趋势不变。

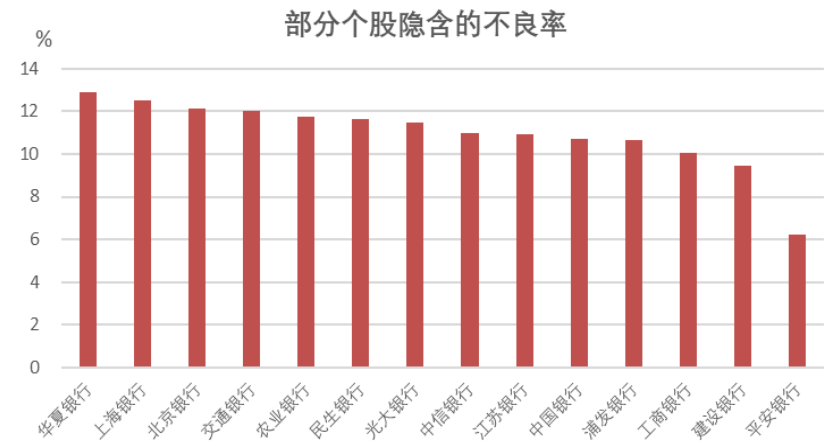
图表 9：月度进出口增速及贸易差额



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

经济短期的大幅波动，就会对银行资产质量产生一定的影响。而为了支持疫情的防控，并稳定供给端，缓解企业短期现金流问题，央行推出了一系列的货币政策，在纾困短期流动性以及降低融资成本的角度均起到了积极作用。不过短期大规模的扩张，或将带动短期宏观杠杆率快速上升，进一步加重投资人对银行的资产质量悲观预期。在此背景下，银行板块估值持续走低。当前部分低估值个股隐含的平均不良率已经接近 11.3%。

图表 10：部分个股隐含的不良率



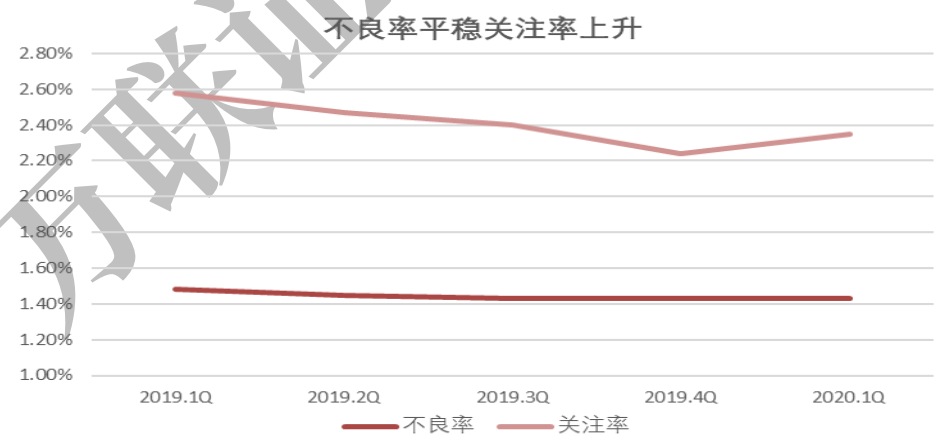
资料来源：公司公告，万联证券研究所

7月11日，银保监会答记者问上表示，我们必须做好不良贷款可能大幅反弹的应

对准备继续加大处置力度。今年不良资产处置金额要在去年基础上合理增加，降低拨备覆盖率释放的资源必须全部用于处置不良。拓宽不良资产处置渠道。综合使用核销、清收、批量转让、债转股等手段，做到应核尽核，应处尽处。试点开展不良资产批量处置，总结经验后逐步推广。

监管层也表示，受新冠肺炎疫情等因素影响，银行业保险业信用风险有所上升。截至 6 月末，各机构报告的不良贷款余额和不良贷款率总体较年初有所上升。今年初以来账面不良贷款余额虽然增加不明显，但由于经济下行在金融领域反映有一定时滞，加之宏观政策短期对冲效应等，违约风险暂时被延缓暴露，预计在今后一段时期不良贷款会陆续呈现和上升。

图表 11：不良率和关注率变动



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

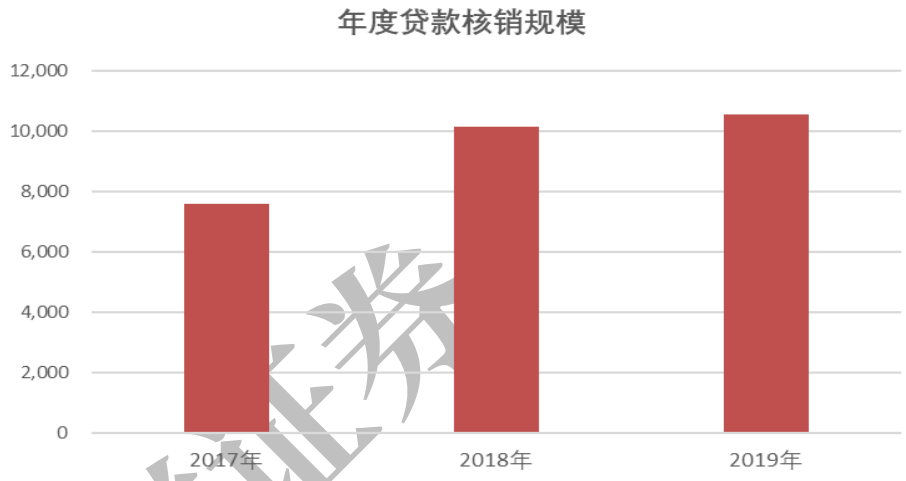
因此，我们预判资产质量方面，一季度上市银行的资产质量基本表现平稳，主要是由于不良确认存在滞后效应。虽然国内经济活动已经逐步恢复，而且国外的疫情也有好转，但是我们预计二三季度资产质量还是会有一定的波动。另外，鉴于宽信用和宽货币的大环境，问题贷款余额有一定增长，不良率或小幅上行，上升的幅度可能低于市场预期。

另外，我们在年度策略中也提到的尾部风险。由于信用风险暴露的滞后性，2019年末暴雷的企业又多为大企业，预计2020年银行板块整体的不良生成率、不良率等指标均会趋势性上升。

综合考虑这些因素，我们认为今年银行业会加大问题资产的整体处理力度，核销金额较2019年大幅上升。从过去三年的不良贷款核销数据看，持续上升趋势，2019年累计贷款核销规模1.06万亿，略高于2018年。2020年，考虑到疫情防控过程中对银行资产质量的影响，以及市场出清的尾部风险，预计整个2020年核销力度降加大，总规

模上行1000-1500亿元左右。

图表12：年度贷款核销规模



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

5、银行板块投资策略

5.1 当前银行板块的PB估值0.76倍

当前板块PB估值0.73倍，处于过去5年估值中枢的底部位置。从估值的角度看，安全边际较高。

图表13：银行板块PB估值

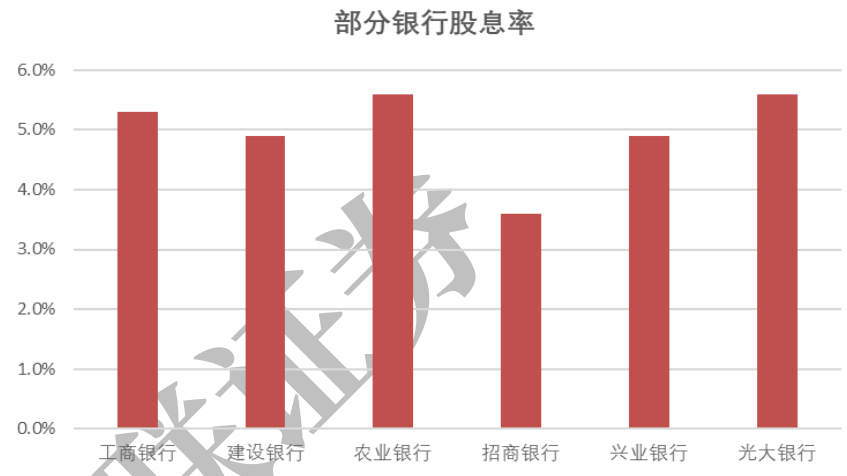


资料来源：万得资讯，万联证券研究所

5.2 部分银行股息率已经超过5%

按照2018年的分红率计算，当前银行普遍的股息率4%-5%之间，部分银行已经超过5%。

图表14：部分银行股息率



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

5.3 银行板块的投资策略

进入6月，融资利率略有回升，随着宏观经济增速的边际改善，风险偏好略有修复。表内信贷方面，居民端的贷款仍处于改善趋势，中长期贷款受房地产市场持续回暖，继续放量。企业端，贷款的期限结构继续优化，中长期贷款延续增长势头，基建配套贷款和制造业中长期贷款投放加快。

展望7月，预计社融增速或受微观经济持续活跃的影响，增速仍保持高位。不过，市场对政策预期出现分歧，9月前后是重要的观察期。

综上分析，2020 年银行板块整体业绩增速下行。不过，随着国内外经济活动的逐步恢复，以及对新冠疫情产生的影响进一步了解和认识，有助于投资人对银行资产质量悲观预期的修复。

当前板块估值已经低位，或已经充分反应了资产质量的压力，板块整体的估值修复仍很难出现。不过，部分风控良好的个股，穿越了过去 10 年经济增长的波动，仍能保持较高增长的公司，预计在本轮周期中仍将表现相对强劲。结合当前板块较低的估值，板块股息率在 4%-5%之间，部分个股股息率接近 6%，对比未来低利率环境，仍有吸引力。综合考虑短中长期的影响因素，推荐经营稳健的国有大行，工商银行、建设银行、招商银行、宁波银行，以及基本面有改善且估值较低的光大银行。

6、风险提示

疫情持续时间存在不确定性，或加大经济的短期波动，整体经济形势的变化会影响行业的整体表现。如果整体经济持续走弱，企业营收明显恶化，银行板块将出现业绩波动。行业监管超预期，可能会对板块业务的发展产生影响。

银行业重点上市公司估值情况一览表
（数据截止日期：2020年07月15日）

证券代码	公司简称	每股净资产			收盘价	市净率			投资评级
		19A	20E	21E		19A	20E	21E	
601398. SH	工商银行	6. 93	7. 56	8. 24	5. 08	0. 73	0. 67	0. 62	增持
600036. SH	招商银行	23. 05	25. 63	28. 64	35. 86	1. 56	1. 40	1. 25	增持
002142. SZ	宁波银行	15. 19	17. 14	19. 83	28. 94	1. 91	1. 69	1. 46	增持
601166. SH	兴业银行	23. 37	26. 16	29. 20	16. 24	0. 69	0. 62	0. 56	增持
601818. SH	光大银行	6. 10	6. 72	7. 34	3. 97	0. 65	0. 59	0. 54	增持

资料来源：万得资讯，万联证券研究所

万联证券

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

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。

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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场