民生证券 MINSHENG SECURITIES

银行

行业研究/投资策略报告

基本面改善政策向好，重视银行股行情

—2020 年下半年银行业策略报告

投资策略报告/银行 | 2020 年 07 月 13 日

报告摘要：

- **基本面边际改善，信用风险影响可控**

压制银行股估值的两座大山，信贷需求和信用风险都出现了边际改善的信号。经济弱复苏的迹象显著。人行货币政策边际收紧，预计下半年信贷增速微降。信贷供给小幅边际收缩，将减少利率中枢和净息差的下行空间，改善银行的资产端议价力。实际上从 5 月以来“利率底”已经形成，银行贷款利率有望得到一定的提振。

- **对于银行信用风险不必过度担忧**

延期还本付息政策大幅降低了不良贷款的影响，对利润表的冲击非常有限。根据测算。银行每年能消化的不良率为 4.36%，是预测的不良贷款生成率的两倍以上，现有的信用风险都在基本面可以应对的范围以内。零售信贷风险的影响可控。“六保”“六稳”明确了风险暴露的政策底线。住宅价格稳中向上保证了居民拥有足够的偿债能力。

- **政策压力被消化，下半年政策松绑可期**

市场对金融支持实体政策的理解回归理性化。下半年货币政策将是控总量调结构，强调直达实体经济。这意味着对接中小企业的中小银行，在货币政策中的地位将大幅抬升，成为政策的主要实施载体。这是我们下半年可以重点把握的投资机会。

- **资金充裕推动银行估值修复**

宏观流动性宽松叠加政策催化，促成今年的资管业务迎来大发展。公募基金净值规模达到历史新高，海外资金大量加配 A 股，为银行板块带来估值修复的资金。银行股目前估值处于历史底部区间，具备较大的投资吸引力，正是下半年进行资金配置的优秀品种。

- **投资建议**

我们建议重点关注两个股票组合，**一是零售小微标的：招商银行、宁波银行、常熟银行、平安银行。二是低关注度低估值标的：光大银行、杭州银行、江苏银行、南京银行。**

- **风险提示**

资产质量波动，息差下行压力，政策出台不及预期。

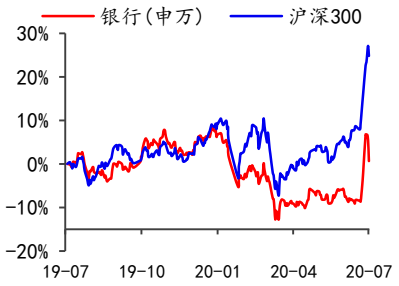
盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		7 月 10 日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
600036. SH	招商银行	37. 25	3. 68	4. 11	4. 61	10. 12	9. 07	8. 09	推荐
002142. SZ	宁波银行	30. 68	2. 28	2. 71	3. 23	13. 44	11. 33	9. 51	推荐
601128. SH	常熟银行	8. 05	0. 65	0. 73	0. 84	12. 36	10. 97	9. 61	推荐
000001. SZ	平安银行	14. 86	1. 45	1. 67	1. 94	10. 23	8. 90	7. 67	推荐
601818. SH	光大银行	4. 16	0. 71	0. 79	0. 88	5. 85	5. 27	4. 73	推荐
600926. SH	杭州银行	9. 80	1. 29	1. 29	1. 53	7. 12	7. 62	6. 42	未评级
600919. SH	江苏银行	6. 36	1. 18	1. 02	1. 16	5. 41	6. 21	5. 48	推荐
601009. SH	南京银行	8. 10	1. 47	1. 40	1. 59	5. 97	5. 79	5. 08	未评级

资料来源：公司公告、民生证券研究院
注：未评级公司盈利预测来自 wind 一致预期

推荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郭其伟

执业证号： S0100519090001
电话： 0755-22662075
邮箱： guoqiwei@mszq.com

研究助理：廖紫苑

执业证号： S0100119120002
电话： 0755-22662081
邮箱： liaoziyuan@mszq.com

相关研究

1.行业动态报告:银行股大涨之后怎么看？

2.行业动态报告:局部放松过渡期要求，非标转标压力减轻

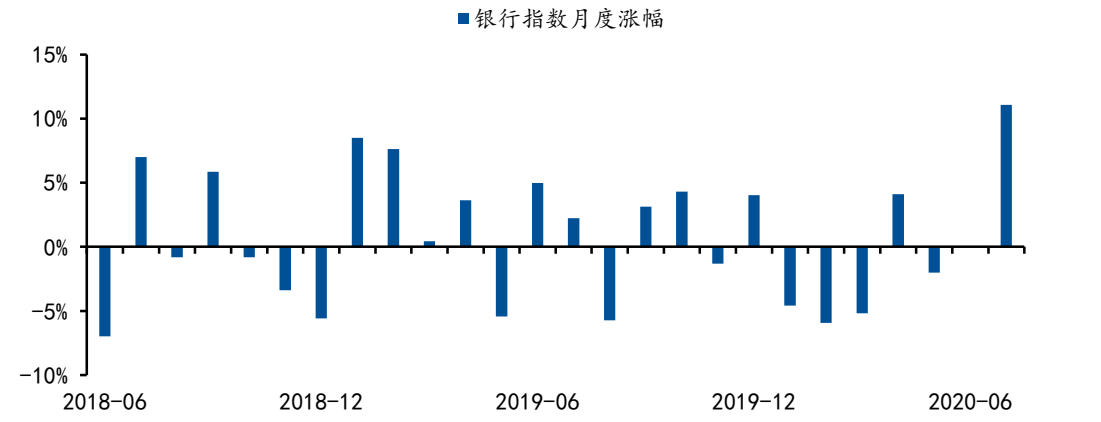
目录

一、7月大涨拉开银行股行情的序幕.....3
二、下半年展望：多方因素推动银行估值回升.....4
（一）基本面边际改善，信用风险影响可控.....4
1、经济弱复苏信号明显，信贷需求回升.....4
2、“利率底”的出现意味着银行净息差下行的压力减少.....5
3、对于银行信用风险不必过度担忧.....7
（二）政策压力被消化，下半年政策松绑可期.....10
（三）资金充裕推动银行估值修复.....12
三、后疫情时代：坚定零售转型之路，把握市场化标的.....16
四、标的推荐：零售与低估值组合.....18
五、风险提示.....18
插图目录.....19
表格目录.....19

一、7 月大涨拉开银行股行情的序幕

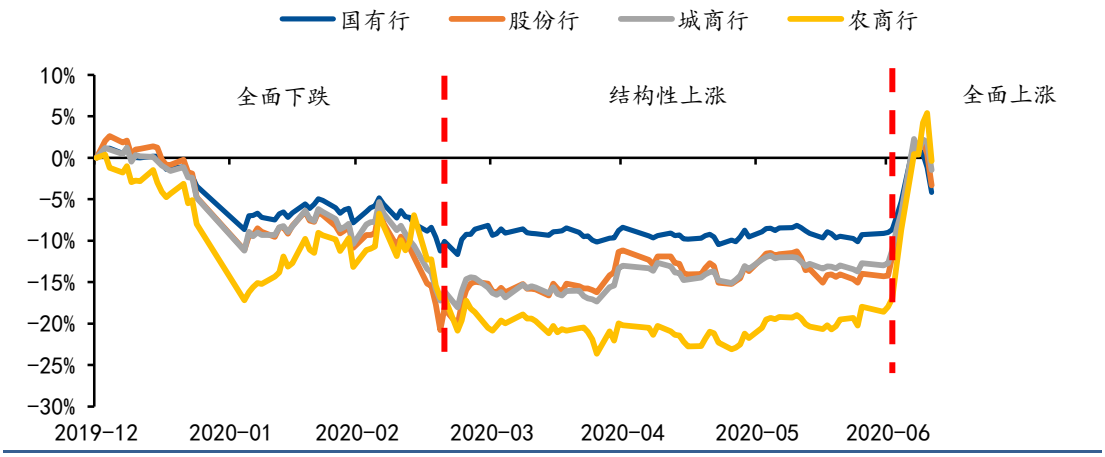
2020 年 7 月银行股在经历了半年的沉寂之后点燃了上涨行情，从 7 月 1 日到 7 月 10 日银行指数大幅上涨 11.08%，7 月单月涨幅创下近两年来的新高，宣告银行股快步进入估值修复行情。银行股 7 月的上涨并不是在意料之外。其实从 3 月末开始，随着疫情的影响减弱，银行股行情就已经启动。只不过在 6 月末以前银行股行情都呈现分化的格局。业绩成长性突出的股份行、城商行的股价回升，国有行和农商行的股价持续横盘。到 7 月份资金风格切换，叠加基本面预期改善，银行股才迎来了全面的估值修复。

图1：银行指数月度涨幅：2020 年 7 月创下近年来的新高



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：今年以来各类型银行指数的收益率



资料来源：Wind，民生证券研究院

展望 2020 年下半年，我们建议市场对于银行股可以更加积极乐观，银行股的估值提升只是刚刚开始。基本面、政策面、资金面的利好将陆续出现，推动银行股的行情向纵深发展。相对于其他板块，银行股低估值高股息，兼具进攻和防守双重属性，我们看好今年下半年银行股的投资回报空间。

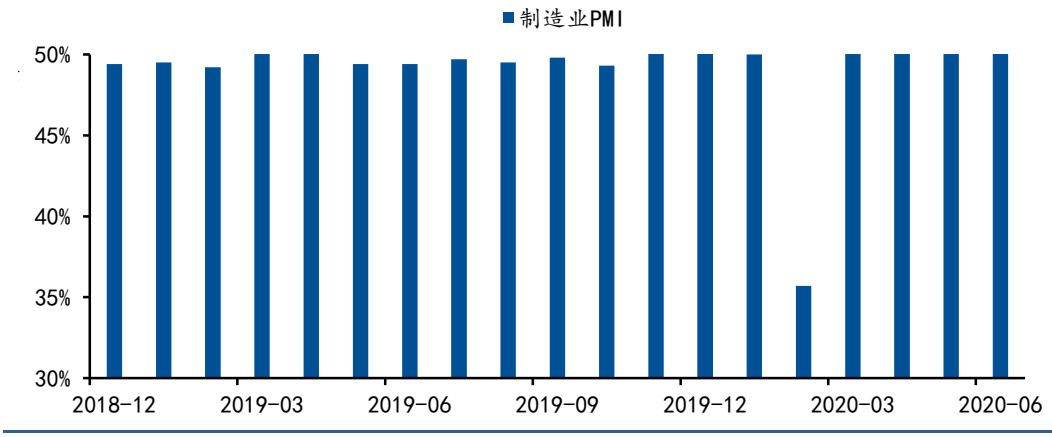
二、下半年展望：多方因素推动银行估值回升

（一）基本面边际改善，信用风险影响可控

1、经济弱复苏信号明显，信贷需求回升

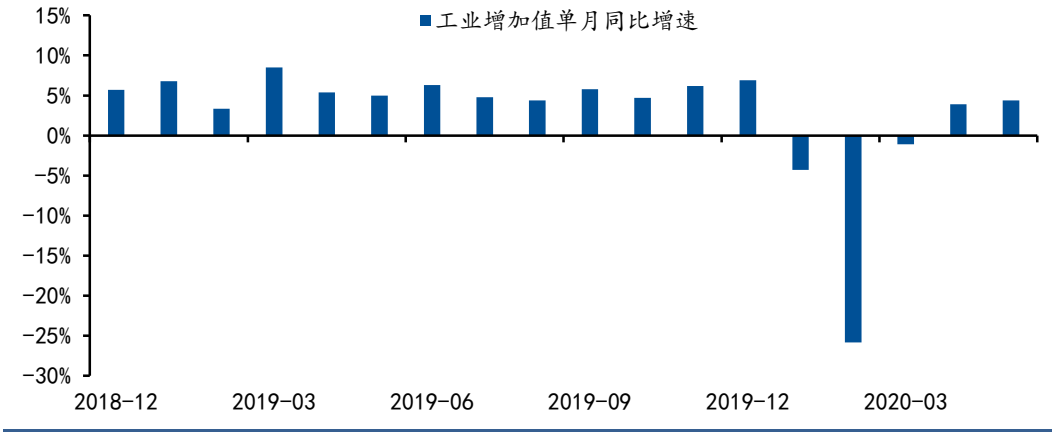
从基本面上看，压制银行股估值的两座大山，信贷需求和信用风险都出现了边际改善的信号。经济弱复苏的迹象非常明显。6 月制造业 PMI 为 50.9%，连续四个月站在了荣枯线以上。其中新出口订单指数从 2 月最低的 28.7%回升到了 42.6%，实体经济对于外需的乐观预期在逐步加强。5 月的工业增加值当月同比增速从 2 月最低的-25.87%攀升到了 4.4%，增速接近疫情前的水平。

图3：制造业 PMI：连续 4 个月站在荣枯线以上



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：工业增加值单月同比增速：接近疫情前的水平

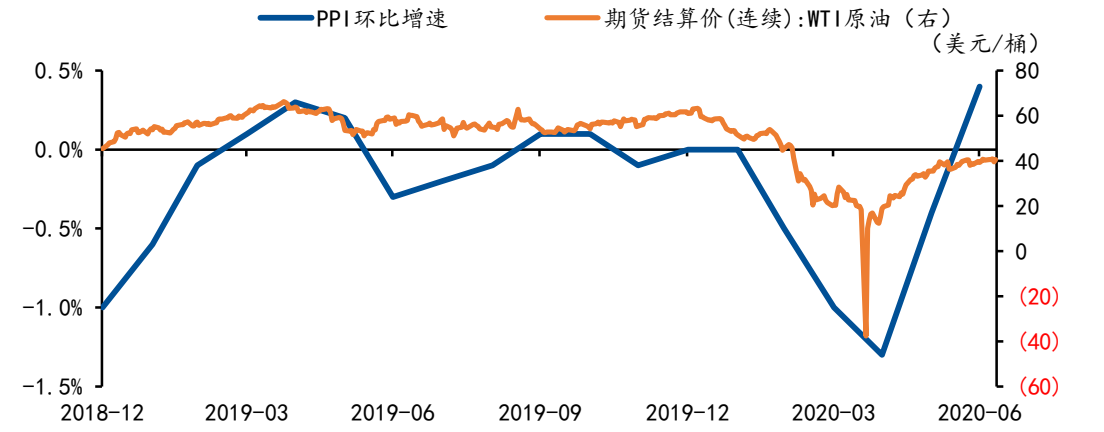


资料来源：Wind，民生证券研究院

要了解信贷需求的变化可以关注 PPI 的走势。随着中国乃至全球复工复产速度加快，原油价格从 5 月触底反弹，PPI 也转跌为升。6 月 PPI 环比增速达到 0.4%，结束了此前连续 4 个月的负增长。工业品价格上涨可以提升经济的活跃度，提高银行净息差、降低不良贷款的生成率，直接改善银行股的基本面预期。因此 PPI 的变化往往成为银行股行情的前瞻性指标。回顾

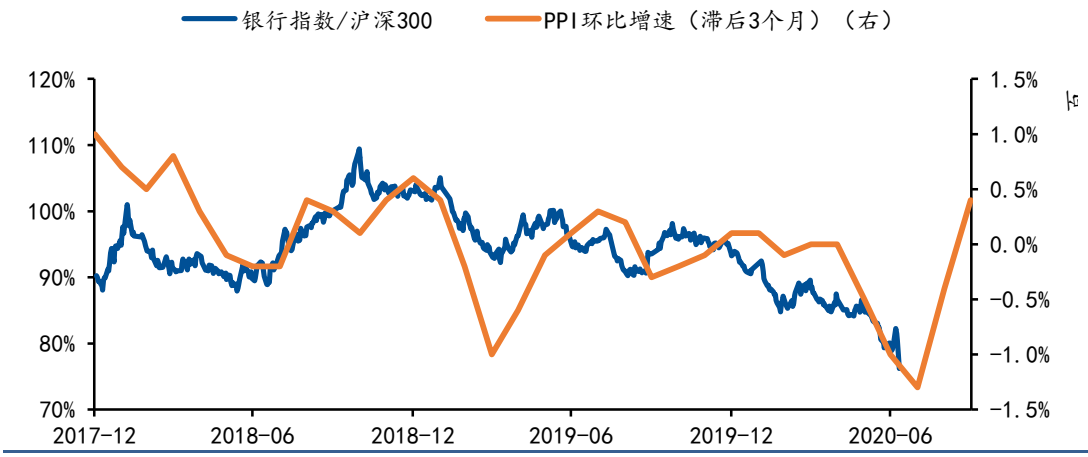
历史，近年来滞后三个月的 PPI 环比增速和银行股相对于沪深 300 的超额收益呈现较为明显的正相关性。今年下半年虽然全球贸易仍然存在一定的扰动，但是需求复苏的趋势较为明朗，预计将带动 PPI 缓慢回升，从而为银行基本面改善奠定良好的宏观环境。

图5：原油价格反弹带动 PPI 环比增速转正



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：PPI 环比增速领先于银行指数的超额收益



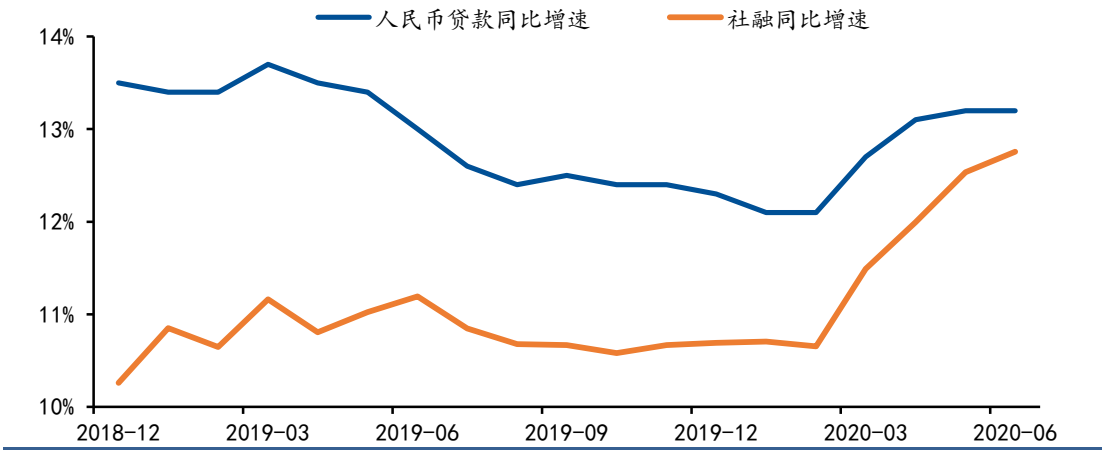
资料来源：Wind，民生证券研究院

2、“利率底”的出现意味着银行净息差下行的压力减少

货币政策边际收紧，下半年信贷增速微降。人行货币政策已经呈现边际收紧的态势。一方面是为了减少资金空转套利，另一方面也是顺应经济复苏的节奏，降低资金逃离和减少资源错配。6 月 18 日人行行长易纲预计全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模的增量将超过 30 万亿元。两个政策目标对应 2020 年末人民币贷款和社融的同比增速底线分别为 13.06%和 11.94%。但是截至 6 月末，两者增速已经达到 13.2%和 12.8%，超过了目标增速。所以预计下半年信用增长速度将边际放缓，更加强调结构性宽松。近期政策利率也有所反应。5 月到 6 月连续两个月影响全局贷款利率水平的 MLF 和 LPR 不再下行，但是从 7 月 1 日起针对小微贷款的再贷款、再贴现利率下降 25BP。货币政策方向从“过度宽松”向“适度宽松”的转变，

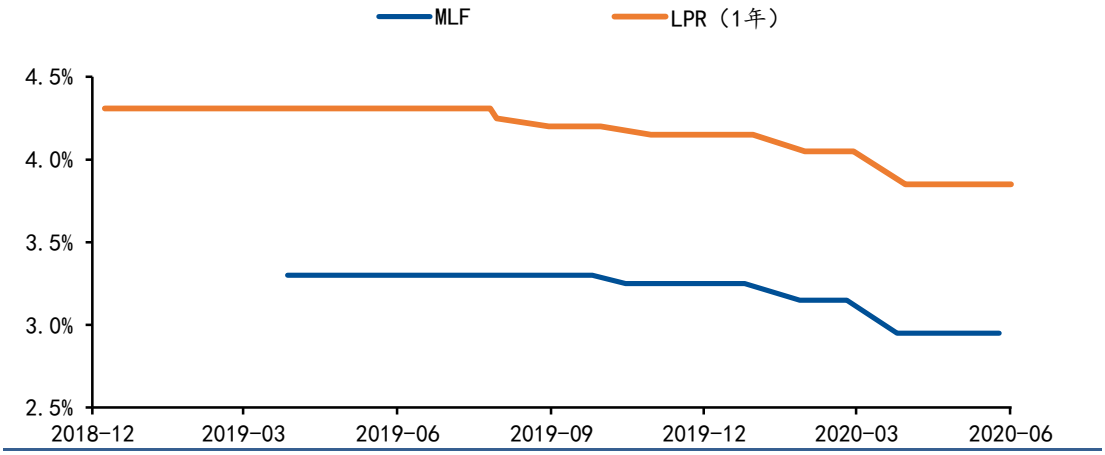
供给边际收缩，将减少利率中枢和净息差的下行空间，改善银行的资产端议价力。

图7：人民币贷款和社融增速攀升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：MLF 和 LPR 连续两月持平



资料来源：Wind，民生证券研究院

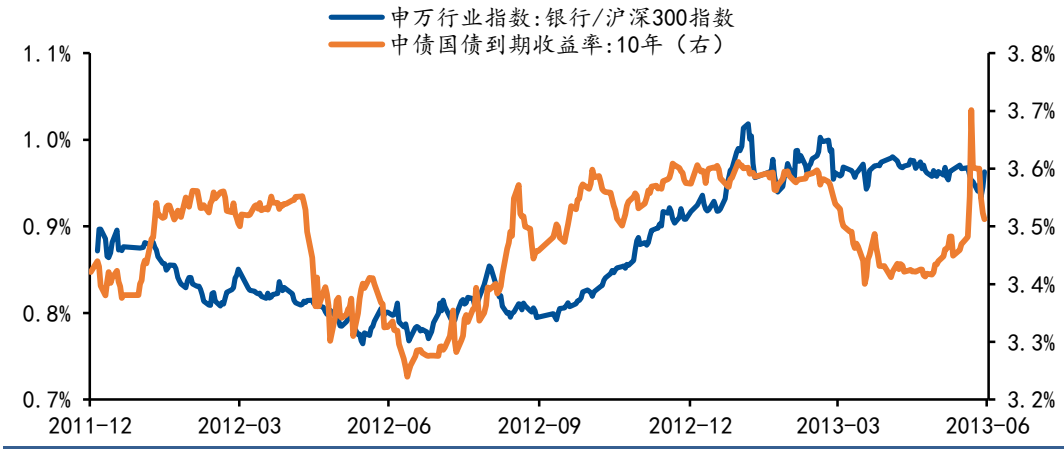
今年的“利率底”已经形成。10 年期国债到期收益率从 4 月最低的 2.5%左右回升到 7 月 3%左右的水平，带动了银票转贴现利率集体触底反弹。在历史上每一轮经济托底政策刺激的过程中，“利率底”都是银行股行情启动的催化剂之一。在 2009 年“四万亿”投资的行情里，2009 年 5 月货币政策动态微调，10 年期国债到期收益率见底，银行股开启了 2009Q3 的修复行情。2012 年利率底出现在 7 月，一举扭转了市场对于银行股净息差的悲观预期，为 2012Q4 的银行股行情创造了条件。今年“利率底”的出现反映银行资产端定价在消化了前期降息的负面影响以后，开始迎来拐点。票据利率是连通资金市场和信贷市场的桥梁，票据利率见底将有利于未来贷款利率向上的修复。

图9：10 年期国债到期收益率和票据贴现利率出现“利率底”



资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：2012 年行情：利率底领先于银行超额收益的启动



资料来源：Wind，民生证券研究院

3、对于银行信用风险不必过度担忧

在经济弱复苏确定了银行资产质量改善方向的基础上，政策层面预计持续释放利好，减轻银行的压力，让银行能够以时间换空间消化信用风险。

首先延期还本付息政策大幅降低了不良贷款的影响。上半年因为疫情冲击较大，监管层破例允许受疫情影响的中小企业贷款可以延期还本付息。到 6 月份政策力度进一步升级，根据 6 月 1 日人行等多部委发布的《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》，延期还本付息政策的截止日从今年的 6 月末推迟到明年的 3 月末，政策的目标对象从困难中小微企业扩大到了 2020 年底以前到期的普惠小微贷款和大型国际产业链企业（外贸企业）贷款。政策打补丁以后，受疫情影响最大的批发零售业对公贷款和个人经营性贷款基本都能享受到政策优惠，这大大减轻了银行的资产质量压力。也让中小企业能够充分享受经济回暖的过程恢复还款能力。因此即便今年银行的信用风险出现波动，对利润表的冲击也将非常有限。

表1：延期还本付息政策摘录

政策	内容
延期还本付息政策	对于2020年6月1日至12月31日期间到期的普惠小微贷款（包括单户授信1000万元及以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款，下同），按照“应延尽延”要求，实施阶段性延期还本付息。对于2020年年底前到期的其他中小微企业贷款和大型国际产业链企业（外贸企业）等有特殊困难企业的贷款，可由企业与银行业金融机构自主协商延期还本付息。

资料来源：《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》，民生证券研究院整理

上市银行能够有效应对不良贷款压力。我们简单测算银行能消化的不良贷款规模。根据银保监会数据，截至5月15日申请延期还本付息的贷款一共有4.72万亿元，大约占贷款总额的3.45%。要注意这些问题贷款并不会全部成为不良贷款，部分企业可能在贷款逾期后重新恢复偿还能力，银行也多倾向于逐步确认问题贷款的分类。我们以1年的期限作为观察期，按照上一轮信用风险爆发时最高的关注类贷款年度下迁比例30%（2015年前后）计算，那么未来12个月因为疫情导致的不良贷款生成率将为3.45%*30%=1.03%。上市银行每年的不良贷款自然生成率为1.04%，两者合计为2.08%。但是银行通过调整拨备覆盖率和拨贷比、核销处置以及用利润回补的三种方式，每年能消化的不良率为4.36%，是可能的不良贷款生成率2.08%的两倍以上。因此现有的信用风险都在基本面可以应对的范围以内，我们对银行基本面的稳健性可以保持信心。

表2：上市银行能消化的不良率大于不良生成率

估算可能增加的不良率	数值	估算上市银行可以消化的不良率	数值
A：截至5月15日延期偿还本金的贷款（亿元）	12,800		
B：截至5月15日延期偿还利息的贷款（亿元）	34,400		
C=A+B：问题贷款小计（亿元）	47,200		
D：2020Q1银保监会口径的贷款总额（亿元）	1,366,870	I：2020Q1上市银行通过调整指标可以承受的不良率增幅（假设拨备覆盖率最低为120%，拨贷比最低为1.5%）	1.30%
E=C/D：问题贷款占比	3.45%		
F：关注类贷款下迁比例（按历史最高值假设）	30%	J：核销及处置的贷款/总贷款（TTM口径）的历史最高值	1.08%
G：2020Q1上市银行不良贷款生成率（TTM口径）	1.04%	K：2020Q1上市银行税前利润/总贷款（TTM口径）	1.98%
H=E*F+G：可能增加的不良率	**2.08%**	**L=I+J+K：上市银行可以消化的不良率**	**4.36%**

资料来源：银保监会，民生证券研究院

其次，零售信贷风险的影响可控。疫情对资产质量的影响也部分体现在零售贷款上。这个问题可以从三方面分析。第一，因为今年“六保”“六稳”的工作目标都把居民就业放在了首要位置，这为零售贷款的信用风险暴露明确了政策底线。各地区都陆续推出了多种措施来保

障就业。风险释放将是规模有限、节奏平稳。

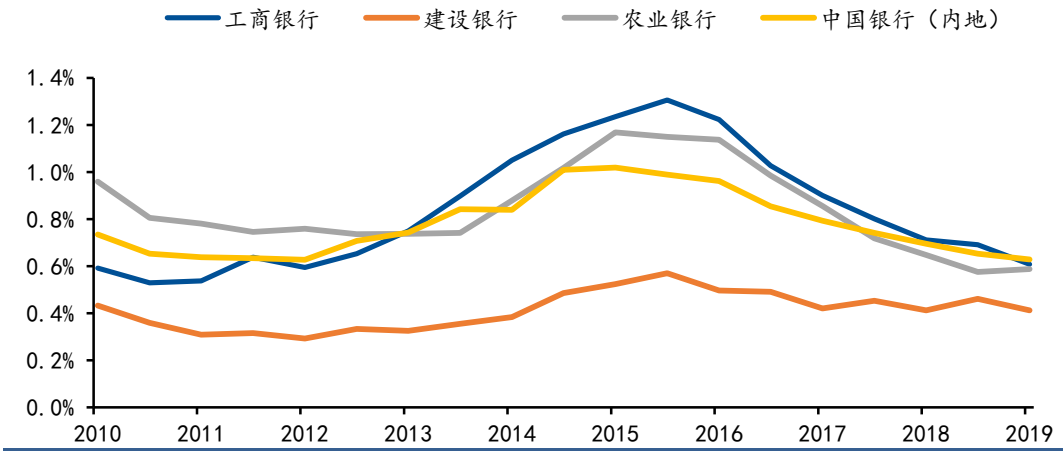
表3：六保六稳内容：就业放在第一位

政策	内容
六稳	稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期
六保	保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转

资料来源：民生证券研究院整理

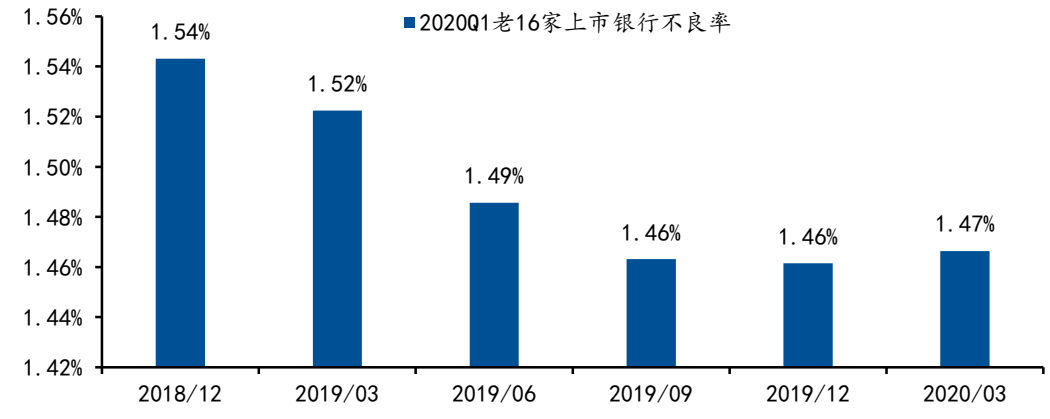
第二，在国内个人破产制度尚未普及的情况下，居民的偿债意愿良好，零售不良贷款率的历史峰值其实并不高。以四大行为例，在 2012-2015 年上一轮信用风险爆发时期中，即使受到联保联贷问题的拖累，零售贷款不良率最高只有 1.20%左右。即使在今年第一季度零售催收团队产能较低的情况下，上市银行的整体不良率环比只微升了 1BP 到 1.47%。后续随着催收工作恢复常态化，信用风险的暴露将回归正常可控的节奏。

图11：四大行零售不良率：长期低波动，历史峰值低



资料来源：Wind，民生证券研究院

图12：2020Q1 老 16 家上市银行不良率只是微升

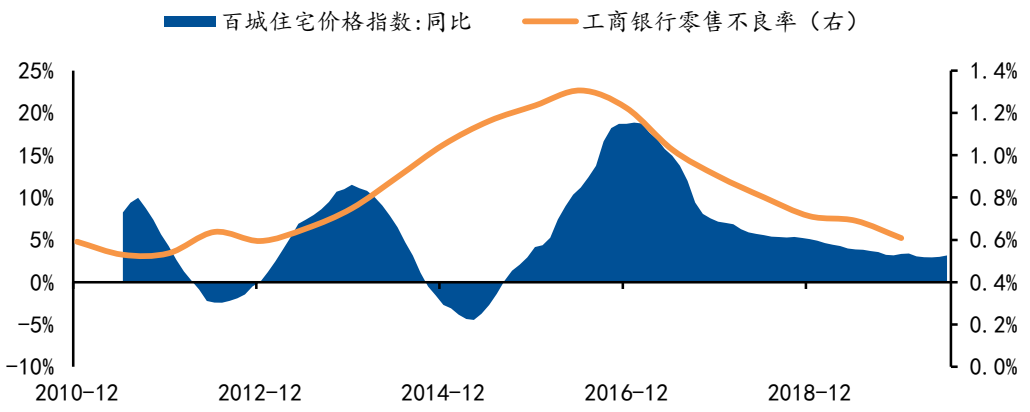


资料来源：Wind，民生证券研究院

第三，住宅价格稳中向上保证了居民拥有足够的偿债能力。居民住宅是零售贷款的主要抵

押品之一，抵质押率一般在 80%以下，本身就具备一定的安全垫可以吸收违约损失。当住宅价格显著下降的时候，零售贷款的不良率才会出现较快的提升，如 2014-2015 年。但是今年以来百城住宅价格指数同比增速还维持在 3%左右。抵押品价值持续上涨保障了居民具备足够的还款能力。当前房地产政策坚持连续性、一致性和稳定性，所以住宅价格不具备下跌的政策环境。

图13：住宅价格同比上升的时候零售贷款不良率变化缓慢



资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）政策压力被消化，下半年政策松绑可期

从政策面来看，市场对金融支持实体政策的理解回归理性化。今年金融支持实体政策引导银行以牺牲利润的方式对实体经济进行利润补贴，成为银行股估值抬升的压制因素之一。但是经历了上半年的逆周期调控，经济复苏的趋势日益明朗，市场对于金融支持实体政策理解回归理性化。短期对实体的让利，帮助实体经济走出困境，从长期看也是实现金融与实体可持续发展的“双赢”政策。而且随着货币政策呈现边际收紧的态势，利率中枢触底回升。银行资产端定价的下行空间减少，银行让利的节奏趋缓。6 月中旬国常会进一步提出“金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元”，划定了让利的最终规模，对板块实现了靴子落地的效果。

表4：1.5 万亿元让利细节

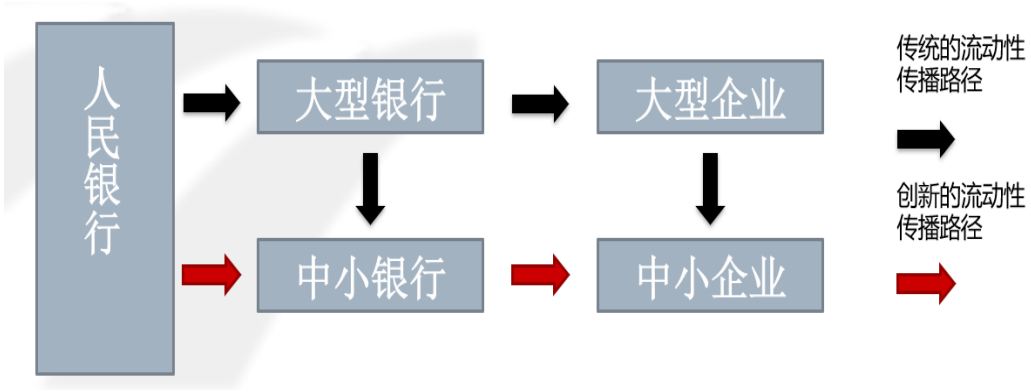
让利规模（亿元）	让利方式
9300	利率的下行实现金融市场或者金融体系对实体经济的让利。包括贷款利率下行，债券利率下行，通过再贷款、再贴现政策支持的优惠利率贷款发放。
2300	延期还款付息政策，普惠小微企业贷款延期支持工具，普惠小微企业信用贷款支持计划。另外包括减少企业的罚息和高息过桥贷款要付的额外成本，可能会增加的一些不良贷款，企业减少的担保费用等。
3200	落实 6 月 1 号下发的《关于进一步规范信贷融资收费、降低企业综合融资成本的通知》，减免收费
合计	15000

资料来源：国常会，民生证券研究院整理

我们看好下半年监管约束边际缓解。我们判断下半年货币政策将是控总量调结构，强调

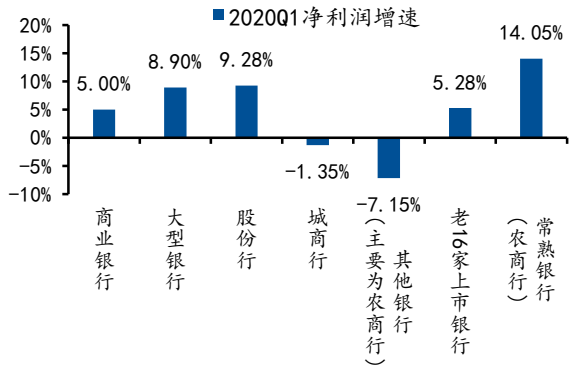
直达实体经济。这意味着对接中小企业的中小银行，在货币政策中的地位将大幅抬升，成为政策的主要实施载体。但是打通对中小企业的流动性传导渠道，仅仅依靠中小银行自力更生是根本不够的。主要原因在于中小银行的基本面羸弱，投贷能力不足。今年第一季度受到疫情的影响，包含非上市银行在内的城商行、农商行（估算）的归母净利润同比增速分别为-1.35%和-7.15%，不良率分别高达2.45%和4.09%。所以对于中小银行的政策思路不是“加压”而是“减负”。今年以来政策面从流动性宽松、拨备达标门槛降低、资本补充渠道疏通三个角度对中小银行进行全方位的支持。在6月初发布的《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》明确指出，“全国性银行要合理让利”，但是“中小银行可结合自身实际，实施内部转移定价优惠或经济利润补贴”，因此中小银行并不是金融让利政策的主要影响对象。政策环境对于中小银行相当友好，这是我们下半年可以重点把握的投资机会。

图14：流动性传导路径：中小银行地位上升



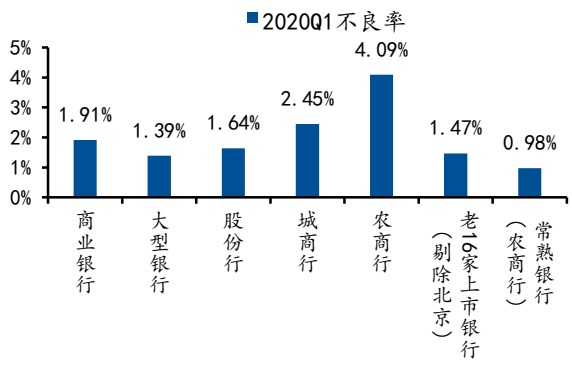
资料来源：Wind，民生证券研究院

图15：2020Q1净利润增速：区域性银行承压



资料来源：Wind，民生证券研究院

图16：2020Q1不良贷款率：区域性银行不良率偏高



资料来源：Wind，民生证券研究院

表5：中小银行优惠政策梳理

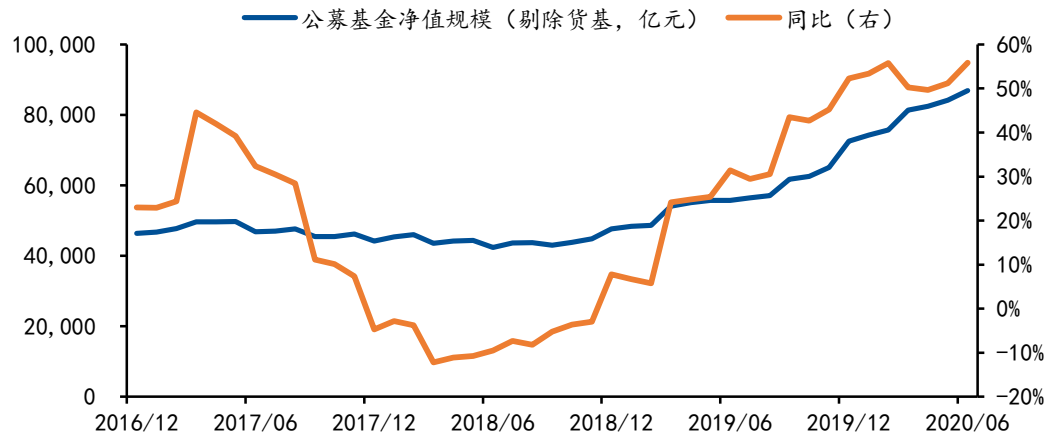
政策	内容
货币政策	1. 专项再贷款 3000 亿元，对象为主要的全国性银行和湖北等重点省份的部分地方法人银行，用于对重点抗疫保供企业贷款。 2. 再贷款再贴现额度 5000 亿元，对象为地方法人银行，用于对普惠小微企业贷款。 3. 再贷款再贴现额度 1 万亿元，对象为地方法人银行，用于对小微企业贷款和单户授信 3000 万元以下的民营企业贷款。 4. 创设普惠小微企业信用贷款支持计划 4000 亿元，对象为最近一个季度央行金融机构评级为 1-5 级的地方法人银行，鼓励发放普惠小微企业信用贷款。
拨备政策	1. 中小微企业贷款延期还本付息的政策截止日从今年的 6 月末推迟到 2021 年的 3 月末，目标对象从仅为受疫情影响的困难中小微企业，扩大到 2020 年底以前到期的普惠小微贷款和大型国际产业链企业（外贸企业） 2. 创设普惠小微企业贷款延期支持工具 400 亿元，激励资金约为地方法人银行延期贷款本金的 1%。 3. 将中小银行拨备覆盖率监管要求阶段性下调 20 个百分点，因此拨备覆盖率最低底线为 100%（大型银行为 120%）。
资本政策	1. 金稳委在 11 项金融改革措施中明确将出台《中小银行深化改革和补充资本工作方案》。 2. 银保监会修订发布了《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》，放开原规定对发行人规模等条件限制，更多中小银行的资本债满足投资条件。 3. 国常会决定在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度，允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式，探索合理补充中小银行资本金的新途径。
允许结合自身实际进行让利	在《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》中提出，全国性银行要合理让利，全国性商业银行内部转移定价优惠力度要不低于 50 个基点，中小银行可结合自身实际，实施内部转移定价优惠或经济利润补贴。

资料来源：民生证券研究院整理

（三）资金充裕推动银行估值修复

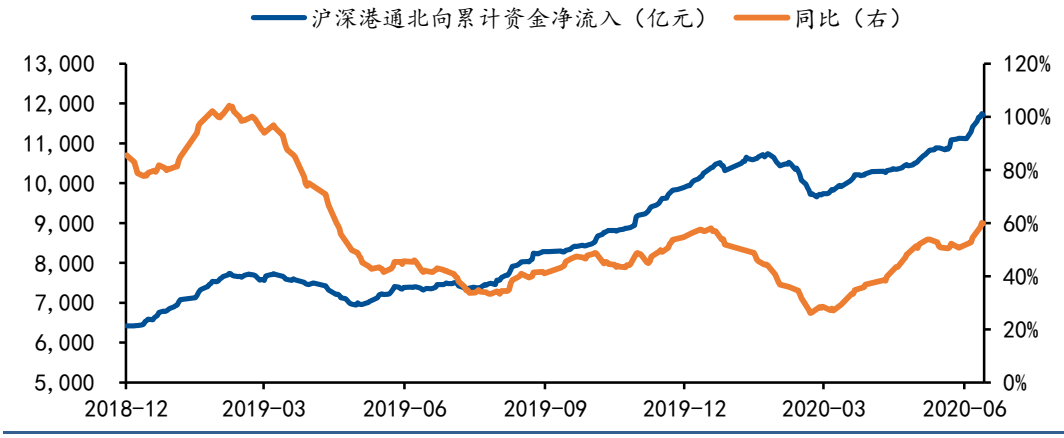
从资金面来看，当前资本市场流动性充裕，有利于实现银行的估值修复。今年是资管新规最后一年，非标转标的压力缓解，资管产品向净值化转型提升了客户财富管理的风险偏好。加上今年因为疫情逆周期调控，货币增速再上一个台阶。宏观流动性宽松叠加政策催化，促成今年的资管业务迎来大发展。根据 WIND 统计，截至 2020 年 6 月末，公募基金净值规模达到创纪录的 17.15 万亿元，剔除货基后净值达到历史新高的 8.78 万亿元，同比增速高达 55.87%。而且增速保持持续攀升的态势。另外因为国内经济恢复速度相比于其他国家更快，金融市场加快对外开放，吸引了更多海外资金投资 A 股市场。沪深港通的北上资金历史累计净流入金额从 3 月末的 9700 亿元左右跃升到 7 月的 12000 亿元左右。海外资金入场将加大对于主要的指数成份股，尤其是银行股的配置力度。

图17：公募基金净值规模和同比增速都创下近年来新高



资料来源：Wind，民生证券研究院

图18：北上资金净流入加快



资料来源：Wind，民生证券研究院

银行股目前估值处于历史底部区间，具备较大的投资吸引力。今年上半年因为长期横盘，银行股的 PB 估值不断刷新历史新低，跌至 0.7 倍 PB 以下。即使 7 月份开始估值修复，当前 PB 估值历史分位数（过去 5 年）也只是刚刚回到 13%左右，估值修复行情才开始启动。从股息率角度看，银行的股息回报。以工商银行为例，截至 2020 年 7 月 10 日，工行股息率（TTM 口径）为 5.03%，是同期 10 年期国债收益率的 1.66 倍，比值处于历史上的高位。在上半年非金融板块估值已经实现较快抬升之后，银行股仓位低、估值低，正是下半年进行资金配置的优秀品种。

图19：银行指数 PB 处于历史底部区间



资料来源：Wind，民生证券研究院

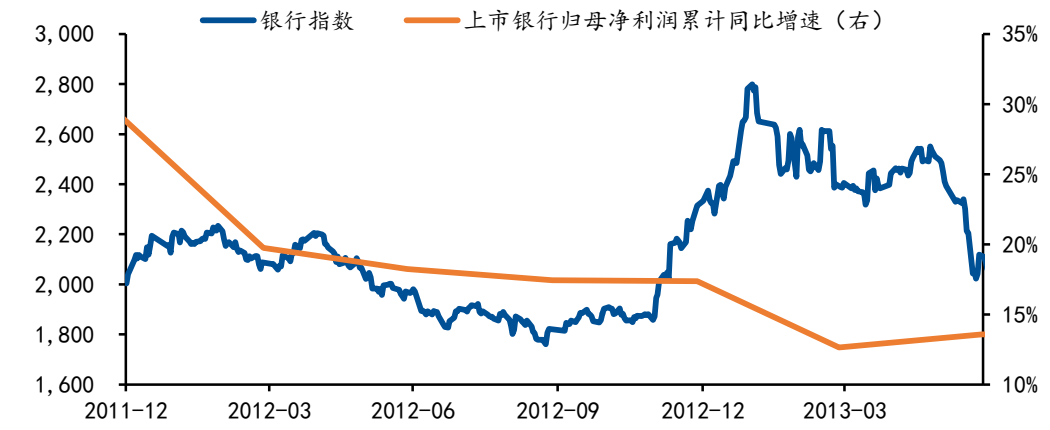
图20：工行股息率/10 年国债到期收益率处于高位



资料来源：Wind，民生证券研究院

银行股基本面滞后反应并不影响银行股的行情。因为从调整货币政策到投放信贷之间存在时滞，所以银行股的基本面改善往往滞后于股价的变化。比如在 2012 年经济下行，中央采取宽信用措施，银行股在当年第四季度出现超额收益行情。但是直到 2013 年二季度利润增速才出现阶段性回升。在 2014 年第四季度银行股行情出现后，到 2016 年第一季度上市银行的利润增速才实现触底。银行股“业绩底”并不是行情出现的充分条件。今年因为受到疫情的影响，银行倾向于多计提拨备夯实资产质量，利润增速预计不会有太强的表现。根据我们的预测模型，随着银行贷款逐步重定价，银行的贷款利率将持续下行到 2021 年第一季度。对于银行基本面的变化市场早有预期，催化剂在于宏观和行业的趋势判断，而不是短期财务指标改善，因此基本面滞后反应不会影响下半年银行股的估值修复行情。

图21：2012 年行情与上市银行利润同比增速：银行行情提前启动



资料来源：Wind，民生证券研究院

图22：2014 年行情与上市银行利润同比增速：银行行情提前启动

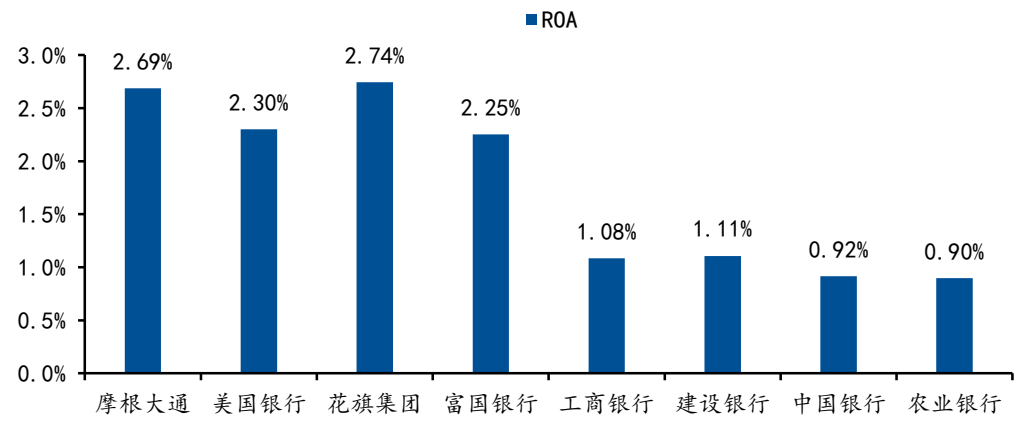


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、后疫情时代：坚定零售转型之路，把握市场化标的

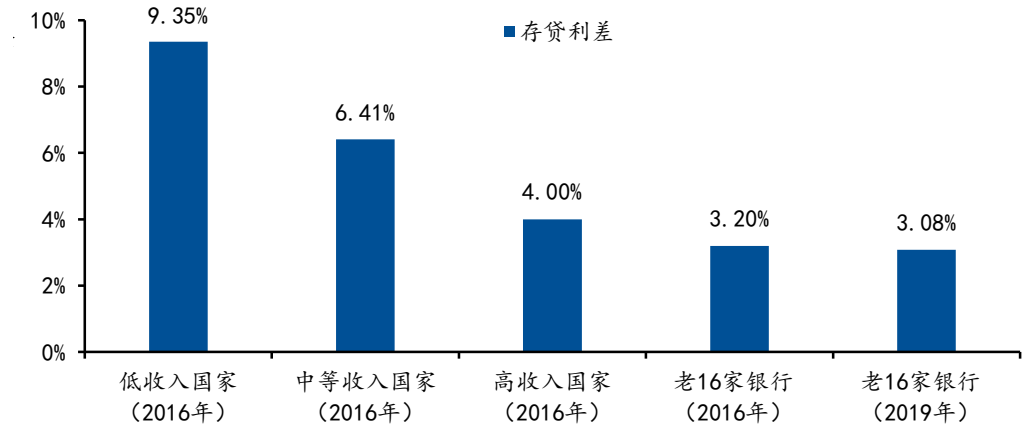
国内银行具备长期投资价值。市场对银行股有一种常见的投资偏见：经济增速下行将拖累银行股的业绩表现，从而削弱银行股的长期投资价值。我们不同意这个观点。首先，国内银行的盈利能力还存在较大的提升空间。现在国内大多数银行的业务结构仍然非常传统，非息收入占比低，大型企业贷款占比高。国内银行的存贷利差和盈利能力相对于其他国家属于偏低的水平。2019 年美国四大银行（摩根大通、美国银行、花旗银行、富国银行）的 ROA 都在 2%以上，国内四大行的 ROA 平均只有 1%左右。未来国内银行业务转型将加强银行股的盈利能力，也会孕育大量的投资机会。其次，商业银行业绩分化差距拉大，将面临行业性的整合。包商银行和锦州银行事件都是未来银行兼并收购时代的先声。银行并购潮的出现将显著提升优秀银行的市占率，突破现有的市场空间。第三，分红率还能增长。当前银行股的分红率很低，大多数银行分红率保持在 30%左右。分红率是银行长期投资价值的重要指标之一。最近几年银行因为落实资本监管规定和巴塞尔 3 框架，仍然处于资本补充期。等本轮资本补充期结束以及资产扩张速度随经济增速放慢，银行分红率将打开扩张的天花板。

图23：中美主要银行的 ROA 比较：我国银行的 ROA 偏低



资料来源：Wind，民生证券研究院

图24：不同国家的存贷利差比较：我国存贷利差偏低



资料来源：Wind，民生证券研究院

银行股的长期投资认准两个方向。一是小微零售的转型主线，二是市场化机制。

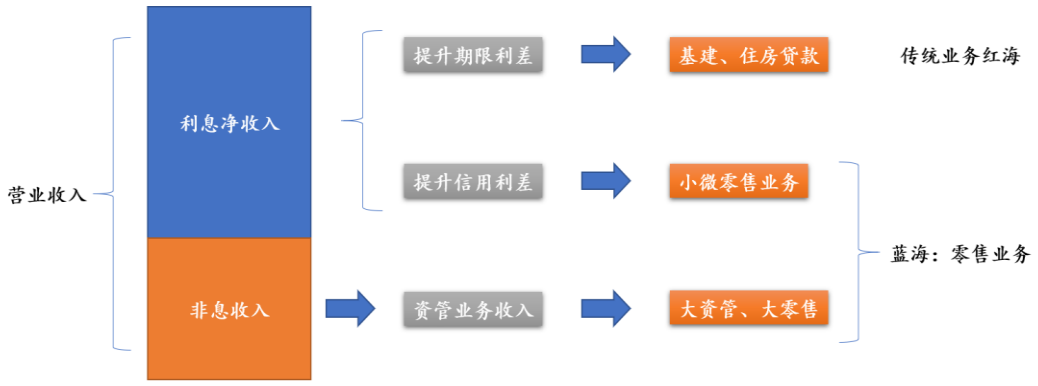
小微零售是银行发展转型的主要落脚点。今年银行股的主题是新冠疫情，但是从长期看的话，买银行股要买什么？我们认为要关注银行的战略和定位，选择小微零售方向的银行。银行长期战略转型的核心目标是增强盈利和营收。提高营业收入可以从净利息收入和非息收入，也就是表内和表外两个角度入手。

扩大净利息收入就是扩大银行的净利差。传统上银行主要考虑期限利差，比如加大配置长久期资产，如基建贷款、个人住房贷款等等。这是银行的业务红海，发展潜力有限。尤其是在金融监管趋严，打击资金期限错配的政策环境里，扩大期限利差并不容易。另一个扩大净利差的方式是提高信用利差。这需要银行从战略高度提高风险偏好，加强风险定价能力。从贷款对象上看，需要银行从现在主流的低风险城投平台贷款向中小企业贷款和零售小微贷款倾斜，向风险要收益。所以零售小微是必然的落脚点。

如果是扩大非息收入，主要抓手为表外资管业务收入。未来国内融资模式将从间接融资向直接融资的发展，意味着承担银行直融功能的资管部门一定会迎来大发展。银行的财富管理、投资理财业务的发展潜力巨大。在资管业务“募投管退”四个环节里，银行最缺乏的是“投”和“管”的能力。“投”得到高收益的资产，“管”得好产品净值，都需要银行对商业模式和管理机制进行战略性改革。财富管理因为和零售业务线协同关系紧密，往往是银行“大零售”战略的重要组成部分，需要银行零售转型工作的充分支持和配合。

因此不论发展净利息收入还是非息收入，银行长期转型的落脚点都是小微零售业务。这才是在银行股领域能够跨越周期的投资方向。

图25：银行战略路径：落脚点在于零售



资料来源：民生证券研究院

选择市场化逻辑的银行。新冠疫情使部分银行的行政化色彩更加浓厚，也突出了市场化银行的投资价值。国内银行的投资决策往往是商业逻辑和行政干预权衡后的结果。虽然在经济下行的过程中，银行的行政化运作往往以牺牲短期商业利益作为条件，但是这并不代表银行股没有投资机会。恰恰相反，我们认为每一轮行政干预其实都是市场化逻辑的银行拉大领先优势的窗口期。

首先，银行行政化运作通常目标是降低经济的系统性风险。部分银行牺牲的商业利益，实质上降低了其他银行的风险水平。比如大量投放普惠金融贷款，降低了中小企业业务的整体信用风险，对所有银行的相关业务都有溢出效应。其次，行政干预往往限定了部分银行的业务发展方向，这也意味着市场化业务方向的竞争者边际减少。进行业务转型的银行能够在目标领域上加快改革的步伐。比如在新冠疫情期间不属于逆周期政策调控重点的零售贷款业务。已经迎来了新的发展机会。过去几年零售贷款投放的空间主要来自线上业务渗透率的提升。在疫情之后线上支付使用率大大提高，为零售信贷的长期发展创造很好的条件。

四、标的推荐：零售与低估值组合

我们建议重点关注两个股票组合，一是零售小微标的。今年资管业务大发展，零售银行格外受益。下半年消费刺激政策推出，有利于降低零售贷款信用风险，进一步提高贷款需求。**推荐招商银行、宁波银行、常熟银行、平安银行。**二是低估值低关注度标的。这些标的前期因为疫情的冲击，估值深度回撤。但是公司基本面稳健，业绩成长性可靠。在当前板块估值修复过程中，这些标的有望享受更高的估值修复弹性。**重点关注光大银行、杭州银行、江苏银行、南京银行。**

五、风险提示

1. 资产质量波动；
2. 息差下行压力；
3. 政策出台不及预期

插图目录

图 1: 银行指数月度涨幅：2020 年 7 月创下近年来的新高 3
图 2: 今年以来各类型银行指数的收益率 3
图 3: 制造业 PMI：连续 4 个月站在荣枯线以上 4
图 4: 工业增加值单月同比增速：接近疫情前的水平 4
图 5: 原油价格反弹带动 PPI 环比增速转正 5
图 6: PPI 环比增速领先于银行指数的超额收益 5
图 7: 人民币贷款和社融增速攀升 6
图 8: MLF 和 LPR 连续两月持平 6
图 9: 10 年期国债到期收益率和票据贴现利率出现“利率底” 7
图 10: 2012 年行情：利率底领先于银行超额收益的启动 7
图 11: 四大行零售不良率：长期低波动，历史峰值低 9
图 12: 2020Q1 老 16 家上市银行不良率只是微升 9
图 13: 住宅价格同比上升的时候零售贷款不良率变化缓慢 10
图 14: 流动性传导路径：中小银行地位上升 11
图 15: 2020Q1 净利润增速：区域性银行承压 11
图 16: 2020Q1 不良贷款率：区域性银行不良率偏高 11
图 17: 公募基金净值规模和同比增速都创下近年来新高 13
图 18: 北上资金净流入加快 13
图 19: 银行指数 PB 处于历史底部区间 14
图 20: 工行股息率/10 年国债到期收益率处于高位 14
图 21: 2012 年行情与上市银行利润同比增速：银行行情提前启动 15
图 22: 2014 年行情与上市银行利润同比增速：银行行情提前启动 15
图 23: 中美主要银行的 ROA 比较：我国银行的 ROA 偏低 16
图 24: 不同国家的存贷利差比较：我国存贷利差偏低 16
图 25: 银行战略路径：落脚点在于零售 17

表格目录

表 1: 延期还本付息政策摘录 8
表 2: 上市银行能消化的不良率大于不良生成率 8
表 3: 六保六稳内容：就业放在第一位 9
表 4: 1.5 万亿元让利细节 10
表 5: 中小银行优惠政策梳理 12

分析师与研究助理简介

郭其伟，民生证券首席金融行业分析师。中山大学硕士，曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券，负责银行、非银行业方向的研究。

廖紫苑，民生证券金融行业助理研究员，新加坡国立大学硕士，浙江大学本科，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、证券和银行业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行，2019年加入民生证券。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。