**银行股历次上涨逻辑分析**

05年以来，银行板块出现过4次比较大的行情，分别是：1）05-07年：经济发展的黄金时期；2）08-09年：流动性充裕（4万亿）；3）14-15年：连续多次降息降准，催生大牛市；4）16年中后期至今：经济数据企稳向好，银行资产质量改善。影响银行股表现的涉及方方面面，包括但不限于**宏观经济、流动性（M2）、货币政策、监管政策、房地产、以及银行经营基本面等因素。**以下，我们针对每个时间段分别进行分析。

**一、2005年-2007年：经济高速发展，银行规模快速扩张；企业盈利能力强，银行资产质量优。**

2005年以来，银行板块迎来涨幅最大的一段黄金时期，主要由以下五大方面因素驱动：1）中国经济高速发展，GDP增速逐年提高； 2）流动性稳定，信贷需求旺盛，加息利好银行息差； 3）两税合一，银行税负降低，释放利润空间； 4）银行自身基本面优，资产质量全面向好，息差改善，收入及利润高增长； 5）外资及内资机构投资者进入。

**1）宏观经济：经济发展的黄金时期**

2001年加入世贸组织以来，中国经济发展进入黄金时期，GDP增速持续走高，尤其从05年开始到07年GDP增速上升至14.2%，达到阶段历史高点。企业盈利改善，工业企业利润从05年开始企稳回升，工业企业亏损额和亏损家数从05年4月开始回落向好。PMI指数持续在55%的高位，并呈上升态势，展现出经济增长的强劲动力。整体看，宏观经济增速较快，企业盈利水平大幅提高，给银行业业绩增长带来空间。

**（横坐标太挤，可以只保留年份）；工业企业利润总额阴影部分超了；**

**一行两图， GDP与PMI一行； 工业企业利润总额、亏损额一行；**

**2）货币政策：流动性稳定、信贷需求旺盛，加息利好银行息差**

05年以来M1增速快速提升，最高在07年10月达到22.2%，与M2增速剪刀差持续扩大，主要是企业盈利能力快速提高，活期存款持续大幅增长。信贷需求旺盛，贷款增速自05年初见底后，企稳回升，带动银行资产规模稳定增长。

（图片：M1 M2同比；新增人民币贷款；银行资产规模）

**央行连续加息利好银行息差。**06年至07年底，为控制经济过热以及通胀压力，央行连续提高存贷款基准利率，以一年期为例，贷款基准利率提升1.62pc，存款基准利率1.89pc。活期存款利率基本持平。由于活期存款在金融机构的占比较高且有所上升（49%），存款利率实际上升幅度较低。在利率上行周期，银行存贷利差扩大，净息差水平改善。以招商银行为例，以06年为界限，06年以前净息差、存贷利差均有所下降，但06年以后，贷款利率受加息影响迅速上升，而存款利率相比增幅有限，存贷利差迅速扩大，带动净息差整体改善。

**央行06年以来存贷款加息幅度（单位：%）**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 时间 | 一年定存利率增幅 | 一年贷款利率增幅 | 活期存款利率增幅 | 活期存款占比 |
| 2006/8/19 | 0.27 | 0.27 |  | 49% |
| 2007/3/8 | 0.27 | 0.27 |  | 50% |
| 2007/5/19 | 0.27 | 0.18 |  | 50% |
| 2007/7/21 | 0.27 | 0.27 | 0.09 | 51% |
| 2007/8/22 | 0.27 | 0.18 |  | 52% |
| 2007/9/15 | 0.27 | 0.27 |  | 51% |
| 2007/12/21 | 0.27 | 0.18 | -0.09 | 53% |
| 合计 | 1.89 | 1.62 | 0.00 |  |

**招商银行存贷款利率变动**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 年份 | 贷款收益率 | 贷款收益率增幅 | 存款成本 | 存款成本增幅 | 存贷利差 | 净息差 |
| 2004 | 4.75% | -0.19% | 1.18% | 0.03% | 3.57% | 2.15% |
| 2005 | 4.80% | 0.05% | 1.48% | 0.30% | 3.32% | 2.09% |
| 2006 | 5.11% | 0.31% | 1.50% | 0.02% | 3.61% | 2.72% |
| 2007 | 5.80% | 0.69% | 1.68% | 0.18% | 4.12% | 3.11% |
| 2008 | 6.76% | 0.96% | 2.03% | 0.35% | 4.73% | 3.42% |

**3）两税合一：银行税负降低，释放利润空间**

2007年3月16日全国人大通过了《企业所得税法》，规定从2007年5月以后，内外资企业所得税“两税合一”，将统一税率至25%。而在此之前外资银行大多缴纳15%的所得税而内资银行大多缴纳33%所得税，再加上国内大多数商业银行一些税前项如计税工资无法税前抵扣，实际税率可能更高。该法案直接减缓国内商业银行的实际税负，以招商银行为例,据测算的实际利率从16年初的47%下降到08年初的31%，大幅释放利润。

**4）银行自身的基本面：资产质量全面向好+净息差改善带动利润迅速增长。**

1. **资产质量**

资产质量全面向好。2003年末汇金公司向四大国有行注资，拉开了中国国有商业银行股份制改革的序幕，财务重组加大损失类贷款的核销、可疑类贷款的剥离和拍卖，国有银行不良率迅速下降，再加上整体经济形势较好，企业盈利改善，带动整个银行业不良率从高达17.9%到08年下降到3%以下。

**B、息差上行：受加息因素影响，存贷利差扩大，息差水平得到改善。**

**C、收入、利润高增长：**以工商银行为例，05-07年间，收入、利润的增长加快，增速于2007年达到最高点，分别为42.08%、66.79%。

**5）外资及内资机构投资者进入：增量资金加强银行股行情**

04-06年，工行、建行、中行和交行纷纷引入国外战略投资者。

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **引进的海外投资者** | **投资金额** | **入股数**  **（持股比例）** | **入股价格** | **时间** |
| **工商银行** | 高盛集团 | 25.822亿美元 | 164.76亿股（5.75%） | 0.157美元/股  （1.26元人民币/股） | 2006 |
| 安联集团 | 8.247亿欧元 | 64.33亿股（2.25%) | 0.128欧元/股  （1.26元人民币/股） |  |
| 美国运通公司 | 2亿美元 | 12.76亿股（0.45%) | 0.157美元/股  （1.26元人民币/股） |  |
| **建设银行** | 美国银行 | 25亿美元 | 174.82亿股（9%） | 0.143美元/股（  1.11港元/股） | 2005 |
| 淡马锡 | 14.66亿美元 | 99.06亿股（5.1%) | 0.148美元/股  （1.15港元/股) |  |
| **中国银行** | 苏格兰皇家银行 | 30.48亿美元 | 209.43亿股（8.467%） | 0.146美元/股（  1.17元人民币/股） | 2005 |
| 淡马锡 | 15.24亿美元 | 104.71亿股（4.234%） | 0.146美元/股  （1.17元人民币/股） |  |
| 瑞士银行 | 4.9175亿美元 | 33.78亿股（1.366%） | 0.146美元/股  （1.17元人民币/股） |  |
| 亚洲开发银行 | 7374万美元 | 5.07亿股（0.205%） | 0.146美元/股  （1.17元人民币/股） |  |
| **交通银行** | 汇丰银行 | 17.47亿美元 | 77.75亿股（19.9%） | 0.2247美元/股  （1.86元人民币/股） | 2004 |

2005-2007年基金机构集中进入A股市场，在银行股投资者的占比迅速提升，从2004年末的7%左右上升至07年的23.6%，以基金为代表的机构投资者迅速壮大，也带动了以银行为代表的蓝筹股上涨。

**二、08-09年：流动性宽松（4万亿）**

**08年底，4万亿入市，流动性宽松。工业企业盈利能力改善，负债压力得以缓解，银行资产质量好转，催生板块上涨。**

1. **流动性宽松**

随着08年底4万亿入市，此阶段整体流动性较为宽松。09年前三个月社融新增贷款均在万亿以上，带动银行资产规模快速扩张。

1. **工业企业利润改善，银行不良率持续下降**

在宽松的货币与财政政策刺激下，经历全球金融危机后，国内企业利润增速由负转正，偿付能力增强，亏损额及亏损企业数量迅速下降，带动银行资产质量改善。不良率降低，从08年的5.78%降至10年的1.1%。（图尽量缩一缩）

1. **房地产政策调控放松**
2. 国务院办公厅颁布关于促进房地产市场健康发展的若干意见。
3. **降低首付款比例：**2008年，在经济刺激政策的背景下，首付款比例重新下调到20%，刺激房地产销量提升，带动个人按揭贷款增长。

在政策的综合作用下，房屋销售面积和新开工面积快速增长，银行信贷需求旺盛。

（一行两图）

1. **08年9月，汇金公司宣布增持银行股，利好当时银行股发展。 （补充增持股数，删掉增持股数的占比）**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **宣布增持公告日** | **增持股数占比** | **增持后持股数比例** |
| 工商银行 | 2008/9/24 | 0.0006% | 35.33% |
| 2009/10/11 | 0.010% | 35.42% |
| 建设银行 | 2008/9/24 | 0.0009% | 65.41% |
| 2009/10/11 | 0.010% | 57.09% |
| 中国银行 | 2008/9/24 | 0.008% | 67.49% |
| 2009/10/11 | 0.0021% | 67.53% |

**三：14-15年：连续多次降息降准、催生大牛市**

**15年以来，央行连续多次降息降准，市场流动性充裕，催生大牛市。从银行自身的基本面来讲，经济数据持续下降，工业企业盈利能力较差，银行业整体资产质量承压。信贷投放更多的倾向于房地产市场及地方政府债务融资相关项目。**

**大行由于信贷业务占比较高，受资产质量恶化拖累，估值较低，股价表现不佳；但中小行在低息环境下，通过加杠杆或发展同业业务的方式快速做大资产规模，银行股开始出现较大分化。**

1. **流动性充裕：**自15年开始，央行连续四次降准，五次降息，货币政策宽松，市场流动性充裕。叠加融资融券标的扩容，资本市场快速发展，催生大牛市。

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **一年期存款基准利率** | **中小型存款金融机构** | **大型存款金融机构** |
| 2015/2/6 | - | -0.50% | -0.50% |
| 2015/3/1 | -0.25% | - | - |
| 2015/4/20 | - | -1.00% | -1.00% |
| 2015/5/11 | -0.25% | - | - |
| 2015/6/28 | -0.25% | - | - |
| 2015/8/26 | -0.25% | - | - |
| 2015/9/6 | - | -0.50% | -0.50% |
| 2015/10/24 | -0.25% | -0.50% | -0.50% |

**宏观经济部分4）放到房地产及地方政府债务融资前面。**

1. **房地产市场繁荣**：新开工面积趋势好转，销售面积明显回升。政策上，随着公积金首付降低，首套房贷优惠，二套房首付比例降至四成，限贷令取消等，房地产市场出现繁荣景象，支撑银行信贷数据向好。

**（两图并一行）**

1. **地方政府债务融资需求旺盛**：从14年末开始，地方政府债券发行量大幅提升，地方政府的债务融资需求旺盛。信托行业资产余额也快速扩张，15年3月-6月之间大幅增长1.46万亿，6月末余额达到15.87万亿。在宏观经济持续下滑，实体经济，尤其是工业企业利润持续恶化的情况下，银行信贷更多的投向风险较小的地方政府相关项目上。

**（两图并一行）**

1. **宏观经济下滑**：GDP增速持续下降、固定资产投资增速下滑、PMI处于荣枯线附近、企业利润增速下滑趋缓。

**（两图并一行）**

1. **银行资产质量整体较差**：从银监会数据来看，14-15年期间，银行的关注类贷款占比和不良率均有所上升，银行资产质量处于加速暴露期。
2. **银行内部分化**：大行资产端业务以贷款为主，在当时银行资产质量恶化的情况下，大行的估值水平较低。与此同时，中小行在低息环境下，通过加杠杆或发展同业业务，快速做大资产规模，弯道超车。

**以南京银行为例，**15年总资产同比增长40%，投资类资产规模同比增长54%，债券类投资同比增速65%，应收款项类投资同比增速43%，在国有大行息差整体下降的情况下，南京银行净息差上升势头强劲。

**四：16年中期之后至今**

1. **宏观经济整体企稳向好：**各项经济指标自16Q1阶段性见底以来持续回稳上升。17年二季度GDP同比增长6.9%，增速超预期。17年以来固定资产投资增速也有所回升，工业企业亏损额持续下降。PMI指标经过17年前期下降，5月财新与官方PMI分化之后，近期有所回升。宏观经济整体企稳向好。
2. **资产质量改善趋势确立：**根据银监会数据，行业不良率已经企稳。关注类贷款作为前瞻性指标，16年9月拐点已现，向下趋势明显，不良生成逐步下降。

**3、银行股分化：关注大行行情**

**行业beta的逻辑：**经济数据企稳，银行资产质量改善。不同类型银行由于客户结构、区域的不同，资产质量暴露或改善的时间有先后。大行由于信贷占比较高，且信贷客户以大型央企、国企为主，资产质量率先企稳向好；长三角地区由于风险暴露较早，当地城商行及农商行的资产质量也有所改善；预计明年大部分股份行资产质量或将企稳。

**大行的alpha逻辑：**1）监管对大行影响较小； 2）大行是资金拆出方，充分受益于同业利率上行；3）供给侧改革，大型央企国企利润率先改善。

1. **监管对大行影响较小：**从负债结构来看，国有大行负债以存款为主，而非同业负债，除交行外，大行存款占比基本在80%左右；央行近期出台将一年以下同业存单纳入同业负债监管，占比低于33%，并禁止金融机构新发行一年以上同业存单，大行同业存单发行量较少，6月末同业存单余额均在500亿以下，受同业存单监管影响微弱。

**国有大行负债端结构**

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **上市银行** | **存款** | **同业负债** | **应付债券** | **央行借款** | **其他** | **6月末未到期存单（亿元）** | **同业负债+同业存单占比** |
| 工商银行 | 81.00% | 10.63% | 1.76% | - | 6.61% | 14 | 10.64% |
| 建设银行 | 81.18% | 8.66% | 2.67% | 2.59% | 4.89% | 126 | 8.73% |
| 农业银行 | 83.81% | 7.02% | 2.29% | 2.27% | 4.61% | 101 | 7.07% |
| 中国银行 | 76.72% | 11.23% | 2.43% | 5.12% | 4.49% | 362 | 11.44% |
| 交通银行 | 59.63% | 22.23% | 3.15% | 6.14% | 8.86% | 426 | 22.74% |

1. **国有大行充分受益于同业利率上行：**随着金融监管及去杠杆，17年上半年同业利率有所上升。国有大行流动性相对充裕，在同业市场上多为资金拆出方，充分受益。以2017年中报的资产负债结构及余额测算，仅净拆出资金及通过回购的经融出资金，同业利率上行对农行的收入贡献幅度达32亿，大行中最高。

|  |
| --- |
| **同业利润上升对国有五大行收入变动影响（亿元）** |
| |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **上市银行** | **净拆出资金** | **拆借利率变动** | **收入贡献** | **买入返售-卖出回购** | **质押式回购利率变动** | **收入贡献** | **贡献合计** | | 农业银行 | 924 | 0.46% | 4.25 | 4747.67 | 0.59% | 28.01 | 32.26 | | 工商银行 | 142 | 0.46% | 0.65 | 1587.33 | 0.59% | 9.37 | 10.02 | | 中国银行 | 1895 | 0.46% | 8.72 | 134.08 | 0.59% | 0.79 | 9.51 | | 建设银行 | -1870 | 0.46% | -8.60 | 2186.96 | 0.59% | 12.90 | 4.30 | | 交通银行 | 1011 | 0.46% | 4.65 | 423.99 | 0.59% | 2.50 | 7.15 | |
|  |

1. **供给侧改革,大型国企利润改善，更利好大行的资产质量。**

随着供给侧改革的深入推进，中小企业的落后产能逐步淘汰，叠加工业品价格上涨，大型国企、央企充分受益，经营情况好转，利润有所改善。国有大行以大型国企、央企为主要客户，更利好其资产质量改善。

1. **资产质量比较：大行不良拐点已经确立**

从银监会各类银行不良率数据来看，16年末以来，国有大行的不良率已经开始出现下降趋势，在各类银行中资产质量率先出现好转。