

## 坚持金融支持实体经济

### ——银行行业投资策略报告

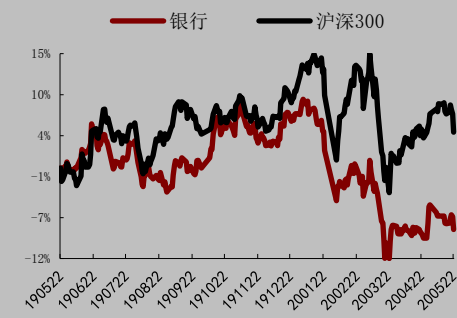
## 同步大市（维持）

日期：2020 年 05 月 24 日

#### 投资要点：

- **上调全年社融新增规模到 30 万亿元：**2020 年政府工作报告提出货币政策要更加灵活适度，综合运用降息、降准、再贴现等货币政策手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于 2019 年。2019 年社融增速 10.7%，M2 增速 8.7%，截至 2020 年 4 月社融增速 12.0%，M2 增速 11.1%。按照政策要求明显高于 2019 年，预计 2020 年全年的社融增速或将达到 30 万亿。高于此前我们预期的 28 万亿。
- **降息预期仍在：**在目前银行负债端结构相对固化的前提下，从降低银行负债端成本的角度出发，市场对存款基准利率的下调有较高的预期。我们也判断，作为降低实体融资成本的配套工具，存款基准利率有必要进行调整，而从银行负债端结构相对固化，存款在负债中的核心地位考虑，调降存款基准利率对于银行负债端综合成本的下行也有促进作用。不过现实中的负利率问题是重要考虑因素，央行也明确表示，人民银行将综合考虑经济增长、物价水平等基本面临况，适时适度进行调整。目前看，通胀水平是重要制约因素，虽然市场预期需待 CPI 回落到 3% 以下，才是政策调整的合理窗口。但是，考虑到整体国内外经济环境因素，以及政策的实施效果问题，预计节奏上或有提前的可能。关于调降的方式，我们预计仍延续对不同期限差异化处理的方式，并进一步打开利率上浮的上限。由于至于效果问题，我们判断低利率的大环境下，银行负债端成本的下降是确定性的，只是下降的幅度和速度较为缓慢。
- **估值修复，强者恒强：**当前部分低估值个股隐含的平均不良率已经接近 11.3%。不过，对新冠疫情的演进，以及防控过程中造成的经济影响，仍有较大的不确定性，因此即便当前估值已经新低，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%，板块防御性凸显。
- **风险因素：**疫情持续导致资产质量大幅恶化。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。

#### 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 05 月 22 日

#### 相关研究

万联证券研究所 20200518\_银行业周观点\_AAA\_量与价的再平衡

万联证券研究所 20200512\_银行业动态跟踪\_AAA\_一季度业绩好于市场预期

分析师：郭懿

执业证书编号：S0270518040001

电话：01056508506

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

## 目录

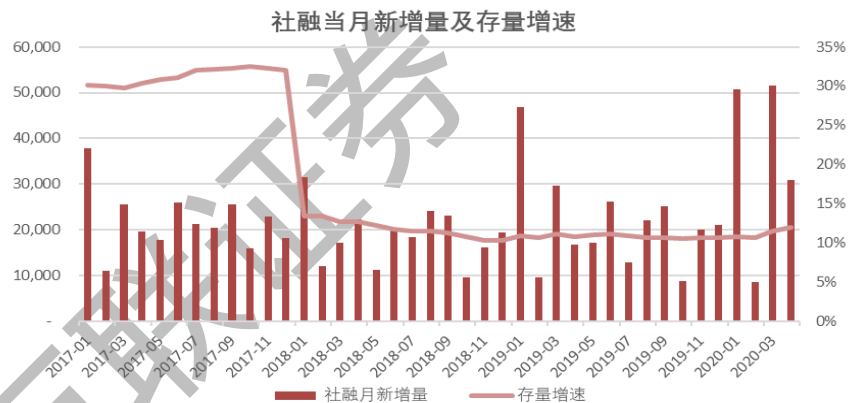
1、上调全年社融新增规模到 30 万亿元 .....	3
2、降息预期仍在 .....	3
3、投资策略：估值修复，强者恒强 .....	4
4、风险提示 .....	4
图表 1：社融当月新增和存量增速 .....	3
图表 2：部分个股隐含的不良率 .....	4

万联证券

## 1、上调全年社融新增规模到 30 万亿元

2020 年政府工作报告提出货币政策要更加灵活适度，综合运用降息、降准、再贴现等货币政策手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于 2019 年。2019 年社融增速 10.7%，M2 增速 8.7%，截至 2020 年 4 月社融增速 12.0%，M2 增速 11.1%。按照政策要求明显高于 2019 年，预计 2020 年全年的社融增速或将达到 30 万亿。高于此前我们预期的 28 万亿。

图表 1：社融当月新增和存量增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

政府工作报告确定了托底经济，保障六稳的宏观政策基调，广义的财政赤字预计在 8.51 万亿，同比增加 3.6 万亿元。按照上述赤字目标推算，政府预期的名义 GDP 增速在 4.7%。报告中还提及，出台的政策既保持力度又考虑可持续性，根据形势变化还可完善。因此，如果后续经济下行超预期，政策进一步打开空间。投向上，减税降费和扩大内需为主。

## 2、降息预期仍在

在目前银行负债端结构相对固化的前提下，从降低银行负债端成本的角度出发，市场对存款基准利率的下调有较高的预期。我们也判断，作为降低实体融资成本的配套工具，存款基准利率有必要进行调整，而从银行负债端结构相对固化，存款在负债中的核心地位考虑，调降存款基准利率对于银行负债端综合成本的下行也有促进作用。

不过现实中的负利率问题是重要考虑因素，央行领导也明确表示，人民银行将综合考虑经济增长、物价水平等基本面临况，适时适度进行调整。目前看，通胀水平是重要制约因素，虽然市场预期需待 CPI 回落到 3% 以下，才是政策调整的合理窗口。但是，考虑到整体国内外经济环境因素，以及政策的实施效果问题，预计节奏上或有提前的可能。

关于调降的方式，我们预计仍延续对不同期限差异化处理的方式，并进一步打开利率上浮的上限。由于至于效果问题，我们判断低利率的大环境下，银行负债端成本的下降是确定性的，只是下降的幅度和速度较为缓慢。

### 3、投资策略：估值修复，强者恒强

2020年初受新冠疫情影响，1月末起国内实施了防控疫情的物理隔离措施，短期造成了经济负增长，失业也迅速高企。经济增长的大幅波动，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。叠加国外疫情的不断扩散，对外需的担忧，使得国内经济增长预期回升的时点不断后推，幅度也又缩水。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 2：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

不过，对新冠疫情的演进，以及防控过程中造成的经济影响，仍有较大的不确定性，因此即便当前估值已经新低，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%，板块防御性凸显。

### 4、风险提示

疫情持续导致资产质量大幅恶化；贷款利率大幅下行。  
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。

## 免责声明

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