

## 斗转月未落，舟行夜已深

## ——银行业 2020 年中期策略报告

推荐 (维持)

2020 年 5 月 30 日

## 相关报告

《不良生成，行业分化的关键》  
2016 年 11 月 18 日  
《基本面改善带来的估值反转》  
2017 年 11 月 1 日  
《眼见风雨待晴空》2018 年 11 月 25 日  
《银行股还能不能买?》2019 年 11 月 11 日

分析师：

傅慧芳

SAC: S0190513080006

fuhf@xyzq.com.cn

陈绍兴

SAC: S0190517070003

chenshaox@xyzq.com.cn

研究助理

李英

liying94@xyzq.com.cn

团队成员：

傅慧芳、陈绍兴、王尘、许盈盈、李英

## 投资要点

- 我们维持前期对于 2020 年银行业基本面的判断，银行今年面临资产定价持续下行压力，但存款成本上升压力边际缓解、同业负债利率大幅下降，息差下行幅度有限。作为后周期行业，资产质量面临不确定性上升，但监管对于受疫情影响的中小微企业延期还本付息的政策使得银行资产质量暴露的压力有所延后，短期利于银行资产质量的稳定，而中期如果这部分企业在延期还本付息的政策下渡过难关，则未来资产质量压力有望得到缓解。整体上，银行今年营收、资产质量基本面有所走弱，体现在利润增速上可能出现小幅回落，但幅度相对有限，可能好于市场预期。
- 低利率或是中国及全球银行业将长期面临的环境，我们回顾了全球系统重要性银行（G-SIBs）在过去 10 年低利率环境下的表现。行业趋势而言，10 年全球大型银行成长性不再，营收下降至缓慢增长。北美由于减值计提的顺周期性和经济的复苏，近年来逐渐恢复，而日欧持续低迷。仅有美/中 ROE 仍能保持 10% 以上的相对较高水平。核心指标的变化上，与刻板印象不尽相同的是息差中枢下移似乎程度有限，同时高收益资产配置也并无趋势增加；中间业务收入的稳定器效应不明显，也同时体现出顺周期的特性；资产质量对于盈利的影响非常显著，全球银行业最近 5 年盈利的改善，重要因素之一来自减值下降对利润的反哺。个股方面，在低利率环境中，良好的风险和成本控制往往是个体超越行业的重要因素，零售型银行在极低利率环境下受到的冲击可能较其他类型银行更加明显。
- 2020 年资产端定价下行相对确定，个股分化关键在于负债端尤其是存款成本的管控。在当前流动性有望持续宽松的市场环境以及存款基准利率下调预期下，哪些短期负债成本的边际改善空间更大，我们回顾了历史降息经验。1) 降息时点：回顾每一轮降息周期，一般伴随着内部经济下行压力加大或外部事件冲击，具体降息时点上一轮在 PPI 转负、CPI 尚处低位期间。2) 降息对市场影响回顾：08/12/14 年降息周期银行股表现分化，2008 年基于对全球金融系统性风险和经济下行的担忧，这一阶段银行基本只跑平市场。2012 年降息持续性不高，银行股反应跨度较长、涨幅有限。2014 年银行股处于估值底部，货币政策溢出效应明显。3) 降息对基本面影响：上一轮降息周期中，存款基准利率下调 25bps，存款成本下降 9bps 左右。从 2019 年存款期限结构看，若单次降息 25bps，存款成本节约幅度将大于上一轮（-14bps），反应节奏慢于上一轮，1/3 以上银行成本下降幅度在 15bps 左右。综合考虑市场化负债成本与基准利率下调预期下存款成本潜在下降空间，存款基础更为薄弱的股份行与城商行将更为受益。
- 投资建议：在推荐标的上，我们从两条主线出发进行选择，一是具备综合经营优势、基本面稳定的银行，长期看好工行、建行、招行；二是基本面弹性较大的银行，看好平安、光大、兴业、常熟等。
- 风险提示：金融监管超预期推进，息差超预期收窄，资产质量超预期下行

## 目录

<b>一、2020 年银行股投资逻辑</b>	<b>- 5 -</b>
1、银行何时能够获得超额收益	- 5 -
2、2020 年银行股走势的推演	- 7 -
<b>二、银行业绩拆分：基本面下行，业绩稳健</b>	<b>- 9 -</b>
1、银行股业绩驱动图谱	- 9 -
2、关于生息资产规模的判定	- 10 -
3、关于净息差走势的判定	- 11 -
4、关于手续费净收入的判定	- 13 -
5、关于投资净收益、汇兑净收益以及公允价值变动净收益的判定	- 15 -
6、关于业务及管理费用的判定	- 16 -
7、关于资产减值费用的判定	- 16 -
8、关于所得税费用的判定	- 18 -
9、关于 2020 年银行股业绩的最终判断	- 18 -
<b>三、专题：他山之石，随低利率逝去的好时光</b>	<b>- 20 -</b>
1、经营结果——盈利中枢下移、分化加大	- 20 -
2、核心指标——不太差的 NIM，不太好的中收，风险和成本控制是关键	- 22 -
<b>四、专题：以史为鉴，若下调存款基准利率，影响几何？</b>	<b>- 30 -</b>
1、降息时点回顾：经济下行/外部冲击+PPI 转负+CPI 尚处低位	- 30 -
2、降息对基本面影响回顾：单次降息 25bps，存款成本节约 9bps	- 31 -
3、降息对市场影响回顾：08/12/14 年降息周期银行股表现分化	- 33 -
4、考虑当前市场环境，哪些银行更加受益？	- 34 -
<b>五、重点关注公司</b>	<b>- 37 -</b>
1、工商银行	- 37 -
2、建设银行	- 37 -
3、招商银行	- 38 -
4、平安银行	- 39 -
5、常熟银行	- 39 -
6、上市公司估值比较	- 40 -
<b>六、风险提示</b>	<b>- 41 -</b>

## 图表目录

图表 1、银行板块历史收益情况回溯 .....	- 5 -
图表 2、银行板块历年涨幅居前标的的汇总 .....	- 6 -
图表 3、银行股对主要指数的折溢价 .....	- 7 -
图表 4、银行股业绩驱动图谱 .....	- 9 -
图表 5、资产规模增速低位企稳回升 .....	- 10 -
图表 6、上市银行整体资产负债表主要科目增速(2020-3-31, YoY) .....	- 10 -
图表 7、上市银行整体资产负债表配置情况(2020-3-31) .....	- 11 -
图表 8、LPR 改革以来报价走势 .....	- 11 -
图表 9、贷款定价中枢下移幅度明显 .....	- 12 -
图表 10、行业一季度息差较 19 年下降 10bps .....	- 12 -
图表 11、存款成本上升趋势有所减缓 .....	- 13 -
图表 12、资产结构调整贡献边际减弱 .....	- 13 -
图表 13、成本收入比短期因部分业务开展受限影响下降（单位：%） .....	- 14 -
图表 14、银行手续费收入 .....	- 14 -
图表 15、卡收入或大幅下降 .....	- 14 -
图表 16、公允价值与投资波动性增强(单位/十亿) .....	- 15 -
图表 17、汇兑损益在汇率大幅变动时损失（单位/十亿） .....	- 15 -
图表 18、成本收入比短期因部分业务开展受限影响下降（单位：%） .....	- 16 -
图表 19、上市银行整体信用风险相关指标 .....	- 17 -
图表 20、上市银行不良生成边际小幅上升，信用成本维持高位 .....	- 17 -
图表 21、上市银行 2020 年资产情况预测（单位：百万） .....	- 18 -
图表 22、上市银行 2020 年利润情况预测（单位：百万） .....	- 19 -
图表 23、重点银行营收危机后成长性不再 .....	- 21 -
图表 24、...日欧近几年来营收甚至负增长 .....	- 21 -
图表 25、北美从危机中迅速恢复... ..	- 21 -
图表 26、...日欧持续低迷 .....	- 21 -
图表 27、银行 ROE 中枢全球性下移... ..	- 22 -
图表 28、...仅有中美保持在 10%以上 .....	- 22 -
图表 29、股利支付比率约为 30%，欧洲较高... ..	- 22 -
图表 30、...日本及危机时期美国股息率较差 .....	- 22 -
图表 31、09 年后主要经济体进低利率区间 .....	- 24 -
图表 32、...但 NIM 收窄幅度相对有限 .....	- 24 -
图表 33、样本银行生息率情况 .....	- 24 -
图表 34、样本银行付息率情况 .....	- 24 -
图表 35、欧洲大行 10 年间不断缩表... ..	- 25 -
图表 36、...仅有中国大行维持 5%以上的复合增速 .....	- 25 -
图表 37、高收益资产占比上行不明显... ..	- 26 -
图表 38、...但日欧超储比例提升较多 .....	- 26 -
图表 39、高收益资产占比上行不明显... ..	- 26 -
图表 40、...但日欧超储比例提升较多 .....	- 26 -
图表 41、欧美非息收入总营收占比并未提升 .....	- 27 -
图表 42、...而日本近 5 年的提升或是被动式 .....	- 27 -
图表 43、欧美非息收入总营收占比并未提升 .....	- 27 -
图表 44、...而日本近 5 年的提升或是被动式 .....	- 27 -
图表 45、不良改善是利润近年增长的基石 .....	- 28 -
图表 46、...其中北美有明显的顺周期减值计提特点 .....	- 28 -
图表 47、2013 年后，多数银行拨贷比趋势下降 .....	- 29 -
图表 48、...其中日欧的可调节空间已经收窄 .....	- 29 -

图表 49、历史经历 3 轮降息周期：08/12/14 年 .....	30 -
图表 50、3 轮降息周期（08/12/14 年）对应的宏观经济环境 .....	31 -
图表 51、上一轮降息周期，存款期限结构与当前最为相似.....	32 -
图表 52、上一轮降息周期，股份行与上海/杭州/苏州等银行改善幅度领先.....	32 -
图表 53、银行股对主要指数的折溢价 .....	34 -
图表 54、降息对银行存款成本与息差影响测算（假设 2020 年第 3 季度定期存款 基准利率下调 25bps） .....	35 -
图表 55、流动性宽松、基准利率下调预期下，股份行、城商行负债端将更受益.-	36 -
图表 56、盈利预测与估值*（2020-2021） .....	40 -

## 报告正文

## 一、2020 年银行股投资逻辑

银行股投资从板块角度上讲，更是一种对宏观和监管政策的认知、理解和寻找预期差的过程。中国连续经历经济结构调整、金融改革大潮，近期又适逢内外环境快速变化，深刻影响了银行业的经营以及银行股的投资。

我们从 2015 年中期开始，明确提出银行业个股将出现大分化的判断。尤其是 2017 年以来，宏观审慎监管逐步成熟、统一监管框架逐渐成型，此前 5 年通过监管套利实现经营弯道超车的发展路径基本被终结，行业经营回归本源，集中度反转提升，经营优秀的个股无论是在业绩或估值上都明显强于板块表现。

2018 年，监管成为影响行业盈利、规模、资本等一系列变化的最大单一解释变量。资管新规监管曲折中不断推进落地，行业发展重心和市场关注重点回归传统业务。我们坚持从基本面出发，提出行业龙头和优选强定价能力公司两条主线。

2019 年，行业分化继续，龙头银行基本面、涨幅都实现了明显好于行业的表现。2020 年，年初以来银行板块基本面走弱，息差承压、资产质量不确定性上升，板块表现疲弱，估值持续处于历史低位。

## 1、银行何时能够获得超额收益

从最近 10 年周期来看，银行业获得 1) 明显绝对收益 (10% 以上)，2) 并至少相对于沪深 300/Wind 全 A (除金融、石油石化外) 2 个基准中的 1 个获得相对收益的年份主要是 2009、2012、2014 和 2017 年。

除此之外，在 2011 年、2016 年和 2018 年，尽管绝对收益偏弱，但相对于上述 2 个基准均获得了 15% 以上的相对收益。2019 年至今行业指数获得明显正收益，但仍跑输于两大基准指数，而板块内分化明显，头部标的平安、宁波、招行、常熟等绝对收益大幅领先于行业。随着银行经营的持续分化，未来除了板块性行情外，更多的机会将来自于经营优秀/边际变化积极的标的。

图表 1、银行板块历史收益情况回溯

年度	银行板块绝对收益 中信（银行）指数	相对收益 v.s 沪深 300	相对收益 v.s 万得全 A- (金融、石油石化除外)
2020*	-13%	-8%	-16%
2019	27%	-9%	-7%
2018	-11%	14%	20%
2017	17%	-5%	14%
2016	1%	12%	15%
2015	4%	-2%	-52%
2014	72%	20%	30%
2013	-5%	3%	-16%
2012	19%	11%	16%
2011	-4%	21%	27%

2010	-28%	-16%	-35%
2009	109%	12%	-5%
2008	-65%	1%	-4%
2007	94%	-68%	-95%
2006	170%	49%	88%
2005	14%	22%	31%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*数据截止 2020.5.29

图表 2、银行板块历年涨幅居前标的汇总

排名, 涨跌幅	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
1	民生	平安	中信	南京	北京	招商	上海	平安	杭州
涨跌幅%	44	23	123	25	14	70	14	77	-1
2	兴业	华夏	光大	浦发	南京	平安	农行	宁波	中行
涨跌幅%	37	13	97	22	13	48	-1	77	-7
3	北京	民生	南京	宁波	宁波	建行	交行	招商	农行
涨跌幅%	23	2	92	21	11	48	-2	53	-8
4	浦发	浦发	交行	北京	招商	工行	光大	常熟	宁波
涨跌幅%	21	0	90	18	2	47	-4	52	-9
5	招商	建行	北京	招商	工行	宁波	中行	南京	交行
涨跌幅%	20	-4	79	12	1	42	-5	42	-9

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

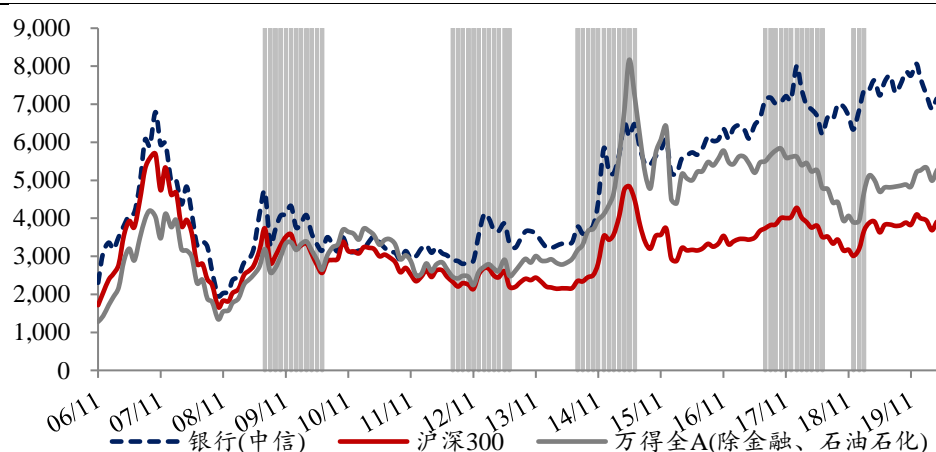
注：新股上市当年不参与排名；标\*数据截止 2020.5.29

我们可以将历史上银行股的超额收益行情以时间为基准分为两类：一类是定期报告期产生的业绩推动行情，这类超额收益集中于 3、4 月和 7、8 月，可以说是银行股的吃饭行情，2014 年以前板块阶段表现具有明显定期报告期效应；另一类超额收益则往往由于监管政策/货币政策或市场风格变化所驱动，主要体现在横跨 2009、2017 年的年度行情，2012 年、2014 年的跨年度行情，以及 2015 年 3 季度、2018 年 3 季度的行情。

2009 年的行情主要源于 4 万亿投放后系统性风险的大幅修复和银行作为成长性板块的估值提升。2012、2014 年的跨年行情都发生在了货币政策宽松后的不久，政策溢出效应是板块性行情启动的关键触发因素。在经济走弱、货币宽松背景下，2016 市场资金对高安全垫低估值板块的亲睐带来银行明显的相对收益。2017 年的蓝筹行情伴随着对银行基本面预期改善而发生。2018 年下半年在经济持续向好+监管实质性转向的推动下，银行跑出了 20% 以上的超额收益。2019 年，在外部贸易风险缓释下，市场表现出色，银行股也迎来了上涨行情，但跑输于市场。



图表 3、银行股对主要指数的折溢价



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、2020 年银行股走势的推演

2020 年至今，由于经济下行压力加大，银行息差下行、资产质量面临不确定性加大等原因，使得银行指数持续走弱。截至 2020.5.29，银行板块较年初下跌 13.1%，相对于沪深 300 跑输-8%。2019 年报及 2020 一季报披露之后，银行业绩表现稳健，超出市场预期，息差下行幅度温和，资产质量平稳，龙头银行资产质量环比仍实现改善，财报整体上明显好于市场的悲观预期，短期银行板块实现了小幅反弹，预期差和估值实现了部分修复，但反弹动能不足，反映市场对于银行未来基本面不确定性的担忧仍在。

今年的政府工作报告中提出，全球疫情和经贸形式不确定性很大，要集中精力抓好“六稳”、“六保”等工作，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。展望 2020 下半年，在后疫情时期，国内经济逐步复苏，外部经济形势复杂度加大，我们判断**货币政策的主基调仍是稳定宽松**，引导金融机构进一步支持实体经济的融资需求。

从社融来看，今年以来在信贷、企业债、政府债持续发力高增的拉动下，社融持续高增，4 月份社融增速已升破 12%，为 18 年资管新规以来新高。考虑政府工作报告中对于货币政策的积极表述，我们预计全年新增信贷投放规模在 19~19.5 万亿左右，较 19 年多增约 2.2~2.7 万亿，对应增速约 12.4%~12.7%。而企业债在宽松的市场环境中发行量仍有望持续维持高增长，政府债持续发力，非标压降趋缓，社融增速有望保持阶段性高位。

2020 年银行整体开局平稳，部分业务前期受疫情影响承压，零售信贷规模出现阶段性收缩，但在复工复产推进、居民消费逐步复苏的背景下，零售消费信贷业务逐步恢复，按揭需求逐步回暖。而对公信贷业务在此期间集中发力，力保信贷超预期增长。从一季度来看，规模增长较好，定价下行幅度较快，但息差收窄幅度好于预期，整体上营收保持了平稳增长，上市银行整体累计营收/支出/PPoP

同比增速为 7.2%/8.8%/5.0%，归母净利润同比增长 5.5%，较 2019 年全年增速小幅下降 1.4 个百分点，营收、利润增长符合我们前期的判断。

**我们维持前期对于 2020 年银行业基本面的判断**，银行今年面临定价持续下行压力、存款成本上升压力边际缓解、同业负债利率大幅下降的组合，息差下行幅度有限。作为后周期行业，资产质量面临不确定性上升，但监管对于受疫情影响的中小微企业延期还本付息的政策使得银行资产质量暴露的压力有所延后，短期利于银行资产质量的稳定，而中期如果这部分企业在延期还本付息的政策下渡过难关，则未来资产质量压力有望得到缓解。整体上，银行今年营收、成本端基本面有所走弱，体现在利润增速上可能出现小幅回落，但幅度相对有限，可能好于市场预期。

在推荐标的上，我们仍然坚持从基本面出发寻找标的，从两条主线出发进行选择，一是具备综合经营优势、基本面稳定的银行，**长期看好工行、建行、招行**；二是基本面弹性较大的银行，**看好平安、光大、兴业、常熟等**。



## 二、银行业绩拆分：基本面下行，业绩稳健

### 1、银行股业绩驱动图谱

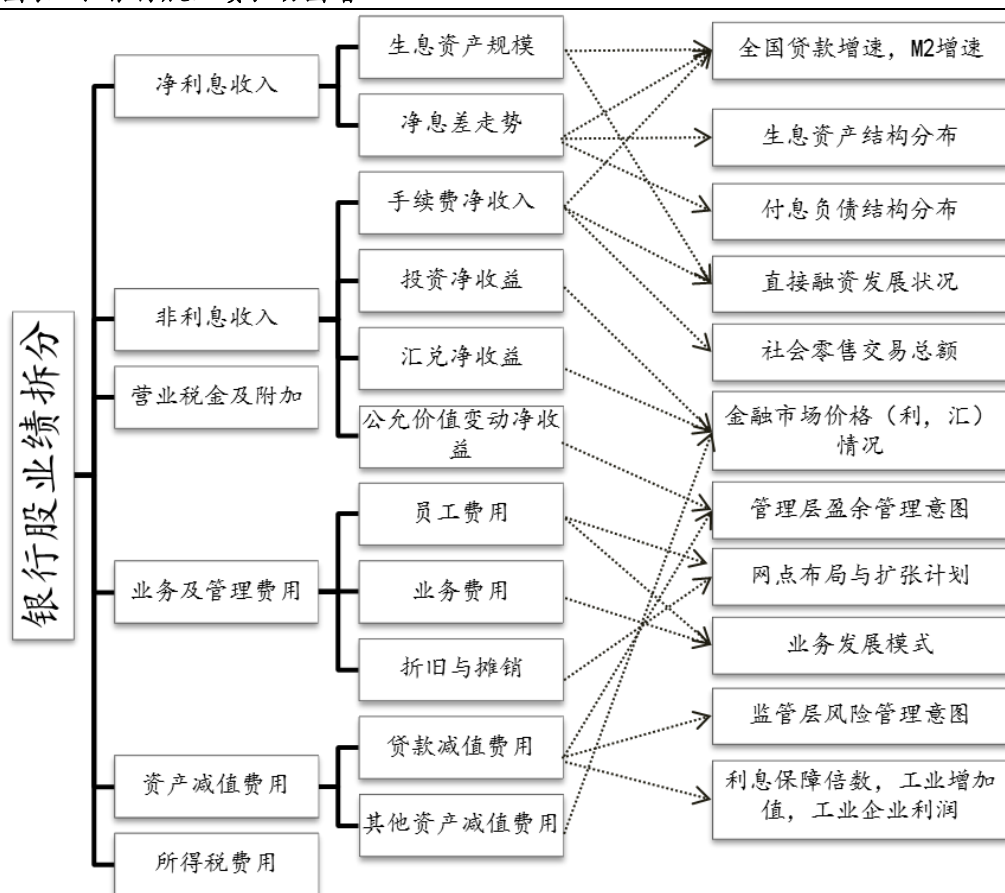
银行股的业绩主要由净利息收入、非利息收入、税金及附加、业务及管理费、资产减值费用以及所得税六大驱动因素。

净利息收入主要取决于生息资产规模和净息差的走势；非利息收入主要分为预测性较强的手续费净收入和更多地依赖银行内部盈余管理以及金融市场交易情景的投资净收益、汇兑净收益和公允价值变动净收益。

业务及管理费用则表明了各家银行的发展思路和当前状况，其核心构成包括员工费用和业务费用；资产减值费用的可调节性最强，是上市银行实施业绩管理的关键，相对于季度提取的波动性，我们认为作为全年信用成本的载体，其合理中枢将由管理层与监管层共同影响。

税金及附加主要与营业收入相关，直接基于前两者的准确预测，随着营改增实施，这一部分占比大幅下降；所得税费用的比例基本稳定，主要取决于公司非应税类固定收益类投资的比例，随着部分银行基金及利率债投资的增长，实际税率在各行间也出现了分化。

图表 4、银行股业绩驱动图谱

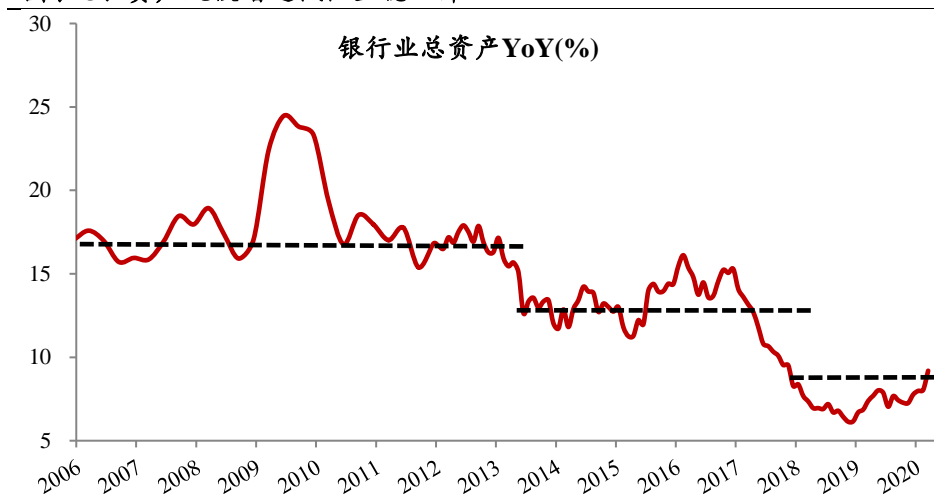


数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、关于生息资产规模的判定

生息资产规模的判定在六大驱动因素中最为基础，同时预测的相对准确性也较高。2019 年全行业新增信贷 16.8 万亿，较 18 年多增了 645 亿(+4.0%)，19 年信贷投放前置的程度相对 18 年更加明显。2020 年 1-4 月，全行业新增信贷约 8.79 万亿，较 19 年同期多增了 1.97 万亿，信贷投放的力度和节奏明显加速。展望 2020 年全年，我们预计全年新增信贷投放规模在 19~19.5 万亿左右，较 19 年多增约 2.2~2.7 万亿，对应增速约 12.4%~12.7%。生息资产同比增速 19 年来小幅回升，从 18 年的 6.2%逐步上升至 8%左右，2020 年 3 月进一步上升至 9.19%。预计 2020 年生息资产增速维持在 8-9%左右。

图表 5、资产规模增速低位企稳回升



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从上市银行来看，整体资产扩张继续加速，其中贷款和同业资产增长较快。行业内分化持续：从 20 年 Q1 的变化看，股份行、城商行资产增速更快，股份行、城商、农商贷款增速快于大行。负债端，存款增长更快的是股份行、城商行。

图表 6、上市银行整体资产负债表主要科目增速(2020-3-31, YoY)

YoY	上市银行 整体-2019	上市银行 整体-2020Q1	大型银行	股份制	城商行	农商行
总资产	9.0%	10.8%	10.2%	12.8%	11.0%	7.2%
生息资产	8.8%	10.9%	10.2%	12.9%	11.0%	7.2%
贷款	11.7%	12.9%	11.7%	15.1%	17.3%	15.8%
现金和准备金	-3.7%	4.3%	4.8%	1.8%	8.9%	-9.2%
存放同业	8.2%	16.4%	15.0%	33.1%	-3.9%	-23.3%
债券投资	8.2%	8.2%	8.2%	8.4%	7.1%	10.5%
总负债	8.4%	10.4%	9.7%	12.2%	10.9%	6.4%
付息负债	8.2%	10.5%	9.9%	12.3%	10.8%	6.6%
同业负债	2.1%	15.5%	24.8%	4.7%	12.5%	9.7%
存款	8.7%	9.0%	7.1%	14.8%	11.7%	8.8%
应付债券	16.1%	16.7%	27.2%	13.4%	5.9%	-6.0%
总权益	15.5%	16.3%	15.2%	20.2%	12.6%	16.6%

数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7、上市银行整体资产负债表配置情况(2020-3-31)

占比	上市银行整体	大型银行	股份制	城商行	农商行
贷款	54.6%	55.1%	56.3%	45.0%	48.7%
现金和准备金	8.9%	10.2%	5.9%	7.2%	7.5%
存放同业	6.6%	7.2%	5.6%	4.4%	8.3%
债券投资	30.0%	27.5%	32.2%	43.3%	35.4%
同业存放	15.1%	12.5%	21.2%	16.9%	8.6%
存款	77.1%	82.6%	66.1%	66.3%	77.7%
应付债券	7.8%	4.8%	12.6%	16.8%	13.7%

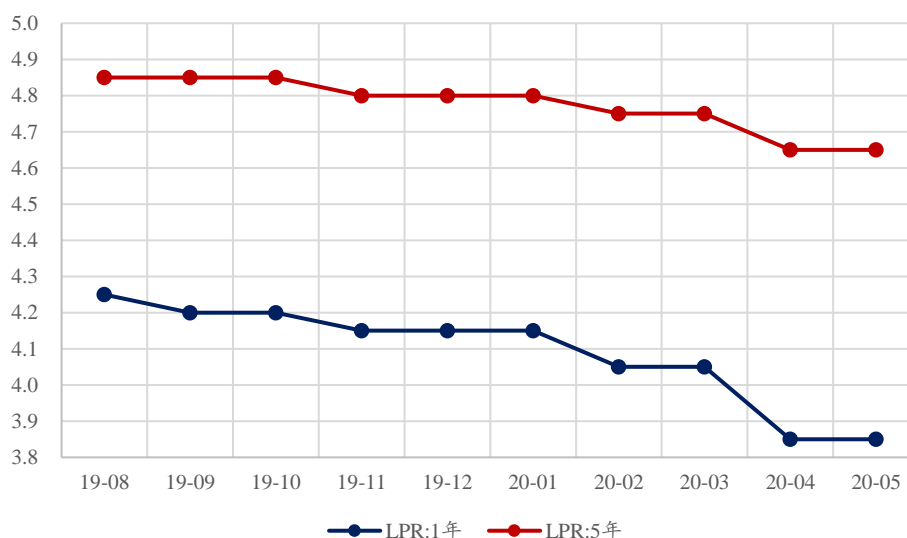
数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、关于净息差走势的判定

贷款端定价水平主要取决于信贷供需情况、有效需求变化、全新的贷款定价模式 LPR 的实际运用和报价的走势，以及监管层对于普惠金融的推进要求。从需求端来看，20 年全行业信贷投放节奏和结构受疫情影响明显，20Q1 信贷投放以对公为主，零售贷款一度负增长，随着企业复工复产以、消费需求的稳步回升、按揭需求的回暖，后续信贷结构中零售信贷预计将逐步复苏。定价方面，LPR 持续下降对贷款定价形成压力，新发放贷款定价下行较多，对息差形成压力。

展望 2020 下半年，零售信贷需求预计呈现逐步复苏态势，对公贷款需求保持平稳，零售贷款的逐步复苏在结构上有利于新增贷款定价改善。从政策端来看，存量贷款切换 LPR 定价快速推进，新发贷款绝大部分挂钩 LPR，使得以 LPR 定价的贷款比例快速上升。报价方面，自去年 8 月份第一次全新 LPR 报价以来，1 年期 LPR 累计下降 46bps，5 年期 LPR 下降 20bps。今年以来，1 年期 LPR 下降 30bps，5 年期 LPR 下降 15bps，下降幅度较快，对银行定价的形成一定压力。此外，普惠金融仍然是近两年影响定价的新因素。按照最新政府工作报告要求，大型银行年 40% 以上的小微贷款增速/中小微综合融资成本明显下降的监管要求，使得小微市场持续获得大量低成本资金供给，进一步压低小微业务的整体定价。

图表 8、LPR 改革以来报价走势



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2020Q1 银行贷款在总资产中的占比较 19 年末持平，新增贷款主要投向对公，零售信贷增长受到疫情影响放缓，信贷资源向零售倾斜的趋势在 19 年放缓的情况下预计进一步下降（19 新增信贷 50.3% 投向零售，18 年 59.6%，17 年 62.7%），进而 NIM 因贷款结构性改善的动力进一步趋缓。参照我们此前近似拟合的资产端定价的前瞻性指标（AAA 中票利率/新发放贷款定价，约领先 1 个季度）来看，定价中枢高位下移幅度明显。

图表 9、贷款定价中枢下移幅度明显



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10、行业一季度息差较 19 年下降 10bps

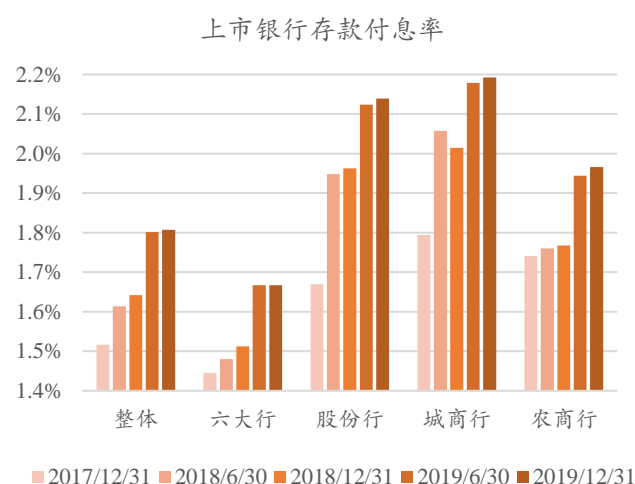


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从资金成本端来看，利率市场化的进程正处于“最后一步”阶段，存款表外化和定期化趋势长期来看未扭转，这使得银行在期限利差的获取和对未来负债成本的预期上均相对谨慎。年初至今，随着市场利率持续保持历史地位，同比大幅低于 19 年同期水平，银行在同业负债、同业存单发行方面成本继续得到较大节约，随着前期发行的同业负债陆续到期置换成更低成本的市场化资金，将对负债端成本节约起到正向作用。今年以来，存款市场竞争仍然激烈，但存款定价较快上行的压力得到明显缓解，有利于银行维持整体负债成本的稳定。此外，市场对于存款基准利率下调存在一定程度预期，但时间节奏上难以判断。我们认为，若监管持续引导贷款定价继续较大幅度下行，负债端须配合以相应的负债成本下降来推动，以保持息差在合理区间、保障盈利能力的稳定，使银行能够持续、稳定、风险可控地对实体进行金融支持。

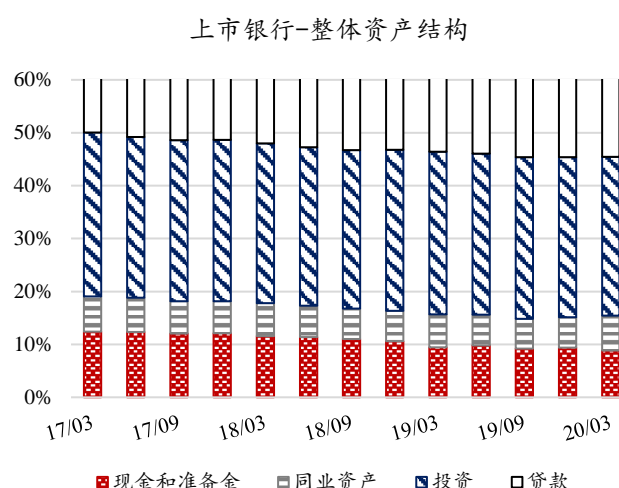
长期而言，我们仍然对负债端成本的长期变化保持关注：1、负债成本近一年的边际稳定主要来自非存款类负债的变化，而存款定价的下行并不明显。存款相对于同业的溢价可能随着信用派生增加、竞品价格下行边际有所改善，但很难大幅收窄；2、资管新规导致银行此前依靠理财维系广义负债的能力被削弱；3、各类银行的存款成本仍相对刚性，长期来看存款的市场化、金融脱媒的过程，不可避免引致各行加大主动、长期负债的吸收，从而进一步提升负债成本。长期来看，利率双轨并轨中负债（存款为主）与政策/目标利率的联动是必由之路，考虑到市场利率波动性比基准利率更大，一个绝对水平较低的无风险利率（存款利率）更有利于推进并轨，监管或市场本身都可能是这一过程的推手。

图表 11、存款成本上升趋势有所减缓



数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 12、资产结构调整贡献边际减弱



数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

综上，一季度资产端零售需求不足、增量以对公为主，使得定价呈现较快下行态势，LPR 快速推进（存量&增量）、政策继续引导加大投放普惠小微的情况下，考虑到资产/信贷结构的优化空间收窄，整体定价上预计仍有下行的压力。负债端存款成本上行趋势边际有所缓解但仍在上升，同业资金成本大幅下降，以及降准释放的资金，预计负债端综合成本有望保持平稳甚至小幅改善。综合资产负债两端因素考虑，预计 2020 年 NIM 呈现下行态势，预计同比降幅中枢在 10bps 左右。

#### 4、关于手续费净收入的判定

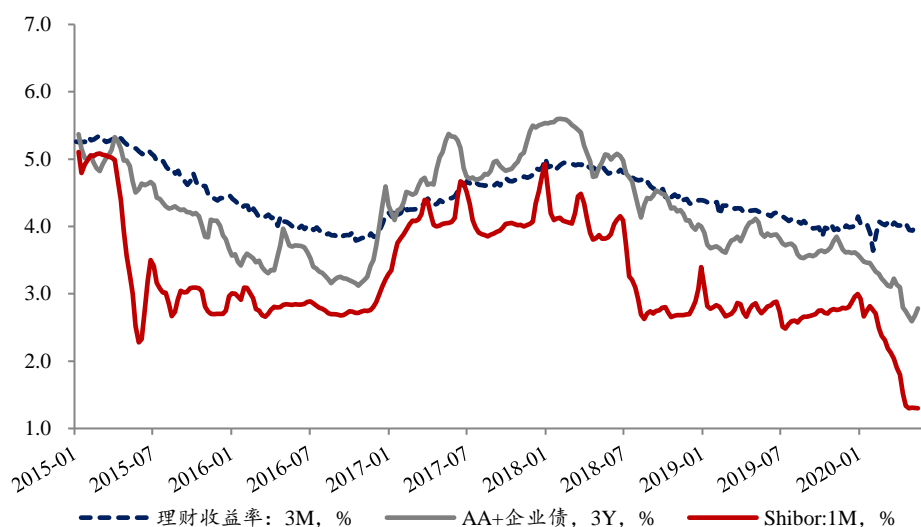
手续费净收入属于非利息收入中发展最为稳定的一部分，主要可以分为与支付结算情况、居民消费状况以及用卡习惯相关的银行卡、支付结算和代理业务类手续费收入；与资产管理发展相关的托管受托类手续费收入；与信贷额度松紧以及创新性间接融资工具相关的咨询与顾问费收入和额度管理费类收入；与创新型融资市场发展相关的大投行类手续费收入。

银行卡、结算清算和代理业务类手续费收入是最为原始的手续费收入构成，这一部分手续费完全不占用银行资本，本质上是银行渠道网点和支付结算系统规模经济效应的体现。这一部分的手续费收入增长与整个社会的交易发展形势密切相关，可以说是银行各项收入中最为贴近消费属性的部分。

近两年商业银行更多地将资源向个人消费及经营性领域倾斜，从 2017Q4 以后，商业银行信用卡发卡量/信用卡信贷总额同比增速保持在 20% 以上，带动银行卡收入持续快速增长。但年初以来疫情的影响，零售消费、信贷需求受到抑制，线下获客、发卡等环节也受到相应影响，同时卡和消费类贷款不良率的提升也可能影响商业银行资源分配的结果，我们判断 2020 年银行卡收入难以保持前两年的快速增长态势，后续增长需要持续跟踪零售需求的恢复情况。



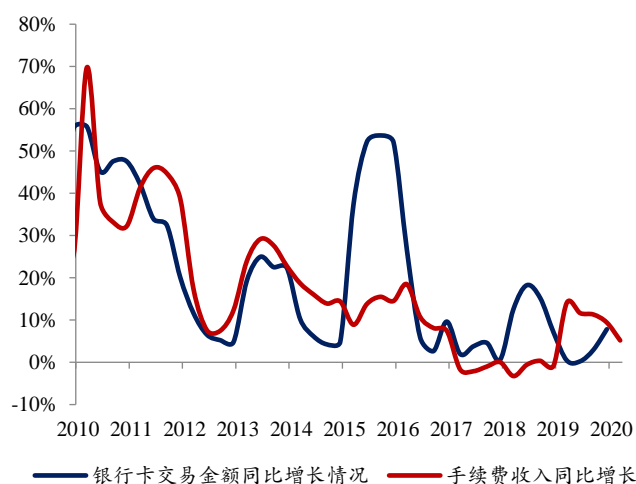
图表 13、理财较高的相对收益率或推动规模稳步增长（单位：%）



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

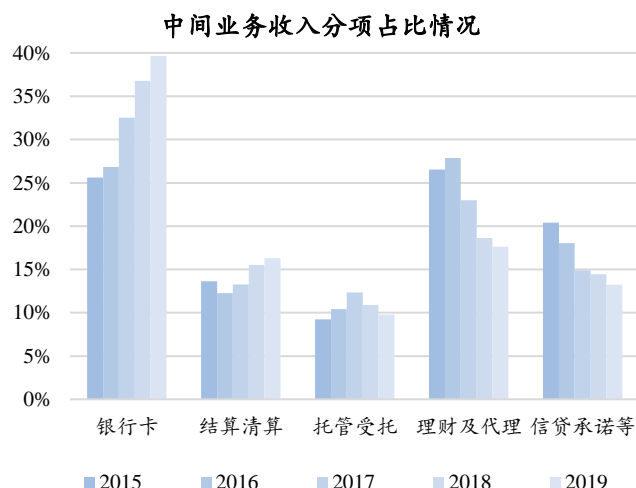
自 2018 年资管新规起, 理财业务对非息收入拖累较大, 理财规模增长停滞、高收益非标资产逐渐压降、类货币（低费率）产品占比迅速提升、新规下增提信用债及权益委外减值, 叠加导致最终确认收入快速下行。2019 年, 随着各大银行理财子公司的陆续开业, 理财规模保持稳定, 部分银行理财业务收入恢复增长, 其他银行理财业务虽然仍在下降, 但下降幅度明显收窄。暂不考虑过渡期可能延长的影响, 后续随着符合新规的理财业务规模稳步增长, 客户接受度逐步提升, 预计 2020 年理财规模有望实现小幅增长, 收入增速经过 2 年的调整后, 有望恢复至个位数以上增长。

图表 14、银行手续费收入



数据来源: 公司定期报告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 15、卡收入或大幅下降



数据来源: 公司定期报告, 兴业证券经济与金融研究院整理

托管受托类手续费收入除了与银行渠道和支付系统相关外, 也受到轻型银行和交易银行战略推进的影响。其增长主要与银行资产托管业务的规模以及财富管理业务的发展情况相关。结合 2020 年理财业务有望实现恢复增长, 我们预计上述手续费收入全年 0-5% 左右的增长。中期而言, 资管新规过渡期后理财业务的三方



托管，也使得具备托管资格的银行获得比之前期更多的市场份额。长期来看，随着资产管理行业规模的扩大和产品线的拓展，银行获取管理/托管手续费仍有广阔空间。

而投资银行类手续费收入主要集中于过桥贷款、并购贷款的财务顾问费和短期融资券、中期票据以及资产证券化类产品的承销手续费。这一部分手续费收入主要是反映了金融脱媒的方向，在我们看好商业银行对公投行化转型的背景下，这一非利息收入的增长将会成为差异化银行经营特色凸显的关键，我们预计全行业此类手续费收入增速 10% 左右。

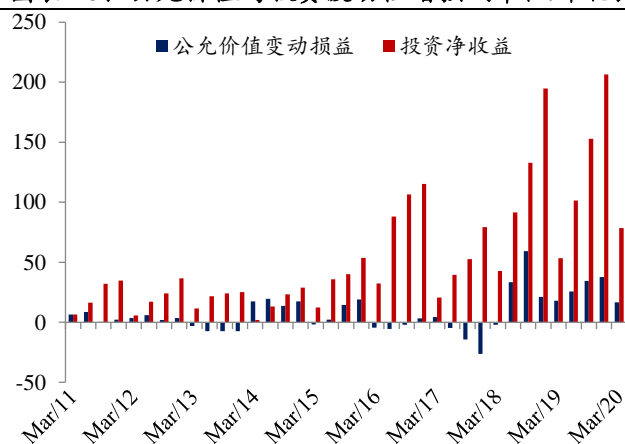
综合以上分析，我们预计 2020 年非息收入增速在 5~10% 左右。

## 5、关于投资净收益、汇兑净收益以及公允价值变动净收益的判定

投资净收益主要取决于商业银行金融市场的交易能力，核心决定因素是可供交易的资金数量、金融市场价格和管理层对投资盈余的分配态度。而汇兑净收益则与商业银行资产负债币种构成以及汇率波动幅度有关。汇兑净敞口一般与国际业务发展的状况相关联，而汇率的波动则更多地受到国家外汇政策的影响。

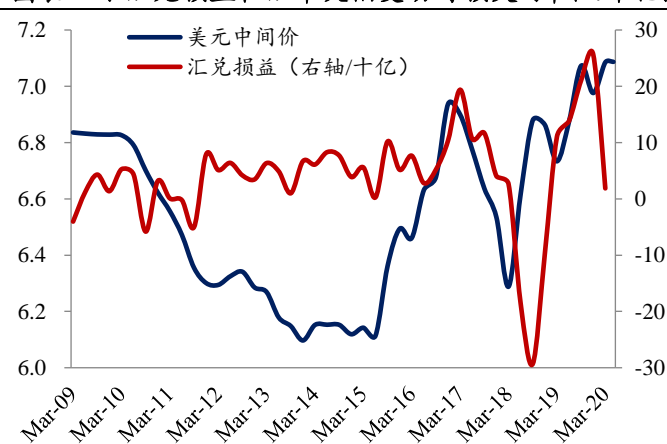
2018 的新变化来自 IFRS9 的实施。新准则应用后，使用摊余成本后续计量的资产范围变小，而使用 FV-PL 后续计量的资产范围变大。FV-PL 规模越大，其公允价值变动引起的投资收益就越多，且金融资产公允价值变动直接计入损益，银行利润更易受到公允价值变动的影响。那些持有不符合 SPPI 测试的（非标）资产占比高的银行，未来的公允价值波动或更加剧烈。

图表 16、公允价值与投资波动性增强（单位/十亿）



数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 17、汇兑损益在汇率大幅变动时损失（单位/十亿）



数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

18Q1 和 19Q1 大中型银行和小型银行分别进行了 I9 切换，进而投资收益与公允价值变动大幅为正，主要由于在 I9 变动中起初资产重分类及更大比例资产被划入 FV-PL 所致。今年初以来资金面持续宽松，债券收益率走低，使得 20Q1 上市银行整体投资收益在 19 年的高基数下同比仍然实现大幅增长，考虑到市场资金利率继续大幅下行空间有限，从而进一步产生明显投资收益和正向公允价值变动的概率不大。

特别需要指出的是，以上三个变量除了受到复杂的宏观经济变量影响外，管理层的盈余管理意图也十分重要，特别是投资净收益和公允价值变动净收益更是体现了管理层明显的政策意图。

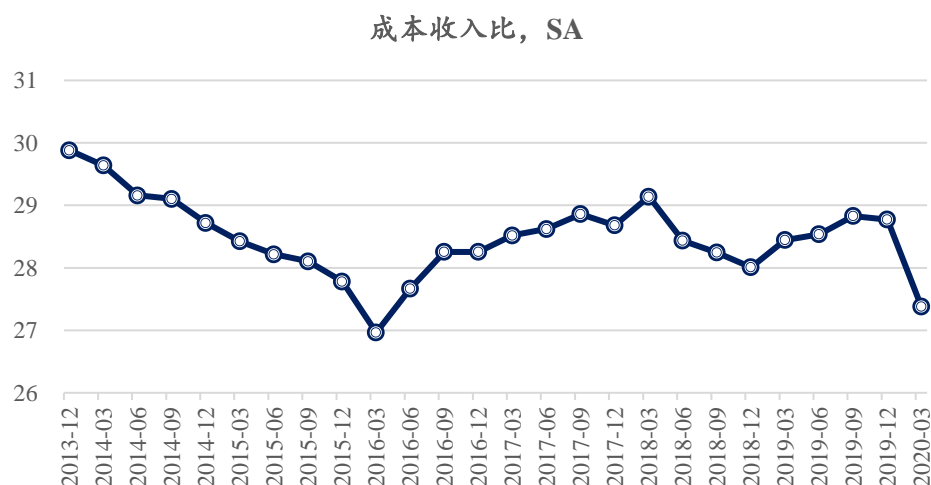
## 6、关于业务及管理费用的判定

业务及管理费用分为三大子项，即员工费用、业务费用以及折旧和摊销费用。而这三大费用则由主要与公司经营发展战略和目前的网点渠道构成相关。

员工费用主要由员工数和职工薪酬综合决定。其中，我们认为大型银行的员工数会在一定的时间内保持稳定，电子银行和手机银行对人工的替代使得近期商业银行的员工数量得以有效控制，而中小型商业银行的人员增长率也会随着成本管理的日益重要而逐年下降。

2019 年上市银行（36 家口径）整体管理费用增长约为 7.0%，成本收入比为 28.6%，低于 2018 年 0.9 个百分点。20Q1 管理费用同比增长 2.6%，预计主要受疫情影响，部分业务开展受限，相应的业务费用支出停滞，行业成本收入比短期下降较多，但后续随着业务的逐步恢复，成本收入比预计将回到往年正常水平。近几年行业电子替代率的提升和线上渠道的战略意义提升，大中型银行持续加大科技金融方面的投入成为 18 年以来的行业性趋势。科技投入可能给银行带来效率上的长期改善，也部分带动了前期成本端的上行。年初以来，在疫情影响下，银行线上化经营的需求更为凸显，倒逼银行进一步加大线上化运营的费用投入。

图表 18、成本收入比短期因部分业务开展受限影响下降（单位：%）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 7、关于资产减值费用的判定

资产减值费用的提取是目前影响银行业绩的最重要因素之一。2019 年，经济的缓慢下行使得银行业不良生成继续处于波动期，上市银行得益于良好的营收端表现，在核销与资产处置力度上维持高位，使得资产质量整体仍处于稳定甚至改善的态势。进入 2020 年，从一季度来看，资产质量部分受到疫情影响，零售客户风险有所暴露，零售贷款逾期、不良等指标压力环比有所上升，对公贷款资产质

量表现稳健。

展望 2020 全年，零售客户风险暴露预计高点在上半年到 3 季度，下半年将出现边际缓解，而对公客户风险的压力点可能在 3、4 季度；此外，考虑到对于受疫情影响的中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年 3 月底，对普惠型小微企业贷款应延尽延，对其他困难企业贷款协商延期，这部分资产质量的压力暂时不会体现在报表上，为银行实现以时间换空间提供了条件。总体来看，全年资产质量压力加大，但体现在上市银行报表层面的各项指标可能好于预期，减缓银行在减值计提上的压力，有利于银行在业绩上的稳定平滑。

**图表 19、上市银行整体信用风险相关指标**

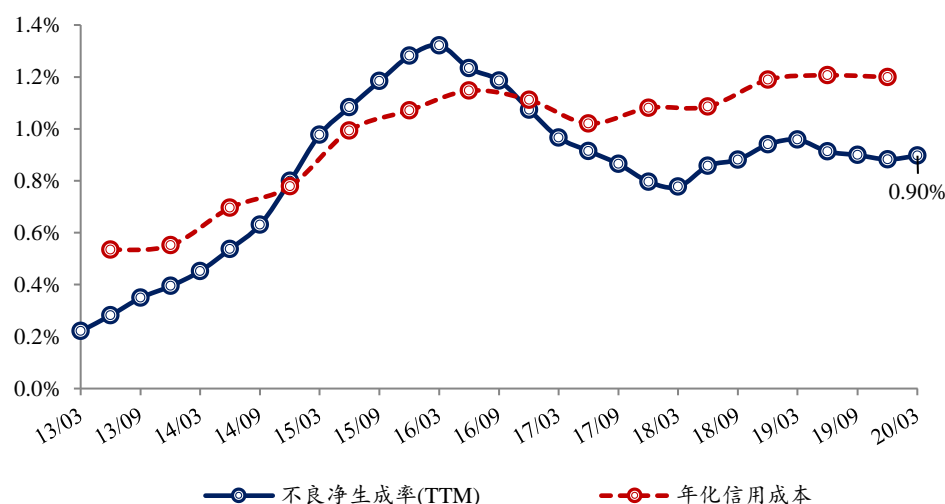
	2019A	Av.s2018A	2020Q1	Av.s2019A
不良总额（百万）	1,471,936	85,823	1,555,988	84,053
不良率	1.43%	-7.5bps	1.43%	+0.6bps
拨备/总贷款	3.17%	+6.9bps	3.22%	+5.6bps
信用成本(年化)	1.34%	+4.2bps	1.50%	+15.9bps
不良净生成（TTM）	0.85%	-6.4bps	0.87%	+1.3bps
逾期/总贷款	1.62%	-19.5bps	-	-
不良/逾期 90 天以上	141%	+13pcts	-	-

数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

作为后周期行业，我们认为商业银行在营收增长较好的阶段内，将维持较高的减值计提力度，对问题资产加大处置力度，以丰补欠，适应逆周期监管要求。今年银行营收端增长预计弱于去年，在减值计提力度上预计稍弱于 19 年。但考虑到上市银行资产质量整体较优，预计未来一段时间不良生成率和信用成本之间的正差将继续存在，使得上市银行名义不良率仍将保持平稳的态势。我们倾向于认为各家行会用一个较长的周期平滑地实现信用成本的节约，减值计提的政策短期内将保持稳健。

从上市银行（以 20 年之前上市的 16 家银行口径计量）的 TTM 不良生成率来看，20Q1 边际上有所上升，但信用成本仍高于不良生成，使得上市银行整体资产质量仍然保持平稳。

**图表 20、上市银行不良生成边际小幅上升，信用成本维持高位**



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

## 8、关于所得税费用的判定

银行的实际所得税费率主要取决于免税收入在营业收入中的占比，一般商业银行对于非税收入资产的投资占比都会保持相对的稳定，随之实际税率的比例也会长期维持在一定的水平之内。近两年内部分银行加配了国债、公募基金等免税品种，使得这部分银行的实际税率有下行趋势。

## 9、关于 2020 年银行股业绩的最终判断

通过以上的分析，我们已经逐一从六大核心驱动因素对银行股 2020 年的业绩实现进行了梳理更新。我们认为，监管逆周期持续推动银行加大信贷投放，2020 年生息资产规模整体有望保持较快增长，规模增速较 19 年有望持平；定价方面，NIM 全年承压，其中资产端受存量、增量贷款 LPR 改革影响较大，收益率下行压力较大，部分贷款重定价影响预计在明年体现，另一方面负债端存款成本上行趋势边际放缓，同业负债、同业存单等利率大幅下行，利于银行稳定整体负债成本，缓解息差下行压力。成本收入比一季度走低，主要是受疫情影响部分业务开展受限，影响相关费用的支出，未来一段时间随着业务的恢复或将趋于平稳。信用成本方面，全年资产质量压力加大，但政策对于中小微企业延期还本付息的指引使得资产质量暴露压力得以平滑延后，体现在上市银行报表层面的各项指标可能好于预期，减缓银行在减值计提上的压力，有利于银行在业绩上的稳定平滑。

下面是我们对全年利润情况的预测判断：

图表 21、上市银行 2020 年资产情况预测（单位：百万）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
总资产	174,565,905	177,776,327	179,987,508	182,837,631
生息资产	169,863,280	173,073,702	175,284,883	178,135,006
总生息资产生息率	3.77%	3.72%	3.70%	3.68%
贷款	94,393,441	96,891,223	99,479,719	100,931,011
占比	55.57%	55.98%	56.75%	56.66%
现金和准备金	15,087,294	16,086,128	15,367,099	15,831,561

占比	8.88%	9.29%	8.77%	8.89%
存放同业	11,490,604	10,497,903	9,943,839	10,326,240
占比	6.76%	6.07%	5.67%	5.80%
债券投资	48,891,941	49,598,448	50,494,227	51,046,195
占比	28.78%	28.66%	28.81%	28.66%
<b>总负债</b>	160,193,154	163,131,394	164,871,747	166,954,382
付息负债	155,949,476	158,887,717	160,628,069	162,710,704
总付息负债付息率	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%
同业存放	24,740,870	22,897,814	22,681,841	24,415,289
占比	15.86%	14.41%	14.12%	15.01%
存款	119,181,532	124,270,275	125,112,569	125,054,109
占比	76.42%	78.21%	77.89%	76.86%
应付债券	12,027,075	11,719,628	12,833,659	13,241,306
占比	7.71%	7.38%	7.99%	8.14%
<b>总权益</b>	14,372,751	14,831,694	15,254,260	15,537,088

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图表 22、上市银行 2020 年利润情况预测（单位：百万）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
<b>营业总收入</b>	1,256,877	1,213,748	1,203,191	1,200,601
净利息收入	807,515	819,370	824,351	829,510
手续费净收入	269,328	265,776	248,205	238,558
其他收入	180,033	128,601	130,634	132,532
<b>营业总支出</b>	713,279	654,071	687,877	855,697
税金及附加	10,847	12,860	13,063	13,253
业务及管理费	264,675	291,496	317,877	388,762
资产减值损失	354,154	308,643	313,523	419,686
其他业务成本	76,052	41,071	43,414	33,996
<b>营业利润</b>	543,598	559,677	515,314	344,903
营业外收支	1	10	10	10
利润总额	543,599	559,687	515,324	344,913
所得税	98,508	100,744	92,758	62,084
<b>净利润</b>	445,091	458,943	422,565	282,829
<b>归母净利润</b>	439,452	450,820	415,086	277,823

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

### 三、专题：他山之石，随低利率逝去的好时光

随着疫情在全球扩散带来的金融市场波动，各国央行再次开启了大规模量化宽松政策。中国从 2020 年初至今无风险利率明显下行，LPR 改革自 2019 年 3 季度开启至今，1Y 利率也已下行 40bps，而同期存款基准维持不变。银行 2020Q1 的经营数据也体现出比较明显的息差收窄趋势。

现阶段市场对于银行业中长期的关注点，逐步转移至低利率环境下，商业银行的经营能否保持稳健性——包括低利率对银行盈利能力的影响多大，哪类银行将获得相对优势而胜出？聚焦至核心指标，息差在绝对利率水平下行中是否将明显收窄、非息收入能否补位利息收入平滑营收、低利率是否会导致银行进一步信用下沉而影响资产质量等，都是值得探讨的问题。这一部分我们试图通过对全球系统重要性银行（G-SIBs）的个体表现的回顾，尝试给上述问题提供一些可观察的视角。

#### 1、经营结果——盈利中枢下移、分化加大

回顾过去 10 年全球大型银行的经营，成长性不再，营收下降至缓慢增长是较为明显的财务特征。在这一过程中，不同区域的银行由于区域经济复苏的速度和自身财务资源使用上的差异，呈现利润分化的特点——北美近年来恢复、日欧持续低迷。

就股东回报角度考虑，全球银行业的 ROE 较 2003-2005 年中枢大幅下移，仅有美/中目前仍能保持 10% 以上的相对较高水平，而日欧过去 10 年间长期处于个位数。若从股息角度观察，G-SIBs 主要银行的分红及股息大约在 3%-6% 区间，欧洲银行业的派息对资本消耗较大，这可能也是部分英国银行在年内意外取消现金分红的主要因素之一。

#### ● 业绩表现：成长性不再，盈利能力分化

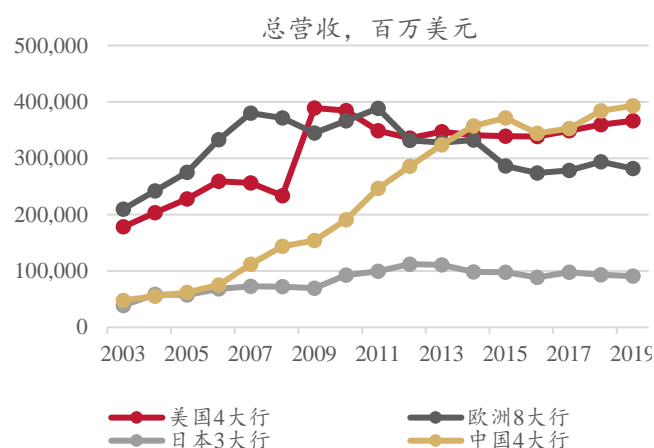
2007 年之前，全球银行业处于成长的高光时刻，样本银行的营收连续增长。一方面来自于利息收入的增加，同时也得益于融资需求旺盛、并购重组活跃下，多元化收入的提升带来的整体营收扩容。

危机后 2009-2019 的 10 年间，发达经济体大银行营收不再明显增长。日欧区域银行甚至在 2014-2018 年营收增速转负。欧洲在 2007-2011 年之间达到历史高点，此后趋势下降；日本在 2012 年间达到高点，此后也逐渐下行。

全球经济在 2016 年之后所有改善，部分银行因此出现了小幅复苏。但就全球情况来看，过去十年在 G-SIBs 所覆盖的大型银行中，仅有中国区域银行随经济增长实现了营收的持续上行。

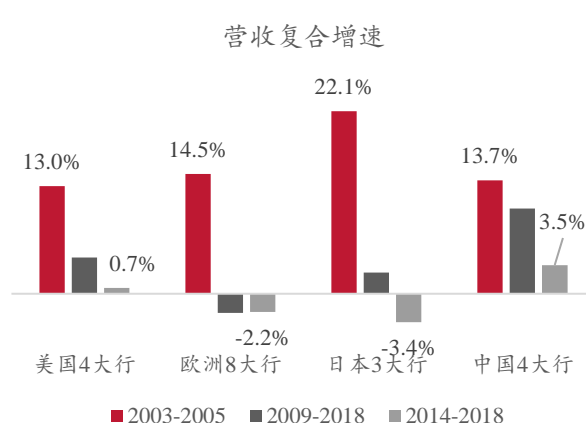


图表 23、重点银行营收危机后成长性不再...



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

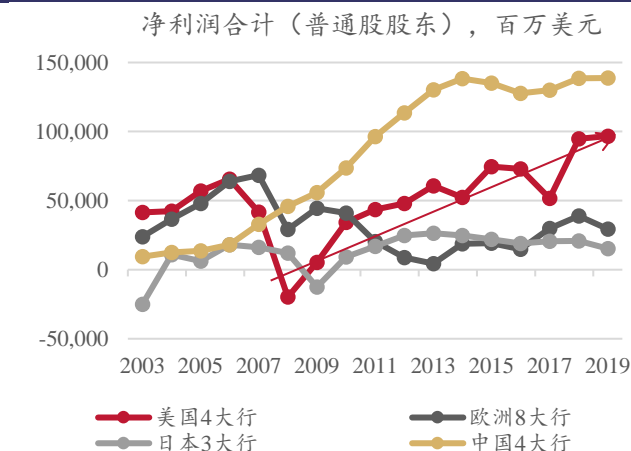
图表 24、...日欧近几年来营收甚至负增长



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

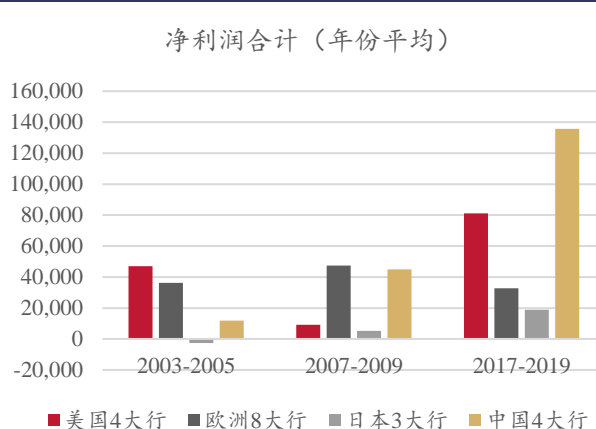
尽管发达经济体营收增长趋势相似，同样也都处于低利率阶段，但**利润实现明显分化**。北美（美国及加拿大）银行业较快从危机中走出来，恢复至较 2003-2005 年更高的水平。欧洲 8 大行的营收体量和美国 4 大行基本相当，但近期利润仅为美国银行的 30-50%，且近十年利润继续低于前期高点。日本银行业有所恢复，但长期低利率环境使其利润中枢难以上移。

图表 25、北美从危机中迅速恢复...



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 26、...日欧持续低迷



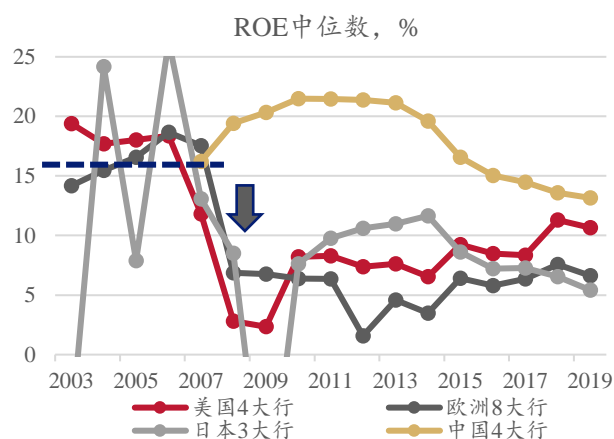
数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 股东回报：ROE 中枢明显下移，中美占优

营收及利润的低增速，叠加过去 10 年间趋严的资本要求带来的杠杆率下降，全球银行业 ROE 中枢明显下移。危机前样本银行的 ROE 中枢处于 15% 附近，危机后回落至 5-10% 区间。

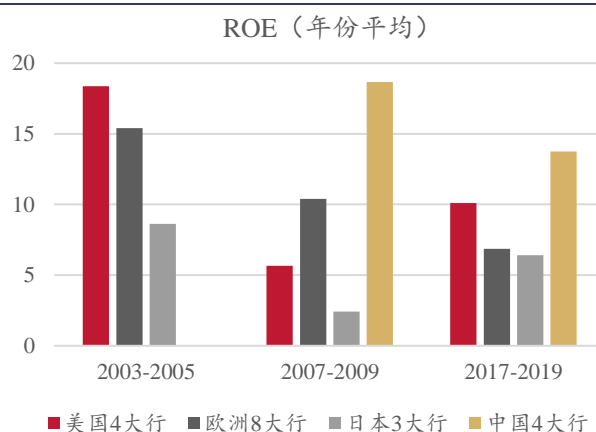
美国四大行有顺周期的减值计提习惯，危机期限盈利波动剧烈，但危机后较快出现了趋势性恢复，从危机阶段的 5% 回升至 10% 以上。欧洲银行业在次贷危机后，2010-2012 年又经历了一轮主权债务危机，此后缓慢复苏，ROE 回升至 5% 以上。日本银行业 ROE 过去 5 年中，仍处于下行通道。

图表 27、银行 ROE 中枢全球性下移...



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 28、...仅有中美保持在 10% 以上



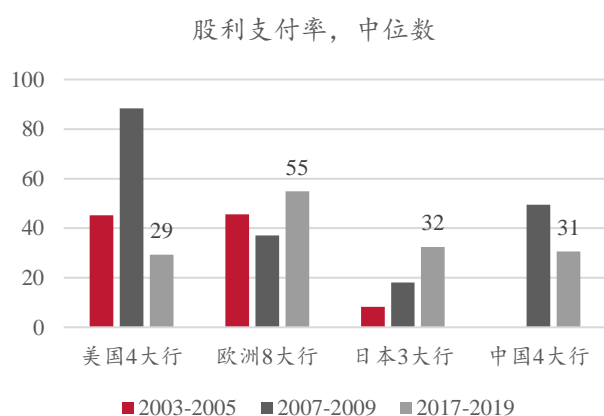
数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 股息情况：30%支付率、3-6%区间，欧洲资本消耗较大

股息是位数不少持有银行的长期投资者关注的重点指标。目前除欧洲区域外，样本银行基本保持了 30% 左右的股利支付比率，对应 3-6% 的股息率。回溯历史，股息率、股息支付率的区间相对较宽，股息率较低的样本主要存在于 09 年之前的日本，以及危机时期的美国。

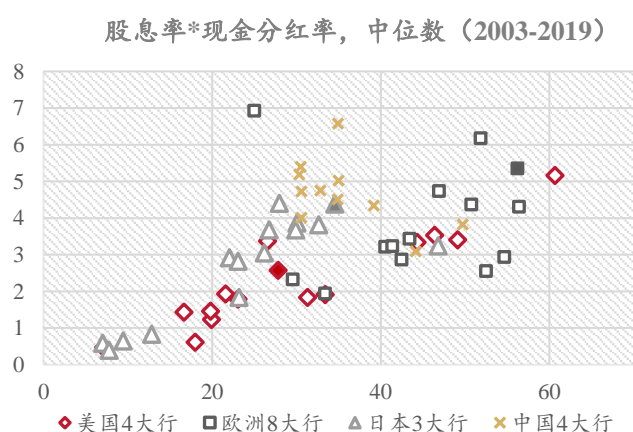
拉长时间序列观察，欧洲银行的分红比例更高、对资本内生积累能力的负面影响较大。资本耗用高可能是近期部分欧洲银行取消派息的主要考量因素。绝对角度而言，日本银行业的派息率和股息率最低，部分影响了其行业的估值。美国派息波动性较大，09 年之前达到 40% 或以上，09 年后中枢回落至 25%，同时美国也是目前银行股息率最低的区域，或与其基本面的改善和较高的估值水平有关。

图表 29、股利支付比率约为 30%，欧洲较高...



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 30、...日本及危机时期美国股息率较差



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、核心指标——不太差的 NIM，不太好的中收，风险和成本控制是关键

对于低利率环境下银行的应对策略和核心变量，最常被提及的问题聚焦在息差在

绝对利率水平下行中是否将明显收窄？非息收入能否补位利息收入平滑营收？低利率是否会导致银行进一步信用下沉而影响资产质量等。

从全球较大的综合性银行样本来看，**息差的中枢下移无可避免，但似乎程度有限**——意味着银行或通过信用下沉、资产负债结构调整以及定价传导部分对冲了低利率的影响，这一部分的结果似乎好于目前市场的刻板印象。当然伴随着区域经济的波动，样本银行都摒弃了非核心业务和区域，尤其是**欧洲大型银行甚至出现了缩表**，业务聚焦也许也是 NIM 稳定的外在原因之一。至于被保留业务的资产配置情况，**贷款类高收益资产的比例提升相对有限**，可能与供需格局不强有关，但**负债来源方面存款的占比有趋势性改善**。尽管息差所反映出来的结果不错，然而**中间业务收入的稳定器效应却不明显**，一定程度上也体现出顺周期的特性。虽然中收的下降因素是多方面的，但区域融资活动活跃度下降、资产证券化规模缩减带来相应收入的减少，可能是导致非息获取能力趋弱的主要原因。

成本端北美和欧洲近 5 年都实现了一定程度的节约，体现为**成本收入比的中枢有所下移**。在大样本研究中，也有学者提到成本控制是决定银行在低利率阶段能否实现超越行业表现的重要决定因素。控制手段上，**压降人工、裁撤网点、提升电子替代率水平是主要措施**。

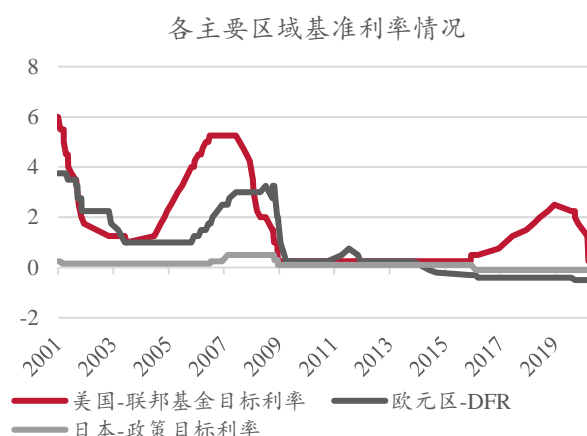
资产质量对于盈利的影响也非常显著，**全球资产质量最近 5 年都出现了改善，为利润反哺提供了空间**。从发达经济体样本来看，目前的不良率已经接近或超过近 20 年以来的最好水平。从次贷危机周期和近期新冠疫的情来看，**美国银行业更倾向于顺周期地实施大幅减值计提**，使得这一区域银行的盈利弹性较之日欧更大。与此同时，发达经济体在不良率下行阶段（2013 年后），都通过释放拨备增厚利润。只不过考虑到目前减值计提力度已经处于历史低位，欧洲及日本的拨备覆盖率，风险缓冲垫薄，**反哺利润正在进入尾声**。

### ● NIM：中枢下移无可避免，但似乎程度有限

相较于 2000-2007 年 NIM 中枢，危机后样本银行的 NIM 呈现中枢下移的情况。美国（2007.6）、欧洲（2008.10）以及日本（2008.10）分别在 07-08 年期间开始降息，欧洲于 2014.06 进入负利率，日本从 2016.02 进入负利率；观察这一阶段的样本银行 NIM，确实出现了 NIM 的下降，**但整体来看似乎并不剧烈**。

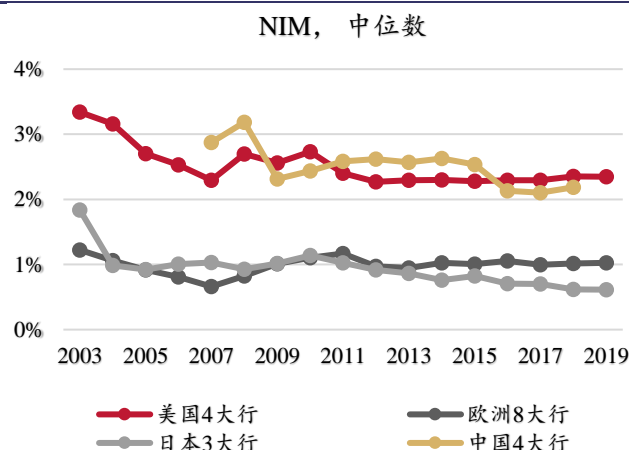
最新息差水平方面，美国 2.4%>欧洲 1.0%>日本 0.62%。日本金融机构息差最窄且趋势较弱，在 2012 年之后就进入不到 1% 的 NIM 区间，主要受低收益资产配置增加及负债成本上行双方面拖累；欧洲较 5 年前-15~-20bps；而中美的样本银行 NIM 近期仍能维持在 2% 以上，尽管期间中国银行业经历了大约 200bps 的基准利率下行，实际的 NIM 收窄幅度也相对可控。美国由于经济复苏好于其他发达经济体，近几年来 NIM 甚至出现了小幅回升的态势。

图表 31、09 年后主要经济体进低利率区间...



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 32、...但 NIM 收窄幅度相对有限

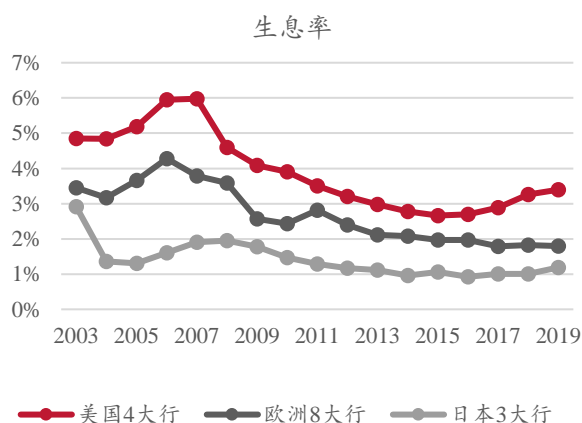


数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

从资产运用收益率情况看，欧洲 10 年后进入趋势性走低阶段，至今-60bps；日本 08 年后开始走低，14 年进入底部区间，期间大约-100bps。但上述两个区域的银行 NIM 结果一平一降，最主要的原因在于负债的差异性。日本在资产收益率不断下台阶的情况下，负债成本近 5 年来还呈现微升的趋势，导致 NIM 被严重削弱；而欧洲在资产配置上较之日本空间大，进而虽然付息率也高于日本，但整体息差相对占优。

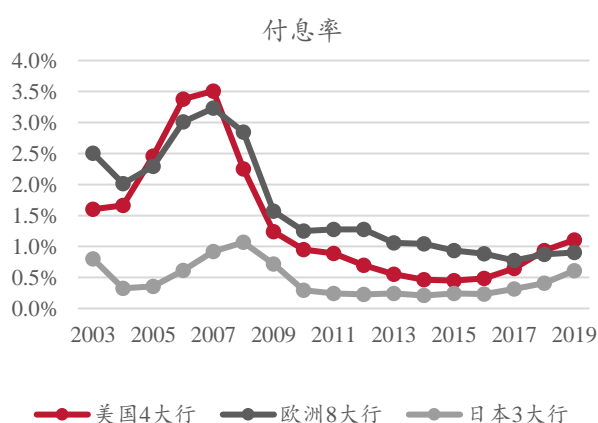
美国相对于日欧的 NIM 优势一方面来自资产端，另一方面也来自负债端。美国样本银行的生息率一度从 08 年的 6% 以上回落至 3%~4% 区间，但 NIM 基本稳定在 2.3% 以上。尤其是在 2010-2019 周期内非常平稳，表明其资产负债联动性高，银行成本转嫁的能力强。随着经济的复苏，美国虽然负债成本 2016 年以来也呈现上行趋势（约+60bps），但资产端弹性更大（约+70bps），保证了其 NIM 的高位稳定。

图表 33、样本银行生息率情况



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 34、样本银行付息率情况



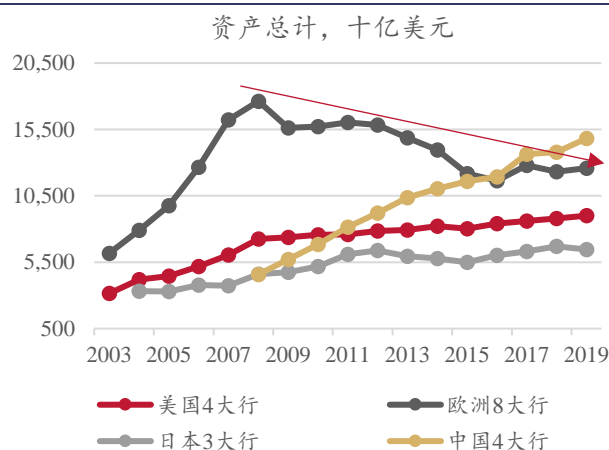
数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 规模：美日温和增长，欧洲缩表

与次贷危机前繁荣的 10 年不同，最近 10 年发达经济体银行业的规模扩张进入了低速区间，除中国大行外，其余主要经济体的样本银行年化复合增速普遍在 5%~-5%之间。

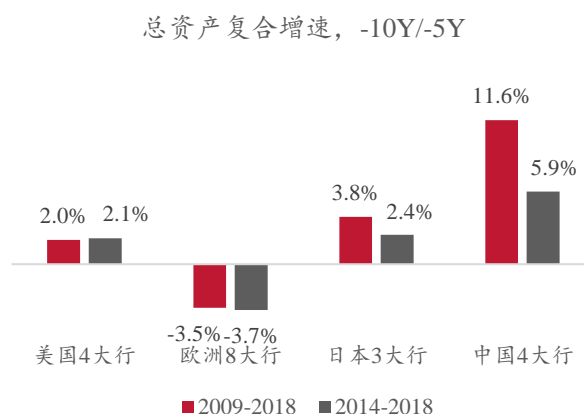
表现相对稳定的美国大行保持低但匀速增长，10 年复合 2%左右，成为利润驱动的稳定来源。欧洲大行不断缩表，背后的原因一方面是供需格局的弱化，另一方面头部银行不断出售非核心/盈利差的资产、聚焦主业，也是欧洲区域大行体现出整体规模下降的主要考量。10 年间欧洲样本银行的规模缩减接近 30%，复合年贡献-3.5%，直到 15/16 年后，方才随经济的企稳逐渐稳定。日本大行在 12-15 年之间也进行过缩表（-15%），但较之欧洲缓和，主银行制度和长期量化宽松带来日本金融机构近 10 年规模仍有接近 4%贡献。

图表 35、欧洲大行 10 年间不断缩表...



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 36、...仅有中国大行维持 5%以上的复合增速



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

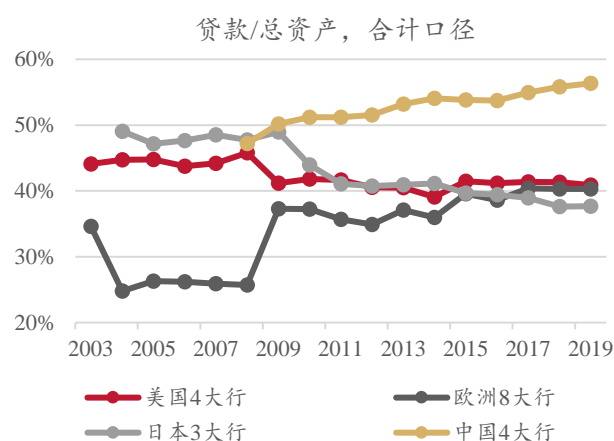
### ● 配置：高收益资产比例提升有限，但负债来源更加集中于存款

资产配置角度，量化宽松导致的银行可配置的高收益资产占比有所下降，一定程度上影响了银行息差的获取能力。由于 G-SIBs 并表金融机构较多，资产构成较为复杂，我们仅从贷款和超储两维度简单观察样本银行的配置行为变化。

从贷款这类高收益资产占比来看，在低利率环境下的占比提升有限。海外市场绝对水平在 40%中枢位置，远低于中国 50%-60%的区间。过去 10 年美国保持了相对稳定，欧洲贷款占比小幅提升，但日本大行贷款配置明显下降。反观低利差业务，日本和欧洲银行的超储不同程度地提升，尤其是日本，可能是造成其 NIM 疲弱的主要因素。

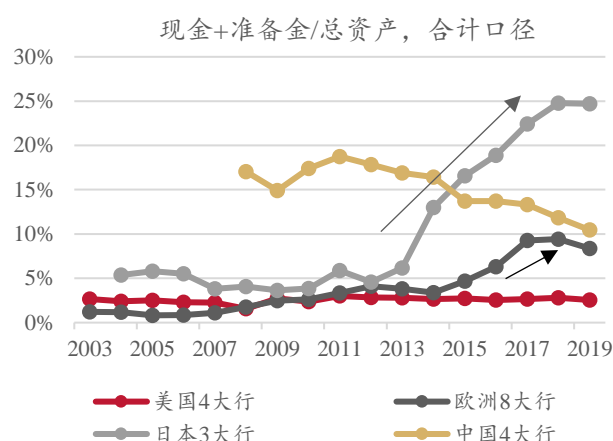


图表 37、高收益资产占比上行不明显...



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

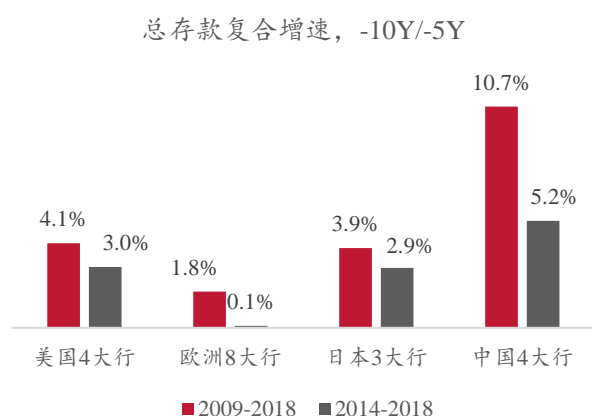
图表 38、...但日欧超储比例提升较多



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

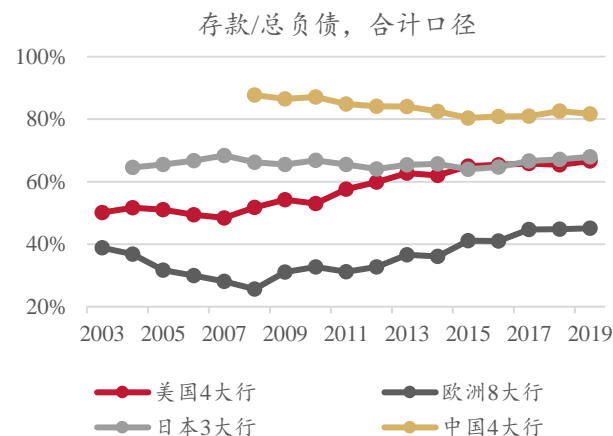
虽然资产端大类配置上并未出现向高收益资产倾斜的趋势，但负债端接弃批发行融资而更多依赖存款的情况却比较明显。日本及欧洲过去 10 年中资产曾经负增长，不过存款复合增速全部为正，带动存款占比提升。其中欧洲主要的负债来源并非存款，存款占比历史来看中枢仅有 35%-40%，或与其混业经营负债多元化有关。美国存款在总负债中的来源，已经从此前的 50%升至接近 70%，替代了 07 年之前的同业负债。总体而言，低利率环境下批发性融资的减少，在大样本研究和中的结论相对一致，小样本分析中趋势也比较明显。

图表 39、高收益资产占比上行不明显...



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 40、...但日欧超储比例提升较多



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

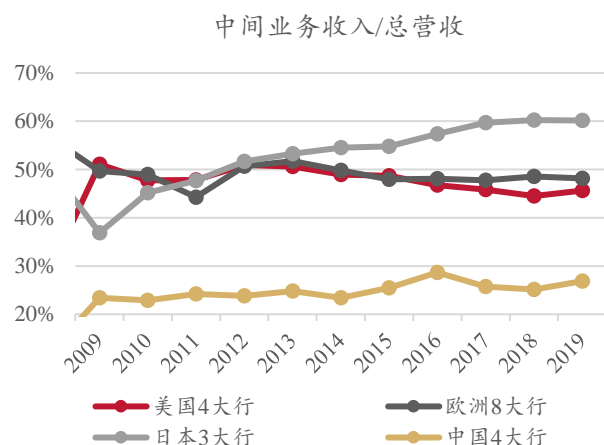
### ● 中收：难以对冲利息收入的增长压力

在讨论银行业如何应对低利率冲击时，优化收入结构、扩大非息收入来源是常常被谈及的重要路径。海外大行的非息收入占比在 45%-60%之间，是构成收入的重要来源，非息中 60-75%来自于手续费及佣金收入。与“利息不够非息来凑”的刻板印象不同，美国和欧洲银行业过去 10 年非息占比持平或下降状态；仅有日本大行的中收占比持续提升，其中最近五年可能来自于被动提升。意味着在区域经济走弱、融资环境恶化的情况下，中间业务收入在一定程度上也体现出顺周期的特性。



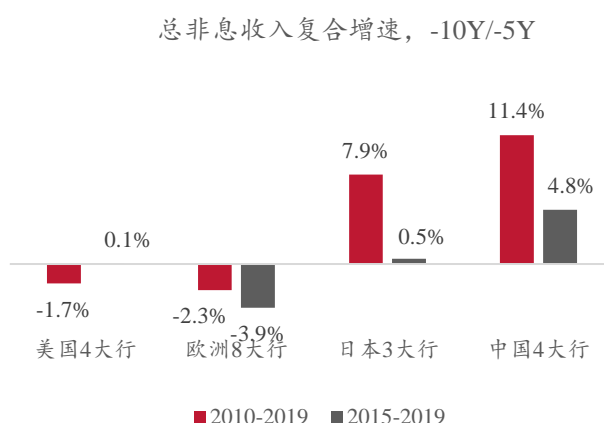
虽然中收的下降因素是多方面的，但区域融资活动活跃度下降、资产证券化规模缩减带来相应收入的减少，可能是导致非息获取能力趋弱的主要原因。

图表 41、欧美非息收入总营收占比并未提升...



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 42、...而日本近 5 年的提升或是被动式



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 成本控制：降低人工介入、提升单产

较高的人工成本导致发达经济体银行业的成本收入比高，这个指标对于发达经济体的综合性银行而言，通常在 60%或以上（当然还有另一个原因来自海外非息支出计入成本项而非在收入端扣减，但并不是超高成本收入比的主因），而同口径下中国 4 大行的成本收入比仅 30%左右。

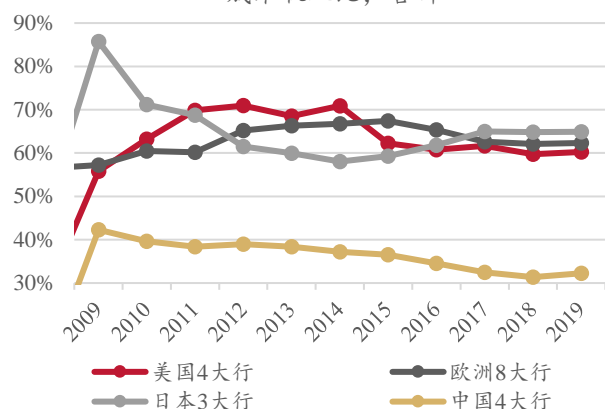
从实际运行趋势看，北美和欧洲近 5 年都实现了一定程度的成本节约，体现为成本收入比的中枢有所下移。日本受制于收入端增长乏力，这一指标反而出现了被动上升。在大样本研究中，也有学者提到成本控制是决定银行在低利率阶段能否实现超越行业表现的重要决定因素。

控制手段上，压降人工、裁撤网点、提升电子替代率水平是主要措施。中美的员工人均管理资产规模虽然较低，但受益于金融科技的赋能，目前继续处于趋势提升。欧洲及日本的人均 AUM 已处于较高水平，十年间管理规模区间波动，预计未来继续压降存在难度。

图表 43、欧美非息收入总营收占比并未提升...

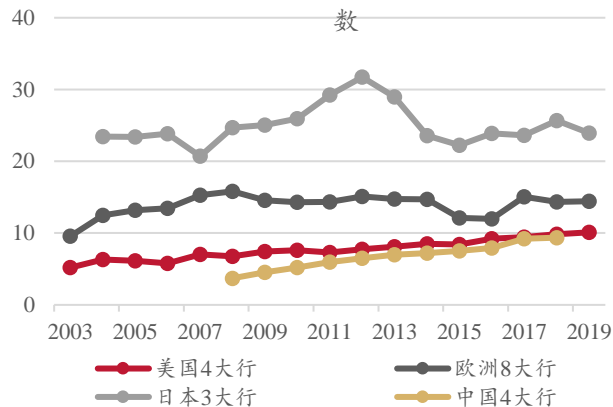
图表 44、...而日本近 5 年的提升或是被动式

成本收入比，合计



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

员工人均管理资产规模，百万美元，中位数



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 资产质量：改善的不良是利润增长的重要基石，北美顺周期/日欧更平滑

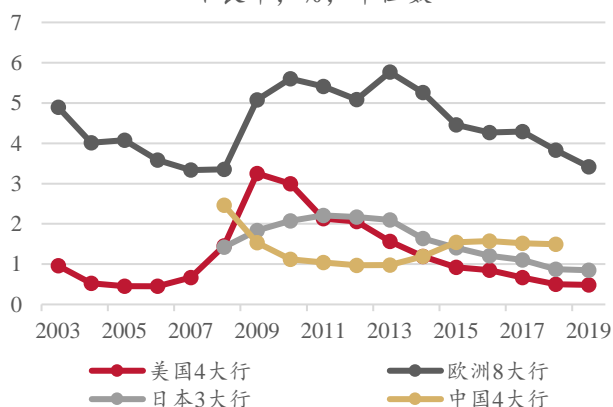
全球资产质量最近5年都出现了改善，为利润反哺提供了空间。从发达经济体样本来看，目前的不良率已经接近或超过近20年以来的最好水平。美日区域样本银行的不良率中位数已降至0.5%和0.9%以下。欧洲由于经历过更加严重的危机，目前不良率绝对水平（3.4%中位数）仍远高于其他区域，但也接近其历史低位。

从次贷危机周期和近期新冠疫的情来看，美国银行业更倾向于顺周期地实施大幅减值计提，也为其后续的复苏奠定了良好的基础。2008-2009年期限，美国样本银行不良率中位数从1%以下跳升至3%，欧洲从3%升至5%，名义不良率的上行幅度基本相当。在这一期间，美国样本银行的信用成本快速增至高点的5%，但欧洲样本银行的信用成本高点仅为1.5%左右。财务资源的摆布不同，一定程度上也导致了两个区域银行不良处置速度上的差异，以及从危机中复苏的速度。

从近五年的情况看，不良下行带来信用成本的节约在不同区域皆有体现，这是银行利润尚能保持稳定重要基础。截至2019年，欧洲、美国的信用成本仅有0.3%-0.5%，日本甚至在0附近摆动。

图表 45、不良改善是利润近年增长的基石...

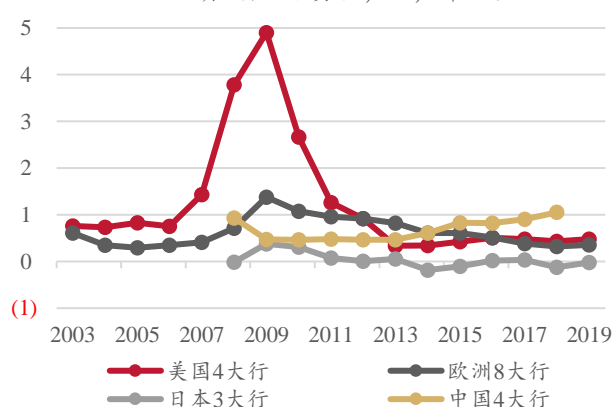
不良率，%，中位数



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 46、...其中北美有明显的顺周期减值计提特点

当期减值/总贷款，%，中位数

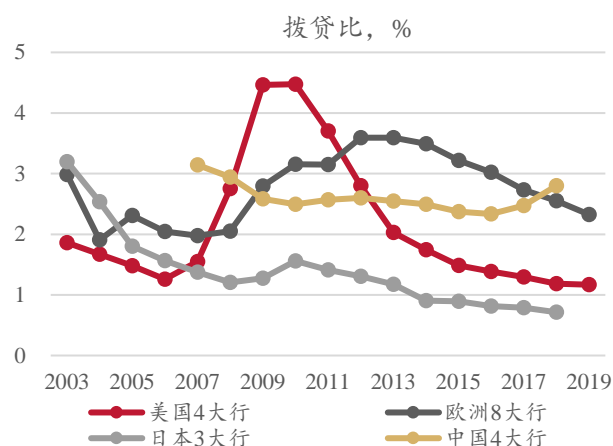


数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

● 资产安全垫：利润平滑“良方”，但空间正在收窄

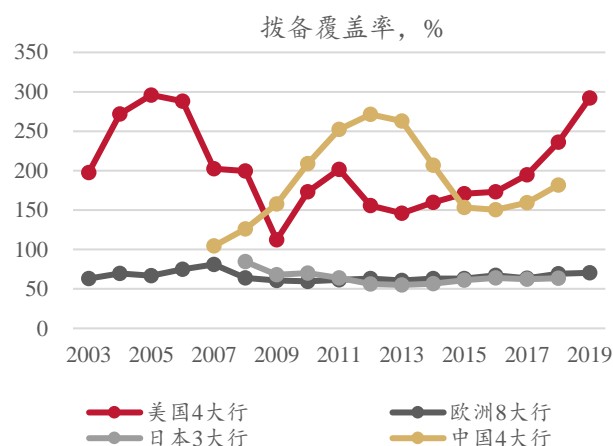
发达经济体在不良率下行阶段（2013年后），都通过释放拨备增厚利润。美国银行业受益资产质量的改善最多，拨备覆盖率持续提升+拨贷比节约，带来信用成本回落至0.5%中枢，减值对利润表贡献明显。但考虑到目前减值计提力度已经处于历史低位，发达经济体样本银行的拨贷比甚至低于2003年后的所有年份，未来继续节约的空间有限。尤其是考虑到欧洲及日本的拨备覆盖率历史上看维持<100%，风险缓冲垫薄。日本银行业的拨贷比甚至已降至0.7%的历史最低水平，可调节空间正在收窄。

图表 47、2013 年后，多数银行拨贷比趋势下降...



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 48、...其中日欧的可调节空间已经收窄



数据来源：彭博、兴业证券经济与金融研究院整理

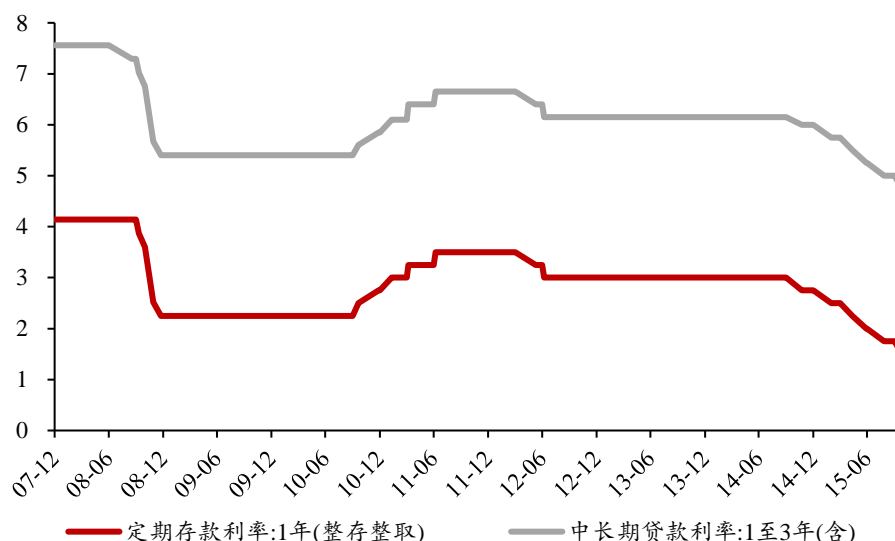
## 四、专题：以史为鉴，若下调存款基准利率，影响几何？

中长期来看，存款将持续成为银行负债端“压舱石”，存款吸收规模与成本极大程度地影响着银行间资产扩张与资金运用，进而导致银行息差、规模等基本面核心因素出现分化。但在当前流动性有望持续宽松的市场环境下、对同业负债管控边际放松的监管环境下，我们认为短期负债成本的边际改善空间更为重要，包括存款基准利率下调哪些银行弹性更大、市场化负债成本节约对不同银行影响等。接下来，本文将总结历史降息经验、对潜在的降息进行测算，为投资者提供参考。

### 1、降息时点回顾：经济下行/外部冲击+PPI 转负+CPI 尚处低位

从 2008 年至今中国经历过 3 轮降息周期。分别开始于 2008 年 10 月、2012 年 6 月和 2014 年 11 月(下文分别简称为 08/12/14 年降息),降幅分别为 192/50/150bps,持续的时间在 4/2/6 个月。整体而言从降息的频率、持续的时间来看，08/14 年的降息相对更加剧烈，而 12 年的降息幅度较小。

图表 49、历史经历 3 轮降息周期：08/12/14 年



数据来源：中央人民银行、兴业证券经济与金融研究院整理

回顾每一轮降息周期，一般伴随着内部经济下行压力加大或外部事件冲击，具体降息时点上一般在 PPI 转负、CPI 尚处低位期间。

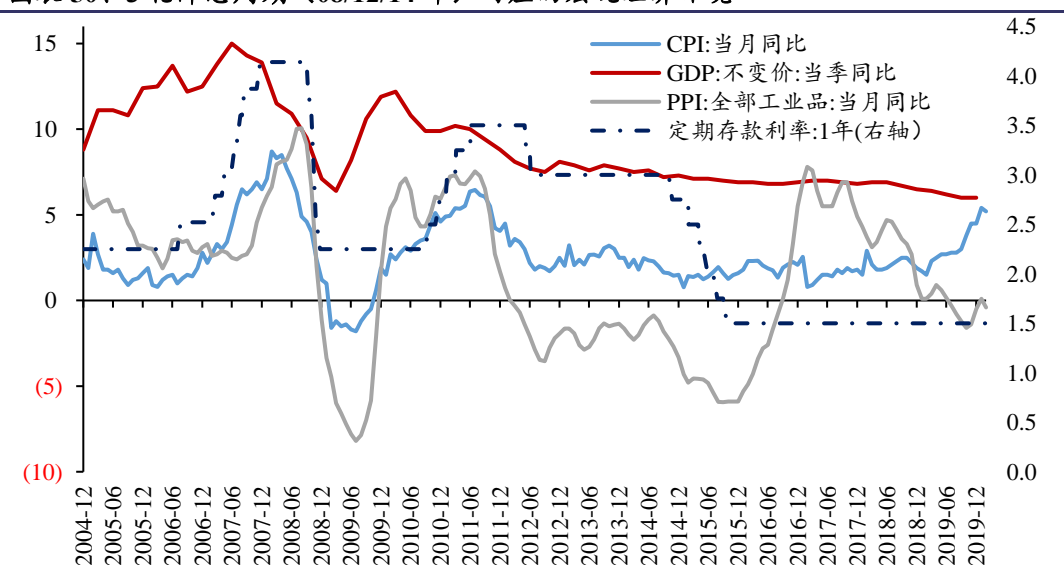
**08 年降息背景：**次贷危机爆发蔓延给国内经济带来较大压力，货币政策由稳健偏紧转为适度宽松。2008 年上半年发生了南方地区雨雪冰冻灾害和汶川大地震两起重大自然灾害事件，不久美国次贷危机在全球蔓延。基于国内外环境的变化，2008 年下半年财政政策、货币政策取向由年初定调的稳健+从紧转为积极+适度宽松。财政政策上的重大举措主要是计划两年增加约 4 万亿投资，重点投向“三农”、保障性安居工程、交通、节能减排和社会事业等领域。货币政策上，存贷款基准利率、存款准备金率多次下调，M2 增速在 2009 年一季度接近 30%。在政策措施刺激

下，2009年3月经济增速开始触底回升，重回高增长。

**12年降息背景：**欧债危机爆发，货币政策由稳健偏紧转向稳健偏松。2010.01-2011.11间，前期货币宽松政策带来了流动性过剩压力，2010年上半年开始央行多次调高存款准备金率，2010年下半年开始调高存贷款基准利率，货币政策由适度宽松转为稳健偏紧，M2增速由近30%的高点开始回落，但整体还是保持较高增速。在此背景下，2011年欧债危机爆发并蔓延至2012年。2012年上半年，PPI高位持续回落，GDP破8，国内经济硬着陆风险加大。在此背景下，2012年初开始货币政策转向稳健偏松，存款准备金率多次调低、存贷款基准利率也略微调整。

**14年降息背景：**外需不振、国内产能过剩、房地产市场调整，国内经济下行压力增大，货币政策从稳健中性转向稳健偏松。随着2012年货币政策放松，经济有所托底。后续金融市场出现乱象（13年中期钱荒），为经济增长和金融稳定，货币政策调整至稳健中性。但2014年全球经济步入下行周期，国内消费、投资、出口三驾马车同步减速，4月份以来，政府出台了包括扩大铁路和保障房投资、减免中小企业税费、定向降准等一系列“稳增长”政策，货币政策相应转入稳健偏松（2014.11-2016.03）。此后，2015年经济下行压力加大叠加811汇改，外汇占款下降，稳增长目标下货币政策稳健偏松，存贷款基准利率、准备金率多次调低。

图表 50、3 轮降息周期（08/12/14 年）对应的宏观经济环境



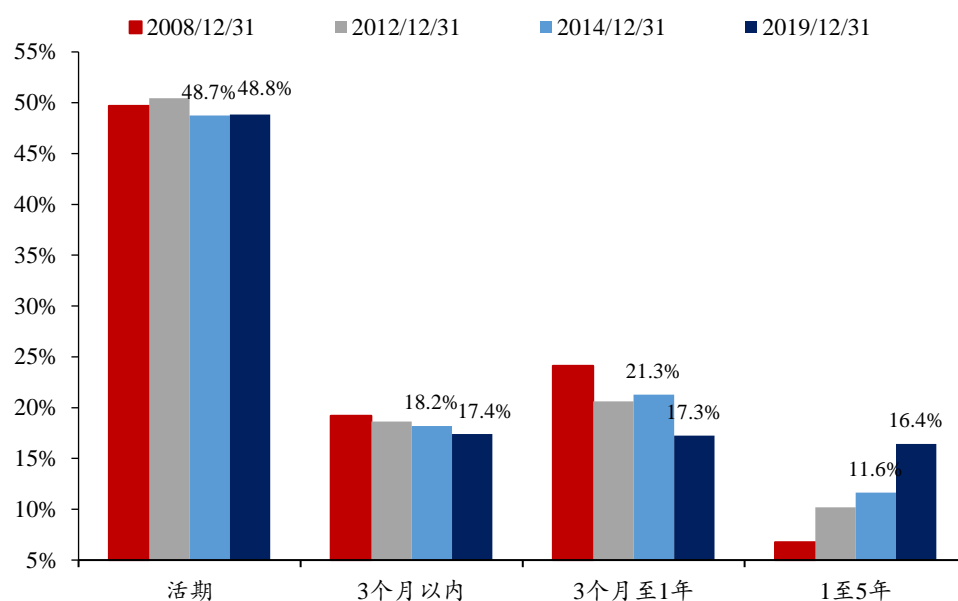
数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、降息对基本面影响回顾：单次降息 25bps，存款成本节约 9bps

考虑到降息时间与存款期限结构，我们选择上一轮降息经验，研究利率下调对银行基本面影响。1）上一轮 6 次降息共持续 1 年时间（2014.11-2015.10），整体降息 150bps，此后 3 年没有基准调整，各因素分析相对彻底。2）上一轮存款期限结构与当前最为接近，参考性更强。根据 2014 年银行存款期限结构来看，约 88% 的存款在基准利率变动在 1 年内均完成了重定价，而降息时间共持续 1 年，因此在

2016 年末存款基准利率的连续下调对银行存款成本影响基本传导完毕。

图表 51、上一轮降息周期，存款期限结构与当前最为相似



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

存款基准利率下调 25bps，存款成本下降 9bps 左右，存款基础薄弱的股份行与城商行更加受益。从实际存款成本变化来看，相对 2014 年，6 次连续降息后，行业整体存款平均成本由 2.11% 下降至 1.58%，折合单次降息 25bps 后存款成本节约 9bps。分类型看，存款基础较好的大行、农商行弹性略小于股份行与城商行。个股上，股份行（除浙商银行外）、北京、上海、杭州、成都、苏州等城商行存款成本下降幅度均在 10bps 以上，改善力度较大。

图表 52、上一轮降息周期，股份行与上海/杭州/苏州等银行改善幅度领先

单位：%/bps	存款平均成本		基准利率下调 25bps 后 存款成本下滑幅度 (bps)
	2014 年	2016 年	
工商银行	2.04%	1.53%	8.6
建设银行	1.92%	1.45%	7.9
农业银行	1.85%	1.47%	6.3
中国银行	2.02%	1.60%	7.0
交通银行	2.35%	1.86%	8.3
邮储银行	2.01%	1.49%	8.7
招商银行	2.10%	1.27%	13.8
兴业银行	2.43%	1.70%	12.2
浦发银行	2.86%	1.61%	20.7
中信银行	2.43%	1.68%	12.5
民生银行	2.39%	1.78%	10.1
光大银行	2.73%	1.98%	12.4
平安银行	2.65%	1.91%	12.4
华夏银行	2.30%	1.69%	10.2
浙商银行	2.49%	2.08%	6.9



北京银行	2.32%	1.63%	11.5
上海银行	2.78%	1.96%	13.6
江苏银行	2.42%	1.93%	8.2
南京银行	2.48%	2.04%	7.3
宁波银行	2.20%	1.71%	8.0
杭州银行	2.60%	1.80%	13.3
长沙银行	1.95%	1.61%	5.7
贵阳银行	1.76%	1.38%	6.4
成都银行	2.16%	1.52%	10.6
郑州银行	2.29%	1.89%	6.7
青岛银行	2.25%	1.75%	8.3
苏州银行	2.61%	1.85%	12.6
西安银行	2.22%	1.86%	6.0
渝农商行	2.15%	1.59%	9.4
青农商行	2.37%	1.89%	8.0
紫金银行	2.26%	1.68%	9.6
常熟银行	2.47%	2.12%	5.9
无锡银行	2.98%	2.50%	8.0
苏农银行	2.16%	1.60%	9.4
江阴银行	2.51%	2.18%	5.6
张家港行	2.61%	2.04%	9.4
上市银行合计	2.11%	1.58%	8.9
六大行	1.99%	1.53%	7.7
股份行	2.46%	1.68%	13.0
城商行	2.40%	1.80%	10.1
农商行	2.34%	1.81%	8.7

数据来源：上市公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、降息对市场影响回顾：08/12/14 年降息周期银行股表现分化

在 08/12/14 年降息周期中，银行股表现分化较大。1) 2008 年基于对全球金融系统性风险和经济下行的担忧，这一阶段银行基本只跑平市场。但 2009 年的行情展开，主要源于 4 万亿投放后系统性风险的大幅修复和银行作为成长性板块的估值提升。

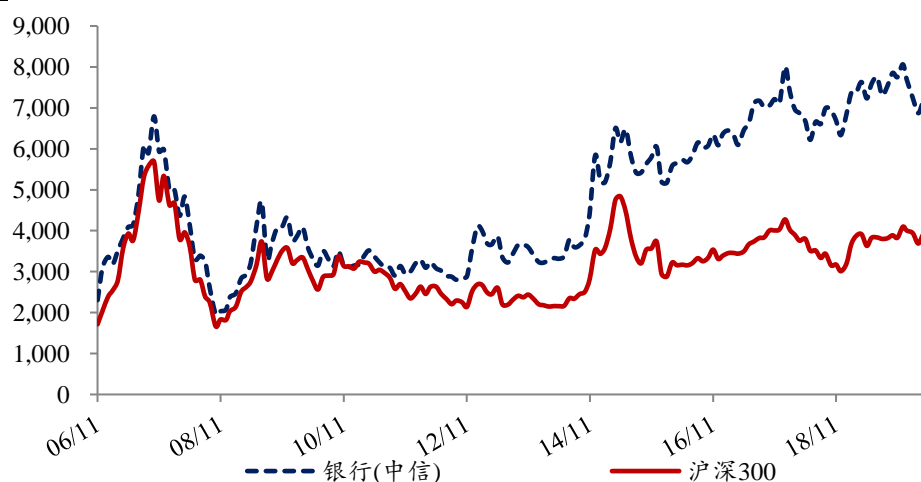
2) 2012 年降息持续性不高，银行股反应跨度较长、涨幅有限。2012、2014 年的跨年行情都发生在了货币政策宽松后的不久，政策溢出效应是板块性行情启动的关键触发因素。2012 年尽管降息前 GDP 破 8 且持续下行，海外欧债危机蔓延，国内 PPI 转负且 CPI 高位回落，给予降息较好的时间窗口。但市场反应的跨度较长（6 月降息，11 月行情开启），主要由于基本上 CPI 处于较高位置，降息持续性存在一定的不确定性。同时降息发生后，3 季度经济出现了比较明显的企稳，降息持续的力度和时间均有限。此外当时影子银行整体规模不大，虽然流入市场的途径较多，但尚未形成明显的链条效应。

3) 2014 年银行股处于估值底部，货币政策溢出效应明显。2014 年全球经济走弱，

国内去产能背景下经济下行压力大幅提升，市场对于连续降息预期较强。同时海外的非正常化央行操作也使得国内存款准备金率具有更大的下行空间。银行行业这个阶段估值跌至历史最低的静态 0.75xPB 附近，隐含了极度悲观的不良假设，向下空间有限（不良对于估值的弹性远高于利润）。此外从市场层面上看，2014 年逐渐从钱荒向资产荒过度，市场追逐高收益资产情绪渐起，而彼时理财等资金入市、通过信托等非银机构参与定增、股权质押类融资、承担优先级资金的通道不断创设，也助长了银行、保险、券商等同质性较高行业的资金参与度。

此后，在经济走弱、货币宽松背景下，2016 市场资金对高安全垫、低估值板块的亲睐带来银行明显的相对收益。2017 年的蓝筹行情伴随着对银行基本面预期改善而发生。2018 年下半年在经济持续向好+监管实质性转向的推动下，银行跑出了 20% 以上的超额收益。

图表 53、银行股对主要指数的折溢价



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4、考虑当前市场环境，哪些银行更加受益？

2020 年至今，受公共卫生事件影响，央行加大逆周期调节力度，流动性环境较为宽松，银行间市场利率、同业存单发行利率持续走低。同时结合两会期间“综合运用降准降息再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”的表述，后续货币政策仍有望保持稳健偏松态势，利好银行同业负债+债券类负债成本节约。

存款方面，虽然央行在一季度货币政策报告中，弱化了存款基准利率的表述，而更为强调银行在资产端收益率下滑压力下，高息揽储动力减弱，进而引导存款成本下行。但 4 月结构型存款发行规模再创新高、2020 年以来结构型存款预期收益率也持续上行。我们认为，下调存款基准利率对缓解银行核心负债成本压力、降低实体经济融资成本起着不可替代的作用，但参考历史经验，降息时点或需等待 CPI 处于低位之时。

从2019年存款期限结构看,若单次降息25bps,存款成本节约幅度将大于上一轮,反应节奏慢于上一轮,1/3以上银行成本下降幅度在15bps左右。假设在2020年3季度下调定期存款基准利率25bps,预计上市银行存款成本将平均下降14bps,约85%存款可在2023年完成重定价,反应幅度、反应节奏与上一轮均有所不同,主要是近年来银行定期存款长期化进而拉长了存款平均久期。个股上,存款平均久期长/存款基础薄弱的银行将更为受益,包括邮储、兴业、浦发、民生、光大、平安、上海、江苏、南京、郑州、苏州、渝农、常熟、无锡、张家港等15家银行存款成本下降15bps左右。存款成本节约进而对息差提升贡献更大的主要是存款占比较高的银行,包括苏农之外的农商行,邮储、光大、平安、南京、苏州等银行息差将提升10bps左右。

图表 54、降息对银行存款成本与息差影响测算（假设 2020 年第 3 季度定期存款基准利率下调 25bps）

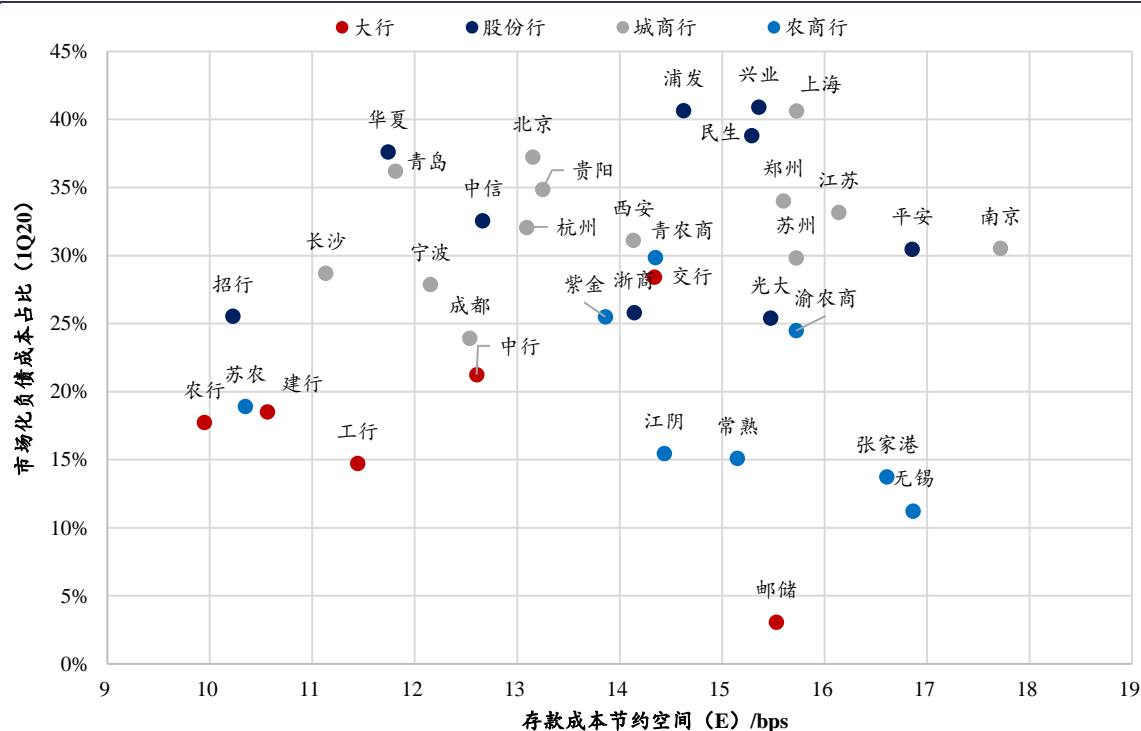
项目	存款期限结构 (2019/12/31)					存款成本下降幅度 (bps)			息差提升幅度 (bps)		
	活期	3 个月以内	3 个月-1 年	1-5 年	5 年以上	2020	2021	2023	2020	2021	2023
工商银行	54.2%	11.5%	20.6%	13.6%	0.1%	0.4	6.2	11.4	0.3	4.9	9.0
建设银行	57.8%	10.2%	13.4%	18.6%	0.1%	0.3	4.7	10.6	0.2	3.5	7.8
农业银行	60.2%	10.2%	13.9%	15.6%	0.1%	0.3	4.8	9.9	0.3	3.6	7.5
中国银行	49.6%	19.5%	16.1%	14.8%	0.0%	0.6	7.5	12.6	0.5	5.4	9.1
交通银行	42.6%	21.3%	16.8%	18.9%	0.4%	0.7	8.0	14.3	0.4	5.1	9.1
邮储银行	37.9%	21.5%	26.4%	14.2%	0.0%	0.7	9.6	15.5	0.6	8.9	14.3
招商银行	59.1%	16.2%	11.6%	13.0%	0.0%	0.5	5.9	10.2	0.4	4.0	6.9
兴业银行	38.6%	23.8%	14.3%	23.3%	0.0%	0.8	8.3	15.4	0.4	4.5	8.3
浦发银行	41.5%	28.7%	15.2%	14.6%	0.0%	0.9	9.6	14.6	0.5	5.2	7.9
中信银行	49.4%	20.3%	15.7%	14.6%	0.0%	0.7	7.6	12.7	0.4	4.7	7.8
民生银行	38.8%	31.6%	16.9%	12.6%	0.0%	1.0	10.6	15.3	0.6	5.9	8.6
光大银行	38.1%	24.9%	21.4%	15.6%	0.0%	0.8	9.7	15.5	0.5	6.3	10.1
平安银行	32.6%	25.0%	20.4%	21.7%	0.4%	0.8	9.5	16.9	0.5	6.2	10.9
华夏银行	53.0%	14.4%	20.7%	11.8%	0.0%	0.5	7.0	11.7	0.3	3.9	6.6
浙商银行	43.4%	9.4%	16.8%	30.3%	0.0%	0.3	5.1	14.1	0.2	3.4	9.4
北京银行	47.4%	19.5%	22.1%	10.9%	0.1%	0.6	8.4	13.2	0.4	4.8	7.6
上海银行	37.1%	18.8%	23.5%	20.7%	0.0%	0.6	8.5	15.7	0.3	4.6	8.6
江苏银行	35.4%	19.1%	21.1%	24.4%	0.0%	0.6	8.2	16.1	0.4	4.8	9.5
南京银行	29.1%	21.4%	23.3%	25.6%	0.6%	0.7	9.1	17.7	0.5	5.9	11.6
宁波银行	51.4%	14.1%	20.3%	14.2%	0.0%	0.5	6.8	12.2	0.3	4.1	7.3
杭州银行	47.6%	16.1%	15.4%	20.2%	0.6%	0.5	6.5	13.1	0.3	4.0	8.0
长沙银行	55.5%	5.5%	9.0%	29.6%	0.5%	0.2	2.8	11.1	0.1	1.9	7.3
贵阳银行	47.0%	5.7%	15.6%	27.6%	4.1%	0.2	3.9	13.2	0.1	2.4	8.1
成都银行	49.9%	7.8%	17.8%	24.5%	0.0%	0.3	4.8	12.5	0.2	3.4	8.8
郑州银行	37.6%	12.4%	16.0%	34.0%	0.0%	0.4	5.7	15.6	0.2	3.4	9.3
青岛银行	52.8%	13.6%	17.8%	15.7%	0.2%	0.4	6.3	11.8	0.3	3.7	6.9
苏州银行	37.1%	12.4%	15.7%	34.8%	0.0%	0.4	5.6	15.7	0.3	3.7	10.4
西安银行	43.5%	6.4%	11.2%	38.4%	0.6%	0.2	3.4	14.1	0.1	2.1	8.9
渝农商行	37.1%	12.4%	15.7%	34.8%	0.0%	0.4	5.6	15.7	0.3	3.7	10.4
青农商行	42.6%	15.0%	21.0%	21.4%	0.0%	0.5	7.1	14.3	0.3	4.6	9.4
紫金银行	44.6%	14.7%	21.3%	19.4%	0.0%	0.5	7.1	13.9	0.3	4.8	9.4
常熟银行	39.4%	20.1%	14.4%	26.1%	0.0%	0.7	7.3	15.1	0.5	5.6	11.5

无锡银行	32.5%	13.5%	19.0%	34.9%	0.0%	0.4	6.4	16.9	0.4	5.3	13.9
苏农银行	58.6%	7.9%	12.4%	21.0%	0.1%	0.3	4.0	10.3	0.2	3.1	8.1
江阴银行	42.3%	3.0%	17.3%	37.4%	0.0%	0.1	3.5	14.4	0.1	2.7	11.2
张家港行	33.6%	18.8%	17.7%	29.9%	0.0%	0.6	7.6	16.6	0.5	5.9	12.9

数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

综合考虑市场化负债成本与基准利率下调预期下存款成本潜在下降空间，存款基础更为薄弱的股份行与城商行将更为受益。主要源于负债更依赖于随行就市的市场化负债、高定期存款占比下弹性更大，在当前市场环境与管理环境下，负债端改善空间更大。

图表 55、流动性宽松、基准利率下调预期下，股份行、城商行负债端将更受益



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

## 五、重点关注公司

### 1、工商银行

作为综合化经营的代表性银行，公司经营效率行业领先，且近期经营结果处于不断改善的上升通道中。

公司近几年在负债端的成本优势逐渐形成，负债相对稳定且近两年结构定价不断优化提升，今年息差小幅下行但整体保持稳定。手续费收入截至3季度增速接近两位数，理财全口径收入中期已恢复正增长。随着进入后利率市场化和金融回归业务本源时代，中国银行业头部集中效应可能更加明显。作为拥有优秀管理层、战略领先、业务投入持续同时拥有核心禀赋的优秀大行，我们认为工商银行有望继续获得估值溢价。

工行一季度营收同比下降3.6%，主要受保费收入下降以及用于对冲账户类商品业务的衍生合约损失增加影响。净利润+3.0%，利润增长的主要驱动因素来自生息资产+10.4%、手续费净收入+2.5%。成本方面，营业成本同比-9.3%，主要是由于保费收入下降较多使得保险业务成本大幅减少；此外，业务管理费同比节约（-2.4%），成本收入比16.6%；减值计提方面，在19Q1大力度计提的高基数下，20Q1计提减值同比+2.1%；整体上，工行Q1营收和成本端受到保险业务小幅扰动，但总体业绩表现仍然稳健，资产质量保持平稳。**定价方面**，期初期末口径测算下，净息差环比下降3bps，幅度好于市场预期，NIM变动主要由资产端定价下行幅度大于负债端下行幅度。

**名义不良率持平于1.43%，拨备平稳，不良生成率小幅上升，资产质量稳健。**Q1不良率较19年末持平，拨备覆盖率保持平稳，单季度不良净生成率小幅上升至0.29%，TTM不良净生成率上升至0.72%。整体上，工行资产质量保持稳健。

**盈利预测：**我们预计公司2020、2021年EPS为0.90元、0.95元，预计2020年底每股净资产为7.58元。维持对公司的审慎增持评级。

### 2、建设银行

建行大对公业务在大型银行中具备专业领先性，近几年综合化经营成效显著。公司战略布局领先，执行迅速，管理效率在大行中处于领先地位。目前的估值水平具有良好的安全边际，作为大型银行的配置性价值较高。

建行Q1营收同比+11.9%，净利息收入+6.7%、手续费收入+5.5%均保持稳健增长，而其他业务收入同比高增172%，主要是建信人寿调整产品结构带动保费收入大幅增长。Q1归母净利润+5.1%，利润增长的主要驱动因素来自生息资产+11.7%、手续费净收入+5.5%，投资收益、公允价值变动、汇兑损益等表现较弱。成本方面，营业支出同比+21.6%，主要是由于保费收入大幅增加使得保险业务成本同步增加；此外，业务管理费同比节约（-1.0%），成本收入比17.8%，减值计提+12.7%。**定价方面**，净息差环比下降约4bps，幅度好于市场预期。整体上，建行Q1总体业绩表现稳健，资产质量保持平稳。



名义不良率持平于 1.42%，拨备覆盖率小幅增加，不良生成率保持低位，资产质量稳健。Q1 不良率较 19 年末持平，拨备覆盖率小幅增加 2.5pcts，单季度不良净生成率 0.17%，TTM 不良净生成率 0.65%，均保持较低水平。整体上，建行资产质量保持稳健。

盈利预测：我们预计公司 2020、2021 年 EPS 为 1.10 元和 1.16 元，预计 2020 年底每股净资产为 9.26 元。维持对公司的审慎增持评级。

### 3、招商银行

招商银行作为国内的老牌零售银行，近年来零售优势不断兑现。在利率市场化深入、流动性波动加剧以及银行进入低增速时代的背景下，行业监管加速了市场对于银行本源/传统业务的重新认识。业务结构平衡，经营效率较高的招行依靠稳定的业务获得了稳定的估值溢价。公司轻型银行战略转型继续推进，科技金融投入不断提升正为中长期的估值稳定提供坚实基础。

经营效率上，公司 ROA 长期保持行业前 3，非息收入占比持续领先于行业，优秀的负债成本控制使得 NIM 绝对值和稳定性均优于同业。零售业务利润贡献超过 50%，高端财富管理无论从总量或人均规模上均在业内遥遥领先。

招商银行 2020Q1 非息收入超预期增长 20% 以上，助力营收及利润均实现双位数增长，拨备继续增厚，再次向市场展示了稳健的经营能力。NIM 由于高基数原因同比-16bps，但较之去年 Q4 环比+16bps，公司在宏观经济波动背景下继续提升信用成本水平，单季度年化信用成本提升至 1.77%。回顾一季度经营，公司存贷款等核心资产增速明显提升，指向近期资产负债配置联动前瞻性较强；财富管理带动非息收入积极增长；资产质量稳健、拨备进一步增厚，年内风险抵御能力提升优于可比同业。

成本端，“逆周期”计提持续，拨备水平高位增长。公司 2019 年信用成本高位小幅回落，但今年 Q1 再次进行了额外计提，拨贷比超过 5%，为后续应对经济波动和疫情影响留足平滑空间。此外，通过税项确认调整，公司 1 季度有效税率降至 20% 以内，亦好于去年同期。

不良率下行，生成率回落，但关注及逾期行业性波动，拨备继续增厚。公司 1Q20 不良率环比下降 5bps 至 1.11%，母公司不良贷款生成水平较去年同期减少 23%，我们测算的 TTM 不良生成率降至 0.44%，仍处于较低水平。分行业看对公贷款资产质量改善，不良/关注/逾期率下降 14-33bps，零售类贷款的关注意/逾期率分别提升 33/60bps 至 1.51% 和 1.80%，主要问题资产来自信用卡。2 季度预计资产质量仍将处于波动状态，主要由于疫情对经济的二次冲击逐渐反映，同时信用卡资产质量将继续向下迁徙。进而公司信用成本单季信用成本提升至 7 个季度以来最高水平，拨备覆盖率升至 451%，拨贷比超过 5%。我们维持前期观点，公司资产质量经过 2015-2018 年的夯实，拨备水平相比其他股份制银行而言有较大的安全垫。

盈利预测：我们预计 2020、2021 年 EPS 分别为 4.00、4.50 元，预计 2020 年

底每股净资产为 25.82 元。维持对公司的审慎增持评级。

#### 4、平安银行

“科技引领、零售突破、对公做精”，平安银行经营拐点逐步确立，经过近 3 年不良处置和转型后，利润持续保持快速增长，可转债顺利转股补充资本，为后续改革和业务发力奠定了坚实的资本基础。公司零售转型成果继续兑现，基础零售及私行客户数及 AUM 均实现快速增长，综拓贡献进一步提升。去年起大力推进对公业务转型，以“行业银行、交易银行、综合金融”为 3 大业务支柱，战略转型逐渐拉开。

业绩方面，平安银行 1 季度营收/利润/息差/不良等核心指标均好于市场预期，利润增速 14.8%，营收维持 2 位数增长，同时拨备安全垫亦进一步增厚。从业绩拆分来看，营收高增长的驱动因素主要来自于日均生息资产同比+14.9% (2019A+7.8%)、息差同比+7bps(2019A+27bps)、投资收益/公允价值变动同比+60%，成本收入比下降 1.7 个百分点至 27.9%。一季度受宏观经济影响，手续费净收入增长放缓，同比增速回落至+1.3%。总体来看，公司去年 Q4 在资产摆布上的提前布局及今年 Q1 的积极投放，明显提升了规模驱动能力，进而在较高的营收实现下，仍有余力同时兼顾利润实现和拨备进一步夯实。一季度息差 2.60 同比走阔 7bps 环比微幅收窄 2bps，其中负债端基本持平 Q4，资产端仅小幅下行 3bps。

名义不良率持平于 1.65%，对公大幅改善、零售波动，多口径逾期/不良继续下降，拨备覆盖率提升至 200%。从主要指标来看，公司资产质量总体在一季度继续呈现改善趋势，零售局部有所波动。不良率持平于年初 1.65%，对公不良率从 2.29%下行至 1.81%，不良余额净压缩 26 亿；逾期 90 天/不良贷款、逾期 60 天/不良贷款偏离度较年初-4pct 至 78%、92%。零售类的卡、汽融不良率较年初+66/33bps 至 2.32%和 1.07%，主要受疫情影响导致，未来 1-2 个季度预计仍有继续波动的可能性，需继续观察。在不良认定标准继续趋严的同时，公司同时加大减值计提力度，拨贷比/拨备覆盖率提升至 3.31% (+0.3pct) 和 200% (+17pct)，风险抵补能力增强。我们维持前期观点，公司做实资产质量轻装上阵，有利于公司下一阶段的改革发展，后续信用成本主要观察不良波动能否得以有效控制以及公司拨备水平是否会进一步向行业中枢靠拢。

盈利预测：我们预计公司 2020、2021 年 EPS 为 1.67 元和 1.92 元，预计 2020 年底每股净资产为 15.52 元。维持对公司的审慎增持评级。

#### 5、常熟银行

常熟银行 19 年营收、利润均保持较高增长，边际上营收、利润增速均有所放缓。营收增速边际放缓主要受手续费及其他非息收入影响，而 4 季度利润增速放缓主要受管理费用提升影响，单季度成本收入比 43.9% 高于往年同期，预计是新开异地分支机构所致；全年减值计提同比节约，全年同比-1.1%，4 季度-7.5%。盈利能力方面，受可转债转股影响，19 年 ROE 较 18 年下降 1.1 个百分点至 11.52%，但 ROA 达 1.08%，较 18A 提升 0.07pct。从区域贡献来看，常熟区域营收占比持续下降，常熟以外区域占比持续提升，公司跨区域经营成果逐步体现。

一季度营收、利润保持双位数增长，跨区域经营布局加快，成本收入比有所上升，减值节约反哺利润。从一季度来看，营收增速回升至两位数 10.4%，其中净利息收入增长 10.0%，主要是生息资产规模增长 13.9%，测算净息差有所下行。成本方面，公司区域化经营加速，分支机构开设带来成本收入比（40.2%）有较大幅度上升，后续随着新开网点逐步产出有望实现下降；PPOP 同比+7.7%，减值计提力度基本持平于去年同期，拨备小幅消耗但仍维持高位，受益于减值的节约，一季度利润+14.05%。

**定价方面，19 年净息差 3.41%，同比上升 2bps。**常熟银行 NIM 高达 3.41%，同比上升 2bps。息差走阔一方面由同业负债及存单等成本节约贡献，付息率同比下降 8bps；另一方面，可转债顺利转股也为公司带来了增量的可贷资金，主要投向高定价的零售贷款尤其是个人经营性贷款。一季度以期初期末口径测算，NIM 同比、环比下降幅度超过 10bps，预计受对公新增贷款定价下行影响，后续随着个人经营贷款的投放力度回升，NIM 有望保持平稳。

**不良率小幅回升，拨备小幅释放。**19 年末不良率持平于 0.96%，从结构来看，19 年末对公不良率小幅下降 4bps，个人经营性贷款不良率上升 0.23 个百分点至 0.95%，个人消费贷不良率下降 0.61pcts 至 0.64%，按揭贷款下降 0.11pcts 至 0.27%，整体上个人贷款不良率持平于年初。**Q1 不良率 0.98%**，环比小幅回升 2bps，继续保持在 1%以内的较低水平，拨备覆盖率较 19 年末下降 18.5pcts 至 462.83%，拨备小幅释放。Q1 公司拨备计提力度有所保留，拨备小幅释放，不良率微升 2bps，预计一季度村镇银行不良暴露压力有所上升，后续随着复工复产的推进，不良有望保持相对平稳。

公司作为江苏地区小微贷款领域龙头，关键指标优于同行，一季度受极端情况影响小微贷款投放有所放缓，不良小幅上升，后续随着复工复产的稳步推进，期待小微贷款投放逐步恢复，看好其异地分支机构、村镇银行的长期成长性与 ROE 的提升空间。

盈利预测：我们预计 2020-21 年 EPS 分别为 0.75 元、0.85 元，预计 2020 年底每股净资产为 6.84 元。维持对公司的审慎增持评级。

## 6、上市公司估值比较

图表 56、盈利预测与估值\*（2020-2021）

	PE		PB		EPS		BVPS		评级
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	
工商银行	5.62	5.38	0.68	0.62	0.91	0.95	7.57	8.23	审慎增持
建设银行	5.68	5.44	0.70	0.64	1.12	1.17	9.15	9.97	审慎增持
中国银行	5.40	5.21	0.57	0.52	0.64	0.66	6.02	6.58	审慎增持
农业银行	5.40	5.15	0.63	0.58	0.63	0.66	5.40	5.88	审慎增持
交通银行	4.76	4.56	0.50	0.47	1.07	1.12	10.22	10.94	-
邮储银行	6.55	5.84	0.80	0.72	0.78	0.87	6.38	7.05	审慎增持
招商银行	8.18	7.20	1.29	1.14	4.14	4.70	26.18	29.66	审慎增持
中信银行	4.78	4.47	0.50	0.45	1.05	1.12	10.07	11.08	审慎增持

浦发银行	5.04	4.74	0.57	0.52	2.10	2.23	18.55	20.42	审慎增持
民生银行	4.43	4.21	0.51	0.46	1.29	1.35	11.16	12.25	审慎增持
兴业银行	4.74	4.30	0.62	0.55	3.40	3.75	26.12	29.04	审慎增持
华夏银行	4.35	4.21	0.43	0.40	1.47	1.51	14.69	15.93	审慎增持
光大银行	4.88	4.37	0.58	0.52	0.78	0.87	6.61	7.28	审慎增持
平安银行	7.89	6.88	0.83	0.75	1.65	1.89	15.65	17.31	审慎增持
浙商银行	5.70	5.06	0.68	0.62	0.68	0.76	5.67	6.23	审慎增持
北京银行	4.52	4.21	0.49	0.44	1.08	1.16	10.00	11.04	审慎增持
南京银行	5.65	4.96	0.87	0.78	1.40	1.59	9.04	10.14	审慎增持
宁波银行	9.58	8.06	1.51	1.31	2.67	3.18	16.97	19.61	审慎增持
江苏银行	4.31	3.90	0.53	0.49	1.37	1.52	11.24	11.96	审慎增持
上海银行	5.11	4.60	0.66	0.59	1.58	1.76	12.25	13.62	审慎增持
杭州银行	7.08	5.96	0.89	0.80	1.29	1.53	10.21	11.42	审慎增持
贵阳银行	4.12	3.68	0.67	0.58	1.88	2.10	11.47	13.27	审慎增持
成都银行	4.47	3.88	0.71	0.62	1.78	2.05	11.17	12.76	审慎增持
郑州银行	6.39	5.90	0.67	0.61	0.60	0.65	5.69	6.23	-
长沙银行	4.63	4.08	0.67	0.59	1.68	1.91	11.52	13.10	-
青岛银行	8.53	7.16	0.94	0.87	0.58	0.69	5.25	5.67	-
西安银行	7.65	6.86	0.89	0.82	0.66	0.73	5.61	6.12	-
苏州银行	10.41	9.32	0.92	0.86	0.80	0.90	9.06	9.74	-
江阴银行	7.51	6.49	0.72	0.67	0.54	0.62	5.60	6.02	-
无锡银行	6.76	6.00	0.77	0.71	0.74	0.84	6.54	7.10	-
常熟银行	8.84	7.62	1.09	0.98	0.82	0.96	6.70	7.44	审慎增持
苏农银行	7.76	6.99	0.64	0.59	0.56	0.62	6.77	7.29	-
张家港行	8.80	7.82	0.85	0.78	0.60	0.67	6.16	6.70	-
紫金银行	8.99	7.89	0.94	0.85	0.43	0.49	4.12	4.56	-
青农商行	7.23	6.17	0.87	0.77	0.59	0.69	4.88	5.54	-
渝农商行	5.01	4.56	0.58	0.53	0.97	1.06	8.31	9.18	-

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理，Wind 一致预期

\*上述数据以 2020-5-29 收盘价计算

## 六、风险提示

**风险提示：金融监管超预期推进、息差超预期收窄、资产质量超预期下行**



## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn