

持续降息下商业银行的经营何去何从？

低利率下美日商业银行的经营分析

主要观点

首先，本轮低利率的金融环境是次贷危机下各个国家实施逆周期货币和财政等政策的结果，日本也是应对90年代经济泡沫的破裂下最早实行“零利率”；因此商业银行首先面临的是信用成本显著提升的挑战，在冲击过后整体经济的修复过程中，商业银行再次面临的是低利率的经营环境，同时也伴随经济底部复苏、融资需求不强、企业和居民部门风险偏好下降、资产荒等经营环境。

通过对国外商业银行在低利率市场环境下的经营情况的分析和研究可以对我国商业银行在未来可能面临的低利率环境下的经营影响以及应对提供一定的参考。

► 2008年次贷危机后海外主要发达国家进入低利率环境

从次贷危机开始，海外主要国家均进入低利率的市场环境，时间上基本上持续了10年左右的时间。之后部分经济体的经济开始复苏，但整体恢复动能不强并且今年以来受新冠疫情的影响，主要国家的基准利率又再次开启下行趋势，目前全球主要发达国家的基准或者政策利率等均低于1%的水平。我国从2014年开始本轮比较频繁的降息周期，2019年下半年LPR持续下行，目前已经降至3.85%的历史低位；同时OMO、MLF等政策利率也持续调降。未来如果经济延续下行压力或者持续不景气，基准利率和政策利率等还将持续下调，我国未来也将可能处于较低的市场利率环境中。

► 低利率环境下美国商业银行的经营情况

美国从2008年12月开始连续7年的时间将联邦基金目标利率都保持在0.25%的低水平。期间商业银行的整体情况：

1) 资产负债规模增速保持在低位，结构有较为明显的变化：贷款占比下降，投资类资产占比提升；负债端存款占比持续提升，但定期存款占比下降；2) 低利率的环境并没有对商业银行的盈利能力产生明显冲击，基本保持平稳，主要是连续降息的冲击后净利息收入同比增速触底回升，另一方面信用成本持续下降下利润增速保持平稳；3) 息差方面，商业银行的净息差在次贷危机发生的2007、2008年美联储的集中大幅降息下先上行再整体下行，但在低利率的市场环境下下行幅度也比较有限，目前已经恢复至金融危机之前的水平；4) 分类型银行来看：大型银行业务均衡，表现相对更加稳健。

► 日本商业银行在低利率环境下的经营情况

日本经济低迷伴随低利率的环境持续了20年有余，商业银行先后面临信用成本跃升、低利率环境下资金严重剩余使用价值

评级及分析师信息

行业评级：中性

行业走势图



分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

显著下降的经营压力。具体商业银行的主要经营情况：1) 贷款拖累资产规模先后缩表、低速增长，资金相对剩余下资产配置效率非常低；2) 长时间的低利率环境下息差严重受损，从2012年就降至1%以下，下降近一半；3) 从盈利能力来看，拉长周期来看整体有下行，次贷危机之前整体下降，盈利能力的下降主要是持续的低利率环境以及经济持续低迷量价齐跌至净利息收入持续负增长；次贷危机之后盈利能力基本平稳，但2016年开启负利率之后又有所下降。

▶ 他山之石：低利率环境下，资产扩张放缓、有息业务受损，需优化资产配置和收入结构

1) 低利率市场环境的产生离不开整体经济的衰退或者不景气阶段，表现出企业再投资需求下降或者观望、居民风险偏好下降等下商业银行信贷增速放缓，拖累整体表内资产扩张缓慢；2) 经济不景气阶段伴随的低利率环境下虽然银行支付的利息微乎其微，但居民的风险偏好下降以及消费意愿后移等影响下资金回流银行体系，银行的存款相对非常充足；3) 低利率环境主要对商业银行的息差形成负面影响，但低利率对商业银行的盈利能力冲击相对有限，金融危机和经济泡沫破裂对商业银行利润的侵袭和盈利能力的冲击更加严重；同时日本长期的低利率环境对盈利能力的负面影响还是较为明显的；4) 有息业务冲击下商业银行的主要应对措施是：优化资产结构，增加高收益类投资资产配置；拓展非息业务增加中收；提升综合金融服务能力等措施。

▶ 投资建议

二级市场表现上，次贷危机后2011到2016年美国标普500金融指数均获得绝对和相对收益，主要是美国次贷危机后商业银行经历信用成本的大幅提升对利润的侵蚀之后利润增速基本保持平稳，但2018年经济下行呈现压力下板块表现相对较弱。

国内来看，目前受疫情对后续经济影响的预期悲观下国内银行板块的估值仍在低位，年初以来也明显跑输市场。后续虽然基准利率仍会下行，但如果存款利率跟随市场利率下行则银行利差相对会保持一定程度的稳定，息差压力也相对会减小一些对盈利的拖累也有限，另一方面在一系列逆周期货币政策的刺激下经济也将逐步企稳，信用成本上升的悲观预期也会消散，板块估值有望得到明显修复。目前板块的股息率也相对较高，我们重点推荐招商、兴业、邮储、宁波。另外高股息率的农行和交行也受益。

风险提示

- 1、经济下行压力加大，信用风险显著提升，商业银行的信用成本显著上升侵蚀利润；
- 2、银行利率显著收窄拖累业绩表现；
- 3、公司经营层面出现重大风险等。

盈利预测与估值

重点公司											
股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/B			
代码	名称	(元)	评级	2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
600036	招商银行	32.86	买入	20.07	22.89	25.71	28.93	1.64	1.44	1.28	1.14
601658	邮储银行	5.26	买入	5.26	5.75	6.28	6.89	1.00	0.91	0.84	0.76
601166	兴业银行	16.06	买入	21.18	23.53	26.1	28.94	0.76	0.68	0.62	0.55
002142	宁波银行	23.22	买入	12.41	15.5	16.99	21.58	1.87	1.50	1.37	1.08

注：兴业和宁波银行2019年为预测数据

资料来源：WIND资讯、华西证券研究所

正文目录

1. 2008 年次贷危机后海外主要发达国家进入低利率环境.....	6
1.1. 海外主要发达国家的基准或政策利率均处在低位	6
1.2. 我国的贷款基准利率和政策利率等持续调降	8
2. 低利率环境下美国商业银行的经营情况	10
2.1. 资产负债规模增速保持在低位，结构有较为明显的变化.....	10
2.2. 息差略有受损，盈利能力基本平稳	14
2.3. 分类型银行来看：大型银行业务均衡，表现相对更加稳健.....	16
3. 日本商业银行在低利率环境下的经营情况	19
3.1. 贷款拖累资产规模先后缩表、低速增长，资产配置效率低.....	19
3.2. 息差严重受损降至 1%以下，盈利能力整体有下行	22
3.3. 分类型银行的情况：城市银行相对更加平稳	24
4. 我国商业银行经营情况：2014 年开始盈利能力持续下行，后续息差压力加大.....	25
4.1. 他山之石：低利率环境下，资产扩张放缓、有息业务受损，需优化资产配置和收入结构.....	26
4.2. 降息周期开始后我国商业银行的经营情况	28
5. 投资建议与风险提示	30

图表目录

图 1 美国的低利率环境从 2008 年开始.....	7
图 2 美国联邦基金利率目前已经降至 0.05%.....	7
图 3 欧元区的低利率环境从 2009 年开始.....	7
图 4 欧元区的利率走廊下限目前已经降至-0.5%.....	7
图 5 英国的低利率环境从 2009 年开始.....	8
图 6 日本的低利率环境早在 20 世纪 90 年代就开启	8
图 7 2014 年以来 GDP 增速持续下行.....	9
图 8 2014 年以来企业盈利指标持续回落.....	9
图 9 2014 年央行开始下调贷款基准利率.....	9
图 10 LPR 利率目前降至 3.85%的历史低位.....	9
图 11 MLF 利率降至 2016 年以来的新低.....	10
图 12 7 天逆回购利率持续调降	10
图 13 次贷危机后资产增速平均保持在 4-6%低速水平	11
图 14 次贷危机后负债增速平均保持在 4-6%的水平	11
图 15 美国商业银行权益倍数基本稳定在 9 倍左右	11
图 16 美国经济在 2016 年开始向上修复.....	11
图 17 资产中贷款占比下降，投资资产占比提升.....	12
图 18 美国商业银行贷款增速一直保持在低位.....	12
图 19 贷款占比持续回落但伴随 2016 年经济的复苏有提升	12
图 20 房地产类贷款占比次贷危机之后持续恢复上行.....	12
图 21 工商企业类贷款占比提升，个人贷款占比基本稳定	12
图 22 美国商业银行的证券投资类资产占比持续提升	12
图 23 美国商业银行的存款增速高于贷款增速.....	13
图 24 美国商业银行的贷存比明显回落.....	13
图 25 美国商业银行的存款的负债占比持续提升	13
图 26 美国商业银行的存款中储蓄存款占比明显提升	13
图 27 美国商业银行再低利率下定期存款占比持续下降	14

图 28	美国商业银行中个人和企业类存款占比延续提升	14
图 29	金融危机重创商业银行的利润表 (十亿, 美元)	15
图 30	低利率环境下美国商业银行的 ROA 略有下降	15
图 31	低利率环境下美国商业银行的 ROE 略有下降	15
图 32	美国商业银行的净息差略有下降	15
图 33	商业银行的利息收入增速与利息费用增速收窄	15
图 34	低利率环境下美国商业银行的存贷利差收窄	15
图 35	低利率环境下资产收益率降幅不是非常的明显	16
图 36	美国商业银行的非息收入占比持续下降	16
图 37	美国商业银行的手续费收入增速相对平稳	16
图 38	次贷危机后非息收入中手续费收入占比相对平稳	16
图 39	资产规模低于 100 亿的银行的生息资产收益率处于较高的水平	17
图 40	资产规模超过 100 亿的银行的生息资产付息成本降幅相对较小	17
图 41	资产规模低于 100 亿的银行的息差高于同业	18
图 42	资产规模超过 10 亿的银行的 ROA 高于同业	18
图 43	资产规模超过 10 亿的银行的 ROE 高于同业	18
图 44	资产规模超过 100 亿的银行的非息业务有优势	18
图 45	资产规模超过 10 亿的银行成本费用率更低	18
图 46	资产规模超过 10 亿的银行的杠杆率相对更高	18
图 47	90 年代开始日本经济持续低迷	20
图 48	90 年代后期日本商业银行的资产缩表、低速增长	20
图 49	资产中贷款占比明显回落, 存放同业资产占比明显提升	20
图 50	日本商业银行的权益倍数整体持续下降	20
图 51	贷款增速从 94 年以来连续 9 年负增长	20
图 52	证券投资资产偏向政府债和公司债	20
图 53	日本商业银行的存款的负债占比持续提升	21
图 54	日本商业银行的存款增速基本持续高于贷款增速	21
图 55	日本商业银行的贷存比已经降至 65%	21
图 56	存款结构中一般存款的占比显著提升	21
图 57	目前低于 300 万日元的定期存款利率仅为 0.01%	22
图 58	90 年代经济泡沫破裂后商业银行的净利润从 2004 年开始转正	23
图 59	日本商业银行的净息差明显下降	23
图 60	日本商业银行的存贷利差降幅小于息差降幅	23
图 61	日本商业银行的 ROE 整体略有下行	23
图 62	日本商业银行的非息收入占比持续提升	23
图 63	低利率环境下净利息收入延续负增长	23
图 64	日本商业银行的贷款利息收入占比略有下降但基本平稳	24
图 65	日本商业银行的定期存款利率基本降至 0%	24
图 66	日本城市银行的 ROE 高于行业整体水平	24
图 67	日本城市银行的 ROA 高于行业整体水平	24
图 68	日本商业银行的净息差均有明显的降幅	25
图 69	城市银行的非息收入占比明显高于区域性银行	25
图 70	城市银行的权益倍数高于整体行业水平	25
图 71	拉长周期看金融危机对美国银行行业盈利能力的冲击更大, 低利率下相对大型银行相对更加稳健	27
图 72	经济衰退和金融危机为日本城市银行冲击更大一些, 但低利率环境下城市银行经营更加稳健	27
图 73	次贷危机后日本商业银行的非息收入占比超过美国	27
图 74	美国商业银行的贷款利率收入占比远高于日本	27
图 75	我国商业银行利润增速保持在低位	28
图 76	我国商业银行的 ROA 持续下降	28
图 77	我国商业银行的 ROE 也持续下行	29
图 78	2017 年开始我国银行行业总资产明显下行	29
图 79	2018 年开始我国银行行业的不良贷款加快暴露	29

图 80 商业银行净息差压力显现	29
图 81 LPR 利率目前已经降至 3.85% 的历史低位	29
图 82 我国商业银行的存贷利差持续收窄	29
图 83 标普金融指数 2011 年之后获得绝对收益	30
图 84 美国大型银行的 ROE 基本高于行业整体水平	31
图 85 2012 年开始美国金融板块基本均获得绝对和相对收益	31
图 86 富国银行、摩根大通等跑赢行业指数	31
图 87 我国银行板块估值处于历史低位	31
表 1: 主要国家的利率情况汇总	8

1. 2008 年次贷危机后海外主要发达国家进入低利率环境

2008 年次贷危机之后，全球主要发达国家为应对金融危机的冲击陆续采取降息、量化宽松等货币、财政等政策手段。目前全球主要发达国家的基准或者政策利率等均低于 1% 的水平，进入低利率的金融市场环境。

我国从 2014 年开始此轮比较频繁的降息周期，2019 年下半年调换贷款基准利率为 LPR 之后持续引导贷款利率下行，目前已经降至 3.85% 的历史低位水平；同时 OMO、MLF 等政策利率也持续调降，金融市场利率持续创新低。通过对国外商业银行在低利率市场环境下的经营情况的分析和研究可以对我国商业银行未来可能面临的低利率环境下的经营影响和应对上提供一定的参考。

1.1. 海外主要发达国家的基准或政策利率均处在低位

日本最早在应对 90 年代经济泡沫的破裂时开始实行“零利率”，之后经济低迷伴随低利率的环境持续了 20 年有余。

次贷危机开始，海外主要国家均进入低利率的市场环境，时间上基本上持续了 10 年左右的时间。之后部分经济体的经济开始复苏，但整体恢复动能不强并且今年以来受新冠疫情的影响，主要国家的基准利率又再次开启下行趋势。

具体来看：

美国

美国从 2007 年 9 月开始下调联邦基金利率（调整之前的利率水平为 5.25%），2007 年共下调 3 次，2008 年共下调 7 次，共计 10 次下调联邦基金目标利率，最后一次即 2008 年 12 月 16 日下调后联邦基金目标利率降为 0.25%。在一系列量化宽松的货币以及财政政策的落地后经济企稳并开始复苏，2015 年 12 月开始加息周期，至 2018 年 12 月联邦基金目标利率升至 2.5%，但 2019 年经济呈现下行压力以及今年新冠疫情的影响下美联储开始持续调降目标利率，目前利率降至 0.25%，又降至 2015 年 12 月加息之前的水平。

欧盟

欧盟从 2008 年 10 月开始下调基准利率（主要再融资利率），基准利率从 2008 年 7 月的 4.25% 下调到 2009 年 5 月的 1%，低利率持续了 2 年左右后，2011 年 4 月开始两次加息但随即又进入降息周期，基准利率从 2011 年 7 月的 1.5% 持续调降至 2014 年 9 月的 0.05%，保持了大约 1 年半的时间，2016 年 3 月又调降至零利率的水平，延续至今。但欧盟区的利率走廊的下限存款便利利率在 2014 年 6 月就被降至了 -0.1%，到 2019 年 9 月已经降至 -0.5% 的水平。

英国

英国从 2007 年 12 月开始持续下调基准利率（银行间拆借利率等，调整之前的利率水平为 5.75%），到 2009 年 3 月 5 日降至 0.5%，0.5% 的基准利率水平延续了 7 年多，2016 年 8 月 4 日又下调 25BP 至 0.25%。从 2017 年 11 月 2 日开始加息，但也只回升至 0.75% 的水平。今年 3 月开始受疫情等因素的影响开始持续降息，目前已降至 0.1% 的水平。

日本

日本的低利率市场环境开始的最早，从 20 世纪 90 年代就开启。为应对 90 年代经济泡沫破裂的冲击早在 1999 年 9 月就把政策目标利率（超额存款准备金利率）降

为 0%，2000 年 8 月有调升但在 2001 年又再次降为 0%并持续了 5 年多，2006 年经济开始复苏后开始升息但也只升到 2007 年 2 月 0.5%的较低水平。应对金融危机冲击于 2008 年 10 月开始降息，从之前的 0.5%降至 0.3%，后面 12 月又降至 0.1%的水平，0.1%的利率水平持续了近 8 年多的时间。2016 年 2 月，日央行又调降至负利率即-0.1%，直至目前 4 年多的时间内日本的政策目标利率都维持在-0.1%的水平。整体上，经济低迷伴随低利率的环境持续了 20 年有余。

图 1 美国的低利率环境从 2008 年开始



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 2 美国联邦基金利率目前已经降至 0.05%



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 3 欧元区的低利率环境从 2009 年开始



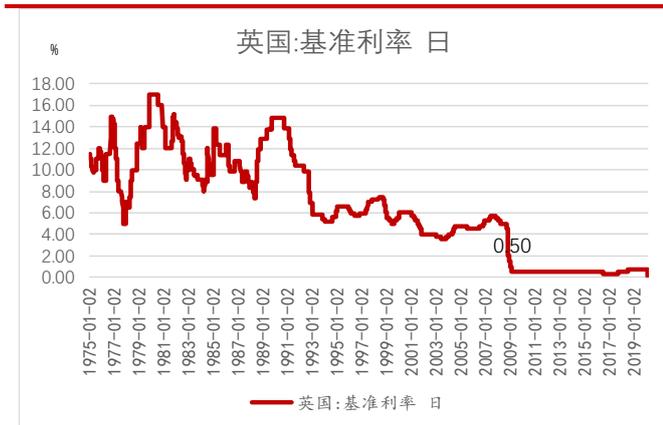
资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 4 欧元区的利率走廊下限目前已经降至-0.5%



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 5 英国的低利率环境从 2009 年开始



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 6 日本的低利率环境早在 20 世纪 90 年代就开启



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

表 1：主要国家的利率情况汇总

国家	基准利率	首次下调时间	低利率持续时间	目前利率水平
美国	联邦基金目标利率	2007 年 9 月	2008.10 (1.5%) - 2017.12 (1.25%)	0.25%
欧盟	主要再融资利率	2008 年 10 月	2009.04 (1.25%) 至今	0%
英国	基准利率	2007 年 12 月	2009.02 (1%) - 至今	0.1%
日本	政策目标利率	1999 年 9 月 (首次执行零利率)	1999.9 (0%) - 至今	-0.1%

资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

1.2. 我国的贷款基准利率和政策利率等持续调降

2014 年开始我国整体经济下行压力加大，GDP 增速持续下滑，从之前的 7% 以上降至 2015 年末的 7%，之后 2016 年又降至 7% 以下。进入 2019 年受国内经济转型以及海外贸易战等因素的影响整体经济下行压力进一步加大，年末 GDP 增速落至 6.1% 的水平。开年以来，受疫情的影响社会生产经营、消费等活动暂时停滞，经济增长受到冲击，一季度 GDP 增速回落至 -6.8%。

为此 2014 年以来一系列逆周期的货币政策和财政等政策陆续出台，持续降低社会融资成本以及促进银行的信贷投放支持，加强金融服务实体的能力。

具体利率政策方面来看：

央行在 2014 年 11 月首次下调贷款基准利率，2015 年又调降了 5 次降至 4.35% 的水平。2019 年下半年我国利率市场化改革深化，两轨并一轨，贷款基准利率变更为 LPR 利率。LPR 利率从 2019 年 8 月 20 日下调 6BP 至 4.2%，之后 11 月 20 日调降 5BP，2 月 20 日调降 10BP，4 月 20 日又调降 20BP 至 3.85% 的历史低位。

政策利率方面，2019年11月5日和18日分别下调MLF和7天逆回购利率5BP，2020年2月3日、3月30日又分别下调7天逆回购利率10BP、20BP，截至3月末7天逆回购利率为2.2%，降至2003年以来的新低；2020年2月17日、4月15日分别下调MLF利率10BP、20BP至2.95%，降至16年以来的新低。

同时，作为之前我国利率走廊的下限，3月31日央行大幅下调存款准备金率，从0.72%下调至0.35%，这也是我国2008年之后时隔12年再次下调存款准备金率。

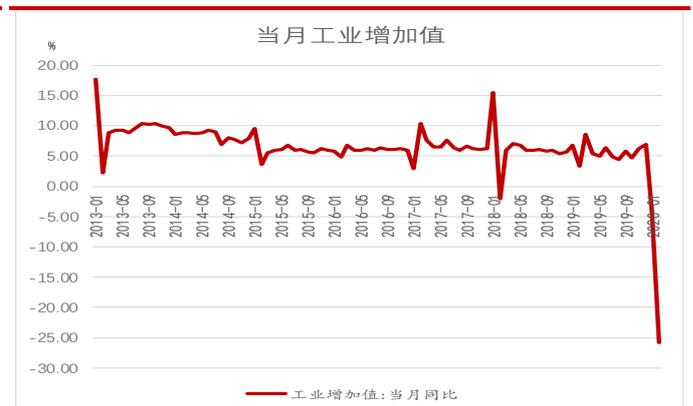
未来如果经济延续下行压力或者持续不景气，基准利率和政策利率等还将持续下调，金融市场利率等也将降至更低水平，我国未来也将可能处于较低的市场利率环境中。

图7 2014年以来GDP增速持续下行



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图8 2014年以来企业盈利指标持续回落



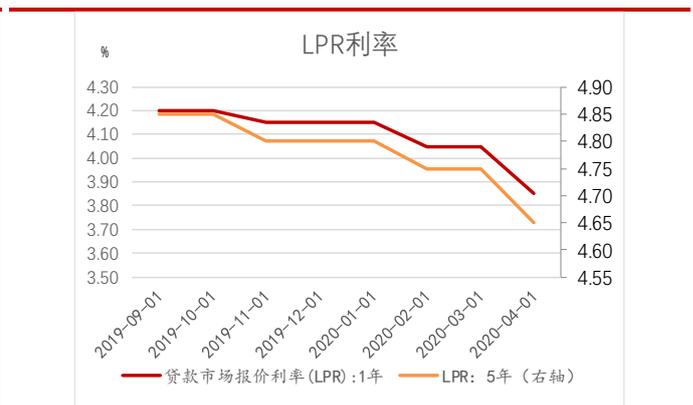
资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图9 2014年央行开始下调贷款基准利率



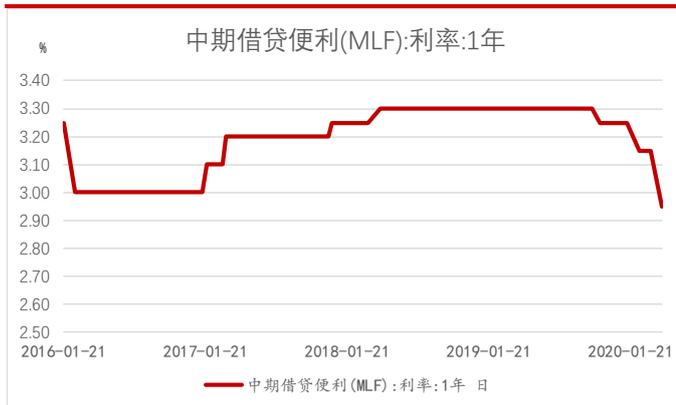
资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图10 LPR利率目前降至3.85%的历史低位



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 11 MLF 利率降至 2016 年以来的新低



资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

图 12 7 天逆回购利率持续调降



资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

2. 低利率环境下美国商业银行的经营情况

首先, 此轮海外主要发达国家的低利率环境是金融危机下各个国家实施逆周期货币政策的结果, 所以商业银行首先面临的是信用成本的显著提升的挑战, 在冲击过后整体经济的修复过程中, 商业银行再次面临的是低利率的经营环境, 同时也伴随经济底部复苏、融资需求不强、企业和居民部门风险偏好下降、资产荒等经营环境。

2.1. 资产负债规模增速保持在低位, 结构有较为明显的变化

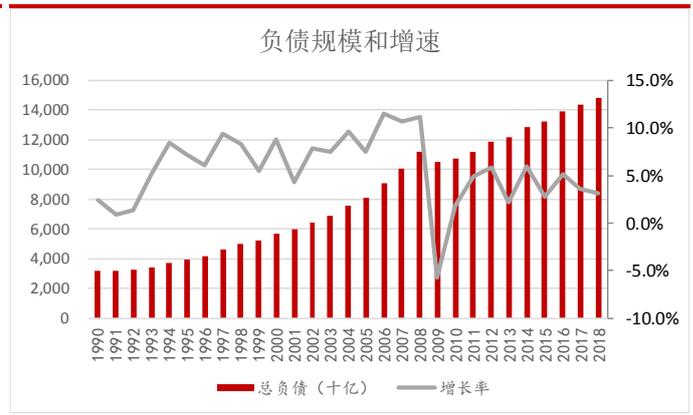
2009 年之后, 整体商业银行 (FDIC 口径, 下同) 的总资产和总负债的增速均底部回升, 2011 年开始基本均稳定在 4-6% 的增速区间, 较次贷危机之前 8-10% 平均增速的增速低 4 个百分点左右的水平。从权益倍数来看, 整体经营杠杆率在次贷危机之后下降至 9 倍以下, 后续 10 年持续保持在这一水平, 2017 年开始还略有下降。

图 13 次贷危机后资产增速平均保持在 4-6% 低速水平



资料来源: FDIC, 华西证券研究所

图 14 次贷危机后负债增速平均保持在 4-6% 的水平



资料来源: FDIC, 华西证券研究所

图 15 美国商业银行权益倍数基本稳定在 9 倍左右



资料来源: FDIC, 华西证券研究所

图 16 美国经济在 2016 年开始向上修复



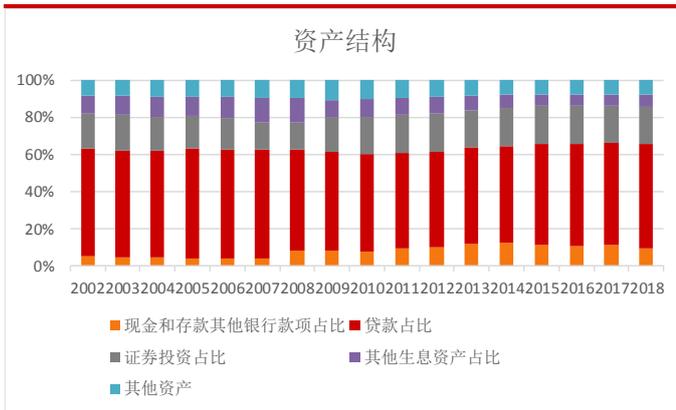
资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

具体资产端来看: 贷款占比下降, 投资类资产占比提升

贷款资产在次贷危机带来严重的贷款减值损失之后的 2010 年、2011 年整体还在修复消化, 增速均为 1.3%, 2012 年开始回升, 2014 年开始增速超过 5%, 后续略有回落但整体保持在 4% 以上的增速水平, 较金融危机之前的平均 8% 左右的增速下降近一半, 主要是美国商业银行的贷款中超过 50% 是房地产类贷款, 受次贷危机的冲击该类贷款增速从之前的超过 10% 的水平转为负增长; 贷款在总资产占比来看, 危机之后明显下降, 由之前的超过 60% 下降至 2011 年 54% 以下, 2015 年开始回升至 55% 以上, 后面伴随 2016 年经济的向上复苏占比进一步提升至 56% 以上。具体贷款的结构上, 房地产类贷款的占比从金融危机之前的 55% 以上下降至 50% 以下, 但增速从底部延续回升, 2016 年加息后占比和增速又均有所下降; 工商业贷款占比持续提升。

证券投资类资产: 次贷危机之后证券投资类资产的占比有明显的提升, 在低利率宽松的流动性下以及贷款需求较弱的背景下, 商业银行寻求配置相对高收益率的投资类资产。2010 年开始投资类资产的占比就超过了次贷危机之前的 18% 左右的水平; 具体投资种类来看, 政府债券、州政府等债券占比有明显的提升。

图 17 资产中贷款占比下降，投资资产占比提升



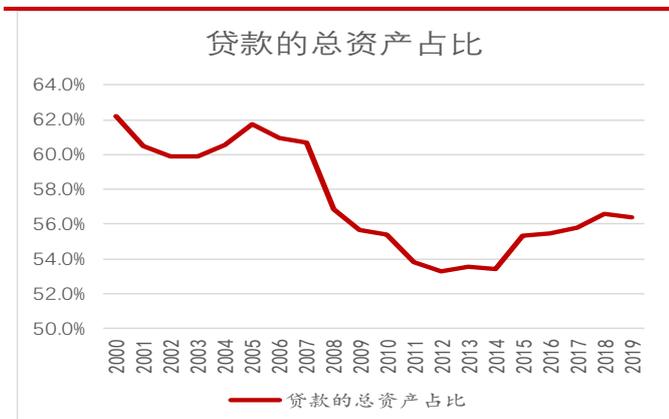
资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 18 美国商业银行贷款增速一直保持在低位



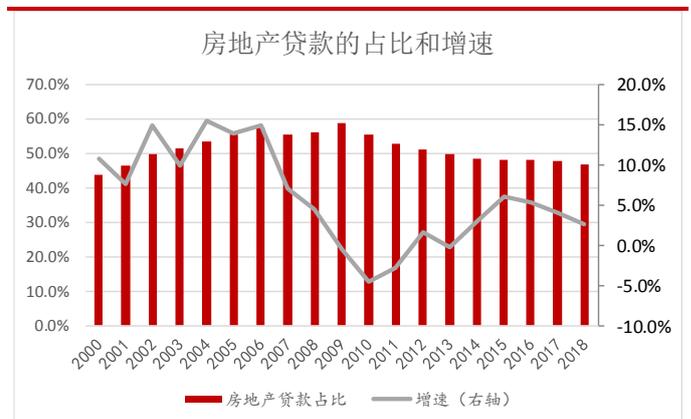
资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 19 贷款占比持续回落但伴随 2016 年经济的复苏有提升



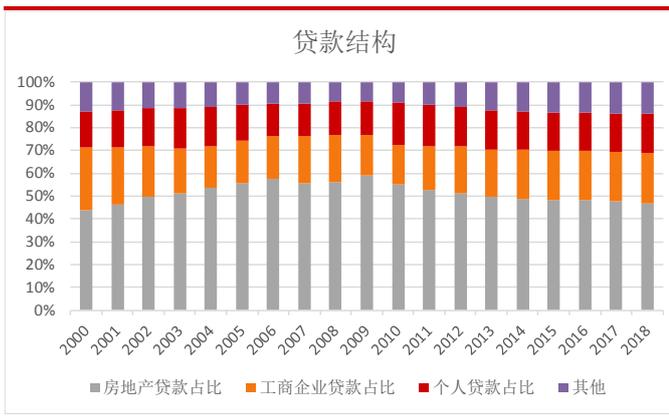
资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 20 房地产类贷款占比次贷危机之后持续恢复上行



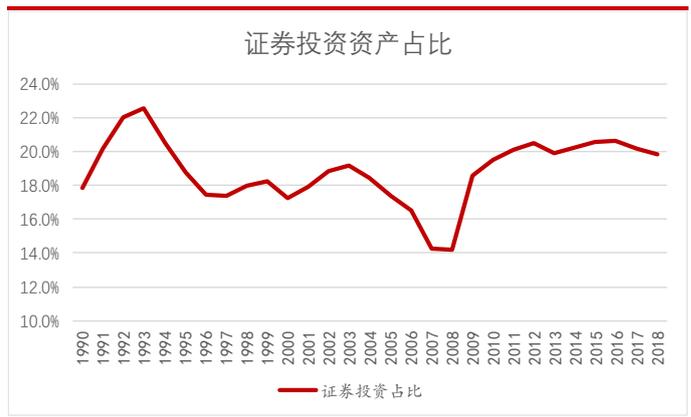
资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 21 工商企业类贷款占比提升，个人贷款占比基本稳定



资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 22 美国商业银行的证券投资类资产占比持续提升



资料来源：FDIC，华西证券研究所

负债端来看:存款占比持续提升,定期存款占比下降

存款增速在 2009 年、2010 年经济冲击下处于历史底部位置,之后一系列量化宽松政策下明显回升,2013 年又回落至 6%左右的水平,整体低于次贷危机之前的水平约 2-3 个百分点;但次贷危机之后存款增速基本一直高于贷款增速,贷存比回落至 80%左右的水平,而次贷危机前贷款增速明显高于存款增速,贷存比超过 100%。另外,从存款的负债占比来看,虽然存款利率非常低,但在整体经济不景气下消费支出下降同时风险偏好也下降下资金回流银行体系,负债占比持续提升,目前占比超过 85%,已经高于 90 年代的水平。

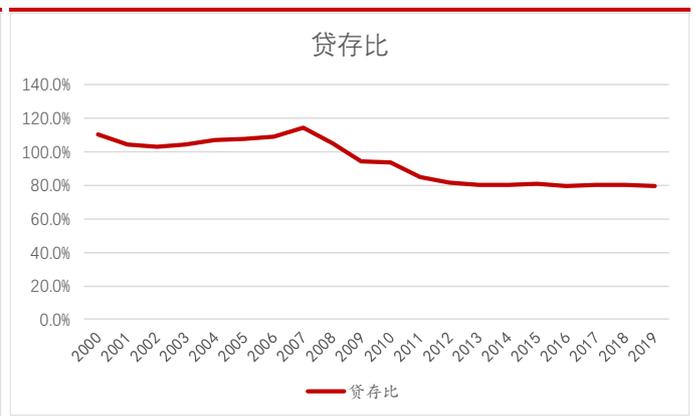
具体的存款结构来看,低利率的市场环境下存款结构中储蓄账户存款的占比明显提升,截止 2018 年末储蓄存款占比为 70%以上,超过次贷危机之前的水平 15 个百分点以上,另一方面受市场利率的持续下行定期存款利率优势不再,占比明显下降,由金融危机之前的 35%以上下降至 15%以下;另外,从存款主体上,个人和企业的存款占比明显提升,资金回流到银行体系,占比回升至 90%以上。

图 23 美国商业银行的存款增速高于贷款增速



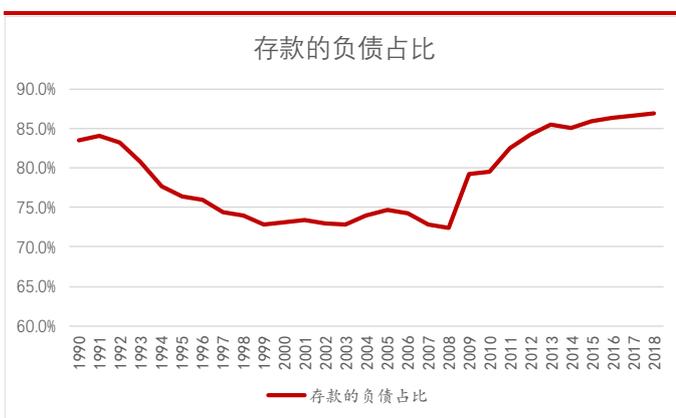
资料来源:FDIC, 华西证券研究所

图 24 美国商业银行的贷存比明显回落



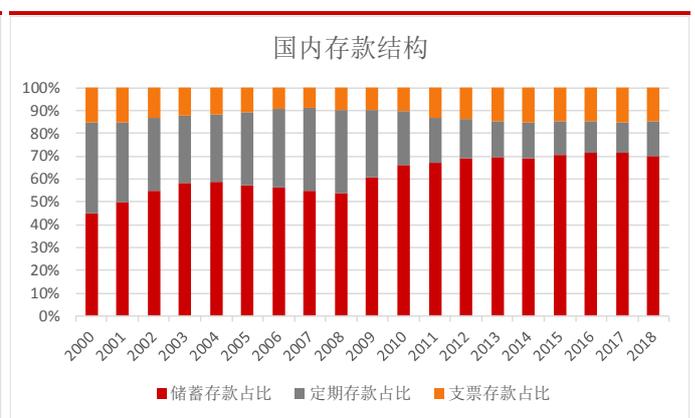
资料来源:FDIC, 华西证券研究所

图 25 美国商业银行的存款的负债占比持续提升



资料来源:FDIC, 华西证券研究所

图 26 美国商业银行的存款中储蓄存款占比明显提升



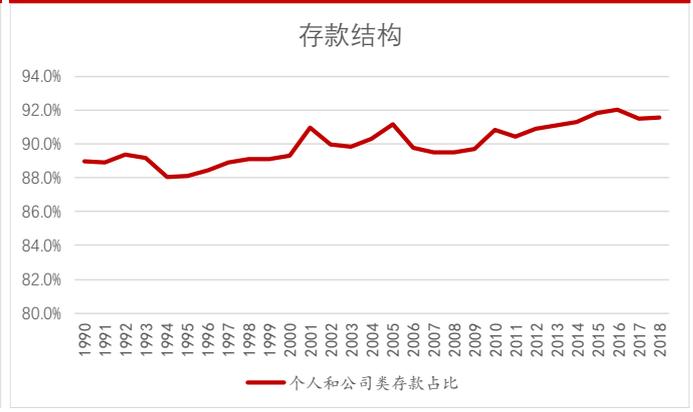
资料来源:FDIC, 华西证券研究所

图 27 美国商业银行再低利率下定期存款占比持续下降



资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 28 美国商业银行中个人和企业类存款占比持续提升



资料来源：FDIC，华西证券研究所

2.2. 息差略有受损，盈利能力基本平稳

次贷危机重创了商业银行的利润表，2009 年商业银行亏损近 100 亿美元，之后逐渐修复，2012 年开始，净利润规模已经超过金融危机之前的水平。

之后低利率的环境并没有对盈利能力产生明显冲击，具体来看，1) ROA、ROE 均在次贷危机后均快速修复，2011 年之后基本保持平稳，2012 年开始总资产收益率水平基本恢复至 1%的水平，但还略低于金融危机之前的水平；ROE 基本在 8%以上的水平，较金融危机之前 12%以上的水平低 4 个百分点左右；2) ROA、ROE 从次贷危机中修复之后，在低利率的环境下基本保持平稳，主要是连续降息的冲击后净利息收入同比增速触底回升，另一方面信用成本持续下降下利润增速保持平稳；3) 2016 年经济开始复苏以及加息之后，盈利水平均有明显回升。

息差方面，商业银行的净息差在次贷危机发生的 2007、2008 年美联储的集中大幅降息下先上行再整体下行，但在低利率的市场环境下下行幅度也比较有限，目前已经恢复至金融危机之前的水平。具体来看，1) 2007、2008 年的集中大幅降息后负债端利息支出降幅明显超过利息收入的降幅，存贷利差在 2009 年开始还有回升带动整体息差略有回升，2010 年保持不变；2) 之后在低利率的市场环境下伴随资产端收益率的下降以及负债端成本降幅的放缓净息差延续回落，但幅度有限；3) 2015 年末美联储开始加息后净息差开始回升，但加息幅度有限息差的回升幅度也不大。

另外，从收入结构上来看，非息收入的占比在金融危机之后虽有恢复但幅度有限，随着沃克尔法则的陆续执行 2016 年开始又有明显的下降，截止 2018 年末占比为 33.8%，低于金融危机前的占比超 7 个百分点。具体结构上，其中手续费收入在次贷危机之后相对更加稳健，其他非息收入的占比略有下降。

图 29 金融危机重创商业银行的利润表（十亿，美元）



资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 30 低利率环境下美国商业银行的 ROA 略有下降



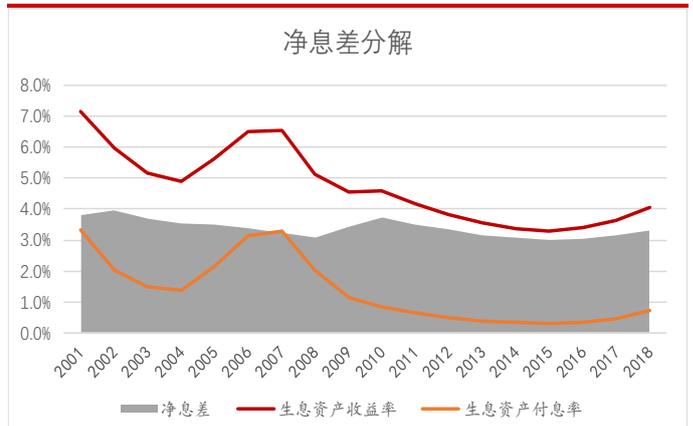
资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 31 低利率环境下美国商业银行的 ROE 略有下降



资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 32 美国商业银行的净息差略有下降



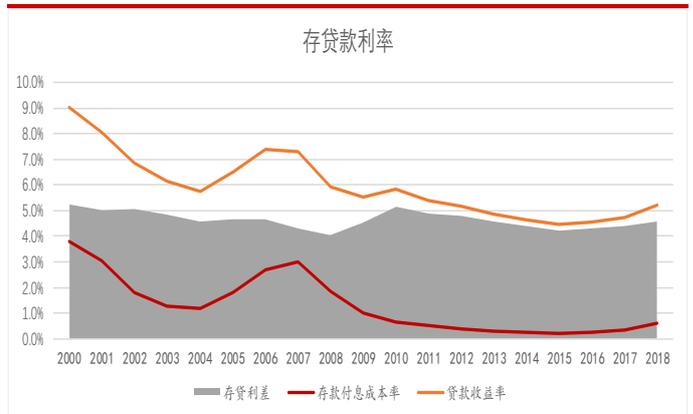
资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 33 商业银行的利息收入增速与利息费用增速收窄



资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 34 低利率环境下美国商业银行的存贷利差收窄



资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 35 低利率环境下资产收益率降幅不是非常的明显



资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 36 美国商业银行的非息收入占比持续下降



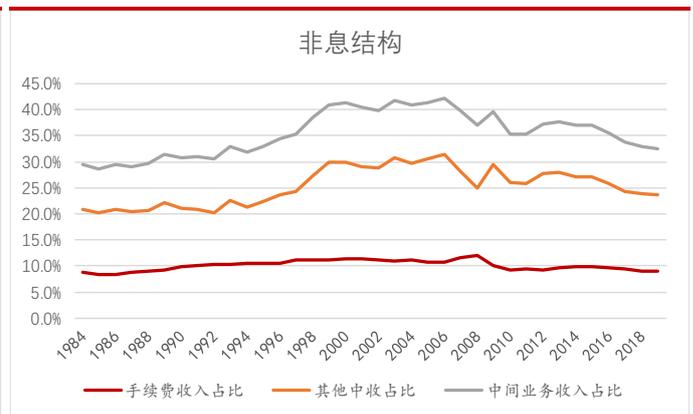
资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 37 美国商业银行的手续费收入增速相对平稳



资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 38 次贷危机后非息收入中手续费收入占比相对平稳



资料来源：FDIC，华西证券研究所

2.3. 分类型银行来看：大型银行业务均衡，表现相对更加稳健

分类型银行来看，

阶段一：次贷危机后至 2015 年 12 月加息前的低利率环境下

- 1、低利率的市场环境下对资产规模超过 100 亿美元的大型银行的息差的冲击相对更大一些，主要是生息资产收益率的降幅更加明显；
- 2、资产规模低于 100 亿美元的商业银行的生息资产收益率水平在降息和低利率初期一直高于资产规模超过 100 亿美元的大型银行；
- 3、整体行业息差回落下，资产规模低于 100 亿美元的商业银行的净息差降幅相对有限，基本平稳，保持在 3.5%-4% 的区间；资产规模超过 100 亿美元的商业银行的净息差明显下行，其中资产规模超过 2500 亿美元的超大型商业

银行的净息差回落至接近 2.5% 的历史低位；资产规模在 10 亿-100 亿美元的商业银的净息差表现更优，处于同业最高水平；

- 但从盈利能力来看，资产规模超过 10 亿美元的大型银行 ROE、ROA 均处于同业高位，一方面其占比较高的非息收入对其息差下滑形成对冲，总资产非息收入率远高于其他中小银行；另一方面规模效应其营业费用率也远低于中小银行。

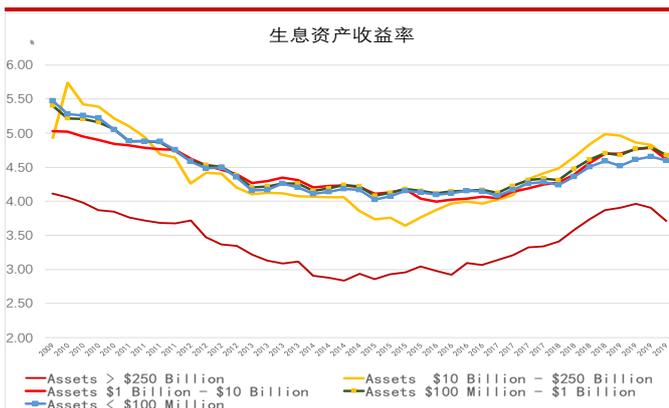
阶段二：2015 年 12 月加息后至今

- 加息的环境下，资产规模超过 100 亿美元的大型银行的息差弹性相对更大一些，主要是生息资产收益率的提升更加明显，但同时付息成本率回升的较快，致使息差均没有恢复至次贷危机之前的水平；
- 资产规模低于 10 亿美元的商业银行的生息资产付息成本率在加息环境下提升弹性较弱，整体息差水平在该阶段高于其他类型银行；
- 从盈利能力上来看，该阶段资产规模超 10 亿美元的商业银行的 ROE、ROA 也均处于行业高位。

总结一下，分类型商业银行在低利率的市场环境下具有以下特点：

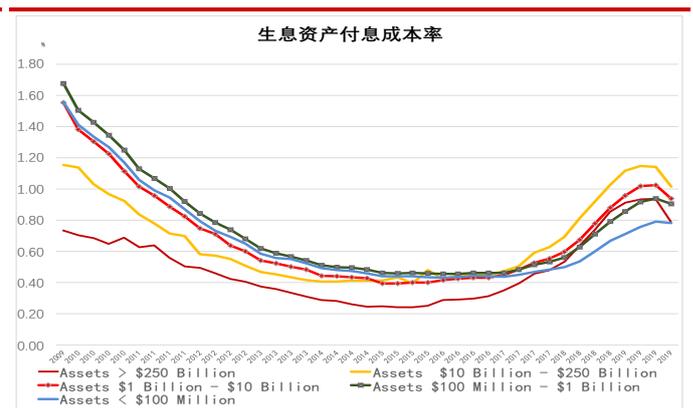
- 资产规模超过 10 亿美元的商业银行的盈利能力一直处于行业较高水平；
- 低利率环境对高息差的中小银行（资产规模低于 10 亿美元）的息差冲击相对更小，对大银行的息差冲击更大，但是大银行更加分散的业务和规模效应也对冲了存贷业务的下滑；
- 资产规模在 10 亿-100 亿美元的商业银行的表现更对更加平稳，一方面其息差在处于行业平均水平，另一方面其非息收入和营业费用率等指标也处于行业平均水平，相对更加均衡的业务结构和规模保证了经营的相对更加平稳。

图 39 资产规模低于 100 亿的银行的生息资产收益率处于较高的水平



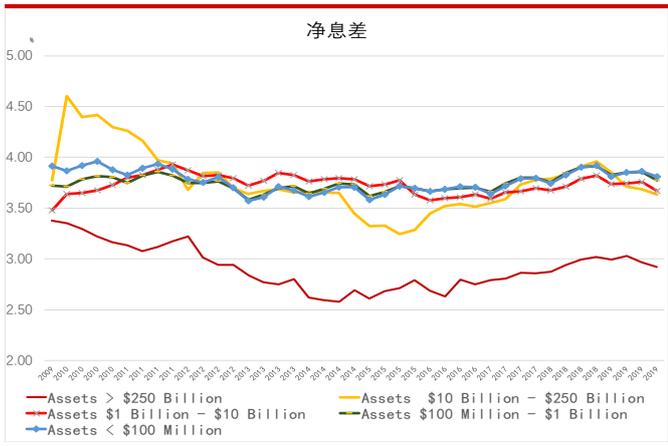
资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 40 资产规模超过 100 亿的银行的生息资产付息成本降幅相对较小



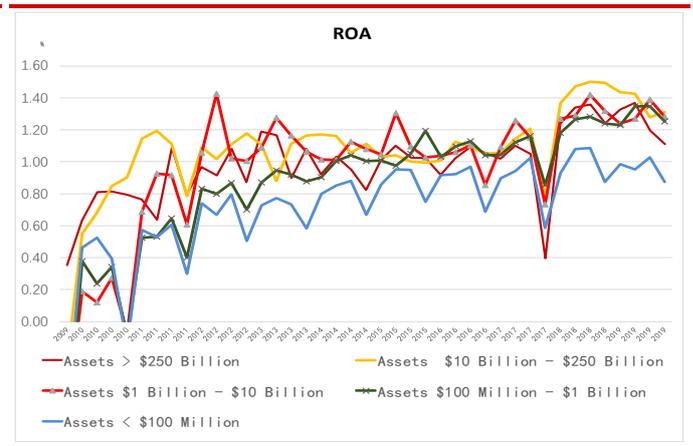
资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 41 资产规模低于 100 亿的银行的息差高于同业



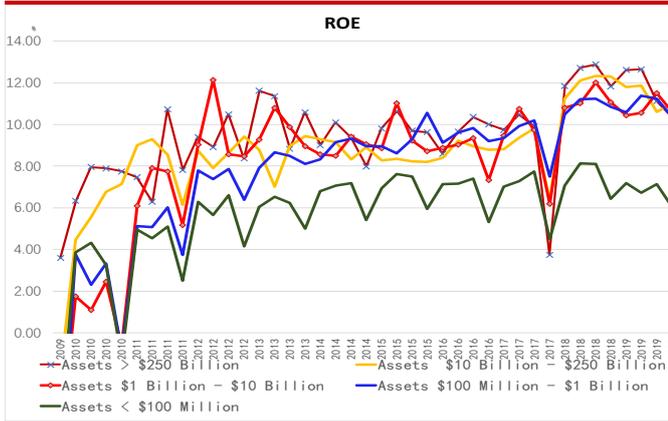
资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 42 资产规模超过 10 亿的银行的 ROA 高于同业



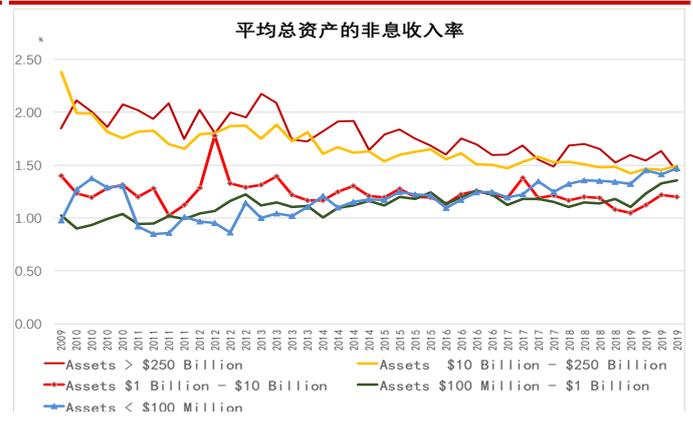
资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 43 资产规模超过 10 亿的银行的 ROE 高于同业



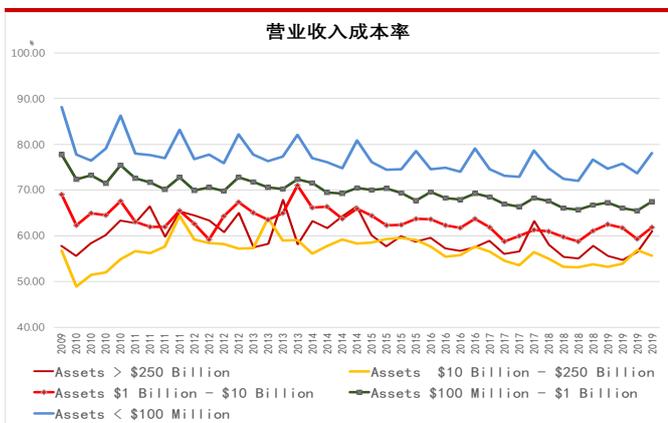
资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 44 资产规模超过 100 亿的银行的非息业务有优势



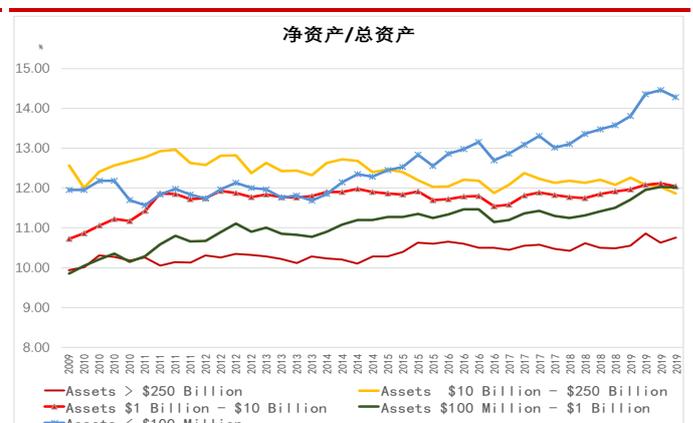
资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 45 资产规模超过 10 亿的银行成本费用率更低



资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 46 资产规模超过 10 亿的银行的杠杆率相对更高



资料来源：FDIC，华西证券研究所

3. 日本商业银行在低利率环境下的经营情况

日本在 20 世纪 90 年代后期进入衰退，商业银行的资产质量严重恶化，在 2001 年不良率达到顶点，信用成本显著上升，为稳定经济日央行开始降息并于 1999 年 9 月把政策利率降至 0%，成为首个开启零利率的发达国家。后续商业银行的经营情况开始修复，至 2004 年净利润开始转正。2008 年 10 月为应对金融危机的冲击日央行又开启降息周期，但之后经济延续不景气，在 2016 年 2 月将政策利率降至-0.1%，开启负利率。日本经济低迷伴随低利率的环境持续了 20 年有余，商业银行先后面临了信用成本跃升、低利率环境下资金严重剩余使用价值显著下降的经营压力。

3.1. 贷款拖累资产规模先后缩表、低速增长，资产配置效率低

日本商业银行实行主办银行制，与实体企业和整体经济的相关度更紧密，90 年代经济泡沫破裂后，资产负债表受到很大冲击，98 年、99 年资产总额连续两年负增长，之后受贷款拖累 2001 年、2002 年总资产增速又连续负增长。2007 年开始没有再缩表，2010 年（政策利率为 0.1%）开始平均增长率为 3.8%。权益倍数来看，日本商业银行的权益倍数一直很高，90 年代最高的时候达到 27 倍，之后随着资产增速的下滑整体持续下滑，截至 2018 年末下降至 20 倍。

资产端：

贷款受经济持续不景气计提减值、需求较弱以及风险偏好下降等方面影响，从 1996 年开始连续 9 年负增长，至 2005 年才转为正增长，之后金融危机的 2009 年、2010 年又出现负增，2011 年开始持续保持正增长，但增速一直在比较低的水平，平均仅为 2.5%。总资产的占比上，贷款占总资产的比例从 90 年代下半期持续下降，截止 2018 年末为 46%，较 1995 年的 64.7%，下降近 19 个百分点。

证券投资资产方面，由于贷款需求下降投放放缓，商业银行寻求高收益的资产，投资资产在 1999 年开始有较快的增长，结构上主要加大了国债等投资资产的配置，证券投资投资占总资产的比例最高点为 2011 年的 32%（其中，国债占证券投资资产的 61.6%），之后特别是实行负利率后有明显的下降，截止至 2018 年占比为 18%，基本回到 90 年代末的水平，结构上也出了一些变化，更多的投向了国外债券（2018 年末占比为 24.5%）和公司债，国债占比降至 2018 年末的 31.5%。

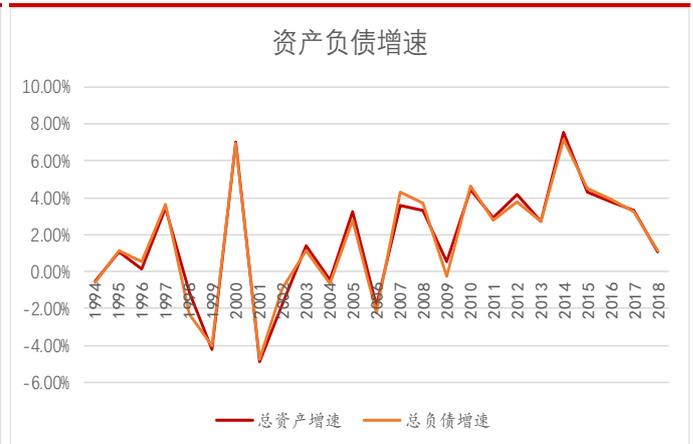
现金和存放同业资产，虽然这部分资产的在总资产中占比相对较小，但是在 2013 年开始该比例有明显的提升，截止 2018 年末占比提升至 22.7%，较 2012 年的 5% 提升了近 18 个百分点的水平，特别是负利率以来提升更加明显，主要反映了经济下行环境下实体融资需求的下降银行资金的过剩，另一方面低利率环境下资产配置效率显著下降，转而对低风险权重资产的偏好。

图 47 90 年代开始日本经济持续低迷



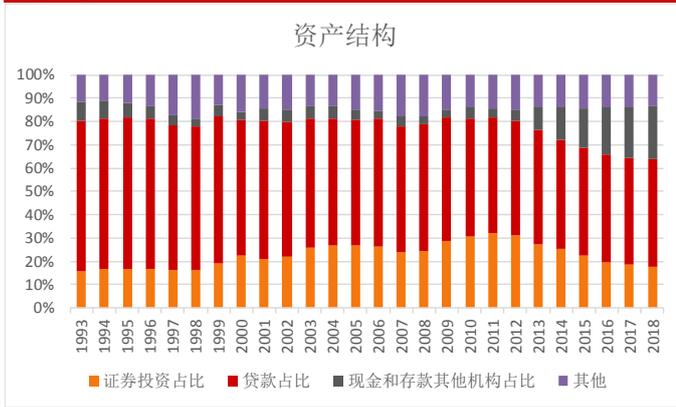
资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 48 90 年代后期日本商业银行的资产缩表、低速增长



资料来源：BOJ 官网，华西证券研究所

图 49 资产中贷款占比明显回落，存放同业资产占比明显提升



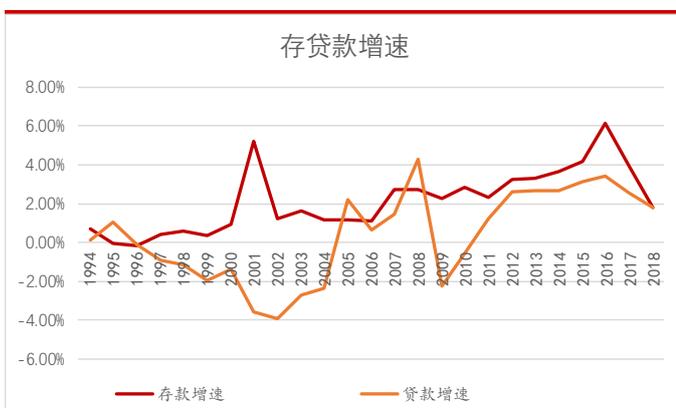
资料来源：BOJ 官网，华西证券研究所

图 50 日本商业银行的权益倍数整体持续下降



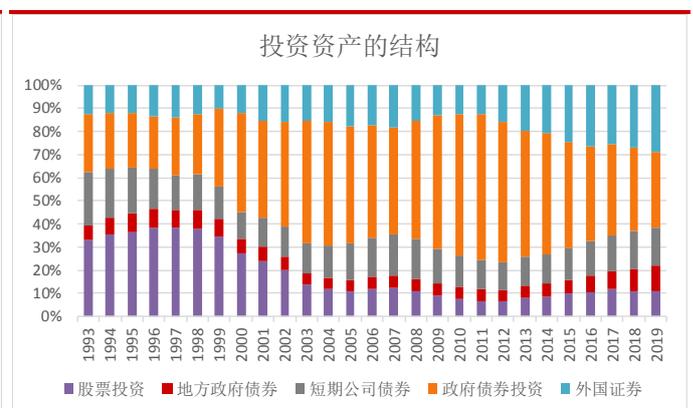
资料来源：BOJ 官网，华西证券研究所

图 51 贷款增速从 94 年以来连续 9 年负增长



资料来源：BOJ 官网，华西证券研究所

图 52 证券投资资产偏向政府债和公司债



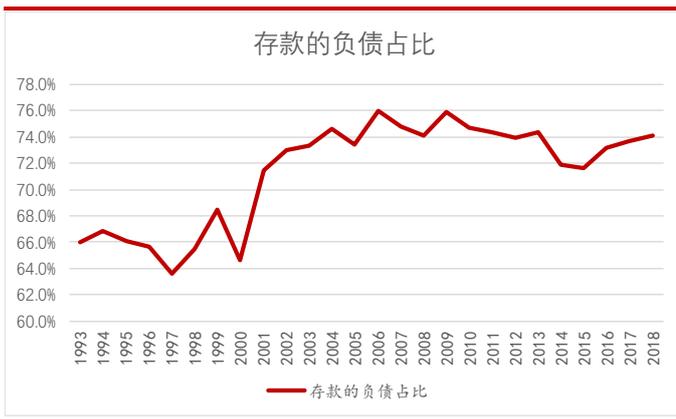
资料来源：BOJ 官网，华西证券研究所

负债端来看：

90年代，存款的增速基本保持微增，2000以后存款增速略有提升，增速超过1%，2007年开始增速提升至2%以上，2012年开始提升至3%以上，2016年执行负利率之后更是提升至6.16%的增速水平。反映负利率环境下人们还是选择银行作为风险规避的渠道。从负债的占比来看，占比持续提升，至2006年达到最高点76%的水平，之后开始下降但2016年负利率开始后又开始回升，截止至2018年末占比为74%。同时，由于存款增速高于贷款增速，商业银行的贷存比也持续下降，截止2018年末该比例由泡沫时期的超过100%下降至2018年末的65%。

具体从存款的结构来看，存款结构的变化非常的明显。其中，一般账户存款占比已经超过一半，截止至2018年末为57.2%，分别较1999年末和2015年末提升33个百分点和6个百分点，定期存款占比从之前零利率时期的超过60%降至2018年末的30%以下，主要是经济低迷下相对较弱的融资需求银行庞大的资金来源已经相对过剩，银行会压缩高成本的存款，另一方面在零利率以及负利率政策下定期存款已经没有期限利差，与普通存款的利率相差无几。

图 53 日本商业银行的存款的负债占比持续提升



资料来源：BOJ 官网，华西证券研究所

图 54 日本商业银行的存款增速基本持续高于贷款增速



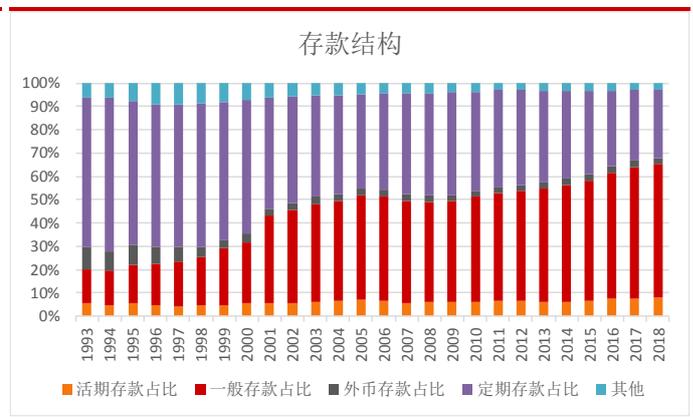
资料来源：BOJ 官网，华西证券研究所

图 55 日本商业银行的贷存比已经降至 65%



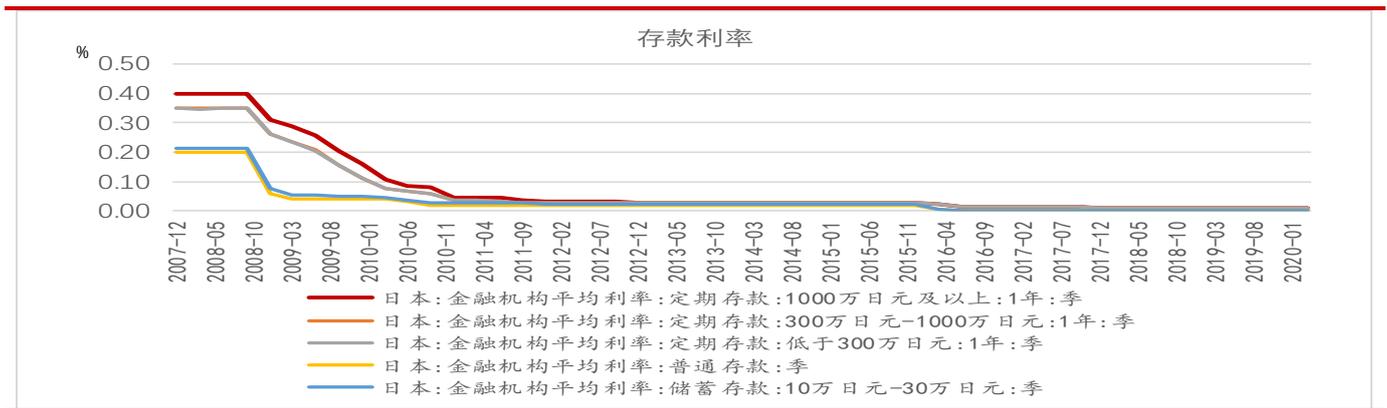
资料来源：BOJ 官网，华西证券研究所

图 56 存款结构中一般存款的占比显著提升



资料来源：BOJ 官网，华西证券研究所

图 57 目前低于 300 万日元的定期存款利率仅为 0.01%



资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

3.2. 息差严重受损降至 1% 以下, 盈利能力整体有下行

日本在 20 世纪 90 年代后期进入衰退, 商业银行的资产质量严重恶化, 在 2001 年不良率达到顶点, 信用成本显著上升; 商业银行从 1995 年开始持续亏损, 至 2004 年日本商业银行的净利润开始转正。08 年受次贷危机影响净利润转负, 但 2009 年开始恢复盈利。

从息差来看, 低利率的环境对日本商业银行的净息差的冲击更加明显, 下降近一半。我们测算商业银行的净息差由之前 2000 年 1.32% 下降至 2018 年末的 0.66%, 并且从 2012 年就降至 1% 以下。但从存贷利差来看, 从 2000 年的 1.67% 下降至 2018 年 1.16%, 降幅小于净息差的降幅, 息差的明显下降更多的是经济不景气贷款低增长、占比的下降以及低利率环境下其他资产收益率更低的拖累。

从盈利能力来看, 拉长周期看整体有下行, 具体几个阶段来看: 1) 从 2004 年商业银行开始盈利阶段到次贷危机, 商业银行的 ROA、ROE 整体下降, 盈利能力的下降主要是持续的低利率环境以及经济持续低迷量价齐跌至净利息收入持续负增长; 2) 次贷危机之后至 2016 年之前, 整体较为平稳, ROA 整体在 0.3% 左右的水平, 整体水平还略有提升, ROE 整体为 6% 以上; 3) 2016 年执行负利率以后, ROA 降至 0.3% 以下, ROE 受杠杆率的下降也降至 6% 以下, 2018 年末仅为 3.9%。

收入结构上, 为应对净利息收入负增长的拖累, 商业银行开展综合金融服务等拓展中间业务收入, 非息收入占比持续提升特别是 2015 年开始提升至 45% 以上, 2018 年末占比超过 46%。

图 58 90 年代经济泡沫破裂后商业银行的净利润从 2004 年开始转正



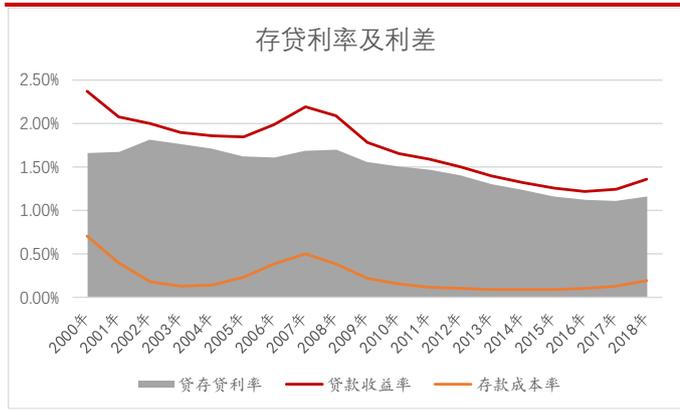
资料来源：全国银行协会，华西证券研究所

图 59 日本商业银行的净息差明显下降



资料来源：全国银行协会，华西证券研究所

图 60 日本商业银行的存贷利差降幅小于息差降幅



资料来源：全国银行协会，华西证券研究所

图 61 日本商业银行的 ROE 整体略有下行



资料来源：BOJ 官网，华西证券研究所

图 62 日本商业银行的非息收入占比持续提升



资料来源：全国银行协会，华西证券研究所

图 63 低利率环境下净利息收入延续负增长



资料来源：全国银行协会，华西证券研究所

图 64 日本商业银行的贷款利息收入占比略有下降但基本平稳



资料来源：全国银行协会，华西证券研究所

图 65 日本商业银行的定期存款利率基本降至 0%



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

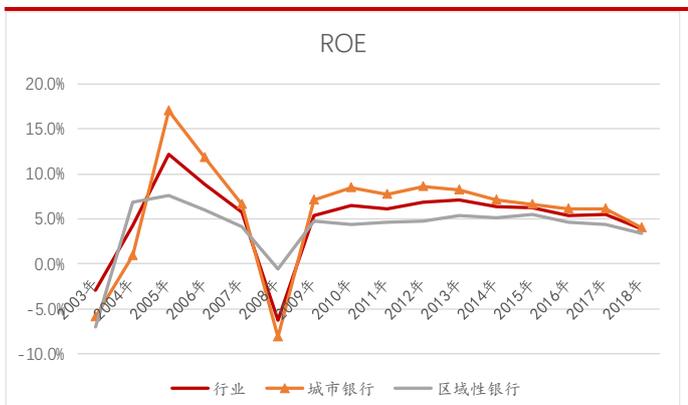
3.3. 分类型银行的情况：城市银行相对更加平稳

分类型银行来看：

盈利能力上，我们大体测算的城市银行和区域性银行的 ROA、ROE 显示，都市银行的 ROA、ROE 均明显要高于区域性银行，原因与美国相似，大型银行在综合金融服务能力、规模效应以及跨国经营能力上更具优势，对冲了国内低利率环境对存贷业务的冲击。

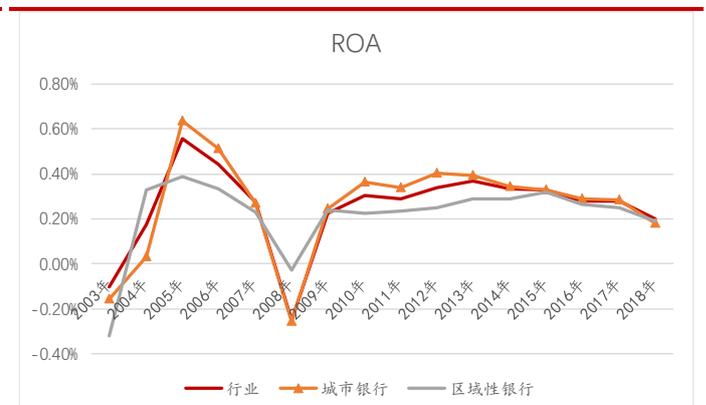
息差上，城市银行和区域性银行的净息差均有明显的下滑，但城市银行的降幅相对略小一些。

图 66 日本城市银行的 ROE 高于行业整体水平



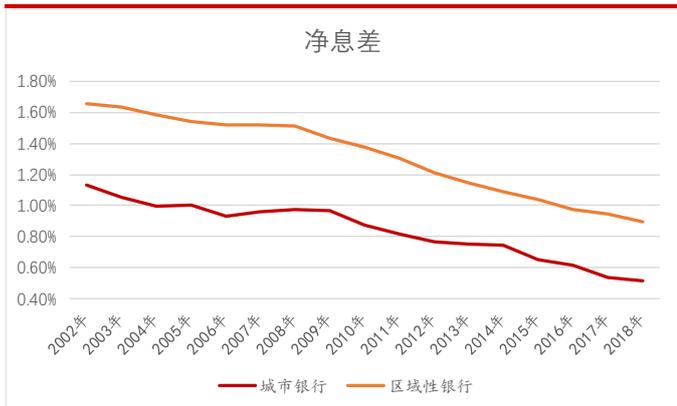
资料来源：全国银行协会，华西证券研究所

图 67 日本城市银行的 ROA 高于行业整体水平



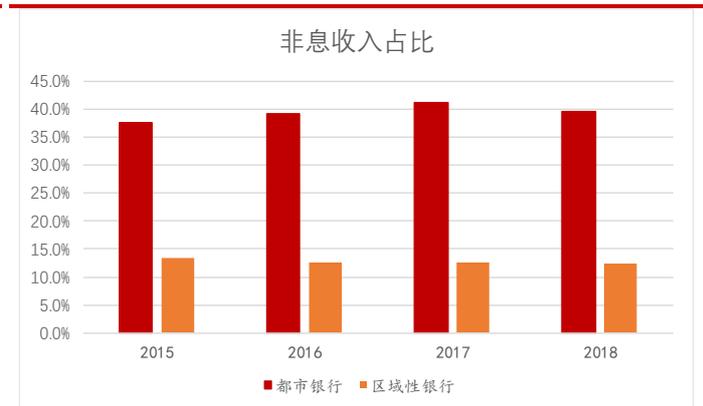
资料来源：全国银行协会，华西证券研究所

图 68 日本商业银行的净息差均有明显的降幅



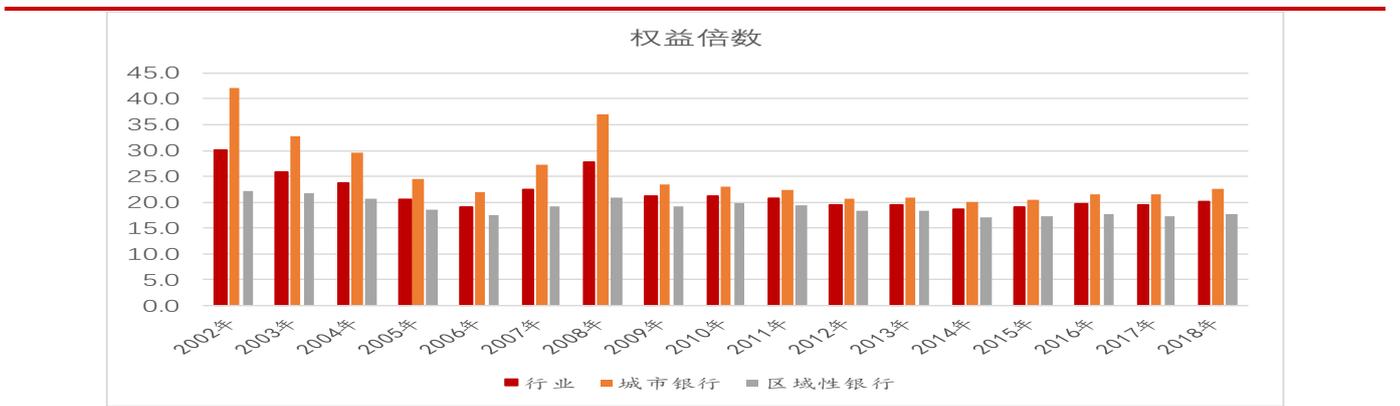
资料来源：全国银行协会，华西证券研究所

图 69 城市银行的非息收入占比明显高于区域性银行



资料来源：全国银行协会，华西证券研究所

图 70 城市银行的权益倍数高于整体行业水平



资料来源：全国银行协会，华西证券研究所

4. 我国商业银行经营情况：2014 年开始盈利能力持续下行， 后续息差压力加大

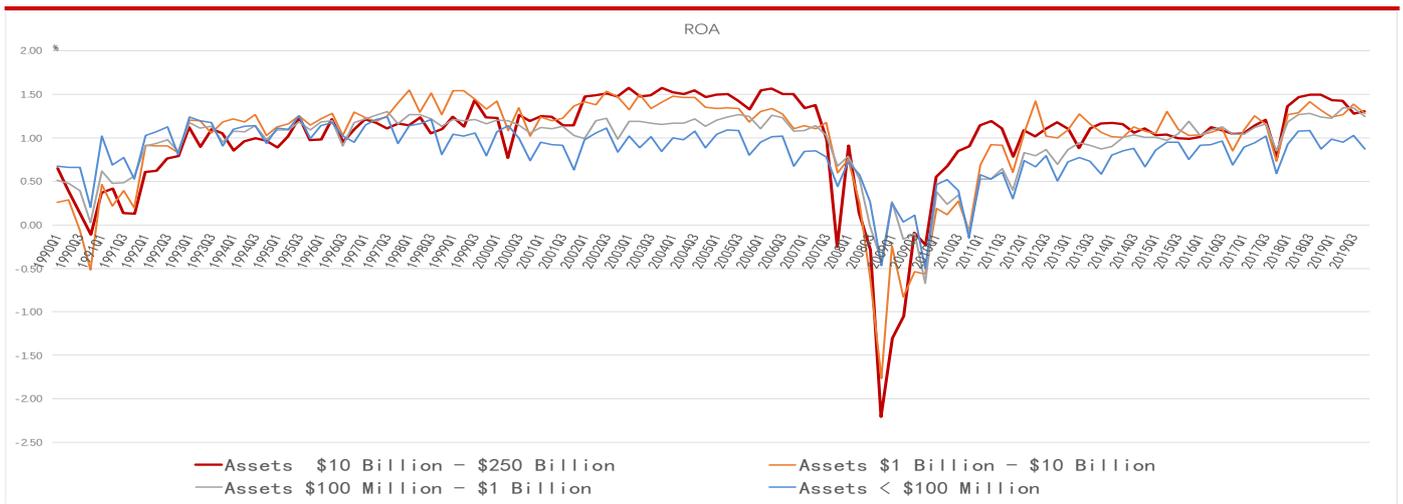
伴随我国从 2014 年开始此轮比较频繁的降息周期，商业银行的整体盈利能力在金融降杠杆、信用成本提升、息差压力下持续回落。2019 年下半年央行调换贷款基准利率为 LPR 之后持续引导贷款利率的下行，目前已经降至 3.85% 的历史低位；同时政策利率也持续下行，商业银行后续面临更大的利差收窄压力。

4.1. 他山之石：低利率环境下，资产扩张放缓、有息业务受损， 需优化资产配置和收入结构

根据上述对美国和日本两个国家的商业银行的经营情况的分析可以看出：

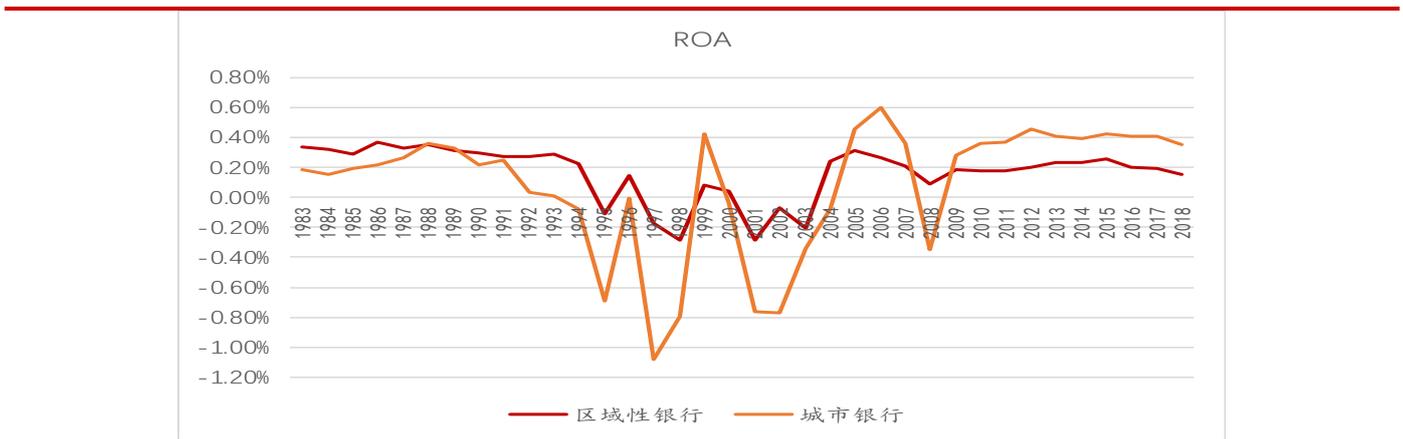
- 1、低利率的市场环境的产生离不开整体经济的衰退或者不景气阶段，表现出企业再投资需求下降或者观望、居民投资等风险偏好下降下商业银行信贷增速放缓，整体表内资产扩张缓慢；
- 2、经济不景气阶段伴随的低利率环境下虽然银行支付的利息微乎其微，但居民的风险偏好下降以及消费意愿后移等影响下资金回流银行体系，银行的存款相对非常充足；
- 3、低利率环境主要对商业银行的息差形成负面影响，但冲击的程度有几方面的差别，1) 要看商业银行的经营体制，日本的间接金融体制以及主办银行的经营特点，息差受到的冲击无疑会更大一些，美国商业银行的净息差最大降幅也只有 70BP 左右，相对保持在 3% 以上的水平，但日本商业银行的净息差降了一半，已经降至 1% 以下，受到的冲击相对更大一些，当然日本低利率的时间更长一些，但如果按 2008 年开始的低利率环境到 2016 年负利率之前算其息差降幅也超过 30%；2) 大银行的息差会受到的冲击会相对更大一些，中小银行的息差相对更加平稳。
- 4、拉长周期来看，低利率对商业银行的盈利能力冲击相对有限，金融危机和经济泡沫破裂对商业银行利润的侵袭更加严重。主要是低利率的金融环境冲击的存贷业务，相比金融危机下信用成本的上升息差对利润的拖累还是非常有限的，另外商业银行可以通过非息收入、优化资产结构等对冲这些负面影响。但日本长期的低利率环境甚至负利率下对盈利能力的负面影响还是较为明显的。另外，从不同银行的经营特点来看，规模适中以及业务均衡的中型和大型银行相对会平稳一些，大型银行的 ROA 在低利率的环境下高于其他同业。
- 5、净利息收入冲击下商业银行的主要应对措施是：1) 优化资产结构，增加高收益类投资资产的配置；2) 拓展非息业务增加非息收入；3) 提升综合金融服务能力等措施。中大型商业银行再投资能力、综合服务能力上明显会更占优势，能较好的对冲存贷业务等下滑。

图 71 拉长周期看金融危机对美国银行行业盈利能力的冲击更大，低利率下相对大型银行相对更加稳健



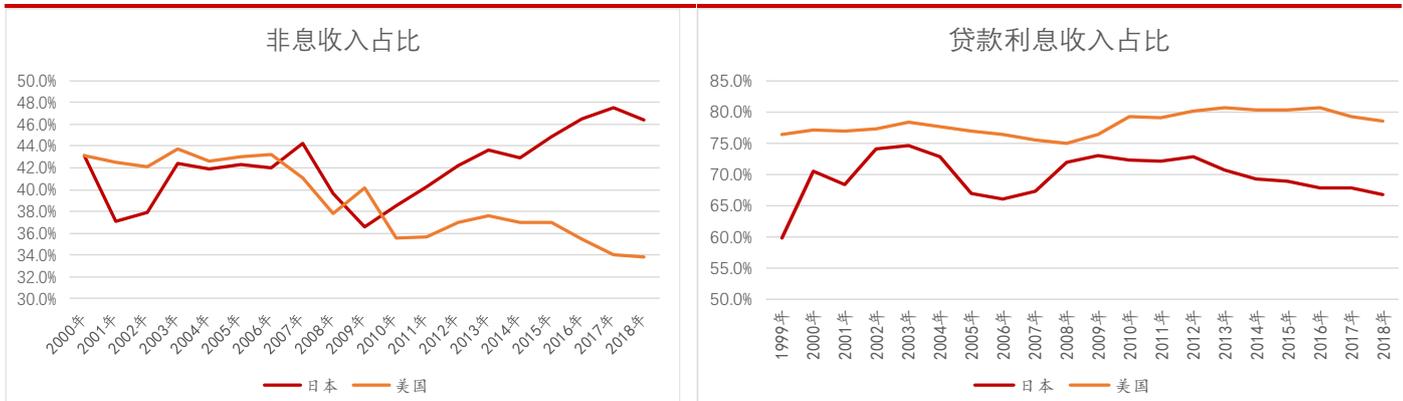
资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 72 经济衰退和金融危机为日本城市银行冲击更大一些，但低利率环境下城市银行经营更加稳健



资料来源：全国银行协会，华西证券研究所

图 73 次贷危机后日本商业银行的非息收入占比超过美国 图 74 美国商业银行的贷款利率收入占比远高于日本



资料来源：FDIC，全国银行协会，华西证券研究所

资料来源：FDIC，全国银行协会，华西证券研究所

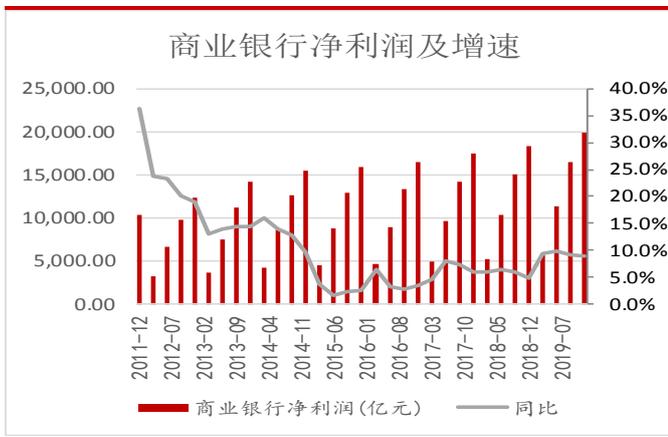
4.2. 降息周期开始后我国商业银行的经营情况

2014 年开始的降息周期之后，我国商业银行的利润增速和盈利能力持续下降，一方面 2015 年-2017 年行业在息差持续回落，另一方面 2017 年开始金融供给侧改革持续加强，表内资产增速明显回落；最后 2018 年以来经济下行压力加大以及监管提升风险确认标准商业银行的信用成本持续提升，综合作用下盈利水平保持在低位。

2019 年下半年央行将 LPR 作为新的贷款定价基准，并持续引导利率下行，目前已经降至 3.85% 的历史低位；同时持续调降 OMO、MLF 等政策利率，市场利率持续下降但商业银行的存款利率相对刚性，按最新的 3.85% 的贷款利率计算，目前商业银行的官方一年期的存贷利差已经收窄至 2.35% 的水平，为 2004 年以来的最低水平，同时根据目前已经披露部分 2019 年年报的商业银行的数据，2019 年上市银行的存贷利差同比下降 6BP 至 2.94%，其中大行下降 11BP。4 月 3 日，央行时隔 12 年大幅调降超额存款准备金利率，市场解读我国后续可能会持续降低政策利率。后续商业银行的息差压力持续加大。

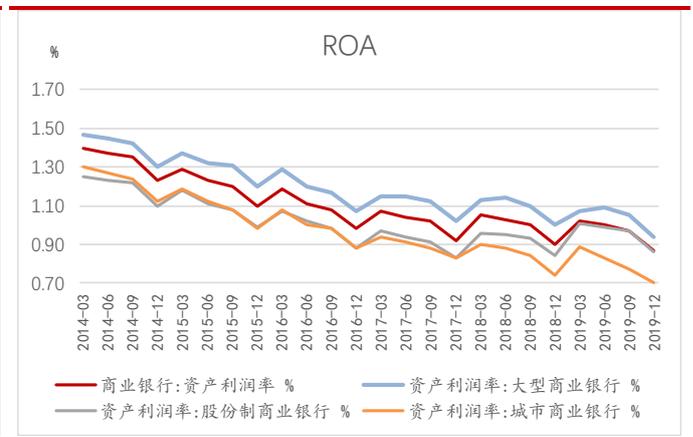
根据美国和日本商业银行在降息周期和低利率的市场环境下的经营情况，以及我国间接金融为主的金融体系与日本相似，相对更加有参考性，低利率的市场环境下银行的息差必将受损，另外我国商业银行的中间业务收入占比还处于较低的水平，预计整体盈利能力也将略有下行。商业银行需做好应对准备，一方面需提升中间业务能力，另一方面提升非信贷资产的盈利能力，另外需加强综合金融服务能力以及对全球资产的风险定价和投资能力等。

图 75 我国商业银行利润增速保持在低位



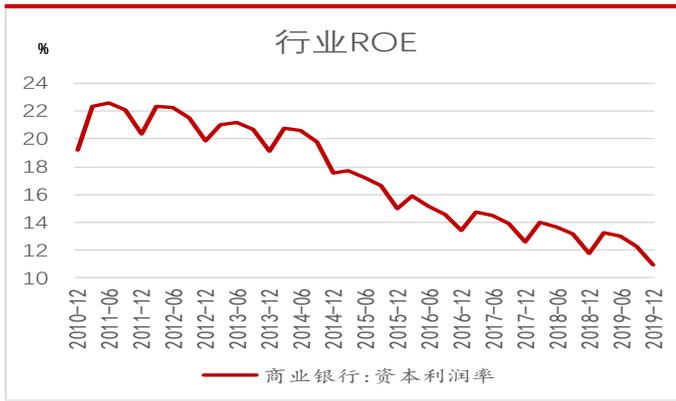
资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 76 我国商业银行的 ROA 持续下降



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 77 我国商业银行的 ROE 也持续下行



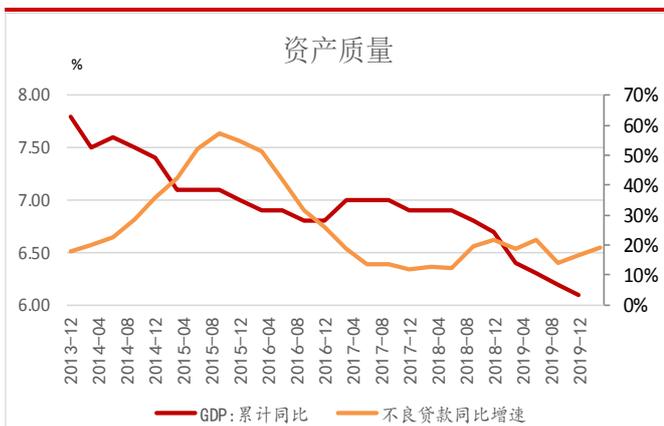
资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

图 78 2017 年开始我国银行业总资产明显下行



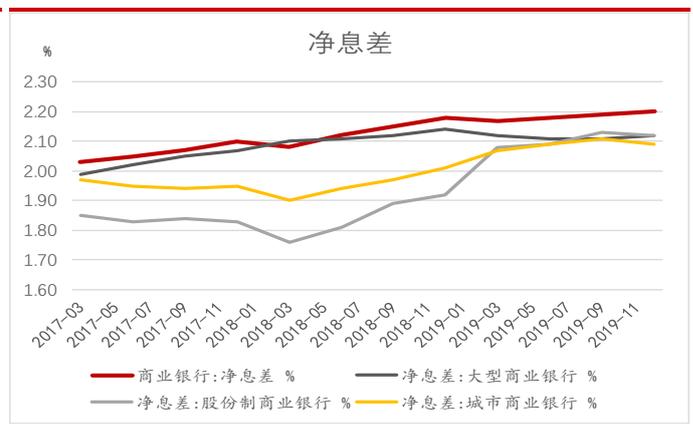
资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

图 79 2018 年开始我国银行业的不良贷款加快暴露



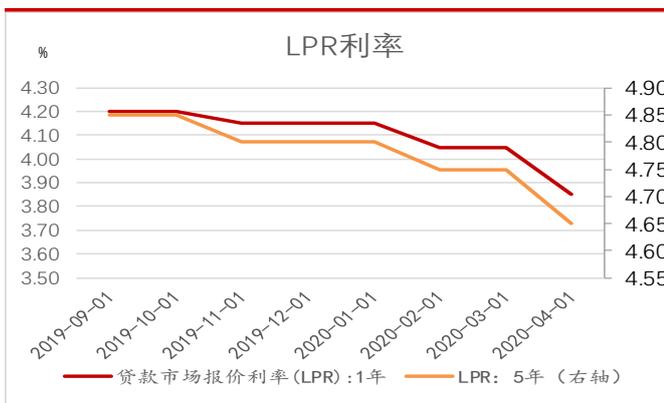
资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

图 80 商业银行净息差压力显现



资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

图 81 LPR 利率目前已经降至 3.85% 的历史低位



资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

图 82 我国商业银行的存贷利差持续收窄



资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

5. 投资建议与风险提示

根据上述内容的分析，低利率的市场环境下商业银行整体息差下行，但整体盈利能力整体保持稳定，从市场表现上看也有持续上涨，美国标普 500 金融指数从 2011 年之后到 2016 年基本上均获得绝对和相对收益，主要是美国次贷危机后商业银行经历信用成本的大幅提升对利润的侵蚀之后利润增速基本保持平稳，之后 2018 年之后经济下行呈现压力下板块表现相对较弱。

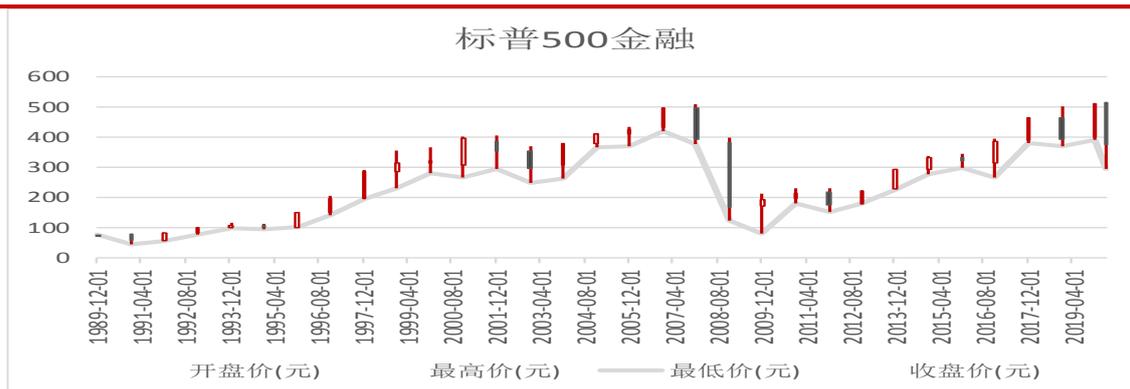
另外，之前的数据显示大型商业银行的盈利能力相对更加稳健，像其中的富国银行、合众银行、五三银行、摩根大通等大型银行的 ROA、ROE 均明显高于整体行业水平，从行情表现上也相对跑赢板块。

国内来看，目前受疫情对后续经济影响的预期悲观下国内银行板块的估值仍在低位，年初以来也明显跑输市场。后续虽然基准利率仍会下行，但如果存款利率跟随市场利率下行则银行利差相对会保持一定程度的稳定，息差压力也相对会减小一些对盈利的拖累也有限，另一方面在一系列逆周期货币政策的刺激下经济也将逐步企稳，信用成本上升的悲观预期也会消散，板块估值有望得到明显修复，我们看好板块未来的绝对收益空间。目前板块的股息率也相对较高，我们重点推荐招商、兴业、邮储、宁波。另外高股息率的农行和交行也受益。

风险提示：

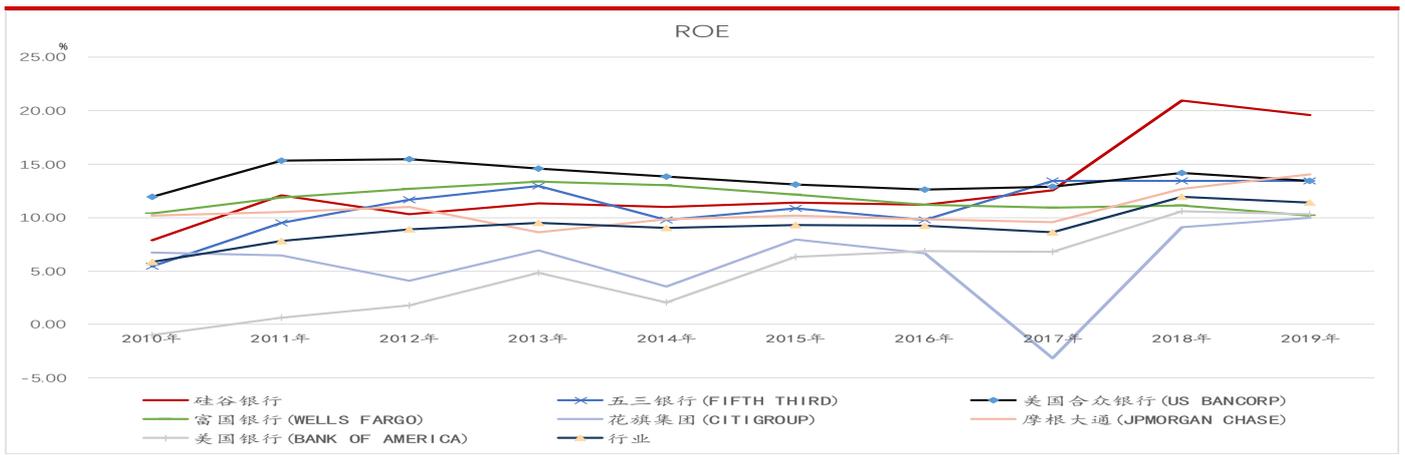
- 1、经济下行压力加大，信用风险显著提升，商业银行的信用成本显著上升侵蚀利润；
- 2、银行利率显著收窄拖累业绩表现；
- 3、公司经营层面出现重大风险等。

图 83 标普金融指数 2011 年之后获得绝对收益



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 84 美国大型银行的 ROE 基本高于行业整体水平



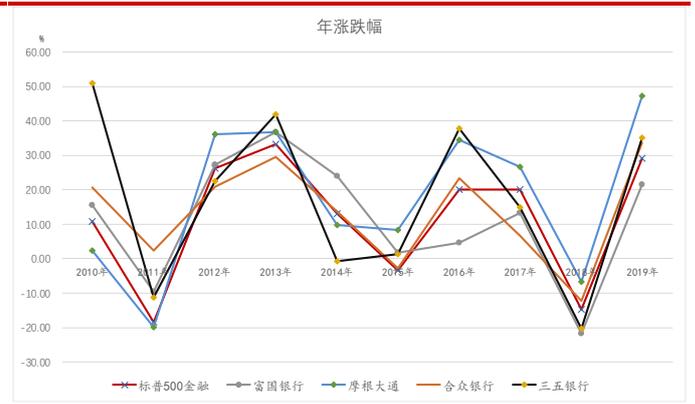
资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

图 85 2012 年开始美国金融板块基本均获得绝对和相对收益



资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

图 86 富国银行、摩根大通等跑赢行业指数



资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

图 87 我国银行板块估值处于历史低位



资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。