

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020年04月22日

分析师

分析师：邹恒超 S1070519080001

021-31829731

zouhengchao@cgws.com

行业表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<寻找银行中的科技股>> 2020-02-12

新冠危机：预期已过“至暗时刻”

——复盘次贷危机、欧债危机对银行股的影响

核心观点

■ 目前市场对A股银行的担心主要集中在海外新冠疫情对中国经济影响的不确定性，复盘08年次贷危机、12年欧债危机，我们试图找到输入型危机对国内银行基本面的影响，以及股价见底时的特征。

(1) 海外危机对中国银行业的传导链条：直接传导影响有限，主要是间接传导。一、直接传导：海外金融资产价格下跌→相关资产面临减值→信用成本上升→银行利润收窄；二、间接传导：海外经济衰退→出口企业订单急剧下滑→相关贷款违约上升→信用成本上升→银行利润收窄。由于中国银行业的业务基本在本土，次贷危机和欧债危机发生时国内银行对次贷衍生品或欧洲债券的敞口很少，直接影响很有限，因此国内银行在海外危机过程中受到的波及主要是间接传导。

(2) 海外危机对国内银行基本面的影响：资产质量恶化、息差收窄是最主要的担心。一、资产质量：次贷危机的影响在2008年下半年开始体现，银行不良净生成率环比上升0.5%左右；欧债危机对中国出口的影响在2012年开始体现，银行不良净生成率环比上升0.2%左右；二、息差：海外危机恶化加剧了中国经济下行的压力，因而也往往伴随着央行降息。次贷危机中银行息差从3.0%降至2.2%，欧债危机中银行息差从2.6%降至2.5%。

(3) 海外危机时A股银行的股价表现：股价反映的是预期变化，业绩增速拐点滞后于股价拐点。一、海外危机不断暴露的过程，也是对中国经济的预期不断向下修正的过程，预期的不断恶化导致银行股股价持续走低；二、如果后续的预期不会比现在更坏，银行股走势体现为震荡筑底；三、大幅反弹需要经济预期好转的支持，市场对银行资产质量的怀疑永远不会随着自下而上的分析消退，只有经济预期的好转才能解除这种担忧。

■ **新冠疫情冲击下的中国银行业：国内疫情影响相对可控，海外疫情扩散不确定性程度相对更大。**(1)一季度受国内疫情影响：2月份国内疫情发酵，但影响相对可控，因为国内疫情防控较好、复工复产早；(2)二季度受海外疫情影响：3月份海外疫情扩散，不确定性程度相对更大，外需萎缩可能使得中国经济承压，但目前海外疫情已出现一些好转迹象。

(1) 对银行基本面的影响：大于欧债危机、小于次贷危机时的冲击。一、资产质量：预计对不良净生成率影响大于欧债危机、小于次贷危机。外需下滑对国内银行不良传导的影响在减弱，一是中国的贸易依存度在下降，2007年出口/GDP达到34.7%，到2019年已降低至17.4%；二是外向型企业贷款敞口占比下降，制造业、批发零售业贷款占总贷款的比例从2012年的接近30%下降至1H19的15%左右；二、息差：综合考虑LPR利率

下行、MPA 定价考核以及疫情对贷款定价的综合影响，预计银行息差将收窄 7-10bp。

(2) 银行股低点过去了吗？预期最坏的时候可能已经过去，目前处于底部震荡阶段。目前市场对银行息差收窄的预期已经比较充分，未来决定股价走势方向的主要在于资产质量预期会不会变得更差。伴随着疫情在全球蔓延，3月中旬宏观经济学家开始下调全球的经济预测，股价开始逐渐反映悲观的经济预期。未来经济预测还会再次下调吗？这取决于全球疫情的控制情况。从各国新增病例数量看，在3月中下旬普遍采取封城等隔离措施后，欧美疫情在4月中旬出现拐点迹象，单日新增确诊人数见顶回落，我们认为预期最坏的时候可能已经过去。

(3) 大幅反弹还需要经济数据和金融数据的支持，企业中长期贷款占比可视为同步指标。中国经济修复的强度与力度要看需求端的修复，而政府部门是驱动经济需求复苏的关键，后续在“预算内赤字+专项债+特别国债”发力下基建对经济的拉动可期，而基建对经济的拉动程度可以看企业中长期贷款这一指标。虽然3月份贷款数据明显走强，但新增较多的主要是企业短期贷款，这部分用于补充企业短期运营资金，应对疫情下的现金流紧张，实体企业中长期投融资需求还没有明显走强。对比2009年，如果要重演经济复苏下银行股的大幅反弹，我们需要看到企业中长期贷款占比的明显回升。

- **行业观点：对银行股转向积极，3月的低点大概率已经是底部。**决定银行股价边际变化的是预期，最核心的是两个变量：资产质量的预期、息差的预期。目前来看，大部分银行都预期今年息差会下降大个位数水平，这已经包含了后续LPR降息的影响，所以即便未来LPR利率再往下调，也不会对银行股价形成负面影响，那么决定银行股价方向的其实就是资产质量预期的变化。一季度中国经济受国内疫情影响，二季度受海外疫情对外需的影响，目前欧美新增确诊人数已经出现拐点迹象，对外需冲击的预期在3月份可能就是最差的时候，未来随着海外疫情的好转对外需冲击的预期也会改善，对经济最悲观的预期可能已经过去。目前我们看好银行股的绝对收益，但相对收益的改善还需要经济复苏的支持，我们判断相对收益的时间点可能发生在三季度。
- **推荐组合：**除无法覆盖标的外，推荐平安、宁波、南京、兴业、工行。
- **风险提示：**全球疫情持续发酵导致经济下行超预期。

目录

1. 危机的传导机制	5
1.1 危机发生国传导链条	5
1.1.1 次贷危机	5
1.1.2 欧债危机	6
1.2 输入型危机传导链条	7
2. 次贷危机、欧债危机影响复盘	7
2.1 次贷危机	7
2.1.1 银行基本面的影响	8
2.1.2 银行股走势复盘	10
2.2 欧债危机	12
2.2.1 银行基本面的影响	12
2.2.2 银行股走势复盘	13
2.3 两次危机中银行股走势比较	14
3. 新冠危机的借鉴	15
3.1 银行基本面的影响	15
3.1.1 资产质量	15
3.1.2 息差	16
3.2 对银行股走势的推演	17
4. 投资建议	19

图表目录

图 1: 次贷危机的传导链条	6
图 2: 欧债危机的传导链条	7
图 3: 2008 年下半年工业增加值开始快速下滑	8
图 4: 2008 年下半年 PMI 快速下滑	8
图 5: 2H08 上市银行不良净生成率大幅提高	8
图 6: 2007-2008 年人民币存贷款基准利率 (%)	9
图 7: 2008-2009 年上市银行净息差	10
图 8: 2008-2009 年银行板块和沪深 300 涨跌幅	11
图 9: 2009 年上半年新增人民币贷款大幅增加	11
图 10: 2009 年银行业贷款余额同比增速明显上升	11
图 11: 2009 年银行业总资产增速明显提升	11
图 12: 欧债危机后出口欧盟金额增速持续下降	12
图 13: 中国主要出口国家中欧盟占比第一	12
图 14: 2012 年开始上市银行不良净生成率开始逐渐抬高	12
图 15: 2010 年后人民币存贷款基准利率 (%)	13
图 16: 2012-2013 年上市银行净息差	13
图 17: 2012-2013 年银行板块和沪深 300 涨跌幅	14
图 18: 2012 年 4 季度工业增加值数据开始改善	14
图 19: 2012 年 4 季度 PMI 数据开始改善	14
图 20: 2020 年至今银行板块和沪深 300 涨跌幅	15
图 21: 2007 年以后中国贸易依存度明显下降	16
图 22: 2012 年后上市银行制造业和批发零售业贷款占比明显降低	16
图 23: 2019 年 LPR 改革后 1 年期和 5 年期利率 (%)	17
图 24: 海外疫情新增确诊人数进入平台区	18
图 25: 主要发达国家当日新增新冠确诊病例	18
图 26: 2006-2020 年一季度新增对实体经济贷款	19
图 27: 2009 年和 2020 年新增企业中长期贷款占比	19

表 1: 上市银行年化不良净生成率	9
-------------------------	---

1. 危机的传导机制

1.1 危机发生国传导链条

金融危机中的银行传导链条：资产价格下跌→商业银行资产面临减值→商业银行信用成本上升→商业银行利润收窄或亏损。所有的金融危机，第一步都是资产价格的大幅度修正。无论是债务危机、国际收支危机，还是货币危机，在金融危机实际发生时，体现为金融机构的资产出现减值，风险敞口大的金融机构可能因此出现亏损，继而影响到信用评级和融资能力，甚至出现挤兑。金融危机通过影响金融机构的权益价值、并对金融机构资产行为产生实质约束，在此基础上导致信贷萎缩，完成向实体经济的传导。

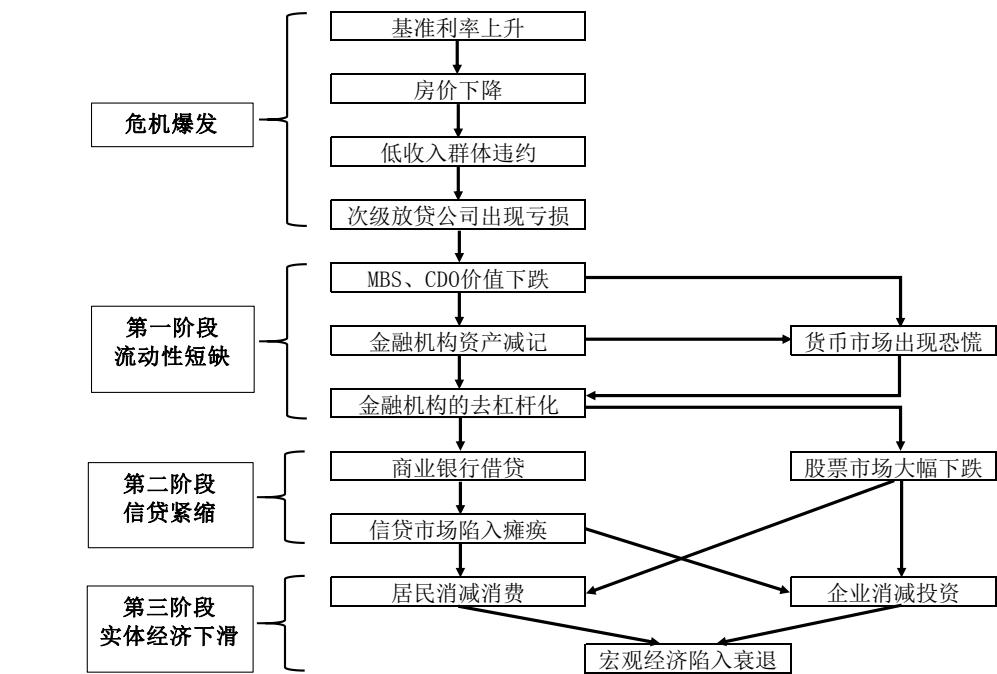
1.1.1 次贷危机

2008 年美国次贷危机传导链条：利率上行→房产价格下降→次级贷款违约比率上升→RMBS、CDO 价值下跌→商业银行资产减计→银行减少资产→信贷萎缩危机→实体经济危机。

(1) 第一阶段：流动性危机。利率上升使得大多数次贷借贷者难以承受，还款压力加大，次贷推迟偿还和违约率大幅上升，以次贷为基础的 MBS 和 CDO 价格急剧下降。低级别的 MBS 和 CDO 的风险上升，导致评级机构对较高等级的 MBS 和 CDO 进行重新评估，这些产品的信用级别被调低，其市场价格也相应下跌。这就使购买信用评级较高的 MBS 和 CDO 的商业银行、保险公司、共同基金和养老基金等也随之受到冲击。当这些金融机构均需减记账面资产价值，从而提高对流动性资产需求时，金融市场上就出现了显著的流动性短缺。

(2) 第二阶段：信贷紧缩危机。当资产价格下降、金融市场风险上升时，金融机构风险偏好下降，此时会选择降低杠杆率。降低杠杆率有两种途径：出售风险资产，或者补充资金本。如果不能相应地增加资本金，为了降低杠杆率，银行必须压缩资产负债表，意味着企业难以得到信贷。

(3) 第三阶段：实体经济危机。实体经济的收缩是次贷危机发展的第三个阶段。信贷紧缩导致了企业投资的放缓，房价和股市的大跌导致了居民消费需求减少，消费需求减少进一步导致企业投资减少，企业投资缩减导致居民收入减少，居民收入减少导致需求进一步放缓，使得宏观经济陷入衰退。

图 1. 次贷危机的传导链条


资料来源：长城证券研究所

1.1.2 欧债危机

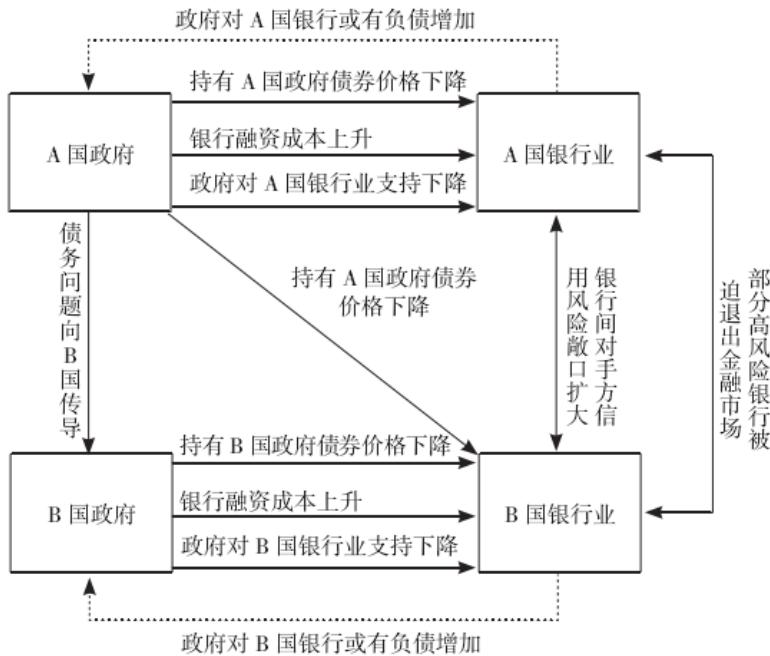
2011 年欧债危机传导链条：国家出现严重财政赤字 → 主权信用评级被调低 → 国债 CDS 溢价上升、国债价格下跌 → 银行账面损失增加、自身问题暴露 → 主权债务危机向其他国家蔓延，银行业内部产生“对手方风险”，这些国家银行业融资困难，流动性压力上升 → 政府增加对银行业的隐性承诺，提高政府“或有负债”水平，恶化主权债务状况。

(1) 第一阶段：主权债务危机。欧元区边缘国家的政府面对经常账户逆差所带来的融资需求，以及民间资金流断裂的现实，被迫挺身而出，动用财政资金来为经常账户逆差融资。但这样做的后果是边缘国家国债水平大幅攀升。由于欧央行剥夺了欧元区各个国家发行货币的权力，各国国债失去了央行印钞机作为后盾。因此，公债的快速上升让市场对欧元区边缘国家能否偿付其国债产生了深深的疑虑，进而引发了主权债务危机。

(2) 第二阶段：银行危机。通过向欧元区边缘国家提供贷款，以及购买这些国家的国债，欧洲银行对欧洲边缘国家形成了大量风险暴露头寸。随着欧元区边缘国家陷入主权债务危机，欧洲银行的资产负债表也不可避免的受到了严重感染，令银行自身的生存也出现了问题，引发银行危机。当然，风险的传导并非只是单向。银行危机也迫使欧洲各国动用大量公帑为银行注资，进一步加重了主权债务危机的压力。

(3) 第三阶段：流动性危机。主权债务危机和银行危机的爆发令市场恐慌情绪大幅攀升，资金向德国、瑞士、美国等安全避风港大量逃离。这让欧洲金融市场的流动性大幅收紧，在整个市场缺钱的时候，即使是财务状况稳健的国家或机构也有可能因为资金链的突然断裂而陷入破产的境地。至此，流动性危机显现，欧债危机呈现出急性爆发的态势。

图 2: 欧债危机的传导链条



资料来源：长城证券研究所

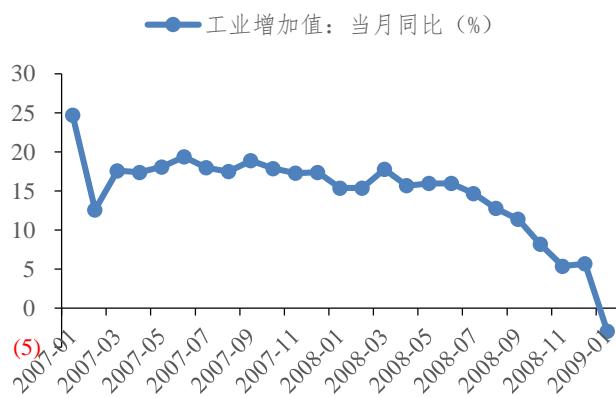
1.2 输入型危机传导链条

输入型危机的银行传导链条：海外经济衰退→出口企业订单急剧下滑→相关贷款违约上升→信用成本上升→银行利润收窄。由于中国银行业的业务基本是在本土，次贷衍生品或欧洲债券的敞口很少，直接影响非常有限，因此中国银行业在次贷和欧债危机中所受的影响主要是间接传导。

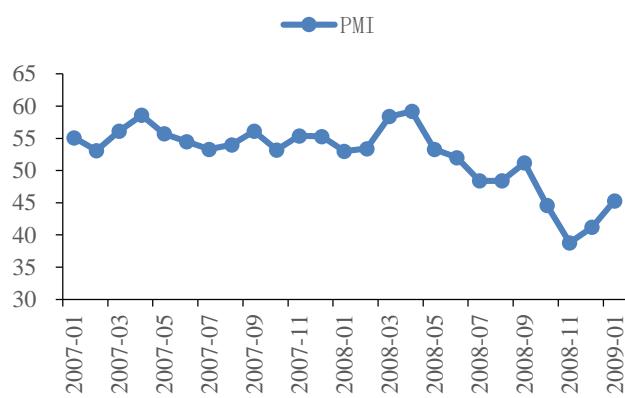
2. 次贷危机、欧债危机影响复盘

2.1 次贷危机

次贷危机引发的以 2008 年雷曼兄弟破产为标志的华尔街金融危机，立即对中国的经济结构产生了影响，长期依赖国外市场的出口经济遭受重挫。出口对中国 GDP 的拉动从 2007 年的 2.6% 下降到 2008 年的 0.8%。2018 年下半年开始，无论是工业增加值还是 PMI，均出现了断崖式的下滑。

图 3: 2008 年下半年工业增加值开始快速下滑


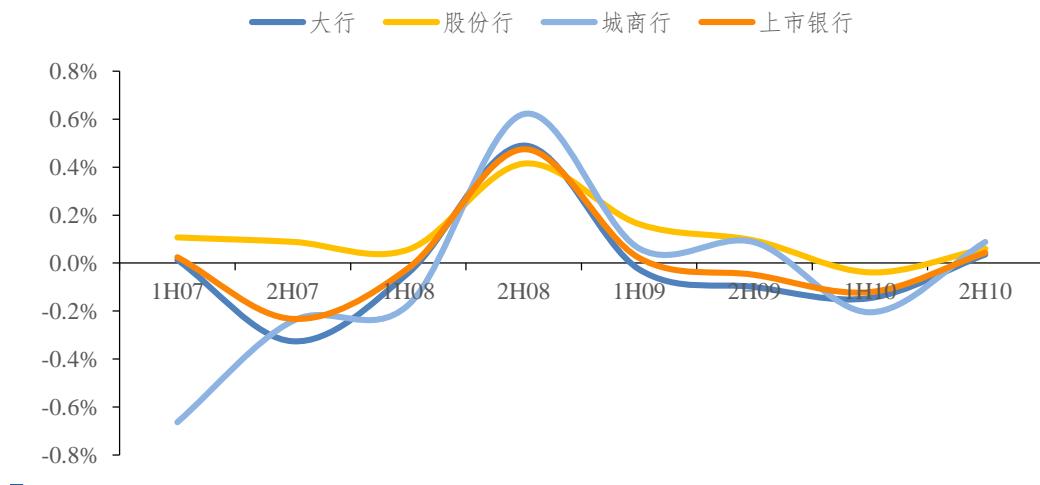
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 4: 2008 年下半年 PMI 快速下滑


资料来源: Wind, 长城证券研究所

2.1.1 银行基本面的影响

首先受到冲击的就是银行的资产质量，在 2008 年下半年开始体现。2H08 所有类型的上市银行不良净生成率无论是同比还是环比均大幅走高，不良净生成率从原先的负值迅速上升至 0.5% 左右。外需冲击对小银行的影响程度最大，宁波、南京 2H08 不良净生成率大幅上升至 1% 以上，而客户以大中型企业为主的大中型银行不良净生成率上行幅度相对更小一些。

图 5: 2H08 上市银行不良净生成率大幅提高


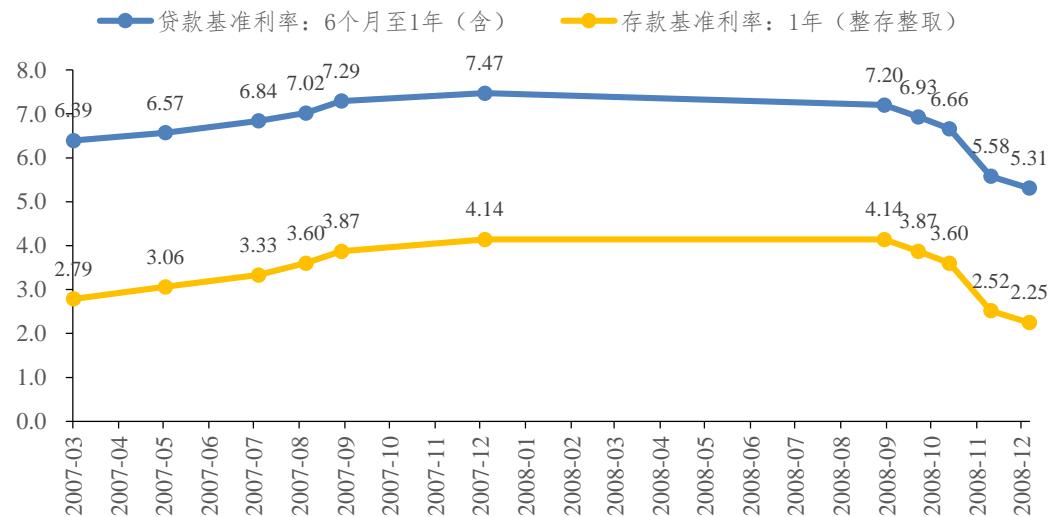
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

表 1: 上市银行年化不良净生成率

	1H07	2H07	1H08	2H08	1H09	2H09	1H10	2H10
工行	-0.13%	-0.52%	0.00%	0.34%	0.11%	-0.24%	-0.16%	-0.11%
中行	0.05%	-0.24%	-0.28%	0.52%	-0.23%	0.02%	-0.29%	0.03%
建行	0.18%	-0.31%	0.06%	0.60%	-0.14%	-0.09%	-0.13%	0.20%
交行	-0.02%	0.09%	0.13%	0.60%	0.34%	-0.03%	0.24%	0.08%
招行	-0.53%	0.08%	-0.30%	0.27%	0.10%	0.04%	-0.13%	0.13%
民生	0.29%	0.51%	0.39%	0.43%	0.20%	0.01%	0.06%	0.09%
兴业	-0.21%	0.30%	0.07%	0.11%	0.07%	-0.08%	0.04%	-0.06%
浦发	0.22%	-0.06%	-0.14%	0.96%	0.00%	-0.04%	-0.14%	-0.08%
中信	0.29%	-0.24%	0.25%	0.25%	0.18%	0.33%	-0.03%	-0.05%
华夏	0.71%	0.22%	0.46%	0.48%	0.46%	0.45%	0.04%	0.57%
深发展	0.57%	-0.32%	-0.30%	0.31%	0.38%	0.05%	-0.02%	0.09%
北京	-1.00%	-0.35%	-0.22%	0.26%	-0.14%	0.00%	-0.29%	0.03%
宁波	0.17%	0.08%	0.22%	1.35%	0.32%	0.32%	-0.07%	0.32%
南京	-0.01%	-0.10%	-0.43%	1.50%	0.63%	0.17%	-0.03%	0.03%
大行	0.01%	-0.33%	-0.04%	0.49%	-0.03%	-0.10%	-0.15%	0.04%
股份行	0.11%	0.09%	0.06%	0.42%	0.16%	0.09%	-0.04%	0.06%
城商行	-0.66%	-0.24%	-0.18%	0.62%	0.06%	0.09%	-0.21%	0.09%
上市银行	0.02%	-0.23%	-0.02%	0.48%	0.02%	-0.05%	-0.12%	0.04%

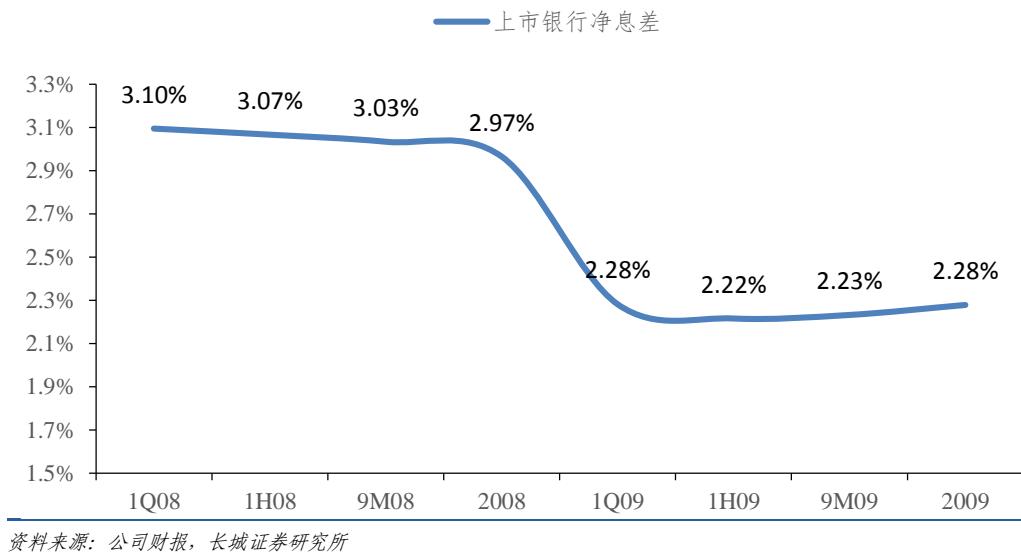
资料来源：公司财报，长城证券研究所

由于宏观经济景气度的回落超过了政府的预期，央行开始降息，以降低实体经济的财务成本，但这本质上是一种被动的放松，降息并未扭转市场的走势。2008 年 9 月到年底，央行累计进行了 5 次降息，1 年期贷款基准利率累计下调 216bp，1 年期存款基准利率累计下调 189bp，导致银行的息差从 2008 年的 3% 左右大幅下降至 2009 年的 2.2%。不过在降息进行到中途时，市场就已经预期 2009 年底前将进一步下调基准利率 100-150bp。

图 6: 2007-2008 年人民币存贷款基准利率 (%)


资料来源：Wind，长城证券研究所

图 7: 2008-2009 年上市银行净息差



2.1.2 银行股走势复盘

海外危机不断爆雷的过程，也是银行股价不断下移的过程。2008年上半年的熊市上半场来自于国内的货币紧缩，与海外关系不大；2008年下半年的熊市下半场才是由海外因素主导。伴随着经济数据的断崖下滑，银行不良生成率快速走高，银行股从下半年到10月底最多下跌了42%。期间虽然伴随着2次降息，但并未扭转下跌的趋势。

经济刺激政策对冲了悲观预期，银行股也开始震荡筑底。2008年11月5日，国务院常务会议提出“四万亿”工程建设计划，银行股开始了震荡筑底。其后虽然有两次降息，其中一次大幅降息了108bp，但由于市场已经提前对降息有了预期，因而对银行股没有造成什么负面冲击。

宏观预期的改变带动了银行股反弹，经济复苏的持续性决定了反弹高度。2009年1月银行出现了天量信贷，伴随着信贷的大量投放，市场开始相信GDP增速季度环比在08年4季度见底，并预期同比在09年1、2季度见底。银行股的逻辑走向以量补价，同时由于后来经济走出了V型，资产质量的压力也得到了极大的缓解，银行股在2009年最高涨了61%。

图 8: 2008-2009 年银行板块和沪深 300 涨跌幅



图 9: 2009 年上半年新增人民币贷款大幅增加

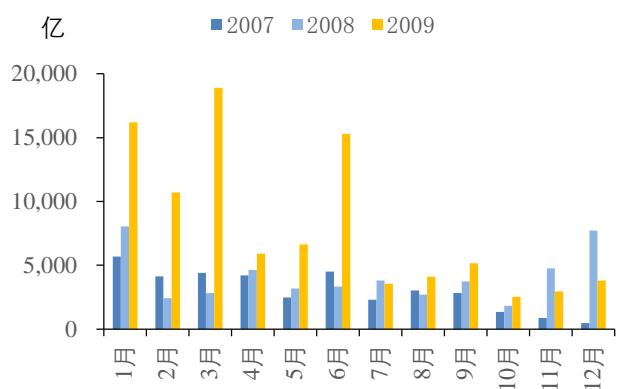


图 10: 2009 年银行业贷款余额同比增速明显上升



图 11: 2009 年银行业总资产增速明显提升



2.2 欧债危机

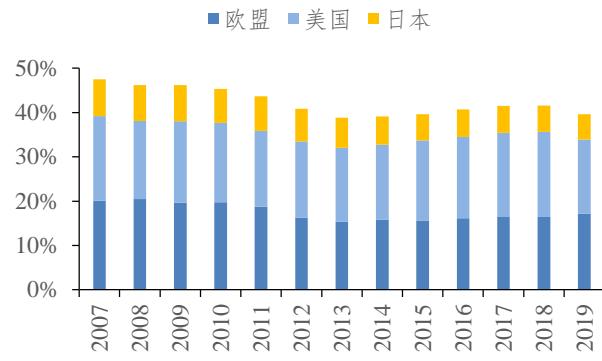
2012年欧债危机继续恶化，由于欧盟是中国最大的出口市场，占中国出口市场的比重约在18%左右，欧债危机爆发后，中国对欧盟出口增速持续下滑，并在2012-2013年连续两年负增长。不过2012年的经济下行压力并非单纯由欧债危机引发，中国经济本身也进入了“四期叠加”阶段，名义GDP增速逐渐回落。

图12：欧债危机后出口欧盟金额增速持续下降



资料来源：Wind，长城证券研究所

图13：中国主要出口国家中欧盟占比第一

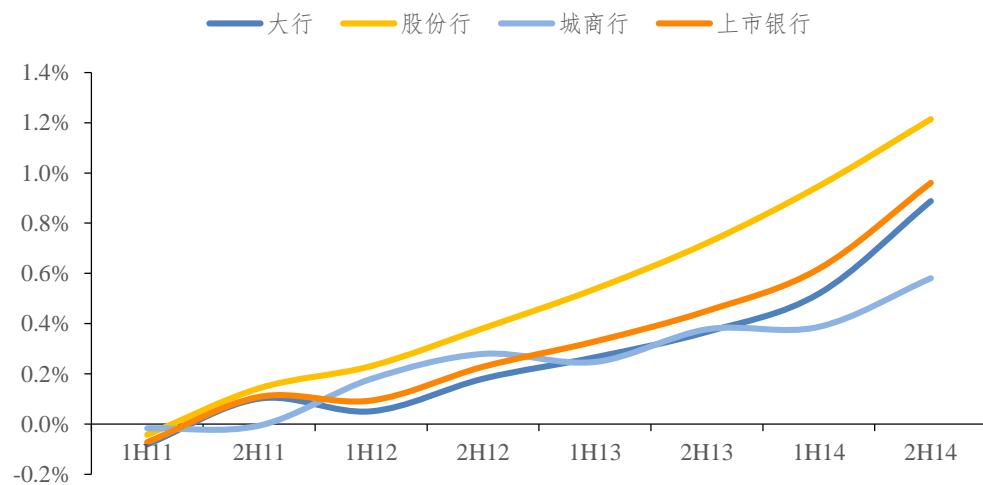


资料来源：Wind，长城证券研究所

2.2.1 银行基本面的影响

2012年后银行开始了新一轮不良周期，不良生成率从2009-2011年的零左右开始逐渐上升。不过由于欧债危机对中国经济的影响程度相对而言不大，因而不良净生成率处于小幅上升的状态。但欧债危机也导致了部分行业的产能过剩和资产质量压力，比如当时的光伏行业，国内的光伏行业对外部需求的依赖程度占到产能的9成多，欧盟对光伏发电的补贴下调导致了我国光伏产业面临困境。

图14：2012年开始上市银行不良净生成率开始逐渐抬高

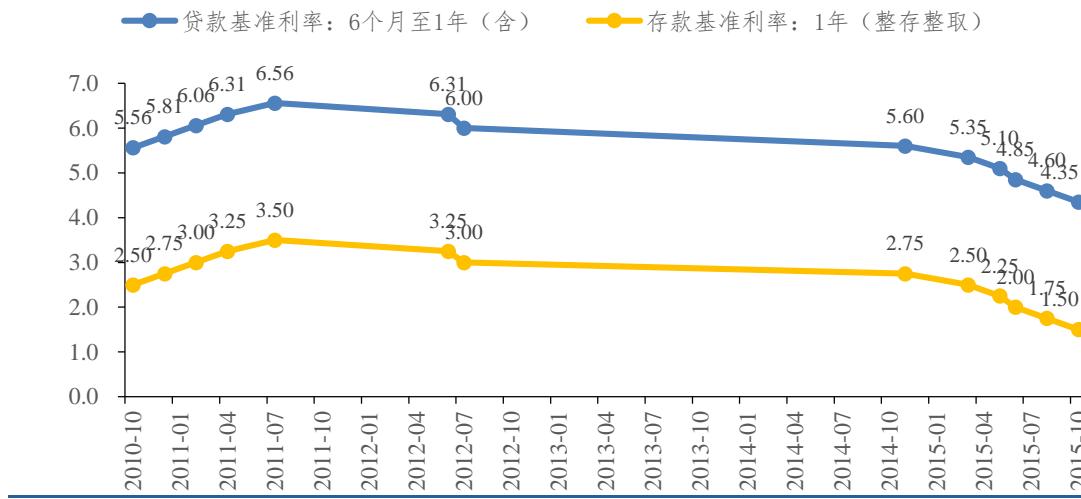


资料来源：公司财报，长城证券研究所

由于经济下滑超预期，2012年6月、7月央行开始了两次降息，并且利率市场化也在此时开始推动，存贷款利率浮动区间扩大。因为之前市场并未预期到央行可能降息，因而

超出了市场预期，并且存贷款利率浮动区间扩大使得市场对利率市场化预期加速，对银行息差影响负面。2012年到2013年，银行息差最多下降了10个bp。

图 15: 2010 年后人民币存贷款基准利率 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 16: 2012-2013 年上市银行净息差



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

2.2.2 银行股走势复盘

经济下滑超预期、持续降息、利率市场化加速共同导致银行基本面和股价承压。2012年4月工业增加值下滑至个位数增长，PMI从5月开始也逐渐回落，经济下滑的超预期使得银行股从5月份开始掉头向下，到6月初基本抹去了年内涨幅。6、7月份的两次降息和利率市场化加速也使得市场对银行的息差变得悲观，银行股在3季度继续下跌，最多时银行股较4月份高点下跌了19%。

4季度经济企稳并开始弱复苏，最终催化银行股在年末启动了一轮幅度较大的反弹。2012年4季度开始经济有所好转，工业增加值增速重新回到10%以上，PMI也开始逐月走高，

12月外资打响了银行股反弹的第一波，被压抑了两年的银行股迎来了持续两个月气势如虹的反弹，阶段涨幅最高达到50%。

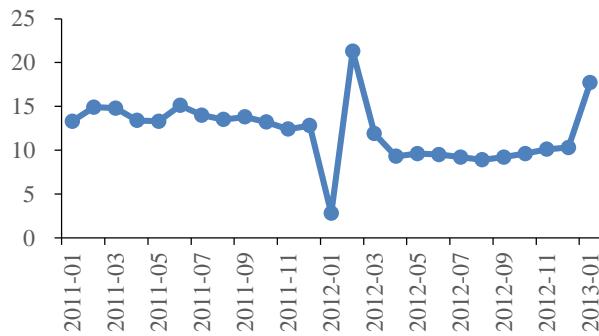
图 17: 2012-2013 年银行板块和沪深 300 涨跌幅



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 18: 2012 年 4 季度工业增加值数据开始改善

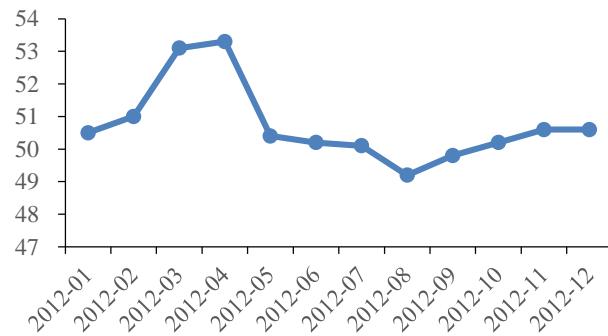
—●— 工业增加值: 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 19: 2012 年 4 季度 PMI 数据开始改善

—●— PMI



资料来源: Wind, 长城证券研究所

2.3 两次危机中银行股走势比较

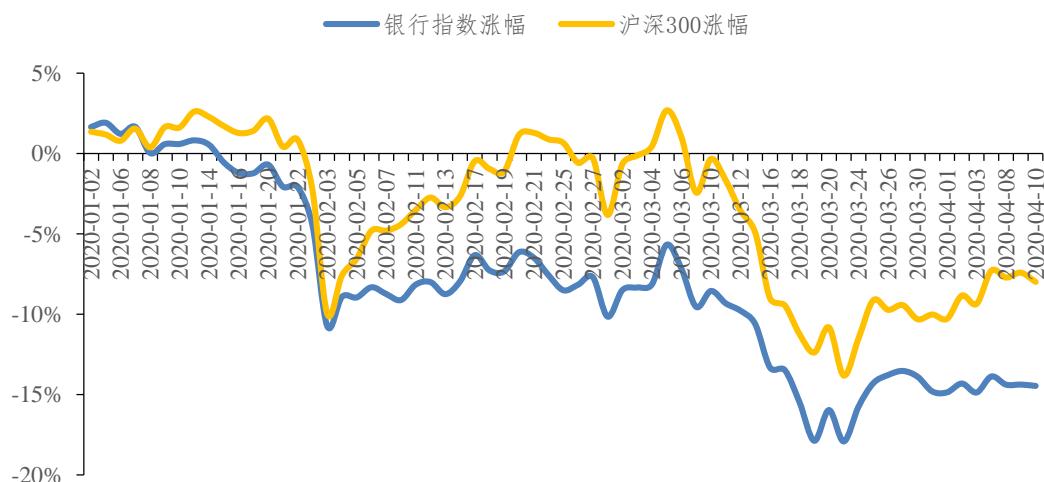
海外危机不断暴露过程中，预期的不断恶化导致银行股股价持续走低。(1) 资产质量预期：伴随着经济数据的下滑，银行不良生成率预期不断恶化，导致对银行股的风险评价恶化。股价不断创出新低的过程，也是对中国经济的预期不断向下修正的过程；(2) 息差：意外的降息对银行息差影响负面，但若市场已经预期未来会有降息动作，则当前的股价中已经隐含未来降息的影响，降息落地时对股价不再有边际影响。

如果后续的预期不会比现在更坏，银行股走势体现为震荡筑底，而进一步反弹则需要经济预期好转的支持。银行作为宏观经济的代表，市场对银行资产质量的怀疑永远不会随着自下而上的分析消退，只有经济预期的好转才能解除这种担忧。在经济预期明确之前，银行股往往在底部震荡，而一旦复苏预期明确，银行股会有不错的上涨和相对收益。

3. 新冠危机的借鉴

新冠疫情对银行的影响可以分为两个阶段：（1）第一阶段：国内疫情发酵。一方面是疫情影响下国内经济休克，银行资产质量不可避免受到负面影响；另一方面是实体经济承压，银行被要求适当让利，息差承压；（2）第二阶段：海外疫情扩散。全球疫情暴发后，各国暂时无法正常开展多数经济活动，使得需求萎缩，外贸不可避免地受到国外疫情和经济衰退的不利影响。

图 20：2020 年至今银行板块和沪深 300 涨跌幅



资料来源：Wind，长城证券研究所

3.1 银行基本面的影响

3.1.1 资产质量

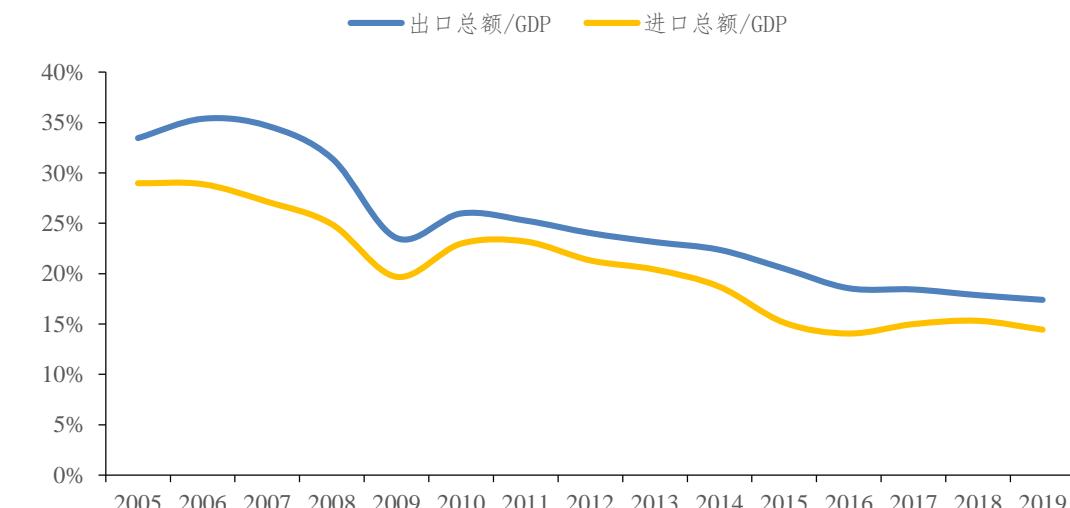
第一轮境内疫情影响可控，第二轮海外疫情影响不确定性相对更大。由于中国经济全球化程度较高，海外疫情恶化对外需产生新的冲击，第二轮海外疫情影响相较第一轮境内疫情而言，造成的不确定性更高。

（1）国内疫情影响：2月国境疫情发生以后，国内经济相当于按下了暂停键，实体经济受到的负面冲击传导至银行体系，对商业银行的资产质量产生了一定的影响。（1）客户维度：个人客户、中小微企业、个体工商户受到的影响程度相对较大，其中信用卡业受影响最大；（2）行业维度：批发零售、住宿餐饮、交通运输、文化旅游等依赖于线下消费的行业受到的影响相对更大；（3）区域维度：湖北地区受到的冲击最大，华东、华南等经济较为发达、外来务工人员占比较大的地区，因延迟复工的影响，资产质量也有所承压。不过由于中国政府采取了严格的管制措施，境内疫情在3月份已经得到了明显的控制，因而第一轮境内疫情对一季度银行资产质量的冲击可以视为短期、一次性的影响。

（2）海外疫情影响：境外疫情在3月份之后快速蔓延，随着各国逐渐升级防疫手段、封城封国，经济活动停摆，导致外需大幅收缩，中国出口订单骤降。如果境外疫情不能得到有效控制，外需下滑对出口企业的影响较大，并将导致中国银行业的资产质量在二、

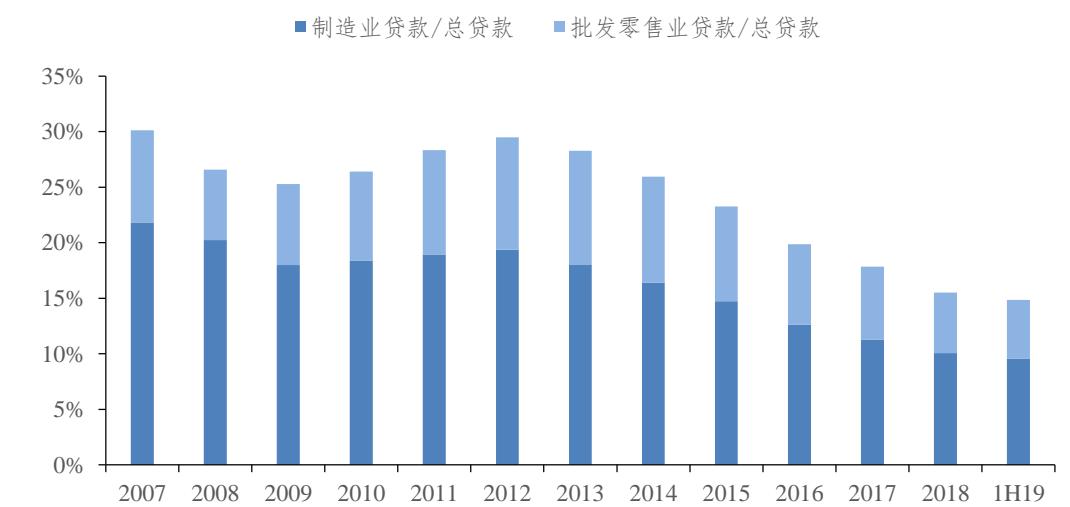
三季度承压。不过外需下滑对国内银行业不良传导的影响在减弱，一是中国的贸易依存度在下降，2007年出口/GDP达到34.7%，到2019年已降低至17.4%；二是外向型企业贷款敞口占比下降，制造业、批发零售业贷款占总贷款的比例从2012年的接近30%下降至1H19的15%左右。

图 21：2007 年以后中国贸易依存度明显下降



资料来源：Wind，长城证券研究所

图 22：2012 年后上市银行制造业和批发零售业贷款占比明显降低



资料来源：公司财报，长城证券研究所

3.1.2 息差

综合考虑 LPR 利率下行、MPA 定价考核以及疫情对贷款定价的综合影响，预计息差将收窄 7-10bp。

(1) 资产端面临几个方面的压力：一是 LPR 的下行趋势，二是债券收益率下行，三是 3 月起推进 LPR 转换。(1) 缓解疫情对企业的冲击、有效降低实体经济的融资成本是一

个大的背景，今年以来 1 年期 LPR 利率累计下调 30bp、5 年期 LPR 利率累计下调 15bp，同时银行也在主动寻找风险相对低的客户，共同驱动贷款定价下行；（2）全球无限量量化宽松，央行报告流动性合理充裕，同业、债券投资收益率也在下行，目前银行间隔夜拆借利率不到 1%，十年期国债收益率下降至 2.6%；（3）存量浮动利率贷款定价基准转换工作已于 3 月 1 日开始启动，随着 LPR 的下行，贷款的收益水平也将相应的下降。

图 23：2019 年 LPR 改革后 1 年期和 5 年期利率（%）

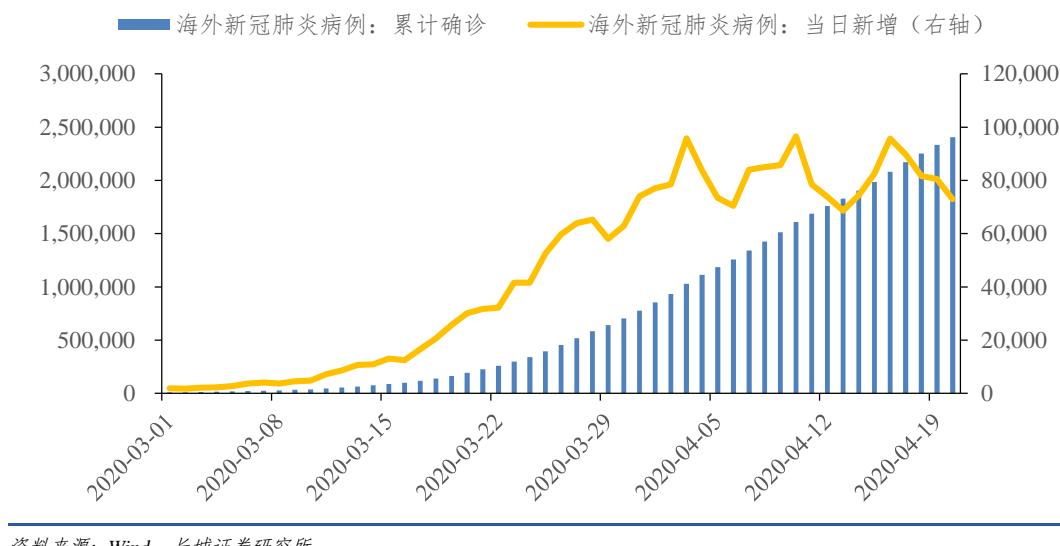


资料来源：Wind，长城证券研究所

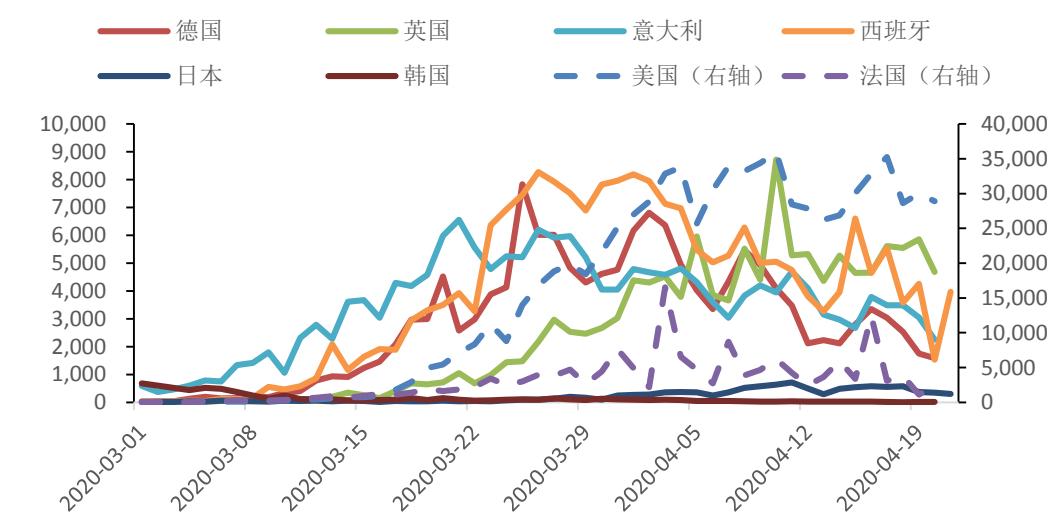
（2）负债端虽然有下降的趋势，但与资产端相比还是相对刚性。目前负债端有一些利好，比如同业负债成本已下降至低于一般存款成本的水平，同时央行也在着力规范不规范的存款，包括创新产品、结构性存款，负债成本率有下降的趋势，但是与资产端相比还是相还是相对刚性的。未来基准存款利率是否下调有待观察，央行表示会综合考虑经济增长、物价水平等基本面情况，对存款基准利率适时适度的做出调整，但目前 CPI 较高对存款基准利率下调存在一些阻碍。

3.2 对银行股走势的推演

预期最坏的时候可能已经过去，目前是底部震荡阶段。目前市场对银行股息差收窄的预期已经比较充分，未来决定股价走势方向的主要在于资产质量预期会不会变得更坏。伴随着疫情在全球蔓延，3 月中旬宏观经济学家开始下调全球的经济预测，股价开始逐渐反映悲观的经济预期。未来经济预测还会再次下调吗？这取决于全球疫情的控制情况。从各国新增病例数量看，在 3 月中下旬普遍采取封城等隔离措施后，欧美疫情在 4 月中旬出现拐点迹象，单日新增确诊人数见顶回落。如果上述拐点确认，那我们相信，一季度是中国经济最差的时候，二季度是欧美经济最差的时候，预期最差的时候已经过去了。

图 24: 海外疫情新增确诊人数进入平台区


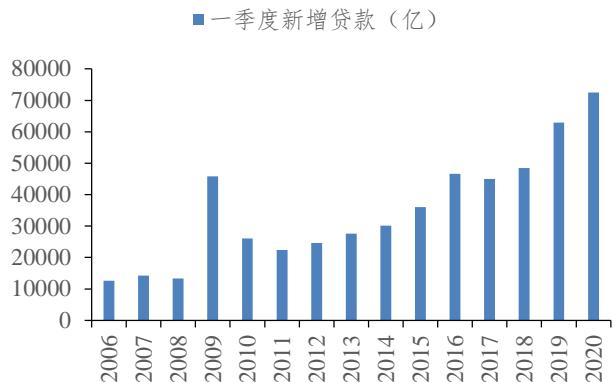
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 25: 主要发达国家当日新增新冠确诊病例


资料来源: Wind, 长城证券研究所

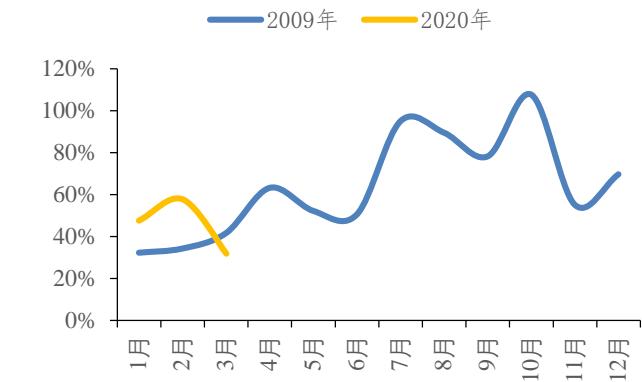
大幅反弹还需要经济数据和金融数据的支持，企业中长期贷款占比可视为同步指标。中国经济修复的强度与力度要看需求端的修复，而政府部门是驱动经济需求复苏的关键，后续在“预算内赤字+专项债+特别国债”发力下基建对经济的拉动可期，而基建对经济的拉动程度可以看企业中长期贷款这一指标。虽然3月份贷款数据明显走强，但新增较多的主要是企业短期贷款，这部分用于补充企业短期运营资金，应对疫情下的现金流紧张，实体企业中长期投融资需求还没有明显走强。对比2009年，如果要重演经济复苏下银行股的大幅反弹，我们需要看到企业中长期贷款占比的明显回升。

图 26: 2006-2020 年一季度新增对实体经济贷款



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 27: 2009 年和 2020 年新增企业中长期贷款占比



资料来源: Wind, 长城证券研究所

4. 投资建议

行业观点: 对银行股转向积极, 3 月的低点大概率已经是底部。决定银行股价边际变化的是预期, 最核心的是两个变量: 资产质量的预期、息差的预期。目前来看, 大部分银行都预期今年息差会下降大个位数水平, 这已经包含了后续 LPR 降息的影响, 所以即便未来 LPR 利率再往下调, 也不会对银行股价形成负面影响, 那么决定银行股价方向的其实就是资产质量预期的变化。一季度中国经济受国内疫情影响, 二季度受海外疫情对外需的影响, 目前欧美新增确诊人数已经出现拐点迹象, 对外需冲击的预期在 3 月份可能就是最差的时候, 未来随着疫情的好转对外需冲击的预期也会改善, 对经济最悲观的预期可能已经过去。目前我们看好银行股的绝对收益, 但相对收益的改善还需要经济复苏的支持, 我们判断相对收益的时间点可能发生在三季度。

推荐组合: 除无法覆盖标的外, 推荐平安、宁波、南京、兴业、工行。

风险提示: 全球疫情持续发酵导致经济下行超预期。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>