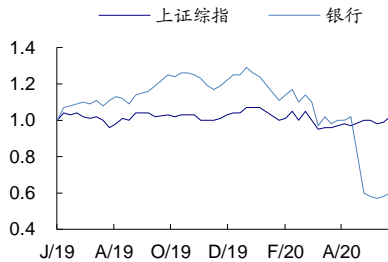


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《行业点评: 央行创设新的货币政策工具支持小微企业信贷投放》——2020-06-02
 《2020 年 6 月银行业投资策略: 测算显示降息对净息差影响有限》——2020-06-01
 《行业快评: 如何看待今年银行股的“负相对收益”》——2020-05-29
 《行业专题: 疫情之下, 美国四大行业业绩惨淡》——2020-05-18
 《互联网贷款管理暂行办法(征)点评: 银行网贷业务规范发展》——2020-05-12

证券分析师: 田维韦

电话: 021-60875161
 E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030002

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

行业投资策略

从成本角度看银行让利空间

● 让利实体不能过分损害银行的盈利能力

我国银行业利润增长主要来自于规模的扩张和较低的管理成本, 这与间接融资为主的金融市场和廉价的劳动力相关。同时, 我国银行利润主要用来补充核心一级资本, 过分压降银行利润可能会带来较大金融风险。

● 银行实际净息差(净息差扣除信贷成本和经营成本)压缩空间有限

从成本加成定价模型来看, “贷款利率=资金成本+风险成本+经营成本+机会成本+银行目标收益率”。计算的 25 家上市银行 2020 年一季度实际净息差为 0.45%, 考虑信用风险滞后性的实际净息差更小。受贸易摩擦冲击, 我国经济自 2018 年下半年以来就出现较大幅度下行, 今年经济下行压力更大。加上此轮政策偏向中小微企业, 更是实施延期还本付息等政策, 预计银行未来不良处置压力将大幅提升。根据测算, 若不考虑主动调降拨备释放利润, 2020 年不良净生成率提升 10bps 至 1.09%, 那么净息差收窄 6.5bps 至 1.94%, 净利润增速就降为 0%。

● 支持实体经济需要引导银行负债成本进一步下行

央行目前采取多政策引导银行负债成本下行, 但由于一般存款成本持续提升, 银行负债成本居高不下。对于如何降低存款成本, 我们认为短期可采取的措施主要包括, (1) 适度调降存款基准利率, 该政策效果最直接有效, 但面临存款流失等风险; (2) 降低存款考核重要性来缓解竞争压力; (3) 加强高息存款产品的监管。长远来看需要加快推进存款利率市场化, 可借鉴美国经验探索开展货币市场存款业务。

● 预计 2020 年上市银行净利润增速在 3.0% 附近

预计 25 家上市银行 2020 年资产扩张速度提升至约 11%, 净息差收窄约 6-10bps 至 1.90%-1.94%, 不良贷款净生成率提升约 12bps 至 1.11% 附近。在此情况下, 预计银行会下调拨备覆盖率 6-9 个百分点以维持净利润增长, 据此测算, 2020 年全年归母净利润增速在 3.0% 附近。

● 投资建议

当前银行低估值已打足了市场悲观预期, 我们维持行业“超配”评级, 推荐工商银行、农业银行、邮储银行以及宁波银行、常熟银行的“哑铃组合”。

● 风险提示

若宏观经济大幅下行, 可能从多方面影响银行业。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
601398	工商银行	买入	5.27	18289	0.90	0.94	6.1	5.8
601288	农业银行	买入	3.38	11661	0.72	0.75	4.7	4.5
601658	邮储银行	买入	4.76	4049	0.72	0.81	6.6	5.9
002142	宁波银行	买入	26.30	1580	2.66	3.11	9.9	8.5
601128	常熟银行	增持	7.36	202	0.74	0.85	10.0	8.6

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

内容目录

前言	4
银行一季度净利润正增长是支持实体经济的结果	4
一季度银行净利润正增长主要来自规模的扩张	4
贷款收益率持续下行，净息差明显收窄	5
银行有多大让利空间	7
让利实体不能过分损害银行的盈利能力	7
扣除信贷成本和经营成本后的实际净息差压缩空间有限	8
2020 年上市银行净利润增速敏感性测算	11
支持实体经济依赖降低银行负债成本	13
存款成本上行，银行负债成本居高不下	13
银行负债成本刚性如何破局？	15
美国银行业低存款成本对我国的启示	16
预计 2020 年净利润增速在 3.0%附近	20
总资产增速提升至两位数	20
政策引导负债成本下行，净息差收窄幅度预计好于市场预期	21
不良率上行，关注三季度海外疫情走势	21
总结：上市银行盈利增速预计在 3.0%附近	23
投资建议及个股推荐	23
风险提示	23
国信证券投资评级	25
分析师承诺	25
风险提示	25
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

图 1: 与工业企业利润相比, 银行净利润增速较为稳定	4
图 2: 上市银行整体净利润增速归因	5
图 3: LPR 改革以来金融机构一般贷款加权平均利率持续下行	6
图 4: 2020 年第一季度净息差大幅收窄	6
图 5: 2020 年第一季度大行和城农商行净利润大幅下降	7
图 6: 2013 年以来我国商业银行资本充足率持续提升	8
图 7: 扣除当期信贷成本后的净息差水平	9
图 8: 扣除当期信贷成本和经营成本后的实际净息差水平	9
图 9: 银行不良暴露滞后于经济周期	10
图 10: 农商行不良率明显高于商业银行整体	10
图 11: 我国商业银行拨备覆盖率情况	11
图 12: 摩根大通、美国银行和花旗集团拨备覆盖率已超过我国四大行	11
图 13: 25 家上市银行不良贷款净生成率与信贷成本走势	12
图 14: 按期初期末余额计算的单季年化计息负债成本率	13
图 15: 上市银行存款成本率提升	14
图 16: 金融机构存款余额同比增速	14
图 17: 2017 年至 2019 上半年活期存款占存款总额比重呈下行态势	15
图 18: 2020 年一季度末 25 家上市银行存款占计息负债比重为 76.7%	16
图 19: 不同类型银行结构性存款占存款总额比重	16
图 20: 美国银行业净息差持续高于我国	17
图 21: 美国银行业存款稳定增长, 且金融危机后占负债比重持续提升	17
图 22: 美国银行业存款利率处于低位	18
图 23: 2019 年末富国银行存款结构	18
图 24: 美国银行业储蓄存款大幅增长	19
图 25: 美国货币市场基金利率	20
图 26: 2020 年商业银行总资产扩张速度提升	21
图 27: 按期初期末余额计算的 2019 年净息差水平为 2.00%	21
图 28: 2020 年一季度末 25 家上市银行不良贷款率为 1.46%	22
图 29: 2020 年一季度新增不良贷款余额超过 2019 年全年新增规模	22
表 1: 商业银行 2022 年末一级核心资本充足率敏感性分析	8
表 2: 2020 年归母净利润增速敏感性测算	12
表 3: 2020 年实际净息差 (扣除当期信用成本和经营成本) 敏感性测算	13
表 4: 2019 年四家银行生息资产收益率和计息负债成本率明细数据	17
表 5: 估值表	24

前言

今年上半年银行业估值持续受两大因素压制，第一，疫情冲击之下，政策进一步引导银行让利实体经济，贷款收益率下降，息差收窄拖累业绩增长。第二，经济出现较大幅度下行，加上延期还本付息等政策，市场担忧银行未来资产质量恶化。随着下半年经济逐步恢复，资产质量形势将更加明朗，但让利实体经济是政策的长期方向，并且银行让利实体经济也要综合考虑银行资产质量等因素，因此，我们认为让利实体的政策将成为未来影响银行估值的核心因素。

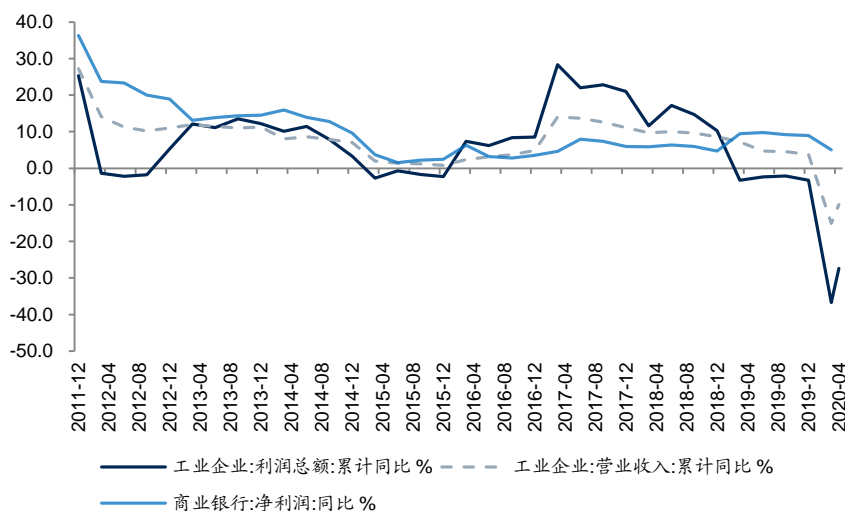
这篇报告主要聚焦两个角度来分析银行有多大让利空间以及让利实体的方式，第一，从银行利润来源和用途探讨银行维持一定盈利能力的合理性和必要性。第二，从成本角度来探讨银行的让利空间，银行贷款成本加成定价模型为“贷款利率=资金成本+风险成本+经营成本+机会成本+银行目标收益率”。若银行贷款利率不能覆盖资金成本、风险成本和经营成本，银行发放信贷就要承担损失，信贷投放越多，损失越大，净资本消耗也会越多。这种情况下，银行没有信贷投放的意愿，信贷投放的能力也会因资本消耗而下降，是不利于支持实体经济的，并且可能带来较大的金融风险，因此，我们认为让利实体经济并不能过分损害银行的盈利能力。目前，在银行净息差收窄空间有限的情况下，政策既要解决实体经济融资难融资贵的问题，又要维持银行一定的盈利能力，唯一的方法就是在贷款收益率不断下降的情形下，引导银行负债成本进一步下行。

银行一季度净利润正增长是支持实体经济的结果

一季度银行净利润正增长主要来自规模的扩张

2020年第一季度我国工业企业利润总额同比大幅下滑-36.7%，但商业银行第一季度实现净利润6001亿元，同比增长5.0%，引发市场对银行高利润的关注。实际上，在信贷规模大幅增加的情况下，我们统计的A股上市公司（房地产、银行和非银企业除外）2020年第一季度利息支出同比仅增长0.83%，远低于2019年全年10.78%的增速，表明企业融资成本大幅下降，银行确实在让利实体经济。一季度工业企业利润大幅下滑主要原因是需求端疲软，工业企业营业收入出现大幅下降，但仍需要负担员工薪酬、厂房租金等固定资本开支。

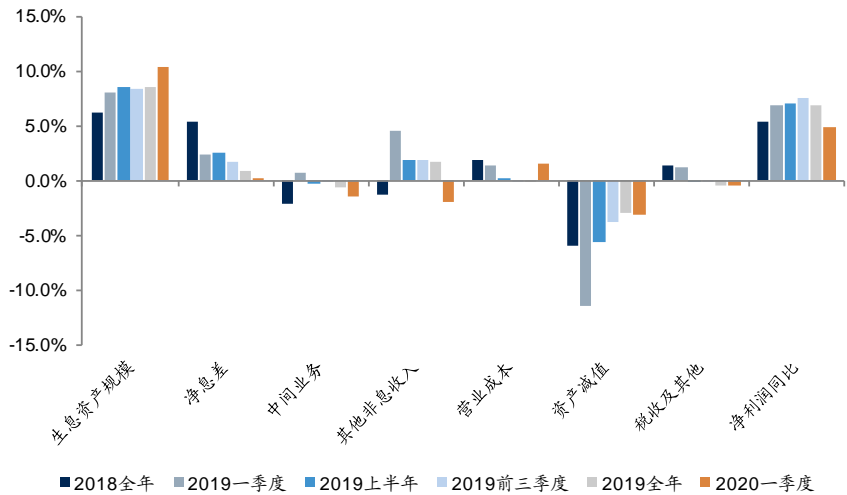
图1：与工业企业利润相比，银行净利润增速较为稳定



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

商业银行一季度净利润实现较好增长主要原因，第一，为了支持实体经济银行加大信贷投放力度，规模扩张是业绩增长的主要来源；银行贷款利率是下降的，净息差明显收窄。支持实体经济，除了需要降低企业融资成本之外，更重要的是保证受疫情冲击暂时经营困难的企业能够融得到资。我国金融市场以间接融资为主，为支持实体经济银行一季度信贷投放大幅增加，规模的快速扩张是银行业绩增长的主要来源。第二，银行信贷风险周期相对经济周期本就具有明显的滞后性，尤其是此轮疫情中政策更偏向中小微企业，更是对企业实施延期还本付息等政策，当期净利润并没有充分反映实际信贷风险。

图 2: 上市银行整体净利润增速归因

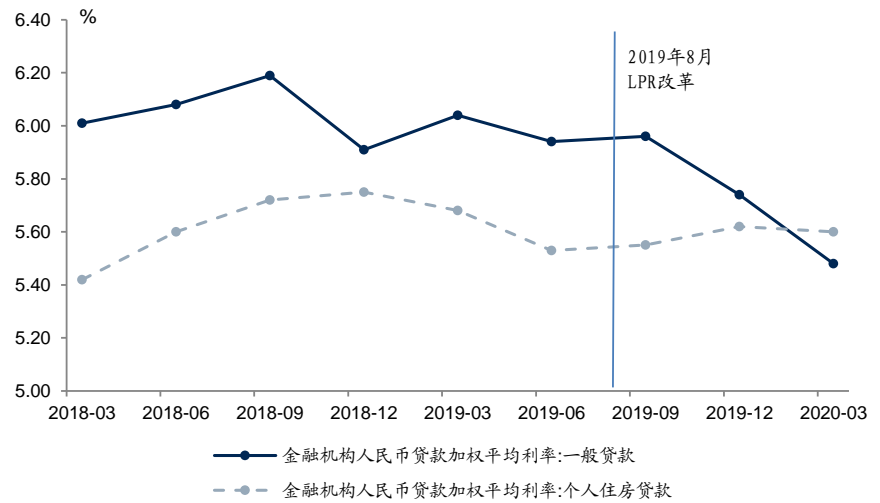


资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理。注明：上市银行整体（指十六家老上市银行及上海、江苏、杭州、贵阳共 20 家银行的合计值）。

贷款收益率持续下行，净息差明显收窄

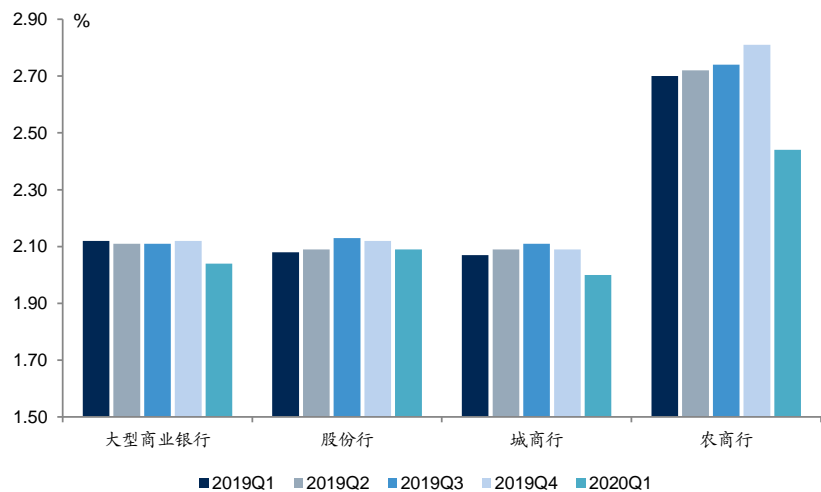
2019年8月LPR改革以来，金融机构人民币一般贷款加权平均利率持续下行，今年受疫情冲击，政策进一步引导银行加大对实体经济的让利程度，2020年3月金融机构一般贷款加权平均利率为5.48%，较2019年9月下降了48bps。银行净息差持续收窄。2020年第一季度商业银行净息差2.10%，环比2019年下降了10bps，其中大行、股份行、城商行和农商行一季度净息差分别是2.04%、2.09%、2.00%和2.44%，环比2019年分别下降了8bps、3bps、9bps和37bps。其中，农商行净息差下降幅度最大，主要是疫情冲击以来对小微企业让利政策力度最大。

图 3: LPR 改革以来金融机构一般贷款加权平均利率持续下行



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

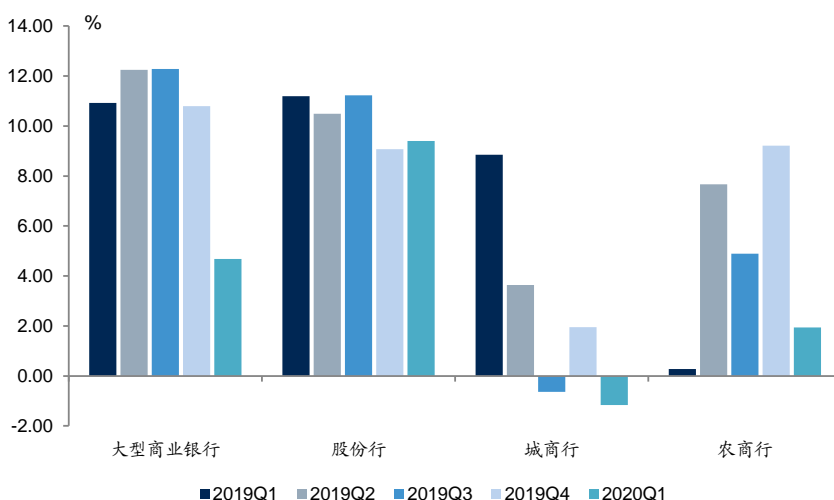
图 4: 2020 年第一季度净息差大幅收窄



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2020 年第一季度商业银行净利润增速较 2019 年下降了 3.9 个百分点, 其中大行、城商行和农商行净利润增速分别是 4.69%、-1.16%和 1.94%, 较 2019 年分别下降 6.1 个、3.1 个和 7.3 个百分点, 农商行净利润增速已降低位, 城商行净利润已负增长, 都反映了银行在持续大幅让利实体经济。股份行净利润增速维持稳定增长主要是受益于同业负债利率的大幅下降, 净息差收窄幅度较小。

图 5：2020 年第一季度大行和城农商行净利润大幅下降



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

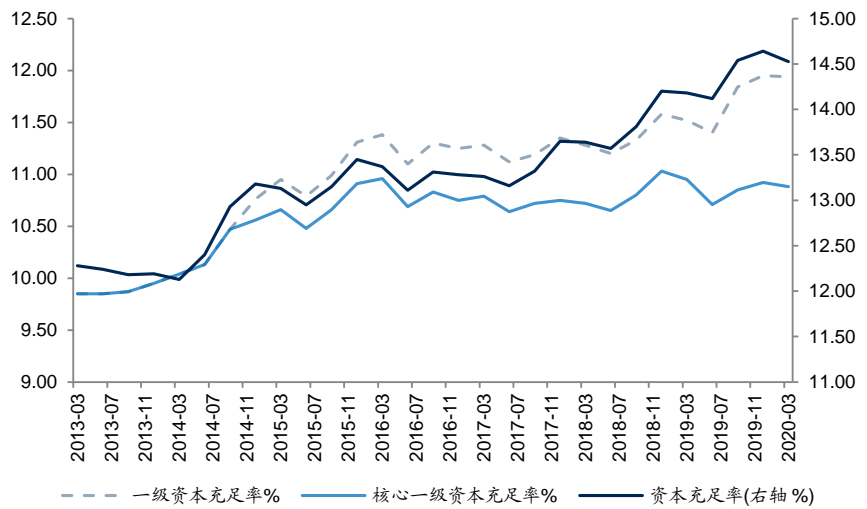
银行有多大让利空间

在实体经济面临较大困难时，降低融资成本支持实体经济是必要的，但我国银行业绩增长有其合理性和必要性，并不能过分压缩银行的盈利能力。我国银行业绩增长与我国间接融资为主的金融市场结构和较低的管理成本紧密相关；同时，银行的利润主要用来补充核心一级资本，银行维持一定的业绩增长有助于更好的支持实体经济和增强防风险能力。我国商业银行净息差水平一直低于美国银行业，扣除信贷成本和经营成本后的实际净息差能压缩的空间非常有限，因此，我国银行让利空间并不大。

让利实体不能过分损害银行的盈利能力

银行的利润用于何处？一是回报股东，二是缴纳企业所得税，三是补充核心一级资本金。统计的 25 家上市银行（老 16 家上市银行以及上海银行、江苏银行、杭州银行、贵阳银行、无锡银行、常熟银行、江阴银行、苏农银行、张家港行，下同）利润总额的 18% 用于缴纳企业所得税、23% 用于股东分红、59% 用于补充核心一级资本。近年来，国际上的《巴塞尔协议 III》以及我国银保监会发布的《商业银行资本管理办法》都对银行的资本设定了更严格的监管要求，尤其是我国四大行执行 TLAC 监管要求已迫在眉睫，银行要实现规模的不断扩大，就要不断的补充资本金。另外，2017 年以来我国持续加强影子银行监管，原来通过表外理财、通道业务等减少资本占用的业务模式被逐步取缔，银行资本补充压力进一步增大。银行支持实体经济除了要降低企业融资成本之外，维持信贷规模的增长也至关重要，企业融资成本即使降的再低，但如果信贷规模无法增长，那么对实体经济会带来更大冲击。因此，银行通过利润留存来补充资本最终也是为了更好的支持实体经济以及维护金融市场的稳定。

图 6: 2013 年以来我国商业银行资本充足率持续提升



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

我们简单的对核心一级资本充足率做一个敏感性测算, 计算未来三年在不同的净利润增速和总资产扩张速度之下我国商业银行核心一级资本充足率水平。核心假设如下:

- (1) 净利润留存率为 70%。25 家上市银行过去三年归母净利润的 28% 用于分红, 72% 用于补充核心一级资本;
- (2) “风险加权资产/总资产” 比例维持不变;
- (3) 核心一级资本仅依靠利润留存, 不借助外部融资。

据此测算, 如果未来三年商业银行总资产平均增速为 10%, 净利润平均增速为 0%, 对应的 2022 年末商业银行核心一级资本充足率为 10.34%, 较 2019 年末 10.92% 的水平下降 0.58 个百分点, 降到 2014 年 6 月之前的较低水平, 银行补充资本的压力大幅提升。

表 1: 商业银行 2022 年末一级核心资本充足率敏感性分析

		2020-2022 年净利润年均增速					
		-5%	-2%	0%	2%	5%	8%
2020-2022 年总资产年 均增速	8.0%	10.71%	10.83%	10.92%	11.01%	11.16%	11.30%
	9.0%	10.41%	10.54%	10.63%	10.71%	10.85%	11.00%
	10.0%	10.13%	10.25%	10.34%	10.42%	10.56%	10.70%
	11.0%	9.86%	9.98%	10.06%	10.15%	10.28%	10.41%
	12.0%	9.60%	9.71%	9.79%	9.88%	10.00%	10.14%
	13.0%	9.35%	9.46%	9.54%	9.62%	9.74%	9.87%
	14.0%	9.10%	9.21%	9.29%	9.37%	9.49%	9.61%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所测算

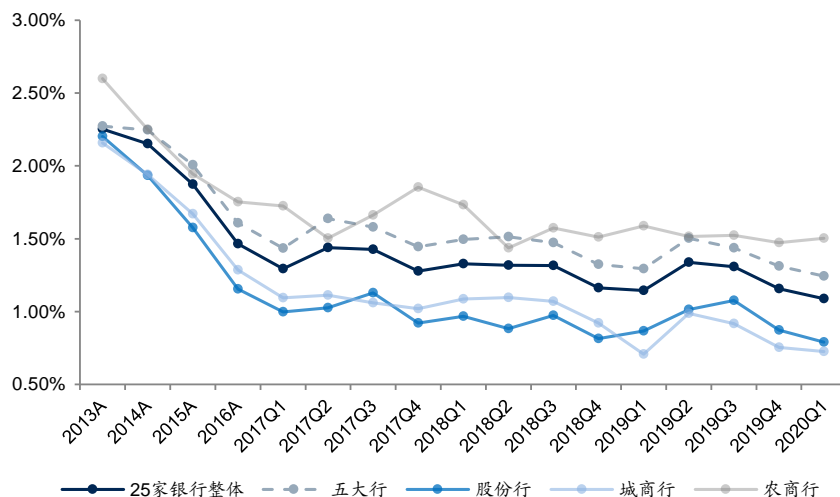
扣除信贷成本和经营成本后的实际净息差压缩空间有限

银行贷款定价除了要考虑资金成本之外, 还需要考虑风险成本、经营成本、机会成本(无风险利率)、银行目标收益率等多因素, 即“贷款利率=资金成本+风险成本+经营成本+机会成本+银行目标收益率”。若银行贷款利率不能覆盖资金成本、风险成本和经营成本, 银行发放信贷就要承担损失, 信贷投放越多, 损失越大, 净资本消耗也就越多。这种情况下, 银行是没有信贷投愿意的, 信贷投放的能力也因资本消耗而下降, 不利于银行支持实体经济。

我们计算的 25 家上市银行 2020 年第一季度经风险调整后的净息差{“经风险调

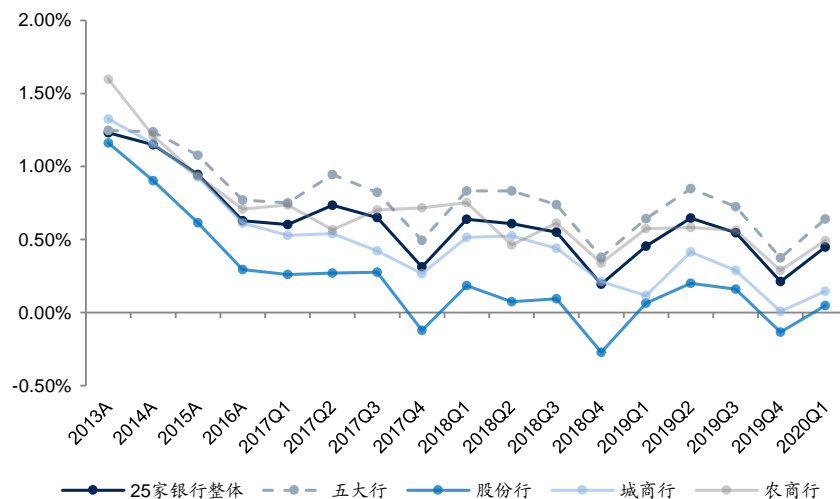
整后的净息差=(利息净收入-当期资产减值损失)/期初期末生息资产平均余额”为 1.09%；如果再扣除经营成本，25 家上市银行 2020 年第一季度实际净息差 {“实际净息差=(利息净收入-当期资产减值损失-业务及管理费)/期初期末生息资产平均余额”，下同}仅为 0.45%，能够压缩的空间已经非常有限。但计算中存在两个误差，第一，扣除信用风险时用的当期信用成本，但信用风险具有明显的滞后性；第二，管理费用并未考虑中间业务等产生的经营成本。

图 7：扣除当期信贷成本后的净息差水平



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

图 8：扣除当期信贷成本和经营成本后的实际净息差水平



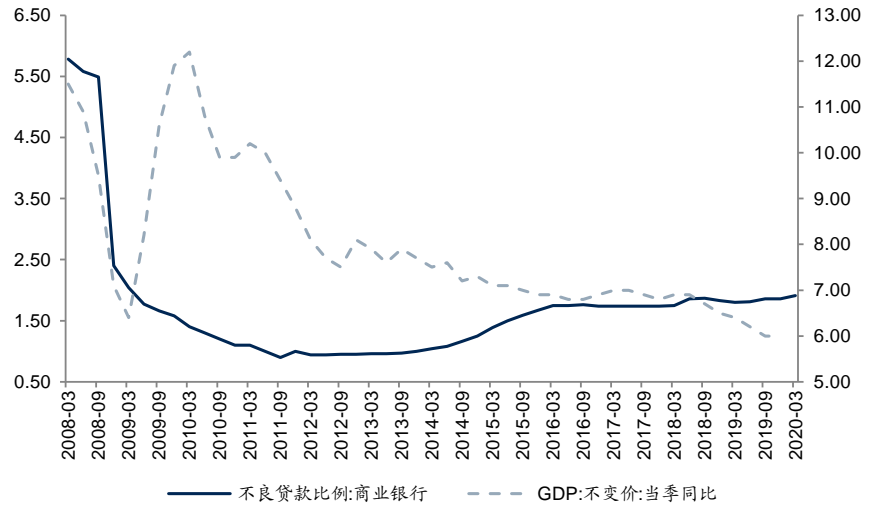
资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

银行业信用风险较经济周期具有明显的滞后性，比如 2011-2013 年经济增速大幅下行，但银行不良贷款率在 2014-2015 年才出现明显提升。受贸易摩擦冲击，我国经济增速从 2018 年下半年开始就已出现较大幅度的下滑，2020 年受疫情冲击，一季度实际 GDP 下降了 6.8%，预计全年经济增速较去年也会大幅下降，2018 年下半年以来的经济下行周期对银行资产质量的冲击将逐步显现。尤其是此轮疫情中，政策偏向支持中小微企业，更是对中小微企业实施延期还本付息的政策，银行未来大概率进入一个不良处置压力大幅提升的阶段。因此，如果

考虑此轮信贷投放的实际信用风险后，银行实际净息差基本已无压缩空间。

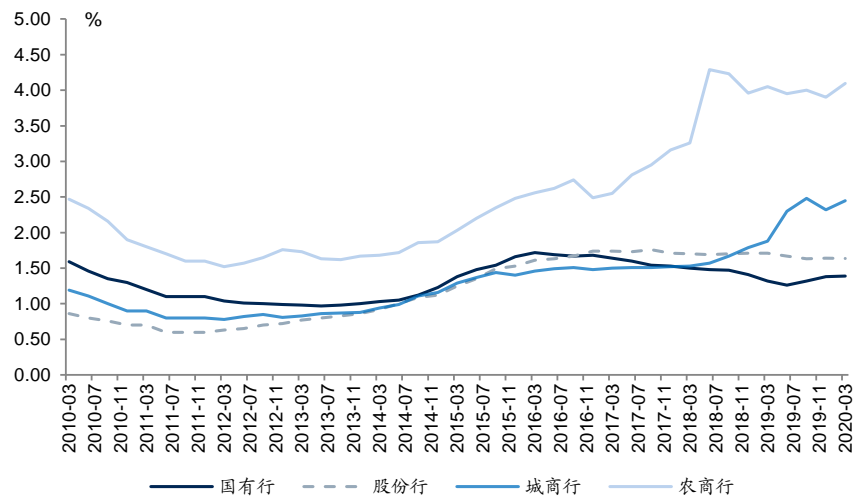
由于此轮政策更加偏向中小微企业，农商行净息差和信贷风险的压力都相对更大，一季度农商行净利润增速已经大幅下降至低位，随着信贷风险逐步暴露，未来农商行业绩大概率出现负增长，如果再一味的压降净息差，农商行或将暴露较大的经营风险，给金融市场稳定造成冲击。

图 9：银行不良暴露滞后于经济周期



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注明：2020 年一季度实际 GDP 下降 6.8%，未在图中显示。

图 10：农商行不良率明显高于商业银行整体

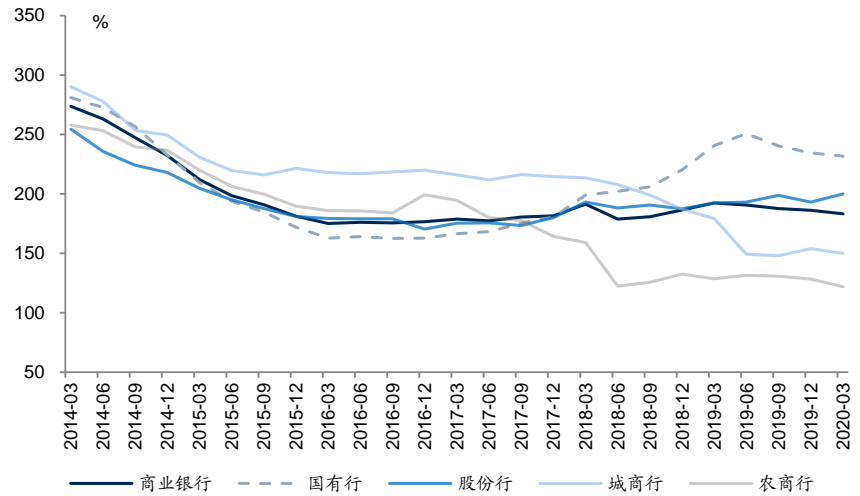


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

有观点认为我国银行拨备覆盖率水平处于高位，有较大的利润释放空间，但实际上，城商行/农商行 2020 年一季度末拨备覆盖率已降至 150%/ 122%。虽然近期监管阶段性下调了中小银行拨备覆盖率的要求，但考虑到中小银行未来面临的较大信用风险处置压力，实际能够释放的利润空间已经非常有限。大型商业银行拨备覆盖率看似处于高位，但与一季度大幅计提拨备后的美国四大行相比较，我国四大行拨备覆盖率并不具备优势，我们认为在疫情冲击之下，大行也需要维持较高的拨备水平以应对未来较大的不良处置风险。另外，我国大行客户主要以国企和大型企业为主，近年来政策虽然要求加大对普惠金融的支持

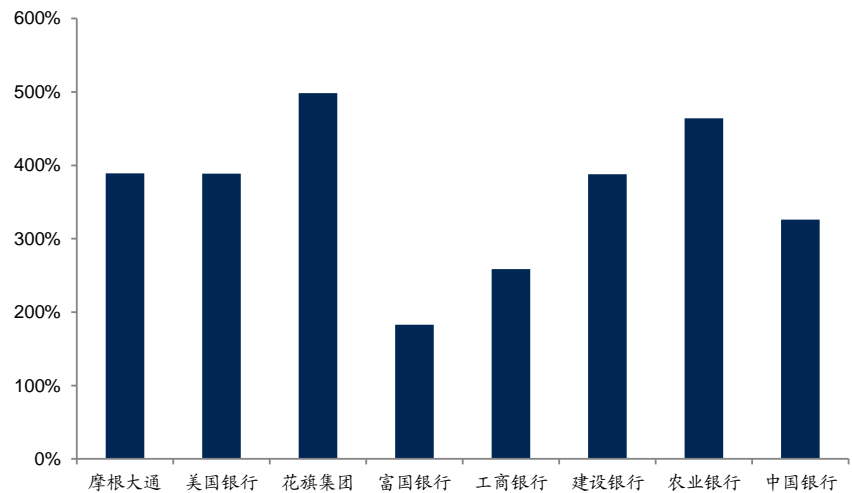
力度，但其客户资质相对较好，授信单户规模也相对较高，大行让利对受疫情冲击较大的中小微企业效果有限。

图 11：我国商业银行拨备覆盖率情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 12：摩根大通、美国银行和花旗集团拨备覆盖率已超过我国四大行



资料来源：Bloomberg，国内四大行财报，国信证券经济研究所整理。注明：我国四大行拨备覆盖率为 2019 年末“拨备余额/逾期 90 天以上贷款”，美国四大行拨备覆盖率为 2020 年一季度末“拨备余额/非应计贷款余额”。

2020 年上市银行净利润增速敏感性测算

我们简单测算 2020 年在不同净息差水平和不良贷款净生成率下的归母净利润增速，核心假设如下：

(1) 资产增速：2019 年生息资产平均余额增速为 8.15%，贷款平均余额增速为 11.26%。2020 年宽货币和宽信用环境下，资产扩张速度加快，预计生息资产平均余额和贷款平均余额增速分别提升至 11.0%和 13.0%；

(2) 非息收入同比增速维持 2019 年水平，2019 年增速为 14.25%；

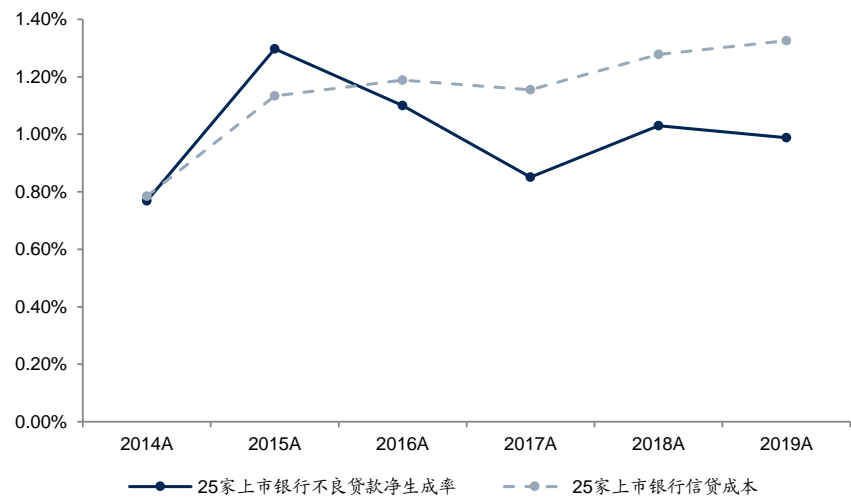
(3) 成本收入比维持 2019 年水平, 2019 年为 26.93%; (营业税金及附加和其他业务成本合计)占营业收入比重维持 2019 年 5.35%的水平;

(4) 不良贷款净生成率提升 1BP, 信贷成本提升 1.3BP。2017-2019 年“信贷成本/不良贷款净生成率”均值为 1.31, 不考虑 2020 年银行主动调节拨备释放利润, 因为拨备的调整并不影响银行实际盈利能力。

(5) 所得税率维持 2019 年水平, 2019 年为 17.66%。

据此测算, 若 2020 年 25 家上市银行净息差和不良贷款生成率维持在 2019 年水平, 即净息差为 2.00%, 不良净生成率为 0.99%, 对应的 2020 年归母净利润增速为 11.1%。通过敏感性分析, 净息差收窄 5bps, 归母净利润增速则下降 3.2 个百分点, 不良贷款净生成率提升 5bps, 归母净利润增速则下降 3.5 个百分点。若 2020 年不良贷款净生成率提升 10bps, 那么净息差收窄 6.5bps, 对应的归母净利润增速降为 0%。若不良贷款净生成率提升到 2015 年 1.30% 的高位, 即使净息差保持在 2.00% 的水平, 对应的归母净利润也大幅下降 10.60%。

图 13: 25 家上市银行不良贷款净生成率与信贷成本走势



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

表 2: 2020 年归母净利润增速敏感性测算

	净息差						
	1.75%	1.80%	1.85%	1.90%	1.95%	2.00%	2.05%
0.95%	-1.92%	1.24%	4.40%	7.56%	10.73%	13.89%	17.05%
0.99%	-4.72%	-1.56%	1.60%	4.77%	7.93%	11.09%	14.25%
1.05%	-8.92%	-5.76%	-2.59%	0.57%	3.73%	6.89%	10.05%
1.10%	-12.42%	-9.26%	-6.09%	-2.93%	0.23%	3.39%	6.55%
1.15%	-15.92%	-12.75%	-9.59%	-6.43%	-3.27%	-0.11%	3.05%
1.20%	-19.42%	-16.25%	-13.09%	-9.93%	-6.77%	-3.61%	-0.45%
1.25%	-22.91%	-19.75%	-16.59%	-13.43%	-10.27%	-7.11%	-3.94%
1.30%	-26.41%	-23.25%	-20.09%	-16.93%	-13.77%	-10.60%	-7.44%

资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所测算

表 3: 2020 年实际净息差 (扣除当期信用成本和经营成本) 敏感性测算

		净息差						
		1.75%	1.80%	1.85%	1.90%	1.95%	2.00%	2.05%
不良贷款净生成率	0.95%	0.36%	0.41%	0.45%	0.50%	0.54%	0.59%	0.63%
	0.99%	0.33%	0.37%	0.42%	0.46%	0.51%	0.55%	0.60%
	1.05%	0.27%	0.32%	0.36%	0.41%	0.45%	0.50%	0.54%
	1.10%	0.23%	0.27%	0.32%	0.36%	0.41%	0.45%	0.50%
	1.15%	0.18%	0.23%	0.27%	0.32%	0.36%	0.41%	0.45%
	1.20%	0.13%	0.18%	0.22%	0.27%	0.31%	0.36%	0.40%
	1.25%	0.09%	0.13%	0.18%	0.22%	0.27%	0.31%	0.36%
	1.30%	0.04%	0.09%	0.13%	0.18%	0.22%	0.27%	0.31%

资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所测算

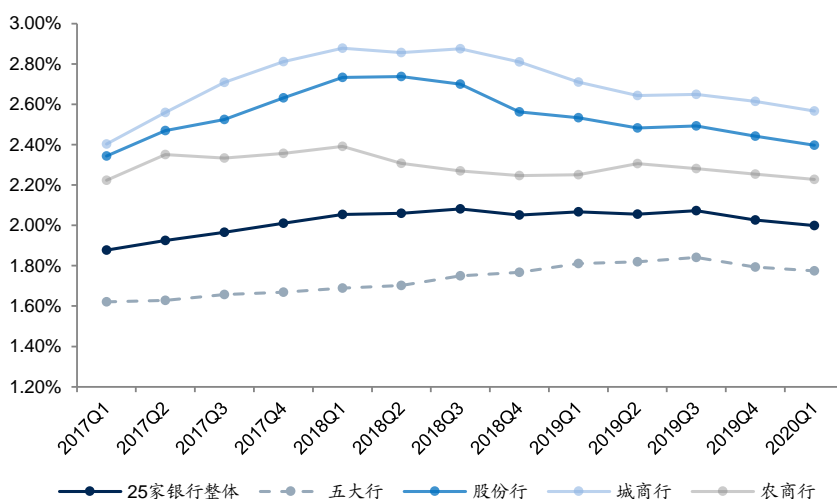
支持实体经济依赖降低银行负债成本

目前, 政策既要解决降低实体经济融资难融资贵的问题, 同时又不能过分损害银行的盈利能力, 唯一的方法就是在贷款收益率不断下降的情形下, 同时引导降低银行负债成本。但近年来存款竞争激烈, 存款成本持续上行, 银行负债成本居高不下, 如何降低银行负债成本成为当前政策重中之重。

存款成本上行, 银行负债成本居高不下

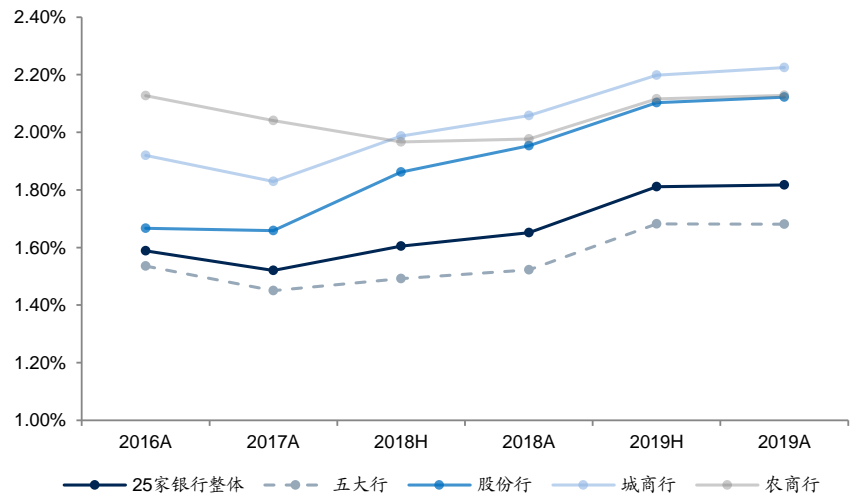
2017 年以来银行存款成本整体呈上行态势, 带来整体计息负债成本居高不下, 2019 年下半年银行计息负债成本略有下行, 主要受益于流动性充裕下银行主动负债成本大幅下行; 同时, 政策加强了对结构性存款等高息产品的监管, 银行存款成本上行态势放缓。按期初期末计息负债平均余额计算, 2020 年第一季度 25 家上市银行年化计息负债成本率为 2.00%, 同比下降 7bps, 环比去年四季度下降 3bps。整体来看, 相对贷款端收益率的大幅下行, 银行负债端成本刚性较强, 银行净息差持续收窄, 拖累净利润增速。

图 14: 按期初期末余额计算的单季年化计息负债成本率



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

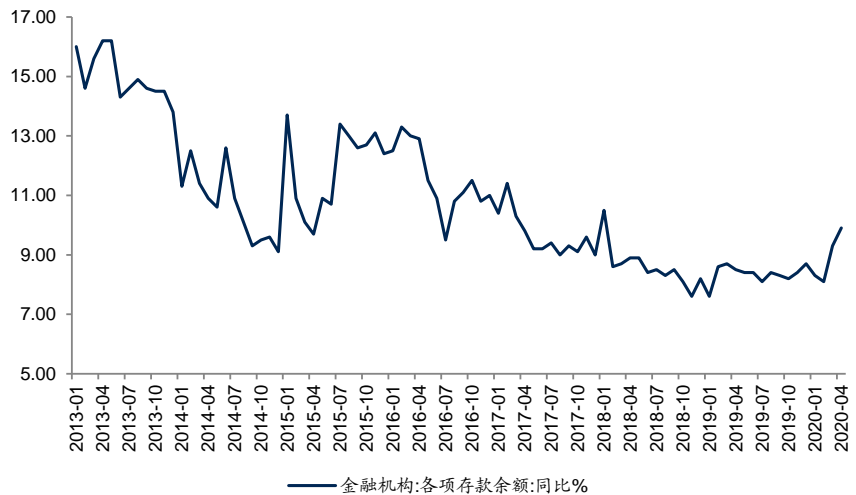
图 15: 上市银行存款成本率提升



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

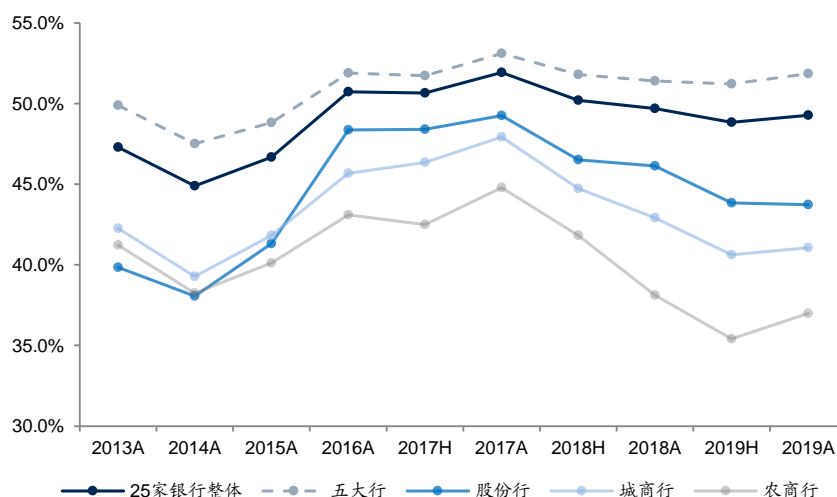
近年来存款成本持续上行的主要原因, (1) 2017 年以来“影子银行”迎史上最严监管, 影子银行业务的压缩大幅削弱了银行存款派生能力。同时, 监管要求同业负债不得超过总负债的 1/3, 并且将同业存款纳入同业负债监管, 在流动性监管指标等计算中也给予一般存款更高的权重, 因此, 存款的重要性大幅提升, 各家银行纷纷加大揽存力度, 存款市场竞争激烈, 存款成本持续提升。(2) 2017 年以来表外理财被严格监管, 银行通过高收益的结构性存款、大额存单等来承接表外理财, 避免资金和客户流失。表外理财资金回表带来商业银行存款定期化趋势日益明显, 2017 年末, 25 家上市银行活期存款占存款总额的比重为 51.9%, 2019 年 6 月末降到 48.8%。

图 16: 金融机构存款余额同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 17：2017 年至 2019 上半年活期存款占存款总额比重呈下行态势

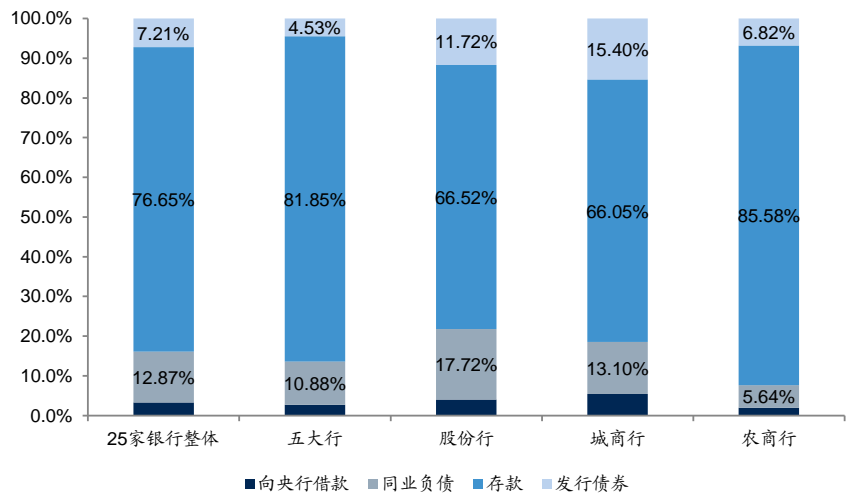


资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

银行负债成本刚性如何破局？

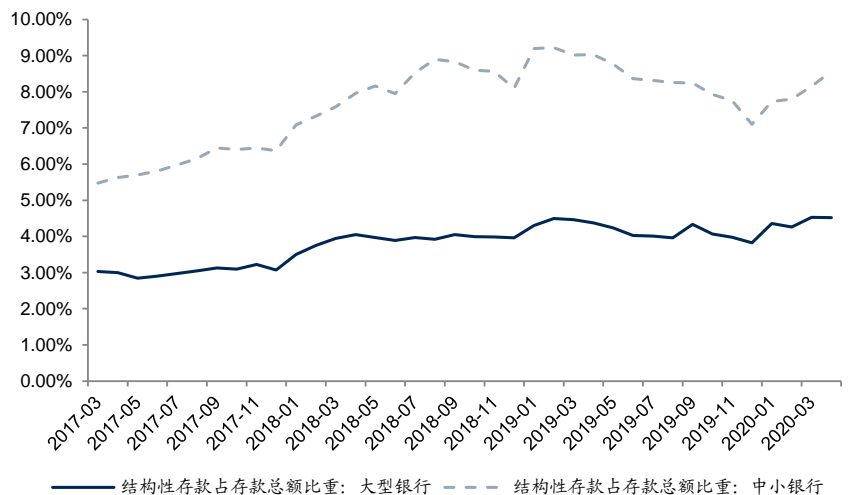
商业银行的负债端主要由存款、对央行负债、债券和存单发行以及同业负债组成，因此降低银行负债成本无外乎采取措施降低以上几项的融资成本，目前央行采用的具体手段主要包括，（1）“全面+定向”降准、专项再贷款、再贴现、创设直达实体货币政策新工具等以降低从央行获取资金的成本；（2）降低公开市场利率引导债券、存单发行利率和同业负债利率下行；（3）加大结构性存款等高收益品种的监管以降低存款成本。2020 年以来结构性存款占比持续提升，主要是货基、票据等利率快速下行，收益率相对较高的结构性存款获青睐，但结构性存款的利率是走低的。由于银行负债中一般存款占绝对主导地位，一般存款成本居高不下使得上述政策效果大打折扣，因此，有必要引导降低一般存款成本。我们认为短期来看，可以采取的措施主要包括，第一，适度调降存款基准利率，该政策效果最直接有效，但需要警惕存款的大量流失；第二，可以通过调节对一般存款考核的力度和重要性来缓解存款竞争压力，引导存款利率下行；第三，继续强化对结构性存款等高收益产品的监管。长远来看，我们认为应该加快推进存款利率市场化进程，LPR 改革后贷款利率市场化更进一程，这与目前存款成本的“双轨制”存在较大矛盾，不利于引导信贷市场合理定价。

图 18: 2020 年一季度末 25 家上市银行存款占计息负债比重为 76.7%



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

图 19: 不同类型银行结构性存款占存款总额比重

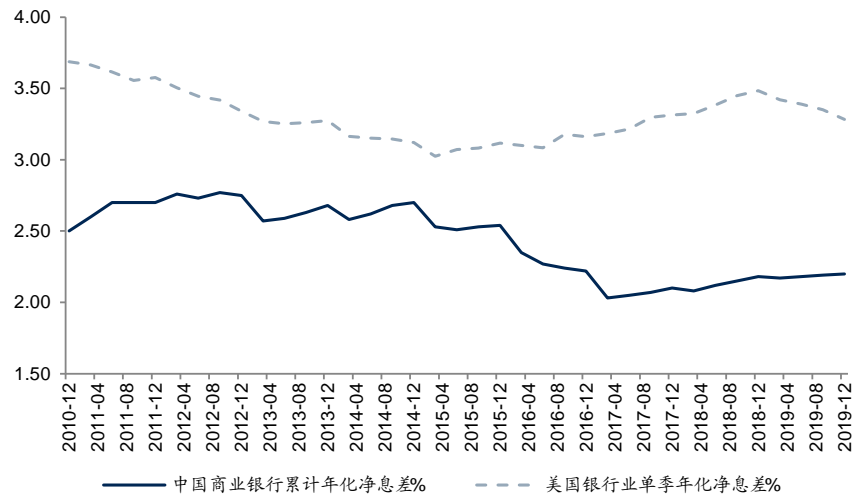


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

美国银行业低存款成本对我国的启示

美国银行业净息差长期高于我国商业银行, 自 2015 年美联储进入加息周期, 美国银行净息差稳步上行, 较我国银行业净息差的优势呈扩大趋势。对比摩根大通、富国银行、工商银行和建设银行生息资产收益率和负债成本率情况, 美国银行高息差优势主要受益于极低的存款成本。2019 年摩根大通、富国银行计息负债存款成本分别为 0.80%和 0.92%, 考虑不计息存款后的综合存款债成本分别为 0.59%和 0.67%, 远低于我国商业银行存款成本。同时, 美国银行业存款稳定增长, 占负债比重持续处在 70%以上, 且 2008 年金融危机后比重持续提升。截止 2019 年末, FDIC 统计的美国银行业存款余额达 14.5 亿美元, 占负债比重为 87.9%, 较 2008 年末提升了 15.9 个百分点。

图 20: 美国银行业净息差持续高于我国



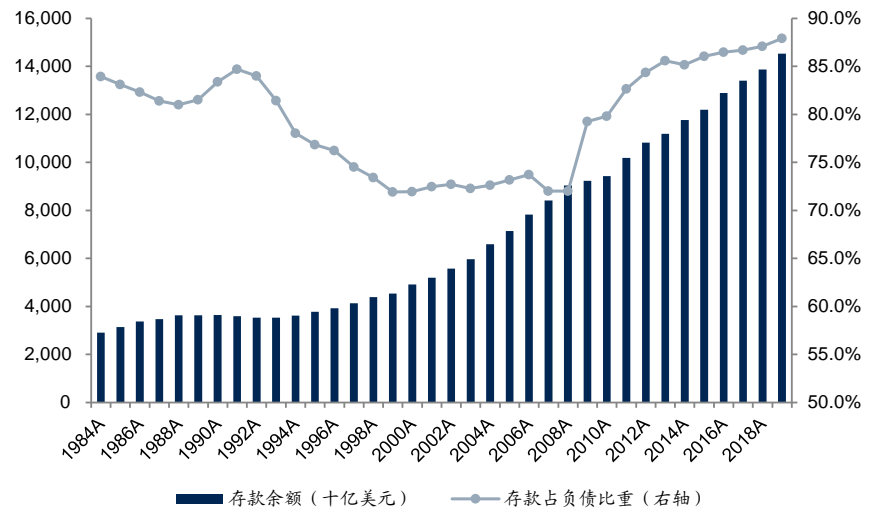
资料来源: FDIC, WIND, 国信证券经济研究所整理

表 4: 2019 年四家银行生息资产收益率和计息负债成本率明细数据

	摩根大通	富国银行	工商银行	建设银行
生息资产收益率	3.61%	3.80%	3.84%	3.88%
贷款收益率	5.29%	4.65%	4.45%	4.49%
计息负债成本率	1.45%	1.43%	1.76%	1.76%
计息存款成本率	0.80%	0.92%	1.59%	1.57%

资料来源:上市公司财报, 国信证券研究所整理

图 21: 美国银行业存款稳定增长, 且金融危机后占负债比重持续提升

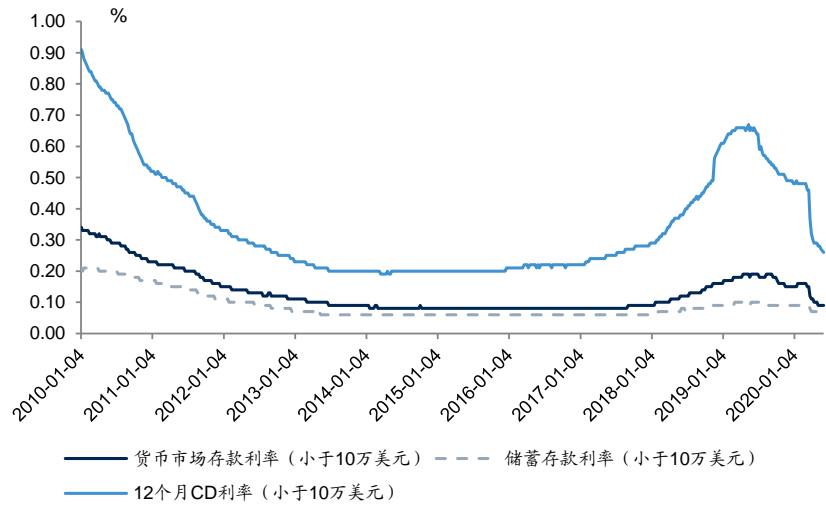


资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

金融危机以来美国银行业存款成长期处于低利率, 主要原因: (1) 2008 年金融危机以来美国处于低利率市场环境中; 同时, 美国经济主要靠消费支撑, 低利率的存款有助于刺激消费。(2) 美国银行存款品种丰富, 存在不计息存款, 且市场化低息存款产品占比高。美国存款利率市场化后, 存款价格由商业银行完全自主确定价格, 每家银行在交易账户、储蓄账户、共同基金存款账户和存单

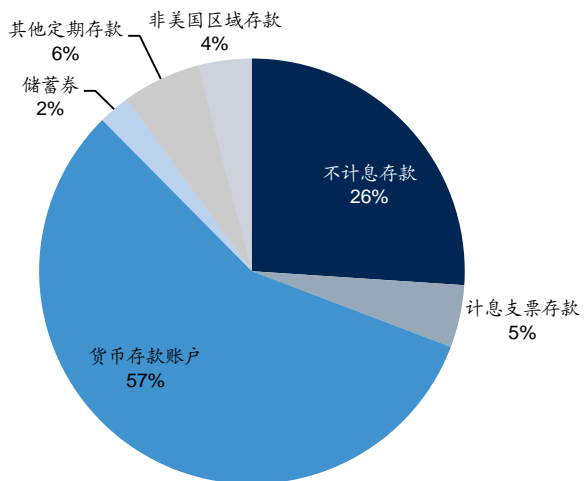
产品上都有各自的定价和收费标准,能够向客户提供差异化的收益和流动性选择。美国存款利率定价构成要素丰富,主要包括期限、利率、最低开户存款额、账户日均余额/联合账户余额等,通过这些要素的组合可以创造出许多差异化的存款产品,客户根据自己的实际需求选择相应的存款账户,这有助于美国银行以最合意的成本吸收存款,同时,市场化的存款利率又避免了存款的流失。美国银行存款账户主要被划分为交易账户和非交易账户,其中交易账户主要包括活期存款账户和 NOW 账户,活期存款账户基本不支付利息,以富国银行为例,2019 年末不计息存款占存款总额的 26%;非交易账户包括定期存款和储蓄存款,其中占比最大的是货币市场存款账户(MMDAs),以富国银行为例,2019 年末货币市场存款占存款总额的 57%。MMDAs 是美国存款利率市场化进程中最重要的创新存款产品,在帮助银行稳定存款的过程中起到了重大作用。

图 22: 美国银行业存款利率处于低位



资料来源: FDIC, WIND, 国信证券经济研究所整理

图 23: 2019 年末富国银行存款结构

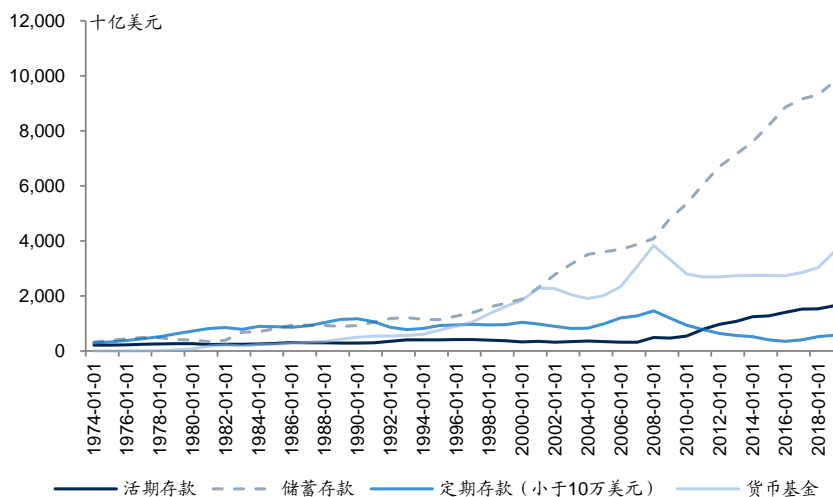


资料来源: 富国银行财报, 国信证券经济研究所整理

货币市场存款账户 (MMDAs) 是美国商业银行 1982 年所推出的一种创新存款产品, 目的是应对货币市场基金 (MMF) 的冲击, 该产品与货币市场基金类似。MMDAs 作为监管特许的一种储蓄存款产品, 在当时具备多种优势, (1) 不受当时 Q 条例利率上限的约束, 向储户支付的利息高于一般储蓄存款。(2) 兼具交易账户的特征, 虽然 MMDAs 诞生之初, 规定了最低 2500 美元账户余额, 每个月转账不超过 6 次且支票转账不超过 3 次。但 1986 年最低账户余额被取消, 1988 年每个月不超过 3 次支票转账的要求被取消。(3) 享受存款保险, 安全性高于货币市场基金。因此, 凭借有竞争力的收益率和交易账户功能, MMDAs 对 MMF 产生了较强的替代作用, MMDAs 规模实现快速扩张, 有效避免了银行存款的流失。

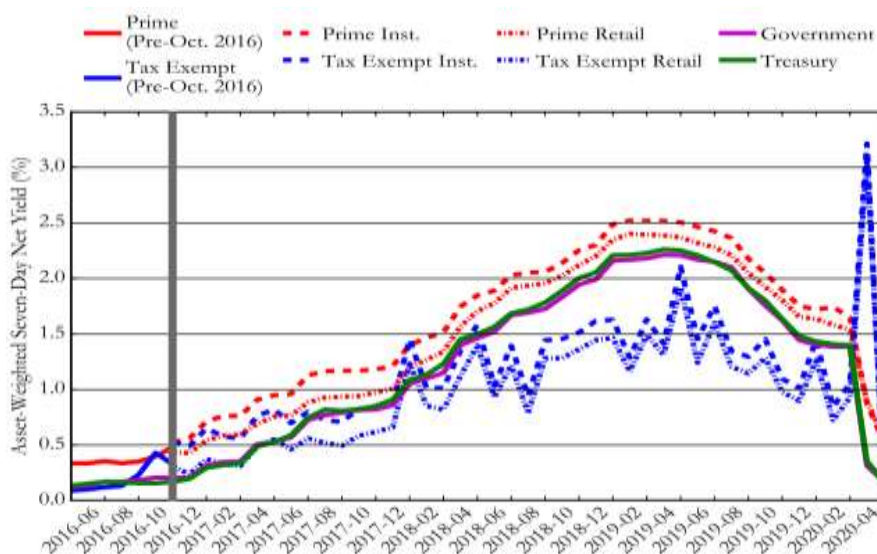
2008 年金融危机后, MMF 出现大规模的赎回, 而 MMDAs 的高安全性使得其规模大幅扩张。截止 2019 年末, 美国银行业储蓄存款账户余额 9.8 万亿美元 (FDIC 并未单独披露 MMDAs 规模), 货币市场基金规模为 3.6 万亿美元。从 MMDAs 利率来看, MMDAs 高于储蓄存款利率, 低于 MMF 利率, 且 MMDAs 利率走势与货币市场基金利率走势高度相关。

图 24: 美国银行业储蓄存款大幅增长



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

图 25: 美国货币市场基金利率



资料来源: SEC, 国信证券经济研究所整理

借鉴美国 MMDAs 发展的先进经验, MMDAs 的推出看似在一定程度上抬升了存款的利率 (MMDAs 利率高于储蓄存款利率), 但由于对货币基金产生了较强的替代作用, MMDAs 重新把银行融资链条从“客户—货币市场基金—银行”缩短为“客户—银行”, 货币市场基金压缩又相应减持了大额存单, 资金直接以低息的 MMDAs 形式流入银行, 这在一定程度上降低了银行存款综合成本。因此, MMDAs 不仅实现了存款利率与货币市场利率的有效联动, 还对稳定存款成本和避免存款流失起到了重要作用, 是美国利率市场化进程中的关键一步。

我国 LPR 改革推动贷款利率市场化进程迈出一大步, 贷款收益率持续下行, 但存款成本的刚性使得银行负债成本居高不下, 银行息差持续收窄, 对银行支持实体经济和维持金融稳定性都带来较大的压力。因此, 存款利率市场化势必需要加速推进, 我国在存款利率市场化进程中或可借鉴美国经验探索开展货币市场存款业务。

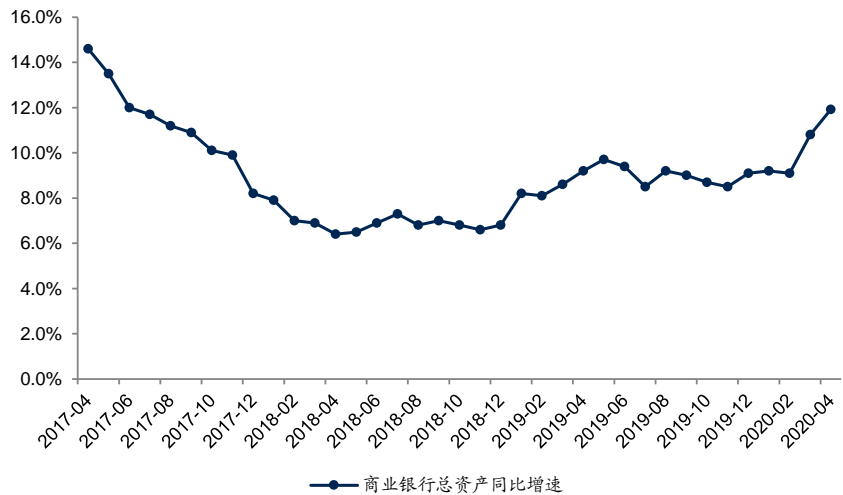
预计 2020 年净利润增速在 3.0%附近

从资产增速、净息差和资产质量三个主要驱动因素来看, (1) 资产扩张: 预计 25 家上市银行 2020 年全年资产扩张速度提升至 11%附近, 较 2019 年提升约 2 个百分点; (2) 净息差: 2020 年预计净息差下行约 6-10bps 至 1.90%-1.94%; (3) 资产质量: 预计不良贷款净生成率提升约 12bps 至 1.11%附近, 银行会进一步加大核销处置力度, 预计期末不良贷款率在 1.54%附近, 较年初提升约 8bps。在此情况下, 我们认为银行会主动调降拨备覆盖率 6-9 个百分点以维持利润增长, 据此测算, 预计 2020 年 25 家上市银行归母净利润增速在 3.0%附近, 较 2019 年下降约 3.4 个百分点。

总资产增速提升至两位数

2020 年 4 月末商业银行总资产余额同比增长 11.9%, 较 2019 年全年增速提升了 2.8 个百分点, 银行资产扩张速度提升主要是经济下行压力加大, 货币政策和财政政策都更加积极, 银行加大了对公信贷投放力度。下半年随着经济逐步好转, 预计政策支持力度较上半年会有所回落, 但支持力度仍高于去年。基于此, 我们预测 2020 年 25 家上市银行 2020 年总资产增速在 11%附近。

图 26: 2020 年商业银行总资产扩张速度提升

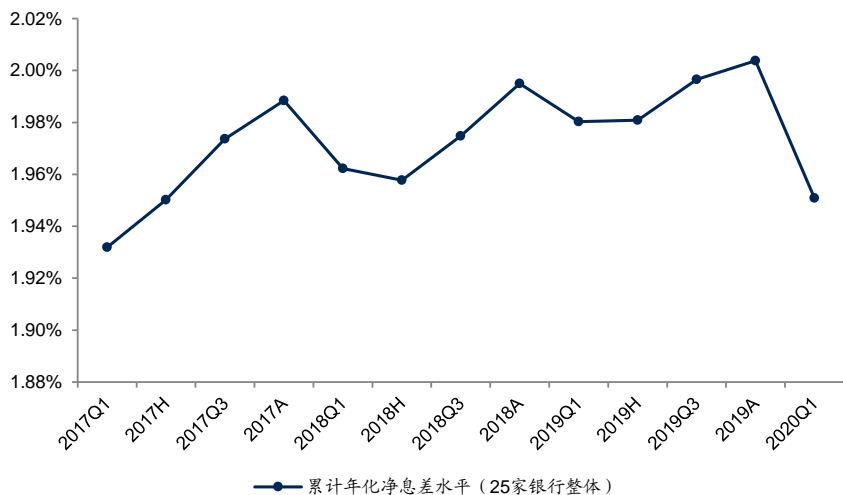


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

政策引导负债成本下行, 净息差收窄幅度预计好于市场预期

根据我们的分析, 在经济较困难的时候, 政策仍会通过下调 LPR 引导贷款收益率下行, 下半年经济虽会逐步好转, 但仍面临较大的下行压力, 预计今年 LPR 还会下调 1-2 次, 下调幅度预计为 5bps-10bps, 银行贷款收益率会继续下行。但我们认为让利实体不能过分损害银行的盈利能力, 下半年政策会进一步加大力度引导银行负债成本下行, 近期创设直达实体货币政策新工具、进一步结构性存款监管等都体现了降成本的政策意图。整体来看, 2020 年下半年净息差仍有下行压力, 但是下行的幅度预计好于市场预期。按照期初期末生息资产平均余额计算的 25 家上市银行 2019 年净息差水平为 2.00%, 2020 年预计净息差收窄约 6bps-10bps 至 1.90%-1.94%。

图 27: 按期初期末余额计算的 2019 年净息差水平为 2.00%



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

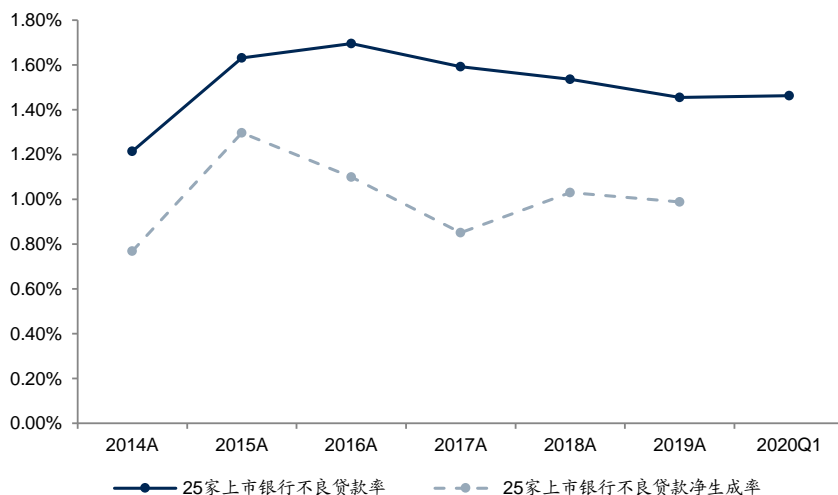
不良率上行, 关注三季度海外疫情走势

2020 年一季度末商业银行不良贷款余额 2.6 万亿元, 较年初增长 0.2 万亿元, 期末不良贷款率为 1.91%, 较年初提升 5bps。其中, 25 家上市银行一季度末

不良贷款率 1.46%，较年初提升 1bp，但 2020 年一季度不良贷款余额增加了 806 亿元，超过 2019 年全年新增规模 721 亿元。一季度银行不良率维持平稳主要是，第一，疫情对信贷风险的冲击并未充分显现，一方面是信贷风险本身具有一定的滞后期，另一方面疫情期间政策加大了实体经济的支持力度，采取延期还本付息等政策。第二，一季度银行信贷高增扩大了不良率分母端。

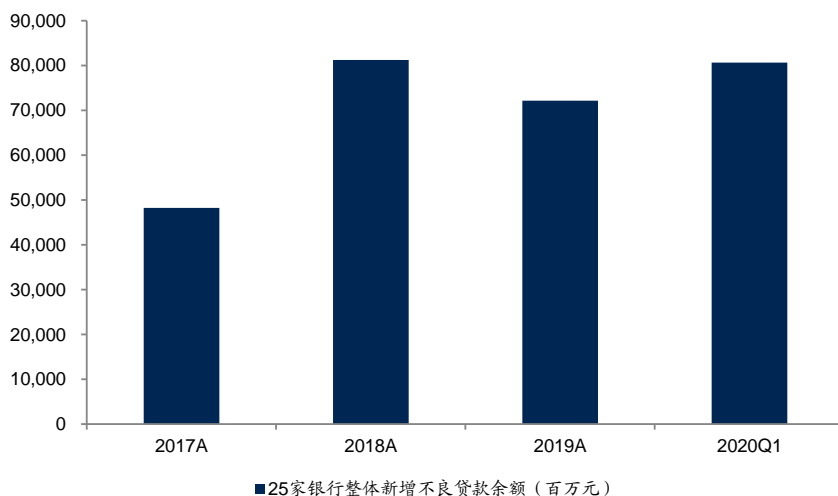
下半年零售信贷不良率预计迎来阶段性高点，对公信贷不良暴露呈上升态势，积极关注 3 季度海外疫情走势。一季度消费类贷款和信用卡贷款不良暴露较为迅速，随着经济逐步企稳，居民还款能力将逐步修复，预计 3 季度零售贷款将迎来拐点。对公信贷方面，密切关注受疫情冲击较大的区域和行业中的中小微企业，尤其是外贸型企业，目前海外疫情还在持续蔓延中，如果海外疫情在 3 季度仍没有得到完全控制，外贸型企业预计将面临较大的经营风险。预计 2020 年全年不良贷款净生成率较 2019 年提升 12bps 至 1.11%，银行会进一步加大核销处置力度，预计期末不良贷款率为 1.54%，较年初提升 8bps。

图 28: 2020 年一季度末 25 家上市银行不良贷款率为 1.46%



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

图 29: 2020 年一季度新增不良贷款余额超过 2019 年全年新增规模



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

总结：上市银行盈利增速预计在 3.0%附近

综合资产增速、净息差和资产质量三个驱动因素，我们认为在此情况下，在此情况下，我们认为银行会主动调降拨备覆盖率 6-9 个百分点以维持利润增长，据此测算，2020 年 25 家上市银行归母净利润增速在 3.0%附近，较 2019 年收窄约 3.4 个百分点。

投资建议及个股推荐

在实体经济面临较大困难的时候，我们认可降低实体融资成本的逻辑，但我们认为让利实体并不能过分压降银行的盈利能力。我国银行业保持一定的盈利有其必要性和合理性，考虑资金成本、信贷成本和经营成本后的银行实际净息差已基本无压缩空间。因此，在贷款收益率不断下降的情形下，政策有必要降低银行负债成本，银行业净息差表现有望超市场预期。考虑到当前估值已经反映了市场极其悲观的预期，我们维持行业“超配”评级不变。个股方面重点推荐估值极低、盈利稳定的大型国有行，包括工商银行、农业银行、邮储银行等；同时也推荐其他基本面优异的中小银行，包括宁波银行、常熟银行等。

风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差可能产生负面影响、宏观经济下行时期借款人偿债能力下降可能会对银行资产质量产生不利影响等。

表 5: 估值表

收盘日:	港元汇率	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
2020/6/11	0.9110													
601398.SH	工商银行	5.27	13.0%	12.5%	11.9%	4.9%	4.4%	4.1%	0.76	0.70	0.64	6.1	5.8	5.6
601939.SH	建设银行	6.35	14.6%	13.9%	13.3%	4.7%	5.9%	6.6%	0.76	0.68	0.62	5.4	5.2	4.9
601288.SH	农业银行	3.38	14.6%	13.8%	12.9%	4.6%	4.5%	4.4%	0.68	0.61	0.55	4.8	4.7	4.5
601988.SH	中国银行	3.48	13.9%	13.1%	12.2%	4.1%	3.9%	2.8%	0.62	0.56	0.51	4.6	4.5	4.4
601328.SH	交通银行	5.10	11.2%	10.8%	10.4%	5.0%	4.1%	3.7%	0.55	0.51	0.47	5.1	4.9	4.7
601658.SH	邮储银行	4.76	12.0%	12.0%	12.4%	16.5%	12.7%	11.3%	0.83	0.77	0.70	7.5	6.6	5.9
600036.SH	招商银行	34.47	16.7%	16.8%	16.8%	15.3%	13.1%	12.4%	1.51	1.34	1.19	9.5	8.4	7.5
601166.SH	兴业银行	15.81	12.7%	12.1%	12.0%	8.7%	4.3%	7.5%	0.68	0.62	0.56	5.6	5.3	4.9
600016.SH	民生银行	5.69	14.9%	14.1%	13.2%	6.9%	4.8%	5.2%	0.55	0.50	0.45	3.8	3.7	3.5
600000.SH	浦发银行	10.48	15.4%	14.2%	13.1%	5.4%	3.0%	2.7%	0.62	0.56	0.51	4.3	4.2	4.1
601998.SH	中信银行	5.04	13.3%	12.8%	12.0%	7.9%	5.8%	4.5%	0.56	0.50	0.46	4.3	4.1	4.0
000001.SZ	平安银行	13.08	11.2%	10.9%	11.3%	13.6%	13.9%	13.8%	0.93	0.85	0.77	9.3	8.1	7.1
601818.SH	光大银行	3.76	15.1%	14.6%	14.2%	11.0%	9.5%	9.9%	0.62	0.55	0.50	4.3	4.0	3.7
600015.SH	华夏银行	6.30	10.6%	10.1%	9.4%	5.0%	2.7%	2.0%	0.47	0.43	0.40	4.6	4.5	4.4
601169.SH	北京银行	4.90	10.4%	10.3%	10.2%	7.2%	6.0%	5.1%	0.55	0.51	0.48	5.4	5.1	4.8
002142.SZ	宁波银行	26.30	17.8%	17.4%	17.5%	22.6%	18.0%	16.9%	1.85	1.60	1.38	11.7	9.9	8.5
600919.SH	江苏银行	5.90	9.7%	10.0%	10.4%	11.9%	8.8%	8.7%	0.62	0.58	0.53	6.7	5.9	5.3
601077.SH	渝农商行	4.96	13.5%	12.8%	11.5%	1.4%	7.7%	7.4%	0.80	0.64	0.59	6.2	5.8	5.4
002839.SZ	张家港行	5.31	8.7%	9.3%	9.9%	14.3%	14.6%	13.9%	0.94	0.87	0.80	10.9	9.4	8.2
601128.SH	常熟银行	7.36	13.2%	11.5%	12.1%	20.1%	13.4%	15.5%	1.19	1.10	1.00	10.2	10.0	8.6
平均			13.1%	12.7%	12.4%	9.8%	8.2%	8.1%	0.81	0.72	0.66	6.6	6.0	5.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032