

银行业 2020 年中期策略

基本面缓慢向下，板块机会在三季度末

核心观点：

- **宏观环境：供给侧修复快于需求侧，关注修复不足和结构性问题。** 供给侧恢复快需求侧恢复慢的格局下，下半年通缩压力将开始显现，企业部门盈利能力受损，并逐步传导至居民收入侧，消费行为短时间难以完全恢复。经济恢复难以一蹴而就，下半年可能看到经济修复有所放缓。
- **货币信用：非常态政策逐步退出，政策重点从量转向价。** 总量上全年银行间和实体流动性都宽于去年，但是随着经济边际复苏，下半年政策宽松意愿会逐步弱于上半年。终端利率方面，预计在政策引导和弱需求共同作用下，终端利率会继续逐步下行，但信用成本高位与负债成本刚性可能导致银行自发调整终端利率非常困难。政策推动银行让利实体经济的边际约束在于中小银行风险的暴露。
- **财政：收支缺口扩大制约地方政府风险处置能力。** 短期地方财政压力较大，通过自身财力补充银行资本化解中小银行风险的难度较大，市场化化解仍需要等待合适时机。
- **资产增速继续上行，息差收窄，利息收入增速下行。规模：** 总规模同比增速继续上升，预计 20 年 36 家上市银行资产增长 11.4%，贷款增长 12.8%。**息差：** 下行趋势延续，考虑金融让利实体经济的政策基调，预计银行资产端收益率会下降约 30BP，历史上看，政策结合银行自身调整一般能对冲 2/3 左右的成本端影响，即 20BP 左右。
- **不良暴露整体延后，暴露节奏可能是最大的预期差。** 中性情形下，预计 2020 年 36 家 A 股上市银行不良生成率同比上升 10BP，信用成本维持高位。大中型、小微企业和零售风险暴露的节奏不同可能是最大预期差。
- **银行业盈利处于下行周期中，预计会延续至明年一季度。** 中性情形下，预计 2020 年 36 家 A 股上市银行归母净利润增速放缓至 4.0%。
- **投资建议：我们认为行业估值已经处于绝对底部，经济超预期恢复或货币政策再次宽松都可能成为股价催化剂，大概率三季度末四季度初银行股可能开启一波估值修复。** 下半年板块性催化机会会有两种可能：（1）经济复苏斜率放缓，货币政策再次宽松，推动板块估值提升。（2）经济超预期复苏，市场预期同步上调。目前银行股股价位于绝对低位，最近预测年度 PB 基本位于过去 10 年最低 10% 区间内，长期配置型投资者可以适当乐观，增配优质银行。个股上来看，我们长期看好风控审慎的优质银行。下半年资产质量是股价表现的核心变量，板块性机会下由于优质银行报表干净，存量包袱小，估值弹性更大。短期我们看好资产端政府相关度较高，且负债利率敏感的银行。政府信用托底，短期内信用风险无忧，金融市场利率低位，同业负债成本下行对冲资产端下行压力。
- **风险提示：（1）疫情持续时间超预期；（2）国际金融风险超预期。**

行业评级

买入

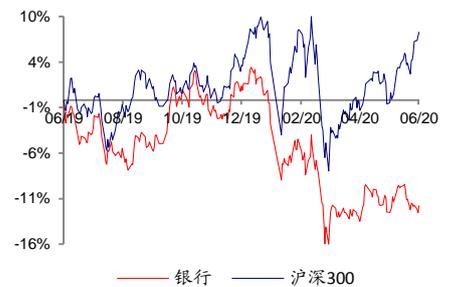
前次评级

买入

报告日期

2020-06-24

相对市场表现



分析师：

倪军



SAC 执证号：S0260518020004



021-60750604



nijun@gf.com.cn

分析师：

屈俊



SAC 执证号：S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915

qujun@gf.com.cn

分析师：

王先爽



SAC 执证号：S0260520040002



021-60750604



wangxianshuang@gf.com.cn

分析师：

万思华



SAC 执证号：S0260519080006



021-60750604



wansihua@gf.com.cn

请注意，倪军、王先爽、万思华并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

银行业:息差向下压力延续，资产质量冲击分化	2020-06-22
银行业:本期存单发行量创年内新高——银行融资追踪第九期	2020-06-21
银行业:如何让利 1.5 万亿?	2020-06-18

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
工商银行	601398.SH	CNY	5.22	2020/4/29	买入	6.82	0.90	0.93	5.80	5.61	0.69	0.63	12.39	11.79
建设银行	601939.SH	CNY	6.32	2020/4/29	增持	8.26	1.09	1.14	5.80	5.54	0.69	0.63	12.44	11.91
农业银行	601288.SH	CNY	3.37	2020/4/29	买入	4.35	0.62	0.64	5.44	5.27	0.62	0.57	11.79	11.35
中国银行	601988.SH	CNY	3.46	2020/5/1	买入	4.28	0.63	0.65	5.49	5.32	0.57	0.52	10.82	10.26
邮储银行	601658.SH	CNY	4.58	2020/4/29	买入	6.33	0.76	0.87	6.03	5.26	0.72	0.66	12.65	13.07
交通银行	601328.SH	CNY	5.12	2020/4/30	买入	8.06	1.03	1.06	4.97	4.83	0.51	0.47	10.57	10.09
招商银行	600036.SH	CNY	33.90	2020/4/30	买入	41.35	4.11	4.60	8.25	7.37	1.31	1.16	16.85	16.74
中信银行	601998.SH	CNY	5.07	2020/4/24	买入	7.91	1.00	1.07	5.07	4.74	0.51	0.47	10.60	10.37
浦发银行	600000.SH	CNY	10.60	2020/4/26	买入	12.75	2.03	2.10	5.22	5.05	0.58	0.54	11.62	11.08
兴业银行	601166.SH	CNY	15.84	2020/4/29	买入	23.40	3.23	3.41	4.90	4.65	0.61	0.55	13.07	12.46
光大银行	601818.SH	CNY	3.59	2020/4/29	买入	5.90	0.75	0.82	4.79	4.38	0.55	0.50	11.88	12.00
平安银行	000001.SZ	CNY	12.80	2020/4/21	买入	15.57	1.63	1.81	7.85	7.07	0.82	0.75	11.01	11.10
北京银行	601169.SH	CNY	4.90	2020/4/29	买入	5.82	1.02	1.08	4.80	4.54	0.51	0.47	10.94	10.67
上海银行	601229.SH	CNY	8.24	2020/4/27	买入	10.97	1.50	1.62	5.49	5.09	0.68	0.61	12.93	12.63
宁波银行	002142.SZ	CNY	26.11	2020/4/26	买入	31.49	2.92	3.49	8.94	7.48	1.41	1.22	17.35	17.47
南京银行	601009.SH	CNY	7.41	2020/4/30	买入	11.42	1.65	1.86	4.49	3.98	0.71	0.63	16.96	16.77
杭州银行	600926.SH	CNY	9.07	2020/4/30	买入	10.03	1.50	1.77	6.05	5.12	0.80	0.71	13.86	14.66
常熟银行	601128.SH	CNY	7.49	2020/4/23	买入	8.79	0.74	0.82	10.12	9.13	1.11	1.01	11.37	11.59
工商银行	01398.HK	HKD	4.88	2020/4/29	买入	5.82	0.90	0.93	4.94	4.78	0.59	0.54	12.39	11.79
建设银行	00939.HK	HKD	6.26	2020/4/29	买入	8.23	1.09	1.14	5.24	5.01	0.62	0.57	12.44	11.91
农业银行	01288.HK	HKD	3.15	2020/4/29	买入	4.13	0.62	0.64	4.63	4.49	0.53	0.49	11.79	11.35
中国银行	03988.HK	HKD	2.92	2020/5/1	买入	3.35	0.63	0.65	4.23	4.10	0.44	0.40	10.82	10.26
交通银行	03328.HK	HKD	4.81	2020/4/30	买入	7.66	1.03	1.06	4.26	4.14	0.43	0.40	10.57	10.09
招商银行	03968.HK	HKD	36.10	2020/4/30	买入	39.57	4.11	4.60	8.01	7.15	1.27	1.13	16.85	16.74
中信银行	00998.HK	HKD	3.43	2020/4/24	买入	6.50	1.00	1.07	3.13	2.92	0.32	0.29	10.60	10.37
中国光大银行	06818.HK	HKD	2.93	2020/4/29	买入	5.07	0.75	0.82	3.56	3.26	0.41	0.37	11.88	12.00
邮储银行	01658.HK	HKD	4.16	2020/4/29	买入	5.53	0.76	0.87	5.47	4.78	0.66	0.60	12.65	13.07
重庆农村商业 银行	03618.HK	HKD	2.85	2020/4/28	买入	4.61	0.88	0.91	3.24	3.14	0.34	0.31	10.85	10.30

注：A+H 股上市银行的业绩预测一致，且货币单位均为人民币元；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。表中估值指标按照最新收盘价计算

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

目录索引

一、核心要素回顾与展望.....	5
二、宏观环境：供给修复快于需求，关注修复不足和结构性问题.....	5
专题 1：实体回报率下滑，降低融资成本迫在眉睫.....	7
三、货币信用：非常态政策结束，重点从量转向价.....	8
专题 2：商业银行的半财政特征，影子银行回升与再监管.....	11
四、财政：收支缺口扩大制约地方政府风险处置能力。.....	12
五、资产增速继续上行，息差收窄利息收入增速下行.....	14
（一）表内信贷、债券投资增长较快，总规模同比增速继续上升.....	14
（二）终端利率下行压力较大，息差处于下行趋势中.....	15
专题 3：存款竞争的背后是对客户和监管达标的竞争.....	16
六、资产质量：不良暴露整体延后，暴露节奏可能是最大的预期差.....	18
（一）资产质量压力不减，不良暴露期延后，信用成本预计保持高位.....	18
（二）大中型、小微企业和零售风险暴露的节奏不同.....	18
七、业绩：银行业盈利处于下行周期中，预计至少会延续至明年一季度.....	21
八、投资建议：估值绝对底部，经济超预期恢复或货币政策再次宽松是催化剂，三季度末四季度初估值修复.....	22
九、风险提示.....	23

图表索引

图 1: 生产端单月同比 V 形反弹 (%)	6
图 2: 需求端单月同比修复较弱 (%)	6
图 3: 中小企业艰难复工, 复工率落后于大企业	6
图 4: 经济增速放缓和信贷刺激催生宏观杠杆率上升	7
图 5: 每一次 ROIC 和融资成本倒挂, 都导致不良率大幅上行	8
图 6: 今年实际财政赤字大幅扩张, 额外存款派生供给上升	8
图 7: 近期结构性存款监管将有助于降低存款紧张压力	8
图 8: 银行间市场流动性宽松	9
图 9: 下半年社融增速会继续上行	10
图 10: 农商行拨备覆盖率接近监管底线 (%)	11
图 11: 疫情后不良率再次上升 (%)	11
图 12: 同业存单发行利率在包商事件后迅速扩大	11
图 13: 今年表内影子银行有所回升, 5 月有所回落 (万亿)	12
图 14: 广义财政收支同比增速	13
图 15: 36 家 A 股上市银行合计贷款和资产同比增速	14
图 16: 36 家 A 股上市银行生息资产同比增速	14
图 17: 36 家 A 股上市银行贷款同比增速	14
图 18: 中国 ROIC 与名义 GDP 增速高度相关 (%)	15
图 19: 36 家 A 股上市银行净息差 (测算值)	16
图 20: 1 年期结构性存款发行预期收益率 (%)	17
图 21: 3 个月期结构性存款发行预期收益率 (%)	17
图 22: 36 家 A 股上市银行不良生成率预测	18
图 23: 36 家 A 股上市银行信用成本预测	18
图 24: 大中型企业风险暴露主要是个体风险	19
图 25: 20Q1 拍拍贷各期限逾期率均有所上升	21
图 26: 20Q1 趣店各期限逾期率均有所上升	21
图 27: 36 家 A 股上市银行营业收入增速预测	22
图 28: 36 家 A 股上市银行归母净利润增速预测	22
图 29: 银行预测 PB 基本位于过去 10 年最低 10% 区间内 (截至 2020/6/22) ..	22
图 30: 优质银行调整 PB 有相当的估值溢价 (截至 2020/6/23)	23
表 1: 核心要素打分表 (打分范围为-2 至 2, 单位: 分)	5
表 2: 金融机构风险处置需要地方财政和国资参与	13
表 3: 疫情以来普惠小微政策支持力度加大	19

一、核心要素回顾与展望

表 1: 核心要素打分表 (打分范围为-2至2, 单位: 分)

维度频率	因素	2019A	2020Q1	2020Q2-E	2020Q3-E	2020Q4-E	2020E	核心矛盾
高维低频 (5年以上)	杠杆率	0.25	2	2	1	0	1.25	逆周期政策推高杠杆
	实体回报	-0.75	-2	-1	-1	0	-1.00	疫情冲击
中维中频 (1到3年)	财政	1	1	2	2	1	1.5	财政更加积极
	货币	0.75	2	1	0	0	0.75	货币宽松
	信用	0.25	1	2	1	0	1	信用逆周期扩张
低维高频 (1年内)	股市流动性	0.5	2	2	1	0	1.25	1季度后逐季收缩
	行业比较	0	0	-1	-2	-1	-1	业绩后周期+让利实体
	市场预期	-0.5	-2	-	-	-	-	悲观预期需要中报确定
银行基本面	行业景气度	-0.5	-1	-2	-2	-1	-1.5	
	规模增长	0.75	1	2	1	0	1	规模扩张提速
	息差	-0.75	-1	-2	-2	0	-1.25	让利实体经济
	资产质量	-0.5	0	-2	-1	-1	-1	暴露高峰可能在2季度
银行股行情	绝对收益	0	-2	0	1	1	0	
	相对收益	0	0	-2	0	1	-0.25	

数据来源: 广发证券发展研究中心

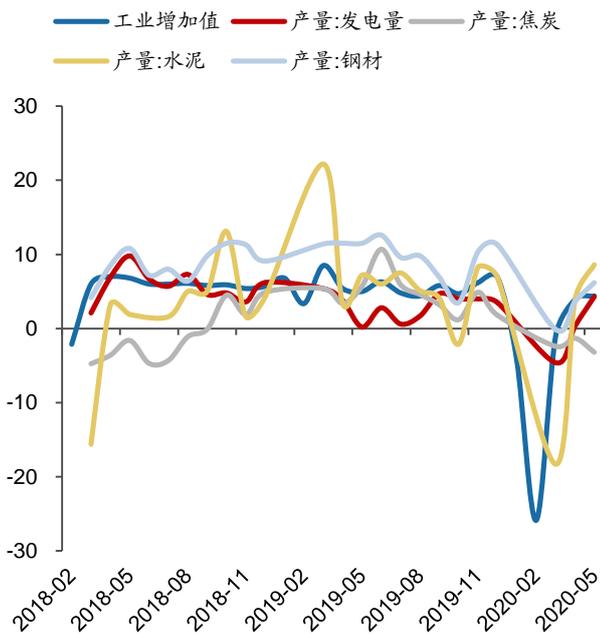
二、宏观环境: 供给修复快于需求, 关注修复不足和结构性问题

供给侧恢复快需求侧恢复慢的格局下, 下半年通缩压力将开始显现。生产端已逐渐修复至疫情前, 5月单月数据上看, 工业增加值、发电量、水泥产量、钢材产量等增长已接近去年水平。需求端复苏主要靠基建拉动, 房地产政策未有放松, 当前出口仍面临海外需求的较大冲击, 制造业投资仍处于负增长区间, 居民消费逐渐修复但没有体现出“报复性消费”的特征。

下半年来看, 经济复苏的主要制约在需求端: (1) 基建产业链复苏是比较确定的; (2) 但地产目前并没有看到政策边际放松的迹象; (3) 海外疫情仍在肆虐, 除防疫物资外的出口受冲击较大; (4) 疫情结束前居民消费信心难以快速提振。

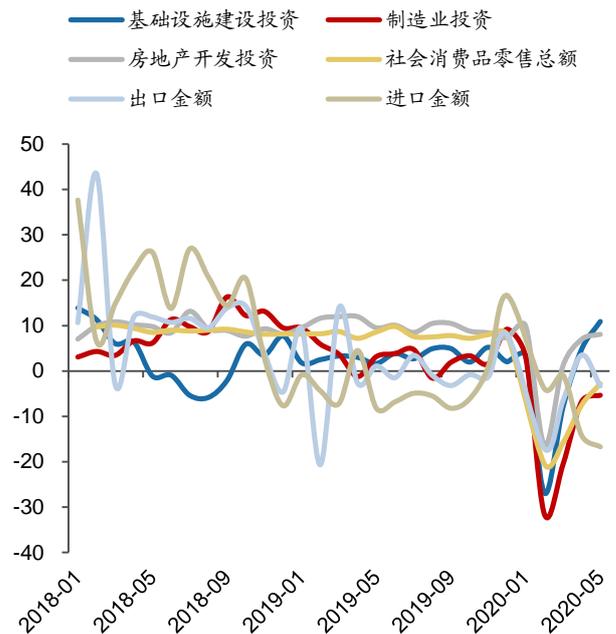
供给侧恢复快需求侧恢复慢的格局下, 下半年通缩压力将开始显现, 企业部门盈利能力受损, 并逐步传导至居民收入侧, 消费行为短时间难以完全恢复。经济恢复难以一蹴而就, 下半年可能看到经济修复有所放缓。

图 1: 生产端单月同比V形反弹 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 需求端单月同比修复较弱 (%)

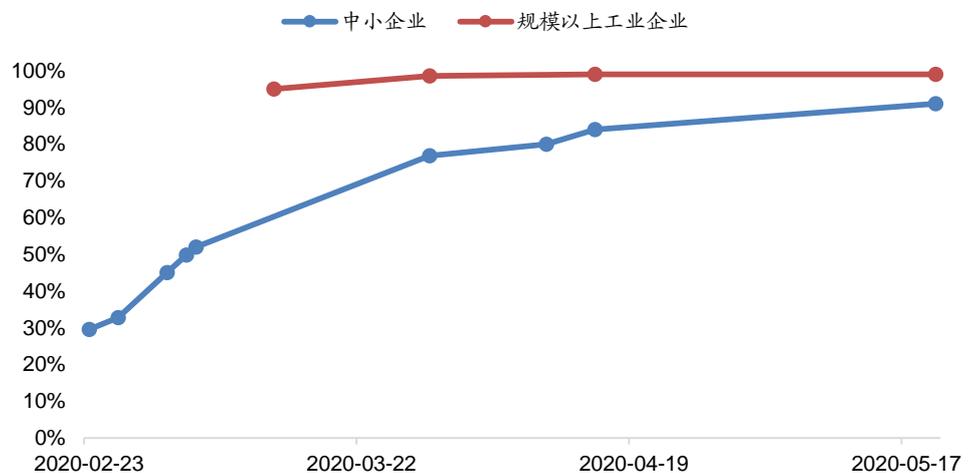


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

中小企业抗风险能力较弱, 受疫情冲击更加严重。中小企业由于集中在批发零售、租赁及商务服务、制造业等中下游行业, 由于疫情封锁影响, 人流和物流受限, 中小企业复工艰难。

不仅在开工进度上中小企业较为落后, 而且一度出现复工不复产的现象。招商银行发布的全国20,735家企业的调查问卷(填写于4月16-22日), 进一步揭示小微企业面临的困境: (1) 复工不复产, 1/3的小微企业产能利用率低于10%; (2) 产能利用率低导致营收断崖式下滑, 预计上半年营收下滑超过75%的小微企业占比约1/3; (3) 营收下滑, 支出刚性, 导致经营现金流承压, 约6成小微企业预计现金流支撑不过3个月。

图 3: 中小企业艰难复工, 复工率落后于大企业



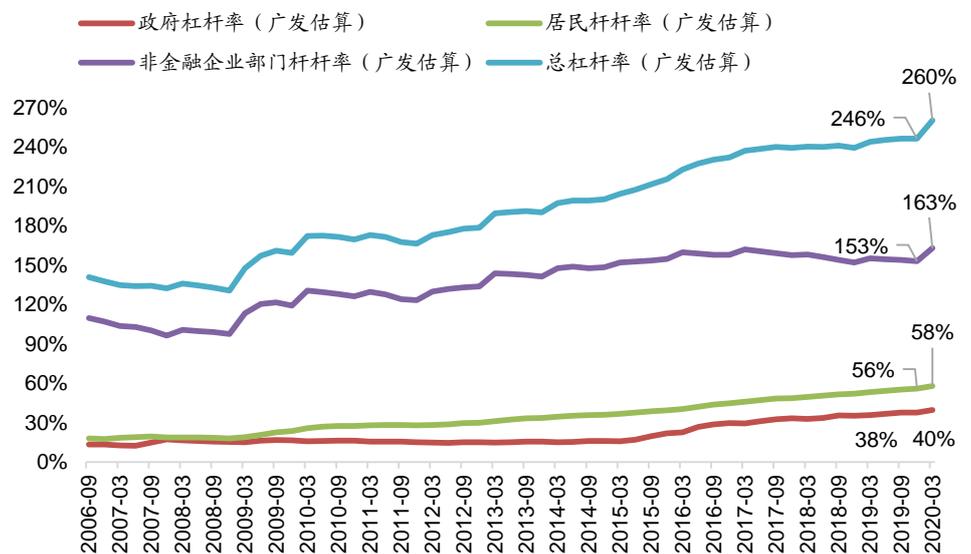
数据来源: 根据工信部和统计局新闻整理, 广发证券发展研究中心

专题 1: 实体回报率下滑, 降低融资成本迫在眉睫

微观主体消亡, 后续将面临通胀和资产价格压力。当前实体企业面临的最大问题是流动性问题, 生产恢复而需求不足容易引发通缩, 从而出现微观主体消亡。微观主体减少, 供给端出现较大收缩, 叠加政策反馈时滞, 今天的通缩压力就会成为后续通胀和资产价格压力。因此, 今年的政策基调主要在保微观主体存活。

延期还本政策需要与降成本搭配。领导层通过财政和货币等一系列政策增加实体信用供给, 解决了当下的企业流动性问题, 后续仍需配合降低实体融资成本。经济增速放缓和信贷刺激带来宏观杠杆率的上升, 如果融资成本没有降到与资本回报率相匹配的水平, 后续流动性风险将演变成偿付风险。

图 4: 经济增速放缓和信贷刺激催生宏观杠杆率上升



注: 计算方法详见我们 2018 年 10 月 26 发布的报告《宏观杠杆知多少? BIS 债务数据拆解及宏观债务数据跟踪》

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

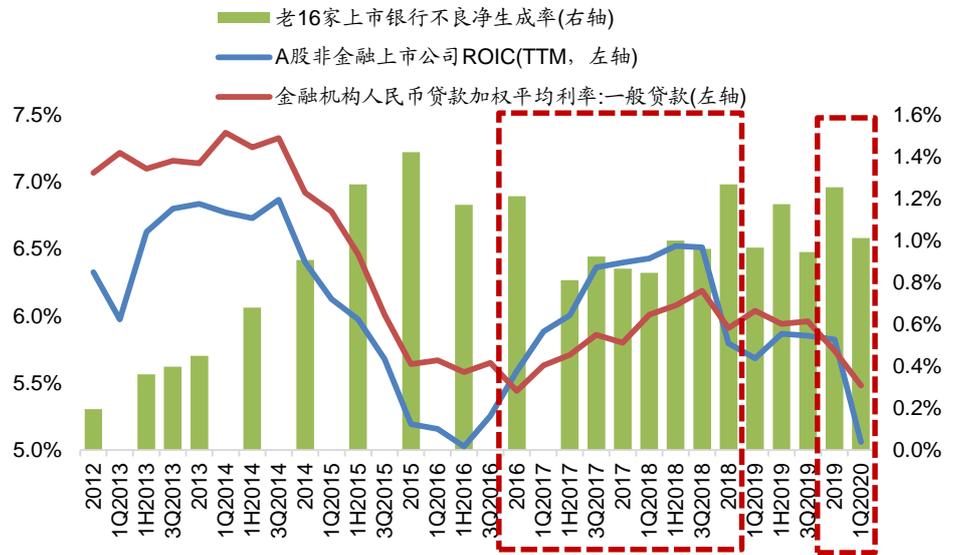
历史上每一次债务成本与实体回报倒挂, 都导致了金融系统性风险上升。疫情冲击背景下, 如果经济不能很快恢复到 3%-5% 增长中枢, 实体的偿付风险会持续积累。虽然近期五部门联合发布《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》, 普惠小微企业还本付息可以延长至 2021 年 3 月 31 日, 但考虑到大部分贷款成本超过 5%, 杠杆率被动抬升, 如果随着时间推移经营没有显著改善, 延期还本付息政策结束后将面对更加严峻的偿付问题。

我们前期报告《金融体系负债压力将缓解》提及, 在总量额外存量派生供给和监管压制存款竞争的环境下, 金融体系负债压力将缓解, 这将有助于金融体系合理让利实体, 降低融资成本, 从这个逻辑上看, 央行下调存款基准利率的意愿和概率在下降。

但是, 经济修复持续性尚存在不确定性, 仅靠金融体系内生的负债压力缓和形成的实体融资成本下降, 能否合理对冲实体投资回报率下滑, 还需继续观察。如果不能,

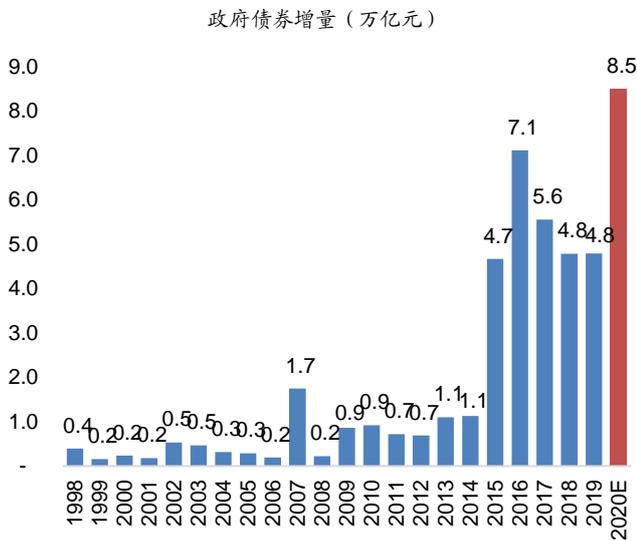
可能还需要额外外生政策（如降存款基准利率）引导终端利率更多下行。

图 5：每一次ROIC和融资成本倒挂，都导致不良率大幅上行



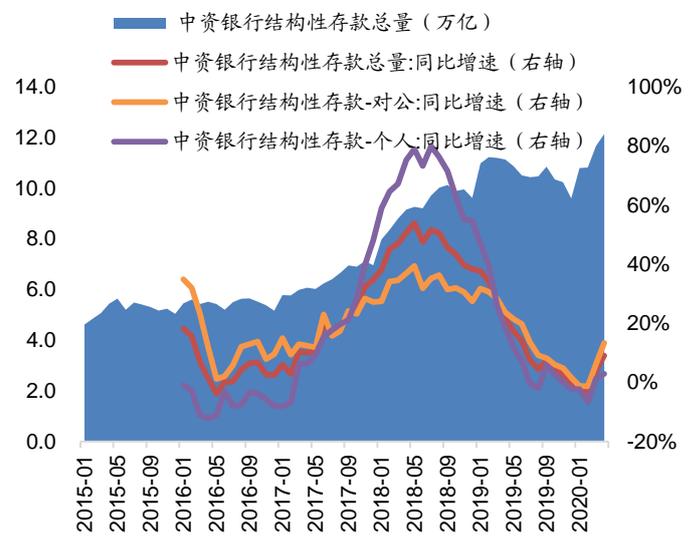
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：今年实际财政赤字大幅扩张，额外存款派生供给上升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：近期结构性存款监管将有助于降低存款紧张压力



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、货币信用：非常态政策结束，重点从量转向价

总量上全年银行间和实体流动性都宽于去年，但是随着经济边际复苏，下半年政策宽松意愿会逐步弱于上半年。为应对经济下行压力较大、整体融资需求萎缩的局面，2020年以来货币政策明显发力。银行间流动性方面，我们观测到，3、4月份银行间

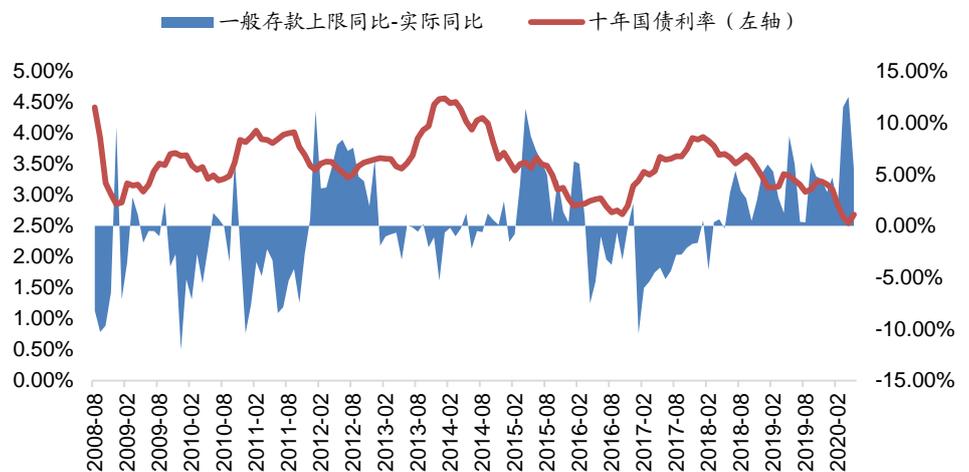
流动性宽裕程度处于历史极值状态，但是随着经济复苏，货币向信用端传导，存款增长逐步消耗超储，进入5月份后续，银行间流动性宽裕程度明显边际趋缓。

货币政策方面，近期监管领导表态总量政策适度，非常规政策需要考虑退出问题。当前社融货币增速明显抬升，这意味着前期货币宽松逐渐向信用传导，经济尚在复苏的环境下，总量货币政策加码宽松概率在下降。

降准方面，我们前期报告多次提及，在外汇占款渠道派生增量基础货币减少，每年75到100BP左右的降准属于中性货币政策。我们测算，按照当前存款增长速度，如果央行没有额外对冲，当前银行间流动性适度宽松感受预计能维持到8月末，之后央行如果要继续维持合理宽裕的流动性环境，9月份有降准对冲概率较大。目前市场关注近期国常会提及的降准信号，7月15号缴税期也是一个降准窗口，但考虑到6月末的财政大额投放形成基础货币供给，如果央行选择7月份降准，我们可能看到央行同时在公开市场大额回收基础货币，避免银行间流动性过度充裕。

降息方面，如前文提及，我们预计后续政策面侧重点将从量转向价，引导利率下行会成为政策面持续目标。前期过度宽裕的流动性催生了空转套利现象，近期央行和监管进行整顿治理，降息政策有所放缓，银行间利率也有所回调。我们预计随着空转现象得到压制，后续引导利率下行的政策会继续，预计年内公开市场还有20BP降息空间，DR007的中枢水平靠近2%。

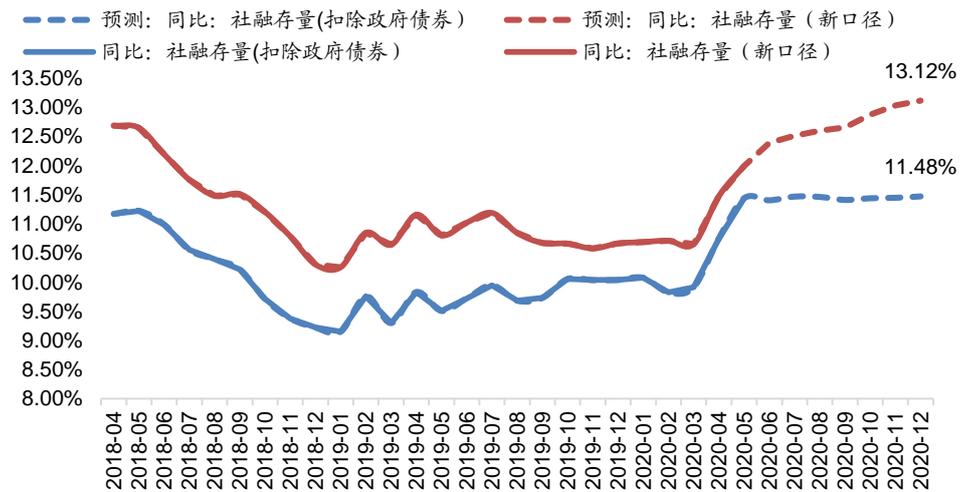
图 8：银行间市场流动性宽松



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

信用供给方面，政府工作报告要求货币和社融增速明显高于去年，6月18日陆家嘴论坛易纲行长也明确提出“全年人民币贷款新增近20万亿元，社会融资规模的增量将超过30万亿元”的目标，我们预计后续在政府债券供给支撑下，到年底社融增速会继续上行到13%左右。考虑到信贷投放前移效应消退和影子银行监管治理重启，扣除政府债券的社融增速后续预计持平。

图 9：下半年社融增速会继续上行



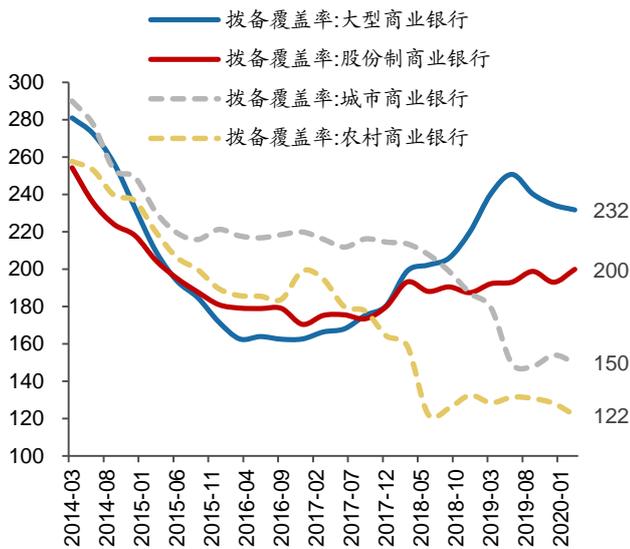
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

终端利率方面，预计在政策引导和弱需求共同作用下，终端利率会继续逐步下行，但信用成本高位与负债成本刚性可能导致银行自发调整终端利率非常困难。政策推动银行让利实体经济的边际约束在于中小银行风险的暴露。从近期LPR报价情况来看，央行不降MLF，LPR报价也维持不降，一方面是银行体系负债端成本刚性压力仍在，政策疏通传导存在时滞。因为当下是银行业信用风险处在历史上非常高的位置，银行体系的信用成本中枢从09年-13年的0.4%~0.5%，抬升至16年-18年1.2%平台上，当前已经达到1.4%~1.5%。而当下的实体部门回报率又比10年前要低很多，不良暴露压力加大的情况下，终端贷款利率的弹性非常低。

而今年以来，政策推动让利实体经济意图明显，央行多次通过调降MLF利率引导LPR下行，国常会要求金融系统20年向实体让利1.5万亿，根据我们测算如果银行表内1.1万亿全部由商业银行资产端承担，相当于商业银行对应生息资产收益率下降约78BP。

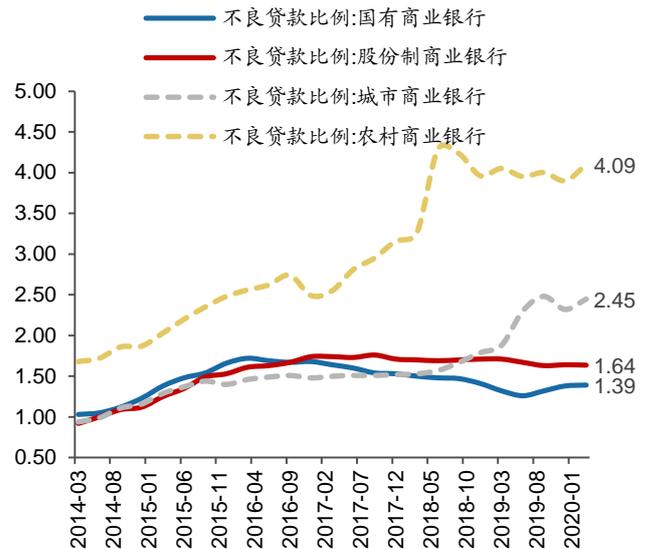
下半年终端贷款利率下行幅度由系统性风险决定。对银行而言，资产端的价格由资金来源决定，贷款价格底由信用成本、平均负债成本、运营成本和资本成本决定，疫情背景下中小银行信用成本制约了贷款利率进一步下行。1季度末城商行和农商行不良贷款率达2.45%和4.09%，拨备覆盖率跌至150%和122%，部分中小银行甚至需要监管阶段性下调拨备覆盖率要求20个百分点才能达标。

图 10: 农商行拨备覆盖率接近监管底线 (%)



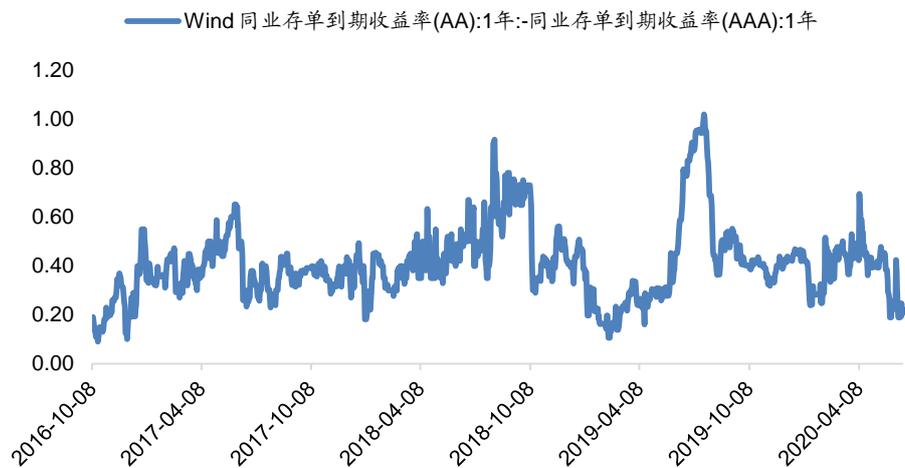
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 疫情后不良率再次上升 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 同业存单发行利率在包商事件后迅速扩大



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

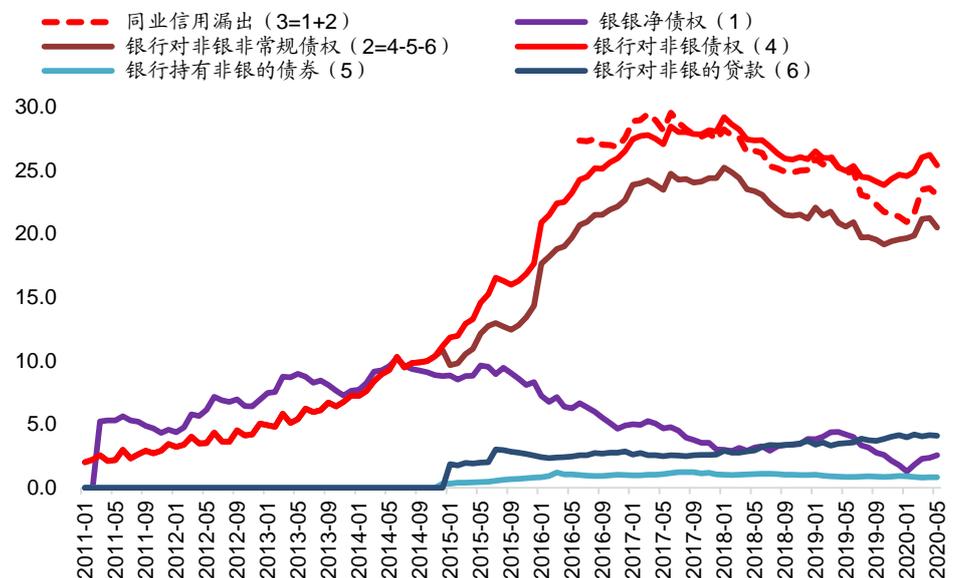
专题 2: 商业银行的半财政特征, 影子银行回升与再监管

货币政策传导的抓手在于央行对商业银行信贷扩张的指导。商业银行资产端投放受到国家的高度管控(参见报告《我国货币政策决策机制、流程及历史回顾》), 总量上受窗口指导、MPA考核管控, 结构上受窗口指导、“两增两控”、涉房贷款、小微贷款等的约束。在经济下行期, 货币信贷承担了一部分的财政政策的功能, 体现“半财政”的特征。疫情冲击背景下, 政府工作报告对货币信贷定的调就是“货币和社融增速明显高于去年”, 银行体系成为逆周期政策的主要抓手。1季度GDP同比下滑6.8%, 而到5月份社融同比增长12.5%, 显著高于去年同期, 信用需求冷, 供给热的结构导致实体流动性非常宽松。

实体流动性宽松，“水”往收益高的地方流。今年以来，在实体和银行间流动性都非常宽裕的环境下，我们观察到的影子银行再次扩张，监管开始关注资金套利的现象，这背后实质是流动性向高回报资产的传导，银行在监管达标、自身风险偏好和业务扩张中权衡选择的结果。金融市场不存在单纯的资金空转，资金总是涌向收益风险比高的资产。从风险调整收益的角度看，当最好的资产是地产和融资平台，如果房价永远上涨，融资平台永远刚兑，那资金最终还是会通过监管套利的方式流向这里。

过去小微融资难本质上是风险回报率不匹配，窗口指导只会创造政策套利的空间。当前主要是通过央行和财政对风险回报率进行补贴。央行再贷款再贴现为地方法人银行提供小微信贷低成本的负债来源，创新直达实体经济的货币政策工具则是为小微贷款贴息，地方政府聚焦融资担保机构，以此为杠杆撬动贷款投放。

图 13: 今年表内影子银行有所回升, 5月有所回落 (万亿)

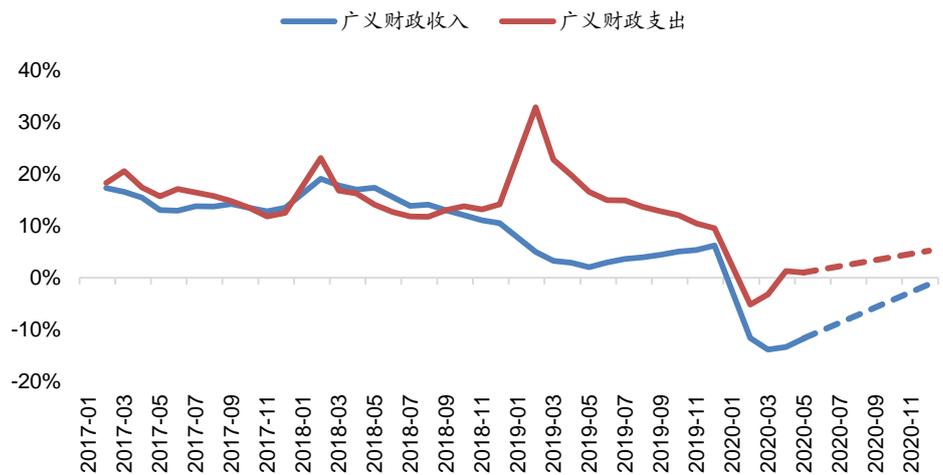


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、财政：收支缺口扩大制约地方政府风险处置能力。

受疫情影响，预计今年财政收入下降，刚性支出增加，收支缺口增大。5月份数据来看，广义财政收入下滑幅度有所收窄，支出端同比扩张。全年来看，考虑到1季度疫情导致财政收入大幅下滑，全年广义口径下基本维持去年水平；支出端考虑全年将发行约8.5万亿政府债券，增幅大概在5%左右。

图 14: 广义财政收支同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 注: 广义财政包含一般财政与政府性基金

处置金融机构风险需要地方财政支持。当前银行体系的存量风险与2000年类似, 资产质量压力较大, 金融机构风险事件持续发生, 如2019年的包商银行、锦州银行等。包商、恒丰等银行出现风险后, 不仅资本完全减记, 而且需要当地政府出资救助。今年受制于地方财力情况, 风险处置的节奏可能会慢下来。21世纪经济报道, 监管部门拟从今年的专项债额度中划出2000亿用于注资中小银行, 预计主要用于核销存量不良资产。

Wind数据显示, 目前低等级 (AA+及以下) 中小银行资产规模大概在70万亿, 假设每家需要补充资本占总资产2%, 对应的资本补充需求约1.4万亿, 如果需补充资本占总资产5%, 对应资本补充需求约3.5万亿。短期地方财政压力较大, 通过自身财力补充银行资本化解中小银行风险的难度较大, 市场化化解仍需要等待合适时机。

表 2: 金融机构风险处置需要地方财政和国资参与

银行	时间	处置方式
包商银行	2020-03-18	新设蒙商银行, 共出资 240 亿元: 其中: 内蒙古财政厅(16.67%)、内蒙古电力(8.33%)、内蒙古高等级公路(8.33%)、包头稀土高新技术产业开发区管委会(5.00%)、内蒙古金融资产管理(5.00%)、内蒙古公路交通投资发展(5%)、包头市财政局(2.08%)
锦州银行	2020-03-10	定增募集 120.9 亿元: 其中: 辽宁金融控股集团有限公司(15%)
恒丰银行	2019-12-18	定增募集 1000 亿元: 其中: 中央汇金(60%, 山东省 3 年回购 30%)、山东省金融资产管理股份有限公司(36%)
哈尔滨银行	2019-11-15	地方国企出资 97.71 亿元收购安邦银行持股

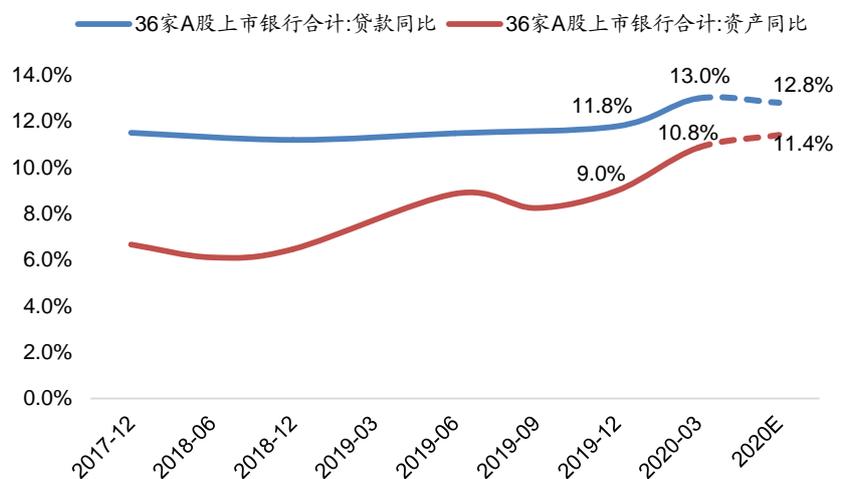
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、资产增速继续上行，息差收窄利息收入增速下行

（一）表内信贷、债券投资增长较快，总规模同比增速继续上升

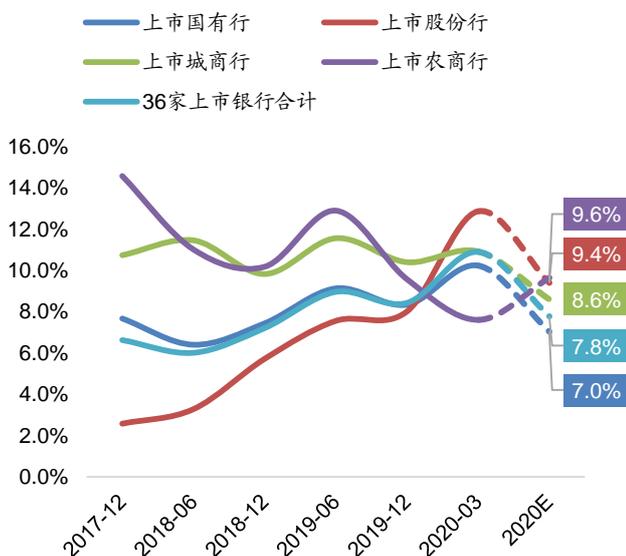
财政和货币政策发力，社融2020年全年增长13.1%，预计上市银行表内信贷将保持较快增长，增速高于去年，投放节奏方面上半年快于下半年，信贷结构上向基建、小微、零售倾斜。此外，今年新发行的政府债券规模将达到8.5万亿左右，预计会推动银行债券投资较快增长，在下半年信贷投放节奏放缓的情况下，这部分资产可能会是银行规模扩张的主要增量。综合来看，预计银行整体资产规模扩张速度在2019年高基数的基础上继续回升，与信贷增速之间的缺口主要来自同业资产收缩。

图 15: 36家A股上市银行合计贷款和资产同比增速



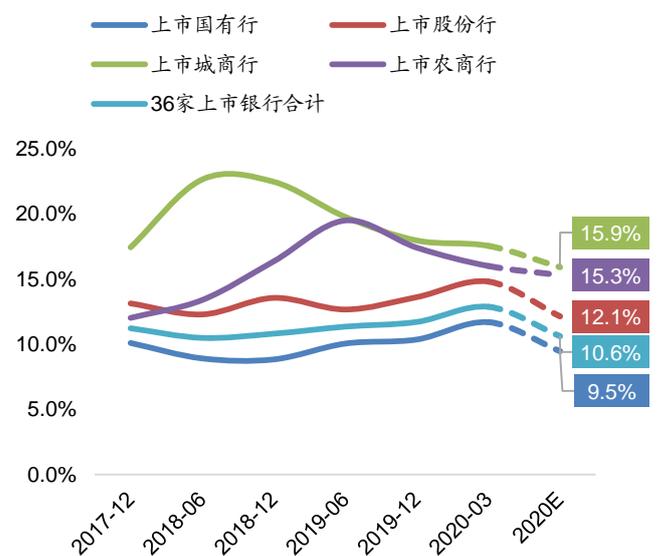
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 36家A股上市银行生息资产同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 36家A股上市银行贷款同比增速



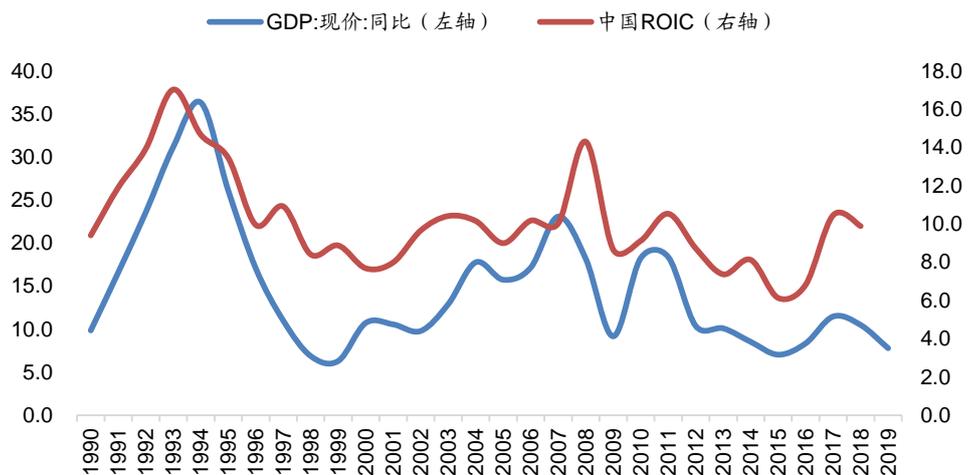
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（二）终端利率下行压力较大，息差处于下行趋势中

在不考虑疫情影响的情况下，银行息差回落趋势在2019年四季度已经有所显现，主要压力源自资产端压力下行。受资产重定价完成、LPR改革推进以及实体融资需求疲弱的影响，银行生息资产收益率快速下行。负债端，虽然后续金融体系负债压力有所缓和，但负债端成本下行存在滞后，并且下行幅度会小于资产端收益，整体息差仍处于下行趋势中。

考虑到2020年一季度疫情对经济运行造成较大负面影响，实体融资需求走弱，银行资产端收益率和息差下行的压力进一步加大。从历史经验来看，我国名义GDP增速与终端资本回报率走势高度相关，如果全年名义GDP增速受冲击1个百分点，终端资本回报率下行约30BP。如果银行资产端收益率不跟随下行，可能会导致实体经济部门的融资成本与资本回报率倒挂现象加重，企业偿债压力上升，一方面会直接影响银行对公业务的资产质量，另一方面也会对居民部门可支配收入产生负面影响进而制约居民的消费和还款能力。若企业和居民部门间债务的负反馈效应溢出到银行系统，会导致银行不良压力上升，考虑到当前银行业景气度仍处于下行趋势中，本轮不良生成率上行弹性可能更大且难以控制。

图 18: 中国ROIC与名义GDP增速高度相关 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

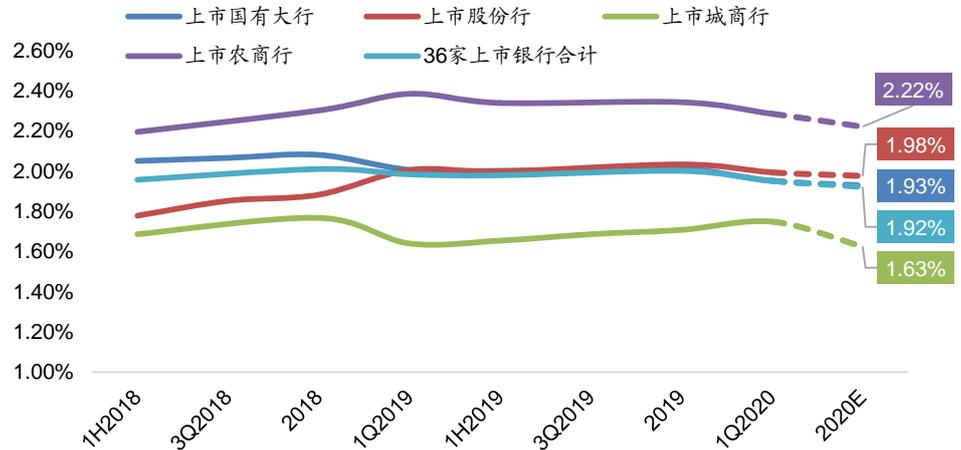
政策层面也在推动解决融资成本与资本回报率倒挂。6月17日国务院常务会议，部署引导金融机构进一步向企业合理让利，表示“进一步通过引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息、支持发放小微企业无担保信用贷款、减少银行收费等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元”。

我们在前期报告中（参见《如何让利1.5万亿？》）测算了让利实体经济对银行业整体的影响。考虑到上市银行经营情况优于行业整体，零售占比较高，预计银行资产端收益率会下降约30BP，政策面考虑到银行业承受能力，通常会通过降低银行负债端成本的方式进行对冲，历史上看，政策结合银行自身调整一般能对冲2/3左右的成本端影响即20BP左右。综合来看，预计1个百分点的名义GDP增速冲击，对银行业

息差的影响大概是下行10BP左右。

基于历史弹性和上市银行自身经营情况，中性情形下，预计2020年36家A股上市银行整体净息差同比降幅约8BP。

图 19: 36家A股上市银行净息差 (测算值)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

专题 3: 存款竞争的背后是对客户和监管达标的竞争

金融去杠杆以来，表外非标置换为贷款，表内贷款投放提速，另一方面监管对流动性指标要求提升，18年开始考核流动性覆盖率和净稳定资金比例，20年开始考核流动性匹配率。当前，短期流动性指标达标情况较好，约束主要在长期资金匹配指标。以净稳定资金比例为例，股份行和城商行市场化负债比例较高、期限较短，虽然18年以来指标水平有所提升，但考核压力仍然较大，而随着行业整体的存贷比上升，对长期存款的竞争或将更加激烈。

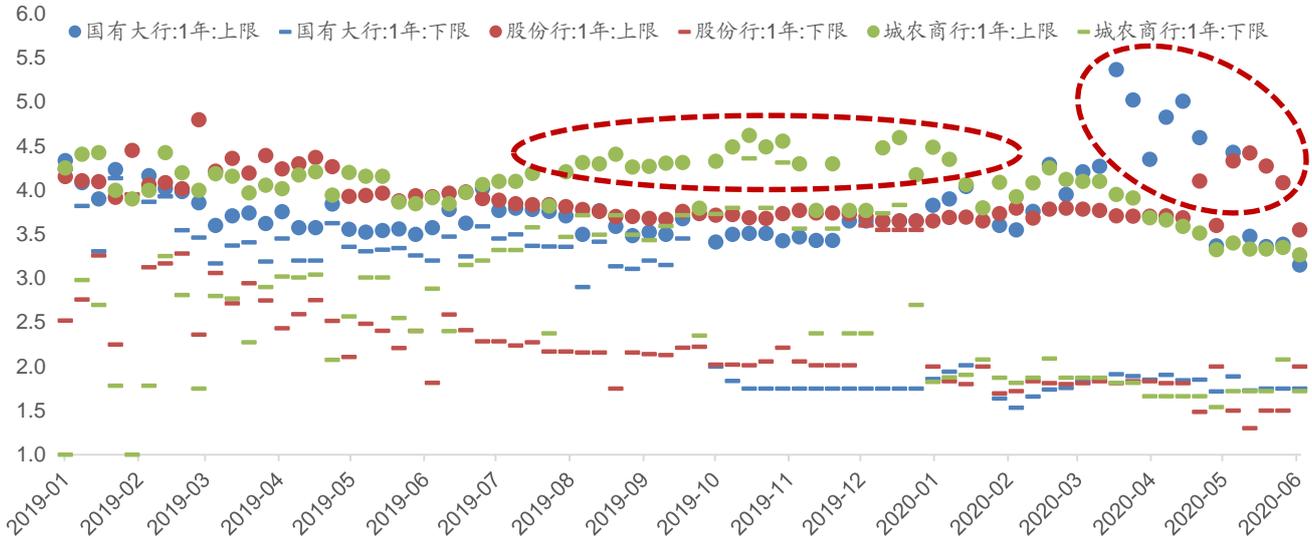
今年1季度存款竞争尤为激烈。而且结构上来看通过结构性存款高价吸存的主要是国有大行和股份行，3月-6月结构性存款预期收益率上限达到4%-5%区间，远高于表内定期存款付息水平，这主要与客户争夺相关。

逆周期货币信贷政策要求贷款投放量大幅增长，主要抓手在国有大行和股份行，如果按照上市国有大行、股份行、城商行、农商行2020年贷款增长9.5%、12.1%、15.9%、15.3%测算，1季度国有大行、股份行、城商行、农商行投放进度为58%、40%、33%、34%，国有大行1季度投放进度明显超越往年节奏。逆周期投放节奏加快，导致国有大行需要更多存款来匹配贷款的增长。

大行和小行存款增长的季节性相差较大，大行存贷款增长主要在1季度和3季度，而小行4季度存贷款增长较好。投放节奏不同决定了大行必须在1季度有较高的存款客户留存，支撑后面三个季度的贷款投放。而小行由于4季度投放规模较大，一般会在年末采用短期限结构性存款揽储，支撑投放。

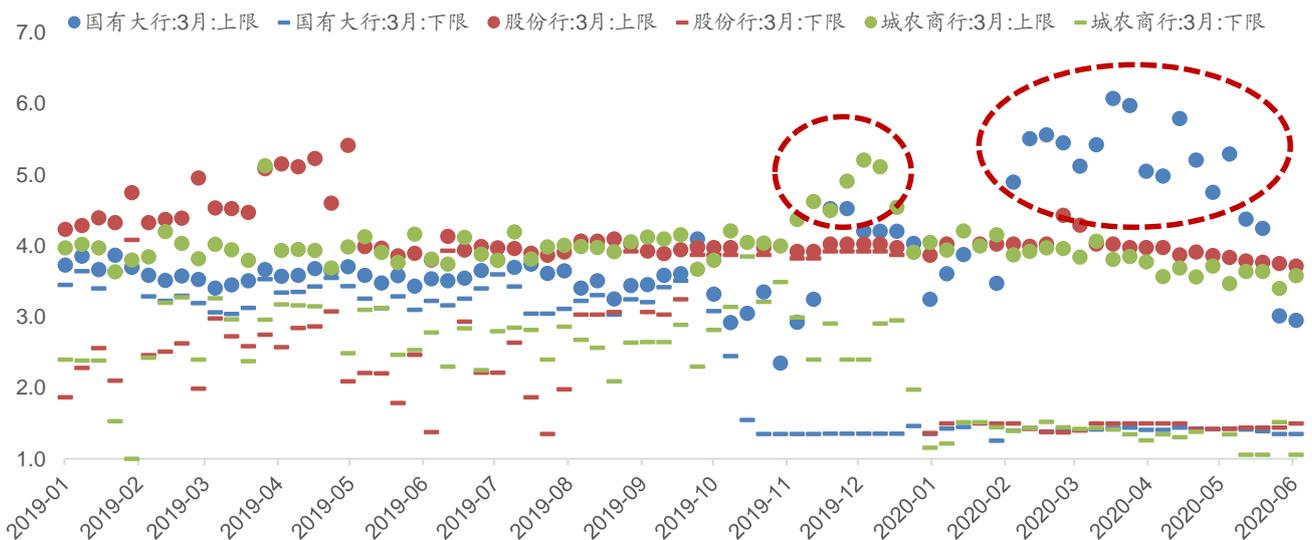
全年来看，财政收支缺口扩张会部分缓解存款总量压力，（1）政府债券大量发行，（2）盘活历史沉淀资金，均额外派生存款，但中小行自身资产质量和经营压力导致其在客户与存款竞争中处于下风，背后压力源自我国经济产业和金融结构变迁，是长期问题，短期或许可以期待央行降低存款基准利率等方式缓解，但长期来看还需经济金融体系制度变革来解决。

图 20: 1年期结构性存款发行预期收益率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 3个月期结构性存款发行预期收益率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

六、资产质量：不良暴露整体延后，暴露节奏可能是最大的预期差

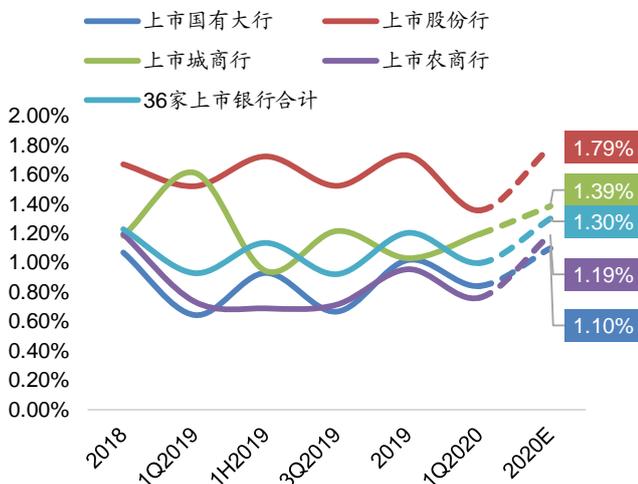
（一）资产质量压力不减，不良暴露期延后，信用成本预计保持高位

2020年一季度，受疫情冲击与政策加码叠加影响，对公和零售不良出现了分化。对公方面，银行信贷投放力度较大加上风险的滞后性，对公贷款资产质量保持相对稳定；零售方面，疫情对零售信贷资产质量直接影响较大，信用卡逾期率上升，其他零售贷款风险也出现阶段性增加。国内疫情直接冲击企业经营、全球疫情扩散对进出口依赖度较高的产业链上下游企业也造成了冲击，叠加居民收入、就业等方面的影响，预计后续对公和零售均面临不良上行压力，且不良暴露可能会持续较长时间。

考虑到政策层面要求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，企业还款压力缓解，疫情对银行资产质量的冲击预计后延后至明年体现。不过，银行不良生成的潜在压力进一步加大，信用成本预计难以下行。

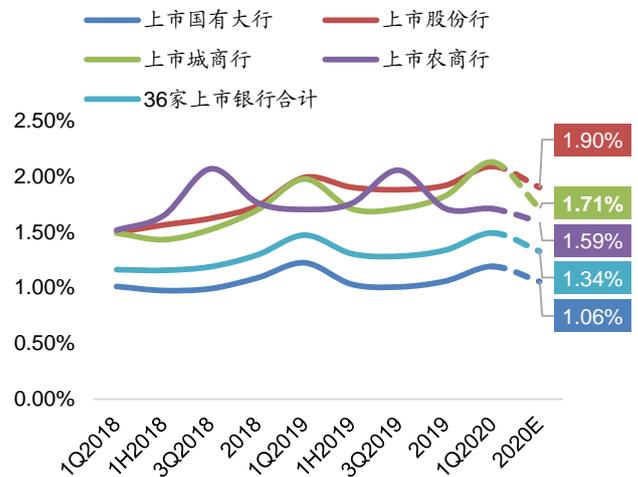
中性情形下，预计2020年36家A股上市银行整体不良生成率同比上升10BP至1.30%左右，信用成本同比持平于1.34%的高位水平。

图 22：36家A股上市银行不良生成率预测



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 23：36家A股上市银行信用成本预测



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）大中型、小微企业和零售风险暴露的节奏不同

从大企业来看，下半年风险主要是个体风险。逆周期政策调节下，社融同比高增，大型企业最先受益，虽然利润表受损于疫情冲击，但融资性现金流足以维持运营需要，同时政策大力推进实体降成本，部分经营较好的大型企业提前偿还贷款，抓住金融市场利率下行窗口期发行债券。

下半年风险主要在有存量风险的大中型企业，不仅疫情冲击下利润表更加脆弱，而且金融体系风险偏好系统性降低，风险把控更加审慎，这类企业或成为优先压降处置的对象。从债券违约结构上可以验证：（1）流动性宽松环境下1-5月份违约数量有所减少；（2）但违约事件基本来自有存量风险的主体，首次违约数量接近去年同期的一半。

图 24：大中型企业风险暴露主要是个体风险



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

小微企业政策支持力度加大，明年3月底前风险不大。疫情发生以来，领导层出台多项政策，助力小微信贷精准滴灌。我们在前期报告（参见《息差向下压力延续，资产质量冲击分化》）也提到，小微投放“量”和“价”均受逆周期政策严格管控，除了政府工作报告要求“大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于40%”，还有新增投放、新增首贷户、新增信用贷、新增无还本续、还本付息“应延尽延”、“两增两控”等监管要求，短期来看新增融资足以对冲营收端压力。

表 3：疫情以来普惠小微政策支持力度加大

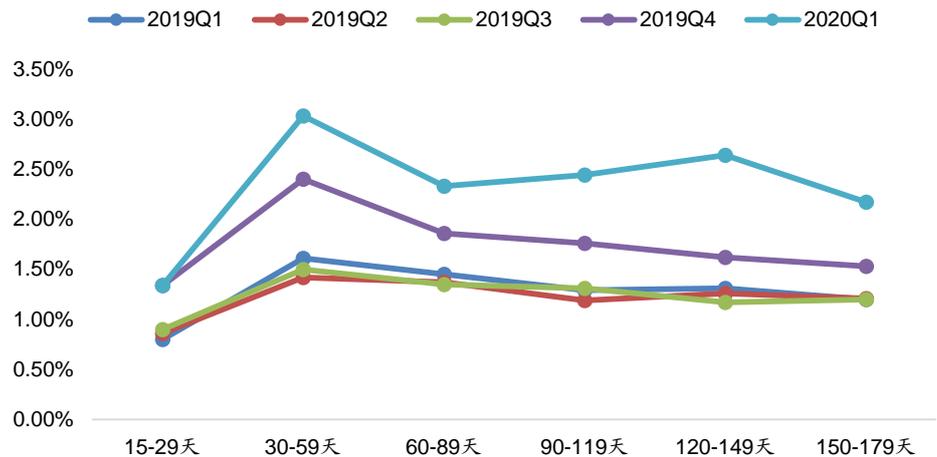
时间	政策	主要内容
2020-06-17	国常会	金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元
2020-06-01	《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》	2020 年年底到期的普惠小微贷款本金、2020 年年底存续的普惠小微贷款应付利息，银行业金融机构应根据企业申请，给予一定期限的延期还本付息安排，最长可延至 2021 年 3 月 31 日，并免收罚息。 对于 2020 年年底到期的其他中小微企业贷款和大型国际产业链企业（外贸企业）等有特殊困难企业的贷款，可由企业与银行业金融机构自主协商延期还本付息。
2020-06-01	《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》	人民银行创设普惠小微企业贷款延期支持工具，提供 400 亿元再贷款资金，通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订利率互换协议的方式，向地方法人银行提供激励，激励资金约为地方法人银行延期贷款本金的 1%，预计可以支持地方法人银行延期贷款本金约 3.7 万亿元。 最近一个季度央行金融机构评级为 1-5 级的地方法人银行于 2020 年 3 月 1 日至 12 月 31 日新发放的期限不少于 6 个月的普惠小微企业信用贷款，人民银行通过信用贷款支持计划，按地方法人银行实际发放信用贷款本金的 40% 提供优惠资

		金，期限 1 年。 确保 2020 年普惠小微信用贷款占比明显提高。
2020-06-01	《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》	全国性银行要发挥好带头作用，内部转移定价优惠力度不低于 50 个基点，五家大型国有商业银行普惠型小微企业贷款增速高于 40%，开发性、政策性银行要把 3500 亿元专项信贷额度落实到位。 商业银行要将普惠金融在分支行综合绩效考核中的权重提升至 10% 以上，大幅增加小微企业信用贷款、首贷、无还本续贷。 2020 年国家融资担保基金力争新增再担保业务规模 4000 亿元，与银行业金融机构开展批量担保贷款业务合作，提高批量合作业务中风险责任分担比例至 30%。 引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元，金融机构发行小微企业专项金融债券 3000 亿元，释放更多资源用于支持小微企业贷款。
2020-05-22	《政府工作报告》	大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%
2020-04-20	《中国人民银行关于增加再贷款再贴现额度支持中小银行加大涉农、小微企业和民营企业信贷投放的通知》	增加再贷款再贴现额度 1 万亿元 运用放贷：平均融资成本在 5.5% 以内
2020-04-10	《商业银行小微企业金融服务监管评价暂行办法（试行）》（征求意见稿）	一是明确评价内容，设置标准化指标。对商业银行小微企业信贷投放情况、体制机制建设情况、重点监管政策落实情况、产品及服务创新情况、监督检查情况等方面进行综合评价，明确具体指标、赋分规则及评价结果等级。二是确定评价机制，规范组织开展方式及流程。
2020-03-02	《关于对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息的通知》	对于 2020 年 1 月 25 日以来到期的困难中小微企业（含小微企业主、个体工商户）贷款本金，银行业金融机构应根据企业延期还本申请，结合企业受疫情影响情况和经营状况，通过贷款展期、续贷等方式，给予企业一定期限的临时性延期还本安排。还本日期最长可延至 2020 年 6 月 30 日。
2020-02-26	《中国人民银行关于加大再贷款、再贴现支持力度促进有序复工复产的通知》	增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元； 下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5% 再贷款：2.5% 运用放贷：不高于 LPR+50BP(4.35%)

数据来源：央行，银保监会，广发证券发展研究中心

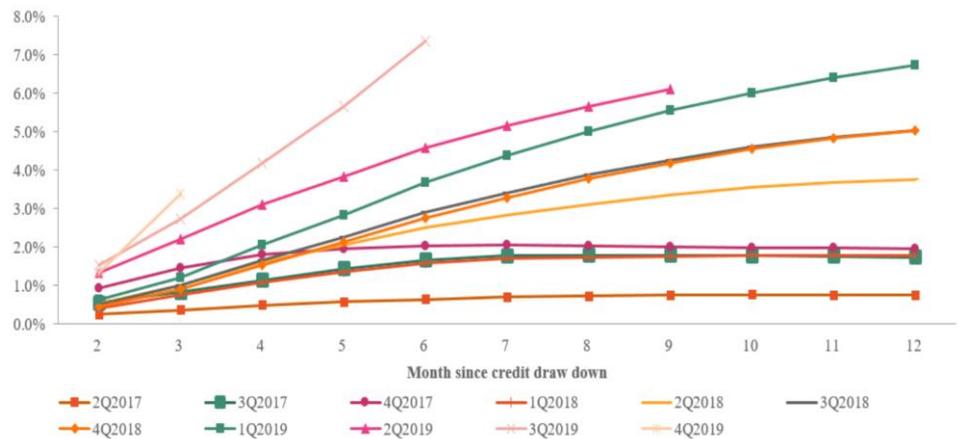
我们更担心零售风险。从海外历史数据看，零售信贷资产质量有很强的顺周期性，特别是信用卡和消费贷，疫情冲击下，居民现金流紧张，高频指标显示疫情发生以来逾期率有不同程度的上升。但和银行的交流中我们了解到，由于复产复工及时，4-5月份以来居民现金流有所好转，逾期率有所下降。总体来看，今年消费信贷处于高风险平台期，如果后续经济修复出现反复，或失业率有所抬升，预计风险暴露压力将逐渐加大。

图 25: 20Q1拍拍贷各期限逾期率均有所上升



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心; 注: 数据口径为公司所有平台贷款

图 26: 20Q1趣店各期限逾期率均有所上升

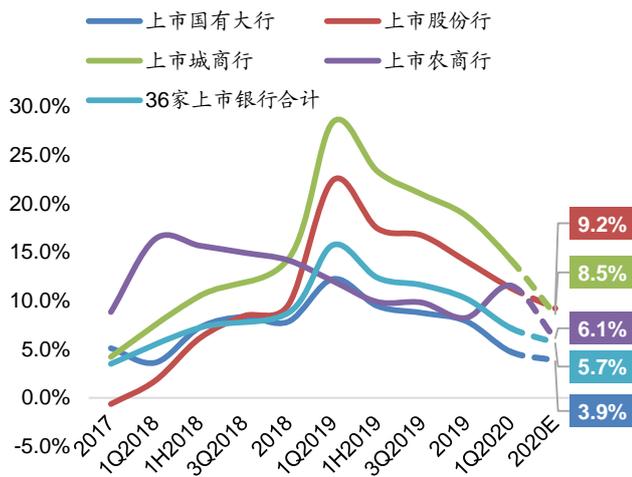


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

七、业绩: 银行业盈利处于下行周期中, 预计至少会延续至明年一季度

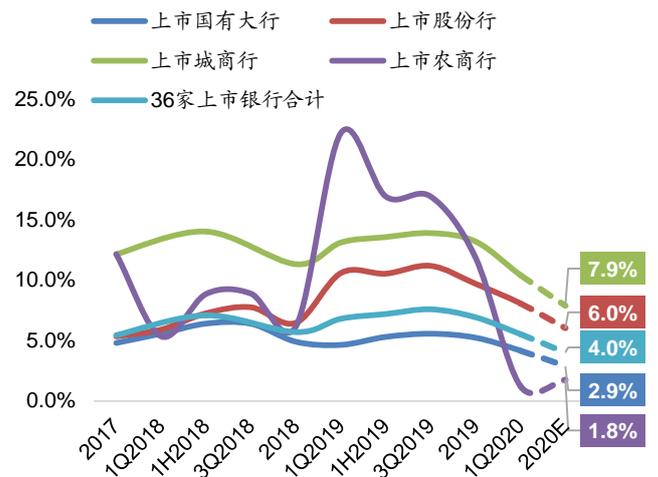
展望2020年, 在2019年高基数、对实体经济让利、监管政策挤压下, 行业营收与盈利增速预计有所放缓。中性情形下, 预计2020年36家A股上市银行营收与归母净利润增速继续放缓至5.7%、4.0%, 国有大行、股份行、城商行、农商行盈利增速分别降至2.9%、6.0%、7.9%、1.8%。

图 27: 36家A股上市银行营业收入增速预测



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 36家A股上市银行归母净利润增速预测

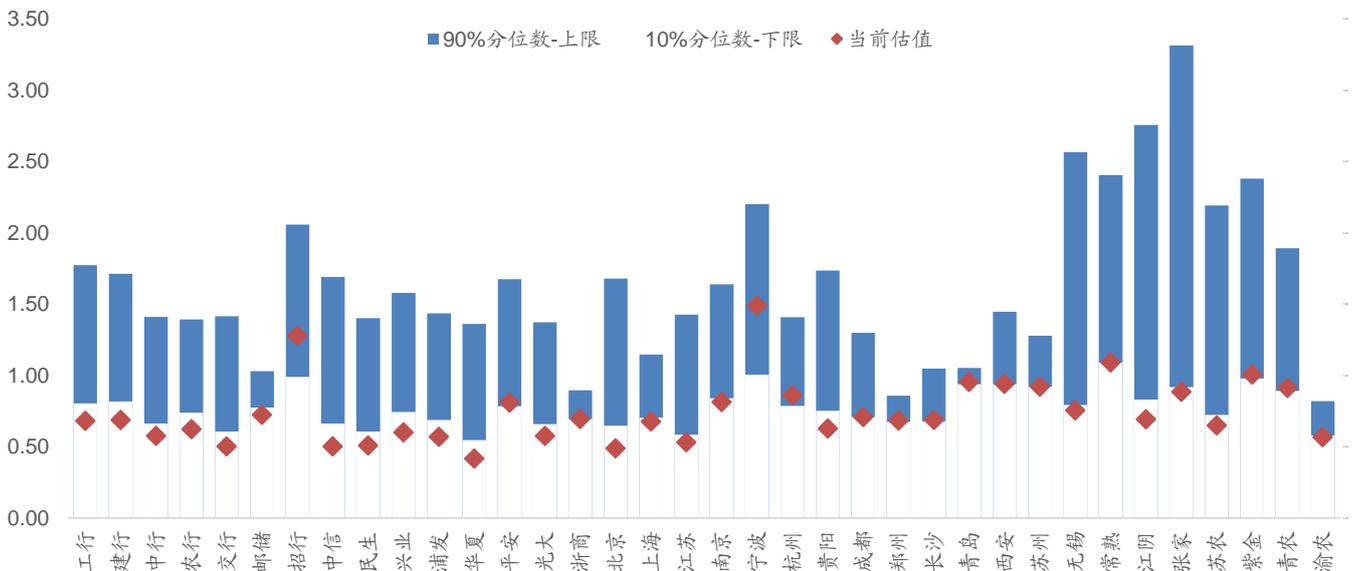


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

八、投资建议：估值绝对底部，经济超预期恢复或货币政策再次宽松是催化剂，三季度末四季度初估值修复

我们认为行业估值已经处于绝对底部，最近预测年度PB基本位于过去10年最低10%区间内，长期配置型投资者可以适当乐观，增配优质银行。

图 29: 银行预测PB基本位于过去10年最低10%区间内（截至2020/6/22）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 注: 预测PB(最近预测年度) = 股票在指定交易日的收盘价/一致预测每股净资产(FY1)

下半年板块性催化机会会有两种可能:

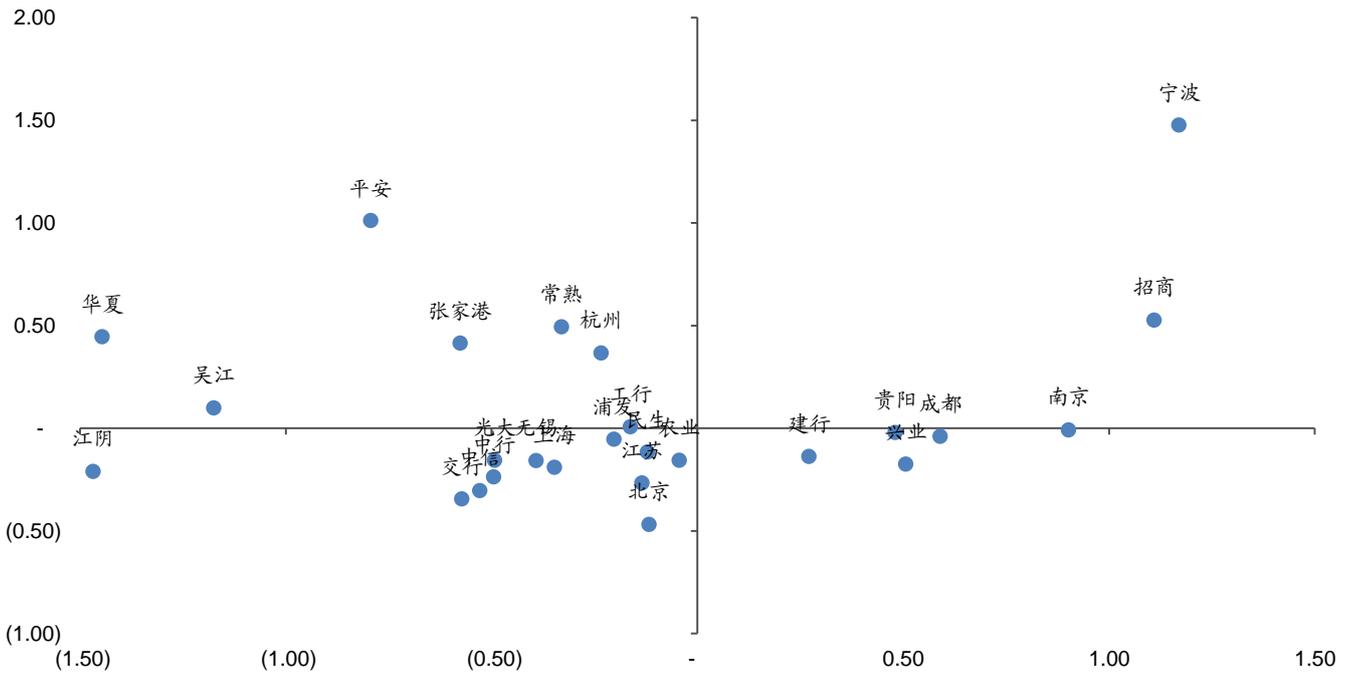
(1) 经济复苏斜率放缓，货币政策再次宽松，推动板块估值提升。

(2) 经济超预期复苏，市场预期同步上调。

个股上来看，我们长期看好风控审慎的优质银行。下半年资产质量是股价表现的核心变量，板块性机会下由于优质银行报表干净，存量包袱小，估值弹性更大。

短期我们看好资产端政府相关度较高，且负债利率敏感的银行。政府信用托底，短期内信用风险无忧，金融市场利率低位，同业负债成本下行对冲资产端下行压力。

图 30: 优质银行调整PB有相当的估值溢价 (截至2020/6/23)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

九、风险提示

- (一) 疫情持续时间超预期
- (二) 国际金融风险超预期

广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富银行行业第三名。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王先爽：高级分析师，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 万思华：高级分析师，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 李佳鸣：南加州大学金融工程硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。