

# 银行行业

## 银行板块上涨空间还有多大？

### 核心观点：

- 经济增长、流动性环境、银行业基本面是决定银行板块走势的核心驱动因素，而板块的估值水平、金融监管环境等可能是行情启动的催化性因素。当前银行板块所处环境与 2012-2014 年有诸多相似之处，**核心区别在于，当前财政、流动性环境等前瞻性指标相对较好，息差、资产质量等滞后性报表指标表现相对较差。**以史为鉴可知兴替，我们详细复盘比较了 2012-2014 年和 2020 年以来银行板块表现，同时结合当前板块估值水平、流动性环境等探讨本轮银行板块上涨空间还有多大。
- **第一轮行情（2012/10/31-2013/2/4），银行（申万）上涨 51%，相对沪深 300 超额收益为 29%，期间银行（申万）PB（LF）从 0.99 倍提升至 1.50 倍。**核心支撑逻辑：央行 2012 年 4-7 月两次降息、两次降准，货币政策趋于宽松，8 月开始经济数据呈现企稳回升势头；2012 年银行业息差维持相对高位，规模扩张速度较快，不良贷款率低位运行，净利润保持较快增长，基本面景气度维持较好水平；2012 年四季度，外资入场带动场内公募基金配置风格切换，低估值银行板块补涨。
- **第二轮行情（2014/9/10-2014/12/31），银行（申万）上涨 60%，相对沪深 300 超额收益为 15%，期间银行（申万）PB（LF）从 0.89 倍提升至 1.31 倍。**核心支撑逻辑：央行 11 月降息释放宽松信号，叠加年内“一带一路”概念持续升温和国企改革步伐加快，市场对经济改善预期提升，货币政策相对宽松；银行业基本面景气度仍在下行，不过年内同业非标监管落地、地方政府债务风险得到缓释，基本面悲观预期有所修复，叠加沪港通开启、国企改革推进，拉动低估值银行板块补涨。
- 当前国内经济处于复苏环境中，货币政策相对宽松，银行业基本面缓慢向下，市场悲观预期下，板块估值已接近历史底部，近期混业经营引发关注，板块估值修复行情开启。**我们预计本轮银行板块上涨空间与上两轮行情期间基本相当，银行板块 PB（LF）估值有望修复至 1 倍-1.1 倍左右。**主要原因：（1）估值角度，纵向来看，当前银行板块估值接近绝对底部，横向来看，银行板块也是最低估的板块之一，且公募配置比例相对较低，估值中枢仍有提升空间；（2）实体流动性角度，从社融增速与名义 GDP 增速差值上升幅度以及终端利率下行幅度来看，当前实体流动性宽裕程度高于上两轮银行板块行情期间，实体流动性宽裕程度显著改善，为板块估值抬升提供支撑。不过，**两方面因素值得关注：一是上市银行业绩披露可能会短期压制行情的推进，二是政策变化需要时刻关注，前者可能是打断估值修复的节奏 后者可能是行情终结的预警信号。**
- **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

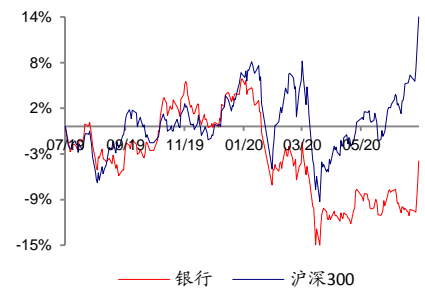
前次评级

买入

报告日期

2020-07-06

### 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：

万思华



SAC 执证号：S0260519080006



021-60750604



wansihua@gf.com.cn

请注意，倪军、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：

银行行业：同业存单发行利率	2020-07-05
继续上升——银行融资追踪	
第十一期	
银行行业：6月社融前瞻	2020-07-03
银行行业：如何理解央行初心？——兼评再贷款利率下调	2020-07-01

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	5.16	2020/4/29	买入	6.82	0.90	0.93	5.73	5.55	0.68	0.63	12.39	11.79
建设银行	601939.SH	CNY	6.68	2020/4/29	增持	8.26	1.09	1.14	6.13	5.86	0.73	0.67	12.44	11.91
农业银行	601288.SH	CNY	3.51	2020/4/29	买入	4.35	0.62	0.64	5.66	5.48	0.65	0.59	11.79	11.35
中国银行	601988.SH	CNY	3.63	2020/5/1	买入	4.28	0.63	0.65	5.76	5.58	0.59	0.55	10.82	10.26
邮储银行	601658.SH	CNY	4.77	2020/4/29	买入	6.33	0.76	0.87	6.28	5.48	0.75	0.68	12.65	13.07
交通银行	601328.SH	CNY	5.35	2020/4/30	买入	8.06	1.03	1.06	5.19	5.05	0.53	0.49	10.57	10.09
招商银行	600036.SH	CNY	36.74	2020/4/30	买入	41.35	4.11	4.60	8.94	7.99	1.42	1.26	16.85	16.74
中信银行	601998.SH	CNY	5.59	2020/4/24	买入	7.91	1.00	1.07	5.59	5.22	0.57	0.52	10.60	10.37
浦发银行	600000.SH	CNY	11.19	2020/4/26	买入	12.75	2.03	2.10	5.51	5.33	0.61	0.57	11.62	11.08
兴业银行	601166.SH	CNY	16.97	2020/4/29	买入	23.40	3.23	3.41	5.25	4.98	0.65	0.59	13.07	12.46
光大银行	601818.SH	CNY	4.02	2020/4/29	买入	5.90	0.75	0.82	5.36	4.90	0.61	0.56	11.88	12.00
平安银行	000001.SZ	CNY	14.25	2020/4/21	买入	15.57	1.63	1.81	8.74	7.87	0.92	0.83	11.01	11.10
北京银行	601169.SH	CNY	5.14	2020/4/29	买入	5.82	1.02	1.08	5.04	4.76	0.53	0.49	10.94	10.67
上海银行	601229.SH	CNY	8.90	2020/4/27	买入	10.97	1.50	1.62	5.93	5.49	0.73	0.66	12.93	12.63
宁波银行	002142.SZ	CNY	28.30	2020/4/26	买入	31.49	2.92	3.49	9.69	8.11	1.53	1.32	17.35	17.47
南京银行	601009.SH	CNY	7.85	2020/4/30	买入	11.42	1.65	1.86	4.76	4.22	0.76	0.67	16.96	16.77
杭州银行	600926.SH	CNY	9.60	2020/4/30	买入	10.03	1.50	1.77	6.40	5.42	0.84	0.75	13.86	14.66
常熟银行	601128.SH	CNY	8.07	2020/4/23	买入	8.79	0.74	0.82	10.91	9.84	1.19	1.09	11.37	11.59
工商银行	01398.HK	HKD	4.92	2020/4/29	买入	5.82	0.90	0.93	4.98	4.82	0.59	0.54	12.39	11.79
建设银行	00939.HK	HKD	6.14	2020/4/29	买入	8.23	1.09	1.14	5.14	4.91	0.61	0.56	12.44	11.91
农业银行	01288.HK	HKD	2.96	2020/4/29	买入	4.13	0.62	0.64	4.35	4.22	0.50	0.46	11.79	11.35
中国银行	03988.HK	HKD	3.02	2020/5/1	买入	3.35	0.63	0.65	4.37	4.24	0.45	0.42	10.82	10.26
交通银行	03328.HK	HKD	5.08	2020/4/30	买入	7.66	1.03	1.06	4.50	4.37	0.46	0.43	10.57	10.09
招商银行	03968.HK	HKD	37.45	2020/4/30	买入	39.57	4.11	4.60	8.31	7.42	1.32	1.17	16.85	16.74
中信银行	00998.HK	HKD	3.58	2020/4/24	买入	6.50	1.00	1.07	3.26	3.05	0.33	0.30	10.60	10.37
中国光大银行	06818.HK	HKD	3.07	2020/4/29	买入	5.07	0.75	0.82	3.73	3.41	0.43	0.39	11.88	12.00
邮储银行	01658.HK	HKD	4.14	2020/4/29	买入	5.53	0.76	0.87	5.45	4.76	0.65	0.59	12.65	13.07
重庆农村商业 银行	03618.HK	HKD	2.97	2020/4/28	买入	4.61	0.88	0.91	3.38	3.27	0.35	0.32	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、2012-2014 年银行板块两轮行情驱动因素分析 .....	6
（一）第一轮行情：国内经济企稳回升，货币政策趋于宽松，银行业基本面景气度维持较好水平，外资入场带动风格切换，低估值银行板块补涨 .....	7
（二）第二波行情：国内经济改善预期上升，货币政策相对宽松，银行业基本面景气度仍在下行，地方债务整顿、沪港通开启等政策落地，低估值银行板块补涨 .....	14
二、当前国内经济处于复苏环境中，货币政策相对宽松，银行业基本面缓慢向下，混业经营引发关注，板块估值修复行情开启 .....	20
三、市场表现 .....	27
四、利率与流动性 .....	28
（一）公开市场操作 .....	28
（二）市场利率 .....	29
五、银行板块估值 .....	31
六、风险提示 .....	31

## 图表索引

图 1: 2005 年以来银行 (申万) 行情走势回顾 .....	7
图 2: M2 增速和社融增速持续反弹 (%) .....	8
图 3: 2012 年 4 月、7 月央行两次降息 (%) .....	8
图 4: 2012 年四季度名义 GDP 增速小幅反弹 (%) .....	8
图 5: 2012 年 9 月开始 PMI 连续 4 个月环比回升 (%) .....	8
图 6: Shibor 变动情况 (%) .....	9
图 7: 中债国债 10 年到期收益率变动情况 (%) .....	9
图 8: 2012-2013 年主要经济体 GDP 变化情况 (%) .....	9
图 9: 2012-2013 年主要经济体物价指数变化情况 (%) .....	10
图 10: 2012 年银行业净利润维持较快增长 (亿元, %) .....	10
图 11: 2012 年银行业净息差仍处于相对高位 (%) .....	10
图 12: 银行业资产规模扩张速度较快 (%) .....	11
图 13: 2012 年银行业不良贷款率维持低位 (亿元, %) .....	11
图 14: 银行 (申万) PB (LF) 及估值隐含不良率 (倍) .....	11
图 15: 商业银行 ROE 趋势下行 (%) .....	11
图 16: 2012Q4 至 2013Q1 公募基金银行股配置比例回升至阶段性高位 .....	12
图 17: 2012 年四季度 QFII 和 RQFII 投资额度明显增加 .....	12
图 18: 2014 年名义 GDP 增速处于下行通道 (%) .....	14
图 19: PMI 连续 5 个月回升 (%) .....	14
图 20: 2014 二季度 M2 增速、社融增速反弹 (%) .....	14
图 21: 2014 年 11 月央行非对称降息 (%) .....	14
图 22: Shibor 变动情况 (%) .....	15
图 23: 中债国债 10 年到期收益率变动情况 (%) .....	15
图 24: 2013 年四季度-2014 年主要经济体 GDP 变化情况 (%) .....	16
图 25: 2013 年四季度-2014 年主要经济体物价指数变动情况 (%) .....	16
图 26: 2014 年银行业净利润增速大幅下降 (%) .....	17
图 27: 2014 年银行业净息差上行 (%) .....	17
图 28: 2014 年下半年银行业资产扩张放缓 (%) .....	17
图 29: 银行业不良暴露处于加速通道 (亿元, %) .....	17
图 30: 银行 (申万) PB (LF) 及估值隐含不良率 (倍) .....	18
图 31: 商业银行 ROE 趋势下行 (%) .....	18
图 32: 银行 (申万) PB (LF) 处于低位 (倍) .....	18
图 33: 14 年 11 月-12 月市场投资风格偏向大盘蓝筹 .....	18
图 34: 受疫情影响, 2020Q1 名义 GDP 负增长 (%) .....	21
图 35: PMI 在 2 月急降后回弹 (%) .....	21
图 36: 2020Q1M2 增速、社融增速持续上升 (%) .....	21
图 37: 2020 年上半年 LPR 和 MLF 两次调降 (%) .....	21
图 38: Shibor 变动情况 (%) .....	22
图 39: 中债国债 10 年到期收益率变动情况 (%) .....	22

图 40: 2018 年三季度-2020 年一季度主要经济体 GDP 变化情况 (%)	22
图 41: 2018 年三季度-2020 年一季度主要经济体物价指数变动情况 (%)	23
图 42: 银行业净利润同比增速下降 (%)	24
图 43: 2020Q1 银行业净息差持续环比明显回落 (%)	24
图 44: 银行业资产规模扩张速度上升 (%)	24
图 45: 银行业不良贷款率反弹 (亿元, %)	24
图 46: 银行 (申万) PB (LF) 及估值隐含不良率 (倍)	25
图 47: 2019 年商业银行 ROE 持续下行 (%)	25
图 48: 银行 (申万) PB 估值及与万得全 A 差值 (倍)	26
图 49: 银行 (申万) PE 估值及与万得全 A 差值 (倍)	26
图 50: 20Q1 末, 公募基金持仓申万银行板块比例为 4.38%	26
图 51: 社融存量同比增速 (新口径)、名义 GDP 同比增速以及二者差值 (%)	27
图 52: 金融机构人民币一般贷款加权平均利率 (%)	27
图 53: 上周银行板块 (中信一级) 上涨 6.75%, 落后大盘 0.03 个百分点, 表现在 29 个一级行业中位居第 5 位	28
图 54: 上周银行股中张家港行、光大银行、平安银行表现居前	28
图 55: 上周 (6 月 29 日-7 月 5 日) 合计净投放 5,900 亿元	29
图 56: Shibor 利率	29
图 57: 存款类机构质押式回购加权利率	29
图 58: 同业存单加权平均发行利率	30
图 59: 国有大行同业存单发行利率	30
图 60: 股份行同业存单发行利率	30
图 61: 城商行同业存单发行利率	30
图 62: 理财产品预期年收益率	30
图 63: 国债到期收益率	30
图 64: 银行板块与沪深 300 非银行板块 PB(整体法, 最新)	31
图 65: 银行板块与沪深 300 非银行板块 PE(历史 TTM_整体法)	31
表 1: 2012-2014 年银行板块两轮行情期间以及当前核心要素打分表 (打分范围为 -2 至 2, 单位: 分)	6
表 2: 2012-2014 年银行板块两轮上涨行情 (倍)	7
表 3: 2012/10/31-2013/2/4, 16 家 A 股上市银行行情统计 (倍)	12
表 4: 2011 年-2012 年, 16 家 A 股上市银行归母净利润同比增速 (% , 按 2012 年降序排列)	13
表 5: 2011 年-2012 年, 16 家 A 股上市银行不良率 (% , 按 2012 年升序排列)	13
表 6: 2014/9/10-2014/12/31, 16 家 A 股上市银行行情统计 (倍)	19
表 7: 2013 年-2014 年, 16 家 A 股上市银行归母净利润同比增速 (% , 按 14 年降序排列)	19
表 8: 2013 年-2014 年, 16 家 A 股上市银行不良率 (% , 按 14 年末升序排列)	20



根据银行（申万）指数和沪深300指数的表现，回顾分析2005年以来银行板块既有绝对收益又有相对收益的阶段，可以发现经济增长、流动性环境、银行业基本面是决定银行板块走势的核心驱动因素，而板块的估值水平、金融监管环境等可能是行情启动的催化性因素。

当前银行板块所处环境与2012-2014年有诸多相似之处，核心区别在于，当前财政、流动性环境等前瞻性指标相对较好，息差、资产质量等滞后性报表指标表现相对较差。

以史为鉴可知兴替，下文我们将详细复盘比较2012-2014年和2020年以来银行板块表现，同时结合当前板块估值水平、资金配置情况、流动性环境探讨本轮银行板块上涨空间还有多大。

表 1：2012-2014年银行板块两轮行情期间以及当前核心要素打分表（打分范围为-2至2，单位：分）

维度频率	因素	第一轮行情	第二轮行情	2020年至今
高维低频 (5年以上)	杠杆率	0.75	0.5	2
	实体回报	-0.75	-1	-1
中维中频 (1到3年)	财政	1	-1	2
	货币	0.5	2	0.5
	信用	1.5	0.5	2
低维高频 (1年内)	股市流动性	0.75	1.5	2
	行业比较	1	-1.5	-1
	市场预期	-1.5	-2	-2
银行基本面	行业景气度	1	-1	-2
	规模增长	1	-0.5	2
	息差	-0.25	1.5	-2
	资产质量	0.25	-2	-2
银行股行情	绝对收益	2	2	-1
	相对收益	2	1	-2

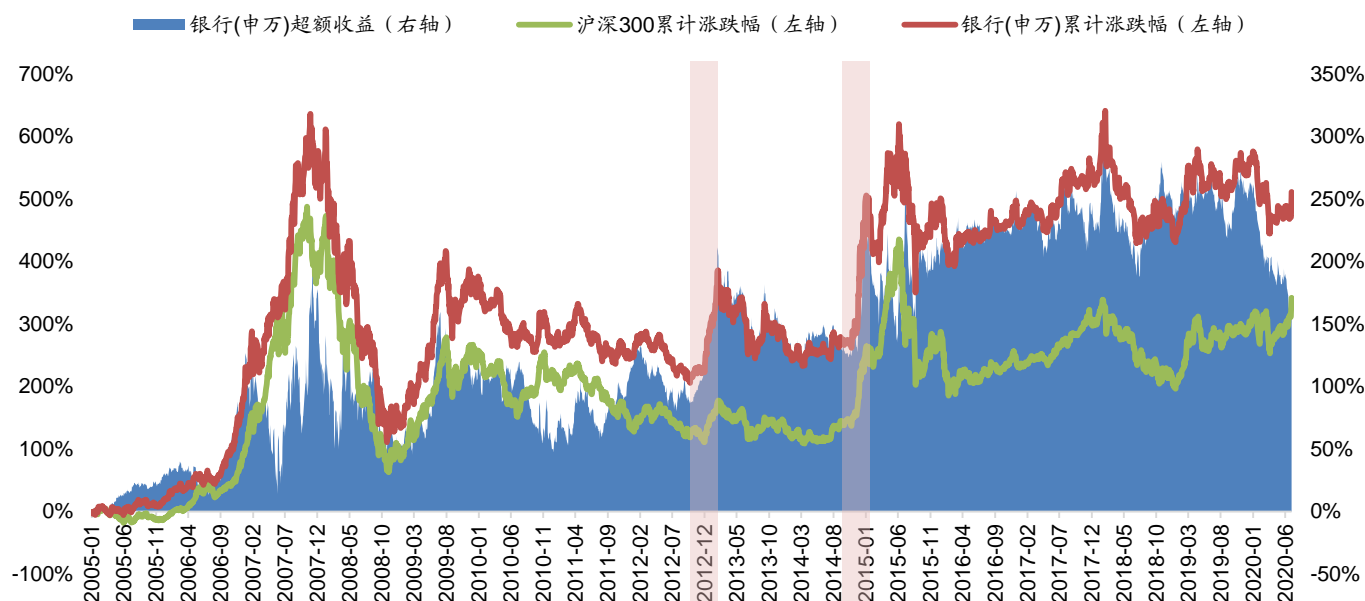
数据来源：广发证券发展研究中心

## 一、2012-2014 年银行板块两轮行情驱动因素分析

2012-2014年银行板块有两轮较为突出的行情：一是2012/10/31-2013/2/4，银行（申万）上涨51%，相对沪深300的超额收益为29%，期间银行（申万）PB（LF）从0.99倍提升至1.50倍；二是2014/9/10-2014/12/31，银行（申万）上涨60%，相对沪深300

的超额收益为15%，期间银行（申万）PB（LF）从0.89倍提升至1.31倍。

图 1：2005年以来银行（申万）行情走势回顾



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：2012-2014年银行板块两轮上涨行情（倍）

行情起始日	行情结束日	银行(申万)涨幅	沪深300涨幅	银行(申万)超额收益	银行(申万)PB(LF,行情启动时)	银行(申万)PB(LF,行情结束时)
2012/10/31	2013/2/4	51%	22%	29%	0.99	1.50
2014/9/10	2014/12/31	60%	45%	15%	0.89	1.31

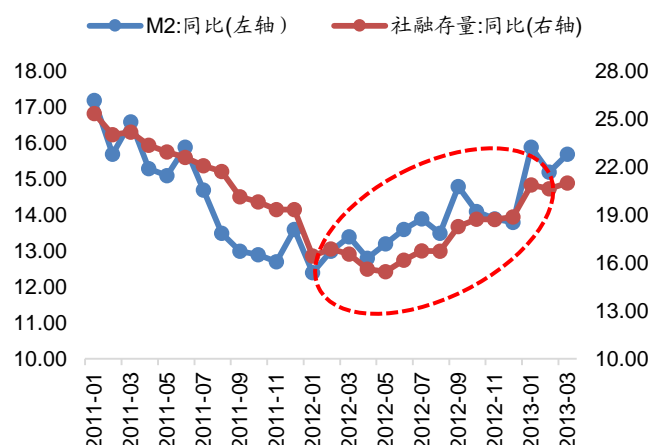
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（一）第一轮行情：国内经济企稳回升，货币政策趋于宽松，银行业基本面景气度维持较好水平，外资入场带动风格切换，低估值银行板块补涨

#### 1. 中国经济金融形势：货币政策趋于宽松，经济企稳回升

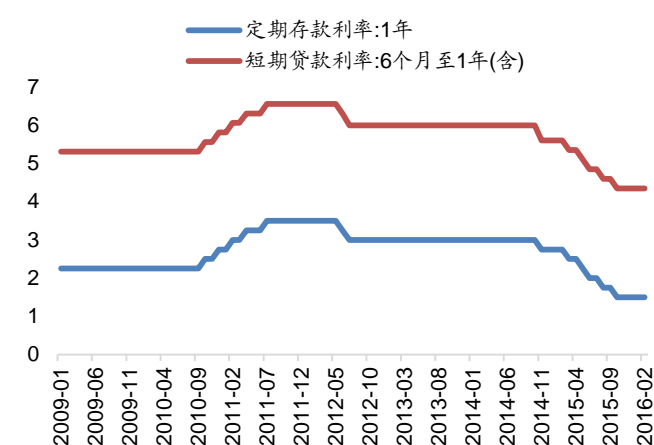
2012年前几个月，针对经济增速有所放缓、物价涨幅趋于回落等情况，央行在4-7月两次降息、两次降准，货币政策趋于宽松，M2增速和社融增速从6月开始持续回升，2012年9月和2013年1月出现两次大幅上升，并于2013年1月份达到阶段性高点，为支持经济趋稳回升提供了有利的环境。2012年8月份开始，经济数据趋稳势头显现，9月-12月PMI环比持续上升且从10月开始连续3个月位于荣枯线上方，2012年四季度名义GDP增速小幅反弹，经济企稳回升态势显现。此外，2012年10月中下旬十八大召开领导人换届，提振了市场对经济增长的信心。

图 2: M2增速和社融增速持续反弹 (%)



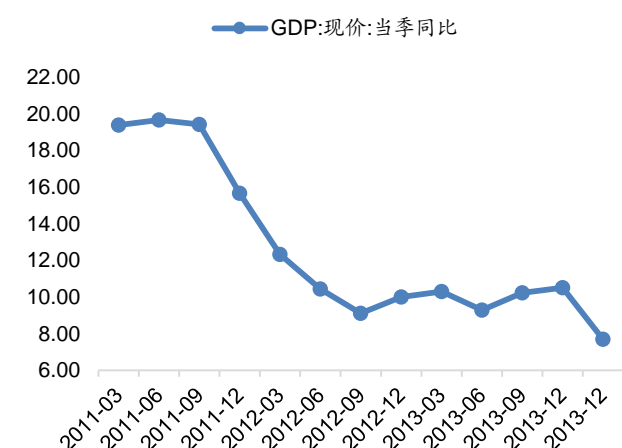
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 3: 2012年4月、7月央行两次降息 (%)



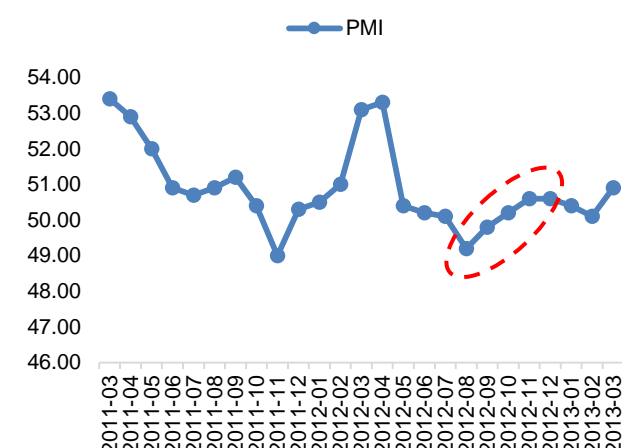
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 2012年四季度名义GDP增速小幅反弹 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 2012年9月开始PMI连续4个月环比回升 (%)

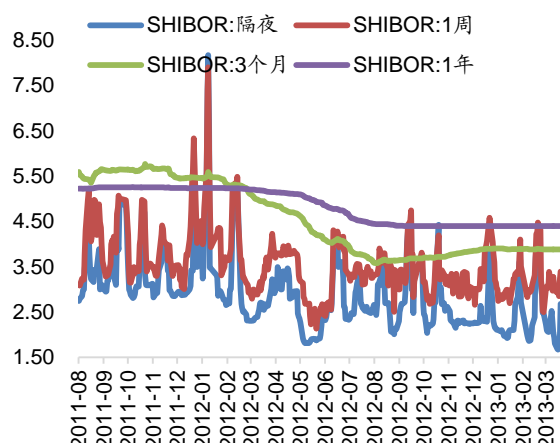


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

货币市场利率同比回落，10年期国债收益率总体呈现V型走势：（1）2012年，货币市场利率春节冲高后回落，趋于平稳运行，总体低于上年。2013年春节前后货币市场利率的波动幅度较往年明显减小，受股市活跃、可转债发行等因素影响，2月下旬货币市场利率出现当季高点，其后快速回落。（2）2012年前4个月，受CPI处于相对较高水平等因素影响，10年期国债收益率水平有所抬升；5月-7月，受央行降准、降息等因素影响，收益率明显下行；8月-12月，经济显现企稳回升势头，带动收益率震荡上升；2013年一季度，10年期国债到期收益率基本持平于上年末。

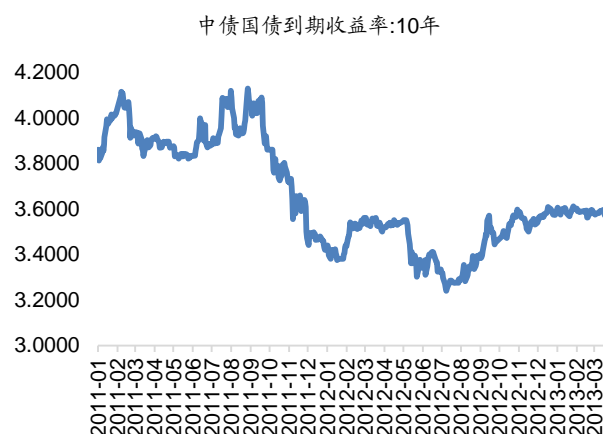


图 6: Shibor变动情况 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 中债国债10年到到期收益率变动情况 (%)



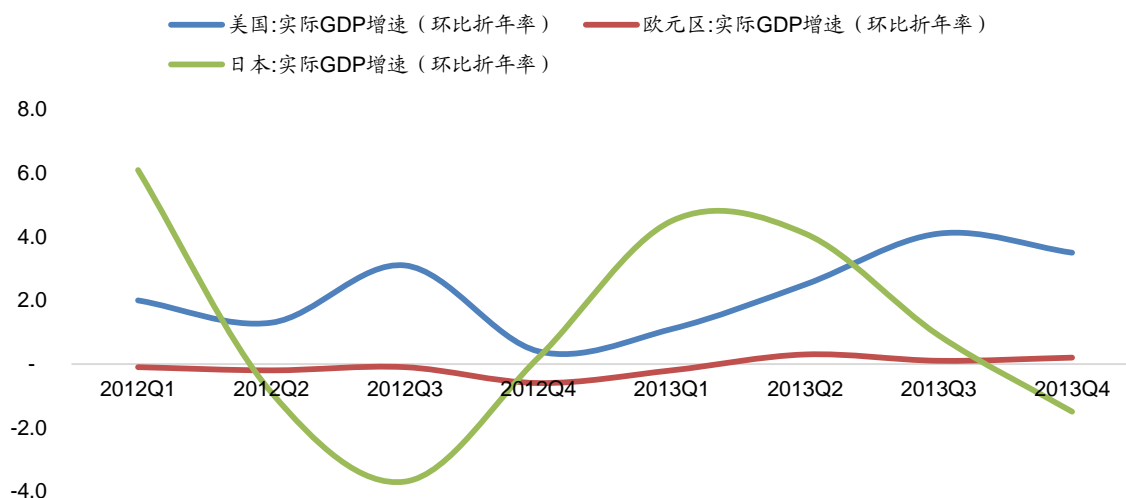
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 2. 海外经济金融形势: 全球经济转向复苏, 宽松货币政策加强

2012年, 全球经济处在转型调整期, 总体来看经济复苏曲折缓慢。美国经济温和复苏; 欧债危机形势较为波折, 对实体经济的影响日益加深; 日本受外需萎缩和国内消费需求不足影响经济下滑; 大部分新兴经济体增长势头放缓, 且面临通胀上行压力。在此背景下, 主要发达经济体均加大了宽松货币政策力度, 多数新兴经济体货币政策也趋于宽松。

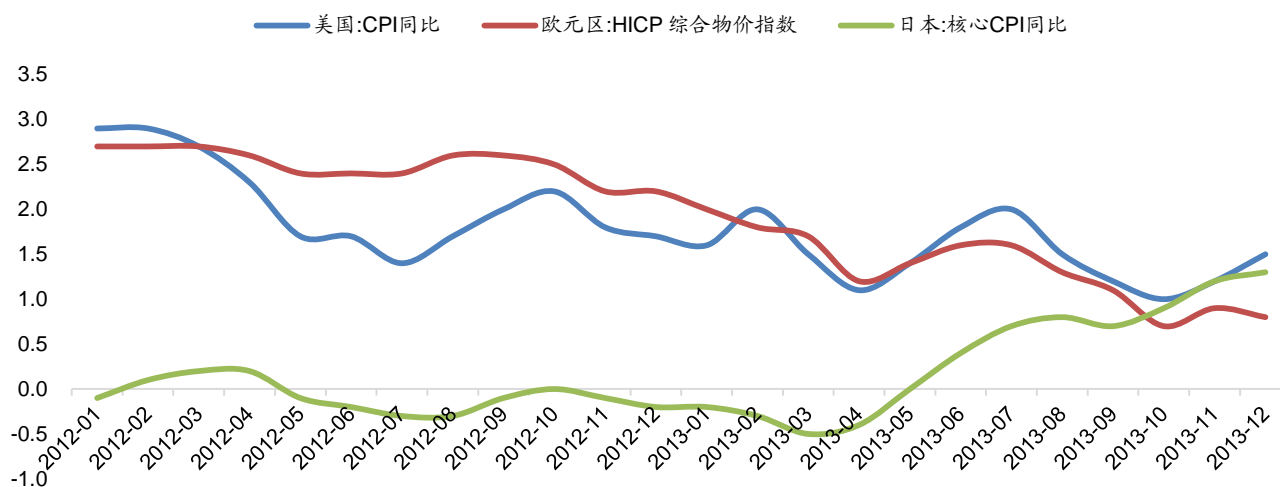
2013年一季度, 全球经济复苏形势趋好。美国经济复苏态势增强, 工业产出及就业率等多项指标表现好于市场预期; 欧元区经济继续疲弱, 2013年以来, 消费和投资动力依旧不足; 日本经济出现积极迹象, 内需有所改善, 但仍未摆脱通缩局面; 大部分新兴经济体保持较强的增长动力。货币政策方面, 主要发达经济体继续维持宽松货币政策, 且执行力度有所加强, 受此影响, 部分新兴经济体货币政策也趋于进一步宽松。

图 8: 2012-2013年主要经济体GDP变化情况 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 2012-2013年主要经济体物价指数变化情况 (%)

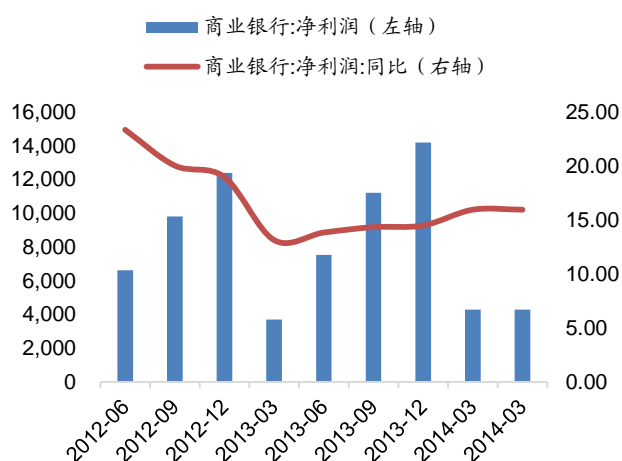


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 3. 银行业基本面及估值: 2012年息差维持相对高位, 规模扩张速度较快, 不良贷款率低位运行, 净利润同比增长较好; ROE和估值波动下行, 隐含不良率先降后升

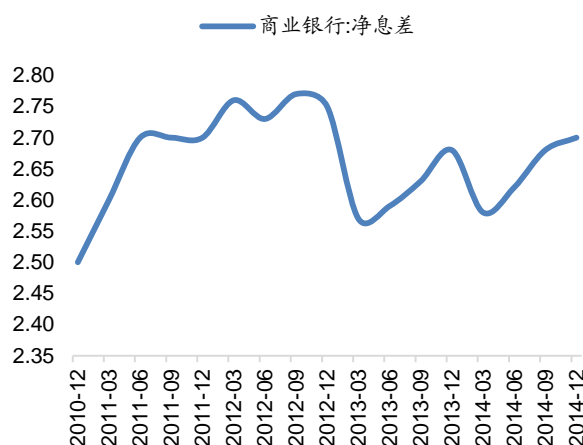
在2012年央行两次降息的背景下, 银行息差和业绩增长承压。不过从原银监会数据来看, 2012年商业银行净利润实际上仍维持了较好的增长, 同比增速高达19%。主要原因是: (1) 2012年银行业净息差仍处在阶段性高位; (2) 在前期逆周期政策加码的情况下, 银行业资产扩张速度较快; (3) 经济企稳回升, 银行业资产质量总体稳健, 不良贷款率维持低位。

图 10: 2012年银行业净利润维持较快增长(亿元, %)



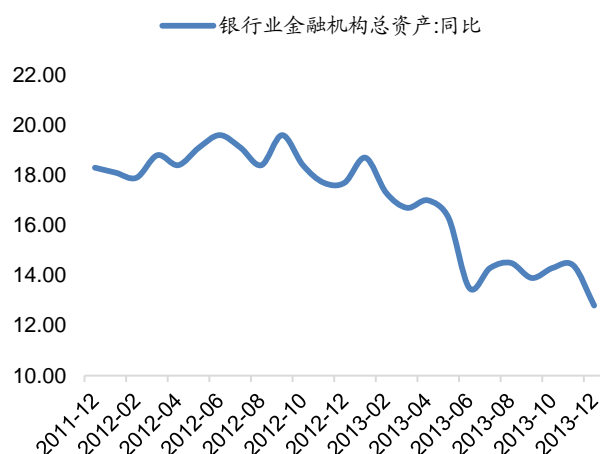
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 2012年银行业净息差仍处于相对高位 (%)



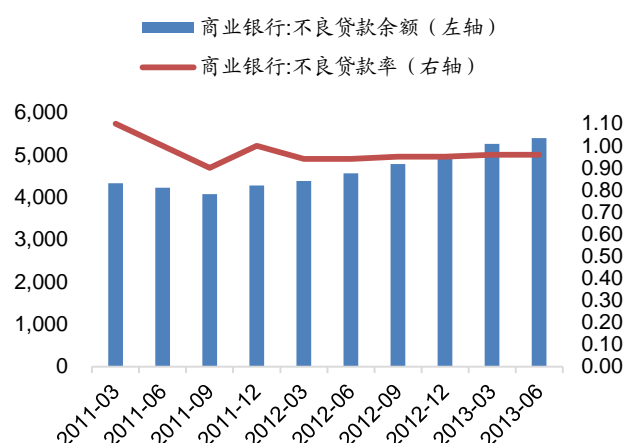
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 银行业资产规模扩张速度较快 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

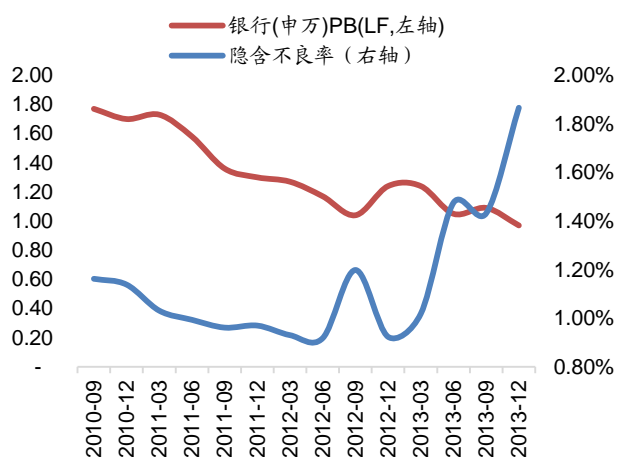
图 13: 2012年银行业不良贷款率维持低位(亿元, %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

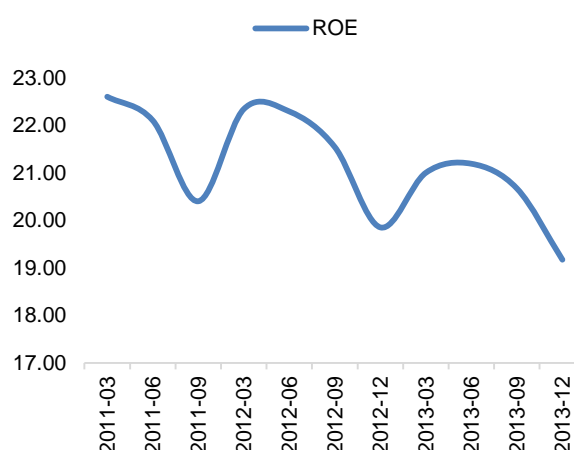
银行业ROE波动下行, 不过2012年仍然维持在了19.85%的高位水平。银行(申万)PB(LF)与ROE走势高度相关, 大趋势上延续了2008年下半之后的下降趋势。这波行情期间, 银行股PB从2012/10/31的0.99倍(2007年以来估值最低点)上涨至2013/2/4的1.50倍(2007年以来由低至高25%分位左右)。从老16家合计数据来看, 估值隐含不良率从2012年三季度末的1.20%下降至2012年末的0.92%, 2013年一季度小幅反弹。

图 14: 银行(申万)PB(LF)及估值隐含不良率(倍)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 商业银行ROE趋势下行(%)



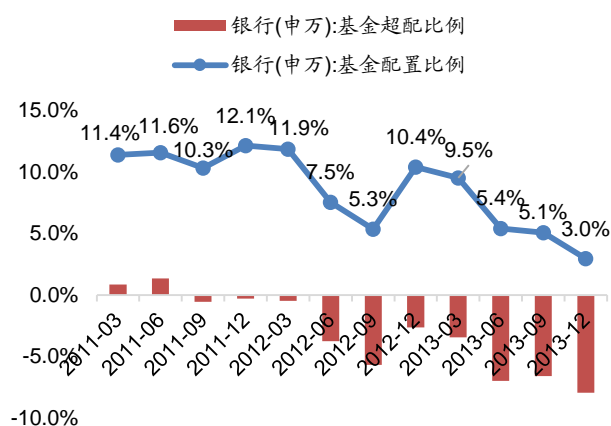
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

#### 4. 催化性因素: 外资入场带动公募基金配置风格切换, 低估值银行板块补涨

2012年四季度, QFII和RQFII投资额度较前三季度明显增加, 外资一般偏好收益稳定的蓝筹, 增量资金入场带动银行板块补涨, 场内存量资金对银行板块的配置也随之增加, 2012年四季度末和2013年一季度末银行板块公募基金配置比例分别高达10.4%和9.5%。(注: (1)基金配置比例统计口径为开放式股票型基金(不含指数型)+开放式偏股混合型基金+开放式灵活配置型基金+封闭式股票型基金(不含指数型);

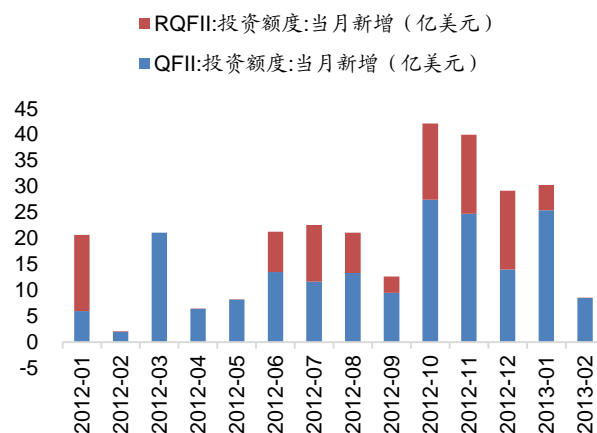
(2) 基金超配比例=基金配置比例 - 行业对应自由流通市值比例。)

图 16: 2012Q4至2013Q1公募基金银行股配置比例回升至阶段性高位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 2012年四季度QFII和RQFII投资额度明显增加



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 5. 区间领涨个股: 民生银行、平安银行、兴业银行、浦发银行

区间涨幅明显跑赢银行(申万)指数的个股分别是: 民生银行(92%)、平安银行(67%)、兴业银行(66%)、浦发银行(61%)，其中平安银行、兴业银行和浦发银行主因是估值低且基本面没有明显瑕疵，而民生银行在当时是龙头银行。

表 3: 2012/10/31-2013/2/4, 16家A股上市银行行情统计(倍)

指标名称	区间涨跌幅	沪深300涨幅	超额收益	PB (LF, 2012/10/31)	PB (LF, 2013/2/4)
民生银行	92%	22%	70%	1.11	2.01
平安银行	67%	22%	45%	0.83	1.39
兴业银行	66%	22%	44%	0.97	1.62
浦发银行	61%	22%	39%	0.83	1.27
北京银行	52%	22%	30%	0.86	1.31
银行(申万)	51%	22%	29%	0.99	1.50
中信银行	45%	22%	23%	0.86	1.25
华夏银行	45%	22%	23%	0.80	1.16
招商银行	45%	22%	23%	1.14	1.65
南京银行	39%	22%	17%	0.95	1.33
光大银行	37%	22%	16%	0.98	1.30
宁波银行	37%	22%	16%	1.21	1.66
交通银行	31%	22%	9%	0.86	1.12
农业银行	29%	22%	7%	1.12	1.44
建设银行	23%	22%	1%	1.14	1.40
中国银行	18%	22%	-4%	0.96	1.14
工商银行	17%	22%	-5%	1.24	1.45

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 4: 2011年-2012年, 16家A股上市银行归母净利润同比增速(%, 按2012年降序排列)

归母净利润同比增速	2011-12	2012-03	2012-06	2012-09	2012-12
华夏银行	54.0	37.7	42.4	40.4	38.8
<b>兴业银行</b>	<b>37.7</b>	<b>58.7</b>	<b>39.8</b>	<b>40.2</b>	<b>36.1</b>
<b>民生银行</b>	<b>58.8</b>	<b>47.7</b>	<b>36.9</b>	<b>34.7</b>	<b>34.5</b>
光大银行	41.3	41.1	40.3	34.7	30.6
<b>北京银行</b>	<b>31.5</b>	<b>33.8</b>	<b>25.5</b>	<b>28.3</b>	<b>30.5</b>
<b>平安银行</b>	<b>64.5</b>	<b>42.7</b>	<b>42.9</b>	<b>33.2</b>	<b>30.4</b>
招商银行	40.2	32.2	25.7	22.6	25.3
<b>浦发银行</b>	<b>42.3</b>	<b>30.3</b>	<b>33.5</b>	<b>31.2</b>	<b>25.3</b>
宁波银行	40.1	26.8	30.4	30.4	25.0
南京银行	39.0	31.7	37.4	26.6	24.9
农业银行	28.5	27.6	20.7	19.2	19.0
交通银行	29.9	19.6	17.8	15.9	15.0
工商银行	26.1	14.0	12.5	13.3	14.5
建设银行	25.5	9.2	14.5	13.8	14.1
中国银行	18.9	9.9	7.6	10.4	12.4
中信银行	43.3	31.6	28.9	12.4	0.7

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: 2011年-2012年, 16家A股上市银行不良率(%, 按2012年升序排列)

不良贷款率	2011-12	2012-03	2012-06	2012-09	2012-12
<b>兴业银行</b>	<b>0.38</b>	<b>0.40</b>	<b>0.40</b>	<b>0.45</b>	<b>0.43</b>
<b>浦发银行</b>	<b>0.44</b>	<b>0.48</b>	<b>0.53</b>	<b>0.58</b>	<b>0.58</b>
<b>北京银行</b>	<b>0.53</b>	<b>0.53</b>	<b>0.55</b>	<b>0.57</b>	<b>0.59</b>
招商银行	0.56	0.56	0.56	0.59	0.61
中信银行	0.60	0.56	0.61	0.60	0.74
光大银行	0.64	0.64	0.64	0.70	0.74
<b>民生银行</b>	<b>0.63</b>	<b>0.67</b>	<b>0.69</b>	<b>0.72</b>	<b>0.76</b>
宁波银行	0.68	0.68	0.72	0.75	0.76
南京银行	0.78	0.73	0.75	0.78	0.83
工商银行	0.94	0.89	0.89	0.87	0.85
华夏银行	0.92	0.88	0.85	0.85	0.88
交通银行	0.86	0.81	0.82	0.87	0.92
中国银行	1.00	0.97	0.94	0.93	0.95
<b>平安银行</b>	<b>0.53</b>	<b>0.68</b>	<b>0.73</b>	<b>0.80</b>	<b>0.95</b>
建设银行	1.09	1.04	1.00	1.00	0.99
农业银行	1.55	1.44	1.39	1.34	1.33

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

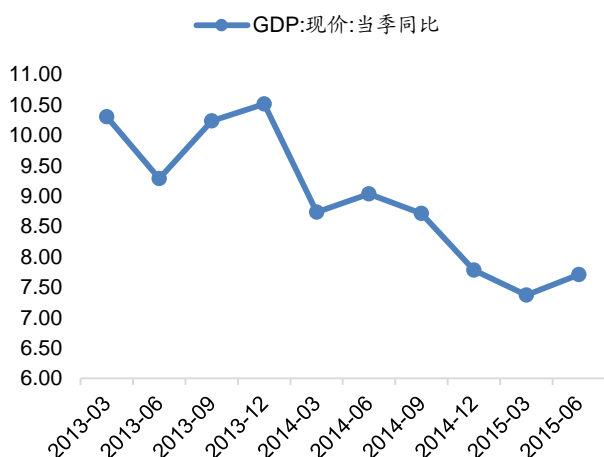


(二) 第二波行情：国内经济改善预期上升，货币政策相对宽松，银行业基本面景气度仍在下行，地方债务整顿、沪港通开启等政策落地，低估值银行板块补涨

1. 中国经济金融形势：PMI在二季度反弹后平稳回落，央行上半年两次定向降准，11月降息或开启新一轮宽松周期

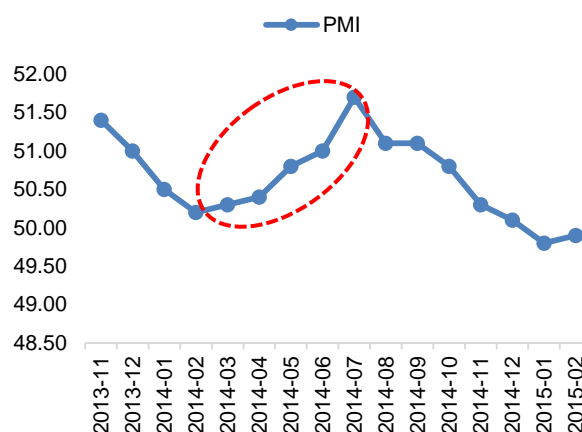
2014年，国内经济整体处于增速换挡期，名义GDP增速处于不断下行通道。央行于4月和6月两次实施定向降准，带动二季度M2增速和社融增速双双反弹。PMI从3月开始连续5个月回升后持续下行，不过全年均位于荣枯线上方。11月，央行实施非对称降息，其中，金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%。此次降息或意味着后续流动性环境将更为宽松一些，叠加年内“一带一路”概念持续升温和国企改革步伐加快，市场对经济改善预期提升。

图 18：2014年名义GDP增速处于下行通道（%）



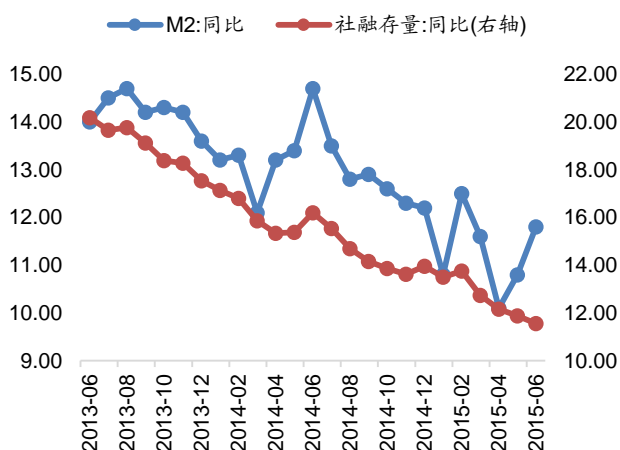
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 19：PMI连续5个月回升（%）



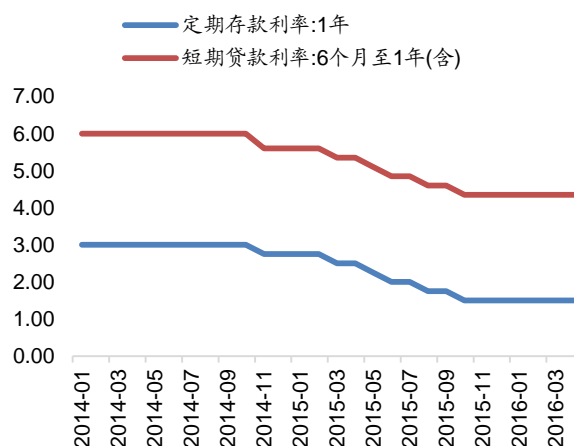
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 20：2014二季度M2增速、社融增速反弹（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

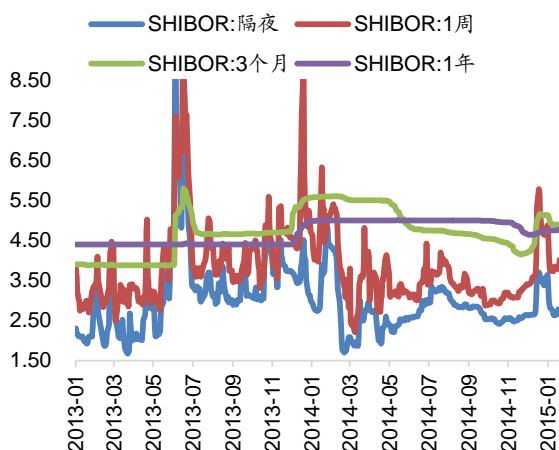
图 21：2014年11月央行非对称降息（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

货币市场利率低于上年同期水平，10年期国债收益率整体大幅下移：（1）2014年，货币市场利率运行平稳。上半年总体下行，受季节性等因素影响，6、7月份市场利率有所波动，12月份有所上升，但仍低于上年同期水平。12月新股密集发行、股市持续升温，同时在外汇占款净下降、年末备付增加等因素作用下，货币市场利率有所上升。（2）2014年，国债收益率曲线整体大幅下移，主要原因：一是宏观经济增速放缓和物价涨幅回落；二是规范商业银行同业业务后，到期资金逐步回流债市；三是央行加强调控，资金面波幅整体收窄，增强了债市的投资需求。

图 22: Shibor变动情况 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 中债国债10年到期收益率变动情况 (%)

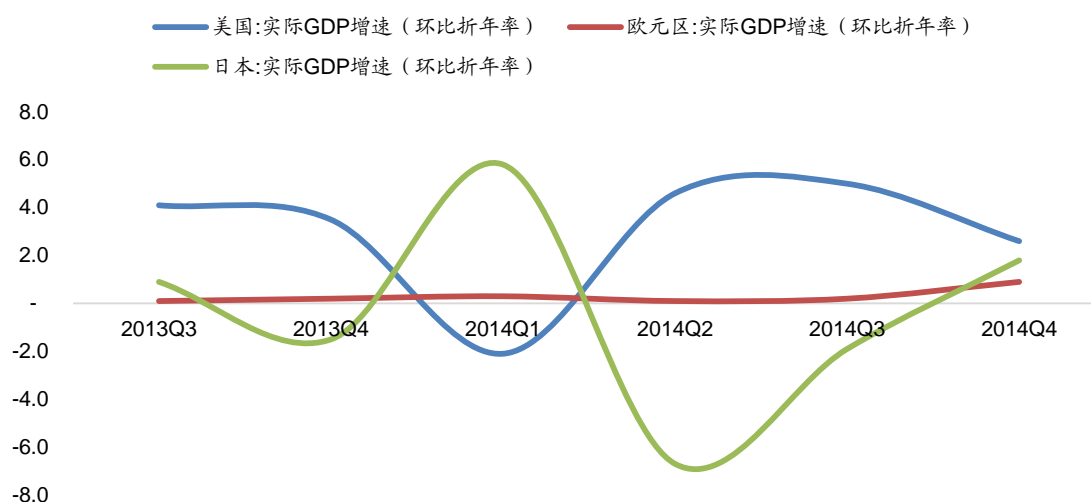


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 2. 海外经济金融形势：全球经济温和复苏且分化加剧，其中美国经济复苏势头较为强劲；主要经济体货币政策分化明显，美联储量化宽松货币政策进入退出进程

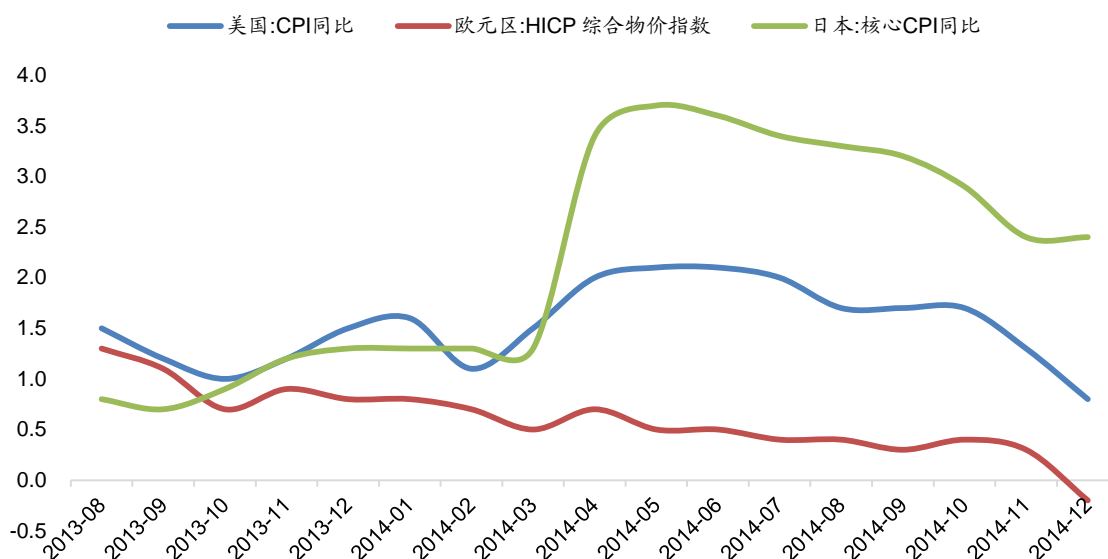
2014年，全球经济处于调整期，总体的温和复苏，但增长动力依然不足。主要经济体经济表现和宏观政策分化明显。具体来看：美国经济复苏势头较为强劲，其中第一季度实际GDP环比折年率萎缩，但从二季度起，美国经济强劲反弹，全年实际GDP增长2.4%，为近四年最大增幅，美联储量化宽松货币政策逐步退出；虽然欧央行出台了一系列宽松货币政策，但提振效果不明显，欧元区经济整体走弱且面临通缩压力；日本经济二季度明显回落，下半年有所回升，但依然较为低迷，物价水平面临下行压力，日本央行宽松货币政策加码；新兴市场经济体增长普遍放缓。

图 24: 2013年四季度-2014年主要经济体GDP变化情况 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 2013年四季度-2014年主要经济体物价指数变动情况 (%)

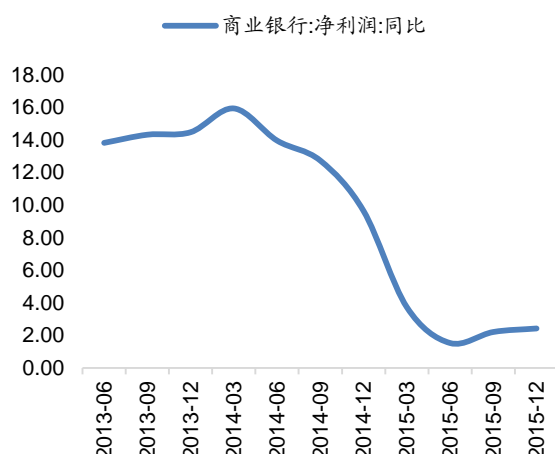


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 3. 银行业基本面及估值: 不良加速暴露, 净利润增速下行, 多项监管政策落地, 基本面悲观预期边际修复; ROE下行, 估值低位回升, 隐含不良率先升后降

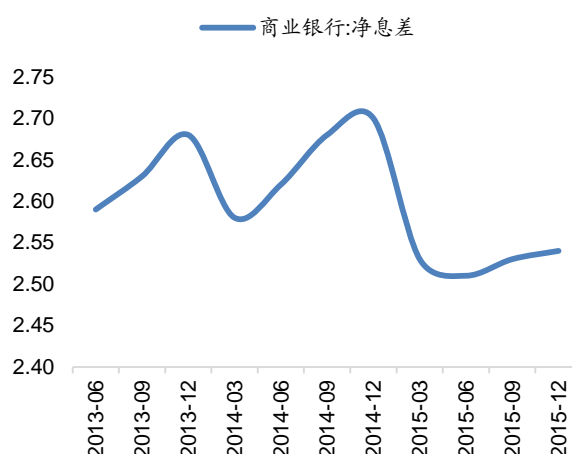
2014年, 银行业净利润增速处于下行通道, 其中下半年加速回落。在息差仍在上行的情况下, 业绩回落主要原因是不良加速暴露和下半年规模增速放缓。在经济未见改善的背景下, 2014年下半年银行板块行情启动其实并没有基本面实质改善的基础。不过, 2013年监管规范银行理财资金投资非标后, 市场对于同业业务投资非标监管趋严的预期加强, 2014年5月, 央行联合四部委发布《关于规范金融机构同业业务的通知》(银发[2014]127号), 同业非标监管靴子落地, 叠加地方政府债务风险得到缓释, 一定程度上边际修复了市场对银行业基本面的悲观预期。

图 26: 2014年银行业净利润增速大幅下降 (%)



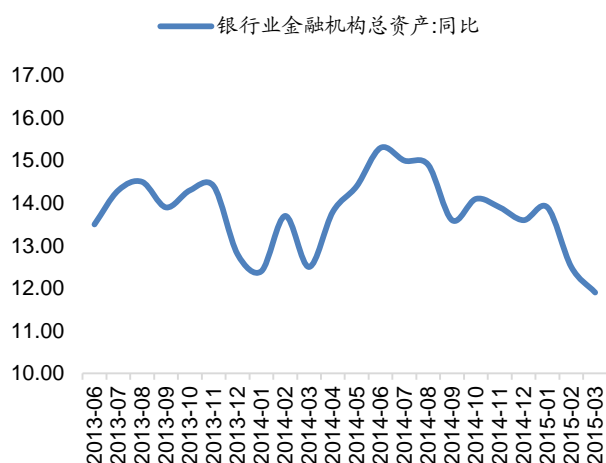
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 27: 2014年银行业净息差上行 (%)



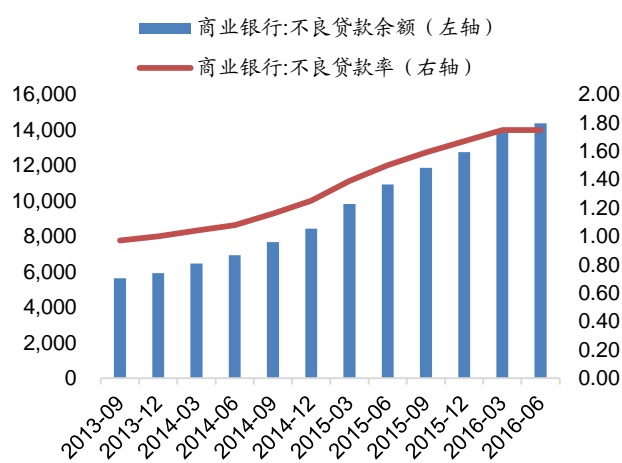
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 2014下半年银行业资产扩张放缓 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

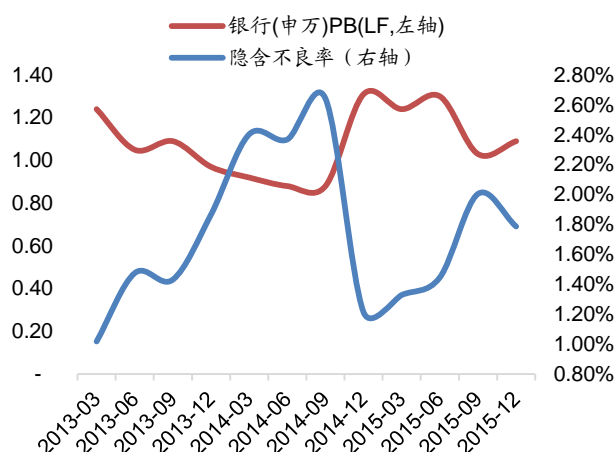
图 29: 银行业不良暴露处于加速通道 (亿元, %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

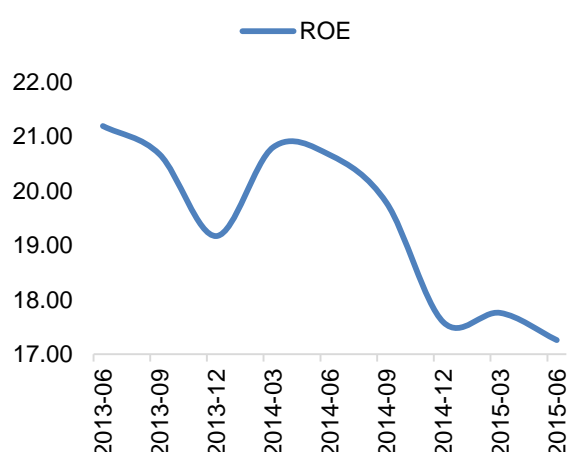
2014年, 银行业ROE处于下行通道中, 2014年末ROE同比下降1.58个百分点至17.59%。2014年2-3季度银行(申万)PB(LF)低位运行, 4季度大幅上升。这波行情期间, 银行股PB从2014/9/10的0.89倍(接近2007年以来估值最低点)上涨至2014/12/31的1.31倍(2007年以来由低至高33%分位左右)。从老16家合计数据来看, 估值隐含不良率从2013年末的1.87%先上升至2014年三季度末的2.64%, 随后大幅下降至2014年末的1.21%。

图 30: 银行(申万)PB(LF)及估值隐含不良率(倍)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 31: 商业银行ROE趋势下行(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

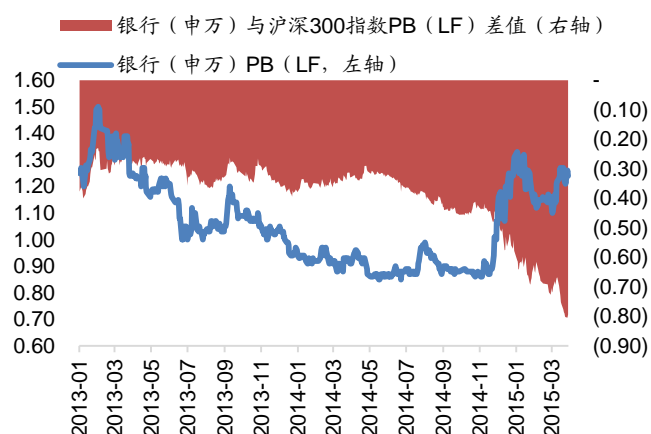
#### 4. 催化性因素: 地方债务问题整顿、“沪港通”开启、国企改革推进, 拉动低估值银行板块补涨

(1) 国企改革将重塑银行价值: 2014年2月19日, 中石化宣布, 公司将引入民资实行混合所有制, 成为混合所有制改革的破冰之举; 2014年7月15日, 国资委宣布了首批四项改革试点企业名单, 国企改革获得实质推进。

(2) 地方债务问题整顿, 中长期改善银行业资产质量: 2014年10月, 国务院连续发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号, 以下简称“43号文”)和《关于深化预算管理制度改革的决定》(国发〔2014〕45号, 以下简称“45号文”), 着手整顿地方融资平台问题, 解决困扰经济发展的财务软约束问题, 当时地方政府债务也是市场对银行资产质量问题关注的焦点, 43号文明确了债务分类并提出了化解和控制方法, 极大降低存量地方政府债务风险。

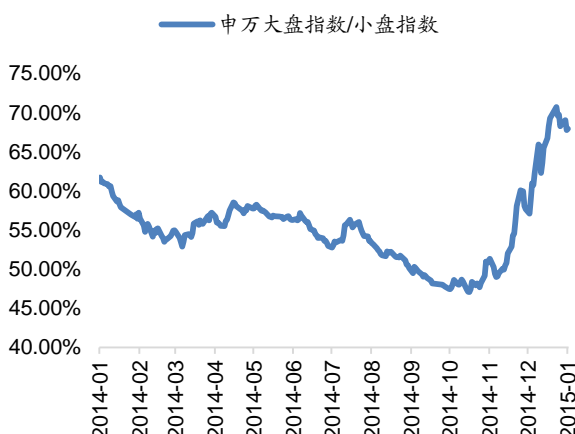
(3) “沪港通”开启给银行股带来上涨动力: 2014年11月17日, “沪港通”正式开通, 对高分红率的大盘蓝筹股构成利好, 为低估值银行股反弹提供了支撑。

图 32: 银行(申万)PB(LF)处于低位(倍)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 33: 14年11月-12月市场投资风格偏向大盘蓝筹



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



### 5. 区间领涨个股：中信银行、光大银行、南京银行、民生银行

2014/9/10-2014/12/31，在行业整体估值处于低位的背景下，大部分A股上市银行均跑赢了银行（申万）指数。区间涨幅靠前的个股分别是：中信银行（85%）、光大银行（79%）、南京银行（74%）、民生银行（72%）。

表 6：2014/9/10-2014/12/31，16家A股上市银行行情统计（倍）

指标名称	区间涨跌幅	沪深300涨幅	超额收益	PB（LF，2014/9/10）	PB（LF，2014/12/31）
中信银行	85%	45%	40%	0.86	1.52
光大银行	79%	45%	34%	0.77	1.32
南京银行	74%	45%	29%	0.86	1.42
民生银行	72%	45%	27%	0.97	1.58
建设银行	64%	45%	18%	0.97	1.40
浦发银行	64%	45%	18%	0.82	1.27
宁波银行	60%	45%	15%	1.01	1.57
银行(申万)	60%	45%	15%	0.89	1.31
兴业银行	59%	45%	14%	0.90	1.34
交通银行	58%	45%	12%	0.73	1.11
华夏银行	58%	45%	12%	0.83	1.25
招商银行	55%	45%	10%	0.94	1.39
平安银行	53%	45%	8%	0.98	1.43
中国银行	53%	45%	8%	0.78	1.16
农业银行	49%	45%	4%	0.89	1.26
北京银行	43%	45%	-2%	0.94	1.26
工商银行	37%	45%	-8%	0.92	1.20

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 7：2013年-2014年，16家A股上市银行归母净利润同比增速（%，按14年降序排列）

归母净利润同比增速	2013-12	2014-03	2014-06	2014-09	2014-12
平安银行	13.6	40.8	33.7	34.2	30.0
南京银行	12.1	19.1	19.3	21.7	24.7
北京银行	15.3	9.5	13.4	14.3	16.1
宁波银行	19.1	18.3	18.4	16.2	16.1
华夏银行	21.2	26.2	18.8	18.4	16.0
浦发银行	19.7	20.3	16.9	16.7	14.9
兴业银行	18.7	21.7	18.0	15.7	14.4
光大银行	13.2	2.5	6.2	7.7	8.1
中国银行	12.4	13.9	11.2	9.1	8.1
招商银行	14.3	14.8	15.9	16.0	8.1
农业银行	14.6	13.7	12.6	10.5	7.9
建设银行	11.1	10.4	9.1	7.8	6.1
交通银行	6.7	5.6	5.6	5.8	5.7

民生银行	12.6	15.1	11.4	10.4	5.4
工商银行	10.1	6.6	7.0	7.3	5.0
中信银行	26.2	16.1	8.1	4.6	3.9

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 8：2013年-2014年，16家A股上市银行不良率（%，按14年末升序排列）

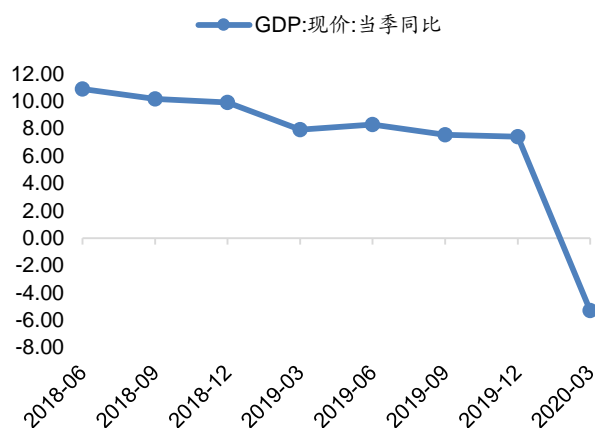
不良贷款率	2013-12	2014-03	2014-06	2014-09	2014-12
北京银行	0.65	0.65	0.68	0.76	0.86
宁波银行	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89
南京银行	0.89	0.89	0.93	0.94	0.94
平安银行	0.89	0.91	0.92	0.98	1.02
浦发银行	0.74	0.77	0.93	0.96	1.06
华夏银行	0.90	0.91	0.93	0.96	1.09
兴业银行	0.76	0.84	0.97	0.99	1.10
招商银行	0.83	0.85	0.98	1.10	1.11
工商银行	0.94	0.97	0.99	1.06	1.13
民生银行	0.85	0.87	0.93	1.04	1.17
中国银行	0.96	0.98	1.02	1.07	1.18
建设银行	0.99	1.02	1.04	1.13	1.19
光大银行	0.86	0.97	1.11	1.07	1.19
交通银行	1.05	1.09	1.13	1.17	1.25
中信银行	1.03	1.15	1.19	1.39	1.30
农业银行	1.22	1.22	1.24	1.29	1.54

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 二 当前国内经济处于复苏环境中，货币政策相对宽松，银行业基本面缓慢向下，混业经营引发关注，板块估值修复行情开启

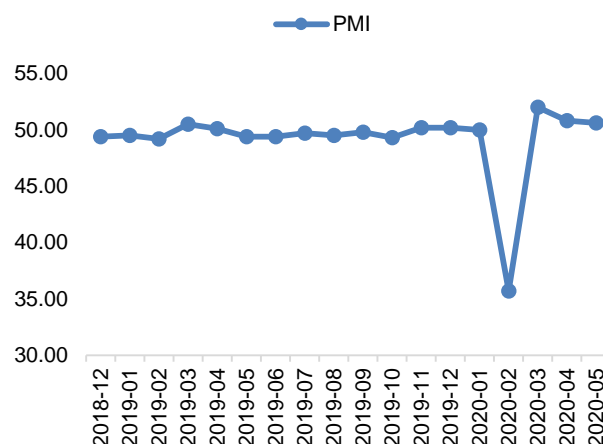
中国经济金融形势：受疫情冲击，一季度GDP同比负增长；财政、货币政策发力，M2、社融增速快速上升；随着复工复产有序推进，国内经济有望逐步恢复。国内疫情导致一季度经济增速出现异常负值，2月PMI跌至35.70%。在国内新冠疫情得到有效控制，经济活动持续恢复的背景下，3月PMI实现V型反转，5月PMI为50.6%，连续第三个月位于荣枯线上方。2020年3月至今M2增速和社融增速持续上升，2020年以来央行累计实施3次降准，两次LPR和MLF利率下调，并加强对再贴现再贷款的使用，充分释放流动性。

图 34: 受疫情影响, 2020Q1名义GDP负增长 (%)



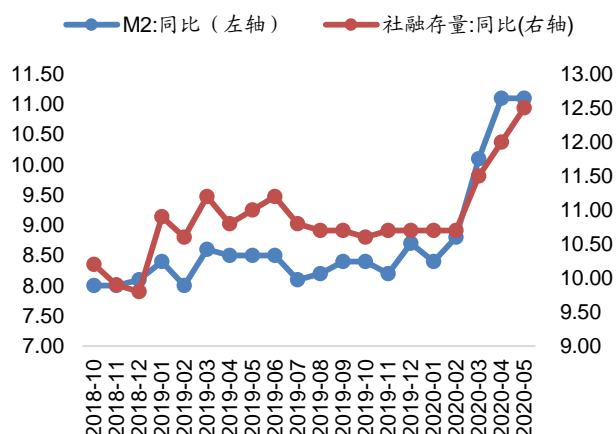
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 35: PMI在2月急降后回弹 (%)



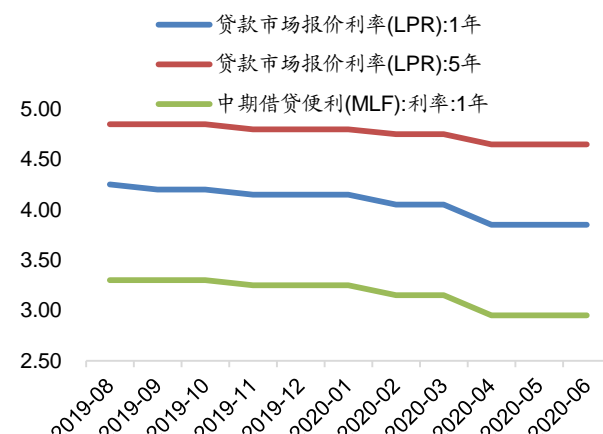
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 36: 2020Q1M2增速、社融增速持续上升 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

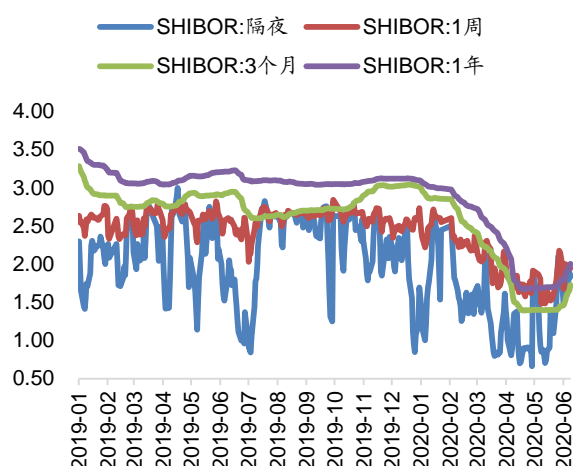
图 37: 2020年上半年LPR和MLF两次调降 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

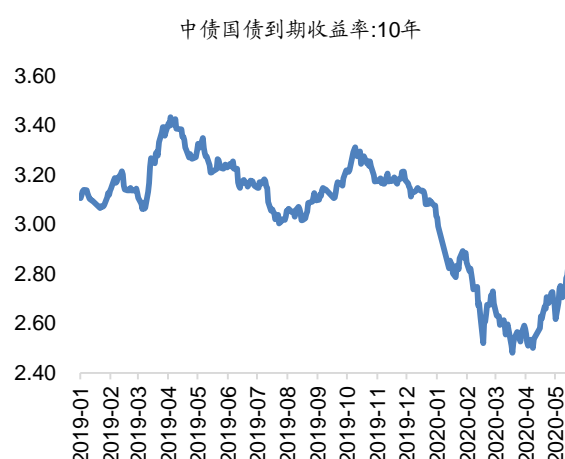
**货币政策强化结构性宽松, 5月以来资金利率上行:** 2020年一季度, 银行体系流动性较为宽裕, 货币市场利率维持较低水平。4-5月份银行体系流动性整体也较为宽裕。受防范资金套利行为的影响, 6月份资金利率上行, 货币政策由前期的极度宽松转向结构性宽松。今年以来, 10年期国债收益率先下移, 后逐步上行。

图 38: Shibor变动情况 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

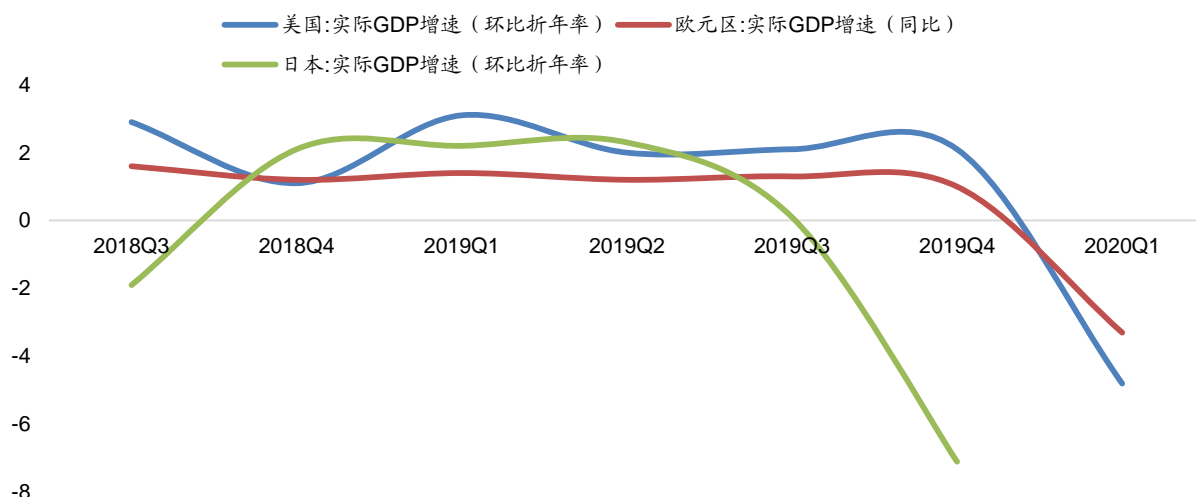
图 39: 中债国债10年到期收益率变动情况 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

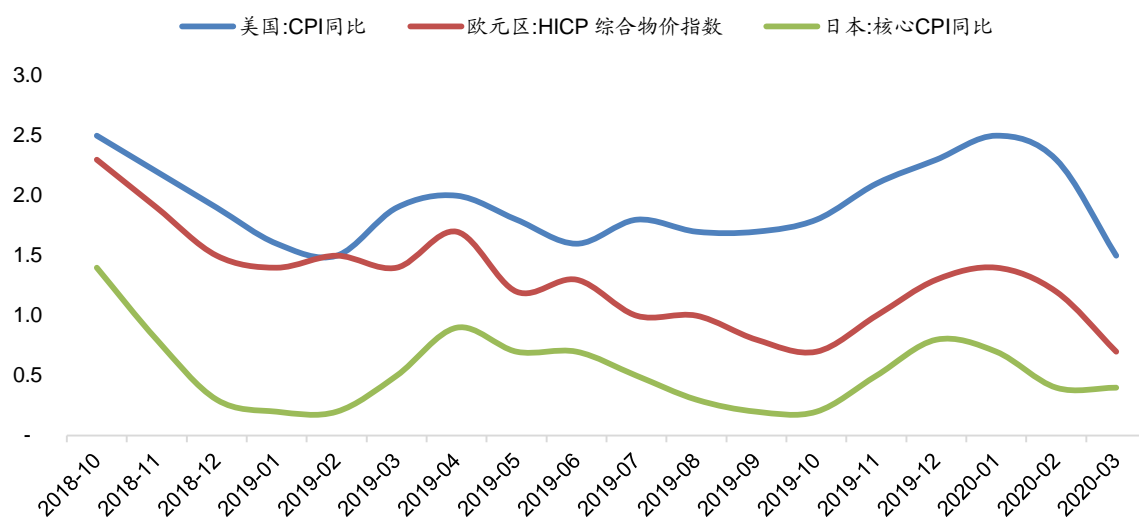
**海外经济金融形势:** 受疫情冲击, 全球经济增速短期明显下滑, 主要经济体开启新一轮宽松货币政策。因新冠肺炎疫情在全球持续发酵, 2020年以来IMF连续下调全球GDP增速预期。主要发达经济体增速均面临下跌风险。美国6月失业率环比下降2.2个百分点至11.1%, 但仍位于历史高位, 形势依然严峻; 受意、法、德等国疫情影响, 2020年一季度欧元区经济明显下滑, 不过欧元区6月制造业PMI回升至47.4%, 制造业萎缩程度有所放缓; 日本经济增速在疫情暴发前就已出现下滑, 疫情冲击将进一步加重经济失速。为应对疫情影响, 主要经济体央行普遍加大流动性支持力度。

图 40: 2018年三季度-2020年一季度主要经济体GDP变化情况 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 41：2018年三季度-2020年一季度主要经济体物价指数变动情况（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**银行业盈利增速进入下行期，强者恒强局面显现。**2015年底至2018年，经济处于上行周期，银行业由于滞后性，景气度延后了一年。整体来看，2019年一季度是银行业营收同比增速的高峰，随后逐季度下降，受益于营收高增长，前三季度归母净利润增速逐季度持续回升，到四季度才见顶回落。从利润角度来看，银行业景气度周期向下拐点在2019年四季度已显现。2020年一季度，叠加疫情影响，下行的趋势进一步确认。上市银行内部，不同银行间的差距也在逐步扩大，强者恒强局面显现。

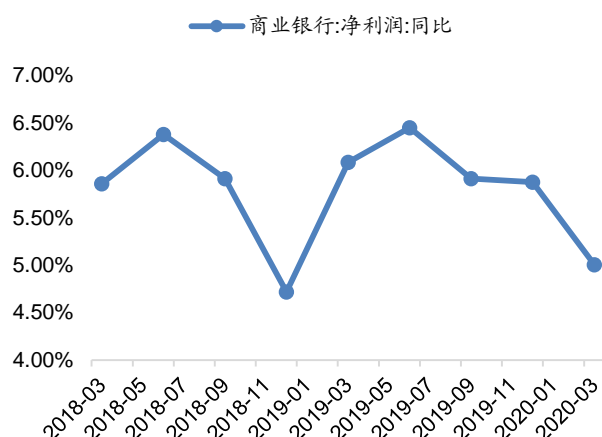
**规模：信贷投放力度较大，银行业资产规模增速持续回升。**为应对经济下行压力，2019年一季度以来，逆周期政策明显加码，银行规模增速提升。尤其是上半年，受央行全面和定向降准、表内影子银行收缩放缓等因素的影响，市场流动性较为充裕，同业资产环比高增，金融投资增长改善，同时政策引导下贷款也维持了较快的增长，共同带动资产增速反弹。2020年一季度，信贷投放力度进一步加大，叠加表内影子银行回升银行规模增速再次站上新高。

**息差：2019年净息差保持平稳，2020年一季度明显回落。**2019年一季度净息差环比2018年小幅回落，但自二季度起，持续小幅平稳提升。随着LPR改革深入推进，贷款利率隐性下限被打破，市场利率下行向信贷利率的传导加快，而利率下降传导至存款端存在时滞，2020年一季度息差环比明显下行。

**资产质量：不良压力上升，尤其是城农商行。**受经济增速下行压力增大、资产质量监管趋严、部分有存量风险隐患的非上市银行风险加速出清等因素影响，2019年以来商业银行不良率逐步攀升，行业整体资产质量压力有所增长。2020年一季度，虽然疫情对宏观经济造成了较大冲击，行业整体资产质量压力有所上升，但由于风险的滞后性，信贷投放力度加大以及银行对部分借款人实施临时性延期还本付息措施，疫情尚未对商业银行一季度资产质量严重的影响。后续来看，资产质量压力不减。

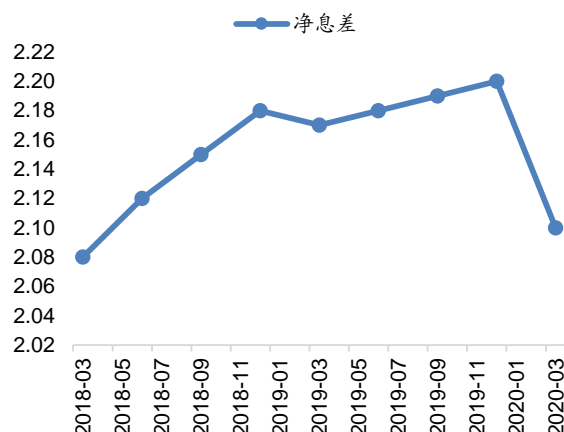


图 42: 银行业净利润同比增速下降 (%)



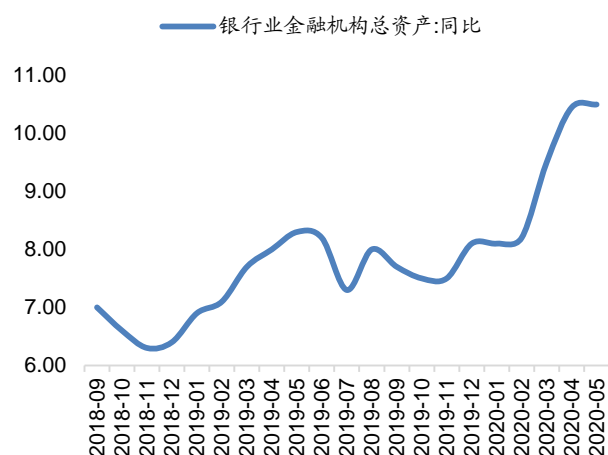
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 43: 2020Q1银行业净息差持续环比明显回落 (%)



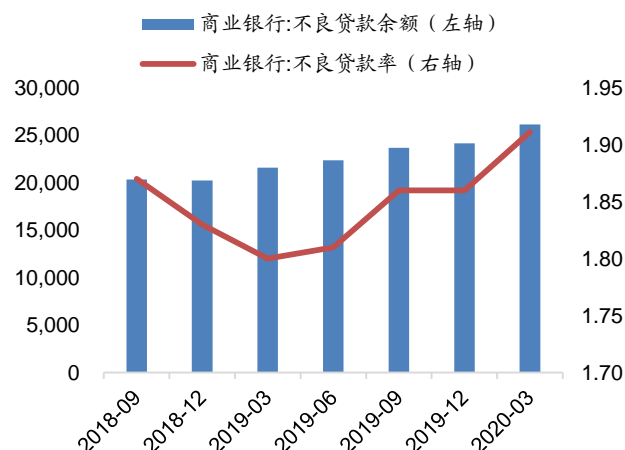
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 44: 银行业资产规模扩张速度上升 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

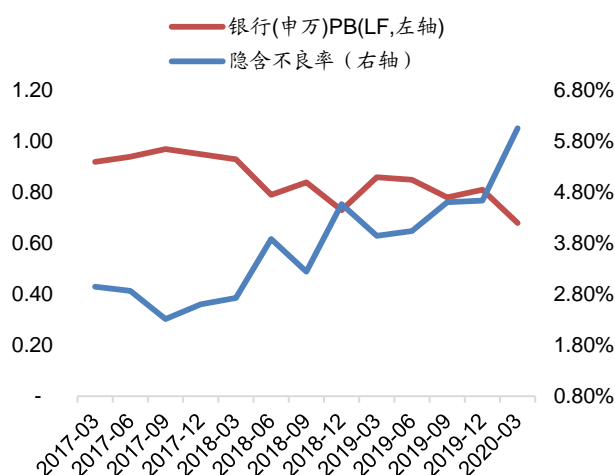
图 45: 银行业不良贷款率反弹 (亿元, %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

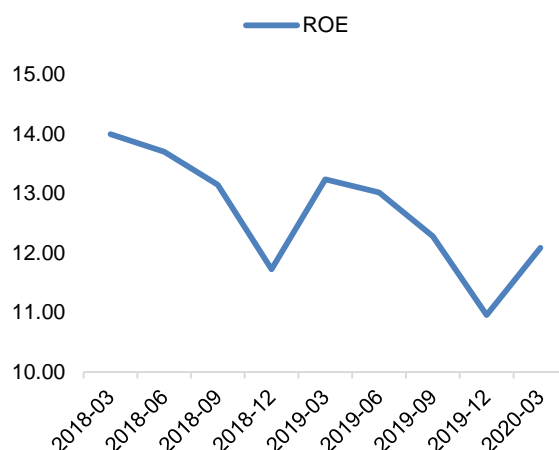
**ROE和估值处于历史底部, 隐含不良率趋势上升:** 银行业ROE仍处于下行通道, 2019年末下降至10.96%, 2020年一季度季节性反弹, 但同比仍在下降。银行(申万)PB(LF) 2019年以来波动下行, 截至2020年6月8日, 已经降低至0.71倍, 处于2007年以来由低到高3%分位左右。从A股上市银行数据来看, 估值隐含不良率从2018年末的4.57%上升至2020一季度年末的6.06%, 处于历史高位。

图 46: 银行(申万)PB(LF)及估值隐含不良率(倍)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 47: 2019年商业银行ROE持续下行(%)

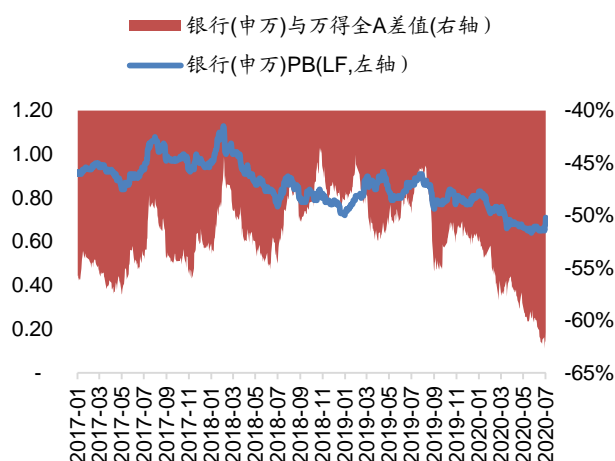


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

银行混业经营的报道引发关注, 板块估值修复行情开启。6月27日, 财新发布文章“证监会计划向商业银行发放券商牌照, 或将从几大商业银行中选取至少两家试点设立券商”, 虽然后续证监会表示“关于如何推进, 有多种路径选择, 现尚在讨论中”, 但可以预期的是混业经营的序幕正在打开。上周银行板块上涨势头强劲, 估值修复行情开启。

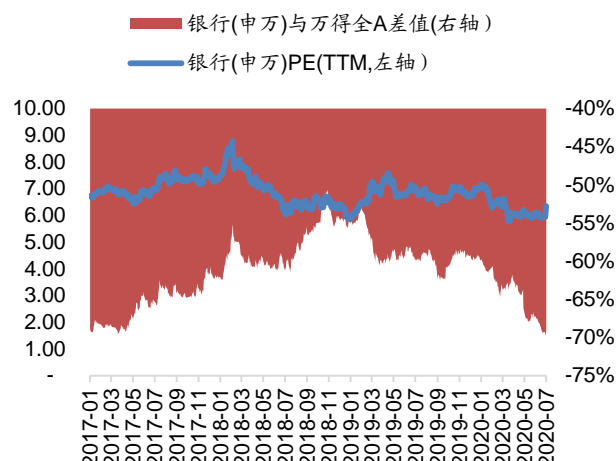
**估值角度:** 纵向来看, 当前银行板块估值接近绝对底部, 横向来看, 银行板块也是最低估的板块之一, 且公募配置比例仍有提升空间: 2019年以来银行(申万)估值水平波动下行, 相对万得全A的估值差不断扩大。其中, 2020年一季度, 疫情冲击叠加海外市场流动性紧张, 银行股作为核心资产在一季度被明显抛售, 叠加银行板块利润增速向下拐点显现的影响, 20Q1末公募基金配置比例环比下降2.32pct至4.38%, 低配状态处于2011年以来25%分位, 二季度银行板块估值继续下探。截至2020年7月3日, 银行(申万)PB(LF)为0.71倍、PE(TTM)为6.35倍, 均接近2005年以来行业最低估值水平, 落后万得全A的PB估值差异和PE估值差异约为61%、69%, 二者较2019年末均扩大了约9%, 且横向对比, 银行(申万)PB和PE估值在28个申万一级行业中均是最低。综合来看, 当前银行板块估值安全边际较高, 且公募持仓比例处于相对低位, 估值中枢仍有提升空间。

图 48: 银行(申万)PB估值及与万得全A差值(倍)



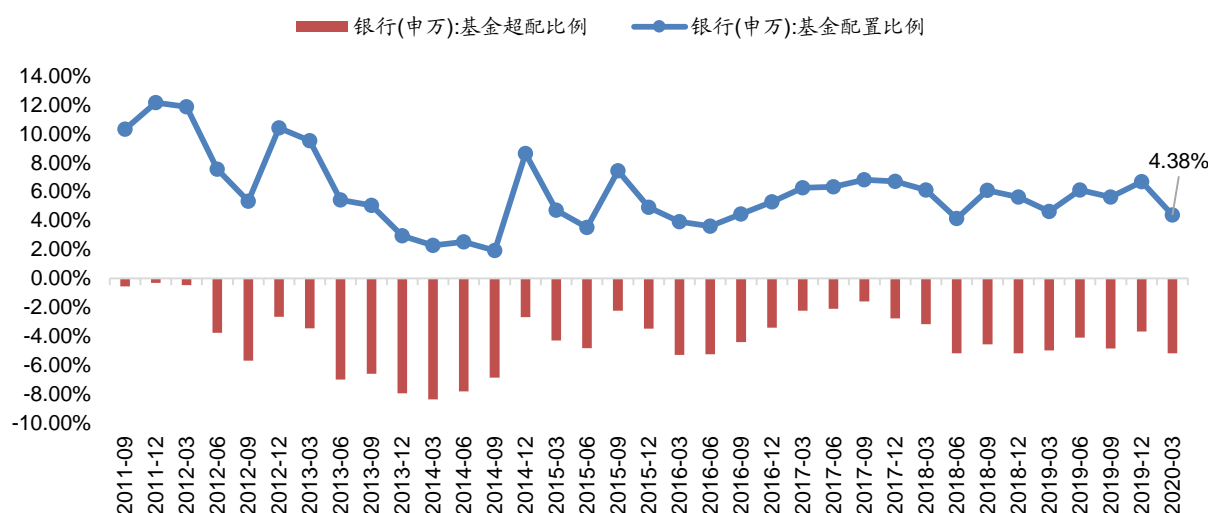
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 49: 银行(申万)PE估值及与万得全A差值(倍)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 50: 20Q1末, 公募基金持仓申万银行板块比例为4.38%



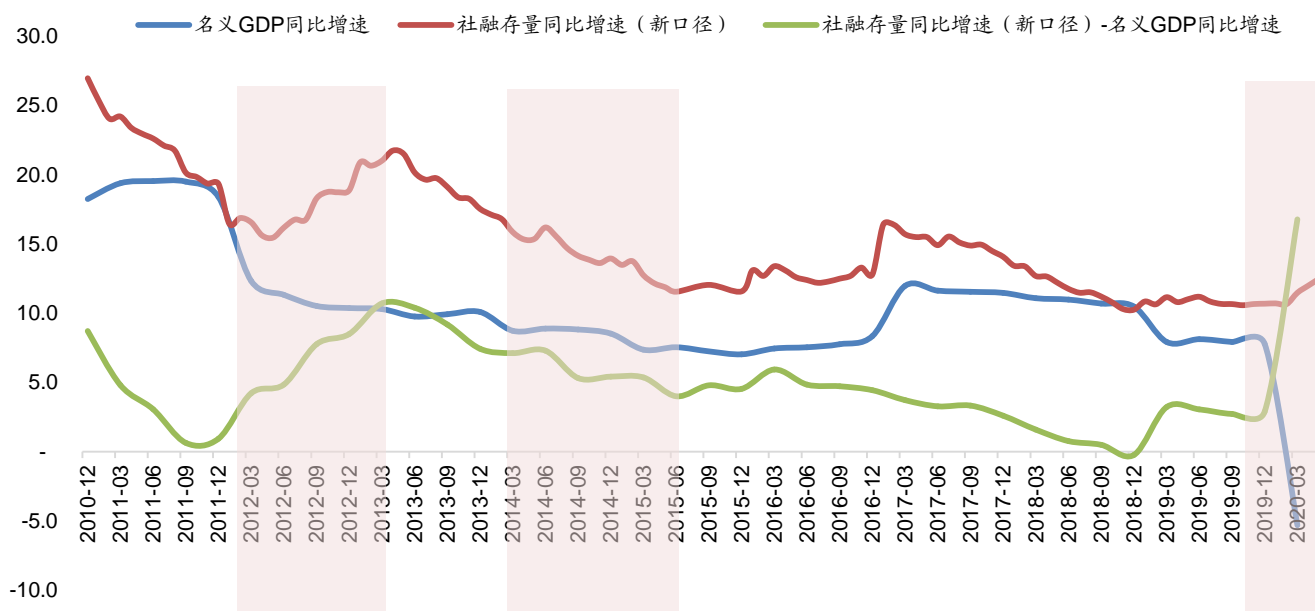
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**实体流动性角度:** 当前实体流动性宽裕程度高于上两轮银行板块行情期间。我们从量、价两方面来看观察实体流动性宽裕程度: 第一轮行情期间, 社融增速与名义GDP增速之差从2011年末0.9%上升至2013年一季度末10.7%, 增幅达9.8个百分点, 实体流动性宽裕程度明显上升, 金融机构一般贷款加权平均利率表征的终端利率下降了0.58个百分点; 第二轮行情期间, 社融增速与名义GDP增速之差并未明显反弹, 但价格指标方面, 终端利率大幅下降0.68个百分点, 从这个角度来看, 这一轮实体流动性宽裕程度应该是高于第一轮; 2020年一季度末, 社融增速与名义GDP增速之差较上年末大幅上升13.9个百分点, 实体流动性宽裕程度显著改善, 为板块估值抬升提供支撑。

综合来看, 我们预计本轮银行板块上涨空间与上两轮银行板块行情期间基本相当, 银行板块PB(LF)估值有望修复至1倍-1.1倍左右。不过, 8月上市银行业绩披露可

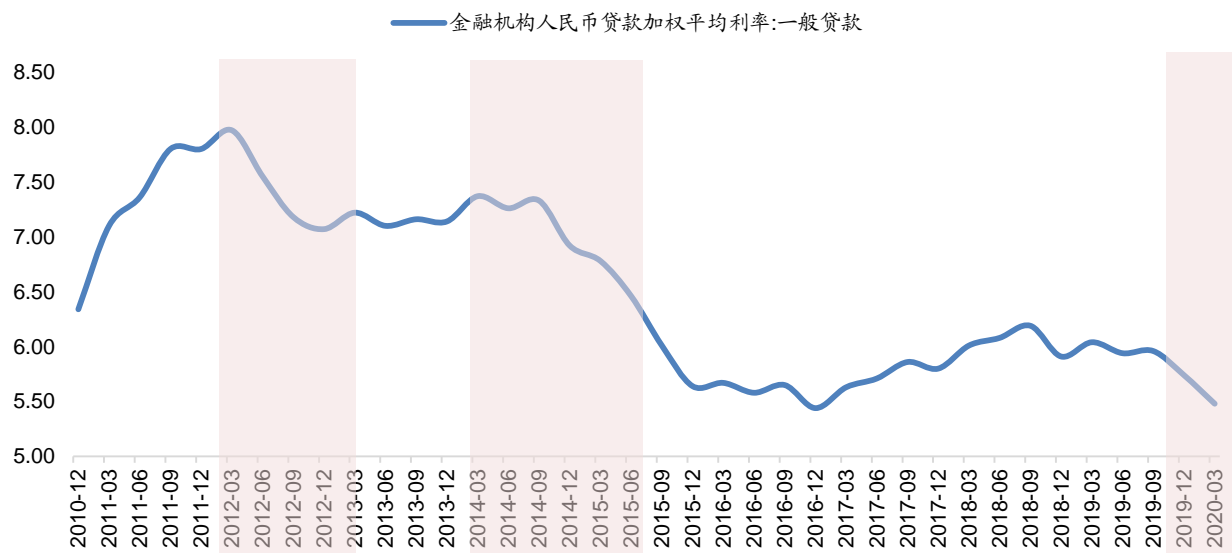
能会短期压制行情的推进，政策变化也需要时刻关注，前者可能是打断估值修复的节奏 后者可能是行情终结的预警信号。

图 51：社融存量同比增速（新口径）、名义GDP同比增速以及二者差值（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 52：金融机构人民币一般贷款加权平均利率（%）



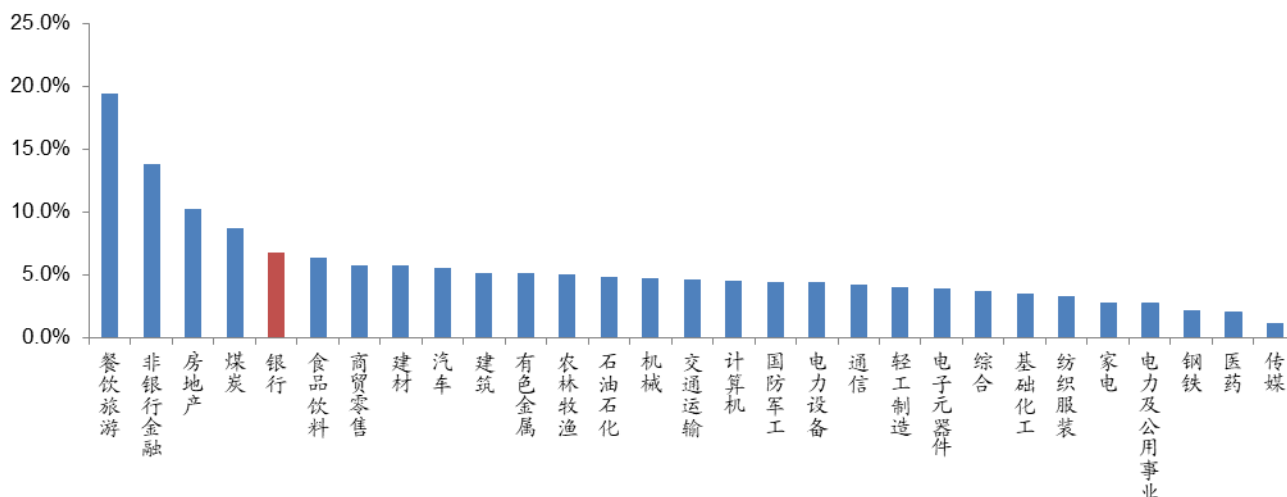
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### 三、市场表现

上周沪深 300 指数（000300.SH）上涨 6.78%，银行板块（中信一级行业指数，代码：

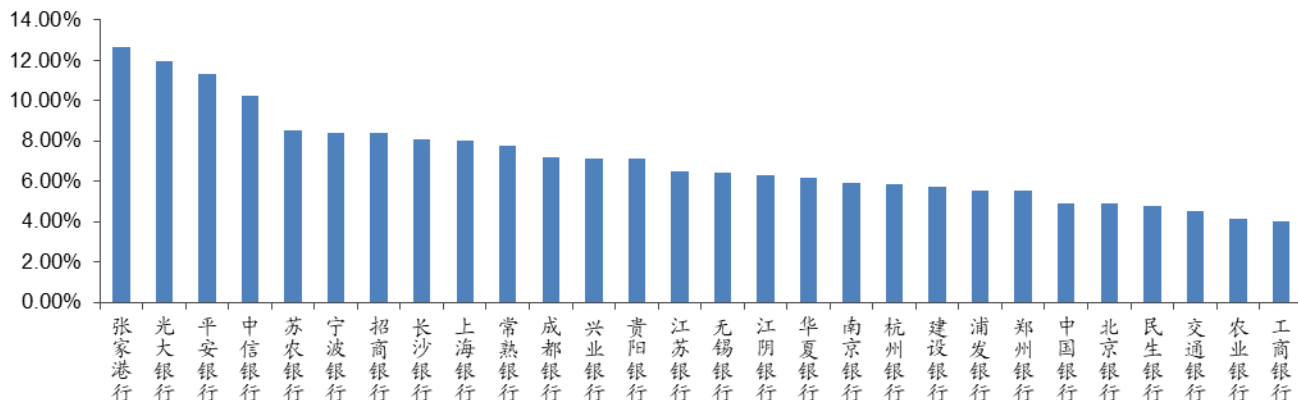
CI005021.WI) 上涨6.75%，板块落后大盘0.03个百分点，在29个一级行业中居第5位。个股方面，张家港行（12.65%）、光大银行（11.98%）、平安银行（11.33%）表现居前，交通银行（4.49%）、农业银行（4.16%）、工商银行（4.00%）表现居后。

图 53：上周银行板块（中信一级）上涨6.75%，落后大盘0.03个百分点，表现在29个一级行业中位居第5位



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 54：上周银行股中张家港行、光大银行、平安银行表现居前



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

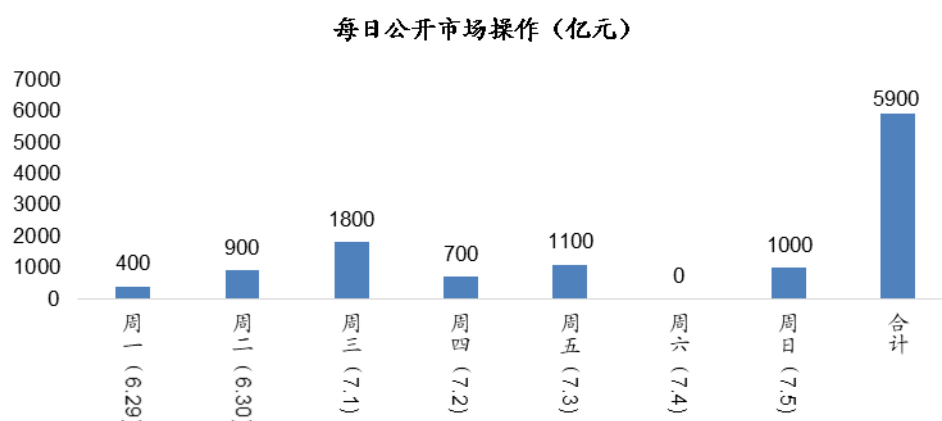
## 四、利率与流动性

### （一）公开市场操作

公开市场方面，上周（6月29日-7月5日）合计净回笼5900亿元（含国库现金）。



图 55: 上周 (6 月 29 日-7 月 5 日) 合计净投放 5,900 亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

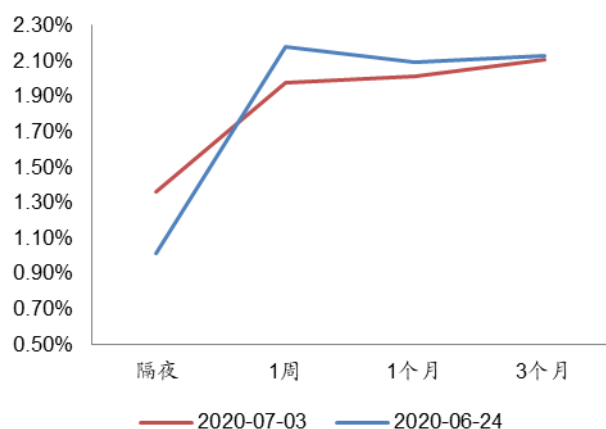
## (二) 市场利率

上周隔夜、1周、1月和3月Shibor利率分别波动-17.6、-19.3、-8.7和-1.6 bps至1.36%、1.98%、2.01%和2.11%。存款类机构1天、7天、14天和1月质押式回购利率分别波动-11.8、-30.8、-77.9和-74.0 bps至1.36%、1.83%、1.57%和1.74%。

上周1月、3月和6月同业存单加权平均发行利率分别波动-33.3、-12.6和-8.8 bps至2.05%、2.27%和2.56%。其中: 国有大行3月和6月同业存单发行利率分别波动4.0和0 bps至2.09%和2.11%; 股份行1月、3月、6月、9月和1年同业存单发行利率分别波动62.5、-5.6、80.0、86.5和5.9 bps至1.93%、2.11%、2.25%、2.37%和2.46%; 城商行1月、3月、6月、9月和1年同业存单发行利率分别波动-30.6、-7.6、-21.0、-14.0和-4.1 bps至2.07%、2.39%、2.61%、2.76%和2.84%。

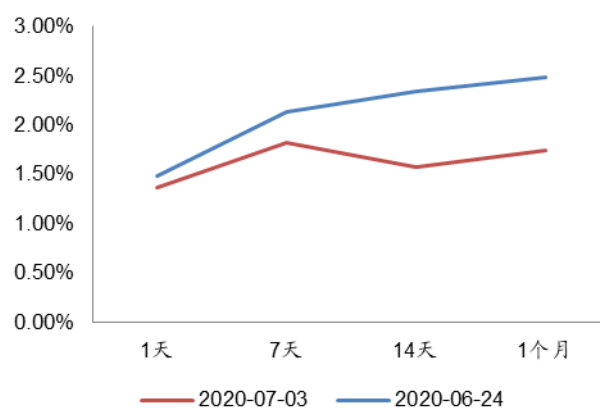
上周1年、5年和10年期中债国债到期收益率分别波动-5.2、2.2和3.6bps至2.10%、2.61%和2.90%。

图 56: Shibor利率



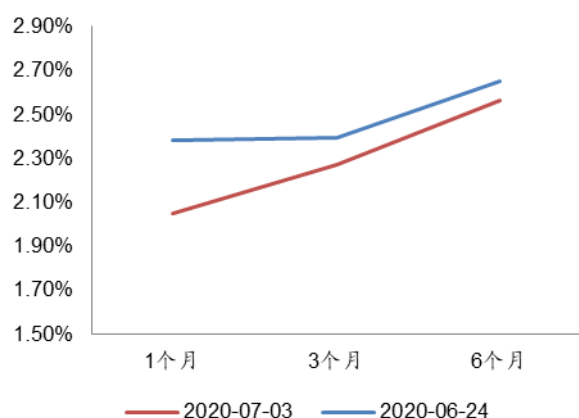
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 57: 存款类机构质押式回购加权利率



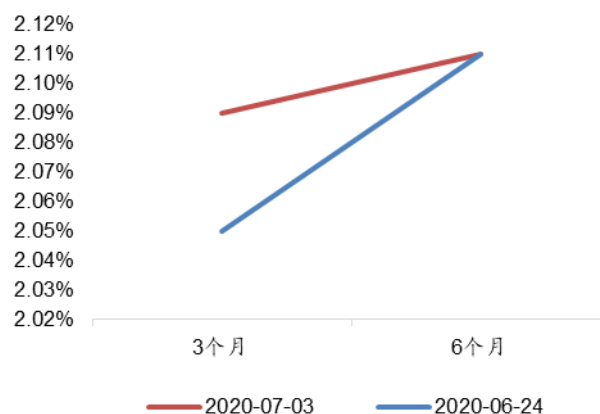
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 58: 同业存单加权平均发行利率



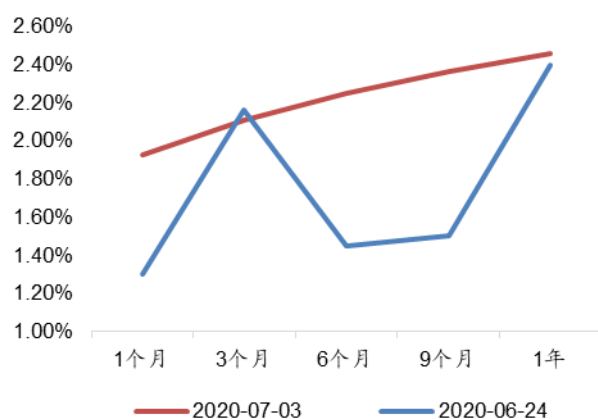
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 59: 国有大行同业存单发行利率



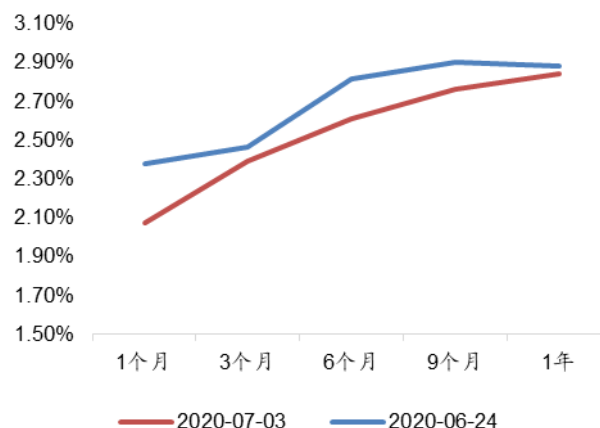
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 60: 股份行同业存单发行利率



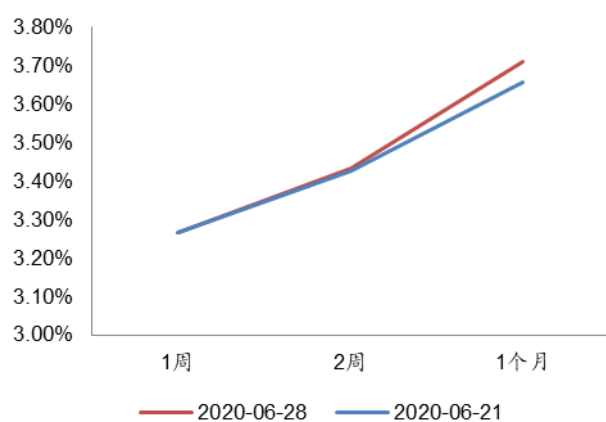
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 61: 城商行同业存单发行利率



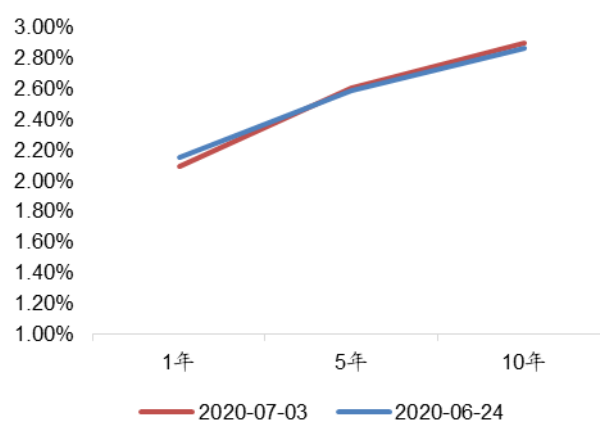
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 62: 理财产品预期年收益率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 63: 国债到期收益率

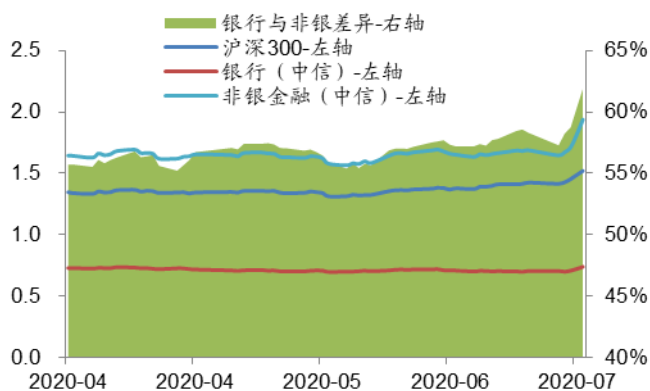


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 五、银行板块估值

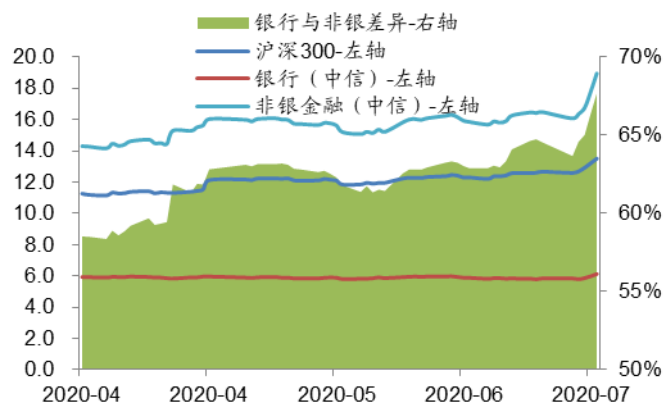
上周沪深300指数(000300.SH)上涨6.78%，银行板块(中信一级行业指数，代码：CI005021.WI)上涨6.75%，落后大盘0.03个百分点。银行板块当前PB(整体法，最新)为0.74倍，PE(历史TTM\_整体法)为6.13倍，银行板块落后于沪深300及沪深300非银板块的PB估值差异约为51.41%和61.89%，PE估值分别落后约54.64%和67.68%。

图 64：银行板块与沪深300非银行板块PB(整体法，最新)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 65：银行板块与沪深300非银行板块PE(历史TTM\_整体法)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 六、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 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。