

2005-2020：银行股历史行情深度复盘

本文回顾了过去十五年银行股有行情的历史区间，通过分析各段行情的驱动因素，以期研判银行股后续走势提供借鉴。

把“申万一级银行指数连续两个月及以上兼具绝对收益和相对收益”作为银行股有行情的必要条件，发现从2005年至今，银行板块有行情的区间共有14个，每轮行情持续时间2-10个月不等，具体如下：

- 2005.4-2006.2 宏观经济高速增长，银行剥离不良提估值
- 2006.8-2006.12 经济延续高景气，信贷投放超预期催化
- 2007.6-2007.10 牛市后期低估值板块补涨
- 2008.12-2009.1 四万亿救市，信贷规模高增加持经济预期好转
- 2009.5-2009.6 小盘股估值虚高后，投资风格切换至蓝筹
- 2011.1-2011.4 货币政策转向带动风险偏好下降，蓝筹股配置价值凸显
- 2011.10-2012.1 汇金增持引燃行情，政策利好纷沓而至
- 2012.10-2013.1 经济企稳预期强化，板块估值首次破净提供抄底良机
- 2013.8-2013.10 经济延续弱复苏态势，央行态度短暂缓和
- 2014.10-2014.12 无风险利率下行、增量资金进场推升银行股牛市
- 2017.5-2017.7 经济韧性超预期和监管节奏边际放缓的双轮驱动
- 2017.11-2018.1 四轮驱动下的脉冲行情
- 2018.7-2018.10 去杠杆节奏缓和，货币政策由紧转松
- 2019.9-2019.10 前期高涨幅行业寻求落袋为安，买入经济企稳正向期权

初步观察可以发现：

- 1) 银行板块阶段性行情的持续时间越来越短；
- 2) 银行板块在三季度中后期、四季度和跨年时容易有行情，或与年末估值切换、来年年初易有海量信贷催化以及年底机构投资者倾向于锁定收益、风险偏好下降等因素有关。

如果进一步从宏观经济、货币政策、行业监管、银行基本面、板块估值五个维度进行归因分析，总结共性如下：

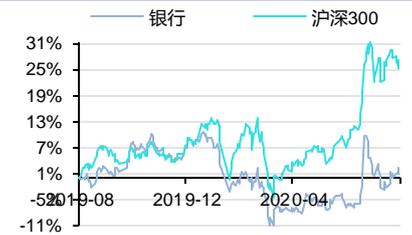
- 1) 宏观经济景气向上，或者（预期）企稳复苏是银行股行情最重要的驱动因素。14轮行情中只有3轮这个因素缺席；
- 2) 货币政策由紧转松，或者不管政策如何，实际仍维持宽货币宽信用，是银行股行情次重要的驱动因素。在经济环境不支持的情况下，这个要素几乎是必需的；
- 3) 银行财报表现（预期）向好是经济逻辑的延续，往往充当行情的催化剂；
- 4) 低估值低仓位是银行股行情的必要非充分条件，可以作为推荐的前提，但不能作为推荐的核心理由。

■风险提示：经济预期外下行；资产质量显著恶化

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	5.39	-4.90	-25.18
绝对收益	4.55	15.34	2.18

张宇 分析师

SAC 执业证书编号：S1450519030001
zhangyu6@essence.com.cn

李双 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520070001
lishuang1@essence.com.cn

刘源 报告联系人

liuyuan2@essence.com.cn

相关报告

信贷结构好于预期，社融增速继续上行，银行板块配置价值凸显 ——7月信贷社融点评 2020-08-11

货币政策总量适度结构宽松，边际上新发放总贷款的利率有企稳迹象 ——2020年二季度货币政策执行报告点评 2020-08-06

——银行业中期策略 2020-06-28

企业中长期贷款继续改善是亮点 ——5月信贷社融点评 2020-06-10

深度综述 | 银行一季报何以超预期 2020-05-03

内容目录

1. 银行股历史行情回顾	7
2. 复盘银行股有行情的历史区间	7
2.1.1. 2005.4-2006.2 宏观经济高速增长，银行剥离不良提估值	7
2.1.2. 2006.8-2006.12 经济延续高景气，信贷投放超预期催化	10
2.1.3. 2007.6-2007.10 牛市后期低估值板块补涨	13
2.1.4. 2008.12-2009.1 四万亿救市，信贷规模高增加持经济预期好转	16
2.1.5. 2009.5-2009.6 小盘股估值虚高后，投资风格切换至蓝筹	18
2.1.6. 2011.1-2011.4 货币政策转向带动风险偏好下降，蓝筹股配置价值凸显	21
2.1.7. 2011.10-2012.1 汇金增持引燃行情，政策利好纷沓而至	25
2.1.8. 2012.10-2013.1 经济企稳预期强化，板块估值首次破净提供抄底良机	28
2.1.9. 2013.8-2013.10 经济延续弱复苏态势，央行态度短暂缓和	32
2.1.10. 2014.10-2014.12 无风险利率下行、增量资金进场推升银行股牛市	36
2.1.11. 2017.5-2017.7 经济韧性超预期和监管节奏边际放缓的双轮驱动	40
2.1.12. 2017.11-2018.1 四轮驱动下的脉冲行情	44
2.1.13. 2018.7-2018.10 去杠杆节奏缓和，货币政策由紧转松	47
2.1.14. 2019.9-2019.10 前期高涨幅行业寻求落袋为安，买入经济企稳正向期权	51
3. 总结	54

图表目录

图 1: 2004-2006 年 GDP 单季同比增速 (%)	8
图 2: 2005-2006 年工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)	8
图 3: 2005-2006 年 CPI 与 PPI 走势 (%)	8
图 4: 2004-2008 年我国外汇储备及同比增速	8
图 5: 2004-2006 年 M1 与 M2 增速 (%)	9
图 6: 2004-2006 年金融机构贷款余额同比增速 (%)	9
图 7: 2002-2006 年我国银行业不良贷款余额 (亿元) 及不良贷款率走势	9
图 8: 2006.1-2007.6 GDP 单季同比增速 (%)	11
图 9: 2006.1-2007.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)	11
图 10: 2006.1-2007.6 CPI 与 PPI 走势 (%)	11
图 11: 2006.1-2007.6 M1 与 M2 增速 (%)	12
图 12: 2006.1-2007.6 金融机构贷款余额同比增速 (%)	12
图 13: 2006Q1-2007Q2 银行业不良贷款余额与不良率走势	12
图 14: 2005-2006 上市银行营业收入同比增速	12
图 15: 2005-2006 上市银行归母净利润同比增速	12
图 16: 2006.1-2007.6 银行 (申万) 指数 PB_LF 估值走势	13
图 17: 2006.7-2008.6 GDP 单季同比增速 (%)	13
图 18: 2006.7-2008.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)	13
图 19: 2006.7-2008.6 CPI 与 PPI 走势 (%)	14
图 20: 2006.7-2008.6 M1 与 M2 增速 (%)	14
图 21: 2006.7-2008.6 金融机构贷款余额同比增速 (%)	14
图 22: 2004-2008 年我国外汇储备及同比增速	14
图 23: 2007 年间央行多次提准加息 (%)	14
图 24: 2006-2007 上市银行 (非次新股) 业绩同比增速	15

图 25: 2006Q3-2007Q4 银行业不良贷款余额与不良率走势.....	15
图 26: 2008-2009 GDP 单季同比增速 (%)	16
图 27: 2008.1-2009.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)	16
图 28: 2008.1-2009.6 CPI 与 PPI 走势 (%)	17
图 29: 2008.1-2009.6 金融机构贷款余额同比增速 (%)	17
图 30: 2008.1-2009.6 M1 与 M2 增速 (%)	17
图 31: 2008.1-2009.6 贷款基准利率和存款准备金率变化情况 (%)	17
图 32: 2008H-2008A 上市银行业绩同比增速.....	18
图 33: 2008Q1-2009Q2 银行业不良贷款余额与不良率.....	18
图 34: 2008.1-2009.6 银行 (申万) 指数 PB_LF 估值走势.....	18
图 35: 2008-2009 GDP 单季同比增速 (%)	19
图 36: 2008.7-2009.12 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)	19
图 37: 2008.7-2009.12 CPI 与 PPI 走势 (%)	19
图 38: 2008.7-2009.12 M1 与 M2 增速 (%)	19
图 39: 2008.7-2009.12 金融机构贷款余额同比增速 (%).....	19
图 40: 2008A-2009H 上市银行业绩同比增速.....	20
图 41: 2008Q4-2009Q4 期间银行业不良贷款余额与不良率.....	20
图 42: 2008.7-2009.12 银行 (申万) 指数 PB_LF 走势.....	20
图 43: 2009.1-2009.6 申万行业指数累计涨幅 (%)	21
图 44: 2010-2011 年 GDP 单季同比增速 (%)	22
图 45: 2010.7-2011.12 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)	22
图 46: 2010.7-2011.12 CPI 与 PPI 走势 (%)	22
图 47: 2010.7-2011.12 M1 与 M2 增速 (%)	22
图 48: 2010.7-2011.12 金融机构贷款余额同比增速 (%)	22
图 49: 2010.7-2011.12 存款准备金率和贷款基准利率走势 (%)	23
图 50: 2010Q3-2011Q1 老十六家银行业绩同比增速.....	24
图 51: 2010Q3-2011Q1 老十六家银行规模同比增速与净息差.....	24
图 52: 2010Q1-2011Q4 银行业不良贷款余额与不良率 (亿元)	24
图 53: 2010Q1-2011Q4 银行业拨备覆盖率.....	24
图 54: 2010.7-2011.12 银行 (申万) 指数 PB_LF 走势.....	24
图 55: 2011-2012 年 GDP 单季同比增速 (%)	25
图 56: 2011.1-2012.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)	25
图 57: 2011.1-2012.6 CPI 与 PPI 走势 (%)	26
图 58: 2011.1-2012.6 M1 与 M2 增速 (%)	26
图 59: 2011.1-2012.6 金融机构贷款余额同比增速 (%)	26
图 60: 2011Q2-2012Q1 老十六家银行业绩同比增速.....	27
图 61: 2011Q2-2012Q1 老十六家银行规模同比增速与净息差.....	27
图 62: 2011Q1-2012Q2 银行业不良贷款余额与不良率 (亿元)	27
图 63: 2011Q1-2012Q2 银行业拨备覆盖率.....	27
图 64: 2011.1-2012.6 银行 (申万) 指数 PB_LF 走势.....	28
图 65: 2012-2013 年 GDP 单季同比增速 (%)	29
图 66: 2012.1-2013.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)	29
图 67: 2012.1-2013.6 CPI 与 PPI 走势 (%)	29
图 68: 2012.1-2013.6 M1 与 M2 增速 (%)	30
图 69: 2012.1-2013.6 金融机构贷款余额同比增速 (%)	30

图 70: 2012.1-2013.12 存款准备金率和贷款基准利率走势 (%)	30
图 71: 2012Q2-2013Q1 老十六家银行业绩同比增速	31
图 72: 2012Q2-2013Q1 老十六家银行规模同比增速与净息差	31
图 73: 2012Q1-2013Q2 各类银行不良率	31
图 74: 2012Q1-2013Q2 银行业拨备覆盖率	31
图 75: 2011Q4-2013Q4 老十六家银行资产质量相关指标	31
图 76: 2008-2013 年间老十六家银行平均 ROA 与 ROE 变化	31
图 77: 2011Q1-2013Q1 主动型基金持有老十六家银行仓位	32
图 78: 2012.1-2013.6 银行 (申万) 指数 PB_LF 走势	32
图 79: 2013-2014 年 GDP 单季同比增速 (%)	33
图 80: 2013.1-2014.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)	33
图 81: 2013.1-2014.6 CPI 与 PPI 走势 (%)	33
图 82: 2013.1-2014.6 M1 与 M2 增速 (%)	34
图 83: 2013.1-2014.6 金融机构贷款余额同比增速 (%)	34
图 84: 2013Q1-2013A 老十六家银行业绩同比增速	35
图 85: 2013Q1-2013A 老十六家银行规模同比增速与净息差	35
图 86: 2012Q4-2014Q4 老十六家银行资产质量先行指标	35
图 87: 2012Q3-2014Q2 银行业拨备覆盖率	35
图 88: 2012Q1-2014Q1 主动型基金持有的老十六家银行仓位	35
图 89: 2013.1-2014.6 银行 (申万) 指数 PB_LF 走势	35
图 90: 2014-2015 年 GDP 单季同比增速 (%)	36
图 91: 2014.1-2015.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)	36
图 92: 2014.1-2015.6 CPI 与 PPI 走势 (%)	36
图 93: 2014.1-2015.6 M1 与 M2 增速 (%)	37
图 94: 2014.1-2015.6 金融机构贷款余额同比增速 (%)	37
图 95: 2014.9 起市场无风险利率快速下行 (%)	38
图 96: 2014.1-2015.12 存款准备金率和贷款基准利率走势 (%)	38
图 97: 2014Q2-2015Q1 老十六家银行业绩同比增速	39
图 98: 2014Q2-2015Q1 老十六家银行规模同比增速与净息差	39
图 99: 2013Q4-2015Q4 老十六家银行资产质量相关指标	39
图 100: 2013Q3-2015Q2 银行业不良率和拨备覆盖率走势	39
图 101: 2013Q1-2015Q4 主动型基金持有老十六家银行仓位	40
图 102: 2014.1-2015.6 银行 (申万) 指数 PB_LF 走势	40
图 103: 2016Q3-2018Q2 GDP 单季同比增速 (%)	41
图 104: 2016.7-2017.12 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)	41
图 105: 2016.7-2017.12 CPI 与 PPI 走势 (%)	41
图 106: 2016.7-2017.12 M1 与 M2 增速 (%)	41
图 107: 2016.7-2017.12 社融与金融机构贷款余额同比增速 (%)	41
图 108: 2016-2017 老十六家银行业绩同比增速	43
图 109: 2016-2017 老十六家银行规模同比增速与净息差	43
图 110: 2015Q4-2017Q4 老十六家银行资产质量相关指标	43
图 111: 2016Q1-2017Q4 银行业不良率和拨备覆盖率	43
图 112: 2016Q1-2017Q4 主动型基金持有老十六家银行仓位	43
图 113: 2016.7-2017.12 银行 (申万) 指数 PB_LF 走势	43
图 114: 2017Q1-2018Q4 GDP 单季同比增速 (%)	44

图 115: 2017.1-2018.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)	44
图 116: 2017.1-2018.6 CPI 与 PPI 走势 (%)	44
图 117: 2017.1-2018.6 M1 与 M2 增速 (%)	45
图 118: 2017.1-2018.6 社融与金融机构贷款余额同比增速 (%)	45
图 119: 2017.6-2018.1 单周央行公开市场操作净投放量 (亿元)	45
图 120: 2017H-2018Q1 老十六家银行业绩同比增速	46
图 121: 2017H-2018Q1 老十六家银行规模同比增速与净息差	46
图 122: 2016Q4-2018Q4 老十六家银行资产质量相关指标	47
图 123: 2017Q1-2018Q4 银行业不良率和拨备覆盖率	47
图 124: 2017.1-2018.6 银行 (申万) 指数 PB_LF 走势	47
图 125: 2017.8-2017.10 申万一级行业涨跌幅排名	47
图 126: 2017Q3-2019Q2 GDP 单季同比增速 (%)	48
图 127: 2018.1-2019.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)	48
图 128: 2018.1-2019.6 CPI 与 PPI 走势 (%)	48
图 129: 2017-2018 单月新增人民币贷款 (亿元)	49
图 130: 2017-2018 单月新增地方专项债 (亿元)	49
图 131: 2018.1-2019.6 M1 与 M2 增速 (%)	49
图 132: 2018.1-2019.6 社融与金融机构贷款余额同比增速 (%)	49
图 133: 2018Q1-2018A 老十六家银行业绩同比增速	50
图 134: 2018Q1-2018A 老十六家银行规模同比增速与净息差	50
图 135: 2017Q4-2019Q4 老十六家银行资产质量相关指标	50
图 136: 2017Q3-2019Q2 银行业不良率和拨备覆盖率	50
图 137: 2017Q2-2019Q2 主动型基金持有老十六家银行仓位	50
图 138: 2017.7-2018.12 银行 (申万) 指数 PB_LF 走势	50
图 139: 2018.7-2018.10 银行板块行情复盘	51
图 140: 2018Q1-2019Q4 GDP 单季同比增速 (%)	51
图 141: 2018.7-2019.12 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)	51
图 142: 2018.7-2019.12 CPI 与 PPI 走势 (%)	52
图 143: 2019 年月度新增企业中长期贷款同比多增规模及占比	52
图 144: 2018.7-2019.12 M1 与 M2 增速 (%)	52
图 145: 2018.7-2019.12 社融与金融机构贷款余额同比增速 (%)	52
图 146: 2019Q1-2019A 老十六家银行业绩同比增速	53
图 147: 2019Q1-2019A 老十六家银行规模同比增速与净息差	53
图 148: 2017Q4-2019Q4 老十六家银行资产质量相关指标	53
图 149: 2018Q3-2019Q4 银行业不良率和拨备覆盖率	53
图 150: 2018Q2-2020Q2 主动型基金持有老十六家银行仓位	54
图 151: 2018.7-2019.12 银行 (申万) 指数 PB_LF 走势	54
表 1: 2005 年至今, 银行股有行情的区间 (%)	7
表 2: 2005 年上市银行资产增速	10
表 3: 2005 年上市银行营收和归母净利润同比增速 (累计)	10
表 4: 2013 年监管部门针对金融去杠杆推出的系列政策	34
表 5: 2017 年上半年金融风险防控相关政策措施	42
表 6: 2017 年下半年至 2018 年 1 月金融风险防控相关政策措施	45
表 7: 2005 年以来银行板块历次行情驱动因素分析	54

表 8: 2005 年以来银行板块行情区间领涨个股 55

1. 银行股历史行情回顾

本文回顾了过去十五年银行股有一定幅度“绝对收益+相对收益”行情的历史区间，通过分析各轮行情的驱动因素，以期为研判银行股后续走势提供借鉴。

我们把“申万一级银行指数连续两个月及以上兼具绝对收益和相对收益”作为银行股有行情的必要条件，发现从 2005 年至今，银行板块有行情的区间共有 14 个，每轮行情持续时间 2-10 个月不等，详见表 1。

表 1：2005 年至今，银行股有行情的区间（%）

行情区间	持续时长	银行（申万） 累计涨幅	沪深 300 累计涨幅	银行 相对收益	行情区间	持续时长	银行（申万） 累计涨幅	沪深 300 累计涨幅	银行 相对收益
2005.4-2006.2	11M	51.5	11.8	39.7	2012.10-2013.1	4M	46.3	17.2	29.2
2006.8-2006.12	5M	125.8	57.7	68.1	2013.8-2013.10	3M	13.0	8.2	4.8
2007.6-2007.10	5M	67.2	44.8	22.4	2014.10-2014.12	3M	60.4	44.2	16.3
2008.12-2009.1	2M	17.5	11.1	6.4	2017.5-2017.7	3M	12.9	8.7	4.3
2009.5-2009.6	2M	40.8	20.7	20.1	2017.11-2018.1	3M	13.9	6.7	7.2
2011.1-2011.4	4M	13.0	2.1	10.9	2018.7-2018.10	4M	8.1	-10.2	18.3
2011.10-2012.1	4M	10.3	-4.5	14.8	2019.9-2019.10	2M	7.6	2.3	5.3

资料来源：wind、安信证券研究中心

初步观察银行股有行情的区间分布，可以发现：

- 1) 银行板块阶段性行情的持续时间越来越短；
- 2) 银行板块在三季度中后期、四季度和跨年时容易有行情，或与年末估值切换、来年年初易有海量信贷催化以及年底机构投资者倾向于锁定收益、风险偏好下降等因素有关。

2. 复盘银行股有行情的历史区间

2.1.1. 2005.4-2006.2 宏观经济高速增长，银行剥离不良提估值

本轮行情持续了 11 个月，银行板块累计上涨 51.5%，跑赢沪深 300 指数 39.7 个百分点。

➤ 宏观经济

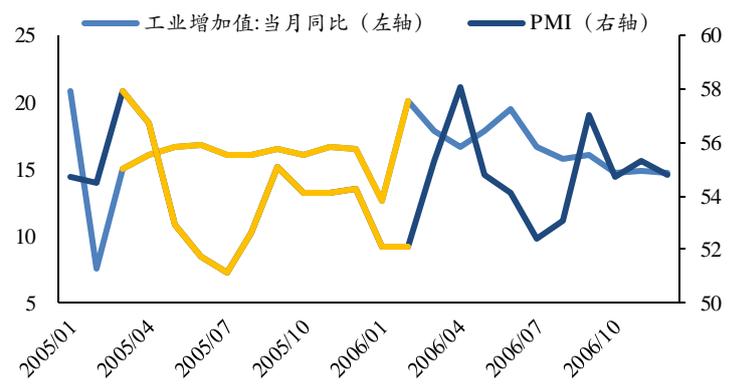
2005Q1 GDP 同比增速回升至 11.1%，并延续平稳上升趋势至 2006Q2。工业增加值同比增速于 2005 年 3 月触底反弹，并在行情区间内维持 15% 左右的增速中枢，PMI 也始终在荣枯线以上。CPI 从前期高点回落至 2% 以下，PPI 也在下行。宏观经济呈现高增长、低通胀的黄金发展格局。

图 1：2004-2006 年 GDP 单季同比增速 (%)



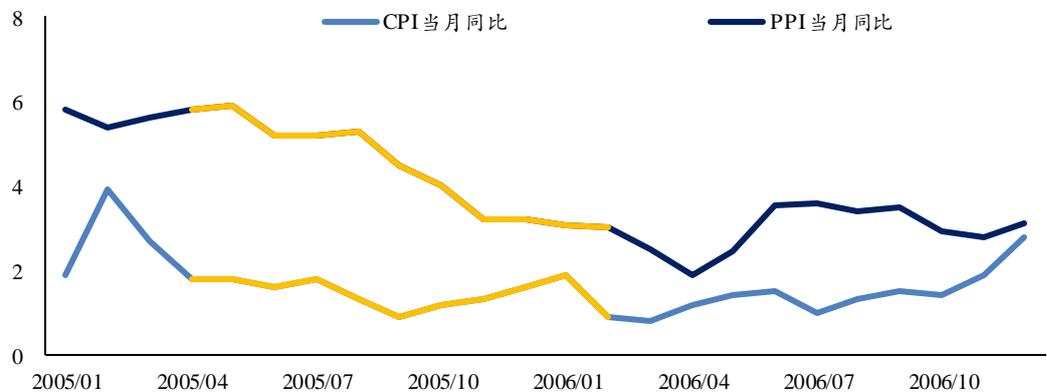
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 2：2005-2006 年工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 3：2005-2006 年 CPI 与 PPI 走势 (%)

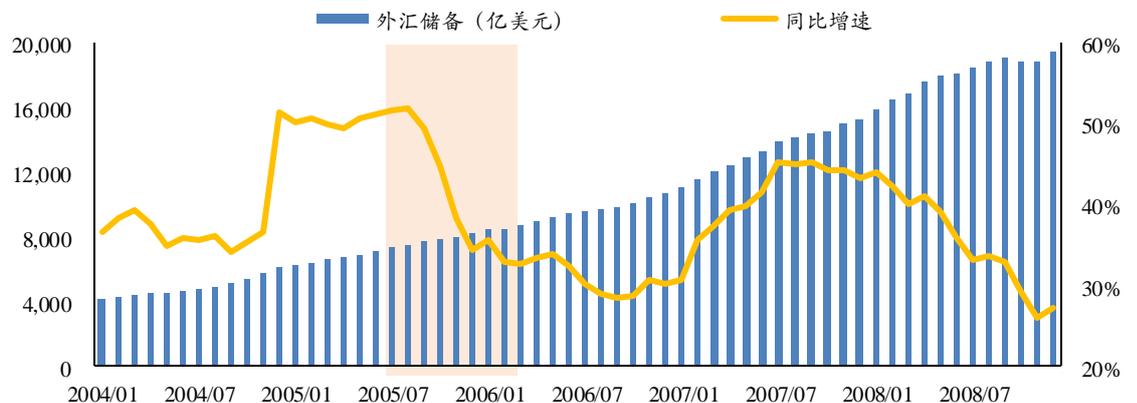


资料来源：wind、安信证券研究中心

➤ 货币政策

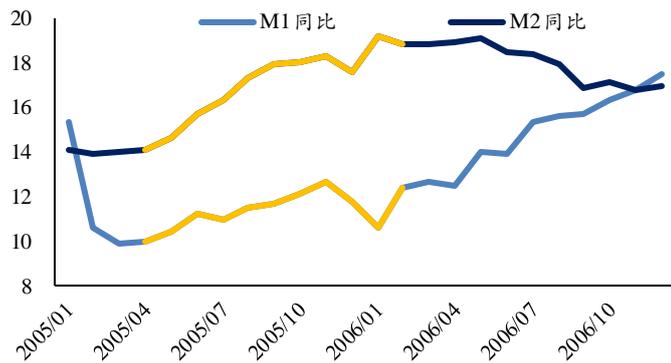
区间内央行采取紧缩的货币政策回收过剩流动性。2005 年起，前期加入 WTO 的红利持续兑现，国际收支顺差不断拉大，外汇储备快速积累推动货币被动扩张。央行通过发行央票、提高存款准备金率等措施回收流动性，并通过 2005 年“7.21 汇改”允许人民币适度升值平衡顺差。但 M2 增速仍长期维持在 16% 以上，M1 和信贷增速也持续上升，充裕的流动性驱动股市、楼市等各类资产价格进入快速上涨通道。

图 4：2004-2008 年我国外汇储备及同比增速



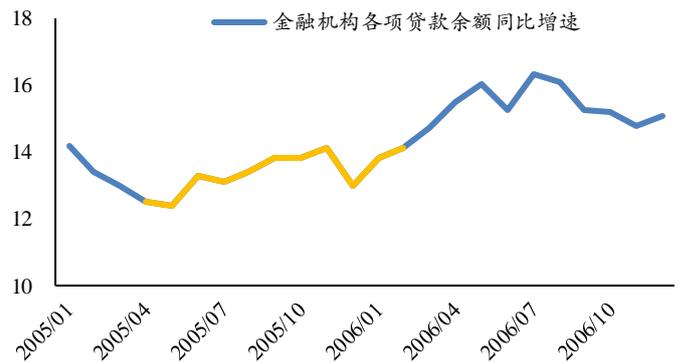
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 5：2004-2006 年 M1 与 M2 增速 (%)



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 6：2004-2006 年金融机构贷款余额同比增速 (%)



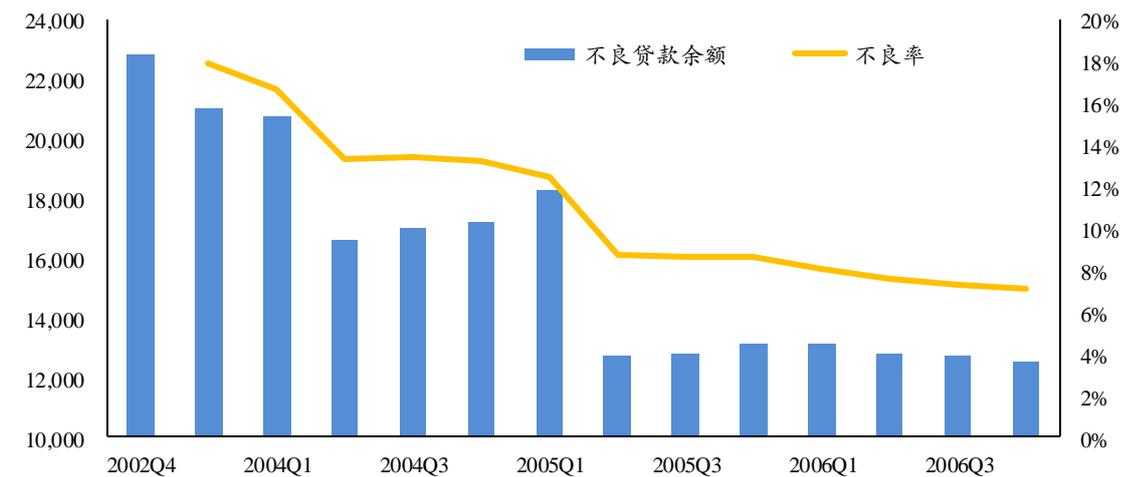
资料来源：wind、安信证券研究中心

➤ 行业政策

利率市场化改革和货币市场建设取得突破。2005 年 1 月央行发布《稳步推进利率市场化报告》，随后 3 月调整了个人住房贷款政策，对贷款利率实行下限管理，同时将超额存款准备金利率由 1.62% 下调至 0.99%，促进商业银行提高资金使用效率和流动性管理水平；9 月银行被允许自主决定除活期和定期外的 6 种存款的定价；11 月推出《中国人民银行自动质押融资业务管理办法》为银行短期流动性需求提供帮助。随着利率市场化推进，商业银行被注入更多竞争元素，自主管理能力日益增强。

不良资产集中剥离，银行业账面资产质量大幅改善。继建行、中行后，工行于 2005 年 5-6 月集中转出不良资产 7,050 亿元，带动银行业二季度末不良贷款余额减少 5,515 亿元，环比下降 30.18%，不良率也从 12.40% 降至 8.71%，并在此后波动向下，缓解了长期以来市场对银行不良包袱的担忧。

图 7：2002-2006 年我国银行业不良贷款余额（亿元）及不良贷款率走势



资料来源：银保监会、安信证券研究中心

➤ 银行基本面

盈利好于预期，机构上调投资评级。2005 年初，基于前期宏观政策调控下的“宽货币紧信贷”环境及银行自身资本约束，市场预期银行业盈利承压。但随着 6 月信贷增速见底回升，上市银行规模扩张二季度起明显加快，带动营收和利润高增长。

外资战投加速入场，提振市场信心。2003 年起外资金金融机构参股国内银行的意图已初现端倪

倪，从收购频率和价格来看，在 2005 年达到小高潮，例如建行引入美银和淡马锡、中行引入 RBS 和亚洲金融、德意志和 GE 金融分别高溢价入股华夏银行和深发展等。已入股外资机构也多有增持计划。此外，外资战投入场也有望提升国内银行的经营管理能力。

表 2：2005 年上市银行资产增速

	总资产同比增速			
	2005Q1	2005Q2	2005Q3	2005Q4
浦发	16.7%	19.0%	22.6%	25.9%
民生	23.4%	26.2%	23.0%	25.2%
华夏	23.8%	21.9%	20.8%	17.0%
招行	23.4%	24.6%	24.2%	21.9%
深发展	-5.3%	3.6%	10.9%	8.8%

资料来源：wind、安信证券研究中心

表 3：2005 年上市银行营收和归母净利润同比增速（累计）

	营业收入同比增速					归母净利润同比增速			
	2005Q1	2005H	2005Q1-3	2005A		2005Q1	2005H	2005Q1-3	2005A
浦发	34.5%	31.7%	29.1%	27.7%	浦发	23.6%	26.3%	28.0%	32.5%
民生	38.5%	36.4%	34.5%	35.1%	民生	31.8%	16.0%	26.8%	31.2%
华夏	28.6%	28.0%	27.8%	21.3%	华夏	16.9%	29.2%	39.8%	25.8%
招行	19.8%	19.5%	23.2%	24.7%	招行	30.2%	26.4%	27.1%	20.4%
深发展	3.3%	2.9%	4.3%	3.4%	深发展	-28.1%	-44.8%	-10.0%	7.3%

资料来源：wind、安信证券研究中心

➤ 估值表现

当时由于国内商业银行的传统存贷业务占比较高，投资者普遍认为国内银行股被高估了。但交行、建行在增厚资本金、剥离不良资产、健全公司治理机制成效显著的基础上，先后于 2005 年 6 月和 10 月在港股上市交易，获外资追捧。交行发行时获得国际配售 20 倍超额认购、公开发售 205 倍超额认购；建行则两次调高招股价、最终发行价对应 2.05XPB，充分表明国际市场对国内银行投资价值的认可，直接利好 A 股银行估值提升。本轮行情中，银行（申万）指数 PB_LF 从 2.4 倍启动，最高触及 3.0 倍。

➤ 归纳总结：此轮银行股行情，主要受宏观经济高增长、货币被动扩张、银行基本面向好驱动。

行情区间共有 5 家上市银行，浦发、民生领涨，涨幅分别为 79%、78%。

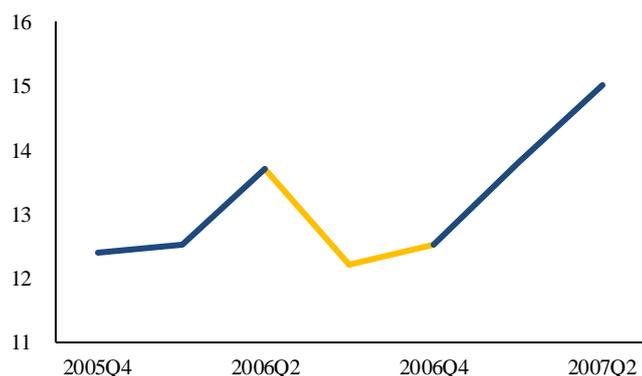
2.1.2. 2006.8-2006.12 经济延续高景气，信贷投放超预期催化

本轮行情持续了 5 个月，板块累计上涨 125.8%，跑赢沪深 300 指数 68.1 个百分点。

➤ 宏观经济

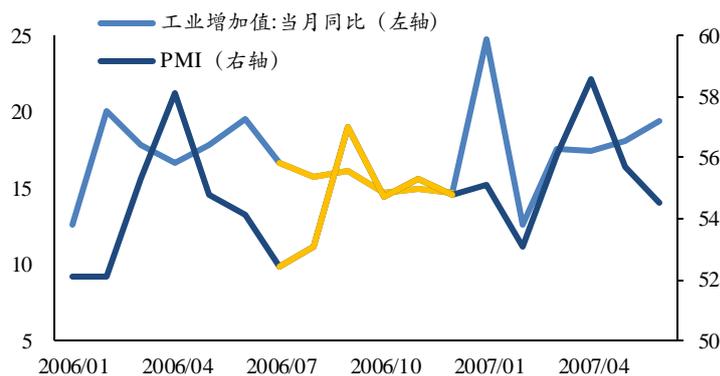
这段时期为宏观经济高景气区间的中段，GDP 增速波动上行。工业增加值同比增速维持在 15% 以上，PMI 也在景气区间内波动。PPI 保持平稳，CPI 开始上行，通胀抬头。

图 8：2006.1-2007.6 GDP 单季同比增速 (%)



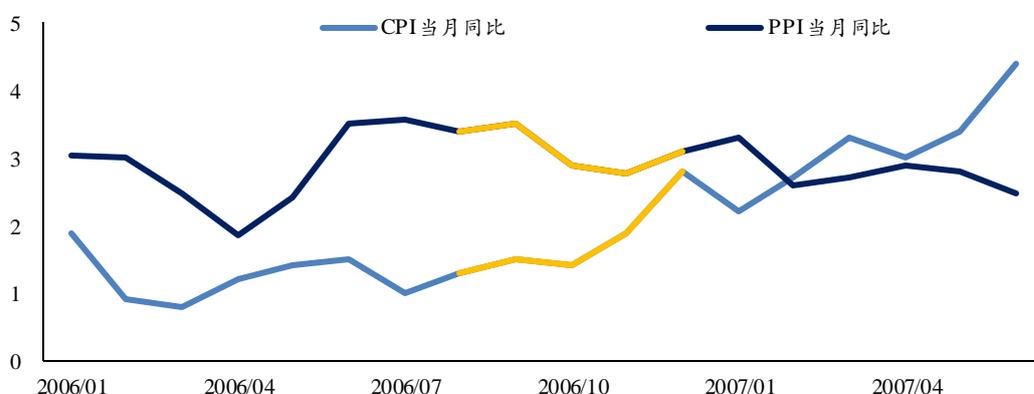
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 9：2006.1-2007.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 10：2006.1-2007.6 CPI 与 PPI 走势 (%)



资料来源：wind、安信证券研究中心

➤ 货币政策

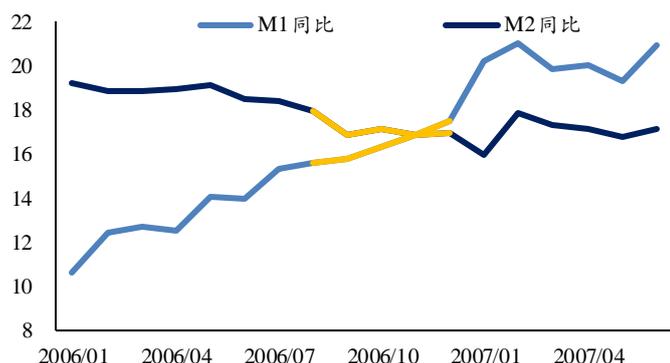
在宏观经济积极向好、流动性总体宽松的大背景下,上轮行情和本轮行情之间中断了 5 个月。主要是 2006 年 3 月和 5 月银行股明显跑输大盘,相对收益分别为-4.7%和-14.0%,其余 3 个月的涨跌表现基本与沪深 300 持平。

猜测银行板块明显跑输的两个月主要是受到政策指引的影响。3 月初的政府工作报告明确指出,宏观调控不能放松,“继续实行稳健的货币政策,合理调控信贷总量”、“控制固定资产投资规模,继续把好土地审批和信贷投放两个闸门”,降低信贷增速预期。4 月 27 日,央行公告全面上调贷款基准利率,并对商业银行进行窗口指导,要求银行收紧贷款供给,紧缩政策进一步落实与强化。

年初政策规划 2006 年全年新增信贷 2.5 万亿元,但到八月已累计新增 2.54 万亿元,全年预计将达 3 万亿元左右。**信贷投放的供需两旺大幅超出预期,直接催化银行股上涨。**

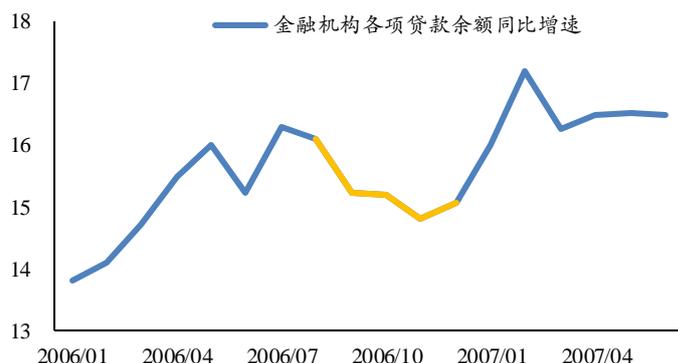
虽然外汇储备增速阶段性见底,但仍接近 30%,驱动 M1 增速持续上升。而央行在 8 月和 11 月两次提高存款准备金率 0.5pc,并在 8 月提高贷款基准利率 27 bp,促使 M2 和信贷增速高位下行。

图 11: 2006.1-2007.6 M1 与 M2 增速 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 12: 2006.1-2007.6 金融机构贷款余额同比增速 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

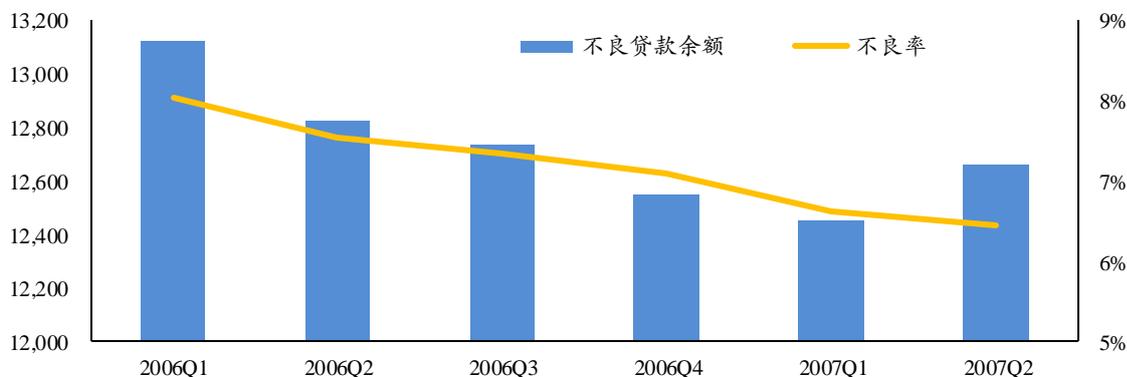
➤ 行业监管

此间没有出台对银行业有重大影响的监管政策。

➤ 银行基本面

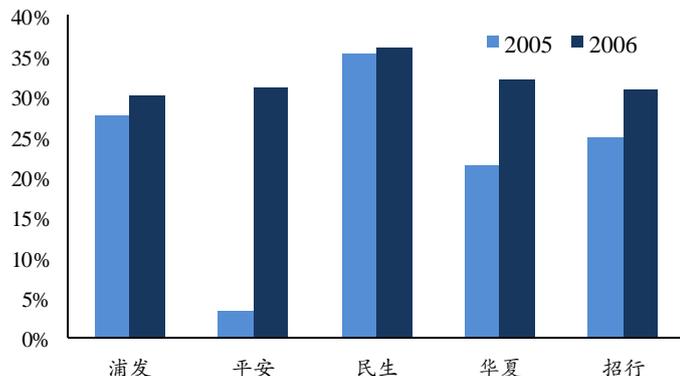
8 月原银监会公布行业数据, 2006Q2 银行业不良贷款余额和不良率继续双降, 该趋势延续到了 2007Q1。资产质量持续好转, 提振了市场对投资银行股的信心。5 家上市银行 2006 年平均营收增速为 31.9%, 较 2005 年进一步提升。

图 13: 2006Q1-2007Q2 银行业不良贷款余额与不良率走势



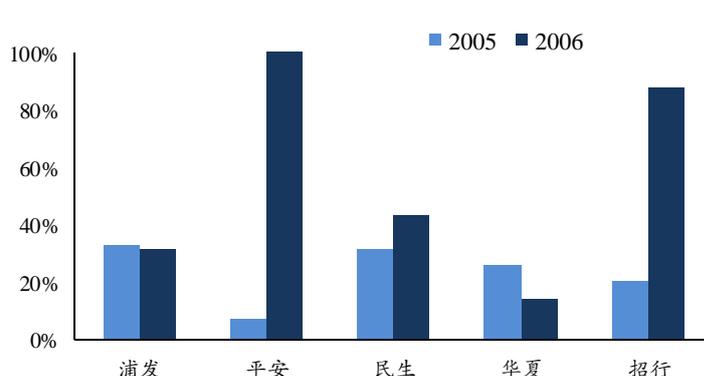
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 14: 2005-2006 上市银行营业收入同比增速



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 15: 2005-2006 上市银行归母净利润同比增速

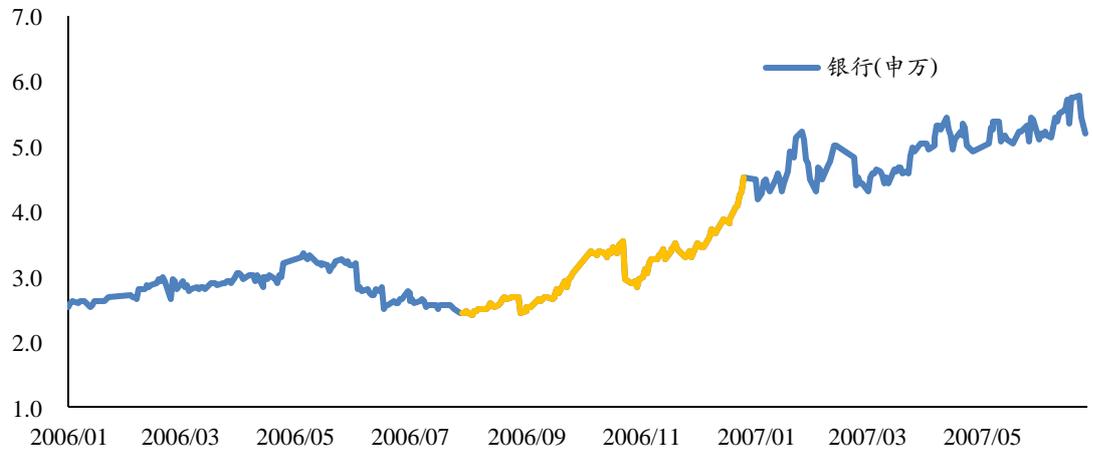


资料来源: wind、安信证券研究中心

➤ 估值表现

本轮行情中，银行（申万）指数 PB_LF 从 2.4 倍大幅提升至 4.5 倍。

图 16：2006.1-2007.6 银行（申万）指数 PB_LF 估值走势



资料来源：wind、安信证券研究中心

- 归纳总结：此轮银行板块上涨仍延续上一轮逻辑，在宏观经济、市场流动性和行业基本面上均有较强支撑。差异在于通胀开始抬头，加息预期与落地交替进行，央行也窗口指导商业银行收紧贷款供给。故当 8 月实际信贷投放已超全年计划后，宽信用超预期点燃本轮银行股上涨行情。

行情区间共有 6 家上市银行，民生、浦发领涨，涨幅分别为 147%、142%。

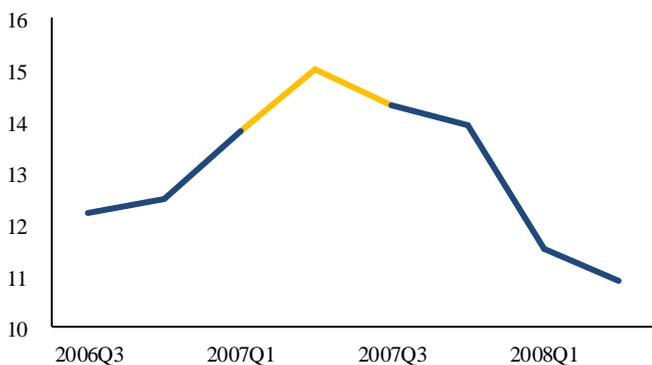
2.1.3. 2007.6-2007.10 牛市后期低估值板块补涨

本轮行情持续了 5 个月，板块累计上涨 67.2%，跑赢沪深 300 指数 22.4 个百分点。

➤ 宏观经济

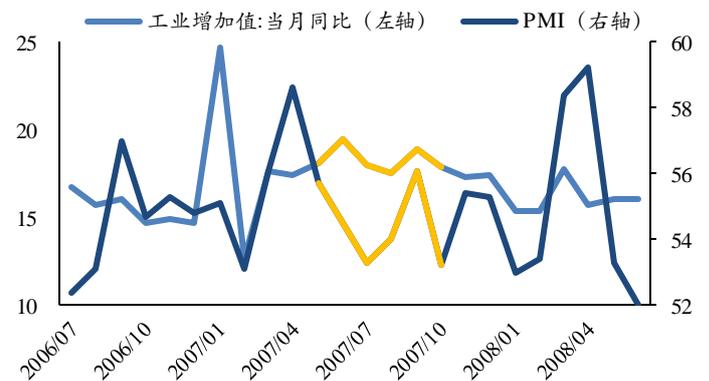
2007 年宏观经济表现更为积极，Q2GDP 同比增速触及 15%，创 1993Q1 以来新高。工业增加值同比增速和 PMI 高位震荡。但通胀压力持续加大，5 月后 CPI 上升斜率变得更为陡峭，PPI 也在 10 月后加速上行。

图 17：2006.7-2008.6 GDP 单季同比增速 (%)



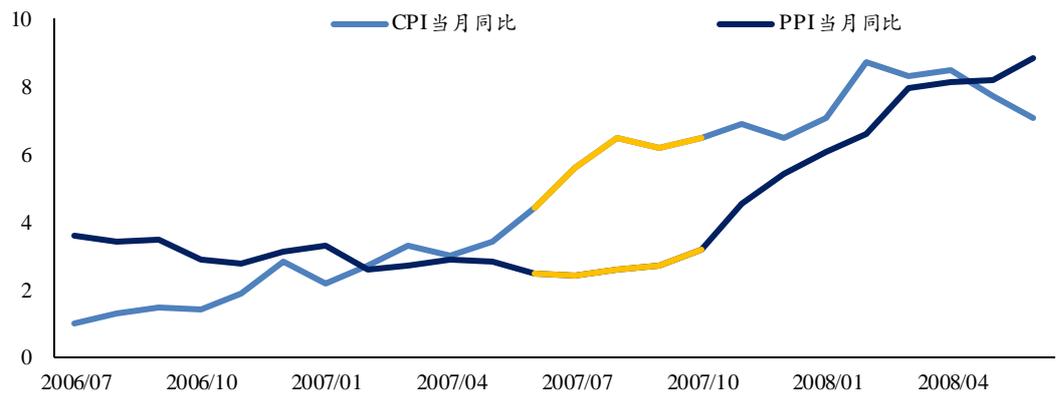
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 18：2006.7-2008.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 19：2006.7-2008.6 CPI 与 PPI 走势 (%)

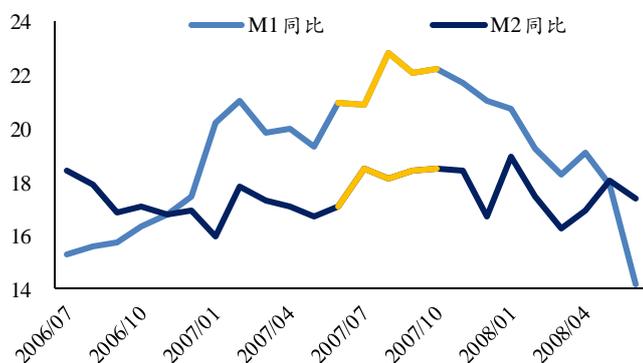


资料来源：wind、安信证券研究中心

➤ 货币政策

此间为对冲外汇占款，央行采取紧缩的货币政策。进入 2007 年后，双顺差下外汇储备增速重回上升通道，外汇占款推动基础货币被动扩张提速，国内经济趋向过热，通胀压力不断上升。央行采取紧缩的货币政策，连续多次提准加息：法定存款准备金率从年初的 9% 经 9 次提升至年末的 13.5%，一年期贷款基准利率从年初的 6.12% 经 6 次提升至年末的 7.47%。但市场流动性仍持续宽裕，无论是 M1、M2 增速，还是信贷增速，都直至 10 月后才见顶回落。

图 20：2006.7-2008.6 M1 与 M2 增速 (%)



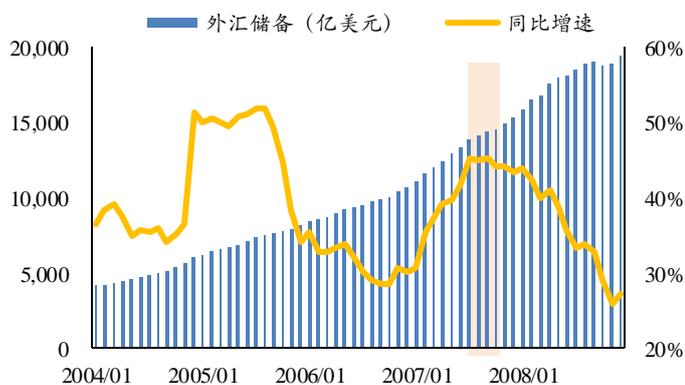
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 21：2006.7-2008.6 金融机构贷款余额同比增速 (%)



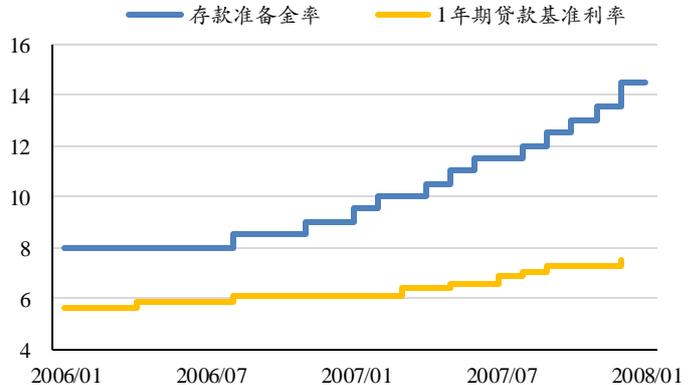
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 22：2004-2008 年我国外汇储备及同比增速



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 23：2007 年间央行多次提准加息 (%)



资料来源：wind、安信证券研究中心

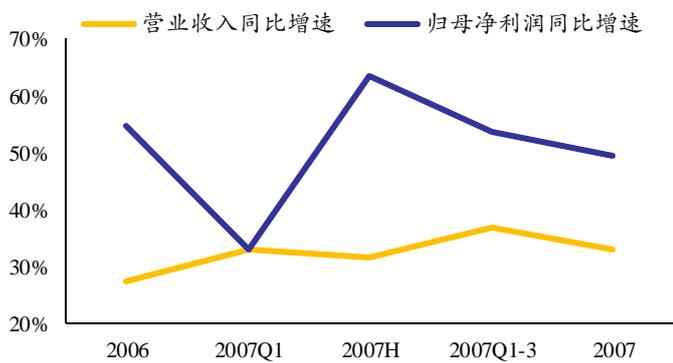
➤ 行业监管

此间没有出台对银行业有重大影响的监管政策。

➤ 银行基本面

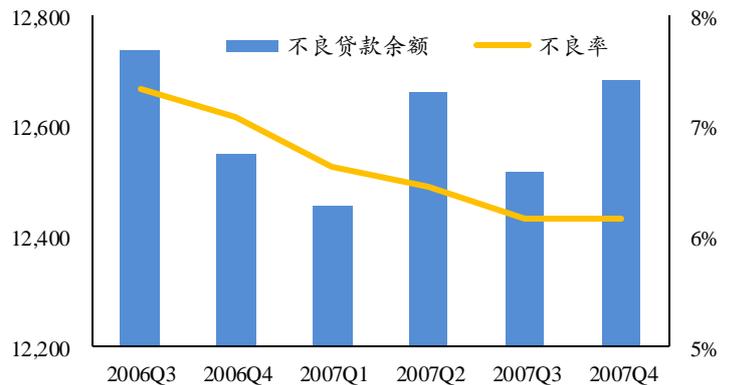
宏观经济高景气下，银行业同样景气向上。一方面，贷款量价齐升驱动营收高速增长，央行加息也利好银行息差走阔，2007年剔除次新股的上市银行平均营收增速超过30%；另一方面，企业利润增厚利好银行资产质量改善，虽然2007Q2起银行业不良贷款余额有所波动，但受益于分母快速增长，摊薄后不良率稳中有降。而上市银行的资产质量更要优于同业，特别是2007Q2不良率环比下降，拨备计提压力减弱，利润释放空间大幅提升。

图 24：2006-2007 上市银行（非次新股）业绩同比增速



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 25：2006Q3-2007Q4 银行业不良贷款余额与不良率走势



资料来源：银监会、安信证券研究中心

➤ 估值表现

本轮行情启动时，银行（申万）指数 PB_LF 为 5.1 倍，绝对水平不低，但相较其他行业仍属估值洼地，行情中一度触及 8.1 倍，创下史上最高估值。

2007 上半年，上市公司业绩表现持续向好，同时双顺差支撑流动性充裕、资金成本低廉，M1/M2 剪刀差由负转正并不断拉大，活跃的产业资本成为证券价格膨胀的重要推手。此外，股权分置改革后大股东对上市公司的支持冲动集中释放，众多资产重组、整体上市、注资方案积极酝酿，丰富的题材促使低价股纷纷活跃，金融服务、有色金属等权重板块涨幅落后。

随着泡沫积累，管理层逐渐担忧市场上涨过快可能带来的风险，开始采取措施降温。但博弈前期，无论是提准加息还是证监会“三连发”，市场对监管发出的降温信号反应有限。直至 5 月末，新闻联播播告了“广发借壳涉嫌内部交易”的消息，表明证监会对不法行为的查处力度进一步加大，以及监管层对股价上涨过快的警示态度，同时，财政部将证券（股票）交易印花税税率由 1‰调整为 3‰，大盘闻讯快速回落进入调整期。

7 月初，前期利空基本消化，大盘调整到位。但一方面，监管层对证券市场大幅上涨的态度转变，让投资者的风险偏好出现分歧；另一方面，CPI 自年初以来持续上行，6 月已达 4.4%，加息预期强化。在二者共同作用下，部分资金回流低估值蓝筹股，银行板块逐渐收获正相对收益。

8 月起美国“次贷危机”进一步蔓延，席卷美国、欧盟和日本等全球主要金融市场；同时央行连续提准加息，流动性收缩效果逐步显现；再加上大盘已触及 6,000 点高位，投资者内部分歧与博弈加大，最终以中石油发行为诱因，上证综指在 10 月 16 日触及 6,124.04 高点后，

泥沙俱下，结束本轮大牛市。

- **归纳总结：**区间内宏观经济由景气走向过热，货币政策边际收紧但流动性总体仍较为充裕，史诗级大牛市应运而生。银行板块的行情主要因为牛市后期投资风格转换，低估值板块补涨。

行情区间兴业、招行、平安领涨，涨幅分别为 123%、110%、115%。

2.1.4. 2008.12-2009.1 四万亿救市，信贷规模高增加持经济预期好转

本轮行情持续了 2 个月，板块累计上涨 17.5%，跑赢沪深 300 指数 6.4 个百分点。

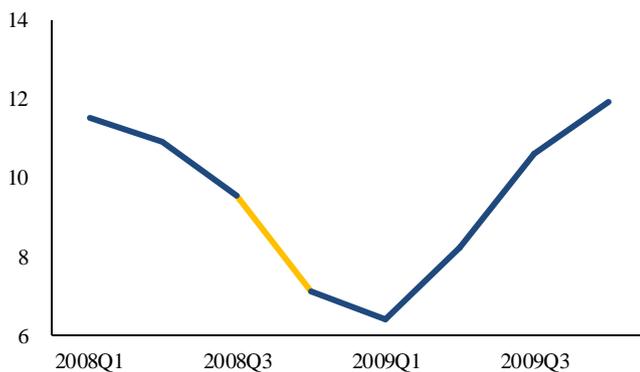
➤ 宏观经济

2007 年底到 2008 年初，美国次贷危机风险还未传导到中国，2007 年末中央经济工作会议提出宏观调控的首要任务依然是“防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀”。但 2008 上半年发生了南方雨雪冰冻和汶川大地震两起重大自然灾害，叠加外国次贷危机拖累外需走弱，前三季度 GDP 逐季下滑，由 2007Q4 的 13.9% 降至 2008Q3 的 9.5%，CPI 从 2 月的 8.7% 一路下行至 10 月的 4.0%，PMI 也自 7 月起跌破荣枯线。

国内政策迅速调整，7 月中共中央政治局会议将宏观调控的首要任务调整为“保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨”；10 月 19 日国务院常务会议决定“实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策”；11 月 5 日，国务院常务会议制定 4 万亿投资计划。救市计划公布当时即推高大盘，但随后披露的各项经济指标数据持续走低，股市积极情绪转淡。

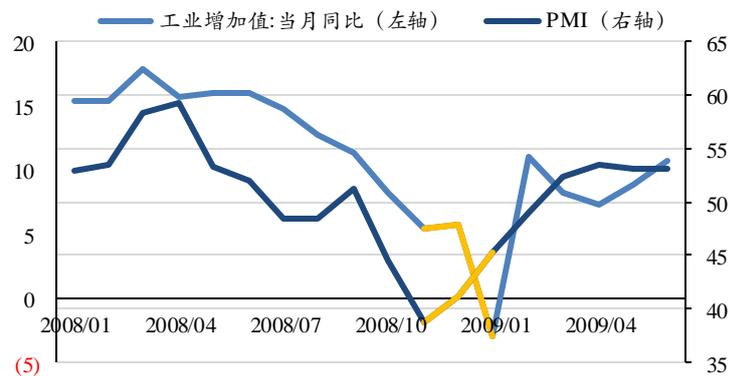
直到 12 月初，公布 11 月信贷增速为 16.03%，远高于前 9 个月，宏观调控政策逐步落地，市场预期经济将边际回暖；随后 12 月的工业增加值同比增速和 PMI 也均从底部回升，经济企稳预期进一步强化。此外，CPI 持续回落减轻了通胀对货币政策的掣肘，弱化了市场对积极政策短期内退出的担忧。

图 26：2008-2009 GDP 单季同比增速 (%)



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 27：2008.1-2009.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)



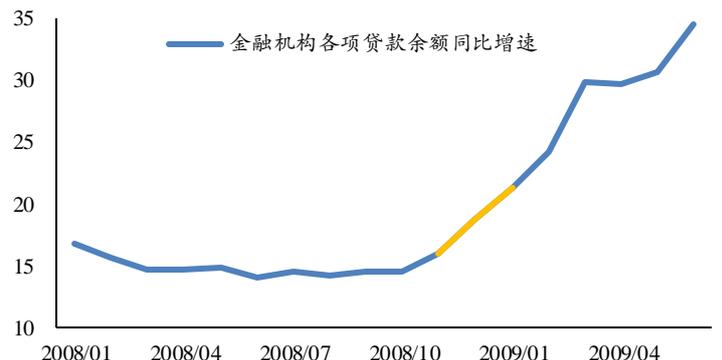
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 28：2008.1-2009.6 CPI 与 PPI 走势 (%)



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 29：2008.1-2009.6 金融机构贷款余额同比增速 (%)

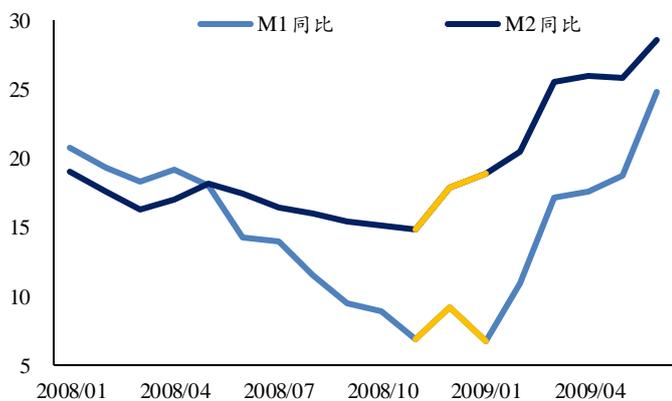


资料来源：wind、安信证券研究中心

➤ 货币政策

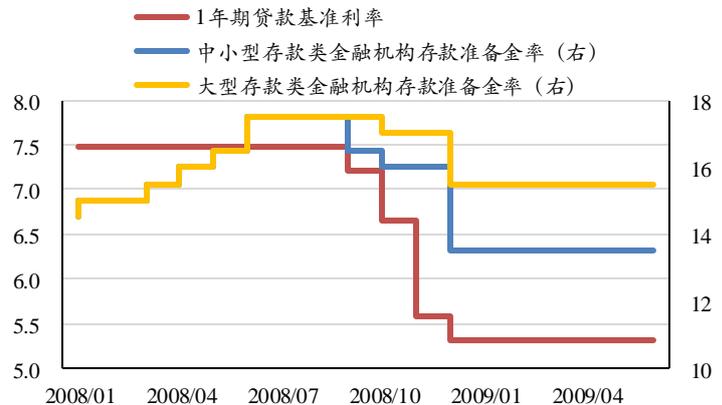
此间货币政策处于由紧缩转向宽松的初期。2008 年下半年国内政策转向后，9 月中旬央行下调一年期贷款基准利率 27bp，同时下调中小型存款类金融机构存款准备金率 1pc，货币政策正式由紧缩转向宽松。行情区间内，央行在 12 月 5 日、12 月 25 日两次全面下调存款准备金率 0.5pc，在 12 月 23 日下调一年期贷款基准利率 27bp。连续刺激下，M1、M2 同比增速在 11 月后见底回升。

图 30：2008.1-2009.6 M1 与 M2 增速 (%)



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 31：2008.1-2009.6 贷款基准利率和存款准备金率变化情况 (%)



资料来源：wind、安信证券研究中心

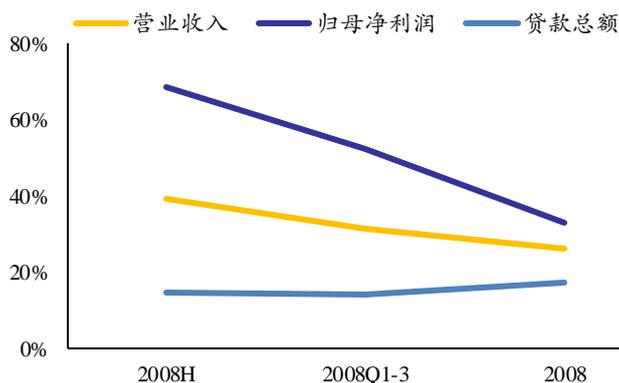
➤ 行业监管

此间没有出台对银行业有重大影响的监管政策。

➤ 银行基本面

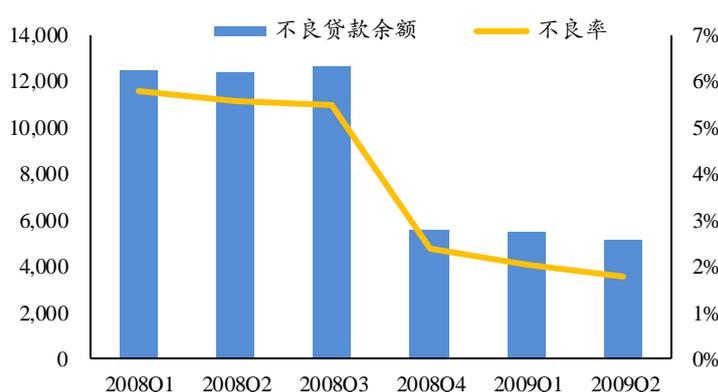
2008 下半年，上市银行营收和归母净利润增速逐季下滑。一方面进入降息区间，银行息差收窄；一方面直至 2008Q4 贷款增速才开始回升。此外，2008Q4 农行不良资产集中剥离，带动行业不良率大幅降至此前的一半不到，拨备覆盖率也由 2007 年末的 39.2% 增厚至 117.9%。至此，四大行问题资产历史包袱全部剥离，对缓释银行业资产质量压力意义重大。

图 32: 2008H-2008A 上市银行业绩同比增速



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 33: 2008Q1-2009Q2 银行业不良贷款余额与不良率

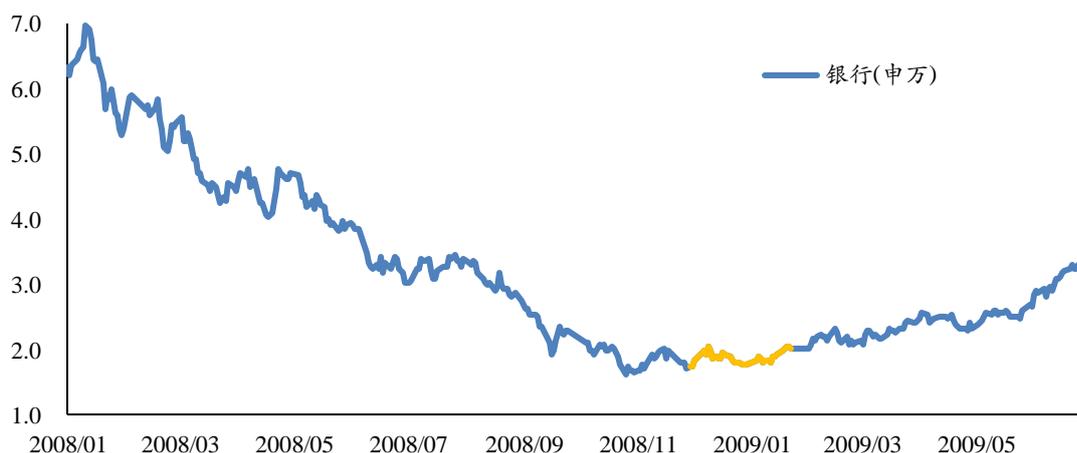


资料来源: 银监会、安信证券研究中心

➤ 估值表现

本轮行情启动时, 银行(申万)指数 PB_LF 为 1.7 倍, 处于历史估值底部区间。

图 34: 2008.1-2009.6 银行(申万)指数 PB_LF 估值走势



资料来源: wind、安信证券研究中心

➤ 归纳总结: 本轮银行板块上涨主要得益于经济预期好转和流动性宽松双重利好, 一方面 11 月信贷数据高增, 宏观调控效果逐步显现, 经济修复预期好转的同时银行业基本面也受益于规模扩张加快; 另一方面, 12 月央行两次降准、一次降息, M1、M2 增速见底回升, 流动性边际宽松利好资产价格上涨。

行情区间浦发、兴业、平安领涨, 涨幅分别为 39%、39%、30%。

2.1.5. 2009.5-2009.6 小盘股估值虚高后, 投资风格切换至蓝筹

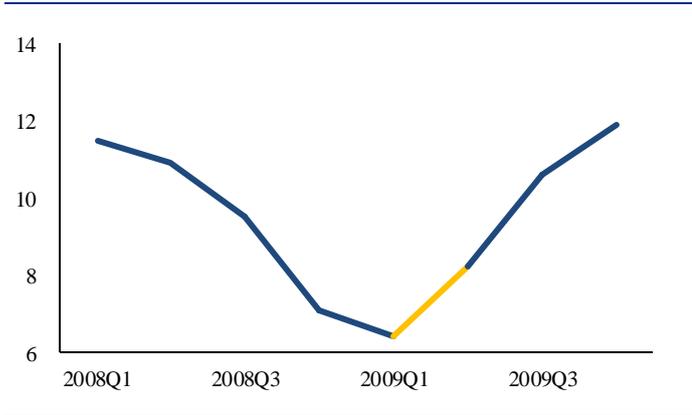
本轮行情持续了 2 个月, 板块累计上涨 40.8%, 跑赢沪深 300 指数 20.1 个百分点。

➤ 宏观经济

2009 年一季度, 政府投资拉动已带来局部效益, 但整体经济仍处于弱平衡状态。2009Q1 GDP 增速进一步探底, 工业增加值同比增速也在短暂拉升后回落, 经济复苏进度略低于预期。但进入二季度后, 国内外经济形势边际趋暖: PMI 稳定在了扩张区间, 工业增加值同比增速也在 4 月后强劲上行, CPI 与 PPI 已经或接近企稳, 二季度末 GDP 同比增速已恢复至 8.2%,

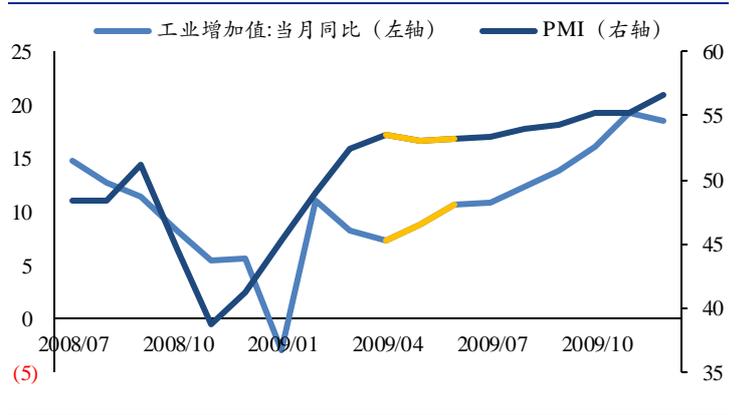
经济企稳预期与乐观情绪持续强化。

图 35: 2008-2009 GDP 单季同比增速 (%)



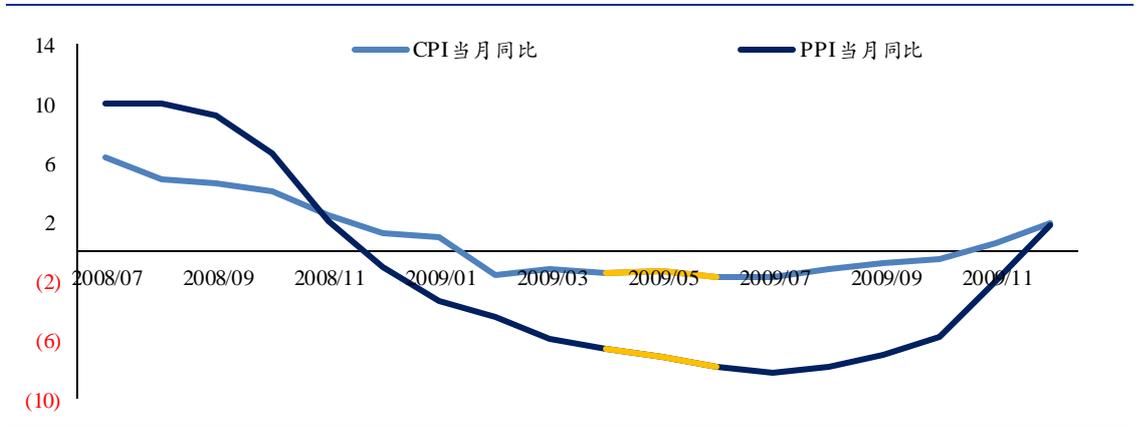
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 36: 2008.7-2009.12 工业增加值同比增长和 PMI 走势 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 37: 2008.7-2009.12 CPI 与 PPI 走势 (%)

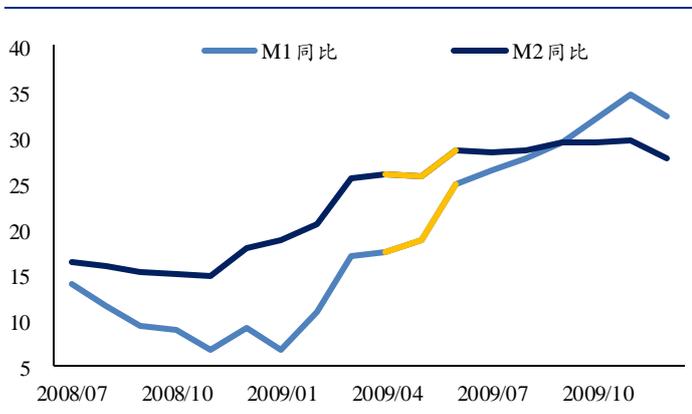


资料来源: wind、安信证券研究中心

➤ 货币政策

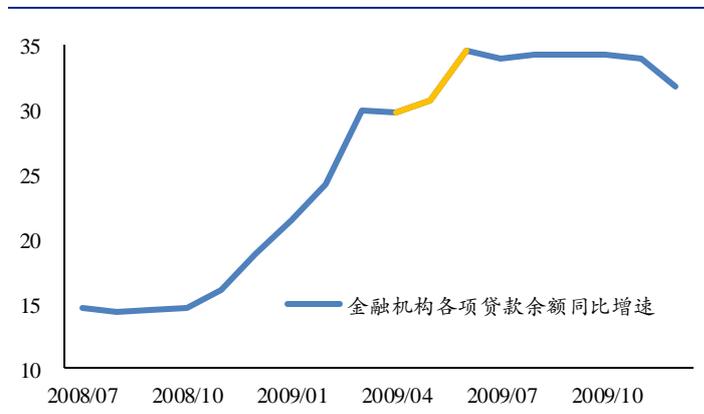
此间配合积极的财政政策，货币政策保持适度宽松。央行虽未降息降准，但货币与信贷增速都持续走高，6 月 M2 与信贷增速分别达到 28.46%和 34.44%，均创 2005 年以来新高，流动性较为充裕。

图 38: 2008.7-2009.12 M1 与 M2 增速 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 39: 2008.7-2009.12 金融机构贷款余额同比增长 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

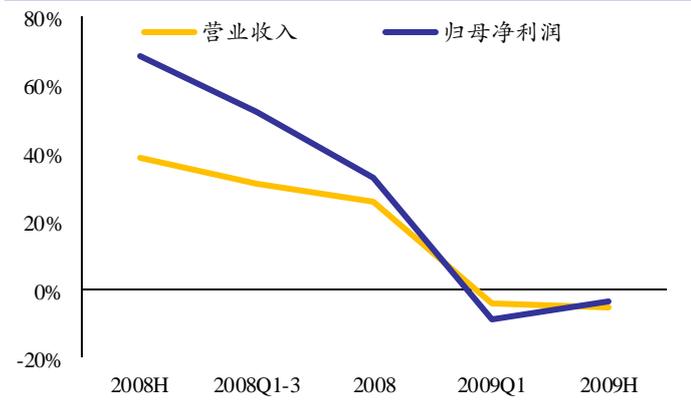
➤ 行业监管

此间没有出台对银行业有重大影响的监管政策。

➤ 银行基本面

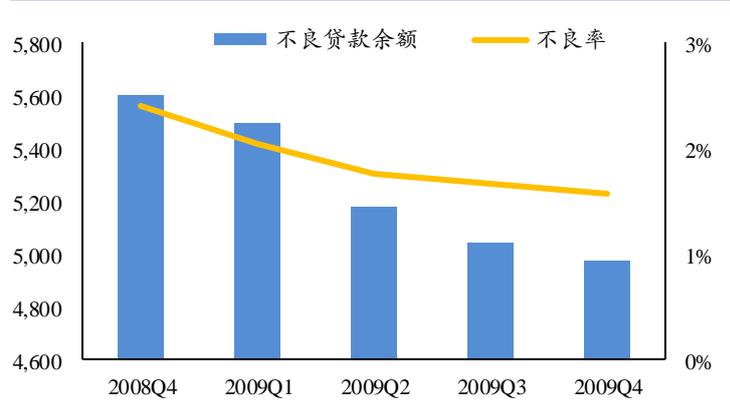
2009 上半年银行资产质量进一步改善，行业不良率和不良贷款余额实现双降，拨备覆盖率也由年初的 117.9% 提升至年中的 134.3%。上市银行资产质量变化方向大多与行业一致，环比逐季改善，但业绩承压，一季度营收和利润增速降幅扩大并进入负增长区间，营收端主要受息差收窄拖累，净利润下滑则因上市银行仍保持较大减值计提力度、增厚拨备所致。进入二季度后，经济企稳预期强化叠加信贷增速创新高，市场预期银行中报业绩有望企稳回升。

图 40：2008A-2009H 上市银行业绩同比增速



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 41：2008Q4-2009Q4 期间银行业不良贷款余额与不良率



资料来源：银监会、安信证券研究中心

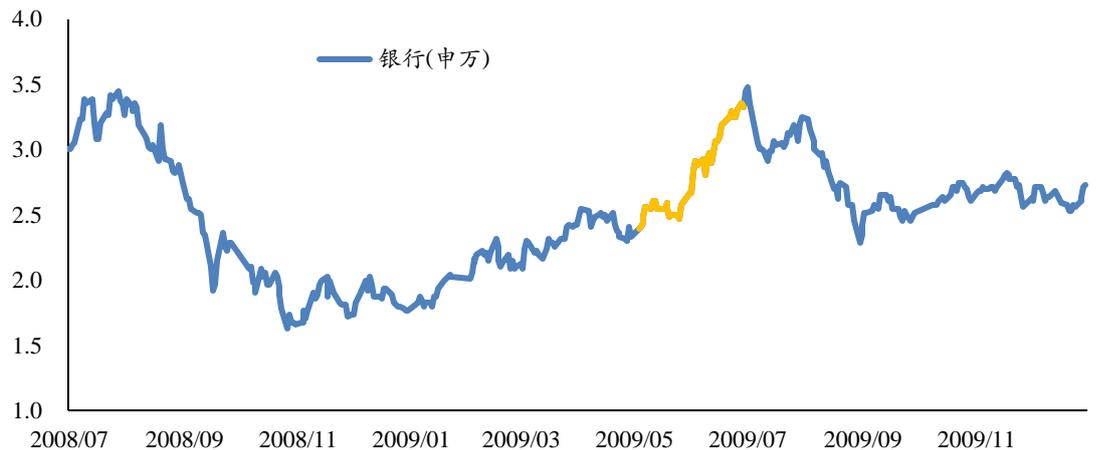
➤ 估值表现

本轮行情期间，银行（申万）指数 PB_LF 从 2.4 倍提升至 3.3 倍。估值绝对水平不低，但与其他行业的估值差较年初已大幅上升。

2009 年初至 4 月末，一方面股市持续上涨，超五成行业指数涨幅超过 50%；另一方面，上市公司年报及一季报表现惨淡，多数行业同比负增长。但经济复苏预期和市场乐观情绪仍在，宽松货币政策也无收紧迹象，信贷及 M2 增速不断创新高。综合风险收益后，市场投资风格从小盘股向涨幅落后但基本面确定性更强的蓝筹板块切换，直接受益于信贷数据高增长的银行股首当其冲，开启上涨行情。

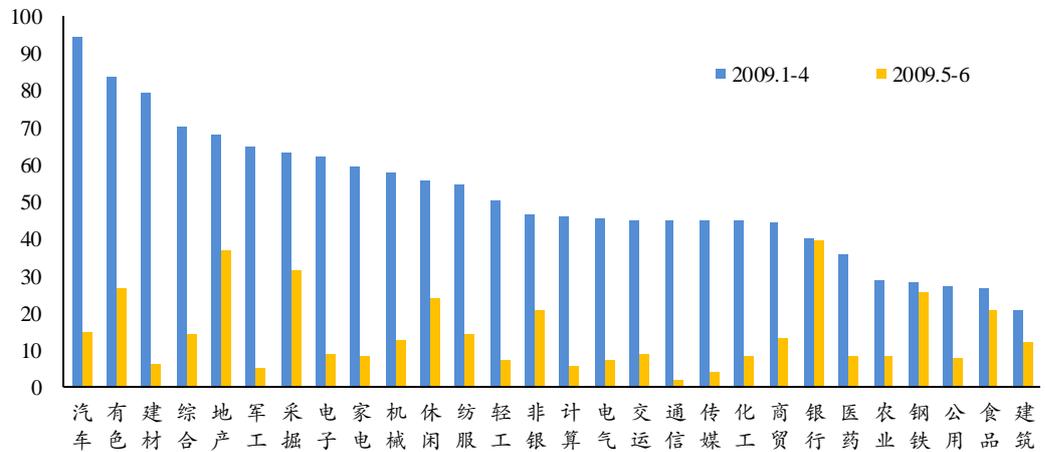
7 月中旬起，经济持续好转，但基本面的预期内改善不足以进一步提振估值。同时市场开始担忧未来政府刺激政策或将退出，特别是货币政策已将“微调”提上议事日程，流动性的边际变化可能从根本上影响此轮由资金面推动的行情。再叠加 IPO 重启在即，指数高位振荡，权重股进入调整期。

图 42：2008.7-2009.12 银行（申万）指数 PB_LF 走势



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 43: 2009.1-2009.6 申万行业指数累计涨幅 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

- **归纳总结:** 本轮银行板块上涨, 是在宏观经济从衰退向复苏演进的有利背景下, 投资风格切换带来的补涨行情。2009 年前四个月, 流动性宽松催生了小盘股的牛市行情。5 月后经济企稳预期进一步强化, 投资者开始关注风险平衡和业绩兑现, 而信贷增速创新高为银行提供了经济和基本面的双重支撑, 催化银行股开启补涨行情。

行情区间兴业、招行、民生领涨, 涨幅分别为 55%、45%、44%。

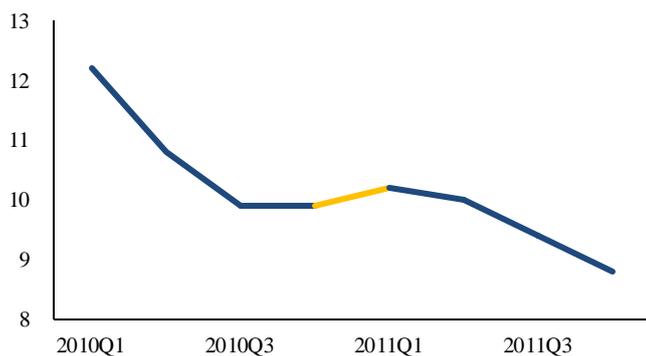
2.1.6. 2011.1-2011.4 货币政策转向带动风险偏好下降, 蓝筹股配置价值凸显

本轮行情持续了 4 个月, 板块累计上涨 13.0%, 跑赢沪深 300 指数 10.9 个百分点。从单月涨跌幅观察, 1 月主要归功于蓝筹股的避险属性, 3-4 月则表现出较强的进攻性。

➤ 宏观经济

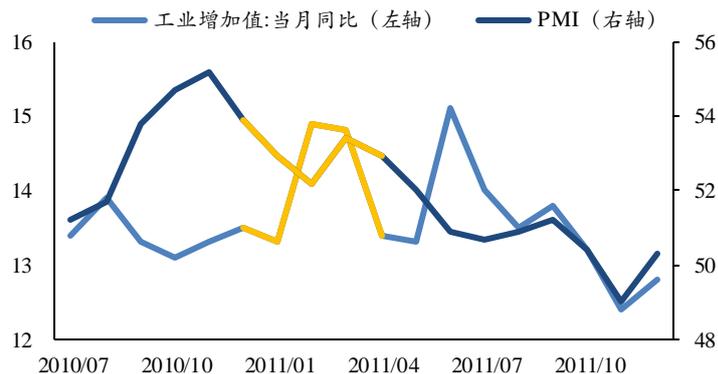
此间宏观经济处于增速下行中段的短暂企稳期。2010Q4 GDP 同比增速止跌, 2011Q1GDP 增速还较年初上升了 0.3pc 至 10.2%。PMI 在扩张区间窄幅波动, 工业增加值同比增速保持在 13% 以上, 并在 2-3 月一度高达 15%。但经济向好的同时, 价格指数 CPI 和 PPI 已位于较高区间并持续上升, 通胀在宏观政策决策中的权重不断提升。

图 44: 2010-2011 年 GDP 单季同比增速 (%)



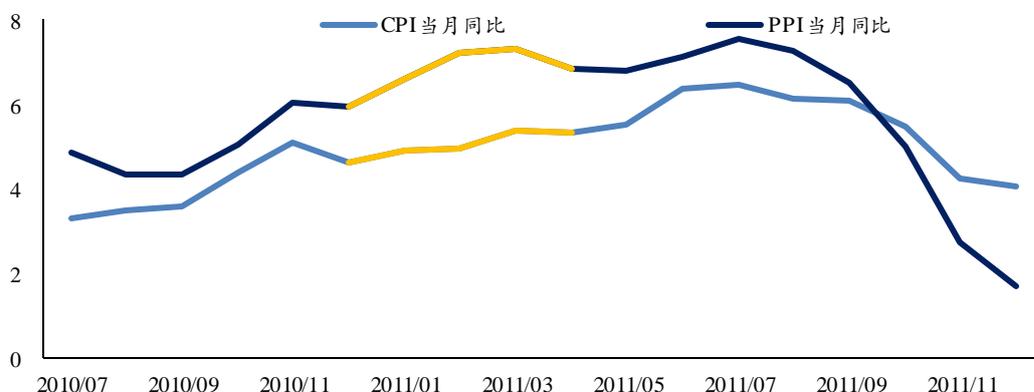
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 45: 2010.7-2011.12 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 46: 2010.7-2011.12 CPI 与 PPI 走势 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

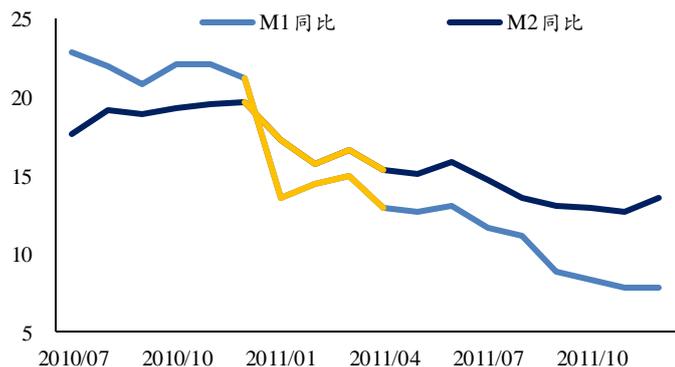
➤ 货币政策

行情区间内货币政策刚由宽松转向紧缩不久。为抑制通胀，央行自 2010 年 10 月中旬起连续上调存款准备金率和贷款基准利率，前期宽松政策逐步退出并正式转向紧缩。然而当期收效甚微，CPI 和 PPI 在 12 月短暂回调后继续上行。

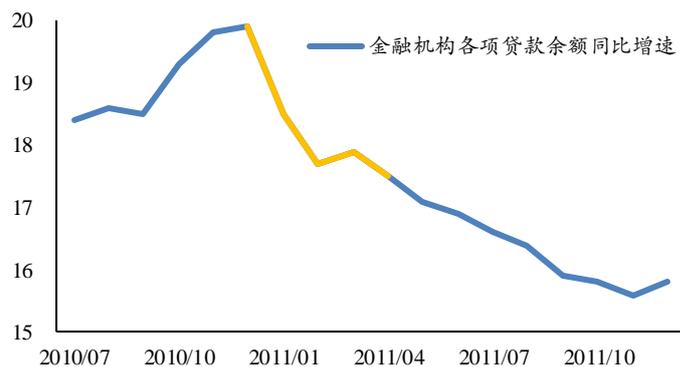
进入 2011 年后，央行在 1-4 月间提高升准加息频率，每月上调存款准备金率 0.5pc，并分别在 2 月初和 4 月初上调贷款基准利率 25bp。连番操作下 M1、M2 和信贷增速在 2011 年 1 大幅降落，并持续走低，但 CPI 与 PPI 仍保持较强韧性、居高不下。故后续央行继续在 5 月、6 月分别提高存款准备金率 0.5pc，7 月上调贷款基准利率 25bp。8 月 CPI 与 PPI 终于见顶回落，央行流动性回收操作才暂告段落。

图 47: 2010.7-2011.12 M1 与 M2 增速 (%)

图 48: 2010.7-2011.12 金融机构贷款余额同比增速 (%)

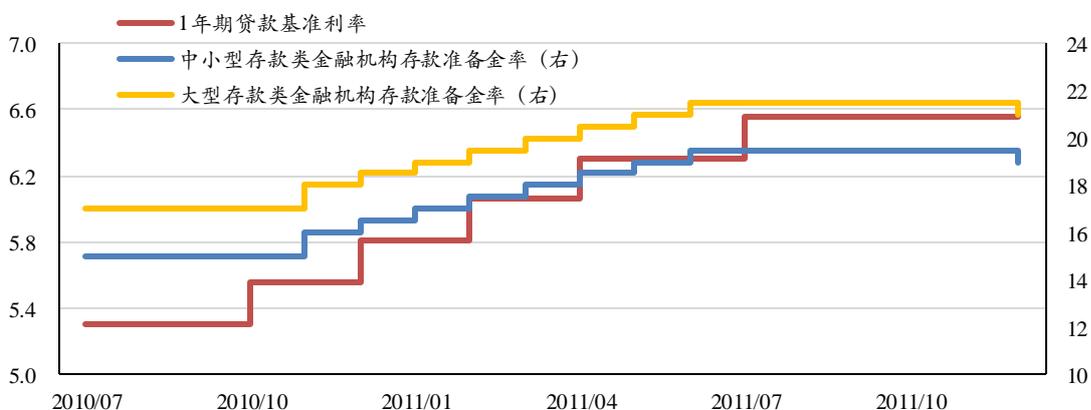


资料来源: wind、安信证券研究中心



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 49: 2010.7-2011.12 存款准备金率和贷款基准利率走势 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

➤ 行业监管

2010 年行业监管环境边际趋紧, ①银信合作和信贷资产转让等业务的监管细则从无到有、趋于规范; ②两会后房地产行业信贷融资收紧; ③2010 年下半年起, 决策层对政府融资平台的担忧渐浓, 银监会连续发文对政府融资平台贷款进行清理; ④2010 年三季度, 银监会开始讨论进行动态资本、动态拨备、杠杆率和流动性四大审慎监管工具的研究建设工作。

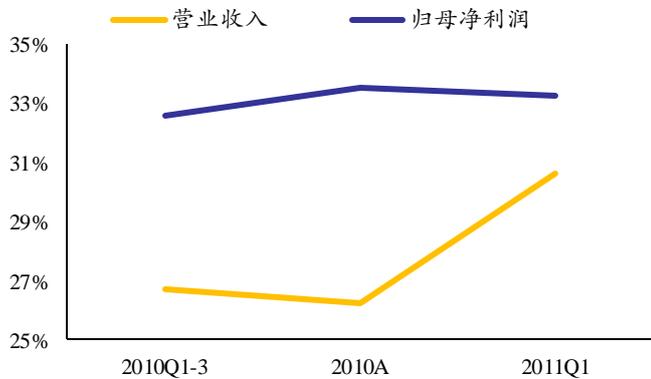
但同时, 地方政府融资平台和房地产企业融资需求依然旺盛, 隐性担保和房地产抵押下银行也更属意该类资产。矛盾之下银行开始创新信用派生方式, 核心是信贷资产向非信贷类资产腾挪、表内信用扩张向表外理财转移。前期主要依托票据业务和银信合作模式, 2011 年 3 月后, 以北金所为代表的各类金融资产交易所成立, 信贷资产收益权转移、委托债权业务等新型影子银行模式登上舞台。

➤ 银行基本面

行情区间对应上市银行 2010 年报及 2011 年一季报。虽然响应行业监管, 上市银行资产增速放缓, 贷款增速降幅更大, 但一方面, 市场融资需求旺盛和央行加息利好银行净息差走阔, 2011Q1 行业净息差环比年初增加了 10bp; 另一方面, 影子银行逐步兴起也会正向贡献营收, 所以 2010Q1 上市银行平均营收增速表现靓丽, 高达 30.6%, 净利润增速环比基本持平, 也在 33% 以上。此外, 上市银行 2010 年平均 ROA 与 ROE 较 2009 年均有较大修复, 盈利能力整体改善并持续向好。

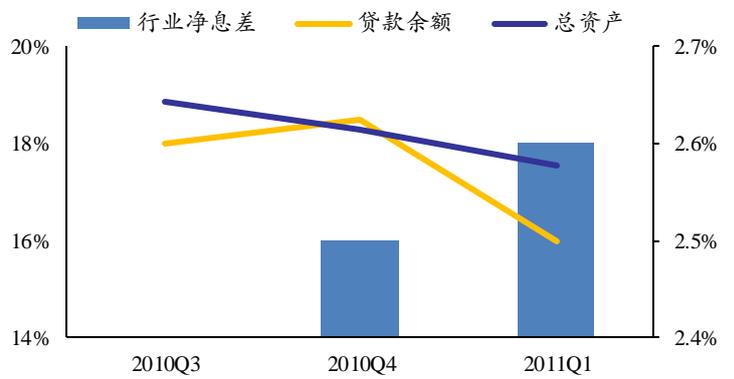
行业资产质量保持平稳，2010Q4-2011Q1 期间不良贷款余额小幅下降，不良率和逾期率环比持平，拨备覆盖率持续增厚，已达 230.2%。

图 50：2010Q3-2011Q1 老十六家银行业绩同比增速



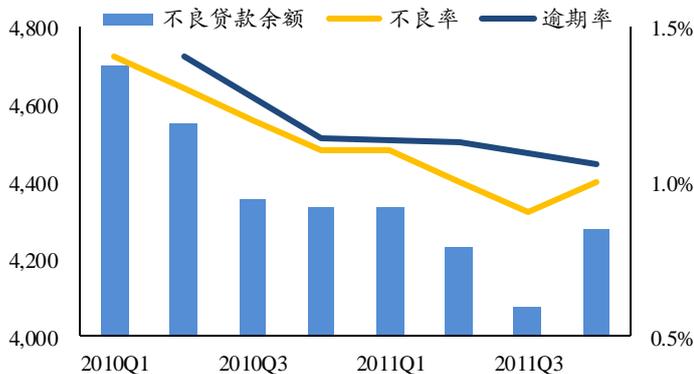
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 51：2010Q3-2011Q1 老十六家银行规模同比增速与净息差



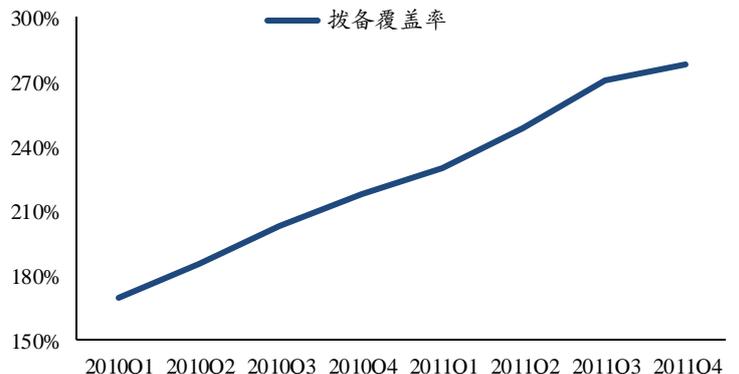
资料来源：银保监会、wind、安信证券研究中心

图 52：2010Q1-2011Q4 银行业不良贷款余额与不良率 (亿元)



资料来源：银保监会、wind、安信证券研究中心

图 53：2010Q1-2011Q4 银行业拨备覆盖率



资料来源：银监会、安信证券研究中心

估值表现

行情启动前，工农中建交五大行相继通过配股、IPO 等募资超千亿，叠加行业监管环境收紧，2010 年末银行板块估值已处于历史低位。行情期间，银行（申万）指数 PB_LF 从 1.71 倍最高触及 1.86 倍。

图 54：2010.7-2011.12 银行（申万）指数 PB_LF 走势



资料来源: wind、安信证券研究中心

- **归纳总结: 本轮银行板块上涨, 是在经济短暂企稳期, 由于市场风险偏好下降而引致的配置需求增加。**2011年初, 宏观经济大致处于四万亿政策刺激下的复苏后期, 市场对后面经济走势预期不明, 对政策退出的节奏和未来规划也存在担忧, 叠加央行开始回收流动性, 市场风险偏好下降。而银行板块估值已在底部, 跨年切换后更低, 投资者开始增配银行、地产等低估值蓝筹股, 带动板块上涨。

行情区间民生、兴业、华夏领涨, 涨幅分别为 23%、22%、17%。

2.1.7. 2011.10-2012.1 汇金增持引燃行情, 政策利好纷沓而至

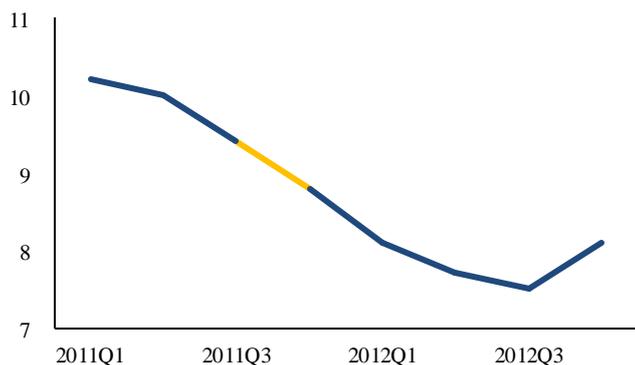
2011.10-2012.1 四个月间银行板块累计上涨 10.3%, 跑赢沪深 300 指数 14.8 个百分点, 本轮行情由汇金增持银行股点燃。2011 年 10 月 10 日, 汇金公司公告将耗资 2 亿元增持工农中建四大行, 并承诺未来 12 个月会继续增持, 积极的股价维稳措施拉开了本轮银行股上涨序幕。

➤ 宏观经济

2011 下半年起, 随着美债和欧债危机引发全球经济形势动荡, 我国出口增速逐步回落; 叠加前期为治理通胀连续收紧银根的滞后效应, 经济快速下滑, 至 2011Q3GDP 增速已低于 10%, 且有进一步下行趋势。工业增加值同比增速尚且平稳, PMI 则在 11 月一度跌破荣枯线。中央多次要求扩大内需, 特别是加大水利、公路、铁路的投资力度。

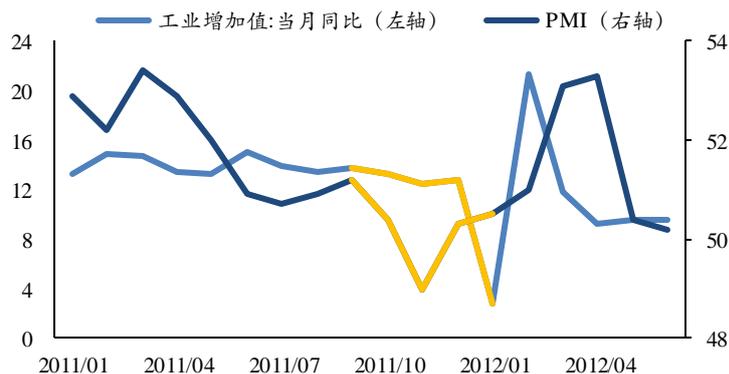
而本轮行情的关键在于 **CPI 拐点**。2011 年 10 月之前, 尽管央行已连续多次提准加息, CPI 仍不断上升并高位盘桓, 不仅对出台货币刺激政策形成掣肘, 还削弱了财政政策效力。但 11 月初公布 10 月 CPI 为 4.23%, 价格指数终于开始显著下滑, 货币政策得以松绑。

图 55: 2011-2012 年 GDP 单季同比增速 (%)



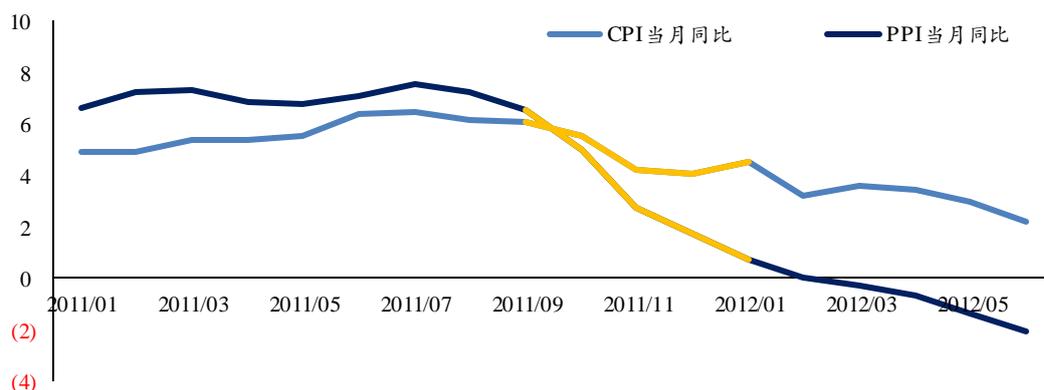
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 56: 2011.1-2012.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 57: 2011.1-2012.6 CPI 与 PPI 走势 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

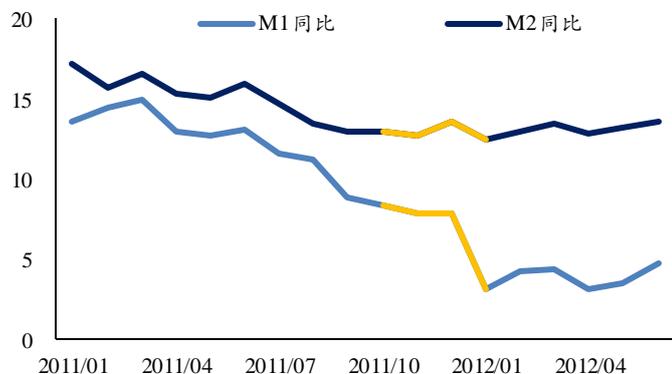
此间宏观经济的另一特点是局部风险上升。行情启动前，部分省区融资平台风险自 2011 年初以来逐步暴露，特别是 6 月下旬云南“滇公路”和上海“沪城投”事件直接引发银行股估值下跌。2011-2013 年间约 54% 的地方融资平台债务进入偿还期，偿债洪峰压力将在中期持续考验银行资产质量。此外，温州中小企业资金链断裂、民间借贷危机在 2011 年 4-5 月出现苗头，7-8 月愈演愈烈，逐步引起市场关注。

但行至 10 月，财政部发文允许四省市地方政府试点自行发债，标志着地方政府后续将逐步加强自身财务预算管理，并可以通过资本市场直接融资。融资渠道的拓宽，极大缓释了平台偿还银行贷款的期限压力，以时间换空间规避了潜在的银行资产质量波动。

➤ 货币政策

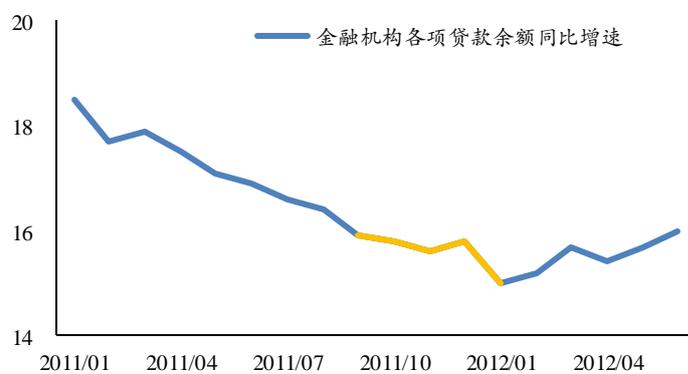
区间内货币政策由紧缩转向宽松。11 月 8 日，央行下调一年期央票发行利率 1.07 bp 至 3.5733%，这是自 2009 年 7 月以来的首次下调，预示紧缩的货币政策边际开始松动；11 月 15 日，一年期央票发行利率进一步下调 8.58 bp 至 3.4875%，市场对货币政策转向宽松的预期更加乐观，做多情绪高涨；11 月 30 日，央行宣布全面降准 0.5pc，货币政策正式由紧转松。由于货币政策传导需要时间，行情区间内 M1、M2 与信贷增速仍延续前期下行趋势。

图 58: 2011.1-2012.6 M1 与 M2 增速 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 59: 2011.1-2012.6 金融机构贷款余额同比增速 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

➤ 行业监管

行情启动前，2011 年央行及银监会对商业银行资本、存贷比日均考核、差别准备金率等表内业务的监管力度持续加码，压制估值。其中银监会在 2011 年 5 月发布的《中国银行业实施

新监管标准的指导意见》，就资本充足率、杠杆率、流动性和贷款损失准备四方面对银行提出监管要求，不少银行在资本充足率和贷款损失准备两项上达标压力较大。

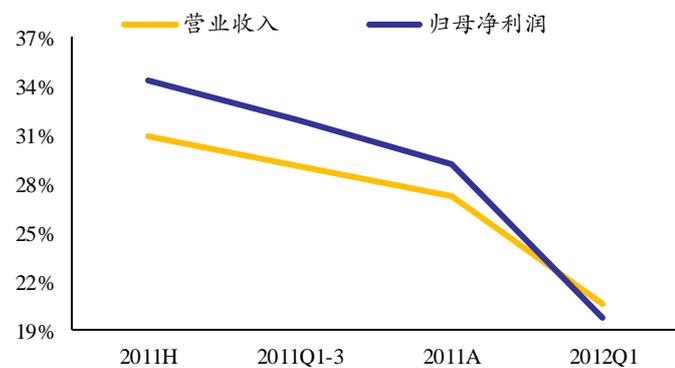
但 12 月 14 日，媒体报道银监会决定将原定于 2012 年 1 月 1 日起实施的银行业新监管标准推迟，监管态度边际缓和，释放前期估值压力。

➤ 银行基本面

行情区间对应 2011 年三季报披露、年报预测期，上市银行营收、利润增速虽较上半年有所下滑，但仍接近 30%，维持了高速增长。行业息差总体平稳，业绩增速边际下滑主要因货币政策紧缩后期生息资产增速减慢所致。

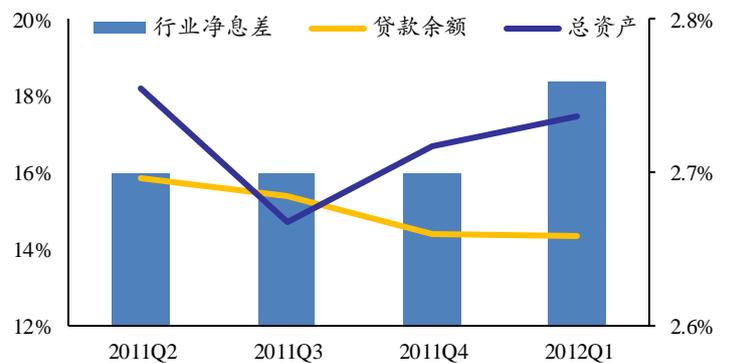
三季度行业资产质量进一步改善，不良贷款余额和不良率降至底部；但由于下半年宏观经济下行压力加大以及局部风险上升，市场预期未来银行潜在不良率承压。行业拨备覆盖率延续增厚趋势超过 250%，四季度后上升斜率放缓。

图 60：2011Q2-2012Q1 老十六家银行业绩同比增速



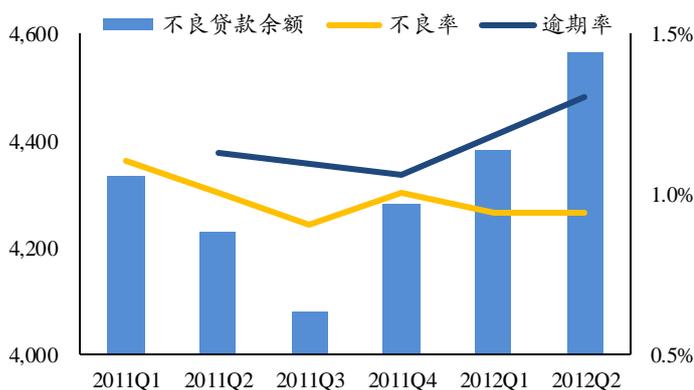
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 61：2011Q2-2012Q1 老十六家银行规模同比增速与净息差



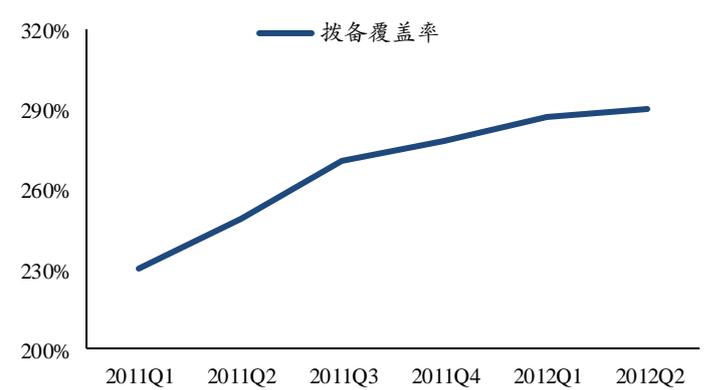
资料来源：银保监会、wind、安信证券研究中心

图 62：2011Q1-2012Q2 银行业不良贷款余额与不良率 (亿元)



资料来源：银保监会、wind、安信证券研究中心

图 63：2011Q1-2012Q2 银行业拨备覆盖率



资料来源：银监会、安信证券研究中心

➤ 估值表现

2011 年 5 月起，受经济、政策、监管、风险等多方压制，银行（申万）指数 PB_LF 不断向下创出新低。本轮行情启动时估值仅为 1.35 倍，行情期间最高触及 1.46 倍。由于涉及跨年估值切换，尽管股价上涨了 10.3%，估值提升并不显著。

图 64：2011.1-2012.6 银行（申万）指数 PB_LF 走势



资料来源：wind、安信证券研究中心

- **归纳总结：**本轮银行板块上涨，始于估值新低下汇金公司耗资 2 亿元增持四大行，随后地方融资平台偿债风险缓释、货币政策由紧转松、行业监管态度缓和等各项利好次第释放，共同支撑银行股的行情走势。

行情区间南京、民生、招行领涨，涨幅分别为 19%、16%、13%。

但进入 2012 年 2 月后，情绪发生微妙变化，边际利空信息也不断涌现：1) 1 月信贷增速仅为 15.0%，M1 和工业增加值同比增速也大幅下滑至 3.1%和 2.8%，远低于市场预期；2) 2 月 13 日银监会发布了《中国银监会关于整治银行业金融机构不规范经营的通知》和《商业银行服务价格管理办法（征求意见稿）》，监管态度短暂缓和后再次转向严厉；3) 前期温州民间借贷危机不断发酵，2 月末温州银行业不良贷款余额 112.3 亿元，不良率 1.74%（2011 年 6 月末仅为 0.37%），已连续 8 个月呈上升态势，且不排除继续加速上行的可能，引发市场担忧。诸多因素作用下，银行股行情转为平淡，相对收益转负。

2.1.8. 2012.10-2013.1 经济企稳预期强化，板块估值首次破净提供抄底良机

本轮行情持续了 4 个月，板块累计上涨 46.3%，跑赢沪深 300 指数 29.2 个百分点。

➤ 宏观经济

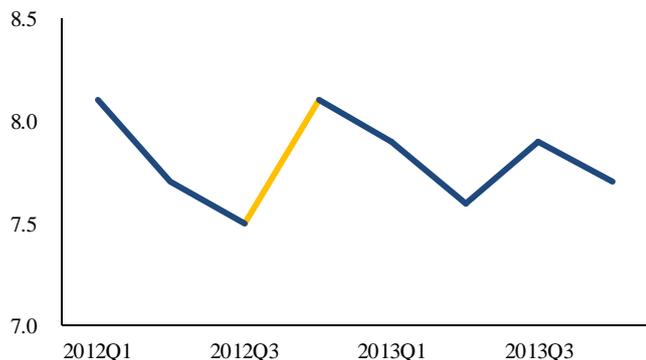
2012 年前三季度 GDP 增速逐季滑落，Q3 已至 7.5%。但在国内基建稳增长及外围量化宽松政策的带动下，9 月部分宏观数据（10 月公布）显示经济运行已呈现出一定企稳态势，不过由于仍有部分数据表现衰退，例如与工业生产密切相关的发电量数据进一步下滑至 1.5%，进口同比增速 2.4%也仍在偏低水平，经济企稳的可持续性和幅度仍需再确认，但边际上市场投资情绪已开始修复。

随着时间推进，10 月经济数据显示宏观经济在四季度企稳回升的确定性较强，为银行板块向上提供了核心动力。10 月工业增加值增速为 9.6%，PMI 重回荣枯线以上，均延续了 9 月的回升态势；固定资产投资、消费、进出口增速也都连续两个月回升，其中出口增速为 11.6%，重回 10%以上；PPI 降幅也持续收窄。

12 月 4 日召开的中共中央政治局会议，为明年经济工作定调，释放了 2013 年可能会采取积极财政政策配合稳健货币政策的信号，并进一步明确了明年经济的着力点和方向，一定程度上缓解了十八大后政策不确定性带来的市场担忧，成为银行板块快速拉升、单月上涨 23.0%

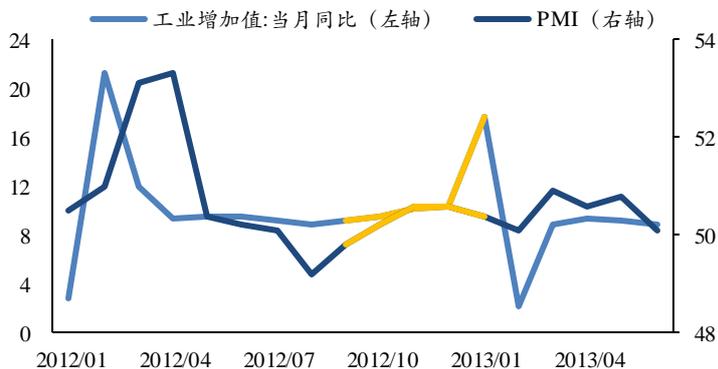
的催化剂。

图 65: 2012-2013 年 GDP 单季同比增速 (%)



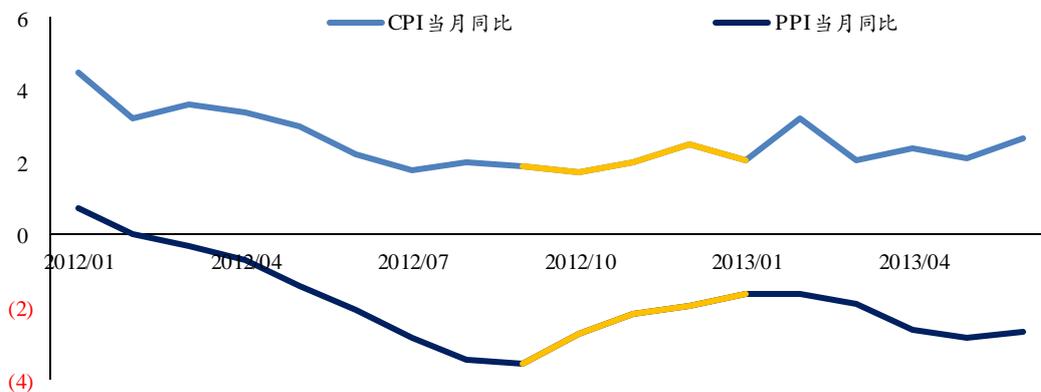
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 66: 2012.1-2013.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 67: 2012.1-2013.6 CPI 与 PPI 走势 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

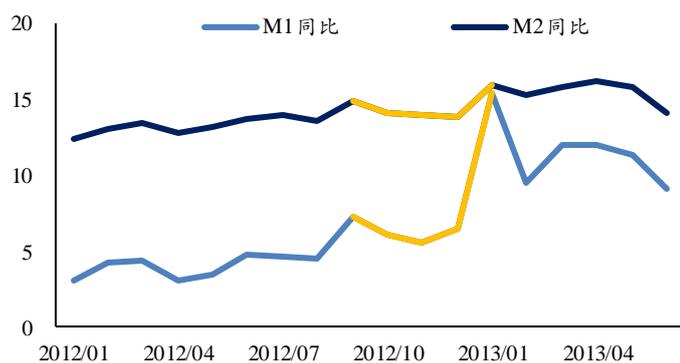
此外, 2012 年以来温州民间借贷危机、长三角钢贸贷款危机等局部风险集中爆发, 不断加深市场对银行资产质量的担忧。一季度全国净增不良中温州占了 41%, 前三季度累计值中温州占了 27%。

但随着宏观经济企稳, 四季度起温州地区不良率上升斜率趋缓, 释放出中小企业基本面逐渐企稳的积极信号。同时, 11 月底温州金改细则发布, 放宽民间资本进入金融业的限制, 针对当地“民间资本多、投资难”与“中小企业多、融资难”的矛盾对症下药, 通过金融体制改革给予长期解决方案, 催生资产质量修复预期。

➤ 货币政策

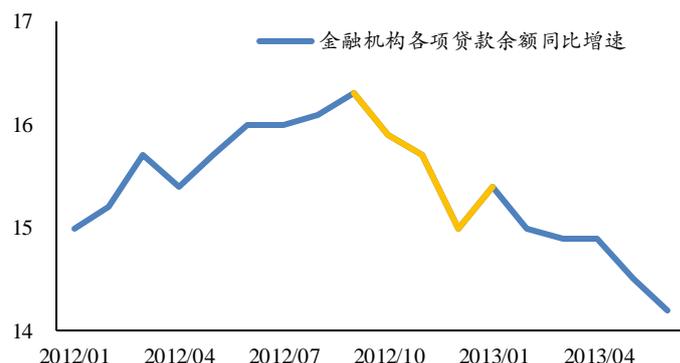
区间内实施宽松的货币政策, 但边际趋向中性。行情开始前, 央行在 2 月、5 月两次降低存款准备金率 0.5pc, 6 月、7 月分别降低一年期贷款基准利率 25bp、31bp, 带动 M1、M2 增速稳中有升。但行情区间, 央行货币政策未进一步宽松, M1、M2 增速小幅回落后在 2013 年 1 月冲高, 信贷增速则在 2012 年 10 月显著下降, 2013 年 1 月小幅短暂回升。

图 68：2012.1-2013.6 M1 与 M2 增速 (%)



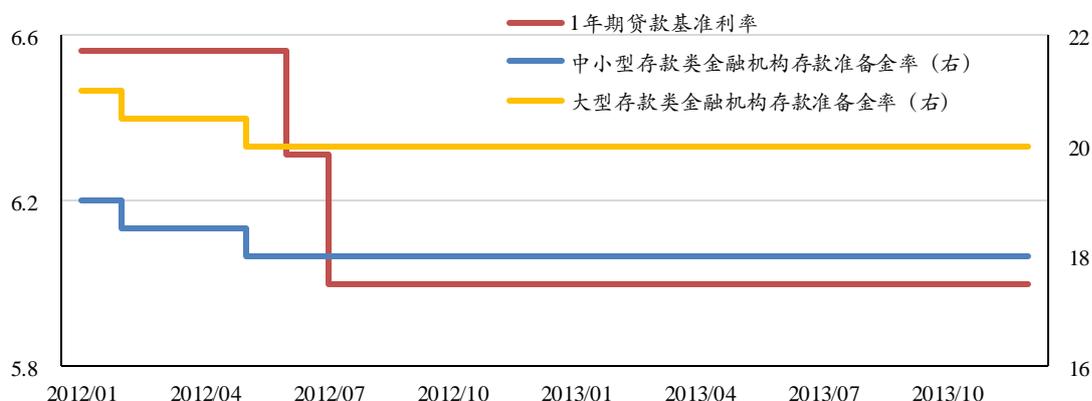
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 69：2012.1-2013.6 金融机构贷款余额同比增速 (%)



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 70：2012.1-2013.12 存款准备金率和贷款基准利率走势 (%)



资料来源：wind、安信证券研究中心

➤ 行业监管

因前期宏观经济下行压力加大，**区间内行业监管再度边际松绑**。一方面，2012 年 10 月证监会发布关于券商、基金的“一法两则”，信托不再是非标资产的唯一通道，银信模式向银证、银基模式迁移。银行利用多头监管弊端进行制度套利，金融创新步伐加快；另一方面，前期对银行股估值形成较大压制的资本充足率监管方案落地，2012 年 11 月末银监会印发《商业银行资本管理办法（试行）》，给予了 6 年过渡期安排，比预想的要缓和，同时还印发了《关于商业银行资本工具创新的指导意见》，减轻上市银行过度依赖普通权益补充资本的融资压力。

➤ 银行基本面

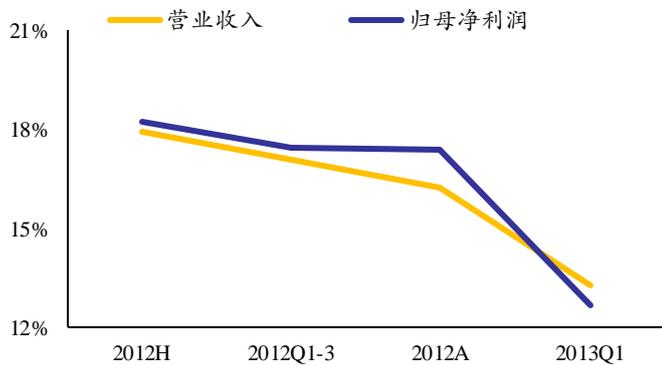
行情区间对应 2012 年三季报和年报，**上市银行业绩表现总体略超预期**，支撑板块估值底部修复。规模方面，年中两次降息降准推动贷款平稳增长，同时非标业务繁荣助力生息资产增速更快；价格方面，息差韧性略超预期，降息背景下三四季度环比年中不降反升。最终环比较上半年，营收增速略有下降，净利润增速大致持平。

下半年行业资产质量恶化趋势边际放缓，不良贷款上升但不良率平稳、逾期率下降。分类别看，大行表现出较强稳定性，中小行资产质量持续承压、但不良上升幅度好于预期。年末行业拨备覆盖率增至 295.5%，为有史以来最高值。

此外，事后回看 2012-2013 年是银行业的分水岭，自此之后银行业结束高盈利高成长的黄金

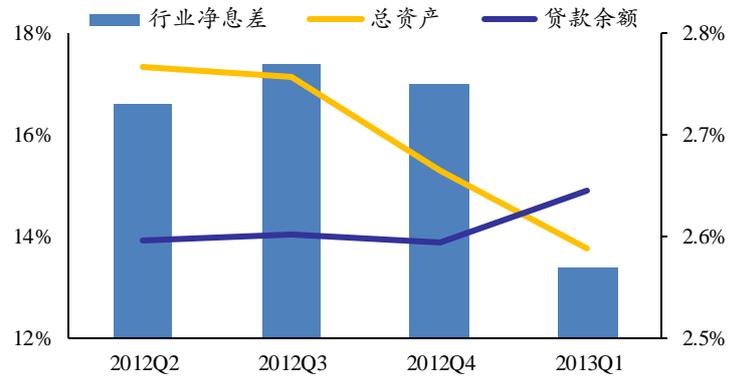
时代，ROA 与 ROE 逐年下滑。

图 71：2012Q2-2013Q1 老十六家银行业绩同比增速



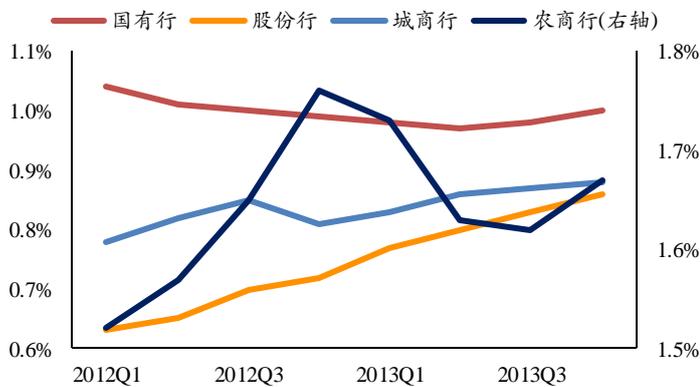
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 72：2012Q2-2013Q1 老十六家银行规模同比增速与净息差



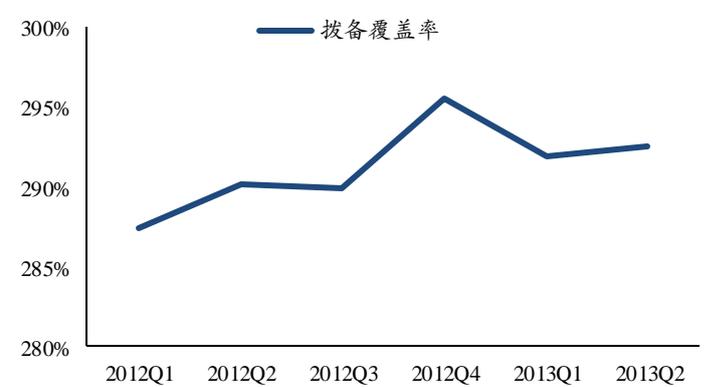
资料来源：银保监会、wind、安信证券研究中心

图 73：2012Q1-2013Q2 各类银行不良率



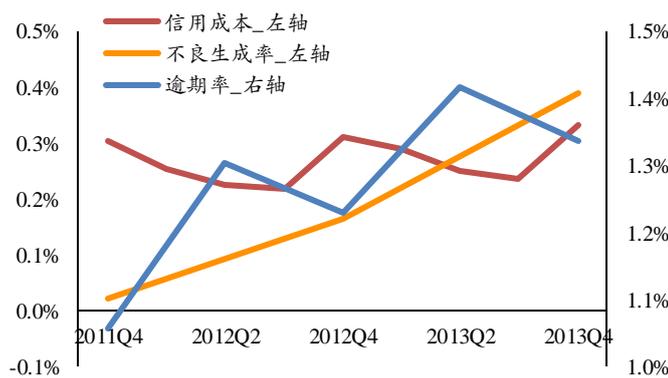
资料来源：银保监会、安信证券研究中心

图 74：2012Q1-2013Q2 银行业拨备覆盖率



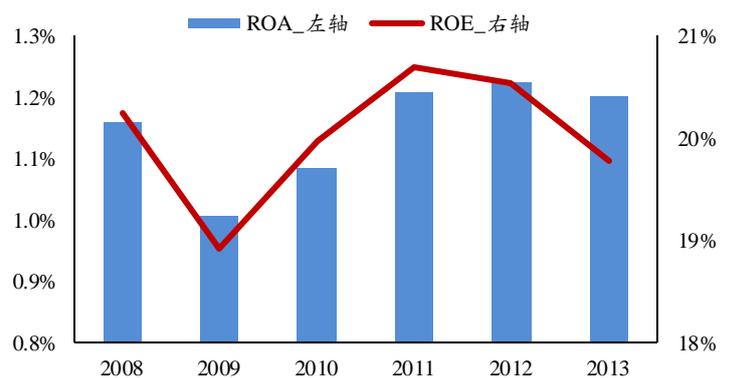
资料来源：银保监会、安信证券研究中心

图 75：2011Q4-2013Q4 老十六家银行资产质量相关指标



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 76：2008-2013 年间老十六家银行平均 ROA 与 ROE 变化



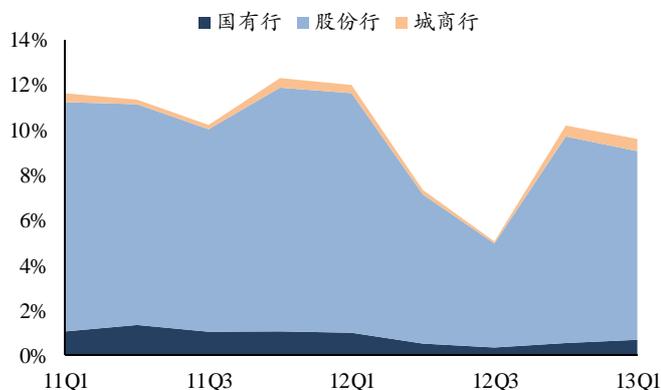
资料来源：wind、安信证券研究中心

基金持仓及估值表现

前期市场投资情绪较为低落，对银行板块低配看空。2012 年 2 月起，宏观经济疲弱、中观企业盈利低于预期，银行业不良规模上升，潜在风险暴露压力增大。9 月中旬，央行公布《金融业发展和改革“十二五”规划》，明确了利率市场化改革、做大直接融资市场等金融业发展与改革的重点任务，叠加年内两次降息，市场预期息差收窄的确定性较强。

不良与息差悲观预期下，市场看空银行板块的情绪较浓，2012Q3 主动型基金持有老十六家银行股的仓位仅为 5.07%，较年初下降了 7.23 个百分点。银行（申万）指数 PB_LF 再创新低，并在行情中段回调时一度“破净”，为史上首次，成为驱动资金增配银行股的隐性支撑。

图 77：2011Q1-2013Q1 主动型基金持有老十六家银行仓位



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 78：2012.1-2013.6 银行（申万）指数 PB_LF 走势



资料来源：wind、安信证券研究中心

- **归纳总结：**本轮银行板块上涨主要受宏观经济企稳预期支撑。行情行至中段后，经济工作会议定调明年宏观经济政策偏积极、行业监管环境边际放松、板块估值首次破净提供隐性价格支撑等利好接踵而至，推动板块二次拉升。

行情区间民生、兴业、平安领涨，涨幅分别为 83%、66%、62%。

2.1.9. 2013.8-2013.10 经济延续弱复苏态势，央行态度短暂缓和

本轮行情持续了 3 个月，板块累计上涨 13.0%，跑赢沪深 300 指数 4.8 个百分点。

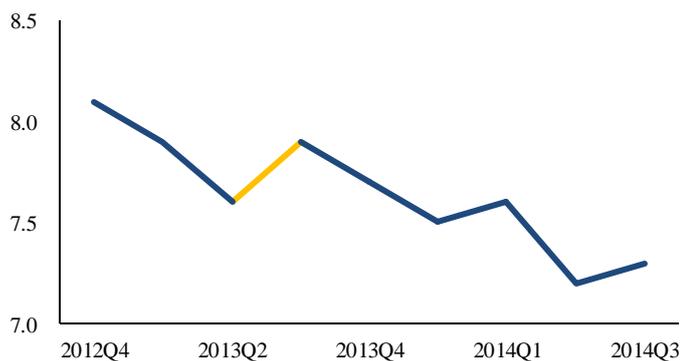
➤ 宏观经济

7 月起宏观经济边际好转，PMI 与财新 PMI 均从底部企稳并反弹至年内较高水平，其中 PMI 始终在扩张区间，财新 PMI 则在 8 月重回荣枯线上方。行情期间 CPI 缓慢上升，但绝对水平不低；PPI 负值运行、降幅逐渐收窄。最终，三季度 GDP 同比增速为 7.9%，环比二季度提升了 0.3 个百分点。

行情区间各项经济指标向好，营造了短期的“经济复苏假象”，利好银行板块估值修复。但实际复苏动能较弱、可持续性不强，10 月后经济数据大多见顶并加速回落。

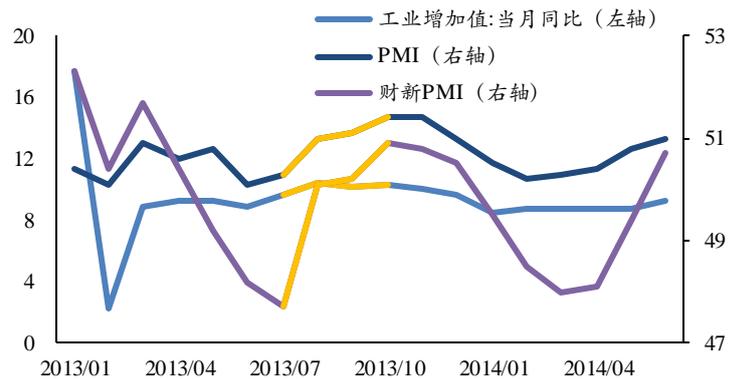
回看 2013 年，新政府上任以来一直在释放经济改革和结构调整的信号，旨在让经济从依赖信贷和投资转变为靠生产效率提升和内需拉动，政策也保持定力以微调为主，例如中小企业税收优惠、增加保障房和基建支出等。但实体经济不温不火，复苏动力不强，一定程度掣肘了深化改革和结构调整的空间，进一步又导致了经济弱复苏状态的延续。

图 79: 2013-2014 年 GDP 单季同比增速 (%)



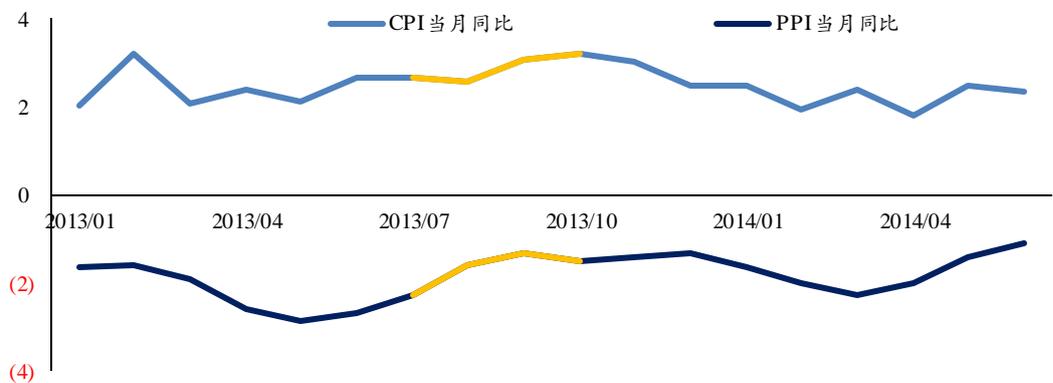
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 80: 2013.1-2014.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 81: 2013.1-2014.6 CPI 与 PPI 走势 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

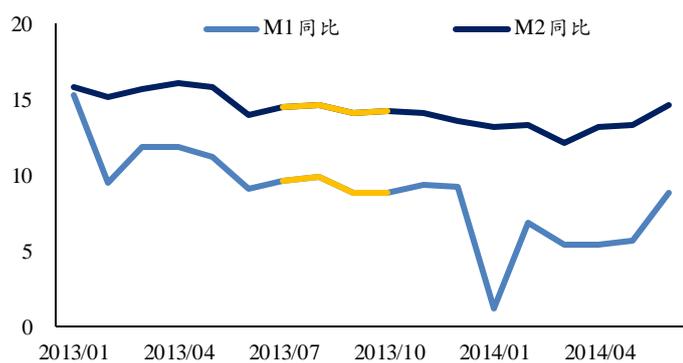
➤ 货币政策

2013 年央行全年未调整存款准备金率和贷款基准利率，货币政策中性偏紧。年初定调 M2 增速目标为 13%，6 月末已较年初下降 2 pcts 但仍为 14%，高于目标值，货币政策无宽松迹象。在此背景下，同业业务监管收紧引发 6 月“钱荒”事件，市场悲观情绪浓郁。

但 8 月发布的**二季度货币政策执行报告**中，央行态度边际有所放松，将 6 月“钱荒”定义为货币市场不平稳，提出“冻结长期流动性和提供短期流动性”（锁长放短）的中性表述，并通过专栏解释金融与经济数据不同步、下半年无收货币压力。此外，7 月 30 日、8 月 1 日央行时隔半年后连续两次逆回购，释放清晰维稳意图，银行股从底部开启估值修复之路。

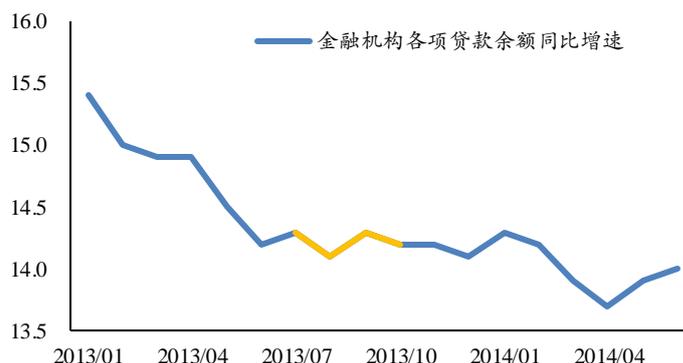
9、10 两月 CPI 数据连续上行突破 3%，通胀似有重发迹象，于是央行三季度货币政策执行报告再次强调了管理通胀预期，长期内将持续降杠杆、去产能，**未来货币政策整体基调重回中性偏紧的紧平衡状态。**

图 82: 2013.1-2014.6 M1 与 M2 增速 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 83: 2013.1-2014.6 金融机构贷款余额同比增速 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

➤ 行业监管

区间内监管环境边际收紧，非标管控从无到有。2012 年非标业务快速扩张，带动 M2 增速大幅高于目标值，宏观杠杆率过快上升，引发监管高度重视并开始打击非标。2013 年 3 月，银监会出台 8 号文，正式提出并定义非标，对理财资金投资非标做出银行总资产 4%、理财余额 35% 的上限约束。10 月，银监会发布《商业银行流动性风险管理办法（试行）》征求意见稿，通过权重设计，强调存款的核心负债地位。

行情末尾即 11 月初，有媒体报道银监会正在酝酿规范银行同业业务的新政（《商业银行同业融资管理办法》，即 9 号文），预计严格程度超预期且将从 2014 年 2 月初开始执行，成为结束行情的重要利空因素之一。

表 4: 2013 年监管部门针对金融去杠杆推出的系列政策

时间	部门	事件
2013.3	银监会	发布《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（8 号文），正式提出并定义非标概念，对理财资金投资非标做出银行总资产 4%、理财余额 35% 的上限约束。
2013.8	国常会	28 日国常会上，李克强总理指出要研究部署并进一步扩大信贷资产证券化试点。
2013.10	银监会	首批 11 家银行将同时试点债权直接融资工具、银行资产管理计划两项工作，可视为非标业务标准化的官方尝试。
2013.10	银监会	发布《商业银行流动性风险管理办法（试行）》征求意见稿。
2014.5	银监会	《关于规范金融机构同业业务的通知》（9 号文），要求买入返售和卖出回购项下的金融资产应当为债券、票据及银监会认可的其他金融资产，正回购方不得将对应资产出表；同时对集中度和同业融资比例上限做出规定。

资料来源: 国常会、银监会、安信证券研究中心

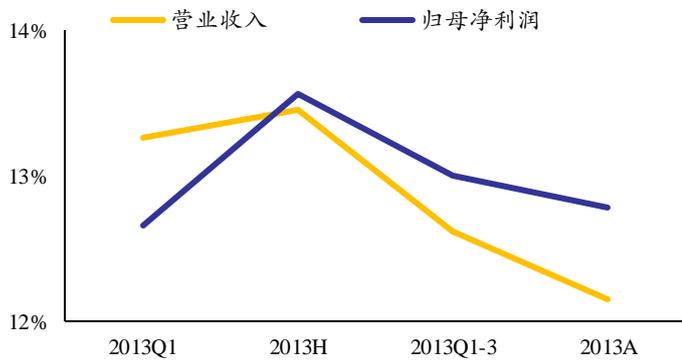
➤ 银行业基本面

行情区间对应 2013 年中报和三季度，上市银行中报业绩超预期成为本轮上涨行情的催化剂，而三季度营收和利润增速的预期内下滑，也是行情末期动能转弱的原因之一。区间内由于流动性收紧，净息差逐季走阔。不同以往的是，总资产增速显著低于贷款增速，这是监管打击非标业务的效果体现。

银行业不良率和不良贷款余额双升，逾期率和不良生成率也表明风险暴露尚未见顶；拨备覆

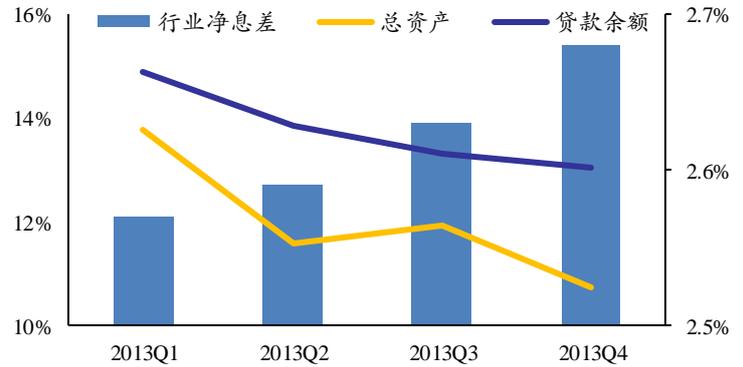
盖率在 13Q2 短暂企稳后持续下行，进入以丰补歉的消耗阶段。

图 84：2013Q1-2013A 老十六家银行业绩同比增速



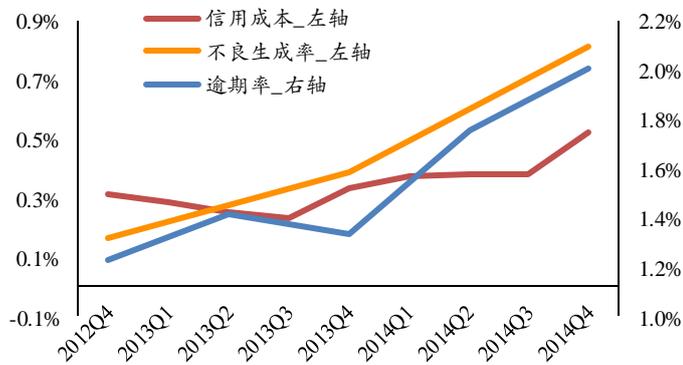
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 85：2013Q1-2013A 老十六家银行规模同比增速与净息差



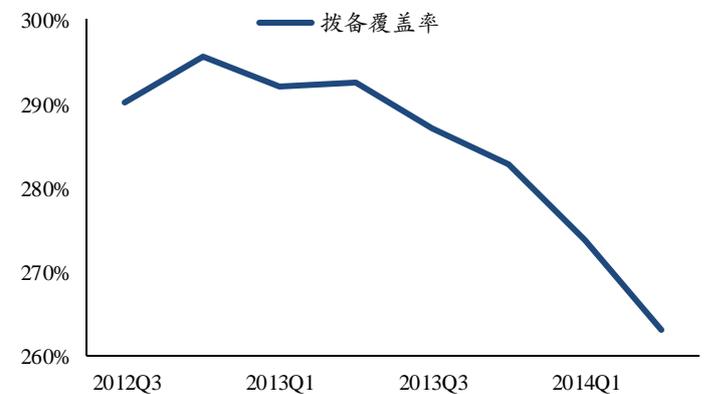
资料来源：银保监会、wind、安信证券研究中心

图 86：2012Q4-2014Q4 老十六家银行资产质量先行指标



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 87：2012Q3-2014Q2 银行业拨备覆盖率

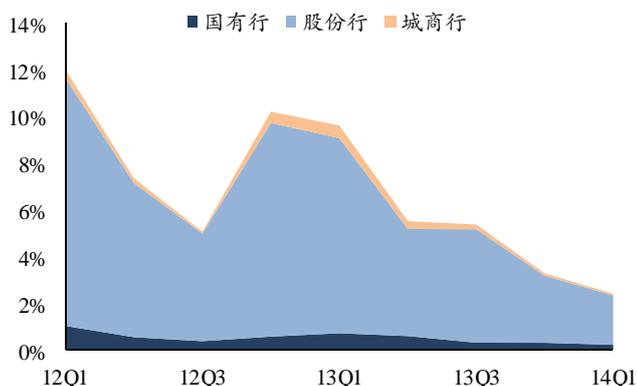


资料来源：银保监会、安信证券研究中心

基金持仓及估值表现

2013Q2-Q3 主动型基金重仓银行股的仓位仅略高于前期 2012Q3 低点，主要因为宏观经济复苏动能偏弱、行业监管环境趋严、以及资产质量风险仍在暴露中，银行股投资逻辑不畅。行情启动时银行（申万）指数 PB_LF 为 1.03 倍，位于历史估值后 5%分位，行情期内最高触及 1.20 倍。

图 88：2012Q1-2014Q1 主动型基金持有的老十六家银行仓位



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 89：2013.1-2014.6 银行（申万）指数 PB_LF 走势



资料来源：wind、安信证券研究中心

- 归纳总结：本轮银行板块上涨，主要归因于7月后宏观经济阶段性企稳以及央行紧缩流动性的态度边际缓和，上市银行中报业绩超预期也形成有力催化。此外，机构持仓较少和板块估值处于低位，也为此段行情提供了必要支撑。

行情区间平安、浦发、兴业领涨，涨幅分别为45%、32%、30%。

2.1.10. 2014.10-2014.12 无风险利率下行、增量资金进场推升银行股牛市

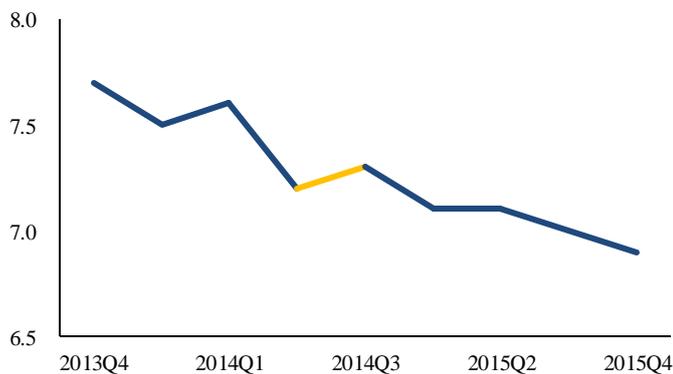
本轮行情持续了3个月，银行板块累计上涨60.4%，跑赢沪深300指数16.2个百分点。

➤ 宏观经济

2014年5月习近平总书记正式提出要“适应新常态”，在就业稳定和不发生系统性金融风险的前提下，不采取大规模刺激，而是通过经济结构优化升级，由市场创造良好环境，实现平稳过渡。

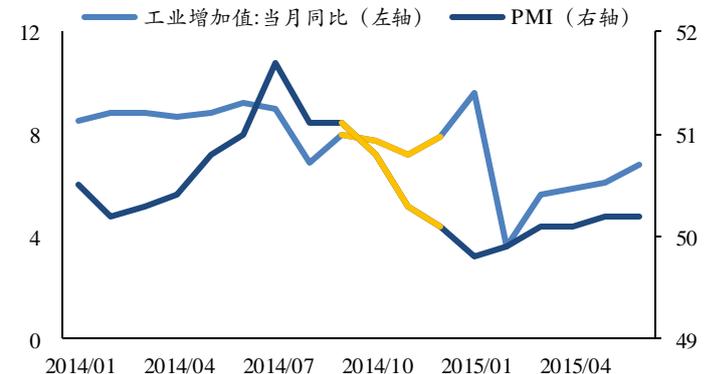
在决策层对国内经济增速的定调由“高速”逐步转向“中高速”的背景下，行情区间内宏观经济震荡下行，2014Q4 GDP 同比增速为7.3%，较上年同期下降了0.4个百分点。工业增加值同比增速小幅下降，中枢保持在7.6%左右，PMI快速下行，虽仍在扩张区间，但12月已降至50.1，濒临跌破荣枯线。CPI低位运行，PPI降幅扩大。实体经济景气度走低。

图 90：2014-2015 年 GDP 单季同比增速 (%)



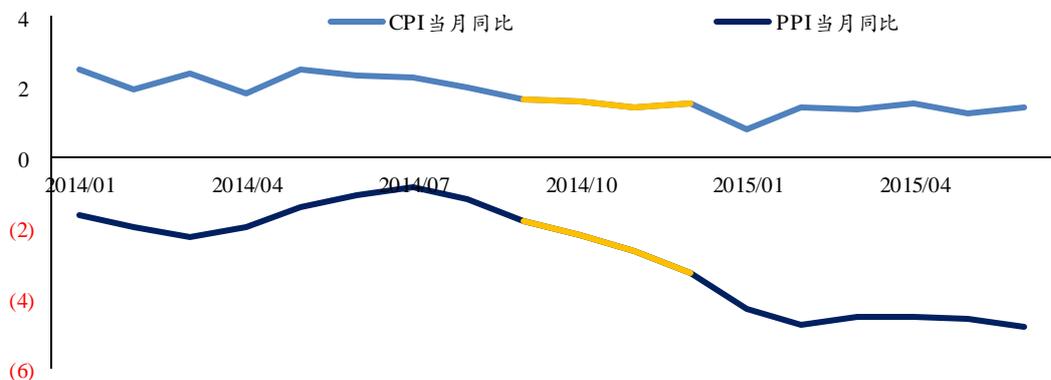
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 91：2014.1-2015.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 92：2014.1-2015.6 CPI 与 PPI 走势 (%)



资料来源：wind、安信证券研究中心

此外，针对市场长期关心的地方政府隐性债务问题，2014年10月2日国务院发布了《加强地方政府性债务管理的意见》（43号文），财政部等随后也下发了配套文件，其核心内容是：1) 将存量债务分类纳入预算管理，统筹财政资金优先偿还到期债务；2) 2016年起只能以省级政府发行地方政府债券的方式举借政府债务，其他将通过市场化手段如PPP形式融资。**43号文将政府隐形信用担保显性化，大幅降低了银行相关资产的实际风险溢价。**

➤ 货币政策

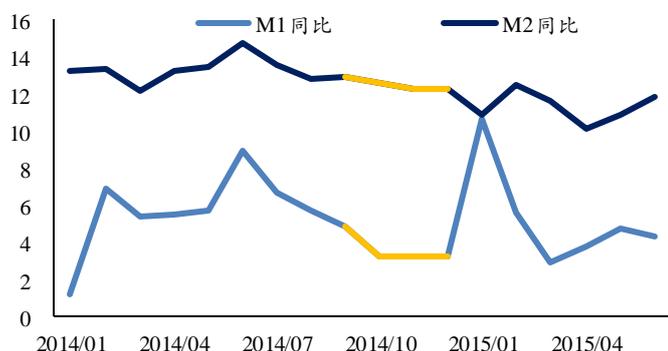
2014年4月，央行下调县域农商行存款准备金率2pc，下调县域农村合作银行存款准备金率0.5pc，前期紧缩的货币政策开始松动。**9月货币政策正式转向宽松**，9-10月间，央行通过新创设的中期借贷便利工具（MLF）累计向银行间市场投放长期资金7,695亿元，带动无风险利率明显下行。11月下旬央行不对称降息，下调一年期贷款基准利率40bp、一年期存款基准利率25bp。

在流动性充裕、无风险利率显著下行的背景下，低估值、高股息率的蓝筹股对资金的吸引力不断增强。增量资金入市是银行股本轮行情的核心原因：

- 1) 11月央行重新批准四类乙类账户进入银行间市场（信托产品、证券公司资产管理计划、基金管理公司及其子公司特定客户资产管理计划、保险资产管理公司资产管理产品），利好流动性从货币市场向资本市场传导。
- 2) 沪港通引发A股投资风格调整，激活金融股。11月17日沪港通正式开通，但不少资金早已提前入场布局。据统计，截至2014年10月，港股金融业上市公司总市值占比27.54%，成交金额占比26.46%，而同期A股金融业上市公司总市值占比24.06%，成交金额占比仅为7.90%。相比之下，港股投资者对金融蓝筹股的投资兴趣更高，正是预期沪港通开通后相关标的受益程度更大，所以内资把银行股作为提前布局的首选。
- 3) 险资入场，坚定银行股长期投资信心。安邦先后举牌民生、招行，成为民生第一大股东、招行第二大股东。

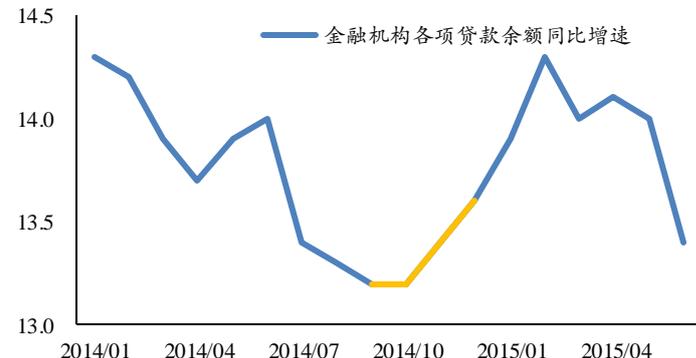
此外，还有一些产业资本、居民资金，也在无风险利率下行的驱动下跑步进场，抢筹银行股。

图 93：2014.1-2015.6 M1 与 M2 增速 (%)



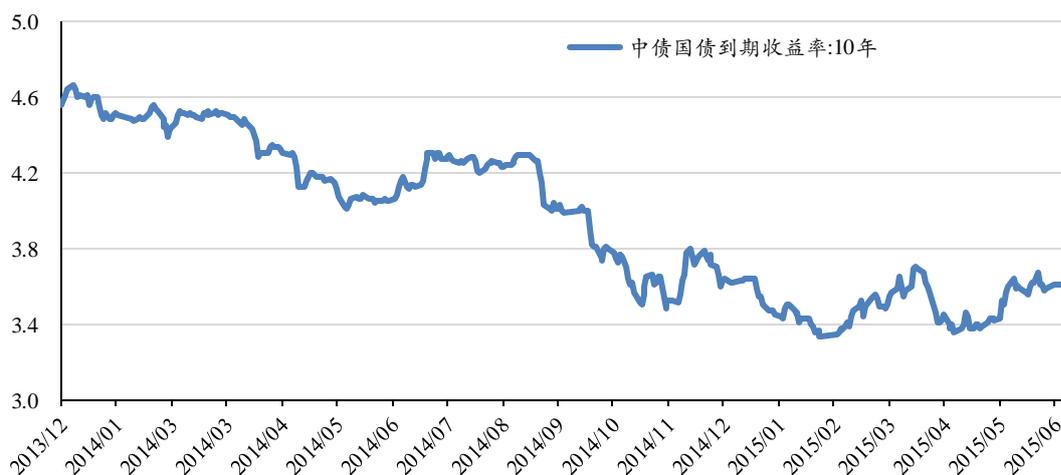
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 94：2014.1-2015.6 金融机构贷款余额同比增速 (%)



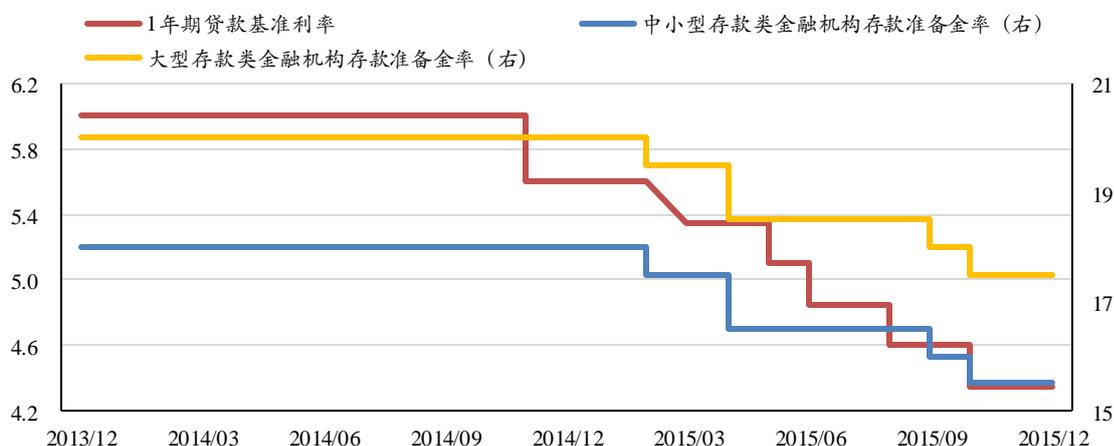
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 95: 2014.9 起市场无风险利率快速下行 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 96: 2014.1-2015.12 存款准备金率和贷款基准利率走势 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

➤ 行业监管

9 月底央行与银监会联合下发《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，放宽首套房及二套房各自的认定范围，并规定首套房贷款最低首付比例为 30%，贷款利率下限下调为基准利率的 0.7 倍，从中央层面放松房地产市场。

2014 年银行业的政策主要围绕影子银行及同业业务、银行业开放和利率市场化三大主题。9 号文《关于规范金融机构同业业务的通知》在 5 月出台后，政策利空阶段性出尽，行情区间内的监管环境总体偏积极：

- 1) 信贷额度有望放松。11 月 19 日国常会提出“增加存贷比指标弹性”，以缓解企业融资难、融资贵的问题。
- 2) 金融混改有望落地。12 月底媒体报道商业银行法修订方案已经上报，或涉及取消存贷比和放开混业经营，银行业未来发展的想象空间被打开。
- 3) 信贷资产证券化流程简化，加速存量资产流转。继年初放松自持比例后，11 月 24 日银监会印发《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》，改审批制为备案制，流程简化实质性利好银行盘活存量资产、释放信贷额度。
- 4) 银行理财有望从高息揽储回归资管业务本质。12 月 4 日银监会加急下发《商业银行理

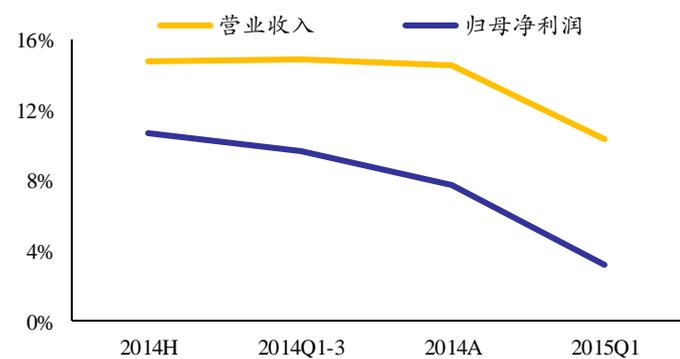
财业务监督管理办法（征求意见稿）》，意在解决银行理财业务中的“刚性兑付”问题，有助于降低银行业的潜在风险。虽然事后看，银行理财业务直到 2018 年后才逐步向净值化转型，但当时市场情绪高涨，文件勾勒的蓝图利好银行资产风险重估，助推板块估值提升。

- 5) **民生银行披露员工持股计划预案。**11 月 7 日民生银行公布 80 亿元员工持股计划，提升了市场对银行业经营更加市场化的预期，及投资银行股的信心。

➤ **银行业基本面**

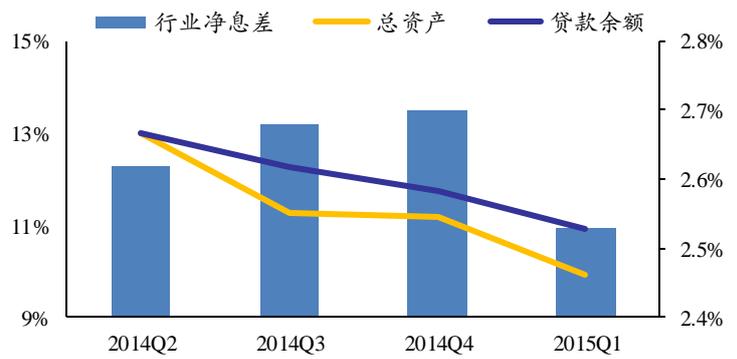
行情区间对应上市银行 2014 年三季报和年报业绩快报。虽然当期营收表现平稳，但净利润增速已现颓势，后续行业景气度大概率进一步下行。规模方面，2014 年前期货币政策仍以稳健中性为主，银行信贷增速至年底才逐步放松，同时，部分同业业务和影子银行业务从表内向表外理财转移，银行总资产增速持续下滑；价格方面，2014 年行业净息差逐季走阔，但随着货币政策转向宽松，市场预期息差下行拐点将至；资产质量方面，随着宏观经济增速持续放缓，风险暴露远未结束，不良率与不良贷款余额双升，不良先行指标也难预见顶点，信用成本高企拖累银行盈利能力进一步降低。

图 97：2014Q2-2015Q1 老十六家银行业绩同比增速



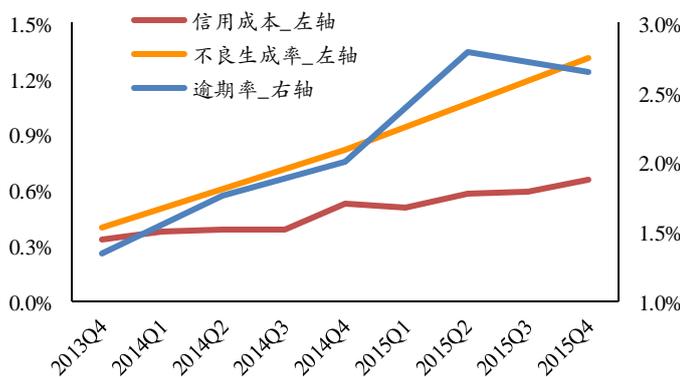
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 98：2014Q2-2015Q1 老十六家银行规模同比增速与净息差



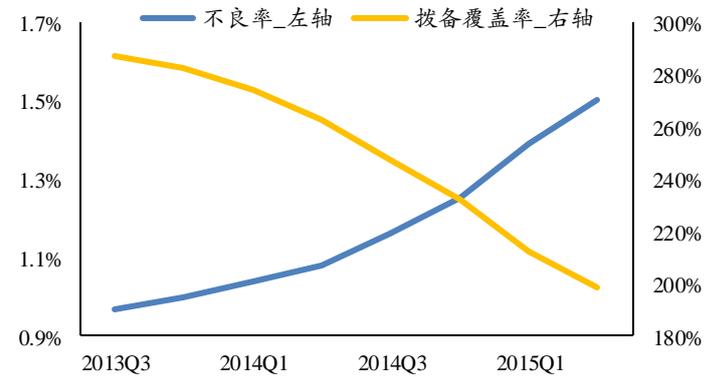
资料来源：银保监会、wind、安信证券研究中心

图 99：2013Q4-2015Q4 老十六家银行资产质量相关指标



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 100：2013Q3-2015Q2 银行业不良率和拨备覆盖率走势



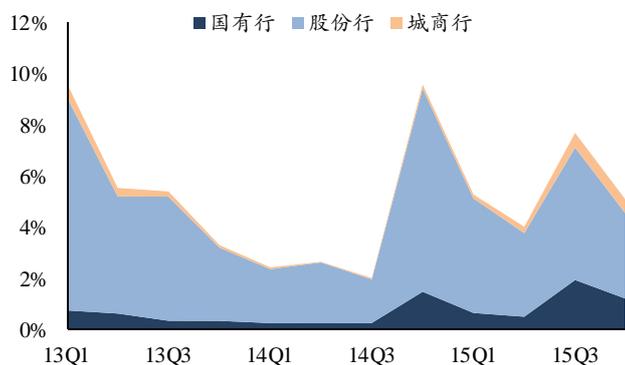
资料来源：银保监会、安信证券研究中心

➤ **基金持仓及估值表现**

行情开始前，2014Q3 主动型基金重仓银行股的仓位创下历史新低，仅为 1.98%。估值方面，2014 年后银行（申万）指数破净成为常态，行情开始前其 PB_LF 约为 0.9 倍，位于历史估值的后 5%分位，年底估值切换后更低。仓位与估值双双位于底部，提供了银行股上涨的必

要条件。

图 101: 2013Q1-2015Q4 主动型基金持有老十六家银行仓位



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 102: 2014.1-2015.6 银行 (申万) 指数 PB_LF 走势



资料来源: wind、安信证券研究中心

- 归纳总结: 本轮银行板块上涨前夕, 市场对宏观经济景气下行和监管利空政策均已有充分反应, 银行板块的估值和持仓调整到位, 为后续行情演绎提供了上涨基础。10 月随着货币政策转向宽松, 无风险利率下行驱动各路增量资金入市买入低估值蓝筹股, 推动银行板块大涨。

行情区间中信、光大、民生领涨, 涨幅分别为 79%、76%、74%。

12 月初随着股市转暖, 部分股份行开始推广以“伞形结构化业务”为代表的优先级理财融资, 融资方运用杠杆放大资金体量进行股票二级市场投资。此类产品成为后续几个月 A 股持续走牛的重要推力, 银行板块行情也逐步让位于弹性更高的中小创主题投资。

2.1.11. 2017.5-2017.7 经济韧性超预期和监管节奏边际放缓的双轮驱动

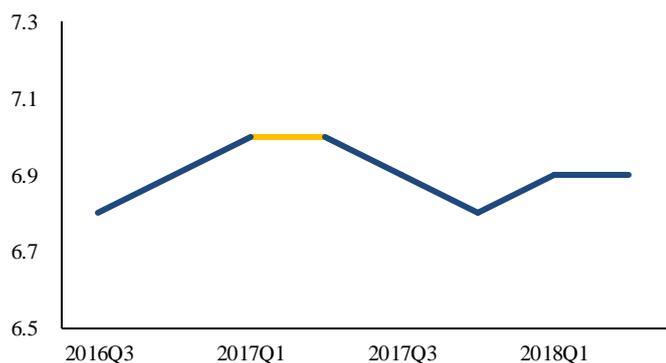
本轮行情持续了 3 个月, 银行板块累计上涨 12.9%, 跑赢沪深 300 指数 4.3 个百分点。

➤ 宏观经济

行情区间内宏观经济韧性超预期, 边际企稳后预期上修。4 月工业生产、投资、消费增速等全面回落, 但整体还在高位区间, 且信贷社融增速超出预期, 融资需求旺盛提振对未来的经济预期。

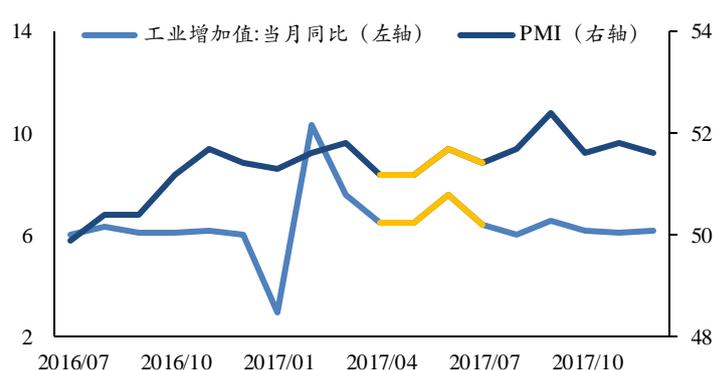
5 月工业增加值和社会消费品零售总额同比增速超预期止跌, 经济回落比预期温和且结构上不乏亮点。6 月制造业 PMI 和非制造业 PMI 双双超预期回升至年内次高点, 表明经济企稳态势进一步明朗, 市场上调经济增长预期。

图 103: 2016Q3-2018Q2 GDP 单季同比增速 (%)



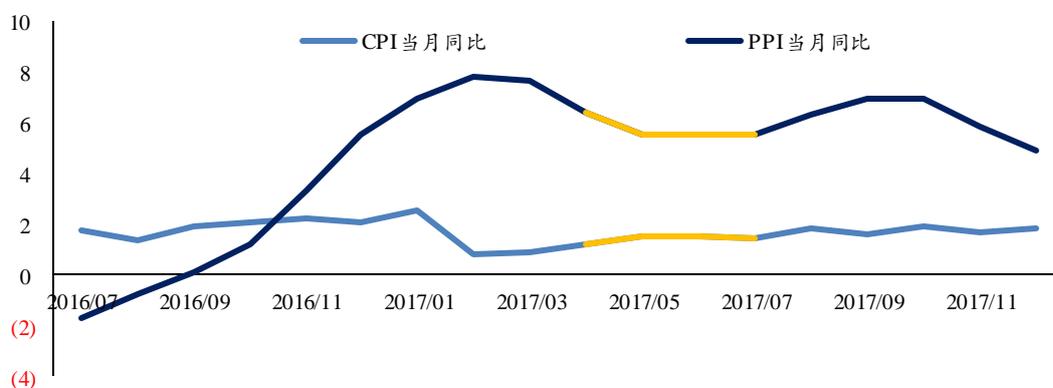
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 104: 2016.7-2017.12 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 105: 2016.7-2017.12 CPI 与 PPI 走势 (%)



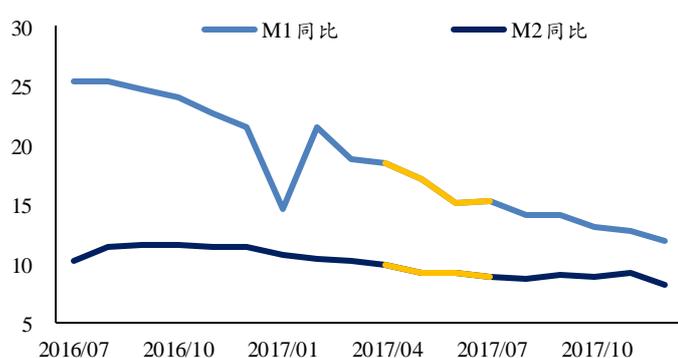
资料来源: wind、安信证券研究中心

货币政策

区间内实施紧缩的货币政策。2017 年以来,一方面外围经济逐步企稳,发达经济体相继加息退出量化宽松货币政策,新兴市场货币面临较大贬值压力;另一方面,国内深化供给侧改革,强化金融去杠杆与防风险。2017 年 1 月央行上调 MLF 利率,标志着货币政策由松转紧。

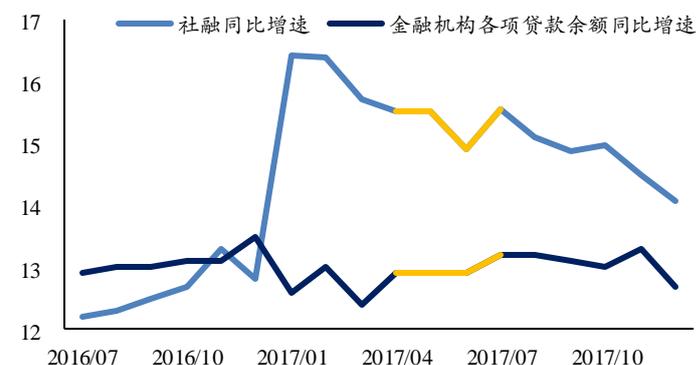
行情期内 M1 增速降幅显著, M2 大致持平;信贷增速总体平稳,社融增速处于全年趋势性下行的中段。

图 106: 2016.7-2017.12 M1 与 M2 增速 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 107: 2016.7-2017.12 社融与金融机构贷款余额同比增速 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

➤ 行业监管

继 2016 年底中央经济工作会议提出“要把防控金融风险放到更加重要的位置”后，**2017 年全年都贯彻落实了密集且严格的金融风险防控监管**。上半年以“三三四十”等系列专项治理工作为主，下半年则从同业负债、互金小贷、理财资管、影子银行、地方融资平台等多方面进行规范与约束。

但在监管从严的长期趋势下，年中节奏短期有所放缓。随着金融去杠杆带动股票质押和影子银行业务收紧，风险初步释放的同时市场大幅回落，决策层逐步意识到“处置风险的风险”，监管节奏有所放缓。5 月初，央行召集一行三会加强监管政策沟通协调，一季度货币政策执行报告和银监会会议通报也都释放了缓和信号，在时间和空间上就监管强度给予部分让渡：时间上给予 4-6 个月的缓冲期，空间上提出“新老划断”，大幅降低结构调整压力。

表 5：2017 年上半年金融风险防控相关政策措施

时间	部门	主要内容
2017.2.17	央行	四季度货币政策执行报告指出，要平衡稳增长、调结构、抑泡沫和防风险之间的关系，防止资金“脱实向虚”。
2017.3.28	银监会办公厅	《关于开展银行业“违法、违规、违章”专项治理工作的通知》(45 号文)，“三违反”自查
2017.3.28	银监会办公厅	《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》(46 号文)，“三套利”自查
2017.4.6	银监会办公厅	《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》(53 号文)，“四不当”自查
2017.4.7	银监会	《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》(4 号文)
2017.4.7	银监会	《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》(5 号文)，整治“十乱象”
2017.4.10	银监会	《关于银行业风险防控工作的指导意见》(6 号文)
2017.4.12	银监会	《关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》(7 号文)
2017.4.23	政治局会议	强调要高度重视防控金融风险，加强金融服务实体经济
2017.5.3	六部门联合	《进一步规范地方政府举债融资行为的通知》，约束地方政府及平台杠杆融资
2017.7	国务院	全国金融工作会议设立国务院金融稳定发展委员会

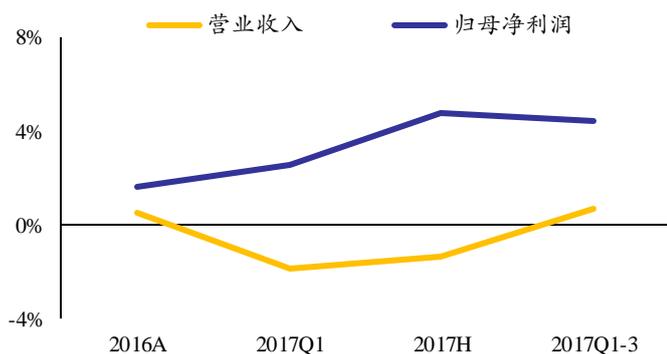
资料来源：国务院、中国人民银行、银保监会、安信证券研究中心

➤ 银行业基本面

行情开始前上市银行刚结束 2016 年年报和 2017 年一季报披露，**业绩增速阶段性见底，后续回升确定性较强**。

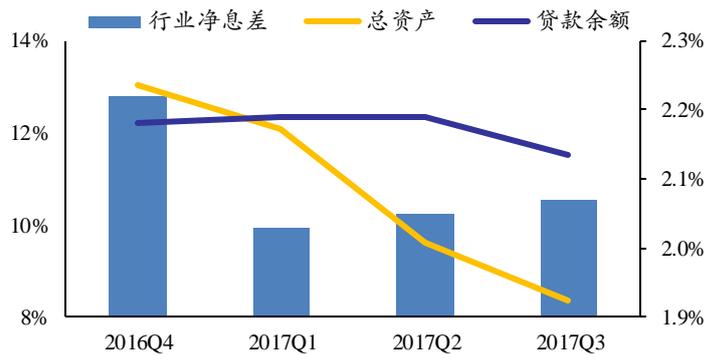
规模方面，同业业务去杠杆拖累总资产增速，但为满足必要的实体经济融资需求，信贷增速稳中有升；价格方面，上一轮降息周期的影响基本消化完毕，2017 年初货币政策由松转紧，净息差从底部企稳回升；资产质量方面，受益于 2014-2015 年间不良大幅核销以及 2016 年以来的宏观经济企稳，行业不良率稳定在 1.74%，不良生成率和逾期率稳步下降，使得信用成本下降的同时拨备覆盖率重回上升通道。

图 108: 2016-2017 老十六家银行业绩同比增速



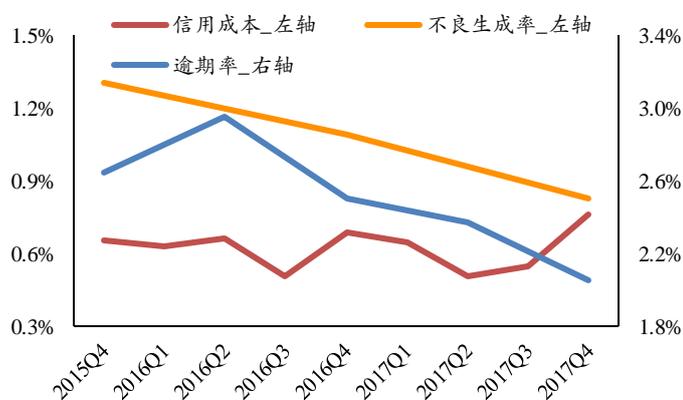
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 109: 2016-2017 老十六家银行规模同比增速与净息差



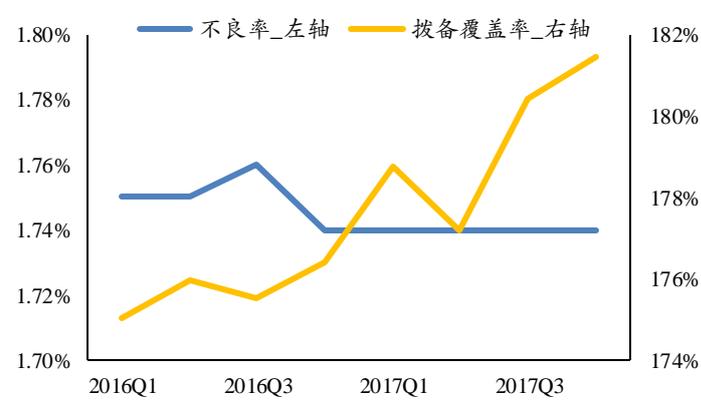
资料来源: 银保监会、wind、安信证券研究中心

图 110: 2015Q4-2017Q4 老十六家银行资产质量相关指标



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 111: 2016Q1-2017Q4 银行业不良率和拨备覆盖率

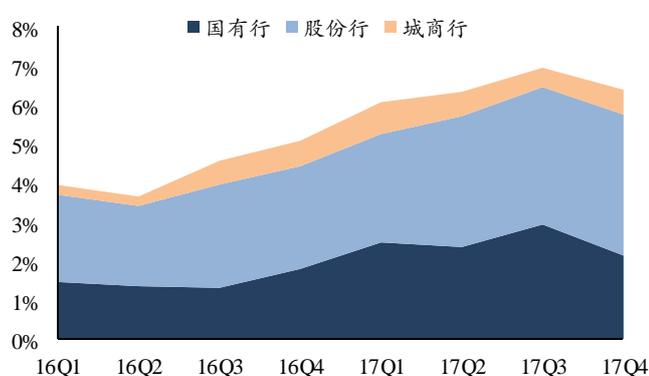


资料来源: 银保监会、安信证券研究中心

基金持仓及估值表现

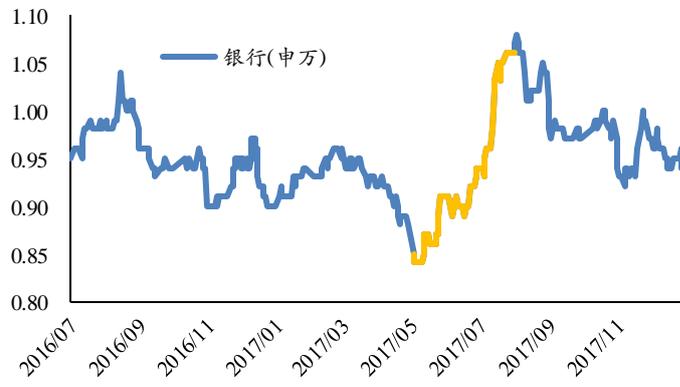
2016Q2 以后, 随着经济企稳复苏、市场风格向价值型投资转换, 主动型基金重仓银行股的仓位逐季上升, 并在 2017Q3 达到顶点。但与之相对, 年初以来连续出台的监管政策以及对未来监管细则的负面预期, 对银行股价形成明显打压, 5 月初银行(申万)指数 PB_LF 跌破 0.85X, 板块估值创下历史新低。

图 112: 2016Q1-2017Q4 主动型基金持有老十六家银行仓位



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 113: 2016.7-2017.12 银行(申万)指数 PB_LF 走势



资料来源: wind、安信证券研究中心

归纳总结: 本轮银行板块上涨, 一方面受益于宏观经济韧性超预期, 5 月经济边际企稳后市场预期上修; 另一方面则因年中监管力度边际缓和, 决策层开始注重监管节奏, 在

时间和空间上给予银行部分让渡，缓释市场担忧。此外，2016年末、2017年初银行业绩表现阶段性见底，后续企稳回升确定性较强，也从基本上支撑了股价上扬。

行情区间招商银行、平安、兴业领涨，涨幅分别为38%、20%、19%。

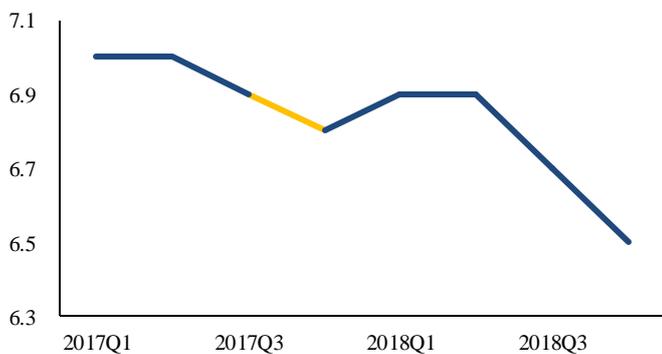
2.1.12. 2017.11-2018.1 四轮驱动下的脉冲行情

本轮行情持续了3个月，银行板块累计上涨13.9%，跑赢沪深300指数7.2个百分点。

➤ 宏观经济

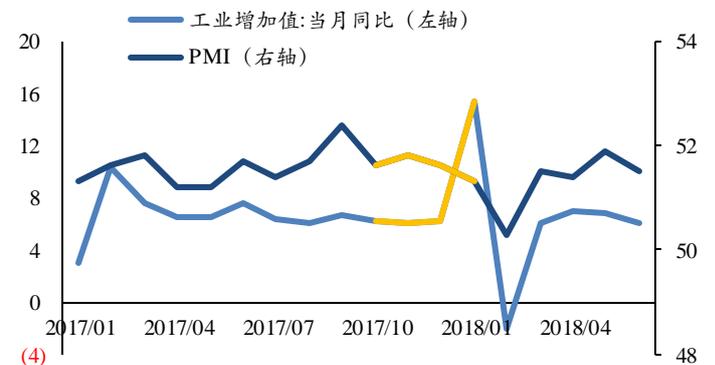
区间内宏观经济呈现出企稳向好的迹象。2017Q4 GDP 同比增速为6.8%，环比微降但仍高于全年目标值6.5%，经济增长平稳收官。边际上，受采暖需求较强驱动，12月电力、热力、燃气及水的生产和供应业增加值同比大幅回升，带动工业增加值增速预期向上；PMI 指数波动向下，但整体在扩张区间，年底制造业投资同比增速回升或预示结构性修复已逐步开启。

图 114: 2017Q1-2018Q4 GDP 单季同比增速 (%)



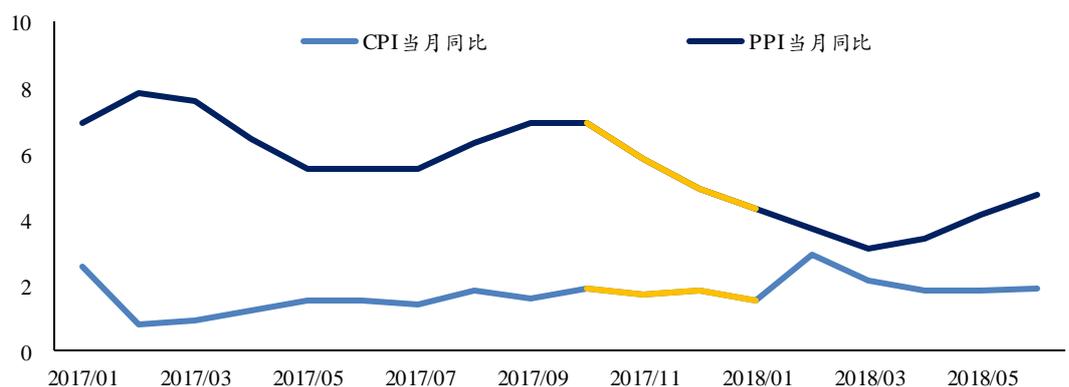
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 115: 2017.1-2018.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 116: 2017.1-2018.6 CPI 与 PPI 走势 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

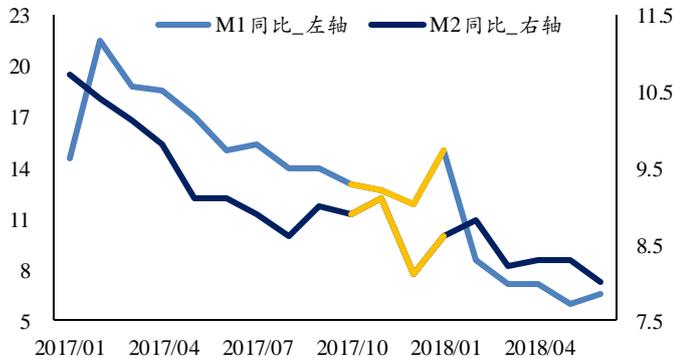
➤ 货币政策

行情区间内央行仍实施紧缩的货币政策，但临近年末，央行有阶段性地提供流动性补充，助推了银行股行情。区间内板块第一波行情在11月17日-22日之间，此前一周央行通过公开市场操作净投放6,210亿元，为当年2月以来单周净投放最高值。板块第二波行情在1月10日-24日中间，此前1月2日央行提出建立“临时准备金动用安排”，全国性商业银行在春节

期间有流动性缺口时，可临时使用不超过 2 个百分点的法定存款准备金，期限为 30 天；同时，1 月中下旬市场降准预期强烈，央行最终于 1 月 25 日公布实施普惠金融定向降准。

在流动性补充下，2018 年 1 月的 M1、M2 和信贷增速均有所反弹。

图 117：2017.1-2018.6 M1 与 M2 增速 (%)



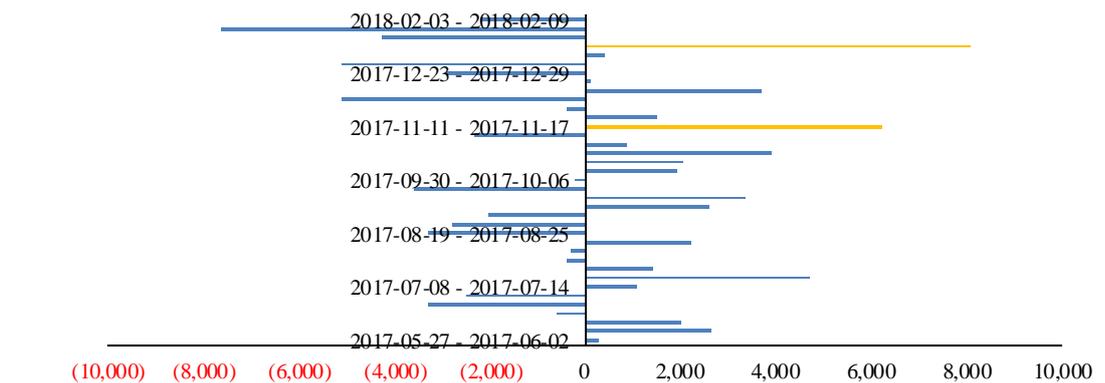
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 118：2017.1-2018.6 社融与金融机构贷款余额同比增速 (%)



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 119：2017.6-2018.1 单周央行公开市场操作净投放量 (亿元)



资料来源：wind、安信证券研究中心

➤ 行业监管

2017 年年中监管节奏边际缓和后，下半年又开启了新一轮去杠杆、防风险的紧密布局：1) 8 月，MPA 同业负债核算口径扩容，新纳入资产规模 5,000 亿元以上银行发行的一年期以内的同业存单，同业去杠杆再加码；2) 11 月，央行牵头开始系统性规范和整治互联网小额贷款，虽然长期利好居民杠杆健康发展，但短期“共债”问题突出，拖累银行零售贷款资产质量；3) 资管新规征求意见稿出台，信托贷款和委托贷款规范管理办法出台，影子银行监管进一步趋严。

行情期内，监管持续高压从严态势，但鉴于利好因素更为强烈，严监管带来的悲观情绪被稀释或延后释放。

表 6：2017 年下半年至 2018 年 1 月金融风险防控相关政策措施

时间	部门	主要内容
2017.8	央行	二季度货币政策执行报告提出，将资产规模 5000 亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入 MPA 同业负债占比指标进行考核
2017.10	十九大报告	提出要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战

		战，防风险位列三大攻坚战之首
2017.11.22	互金风险整治小组	互联网金融风险专项整治工作领导小组下发特急文件《关于立即暂停批设网络小额贷款公司的通知》
2017.11.23	央行、银监会	联合召开网络小额贷款清理整顿工作会议
2017.11.27	央行	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》
2017.12.1	央行、银监会	《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》
2017.12.6	银监会	《商业银行流动性风险管理办法（修订征求意见稿）》
2017.12.22	银监会	《关于规范银信类业务的通知》
2018.1.4	央行	重新设定 2018 年同业存单年度备案额度测算公式
2018.1.4	银监会	《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》，要求存款类金融机构自营债券正回购或逆回购资金余额超过其上季度末净资产 80% 的，应及时向监管部门汇报
2018.1.5	银监会	《商业银行大额风险暴露管理办法》公开征求意见
2018.1.5	银监会	《商业银行股权管理暂行办法》
2018.1.6	银监会	《商业银行委托贷款管理办法》
2018.1.13	银监会	《进一步深化整治银行业市场乱象的通知（4 号文）》及配套文件

资料来源：国务院、中国人民银行、银保监会、安信证券研究中心

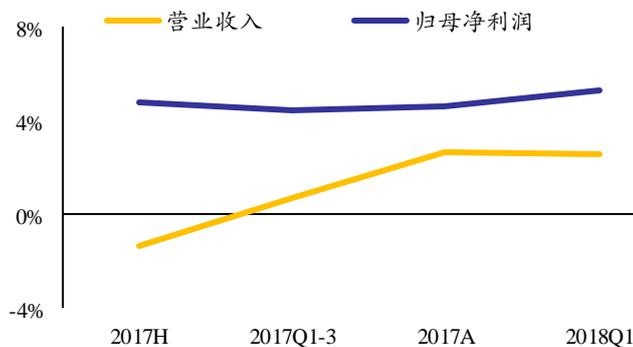
► 银行业基本面

行情区间对应 2017 年三季报和年报业绩快报，上市银行业绩增速逐季改善，为板块上涨提供了支撑。

规模方面，贷款增速下半年有所回落，不仅有高基数的原因，也有社会信用派生放缓后负债端的压力；同业业务压降进一步拖累总资产至个位数增长，个别银行出现短期缩表行为。息差方面，2017 年息差逐季走阔，2018 年起受 IFRS9 新会计准则影响，银行部分利息净收入被划入非息收入，息差预期内回落，但对营收增速影响甚微。行业资产质量进一步好转，不良生成率和逾期率先后在 2015 年、2016 年中见顶后连续多季度下行，拨备覆盖率重回 180% 以上，监管行有余力开始着手推进不良从严认定。

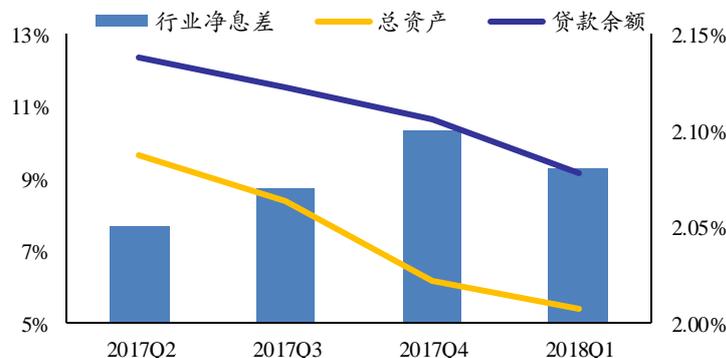
此外，2018 年 1 月 4 号文的出台也预示了 2018 年监管工作重点将从建立新的监管框架转为落实已发布的监管条文，表内外严监管带给银行的资产负债调整压力 2017 年已有所反应，2018 年预期边际减弱。

图 120：2017H-2018Q1 老十六家银行业绩同比增速



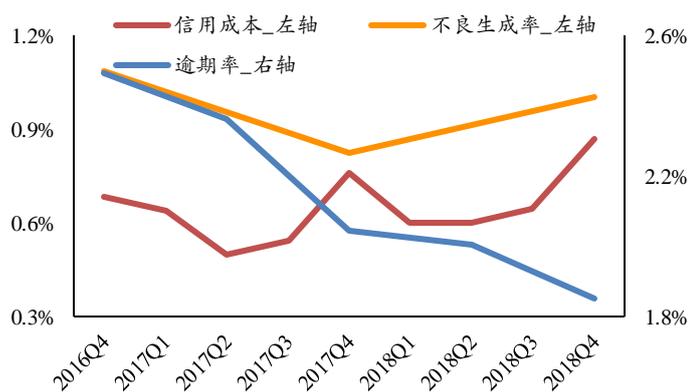
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 121：2017H-2018Q1 老十六家银行规模同比增速与净息差



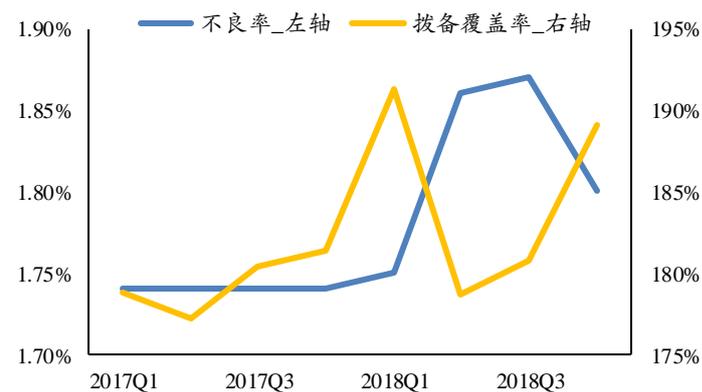
资料来源：银保监会、wind、安信证券研究中心

图 122: 2016Q4-2018Q4 老十六家银行资产质量相关指标



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 123: 2017Q1-2018Q4 银行业不良率和拨备覆盖率



资料来源: 银保监会、安信证券研究中心

➤ 估值表现

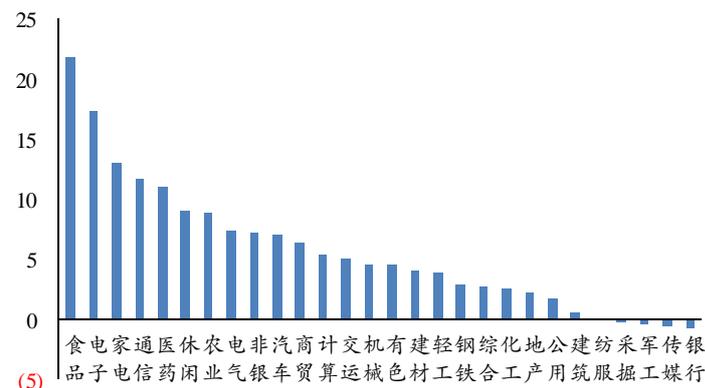
2017 年以来随着金融去杠杆, 市场投资风格由小票转向大盘蓝筹股, 并以价值投资为导向在各板块间轮动。银行板块继上一轮 2017 年 5-7 月的上涨行情后, 8-10 月间累计下跌 0.75%, 在 28 个申万一级行业中涨幅垫底, 此外年底还叠加估值切换, 银行板块低估值补涨概率上升。

图 124: 2017.1-2018.6 银行(申万)指数 PB_LF 走势



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 125: 2017.8-2017.10 申万一级行业涨跌幅排名



资料来源: wind、安信证券研究中心

➤ 归纳总结: 本轮银行板块上涨, 受益于宏观经济阶段性企稳向好、跨年期间央行增加流动性供给、价值投资风格主导下银行基本面逐季改善、板块轮动下低估值补涨等多重利好因素支撑, 虽然期间严监管政策密集出台, 但银行股短期仍有不错表现。

行情区间建行、南京、招行领涨, 涨幅分别为 33%、28%、25%。

2.1.13. 2018.7-2018.10 去杠杆节奏缓和, 货币政策由紧转松

本轮行情持续了 4 个月, 银行板块累计上涨 8.1%, 跑赢沪深 300 指数 18.3 个百分点。

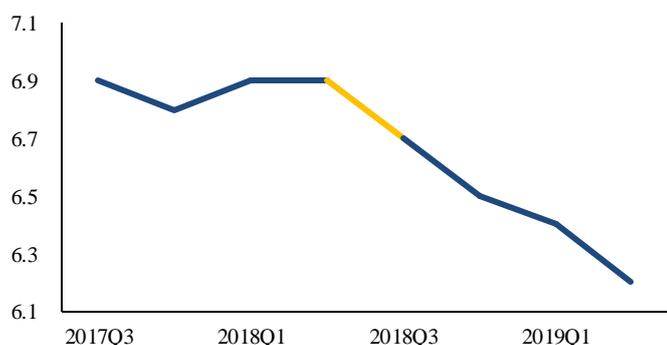
➤ 宏观经济

进入 2018 年后, 国内宏观经济最初延续 2017 年弱复苏态势, 但各经济分项内部已有分化, 固定资产投资和社会消费品零售总额增速持续下行, 特别是基建投资回落超预期。4 月资管新规落地后, 表外融资面临较大收缩压力, 虽然央行降准, 但对冲效果有限。社会融资增速

下滑，不仅继续约束基建投资，还加剧了高杠杆企业现金流断裂、债务违约的风险。叠加 3 月、6 月中美贸易冲突下，两轮关税博弈引发进出口业务风险上升，下半年宏观经济的不确定性明显上升，市场预期金融去杠杆的节奏或边际放缓，宏观逆周期调节亦会加码。

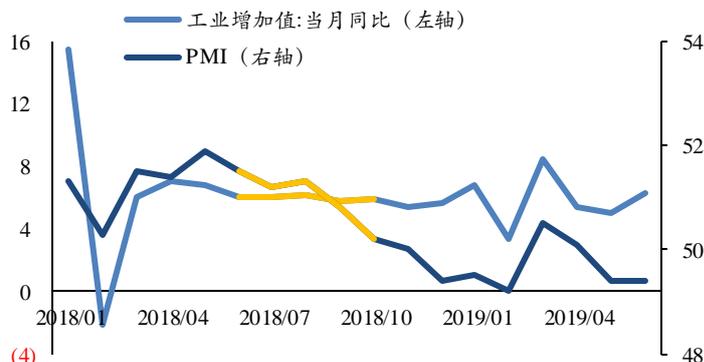
2018Q2 后 GDP 增速进入下行通道，Q3 增速为 6.7%，环比下降了 0.2 pcts。行情区间内工业增加值同比增速稳定，但 PMI 波动下行，10 月濒临跌破荣枯线。

图 126: 2017Q3-2019Q2 GDP 单季同比增速 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 127: 2018.1-2019.6 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 128: 2018.1-2019.6 CPI 与 PPI 走势 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

➤ 货币政策及其他逆周期调节政策

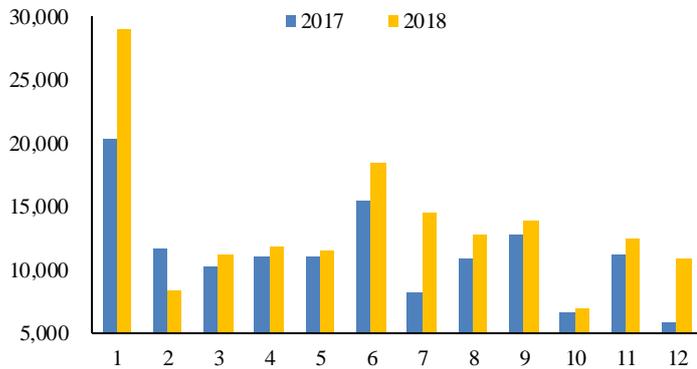
行情区间内货币政策由紧转松。6 月 24 日央行定向降准 0.5 pc 用于支持市场化债转股和小微企业融资，同时下调支小再贷款利率 0.5 pc，标志着货币政策由紧转松，银行业自 2017 年以来持续上升的负债成本压力得到边际缓解。

为对冲资管新规后非标压降引发的社会信用收缩，6 月起银行受窗口指导显著加大信贷投放力度，M2 增速迅速拔高。7 月 18 日媒体报道央行近日对当月超出额度的增量贷款投放给予额外的 MLF 配额；8 月 11 日，银保监会官网明确提出要“加大信贷投放力度”；18 日正式发布通知，就进一步做好信贷工作、提升服务实体经济质效做出了具体安排。此外，7 月后地方专项债加速发行，部分抵补社融缺口，基建投资企稳也有利于经济预期改善。

进入 9 月后国内外经济形势的不确定性加大，决策层“稳增长”诉求提升，银行板块利好不断，包括提高存贷比容忍度、免收小微企业贷款利息收入的增值税、将银行投资地方债的风险资本占用下调为零等。9 月末中美贸易冲突进入第三轮博弈，双方互加关税实质性生效，

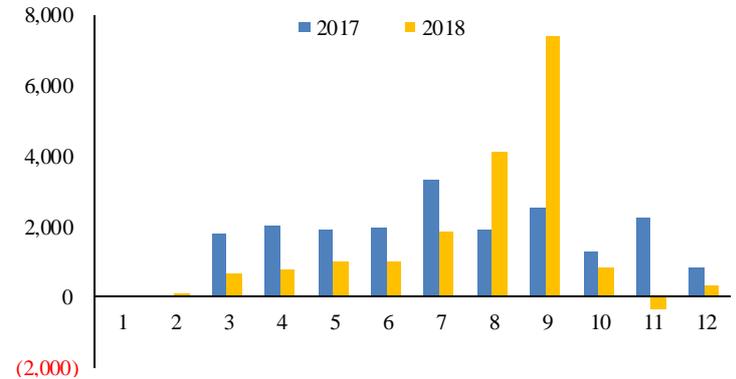
随即 10 月初央行再次宣布下调主要银行存款准备金率 1 pc，流动性趋向宽松。

图 129: 2017-2018 单月新增人民币贷款 (亿元)



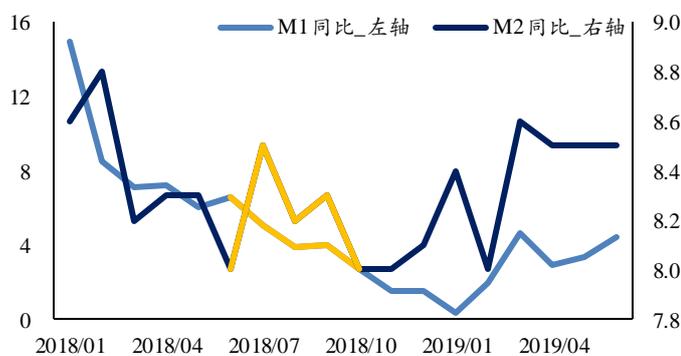
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 130: 2017-2018 单月新增地方专项债 (亿元)



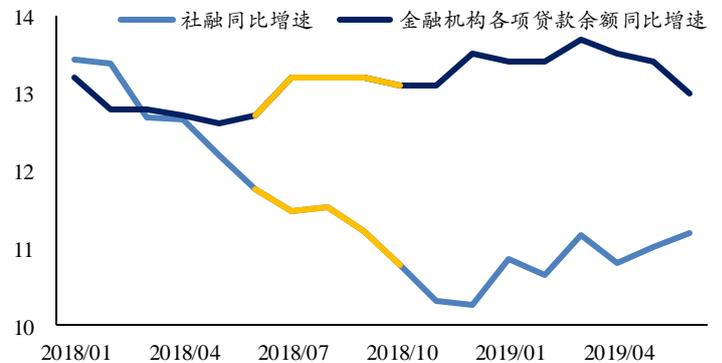
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 131: 2018.1-2019.6 M1 与 M2 增速 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 132: 2018.1-2019.6 社融与金融机构贷款余额同比增速 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

➤ 行业监管

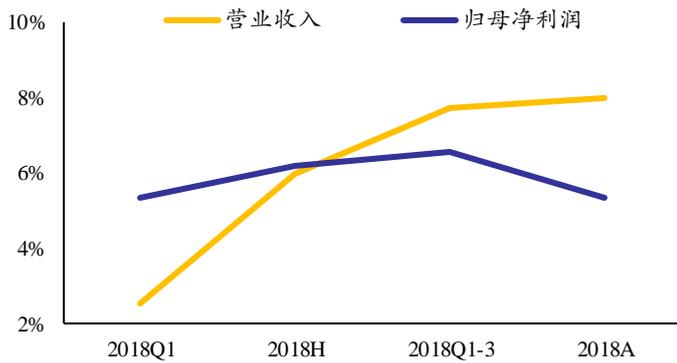
区间内行业监管强度显著缓和。7 月 19 日，央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，给《资管新规》打补丁，明确公募产品可以投资非标、过渡期内可发行老产品投资新资产，并提出因特殊情况到期无法处置的存量非标允许一事一议。《通知》表明，决策层已在落实“把握好去杠杆的节奏和力度”以实现“平稳过渡”，较大程度缓解了银行表外非标清理和社融持续萎靡的压力，提振了市场投资情绪。

此外，9 月 19 日中国证券登记结算公司发布《关于修订特殊机构及产品证券账户业务指南的通知》，为银行理财直接入市扫清障碍，构成利好。

➤ 银行业基本面

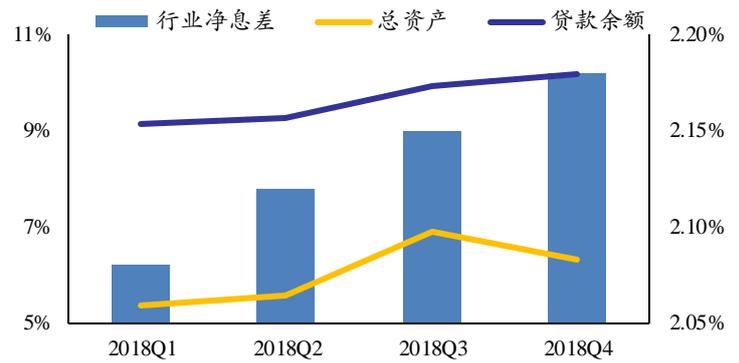
行情区间对应 2018 年中报和三季度报，上市银行景气回升、业绩表现超预期。营收方面，受影子银行压降引发社会信用收缩的间接影响，银行信贷业务量价齐升，推动营收增速逐季抬高。行业资产质量稳中向好，逾期率稳步下行，一是因为存量不良经过过去三四年的集中处置大部分已出清，二是 2017 年后银行开始调整经营理念，不再一味追求规模扩张，严格把控新投放贷款资产质量，故不良新生成节奏放缓。区间内不良率指标有所波动，主因监管引导不良从严认定，逐步将逾期 90 天以上贷款纳入不良所致。

图 133: 2018Q1-2018A 老十六家银行业绩同比增速



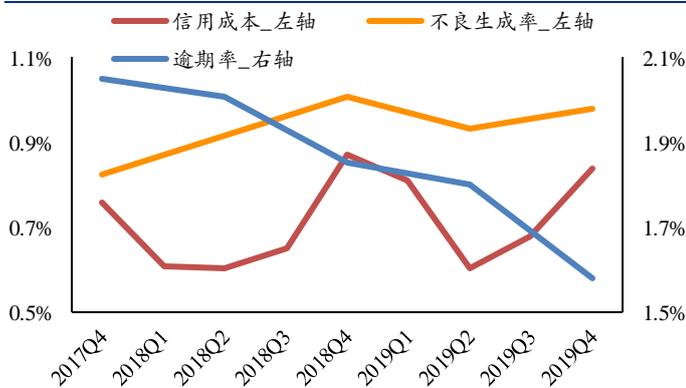
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 134: 2018Q1-2018A 老十六家银行规模同比增速与净息差



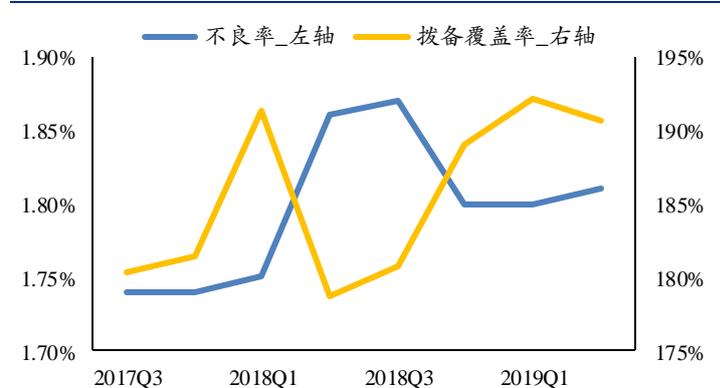
资料来源: 银保监会、wind、安信证券研究中心

图 135: 2017Q4-2019Q4 老十六家银行资产质量相关指标



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 136: 2017Q3-2019Q2 银行业不良率和拨备覆盖率

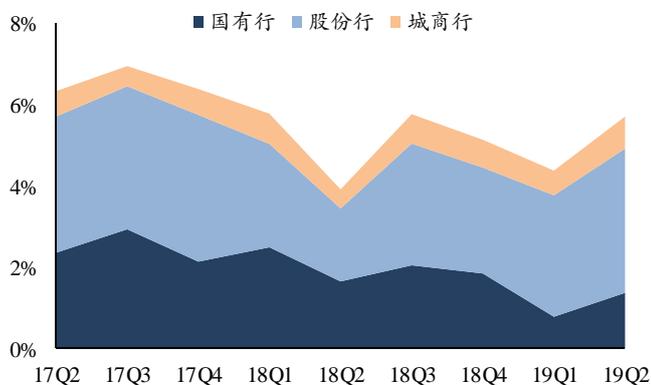


资料来源: 银保监会、安信证券研究中心

基金持仓及估值表现

本轮行情开启前,一方面金融去杠杆,行业监管政策持续高压;一方面,中美贸易摩擦升级,宏观经济不确定性加大,资本市场避险情绪渐浓。2018年2-6月上证综指累计下跌18.37%,银行申万指数也下跌了21.9%,不仅仓位降至阶段性低点,PB_LF也再创新低。

图 137: 2017Q2-2019Q2 主动型基金持有老十六家银行仓位



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 138: 2017.7-2018.12 银行(申万)指数 PB_LF 走势



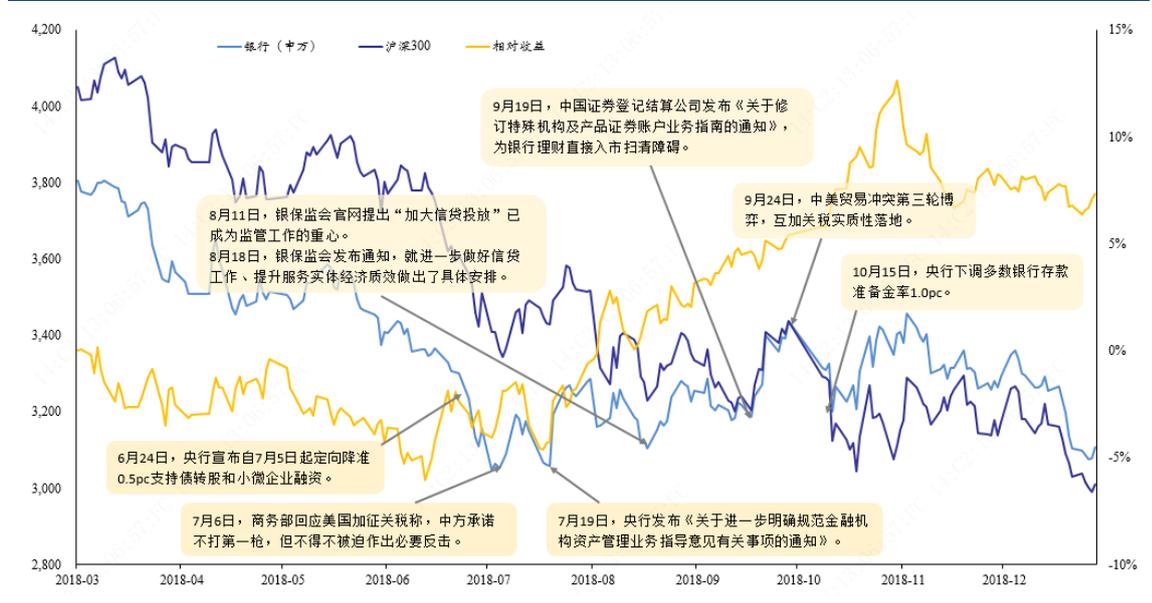
资料来源: wind、安信证券研究中心

归纳总结: 本轮银行板块上涨,主因货币转向宽松,金融去杠杆节奏放缓,银行在政策面和基本面双边受益驱动。上半年受国内外多重因素影响,实体经济下行压力加大,市场预期宏观逆周期调节政策或将加码。7月以央行《通知》为主要拐点,金融去杠杆态

势缓和，货币政策由紧转松，财政政策取向积极，经济预期边际改善带动市场投资情绪回暖。同时银行信贷投放量价齐升，基本面直接受益，利润表现超预期。

行情区间平安、浦发、常熟领涨，涨幅分别为 22%、16%、16%。

图 139：2018.7-2018.10 银行板块行情复盘



资料来源：wind、安信证券研究中心

2.1.14. 2019.9-2019.10 前期高涨幅行业寻求落袋为安，买入经济企稳正向期权

本轮行情持续了 2 个月，银行板块累计上涨 7.6%，跑赢沪深 300 指数 5.3 个百分点。

➤ 宏观经济

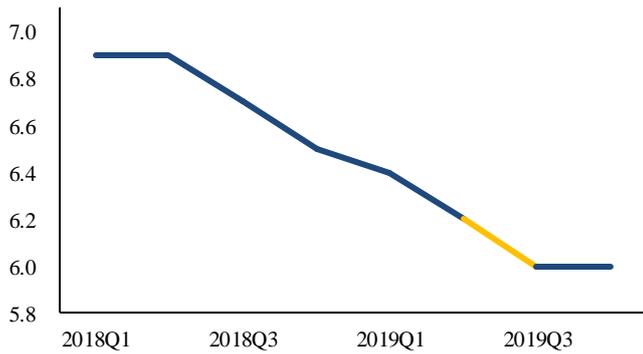
本轮行情历时较短，宏观经济仍在下行期，2019Q3 GDP 增速一路下行至 6.0% 关口；价格指数 PPI 负值运行且跌幅扩大，CPI 受猪价带动快速上升。

8 月起新增信贷、社融的规模与结构都小幅超预期，企业长贷逐步放量。9 月 PMI 环比回升 0.3pc 至 49.8%，虽仍在荣枯线以下，但生产和新订单指数已回升至 52.3% 和 50.5%，经济动能边际改善；同时原材料库存指数小幅上行 0.1pc 至 47.6%，产成品库存指数下行 0.7pc 至 47.1%，被动去库存确认。市场预期如果四季度 PPI 在翘尾因素下有所反弹，或会带动库存周期逐渐进入补库存阶段。

行情期间虽然整体来看经济是否企稳仍需观察，但“稳增长”导向下，买入银行股相当于买入经济企稳的正向期权。

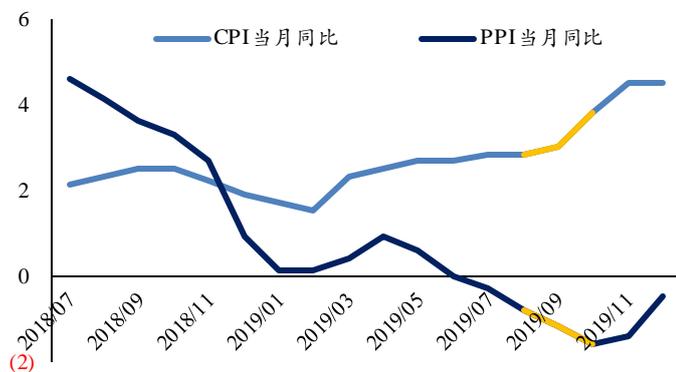
图 140：2018Q1-2019Q4 GDP 单季同比增速 (%)

图 141：2018.7-2019.12 工业增加值同比增速和 PMI 走势 (%)

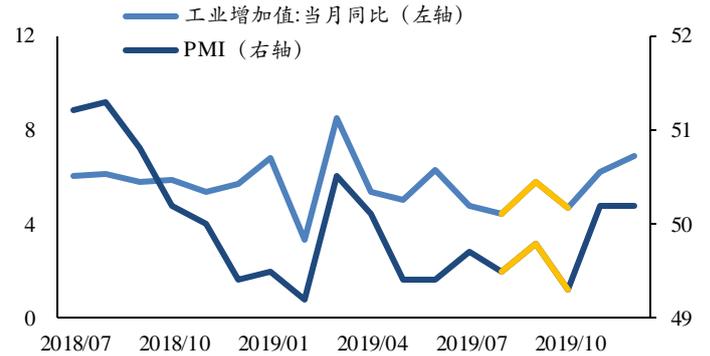


资料来源: wind、安信证券研究中心

图 142: 2018.7-2019.12 CPI 与 PPI 走势 (%)

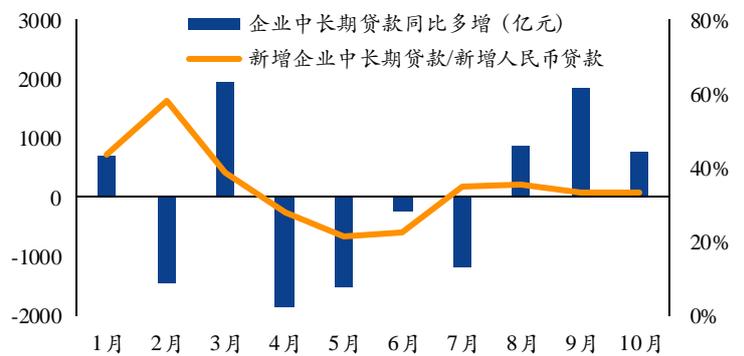


资料来源: wind、安信证券研究中心



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 143: 2019 年月度新增企业中长期贷款同比多增规模及占比



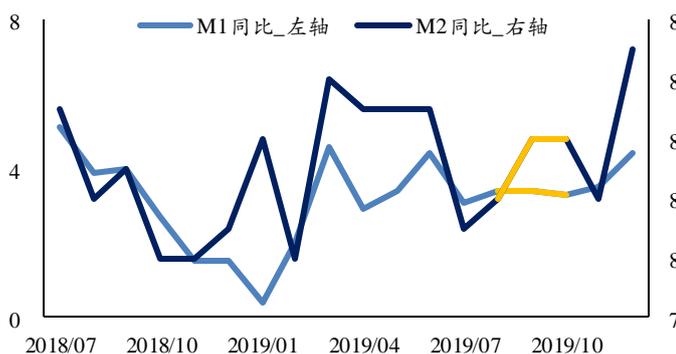
资料来源: wind、安信证券研究中心

货币政策

区间内实施宽松的货币政策。行情开启前,8月16日国务院于明确提出贷款市场利率(LPR)改革方式;隔日央行宣布改革完善LPR形成机制;20日LPR改革后第一次报价,一年期报价较贷款基准利率下降了10bp,较改革前LPR报价下降了6bp。从公布至8月底,银行板块累计下跌2.2%,股价对银行让利实体、基本面下行的预期已反映得较为充分,后续对边际利空钝化,对边际利好敏感。

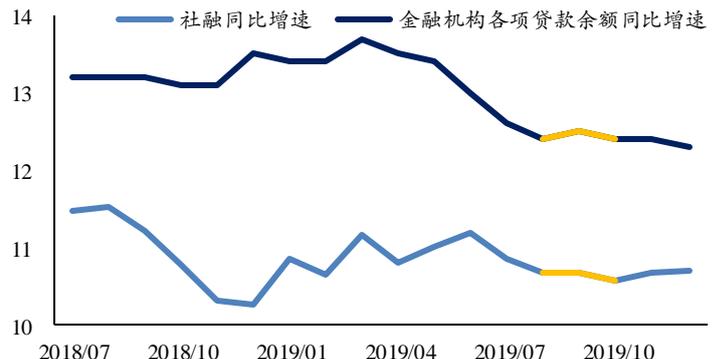
9月3日国常会提出加快落实降低实际利率水平的措施,及时运用普遍降准和定向降准等政策工具,银行板块闻讯回升。随后央行宣布全面降低存款准备金率0.5pc,对仅在省内经营的城商行再额外降准1.0pc。行情区间,信贷社融增速底部企稳,M2增速先行回升。

图 144: 2018.7-2019.12 M1 与 M2 增速 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 145: 2018.7-2019.12 社融与金融机构贷款余额同比增速 (%)



资料来源: wind、安信证券研究中心

➤ 行业监管

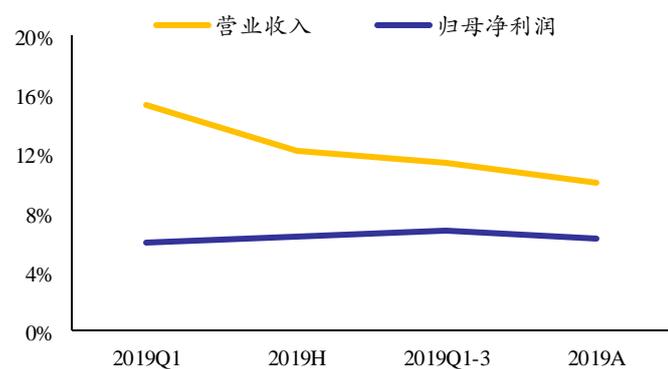
区间内财政部于9月26日发布拨备新政征求意见稿，提及“以银行业金融机构为例，监管部门要求的拨备覆盖率基本标准为150%，对于超过监管要求2倍以上，应视为存在隐藏利润的倾向，要对超额计提部分还原成未分配利润进行分配”。政策对银行实际经营影响有限，但会影响银行账面利润与拨备的摆布，对部分更重视利润释放的投资者来说，构成潜在利好。

➤ 银行业基本面

行情区间对应2019年三季报，由于宏观经济下行叠加贷款利率市场化推进，市场预期银行息差将收窄并拖累营收增速，资产质量保持稳定已是不易，利润释放空间有限。但实际来看，上市银行三季报显著超出预期：营收与利润增速总体平稳、小幅微升；息差不降反升，资产质量也保持稳健。

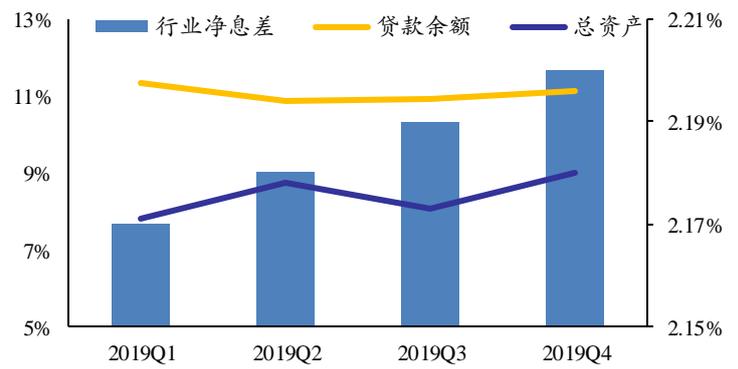
息差韧性超预期主因多数银行主动调整资产结构，提高贷款占生息资产的比重以及零售贷款占贷款的比重，部分对冲利率下行的影响；资产质量稳健则因前期不良消化充分、认定趋严，以及近年信贷投放多向零售倾斜的结构优化。而不良率指标波动，主要因为部分银行进一步将逾期60天以上贷款纳入不良所致。

图 146: 2019Q1-2019A 老十六家银行业绩同比增速



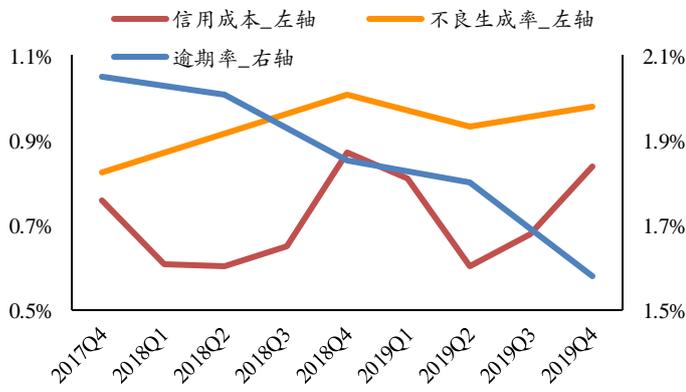
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 147: 2019Q1-2019A 老十六家银行规模同比增速与净息差



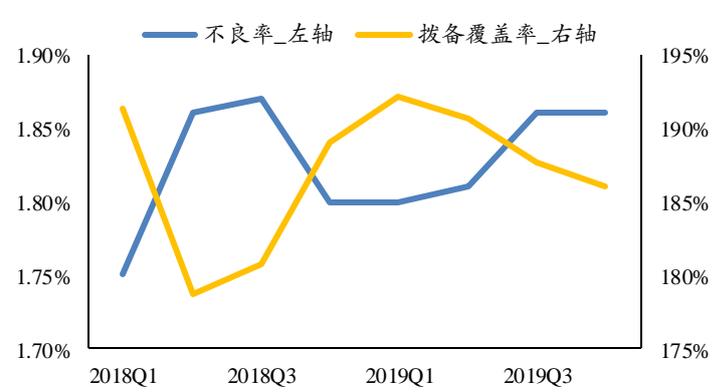
资料来源: 银保监会、wind、安信证券研究中心

图 148: 2017Q4-2019Q4 老十六家银行资产质量相关指标



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 149: 2018Q3-2019Q4 银行业不良率和拨备覆盖率



资料来源: 银保监会、安信证券研究中心

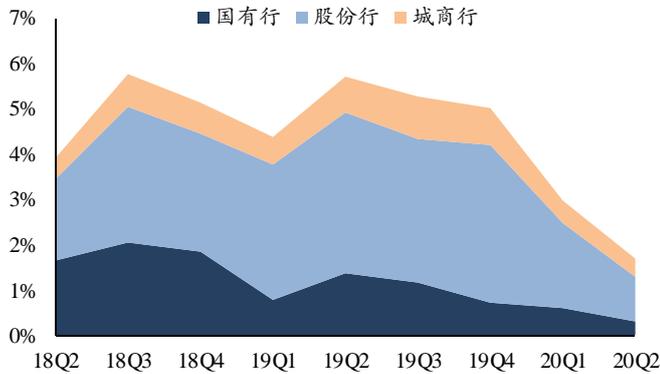
➤ 基金持仓及估值表现

本轮行情开启前，主动型基金重仓银行股的仓位处于中等水平，环比二季度略有下降。银行

(申万) 指数的 PB_LF 约在 0.75 倍, 位于较低水平。

年初以来消费、科技等强势板块累计涨幅可观, 四季度机构投资者“落袋为安”、“求稳”的心态较为普遍, 可能引致阶段性调仓。而银行板块估值本已处于低位, 年底估值切换后安全垫更厚, 叠加应对内外部不确定性的防御属性, 具有较高的配置价值。

图 150: 2018Q2-2020Q2 主动型基金持有老十六家银行仓位



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 151: 2018.7-2019.12 银行(申万) 指数 PB_LF 走势



资料来源: wind、安信证券研究中心

- **归纳总结: 本轮银行板块上涨主因阶段性的投资性价比凸显。** 临近年末, 投资者对年初以来涨幅可观的消费、科技等强势板块“落袋为安”的诉求边际上升, 有调仓的动机。而银行股估值处于低位, 叠加应对内外部不确定性的防御属性, 板块配置价值突显。同时, 银行板块前期利空基本消化, 买入银行股相当于买入经济企稳的正向期权。

行情区间宁波、常熟、光大领涨, 涨幅分别为 18%、16%、15%。

3. 总结

将上述十四个行情区间, 从宏观经济、货币政策、行业监管、银行基本面、板块估值五个维度进行归因分析, 总结如下:

表 7: 2005 年以来银行板块历次行情驱动因素分析

区间	行情主要驱动因素	宏观经济景气向上/预期企稳复苏	货币政策转松/宽货币宽信用	监管边际放松	银行基本面(预期)改善	板块估值低
2005.4-2006.2	宏观经济高速增长, 银行剥离不良提估值	1	2		3	
2006.8-2006.12	经济延续高景气, 信贷投放超预期催化	1	2		3	
2007.6-2007.10	牛市后期低估值板块补涨	1	2		3	
2008.12-2009.1	四万亿救市, 信贷规模高增加持经济预期好转	1	2		3	4
2009.5-2009.6	小盘股估值虚高后, 投资风格切换至蓝筹	1	2		3	
2011.1-2011.4	货币政策转向带动风险偏好下降, 蓝筹股配置价值凸显	1			2	3
2011.10-2012.1	汇金增持引燃行情, 政策利好纷沓而至		1	2		3
2012.10-2013.1	经济企稳预期强化, 板块估值首次破净提供抄底良机	1	2	3		4
2013.8-2013.10	经济延续弱复苏态势, 央行态度短暂缓和	1	2		3	4
2014.10-2014.12	无风险利率下行, 增量资金进场推升银行股牛市		1	2		3

2017.5-2017.7	经济韧性超预期和 监管节奏边际放缓的双轮驱动	1		2	3	4
2017.11-2018.1	四轮驱动下的脉冲行情	1	2		3	4
2018.7-2018.10	去杠杆节奏缓和，货币政策由紧转松		1	2	3	4
2019.9-2019.10	前期高涨幅行业寻求落袋为安， 买入经济企稳正向期权	1	2		3	4

资料来源：安信证券研究中心

表 8：2005 年以来银行板块行情区间领涨个股

行情区间	涨幅第一	涨幅第二	涨幅第三	行情区间	涨幅第一	涨幅第二	涨幅第三
2005.4-2006.2	浦发	民生		2012.10-2013.1	民生	兴业	平安
2006.8-2006.12	民生	浦发		2013.8-2013.10	平安	浦发	兴业
2007.6-2007.10	兴业	招行	平安	2014.10-2014.12	中信	光大	民生
2008.12-2009.1	浦发	兴业	平安	2017.5-2017.7	招行	平安	兴业
2009.5-2009.6	兴业	招行	民生	2017.11-2018.1	建行	南京	招行
2011.1-2011.4	民生	兴业	华夏	2018.7-2018.10	平安	浦发	常熟
2011.10-2012.1	南京	民生	招行	2019.9-2019.10	宁波	常熟	光大

资料来源：wind、安信证券研究中心

虽然每段行情各有特点，但仍有一些共性可循：

- 1) 宏观经济景气向上，或者（预期）企稳复苏是银行股行情最重要的驱动因素。14 轮行情中只有 3 轮这个因素缺席；
- 2) 货币政策由紧转松，或者不管政策如何，实际仍维持宽货币宽信用，是银行股行情次重要的驱动因素。在经济环境不支持的情况下，这个要素几乎是必需的；
- 3) 银行财报表现（预期）向好是经济逻辑的延续，往往充当行情的催化剂；
- 4) 低估值低仓位是银行股行情的必要非充分条件，可以作为推荐的前提，但不能作为推荐的核心理由。

风险提示：经济预期外下行；银行资产质量显著恶化

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张宇、李双声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn	
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
		张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn	
刘晓莹		北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn	
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
游倬源		北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn	
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn	
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn	
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn	
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn	
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn	
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034