

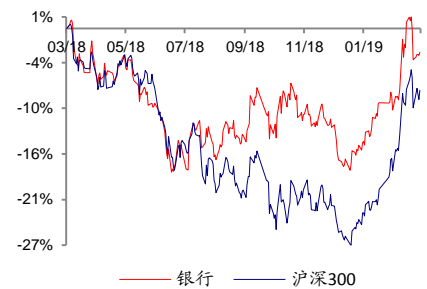
银行行业

关注二季度银行板块相对收益

—银行业展望 2019Q2

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-03-18

相对市场表现



本报告中，我们整合了银行业和流动性研究方法论，并尝试以量化打分的方式，对高中低维度、长中短期的核心要素进行回顾和展望，详见正文。

● 择时：关注四月中旬开始相对收益

四月份中旬开始，财政进入收税高峰期，实体交易的流动性需求也增加，股市流动性环境可能边际紧张。由于前期银行板块涨幅较少，且估值低位，叠加银行业绩的相对优势和央行降准预期落地，银行板块有望实现相对收益。

● 选股：配置大行和细分龙头银行，博弈高 ROE、高杠杆银行

配置品种方面，由于行业景气度在下行趋势中，资产质量仍是核心矛盾，建议关注低估值大行和基本面优异的细分龙头。

博弈品种方面，预计未来一段时间地方政府债务化解是银行超额收益来源的核心催化剂，建议关注有望受益的高 ROE、高杠杆银行。

● 关注：债务、景气度与预期透支

1、长期矛盾：宏观杠杆率能否维持高位稳定。

债务偿还高峰期一般滞后于债务增长高峰期，长期债务风险仍在积聚。长期来看，宏观杠杆率能否维持高位稳定是银行估值的核心矛盾。

2、中期逻辑 1：银行景气度下行压力。

随着经济增速继续下行，银行息差和资产质量压力双双增加。息差与资产质量比较，决定性变量是资产质量，重中之重是居民端。

3、中期逻辑 2：金融创新能否重启决定信用修复力度和弹性。

经济下行期的信用扩张最终取决于金融创新。预计本轮金融创新比以前慢（难），一则银行间利率尚未创新低，同业利率与贷款利差不够大；二则金融监管较过去十年更强，监管各司其职，转向更慢。

4、短期关注 1：地方政府债务处置方式影响银行估值修复。

5、短期关注 2：上半年财政前移可能造成下半年预期透支。

6、短期关注 3：货币宽松继续，预计 4 月初继续降准概率较大。年中如果经济下滑超预期，二季度末、三季度初有降息的可能。

7、短期关注 4：财报披露期，银行板块业绩相对优势显现。

● 风险提示

1、2 月份居民短期贷款收缩较多，背后虽然有信用卡消费还款的季节性因素，但经济下行期和债务增速下降期，居民部门信用风险问题值得留意和关注。2、一二月份的流动性充裕背后有财政前移和银行抢跑效应，若实际赤字幅度不能大幅提升，持续性有待观察。3、当前企业融资综合久期仍在下滑，信用环境敏感性和脆弱性值得关注。

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

请注意，倪军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:金融供给侧结构性改革对银行业影响	2019-03-18
银行行业:延续震荡格局，关注相对收益	2019-03-11
银行行业:回撤属于春节扰动，Q2 社融继续回升——2019 年 2 月金融数据跟踪	2019-03-10

联系人：

王先爽 021-60750604

wangxianshuang@gf.com.cn

联系人：

万思华 020-8757-9303

wansihua@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
				2019/3/15	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
农业银行	601288.SH	买入	CNY	3.71	-	0.62	0.65	5.98	5.68	0.81	0.73	14.19	13.51
中国银行	601988.SH	买入	CNY	3.79	-	0.59	0.62	6.38	6.10	0.73	0.67	11.93	11.41
招商银行	600036.SH	买入	CNY	31.67	-	3.18	3.62	9.95	8.75	1.58	1.39	16.87	16.92
中信银行	601998.SH	买入	CNY	6.36	7.95	0.88	0.92	7.23	6.91	0.79	0.72	11.42	10.92
平安银行	000001.SZ	买入	CNY	12.50	17.06	1.39	1.49	8.96	8.38	0.98	0.88	11.49	11.03
上海银行	601229.SH	买入	CNY	12.08	-	1.72	2.09	7.02	5.77	0.91	0.80	13.79	14.75
南京银行	601009.SH	买入	CNY	7.68	-	1.26	1.45	6.08	5.30	0.96	0.84	17.08	16.86
宁波银行	002142.SZ	买入	CNY	19.47	-	2.20	2.63	8.86	7.41	1.65	1.40	20.24	20.44
杭州银行	600926.SH	买入	CNY	8.68	-	1.07	1.28	8.11	6.80	0.93	0.84	12.27	12.98
常熟银行	601128.SH	买入	CNY	7.77	-	0.71	0.86	10.95	9.08	1.48	1.31	14.24	15.30
农业银行	01288.HK	买入	HKD	3.73	-	0.62	0.65	5.15	4.89	0.69	0.63	14.19	13.51
中国银行	03988.HK	买入	HKD	3.68	-	0.59	0.62	5.30	5.07	0.60	0.55	11.93	11.41
招商银行	03968.HK	买入	HKD	36.30	-	3.18	3.62	9.76	8.58	1.55	1.37	16.87	16.92

注：平安银行为根据 2018 年年报调整后的预测，18 年为实际值，19 年为预测值；港股业绩预测和估值按即期汇率转化为人民币显示。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

核心要素展望：关注二季度相对收益	6
高维低频：实体部门回报率周期与银行估值	7
债务周期：宏观杠杆走稳，银行资产增速下台阶	7
回报率周期：实体回报与银行资产质量	7
全球对比：银行盈利与估值与名义经济增长正相关	9
中维中频：财政、货币与信用周期	10
财政、货币、信用共同驱动银行板块行情	10
财政周期：财政支出对经济影响程度加深	11
货币周期：货币供求关系转折	12
信用周期：实体供求关系和加减息决定终端利率	13
总结：宽财政、宽监管促进宽货币向宽信用传导	14
低维高频：流动性、行业比较与预期	14
流动性：财政支出、信贷投放与经济淡旺季	14
行业比较：银行业绩的后周期属性	15
市场预期：板块估值处历史低位	16
总结：PB-ROE 体系下，银行板块具有相对防御性	16
核心矛盾：债务、景气度与预期透支	17
长期矛盾：宏观杠杆率能否高位稳定	17
中期逻辑 1：银行景气度下行压力	18
资产质量：经济下行期，资产质量问题逐渐暴露	19
息差：终端利率下行，货币供求关系转折	19
中期逻辑 2：金融创新是否会重启	20
短期关注 1：地方政府债务处置方式	20
短期关注 2：财政前移与预期透支	21
短期关注 3：降准降息预期与落地	21
短期关注 4：财报披露期，业绩相对优势	22
投资策略：择时与选股	22
择时：关注四月中旬开始相对收益	22
选股：配置大行和细分龙头银行，博弈高 ROE、高杠杆银行	23

图表索引

图 1: 经济增长、银行资产与宏观杠杆 (%)	7
图 2: 实体投资回报、银行资产收益率与银行不良生成率 (%)	8
图 3: ROIC-A 股整体剔除金融服务 VS 银行业市净率 (%)	8
图 4: PB (海外 MRQ, 内地 LF) VS ROE (全球市值 10 亿美元以上的银行, 2017, 2018-11)	9
图 5: 名义 GDP 增速 VS 银行业 ROE (2017A)	9
图 6: 全球银行估值趋势 PB (海外 MRQ, 内地 LF) (倍)	10
图 7: 2008 年之前, A 股银行板块行情主要靠业绩驱动	10
图 8: 财政周期、信用周期、银行指数和一般存款上限同比 (%)	11
图 9: 财政周期与 GDP 同比 (%)	11
图 10: 财政周期与申万银行指数 (%)	12
图 11: 货币周期与十年期国债利率 (%)	13
图 12: GDP、信用周期和实体贷款利率 (%)	13
图 13: 归母净利润与名义 GDP 增长 (%)	15
图 14: 银行板块历史估值 (倍)	16
图 15: A 股分行业 PB-ROE 对比(2018Q3,2019-03-15)	17
图 16: 2018Q1 全球主要经济体宏观杠杆率对比 (%)	18
图 17: 26 家 A 股上市银行年化不良新生成率 (测算) (%)	19
图 18: 实体利率开始下行 (%)	19
图 19: 实体同业利差与影子银行增速 (%)	20
图 20: 分省市发债城投债务余额 (带息债务+其他权益工具+长期应付款) (%)	20
图 21: 地方债发行月度分布: 2019 年 1、2 月份地方债发行较往年大幅增加 (亿元)	21
图 22: 2019 年 MLF 到期及财政存款回收的月度分布 (亿元, 预计)	21
图 23: A 股非银行与银行业绩增速历史对比 (%)	22
图 24: 法定存款准备金率历史变化与银行板块相对收益 (%)	23
表 1: 银行业展望核心要素量化打分展望	6
表 2: 杠杆率变化回顾与展望打分	7
表 3: 实体回报回顾与展望打分	8
表 4: 财政周期回顾与展望打分	12
表 5: 货币周期回顾与展望打分	12
表 6: 信用周期回顾与展望打分	14
表 7: 财政、货币、信用周期回顾与展望打分	14
表 8: 年内流动性分时段特征总结	15
表 9: 股市流动性回顾与展望打分	15
表 10: 行业业绩比较回顾与展望打分	16

表 11: 市场预期回顾打分	16
表 12: 低维高频因素总结	17
表 13: 银行景气度回顾与展望打分	18
表 14: 银行板块绝对收益与相对收益回顾与展望打分	22
表 15: 港股和美股可比公司估值情况 (截至 2019-03-18)	23

核心要素展望：关注二季度相对收益

银行业绩具有后周期属性，预计2018年和2019年一季度银行板块业绩继续保持相对优势，这将在2019年4月份年报和季报披露期为市场所知。

年初至今，银行板块涨幅落后。展望2018年2季度，随着财政前移效应弱化，实体经济开工对资金需求增加，股市流动性宽裕度边际下降，预计银行板块绝对收益有限，而相对收益较为确定。

本季度策略报告，我们将前期银行业分析框架和流动性研究方法论进行整合，并尝试对高中低维度、长中短期的核心要素进行量化打分回顾和展望。

所谓维度的高低反映的是重要性，指的是在不同时间周期上决定银行估值变动的核心要素，不同的时间周期决定了不同级别的趋势，也决定了不同变量波动频率与我们讨论的次数。举个例子，曾有投资者调侃我们是通过流动性这一单一指标来判断银行股投资机会的，但实际上是因为长周期问题的判断并不需要经常做调整，而流动性问题则是决定短期交易与风格经常用到的变量。

我们对每个变量分-2到+2五个档次进行季度打分展望，打分主要是判断环比趋势，分数越高表示环比上升或扩张越快，年度展望取当年四个季度值的平均值。

打分表的背后体现的是我们看银行的方法论，本篇报告重点展示框架和结论，对于估值框架更详细的介绍与未尽之处，我们将在后续报告中再专门阐述。

最新打分展望一览见下表，更多具体变量解释见报告后文。

表 1：银行业展望核心要素量化打分展望

维度频率	因素	2018年	2019Q1	2019Q2-E	2019Q3-E	2019Q4-E	2019年-E	核心矛盾
高维低频 (5年以上)	杠杆率	-2	1	1	1	0	0.75	杠杆高位
	实体回报	1	0	-1	-1	0	-0.5	经济下行
中维中频 (1到3年)	财政	-1	2	1	0	0	0.75	财政前移与透支
	货币	2	2	2	2	1	1.75	货币供需转折
	信用	-2	1	1	0	0	0.5	金融创新能否再起
低维高频 (1年内)	股市流动性	-2	2	1	1	0	1	财政前移
	行业比较	2	1	0	0	-1	0	业绩后周期优势
	市场预期	1	0	—	—	—	—	
银行基本面	行业景气度	1	0	-1	-2	-1	-1	
	规模增长	-2	2	1	0	0	0.75	稳杠杆与稳信用
	息差	2	-1	-2	-2	-1	-1.5	经济下行
	资产质量	1	0	-1	-1	-1	-0.75	居民与城投债务
银行股行情	绝对收益	-1	2	-1	1	0	0.5	流动性主导
	相对收益	2	-2	1	-1	-1	-0.75	

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

高维低频：实体部门回报率周期与银行估值

债务周期：宏观杠杆走稳，银行资产增速下台阶

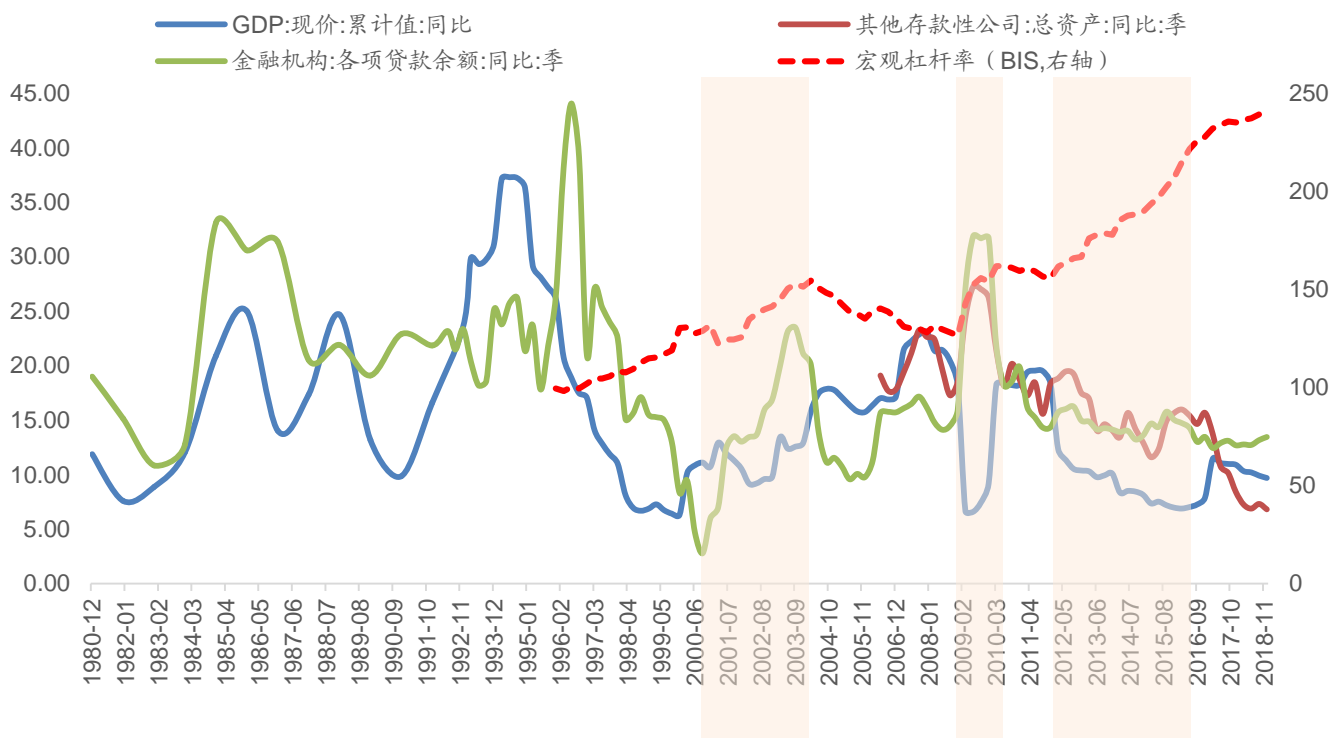
银行资产增速取决于经济增长（内生良性增长），和实体杠杆率的上升。当前我国宏观杠杆率处于高位，我国经济仍在经济转型和稳杠杆趋势中，我们预计未来宏观杠杆率继续走平，名义经济增速和银行资产增速继续下台阶。

表 2：杠杆率变化回顾与展望打分

因素	2018年	2019Q1	2019Q2-E	2019Q3-E	2019Q4-E	2019年-E	核心矛盾
杠杆率	-2	1	1	1	0	0.75	杠杆高位

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 1：经济增长、银行资产与宏观杠杆（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

回报率周期：实体回报与银行资产质量

实体投资回报率是银行利润的最终来源。当前经济转型期，经济增速下台阶，实体回报率跟随经济下行，银行息差趋势性收窄，资产质量问题压力加大。

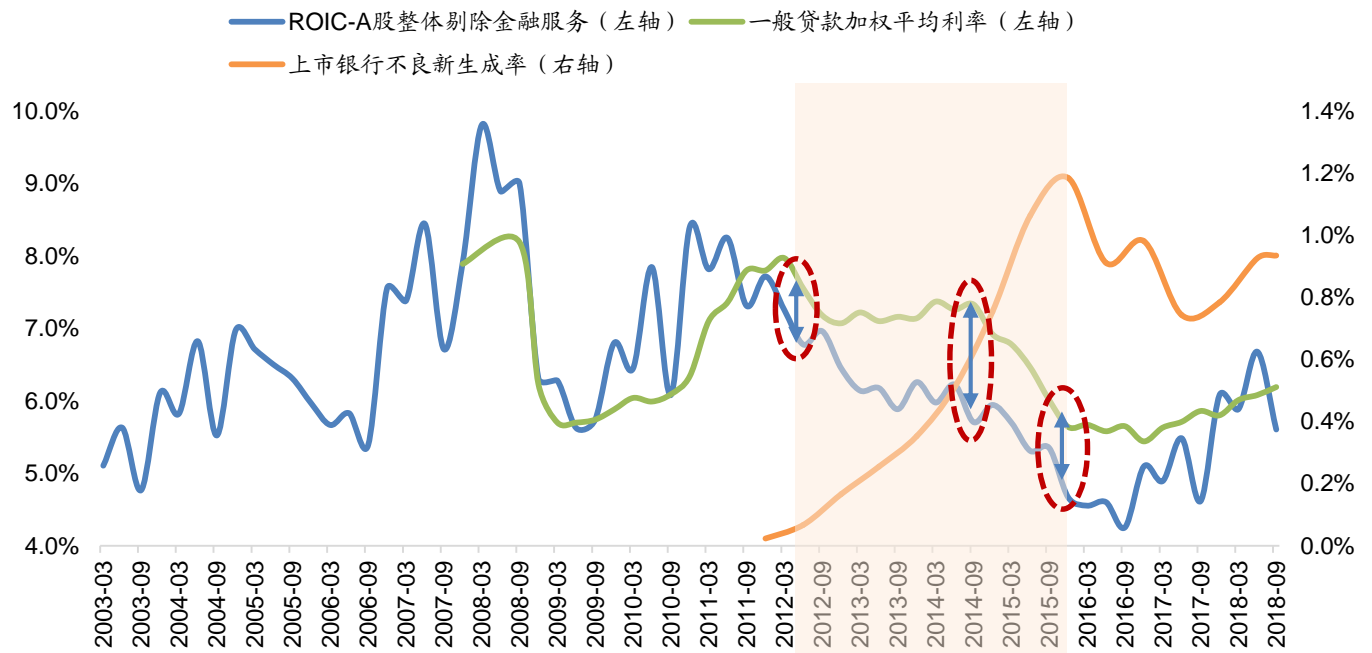
低实体回报率最终也反映为银行板块估值中枢不断下行。

表 3: 实体回报回顾与展望打分

因素	2018年	2019Q1	2019Q2-E	2019Q3-E	2019Q4-E	2019年-E	核心矛盾
杠杆率	-2	1	1	1	0	0.75	杠杆高位

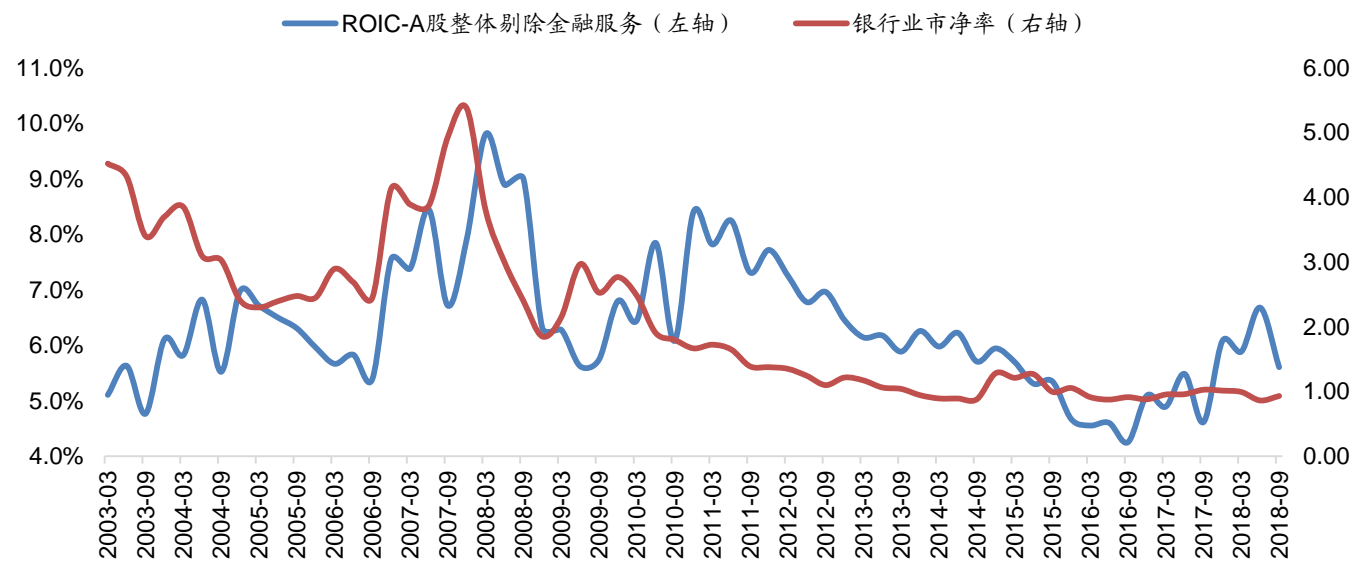
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 2: 实体投资回报、银行资产收益率与银行不良生成率 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 3: ROIC-A股整体剔除金融服务VS银行业市净率 (%)

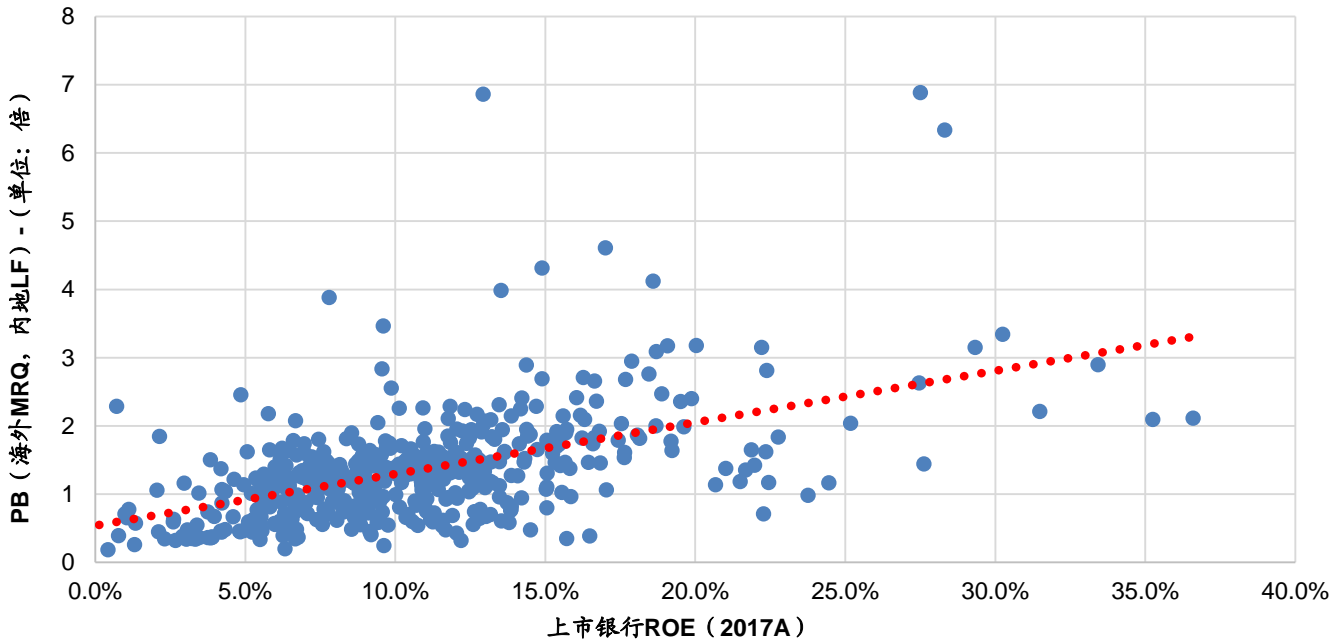


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

全球对比：银行盈利与估值与名义经济增长正相关

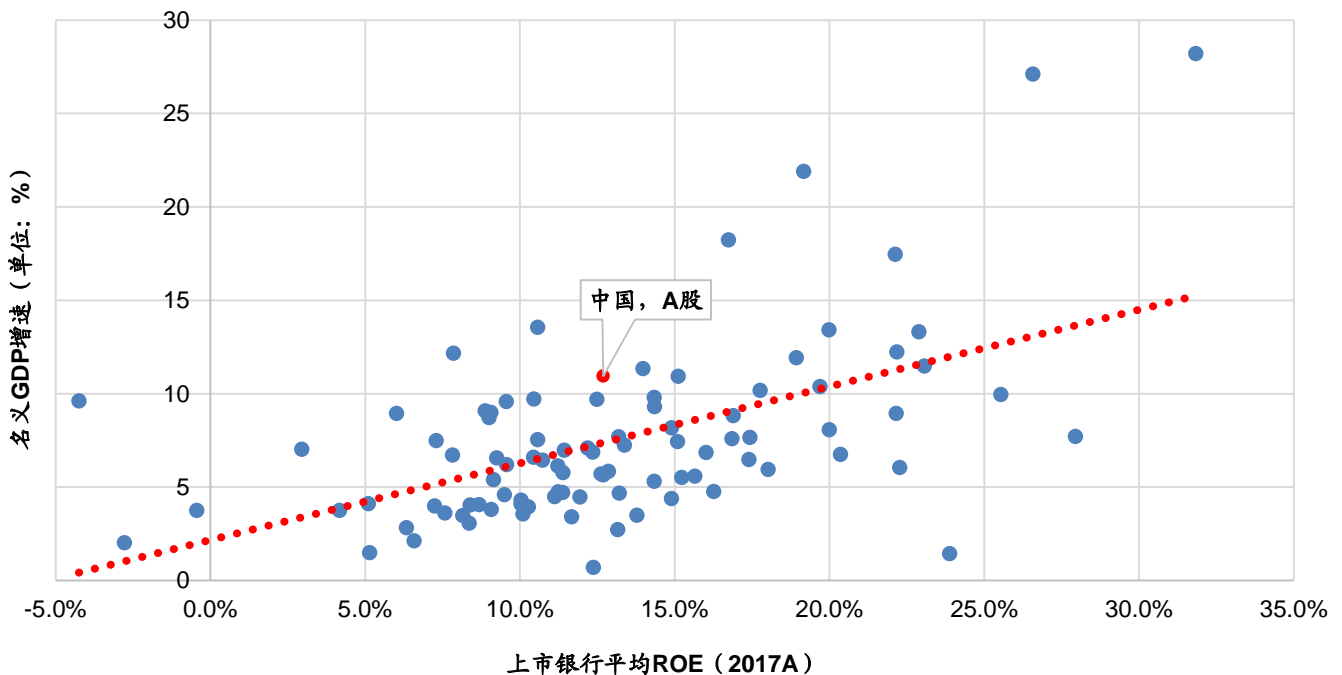
从全球来看，银行PB估值与ROE正相关，银行ROE与名义经济增长正相关。从纵向历史和横向全球对比来看，当前A股银行板块估值处于全球较低水平，已经隐含部分高宏观杠杆率和经济下行的悲观预期。

图 4：PB（海外MRQ，内地LF） VS ROE（全球市值10亿美元以上的银行，2017，2018-11）



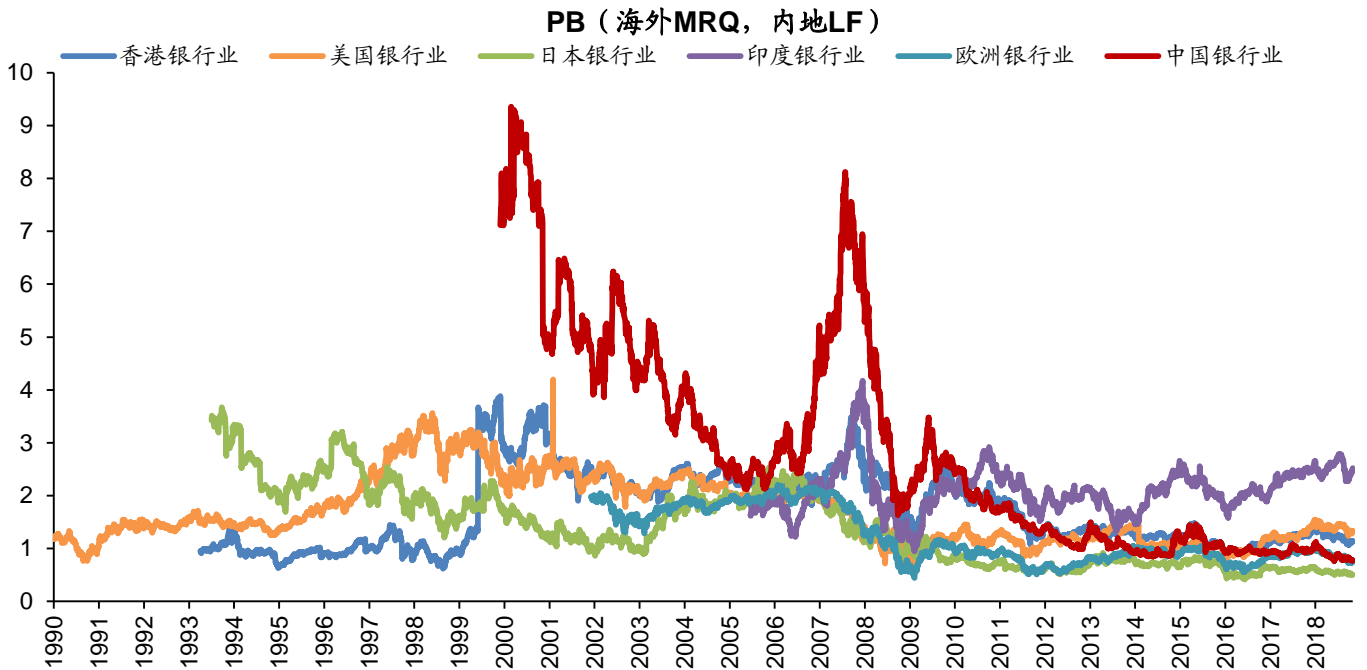
数据来源：Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 5：名义GDP增速VS银行业ROE（2017A）



数据来源：Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 6: 全球银行估值趋势PB (海外MRQ, 内地LF) (倍)



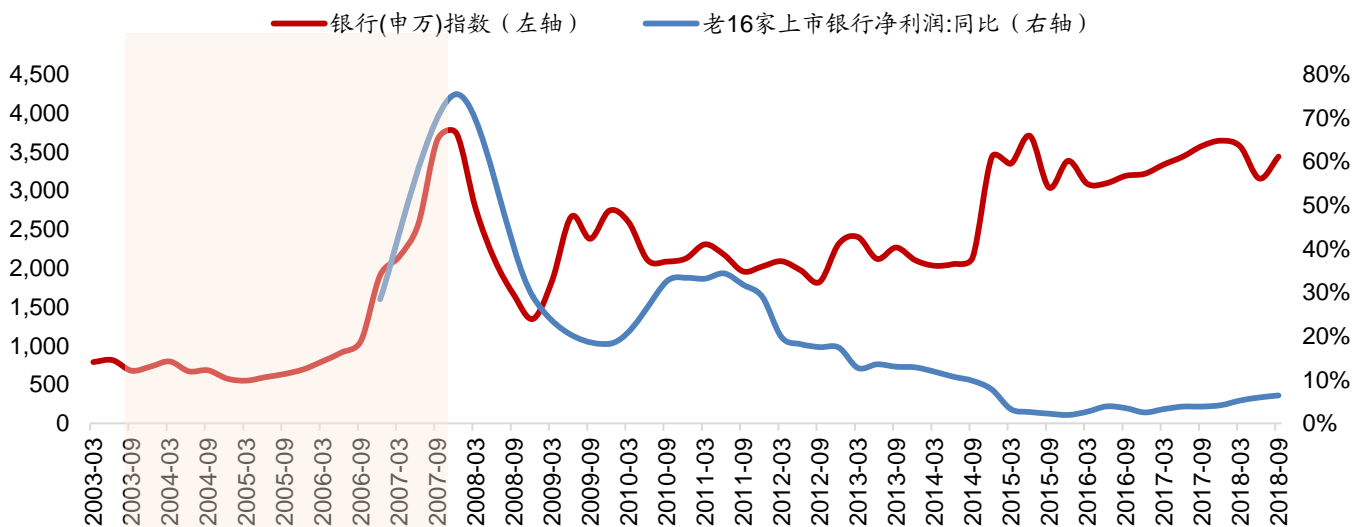
数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

中维中频: 财政、货币与信用周期

财政、货币、信用共同驱动银行板块行情

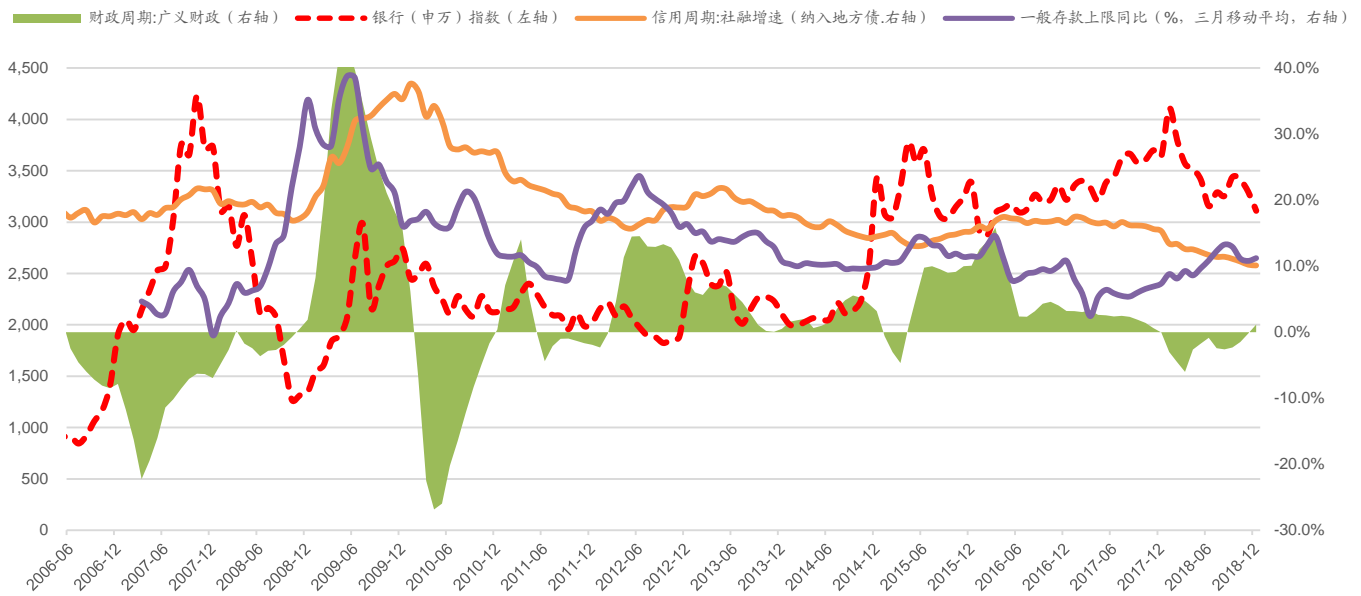
2008年之前, A股银行股行情主要靠业绩驱动。2009年之后, 股价与业绩的相关性较弱, 银行股行情主要由财政、货币、信用三要素驱动。

图 7: 2008年之前, A股银行板块行情主要靠业绩驱动



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 8: 财政周期、信用周期、银行指数和一般存款上限同比 (%)



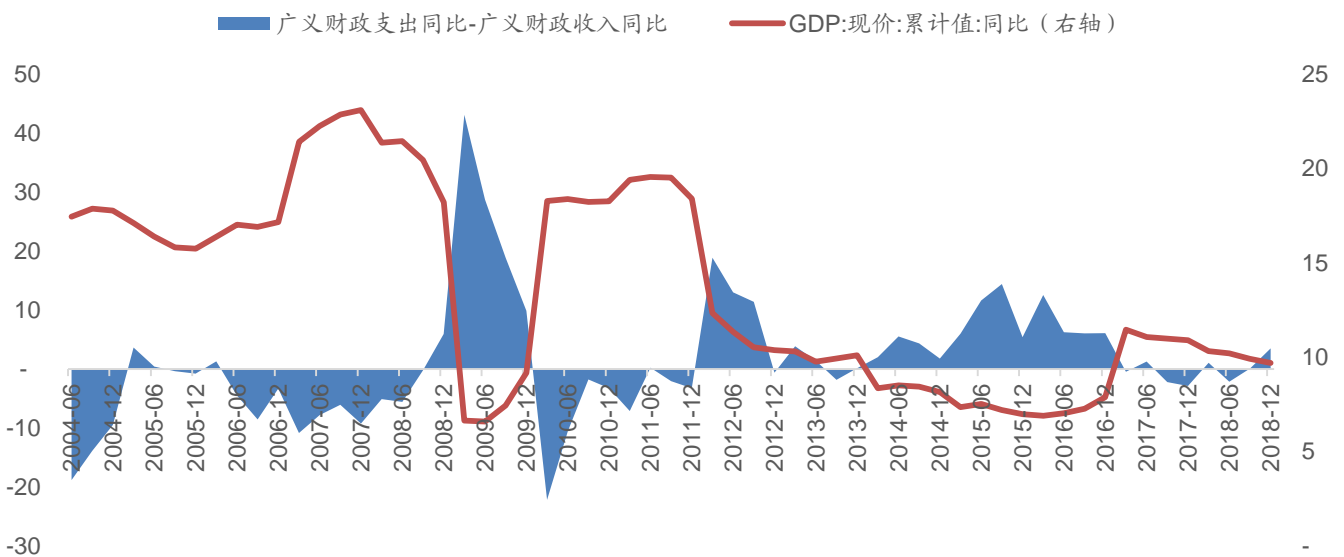
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

财政周期: 财政支出对经济影响程度加深

2009年以来, 财政周期对经济和银行板块行情影响程度加深。一方面, 财政周期通过影响实体经济影响银行基本面, 另一方面, 财政周期通过影响流动性和预期来影响估值。

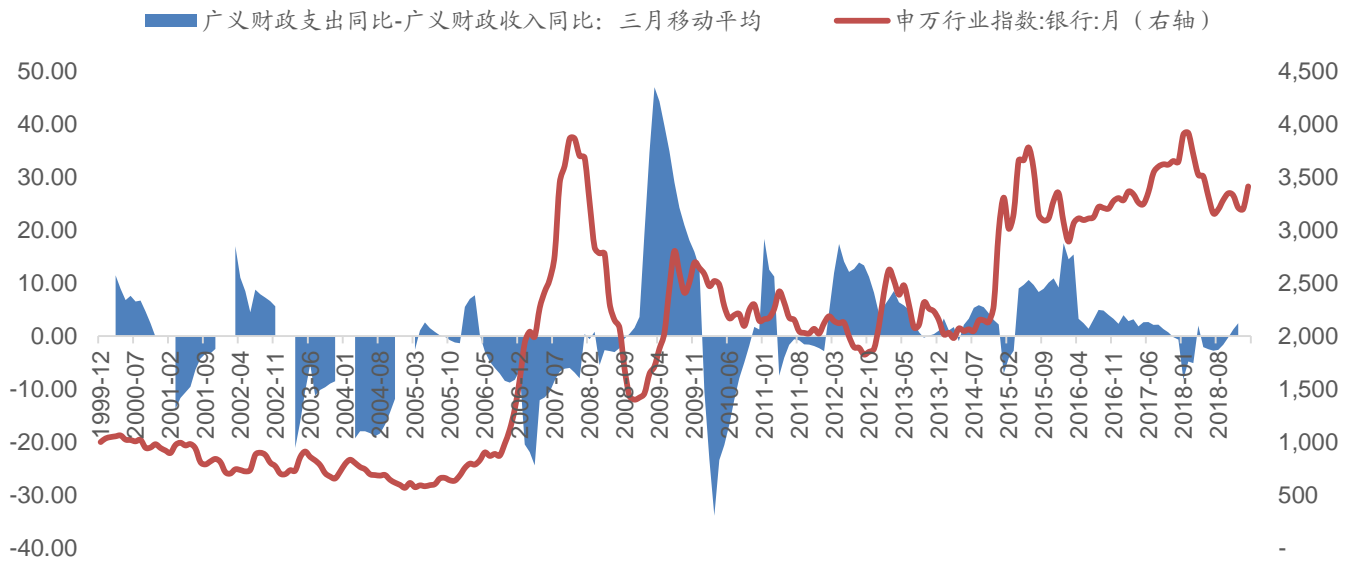
全年来看, 当前经济增长乏力, 财政扩张积极度增加。分季度来看, 由于财政前移, 一二季度财政将显得更加积极, 而三四季度财政扩张开始放缓。

图 9: 财政周期与GDP同比 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 10: 财政周期与申万银行指数 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 4: 财政周期回顾与展望打分

因素	2018年	2019Q1	2019Q2-E	2019Q3-E	2019Q4-E	2019年-E	核心矛盾
财政	-1	2	1	0	0	0.75	财政前移与透支

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

货币周期: 货币供求关系转折

2018年下半年以来, 随着经济下行压力增加, 央行连续降准, 货币政策持续维持宽松友好状态。我们预计2019年, 货币政策宽松继续。

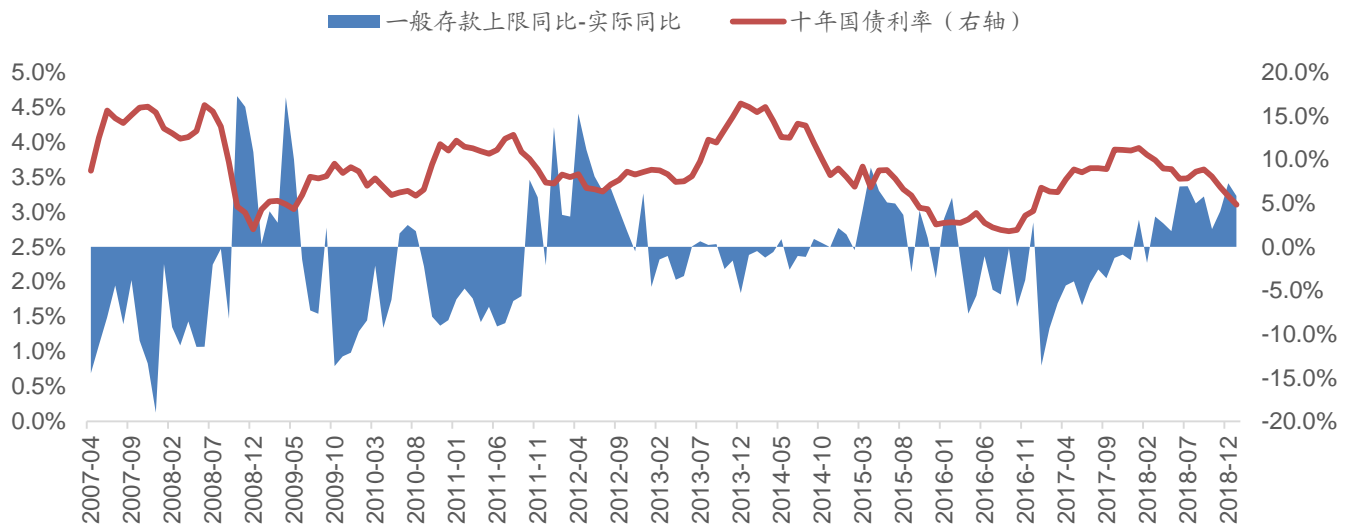
随着经济下行, 信用需求下降, 宽货币对银行业的影响逐渐从降低负债成本, 传导至降低资产端收益。后续我们需要关注猪价上涨对货币政策的约束。

表 5: 货币周期回顾与展望打分

因素	2018年	2019Q1	2019Q2-E	2019Q3-E	2019Q4-E	2019年-E	核心矛盾
货币	2	2	2	2	1	1.75	货币供需转折

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 11: 货币周期与十年期国债利率 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

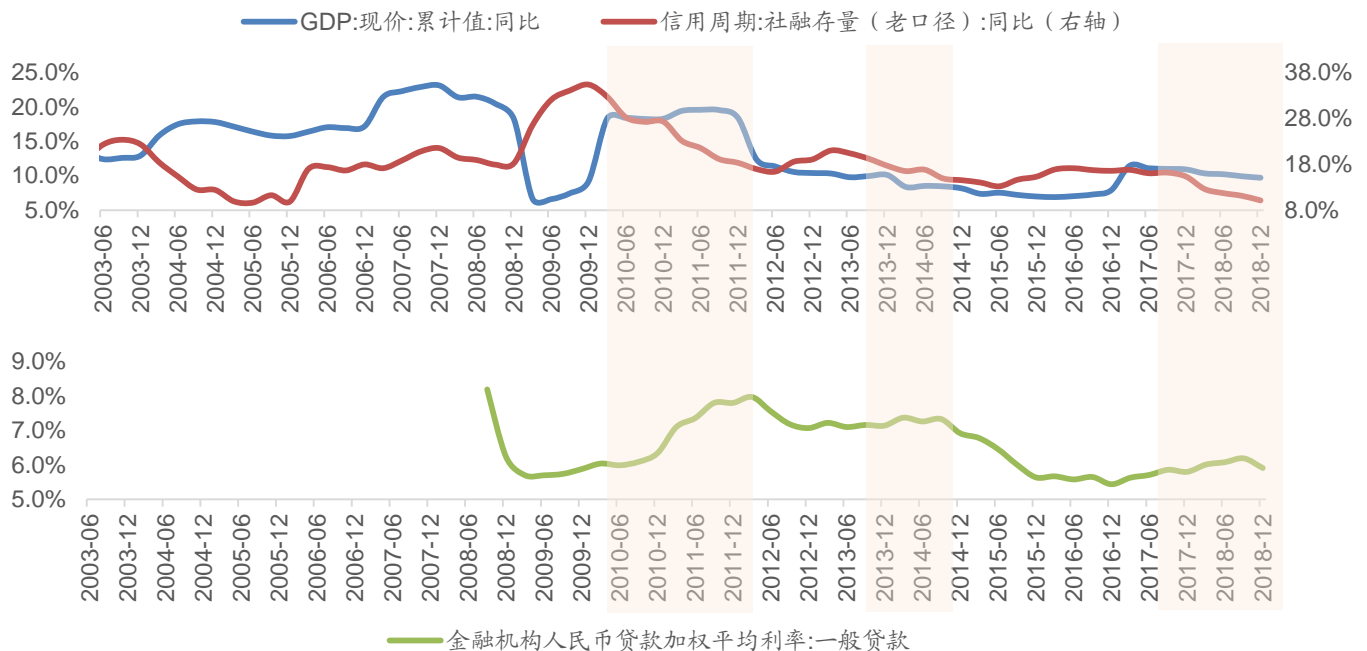
信用周期: 实体供求关系和加减息决定终端利率

一定程度上, 信用周期是财政、货币和监管周期合力结果, 而监管周期通常与经济周期相反。

2018 年, 由于严监管, 信用收缩明显。2018 年三季度后, 监管明显缓和, 得益于货币宽松和财政发力, 目前信用环境有所修复。

展望全年, 我们预计监管将继续缓和, 信用环境会较 2018 年明显好转, 按照当前财政投放节奏, 上半年信用修复力度强于下半年。

图 12: GDP、信用周期和实体贷款利率 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 6: 信用周期回顾与展望打分

因素	2018年	2019Q1	2019Q2-E	2019Q3-E	2019Q4-E	2019年-E	核心矛盾
信用	-2	1	1	0	0	0.5	金融创新与需求

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

总结: 宽财政、宽监管促进宽货币向宽信用传导

财政周期: 当前宽财政周期已经启动, 显性财政加码确定, 隐性财政取决于地方政府债务认定和处置。

货币周期: 货币宽松自去年中开始启动, 目前仍处于宽松通道中。

监管周期: 反面是银行的创新周期, 监管收缩通常发生在经济复苏中后期, 银行创新通常发生在银行间利率低谷, 但这一次是过去十年最强的一次监管。

信用周期: 取决于货币和监管周期的较力和合力, 目前处于缓慢修复过程中。

表 7: 财政、货币、信用周期回顾与展望打分

因素	2018年	2019Q1	2019Q2-E	2019Q3-E	2019Q4-E	2019年-E	核心矛盾
财政	-1	2	1	0	0	0.75	财政前移与透支
货币	2	2	2	2	1	1.75	货币供需转折
信用	-2	1	1	0	0	0.5	金融创新与需求

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

低维高频: 流动性、行业比较与预期

流动性: 财政支出、信贷投放与经济淡旺季

低频高维直接落脚到交易层面, 首要影响因素为年内流动性周期, 取决于财政收支、信贷投放与经济淡旺季, 海外资金的进出也对股市流动性形成偶然扰动。

根据我们前期《流动性系列报告》逻辑框架演绎, 2019年名义经济增速下行, 监管缓和, 股市流动性将明显好转。分季度来看, 1季度流动性最宽裕, 2、3季度次之, 4季度股市流动性回归中性状态。

表 8: 年内流动性分时段特征总结

时间段	经济需求	信贷投放	财政存款	存款增长	实体流动性	股市流动性	银行间流动性
12月25日-1月14日	较低	多	净投放	多	宽	宽	宽
1月15日-1月24日	较低	中	净回收	少	中性	中性	紧
1月25日-3月24日	较低	多	不定	多	宽	宽	中性
3月25日-4月14日	一般	多	净投放	多	中性	宽	宽
4月15日-4月24日	较高	中	净回收	少	紧	紧	紧
4月25日-6月24日	高	中	净回收	中	紧	紧	紧
6月25日-7月14日	较高	中	净投放	多	中性	中性	宽
7月15日-7月24日	较高	少	净回收	少	紧	紧	紧
7月25日-9月24日	较高	中	不定	中	中性	紧	中性
9月25日-10月24日	较高	少	净投放	多	中性	中性	宽
10月25日-12月24日	较高	中	净回收	少	紧	紧	中性

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 9: 股市流动性回顾与展望打分

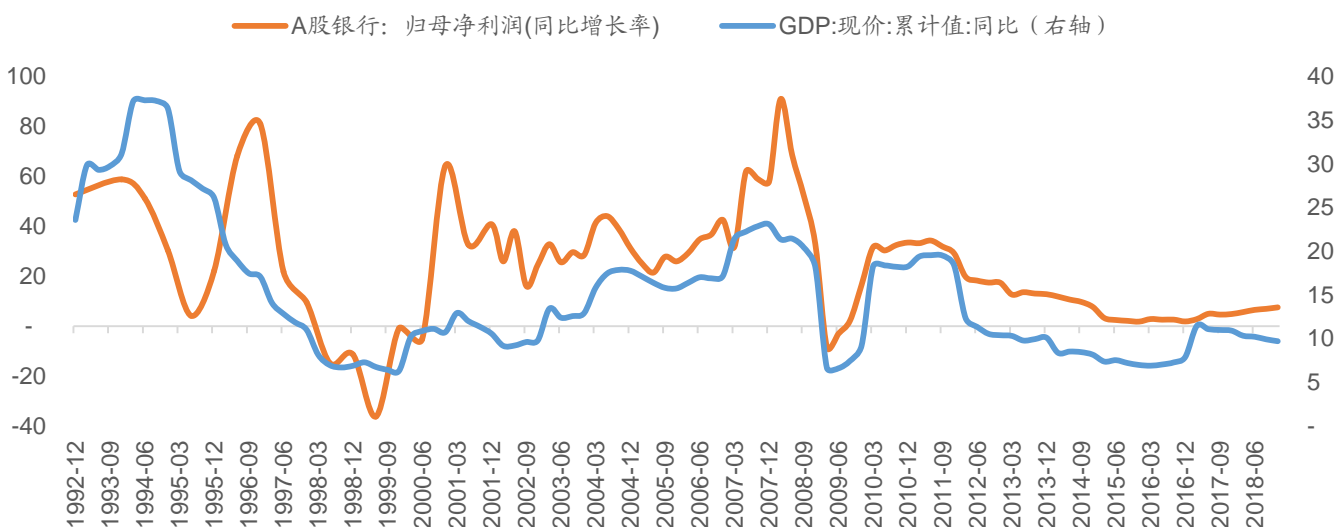
因素	2018年	2019Q1	2019Q2-E	2019Q3-E	2019Q4-E	2019年-E	核心矛盾
股市流动性	-2	2	1	1	0	1	财政前移

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

行业比较: 银行业绩的后周期属性

低维高频的第二个因素是行业业绩比较。银行板块业绩具有后周期属性, 预计2018年报和2019年一季报银行板块业绩仍具有相对收益。

图 13: 归母净利润与名义GDP增长 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 10: 行业业绩比较回顾与展望打分

因素	2018年	2019Q1	2019Q2-E	2019Q3-E	2019Q4-E	2019年-E	核心矛盾
行业比较	2	1	0	0	-1	0	业绩后周期优势

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

市场预期: 板块估值处历史低位

交易层面第三个要素取决于市场预期。市场预期和配置波动形成银行板块估值的历史波动。当前银行板块估值处于历史低位水平, 背后蕴含了市场对于银行板块业绩增速和资产质量的悲观预期。

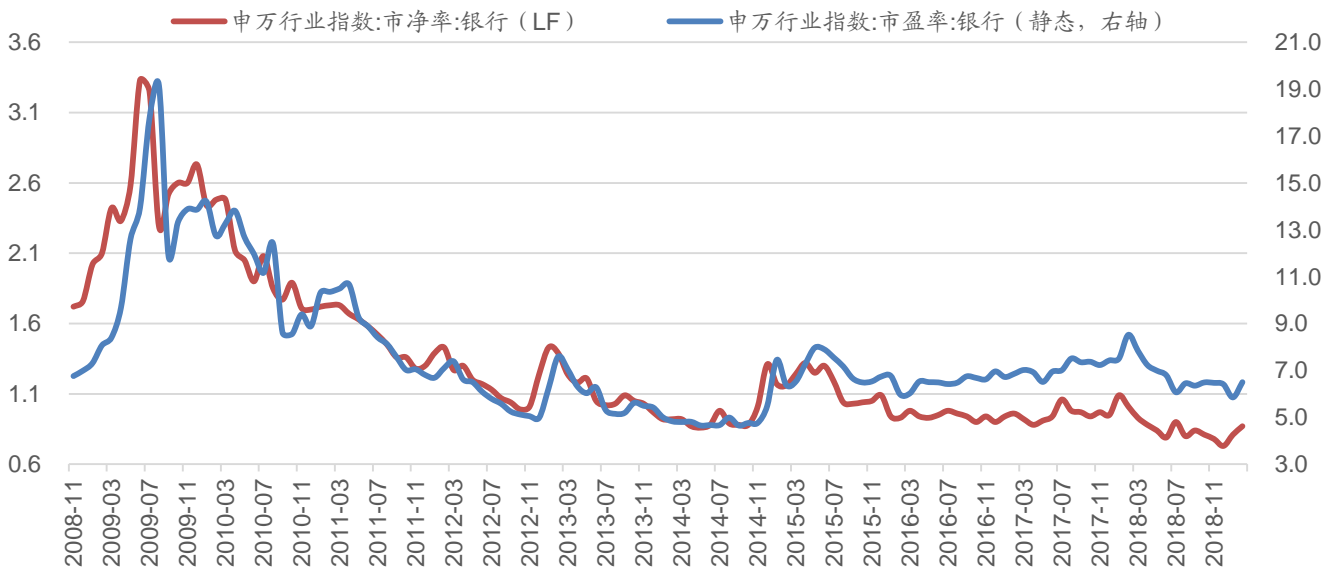
市场预期受情绪影响, 我们只做回顾总结, 不进行展望。

表 11: 市场预期回顾打分

因素	2018年	2019Q1	2019Q2-E	2019Q3-E	2019Q4-E	2019年-E	核心矛盾
市场预期	1	0	—	—	—	—	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 14: 银行板块历史估值 (倍)

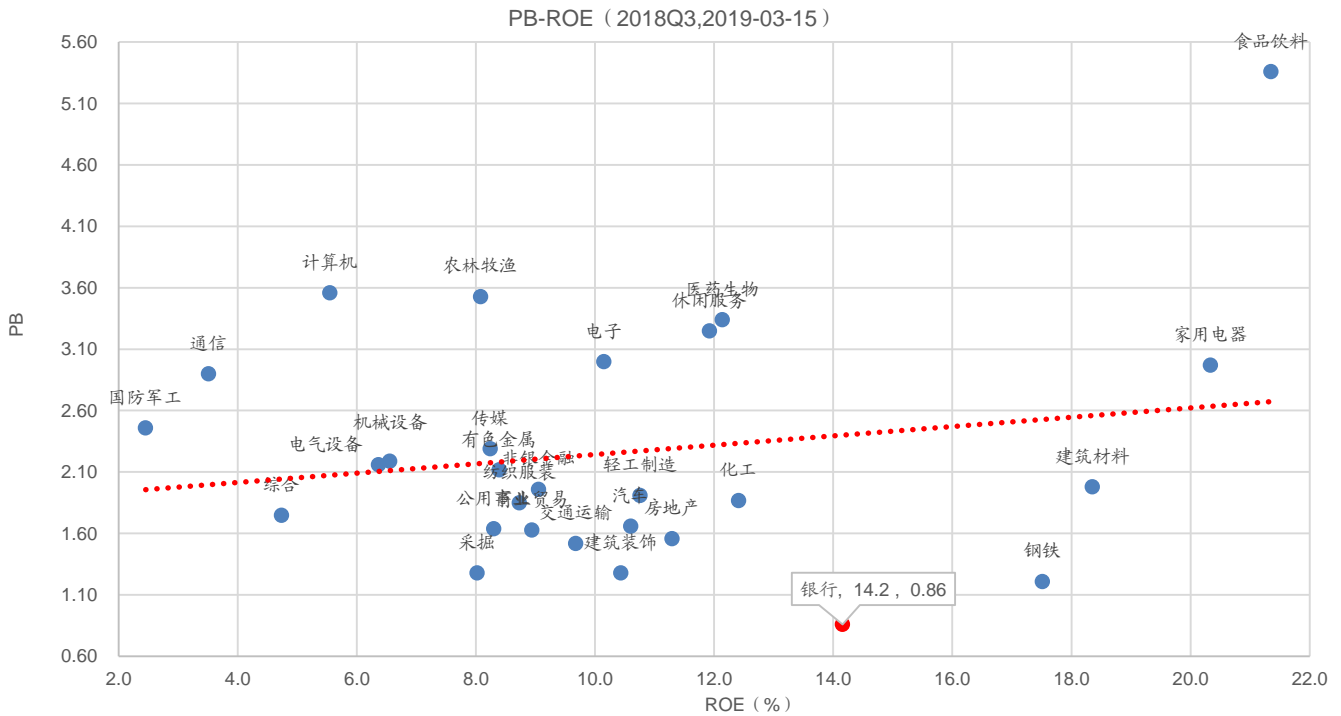


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

总结: PB-ROE 体系下, 银行板块具有相对防御性

行业业绩比较和市场预期最终反映在行业PB-ROE体系中，当前银行板块具有较强的防御性。

图 15: A股分行业PB-ROE对比(2018Q3,2019-03-15)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 12: 低维高频因素总结

因素	2018年	2019Q1	2019Q2-E	2019Q3-E	2019Q4-E	2019年-E	核心矛盾
股市流动性	-2	2	1	1	0	1	财政前移
行业比较	2	1	0	0	-1	0	业绩后周期优势
市场预期	1	0	—	—	—	—	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

核心矛盾: 债务、景气度与预期透支

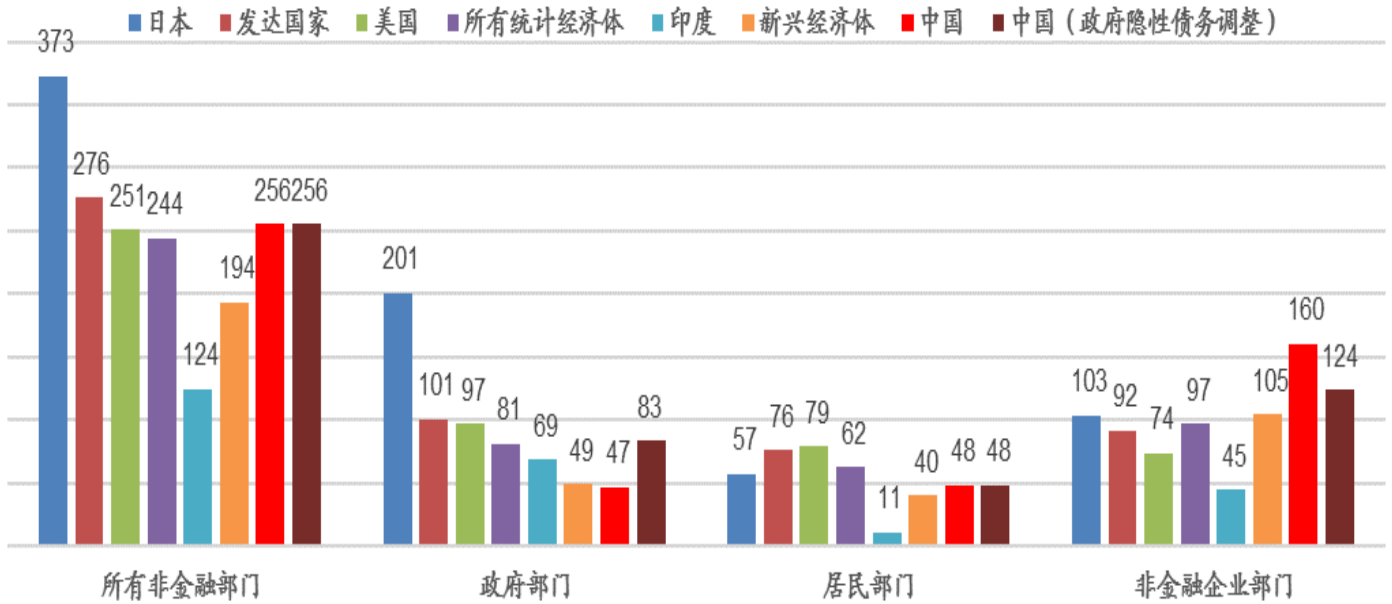
长期矛盾: 宏观杠杆率能否高位稳定

我们在前期报告《如何更高的去杠杆》中进行过测算，如果经过政府隐性债务调整，我国整体及分部门的宏观杠杆率处于国际对比较高水平。

当前监管诉求已经逐步从去杠杆走向稳杠杆，而债务偿还高峰期一般滞后于债务增长高峰期，在经济增速下行环境下，长期债务风险仍在积聚。

长期来看，宏观杠杆能否维持高位稳定，是我国宏观经济、金融体系和银行估值的核心矛盾。

图 16: 2018Q1全球主要经济体宏观杠杆率对比 (%)



数据来源: Wind、BIS、广发证券发展研究中心

中期逻辑 1: 银行景气度下行压力

随着经济增速继续下行，银行息差和资产质量压力双双增加。息差与资产质量比较，决定性变量是资产质量，重中之重是居民端。

表 13: 银行景气度回顾与展望打分

因素	2018年	2019Q1	2019Q2-E	2019Q3-E	2019Q4-E	2019年-E	核心矛盾
行业景气度	1	0	-1	-2	-1	-1	
规模增长	-2	2	1	0	0	0.75	稳杠杆与稳信用
息差	2	-1	-2	-2	-1	-1.5	经济下行
资产质量	1	0	-1	-1	-1	-0.75	居民与城投债务

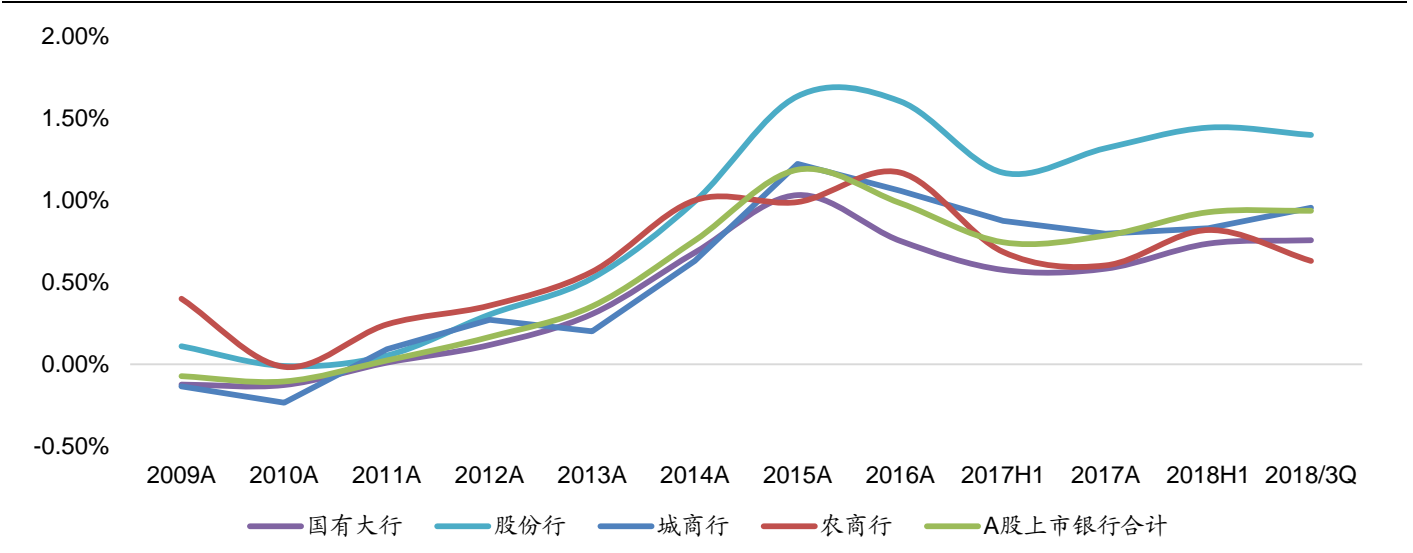
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

资产质量：经济下行期，资产质量问题逐渐暴露

高杠杆低增长环境下，风险继续暴露，资产质量周期亦开始向下，行业整体景气度开始下行，大银行慢，小银行快。

息差与资产质量比较，决定性变量是资产质量，重中之重是居民端。

图 17：26家A股上市银行年化不良新生成率（测算）（%）

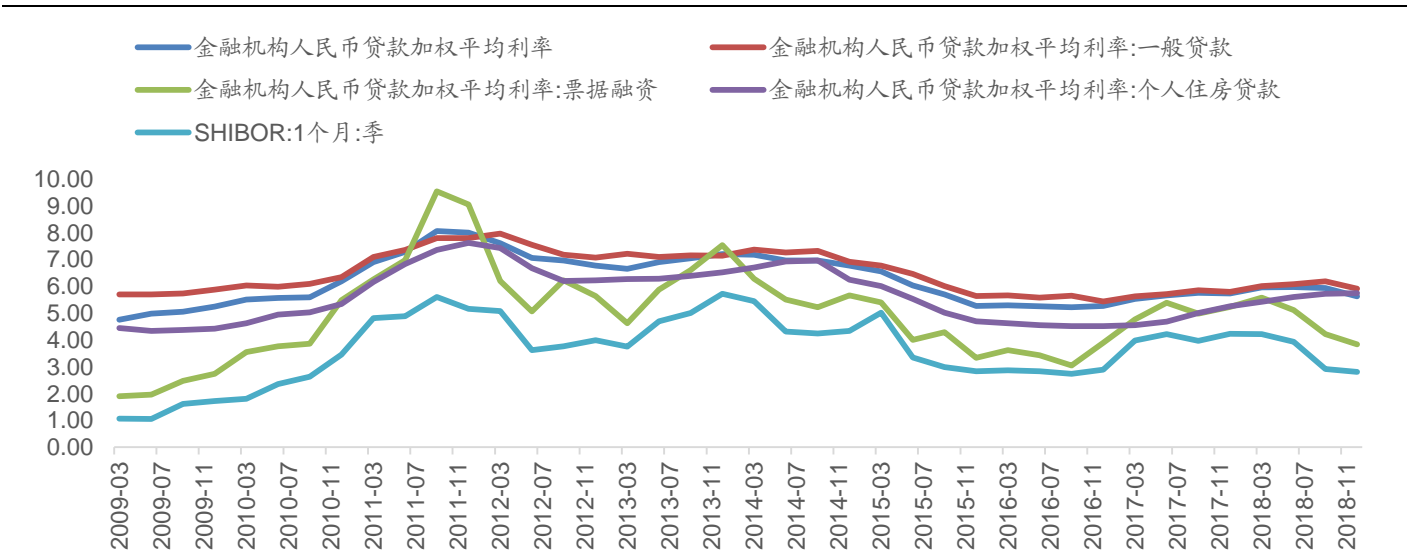


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

息差：终端利率下行，货币供求关系转折

宽松流动性的影响渐入尾声，货币供求关系转折，终端利率开始下行、息差周期开始向下，小银行早，大银行晚。

图 18：实体利率开始下行（%）

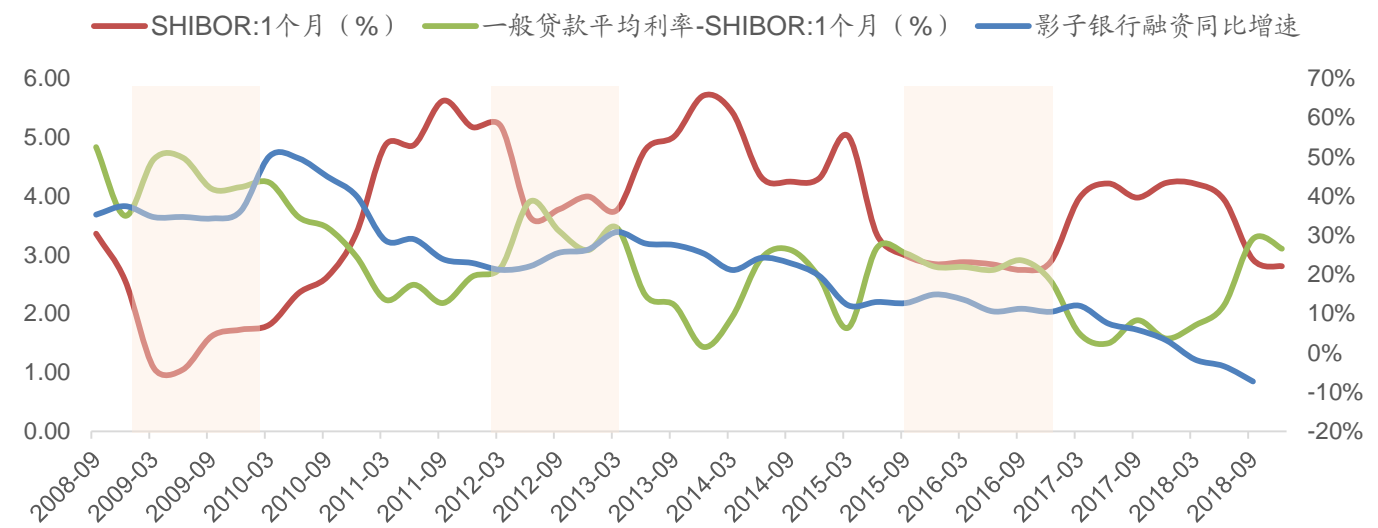


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

中期逻辑 2: 金融创新是否会重启

经济下行期的信用扩张最终取决于金融创新。预计本轮金融创新比以前慢(难), 一则银行间利率尚未创新低, 同业利率与贷款利差不够大; 二则金融监管较过去十年更强, 监管各司其职, 转向更慢。核心股票的估值溢价可能会更大。

图 19: 实体同业利差与影子银行增速 (%)



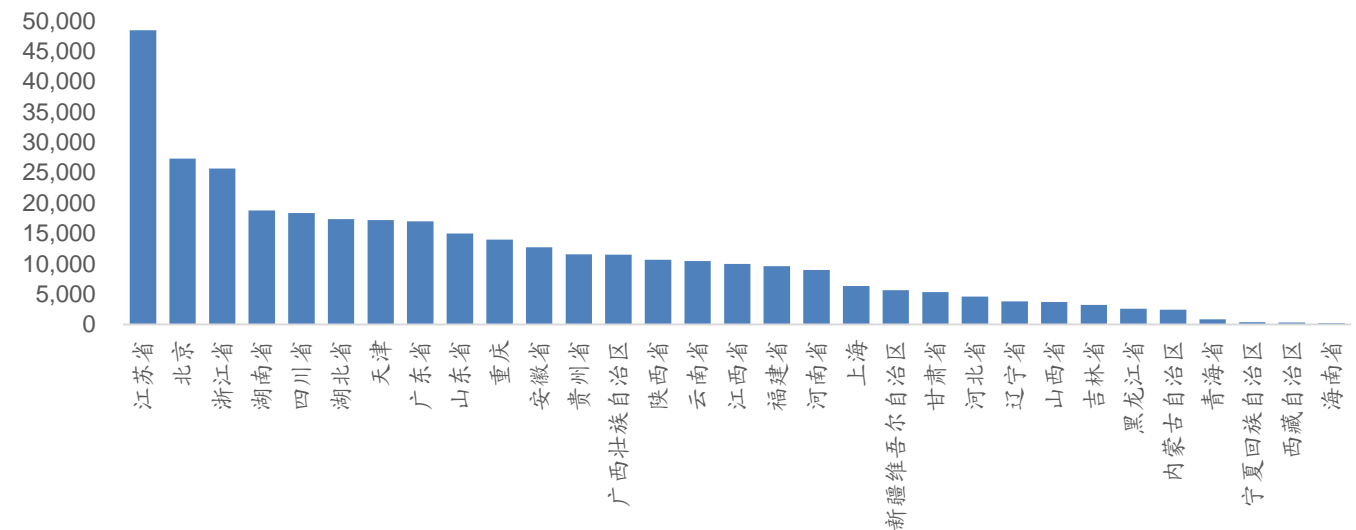
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

短期关注 1: 地方政府债务处置方式

截至2018年底, 发债城投债务余额约34万亿, 预计地方政府隐形债务超过40万亿, 占银行体系总资产约15%, 是影响银行资产质量核心变量。

不同的处置方式将直接改变银行估值水平。如果再次置换, 城投业务占比高的银行估值有望大幅修复。

图 20: 分省市发债城投债务余额 (带息债务+其他权益工具+长期应付款) (%)



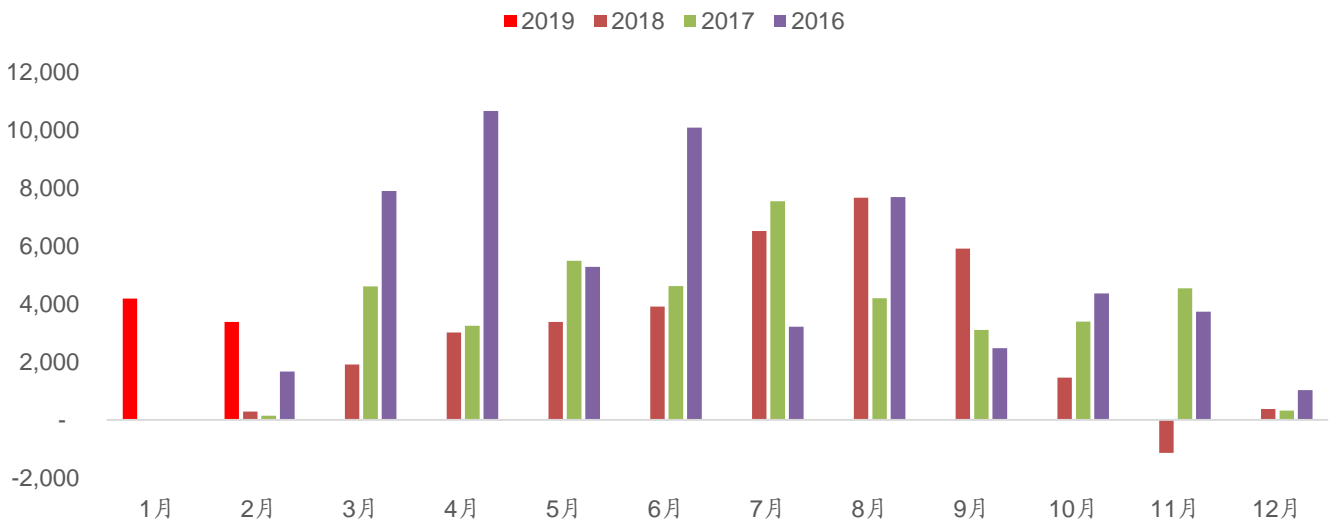
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

短期关注 2: 财政前移与预期透支

不少草根调研显示，年初产业景气度和流动性环境明显好于去年底市场预期，并有一定超季节性。我们认为这一超季节性可能是财政投放前移所致，如果后续财政持续性不及预期，当前市场乐观情绪可能难以持续。

甚至，在全年财政扩张力度一定的情况下，上半年的财政投放前移可能造成下半年的预期透支。

图 21: 地方债发行月度分布: 2019年1、2月份地方债发行较往年大幅增加(亿元)

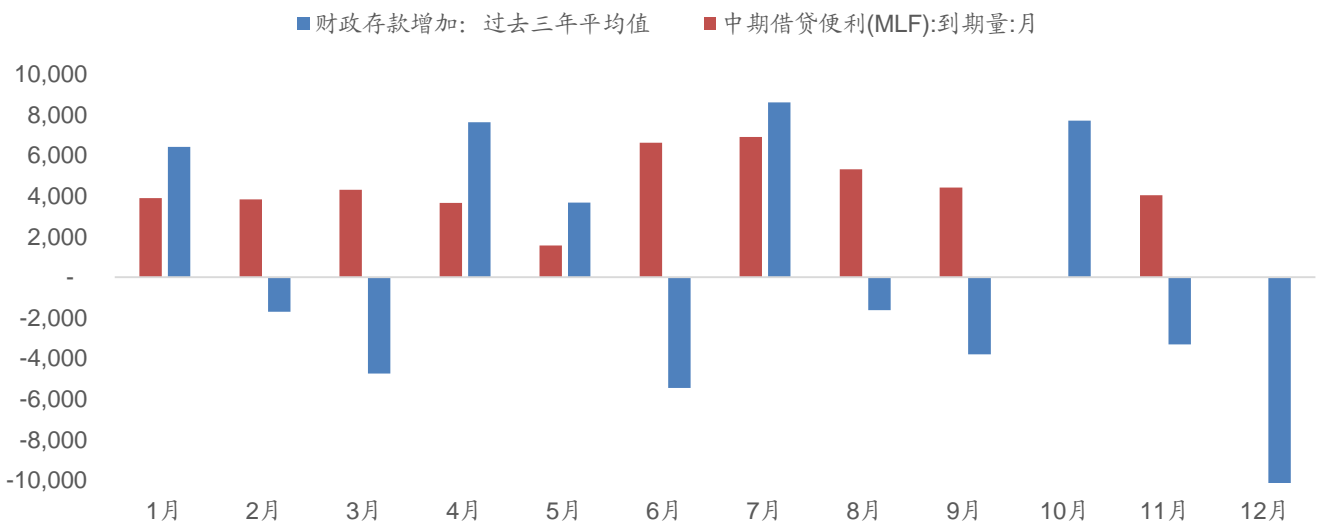


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

短期关注 3: 降准降息预期与落地

货币宽松继续，预计4月初继续降准概率较大。年中如果经济下滑超预期，二季度末三季度初有降息可能。

图 22: 2019年MLF到期及财政存款回收的月度分布(亿元, 预计)

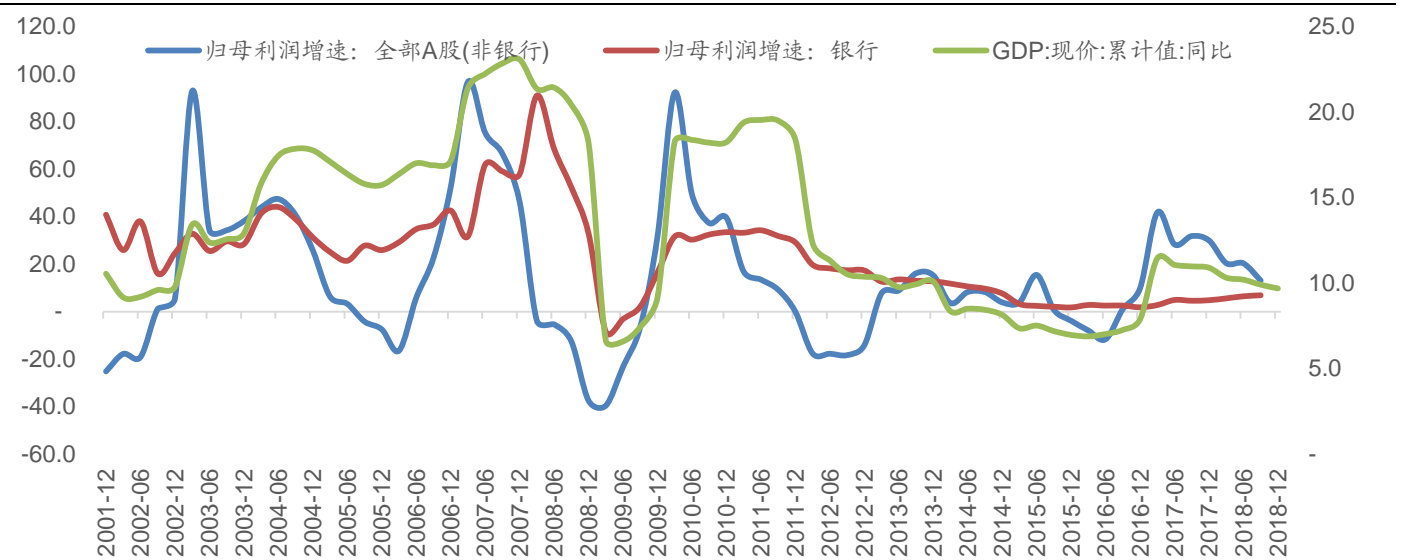


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

短期关注 4：财报披露期，业绩相对优势

4月份，上市公司2018年报和2019年1季报陆续披露。由于后周期属性及2018年Q1低基数原因，银行业绩表现可能有相对优势。

图 23：A股非银行与银行业绩增速历史对比（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

投资策略：择时与选股

年初以来，得益于流动性宽裕和市场情绪好转，A股整体上涨幅度较大。分行业来看，银行板块涨幅较为落后。

展望二季度，随着流动性宽裕程度边际下降，财报和一季报业绩逐渐披露完毕，银行板块借助业绩的相对优势，有望走出相对收益行情。

表 14：银行板块绝对收益与相对收益回顾与展望打分

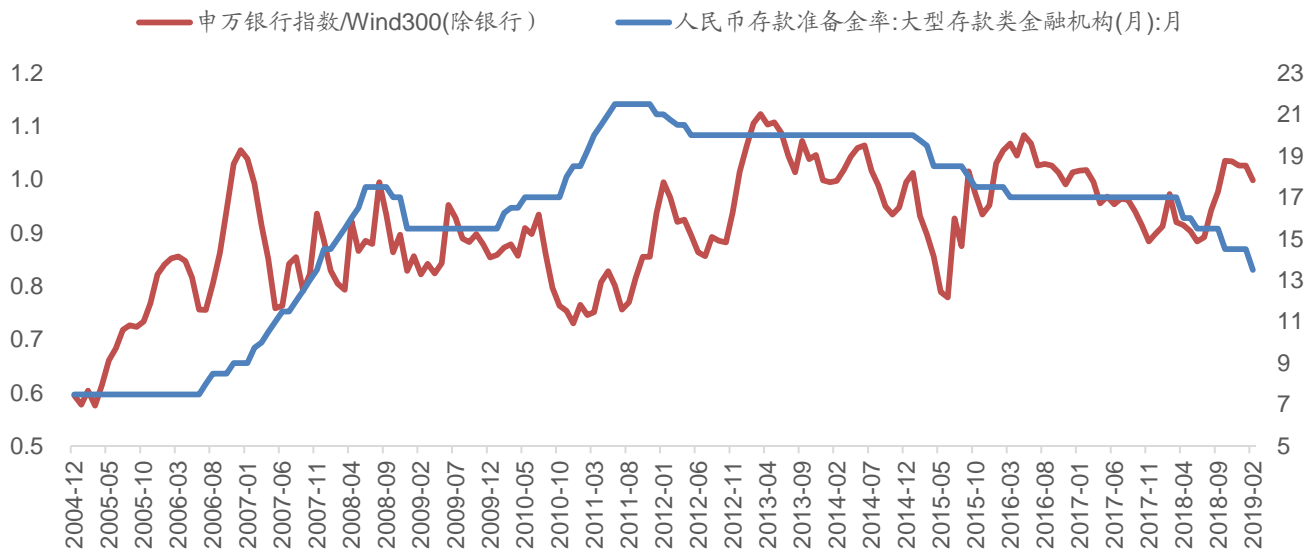
因素	2018年	2019Q1	2019Q2-E	2019Q3-E	2019Q4-E	2019年-E	核心矛盾
绝对收益	-1	2	-1	1	0	0.5	流动性主导
相对收益	2	-2	1	-1	-1	-0.75	业绩相对优势

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

择时：关注四月中旬开始相对收益

四月份中旬开始，财政进入收税高峰期，实体交易的流动性需求也增加，股市流动性环境可能边际紧张。由于前期银行板块涨幅较少，且估值低位，叠加银行业绩的相对优势和央行降准预期落地，银行板块有望实现一定相对收益。

图 24: 法定存款准备金率历史变化与银行板块相对收益 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

选股: 配置大行和细分龙头银行, 博弈高 ROE、高杠杆银行

配置品种方面, 由于行业景气度在下行趋势中, 资产质量仍是核心矛盾, 建议关注低估值大行和基本面优异的细分龙头。

博弈品种方面, 预计未来一段时间地方政府债务化解是银行超额收益来源的核心催化剂, 建议关注有望受益于地方政府债务化解的高ROE、高杠杆银行。

表 15: 港股和美股可比公司估值情况 (截至2019-03-18)

市场	公司	代码	股价 (元)	EPS (元)		PE 估值 (倍)		PB 估值 (倍)	
			2019/3/18	2018A	2019E	2018A	2019E	2018A	2019E
港股 (HKD)	汇丰控股	00005.HK	65.10	0.66	0.68	98.64	95.74	7.98	7.79
	恒生银行	00011.HK	191.80	12.79	14.02	15.00	13.68	2.25	2.11
美股 (USD)	富国银行	WFC.N	50.66	4.07	4.96	12.45	10.22	1.34	1.29
	美国银行	BAC.N	29.30	2.63	2.90	11.15	10.12	1.17	1.09

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 汇丰控股、恒生银行盈利预测数据来自 Wind 一致预测, 股价和 EPS 货币单位为港元; 富国银行、美国银行盈利预测数据来自 Bloomberg 一致预测, 股价和货币单位为美元。

风险提示

- 1、2月份居民短期贷款收缩较多，背后虽然有信用卡消费还款的季节性因素，但经济下行期和债务增速下降期，居民部门信用风险问题值得留意和关注。
- 2、一二月份的流动性充裕背后有财政前移和银行抢跑效应，若实际赤字幅度不能大幅提升，持续性有待观察。
- 3、当前企业融资综合久期仍在下滑，信用环境敏感性和脆弱性值得关注。

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。
- 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：联系人，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：联系人，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

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

广发证券—公司投资评级说明

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

联系我们

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

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性

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）。

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。