

2019年04月14日

银行

大象起舞：银行股投资逻辑由防御转向进攻

■3月信贷社融全面超预期（总量/结构），表明宽信用传导成效明显。强化了下半年经济企稳预期，驱动经济悲观者向中性或乐观者的边际转化。

■经济企稳预期强化直接利好银行股，银行股投资开始具备进攻性。从逻辑关系来看，经济下行期，银行是实体经济的“让利者”，所以估值受到压制。而当宽信用的努力有望促使需求改善经济企稳，银行的定位将逐步从“让利者”转向“共赢方”，估值得到修复。经济企稳预期强化是核心变量，不必纠结眼下银行业的息差和不良生成如何变化。

从历次牛市中银行股的表现来看，无论是牛头还是牛市中段，经济企稳或企稳预期强化均会促成银行股的阶段性相对收益。

■此前无论是卖方推荐银行股，还是买方布局银行股，逻辑侧重点是避险，是防御。虽然3月PMI回升，但多数人怀疑PMI和强势金融数据的可持续性，因而只把经济潜在的企稳可能当成辅助逻辑。我们路演下来，只有少数投资者对银行股的布局还寄予了经济企稳的期待。所以我们觉得银行股的投资逻辑在递进，除了“退可守”，“进可攻”的逻辑也因经济企稳预期强化而更加成立。

■除了经济企稳预期强化的逻辑支撑，银行在四月下旬还将迎来一季报的业绩催化。由于今年一季度的信贷大幅扩张，规模增长将成为银行业绩稳健的有力保障，此外，部分中小行由于息差的翘尾因素，营收端的业绩弹性有望超出市场预期。

■个股选择方面，考虑到行业逻辑由防御转向进攻与一季报的业绩弹性，我们认为二季度中小行的表现仍将优于大行，首推兴业银行、平安银行。

■风险提示：二季度金融数据与实体需求端的表现显著弱于预期；上市银行一季报业绩低于预期

行业分析

证券研究报告

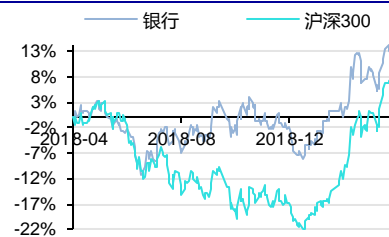
投资评级 领先大市-A

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	-1.13	-10.88	-2.09
绝对收益	6.71	19.13	0.94

张宇

分析师

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

相关报告

当我们谈论银行资本时，我们在谈论些什么 2019-01-24

宽信用浪潮裹挟下的民企与商业银行 2019-01-10

由奢入俭，先淡后浓——银行业 2019 年度投资策略 2018-12-05

银行三季报综述：稳中向好，符合预期 2018-11-03

银行非标投资图鉴 2018-10-11

内容目录

1. 第一轮行情：2005年6月6日至2007年10月16日	3
2. 第二轮行情：2008年11月4日至2009年8月4日	6
3. 第三轮行情：2011年10月至2013年1月	8
4. 第四轮行情：2014年7月22日至2015年6月12日	9
5. 小结	12
6. 投资建议	13

图表目录

图 1: 2005.6-2008.3 央行外汇占款迅速上升	3
图 2: 2005.6-2008.3 货币余额同比增速	3
图 3: 2005.6-2007.10 牛市中银行板块的相对收益（月）分布图	3
图 4: 2005.6-2008.3 PMI 指数走势	4
图 5: 2005.6-2008.3 中债国债到期收益率（10年）	4
图 6: 2008.11-2009.8 牛市中银行板块的相对收益分布图	6
图 7: 2008-2009 PMI 指数走势	7
图 8: 2008-2009 中债国债到期收益率（10年）	7
图 9: 2008.11-2009.8 牛市中上市银行个股涨幅	8
图 10: 2011.10-2013.1 银行板块的收益分布图	9
图 11: 2010-2013 PMI 指数走势	9
图 12: 2011-2013 中债国债到期收益率（10年）	9
图 13: 2010-2015 PMI 指数走势	9
图 14: 2014-2015 市场流动性指标	9
图 15: 2014.8-2015.6 牛市中银行板块的相对收益分布图	11
图 16: 2014.10.28-2015.6.12 牛市中上市银行个股涨幅	12
表 1: 2004-2007 年单月新增人民币贷款同比增速	4
表 2: 2005.6-2007.10 牛市中各板块期间涨跌幅	5
表 3: 2008.11-2009.8 牛市中各板块期间涨跌幅	6
表 4: 2014.1-2016.6 货币政策大事记	10
表 5: 2014.7-2015.6 牛市中各板块期间涨跌幅	11

3月信贷社融全面超预期（总量/结构），表明宽信用传导成效明显。尤其是增量融资的期限逐渐由短期向中长期转化，显示了在微观主体预期改善、金融机构风险偏好回升的共同作用下，信用环境逐渐修复，实体再生产需求也边际回暖。这也可以从3月PMI指数重回荣枯线上方、小企业PMI大幅回升、3月M1增速环比跳升至4.6%等方面得到印证。后续“宽信用传导—需求改善”的正反馈机制如能保持稳定和实现自我强化，宏观经济有望顺利企稳。

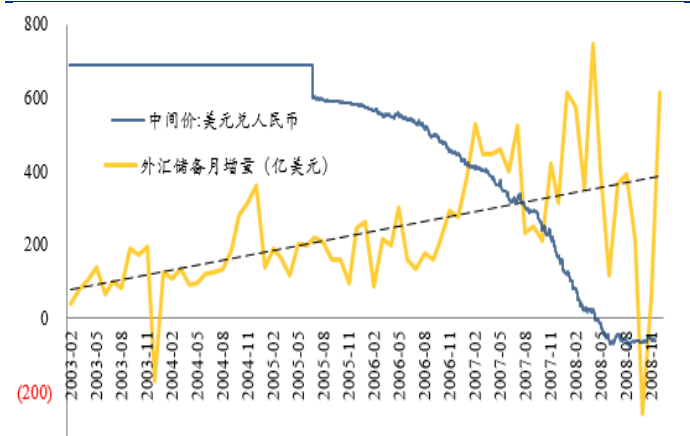
那么，在经济企稳预期强化的背景下，银行股会有怎样的表现？本文后面将分析2000年以来三次牛市，一次“伪牛市”中的银行股表现，以史鉴今试图回答这个问题。

1. 第一轮行情：2005年6月6日至2007年10月16日

千禧年后的第一次大牛市，也是A股史上最长的一次牛市，持续了574个交易日。上证综指从998一路攀升到6,124的历史最高点，涨幅达513%。这轮行情亦是基本面支撑最为扎实的一次，加入WTO后外需市场迅速打开，同时股权分置问题得以解决（流通股股东权益得到公平对待、上市公司长效发展机制渐成），分别从市场与制度层面驱动经济快速增长。

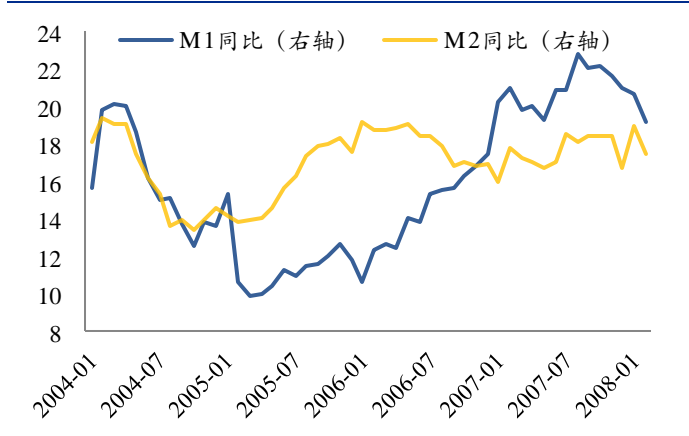
而当时的货币政策虽然中性偏紧（2006年7月—2007年10月期间，央行11次上调存款准备金率，6次加息），但由于外汇占款不断提升，且叠加2005年7月汇改后，人民币进入升值通道，市场流动性并不紧。M1与M2均保持高增长，流通货币和企业活期存款充裕。

图 1：2005.6-2008.3 央行外汇占款迅速上升



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 2：2005.6-2008.3 货币余额同比增速

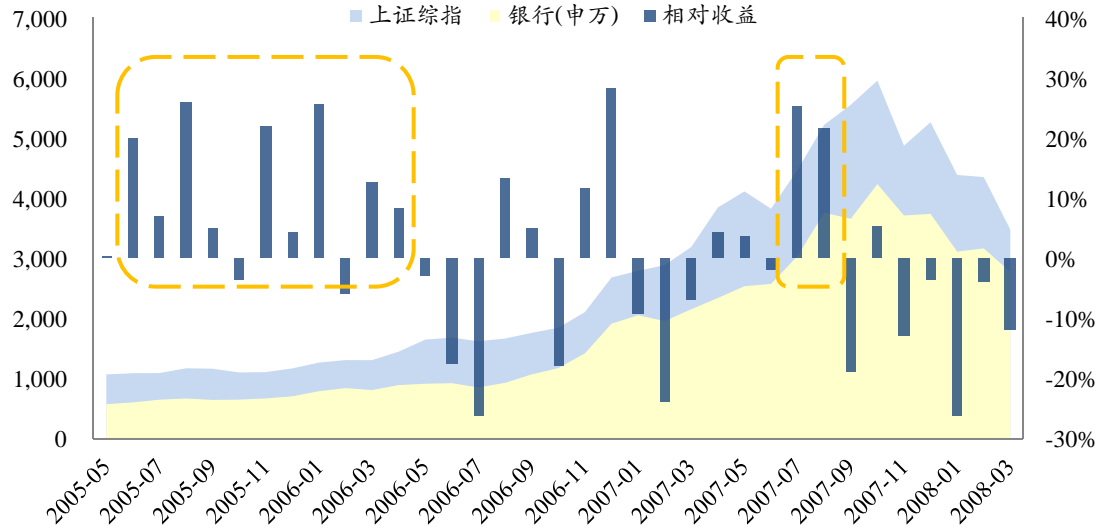


资料来源：wind、安信证券研究中心

2005年6月单月新增人民币贷款增速转负为正后，**银行板块先于大盘启动，在牛市的第一年相对沪深300有明显的超额收益**，这既受益于当时对经济增长的良好预期，亦与外汇储备和人民币币值双升催生的流动性充裕紧密相关。随着牛市夯实，银行板块相对收益暂时落后，但从**2006年8月后迅速回补，开启牛市中段行情，直至年底都有相对收益**。该阶段主要受益于市场对宏观政策的积极预期。2006年7月起经济出现下滑迹象，三季度GDP同比增速环比下降1.5pc，但2007年作为十一五规划的关键年，不容有失，市场预期经济保持稳定高速增长将成为政府工作的主要目标，宏观经济政策趋向积极。**银行股有相对收益的第三阶段在牛市尾声，持续两个月，除流动性支持以外，多归因于相对估值的修复。**

随着M1增速冲高回落，偏紧的货币政策效果显现，连同非流通股的持续解禁、全球金融危机的蔓延，2007年10月16日后，A股转牛入熊。

图 3：2005.6-2007.10 牛市中银行板块的相对收益（月）分布图



资料来源: Wind、安信证券研究中心

说明: 相对收益 = 申万银行指数的月涨跌幅 - 沪深300 指数的月涨跌幅

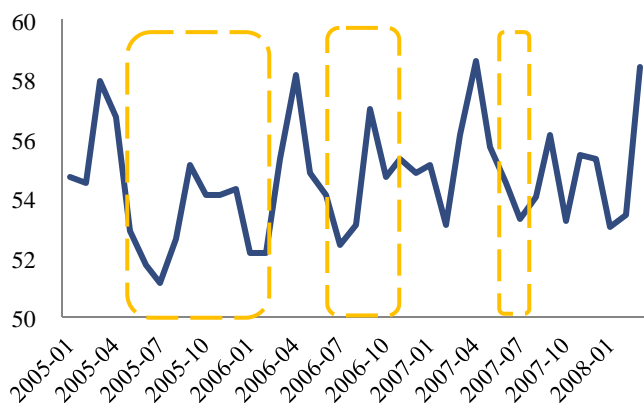
表 1: 2004-2007 年单月新增人民币贷款同比增速

	2004	2005	2006	2007
1 M	-19.5%	6.8%	101.4%	0.3%
2 M	59.7%	-52.0%	55.5%	177.5%
3 M	4.5%	-3.2%	49.8%	-18.2%
4 M	2.6%	-28.8%	123.4%	33.0%
5 M	-55.3%	-4.8%	94.2%	18.1%
6 M	-48.1%	64.9%	-15.2%	14.4%
7 M	-102.2%	-	-	34.7%
8 M	-58.8%	64.0%	-1.2%	61.5%
9 M	-24.6%	38.0%	-36.3%	28.8%
10 M	-58.4%	3.1%	-35.6%	700.6%
11 M	45.9%	50.6%	-14.0%	-54.8%
12 M	119.6%	-53.0%	54.7%	-77.4%

资料来源: Wind、安信证券研究中心

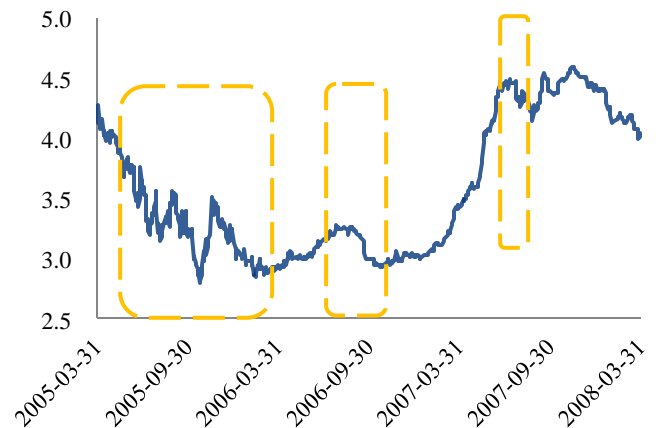
回看银行股有相对收益的三段行情,基本都在 PMI 见底、经济预期向好时启动,并伴随着资本市场流动性充裕、无风险利率下行。

图 4: 2005.6-2008.3 PMI 指数走势



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 5: 2005.6-2008.3 中债国债到期收益率 (10 年)



资料来源: wind、安信证券研究中心

此轮牛市银行板块累计涨幅行业排名第10, 相对靠前, 并在有相对收益的第二阶段, 即2006年下半年, 当实体经济边际疲软、进而市场对积极的宏观经济政策预期强化时, 银行板块的区间涨幅、累计涨幅挤进行业前三。整轮牛市中, 有色、非银、军工板块成为最大赢家。

表2: 2005.6-2007.10 牛市中各板块期间涨跌幅

时间	2005		2006				2007					累计涨幅
	6.6-8 M	9-12 M	1-3 M	4-6 M	7-9 M	10-12 M	1-3 M	4-6 M	7-8 M	9 M -10.16	10.16-11 M	
有色金属	7%	6%	43%	45%	-4%	22%	62%	43%	66%	21%	-34%	1238%
非银金融	-4%	-5%	29%	88%	-5%	73%	39%	31%	58%	25%	-25%	1189%
国防军工	17%	14%	14%	96%	14%	-6%	58%	42%	27%	21%	-19%	1041%
房地产	12%	4%	26%	12%	24%	45%	32%	58%	51%	-7%	-13%	803%
采掘	5%	8%	23%	22%	-14%	24%	40%	61%	55%	33%	-29%	781%
电气设备	22%	9%	18%	45%	5%	8%	56%	34%	28%	11%	-14%	694%
机械设备	6%	0%	20%	59%	1%	31%	45%	35%	32%	9%	-21%	683%
商业贸易	11%	-1%	19%	56%	2%	21%	56%	39%	31%	-3%	-15%	631%
建筑材料	6%	-1%	15%	35%	1%	35%	58%	43%	31%	6%	-24%	624%
银行	16%	3%	15%	14%	16%	80%	13%	20%	44%	7%	-8%	608%
汽车	8%	-3%	14%	45%	-1%	30%	68%	28%	33%	7%	-21%	596%
食品饮料	12%	-2%	26%	56%	-2%	41%	22%	27%	22%	12%	-17%	551%
钢铁	5%	-7%	13%	24%	-7%	61%	46%	24%	44%	12%	-26%	533%
建筑装饰	9%	-2%	15%	48%	2%	21%	55%	24%	29%	7%	-21%	524%
化工	11%	1%	14%	34%	3%	20%	56%	24%	28%	13%	-16%	516%
休闲服务	14%	9%	10%	28%	19%	26%	30%	34%	38%	-6%	-12%	502%
综合	7%	-9%	11%	44%	5%	3%	90%	42%	26%	-10%	-18%	427%
家用电器	3%	-5%	14%	22%	1%	23%	64%	44%	20%	4%	-15%	406%
纺织服装	8%	-6%	6%	37%	-2%	16%	83%	34%	29%	-7%	-18%	399%
轻工制造	8%	-5%	9%	33%	3%	17%	67%	19%	34%	-2%	-16%	390%
农林牧渔	7%	-1%	7%	51%	2%	10%	62%	11%	34%	1%	-14%	388%
交通运输	8%	-9%	3%	33%	-1%	24%	52%	23%	29%	15%	-18%	376%
公用事业	12%	-7%	1%	31%	-5%	24%	56%	28%	33%	6%	-19%	362%
医药生物	4%	-3%	7%	39%	1%	10%	62%	28%	27%	-2%	-12%	354%
传媒	25%	-3%	10%	28%	0%	20%	36%	21%	30%	-1%	-19%	343%
计算机	17%	-6%	12%	25%	5%	13%	63%	19%	20%	-6%	-10%	307%
通信	6%	3%	3%	3%	10%	48%	27%	6%	21%	24%	-11%	290%
电子	4%	-5%	7%	33%	0%	-1%	64%	7%	30%	-2%	-13%	228%

期间涨幅排名前三的板块

1	传媒	军工	有色	军工	地产	银行	综合	采掘	有色	采掘	银行
2	电气	电气	非银	非银	休闲	非银	纺装	地产	非银	非银	计算机
3	军工	休闲	地产	机械	银行	钢铁	汽车	家电	采掘	通信	通信
银行排名	5	7	11	26	3	1	28	23	5	12	1

累计涨幅排名前三的板块

1	传媒	军工	有色	军工	军工	非银	军工	军工	有色	有色	传媒
2	电气	电气	电气	有色	电气	银行	非银	非银	非银	非银	电气
3	银行	休闲	军工	电气	有色	军工	有色	有色	地产	军工	银行
银行排名	3	4	6	17	11	2	9	13	10	10	3
银行累计涨幅	16%	23%	41%	61%	87%	236%	279%	353%	563%	608%	

资料来源: wind、安信证券研究中心

说明: 各行业涨跌幅依据申万一级行业指数, 图中底色为粉色的板块, 表示期间涨幅高于银行的板块。

具体到个股，完整经历了此轮行情的只有招行、浦发、平安、民生、华夏五家股份行，浦发涨幅最高达 990%，平安涨幅最低也有 677%。期间，除农行、光大外的其他老十六家银行陆续登陆 A 股。

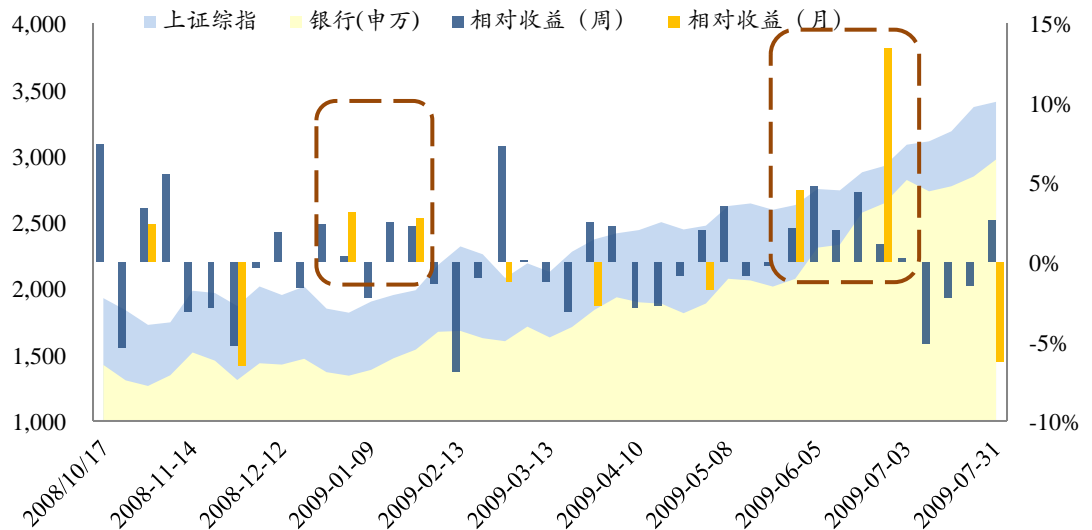
2. 第二轮行情：2008 年 11 月 4 日至 2009 年 8 月 4 日

2008 年后，受国内国外风险传导，经济增速持续下行。第三季度的进一步探底，催生了政府含四万亿救市计划在内的十大产业振兴措施，以及 2008 年 9 月—12 月的 4 次降准、4 次降息，积极的财政政策与宽松的货币政策又推生了 A 股第八次牛市。此轮行情前后持续了 184 个交易日，大盘累计上涨 103%。由于本轮行情主要依托经济刺激政策而起，在自上而下、多部门协同为经济保驾护航的氛围中，大部分行业都先后生成复苏预期，叠加资本市场流动性充沛，板块成普涨之势，轮流领跑并高频切换。

银行股的短期相对收益贯穿牛市始末，不仅有资金面宽松、经济预期改善的支撑，自身基本面的改善也为行情贡献不少。一是监管鼓励信贷投放，规模扩张提振营收增速；二是新投放贷款不仅稀释不良率，还通过缓解客户还款压力降低不良生成；三是流动性过剩推动房地产走高，提升银行抵押物价值。但如果拉长时间，以月涨跌幅替代周涨跌幅来衡量银行对沪深 300 的相对收益，则寡淡平稳许多。银行股相对收益集中在牛市开始后的第 2、3 个月，及牛市结束前的 2、3 个月。

从板块的期间涨跌幅排名来看，本轮牛市的“普涨”特点更为明显，各个板块几乎轮遍，没有特别明显的领涨板块。相对而言，与基建相关的建材、有色、采掘、电气涨幅靠前。后续，随着四万亿等危机刺激政策退出，牛市结束。

图 6：2008.11-2009.8 牛市中银行板块的相对收益分布图



资料来源：Wind、安信证券研究中心

说明：相对收益 = 申万银行指数的涨跌幅 - 沪深 300 指数的涨跌幅

表 3：2008.11-2009.8 牛市中各板块期间涨跌幅

期间	2008.11	2008.12	2009.1	2009.2	2009.3	2009.4	2009.5	2009.6	2009.7	累计涨幅
有色金属	23%	-3%	21%	20%	31%	-4%	10%	8%	35%	293%
采掘	8%	1%	20%	-3%	23%	9%	16%	6%	33%	227%
建筑材料	49%	-6%	21%	12%	20%	10%	-3%	2%	20%	225%

汽车	20%	-1%	20%	15%	24%	12%	9%	0%	21%	224%
国防军工	15%	10%	27%	5%	19%	4%	3%	-1%	34%	209%
房地产	26%	-6%	14%	9%	27%	5%	9%	17%	4%	194%
综合	21%	0%	17%	10%	27%	5%	7%	3%	12%	184%
休闲服务	17%	6%	13%	8%	24%	4%	11%	8%	10%	179%
机械设备	28%	-5%	21%	7%	16%	3%	3%	4%	20%	168%
电子	18%	1%	16%	8%	25%	4%	6%	0%	18%	166%
电气设备	39%	8%	8%	4%	23%	6%	13%	-8%	10%	166%
轻工制造	20%	1%	13%	5%	23%	2%	3%	2%	21%	155%
钢铁	18%	-8%	16%	0%	13%	-2%	7%	13%	37%	152%
纺织服装	18%	-1%	16%	5%	24%	4%	5%	5%	12%	147%
非银金融	7%	1%	19%	3%	23%	-2%	4%	11%	20%	144%
家用电器	16%	-1%	2%	16%	16%	14%	2%	2%	16%	136%
计算机	17%	9%	10%	2%	18%	8%	5%	-1%	15%	133%
银行	2%	1%	15%	4%	14%	2%	10%	23%	5%	125%
化工	13%	-8%	15%	4%	18%	3%	4%	1%	31%	123%
商业贸易	17%	6%	4%	9%	16%	10%	2%	7%	6%	123%
农林牧渔	18%	1%	13%	9%	11%	-5%	3%	4%	22%	120%
传媒	19%	2%	11%	1%	16%	8%	2%	0%	9%	113%
医药生物	17%	9%	8%	5%	12%	6%	-1%	8%	9%	111%
交通运输	10%	-6%	13%	4%	21%	1%	2%	5%	21%	105%
食品饮料	14%	0%	2%	10%	7%	5%	2%	16%	14%	104%
通信	14%	4%	3%	2%	18%	14%	-6%	5%	16%	103%
公用事业	17%	-4%	7%	5%	13%	0%	3%	2%	22%	93%
建筑装饰	25%	-1%	5%	2%	10%	1%	1%	7%	11%	92%
期间涨幅排名前三的板块										
1	建材	军工	军工	有色	有色	家电	采掘	银行	钢铁	
2	电气	计算机	机械	家电	房地产	通信	电气	地产	有色	
3	机械	医药	有色	汽车	综合	汽车	休闲	食品	军工	
银行排名	28	10	13	19	22	21	5	1	27	
累计涨幅排名前三的板块										
1	建材	电气	建材	建材	建材	建材	汽车	有色	有色	
2	电气	建材	电气	有色	有色	汽车	电气	地产	采掘	
3	机械	医药	军工	电气	电气	有色	有色	建材	建材	
银行排名	28	28	26	27	26	26	23	14	18	
银行累计涨幅	2%	5%	20%	25%	43%	47%	62%	107%	125%	

资料来源: wind、安信证券研究中心

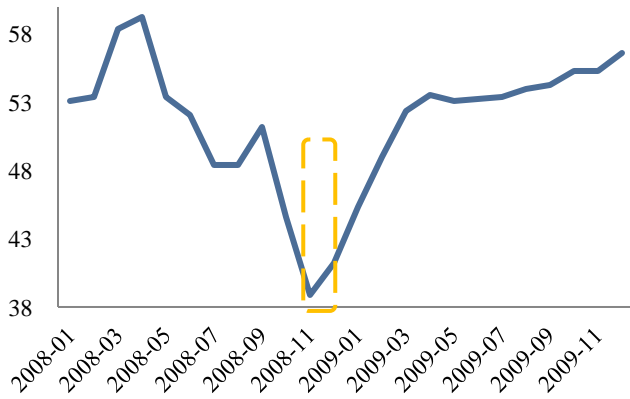
说明: 1) 各行业涨跌幅依据申万一级行业指数, 图中底色为粉色的板块, 表示期间涨幅高于银行的板块。

2) 最后一列为 2009/7/1-2009/8/4 期间涨跌幅。

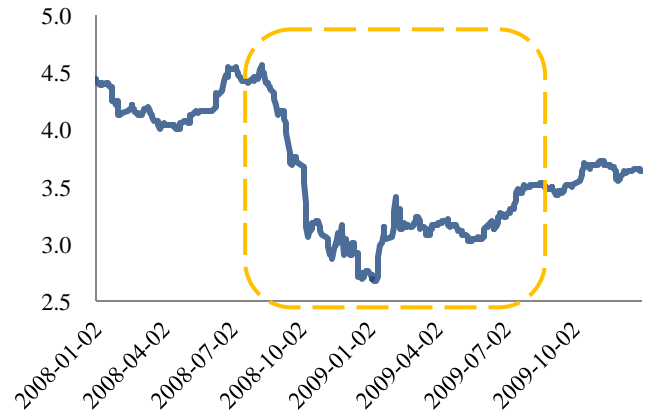
结合经济基本面和流动性来看, 牛市前银行股实际自行完成一个涨跌小周期。2008年10月, PMI 降至前期低点, 但因 9-10 月连续降息降准, 市场预期 PMI 很快回升, 银行股边际受益; 但随着 PMI 再创新低, 银行股迅速回吐相对收益。直至 12 月后, PMI 确定见底回升, 经济企稳预期强化, 银行股才迎来明显的第一阶段相对收益。而本轮行情中, 流动性始终较为宽松, 10 年中债国债到期收益率位于区间低位, 支撑了银行股的短期相对收益贯穿始末。

图 7: 2008-2009 PMI 指数走势

图 8: 2008-2009 中债国债到期收益率 (10 年)



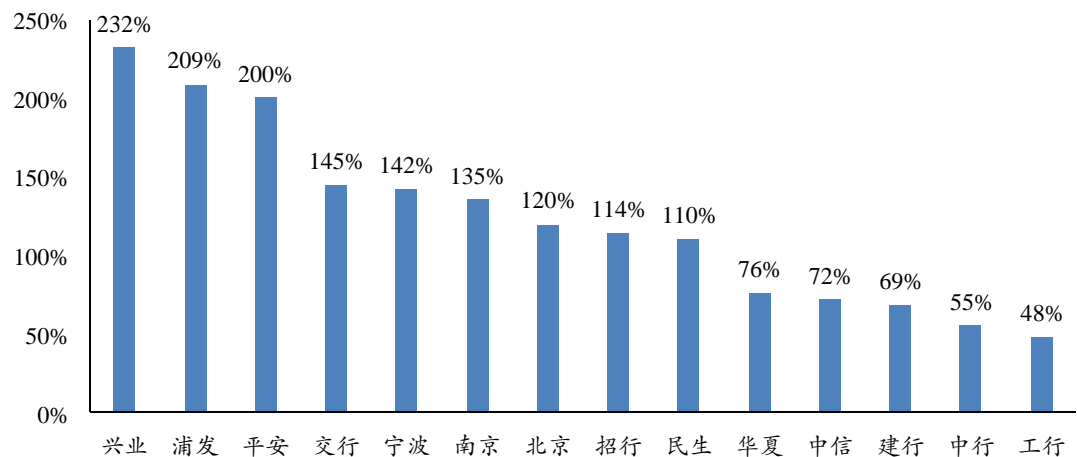
资料来源: wind、安信证券研究中心



资料来源: wind、安信证券研究中心

此轮行情中，除农行、光大外的老十六家银行均参与其中。兴业、浦发、平安领涨，除业绩高增外，亦受益于资本金充足，满足规模扩张需求。

图 9：2008.11-2009.8 牛市中上市银行个股涨幅



资料来源: wind、安信证券研究中心

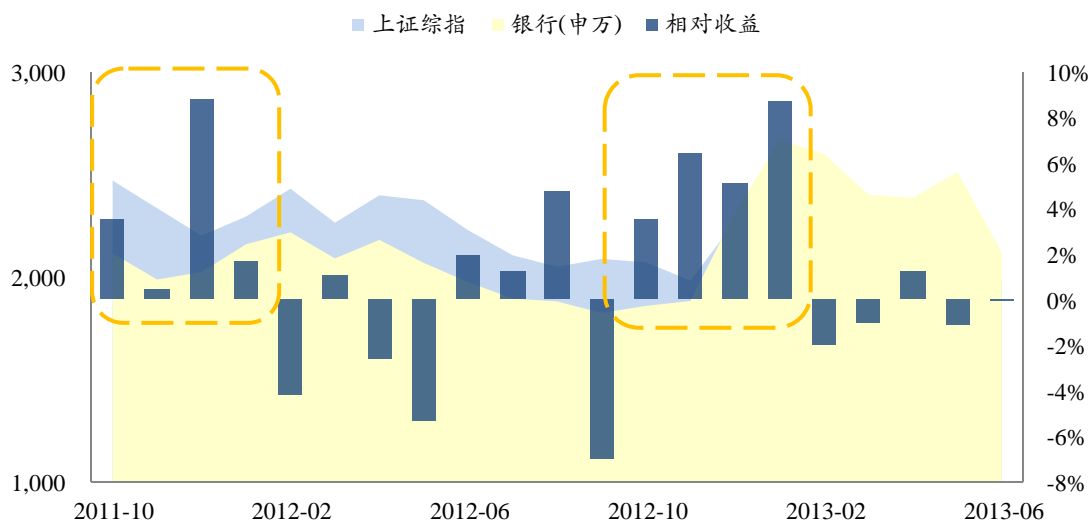
3. 第三轮行情：2011 年 10 月至 2013 年 1 月

在 A 股的第八、第九次牛市间隙，2011 年底到 2013 年初之间，银行股还有一波小行情，相对收益也分两段。

第一段在 2011 年 10 月-2012 年 1 月。2011 年 10 月 PMI 继小幅回升后调头降至 50.4，创近三年来最低并逼近荣枯线，M1 亦连续数月陡幅下降，市场对货币政策由紧转松预期强烈，银行股单月上涨 7.98%。然而政策仍持观望态度，预期落空，11 月股市下行，同时 PMI 跌至 49.0。12 月初，降准靴子落地，大幅提振市场信心，银行股单月再次涨幅冲高，至 2013 年 1 月后，一方面 PMI 稳定回升，其他实体行业接力上涨；另一方面前期温州不良事件发酵，引发市场对银行资产质量的隐忧，银行股相对收益结束。

第二阶段在 2012 年的 10 月至 2013 年 1 月。2012 年 4 月 PMI 冲高后回落，随后 5 月-7 月央行一次降准、两次降息，8 月后 PMI 企稳，M1 增速也迅速拔升。当时市场认为经济已企稳回升，预期转向积极，推动银行股上涨。然而好景不长，短暂企稳后 PMI、M1 纷纷回落，经济复苏被证伪，政策也停止进一步补血，此轮行情结束。

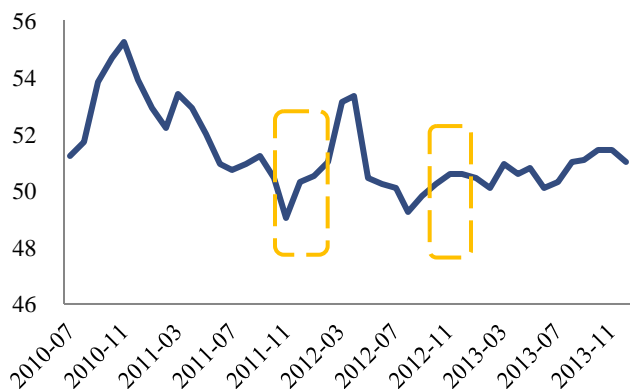
图 10: 2011.10-2013.1 银行板块的收益分布图



资料来源: Wind、安信证券研究中心

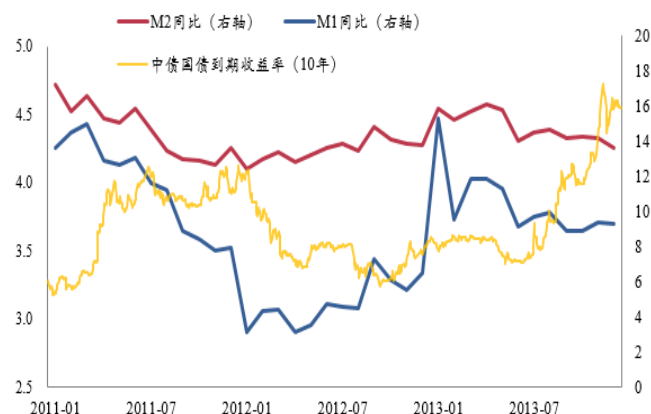
说明: 1) 相对收益=申万银行指数的涨跌幅-沪深 300 指数的涨跌幅

图 11: 2010-2013 PMI 指数走势



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 12: 2011-2013 中债国债到期收益率 (10 年)



资料来源: wind、安信证券研究中心

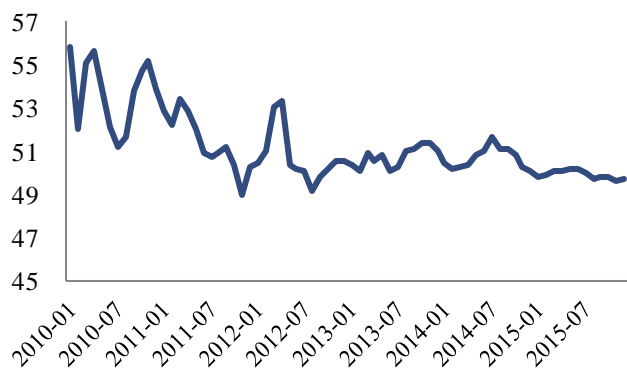
4. 第四轮行情: 2014 年 7 月 22 日至 2015 年 6 月 12 日

2014 上半年, 当上证综指跌穿 2000 点后, 尽管前景不明, 已逐渐有抄底资金入市, 然后以国企改革和互联网+为主题的第九次牛市缓慢拉开序幕。通常意义上, 此轮行情始自 2014 年 7 月 22 日, 持续 219 个交易日, 上证综指从 2,075 升至 5,166, 累计收益达 149%。但考虑到前 3 个月累计涨幅不超过 9%, 本次分析将 10 月 28 日作为牛市的正式启动日。

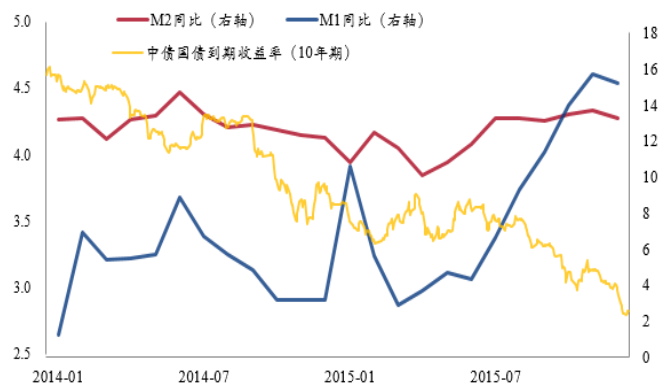
如果前两次牛市还多少与经济基本面挂钩, 这轮牛市中 PMI 指数自 2014 年 7 月下行后, 一直徘徊在荣枯线附近, 经济基本面与股市行情几乎完全背道而驰。故这一次牛市实质是杠杆驱动的资金牛, 货币政策的影响较前几次大为提升。2014 年 4-6 月的定向降准、9 月购房限贷政策小幅放松, 宽松迹象浮现, 股市蓄势待发; 11 月的意外降息则正式宣告此前两年时紧时松的货币政策转向宽松, 吹响牛市号角; 而 2015 年 2 月-6 月内的两次降准、两次降息, 则每每在行情疲弱时注入新的活力, 支撑牛市走完下半场。

图 13: 2010-2015 PMI 指数走势

图 14: 2014-2015 市场流动性指标



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

表 4: 2014.1-2016.6 货币政策大事记

时间	事件
2014-04	4月25日央行下调县域农村商业银行存款准备金率2pc、下调县域农村合作银行存款准备金率0.5pc
2014-06	6月16日央行对符合“三农”和小微企业贷款比例条件的银行下调存款准备金率0.5pc
2014-08	8月8日央行增加再贴现额度 支持“三农”和小微企业信贷投放,降低社会融资成本 8月14日央行国务院办公厅关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见 8月27日央行增加支农再贷款额度 降低“三农”融资成本
2014-09	9月30日央行联合银监发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014-11	11月27日央行 非对称 下调金融机构人民币存款基准利率25bp、人民币贷款基准利率40bp;存款利率浮动区间上限由1.1调至1.2倍;
2015-01	1月15日继续实施稳健的货币政策 不断完善金融市场功能 1月16日央行增加再贷款额度500亿元、支持金融机构扩大“三农”和小微企业信贷投放
2015-02 降准	2月5日央行下调金融机构存款准备金率0.5pc,同时对小微企业贷款占比达到定向降准条件的城商行、非县域农商行额外降准0.5pc 2月11日央行分支机构常备借贷便利由前期试点转向全国推广
2015-03 降息	3月1日央行对称下调金融机构人民币存贷款基准利率25bp; 存款利率浮动区间上限由1.2调至1.3倍
2015-04 降准	4月20日央行下调金融机构存款准备金率0.5pc,对三农或小微企业贷款达到一定比例的国有银行和股份银行可额外降低0.5pc
2015-05 降息	5月11日央行对称下调金融机构人民币存贷款基准利率25bp; 存款利率浮动区间上限由1.3调至1.5倍
2015-06	6月28日央行下调三农或小微贷款符合条件的商业银行人民币存款准备金率0.5pc 6月28日央行对称下调金融机构人民币存贷款基准利率25bp

资料来源: 中国人民银行、安信证券研究中心

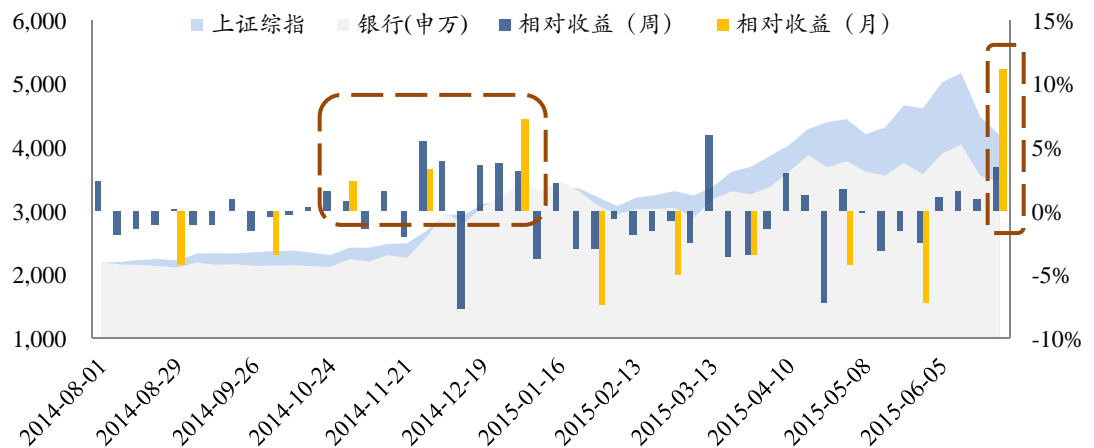
银行股在此轮行情中**基本面始终承压**。经济下行周期,信贷增速总体放缓,而表外理财、宝宝类产品的兴起助推金融脱媒,使得表内存款增速放缓、资金成本上扬。此外,非对称降息也使得息差受损。

2014年货币宽松环境下,无风险收益率进入下行通道。年中虽小幅回升,但9月中旬后加速下行,驱动场外资金入市,寻求合意回报。**初期进入的场外资金风险偏好较低,优先配置低估值的蓝筹股,金融股成为不二之选**。此后,伴随着9月末房贷政策放松、11月沪港开通(市场预期估值低、容量大的银行将是北上资金的重要选择)、央行降息后经济预期好转、以及金融改革预期等接二连三的政策利好,金融股股价正反馈机制得以不断巩固加强,轰轰烈烈开启牛市快速上涨通道,也形成银行股的第一阶段相对收益。

2015年3月起，银行股其实也掀起了一轮上涨并延续至牛市结束。主因2014年10月出台了规范地方政府融资、存量债务置换的43号文。虽然当时未得反响，但在2015年3月初，媒体报导置换开始后，市场看到了实际可行的操作路径，置换概念具象化，利好落地，支撑银行板块当周涨幅达10%。但鉴于其他板块涨幅更高，银行股相对收益不足，板块涨幅排名垫后。此轮牛市最终以监管严查配资终结，银行股相对收益的后段，实际来源于抗跌属性。

本轮行情，**银行板块累计上涨102%，相对收益位于牛市首尾两端**。就板块累计涨幅而言，“互联网+”相关的计算机板块，依托国企改革、一带一路的军工板块，供给侧改革受益的钢铁、建材，以及直接受益于交易量提升+配资获利的非银板块，在这一轮牛市中轮流领涨。

图 15：2014.8-2015.6 牛市中银行板块的相对收益分布图



资料来源：Wind、安信证券研究中心

说明：相对收益=申万银行指数的涨跌幅-沪深300指数的涨跌幅

表 5：2014.7-2015.6 牛市中各板块期间涨跌幅

期间	2014.7.22-8	2014.9	2014.10	2014.11	2014.12	2015.1	2015.2	2015.3	2015.4	2015.5-6.12	累计涨幅
计算机	10%	11%	1%	8%	-7%	18%	18%	28%	11%	47%	279%
建筑装饰	7%	11%	5%	13%	38%	-6%	10%	24%	30%	9%	262%
交通运输	8%	14%	7%	12%	11%	0%	5%	21%	25%	24%	237%
钢铁	12%	10%	6%	11%	20%	0%	6%	18%	19%	24%	233%
纺织服装	9%	12%	2%	5%	-2%	10%	8%	24%	17%	45%	230%
商业贸易	10%	11%	2%	7%	6%	5%	7%	24%	13%	41%	219%
国防军工	12%	17%	2%	-3%	12%	5%	6%	13%	24%	38%	217%
传媒	10%	4%	-1%	6%	-3%	16%	16%	17%	22%	34%	210%
机械设备	9%	12%	3%	6%	2%	7%	5%	23%	21%	32%	209%
轻工制造	8%	10%	1%	4%	-6%	9%	8%	23%	16%	50%	202%
通信	5%	12%	-1%	4%	0%	7%	14%	16%	17%	42%	199%
综合	11%	11%	1%	6%	-5%	5%	8%	18%	14%	48%	195%
非银金融	9%	4%	5%	31%	50%	-10%	6%	11%	8%	3%	190%
公用事业	9%	10%	3%	7%	17%	-1%	3%	15%	18%	29%	186%
房地产	6%	7%	3%	14%	17%	0%	3%	19%	16%	28%	183%
电气设备	7%	10%	-1%	3%	-2%	9%	6%	24%	13%	41%	181%
休闲服务	12%	12%	-2%	6%	-4%	7%	5%	25%	12%	38%	178%
农林牧渔	9%	12%	-1%	6%	-5%	11%	2%	21%	10%	46%	175%
化工	10%	9%	1%	4%	-1%	8%	6%	17%	14%	40%	174%
建筑材料	7%	9%	2%	6%	9%	-1%	4%	20%	11%	31%	157%

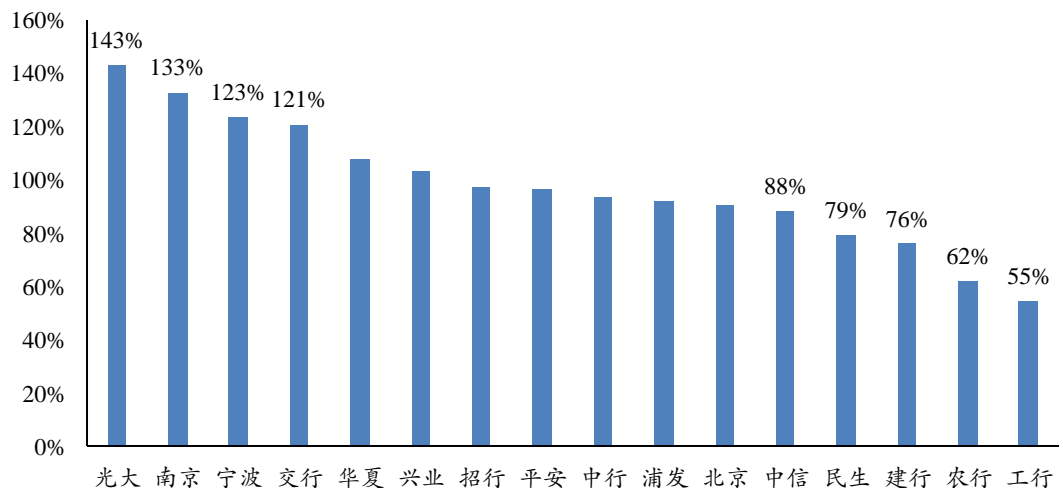
电子	12%	5%	-1%	1%	-8%	10%	7%	20%	9%	49%	157%
家用电器	6%	2%	3%	5%	6%	10%	6%	14%	15%	24%	151%
医药生物	5%	8%	3%	0%	-4%	8%	6%	19%	14%	35%	143%
汽车	7%	6%	2%	3%	0%	8%	8%	14%	10%	32%	140%
采掘	11%	7%	-1%	5%	10%	-2%	2%	15%	15%	25%	134%
有色金属	9%	5%	-1%	6%	4%	4%	4%	16%	13%	25%	129%
银行	6%	1%	5%	15%	34%	-10%	-1%	10%	12%	7%	102%
食品饮料	6%	2%	-3%	3%	8%	-1%	3%	12%	15%	26%	100%
期间涨幅排名前三的板块											
1	军工	军工	交运	非银	非银	计算机	计算机	计算机	建材	轻工	
2	休闲	交运	钢铁	银行	建材	传媒	传媒	休闲	交运	电子	
3	电子	通信	非银	地产	银行	农业	通信	建材	军工	综合	
银行排名	26	28	4	2	3	28	28	28	21	27	
累计涨幅排名前三的板块											
1	军工	军工	军工	非银	非银	非银	非银	非银	建材	计算机	
2	休闲	休闲	交运	交运	建材	建材	建材	建材	非银	建材	
3	电子	计算机	钢铁	钢铁	钢铁	钢铁	钢铁	计算机	交运	交运	
银行排名	26	28	27	15	4	8	13	22	21	27	
银行累计涨幅	5.55%	6.95%	12.01%	29.02%	71.60%	53.92%	52.45%	67.46%	89.11%	102.16%	

资料来源: wind、安信证券研究中心

说明: 各行业涨跌幅依据申万一级行业指数, 图中底色为粉色的板块, 表示期间涨幅高于银行的板块。

就个股而言, 高成长且资产质量表现相对稳健的银行占优, 南京、光大和宁波领涨。四大行及被资产质量拖累的民生涨幅落后于板块。

图 16: 2014.10.28-2015.6.12 牛市中上市银行个股涨幅



资料来源: wind、安信证券研究中心

5. 小结

虽然这几轮行情启动的原因不同、主题不同, 银行板块的走势也不同, 但还是能从中归纳部分共同因素, 为后市借鉴:

1) 银行板块行情的驱动主要依托流动性支持和经济预期好转。资金面流动性充沛, 一般是银行股上涨的必要不充分条件。多数情况下, 银行指数上行伴随着中债国债收益率(10年)的

下降。经济预期好转，则能促成银行相对实体经济的角色由“让利者”向“共赢方”转化，进而提升投资者的配置热情。而当经济真正好转后，资金风险偏好提高，银行股反而因为弹性不足，涨幅垫后。不同于其他板块，基本面因素对于银行股更多的是助燃剂而非催化剂，无法催生行情，主要起到支撑、助推功效。

2) 银行的市值体量决定了其累计涨幅很少有机会独领风骚，但牛市中并不缺乏阶段性的相对收益机会。通常一轮行情中，银行股的相对收益位于首尾两端，如果牛市足够长，中间可能还会有一段。牛市前端，流动性宽松是银行股有相对收益必不可少的条件，在宏观经济增速下行阶段，还需叠加经济预期好转，方能巩固趋势；中继行情则由经济预期转好驱动；尾端，多在牛市结束前夕一两个月，以填补估值洼地为主题。15年在牛市见顶后，银行股则依托避险属性表现较为抗跌。

6. 投资建议

1) 3月信贷社融全面超预期（总量/结构），表明宽信用传导成效明显。强化了下半年经济企稳预期，驱动经济悲观者向中性或乐观者的边际转化。

2) 经济企稳预期强化直接利好银行股，银行股投资开始具备进攻性。从逻辑关系来看，经济下行期，银行是实体经济的“让利者”，所以估值受到压制。而当宽信用的努力有望促使需求改善经济企稳，银行的定位将逐步从“让利者”转向“共赢方”，估值得到修复。经济企稳预期强化是核心变量，不必纠结眼下银行业的息差和不良生成如何变化。

从历次牛市中银行股的表现来看，无论是牛头还是牛市中段，经济企稳或企稳预期强化均会促成银行股的阶段性相对收益。

3) 此前无论是卖方推荐银行股，还是买方布局银行股，逻辑侧重点是避险，是防御。虽然3月PMI回升，但多数人怀疑PMI和强势金融数据的可持续性，因而只把经济潜在的企稳可能当成辅助逻辑。我们路演下来，只有少数投资者对银行股的布局还寄予了经济企稳的期待。所以我们觉得银行股的投资逻辑在递进，除了“退可守”，“进可攻”的逻辑也因经济企稳预期强化而更加成立。

4) 除了经济企稳预期强化的逻辑支撑，银行在四月下旬还将迎来一季报的业绩催化。由于今年一季度的信贷大幅扩张，规模增长将成为银行业绩稳健的有力保障，此外，部分中小行由于息差的翘尾因素，营收端的业绩弹性有望超出市场预期。

5) 个股选择方面，考虑到行业逻辑由防御转向进攻与一季报的业绩弹性，我们认为二季度中小行的表现仍将优于大行，首推兴业银行、平安银行。

风险提示：二季度金融数据与实体需求端的表现显著弱于预期；上市银行一季报业绩低于预期

■ 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。

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@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