

LPR 改革落地，增量信贷息差承压

——8月行业动态报告

核心观点

● 最新观点

1) **LPR 机制改革疏通货币政策传导，增量信贷净息差短期承压。**LPR 机制完善打通利率传导，宽货币环境下有助于降低实体经济融资成本。新的 LPR 机制或推动银行贷款利率下行，对银行净息差造成一定压力，倒逼银行提升差异化定价能力。贷款利率市场化定价对各个银行影响程度各异，对公业务占比较高银行影响较大，零售业务占比较高的银行受到的影响相对较小。

2) **信贷放缓、表外票据大幅下降，社融增速低于预期。**7 月新增社会融资规模 1.01 万亿元，同比少增 2141.77 亿元。信贷放缓及表外票据大幅下降是社融低于预期的主因。贷款增长承压，实体经济融资需求疲弱。

3) **国内外对比来看，中美银行业均已进入成熟发展期。**我国银行业利润稳健增长，ROE 水平高于美国。混业经营格局下，美国银行业非息收入占比高于我国银行业。受益于低利率环境下成本端优势，美国银行业净息差高于我国。当前我国银行业不良率和拨备覆盖率均高于美国，不良率较高主要与我国经济增速放缓有关。拨备覆盖率则受到监管引导和银行自发多提拨备的影响。

● 投资建议

经济金融数据不及预期，宏观经济下行压力仍存，货币政策仍将保持宽松，板块基本面整体平稳。优先股指导意见修订拓宽非上市银行资本补充渠道。LPR 定价机制改革疏通货币政策传导渠道，新老划断，银行增量信贷净息差面临收缩压力，推动银行提升差异化定价能力。当前板块 0.83X PB，估值处于历史偏低位置，防御与反弹攻守兼备，给予“推荐”评级。个股方面，我们推荐盈利能力优异、成本优势显著、资产质量持续优化的优质零售行招商银行（600036.SH）；集团优势明显、零售业务占比高、资产质量显著改善、金融科技应用领先的平安银行（000001.SZ）以及区域优势明显、资产质量优异的高成长城商行宁波银行（002142.SZ）。

核心组合

证券代码	证券简称	周涨幅	年初至今涨幅	相对收益率
600036.SH	招商银行	3.16%	47.80%	29.42%
000001.SZ	平安银行	-1.68%	57.83%	39.45%
002142.SZ	宁波银行	1.66%	46.42%	28.04%

● **风险提示：**宏观经济疲软导致资产质量恶化的风险。

银行业

推荐 维持评级

分析师

武平平

☎：010-66568224

✉：wupingping@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516020001

张一纬

☎：010-66568668

✉：zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519010001

特此鸣谢

杨策

☎：010-66568643

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

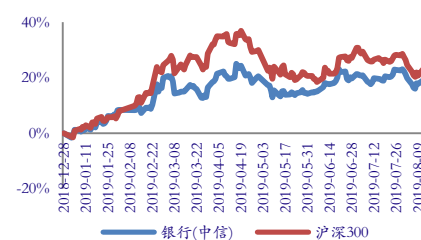
王畅

✉：wangchang_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

行业数据

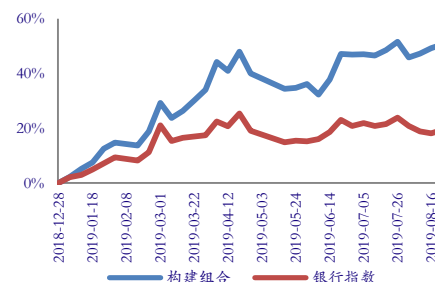
2019.08.29



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.08.23



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

目 录

一、银行业定位：金融市场参与主体，具有信用创造职能	2
(一) 金融在经济中的核心职能在于资源配置，有效满足社会再生产中的投融资需求.....	2
1.金融系统通过资金融通将资源配置到优质企业和部门，支撑经济稳健高质量增长.....	2
2.金融机构需持续深化改革创新业态，以适应经济结构和发展模式的变迁.....	2
(二) 当前社会融资结构尚未发生根本性转变，银行业在金融资源配置中仍起主导作用.....	2
1.实体经济 80%以上资金依旧来自间接融资，银行业是企业融资的核心渠道.....	2
2.金融体系基础制度建设未有根本性改变环境下，间接融资仍在未来占主导地位.....	3
二、银行业在资本市场中的发展情况	3
(一) 上市家数增至 33 家，A 股市值占比有所下降.....	3
(二) 年初至今板块表现弱于沪深 300，估值处于历史偏低位置.....	6
(三) 板块表现分化，优质零售行估值溢价明显.....	7
三、中美银行业比较研究	8
(一) 分业管制下牌照红利造就垄断格局，我国银行业集中度偏高.....	8
(二) 我国银行业资产规模超越美国，资产结构具有一定相似性.....	9
1.资产规模：中美银行业均已进入成熟发展期，资产规模增速处于较低水平.....	9
2.资产结构：中美银行资产结构相似程度较高，信贷资产占比较高.....	10
3.盈利能力：我国银行业利润稳健增长，盈利能力高于美国.....	11
4.收入结构：受益于混业经营，美国商业银行非利息收入占比高于我国商业银行.....	13
5.净息差：受益于低利率环境下成本端存在优势，美国银行业净息差水平高于我国.....	14
6.资产质量：当前我国商业银行不良贷款率和拨备覆盖率均高于美国.....	15
四、经济金融数据不及预期，LPR 改革疏通利率传导机制	16
(一) 7 月经济数据不及预期，宏观经济下行压力仍存.....	16
1.全球经济放缓及贸易摩擦背景下，我国经济发展的外部环境不确定性加大.....	16
2.宏观经济下行压力仍存，需持续关注其对银行资产质量的影响.....	16
(二) 信贷放缓、表外票据大幅下降，社融大幅低于预期.....	17
1.信贷放缓、表外票据大幅下降，社融增速低于预期.....	17
2.贷款增长承压，实体融资需求疲弱.....	18
(三) 央行完善 LPR 机制，疏通利率传导.....	19
1. LPR 机制完善疏通利率传导，有助于降低实体经济融资成本.....	19
2. 银行增量信贷净息差承压，倒逼银行提升定价能力.....	20
五、金融科技变革催生新商业模式，重塑行业竞争格局	20
(一) 传统业务模式下行业成长空间有限，业务模式转型迫在眉睫.....	20
1.存款业务增长动力不足，空间受挤压.....	20
2.贷款业务无法满足经济结构调整的需求，业务结构亟待调整.....	21
3.中间业务渠道依赖严重，业务多元化任务艰巨.....	22
(二) 利率市场化程度不足叠加综合服务能力欠缺，导致商业银行议价能力薄弱.....	23
1.负债端议价能力持续减弱：财富管理市场迅速发展，银行存款类产品竞争力严重不足.....	23
2.资产端议价能力分化，LPR 定价改革对银行业定价能力提出更高要求.....	23
(三) 电商、非银机构及外资银行等外部竞争者潜入加剧，银行业面临客户流失危机.....	24

(四) 技术革新：金融科技兴起，有望重塑行业竞争格局	25
六、投资建议及股票池	26
八、风险提示	27
插图目录	28
表格目录	29

一、银行业定位：金融市场参与主体，具有信用创造职能

（一）金融在经济中的核心职能在于资源配置，有效满足社会再生产中的投融资需求

1.金融系统通过资金融通将资源配置到优质企业和部门，支撑经济稳健高质量增长

金融的核心功能是为实体经济主体再生产提供合理有效的资源配置。金融系统通过将闲散的可投资资金整合，引导其有序地流向实体产业，满足企业和个人的投资需求；金融系统为企业提供融通资本、投资渠道、金融信息、风险管理等工具，满足企业的融资和再生产需求。高效的金融体系能够通过风险信息的反馈，降低投资者交易和监督成本，引导资源由低效率组织机构向优质组织机构转移，通过优胜劣汰机制，提高服务实体经济质量。

2.金融机构需持续深化改革创新业态，以适应经济结构和发展模式的变迁

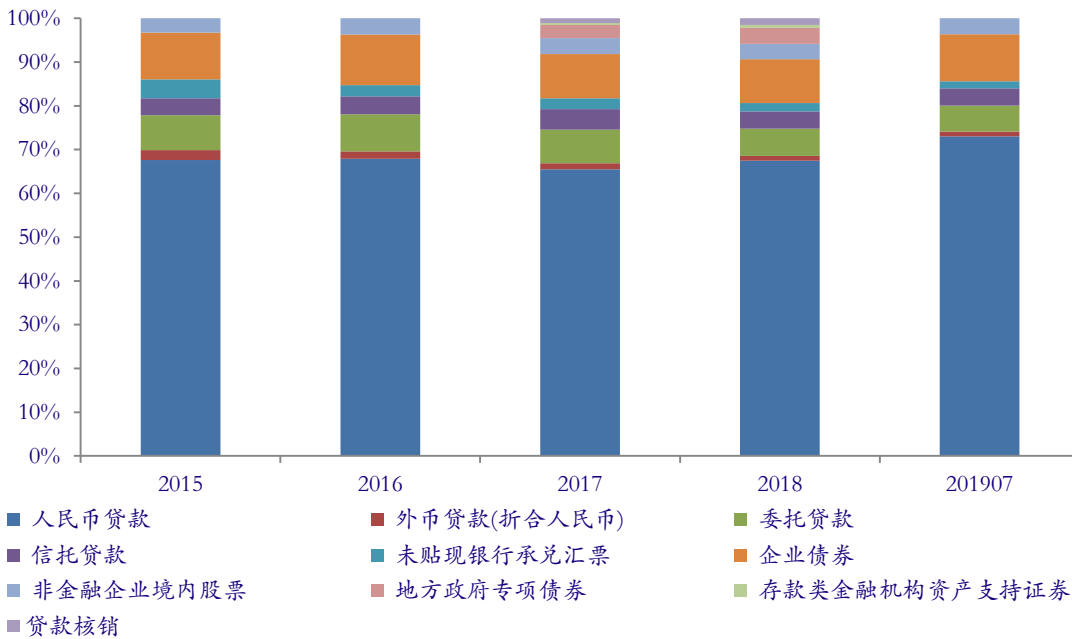
新经济背景下，金融体系的发展重点要从规模向结构转移。党的十九大报告指出，“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”，“必须坚持质量第一、效益优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革”。金融体系积极适应实体经济结构和发展模式变迁并提供与之相配套的服务是经济高质量发展的必然要求。金融资源配置的目标应由规模扩张转变为结构优化，重视资金配置效率，引导资金向高质量发展的战略新兴行业和资金匮乏的民营、小微企业转移。

（二）当前社会融资结构尚未发生根本性转变，银行业在金融资源配置中仍起主导作用

1.实体经济80%以上资金依旧来自间接融资，银行业是企业融资的核心渠道

相较国际市场，我国社会融资结构严重失衡，直接融资占比偏低且增长相对缓慢。从社融结构上看，以银行贷款为代表的间接融资是我国企业的主要融资渠道。截至2019年7月，我国企业债券融资占社融比10.30%，股票融资占比3.45%，直接融资占比合计13.75%。证监会直接融资和间接融资国际比较专题研究中整理的来自世界银行数据显示，1990年至2012年间，G20成员国平均直接融资比重从55%上升至66.9%，美国直接融资占比维持在80%以上。我国直接融资比重合计不足15%，远落后于美国。

图 1：社会融资规模（存量）结构



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2.金融体系基础制度建设未有根本性改变环境下，间接融资仍在未来占主导地位

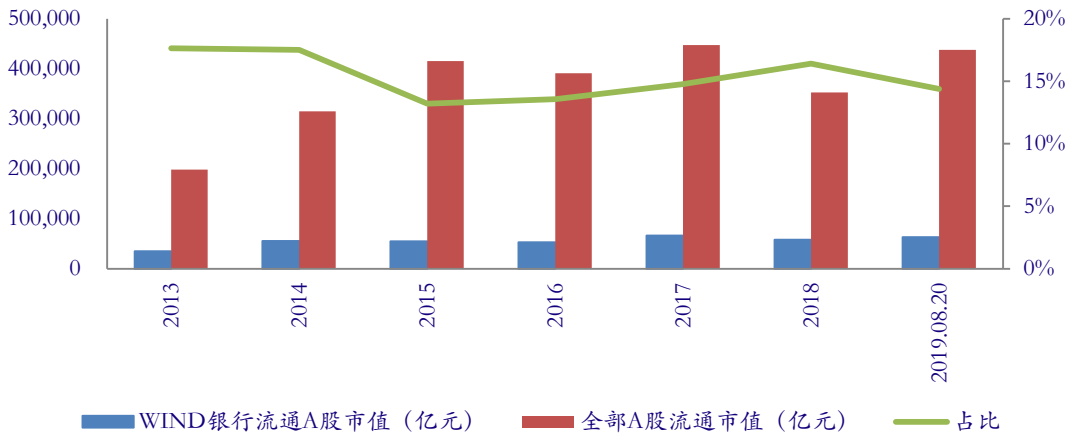
直接融资对资本市场体系有更高的要求,短期内我国融资结构难以发生根本性改变。目前,我国资本市场仍然存在多层次资本市场建设不完善、政策干预程度较高和法律体系不完善等问题,体制机制等基础制度的落后无法为直接融资提供环境支撑,制约着企业直接融资发展。直接融资对企业信用要求更高,由于我国目前尚未建立起完善的信用体系,没有背书的中小企业更是难以通过发行债券获得直接融资,而IPO、增发等较高的准入要求也将大批企业限制在门槛之外,使其不得不转向间接融资来解决自身融资问题。展望未来,我国金融体系基础制度建设未有根本性变化环境下,间接融资仍将是我国的核心融资渠道,银行地位仍难撼动。

二、银行业在资本市场中的发展情况

(一) 上市家数增至 33 家，A 股市值占比有所下降

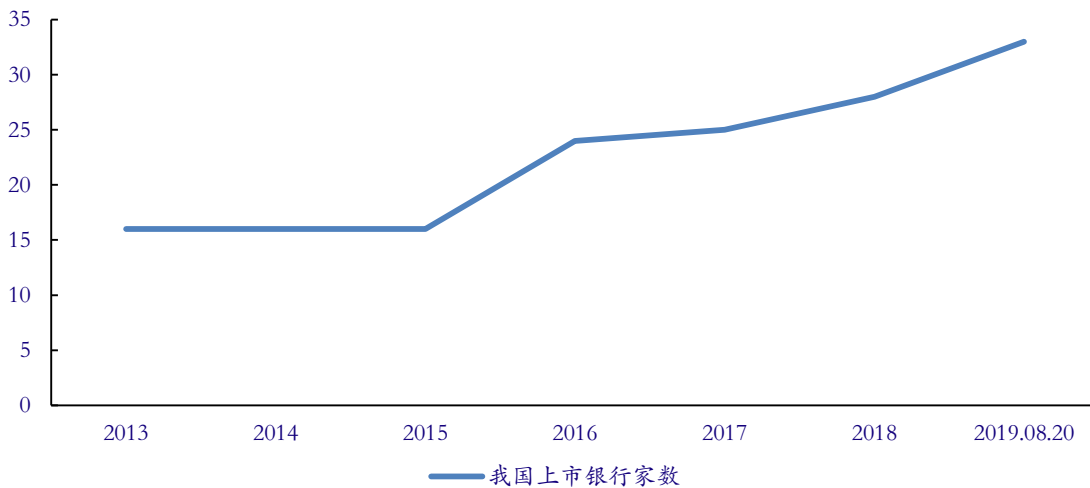
银行板块上市节奏有望加快。截至 2019 年 8 月 20 日,上市银行家数已升至 33 家,上市银行总市值 9.19 万亿元,占全部 A 股总市值的 15.84%;上市银行流通 A 股市值 6.30 万亿元,占全部 A 股流通市值的 14.39%,两项占比较年初均有所下滑。

图 2：我国上市银行流通市值及占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

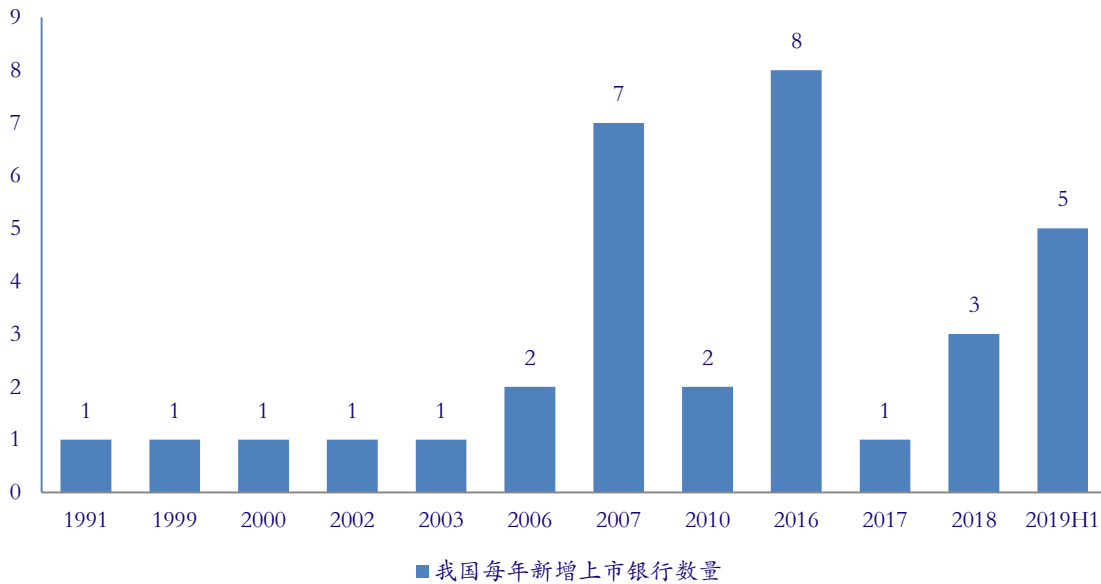
图 3：我国上市银行家数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

目前，还有多家银行在 A 股排队候场。受表外资产回表、小微企业贷款增加的影响，商业银行尤其是中小银行的资本压力增加，迫切期望通过上市拓宽融资渠道，缓解资本压力。

图 4：我国每年新增上市银行数量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

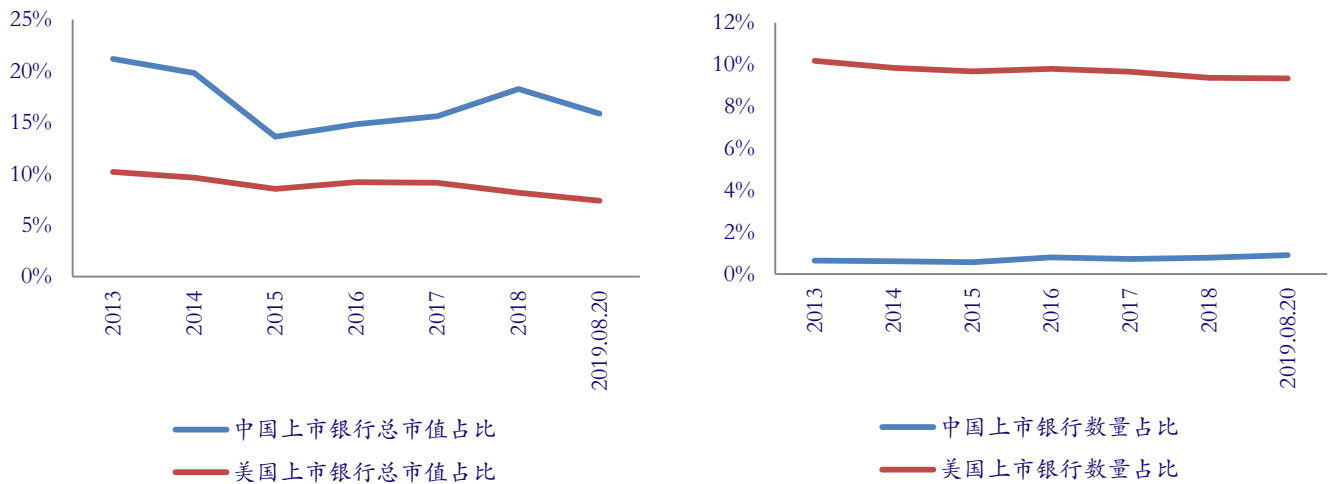
表 1：2018 年以来银行 IPO 排队情况

最新公告日	企业名称	审核状态	拟上市板
2018-01-19	浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2018-05-11	江苏大丰农村商业银行股份有限公司	已预披露更新	中小企业板
2018-07-06	安徽马鞍山农村商业银行股份有限公司	已反馈	中小企业板
2018-07-06	浙商银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2018-10-12	亳州药都农村商业银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2018-10-12	厦门银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2018-10-19	重庆农村商业银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2019-02-15	兰州银行股份有限公司	已预披露更新	中小企业板
2019-04-04	江苏海安农村商业银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2019-04-25	东莞银行股份有限公司	已反馈	中小企业板
2019-05-17	广州农村商业银行股份有限公司	已反馈	中小企业板
2019-05-24	重庆银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2019-06-03	齐鲁银行股份有限公司	已受理	主板
2019-06-04	广东南海农村商业银行股份有限公司	已受理	中小企业板
2019-06-21	江苏昆山农村商业银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2019-06-25	中国邮政储蓄银行股份有限公司	已受理	主板
2019-06-26	广东顺德农村商业银行股份有限公司	已受理	中小企业板
2019-06-28	上海农村商业银行股份有限公司	已受理	主板
2019-07-26	齐鲁银行股份有限公司	已反馈	主板
2019-07-26	广东南海农村商业银行股份有限公司	已反馈	中小企业板
2019-08-02	中国邮政储蓄银行股份有限公司	已反馈	主板

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

截至2019年8月20日,美国上市银行总家数为459家,大幅高于我国上市银行数量。美国上市银行总市值折合人民币22.44万亿元,占全部上市美股总市值的7.35%。相较而言,我国上市银行数量占比远低于美国,但总市值占比显著高于美国。

图5: 中美上市银行市值占比及家数占比

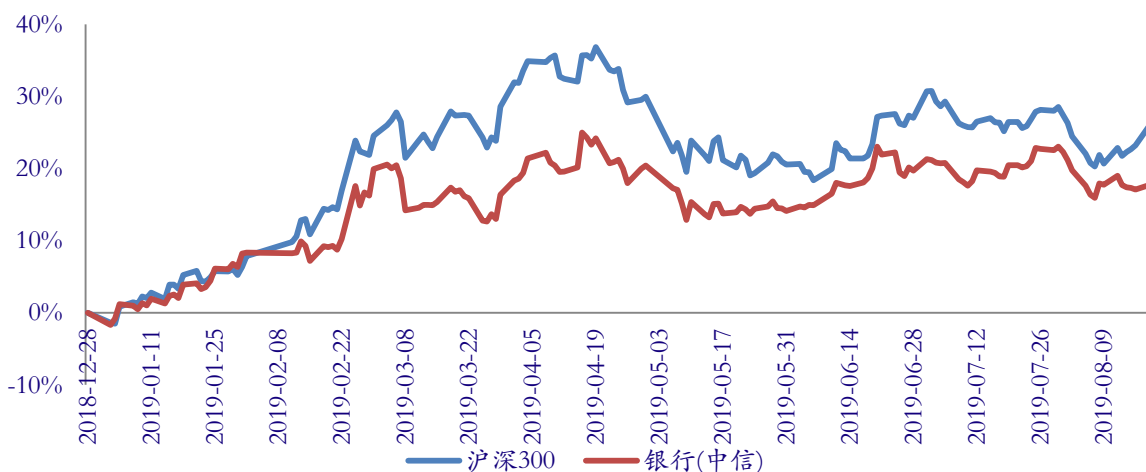


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 年初至今板块表现弱于沪深300, 估值处于历史偏低位置

截至2019年8月29日,银行(中信)指数年初至今涨幅为15.85%,跑输沪深300指数10.45个百分点,表现弱于市场。银行板块估值PB仅为0.83倍,处于历史偏低位置。

图6: 年初至今银行板块累计涨幅与沪深300对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

年初至今涨幅以2018年12月28日为基期计算

图 7：银行（中信）板块历年来 PB 水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（三）板块表现分化，优质零售行估值溢价明显

银行板块表现分化，优质零售银行估值溢价明显。在宏观经济疲软的环境下，以招商银行和宁波银行为代表的优质零售银行受到青睐，享有明显估值溢价且弹性显著高于行业水平。

图 8：优质零售行近年来 PB 水平与银行板块对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

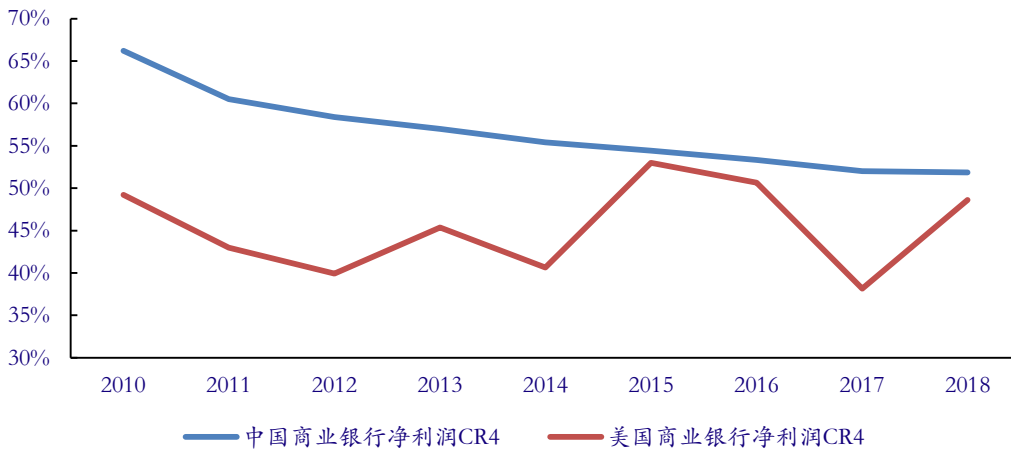
三、中美银行业比较研究

(一) 分业管制下牌照红利造就垄断格局，我国银行业集中度偏高

受政策监管影响，我国银行业准入门槛较高且长期处于垄断状态，牌照制度使银行业拥有较高的垄断利润和集中度。2010 年我国商业银行净利润 CR4 高达 66.21%。2013 年国务院发布“金融十条”开始明确提出鼓励支持民营资本尝试发起民营银行，2015 年起银监会陆续批准设立第一批试点民营银行，银行业准入门槛开始逐步放开。近年来，随着传统业务同质化和互联网金融兴起，银行业竞争逐渐加剧，集中度开始下滑。2018 年我国商业银行家数为 2408 家，净利润 CR4 下降至 51.87%。

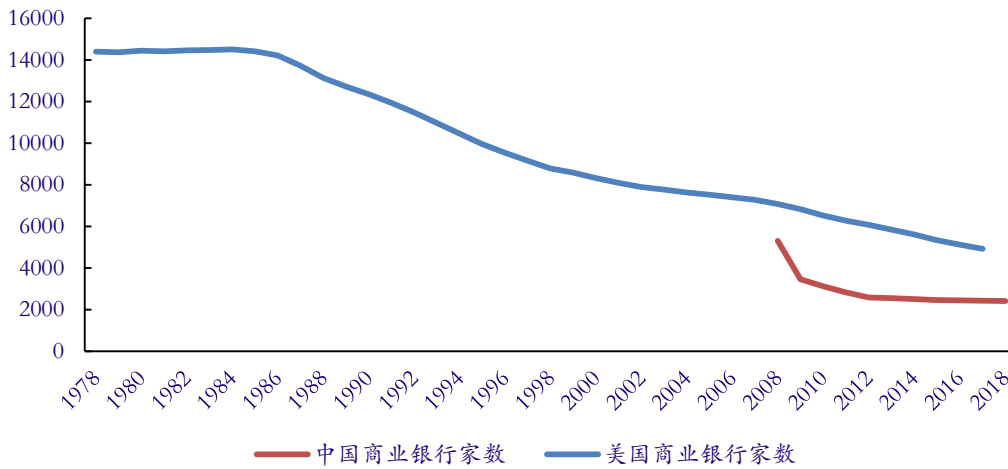
与美国银行业不同的是，美国银行均为私人银行，行业门槛相对较低，20 世纪 80 年代前美国商业银行数量维持在 14000 家左右，行业竞争程度远高于我国。随着 70 年代美国开始实施利率市场化改革，大规模中小银行倒闭潮开始出现，银行家数逐年下降，2017 年美国商业银行数量首次跌破 5000 家，行业净利润集中度也呈现大幅波动趋势。

图 9：中美银行业集中度对比



资料来源：FDIC、Wind、银监会网站，中国银河证券研究院整理

图 10：中美国商业银行数量变化对比



资料来源：FDIC、Wind，中国银河证券研究院整理

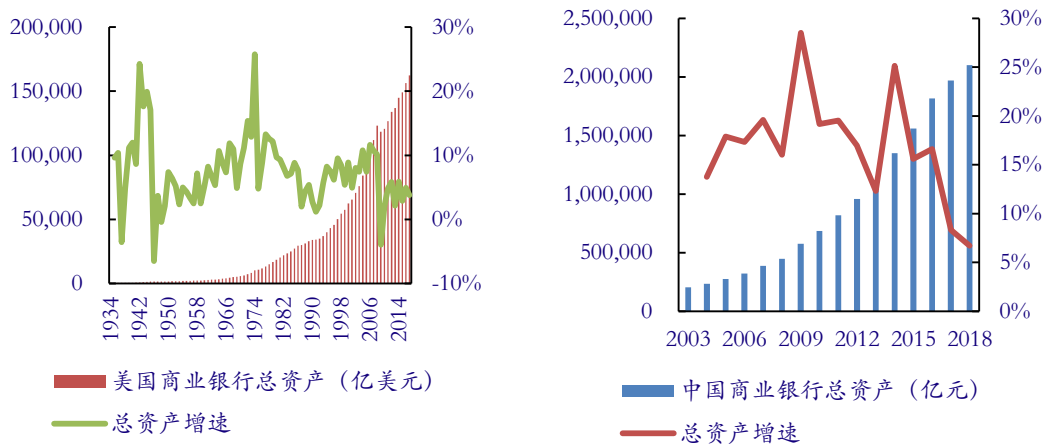
（二）我国银行业资产规模超越美国，资产结构具有一定相似性

1. 资产规模：中美银行业均已进入成熟发展期，资产规模增速处于较低水平

美国银行业历史悠久，当前处于成熟发展期，资产规模增长缓慢。美国银行业发展历经了混业——分业——混业的模式变化，监管不断完善，规模扩张速度受经济环境影响程度较高。2018年5月，美国出台《经济增长、监管放松与消费者保护法案》，对《多德—弗兰克法案》进行了修改，标志着美国银行业将迎来新一轮监管放松周期，或将使商业银行总资产增速在未来几年有所提升。

我国商业银行资产过去一直维持相对较高的增速。2006-2016年间，受益于经济高增速和低基数的影响，我国商业银行总资产年均复合增速为18.86%，累计增幅4.63倍。但2016年后，受宏观经济增长放缓及去杠杆环境影响，银行业资产增速呈现持续收窄之势，但仍略高于美国银行业资产增速。截至2017年，我国银行业资产规模达196.78万亿元，已超越美国（同期折合人民币109.51万亿元）。

图 11: 中美银行业总资产对比

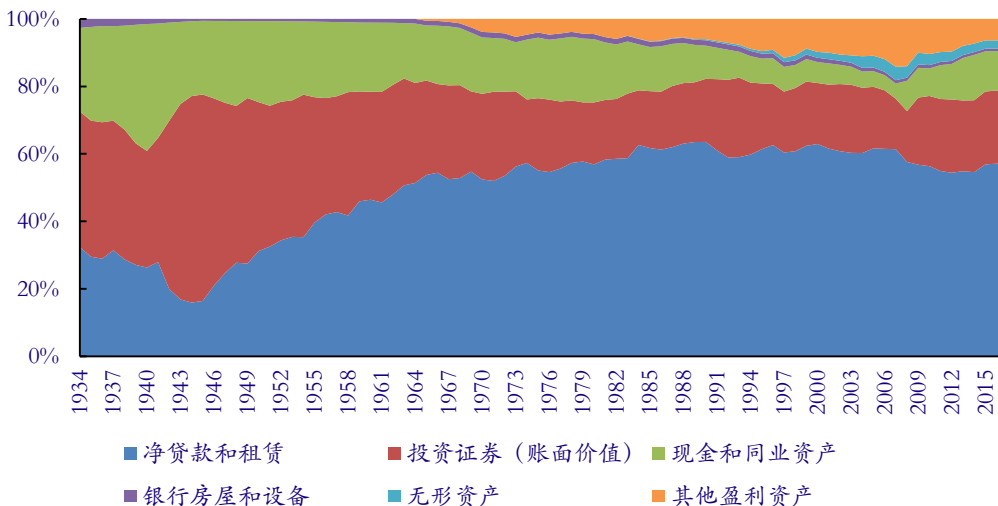


资料来源: FDIC、银监会网站, 中国银河证券研究院整理

2. 资产结构: 中美银行资产结构相似程度较高, 信贷资产占比较高

美国商业银行资产结构已基本稳定, 信贷规模占比超过 50%。美国早期商业银行贷款占比仅为 30%左右, 倾向于持有更多地投资证券和现金。受经济大萧条的影响, 贷款占比在 20 世纪 30-40 年代呈现下降趋势。自 40 年代美国分业监管体系逐步完善后, 商业银行从事证券交易活动开始受到限制, 贷款占比逐步提升, 银行风险偏好增加使现金及同业资产持有占比下降, 到 90 年代美国商业银行资本结构基本稳定。近年来, 美国商业银行净贷款及租赁占比维持在 55%左右, 投资证券占比约 20%, 现金及同业资产占比约 15%, 其他资产占比约 10%。

图 12: 美国商业银行资产结构

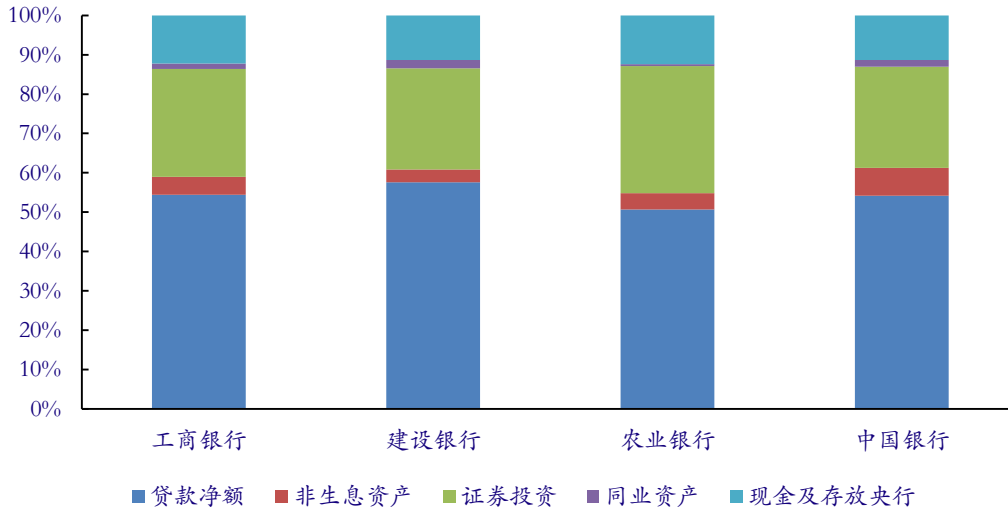


资料来源: FDIC, 中国银河证券研究院整理

我国龙头银行资产结构近年来维持稳定, 与美国相似程度较高。传统四大行净贷款占比约 55%, 证券投资占比在 25%-30%左右, 现金及同业资产占比约为 10%-15%, 其他资产占比

约为 5%-10%，与美国商业银行资产结构差距不大。

图 13：中国主要商业银行 2018 年资产结构

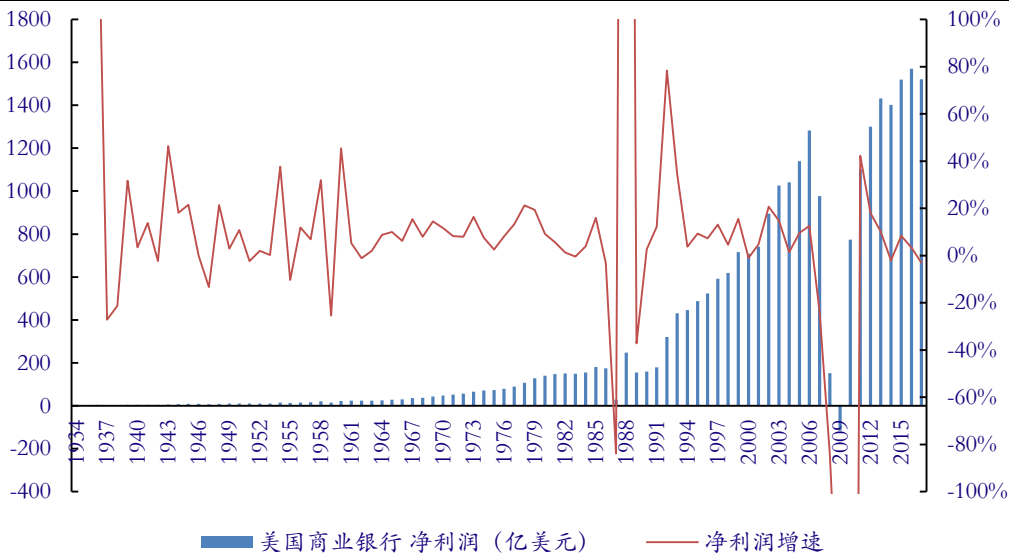


资料来源：Wind、公司公告，中国银河证券研究院整理

3. 盈利能力：我国银行业利润稳健增长，盈利能力高于美国

美国商业银行净利润整体呈现上行趋势，波动水平较高。其中，70 年代末美国为应对高通胀执行货币紧缩政策，美联储基准利率一度逼近 20%，负债端成本飞升，银行业净利润出现大幅缩水。2008 年次贷危机后商业银行亏损程度较高，但随后快速回升至正常水平。2017 年美国商业银行实现净利润合计 1521.85 亿元，2010-2017 年复合增长率为 10.13%。

图 14：美国商业银行净利润



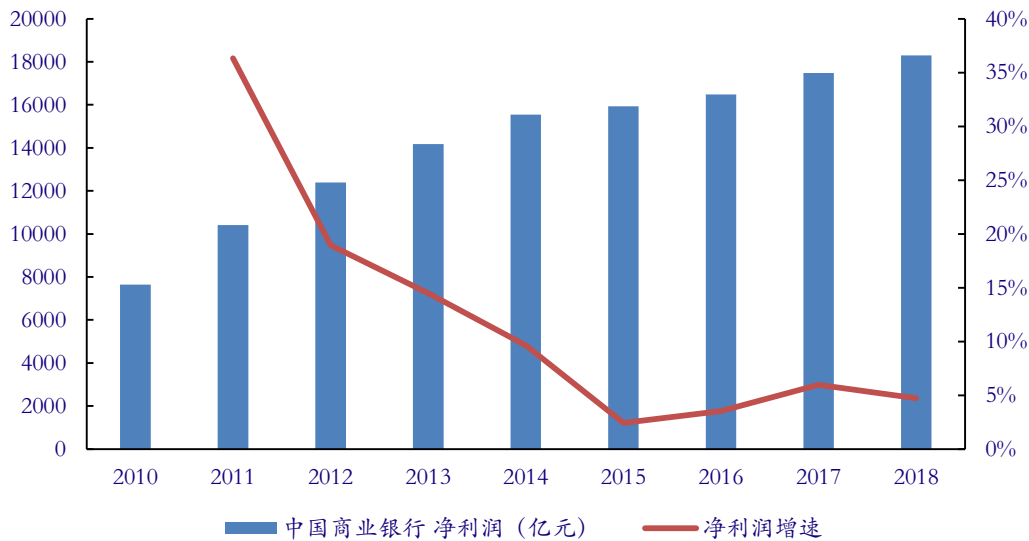
资料来源：FDIC，中国银河证券研究院整理

受牌照管制和经济增长的推动，我国商业银行净利润规模高于美国，但近年来增速收窄。

2017 年我国银行业净利润总额达 1.75 万亿元，远高于美国。2010-2017 我国银行业净利润年均复合增速为 12.55%，高于美国同期 2.42 个百分点，但增速呈现明显下降趋势，目前维持在 5% 左右。

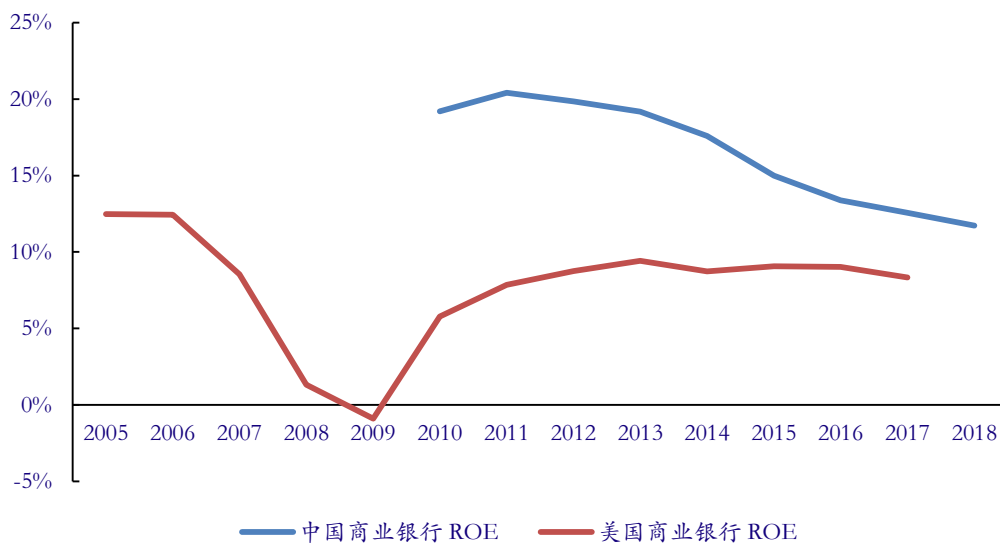
从 ROE 来看，美国 ROE 受次贷危机影响出现过大幅下跌，随后恢复至 9% 左右维持稳定；我国商业银行 ROE 自 2011 年起持续下滑，从 20% 降至 12% 左右。我国商业银行传统业务模式趋于成熟，成长空间受限，利率市场化不足限制银行议价能力，外部互联网金融竞争加剧，商业银行业务模式转型的重要性日益凸显。

图 15：中国商业银行净利润及增速



资料来源：银监会网站，中国银河证券研究院整理

图 16：中美商业银行 ROE 对比

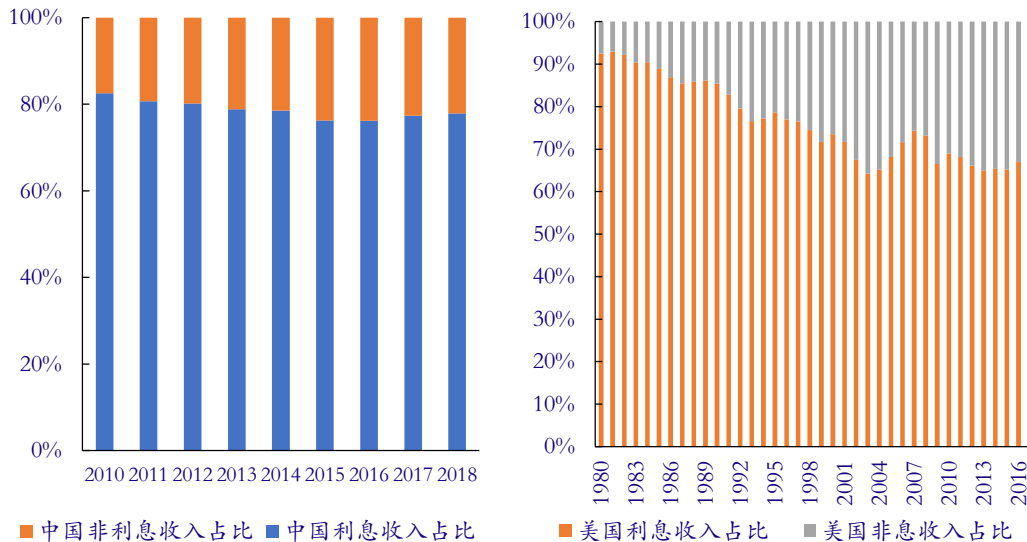


资料来源：FDIC、银监会网站，中国银河证券研究院整理

4.收入结构：受益于混业经营，美国商业银行非利息收入占比高于我国商业银行

从收入结构上看，美国银行业受益于混业经营的逐步放开和最终确立，非息收入占比自 80 年代起逐步改善，当前高于中国银行业水平。截止 2017 年，美国银行业非息收入占比从 1980 年的 7.52% 提高到 31.05%。

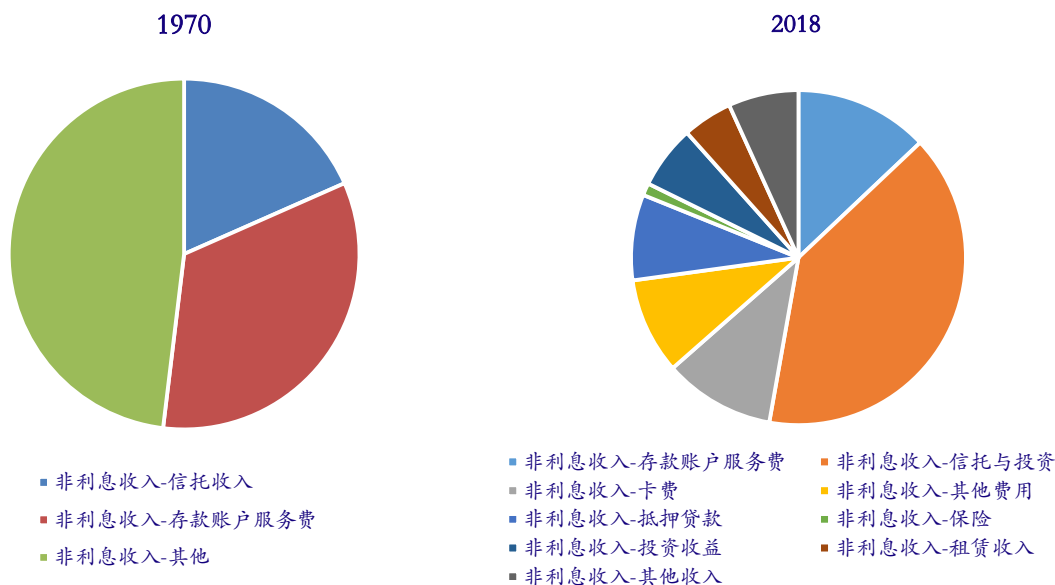
图 17：中美银行业收入结构对比



资料来源：公司公告，银监会，中国银河证券研究院整理

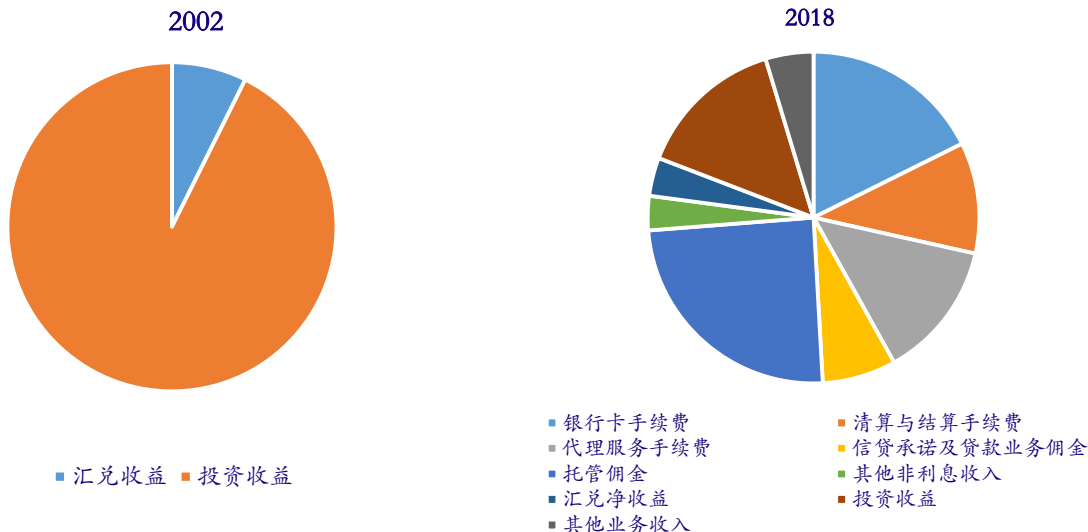
从非息业务种类上看，中美商业银行非息业务多元化程度均有提升，但各有侧重。以富国银行和招商银行为例，2018 年富国银行非利息收入占营收比重达到 35.80%，业务种类拓展至卡费、抵押贷款、保险、投资、租赁等多项业务。2018 年，招商银行非息业务业务占营收比重略升至 26.49%，远低于富国银行水平，业务种类增加银行卡、结算清算、代理服务、信贷承诺及贷款、托管等。从主要收入来源上看，富国银行信托与投资业务优势明显，占比高达 40%；招商银行依赖托管和银行卡业务，占比分别为 25% 和 18%。

图 18: 富国银行收入结构变迁



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 19: 招商银行收入结构变迁 (单位: 亿元)

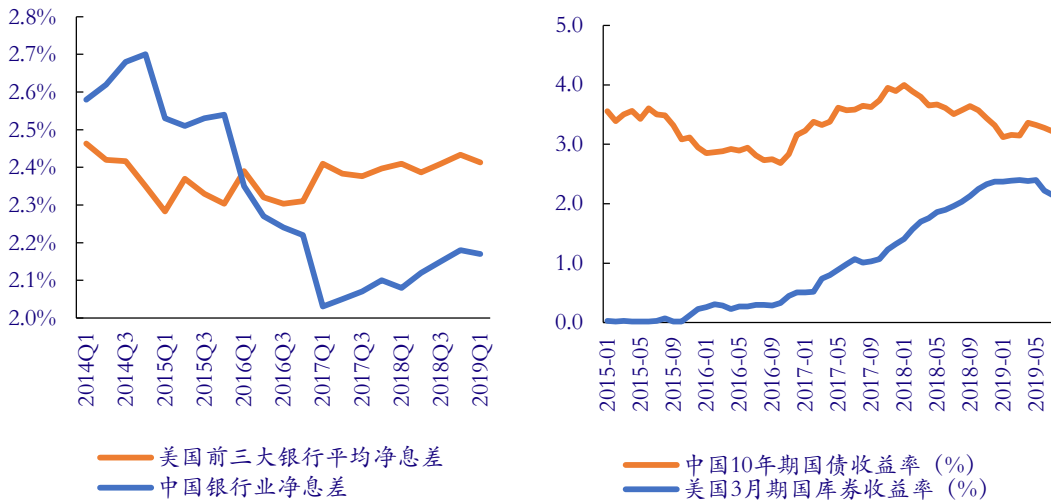


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

5.净息差: 受益于低利率环境下成本端存在优势, 美国银行业净息差水平高于我国

从净息差来看, 自 2016 年起, 受去杠杆以及经济放缓等因素综合影响, 中国银行业存贷款业务的盈利空间收窄, 净息差水平较美国银行业更低。2019 年一季度, 美国三大行平均净息差为 2.41%, 中国银行业净息差为 2.17%。受益于美国长期低利率环境和无息负债等低成本存款占比较高, 美国银行业负债端成本优势凸出, 因此尽管资产端定价相对较低, 但依旧能够维持稳定的净息差。

图 20：中美银行业净息差和无风险利率对比



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

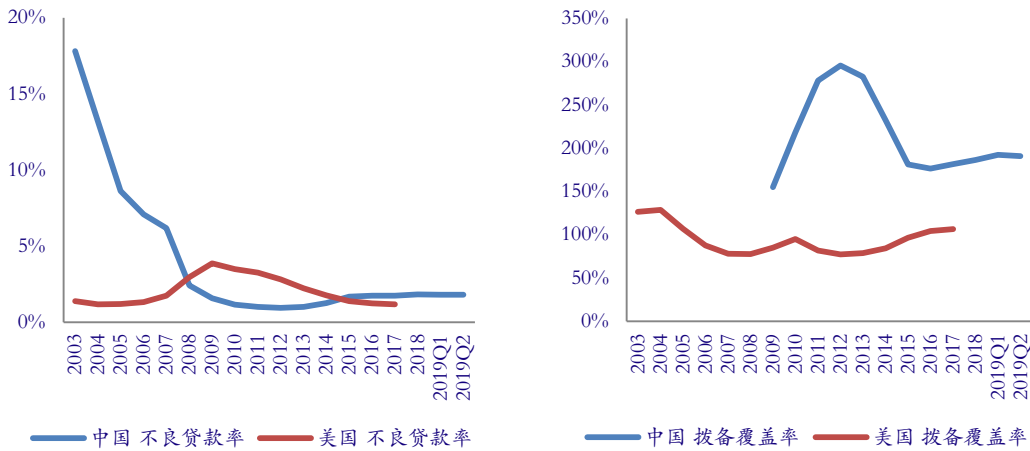
6. 资产质量：当前我国商业银行不良贷款率和拨备覆盖率均高于美国

美国商业银行不良贷款率稳中有降，拨备覆盖率远低于我国。不良率方面，2008 年前，美国商业银行不良率长期维持在 2% 以下；2008 年次贷危机导致银行不良贷款大幅提升，到 2009 年银行业不良贷款率升至 3.87%，随后美国银行业监管趋严叠加银行风控增强，商业银行不良率持续降低至 2017 年的 1.18%，恢复至次贷危机前的水平。拨备覆盖率方面，美国商业银行拨备覆盖率远低于我国商业银行，当前维持在 110% 左右。

我国商业银行不良贷款率于 2008 年之前出现明显下滑，降至 2% 左右后保持相对稳定。银行业资产质量实现显著改善主要受益于 1999 年四大不良资产管理公司（AMC）成立，十年期专项处置 1.4 万亿不良资产。尽管名义层面的不良率水平与美国商业银行相近，但是尚未考虑表外资产的影响和不同银行不良确认口径的差异。2013 年起我国商业银行不良贷款率呈现上升趋势，与经济增速放缓有关。

拨备层面，我国商业银行的拨备覆盖率显著高于美国，2009 年以来维持在 150% 以上的水平。此外，受不良贷款分级认定口径不统一的影响，我国商业银行为避免自身评级下降而时常出现自发提高拨备覆盖率的情况，2012 年拨备覆盖率甚至高达 295.51%。

图 21: 中美商业银行不良贷款率和拨备覆盖率



资料来源: FDIC、银监会网站, 中国银河证券研究院整理

四、经济金融数据不及预期, LPR 改革疏通利率传导机制

(一) 7 月经济数据不及预期, 宏观经济下行压力仍存

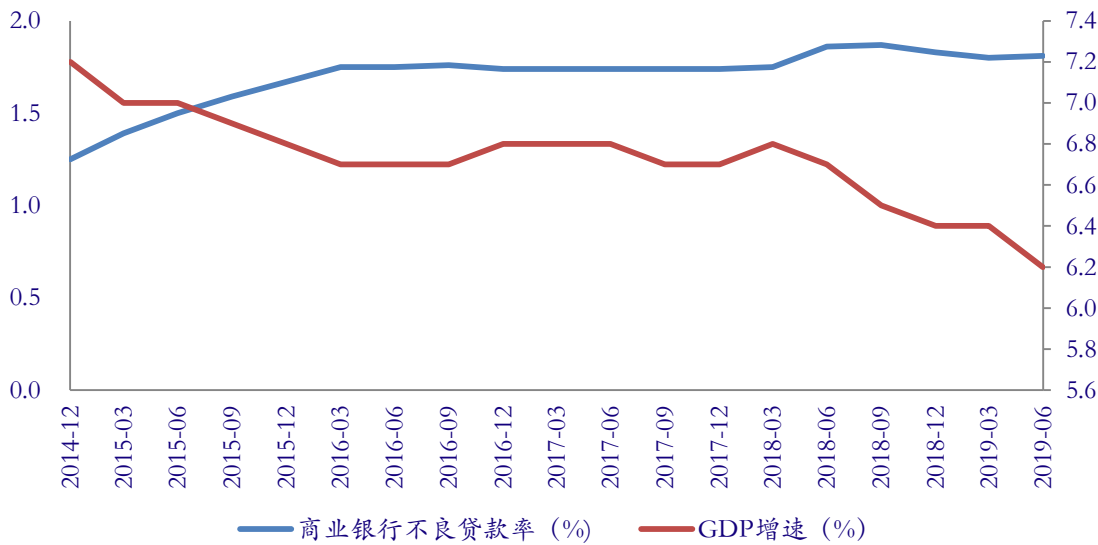
1. 全球经济放缓及贸易摩擦背景下, 我国经济发展的外部环境不确定性加大

多项数据指明, 全球经济增长依然面临较大压力。2019 年 8 月, 受经济增长放缓及贸易摩擦影响, 美国国债收益率出现倒挂情况, 表明市场对经济增长较为担忧; Markit 制造业 PMI 录得 49.9, 预期为 51.2, 2009 年以来首次低于荣枯线, 预示美国经济将面临较大压力。8 月欧元区及日本制造业 PMI 分别录得 47 和 49.5, 较前值均有所好转, 但依然疲软。8 月中美贸易摩擦升级, 双方加征的关税贸易额度均有所增加。考虑到全球经济增长放缓及国际贸易摩擦升级等不利因素, 我国经济发展的外部环境较为严峻。

2. 宏观经济下行压力仍存, 需持续关注其对银行资产质量的影响

GDP 增速有所回落, 下行压力仍存。2019Q2, GDP 同比增长 6.2%, 较一季度回落 0.2 个百分点, 上半年 GDP 累计同比增长 6.3%。7 月规模以上工业增加值同比增长 4.8%, 较上月下滑 1.5 个百分点; 固定资产投资同比增长 5.7%, 较上月下滑 0.1 个百分点; 社会消费品零售总额同比增长 7.6%, 环比减少 1.2 个百分点; 出口同比增长 3.3%, 较前值转降为升, 进口同比 -5.3%, 前值 -7.4%。2019 年 7 月, PMI 录得 49.7%, 环比略升 0.3 个百分点; CPI 同比上涨 2.8%, 环比略升 0.1 个百分点; PPI 同比下降 0.3%, 环比下降 0.2%。工业企业增加值、固定资产投资增速放缓, 进出口得到修复, 但受贸易战前景未定等因素影响, 未来进出口仍存在一定压力。宏观经济下行压力仍存, 后续仍需关注宏观经济增速波动对银行业资产质量的影响。

图 22: 我国 GDP 增速及商业银行不良贷款率



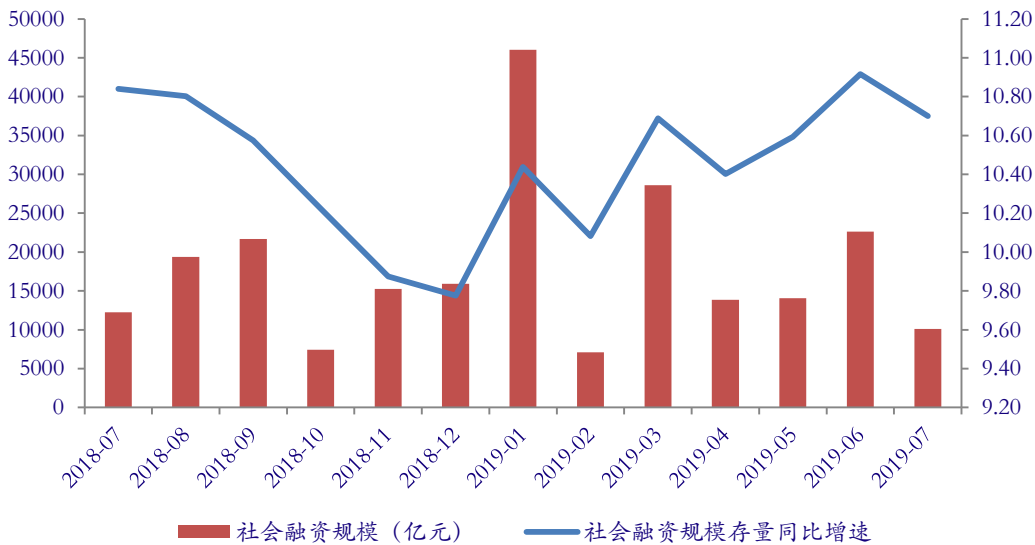
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 信贷放缓、表外票据大幅下降，社融大幅低于预期

1. 信贷放缓、表外票据大幅下降，社融增速低于预期

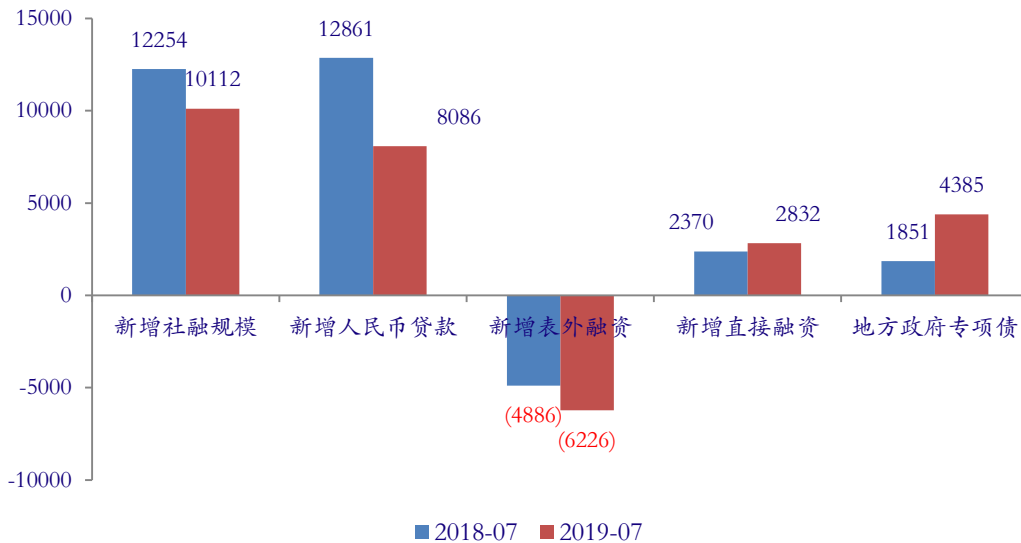
7 月社融规模存量 214.13 万亿，同比增速较 6 月下降 0.22% 至 10.70%。7 月单月，新增社会融资规模 1.01 万亿元，同比少增 2141.77 亿元。信贷放缓及表外票据大幅下降是社融低于预期的主因。7 月新增人民币贷款 8086.08 亿，同比少增 4775.08 亿元；表外融资规模减少 6226.05 亿元，同比多减 1339.87 亿元，其中，委托贷款多减 36.12 亿元，信托贷款少减 515.96 亿元，未贴现银行承兑汇票减少 4563.49 亿元，同比多减 1819.70 亿元，预计与今年 1 月票据冲量导致后续增长空间有限有关，是表外融资降幅扩大的主要拖累。地方政府专项债规模 4384.97 亿元，同比多增 2534.16 亿元，专项债力度仍大，是社融重要增量。

图 23：当月新增社会融资规模及存量增速



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 24：单月新增社会融资规模及主要分项规模（亿元）

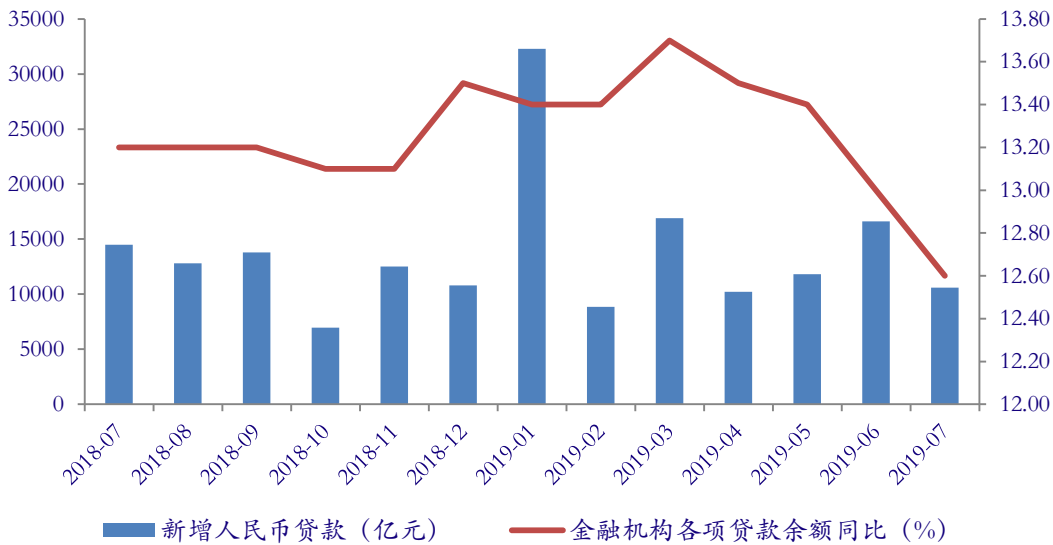


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

2. 贷款增长承压，实体融资需求疲弱

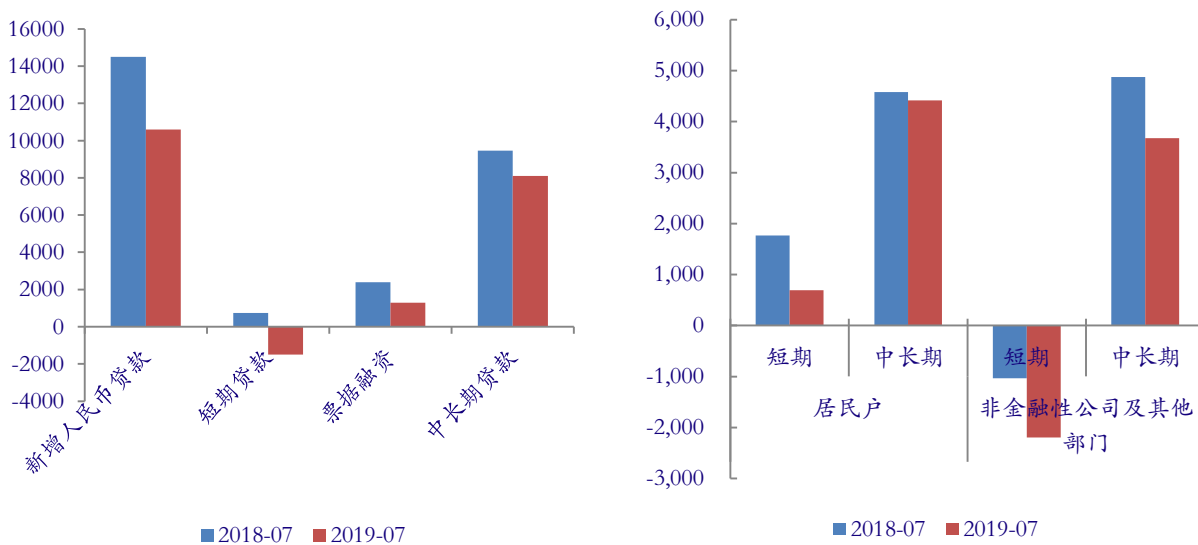
贷款增长承压，实体融资需求疲弱。7 月金融机构贷款余额 147.02 万亿，同比增速较 6 月回落 0.4 个百分点至 12.60%，贷款规模增速进一步放缓。7 月单月新增人民币贷款 1.06 万亿，同比少增 3900 亿。其中，新增短期贷款减少 1500 亿元，同比多减 2233 亿元；新增票据融资 1284 亿元，同比少增 1104 亿元；新增中长期贷款 8095 亿元，同比少增 1356 亿元。

图 25: 新增人民币贷款结构规模及余额增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 26: 单月新增人民币贷款 (亿元) 按贷款类型与融资主体分类结构



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 央行完善 LPR 机制, 疏通利率传导

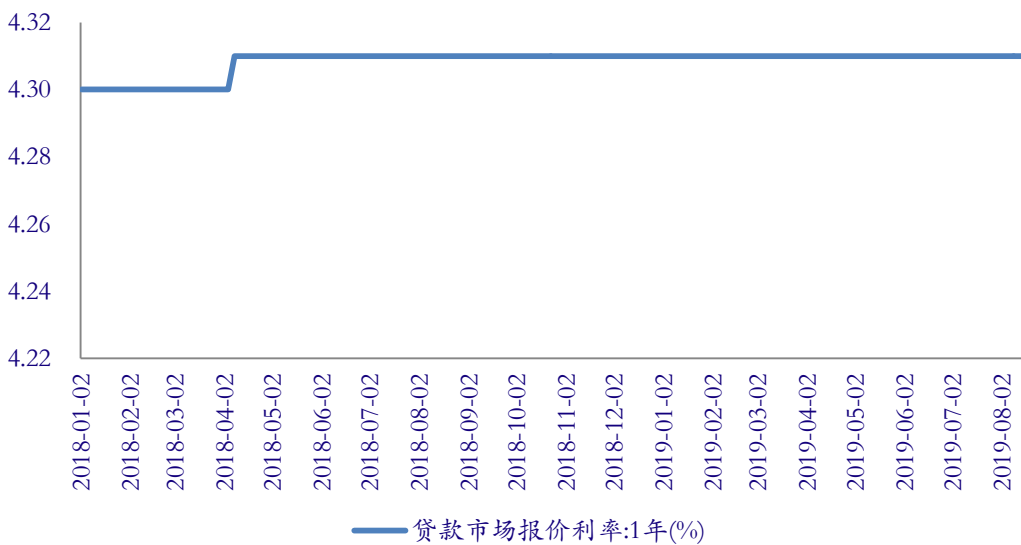
1. LPR 机制完善疏通利率传导, 有助于降低实体经济融资成本

LPR 机制完善, 贷款利率市场化水平进一步提升。8 月 17 日, 央行颁布公告完善贷款市场报价利率 (LPR) 形成机制, 从报价的品种、机构、频率和机制角度优化现有 LPR 定价机制, 包括将现有 LPR 报价的品种扩大至 1 年期和 5 年期以上两个期限品种, 报价机构由 10 家增至 18 家, 频率由按日转为按月报价, 报价机制由参考贷款基准利率转为主要按中期借贷便利利率 (MLF) 加点报价。同时, 报价行类型新增了城商行、农商行、外资银行和民营银行,

实现了报价行类型全覆盖，并采用算数平均计算法，有助于提高 LPR 的代表性。

LPR 改革疏通利率传导机制，有助于降低实体经济融资成本。原先，商业银行确定贷款利率时主要参照贷款基准利率，并可通过协同报价设置 LPR 作为隐形下限，导致货币市场利率与贷款利率之间相互割裂。新的 LPR 定价以 MLF 为基础加点，并禁止各银行以任何形式设定隐性下限，有望加强贷款利率与货币市场利率之间的联动。考虑到当前市场流动性整体充裕，货币市场利率有一定下行空间，LPR 机制的完善和实施或推动银行新增信贷利率下行，缓解实体经济融资难、融资贵等问题。8 月 20 日，制度改革后 LPR 第一次报价，较先前下滑了 6BP，后续随着改革推进，效果有望进一步显现。

图 27：贷款市场报价利率(LPR)



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

2. 银行增量信贷净息差承压，倒逼银行提升定价能力

新的 LPR 机制下打破了银行设置的贷款利率隐形下限，倒逼银行提升定价能力。新的 LPR 定价机制疏通货币政策传导，宽货币环境下银行新增贷款净息差面临一定压力。但央行副行长刘国强指明，将“确保差别化住房信贷政策有效实施，保持个人住房贷款利率基本稳定”，并确保放贷利率在参考新 LPR 的基础上依然保持稳定。因此，新 LPR 机制对个人信贷利率影响较小，主要影响新增对公贷款利率。宽货币环境下，MLF 仍有下行空间，倒逼银行加强资产负债管理能力，并根据自身资金成本、风险水平和市场供需提高差异化定价的能力。

五、金融科技变革催生新商业模式，重塑行业竞争格局

(一) 传统业务模式下行业成长空间有限，业务模式转型迫在眉睫

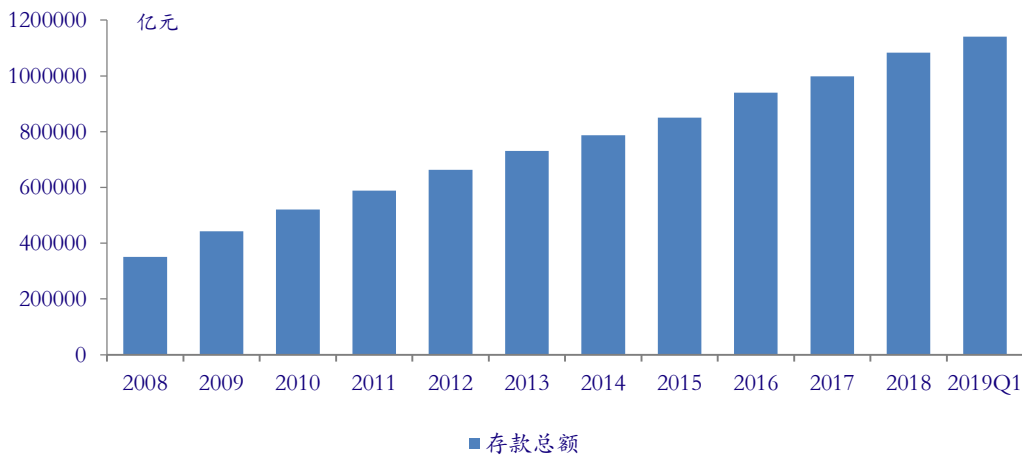
1. 存款业务增长动力不足，空间受挤压

从历史数据来看，上市商业银行存款总量持续增加，2019 年第一季度末存款总量达到 114.07 万亿元，较去年年末增加 5.75 万亿元，创近年来存款总量新高。相比之下，上市商业

银行存款增速明显收窄,2019 年一季度,存款增速仅为 5.31%,处于 2009 年以来的偏低位置。

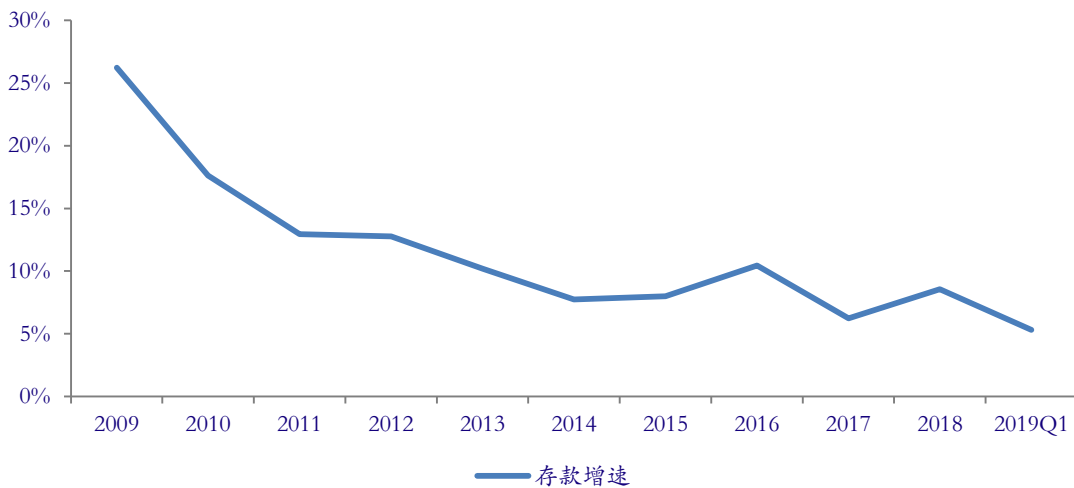
存款增速收窄受多方因素共同影响。其中,资金分流是核心因素之一。一方面,多样化投资产品的出现,促使居民将自己手中的资金更多地投资于货币基金、理财产品以及互联网金融产品之中,导致储蓄存款的流失;另一方面,过去数年里,资本市场和房地产市场逐步成为居民应对通胀,获取高额收益,实现资产的保值增值的重要手段,加剧了资金分流的程度。

图 28: 上市商业银行存款总额



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 29: 上市商业银行存款增速



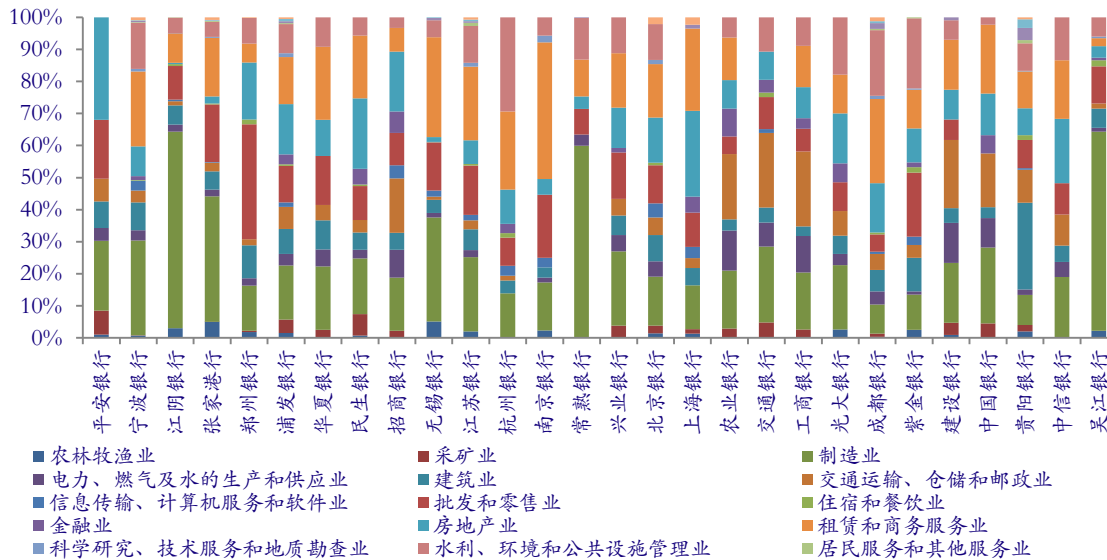
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 贷款业务无法满足经济结构调整的需求, 业务结构亟待调整

当前我国当前的经济增长已经依赖第三产业驱动,传统贷款业务不适应经济结构调整的需要。十九大报告指出我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,当前我国上市银行贷款中制造业和房地产业的贷款占比依旧较高,对新兴产业和服务业的支持力度不足,无法有效满足经济结构调整的需要。经济结构优化升级需要银行贷款结构的调整,以有效支撑实体经济资

金需求。

图 30：2018 上市银行贷款行业结构

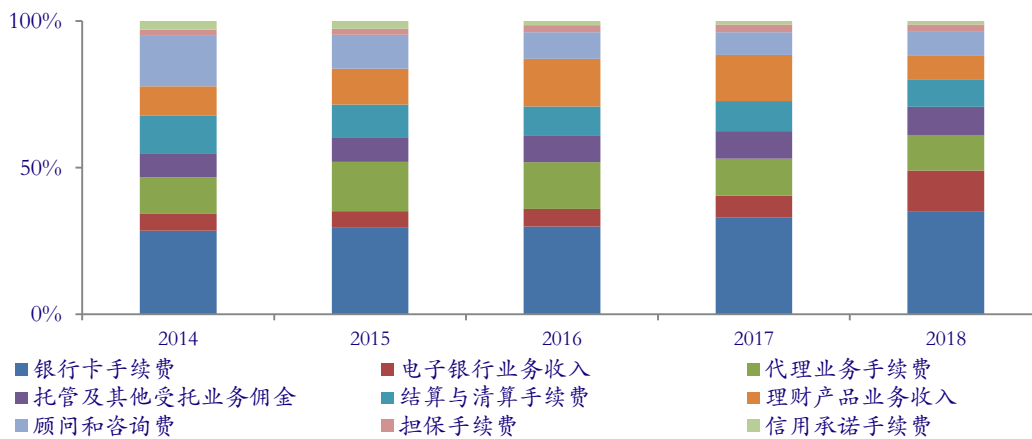


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3. 中间业务渠道依赖严重，业务多元化任务艰巨

由于银行拥有广泛的客户网络和销售渠道，目前我国商业银行的中间业务多以银行卡、理财等业务为主。随着大资管新规的落地，银行理财业务受到冲击，收入贡献度降低。以建设银行为例，2014 年到 2017 年，该行理财类业务和银行卡类业务收入占比一直维持在较高水平，2017 年两项业务占中间业务收入比重高达 47.43%。2018 年，建设银行理财业务收入占比降至 8.05%，除了电子银行业务外，顾问咨询、托管结算、代理、担保和信用承诺等多项业务收入贡献度均未实现显著提升。由此可见，银行中间业务多元化任务艰巨，需要在核心定价、主动管理、增值服务和综合金融解决方案等多领域实现提升，而多数银行现有的业务模式、人员技能和经验以及 IT 领域难以支撑这样的转型需求。

图 31：建设银行中间业务收入



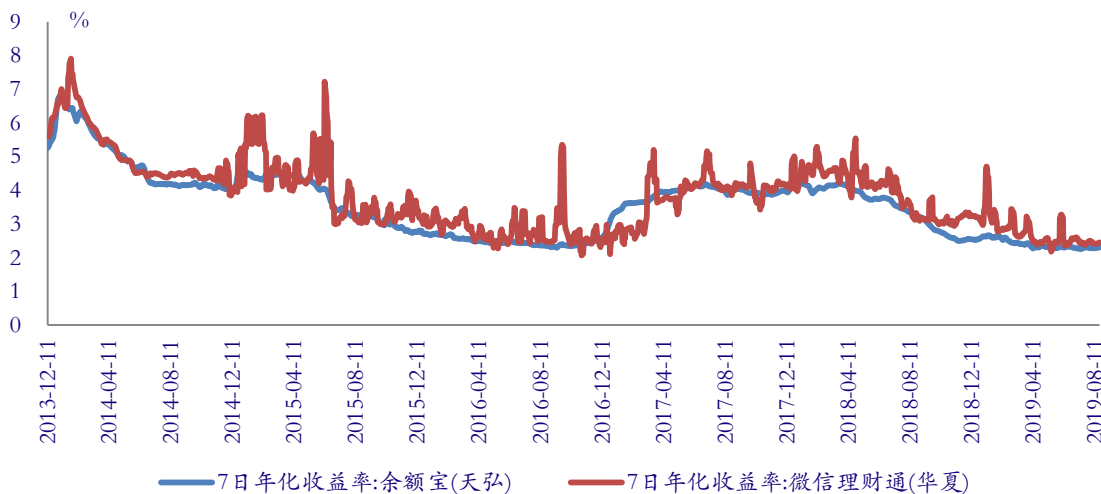
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 利率市场化程度不足叠加综合服务能力欠缺，导致商业银行议价能力薄弱

1. 负债端议价能力持续减弱：财富管理市场迅速发展，银行存款类产品竞争力严重不足

相较于其他投资理财产品的收益率，银行存款利率受到流动性宽松的影响，维持在较低水平，叠加增值服务的缺失，限制其议价能力的提升空间。根据央行最新披露的数据，当前金融机构人民币活期存款基准利率为 0.35%，一年期定期存款基准利率为 1.5%，三年期定期存款基准利率为 2.75%。相比之下，余额宝（支付宝）和理财通（微信）所提供的年化收益率始终维持在 2% 之上，最高时曾达到 8%。除了收益率之外，余额宝和理财通等产品依托账户兼具支付、消费和社交等功能，能够为客户开展增值服务。与此同时，市场上各类券商理财、信托、基金、分红险等产品凭借资产配置层面的优势，为客户提供更高的收益率以及配套的风险管理服务。市场上众多有竞争力的产品增加了大众的选择，削弱了银行负债端的议价能力。

图 32: 互联网理财产品年化收益率

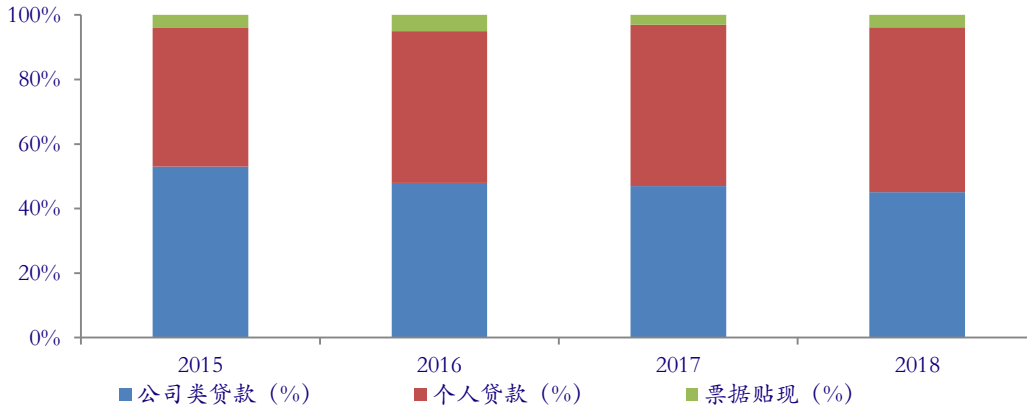


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 资产端议价能力分化，LPR 定价改革对银行业定价能力提出更高要求

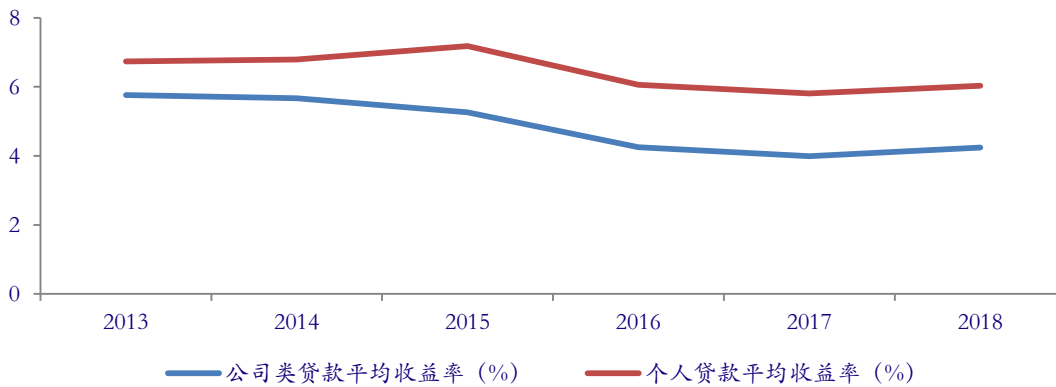
传统商业银行贷款中对公业务占比较高，但优质项目稀缺导致竞争激烈，叠加监管层通过多项政策限制小微贷款利率上行，银行对公业务议价能力受到限制。同时，新 LPR 机制下，新增对公业务收益率下行压力增加，倒逼银行提升差异化定价水平。近年来，部分银行加速了客户结构的调整，期望通过零售业务转型改变资产端收益率低下局面。以零售业务著称的招商银行，在零售变革方面一直处于行业前列。整体来看，个人贷款平均收益率高于公司类贷款。新 LPR 机制下，差别化住房信贷政策有望实施，确保房贷利率基本稳定，零售业务占比较高的银行预计受冲击较小。因此加大零售业务布局对缓解贷款利率下行压力、提升银行资产端收益率具有重要意义。

图 33: 招商银行各类贷款占比情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 34: 招商银行公司类和个人贷款平均收益率



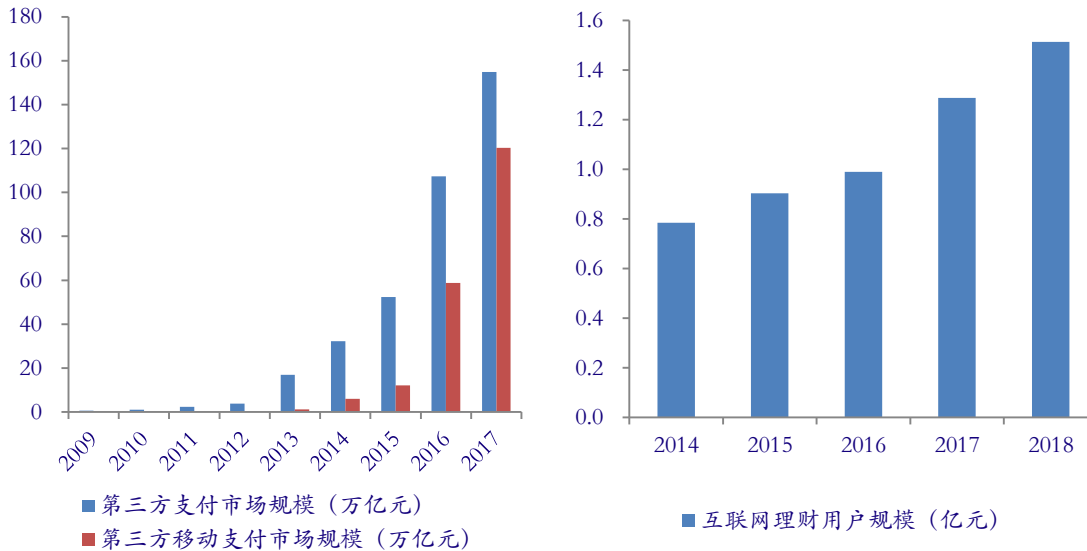
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

(三) 电商、非银机构及外资银行等外部竞争者潜入加剧, 银行业面临客户流失危机

随着互联网和个人电子设备的广泛普及, 第三方支付规模日益扩张的同时, 作为最早期的流量入口带动了互联网理财的兴起。截至 2017 年末, 市场第三方支付规模达 154.9 万亿元, 5 年复合增长率为 109.81%; 其中, 第三方移动支付规模达 120.30 亿元, 5 年复合增长率为 280.34%。受益于第三支付的变革, 余额宝、理财通等各类网络理财业务蓬勃发展。截至 2018 年末, 互联网理财用户规模达 1.51 亿, 2014 年以来的年度复合增长率为 17.85%。此外, 在银行理财业务受到大资管新规和市场利率下行冲击的环境下, 券商的收益凭证产品一度成为银行理财的有效替代品。券商收益凭证具有品种多元、门槛低、周期短等特征, 产品优势明显。总体来看, 互联网和券商类理财正在蚕食银行理财产品市场份额。

除了理财产品，电商、非银机构正在着力打造丰富的业务场景和综合金融服务，满足客户个性化的金融服务需求，例如消费金融、风险管理、支付、融资融券、交易等。受此影响，银行各项业务的客户或被电商、非银机构分流。

图 35：第三方支付与互联网理财



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

2018 年监管层着力推动金融业对外开放，外资银行持股比例、分支机构设立和业务范围要求放宽。外资银行加速进入中国市场为我国银行业转型和发展带来机遇和挑战。市场竞争有望加剧，尤其是银保监会已经全面取消外资银行申请人民币业务需满足开业 1 年的等待期要求，允许外国银行分行从事“代理发行、代理兑付、承销政府债券”业务，并降低外国银行分行吸收单笔人民币定期零售存款的门槛至 50 万元。门槛降低之后，外资银行混业经营、市场化机制、客户服务以及产品定价和创新等多项领域的优势凸显，直接对本土银行业同质化的业务模式构成威胁，压缩本土银行利润。另一方面，外资银行国际先进经验有望为我国银行业的改革和转型提供参考路径，推动我国银行业业务模式和经营效率的改善，从而提升国际竞争力。此外，随着外资银行持股比例增加，部分中小银行的股权结构或能够得以完善，从而优化公司治理。

(四) 技术革新：金融科技兴起，有望重塑行业竞争格局

当前的金融科技创新主要体现为两个方向：一是对现有业务模式下流程的改造，二是颠覆式的创新，形成全新的产品和业务。前者可以体现为对大数据的应用和挖掘、人工智能和区块链等技术应用，以强化获客、优化客户体验，提高服务效率，主要目的在于改善银行现有业务瓶颈。例如，运用大数据挖掘客户需求与风险，从而实现定制化的服务方案，同时覆盖长尾客户；采用人工智能开展 24 小时服务，并进行产品的推荐，有助于提高效率，优化客户体验；凭借区块链来保证数据的真实可追溯，从而确保客户资产和交易的安全。后者则发力打造银行差异化竞争优势，例如基于账户体系所打造的金融生态圈，能够为客户提供借贷、投资理财、转账结算、外汇购买、保险、消费、征信、支付、咨询等一站式金融服务；智能投顾帮助中小客户获取低成本的理财咨询服务；或者纯粹输出技术为其他无法负担技术投入的中小银行提供

业务流程的优化与改造。这些均有助于改善银行业目前同质化竞争的局面，但也会带来新的外来竞争者。例如阿里巴巴、腾讯、京东以及平安集团已经在这些领域提前布局其技术投入巨大，分别打造了蚂蚁金服、微信理财、京东金融和平安科技等多个金融生态圈或者技术输出商。只有大型银行才能够承担起这样庞大的研发支出，且实现差异化绝非易事。

六、投资建议及股票池

经济金融数据不及预期，宏观经济下行压力仍存，货币政策仍将保持宽松，板块基本面整体平稳。优先股指导意见修订拓宽非上市银行资本补充渠道。LPR 定价机制改革疏通货币政策传导渠道，新老划断，银行增量信贷净息差面临收缩压力，推动银行提升差异化定价能力。当前板块 0.83X PB，估值处于历史偏低位置，防御与反弹攻守兼备，给予“推荐”评级。个股方面，我们推荐盈利能力优异、成本优势显著、资产质量持续优化的优质零售行招商银行（600036.SH）；集团优势明显、零售业务占比高、资产质量显著改善、金融科技应用领先的平安银行（000001.SZ）以及区域优势明显、资产质量优异的高成长城商行宁波银行（002142.SZ）。

核心推荐

我们综合考虑上市银行基本面、估值、股价弹性，筛选关键财务指标，预测未来盈利前景，同时考虑溢价因素以及资金流向，构建股票池模型，精选优质银行个股，建立投资组合。

我们选取招商银行（600036.SH）、平安银行（000001.SZ）和宁波银行（002142.SZ）3 只股票，给予每只股票等权重 33.33%。业绩基准采用银行业指数 CI005021.WI。

年初至今组合总回报 50.68%，银行业指数总回报 19.46%，跑赢业绩基准 31.22 个百分点。

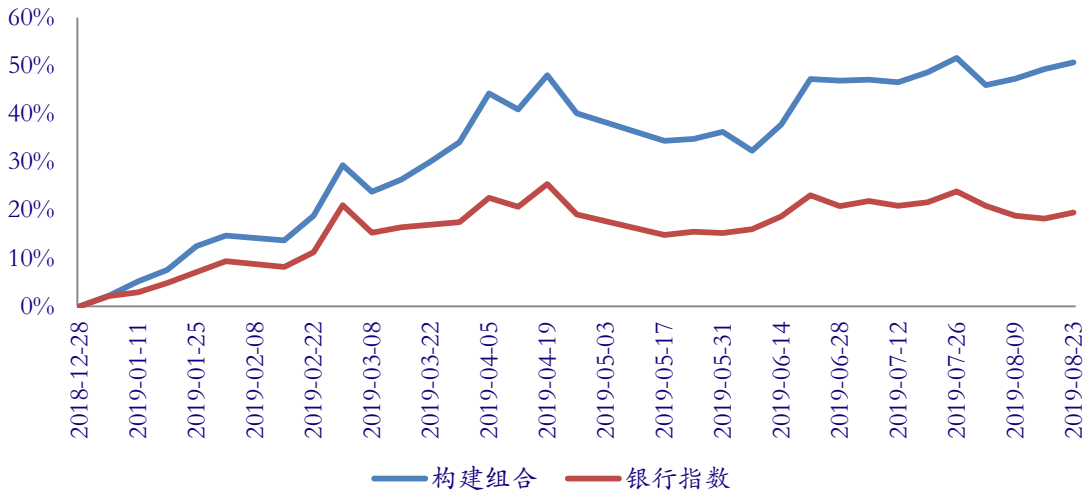
表 2：核心推荐组合及推荐理由

证券代码	证券简称	推荐理由	周涨幅	年初至今涨幅	相对收益率	入选时间
600036.SH	招商银行	零售业务维持行业领先地位，盈利能力稳健，ROE 长期维持行业前列水平；资产负债结构持续优化，活期存款占比高，成本优势显著；资产质量稳中向好，风险抵补能力持续增强；积极推动战略转型，打造轻型银行，实现“质量、效益、规模”动态均衡发展，金融科技应用行业领先，差异化竞争优势明显。	3.16%	47.80%	29.42%	2019-4-19
000001.SZ	平安银行	公司背靠中国平安，有望受益集团各项资源支持和业务协同；资产负债结构持续优化，净息差稳步提升，资产质量持续改善。	-1.68%	57.83%	39.45%	2019-3-8
002142.SZ	宁波银行	公司植根经济发达的江浙地区，客户基础良好，资产质量显著优于行业；业绩突破百亿元，经营质量提升。生息资产规模扩大、资产负债结构优化推动利息净收入增长。资产质量优于同业，不良贷款率	1.66%	46.42%	28.04%	2019-5-10

保持市场低位。

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: 核心推荐组合年初至今收益率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

八、风险提示

宏观经济疲软导致银行资产质量恶化的风险。

插图目录

图 1: 社会融资规模 (存量) 结构	3
图 2: 我国上市银行流通市值及占比	4
图 3: 我国上市银行家数	4
图 4: 我国每年新增上市银行数量	5
图 5: 中美上市银行市值占比及家数占比	6
图 6: 年初至今银行板块累计涨幅与沪深 300 对比	6
图 7: 银行 (中信) 板块历年来 PB 水平	7
图 8: 优质零售行近年来 PB 水平与银行板块对比	7
图 9: 中美银行业集中度对比	8
图 10: 中美国商业银行数量变化对比	9
图 11: 中美银行业总资产对比	10
图 12: 美国商业银行资产结构	10
图 13: 中国主要商业银行 2018 年资产结构	11
图 14: 美国商业银行净利润	11
图 15: 中国商业银行净利润及增速	12
图 16: 中美商业银行 ROE 对比	12
图 17: 中美银行业收入结构对比	13
图 18: 富国银行收入结构变迁	14
图 19: 招商银行收入结构变迁 (单位: 亿元)	14
图 20: 中美银行业净息差和无风险利率对比	15
图 21: 中美商业银行不良贷款率和拨备覆盖率	16
图 22: 我国 GDP 增速及商业银行不良贷款率	17
图 23: 当月新增社会融资规模及存量增速	18
图 24: 单月新增社会融资规模及主要分项规模	18
图 25: 新增人民币贷款结构规模及余额增速	19
图 26: 单月新增人民币贷款 (亿元) 按贷款类型与融资主体分类结构	19
图 27: 贷款市场报价利率(LPR)	20
图 28: 上市商业银行存款总额	21
图 29: 上市商业银行存款增速	21
图 30: 2018 上市银行贷款行业结构	22
图 31: 建设银行中间业务收入	22
图 32: 互联网理财产品年化收益率	23
图 33: 招商银行各类贷款占比情况	24
图 34: 招商银行公司类和个人贷款平均收益率	24
图 35: 第三方支付与互联网理财	25
图 36: 核心推荐组合年初至今收益率变动	27

表格目录

表 1: 2018 年以来银行 IPO 排队情况.....	5
表 2: 核心推荐组合及推荐理由	26

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

武平平，金融行业证券分析师。张一纬，金融行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn