

提高直接融资占比 提升中间业务收入

——银行行业投资策略报告

同步大市（维持）

日期：2020年06月29日

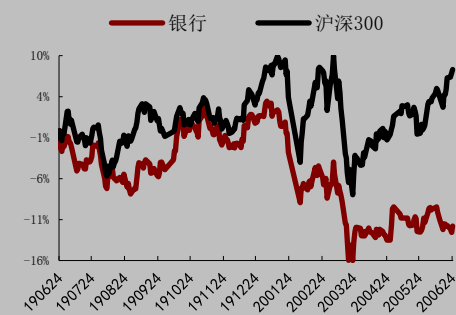
事件：

6月27日，《财新》等媒体报道监管重提向商业银行放开券商牌照的计划，并提到或从几大商业银行中选取至少2家做试点。6月28日，证监会答记者问中回复“发展高质量投资银行是贯彻落实国务院关于资本市场发展决策部署的需求，也是推进和扩大直接融资的重要手段。关于如何推进，有多种路径选择，尚在讨论中。不管通过何种方式，都不会对现有行业格局形成大的冲击。”

投资要点：

- **目的是提高直接融资占比：**监管层表示，发展高质量投资银行是推进和扩大直接融资的重要手段。而我国金融体系，经过多年的发展，直接融资特别是近几年债券市场获得较快的发展。但是从存量的角度看，仍以间接融资为主。存量社融中直接金融占比28%，虽然较前几年有所上升，但是间接融资占比仍较高。在当前国内经济结构转型、经济增速换挡的大背景下，叠加低利率环境预期，我们认为直接融资的比重将呈现逐步提升态势。
- **提高中间业务收入及占比：**银行获得本土券商牌照，将在对公银行业务以及资产管理和财富管理业务上，发挥其客户、渠道以及资本的相对优势。2019年，上市国有大行手续费及佣金净收入占营业收入的比重均值不到19%，同期非息收入仅接近30%。美国银行业利率市场化后，净利息收入占比从75%下降到了60%，同期非利息收入占比快速提升到40%。美国总的贷款年均增速仅有5%，而非息收入的年均增速达到11%，非息收入的高速增长带动了占比的提升。不过，从一些主营偏传统银行业务的金融公司非息收入的结构数据看，还是与银行卡以及信贷等相关的服务费用占非息收入的比重接近70%，而这又与中小企业的快速发展以及零售业务的快速扩张有关。未来，国内银行业随着综合化经营的推进，以及整个经济增长结构发生相应的变化，均促使整个银行业务的转型升级。
- **投资策略：**我们认为金融业综合化经营大趋势不变，但是预计推进的速度和过程会是渐进性的。当前板块估值已经低位，或已经充分反应了资产质量的压力。而部分风控良好的个股，穿越了过去10年经济增长的波动，仍能保持较高增长的公司，预计在本轮周期中仍将表现相对强劲。
- **风险因素：**疫情持续导致资产质量大幅恶化。整体经济形势的变化会影响行业的整体表现。如果整体经济持续走弱，企业营收明显恶化，银行板块将出现业绩波动。

银行行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2020年06月24日

相关研究

万联证券研究所 20200629_银行业周观点_AAA_短期国际金融监管趋势放松
万联证券研究所 20200622_银行业周观点_AAA_理财收益率下行

分析师：郭懿

执业证书编号：S0270518040001

电话：01056508506

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

目录

1、目的是提高直接融资占比.....	3
2、当前大型银行所持金融牌照.....	3
3、提高中间业务收入及占比.....	4
4、投资策略.....	5
5、风险提示.....	5
图表 1：社融存量结构.....	3
图表 2：2020 年社融增量结构.....	3
图表 3：大行金融牌照汇总.....	4
图表 4：净利息收入及非息收入占比对比.....	4

万联证券

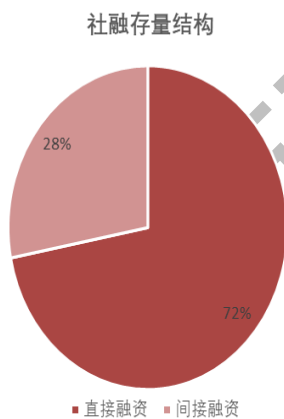
1、目的是提高直接融资占比

从监管层答记者问看，监管层表示，发展高质量投资银行是贯彻落实国务院关于资本市场发展决策部署的需求，也是推进和扩大直接融资的重要手段。

而我国金融体系，经过多年的发展，直接融资特别是近几年债券市场获得较快的发展。但是从存量的角度看，仍是以间接融资为主。从最新的社融数据看，截至2020年5月，存量社融中直接金融占比28%，虽然较前几年有所上升，但是间接融资占比仍较高。从2020年前5月的新增融资结构看，直接融资占比在36%(受政府债券提前发行，短期数据或有一定影响)。

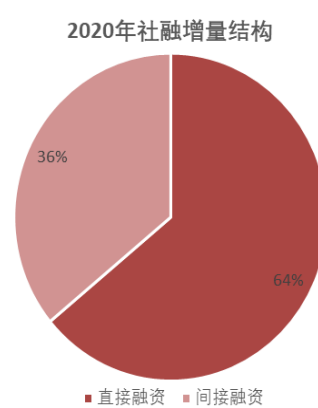
在当前国内经济结构转型、经济增速换挡的大背景下，叠加低利率环境预期，我们认为直接融资的比重将呈现逐步提升态势。

图表 1：社融存量结构



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

图表 2：2020 年社融增量结构



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

2、当前大型银行所持金融牌照

从目前银行金融机构持有本土券商牌照看，仅有少数两家。不过，对保险公司、信托、金融租赁、基金公司、直投、财务公司、担保、理财子公司、消费金融公司等金融牌照，基本都有布局。

图表 3: 大行金融牌照汇总

银行	证券公司	保险公司	租赁公司	信托公司	基金管理公司	资产管理公司	投资公司	财务公司	消费金融公司
工行		✓	✓		✓	✓	✓		
建行		✓	✓	✓	✓	✓	✓		
中行	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓
农行		✓	✓		✓	✓	✓	✓	
交行		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
招商		✓	✓		✓	✓			✓
中信			✓			✓			✓
光大			✓			✓			

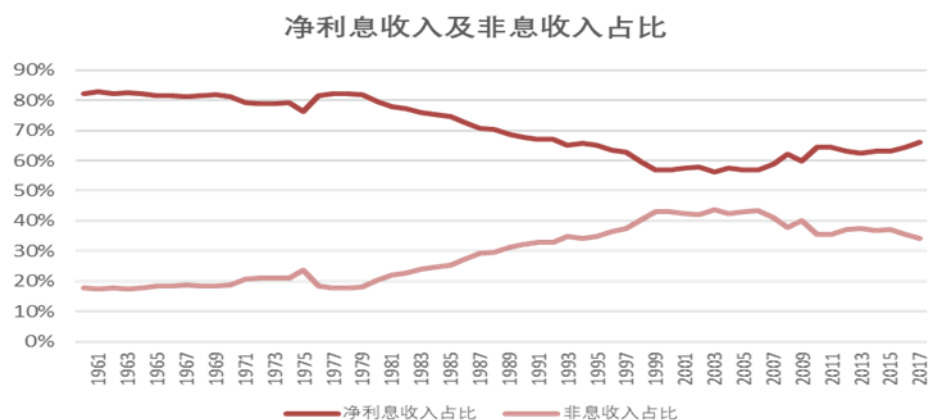
资料来源: 万联证券研究所

3、提高中间业务收入及占比

从目前银行的业务结构看, 银行获得本土券商牌照, 将在对公银行业务以及资产管理和财富管理业务上, 发挥其客户、渠道以及资本的相对优势。2019 年, 上市国有大行手续费及佣金净收入占营业收入的比重均值不到 19%, 同期非息收入仅接近 30%。

对比, 美国银行业不同时期收入来源的数据, 利率市场化阶段, 即 60 年代-80 年代中期之前, 美国银行业的净利息收入占比一直在 75%-82% 之间波动。利率市场化后, 从 80 年代后期开始到 90 年代末期, 净利息收入占比从 75% 下降到了 60%, 同期非利息收入占比快速提升到 40%。这个时期, 美国总的贷款年均增速仅有 5%, 而非息收入的年均增速达到 11%, 非息收入的高速增长带动了占比的提升。

图表 4: 净利息收入及非息收入占比对比



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

虽然非息收入的占比有所提升, 但是从一些主营偏传统银行业务的金融公司非息收入的结构数据看, 还是与银行卡以及信贷等相关的服务费用占非息收入的比重接近 70%, 而这又与中小企业的快速发展以及零售业务的快速扩张有关。一直到 2009

年以后，与财富和资产管理相关的收入实现了快速增长，占比提升到 40%。而伴随着这个过程的是银行业务结构的变化。

未来，国内银行业随着综合化经营的推进，理财子公司业务的快速发展，以及整个经济增长结构发生相应的变化，均促使整个银行业务的转型升级。从而推动收入结构的变化。

4、投资策略

我们认为金融业综合化经营大趋势不变，但是我们预计推进的速度和过程会是渐进性的。当前板块估值已经低位，或已经充分反应了资产质量的压力，板块整体的估值修复仍很难出现。而部分风控良好的个股，穿越了过去 10 年经济增长的波动，仍能保持较高增长的公司，预计在本轮周期中仍将表现相对强劲。

5、风险提示

疫情持续导致资产质量大幅恶化；贷款利率大幅下行。
整体经济形势的变化会影响行业的整体表现。如果整体经济持续走弱，企业营收明显恶化，银行板块将出现业绩波动。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场