

行业动态跟踪报告

经济修复叠加利率上行，板块表现仍可期待

强于大市（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业点评*银行与金融科技*互联网贷款监管升级，引导行业规范发展》
2021-02-21
《行业点评*银行与金融科技*盈利增速修复，资产质量夯实》
2021-02-10
《行业深度报告*银行与金融科技*从嘉信理财看大众财富管理突围之路》
2021-02-02

证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060520080003

yuanzheqi052@pingan.com.cn

研究助理

武凯祥 一般从业资格编号
S1060120090065

wukaixiang261@pingan.com.cn



■ **行情复盘：银行股在利率上行阶段整体表现较优。**以贷款基准利率和十年期国债收益率为参考，过去十多年间，比较显著的利率上行周期出现过3次，分别出现在：1) 2006年4月至2007年12月，贷款基准利率连续8次上调，累计上调189个BP；2) 2010年10月至2011年7月，贷款基准利率连续5次上调，累计上调125个BP；3) 2016年8月至2018年1月，十年期国债收益率累计上行134个BP。在3轮周期中，银行板块绝对收益分别为324.3%/-13.2%/28.1%，相对收益（vs 上证综指）分别为64.2%/-6.3%/14.2%。能够看到，综合考虑相对收益和绝对收益，我们发现银行股在利率上行期整体表现较优，除去2010年-2011年小幅跑输市场外，其余两个阶段均有明显超额收益。

■ **经济与利率共振上行有利于银行股获得超额收益。**银行是典型的顺周期行业，与宏观经济息息相关，因此我们在考虑利率变动影响时并不应仅关注利率本身，更需要考虑背后的经济因素。通过分析发现，在06-07年和16-17年两段银行取得明显超额收益的利率上行周期中，国内经济并未见顶，尚处于上行区间。相比之下，在10-11年的利率上行周期中，国内经济已近09年4万亿刺激后期，增长动能逐步衰退，而央行加息则进一步加强对经济的悲观预期，导致了银行板块的下行。综上，我们认为利率上行背后的宏观经济趋势更为重要，经济与利率共振上行的阶段更有利于银行取得超额收益。

■ **经济修复叠加利率上行，板块表现仍可期待。**从宏观层面来看，随着疫情逐步受到控制，国内经济从20年中以来展现出良好的复苏势头，PMI连续12个月站在荣枯线以上，价格方面，PPI由负转正，1月PPI同比上涨0.3%，较上个月提升0.7个百分点，预计2021年国内经济将会延续恢复的态势。货币政策方面，结合近期监管的表态，我们认为21年流动性环境趋于收敛，从过去3轮利率上行周期来看，经济改善与货币政策收敛的宏观环境，有利于银行股获取超额收益。从板块涨跌幅和估值来看，20年4月长端利率拐头向上以来，板块超额收益并不明显，静态估值水平仍处在历史14%分位，基金持仓比例处在历史低位，随着国内复工复产的稳步推进，经济改善预期逐步强化，对于行业的悲观预期修复会推动板块估值的抬升，我们看好行业持续修复的机会。个股推荐：1) 以招行、兴业为代表的前期受盈利预期压制的优质股份行；2) 精细化经营能力强的区域性银行：宁波、常熟。

■ **风险提示：** 1) 宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升；2) 金融监管力度抬升超预期；3) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。

一、 板块复盘：银行股在利率上行阶段整体表现较优

2020年4月以来，我们看到长端利率伴随着国内疫情缓和以及宏观经济的逐步改善步入上升通道，十年期国债利率截至21年3月2日从20年4月低点上行77BP至3.25%，我们梳理了2006年以来利率上行阶段银行板块的表现，希望为本轮利率上行周期中板块行的表现寻得一些参照。

我们主要从央行基准利率的变化来作为观察利率水平变动的基准，需要注意的是，由于自16年以来央行不断淡化贷款基准利率的影响，因此16年后我们对利率走势的观察会同时考虑十年期国债收益率的变化。通过梳理过去十多年的国内利率的变化发现，自2006年以来国内主要的利率上行周期有3轮，分别为2006年4月到2007年12月、2010年10月到2011年7月、2016年8月到2018年1月。

- 1) 2006年4月至2007年12月，贷款基准利率连续8次上调，累计上调189个BP；
- 2) 2010年10月至2011年7月，贷款基准利率连续5次上调，累计上调125个BP；
- 3) 2016年8月至2018年1月，十年期国债收益率累计上行134个BP。

图表1 2006年至今共出现3轮利率上行周期



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 3轮利率上行周期政策利率、贷款加权利率、市场利率的变动

上行周期	开始时间	结束时间	利率变动 (BP)		
			基准利率	贷款加权利率	10年国债收益率
第一阶段	2006-04-28	2007-12-21	189	-	144
第二阶段	2010-10-20	2011-07-07	125	187	28
第三阶段	2016-08-15	2018-01-18	0	76	134

资料来源：Wind，平安证券研究所

回溯历史上三轮利率上行周期中银行板块的表现，综合考虑相对收益和绝对收益，我们发现银行股在利率上行期整体表现较优，除去 2010 年-2011 年小幅跑输市场外，其余两个阶段均有明显超额收益。

图表3 过去 3 轮利率上行周期银行绝对收益、相对收益情况

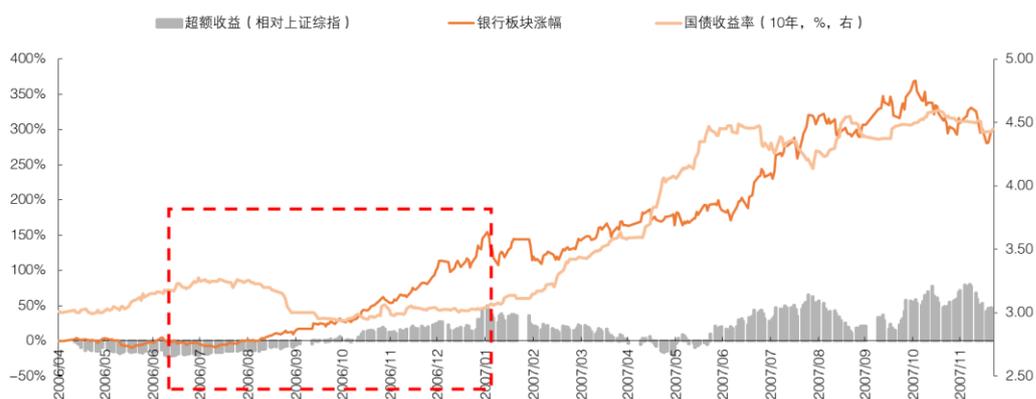
时间段		银行绝对涨跌幅	上证综指涨跌幅	相对涨跌幅
开始时间	结束时间			
2006/4/28	2007/12/21	324.3%	260.1%	64.2%
2010/10/20	2011/7/7	-13.2%	-6.9%	-6.3%
2016/8/15	2018/1/18	28.1%	13.9%	14.2%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

进一步,我们同时梳理了上述 2 轮利率上行周期中银行股取得超额收益的时间结点,得到如下结论:

- 1) 2006 年 4 月开始的利率上行期中,板块超额收益更多集中在前中期。2006 年 4 月至 2007 年 12 月的利率上行周期中,板块行情基本延续了整个阶段,在 2007 年 1 月板块的相对收益达到阶段性高点,累计超额收益达到 63.3% (整个阶段的相对收益为 64.2%)。
- 2) 2016 年 8 月开始的利率上行阶段,银行超额收益集中在中后期。第 3 轮利率上行周期中,板块显著跑赢市场的时间段集中在长端利率上升阶段的中后期,2007 年 4 月至 2018 年 1 月板块累计超额收益 19.7% (整个阶段的相对收益为 14.2%)。

图表4 2006.04-2007.12 银行超额收益更多集中在前中期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 2016.08-2018.01 银行超额收益更多出现在中后期

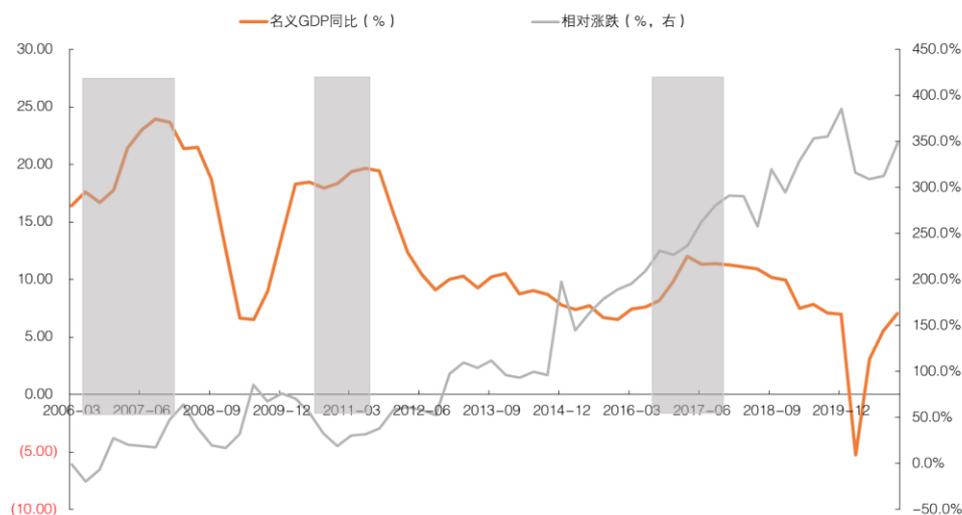


资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、经济与利率共振上行有利于银行股获得超额收益

银行是典型的顺周期行业，与宏观经济息息相关，因此我们在考虑利率变动影响时不应仅关注利率本身，更需要考虑背后的经济因素。通过分析发现，在 06-07 年和 16-17 年两段银行取得明显超额收益的利率上行周期中，国内经济并未见顶，尚处于上行区间。相比之下，在 10-11 年的利率上行周期中，国内经济已近 09 年 4 万亿刺激后期，增长动能逐步衰退，而央行加息则进一步加强对经济的悲观预期，导致了银行板块的下行。综上，我们认为利率上行背后的宏观经济趋势更为重要，经济与利率共振上行的阶段更有利于银行取得超额收益。

图表6 2轮跑出相对收益的利率上行周期里名义 GDP 增速大幅上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 3轮利率上行期所处经济阶段

时间段		名义GDP增速变化	所处经济阶段
开始时间	结束时间		
2006/4/28	2007/12/21	17.6%→23.7%	处在经济改善的 前期 ，之后名义GDP增速仍保持在较高水平
2010/10/19	2011/7/7	18.3%→19.4%	处在经济改善的 后期 ，之后名义GDP增速拐头向下
2016/8/14	2018/1/18	8.2%→11.1%	处在 经济上行区间 ，名义GDP增速上行，随后名义GDP增速仍保持在较高水平

资料来源: Wind, 平安证券研究所

为了更好地观察经济与银行板块超额收益表现的影响，我们选用更能高频的 PMI、PPI 作为观察指标与银行股走势进行比较，印证了板块在利率上行周期能否收获超额收益与当时的宏观环境息息相关：

1) 行业表现出相对收益的两轮利率上升阶段，整个宏观景气度仍处在持续上升的通道。以 2016 年中开始的长端利率上行周期为例，随着国内供给侧改革的不断推进，到 2018 年 1 季度中美贸易战爆发以前，整个国内经济修复上行，PMI 始终站稳在荣枯线以上，PPI 维持高位，在这样一种经济景气度提升的背景下，货币政策边际收敛，市场对于银行业息差和资产质量的改善预期，带动了板块的相对收益行情。

2) 2010 年利率上行阶段，板块表现不佳受到宏观增速放缓预期的拖累。2010 年开始的加息周期中，我们看到板块并未表现出相对收益，该阶段虽然在贷款基准利率引导下，行业息差进入上行通道，但随着包括 4 万亿等强刺激政策陆续退出，M2 增速下行，国内宏观经济在相对紧缩的政策环境下显现出增长疲态，体现为 GDP 增速放缓、通胀上行，同时从 PPI 指标来看，也处在向下的拐点上，市场对宏观增长的担忧，使得对于银行股未来的基本面预期相对悲观，板块在此轮周期中随大盘下行，并未表现出相对收益。

图表8 银行股行情与 PMI 改善同步



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表9 银行股行情与 PPI 改善同步



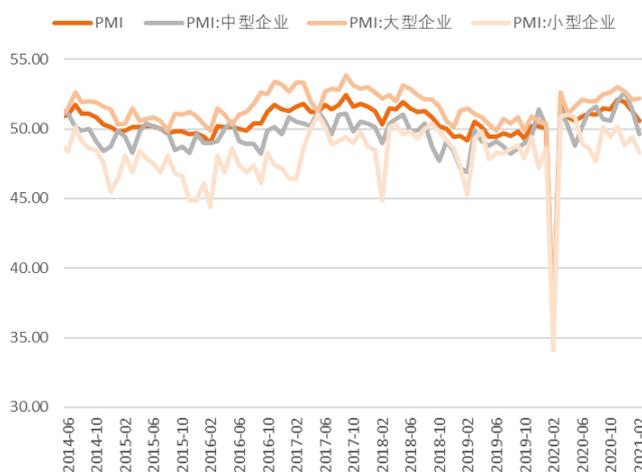
资料来源: WIND, 平安证券研究所

三、经济修复叠加利率上行，板块表现仍可期待

经济改善势头延续，本轮行情仍有空间。从宏观层面来看，随着疫情逐步受到控制，国内经济从20年中以来展现出良好的复苏势头，PMI连续12个月站在荣枯线以上，价格方面，PPI由负转正，1月PPI同比上涨0.3%，较上个月提升0.7个百分点，预计2021年国内经济将会延续恢复的态势。货币政策方面，结合近期监管的表态，我们认为21年流动性环境趋于收敛，从过去3轮利率上行周期来看，经济改善与货币政策收敛的宏观环境，有利于银行股获取超额收益。从板块涨跌幅和估值来看，20年长端利率拐头向上以来，板块超额收益并不明显，静态估值水平仍处在历史14%分位，基金持仓比例处在历史低位，随着国内复工复产的稳步推进，经济改善预期逐步强化，对于行业的悲观预期修复会推动板块估值的抬升，我们看好行业持续修复的机会。

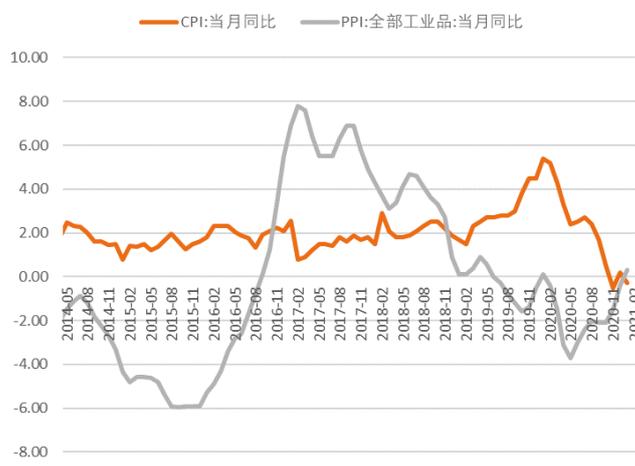
个股推荐：1) 以招行、兴业为代表的前期受盈利预期压制的优质股份行；2) 精细化经营能力强的区域性银行：宁波、常熟。

图表10 PMI 仍保持在荣枯线以上 (%)



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表11 PPI 增幅回升 0.7个百分点至 0.3% (%)



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表12 板块静态估值处在历史 14%分位



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表13 2020.04.08 至今银行超额收益仅0.6%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、风险提示

- 1) 宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。银行受宏观经济波动影响较大，宏观经济走势将对企业的经营状况，尤其是偿债能力带来显著影响，从而对银行的资产质量带来波动。当前国内经济正处于恢复期，但疫情的发展仍有较大不确定性，如若未来疫情再度恶化导致国内复工复产进程受到拖累，银行业的资产质量也将存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。
- 2) 金融监管力度抬升超预期。银行作为金融系统中最重要的机构，受到一系列规范性文件的约束。若未来监管环境超预期趋严，可能会对银行提出更严格的资本约束、流动性管理要求等，或在资产投向上做出更严格的要求，为银行经营带来挑战。
- 3) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。今年以来中美各领域的摩擦有所升级，两国关系存在进一步恶化的风险。如若未来企业制裁范围进一步扩大，不排除部分国内金融机构受到制裁的可能性。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033