

# 银行

## 如何看待本次 MLF 操作利率不变

### MLF 利率不变

7月15日央行开展1000亿元MLF操作，利率不变，同时4000亿元MLF到期。结合此前全面降准，缩量符合预期，政策利率不变的信号意义或更强。

过去两年历史来看，除2019年9月1年期LPR单独下调5bp外，其余三次均跟随MLF动态下调。自2020年4月，MLF利率和LPR已经连续14个月没有调整。本次MLF利率维持不变，LPR很大程度上跟随不变，但不排除仍有下调的可能性。

### 如何看待本次 MLF 利率不变

今年以来政策环境对银行较为友好，经济处于弱复苏态势，政策利率调整保持一定惯性。1) 7月初央行宣布全面降准，释放长期资金1万亿元，相对银行来说可动用的资金量提升，贷款投放增多，有利于提振业绩表现。2) 6月市场利率定价自律机制更改商业银行存款利率上限机制，总体来看，新规实施后，银行存款成本均有不同程度下降。改革有利于降低银行的负债端成本压力，营造更为友好的政策环境。3) 今年银行利润有望实现较好增长，银保监会的相关表态进一步印证该判断。一季度的商业银行ROE(TTM)仅9.33%，处于历史新低。随着经济从疫情中走出，银行的盈利处于恢复期。加快银行的盈利增长，有利于政策工具的顺利实施。

全面降准之后，政策应对经济下行，采取主动调整的意愿更为强烈。虽然本月20日，LPR是否降低仍存在一定不确定性。但我们认为，即便适当降低LPR，也是逆周期政策配套措施的其中一环，可对实体经济形成支撑。对于附着于实体经济之上的银行来说，实体经济转好可有效支撑银行业发展，两者互利。2020年在疫情下，银行主动确认并核销问题贷款，关注类贷款占比持续保持下滑态势，这一过程银行消化很大一部分隐含风险。后续实体经济在政策推动下加快修复，也有利于银行减少潜在的远期信用风险。

银行积极进行业务转型，减少对息差依赖。长期来看，经济发展步入新常态，居民储蓄搬家。在大财富管理趋势下，银行表外非息业务发展迅速。2020年多家银行以财富管理手续费收入为代表的非息收入增长喜人，其AUM及私行AUM维持较高增速。我们认为，银行未来发展方向及整体估值重心向非息业务转移，息差变化从长趋势来看在银行基本面及估值上的影响趋弱。

### 继续看好银行

本次MLF利率不变，政策利率定力较足，我们认为银行业向好的趋势不会改变。目前银行板块处于超跌状态，我们维持板块“强于市”评级。个股推荐招商、平安、南京、江苏、兴业。

**风险提示：**政策影响，经济下行超预期，零售转型不及预期

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-07-15	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A/E	2021E	2022E	2023E	2020A/E	2021E	2022E	2023E
600036.SH	招商银行	51.05	买入	3.86	4.45	5.03	5.62	13.23	11.47	10.15	9.08
000001.SZ	平安银行	21.62	买入	1.49	1.74	2.01	2.30	14.51	12.43	10.76	9.40
601009.SH	南京银行	10.26	买入	1.52	1.66	1.86		6.75	6.18	5.52	
600919.SH	江苏银行	6.96	买入	1.02	1.19	1.38	1.58	6.82	5.85	5.04	4.41
601166.SH	兴业银行	20.80	买入	3.21	3.68	4.31	5.15	6.48	5.65	4.83	4.04

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2021年07月16日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

郭其伟 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521030001

行业走势图



资料来源：贝格数据

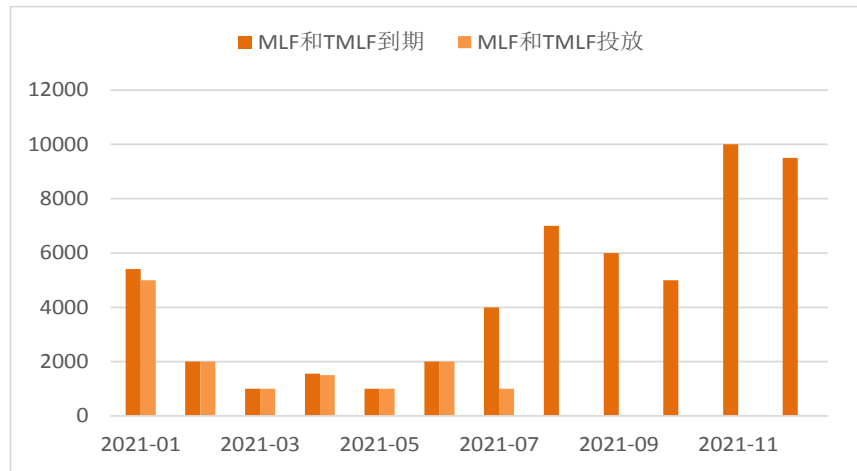
相关报告

- 《银行-行业点评:贷款利率可能会怎么降?》2021-06-30
- 《银行-行业专题研究:上市银行2020年报及1Q21业绩综述:业绩企稳,往后更精彩》2021-04-30
- 《银行-行业专题研究:上市银行3Q20业绩综述:盈利增速回升,估值有望上行》2020-11-04

## 1. MLF 利率不变

7月15日，央行公告开展1000亿元MLF操作，操作利率不变，同时4000亿元MLF到期。结合央行此前全面降准，缩量符合预期。政策利率定力较大，利率不变的信号意义或更强。

图1：2021年MLF和TMLF到期及续作量（亿元）



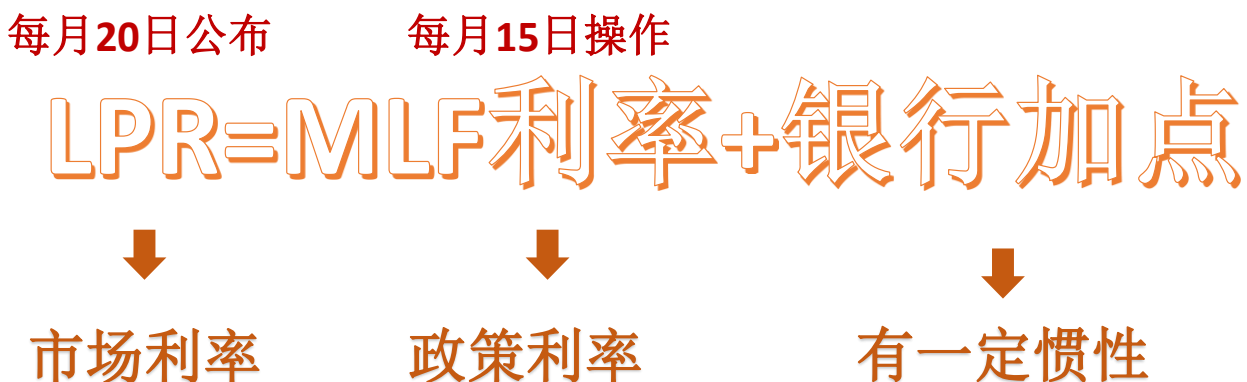
资料来源：WIND，天风证券研究所

### 1.1. LPR 与 MLF 利率联动

2019年8月，央行发布“中国人民银行公告〔2019〕第15号”，主要围绕改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，其中核心一点改变即，将LPR由银行根据自身对客户评价报价更改为，以MLF操作利率加点形成的报价，由此将LPR利率和MLF利率串联起来。18家银行参与LPR报价，去掉最高/最低价后算术平均，即为最终LPR价格，由各银行参考执行新发贷款利率。

自2019年8月20日起，央行授权全国银行间同业拆借中心于每月20日（节假日顺延）早上9点半公布LPR。正常情况下，央行会在每月15日进行MLF投放操作，这也意味着，市场会有5天的窗口期通过MLF利率来对LPR做出预判和反映。

图2：LPR和MLF联动关系



资料来源：天风证券研究所

自2019年8月以来，LPR总计4次调整。除去2019年9月20日1年期LPR单独下调5bp外，其余三次均跟随MLF动态下调。期间，1年期MLF利率共计三次下调，由3.3%下调至2.95%。LPR每次均有不同程度下调，其中1年期由4.20%下调至3.85%、5年期由4.85%下调至4.65%。自2020年4月，MLF利率和LPR已经连续14个月没有调整。在LPR与MLF联动机制下，根据历史经验，本次MLF利率维持不变，LPR很大程度上跟随不变，但不排除仍有下调的可能性。

表 1：2019 年 8 月以来，LPR 随 MLF 利率调整情况

时间	较前次变化幅度			绝对数值		
	MLF 利率	LPR (1 年期)	LPR (5 年期)	MLF 利率	LPR (1 年期)	LPR (5 年期)
2019 年 11 月	-5bp	-5bp	-5bp	3.25%	4.15%	4.80%
2020 年 2 月	-5bp	-10bp	-5bp	3.15%	4.05%	4.75%
2020 年 4 月	-20bp	-20bp	-10bp	2.95%	3.85%	4.65%
...	未变化	未变化	未变化	2.95%	3.85%	4.65%
2021 年 6 月	未变化	未变化	未变化	2.95%	3.85%	4.65%
2021 年 7 月	<b>未变化</b>	—	—	2.95%	—	—

资料来源：WIND，天风证券研究所

## 2. 如何看待此次 MLF 利率不变

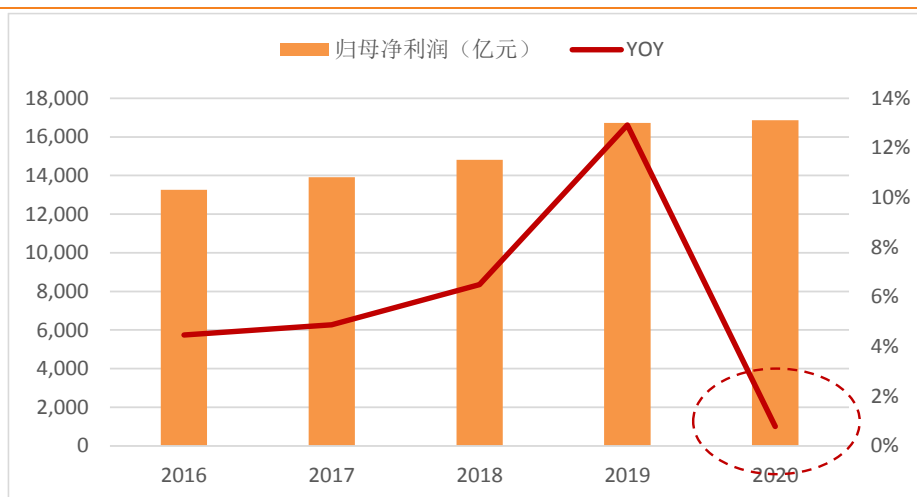
虽然 LPR 是否变化尚存在不确定性，但 MLF 利率不变释放的政策信号较为显著，主要体现在以下三方面：1) 今年以来政策环境对银行较为友好，经济处于弱复苏态势，政策利率调整保持一定惯性；2) 全面降准之后，政策应对经济下行，采取主动调整的意愿更为强烈，后续稳增长相关政策推出都是有利于经济持续修复，改善银行基本面；3) 目前银行积极地进行业务转型，表外非息业务更是银行长期发展的关键。

**今年的政策环境较为友好。**今年 7 月 7 日，国常会提出“适时利用降准等货币政策工具，进一步加强对实体经济特别是中小微企业的支持”。7 月 9 日下午，央行宣布，于 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 50bp（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），释放长期资金约 1 万亿元。这也意味着银行可动用的资金量提升，进而增多贷款投放，有利于提振业绩表现。

此外央行于 6 月 1 日组织召开市场利率定价自律机制工作会议，拟将商业银行存款利率上限，由“基准几率\*倍数”调整为“基准利率+基点”，同时设置最高加点上限。6 月 21 日，市场利率定价自律机制确定该执行方案。新规实施后，银行存款成本均有不同程度下降，其中长期限存款产品降幅较为明显。从政策意图来看，在 LPR 推动贷款利率市场化机制形成后，规范存款定价行为、提升政策传导效率逐步提上日程。本次改革有利于降低银行的负债端成本压力，营造更为友好的政策环境。

今年银行利润有望实现较好增长，银保监会的相关表态进一步印证该判断。银保监会统计信息与风险监测部负责人刘忠瑞在 7 月 14 日的新闻发布会上表示，预计今年上半年银行业利润增速会有明显提升。正如我们此前强调，今年银行让利空间有限。一季度的商业银行 ROE (TTM) 仅 9.33%，处于历史新低。随着经济从疫情中走出，银行的盈利处于恢复期。加快银行的盈利增长，有利于政策工具的顺利实施。

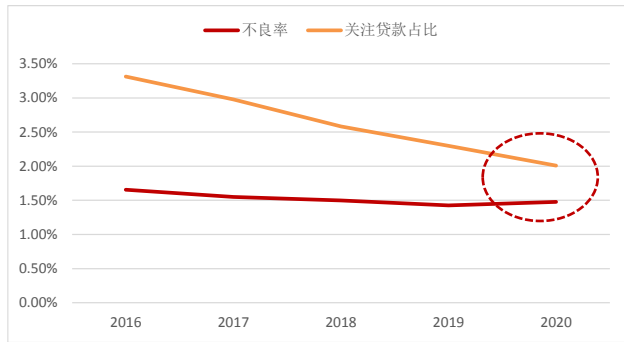
图 3：2020 年“让利”下上市银行业绩承压明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

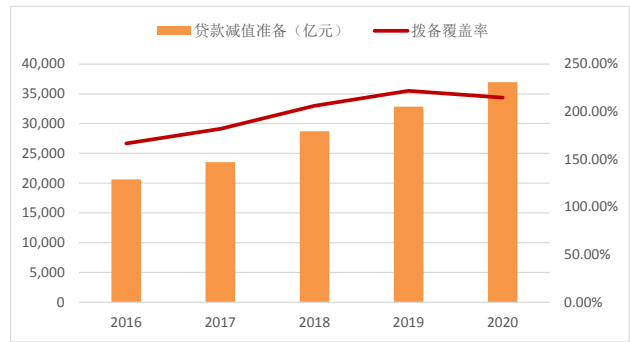
全面降准之后，政策应对经济下行，采取主动调整的意愿更为强烈。我们此前指出，7月的全面降准有三个比较超预期点：一是态度坚决；二是时间快；三是采取全面降准，而非定向降准。稳定经济发展的政策工具仍然充足。虽然本月20日，LPR是否降低仍存在一定不确定性。但是我们认为，即便适当降低LPR，也是逆周期政策配套措施的其中一环，可对实体经济形成支撑。对于附着于实体经济之上的银行来说，实体经济转好可有效支撑银行业发展，两者互利。2020年在疫情下，银行主动确认并核销问题贷款，关注类贷款占比持续保持下滑态势，这一过程银行消化很大一部分隐含风险。后续实体经济在政策推动下加快修复，也有利于银行减少潜在的远期信用风险。

图 4：2020 年上市银行关注类贷款占比持续下滑



资料来源：WIND，天风证券研究所

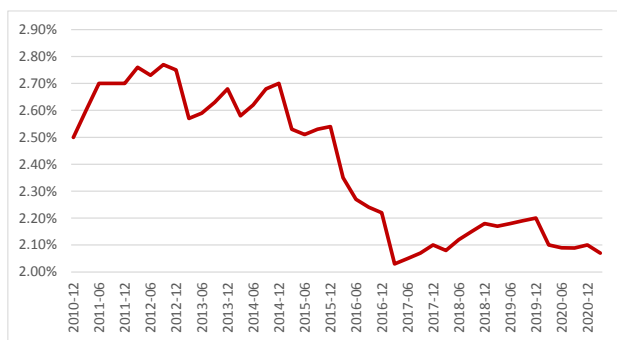
图 5：上市银行拨备计提力度进一步提升



资料来源：WIND，天风证券研究所

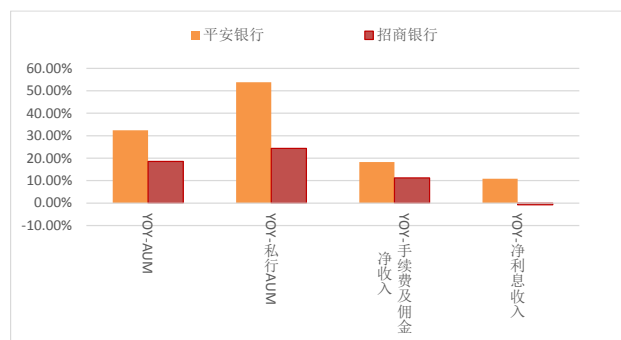
银行积极的业务转型，减少对息差依赖。近几年来，以财富管理为代表的表外非息业务成为零售转型的重要方向。长期来看，经济发展步入新常态，居民储蓄搬家。在大财富管理趋势下，银行表外非息业务发展迅速。2020年多家银行以财富管理手续费收入为代表的非息收入增长喜人，这背后反映了其AUM及私行AUM维持较高增速。以招商和平安为例，2020年其私行AUM分别同比增长24.36%和53.80%，带动相关业务收入费增长。我们认为，银行未来发展方向及整体估值重心向非息业务转移，即息差变化从长趋势来看在银行基本面及估值上的影响渐趋减弱。

图 6：近十年来我国商业银行净息差下行明显



资料来源：银保监会，天风证券研究所

图 7：2020 年招商银行和平安银行 AUM 增长明显



资料来源：WIND，天风证券研究所

### 3. 投资建议

继续看好银行板块。本次MLF利率不变，政策利率定力较足，我们认为银行业向好的趋势不会改变。今年以来政策环境对银行较为友好，经济处于弱复苏态势，政策利率调整保持一定惯性。全面降准之后，政策应对经济下行，采取主动调整的意愿更为强烈，后续稳增长政策推出都是有利于经济恢复，改善银行基本面。银行积极进行业务转型，表外非息业务更是银行长期发展的关键。目前银行板块处于超跌状态，我们维持板块“强于市”评级。个股推荐招商、平安、南京、江苏、兴业。

表 2：2021Q7 降准对上市银行的影响测算表

名称	最新时点存款 (百万元)	存准率降幅	存放央行现金收益率%	生息资产收益率%	21Q1 平均生息资产 (百万元)	息差贡献 bp	2021 年预测利润 (百万元)	利润增幅
工商银行	25,944,333	0.50%	1.48	3.64	32,660,576	0.86	334,671	0.63%
建设银行	22,129,890	0.50%	1.45	3.77	27,988,875	0.92	288,733	0.67%
农业银行	21,848,987	0.50%	1.53	3.75	27,221,718	0.89	228,001	0.80%
中国银行	17,910,574	0.50%	1.59	3.38	24,004,793	0.67	202,241	0.59%
交通银行	6,921,750	0.50%	1.37	3.77	10,588,285	0.78	84,198	0.74%
邮储银行	10,819,275	0.50%	1.62	3.97	11,493,997	1.11	70,562	1.35%
招商银行	5,864,976	0.50%	1.53	4.13	8,190,833	0.93	110,413	0.52%
兴业银行	4,116,180	0.50%	1.53	4.47	7,644,460	0.79	75,001	0.61%
浦发银行	4,241,949	0.50%	1.41	4.30	7,690,571	0.80	61,874	0.74%
中信银行	4,690,576	0.50%	1.51	4.47	7,436,656	0.93	52,210	1.00%
民生银行	3,747,032	0.50%	1.56	4.53	6,657,708	0.84	30,878	1.35%
光大银行	3,585,545	0.50%	1.44	4.59	5,235,628	1.08	41,572	1.02%
平安银行	2,764,635	0.50%	1.50	4.75	4,363,133	1.03	33,489	1.01%
华夏银行	1,858,002	0.50%	1.46	4.66	3,379,888	0.88	21,157	1.05%
浙商银行	1,272,792	0.50%	1.47	4.68	1,947,075	1.05	15,306	1.00%
北京银行	1,712,213	0.50%	1.54	4.18	2,903,587	0.78	22,770	0.74%
上海银行	1,386,903	0.50%	1.43	4.20	2,431,257	0.79	22,873	0.63%
江苏银行	1,440,496	0.50%	1.51	4.61	2,335,341	0.96	17,597	0.95%
南京银行	1,062,390	0.50%	1.51	4.60	1,532,327	1.07	14,637	0.84%
宁波银行	1,044,761	0.50%	1.43	4.68	1,595,075	1.06	17,898	0.71%
杭州银行	740,269	0.50%	1.42	4.56	1,172,703	0.99	8,110	1.07%
长沙银行	466,761	0.50%	1.53	5.04	711,544	1.15	5,873	1.05%
贵阳银行	366,385	0.50%	1.56	5.14	557,335	1.18	6,382	0.77%
成都银行	490,733	0.50%	1.43	4.37	674,754	1.07	7,027	0.77%
郑州银行	314,567	0.50%	1.52	5.09	515,556	1.09	3,294	1.28%
青岛银行	278,637	0.50%	1.41	4.48	443,311	0.96	2,482	1.29%
苏州银行	271,304	0.50%	1.40	4.68	382,841	1.16	3,008	1.11%
厦门银行	146,661	0.50%	1.45	4.23	187,455	1.09	1,932	0.79%
重庆银行	325,784	0.50%	1.43	5.17	369,591	1.65	4,909	0.93%
齐鲁银行	268,946	0.50%	1.50	4.48	365,315	1.10	2,814	1.07%
青农商行	262,271	0.50%	1.57	4.73	407,608	1.02	3,290	0.94%
西安银行	220,534	0.50%	1.36	4.59	304,354	1.17	3,150	0.85%
紫金银行	164,602	0.50%	1.54	4.21	218,762	1.00	1,515	1.09%
常熟银行	180,368	0.50%	1.51	5.37	213,025	1.63	2,039	1.28%
无锡银行	152,493	0.50%	1.42	4.27	181,443	1.20	1,430	1.14%
苏农银行	113,646	0.50%	1.51	4.51	136,489	1.25	1,060	1.21%
江阴银行	110,976	0.50%	1.35	4.24	140,110	1.14	1,110	1.08%
张家港行	118,668	0.50%	1.30	4.78	142,254	1.45	1,124	1.38%
渝农商行	771,388	0.50%	1.51	4.25	1,147,799	0.92	9,365	0.85%
瑞丰银行	96,387	0.50%	1.58	4.60	128,940	1.13	1,265	0.86%

资料来源：WIND，天风证券研究所（注：最新时点存款为 21Q1 末，存放央行现金收益率及生息资产收益率参考 2020 年报披露，2021 年预测利润为截至 2021 年 7 月 15 日数据）

## 4. 风险提示

- 1) 经济下行超预期；
- 2) 政策影响
- 3) 零售转型不及预期

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com