

短期波动 格局未变

——银行业深度报告

同步大市 (维持)

2021年08月06日

投资要点:

国外短期扰动因素上升，中期通胀存不确定性：从美国当前的劳动力市场情况看，就业意愿仍然明显偏低，主要表现为职位空缺人数的大幅上升，而失业率维持相对稳定。高企的通胀，以及对劳动力市场有望逐步恢复，到经济的复苏动能仍将持续等的预判，我们认为美联储可能在本年度末正式启动 Taper。中期通胀方面，由于针对此次疫情的货币投放更多的来自于财政。供给端瓶颈难以在短期内得到迅速缓解，对价格因素的影响将持续存在。美国的中期通胀仍存在不确定性。

政治局会议要求做好跨周期调节，中短期风险压力上升：政策强调跨周期调节，稳定宏观杠杆的前提下，宽货币成为重要配合。防风险方面，会议要求防范化解重点领域风险。由于本次疫情纾困，采取的主要措施仍是信贷扩张，信用被动收缩，资金的大量回流，导致投资和消费的压力上升。未来无风险利率仍有可能在中期的维度下保持下行趋势。而债务风险压力上升，信用利差将有所扩大。

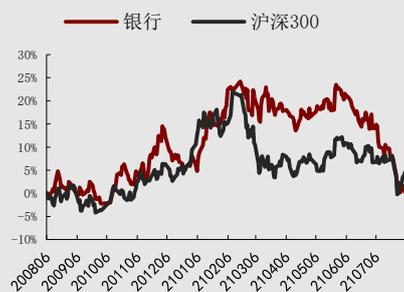
维持净息差企稳预判：今年以来针对提高负债端稳定性以及降低负债端成本的政策不断推出，均有助于银行净息差的企稳。基于对防风险以及稳增长等因素的分析，我们认为无风险利率方面或有进一步下行的可能。资产端方面，考虑到目前贷款的供需情况，以及未来信用利差或有上升可能，我们预计整个生息资产端收益率会略有回升。因此，资产端收益率弹性好于负债端，有利于净息差的企稳。

高拨备，提高风险抵御能力：一季度数据显示，银行整体拨备覆盖率已经回到疫情前的平均水平。我们预计 2021 年银行业整体拨备计提力度不会下降，高拨备有助于提高整个板块的风险抵补能力。

投资策略：2021 年，国内宏观经济增长以及货币政策等出现大幅波动的概率不高，因此，银行业的整体经营环境趋于平稳向好。结合我们报告中对净息差以及资产质量的展望情况，我们认为在 2020 年底基数的效应下，2021 年整个板块的营收增长主要受规模因素的推动，拨备因素的改善，业绩确定性也相对较高。目前时点，基于对下半年宏观经济和货币政策的展望，以及银行基本面因素的分析，我们认为板块内部分化仍将持续。

风险因素：债务风险快速出清，导致信用利差大幅上升。如果疫情反复造成整体经济持续走弱，企业营收明显恶化，银行板块将出现业绩波动。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

关注市场利率走势变动

7月 LPR 报价维持不变

关注板块业绩确定性增长的机会

分析师：

郭懿

执业证书编号：

S0270518040001

电话：

01056508506

邮箱：

guoyi@wlzq.com.cn

正文目录

1 国外短期扰动因素上升，中期通胀存不确定性	3
1.1 Taper 预期管理重点关注就业情况	3
1.2 中期看，美国通胀压力存不确定性	5
2 政治局会议要求做好跨周期调节，中短期风险压力上升	6
2.1 政策聚焦跨周期调节	6
2.2 债务风险的压力上升，宽货币来支撑	8
3 维持净息差企稳预判	9
3.1 政策利好负债端成本的稳定	9
3.2 资产端收益率的弹性好于负债端	11
4 高拨备，提高风险抵御能力	12
5 投资策略	13
6 风险提示	14
图表 1: 美国通胀数据 (单位: %)	3
图表 2: 美国失业率 (单位: %)	4
图表 3: 美国职位空缺数 (单位: 千人)	4
图表 4: 英国新增确诊病例 (单位: 例)	4
图表 5: 英国新增死亡病例 (单位: 例)	4
图表 6: 美国 GDP 分项数据 (单位: %)	5
图表 7: 消费各分项数据 (单位: %)	5
图表 8: 美债长期平均实际利率 (单位: %)	5
图表 9: 美国财政支出 (单位: 百万美元, %)	6
图表 10: 个人储蓄和经常性转移支付 (单位: 十亿美元)	6
图表 11: 实体经济部门杠杆率 (单位: %)	6
图表 12: 地方专项债发行目标 (单位: 亿元)	7
图表 13: 存款准备金率 (单位: %)	7
图表 14: 人民币贷款当月新增 (单位: 亿元)	8
图表 15: 投资相关数据 (单位: %)	9
图表 16: 消费相关数据 (单位: %)	9
图表 17: 存款类机构质押式回购加权利率 (单位: %)	9
图表 18: 中期借贷便利 1 年期 (单位: %)	9
图表 19: 中短期理财产品收益率 (单位: %)	10
图表 20: 同业存单发行规模及票面利率 (单位: 亿元, %)	11
图表 21: 人民币贷款加权平均利率 (单位: %)	11
图表 22: 整个银行业不良率 (单位: %)	12
图表 23: 商业银行拨备覆盖率 (%)	12
图表 24: 中信银行指数 PB 静态估值 (单位: 倍)	13

1 国外短期扰动因素上升，中期通胀存不确定性

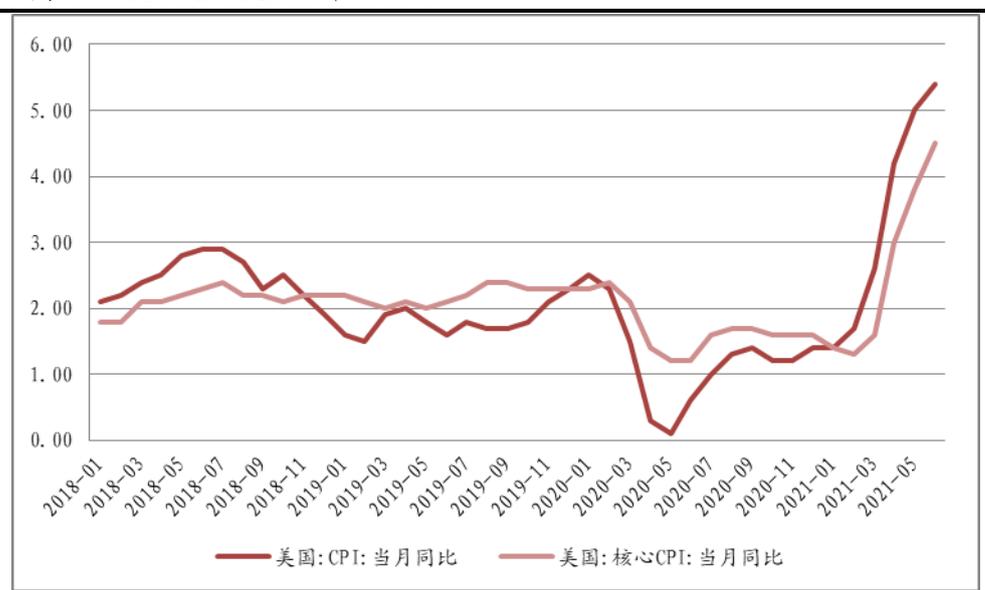
1.1 Taper 预期管理重点关注就业情况

根据美联储公布的7月议息会议决议，美联储将基准利率维持在0%-0.25%不变，且维持1200亿美元月度债务购买规模不变。本次FOMC会议对于通胀、就业等表述未发生明显改变。

根据过往经验，Taper出现实质性进展需要在通胀、就业、经济增长、金融环境等方面达到一定的标准。

通胀方面，按照过往的经验，实际通胀以及通胀预期均需回到2%以上。当前已经符合要求，6月份的通胀率数据，CPI当月同比达到5.4%，而核心CPI当月同比达到4.5%。从美联储的会议表态看，已经提高了对通胀的容忍度。

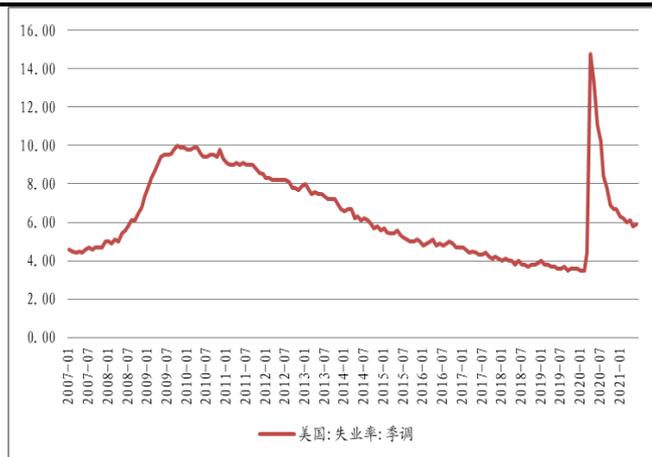
图表1: 美国通胀数据 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

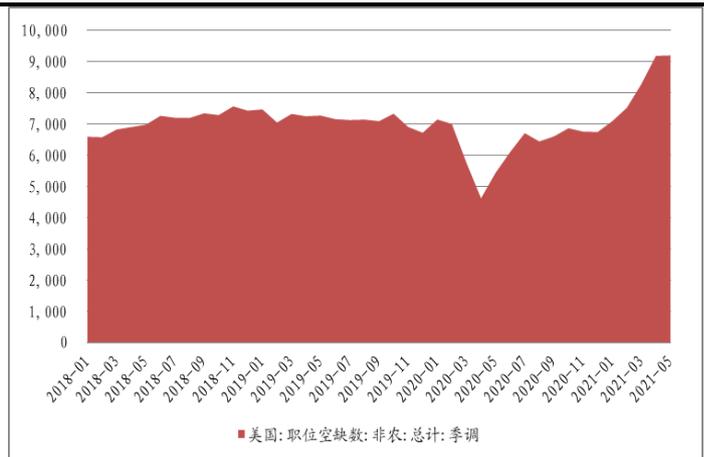
而失业率数据方面已经有明显改善。从当前的劳动力市场情况看，就业意愿仍然明显偏低，主要表现为职位空缺人数的大幅上升，而失业率维持相对稳定。

图表2: 美国失业率 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

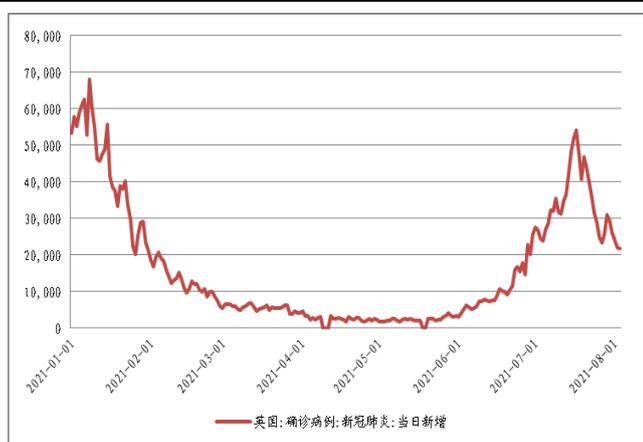
图表3: 美国职位空缺数 (单位: 千人)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

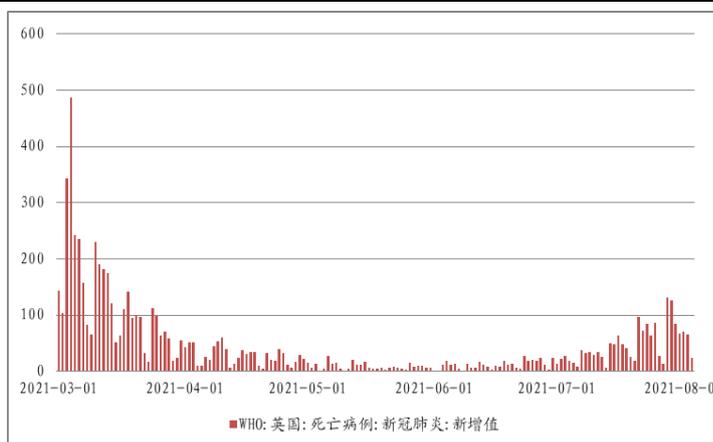
经济增长方面, 主要关注点集中在修复动能是否持续上。目前可选择和参考指标聚焦在英国新防疫政策下疫情数据的变化, 根据当前统计的相关数据判断, 预计疫情的反复并不会对经济产生较大的冲击, 而修复的动能随着疫苗接种率增加而持续, 但是恢复到疫情前的水平仍需要相对较长的一段时间。而美国经济方面, 当前美国的投资数据走弱, 消费受益于财政支持预计仍将保持相对高位, 随着其他经济体需求的恢复, 美国出口在二季度也在走强。

图表4: 英国新增确诊病例 (单位: 例)



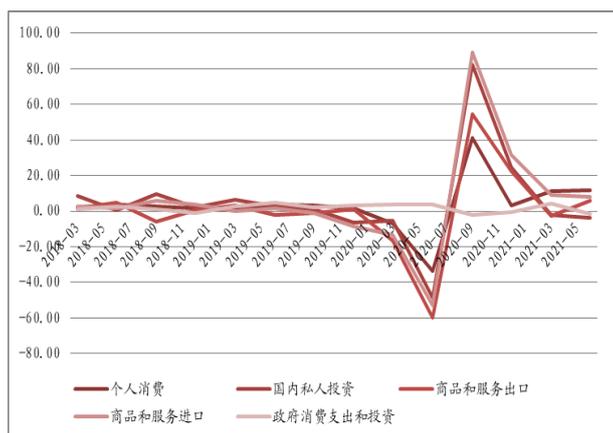
资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表5: 英国新增死亡病例 (单位: 例)



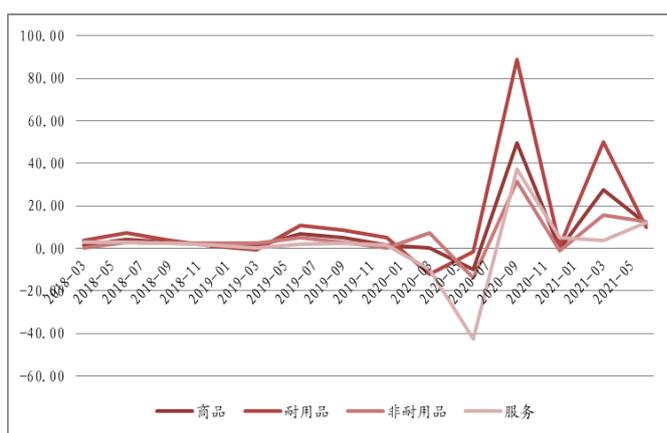
资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表6: 美国 GDP 分项数据 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表7: 消费各分项数据 (单位: %)



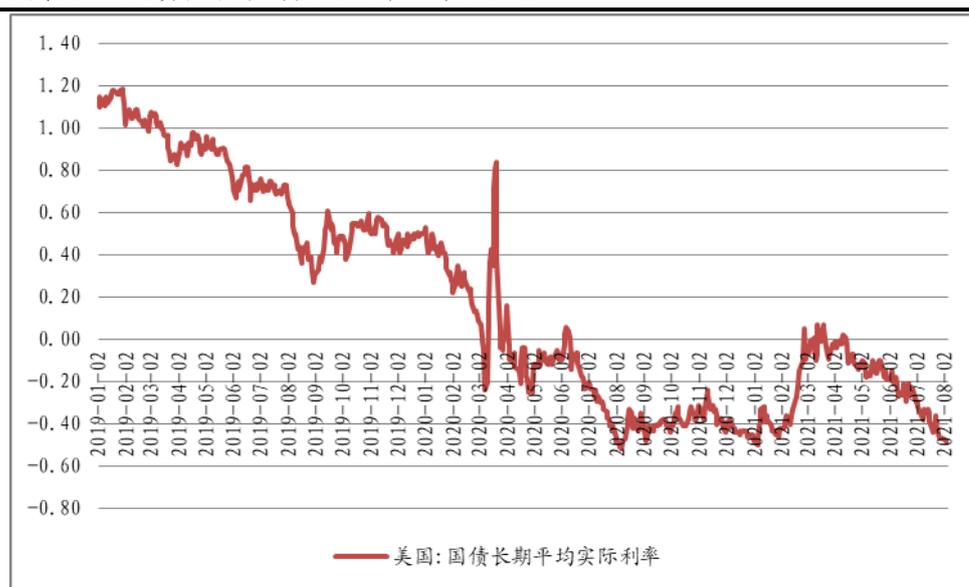
资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

综合上述分析, 高企的通胀, 以及对劳动力市场有望逐步恢复, 到经济的复苏动能仍将持续等的预判, 美联储可能在本年度末正式启动Taper。

1.2 中期看, 美国通胀压力存不确定性

从目前市场主流预期看, 美国的通胀仅是暂时的, 美债长端利率持续下行。而议息会议虽然未对Taper退出时点做出明确表态, 要关注9月的就业数据。观察美债的走势, 当前的美债长期平均实际利率仍在进一步下滑。

图表8: 美债长期平均实际利率 (单位: %)

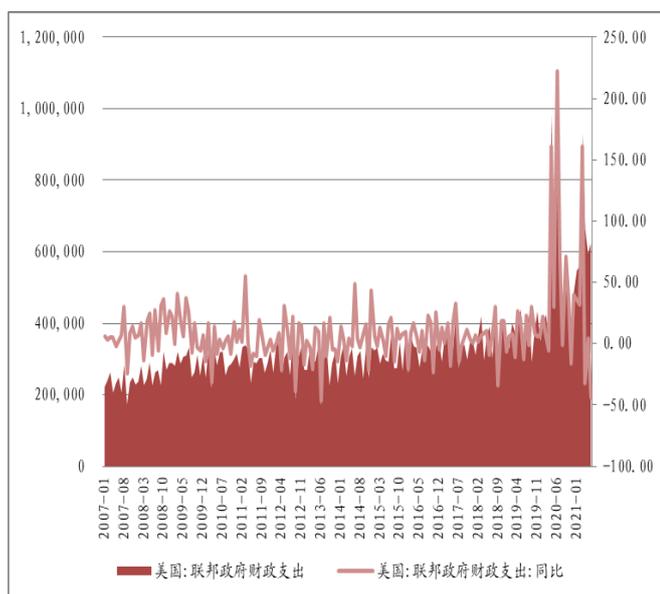


资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

供给端方面, 由于供给瓶颈难以在短期内得到迅速缓解, 因此, 对价格因素的影响将持续存在。美国的过剩储蓄, 随着疫情的阶段性缓解, 对消费有一定的支撑。基

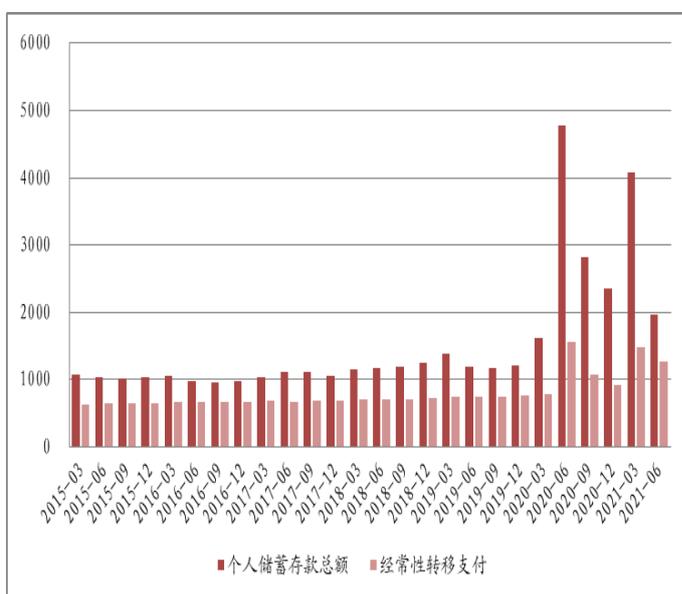
于此判断，美国的中期通胀仍存在不确定性。

图表9: 美国财政支出 (单位: 百万美元, %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表10: 个人储蓄和经常性转移支付 (单位: 十亿美元)



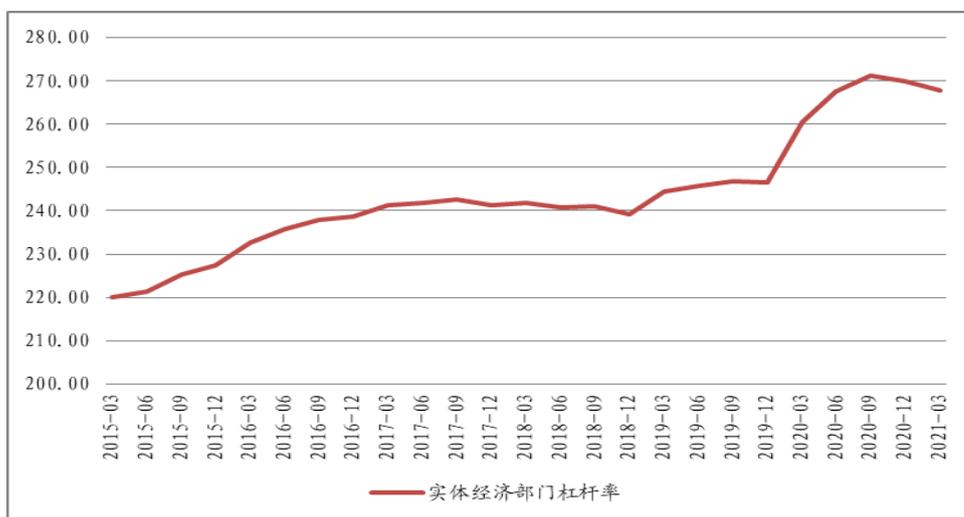
资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

2 政治局会议要求做好跨周期调节, 中短期风险压力上升

2.1 政策聚焦跨周期调节

7月30日, 召开的中央政治局会议, 分析研究当前经济形势, 部署下半年经济工作。从会议内容看, 更为注重中期经济下行和结构调整的压力, 强调做好宏观政策跨周期调节, 统筹做好今明两年宏观政策衔接。因此在稳定宏观杠杆率的同时, 财政政策和货币政策相机抉择会进一步加强。

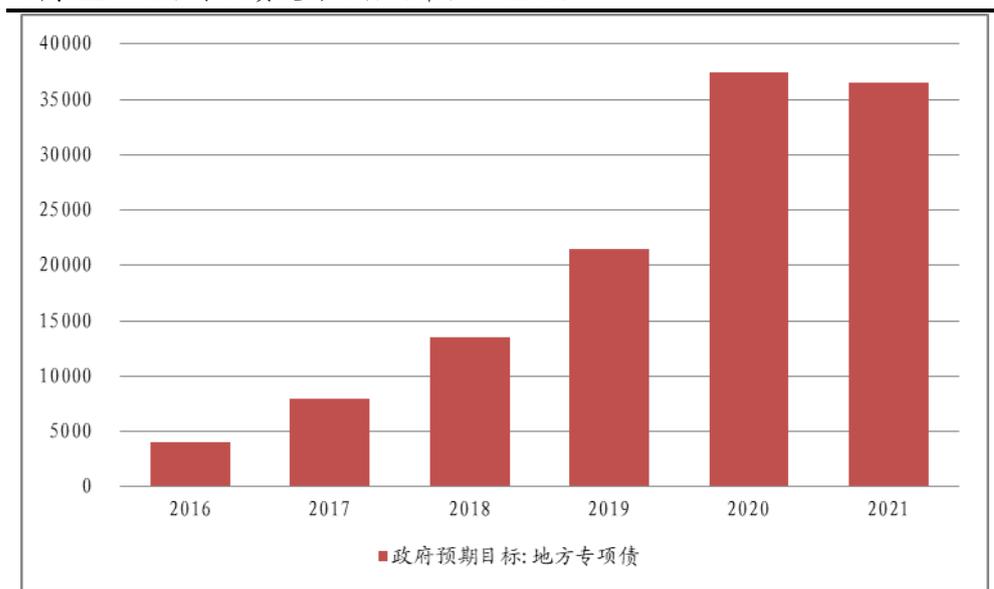
图表11: 实体经济部门杠杆率 (单位: %)



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

观察今年政府债券的发行节奏看，总体进度偏缓，截至7月末，国债和地方债仍有约60%多的待发行额度。而参考政治局会议的内容，要合理把握预算内投资和地方政府债发行进度。我们预计下半年整体的发行是否加速有待观察。

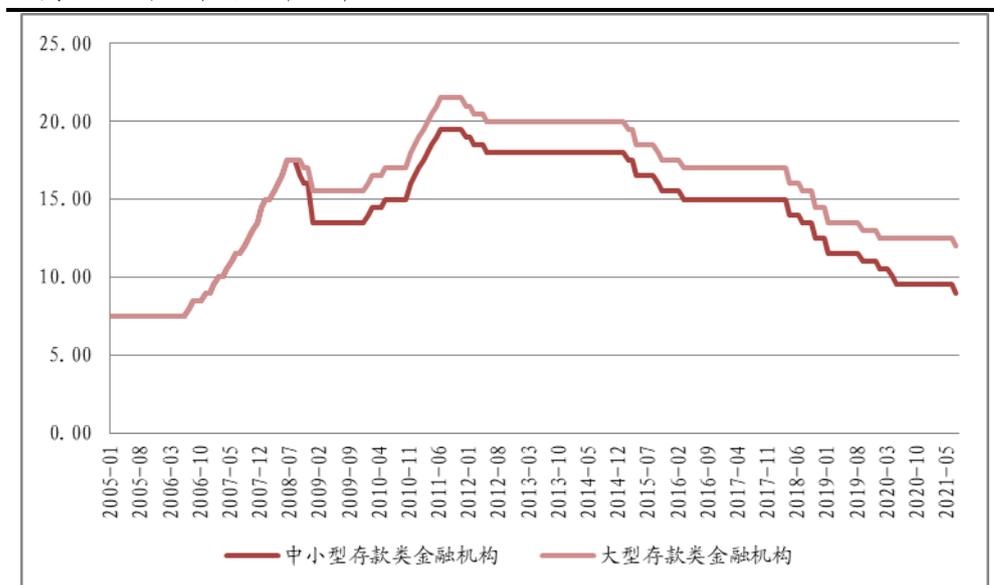
图表12: 地方专项债发行目标 (单位: 亿元)



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

而货币政策方面,除了延续稳健的货币政策要保持流动性合理充裕的一贯思路外,强调了要求助力中小企业和困难行业持续恢复。结合7月15日降准推出时的政策表态看,保持一致。因此,市场对货币政策的进一步放松仍有预期。

图表13: 存款准备金率 (单位: %)

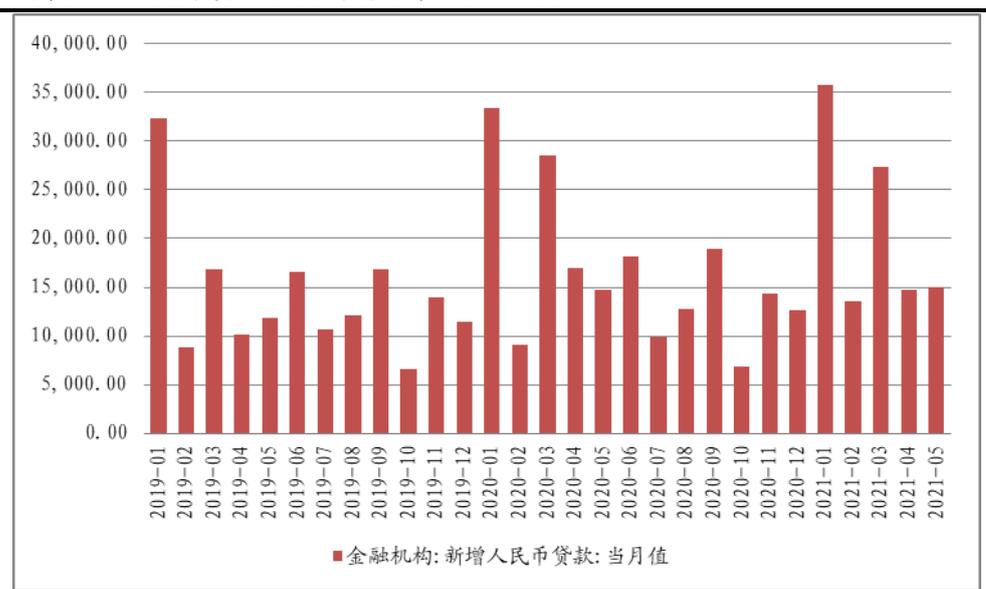


资料来源：万得资讯，万联证券研究所

2.2 债务风险的压力上升，宽货币来支撑

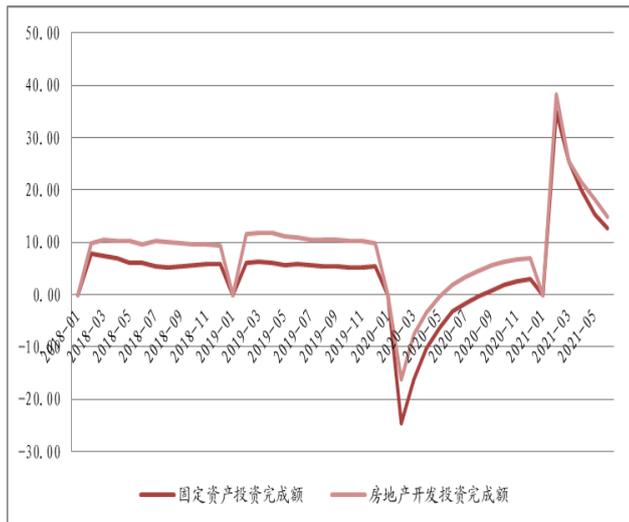
防风险方面，会议要求防范化解重点领域风险，此处提到的重点领域，我们预判包括地方隐性债务，房地产等。由于本次疫情纾困，我们采取的主要措施仍是信贷扩张，信用被动收缩，资金的大量回流，导致投资和消费的压力上升。

图表14: 人民币贷款当月新增 (单位: 亿元)



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

图表15: 投资相关数据 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表16: 消费相关数据 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

从目前整体的经济和金融环境看,未来无风险利率仍有可能在中期的维度下保持下行趋势。而债务风险压力上升,信用利差将有所扩大。

3 维持净息差企稳预判

3.1 政策利好负债端成本的稳定

今年以来针对提高负债端稳定性以及降低负债端成本的政策不断推出,均有助于银行净息差的企稳。

市场利率定价自律机制优化了存款利率自律上限的确定方式,将原由存款基准利率一定倍数形成的存款利率自律上限,改为在存款基准利率基础上加上一定基点确定,有利于中长期存款成本的下行。

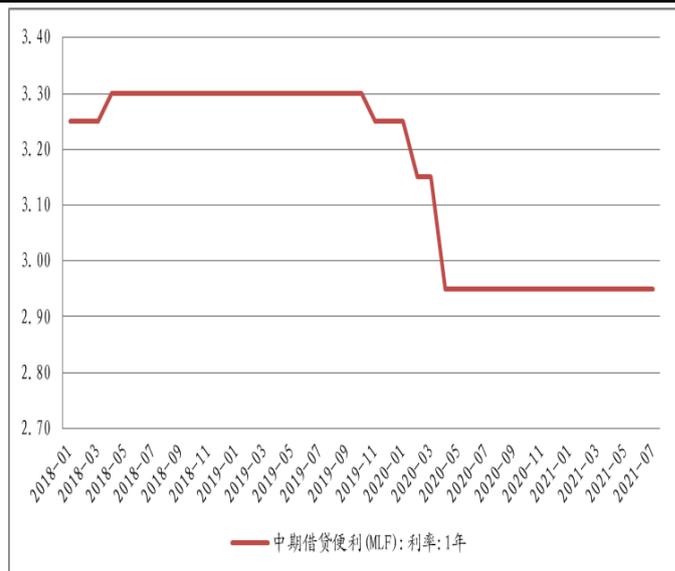
基于对防风险以及稳增长等因素的分析,我们认为无风险利率方面或有进一步下行的可能预判。均有利于银行负债端成本的稳定。

图表17: 存款类机构质押式回购加权利率 (单位: %)

图表18: 中期借贷便利 1 年期 (单位: %)



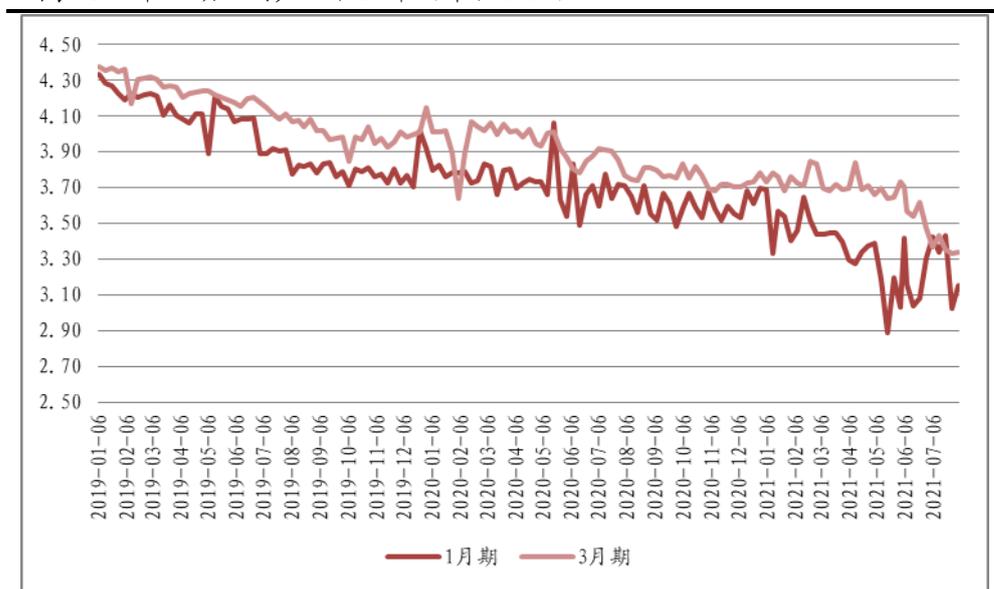
资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

当前, 中短期理财产品收益率的中枢, 较年初进一步下降约30BP左右。当前1月期理财产品收率为3.15%, 而3月期收益率为3.34%。

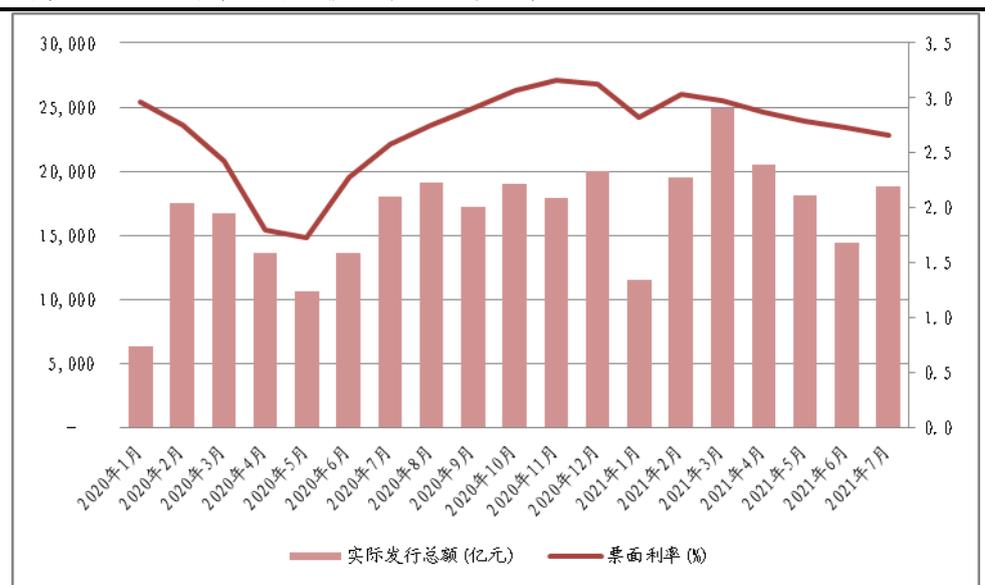
图表19: 中短期理财产品收益率 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

从主动负债的发行情况看, 同业存单的发行规模仍相对较高, 1-7月累计发行规模达到了12.79万亿元。而发行利率方面, 并未走高。展望2021年下半年, 同业存单的发行, 或受负债结构性因素的影响, 发行或有所放缓。

图表20: 同业存单发行规模及票面利率 (单位: 亿元, %)



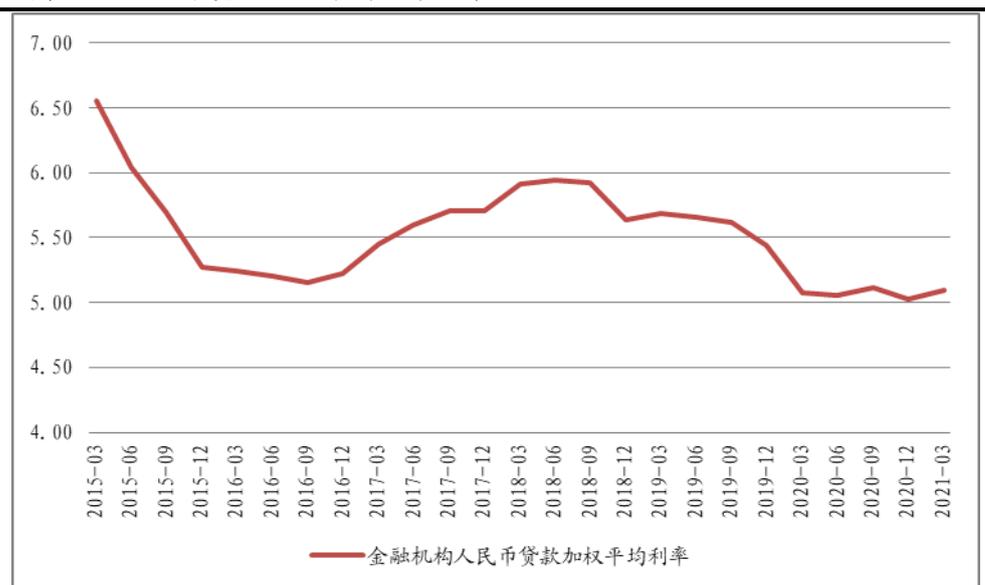
资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

3.2 资产端收益率的弹性好于负债端

年初贷款的重定价因素,对一季度资产端收益率带来一次性影响。根据央行数据,2021年一季度一般贷款收益率略有回升。

考虑到目前贷款的供需情况,以及未来信用利差或有上升可能,我们预计整个生息资产端综合收益率会略有回升。

图表21: 人民币贷款加权平均利率 (单位: %)

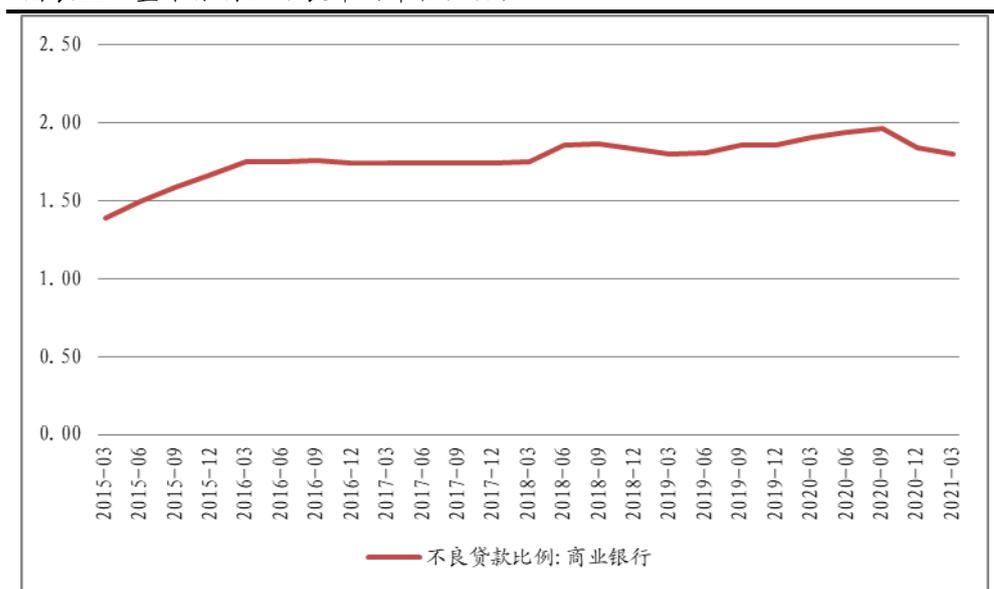


资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

4 高拨备，提高风险抵御能力

受宏观经济增长的持续修复因素影响，银保监会公布的2021年一季度银行业的不良率为1.80%，较2020年末下降4个基点。而从上市银行资产质量相关的数据观察（不良率、关注率以及不良生成率和核销转出率等），大部分银行较2020年四季度有所下行。

图表22: 整个银行业不良率（单位：%）

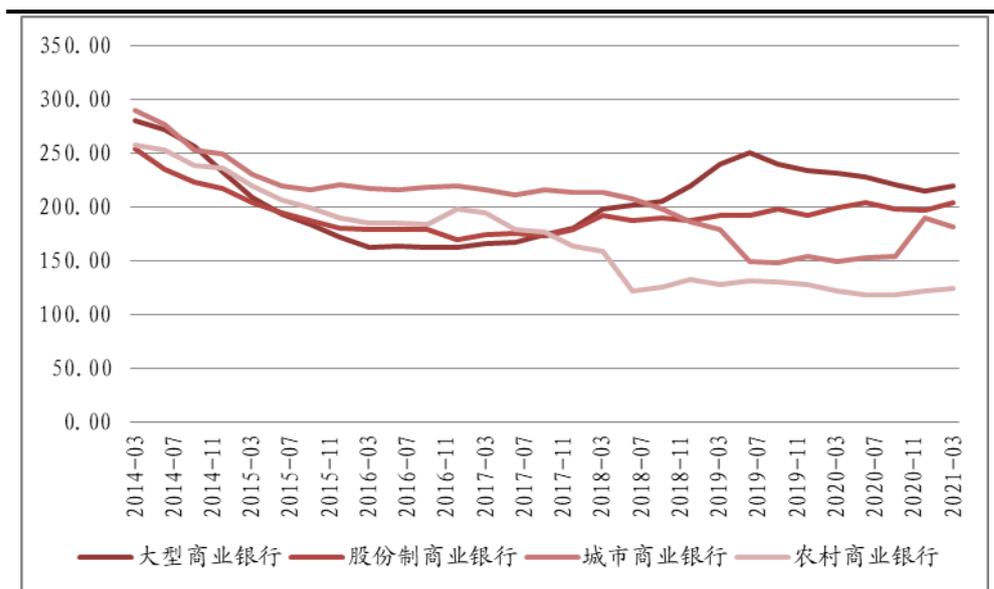


资料来源：万得资讯，万联证券研究所

展望未来宏观经济走势，并结合货币政策的思路，即由于经济修复不平衡的大背景，货币政策仍需要继续保持对实体经济的支持力度。我们认为2021年下半年银行业整体资产质量或呈现稳中向好趋势。

根据银保监会公布的银行业拨备覆盖率数据，2021年一季度为187.14%，较2020年四季度回升2.67个百分点。整体的风险抵补能力进一步增强。此外，也是从2020年中期低点后，连续两个季度持续回升。目前已经回到了2019年末的水平。

图表23: 商业银行拨备覆盖率（%）



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

考虑到2021年是资管新规过渡期的最后一年，各家银行在资产处理以及表外资产回表等外部因素的推动下，或加大对非信贷类资产的拨备计提。

5 投资策略

年初至2021年8月5日，银行指数（中信）整体下跌2.71%，跑赢沪深300指数2.33个百分点，在30个一级行业中位居第20位。当前银行指数对应的静态PB为0.65倍。

图表24：中信银行指数 PB 静态估值（单位：倍）



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

2021年，国内宏观经济增长以及货币政策等出现大幅波动的概率不高，因此，银行业的整体经营环境趋于平稳向好。结合我们报告中对净息差以及资产质量的展望情况，我们认为在2020年低基数的效应下，2021年整个板块的营收增长主要受规模因素的推动，拨备因素的改善，业绩确定性也相对较高。

目前时点，基于对下半年宏观经济和货币政策的展望，以及银行基本面因素的分析，我们认为板块内部分化仍将持续。

6 风险提示

债务风险快速出清，导致信用利差大幅上升。

如果疫情反复造成整体经济持续走弱，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