

他山之石系列：德国银行业的模式特征以及启示

银行业专题报告

投资要点：

► 德国金融体系概览

发展阶段：德国金融体系演进分为前期发展、战后重建、发展转型三阶段：1870 年前后普鲁士统一德国和工业革命催化，对长期资金需求增加，以全能银行为载体的金融混业发展模式应运而生；战争后德国进入经济复兴阶段，银行体系稳定发展，储蓄和合作银行相继向全能银行发展；德国统一后，宏观经济增速渐入低迷，监管探索发展资本市场，叠加金融危机和欧债危机冲击，银行业加速并购整合。

特征：服务实体经济为核心目标，金融化程度相对不高。体现在与其他主要发达国家相比第二产业占比更高，制造业增加值/GDP 稳定保持 20% 以上。强大的制造实力推动出口快增，贸易额/GDP 远高于其他国家。金融政策倾向保守，货币政策以控制通胀为核心，抑制过度投机。企业盈利能力强，偏好盈利而非外源扩张，各分部杠杆率低。金融化程度不高体现在 2020 年金融机构资产/GDP、金融业增加值/GDP、银行业提供的私人信贷规模/GDP、以及 M2/GDP 低于对照国家。

金融体系结构：间接融资为主的银行主导型融资体系，资本市场发展相对滞后。德国银行业总资产 9.6 万亿欧元（相当于我国银行业的 1/5），占金融业总资产 60%，占绝对主导。而资本市场发展相对不足，上市公司数量少、股票市场规模较小、股市交易体量低；股票融资/GDP 远低于其他国家。

► 银行体系的组织架构

德国银行机构分为全能银行和专业银行两大类，全能银行进一步分为商业银行、公共银行、合作银行“三支柱”，占行业总资产 41%/25.5%/12.3%，且商业银行市场份额整体提升。银行业集中度较低，CR5（2020A）仅 34%，处于欧洲各国尾部，但银行体系内部，如商业银行中大银行份额占比较高。一方面以商业银行为核心，通过国际大行+区域小行的结构形成广泛覆盖面；另一方面非盈利属性的银行占比较高，共同形成金融体系的稳定器。

1) 商业银行是国际大行+区域小行的组合，属于私法体系，其中大银行作为综合性全能银行，业务范围广、海外分支机构多，但产业基因较弱，在企业贷款中市场份额低，致力于投行化转型。

2) 公共银行定位传统商业银行业务，一方面集团层面设立资产管理、IT 服务提供商等下属公司进行集中式生产和清算；另一方面区域经营原则引导，地方储蓄银行业务特征根植当地。依照商业原则运营同时，其公共义务决定不以利润最大化为运营目的。

3) 合作社银行也是地区性银行，具有互助性质，成立目的是为急需资金的会员提供帮助，相较储蓄银行数量更多、规模更小。一方面业务仍然整体相对保守，且贷款中对公贷款投放比例更低、个体户和个人贷款比例更高；另一方面贷款期限也快速拉长，贷款中长期贷款比例居各类银行首位；业务下沉农村。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

分析师：李晴阳

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070001

► 银行业的盈利模式和特点

☆ **盈利能力：**德国银行业 ROA、ROE 低于世界其他主要国家，近 20 年 ROA 均值仅为 0.1%，源于较低的息差和较高的成本支出拖累。并且因杠杆倍数下降（2000 年以后总资产/自有资本比例由 25 倍降至 15 倍左右），ROE 降幅也高于 ROA，2000 年以来年均仅 2.8%。储蓄银行、合作银行普遍经营为非利润导向，但 ROA 显著高于商业银行，且表现更稳定，在次贷危机后差距走阔，主要受益于客群差异，同时受金融危机冲击较小；州立银行因非盈利导向和批发业务偏好，盈利能力处底部。

☆ **低息差的原因：**受损于负利率环境，资产端定价难提升。

☆ **资产负债结构：**负债端存款占比提升+活期存款大幅提升，资产端贷款占比提升+长期贷款占比提升。

☆ **高成本收入比的原因：**员工成本高，科技投入比例攀升。

☆ **资产质量：**低不良低波动，风险偏好整体较低。

► 他山之石

我国也是银行主导的间接融资体系，但分类上有较大差异，比如我国市场份额最高的是国有大行，业务全面但传统存贷为主，资产规模占比趋势下行。我国上市银行市值在资本市场份额也远高于德国，但德国上市银行整体贡献较高的分红率。

德国银行业发展的启示：**第一，多层次、广覆盖的银行体系有助于支持基层区域经济的发展。第二，坚守紧密银企关系以及非利润最大化目标，有助于降低周期带来的波动性低。第三，创新驱动是发展的首位。**

► 投资建议：

中长期来看，我国新经济发展的驱动更多来自先进制造以及新消费等行业，融资需求相对多元化，全能银行可以更有效的满足其需求；而传统行业更多发挥经济稳定器的作用，需要管家银行等较为温和的服务性银行。我们认为，未来我国商业银行需要在体制架构和监管层次上有更加多层的改革，避免过度的同质竞争，同时也更好的服务实体。在这个过程中，一些战略前瞻的银行已经提前布局，或通过自身业务布局间接实现集团内混业的一站式服务，或通过表外实现业务的部分协同，或在特定市场和客群领域深耕、打造自身竞争力等。

目前行业估值仍处低位，同时宏观经济也在修复之中，经济预期提升下行业的基本面预期也更加稳固。我们维持行业的“推荐”评级。仍然看好战略前瞻、基本面具备优势，以及区域优势突出的个股：招商、宁波、兴业、成都、平安、杭州、常熟银行等。

► 风险提示：

宏观经济下行超预期，信用风险集中暴露；政策落地不及预期；行业竞争加剧风险。

盈利预测与估值

重点公司											
股票	股票	收盘价	投资	BPS (元)				P/B			
代码	名称	(元)	评级	2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
600036.SH	招商银行	44.39	买入	22.89	25.36	28.46	32.09	1.94	1.75	1.56	1.38
000001.SZ	平安银行	13.84	买入	14.07	15.16	17.04	19.10	0.98	0.91	0.81	0.72
601166.SH	兴业银行	20.47	买入	23.37	25.50	28.14	31.40	0.88	0.80	0.73	0.65
002142.SZ	宁波银行	36.12	买入	14.23	17.26	19.41	21.96	2.54	2.09	1.86	1.64
601838.SH	成都银行	14.50	买入	9.84	12.74	12.52	14.25	1.47	1.14	1.16	1.02
600926.SH	杭州银行	13.55	买入	8.86	10.77	11.75	12.94	1.53	1.26	1.15	1.05
601128.SH	常熟银行	7.14	买入	6.18	6.55	7.17	7.78	1.16	1.09	1.00	0.92

资料来源：WIND、华西证券研究所

正文目录

1. 德国金融体系概览.....	6
1.1. 金融体系的发展阶段和特征.....	6
1.2. 金融体系结构：间接融资为主的银行主导型融资体系，资本市场发展相对滞后.....	13
2. 银行体系的组织架构.....	17
2.1. 三支柱：全能银行为主，专业银行补充.....	17
2.2. 商业银行：国际大行+区域小行组合，业务投行化多元化.....	20
2.3. 公共银行：定位传统商业银行业务，兼具“小银行”和“大集团”特征.....	20
2.4. 合作银行：封闭稳定的会员制体系，重点布局微型金融.....	23
3. 银行业的盈利模式和特点.....	24
3.1. 盈利能力：高成本低利率加剧低盈利困境.....	24
3.2. 低息差的原因：受损于负利率环境，资产端定价难提升.....	28
3.3. 资负&信贷结构：活期存款攀升，增配中长期信贷.....	29
3.4. 高成本收入比的原因：员工成本高，科技投入比例攀升.....	34
3.5. 资产质量：低不良低波动，风险偏好整体较低.....	36
4. 德国特色银行.....	38
4.1. 德意志银行的兴衰.....	38
4.2. 巴登-符腾堡州立银行&汉堡储蓄银行.....	41
5. 他山之石.....	45
5.1. 我国银行业的结构概况.....	45
5.2. 他山之石：德国银行业发展的启示.....	47
6. 投资建议.....	48
7. 风险提示.....	49

图表目录

图 1 1950 年以来德国银行业发展的两个阶段数量和规模增速.....	7
图 2 德国金融体系和银行业的发展历程.....	8
图 3 德国利率市场化改革的宏观经济环境较为温和.....	9
图 4 德国 60 年代货币市场利率相对平稳.....	9
图 5 德国利率市场化历程（1962-1967）.....	9
图 6 德国存款利率基本与欧洲同业拆借利率走势一致.....	9
图 7 EURIBOR 利率步入负利率区间.....	10
图 8 德国长期国债收益率目前处于负值.....	10
图 9 德国工业增加值/GDP 比重高于英美（2019A）.....	11
图 10 德国制造业增加值/GDP 稳定在 20% 左右.....	11
图 11 德国贸易额/GDP 远高于其他国家.....	11
图 12 德国 CPI 在大通胀时期保持相对稳定.....	11
图 13 德国居民部门杠杆率相对较低.....	11
图 14 德国政府部门杠杆率也低于英美.....	11
图 15 德国非金融企业部门杠杆率也处于低位.....	12
图 16 德国非金融机构 ROE 明显高于其他国家.....	12
图 17 德国金融业增加值/GDP 保持在 3.6% 的低位.....	12
图 18 德国金融机构总资产/GDP 低于英美日.....	12
图 19 银行提供的私人信贷/GDP：德国相对不高.....	13
图 20 M2/GDP：德国 2020 年 102% 的水平相对较低.....	13

图 21	德国银行体量在欧洲居前(个/亿欧元/2019A)	14
图 22	德国金融机构资产结构: 银行占比 60%(2021Q3)	14
图 23	各国金融机构资产结构对比(%): 德国银行业规模占金融体系比例较高(含央行口径)(2020 年末)	14
图 24	各国金融机构资产结构对比(%)(含央行口径)	15
图 25	德国每百万人上市公司数量低于其他发达国家	15
图 26	德国上市公司总市值/GDP 仅 60%	15
图 27	德国直接融资占比低于英美等国	16
图 28	德国信贷融资主导, 股权融资 90 年代末有提升, 债融占比低	16
图 29	德国各层级的银行数量变动: 合作银行数量大幅压降	17
图 30	德国各层级的银行规模变动: 州立银行和抵押银行受 2008 金融危机冲击严重, 规模压降	18
图 31	资产份额: 商业银行在全行业资产占比 41%	18
图 32	资产份额: 2008 年后商业银行占比明显提升	18
图 33	德国信贷机构集中度(CR5)在欧洲各国中偏低	19
图 34	德国信贷机构集中度整体有所提升(CR5)	19
图 35	德国: 金融监管一体化, 加强外部监管	19
图 36	德国商业银行资产结构	20
图 37	企业贷款市场份额: 商业银行占比 31%	20
图 38	德国储蓄银行部门体系	21
图 39	德国银行业规模排名(2020A, 前 20 家)	21
图 40	自雇人员(个体户)贷款市场份额	22
图 41	个人贷款市场份额	22
图 42	德国合作金融体系	23
图 43	德国银行业 ROA、ROE 趋势	24
图 44	德国银行业净利润 21 世纪前处于快速增长阶段	24
图 45	德国银行业 ROA(税后)水平较低	25
图 46	德国银行业 ROE(税后)也低于其他国家	25
图 47	德国银行业 ROA、ROE 也低于其他欧洲国家	25
图 48	德国银行业 ROA 贡献因子拆分	25
图 49	储蓄银行和合作银行 ROA 高于商业银行	26
图 50	利息净收入/平均资产对比	26
图 51	佣金净收入/平均资产对比	26
图 52	一般行政开支/平均资产对比	26
图 53	资产估值结果/平均资产对比(正值为扣减规模)	26
图 54	自有资本/总资产对比	26
图 55	各国银行业非息净收入占比对比	27
图 56	德国: 银行业非息收入主要是佣金收入	27
图 57	德国: 商业银行非息收入占比高于储蓄银行和合作银行	27
图 58	德国: 商业银行佣金收入占营收的比例高于地方储蓄银行	27
图 59	德国银行业净息差 NIM 处于低位	28
图 60	高收入国家净息差整体较低	28
图 61	德国银行业净息差自 90 年代以来趋势下行	29
图 62	德国存贷利差跟随实际利率下行	29
图 63	德国存款有效利率为负的主要是企业短期存款	29
图 64	各类别银行净息差: 储蓄银行和合作银行较高	29
图 65	德国央行披露的资产负债表科目调整	30
图 66	德国银行业资产结构(调整后): 贷款占比下行, 金融危机后回升	30
图 67	贷款投放: 一年期以上贷款占比约 90%	31
图 68	贷款投放: 个人(不含个体户)贷款占比 54%	31
图 69	企业贷款投放行业结构及变动	31
图 70	德国银行业负债结构(调整后): 非金融机构存款占比下行, 21 世纪有所回升	32
图 71	存款中活期存款占比大幅提升, 储蓄存款和定期存款占比回落	32
图 72	资产结构: 储蓄和合作银行资产端贷款占比更高也更稳定	32
图 73	贷款结构(1 年以上贷款占比): 商业银行贷款期限占比相对较低	32

图 74	贷款结构：储蓄和合作银行偏好个人和自雇人员贷款，州立银行以对公贷款为主	33
图 75	企业贷款中长期贷款占比对比	33
图 76	个人贷款中按揭贷款占比对比	33
图 77	负债结构：储蓄和合作银行负债端存款优势显著	34
图 78	存款结构：储蓄和合作银行储蓄存款占比更高	34
图 79	德国银行业成本收入比相对较高	35
图 80	德国：商业银行成本收入比高于其他类别银行	35
图 81	德国：员工成本/管理费用占比过半，地方储蓄银行员工成本占比较高	35
图 82	德意志银行：成本收入比超 80%	35
图 83	德意志银行：管理费用中一般行政开支占比整体提升	35
图 84	德意志银行：一般行政开支中信息技术和网点设备占比合计过半	35
图 85	德国不良贷款率在欧洲各国中处于低位	36
图 86	德国银行业不良率平稳下行	36
图 87	拨备覆盖率趋势稳定	36
图 88	德国拨备覆盖率在欧洲各国处于中游	37
图 89	德国银行业逾期 90+/不良较低，低于欧洲地区	37
图 90	德国银行监管资本/风险加权资产水平相对较高	37
图 91	测算 RWA/总资产比例：德国风险偏好较低	37
图 92	德意志银行资产和净利润规模及增速	39
图 93	德意志银行股权结构较为分散	39
图 94	德意志银行业务部门	40
图 95	德银资产结构：转型过程中贷款占比大幅压缩	40
图 96	德银负债结构：危机后回归传统存贷业务	40
图 97	德银营收结构：私行和投行业务贡献超 60%	41
图 98	德银非息收入占比贡献度超 50%	41
图 99	巴登-符腾堡州立银行股权结构	42
图 100	公司资产回报率水平较低	42
图 101	收入结构：57%来自公司银行业务（2016A）	42
图 102	资产结构：贷款占比不高但相对稳定	42
图 103	受金融危机影响不良率大幅攀升	43
图 104	金融危机后拨备率持续提升	43
图 105	营收结构：金融危机后非佣金类非息收入占比大幅压降	43
图 106	风险资本比率大幅提升至超 20%	43
图 107	营收结构：佣金收入是主要非息收入来源	44
图 108	资产结构：7 成资产投向贷款	44
图 109	负债结构：存款贡献近 8 成负债	44
图 110	三大银行员工效率对比	44
图 111	总资产回报率对比	44
图 112	普通股本回报率对比	44
图 113	中国各类别银行业金融机构数量	45
图 114	银行业法人机构总资产中大行占比四成	45
图 115	中国上市银行总市值占全部 A 股的比例为 10.7%（截至 2022/3/7）	46
图 116	德国银行业表现指数总市值占 DAX 指数总市值的比例 2021 年为 2%	46
图 117	德国银行业表现指数对应股息率处于 2% 左右	46
图 118	德国上市银行分红率中枢在 40% 左右	46
图 119	次贷危机前德国银行业指数与大盘走势趋同	48
图 120	次贷危机前银行业指数估值高于 1.2xPB	48
图 121	德意志银行次贷危机前 PB 在 1.5-2 倍水平	49
图 122	除直销银行 Umweltbank AG (UBK) 外其他银行 PB 水平均降至低位	49

前言：

德国作为老牌制造业强国，也是典型的以间接融资为主的银行主导型金融体系。其未过度金融化的特征，以及金融和实体经济的良性互动，和其他发达国家更市场化的金融体制形成对比；但同时也和我国同为大陆法系的制度环境、以及我国的经济结构和融资体系相近。

我们认为在经济增速发展到一定阶段，同样作为金融体系主体的银行业，德国银行业的体制层次建设和监管改革等方面对我们都具有一定可借鉴性，但同时其较低的盈利能力也对我国银行业的发展有一定启发。因此，本篇报告从德国银行业的发展历程出发，通过探究其体系结构和特征，为探索我国银行业未来发展趋势提供参考和借鉴。

1. 德国金融体系概览

1.1. 金融体系的发展阶段和特征

1.1.1. 发展阶段：经济发展是金融业繁荣的底色

一般来说，金融业的发展都是契合经济发展的需求。受战争影响，德国金融业发展较为曲折，现有研究多以两次合并和战争为节点，将德国金融体系的演进分为前期发展、两次世界大战后的重建、东西德统一后的发展转型三个阶段：

1) 前期发展（19 世纪）：德国银行业的雏形出现于 17 世纪、繁荣于 19 世纪，早期私人银行形式为主导，之后相继出现了以股份制银行、储蓄银行、合作银行为主体，各自分工服务于不同领域的银行体系。

1870 年前后有普鲁士统一德国和第二次工业革命的催化，工业化加快下大量钢铁、煤炭、机械企业迅速扩张，对长期资金需求增加，加上德国政府对银行提供全面金融业务的鼓励和支持，以全能银行为载体的金融混业发展模式应运而生。一方面德国迎来第一轮股份行设立浪潮，并通过内部兼并形成一批大银行，在此阶段储蓄银行和合作银行数量也大幅增加（到 1913 年，德国的储蓄银行总数已经发展到 3319 个，并拥有 8425 个分支机构和储蓄所），另一方面也奠定了深入参与公司治理的德国产业银行模式，此外股市在这一阶段也得到了快速发展。《银行法》、《信用社法》相继出台，法律体系得以完善的同时，信用社也向有组织的银行体系转型。

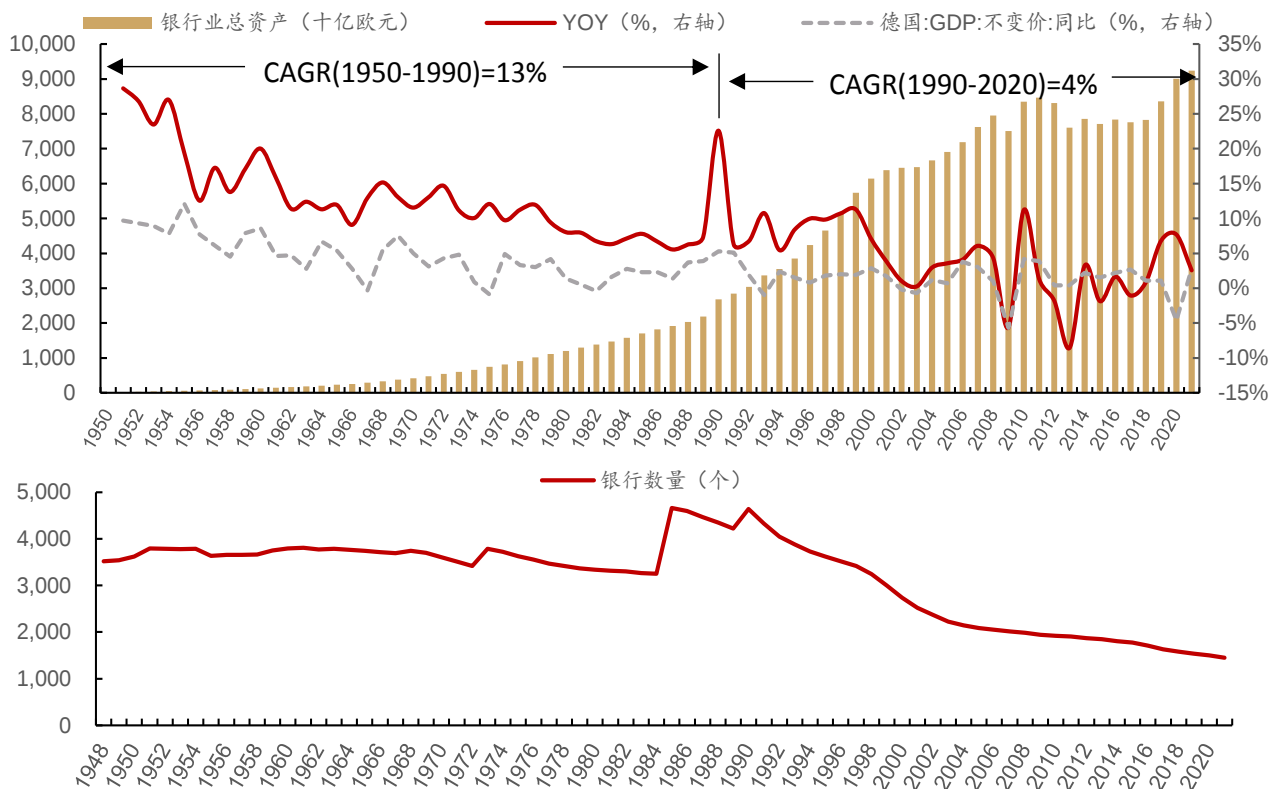
2) 战后重建（20 世纪初两次世界大战期间）：两次世界大战严重冲击了德国的宏观经济和金融市场秩序，一方面恶性通胀的演绎奠定了德国后续求稳的货币政策基调，另一方面 20 世纪初期储蓄银行获得独立性，脱离地方政府，成为经济和法律上的独立实体¹，业务也向综合化的全能银行转型。

战争后进入德国经济复兴阶段，宏观层面有货币体系改革、市场经济引入、税收政策激励，在支持战后重建的引导下，银行体系迎来稳定发展阶段，从数据来看，银行业总资产规模从 1950 年的 200 亿欧元左右扩容至 1990 年的 2.68 万亿欧元，年均复合增速在 13%。尤其是储蓄银行和信用社没有受到过多政治影响，份额有一定增长，期间信用社于 20 世纪 70 年代可以向非社员提供服务，逐步转型为全能银行。

¹ 资料来源：《大而不倒的小银行——德国储蓄银行商业模式分析》，董治

3) 统一转型 (1990 年两德合并后): 德国统一后, 宏观经济增速渐入低迷, GDP 增速整体弱于其他发达国家, 监管探索发展资本市场, 同时银行业也加速并购整合, 叠加金融危机和欧债危机等影响, 这一阶段银行数量压降过半, 从 1990 年的 4638 家的峰值降至 2021 年的 1446 家, 资产规模增速年均也仅为 4%。其中, 大银行因转型侧重发展投行业务, 受金融危机冲击也较为严重。

图 1 1950 年以来德国银行业发展的两个阶段数量和规模增速



资料来源: WIND、CEIC、华西证券研究所

图 2 德国金融体系和银行业的发展历程

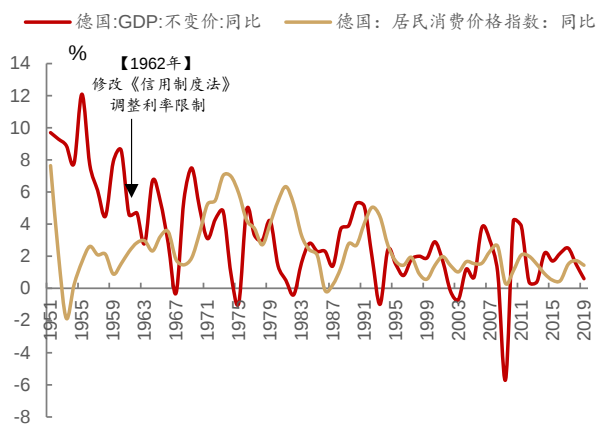
阶段	特征	历程
19世纪		
↓	孕育	前70年，传统私人银行占主导（1860年总资产占金融机构总资产超1/3）； 50年代股份制银行设立浪潮；信用社出现（主要是自我雇佣的手工业者或农民的信用联合），规模较小；资本市场初步建立、保险机构出现； 60年代储蓄银行初具规模（设立目的是为工人农民提供安全的储蓄渠道）
普鲁士统一德国（1871年）		
↓	发展	第二次工业革命阶段（19世纪60年代中后期），德国经济赶超，金融业大发展，三支柱体系形成： 1) 股份行壮大，替代传统私行：1870公司法降低公司设立门槛，第二次股份行设立浪潮，银行致力于为产业发展提供信贷，行业内部兼并重组催生一批大银行（但此时行业集中度不高）； 2) 储蓄银行和信用社数量快增，1889年《信用法》促使信用社从贷款协会转向组织化银行； 3) 股市大发展；4) 1875年德国《银行法》颁布。
两次世界大战（1914年-1918年；1939年-1945年）	逆转	巨额财政赤字+两次恶性通胀，大银行经历了复杂的兼并收购、金融危机、政府参股银行并退出等； 储蓄银行和信用社受到冲击但发展较快，1931年储蓄银行和州立银行获得独立性（地方政府不能动用储蓄银行部门的储备金），储蓄银行业务放宽成为全能银行；股市经过热潮到衰退，遭受切割；金融监管强化。
↓	稳定	1) 1948年西德货币改革，放开价格管制、引入市场经济、采取激励生产的税收政策，通胀长期稳定，1957年设立德意志联邦银行； 2) 三支柱内部调整：大银行经历分解重建，储蓄银行和信用社没有受到过多政治影响，份额增长，1974年信用社可以向非社员提供服务，成为全能银行。 3) 证券活力有所恢复，但弱于美英。
两德合并（1990年8月）	转型	德国经济平庸期，经济增速低于英美法。发展股东导向的资本市场和利润最大化导向的银行业。 监管完善：1) 1998年欧央行成立，货币决策权让渡，但保留货币政策操作执行权、银行业相关监管权；2002年德国联邦金融监管局成立，分业监管调整为综合监管；金融危机后欧盟层面设立欧洲银行业监管局。2) 颁布大量促进资本市场发展的法律+监管框架调整，证券化率波动中趋势上行，但仍低于主要发达国家。 金融转型：1) 大银行转型发展投行业务，资产中企业贷款占比下降，受金融危机冲击严重；2) 储蓄银行和信用社虽然资产规模占银行业比重下降，但资产质量稳定，坚守传统贷款业务、管家银行模式和国内业务，受金融危机冲击较小。3) 州立银行也加快扩张，受冲击后亏损。

资料来源：《金融的谜题》（张晓朴、朱鸿鸣）、华西证券研究所

值得注意的是，在战后经济复兴阶段（第二阶段），受益于温和的宏观经济环境，德国也较早推进了利率市场化改革。我们曾在《他山之石，探索我国存款利率市场化的深入改革》专题中探讨过各国利率市场化的演进和影响，其中德国利率市场化改革早于其他发达国家，始于20世纪60年代初期，也较为顺利。在此之前的二战后阶段，德国为了维护金融稳定，实行利率管制。60年代德国整体经济较为平缓，通货膨胀率不高，但是受到货币兑换放开和资本账户自由化后国际资本流动频繁的影响，德国国内居民和企业为寻求高利息，将存款转向欧洲货币市场；并且因为早在1953年德国颁布《资本交易法》，取消了债券市场的利率限制，从侧面给银行存贷款利率限制带来了冲击。

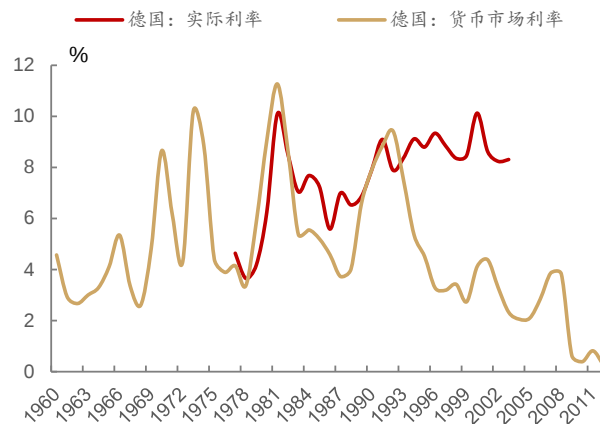
因此德国渐进放开了各领域利率管制，包括1962年修改《信用制度法》，调整利率限制对象，迈出利率市场化第一步；1965年解除2.5年以上定存的利率管制，1966年解除100万马克3个半月以上的大额定存利率管制；1967年2月政府提出废除利率限制的议案，4月全面放松利率管制。在形式上全面实施利率市场化后，为避免自由化引起混乱，德国央行在1967年废除利率管制的同时，对存款利率实行标准利率制（规定由各金融业同业组织相互协商，制定存款的标准指导利率）。标准指导利率仅有建议作用，并没有强制力，因此约束较过去的利率管制力下降。1973年10月，存款利率的标准指导制度彻底废除，德国实现利率的形式和实质的市场化。

图3 德国利率市场化改革的宏观经济环境较为温和



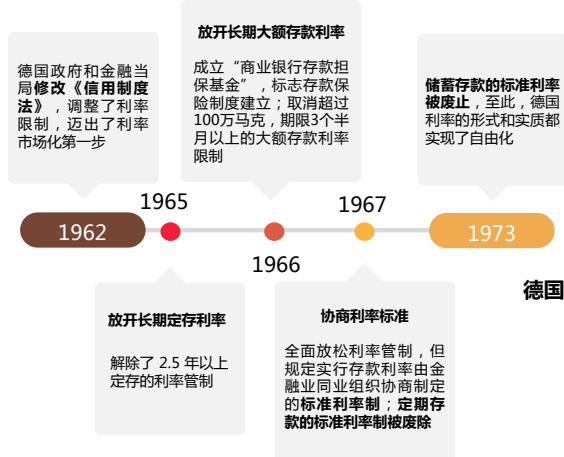
资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图4 德国60年代货币市场利率相对平稳



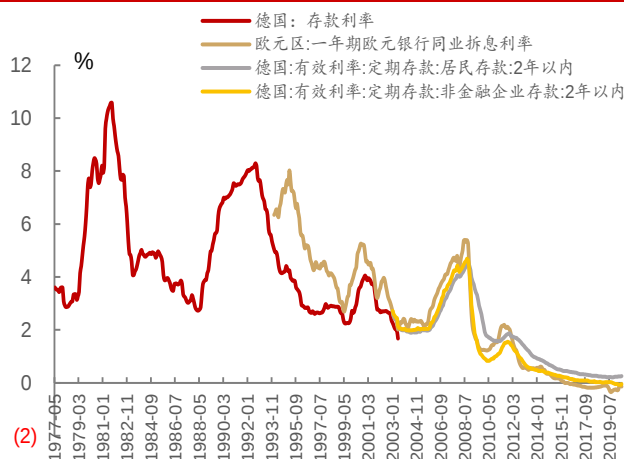
资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图5 德国利率市场化历程（1962-1967）



资料来源：《德国利率市场化改革的特点与其金融业发展》、华西证券研究所

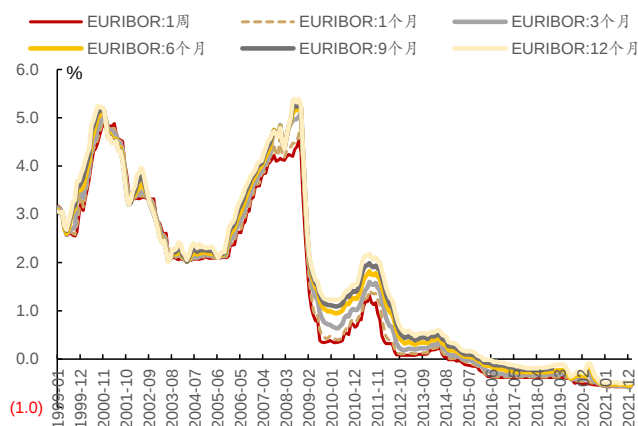
图6 德国存款利率基本与欧洲同业拆借利率走势一致



资料来源：CEIC、IMF、DBB、万得资讯、华西证券研究所

可以看到，利率市场化的机制下，德国利率体系的联动性增强，存款利率基本与欧洲同业拆借利率走势一致。但伴随欧元区经济增长放缓，德国近年来进入负利率时代。20世纪90年代至今，受人口老龄化、英国脱欧、贸易与地缘政治摩擦等因素影响，欧洲经济景气度加速下滑。相应的欧央行加码货币宽松，通过QE、TLTRO等投放流动性，并在2014年首次引入负利率政策托底经济，将存款便利利率（隔夜存款利率）降低至-0.1%，欧洲整体利率水平也呈明显下行趋势。而德国国债收益率曲线自2000年以来总体呈现下滑态势，2年期和10年期国债收益率分别于2012和2016年首次触及负利率，2019年全面突破零利率下线，德国以-0.11%的拍卖收益率发行30年期国债，成为世界上首次以负利率发行的30年国债的最大经济体。经济发展是金融业繁荣的基础，长期低利率环境和负利率政策的实施，对银行机构的资产摆布和盈利能力都造成深远影响，也是德国银行业低息差的主要原因。

图 7 EURIBOR 利率步入负利率区间



资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 8 德国长期国债收益率目前处于负值



资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

1.1.2. 特征：服务实体为核心目标，金融化程度相对不高

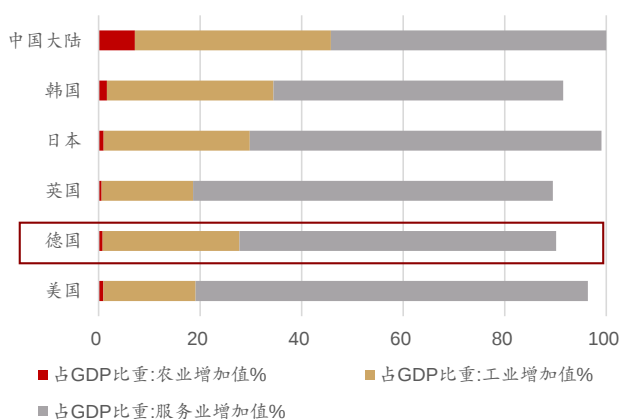
从宏观环境来看，德国经济实力位居世界第四、欧洲第一，经济总量占欧盟的 1/3。产业结构上，和所有发达国家一样，德国第一产业农业占比较低，有着强大的服务业支持作为基础，服务业增加值/GDP 的比例达到 62% 以上；但同时德国的精密机械、制药、工程机械、汽车制造、环保产业等都非常发达，所以与其他主要发达国家相比，第二产业占比更高，近年来制造业增加值/GDP 的比例始终稳定保持在 20% 以上，相比之下，英、美、日等国近年来制造业占比持续下降。强大的制造实力推动出口快速增长，德国自 2000 年开始经常项目顺差持续增加，显著高于其他发达国家，2020 年德国贸易额/GDP 的比重为 81%，也远高于其他国家。

货币政策层面，德国一直保持较低的通胀率，主要是战时德国经历过一段恶性通胀期，二战后金融政策倾向于保守，货币政策以控制通胀为核心，抑制过度投机。

同时从企业层面看，德国的企业盈利能力强，因此偏好盈利而非外源扩张。根据 IMF 数据，德国非金融机构 ROE 明显高于其他国家，ROE 虽然趋势下行，但仍保持 15% 以上的水平，高盈利性促进了企业的资本内源补充能力。

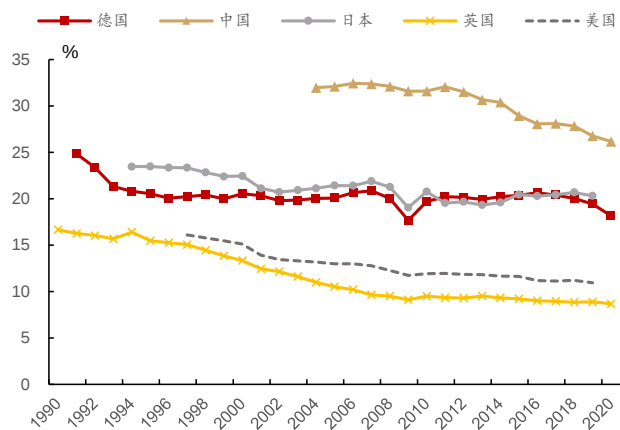
在宏观层面叠加宗教文化等各方面因素影响下，德国宏观杠杆率也相对较低，包括政府和居民部门杠杆率在 2008 年后都有所回落，企业部门杠杆率自 2000 年以来年均仅 68.7%，远低于中国和日本，也低于美、英等发达国家。

图9 德国工业增加值/GDP 比重高于英美 (2019A)



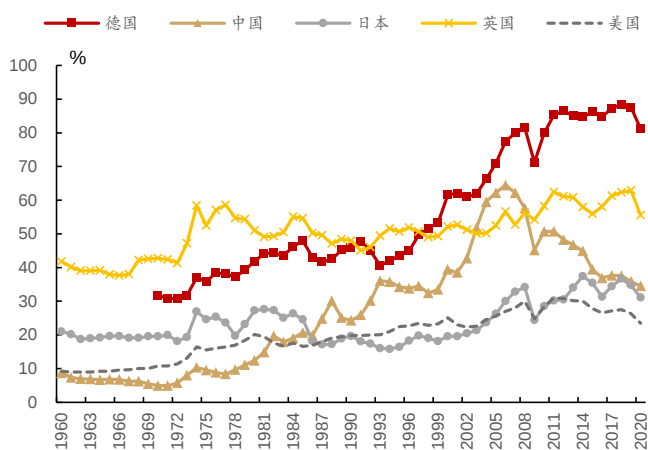
资料来源: WIND、CEIC、World Bank、华西证券研究所

图10 德国制造业增加值/GDP 稳定在 20%左右



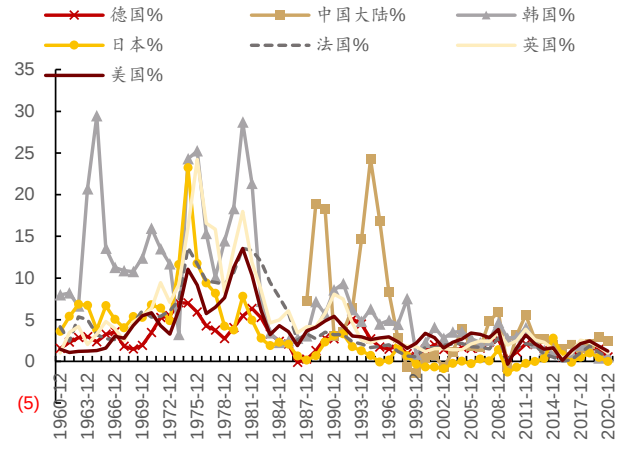
资料来源: WIND、CEIC、World Bank、华西证券研究所

图11 德国贸易额/GDP 远高于其他国家



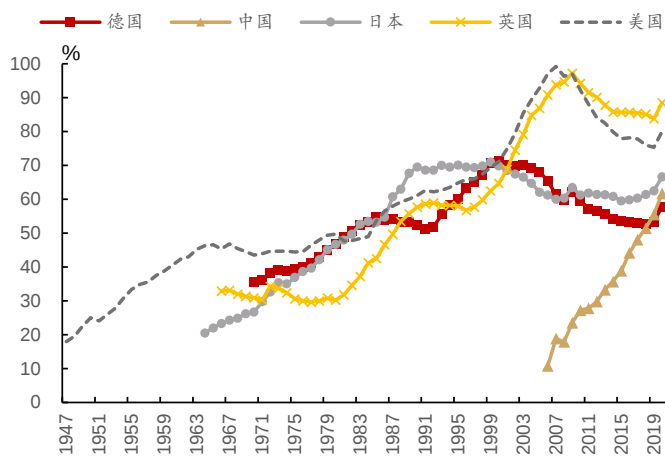
资料来源: WIND、CEIC、World Bank、华西证券研究所

图12 德国 CPI 在大通胀时期保持相对稳定



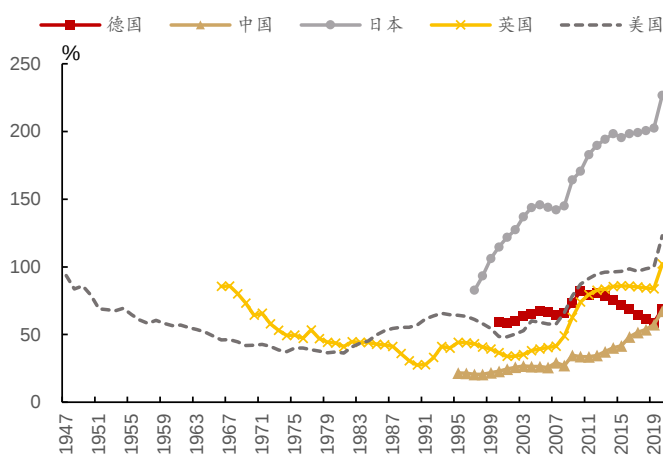
资料来源: WIND、CEIC、华西证券研究所

图13 德国居民部门杠杆率相对较低



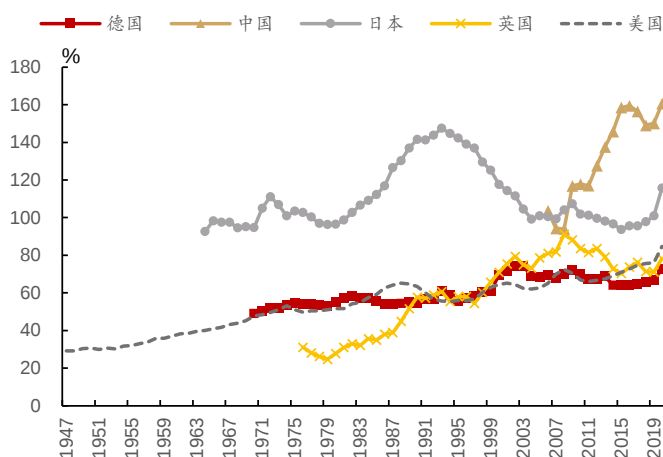
资料来源: WIND、BIS、华西证券研究所

图14 德国政府部门杠杆率也低于美英



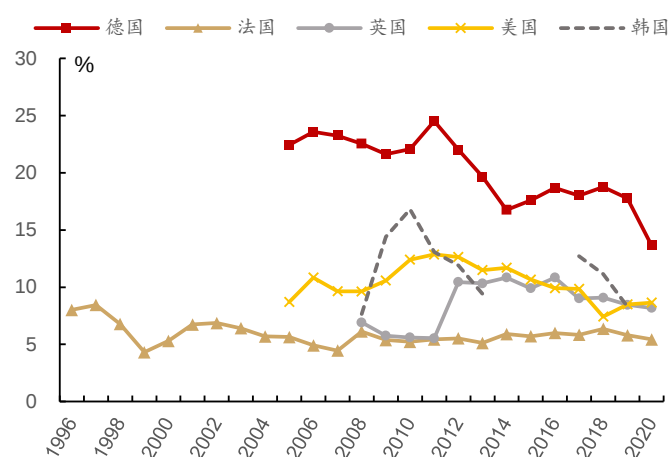
资料来源: WIND、BIS、华西证券研究所

图 15 德国非金融企业部门杠杆率也处于低位



资料来源：WIND、BIS、华西证券研究所

图 16 德国非金融机构 ROE 明显高于其他国家



资料来源：IMF-FSI、华西证券研究所

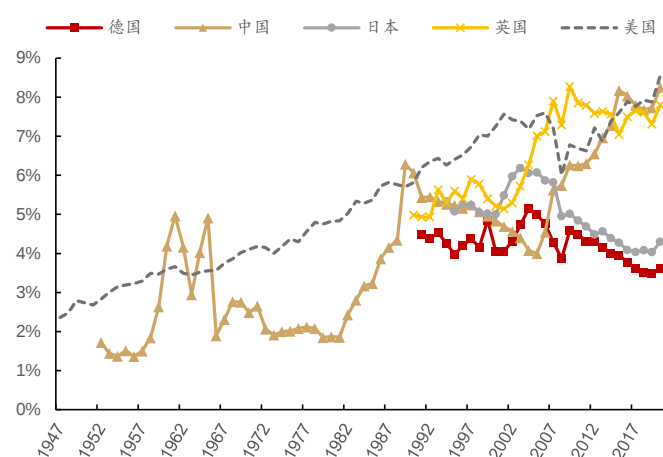
因此，相较于发达的制造业，德国经济的金融化程度相对来说不高，体现在：

1) 规模来看，德国 2020 年金融公司总资产 15.8 万亿欧元，金融机构资产/GDP 的比例为 471%，相对体量低于美国 (596%)、日本 (868%) 和英国 (1149%)；增量来看，2020 年德国金融业增加值/GDP 为 3.6%，长期处于低于 5% 的水平，也低于中、美、英的 8% 左右的水平，趋势上和日本相近。

2) 金融化程度相对较低一方面体现在资本市场发展不强，另一方面从间接融资看，2020 年德国银行业提供的私人信贷规模/GDP 的比例为 86%，也显著低于英国的 146% 和我国的 182%。

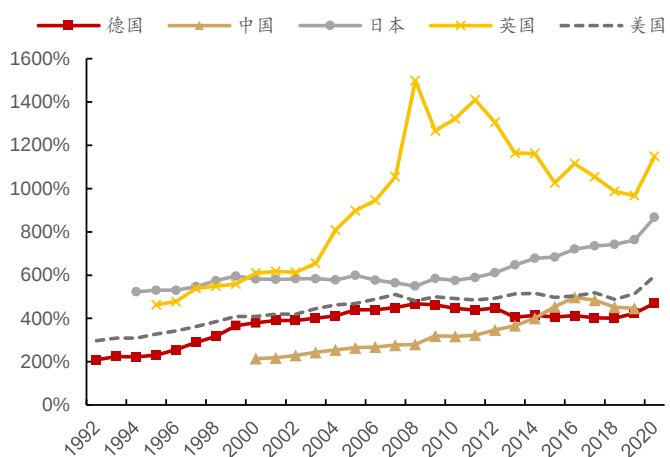
3) 广义货币 (M2) 规模上，2020 年末德国 M2/GDP 的比例为 102%，显著低于中国、日本和英国，与美国相当。

图 17 德国金融业增加值/GDP 保持在 3.6% 的低位



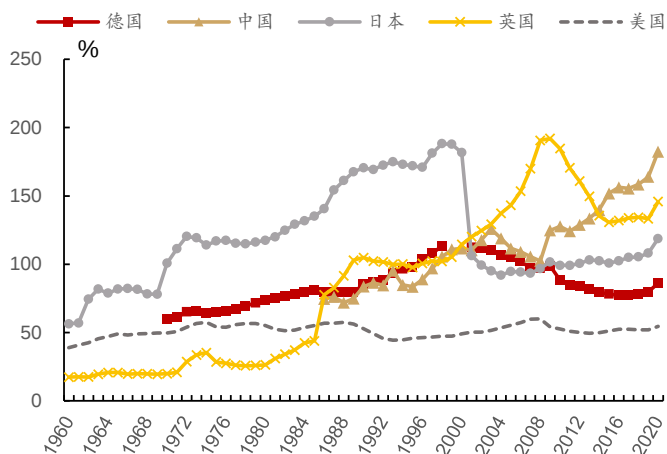
资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 18 德国金融机构总资产/GDP 低于英美日



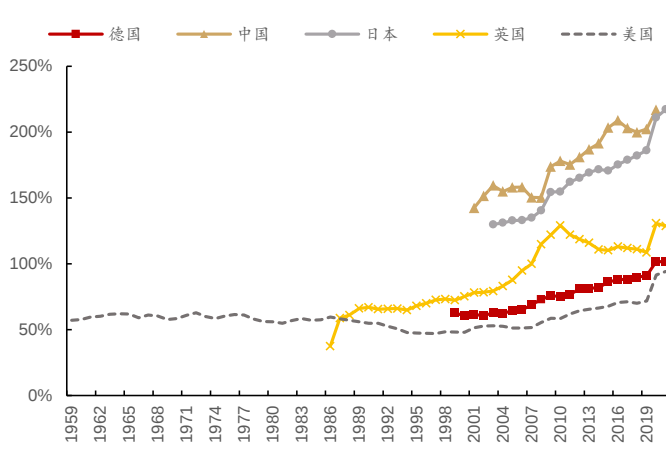
资料来源：WIND、华西证券研究所；注：金融机构资产规模取国家各分部资产负债表口径

图 19 银行提供的私人信贷/GDP：德国相对不高



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 20 M2/GDP：德国 2020 年 102% 的水平相对较低



资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

1.2. 金融体系结构：间接融资为主的银行主导型融资体系，资本市场发展相对滞后

金融体系内部来看，虽然都是混业经营的模式，但与美国以证券市场为主导的金融体系不同，德国属于典型的银行主导型金融体系，体现在：

■ 银行业/金融机构总资产的比例较高

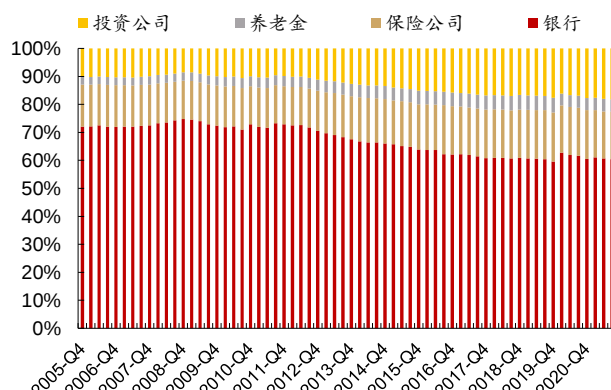
截至 2021 年末，德国共有 1446 家银行机构，自 1948 年有数据追溯的超 3500 家整体缩量，但远大于欧洲其他国家；银行业总资产 9.6 万亿欧元（68 万亿元人民币水平，相当于我国银行业的 1/5），占德国金融业总资产比重达到 60% 左右，占绝对主导地位。相比之下，我国央行披露的包含银行、证券、保险业的金融机构总资产中，银行业占比 90%（2021Q3）。从更广义的范畴来看，参照 FSB 根据各国提交数据测算的各国金融机构资产结构对比（含央行），德国银行业在金融业占比虽然近年来趋势下行，但整体在发达国家居前列，与我国结构近似。

图 21 德国银行体量在欧洲居前(个/亿欧元/2019A)

国家	银行数量	资产	贷款	存款
法国	646	90014	56584	50599
德国	1519	83088	51688	50224
意大利	488	37225	23633	26981
西班牙	248	26731	16163	18630
荷兰	98	24073	17304	9350
比利时	101	10272	6314	6968
奥地利	496	8722	5880	5587
卢森堡	278	8176	4587	4907
葡萄牙	150	3882	2451	2877
希腊	49	3093	1707	2115

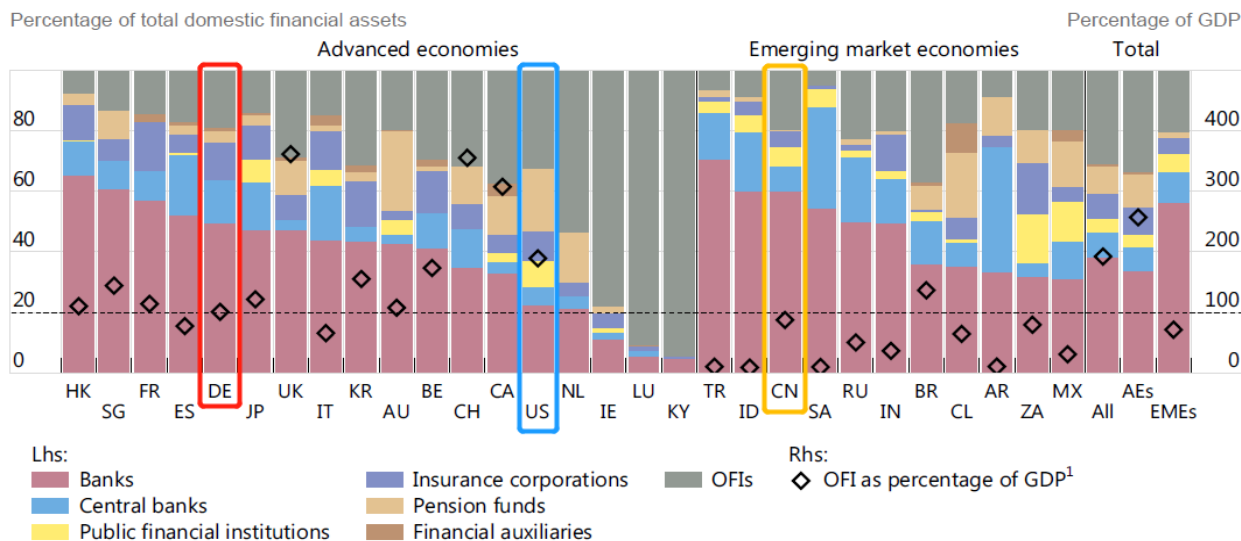
资料来源: ECB、华西证券研究所

图 22 德国金融机构资产结构: 银行占比 60%(2021Q3)



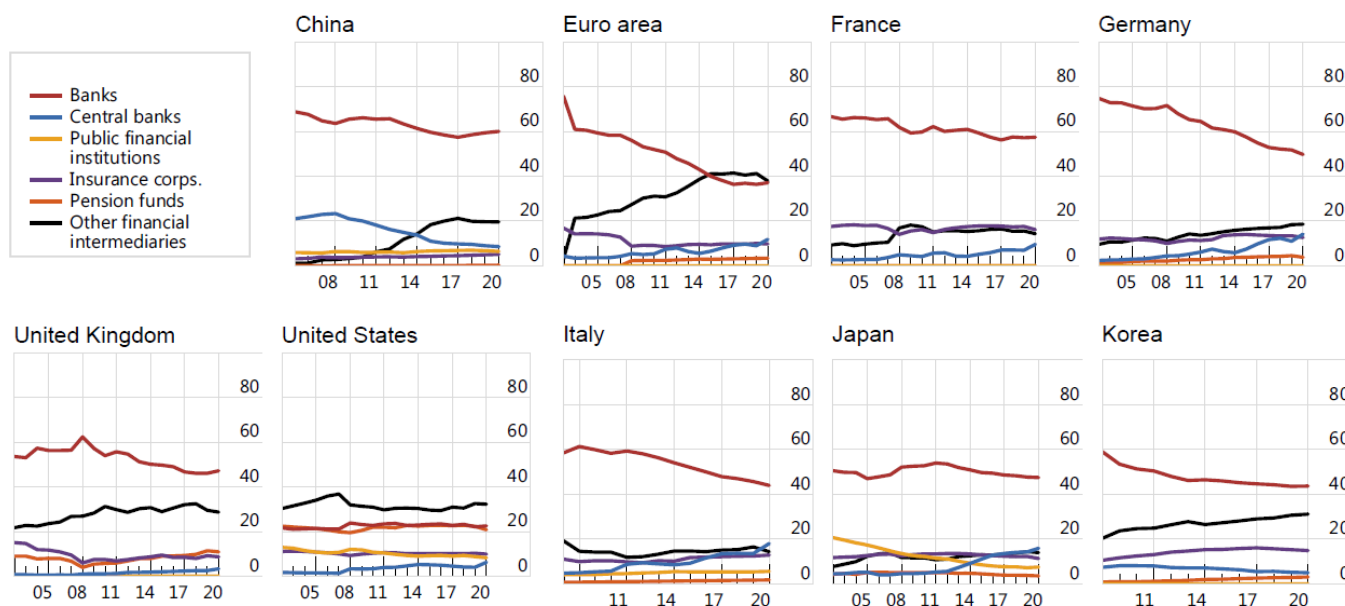
资料来源: 德国央行、CEIC、华西证券研究所; 注: 1) 投资公司规模取德国央行披露的公募基金总资产规模; 2) 不含央行。

图 23 各国金融机构资产结构对比 (%) : 德国银行业规模占金融体系比例较高 (含央行口径) (2020 年末)



资料来源: 《全球非银行金融中介监测报告 (FSB2021)》(Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation)、华西证券研究所; 注: 1) OFI (其他金融中介机构) 由除中央银行、银行、公共金融机构、保险公司、养老基金或金融辅助机构之外的所有金融机构组成, 例如包括投资基金、经纪自营商、财务公司、信托公司等。2) 黑色虚线代表 OFI 资产/GDP=1 的分界。

图 24 各国金融机构资产结构对比 (%) (含央行口径)



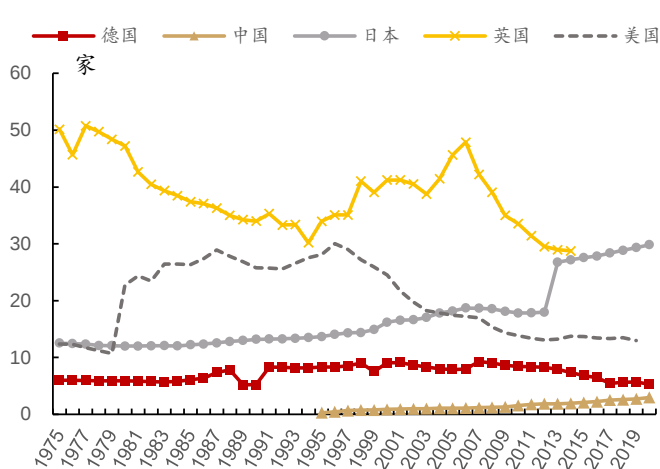
资料来源:《全球非银行金融中介监测报告 (FSB2021)》

■ 资本市场发展相对不足

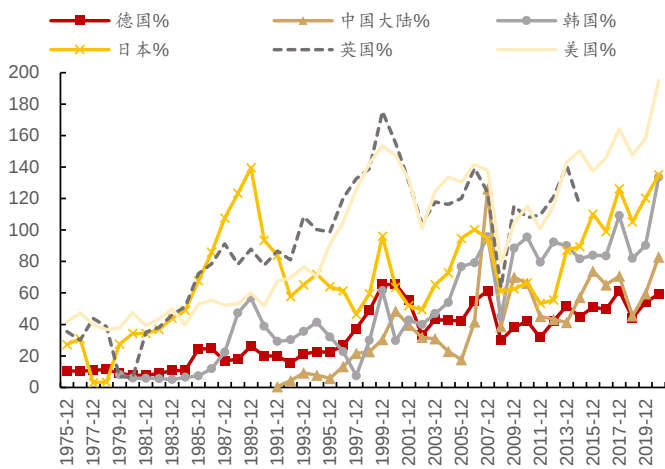
相比之下,从资本市场角度来看,德国资本市场的发展相对保守。1) 上市公司数量少:从世界银行统一口径数据来看,2020 年德国上市公司数量仅 438 家,相比之下,我国大陆和日本分别有 4154 和 3754 家,德国每百万人上市公司数量远低于其他发达国家。2) 股票市场规模较小:德国股票市场资本化的程度也很低,上市公司 2020 年总市值 2.28 万亿美元,总市值/GDP 的比例仅 59.38%,虽然 20 世纪 90 年代期间有所提升,近年来证券化率也在波动中趋势上行,但目前仍远低于美国的 195%,也低于我国 83%的水平。3) 股市交易体量低:2019 年德国股票交易总额占 GDP 的比重在 35%,而美国、日本和中国均在 100%以上。

图 25 德国每百万人上市公司数量低于其他发达国家

图 26 德国上市公司总市值/GDP 仅 60%



资料来源: World Bank、华西证券研究所

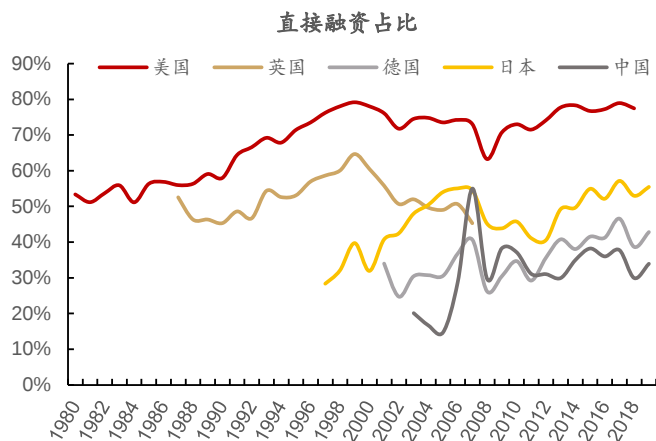


资料来源: WIND、华西证券研究所

■ 股票融资占 GDP 的比重远低于其他参照的发达国家

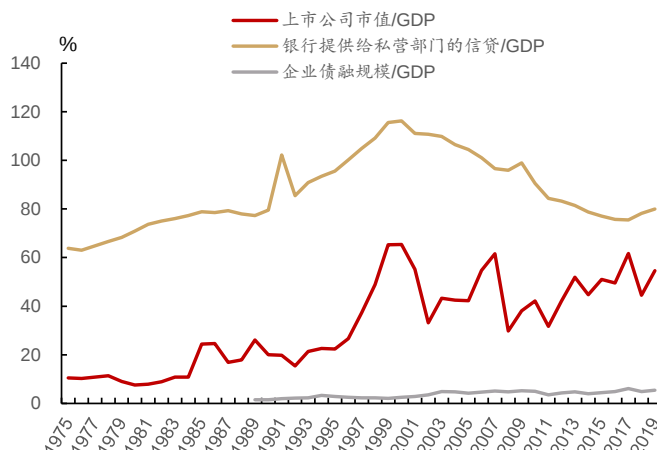
从融资结构的角度来看，德国（股权+债券）/（股权+债券+银行贷款）为代表的直接融资比例在 40%左右，明显低于美、日。一方面信贷占绝对主导地位，规模达到 GDP 的 80%，另一方面股市总市值占比震荡提升，同时债市规模占比较低。

图 27 德国直接融资占比低于英美等国



资料来源：CEIC、World Bank、BIS、华西证券研究所；注：直接融资 = （股权+债券）/（股权+债券+银行贷款）

图 28 德国信贷融资主导，股权融资 90 年代末有提升，债融占比低



资料来源：CEIC、World Bank、BIS、华西证券研究所

■ 这种以间接融资为主的融资模式的形成原因，已有研究观点通常聚焦在：

1) 和经济体制、产业结构有关：历史上，无论是工业革命时期还是战时经济，计划体制下，传统的工业融资模式和银行主导的间接融资体制更契合，可以集中资金支持国家产业导向。

2) 和全能银行体系有关：德国一直以来保有的全能银行制度赋予了银行较高的业务自主性，银行既可以经营商业银行业务，还可以经营证券、保险等其他金融业务以及持有非金融企业股权等实业投资，业务能够覆盖企业融资需求。

3) 管家银行制对企业举债有约束作用：在德国逐步形成的管家银行制下，银行和企业联系紧密，可以通过直接持股、代管股票表决权和监事会席位三种途径深度参与公司治理，虽然相关权利近年来受监管影响有所削弱，但对企业举债行为仍保持较强的约束力。

4) 需求端来看，德国中小企业的市场竞争力较强，德国的中小企业占比超过 90%，其中绝大部分又是家族企业，紧密的银企关系能够为中小企业融资搭建长效合作机制。

但这种融资模式的问题在于，股市和风投发展较弱，支持新兴产业的效率不高。因此近年来德国也在尝试向美国直融模式转型，20 世纪 90 年代以来先后出台四部金融市场促进法案，以及开设类似纳斯达克的新兴市场，资本市场在企业融资中的作用日益增强。

2. 银行体系的组织架构

2.1. 三支柱：全能银行为主，专业银行补充

德国银行机构按照法律形式划分，一般分为全能银行和专业银行两大类，全能银行是德国银行业的主体，可以进一步分为商业银行、公共银行、合作银行三个层级（一般称为“三支柱”），以全能银行对社会大众供给金融服务，并通过一系列的专业性银行和特殊信贷机构加以补充。

数量来看，截至 2021 年末，全德共有 1446 家银行机构，其中 1401 家归属于全能银行范畴，包括商业银行、公共银行、合作银行三大类。其中：

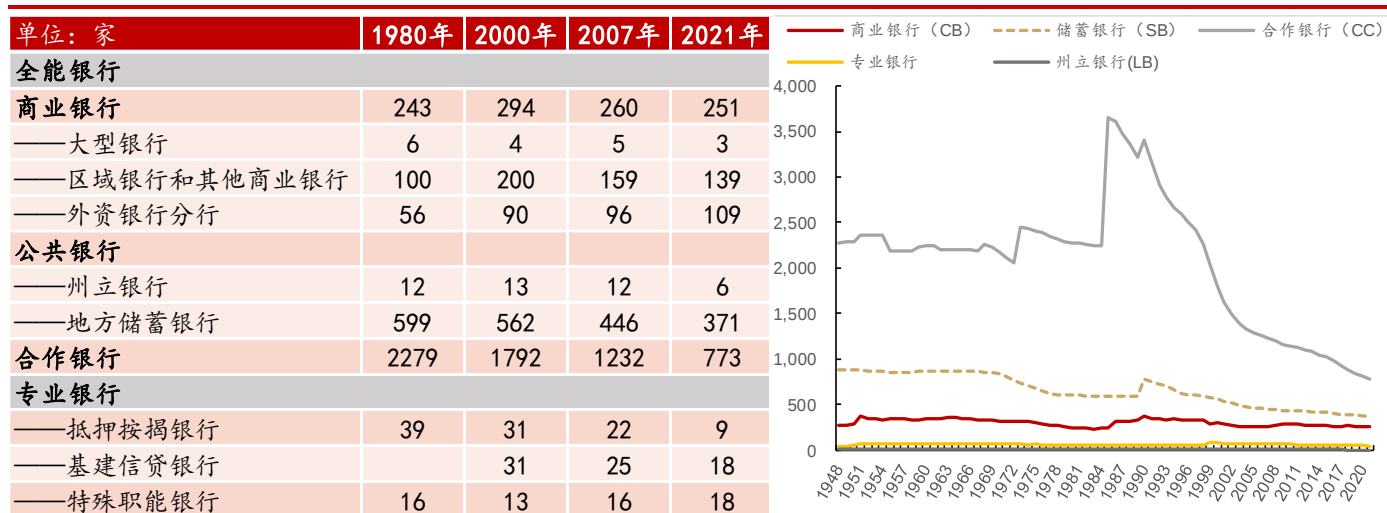
1) 商业银行共 251 家，又可以进一步分为 3 家大型银行、146 家区域性银行和其他商业银行，以及 111 家外资银行分行。大银行一直以来集中向大型企业进行信贷和股权融资，并大量持有企业的股份，向大型企业监事会派驻代表。大型企业和大银行之间相互交叉持股，相互影响决策。

2) 公共银行共 377 家，属于公有性质，包括地方政府持股的地方储蓄银行 Sparkassen（业务范围严格限制于所在地区），以及联邦州持股的州立银行 Landesbanken（自身是综合性商业银行，但兼有对本地区储蓄银行的资金技术以及风险管理开展支持服务的职能）；在全国层面，还成立了德意志中央储蓄银行（DZ-Deka），发挥中央服务的功能。

3) 合作银行（Genossenschaften，合作制性质）773 家，主要联合成员共同发展经营活动，成员资格是通过购买最低营业份额取得，但非成员客户也可以享受业务。

4) 专业银行 45 家，只能从事其营业许可证所规定的特定金融业务，包括 9 家抵押按揭银行，18 家基建信贷银行，主要职能包括为客户提供住房购置和建设方面的资金，为地方政府和公共机构提供抵押、商业贷款以及为中等规模贷款提供担保等；以及 18 家特殊职能银行，如 1948 年成立的经济复兴信贷银行，承担为德国战后经济复兴提供资金等任务，和德国偿还银行，主要管理国家发放的用以协助二战后难民返家自立的贷款。

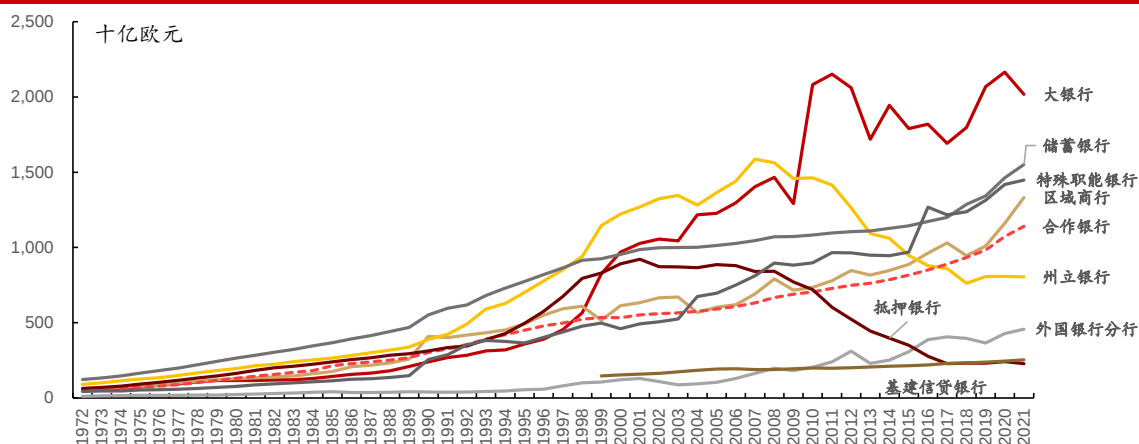
图 29 德国各层级的银行数量变动：合作银行数量大幅压降



资料来源：Deutsche Bundesbank、CEIC、华西证券研究所；注：1985 年因合作社报告要求扩展，数量大幅增加。

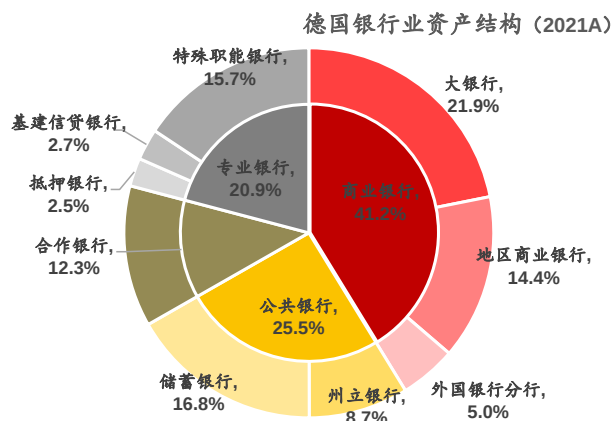
资产规模来看，截至 2021 年，9.2 万亿欧元的银行业总资产中，商业银行总资产 3.8 万亿欧元，占比 41%，公共银行和合作银行分别占比 25.5%和 12.3%。趋势上，商业银行市场份额整体提升，尤其在 2008 年金融危机中因州立银行受冲击明显、资产规模缩减，商业银行规模占比上行并超过储蓄银行，相比之下合作银行和专业银行市场份额相对更稳定。因此，德国银行业结构特点一方面是商业银行为核心，通过国际大行+区域小行的结构形成广泛覆盖面；另一方面非盈利属性的银行占比较高，包括特色的地方储蓄银行占比高，以及肩负支持国家发展的政治任务的政策性银行体量也比较大，共同形成金融体系的稳定器。

图 30 德国各层级的银行规模变动：州立银行和抵押银行受 2008 金融危机冲击严重，规模压缩



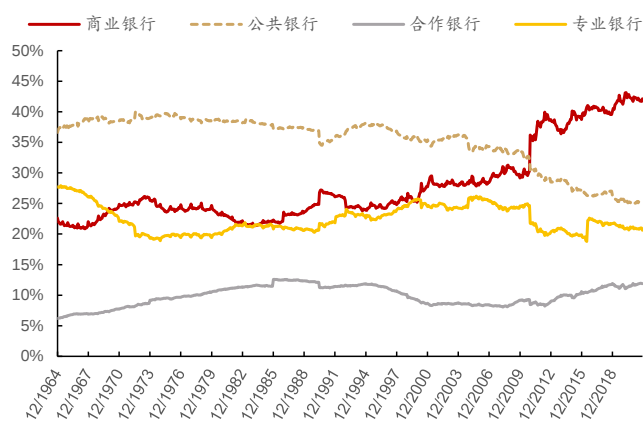
资料来源：Deutsche Bundesbank、CEIC、华西证券研究所

图 31 资产份额：商业银行在全行业资产占比 41%



资料来源：Deutsche Bundesbank、CEIC、华西证券研究所

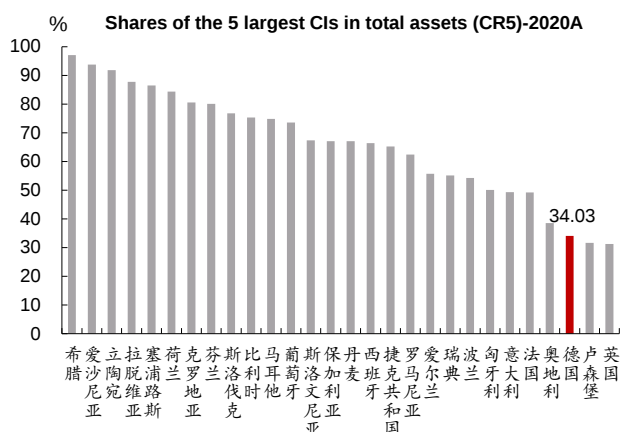
图 32 资产份额：2008 年后商业银行占比明显提升



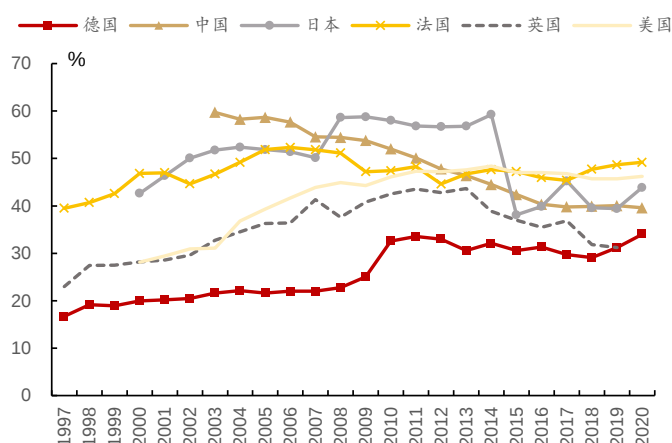
资料来源：Deutsche Bundesbank、CEIC、华西证券研究所

多层次体系下，德国银行业的集中度较低。根据欧央行数据口径，德国信贷机构集中度（CR5）2020 年仅 34%，在欧洲各国中处于尾部，仅高于卢森堡和英国（英国仅披露到 2019 年数据），也低于同期中、日、美等国。90 年代以来受合作银行兼并整合影响，德国银行业集中度趋势上行，提升幅度超 10pct。但从银行体系内部来看，单看商业银行口径下，大银行的份额占比较高，内部集中度较高。

图 33 德国信贷机构集中度 (CR5) 在欧洲各国中偏低 图 34 德国信贷机构集中度整体有所提升 (CR5)



资料来源: ECB、华西证券研究所; 注: 英国为 2019 年数据

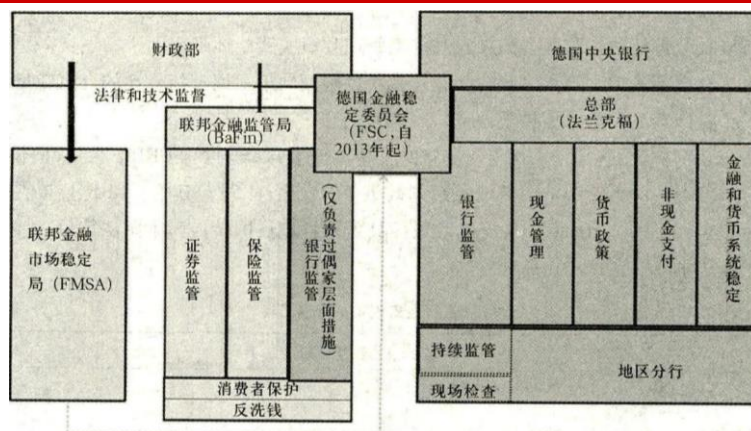


资料来源: ECB、World Bank、WIND、华西证券研究所; 注: 德法英数据来自欧央行, 中国为五大行数据测算 (行业规模取按境内机构划分的银行业金融机构总资产), 美日数据取 World Bank 披露的 5-bank asset concentration.

另一方面, 多层次和混业经营的特征, 也是德国施行一体化监管模式的基础。德国金融业监管是不断加强的过程: 1) 德国中央银行成立于 1957 年, 在 1998 年欧央行成立后成为其组成部分, 在独立制定和执行货币政策、承担欧央行三项职能外, 还承担对本国以及在德外资银行的监管。2) 2002 年根据《金融监管一体化法案》, 德国成立金融监管局 (BaFin), 取代原来的联邦银行、保险和证券三大监管局, 负责对德国所有金融机构的统一监督。BaFin 内设三个专业管理部门及众多交叉业务管理部门, 分别监管银、证、保业务, 并负责处理交叉领域问题, 德央行和金监局信息共享、分工协作。3) 金融危机后, 欧盟建立欧洲系统性风险委员会 (ESRB), 德国在欧盟框架下由德央行、财政部、BaFin、金融市场稳定局四个部门组成金融稳定委员会 (FSC), 承担宏观审慎政策制定职能, 同时强化央行在宏观审慎监测分析的核心地位。

除监管机构外, 德国还有一套严格缜密的金融法律制度体系, 和外部三方审计体系。德国金融机构公司也较为治理完善, 对内建立相互制约制衡机制, 大银行对分支机构实行“并账管理”。

图 35 德国: 金融监管一体化, 加强外部监管



资料来源: Deutsche Bundesbank、《欧盟宏观审慎政策框架的经验与启示——以德国金融改革为例》、华西证券研究所

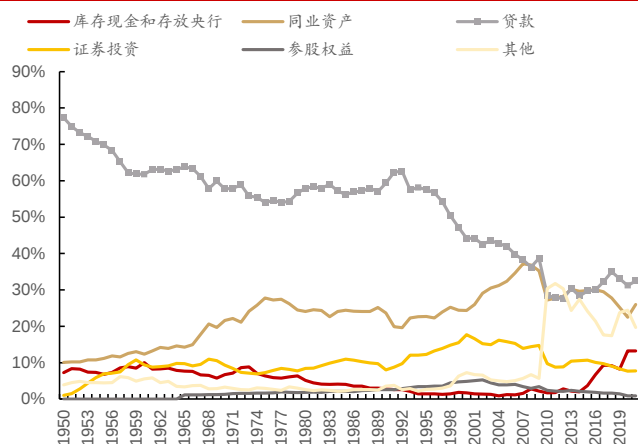
2.2. 商业银行：国际大行+区域小行组合，业务投行化多元化

具体看各类别银行，其中商业银行是德国银行体系的核心。与我国商业银行概念不同，德国商业银行是指私人所有的银行，区别于公共性质的储蓄银行部门和合作性质的合作银行。作为私法性质的银行，商业银行法律形式为股份公司，经营目标更注重利润最大化。

体系架构来看，德国联邦银行又将商业银行进一步分为大银行、区域银行和外国银行分支机构三个层级。虽然 2020 年大银行数量仅 3 家，但资产体量占到商业银行总体的 53%，集中度较高，区域银行和外国银行分支机构分别占比 35%和 12%。

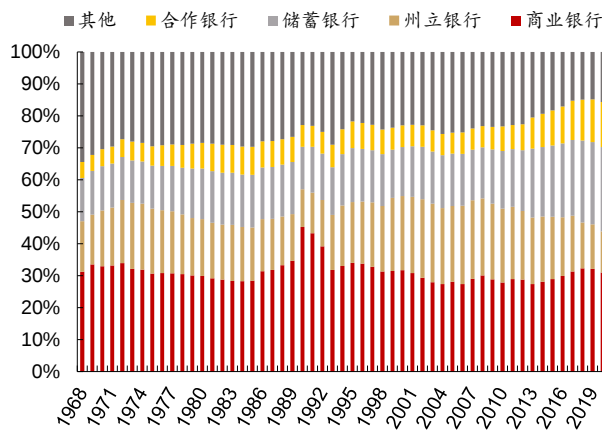
业务特征来看，商业银行运营模式和一般意义上的商业银行最相近，同时作为综合性全能银行，业务范围较广，海外分支机构多、业务也较为活跃。大银行的产业基因较弱，体现在行业整体对企业的贷款中，包括州立和储蓄银行在内的储蓄银行集团是主体，商业银行市场份额仅 31%，且商业银行投放的企业贷款中，大银行仅占 39%，低于区域商行的 45%的份额。大银行大力推进投行转型，资产中贷款占比较低，受金融危机冲击也较大。

图 36 德国商业银行资产结构



资料来源：德国央行、华西证券研究所

图 37 企业贷款市场份额：商业银行占比 31%



资料来源：WIND、CEIC、德国央行、华西证券研究所

2.3. 公共银行：定位传统商业银行业务，兼具“小银行”和“大集团”特征

储蓄银行集团作为公法机构+市政托管框架下的大型金融集团，也被称为公共银行。体系架构来看，公共银行为三层级组织结构：

1) 第一层级储蓄银行依据公法成立，绝大部分为集体所有制（但非国有银行），由地方政府创立并为其提供担保，所对应的公共实体是当地政府（市、镇或区），股份为市政府所有，储蓄银行监事会（最高权力机构）成员主要为当地政府官员、员工代表以及外部监事，监事会主席一般由市长或县长兼任。

2) 第二层级由 12 家地区性储蓄汇划协会+6 家州立银行构成，其中地区性储蓄汇划协会负责管理各自地区内的储蓄银行，可以看作储蓄银行集团的地区性权力机构。州立银行的股份则由州政府和地区汇划协会所有，以批发业务为主。

3) 最高层级储蓄银行协会 (DSGV) 代表储蓄银行集团的利益并决定集团战略方向, 同时在国家与国际层面参与行业政策、监管法规等讨论制定。

体量上来看, 储蓄银行集团总体规模占德国银行业的 40%, 但由于《储蓄银行法》(1962 年) 限制储蓄银行异地经营, 因此内部竞争有限, 也一定程度上约束了扩张, 银行单体规模较小, 最大的汉堡储蓄银行资产规模 554 亿欧元, 在德国全部银行中排名第 18 位, 多数地方储蓄银行规模在 10 亿-40 亿欧元。

图 38 德国储蓄银行部门体系



资料来源:《德国储蓄银行发展模式及启示》(凌敢)、德国央行、华西证券研究所

图 39 德国银行业规模排名 (2020A, 前 20 家)

Rank	Prev. Rank	Name	Total Assets	Market Share	Bank Category	Country of Origin
1	1	Deutsche Bank AG	1325259.00 ↑	17.19%	Commercial banks	Germany
2	3	Commerzbank AG	506900.00 ↑	6.57%	Commercial banks	Germany
3	4	DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank	309900.00 ↑	4.02%	Commercial banks	Germany
4	5	UniCredit Bank AG	300105.00 ↑	3.89%	Commercial banks	Italy
5	6	Landesbank Baden-Württemberg	276400.00 ↑	3.59%	Landesbanken	Germany
6	7	ING-DiBa AG	183821.40 ↑	2.38%	Commercial banks	Netherlands
7	8	Landesbank Hessen-Thüringen GZ	180777.98 ↑	2.34%	Landesbanken	Germany
8	9	NRW.BANK	155786.80 ↑	2.02%	Commercial banks	Germany
9	10	Bayerische Landesbank	151919.00 ↑	1.97%	Landesbanken	Germany
10	14	Deutsche Kreditbank AG	109486.95 ↑	1.42%	Commercial banks	Germany
11	11	Norddeutsche Landesbank - Girozentrale -	109198.76 ↓	1.42%	Landesbanken	Germany
12	13	Landwirtschaftliche Rentenbank	95286.50 ↑	1.24%	Commercial banks	Germany
13	12	DekaBank Deutsche Girozentrale	87675.74 ↓	1.14%	Commercial banks	Germany
14	16	Landeskreditbank Baden-Württemberg - Förderbank	86759.63 ↑	1.13%	Commercial banks	Germany
15	15	DZ HYP AG	81919.97 ↑	1.06%	Mortgage banks	Germany
16	17	Bausparkasse Schwäbisch-Hall Aktiengesellschaft	78151.31 ↑	1.01%	Private Bausparkassen	Germany
17	51	Citigroup Global Markets Deutschland AG	70298.02 ↑	0.91%	Commercial banks	United States
18	22	Hamburger Sparkasse AG	55402.51 ↑	0.72%	Savings banks	Germany
19	2	Kreditanstalt für Wiederaufbau	54332.00 ↓	0.70%	Commercial banks	Germany
20	18	Deutsche Pfandbriefbank AG	53695.00 ↑	0.70%	Commercial banks	Germany

资料来源: The Banks (<https://thebanks.eu/articles/top-100-banks-in-Germany-2020>)、华西证券研究所

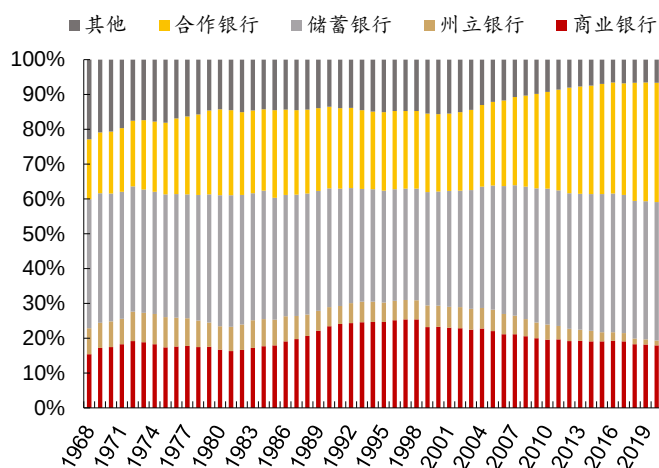
业务特征：三层架构体系下，储蓄银行兼具“小银行”和“大集团”特征。一方面储蓄银行集团层面设立资产管理、IT 服务提供商等下属公司，为各地方储蓄银行进行集中式生产和清算，以降低总成本、实现规模化运作，各层级构成机构之间实现协同；另一方面区域经营原则²引导下，地方储蓄银行业务特征根植当地，主要为地方客户提供存款和信用服务、发放抵押贷款、资助本地或区域性投资活动等，形成广泛的服务网络，具有层级少、决策周期短、策略灵活等特点。并且随着居民收入提高和金融业发展，80 年代开始储蓄银行逐渐广泛地介入商业银行及投资银行业务，也发展成综合性商业银行。

与商业银行不同的是，这些银行在德国公法（Public Law）下运营，但不是国有银行，他们代表公共实体（非所有者）的利益（市、镇或区），专注地区福利最大化。如法兰克福储蓄银行 100% 由州立银行 Helaba（Landesbank Hessen-Thüringen）控股，而 Helaba 又由黑森州、图林根州及黑森-图林根 Giroverband 共同持股（持股比例分别为 10%、5% 和 85%）。因此储蓄银行最大的特征就是在依照商业原则运营的同时，其公共义务决定了不以利润最大化为运营目的。

资金来源看，储蓄银行资金来源主要为当地储蓄存款，由于业务下沉、贴近客户需求，负债稳定且融资成本较低。并且储蓄银行作为公法机构，享受地方政府的财政补贴，由于其债务得到政府提供的担保，因此可以得到远高于其实力的信用评级，获得低于市场水平的廉价资金来源。

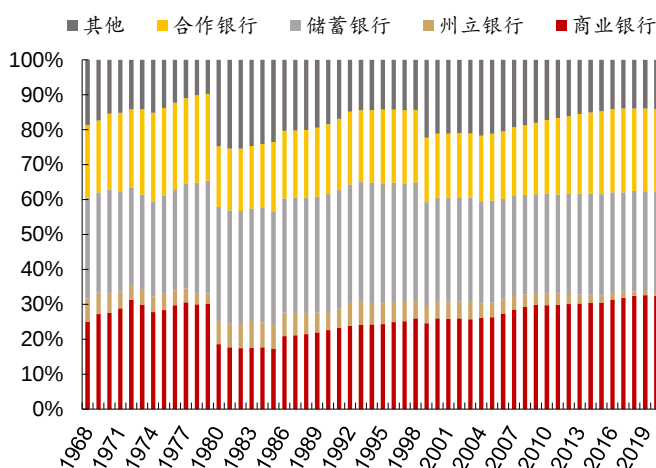
资产配置方面，基层储蓄银行和州立银行的贷款结构都比较稳定，但二者在发放贷款上存在结构性的差异。州立银行主要针对大、中型企业，主营批发业务，并且州立银行承担较多政府指派的公共义务。基层储蓄银行因为定位于传统商业银行业务，同业业务占比较小，以零售业务为主，客群主要是个人和中小企业，在中小企业（自雇人员）贷款市场份额达到 40%，个人贷款市场份额达到 29%。并且有法律作为支撑，德国法律规定³，年营业额在 1 亿欧元以下的企业，可从储蓄银行获得总投资额 60% 的低息贷款，还款期长达 10 年。而储蓄银行集团以广大的地方基层储蓄银行为主体，因此从整体上来看，储蓄银行集团是零售定位。

图 40 自雇人员（个体户）贷款市场份额



资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 41 个人贷款市场份额



资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

² 注：储蓄银行也发放异地贷款，但承贷主体为储蓄银行注册地母公司。

³ 资料来源：《德国储蓄银行发展模式及启示》，凌敢

2.4. 合作银行：封闭稳定的会员制体系，重点布局微型金融

合作社银行也是地区性银行，具有突出的互助性质，其成立目的是为急需资金的会员提供帮助，相较储蓄银行数量更多、规模更小。

体系架构：与储蓄银行体系类似，德国合作金融组织也由中央合作银行集团（DZ BANK GROUP）和地方合作银行两个层级的银行机构组成（2016 年以前分为中央合作银行-地区性合作银行-地方性合作银行三个层次）。其中：1）底层地方性合作银行由农民自发组织，直接为社员提供金融服务，为农业发展提供资金融通。2）中央合作银行作为顶层，相当于合作银行的总行，流动性由联邦中央银行支持，94.7%的股权为地方合作银行持有，不具有行业管理职能，也不干涉地方合作银行的高管任免、员工招聘等工作，职能主要是为下层提供产品、资金调剂、结算支付、以及其他保险证券类金融服务。

同时，合作银行内部还搭建了自己的清结算网络、存款保险机制和信贷保证基金制度，地方合作银行每年按贷款的 0.1-0.2%向区域审计联盟缴纳保证金，90%由区域审计联盟使用、10%上缴全国信用合作联盟，基金主要用于出现危机的合作银行的兼并重组。

图 42 德国合作金融体系



资料来源：《德国储蓄银行发展模式及启示》（凌敢）、德国央行、华西证券研究所

业务特征：合作银行始于社区模式和居民互助，所以客群和业务更加聚焦，例如 Apobank (Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG) 主要为医疗健康领域提供融资，该银行的利益相关者（stakeholders，包括股东）都是药剂师和医生。

早期合作银行经营范围狭小，仅限于社员内部的资金互助，不以营利为目的，业务比较单一，主要是对其会员提供存贷款服务，且一般只提供短期信用贷款，用途限于生产流通领域。随着业务范畴的拓展，合作银行发展到提供多功能、全方位的全能银行服务，一方面业务仍然整体相对保守，无论是资金来源还是资产配置都与地方储蓄银行相近，且贷款中对公贷款投放比例更低、个体户和个人贷款比例更高；另一方面贷款期限也快速拉长，贷款中长期贷款比例居各类银行首位。

合作银行业务下沉农村。德国农林牧渔业增加值占比仅 0.8%，但农业贷款/金融机构企业贷款的比例达 3.4%。政府对农村信贷有适度政策倾斜，如利息补贴，农村信贷市场中合作银行占比 49%，是绝对主力，州立和地方储蓄银行占比 25%，商业银行总体占比 20%。

3. 银行业的盈利模式和特点

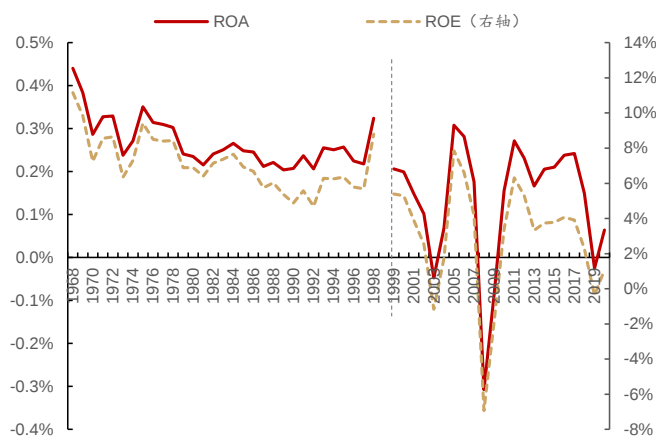
3.1. 盈利能力：高成本低利率加剧低盈利困境

德国银行业 ROA、ROE 低于世界其他主要国家。战后到 21 世纪前银行业稳健发展阶段，行业净利润快速增长，盈利能力表现稳定，ROA 基本保持在 0.2%-0.4% 的区间，近年来受宏观经济、行业整合等因素影响，银行业整体利润波动较大，测算近 20 年 ROA 均值仅为 0.1%，2010-2018 年相对稳定阶段基本回升到 0.2% 以上水平，但仍远低于美国和我国，在欧洲普遍较低的盈利表现环境下也处于尾部。

较低的盈利能力首先源于较低的息差水平，从 ROA 贡献因子拆分来看，90 年代以来净利息收入/平均总资产的水平趋势下行，虽然佣金收入起到稳定器的作用，但营收/总资产跟随下行。其次是较高的成本支出拖累，行业一般行政支出/总资产虽然趋势收敛，但仍是盈利能力的最大负面因素；而资产估值结果（相当于资产减值损失，是业绩负贡献因子）在 2002-2008 年有两次较大的波动，造成行业整体亏损，但此后一直保持较低水平。

并且因为杠杆倍数的下降，尤其是 2000 年以后总资产/自有资本比例由 25 倍降至 15 倍左右区间，导致这一阶段 ROE 的降幅也高于 ROA。ROE 自 60 年代末 10% 以上的水平震荡下行至 21 世纪初的 5% 左右，2000 年以来年均仅 2.8%。

图 43 德国银行业 ROA、ROE 趋势



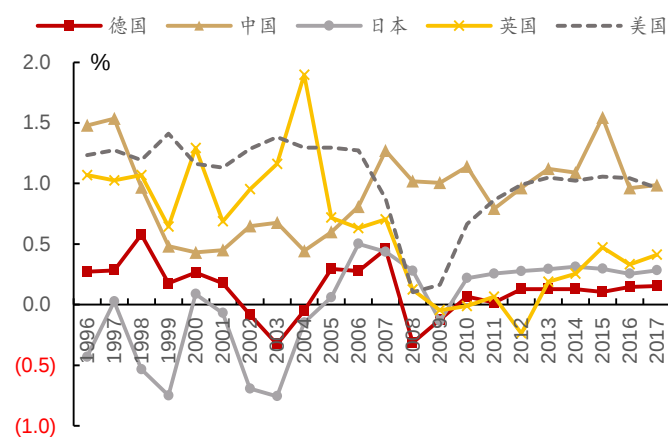
资料来源：德国央行、华西证券研究所；注：1) ROA 以平均资产规模测算，ROE 以自有资本规模测算；2) 1999 年资产口径有调整。

图 44 德国银行业净利润 21 世纪前处于快速增长阶段



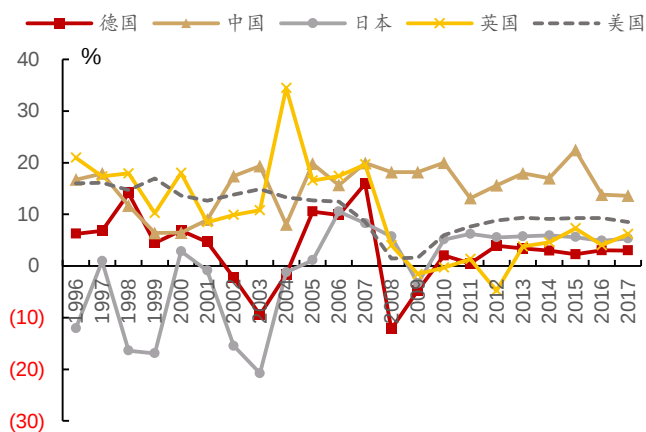
资料来源：德国央行、华西证券研究所；注：数据单位截至 1998 年为百万德国马克，1999 年起调整为百万欧元。

图 45 德国银行业 ROA（税后）水平较低



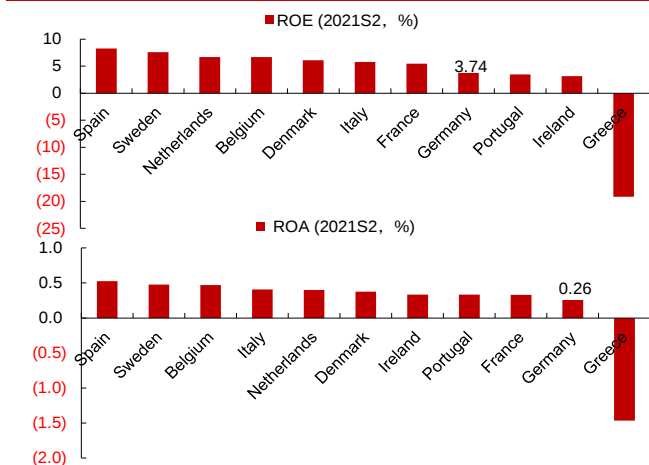
资料来源：World Bank、CEIC、华西证券研究所

图 46 德国银行业 ROE（税后）也低于其他国家



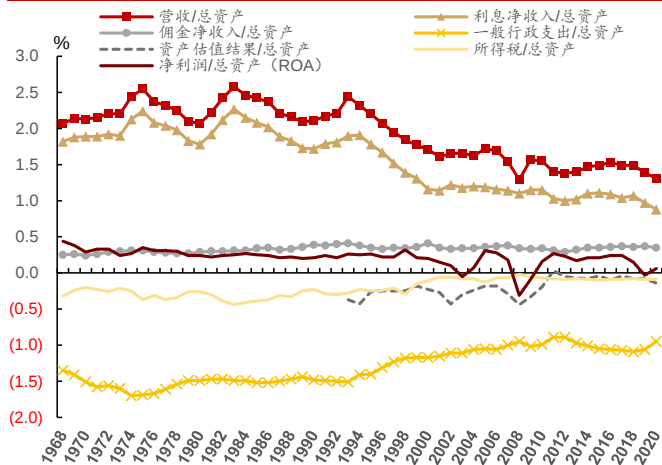
资料来源：World Bank、CEIC、华西证券研究所

图 47 德国银行业 ROA、ROE 也低于其他欧洲国家



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

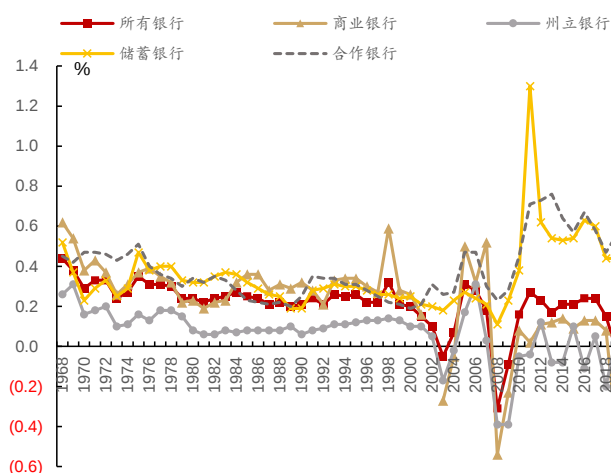
图 48 德国银行业 ROA 贡献因子拆分



资料来源：德国央行、华西证券研究所

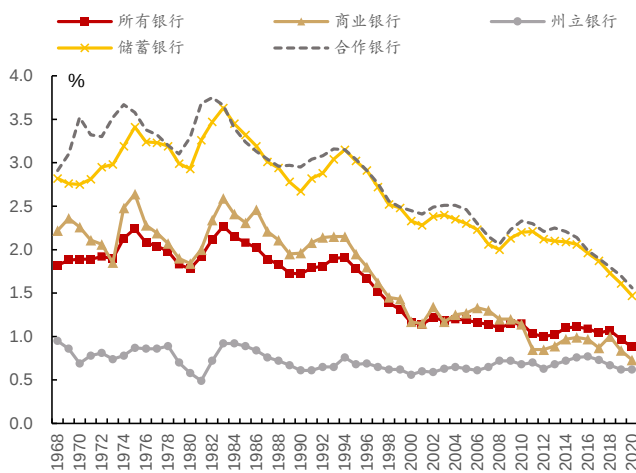
对比不同类型银行，虽然储蓄银行、合作银行普遍经营为非利润导向，但其 ROA 显著高于商业银行，且表现更稳定，在 2008 年金融危机后差距走阔。储蓄银行和合作银行盈利能力表现突出，一方面受益于客群差异，利息净收入贡献度更高；另一方面手续费贡献度持续提升，近年来已赶超商业银行水平，弥补利息净收入下滑的负贡献；支出角度，一般行政支出虽然较高，但也大趋势下行；同时由于储蓄银行与合作银行受金融危机的冲击较小，资产估值结果（减值）前期高于商业银行和州立银行，但在金融危机期间和之后均有回落，对利润的侵蚀程度更低，ROA 和 ROE 也较为平稳。此外，“准国营”的州立银行因非盈利导向和批发业务偏好，盈利能力一直处于底部。

图 49 储蓄银行和合作银行 ROA 高于商业银行



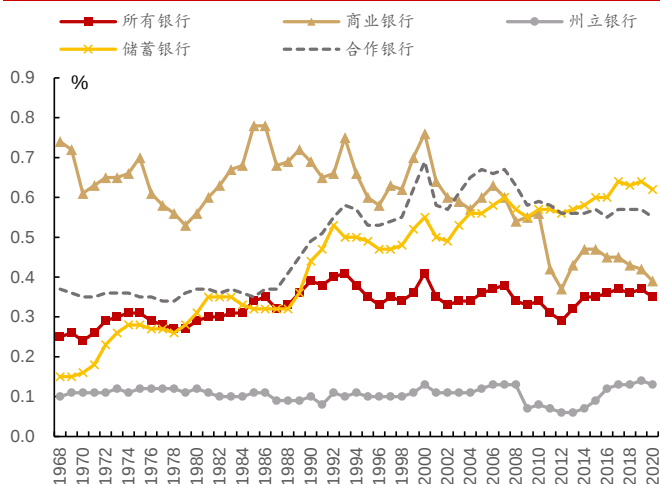
资料来源：德国央行、华西证券研究所

图 50 利息净收入/平均资产对比



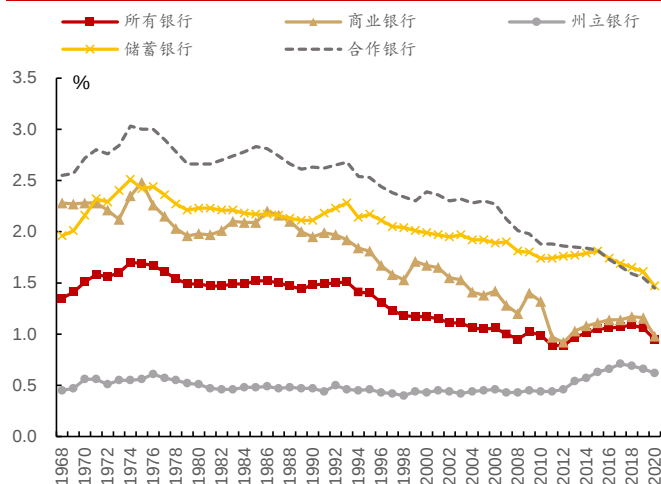
资料来源：德国央行、华西证券研究所

图 51 佣金净收入/平均资产对比



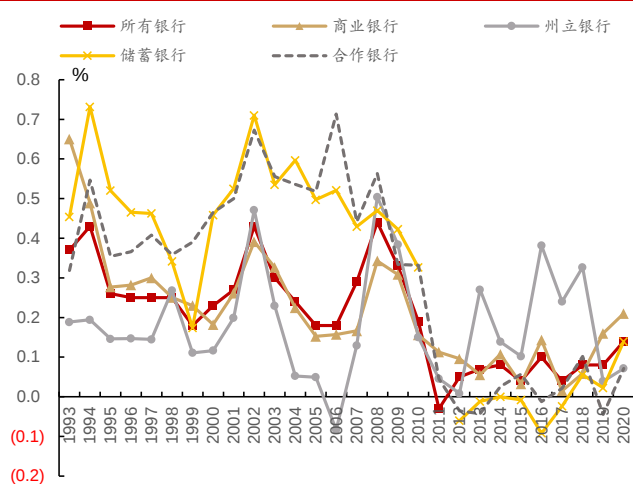
资料来源：德国央行、华西证券研究所

图 52 一般行政开支/平均资产对比



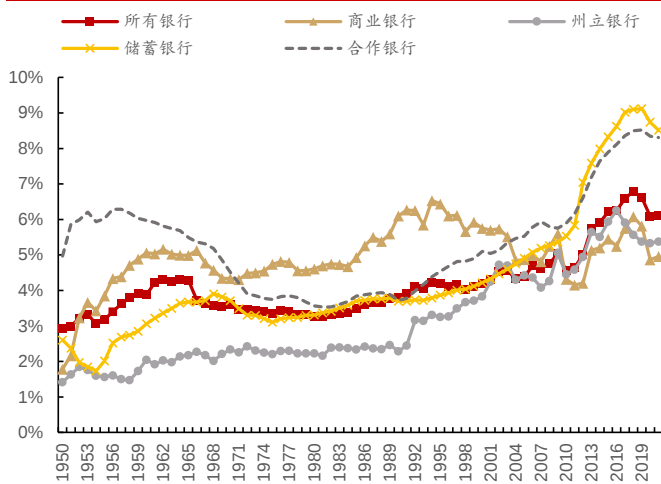
资料来源：德国央行、华西证券研究所

图 53 资产估值结果/平均资产对比(正值为扣减规模)



资料来源：德国央行、华西证券研究所

图 54 自有资本/总资产对比

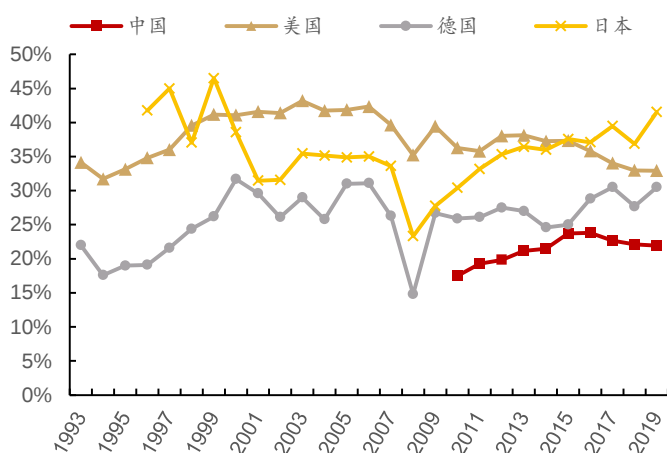


资料来源：德国央行、华西证券研究所

单看营收结构，我们曾在《他山之石：积极拥抱变革，提升非息业务对 ROE 的贡献》专题里拆分过德国银行业的营收构成，相较非息收入组成较为多元的美国，以及相对以手续费和交易类收入为主的日本，德国一方面非息收入占比 2020 年为 32.7% 处于中间水平，对利息收入的依赖度更高；另一方面中收结构也更为传统，非息净收入的 85% 左右来自佣金净收入，交易组合收益占比在 10% 上下。纵向来看，由于德国一直推行全能银行模式，且利率市场化推行较早，利息收入占比呈现长线下行的趋势，在 90 年代利率下行阶段利息收入占比下行明显。

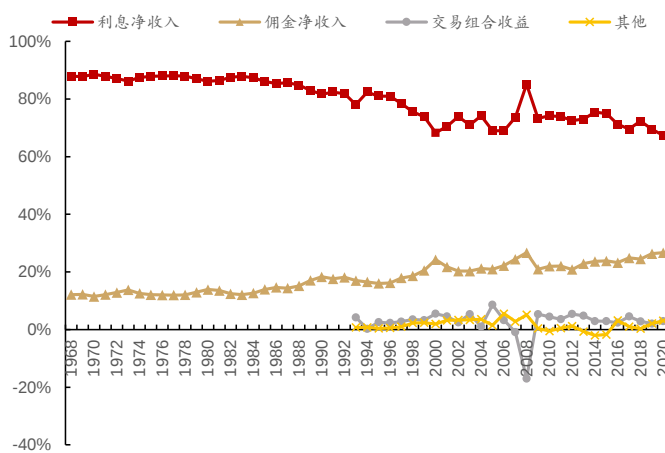
各类别银行来看，商业银行非息收入/营收超 40%，高于地方储蓄银行和合作银行（专业银行更低且差异较大）。但从非息收入的结构角度来看，储蓄银行和合作银行非息收入中佣金收入占比整体更高接近 100%，对于佣金收入依赖性较高，而商业银行交易类等其他业务的贡献度相对较高。

图 55 各国银行业非息净收入占比对比



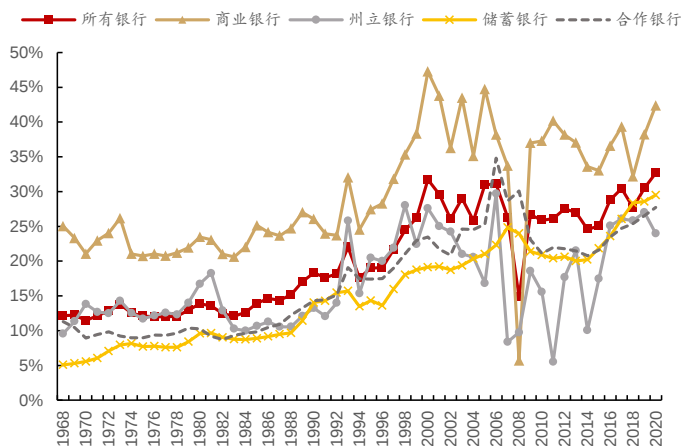
资料来源：FDIC、BOJ、CEIC、华西证券研究所；注：美国为 FDIC 在保商业银行和储蓄机构口径，德国为银行业口径，日本为所有银行口径，中国为银保监会披露的商业银行口径。

图 56 德国：银行业非息收入主要是佣金收入



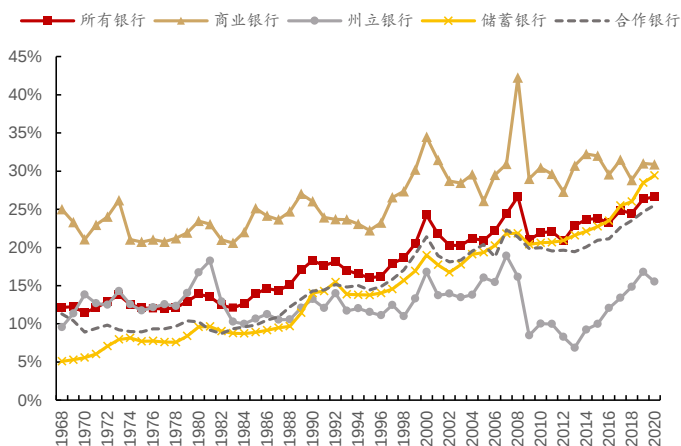
资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 57 德国：商业银行非息收入占比高于储蓄银行和合作银行



资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 58 德国：商业银行佣金收入占营收的比例高于地方储蓄银行



资料来源：CEIC、华西证券研究所

3.2. 低息差的原因：受损于负利率环境，资产端定价难提升

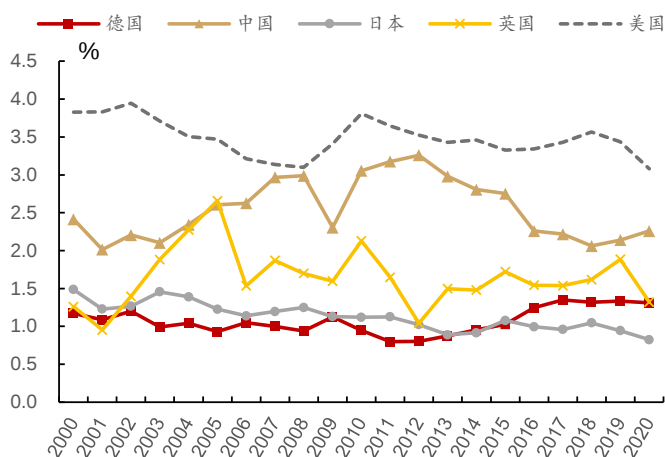
净息差收敛是 90 年代以来德国银行业利息净收入贡献度下滑的主要原因。世界银行口径下的德国银行业净息差处于较低水平，2000 年以来年均仅 1.07%，横向对比，远低于美国 3.5% 左右的净息差水平，也低于中英等国。考虑到高收益国家净息差普遍较低，并且受低经济增长、低利率的经营环境影响，欧洲银行业净息差也不高。

因为首先，在实质负利率环境下，资产端收益率水平较低。由于较早完成了利率市场化改革，德国银行业存贷利率跟随市场利率水平波动。自 20 世纪 90 年代以来，德国国债收益率曲线总体呈现下滑态势，2012 年 6 月 2 年期收益率首次触及负利率，2016 年 7 月 10 年期收益率首次出现负利率，目前已经全面进入零利率下方，欧洲地区主权债券也已经全面陷入负利率。长期负利率环境拉低了资产端定价水平，银行各类别贷款有效利率趋势下行。

其次，德国管家银行制度下，银行与企业联系过度紧密，抬高管理成本的同时，也提高融资成本，使德国成为欧洲各国中银行费用及融资成本最高的国家。实质负利率以来，由于负利率较难转嫁给一般存款人，所以德国有效存款利率中，主要是企业短期存款先后转负，居民存款利率压降空间不大，负债成本斜率平缓也导致净息差的进一步收窄。

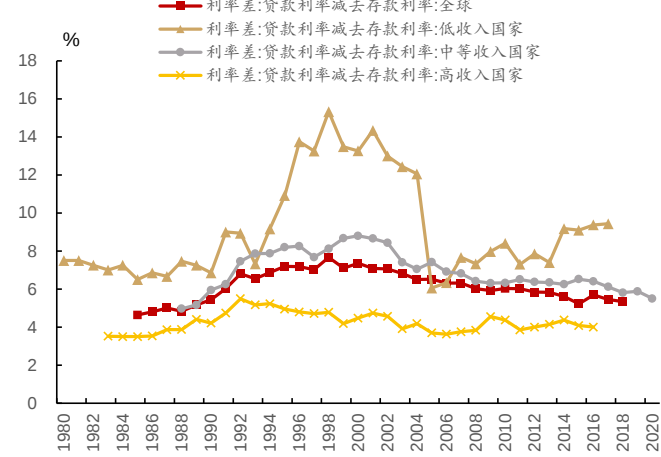
各类别银行中，储蓄银行和合作银行受益于客群和资负结构优势，贡献了较高的净息差。

图 59 德国银行业净息差 NIM 处于低位



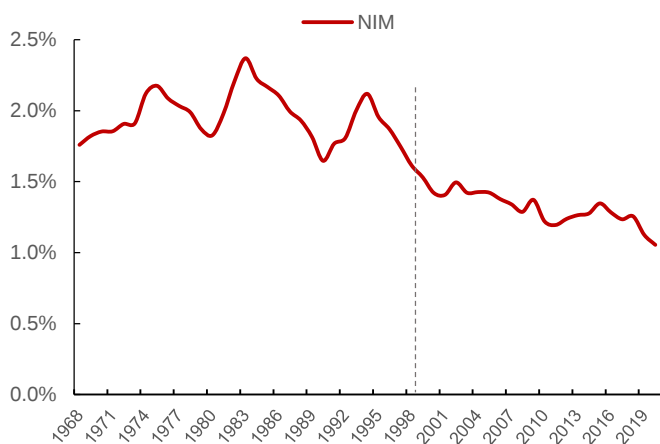
资料来源：World Bank、华西证券研究所

图 60 高收入国家净息差整体较低



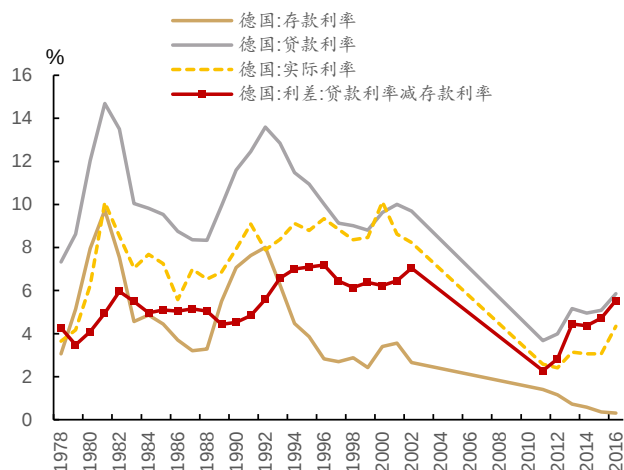
资料来源：World Bank、华西证券研究所

图 61 德国银行业净息差自 90 年代以来趋势下行



资料来源：德国央行、华西证券研究所；注：以资产负债表时点值测算，生息资产包括对 MFIs 和非 MFIs 的贷款（调整后为贷款、同业、投资）、以及其他资产项下的证券衍生品交易资产。

图 62 德国存贷利差跟随实际利率下行



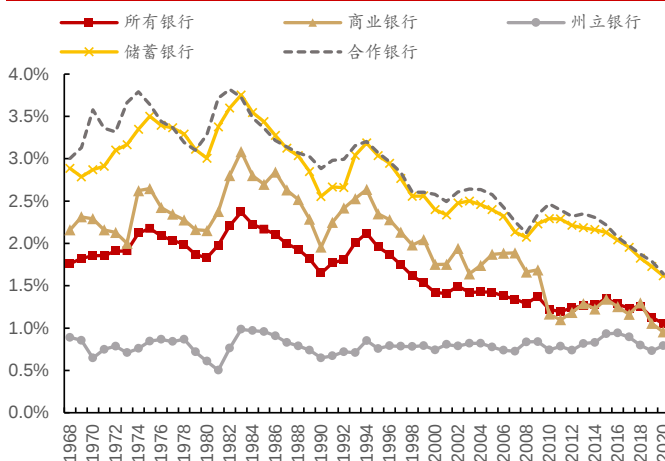
资料来源：World Bank、华西证券研究所

图 63 德国存款有效利率为负的主要是企业短期存款

客户类型	存款类型	有效利率% (2021-12)
居民	活期	-0.01
	定期:1年以内	-0.07
	定期:1-2年	0.20
	定期:2年以上	0.51
	通知存款:3个月以内	0.08
	通知存款:3个月以上	0.14
非金融企业	活期	-0.14
	定期:1年以内	-0.58
	定期:1-2年	-0.07
	定期:2年以上	0.19

资料来源：WIND、华西证券研究所

图 64 各类别银行净息差：储蓄银行和合作银行较高



资料来源：德国央行、华西证券研究所

3.3. 资产负债结构：活期存款攀升，增配中长期信贷

负利率不仅影响净息差，对资产负债的摆布形成较大影响。银行 2000 年以来整体呈现负债端存款占比提升+活期存款大幅提升，以及资产端贷款占比提升+长期贷款占比提升的趋势。具体来看：

■ 资产端贷款占比下行

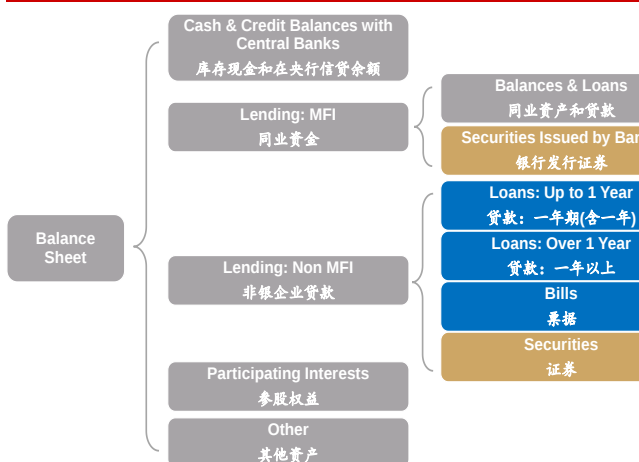
德国央行披露的银行机构资产负债表中，把资产分为库存现金和在央行信贷余额、银行贷款(MFIs, monetary financial institutions)、非银贷款(非 MFIs)、参股权益、其他五大类，其中 MFIs 和非 MFIs 贷款中又包含贷款和发行证券等类别，我们进行重分类，分为贷款、同业资金、证券投资类别。数据来看，得益于德国企业在加杠杆经

营上的谨慎，企业内源融资为主、重盈利轻扩张，因此银行业扩表速度相对缓慢，且早期银行业资产中贷款占比达到 65%以上。之后在低利率环境下，也受到宏观经济景气下行影响，行业资产端贷款占比下行，主要增配共同基金和债券。

在 2008 金融危机后的过度宽松的流动性环境中，贷款配置比例触底回升，一方面出于交易类资产受到了冲击，银行业务回归传统存贷，另一方面负利率的极端环境对经济发展也有积极影响，贷款利率的持续降低减轻了客户的间接融资成本，增强了银行信贷的吸引力，也促进信用违约风险下降，有助于刺激信贷需求。同时银行持币需求也大幅提升，资产端现金持有比例近年来明显上升

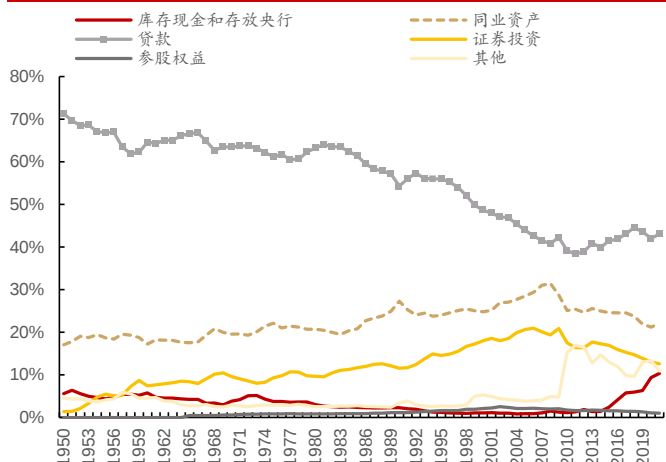
除此以外，德国银行资产中参股企业也占据一席之地，虽然近年来随着监管趋严比例有所压缩，但也体现了全能银行多元化经营下的股权途径参与企业经营。

图 65 德国央行披露的资产负债表科目调整



资料来源：德国央行、华西证券研究所

图 66 德国银行业资产结构（调整后）：贷款占比下行，金融危机后回升



资料来源：德国央行、华西证券研究所

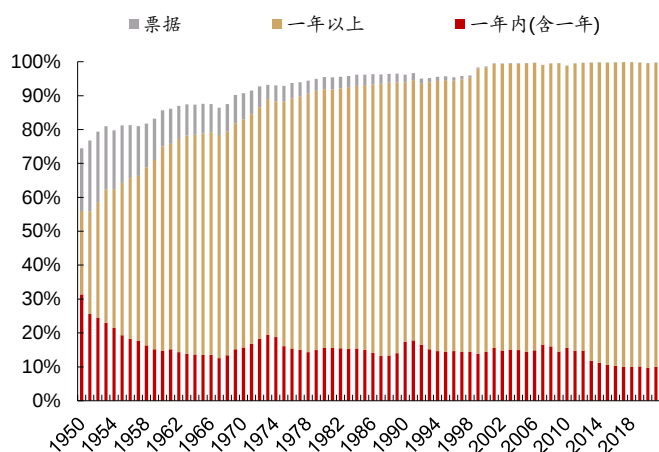
■ 贷款呈长期化趋势

得益于“管家银行”体系，银行能较大程度获取企业信息，因此贷款的持续性更长，期限来看，1 年期以上贷款占比持续提升，目前达到 90%。

分客群来看，2020 年贷款中个人/企业/自雇人员（个体户）分别占比 45%/39%/16%，自雇人员占比高于我国普惠小微贷款投放比例，反映德国金融机构对于小微企业的支持。

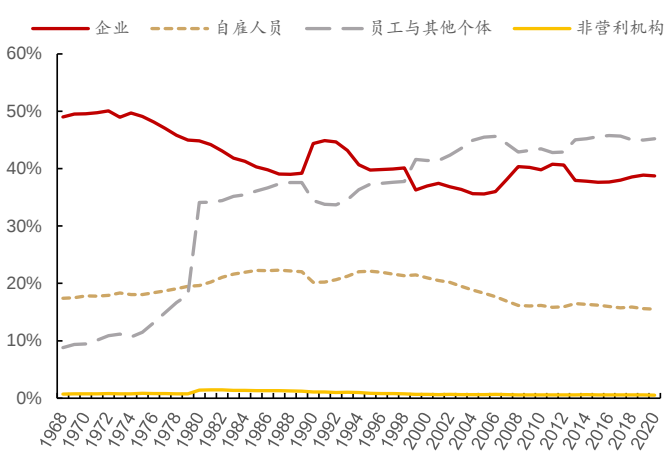
对公贷款投放行业来看，投放以服务业为主，2020 年占比达 52%，其中房地产相关（包括动产出租）占比达到 66%；制造业占比下行，目前占比 9%；2000 年以来金融业投放比例也有明显提升。并且无论是服务业还是制造业，长期贷款量均远超出短期和中期贷款，制造业长期贷款占 8 成以上，服务业长期贷款也占近 6 成。

图 67 贷款投放：一年期以上贷款占比约 90%



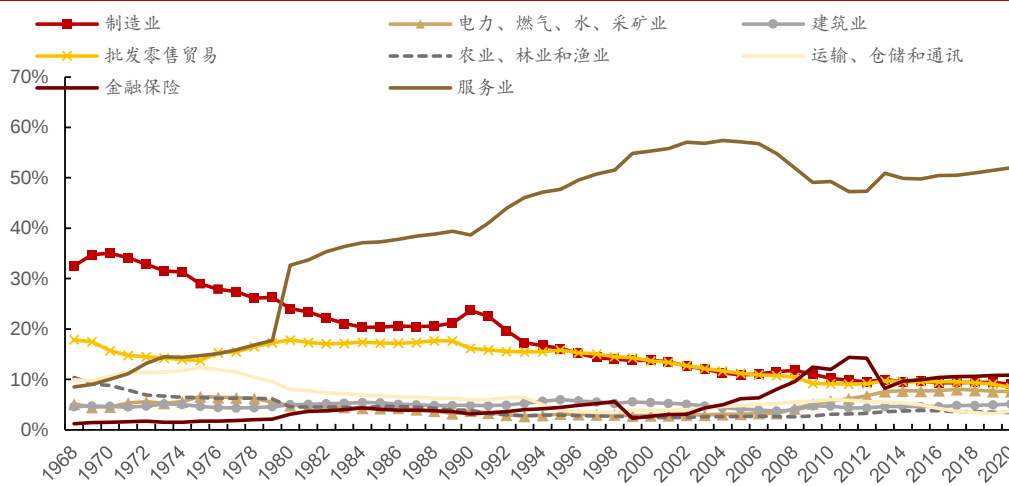
资料来源：德国央行、华西证券研究所

图 68 贷款投放：个人（不含个体户）贷款占比 54%



资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 69 企业贷款投放行业结构及变动



资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

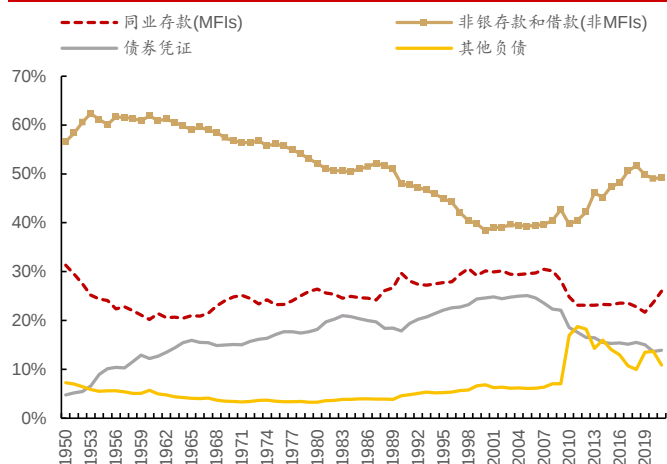
■ 负债端增配主动负债，活期存款需求提升

得益于战后德国相继采取的长期储蓄计划的税收优惠、战争中储蓄者损失的补偿等措施，居民储蓄意识被重新唤起，一方面银行负债端存款占比在 19 世纪 50-60 年代达到 60% 以上；另一方面，存款中储蓄存款占比在战后大幅上行，基本回到 50%。

随着 60-70 年代利率市场化的推进，德国银行业明显加大了主动负债的配置，负债端存款占比趋势下行，由早期 60% 以上降至 21 世纪初的 40%。叠加利率下行步入低利率区间等因素影响下，居民持币需求提升，活期存款⁴占比大幅提升，对储蓄存款和定期存款形成替代，截至 2021 年银行存款中活期存款占比回升至 65% 高位。

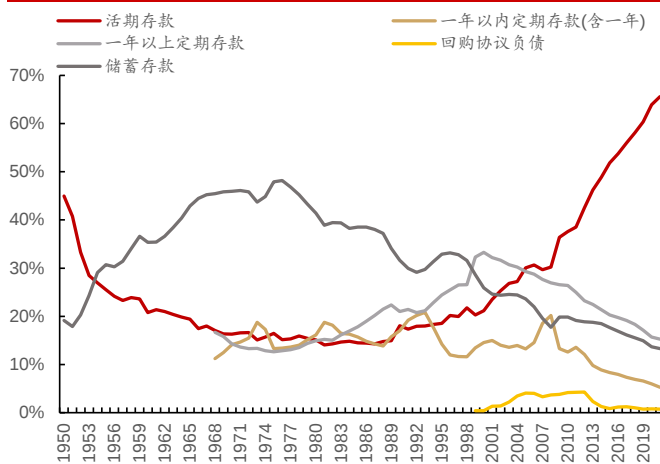
⁴ 注：德国央行分为 sight deposits，即期存款，相当于活期存款。

图 70 德国银行业负债结构（调整后）：非金融机构存款占比下行，21 世纪有所回升



资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 71 存款中活期存款占比大幅提升，储蓄存款和定期存款占比回落



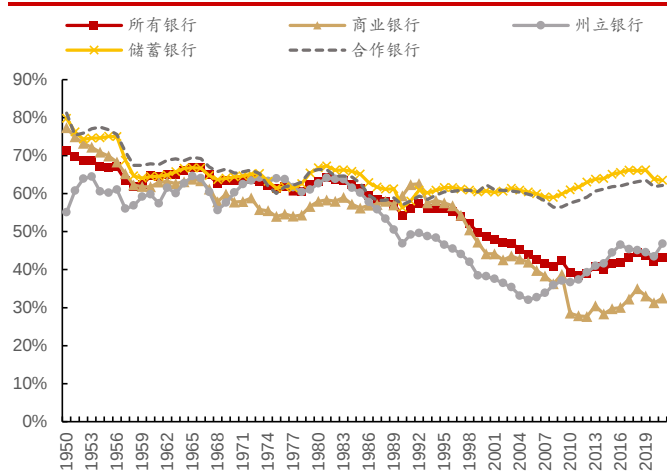
资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

■ 各类别银行资产负债摆布差异较大

资产端，储蓄和合作银行业务较为传统，资产端贷款占比更高也更稳定，保持在 60-70% 的水平；商业银行（尤其是大银行）以及州立银行贷款证券化趋势明显，90 年代增配非信贷资产，贷款比例下滑到 40% 左右，同业资金占比一度超过贷款，州立银行还加大了衍生品的配置，导致金融危机期间受损更严重。

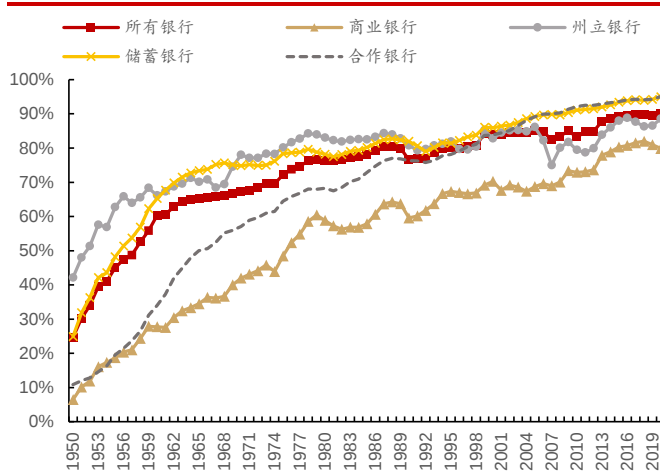
贷款投向上：1）储蓄和合作银行偏好个人和自雇人员贷款，其公法性质决定了更注重对小企业的支持；州立银行以对公贷款为主，商业银行个贷占比较高，但对企业和自雇人员的贷款比例下行。2）从另一个层面来看，早期州立银行的企业贷款中长期贷款占比更高，但储蓄和合作银行占比提升已经超过州立银行，贷款长期化趋势更明显。反映整个储蓄银行集团以满足客户长期融资需求为业务发展重点，特别是着眼于小企业的长期融资需求。3）房地产贷款投放主力也是中小银行，储蓄和合作银行个人贷款中按揭贷款占比接近 90%，高于商业银行 67% 的比例。

图 72 资产结构：储蓄和合作银行资产端贷款占比更高也更稳定



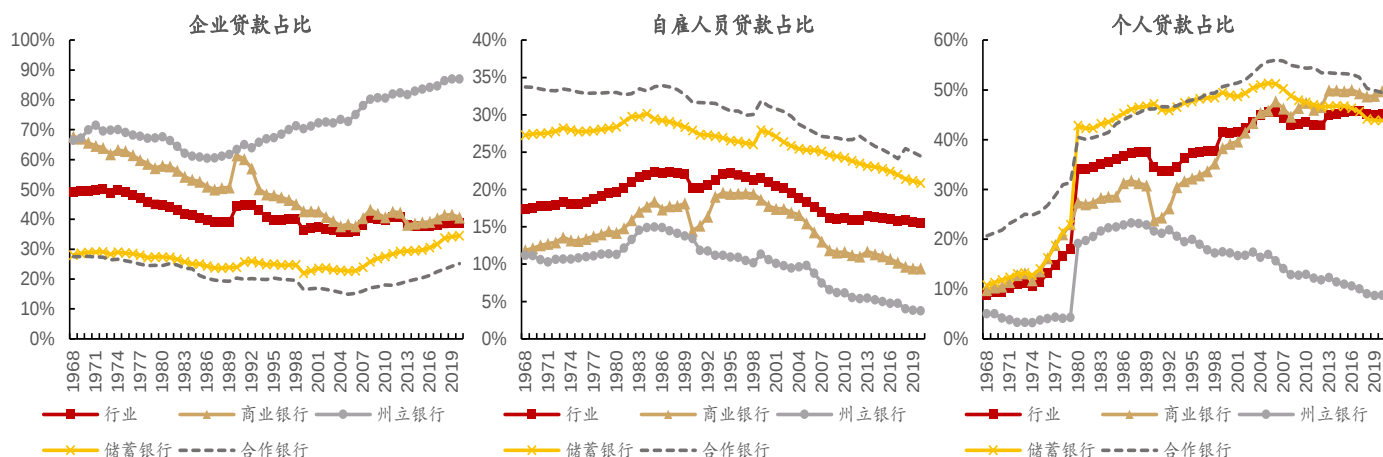
资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 73 贷款结构（1 年以上贷款占比）：商业银行贷款期限占比相对较低



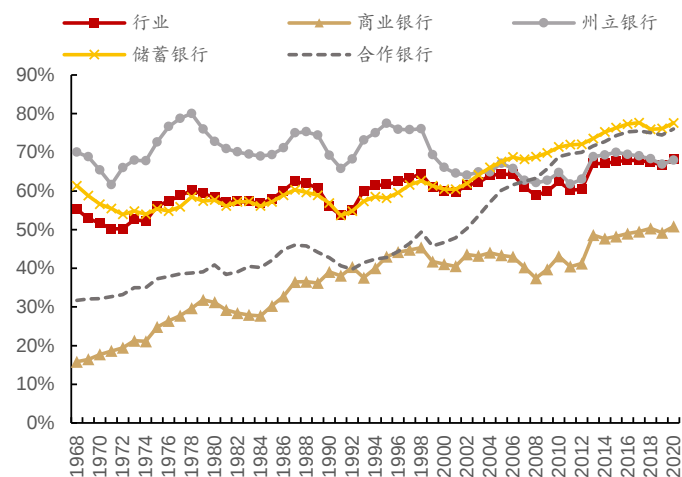
资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 74 贷款结构：储蓄和合作银行偏好个人和自雇人员贷款，州立银行以对公贷款为主



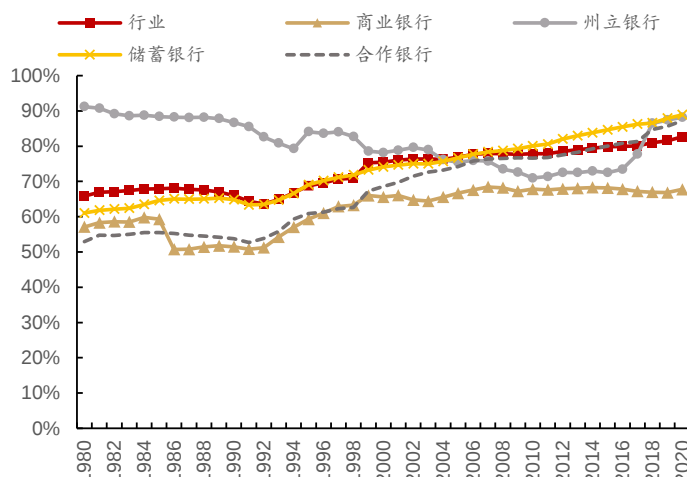
资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 75 企业贷款中长期贷款占比对比



资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

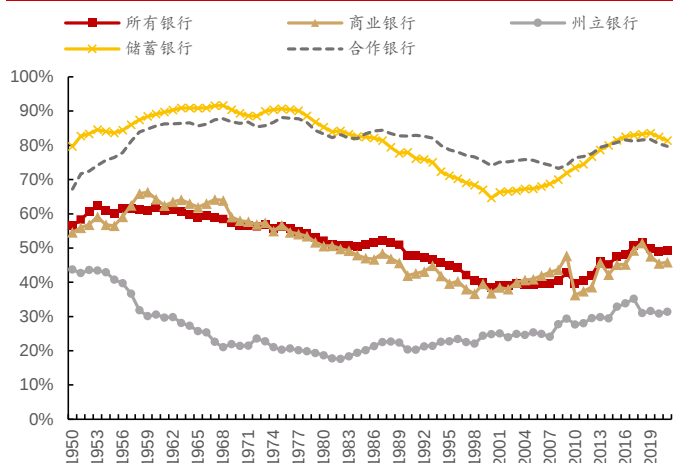
图 76 个人贷款中按揭贷款占比对比



资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

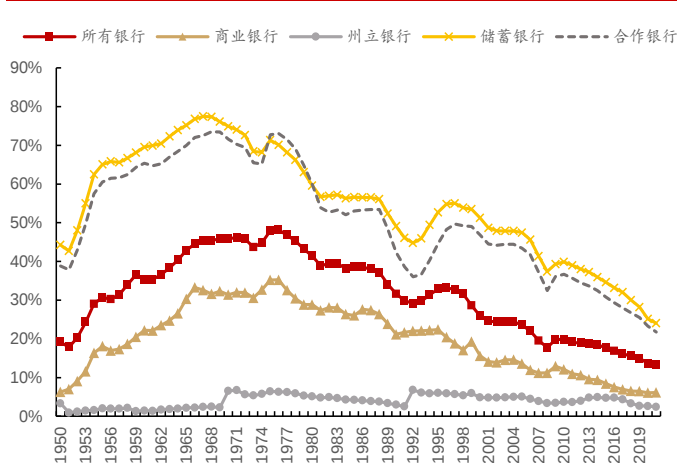
负债端，地方性小银行得益于较高的居民储蓄占比，整体存款比较充足，占总负债的比例达到 80%以上，较低限度的通过资本市场融资，同时自有资本占比也较高，支撑其资产端贷款投放。州立银行除了大量参与资本市场交易外，也更多通过资本市场融资。

图 77 负债结构：储蓄和合作银行负债端存款优势显著



资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 78 存款结构：储蓄和合作银行储蓄存款占比更高



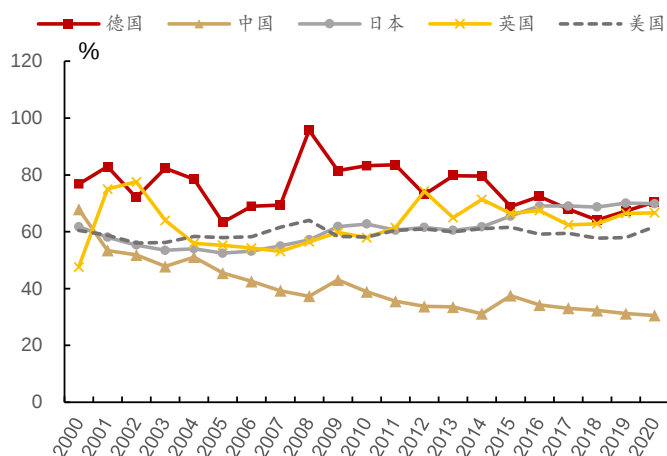
资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

3.4. 高成本收入比的原因：员工成本高，科技投入比例攀升

从成本角度来看，德国银行业成本收入比远高于我国。2020 年测算行业整体成本收入比 72.3%，世界银行口径横向对比看处于各国前列，远高于我国 30.5% 的水平。考虑到发达国家银行业成本收入比一般都较高，主要是人员薪酬和科技投入、运营成本等高于国内。具体从德国银行业的管理费用结构来看，员工成本在一般行政支出中占比过半，近年来趋势有所下行。进一步从德意志银行费用支出拆分来看（一般行政开支和薪酬为两个子科目），超过 80% 的成本收入比中，一般行政开支和员工薪酬基本相当，且一般行政开支的比例在 2006-2013 年期间有明显提升，而一般行政开支中信息技术和网点设备占比合计过半。因此可以推断，德国银行业较高的成本支出，主要来自员工薪酬、信息技术设备、以及专业服务和外部服务等方面产生的费用远高于国内商业银行。而受益于运营效率的提升，虽然成本收入比没有明显趋势压降，但在前文对 ROE 的拆分中可以看到，一般行政支出对总资产的拖累在不断改善。

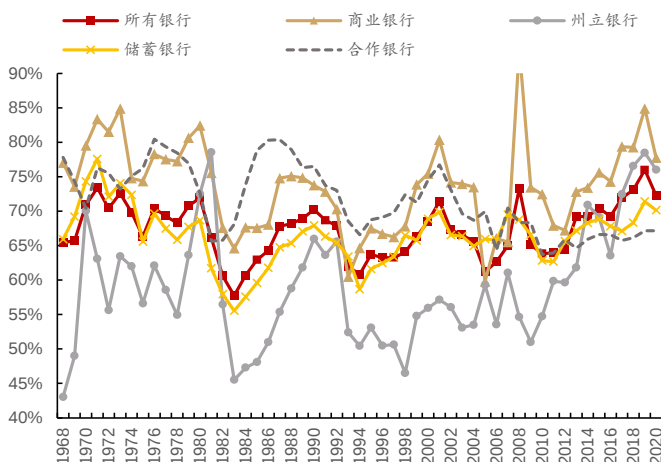
不同类别银行的成本支出情况也有差异：1) 商业银行成本收入比相对更高，占比在 80% 上下，其中员工薪酬的比例较低，且占比下行明显，反映了商业银行对于信息技术的投入比例有所提升且更为主动；2) 地方储蓄银行和合作银行成本收入比基本相当，在 70% 左右，结构上主要是员工薪酬占比达到 60% 左右，尤其是非盈利导向的储蓄银行保有大量终端网点，员工数量较高，员工薪酬占比也相应较高。

图 79 德国银行业成本收入比相对较高



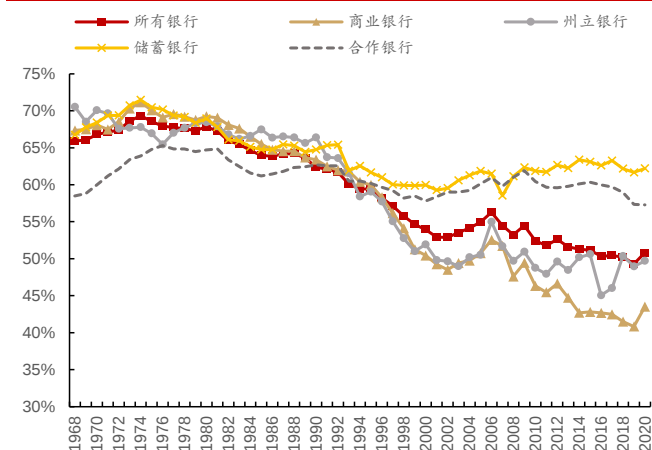
资料来源：World Bank、华西证券研究所

图 80 德国：商业银行成本收入比高于其他类别银行



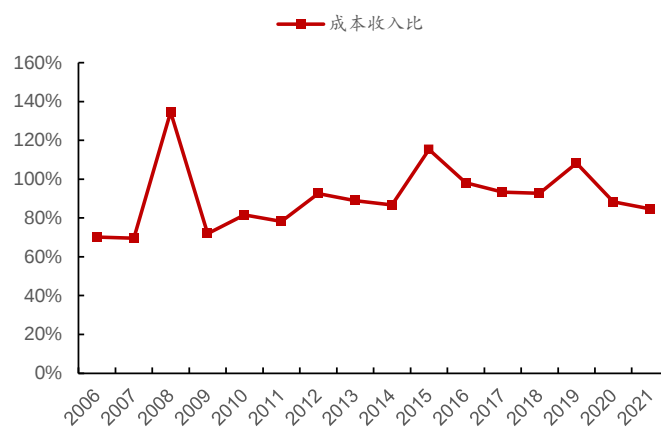
资料来源：德国央行、华西证券研究所；注：测算成本收入比时成本口径为披露的“一般行政支出”口径，相当于管理费用。

图 81 德国：员工成本/管理费用占比过半，地方储蓄银行员工成本占比较高



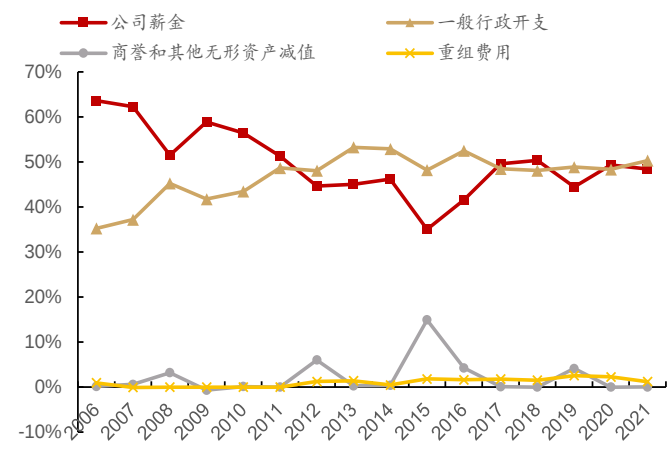
资料来源：WIND、CEIC、德国央行、华西证券研究所

图 82 德意志银行：成本收入比超 80%



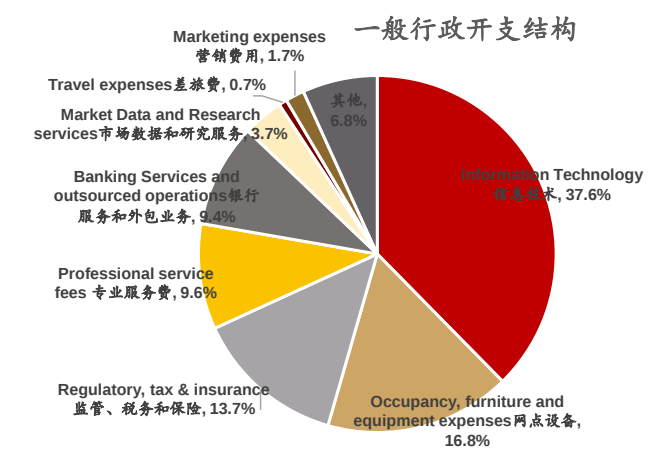
资料来源：Bloomberg、德意志银行公告、华西证券研究所

图 83 德意志银行：管理费用中一般行政开支占比整体提升



资料来源：Bloomberg、德意志银行公告、华西证券研究所

图 84 德意志银行：一般行政开支中信息技术和网点设备占比过半



资料来源：Bloomberg、德意志银行公告、华西证券研究所

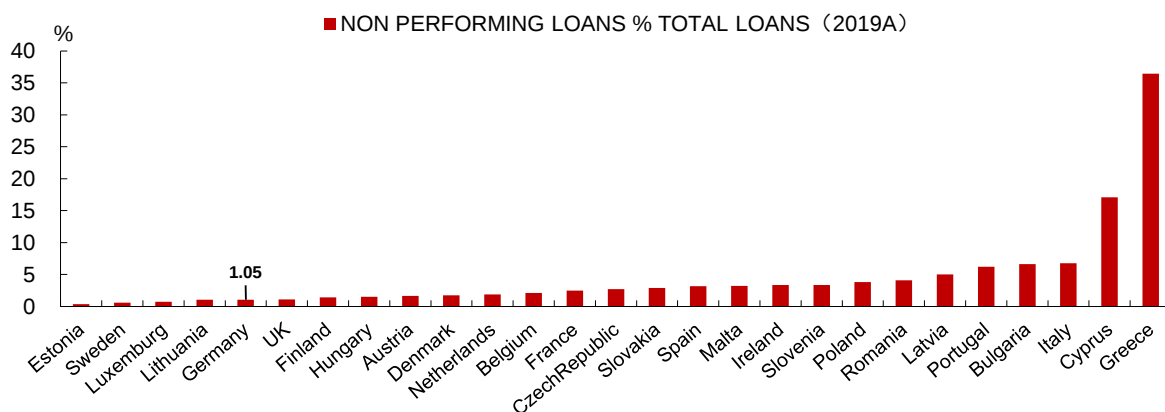
3.5. 资产质量：低不良低波动，风险偏好整体较低

风险层面，在储蓄和合作银行较低的风险偏好和稳健的资产负债结构助力下，德国银行业整体风险水平较低。从表观数据来看，行业不良率长期平稳下行，世界银行口径 2019 年仅 1.05%，低于我国，在欧洲各国中也处于低位。并且，在 2008 年金融危机期间，德国银行业资产质量表现出较强的稳定性，上浮程度低于其他国家。值得注意的是，德国银行业逾期 90+/不良的偏离度 2019 年中期仅 41.5%，认定极度审慎，潜在不良风险较低。

不良率长期改善的同时，拨备覆盖率也保持稳定。德国银行业协会数据，截至 2019Q2 行业拨备率 39.3%，虽然远低于我国和美国银行业拨备水平，但在欧洲地区处于中游。

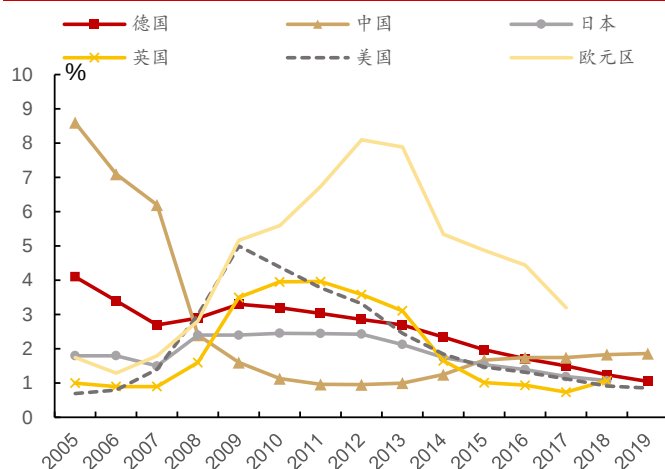
另外，从风险权重的角度，德国银行业监管资本/风险加权资产水平相对较高，并且由于净息差压降，银行体系的资产负债结构呈现轻型化特征，粗略测算的单位资产的风险加权资产消耗整体处于较低水平，2020 年仅 31%，远低于美国和发展中国家，也低于欧洲中间水平，反映较低的风险偏好。

图 85 德国不良贷款率在欧洲各国中处于低位



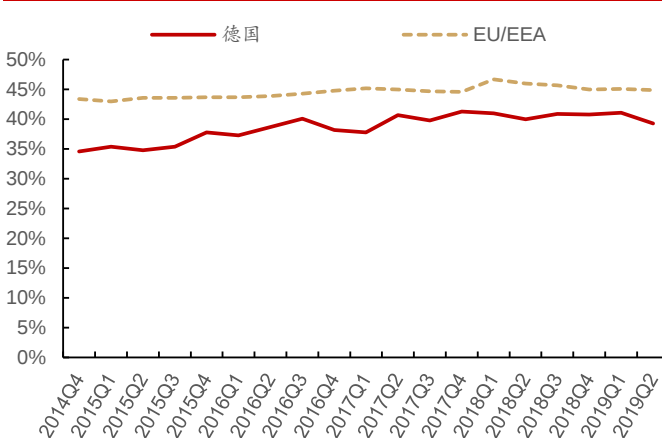
资料来源：World Bank、华西证券研究所

图 86 德国银行业不良率平稳下行



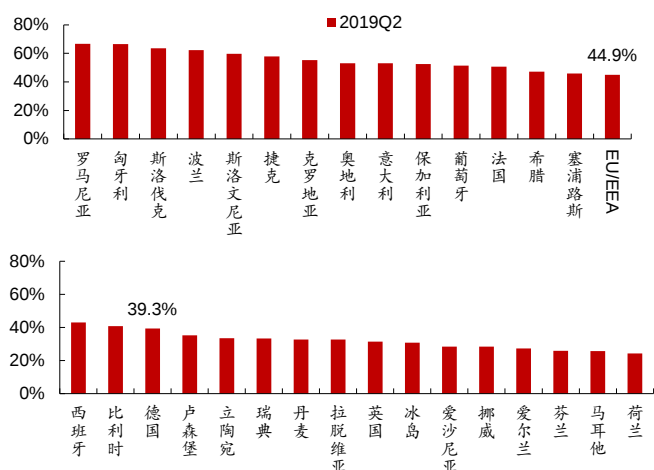
资料来源：World Bank、华西证券研究所

图 87 拨备覆盖率趋势稳定



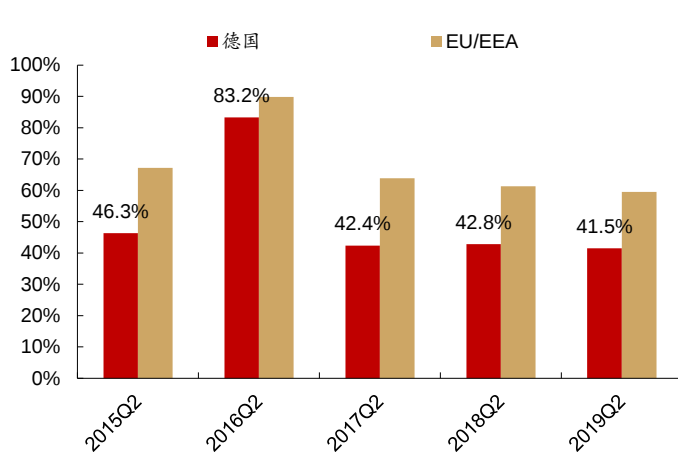
资料来源：EBA、华西证券研究所

图 88 德国拨备覆盖率在欧洲各国处于中游



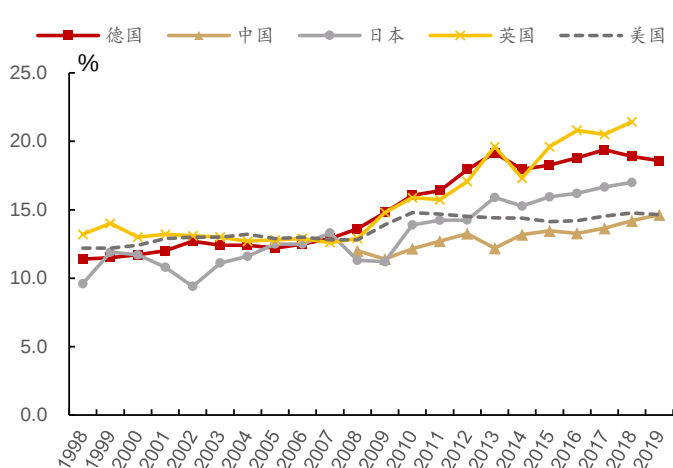
资料来源：World Bank、华西证券研究所

图 89 德国银行业逾期 90+/不良较低，低于欧洲地区



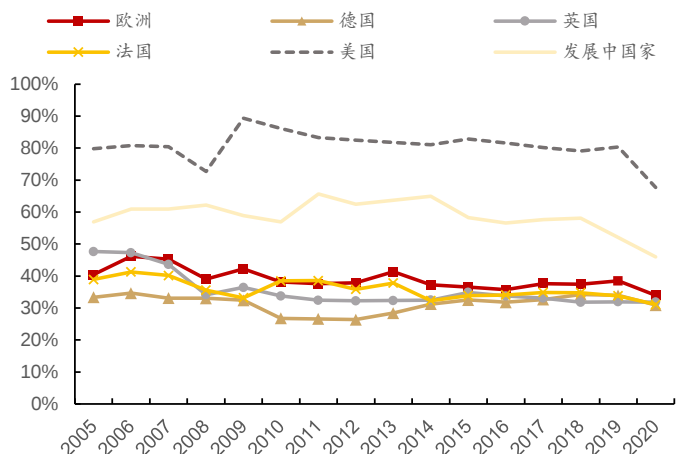
资料来源：World Bank、华西证券研究所

图 90 德国银行监管资本/风险加权资产水平相对较高



资料来源：World Bank、华西证券研究所

图 91 测算 RWA/总资产比例：德国风险偏好较低



资料来源：Bloomberg、IMF-FSI、华西证券研究所；注：测算权重 = (资本/资产) / (系统监管资本/风险加权资产 RWA)。

综上，基本面概括来说，德国银行业受制于宏观和利率环境，整体呈现低资产收益率、低扩张速度的特征。一方面息差受损于负利率处于低位，拖累利息收入表现，叠加银行投行化转型带动资产端贷款证券化，以及利率市场化下的负债端存款占比回落，息差压力较大，但同时全能银行制度下的佣金收入贡献度提升对业绩形成支撑。另一方面银行业较高的员工和技术费用支出导致较高的成本收入比，侵蚀利润的释放。尽管低风险偏好特征下，行业资产质量保持稳定，但盈利表现较弱。

同时不同类型银行基本面分化较大：

1) 以地方储蓄银行和合作银行为代表的中小银行盈利能力更强，主要得益于坚守传统存贷业务、注重小微形成客群优势下，净息差优势显著；同时低风险偏好下的信用成本较低，在 2008 年金融危机后贡献资产回报率优势差距走阔。

2) 以大银行为主的商业银行在息差困境中致力于投行化转型，在保持较高非息收入贡献度的同时，也实现了运营效率的提升（一般行政开支/平均资产下行更显著），但同时信用成本的波动加剧，侵蚀资产回报率。

3) 州立银行的“准国有”属性导致其非盈利导向，业务以同业资金运营为主，ROE 处于极低位置，且后期加大证券投资尤其是衍生品的配置，导致信用成本波动更剧烈。

所以三大类银行共同构成德国银行业的三个层次，通过提供差异化的业务，实现内部的明晰分工，提升了德国社会各层级主体的金融业务覆盖面和可得性。

4. 德国特色银行

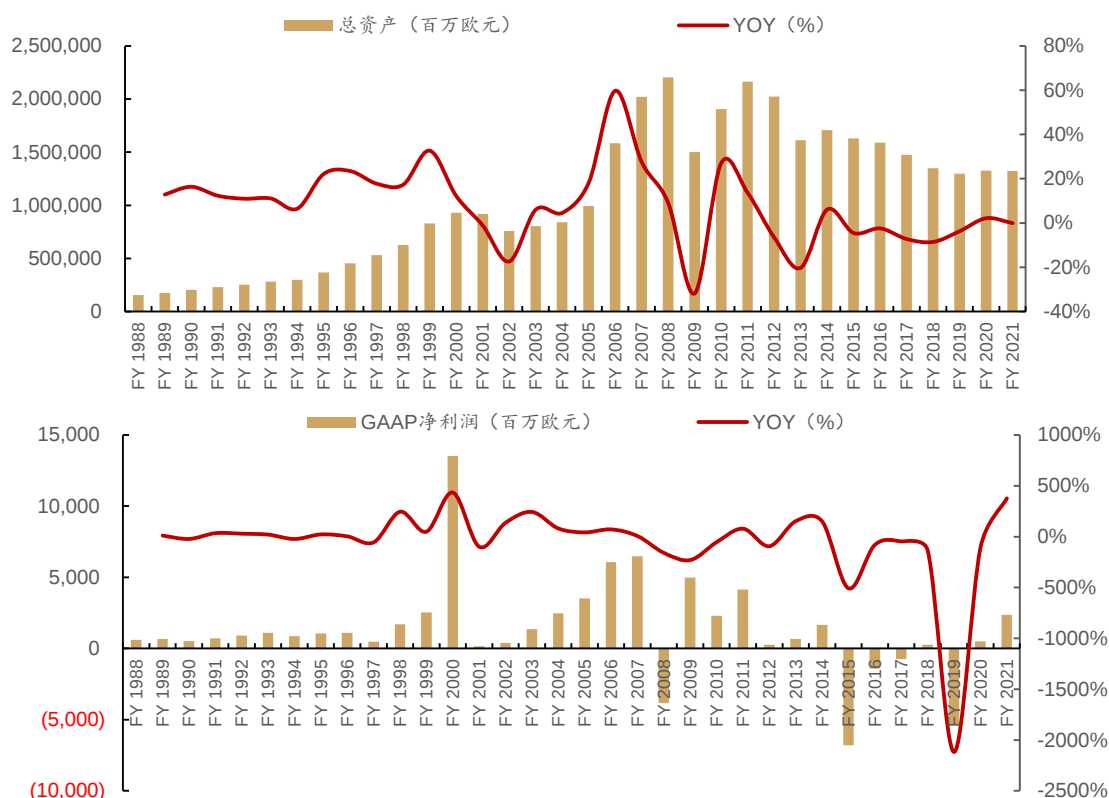
4.1. 德意志银行的兴衰

德意志银行成立于 1870 年，是德国全能银行的代表。作为德国第一大商业银行，目前总资产规模是排名第二的德国商业银行接近 2.6 倍，也是国际著名的综合金融集团。德银的发展史就是德国商业银行体系的改革历程的缩影。

德银成立之初业务局限于国内，借助德国二战后的经济复兴走上高速发展的道路，通过给各类企业提供经营贷款，并重启证券业务，资产总额从 1957 年的不足 10 亿马克扩增至 1973 年的 463 亿马克⁵，之后伴随经济全球化的推进，德银加速海外扩张。德银开启投行转型始于 90 年代初，一方面国内增长空间有限，需要从新业务找寻增长点，另一方面也受到新自由主义环境影响。德银主要通过并购，完成了从传统全能银行向现代化国际金融集团发展，包括 1993 年全面收购澳大利亚投资银行贝恩公司，1998 年以 102 亿美元收购美国第 8 大银行信孚银行，同年与西班牙邮政公司合作，开展广泛的零售银行业务；2000 年之后并购英国保诚机构资管业务部、澳大利亚第一财富集团控股公司，收购美国从事房地产投资管理的 RREEF 公司以及商业按揭银行 Berkshire Mortgage、Chapel Funding；2002 年并购苏黎世金融服务集团旗下经纪公司 Zurich Scudder Investments。后续德银通过并购，抵押贷款、私行、资管和投行业务板块都得到了强化，同时也引入国际知名投资机构，形成了较为分散的股权结构特征。

⁵ 资料来源：《德意志银行发展历程及其经验启示》

图 92 德意志银行资产和净利润规模及增速



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 93 德意志银行股权结构较为分散

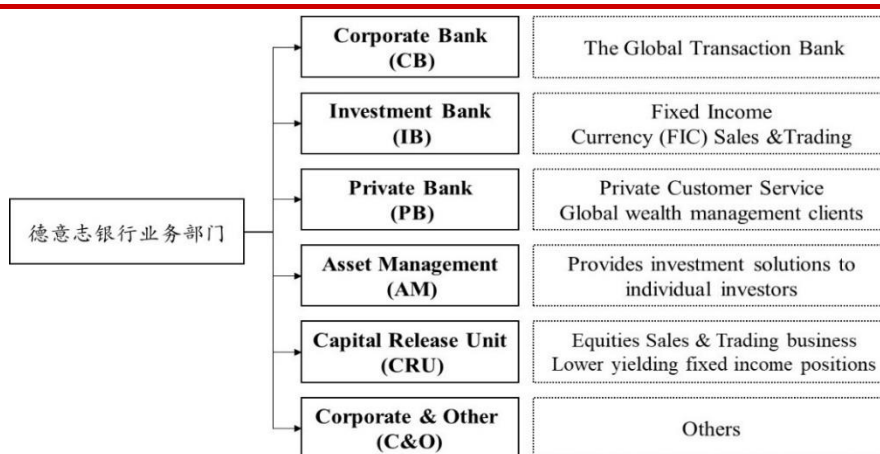
	Holder Name	Position	Filing Date	% Out	Institution Type	Country
1	贝莱德有限公司	134,003,885	2021/12/31	6.48	投资顾问	美国
2	资本集团公司CAPITAL GROUP COMPANIES INC	119,867,976	2021/12/31	5.8	投资顾问	美国
3	先锋集团Vanguard	68,885,915	2021/12/31	3.33	投资顾问	美国
4	哈德森执行资本HUDSON EXECUTIVE CAPITAL LP	67,389,676	2021/12/31	3.26	投资顾问	美国
5	派拉蒙服务控股公司PARAMOUNT SERVICES HOLDING	63,036,582	2020/4/10	3.05	控股公司	卡塔尔
6	至尊环球控股有限公司SUPREME UNIVERSAL HOLDINGS LTD	63,036,580	2019/6/28	3.05	控股公司	开曼群岛
7	瑞士银行	41,151,038	2019/6/12	1.99	投资顾问	瑞士
8	斯蒂芬·范伯格STEPHEN A FEINBERG	41,035,000	2022/1/10	1.99	对冲基金经理	美国
9	法国农业信贷银行集团	33,252,388	2022/2/21	1.61	银行	法国
10	德意志银行	31,522,875	2021/12/31	1.53	投资顾问	德国
11	巴克莱	28,652,557	2021/12/31	1.39	投资顾问	英国
12	高盛	27,821,891	2021/12/31	1.35	投资顾问	美国
13	LYXOR	16,417,390	2022/2/21	0.79	投资顾问	法国
14	美国银行	13,674,962	2021/12/31	0.66	银行	美国
15	日本政府养老金投资基金	12,469,822	2021/3/31	0.6	主权财富基金	日本
16	德国中央合作银行	11,613,268	2021/12/31	0.56	银行	德国
17	富达管理与研究有限责任公司	11,403,555	2022/2/18	0.55	投资顾问	美国
18	德国德卡银行清算所	10,632,273	2022/2/18	0.51	银行	德国
19	花旗集团	8,999,368	2021/12/31	0.44	银行	美国
20	道富集团	6,572,080	2022/2/21	0.32	投资顾问	美国

资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

转型过程中业务结构也发生较大变化。德银曾以商业和零售银行业务为重心，伴随投行业务的推进，投行收入和交易盈利在德意志银行净收入中的占比由 1992 年的 26.57% 跃升至 1996 年的 51.88%，2000 年进一步升至 75.87%。

目前德银有私行、投行、公司银行、资管、资本发行和其他公司业务六大业务板块：1) 私行和商业银行业务属于公司零售范畴，主要提供私行业务和全球客户财富管理业务，2021 年贡献了公司营收的 32.4%；2) 投行业务涉及范围较广，包括销售交易、债券和股权融资发行、咨询业务等，2021 年营收占比 37.9%；3) 公司银行业务是 2019 年从公司和投行业务板块拆分出来，涵盖了交易银行和权益类资产的销售交易，目前整体营收占比 20.3%，早期包括投行业务在内的对公业务占据公司营收的 60% 以上；4) 资管业务贡献了公司营收的 10.7%。

图 94 德意志银行业务部门

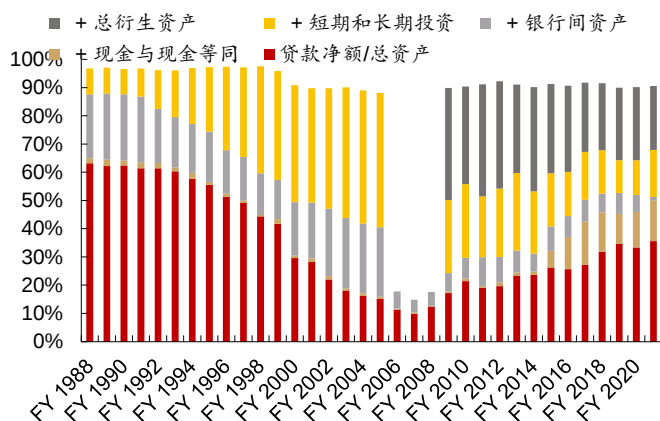


资料来源：公司公告、公司官网、华西证券研究所

延伸到财务结构层面，在投行业务的快速扩张下，德银信贷资产/总资产由 90 年代初 60% 以上的水平逐年下降，到 2008 年时已仅占 10%。同时长期和短期债券投资的规模急剧扩增，其中 2009 年时资产端衍生资产占比已经达到 40%。

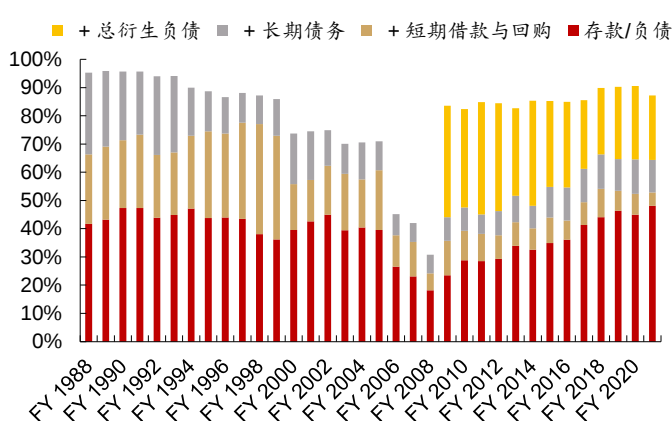
转型之下，德银的利息收入占比也不断下降，但同时手续费和交易费用收入大幅提升，手续费在营收中的占比达到 40%。

图 95 德银资产结构：转型过程中贷款占比大幅压缩



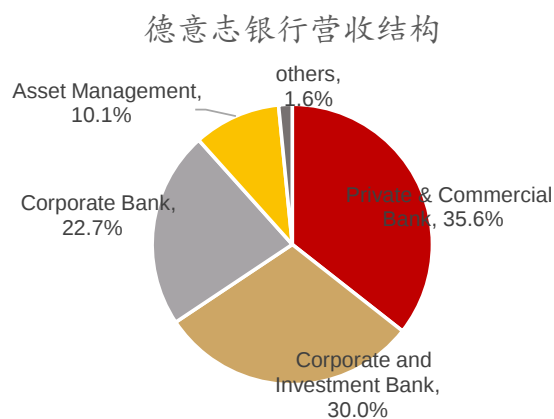
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 96 德银负债结构：危机后回归传统存贷业务



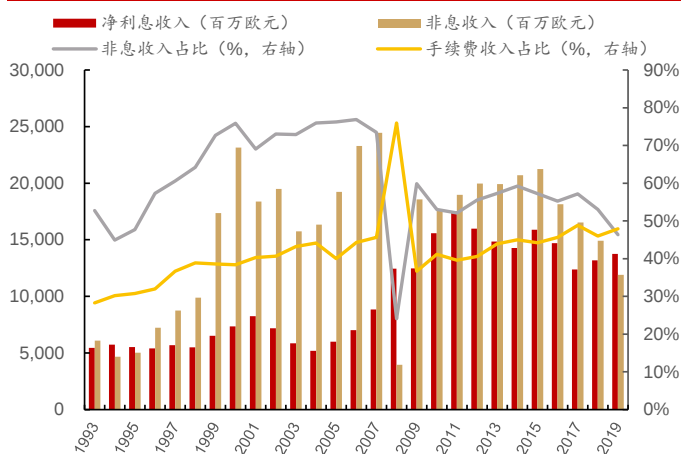
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 97 德银营收结构：私行和投行业务贡献超 60%



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 98 德银非息收入占比贡献度超 50%



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

全能化的模式给德银带来了收入来源的多元化和经营风险的分散，但同时也出现了过多涉足不熟悉的投资领域、内部风控机制弱化等一系列问题。2002 年的银行业危机中，德银也经历了短暂的缩表，并开始调整资源配置、回归银行核心业务，对非核心业务进行剥离，包括放弃或调整了一部分金融业务和实业投资。在 2002-2003 年合并了抵押贷款业务，并剥离了其保险、证券托管、消费金融、部分资管业务，以及部分持有的实业公司（如电信行业）股份。再到 2008 年金融危机后，进入长期的缩表阶段，不断收缩高风险高资本占用的投行业务，包括缩减日本股票市场的投资业务、撤销大宗商品交易平台、缩减固定收益和货币交易规模、裁撤大量海外分支机构等。截至 2019 年德银总资产规模 1.3 万亿欧元，仅为 2008 年高峰时期的 59%。

为摆脱危机，2019 年德银宣布实施大规模重组计划，包括大举裁员以削减成本、提升盈利能力。近两年来看，公司规模基本企稳，且业绩有所改善，2020 和 2021 年净利润均实现扭亏，但员工成本居高不下的压力导致公司仍在持续缩减员工规模。

4.2. 巴登-符腾堡州立银行&汉堡储蓄银行

相较私有制属性的综合金融集团德意志银行，公共银行范畴的州立银行和储蓄银行组织结构和业务结构都存在较大差异。

巴登-符腾堡州立银行（Landesbank Baden-Württemberg, LBBW）成立于 1999 年，是一家德国全能型州立银行，2020 年拥有 10449 名员工，是德国西南部最大的银行，总资产名列德国银行机构中第五名（见图 40，前四名均为商业银行）。

LBBW 作为公法机构，其股权结构相比德银明显更集中，包括巴登符腾堡储蓄银行协会（40.534%）、巴登-符腾堡州*（24.988%）、斯图加特州首府（18.932%）、Landesbeteiligungen Baden-Württemberg GmbH（15.546%）⁶，这也是州立银行区别于其他私人银行的最大特征。

⁶ 注：数据来源为 LBBW 官网，其中巴登-符腾堡州直接持有 LBBW 24.988% 的股份，并通过 Landesbeteiligungen Baden-Württemberg GmbH 间接持有 15.546% 的股份。

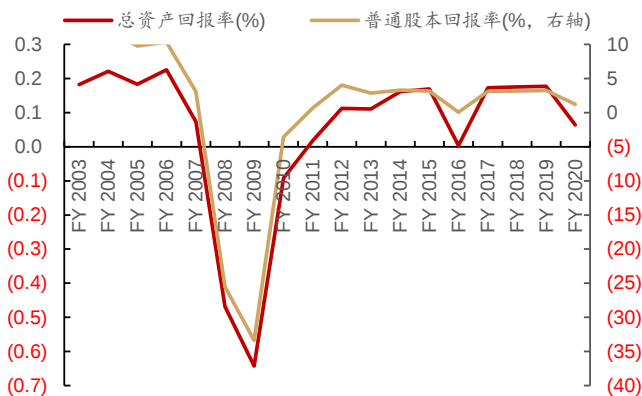
业务结构上，LBBW 以对公业务为主，2016 年营收的 57%来自公司银行业务；资产端贷款占比整体不高，2020 年仅 39%，但趋势上基本稳定，资产负债两端长短期投资、主动负债都占据较高的份额。

图 99 巴登-符腾堡州立银行股权结构

股东	持股比例
巴登符腾堡储蓄银行协会	40.53%
巴登-符腾堡州联邦	24.99%
斯图加特州首府	18.93%
Baden-Württemberg GmbH国有控股公司	15.55%

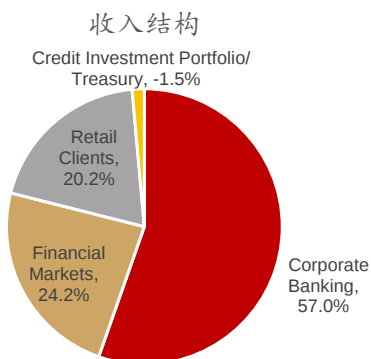
资料来源：公司官网、华西证券研究所

图 100 公司资产回报率水平较低



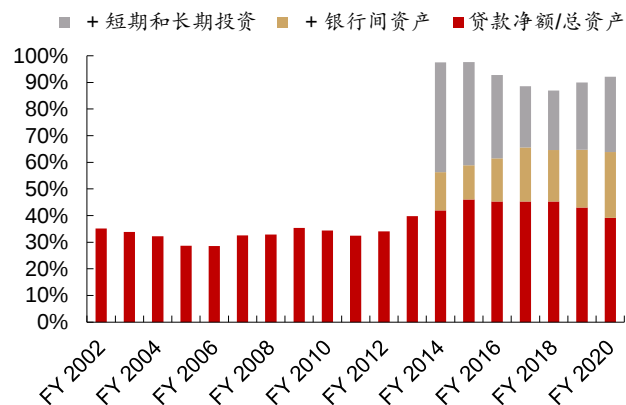
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 101 收入结构：57%来自公司银行业务（2016A）



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

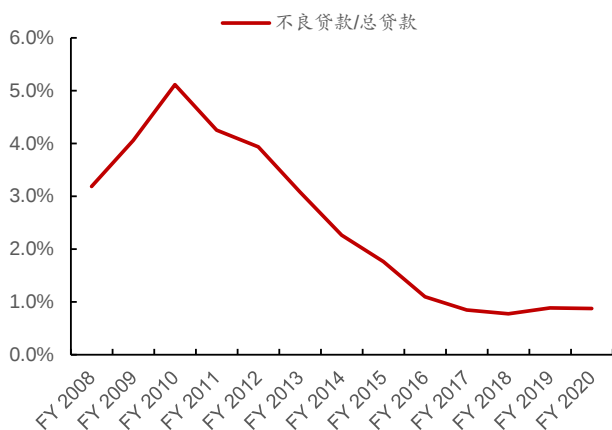
图 102 资产结构：贷款占比不高但相对稳定



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

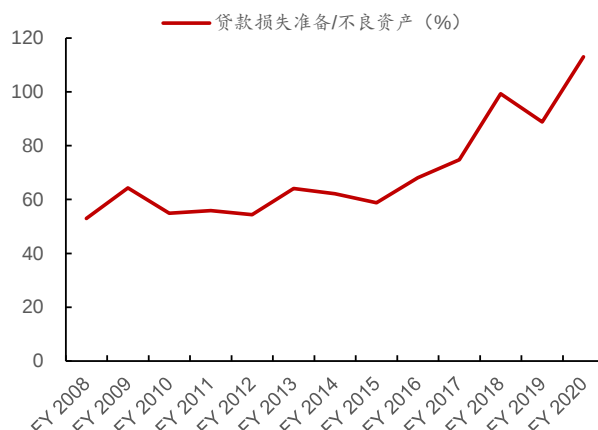
金融危机期间，巴登-符腾堡州立银行资产质量受到较大冲击，不良率大幅攀升至 5%以上，盈利能力严重受损，之后随着业绩的修复，不良率逐步降至 1%以内，拨备率也逐年提升至超过 100%。但受限于风险控制，资本资产比例提升下，公司在 ROA 回归危机前水平的同时，ROE 水平明显下台阶。而州立银行整体资产回报率较低，也符合前文我们测算的板块整体特征。

图 103 受金融危机影响不良率大幅攀升



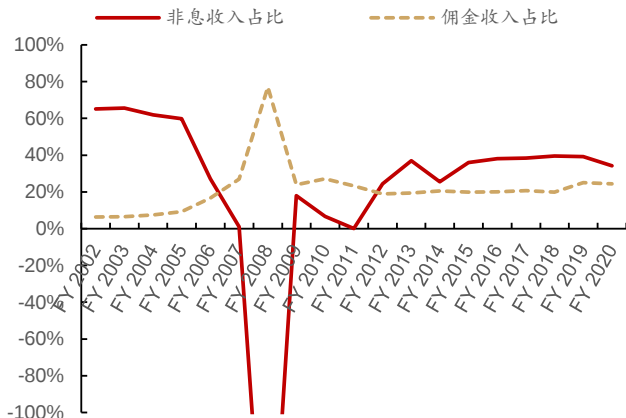
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 104 金融危机后拨覆率持续提升



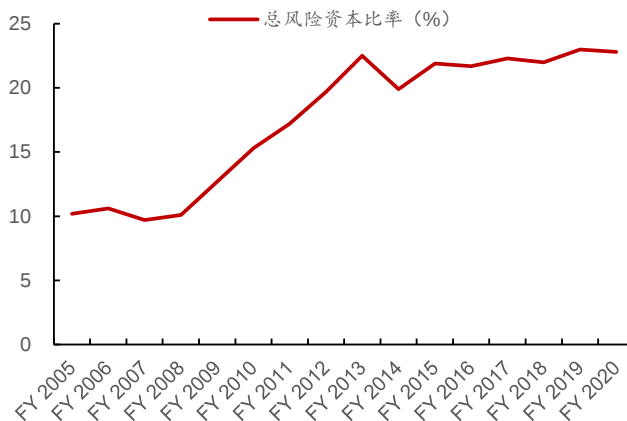
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 105 营收结构：金融危机后非佣金类非息收入占比大幅压降



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 106 风险资本比率大幅提升至超 20%



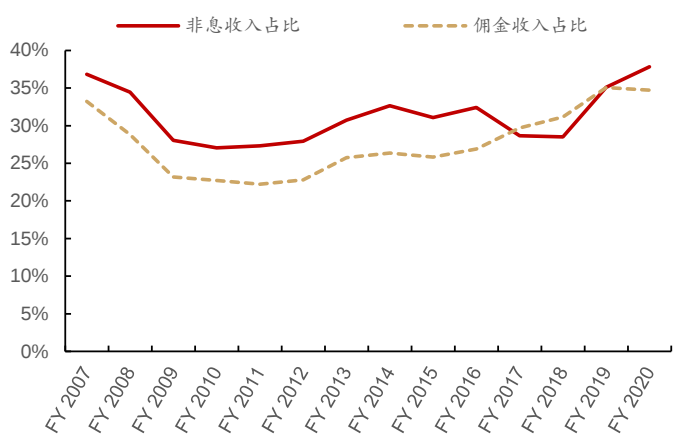
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

区域银行我们选取汉堡储蓄银行作对比。汉堡储蓄银行 2020 年总资产 550 亿欧元，在银行业内排名第 18 位，是规模最大的地方储蓄银行，接近排第二的科隆储蓄银行的两倍。

相较州立银行，汉堡储蓄银行业务结构更加传统和稳定。公司资产负债两端贷款和存款占比分别达到 70%、80%以上，较低限度参与交易类资产；同时营收中 35%左右的非息收入基本都来自于佣金业务。

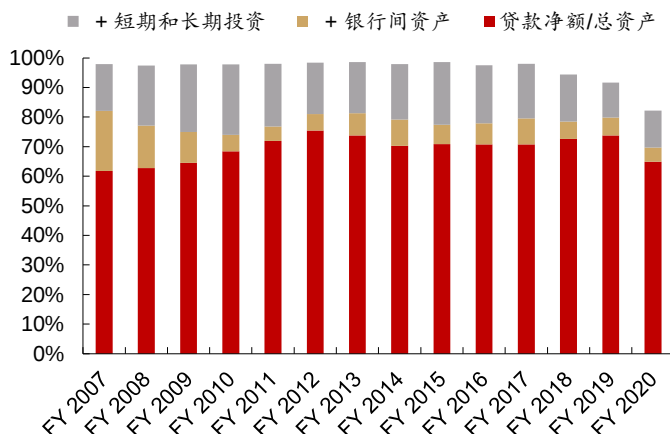
从员工效率来看，规模较小的汉堡储蓄银行单位员工的利润和销售额规模都较低，但公司稳健的运营风格下，盈利能力对比来看，总资产回报率更高也更稳定。

图 107 营收结构：佣金收入是主要非息收入来源



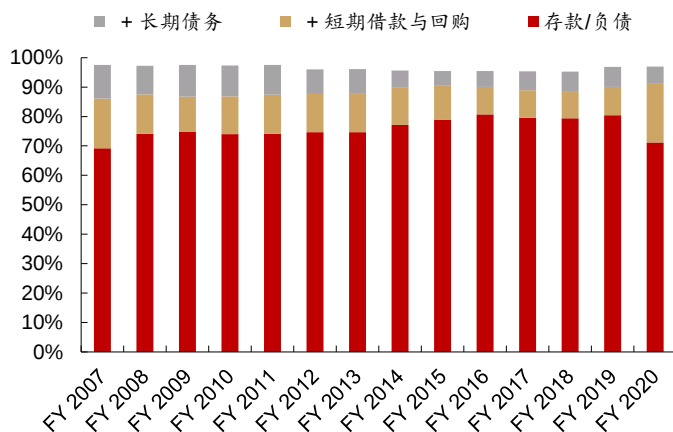
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 108 资产结构：7 成资产投向贷款



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 109 负债结构：存款贡献近 8 成负债



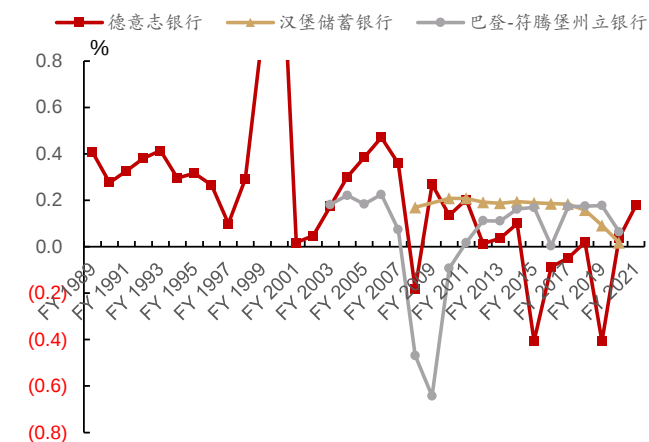
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 110 三大银行员工效率对比

2020A/人/亿欧元	德意志银行	巴登-符腾堡州立银行	汉堡储蓄银行
职工人数	84,659	10,449	3,837
每员工销售额	3,897	13,022	2,893
实际雇员人均净利润	58	165	23
实际雇员人均资产	156,541	264,570	143,749

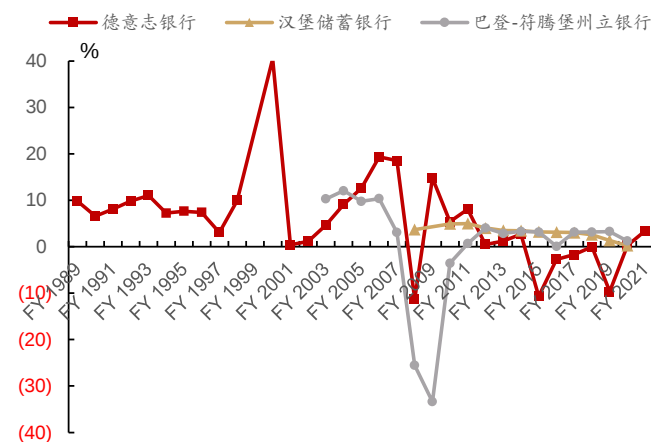
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 111 总资产回报率对比



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 112 普通股本回报率对比



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

5. 他山之石

5.1. 我国银行业的结构概况

对于我国而言，目前经济发展和工业化进程与德国有诸多相似性，也是银行主导的间接融资体系。从银行业结构来看，包括农商行、农信社、新型农村金融机构在内的中小银行数量上居多，在全部 4593 家银行业金融机构里占比过半，但从体量来看，大型国有银行是市场的主导，总资产份额虽然整体下行，但 2021 年末仍能达到 40%。

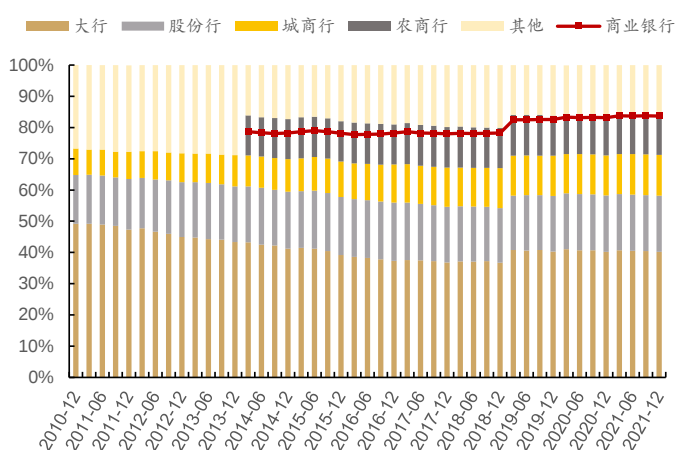
与德国银行业相比，由于现代化银行业发展时间较短，且银行属性和所有制等原因在分类上有较大差异，比如我国市场份额最高的是国有大行，业务全面但传统存贷为主，资产规模占比趋势下行；而德国大银行为私有制属性（归属于商业银行类别），且市场份额整体上行。

图 113 中国各类别银行业金融机构数量

(个)	2010A	2020A
政策性银行	3	3
大型商业银行	5	6
股份制商业银行	12	12
城市商业银行	147	133
农村商业银行	85	1,539
农村信用社	2,646	641
农村合作银行	223	27
民营银行	-	19
外资金融机构	40	41
新型农村金融机构	-	1,691
理财子公司	-	20
金融资产投资公司	-	5
银行业金融机构合计	3,769	4,593

资料来源：WIND、华西证券研究所；注：2018 年国有大型商业银行 6 家：由原来的工、建、农、中、交等五大行新增邮储银行，邮储银行从单独的一个分类邮储银行变为国有大行之一。

图 114 银行业法人机构总资产中大行占比四成



资料来源：WIND、华西证券研究所

从资本市场角度来看，我国截至今年上市银行共 42 家，总市值 9.7 万亿元，在股市的总市值占比 10.7%（截至 2022/3/7），同时 2020 年全年总资产、总营收、归母净利润分别占到全部 A 股的 66%、43%、10%。

相比之下，德意志交易所披露的 2021 年末德国本土上市公司仅 630 家，其中根据 Bloomberg 口径筛选出符合条件⁷的上市银行仅 6 家，除了德意志银行、德国商业银行两大巨头外，还有默库尔私人银行 Merkur Bank、直销银行 Umweltbank AG 等。体量来看，2021 年末法兰克福交易所内资股总市值在 2.2 万亿欧元的水平，5 家上市银行（剔除 1 家无数据）总市值 333.8 亿欧元，与法兰克福交易所相比占比仅 1.5% 左右，即便将口径问题纳入考量，这一比例也远低于我国。我们以德国证交所高级市场银行业表现指数(CXPB)为代表，与德国证交所德国股票价格指数(DAXK)市值相比，2021 年末占比也仅为 2%。

⁷ 注：1) 筛选所在地（德国）、交易所（德国），按 BICS 分组，得到全部银行业口径下的个股。2) BICS 分类变动下口径有差异，个别银行被归入金融服务行业，将行业范围扩大到银行+金融服务有 137 家上市公司。

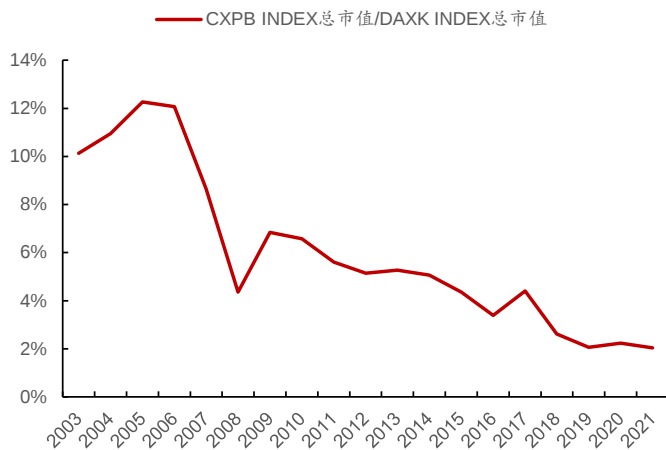
德国上市银行份额不高，但整体贡献较高的分红率，以“总计普通股现金股利/GAAP 普通股东可分配净收入”的值为代表的个股分红率虽然波动较大，但整体中枢在 40%以上水平。披露的银行业表现指数 CXPB 对应股息率处于 2%左右，相较于德国负利率的环境，能够提供较为稳定的回报率。

图 115 中国上市银行总市值占全部 A 股的比例为 10.7% (截至 2022/3/7)



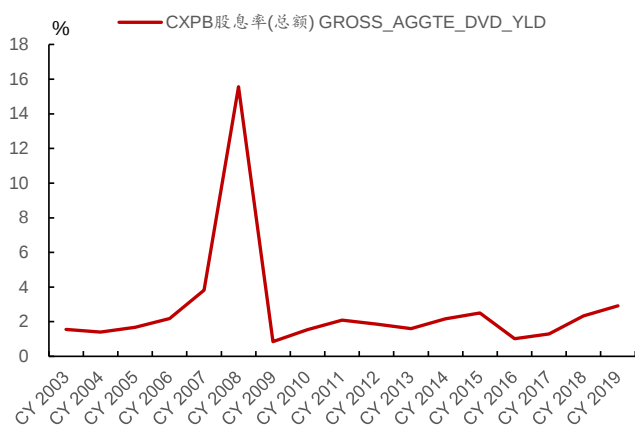
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 116 德国银行业表现指数总市值占 DAX 指数总市值的比例 2021 年为 2%



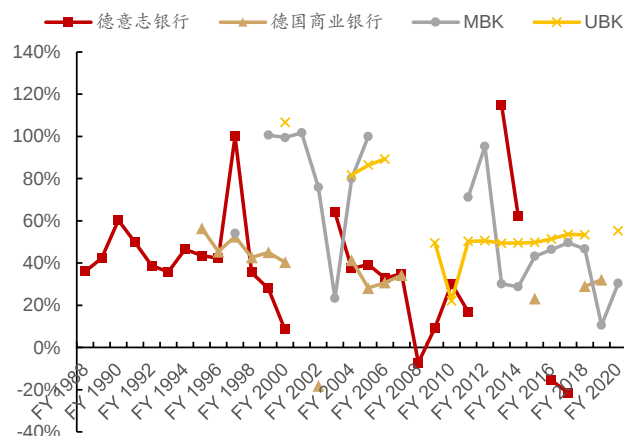
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 117 德国银行业表现指数对应股息率处于 2%左右



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 118 德国上市银行分红率中枢在 40%左右



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所；注：为总计普通股现金股利/GAAP 普通股东可分配净收入的值，并剔除 200%以上极值

5.2. 他山之石：德国银行业发展的启示

综上对德国银行业各方面的分析，我们认为对我国银行业发展的启发具体在于以下几个方面：

■ 第一，多层次、广覆盖的银行体系有助于支持基层区域经济的发展

德国的三支柱银行体系体现了金融服务的多层次和广覆盖的特征，既包含利润最大化导向的私人所有的商业银行，也包括低利润导向度的公共银行，还有互助性的合作制组织合作银行，在战略定位和业务模式上形成差异化，能够更大程度的服务各类别客户。其中，储蓄银行和合作银行通过“本地存款服务于本地经济”的宗旨，成为小企业信贷投放的中坚力量，有助于改善德国各地中小企业面临的经济环境压力、促进当地经济的发展。在三支柱以外，德国还保有一定数量的专业银行，对特定政策导向的领域金融需求形成补充。

但也要关注存在的差异，德国有着扎实的制造业基础、企业盈利强，地方储蓄银行和合作银行在获取较高净息差的同时，资产质量并未因其客群结构承担更高信用风险和成本压力，相反在金融危机期间表现出了较强的稳定性。

■ 第二，差异化的经营目标下形成的紧密银企关系，有助于降低周期带来的波动性低

德国金融市场也有起落，但大量的地方银行坚守传统存贷业务，低限度的参与资本市场，通过拉长贷款期限，建立起与企业之间更加稳定、紧密和长期的合作关系。管家银行模式也为银行获取企业软信息提供了便利，有助于解决银企信息的不对称问题，叠加非利润最大化的目标，引导了公有银行的逆周期特性，即在金融危机期间，储蓄银行也能做到逆周期放贷，以及合作银行受益于对客户的深入了解，形成了更低的顺周期特性。

因此，金融管制下的金融体系有助于熨平经济波动（或不加剧波动），虽然缺乏一定的市场化、损害了内部竞争，但也带来稳健性。

需要注意的是，公有制银行的风险不一定很低，比如联邦政府背书的州立银行把资金大量投资于美国 MBS，偏离其保守型职权范围，也造成了高额的风险敞口。

■ 第三，发展借鉴：创新驱动是发展的首位

虽然一方面德国银行业差异化的股权结构、多层次的银行体系、以及服务导向的特征，对经济发展发挥了更大价值的服务和支持作用；但另一方面从行业自身发展来看，即便德国银行业较早实现了利率市场化以及综合化经营，但因受制于 90 年代以来德国自身经济发展疲弱和外部环境影响，银行业发展仍被动放缓、盈利下行。

未来我国也将面临经济增速降档以及低利率的环境，但监管较早的推进了降杠杆、经济转型升级等一系列改革方向和措施。相应的我们的融资体系、特别是银行业自身也要因地制宜贴近实体、主动改革创新，提升非息业务的盈利能力，来对冲生息业务的周期下滑，稳定整体盈利能力。

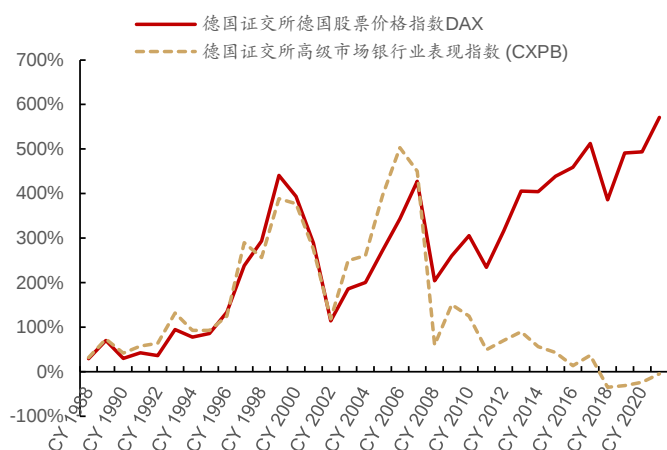
6. 投资建议

从估值角度来看，以德国证交所高级市场银行业表现指数（CXPB）为代表的德国银行业整体 PB 水平在 2008 年次贷危机前高于 1.2x，受金融危机冲击影响估值受挫，近年来震荡下行至 0.4x 左右。其中德意志银行次贷危机前 PB 波动较大，但总体处于 1.5x-2x 水平。而次贷危机后各上市银行中，直销银行 Umweltbank AG (UBK) 表现突出，近五年 PB 水平平均能达到 1.5x。

回归国内，从中长期来看，我国新经济发展的驱动更多来自先进制造以及新消费等行业，这些行业融资需求相对多元化，全能银行可以更有效的满足其需求；而传统行业更多发挥经济稳定器的作用，需要管家银行等较为温和的服务性银行。我们认为，未来我国商业银行需要在体制架构和监管层次上有更加多层的改革，避免过度的同质竞争，同时也更好的服务实体。在这个过程中，一些战略前瞻的银行已经提前布局，或通过自身业务布局间接实现集团内混业的一站式服务，或通过表外实现业务的部分协同，或在特定市场和客群领域深耕、打造自身竞争力等。我国经济还保持中高速增长，作为融资的主体，银行业必然也孕育着较大的发展机会，但改革创新永远是前进的动力。

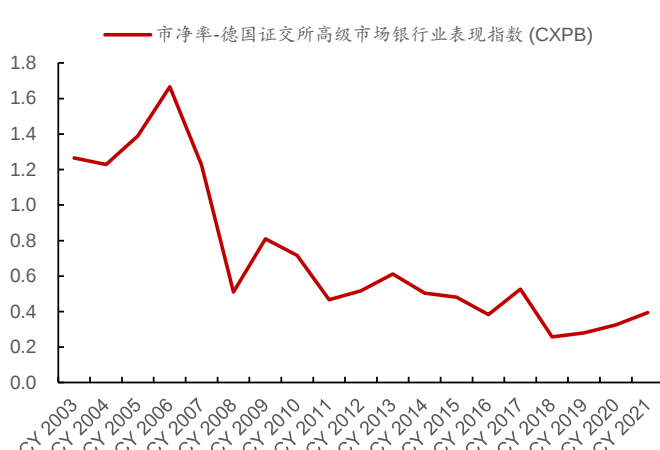
目前行业估值仍处低位，同时宏观经济也在修复之中，经济预期提升下行业的基本面预期也更加稳固。我们维持行业的“推荐”评级。个股上，仍然看好战略前瞻、基本面具备优势，以及区域优势突出的个股：招商、宁波、兴业、成都、平安、杭州、常熟银行等。

图 119 次贷危机前德国银行业指数与大盘走势趋同



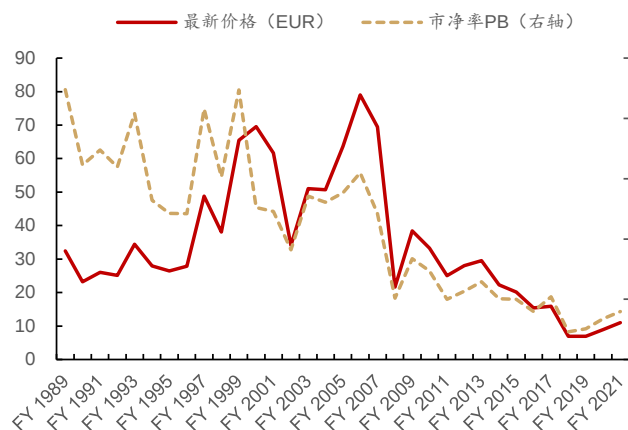
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 120 次贷危机前银行业指数估值高于 1.2xPB



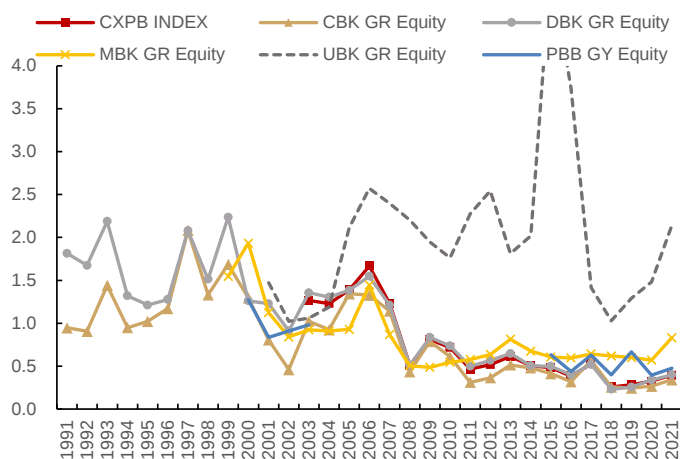
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 121 德意志银行次贷危机前 PB 在 1.5-2 倍水平



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 122 除直销银行 Umweltbank AG (UBK) 外其他银行 PB 水平均降至低位



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

7. 风险提示

1) **宏观经济下行超预期，信用风险集中暴露。**宏观经济目前处于疫后修复阶段，若疫情控制不及预期导致宏观经济出现超预期下滑，加剧银行资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收，从而影响行业利润增速。

2) **金融监管政策落地不及预期。**金融改革政策先行，若监管部门对金融自由化的态度或金融细分领域监管趋严，相关改革开放政策出台进程不及预期，将对银行业务创新推进造成不利影响。

3) **行业竞争加剧风险。**财富管理业务考验银行综合经营能力，加剧行业竞争，经济下滑、监管趋严和资金趋紧等外部不利因素的催化下，经营效率低、盈利能力差的银行或面临出清风险。

4) **个股经营风险等。**

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。