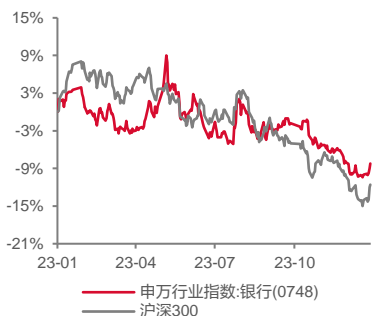


2024年01月03日

标配

证券分析师

 王鸿行 S0630522050001
 whxing@longone.com.cn


相关研究

- 1.存款降息更广泛、更及时，效果更明显——银行业简评
- 2.存量影响递减，边际改善可期——银行业年度策略
- 3.存款结构分化映射宏观变迁——存款形势研究（二）

板块表现与宏观再现一致性

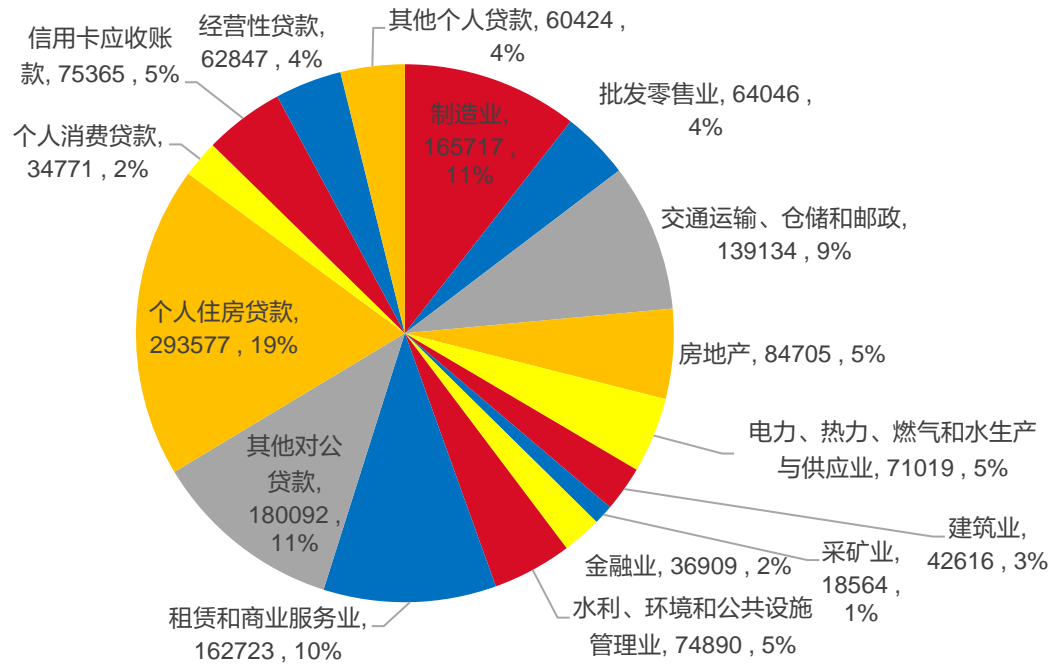
——银行业简评

投资要点:

宏观环境是板块行情的重要变量。众多宏观指标中，制造业PMI对跟踪行情具有较强参考意义。本报告梳理了板块表现与宏观的一致性，并结合最新形势阐述板块投资观点。

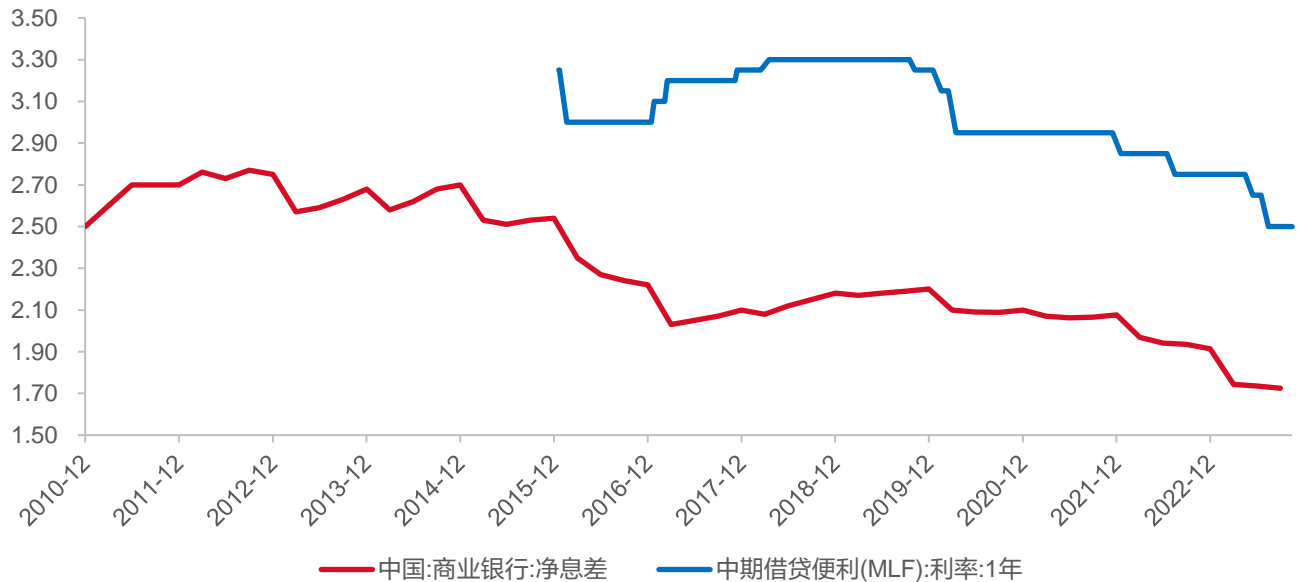
- **银行经营与宏观经济联系紧密，市场表现具有明显周期性。**银行贷款分布与经济结构匹配度较高，个人住房、制造业、交运、基建、公用事业领域贷款占比较高（图1所示）。经济下行期，企业盈利与居民收入承压，信用风险上升，银行资产质量承压。此外，经济下行期，信贷需求变弱，货币政策宽松，资产收益率下降挤压银行息差（图2所示）。经济上行期，资产质量和息差则会改善。以上关系使得板块市场表现具有明显周期性，在宏观向好时表现较好，如2017年与2020年，而宏观承压时表现较弱，如2018年与2022年。
- **制造业PMI对板块行情具有较强的参考意义。**制造业产值占我国GDP比重较高，与投资消费出口联动性较强。尽管不同时期宏观强弱的具体表现不尽相同，但这些表现通常与制造业具有较强的联动性。因此，制造业PMI能够较好衡量银行经营环境。时效性而言，PMI具有前瞻性，与二级市场的节奏更匹配。数据显示，银行指数与制造业PMI具有较好的相关性（图3所示）：当PMI从收缩区间走向扩张区间时，银行指数较强，当PMI从扩张区间走向收缩区间时，银行指数较弱。我们曾多次建议结合PMI等宏观指标把握行情节奏。
- **宏观压力下，银行板块触底期明显拉长。**2021年下半年以来，房地产景气度明显下行，多因素交织下宏观压力逐步加大，制造业PMI扩张期明显短于收缩期。这一背景下，银行对公房地产资产质量明显承压，净息差不断收窄。在此期间，银行指数经历漫长下行期，估值水平不断下修（图4所示），最低降至0.49XPB（2022年11月上旬）。2023年，受制于宏观下行压力及重点领域风险上升压力，银行指数估值依然维持低位。
- **2023年Q4银行市场表现再次随宏观走弱。**Q4是2023年内板块表现较差的时期，地产风险担忧上升、存量住房贷款利率调整、化债让利等利空因素交织之下，银行指数于10月、11月、12月银行指数分别下跌3.86%、2.28%与0.53%。同期，制造业PMI连续三月下降，至12月，制造业PMI录得49.50，银行指数与PMI表现再现较强相关性。
- **下修放缓，估值底部趋于稳健。**2023年尽管形势不利，但国有行及大部分低估值中小银行估值趋于稳健，估值持续下修的主要是标杆中小行。当前标杆中小银行的估值也已经处于历史低位（图5、图6所示），截至1月2日，招商银行与宁波银行估值分别为0.78XPB与0.76XPB。鉴于此，认为当前银行估值水平对悲观情绪的反应更加充分。
- **投资建议：**前期存款降息范围和节奏强于预期，有望较大程度缓解息差压力并进一步降低实体融资成本。12月政策性银行PLS规模净增3500亿元体现货币与财政政策进一步发力。以上积极政策利于宏观修复。站在底部区间，当下配置可以积极一些。建议关注优质中小银行，招商银行、宁波银行、常熟银行、苏州银行、江苏银行。
- **风险提示：**重点领域风险明显上升；宏观经济明显放缓。

图1 上市银行贷款行业分布 单位: 亿元, %



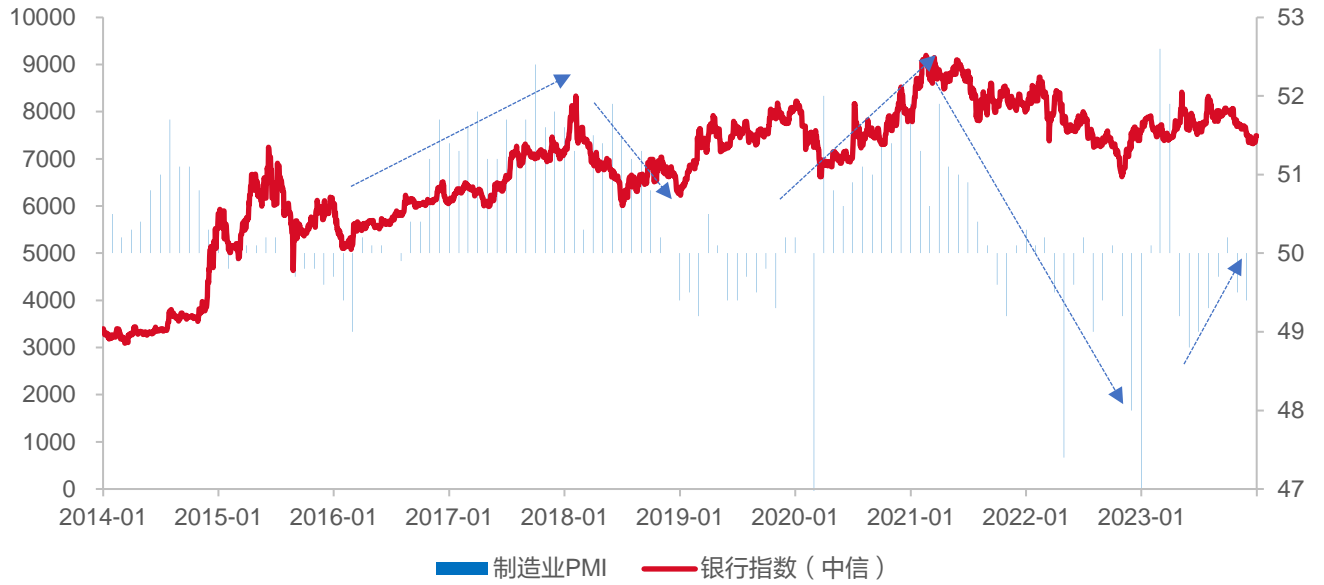
资料来源: 各上市银行 2023 半年度报告, iFinD, 东海证券研究所

图2 商业银行净息差与 MLF 利率 单位: %



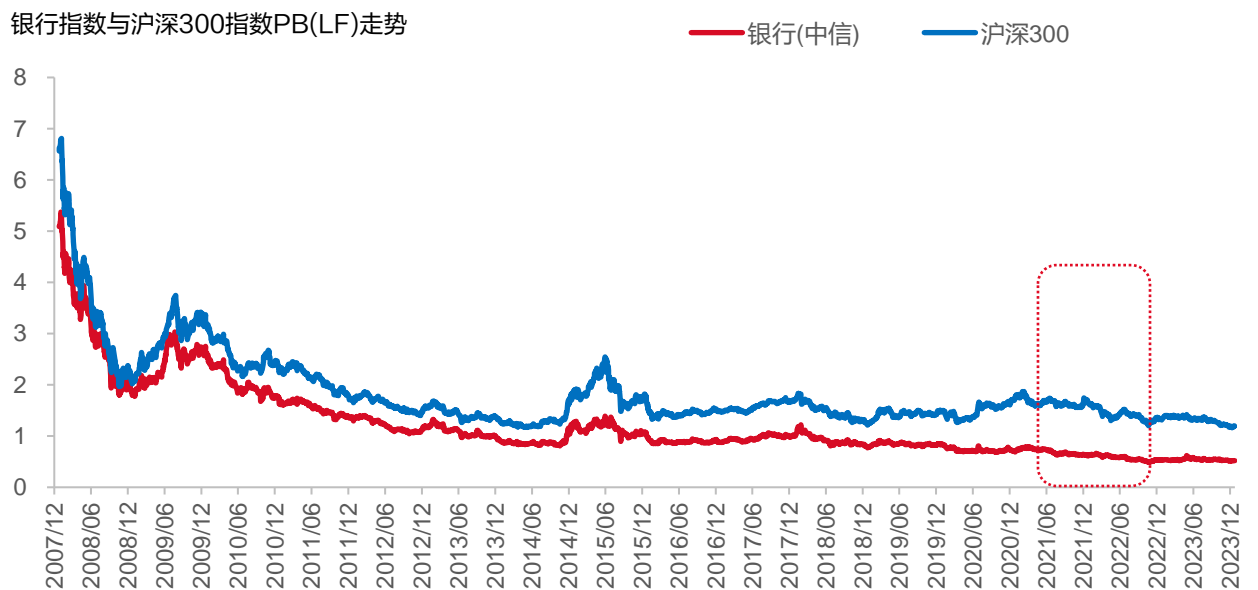
资料来源: 人民银行, 国家金融监督管理总局, iFinD, 东海证券研究所

图3 银行指数走势与制造业 PMI 相关性较为明显



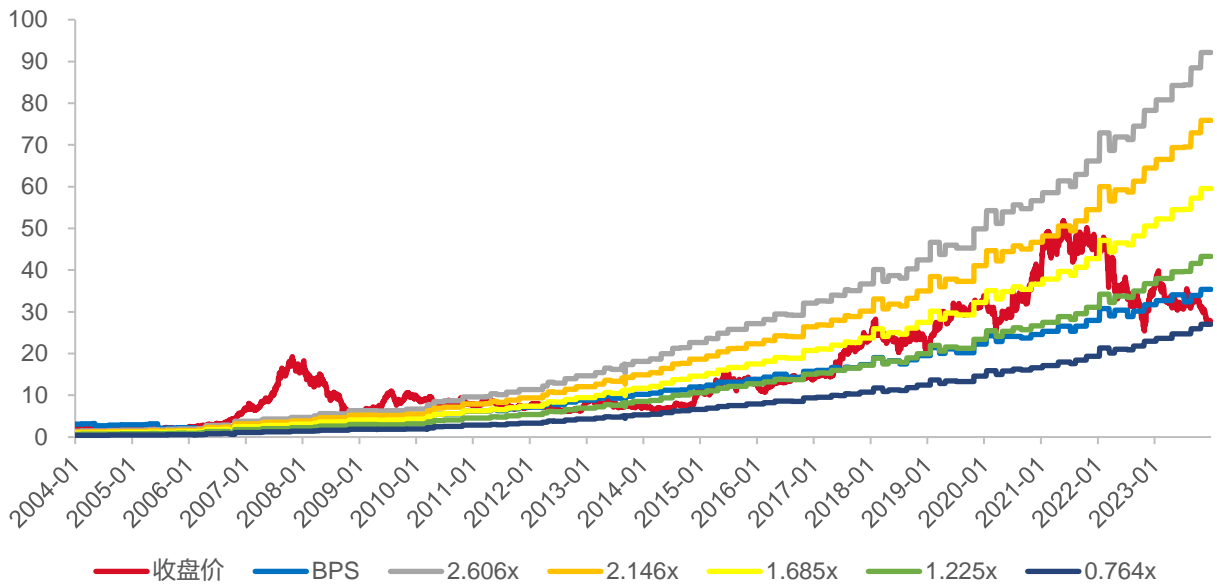
资料来源：国家统计局，Wind，东海证券研究所

图4 2021年下半年至2022年11月，银行指数相对估值不断下修



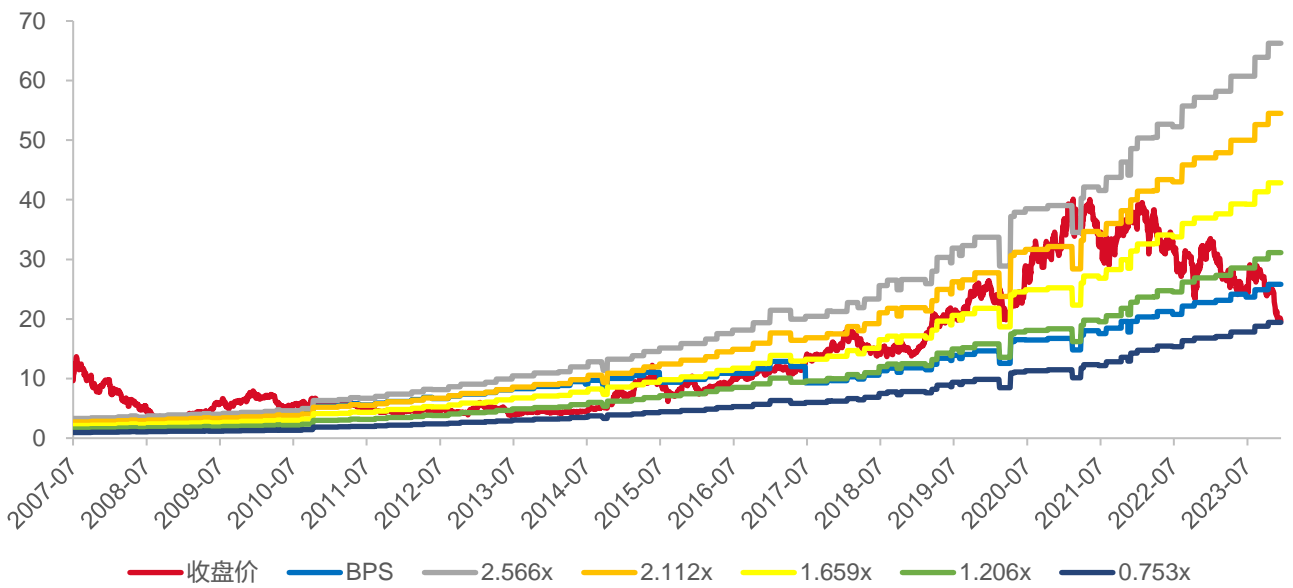
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图5 招商银行 PB Band 单位: 元



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 宁波银行 PB Band 单位: 元



资料来源: Wind, 东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089