

银行业点评

如何看待当前银行股行情？

◆ 行业研究 · 行业快评

证券分析师： 田维韦 021-60875161
证券分析师： 王剑 021-60875165
证券分析师： 陈俊良 021-60933163
联系人： 刘睿玲 021-60375484

◆ 银行

tianweiwei@guosen.com.cn
wangjian@guosen.com.cn
chenjunliang@guosen.com.cn
liuruilin@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980520030002
执证编码：S0980518070002
执证编码：S0980519010001

核心观点：

2023年“中特估”行情下，大行迎来一波上涨，2024年行情加速，且向高股息的中小银行扩散。近两年红利风格一枝独秀，我们判断核心是稳增长政策不及预期，实体部门投资和消费意愿复苏缓慢，经济复苏低于预期，市场风险偏好不断下降，增量资金主要来自于保险和沪深300ETF等低风险偏好机构。对于银行而言，近两年大行业绩持续下行，但估值早已反映了极度悲观预期，2022年11月大行PB估值降至约0.45x的极低位置。伴随房地产维稳政策频发，以及地方政府化债的有序推进，银行信用风险预期有所改善。因此在红利策略占优的投资风格下，“低估值+高分红+业绩波动较小”的大行受到低风险偏好资金的青睐。

目前，全球局势依然面临较大不确定性，建议继续持有国有大行。当前对于9月美联储降息分歧已经很小，但对于美国经济是软着陆还是硬着陆以及降息幅度的分歧依然很大，尤其是11月的美国大选也可能会干扰美联储行动。所以当前人民币贬值压力虽有一定缓解，但面临如此不确定性的全球环境，人民币贬值压力并没有完全解除，所以短期依然会对我国货币政策形成掣肘。因此，预计在全球局势明朗之前，经济复苏缓慢，资金风险偏好较低等主导红利行情的因素不会发生实质上的扭转，业绩波动较低且高分红的个股依然是资金配置的重要方向，我们建议继续持有国有大行。并且中长期维度来看，无风险利率中枢仍有下行空间，经济增速放缓后高股息且业绩波动较小的大行也具备不错的配置价值。但短期我们不再继续推荐高股息属性的中小银行，近期中国人寿清仓式减持杭州银行可能会对中小行抱团资金形成一定心理冲击。相较于大行，中小银行负债成本较高，业绩稳定性明显不及大行，中小行配置资金交易属性更强。

2024年银行股为什么表现最好？

◆ 大行领涨，且2024年向高股息属性中小银行扩散

2023年初以来大行持续走强，2024年行情加速，且行情向具有高股息属性的中小银行扩散。2023年初至今（截至2024/8/21）交通银行、农业银行、中国银行和工商银行累计涨幅分别为88.4%、87.9%、74.8%和62.8%。2024年高股息策略扩散至中小银行，比如，中信银行、南京银行、成都银行、渝农商行和沪农商行2024年初至今累计涨幅分别为31.8%、45.0%、39.1%、34.8%和28.4%。

图1: 2023 年以来大行持续上涨, 2024 年行情加速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: (1) 五大行指除邮储银行外的上市五大行, 下同。(2) 数据截至 2024/8/21, 下同。

图2: 2024 年高股息策略向中小行扩散



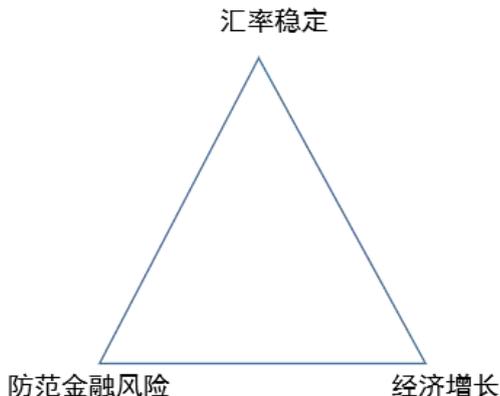
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

◆ 谁在买高股息银行? 为什么买?

经济复苏低于预期, 市场风险偏好下降, 红利策略占优。2023 年在“中特估”引领下, 投资者关注到央国企业的价值重估。并且由于疫情全面放开后经济复苏不及预期, 市场风险偏好大幅下降, 高股息个股投资价值进一步凸显。因此, 近两年来红利风格一枝独秀, A 股、港股红利资产均获得明显超额收益。

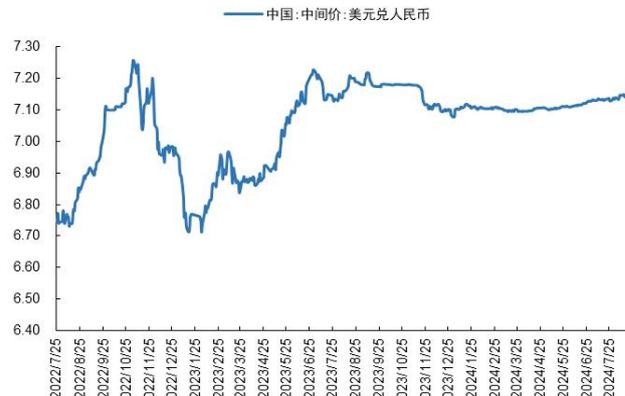
2023 年下半年以来我国货币政策核心目标或是“稳汇率+防范金融风险”, 稳增长政策不及预期, 居民和企业投资和消费意愿复苏缓慢。货币政策的核心约束在于多目标制, 近年来核心是平衡“汇率稳定+防范金融风险+充分就业(经济增长)”三大目标。现实中三大目标已形成货币政策不可能三角。我国房地产处于下行周期中, 内需不足, 亟需逆周期政策加码提振市场信心。但美国经济增长强劲, 货币政策处于加息周期中, 因此人民币贬值压力非常的大, 对我国宽松货币政策形成了明显掣肘。同时, 近两年我国银行业净息差大幅下降至低位, 盈利能力下降, 保息差、防风险的重要性不断提升, 也对宽松货币政策形成一定制约。在外部稳汇率和内部稳息差、防风险的双重约束下, 自 2023 年 8 月以来, 价格型货币政策“按兵不动”。直到此次 7 月降息前, 仅 5 年期 LPR 在 2024 年 2 月下降了 25bps。

图3: 央行货币政策目标的不可能三角



资料来源: 人民银行, 国信证券经济研究所整理

图4: 2023 年下半年以来人民币贬值压力非常大



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

从市场增量资金来看, 主要来自于保险资金和沪深 300ETF 等低风险偏好资金的扩张。由于无风险利率不断下行, 且居民风险偏好下降, 2023 年以来保费收入实现了不错增长, 成为资本市场增量资金主要来源,

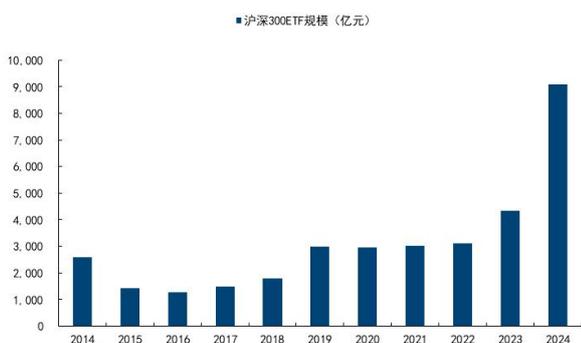
大行由于稳定的高分红，长期受到保险资金的青睐。另外，年初由于流动性风险等因素，资本市场大幅回落，为了维稳市场，缓解流动性危机，中央汇金加大了ETF的增持力度，我们预计沪深300ETF是其重要增持品种。当前沪深300ETF规模达到了9087亿元，较年初新增4742亿元。沪深300行业权重来看，银行占13.2%，排名第一。

图5: 2023年以来保费收入实现了较好增长



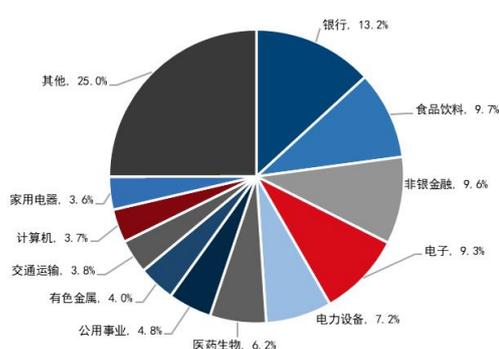
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 沪深300ETF规模大幅提升



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: 数据截至 2024/8/21

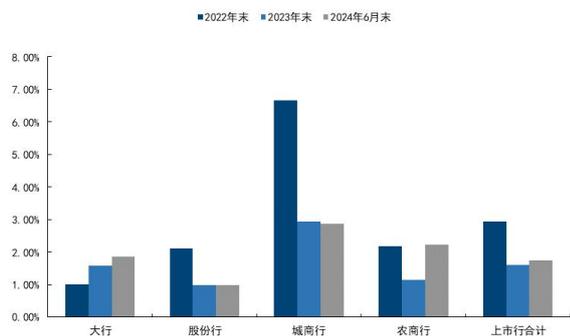
图7: 沪深300成分权重



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

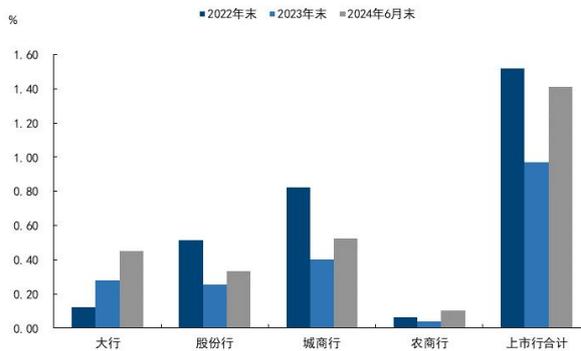
从主动型公募基金（普通股票型基金和混合型基金，但剔除偏债混合型基金）重仓股来看，2023年和2024年上半年重仓银行股市值占银行板块总市值较2022年有所回落，主要是主动公募基金减仓了招商银行、邮储银行、宁波银行、常熟银行等前期高成长股票，公募基金重仓的大行市值占大行合计总市值比例是提升的。从主动型公募基金重仓银行股市值占基金股票投资市值比例来看，大行2023年以来持续提升，中小银行2023年比例虽有所回落，但2024年比例也有所提升，符合2024年高股息策略向中小银行扩散的现象。主动型公募基金2022-2023年重仓大行的比例有所提升，2024年重仓中小银行比例也有所提升，但整体来看，主动型公募基金重仓银行股的比例非常的低，占基金股票投资市值比例不足2%，不是此轮银行行情的主要驱动资金。

图8: 主动公募基金重仓银行股市值占银行板块总市值比例



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图9: 主动公募基金重仓银行股市值占基金股票投资市值比例



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

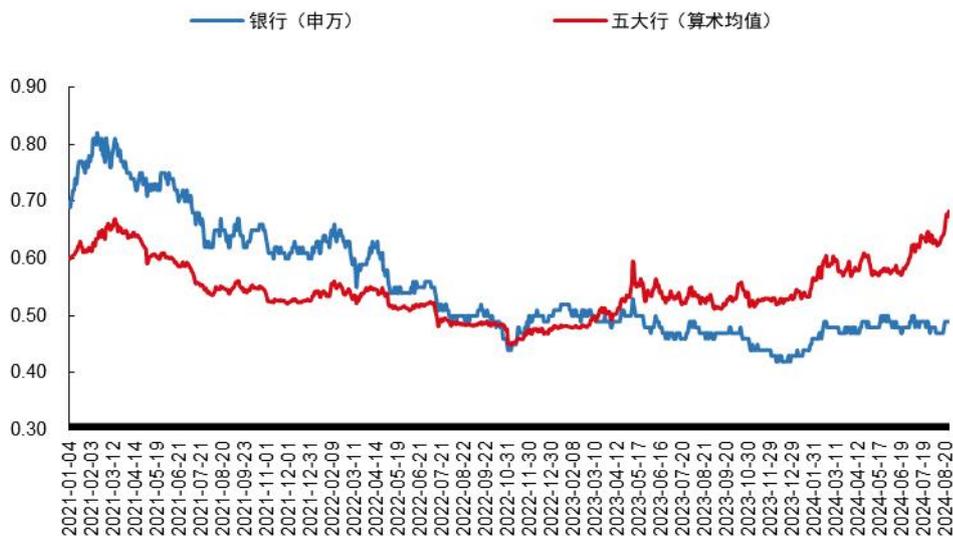
表1: 普通股票型基金和混合型基金(剔除偏债混合型基金)重仓银行股占流通股比例

单位: %	2022 年末	2023 年末	2024 年 6 月末	2022 年末	2023 年末	2024 年 6 月末	
邮储银行	3.21	0.36	0.33	宁波银行	8.44	2.79	2.66
农业银行	0.05	0.18	0.28	苏州银行	1.10	1.96	2.17
工商银行	0.19	0.22	0.28	长沙银行	0.38	1.90	2.08
交通银行	0.09	0.34	0.26	江苏银行	3.28	2.70	1.49
中国银行	0.02	0.07	0.07	齐鲁银行	-	-	0.76
招商银行	1.91	1.29	1.28	南京银行	2.37	0.26	0.37
浙商银行	0.00	0.14	0.14	重庆银行	-	0.04	0.24
兴业银行	0.72	0.14	0.13	北京银行	0.07	0.03	0.13
平安银行	1.44	0.24	0.05	上海银行	0.10	0.01	0.09
光大银行	0.23	0.06	0.04	厦门银行	0.01	-	0.02
浦发银行	0.00	0.00	0.02	青岛银行	-	-	0.02
中信银行	0.02	0.03	0.02	常熟银行	9.93	6.00	6.94
华夏银行	0.001	-	0.01	渝农商行	-	0.10	1.99
民生银行	-	0.03	0.01	沪农商行	0.05	0.50	1.46
成都银行	9.62	8.33	8.31	苏农银行	7.01	0.85	0.90
杭州银行	6.90	3.20	3.96	瑞丰银行	-	0.22	0.11
				江阴银行	0.19	0.02	0.04
				张家港行	0.06	-	0.02
				无锡银行	-	-	0.02

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

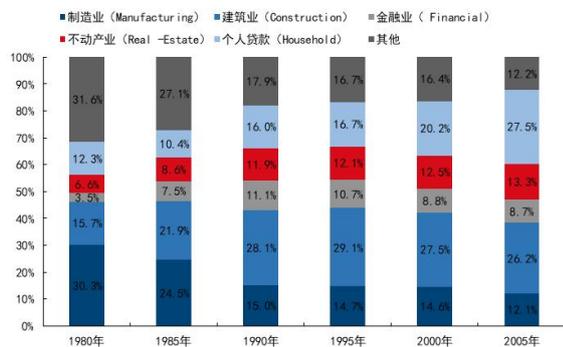
近两年大行业绩持续下行, 但市场早已反映了极度悲观预期。伴随房地产维稳政策频发, 以及地方政府化债的有序推进, 市场对当前阶段银行信用风险预期也有所改善。2022 年 11 月五大行 PB 均值降至 0.45x, 我们认为已经反映了极度的悲观预期。因为从海外经验来看, 日本房地产泡沫破灭后, 经济长期陷入低利率低增长的滞胀环境, 日本银行业在经历一轮不良暴露出清之后, ROE 中枢维持在 5%左右, PB 估值中枢差不多在 0.4~0.5x。从股息的角度来说, ROE 为 5%, 分红率如果 40%, PB 值 0.4~0.5x 对应的股息率为 4.0%~5.0%。因此我们认为我国五大行 PB 值回落到约 0.45x 时其实已经反映了未来 ROE 会回落到约 5%的极度悲观预期。但现实中, 日本主银行制度下, 1980 年至 1995 年日本银行业信贷投向建筑业、房地产业和金融业 (Construction, Financial, and Real-Estate) 的比例不断提升, 1995 年三行业信贷合计比例已经达到 51.4%。房地产泡沫破灭后, 日本银行投向房地产业的贷款比例不降反升。相较于日本, 我国银行信贷投向房地产和建筑业比例并不高, 且近年来该比例不断下降, 因此我国银行在房地产领域的风险预计明显小于日本银行业 1990 年代面临的风险。更重要的是, 我国经济高质量发展转型成效明显, 经济韧性较强, 经济前景明显好于日本。

图10: 2022年11月五大行PB估值降至0.45x的低位



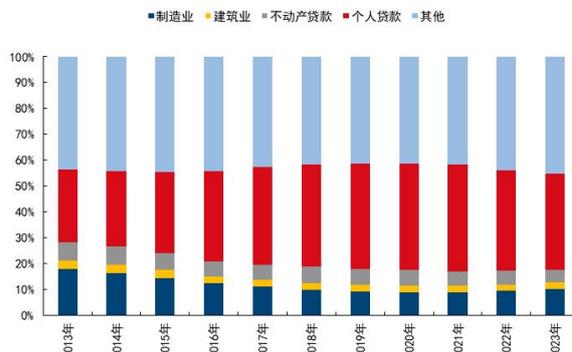
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图11: 日本银行业贷款结构



资料来源:《Lessons from Japan's Banking Crisis, 1991 - 2005》, ADBI Working Paper Series, 国信证券经济研究所整理

图12: 我国上市样本行贷款结构



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: 中国和日本行业分类或存在差别。

银行股行情能否延续?

全球局势依然面临较大不确定性, 建议继续持有国有大行。上文分析我们指出过去两年红利策略一枝独秀, 主要是经济复苏低于预期, 市场风险偏好下降, 增量资金主要来自于保险和沪深 300ETF 等低风险偏好机构。展望 2024 年四季度, 我们判断美国大选尘埃落地之前, 全球环境依然面临较大的不确定性, 低风险偏好策略大概率继续占优。过去两年我国出口实现了较好增长, 但当前美国经济下行压力凸显, 预计会对全球经济带来比较大的扰动, 出口增长态势难以维继, 并且如果特朗普赢得大选, 出口会面临非常大的下行压力。因此内需对未来经济增长至关重要, 但内需复苏缓慢, 居民可支配收入增速仍没有恢复到疫情前水平, 居民储蓄定期化趋势也没有得到缓解, 因此需要强有力的政策刺激提振居民信心, 但我们判断短期货币政策依然受到人民币贬值压力等因素掣肘。9 月美联储大概率降息, 但美国经济是软着陆还是硬着陆、降息幅度都难以确定, 尤其是 11 月美国大选也会在一定程度上干扰美联储行动, 对美国经济影响也有不

确定性。因此，即使当前人民币贬值压力有一定程度的缓解，但面临如此不确定性的全球环境，人民币贬值压力并没有完全解除，所以短期依然会对我国货币政策形成掣肘。

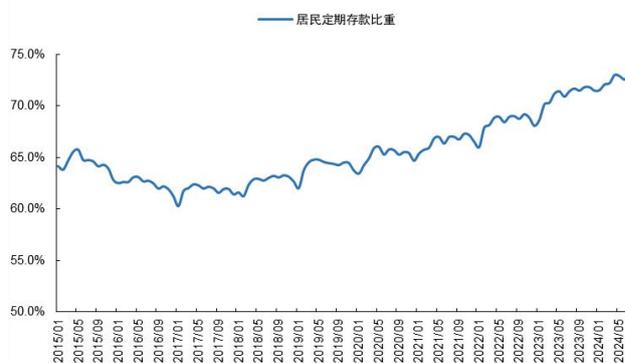
整体而言，我们预计在全球局势明朗之前，前期经济复苏缓慢，市场增量资金主要来自于保险等低风险偏好机构不会发生实质上的扭转，因此业绩波动较低且高分红的个股依然是资金配置的重要方向，我们建议继续持有国有大行。但短期我们不再继续推荐高股息属性的中小银行，近期中国人寿清仓式减持杭州银行可能会对中小行抱团资金形成一定心理冲击。2009年中国人寿以现金出资6.5亿元成为杭州银行的险资财务投资者，2014年中国人寿通过协议受让方式2次增持了杭州银行股份，合计出资约16.35亿元。我们判断中国人寿早期主要是看中了杭州银行的高成长性，在《行业快评：中国人寿拟减持杭州银行点评-国寿减持不改红利行情》（2024/8/21）中指出，国寿投资杭州银行的财务投资回报率或超过160%。作为财务投资者在盈利颇丰的情况下减持杭州银行并不代表不看好银行板块，或将考虑配置更具投资性价比的资产。不过我们判断该行为还是有可能对中小行投资者带来一定心理层面的扰动，相较于大行，中小银行负债成本较高，业绩稳定性明显不及大行。因此，与大型银行的配置需求为主相比，中小银行资金交易属性或许更强，资金稳定性要弱于大行。

图13: 城镇居民收入增速仍没有恢复到2019年前的水平



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

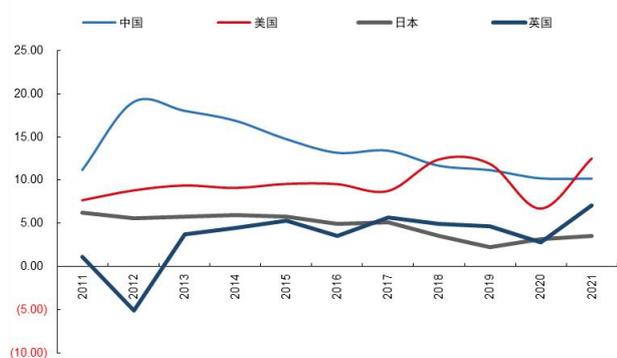
图14: 居民存款定期化趋势没有得到缓解



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

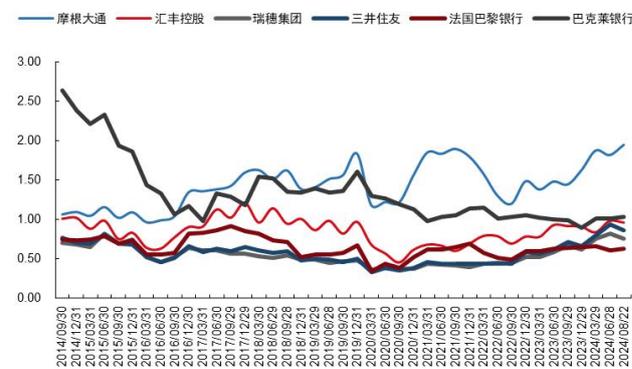
中长期维度来看，我们认为国有大行也具备不错的配置价值。这两年银行盈利能力虽然不断下降，但目前国有大行ROE仍高于9%，PB估值差不多0.7x。与海外相比，我国大行ROE处在较高水平，但估值并不高。中长期无风险利率中枢仍有下行空间，经济增速放缓后“低估值+高分红”的大行或能够获得长期配置资金青睐。

图15: 部分国家银行业ROE



资料来源: FRED, 国信证券经济研究所整理

图16: 部分国际大行PB估值



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

投资建议

全球局势依然面临较大不确定性，建议继续持有国有大行。当前对于 9 月美联储降息分歧已经很小，但对于美国经济是软着陆还是硬着陆、降息幅度的分歧却非常大，尤其是 11 月的美国大选也可能会干扰美联储行动。当前人民币贬值压力虽有一定缓解，但面临如此不确定性的全球环境，人民币贬值压力并没有完全解除，所以短期依然会对我国货币政策形成掣肘。因此，预计在全球局势明朗之前，经济复苏缓慢，资金风险偏好较低等主导红利行情的因素不会发生实质上的扭转，业绩波动较低且高分红的个股依然是资金配置的重要方向，我们建议继续持有国有大行。并且中长期维度来看，未来无风险利率中枢仍有下行空间，经济增速放缓后高股息率且业绩波动较小的大行具备配置价值。但短期不再继续推荐高股息属性的中小银行，近期中国人寿清仓式减持杭州银行可能会对中小行抱团资金形成一定心理冲击。

风险提示

- 1、经济复苏不及预期，LPR 和新发放贷款利率降幅都超过预期，带来 2025 年净息差进一步收窄。
- 2、当前房地产利好政策持续加码，政策效果也在逐步显现。但房地产市场影响因素众多，如果房地产景气度进一步下行，房地产贷款不良暴露可能会给银行业基本面带来较大冲击。
- 3、地方化债目前在有序推进，如果之后政策发生较大变动，对银行业贷款收益率或者资产质量带来较大冲击，银行业基本面可能继续下行。

相关研究报告：

- 《银行理财 2024 年 8 月月报-迈向真净值：阵痛与突破》——2024-08-14
《银行业专题-从货币派生源头构建货币总量（M2+）观测指标》——2024-08-07
《TLAC 非资本债发行点评-有助于优化大行资本结构，提升盈利能力》——2024-08-01
《规模站稳 30 万亿元之后——2024 年上半年银行理财半年报点评》——2024-07-31
《银行理财 2024 年 7 月月报-存款搬家近尾声，大行蓄力更明显》——2024-07-07

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032