

十年变迁，从成长到稳健

—银行业近 10 年基本面复盘

推荐 (维持)

2020 年 03 月 30 日

相关报告

投资要点

分析师:

傅慧芳

SAC: S0190513080006

fuhf@xyzq.com.cn

陈绍兴

SAC: S0190517070003

Chenshaox@xyzq.com.cn

研究助理:

李英

liyings94@xyzq.com.cn

- 行业环境：经济下行、财政稳健、监管趋严。**作为典型周期性、强监管行业，银行股业绩实现与宏观经济、货币政策、金融监管等行业环境密切相关。宏观环境上，2018 年 4 月至今货币政策整体保持稳健灵活适度，政策上加大宏观逆周期调节，较前期边际放松但注重定向调节。监管环境上，2017 年至今“三三四十”治理行动开展、资管新规落地、MPA 考核体系完善，监管力度趋严。
- 经营业绩：十年变迁，从成长到稳健。利润增速：**随着规模驱动减弱、息差渐趋平稳、减值计提居高位，行业盈利经历了高增阶段（08-10 年）、盈利下滑阶段（11-16 年），步入边际改善阶段（17 年至今）。**ROA：**13 年为行业 ROA 分水岭，14 年开始净利息收入增速放缓叠加不良暴露导致减值成本大幅提升，ROA 不断下滑。**ROE：**在 ROA 下滑、资本节约水平小幅改善、去杠杆背景下，08-18 年行业 ROE 趋势性下行，由 24% 左右下滑至 13% 左右。短期维度（同比）来看，不同阶段 ROE 核心矛盾存在差异；中期维度来看（近 5 年），影响 ROE 的核心矛盾在于息差与减值双击下资产利用效率的下滑；**长期维度（近 10 年）来看，ROE 核心矛盾在于资本利用效率，这实际指向在监管趋严形势下银行风险资产的计量口径更加严格。**
- 业绩拆分：**1) 资产增速下台阶，结构向本源回归；2) 基准利率下调+利率市场化进程推进，净息差趋势性下行；3) 中收与社零交易、权益市场、直接融资发展密切相关，是非息中较为稳定的一部分；4) 其他非息与金融市场密切相关，体现管理层盈余管理意图；5) 行业成本收入比行业整体趋势性下行，但受发展战略、业务模式影响，个体间分化较大；6) 信用成本受经济/监管等因素影响，在监管引导下行业历史不良已大幅消化。
- 银行基本面核心变量探讨：**1) 从 5 年维度看，中国名义 GDP 增速预计维持在 7%-8% 之间，而作为间接融资为主的经济体，可预期的未来银行仍将是信用供给的最大部门，因此银行的规模扩张—M2 扩张—社融增长，至少需要维持在 7%-8% 的中枢位置。我们运用简化模型测算，若未来 5 年要达到年均 7%-8% 的信用供给水平，银行业 ROE 需维持在 9%-10% 中枢，对应净利润复合增速需维持在 4%-6% 中枢。2) 参考海外经验，长期维度来看，中国银行业净息差不可避免下行，非息可形成对冲但幅度有限，整体 ROA 仍将进入下滑通道。同时，在资本监管趋严形势下，银行业杠杆也存在进一步下降的压力。**综合 ROA 下行、去杠杆推进叠加轻型银行/交易银行转型作用下，银行业 ROE 最终或维持在 5%-9% 区间。**
- 目前银行业整体 0.75xPB 左右的静态估值，处于近 10 年来历史新低水平，乃中期市场对银行业绩的悲观预期，及短期配置性资金撤出板块叠加影响所致。考虑短期积极的财政政策与货币政策配合，再贷款+财政贴息等定向方式，银行让利实体压力有所缓解。中期而言，全球进入新一轮流动性宽松的阶段，中国银行业较高的股息率和稳定的经营结果也将成为绝对收益类资金关注的重点。考虑行业基本面稳健、估值低位带来的安全边际以及市场波动避险情绪升温，维持行业推荐评级。个股上，推荐基本面稳定、受监管影响较小的大行与招行，关注基本面弹性较大的兴业、光大、平安、常熟等。

风险提示：不良超预期暴露，监管政策超预期变化，经济超预期下行

目录

一、行业环境：经济下行、货政稳健、监管趋严.....	- 4 -
1、宏观环境与金融监管如何影响银行经营？.....	- 4 -
2、宏观经济与货币政策变迁.....	- 6 -
3、金融监管环境变迁.....	- 7 -
二、经营业绩：十年变迁，从成长到稳健.....	- 9 -
1、利润驱动：规模驱动减弱、息差渐趋平稳、减值计提居高位.....	- 9 -
2、ROA：2013 年为行业分水岭，当前矛盾在于息差与减值.....	- 10 -
3、ROE：纵向趋势性下行，但横向对比仍具备吸引力.....	- 11 -
● 纵向趋势性下行，长期维度来看核心矛盾在于资本利用效率...-	- 11 -
● 相对 A 股其他行业与海外同业，中国银行业 ROE 仍具备吸引力...-	- 14 -
三、业绩拆分：规模增速下台阶，息差趋势性下行，信用成本居高位.....	- 15 -
1、规模：资产增速下台阶，结构向本源回归.....	- 15 -
● 贷款：扩张速度放缓，零售转型进行时.....	- 17 -
● 同业资产：与监管政策变化密切相关.....	- 18 -
● 债券投资：受非标/委外为代表的应收款项类投资影响.....	- 19 -
● 现金与准备金：“三档两优”准备金率框架适应性优化.....	- 20 -
2、净息差：基准利率下调+利率市场化进程推进，趋势性下行.....	- 21 -
● 净息差回顾：告别“3”时代，长期趋势性下行.....	- 21 -
● 净息差水平：受资产负债结构与各自定价水平影响.....	- 22 -
● 降息经验回顾：对称降息 25bps，息差收窄约 8bps.....	- 24 -
3、中收：与社零交易、权益市场、直接融资发展密切相关.....	- 26 -
4、其他非息：与金融市场密切相关，体现管理层盈余管理意图.....	- 28 -
5、成本收入比：行业整体趋势性下行，个体间分化程度较大.....	- 29 -
6、信用成本：受经济/监管等因素影响，行业历史不良已大幅消化.....	- 30 -
● 不良资产：与宏观经济密切相关.....	- 30 -
● 拨备水平：受不良与不良认定政策影响.....	- 31 -
● 上市银行：不良生成下行，减值高峰已过.....	- 32 -
四、银行基本面核心变量探讨.....	- 33 -
1、中期维度，银行业 ROE 与净利润增速底线在哪？.....	- 33 -
2、海外视角，长期低利率环境对银行经营影响如何？.....	- 36 -
五、投资建议.....	- 37 -
风险提示.....	- 37 -

图表目录

图表 1、银行股业绩驱动图谱.....	- 4 -
图表 2、宏观经济与货币政策如何影响银行经营.....	- 5 -
图表 3、GDP、M2 与 CPI 变化.....	- 7 -
图表 4、存贷款基准利率与人民币存款准备金率变化.....	- 7 -
图表 5、银行业监管政策梳理.....	- 8 -
图表 6、利润驱动因素拆分（老 16 家银行样本）.....	- 10 -
图表 7、银行业 ROA 拆分（老 16 家银行样本）.....	- 11 -
图表 8、银行业 ROE 拆分（老 16 家银行样本）.....	- 12 -
图表 9、银行业 ROE 变化的影响因素拆分（同比，老 16 家银行样本）.....	- 12 -
图表 10、银行业 ROE 变化的影响因素拆分（以 2013 年为锚，老 16 家银行）...-	- 13 -

图表 11、银行业 ROE 变化的影响因素拆分（以 2008 年为锚，老 16 家银行） ...	- 14 -
图表 12、行业 ROE 变化与相对位置（老 16 家银行样本）	- 14 -
图表 13、主要国家和地区银行业 ROE（截至 3 月 24 日收盘价）	- 15 -
图表 14、行业总资产规模与增速（老 16 家银行样本）	- 16 -
图表 15、行业资产结构（老 16 家银行样本）	- 16 -
图表 16、行业贷款规模与增速（老 16 家银行样本）	- 17 -
图表 17、行业贷款结构（老 16 家银行样本）	- 18 -
图表 18、行业同业资产规模与增速（老 16 家银行样本）	- 18 -
图表 19、行业债券投资规模与增速（老 16 家银行样本）	- 19 -
图表 20、“三档两优”存款准备金率框架（截至 2020 年 3 月 16 日）	- 21 -
图表 21、利率市场化进程	- 21 -
图表 22、存贷款基准利率历史变化	- 22 -
图表 23、行业净息差变化（老 16 家银行样本）	- 22 -
图表 24、行业资产负债定价变化（老 16 家银行样本）	- 23 -
图表 25、行业资产负债定价变化拆分（老 16 家银行样本）	- 23 -
图表 26、上市银行 2014 年重定价期限结构.....	- 24 -
图表 27、银行资产负债定价水平与结构变化（老 16 家银行样本）	- 25 -
图表 28、银行净息差变化拆分（老 16 家银行样本）	- 25 -
图表 29、行业手续费与佣金净收入（老 16 家银行样本）	- 27 -
图表 30、行业分业务手续费收入增速（老 16 家银行样本）	- 27 -
图表 31、行业其他非息收入（老 16 家银行样本）	- 28 -
图表 32、行业其他非息收入结构（老 16 家银行样本）	- 29 -
图表 33、行业成本收入比（老 16 家银行样本）	- 30 -
图表 34、行业人均效率指标（老 16 家银行样本）	- 30 -
图表 35、招行与平安成本收入比	- 30 -
图表 36、兴业与常熟成本收入比	- 30 -
图表 37、商业银行整体名义不良率、贷款规模与 GDP 增速（全行业样本）	- 31 -
图表 38、商业银行拨备覆盖率、拨贷比、组合拨备与不良率（全行业样本）	- 32 -
图表 39、逾期 90 天以上/不良贷款（老 16 家银行）	- 33 -
图表 40、不良净生成与贷款信用成本（老 16 家银行）	- 33 -
图表 41、资本内生能力目前仅处于平衡阶段.....	- 34 -
图表 42、银行净利润与净资产增速需趋于收敛.....	- 34 -
图表 43、行业未来 5 年 ROE 拟合情况（情形 1）	- 35 -
图表 44、行业未来 5 年 ROE 拟合情况（情形 2）	- 35 -
图表 45、行业未来 5 年拟合 ROE 敏感性测试.....	- 35 -
图表 46、海外银行业 ROE 拆分（整体法）	- 36 -

报告正文

银行股投资核心关注点在于基本面与估值水平，近期银行股估值跌入近 10 年历史新低，在宏观经济下行背景下银行基本面持续成为市场关注的热点问题。本篇报告旨在从宏观与监管环境（银行股基本面受什么影响影响）、经营业绩（银行股过去 10 年利润、ROA、ROE 如何）、业绩拆分（银行股规模、定价、资产质量等基本面核心要素因何发生变化）、基本面核心变量（净利润增速与 ROE）探讨等角度出发，建立起银行基本面研究框架，以为投资者研究商业银行提供更为全面的观察视角。

一、行业环境：经济下行、货政稳健、监管趋严

1、宏观环境与金融监管如何影响银行经营？

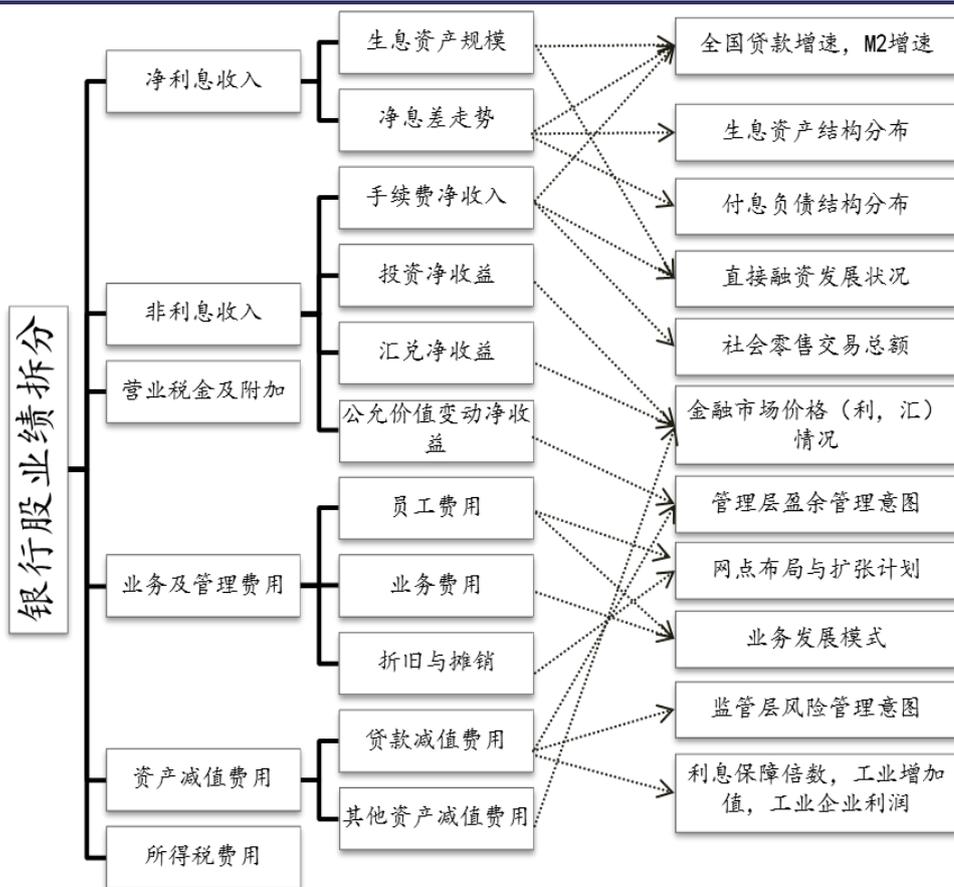
银行股业绩主要有净利息收入、非利息收入、税金及附加、业务及管理费、资产减值费用以及所得税六大驱动因素。

净利息收入主要取决于生息资产规模和净息差的走势；非利息收入主要分为预测性较强的手续费净收入和更多地依赖银行内部盈余管理以及金融市场交易情景的投资净收益、汇兑净收益和公允价值变动净收益。

业务及管理费用则表明了各家银行的发展思路和当前状况，其核心构成为员工费用和业务费用；资产减值费用的可调节性最强，是上市银行实施业绩管理的关键，相对于季度提取的波动性，我们认为作为全年信用成本的载体，其合理中枢将由管理层与监管层共同影响。

税金及附加主要与营业收入相关，直接基于前两者的准确预测，随着营改增实施，这一部分占比大幅下降；所得税费用的比例基本稳定，主要取决于公司非应税类固定收益类投资的比例，随着部分银行基金及利率债投资的增长，实际税率在各行间也出现了分化。

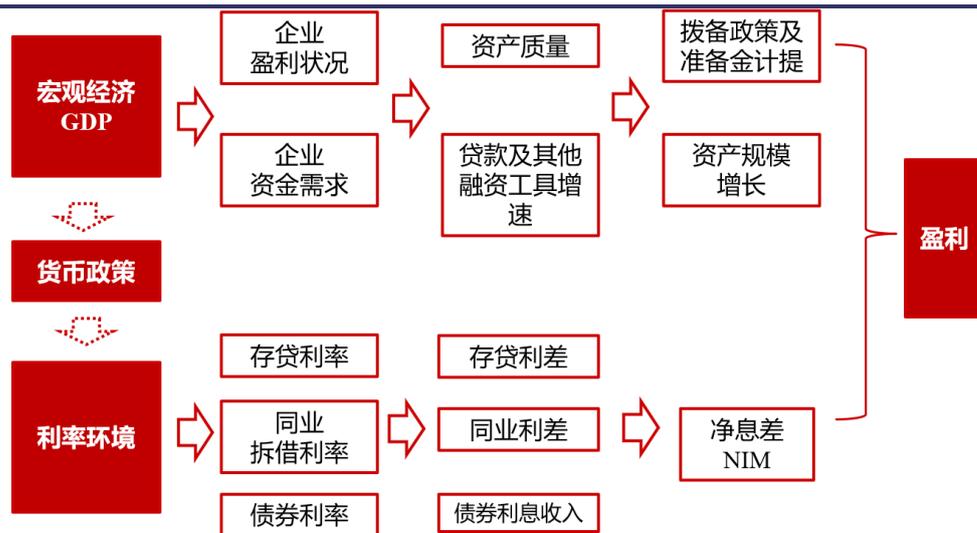
图表 1、银行股业绩驱动图谱



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

银行股业绩实现与宏观经济、货币政策、金融监管等行业环境密切相关。宏观经济一方面会影响企业资金需求与企业盈利状况，进而影响银行资产质量与规模增长，另一方面，经济形势会影响货币政策，进而通过存贷款利率/同业拆借利率/债券利率的调整来影响银行净息差。而作为强监管行业，银行信贷投放、存款吸收、同业与债券等各项业务开展、不良确认与减值计提政策等各方面都受监管引导与规范。

图表 2、宏观经济与货币政策如何影响银行经营



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2、宏观经济与货币政策变迁

宏观经济与货币政策是银行经营的核心影响因素。近 10 余年来，宏观环境与货币政策大致可分为以下几个阶段：

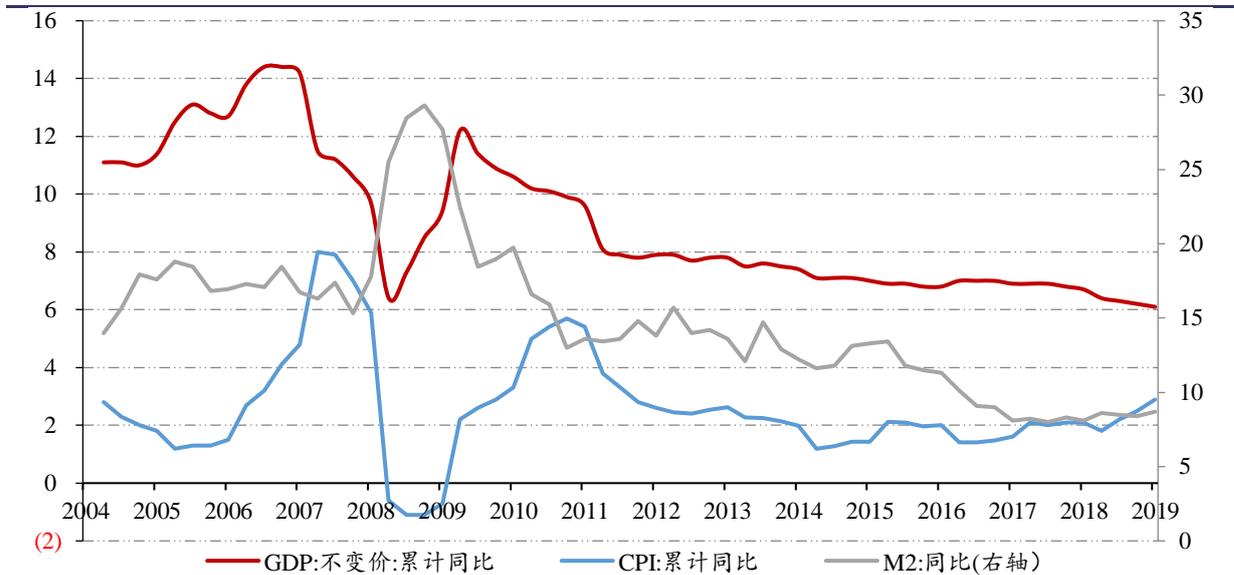
2008-2009 年：稳健偏紧-适度宽松。2008 年上半年发生了南方地区雨雪冰冻灾害和汶川大地震两起重大自然灾害事件，不久美国次贷危机在全球蔓延。基于国内外环境的变化，2008 年下半年财政政策、货币政策取向由年初定调的稳健+从紧转为积极+适度宽松。财政政策上的重大举措主要是计划两年增加约 4 万亿投资，重点投向“三农”、保障性安居工程、交通、节能减排和社会事业等领域。货币政策上，存贷款基准利率、存款准备金率多次下调，M2 增速在 2009 年一季度接近 30%。在政策措施刺激下，2009 年 3 月经济增速开始触底回升，重回高增长。

2010-2015 年：稳健偏紧-稳健偏松-稳健中性-稳健偏松。2010.01-2011.11：稳健偏紧。前期货币宽松政策带来了流动性过剩压力，2010 年上半年开始央行多次调高存款准备金率，2010 年下半年开始调高存贷款基准利率，货币政策由适度宽松转为稳健偏紧，M2 增速由近 30%的高点开始回落，但整体还是保持较高增速。2011.12-2012.07：稳健偏松。2011 年受欧债危机影响，实体经济超预期紧缩，货币政策有所放松，存款准备金率多次调低、存贷款基准利率也略微调整。2012.08-2014.10：稳健中性。经济增速换挡，结构性货币政策出台，金融市场出现乱象，为经济增长和金融稳定货币政策稳健中性。2014.11-2016.03：稳健偏松。2015 年经济下行压力加大叠加外汇占款下降，稳增长目标下货币政策稳健偏松，存贷款基准利率、准备金率多次调低。

2016 年至今：稳健中性-稳健灵活适度。2016.04-2018.03：稳健中性。2016 年开始金融供给侧改革、金融去杠杆，这一阶段货币政策稳健中性。2018.04 至今：稳健灵活适度。政策上加大宏观逆周期调节，较前期边际放松但注重定向调节，存款

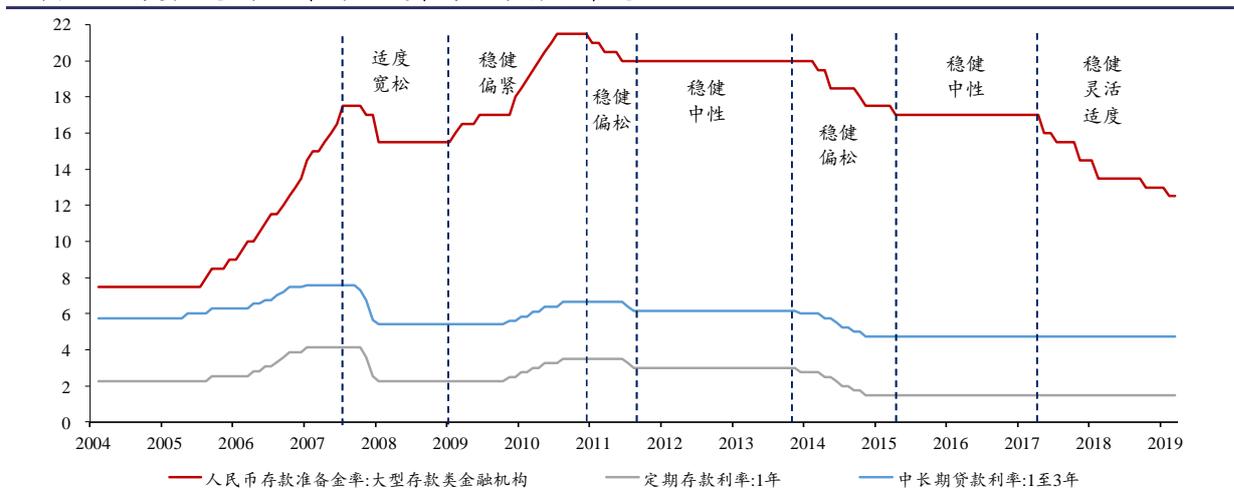
准备金率多次下调，2019年引入LPR报价机制引导实体融资利率下行。

图表 3、GDP、M2 与 CPI 变化



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4、存贷款基准利率与人民币存款准备金率变化



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

3、金融监管环境变迁

作为强监管行业，监管政策较大程度影响银行经营。回顾从原银监会刚成立至今，不同阶段监管侧重点也有所差异。

2003-2008年，探索创业期。原银监会成立伊始，此阶段主要侧重于对资本充足率等核心指标监管、不良贷款真实反映和双降、加强公司治理监管进而引导银行股份制改革。

2009-2013年，金融危机应对期。金融危机爆发后四万亿刺激计划出台，银行为规

避存贷比、资本充足率等指标监管，将理财资金通过信托、证券、基金与保险等与非银机构合作的通道业务，流向地方政府融资平台、房地产等领域的非标资产。在此期间，监管侧重点主要在于加强对平台贷款与住房贷款管理、加强贷款基础管理、构建涵盖资本充足率/拨备率/杆杆率/流动性等新监管标准、加强对理财/信托等影子银行业务管理。

2014-2016 年，后金融危机时期。监管主要侧重点在于加强对理财/同业等影子银行业务管理，构建涵盖资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、外债风险、信贷政策执行等七大方面宏观审慎评估体系框架。

2017 年至今，监管力度趋严。17 年年初开展“三三四十”治理行动，连续三年进行金融业乱象整治；18 年资管新规、理财新规落地，对影子银行和资管业务的监管进一步加强；19 年风险分类新规、系统重要性银行评估办法出台，宏观审慎评估体系进一步完善。

图表 5、银行业监管政策梳理

阶段	监管侧重点	相关文件/行动
2003-2008 年：探索创业期	注重对资本充足率等核心指标监管	<ul style="list-style-type: none"> 《商业银行资本充足率管理办法》（中国银监会 2004 年 2 号令）； 《中国银监会关于印发《中国银行业实施新资本协议指导意见》的通知》（银监发[2007]24 号）
	侧重不良贷款真实反映和双降	<ul style="list-style-type: none"> 《商业银行不良资产监测和考核暂行办法》（中国银监会令 2004 年 3 月 25 日）
	加强公司治理监管	<ul style="list-style-type: none"> 《股份制商业银行公司治理指引》（中国人民银行公告〔2002〕第 15 号）； 《国有商业银行公司治理及相关监管指引》（银监发[2006]22 号）
2009-2013 年：金融危机应对期	加强对平台贷款与住房贷款管理	<ul style="list-style-type: none"> 《中国银监会关于加强融资平台贷款风险管理的指导意见》（2011-2013 年）； 《中国人民银行、中国银行业监督管理委员会关于完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》（银发〔2010〕275 号）
	加强贷款基础管理，引导资金进入实体	<ul style="list-style-type: none"> 《固定资产贷款管理暂行办法》（中国银监会令 2009 年第 2 号）； 《项目融资业务指引》（银监发〔2009〕71 号）； 《流动资金贷款管理暂行办法》（银监会 2010 年第 1 号）； 《个人贷款管理暂行办法》（中国银监会令 2010 年第 2 号）
	构建涵盖资本充足率、拨备率、杠杆率、流动性等新监管标准	<ul style="list-style-type: none"> 《中国银行业实施新监管标准的指导意见》（银监发[2011]44 号）； 《商业银行资本管理办法（试行）》（中国银监会令 2012 年第 1 号）； 《关于商业银行资本工具创新的指导意见》（银监发〔2012〕56 号）； 《商业银行贷款损失准备管理办法》（中国银监会令 2011 年第 4 号）； 《金融企业准备金计提管理办法》（财金〔2012〕20 号）； 《商业银行杠杆率管理办法》（中国银监会 2011 年第 3 号令）； 《商业银行流动性风险管理指引》（银监发[2009]87 号）
	加强对理财、信托等影子银行业务管理	<ul style="list-style-type: none"> 《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》（银监发[2009]65 号）； 《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》（银监发[2010]72 号）； 《中国银监会关于进一步规范银信理财合作业务的通知》（银监发[2011]7 号）； 《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（银监发[2013]8 号）
2014-2016 年：后金融危机时期	“四大治理”和“四个回归”体系建设	<ul style="list-style-type: none"> 2014 年提出“四大治理”体系建设（完善公司治理、业务治理、风险治理和行业治理）和四个“回归”（回归“三性”原则、回归“三铁”要求、回归“三查”制度、回归“三分离”安排）
	“两个加强”和“两个遏制”	<ul style="list-style-type: none"> 2014 年底起开展了“两个加强、两个遏制”（加强内部管控、加强外部监管，遏制违规经营、遏制违法犯罪）工作
	加强对理财、同业等影子银行业务管理	<ul style="list-style-type: none"> 《关于规范金融机构同业业务的通知》（银发[2014]127 号）； 《中国银监会办公厅关于规范商业银行同业业务治理的通知》（银监办发[2014]140

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

		号);
	构建宏观审慎评估体系框架	<ul style="list-style-type: none"> 《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（2016） 2015 年底人民银行召开会议，决定从 2016 年起将差别准备金动态调整和合意贷款管理机制“升级”为“宏观审慎评估体系”，包括资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、外债风险、信贷政策执行等七大方面。
2017 年至今：严监管、强监管时期	开展“三三四十”治理行动，连续三年进行金融业乱象整治	<ul style="list-style-type: none"> 2017 年开展三违规（“违法、违规、违章”治理）、三套利（“监管套利、空转套利、关联套利”治理）、四不当（“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”）、十乱（股权与外资、机构与高管、规章制度、业务、产品、人员行为、行业诚信风险、监管、内外勾结与非法市场混乱等）治理行动； 2017 年开始连续 3 年对金融业乱象进行整治（银监发[2017]5 号、银监发[2018]4 号、银保监发[2019]23 号）
	加强对影子银行和资管业务的监管	<ul style="list-style-type: none"> 《关于规范银信类业务的通知》（银监发[2017]55 号）； 《商业银行委托贷款管理办法》（银监发[2018]2 号）； 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106 号）； 《商业银行理财业务监督管理办法》（中国银保监会令 2018 年第 6 号）； 《商业银行理财子公司管理办法》（银保监会令 2018 年第 7 号）； 《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》（四部门，2019 年 10 月 12 日）； 《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》（银保监会令 2019 年第 5 号）； 《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》（央行、银保监会，2019 年 12 月 27 日）
	完善宏观审慎评估体系框架	<ul style="list-style-type: none"> 《商业银行金融资产风险分类暂行办法（征求意见稿）》（银保监会，2019 年 4 月 30 日）； 《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》（央行、银保监会，2019 年 11 月 26 日）

数据来源：《新中国成立七十年来银行监管制度的演进逻辑与未来展望》、中央人民银行官网、中国银保监会官网、兴业证券经济与金融研究院整理

二、经营业绩：十年变迁，从成长到稳健

公司经营业绩核心关注点在于利润增速与 ROE，利润增速反映企业盈利情况和成长性，而 ROE 则是衡量企业盈利能力的核心指标，而 ROE 受单位资产盈利能力与经营杠杆影响。基于此，本文接下来将详细拆分银行业近 10 年来利润增速与驱动因素、ROA、ROE，以寻找行业近 10 年来业绩变化的线索。

1、利润驱动：规模驱动减弱、息差渐趋平稳、减值计提居高位

拆分近 10 年来银行业利润增速与驱动因素，我们认为银行经营大致可分为三个阶段：

2008-2010 年-盈利高增阶段：1) 积极的财政政策叠加适度宽松的货币政策环境下，资产规模高速扩张，成为利润增长的压舱石；2) 08 年-09 年经历一轮降息周期后息差大幅收窄，10 年货币政策稳健偏紧，息差底部回升；3) 08 年大行剥离不良资产上市因此减值有所波动但不是主要矛盾，09 年在高基数下减值节约对利润形成正向贡献；4) 整体 07-10 年 3 年利润复合增速 27%，属于行业盈利高增长阶段。

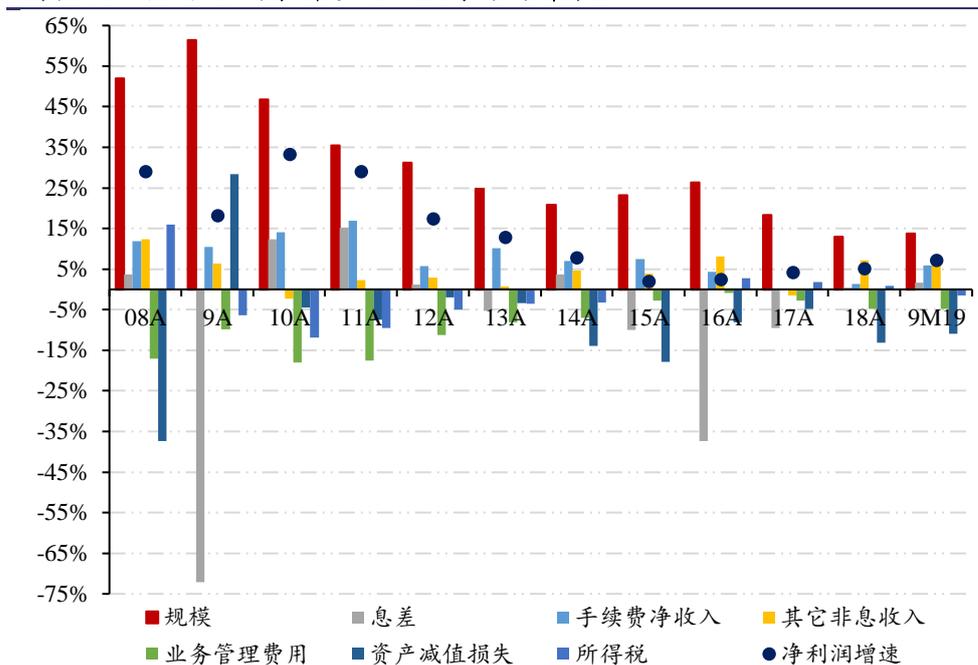
2011-2016 年-盈利下滑阶段：1) 经济增速下滑同时货币政策多为稳健中性，规模增长速度放慢，规模增长对利润驱动作用渐弱；2) 利率市场化逐步推进叠加 15 年新一轮降息周期，息差再下一台阶；3) 前期四万亿经济刺激计划后遗症开始显现，不良逐渐暴露，减值对利润拖累加大；4) 利润增速大幅下行并于 15、16 年

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

触底。

2017 年至今-边际改善阶段：1) 宏观上供给侧结构改革推进，监管对影子银行、资管业务的监管力度趋严，17、18 年规模增速继续下降；2) 负债端此前投向高收益理财产品的资金在资管新规后向存款回流，但资产端零售转型对存款成本上行形成对冲，息差整体保持平稳；3) 16 年以来不良有企稳态势，但在监管引导下行业不良确认口径趋严，减值计提成本继续上行；4) 整体来看，非息改善带动利润增速边际加快。

图表 6、利润驱动因素拆分（老 16 家银行样本）



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

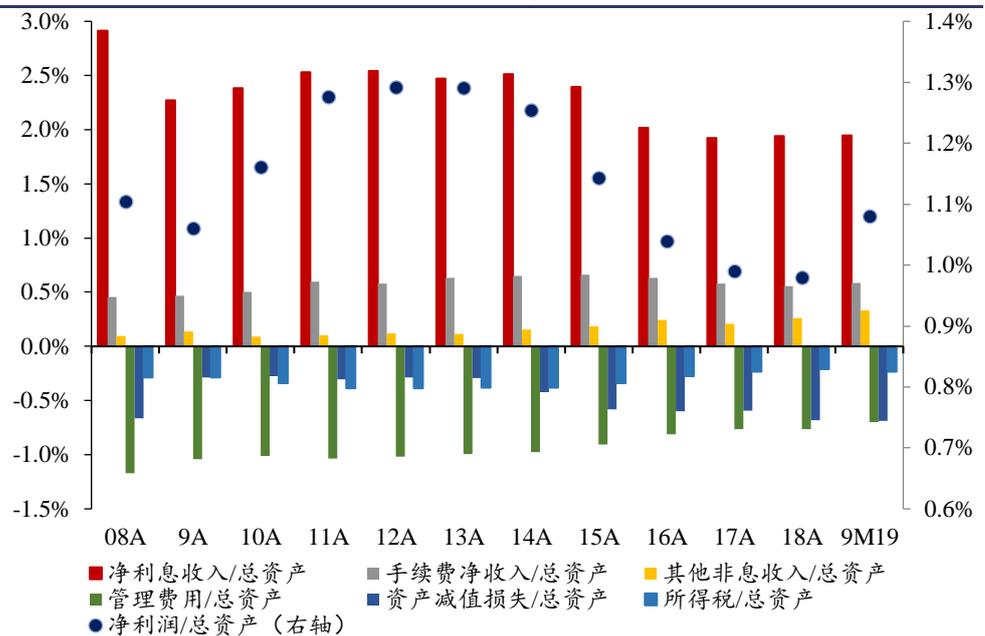
2、ROA：2013 年为行业分水岭，当前矛盾在于息差与减值

回顾 08 年至今 ROA 水平，可发现 **ROA 变化与净利润变化并非完全一致**：净利润增速在 08-10 年处于高增长阶段，11-16 年盈利增速持续下滑，17 年至今开始边际改善；但 ROA 除了在 09 年受金融危机影响略有下滑外，在 08-13 年 ROA 基本都是呈上行态势，于 13 年见顶后 14 年开始 ROA 逐渐下滑，截至 18 年 ROA 已跌至 0.98% 左右。

08-13 年间，驱动 ROA 上行的核心因素在于净利息收入与手续费净收入，成本端管理费用与减值计提拖累较小，ROA 在 5 年间由 1.1% 提升至 1.3%。08-13 年整体经济中高速发展，贷款规模快速扩张，不良缓慢下行、减值并非此阶段主要矛盾；10-11 年货币政策稳健偏紧，存贷款基准利率上调，息差上行正向贡献 ROA；同时此阶段居民财富增长、直接融资发展带动银行交易类、投行类手续费收入高速增长。整体来看，作为典型周期性行业，2013 年前是属于银行业的黄金时代，行业优异基本面、较高成长性都是此阶段经济高速增长的反映。

14年开始，ROA下滑的核心因素在于净利息收入与减值成本，收入下滑叠加不良暴露导致减值成本大幅提升，ROA由13年的1.3%下滑至0.98%左右。2012年后前期大规模信贷投放后遗症逐步显现，不良缓慢暴露，减值成本对ROA拖累较前期大幅加大，14、15年核销处置达到高峰；同时，15-16年经历一轮连续降息周期，息差大幅下行，行业ROA于17年达到阶段性底部；18年、19年息差渐趋平稳，监管以丰补歉，引导银行夯实资产质量，信用成本稳居高位。整体来看，作为典型周期性行业，此阶段行业基本面走弱核心在于经济增长步入下行周期，不良暴露压力加大，稳增长目标下偏松的货币政策带动定价下行。

图表 7、银行业 ROA 拆分（老 16 家银行样本）



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

3、ROE：纵向趋势性下行，但横向对比仍具备吸引力

● 纵向趋势性下行，长期维度来看核心矛盾在于资本利用效率

分析非金融企业的 ROE 一般采用杜邦分析法，而金融企业并不适用于杜邦分析。为了更清晰的拆分银行业 ROE 变化情况，我们将银行 ROE 拆分为以下几个因素：
 $\text{净利润/净资产} = (\text{净利润/总资产}) * (\text{总资产/加权风险资产}) * (\text{加权风险资产/净资产})$ 。其中：

净利润/净资产 (ROE) 代表银行单位净资产的利用效率；

净利润/总资产 (ROA) 代表银行单位总资产的利用效率；

总资产/加权风险资产代表银行资产配置中的资本利用效率，即单位加权风险资产能够支撑多大资产规模扩张，该值越大表明资本利用效率越高；

加权风险资产/净资产接近一级资本充足率的倒数，代表银行权益杠杆水平。

整体来看，在 ROA 下滑、资本节约水平小幅改善、去杠杆背景下，08-18 年行业

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

(老 16 家样本) ROE 趋势性下行, 由 24% 左右下滑至 13% 左右。1) 2013 年为银行业 ROA 的分水岭, 2014 年开始在息差下行、减值提升背景下行业 ROA 逐渐下滑。2) 在资本监管趋严背景下行业加大轻资本业务发展, 资本管理朝着精细化方向发展。早期银行规模增长较为粗放, 以高资本消耗的信贷资产为主, 但银行通过理财、同业等低资本消耗资产进行规模扩张, 以规避资本充足率监管, 因此此阶段资本利用率较高。13 年 8 号文、14 年 127 号文接连出台, 对理财、同业等影子银行业务进行规范, 行业资本利用率降至低点。而近年来银行业加快发展小微/零售、金融市场等轻资本业务, 行业资本利用效率小幅改善。3) 银行业为典型的高杠杆经营行业, 近年来在严监管、去杠杆背景下, 行业杠杆率在不断下降, 到 9M19 杠杆率由 10 倍降至 7 倍左右。

图表 8、银行业 ROE 拆分 (老 16 家银行样本)

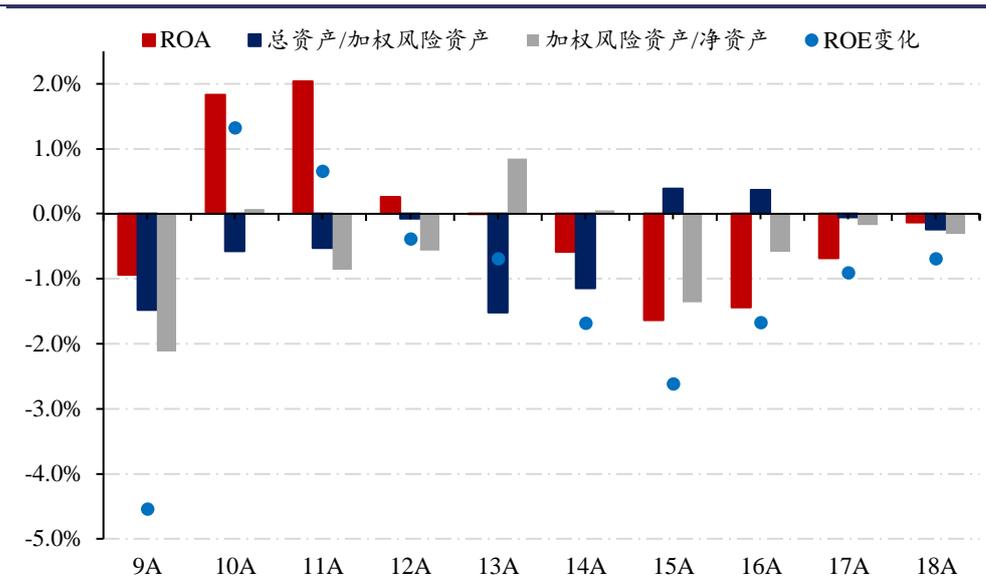
单位: %/X	08A	9A	10A	11A	12A	13A	14A	15A	16A	17A	18A	9M19
ROA	1.10%	1.06%	1.16%	1.28%	1.29%	1.29%	1.25%	1.14%	1.04%	0.99%	0.98%	1.08%
总资产/加权风险资产	1.99	1.86	1.81	1.77	1.76	1.63	1.54	1.57	1.61	1.61	1.58	1.72
加权风险资产/净资产	10.86	9.79	9.82	9.44	9.19	9.60	9.62	8.87	8.51	8.41	8.21	7.16
ROE	23.8%	19.3%	20.6%	21.3%	20.9%	20.2%	18.5%	15.9%	14.3%	13.4%	12.7%	13.3%

数据来源: 各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

受 ROA、资本利用效率与经营杠杆的综合影响, ROE 纵向趋势性下行, 但哪一因素影响程度更大, 并不能直接得出结论。因此进一步地, 我们以连环替代法来详细、定量拆分 ROA、资本利用效率、经营杠杆变化对 ROE 的影响。连环替代法主要作用在于分析计算综合经济指标变动的原因及其各因素的影响程度, 例如 09 年行业 ROE 由 23.8% 下滑 4.5pct 至 19.3%, 其中 ROA、资本利用效率、权益杠杆变化对 ROE 影响分别为 -0.9pct/-1.5pct/-2.1pct。

回顾 09-18 年行业 ROE 同比变化的影响因素拆分, 我们认为有几点值得注意: 1) 09-18 年的 10 年间, 除了 10、11 年处于加息周期, 因而 ROA 大幅正向贡献 ROE 外, 其余年份 ROE 均呈下滑态势。2) ROE 下滑因素拆分中, 不同阶段核心矛盾存在差异: 13-14 年核心矛盾为同业严监管下资本利用效率的下降; 15-18 年核心矛盾为连续降息周期下 ROA 的下滑、金融去杠杆与资管新规背景下权益杠杆的收缩。

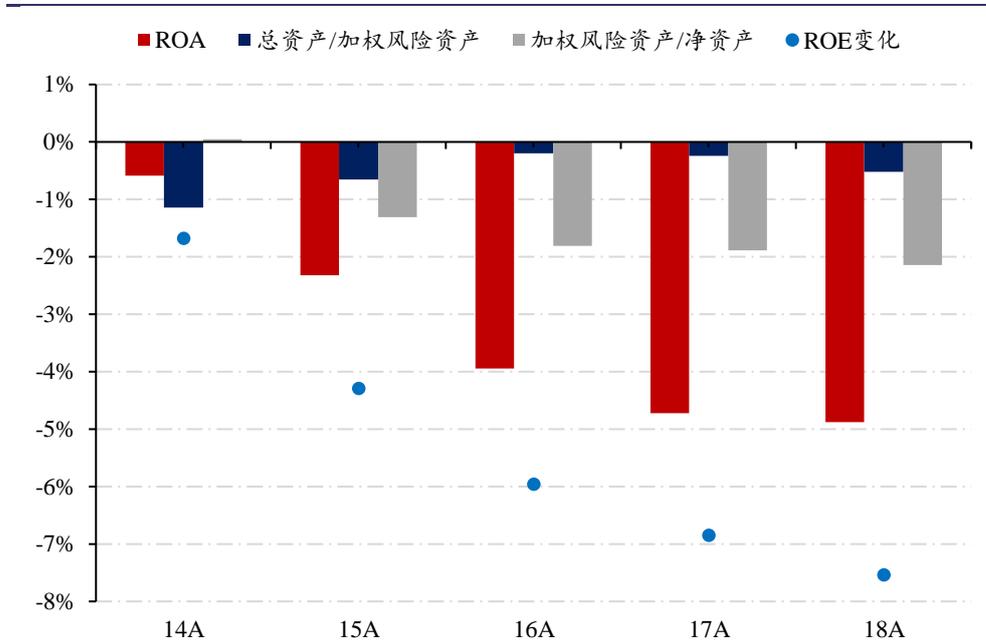
图表 9、银行业 ROE 变化的影响因素拆分 (同比, 老 16 家银行样本)



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

如果以 2013 年为锚，观察中期维度（近 5 年来）行业 ROE 变化的影响因素，结论也将与此前（同比角度）不一致。图 10 表明，2018 年行业 ROE 相对 2013 年下滑 7.5pcts，其中 ROA/资本利用效率/权益杠杆影响因素分别为-4.9pct/-0.5pct/-2.1pct。13-18 年 5 年间，影响 ROE 的核心矛盾在于息差与减值双击下资产利用效率的下滑。

图表 10、银行业 ROE 变化的影响因素拆分（以 2013 年为锚，老 16 家银行）

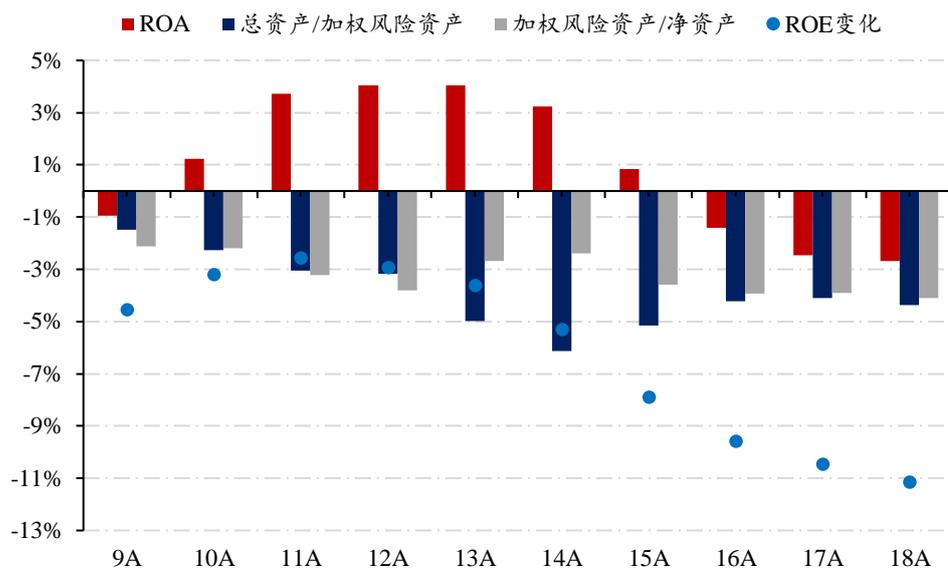


数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

进一步地，如果以 2008 年为锚，分析 09-18 年相对 08 年 ROE 变化的影响因素，能够更清晰的看出长期维度（近 10 年来）行业 ROE 下滑的核心线索。图 11 表明，2018 年行业 ROE 相对 2008 年下滑 11.1pcts，其中 ROA/资本利用效率/权益

杠杆影响因素分别为-2.7pct/-5.8pct/-2.7pct。08-18年10余年间，影响ROE的核心矛盾在于资本利用效率，这一方面指向行业从单纯依赖信贷规模扩张的粗放式发展阶段步入资本集约型的精细化发展阶段（资本利用效率在09-14年对ROE拖累加大，但15-18年拖累减小），更深层次地我们认为这反应了在监管趋严形势下银行风险资产的计量口径更加严格（13与14年同业监管、17、18年资管新规下影子银行业务向信贷资产回归）。

图表 11、银行业 ROE 变化的影响因素拆分（以 2008 年为锚，老 16 家银行）

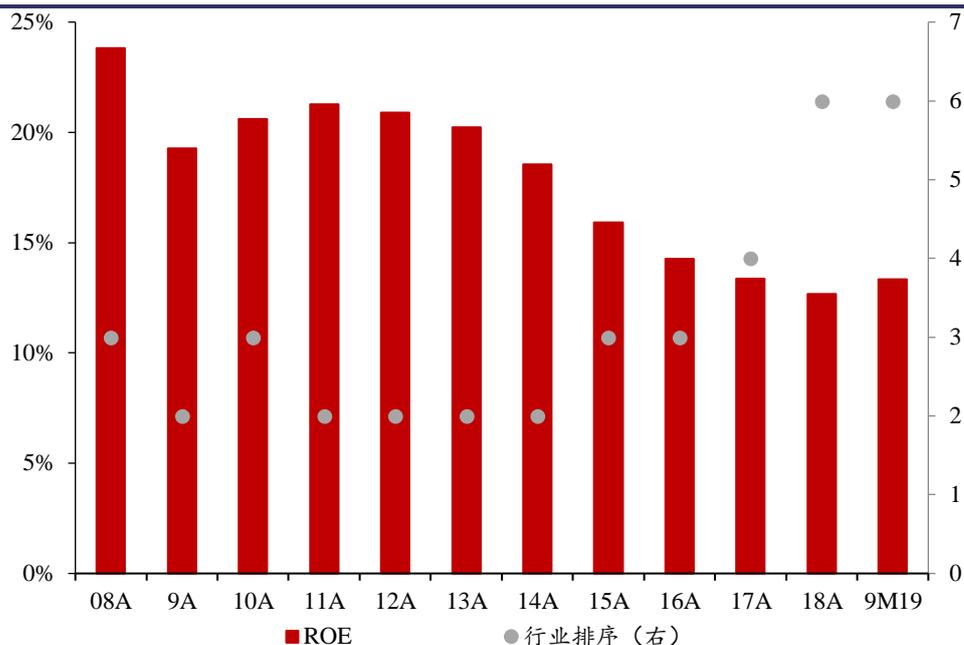


数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

● 相对 A 股其他行业与海外同业，中国银行业 ROE 仍具备吸引力

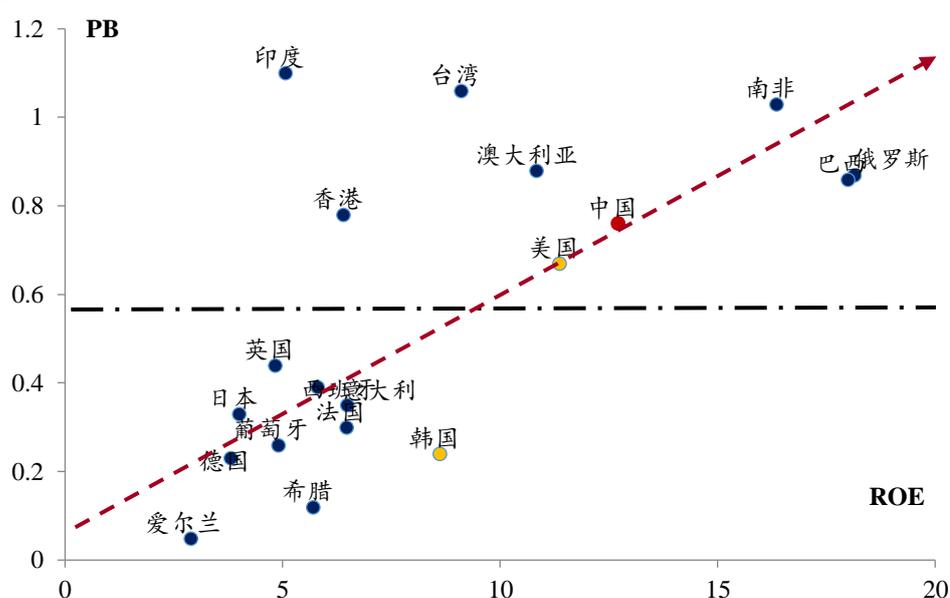
虽然在较长历史周期内，银行业 ROE 整体呈下滑态势，但无论是相对 A 股其他行业还是海外发达经济体，中国银行业 ROE 均处于较高水平。横向对比海外银行业，中国银行业 ROE 与估值水平处于大致处于海外发达经济体与金砖国家之间，与欧洲、日本等低利率国家与地区相比，中国银行业 ROE 仍处于较高水平。而横向对比 A 股其他行业（中信一级 30 个行业），银行业 ROE 排序仍处于 A 股所有行业前 20% 水平，行业 ROE 绝对水平仍具有一定吸引力。

图表 12、行业 ROE 变化与相对位置（老 16 家银行样本）



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 13、主要国家和地区银行业 ROE (截至 3 月 24 日收盘价)



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

三、业绩拆分：规模增速下台阶，息差趋势性下行，信用成本居高位

1、规模：资产增速下台阶，结构向本源回归

依据增速与结构变化，大致可将商业银行近 10 年资产划分为几个阶段：

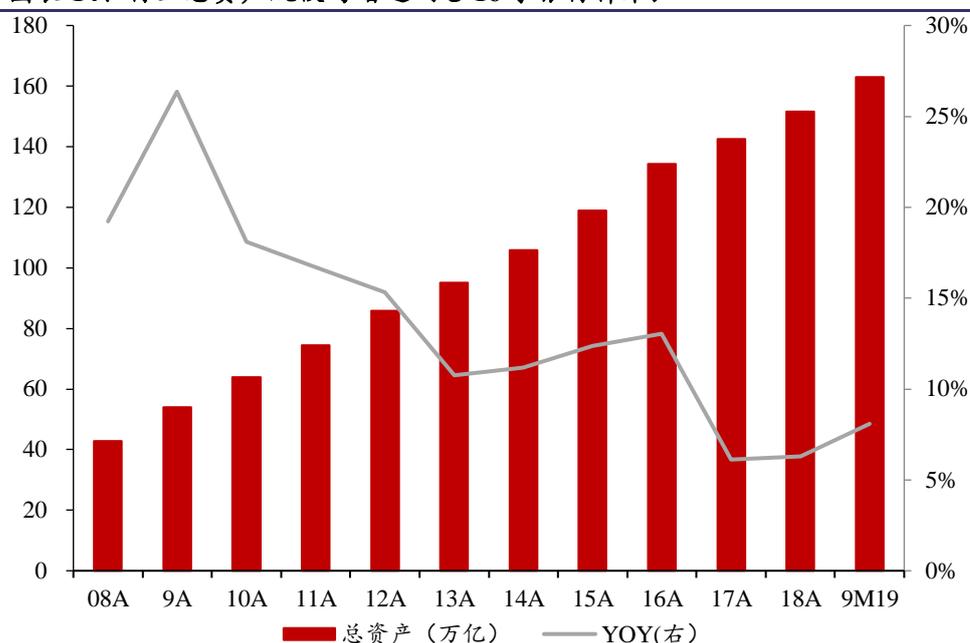
2008-2010 年-信贷扩张带动规模快速增长：积极财政政策(四万亿经济刺激计划)

+宽松货币政策，信贷规模快速增长，资产规模复合增速 20%以上。

2011-2016 年-同业、非标接力信贷，规模增速整体下台阶：11-12 年，银行同业业务蓬勃发展；13 年、14 年出台 8 号文对表外理财进行监管，同业业务开始持续压缩，非标业务快速发展；15-16 年权益市场活跃，影子银行业务快速扩容，债券投资持续增长。

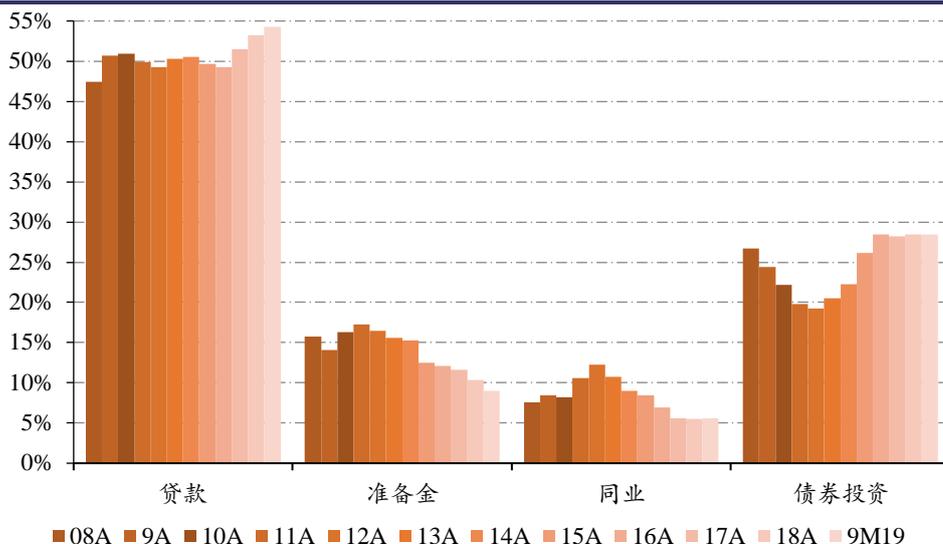
2017 年至今-监管趋严背景下行业回归本源：经历一轮去杠杆后行业规模增速有所恢复，17 年银监接连出台“三三四十”监管要求，18 年资管新规落地，大资管业务整体收缩，表内资产替代性增长，行业在监管引导下持续回归本源。

图表 14、行业总资产规模与增速（老 16 家银行样本）



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 15、行业资产结构（老 16 家银行样本）



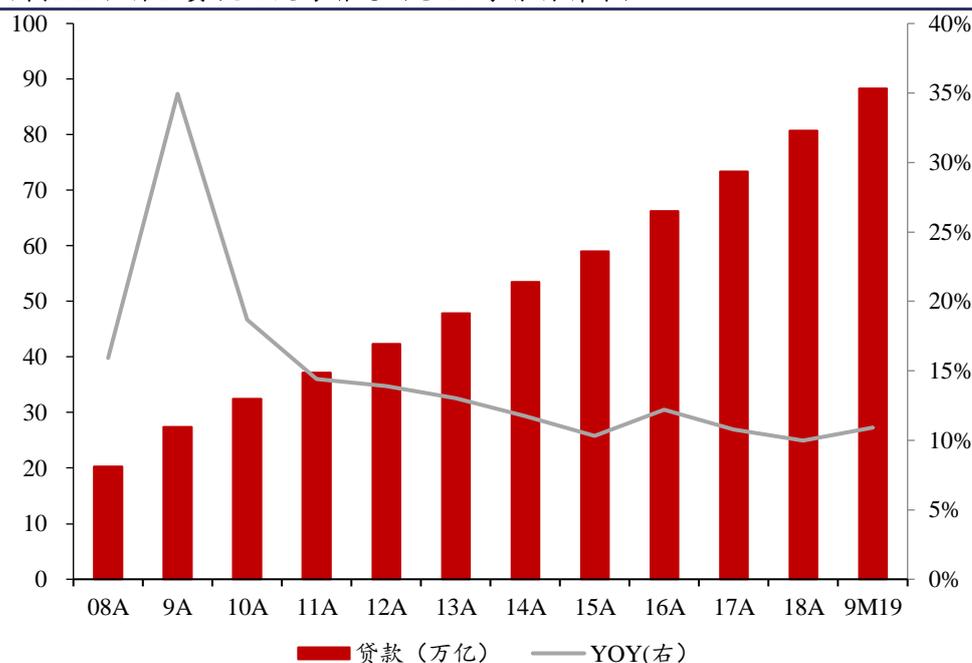
数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

● 贷款：扩张速度放缓，零售转型进行时

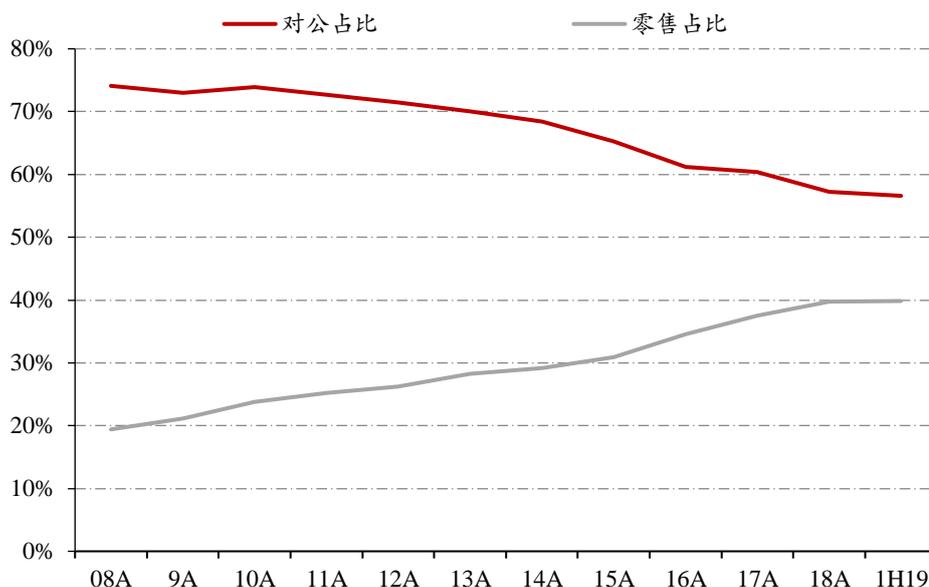
贷款是银行资产负债表中增长最为平稳的一类资产，整体趋势缓慢下行，与名义GDP增速相匹配，近5年增速维持在10%-15%区间。

随着经济转型及资本市场深化，银行贷款逐步向零售业务倾斜。一方面与大对公企业的融资渠道拓展有关，另一方面零售较高的定价（消费/经营性贷款）或较低的风险（按揭）使得各家银行在过去10年间都加大了零售业务的投入，目前占比已经较10年前翻番。

图表 16、行业贷款规模与增速（老16家银行样本）



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

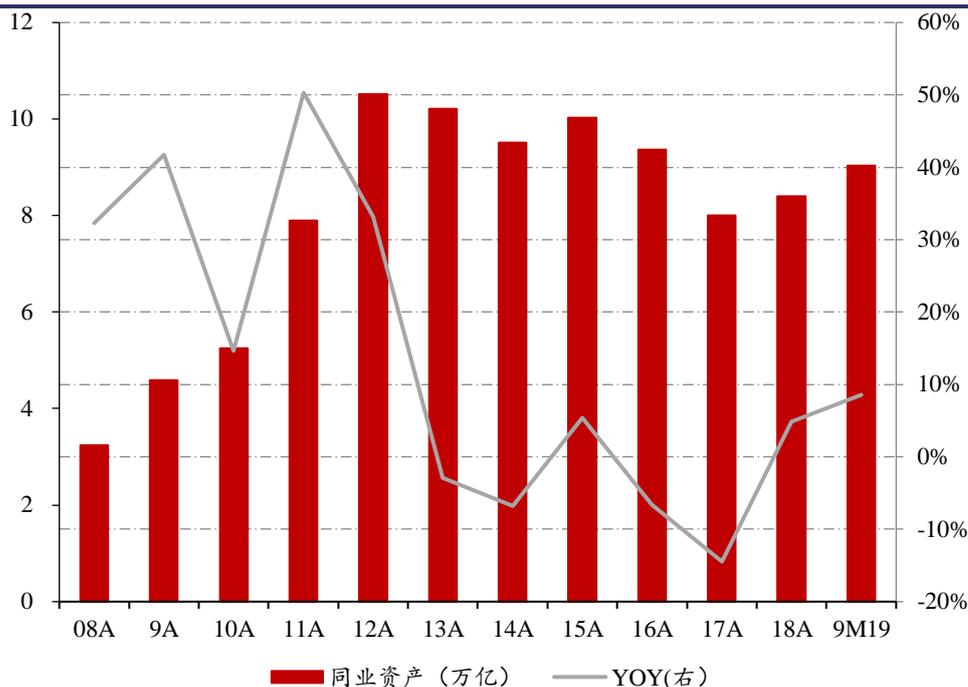
图表 17、行业贷款结构（老 16 家银行样本）


数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

● 同业资产：与监管政策变化密切相关

同业资产余额波动较大，其规模变化与监管政策密切相关。1) 08-12 年，银行受限于存贷比指标、资本充足率等监管指标限制，将理财资金通过信托、证券、基金与保险等与非银机构合作的通道业务，流向地方政府融资平台、房地产等领域的非标资产。大量非标资产通过“买入返售资产”科目入表，进而带动同业资产规模扩张。2) 转折点发生在 2013 年——银保监会出台《中国银监会关于规范商业银行业理财业务投资运作有关问题的通知》(银监发[2013]8 号)。8 号文对银行理财资金的投向、风险拨备提出明确要求，同时对理财资金投资非标资产比例进行了严格限制。进一步地，2014 年《关于规范金融机构同业业务的通知》(银发[2014]127 号文) 出台。127 号文就规范同业业务经营行为、加强和改善同业业务内外部管理、推动开展规范的资产负债业务创新等方面提出了十八条规范性意见。在监管政策规范下，2013 年后行业同业资产不断压缩，目前占比在 5% 左右。

图表 18、行业同业资产规模与增速（老 16 家银行样本）

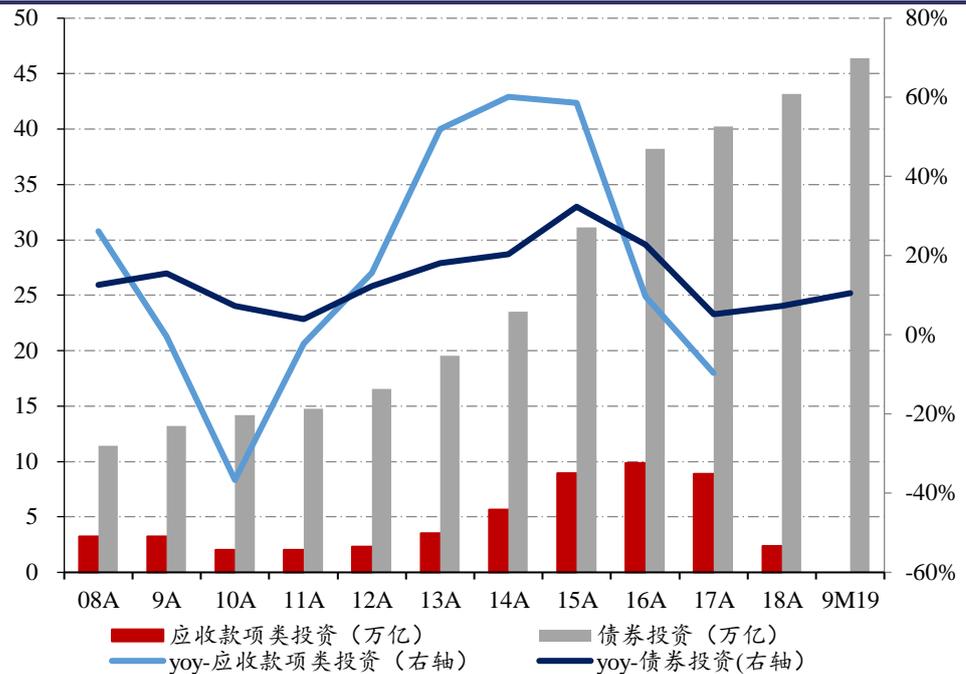


数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

● 债券投资：受非标/委外为代表的应收款项类投资影响

债券投资规模变化与同业资产类似，与监管政策密不可分。1) 08-12年，信贷资产、同业资产快速增长，债券投资规模压缩。2) 而13年8号文出台后，银行理财资金通过通道业务投资非标资产的链条受到限制，转向委外业务为代表的应收款项类投资发展。2013-2016年应收款项类投资快速增长进而使得债券投资占总资产比重不断提升。3) 17年监管趋严，18年资管新规落地，应收款项类投资收缩。同时，18、19年19执行后金融投资4分类重分为3分类，部分未通过测试的应收款项计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FV-PL），至此应收款项类科目已成历史，债券投资规模保持平稳。

图表 19、行业债券投资规模与增速（老 16 家银行样本）



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

● 现金与准备金：“三档两优”准备金率框架适应性优化

银行表内现金与准备金科目包括现金、法定存款准备金与超额存款准备金。1) 现金是银行流动性最高的资产，主要用于应对储户日常取现需求，“现金”在节假日前后波动较大，季节性明显。2) 法定存款准备金以商业银行吸收的存款余额为基数，按照一定比率向中央银行缴存，但其缴存时点与资产负债表日不同（每月5日、15日、25日），同时缴存范围也与负债“吸收存款”项有所差异（个人储蓄存款、单位存款、国库现金管理商业银行定期存款）。3) 超额存款准备金是商业银行在央行的存款超过法定存款准备金以外的部分，变动有季节性规律，季末年末变动较大，超储率是观察银行间流动性的重要指标。

法定存款准备金率是央行货币政策重要抓手之一。2019年5月，央行决定对聚焦当地、服务县域的中小银行，实施较低的存款准备金率，“三档两优”存款准备金率框架逐渐形成。具体而言，“三档”分别针对国有六大行、股份行/城商行以及跨区经营/资产规模较大的农商行以及服务县域的银行，“两优”则是为引导银行聚焦小微、服务当地而设立，享受“两优”后银行实际的存款准备金率水平要比基准档更低一些。

2020年3月13日，央行公告普惠金融定向降准，“三档两优”存款准备金率框架适应性优化。此次普惠金融定向降准后，股份行无论是达到降准一档（0.5个百分点）还是降准二档（1.5个百分点），实际实施的存款准备金率均比正常标准低1.5个百分点。在当前加强普惠金融支持的背景下，“三档两优”准备金率框架进行了适应性优化，兼顾了主动推动和事后激励，体现了货币政策的灵活性。

图表 20、“三档两优”存款准备金率框架（截至 2020 年 3 月 16 日）

类型	范围	考核条件	法定存款准备金率
大型银行	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行和邮政储蓄银行等 6 家商业银行	正常标准	12.5%
		前一年普惠金融领域贷款余额或增量占比达到 1.5%	12%
		前一年普惠金融领域贷款余额或增量占比达到 10%	11%
中小型企业	股份制商业银行、跨省经营的城市商业银行以及跨区县经营、资产规模较大的农村商业银行。	正常标准	10.5%
		前一年普惠金融领域贷款余额或增量占比达到 1.5%	9%
		前一年普惠金融领域贷款余额或增量占比达到 10%	9%
	仅在省级行政区域内经营的城市商业银行	正常标准	9.5%
		前一年普惠金融领域贷款余额或增量占比达到 1.5%	9%
		前一年普惠金融领域贷款余额或增量占比达到 10%	8%
服务县域的银行	农村信用社、农村合作银行、村镇银行和服务县域的农村商业银行（仅在本县级行政区域内经营，或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于 100 亿元的农村商业银行）	正常标准	7%
		新增存款一定比例用于当地贷款	6%

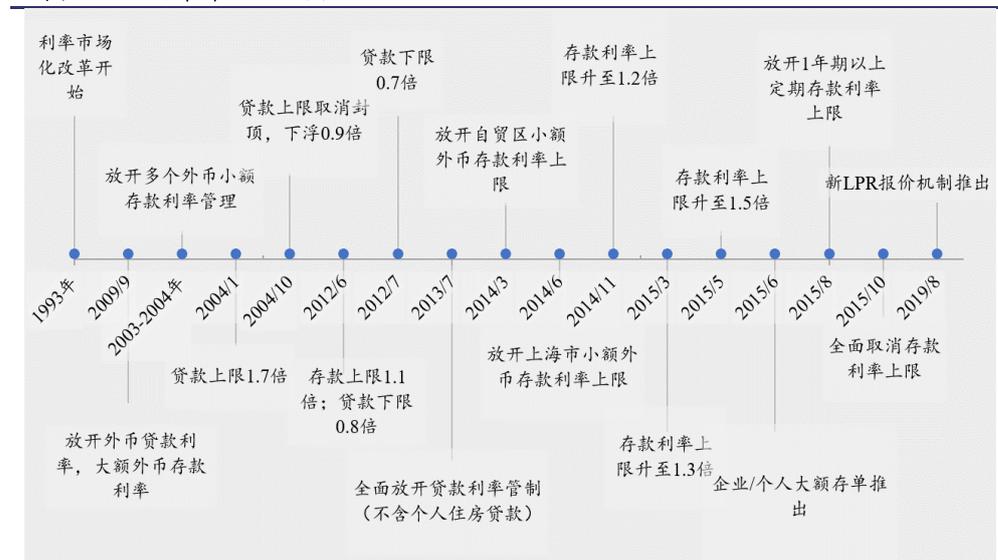
数据来源：中央人民银行、兴业证券经济与金融研究院整理

2、净息差：基准利率下调+利率市场化进程推进，趋势性下行

● 净息差回顾：告别“3”时代，长期趋势性下行

参考海外发达经济体经验，我国利率市场化整体遵循先外币/后本币、先贷款/后存款、先长期/后短期、先大额/后小额的渐进式改革路径。从 1996 年起，货币市场、债券市场的利率管制依次放开，人民币贷款、存款利率浮动幅度也不断扩大，并分别于 2013 年、2015 年取消直接管制。至此，名义利率市场化改革基本完成，但存贷款利率与货币市场利率决定机制尚未统一，双轨制特征明显。2019 年 8 月 17 日人民银行发布〔2019〕第 15 号公告，决定改革完善贷款市场报价利率形成机制，利率市场化改革进一步深化，贷款利率“两轨并一轨”取得实质进展。

图表 21、利率市场化进程

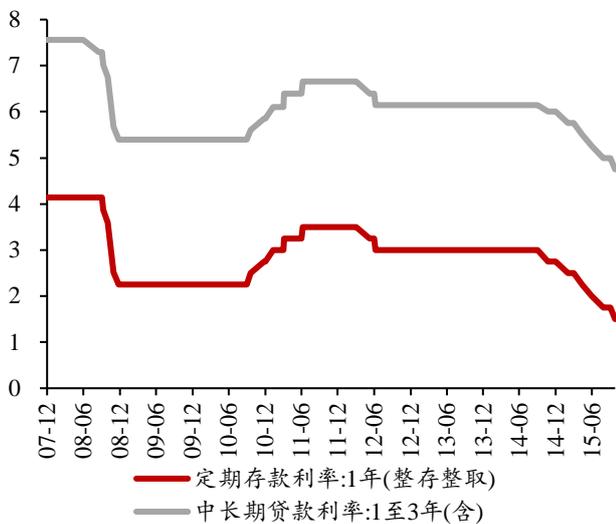


请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

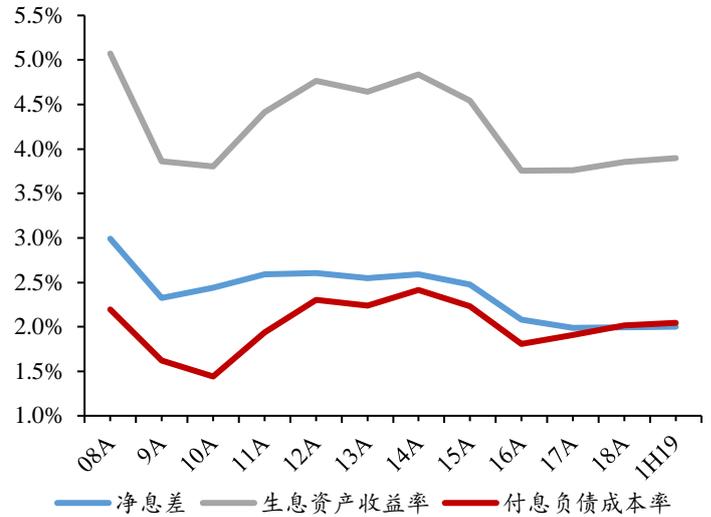
数据来源：Wind、中央人民银行官网、兴业证券经济与金融研究院整理

整体来看，随着存贷款利率市场化进程推进以及基准利率下调，行业净息差水平趋势性下行（从 3% 到 2%）。但由于存款基准利率变化只影响定期存款部分，因此即便是对称降息/加息，息差也并非平行变动。1) 降息周期（08 年、15 年）：存贷款基准利率同时下降、幅度相近，由于活期存款利率不受影响，影响主要是定期存款部分，因此生息资产收益率下行幅度会大于付息负债成本率下行幅度，综合来看息差大幅下行。2) 加息周期（10 年、11 年）：存贷款基准利率同时上行、幅度相近，同样由于付息负债中只有定期存款部分受影响，因此生息资产收益率上行幅度会大于付息负债成本上行幅度，综合来看息差小幅上行。

图表 22、存贷款基准利率历史变化



图表 23、行业净息差变化（老 16 家银行样本）



数据来源：Wind、各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

● 净息差水平：受资产负债结构与各自定价水平影响

银行息差主要受两维度因素影响：各类资产负债定价与资产负债结构变化。静态来看，目前银行资产负债定价与结构上，1) 资产端定价：贷款（零售/小微>对公）> 同业资产> 债券投资> 准备金；2) 资产端结构：贷款> 债券投资> 准备金> 同业资产；3) 负债端定价：债券类负债> 同业负债> 存款（定期>活期）；4) 负债端结构：存款> 同业负债> 债券类负债。

动态来看，在降息周期银行一方面会通过拉长资产久期、提高期限利差，另一方面也通过资产负债结构调整，提升高定价资产占比对冲资产定价的下行。例如 11-15 年银行在利率市场化进程推进叠加基准利率下调过程中，银行投资非标资产应对贷款定价下行压力，并通过同业资产/债券投资入表，进而拉高了 11-15 年同业资产/债券投资收益率与占比。近年来对公风险暴露、资管业务监管趋严后，银行加大对高定价零售业务倾斜，贷款定价与占比均有所抬升。

图表 24、行业资产负债定价变化（老 16 家银行样本）

	08A	9A	10A	11A	12A	13A	14A	15A	16A	17A	18A	1H19
净息差	2.99%	2.33%	2.44%	2.59%	2.61%	2.54%	2.59%	2.47%	2.08%	1.99%	1.99%	2.00%
生息资产收益率	5.07%	3.86%	3.80%	4.42%	4.77%	4.64%	4.84%	4.54%	3.75%	3.76%	3.85%	3.90%
各类资产定价												
发放贷款	6.93%	5.28%	5.05%	5.84%	6.37%	5.97%	6.04%	5.59%	4.52%	4.41%	4.56%	4.66%
债券投资	3.55%	3.02%	2.92%	3.17%	3.50%	3.74%	4.02%	3.99%	3.55%	3.44%	3.32%	3.20%
存放央行	1.62%	1.32%	1.38%	1.49%	1.47%	1.44%	1.45%	1.44%	1.42%	1.23%	1.20%	1.14%
同业资产	3.25%	1.79%	2.25%	4.01%	3.91%	4.10%	4.83%	3.93%	2.61%	3.62%	4.01%	3.78%
资产结构												
发放贷款	52%	52%	53%	53%	52%	53%	53%	53%	53%	54%	55%	57%
债券投资	28%	26%	24%	21%	20%	21%	22%	25%	28%	29%	29%	29%
存放央行	15%	15%	16%	17%	17%	16%	16%	14%	13%	12%	11%	10%
同业资产	7%	8%	9%	10%	12%	12%	10%	9%	8%	6%	6%	6%
付息负债成本率	2.20%	1.62%	1.44%	1.94%	2.30%	2.24%	2.41%	2.23%	1.81%	1.91%	2.01%	2.05%
各类负债成本												
客户存款	1.74%	1.56%	1.32%	1.68%	2.01%	1.96%	2.07%	1.98%	1.57%	1.51%	1.61%	1.75%
应付债券	2.98%	2.97%	2.63%	2.48%	2.90%	2.53%	2.53%	2.99%	3.10%	3.45%	3.63%	3.58%
同业负债	2.48%	1.88%	2.14%	3.48%	3.79%	3.66%	4.10%	3.11%	2.35%	2.96%	3.10%	2.78%
负债结构												
客户存款	87%	86%	86%	85%	82%	82%	80%	78%	75%	75%	75%	77%
应付债券	2%	2%	2%	2%	3%	3%	4%	5%	6%	7%	7%	7%
同业负债	12%	12%	12%	13%	15%	15%	16%	17%	19%	19%	17%	16%

数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

定价变化与结构调整虽都会影响净息差，但结构调整贡献有限，核心在于定价水平变化。继续将近 10 年净息差变化情况运用连环替代法进行详细拆分，一般而言，资产/负债结构本身的变化对资产收益率/负债付息率贡献大多在 10bps 内，而定价水平下行对净息差影响远大于结构调整。例如 2016 年在前期存贷款利率多次下调情形下，2016 年生息资产收益率下行 78bps（定价贡献 81bps，结构对冲 4bps），付息负债成本率下行 42bps（定价贡献 45bps，结构对冲 3bps），最终净息差同比下行 39bps。

图表 25、行业资产负债定价变化拆分（老 16 家银行样本）

单位：bps	9A	10A	11A	12A	13A	14A	15A	16A	17A	18A	1H19
净息差变化	-66	11	15	1	-6	4	-12	-39	-9	0	1
生息资产收益率变化	-121	-6	61	35	-13	20	-30	-78	0	9	5
定价拆分	-116	-9	64	34	-17	17	-34	-81	-2	6	1
发放贷款	-86	-11	41	28	-23	3	-25	-57	-5	7	6
债券投资	-15	-3	6	7	5	6	-1	-11	-3	-4	-3
存放央行	-4	1	2	-0	-1	0	-0	-0	-2	-0	-1

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

同业资产	-11	4	15	-1	2	9	-9	-12	8	3	-1
结构拆分	-4	2	-3	-1	3	2	4	4	2	4	4
发放贷款	1	8	-2	-4	2	4	-1	-3	4	9	5
债券投资	-6	-7	-8	-5	2	6	12	11	3	-0	0
存放央行	0	1	2	0	-1	-1	-2	-2	-1	-1	-1
同业资产	2	1	5	8	-0	-8	-4	-3	-5	-3	0
付息负债成本率变化	-57	-18	49	36	-6	18	-18	-42	11	10	3
付息负债/生息资产	95%	95%	94%	94%	94%	93%	93%	93%	93%	92%	92%
定价拆分	-58	-18	47	33	-7	16	-21	-45	9	11	4
客户存款	-51	-21	31	28	-4	9	-8	-32	-5	7	10
应付债券	-0	-1	-0	1	-1	0	2	0	2	1	-0
同业负债	-7	3	16	4	-2	7	-16	-13	11	3	-6
结构拆分	0	0	2	3	1	1	3	3	2	-1	-1
客户存款	-0	-1	-2	-4	-2	-2	-5	-4	-1	1	2
应付债券	0	0	1	1	2	2	2	3	3	2	1
同业负债	0	1	4	7	1	2	6	3	-1	-4	-4

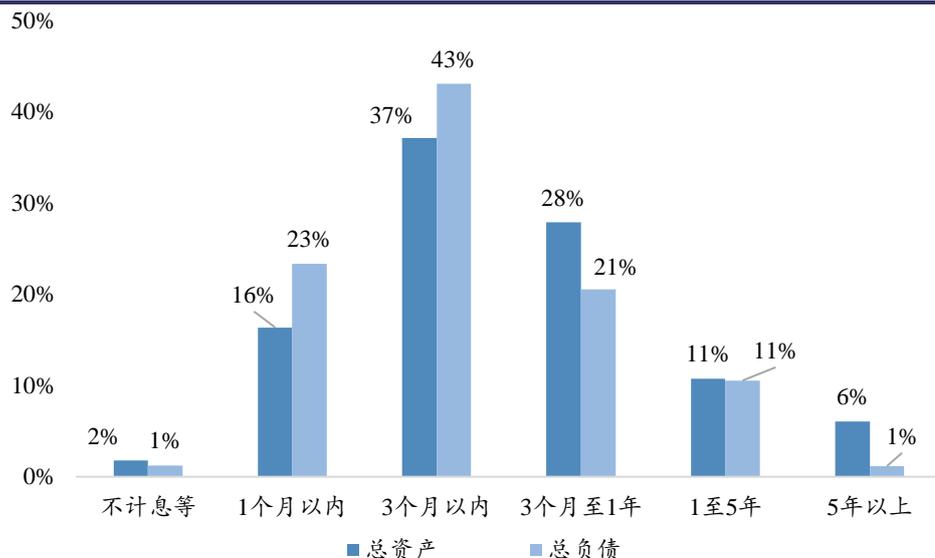
数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

● 降息经验回顾：对称降息 25bps，息差收窄约 8bps

参考 2014-2015 年降息经验，6 次降息共持续 1 年时间（2014.11-2015.10），整体降息 150bps，此后 3 年没有基准调整，各因素分拆相对彻底。

根据当时银行资产负债的重定价周期来看，83%的资产和 88%的负债在基准利率变动 1 年内均完成了重定价。这个节奏快于当下，主要是 2014-2016 年间，银行拉长了资产负债的重定价期限，此后降息对 NIM 的传导时间有所拉长。同时，也必须注意到 2014-2016 年是影子银行蓬勃发展的周期，当时银行资产中“利率敏感型”资产（贷款+同业及投资项下非标）的总资产占比较高，对降息的反应可能更加剧烈。

图表 26、上市银行 2014 年重定价期限结构



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

整体来看，2016 年行业息差相较于 2014 年末下行 49bps (2.52—>2.03)，其中既有定价因素，也有商业银行运用结构调整对冲息差下行影响因素。**对定价与结构因素拆分后**：资产端定价因素贡献-123bps，负债端定价因素贡献约+77bps，其中贷款贡献-170bps，存款贡献+66bps，意味着**每降 25bps 基准利率，贷/存款利率的变动约为 28bps/11bps**。总体而言，纯定价因素对息差负向贡献 52bps，纯结构调整正向贡献 3bps，即**对称降息 25bps，息差收窄约 8bps**。

图表 27、银行资产负债定价水平与结构变化（老 16 家银行样本）

	资产负债定价			资产负债结构		
	2014H2	2016H2	Δ, bps	2014H2	2016H2	Δ, Pcts
贷款	6.06%	4.37%	-170	51.85%	50.33%	-1.53
投资	4.49%	3.72%	-78	23.06%	30.08%	7.02
现金准备金	1.50%	1.46%	-4	15.67%	12.39%	-3.29
同业资产	4.51%	2.71%	-180	9.41%	7.20%	-2.21
吸收存款	2.17%	1.51%	-66	79.99%	76.34%	-3.65
同业负债	3.71%	2.43%	-128	15.93%	17.04%	1.11
应付债券	4.14%	3.32%	-83	4.09%	6.62%	2.54

数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 28、银行净息差变化拆分（老 16 家银行样本）

	2014H2	2016H2	变化/bps
利息收入	4.84%	3.69%	-115
利息支出	2.50%	1.79%	-71
净息差	2.52%	2.03%	-49
定价因素			
利息收入	4.84%	3.61%	-123
利息支出	2.50%	1.73%	-77
净息差	2.52%	2.00%	-52
结构因素			
利息收入	4.84%	3.69%	9

利息支出	2.50%	1.79%	6
净息差	2.52%	2.03%	3

数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

3、中收：与社零交易、权益市场、直接融资发展密切相关

手续费净收入属于非利息收入中发展最为稳定的一部分。根据业务属性，主要可分为三类：**1) 银行卡、结算清算、代理/理财业务类手续费收入**。这三类收入是银行最为原始的手续费收入构成，完全不占用银行资本，本质上是银行渠道网点和支付结算系统规模经济效益的体现。这一部分手续费收入增长与整个社会的交易发展形势密切相关，是银行各项收入中最贴近消费属性的部分。**2) 托管受托类手续费收入**：除了与银行渠道和支付系统相关外，也受到轻型银行和交易银行战略推进的影响，其增长主要与银行资产托管业务的规模以及财富管理业务的发展情况相关。**3) 投资银行类手续费收入**：反映了金融脱媒的方向，在商业银行对公投行化转型的背景下，这一非利息收入的增长将会成为差异化银行经营特色凸显的关键。

近 10 年来，行业手续费净收增速整体下行但边际改善，结构上银行卡收入是中收稳定器，增长最为稳定、收入贡献最大。具体而言，大致可分为以下几个阶段：

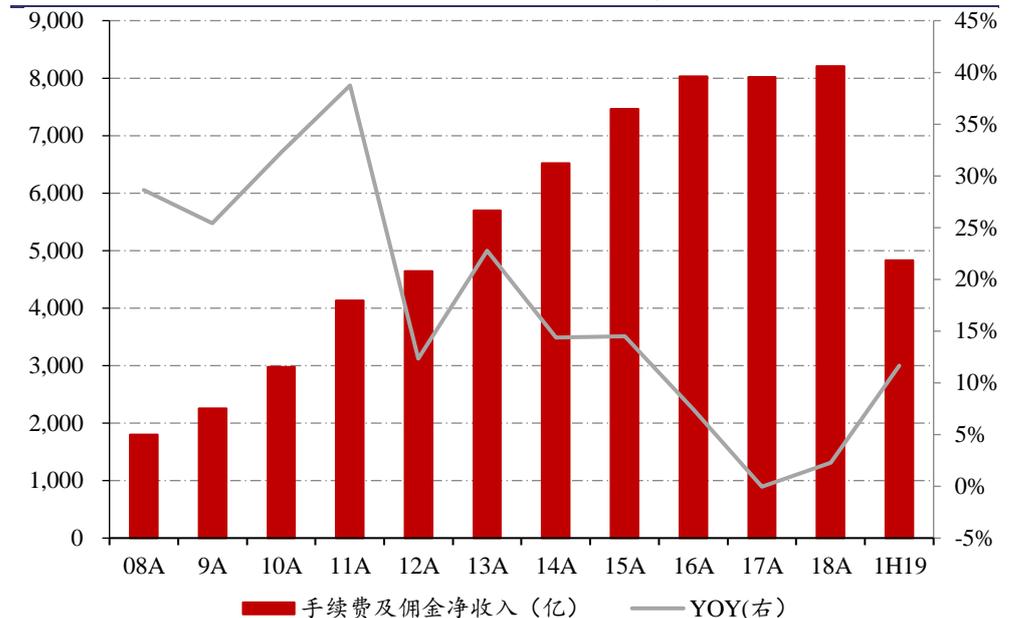
08-11 年，多元业务共同发力，驱动中收高增长（Cagr30%以上）。**1) 支付业务方面**，08-11 年经济整体保持高速增长，09 年政府采取一系列措施促进内需消费，社零总额快速增长，与交易有关的银行卡、结算清算手续费收入增长 30%以上。**2) 代理/托管业务方面**，08 年上证综指从前期 6000 点跌至 1800 点后开始触底回升，09-11 年股票市场较为活跃，股票市场发展带动银行基金保险代销、基金托管等中间业务收入增加。**3) 投行业务方面**，金融脱媒进程持续推进，中期票据、企业债券、公司债券等直接融资工具发行规模扩大，投行类业务收入 08-11 年 3 年复合增速超过 40%。

12-15 年，结算、投行类业务萎缩，中收增速下台阶（Cagr18%）。2012 年是行业中收增长转折点，从 12 年开始，受监管政策收紧及国内经济增速下滑影响，中收结束前期 30%以上的高增长。**1) 支付业务方面**，以支付宝为代表的第三方支付挤占了银行结算清算等传统业务份额，2012 年行业结算清算手续费收入增速由 11 年的 33%下滑至 5%，而银行卡收入在此期间则继续保持稳健增长。**2) 代理/托管业务方面**，银行理财/代理与托管业务增速较前期有所放缓，但仍保持较高增长。尤其是 2015 年上证综指达到 5000 点，当年代理业务收入增速达到 46%。**3) 投行业务方面**，针对前期银行“以贷收费”、“借贷搭售”等行为，2012 年 2 月银监会发布“关于整治银行业金融机构不规范经营的通知”，不久发改委、银监会等多部门在全国范围内开展“乱收费”检查。伴随着监管政策逐步收紧，12 年后行业（老 16 家）财务顾问等投行类业务收入大幅萎缩，至此“息改费”成为历史，但行业内部大行与股份行在中收上的分化开始显现。

16-18年，代理、投行类业务拖累加大，中收增速再下台阶（Cagr4%）。2016年是行业中收增长又一个转折点，中收增速跌入个位数。**1）支付业务方面**，第三方支付继续挤占银行非现金交易份额，叠加16年国家发改委、人民银行联合印发《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》调低刷卡费率，2016年银行卡收入增速下滑、结算业务收入负增长。但17年后在对公有效需求不足、信用风险暴露、按揭投放存在约束的背景下，银行更多地将资源向零售业务倾斜。从2017Q4后，银行信用卡发卡量/信用卡信贷总额同比增速保持在20%以上，交易类业务收入触底回升，对中收形成支撑。**2）代理/托管业务方面**，15年权益市场的强劲增长拉高了代销收入基数叠加16年资本市场行情较弱，导致16年代理/理财收入较15年回落；17年理财监管趋严、18年资管新规落地，叠加权益市场拖累，理财规模增长停滞，银行代理、托管业务收入也是负向增长。**3）投行业务方面**，16年后宏观经济去杠杆，实体融资环境偏紧，同时监管针对财务顾问为代表的投行类业务收费继续加大不规范收费的监管力度，16-18年投行类业务收入也为负增长。

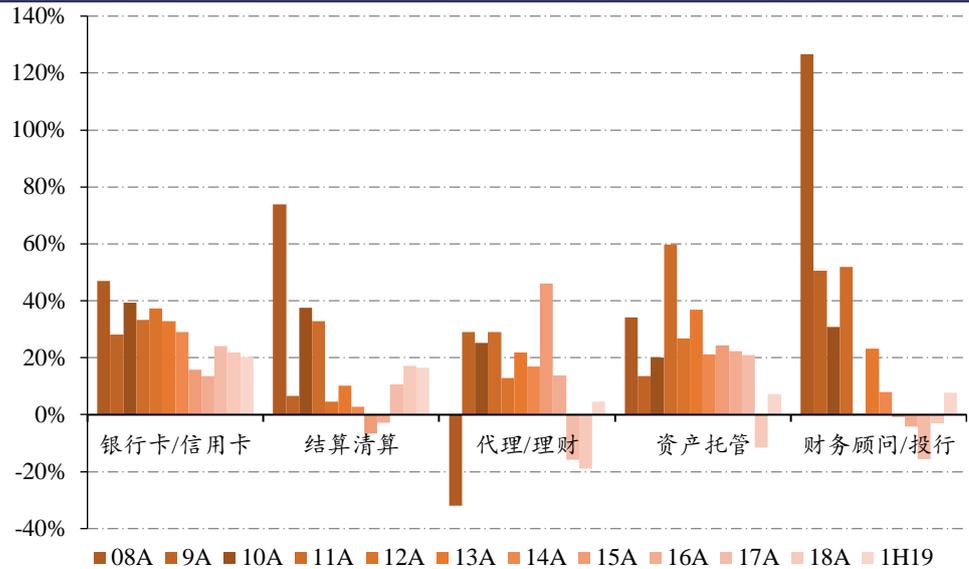
19年至今，各项业务边际改善，中收增速触底回升。19年来银行卡/结算等传统业务收入继续保持较高增长，对中收形成有力支撑。同时，代理、托管、投行业务收入在18年低基数下恢复正增长，中收增速回升至10%以上。

图表 29、行业手续费与佣金净收入（老 16 家银行样本）



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 30、行业分业务手续费收入增速（老 16 家银行样本）



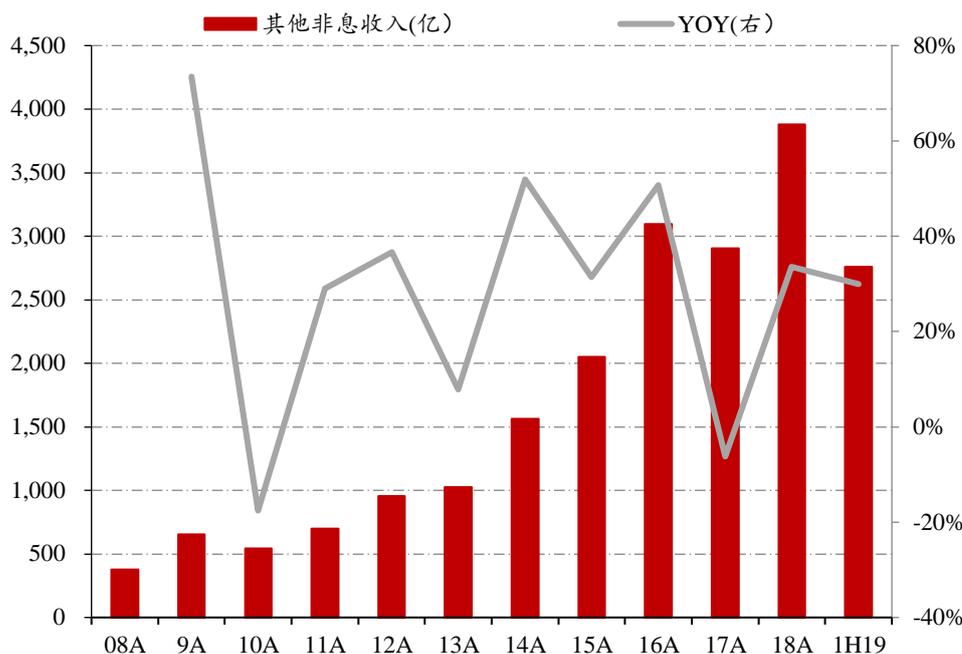
数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

4、其他非息：与金融市场密切相关，体现管理层盈余管理意图

以投资收益为代表的其他非息收入是非息中波动较大的部分。具体包括4类：1) **投资净收益**：取决于商业银行金融市场的交易能力，核心决定因素是投资资产规模、金融市场价格和管理层对投资盈余的分配态度。2) **汇兑净收益**：与商业银行资产负债币种构成以及汇率波动幅度有关。汇兑净敞口一般与国际业务发展的状况相关联，而汇率的波动则更多地受到国家外汇政策的影响。3) **公允价值变动**：变动逻辑与投资净收益类似，公允价值与投资净收益变动体现了管理层明显的盈余管理意图。4) **其他业务收入**：主要包含银行旗下证券、保险、基金等子公司贡献收入，是其他非息中较为稳定的一部分。

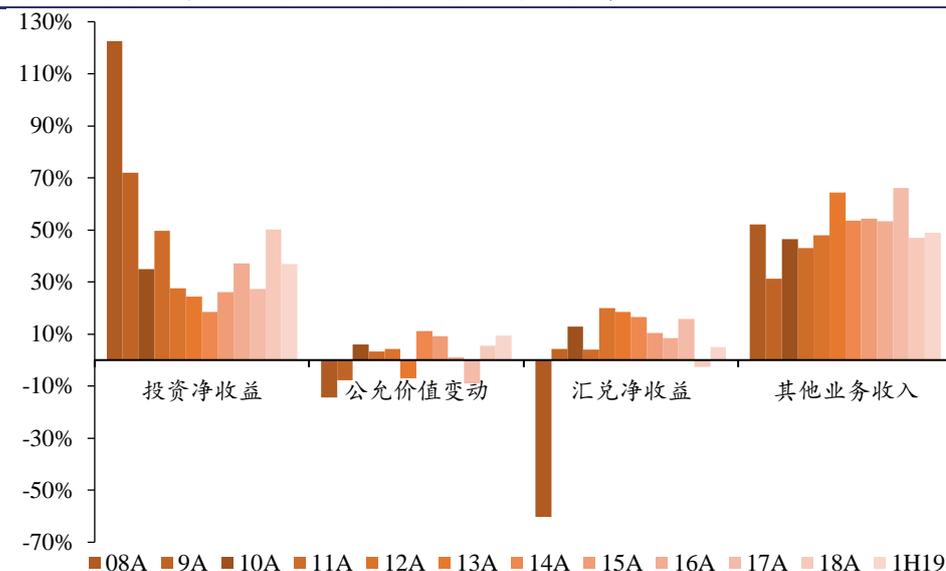
2018 以来的新变化来自于 IFRS9 的实施。新准则应用后，使用摊余成本后续计量的资产范围变小，而使用 FV-PL 后续计量的资产范围变大。FV-PL 规模越大，其公允价值变动引起的投资收益就越多，且金融资产公允价值变动直接计入损益，银行利润更易受到公允价值变动的的影响。18Q1 和 19Q1 大中型银行和小型银行分别进行了 I9 切换，进而投资收益与公允价值变动大幅为正，主要由于在 I9 变动中起初资产重分类及更大比例资产被划入 FV-PL 所致，后续影响将部分减弱。

图表 31、行业其他非息收入（老 16 家银行样本）



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 32、行业其他非息收入结构（老 16 家银行样本）

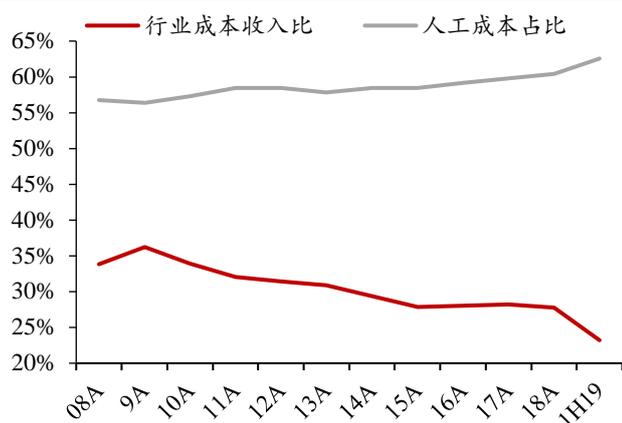


数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

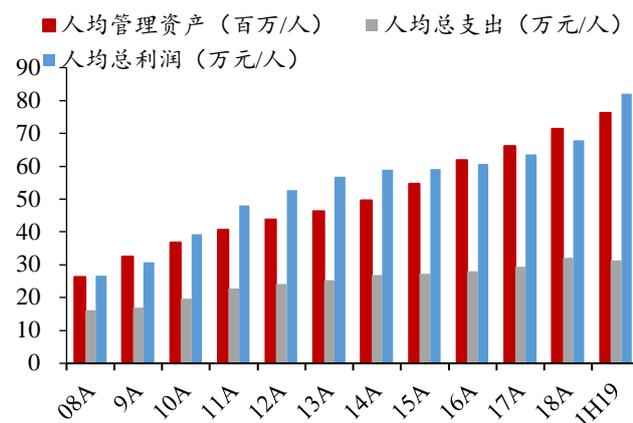
5、成本收入比：行业整体趋势性下行，个体间分化程度较大

整体来看，随着资产规模扩张，经营效率、规模效应逐渐显现，行业成本收入比趋势性下行，由高峰时期的 35% 降至 25% 以内。具体而言，业务及管理费用包括员工费用、折旧和摊销费用以及业务费用，这三大费用主要与公司经营发展战略和目前的网点渠道构成相关。员工费用方面随着人工成本刚性上涨，职工薪酬在业务管理费用中的比重逐步提升（60% 以上），而业务费用与折旧摊销费用则具备一定规模效应，随着网点扩张速度放缓，非人工成本占比在下行。

图表 33、行业成本收入比（老 16 家银行样本）



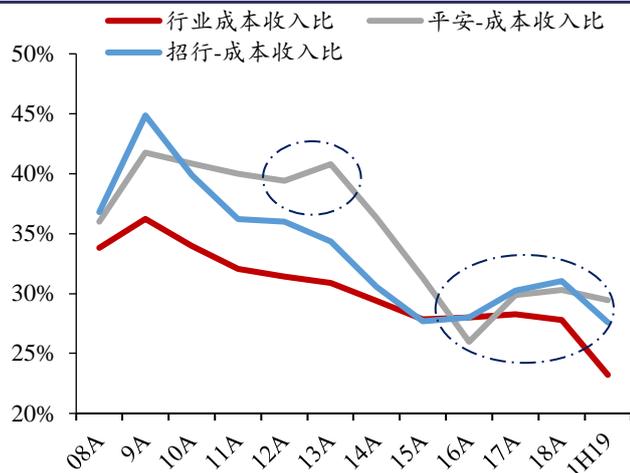
图表 34、行业人均效率指标（老 16 家银行样本）



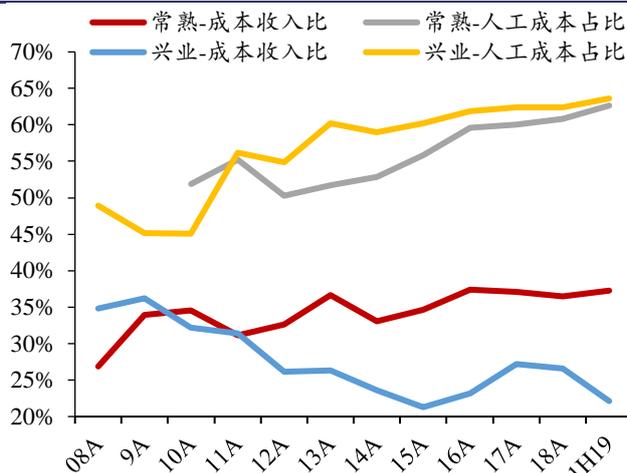
数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

成本收入比影响因素众多，例如业务模式是小微还是大对公、是否处于战略整合阶段、金融科技投入力度如何等，战略选择不一致使得银行个体间成本收入比分化较大。1) 小微 VS 大对公：常熟银行与兴业银行人工成本占比接近，但成本收入比差异非常大(10pct 以上)，取决于各自业务模式与客群定位。2) 战略发展阶段：平安银行 2013 年战略整合深发展，成本收入比上行明显。3) 金融科技投入：随着电子替代率提升和线上渠道的战略意义增强，大中型银行逐步加大科技金融方面的投入成为行业性趋势，科技投入可能给银行带来效率上的长期改善，也部分带动了成本端的上行。例如招商银行、平安银行近年来金融科技投入力度在行业领先，成本收入比走势与行业背离。

图表 35、招行与平安成本收入比



图表 36、兴业与常熟成本收入比



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

6、信用成本：受经济/监管等因素影响，行业历史不良已大幅消化

- 不良资产：与宏观经济密切相关

作为典型顺周期行业，银行业不良资产与经济周期密切相关。当经济处于上升区

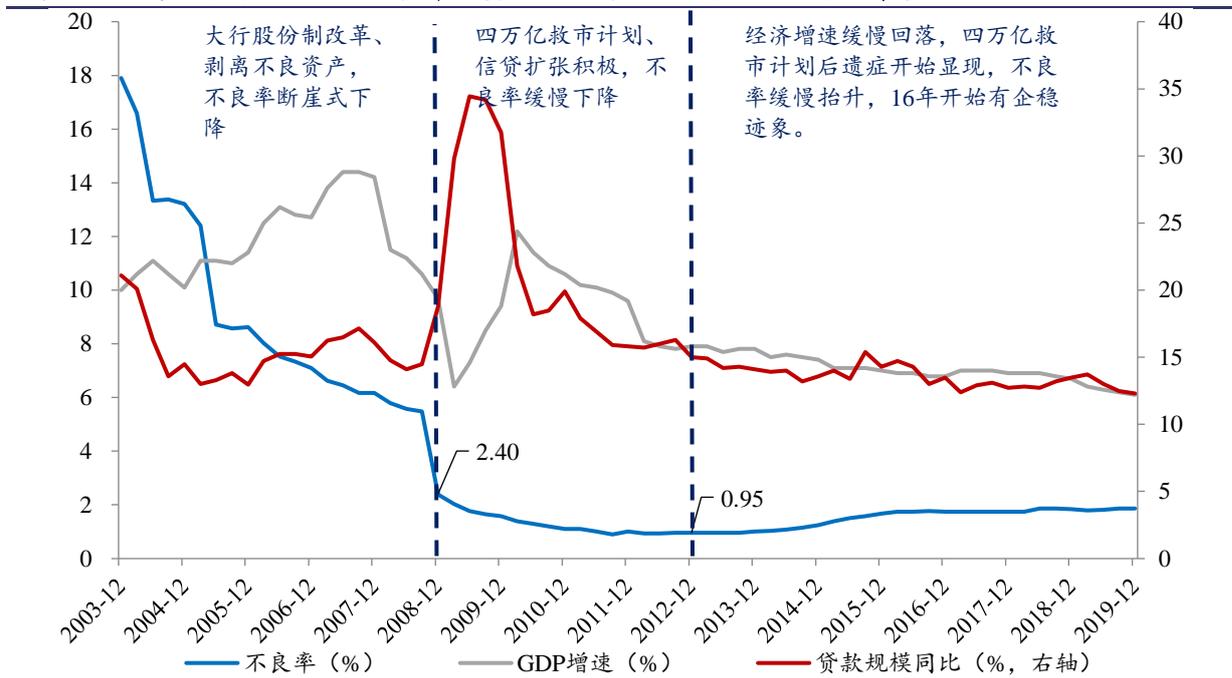
间，银行信贷投放较为积极，并且贷款质量较好；当处于下行区间，信贷扩张速度放缓，大量资产受宏观经济下行影响，不良快速暴露。与宏观经济周期演变过程一致，中国商业银行不良资产也具有明显的阶段性特征：

1999年-2008年：国有商业银行进行股份制改革成为市场化经营主体，并在上市之前通过四大资产管理公司进行了三次大规模的不良贷款剥离（2004年6月、2005年6月、2008年12月），历史包袱大幅削减，不良率快速下降。

2008年-2012年：在2008年金融危机影响下政府开启了四万亿经济刺激计划，随着经济增速回升，银行信贷规模开始扩张，此时不良贷款余额也在增长，但分母贷款规模的增幅大于分子不良贷款余额增幅，这一阶段银行不良率缓慢下降。

2012年至今：经济增速缓慢下行，信贷规模扩张速度放缓，同时四万亿经济刺激计划的后遗症开始显现，银行不良资产逐渐暴露，不良率缓慢抬升。**2016年开始商业银行不良保持平稳**——16Q4到17年行业不良率在信贷保持两位数增长的情况下连续5个季度维持在1.74%；18年以来的小幅波动更多在于监管趋严背景下中小银行不良资产逐渐暴露所致。行业整体不良是否真正的企稳回升还需要结合未来宏观经济环境变化、监管力度与节奏等多种因素进一步观察。

图表 37、商业银行整体名义不良率、贷款规模与 GDP 增速（全行业样本）



数据来源：Wind、中国银保监会、兴业证券经济与金融研究院整理

● **拨备水平：受不良与不良认定政策影响**

回顾商业银行近 10 年拨备与不良情况，大致可划分为以下几个阶段：

2012 年之前：随着信贷规模扩张，银行不良率稳步下降，同时 2011 年 7 月银保

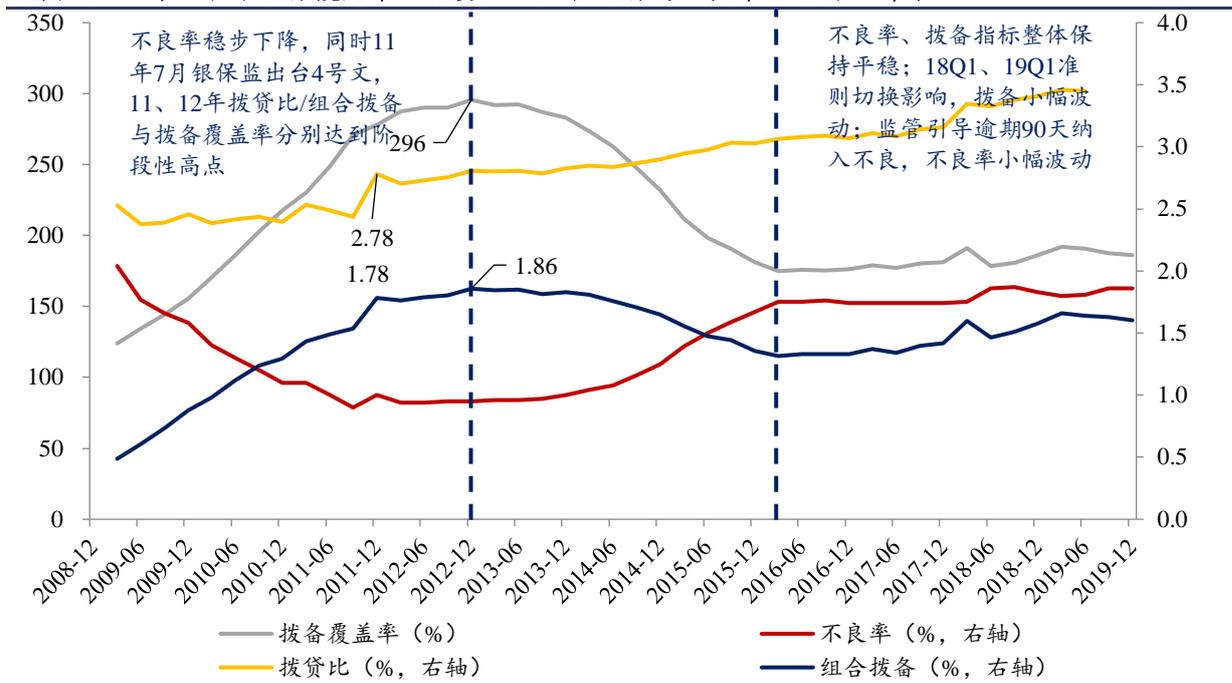
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

监会出台《商业银行贷款损失准备管理办法》，规定贷款拨备率基本标准为 2.5%，拨备覆盖率基本标准为 150%，两项标准较高者为银行贷款损失准备的监管标准。在这样的背景下商业银行在 2011 年、2012 年底拨贷比/组合拨备、拨备覆盖率分别达到阶段性高点。

2012-2016 年：12-16 年名义不良率缓慢攀升，银行拨备“蓄水池”的进出缺口开始扩大，这一阶段拨备覆盖率快速下降至 175% 左右。名义不良率攀升表明不良贷款余额增速快于贷款规模增速，因此与拨备覆盖率/组合拨备走势相反，在这一阶段拨贷比仍保持稳步增长态势。从拨备覆盖率/组合拨备与拨贷比相反的走势也可以看出，拨贷比敏感性更弱一些。

2016 年至今：名义不良率基本保持平稳状态（不良贷款增速与贷款增速较为一致），因此拨备指标与不良率整体保持平行变动。但在不良率小幅波动时，相对拨贷比，拨备覆盖率、组合拨备反应更为灵敏。

图表 38、商业银行拨备覆盖率、拨贷比、组合拨备与不良率（全行业样本）

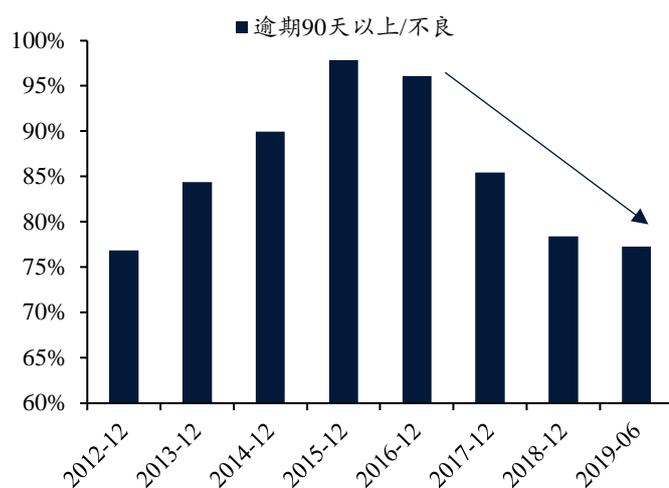


● 上市银行：不良生成下行，减值高峰已过

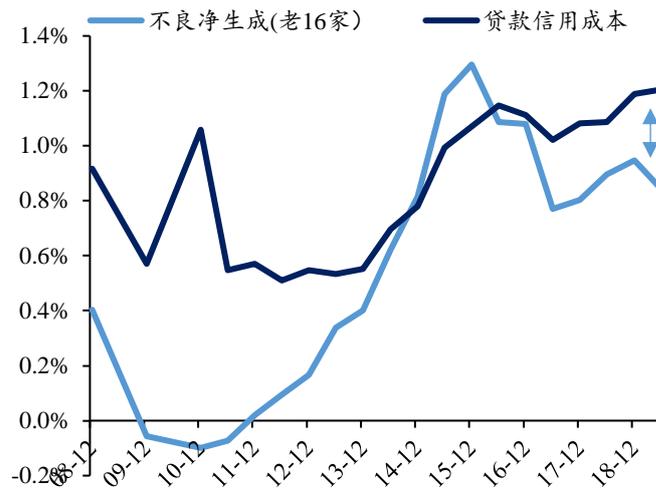
长达两年的补提告一段落，未来不良处置压力减轻。随着银行在 2018 年内通过加速计提、确认、核销处置问题资产，绝大多数上市银行已经完成 90 天以上逾期贷款确认进不良的工作，此轮冲击已基本结束。同时，根据披露的样本银行 2019 年业绩快报数据，行业 4Q19 在监管指引下加速将逾期 60 天以上贷款确认为不良，也使得 2020 年行业的减值存在明显的高基数。历史包袱提前消化，未来不良的处置压力减轻，且高信用成本基数有利于平滑利润实现。

信用成本目前仍高于不良生成，安全垫充足。作为后周期行业，银行在营收相对积极的阶段内，将维持较高的问题资产处置力度，以丰补欠，适应逆周期监管要求。进而未来一段时间不良生成率和信用成本之间的正差将继续存在，使得上市银行信用卡成本仍将保持平稳的态势。若未来出现利润波动，可考虑通过信用成本调节。考虑到审慎性，银行会用一个较长的周期平滑地实现信用成本的节约，但如果 PPop 出现大幅波动，银行动用减值进行盈利平滑的概率较大（参考 2014-2015 年）。

图表 39、逾期 90 天以上/不良贷款（老 16 家银行）



图表 40、不良净生成与贷款信用成本（老 16 家银行）



数据来源：Wind、各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

四、银行基本面核心变量探讨

作为支持实体经济的服务行业，商业银行净利润一直受到高度关注。央行在 4Q19 货币政策执行报告中设专栏“理性看待商业银行利润增长”，探讨银行业利润实现与服务实体经济能力问题。专栏提到，“A 股上市银行近三年数据显示，商业银行利润约 17% 用于缴纳所得税，23% 用于普通股股利分配，剩余的 60% 全部用于补充核心一级资本。由此可见，银行利润来源于实体经济，大部分又用于补充银行资本，并通过资本的杠杆作用，扩大对实体经济的信贷支持，最终反哺实体经济，促进经济平稳发展。”“维持一定的利润增长有助于银行补充资本，增强银行支持实体经济和防范风险的能力。”

那么，中期维度来看，要保证一定的服务实体经济能力，银行净利润增速底线与 ROE 究竟在哪里？随着新 LPR 报价机制出台，利率市场化进程深入推进，那么海外视角来看，低利率环境对银行经营影响如何？接下来本文将围绕上述问题进行探讨。

1、中期维度，银行业 ROE 与净利润增速底线在哪？

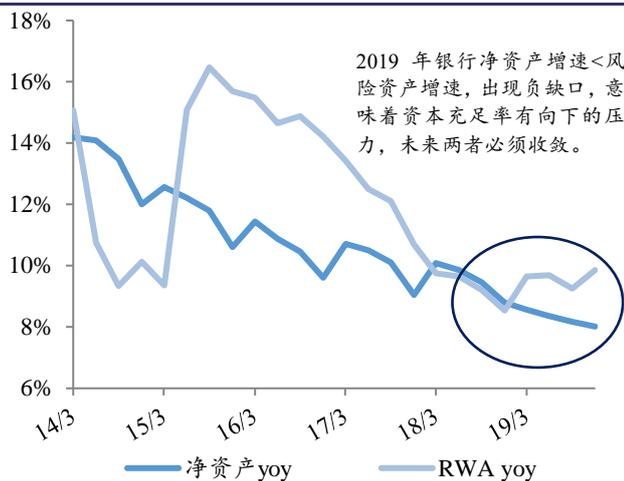
作为存在资本约束的商业经营主体，银行业的规模增长（风险资产增速）必须与

资本增长（净资产）相匹配，而资本增长（净资产）又与银行业内生/外源资本补充能力息息相关。考虑到目前银行股估值普遍破净，普通股外源资本补充可能性较小，银行资本内生积累能力显得更为重要。基于此，下文将从 RWA-净资产匹配性以及净资产-净利润匹配性两维度来探讨，在保证正常信用供给的前提下，银行业 ROE 与利润增速底线位置。

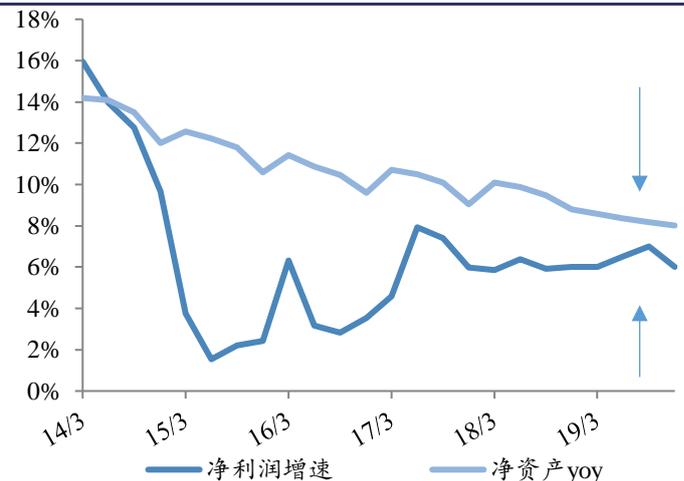
RWA-净资产：短期处于资本内生性平衡阶段，存在脆弱性。目前考虑了现金分红调整后的留存 ROE（近似替代净资产的内生增速）约为 10%，与加权风险资产的增速（9%+）基本相当。15 年内之所以 RWA 增速能超过净资产的内生增速，部分原因来自 15 年中期股市救市行动中，商业银行承担了最终资金供给方的角色所导致的一次性跳升。这意味在没有外源性再融资的情况下，银行业留存收益大体能够支持加权风险资产的增长。考虑到资管新规过渡期的回表压力以及目前的货币政策使得加权风险资产增长很难出现大幅下行，而资本充足率存在约束、下滑幅度不能太大，因此净资产增速需与 RWA 增速保持平衡，否则信贷供给能力将下降。

净利润-净资产：净利润增速需与净资产增速相匹配。以 5 年维度来看，要在资本约束下保证正常信用供给，行业净利润增速与净资产增速缺口不能太大。当然，提升分红率可以降低净资产积累速度，当期可以提升资本充足率，但也同时导致资本内生性平衡被打破，进入银行信用供给能力下降——盈利下降的衰退式循环，显然不是商业银行的首选。因此我们认为，银行业净利润增速与净资产增速也需趋于收敛。

图表 41、资本内生能力目前仅处于平衡阶段



图表 42、银行净利润与净资产增速需趋于收敛



注：此处为老 16 家银行样本数据。

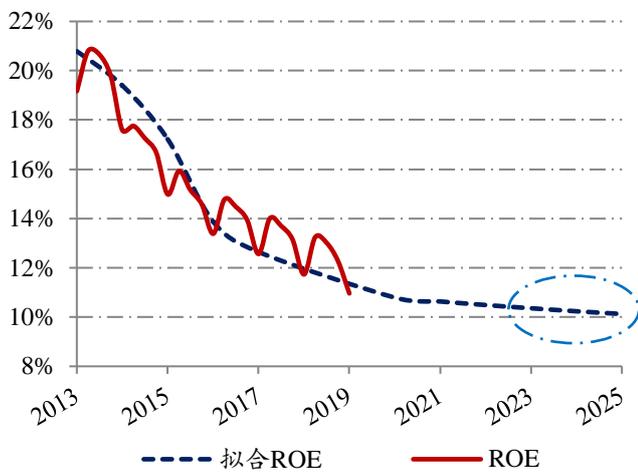
数据来源：Wind、各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

从 5 年维度看，中国名义 GDP 增速预计维持在 7%-8% 之间，而作为间接融资为主的经济体，可预期的未来银行仍将是信用供给的最大部门，因此银行的规模扩张—M2 扩张—社融增长，至少需要维持在 7%-8% 的中枢位置。那么要保证 7%-8% 的加权风险资产增速，对应的 ROE 与净利润增速应达到多少？

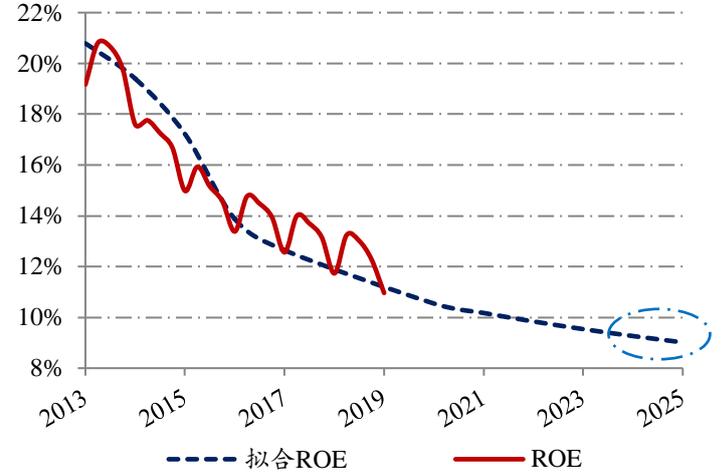
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

在不考虑普通股外源性资本补充的情形下，我们运用简化模型进行测算：1) 假设一级资本充足率保持不变（12%），2020-2025 年净资产、加权风险资产年均复合增速均为 7.5%，以目前 11% 的 ROE 水平、28% 的分红率进行估算，到 2025 年行业 ROE 将达到 10% 左右，对应净利润年均复合增速在 6% 左右。2) 假设一级资本充足率下降 0.6pcts（11.4%），2020-2025 年净资产、加权风险资产年均复合增速分别为 7%、8%，以目前 11% 的 ROE 水平、28% 的分红率进行估算，到 2025 年行业 ROE 将达到 9% 左右，对应净利润年均复合增速在 3.8% 左右。因此，若未来 5 年要达到年均 7%-8% 的信用供给水平，银行业 ROE 需维持在 9%-10% 中枢，对净利润复合增速需维持在 4%-6% 中枢。

图表 43、行业未来 5 年 ROE 拟合情况（情形 1）



图表 44、行业未来 5 年 ROE 拟合情况（情形 2）



注：此处为全行业数据。

数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

进一步地，基于情形 1（一级资本充足率 12%、净资产与加权风险资产复合增速均为 7.5%）的前提假设对 ROE 进行敏感性测算。从敏感性测试结果可观察到：拟合 ROE 与利润增速正相关且敏感性较高，与分红率负相关，但敏感性不及利润增速项。同时，若近 6 年净利润复合增速能够维持在 4%-5% 中枢、分红率能够维持在 20%-30% 中枢，则 ROE 至多从当前 11% 降至 9% 附近，收敛速度相对较缓。

图表 45、行业未来 5 年拟合 ROE 敏感性测试

拟合 ROE: 2025 年时	利润增速					
	0%	4%	6%	8%	10%	
长期 分红率	20%	7.2%	8.8%	9.6%	10.6%	11.6%
	22%	7.2%	8.8%	9.7%	10.7%	11.7%
	24%	7.3%	8.9%	9.8%	10.8%	11.8%
	26%	7.4%	9.0%	9.9%	10.9%	11.9%
	28%	7.4%	9.1%	10.0%	11.0%	12.1%
	30%	7.5%	9.2%	10.1%	11.1%	12.2%

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2、海外视角，长期低利率环境对银行经营影响如何？

参考发达经济体的系统性重要银行经验，或将为中国银行业长期发展趋势的判断提供参考，尤其是低利率区域的银行业现状，可为银行经营情况的极端判断提供参考。下文选择美国 4 大行、欧洲 8 大行、日本 3 大行、中国 4 大行代替相应区域银行业整体情况（具体银行名称详见图表附注），并对其 ROE 进行拆分。

图表 46、海外银行业 ROE 拆分（整体法）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
美国 4 大行																
ROA	1.16%	1.32%	1.36%	0.75%	-0.30%	0.07%	0.46%	0.58%	0.62%	0.77%	0.65%	0.92%	0.89%	0.61%	1.09%	1.09%
总资产/RWA	1.49	1.49	1.49	1.50	1.53	1.54	1.58	1.67	1.71	1.67	1.60	1.55	1.55	1.59	1.62	1.65
RWA/普通股权益	8.53	8.16	8.39	8.89	10.32	9.32	7.44	6.70	6.26	6.24	6.43	6.41	6.31	6.34	6.46	6.59
ROE	14.72%	16.06%	16.96%	9.97%	-4.71%	1.04%	5.42%	6.43%	6.67%	8.02%	6.66%	9.16%	8.68%	6.13%	11.41%	11.79%
欧洲 8 大行																
ROA	0.51%	0.52%	0.57%	0.46%	0.23%	0.33%	0.28%	0.13%	0.07%	0.05%	0.19%	0.18%	0.15%	0.26%	0.33%	0.27%
总资产/RWA	-	-	-	3.54	3.86	3.88	3.64	3.73	3.91	3.79	3.57	3.52	3.53	3.59	3.58	3.64
RWA/普通股权益	-	-	-	9.30	9.19	8.16	7.20	7.12	6.80	6.51	6.54	6.34	6.12	5.84	5.71	5.55
ROE	13.78%	15.77%	18.38%	15.06%	8.02%	10.43%	7.37%	3.42%	1.84%	1.27%	4.35%	3.96%	3.21%	5.53%	6.81%	5.46%
日本 3 大行																
ROA	0.35%	0.19%	0.51%	0.43%	0.29%	-0.27%	0.19%	0.30%	0.40%	0.43%	0.42%	0.39%	0.33%	0.34%	0.32%	0.23%
总资产/RWA	-	-	1.83	1.80	1.89	2.08	2.34	2.55	2.74	2.75	2.69	2.70	2.77	2.83	2.93	3.03
RWA/普通股权益	-	-	22.20	17.13	16.29	19.29	15.61	11.50	10.28	9.32	8.73	7.98	7.47	7.38	6.99	6.61
ROE	25.88%	10.12%	20.63%	13.30%	8.89%	-10.8%	6.81%	8.75%	11.20%	10.98%	9.92%	8.38%	6.78%	7.02%	6.54%	4.66%
中国 4 大行																
ROA	-	-	0.65%	0.99%	1.11%	1.08%	1.18%	1.29%	1.31%	1.33%	1.29%	1.19%	1.09%	1.02%	1.01%	-
总资产/RWA	-	-	-	-	-	1.90	1.87	1.83	1.82	1.67	1.57	1.61	1.66	1.66	1.65	-
RWA/普通股权益	-	-	-	-	-	9.44	9.40	9.01	8.83	9.30	9.38	8.59	8.26	8.27	8.09	-
ROE	-	-	13.50%	26.17%	25.67%	19.46%	20.61%	21.24%	20.98%	20.63%	19.00%	16.46%	14.88%	13.97%	13.51%	-

注：美国 4 大行：摩根大通、富国银行、美国银行、花旗银行；欧洲 8 大行：加拿大皇家银行、巴克莱、法国农业信贷银行、巴黎银行、法国兴业银行、德意志银行、意大利裕信银行、桑坦德银行；日本 3 大行：三菱日联、三井住友、瑞穗金融；中国 4 大行：工、建、农、中。

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为，有以下几点值得注意：

1) 美国在 20 世纪 80 年代即完成利率市场化，受益于区域经济走好，近 20 年来仍然是全球银行业主要指标（ROA/ROE/NIM/NPL...）相对稳定且优的区域，表明经济与银行经营相关性在国别尺度上相对有效。

2) 欧洲、日本为全球在低/负利率环境中经营的银行主要分布区域。从欧洲 8 大全球系统重要性银行（G-SIBs）样本观察，在经历过至少 5 年的低（或负）利率后，欧洲/日本大型银行 ROA/ROE 目前处于 0.2%~0.3%/4%~6% 的较低区间，估值在 0.4~0.7xPB。由于利率（尤其是短期利率）与 NIM 存在明显的正相关关系，因此利率中枢的下行不可避免带来行业利差的收窄。在这一过程中商业银行

主要通过加强中收的获取以对冲利率的下行，但很难实现完全对冲，因此长期处于低利率环境对银行经营的负面效应相对确定。同时，根据 BIS 工作论文，较低的利率环境将抑制银行对于非金融企业的授信，这一关系直到进入负利率区间方能扭转。

3) 长期维度来看，随着利率市场化深入推进与直接融资市场发展，中国银行业净息差不可避免下行，当然非息可形成对冲，但从海外经验来看，对冲幅度有限，整体 ROA 仍将进入下滑通道。同时，在资本监管趋严形势下，银行业杠杆也存在进一步下降的压力。目前美国/欧洲/日本杠杆水平(RWA/普通股权益)稳定在 5.5x-6.5x 区间。中国银行业已经历一轮去杠杆进程，四大行目前杠杆水平在 8x 左右，距离发达经济体 6x 左右的杠杆水平还有约 25% 的差距，节奏上从海外经验来看杠杆的下行或将缓慢推进 (5-10 年)。综合 ROA 下行、去杠杆推进叠加轻型银行/交易银行转型作用下，银行业 ROE 最终或维持在 5%-9% 区间。

五、投资建议

目前银行业整体 0.75xPB 左右的静态估值，处于近 10 年来历史新低水平，乃中期市场对银行业绩的悲观预期，及短期配置性资金撤出板块叠加影响所致。考虑短期积极的财政政策与货币政策配合，再贷款+财政贴息等定向方式，银行让利实体压力有所缓解。中期而言，全球进入新一轮流动性宽松的阶段，中国银行业较高的股息率和稳定的经营结果也将成为绝对收益类资金关注的重点。

考虑行业基本面稳健、估值低位带来的安全边际以及市场波动避险情绪升温，维持行业推荐评级。个股上，推荐基本面稳定、受监管影响较小的大行与招行，关注基本面积弹性较大的兴业、光大、平安、常熟等。

风险提示

不良超预期暴露，监管政策超预期变化，经济超预期下行

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15pct
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5pct~15pct之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5pct~5pct之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5pct
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对图表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对图表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对图表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往图表现不应作为日后的图表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往图表现。过往的业绩图表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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图表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn