

金融业在人们心目中的印象一直是高学历、高颜值、优雅多金的形象，也确实吸引了众多从业人员参与其中。但在二级市场却是另一番景象，夕阳行业、没有想象空

金融业

包括子行业门类众多，银行、保险、券商、基金、信托、交易所、股权投资机构、互联网金融机构都是参与者，其中以银行业体量最为庞大，银行业利润占据整个A股上市公司的近一半，所以我们对金融业的讲解将以银行为主。

01为什么说银行业仅适合作为阶段性投资机会？

1、在2010年之前，伴随着国内经济迅速发展，GDP

增速常年在10%以上，国有银行处于快速的扩张期，为了适应当地经济的快速发展

工商银行为例，PB

估值超过5倍。到了2013年以后随着经济增速逐渐放缓，除了极少城市，更多地方的银行业都是在维持现状，整个行业的发展已经进入成熟稳定阶段，增量需求不足，市场给银行的估值也大幅下降，工商银行的PB估值已经仅有0.6倍。

2、银行业的同质化竞争比较严重，并且替代品较多。银行的业务以存贷业务为主，贷款方面国有银行、商业银行、地

方银行、农商银行

竞争激烈，业务差异性不大，还有部分小额贷款业务公司差异化竞争，门槛低，速度快；存款方面面临信托、基金、互联网金融

的抢夺，这些机构的利息更高，存取灵活性更强，也有大平台来保障资金安全。

3、银行的转型并不成功。目前移动支付逐渐成为成为金融最重要的入口。在其冲击下，传统银行的网点渠道、网银渠道、手机银行渠道，对客户的吸引和集聚功能都被严重削弱，渠道不再自然地成为银行金融服务的入口。

4、市场对于银行的资产质量有所怀疑。银行的既然收益端来自于贷款，那么必然有一部分资产会变成不良资产，由于我国国有银行资产并非是完全追求利润的机构，还承担着一部分经济建设的职能，这导致银行的资产质量可能低于报表上所显示的数字。

5、银行业的估值一直不断走低。在过去的10年中，国内银行业的PB估值不断下降，目前PB估值仅有0.64倍，距2007年5倍的高峰相去甚远。

(数据来源：wind，区间2012.1.1---2022.5.27)

从银行业指数走势来看，近十年也与沪深300的走势相差不多，并没有产生明显的超额收益。

(数据来源：Wind，区间2012.1.19---2022.4.1)

国外发达市场来看，银行业也是明显跑输整体市场的，所以我们认为银行仅是过于低估或政策利好下的阶段性投资机会，比如当下稳增长环境下，处于及低估值的银行股有一定的投资机会。另外，长期持有的话仅适用于部分低风险、高股息偏好的投资者。

(数据来源：Wind，区间2008.10.16---2022.4.1)

02银行的分类和商业模式是怎样的？

国内的银行体系分为，中央银行、政策性银行、商业

银行、监管机

构和自律组织几个主要部分

，其中中央银行在我国就是中国人民银行

，重要的货币政策都由人民银行决定，比如法定准备金率

，公开市场业务和贴现政策、基准利率

等。政策性银行有三个，国家开发银行、中国农业发展银行、

中国进出口银行

，根据字面意思，政策性银行主要目的不是为了赚钱的，而是响应国家的政策目标

。监管机构和自律组织就是我们常听到的银保监会和银行业协会。真正与市场有关的还是商业银行这一部分，主要分为国有银行、股份制银行、城市商业银行、农商行。

国有银行，字面意思很好理解，就是国家拥有的银行。国有银行主要由国家财政部和中央汇金控股；国有银行主要有中农工建交五家，另外邮储也属于国有银行，邮储由邮政集团控股，而邮政集团则由国务院控股。

股份制银行总共有12家。股份制银行和国有银行的业务并无特别大差异，只是在规模和控股上有所差异，股份制银行控股更加复杂，很多甚至有外资入股，但股份制银行大多依然由国企或者央企控股。

城市商业银行是在中国特殊历史条件下形成的，是中央金融主管部门整肃城市信用合作社、化解地方金融风险的产物。目前全国共计135家城商行。城商行的前身就是城市信用合作社；从1995年起，城市信用社逐步改制为城商行，到2012年3月29日，全国最后一家城市信用社退出了历史舞台。因为地区差异，城商行格局分化相对比较严重，不仅在规模上、业务范围上有所差异，收入相差更是天壤之别，比如北京和上海银行便是城市商业银行中的佼佼者。

农村商业银行则是由农村信用合作社转变而来；目前全国共计1500家农商行和27家农村合作银行。展业范围限于自身的行政区域内，业务上没有太大差异，受地域差异影响收入相差很大，其中重庆农商行、广州农商行、上海农商行表现较好。

(数据来源：wind)

盈利模式上，净利息收入，手续费及佣金收入和其他非息收入构成银行的主要收入。其中净利息收入是主要收入来源，就像我们刚才提到的，银行的传统业务就是吸收存款和发放贷款，贷款利息收入和存款利息支出是主要部分，这其中的利差就是利润，一般银行这块收入的占营收的大头。

第二种是中间业务收入，常见的内容包括结算汇兑手续费、代理费、顾问咨询费、管理费等，这块的费用与经济、资本市场的活跃程度有很大关系。例如，如果经济活跃了，老百姓有钱消费了，结算汇兑行为就增多；如果资本市场活跃了，银行代销的金融产品，承销债券的业务多了，这些都能产生所谓的中间业务费用。虽然银行现在主要是依靠赚取利差生存，但是不排除以后各银行间利率差异化加大，各家银行有自己的战略重点，那么银行业可能出现分化，中间业务可能成为某些银行主要的营收来源，如财富管理业务表现突出的招商银行、宁波银行在二级市场获得了更高的估值。

第三类是其他收入，包括投资损益，汇兑损益，公允价值变动损益等，简单说就是自己所持有的资产的价值变化。

(数据来源：wind ，单位：万元，2021.1.1---2021.12.31)

03行业的估值与盈利情况如何？

从银行业历史估值来看，当前银行的估值处于过去十年的2.73%分位，属于极度低估区间，

从国外估值对比来看，标普500银行指数的PB估值基本保持在0.5-1.5之间，部分银行极端估值可能会落在0.5之下，当前国内银行指数PB估值仅为0.64，即使与国外相比也已经是低估区间。

(数据来源：wind ，截止2022.5.27)

盈利方面，银行业一直维持着较低且稳定的盈利增速，净利润增速一般在10%以内

，2021年由于疫情造成的低基数，同比增速较高，后续来看，如果疫情得到有效控制，银行的盈利增速仍将保持稳定。

(数据来源：wind)

04行业相关政策

国家对于银行业的定位是帮助经济发展，所以政策的风向也要根据经济面临的变化来观察，过去几年由于疫情的影响，政策对于银行业并不算友好，在经济下行压力下，银行业被要求让利实体经济，帮助中小企业渡过难关，并且在不发生系统性金融风险的政策指导下，众多贷款被合理的延期、展期。

2022年以来，为了实现稳增长的目标，货币和财政政策的重要性被重提，银行有望面临政策利好，货币政策方面，央行分别于21年7月、12月全面降准0.5个百分点，在21Q4货币政策例会又增加了“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，更加主动有为”的提法。财政政策明确更加宽松。地方政府债已加速发行，且财政部专家座谈会明确2022年继续实施积极的财政政策，预计财政政策陆续加码在途，相关基建投资对经济的提振作用值得期待。另外，地产调控政策的纠偏信号明显，地产行业作为银行贷款的重要方向之一，地产政策的放松也缓解银行贷款的风险，相关领导公开发言将部分房企风险暴露定调为个别事件，表示将维护房地产市场长期健康发展，合理资金需求将得到满足。整体宽松信号亦显著。

05可跟踪关注的行业景气度指标

银行业的景气度

指标方面，我们主要关注两个指标，分别为银行的净息差

变化和银行业资产规模变化情况。这之中的逻辑链条是这样的，从之前我们对银行的利润拆解中可以发现，银行的利润大头为净利息收入，也就是存贷款之间的利差，这部分利润占银行利润总额的比例至少超过50%，在一些国有银行占比超过80%，所以跟踪净利息收入便可以掌控整个银行的景气度变化情况。

而净利息

收入的变化受两部分影响，一个是能往外面贷出多少钱，一个是息差有多大，

对应的就是银行业资产规模变化和净息差变化。银行资产负债表中大部分资产是负债，所以资产规模变大代表可出借的资金变多，利润自然会升高，息差受到市场的影响，如果息差变大，也会增加银行的利润。

从过去十年的趋势来看，银行的净息差和银行资产规模增速都处于明显的下行趋势，这也是为什么银行业估值不断下降，不受资本市场青睐的原因之一，从最近的趋势来看，银行息差保持稳定，甚至有略微抬头，银行业资产规模增速有明显提升，所以景气度有所恢复。

(数据来源：wind，区间2010.10.1---2021.12.31)

(数据来源：wind，区间2012.1.1---2022.3.31)

06投资该行业有何风险？

1、净息差下行。我国经济面临逐步下行的趋势，利率也将逐渐下降，这种情况下净息差将逐渐收窄，对未来银行业的营收增长产生压力。

2、流动性风险

。银行的业

务是吸收银行用户的存

款，然后进行放贷，期间存在明显的期限错配

，为了应对储户的提款，银行会预留一小部分资金，但是当产生挤兑或短时间大量存款提取时，银行容易产生流动性风险。

3、信用风险。银行对于储户的存款是刚性兑付的，但是放出去的贷款并不一定能全额收回，需要承担一定的信用风险，经济下行压力加大，传统制造业转型，地产风险暴露，当前银行面临的信用风险不可小视。

4、政策风险。如部分国有银行一定程度上承担了国家经济建设的职能，银行业让利实体经济等政策将会降低银行的利润。

07当下是否值得投资？

当前银行业的历史估值处于绝对低位，尽管银行业有种种不利因素，并且不是我们推荐的长期持有行业，但当前的估值已经吸收了绝大部分悲观预期，与国外银行股估值相比，银行指数和几大国有银行也已经处于低估区间，估值方面已经展现出投资价值。

盈利方面，在疫情得到控制的前提下，未来盈利增速仍将维持在5-10%。

景气指标方面，净息差保持稳定，银行业资产规模增速有所上升，银行景气度上升。

政策方面，由于稳增长政策的出台，地产和银行方面受益明显，我们认为，站在2022年初的视角来看，银行等低估值行业迎来了阶段性的投资机会。

08该行业有哪些做的不错的基金经理（举例说明）

鄢耀：工银金融地产混合A(000251)

鄢耀，曾任德勤华永会计

师事务所有限公司高级审计员，中国国际金融有限公司

分析员。2010年加入工银瑞信基金任研究部研究员；2013年8月起任基金经理，现任权益投资部副总监兼基金经理。鄢耀的特长，在于配置均衡，持有坚定，具有超过8年的基金经理经验，投资风格均衡成长，选股能力较强。

数据来源：wind，截止2022.5.27

投资框架：在长达14年的从业经历中，鄢耀在银行、保险、券商、地产四大板块建立的比较强的能力圈，其代表基金就是与王君正共同管理的工银瑞信金融地产。另外，除了50%精力继续深耕大金融领域外，剩下50%的精力关注其他稳定增长高ROE的板块，比如大消费和大科技领域，代表基金如工银瑞信新金融。

鄢耀投资风格总体上偏均衡成长，他采用自上而下和自下而上相结合的投资方法，选股上看重长期ROE，表现出较强的选股能力，以较高的仓位运营基金，行业配置相对均衡，个股持仓较为分散，长期持有银行股。其长期业绩表现优秀，回撤控制良好，机构持仓比例明显提升。

未来的投资方向：2022年一季度主要增持长期基本面优秀、同时短期估值调整幅度较大的食品饮料、医药，以及稳增长政策受益的银行，减持基本面不佳的电子、非银。从前十大重仓股来看，减持了保利发展和万科A两只地产股，增持了招商银行、杭州银行等银行股，以及东方财富、中信证券和广发证券等券商股。后续主要操作思路是在国内稳增长、海外控通胀的大环境下，重点关注业绩改善明显、估值较为合理、长期看具备成长稀缺性的标的。

个人能力圈的扩展：基金经理对好公司的持股周期较长；持仓具有自己的独立思考，不完全追逐热点，对非热门股同样给予配置。此外，基金经理对新兴产业进行前瞻性研究，涉猎面广泛，并且敢于尝试，甚至在行业景气度处于底部时仍敢重仓持有。

林高榜：易方达金融行业股票发起式(008283)

林高榜，2012年7月加入易方达基金管理有限公司，2017.5开始，有近5年基金经理管理经验。他认为，市场波动下，金融板块整体估值水平较低，在市场波动中呈现出一定的相对收益属性。2022年一季度增加了中资银行、财产险、香港银行等细分板块的配置。另外，他对中国经济转型发展充满信心，相信在中国经济转型发展的进程中，从长期来看证券市场仍具备较好的投资价值。

数据来源：wind，截止2022.5.27