



# 银行业专题报告：通胀周期 中银行板块攻守兼备



投资要点：历史行情显示，无特殊情况通胀上行周期银行板块获得绝对正收益。目前银行板块资本充足，估值并未过高，PPI 增速为 2013 年以来高点。2021Q2 息差、资产质量驱动上市银行 ROE 拐点业绩有保障。因此，我们对未来的银行板块表现持续乐观。而通胀下行周期中，银行板块具备防守特质。我们认为通胀周期中，银行板块是攻守兼备的选择。

银行板块在通胀上行期具备进攻特质。我们认为 PPI 和银行板块业绩关联度更大。通胀滞后于宏观经济，当通胀处于上行期时，通常宏观经济已经处于上行期一段时间。这期间固定资产投资增速加快，令企业有更旺盛的贷款需求，促使贷款收益率提升。货币政策在通胀上行前期不会收紧，我们认为这让资金面、流动性方面不会过度收紧，从而有利于控制银行负债端成本。因此在此期间银行的规模增速、净息差均有支撑。工业利润增速较好的表现和上游行业企业经营的改善，为银行的资产质量奠定了基础。我们梳理的前 4 轮通胀中，根据 CPI 或 PPI 划分的 6 个通胀上行期中，3 个区间银行板块跑赢沪深 300，1 个区间（2006 年 3 月-2008 年 2 月）未能跑赢但录得 293.6% 的涨幅，另 2 个 PPI 上行区间 2003 年 1 月-2004 年 10 月以及 CPI、PPI 上行区间 2009 年 7 月-2011 年 7 月，分别因补充资本，和“4 万亿”之后的高估值回落以及创业板开板吸引资金，令银行板块录得下跌且跑输沪深 300。而这些特殊因素在目前阶段都不存在。我们认为银行行业作为顺周期行业，盈利的好转在高杠杆之下被放大，具备进攻特质。

银行板块在通胀下行期具备防守特质。通胀数据已经是偏滞后的经济指标，而历史上货币政策比通胀更加滞后。货币政策的宽松，比如降息、降准等，在通胀下行一段时间之后才开始，而通胀下行尾声宏观经济已经开始上行，前三轮通胀皆是如此。我们认为银行板块在货币政策迟滞宽松的过程中，以更高的资产收益率，缓解因降息带来的负面影响。同时，宽松过程中的降准可以降低银行的资金成本，也形成了对冲。通胀下行期尾声，货币政策宽松促使经济回暖，对银行板块的业绩有正向催化作用。前三轮通胀分别按 CPI 或 PPI 划分的 6 个下行期中，5 个区间跑赢沪深 300，1 个区间（2008 年 8 月-2009 年 7 月）虽然未能跑赢沪深 300，但录得 43.7% 的涨幅。第四轮 2015 年尾-2019 年初的通胀比较特殊，通过供给侧改革将 PPI 从长达 3.5 年的通缩中拉回正区间，货币政策在去杠杆和降准置换 MLF 之间取得平衡，宏观经济增速呈下行趋势逐步进入稳定区间。银行板块(+6.7%)微幅跑赢沪深 300(+6.5%)。第五轮通胀 CPI 下行期(2020 年 2 月-2020 年 11 月)，银行板块(+10.9%)未能跑赢沪深 300(+25.9%)有疫情和监管的特殊因素。综合来看，我们认为在通胀下行期银行板块具备防守特质。

通胀周期中银行板块攻守兼备。目前我们正处于 PPI 上升，宏观经济上行，货币政策暂时仍未过度收紧的阶段。微观来看，实体贷款需求强劲，叠加监管控制负债端存款成本，将推动息差改善。2019 年银行板块业绩已见改善。2020 年风险出清力度大，长期信用周期也来到拐点附近，ROE 下降有特殊性，在息差+资产质量共振下 ROE 有望回升；长期来看正常的

货币政策下 ROE 有合理中枢。历史上导致通胀上行期未能录得正收益的情况目前不存在。行情方面，银行板块在 2019-2020 年连续跑输沪深 300。我们认为这样的股价表现未能真正反映银行 ROE 面临拐点的利好，基于良好的业绩，申万银行相对全 A 剔除金融板块的相对估值有望提升。我们认为银行板块也具有防守特质。

风险提示：企业偿债能力、资产质量大幅恶化；金融监管政策出现重大变化。

关键词：供给侧改革 创业板 疫情

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_33598](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33598)

