

# 银行业专题

## 负利率对欧洲银行的影响及应对

优于大市

### 核心观点

**负利率时代，欧元区银行盈利水平下降。**欧央行2012年7月将隔夜存款利率降到零，2014年6月再降为负。1996-2006年欧元区银行业ROE中枢约为12%。进入负利率环境后，ROE中枢约降至5%左右。

**净息差降至低位。**20世纪80年代欧洲多个国家都完成了利率市场化改革，降息周期中，尽管存款利率也有所下降，但存款接近零利率后难以下降，因此负利率后银行业净息差持续收窄，2021年降至1.2%的低位。其中企业贷款和按揭贷款新发放利率降至约1.3%，存款利率接近零。

**不良率2014年见顶，此后持续下行，但近两年资产质量有轻微恶化迹象。**受次贷危机和欧债危机冲击，2014年欧元区不良率超过8.0%。因此，政府当局加大不良资产处置的财政支持力度，同时，各国还采取其他各种有效措施。在一系列努力下，多国不良率均出现下降，2022年9月末欧元区系统重要性银行不良率降至1.79%。但近两年不良率出现小幅提升，2024年3月末不良率为1.91%。同时，商业房地产贷款、非金融企业贷款违约率自2022年下半年以来也有所抬升，资产质量压力上升。

**规模扩张缓慢，贷款占比小幅提升。**2015-2017年规模基本没有增长，2018年至2024年一季度贷款、存款和总资产年化平均增速分别为3.5%、4.4%和4.1%。2015-2019年贷款占总资产比重从60%提升至65%，投资类资产配置比例下降，我们认为主要是负利率环境下，银行被动增加高收益信贷资产配置。

**四家国际大行如何应对低利率环境？**巴克莱银行、法国巴黎银行、桑坦德银行和德意志银行四家行应对策略差异较大。（1）桑坦德银行继续强化传统存贷业务，贷款占总资产的比重始终在60%以上，净利息收入占营收比重提升至75%。其他三大行积极拓展中间业务和交易业务，净利息收入占比低于50%。（2）信贷结构上，巴克莱银行和桑坦德银行零售信贷约占60%，德意志银行对公贷款约占60%。其中巴克莱银行2023年末按揭已占贷款总额的50%，桑坦德银行按揭和消费贷款均是重要投放领域。（3）信贷投放区域上，巴克莱银行进一步强化本土经营，德意志银行则加大欧洲之外区域扩张，桑坦德银行长期采用欧洲区域多样化经营策略。四家大行虽采取了不同的经营策略，但负利率环境下盈利能力均大幅下降。

**投资建议：**当前我国银行板块估值处于低位，维持“优于大市”评级。个股方面，一是对于追求低波动、绝对收益的资金，建议关注股息率较高且稳定的银行，推荐招商银行、国有大行；二是从成长性方面，建议关注营收利润增长均较快的常熟银行、瑞丰银行。

**风险提示：**经济复苏不及预期，不良暴露和净息差下行拖累业绩。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
601288.SH	农业银行	优于大市	4.54	15,889	0.80	0.84	5.7	5.4
600036.SH	招商银行	优于大市	30.94	7,803	5.79	6.03	5.3	5.1
601128.SH	常熟银行	优于大市	6.19	187	1.42	1.67	4.3	3.7
601528.SH	瑞丰银行	优于大市	4.49	88	0.99	1.11	4.6	4.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究 · 行业专题

#### 银行

#### 优于大市 · 维持

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：王剑

021-60875165

cnwangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

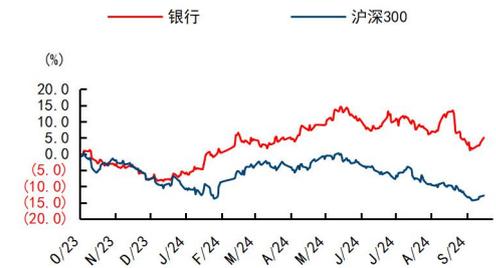
S0980519010001

联系人：刘睿玲

021-60375484

liuruilin@guosen.com.cn

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《银行理财2024年9月月报-规模阶段整固，产品多元布局》——2024-09-10

《金融资产投资公司股权投资扩大试点点评-有望提升大行科技金融服务能力》——2024-09-08

《银行业2024年中报综述-中报边际变化不大，明年或迎业绩拐点》——2024-09-04

《银行业点评-如何看待当前银行股行情？》——2024-08-25

《银行理财2024年8月月报-迈向真净值：阵痛与突破》——2024-08-14

## 内容目录

负利率时代，欧元区银行盈利能力减弱 .....	5
净息差降至低位，拓展中间业务 .....	7
不良率 2014 年见顶后下降，但已现反弹态势 .....	9
2014 年不良率超过 8%，此后持续下行降至低位 .....	9
近两年资产质量出现轻微恶化，压力显现 .....	10
拨备覆盖率回落，信用成本有上升态势 .....	11
规模扩张缓慢，贷款占比提升 .....	11
四家国际大行如何应对负利率环境？ .....	13
总结 .....	17
投资建议 .....	18
风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1: 欧元区 2014 年 6 月进入负利率时代 .....	5
图 2: 欧元区 GDP 长期低增长 .....	6
图 3: 疫情后的高通胀问题持续缓解 .....	6
图 4: 次贷危机后欧元区银行盈利能力下降 .....	6
图 5: 欧元区不同国家系统重要性银行 ROE 水平 .....	6
图 6: 欧元区系统重要性银行数量 .....	7
图 7: 欧元区重要性银行和非重要性银行总资产 .....	7
图 8: 欧元区银行业净息差走势 .....	7
图 9: 欧元区系统重要性银行收入同比增速 .....	7
图 10: 欧元区银行贷款利率大幅下降 .....	8
图 11: 欧元区银行存款利率至 0 附近 .....	8
图 12: 欧元区重要性银行净利息收入占总收入比重 .....	8
图 13: 手续费净收入增速及占总收入比重 .....	8
图 14: 欧元区银行不良贷款率 .....	9
图 15: 欧元区系统性重要银行不良贷款 .....	9
图 16: 欧元区不同国家系统重要性银行不良率水平 .....	10
图 17: 欧元区系统重要性银行不同类型贷款不良率 .....	10
图 18: 欧元区不同规模非金融企业贷款违约率 .....	10
图 19: 欧元区系统重要性银行贷款各减值阶段分布 .....	11
图 20: 欧元区银行业拨备覆盖率有所回落 .....	11
图 21: 欧元区系统重要性银行信用成本 .....	11
图 22: 欧元区系统重要性规模同比增速 .....	12
图 23: 欧元区系统重要性银行资产机构 .....	12
图 24: 欧元区系统重要性银行贷款结构 .....	12
图 25: 欧元区系统重要性银行负债结构 .....	13
图 26: 欧元区系统重要性银行存款结构 .....	13
图 27: 欧洲总资产排名前十的上市银行 .....	13
图 28: 四家大行总资产规模 .....	14
图 29: 四家大行贷款规模 .....	14
图 30: 巴克莱银行加强本土经营 .....	16
图 31: 德意志银行增加北美和亚洲等区域扩张 .....	16
图 32: 桑坦德银行 2023 年贷款按区域分布 .....	16
图 33: 四家大行 ROE 走势 .....	17
图 34: 四家大行净利润规模 .....	17
图 35: 四家大行 PB 估值 .....	17

表1： 四大行营业收入结构 .....	14
表2： 四大行资产负债结构 .....	15
表3： 三家大行贷款余额结构 .....	15

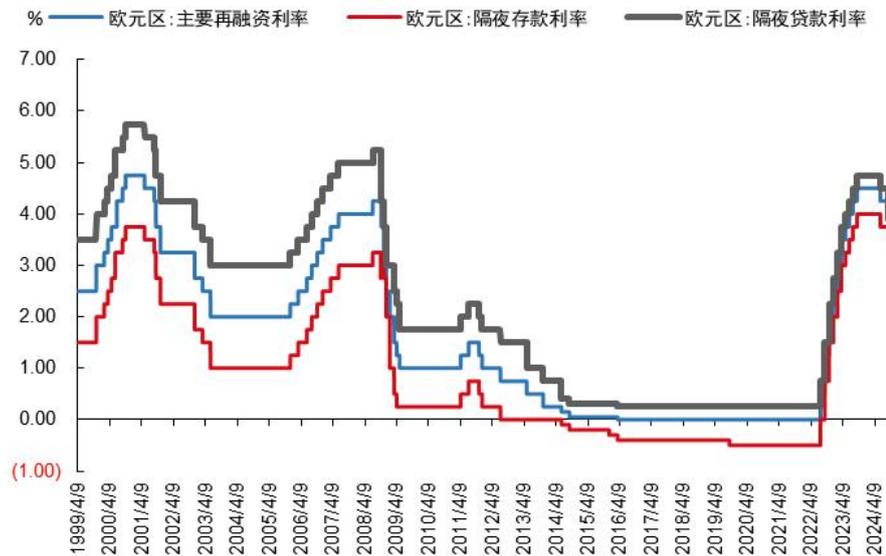
2008 年次贷危机爆发后，全球低利率时代到来，给商业银行经营带来挑战，因此我们推出了海外银行如何应对低利率的系列报告。前期发布了报告《泡沫破灭后，日本银行如何生存？》（2024 年 3 月 12 日），本报告将视角聚焦在欧洲市场。

## 负利率时代，欧元区银行盈利能力减弱

2008 年次贷危机爆发后，欧央行大幅降息维稳经济。但 2010 年开始欧债危机持续发酵升级，2011 年欧元区经济逐步陷入衰退。在此背景下，欧央行于 2012 年 7 月把隔夜存款利率降到了零，2014 年 6 月进一步将隔夜存款利率降至为负，欧元区进入负利率时代，直至 2022 年 7 月加息，欧元区一直处于负利率环境中。

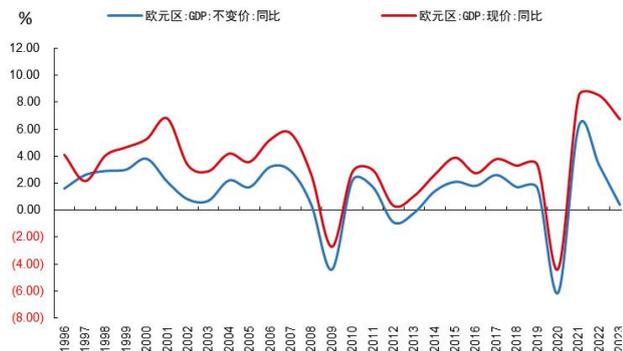
2022 年以来的持续加息主要是为了控制疫情大规模刺激后的高通胀问题，当前欧元区高通胀问题已经有所缓解，2024 年 6 月欧央行已经再次进入降息周期，我们判断欧元区长期低利率的市场环境并不会改变。

图1: 欧元区 2014 年 6 月进入负利率时代



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图2: 欧元区 GDP 长期低增长



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图3: 疫情后的高通胀问题持续缓解



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

负利率环境中，欧元区银行业盈利能力大幅下降，不同国家银行盈利差异较大。1996-2006 年欧元区银行业 ROE 中枢约为 12%，次贷危机后欧元区银行业盈利能力大幅下降。2015 年进入负利率环境后，欧元区银行业 ROE 中枢稳定在 5% 左右。疫情后受益于欧央行大幅加息，ROE 有所抬升。当前欧元区共有 20 个成员国，各国银行业 ROE 水平差异较大，2024 年一季度比利时系统重要性银行年化 ROE 为 5.1%，立陶宛系统重要性银行年化 ROE 则高达 22.7%。其中，银行资产规模靠前的法国、德国、西班牙、意大利和荷兰 5 个成员国系统重要性银行年化 ROE 分别为 6.2%、7.4%、12.8%、14.8% 和 11.3%，法国和德国银行业盈利能力相对较弱。

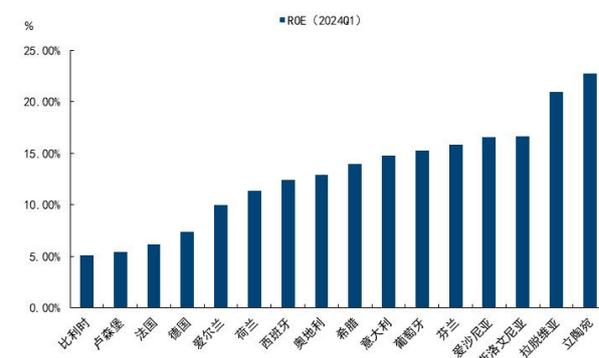
2013 年欧洲理事会正式批准在欧元区设立欧洲银行单一监管机制 (SSM)，将欧元区银行业金融机构分为系统重要性机构 (SIs) 和不太重要的机构 (LSIs) 两大类，其中 SIs 由欧洲央行直接监管，LSIs 由爱尔兰中央银行直接监管，并由欧洲央行间接监管。截至 2024 年 3 月末，110 家银行被归类为重要机构 (SIs)，1920 家银行被归类为 LSIs，SIs 合计总资产达 26.6 万亿欧元，LSIs 合计总资产为 4.8 万亿欧元，SIs 规模占绝对主导地位。考虑到数据的可获得性，本文主要聚焦在系统重要性机构 (SIs) 的经营情况。

图4: 次贷危机后欧元区银行盈利能力下降



资料来源: FRED, ECB, 国信证券经济研究所整理。注: 2015 年前采用 FRED 披露的数据, 2015 年之后采用 ECB 披露的数据。

图5: 欧元区不同国家系统重要性银行 ROE 水平



资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理

图6: 欧元区系统重要性银行数量



资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理

图7: 欧元区重要性银行和非重要性银行总资产

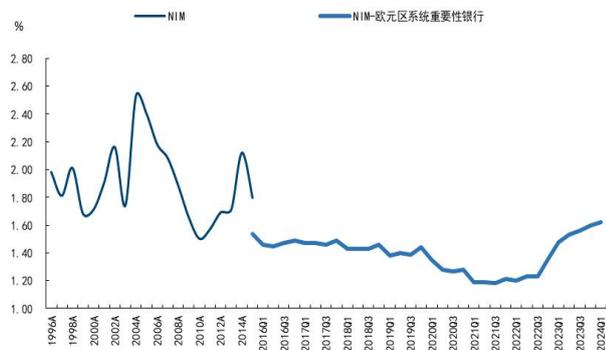


资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理

## 净息差降至低位, 拓展中间业务

2015-2021 年欧元区银行业净息差持续下行, 业务结构从生息业务向中间业务和交易业务转移。1990 年代中期到次贷危机前, 欧元区银行业净息差中枢约为 2.0%。伴随欧洲央行不断降息至负利率, 欧元区银行业净息差大幅下降, ECB 披露的 2021 年欧元区系统重要性银行净息差降至 1.2% 的低位。2022 年欧元区进入加息周期, 银行业净息差随之上行, 但伴随欧元区进入新一轮降息周期, 预计净息差也将不断下降。

图8: 欧元区银行业净息差走势



资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理。注: 2015 年前采用 FRED 披露的数据, 2015 年之后采用 ECB 披露的数据。

图9: 欧元区系统重要性银行收入同比增速



资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理

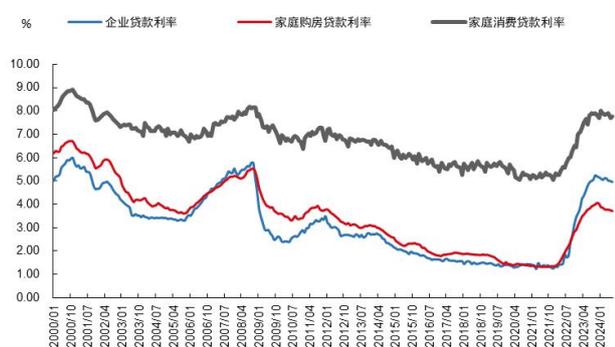
伴随全球金融自由化的趋势, 20 世纪 80 年代法国、德国等都完成了利率市场化改革, 存贷款利率走势与市场利率走势高度相关。尽管存款利率水平也有所下降, 但在零利率或负利率环境下, 存款利率水平已非常接近零利率, 下降的空间非常小, 因此净息差不断收窄。2012-2021 年欧元区银行存贷款利率均大幅下降, 2021 年欧元区企业贷款和按揭贷款新发放利率降到约 1.3%, 隔夜存款利率降到 0.1%, 定期存款平均利率降到约 0.25%。

- ✓ 德国利率市场化: 1962 年联邦德国修改《信用制度法》, 调整了对利率限制的条例, 迈出了利率市场化的第一步。1965 年解除对 2.5 年以上定期存款利

率管制，1966 年取消超过 100 万马克、期限在 3 个半月以上的大额存款利率限制。1967 年由于经济不景气，金融形势缓和，德国政府认为即使放开利率管制，金融机构也不会竞相提高存款利率，因此趁势废除了利率管制，全面实现利率市场化。

- ✓ 法国利率市场化：采用渐进式利率市场化改革，1965 年取消了六年以上定期存款利率上限，1967 年取消了超过二年期的 25 万法郎以上的存款利率限制。到 20 世纪 70 年代末，对六个月内定期存款利率和一年内 50 万法郎以下定期存款利率以外的其他存款利率完全放开。进入 80 年代，为了适应全球自由化的趋势，开始逐步放开贷款利率的限制，并推动各类存款替代金融产品的创新，允许银行发行自由利率的大额存单，实现了利率的完全市场化。

图10: 欧元区银行贷款利率大幅下降



资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理

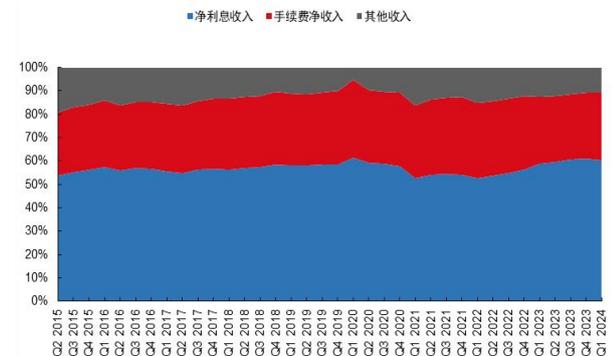
图11: 欧元区银行存款利率至 0 附近



资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理

欧元区系统重要性银行净利息收入贡献总收入的 50~60%，净息差收窄拖累收入增速放缓。但 2015-2020 年欧洲银行业净利息收入占营收比重相对比较稳定，主要是同期投资收益等其他非息收入也有所下降，我们认为主要是负利率环境下，金融产品投资收益下降。面临净息差持续收窄的困境，欧洲银行业积极拓展中间业务收入，手续费净收入持续保持不错的增长，占营收的比重从 2015 年的 28.0% 提升至 2021 年的 33.3%。

图12: 欧元区重要性银行净利息收入占总收入比重



资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理

图13: 手续费净收入增速及占总收入比重



资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理

## 不良率 2014 年见顶后下降，但已现反弹态势

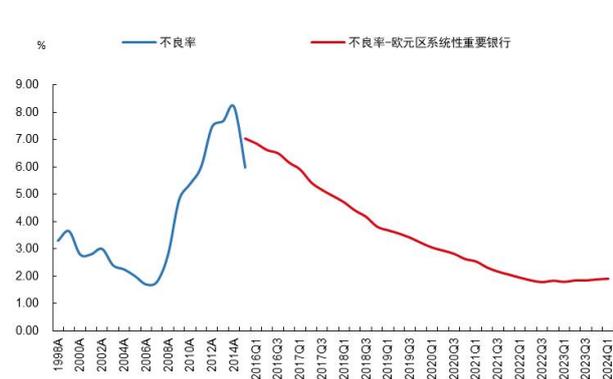
### 2014 年不良率超过 8%，此后持续下行降至低位

受次贷危机和欧债危机影响，欧元区银行业不良率大幅上行，2014 年不良率超过 8.0%，2015 年以来不断下行降至低位。2008 年金融危机后，欧洲经济增长乏力，不良贷款暴露；2010 年欧洲又爆发了严重的主权债务危机，导致银行业资产质量进一步受损，2014 年末欧元区银行业不良率达 8.2%。各成员国不良形势差异较大，希腊、斯洛维尼亚、爱尔兰、葡萄牙、意大利等国家 2015 年末系统重要性银行不良率在 15%以上，芬兰、卢森堡、荷兰、德国等国家 2015 年末不良率则在 5%以下。但鉴于欧洲金融市场一体化程度较高，局部不良贷款率过高的风险仍可能传导至整个欧洲。

鉴于欧洲银行业不良贷款处置形势严峻，（1）政府当局加大了不良资产处置的财政支持力度。如德国、西班牙、爱尔兰等国成立国有注资的资产管理公司，将有毒资产从银行正常运营中剥离出来，同时还制定“资产保护方案”对特定坏账提供担保机制。（2）除了财政支持以外，各国在降低银行业不良贷款率方面还采取了其他各种有效措施，尤其是在不良贷款销售的二级市场方面，一些不良贷款问题严重的国家通过了相关法律，提高市场流动性。比如 2015 年希腊通过“不良贷款法”，允许非银行机构购买不良贷款资产。爱尔兰则允许个人和中小企业将贷款出售给相关机构，并对相关的“信贷服务”提供监管，以保证交易符合消费者保护法案。在配套法律改革方面，自 2015 年以来，西班牙、意大利等国相继出台一系列措施，加快企业和居民破产程序、不良贷款管理规定、修改相关税收制度等，以加快贷款重组的效率。

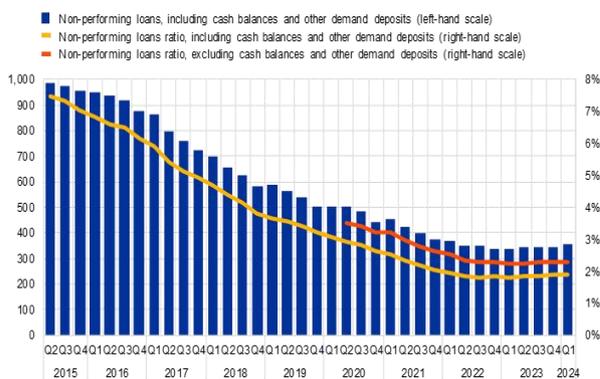
在一系列努力下，绝大多数欧元区国家银行的不不良贷款率均明显回落，2022 年 9 月末欧元区系统重要性银行不良率为 1.79%，较 2015 年 6 月末的 7.48%回落了 5.69 个百分点。但近两年不良率出现小幅提升，2024 年 3 月末欧元区系统重要性银行不良率为 1.91%。

图14: 欧元区银行不良贷款率



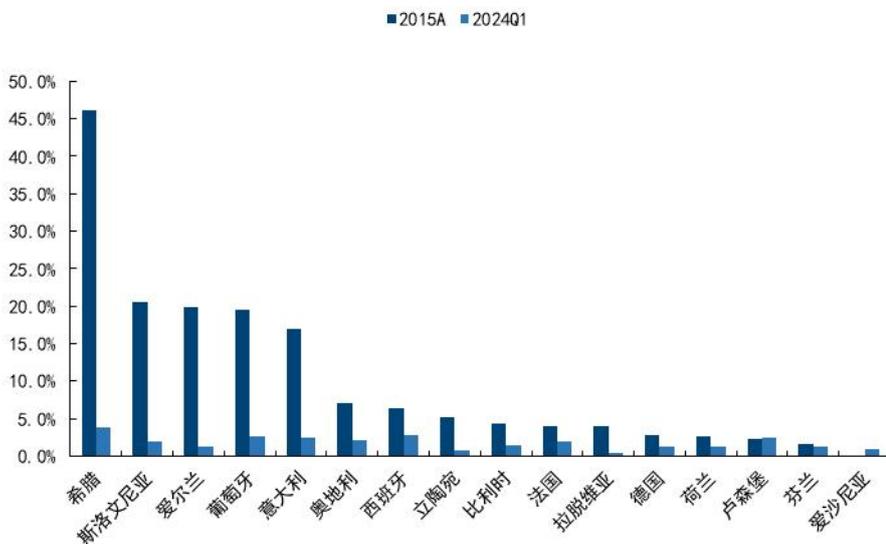
资料来源: FRED, ECB, 国信证券经济研究所整理。注: 2015 年前采用 FRED 披露的数据, 2015 年之后采用 ECB 披露的数据。

图15: 欧元区系统性重要银行不良贷款



资料来源: ECB, 《ECB publishes supervisory banking statistics on significant institutions for the first quarter of 2024》, 国信证券经济研究所整理

图16: 欧元区不同国家系统重要性银行不良率水平

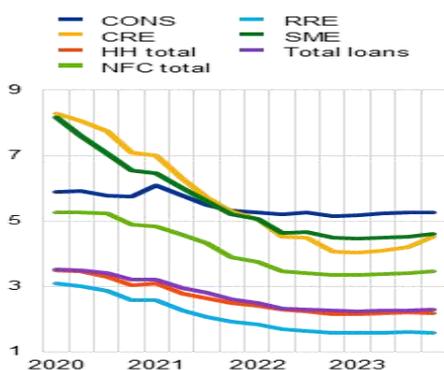


资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理

### 近两年资产质量出现轻微恶化, 压力显现

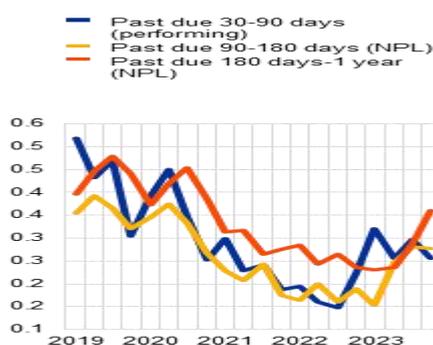
上文我们指出欧元区系统重要性银行不良率整体上仍接近历史低点, 但 2022 年下半年以来已经出现小幅抬升。从不同类型贷款来看, 商业房地产贷款、非金融企业贷款违约率自 2022 年下半年以来也都已经出现轻微恶化的迹象。

图17: 欧元区系统重要性银行不同类型贷款不良率



资料来源: ECB, 《Financial Stability Review, May 2024》, 国信证券经济研究所整理。CONS 代表消费贷款, CRE 代表商业地产贷款, RRE 代表住宅贷款, HH total 代表家庭贷款, NFC total 代表非金融企业整体, SME 代表中小企业贷款。单位 (%)

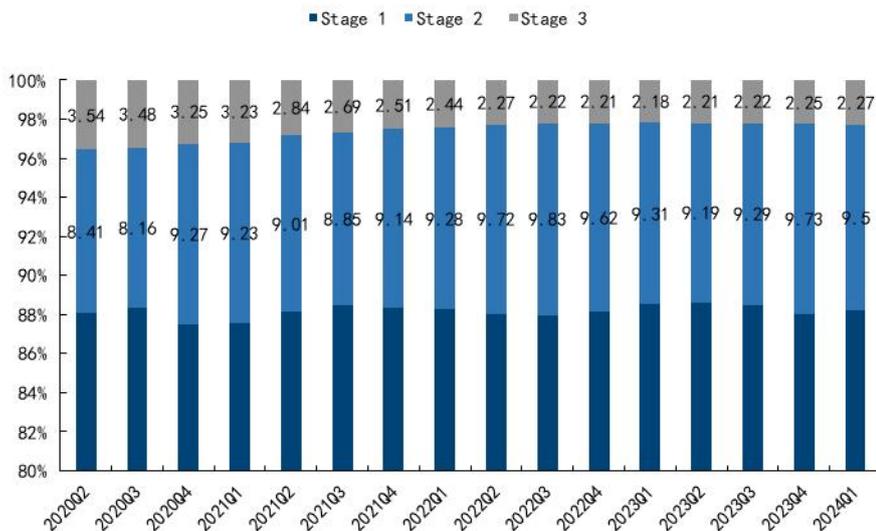
图18: 欧元区不同规模非金融企业贷款违约率



资料来源: ECB, 《Financial Stability Review, May 2024》, 国信证券经济研究所整理。单位 (%)

在贷款减值阶段分布方面, 2022 年以来第 2、3 阶段贷款所占比例略有上升, 这些迹象或表明欧元区银行业的资产质量边际恶化的压力有所上升。

图19: 欧元区系统重要性银行贷款各减值阶段分布



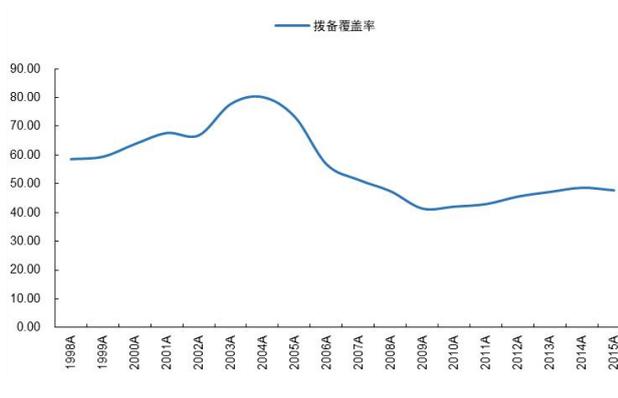
资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理

### 拨备覆盖率回落, 信用成本有上升态势

联邦储备经济数据 (FRED) 显示 1998 年至 2004 年欧元区银行拨备覆盖率持续提升, 2004 年达到阶段性高点 80%。次贷危机后不良持续暴露, 欧元区银行业拨备覆盖率随之下行, 2009 年降到 41.3%。之后伴随不良率的持续下降, 拨备覆盖率略有提升, 2015 年为 47.6%, 没有回到次贷危机前水平。

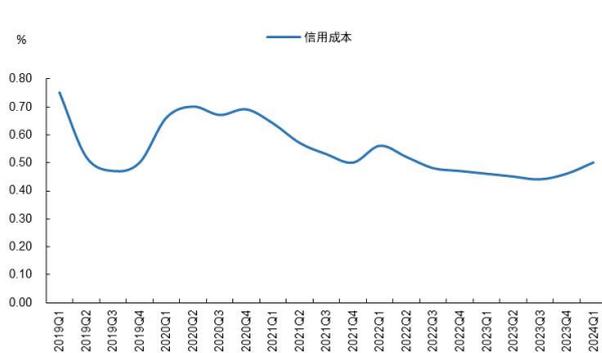
信用成本方面, 2021 年以来, 伴随不良的持续改善, 欧元区银行信用成本也有所下降, 不过 2023 年以来边际有所提升, 主要是资产质量出现轻微恶化。

图20: 欧元区银行业拨备覆盖率有所回落



资料来源: FRED, 国信证券经济研究所整理

图21: 欧元区系统重要性银行信用成本



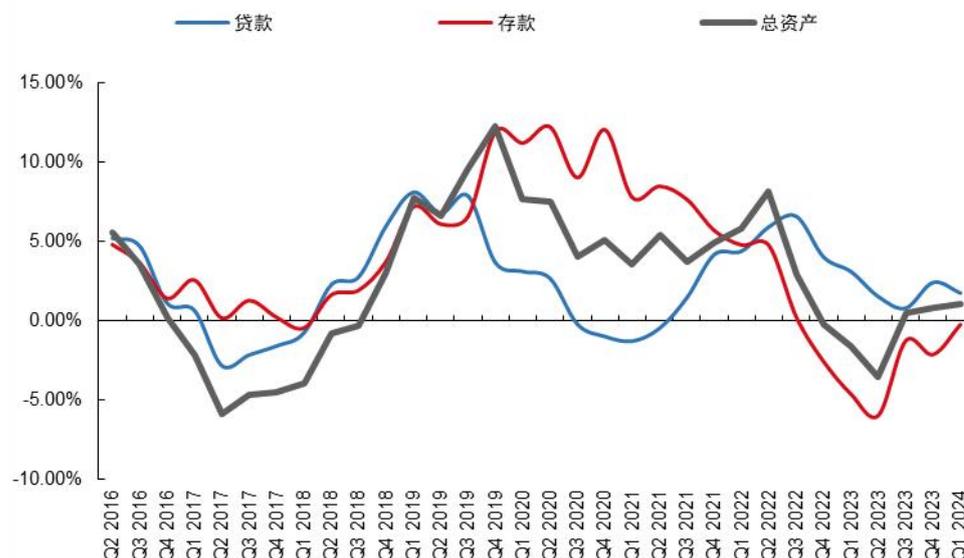
资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理

### 规模扩张缓慢, 贷款占比提升

2015-2017 年欧元区系统重要性银行规模基本没有增长, 2018 年至 2024 年一季度

贷款总额、存款总额和资产总额年化平均增速分别为 3.5%、4.4%和 4.1%，规模扩张缓慢，与经济增速基本相匹配。

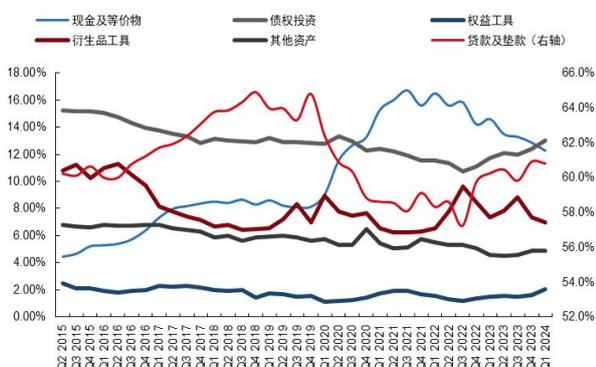
图22: 欧元区系统重要性规模同比增速



资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理

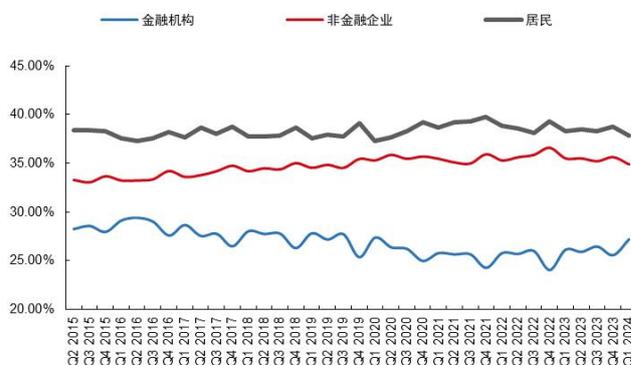
2015-2019 年欧元区系统重要性银行贷款占总资产比重有所提升，投资类资产配置比例下降。具体来看，（1）贷款：贷款占比从 2015 年的 60%提升至 2019 年的约 65%。我们认为主要是负利率环境下，各类资产收益率普遍下滑，银行被动增加高收益债券资产配置。贷款结构上，居民贷款比重稳定在 37%~39%左右，非金融企业贷款比重稳定在约 38~40%，贷款结构整体上变化不大。（2）金融投资：债权投资、权益工具和衍生品工具比重均小幅回落，其中债权投资比例下降幅度相对更大，一方面是负利率环境下，国债收益率下降甚至为负，因此银行降低了债券配置；另一方面是全球金融危机及欧洲主权债务危机的爆发后，监管加大了对金融衍生品交易的监管力度。（3）现金类和银行间资产：占比有所提升，2021 年达到阶段性高点约 17%，此后小幅回落至 12%，仍处在较高水平。

图23: 欧元区系统重要性银行资产机构



资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理

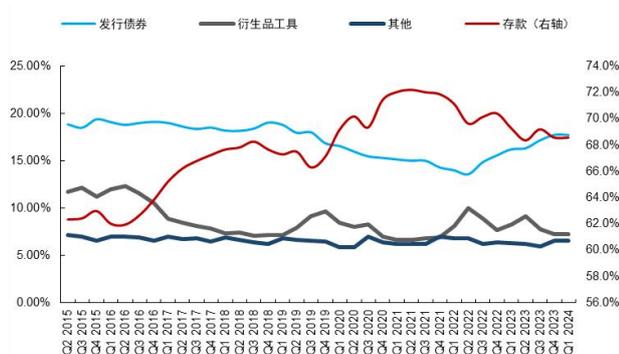
图24: 欧元区系统重要性银行贷款结构



资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理

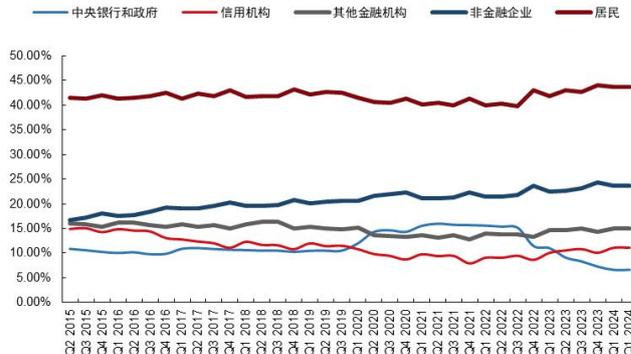
2015-2021 存款占总负债的比重持续提升。存款比重由 2015 年的 62% 提升到了 2021 年的 72%，但之后略有下滑，2024 年 3 月末该比重为 68.6%。存款结构上，2023 年居民存款比重稳定在约 40%~42%，2023 年以来居民存款比重略有提升，2024 年 3 月末该比重为 43.8%。

图25: 欧元区系统重要性银行负债结构



资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理

图26: 欧元区系统重要性银行存款结构

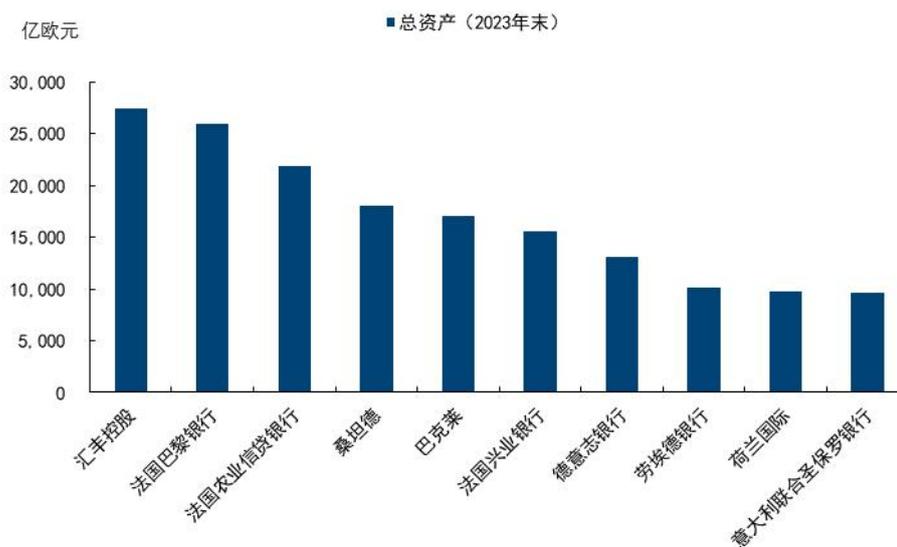


资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理

## 四家国际大行如何应对负利率环境？

英国于 2020 年正式脱欧，但欧洲所有上市银行中，2023 年末总资产排名前十的银行中英国占了 3 家。同时考虑到欧元区不同国家银行经营情况差异较大，因此我们选取了巴克莱银行（英国）、法国巴黎银行（法国）、桑坦德银行（西班牙）和德意志银行（德国）四家国际大行作为样本行，分析其如何应对负利率环境？

图27: 欧洲总资产排名前十的上市银行



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

桑坦德银行净利息收入贡献持续提升，其他银行则积极拓展非息收入。桑坦德银

行净利息收入对营收贡献长期处在高位且不断提升，2023 年贡献度已提升至 75%。其他三大行净利息收入对营收的贡献基本在 50%以下，对其他非息收入依赖度较高。其中，德意志银行手续费净收入占比较高，2010-2020 年手续费净收入占营收的比重接近 40%，巴克莱银行对手续费收入和投资收益等其他非息收入都有比较高的依赖度，法国巴黎银行对投资收益等其他非息收入依赖度更高。

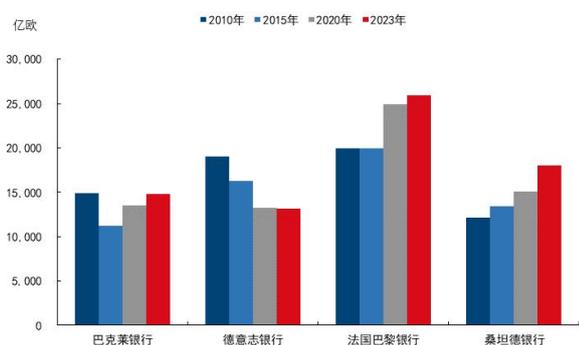
表1: 四家大行营业收入结构

		2010 年	2015 年	2020 年	2023 年
巴克莱	净利息收入/营收	38.9%	48.3%	37.3%	50.1%
	手续费净收入/营收	27.5%	30.4%	30.2%	25.7%
	其他非息收入/营收	33.6%	21.3%	32.5%	24.2%
德意志银行	净利息收入/营收	54.5%	47.4%	48.0%	47.1%
	手续费净收入/营收	37.3%	38.1%	39.2%	31.9%
	其他非息收入/营收	8.1%	14.6%	12.8%	21.0%
法国巴黎银行	净利息收入/营收	54.8%	52.5%	48.1%	41.5%
	手续费净收入/营收	19.3%	17.7%	22.3%	21.4%
	其他非息收入/营收	25.8%	29.7%	29.6%	37.0%
桑坦德银行	净利息收入/营收	69.5%	71.1%	72.3%	75.3%
	手续费净收入/营收	23.1%	22.2%	22.6%	21.0%
	其他非息收入/营收	7.4%	6.7%	5.1%	3.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

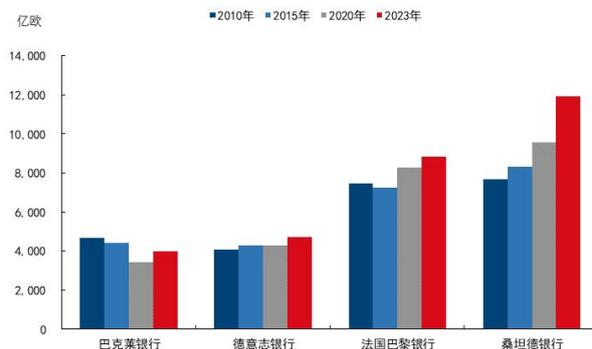
桑坦德银行以传统存贷业务为主，且规模稳步扩张；其他三大行资产配置中，金融投资比重均高于贷款，巴克莱银行和德意志银行规模有所压降。桑坦德银行坚守传统存贷商业银行模式，贷款净额占总资产比重一直维持在 60%以上，并且贷款和总资产始终保持较好增长。巴克莱银行规模基本没有增长，2015 年以来降低了贷款和金融投资比例，相对应的应该是增加了现金以及银行间资产配置，风险偏好下降。德意志银行规模不断压降，预计主要是压降了金融投资资产规模，贷款规模虽然没有增长但余额基本保持稳定，2023 年末公司金融投资和贷款配置比例基本相当。法国巴黎银行 2015 年后规模恢复正增长，其中贷款配置比例较为稳定，金融投资比例略有下降。

图28: 四家大行总资产规模



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29: 四家大行贷款规模



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。注：统计的是贷款净额。

**表2: 四家大行资产负债结构**

		2010年	2015年	2020年	2023年
巴克莱	贷款净额/总资产	31.3%	39.3%	25.4%	27.0%
	金融投资//总资产	46.7%	51.1%	50.7%	48.0%
	存款/总负债	29.7%	44.1%	37.5%	38.3%
德意志银行	贷款净额/总资产	21.4%	26.3%	32.2%	36.1%
	金融投资//总资产	62.3%	57.0%	44.1%	38.2%
	存款/总负债	28.8%	36.3%	45.0%	50.3%
法国巴黎银行	贷款净额/总资产	37.4%	36.4%	33.3%	34.1%
	金融投资//总资产	53.8%	48.9%	41.6%	40.9%
	存款/总负债	39.2%	41.4%	45.9%	44.0%
桑坦德银行	贷款净额/总资产	63.2%	62.1%	63.5%	66.3%
	金融投资//总资产	23.2%	23.8%	19.2%	15.4%
	存款/总负债	51.2%	52.2%	69.9%	66.5%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 四家大行财报披露口径可能存在些许差别。

四家大行零售贷款占据半壁江山, 但具体信贷投放策略上差异也比较大。巴克莱银行和桑坦德银行零售贷款占比较高, 其中巴克莱银行 2010 年以来不断增加按揭投放, 2023 年末按揭余额占贷款总额的比重已经达到 50%, 零售贷款占贷款总额的比重达到了 63%。桑坦德银行虽然也以零售贷款为主, 但按揭比重低于巴克莱银行, 按揭和消费贷款均是其零售市场重要投放领域。德意志银行对公贷款比重接近 60%, 零售贷款以按揭为主, 贷款结构相对较为稳定。

相较于我国大行, 欧洲国际大行零售贷款以及按揭配置比例更高。2023 年末我国四大行 (工商银行、建设银行、农业银行和中国银行) 零售贷款占贷款总额的 34.8%, 其中按揭贷款占贷款总额的 24.6%, 均低于欧洲三家大行。

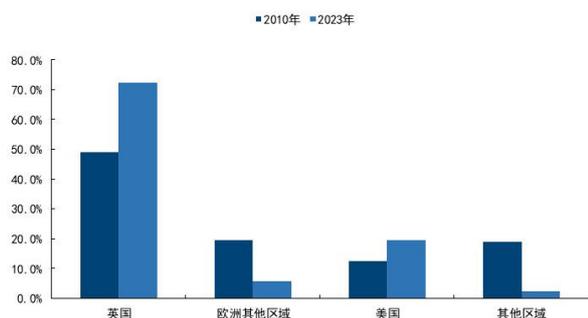
**表3: 三家大行贷款余额结构**

		2010年	2015年	2020年	2023年
巴克莱	零售贷款	50.8%	56.0%	58.5%	62.9%
	其中, 按揭	39.3%	39.0%	46.6%	50.0%
	对公贷款	49.2%	44.0%	41.5%	37.1%
德意志银行	零售贷款	40.6%	46.1%	45.9%	42.8%
	其中, 按揭	32.1%	35.7%	NA	0.0%
	对公贷款	59.4%	53.9%	54.1%	57.2%
桑坦德银行	零售贷款	NA	NA	60.9%	55.1%
	其中, 按揭	NA	NA	39.6%	34.6%
	对公贷款	NA	NA	39.1%	44.9%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。

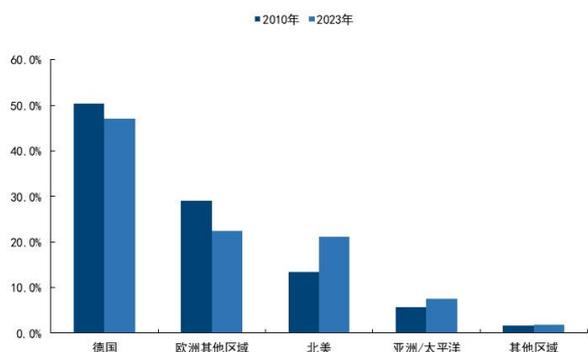
信贷投放区域扩张策略差异也非常的大, 比如巴克莱银行进一步强化本土经营, 德意志银行则加大欧洲之外海外区域扩张, 桑坦德银行聚焦欧洲区域, 长期采用欧洲区域多样化经营策略。巴克莱银行贷款余额投向英国本土的比重从 2010 年的 49.1% 提升至 2023 年的 72.4%, 美国区域的信贷余额比例从 2010 年的 12.5% 提升至 2023 年的 19.4%, 英国以外的欧洲区域和北美以外的海外区域贷款比重下降。德意志银行则加大了北美和亚洲/太平洋区域的贷款投放, 尤其是北美区域, 北美区域的信贷余额占比从 2010 年的 13.4% 提升至 2023 年的 21.2%。与巴克莱银行和德意志银行专注本土区域不同, 桑坦德银行推进欧洲区域多元化经营, 2023 年西班牙贷款余额占贷款总额的比重仅 12%, 德国、法国、北欧、意大利和英国是公司重点布局区域。

图30: 巴克莱银行加强本土经营



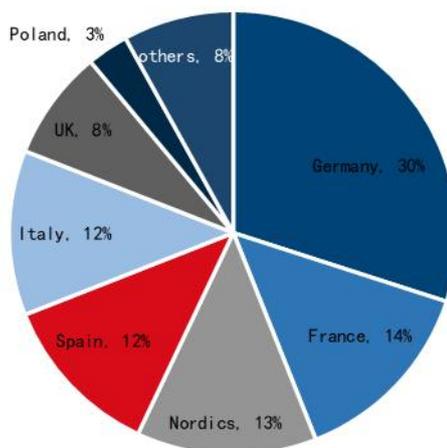
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图31: 德意志银行增加北美和亚洲等区域扩张



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图32: 桑坦德银行 2023 年贷款按区域分布

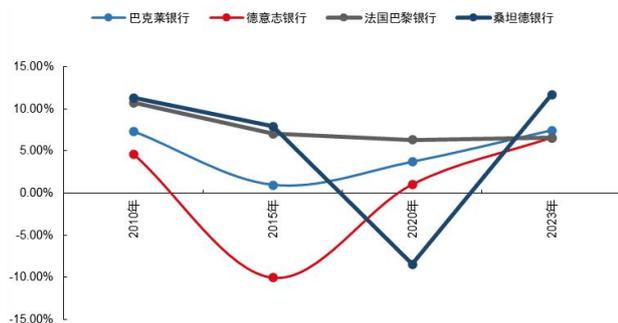


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

总而言之, 面对低利率市场环境, 四家国际大行虽采取了不同的经营策略, 但负利率环境下四家大行的盈利能力均有所下降。我们测算的四家大行 2023 年 ROE(当期净利润/期末净资产规模) 分别为 7.4%、6.5%、6.6%和 11.7%, 整体来看, 法国巴黎银行和桑坦德银行盈利能力相对较强, 德意志银行盈利能力弱且波动剧烈。

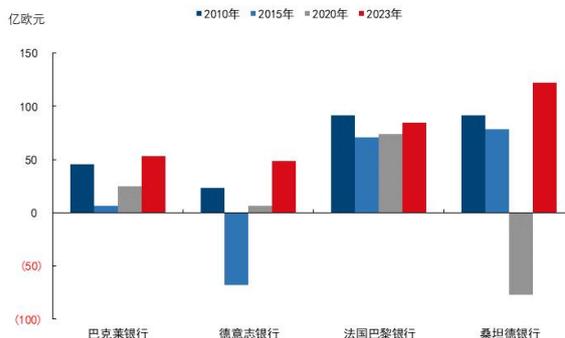
2020 年桑坦德银行净利润为负, 主要就是因为疫后欧元区货币政策宽松, 利率大幅下降, 对依赖传统净利息收入非常高的桑坦德银行带来了比较大的冲击。但进入加息周期后, 桑坦德银行盈利能力也是快速恢复。

图33: 四大行 ROE 走势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: ROE=当期净利润/期末净资产。

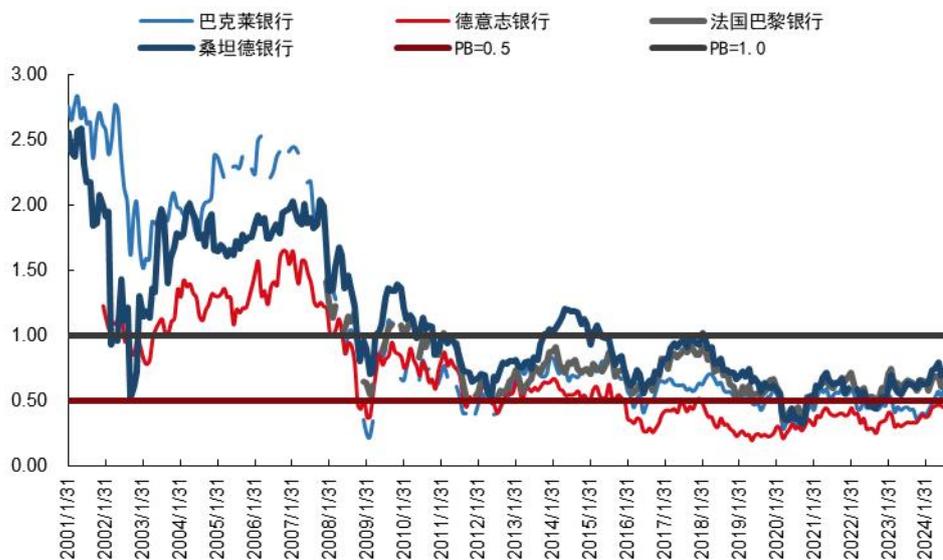
图34: 四大行净利润规模



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

估值上, 2015 年以来德意志银行 PB 估值长期在 0.5X 之下, 上文我们分析指出德意志银行规模不断压降, 盈利能力较差。巴克莱银行、法国巴黎银行和桑坦德银行 PB 估值虽然较次贷危机前也明显回落, 但 PB 估值 0.5x 基本上是估值下限, PB 估值在 0.5x~1.0x 区间震荡。

图35: 四大行 PB 估值



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。注: 截至 2024/9/13。

## 总结

负利率环境对净息差、资产质量和规模扩张均带来了冲击, 欧元区银行盈利水平下降。

- ✓ 净息差降至低位。20 世纪 80 年代多国都完成了利率市场化改革, 降息周期中, 尽管存款利率有所下降, 但存款利率接近零利率后下降空间很小, 因此净息差不断收窄, 2021 年净息差已降至 1.2%。其中企业贷款和按揭贷款新发

放利率降到约 1.3%，存款利率接近零。

- ✓ 不良率 2014 年见顶，此后持续下行，但近两年资产质量有轻微恶化迹象。受次贷危机和欧债危机冲击，2014 年不良率超过 8.0%。因此，政府当局加大不良资产处置的财政支持力度，同时，各国还采取了其他各种有效措施。在一系列努力下，2022 年 9 月末欧元区系统重要性银行不良率降至 1.79%。但近两年不良率出现小幅提升，2024 年 3 月末不良率为 1.91%。同时，商业房地产贷款、非金融企业贷款违约率自 2022 年下半年以来也有所抬升，资产质量压力上升。
- ✓ 规模扩张缓慢，贷款占比小幅提升。2015-2017 年规模基本没有增长，2018 年至 2024 年一季度贷款、存款和总资产年化平均增速分别为 3.5%、4.4%和 4.1%。2015-2019 年贷款占总资产比重从 60%提升至 65%，投资类资产配置比例下降，我们认为主要是负利率环境下，银行被动增加高收益信贷资产配置。

我们选取巴克莱银行、法国巴黎银行、桑坦德银行和德意志银行四家行为样本，分析其如何应对负利率环境及经营成效。四家大行采取了不同的经营策略，（1）桑坦德银行强化传统存贷业务，贷款占总资产的比重始终在 60%以上，净利息收入占营收比重提升至 75%。其他三大行积极拓展中间业务和交易业务。（2）信贷结构上，巴克莱银行和桑坦德银行零售信贷比例较高，其中巴克莱银行 2023 年末按揭已占贷款总额的 50%。桑坦德银行按揭和消费贷款均是重要投放领域。德意志银行对公贷款比重则相对较高。（3）信贷投放区域上，巴克莱银行进一步强化本土经营，德意志银行则加大欧洲之外区域扩张，桑坦德银行长期采用欧洲区域多样化经营策略。

整体而言，四家大行虽采取了不同的经营策略，但负利率环境下四家大行的盈利能力均大幅下降。估值方面，2015 年以来德意志银行 PB 估值长期在 0.5X 之下，主要是德意志银行规模不断压降，盈利能力较差。巴克莱银行、法国巴黎银行和桑坦德银行 PB 估值虽然较次贷危机前也明显回落，但 0.5X 的 PB 估值基本上是估值下限。

## 投资建议

欧元区进入负利率市场环境后，银行业盈利能力大幅下降，但 ROE 中枢仍然在 5%左右，从四家国际大行 PB 估值来看，除了德意志银行，其他三家大行 PB 估值底差不多为 0.5x。当前我国银行板块估值处于低位，经历过房地产风险暴露、存量房贷利率调整后，板块潜在利空明显减少，估值下行风险小。若后续 LPR 不再大幅下降，则 2025 年或迎来业绩拐点，从而推动银行板块的估值修复，因此我们维持行业“优于大市”评级。

个股方面推荐两条主线：一是对于追求低波动、绝对收益的资金，建议关注股息率较高且稳定的银行，推荐招商银行、国有大行，二是从成长性方面，建议关注营收利润增长均较快的常熟银行、瑞丰银行。

## 风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差可能产生负面影响，宏观经济下行时期借款人偿债能力下降可能会对银行资产质量产生不利影响等。

## 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.CSI）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 $\pm 10\%$ 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确观点
	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 $\pm 10\%$ 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