

宏观深度报告

欧洲银行股的春天来了么？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般从业资格编号
S1060120100009
zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



■ 2021年初以来（截至4月7日），欧洲Stoxx 600指数累计上涨8.1%，Stoxx 600银行业指数累计上涨21.3%。在市场高度关注“升升不息”的美股的同时，位于大西洋另一隅的欧洲股市却也呈现出别样风景。此次新冠疫情似乎为欧元区银行带来了“危中之机”：欧元区银行不良贷款率“意外”下降，欧美股市成长股向价值股的风格轮动，皆为欧元区银行注入新的生机。本文考察新冠疫情爆发以来欧元区银行和银行股的发展情况，以期为全球资产配置中非常重要的欧美“跷跷板”提供一些新的视角。我们的研究结论如下：

1. **疫情期间欧元区银行显著加大信贷投放。**截至2020年11月末，欧元区银行对企业和个人的信贷规模总量达12.08万亿欧元，较2019年末增长了4.06%。各银行纷纷推出延期还本付息措施和公共担保计划等，以帮助陷入财政困境的借款居民及非金融企业。
2. **欧元区银行的不良贷款率“意外”下行。**在宽松货币政策和延期还本付息等措施支持下，疫情爆发以来欧洲银行业核心一级资本充足率和不良贷款率均得改善。但欧元区银行的净资产收益率（RoE）却有显著下降，风险成本比率（Cost of Risk）也显著高于疫情前。其主要原因在于，欧元区银行贷款减值拨备计提大幅增加，暂缓贷款偿还及利息亦引致银行营业收入下降。不过，这可能也预示着未来信贷资产质量有恶化的风险。
3. **欧元区银行与主权债间的“厄运循环”出现转机。**欧元区各国银行所持的主权债务相对于该国未偿公共债务的风险敞口，仍处于2010年以来的较低位置，且欧元区各国主权评级相对稳定，欧央行又加大公共债务购债力度对主权债务持仓持乐观态度，因此资本市场对欧元区银行对主权债的风险敞口持较为乐观的态度。考虑到两次欧债危机的历史，欧洲银行与主权债之间“一荣俱荣，一损俱损”的关系可谓体现得淋漓尽致。
4. **大规模货币宽松对欧元区银行的影响正面。**虽然利率走低对欧元区银行的营业收入造成收缩压力，但监管层同时给予银行更多自主权利，叠加欧洲经济平稳复苏的预期，使欧元区银行的信用风险在短期内得到缓解。疫情加速的低碳经济转型和绿色金融政策对欧元区银行的影响尚有不不确定性，需等待欧央行今年7月“气候压力测试”结果的揭晓。
5. **欧洲银行股步入快速修复通道。**2020年四季度以来，全球再通胀交易盛行，欧美价值股跑赢成长股。考虑到欧洲经济基本面平稳复苏和欧洲银行股一直被低估，未来市场理应对欧洲价值股特别是银行股给予更多关注。在我们假设的中性情形（欧洲价值股指数与成长股指数的比值回到2008-2020年期间的均值）下，未来5年每年欧洲价值股平均要“跑赢”成长股10%。待今年7月欧央行以绿色经济为背景的压力测试结果揭晓后，若结果显示欧洲银行对未来气候变化的风险敞口可控，欧洲银行股有望迎来新一拨的助推。
6. **风险提示：**新冠疫情不确定性、全球经济复苏节奏超预期、海外市场波动加剧等。

正文目录

一、	欧元区银行信贷投放显著增加.....	6
二、	欧元区银行不良贷款率“意外”下行.....	8
三、	欧元区银行与主权债间的“厄运循环”初现反转.....	11
四、	欧元区银行极大受益于宽松的货币政策.....	15
五、	欧洲银行股步入快速修复通道.....	17

图表目录

图表 1	欧元区各国参与延期还本付息措施和公共担保计划的金融机构数量.....	6
图表 2	欧元区各国银行的延期还本付息贷款规模及比例	7
图表 3	欧元区各国银行的公共担保计划贷款规模及比例	7
图表 4	欧元区各行业接受延期还本付息贷款规模及比例	8
图表 5	欧元区各行业参与公共担保计划贷款规模及比例	8
图表 6	欧元区银行不良贷款率明显下行.....	9
图表 7	欧元区银行净资产收益率显著下降	9
图表 8	欧元区银行不良贷款地域分化明显	9
图表 9	绝大多数欧元区银行 2020 年平均风险成本显著高于 2019 年	10
图表 10	欧元区银行 Stage 2+Stage 3 的不良资产构成	10
图表 11	2020 年 12 月, 各欧元区银行不良资产在 Stage 2 和 Stage 3 的占比	11
图表 12	希腊主要银行的核心一级资本充足率和信用风险变化情况.....	11
图表 13	欧元区各国银行持有的国内主权债务占其总资产的比例	12
图表 14	欧元区各国银行持有国内主权债务相对于该国未偿公共债务的风险敞口 (排除购债计划增持的主权债务)	12
图表 15	欧央行紧急购债计划 (PEPP) 下对各国债券的购买规模.....	13
图表 16	欧央行紧急购债计划 (PEPP) 下对私营部门债券的购买类型及数量	13
图表 17	欧央行紧急购债计划 (PEPP) 下欧洲主要国家 10 年期国债利差收窄	14
图表 18	欧央行紧急购债计划 (PEPP) 购买的德国主权债到期日相对较短	14
图表 19	欧元区货币市场和投资级企业债市场回暖.....	14
图表 20	欧元区银行持有和交易的企业债期限和评级.....	14
图表 21	疫情期间发达经济体货币政策措施对比	15
图表 22	疫情期间欧央行的货币政策措施	15
图表 23	疫情爆发后监对欧元区银行监管要求放松	16
图表 24	2020 年主要欧元区银行营收普遍下滑 (较 2019 年变化幅度)	17
图表 25	欧央行货币宽松促进降低了欧元国的主权债收益率.....	17
图表 26	IMF 对欧洲主要国家的 GDP 增速预测	18
图表 27	欧元区投资者信心攀升.....	18
图表 28	利率走势是影响欧美股市“价值-成长”风格切换的重要因素	19
图表 29	1990 年至今欧美价值股和成长股的相对表现.....	19
图表 30	不同假设情境下欧洲价值股相对成长股的表现	20
图表 31	欧洲银行股进入快速修复期.....	20
图表 32	2020 年 Stoxx 600 行业子指数“EPS-P/E”四象限图.....	21

图表 33	近期欧元区银行兼并情况	21
图表 34	在气候物理风险和过渡风险下欧元区不同行业的企业违约率	22

2021年初以来(截至4月7日),欧洲Stoxx 600指数累计上涨8.1%,Stoxx 600银行业指数累计上涨21.3%。若从去年3月全球金融市场巨震时创新的低点算起,欧洲Stoxx 600指数已累计上涨54.9%,Stoxx 600银行业指数已累计上涨56.9%,与同期标普500指数接近60%的累计涨幅相比并不逊色多少。在市场高度关注“升升不息”的美股的同时,位于大西洋另一隅的欧洲股市却也呈现出别样风景。我们知道,欧债危机以来,作为欧洲经济的“温度计”,欧元区银行尚未真正复苏,相比强势经济复苏和稳定金融体系下更加坚韧的美国银行业来说亦有差距。但此次新冠疫情似乎为欧元区银行带来了“危中之机”:欧元区银行不良贷款率“意外”下降,欧美股市成长股向价值股的风格轮动,皆为欧元区银行注入新的生机。因此,本文考察新冠疫情爆发以来欧元区银行和银行股的发展情况,以期为全球资产配置中非常重要的欧美“跷跷板”提供一些新的视角。

我们的研究结论如下:

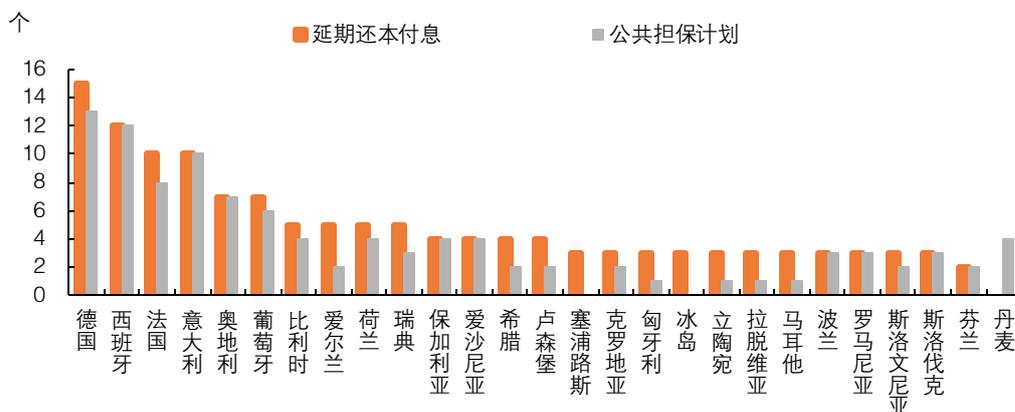
- 1) **疫情期间欧元区银行显著加大信贷投放。**总体上,围绕延期还本付息和公共担保计划两大措施,信贷投向结构体现出供需两侧协同发力的特点。
- 2) **欧元区银行的不良贷款率“意外”下行。**在宽松货币政策和延期还本付息等措施支持下,疫情爆发以来欧洲银行业核心一级资本充足率和不良贷款率均得改善。但欧元区银行的净资产收益率(RoE)却有显著下降,同时风险成本比率(Cost of Risk)也显著高于疫情前。其主要原因在于,欧元区银行贷款减值拨备计提大幅增加,暂缓贷款偿还及利息亦引致银行营业收入下降。
- 3) **欧元区银行与主权债间的“厄运循环”出现转机。**欧元区各国银行所持的主权债务相对于该国未偿公共债务的风险敞口,仍处于2010年以来的较低位置,且欧元区各国主权评级相对稳定,欧央行又加大公共债务购债力度对主权债务持仓持乐观态度,因此资本市场对欧元区银行对主权债的风险敞口持较为乐观的态度。考虑到两次欧债危机的历史,欧元区银行与主权债之间“一荣俱荣,一损俱损”的关系可谓体现得淋漓尽致。
- 4) **大规模货币宽松对欧元区银行的影响正面。**虽然利率走低对欧元区银行的营业收入造成收缩压力,但监管层同时给予银行更多自主权利,叠加欧洲经济平稳复苏的预期,使欧元区银行的信用风险在短期内得到缓解。疫情加速的低碳经济转型和绿色金融政策对欧元区银行的影响尚有不确定性,需等待欧央行今年7月“气候压力测试”结果的揭晓。
- 5) **欧洲银行股步入快速修复通道。**2020年四季度以来,全球再通胀交易盛行,欧美价值股跑赢成长股。考虑到欧洲经济基本面复苏和欧洲银行股一直被低估,未来资本市场应对欧洲价值股特别是银行股给予更多关注。在我们假设的中性情形(欧洲价值股指数与成长股指数的比值回到2008-2020年期间的均值)下,未来5年每年欧洲价值股平均要“跑赢”成长股10%。待今年7月欧央行新一轮以绿色经济为背景的压力测试结果揭晓后,若结果显示欧洲银行对未来气候变化的风险敞口可控,欧洲银行股有望迎来新一拨的助推。

一、欧元区银行信贷投放显著增加

新冠疫情爆发后，欧元区银行的信贷投放规模显著增加。截至 2020 年 11 月末，欧元区银行对企业 and 个人的信贷规模总量达 12.08 万亿欧元，较 2019 年末增长了 4.06%。但信贷投放在 2020 年下半年亦更为谨慎，2020 年第四季度，有 59.3% 的银行选择收紧企业授信标准，较上个季度上升 8.6 个百分点。

欧元区银行的信贷支持主要通过延期还本付息措施和公共担保计划，帮助陷入财政困境的借款居民及非金融企业。截至 2020 年 6 月，共有 132 家欧元区银行采取了延期还本付息措施（EBA-eligible moratoria），共核准延期还本付息 8710 亿欧元，占同期银行全部贷款的 6%，其中非金融企业的暂缓额度占比为 60%（4950 亿欧元），而居民占比约为 40%（3650 亿欧元）。与此同时，126 家银行实施了公共担保计划（Public Guarantee Schemes），规模达到 1810 亿欧元，占银行全部贷款的 1.2%，主要面向非金融企业（见上方）。

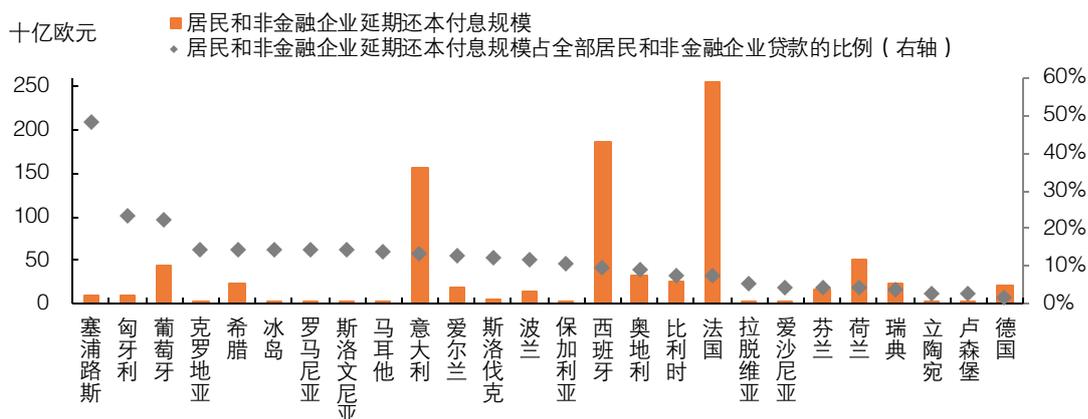
图表 1 欧元区各国参与延期还本付息措施和公共担保计划的金融机构数量



资料来源：EBA, 平安证券研究所

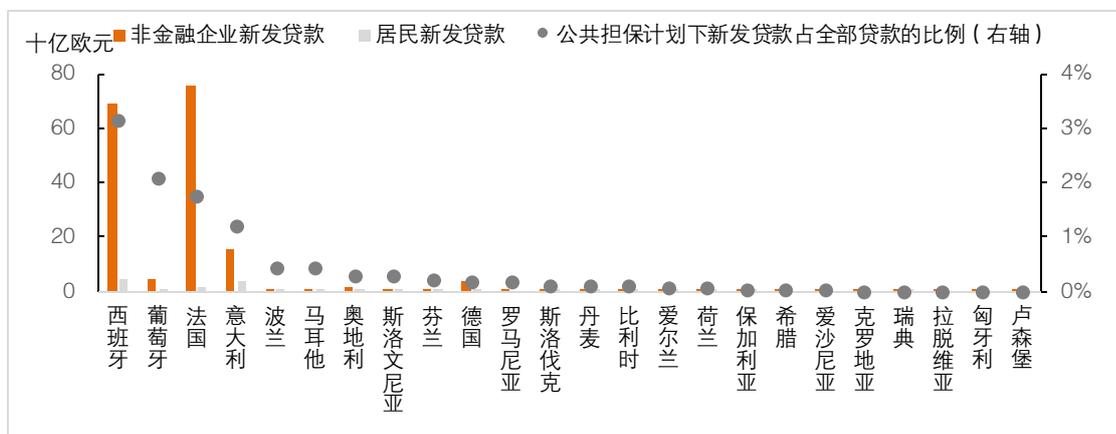
国别层面看，塞浦路斯的银行核准了近 50% 的居民及非金融企业延期还本付息，匈牙利和葡萄牙银行授权超过 20% 的居民及非金融企业延期还本付息（见下方）。而德国、卢森堡和拉脱维亚的银行延期还本付息的贷款比例极低，主要原因是这些国家选择了其他信贷援助方案。例如，德国国有复兴信贷银行在 2020 年 3 月启动了没有资金上限的特殊信贷项目，不仅提供给中小型企业也提供给大型企业，通过低息贷款的形式或采取 300 万欧元以内的贷款简化风险评估等措施，方便企业获得贷款。在公共担保计划下，法国和西班牙银行的信贷投放规模远大于其他国家银行，分别达 780 亿欧元（占本国全部贷款比例的 1.8%）和 730 亿欧元（占本国全部贷款比例的 3.2%）（见上方）。

图表2 欧元区各国银行的延期还本付息贷款规模及比例



资料来源: EBA, 平安证券研

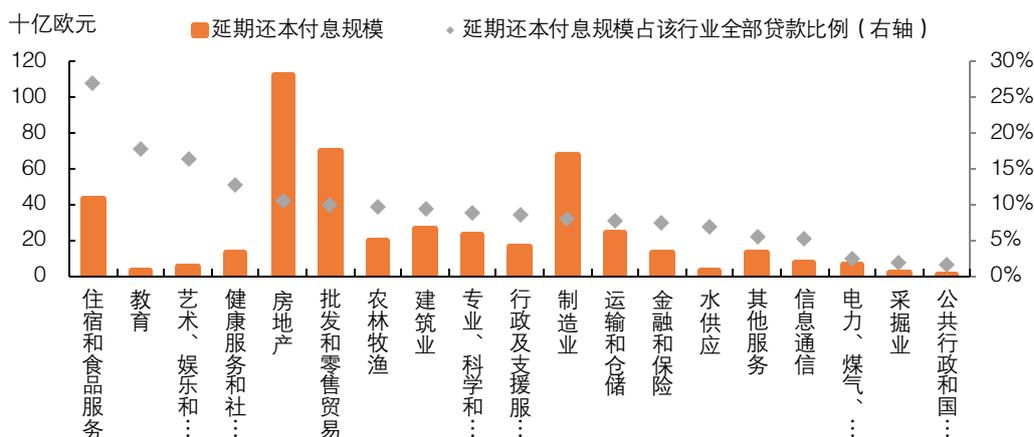
图表3 欧元区各国银行的公共担保计划贷款规模及比例



资料来源: EBA, 平安证券研究所

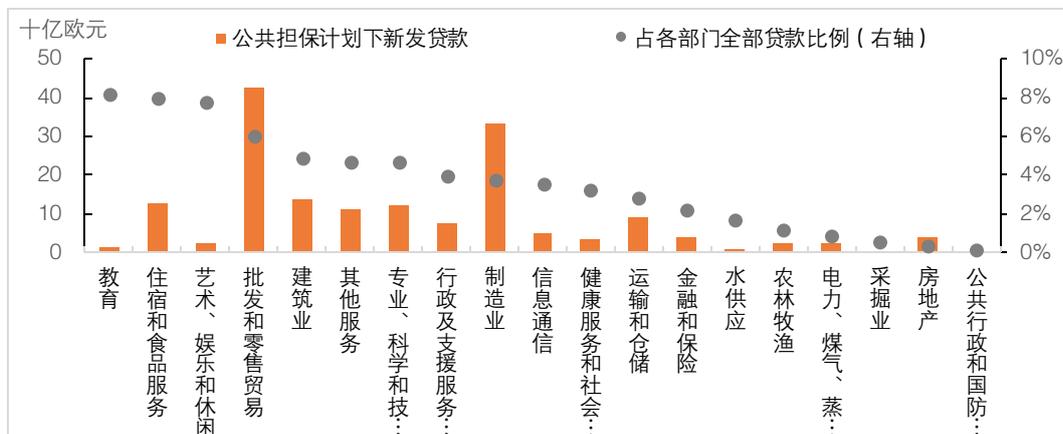
行业层面看, 不同行业受到新冠疫情的影响有显著差异, 因此接受的银行信贷支持的规模也不同。住宿和食品服务业中 27% 的信贷额度被批准暂缓偿还, 比例显著高于其他行业; 教育、娱乐、健康服务、房地产和批发零售业均享受了 10% 以上的延期还本付息支持(图表 4)。而在公共担保计划下, 投向批发零售业和制造业的信贷规模在所有行业中遥遥领先, 分别为 430 亿欧元和 330 亿欧元, 占本行业全部贷款的比例分别达 6% 和 4% (图表 5)。

图表4 欧元区各行业接受延期还本付息贷款规模及比例



资料来源: EBA, 平安证券研究所

图表5 欧元区各行业参与公共担保计划贷款规模及比例



资料来源: EBA, 平安证券研究所

二、欧元区银行不良贷款率“意外”下行

在宽松货币政策和延期还本付息等措施支持下,疫情爆发以来欧洲银行业核心一级资本充足率 (CET1 Ratio) 和不良贷款率 (NPL Ratio) 均得改善 (图 6)。不过, 欧元区银行的净资产收益

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_19056

