



王剑：银行股缘何持续低估值



意见领袖 | 王剑

正文

近几年，我国银行股估值持续回落，引发市场关注。过去，市场一般将银行低估值现象解释为存在未暴露的不良资产。但是，随着银行业加大不良资产的处置力度，近年来行业整体资产质量已经明显好转，而银行股估值却继续大幅走低，这明显已经不能由隐藏的不良资产来解释了。

事实上，银行的价值来自其特许价值，估值高低反映的是特许价值大小，而近年来的持续低估值则缘自特许价值的不断削弱。



01

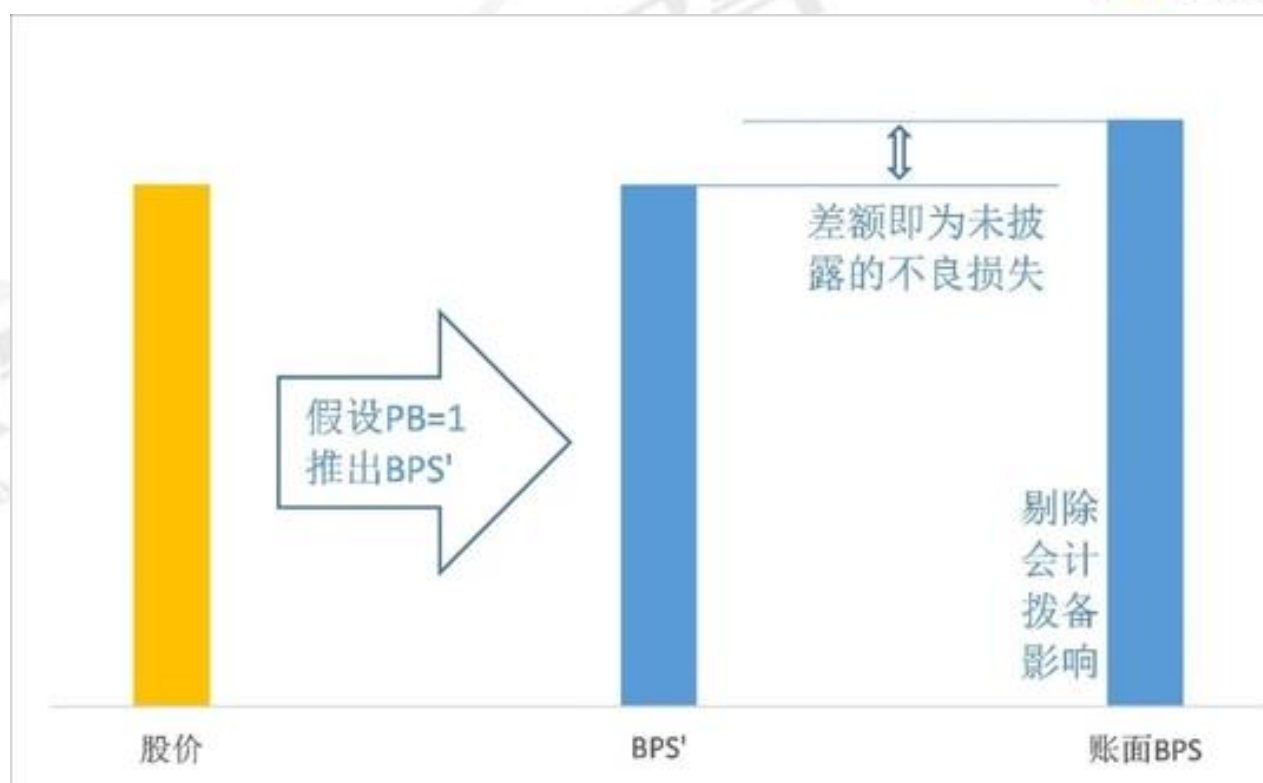
持续低估值的银行股

2013 年底 A 股银行业 PB（平均市净率）首次跌破 1 倍以后，直到

2018 年，银行业 PB 都在 0.8-1 倍间徘徊。



对于过低的 PB，最常见的一个解释是资产质量。市场猜测银行业“藏匿”了很多不良资产，导致银行的净资产是有水分的。如果挤干这个水分之后，银行的真实净资产变小了，那么，对应的“真实 PB”其实更高。



这一解释看似符合逻辑。基于这一解释，从市场 PB 出发，可以用估值模型倒算出来（将估值公式转换为反函数，自变量是 PB，因变量是不良率）投资者所认为的真实不良率（一般称为市价的“隐含不良率”）大概是多少。当时算出来大概在 8% 左右。由于大部分上市银行在业内均处于较优水平，它们的不良率不大可能达到 8%，因此，当时得出的判断便是 PB 已处于底部，不会再大幅下行。

但 2018 年之后，银行股估值竟然还在一路下行，2019 年跌破 0.8 倍，创出历史新低，此后跌势依然不改，2020 年跌破 0.6 倍，达到一个极端低值。

截至 2022 年 3 月底，PB 高于 1 倍的银行已经屈指可数，超过一半的银行位于 0.7 倍以下，低于 0.6 倍以下的也有十多家。其中，0.7 倍是一个

关键阈值，低于此值，上市银行基本丧失了普通股再融资能力（包括发行可转债进行转股），这会严重制约其未来发展。换言之，一半以上的 A 股银行股已经失去了再融资能力。

此时，再套用上述的估值模型去倒算 2021 年银行的隐含不良率，可能已达到 15% 左右，甚至个别银行达到 18% 以上。但一个基本事实是，2020 年银行业进行了一轮全行业的不良资产处置，大部分银行的不良率绝对不可能达到这个水平，所以用“藏匿”不良资产已经不能解释现在的极低估值了。还有极个别银行的 PB 已低于 0.4 倍（这在发达国家资本市场中是快破产的银行的估值水平），因此，就更不能用资产质量来解释了。

02

银行的特许价值

事实上，银行业最根本的商业逻辑，就是能够获得丰厚的特许利润，而这种赚取特许利润的能力（或者说未来超额利润的净现值），就构成了银行的特许价值。近年来，银行股持续维持极低估值，显然已经不是损失多少不良资产的问题了，而是投资者担心银行业的商业逻辑被破坏。

商业银行是非常典型的特许经营行业。特许经营就是牌照经营，监管部门以发放有限数量牌照的方式，不让整个行业陷入完全竞争。显然，不处于完全竞争则一般意味着这个行业会有超额利润，又称特许利润。监管部门这样做的目的，是因为银行具有很强的外部性，如果经营破产会涉及

公共利益（主要是指存款人的存款安全），也即破产是一个外部成本很高的事情。而完全竞争环境中又是必然有破产的，因此，早期监管部门的解决方案之一就是为行业设置准入门槛，实行牌照制，发放有限数量的牌照，并且对这些获得牌照的经营者施以严格监管，尽可能防止破产。

由此，银行便可以获得特许价值。比如，银行是获准向公众吸收存款的唯一机构，这是它的特许业务，银行因此可以获取相对廉价的负债。并且，当存款账户拥有了便利的支付结算功能后，居民们不再携带现金，而是直接在存款账户中存放活期存款，随时用于支付结算。这使得银行获取了几乎接近零利率的负债。

在资产端，银行将廉价资金用于投放贷款或证券投资，即使取得了和债券市场上的债券一样的收益，也能赚取利差。更何况，资产端有优势的银行一般能够获得高于债券收益率的收益，这是因为银行还能从事信息生产工作，它们在长期服务企业的过程，能够掌握企业更多的信息，从而在未能公开发行债券的企业群体中遴选出好的企业，发放贷款，其贷款利率一般会显著超过债券利率。这个贷款利率即使扣除了银行自己的信息生产成本、管理成本和风险成本之后，依然能实现超额回报。

而银行为什么能够对企业完成信息生产呢？很大程度上，也是因为银行掌握了企业的结算账户。有了账户，银行与企业建立长期合作，高频联系，银行能够从账户资金流水中了解企业经营情况，也能从长期合作中获取其他更多信息，这些都是公开债券市场无法比拟的优势。此外，有了长

期合作，银行还会有其他业务可以赚取非利息收入。

总而言之，存款是银行的特许业务（相对而言，贷款倒称不上是银行的特许业务，因为还有其他类型机构可以从事贷款业务），而基于这一特许业务，银行与企业建立长期关系，一方面可以获取廉价负债，另一方面又掌握了企业的更多信息完成风险定价，最终赚取利差。

03

削弱特许价值的因素

但是，近几年，不管是国内还是国外，都有很多因素可能削弱银行的特许价值。比如较为典型的有以下几个（但不仅限于）。

长期低利率

经济下行时，银行贷款利率下行是市场行为，有时货币当局也会实施降息，这些阶段性的利率升降都属于正常的周期现象，不影响特许价值（有时降息甚至还有利于资产质量）。但如果监管层觉得这种市场化的降息还不够，要求银行持续地降低贷款利率，则会起到类似过去的利率管制的效果。

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_40513

