

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。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

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:

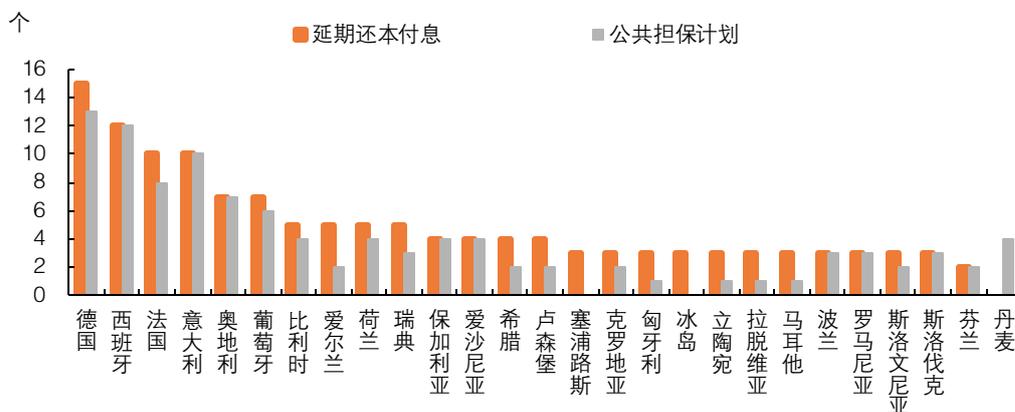
- 1) 疫情期间欧元区银行显著加大信贷投放。总体上,围绕延期还本付息和公共担保计划两大措施,信贷投向结构体现出供需两侧协同发力的特点。
- 2) 欧元区银行的不良贷款率“意外”下行。在宽松货币政策和延期还本付息等措施支持下,疫情爆发以来欧洲银行业核心一级资本充足率和不良贷款率均得改善。但欧元区银行的净资产收益率(RoE)却有显著下降,同时风险成本比率(Cost of Risk)也显著高于疫情前。其主要原因在于,欧元区银行贷款减值拨备计提大幅增加,暂缓贷款偿还及利息亦引致银行营业收入下降。
- 3) 欧元区银行与主权债间的“厄运循环”出现转机。欧元区各国银行所持的主权债务相对于该国未偿公共债务的风险敞口,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）。

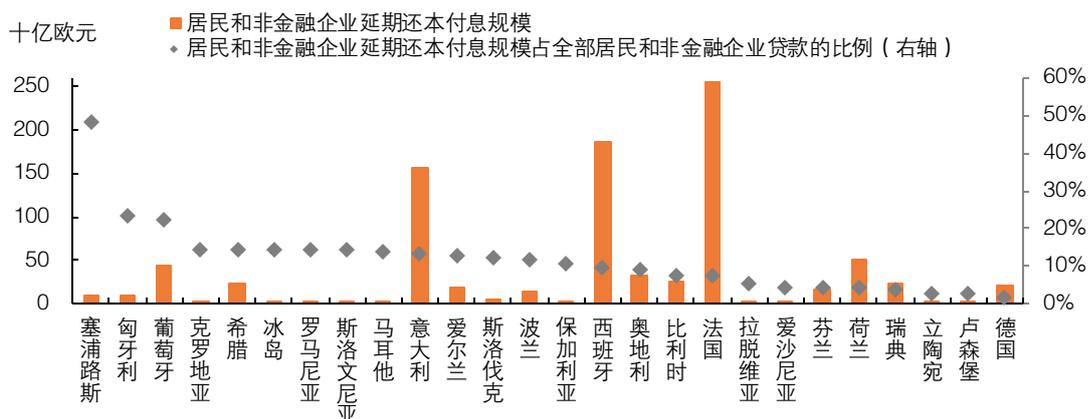
图表 1 欧元区各国参与延期还本付息措施和公共担保计划的金融机构数量



资料来源：EBA, 平安证券研究所

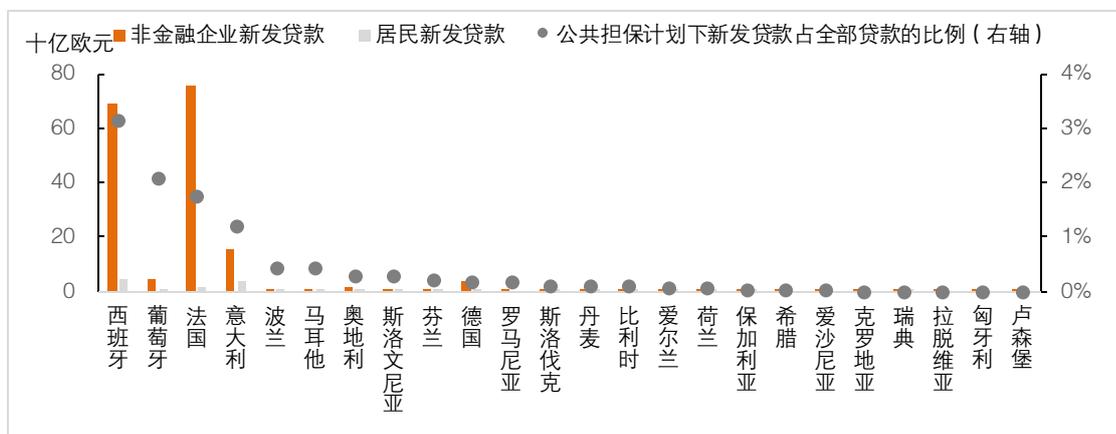
国别层面看，塞浦路斯的银行核准了近 50% 的居民及非金融企业延期还本付息，匈牙利和葡萄牙银行授权超过 20% 的居民及非金融企业延期还本付息（见下方）。而德国、卢森堡和拉脱维亚的银行延期还本付息的贷款比例极低，主要原因是这些国家选择了其他信贷援助方案。例如，德国国有复兴信贷银行在 2020 年 3 月启动了没有资金上限的特殊信贷项目，不仅提供给中小型企业也提供给大型企业，通过低息贷款的形式或采取 300 万欧元以内的贷款简化风险评估等措施，方便企业获得贷款。在公共担保计划下，法国和西班牙银行的信贷投放规模远大于其他国家银行，分别达 780 亿欧元（占本国全部贷款比例的 1.8%）和 730 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

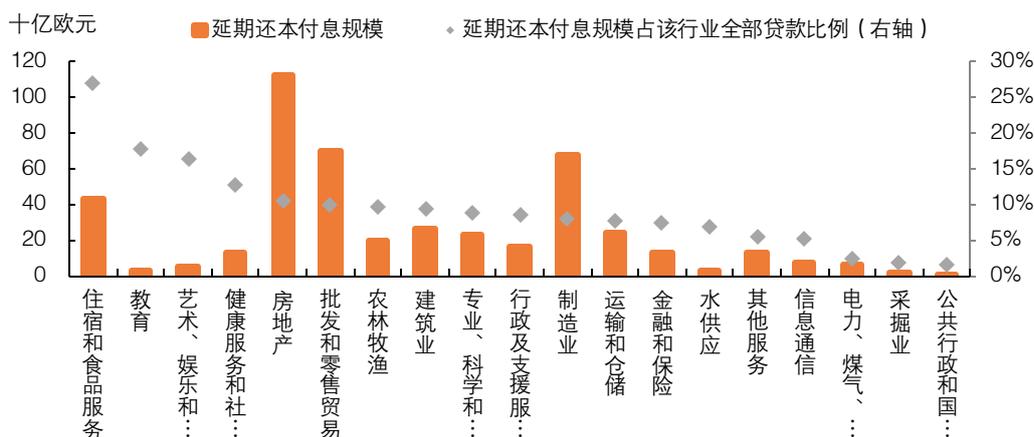
图表3 欧元区各国银行的公共担保计划贷款规模及比例



资料来源: EBA, 平安证券研究所

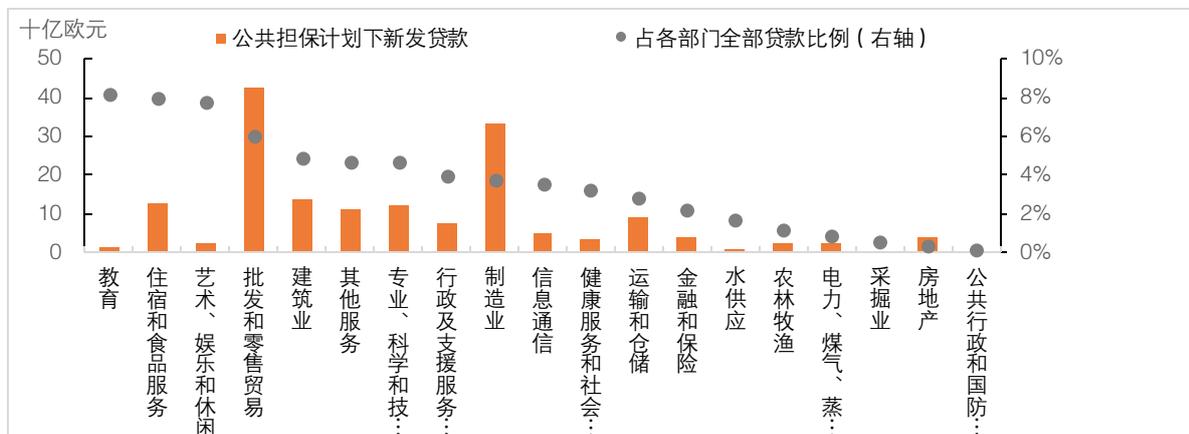
行业层面看, 不同行业受到新冠疫情的影响有显著差异, 因此接受的银行信贷支持的规模也不同。住宿和食品服务业中 27% 的信贷额度被批准暂缓偿还, 比例显著高于其他行业; 教育、娱乐、健康服务、房地产和批发零售业均享受了 10% 以上的延期还本付息支持(图表 4)。而在公共担保计划下, 投向批发零售业和制造业的信贷规模在所有行业中遥遥领先, 分别为 430 亿欧元和 330 亿欧元, 占本行业全部贷款的比例分别达 6% 和 4% (图表 5)。

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

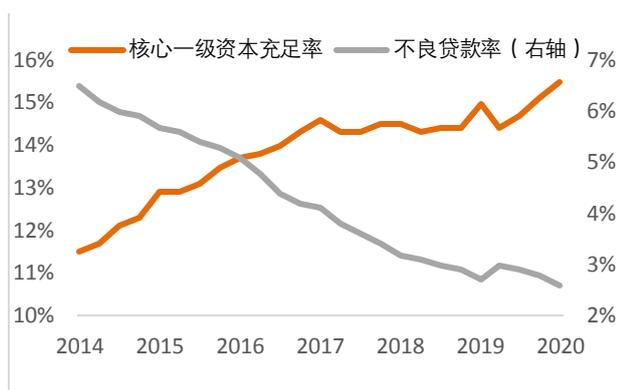


资料来源: EBA, 平安证券研究所

二、欧元区银行不良贷款率“意外”下行

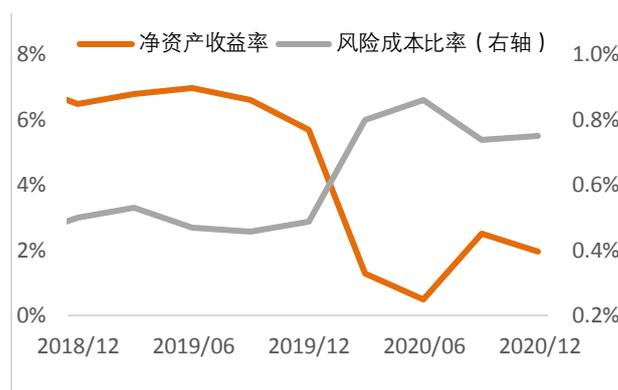
在宽松货币政策和延期还本付息等措施支持下,疫情爆发以来欧洲银行业核心一级资本充足率 (CET1 Ratio) 和不良贷款率 (NPL Ratio) 均得改善 (图表6)。不过,欧元区银行的净资产收益率 (RoE) 却有显著下降,从2019年四季度的5%,下降到2020年四季度的2%,同时风险成本比率 (Cost of Risk) 也显著高于疫情前,在2020年年末达到0.75%,比2019年同期上升0.26个百分点 (图表7)。主要原因在于,欧元区银行增加了大量贷款减值拨备计提,同时,暂缓贷款偿还及计息亦引致银行营业收入下降。

图表6 欧元区银行不良贷款率明显下行



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表7 欧元区银行净资产收益率显著下降



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

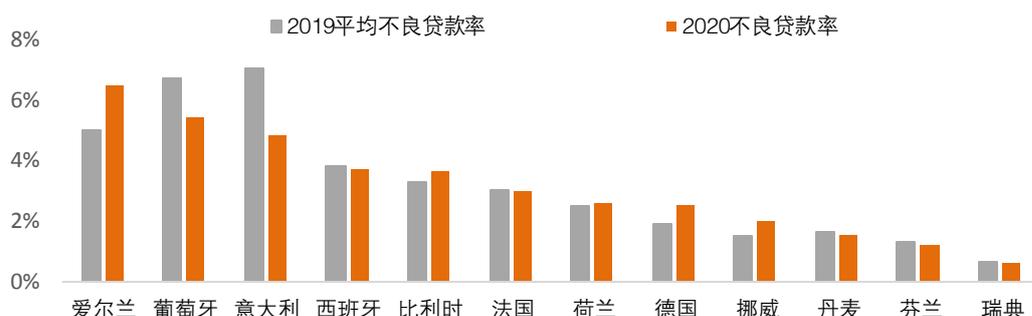
备注: 风险成本比率 = 资产损失准备金/按摊销成本计算的净贷款总额

我们选取涵盖 12 个欧洲国家的 35 家欧洲银行作为样本，研究疫情以来欧元区银行资产负债表质量的演化。我们发现:

1) 欧元区银行的不良贷款地域分化明显。横向比较来看，位于爱尔兰、葡萄牙、意大利和西班牙的银行(毫无疑问这几个国家也是欧债危机时经济金融受冲击最重的国家)平均不良贷款率处于高位，而丹麦、芬兰和瑞典的银行平均不良贷款率相对较低。纵向比较来看，葡萄牙、意大利、西班牙等国家的银行 2020 年平均不良贷款率明显低于 2019 年。一个可能原因是，从图表 3 中可以看出这些国家的银行在公共担保计划下贷款支持中小企业 (SMEs) 的力度显著高于其他国家银行，造成贷款总量的增长快于不良贷款的增长(当然不良贷款有滞后暴露的可能);另一个可能原因是，疫情冲击下欧盟对银行不良资产的界定有所放松，比如逾期 90 天之内的未偿债务可暂不计入不良资产，并允许重新商定合同规定的偿还义务等(图表 8)

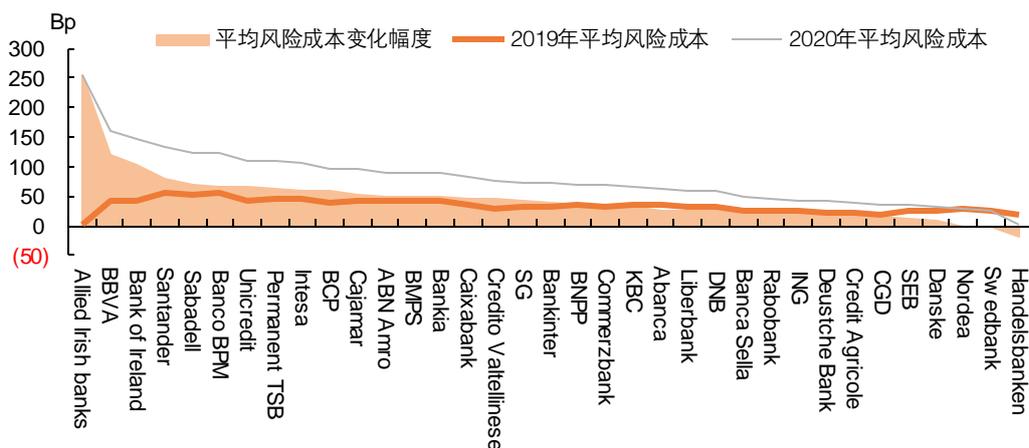
2) 35 家样本银行中有 32 家银行在 2020 年平均风险成本高于 2019 年，其中有 14 家银行的平均风险成本提高幅度高于样本平均值 47 个 bp。这里的平均风险成本是指银行资本损失准备金与按摊销成本计算的净贷款总额的比值平均数。值得注意的是，有三家银行的平均风险成本提高幅度高于 100 个 bp，分别是位于爱尔兰的 Allied Irish banks 和 Bank of Ireland，以及西班牙的 Banco Bibao Vizcaya Argentaria;仅有一家银行(位于西班牙的 Cajamar)的平均风险成本在 2020 年显著低于 2019 年。可见，疫情冲击下，欧洲绝大多数银行通过增加贷款损失准备来增强风险防控能力，这也预示了未来欧洲银行的信贷资产质量有进一步走低的风险(图表 9)。

图表8 欧元区银行不良贷款地域分化明显



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

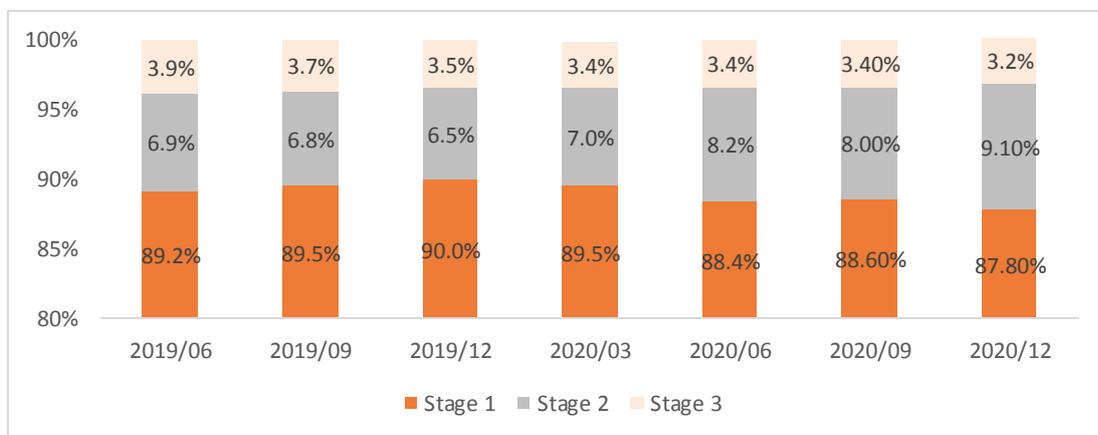
图表9 绝大多数欧元区银行 2020 年平均风险成本显著高于 2019 年



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

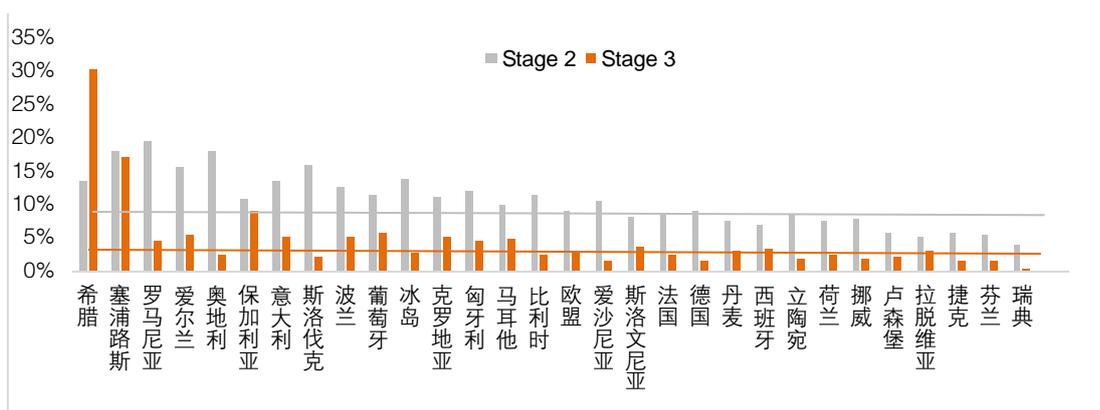
欧元区银行信贷资产质量潜在的恶化风险也可以从另一个角度得到证实。根据《国际财务报告准则第 9 号》(IFRS 9)对金融资产减值阶段的划分,随着信用风险恶化,不良资产会从 Stage 1(次级类)转移到第二(可疑类)和第三阶段(损失类)。截至 2020 年 12 月,欧元区银行 Stage 2 的不良资产规模明显增加,而 Stage 2+Stage 3 的不良资产占比,则较 2019 年 12 月上升 2.3 个百分点(图表 10)。从国别层面来看,Stage 2+Stage 3 的不良资产占比排名靠前的分别是希腊(44.0%)、塞浦路斯(35.5%)、罗马尼亚(24.3%)、爱尔兰(21.0%)和奥地利(20.7%)(图表 11)。

图表10 欧元区银行 Stage 2+Stage 3 的不良资产构成



资料来源: EBA, 平安证券研究所

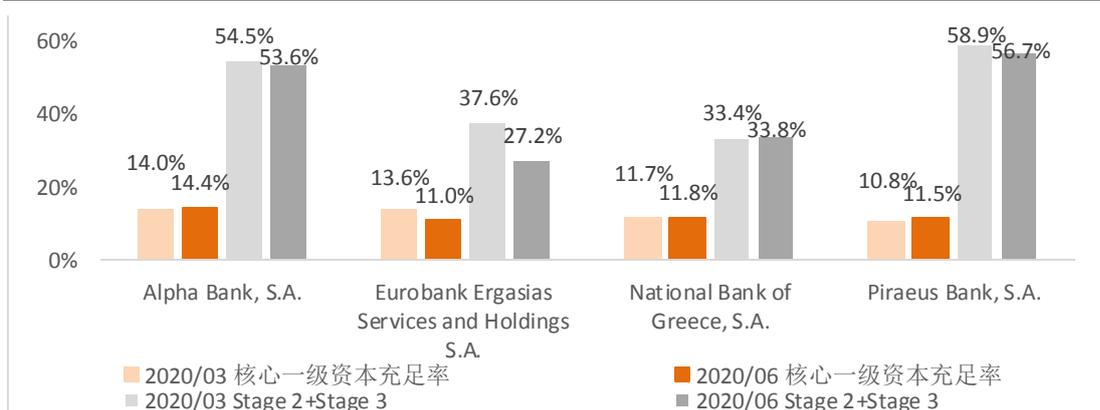
图表11 2020年12月，各欧元区银行不良资产在 Stage 2 和 Stage 3 的占比



资料来源：EBA, 平安证券研究所

我们谨以希腊的银行业状况为例来说明这一变化。虽然希腊银行的不良资产排名靠前，但纵向比较来看，希腊银行业在此次疫情冲击中却受益良多。欧债危机后，希腊银行业在该国主权债务风险敞口上受到严格的监管和限制，希腊的主权债务也被下调为垃圾债，不可用于交换再融资贷款。但在 2020 年 3 月和 4 月，欧央行提高了风险容忍度，相继取消了希腊银行业在该国主权债务风险敞口上的限制（2015 年后希腊银行业主权债务风险敞口不得超过 150 亿欧元），并大幅放宽了对银行再融资的抵押品要求，包括接受希腊政府债券。其主要原因是为了给持有希腊政府债券的希腊银行提供信贷支援，进而支持实体经济。在此背景下，希腊政府借助空前的融资便利，在 2021 年 3 月发行了 2008 年之后的首次 30 年期债券，收益率为 1.95%，发行规模为 25 亿欧元。希腊四家主要银行的压力测试结果表明，尽管 Eurobank Ergasias 的核心一级资本充足率从 2020 年 3 月至 6 月期间出现下降，但四家银行的这一比率均高于欧元区设置的下限 7%，意味着希腊银行体系仍然具备抵御动荡的能力。另外，除希腊国民银行的信用风险资产轻微增加外，其他三家银行位于 Stage 2+Stage 3 的金融资产都显著下降，这也表明了疫情救助计划对希腊银行的信用风险改善作用显著（图表 12）。

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



资料来源：EBA, 平安证券研究所

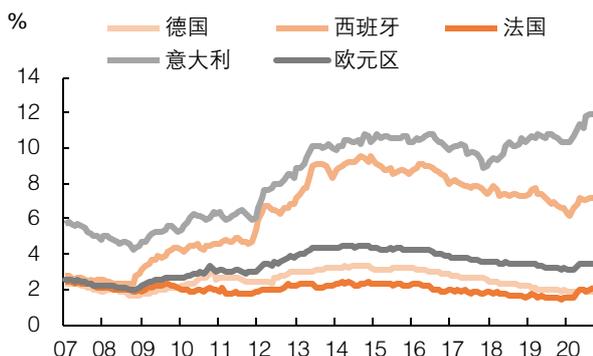
三、欧元区银行与主权债间的“厄运循环”初现反转

新冠疫情期间，一些欧洲国家的银行增持国内主权债，引发市场对欧债危机期间令人头疼的“厄运循环 (doomed loop)”再现的担忧。从 2020 年初至三季度，欧元区银行总共买进主权债务近 2000

亿欧元，较 2019 年同期增加 19%，至 1.2 兆欧元，为 2012 年以来最大增幅。这体现出，一方面，银行通过吸收大量增发的主权债务，资助欧元区国家的财政支持措施，另一方面，银行将疫情期间大量增加的存款，用于投资包括主权债务在内的低风险资产，也是在波动率提高的市场环境下的明智之举。但银行用于投资本国主权债务的总资产份额因国家而异。截至 2020 年三季度，主权债务占意大利银行业资产的比率为 11.89%，西班牙为 7.16%，两者均远高于欧元区平均水平 3.47%，而法国和德国则只有接近 2%（图表 13）。

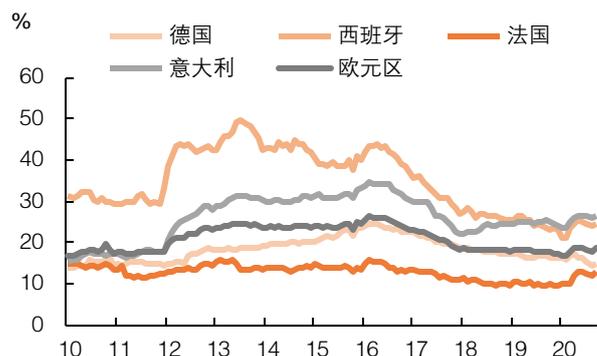
不过，目前资本市场对欧元区银行主权债务风险敞口仍持乐观态度。这与此前市场一度担心的欧洲主权债价格波动与欧洲银行业主权债持仓之间的恶性循环（doomed loop）恰相对照。造成这一变化的主要原因在于：1）不考虑疫情以来欧元区银行按照紧急抗疫购债计划（PEPP）、公共部门购债计划（PSPP）和证券市场计划（SMP）等而购买的主权债务，各国银行所持有的主权债务相对于该国未偿公共债务的风险敞口，仍处于 2010 年以来的较低位置（图表 14）；2）欧洲各国的主权债务评级仍然维持稳定，使银行并不担心在未来一段时间内增持主权债务。例如，标普（S&P）在 2021 年 3 月的报告中将西班牙的主权债务评级维持在 A/A-1。值得一提的是，2020 年 5 月欧盟推出的 7500 亿欧元复苏基金（Recovery and Resilience Facility）对欧洲各国的经济复苏具有显著拉动作用，进而稳定了评级机构对各国主权债务的评估。

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



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

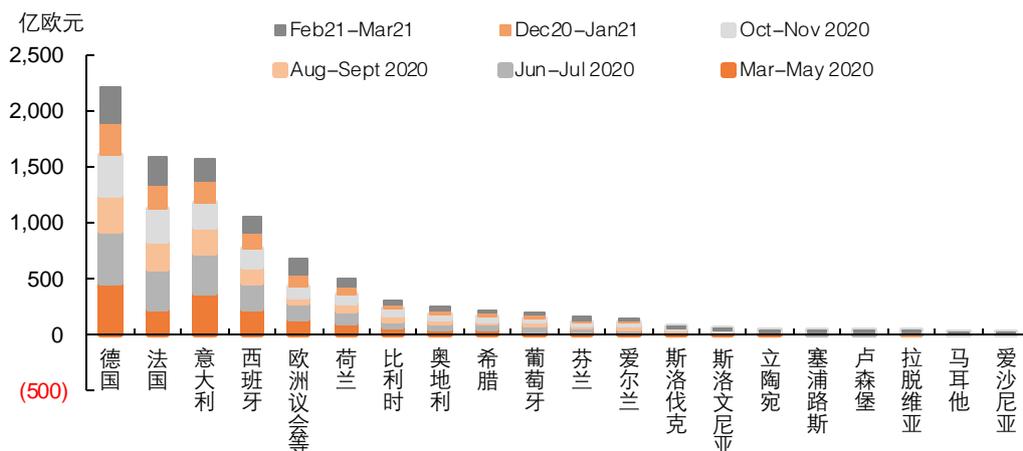
图表14 欧元区各国银行持有国内主权债务相对于该国未偿公共债务的风险敞口(排除购债计划增持的主权债务)



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

欧央行的紧急抗疫购债计划（PEPP）以购买公共部门债券为主，占到总购买资产的 98.6%（图表 15）；在其购买的私营部门债券中，2020 年以购买商业票据为主，2021 年购买的企业债规模开始高于商业票据（截至 2021 年 3 月，92% 的商业票据通过一级市场购买，而 62% 的企业债通过二级市场购买）（图表 16）。

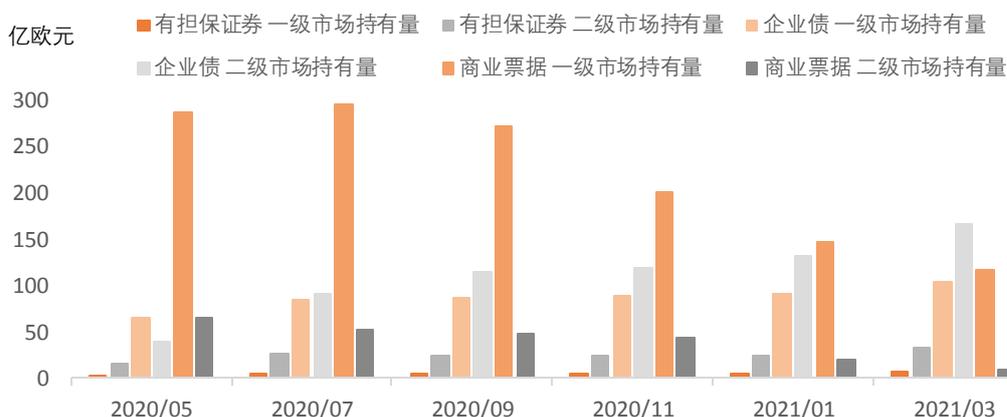
图表 15 欧央行紧急购债计划 (PEPP) 下对各国债券的购买规模



资料来源: ECB, 平安证券研究所

备注: 超国家组织=Suprationals

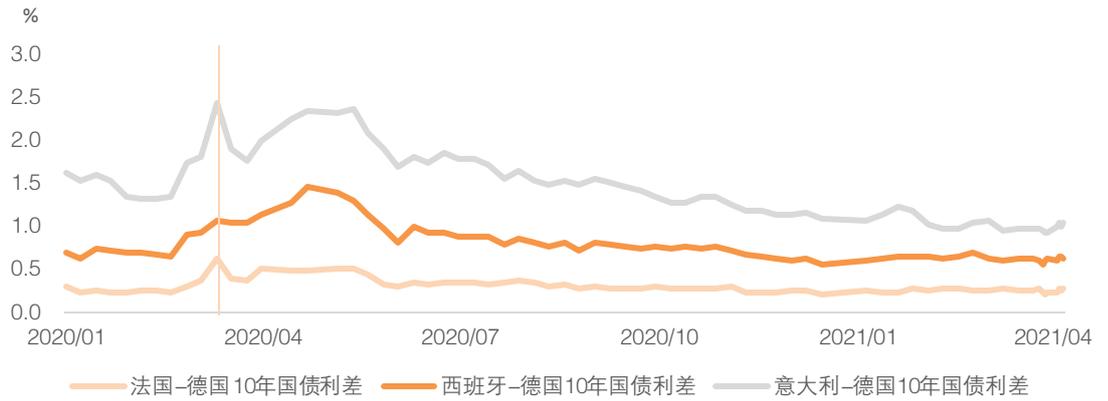
图表 16 欧央行紧急购债计划 (PEPP) 下对私营部门债券的购买类型及数量



资料来源: ECB, 平安证券研究所

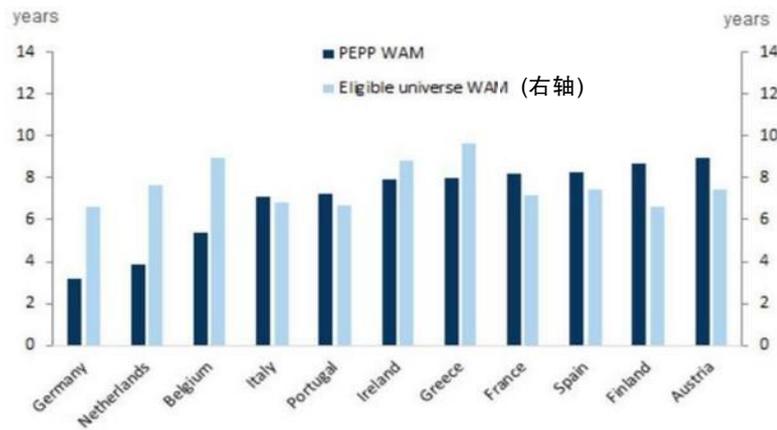
自 PEPP 启动以来, 欧洲主要国家与德国 10 年期国债收益率利差明显收窄。这表明救助计划对各国主权债市场有明显积极作用 (图表 17)。从 2020 年 12 月份起, PEPP 每月购债规模趋缓, 由此前的超 1000 亿欧元/月降至 600 亿欧元/月以下。不过, 2021 年二季度为抑制市场中长期利率过快上涨, 确保欧元区有利的融资条件, 欧央行重新加大其购债规模。PEPP 对各国债券的购买规模根据该国的经济和人口的相对规模而定。因此, 该计划对德国、法国等国的主权债购买力度最大。对大多数国家来说, PEPP 基本上是以市场中立的方式进行的, 不对债务的期限长短做特殊规定。但有三个国家的主权债购买有所例外, 即欧央行对德国、荷兰和比利时的债务购买偏向于集中在到期日较短的债务上 (图表 18)。

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



资料来源: Wind, 平安证券研究所

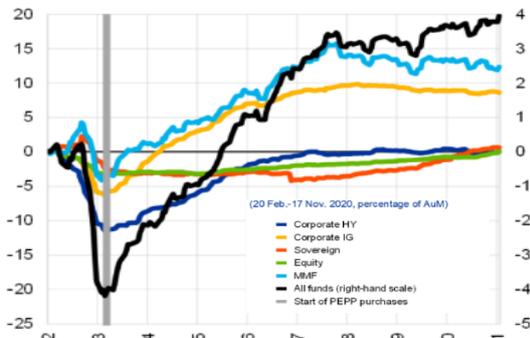
图表18 欧央行紧急购债计划 (PEPP) 购买的德国主权债到期日相对较短



资料来源: ECB, 平安证券研究所

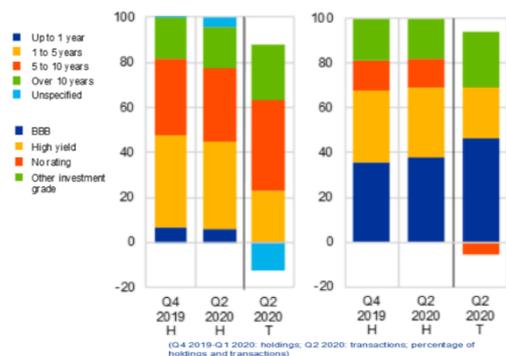
紧急抗疫购债计划 (PEPP) 对私营部门债券市场的提振也具有立竿见影的作用。计划实行以来, 欧元区货币市场和投资级企业债市场出现回暖, 资金流入强劲。2020 年 2 季度以来, 欧元区银行对期限较长和评级较低的企业债券敞口有所增加, 随后维持在 2020 年年初的水平 (图表 19、图表 20)。

图表19 欧元区货币市场和投资级企业债市场回暖



资料来源: ECB, 平安证券研究所

图表20 欧元区银行持有和交易的企业债期限和评级



资料来源: ECB, 平安证券研究所

四、欧元区银行极大受益于宽松的货币政策

目前，欧央行维持主要再融资操作、边际贷款机制和存款机制的利率分别在 0.00%、0.25%和 -0.50% 未变，未使用准备金率政策，其充分发挥了前述创新货币政策工具的作用（图表 21、图表 22）。欧央行行长拉加德在 2020 年 12 月议息会议后指出，若融资条件恶化，将继续增加购债，且未来 PEPP 的规模和时间表都将与疫情发展，疫苗开展密切相关。

图表 21 疫情期间发达经济体货币政策措施对比

	美国	欧盟	日本	英国
削减政策利率	√			√
流动性供给	√	√	√	√
定向借贷	√	√	√	√
政府债券	√	√	√	√
商业票据	√	√	√	√
企业债	√	√	√	√
其他债券		√	√	
美元互换		√	√	√
外汇掉期				
即期外汇干预				
存款准备金率	√			

资料来源：BIS, 平安证券研究所

图表 22 疫情期间欧央行的货币政策措施

时间	货币政策工具使用
2020/3/12	欧洲央行加大量化宽松和流动性工具，公布新的长期再融资（LTRO）工具，并额外增加 1200 亿欧元资产购买规模，直至 2020 年底
2020/3/26	欧洲央行表示通过紧急抗疫购债计划（PEPP）（7500 亿欧元）开始债券购买，希腊债务也可纳入 PEPP 范围
2020/4/8	欧洲央行宣布暂时性抵押品宽松措施，将希腊政府债券纳入抵押品；放松使用信贷额度的规则，暂时增加欧元系统的风险忍受度，同时将进一步评估措施，以暂时缓解评级下调对抵押品的影响
2020/4/30	欧洲央行表示今年将继续每月 200 亿欧元资产购买规模，确认 PEPP 计划规模持续到 2020 年年底，并表示第三轮定向长期再融资操作（TLTRO III）的条件将继续放松，利率为 -1%，期限将为 2020 年 6 月至 2021 年 6 月
2020/6/4	维持三大利率不变，将 PEPP 扩大 6000 亿欧元，总规模将达到 1.35 万亿欧元，至少延长至 2021 年 6 月
2020/12/10	将交易对手方在 TLTRO III 操作中有权借入的资金总额，从其合格贷款存量的 50% 提高至 55%
2020/12/10	将 2020 年 4 月 7 日和 22 日采取的一系列抵押品宽松措施的期限延长至 2022 年 6 月
2020/12/10	欧元体系中央银行回购贷款（EUREP）以及与非欧元区央行的所有临时掉期和回购额度将延长至 2022 年 3 月
2020/12/10	决定继续按固定利率招标程序开展定期贷款业务，并在必要时按现行

	条件全额拨款
2020/12/10	将 PEPP 规模增加 5000 亿欧元，总额为 1.85 万亿欧元，至少持续到 2022 年 3 月
2020/12/10	将 TLTRO III 优惠利率到期日由此前的 2021 年 6 月延长至 2022 年 6 月

资料来源：ECB，平安证券研究所

欧洲银行监管机构也陆续宣布了一系列放松金融监管的举措，以便适度压降银行的风险加权资产，提升银行资本充足率，进而鼓励银行持续投放信贷，以更好地支持实体经济复苏进程（图表 23）。

图表 23 疫情爆发后对欧元区银行监管要求放松

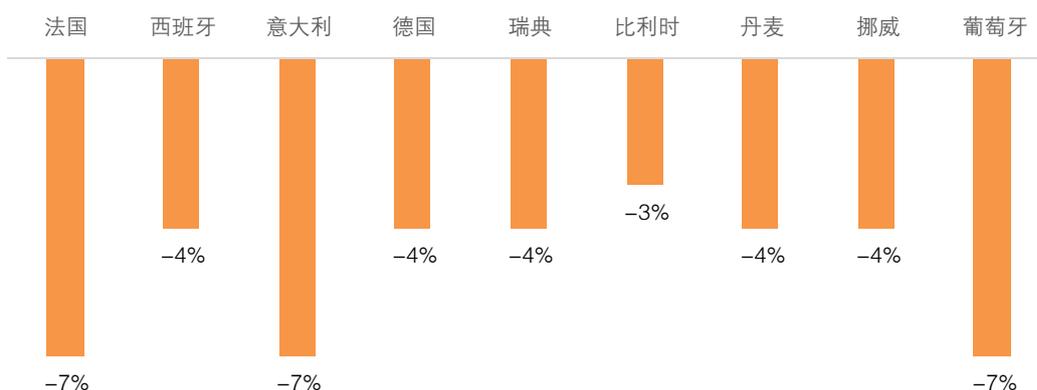
发布时间	发布机构	发布举措
2020/3	巴塞尔委员会	将《巴塞尔协议 III》新资本标准实施时间由 2022 年 1 月 1 日延后至 2023 年 1 月 1 日
2020/3	EBA	延缓分配股息和回购股份，可依据风险重新评估薪酬政策，将利润用于充实银行资本
2020/3	EBA	灵活评估机构 Pillar 3 披露的最后期限
2020/6	EU	欧盟紧急修订《欧盟资本要求规定》，进行逆周期调节，允许银行将部分准备金计入核心一级资本，提升银行资本充足率
2020/7	EBA	将原定于 2020 年的欧洲银行压力测试（Stress Testing）推迟至 2021 年
2020/9	ECB	临时放松了对于银行杠杆率的计算要求，将央行存款排除在外，从而降低银行杠杆率，持续抬升银行信贷规模上限

资料来源：各官方网站，平安证券研究所

欧央行一系列货币宽松举措对欧元区银行体系产生了怎样的影响呢？

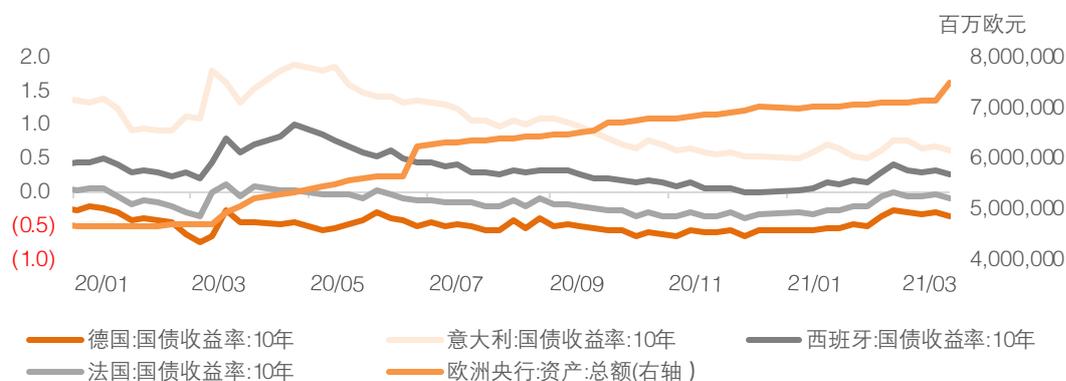
首先，欧央行的货币宽松使得欧元区各国国债收益率下行（图表 24），叠加各国延期还本付息的政策，降低了实体经济的融资成本。不过，这也对欧元区银行的营业收入造成收缩压力（图表 25）。

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)



资料来源: S&P Global Market Intelligence, DBRS Morningstar, 平安证券研究所

图表25 欧央行货币宽松促进了欧元区的主权债收益率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

其次, 疫情期间极其宽松的货币政策大幅增加了市场流动性, 放松的金融监管要求给予银行更多自主界定不良资产的权利, 叠加随着新冠疫苗接种的推进经济平稳复苏的预期, 欧元区银行的信用风险在短期内得到缓解。

最后, 3月11日, 欧央行行长拉加德表示, 在2021年二季度仍将显著加大购债力度, 以防止中长期市场利率过快上升, 导致各经济部门融资条件过早收紧。应该说, 这为欧元区银行调整营业收入和处理不良资产增加了时间。

总体来看, 疫情以来的大规模量化宽松对欧元区银行的影响是正面的, 有利于短期内缓解银行体系的信用风险, 并给予银行体系以更多的喘息空间。

五、欧洲银行股步入快速修复通道

大规模财政货币纾困措施下, 欧元区银行改善了部分关键指标, 同时在支持实体经济中发挥了举足轻重的作用。那么, 在近期欧美股市从成长板块向价值板块的风格转换中, 欧洲银行股能否一改此前不被看好的窘境? 未来还有多大“均值回归”的跃升空间? 这是我们接下来要阐释的问题。让我们先来看看当前欧元区经济的恢复情况。

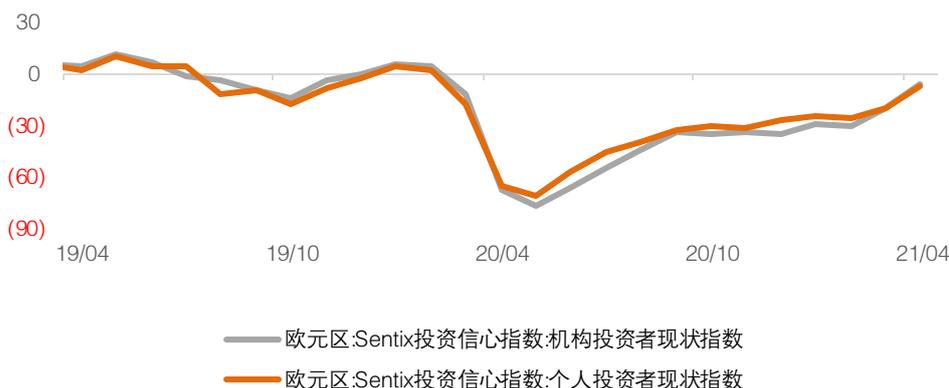
2021年3月，欧洲央行上调欧元区2021年经济增长预期至4%，2022年和2023年预计分别增长4.1%和2.1%。而根据IMF的最新预测，欧洲各国也均将实现不同程度的经济回暖（图表27）。在经济全面复苏的背景下，投资者信心在受到重创后迅速回升并不奇怪（图表28）。

图表26 IMF对欧洲主要国家的GDP增速预测



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表27 欧元区投资者信心攀升



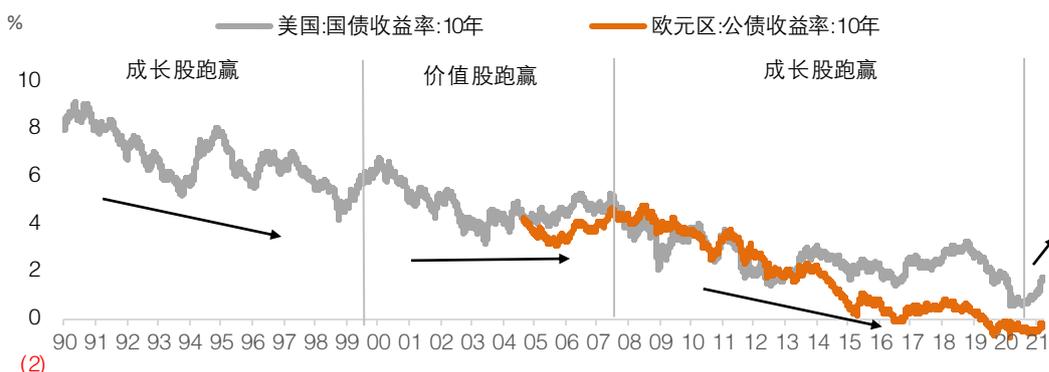
资料来源：Wind, 平安证券研究所

1) 欧美价值股与成长股风格转换的历史

我们考察1990年以来美欧价值股相对于成长股的表现，与10年期国债收益率（背后亦折射出经济周期的驱动）之间的关系。分别选用Russell 1000价值股指数和Russell 1000成长股指数作为美国价值股和成长股的衡量指标，而选用MSCI欧洲价值股指数和MSCI欧洲成长股指数作为欧洲价值股和成长股的衡量指标。根据10年期国债收益率的变化趋势，这一时期可以划分为四个阶段（图表29）。每个阶段欧美价值股和成长股的相对表现如下（图表30）：

1) 1990-1999年，10年期美债收益率总体上呈下降趋势，以电脑为代表的科技创新势头迅猛，美国成长股显著跑赢价值股；2) 2000-2007年，10年期国债收益率走势基本持平，以中国为代表的新兴市场国家带动全球需求激增，大宗商品超级周期启动，欧美价值股均跑赢成长股；3) 2008-2020年第三季度，次贷危机后全球经济陷入衰退，美国货币持续宽松，10年期国债收益率重拾下降，欧美成长股重新跑赢价值股；4) 2020第四季度-至今，特别是美国总统大选之后，全球经济共振复苏，10年期国债收益率快速上涨，价值股相对于成长股的表现出现逆转。

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



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表29 1990年至今欧美价值股和成长股的相对表现

时间区间	美国价值股 累计涨幅	美国成长股 累计涨幅	欧州价值股 累计涨幅	欧洲成长股 累计涨幅
1990-1999	220%	463%	/	/
2000-2007	42%	20%	16%	4%
2008-2020 三季度	62%	299%	-30%	72%
2020 四季度-至今	13%	4%	12%	6%

资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

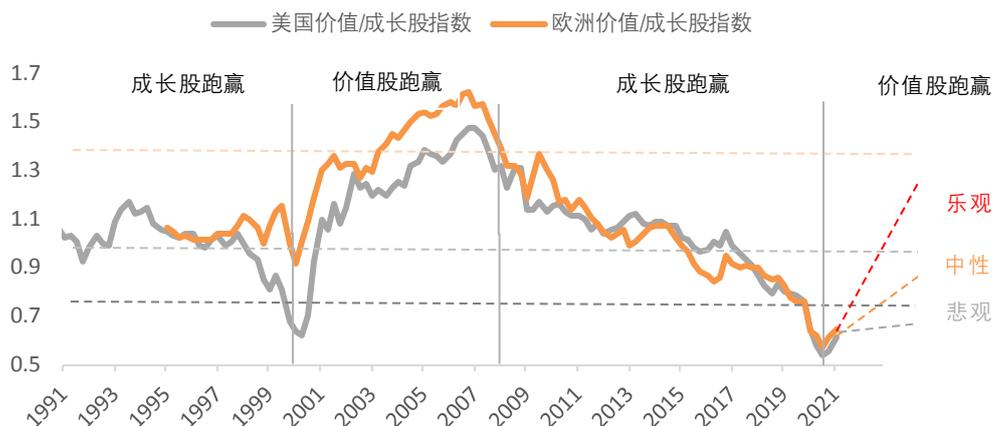
可见，欧美价值股和成长股的风格轮换节奏基本一致，且在 2001-2007 年这一阶段，欧洲价值股的累计涨幅约为成长股的 4 倍，而美国价值股的累计涨幅约为成长股的 2 倍，所以，欧洲价值股较美国价值股的表现更胜一筹。

我们认为，虽然近期 10 年期美债收益率出现“钝化”现象，但在美国经济持续修复的背景下，其震荡上行的过程仍在继续，价值股占优成长股的势头也有望延续一段时间。“环球共此冷暖”，这也将有利于此前表现低迷的欧洲价值股，特别是一直处于深水区的欧洲银行股。

我们基于历史走势大致估算欧洲价值股的未来提升空间。考察 MSCI 欧洲价值股指数和成长股指数的比值变化。该比值上升意味着价值股涨幅高于成长股，或价值股跌幅低于成长股降幅，比值下降与之相反。在上述四个阶段，欧洲该比值依次呈现总体平稳、上升、下降、回升的趋势，且与美国罗素 1000 价值股指数和成长股指数比值的走势大致相似。

假设在未来 5 年内，乐观情形下，价值股指数与成长股指数的比值回升到 2000-2007 年的均值水平；中性情形下，该比值回升到 2008-2020 的均值水平；悲观情形下，该比值回升到 2008-2020 均值下方一倍标准差。那么，通过计算价值股指数与成长股指数比值的回升增幅，在乐观、中性和悲观情形下，未来 5 年每年欧洲价值股平均要“跑赢”成长股 18%、10%和 6% (图表 30)。但是考虑到目前全球经济共振复苏的态势虽已确定，但类似 2000-2007 年商品超级周期的情形却难再现；也考虑到随着数字经济时代的到来，科技创新的日新月异，成长股企业的发展前景依然可观，我们倾向于中性情形。即便在中性情形下，欧洲股市从成长板块向价值板块的轮动前景也依然可观，欧洲银行股预计也会享受到“水涨船高”的红利。

图表30 不同假设情境下欧洲价值股相对成长股的表现



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

2) 欧洲银行股进入快速修复通道

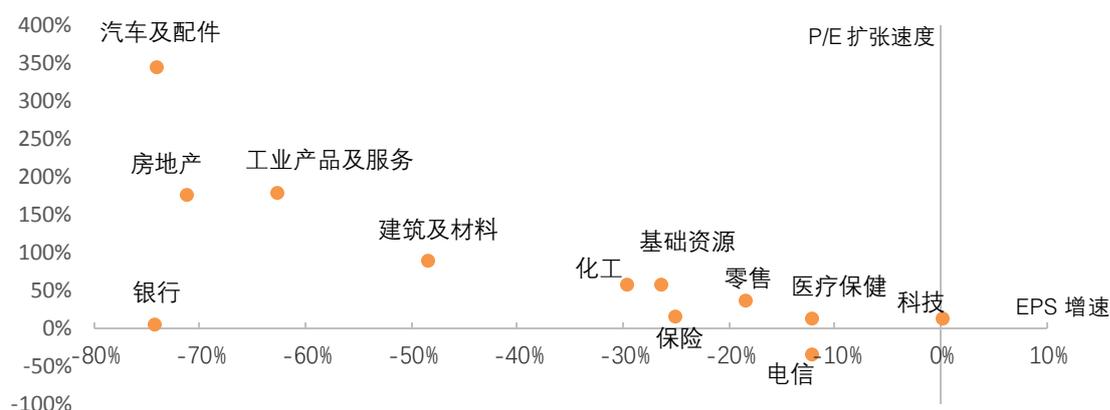
新冠疫情猝然来袭,2020年Stoxx 600指数由1月伊始的419.72下降到3月23日最低点280.43,Stoxx 600银行业指数在同期由146.05下降到最低点83.02。随后两者底部回升,截至2021年4月7日,Stoxx 600已从2020年3月23日最低点累计上涨54.9个百分点,同期Stoxx 600银行业指数累计上涨56.9个百分点,自2019年欧洲银行股步入熊市后进入快速修复期(图表31)。在传统周期行业中,化工、建筑及材料的估值均处历史高位,而银行则处于历史低位(图表32)。随着欧洲经济走向复苏,以及股市风格从成长向价值的调整,欧洲银行股有望继续录得修复增长。

图表31 欧洲银行股进入快速修复期



资料来源: Bloomberg,平安证券研究所

图表32 2020年Stoxx 600行业子指数“EPS-P/E”四象限图



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

除却成长股向价值股轮动带来的契机，此前制约欧洲银行股表现的诸多因素也出现边际好转，有望推动银行板块的盈利和估值回升。1) 随着全球经济共振复苏，欧美长债利率同步回升，低息差的冲击有望得到缓解；2) 欧元区银行已计提足够的贷款损失准备，足以覆盖未来一段时间的信贷风险暴露；3) 欧洲主权债务风险尚存，但资本市场的担忧情绪已经有所减弱。除了西班牙等国主权债评级展望稳定外，意大利等国正采取不良资产证券化等措施处理未偿债务，希腊也逐渐回归国际债券市场。这都使欧元区银行对主权债务的风险敞口处于可控、甚至边际改善的状态；4) 当前欧元区银行的核心一级资本充足率均高于巴塞尔协议要求的下限，且当前银行监管要求有所放松，随着未来派息与回购逐步放开，银行股股价将预计将得到更快调整。

欧洲银行联盟的进展也将为欧元区银行带来助推。2014年欧盟已立法打造欧洲银行业的“三大支柱”：单一监管机制（SSM）、单一清算机制（SRM）和共同存款保险机制（DGS），以实现欧洲破产银行统一的监督和清算。目前，SSM和SRM已经确立，尤其在2020年12月，欧元集团19个成员国就推进欧洲稳定机制（ESM）改革达成一致，并同意ESM成为单一清算基金（SRF）的后盾。而SRF作为SRM的重要组成部分，当成员国银行出现资金不足时可以申请ESM，向困难银行施以援手。作为第三大支柱，DGS正在向欧洲存款保险计划（EDIS）过渡。过渡期内，银行和国家存款保险基金将向EDIS存款保险基金（DIF）捐款；过渡期后，EDIS将为成员国银行的存款提供全面保险，保险索赔由DIF支付。

欧元区银行的兼并收购潮正渐次展开，跨境并购亦呼声渐高，这意味着未来市场集中度的大幅提升、运营成本的显著下降、营业利润的改善。而这无疑有助于改善欧洲银行业和银行股的前景（图表33）。

图表33 近期欧元区银行兼并情况

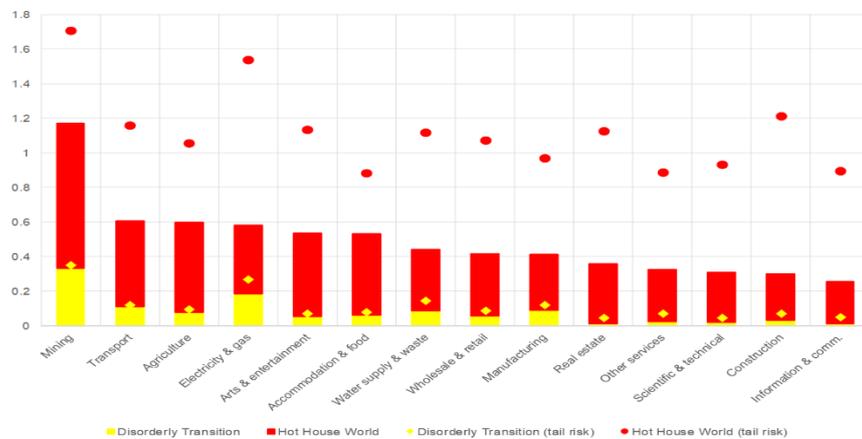
国家	时间	并购事件
法国/意大利	2020/11	Credit Agricole 并购 Ceval
意大利	2020/07	Intesa Sanpaolo 并购 UBI Banca
西班牙	2020/12	Bankia 与 CaixaBank 合并
西班牙	2020/12	Unicaja 和 Liberbank 合并
西班牙	2020/11	BBVA 和 Sabadell 合并

资料来源: DBRS Morningstar, 平安证券研究所

然而，尽管多重利好因素“隐现”，欧洲银行股距离真正“复兴”仍需时日。

首先，**新冠疫情的不确定性尚存**。欧央行行长拉加德表态，若融资条件恶化，将继续增加购债，且 PEPP 的规模和时间表都将与疫情发展、疫苗开展密切相关。其次，考虑到疫情期间银行自主界定不良资产可能带来信贷风险被低估，未来的滞后暴露可能会为欧元区银行的发展蒙上阴云。再次，德国、荷兰和瑞典等成员国仍担心本国银行体系会为其它国家的银行体系提供补贴，始终保持谨慎态度，欧洲银行联盟进展缓慢。最后，**绿色经济对欧元区银行盈利能力的综合影响并不确定**。绿色转型会促进某些新兴产业如新能源等的蓬勃发展，但也会引发传统高耗能产业的盈利下降甚至破产。欧央行为确保金融体系能够适应向低碳经济的过渡，正在进行有别于以往压力测试的新测量维度，即“气候压力测试”。目前，欧央行正在对 400 万家企业+2000 家欧元区银行机构，进行为期 30 年的全经济气候压力测试，测试结果将于 2021 年 7 月对外公布。结果中公司层面的影响将被用于评估欧元区银行对未来气候风险的敞口。欧央行副总裁路易斯·德金多斯表示，未来 30 年，欧洲制造污染最严重的企业，以及面对气候物理风险 (Physical risk) 最脆弱地区的企业，与其他企业平均遭遇的气候风险相比风险暴露高出 4 倍以上 (图表 34)。

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



资料来源: ECB, 平安证券研究所

备注: 欧央行将低碳经济带来的风险分为两类, 即气候物理风险 (Physical risks) 和过渡风险 (Transition risks), 而极端情况下的气候物理风险被称为温室世界 (Hot House World), 而极端情况下的过渡风险被称为无序过渡 (Disorderly Transition), 条形图表示未来 30 年不同行业违约率的中值变化; 红色点状图表示当企业接近完全 (95%) 暴露时在温室世界风险中的违约率变化; 黄色点状图表示当企业接近完全 (95%) 暴露时在无序过渡风险中的违约率变化

总结来看, 在欧洲经济平稳复苏、成长股向价值股轮动的大背景下, 可以着重关注一直被显著低估的欧洲银行股。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出来后, 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。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033