



否极泰 2019 年半年报

(上篇)

息差持续回升推动戴维斯双击现实化





尊敬的出资人，

您好！

2019 年上半年过去了，2019 年上半年非常动荡，我能切身感受到所有市场参与者压力都很大。我也由此推测，我们的出资人恐怕也受到了市场动荡的影响，在这种情况下，我作为管理人应该充分的及时的表达一些观点。这封信是否极泰 2019 年的半年报的上篇，下篇将在 8 月底写完。因为要写完整的半年报，必须等待标的物的半年报发布之后才能深入的研究和书写，但是按照正常我们所投资标的物的半年报发布大约要到 8 月中下旬，所以我先把不特别依赖报表的净息差做分析，在 8 月中下旬半年报发布后，我再进一步分析资产质量，继续写一份否极泰 2019 年的半年报的下篇，现在我写的是否极泰 2019 年的半年报的上篇。上篇主要讨论净息差的变化！

两年前我开始深入研究银行，就发现银行是一个复杂产业，其数据之多，涉及的各方面之广泛，因此，必须要找到影响产业发展的主要矛盾。我思考后，认定对银行的中长期走势影响最强烈的两个核心变量，是净息差的变化和资产质量的变化，除此之外的其他指标也不是主要矛盾。所以我的分析思路是紧盯净息差的走向和资产质量的走向，资产质量都是一次性损失，最终都要随着时间的推移在经历一段恶化后不可避免好转！目前看，中国银行业的资产质量经过了 6、7 年的缓慢释放，已经不再持续恶化，资产质量到了最后的出清阶段，好转只是时间问题。我在 8 月份大部分银行半年报公布后再讨论资产质量。在上篇我们现在讨论净息差。在我的分析模式中，息差更重要，因为息差是源头活水，息差是资金的利润率，只要一个产品的利润率发生重大好转，一定会收入好转，所以息差更本质更基础！

以下是 2019 年一季度公布息差的上市银行的息差变化数据：

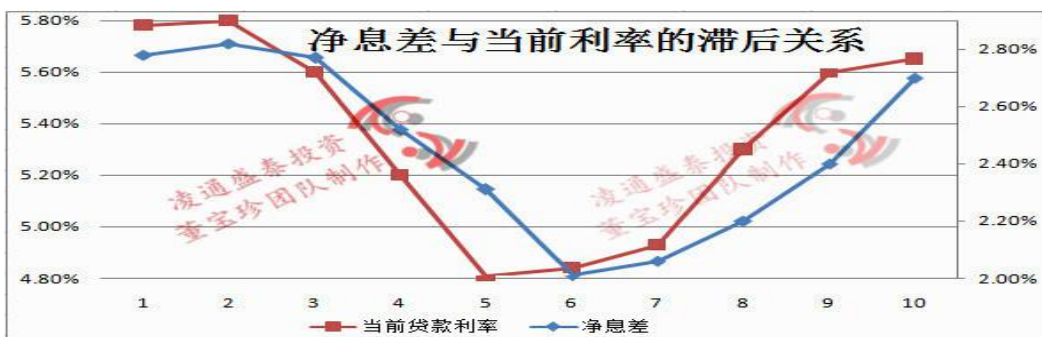


时间	盈利指标	工商银行	中国银行	招商银行	平安银行	光大银行	中信银行	兴业银行
2017Q4	净利差	2.10%	-	2.29%	2.20%	1.32%	1.64%	1.44%
2018Q4		2.16%	-	2.44%	2.26%	1.50%	1.85%	1.54%
2019Q1		-	-	2.59%	2.44%	-	-	-
2017Q4	净利息收	2.22%	1.84%	2.43%	2.37%	1.52%	1.79%	1.73%
2018Q4	益率(净	2.30%	1.90%	2.57%	2.35%	1.74%	1.94%	1.83%
2019Q1	息差)	2.31%	1.82%	2.72%	2.53%	2.28%	1.96%	1.83%
时间	盈利指标	交通银行	张家港行	青农商行	江阴银行	青岛银行	南京银行	宁波银行
2017Q4	净利差	1.40%	2.12%	2.40%	2.08%	1.57%	1.75%	2.17%
2018Q4		1.39%	2.37%	2.29%	2.42%	1.67%	1.85%	2.20%
2019Q1		-	2.48%	2.61%	2.12%	2.06%	2.08%	2.32%
2017Q4	净利息收	1.51%	2.33%	2.60%	2.33%	1.72%	1.85%	1.94%
2018Q4	益率(净	1.51%	2.56%	2.49%	2.67%	1.63%	1.89%	1.97%
2019Q1	息差)	1.59%	2.70%	2.53%	2.37%	2.10%	1.96%	1.75%

可以看到主要的大型银行的净息差都是回升的。关于净息差突然回升市场有分歧，一部分人认为息差的回升不可持续，是短期的偶然因素驱动的，另一种观点，包括我本人认为息差的回升是可持续的，是一种中长期变化趋势。深层次上讲，如果最终的息差回升继续延续下去，主营收入继续增长，那么净利润就一定增长。银行的战略拐点、战略反转就确定下来了。对银行来说就发生了重大基本面变化。

以下是我基于银行业务特征和净息差的基本定义，进行推理得出的净息差会进一步回升的分析过程：

净息差=(一段时间内银行全部利息收入-一段时间内银行全部利息支出)/全部生息资产，净息差是指的一段时间之内，比如说一个季度、半年或一年时间内，银行净利息收入和银行全部生息资产的比值。净息差不是一个时点概念，是一段时间内的银行贷款的利润率。净息差的变化与当前贷款利率和当前存款利率的关系，具有迟滞性，如果当前贷款利率一路走高，净息差总是滞后反应，我们看下面的这两幅图，第一幅图是净息差与当前贷款利息率的关系(存款利率不变)：



比如说 2018 年到 2019 年前半年，当前的贷款利率持续上升，直接影响的就是当下所发放的贷款的息差会提升。然而早期所发放的贷款的利率并不马上随当前的贷款利率上升而上升。只有在早期发放的贷款到期之后，续贷时贷款利率才提高。只有等此前贷款到期之后，重新续贷的时候净息差才会上升。这样一来就导致了净息差变化与当前贷款利息变化有迟滞性。当前贷款利率持续下降的时候，净息差下降的幅度要慢，要缓。反过来当前贷款利息已经低位企稳不跌，这时候净息差还会下降。在当前贷款利率上升的周期，净息差则表现为慢于当前贷款利息上升，如果当前利率持续上升，净息差也会跟在其后上升，但是上升的幅度要小、要慢。当前贷款利息以及上升到高位企稳滞涨时，净息差还在上升。

我们看第二张图，净息差与当前存款利率的关系。



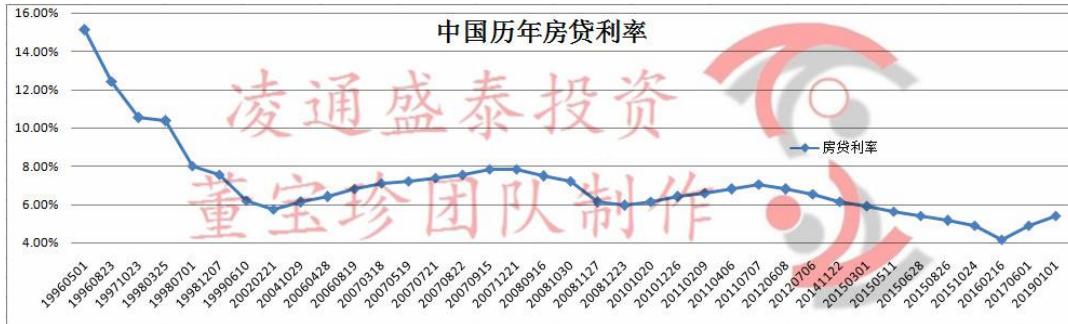
净息差与存款利率的关系是反比关系。当存款利息下降的时候，净息差是上升的。存款利率上升的时候，净息差是下降，但是这种升降也具有滞后性。原因很简单，存款中有大量的定期存款。定期存款的利息修改不是基于当前的利息变化，而是合同到期以后才能修改，所以就导致由存款利息变化引发的净息差变化，总是滞后于当前存款利率的变化。

结合以上基本原理，我们只需要考察一下中国银行业的当前贷款利息的变化和当前存款利息的变化，就可以推断出净息差的变化。预判未来净息差的变化方向，可以通过观察当前存款利率的变化和当前贷款利率的变化得出！

当前贷款利率一直在上升



2018 年中后期以后，中国银行业当前的贷款利息上升了。上市公司年报中的贷款利率是一段期间的平均贷款利率，不是当前贷款利率。我们要的是当前这个时点上的贷款利率，这个数据没有公开在银行报表中发布。为此我寻找到了中国过去若干年内房贷的利率。如下表所示：



房贷利率就是当前时点上的利率，不是一段期间平均利率，从而它可以作为我们观察中国银行业，当前贷款利率的一个重要窗口。图表清晰地反映出过去几年中国房贷的利率明显的经过了先跌后涨，第一幅图是过去 20 年中国房贷的利率，可以看到从 2016 年开始，中国房贷的利率已经变成了 20 年内的最低，此后就开始回升，而且回升的势头一直延续到 2019 年并没有中止。第二幅图是最近这几年房贷的利率，从 2016 年到 2019 年 6 月房贷利率回升到了高位。

由于房贷利息所代表的中国银行业整体放贷利息始终是增加，没有下降，所以在逻辑上具有滞后性的净息差的变化一定会延续上升，不会下降。

为了调查银行当前贷款利率的变化，我致电主要银行，以下是与工商银行的一段对话：

董宝珍：2017年，工商银行是2.1%的净息差，现在已经达到2.3了，涨了10%，这个我就想问一下，这是主要原因是什么导致的？

工商银行工作人员：原因很多了，我估计您重点关注的也是近期的吗？去年以来包括一季度我们净息差一直上升，今年一季度上升了1BP，这在历史上也是一个相对一个比较高的水平，主要原因我们资产端的收益率也比去年提高了是较高，是12个bp左右，同时在中国银行业，每年一季度都是争夺存款旺季，上年底社会上都有年终奖，因此中国银行业会在一季度变相加息争夺存款，我们负债端负债的付息率在2019年一季度是有所提升的，但凭借资产端12个bp的上升，导致净息差提升的比较好的。一季度放贷利率和存款利率都是增加的，但放贷利率增幅更大！贷款利率一季度比去年上年提高12bp。

工商银行确认的事实是一季度放贷利率是上升的，我询问第二季度的数据，工作人员礼貌拒绝，因为报表不能提前公布。我把全部商业银行的净息差按照季度统计做图，发现确实存在每个年份的一季度，商业银行的净息差是下降的，从而印证了工作人员的说法是对的！



以上证明当前的贷款利率处于上升状态，从而净息差将会进一步上升。

储蓄存款利率基本稳定

银行的年报中披露的存款利率指的是平均存款利率，包括活期存款，定期存款，它们不是当前存款利率。当前存款利率我将其分成两类，一类是当前零售存款利率，当前零售存款利率就是储蓄网点获得的储户的存款利率。另一类就是当前批发利率。当前批发利率指的是从同业



拆借市场拆借资金的利率，也包括在金融市场发行金融利率，共同的特点就是以批发的方式，从同行业或者从社会中筹措资金。

我把中国主要银行的一年期定期存款以及三年期大额存单的利率，理解为银行的存款利率，统计他们在过去 4 年的时间里，相应的利率变化发现，一年期的存款利率在 2018、2019 年是比较稳定的，几乎没有变化，但是三年期大额存单的利率呢，2019 年有所上升。

一年定期				
	2016	2017	2018	2019
工商银行	1.5	1.75	1.95	1.95
建设银行	1.75	1.75	1.95	2.10
中国银行	1.75	1.75	1.95	1.95
农业银行	1.75	1.75	1.95	1.95
招商银行	1.75	1.75	1.75	1.75
交通银行	1.75	1.75	1.95	1.95
兴业银行	1.95	2.00	1.95	1.95
浦发银行	1.95	2.00	1.95	1.95
中信银行	1.95	2.00	2.10	1.95
民生银行	1.95	1.95	1.95	1.95
平安银行	1.50	2.00	1.95	1.95
光大银行	1.95	1.95	2.00	2.10

综合分析，银行储蓄存款的利率，在稳定的基础上有一些小的波动，但是波幅比较小，对于净息差的影响不是特别大。

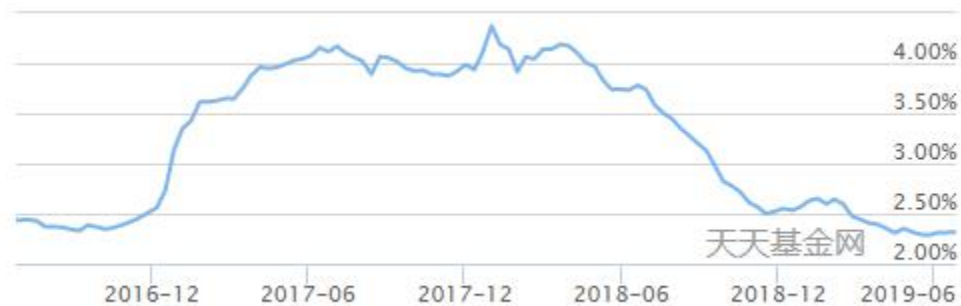
资金的批发利率发生大幅下跌，强烈影响股份制银行的息差

下表是中国同业拆借利率走势图：



图中反应 2019 年前半年，作为最主要的当前批发利率的拆借利率比去年同期下降了 30% 左右，跌幅非常猛烈。

下表是余额宝的利率走势：



余额宝是一种把社会大众零零散散的小钱汇聚起来，组成一个货币基金由基金管理公司把资金批发给银行等金融机构，余额宝所提供的年化收益率也反映了资金市场批发利率的变化！

数据反应中国金融机构之间的资金批发利率发生了大幅下跌。这一变化对于那些大量依赖于批发资金进行经营的，股份制银行的净息差改善将是强有力的推动。这也解释了为什么在一季报中，国有大行的息差并没有太大的改善，而股份行的息差都较明显的得到了改善，因为股份行的融资更依赖于金融批发市场的价格。国有大行在前期由于有储蓄优势，它的息差变化不大，股份制银行由于没有储蓄优势，大量依赖资金批发，在批发价格猛涨的情况下，它的息差就跌得很凶。



下表是主要银行存款占有息负债比例：

时间	农业银行	工商银行	建设银行	中国银行	招商银行	交通银行	中信银行	平安银行
2013	90.16%	87.50%	89.98%	81.09%	79.82%	78.04%	81.22%	68.45%
2014	88.84%	86.84%	86.36%	79.32%	74.31%	74.71%	75.48%	72.03%
2015	86.12%	83.05%	83.96%	79.29%	72.79%	71.29%	71.23%	72.98%
2016	88.41%	84.41%	84.51%	81.02%	72.80%	69.05%	65.32%	73.02%
2017	87.79%	84.82%	84.24%	80.02%	72.21%	68.51%	64.53%	65.88%
2018	86.48%	84.61%	84.53%	79.52%	73.35%	68.21%	67.89%	66.27%
时间	南京银行	宁波银行	光大银行	北京银行	浦发银行	民生银行	上海银行	兴业银行
2013	65.20%	64.60%	68.05%	-	-	67.01%	70.58%	61.46%
2014	62.93%	61.04%	72.21%	66.33%	-	67.68%	68.21%	59.82%
2015	64.70%	63.57%	69.49%	61.37%	-	65.34%	61.82%	52.91%
2016	64.61%	62.08%	62.38%	61.29%	-	59.81%	54.77%	46.90%
2017	65.32%	64.26%	58.90%	59.65%	55.91%	54.75%	53.86%	49.71%
2018	66.16%	66.14%	61.38%	59.35%	56.44%	55.92%	55.85%	53.09%

表中清晰的可以看到，国有四大银行储蓄占到资金来源的80%多，股份制银行平均储蓄占到资金来源的60%左右，与工商银行电话联系得到的回复，工商银行的同业拆借只是用于日常流动性支付，不用于贷款，国有银行几乎不依赖于批发筹措长期放贷资金，而储蓄网点少的股份制银行需要依赖批发筹措长期放贷资金。中国金融体系中批发利率的大幅下跌，使得依赖批发利率放贷的股份制银行的息差会大幅上升，与去年同期相比今年上半年批发利率下降了30%多，所以有百分之三四十的资金来源都依赖于批发利率的股份制银行，可能息差会增长大约10%左右。而不依赖于批发的国有大行的净息差增长不大。

下表是中国主要大型银行的同业拆借利率波动对净利润的影响，表中数据单位为亿元。

公司	同业拆借拆入资金净额	占计息负债比率	18年净利润	同业拆借利率降1%节约成本	节省成本/18年净利润
工商银行	10,394.09	11.69%	2977	104	3.49%
建设银行	11,229.08	9.31%	2547	112	4.41%
中国银行	10,731.72	17.19%	1801	107	5.96%
农业银行	6,906.66	7.60%	2028	69	3.41%
交通银行	12,752.42	24.87%	736	128	17.33%
招商银行	2,328.72	14.83%	805	23	2.89%
民生银行	10,085.14	23.62%	503	101	20.05%
光大银行	7,976.98	27.69%	336	80	23.74%
兴业银行	15,804.44	31.05%	606	153	26.08%
中信银行	4,890.29	16.22%	445	49	10.99%
平安银行	1,299.08	22.34%	248	13	5.24%
浦发银行	11,960.95	27.35%	559	120	21.40%

在上面的这个表格中，我们可以看到，股份制银行更多的依赖于同业拆借，巨额同业拆借之下，同业拆借利率大幅下跌，将会使得依赖同业拆借筹措信贷资金的银行节约更多的成本。目前同业拆借利率已经从 4 以上跌到了 3 以下，至少有，一个百分点的跌幅，我们假设同业拆借有一个百分点的跌幅，计算出的结果是对于股份制银行的经营影响非常巨大。相比较，国有四大行由于主要资金来源主要来自于存款，所以不特别受同业拆借利率的影响，在同业拆借利率上升周期它的息差降幅有限，在同业拆借利率大幅下跌的时候，它的息差上升也不明显。这是我们需要高度重视的。

总结以上分析过程，可以看到从房贷的利率反应当前贷款利率从 2016 年开始一直回升，其他领域的利率也开始上升，与此同时资金的成本，当前零售利率基本稳定，当前批发利率大幅下跌。当前贷款利率有利于净息差好转的变化，把零售存款利率和批发利率合在一起，得出银行业的资金获取利率整体上是下跌的。于是，基于净息差与当前贷款利率和当前存款利率的关系，我认为净息差将会持续上升！2019 年是中国银行业的净息差上升年，2019 年将要发生与 2015 年净息差暴跌相反的净息差大幅上涨！净息差的大幅上升将导致银行基本面发生革命性好转，估值修复的条件已经具备了。

从 2014 年到 2019 年中国银行业净息差走势图：



以下是两家净息差回升到起跌位置一半的银行，在低位实现 10%左右上涨的银行



息差持续回升推动戴维斯双击现实化



光大银行因为 2015 年净息差本身很低，所以现在其已经回升到 2015 年的起跌位置：



中信银行和兴业银行的净息差回升很少，它们将在下半年开始加速回升！





因为有多家先行复苏的银行，没有复苏的银行也将随后复苏。

我认为整个中国银行业同质化远大于差异化，某一个银行身上所发生的变化很大程度上是由行业共性因素所导致的，行业共性是每一个银行变化的主要决定因素。各个银行因为一些具体的差异，在息差变化资产质量的改善上面会有时序上的差异，当然也有一定程度的幅度差异，但是整体上是同质化的。基于此既然有的银行业的息差已经回到了本次调整初的水平，有的已经回到了本次调整支出一半儿的水平，那么，那些暂时现在还没有回升的银行迟早也能回升，所以基于这个原理我认为，现在息差还没有明显变化的银行。下半年会以更快的速度回升，从而推升整个全行业的息差快速回升。

我关于银行股是同质化产业的看法，在大部分时候不被人接受，大家都认为银行不是同质化产业，是高度依赖管理层能力和企业文化的异质化产业。为此我谈一下为什么银行是同质化产业：

依赖管理层，依赖企业文化的产业，恰恰是同质化产业，比如家电，比如航空都是这样的。差异化产业最本质的特点是它不依赖管理层，管理层再差产业由于某种客观的差异，能够在管理层很差的情况下，靠客观的差异导致的优势继续维持成长，茅台的酒可以卖 1000 多，其他竞争者卖几百块钱消费者不买。依赖管理层产业一定是产业竞争激烈，产业为什么竞争激烈的一定是同质化为基础，如果没有同质化就没有竞争的可能性，从而就不依赖于管理层了，产业竞争激烈一定是同质化为基础的，如果没有同质化就没有竞争，客观的差异化抑制了竞争，这是我要跟大家重点说明的，大家对差异化、同质化理解上有误区，真正有差异化的产业是没有竞争的，如果客观上两个产品就有巨大的差异化，从而也不依赖优秀管理层。两个公司的产品几乎完全一样，消费者从 a 公司和 b 公司得到的产品和服务对消费者没有任何影响的情况，这就是同质化产业，想一想银行，张三从工商银行贷款和建设银行贷款和招商银行贷款，



对于消费者得到的都是钱，根本没有差异，双方都可以用价格战来进行竞争，凡是能打价格上的领域都是差同质化产业，很多刚成立的城商行所以能募集到资金，主要就是他给的利息高，很多人就会把钱存入这些没有历史的城商行，这也反映这是一个同质化产业。有一些银行它管理水平比较高，那种差异不能理解为差异化。

银行业是一个同质化产业，这是分析思考判断银行业的核心基础观点，这一点我在调研过程中被证实，为了调查中国银行业存款利息的变化，走访了几十家储蓄所，这些储蓄所分属于国有大行、股份制银行和地方城商行，在走访的过程中，我惊讶的发现在这些储蓄所利息差不了多少，国有四大行的储蓄利息几乎完全一样，股份制银行的储蓄利息几乎一样，只不过是比国有大行略高一些，而城商行的储蓄利率也一样，只是比股份制行利率高一些。我问城商行工作人员为什么要比国有大行和股份行高一些，他们说因为他们的技术水平差，网点少，所以提高一下利息，有了这个提高的利息储户就不在乎他们的服务更差，网点更少了，就会把国有大行存的钱挪到城商行。这就是说储户并不计较在哪个行，它更容易被价格所影响，很类似于航空公司，航空公司机票的价格对乘客的吸引力远大于品牌对乘客的吸引力。

另外我在几十家储蓄所调研的时候，还发现储蓄所存在着明显的囚徒困境，储蓄所都在同样一个市中心，彼此离的几步之遥，前几年定的高一些的大额存单利率一直没降低，因为他们怕一旦降低存单利率客户就会跑掉到别的银行，所以储蓄所之间存在着严重的囚徒困境，囚徒困境是同质化产业中最典型的特点，谁都不敢提价或者降价，在这种情况下，只有全行业迫于某种严峻的形势，整体一起行动价格才能变化，这也证明银行业是同质化产业的证据。不存在某些银行可以完全靠着竞争优势，走出一个完全脱离行业的独立走势，每一家公司的走势尤其那些先行已经走向良好发展态势经营好转的银行，实际上是以全行业好转为背景的，银行的最基础经营变量都是由国家政策和宏观经济决定的，大家的经营背景是一样的。

整个银行业已经周期性逆转，新的上升周期已经全面表现

在分析研究息差走向的过程中，我大概与几十家上市银行通了电话，在通电话时，有多家银行的工作人员告诉我息差提升原因之一与存款准备金率降低有关系，存款准备金降低之后，原来必须按照政策存入中央银行的钱，可以投放到市场中，要么买债券，要么放贷，存到中央银行的利息只有 1.5 左右拿出来，放贷利息能接近 5%，这增加了息差。于是我收集了过去若干年中国银行业存款准备金的数据，发现法定存款准备金进入了一个明显的周期性变化：



中国 存款准备金率



公布时间	生效日期	大型金融机构			中小金融机构		
		调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
2019年01月04日	2019年01月15日	14.50%	14.00%	-0.50%	12.50%	12.00%	-0.50%
2018年10月07日	2018年10月15日	15.50%	14.50%	-1.00%	13.50%	12.50%	-1.00%
2018年06月24日	2018年07月05日	16.00%	15.50%	-0.50%	14.00%	13.50%	-0.50%
2018年04月17日	2018年04月25日	17.00%	16.00%	-1.00%	15.00%	14.00%	-1.00%
2016年02月29日	2016年03月01日	17.50%	17.00%	-0.50%	15.50%	15.00%	-0.50%
2015年10月23日	2015年10月24日	18.00%	17.50%	-0.50%	16.00%	15.50%	-0.50%

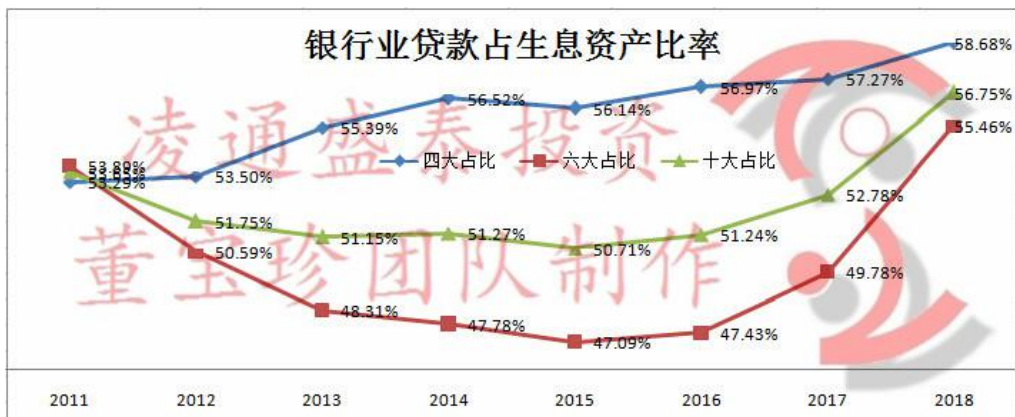
大约在 2012 年，中国的存款准备金就开始逐级持续下降，具有明显的周期性下降的特点。面对这张法定存款准备金的历年走势图，我产生了一个认知，那就是中国银行业大的周期已经开始了，新的银行上升周期已经开始了，这张法定存款准备金的变化曲线再结合其他几条曲线，是可以得出中国银行业的新经营周期已经全面开始了，前文息差的图形已经出现拐点向上，不良资产的变化曲线也开始下降了，尤其是代表着资产质量最客观指标的 90 天以上逾期的占比已经开始下降了，放贷规模增速也开始上升。2019 年一季度光大银行息差回升很大，我专门跟光大银行做了较长时间的沟通，公司告诉我们息差上升的一个重要原因是光大银行调整了高息产品的占比，原来公司是比较保守的，以安全第一，大量的投资于低风险低收益的对象，在过去一段时间银行加大了对高回报项目的投入，这样就拉升的息差回升。这次跟光大银行的通话，促使我想到了两年前跟平安银行的一次通话，平安银行工作人员通话时，我问为什么平安银行的息差下降了，工作人员讲的一个理由是银行不追求高息差，而是追求低坏账率高安全性。把光大银行和两年前平安银行的工作人员对话结合在一起，我意识到一个银行经营的普遍特征，当行业陷入调整坏账率大增的时候，银行工作人员会在人性心理的作用下，行为选择走向了求安求稳求低风险，不求高利润高回报的心理状态。一旦行业走向了复苏反转



的时候，工作人员的心里就走出了求安求稳心态，进入了追求利润追求回报的阶段。在电话调研中，我产生了这个猜测性想法后，我立即用数据求证，我把主要银行的分类贷款信息列出观察，在四大国有银行之外的股份制银行和城商行身上，都观察到了与猜测一致的变化：

银行业贷款占生息资产比率及平均收益率						
时间	四大国有银行贷款		六大股份银行贷款		十大银行贷款	
	四大占比	四平均收益	六大占比	六平均收益	十大占比	十平均收益
2010	53.29%	5.57%	53.89%	6.44%	53.65%	6.09%
2011	53.50%	6.11%	50.59%	6.86%	51.75%	6.56%
2013	55.39%	5.68%	48.31%	6.43%	51.15%	6.13%
2014	56.52%	5.73%	47.78%	6.62%	51.27%	6.26%
2015	56.14%	5.28%	47.09%	6.19%	50.71%	5.83%
2016	56.97%	4.23%	47.43%	5.11%	51.24%	4.76%
2017	57.27%	4.15%	49.78%	4.85%	52.78%	4.57%
2018	58.68%	4.34%	55.46%	5.17%	56.75%	4.83%

注：四大指四大国有银行，工商银行、建设银行、中国银行、农业银行。六大指六大股份制银行，招商银行、民生银行、光大银行、兴业银行、中信银行和平安银行。十大是以上十家银行。（下同）



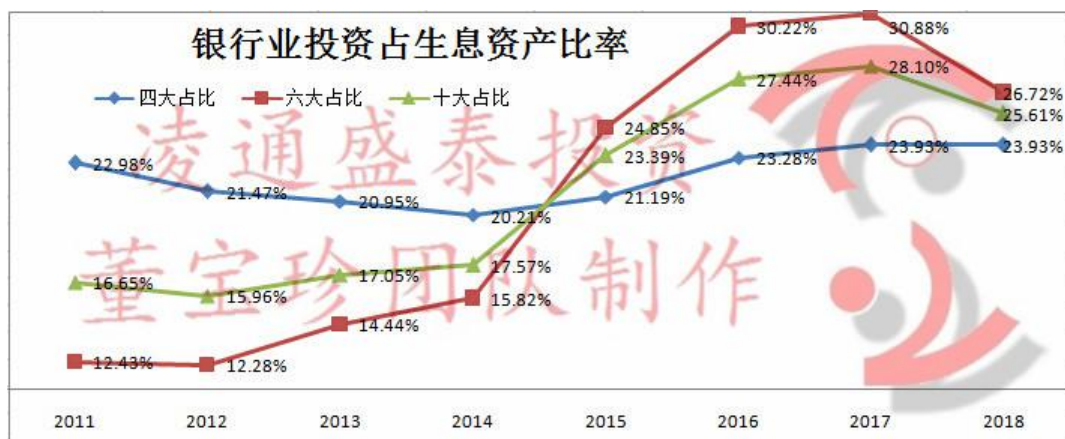
我们可以看到，过去8年国有四大银行，贷款占总生息资产的比例稳步上升持续增加，而6大股份制银行，贷款占生息资产的比例走出了一个典型的锅底形态，在2014、15这几年贷



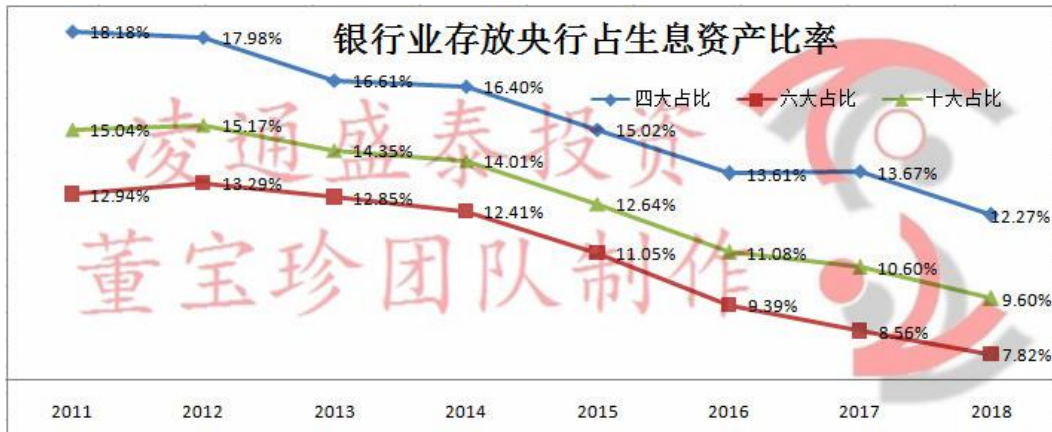
款占生息资产的比例是下降的，从 17 年开始又回升。这种贷款占总生息资产的比例的锅底变化特征，其背后的含义是，在 2015 年前后中国经济比较困难，银行的信贷资产质量大幅下降，6 大股份制银行的经营策略是，捂紧钱袋子减少了信贷资产的投放。与国有银行相比股份制银行的行为特征是在经济环境不利，资产质量恶化的情况下以自保为上，减少信贷，避免自己增加更大的不确定。国有银行更重视社会需要。

银行业投资占生息资产比率及平均收益率

时间	四大国有银行投资		六大股份银行投资		十大银行投资	
	四大占比	四平均收益	六大占比	六平均收益	十大占比	十平均收益
2010	22.98%	3.22%	12.43%	3.78%	16.65%	3.56%
2011	21.47%	3.48%	12.28%	4.16%	15.96%	3.89%
2013	20.95%	3.60%	14.44%	4.48%	17.05%	4.13%
2014	20.21%	3.87%	15.82%	4.80%	17.57%	4.43%
2015	21.19%	3.85%	24.85%	4.48%	23.39%	4.23%
2016	23.28%	3.51%	30.22%	3.92%	27.44%	3.76%
2017	23.93%	3.53%	30.88%	3.88%	28.10%	3.74%
2018	23.93%	3.59%	26.72%	4.16%	25.61%	3.93%



银行业存放央行占生息资产比率及平均收益率

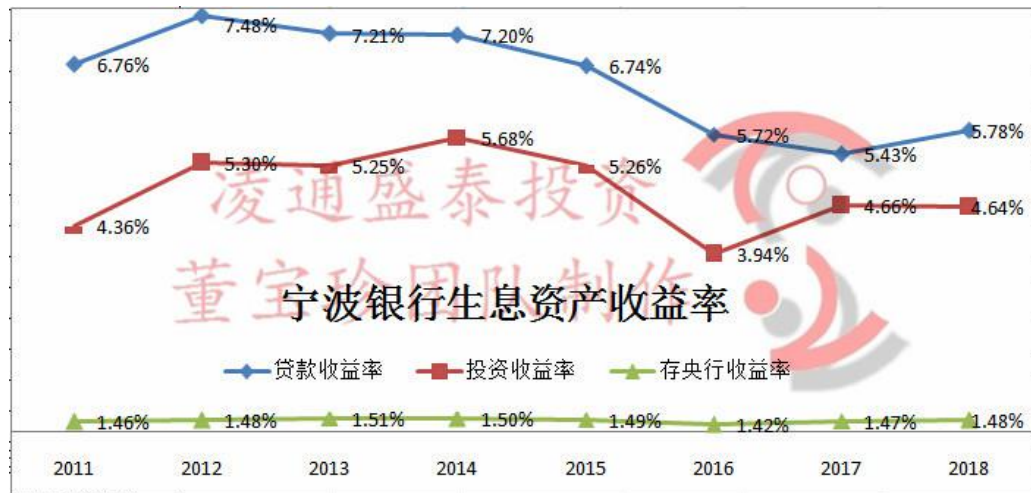


以上表格和图形是银行业存放央行资产占生息资产的比例，我们可以看到这个比例完全决定于存款准备金利率，无论国有银行还是股份制银行，这个数据都随着存款利率的下降而下降了。这个比例的下降使得银行拿出更多的资金，要么用于投向高收益高风险的信贷，要么投向于低风险低收益的债券投资。可以看得出来，四大国有银行和股份制银行的行为特征以及闲置资金的使用特征是不一样的，国有银行是不考虑经济环境和资产质量恶化的，国有银行稳定的支持实体经济加大信贷，而股份制银行更多的时候是要考虑资产质量和经济环境的，他们在经济环境有困难，资产质量下降的时候，是减少信贷投放的。

我们再进一步的看城商行的各类资产在生息资产的比例：

年份	四城商行贷款		四城商行投资		四城商行存放央行		四城商行拆出		四城商行拆入	
	四城商行占比	四城商行收益	四城商行占比	四城商行收益	四城商行占比	四城商行收益	四城商行占比	四城商行收益	四城商行占比	四城商行成本
2013	41.54%	6.54%	28.21%	4.85%	12.44%	1.52%	16.34%	4.74%	27.13%	4.16%
2014	38.69%	6.69%	33.35%	5.50%	11.79%	1.52%	16.16%	5.22%	30.90%	4.46%
2015	35.82%	6.13%	40.46%	5.13%	10.28%	1.51%	13.45%	4.02%	25.71%	3.33%
2016	35.55%	5.08%	48.18%	4.41%	8.78%	1.50%	7.48%	2.98%	21.69%	2.86%
2017	38.11%	4.87%	43.95%	4.42%	8.97%	1.52%	8.31%	3.32%	16.93%	3.00%
2018	41.59%	5.32%	42.19%	4.60%	8.42%	1.52%	7.18%	3.05%	16.79%	3.23%





由于城商行上市时间晚，所以只能找到如宁波银行，南京银行，北京银行这样的个别银行来统计数据。数据反映几个城商行信贷资产占生息资产的比例比股份制银行更明显周期性。在14、15年中国经济下滑资产质量恶化的情况下，城商行贷款比例大幅降低了，以宁波银行为例，2011年该行信贷资产占收息资产的比例高达55%，可是到2015年2016年，最低的时候占到了28%，与此同时我们看宁波银行投资资产占有所有生息资产的比例，在2015年之后，竟然从20%多一口气飙升到了50%多，在其他几个城商行身上，我们仍旧看到了这样的明显特点。也就是说城商行要比股份制银行周期波动更大，一旦经济恶化资产质量恶化，城商行大规模压缩信贷资产的比例，大规模增持低风险低收益的投资资产的比例，从而对实体经济带来的周期波动的助涨助跌影响越大。



我们在股份制银行和城商行的数据中，还看到 17、18 年发生了新的变化和转折，这两年股份制银行和城商行开始加大了信贷资产投放的比例，减少了投资类资产的投放比例，虽然这种变化的幅度不特别强烈，但是它的基本变化趋势已经展现出来了。从 18 年开始银行业经营者的行为特征又开始变得更加主动积极的加大信贷投放，而减少了低风险低收益的投债券投资类资产的投放，从而这种经营者心理和行为的转变推动银行进入新的周期。

面对城商行的各类资产占总分期资产的比例数据，我还有一个想法，越是小的银行，它抗风险能力越差，所以在宏观经济资产质量整体恶化的情况下，他自保求生的内在压力越大，所以他在行为上就是不顾一切的保证自己能活下去，对社会责任社会利益的关注越来越小。一些城商行在过去几年信贷资产竟然不到总生息资产的 1/3，大量的钱都投入了债权，这样的城商行对实体经济的推动就体现不出来，他的这一行为其实也导致了实体经济无法得到足够多的资金。增加了实体经济的困难反而导致其后资产质量更严重的恶化。

银行的经营特别依赖宏观系统，可是宏观系统又受到银行自身行为的强烈影响，如果银行都寻求自保，都不顾社会利益，整个宏观经济就恶化了，如果银行能够以社会利益为本，和政府合力逆周期调控配合，宏观经济反而稳定。要做到银行以社会利益为本必须有大量的国有银行，如果银行私有化过高了，政府又不调控和不干预经济，经济就会大起大落。一定程度的国有持股或者国有银行存在，实际上是有利于社会经济稳定的。

我在投资分析中国银行一个最基础的观点，那就是中国的银行业不完全是自由竞争的，中国银行业跟政府是有共进退关系的，政府为银行提供一种安全保护，同时银行要配合政府的政策意图支持实体经济，中国的银行不像美国的银行，美国的银行是纯粹的私营企业，如果经济环境恶化、资产质量恶化，美国银行是大规模抽离贷款减少信贷的，这种行为特征会放大了经济波动的幅度，而中国的银行业是与政府共进退的，政府可以立足于全社会利益最大化指导银行，在社会经济困难下行的周期逆周期推动银行加大信贷，在经济兴盛期逆周期调控让银行减少信贷，从而提供了经济的稳定性。在中国的银行业内部出现的，国有化程度越高越考虑社会利益，越采取逆周期行动，民间资本比例越高的银行行为特征越照顾自身利益，越不关注社会整体利益，证明了我的基本判断。



资本市场有一句话叫做：周期即是人性！周期是人性的反应，在信贷资产占生息资产比例的数据中，我们已经看到了中国银行业的从业人员的心理特征和行为特征，也已经发生了周期性变化，由惜贷开始愿意加大贷款。

由此结合息差周期性变化、准备金率周期性变化、不良资产周期性变化、放贷规模的周期性变化，心理行为的周期性变化，这几个方面都已经表现出清晰的周期性向上的特征，从而得出结论：银行股的新的成长周期已经开始了。这里我也说一下银行的周期，它有一个特点它是与宏观经济逆周期的，宏观经济好的时候，银行它有时候反而会反向调控，宏观经济差的时候它又要刺激经济，加之整个银行周期和宏观经济周期是滞后的，所以大家千万不要犯下一个表面看问题的错误，就以为银行周期和宏观周期是同步的，完全不是同步的，恰恰是相反相逆的，现在经济有问题，反而可能银行很活跃。

向上的周期已经在广泛的领域表现出来了，而资本市场上几乎所有的人都没有重视，或者看到了但不敢相信，或者压根都因为这个领域太过冷清，没人看，这恰恰形成一种罕见的投资机会，所谓的投资机会与基本面好转有关系，更与这种好转没被发现，或者被误解曲解有关系，当前在银行上，恰恰发生的是市场不相信银行会好转，而银行在多个指标领域已经发生周期性好转，可是长期的恐惧笼罩下，人们都不敢相信，也不愿意相信，这正是个很宝贵的介入时机！下半年数据会爆发，从而具备了预期随之变化的条件，现象充分的表达预期想不变都不行了。

2019年一季度的息差上升，收入上升的现象已经足以逆转预期，但是中国资本市场由于非理性，所以那么强烈的数据信息转变，市场预期还没改变，下半年更强烈的信息和现象展现预期不改变的难度越来越大了。

银行业的投资机会体现在困境转折

我们投资银行的一个基本思路，我们投的是困境转折驱动下的戴维斯双击。所以我们买银行都是买股份行为主的，包括我们买的一些指数也是以股份行为主的。为什么？因为股份行他在这轮波动中前期遭遇较多的困难，包括它的资产质量的困难也比较大，我们就是要买有困难，但逻辑上一定能克服，一定不会把这个公司打死的那种困难，然后这种模式下必然发生困境转折，一旦困境转折就出现了戴维斯双击，这是一种自然规律和经济原理，社会基础产业的龙头公司，在遇到非比寻常的困难，困难不会使公司消失和破产，那么公司一定迎来转折，一



旦转折发生，就是戴维斯双击，这就是我们投资银行的深层次原理。做投资之所以能赚钱，一定依托了一个必然导致赚钱的原理，这个原理、逻辑一定会使公司向上的。只有你找到这个逻辑，你才能一定赚钱。当然找到逻辑以后，它的过程是非常曲折的，因为过程是逻辑的现实化，在逻辑保证必然现实化时，怎么样现实化它是很复杂的，而且带有偶然性，不可预知性。

净息差指标对银行的经营有更深远、更长期、更强烈影响，为有源头活水来，息差是强烈影响源头活水水量的指标，息差导致的主营收入增长对利润的影响更强烈，比资产质量好转带来的有利影响更强烈。两年前我看好银行的过程中，当时我写的报告中就明确提出，基于我的思维模式，我认定净息差会上升，以下内容是我在《否极泰 2018 年半年报》中发布的内容：

“关于中国银行业利差上涨的观点，我与中国银行相关高管有一个交流，该高管非常专业也很诚恳，该高管对息差的观点是：“资金的供需关系发生了变化，资金供应量在相对的减少，所以，贷款利率是会增加的，贷款利率也已经增加了，但是银行获得资金的成本同步也在增加，因为，银行的竞争是比较激烈的，在大家都想获得足够多的放贷资金时，银行各显神通，会使得成本走向很难确定”对于银行高管的这个观点，我如实的反馈给大家，但是我还是认为，利差会上升，因为有的银行的融资成本已经突破了 3%，比基准存款利率高若干倍，这是很罕见的。目前银行理财产品的利率从 4-5%下降到 3-4%，会带动存款端利率下降。银行的资金在全社会是稀缺资源，最终银行是能够把成本转嫁给下游的贷款企业的。战略上利差已经跌无可跌，只是要以一个曲折的过程回升。”

现在看，我写于一年前的这些判断，已经完全被事实证明是正确的！我做投资大量的工作是研究（研究完了就是死等！不管中间发生什么。）在研究过程中我有一种经验，所谓的投资决策是你提出一个对未来的判断，判断形成后到底对不对？你就需要不断的观察现实中是否出现了能够证明你判断的某一个点，某一个局部是正确的事实，如果在现实中找到了一个客观证据，证明你全部判断的一部分是正确的，那么你大体上能得出结论你的思维模式，以及由思维模式所形成的整体性判断就是对的。现在我于一年多前认定中国息差会提升，但是当时的银行高管都不相信，今天的事实印证了我的判断是对的，从而也证明我整体的判断以及整体判断形成所依赖的思维模式是对的。我的思维模式其实就两——息差会上升，资产质量会好转，从而强有力的推升业绩回升，在极低估值情况下，业绩回升必然导致戴维斯双击，现在净息差已经比我预期更猛烈的速度上升了，从而事实证明我整体性论断是对的！我的决策是对的！股价没有反应只是因为市场很傻很幼稚！



中国资本市场在息差下降的时候，人们也没把它作为一个重大事情拿出来讨论，息差上升的时候，人们也没有认为革命性变化已经发生。这就是资本市场的神奇，资本市场并不客观，它并不真正的对基本面事实搞得很清楚，他们有时会错的离谱，就像6年前市场上几乎所有的人都认为中国人以后不喝茅台了！资本市场既不聪明，更不理性。但是大多数人的认知决定当前价格，当市场中大多数人不能意识到息差的上升将带来革命性的变化的时候，股价就不会上涨。但是息差毕竟越来越好，所以它驱动的经营收入就会大增。因此我个人主观认为2019年半年报乃至三季报中，可能会出现息差持续上升，推升的收入再次上升，所带来的大量的好消息，好的客观现实的出现，这种大量好转的现实的出现，展现给大家之后会激发出一个闪电效应。所谓闪电效应就是大家都不相信银行会好转，哪怕一季度的时候息差已经明显好转了，但是大家看到以后说你不能持续，2019年一季度息差的上升作为现实展现出来，人们说那是一种不可持续的，所以它就不反应。一旦这种现实表现为可持续性，证明了不可持续的说法是错误的，人们就会立即预期大逆转，一旦预期大逆转，就会推升估值修复。因此，我们只需要保证在闪电打下来时自己在场。俗话说闪电打下来，你一定要在场，我们一定要在场，否则就可惜了。

这就是我的理论，投资是一种认知博弈，但本质上是一种人性博弈。说到认知博弈，资本市场研究银行的人这么多，反正绝大部分对息差的这种持续好转视而不见，对息差过去一段时间的研究，简直没有人研究和关注，资产质量其实也已经到达高位，停止恶化了，有的行率先已经好转了，有的行还在高位出清。但这个东西迟早是个出清，没有什么不确定的。资产质量的好转和息差的好转，甚至有可能叠加，叠加以后就会促进收入的大增。在这种情况下，你说它没有价值你是做不到的，因为现象展现出来了，现象一出来大众都看见了，大众就蜂拥而入，而理性的投资者就要在现象展现出来，大家没反应过来之前，大家没有发现之前通过分析预测必定会出现好现象，提前下手，等待现象出来大家一拥而上，这就是投资的逻辑，可是现象出来也有个过程，现象不出来之前股价逆市下跌，你要承受得住，要有承受力，这就是我说的先是认知博弈，你的认知深度要超越其他人，一般要透过现象看本质，其次就是认知有深度的人必定被大众所抛弃和碾压！

一个有认知深度的人一定和大众格格不入，而股价是由大众决定的，当前股价就是大众的情绪和认知，这样你有正确认知的人必定被大众碾压，但是在这种碾压下你不屈服，一直等到现象出来，大众觉醒，大众一哄而上，股价被推升，你就卖给他就完事了，这就是我的价值观和投资理念。



我不太认为基本面是唯一的财富的来源，我认为基本面是一个基础，基本面太差了也不行，基本面越来越好才行，像银行，人类金融史都能证明是市场越发达，银行越发达，银行不可能没有。在基本面向好的条件保障下。在大家看空银行的时期买入，等待大家觉醒。等待纯粹是一个主观承受超预期压力的过程，财富来源于主观的理智、冷静和抗压力能力，不完全来自于客观，客观是基础，主观是关键。我已经在长期的求索过程中完全抛弃了唯物论。我认为投资是一个唯心的过程。

我所有的分析纯粹是一种逻辑分析原理分析，没有结合任何现实，这是因为中报没发布，季报没有那么多可作用于分析的数据。当然现实跟逻辑有关系，但是现实不完全和逻辑完全一致，有一些复杂性的现实因素，我们没有办法考虑进去，如果万一它出现的情况和逻辑分析有偏差，到时候我们再分析，是现实有可能受到很多偶然因素影响，有一些偏差。

最后我说几个小问题：

第一、否极泰有多只基金，但是所有基金的策略都是相同的，基本的策略标的一样的，差别只是时点的不同。这是因为在我看来，一个管理者在任何时候有一个最好的思想是最合理的，如果一个管理者同时对不同的产品有不同的思想，那么到底哪个思想是最好的呢？要用最好的思想管理所有的产品，我觉得这是更合乎逻辑的。

第三、在7月中旬左右我会发一个视频，跟大家谈一谈我的一些切身感受，这种切身感受的主要内容是和大家分享一下，为什么在投资过程中曲折的过程，是不可避免的，也谈一下当股价下跌的时候，我管理的基金下跌时候我到底是一种什么，精神状态，我从来没有因为下跌而感到不愉快，恰恰相反我越跌越踏实，而且也越兴奋，我把这种观点分享给大家。

第四、各位出资人，大家对投资有什么问题随时通过客服人员发给我，我会有问必答。

董宝珍

2019年7月8日