



## 标配

## 证券分析师

王鸿行 S0630522050001  
whxing@longone.com.cn



## 相关研究

- 1.行业净息差或已过低点——银行业主题周报（2023/04/03-2023/05/07）
- 2.收入增速与信用成本降至近年低位——银行业主题周报（2023/03/13-2023/04/02）
- 3.硅谷银行流动性危机启示：高增长考验成长型银行资产配置定力——银行业周报（2023/2/27-2023/3/12）

## 贷款利率易稳而难升

——银行业主题周报（2023/05/08-2023/05/28）

## 投资要点：

## ➤ 本期主题：贷款利率易稳而难升

此前我们依据贷款端和端形势，认为Q1大概率是行业息差低点。本报告结合近期行业监管、宏观环境，对贷款利率形势进行跟踪。

结合一季度贷款投向及分项贷款利率水平，我们分析认为：驱动Q1贷款加权利率上升的结构因素主要是对公贷款、普惠贷款、住房贷款占比上升；驱动Q1贷款加权利率上升的利率因素主要是Q1票据贴现收益率大幅上升。以上因素中，票据贴现利率与普惠贷款占比受Q1供给端影响较大，表现明显强于季节性，住房贷款占比上升主要是由于Q1销售环比改善，对公贷款占比上升更多体现季节性。

Q2以来，票据融资与普惠贷款供给端向常态回归，结构因素的超季节性料难持续，各分项利率水平对贷款加权平均利率的重要性提升。与普惠贷款与个人住房贷款利率相比，Q1一般企业贷款利率环比仅下降1bp，降幅收窄延续，对贷款利率趋稳有一定参考意义。此外，现阶段政策端、供给端出现有利因素，我们认为主要贷款利率水平有望企稳，加之协定存款与通知存款利率下调，银行业息差或已于Q1触底的逻辑依然成立。

同时注意到，4月经济数据显示复苏放缓，票据贴现利率与信用债发行利率持续从阶段高位持续下行与之契合，指向信贷需求边际放缓，料难支撑贷款利率回升。

## ➤ 银行业投资观点：扰动因素下，主线依然稳健

宏观经济复苏是我们看好银行板块的底层逻辑，并建议依据PMI与市场利率等指标来把握板块行情。4月PMI明显转弱，但银行板块在低估值国有行及股份制银行的带动下仍然表现强势，体现银行板块中国特色估值体系属性。5月中旬以来，前期表现良好的低估值国有行及股份制银行明显回落，体现经济数据较弱及资产质量担忧情绪上升。

我们认为金融安全底线之上，不同银行面临的信用风险是分化的，以国有大行及优质中小银行为代表的主线基本面依然健康稳健，叠加阶段性底部逐步清晰，板块基本面与估值长期极限背离后的价值回归仍值得期待。我们建议重点关注经济发达地基本面良好的区域性银行：常熟银行、宁波银行、苏州银行、江苏银行。

➤ **行情跟踪：**2023/05/08-2023/05/26，银行指数（中信）下跌5.51%，沪深300指数下跌4.13%。子板块中，国有行、股份行、城商行、农商行指数分别-5.81%、-5.55%、-5.21%、-5.06%。个股普跌，重庆银行（+2.60%）、西安银行（+0.26%）、北京银行（-1.86%）、兴业银行（-2.04%）、江苏银行（-2.21%）表现前五。至2023/05/26，银行指数（中信）PE(TTM)为4.89倍，PB(MRQ)为0.56倍，均位于历史低位附近。将超过不良余额部分的拨备还原为净资产后，上市银行整体PB(MRQ)为0.51倍，该估值水平隐含不良率为4.87%，较账面不良率高3.6个百分点。

➤ **风险提示：**地产领域风险明显上升；宏观经济快速下行；宏观经济低迷触发连续降息；东部地区信贷需求明显转弱。

## 正文目录

1. 本期主题：贷款利率易稳而难升.....	4
2. 行业投资观点：扰动因素下，主线依然稳健.....	7
3. 行情回顾与估值跟踪 .....	7
4. 风险提示.....	10

## 图表目录

图 1 2023 年 Q1，新发放贷款加权平均利率自 2021 年 Q4 以来首度回升 .....	4
图 2 2023 年 Q1，企（事）业单位票据融资增量明显弱于去年同期 .....	5
图 3 2023 年 Q1 普惠领域贷款增速明显提升 .....	5
图 4 2023 年 Q1，21 家上市银行净息差低于 1.8% .....	6
图 5 4 月以来，票据贴现利率明显下行 .....	6
图 6 4 月以来，信用债加权发行利率持续下降 .....	7
图 7 区间行情跟踪（2023/05/08-2023/05/26） .....	8
图 8 银行板块估值跟踪（截至 2023/05/26） .....	9
表 1 2023 年 Q1 商业银行净息差降至 1.74% .....	4
表 2 Q1 贷款结构与票据融资利率对贷款加权利率贡献较大 .....	4

## 1. 本期主题：贷款利率易稳而难升

近期国家金融监督管理总局公布 2023 年 Q1 净息差监管值，与我们此前测算的上市银行净息差较为一致（详见报告 2023/05/08《行业净息差或已过低点》）。在该报告中，我们依据贷款端和存款端形势，认为 Q1 大概率是行业息差低点。本报告结合近期行业监管、宏观环境，对贷款利率形势进行跟踪。

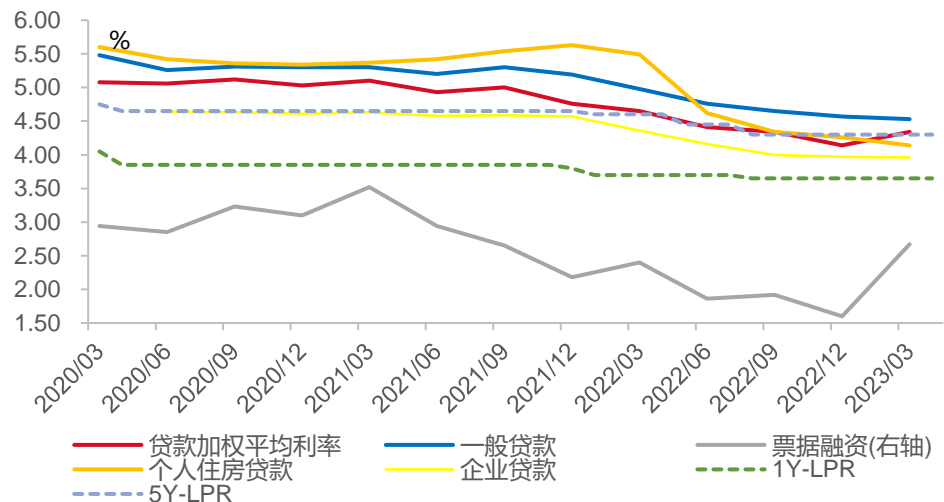
表1 2023 年 Q1 商业银行净息差降至 1.74%

口径	商业 银行	大型商 业银行	股份行	城商行	农商行	民营 银行	外资 银行
行业监管值	1.74%	1.68%	1.83%	1.63%	1.85%	4.11%	1.66%
上市银行测算值	1.75%	1.73%	1.83%	1.65%	1.85%	-	-

资料来源：国家金融监督管理总局，东海证券

一季度金融统计数据新闻发布会公布的普惠小微企业贷款（3月普惠小微企业贷款加权平均利率为 4.42%，较 2022 年 11 月下降 48bp）、个人住房贷款加权平均利率（Q1 个人住房贷款加权平均利率为 4.14%，较 2022 年 Q4 下降 12bp）表现较弱，指向一季度贷款加权平均利率或仍下行。但实际上，Q1 新发放贷款加权平均利率环比回升 20bp 至 4.34%。

图1 2023 年 Q1，新发放贷款加权平均利率自 2021 年 Q4 以来首度回升



资料来源：人民银行，东海证券研究所整理

结合一季度贷款投向及分项贷款加权利率，我们分析认为：驱动 Q1 贷款加权利率上升的结构因素主要是对公贷款、普惠贷款、住房贷款占比上升，驱动 Q1 贷款加权利率上升的利率因素主要是 Q1 票据贴现收益率大幅上升。

以上因素中，票据贴现利率与普惠贷款占比受 Q1 供给端影响较大，表现明显强于季节性，住房贷款占比上升主要是由于 Q1 销售环比改善，对公贷款占比上升更多体现季节性。

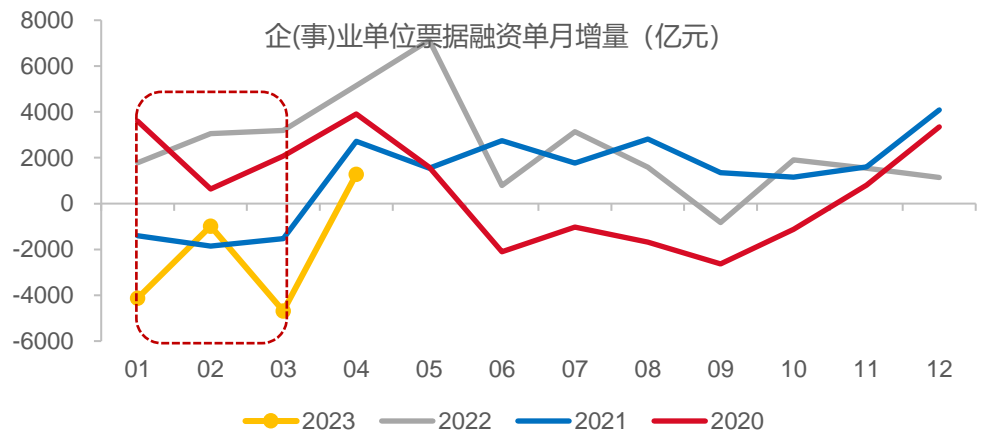
表2 Q1 贷款结构与票据融资利率对贷款加权利率贡献较大

驱动因素	对公一般贷款	普惠贷款	票据融资	个人住房贷款	其他	全部贷款
结构因素	103	27	-38	20	-	-
利率因素	-1	-9	15	0	-	-
结构 X 利率	-1	-2	-25	-1	-	-
合计	101	16	-48	19	-68	20

资料来源：国家金融监督管理总局，人民银行，东海证券研究所测算。注：1）单位为 BP；2）测算以增量贷款为口径，与新发放贷款有差异，测算结果仅用于定性参考

票据贴现利率：Q1 一般企业贷款投放强劲（Q1 一般企业贷款同比多增 3.67 万亿元），对票据贴现产生挤出效应（Q1 票据融资同比少增 1.78 万亿）推升利率水平，Q1 票据贴现加权平均利率环比上升 107bp 至 2.67%。

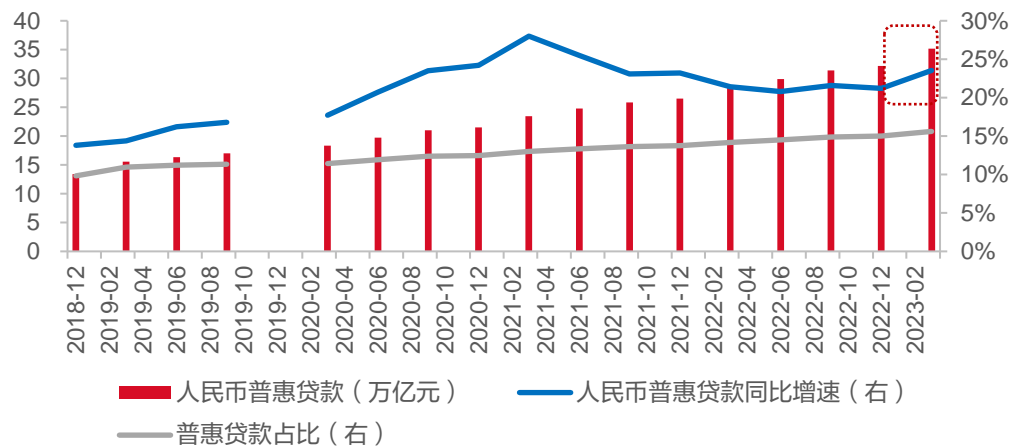
**图2 2023 年 Q1，企（事）业单位票据融资增量明显弱于去年同期**



资料来源：人民银行，东海证券研究所整理

普惠贷款占比：Q1 商业银行投放积极性高，普惠贷款增速明显高于整体（2023 年 Q1 普惠贷款新增 3.05 万亿，同比多增 1.09 万亿），2023 年 Q1 新增普惠贷款占人民币贷款比重为 29%，较 2022 年 Q4 提升 6 个百分点。

**图3 2023 年 Q1 普惠领域贷款增速明显提升**



资料来源：人民银行，东海证券研究所整理

注：普惠金融领域贷款包括单户授信小于 1000 万元的小微型企业贷款、个体工商户经营性贷款、小微企业主经营性贷款、农户生产经营贷款、建档立卡贫困人口消费贷款、创业担保贷款和助学贷款

Q2 以来，票据融资与普惠贷款供给端向常态回归，结构因素的超季节性料难持续，各分项利率水平对贷款加权平均利率的重要性提升。与普惠贷款与个人住房贷款利率相比，Q1 一般企业贷款利率环比仅下降 1bp，降幅延续收窄趋势，对贷款利率趋稳有一定参考意义。此外，现阶段政策端、供给端出现有利因素，我们认为贷款利率水平有望企稳，加之协定存款与通知存款利率下调，银行业息差或已于 Q1 触底的逻辑依然成立。

政策端利于贷款利率企稳的因素包括：

1) 4-5 月 MLF 利率保持不变，1 年期与 5 年期 LPR 随政策利率维持不变；

2) 一季度货币政策执行报告设置“合理把握利率水平”专栏，指出我国实际利率总体保持略低于潜在经济增速的“黄金法则”。参照今年目标经济增速，我们理解当前利率水平与潜在经济增速符合这一法则；

3) 小微领域监管考核边际放宽，监管引导银行向实体让利的紧迫性明显趋缓；

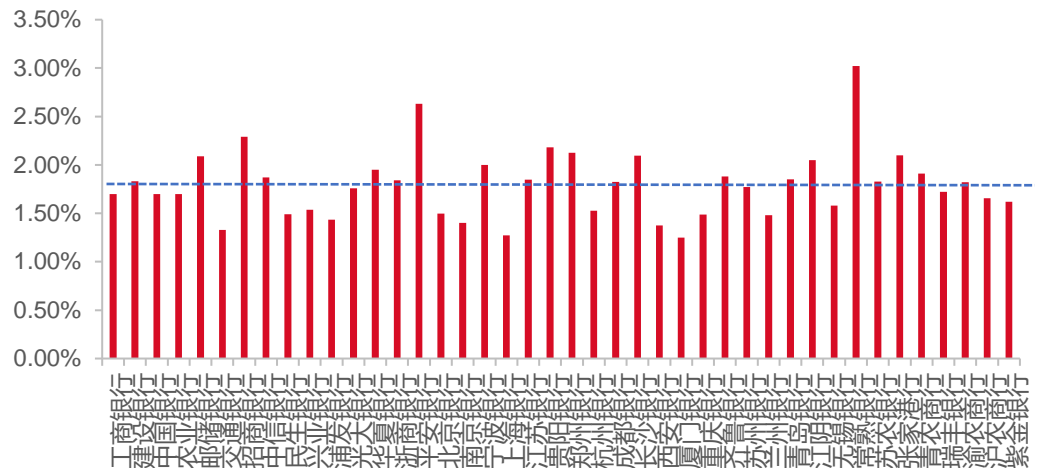
4) 下限动态调整机制下，Q2 住房贷款利率下降空间明显收窄。测算最近观察期内（2022 年 12 月至 2023 年 2 月），70 大中城新房价格同环比均连续下降的城市为 9 个，较上一观察期的 38 个大面积收窄，2023 年 3 月至 4 月进一步下降为 2 个。

供给端支持贷款利率企稳的因素包括：

1) Q1 银行业净息差明显下降，42 家上市银行中，21 家低于自律机制警戒值 1.8%，过低的息差水平影响银行主动下调贷款利率的意愿；

2) Q2 信贷投放监管指导放松，银行信贷投放向常态收敛，贷款压价行为明显缓解。

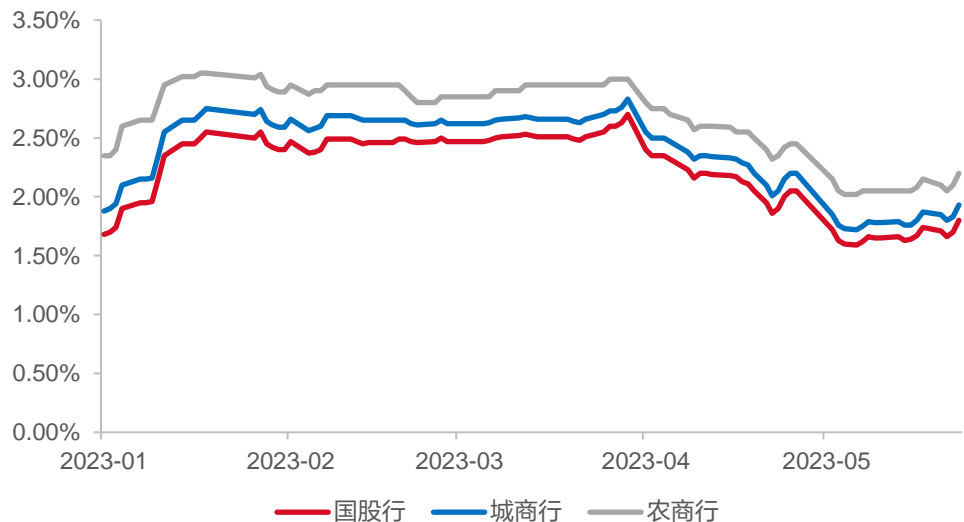
**图4 2023 年 Q1，21 家上市银行净息差低于 1.8%**



资料来源：人民银行，东海证券研究所整理

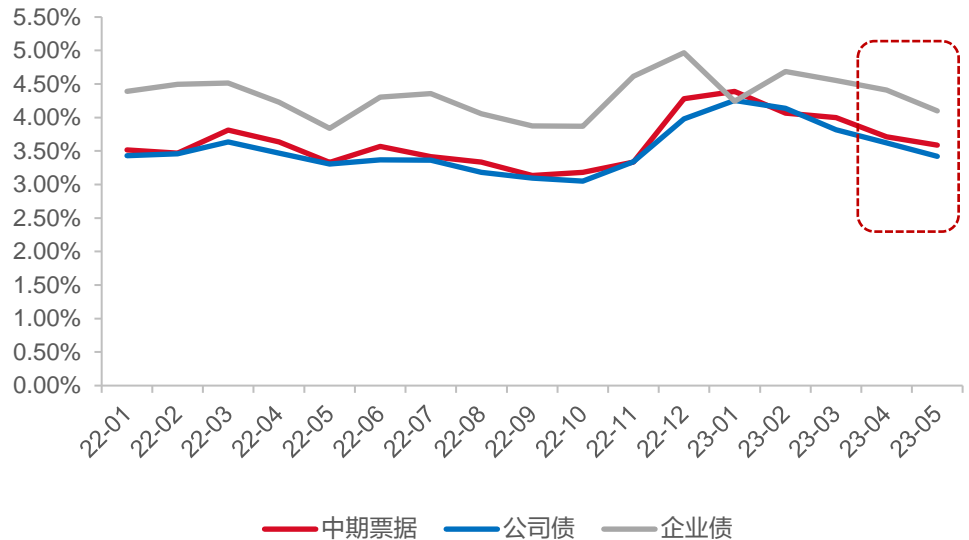
同时注意到，4 月经济数据显示复苏放缓，票据贴现利率与信用债发行利率持续从阶段高位持续下行与之契合，指向信贷需求边际放缓，料难支撑贷款利率回升。

**图5 4 月以来，票据贴现利率明显下行**



资料来源：Wind，东海证券研究所整理。注：本图展示 6 个月期限票据贴现加权平均利率

图6 4月以来，信用债加权发行利率持续下降



资料来源：Wind，东海证券研究所整理

## 2.行业投资观点：扰动因素下，主线依然稳健

宏观经济复苏是我们看好银行板块的底层逻辑，并建议依据 PMI 与市场利率等指标来把握板块行情。4 月 PMI 明显转弱，但银行板块在低估值国有行及股份制银行的带动下仍然表现强势，体现银行板块中国特色估值体系属性。5月中旬以来，前期表现良好的低估值国有行及股份制银行明显回落，体现经济数据较弱及资产质量担忧情绪上升。

我们认为金融安全底线之上，不同银行面临的信用风险是分化的，以国有大行及优质中小银行为代表的主线基本面依然健康稳健，叠加阶段性底部逐步清晰，板块基本面与估值长期极限背离后的价值回归仍值得期待。我们建议重点关注经济发达地基本面良好的区域性银行：常熟银行、宁波银行、苏州银行、江苏银行。

**常熟银行：** 尽管面对来自同行的竞争压力，一季度依然实现较快规模增长，此外，资产质量环比改善至历史最好水平，息差环比持平，明显好于同业。

**宁波银行：** 在头部城商行手续费及佣金收入普遍下降的情况下，公司凭借较强的综合竞争力实现逆势增长。另外，公司净息差韧性较高，Q1 环比表现明显好于行业平均水平。

**江苏银行：** 规模增长驱动收入较高增速，不良率与拨备覆盖率持续改善。

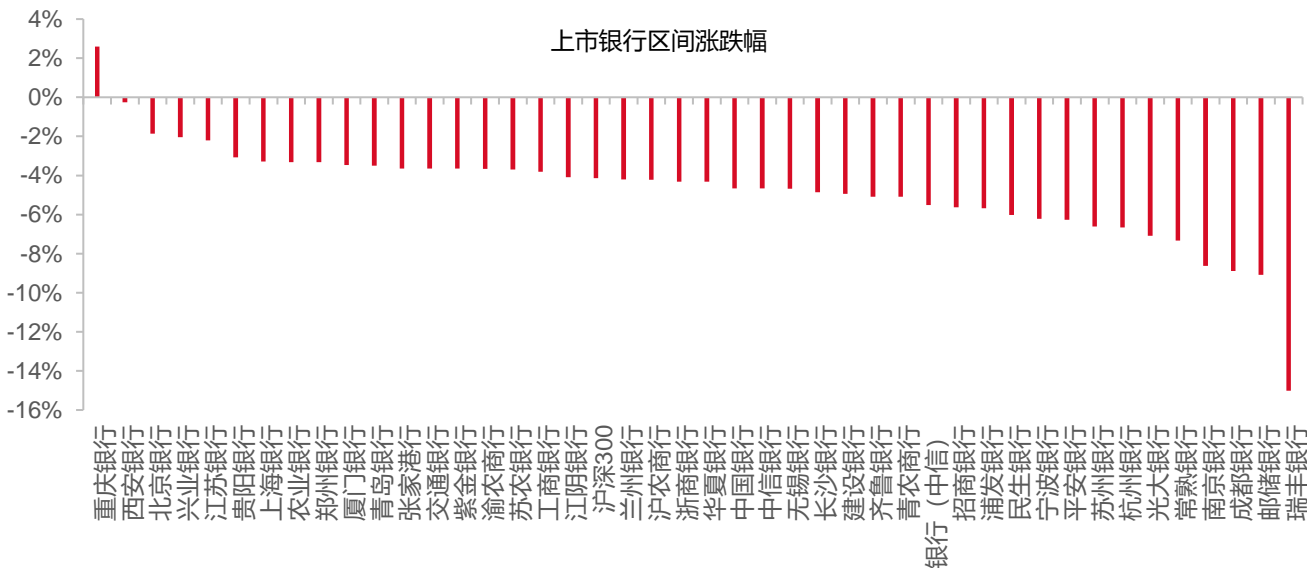
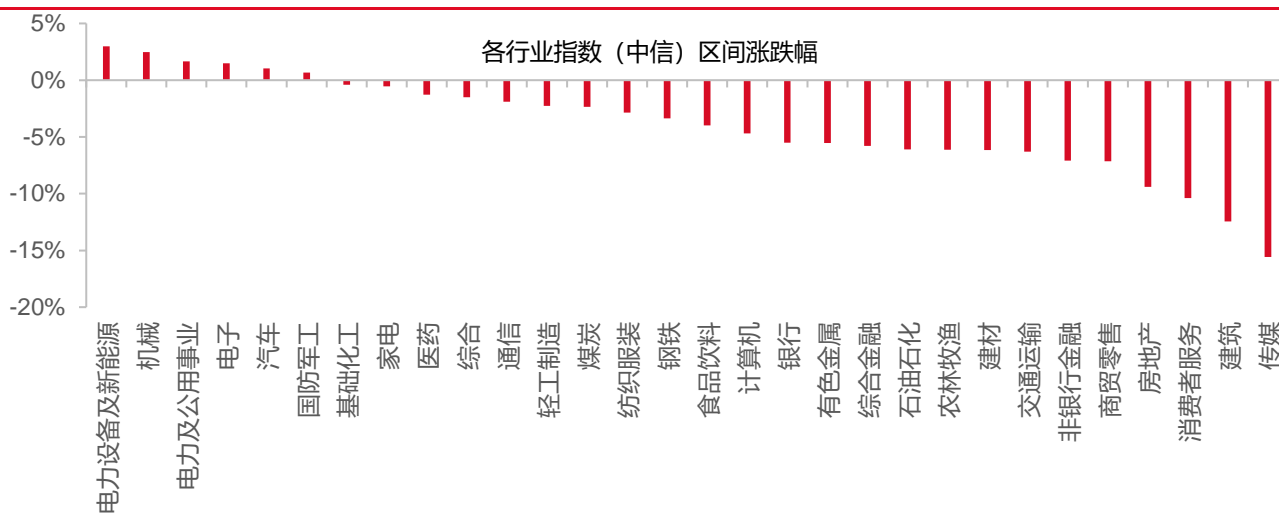
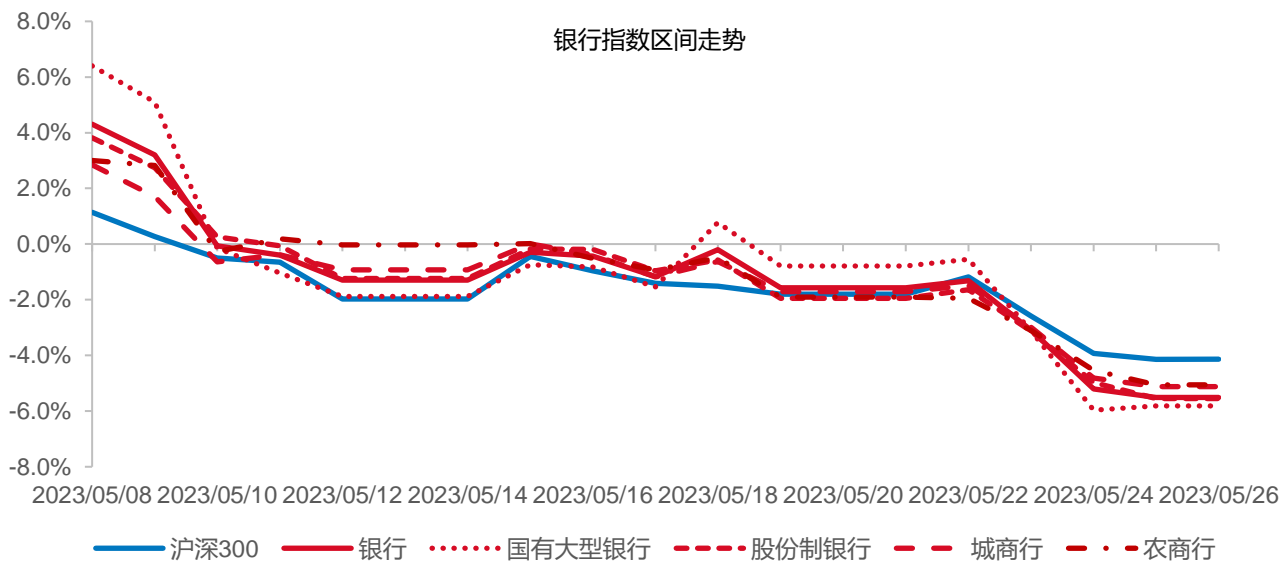
**苏州银行：** 规模增长驱动收入较高增速，区域经济发达，资产质量扎实。

## 3.行情回顾与估值跟踪

2023/05/08-2023/05/26，银行指数（中信）下跌 5.51%，沪深 300 指数下跌 4.13%。子板块中，国有行、股份行、城商行、农商行指数分别-5.81%、-5.55%、-5.21%、-5.06%。个股普跌，重庆银行（+2.60%）、西安银行（+0.26%）、北京银行（-1.86%）、兴业银行（-2.04%）、江苏银行（-2.21%）表现前五。

至 2023/05/26，银行指数（中信）PE(TTM)为 4.89 倍，PB(MRQ)为 0.56 倍，均位于历史低位附近。将超过不良余额部分的拨备还原为净资产后，上市银行整体 PB(MRQ)为 0.51 倍，该估值水平隐含不良率为 4.87%，较账面不良率高 3.6 个百分点。

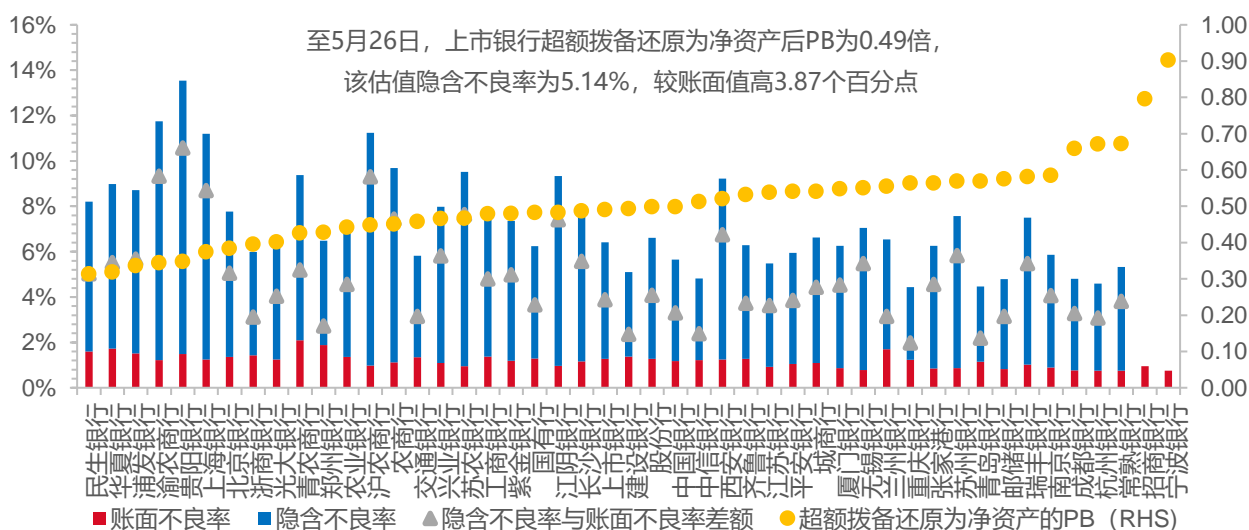
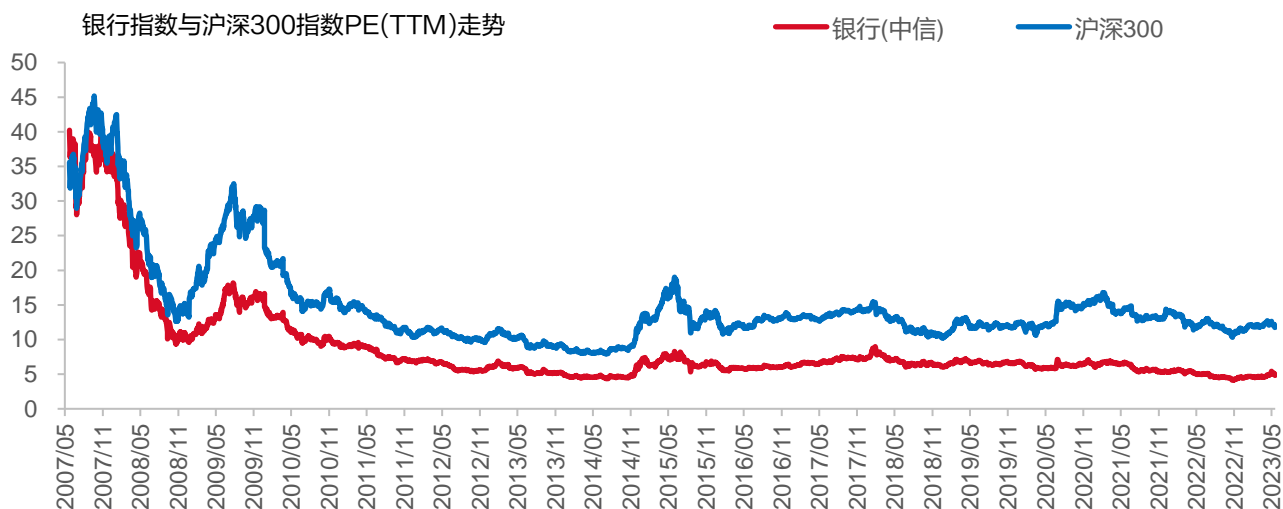
图7 区间行情跟踪 (2023/05/08-2023/05/26)



资料来源: iFinD, 东海证券研究所



图8 银行板块估值跟踪 (截至 2023/05/26)



资料来源: iFinD, 东海证券研究所

注: 超额拨备指超过贷款减值准备超过不良余额的部分; 测算隐含不良率时的基准估值水平为 1 倍 PB

## 4.风险提示

**地产领域风险明显上升：**房地产行业政策转向积极，但市场需求依然较弱，这意味着房地产行业信用风险仍有可能在需求持续低迷的情况下反复无常。若房地产开发商贷款、房地产开发商公司债券及个人按揭贷款违约率明显上升将引起银行业资产质量明显恶化。

**宏观经济快速下行：**政策引导下，银行业对三农、中小微企业、服务业等市场薄弱主体的信贷支持力度较大，这类主体抗风险能力较弱，宏观经济快速下行将影响其还款能力。

**宏观经济低迷触发连续降息：**净息差企稳是本报告的核心逻辑，若宏观经济超预期下滑触发连续降息，银行业净息差将持续收窄，利息净收入将持续承压。

**东部地区信贷需求明显转弱：**高增长潜力标的的选择建立在较快的规模增长基础之上，如东部地区信贷需求明显转弱则导致本地银行业绩驱动力明显减弱。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089