

银行

证券研究报告

2021年09月23日

专题：房地产风险对银行的冲击几何？

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

郭其伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521030001

范清林

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521080004

fanqinglin@tfzq.com

廖紫苑

联系人

liaoziyuan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业点评:本次再贷款政策有什么不同?》2021-09-12
- 《银行-行业点评:今年银行资本补充有哪些新变化?》2021-08-05
- 《银行-行业点评:怎么看 LPR 利率维持不变?》2021-07-21

银行涉房业务风险整体可控

银行参与房地产业务融资方式包括表内贷款、房地产债券、非标及相关 ABS 等等。简单估计，截至 2021Q2 末房地产业务风险合计敞口或约 63 万亿元。在本文中，我们考察银行在最差环境下的风险承受能力。

对于表内贷款部分，在情形一（仅考虑涉房类贷款风险暴露）和情形二（全部信贷资产风险暴露）下，**银行不良率最多分别上升 5bp 和 53bp，拨备覆盖率最多分别下滑 5.68pct 和 44.62pct 至 187.55%和 148.61%**。拨备水平仍然较为厚实，抵御风险能力较强。即便进一步拓展到上市银行层面，在悲观假设下绝大多数银行的拨备覆盖率仍然能维持在监管底线以上，资本充足率保持在充足水平。

对于表外部分，表外部分的净值变动不会直接影响银行的盈利。而且银行理财产品中风险相对较高的房地产开发融资规模占比不大，我们估算比例可能不高于 10.43%。近年来按照资管新规，银行也在逐步压缩高风险的非标占比。风险敞口进一步收缩。

银行资产质量不断改善

之所以银行显示出较强的风险承受能力，主要得益于其资产质量近年来持续夯实。2021Q2 末，商业银行关注率加不良率较上年末下降 29bp 至 4.12%，处于 2016 年以来的最低水平。不良贷款的确认也更加严格。以上市银行为例，截至 2021Q2 末，逾期 90 天以上贷款偏离度（占不良贷款的比例）绝大多数上市银行的该项指标不超过 90%。

政策具有底线思维，房地产风险有望妥善化解

当前我国经济仍面临着下行压力，稳增长的诉求强烈。不发生系统性风险是政策底线。因此在当前的经济环境下，房地产业的风险会在政策引导下有序妥善化解。而房地产贷款余额中个人住房贷款余额占比接近 70%。房地产价格显著下降的可能性较低，这意味着抵押物的价值具有较强韧性，这一程度保障了银行涉房贷款的安全性。我们判断未来更多支持性政策有望出台，信用风险可控。

投资建议：把握股价调整时机，看好银行财富管理业务发展

在房地产债务风险影响下，短期市场情绪变化影响银行板块表现。但以招商银行为代表的优秀银行具备扎实的基本面表现及稳定的业绩释放能力。估值提升的长期逻辑并未改变。商业银行的增长逻辑已经在向非息转变。我们继续看好银行财富管理业务的发展，推荐招商银行、宁波银行、平安银行、邮储银行、杭州银行和江苏银行。

风险提示：经济疲弱，房地产政策出台超预期，流动性收紧，测算误差

重点标的推荐

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价 2021-09-23 | 投资 评级 | EPS(元) | | | | P/E | | | |
|-----------|------|-------------------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 600036.SH | 招商银行 | 48.84 | 买入 | 3.86 | 4.64 | 5.43 | 6.26 | 12.65 | 10.53 | 8.99 | 7.80 |
| 002142.SZ | 宁波银行 | 34.02 | 买入 | 2.50 | 3.10 | 3.73 | 4.42 | 13.61 | 10.97 | 9.12 | 7.70 |
| 000001.SZ | 平安银行 | 17.68 | 买入 | 1.49 | 1.87 | 2.35 | 2.91 | 11.87 | 9.45 | 7.52 | 6.08 |
| 601658.SH | 邮储银行 | 5.00 | 买入 | 0.74 | 0.82 | 0.91 | 1.02 | 6.76 | 6.10 | 5.49 | 4.90 |
| 600926.SH | 杭州银行 | 14.93 | 买入 | 1.20 | 1.49 | 1.77 | 2.06 | 12.44 | 10.02 | 8.44 | 7.25 |
| 600919.SH | 江苏银行 | 5.80 | 买入 | 1.02 | 1.27 | 1.56 | 1.88 | 5.69 | 4.57 | 3.72 | 3.09 |

资料来源：WIND，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



内容目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 房地产风险对银行的冲击几何? | 3 |
| 1.1. 银行涉房业务风险整体可控 | 3 |
| 1.2. 上市银行具备较强的风险承受能力 | 4 |
| 1.3. 表外部分对银行盈利影响小, 高风险敞口逐步压降 | 7 |
| 1.4. 政策具有底线思维, 房地产风险有望妥善化解 | 8 |
| 1.5. 财富管理业务有望打开银行业绩成长空间 | 9 |
| 2. 投资建议 | 10 |
| 3. 风险提示 | 11 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 老 16 家银行涉房类贷款占总贷款余额比重 | 3 |
| 图 2: 银行业及四大行涉房类贷款不良率走势 | 3 |
| 图 3: 重点个股逾期 90 天以上贷款偏离度低于 100%且环比下行 | 7 |
| 图 4: 不良率+关注率处于历史较低水平 | 7 |
| 图 5: 我国资管行业市场规模 | 7 |
| 图 6: (委托贷款+信托贷款) 规模持续压降 | 8 |
| 图 7: 规模以上工业增加值同比增速 | 8 |
| 图 8: 固定资产投资完成额累计同比 | 8 |
| 图 9: 近年来, 百城住宅价格指数同比增速较为平稳 | 9 |
| 图 10: 银行财富管理规模预测 (万亿元) | 10 |
| 表 1: 不同情形下银行不良率和拨备覆盖率变化幅度 | 4 |
| 表 2: 不同情形下银行不良率和拨备覆盖率变化幅度 | 4 |
| 表 3: 《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》(简称 7 号文) 要求 | 5 |
| 表 4: 不同情形下银行核心一级资本充足率变化幅度 | 6 |
| 表 5: 招商银行 (H 股) 近五年每次大跌 (跌幅超 5%) 后的股价涨跌幅 | 10 |

1. 房地产风险对银行的冲击几何？

1.1. 银行涉房业务风险整体可控

近期市场担心房地产债务风险可能对银行造成拖累，我们在本文重点分析涉房业务风险对银行的影响。

银行参与房地产业务融资方式包括表内贷款、房地产债券、非标及相关 ABS 等等。涉房类贷款是银行表内贷款的重要组成部分。以老 16 家银行¹为例，2021Q2 末对公房地产贷款余额和个人住房贷款余额合计占总体贷款余额比例达 33%。从全行业来看，央行披露的金融机构贷款投向统计报告显示，2021Q2 末我国房地产贷款余额 50.78 万亿元，占金融机构贷款余额比例 27.37%。其中房地产开发贷款余额 12.3 万亿元，个人住房按揭贷款余额 36.58 万亿元。非贷款部分如果参考招商银行披露的房地产广义口径风险业务余额结构，非贷款部分规模与贷款部分比例大约 1:1，可以估算房地产非贷款部分风险业务敞口可能为 12 万亿元左右，与贷款部分合计敞口或约 63 万亿元。

关于非贷款部分，我们在下文以银行理财为例进行了更为详尽的分析。总体来看银行通过表外理财参与房地产融资的规模可能不高于 2.7 万亿元（截至 2020 年末），占整体银行理财的比例可能不高于 10.43%，占同期商业银行总资产的比例或不足 1%。

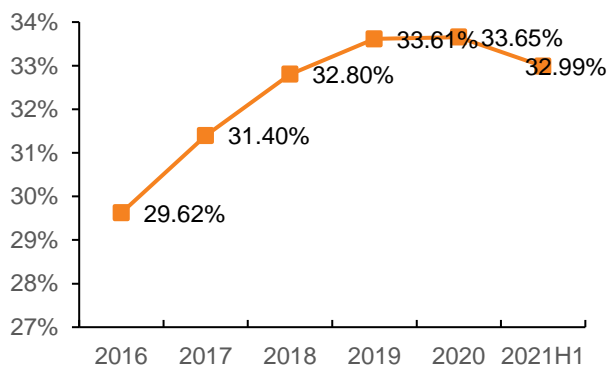
我们先对银行贷款部分进行分析。银行在表内通过信贷投放参与房地产融资。占比较高的个人住房按揭贷款部分一直是银行优质的信贷资产，不良率长期处于较低水平。个人住房贷款的优点是客户分散（风险分散）、抵押充足（房产本身价值较高）。对公房地产开发贷款容易受周期波动的影响。受近些年宏观经济增速换挡、经济发展动能切换以及政策持续趋严等因素影响，对公不良率有所抬升。

我们拟测算在房地产业务风险暴露时，银行不良率和拨备覆盖率的变化程度，用来评判银行是否有足够的风险承受能力。具体思路如下：

首先，综合观测周期和银行业不良贷款的暴露节奏，我们以年度²为频率估测银行业贷款不良率的变化。悲观估计，考察最坏情形，假设银行业涉房贷款不良率的上升幅度达到历史上的年度峰值。具体峰值参考 2007-2021Q2 末银行业的数据，对公和个人涉房贷款不良率最大增幅分别取 39bp 和 10bp。

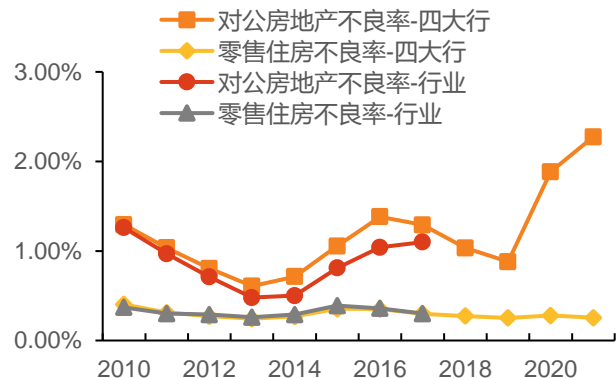
那么，对公和个人涉房贷款合计新增不良余额可能为 844.97 亿元。静态测算下银行业不良率最多抬升 5bp、拨备覆盖率最多下滑 5.68pct 至 187.55%。即在我们相对悲观估计下，银行拨备仍然厚实，抵御风险能力充裕。

图 1：老 16 家银行涉房类贷款占总贷款余额比重



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：银行业及四大行涉房类贷款不良率走势



资料来源：WIND，天风证券研究所

¹ 2010 年及之前上市的 16 家银行

² 2021 年为半年度

即便非涉房类贷款不良率上升，银行的风险承受能力仍然可观。考虑到房地产行业涉及上下游企业较多，我们将假设进一步拓宽至全部信贷资产，仍然按照前述思路进行测算。假设对公和零售贷款不良率上升幅度达到历史年度峰值，即两者分别上升 60bp 和 18bp。在静态测算下，银行业在最坏情况不良率最多抬升 53bp，拨备覆盖率最多下滑 44.62pct 至 148.61%，略低于 150%的传统红线，但仍高于 7 号文规定的监管底线 120%。

表 1: 不同情形下银行不良率和拨备覆盖率变化幅度

| 假设 | 情形 1: 涉房类贷款风险暴露 | | 情形 2: 整体贷款风险暴露 | |
|-----------|-----------------|---------|----------------|-------|
| | 个人住房贷款 | 对公房地产贷款 | 个人贷款 | 对公贷款 |
| 不良率变化幅度 | +10bp | +39bp | +18bp | +60bp |
| 结果 | 整体贷款 | | 整体贷款 | |
| 不良率变化幅度 | +5bp | | +53bp | |
| 拨备覆盖率变化幅度 | -5.68pct | | -44.62pct | |

资料来源: WIND, 天风证券研究所

1.2. 上市银行具备较强的风险承受能力

下面我们以 40 家上市银行个股为例，即将前文测算思路应用至上市银行，来分析银行个体是否有足够的风险承受能力。测算方法大体一致，我们测算上市银行在最差情况下的风险承受能力。

以上市时间较长的老 16 家上市银行³为参考标的，分别选取其不良率历史上的年度最大增幅。对该类最大值进行算术平均，以此作为上市银行不良率的最大可能增幅。即评判历史最坏情形下银行的风险承受能力。可得，对公和个人涉房类贷款不良率上升幅度最多为 97bp 和 13bp。

由此可得，在悲观估计下对公和个人涉房贷款合计新增不良余额最多为 1192.24 亿元。静态测算下银行业不良率最多抬升 10bp、拨备覆盖率最多下滑 14.24pct 至 211.02%。上市银行整体仍保持较强的风险抵补能力。在该情形下，只有 4 家银行拨备覆盖率降至 150%以下，但仍高于 120%。

悲观测算下上市银行风险承受能力仍然较强。延续前文做法，假设非涉房贷款不良率受到涉房类贷款拖累，我们同样将假设进一步拓宽至全部信贷资产。假设对公和零售贷款不良率上升幅度达到历史年度峰值，也即分别达到 51bp 和 39bp，可得总体不良新增可能为 5782.52 亿元，不良率最多抬升 46bp，拨备覆盖率最多下滑 55.54pct 至 169.72%，风险抵补能力仍维持较高水平。在该情形下，只有 11 家银行拨备覆盖率降至 150%以下，仅有 3 家银行降至 110%~120%之间。

表 2: 不同情形下银行不良率和拨备覆盖率变化幅度

| 上市银行 | 不良率上升幅度 (bp) | | 风险暴露后的拨备覆盖率 | | 2021Q2 末 拨贷比 (%) |
|------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|---------------------|
| | 情形 1: 涉房类贷款风险暴露 | 情形 2: 全部信贷资产风险暴露 | 情形 1: 涉房类贷款风险暴露 | 情形 2: 全部信贷资产风险暴露 | |
| 工商银行 | 9 | 46 | 181.64% | 147.46% | 2.96 |
| 建设银行 | 9 | 46 | 210.05% | 171.10% | 3.41 |
| 农业银行 | 9 | 46 | 258.65% | 209.97% | 4.12 |
| 中国银行 | 12 | 46 | 169.24% | 135.86% | 2.74 |
| 邮储银行 | 6 | 44 | 391.45% | 274.75% | 3.49 |
| 交通银行 | 9 | 47 | 141.59% | 115.36% | 2.39 |
| 招商银行 | 11 | 45 | 398.14% | 305.09% | 4.45 |
| 浦发银行 | 10 | 46 | 142.94% | 117.89% | 2.48 |
| 兴业银行 | 12 | 46 | 233.00% | 183.54% | 2.95 |
| 中信银行 | 9 | 46 | 178.93% | 144.96% | 2.84 |
| 民生银行 | 12 | 46 | 134.02% | 113.74% | 2.57 |

³ 因华夏银行相关数据未披露或披露较少，予以剔除

| 上市银行 | 不良率上升幅度 (bp) | | 风险暴露后的拨备覆盖率 | | 2021Q2 末 |
|------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|----------|
| | 情形 1: 涉房类贷款风险暴露 | 情形 2: 全部信贷资产风险暴露 | 情形 1: 涉房类贷款风险暴露 | 情形 2: 全部信贷资产风险暴露 | 拨贷比 (%) |
| 工商银行 | 9 | 46 | 181.64% | 147.46% | 2.96 |
| 光大银行 | 9 | 46 | 172.76% | 137.63% | 2.51 |
| 平安银行 | 11 | 44 | 235.41% | 184.68% | 2.80 |
| 华夏银行 | 9 | 47 | 150.18% | 124.18% | 2.79 |
| 北京银行 | 12 | 47 | 211.09% | 172.09% | 3.31 |
| 上海银行 | 16 | 47 | 286.06% | 231.75% | 3.85 |
| 江苏银行 | 10 | 46 | 260.29% | 201.59% | 3.27 |
| 浙商银行 | 14 | 48 | 164.80% | 137.04% | 2.71 |
| 宁波银行 | 5 | 46 | 479.75% | 321.20% | 4.02 |
| 南京银行 | 6 | 47 | 372.28% | 259.40% | 3.58 |
| 杭州银行 | 9 | 47 | 484.14% | 359.19% | 5.18 |
| 渝农商行 | 3 | 46 | 304.78% | 230.27% | 3.99 |
| 长沙银行 | 6 | 46 | 282.58% | 214.30% | 3.56 |
| 成都银行 | 10 | 48 | 340.50% | 258.56% | 4.09 |
| 重庆银行 | 6 | 47 | 237.47% | 183.90% | 3.34 |
| 贵阳银行 | 8 | 49 | 268.43% | 213.61% | 4.27 |
| 郑州银行 | 14 | 48 | 147.21% | 127.24% | 3.12 |
| 青岛银行 | 12 | 48 | 161.74% | 132.25% | 2.60 |
| 苏州银行 | 5 | 47 | 353.36% | 266.54% | 4.50 |
| 青农商行 | 15 | 48 | 247.52% | 208.89% | 4.33 |
| 齐鲁银行 | 7 | 47 | 209.78% | 164.24% | 3.07 |
| 西安银行 | 8 | 46 | 246.00% | 189.28% | 3.13 |
| 厦门银行 | 9 | 47 | 333.94% | 241.91% | 3.34 |
| 常熟银行 | 2 | 44 | 511.33% | 349.95% | 4.69 |
| 紫金银行 | 5 | 48 | 211.79% | 169.69% | 3.65 |
| 无锡银行 | 3 | 49 | 425.71% | 287.08% | 4.06 |
| 张家港行 | 2 | 46 | 408.09% | 284.51% | 4.10 |
| 苏农银行 | 3 | 48 | 350.64% | 253.48% | 4.12 |
| 江阴银行 | 2 | 49 | 281.30% | 214.14% | 4.21 |
| 瑞丰银行 | 3 | 44 | 241.85% | 184.74% | 3.19 |

资料来源: WIND, 天风证券研究所

表 3: 《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》(简称 7 号文) 要求

| 指标名称 | 指标区间值 | | | | |
|-------------|----------------------|----------|----------------|----------------|----------|
| 贷款分类的准确性 | 逾期 90 天以上贷款纳入不良贷款的比例 | 100% | [85%, 100%) | [75%, 85%) | 70%以下 |
| 处置不良贷款的主动性 | 处置的不良贷款与新形成不良贷款的比例 | 90%及以下 | [75%, 90%) | [60%, 75%) | 60%以下 |
| 资本充足性 | 系统重要性银行 | 13.5%及以下 | [12.5%, 13.5%) | [11.5%, 12.5%) | 11.5%及以下 |
| | 非系统重要性银行 | 12.5%及以下 | [11.5%, 12.5%) | [10.5%, 11.5%) | 10.5%及以下 |
| 拨备覆盖率最低监管要求 | | 120% | 130% | 140% | 150% |
| 贷款拨备率最低监管要求 | | 1.50% | 1.80% | 2.10% | 2.50% |

资料来源: 银监发[2018]7 号, 天风证券研究所

上市银行资本充裕。更进一步, 我们测算不良新增对核心一级资本充足率的影响。假设新增不良贷款按照 150%的比例计提减值损失。实际上该假设较为极端, 原因在于如果考虑到不良贷款的处置和转让, 银行计提的减值损失通常只需要和不良净新增额维持对应的比例, 所以减值损失和不良贷款毛新增额的比例一般会小于 150%。我们在核心一级资本的计算中, 扣减新增不良贷款余额的 150%, 可得上市银行整体在前述两种情形下核心一级资本充足率最多分别下滑 13bp 和 62bp, 至 10.66%和 10.17%, 仍处于较为充足的水平。

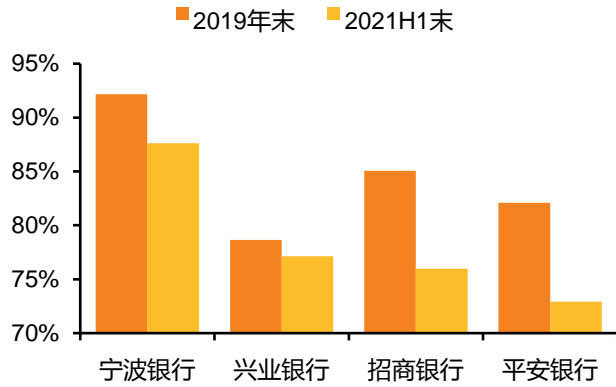
表 4：不同情形下银行核心一级资本充足率变化幅度

| | 核心一级资本充足率下滑幅度 (bp) | | 2021Q2 末 |
|------|--------------------|-----------------|-----------|
| | 情形 1：涉房类贷款风险暴露 | 情形 2：全部信贷资产风险暴露 | 核心一级资本充足率 |
| 工商银行 | -0.12 | -0.66 | 12.90% |
| 建设银行 | -0.14 | -0.71 | 13.23% |
| 农业银行 | -0.13 | -0.64 | 10.85% |
| 中国银行 | -0.16 | -0.66 | 10.80% |
| 邮储银行 | -0.10 | -0.68 | 9.74% |
| 交通银行 | -0.12 | -0.64 | 10.59% |
| 招商银行 | -0.16 | -0.67 | 11.89% |
| 浦发银行 | -0.12 | -0.58 | 9.42% |
| 兴业银行 | -0.12 | -0.48 | 9.20% |
| 中信银行 | -0.11 | -0.57 | 8.63% |
| 民生银行 | -0.13 | -0.49 | 8.52% |
| 光大银行 | -0.11 | -0.55 | 8.79% |
| 平安银行 | -0.14 | -0.56 | 8.49% |
| 华夏银行 | -0.11 | -0.59 | 8.62% |
| 北京银行 | -0.13 | -0.53 | 9.23% |
| 上海银行 | -0.15 | -0.44 | 8.98% |
| 江苏银行 | -0.11 | -0.54 | 8.48% |
| 浙商银行 | -0.19 | -0.65 | 8.37% |
| 宁波银行 | -0.05 | -0.46 | 9.38% |
| 南京银行 | -0.06 | -0.52 | 9.78% |
| 杭州银行 | -0.09 | -0.47 | 8.43% |
| 渝农商行 | -0.03 | -0.48 | 11.99% |
| 长沙银行 | -0.06 | -0.49 | 9.50% |
| 成都银行 | -0.10 | -0.49 | 8.23% |
| 重庆银行 | -0.06 | -0.47 | 8.97% |
| 贵阳银行 | -0.07 | -0.41 | 10.37% |
| 郑州银行 | -0.13 | -0.44 | 9.17% |
| 青岛银行 | -0.14 | -0.59 | 8.29% |
| 苏州银行 | -0.05 | -0.48 | 10.47% |
| 青农商行 | -0.18 | -0.55 | 9.10% |
| 齐鲁银行 | -0.08 | -0.54 | 9.76% |
| 西安银行 | -0.10 | -0.57 | 12.04% |
| 厦门银行 | -0.11 | -0.62 | 10.61% |
| 常熟银行 | -0.02 | -0.55 | 10.17% |
| 紫金银行 | -0.07 | -0.65 | 10.03% |
| 无锡银行 | -0.03 | -0.58 | 8.62% |
| 张家港行 | -0.03 | -0.57 | 9.53% |
| 苏农银行 | -0.04 | -0.57 | 10.70% |
| 江阴银行 | -0.02 | -0.67 | 12.20% |
| 瑞丰银行 | -0.04 | -0.62 | 14.64% |

资料来源：WIND，天风证券研究所

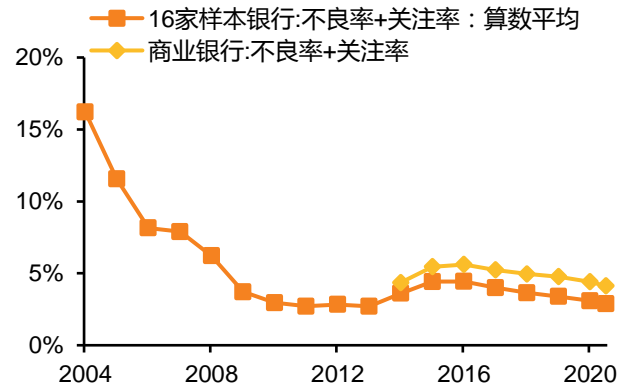
银行资产质量不断改善。之所以上市银行在我们悲观情形测算下，仍显示出较强的风险承受能力，主要得益于其资产质量近年来持续夯实。2021Q2 末，商业银行关注率加不良率较上年末下降 29bp 至 4.12%，处于 2016 年以来的最低水平。不良贷款的确认也更加严格。以上市银行为例，截至 2021Q2 末，逾期 90 天以上贷款偏离度（占不良贷款的比例）绝大多数上市银行的该项指标不超过 90%。

图 3：重点个股逾期 90 天以上贷款偏离度低于 100%且环比下行



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：不良率+关注率处于历史较低水平



资料来源：WIND，天风证券研究所

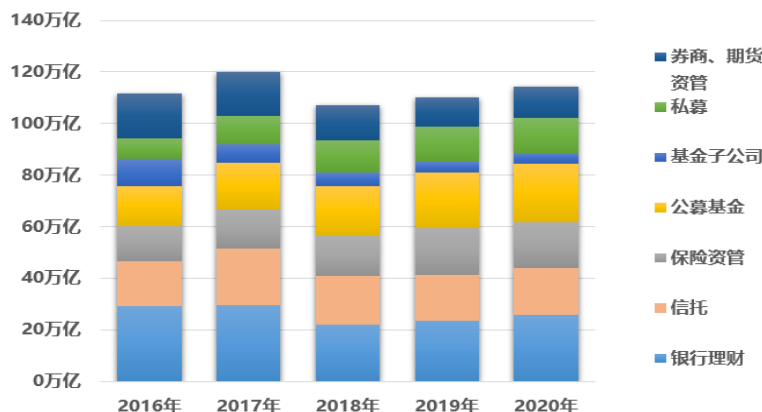
1.3. 表外部分对银行盈利影响小，高风险敞口逐步压降

正如前文所述，除表内贷款部分外，银行还通过表外理财非标等形式参与房地产业的融资项目。我们认为不但贷款部分有充足的拨备来覆盖风险，而且表外理财部分我们认为风险同样可控。

首先，表外部分的净值变动不会直接影响银行的盈利。资管新规要求银行打破刚兑，实现净值化转型。虽然表外的房地产业风险暴露可能会对少数理财产品的收益率和净值形成阶段性的冲击，但因为银行不承担兑付责任，所以不会直接影响到银行的盈利水平。而且考虑到房地产底层资产在理财中占比较低，银行理财也有足够的操作空间消化规模和净值波动造成的不利影响。

其次，银行理财产品中风险相对较高的房地产开发融资业务占比不大。我们参考信息披露较为详尽的招商银行。截至 2021Q2 末，招商银行境内公司房地产广义口径风险业务余额（含实有及或有信贷、债券投资、自营及理财非标投资等业务，不含个人住房贷款）中，境内公司贷款余额占比只有 51.62%。截至 2020 年末，金融机构的房地产开发贷款余额为 11.91 万⁴亿元，如果假设房地产对公贷款与非贷款余额之比接近 1:1，则金融机构房地产非贷款融资规模可能在 12 万亿元左右，其中主要是由债券投资和资管产品组成。如果以银行理财占资管市场的比例（约为 22.65%）进行简单估计，则投向房地产的银行理财规模可能不高于 2.7 万亿元，占整体银行理财的比例或不高于 10.43%，占同期商业银行总资产的比例不足 1%。而且由于银行的风险偏好低于私募、信托等非银机构，所以银行理财中投向房地产的比例应该较测算值再降一个台阶。

图 5：我国资管行业市场规模



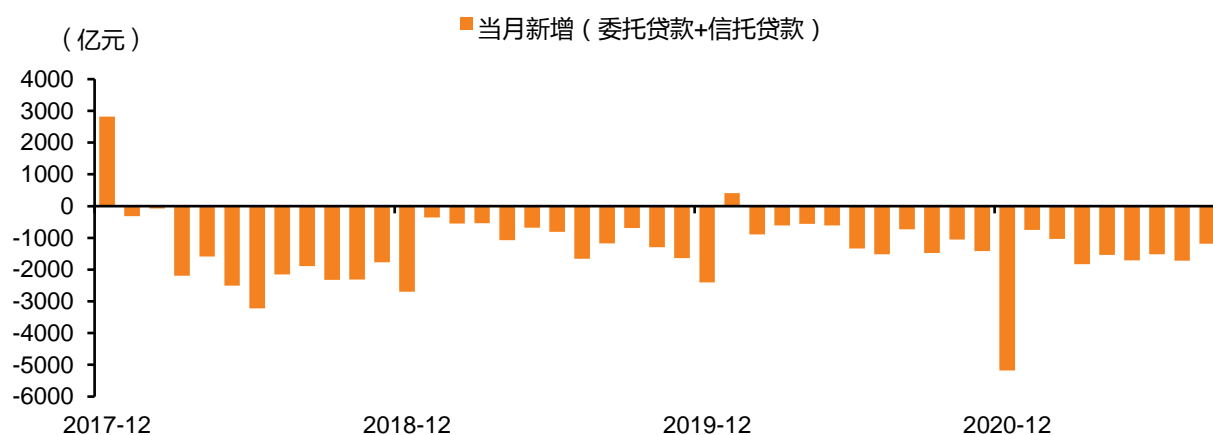
资料来源：中央财经大学中国银行业研究中心，天风证券研究所

第三，银行正在积极处理非标资产，逐步缩小高风险业务敞口。以社融结构中的新增委托

⁴ 2021 年二季度金融机构贷款投向报告统计（数据来源为央行）

贷款和信托贷款来衡量表外非标规模的变化趋势。2018年以来，受资管新规的影响，委托贷款和信托贷款之和长期保持下降趋势，至今已连续19个月保持压降态势，且近7个月的每月压降规模均在1000亿元以上，风险敞口逐渐收窄。

图6：(委托贷款+信托贷款)规模持续压降

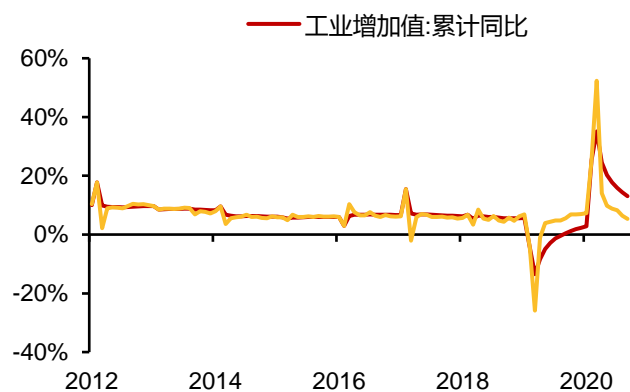


资料来源：WIND，天风证券研究所

1.4. 政策具有底线思维，房地产风险有望妥善化解

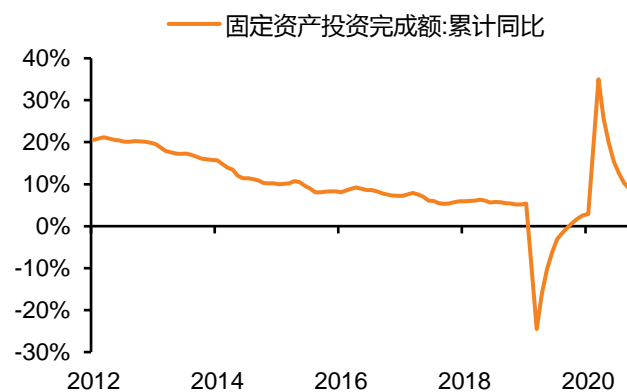
当前我国经济仍面临着下行压力。8月主要经济指标继续回落，规模以上工业增加值累计同比增长13.10%，增速较上月下降1.3pct；当月工业增加值同比增长5.3%，增速较上月下降1.1pct。投资需求方面，8月固定资产投资完成额累计同比增长8.9%，增速低于上月的10.3%，也低于9.07%的wind预测平均值。消费方面，8月社会消费品零售总额累计同比增长18.1%，增速较上月下降2.6pct。

图7：规模以上工业增加值同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

图8：固定资产投资完成额累计同比



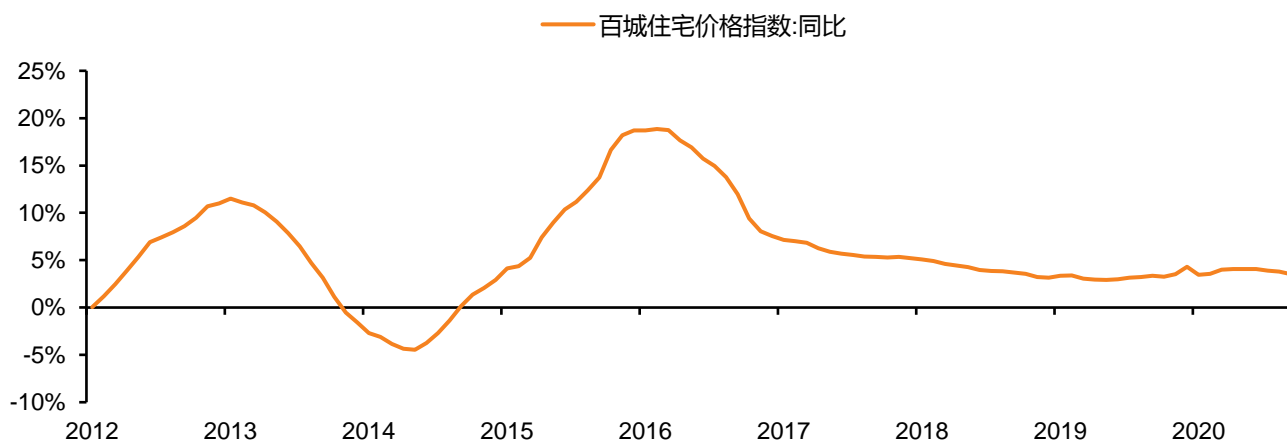
资料来源：WIND，天风证券研究所

政策坚守底线思维，助力风险有序化解。今年7月30日的政治局会议强调“要做好宏观政策跨周期调节”、“保持经济运行在合理区间”。8月货币政策执行报告重申要“处理好经济发展和防范风险的关系，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性”。不难看出，在当前经济面临下行压力的背景下，政策以“稳字当头”，坚持底线思维。7月份的降准也一定程度上显示出政策托底意愿的提升。不发生系统性风险是政策底线，在当前的经济环境下，房地产业的风险会在政策引导下有序妥善化解。

商品房价格具有韧性，住房贷款有足额抵押。房地产贷款余额中个人住房贷款余额占比接近70%。个人住房贷款风险与抵押物（一般为所购房屋）的价值息息相关，我国个人住房贷款和抵押物（商品房）价值的比例通常在70%以下，这意味着抵押品价值有足够的安全垫。只要抵押物价格不发生大幅下跌，个人贷款的偿付能力就有保证。如果观察百城住宅价格指数，不难发现，近年来其同比增速平稳。在“房住不炒”的政策指引下，政策稳房价、稳信用的思路较为明确。当前经济稳增长压力较大，为实现信用健康扩张以及控制风险的考虑，房地产价格显著下降的可能性较低，这意味着抵押物的价值具有较强韧性，

这一定程度保障了涉房贷款的安全性。

图 9：近年来，百城住宅价格指数同比增速较为平稳



资料来源：WIND，天风证券研究所

中小企业政策托底有助于降低信用风险。虽然房地产企业和上下游产业中涉及中小企业数量较多，可能会在风险暴露中受到一些影响，但是另一方面中小企业发挥着保就业、保民生的重要作用，守住中小企业不发生信用风险是潜在的政策底线。中央和地方已经出台一系列中小企业扶持政策，有效化解中小企业的风险状况。即便去年受到疫情影响，商业银行的不良率+关注率仍然处于下降趋势。今年以来随着政策扶持和指引下银行加大存量风险处置化解力度，银行不良率也已经实现好转。730 政治局会议强调对中小企业的支持力度，所以可以预期未来监管部门有望出台更多中小企业优惠扶持政策，不用过度担心中小企业风险波动对银行资产质量的影响。

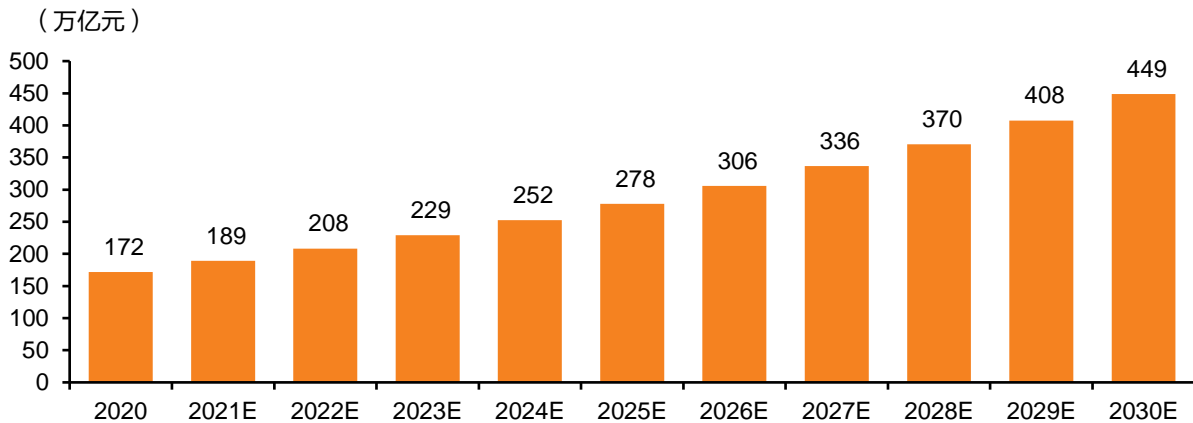
1.5. 财富管理业务有望打开银行业绩成长空间

得益于去年以来提前处置存量问题资产和增厚拨备，商业银行（尤其是上市银行）拨备厚实，不良率和关注率均有所降低，足够应对表内外房地产行业风险暴露带来的扰动。在当前时点，在信贷风险可控的情况下，我们更应该着眼于商业银行未来的长期发展和成长空间。

商业银行增长逻辑正在由息差向非息转变。综合考虑经济下行压力、下半年地方债集中发行以及基建落地节奏加快、当前净息差处于历史底部、银行实际上享受着双边降息的政策环境等因素，我们预计下半年商业银行净息差将稳中小降。当前商业银行的业绩增长点已经在向非利息收入方面转移。以招商银行为例，2021 年上半年代理服务手续费和代理证券交易收入分别同比高增 40.36%和 66.39%，带动手续费及佣金净收入同比增速较上年提升 12.44pct 至 23.62%。

紧扣财富管理发展大势，打开未来发展空间。在各类非息业务之中，财富管理业务无疑正处在高速发展的风口之上。从长期来看，随着资管新规稳步推进、房地产面临的政策环境趋严、居民财富水平和理财意识提升，居民资金将持续地从刚兑资管产品、房地产以及表内存款向大财富管理业务倾斜。根据我们在报告《三大能力与三分天下——大财富管理行业的现状与未来》中的测算，截至 2030 年末，银行财富管理规模有望提升至 449 万亿元，较 2020 年末增长约 161%。

图 10：银行财富管理规模预测（万亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

流动性改善有望支撑财富管理业务继续发力。当前我国经济仍面临着下行压力，稳增长的诉求强烈，未来“宽信用”政策有望落地。9月国常会再次发声，宣布今年再新增3000亿元支小再贷款额度，强调“发挥地方政府专项债作用带动扩大有效投资”。未来“宽信用”政策落地、社融增速企稳有望对财富管理业务发展提供流动性支持。而且3000亿元的再贷款规模大、发行时间紧，预计会有更为明显的稳增长效果。同时考虑到银行资管业务整改已经接近尾声，未来银行理财规模增长也有望回归正常化运作。

2. 投资建议

银行业短期较大幅度下跌往往会创造较好的投资机会。在地产债务风险影响下，市场悲观情绪释放压制板块表现。招商银行作为板块重仓股，其近期股价反映市场短期变化。9月20日招商银行（H股）大跌9.38%，9月22日A股开盘补跌，收跌3.59%。对短期价格变动并不用过度担忧。如果观察近五年股价走势，每当招商银行（H股）出现大幅下跌时（跌幅超过5%），后续基本都会展现出强劲的修复能力。究其原因，主要在于以招商银行为代表的优秀银行具备扎实的基本面表现及稳定的业绩释放能力。

表 5：招商银行（H股）近五年每次大跌（跌幅超5%）后的股价涨跌幅

| 时间 | 当日涨跌幅 | 后5日涨跌幅 | 后30日涨跌幅 | 后60日涨跌幅 |
|------------|--------|--------|---------|---------|
| 2018-02-07 | -5.27% | -1.90% | -5.12% | 0.44% |
| 2018-11-09 | -5.51% | 0% | -8.19% | 8.35% |
| 2019-06-25 | -7.67% | 1.17% | -5.84% | -2.08% |
| 2020-03-16 | -6.49% | -4.37% | 12.07% | 11.31% |
| 2020-03-23 | -6.76% | 8.36% | 15.26% | 14.35% |
| 2020-05-04 | -5.52% | 5.84% | 2.99% | 5.84% |
| 2020-09-29 | -6.04% | 5.03% | 35.24% | 35.24% |
| 2021-02-24 | -5.50% | 0.40% | -4.94% | 12.44% |
| 2021-02-26 | -6.95% | 3.19% | -0.42% | 18.30% |
| 2021-07-08 | -5.04% | 5.80% | 7.92% | — |

资料来源：WIND，天风证券研究所

房地产业风险暴露对优质个股冲击较小，继续看好银行财富管理业务发展。根据我们测算，当前上市银行的不良率处于历史较低水平，重点个股安全垫厚实，房地产业表内外风险暴露基本都在上市银行的可承受范围内。在不发生系统性风险的政策底线之下，房地产风险有望得到妥善化解。我们判断未来更多支持性政策有望出台，信用风险可控。随着商业银行着力拓展非息收入、财富管理业务，我们继续看好零售型银行的发展前景，推荐招商银行、宁波银行、平安银行、邮储银行、杭州银行和江苏银行。

3. 风险提示

- 1) 经济下行超预期，信贷需求疲弱、信用风险波动；
- 2) 房地产相关政策出台超预期，房地产债务风险对银行造成拖累；
- 3) 流动性收紧，影响银行中收业务收入增长；
- 4) 测算有一定主观性，结果或有误差

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |