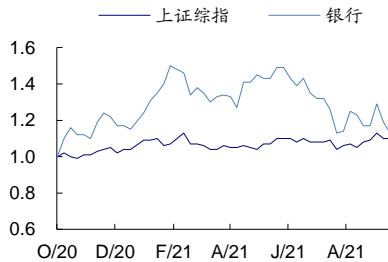


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《2021年10月银行业投资策略:资产质量继续改善》——2021-10-07
 《银行流动性9月月报:预计社融增速阶段性筑底》——2021-09-23
 《关于开展养老理财产品试点的通知》点评:发挥银行优势,加快推进三支柱养老建设》——2021-09-13
 《2021年9月银行业投资策略:资产质量有望持续改善》——2021-09-04
 《2021年中报综述:资产质量改善是核心驱动》——2021-09-03

证券分析师:田维韦

电话:021-60875161
 E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030002

证券分析师:王剑

电话:021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师:陈俊良

电话:021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

行业专题

十年回顾:宽信用阶段银行股表现

● 2010年以来三轮宽信用背景回顾

我们选用社融增速来衡量信用扩张。2010年以来我国主要经历了三轮宽信用,第一轮:2012年7月至2013年5月,社融增速从17.1%提升至23.0%。此轮宽信用主体是基建,表外融资快速扩张,基建投资增速从-2.36%拉升到25.6%。第二轮:2015年三季度至2017年7月,社融增速在12.2%~13.5%区间震荡,2017年8月开始趋势下行。2015-2016年房地产去库存力度超前,楼市持续回暖,成为宽信用主体。2017年2月后房地产和基建投资回落,但制造业投资小幅提升带来信用稳定。另外,此轮宽信用主要是表内信贷快速扩张,表外融资同比大幅少增。第三轮:2020年3月至2020年10月,社融增速从10.7%提升至13.7%。此轮是疫情冲击下的政策对冲,房地产和基建投资增速率先实现正增长。

● 三轮宽信用下银行板块表现及启示

三轮银行板块行情均启动于宽信用中后期或结束后,宏观经济已经呈现明确的企稳改善迹象,宏观经济是银行板块行情启动的核心变量。中信银行指数在第一轮(2012/9/26~2013/2/4)、第二轮(2017/1/1~2018/2/5)和第三轮(2021/1/4~2021/3/16)分别上涨了58.0%、36.9%和14.0%,在30个中信一级行业指数中分别排名第一、第四和第二。

● 对于后续信用环境及经济看法

2021年房地产和基建投资两年平均增速自5-6月份后开始回落,我们认为未来房地产和城投监管难以出现实质性放松。四季度信用环境以稳和结构性宽松为主,预计2021年社融增速为10.5%。货币政策委员会第三季度例会指出,“维护经济大局总体平稳”,“增强信贷总量增长的稳定性”,预计随着国内积极财政政策发力与服务业复苏,经济预期有望回暖。

● 投资建议

随着结构性宽信用效果逐步显现,经济预期有望回暖,预计年底到明年二季度银行板块有一轮估值修复行情,维持行业“超配”评级。个股方面,一是中长期角度持续推荐优质的宁波银行和招商银行,二是结构性宽信用背景下,关注深耕本地实体经济的中小银行,建议重点关注常熟银行、苏农银行和张家港行,以及业绩持续高增的成都银行。

● 风险提示

若宏观经济复苏低于预期,可能从多方面影响银行业。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(十亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
002142	宁波银行	买入	36.26	218	2.88	3.46	12.6	10.5
600036	招商银行	增持	50.93	1280	4.40	5.05	11.6	10.1
601128	常熟银行	增持	6.49	18	0.78	0.96	8.3	6.7
603323	苏农银行	增持	5.29	10	0.63	0.76	8.4	7.0
002839	张家港行	增持	5.76	10	0.61	0.75	9.4	7.7
601838	成都银行	买入	12.36	45	2.04	2.46	6.1	5.0

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

内容目录

宽信用的几个阶段.....	4
2012.7-2013.5: 宽信用主体是基建.....	5
表外融资增长迅猛, 基建迎来新一轮快速扩张.....	5
银行股基本面和资本市场表现.....	7
2015Q3-2017.7: 宽信用主体由地产到民企.....	10
宽信用背景和主体.....	10
银行股基本面和资本市场表现.....	15
2020年: 疫情冲击下的政策对冲.....	17
三轮银行行情启示: 经济是核心变量.....	18
对于后续宽信用和银行股的看法.....	19
投资建议.....	21
风险提示.....	21
国信证券投资评级.....	23
分析师承诺.....	23
风险提示.....	23
证券投资咨询业务的说明.....	23

图表目录

图 1: 央行公布的社融增速	4
图 2: 追溯计算的社融增速	4
图 3: 2011 年之后 GDP 增速下台阶, 2012-2013 年企稳	5
图 4: 2010-2011 年基建投资增速下滑至负增长	6
图 5: PPI 增速持续下行至负增长	6
图 6: 2012-2013 年基建投资又迎来一轮高速扩张	6
图 7: 2012-2013 年宽信用并不是由表内信贷支撑	7
图 8: 2012-2013 表外融资对社融贡献持续提升	7
图 9: 信托规模快速扩张且投向基础产业比重提升	7
图 10: 2012-2013 年初城投债融资较前两年大幅增长	7
图 11: 2013 年-2014Q1 商业银行净利润增速小幅提升	8
图 12: 商业银行净息差同比收窄, 但逐步企稳	8
图 13: 2012-2013 年不良率稳定在 1.0% 以下	8
图 14: 2013 年股份行营收增速提升最明显	8
图 15: 股份行 2013 年净利润增速小幅提升	8
图 16: 2012 年四季度到 2013 年 2 月初银行股有明显的绝对和超额收益	9
图 17: 2012.9-2013.02 银行板块 PB 值持续提升	9
图 18: 2012.9-2013.02 中信银行指数涨幅排名第一	9
图 19: 2012 年四季度至 2013 年 2 月初股份行股价涨幅明显领先	10
图 20: 2017 年前三季度 GDP 增速有所反弹	11
图 21: 2017 年一季度央行连续 2 次上调逆回购利率	11
图 22: 2017 年一季度央行连续两次上调 MLF 利率	11
图 23: 2015-2016 年宽信用主体是房地产	12
图 24: 2015-2016 年房地产贷款高增	12
图 25: 2015-2017 棚改货币化力度大	12
图 26: 2015-2016 年房地产去库存效果显著	13
图 27: 2015-2016 年房地产价格指数大幅上涨	13
图 28: 2015-2016 年贷款增速明显高于社融增速	13
图 29: 2015-2016 年表外融资同比大幅少增	13
图 30: 制造业投资增速在 2016 年 8 月筑底后小幅反弹	14
图 31: 2017 年企业中长期贷款比重提升至高位	14
图 32: 2016Q4-2017.7 制造业 PMI 处于高位	14
图 33: 2017 年 PPI 同比增速在阶段性高位	14
图 34: 2016 年下半年至 2017 年国企和民企融资差距缩小	14
图 35: 2016 年下半年民营企业信用利差大幅下行	14
图 36: 16 家上市行净利润 2016 年企稳, 2017 年反弹	15
图 37: 16 家上市行营收增速 2017Q1 筑底反弹	15
图 38: 16 家上市行 2016-2017 年不良生成率下行	15
图 39: 商业银行净息差 2017Q1 筑底反弹	15
图 40: 银行指数 PB 值自 2017 年初明显上行	16
图 41: 2017 年初自 2018 年 2 月初银行板块涨幅排名第四	16
图 42: 2015-2017 年 16 家上市行净利润增速	17
图 43: 2017 到 2018 年初招行、建行和工行股价涨幅居前	17
图 44: 基建和房地产投资增速率先恢复正增长	17
图 45: 银行指数 PB 从 2021 年初反弹至 2021 年 3 月中旬	18
图 46: 2021 年初至 3 月中旬银行指数涨幅	18
图 47: 2021 年初至 9 月底涨幅	18
图 48: 宏观经济是决定银行板块行情的核心变量	19
图 49: 房地产和基建投资两年平均增速在 5-6 月份见顶后回落	20
图 50: 预计 2021 年末社融增速为 10.5%	20
图 51: 当前银行指数 PB 值已充分反映了市场对经济的悲观预期	21
表 1: 社融统计口径的重要调整	4
表 2: 主要公司估值表	22

本文系统回顾了 2010 年以来三次宽信用（体现为社融增速持续回升）的宏观背景和宽信用的方式，以及该阶段银行板块资本市场表现。基于三次宽信用经验，报告对未来我国信用环境和银行板块表现进行了展望。

我们发现 2010 年以来的三轮宽信用都与基建和地产高度相关，如 2012-2013 年宽信用主体是基建，2015-2016 年宽信用主体主要是房地产，2020 年基建和房地产投资率先实现正增长。同时，宽信用阶段银行板块都有一轮估值修复行情，且行情均启动于宽信用中后期或结束后，宏观经济已经呈现明确的企稳改善迹象，宏观经济是银行板块行情启动的核心变量。但三轮宽信用阶段中银行板块反弹幅度持续减弱，我们认为核心逻辑是我国经济自 2011 年以来进入持续下行周期，且经济周期波动在弱化。

宽信用的几个阶段

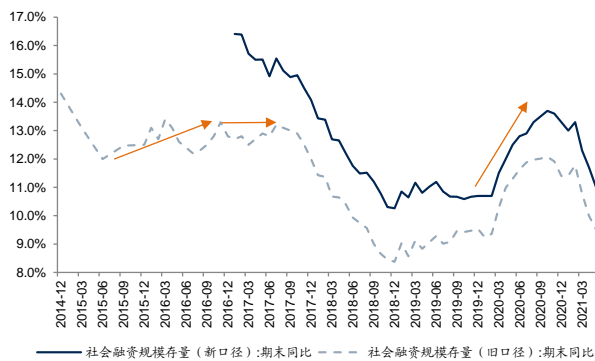
我们主要采用社会融资规模增速来度量信用扩张。社融指标于 2010 年由我国首创，由于早期数据披露频率较低，且统计口径自 2018 年以来经历了三次重要调整，因此 2017 年之前采用旧口径社融（不包括政府债券、核销和 ABS）来分析，且 2014 年之前的数据通过披露的增量数据追溯得到。从数据来看，2010 年以来我国主要经历了三次宽信用阶段，分别为 2012 年 7 月至 2013 年 5 月、2015 年三季度至 2017 年 7 月（该阶段社融增速小幅震荡，可视为稳信用阶段）、2020 年 3 月至 2020 年 10 月。考虑到回溯数据和公开披露数据可能存在误差，因此前两轮宽信用阶段开始和结束的具体时间与实际情况可能存在差别，因此后续分析中我们将结合宏观经济数据等来具体分析宽信用阶段。

表 1: 社融统计口径的重要调整

2018 年 7 月	央行将存款类金融机构资产支持证券和贷款核销两项纳入社融统计
2018 年 9 月	央行将地方政府专项债券纳入社融统计
2019 年 12 月	央行将国债和地方债也纳入社融口径，与专项债同计入政府债券

资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

图 1: 央行公布的社融增速



资料来源：iFinD，央行，国信证券经济研究所整理。注明：（1）新口径包含政府债券、核销和 ABS，旧口径不含。（2）2018 年以来旧口径的社融增速为计算值。

图 2: 追溯计算的社融增速



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理。注明：社融存量按照下个月存量减当月各项增量来测算，考虑到央行测算增速时会和数据追溯调整，因此追溯计算的社融增速与实际值可能存在差别。

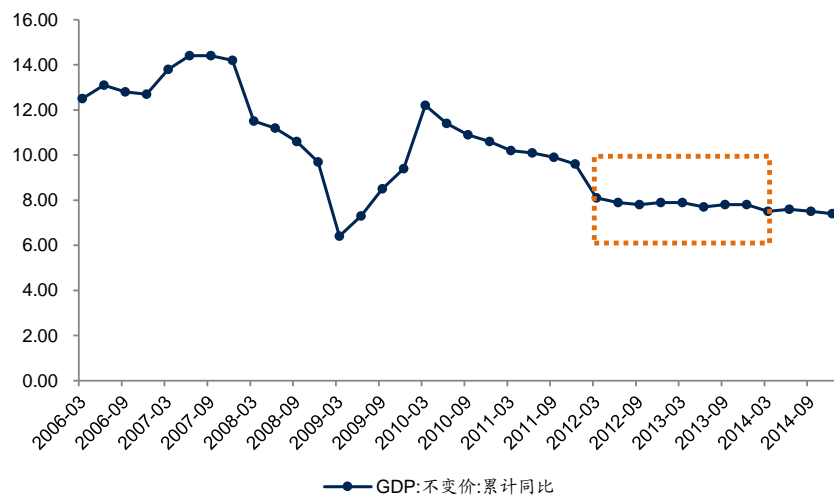
2012.7-2013.5: 宽信用主体是基建

表外融资增长迅猛，基建迎来新一轮快速扩张

由于 2008 年四万亿刺激带来经济过热，2009 年下半年央行政策转向紧货币，对经济的冲击逐步显现，2011 年 GDP 增速下台阶，经济面临巨大的下行压力。2010 年至 2011 年三季度央行连续 5 次加息、11 次上调法定存款准备金率，该期间 1-3 年贷款基准利率合计上调 125bps 至 6.65%，金融机构存款准备金率合计上调 5.5 个百分点至 21.5%。进入 2011 年，紧货币政策对经济的冲击逐步显现，社融和信贷增速从 20% 以上一路回落至约 12% 的水平，基建投资在前期透支之下更是一度跌入负增长。2011 年三季度 GDP 累计增速降到两位数以下，2012 年上半年进一步降到 8.0% 以下，PPI 增速也从 2011 年前三季度的约 7% 降至 2012 年的持续负增长，经济面临巨大的下行压力。

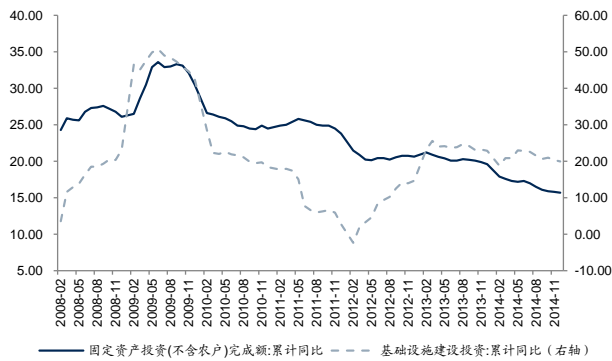
在经济下行压力不断加大的背景下，2011 年四季度开始央行不得不再次放松货币政策，宽货币逐步向宽信用传导，2012 年 6 月社融增速阶段性筑底，2013 年 5 月达到阶段性高点 23.0%。2011 年四季度至 2012 年 7 月央行连续 2 次降息，3 次下调存款准备金率，该期间 1-3 年贷款基准利率合计下调 50bps 至 6.15%，金融机构存款准备金率合计下调 1.5 个百分点 20.0%。宽货币逐步向宽信用传导，贷款增速在 2012 年 5 月筑底后持续回升，2013 年 5 月达到阶段性高点 16.2%，社融增速则在 2012 年 6 月阶段性筑底，2013 年 5 月达到阶段性高点 23.0%。在宽货币和宽信用政策支持下，经济逐步企稳，2012-2013 年 GDP 增速基本稳定在 7.7%-7.9% 的水平。

图 3: 2011 年之后 GDP 增速下台阶，2012-2013 年企稳



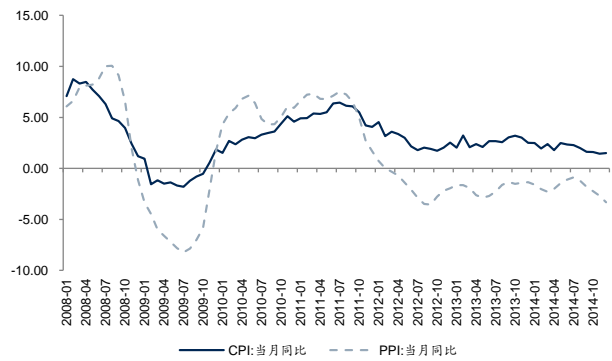
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

图 4: 2010-2011 年基建投资增速下滑至负增长



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

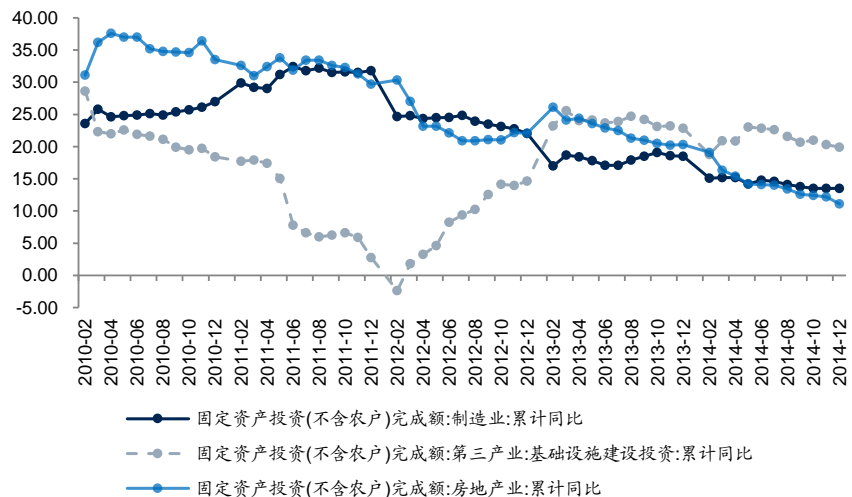
图 5: PPI 增速持续下行至负增长



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

此轮宽信用有两个明显的特点，一是此轮信用扩张主体主要是基建，基建投资又出现一轮较为明显的扩张。二是表外融资增长迅猛，城投债融资也大幅增长，这是基建投资快速反弹的重要融资来源。为了稳住经济，2012 年开启了新一轮基建刺激的逆周期调控，2012 年 3 月开始基建投资增速持续反弹，这一轮刺激将基建投资增速从 2012 年 2 月的-2.36%拉升到 2013 年 3 月高点 25.6%，2013 年持续保持在 20%以上的高水平。在基建投资高速扩张的支撑下，固定资产投资增速企稳，发挥了托底经济的作用。房地产投资增速在该阶段则保持在 20%-25%的水平，但较 2011 年 30%以上的水平有所回落。制造业投资增速则自 2012 年开始持续回落，由 2011 年的 30%以上降到 2012 年的 22%左右，2013 年制造业投资增速进一步降到约 17%-19%的水平。同时，PPI 同比也持续负增长，制造业面临较大的下行压力。

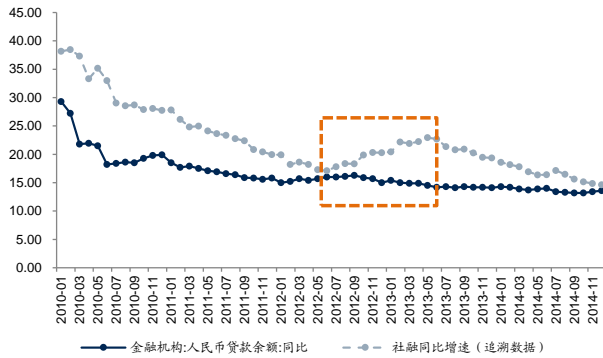
图 6: 2012-2013 年基建投资又迎来一轮高速扩张



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

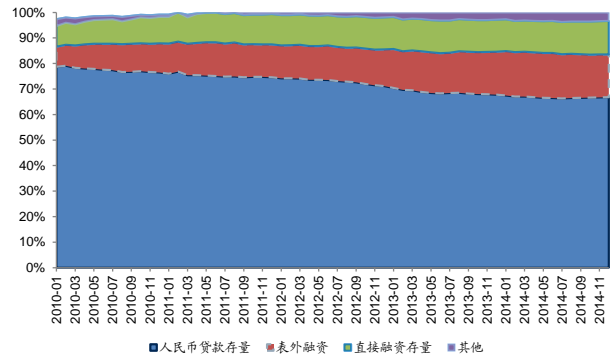
这一轮基建融资很大一部分来自于表外融资的迅猛增长，城投债融资规模大幅增长也有所贡献。2012-2013 年社融项下统计的表外融资（包括委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票，下同）分别新增 3.6 万亿元和 5.2 万亿元（见图 29），同比分别增长 43.2%和 42.8%。从社融存量结构来看，人民币贷款比重由 2011 年初的约 75%持续降到 2013 年底的约 68%，表外融资合计比重则由 2011 年初的约 12%持续提升至 2013 年底的约 17%，直接融资比重则从 2011 年初的约 11.5%提升到 2013 年底的 12.7%。

图 7: 2012-2013 年宽信用并不是由表内信贷支撑



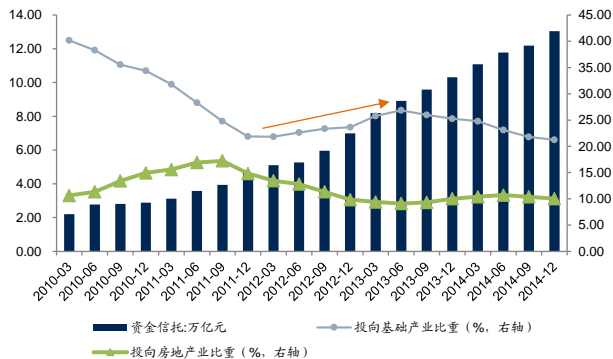
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

图 8: 2012-2013 表外融资对社融贡献持续提升



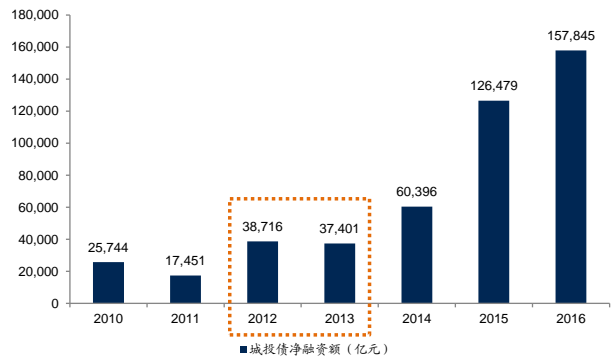
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 9: 信托规模快速扩张且投向基础产业比重提升



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 10: 2012-2013 年初城投债融资较前两年大幅增长



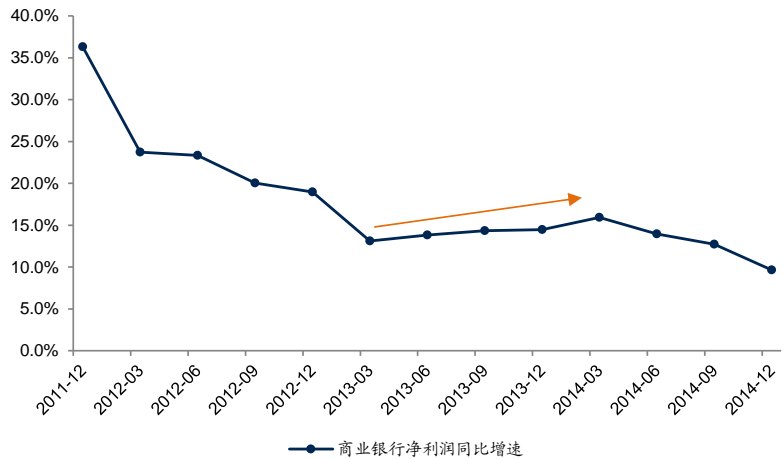
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

银行股基本面和资本市场表现

■ 业绩改善, 股份行提升更明显

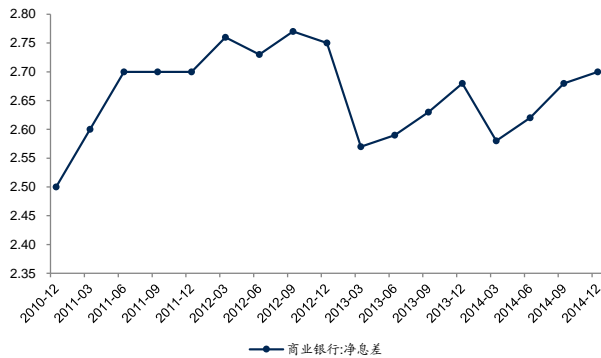
伴随宏观经济企稳, 银行净利润增速小幅提升。宽货币背景下商业银行净息差收窄, 但 2013 年一季度阶段性筑底后有所提升, 净息差同比收窄幅度缩小。伴随宏观经济企稳, 商业银行资产规模维持快速扩张, 2012-2013 年商业银行不良率稳定在 1.0% 以下, 资产质量优异。因此, 商业银行净利润增速在 2013 年一季度阶段性筑底后迎来小幅提升, 一直延续到 2014 年一季度。

图 11: 2013 年-2014Q1 商业银行净利润增速小幅提升



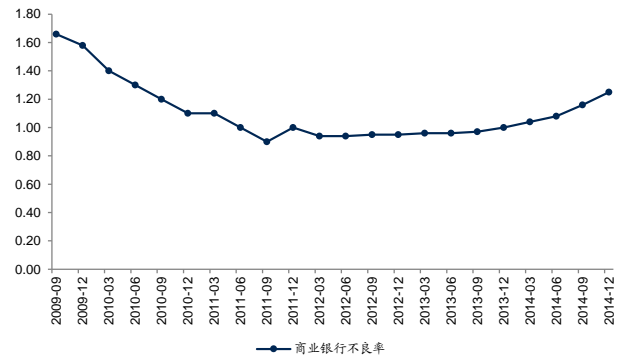
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 12: 商业银行净息差同比收窄, 但逐步企稳



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

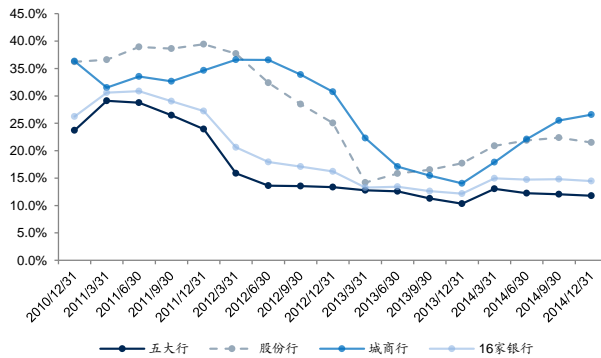
图 13: 2012-2013 年不良率稳定在 1.0% 以下



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

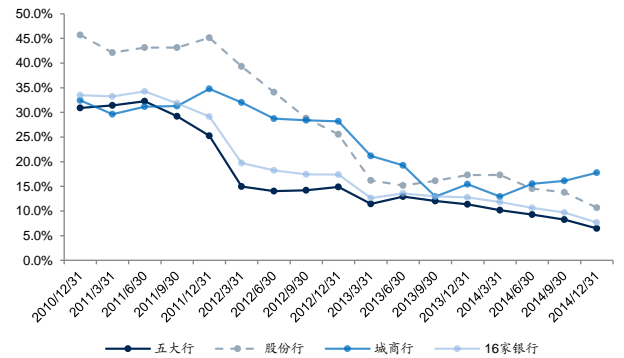
股份行业绩提升最明显。此轮宽信用一个特点是表外融资快速扩张, 另一个特点是宽信用的主体是基建, 股份行在该阶段积极顺应趋势, 抓住发展机遇, 表外融资快速扩张, 表内大力发展投资类资产和同业资产 (底层为基建), 因此该阶段股份行业绩改善最明显。

图 14: 2013 年股份行营收增速提升最明显



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 15: 股份行 2013 年净利润增速小幅提升

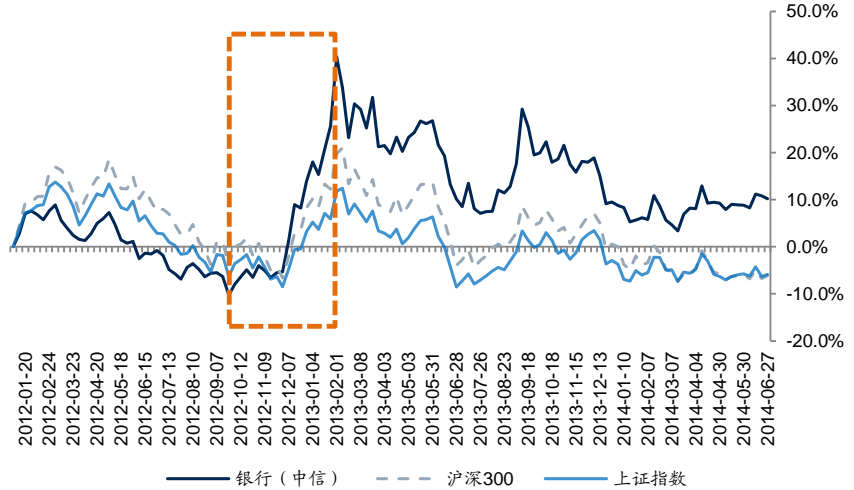


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

■ 银行板块涨幅排名第一，股份行股价大幅上涨

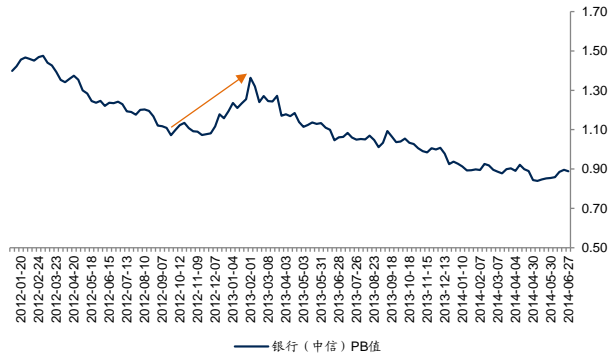
2012年四季度到2013年2月初银行板块表现最为亮眼，迎来戴维斯双击。中信银行指数该阶段（2012/9/26~2013/2/4）上涨了58.0%，在30个中信一级行业指数中排名第一，明显高于涨幅排名第二的房地产业29.8%的涨幅，同期沪深300指数上涨24.3%，上证指数上涨19.7%。该阶段中信银行指数PB估值从1.06x提升至1.38x，银行板块迎来戴维斯双击。

图 16: 2012 年四季度到 2013 年 2 月初银行股有明显的绝对和超额收益



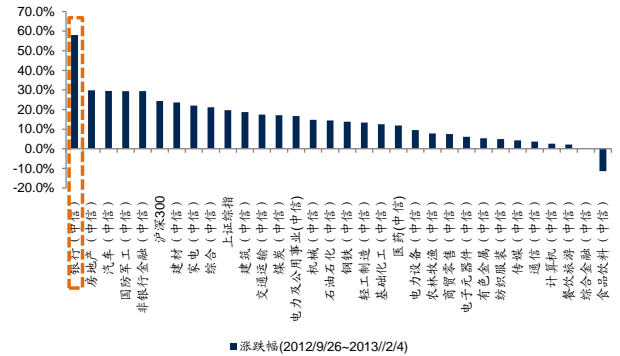
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 17: 2012.9-2013.02 银行板块 PB 值持续提升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

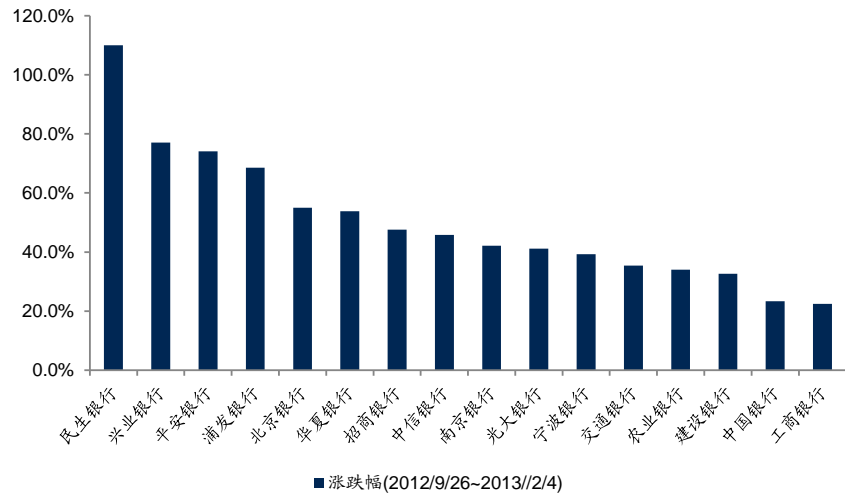
图 18: 2012.9-2013.02 中信银行指数涨幅排名第一



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

16家上市银行中股份行股价涨幅明显领先，五大行涨幅落后。该阶段民生银行领涨，股价涨幅达110.0%，紧随其后的是兴业银行和平安银行，分别上涨了77.0%和74.1%。工商银行涨幅排名垫底，仅上涨22.5%。

图 19: 2012 年四季度至 2013 年 2 月初股份行股价涨幅明显领先



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

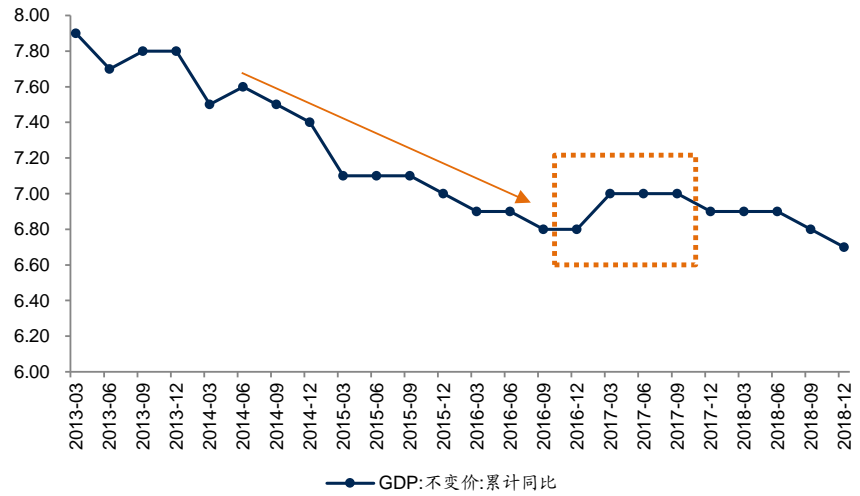
2015Q3-2017.7: 宽信用主体由地产到民企

宽信用背景和主体

此轮宽信用可以划分为两个阶段：2015 年三季度至 2016 年 9 月，宽货币宽信用阶段；2016 年四季度至 2017 年 7 月，紧货币稳信用阶段。

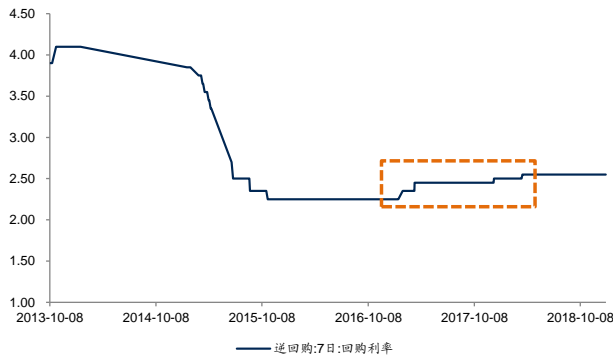
2013 年我国开始加强治理影子银行，叠加房地产和产能过剩行业调控加强等，进入 2014 年经济增速明显下降。为了扭转经济颓势，央行货币政策加速宽松，央行 2014 年 11 月首次降息，2015 年再连续降息 5 次，一年期贷款基准利率合计下调 140bps 至 4.75%，同时多次下调逆回购利率。另外，2015 年到 2016 年一季度央行连续 5 次降准，合计下调存款准备金率 3 个百分点。宽货币逐步向宽信用传导，社融增速在 2015 年二季度末阶段性筑底，该轮信用扩张一直延续到 2017 年 7 月，8 月开始社融增速一路下行，由于此轮社融增速波动较小，也可以视作稳信用阶段。指的是注意的是，宏观经济企稳改善后，宽松的货币政策自 2016 年四季度转向，2017 年一季度央行连续上调逆回购、MLF 等政策利率。虽然货币政策转向紧货币，但社融增速自 2017 年 8 月才持续回落，主要是该阶段制造业投资增速小幅提升。

图 20: 2017 年前三季度 GDP 增速有所反弹



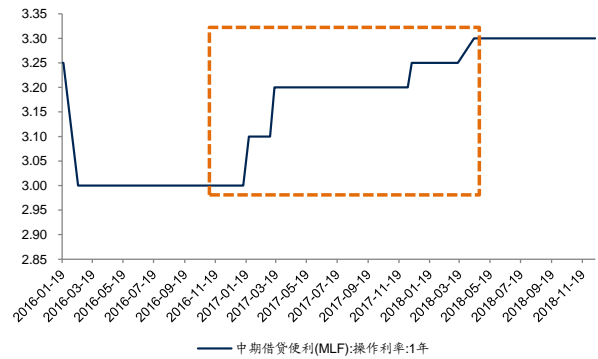
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

图 21: 2017 年一季度央行连续 2 次上调逆回购利率



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

图 22: 2017 年一季度央行连续两次上调 MLF 利率

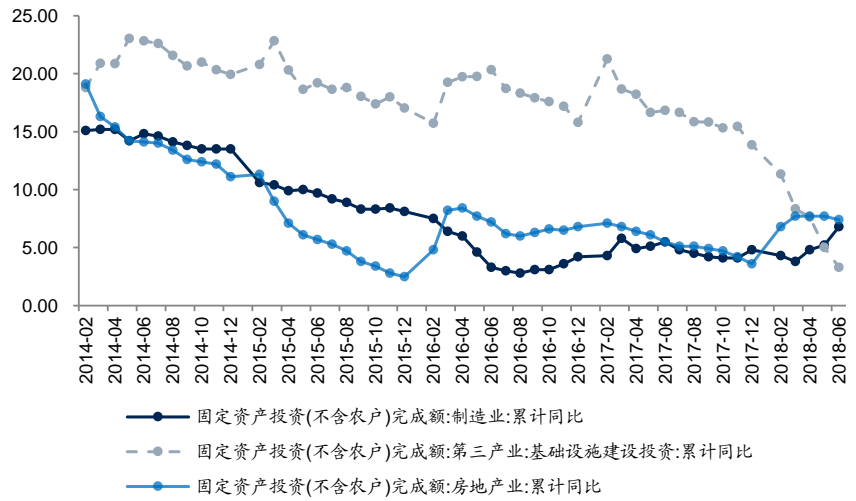


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

■ 房地产去库存力度空前，成为宽信用主体

2015 年三季度到 2017 年初宽信用主体主要是房地产。房地产投资增速从 2013 年的 20% 以上持续降至 2015 年底的 2.5%，此后在政策支持下，房地产市场回暖，房地产投资增速反弹至 2016 年 4 月的 8.4%，此后仍保持了非常强的韧性，2017 年一季度之前一直保持在约 7.0% 的增速。该阶段基建投资增速保持在 15%~20% 区间，仍然保持了较高两位数的增长，但较 2013-2014 年 20% 以上的增速有所回落。制造业投资增速则从 2015 年初的 10.6% 持续降到 2016 年 8 月的 2.8%，四季度开始制造业投资增速小幅回暖。

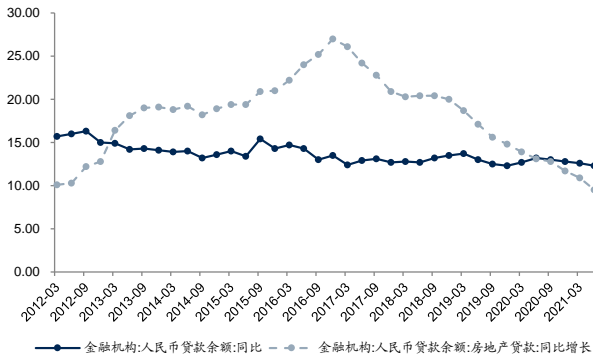
图 23: 2015-2016 年宽信用主体是房地产



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

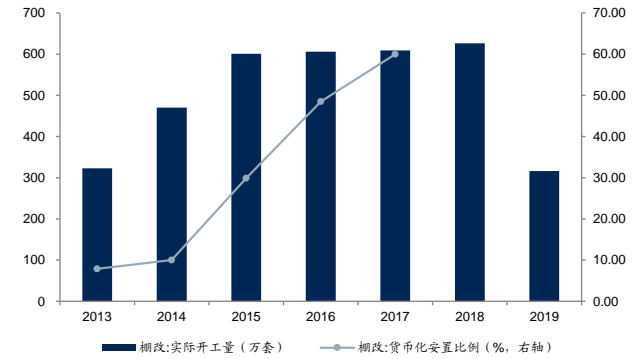
2015 年-2016 年房地产去库存政策力度空前, 房地产景气度高涨。在宏观经济下行压力加大背景下, 2015 年房地产政策坚持促消费、去库存的总基调, 供需两端宽松政策频出。需求端除了降息操作等货币政策外, 房贷标准和公积金政策逐步放宽, 同时, 财税政策积极调整, 营业税免征期限由 5 年调整为 2 年, 房屋转让、租赁手续费减免等刺激房地产政策陆续出台; 供给端则加强结构性改革, 加大棚户区改造和货币化比例等方式多渠道消化库存商品住宅, 多轮政策组合刺激下, 楼市持续回暖, 成为此轮宽信用的主体。

图 24: 2015-2016 年房地产贷款大增



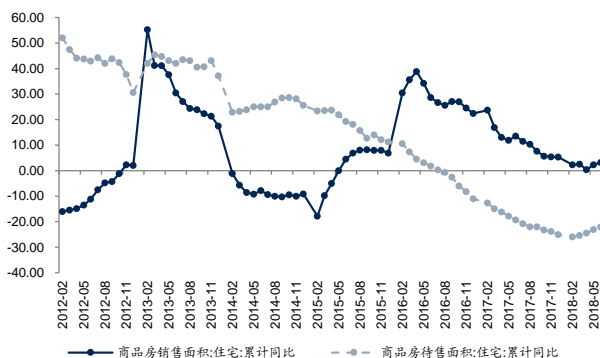
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

图 25: 2015-2017 棚改货币化力度大



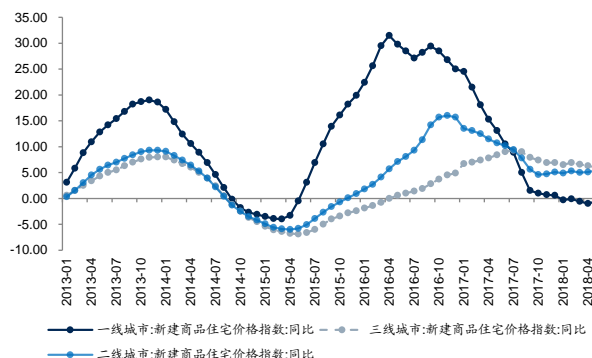
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 26: 2015-2016 年房地产去库存效果显著



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

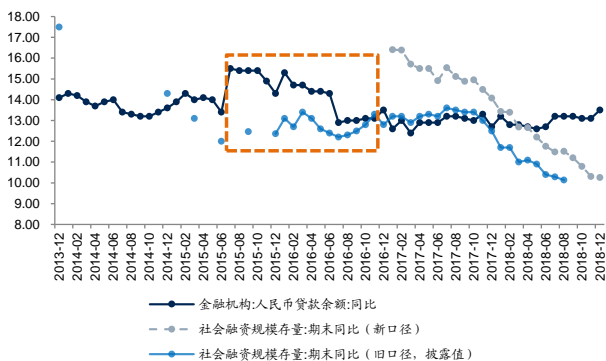
图 27: 2015-2016 年房地产价格指数大幅上涨



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

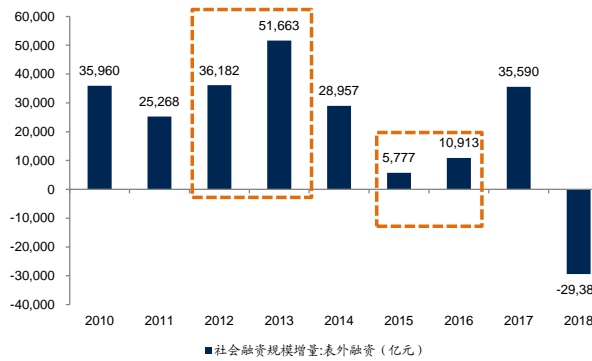
此轮宽信用主要是表内信贷快速扩张, 表外融资同比大幅少增。2013 年之后非标整治力度加大, 表外融资扩张明显放缓。2015-2016 年社融项下统计的表外融资分别新增 0.6 万亿元和 1.1 万亿元, 较前期大幅少增。2017 年监管风暴下债市牛市不在, 非标融资再次兴起。整体来看, 此轮信用扩张主要是表内信贷快速扩张推动。

图 28: 2015-2016 年贷款增速明显高于社融增速



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

图 29: 2015-2016 年表外融资同比大幅少增

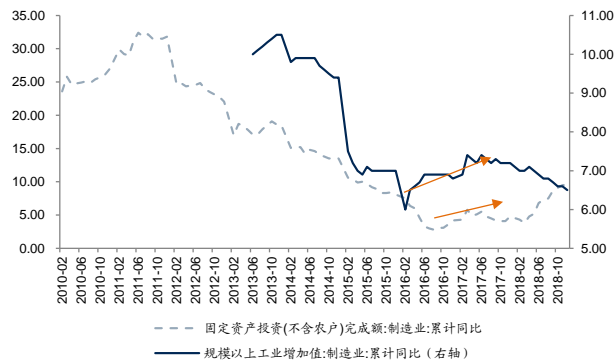


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

■ 2016Q4 以来制造业小幅反弹, 起到稳信用作用

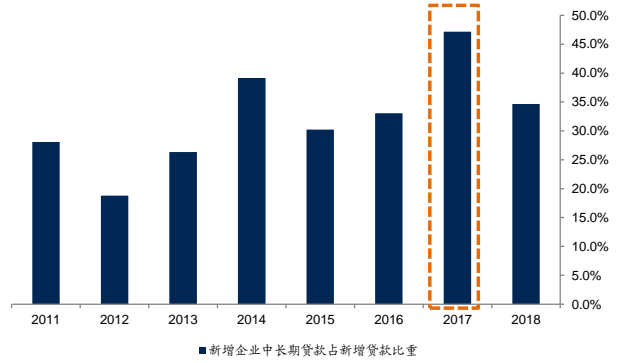
2017 年 3 月以来房地产和基建投资增速均开始回落, 但社融增速自 2017 年 8 月开始才持续回落, 我们认为主要是制造业投资小幅反弹对信用扩张形成一定支撑。制造业投资增速自 2012 年初持续回落, 2016 年 8 月降到 2.8%, 此后企稳并小幅反弹, 2017 年 3 月达到 5.8%, 且之后保持了一定的韧性。制造业 PMI 指数和 PPI 同比增速在该阶段均处在阶段性高点, 2017 年新增企业中长期贷款占新增贷款比重提升至 47.2%, 其中 2017 年一季度该比值达到 63.2%, 这些迹象均表明制造业景气度在提升。此轮制造业投资增速反弹的原因, 市场主流观点认为是朱格拉周期已经开始启动。

图 30: 制造业投资增速在 2016 年 8 月筑底后小幅反弹



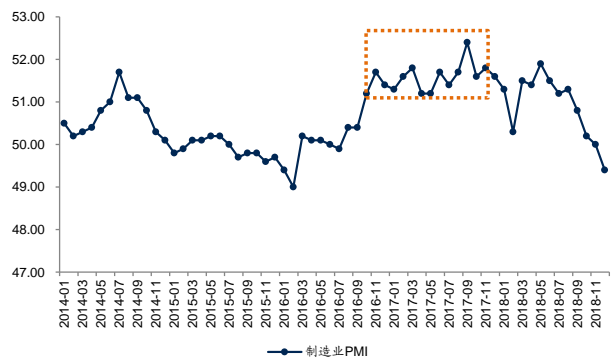
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

图 31: 2017 年企业中长期贷款比重提升至高位



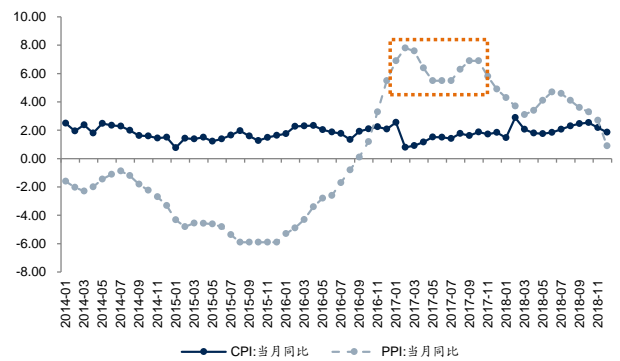
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 32: 2016Q4-2017.7 制造业 PMI 处于高位



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

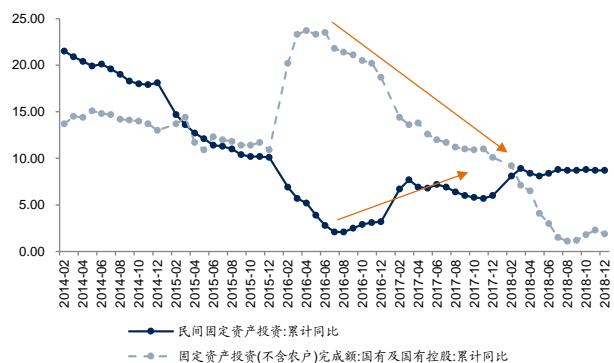
图 33: 2017 年 PPI 同比增速在阶段性高位



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

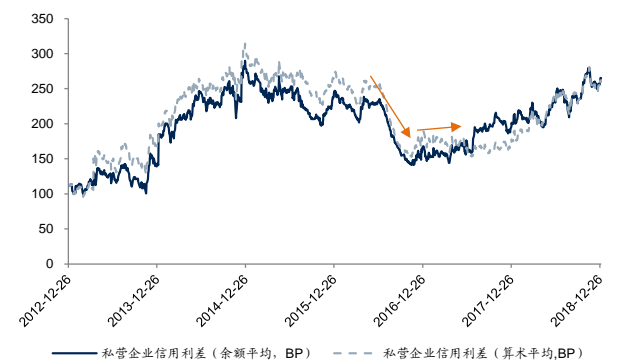
该阶段民企融资环境有所回暖, 与国企的融资难度差距缩小。从固定资产投资增速来看, 国有及国有控股固定资产投资增速从 2016 年 6 月末的 23.5% 持续下降至 2017 年 7 月底的 11.7%, 民间固定资产投资则从 2.8% 持续上行至 6.9%, 两者差距大幅收窄。从信用利差表现来看, 2016 年下半年民营企业信用利差大幅下行, 按照余额平均计算的民营企业信用利差从 2016 年 6 月底的约 230bps 持续下降至 2016 年 11 月份的约 140bps, 且在 2017 年 7 月中旬之前一直保持 在 170bps 以下。

图 34: 2016 年下半年至 2017 年国企和民企融资差距缩小



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

图 35: 2016 年下半年民营企业信用利差大幅下行



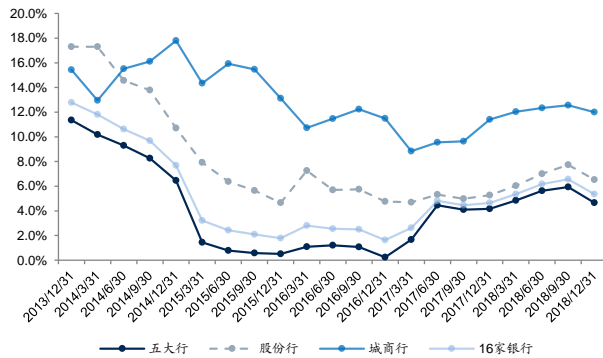
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

银行股基本面和资本市场表现

■ 基本面：不良生成率下行，净息差 2017Q1 筑底反弹

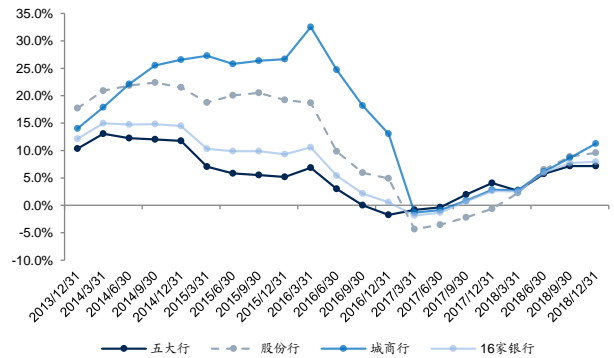
受降息冲击，2016 年至 2017 年一季度银行净息差持续收窄，带来营收增速持续下降，16 家上市银行 2017 年一季度营收同比下降 1.3%。但受益于 2014-2015 年不良加速暴露后资产质量的企稳改善，2016 年至 2017 年一季度 16 家上市银行净利润增速稳定在 2.0%-3.0% 区间。2017 年二季度开始，受益于净息差筑底反弹以及资产质量延续改善，银行营收和净利润增速持续反弹，银行基本面确定性向上。

图 36：16 家上市行净利润 2016 年企稳，2017 年反弹



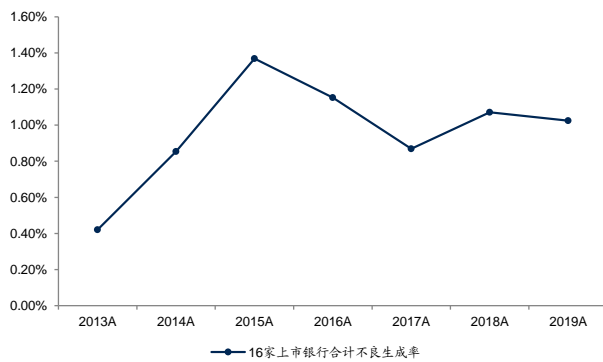
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 37：16 家上市行营收增速 2017Q1 筑底反弹



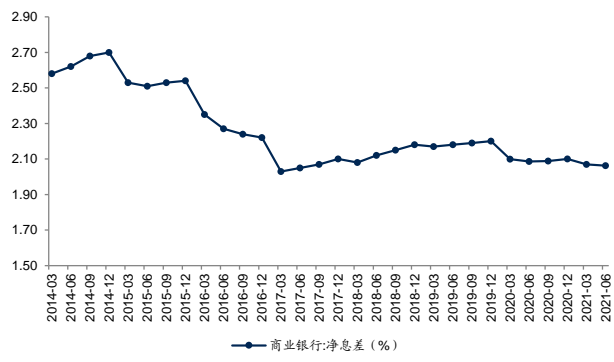
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 38：16 家上市行 2016-2017 年不良生成率下行



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 39：商业银行净息差 2017Q1 筑底反弹

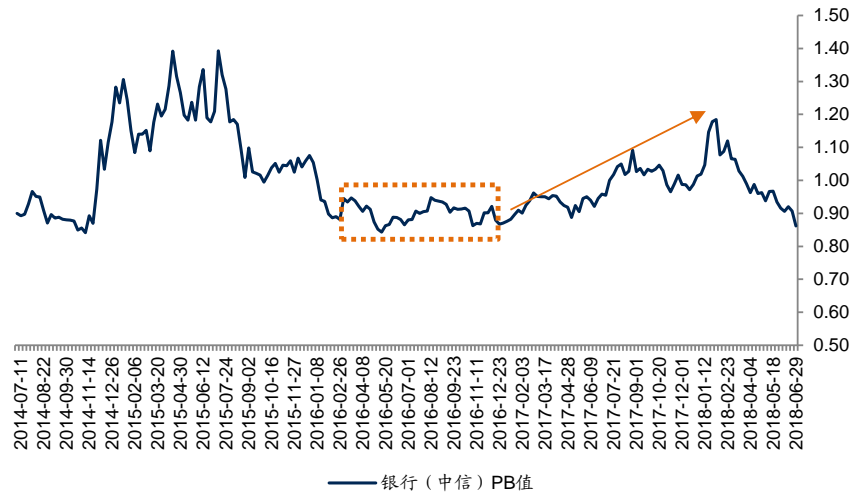


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

■ 银行板块 PB 值自 2017 年初开启上行趋势

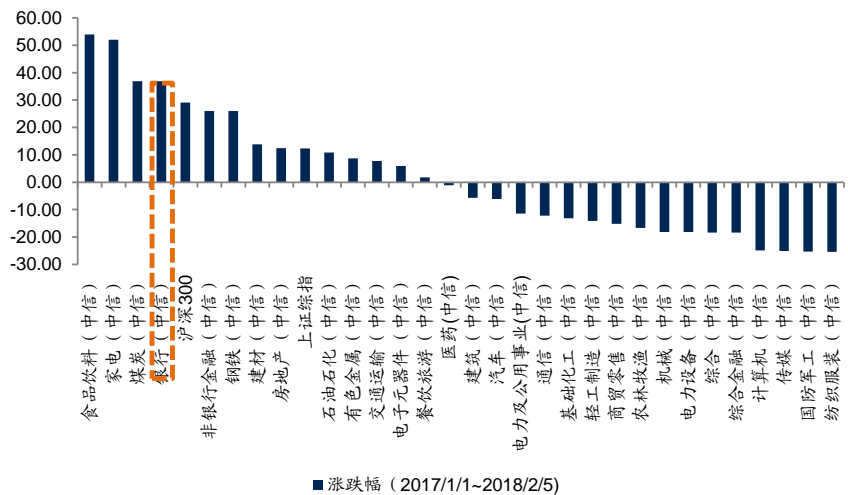
银行板块自 2017 年初迎来戴维斯双击，行情一直延续到 2018 年 2 月初。银行指数 PB 值自 2016 年 2 月企稳，企稳震荡态势一直延续到 2016 年底，该阶段（2016 年 2 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日）中信银行指数上涨 17.05%，在 30 个中信一级行业指数中排名第 20 位，超额收益不明显。2017 年初银行指数 PB 值开启上行趋势，一直延续到 2018 年 2 月初，该阶段（2017 年 1 月 1 日至 2018 年 2 月 5 日）中信银行指数上涨 36.86%，在 30 个中信一级行业指数中排名第四，同期沪深 300 指数上涨 29.13%，上证指数上涨 12.37%。该阶段中信银行指数 PB 值由 0.88x 提升至 1.22x。

图 40: 银行指数 PB 值自 2017 年初明显上行



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

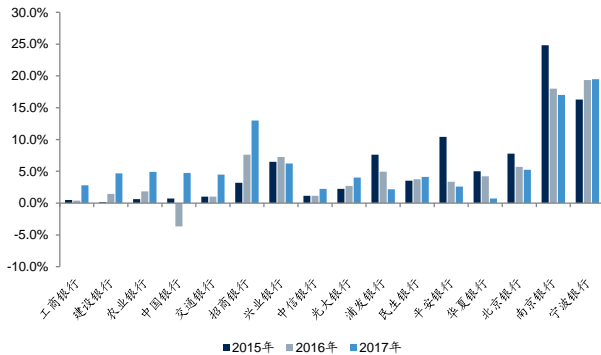
图 41: 2017 年初自 2018 年 2 月初银行板块涨幅排名第四



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

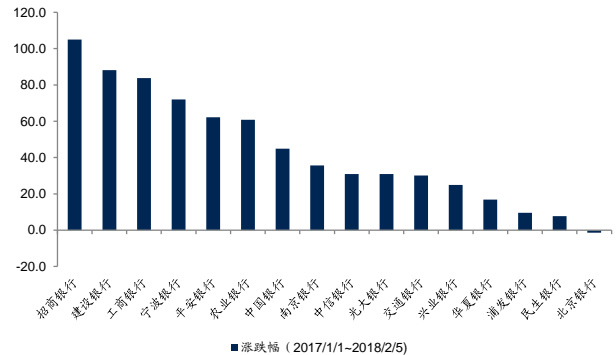
该阶段 16 家上市银行中涨幅排名前三的分别是招商银行、建设银行和工商银行，涨幅分别为 105.0%、88.1%和 83.8%。该阶段表外融资严格管控，银行业务回归本源。同时，2017 年初央行持续上调政策利率，负债端有优势的银行表现更好，因此表外融资比重低且负债端优势明显的招商银行和大行业绩改善更明显。

图 42: 2015-2017 年 16 家上市行净利润增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 43: 2017 到 2018 年初招行、建行和工行股价涨幅居前

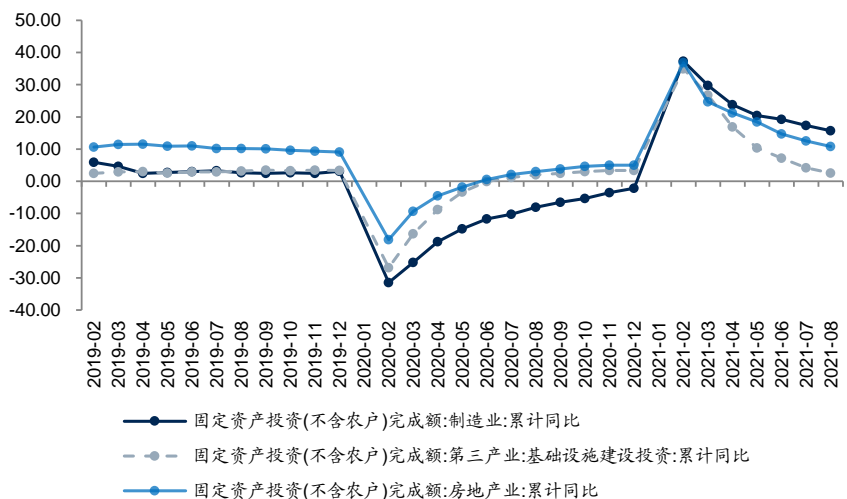


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

2020 年: 疫情冲击下的政策对冲

本轮宽信用背景是疫情给经济带来巨大的暂时性冲击, 央行采取宽货币和宽信用政策托底经济, 社融增速自 2020 年 2 月末的 10.7% 提升至 2020 年 10 月末的 13.7%。由于我国疫情管控较好, 伴随经济逐步企稳, 抗疫政策逐步退出, 社融增速自 2020 年 11 月开始持续下滑, 2021 年 8 月末降至 10.3%。2020 年宽信用阶段中房地产和基建投资增速率先恢复正增长, 成为宽信用最重要的主体。考虑到该阶段宽信用背景和方式在此前报告中已有过分析, 详情可参考 2020 年 11 月的《银行业 2021 年投资策略: 注意风向有变》, 我们这里不再详细展开。

图 44: 基建和房地产投资增速率先恢复正增长

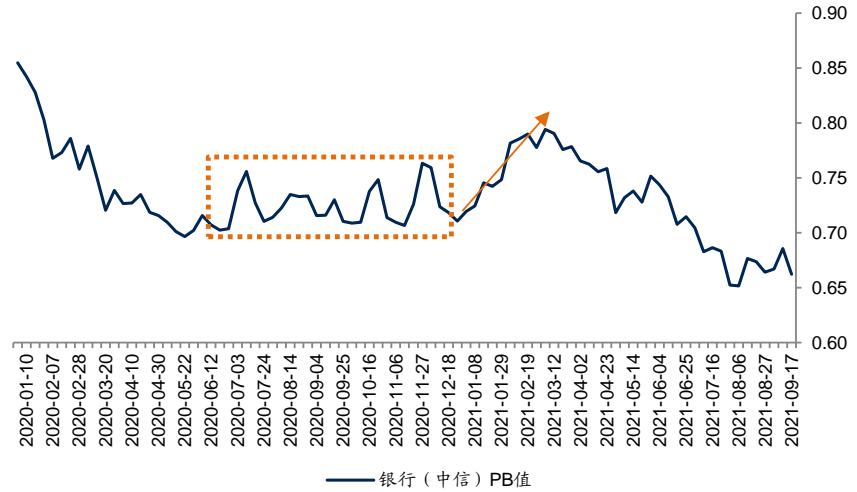


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。(单位: %)

2021 年初至 3 月中旬银行板块有绝对收益和超额收益, 但幅度明显不及前两轮。疫情爆发后银行板块大幅下跌, 2020 年 6 月银行指数 PB 值筑底企稳, 下半年银行指数 PB 值基本维持小幅震荡态势。2021 年初银行板块 PB 值迎来一波反弹, 基本持续到 2021 年 3 月中旬。该阶段 (2021 年 1 月 4 日至 2021 年 3 月 16 日) 中信银行指数上涨了 13.99%, 同期上证指数微跌 0.76%, 沪深 300 指数下跌 2.53%, 在 30 个中信一级行业指数中排名第二。该阶段中信银行指数 PB 值由 0.71x 提升至 0.81x, 但此后 PB 值再次大幅回落至 9 月底的 0.65x。

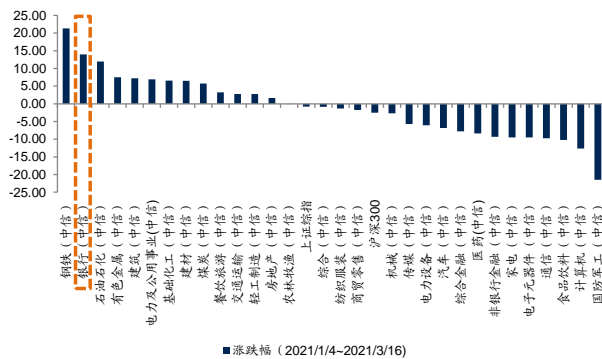
2021年初至今（截止9月30日）中信银行指数上涨1.15%，在30个中信一级行业指数中排名第14位，同期上证指数上涨2.74%，沪深300指数下跌6.62%。

图 45：银行指数 PB 从 2021 年初反弹至 2021 年 3 月中旬



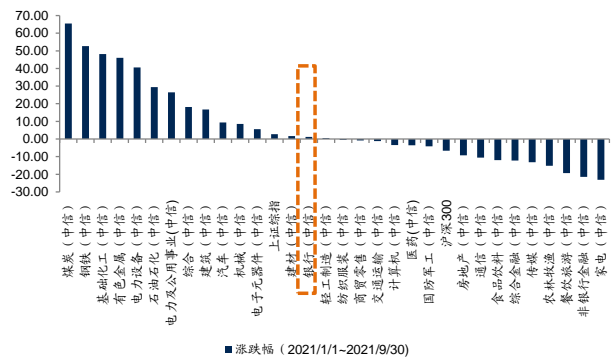
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 46：2021 年初至 3 月中旬银行指数涨幅



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理。（单位：%）

图 47：2021 年初至 9 月底涨幅



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理。（单位：%）

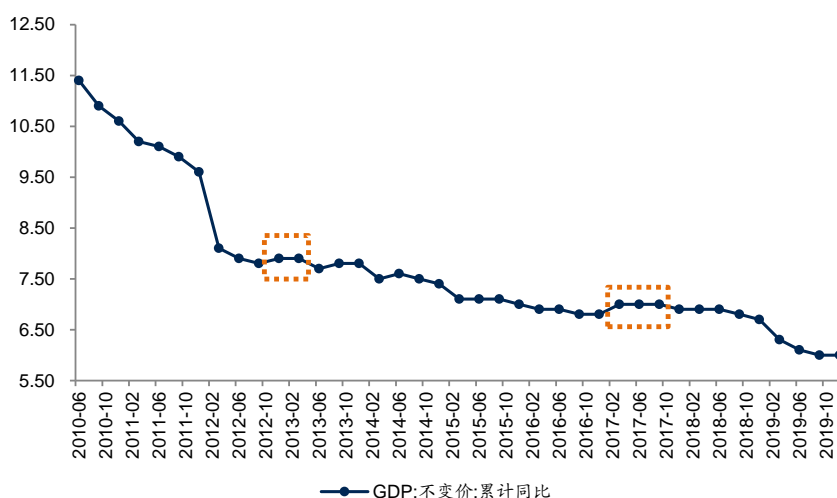
三轮银行行情启示：经济是核心变量

宏观经济是决定银行板块行情的核心变量，银行板块行情启动一般需要明确看到经济企稳改善的迹象。

三轮宽信用阶段中银行板块行情均启动于中后期或宽信用结束后。第一轮宽信用自 2012 年 7 月开启，但银行指数 PB 值自 2012 年 9 月底才开启上行趋势；第二轮宽信用自 2015 年 3 季度开启，银行指数 PB 值在 2016 年 2 月开始企稳，2016 年底延续企稳震荡态势，自 2017 年初银行指数 PB 值才开启上行趋势；第三轮宽信用自 2020 年 3 月开启，结束于 2020 年 10 月，但银行指数 PB 值在 2021 年初才迎来一波上行趋势。宽信用初期宏观经济一般仍延续下行趋势，银行板块难有大的行情，一般到宽信用中后期或结束后，待宏观经济企稳改善态势明朗，银行板块才会迎来估值修复。

三轮宽信用阶段中银行板块反弹幅度在减弱，主要是宏观经济周期波动在弱化。第一轮（2021/9/26~2013/2/4）中信银行指数上涨了 58.0%，在 30 个中信一级行业指数中排名第一，中信银行指数 PB 估值从 1.06x 提升至 1.38x；第二轮（2017/1/1~2018/2/5）中信银行指数上涨 36.86%，在 30 个一级指数中排名第四，中信银行指数 PB 值由 0.88x 提升至 1.22x；第三轮（2021/1/4~2021/3/16）中信银行指数上涨了 13.99%，在 30 个中信一级行业指数中排名第二，中信银行指数 PB 值由 0.71x 提升至 0.81x。三轮宽信用阶段中银行板块反弹幅度持续减弱，我们认为核心逻辑是我国经济自 2011 年以来进入持续下行周期，且经济周期波动在弱化。

图 48：宏观经济是决定银行板块行情的核心变量



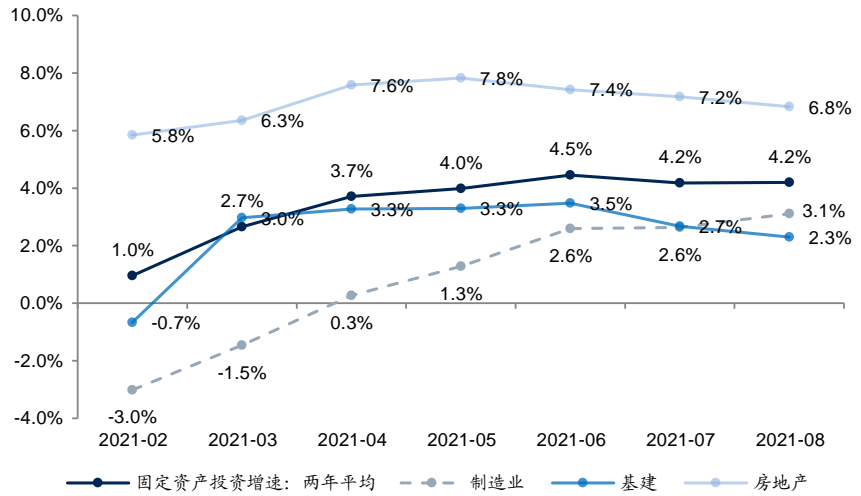
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注明：图中未展示 2020 年以来 GDP 数值。（单位：%）

对于后续宽信用和银行股的看法

我们维持 2021 年社融增速 10.5% 的预测，四季度信用环境以温和结构性宽松为主。目前市场对宽信用的预期持续强化，对于后续信用环境的看法详情请参阅 2021 年 8 月 30 日的《行业快评：银行视角看宽信用的难点，关注中小行》。报告中我们指出，后续房地产和城投融资难以出现实质性放松，此轮是结构性宽信用，政策加强引导金融机构加大对高端制造业、新基建等领域的信贷投放，尤其是当前面临压力的中小微企业。根据我们计算的两年平均增速来看，房地产投资增速在 5 月阶段性见顶后回落，基建投资增速在 6 月阶段性见顶后回落，制造业投资增速则持续提升，但在基建和房地产投资增速均回落的情况下，固定资产投资增速 7-8 月也小幅回落。我国长期发展形成的经济和社会形态使得我国信用扩张与基建和地产景气度高度相关，如 2012-2013 年宽信用主体是基建，但房地产投资增速仍维持在 20%-25% 的高增长；2015-2016 年宽信用主体是房地产，基建投资仍保持了两位数的高增长，2017 年上半年房地产和基建融资扩张增速下滑后，制造业融资需求提升也仅带来社融增速稳定；2020 年宽信用主体也离不开基建和房地产，两者投资率先实现正增长。

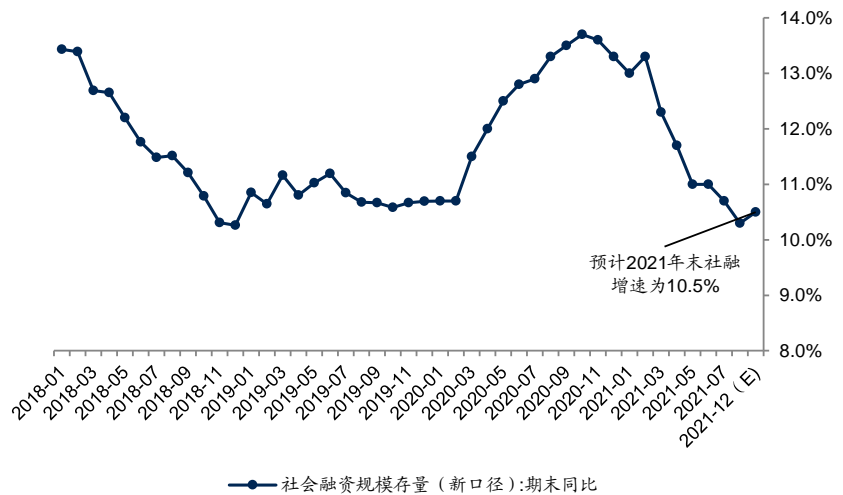
因此，我们判断此后在城投和房地产监管没有出现实质性放松背景下，社融增速也难以出现大幅提升，结构性宽信用背景下社融增速趋于稳定或小幅反弹，我们维持 2021 年社融增速 10.5% 的预测，具体预测逻辑和结果参阅 2020 年 8 月 24 日的《银行流动性月报（8 月）：社融增速将企稳，但宽信用仍有难度》。

图 49: 房地产和基建投资两年平均增速在 5-6 月份见顶后回落



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 50: 预计 2021 年末社融增速为 10.5%



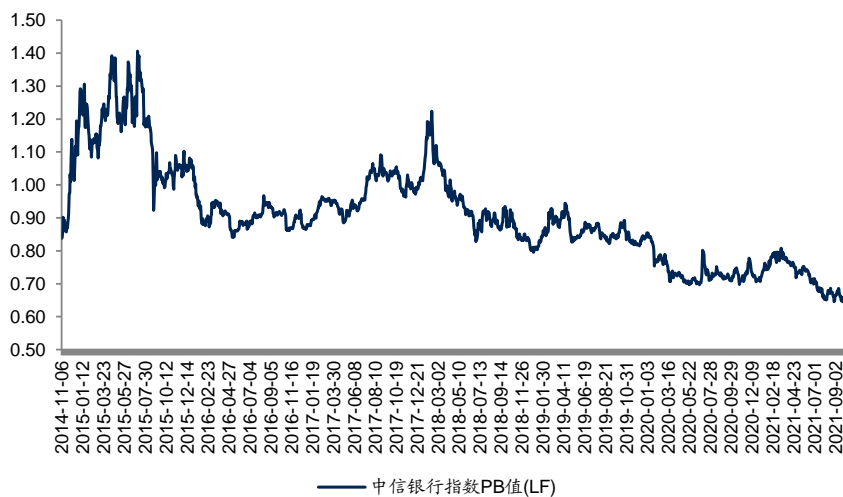
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

我们认为今年年底到明年二季度银行板块有一轮估值修复行情，核心逻辑是结构性宽信用环境下悲观经济预期有望回暖。根据国信证券宏观组 2021 年 9 月 17 日的《宏观经济月报: 经济延续弱势，后续关注积极财政与服务复苏》报告观点，“8 月国内经济增长延续弱势，最大的拖累力量来自疫情反复的冲击，其次是受国内政策约束导致宽信用进展偏慢，后续国内积极财政政策发力与服务复苏或带动经济向上修复”。国庆假期前，央行组织召开货币政策委员会第三季度例会，会议指出“坚持把服务实体经济放到更加突出的位置，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性”以及“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性”等，预计四季度跨周期政策将相继落地，悲观经济预期将有所修复。

受宏观经济悲观预期、地产信用风险以及城投监管加强等扰动影响，二季度以来银行板块表现低迷，9 月底中信银行指数 PB 值已回落到 0.65x 的低位。四季

度随着结构性宽信用效果逐步显现，经济预期有望回暖，我们认为银行板块估值底部已现，预计年底到明年二季度银行板块有一轮估值修复行情。

图 51：当前银行指数 PB 值已充分反映了市场对经济的悲观预期



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

投资建议

三轮银行板块行情均启动于宽信用中后期或结束后，宏观经济已经呈现明确的企稳改善迹象，宏观经济是银行板块行情启动的核心变量。2020年11月以来社融增速的持续回落已传导至经济，政策不断强调搞好跨周期政策设计，宽信用预期持续强化。我们认为在城投和房地产监管没有出实质性放松背景下，社融增速难以出现大幅提升，四季度信用仍以稳和结构性宽松为主。随着结构性宽信用效果逐步显现，经济预期有望逐步回暖，预计年底到明年二季度银行板块有一轮估值修复行情，维持行业“超配”评级。

个股方面，建议从两个角度精选个股，一是中长期角度持续推荐优质的宁波银行和招商银行，二是在结构性宽信用背景下，关注深耕本地实体经济的中小银行，建议重点关注区域经济发达区域的常熟银行、苏农银行和张家港行，以及受益成渝经济圈发展，业绩持续高增的成都银行。

风险提示

若宏观经济复苏不及预期，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差的负面影响、经济下行导致不良贷款增加等。

表 2: 主要公司估值表

收盘日:		收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2021/10/8	2020A		2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
601398.SH	工商银行	4.71	11.8%	12.0%	11.6%	1.2%	10.0%	5.0%	0.63	0.58	0.53	5.6	5.0	4.8
601939.SH	建设银行	6.04	12.1%	12.0%	12.0%	1.6%	6.6%	9.2%	0.67	0.61	0.56	5.7	5.3	4.9
601288.SH	农业银行	2.96	11.3%	11.3%	11.4%	1.8%	6.3%	9.7%	0.55	0.51	0.47	5.0	4.7	4.3
601988.SH	中国银行	3.07	10.5%	10.9%	11.2%	2.9%	9.9%	10.8%	0.51	0.47	0.44	5.0	4.5	4.1
601328.SH	交通银行	4.55	10.4%	10.8%	10.9%	1.3%	10.5%	9.3%	0.46	0.43	0.39	4.6	4.1	3.7
601658.SH	邮储银行	5.12	11.8%	11.7%	12.1%	5.4%	11.4%	13.5%	0.87	0.76	0.69	7.7	6.9	6.0
600036.SH	招商银行	50.93	15.7%	16.4%	16.6%	4.8%	15.8%	14.5%	2.01	1.79	1.59	13.4	11.6	10.1
601166.SH	兴业银行	18.68	12.6%	12.5%	12.7%	1.2%	8.5%	11.7%	0.73	0.67	0.60	6.1	5.6	5.0
600000.SH	浦发银行	9.08	10.8%	10.7%	10.7%	-1.0%	6.0%	8.4%	0.50	0.47	0.43	4.8	4.5	4.2
601998.SH	中信银行	4.60	9.8%	9.8%	10.0%	2.0%	5.5%	9.4%	0.48	0.45	0.41	4.9	4.7	4.2
000001.SZ	平安银行	18.64	9.6%	11.0%	11.6%	2.6%	22.2%	16.6%	1.23	1.12	1.01	13.3	10.7	9.2
601818.SH	光大银行	3.45	10.9%	10.9%	11.2%	1.3%	8.8%	11.4%	0.53	0.50	0.46	5.2	4.8	4.3
600015.SH	华夏银行	5.66	12.7%	12.6%	12.2%	-2.9%	9.7%	10.2%	0.39	0.36	0.32	3.2	3.0	2.8
601169.SH	北京银行	4.46	10.6%	10.9%	11.0%	0.2%	9.5%	9.7%	0.47	0.43	0.40	4.5	4.1	3.8
601009.SH	南京银行	9.19	14.3%	13.9%	13.9%	5.2%	11.4%	10.7%	0.95	0.86	0.78	7.3	6.5	5.8
002142.SZ	宁波银行	36.26	14.6%	15.6%	16.4%	9.7%	21.1%	19.3%	2.10	1.85	1.61	15.4	12.6	10.5
600919.SH	江苏银行	5.87	13.1%	13.7%	14.1%	3.1%	25.6%	16.0%	0.64	0.58	0.52	5.6	4.5	3.9
600926.SH	杭州银行	14.96	11.2%	12.0%	13.2%	8.1%	19.6%	19.4%	1.39	1.27	1.15	13.4	11.1	9.2
601838.SH	成都银行	12.36	15.5%	17.4%	18.1%	8.5%	22.1%	21.0%	1.12	0.98	0.85	7.4	6.1	5.0
603323.SH	苏农银行	5.29	8.1%	9.2%	10.2%	4.2%	19.4%	20.0%	0.80	0.75	0.69	10.0	8.4	7.0
002839.SZ	张家港行	5.76	8.5%	9.8%	11.1%	4.9%	20.0%	20.2%	0.97	0.90	0.83	11.4	9.4	7.7
601128.SH	常熟银行	6.49	10.5%	11.5%	12.8%	1.0%	18.8%	23.1%	0.99	0.91	0.83	9.9	8.3	6.7

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032