

## 行业研究

# 房地产贷款回暖，C端好于B端

## ——银行业周报（2021.11.15-11.21）

### 要点

**银行板块表现：**本周银行指数下跌 0.34%，跑输沪深 300 指数 0.38pct，在各行业涨跌幅排名 24/30。**个股表现上，**常熟（+3.5%）、青岛（+2.8%）、华夏（+1.6%）、苏州（+0.9%）、青农商（+0.8%）等涨幅居前。常熟银行是我们近期重点推荐标的，主要基于：1) 江苏地区经济复苏较好，公司信贷投放“供需两旺”具有持续性；2) 公司信贷结构能够较好规避政策和市场风险；3) 通过客户下沉和信用类投放，促进 NIM 稳定且逐季向好；4) 资产质量优异表现有望持续；5) 具有独树一帜的村镇银行模式。详见外发报告《微贷标杆，成长广阔——常熟银行（600112.SH）投资价值分析报告》。

**银保监会披露前 10 月信贷投向，重点支持领域“量”增“价”降。**11 月 19 日，银保监会答记者问，详细表述了前 10 月新增信贷结构：①制造业贷款新增 2.3 万亿，其中 82.6%为制造业中长期贷款。结合前三季度新闻发布会数据，测算 10 月单月投放力度有所减弱，但增速仍可维持在 12.5%。贷款利率 3.94%，较年初下降 13bp；②普惠小微贷款新增 3.2 万亿，同比增速 24.6%，普惠小微企业贷款继续保持高速增长。贷款利率 5.7%，较年初下降 17bp；③民营企业贷款新增 5 万亿，信用类贷款余额占比 14.7%，贷款利率 5.3%，较年初下降 3bp；④房地产企业合理贷款需求开始逐步满足，10 月末，房地产贷款同比增长 8.2%，个人贷款中 90%以上用于支持首套房。值得注意的是，根据前三季度答记者问数据，9 月末房地产贷款增速为 8.6%，较 10 月高了 0.4 个百分点。再考虑到人民银行披露的 10 月份按揭贷款新增 3481 亿，较 9 月多增 1013 亿，则可以推算出 10 月份单月房地产企业贷款呈现负增长萎缩态势。**下一阶段，房地产企业贷款（主要是开发贷）需要扭转下滑势头。**

**三季度城农商行经营分化，上市银行与非上市银行差异突出。**银保监会 3Q 银行业主要监管指标显示，城商行盈利增速环比 1H21 下降 4.2pct 至 0.4%，农商行盈利增速环比 1H21 下降 1.4pct 至 8.4%；结合 37 家 A 股上市三季报来看，上市城商行盈利增速环比 1H21 提升 2.1pct 至 17.5%，上市农商行盈利增速环比 1H21 提升 1.6pct 至 13.6%；其中，江苏（+30.5%）、张家港（+27.0%）、宁波（+26.9%）、杭州（+26.2%）、南京（+22.4%）等优质区域城农商行归母净利润增速超过 20%。**进一步印证了区域分化加剧背景下，银行机构间的分化也呈现拉大态势。**我们认为在区域分化特征大概率延续情况下，江浙等优质地区经济仍处于景气期，稳增长压力相对更小，银行处于“亲周期”、“正循环”过程中；预计区域法人房企风险较小、我们继续看好优质区域中小银行，推荐常熟、江苏、南京、杭州四家银行。

**投资建议：房地产企业融资恢复促进银行股走势企稳，中小优质银行仍有望获 α 收益。**当前银行股投资的相对确定性与潜在风险并存，**a. 相对确定性主要来自：**1) 跨周期安排下的银行业经营，基本面稳健有支撑；2) 优质银行受益客群优势带来的信贷需求与定价能力，盈利具有可持续性，将“强者恒强”；3) 低估值下的银行板块配置风险极低。**b. 潜在风险为：**1) 短期内，房地产融资政策放松和弱资质房地产企业现金流压力可能共存；2) 中期看，住房销售和土地市场的不确定仍存。随着房地产企业合理融资需求逐步恢复，房地产企业现金流压力将减轻，周五时市场开发贷放松传言带动地产股和银行股走强。我们认为，市场对房地产市场风险事件的响应，将显著影响银行股走势。**现阶段房地产融资“政策底”已现，市场情绪面也面临转暖可能，银行股估值压力减弱。**

**风险提示：**经济不及预期；房地产风险形势扰动；流动性或影响资金配置。

### 银行业

### 买入（维持）

#### 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

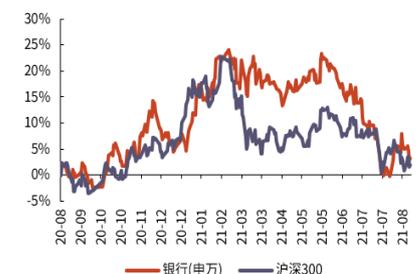
分析师：董文欣

010-57378035

执业证书编号：S0930521090001

dongwx@ebscn.com

#### 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

#### 相关研报

房地产融资恢复，银行股压力缓解——银行业周报（2021.11.8-11.14）

房企债务“躺平”：不仅是一种态度，也是一种选择——银行业周报（2021.11.1-11.7）

三季报综述：营收盈利提速、资产质量改善、分化态势延续——银行业周报（2021.10.25-10.31）

从金融街论坛监管发声看银行经营——银行业周报（2021.10.18-10.24）

银行业三季报前瞻：业绩有支撑、估值有修复——银行业周报（2021.10.11-10.17）

房地产融资形势略缓和，按揭贷款投放或提速——银行业周报（2021.9.27-10.10）

房地产融资政策现微调信号，银行股连续下挫后市料将企稳——银行业周报（2021.9.20-9.26）

市场情绪偏悲观，“雷曼时刻”难再现——银行业周报（2021.9.20-9.26）

银行股交易活跃度提升，“跨境理财通”启动试点——银行业周报（2021.9.6-9.12）

上市银行中报回顾：分化格局延续，低基数下回暖——银行业周报（2021.8.30-9.5）

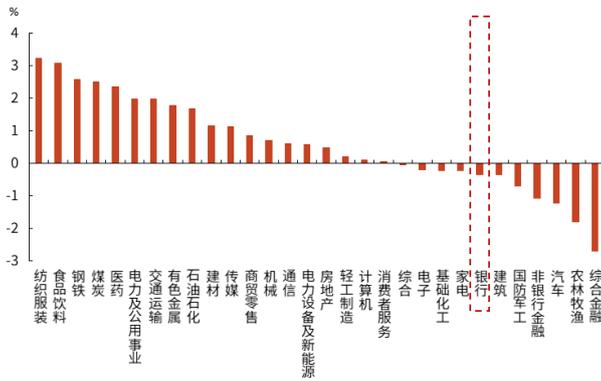
# 1、行业走势与板块估值

## 1.1、一周市场回顾

**A 股：**本周 A 股银行指数下跌 0.34%，沪深 300 指数上涨 0.03%，银行指数跑输沪深 300 指数 0.38pct。**分行业来看**，纺织服装（+3.2%）、食品饮料（+3.1%）、钢铁（+2.6%）等板块领涨，银行板块排名第 24/30。**个股表现上**，涨幅居前的有常熟银行（+3.5%）、青岛银行（+2.8%）、华夏银行（+1.6%）、苏州银行（+0.9%）、青农商行（+0.8%）等。

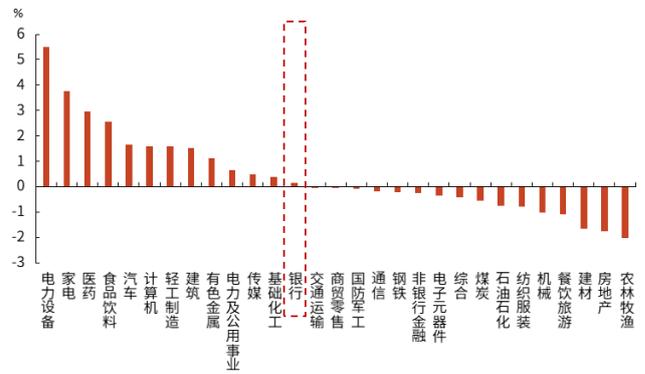
**H 股：**银行板块本周上涨 0.15%，恒生中国企业指数下跌 1.58%，银行指数跑赢恒生中国企业指数 1.72pct。**分行业来看**，电力设备（+5.5%）、家电（+3.8%）、医药（+3.0%）等板块跑出相对收益，银行板块排名第 13/29。**个股表现上**，渤海银行（+4.9%）、浙商银行（+1.9%）、渣打集团（+1.7%）、交通银行（+1.7%）、汇丰控股（+1.7%）等涨幅居前。

图 1：A 股银行板块与各主要行业本周涨跌幅对比



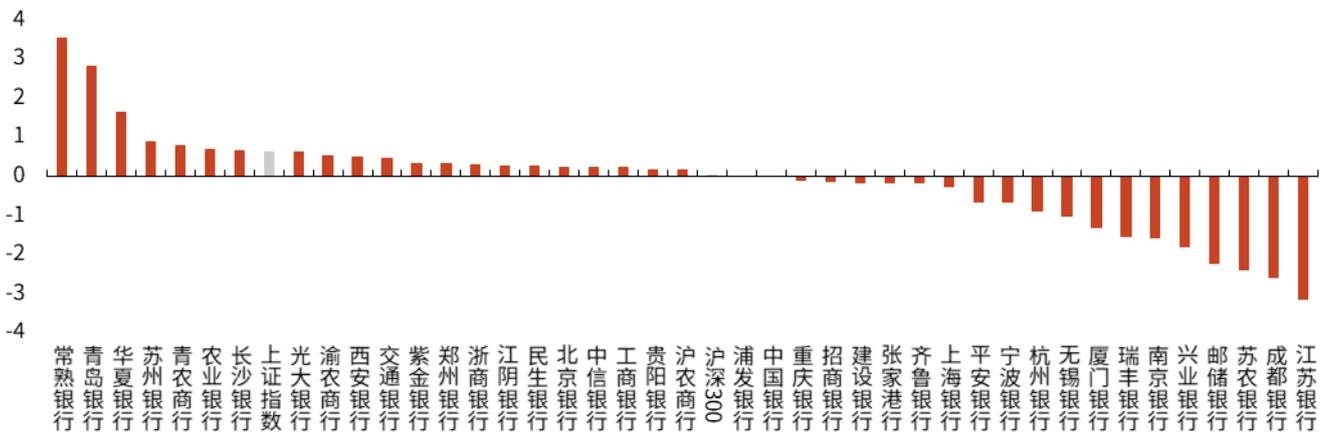
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：H 股银行板块与各主要行业本周涨跌幅对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：本周 A 股各银行上市公司涨幅 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 1: A、H 股银行本周涨幅前十个股

排序	A 股上市银行名称	本周涨幅	H 股上市银行名称	本周涨幅
1	常熟银行	3.5%	渤海银行	4.9%
2	青岛银行	2.8%	浙商银行	1.9%
3	华夏银行	1.6%	渣打集团	1.7%
4	苏州银行	0.9%	交通银行	1.7%
5	青农商行	0.8%	汇丰控股	1.7%
6	农业银行	0.7%	农业银行	1.5%
7	长沙银行	0.6%	郑州银行	1.1%
8	光大银行	0.6%	中国银行	1.1%
9	渝农商行	0.5%	青岛银行	1.0%
10	西安银行	0.5%	中信银行	0.9%

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

## 1.2、 板块估值

截至 11 月 19 日, A 股银行板块整体 PB 为 0.64 倍(较上周-0.2%)、H 股银行板块整体 PB 为 0.46 倍(较上周+0.1%)。结合 PB 估值的历史情况来看, 当前 A 股银行板块和 H 股银行板块整体 PB 均处于近年低位。分银行类型来看, A 股银行 PB 估值由高到低依次为: 城商行 0.81 倍(较上周-0.7%)、股份行 0.79 倍(较上周-0.3%)、农商行 0.67 倍(较上周+0.3%)、国有行 0.56 倍(较上周-0.0%)。

图 4: A 股银行板块 PB 走势



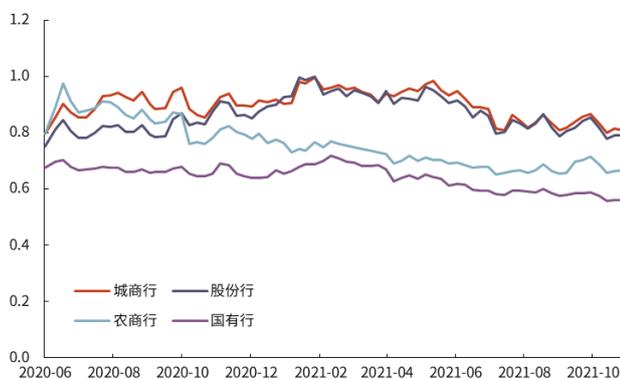
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据截至 2021 年 11 月 19 日

图 5: H 股银行板块 PB 走势



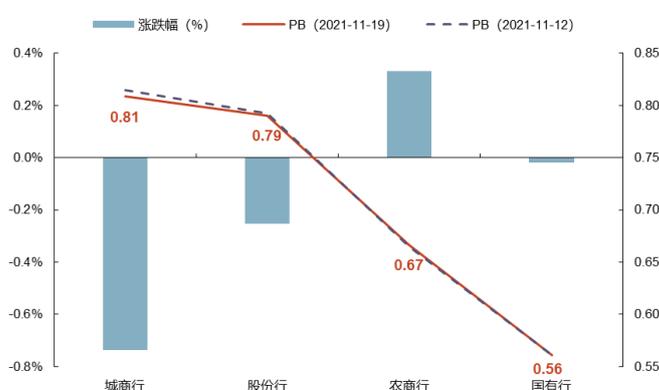
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据截至 2021 年 11 月 19 日

图 6: A 股各类银行 PB 走势



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据截至 2021 年 11 月 19 日

图 7: A 股各类银行 PB 周度变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 左轴为涨跌幅, 右轴为 PB 值

表 2：上市银行个股行情表现（A 股及 H 股）

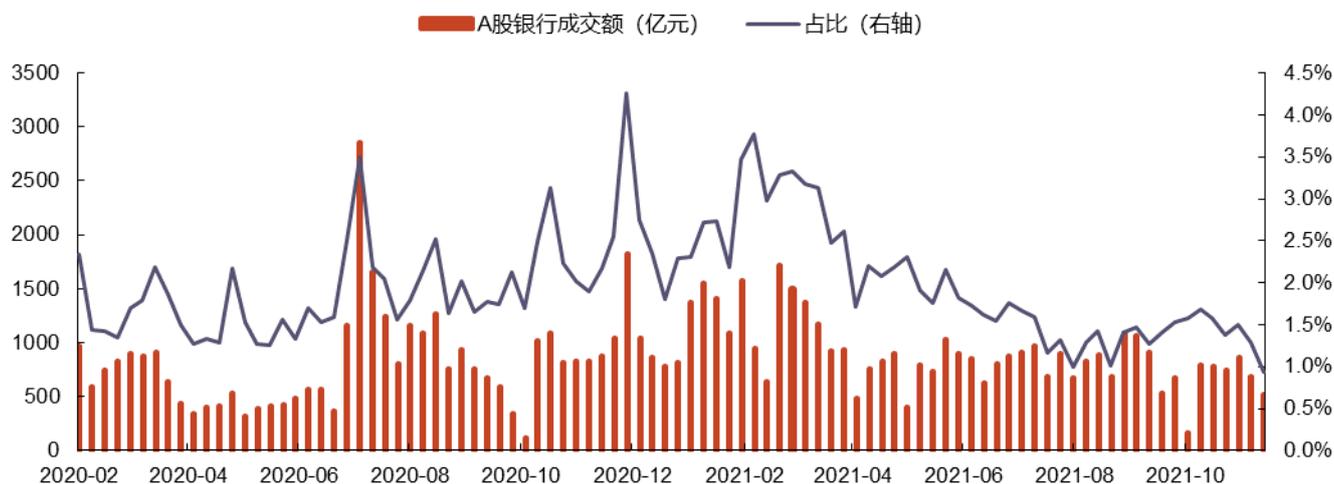
代码	银行名称	最新收盘价	价格表现				估值水平				
		2021/11/19	过去1周变动 (%)	过去1个月变动 (%)	过去3个月变动 (%)	年初以来变动 (%)	市净率 (P/B)		市盈率 (P/E)		
							2020	2021E	2020	2021E	
<b>A股银行</b>											
601988.SH	中国银行	3.06	0.0%	0.0%	1.3%	2.3%	0.48	0.47	4.28	4.35	
601288.SH	农业银行	2.95	0.7%	0.0%	-0.3%	-0.3%	0.52	0.50	4.35	4.44	
601398.SH	工商银行	4.66	0.2%	-1.3%	0.0%	-1.5%	0.59	0.57	4.90	4.88	
601939.SH	建设银行	5.84	-0.2%	-3.3%	-1.5%	-1.9%	0.60	0.59	4.91	4.98	
601328.SH	交通银行	4.65	0.4%	2.6%	6.2%	11.2%	0.45	0.43	3.84	4.05	
601658.SH	邮储银行	5.22	-2.2%	-1.7%	1.0%	14.0%	0.78	0.77	6.36	6.35	
601818.SH	光大银行	3.36	0.6%	-2.6%	-0.3%	-10.6%	0.50	0.48	4.19	4.20	
000001.SZ	平安银行	18.15	-0.7%	-7.3%	-6.5%	-5.4%	1.10	1.05	9.88	9.81	
600000.SH	浦发银行	8.65	0.0%	-4.0%	-6.7%	-6.1%	0.46	0.45	4.61	4.39	
601166.SH	兴业银行	18.50	-1.8%	-3.8%	1.3%	-7.7%	0.66	0.65	4.88	4.88	
600036.SH	招商银行	52.33	-0.1%	-1.0%	2.5%	22.1%	1.87	1.80	11.54	11.29	
601998.SH	中信银行	4.52	0.2%	-2.0%	-2.0%	-6.9%	0.45	0.43	4.11	4.09	
601916.SH	浙商银行	3.44	0.3%	-2.8%	-4.2%	-12.0%	0.60	0.58	5.74	5.62	
600015.SH	华夏银行	5.63	1.6%	-0.4%	1.4%	-5.3%	0.38	0.37	3.71	3.91	
600016.SH	民生银行	3.92	0.3%	0.0%	-2.2%	-21.0%	0.35	-	5.29	-	
002142.SZ	宁波银行	38.76	-0.7%	3.4%	10.3%	11.2%	1.98	1.94	12.88	12.80	
002936.SZ	郑州银行	3.34	0.3%	-3.7%	-2.9%	-25.1%	0.52	-	7.83	-	
002948.SZ	青岛银行	4.79	2.8%	-1.2%	1.7%	-16.4%	0.89	0.88	7.70	7.63	
002966.SZ	苏州银行	6.82	0.9%	-2.2%	-2.6%	-8.4%	0.72	0.71	7.75	7.45	
600926.SH	杭州银行	14.55	-0.9%	-3.1%	8.5%	-0.2%	1.24	1.20	10.04	9.94	
601009.SH	南京银行	9.42	-1.6%	-6.2%	3.0%	21.1%	0.89	0.86	6.14	6.08	
600919.SH	江苏银行	6.18	-3.1%	1.0%	-8.3%	18.2%	0.62	0.59	4.88	4.87	
600928.SH	西安银行	4.31	0.5%	-3.6%	-0.9%	-19.4%	0.72	0.70	6.85	6.79	
601187.SH	厦门银行	6.80	-1.3%	-12.5%	-19.0%	-47.4%	0.92	0.90	8.62	8.77	
601577.SH	长沙银行	7.91	0.6%	-9.7%	-9.7%	-13.8%	0.66	0.70	5.19	5.16	
601229.SH	上海银行	7.25	-0.3%	-2.4%	-0.5%	-2.8%	0.57	0.55	4.58	4.46	
601169.SH	北京银行	4.44	0.2%	0.0%	2.1%	-2.2%	0.44	0.42	4.06	4.06	
601838.SH	成都银行	11.66	-2.6%	-10.2%	6.5%	13.1%	0.97	0.91	6.06	5.75	
601997.SH	贵阳银行	6.54	0.2%	-3.0%	-3.4%	-14.3%	0.52	0.58	3.98	3.88	
601963.SH	重庆银行	8.65	-0.1%	-2.0%	-4.6%	-	0.72	0.70	6.54	5.68	
600908.SH	无锡银行	5.72	-1.0%	-6.5%	1.2%	-2.9%	0.83	0.80	7.07	6.99	
603323.SH	苏农银行	4.86	-2.4%	-8.6%	-1.4%	1.3%	0.68	0.68	7.92	7.95	
002958.SZ	青农商行	3.85	0.8%	-2.0%	-1.8%	-21.6%	0.75	0.74	6.64	6.38	
002839.SZ	张家港行	5.74	-0.2%	-3.0%	-0.5%	-3.1%	0.90	0.89	8.59	8.44	
002807.SZ	江阴银行	3.77	0.3%	-3.3%	-0.3%	-8.0%	0.68	0.65	7.07	6.77	
601077.SH	渝农商行	3.84	0.5%	-0.5%	0.5%	-10.0%	0.44	0.43	4.65	4.65	
601860.SH	紫金银行	3.19	0.3%	-6.5%	-2.1%	-22.2%	0.76	0.74	7.93	7.49	
601128.SH	常熟银行	7.03	3.5%	5.7%	11.9%	-2.1%	1.00	0.97	9.31	9.01	
601665.SH	齐鲁银行	5.46	-0.2%	-5.7%	-	-	0.97	0.91	9.00	8.54	
601528.SH	瑞丰银行	10.83	-1.5%	-4.7%	-	-	1.24	0.00	13.53	0.00	
601825.SH	沪农商行	7.00	0.1%	-	-	-	0.72	0.71	7.09	7.42	
<b>H股银行</b>											
3988.HK	中国银行	2.79	1.1%	0.7%	3.3%	13.8%	0.36	0.35	3.44	3.17	
1288.HK	农业银行	2.68	1.5%	-0.7%	3.5%	1.7%	0.38	0.38	3.43	3.29	
1398.HK	工商银行	4.26	-0.2%	-2.5%	-2.1%	-9.5%	0.40	0.43	3.83	3.61	
0939.HK	建设银行	5.21	-0.6%	-4.8%	-7.5%	-5.5%	0.44	0.43	3.72	3.59	
3328.HK	交通银行	4.88	1.7%	4.3%	7.5%	28.4%	0.39	0.37	3.53	3.42	
1658.HK	邮储银行	5.46	-4.0%	2.8%	-2.3%	31.1%	0.67	0.66	5.73	5.45	
6818.HK	中国光大银行	2.80	0.7%	2.2%	3.7%	3.1%	0.34	0.33	3.07	2.86	
3968.HK	招商银行	64.60	-0.4%	0.2%	-0.2%	35.0%	1.89	1.81	12.04	11.84	
0998.HK	中信银行	3.46	0.9%	-1.4%	-2.0%	13.8%	0.23	0.27	2.78	2.57	
1988.HK	民生银行	3.19	0.6%	2.2%	-2.1%	-22.8%	0.24	-	3.99	-	
2016.HK	浙商银行	3.17	1.9%	-0.6%	-3.4%	-12.1%	0.40	0.43	4.76	4.19	
9668.HK	渤海银行	2.76	4.9%	-7.7%	-9.5%	-44.0%	0.37	-	5.23	-	
1963.HK	重庆银行	4.36	-0.5%	-4.6%	-5.4%	-2.1%	0.30	-	2.94	-	
3866.HK	青岛银行	4.16	1.0%	2.2%	-2.8%	-2.3%	0.63	0.63	6.77	5.34	
6196.HK	郑州银行	1.83	1.1%	-2.7%	0.0%	-8.5%	0.28	-	4.22	-	
1916.HK	江西银行	3.21	0.6%	-4.2%	-3.9%	-3.5%	0.44	-	8.32	-	
3698.HK	徽商银行	2.57	-3.0%	0.4%	0.4%	1.2%	0.28	0.30	3.07	2.42	
1551.HK	广州农村商业银行	2.98	-0.3%	-0.7%	-0.7%	-8.2%	0.40	-	5.38	-	
3618.HK	重庆农村商业银行	2.74	-1.8%	-2.5%	-6.5%	-6.1%	0.24	0.25	2.76	2.70	
0440.HK	大新金融	24.50	-2.6%	-0.6%	4.1%	16.5%	0.27	-	6.05	-	
2356.HK	大新银行集团	7.31	-0.9%	-1.9%	-3.8%	-4.6%	0.35	-	6.20	-	
2388.HK	中银香港	24.45	-0.4%	-2.8%	0.8%	8.9%	0.88	0.85	10.84	9.88	
0011.HK	恒生银行	143.20	-0.7%	-1.8%	0.3%	11.5%	1.49	-	17.54	-	
0023.HK	东亚银行	12.10	-1.8%	-6.2%	-6.4%	-24.0%	0.35	0.35	8.95	8.70	
2888.HK	渣打集团	48.55	1.7%	-7.9%	2.6%	0.3%	0.41	0.48	15.60	8.45	
0005.HK	汇丰控股	46.05	1.7%	-0.2%	9.5%	17.3%	0.62	0.66	10.76	9.39	

资料来源：Wind，光大证券研究所；2021年 PE/PB 估值来自 Wind 一致性预期；注：A 股收盘价单位是人民币元，H 股收盘价是港元，当日汇价 1HKD=0.8193CNY。

## 2、资金动向

**成交量与成交金额：**银行板块本周成交量 63.41 亿股，成交量占全部 A 股的 1.66%，各行业板块中排名 21/30，处于中等偏后水平；成交金额 520.41 亿元，成交金额占全部 A 股的 0.94%，各行业板块中排名 24/30，处于板块靠后水平。

图 8：A 股银行板块成交金额与占比

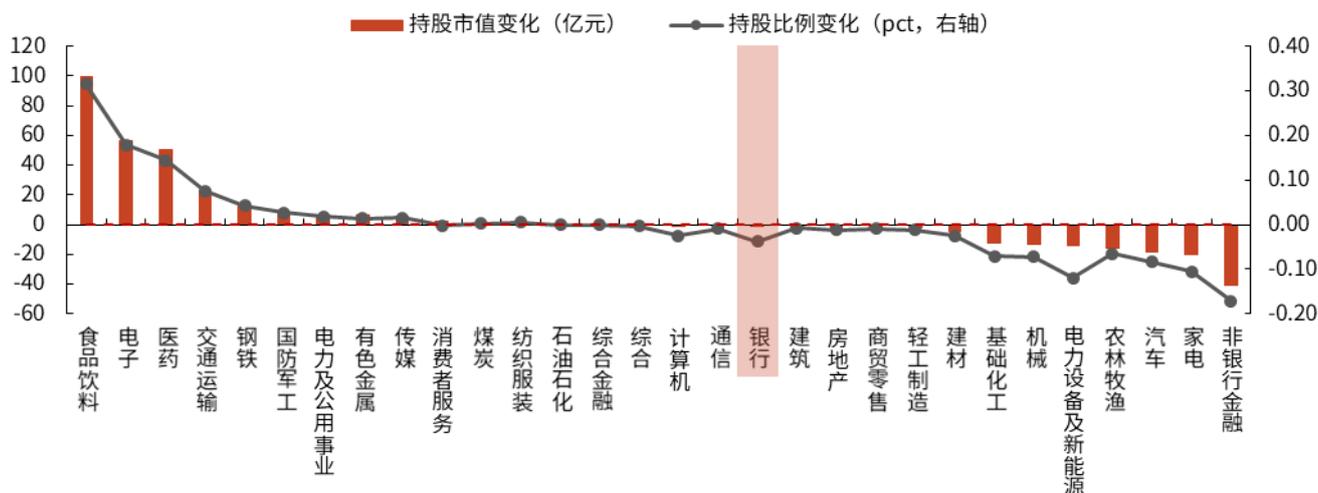


资料来源：Wind，光大证券研究所

**北向资金：**北向资金本周累计净流入 111.84 亿元（合计买入 2512.30 亿元，合计卖出 2400.46 亿元），年初至今累计流入 15400.02 亿元。从持仓总市值变化看，增加额居前的行业为食品饮料、电子、医药，北向资金持有银行股市值减少 1.18 亿元，各行业板块中排名第 18/30；持仓比例变化上，当前对 A 股银行板块持仓比例为 7.05%，较上周减少 0.04pct。个股方面，增持较多的主要是招商银行、兴业银行。

**南向资金：**南向资金本周累计净流出 23.38 亿港元（合计买入 527.23 亿港元，合计卖出 550.61 亿港元），年初至今累计流入 21327.69 亿港元。从持仓总市值变化看，增加额居前的行业为医药、食品饮料、轻工制造，南向资金持有银行股市值减少 1.20 亿港元，各行业板块中排名第 19/29；持仓比例变化上，当前对 H 股银行板块持仓比例为 17.38%，较上周减少 0.01pct。个股方面，增持较多的主要是工商银行、邮储银行。

图 9：本周北向资金对 A 股各一级行业加仓金额及持仓比例变化



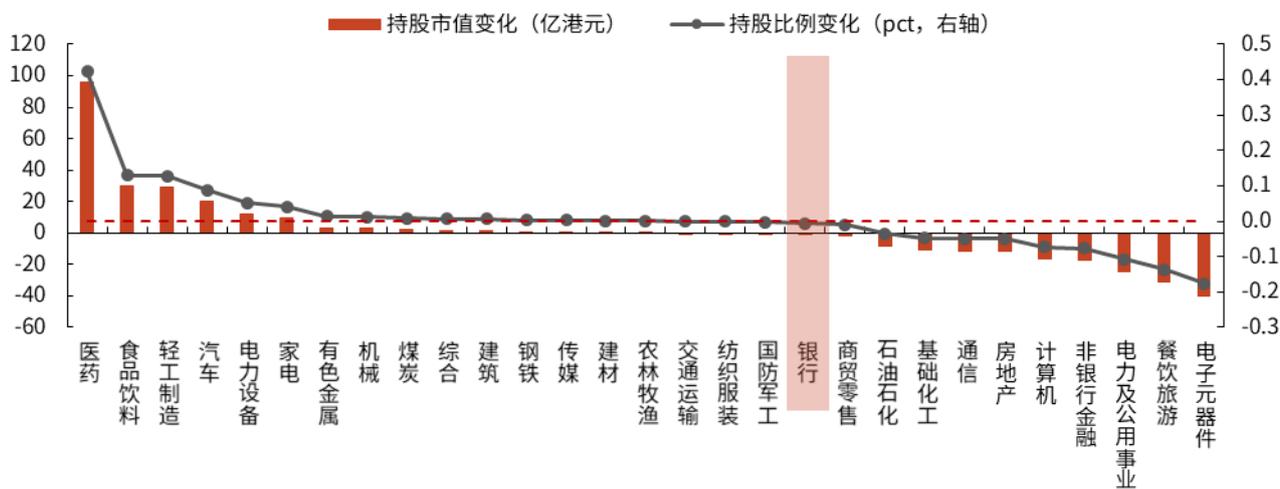
资料来源：Wind，光大证券研究所

表 3：沪深股通资金 A 股银行持股本周变化

序号	沪深港通资金每周买入/卖出额前十大银行股				沪深港通资金持仓比例前十大银行股	
	股票简称	净买入额 (亿元)	股票简称	净卖出额 (亿元)	股票简称	持全部 A 股比例
1	招商银行	1.91	江苏银行	-0.59	平安银行	9.8%
2	兴业银行	1.90	光大银行	-0.54	宁波银行	5.8%
3	农业银行	0.96	成都银行	-0.52	招商银行	5.8%
4	中国银行	0.72	常熟银行	-0.35	常熟银行	5.6%
5	邮储银行	0.72	张家港行	-0.35	成都银行	4.8%
6	北京银行	0.66	民生银行	-0.32	北京银行	3.4%
7	长沙银行	0.64	交通银行	-0.13	江苏银行	3.2%
8	工商银行	0.56	华夏银行	-0.12	兴业银行	2.8%
9	宁波银行	0.40	建设银行	-0.10	上海银行	2.6%
10	南京银行	0.24	苏州银行	-0.09	南京银行	2.3%

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：本周南向资金对 H 股各一级行业加仓金额及持仓比例变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 4：港股通资金 H 股银行持股本周变化

序号	港股通资金每周买入/卖出额前十大银行股				港股通资金持仓比例前十大银行股	
	股票简称	净买入额 (亿港元)	股票简称	净卖出额 (亿港元)	股票简称	持全部 H 股比例
1	工商银行	0.68	建设银行	-9.17	建设银行	10.1%
2	邮储银行	0.52	郑州银行	-1.44	汇丰控股	9.3%
3	中国银行	0.50	农业银行	-1.31	重庆农村商业银行	6.8%
4	招商银行	0.41	民生银行	-0.32	工商银行	6.6%
5	汇丰控股	0.41	中国光大银行	-0.06	中信银行	5.8%
6	重庆农村商业银行	0.39	交通银行	-0.04	民生银行	4.3%
7	中银香港	0.38	重庆银行	-0.02	郑州银行	3.3%
8	中信银行	0.06	大新金融	-0.02	重庆银行	3.0%
9	恒生银行	0.05	江西银行	0.00	浙商银行	2.4%
10	东亚银行	0.01	渤海银行	0.00	中国光大银行	2.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所，11月19日汇价 1HKD=0.8193CNY

### 3、行业动态及上市银行要闻

#### ■ 央行发布《2021年第三季度货币政策执行报告》

报告指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，以我为主，稳字当头，把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系，做好跨周期调节，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。完善货币供应调控机制，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。

#### ■ 银保监会新闻发言人就近期热点问题答记者问

答记者问涉及 10 月信贷投放情况、企业存单被商业银行用于为银行承兑汇票提供质押事件、民营企业金融服务工作、老年人保险保障服务等方面。就市场较为关注的房地产问题，发言人提及，房地产合理贷款需求正在得到满足。10 月末，银行业金融机构房地产贷款同比增长 8.2%，整体保持稳定。个人住房贷款中 90%以上用于支持首套房，投向住房租赁市场的贷款同比增长 61.5%。

#### ■ 银保监会发布 2021 年三季度银行业保险业主要监管指标数据情况

数据显示，截至 2021 年三季度末，我国银行业金融机构本外币资产 339.4 万亿元，同比增长 7.7%；1-9 月累计实现净利润 1.7 万亿元，同比增长 11.5%；商业银行不良贷款率 1.75%，较上季末下降 0.01 个百分点。

#### ■ 杭州银行：中国人寿已实施完成本次减持计划

杭州银行发布公告称，截至 11 月 19 日，中国人寿本次减持计划的减持期限已届满，减持期间中国人寿通过集中竞价方式共减持公司股份 5589 万股，占公司普通股总股本的 0.94%，中国人寿已实施完成本次减持计划。

#### ■ 宁波银行配股落地

11 月 18 日，宁波银行发布公告称配股申请已获证监会批准，本次配股价格为 19.97 元/股，按照每 10 股配售 1 股的比例向全体 A 股股东配售。

## 4、近期重点报告及核心观点

### ■ 当 R001 成交量突破 4.5 万亿——流动性周报 (2021.11.08-2021.11.14)

(报告发布日期: 2021 年 11 月 14 日)

**杠杆交易推动 R001 成交量持续突破 4 万亿。**11 月份以来, R001 每日成交量连续 9 个交易日位于 4 万亿以上, 截至 12 日的均值为 4.29 万亿, 峰值为 4.55 万亿, 核心原因在于: 跨月之后, 央行 OMO “罕见” 加量, 流动性较为宽松, 而经济下行压力加大交织房地产信用风险发酵, 使得市场对宽松预期较为乐观, 进而刺激了机构加杠杆情绪升温。此外, “双 11” 期间银行体系备付会向支付机构备付切换, 也需要在银行间市场适度加大净融入, 进而推高 R001 成交量。

回顾 2020 年以来 R001 运行情况, 每日成交量连续 7 天维持在 4 万亿以上, 且一度逼近/超过 4.5 万亿主要有三个时点, 即 2020 年 4 月 3-23 日、5 月 11-22 日以及 2021 年 1 月 6-14 日, 其共性在于: **流动性宽松, 市场预期乐观, DR001 低位运行, 而随着货币政策出现边际收敛, R001 成交量大幅下挫, DR001 中枢抬升, 最大幅度超过 200bp。**

11 月份以来尽管 R001 每日成交量大幅增长, 但出现与前三次情况类似的利率大幅“上冲”概率并不大。主要是因为:

一方面, 今年 3 月份至今, 短端资金利率波动性较低, R001 均值大体维持在 1.8-2.0%, 并未出现前期“深蹲”情况。

另一方面, 当前所处的市场环境也与前期有所不同。2020 年 4-5 月份, 随着疫情得到有效控制, 货币政策开始回归正常化, 而 2021 年 1 月经济复苏向好, 此时货币投放也具备边际收敛的条件。而当前经济运行承压, 融资需求走弱, 融资“松绑”政策传导至地产端尚需时间情况下, 央行并不具备明显收紧流动性的基本面基础。

**投资建议。**10 月中下旬以来, 央行流动性投放呈现“OMO 大幅增量、MLF 等量续作、定向工具发力”的特点, 呵护市场流动性平稳的态度比较明确。经过 7 月份降准之后, 市场已基本回归至结构性流动性短缺框架下, 央行对流动性的掌控能力, 较 Q2-Q3 显著提升。现阶段, 维持稳定友好的市场环境, 也是央行的最优选择, 但中央经济工作会议和政治局会议定调前, 释放明显宽松信号概率仍低。我们反复强调, 真正对利率中枢形成趋势性影响的负债端变量, 是央行投放的“长钱”, 而“短钱”加量只是阶段性扰动。这就意味着, 在下次中长期流动性深度释放之前, 利率难以走出趋势性位移。

### ■ 净息差季环比上行, 盈利增速稳中有升——2021 年三季度银行业主要监管指标点评

(报告发布日期: 2021 年 11 月 17 日)

**国股银行盈利增速稳中有升, 城农商行盈利增速下滑, 内部分化或进一步加大。**前三季度, 商业银行累计实现净利润 1.69 万亿, 同比增长 11.5%, 增速较 1H21 微升 0.3pct, 增速呈现稳中有升态势; 3Q 单季盈利同比增长 12.2%, 较 2Q 单季增速下降 11.2pct, 较 3Q20 增速提升 17.9pct。结合上市银行三季报来看, 预计营收增长是盈利的最主要支撑, 盈利增速季环比提升幅度有所收敛, 一方面, 随着疫后经济修复, 商业银行拨备计提力度逐步回归常态化; 另一方面, 国股银行 2Q20 大幅增强拨备力度导致的低基数效应逐渐消退。

分银行类别看，1) 国有行、股份行盈利增速较 1H21 分别提升 0.6pct、0.9pct，2) 城商行盈利增速环比 1H21 下降 4.2pct，各类银行中降幅最为明显。与之形成对比的是，上市城商行盈利增速较 1H21 提升 2.1pct 至 17.5%，其中江苏（+30.5%）、宁波（+26.9%）、杭州（+26.2%）、南京（+22.4%）、成都（+22.2%）、青岛（+20.5%）等归母净利润增速更是超过了 20%；3) 农商行盈利增速较 1H21 下降 1.4pct 至 8.4%，其中张家港行、无锡、常熟等增速较高且季环比改善。城农商行业绩进一步凸显了区域分化及机构间分化加大的态势。

净息差环比提升 1bp，呈现逐渐企稳特征。前三季度商业银行净息差环比提升 1bp 至 2.07%，呈现逐渐企稳特征。从资产和负债两端看，资产端价格运行有下行压力但可控；负债端依托监管部门在改善银行负债成本方面的系列政策安排，成本得以有效管控。各类银行净息差环比变化情况为：农商行（+2bp）、国有行（+1bp）、股份行/城商行（-1bp）。

商业银行不良率季度环比下降 1bp 至 1.75%，资产质量整体改善，风险抵补能力增强。商业银行整体资产质量季环比改善，但机构间也有一定分化，国有行、股份行不良率均季环比下降 2bp 至 1.43%、1.40%，城商行不良率季环比持平于 1.82%，农商行不良率则季环比上行 1bp 至 3.59%，中小银行特别是尾部金融机构，仍面临一定的资产质量压力。9 月末，商业银行拨备覆盖率为 197.0%。

四季度银行经营展望：业绩有支撑，营收盈利增速差将进一步收敛。结构性宽信用推进，信贷投放预计延续“量稳价平”，营收增速仍可能小幅上行，房企融资形势趋暖有助于缓释潜在不良压力，银行业经营在跨周期安排下料将保持稳定；同时，基数效应消退，信用成本上行，营收盈利增速差或从分化走向收敛。

银行股投资策略：相对确定性与潜在风险并存，优质银行有望获得 $\alpha$ 收益。当前银行股投资的相对确定性与潜在风险并存，相对确定性主要体现在：1) 基本面稳健有支撑；2) 优质银行将“强者恒强”。三季报 12 家银行盈利增速突破 20%，主要为零售业务特色突出的全国性银行，以及位于江浙等优质区域的地方法人银行。这些银行盈利能力具有可持续性；3) 银行板块配置风险极低。估值低位叠加配置比例偏低，银行底部效应较为明确，配置风险较小，如果资金轮动更有助提升估值。潜在风险主要为短期内弱资质房地产企业信用风险释放仍将是重要变量，但预计风险整体可控；此外，如果经济下行压力加大可能拖累银行基本面。在区域分化特征大概率延续情况下，江浙等优质地区经济仍处于景气期，稳增长压力相对更小，银行处于“亲周期”“正循环”过程中；预计区域法人房企风险较小、我们继续看好优质区域中小银行，推荐江苏、南京、常熟、杭州四家银行。

### ■ 手把手教你测算 2022 年社融、信贷与 M2——流动性观察第 75 期

（报告发布日期：2021 年 11 月 19 日）

2022 年信贷预测：新增规模维持在 20-21 万亿，同比增速维持在 10.5-10.8%

在跨周期调控下，政策的出台更加着眼于对经济发展的中长期优化，更加注重稳增长和防风险的统筹推进。MPA 考核对于广义信贷增速和信贷投放节奏进行考核，其中信贷投放节奏要求：“当期各项贷款比年初增量占比偏离前 5 年同期各项贷款平均比年初增量占比”在正负 10 个百分点之内。这意味着，无论是货币政策还是信贷政策，都不会出现前期的“大开大合”和“信贷脉冲”，总体信用投放将更加平滑，按揭贷款投放进一步增加，开发贷增速有望“回正”。

基于此，预计今年 Q4 新增人民币贷款有望实现小幅同比多增，2021 年维持在 20-20.5 万亿，增速在 11.9% 左右。**2022 年信贷投放维持与 2021 年较为相似的强度，新增规模在 20-21 万亿区间，同比增速维持在 10.5-10.8%。**

**2022 年社融预测：新增规模维持在 32-33 万亿，增速维持在 10.3%-10.5%**

社融口径信贷融资新增 21 万亿。一般而言，银行全年信贷投放节奏，大体按照季度“3322”原则执行。因此，我们取 2020 和 2021 年各季度表内信贷融资（不含非银贷款）增量占比的均值，作为 2022 年的参考，进而测算出各季度增量。

政府债券净融资上限 7 万亿。在发行节奏方面，2022 年大概率既不会出现类似于 2021 年的滞后情况，也不会出现 2020 年发行节奏过快而造成资金闲置，因此不妨取 2019 年政府债券的发行节奏，进而测算出各季度政府债券净融资规模。

非标融资压降 1.5 万亿。今年以来，监管对非标融资仍处于高压态势，明确 2021 年融资类信托“两压一降”目标，要求继续压降信托通道业务规模，逐步压缩违规融资类业务规模，加大对表内外风险资产的处置。对于后续情况，我们认为土地前融业务放松可能性不大，这意味着房地产信托渠道融资仍将处于严监管状态。基于此，**预计 2022 年非标融资会延续压降态势，考虑到 2019、2020 年“委托+信托贷款”降幅分别为 1.3、1.5 万亿，2021 年大幅多于 2020 年，假定 2022 年“委托+信托贷款”降幅在 1.5 万亿左右。**

企业债券净融资 3.3 万亿。2020 年疫情期间利率处于较低水平下，企业通过票据、SCP 等方式购买银行理财或结构性存款进行套利，所以 2020 年企业债存在一定虚增情况。今年企业债发行已回归正常化，因此我们取 2019 和 2021 年均值作为 2022 年的参考，即 2022 年企业债净融资规模维持在 3.3 万亿。

基于此，综合考虑社融其他子项情况，**预计 2021 年新增社融规模有望维持在 30-31 万亿，增速为 10.5% 左右，较 2020 年回落约 2.5-3 个百分点左右。预计 2022 年新增社融在 32-33 万亿左右，增速维持在 10.3-10.5%。**

**2022 年 M2 预测：同比增速维持在 8.5-9%。**基于广义货币增速与名义 GDP 增速基本匹配的原则判断，2022 年 M2 增速理论上应维持在 8-9% 的水平。根据 M2 的信用派生来源：（1）代客结售汇净额新增 1.5 万亿；（2）新增人民币贷款（央行口径）20.5 万亿；（3）政府存款新增 2.9 万亿；（4）广义同业新增-1.7 万亿；（4）企业债净融资 3.3 万亿。

综合上述分析，**2021 年全年 M2 增速有望维持在 9% 左右，2022 年 M2 增速为 8.95%，与名义 GDP 增速基本匹配。**

## 5、风险提示

- 1.经济下行压力持续加大可能拖累银行基本面，区域性风险因素也可能进一步累积；
- 2.短期内弱资质房地产企业信用风险释放仍将是重要变量，但在一揽子政策安排下，预计风险整体可控；
- 3.如果流动性环境超预期宽松，资金从银行板块流向其他主题板块的可能性或增大。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司

c

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited

64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE