

银行业

专题

终于等到你

——12月3日“适时降准”点评

行业公司研究——银行业一

证券研究报告

✎ 分析师: 梁凤洁 S1230520100001
 ✎ 分析师: 邱冠华 S1230520010003
 ✉ TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

行业评级

银行

看好

报告导读

降准释放稳增长强烈信号,有望催化优质银行主升浪行情。逻辑类似14年底和19年初,时间节点趋同于2012年底。

投资要点

□ 事件概览

- (1) 国务院总理李克强3日表示将围绕市场主体需求制定政策,适时降准。
- (2) 12月3日恒大宣布可能无法履行担保责任。

□ 本次降准不同于7月降准,稳增长信号更强烈

上次(7月)超预期降准,银行股大跌。我们认为这次反而会形成对银行股行情的催化作用,本质上是降准背景和市场预期的差异。

①**经济预期**:本次降准,经济下行已有一致预期。7月降准,市场对经济是否快速下行存在分歧。②**降准目的**:7月降准,目的调整银行资金结构。本次降准,支持实体经济意味更浓。李克强总理在会上表示“面对复杂环境和新的下行压力”,将适时降准,促进综合融资成本稳中有降。③**市场理解**:7月降准,引发市场担忧经济下行。本次降准,市场和监管对经济下行已有充分预期,而降准释放稳增长的强烈信号,有望边际缓释市场对经济压力、银行风险的担忧。

□ 恒大事件是雷声而非闪电,地产无需过度担忧

恒大违约市场已有预期,事实上是雷声而非闪电。央行表示其风险主要源于自身经营不善、盲目扩张;银保监会表示是个案,不会对我国银行业保险业的正常运行造成任何负面影响;广东省政府同意向恒大派出工作组。多方表态和协调下,预计恒大违约对上市银行、尤其优质银行的影响非常有限。

地产风险压力最大时点已过。①地产政策执行已经在纠偏,并且逐步验证。②对公端,银行授信以项目为主,在地方保交房的前提下,银行预计损失较小。③零售端,银行投放以按揭为主,资产质量稳定。

□ 当下更加坚定看好银行股,稳增长将是催化剂

当前银行股是一项极具吸引力的正向期权。向下空间有限,向上具有弹性,坚定看好板块行情。个股方面,推荐兴业/平安+邮储/南京/光大+招行/宁波。

(1) **向下空间有限**:银行估值处于历史底部。截至最新银行板块PB估值仅0.63x,处于5年1%的极低百分位水平。

(2) **向上具有弹性**:复盘历史,当下银行外部环境类似2014年底和2018年底,节奏类似2012年,降准释放稳增长信号形成催化,板块有望开启上涨主升浪。①**环境类似**:当下经济承压,货币政策转向稳增长。相似的14Q4、19Q1银行板块分别上涨60%和16%,15年2月和19年1月降准后银行半年度分别上涨8%和17%。②**节奏类似**:银行股是Q4胜率最高的行业,截至当前21Q4银行板块仍未上涨,主要看12月发力。

(3) **行情催化来源**:站在12月,未来约有4-5个月银行股投资的友好窗口期。行情催化剂来自于宽信用超预期+财报季强信心+地产政策执行纠偏。

□ 风险提示:宏观经济失速,不良大幅暴露。

相关报告

- 1《宽信用信号更明确,地产风险有望缓释——评央行21Q3货政报告及11.19银保监会发布会》2021.11.21
- 2《房贷纠偏验证,宽信用在路上——10月信贷社融数据点评》2021.11.10
- 3《碳减排支持工具如何看?——政策力度超预期,利好银行基本面》2021.11.09
- 4《让利无需担忧,地产风险缓释——下跌造就黄金坑,继续坚定看好Q4银行板块》2021.11.02
- 5《盈利和质量超预期——上市银行2021年三季度报综述》2021.11.01

报告撰写人: 梁凤洁/邱冠华

联系人: 陈建宇

正文目录

1. 比较异同：本次降准对比上次	3
1.1. 经济预期不同	3
1.2. 降准目的不同	3
1.3. 市场理解不同	4
2. 恒大违约：预期充分无需担忧	4
3. 复盘历史：类似经济政策环境	5
3.1. 外部环境	5
3.2. 行情复盘	6
4. 银行策略：当下更加坚定看好	7
5. 风险提示	9

图表目录

图 1: 6 月以来 PMI (TTM) 持续下行	3
图 2: 四季度 GDP 增速大概率继续下行	3
图 3: 7 月和 12 月均面临较大 MLF 到期 (亿)	4
图 4: 经济承压弱复苏	6
图 5: 信用环境边际转宽	6
图 6: 2014 年板块行情	6
图 7: 信用环境边际转宽	6
表 1: 银行的涉房贷款中, 按揭贷款为主	5
表 2: 行情复盘汇总	6
表 3: 历次降准后银行股行情	7
表 4: 银行股是 Q4 胜率最高的行业	8

1. 比较异同：本次降准对比上次

上次（7月）超预期降准，银行股大跌。这次总理提出适时降准，与上次有何区别？我们认为这次反而会形成对银行股行情的催化作用，本质上是降准背景和市场预期的差异。与2021年7月降准相比，本次再提降准的背景在经济预期、降准目的、市场理解三大方面存在核心差异。

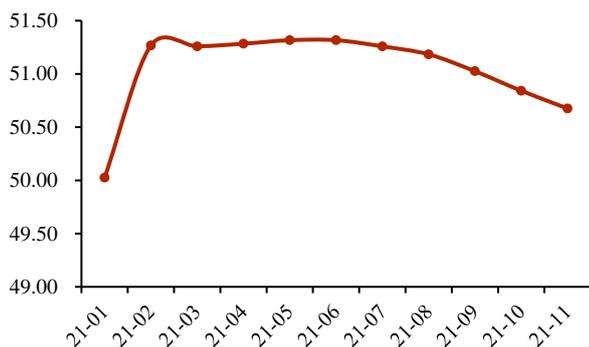
1.1. 经济预期不同

本次降准，经济下行已有一致预期。此前降准，经济增长预期存在分歧。

※回顾7月：当时PMI（12月平均）自2020年2月以来持续上行；边际来看，6月PMI环比微降0.1至50.9，仍保持在枯荣线以上，经济增长势头虽边际放缓，但尚未见明显向下拐点，市场对未来经济增长预期存在分歧。

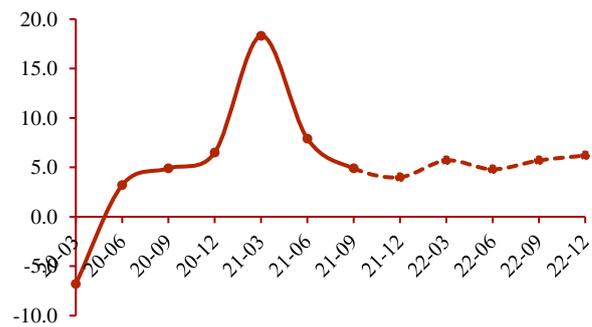
※核心差异：本次再提降准时，监管和市场都明确认知到经济下行压力加大。21Q3 货政报告中，央行提到当前经济恢复发展面临“阶段性、结构性、周期性因素制约”，“保持经济平稳运行的难度加大”。根据浙商证券宏观团队预测，三季度GDP实际同比增速超预期回落至4.9%，四季度大概率继续下行。

图 1：6 月以来 PMI（TTM）持续下行



资料来源：wind，浙商证券研究所。

图 2：四季度 GDP 增速大概率继续下行



资料来源：wind，浙商证券研究所。虚线为预测值。

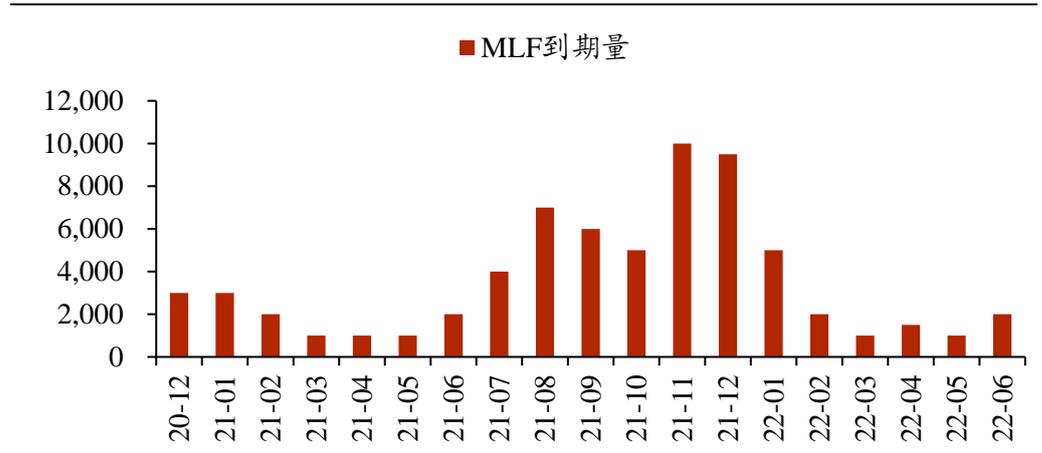
1.2. 降准目的不同

本次降准，支持实体经济意味更浓。此前降准，目的调整银行资金结构。

※共性特征：对比7月和12月，共性特征为同期MLF到期量均较大，降准可置换到期MLF，改善银行资金结构，以降低实体经济融资成本。7-8月MLF到期量1.1万亿，12月MLF到期量9500亿。

※核心差异：相较7月，本次提到降准支持实体经济意味更浓。李克强总理在会上表示“面对复杂环境和新的下行压力”，将适时降准，促进综合融资成本稳中有降。

图 3：7 月和 12 月均面临较大 MLF 到期（亿）



资料来源：wind，浙商证券研究所。

1.3. 市场理解不同

本次降准，释放稳增长的强烈信号。此前降准，引发市场担忧经济下行。

※回顾 7 月：7 月降准后，银行指数一周内下跌 0.2%，归因市场对经济的预期分歧下，降准引发市场对经济下行压力和银行资产质量的担忧，导致行情波动。

※核心差异：本次降准，市场和监管对经济下行已有充分预期，而降准释放稳增长的强烈信号，有望边际缓释市场对经济压力、银行风险的担忧。

假设全面降准 1pc，可释放约 2.4 万亿低成本资金以支持实体经济；以 237 万亿存款、333 万亿总资产静态测算，可提升银行息差 1.6bp（假设投资于 10 年期国债，考虑节税效应），释放实体经济融资成本下行空间。

2. 恒大违约：预期充分无需担忧

恒大违约市场已有预期，事实上是雷声而非闪电。央行表示其风险主要源于自身经营不善、盲目扩张；银保监会表示是个案，不会对我国银行业保险业的正常运行造成任何负面影响；广东省人民政府同意向恒大地产集团派出工作组。多方表态和协调下，预计恒大违约对上市银行、尤其优质银行的影响非常有限。

地产风险压力最大时点已过。①地产政策执行已经在纠偏，并且逐步验证。②对公端，银行授信以项目为主，在地方保交房的前提下，银行预计损失较小。③零售端，银行投放以按揭为主，资产质量稳定。

表 1：银行的涉房贷款中，按揭贷款为主

类型	银行	房地产贷款占比		对公房地产贷款占比		按揭贷款占比	
		21H1	Δ	21H1	Δ	21H1	Δ
国有行	工行	35.2%	-0.7pc	5.0%	-0.2pc	30.2%	-0.6pc
	建行	38.9%	-1.0pc	4.7%	0.0pc	34.1%	-1.0pc
	农行	35.4%	-0.7pc	5.5%	0.2pc	29.9%	-0.9pc
	中行	37.8%	-1.3pc	7.9%	-0.1pc	29.9%	-1.2pc
	交行	27.9%	-0.2pc	6.0%	0.1pc	21.9%	-0.3pc
	邮储	35.1%	-0.2pc	2.1%	0.5pc	33.0%	-0.6pc
股份行	招行	32.2%	-0.9pc	7.5%	-0.3pc	24.7%	-0.6pc
	兴业	34.6%	0.1pc	8.7%	0.7pc	25.9%	-0.6pc
	浦发	26.2%	-0.2pc	7.3%	-0.4pc	18.9%	0.2pc
	中信	26.6%	-0.4pc	6.3%	-0.1pc	20.3%	-0.2pc
	民生	24.1%	-0.7pc	10.3%	-1.1pc	13.7%	0.4pc
	光大	23.5%	-0.3pc	7.0%	-0.5pc	16.6%	0.2pc
	平安	19.1%	0.0pc	10.1%	-0.1pc	9.0%	0.0pc
	华夏	20.9%	0.7pc	6.9%	-0.3pc	13.9%	1.1pc
	浙商	20.5%	0.4pc	13.5%	-0.3pc	7.0%	0.7pc
城商行	上海	26.7%	1.2pc	14.6%	0.3pc	12.2%	0.9pc
	江苏	25.4%	-0.6pc	7.6%	0.2pc	17.8%	-0.8pc
	南京	14.8%	0.5pc	4.3%	0.8pc	10.5%	-0.3pc
	宁波	8.8%	0.1pc	4.6%	-0.8pc	4.3%	0.9pc
	杭州	22.0%	-2.4pc	7.7%	-1.8pc	14.3%	-0.6pc
	长沙	20.6%	0.2pc	4.0%	0.0pc	16.6%	0.2pc
	成都	29.4%	-5.2pc	7.2%	-1.6pc	22.2%	-3.6pc
	青岛	28.3%	-1.5pc	9.6%	-0.5pc	18.7%	-0.9pc
	苏州	18.5%	0.7pc	3.5%	0.0pc	14.9%	0.7pc
农商行	无锡	15.1%	2.7pc	0.8%	-0.2pc	14.3%	2.9pc
	苏农	11.5%	-0.4pc	1.9%	-0.5pc	9.6%	0.2pc
	常熟	9.2%	0.4pc	0.8%	-0.2pc	8.4%	0.7pc
	张家	10.9%	0.0pc	0.9%	-0.1pc	10.1%	0.1pc

资料来源：wind，浙商证券研究所。底纹越红，代表占比越高或较年初提升幅度越大。Δ=21H1 占比-20A 占比。

3. 复盘历史：类似经济政策环境

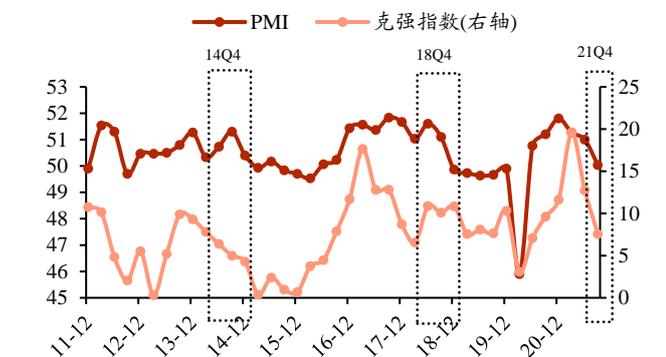
提出“适时降准”，宽信用信号更加明确。当下经济承压，货币政策转向稳增长，回顾历史类似 2014 年底和 2018 年底/2019 年初，坚定看好银行板块行情。

3.1. 外部环境

当下外部环境类似 2014 年底、2018 年底/2019 年初，经济承压弱复苏，信用环境边际转宽。①**宏观环境**：经济承压弱复苏。指标来看，三个时间段的 PMI 和克强指数均回落至低位。②**信用环境**：信用环境边际转宽。货币政策转松，托底经济稳增长，信用环境边际转宽。指标来看，2014 年 11 月信贷增速见向上拐点；2018 年 6 月，信贷增速见向上

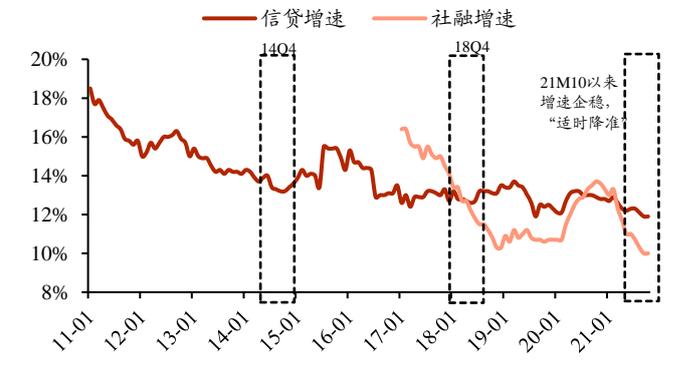
拐点，带动社融增速于2019年1月回升。2021年10月信贷社融增速已经企稳，预计11月开始，信贷社融增速有望回升。

图 4：经济承压弱复苏



资料来源：wind，浙商证券研究所。

图 5：信用环境边际转宽

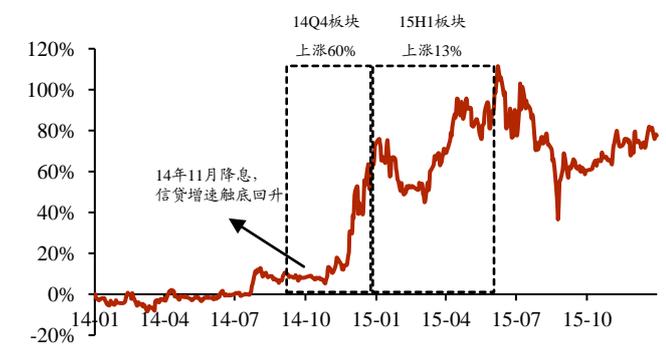


资料来源：wind，浙商证券研究所。

3.2. 行情复盘

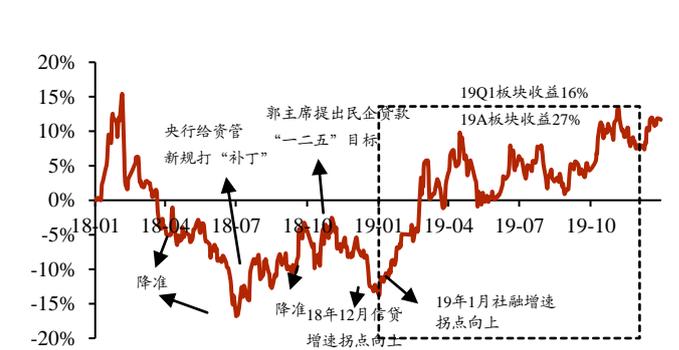
这两个时间段，银行股均实现优异的收益水平。①2014 年：2014Q4 银行板块上涨 60%，2015H1 继续上涨 13%。②2019 年：2019 年 1 月社融增速拐点向上，带动银行板块 2019Q1 上涨 16%，2019 年全年累计上涨 27%。

图 6：2014 年板块行情



资料来源：wind，浙商证券研究所。

图 7：信用环境边际转宽



资料来源：wind，浙商证券研究所。

表 2：行情复盘汇总

	2014Q4	2018 底/2019 年初	2021Q4
经济	持续承压。14 年 8 月起 PMI 回落。	高位回落。17 年底/18 年初，PMI 见顶。	高位回落。21 年初 PMI 见顶，3 月起连续下行。
信用	先紧后松。14 年 9 月之前信贷增速波动下行，10 月企稳后回升。	由紧转松。17 年末，信贷增速见顶下行，18 年 6 月，信贷增速见底，信用环境转松。	由紧转松。20 年 6 月，信贷增速见顶下行。21 年 10 月，信贷社融增速已环比走平。预计 11 月见底回升。
基本面	盈利下行，不良暴露。	盈利修复，不良平稳。	盈利平稳，不良向好。
PB 估值	0.88x（5 年百分位数 4%）	0.81x（5 年百分位数 0%）	0.63x（5 年百分位数 1%）

银行股收益 14年9月末至年底60%，15年上半年13%。19Q1 16%，19年全年27% ?

资料来源：wind，浙商证券研究所。

参考近10年以来行情表现，降准后银行股有望迎来上涨行情。近10年以来，银行股降准后一周、两个月、半年分别平均上涨0.6%、1.9%、1.6%。而与当下环境相似的2014年末、2018年末/2019年初，银行板块降准后半年分别上涨8.3%、16.9%。

表 3：历次降准后银行股行情

降准公告日	降准后一周银行指数表现	降准后2个月银行指数表现	降准后半年银行指数表现
2021/07/09	-0.2%	-2.0%	-4.8%
2020/04/03	0.5%	3.8%	3.8%
2020/03/13	-6.0%	-3.2%	0.1%
2020/01/01	0.6%	-8.1%	-13.6%
2019/09/06	0.4%	7.5%	-4.7%
2019/05/06	-3.4%	-1.5%	2.5%
2019/01/04	0.8%	17.8%	16.9%
2018/10/07	-6.1%	-4.2%	7.5%
2018/06/24	-7.6%	-1.9%	-1.0%
2018/04/17	1.7%	-3.6%	-3.7%
2017/09/30	0.0%	3.5%	1.7%
2016/02/29	7.6%	8.9%	13.7%
2015/10/23	-0.6%	8.5%	-1.2%
2015/08/25	23.6%	22.1%	13.0%
2015/06/27	-0.6%	-14.5%	-2.8%
2015/04/19	-2.0%	-8.4%	-19.2%
2015/02/04	0.4%	18.7%	8.3%
2014/06/09	2.6%	6.5%	33.3%
2014/04/22	-0.3%	-0.8%	2.8%
2012/05/12	-3.1%	-12.4%	-11.4%
2012/02/18	1.7%	-2.1%	-11.7%
2011/11/30	3.5%	7.1%	4.4%
平均涨跌幅	0.60%	1.90%	1.55%

资料来源：wind，浙商证券研究所。底纹标蓝意味着下跌，底纹标粉意味着上涨。银行指数采用银行（申万）指数。

4. 银行策略：当下更加坚定看好

当前银行股是一项极具吸引力的正向期权。向下空间有限，向上具有弹性，坚定看好板块行情。个股方面，精选优质银行，依次推荐：兴业/平安+邮储/南京/光大+招行/宁波。

- **向下空间有限：**银行估值处于历史底部。截至2021年12月3日收盘，银行板块PB估值仅0.63x，处于5年1%的极低百分位水平。

- **向上具有弹性：**复盘历史，当下银行外部环境类似 2014 年底和 2018 年底，节奏类似 2012 年，降准释放稳增长信号形成催化，板块有望开启上涨主升浪。① **环境类似，**当下经济承压，货币政策转向稳增长。相似的 14Q4、19Q1 银行板块分别上涨 60%和 16%，15 年 2 月和 19 年 1 月降准后银行半年度分别上涨 8%和 17%。② **节奏类似，**银行股是 Q4 胜率最高的行业，截至当前 21Q4 银行板块仍未上涨，主要看 12 月发力。

表 4：银行股是 Q4 胜率最高的行业

	近 10 年绝对收益概率	近 10 年相对收益概率	2021 年 Q4 以来涨跌幅
银行	80%	70%	-0.4%
非银金融	80%	60%	-1.0%
家用电器	80%	80%	0.0%
交通运输	80%	30%	1.1%
钢铁	70%	70%	-7.4%
汽车	70%	20%	18.9%
公用事业	70%	70%	-4.2%
机械设备	70%	30%	9.1%
建筑材料	70%	60%	1.3%
化工	70%	30%	2.5%
农林牧渔	60%	70%	6.6%
电气设备	60%	30%	16.9%
采掘	60%	60%	-9.4%
国防军工	60%	40%	18.9%
综合	60%	60%	0.4%
轻工制造	60%	40%	5.3%
纺织服装	60%	60%	5.7%
食品饮料	60%	40%	7.2%
有色金属	50%	50%	11.0%
建筑装饰	50%	50%	4.5%
房地产	50%	60%	-2.9%
电子	40%	50%	13.2%
医药生物	40%	50%	-0.8%
传媒	40%	40%	7.1%
计算机	40%	60%	9.3%
通信	30%	50%	11.4%
商业贸易	30%	50%	5.0%
休闲服务	30%	40%	-11.9%

资料来源：wind，浙商证券研究所。底纹越红，代表概率越高或涨跌幅越大。数据截至 2021 年 12 月 4 日。

- **行情催化来源：**站在 12 月，未来约有 4-5 个月银行股投资的友好窗口期。行情催化剂来自于宽信用超预期+财报季强信心+地产政策执行纠偏。

①**信用转宽正在逐步印证。**10 月社融已经见拐点，“适时降准”释放更加明确的宽货币、宽信用预期。2021 年 11 月起至 2022 年一季度，宽信用发力下，信贷数据有望超市场预期。银行行情环境非常友好。信贷放量，预期营收以量补价；

经济好转，预期不良改善，即使经济未见好转，预期信贷继续放量。这一友好预期会一直延续到明年一季度。

②**财报季检验优质银行成色**。2022年初、2022年3月底、4月底分别进入银行的2021年快报季、年报季和2022一季报披露期，预计优质银行的经营业绩仍将穿越周期，给予投资者信心。

③**房地产政策执行有望纠偏**。2021年9月29日以来，监管屡次针对地产政策公开表态，释放地产融资监管执行纠偏信号。地产政策执行纠偏缓解银行的地产风险压力，并且带动信贷需求的恢复，支撑宽信用落地。

5. 风险提示

宏观经济失速，不良大幅暴露。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>