

银行

“宽信用”或在路上，银行股有什么投资机会？

从历轮社融增速企稳到宽信用的周期中看，银行股的表现如何？每轮周期大致为“宽货币→社融增速企稳（当前阶段）→宽信用（结构改善，对公中长期贷款持续同比多增）→经济企稳”的过程，我们发现：1）宽信用基本与经济企稳同步；2）但从社融增速企稳，传导到宽信用所需的时间不一，3个月到1年以上不等；3）银行股价在社融增速刚企稳时一般处于“磨底”或略有上涨，但较难获得超额收益，在市场确认宽信用、经济企稳后往往能迎来大行情（12Q4、17年-18年初、19年底、20Q4-21Q1 上涨54%、34%、10%、23%，跑赢大盘37pc、18pc、5pc、9pc）。

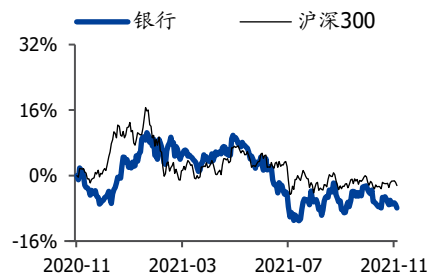
“宽信用”时银行股大多能迎来行情，背后还是经济企稳改善的预期。一般企业中长期融资开始明显改善后，PMI、固定资产投资增速基本也同步迎来拐点，当季GDP增速往往能实现降幅收窄或反弹，工业企业利润当季往往也能得到有效改善。如2012年同业业务发展下，地方政府加杠杆，基建投资确实对信贷需求、经济带来了立竿见影的效果，6月社融增速企稳后，Q4企业中长期贷款从同比少增转为同比多增，工业企业利润增速9月由负转正。但当时影子银行的野蛮扩张也积聚了一些风险，到2015年经济下行期，虽然多轮降息降准后社融增速实现企稳，但地方政府债务问题积聚，加上企业利润承压，房地产处去库存周期，实体需求较弱，一直到2016年底随着供给侧改革取得成效、房企库存出清+棚改货币化房地产回暖，企业中长期贷款持续多增，经济企稳，银行迎来行情。

本轮若要实现“宽信用”，可能的方向在哪里？银行股有什么机会？在之前历轮宽信用经验中，房地产、基建是能够迅速提升需求、短期托底经济的两个方向。短期看，房地产纠偏与维稳、基建托底经济的大方向较为明确：1）**房地产**：按揭2021年有需求但额度紧，22Q1新额度到位后这些需求将得到有效满足；对于资质良好、符合银行信贷偏好的房企开发贷不会“一刀切”，仍将满足其合理的信贷需求；2）**基建**：地方债发行加速+各地项目不断落地，或进一步撬动信贷需求（如深圳Q4新项目即启动了224个，投资总金额4455亿（而前三季度项目总投资5918亿）），据证券日报报道，11月以来，湖北、云南、福建等地开工上千个重大项目，总投资额超过1万亿。Q1历来是信贷投放的高峰期，今年银行提早加大信贷储备，对22Q1的信贷将带来支撑。3）除了这两大领域，经济转向高端制造+新兴产业驱动的“高质量发展模式”的大方向也比较确定，制造业贷款、普惠小微是继续引导投放的方向，同时绿色金融方面政策支持力度也明显会增加（碳减排工具+2000亿煤炭清洁高效利用专项再贷款等）。这些领域的需求能否有效回升或是本轮宽信用后续时长、质量的重要因素。对银行股而言，社融增速企稳预期形成以来，当前也正处于“磨底”阶段。若年底-22Q1社融增速继续回升，同时企业中长期融资、经济数据表现较好，或将迎来“春季躁动”。

个股角度来说，宽信用阶段股价表现更好地银行往往具备的特点包括：1）具有优质资产扩张能力；2）资产质量较好，或明显改善、确认存量包袱大幅减轻；3）受当时金融监管政策影响较小，业务方向与当时环境相契合，如：2012年：基建扩张+同业业务发展+对公业务更受认可。民生银行、兴业银行同业资产占资产比重超过40%，资产增速分别高达44%、34%，（民生银行当时还有“小微标签”），股价表现较好（但后来随着同业严监管也面临了一定的调整压力）；2017年：经济向好，银行股银

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

分析师 陈功

执业证书编号：S0680520080001

邮箱：chenggong2@gszq.com

相关研究

- 1、《银行：本周聚焦-人身险销售管理办法征求意见 进一步规范行业发展》2021-11-27
- 2、《银行：银行股或迎春季躁动，三主线精选“小β组合”-2022年度策略》2021-11-25
- 3、《银行：本周聚焦-地产再现积极信号+Q3公募基金代销数据》2021-11-14

行来行情。虽然股份行中小行一般经济改善时会更具有扩张弹性，但2017年的特殊之处在于其开启了“同业、表外、非标”等业务的强监管大年，国有大行各业务调整压力更小，股价表现也较好（如建设银行上涨97.6%）；此外经济转型的大趋势下，零售业务开始更受市场认可，资产质量率先出清、零售业务占比较高的招商银行涨幅也更好（上涨100.4%）。**2019年及2020年：**资产质量较优、从上一轮金融监管调整完毕、重新进入新的扩张周期的中小行表现更佳，如宁波银行、杭州银行等。或者是零售业务特色突出的招商银行、平安银行继续跑赢行业。

值得注意的是，低估值个股并不一定在宽信用的行情中就更有上涨的弹性，关键还是要看银行资质，及是否契合当时的经济、政策环境。四轮周期中，仅2012年估值较低的银行在修复行情中更有弹性，但2019、2020年两波上涨中，估值相对更高的、受到市场认可的银行（招行、宁波等）反而表现的更好。

在本轮宽信用中，区域龙头、优质中小行或将打开新的高质量扩张篇章。

1) 上市中小行大多是优质区域的龙头银行，长三角等国家区域战略下金融资源在持续往这些区域集中；2) 这些龙头银行相比其他本地中小行的优势在不断扩大，过去3年资产、利润增速分别高出2pc、7pc左右；3) 大多数银行经过多年努力上一轮资产质量包袱已大幅减轻；4) 业务特色以小微、制造业等符合当下环境的方向为主；5) 再融资正在路上将补充资本，未来或将进入新的高质量增长期。我们从财报数据出发，根据资产质量是否出清、资产增长弹性、存款基础、贷款投放方向四个维度筛选出最具扩张潜力的中小行：**宁波银行、南京银行、杭州银行、苏州银行、常熟银行、张家港行等。**

此外，除了宽信用这一主线外，2022年还可积极关注两大主线下的优质标的：**A、精选优质个股，穿越周期；B、财富管理业务或正在爆发的“风口”；包括招商银行、邮储银行、平安银行等（详细逻辑见《银行股或迎春季躁动，三主线精选“小β组合”-2022年度策略》）。**

风险提示：疫情超预期，宏观经济恶化，货币政策转向，金融监管超预期。

内容目录

一、历史上“宽信用”的阶段中，银行股表现怎么样？	4
1.1 2012 年底：基建扩张+表外同业业务大发展，有效托底经济	8
1.2 2015 年、2016 年：社融企稳到宽信用，为何等待了 15 个月之久？	9
1.3 2019 年年初：去杠杆政策边际宽松下社融增速企稳	12
1.4 2020 年：应对疫情各项刺激政策出台，社融增速大幅提升。	14
二、“宽信用”或在路上，怎么看待当前银行股的投资机会？	16
2.1 近期托底+纠偏政策不、落地，年底-22Q1 社融信贷或“先行企稳”	16
2.2 当前银行股怎么看？或迎春季躁动，区域龙头、优质中小行或将打开新的高质量扩张篇章	19
风险提示	23

图表目录

图表 1: 2010 年以来我国主要几次社融增速企稳、回升的时间段，及银行股价的表现	5
图表 2: 2010 年以来宽信用周期中社融增速及结构、固定资产投资、经济、股价表现（红色表示社融增速企稳时点，黄色表示宽信用、经济企稳拐点）	6
图表 3: 主要四轮宽信用时期银行个股涨跌幅表现（每一轮中，包括社融企稳、确认宽信用两个阶段）	7
图表 4: 表外业务（委托+信托贷款）占新增社融比重上升（亿元）	9
图表 5: 2012 年开始地方政府杠杆率开始快速上升（%）	9
图表 6: 2012Q4 个股涨跌幅情况，及主要基本面指标一览（2012A）	9
图表 7: 地产“去库存周期”下，开发贷增速下降，按揭提升（%）	10
图表 8: PPI 持续为负，工业企业利润承压（%，工业企业利润为右轴）	10
图表 9: 供给侧改革显成效（%，工业企业利润为右轴）	11
图表 10: 棚改货币化推动下，房地产行业回暖（元/平方米）	11
图表 11: 2017 年个股涨跌幅情况，及主要基本面指标一览（2017A）	12
图表 12: 委托贷款+信托贷款持续净减少，19 年后开始收窄（亿元）	13
图表 13: 新增贷款结构，19 年 Q1 主要是票据冲量	13
图表 14: 2019 年个股涨跌幅情况，及主要基本面指标一览（2019A）	14
图表 15: 2020 年广义财政赤字率创历史新高	15
图表 16: 我国出口从 2020 年 7 月开始恢复，且超市场预期（%）	15
图表 17: 2020 年个股涨跌幅情况，及主要基本面指标一览（2020A）	15
图表 18: 8 月提前召开“信贷形势会议”（%）	17
图表 19: Q1 往往是信贷投放小高峰（万亿）	17
图表 20: 2021 年社融同比多增结构（月度，万亿）	17
图表 21: 9-10 月地方债发行速度加速（万亿）	17
图表 22: 下半年以来主要托底+纠偏政策一览	18
图表 23: 从不良生成率的走势来看，过去几年各家银行资产质量改善的节奏不一	20
图表 24: 宽信用环境下，四大维度筛选“最具成长性、且信贷投放方向符合政策导向的中小行”	21
图表 25: 银行板块部分个股估值情况（估值更新至 12 月 3 日）	22

一、历史上“宽信用”的阶段中，银行股表现怎么样？

2012年以来我国共经历了4次社融增速企稳的时间段：

- 1) 2012年底：基建扩张+表外与同业业务大发展，有效托底经济；
- 2) 2015H：货币持续宽松，但宽信用效果不佳，一直到2017年实体需求才有效恢复；
- 3) 2019年年初：去杠杆政策边际宽松下，社融增速企稳；
- 4) 2020年：财政货币政策加码对冲疫情，社融增速有效提升。

(注：2014年5、6月社融增速也出现了短暂的企稳，但此后增速仍持续下行，因此这里暂不将其算入“宽信用”的阶段)。

拆分来看，每一轮周期都大多经历了“宽货币→社融增速企稳→宽信用(社融结构改善，这里我们以企业中长期融资是否显著改善做判断)→经济企稳”的过程，结合宏观经济背景，从银行股投资的角度来说，我们关注到以下几个结论：

1) 宽信用与经济企稳基本同步(最多滞后1个季度)，一般企业中长期融资开始明显改善后，PMI、固定资产投资增速基本也同步迎来拐点，当季度GDP增速往往能实现降幅收窄或反弹，工业企业利润当季往往也能得到有效改善；

2) 从社融增速企稳，传导到宽信用+经济企稳，所需的时间不一，从3个月到1年以上不等，如：

- A、2012年、2020年从社融增速企稳到经济企稳较快(仅分别4个月、3个月)；
- B、2015H虽然货币宽松力度超前，社融增速企稳后1年之内都没有带来经济企稳，到2016年Q4开始企业中长期融资才开始明显改善，经济才逐步复苏，共花了15个月；
- C、2019年年初社融增速即企稳，但是票据冲量明显，企业中长期融资从19Q3才开始转为同比多增，经济从11月开始出现企稳迹象，这一传导过程耗费10个月左右。

3) 进一步分析，如果说社融增速主要代表着金融供给，在政策的引导往往能更快地企稳或者提升，那么实体经济的需求往往决定了宽信用的质量，以及经济企稳的预期。

A、2012年、2020年宽信用效果较好，重要原因在于：2012年地方政府制定了新一轮基建扩张刺激计划，开启了新的增量扩张。城投债扩容、金融创新浪潮下同业+表外业务快速扩张为其带来配套资金。在既有资金又有需求的情况下，社融增速企稳后快速反弹，回升幅度高达7pc以上。基建投资增速从12年初的负增长快速反弹至25%以上，经济也实现了快速企稳，工业企业利润增速迅速“由负转正”(但也需要说明的是，这一时期影子银行的扩张虽然短期支撑了经济企稳，但也为后来经济发展也积累了一定的风险)。2020年我国经济在Q2能率先走出疫情影响(出口订单火爆)，且财政支持力度空前下，基建投资增速回升，企业中长期融资需求旺盛，经济逐步从疫情中走出。

B、2015年-2016年宽信用所需的时间较长。2015年货币环境空前宽松，但宽信用效果较弱的根源还是实体需求较弱。外需普遍萎靡的同时，内需方面供给侧改革刚开始+PPI持续为负，工业企业经营压力较大，房企又刚刚开始清库存，投资需求低迷，社融增速仅仅是“企稳”，宽松的资金难以找到合意的投资方向，持续“脱实向虚”。而2016年底，随着房企库存出清+棚改货币化刺激房市回暖需求提升、供给侧改革推进+PPI增速持续回暖工业企业经营改善后，房地产、制造业投资需求旺盛带动企业中长期贷款持续高增，宽信用及经济企稳的拐点得到确认。**值得注意的是在2016年底-2017年初，这一时期虽然货币政策没有宽松(在2016年年底、2017年底，还上调了4次逆回购利率)，但社融增速“自发”回升了2.8pc，也侧面反映了当时实体经济需求的旺盛。**

C、此外，2019年社融增速企稳主要得益于720指导意见后，资管新规等去杠杆政策边际宽松，以及2018年信贷总量会议后引导银行多投贷款。但政策的宽松主要定调为“存量可续作”，19Q1信贷结构中依旧以短期票据为主，经济指标也仍持续走弱。到19年底，托底经济的政策加码下（如2019年6月首次允许将专项债资金纳入符合要求的四类项目的资本金范围中），随着基建投资需求恢复，企业中长期贷款从19年8月开始从同比少增转为同比多增后，经济开始出现复苏迹象，但遗憾的是企稳迹象仅出现两个月左右就被疫情爆发所打断。

图表1: 2010年以来我国主要几次社融增速企稳、回升的时间段，及银行股价的表现（

	2012年底 基建扩张+表外业务发展，托底经济	2015年7月 宽信用效果不佳，股市泡沫破灭	2016年Q4-2017年 供给侧改革后需求企稳+经济持续回升	2019年年初 去杠杆政策边际宽松下社融增速企稳	2020年 政策对冲疫情，社融增速提升	2021年10月（本轮） 政策纠偏+财政政策适度积极
宽货币节奏	2011/12-2012/7 2次降息+3次降准	2014/9-2016/2 6次降息+8次降准	没有明显的货币宽松政策引导，实体经济需求复苏带来了宽信用。	2018/7-2019/1 3次降准	2019/9-2020/4，两次降准+4次降息，以及直达实体的政策工具	2021/7，降准一次
传导至社融所需时长	6个月	10个月		5个月	6个月	3个月
社融增速企稳时间	2012/6-2013/4	2015/7-2015/12	2016/8-2017/1	2019/1-2019/3	2020/3-2020/10	2021/10
社融增速提升幅度	14.1%→21.5%，+7.4pc	12.1%→12.5%，+0.5pc	12.1%→14.9%，+2.8pc	9.9%→10.7%，+0.8pc（旧口径） 10.3%→11.2%，+0.9pc（新口径）	10.7%→13.7%，+3pc（新口径）	企稳于10.0%（新口径）
社融回暖类型	企稳+回升	结束2年的下降后企稳	回升	结束16个月的下降后企稳	社融增速提升	目前企稳
社融回暖驱动力	地方债务+基建扩张	按揭贷款	地产回暖明显，制造业也有所回暖	表外融资降幅收窄，鼓励加大普惠金融贷款投放	财政刺激基建加码+地产逐步回暖	房地产+城投相关政策纠偏
政策基调与热点	由紧转松、鼓励金融创新等	相对宽松	由松转紧，去杠杆、去同业、资管新规政策陆续出台等	边际宽松，720指导意见、金融供给侧改革等	相对宽松，资管新规延期、金融让利	边际宽松，支持普惠、制造业、绿色信贷等重点领域
宽信用拐点	2012Q3		2016Q4	2019Q3	2020Q2	
经济企稳时间	2012/10-2014/6		2016/10-2018/3	2019/11-2019/12	2020/7-2021/5	
社融企稳至经济企稳所用时长	4个月	没有较明显的企稳期	从2015年社融企稳开始算为15个月	10个月	3个月	
经济复苏效果	较好		较好	较短，迅速被疫情打断	较好	
社融增速企稳阶段股价表现	(2012/6-2012/10) 银行板块“磨底”，下跌6.4%，跑输大盘1.5pc	(2015/7-2015/12) 银行板块“磨底”，下跌4.47%，跑赢大盘8.7pc	--	(2019/1-2019/4) 银行上涨25.9%，跑输大盘4.6pc	(2020/4-2020/7) 银行上涨2%，跑输大盘18.4pc	待观察
宽信用、经济企稳阶段的股价表现	(2012/10-2013/2) 银行板块上涨54.3%，跑赢大盘37pc	--	(2016/10-2018/2) 银行板块上涨33.9%，跑赢大盘17.8pc	(2019/9-2019/12) 银行上涨10.4%，跑赢大盘4.8pc	(2020/8-2021/3) 银行上涨23%，跑赢大盘19pc	
个股表现	民生银行、兴业银行，分别上涨105%、73%	浦发银行上涨15.7%	招商银行、建设银行上涨100%、98%	宁波银行在社融企稳、经济企稳两大阶段分别上涨45.5%、23.3%	杭州银行、平安银行、宁波银行累计涨幅均超过70%	

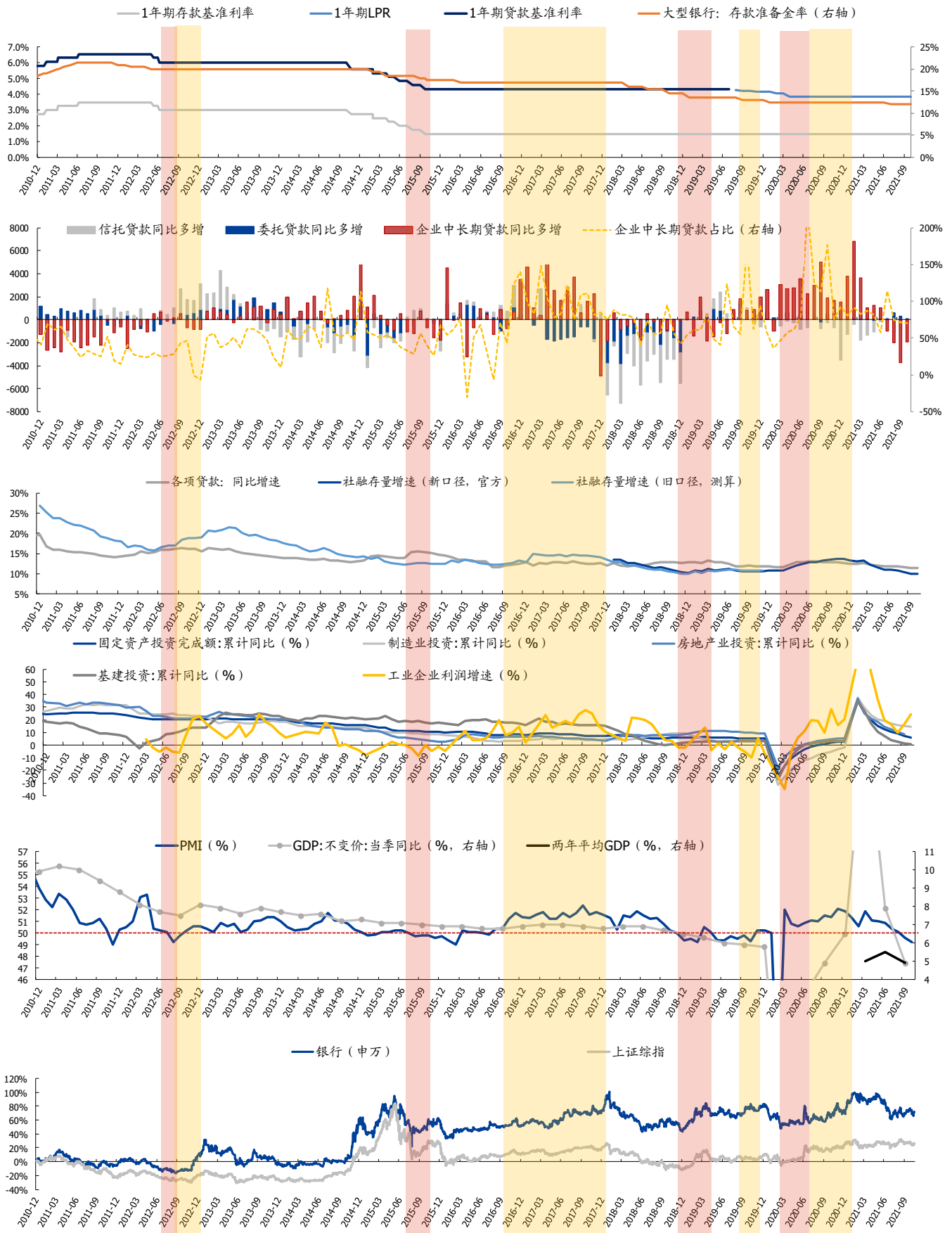
资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

注1: 宽货币到社融企稳的时滞根据首次货币政策宽松的日期到社融增速企稳日期时间测算, 社融企稳到宽信用、经济企稳的时滞计算方式相同;

注2: 宽信用拐点定义为企业中长期贷款同比多增或中长期融资占比明显提升; 经济企稳拐点定义为PMI指数突破向上“荣枯线”或明显提升。

注3: 2017-2018年央行对社融口径进行了修改, 详见 <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4385733/index.html>

图表2: 2010年以来宽信用周期中社融增速及结构、固定资产投资、经济、股价表现 (红色表示社融增速企稳时点, 黄色表示宽信用、经济企稳拐点)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

注1: 部分时间段由于指标波动过大, 如2021Q1的GDP增速等, 为保持整体数据可读性调整了坐标轴。

注2: 企业中长期贷款占比=新增企业中长期贷款/新增企业贷款, 由于票据融资可能为负, 部分月份会出现这一比例大于100%的情况。

4) 从银行股股价表现的角度看：宽信用、经济企稳拐点确认后银行往往有“大行情”。

A、在社融增速企稳阶段：银行股价往往处于磨底阶段（如2012年底、2015年中），或者能够获得正的绝对收益（2019年初、2020年初），但大多时间跑输大盘。

B、每一次市场确认宽信用、经济企稳拐点后：银行能够获得绝对+超额收益，如12Q4-13年初、16年底-2018年初、19年Q4、20Q4-21Q1分别上涨54%、34%、10%、23%，跑赢大盘37pc、18pc、5pc、9pc。

C、个股角度看，在宽信用阶段股价表现更佳的银行往往需要有以下特征：

- (I) 具有优质资产扩张能力、业务扩张方向符合当时政策与经济方向的银行；
- (II) 资产质量较好，或明显改善，确认存量包袱大幅减轻；
- (III) 受当时金融监管政策影响较小，业务方向契合当时经济、政策环境导向；
- (IV) 银行股估值修复或者提升的行情中，低估值个股并不一定就更有上涨的弹性，关键还是要看银行资质，及是否契合当时的经济、政策环境。2012年估值较低的银行在修复行情中更有弹性，但2019、2020年两波上涨中，高估值的银行（如招行、宁波等）反而表现的更好。具体来说：

- ✓ **2012年：**基建扩张+同业业务与表外业务大发展的时期，且对公业务更符合当时我国经济的发展环境。同业业务快速扩张的民生银行、兴业银行（同业资产占总资产比重超过30%）资产增速分别高达44%、34%，是当时规模增速最快的股份行（此外，民生银行当时作为小微业务的龙头，获得了资本市场的青睐），但后来随着同业严监管，这些银行也面临了一定的调整压力；
- ✓ **2017年：**经济向好，银行股迎来行情。虽然股份行中小行一般经济改善时会更具有扩张弹性，但2017年的特殊之处在于其开启了“同业、表外、非标”等业务的强监管大年，国有大行各业务调整压力更小，股价表现也较好（如建设银行上涨97.6%）；此外经济转型的大趋势下，零售业务开始更受市场认可，资产质量率先出清、零售业务占比较高的招商银行涨幅也更好（上涨100.4%）。
- ✓ **2019年及2020年：**资产质量较优、从上一轮金融监管调整完毕、重新进入新的扩张周期的中小行业绩增速、资产质量指标等表现更佳，如宁波银行、杭州银行等。或者是零售业务特色突出的招商银行、平安银行继续跑赢行业。

图表3：主要四轮宽信用时期银行个股涨跌幅表现（每一轮中，包括社融企稳、确认宽信用两个阶段）

	2012Q3	2012Q4	2015下半年	2016Q4-2018年初	2019年初	2019Q4	2020年4-7月	2020Q3-21年初
工商银行	-3.80%	19.20%	-3.97%	82.99%	13.42%	9.09%	1.33%	11.69%
建设银行	-3.33%	27.64%	-8.22%	97.59%	21.35%	4.78%	1.04%	20.10%
农业银行	-3.86%	30.77%	-3.12%	59.30%	8.06%	8.53%	0.83%	5.26%
中国银行	-2.84%	18.82%	-6.54%	47.84%	10.80%	4.53%	0.91%	0.60%
交通银行	-5.07%	31.28%	-11.21%	35.76%	12.26%	4.07%	-2.18%	3.99%
招商银行	-5.77%	43.26%	1.52%	100.43%	42.86%	9.63%	11.15%	46.84%
中信银行	-3.89%	42.98%	4.27%	40.32%	22.02%	10.38%	4.00%	5.62%
浦发银行	-8.36%	64.89%	15.96%	7.71%	21.94%	9.66%	7.63%	6.08%
民生银行	-1.70%	105.16%	-5.43%	5.64%	16.75%	8.61%	3.11%	-8.84%
兴业银行	-6.63%	73.15%	0.56%	26.19%	37.88%	15.32%	2.94%	53.83%
光大银行	-5.63%	39.54%	-14.26%	35.01%	17.30%	17.29%	10.87%	7.94%
华夏银行	-13.31%	50.56%	-1.00%	26.16%	18.00%	5.94%	2.34%	1.26%
平安银行	-12.34%	71.10%	-10.99%	62.79%	55.44%	16.17%	6.01%	64.99%
北京银行	-12.73%	52.72%	0.94%	5.70%	15.86%	8.19%	5.91%	-0.62%
南京银行	-10.09%	40.61%	-15.28%	43.29%	43.96%	12.44%	12.71%	30.41%
宁波银行	-7.92%	35.31%	-2.74%	82.93%	45.50%	23.25%	27.63%	34.21%
上海银行	--	--	--	--	15.19%	5.21%	4.92%	6.16%
贵阳银行	--	--	--	--	41.10%	16.59%	4.04%	6.81%
杭州银行	--	--	--	--	22.30%	14.79%	26.67%	78.92%
江苏银行	--	--	--	--	25.46%	8.38%	5.65%	12.84%
成都银行	--	--	--	--	--	--	15.45%	35.50%
郑州银行	--	--	--	--	--	--	6.39%	2.45%
长沙银行	--	--	--	--	--	--	14.56%	22.37%
银行（申万）	-6.41%	54.26%	-4.47%	33.85%	25.90%	10.44%	2.00%	23.02%
上证综指	-4.95%	17.05%	-13.13%	16.07%	30.46%	5.68%	20.35%	3.99%

资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

注1：2019、2020具体拆分为社融增速企稳阶段、经济确认企稳两大阶段；

注2：仅统计上市时间超过2年的银行个股。

1.1 2012 年底：基建扩张+表外同业业务大发展，有效托底经济

2012年6月-2013年4月社融增速从14.1%回升至21.5%，12Q4-21年初银行上涨54%，跑赢大盘37.2pc

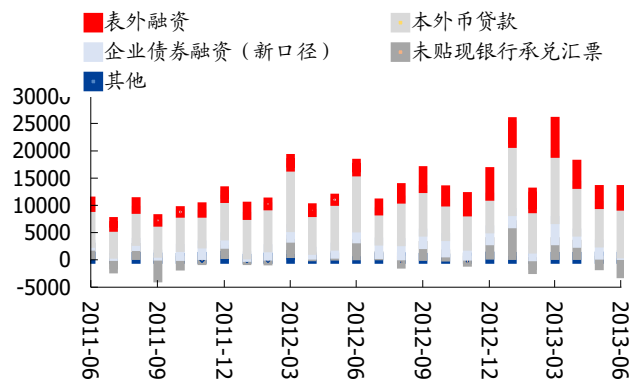
宏观背景：政策收紧后经济承压。四万亿等刺激政策退潮后，2010-2011年我国货币政策明显收紧，连续5次加息，11次上调存款准备金率，到2012年社融增速快速下降至16%以下。2011年开始经济下行压力明显加大，GDP增速首次“破8”。为应对这一压力，11年Q4货币政策开始放松，到12年7月共计2次降息、3次降准。

地方开启新一轮债务扩张，基建发力，Q4经济确认反弹。12年开始各地方政府因地施策密集出台经济投资计划，城投债开始快速增长，且各部委开始尝试推进基建领域中的PPP模式，带来了大量的投资需求；资金端表外资金成为主要驱动力，12年开始的“金融创新浪潮”+利率市场化背景下，银行理财、券商资管、基金子公司等迅速崛起。社融增速从6月开始企稳此后持续走高，到2013年4月最高达到21.5%（提升了7pc），但其中贷款增速仅提升了0.7pc，主要是表外业务扩张驱动。基建投资增速从2012年年初的负增长快速回升到2013年初增速超过25%，在房地产与制造业投资增速持续下滑的情况下，支撑固定资产投资增速企稳在20%左右的水平（甚至在12年底到13年初还实现了小幅反弹）。宏观经济在2012Q4开始确认企稳，10月开始PMI重回“荣枯线”以上，Q4单季GDP增速较Q3明显回升0.6pc至8.1%，工业企业利润增速从9月开始迅速“由负转正”至7.8%，10月进一步提升至20.5%。（但也需要说明的是，这一时期影子银行的扩张虽然短期支撑了经济企稳，但也为后来经济发展也积累了一定的风险，这一段时间的经验对当今环境下参考性或较低）。

股价表现：经济确认反弹后，银行股迎来大行情。在社融增速企稳初期（2012Q2-Q3），经济仍在下行通道中，银行股价表现并不明显，处于股价“磨底”阶段（3-6月下跌了11%，但7-10月仅下跌6%）。但进入10月随着经济反弹预期形成，再加上银行股估值、持仓均创新低，银行股迎来大行情，从10月初到13年2月累计上涨54.3%，大幅跑赢上证指数37pc。

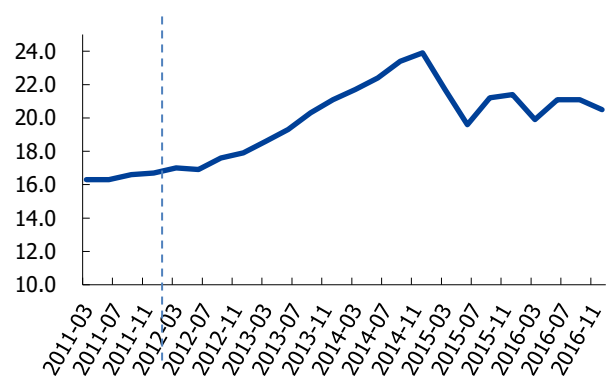
个股中：民生银行、兴业银行两家同业业务规模快速扩张的银行获得青睐（当时同业资产占总资产比重达到了47.06%、48.67%），分别上涨105%、73%（12年末总资产同比增速分别为44%、34%，是当时规模增长最快的股份行），从各家银行当时的各项财务指标和其股价涨跌幅计算相关系数也可以看出，同业资产占比越高的银行更容易获得较好的股价表现，相关系数高达85%。此外从业务环境与投资风格的角度来说，民生银行当时作为小微业务的龙头，更容易获得资本市场的青睐。此外，估值与股价表现的相关系数为-32%，表明当时估值较低的银行在板块估值回升的大行情下，修复的弹性也更大。

图表4: 表外业务(委托+信托贷款)占新增社融比重上升(亿元)



资料来源: 央行, Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表5: 2012年开始地方政府杠杆率开始快速上升(%)



资料来源: 社科院, Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表6: 2012Q4 个股涨跌幅情况, 及主要基本面指标一览(2012A)

	12Q4股价 涨幅	上涨前 PB	资产增速	贷款增速	收入增速	利润增速	逾期贷款 占比	不良生成 率	同业资产 占比
工商银行	19.20%	1.29	13.34%	13.03%	12.99%	14.53%	1.43%	0.12%	7.63%
建设银行	27.64%	1.15	13.77%	15.64%	16.03%	14.13%	1.03%	0.16%	8.40%
农业银行	30.77%	1.16	13.42%	14.30%	11.71%	19.00%	1.37%	0.04%	11.13%
中国银行	18.82%	1.00	7.19%	8.23%	11.56%	12.38%	1.09%	0.10%	9.72%
交通银行	31.28%	0.89	14.36%	15.05%	16.05%	15.05%	1.23%	0.32%	11.30%
招商银行	43.26%	1.21	21.94%	16.05%	17.90%	25.30%	1.12%	0.21%	17.58%
中信银行	42.98%	0.91	7.02%	15.96%	16.23%	0.69%	1.29%	0.31%	16.54%
浦发银行	64.89%	0.85	17.17%	16.01%	22.14%	25.29%	0.90%	0.31%	24.73%
民生银行	105.16%	1.10	44.10%	14.88%	25.18%	34.54%	1.37%	0.44%	47.06%
兴业银行	73.15%	1.00	34.96%	25.01%	46.35%	36.12%	0.74%	0.29%	48.67%
光大银行	39.54%	1.03	31.50%	14.92%	30.05%	30.57%	1.66%	0.31%	23.87%
华夏银行	50.56%	0.80	19.67%	17.78%	18.58%	38.76%	0.97%	0.24%	28.77%
平安银行	71.10%	0.84	27.69%	16.13%	34.09%	30.39%	2.41%	0.78%	27.52%
北京银行	52.72%	0.90	17.09%	22.46%	34.20%	30.49%	0.57%	0.24%	23.36%
南京银行	40.61%	0.97	22.00%	21.85%	22.14%	24.94%	0.98%	0.33%	28.69%
宁波银行	35.31%	1.28	43.39%	18.63%	29.82%	25.04%	0.73%	0.24%	29.02%
与股价涨幅相关系数		-32%	62%	38%	59%	64%	12%	65%	85%

资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所

注: 相关系数这里用来分析, 各指标和银行涨跌幅的关系密切度, 范围在-100%-100%之间, 正/负数表示正/负相关, 越接近 100%/-100%, 说明与股价涨跌关系约紧密, 越能反映这一因素是影响当时银行股价表现的因素之一。

1.2 2015 年、2016 年: 社融企稳到宽信用, 为何等待了 15 个月之久?

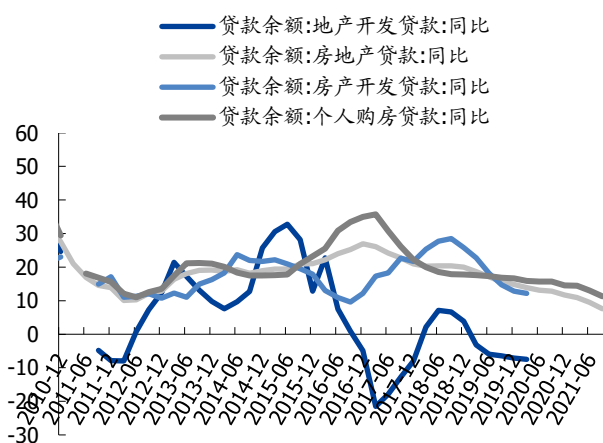
阶段一: 2015 年 7 月左右: 连续降息降准, 股市泡沫化, 但经济持续下行。(社融增速结束了 2 年的下滑, 企稳于 12.5%, 企稳后银行板块下跌 4.5%, 但跑赢上证指数 8.7pc)

宏观背景: 经济承压+外汇占款逆转, 连续降息降准开启。2015 年经济面临“破 7”, 同时 2000 年以来外汇占款持续流入的趋势开始出现逆转(开始下降), 为对冲这些影响央行从 14 年 4 月-16 年 2 月共降准 8 次, 降息 6 次。宽松的货币政策下大量资金流向股市、债市, 催生大牛市, 上证指数到 15 年 6 月达到高点。

按揭贷款独木难支，资金脱实向虚，经济持续下行。虽然14年开始流动性就明显、大幅宽松，但传导到信用端15年7月社融增速才开始企稳于12.5%，且后续也没有提升的动力，这背后的主要原因或是需求持续较弱，其中包括了全球经济尚未恢复，PPI持续为负，实体经济需求低迷、房企去库存压力较大等多个不利因素。结构上看，企业中长期贷款在2015年7月-2016年5月11个月中9个月都是同比少增，地产开发贷款增速更是从15H的32%迅速下降至16年的负增长（房产开发贷也降至10%以下）。本轮宽信用主要依靠个人住房贷款的投放，住房贷款增速从15H的17.8%快速提升到2016年超过25%，但在其他领域需求疲弱的情况下，显得有些“独木难支”。在实体经济需求较弱、可投资资产稀缺、政策鼓励金融创新的环境下，大量资金脱实向虚，形成了货币宽、但信用难宽的局面。2015年8月开始PMI再次跌破“荣枯线”，房地产、基建、制造业增速继续处于持续下滑的趋势，GDP增速持续下降到15Q4正式宣告“破7”，此后持续下行到2016年Q3的6.8%。

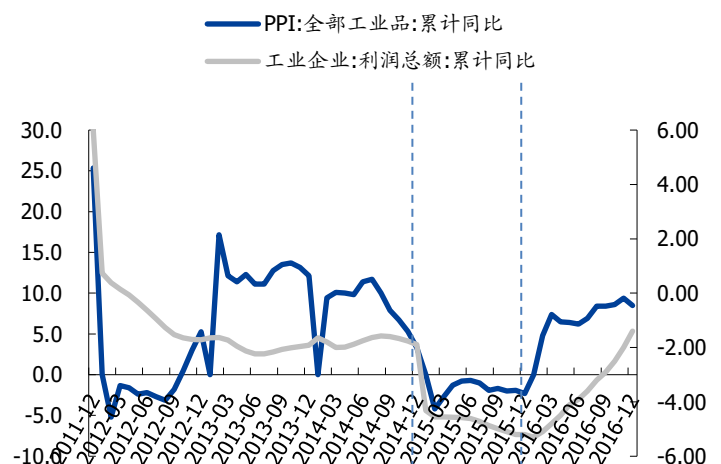
股价表现：股市泡沫破灭，银行相对收益。这一时期正是股市见顶，泡沫破灭的阶段，因此股价表现受市场情绪影响较大，15年6月-12月上证指数下跌了13%，银行板块受益于相对低估值及国家救市等因素。个股方面，浦发银行估值水平较低（15年6月底PB仅1.17x，上市银行整体为1.58x），且规模增速较快（15Q3总资产同比增速高达21.9%，明显高于上市银行整体的12.5%）实现了15.7%的股价正增长。

图表7：地产“去库存周期”下，开发贷增速下降，按揭提升（%）



资料来源：央行，Wind 资讯，国盛证券研究所

图表8：PPI持续为负，工业企业利润承压（%，工业企业利润为右轴）



资料来源：社科院，Wind 资讯，国盛证券研究所

阶段二：2016Q4-2018年初：供给侧改革后需求回升经济企稳，社融增速从12.5%左右上升至最高14.9%。随着经济持续复苏的趋势得到市场确认，银行板块上涨34%，跑赢大盘18pc。

宏观背景：全球经济同步复苏，货币政策保持中性。上一轮宽货币-宽信用的传导不顺，资金脱实向虚，2016年4月后央行的货币政策逐步回归中性的同时，供给侧改革、房地产去库存等一系列政策稳步推进，等待实体需求的复苏。2016Q4左右政策效果开始逐步显现，再加上全球经济同步复苏，实体需求开始得到有效恢复，经济“自发”地触底企稳。

实体经济融资需求旺盛，经济持续企稳复苏。2016年开始PPI就开始触底回升，到16Q4正式“由负转正”，工业企业利润得到修复融资需求明显恢复。与此同时房地产去库存+棚改货币化成效显著，Q4楼市回暖，房地产销售、开发贷等指标增速开始反弹。在此基

基础上，制造业投资增速结束了长达5年左右的持续下降，在2016年11月左右开始触底回升。从社融信贷数据来看，16年12月、17年1月企业中长期贷款连续同比多增3490亿、4600亿，一改之前的颓势，房地产贷款增速更是持续提升，到2016年年末达到了27%。社融、信贷增速从16H的12%、11.6%左右提升到2017年初的14%、12.8%左右。2016年10月开始PMI向上突破51%，此后持续上升到2017年9月最高达到了52.4%，在2016年10月到2018年8月的23个月中除了18年2月（中美贸易摩擦冲击）外，剩余22个月PMI指数都高于51%，创2008年以来的历史记录。GDP增速则是在16Q4、17Q1连续两个季度实现提升，且一直到18Q3之前都保持着6.8%以上较高的水平，经济企稳态势较好。**值得注意的是在2016年底-2017年初，这一时期虽然货币政策并没有宽松（在2016年年底、2017年底，还上调了4次逆回购利率。），但社融增速“自发”回升，这也侧面反映了当时实体需求旺盛。**

股价表现：经济持续恢复的趋势得到市场确认的情况下银行股迎来行情，板块整体上涨33.9%，跑赢上证指数18个百分点。个股方面，国有大行+招行股价表现较好，特别是招商银行、建设银行分别上涨100%、98%，表现较好。此外中小行中的宁波银行也上涨了82.9%，排名第四。整体分析这一阶段表现较好的个股背后的驱动因素包括：

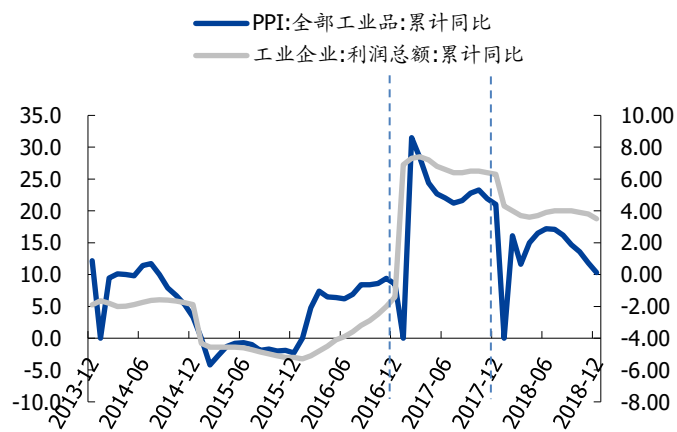
I、经济改善伴随着金融严监管。经济改善持续超预期，银行股迎来行情。虽然股份行中小行一般经济改善时会更具有扩张弹性，但2017年的特殊之处在于其开启了“同业、表外、非标”等业务的强监管大年，国有大行各业务调整压力更小，资产增速虽有下降但降幅相比中小行更低（国有大行整体资产增速下降4pc左右，而大多数中小行增速下降10pc以上）；资产增速的提升幅度与股价涨跌幅的相关系数也达到了47%，是当时主要影响股价表现的重点因素之一。

II、优质银行率先走出上一轮风险暴露周期。招商银行、宁波银行资产质量率先与行业开始出清改善，不良生成率降至0.70%以下。不良生成率、逾期贷款占比与股价表现的相关系数分别为-31%、-47%。

III、零售银行开始获得估值溢价。经济面临转型的大环境下，银行业“高速度扩张”的发展路径（对公业务受益）逐步转变为“高质量增长”的发展路径（零售业务更为受益），因此零售业务龙头招商银行的优势更加凸显。此外平安银行虽然当时资产质量仍有压力，但其开启的零售转型执行力度超市场预期（零售贷款占比快速提升至49.8%），也获得了不错的股价表现（上涨63%）；零售贷款占比与股价涨跌幅的相关系数达到了36%。

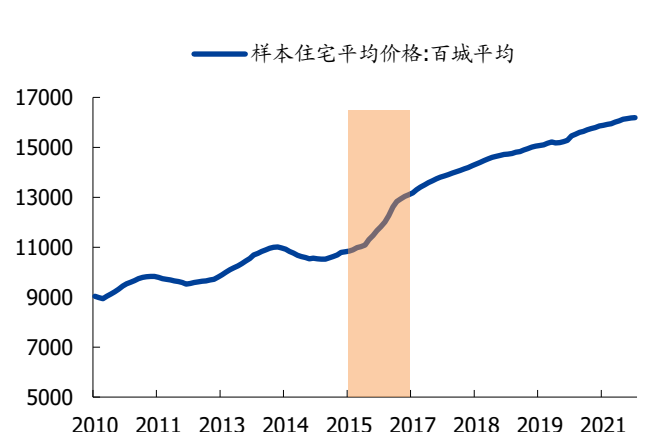
此外，与2012年的情况不同，这一阶段“估值”与股价涨跌幅的相关系数只有7%，即并不是估值较低的银行在银行上涨的行情中弹性更大，关键还是要看银行资质、以及是不是符合当时的经济与政策环境。

图表9：供给侧改革显成效（%，工业企业利润为右轴）



资料来源：央行、Wind 资讯，国盛证券研究所

图表10：棚改货币化推动下，房地产行业回暖（元/平方米）



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 11: 2017 年个股涨跌幅情况, 及主要基本面指标一览 (2017A)

	16Q4-18年 初涨跌幅	上涨前 PB	资产增速	资产增速 环比	贷款增速	收入增速	利润增速	逾期贷款 占比	不良生成 率	零售贷款 占比
工商银行	82.99%	0.89	8.08%	-0.60%	9.01%	7.49%	2.80%	2.01%	0.62%	34.75%
建设银行	97.59%	0.88	5.54%	-8.71%	9.75%	2.74%	4.67%	1.29%	0.66%	40.92%
农业银行	59.30%	0.91	7.58%	-2.42%	10.30%	6.13%	4.90%	2.09%	0.59%	37.37%
中国银行	47.84%	0.79	7.27%	-0.66%	9.26%	-0.07%	4.76%	1.86%	0.83%	36.01%
交通银行	35.76%	0.79	7.56%	-9.88%	8.63%	1.46%	4.48%	2.22%	0.62%	31.63%
招商银行	100.43%	1.26	5.98%	-2.56%	9.30%	5.33%	13.00%	1.74%	0.63%	50.08%
中信银行	40.32%	0.92	-4.27%	-20.06%	11.08%	1.86%	2.25%	2.86%	1.42%	38.52%
浦发银行	7.71%	1.13	4.78%	-11.84%	15.63%	4.88%	2.18%	2.80%	2.45%	38.88%
民生银行	5.64%	1.07	0.11%	-30.31%	13.92%	-7.01%	4.12%	3.18%	1.19%	39.43%
兴业银行	26.19%	1.01	5.44%	-9.41%	16.87%	-10.89%	6.22%	1.59%	1.24%	37.47%
光大银行	35.01%	0.88	1.70%	-25.21%	13.19%	-2.33%	4.01%	2.46%	0.87%	40.85%
华夏银行	26.16%	0.87	6.48%	-10.13%	14.58%	3.70%	4.07%	3.99%	1.14%	23.18%
平安银行	62.79%	0.91	9.99%	-7.31%	15.48%	-1.79%	2.61%	3.54%	2.91%	49.82%
北京银行	5.70%	1.20	10.09%	-4.63%	19.69%	6.10%	5.23%	1.91%	0.81%	28.65%
南京银行	43.29%	1.25	7.26%	-24.90%	17.23%	-6.68%	17.02%	1.30%	0.70%	22.97%
宁波银行	82.93%	1.44	16.61%	-6.91%	14.44%	7.06%	19.50%	0.78%	0.67%	30.52%
与股价涨幅相关系数		7%	34%	47%	-58%	39%	39%	-47%	-31%	36%

资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 2019 年年初: 去杠杆政策边际宽松下社融增速企稳

社融增速结束持续 16 个月的下滑, 新口径下增速企稳回升至 10.5%-11% 左右, 银行板块上涨 25.9%, 但跑输大盘 4.6pc, 到 19Q4 随着宽信用实现+经济企稳, 银行上涨 10.4%, 跑赢大盘 4.8pc。

宏观背景: 2018 年去杠杆+中美贸易摩擦, 经济迅速承压。2018 年 2 月中美贸易摩擦的爆发下我国外围环境有所恶化, 与此同时国内监管政策持续收紧, “资管新规”、“流动性新规”、“委托贷款管理办法”等文件不断出台治理表外业务, 社融增速开始快速下滑, 旧口径下的社融增速从 2017 年 7 月的 14.8% 持续下降至 2018 年 12 月创历史新低仅 9.9%, 主要是表外委托+信托贷款融资额从 18 年 2 月到 12 月累计净减少 2.27 万亿, 表内信贷则保持了 12% 左右的平稳增速。在执行去杠杆政策的过程当中, 不少地区执行尺度较严, 出现了对老的非标项目“一刀切”的情况。经济下行压力也显著增大, PMI 从 18 年 9 月开始持续下降, 12 月正式跌破“荣枯线”, GDP 增速也迅速从 18H 的 6.9% 快速下降至 18Q4 的 6.5%。

18 年 7 月开始货币+金融政策边际放松, 但社融增速一直到 19Q1 才初步企稳。18 年 7 月开始货币政策开始放松, 到 18 年底共计降准 3 次, 同时 7 月 20 日央行针对资管新规进行了补充说明 (即“720 指导意见”), 在存量不新增的前提下, 允许老产品续作, 进行了适度的“边际宽松”。随着政策边际松动, 表外融资压降的幅度开始收窄, 到 19 年 1 月份信托贷款首次转为正增长 (+345 亿), 委托贷款降幅也明显收窄。同时 18 年 11 月召开的信贷总量会议鼓励银行加大信贷投放, 在 19Q1 也得到了体现, 信贷增速小幅回升至 13% 以上, 最终 19Q1 社融增速实现企稳, 新、旧口径下的社融增速分别较 18 年 12 月回升 0.9pc、0.8pc 至 11.2%、10.7%。

8 月宽信用初见成效, Q4 经济企稳改善, 但很快被疫情打断。虽然 19Q1 社融增速整体企稳, 但实体需求并没有有效回升, 一直到 19 年 7 月企业中长期贷款都处于同比少增的状态 (社融提升更多的是票据冲量)。19 年 1 月-10 月 PMI 整体处在“荣枯线”以下, 且呈波动下降的趋势, GDP 增速也逐步下降到 19Q3 “破 6”。到 19 年 Q4 开始经济才出现向好的迹象, 企业中长期贷款开始同比多增, PMI 也重回 50% 以上, 19Q4 的 GDP 增速降幅也明显收窄。但遗憾的是经济复苏的态势没有持续太久, 很快被 19 年末 20 年初的疫情爆发所打断。

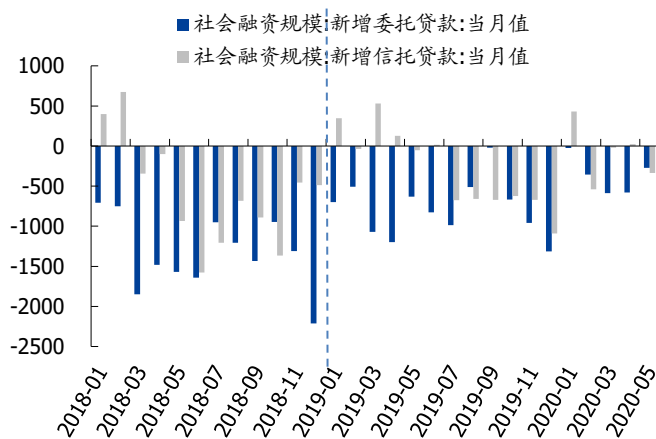
股价表现: 1) **社融企稳阶段:** 18年社融持续下滑+金融去杠杆力度超前,使得股市呈现“衰竭式”下跌,上证指数到19年初跌破2500点,各板块估值均处于历史低位。19年Q1社融企稳刺激市场反弹,上证指数上涨30.5%,银行板块上涨25.9%(经济仍未见底,银行没有超额收益)。2) **宽信用+经济企稳阶段。**到了19年9月开始实体需求开始恢复(9月披露8月社融数据中企业中长期贷款开始多增),经济企稳到疫情冲击之前,银行板块上涨10.4%,跑赢上证指数4.8pc。

个股方面: 与2017年的经济企稳阶段不同,2019年初(社融企稳)、2019年末(经济企稳)中小行的股价表现明显优于国有大行,以资产快速扩张的宁波银行与零售转型亮眼的平安银行为代表,分别在这两个时期获得了45.5%与55.4%、23.3%与16.2%的涨幅。这部分原因在于:

- 1) 17年金融去杠杆环境下股份行、城商行等中小行具有调整压力(大行相对占优),但到19年中小行资产负债调整基本完成,重新回到扩表阶段,不少中小行资产增速相比18年提升7-10pc左右,但大行相对而言扩表弹性相对有限,提升2pc左右;“**资产增速**”、“**贷款增速**”与股价涨跌幅的相关系数分别达到了47%和68%。
- 2) 中小行资产质量也开始逐步从上一轮风险暴露中走出来,不良压力开始有所减轻,如平安银行不良生成率较2018年大幅下降0.52pc;
- 3) 19年开始对国有大行对民营企业、小微企业贷款投放上面提出了更高的要求,而中小行由于之前主要就是服务这类客群,获得的政策支持大于业务调整压力。

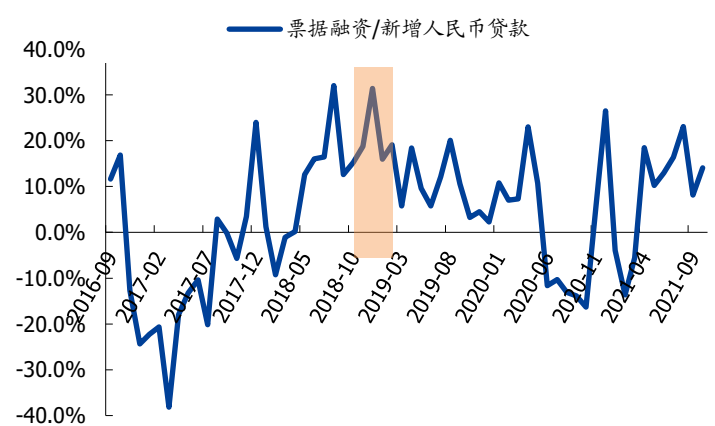
此外,与前两轮的情况不同,这一阶段“**估值**”与股价涨跌幅的相关系数为正的49%,即估值较高的银行(如招商银行、宁波银行),其股价表现在这轮板块上涨的过程中表现更好。这背后很重要的一个原因在于,优质银行相对于其他银行的业务、业绩优势开始不断扩大,市场更看重的不是“是否便宜”,而是更看重银行的资质。

图表 12: 委托贷款+信托贷款持续净减少, 19年后开始收窄(亿元)



资料来源: 央行, Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 13: 新增贷款结构, 19年Q1 主要是票据冲量



资料来源: 社科院, Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 14: 2019 年个股涨跌幅情况, 及主要基本面指标一览 (2019A)

	2019年初 涨跌幅	2019Q4 涨跌幅	上涨前 PB	资产增 速	贷款增 速	收入增 速	利润增 速	逾期贷 款占比	逾期率 变动	不良生 成率	不良生成 率变动
工商银行	13.42%	9.09%	0.85	8.70%	8.70%	10.52%	4.89%	1.60%	-0.15%	0.67%	-0.20%
建设银行	21.35%	4.78%	0.85	9.53%	9.03%	7.09%	4.74%	1.15%	-0.12%	0.70%	0.10%
农业银行	8.06%	8.53%	0.79	10.03%	11.88%	4.79%	4.59%	1.37%	-0.33%	0.57%	-0.09%
中国银行	10.80%	4.53%	0.70	7.06%	10.28%	8.94%	4.06%	1.25%	-0.61%	0.81%	-0.10%
交通银行	12.26%	4.07%	0.68	3.93%	9.27%	9.32%	4.96%	1.71%	-0.13%	1.01%	-0.28%
招商银行	42.86%	9.63%	1.26	9.95%	14.18%	8.51%	15.28%	1.41%	-0.17%	0.78%	0.16%
中信银行	22.02%	10.38%	0.67	11.27%	10.80%	13.79%	7.87%	2.60%	-0.07%	1.74%	-0.05%
浦发银行	21.94%	9.66%	0.67	11.39%	11.91%	11.60%	5.36%	2.21%	-0.20%	2.29%	0.38%
民生银行	16.75%	8.61%	0.62	11.46%	14.10%	15.10%	6.94%	2.02%	-0.57%	1.68%	-0.61%
兴业银行	37.88%	15.32%	0.71	6.47%	17.29%	14.54%	8.66%	1.86%	-0.16%	1.48%	0.02%
光大银行	17.30%	17.29%	0.69	8.63%	12.01%	20.47%	10.98%	2.27%	-0.08%	1.83%	0.23%
华夏银行	18.00%	5.94%	0.58	12.69%	16.06%	17.32%	5.04%	2.20%	-1.22%	2.54%	1.38%
平安银行	55.44%	16.17%	0.73	15.22%	16.30%	18.20%	13.61%	2.24%	-0.36%	2.55%	-0.52%
北京银行	15.86%	8.19%	0.69	6.38%	14.63%	13.77%	7.19%	1.85%	-0.12%	0.94%	-0.56%
南京银行	43.96%	12.44%	0.83	8.06%	18.43%	18.38%	12.47%	1.28%	-0.04%	1.24%	0.22%
宁波银行	45.50%	23.25%	1.36	18.03%	23.31%	21.26%	22.60%	0.86%	-0.02%	0.63%	0.15%
上海银行	15.19%	5.21%	0.87	10.32%	14.32%	13.47%	12.55%	1.65%	-0.04%	1.20%	0.25%
贵阳银行	41.10%	16.59%	0.87	11.34%	20.09%	16.00%	12.91%	4.42%	1.49%	1.12%	-1.08%
杭州银行	22.30%	14.79%	0.82	11.18%	18.14%	25.53%	21.99%	1.27%	0.08%	0.96%	-0.25%
江苏银行	25.46%	8.38%	0.69	7.23%	17.01%	27.68%	11.89%	1.49%	-0.10%	0.68%	-0.11%
与股价涨跌幅的相关系数			49%	47%	68%	35%	62%	16%	33%	18%	-14%

资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所

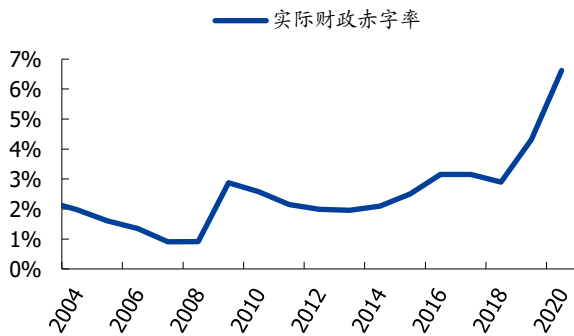
1.4 2020 年: 应对疫情各项刺激政策出台, 社融增速大幅提升。

社融增速自 20 年 3 月开始迅速抬升, 从 10.7%左右提升至 20 年 10 月最高达到 13.7%, 银行板块上涨 24.4%, 跑输上证指数 3.5pc。但在 20 年 8 月-21 年 3 月, 经济确认恢复的阶段, 银行板块上涨 23%, 跑赢大盘 19pc。

宏观背景: 疫情冲击经济, 刺激政策密集出台。2020 年年初疫情打断了经济复苏的节奏, 20Q1GDP 增速跌至-6.8%, 但财政货币双管齐下, 刺激政策密集出台, 包括 1、4 月连续两次降准, 加强再贷款投放力度、创设直达实体的货币政策工具等等, 与此同时财政也进行加码, 考虑结转结余及调入资金后的实际赤字规模达到 6.76 万亿, 测算实际财政赤字率超过 6%, 此外地方政府债券额度相比 2019 年进一步扩容 1.6 万亿至 3.75 万亿, 在此基础上还有 1 亿规模的抗疫特别国债等一系列政策支持。

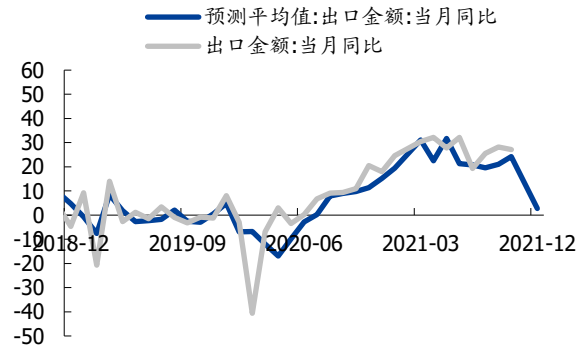
基建发力, 房地产回暖, 支撑社融信贷增速快速提升, 经济率先从疫情中走出。政策引导下, 银行加大了信贷投放力度, 信贷增速从 2020 年初 11.6%快速提升到 5 月达到了 13%, 再加上地方债、国债发行加码社融增速持续提升到 2020 年 10 月的 13.7%。需求端, 一系列刺激政策下, 基建、房地产投资率先发力, 到 2020H 基本上累计投资增速都实现“由负转正”, 到 2020 年底基建增速超过了 2019 年全年的增速。信贷结构上, 2020 年年初加大信贷投放中, 部分来自于票据“冲量”, 2 月新投放企业贷款中仅 36.8%来自企业中长期贷款, 到了 6 月这一比例迅速提升至接近 80%。各项刺激政策使得我国经济率先于其他国家从疫情中得到恢复, 出口增速持续超预期, 实体经济需求稳步恢复。2020 年 7 月到 2021 年 5 月我国 PMI 持续高于 51%, GDP 增速也稳步恢复, 到 21Q2 的 GDP 单季增速还有 7.9%, 两年复合增速 5.5% (较 Q1 继续提升 0.5pc)。

图表 15: 2020 年广义财政赤字率创历史新高



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 16: 我国出口从 2020 年 7 月开始恢复, 且超市场预期 (%)



资料来源: 社科院, Wind 资讯, 国盛证券研究所 (去掉极值)

股价表现: 同样分为两个阶段: A、社融增速提升初期 (2020 年 4 月-7 月), 银行板块上涨 25.9%, 但跑输大盘 4.6pc (其中部分也有金融让利下银行息差承压, 以及 20H 银行加大拨备计提力度, 21H 利润负增长 9% 的原因); B、经济确认恢复期 (2020 年 8 月-2021 年 3 月), 银行板块上涨 23%, 跑赢大盘 19pc。

个股方面, 本轮上涨与 2019 年的选股逻辑基本相同:

- 1) 业务扩张迅速的中小行表现更佳, 以杭州银行 (+126%)、平安银行 (+75%)、宁波银行 (+72%) 为代表, 这些银行的贷款增速基本都在 15% 以上, 资产增速都在 12% 以上。“资产增速”、“贷款增速”与个股股价涨跌幅的相关系数进一步提升至 73%、75%;
- 2) 资产质量依旧重要, 逾期贷款占比、不良生成率、不良生成率变动与股价涨跌幅的相关系数分别达到了 -38%、-35%、-31%; 受益于资产质量改善+进入扩张周期, 优质中小行各项指标改善弹性较大。以杭州银行为例, 在 2020 年左右从上一轮风险暴露周期中走出后, 资产质量包袱大幅减+规模扩张速度提升, 财务指标随之展现出较大的改善弹性, 不良生成率快速下降至 0.3%, 拨备覆盖率从不到 300% 迅速提升至 560%, 与此同时其资产增速提升至 20% 左右, 利润增速也提升至 25% 以上。
- 3) 从估值的角度来说, 估值与股价涨跌幅的相关系数进一步提升至 65%, 也侧面反映了受市场认可的优质银行相对于行业的优势在不断扩大;
- 4) 此外, 零售业务特征明显的招商银行、平安银行继续保持着较好的表现。

图表 17: 2020 年个股涨跌幅情况, 及主要基本面指标一览 (2020A)

	2020年4-7月涨幅	2020Q3-21年初涨幅	上涨前PB	资产增速	贷款增速	收入增速	利润增速	逾期贷款占比	逾期率变动	不良生成率	不良生成率变动
工商银行	1.33%	11.69%	0.74	0.75%	1.11%	3.18%	1.18%	1.44%	-0.16%	1.04%	0.37%
建设银行	1.04%	20.10%	0.76	0.60%	1.73%	7.12%	1.62%	1.09%	-0.07%	0.95%	0.25%
农业银行	0.83%	5.26%	0.67	9.35%	3.55%	4.89%	1.80%	1.29%	-0.08%	0.84%	0.27%
中国银行	0.91%	0.60%	0.62	7.17%	8.82%	2.98%	2.92%	1.26%	0.02%	0.66%	-0.15%
交通银行	-2.18%	3.99%	0.55	8.00%	0.26%	5.91%	1.28%	1.54%	-0.16%	1.39%	0.38%
招商银行	11.15%	46.84%	1.41	12.73%	11.99%	7.70%	4.82%	1.12%	-0.29%	1.00%	0.22%
中信银行	4.00%	5.62%	0.58	1.27%	1.89%	3.81%	2.01%	2.03%	-0.57%	1.91%	0.17%
浦发银行	7.63%	6.08%	0.60	3.48%	4.15%	2.99%	0.99%	2.14%	-0.07%	1.69%	-0.60%
民生银行	3.11%	-8.84%	0.56	4.02%	0.50%	2.50%	3.625%	2.03%	0.00%	2.37%	0.69%
兴业银行	2.94%	53.83%	0.68	0.47%	5.23%	2.04%	1.15%	1.32%	-0.54%	1.42%	-0.06%
光大银行	10.87%	7.94%	0.60	3.41%	10.96%	7.28%	1.26%	2.15%	-0.12%	2.06%	0.23%
华夏银行	2.34%	1.26%	0.48	2.55%	2.62%	2.48%	2.88%	1.96%	-0.24%	1.83%	-0.71%
平安银行	6.01%	64.99%	0.91	3.44%	14.77%	1.30%	2.60%	1.61%	-0.63%	2.40%	-0.15%
北京银行	5.91%	-0.62%	0.55	5.95%	8.39%	1.85%	0.20%	1.89%	0.04%	1.15%	0.20%
南京银行	12.71%	30.41%	0.82	2.93%	8.58%	6.24%	5.20%	1.16%	-0.11%	1.17%	-0.07%
宁波银行	27.63%	34.21%	1.84	23.45%	29.98%	7.19%	9.73%	0.80%	-0.07%	0.79%	0.16%
上海银行	4.92%	6.16%	0.75	0.06%	12.92%	1.90%	2.89%	1.60%	-0.05%	1.51%	0.31%
贵阳银行	4.04%	6.81%	0.72	5.40%	12.95%	9.64%	2.10%	3.39%	-1.03%	2.12%	0.99%
杭州银行	26.67%	78.92%	0.77	4.18%	16.81%	5.87%	8.09%	0.84%	-0.44%	0.30%	-0.66%
江苏银行	5.65%	12.84%	0.77	3.21%	15.48%	5.68%	3.06%	1.20%	-0.29%	0.93%	0.25%
成都银行	15.45%	35.50%	0.77	6.84%	22.54%	4.73%	8.53%	1.38%	-0.26%	0.52%	-0.30%
郑州银行	6.39%	2.45%	0.75	9.46%	21.46%	8.30%	3.58%	3.04%	-0.60%	2.89%	0.49%
长沙银行	14.56%	22.37%	0.76	6.98%	21.00%	5.91%	5.08%	1.65%	0.12%	1.44%	-0.23%
与股价涨跌幅的相关系数			65%	73%	75%	57%	35%	-38%	-1%	-35%	-31%

资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所

二、“宽信用”或在路上，怎么看待当前银行股的投资机会？

2.1 近期托底+纠偏政策不、落地，年底-22Q1 社融信贷或“先行企稳”

在目前市场情绪已充分反映经济下行预期的同时，托底政策+纠偏政策正不断出台落实。

1) 货币政策更注重“稳增长”与“防风险”：7月央行已降准0.5pc，释放长期流动性约1万亿。从《Q3货币政策执行报告》的表述来看，目前货币政策的目标中更注重“防风险”、“稳增长”。在“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”的一贯表述外，强调了“以我为主”、删除了Q2“坚持实施正常的货币政策”，同时提出：

- A、信贷总量增长的稳定性（与8月信贷总量会议要求一致）；
- B、统筹今明两年宏观政策衔接，坚持把服务实体经济放到更加突出的位置，努力完成今年经济发展主要目标任务。
- C、以专栏的形式分析了国外货币政策调整对我国影响有限，我国将继续保持流动性合理充裕。
- D、针对房地产问题，要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展（与之前房地产金融形势会议基调一致）；
- E、要防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险（同时删除Q2“推动做好重点省份高风险机构数量压降工作”的表述）；

2) 近期财政不论是资金端还是项目落地方面均在发力：7月30日政治局会议强调“积极的财政政策要提升效能，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，近期地方债发行速度也明显加快（1-8月合计发行1.85万亿，而9月以来即发行1.43万亿）。近期各地项目集中落地，如11月3日深圳Q4新项目即启动了224个，投资金额4455亿（前三季度总投资5918亿），11月4日，广西开启重大项目189个，总投资1858.5亿元；11月5日，湖北Q4项目开工805个项目总投资达4520亿元。据《证券日报》不完全统计¹，11月份以来，湖北、云南、深圳、福建、陕西等地开工上千个重大项目，总投资额合计达11029亿元。

3) 22Q1 信贷投放有望迎来“小高峰”：

A、供给端：8月23日央行提前召开信贷形势会议，强调“保持信贷平稳增长仍需努力”。从历史上看，过去2次信贷形势会议分别在2018年、2019年的11月召开，银行加大项目储备力度后，次年Q1均迎来了信贷投放的“小高峰”。今年会议召开时间提前至8月，银行或提前加大了明年项目储备力度，配合政策节奏，在明年Q1或集中投放；

B、需求端：年底到22Q1预计多个领域的信贷需求有望提升

(I) 房地产：9月底房地产金融工作座谈会提出“共同维护房地产市场的平稳健康发展”以来监管多次释放积极信号，央行和银保监会学习党的十九届六中全会精神时也强调了这一点，此外银保监会还多次强调要“满足合理的住房贷款需求”。总的来说，虽然政策的节奏市场很难把握，但地产政策纠偏和维稳的大方向是相对明确的。按揭贷款方面，2021年需求强但额度紧，22Q1新的额度到位后这些需求将得到有效满足；开发贷方面，对于资质良好的央企、国企地产公司不会“一

¹ 信息来源：<http://www.xincainet.com/index.php/news/view?id=270557>

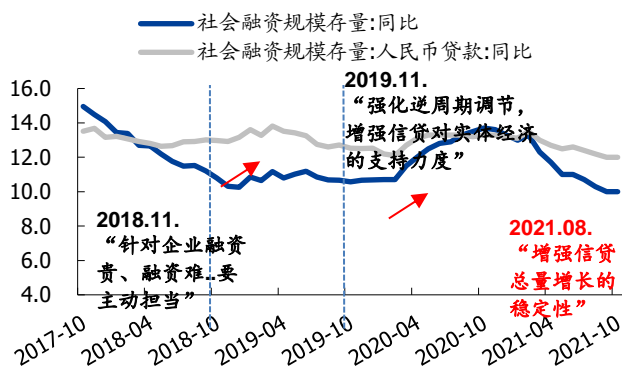
刀切”，仍将满足其合理的信贷需求，这也对明年的信贷投放有一定支撑作用。

(II) 财政发力：地方债发行加速+项目不断落地，或有效撬动信贷需求。

(III) 其他领域：制造业贷款、普惠小微依然是政策引导投放的方向，同时绿色金融方面政策支持力度也明显会增加（碳减排工具+2000亿煤炭清洁高效利用专项再贷款等）。

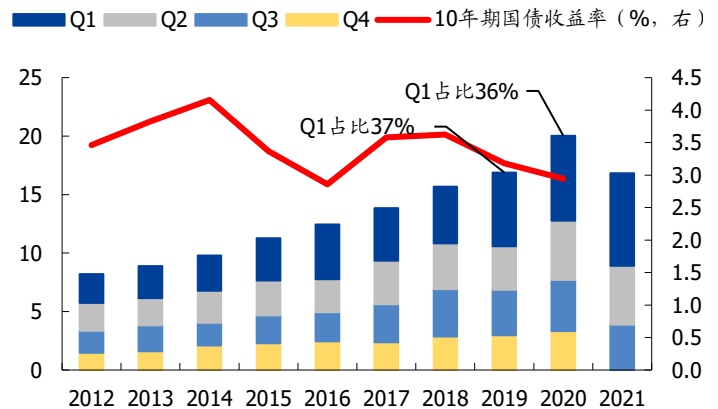
10月金融与社融数据已现“企稳”迹象。10月社融增速企稳于10%，新增社融1.59万亿，同比多增1970亿，其中较为重要的两大驱动因素在于：A、政府债券（含地方债）6167亿元，同比多增1236亿，明显回暖（前三季度同比少增2.3万亿）；B、个人住房贷增加3481亿，环比增加1013亿，预计同比也实现多增。

图表 18: 8月提前召开“信贷形势会议” (%)



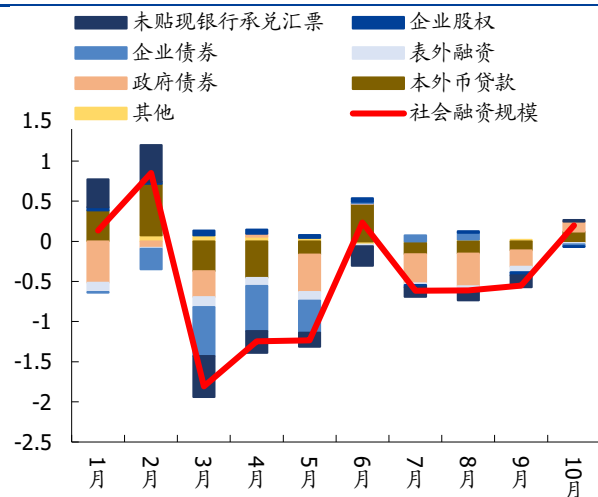
资料来源：央行，Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 19: Q1 往往是信贷投放小高峰 (万亿)



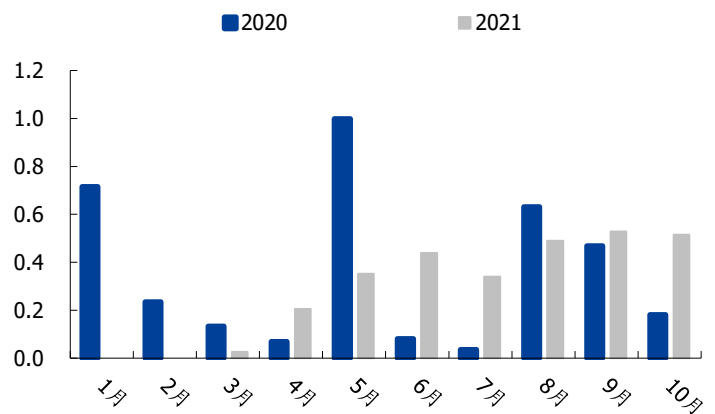
资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 20: 2021 年社融同比多增结构 (月度, 万亿)



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 21: 9-10 月地方债发行速度加速 (万亿)



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 22: 下半年以来主要托底+纠偏政策一览

时间	部门/新闻来源	事件
2021/11/24	国务院	国务院召开常务会议要求,面对新的经济下行压力,要加强跨周期调节,在继续做好地方政府债务管理、防范化解风险的同时更好 发挥专项债资金带动社会资金作用,扩大有效投资,以利扩内需、促消费。
2021/11/22	国务院	国务院印发《关于提升中小企业竞争力若干措施的通知》。通知提出要加强了对中小微企业信贷支持,深入实施中小微企业金融服务能力提升工程,支持金融机构深化运用大数据、人工智能、区块链等技术手段,改进授信审批和风险管理模型, 持续加大小微企业首贷、续贷、信用贷、中长期贷款投放规模和力度。
2021/11/22	国务院	国务院发布《关于进一步加大对中小企业纾困帮扶力度的通知》,将进一步 推进减税降费 , 深入落实月销售额15万元以下的小规模纳税人免征增值税、小型微利企业减征所得税、研发费用加计扣除、固定资产加速折旧、支持科技创新进口等税收优惠政策。
2021/11/19	央行	发布 Q3 货币政策执行报告: 1) 强调信贷总量增长的稳定性 (与 8 月信贷总量会议要求一致); 2) 统筹今明年宏观政策衔接,坚持把服务实体经济放到更加突出的位置, 努力完成今年经济发展主要目标任务 。3) 再度强调“配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展”(与之前房地产金融形势会议基调一致); 4) 牢牢守住不发生系统性风险的底线, 要防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险。
2021/11/15	央行	人民银行通过“先贷后借”的直达机制, 鼓励碳减排重点领域发放贷款 , 按贷款本金的 60% 提供资金支持, 利率为 1.75%。
2021/10/25	国务院	国务院副总理刘鹤表示, 房地产合理的资金需求正在得到满足 , 健康发展的整体态势不会改变。
2021/10/25	央行	央行行长易纲在 G30 国际银行业研讨会上指出, 恒大风险是个案风险, 要避免恒大的风险传染至其他房地产企业和金融部门。
2021/10/18	央行	1) 邹澜指出, 要敦促境外房企美元债发行企业妥善处理自身债务; 恒大集团的问题在房地产行业是个别现象, 其风险对金融行业的外溢性可控 ; 运用好再贷款资金引导银行更多发放普惠小微信用贷款, 支持中小银行发行小微企业专项金融债券。2) 孙国峰指出, 四季度银行体系流动性供求将继续保持基本平衡。央行会灵活运用 MLF、OMO 以及结构性货币政策工具适时适度投放不同期限流动性。
2021/10/18	央行	易纲在二十国集团财长和央行行长会议上表示: 中国通胀总温和, 稳健的货币政策将灵活精准、合理适度, 支持经济高质量发展。
2021/10/8	央行、银保监会	人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会 。围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标, 准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度; 要按照法治化、市场化原则, 配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展, 维护住房消费者合法权益。
2021/10/8	央行	据央行新闻, 央行行长易纲在《金融研究》刊文称, 中国经济潜在增速仍有望维持在 5%-6% 的区间 , 有条件实施正常货币政策, 收益率曲线也可保持向上倾斜的形态。将尽可能地延长实施正常货币政策的时间, 目前不需要实施资产购买操作。
2021/9/22	银保监会	中国银保监会发布《支持国家乡村振兴重点帮扶县工作方案》, 要求银行机构进一步加大信贷支持力度 , 进一步提高重点帮扶县不良贷款容忍度。(银保监会)
2021/9/14	央行	央行新增 3000 亿元支小再贷款额度 , 在今年剩余 4 个月之内以优惠利率发放给符合条件的地方法人银行, 要求贷款平均利率在 5.5% 左右。(央行)
2021/9/14	发改委	发改委投资司副司长吕文斌在发布会上表示, 今年 下半年发行的专项债规模将高于去年同期 , 有助于稳定基础设施等领域投资增长。(发改委)
2021/9/5	国常会	国常会部署加大对市场主体特别是中小微企业纾困帮扶力度。1) 今年再新增 3000 亿元支小再贷款额度, 支持地方法人银行向小微企业和个体工商户发放贷款。2) 建立国家融资担保基金风险补偿机制, 支持担保机构为缺乏抵押物和信用记录的小微企业提供担保。3) 引导金融机构开展票据贴现和标准化票据融资, 人民银行提供再贴现支持, 缓解中小微企业占款压力。4) 统筹做好跨周期调节。发挥地方政府专项债作用带动扩大有效投资。
2021/8/30	央行	人民银行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会 。1) 要衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作, 加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度, 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。2) 加大对重点领域和薄弱环节的支持, 使资金更多流向科技创新、绿色发展, 更多流向中小微企业、个体工商户等。3) 要促进实际贷款利率下行, 小微企业综合融资成本稳中有降。要继续推进银行资本补充工作, 提高银行信贷投放能力。
2021/8/23	银保监会	银保监会要求, 统筹做好重大金融风险防范化解工作, 防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险 , 不断提升金融服务实体经济能力。(银保监会)
2021/8/16	财联社	地方将预留部分专项债额度在今年 12 月发行, 明年额度将保持较高水平 。(财联社)
2021/8/1	中央政治局	中央政治局会议指出, 稳健的货币政策要保持流动性合理充裕, 助力中小企业和困难行业持续恢复; 要合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度, 推动今年底明年初形成实物工作量 。(人民网)
2021/7/9	央行	宣布降准, 下调存款准备金率 0.5pc, 释放长期资金约 1 万亿 。
2021/6/15	财联社	多项中小微企业金融支持政策措施正酝酿落地。下一步, 相关部门将出台提升银行中小微企业金融服务能力的政策文件, 继续支持小微企业贷款增量扩面和结构优化。同时, 普惠小微企业贷款延期还本付息政策适用范围将扩大。(财联社)
2021/6/7	财政部	财政部下达 2021 年新增地方政府债务限额 42676 亿元。其中, 一般债务限额 8000 亿元, 专项债务限额 34676 亿元。(财政部)

资料来源: Wind 资讯, 央行、银保监会、国务院、公开信息, 国盛证券研究所

2.2 当前银行股怎么看？或迎春季躁动，区域龙头、优质中小行或将打开新的高质量扩张篇章

前文已详细分析，2021年10月本轮社融增速初步企稳，结合对历史几轮宽信用周期中银行股表现的分析，当前阶段：

板块整体：或迎春季躁动，未来需关注宽信用的持续性与质量。

总的来说，未来“房住不炒”基调不变、从“基建+房地产”的传统模式转型到“高端制造+科创驱动”的高质量发展趋势也不变。但当下政策纠偏和维稳的大方向是相对明确的，这有利于相关风险的缓释，加上Q1历来都是信贷投放的高峰期，今年银行提早加大信贷储备力度的情况下，预计22Q1信贷或迎来“小高峰”，信用环境有机会获得改善，当前银行股估值仅0.62xPB（lf）处于历史底部，充分反映了市场对于经济下行压力的预期，看好银行板块的估值修复行情。但本轮银行股能否有“大行情”，未来还需关注房地产、基建边际放松托底经济能带来的空间和弹性，以及制造业、小微等信贷需求能否回暖。

个股角度来看：在本轮宽信用中，区域龙头、优质中小行或将打开新的高质量扩张篇章。

根据前文的分析，历史几轮宽信用周期中表现较好的个股所具有的特征包括：

- （I）具有优质资产扩张能力、业务扩张方向符合当时政策与经济方向的银行；
- （II）资产质量较好，或明显改善，确认存量包袱大幅减轻；
- （III）受当时金融监管政策影响较小，业务方向符合当时经济、政策环境导向；
- （IV）不一定是便宜的个股，关键是优质的个股。

当前社融增速已企稳，22Q1增速有望回升，未来银行资产规模增速也有望跟随改善。在本轮社融企稳到宽信用的周期中，区域性中小行资产增速提升的弹性或相对更大，主要基于：

1) 当前环境下，区域龙头银行相比其他本地中小行（特别是非上市中小行）的优势在不断扩大。根据银保监会披露的数据，所有城商行过去2019、2020、2021前三季度利润增速分别为9.7%、-6.2%、10.7%，而上市城商行这一数字分别达到了13.2%、4.1%、17.0%，同时上市城商行过去3年平均资产增速相比城商行整体增速高2pc左右。区域龙头银行在本地既有业务优势，也有客户资源优势，在当前政策引导行业稳健、高质量增长的环境下，类似12-15年通过同业业务、表外业务等“弯道超车”的机会不多，龙头银行的本地市占率有望继续提升。

2) 上市区域性银行大多处于优质区域，未来金融服务增长的潜力也更大。以长三角地区的上市银行为例，其区域经济较好，高端制造、科创企业云集，代表了我国经济未来转型的方向。过去5年江苏、浙江、上海新增社融占全国社融的比重从21%已提升至29%，资源在持续往这一地区集中。

3) 银行间资产质量出清的节奏不同，不少中小行当前资产质量包袱已大幅减轻。如果说2017-2018年国有大行、招商银行、宁波银行率先走出上一轮行业风险暴露，那么2019年以来不少中小行开始逐步从上一轮风险暴露中走出，因此各资产质量指标的改善幅度明显更高，体现为不良生成率快速下降（大多数上市城商不良生成率已下降至0.9%以下）、拨备覆盖率迅速提升等。

图表 23: 从不良生成率的走势来看, 过去几年各家银行资产质量改善的节奏不一

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H
工商银行	0.70%	1.05%	0.89%	0.62%	0.86%	0.67%	1.04%	0.63%
建设银行	0.74%	1.53%	0.81%	0.66%	0.60%	0.70%	0.95%	0.62%
农业银行	0.92%	1.60%	1.13%	0.59%	0.66%	0.57%	0.84%	0.60%
中国银行	0.70%	0.89%	0.74%	0.83%	0.92%	0.81%	0.66%	0.65%
交通银行	0.78%	0.87%	0.76%	0.62%	1.29%	1.01%	1.39%	0.92%
邮储银行	0.53%	0.82%	0.65%	0.25%	0.46%	0.41%	0.48%	0.23%
招商银行	1.12%	2.30%	1.96%	0.63%	0.63%	0.78%	1.00%	0.63%
中信银行	1.04%	1.54%	1.71%	1.42%	1.79%	1.74%	1.91%	1.20%
浦发银行	1.03%	1.48%	2.24%	2.45%	1.91%	2.29%	1.69%	1.60%
民生银行	1.58%	1.82%	1.80%	1.19%	2.30%	1.68%	2.37%	1.29%
兴业银行	1.39%	2.16%	2.10%	1.24%	1.46%	1.48%	1.42%	0.56%
光大银行	0.98%	1.39%	1.37%	0.87%	1.59%	1.83%	2.06%	1.80%
华夏银行	0.80%	1.20%	1.11%	1.14%	1.16%	2.54%	1.83%	1.37%
平安银行	1.42%	3.00%	3.61%	2.91%	3.07%	2.55%	2.40%	1.30%
北京银行	0.36%	0.52%	0.76%	0.81%	1.51%	0.94%	1.15%	0.68%
南京银行	0.96%	1.80%	1.62%	0.70%	1.02%	1.24%	1.17%	0.84%
宁波银行	0.77%	1.16%	1.27%	0.67%	0.48%	0.63%	0.79%	0.50%
江苏银行	0.87%	0.95%	1.10%	1.08%	0.79%	0.68%	0.93%	0.67%
贵阳银行	0.56%	1.46%	2.90%	1.38%	2.20%	1.12%	2.12%	0.82%
杭州银行	1.44%	1.39%	1.76%	1.31%	1.21%	0.96%	0.30%	0.18%
上海银行	0.94%	1.26%	0.69%	0.65%	0.95%	1.20%	1.51%	0.61%
成都银行	0.79%	2.11%	1.90%	0.91%	1.30%	0.82%	0.52%	-0.02%
苏州银行	1.34%	2.04%	0.82%	0.83%	1.17%	0.67%	0.71%	0.00%
江阴银行	1.35%	1.27%	1.31%	0.61%	1.72%	1.76%	2.71%	0.22%
无锡银行	0.60%	0.57%	0.89%	0.69%	0.60%	0.33%	0.59%	-0.08%
常熟银行	1.44%	2.05%	1.88%	1.01%	0.73%	0.86%	0.85%	0.32%
苏农银行	1.58%	2.06%	1.51%	1.73%	1.62%	1.85%	1.23%	0.38%
张家港行	--	--	1.37%	1.37%	1.08%	2.23%	1.92%	0.25%

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

注: 国有大行+股份行判断风险出清的标准为不良生成率低于 2014 年的水平, 城商行、农商行由于规模小, 资产质量指标容易改善, 也更容易出现波动, 因此判断要求更高, 既要满足不良生成率低于 2014 年水平, 也要满足不良生成率低于 0.9%。

根据现有财务数据, 我们简单筛选出本轮宽信用周期中, 最具业务扩张潜力与弹性的中小行。我们主要从以下 4 个维度进行定量分析, 并将符合条件的银行依次“点亮”:

(I) 资产质量指标 (逾期率<1.5%, 逾期生成率<1%, 拨备覆盖率>250%, 3 个中满足 2 个), 反映存量包袱已基本出清;

(II) 过去 2 年资产平均增速在 12% 以上, 反映资产扩张潜力较大;

(III) 存贷比<90%, 表明资金较为充裕;

(IV) 贷款投放结构符合当前导向: 制造业、经营贷或消费金融占比较高, 房地产+按揭符合集中度管理要求的银行 (至少满足这 4 个中的 2 个); 此外, 最好资本充足或再融资预案“正在路上”。

以此为标准, 宁波银行、南京银行、杭州银行、苏州银行、常熟银行、张家港行在以上四个维度均“被点亮”, 未来高质量增长的潜力或更大。

此外, 除了宽信用这一主线外, 2022 年还可积极关注两大主线下的优质标的: A、精选优质个股, 穿越周期; B、财富管理业务或正在爆发的“风口”; 包括招商银行、邮储银行、平安银行等 (详细逻辑见《银行股或迎春季躁动, 三主线精选“小β组合”-2022 年度策略》)。

图表 24: 宽信用环境下, 四大维度筛选“最具成长性、且信贷投放方向符合政策导向的中小行”

“点亮”原则	资产质量 (21H)			过去2年 资产增 速	存贷比 (21Q3)	贷款结构 (21H)				21PB	资本充足率及再融资	
	逾期 率	逾期生 成率	拨备覆 盖率			制造业	房地产+ 按揭	经营贷	消费贷		核心一级 资本充足 率	再融资方案 (含可转债尚未完全转股)
	<1.5%	<1%	>250%	>12%	<90%	>10%	集中度要 求	>10%	>10%			
工商银行	1.33%	0.47%	192%	7.86%	77.05%	9%	35%	1%	7%	0.56	13.14%	永续债 (剩余300亿未发); 二级债 (1900亿, 董事会决议通过)
建设银行	1.08%	0.57%	222%	10.87%	82.95%	9%	39%	1%	6%	0.58	13.40%	永续债 (1200亿, 董事会决议通过); 二级债 (剩余200亿未发)
农业银行	1.10%	0.29%	275%	7.96%	77.78%	10%	35%	3%	5%	0.49	11.18%	永续债 (剩余800亿未发)
中国银行	1.16%	0.74%	184%	7.71%	86.69%	12%	38%	-	-	0.47	11.12%	二级债 (剩余500亿未发)
交通银行	1.48%	0.93%	149%	7.47%	92.54%	11%	28%	-	-	0.43	10.68%	二级债 (剩余300亿未发)
邮储银行	0.89%	0.53%	421%	9.95%	57.82%	5%	35%	14%	10%	0.76	10.00%	二级债 (剩余900亿未发)
招商银行	1.02%	0.52%	439%	10.48%	91.50%	5%	32%	10%	15%	1.76	12.31%	二级债+永续债 (合计1500亿, 董事会决议通过)
中信银行	2.07%	1.61%	189%	10.52%	101.17%	7%	27%	6%	16%	0.43	8.80%	可转债 (400亿, 已有32.2万元转股完成)
浦发银行	2.17%	1.90%	151%	8.98%	106.96%	9%	26%	8%	-	0.45	9.35%	可转债 (500亿, 已有125.6万元转股完成)
民生银行	2.05%	1.41%	143%	5.75%	105.60%	8%	24%	14%	-	0.36	8.83%	永续债 (400亿, 央行审核通过); 可转债 (500亿, 已反馈意见)
兴业银行	1.43%	1.03%	257%	10.32%	102.43%	9%	35%	4%	-	0.65	9.54%	可转债 (500亿, 银保监会批准); 二级债 (1000亿, 银保监会批准)
光大银行	2.05%	1.75%	184%	9.72%	90.99%	10%	24%	6%	20%	0.49	8.99%	永续债 (600亿, 董事会决议通过); 可转债 (300亿, 已有58.01亿元转股完成)
华夏银行	2.04%	1.60%	157%	8.38%	116.41%	9%	21%	-	-	0.37	8.70%	定增 (200亿, 董事会决议通过)
平安银行	1.46%	1.26%	260%	14.41%	101.89%	4%	19%	-	24%	1.02	8.56%	
浙商银行	1.82%	1.14%	180%	12.47%	96.41%	12%	21%	13%	9%	0.58	8.45%	配股 (180亿, 董事会决议通过); 永续债 (250亿, 银保监会通过)
北京银行	1.56%	0.27%	228%	6.80%	99.41%	7%	30%	7%	5%	0.42	9.53%	永续债 (剩余200亿未发); 优先股 (400亿, 已反馈意见)
南京银行	1.27%	1.17%	395%	13.22%	74.67%	8%	15%	4%	15%	0.84	10.09%	可转债 (200亿, 12月进入转股期)
宁波银行	0.84%	0.61%	510%	24.05%	77.62%	15%	9%	10%	25%	1.95	9.39%	配股 (120亿, 正在发行阶段, 12月2日结束)
上海银行	1.56%	0.65%	324%	10.11%	83.25%	5%	27%	3%	16%	0.54	9.08%	可转债 (200亿, 已有94.2万元转股完成)
贵阳银行	5.92%	7.06%	283%	3.94%	69.36%	6%	14%	8%	-	0.52	10.62%	
杭州银行	0.75%	0.15%	530%	16.46%	72.16%	8%	22%	15%	8%	1.13	8.51%	二级债 (80亿, 股东大会通过); 可转债 (150亿, 已发行完毕)
江苏银行	1.30%	1.21%	282%	11.79%	93.34%	12%	25%	3%	18%	0.57	8.75%	可转债 (剩余200亿未发)
成都银行	1.19%	0.15%	371%	17.24%	65.49%	7%	29%	1%	2%	0.89	8.34%	可转债 (80亿, 已反馈意见)
郑州银行	3.17%	2.14%	158%	6.79%	98.07%	6%	28%	11%	2%	0.63	9.62%	
长沙银行	1.72%	1.63%	297%	15.28%	73.88%	8%	21%	7%	13%	0.61	9.82%	
青岛银行	1.31%	1.30%	175%	19.17%	82.53%	14%	28%	5%	5%	0.88	8.35%	配股 (50亿, 已反馈意见)
西安银行	2.27%	2.37%	263%	12.58%	81.48%	5%	21%	4%	21%	0.69	11.92%	
苏州银行	1.13%	-0.05%	369%	12.86%	78.18%	17%	18%	14%	6%	0.71	10.42%	永续债 (60亿, 银保监会批准)
厦门银行	0.89%	0.35%	365%	13.70%	92.63%	10%	25%	15%	3%	0.89	10.56%	二级债 (剩余25亿未发)
重庆银行	2.27%	2.32%	248%	14.26%	93.68%	7%	18%	7%	13%	0.71	9.25%	可转债 (130亿, 已反馈意见)
无锡银行	0.92%	0.31%	438%	11.74%	72.13%	18%	15%	2%	2%	0.73	8.41%	可转债 (30亿, 已完成转股0.79亿元); 定增 (20亿元, 董事会决议通过)
常熟银行	0.97%	0.46%	522%	16.32%	89.53%	21%	9%	36%	13%	0.97	10.12%	可转债 (60亿, 董事会决议通过)
江阴银行	1.51%	0.87%	284%	9.34%	83.70%	31%	11%	7%	3%	0.58	12.68%	可转债 (20亿, 已有2.42亿元转股完成)
苏农银行	0.49%	0.36%	360%	10.27%	78.98%	34%	11%	10%	5%	0.68	10.72%	可转债 (25亿, 已有12.11亿元完成转股); 二级债 (剩余15亿未发)
张家港行	1.00%	1.21%	417%	16.21%	81.51%	19%	11%	26%	7%	0.90	9.59%	可转债 (25亿, 已有250万元转股完成); 永续债 (剩余15亿未发)
紫金银行	1.53%	1.56%	218%	4.36%	89.04%	6%	19%	-	-	0.74	9.76%	可转债 (45亿, 已有30.5万元完成转股)
青农商行	1.84%	1.06%	272%	14.28%	86.06%	9%	28%	12%	1%	0.75	9.52%	可转债 (50亿, 已有21.9万元完成转股); 永续债 (剩余10亿未发)
渝农商行	1.25%	1.39%	313%	10.00%	76.20%	11%	19%	14%	1%	0.43	12.26%	永续债 (剩余40亿未发)

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 25: 银行板块部分个股估值情况 (估值更新至 12 月 3 日)

银行板块	PB			股息率	AH溢价率	过去5年历史分位数	
	20A	21E	22E			PB	AH溢价率
工商银行	0.62	0.56	0.52	5.77%	29.25%	0.9%	95.3%
建设银行	0.64	0.58	0.53	5.61%	33.25%	1.4%	88.3%
农业银行	0.54	0.49	0.45	6.32%	33.65%	1.6%	82.8%
中国银行	0.51	0.47	0.43	6.44%	35.53%	5.5%	82.2%
交通银行	0.47	0.43	0.40	6.86%	18.90%	16.5%	49.7%
邮储银行	0.84	0.76	0.68	3.97%	14.20%	64.8%	13.7%
招商银行	2.02	1.76	1.54	2.44%	-2.03%	91.3%	4.0%
中信银行	0.47	0.43	0.39	5.59%	60.87%	2.9%	78.2%
浦发银行	0.48	0.45	0.42	5.59%		1.4%	
民生银行	0.37	0.36	0.34	5.43%	54.08%	2.8%	96.7%
兴业银行	0.72	0.65	0.57	4.38%		20.9%	
光大银行	0.54	0.49	0.44	6.16%	53.26%	6.2%	92.5%
华夏银行	0.40	0.37	0.35	5.29%		5.8%	
平安银行	1.16	1.02	0.92	1.02%		79.3%	
浙商银行	0.64	0.58	0.53	4.67%	34.74%	7.7%	86.7%
北京银行	0.46	0.42	0.39	6.79%		3.9%	
南京银行	0.95	0.84	0.74	4.27%		40.1%	
宁波银行	2.26	1.95	1.70	1.28%		97.1%	
上海银行	0.60	0.54	0.50	5.57%		0.7%	
贵阳银行	0.55	0.52	0.51	4.59%		2.4%	
江苏银行	0.64	0.57	0.51	5.29%		19.2%	
杭州银行	1.28	1.13	1.01	2.54%		66.1%	
成都银行	1.03	0.89	0.77	4.04%		71.0%	
郑州银行	0.70	0.63	0.56	2.93%	129.04%	10.0%	87.4%
长沙银行	0.70	0.61	0.53	4.07%		13.5%	
青岛银行	0.97	0.88	0.81	3.74%	41.69%	17.5%	88.0%
西安银行	0.74	0.69	0.64	4.44%		3.0%	
苏州银行	0.76	0.71	0.65	3.56%		1.6%	
厦门银行	0.99	0.89	0.81	-		8.8%	
常熟银行	1.06	0.97	0.88	2.89%		22.2%	
无锡银行	0.87	0.73	0.69	3.21%		12.3%	
苏农银行	0.72	0.68	0.63	3.10%		27.1%	
江阴银行	0.67	0.58	0.50	4.77%		2.3%	
张家港行	0.93	0.90	0.82	2.77%		25.0%	
紫金银行	0.79	0.74	0.68	3.13%		4.5%	
青农商行	0.80	0.75	0.68	3.87%		7.5%	
渝农商行	0.47	0.43	0.40	5.78%	71.32%	10.1%	53.8%
银行 (申万)		0.61		4.39%		9.2%	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 历史分位根据历史每日股价, 按频率计算结果, 如宁波银行 PB 历史分位数为 94.0%, 意味着当前估值高于 94.0% 的历史水平。

风险提示

- 1、海内外疫情扩散超预期，拖累内外需持续疲软，对我国中小企业经营带来负面影响；
- 2、宏观经济复苏节奏不及预期，资产质量加速恶化；
- 3、货币政策转向，对银行息差造成负面影响；
- 4、金融监管力度超预期，对银行业经营产生负面影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com