

## 行业研究

## 恒大事件后，房地产调控的新叙事

——银行业周报（2021.11.29-12.5）

**房地产调控步入新篇章。**12月3日晚间，恒大集团发布公告称，对一笔2.6亿美元的担保债务无法履行担保责任。广东省政府随即约谈恒大集团，并派驻工作组。人民银行、银保监会、证监会等主要监管部门同时发声，引发市场高度关注。结合房地产市场运行和监管表态，我们对房地产领域金融风险判断如下：

### 1) 底线思维，明确将恒大认定为“个案”

从一行两会的发声来看，一致认定恒大出现违约风险主要由于企业自身经营不善、盲目扩张等行为，**明确其为个案风险并对其派驻工作组**，监管通过“大棒”威慑，将大大减轻后续房企违约的道德风险，起到“处置一个、警示一片”的效果，并且有助于打消市场疑虑，增强对其他房企和房地产市场稳定运行的信心。

### 2) 恩威并继，房地产融资正在有序恢复

我们认为监管对房地产稳健发展态势的定调是“胡萝卜”，有助于稳定市场预期，后续通过对合理合规融资的“一揽子”支持性举措发力，房企融资性现金流将得以重组，融资条件更趋友好。具体而言：1) 按揭贷款有望延续“量增价降”；2) 开发贷转入“正增长”，并购贷获得进一步鼓励；3) 境内债券融资“应放尽放”，海外债“稳住颓势”；4) 土地前融等不合规融资放松概率低。

### 3) 房地产领域迎来政策暖风，银行股或“随风起舞”

#### ① 房地产领域是“宽信用”的重要抓手

在8月份的信贷形势座谈会上和三季度《货币政策执行报告》中，央行均提出“增强信贷总量增长的稳定性”，释放了加大信贷投放力度的信号。当前经济下行压力加大，企业有效融资需求边际趋弱的情况下，我们认为后续地产基建、普惠小微、节能环保等领域将是银行加大信贷投放的重要抓手。房地产领域贷款会成为“宽信用”的落脚点。未来，要保持经济运行在合理区间，避免经济过度下滑，保证微观主体经营稳定，守好“就业优先”策略。

#### ② 房地产领域资产质量压力有望得到缓释

现阶段房地产融资“政策底”已现，下阶段主导力量是房地产融资的边际放松与风险缓释之间的权衡，银行表内涉房类贷款资产质量压力也有望随之缓释。当前表内房地产开发贷款整体质量相对较为优质，而在房地产融资环境回暖背景下，银行表内涉房类资产潜在资产质量压力有望进一步缓释。

#### ③ 房地产市场修复有助于银行股估值的提升

恒大事件很可能揭开房地产市场新的一章，在新的叙事逻辑下，恒大属于“个案”风险被切割，整体房地产市场具有稳定运行的基础。地方政府和监管部门的即时且强力的介入，有助于阻断房地产行业主动“躺平”的风险；政策恩威并继，大棒与胡萝卜相配合，有序修复受损的房地产融资环境。

4Q以来，银行板块表现与房地产融资形势呈现了较高的相关性，从银行经营层面，资产端直接或间接与房地产产业链关联度极高。若后续房地产企业股票出现反弹，银行股也有望“闻风起舞”。

**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

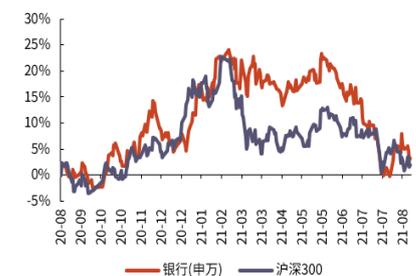
分析师：董文欣

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

房地产风险与经济下行压力共振，扰动银行表现——银行业周报（2021.11.22-11.28）

房地产贷款回暖，C端好于B端——银行业周报（2021.11.15-11.21）

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）

三季度综述：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）

银行业三季度前瞻：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）

## 1、房地产调控步入新章

12月3日晚间，恒大集团发布公告称，将对一笔2.6亿美元的担保债务无法履行担保责任。广东省政府随即约谈恒大集团，并派驻工作组。人民银行、银保监会、证监会等主要监管部门同时发声，引发市场高度关注。结合当前房地产市场运行情况和监管层集中表态，我们对房地产领域金融风险判断如下：

### 1.1 底线思维，明确将恒大认定为“个案”

从一行两会的发声来看，一致认定恒大出现违约风险主要由于企业自身经营不善、盲目扩张等行为，**明确其为个案风险并对其派驻工作组**，监管通过“大棒”威慑，将大大减轻后续房企违约的道德风险，起到“处置一个、警示一片”的效果，并且有助于打消市场疑虑，增强对其他房企和房地产市场稳定运行的信心。

我们曾在报告《房企债务“躺平”：不仅是一种态度，也是一种选择》中，对房地产企业债务风险演化逻辑归纳为：部分房企多年持续高杠杆运行，当面临多渠道融资性现金流收紧的状况时，资产负债表很难迅速调整到位，形成了巨大的现金流挤压。此时，如果为偿债而进行资产抛售，囿于资产的弹性和负债的刚性，很容易陷入类似“债务—通缩”的债务陷阱不能自拔。因此，在债务违约和资产抛售面临相同的结局时，房企主动“躺平”的道德风险将大幅度上升。

因此，明确将恒大认定为个案，并当即派驻工作组、密集发声表明立场，有助于及时控制“道德风险”抬升、阻断风险进一步传染。从相关部门的响应速度来看，更像是“下好先手棋、打好主动仗”的政策安排，是有意为之而非应急之举。**政策干预有助于维稳市场秩序，后续房企“躺平”风险预计将趋势性下降。**

### 1.2、恩威并济，房地产融资正有序恢复

对于房地产行业运行，一行两会整体上认为房地产行业和市场处于平稳健康发展态势，融资环境稳中向好。其中：

- **人民银行**认为短期个别房企出险，不会影响中长期市场正常融资功能，近期境内房地产销售、购地、融资等行为已逐步回归常态，境外债券市场也在修复；
- **银保监会**指出现阶段要根据各地不同情况，重点满足刚需改善住房需求、合理发放开发贷与并购贷款、加大保障房支持力度等，促进房地产行业和市场平稳健康发展；
- **证监会**认为当前我国房地产行业总体保持健康发展，大多数房地产企业坚守主业、经营稳健。

我们认为监管对房地产稳健发展态势的定调是“胡萝卜”，有助于稳定市场预期，后续通过对合理合规融资的“一揽子”支持性举措发力，房企融资性现金流将得以重组，融资条件更趋于友好。具体而言：

### 1) 按揭贷款有望延续“量增价降”

在各融资手段中，按揭贷款融资放松共识度高、操作性强，预计将维持较好投放状态。根据上海证券报报道，“11月房地产贷款投放在10月大幅回升的基础上，继续保持环比、同比双升态势，初步预计同比多增约2000亿元。”我们预计主要为按揭贷款同比多增。另一方面，贝壳研究院发布的2021年10月重点城市主流放贷利率显示，其监测的90城主流首套房贷利率为5.73%，二套利率为5.99%，均较上月下调1BP。我们倾向于认为，随着按揭贷款被逐步满足，按揭定价具有较强的下行确定性。结合银保监会关于“根据各地不同情况，重点满足首套房、改善型住房按揭需求”表述来看，除按揭利率下行外，未来不排除对于改善型住房首付比、利率、以及“认房又认贷”的政策进行调节。

特别需要指出的是，我们关注到以下问题的存在，提升了经济稳增长、住房稳销售的意义。一是，零售短期消费信贷长尾客群风险呈现出较明显抬升势头，反映出灵活就业人群收入端压力、小微企业稳定经营压力和潜在就业风险；二是，现阶段房地产销售面积同比大幅下滑，而销售稳定是化解存量风险和防范增量风险的重要资源。鉴于按揭贷款在稳定销售方面具有重要意义，因此我们认为按揭贷款投放将维持高增，从而促进杠杆从企业端向居民端转移。

### 2) 开发贷转入“正增长”，并购贷获得进一步鼓励

银保监会指出“合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度”。我们在11月8日的报告《房地产融资恢复，银行股压力缓释》中曾提出推动房地产融资的“一揽子”政策发力方向可能包括开发贷将由持续萎缩态势转向规模稳中略升，鼓励兼并重组，给予并购方适度政策优惠等。虽然我们推算10月份单月房地产企业贷款呈现负增长萎缩态势<sup>1</sup>，但考虑到开发贷是维持企业连续运行的中间环节以及监管最新表态，预计房地产企业贷款（主要是开发贷）可能很快扭转下滑态势，进入“正增长”阶段。

### 3) 境内债券融资“应放尽放”，海外债“稳住颓势”

一方面，证监会表态“涉房上市公司、债券发行人经营财务指标总体健康”，wind数据显示，11月房地产企业境内债券发行金额环比增长108%至456亿元；证券时报报道称，11月，保利、陆家嘴、金茂等相继在沪市发行供应链ABS、CMBS等产品；龙湖、新希望、碧桂园等民营房企也表示已启动公司债和资产证券化发行工作，我们认为未来境内债券发行方面或放量，甚至突破原有“借新还旧”限制，监管将进一步支持和鼓励优质企业债务融资；

另一方面，中资美元债市场有望逐步修复，人民银行提及“一些中资房企开始回购境外债券，部分投资人也开始买入中资房企美元债券”，后续政策层面也进一步顺畅还款资金汇划通路，鼓励企业债务回购；在符合境外政策条件下，支持有条件的企业债务重组展期；甚至不排除出现托底性买入。

### 4) 土地前融等不合规融资放松概率低

虽然央行表态“境内房地产销售、购地、融资等行为已逐步回归常态”，但当前时点来看，预计土地前融等业务放松概率仍较低，过度依赖银行表外融资的高杠杆房企现金流仍面临一定压力，土地市场可能持续低温运行一段时间。

<sup>1</sup> 详见11月21日外发报告《房地产贷款回暖，C端好于B端》

### 1.3、房地产领域迎来政策暖风，银行股或“随风起舞”

我们认为房地产市场修复将主要从以下三方面对银行基本面及估值形成利好：

#### 1、房地产领域是“宽信用”的重要抓手

在 8 月份的信贷形势座谈会上和三季度《货币政策执行报告》中，央行均提出“增强信贷总量增长的稳定性”，释放了加大信贷投放力度的信号。当前经济下行压力加大，企业有效融资需求边际趋弱的情况下，我们认为后续地产基建、普惠小微、节能环保等领域将是银行加大信贷投放的重要抓手。房地产领域贷款会成为“宽信用”的落脚点。

未来，要保持经济运行在合理区间，避免经济过度下滑，保证微观主体经营稳定，守好“就业优先”策略，房地产贷款增速有望从 9 月末的 8.6%（其中，房地产开发贷款融资增速和按揭贷款增速分别为 0.1%和 11.3%），提升到全口径房地产融资增速与一般贷款增速持平（人民币一般贷款增速 10 月末为 11.9%，预测 2022 年为 10.8%）。

#### 2、房地产领域资产质量压力有望得到缓释

现阶段房地产融资“政策底”已现，下阶段主导力量是房地产融资的边际放松与风险缓释之间的权衡，银行表内涉房类贷款资产质量压力也有望随之缓释。

当前表内房地产开发贷款整体质量相对较为优质。按揭贷款作为银行表内最为优质的信贷资产，占比近 20%，关注率和不良率长期双双维持在 0.5%以下，EVA 水平在所有信贷类资产中处于最高，资产质量较为优异。开发贷具有“强抵押、低占比、低不良”特点。银行投放都要遵循“432”原则，即企业要拿到四证，地产商必须至少投入 30%的自有资金，开发商必须有国家二级资质。相应的信贷投放都具有强抵押资产，抵押率根据企业资信高低而定，住宅类贷款价值比（LTV）大体在 50%水平，商业类 LTV 在 30%左右。目前，开发贷不良率维持在 1.2-1.3%，明显低于各项贷款的平均不良率，仅略高于基建类贷款，资产质量在整体对公领域贷款中相对优质。

在房地产融资环境回暖的背景下，银行表内涉房类资产潜在资产质量压力有望进一步缓释：1) 房地产企业资金运转的可持续提升，有助于稳定对公房地产贷款资产质量；2) 房地产上下游产业链长，行业发展态势对上下游企业经营状况及资产质量具有重要影响，可降低整个房地产行业链条的风险；3) RMBS 重启及住房按揭贷款加大投放，将促进销售回款，缓解房企现金流压力，修复企业受损的资产负债表，进一步降低资产质量压力。

对银行体系而言，后续需要关注的房地产企业债务风险压力点主要在于：a) 表内非信贷类资产同业投资；b) 委托贷款涉及土地前融并非见证服务，而实质性涉入；c) 理财业务违规流入房地产领域；d) 表内外投资房地产信用类债券；e) 押品较差的供应链融资；f) 明股实债、夹层资本等股权投资等。

#### 3、房地产市场修复有助于银行股估值的提升

从当前局面看，恒大事件很可能翻开房地产市场新的一章，在新的叙事逻辑下，恒大属于“个案”，风险被切割，整体房地产市场具有稳定运行的基础。地方政府和监管部门的即时且强力的介入，有助于阻断房地产行业主动“躺平”的风险；政策恩威并继，“大棒”与“胡萝卜”相配合，有序修复受损的房地产融资环境，有助于后续房企融资恢复，防范市场风险厌恶情绪传染，营造良好市场气氛。我们预计，后续房企违约压力大幅度下降。

4Q 以来，银行板块表现与房地产融资形势呈现了较高的相关性，从银行经营层面看，资产端直接或间接与房地产产业链关联度极高。若后续房地产企业股票出现反弹，银行股也有望“闻风起舞”。

表 1：一行两会及广东省政府对恒大及房地产行业的主要观点

监管/政府部门	关于恒大的主要观点	关于房地产行业的主要观点
人民银行	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 恒大集团出现风险主要源于自身经营不善、盲目扩张；</li> <li>✓ 广东省人民政府同意向恒大地产集团有限公司派出工作组，这是推进企业风险处置工作、督促切实加强内控管理、维护正常经营的有力举措，人民银行对此表示支持。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 短期个别房企出现风险，不会影响中长期市场的正常融资功能。近期，境内房地产销售、购地、融资等行为已逐步回归常态，一些中资房企开始回购境外债券，部分投资人也开始买入中资房企美元债券。</li> </ul>
银保监会	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 恒大集团对外债券未能履行担保义务，是市场经济中的个案现象；</li> <li>✓ 恒大集团全部债务中金融债务占比约三分之一，结构比较分散，其金融投资数额很小。因此，这不会对我国银行业保险业的正常运行造成任何负面影响。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 银保监会将认真贯彻国家有关政策，在落实房地产金融审慎管理的前提下，指导银行保险机构做好对房地产和建筑业的金融服务。现阶段，要根据各地不同情况，重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度，促进房地产业和市场平稳健康发展。</li> </ul>
证监会	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 恒大集团经营管理不善、盲目多元化扩张，最终导致风险爆发，属于个案风险。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 当前，我国房地产行业总体保持健康发展，大多数房地产企业坚守主业、经营稳健；</li> <li>✓ 目前，A 股市场运行总体平稳，韧性较强、活跃度较高，交易所债券市场违约率保持在 1%左右的较低水平，涉房上市公司、债券发行人经营财务指标总体健康，恒大集团风险事件对资本市场稳定运行的外溢影响可控。</li> </ul>
广东省政府	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 恒大发布无法履行担保责任的公告后，当晚立即约谈了中国恒大集团实控人许家印先生；</li> <li>✓ 应恒大地产集团有限公司请求，广东省人民政府同意向恒大地产集团有限公司派出工作组，督促推进企业风险处置工作，督促切实加强内控管理，维护正常经营。</li> </ul>	/

资料来源：人民银行、银保监会、证监会及广东省政府网站，光大证券研究所整理

表 2：经济日报等权威媒体对恒大及房地产行业的主要观点

媒体	关于恒大的主要观点	关于房地产行业的主要观点
《经济日报》	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 恒大风险事件属于市场经济中的“个案现象”，不应过分夸大，但应对其他房企起到警示作用，再次强调稳健经营的重要性；</li> <li>✓ 分析恒大风险的主因，在于企业自身经营不善，未能根据市场形势变化审慎经营，反而盲目多元化扩张，进而造成经营指标、财务指标恶化。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 房地产行业总体保持健康发展，大多数房地产企业坚守主业、经营稳健。一方面，近期境内房地产销售、购地、融资等行为已逐步回归常态；另一方面，一些中资房企开始回购境外债券，释放出对于自身发展前景的信心，部分投资人也开始买入中资房企的美元债券，一定程度上缓解了市场的紧张情绪。</li> </ul>
《中国证券报》	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 多名市场专业人士在采访中告诉记者，恒大事件对整体债券市场影响程度有限。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 近期民营房企融资逐步改善。上交所市场房企融资情况确已逐步改善，逐渐走出低谷。11 月，保利发展、陆家嘴股份、中国金茂等企业相继在沪市发行供应链 ABS、CMBS 等产品；</li> <li>✓ 政策优化为房企健康发展保驾护航。监管层面多次强调金融机构要配合相关部门和地方政府，健全房地产调控长效机制。政策层面上也出现优调微调，以共同维护房地产市场的平稳健康发展。种种迹象都表现出了各方的积极态度。</li> </ul>

资料来源：人民银行、银保监会、证监会及广东省政府网站，光大证券研究所整理

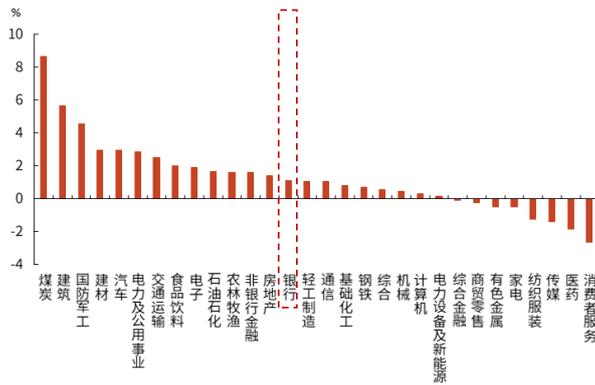
## 2、行业走势与板块估值

### 2.1、一周市场回顾

**A 股：**本周银行指数上涨 1.10%，沪深 300 指数上涨 0.84%，银行指数跑赢沪深 300 指数 0.26pct。**分行业来看**，煤炭(+8.6%)、建筑(+5.6%)、国防军工(+4.5%)等板块领涨，银行板块排名第 14/30。**个股表现上**，涨幅居前的有宁波银行(+4.8%)、招商银行(+2.3%)、青岛银行(+2.1%)、郑州银行(+2.1%)、邮储银行(+1.9%)等。

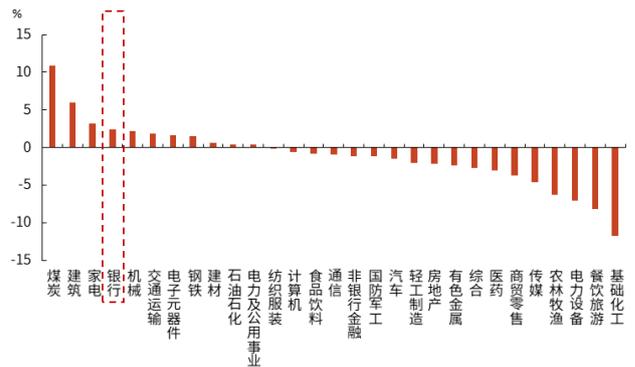
**H 股：**银行板块本周上涨 2.4%，恒生中国企业指数下跌 1.4%，银行指数跑赢恒生中国企业指数 3.82pct。**分行业来看**，煤炭(+10.8%)、建筑(+6.0%)、家电(+3.2%)等板块跑出相对收益，银行板块排名第 4/29。**个股表现上**，建设银行(+4.5%)、工商银行(+4.1%)、重庆农村商业银行(+3.8%)、招商银行(+3.6%)、民生银行(+2.6%)等涨幅居前。

图 1：A 股银行板块与各主要行业本周涨跌幅对比



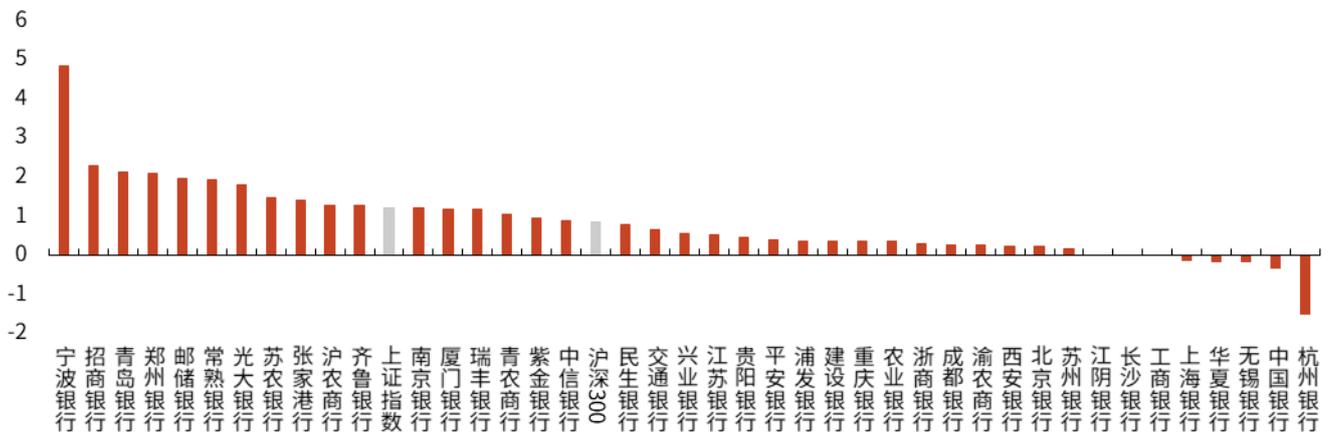
资料来源：Wind，光大证券研究所

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 3: 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	宁波银行	4.8%	建设银行	4.5%
2	招商银行	2.3%	工商银行	4.1%
3	青岛银行	2.1%	重庆农村商业银行	3.8%
4	郑州银行	2.1%	招商银行	3.6%
5	邮储银行	1.9%	民生银行	2.6%
6	常熟银行	1.9%	邮储银行	2.4%
7	光大银行	1.8%	农业银行	2.3%
8	苏农银行	1.5%	交通银行	1.5%
9	张家港行	1.4%	中信银行	1.2%
10	沪农商行	1.3%	汇丰控股	1.1%

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

## 2.2、 板块估值

截至 12 月 3 日, A 股银行板块整体 PB 为 0.63 倍 (较上周+0.9%)、H 股银行板块整体 PB 为 0.46 倍 (较上周+2.5%)。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 0.82 倍 (较上周+2.7%)、股份行 0.78 倍 (较上周+1.3%)、农商行 0.68 倍 (较上周+3.0%)、国有行 0.56 倍 (较上周+0.3%)。

图 4: A 股银行板块 PB 走势



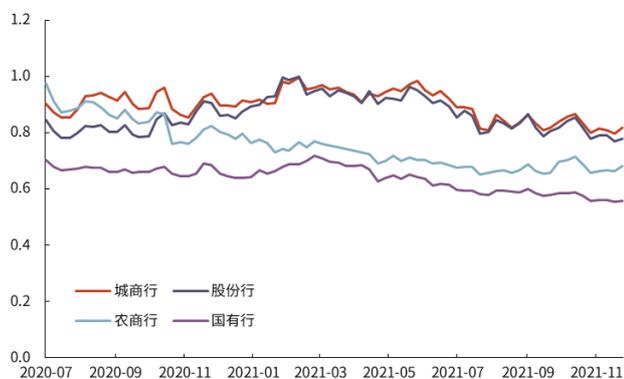
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据截至 2021 年 12 月 3 日

图 5: H 股银行板块 PB 走势



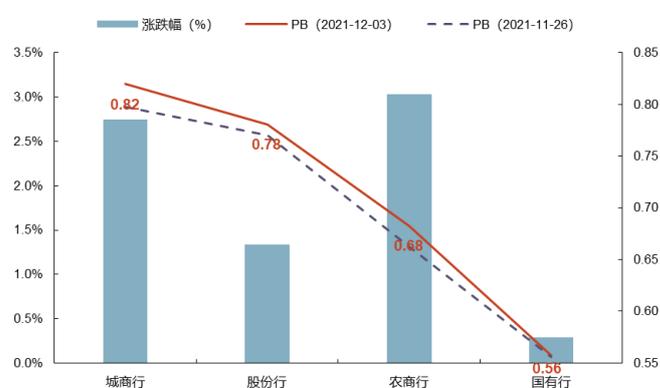
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据截至 2021 年 12 月 3 日

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 12 月 3 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 4：上市银行个股行情表现（A 股及 H 股）

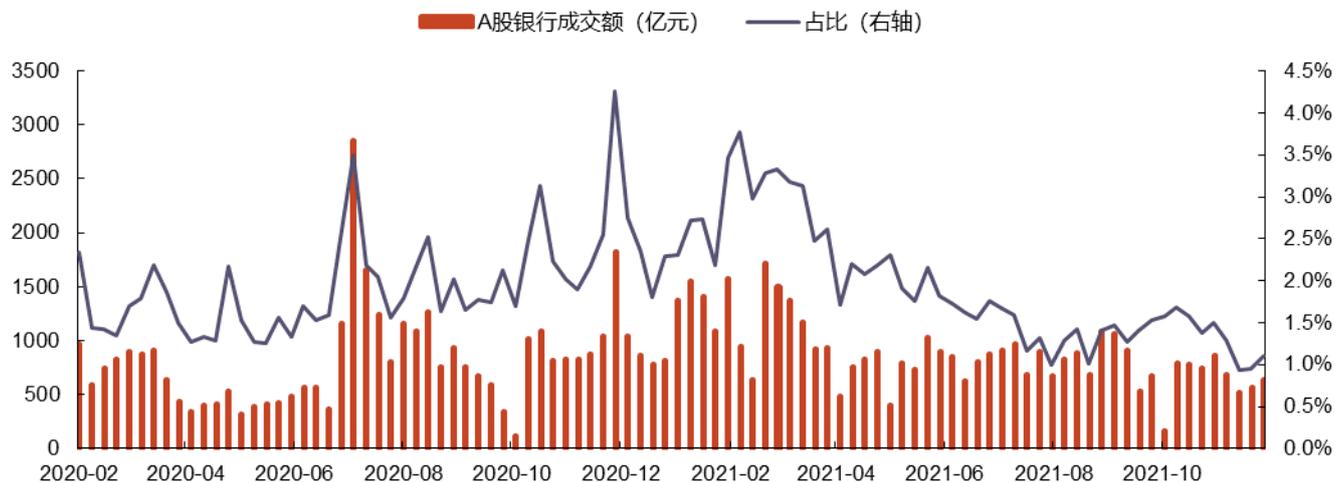
代码	银行名称	最新收盘价 2021/12/3	价格表现				估值水平			
			过去1周变动 (%)	过去1个月变动 (%)	过去3个月变动 (%)	年初以来变动 (%)	市净率 (P/B)		市盈率 (P/E)	
							2020	2021E	2020	2021E
<b>A股银行</b>										
601988.SH	中国银行	3.06	-0.3%	0.7%	0.0%	2.3%	0.48	0.47	4.28	4.30
601288.SH	农业银行	2.93	0.3%	0.0%	-2.7%	-0.9%	0.51	0.49	4.32	4.41
601398.SH	工商银行	4.61	0.0%	-0.9%	-2.5%	-2.6%	0.58	0.56	4.85	4.83
601939.SH	建设银行	5.81	0.3%	-1.5%	-3.3%	-2.4%	0.60	0.58	4.88	4.95
601328.SH	交通银行	4.62	0.7%	1.3%	3.1%	10.5%	0.45	0.43	3.82	4.03
601658.SH	邮储银行	5.25	1.9%	-4.9%	-1.7%	14.7%	0.78	0.77	6.39	6.38
601818.SH	光大银行	3.41	1.8%	0.9%	-2.3%	-9.3%	0.50	0.49	4.25	4.26
000001.SZ	平安银行	17.65	0.4%	-2.9%	-2.2%	-8.0%	1.07	1.02	9.60	9.51
600000.SH	浦发银行	8.59	0.4%	0.6%	-7.0%	-6.8%	0.46	0.45	4.57	4.36
601166.SH	兴业银行	18.30	0.5%	1.6%	-5.9%	-8.7%	0.66	0.65	4.83	4.80
600036.SH	招商银行	51.25	2.3%	-1.9%	-1.4%	19.6%	1.83	1.76	11.30	11.06
601998.SH	中信银行	4.54	0.9%	0.9%	-3.6%	-6.4%	0.45	0.43	4.13	4.11
601916.SH	浙商银行	3.45	0.3%	0.6%	-3.4%	-11.8%	0.60	0.58	5.76	5.64
600015.SH	华夏银行	5.69	-0.2%	2.3%	-0.5%	-4.3%	0.38	0.37	3.75	3.95
600016.SH	民生银行	3.92	0.8%	1.0%	-5.1%	-21.0%	0.35	-	5.29	-
002142.SZ	宁波银行	38.97	4.8%	6.7%	17.5%	17.0%	2.19	2.11	14.23	13.93
002936.SZ	郑州银行	3.41	2.1%	1.2%	-2.0%	-23.5%	0.53	-	7.99	-
002948.SZ	青岛银行	4.81	2.1%	4.1%	-1.8%	-16.0%	0.90	0.88	7.73	7.66
002966.SZ	苏州银行	6.75	0.1%	-1.2%	-2.3%	-9.4%	0.71	0.71	7.67	7.37
600926.SH	杭州银行	13.78	-1.5%	-4.9%	-3.8%	-5.5%	1.18	1.13	9.51	9.42
601009.SH	南京银行	9.20	1.2%	-3.9%	-2.7%	18.3%	0.87	0.84	6.00	5.94
600919.SH	江苏银行	5.97	0.5%	-7.9%	-7.7%	14.2%	0.60	0.57	4.71	4.71
600928.SH	西安银行	4.28	0.2%	0.0%	-4.0%	-20.0%	0.71	0.69	6.80	6.74
601187.SH	厦门银行	6.91	1.2%	-1.6%	-18.5%	-46.6%	0.93	0.92	8.76	8.91
601577.SH	长沙银行	7.86	0.0%	0.8%	-9.2%	-14.4%	0.66	0.70	5.16	5.11
601229.SH	上海银行	7.18	-0.1%	-1.5%	-3.1%	-3.7%	0.57	0.54	4.54	4.42
601169.SH	北京银行	4.42	0.2%	0.5%	-0.9%	-2.6%	0.44	0.42	4.05	4.04
601838.SH	成都银行	11.39	0.3%	-7.6%	-6.3%	10.5%	0.95	0.89	5.92	5.62
601997.SH	贵阳银行	6.53	0.5%	0.2%	-4.0%	-14.5%	0.52	0.58	3.97	3.87
601963.SH	重庆银行	8.73	0.3%	1.7%	-4.1%	-	0.72	0.71	6.60	5.73
600908.SH	无锡银行	5.61	-0.2%	-1.2%	-3.3%	-4.7%	0.81	0.78	6.94	6.86
603323.SH	苏农银行	4.84	1.5%	-7.3%	-2.2%	0.9%	0.68	0.68	7.89	7.91
002958.SZ	青农商行	3.88	1.0%	1.6%	-3.0%	-21.0%	0.76	0.75	6.70	6.43
002839.SZ	张家港行	5.78	1.4%	-4.0%	-2.5%	-2.4%	0.90	0.90	8.65	8.50
002807.SZ	江阴银行	3.77	0.0%	0.5%	-2.6%	-8.0%	0.68	0.65	7.07	6.77
601077.SH	渝农商行	3.84	0.3%	0.8%	-3.0%	-10.0%	0.44	0.43	4.65	4.65
601860.SH	紫金银行	3.19	0.9%	0.3%	-3.9%	-22.2%	0.76	0.74	7.93	7.49
601128.SH	常熟银行	6.93	1.9%	-2.8%	7.4%	-3.4%	0.99	0.96	9.18	8.87
601665.SH	齐鲁银行	5.58	1.3%	3.7%	-8.1%	-	0.99	0.98	9.20	8.94
601528.SH	瑞丰银行	11.25	1.2%	8.9%	7.3%	-	1.29	0.00	14.06	0.00
601825.SH	沪农商行	6.82	1.3%	2.3%	-11.4%	-	0.72	0.69	6.90	7.23
<b>H股银行</b>										
3988.HK	中国银行	2.76	0.7%	0.0%	1.1%	12.6%	0.36	0.35	3.41	3.13
1288.HK	农业银行	2.68	2.3%	0.4%	0.4%	1.7%	0.38	0.37	3.43	3.29
1398.HK	工商银行	4.36	4.1%	1.2%	-1.1%	-7.4%	0.40	0.44	3.92	3.69
0939.HK	建设银行	5.33	4.5%	0.6%	-6.0%	-3.4%	0.45	0.44	3.81	3.67
3328.HK	交通银行	4.75	1.5%	0.4%	3.7%	25.0%	0.37	0.36	3.44	3.32
1658.HK	邮储银行	5.62	2.4%	-3.4%	-1.1%	35.0%	0.69	0.68	5.90	5.60
6818.HK	中国光大银行	2.72	-0.7%	-0.4%	-5.6%	0.2%	0.33	0.32	2.98	2.78
3968.HK	招商银行	63.95	3.6%	1.3%	-3.2%	33.6%	1.87	1.79	11.92	11.70
0998.HK	中信银行	3.45	1.2%	1.2%	-5.0%	13.5%	0.23	0.26	2.77	2.54
1988.HK	民生银行	3.11	2.6%	1.3%	-7.2%	-24.7%	0.23	-	3.89	-
2016.HK	浙商银行	3.13	-1.9%	0.3%	-4.3%	-13.2%	0.40	0.42	4.70	4.13
9668.HK	渤海银行	2.27	-13.0%	-18.9%	-28.4%	-53.9%	0.31	-	4.31	-
1963.HK	重庆银行	4.35	0.2%	0.0%	-5.6%	-2.3%	0.30	-	2.93	-
3866.HK	青岛银行	4.15	-0.2%	3.5%	4.3%	-2.5%	0.63	0.63	6.76	5.32
6196.HK	郑州银行	1.82	0.0%	-0.5%	-3.2%	-9.0%	0.28	-	4.20	-
1916.HK	江西银行	3.05	-3.8%	-8.7%	-10.3%	-8.3%	0.41	-	7.91	-
3698.HK	徽商银行	2.60	-0.4%	-1.9%	1.6%	2.4%	0.29	0.00	3.11	0.00
1551.HK	广州农村商业银行	2.96	-1.0%	-1.3%	-1.3%	-8.8%	0.41	-	5.51	-
3618.HK	重庆农村商业银行	2.74	3.8%	-1.4%	-9.0%	-6.1%	0.24	0.25	2.76	2.70
0440.HK	大新金融	23.65	-1.5%	-4.3%	-4.1%	12.5%	0.26	-	5.84	-
2356.HK	大新银行集团	6.88	-3.1%	-7.0%	-7.4%	-10.2%	0.33	-	5.83	-
2388.HK	中银香港	24.25	1.0%	-2.6%	5.6%	8.0%	0.88	0.84	10.75	9.80
0011.HK	恒生银行	142.90	-0.1%	-3.2%	2.7%	11.3%	1.49	-	17.50	-
0023.HK	东亚银行	11.60	-1.5%	-9.2%	-10.5%	-27.1%	0.34	0.34	8.58	8.34
2888.HK	渣打集团	44.70	-0.7%	-13.3%	-8.5%	-7.6%	0.38	0.44	14.36	7.77
0005.HK	汇丰控股	44.85	1.1%	-4.7%	8.2%	14.3%	0.60	0.65	10.46	9.13

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=0.8180CNY。

### 3、资金动向

**成交量与成交金额：**银行板块本周成交量 77.65 亿股，成交量占全部 A 股的 1.93%，各行业板块中排名 19/30，处于中等靠后水平；成交金额 640.22 亿元，成交金额占全部 A 股的 1.10%，各行业板块中排名 23/30，处于板块靠后水平。

图 8：A 股银行板块成交金额与占比

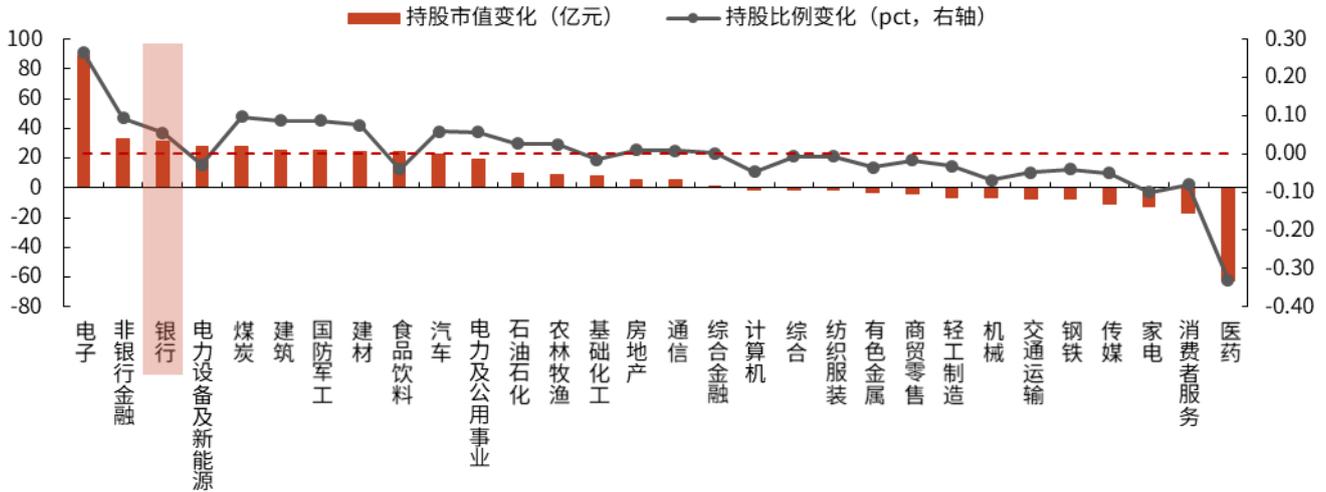


资料来源：Wind，光大证券研究所

**北向资金：**北向资金本周累计净流入 151.17 亿元（合计买入 3024.44 亿元，合计卖出 2873.27 亿元），年初至今累计流入 15608.29 亿元。从持仓总市值变化看，增加额居前的行业为电子、非银金融、银行，北向资金持有银行股市值增加 31.38 亿元，各行业板块中排名第 3/30；持仓比例变化上，当前对 A 股银行板块持仓比例为 6.83%，较上周增加 0.06pct。个股方面，增持较多的主要是招商银行、工商银行。

**南向资金：**南向资金本周累计净流入 82.24 亿港元（合计买入 833.96 亿港元，合计卖出 751.72 亿港元），年初至今累计流入 21412.87 亿港元。从持仓总市值变化看，增加额居前的行业为银行、电力及公用事业、电子元器件，南向资金持有银行股市值增加 123.70 亿港元，各行业板块中排名第 1/29；持仓比例变化上，当前对 H 股银行板块持仓比例为 18.10%，较上周增加 0.56pct。个股方面，增持较多的主要是建设银行、重庆农村商业银行。

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



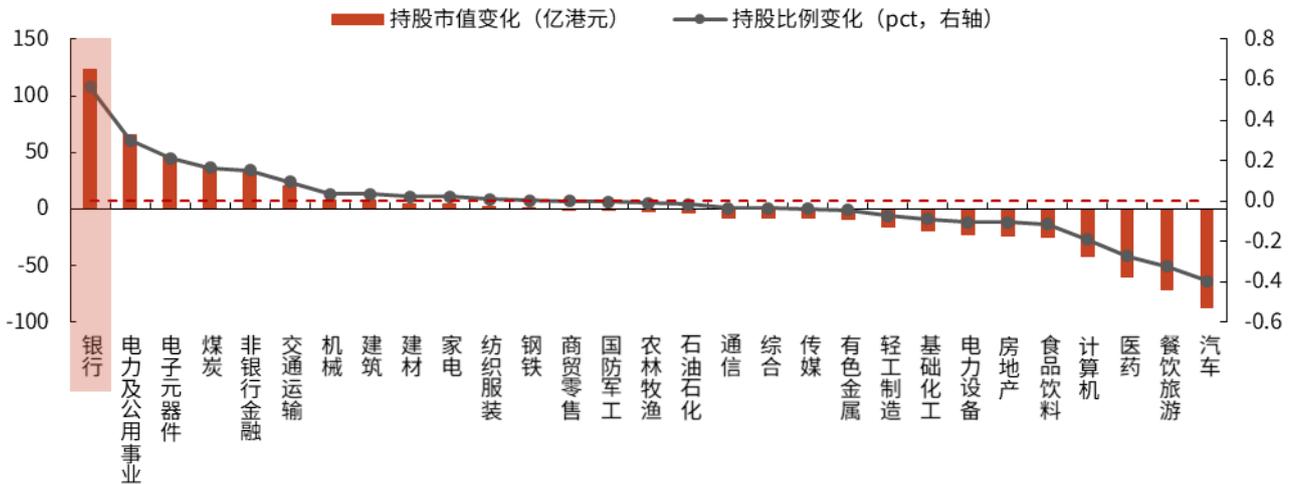
资料来源：Wind，光大证券研究所

表 5：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	7.74	兴业银行	-2.87	平安银行	9.7%
2	工商银行	1.85	江苏银行	-1.75	招商银行	5.8%
3	建设银行	1.58	宁波银行	-1.03	宁波银行	5.2%
4	农业银行	1.53	常熟银行	-0.66	常熟银行	5.1%
5	光大银行	1.20	杭州银行	-0.32	成都银行	4.8%
6	民生银行	0.93	邮储银行	-0.30	北京银行	3.4%
7	成都银行	0.66	交通银行	-0.27	江苏银行	2.8%
8	郑州银行	0.60	中国银行	-0.16	兴业银行	2.6%
9	中信银行	0.45	上海银行	-0.09	上海银行	2.5%
10	浦发银行	0.32	江阴银行	-0.04	南京银行	2.2%

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 6：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	建设银行	3.23	郑州银行	-1.44	建设银行	10.1%
2	重庆农村商业银行	0.96	农业银行	-1.43	汇丰控股	9.3%
3	工商银行	0.95	中国银行	-0.75	重庆农村商业银行	7.5%
4	招商银行	0.66	邮储银行	-0.28	工商银行	6.7%
5	民生银行	0.62	交通银行	-0.21	中信银行	5.8%
6	中国光大银行	0.19	汇丰控股	-0.18	民生银行	4.3%
7	中信银行	0.11	恒生银行	-0.01	重庆银行	3.1%
8	中银香港	0.09	渤海银行	-0.01	浙商银行	2.4%
9	重庆银行	0.03	大新银行集团	0.00	郑州银行	2.3%
10	东亚银行	0.01			中国光大银行	2.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所，12月3日汇价 1HKD=0.8180CNY

## 4、行业动态及上市银行要闻

### ■ 人民银行公布 2021 年第三季度支付体系运行总体情况

2021 年第三季度支付业务统计数据 displays: 1) 银行账户数量小幅上升。截至三季度末，全国银行账户数环比增长 1.99%至 133.91 亿户；2) 非现金支付业务发生 1197.28 亿笔，金额 1109.19 万亿元，同比分别增长 19.66%、6.32%。

### ■ 银保监会印发《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》

近日，银保监会印发《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》，《意见》旨在推动创新驱动发展战略，完善支持科技创新的金融体系，推动银行业保险业科技企业金融服务质效提升。

### ■ 招银理财获准增资扩股

根据中国银保监会批复，战略投资者摩根资产管理将出资人民币 26.67 亿元认购招银理财 10%的股权，增资完成后，招商银行和摩根资产管理对招银理财的持股比例分别为 90%和 10%。

### ■ 宁波银行披露未来三年股东回报规划及中长期资本规划

从股东回报规划来看，未来三年每年以现金方式分配的利润不少于当年度实现的可分配利润的 10%，现金分红在当年利润分配中所占比例不低于 40%；从中长期资本规划来看，规划指出未来三年核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别不低于 9%、10%、12%。

## 5、近期重点报告及核心观点

### ■ 低波动的 DR001 与高企的回购杠杆——流动性周报（2021.11.22-2021.11.28）

（报告发布日期：2021 年 11 月 28 日）

今年隔夜利率“稳定如一”的逻辑。观察今年 3 月份以来的 DR001 运行情况，在没有隔夜利率参考锚的情况下，DR001 的运行，实际上形成了以 1.6%为下限，2.2%为上限的“隐性走廊”机制，而该机制得以维系，与央行锚定“价”、放弃“量”的调控行为和对大型融出机构精确指导有关。即，央行可以通过公开市场操作和“窗口指导”的方式，引导大行控制资金融出规模，即当隔夜利率突破 2.2%时，大行可适度增加资金融出量，而当隔夜利率跌破 1.6%时，大行可适度减少资金融出量，通过央行“精准引导”，可实现对隔夜利率波动性的有效控制。

除此之外，隔夜利率波动性下降，也与今年春节后流动性较为充裕（特别是外汇信用派生渠道、再贷款的“提频增量”）、市场对央行维护货币市场利率稳定的预期较为乐观有关。

隔夜利率低波动下，回购杠杆率显著提升。10 月份以来，R001 成交量从底部快速回升，并于 11 月份趋势性突破 4 万亿规模，这背后的驱动因素有二：

一是债券市场利率经过调整后性价比开始凸显。Q3 金融统计数据发布会打消了市场对于降准的预期，使得 10Y 国债收益率大幅反弹至 3%以上。叠加经济新的下行压力加大，刺激了机构做多情绪并逐步形成了较强的“单边预期”。

二是央行 OMO 放量操作，流动性环境持续宽松。央行更倾向于通过短端资金投放，稳定流动性，“以时间换空间”为明年储备政策子弹。数据显示：OMO 存量余额一度上行至 1 万亿规模，截至 11 月 26 日仍有 4000 亿。

因此，债券资产性价比的回升、流动性环境宽松、市场对央行维持利率稳定的预期较为一致，叠加部分广义基金年末存在冲业绩、冲排名的诉求，会进一步刺激机构加杠杆行为，导致 R001 成交量持续位于 4 万亿以上。

后续如何看？

从货币政策角度看，宏观经济再度承压、融资需求走弱、房地产销售和投资疲软、地产风险发酵引致上下游供应链债务风险加大背景下，经济基本面恶化导致货币政策并不具备收紧的条件，短期内央行更倾向于通过“短钱”投放维稳流动性，重点做好今冬明春进行跨周期调节。货币政策再度宽松可能落在 1Q。

从利率运行规律来看，今年 11 月以来 DR001 均值为 2%左右，运行稳定且具有延续性，央行构造的“隐性利率走廊”起到了较好保护作用，在回购市场杠杆持续高企情况下，若资金面出现边际收敛，会对资金利率形成一定向上挤压，但料幅度不会太大。料后续央行不会出现类似于今年 1 月中下旬较为克制的货币投放操作，回购市场风险相对可控。对于过度加杠杆的机构而言，也要适度控制资负期限错配行为，避免出现较为激进的“以短搏长”交易策略。

总体来看，在 R001 成交量持续高位运行、机构加杠杆情绪较为浓厚、江浙沪地区疫情再度零散性出现、市场对流动性宽松预期较为乐观以及新冠变种毒株引致全球避险情绪升温背景下，利率会表现为对利空因素的“钝化”，以及对利多“传言”的敏感，做多情绪占优，并阶段性呈现“易下难上”的特点，而回购杠杆率高企对利率的冲击，也会被“隐性利率走廊”机制进行部分“稀释”，弱资金面在后续出现边际收敛，利率不排除阶段性回调，但幅度可控。

## 6、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