

行业景气蓄势，财富管理百舸争流

——银行业 2022 年投资策略

报告摘要：

► 2022 年行业经营环境有哪些变化？

经济形势：整体仍有下行压力，关注政策对冲情况。根据华西宏观团队预测，2022 年全年 GDP 增速在 4.5% 左右。预计一至四季度 GDP 同比增速分别为 3.8%、4%、5.1% 和 4.9%。在整体经济呈现下行压力下，政策托底预期提升，预计结构性的货币政策工具以及财政政策等将会适时落地。关注政策对冲下经济的恢复情况。

信用环境：政策纠偏，压力缓释。我们对于整体信用环境保持谨慎乐观态度，支撑因素包括 1) 逆周期政策有望出台，适时降准是可选项；2) 财政政策发力和项目的推进，有望提振配套信贷需求；3) 产业政策纠偏和维稳，地产领域政策释放积极信号；4) 随着资管新规过渡期的结束，表外对于社融的拖累将有所缓释。

2022 年行业监管将聚焦风险和资本管理：今年银行领域金融监管政策频频落地，一方面在加强信贷投放引导的同时，对银行负债端进行规范，另一方面资管新规配套政策查漏补缺，持续推进资管转型，在股权治理和关联交易、资本管理能力等方面对银行提出了更高要求，密集政策出台之后进入落地观测期。2022 年除继续引导金融机构支持实体外，预计在银行风险管理、资本补充、存款利率市场化、及中小银行整合等方面将继续出台配套政策。

► 2022 年行业景气蓄势，聚焦资产负债结构管理

1) 总量增长平稳，负债的管理更加突出：预计 2022 年信贷投放稳健、总量与今年基本相当，2022 年银行资产端扩表增速将保持基本平稳。主要是稳增长预期下，政策托底以及结构性信贷支持政策将持续加强，同时明年银行存款的增长管理需求提升。

2) 息差有望企稳，聚焦资产负债的结构管理：稳增长预期下，资产端收益率没有大幅提升的空间，负债端存款定价机制改革释放红利，但定期化趋势形成一定负面拖累。因此预计银行息差将呈企稳趋势，回升存在一定压力，更多取决于自身结构的调整。

3) 非息收入贡献度稳步提升，营收增速上行：明年预计财富管理、投行业务、资管业务等将进一步带动中收的增长。支撑行业营收的上行空间，财富管理先行银行优势更突出。

4) 信用成本或将有所上行：今年以来，从存量到新生成指标看，银行资产质量处于改善通道，但下半年潜在压力显现，结构性的风险波动主要来自房地产等领域。预计 2022 年银行信用成本面临一定上行压力，包括宏观经济压力，以及微观信用事件对产业链上下游行业的风险外溢。部分银行前期大力处置对拨备形成消耗，后续也存在提升风险抵御能力和安全边际的诉求。

5) 盈利预测：预计 2022 年上市银行营收增速仍有上修空间，整体回升至 10% 以上水平，信用成本略有提升下，预计净利润同比

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

分析师：李晴阳

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070001

增长 9%。敏感性分析显示，整体业绩区间为 7.8%-13.1%。

► 2022 年行业看点：后资管时代财富管理百舸争流

在表内资负以稳为主、难言大幅提升的背景下，2022 年银行业发展看点将继续向表外要收益，财富管理作为众多银行转型的重点和轻型银行优质赛道，迎来供需多个层面的催化。**1) 需求层面：**居民财富较快增长、高净值和超高净值人群数量攀升、老龄化加速催化财富管理业务的变革，居民对财富管理的需求也不断提升。**2) 供给层面：**财富管理发展条件已趋成熟，银行加大资源投入，从渠道搭建、产品设计、资产配置、再到客群精细化运营能力，已经形成成熟的体系。在资管新规的顶层设计下，今年以来相关配套政策陆续落地形成辅助。**3) 资管生态重构，**一方面银行积极打造财富管理开放生态平台，强化渠道端建设；另一方面理财子公司的产品存续规模不断增长、类型日益丰富，已经成为理财市场的主力军。目前获批筹建的银行理财公司总数增至 29 家，产品存续规模达 13.69 万亿元，较年中增长 36.75%。

► 行业投资策略：关注行业景气度拐点，把握财富管理主线

今年以来截至 12 月 3 日，A 股银行板指整体上涨 1.23%，跑赢沪深 300 指数 8 个百分点，按中信一级行业分类，银行板块涨跌幅排名 16/30。展望 2022 年，行业景气度整体仍受经济基本面的影响，在预期没有改善下，行业景气度也难言提升，但目前估值水平已经较为充分的反映了市场对经济或者行业的悲观预期，未来在预期改善下，板块的估值修复将得到快速实现，需密切关注行业景气度的拐点情况。目前行业静态 PB(LF) 在 0.63 倍左右，处于历史底部位置，具有较高的配置性价比，我们预计整体估值中枢有望回到年初的 0.75 倍以上 PB 水平，维持行业“推荐”的投资评级。个股层面，我们建议围绕表内外的资产负债表的经营角度，坚守优质个股，建议关注两条投资主线：

维度一：财富管理业务发力早、基础扎实的招商银行，以及综合实力较强、未来具备较大成长空间的平安银行、兴业银行等；

维度二：区域优势突出、经营稳健的银行，兼具高成长和高盈利性：成都、长沙、常熟银行等。

► 风险提示

- 1) 疫情反复导致宏观经济下行压力超预期，企业盈利大幅下行，银行信用成本显著提升；
- 2) 企业投资和居民消费恢复较弱，信贷需求修复不及预期，影响银行规模增量；
- 3) 中小银行经营分化，个别银行的重大经营风险等。

盈利预测与估值

重点公司											
股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	BPS(元)				P/B			
				2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
600036.SH	招商银行	51.82	买入	22.89	25.36	28.46	32.09	2.26	2.04	1.82	1.61
000001.SZ	平安银行	18.10	买入	14.07	15.16	17.04	19.10	1.29	1.19	1.06	0.95
601166.SH	兴业银行	18.52	买入	23.37	25.50	28.14	31.40	0.79	0.73	0.66	0.59
601838.SH	成都银行	11.53	买入	9.84	12.74	12.52	14.25	1.17	0.90	0.92	0.81
601577.SH	长沙银行	7.84	买入	8.61	9.53	10.67	11.99	0.91	0.82	0.73	0.65
601128.SH	常熟银行	7.00	买入	6.18	6.55	7.17	7.78	1.13	1.07	0.98	0.90

资料来源：万得资讯，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

正文目录

1. 行业环境：2022 年行业经营环境有哪些变化？	5
1.1. 经济形势：整体仍有下行压力，关注政策对冲情况	5
1.2. 信用环境：政策纠偏，压力缓释	6
1.3. 2022 年行业监管将聚焦风险和资本管理	12
2. 2022 年行业景气蓄势，聚焦资产负债结构管理	15
2.1. 预计总量增长平稳，负债的管理更加突出	15
2.2. 息差有望企稳，聚焦资产负债的结构管理	17
2.3. 非息收入贡献度稳步提升，营收增速上行	20
2.4. 信用成本或将有所上行	22
2.5. 盈利预测：营收增速上行，业绩基本平稳	24
3. 2022 年行业看点：后资管时代财富管理百舸争流	24
3.1. 财富管理大发展的基础更加成熟	24
3.2. 财富管理百舸争流，关注表外资产负债管理赛道	28
4. 2022 年行业投资策略：关注行业景气度拐点，把握财富管理主线	31
4.1. 财富管理对 ROE 的贡献显著	31
4.2. 投资策略：关注行业景气度拐点，把握财富管理主线	32
5. 风险提示	35

图表目录

图 1 2021 年 GDP 增速高位回落，预计 2022 全年 4.5%	5
图 2 生产端：工业增加值增速回落至低位	5
图 3 需求端：地产开发投资拖累固投增速明显回落	6
图 4 10 月 PPI 同比 13.5%创历史新高	6
图 5 PMI 连续两月处于荣枯线下，11 月小幅回升	6
图 6 工业企业营收和利润增速高位回落	6
图 7 央行公开市场操作：货币政策稳健偏松下，四季度 MLF 等额续作	7
图 8 7 月超预期降准释放低成本资金	7
图 9 社融和贷款增速均有所回落	7
图 10 除贷款外，社融各分项均同比少增	8
图 11 居民贷款总量基本平稳	8
图 12 企业贷款中票据冲量特征明显	8
图 13 企业中长期贷款投放仍保持稳健	8
图 14 工业中长期贷款增速快于总体，房地产贷款增速持续回落	8
图 15 工业贷款季度增量较往年有提升	8
图 16 2021 年新增房企违约概况	9
图 17 历年债券违约规模和只数	9
图 18 今年发债企业评级下调家数首超评级上调	9
图 19 信贷和货币政策汇总	11
图 20 银行领域金融监管政策密集落地（图 1/2）	12
图 21 银行领域金融监管政策密集落地（图 2/2）	13
图 22 中小银行合并重组提速	14
图 23 银行配股补充资本	15
图 24 上市银行生息资产中贷款净额占比逐季提升	16
图 25 银行家信贷审批指数 9 月底企稳	16
图 26 M2 增速已降至低位	16
图 27 一般存款增速年初以来趋势下行	16
图 28 年内存贷款增速差额走阔	17
图 29 商业银行贷存比不断攀高	17
图 30 Q3 商业银行净息差环比回升 1BP	17

图 31	测算上市银行 Q3 单季年化净息差环比回升.....	17
图 32	LPR 报价持续持平.....	19
图 33	9 月执行 LPR 加点贷款利率占比较 6 月提升 0.5 个百分点, 但 Q3 逐月降低.....	19
图 34	Q3 贷款加权平均利率环比回升 7BP, 按揭利率大幅回升 12BP.....	19
图 35	上市银行 Q3 贷款中零售贷款存量占比环比提升.....	19
图 36	新发放普惠型小微企业贷款利率降至低位.....	19
图 37	普惠小微贷款增速高位回落.....	19
图 38	存款类金融机构存款中定期存款占比持续提升.....	20
图 39	银行间市场利率相对平稳.....	20
图 40	上市银行营收增速持续回升.....	21
图 41	老 16 家上市银行手续费净收入规模增速高于利息净收入.....	21
图 42	上市银行非息收入/营收整体上行.....	21
图 43	商业银行非息收入占比整体提升至 20%以上.....	21
图 44	银行业不良资产核销回归常态.....	23
图 45	商业银行不良率持续回落.....	23
图 46	商业银行关注类贷款规模微升、占比创新低.....	23
图 47	商业银行拨备覆盖率和拨贷比稳中有升.....	23
图 48	上市银行房地产行业贷款不良暴露增加.....	23
图 49	上市银行 2021Q1-3 减值少提幅度收敛.....	23
图 50	2022 年上市银行业绩敏感性分析.....	24
图 51	近年来我国 GDP 增速在 6-8% 的水平.....	25
图 52	人均 GDP 规模 2019 年达到 7 万元.....	25
图 53	中国居民可投资资产规模持续扩增.....	25
图 54	中国高净值人群在亚太地区份额提升.....	25
图 55	中国高净值人群规模占城镇人口的比例.....	26
图 56	我国老龄化程度进一步加深.....	26
图 57	居民资产负债表: 金融资产占比提升.....	26
图 58	我国个人可投资金融资产构成.....	26
图 59	资管市场经过调整后进入稳健增长阶段.....	27
图 60	银行理财规模平稳增长.....	28
图 61	理财净值化程度提升.....	28
图 62	开放式产品占比提升至超 90%.....	28
图 63	理财产品期限拉长.....	28
图 64	中国资管市场结构及分类规模.....	29
图 65	2020 年资管市场结构及占比.....	29
图 66	理财公司发展概况.....	30
图 67	理财产品规模及占比变化情况.....	30
图 68	美国: 20 世纪 90 年代 ROA 上行, 与非息收入占比提升具有一致性.....	31
图 69	美国: 80、90 年代非息收入拉动营收是 ROA 上行的主要因素.....	31
图 70	JPM 资管板块 ROE 高于其他业务板块.....	31
图 71	WFC 资管板块 ROA 高于其他业务板块.....	31
图 72	银行指数跑赢沪深 300 指数 8pct.....	32
图 73	银行板块涨跌幅排名 16/30.....	32
图 74	招商、南京、邮储、江苏银行涨幅居前.....	32
图 75	Q3 基金银行股仓位环比小幅回落, 仍高于上年末.....	33
图 76	北上资金净流入银行板块情况.....	33
图 77	中信银行指数 PB (LF) 降至 0.63 倍左右低位.....	34
图 78	上市银行零售 AUM 及结构.....	34
图 79	上市银行手续费收入结构: 受托代理为主的财富管理相关中收占比.....	34

1. 行业环境：2022 年行业经营环境有哪些变化？

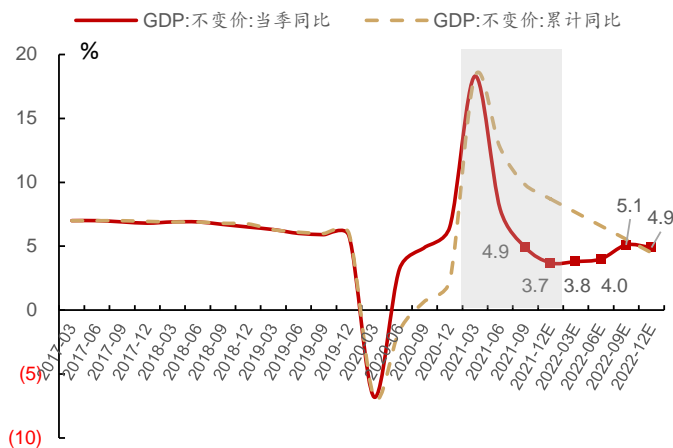
1.1. 经济形势：整体仍有下行压力，关注政策对冲情况

回顾 2021 年，宏观经济整体处于疫后复苏阶段，但下半年修复动能边际放缓，压力逐渐显现。受去年基数效应影响，经济增速呈现“前高后低”节奏，三季度 GDP 累计增速 9.8%，单季 GDP 增速回落，Q3 已降至 4.9%。需求端，一方面国内消费受限于疫情反复和居民收入增长缓慢，消费修复力度较弱，而海外需求修复叠加产能受限，出口表现突出形成支撑。另一方面，房地产等领域调控政策收紧影响下，基建和房地产投资增速均出现明显回落，10 月房地产开发投资单月同比增速已降至-5.4%。供给端，今年上游资源品价格异动以及能耗双控，PPI 大幅上行、10 月 13.5% 的增速创历史新高，引发“类滞胀”担忧加剧，工业企业盈利承压，4 月以来 PMI 趋于回落，并连续两个月处于荣枯线下，11 月小幅回升。

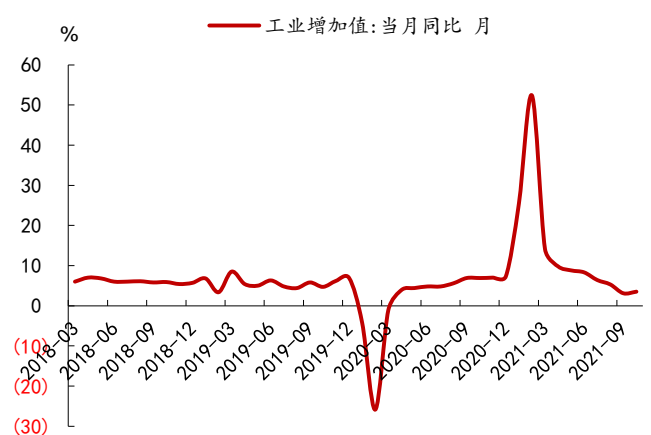
展望 2022 年，除了新型变异病毒带来的不确定性以外，宏观经济的整体支撑因素仍然不强，根据华西宏观团队预测，2022 年全年 GDP 增速在 4.5% 左右，预计一至四季度 GDP 同比增速分别为 3.8%、4%、5.1% 和 4.9%。结构上，由于居民中位数收入增速回落，消费大幅改善的可能性不大；投资方面，房地产开发投资增速将在明年一季度达到低点，全年房地产投资增速在-2.4% 左右，而今年下半年新增的地方政府专项债资金，以及明年专项债部分额度有望提前下达，将对基建投资形成支撑；另外，由于订单和企业盈利增速回落，预计明年二季度起制造业投资将边际走弱，全年制造业投资增速约 5.5%，受到结构性信贷政策支持，碳减排相关行业以及专精特新企业投资或将成为结构性亮点；出口方面，预计随着海外经济增速放缓和生产能力回升，部分订单面临回流压力，预计出口增速将在 7% 附近。

在整体经济呈现下行压力下，政策托底预期提升，预计结构性的货币政策工具以及财政政策等将会适时落地。关注政策对冲下经济的恢复情况。

图 1 2021 年 GDP 增速高位回落，预计 2022 全年 4.5% 图 2 生产端：工业增加值增速回落至低位

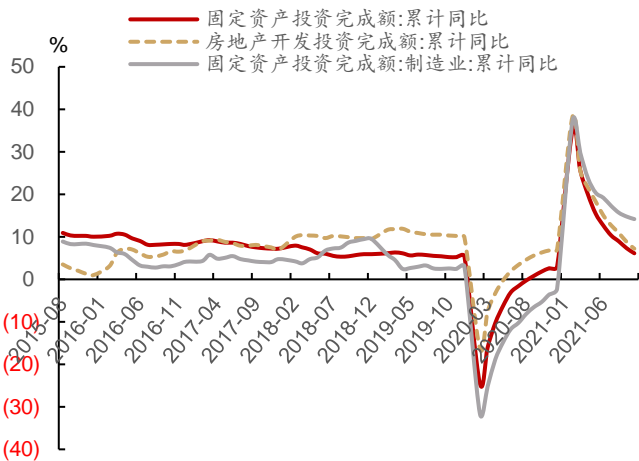


资料来源：万得资讯，华西证券研究所宏观团队



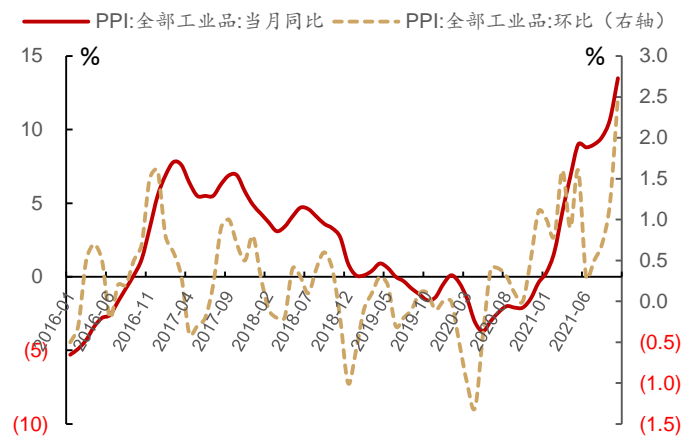
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图3 需求端：地产开发投资拖累固投增速明显回落



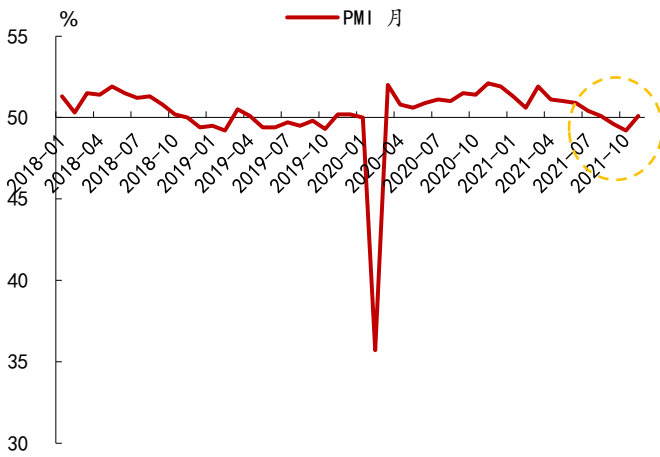
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图4 10月PPI同比13.5%创历史新高



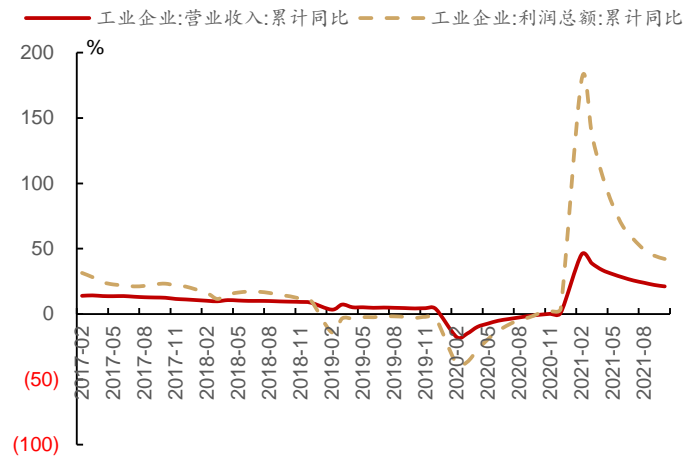
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图5 PMI连续两月处于荣枯线下，11月小幅回升



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图6 工业企业营收和利润增速高位回落



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

1.2. 信用环境：政策纠偏，压力缓释

全年来看货币政策也较疫情时期的信用扩张逐步回归常态化，同时随着下半年经济和需求压力渐显，更突出强调“稳增长”和“防风险”。

首先，相较于去年的流动性投放托底经济，今年全年货币政策延续“以稳为主、灵活适度”总基调，除月末通过逆回购的短期调节和适度松动呵护市场流动性外，公开市场操作针对大额MLF到期整体以等额续作为主，7月起超预期降准也主要是为了对冲到期MLF，且政策利率未再调整，LPR报价也持续稳定，资金面波动较小、利率中枢相对平稳。

其次，从融资环境来看，今年二季度以来融资总量和结构均不强。一方面，年内受经济下行压力影响，社融增速探底。1-10月新增社融累计26.35万亿元，同比少增4.66万亿元，余额增速10月末收录10%，较年初降低3个百分点。社融结构中，除了贷款仍是主要拉动因素以外，其他各分项均同比少增：1) 前十个月新增对实体

经济发放的人民币贷款占社融增量的 68%，较去年同期再提升 11pct，贷款托底的效果更显著；2) 资管新规过渡期降至，以及严控信托融资，非标压降力度加大，1-10 月委贷+信托+未贴现票据负增 1.78 万亿元，较上年的 3788 亿元降幅明显强化；3) 受信用风险事件影响，今年以来直接融资较弱，在权益融资同比仍多增的情况下，主要是企业债融同比少增 1.68 万亿元；4) 相较于去年疫情期间财政政策加速落地，今年财政发力明显后置，1-10 月政府债累计新增 5 万亿元，同比少增约 2.2 万亿元，也是社融主要拖累因素。

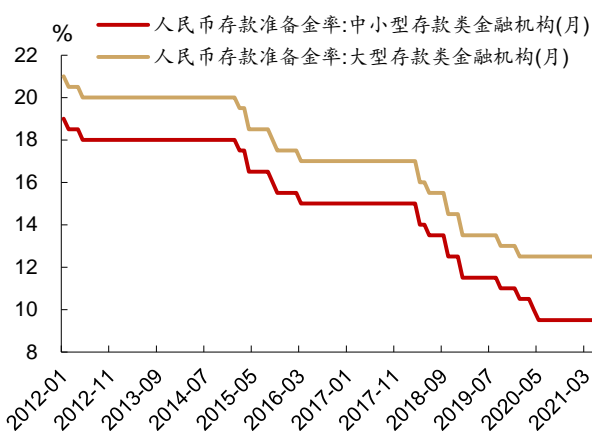
另一方面，贷款投放相对稳健，但二季度以来结构性压力显现。一是，1-10 月累计信贷投放 17.55 万亿元，略高于去年同期 6000 亿，主要集中在一季度，余额增速则较年初回落 0.8pct 至 11.9%。二是，结构上居民信贷总量平稳，但二季度以来受疫情反复和房地产政策等因素影响，居民短贷和中长贷连续六个月同比少增。三是，企业贷款虽然仍以中长期为主（增量占比 79%，同比提升 8pct），工业制造业等实体经济是主要方向，但是边际上中长期贷款中期以来也同比少增，贷款结构明显呈现票据冲量和非银金融贷款多增、弥补居民和企业信贷需求萎缩的格局。

图 7 央行公开市场操作：货币政策稳健偏松下，四季度 MLF 等额续作

(亿元)	逆回购		MLF			TMLF		央行票据互换		国库现金定存		总计	
	到期	发行	回笼	降准置换回笼	投放	回笼	投放	到期	发行	到期	发行		
Q1	-28,100	19,700	-12,235	-185			2,575		15	-2,000	1,000	-19,230	
Q2	-12,450	18,050	-11,865	-10	11,400		2,674		25		800	8,624	
Q3	-22,600	20,200	-16,640		11,500		2,977		100	-1,800	1,000	-5,263	
Q4	-13,200	16,000	-8,770		14,000			-100	180	-1,100	1,100	8,110	
2019年	-76,350	73,950	-49,510	-195	36,900		8,226		-100	320	-4,900	3,900	-7,759
Q1	-45,800	40,500			6,000	-2,575	2,405	-195	160			495	
Q2	-16,300	22,100	-11,400		4,000	-2,674	561	-185	150			-3,748	
Q3	-51,200	52,400	-11,500		17,000	-2,977		-150	150	-1,000	1,800	4,523	
Q4	-37,500	35,400	-14,000		24,500			-150	150	-1,800	1,000	7,600	
2020年	-150,800	150,400	-36,900		51,500	-8,226	2,966		-680	610	-2,800	2,800	8,870
Q1	-26,390	21,290	-6,000		8,000	-2,405		-150	150			-5,505	
Q2	-6,200	7,200	-4,000		4,500	-561		-150	150	-1,400	2,100	1,639	
Q3	-11,700	18,600	-17,000		13,000			-150	150	-1,400	2,100	3,600	
Q4	-34,600	29,400	-15,000		15,000			-100	100	-1,400	700	-5,900	
2021年	-78,890	76,490	-42,000		40,500	-2,966			-550	550	-4,200	4,900	-6,166

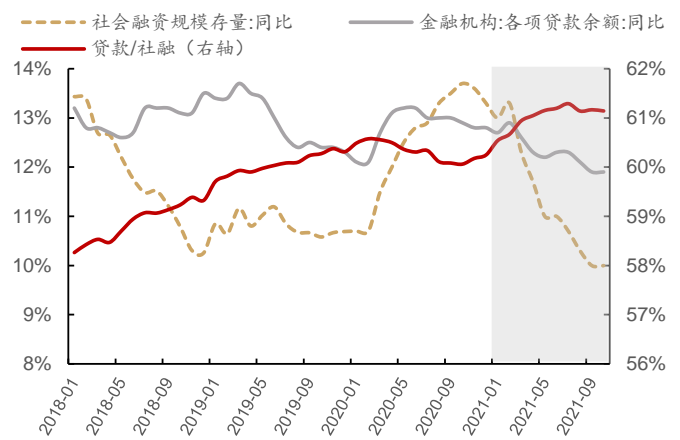
资料来源：万得资讯，央行，华西证券研究所；注：2021Q4 为截至 12 月 5 日数据

图 8 7 月超预期降准释放低成本资金



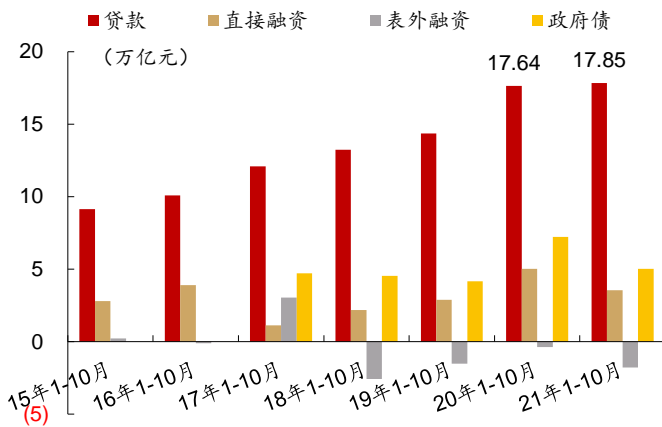
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 9 社融和贷款增速均有所回落



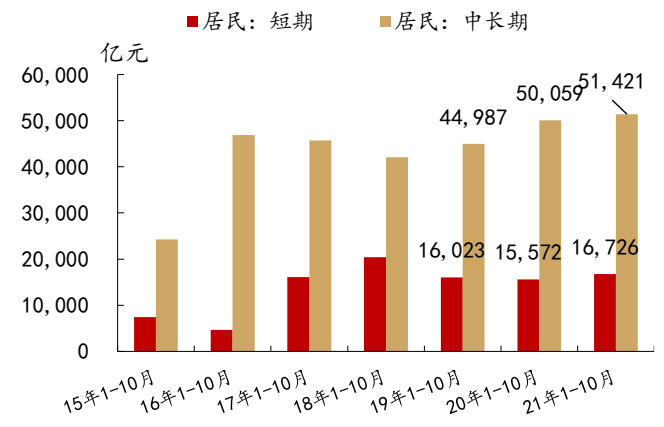
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 10 除贷款外，社融各分项均同比少增



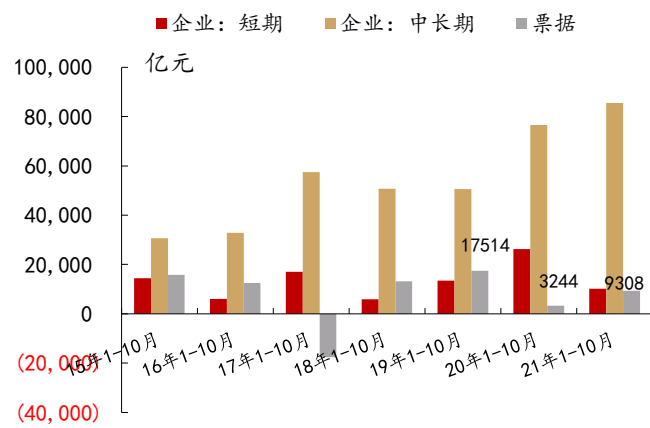
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 11 居民贷款总量基本平稳



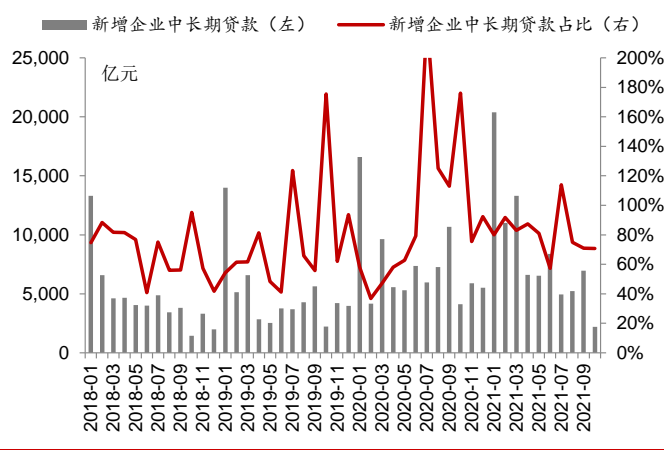
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 12 企业贷款中票据冲量特征明显



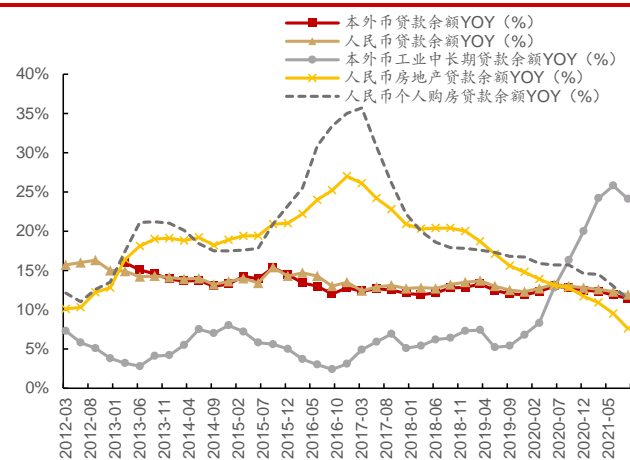
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 13 企业中长期贷款投放仍保持稳健



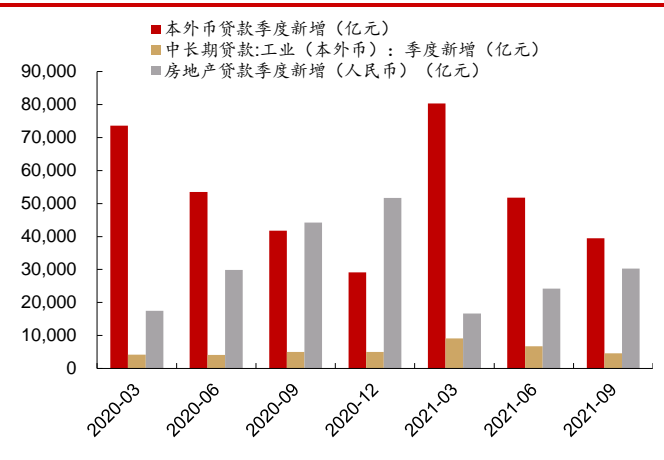
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 14 工业中长期贷款增速快于总体，房地产贷款增速持续回落



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 15 工业贷款季度增量较往年有提升



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

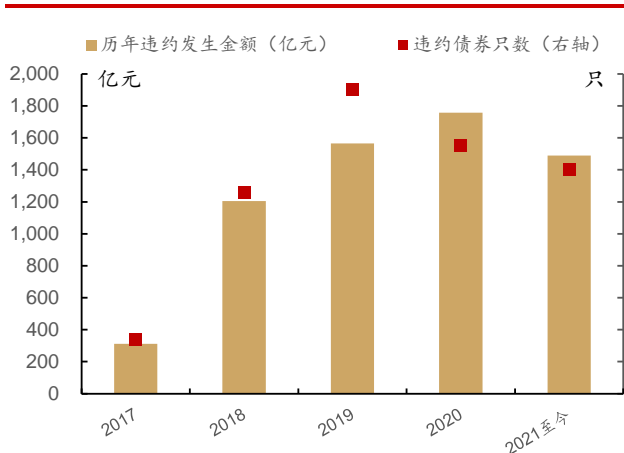
再者，企业层面，受房地产和地方隐性债务治理相关政策收紧影响，部分企业信用情况承压。8月15号文落地，提出“严禁新增地方政府隐性债务，同时妥善化解存量”；地产方面，“三道红线”规范融资、推动企业降杠杆，“贷款集中度管控”约束银行信贷投放，地产供需皆弱，导致企业风险暴露，违约事件有所增加。从违约情况来看，今年截至12月初，全市场共有140只债券违约，实质违约金额1490亿元，规模较上年略有下降；其中新增违约主体16家，相较2020年的30家明显下降。但同时从评级调整情况来看，今年以来在评级监管加码和评级改革调整背景下，发行人主体评级下调数首超评级上调，截至12月3日主体评级下调企业数达283家，上调企业仅69家。

图 16 2021 年新增房企违约概况

公司名称	违约性质	时间	债务性质	境外债余额 (亿美元)	境内存量债
华夏幸福股份	首次违约	2021/2/28	境外债	45.6	华夏幸福股份324.3亿元，华夏基业控股53.955亿元
协信远创	首次违约	2021/3/29	境外债		24.21亿元
泛海控股	首次违约	2021/5/23	境外债	3.44	70.98亿元
蓝光发展	首次违约	2021/7/12	境外债	1	蓝光发展股份(600466)114.34亿元
阳光100中国	首次违约	2021/8/11	境外债	10.5	/
花样年控股	首次违约	2021/10/4	境外债	39.55	控股境内公司64.47亿元
新力控股	首次违约	2021/10/18	境外债	6.94	母公司新力控股集团12.33亿元
恒大	违约压力	2021/9/23	境外债	140.01	控股境内公司恒大地产集团有限公司558.63亿元
当代置业	首次违约	2021/10/11	境外债	13.48	母公司武汉当代科技产业集团股份有限公司79.3亿元；武汉当代科技投资有限公司30亿元
鑫苑置业	违约压力	2021/10/25	境外债	10.44	控股境内公司鑫苑中国置业集团29.8亿元
佳兆业集团	担保理财产品违约	2021/11/4	理财产品	115.74	由佳兆业集团(深圳)有限公司担保,合作方深圳锦恒财富管理有限公司发行的若干理财产品出现逾期

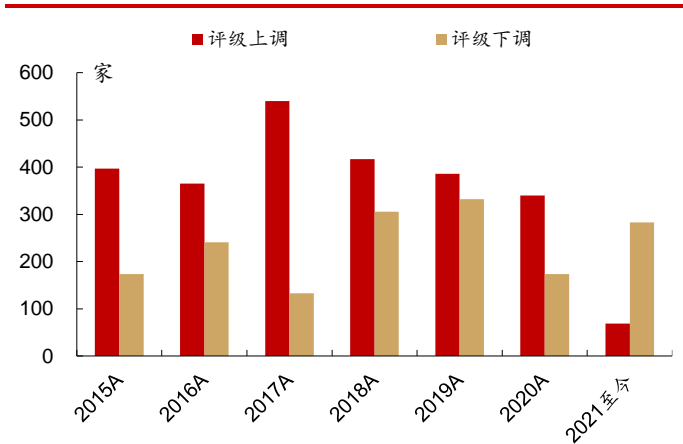
资料来源：公司公告、央视财经等公开信息，华西证券研究所

图 17 历年债券违约规模和只数



资料来源：万得资讯，华西证券研究所；注：2021年为截至12月3日数据，后同

图 18 今年发债企业评级下调家数首超评级上调



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

展望 2022 年，我们对于整体信用环境保持谨慎偏乐观态度，几个方面的支撑：

1) 逆周期政策有望出台，整体流动性延续宽松以及适时降准是可选项：三季度货币政策报告对货币政策的定调延续“稳健的货币政策灵活精准、合理适度，稳字当头”，新增“以我为主”，同时删掉了“总闸门”和“坚持不搞大水漫灌”，结合“发达经济体政策调整对我国影响有限”的判断，下一阶段货币政策重点在“跨周期”、“稳信用”和“结构性调控”，一方面强调增强信贷总量增长的稳定性，这与前期央行信贷总量会议等表述相一致，另一方面手段主要通过结构性货币政策工具，即相继设立碳减排支持工具、2000 亿元煤炭清洁高效利用专项再贷款，多项政策叠加有望形成规模效应，撬动更多信贷需求。值得注意的是，总理 12 月 3 日讲话表示“继续实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，围绕市场主体需求制定政策，适时降准，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度”，后续有望通过降准激发市场活力。

2) 财政政策发力：年末专项债发行提速，此前国常会提出“加快今年剩余额度发行，力争在明年初形成更多实物工作量”，以及“研究依法依规按程序提前下达部分额度”，预计财政政策发力和项目的推进，有望提振配套信贷需求。

3) 产业政策纠偏和维稳：四季度以来，地产领域政策释放积极信号，政策层面多次提及维护房地产市场稳定，以及成都住建局发布《关于精准应对疫情冲击全力实现年度目标的通知》，表示要协调金融机构增加房地产信贷投放额度，加快发放速度。央行也首次单独发布 10 月个人住房贷款统计数据，总体房地产销售、购地、融资等行为已逐步回归常态。我们认为一方面“房住不炒”仍是根基，融资短期难以大幅放开；另一方面政策“底线思维”下，系统性风险可控，但也需要关注部分房企事件对于建筑、建材、金融等行业的风险外溢。

4) 表外来看：截至 10 月委贷、信托贷款和未贴现汇票的规模近五年分别化解 0.02、0.36 和 2.66 万亿元，基本回归 2015 年水平，预计随着资管新规过渡期的结束，表外对于社融的拖累也将有所缓释。

图 19 信贷和货币政策汇总

时间	政策/会议名称	机构	具体内容	达标时间
01/04	《关于继续实施普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策有关事宜的通知》	央行	2021年1月1日-3月31日期间到期的普惠小微企业贷款,按市场化原则“应延尽延”,由银行和企业自主协商确定,继续实施阶段性延期还本付息。	延期至2021/3/31
03/15	《关于深入扎实做好过渡期脱贫人口小额信贷工作的通知》	银保监会等	银行机构要在符合政策、风险可控的前提下,准确开展评级授信,合理确定贷款额度期限,努力满足脱贫人口贷款需求。	实施时间2021/10/8-2025/12/31
03/26	《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》	央行、银保监会等	要求下属分支机构联合开展经营用途贷款违规流入房地产问题专项排查,并加大对违规问题督促整改和处罚力度。	2021年5月31日前完成排查
03/29	《关于进一步延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策实施期限有关事宜的通知》	央行等五部门	1) 普惠小微企业贷款延期还本付息政策延期至2021年底,由企业和银行自主协商延期还本付息。2) 2021年4月1日至12月31日期间新发放且期限不小于6个月的普惠小微企业信用贷款进一步延长至2021年底,支持比例为贷款本金的40%。	延期至2021年底
03/31	《中国人民银行公告〔2021〕第3号》	央行	明确所有从事贷款业务的机构,在网站、移动端应用程序、宣传海报等渠道进行营销时,应当以明显的方式向借款人展示年化利率,并在签订贷款合同时载明。	-
04/09	《关于2021年银行业保险业高质量服务乡村振兴的通知》	银保监会	从优化金融服务供给体系和服务机制、强化关键领域金融产品服务供给等方面提出2021年高质量服务乡村振兴工作要求:力争2023年底基本实现信用建档评级全覆盖,授信“能授尽授”,合理用信需求得到有效满足。	2023年底
04/26	《2021年进一步推动小微企业金融服务高质量发展的通知》	银保监会	普惠型小微企业贷款“两增”监管考核口径中,剔除票据贴现和转贴现业务相关数据。	2021年起
05/18	《关于金融支持新型农业经营主体发展的意见》	央行等六部门	继续落实好相关准备金优惠政策,明确扩大农村普惠金融改革试点,并将对新农主体的金融服务情况纳入金融机构服务乡村振兴考核评估。	-
06/25	《关于降低小微企业和个体工商户支付手续费的通知》	央行、银保监会等	明确对中小商户降费让利。	2021/9/30日起施行
07/01	《关于金融支持巩固拓展脱贫攻坚成果全面推进乡村振兴的意见》	央行等六部门	鼓励丰富乡村振兴的金融产品体系,鼓励设立专门的乡村振兴金融部或金融服务条线,全国性银行对于重点帮扶县要制定明确的内部资金转移定价优惠方案等。	-
07/05	《关于深入开展中小微企业金融服务能力提升工程的通知》	央行	从扩大中小微企业信贷投放、优化内部政策安排、运用科技手段赋能、提升贷款定价能力四个方面对银行业金融机构服务中小微企业能力提出明确要求。	-
08/23	金融机构货币信贷形势分析座谈会	央行	做好跨周期设计,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。推进信贷结构调整,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,中小微企业、个体工商户、新型农业经营主体。促进实际贷款利率下行,小微企业综合融资成本稳中有降。	-
08/26	金融支持巩固拓展脱贫攻坚成果全面推进乡村振兴电视电话会议	央行、银保监会等	继续完善支付、征信等农村基础金融服务;运用再贷款再贴现、存款准备金率等货币政策工具,为金融机构服务乡村振兴提供资金支持。	-
09/01	部署加大中小微企业纾困帮扶力度	国常会	运用结构性货币政策加大对重点领域和薄弱环节政策支持。今年再新增3000亿元支小再贷款额度,要求贷款平均利率5.5%左右,采取“先贷后借”模式发放。建立国家融资担保基金风险补偿机制,引导金融机构开展票据贴现和标准化票据融资。	剩余4个月内
09/16	《支持国家乡村振兴重点帮扶县工作方案》	银保监会	对天行、股份行、中小银行机构分别提出县域贷款投放要求,力争2025年底重点帮扶县存贷比达所在省份县域平均水平;提高重点帮扶县不良贷款容忍度,下调面向重点帮扶县贷款利率。	2025年底
09/29	房地产金融工作座谈会	央行、银保监会	金融部门要围绕“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,并强调严守房地产风险底线,促进房地产信贷稳定调整。	-
11/08	碳减排支持工具	央行	“先贷后借”模式,央行按贷款本金60%向提供合格质押品的金融机构提供资金支持,暂无规模限制,期限1年可展期2次。	-
11/21	2000亿元专项再贷款	国常会	设立2000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款。	-

资料来源:央行,银保监会,华西证券研究所

1.3. 2022 年行业监管将聚焦风险和资本管理

1.3.1. 密集政策出台之后进入政策落地观测期

今年银行领域金融监管政策频频落地，一方面聚焦授信，通过结构性货币政策，以及两项直达实体的货币政策工具延期，引导信贷支持小微、绿色低碳等产业，从政策落地情况来看，2020 年至今年 9 月末，银行业累计对 13.5 万亿元贷款延期还本付息，其中支持小微企业延期还本付息 11.1 万亿元。同时地产金融政策成为市场关注焦点，包括三道红线、房地产贷款集中度、严查经营贷违规流入房地产等，强调促进房地产信贷稳定；对于地方隐性债务则出台 15 号文加以约束。在加强信贷投放引导的同时，对银行负债端进行规范，包括明确禁止地方法人银行开办异地存款，约束银行违规揽存行为，以及出台负债质量管理办法，并将存款利率自律上限由存款基准利率浮动倍数改为加点确定，引导长期利率下行、优化定期存款期限结构，以稳定银行负债成本，从而在保障合理利差的基础上支持资产端投放。

另一方面，规范表外，资管新规配套政策查漏补缺，持续推进资管转型。今年以来，理财销售新规、现金管理类新规、理财流动性风险管理新规相继落地，理财业务监管体系化。监管总体导向在于拉平标准、协同管理，摊余成本法应用限制的趋严也进一步加速理财净值化转型，产品定价回归市场化。

从中长期发展视角，监管也在规范业务经营、股权治理和关联交易、资本管理能力等方面对银行提出了更高要求。今年以来围绕信用评级、监管评级、公司治理等方面完善监管制度建设，出台银行绩效评价办法、监管评级办法、管理声誉风险、系统重要性银行附加监管规定、以及银行大股东行为和关联交易等政策等，如《商业银行监管评级办法》新增公司治理和数据治理两项评级要素，强化差异化监管；《系统重要性银行附加监管规定（试行）》明确了 19 家系统重要性银行的附加资本和附加杠杆率的定量指标要求，资本监管趋严。

此外，互联网贷款继续被严格规范。出台《商业银行互联网贷款管理暂行办法》等严格规范互联网贷款业务，以及叫停互联网存款业务，清理整顿虚拟货币。根据银保监会《2021 年规章立法工作计划》，后续还有《网络小额贷款公司管理暂行办法》、《小额贷款公司监督管理办法》等政策将出台。

图 20 银行领域金融监管政策密集落地（图 1/2）

类型	时间	政策/会议名称	具体内容	落地/达标时间
利率市场化	01/09	《关于推进信用卡透支利率市场化改革的通知》	信用卡透支利率由发卡机构与持卡人自主协商确定，取消信用卡透支利率上限和下限管理。	2021 年 1 月 1 日起
	6/1 和 21	市场利率定价自律机制工作会议&市场利率定价自律机制	拟将商业银行存款利率上限的定价方式，由现行的“基准利率*倍数”改为“基准利率+基点”，同时对不同类型商业银行设置不同最高加点上限。	-
资管理财	05/27	《理财公司理财产品销售管理暂行办法》	明确了理财销售机构的要求、销售宣传方式和人员的管理等方面。	2021 年 6 月 27 日起施行，6 个月整改
	06/11	《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》	提出规定产品投资范围和投资集中度，明确产品的流动性管理和杠杆管控要求，对摊余成本法进行核算的现金管理类理财产品实施规模管控等。	过渡期为《通知》施行之日起至 2022 年底
	08/25	部署摊余成本法	资管新规过渡期结束后（2021 年末），不得再存续或新发以摊余成本计量的定期开放式理财产品；已适用成本法估值的理财产品存量资产应于 10 月底前完成整改。	2021 年 10 月底前存量整改
	09/08	《理财公司理财产品流动性风险管理办法（征求意见稿）》	从立法依据、治理架构、投资交易管理、认购赎回管理、合作机构管理等方面作出规定，对理财产品流动性管控重点进行了明确与规范。	-
	09/10	《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》	明确北向通跨境资金净流入上限和南向通跨境资金净流出上限均不超过 1500 亿元总额度；明确内地合作或代销银行不得开展关于“跨境理财通”的实质性销售行为。	-
	09/15	“南向通”	年度总额度为 5000 亿元等值人民币，每日额度为 200 亿元，内地投资者暂定为 41 家银行类金融机构。	9 月 24 日上线

资料来源：央行，银保监会，华西证券研究所

图 21 银行领域金融监管政策密集落地 (图 2/2)

类型	时间	政策/会议名称	具体内容	落地/达标时间
非银/互联网机构监管	01/13	《消费金融公司监管评级办法(试行)》	实施分类监管, 设立退出机制, 对于监管评级为 3B 级及以下的消费金融公司, 应给予持续监管关注, 并提高现场检查频率和深度, 评为 5 级或遭退出。	监管评级工作原则上每年 4 月底前完成
	01/15	《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》	从规范业务经营、强化风险管理、加强消费者保护、严格监督管理等方面对银行开展互联网存款业务进行规范。	-
	01/20	《非银行支付机构条例(征求意见稿)》《非银行支付机构客户备付金存管办法》	《条例》提出实施功能监管, 按照不同机构的业务功能, 分为储值账户和支付交易平台; 首次提出反垄断, 着重提到“市场支配地位预警措施”。《办法》明确全额集中管理、备付金监管职责、特定业务账户管理、备付金违规行为四个方面要求。	2021/3/1 起
	02/20	《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》	对商业银行互联网贷款业务设置出资比例、集中度指标、限额指标三项限制性定量指标, 并明确地方法人银行不得跨注册地辖区开展互联网贷款业务。	第 2、5 条自 2022 年 1 月 1 日起执行, 存量业务自然清, 其他过渡期 2 年
	05/18	《关于转发进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》	对省内法人城商行、农村中小银行与合作机构共同出资发放互联网贷款的单笔贷款中合作方出资比例、与单一合作方发放的贷款余额等作出规定。	-
风险监管	01/04	商业银行绩效评价办法	王要面向国有商业银行, 调整商业银行经营的评价体系, 更注重信贷投向的考核, 同时扩大负面清单管理。	2021/1/1 起
	01/05	《关于进一步推动村镇银行化解风险改革重组有关事项的通知》	通过支持主发起行向村镇银行补充资本以及协助处置不良贷款、有序推进村镇银行改革重组、支持引进合格战略投资者、强化对主发起行约束等引导村镇银行化解风险。	-
	01/22	《商业银行负债质量管理办法(征求意见稿)》	明确商业银行负债质量管理内涵和业务范围, 从组织架构、公司治理、内部控制、业务创新管理等 11 个方面对负债业务管理提出明确要求, 提出负债质量管理的“六性”要素。	-
	02/05	《关于严格执行企业会计准则 切实加强企业 2020 年年报工作的通知》	银行从事信用下分期还款业务形成的金融资产, 不得将其按实际利率法计算的利息收入计入“手续费及佣金收入”。	-
	02/18	《银行保险机构声誉风险管理办法(试行)》	坚持预防为主的风险管理理念, 进行多层次、差异化的声誉风险管理, 建立科学合理、及时高效的风险防范及应对处置机制。	2021/2/8/起
	03/11	《金融控股公司董事、监事、高级管理人员任职备案管理暂行规定》	对金融控股公司董监高的任职条件、任职管理、备案流程、监督管理等方面进行规范, 5 月 1 日起施行。	2021/5/1 起
	03/26	《商业银行负债质量管理办法》	明确商业银行负债质量管理内涵和业务范围; 确立负债质量管理体系; 提出负债质量管理的“六性”要素等。	2021/3/26 起
	04/02	《系统重要性银行附加监管规定(试行)(征求意见稿)》	明确系统重要性银行附加资本、附加杠杆率、流动性和大额风险暴露三项附加监管要求, 加强宏观审慎管理。	-
	06/04	《金融机构服务乡村振兴考核评估办法》	通过贷款总量、贷款结构等五类定量指标和政策实施、制度建设等五类定性指标考核金融机构服务乡村振兴情况, 每年评估一次, 对考核合规优秀的机构给予一定政策倾斜。	2021/7/4 起
	06/08	《银行保险机构公司治理准则》	明确各治理主体的职责, 强化治理机制运行的规范性。	2021/6/2/起
	06/09	《银行业金融机构绿色金融评价方案》	每季度考察银行业金融机构的境内绿色金融债券和贷款绩效, 并明确央行直接负责 24 家主要银行机构绿色金融业务综合评价。	2021/7 起
	06/09	《银行保险恢复处置计划实施暂行办法》	对于调整后表内外资产 3000 亿元以上存款类金融机构等, 在经营情况、组织架构、核心业务等方面, 从制度上预先筹划重大风险情况下的应对措施。	2021/6/9 起
	06/17	《银行保险机构大股东行为监管办法(征求意见稿)》	禁止大股东不当干预银行政策经营和利用挂牌机构名义就行不当宣传, 明确银行保险机构大股东与银行保险机构之间不得直接或间接交叉持股, 明确股权质押比例超过 50% 的大股东不得行使表决权。	-
	06/21	《银行保险机构关联交易管理办法(征求意见稿)》	强调银行机构不得直接或通过借道同业等业务向股东及关联方提供资金, 根据实质重于形式的原则, 合理识别认定与管理关联交易及计算关联交易金额。	-
	07/16	《银行保险机构消费者权益保护监管评价办法》	基于“体制建设”、“机制与运行”等要素, 对包括银行等金融机构进行综合评价, 评价结果设置四级, 评价结果为四级且整改不力的机构开办新业务将受限。	2021/7/5 起
	07/30	《关于清理规范信托公司非金融子公司业务的通知》	防范信托公司通过非金融子公司进行监管套利、隐匿风险; 开展迎规关联交易、进行不当利益输送, 给信托业发展造成潜在风险。	-
	08/06	《关于清理银行保险机构员工违规持股工作的通知》	要求报送公司内部人员违规持股的情况。	2021/8/31 前
	09/22	《商业银行监管评级办法》	整体延续了国际上“CAMELS+”评级体系, 新增数据治理、信息科技风险和机构差异化要素, 评级结果新增 S 级, 并对原 1-6 级具体档次进行细节调整, 评级结果更为严格。	2021/9/10 起
	09/24	《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》	不得为虚拟货币相关业务活动提供账户开立、资金划转和清算结算等服务, 不得将虚拟货币纳入抵质押品范围。	-
	09/30	《征信业务管理办法》	明确征信业务使用数据原则, 从事征信业务需获得许可或备案。	过渡期至 2023 年 6 月底
10/14	《关于做好小微企业银行账户优化服务和风险防控工作指导意见》、《小微企业银行账户简易开户服务业务指引》和《小微企业银行账户开立服务规范负面清单指引》	明确银行不得对小微企业有额外开户附加条件要求, 简易融资流程提升便利水平同时, 厘清小微企业涉案账户事前事中事后风险防控责任, 建立内部全链条责任追究制度。	-	
10/14	《银行保险机构大股东行为监管办法(试行)》	明确大股东认定标准, 禁止大股东不当干预银行保险机构正常经营、用股权为非关联方的债务提供担保等行为。	2021/9/30 起	
10/15	《系统重要性银行附加监管规定(试行)》	明确附加资本和附加杠杆率的定量指标要求, 以及恢复与处置计划要求等, 并公布 19 家国内系统重要性银行名单。	2021/12/1 起	
10/29	《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》	建立总损失吸收能力监管体系, 明确了 TLAC 合格工具的类型, TLAC 监管指标包括外部总损失吸收能力风险加权比率和外部总损失吸收能力杠杆比率, 并分别提出相应要求。	2025/1/1 实施	

资料来源: 央行, 银保监会, 华西证券研究所

1.3.2. 2022年可能出台的政策：资本补充、存款利率市场化、中小银行整合

2022年政策导向上，我们认为除了继续引导金融机构支持实体外，在银行风险管理、资本补充、存款利率市场化、以及中小银行整合等方面将继续出台配套政策、查漏补缺。

1) D-SIBs、国内版 TLAC 对资本补充提出更高要求，银行配股、专项债补充资本加速。监管多次会议均明确鼓励银行多渠道补充资本，一方面各地专项债补充中小银行资本（注资或认购转股协议存款）的进程陆续落地；另一方面配股、可转债成为补充核心资本的重要途径，自江苏银行去年末实施配股、打破7年市场配股空窗期以来，银行通过配股补充核心一级资本的方式更加便捷，今年宁波银行（已完成）、青岛银行和浙商银行也相继披露配股计划；此外宁波通商银行成功发行首单转股型永续债，中小银行资本补充渠道再拓宽。考虑到中小银行资本补充渠道仍然有限，存在永续债认购倍数不足等问题，预计后续政策将进一步支持资本补充工具创新和落地。

2) 存款利率市场化完成前期部署，后续有望进一步丰富完善基准利率体系，包括引入更多期限的 LPR 报价，以及深化利率之间的联动，完善配套的利率定价监管和评价制度等。

3) 中小银行整合改革也进入加速期。自蒙商银行、四川银行在 2020 年分别获批筹建开业后，已有四川、山西、陕西、河南等多地上演中小银行合并重组案例，既有上市银行参与重组或控股中小银行，也有区域农商行吸收合并其他银行，以及多家地方城商行合并成立省级城商行，共涉及 30 多家银行机构。中小银行兼并重组落地效率持续提升，辽沈银行自公告至获批用时仅不到五个月。而中小银行整合改革过程中存在的治理问题，未来也需要更多政策配套支持。

图 22 中小银行合并重组提速

时间	原银行	类型	新组建银行	事件
2020/7/23	陕西榆林榆阳农商银行和陕西横山农商银行	新设合并	陕西榆林农商银行	陕西银保监局同意原银行解散，以新设合并银行承担原银行债权债务
2020/7/30	淮海农商行、铜山农商行和彭城农商行	新设合并	徐州农商行	为推进中小农商行高质量转型，完善公司治理结构，新设合并徐州农商行
2020/8/3	福清汇通农商行和平潭农商行	参股筹建	福建邵武农商行	福建银保监局同意参股两千万股，占比均为6.73%。
2020/8/6	三门峡湖滨农商行和三门峡陕州农商行	新设合并	三门峡农商银行	以建立现代银行制度为目标，三门峡市政府成立三门峡农商银行筹建工作领导小组
2020/9/7	原盘锦市双台子区农村信用合作联社、盘锦市兴隆台区农村信用合作联社	新设合并	盘锦农商银行	举行开业揭牌仪式，新银行为盘锦市第一家市级农村商业银行
2020/11/7	攀枝花市商业银行和原凉山州商业银行	新设合并	四川银行	在原银行基础上引入28家投资者通过资产重组、充实资本、改善治理等系列措施开展新设合并，此银行是四川省首家省级法人城市商业银行，注册资金最大城商行（300亿元）
2020/11/9	绵阳市涪城区农村信用合作社、绵阳市游仙区农村信用合作联社和安州农商行	新设合并	绵阳农商行	以2020年9月30日为基准日，开展清产核资、资产评估和处置净资产等工作，新农商行将继承债权债务
2020/11/20	三江农商行、五通农信联社、沙湾农信联社、金口河农信联社	新设合并	乐山农商银行	根据乐山农商银行筹建领导小组工作推进会的指示，该新设银行将继承债权债务
2020/12/8	山西省农信社太原城区联社	改制	太原农商行	太原农商行发起人协议签约活动举行，太原国投集团等7家发起人代表介绍了企业情况，并签署了太原农商行发起人协议
2020/12/28	重庆万州滨江中银富登村镇银行	解散	-	停止经营活动成立清算组
2020/12/28	宁波宁海西店中银富登村镇银行	被吸收合并	宁波中银富登村镇银行	宁波中银富登村镇银行注册资本增至1.45亿元
2021/3/31	山西省内大同银行、长治银行、晋城银行、晋中银行、阳泉市商业银行	新设合并	山西银行	银保监会同意原银行合并重组设立山西银行；20年12月，山西省发行规模153亿元的“支持城商行改革发展”专项债券，通过山西金控以间接入股方式注入银行

资料来源：央行，银保监会，华西证券研究所

图 23 银行配股补充资本

名称	银行类型	股权登记日/ 预案公告日	配股 比例	配股价格 (元)	募资合计 (亿元)	收盘价 (元, 股权登记日)	BPS (元, 配股上年末)	配股价 /BPS
浙商银行	股份行	2021-10-29	0.300	-	180 (预计)	3.45 (12/06)	5.75 (21Q3)	-
青岛银行	城商行	2021-02-27	0.300	-	50 (预计)	4.84 (12/06)	5.37 (21Q3)	-
宁波银行	城商行	2021-04-12	0.100	19.97	119.98	38.28	17.26	1.16
江苏银行	城商行	2020-12-08	0.300	4.59	148.03	5.93	9.53	0.48
招商银行	股份行	2013-08-27	0.174	9.29	275.25	10.66	9.28	1.00
中信银行	股份行	2011-06-28	0.200	3.33	175.61	4.75	3.08	1.08
南京银行	城商行	2010-11-15	0.250	8.37	48.64	11.78	6.55	1.28
工商银行	大行	2010-11-15	0.045	2.99	336.74	5.00	2.02	1.48
建设银行	大行	2010-11-04	0.070	3.77	22.38	5.34	2.38	1.59
中国银行	大行	2010-11-02	0.100	2.36	417.86	3.60	2.03	1.16
交通银行	大行	2010-06-09	0.150	4.50	171.25	6.38	3.34	1.35
兴业银行	股份行	2010-05-24	0.200	18.00	178.64	28.06	11.92	1.51
招商银行	股份行	2010-03-04	0.130	8.85	177.64	16.12	4.85	1.82

资料来源：万得资讯，公司公告，华西证券研究所

2. 2022 年行业景气蓄势，聚焦资产负债结构管理

2.1. 预计总量增长平稳，负债的管理更加突出

10 月以来随着房地产调控政策的松动，以及结构性宽信用政策的显效，金融数据中 10 月贷款增速止跌，反映信贷需求有趋稳迹象。结合银行家问卷调查指数来看，今年以来贷款审批指数和需求指数触顶回落后，三季度也基本企稳。

我们预计 2022 年信贷投放稳健、总量与今年基本相当，2022 年银行资产端扩表增速将保持基本平稳。主要是稳增长预期下，政策托底以及结构性信贷支持政策将持续加强。

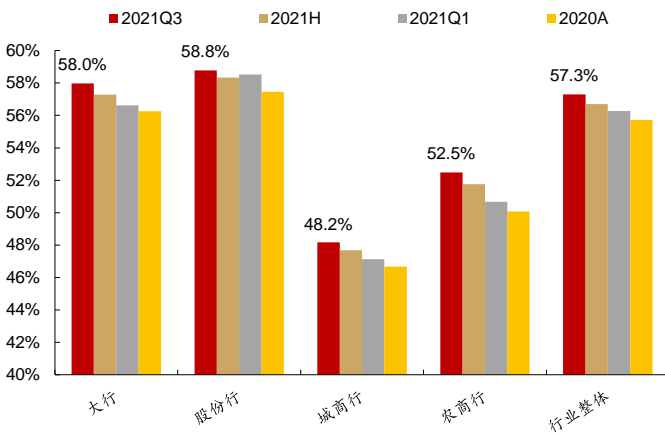
1) 国常会等重要会议上监管多次强调“增强信贷总量增长稳定性”；

2) 9 月底以来监管表态“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，在房住不炒的基调下，地产金融政策不会转向，但政策超调后重新纠偏保障平稳过渡，金融机构正在加快满足房地产合理资金需求，房地产贷款有望企稳；

3) 3000 亿元支小再贷款、2000 亿元绿色专项再贷款的落地；

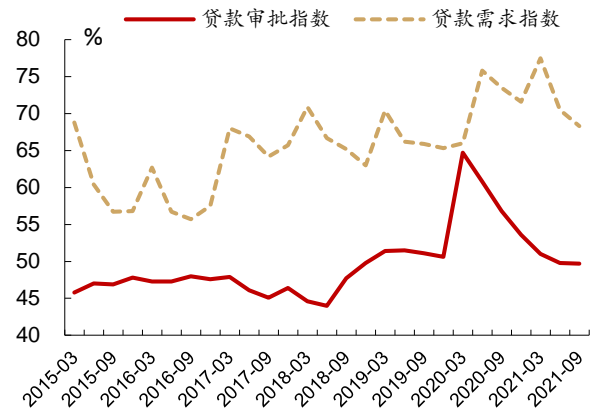
4) 11 月推出碳减排支持工具，通过“先贷后借”的直达机制，按贷款本金的 60% 向金融机构提供利率 1.75% 的资金支持。结构性信贷政策引导下，预计商业银行的信贷投放意愿及积极性将有所恢复。

图 24 上市银行生息资产中贷款净额占比逐季提升



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 25 银行家信贷审批指数 9 月底部企稳



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

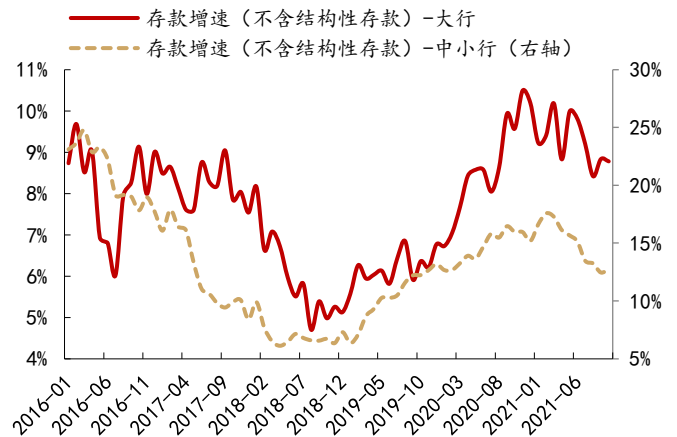
整体信贷规模保持平稳增长以及结构性融资需求提升下，明年银行存款的增长管理需求提升。一方面，M2 增速下行已降至低位，整体增长压力仍较大；另一方面存贷款增速差额走阔，商业银行贷存比逐季攀升，可用空间有限；另外，财富管理需求提升下居民存款部分流向高收益的表外产品。而积极因素在于，明年经济下行压力下，宽货币环境提供主动负债管理空间，将支撑资产端的投放。

图 26 M2 增速已降至低位



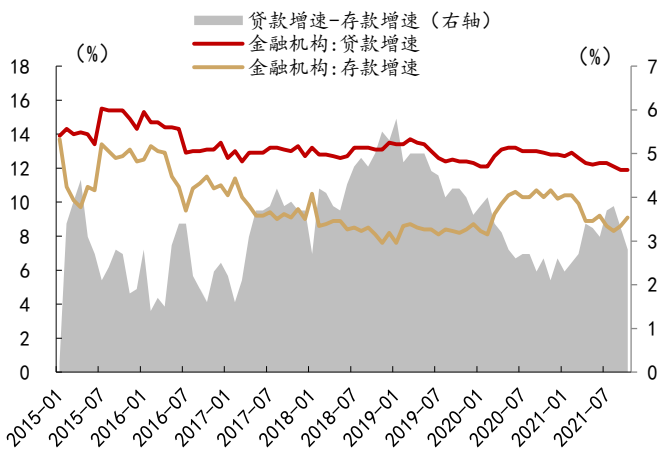
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 27 一般存款增速年初以来趋势下行



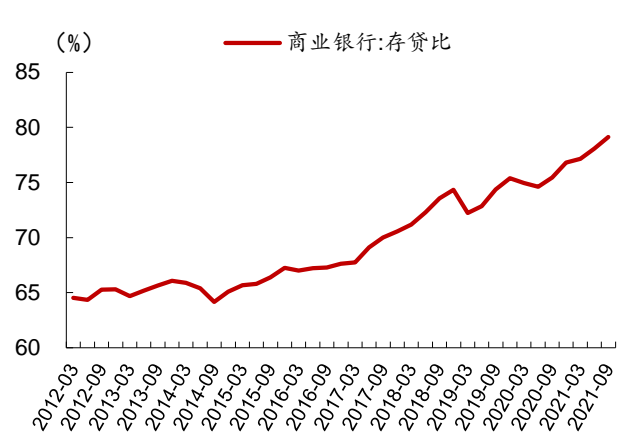
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 28 年内存贷款增速差额走阔



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 29 商业银行贷存比不断攀高

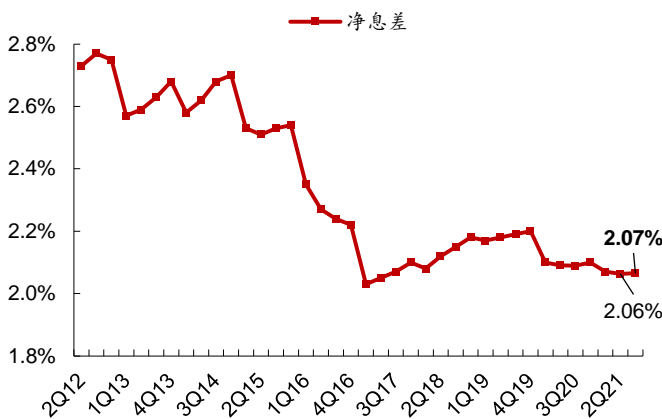


资料来源：万得资讯，华西证券研究所

2.2. 息差有望企稳，聚焦资产负债的结构管理

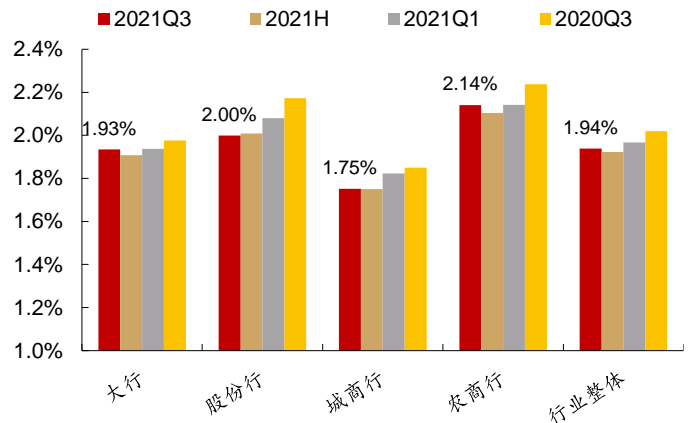
今年以来银行业净息差整体较为平稳，银保监会口径商业银行净息差 Q1-Q3 分别为 2.07%、2.06%、2.07%，且在 21 家披露三季度净息差数据的上市银行中，有 6 家环比中期企稳或回升，我们按期初期末余额均值测算的季度年化净息差来看，Q3 息差 1.94%，低于上年同期 6BP，但较 Q2 企稳回升 2BP，息差年内基本企稳。

图 30 Q3 商业银行净息差环比回升 1BP



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 31 测算上市银行 Q3 单季年化净息差环比回升



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

结合前文对于行业明年整体经营环境的判断，我们认为 2022 年银行息差将呈企稳趋势，回升还是存在压力，更多取决于自身结构的调整。

首先，稳增长预期下，资产端收益率没有大幅提升的空间：

一方面，货币政策保持稳健性、可持续性，预计市场流动性将延续合理充裕基调，贷款定价易降难升。明年稳经济的预期下以及加强对实体经济的政策引导下，新发贷款利率没有大幅提升的空间。

另一方面，需求端的恢复仍需观测，疫情反复下三季度企业生产动能和信贷需求不强，中期以来信贷投放以票据冲量为特征，社融和信贷数据的量和结构均较弱，社融信贷增速持续探底，而后续需求的提振需要关注经济稳增长政策的落地对宏观经济的支撑。

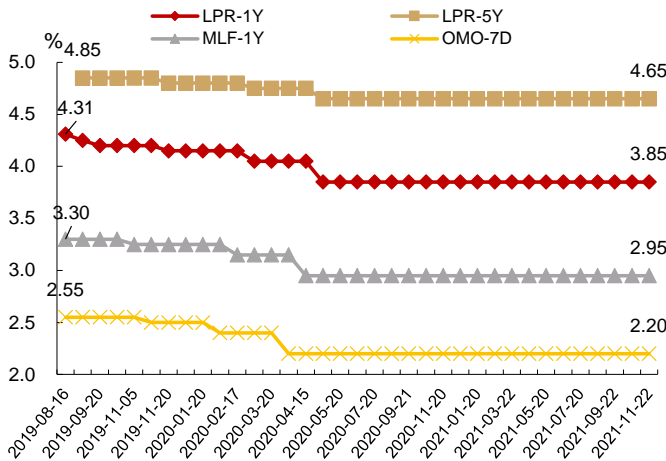
此外，虽然让利实体的监管压力较疫情期间退坡，但普惠类贷款仍保持高增速和低利率特征，形成结构性压力。根据央行发布的季度信贷投向数据，三季度末普惠小微贷款余额 18.6 万亿元，同比增长 27.4%，整体增速较此前放缓，但仍快于贷款整体增速。9 月新发放普惠型小微企业贷款利率 4.89%，比上年 12 月下降了 0.19 个百分点，不同官方口径略有差异，但自减费让利以来持续下行，今年整体企稳。

支撑因素来自，贷款利率市场化和重定价的影响已经消化，LPR 报价也已经连续 19 个月持平。

结合数据来看，9 月贷款加权平均利率 5%，低于上年同期 12BP，但环比回升 7BP。其中一般贷款加权平均利率 5.3%，环比上升 10BP，更多来自高息零售贷款投放拉动，其中按揭利率环比大幅回升 12BP 至 5.54%，连续三季度上行，反映房地产政策收紧的影响。后续来看，我们认为受供需格局和政策引导影响，新发放利率难以持续回升，主要是拉动整体利率水平的房地产贷款利率呈高点企稳的态势，另外稳增长下对公贷款利率也难以提升。

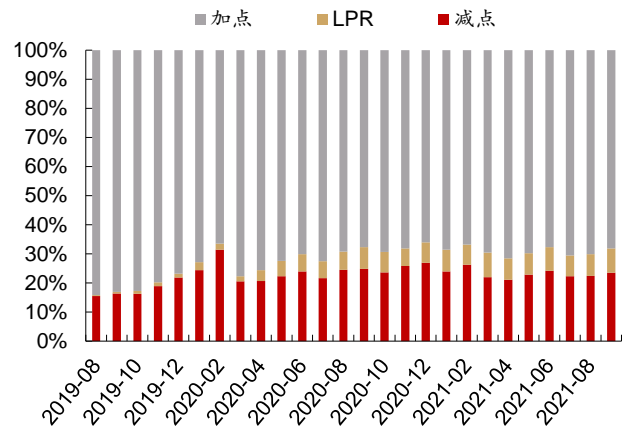
银行资产端定价的提升更多的取决于自身的议价能力和资产配置结构，零售类银行具备相对优势，能够提供结构性支撑。

图 32 LPR 报价持续持平



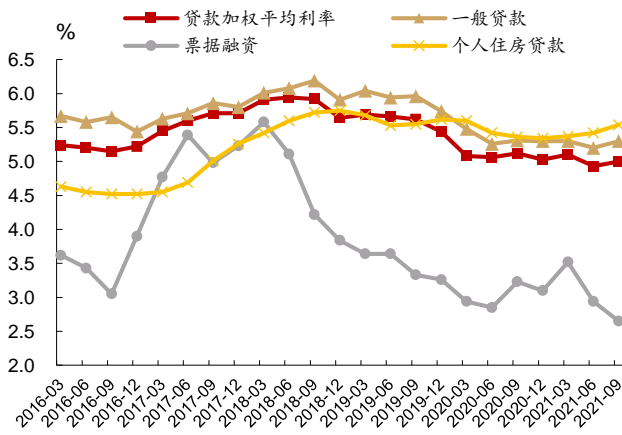
资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

图 33 9 月执行 LPR 加点贷款利率占比较 6 月提升 0.5 个百分点，但 Q3 逐月降低



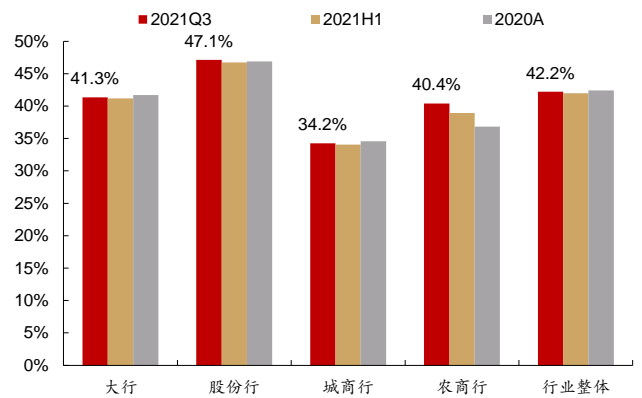
资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

图 34 Q3 贷款加权平均利率环比回升 7BP，按揭利率大幅回升 12BP



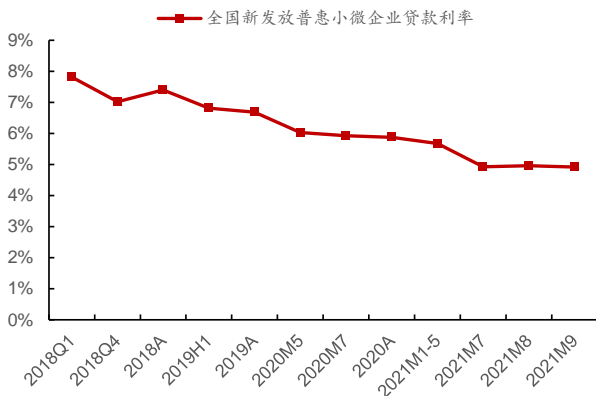
资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

图 35 上市银行 Q3 贷款中零售贷款存量占比环比提升



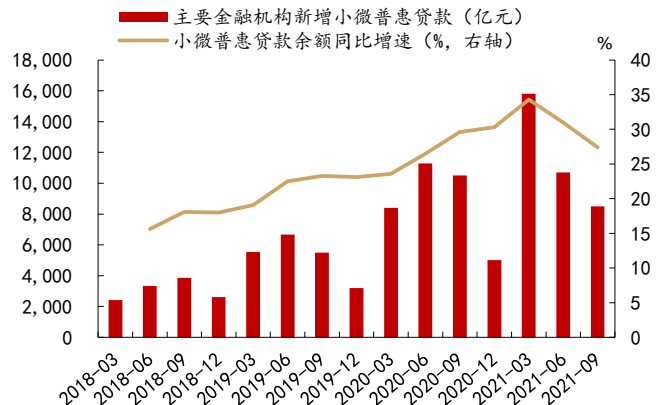
资料来源：万得资讯，公司公告，华西证券研究所

图 36 新发放普惠型小微企业贷款利率降至低位



资料来源：万得资讯、华西证券研究所；注：历史数据由央行、银保监会公开会议发表，口径或略有差异。

图 37 普惠小微贷款增速高位回落



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

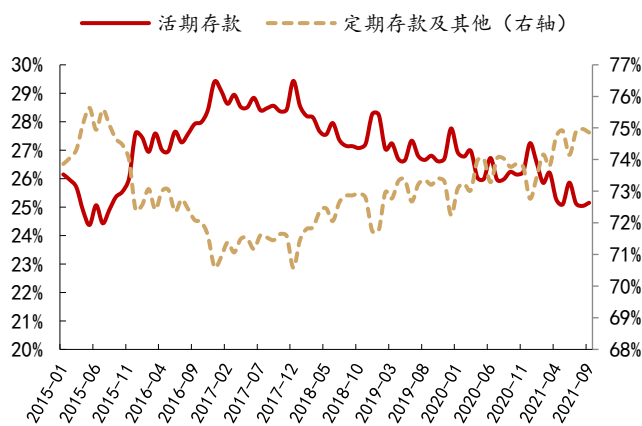
其次，负债端存款定价机制改革释放红利，但定期化趋势将形成一定负面拖累：

从前期不合规创新存款产品整改、压降结构性存款，到降准以及存款定价改革，反映监管对于降银行负债成本的定力，而存款定价改革效果也有所显现。部分上市银行中报显示，长定期存款付息率同比有所回落，三季度货币政策报告专栏二也披露了存款定价机制改革效果。一方面存款利率上，短中期基本平稳、长期明显下降：9月新发生定期存款加权平均利率2.21%，同比下降0.17pct，较5月下降0.28pct；其中，2、3和5年期定期存款利率较5月分别下降0.25pct、0.43pct和0.45pct。另一方面，定期存款中的长期存款发生额占比有所下降：9月新发生定期存款5.6万亿元，其中2年期及以上的长期定期存款占比26.4%，同比下降5.9pct，较5月下降10.6pct。预计定价机制改革的红利将逐渐显现。

但是从行业趋势来看，存款定期化程度还在提升。截至10月，存款类金融机构存款中定期存款占比达到75.3%，较年初再提升2.6pct，对成本端形成拖累。

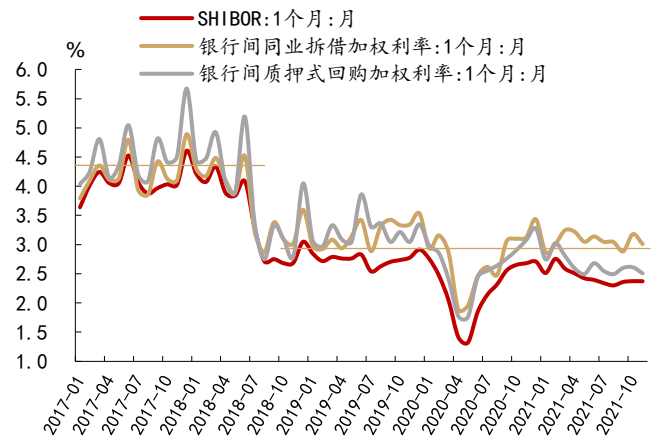
综合资产负债两端，我们维持2022年行业息差企稳的判断，个股间受资产负债差异的影响，分化将加大。

图 38 存款类金融机构存款中定期存款占比持续提升



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 39 银行间市场利率相对平稳



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

2.3. 非息收入贡献度稳步提升，营收增速上行

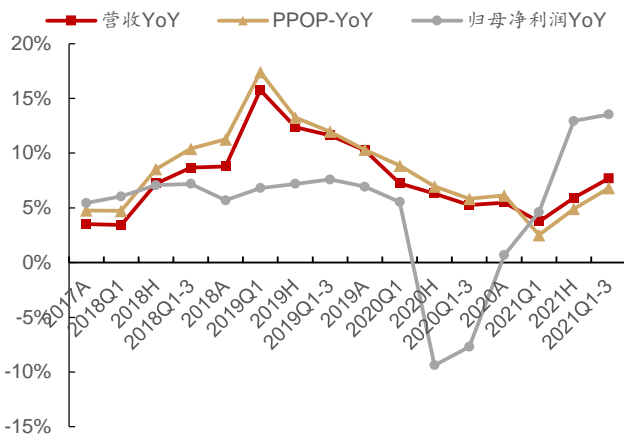
非息收入今年以来保持稳健的正贡献，结合上市银行三季报数据来看，前三季度营收累计增速7.7%，确立一季度营收低点，其中净利息收入+4.4%，手续费净收入+6.9%，其他非息收入+32.1%，也是营收端今年持续回升的主要拉动因素。非息收入的亮眼表现，有去年同期低基数和市场利率环境的影响，也反映了银行中间和自营业务贡献度的提升。

结构上，银行发力资管理财和代销基金、保险等，贡献较高的中收增速。从上市银行上半年手续费收入细分数据来看，手续费收入合计同比+9%，归类后，除银行卡收入同比-0.7%外，托管、代理、理财、和咨询顾问类收入增速分别为10.1%、25.5%、6.3%、8.4%，代理收入上半年表现突出，投行等创新中间业务也成为收入新的增长点。此外，各家银行披露的财富银行口径上半年收入增速均在20%以上，如招

行(+33.6%)、兴业(+22.08%)、交行(+24%)，招行代销基金、信托、保险收入同比分别+39.8%/+21.0%/+33.7%，平安银行代理基金、理财、保险收入分别同比+172.6%/+33.3%/+44.3%。银行普遍加码财富管理业务布局，理财、资管、托管、代理代销等业务中收实现较快增长，弥补银行卡等传统银行中间业务收入下滑以及减费让利影响。

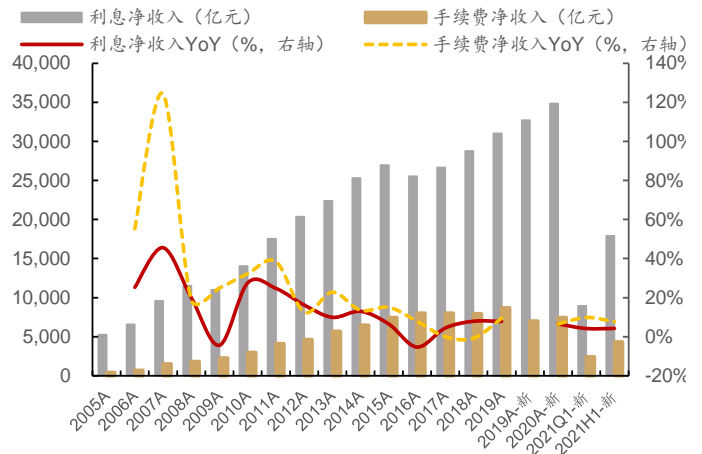
展望 2022 年，财富管理、投行业务、资管业务等将进一步带动中收的增长，支撑行业营收的上行空间。部分财富管理先行银行优势将更突出。

图 40 上市银行营收增速持续回升



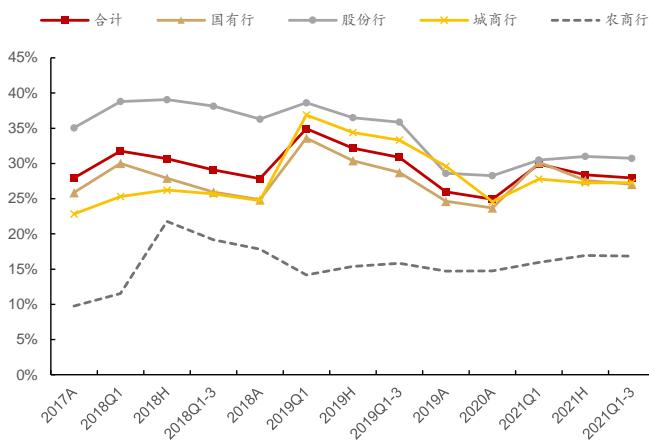
资料来源：万得资讯，公司公告，华西证券研究所

图 41 老 16 家上市银行手续费净收入规模增速高于利息净收入



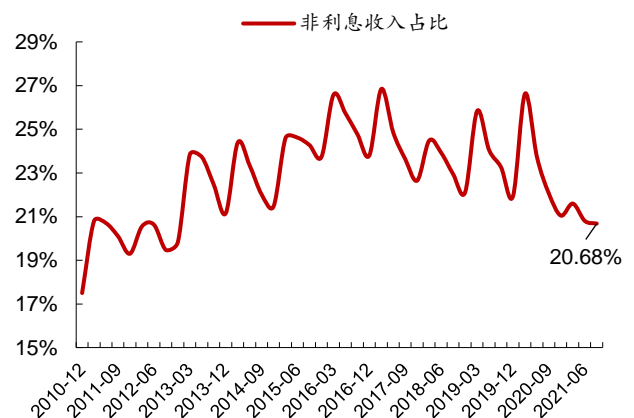
资料来源：万得资讯，公司公告，华西证券研究所；注：1) 考虑历史数据可比性，取老 16 家银行数据；2) 2020 年起监管要求银行将信用卡分期业务手续费收入调入利息收入，并对 2019 年数据进行重述。

图 42 上市银行非息收入/营收整体上行



资料来源：万得资讯，公司公告，华西证券研究所

图 43 商业银行非息收入占比整体提升至 20% 以上



资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

2.4. 信用成本或将有所上行

今年以来，从存量到新生成指标看，银行资产质量处于改善通道，但下半年潜在压力显现。一方面，截至三季度行业不良贷款和关注类贷款余额分别环比中期增长 1.5%和 0.7%，增幅较二季度略有提升；另一方面，受益于前期的不良大力处置，存量不良出清较为充分，三季度不良贷款率和关注类贷款占比分别环比延续降低 1BP、3BP 至 1.75%、2.33%，但从降幅来看，斜率较前期也有所放缓。

结构性的风险波动主要来自房地产等领域。上市银行中报显示，房地产行业不良贷款规模和不良率有所上行，主要是对公开发贷拖累，个人按揭不良率保持低位。测算 22 家披露数据的银行上半年对公地产贷款不良额较年初增长 33%，不良率上行 36BP，如工行不良率 4.29%（较年初+197BP），建行 1.56%（+25BP）、交行 1.69%（+34BP）。质量的波动预计有银行严格认定标准、加速下迁的影响，也有监管政策定向收紧下、地产领域信用风险有所暴露的因素。

我们预计 2022 年银行信用成本面临一定上行压力：

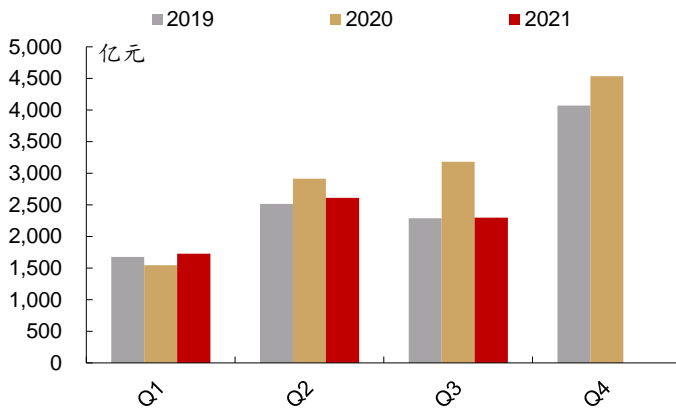
1) 宏观经济有下行压力，负面因素包括疫情反复、经济结构调整阵痛、贸易摩擦以及结构性的监管趋严等，PMI 指数、消费者预期指数、满意指数和信心指数等结构性指标显示经济趋冷压力上扬。

2) 微观来看，虽然央行在对恒大问题的定调上表示“其出现风险主要源于自身经营不善、盲目扩张”，以及“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，发生系统性风险的可能不大”，但政策传导及风险的消化需要时间，仍需关注部分房企事件对于建筑、建材等产业链上下游行业的风险外溢。

3) 从上市银行三季报可以看到先行指标已经有所波动。首先中报阶段，上市银行逾期 90+/不良的偏离度 2021H1 为 63.5%，较年初上行 0.9pct，部分农商行中期逾期贷款指标走高；其次三季报阶段，披露数据的 27 家上市银行中 11 家关注类贷款占比较中期上行，下迁会对资产质量指标形成压力。

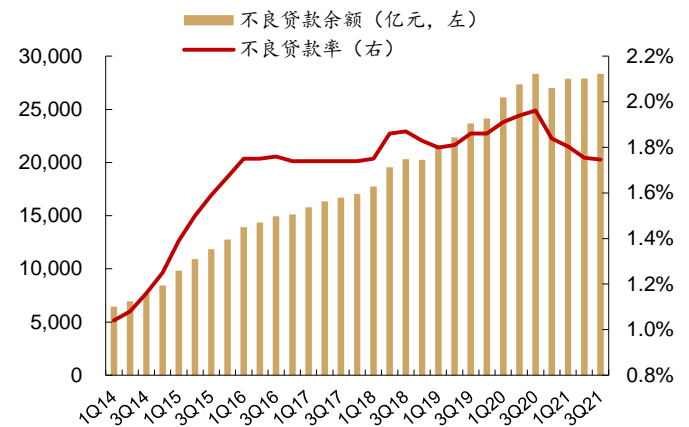
4) 从安全边际和减值计提来看，上半年基数效应下，减值计提放缓贡献银行利润高增，三季度虽然拨备同比仍少提，但少提幅度相较上半年有所收敛，减值计提回归常态。行业拨备覆盖率目前为 196.99%，部分银行前期大力处置对拨备形成消耗，后续仍存在提升风险抵御能力和安全边际的诉求，信用成本面临一定上行压力。

图 44 银行业不良资产核销回归常态



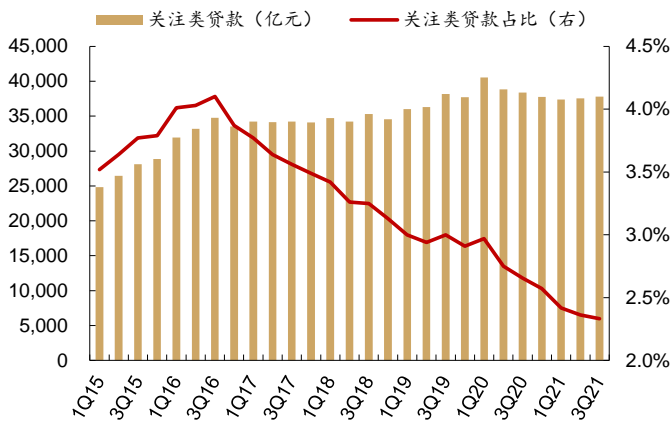
资料来源：万得资讯，央行，华西证券研究所

图 45 商业银行不良率持续回落



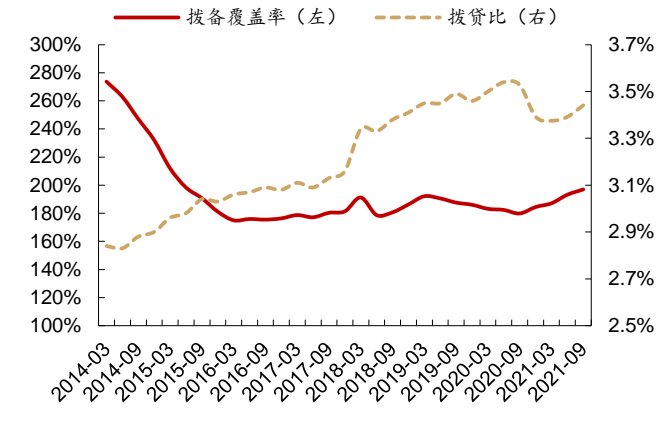
资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

图 46 商业银行关注类贷款规模微升、占比创新低



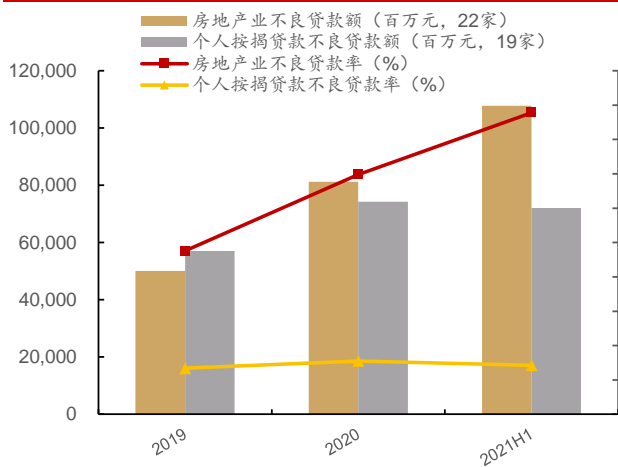
资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

图 47 商业银行拨备覆盖率和拨贷比稳中有升



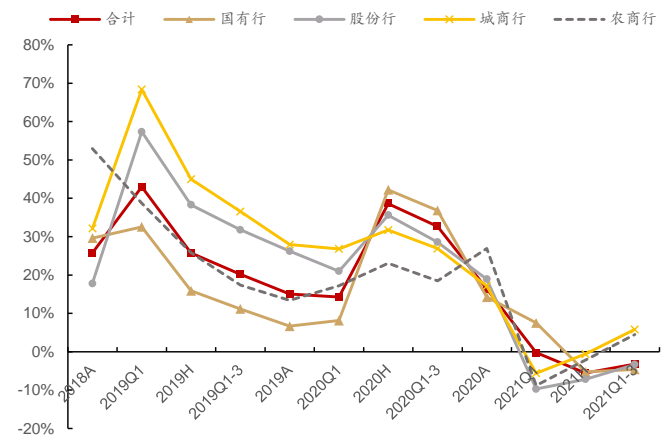
资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

图 48 上市银行房地产行业贷款不良暴露增加



资料来源：万得资讯，公司公告，华西证券研究所

图 49 上市银行 2021Q1-3 减值少提幅度收敛



资料来源：万得资讯，公司公告，华西证券研究所

2.5. 盈利预测：营收增速上行，业绩基本平稳

综上，我们认为 2022 年银行业基本面景气度整体延续平稳，与整体经济基本面将保持同步，行业的景气度拐点仍需待经济的预期提升。2021 年虽然营收端有压力，且 2020 年大幅计提减值带来的低基数效应不在，利润增速在今年二季度已经确认业绩高点，但内源资本补充诉求下信用成本回落，将保障利润的释放，全年利润的确定性仍然较强。

基于对 2022 年行业的量价、资产质量和非息收入增长的预期，我们预计 2022 年上市银行营收增速仍有上修的空间，整体回升至 10%以上水平，信用成本略有提升下，预计净利润同比增长 9%。敏感性分析显示，整体业绩区间为 7.8%-13.1%。

图 50 2022 年上市银行业绩敏感性分析

		息差				
		2.04%	2.06%	2.08%	2.10%	2.12%
信用成本	1.32%	10.0%	11.4%	12.8%	14.3%	15.70%
	1.34%	8.8%	10.2%	11.6%	13.1%	14.50%
	1.36%	7.6%	9.0%	10.4%	11.8%	13.30%
	1.38%	6.3%	7.8%	9.2%	10.6%	12.00%
	1.40%	5.1%	6.5%	8.0%	9.4%	10.80%

资料来源：万得资讯，华西证券研究所

3. 2022 年行业看点：后资管时代财富管理百舸争流

3.1. 财富管理大发展的基础更加成熟

在表内资负以稳为主、难言大幅提升的背景下，我们认为 2022 年银行业发展看点将继续向表外要收益，而财富管理作为众多银行转型的重点和轻型银行优质赛道，迎来供需多个层面的催化。

首先，需求层面，居民财富的增长和理财意识的觉醒、高净值客群扩容、老龄化驱使下养老金融配置诉求提升等客观条件催生财富管理的巨大市场，以及供给角度上，大财富管理具有弱周期、资本消耗少、高盈利以及大负债管理等特征，有助于摆脱息差依赖、加快经营转型，都成为金融机构布局大财富管理业务的内生动力。

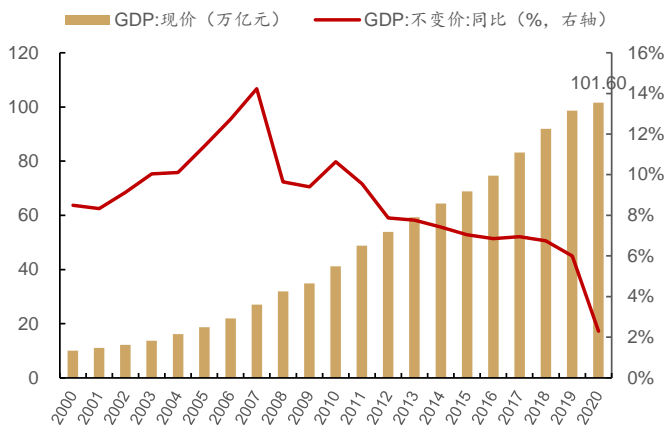
一方面，伴随我国经济高速增长，整体居民的财富也实现了较快增长和持续积累。总量层面，2020 年我国 GDP 突破百万亿元，抛开 2020 年特殊年份，2009-2019 十年间 CAGR 高达 12%；并且根据建行私人财富报告，2018 年我国个人可投资资产总额就已接近 150 万亿元，接近 2008 年的 5 倍水平，艾瑞咨询预测 2025 年我国个人可投资资产总规模将达 287 万亿元，年增速在 10%左右。除去人口增长因素，2019 年我国人均 GDP 达到 7.1 万元、超一万美元，十年 CAGR10%，同时 2020 年居民人均可支配收入达到 3.22 万元，自 2013 年以来 CAGR 也超过 8%。

另一方面，高净值和超高净值人群数量不断攀升。根据银行业协会发布的《中国私人银行发展报告》，截至 2019 年高净值人群总量达 132 万人，十年间 CAGR11%，

在我国城镇居民人口总数中占比整体提升；同时也高于亚太整体 8% 的复合增速，带动在亚太地区高净值人群中占比持续提升，由 2008 年的 15% 提升至近年来的超过 20%，是带动区域财富增长的有力引擎，也为财富管理提供巨大的服务需求。

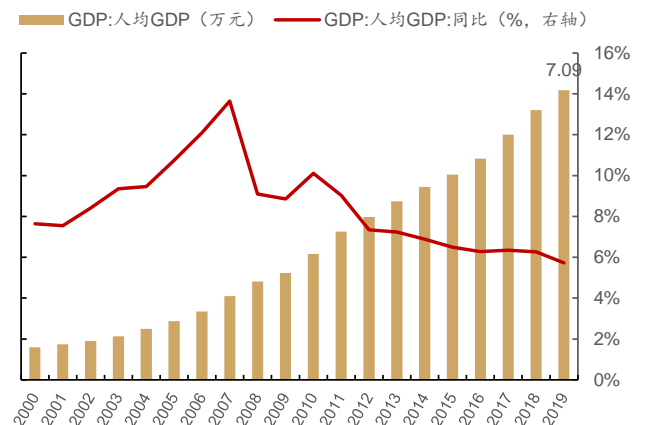
另外，老龄化加速催化财富管理业务的变革。早在 1999 年，我国 60 周岁以上老年人口占总人口的 10%，按照国际标准已经进入人口老龄化阶段，根据七普数据，截至 2020 年末，60 岁及以上老年人口达到 2.64 亿人，占比进一步增至 18.7%。根据去年 10 月民政部养老服务司副司长李邦华发言，“预测‘十四五’期间中国老年人口将突破 3 亿，将从轻度老龄化迈入中度老龄化”。而养老金缺口的加大对发展多支柱的养老金融体系提出需求，同时也催生了养老相关财富管理产业，需要更加健全的投融资服务支持，以满足人民多样化的养老资金管理需求。

图 51 近年来我国 GDP 增速在 6-8% 的水平



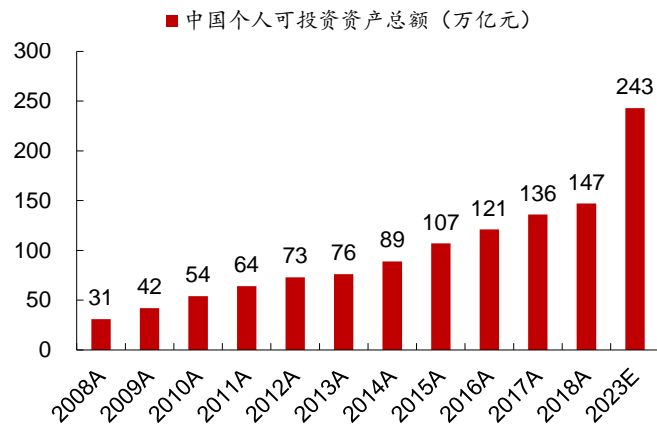
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 52 人均 GDP 规模 2019 年达到 7 万元



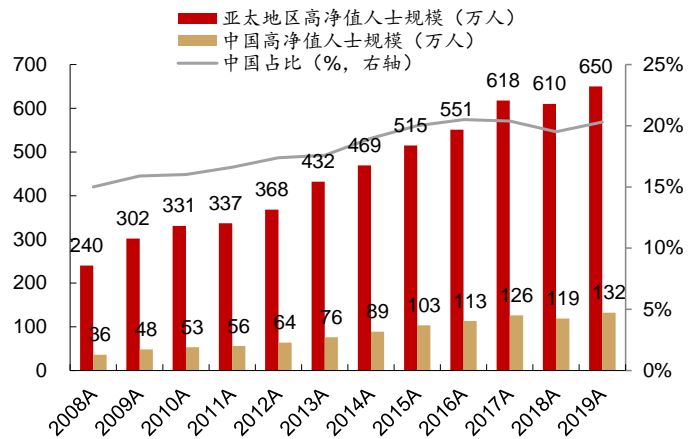
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 53 中国居民可投资资产规模持续扩增



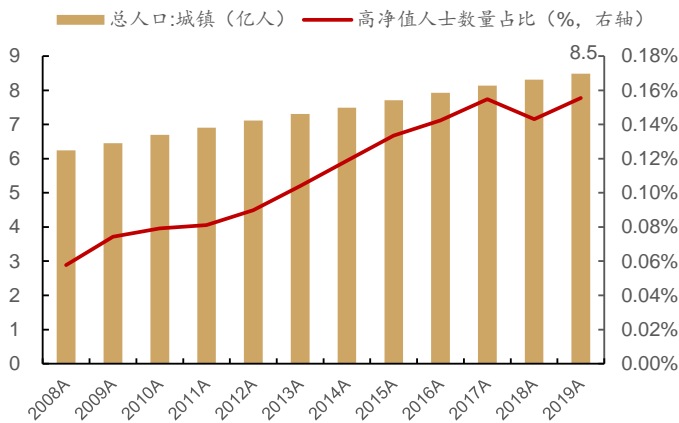
资料来源：万得资讯，《中国私人银行 2019》（建行&BCG），华西证券研究所

图 54 中国高净值人群在亚太地区份额提升



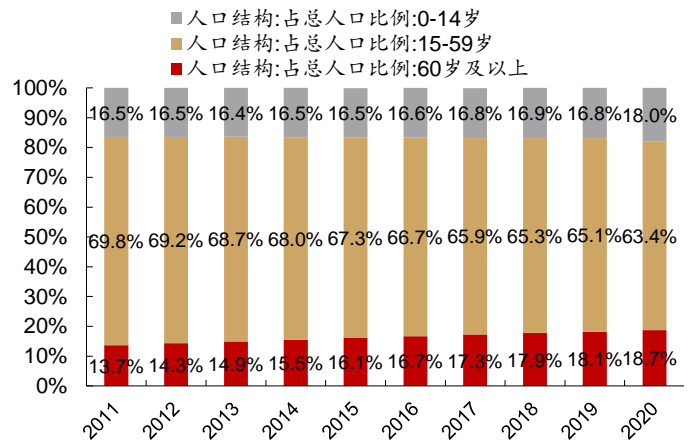
资料来源：《中国私人银行发展报告（2020）》（银行业协会），华西证券研究所

图 55 中国高净值人群规模占城镇人口的比例



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 56 我国老龄化程度进一步加深



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

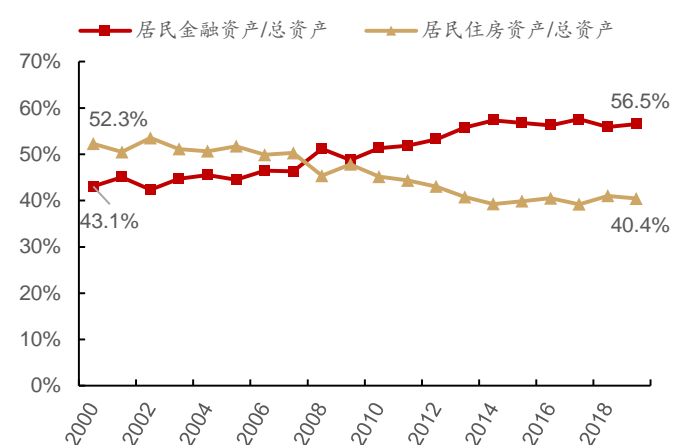
伴随社会财富总量的不断增加，居民对财富管理的需求也在不断提升，驱动财富管理市场发展。

一方面，从存量市场来看：整体资管市场在资管新规出台前的年复合增速曾高达35%以上，目前整个资管市场规模2020年达到122万亿元的水平，年增速超10%，经过近两年监管政策的规范调整（净值化、破刚兑等），目前重回稳健发展阶段。

另一方面，从居民的资产投向上也有充分的反映。根据社科院数据，过去我国居民整体风险偏好较低，房地产投资占据居民资产过半份额，随着资本市场发展、全民财富管理意识觉醒和多元化资产配置要求提升，金融资产配置比例逐步提升超过房地产，2019年达到56.5%。

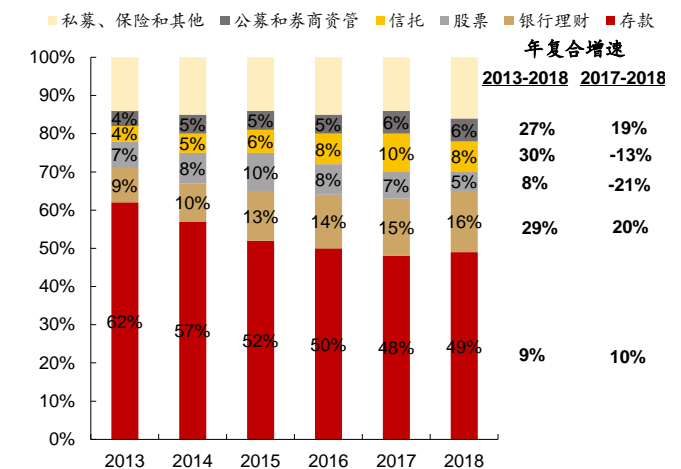
同时，根据建行和BCG联合发布的《中国私人银行2019》，个人可投资金融资产中存款占比持续压降，2018年占比49%，较2013年已经压降13个百分点。这一阶段银行理财、信托、基金等主动管理型金融资产增幅明显，2013-2018年均复合增速分别达到29%、30%、27%，2018年占比分别较2013年提升7pct/4pct/2pct至16%/8%/6%，未来有望进一步提升。

图 57 居民资产负债表：金融资产占比提升



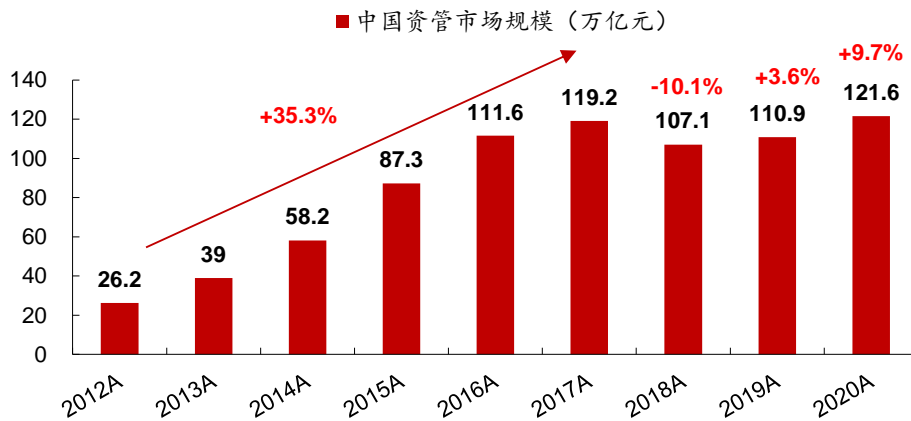
资料来源：万得资讯（中国社科院），华西证券研究所

图 58 我国个人可投资金融资产构成



资料来源：《中国私人银行2019》（建行&BCG），华西证券研究所

图 59 资管市场经过调整后进入稳健增长阶段



资料来源：《中国资产管理市场》（2019-2020，BCG&光大银行），华西证券研究所；注：1）2019年后理财规模不包含保本理财。2）包含公募基金的公募和专户。

其次，财富管理发展条件已趋成熟，银行加大资源投入，从渠道搭建、产品设计、资产配置、再到客群精细化运营能力，已经形成成熟的体系。

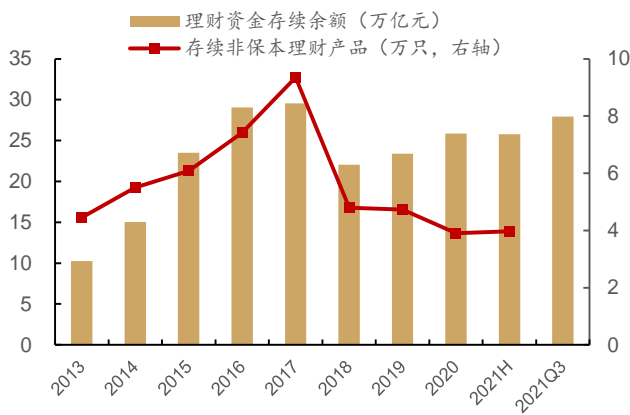
1) 理财规模趋于稳定，机构配置完善：截至 9 月底，银行理财市场存续规模达 27.95 万亿元，同比增长 9.27%，增速环比进一步提升。随着监管趋严，前期发展失控的各类伪金融服务机构在风险暴露后被整顿，如清退违规 P2P 等，有助于居民资金回流。而银行积极布局财富管理，进一步加大人员的配置，截至 2021 年 6 月底，理财登记系统累计登记理财从业人员约 20.7 万人。

2) 形成立体化客群体系：得益于广泛的网点和分支机构，银行实现基础客群的广覆盖和高净值客群的需求挖掘。一方面各银行客户数持续扩容，多家银行零售 AUM 增长可观，中报披露 AUM 的上市银行中，过半银行 AUM 总增幅超过个人存款增幅，其中招行发力大财富管理价值链，季报零售 AUM 突破 10 万亿元。另一方面私行客户已经一定累积，四大行均超过了 12 万人，中期招行私行客户 AUM 3.13 万亿元，较年初+12.78%，规模继续领先。目前截至 9 月底，持有理财产品投资者数量已经超 7125 万个，较年中增长 16.1%，投资者队伍不断壮大。

3) 产品结构优化，新型理财产品推出：一方面，6 月末保本型产品存续余额 0.15 万亿元，同比减少 90.68%，三季度银行理财整体净值化比例超过 86%，理财整改接近尾声。另一方面，理财产品期限、运作模式等方面不断优化，长期限产品发行力度稳步提升，9 月全市场新发封闭式产品加权平均期限 357 天，较年初增长超 56%，反映理财产品满足长期投资、价值投资需求的能力不断增强，同时开放式产品规模及占比也不断上升。此外，部分银行积极发行碳中和、ESG 等主题概念类型产品，进一步丰富了理财产品货架，首批试点养老理财产品也将于 12 月 6 日开售。

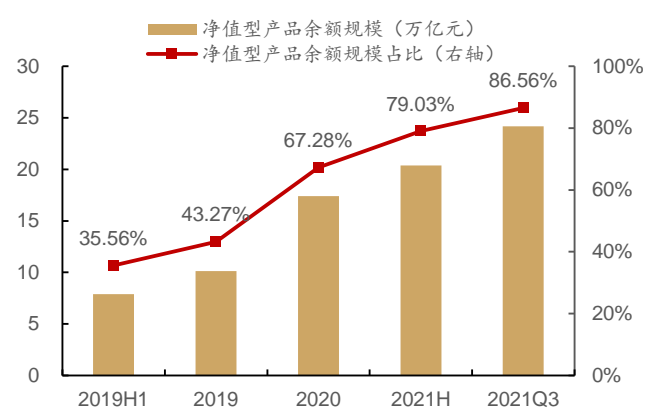
再者，在资管新规的顶层设计下，今年以来相关配套政策陆续落地形成补充，包括销售管理办法、净值型产品细则等，厘清责任、消除套利，目前监管体系已基本完善，而“跨境理财通”的试点也进一步推动市场对外开放。2022 年资管新规过渡期结束，银行理财业务正式步入净值化时代。

图 60 银行理财规模平稳增长



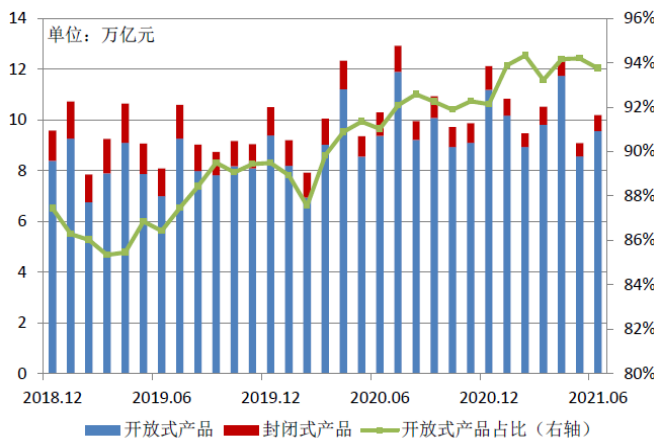
资料来源：银行理财登记中心，华西证券研究所；注：1) 2018年资管新规后理财规模仅统计非保本理财，历史数据不可比。2) 2020年增速是对历史数据回溯后的增幅。

图 61 理财净值化程度提升



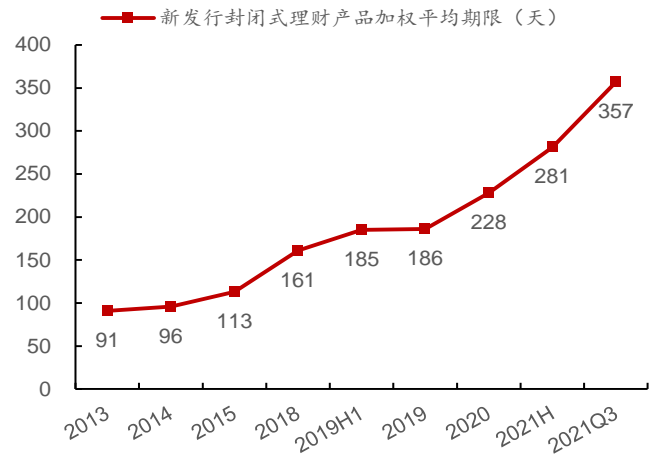
资料来源：银行理财登记中心，华西证券研究所

图 62 开放式产品占比提升至超 90%



资料来源：银行理财登记中心，华西证券研究所

图 63 理财产品期限拉长

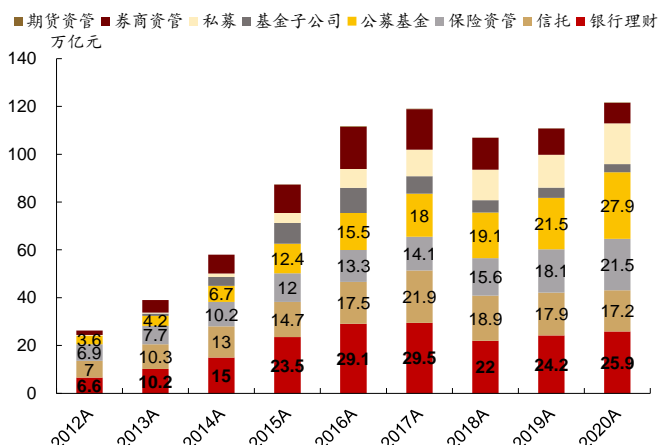


资料来源：银行理财登记中心，华西证券研究所

3.2. 财富管理百舸争流，关注表外资产负债管理赛道

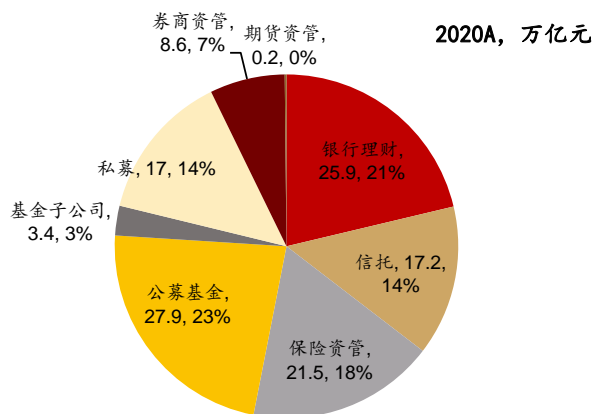
财富管理大发展的背景下，资管生态重构。从财富管理行业竞争格局来看，国内财富管理市场的主要参与者包括商业银行、证券公司、第三方财富管理机构、互联网平台、公募基金、私募基金、信托公司等。商业银行凭借其强大的客户基础和渠道优势目前是最大的财富管理机构，理财规模约 26 万亿元。近年来，各大银行也纷纷将财富管理作为布局的重要赛道，从战略定位、人员配置到产品体系搭建等，进行大量投入和倾斜。

图 64 中国资管市场结构及分类规模



资料来源：《中国资产管理市场 2020》(BCG&光大银行)，华西证券研究所

图 65 2020 年资管市场结构及占比



资料来源：《中国资产管理市场 2020》(BCG&光大银行)，华西证券研究所

在业务形式上，银行多维度发力财富管理体系建设。

一方面，银行在提升自身资管水平的同时，普遍发力代销业务。一是，银行财富管理业务向买方转变，积极打造开放生态平台，强化渠道端建设。例如 11 月宁波银行上线城商行首个财富开放平台，引入优质基金公司已入驻，丰富产品体系，强化客户黏性。二是通过结构性费率调整积极布局渠道市场。今年以来，多家银行接连宣布下调基金申购费率，收费向互联网平台看齐，以提升在代销市场上的吸引力和竞争力。从基金业协会公布的今年三季度基金代销机构情况来看，在股票+混合公募基金保有规模里，虽然面临独立销售机构的强力竞争，但银行渠道仍然占主导地位，前 10 名机构中占 8 席。其中，招行的股票+混合型基金总保有规模高达 7507 亿元，市场份额继续居行业首位。

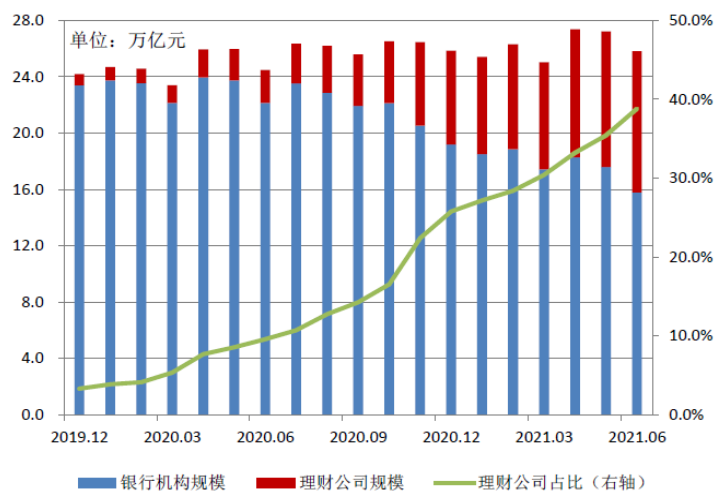
另一方面，理财公司持续扩容，产品存续规模不断增长、类型日益丰富，已经成为理财市场的主力军。距首批银行理财子公司开业已经两年，截至目前，我国获批筹建的银行理财子公司总数增至 29 家，21 家正式开业，产品存续规模达 13.69 万亿元，较年中增长 36.75%。理财公司市场份额占比稳步增加，占比达 48.97%，成为理财市场的绝对主体。同时，理财公司也为商业银行创造可观收益，其 ROE 也远高于银行表内资本的盈利能力。从 2021 年银行中报来看，银行理财公司业绩亮眼，受托管理产品创造的营收高增，理财业务收入盈利能力强劲增长，测算以股份行为代表的多家理财公司 ROE 超 20%。

图 66 理财公司发展概况

序号	理财子公司	获批日期	成立日期	股东银行及持股情况	注册资本 (亿元)	总资产(亿元)		净资产(亿元)		净利润(亿元)		ROE(年化)
						2020A	2021H1	2020A	2021H1	2020A	2021H1	2021H1
1	建信理财	2018-12-26	2019-05-24	中国建设银行股份有限公司:100%	150	161	166	154	159	3.35	5.29	6.6%
2	中银理财	2018-12-26	2019-07-01	中国银行股份有限公司:100%	100	111	114	105	110	4.55	4.85	8.9%
3	农银理财	2019-01-04	2019-07-29	中国农业银行股份有限公司:100%	120	135	140	133	139	9.91	5.85	8.4%
4	交银理财	2019-01-04	2019-06-06	交通银行股份有限公司:100%	80	89	96	87	94	6.65	6.06	13.0%
5	工银理财	2019-02-15	2019-05-28	中国工商银行股份有限公司:100%	160	179	187	167	171	4.08	3.33	3.9%
6	光大理财	2019-04-16	2019-09-25	中国光大银行股份有限公司:100%	50	59	67	56	63	5.64	6.91	21.8%
7	招银理财	2019-04-16	2019-11-01	招商银行股份有限公司:100%	50	81	98	75	90	24.53	15.57	34.5%
8	中邮理财	2019-05-28	2019-12-18	中国邮政储蓄银行股份有限公司:100%	80	99	102	92	96	11.87	4.47	9.3%
9	兴银理财	2019-06-06	2019-12-13	兴业银行股份有限公司:100%	50	70	86	64	83	13.45	19.83	47.6%
10	杭银理财	2019-06-24	2019-12-20	杭州银行股份有限公司:100%	10	12	15	11	14	1.29	2.37	34.6%
11	宁银理财	2019-06-26	2019-12-24	宁波银行股份有限公司:100%	15	19	21	18	20	2.97	1.73	17.6%
12	徽银理财	2019-08-21	2020-04-26	徽商银行股份有限公司:100%	20	22	25	21	24	1.09	2.55	21.6%
13	南银理财	2019-12-09	2020-08-20	南京银行股份有限公司:100%	20	20	24	20	22	0.32	2.12	18.9%
14	苏银理财	2019-12-19	2020-08-20	江苏银行股份有限公司:100%	20	20	22	20	21			
15	汇华理财	2019-12-20	2020-09-27	东方汇理资产管理公司:55% 中银理财有限责任公司:45%	10							
16	平安理财	2020-01-02	2020-08-25	平安银行股份有限公司:100%	50	54	64	52	60	1.65	8.20	27.4%
17	青银理财	2020-02-06	2020-09-16	青岛银行股份有限公司:100%	10	10	11	10	10	0.03	0.32	6.2%
18	渝农商理财	2020-02-13	2020-06-28	重庆农村商业银行股份有限公司:100%	20	20	21	20	21	0.06	0.76	7.3%
19	华夏理财	2020-04-26	2020-09-17	华夏银行股份有限公司:100%	30	31	33	30	31	0.40	1.07	6.8%
20	信银理财	2020-06-12	2020-07-01	中信银行股份有限公司:100%	50	60	71	56	66	5.95	9.90	30.1%
21	广银理财	2020-07-13										
22	浦银理财	2020-08-04			50							
23	贝莱德建信理财	2020-08-11	2021-05-13	贝莱德金融管理公司:50.1% ; 建信理财有限责任公司:40% ; 富登管理私人有限公司:9.9%	10							
24	民生理财	2020-12-07										
25	施罗德交银理财	2021-02-22										
26	渤海理财	2021-04-25										
27	高盛工银理财	2021-05-20										
28	恒丰理财	2021-06-16										
29	上银理财	2021-07-22										

资料来源：万得资讯，华西证券研究所；注：2021H1 的 ROE 为净资产时点值测算并简单年化。

图 67 理财公司产品规模及占比变化情况



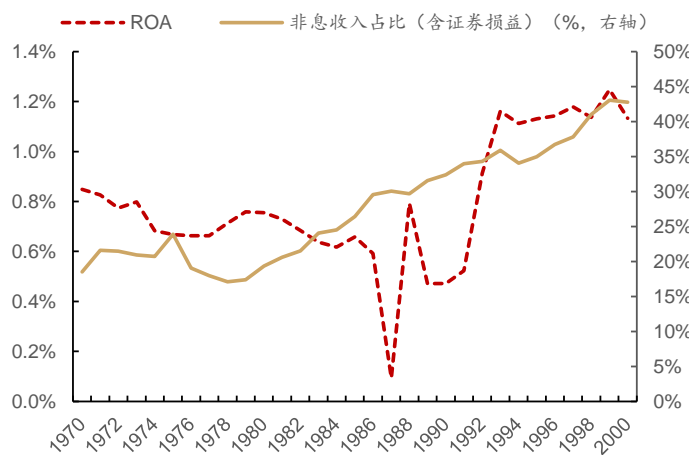
资料来源：银行理财登记中心，华西证券研究所

4. 2022 年行业投资策略：关注行业景气度拐点，把握财富管理主线

4.1. 财富管理对 ROE 的贡献显著

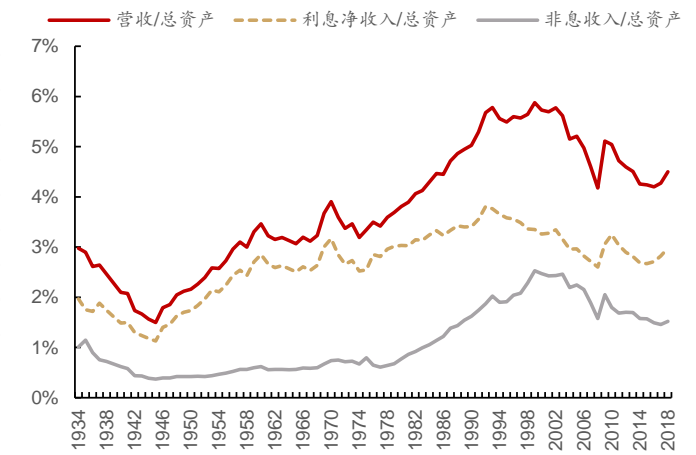
站在当下看 2022 年板块投资逻辑，要紧抓财富管理主线，既是现阶段银行发力的重点，也是盈利能力的重要催化剂。参照美国银行业发展经验，20 世纪 90 年代开始，美国商业银行 ROA 整体呈现回升态势，其中随着利息净收入/总资产斜率的放缓，非息收入/总资产是拉动 ROA 抬升的主要因素，ROA 和非息收入占比走势有一致性。参照摩根大通，其凭借较强的资本市场运作能力实现自营交易和资管业务高贡献度，其中非息收入基本都来自资管业务的 AWM 板块，2019 年 ROE 高达 26%，高于全公司 14% 的 ROE 水平，是公司业绩的重要稳定器；富国银行在深耕社区银行业务的基础上，实现资管板块非息贡献度的持续提升，测算资管板块 2019 年平均资产利润率 3.2%，高于公司整体（1.02%）、社区银行（0.7%）和批发银行板块（1.2%）的 ROA 水平。

图 68 美国：20 世纪 90 年代 ROA 上行，与非息收入占比提升具有一致性



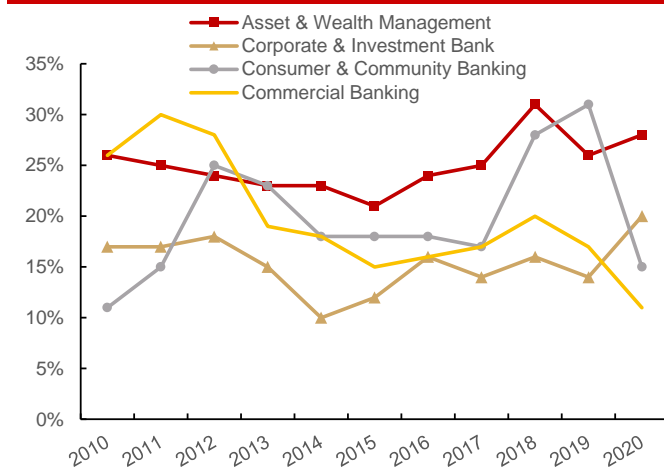
资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 69 美国：80、90 年代非息收入拉动营收是 ROA 上行的主要因素



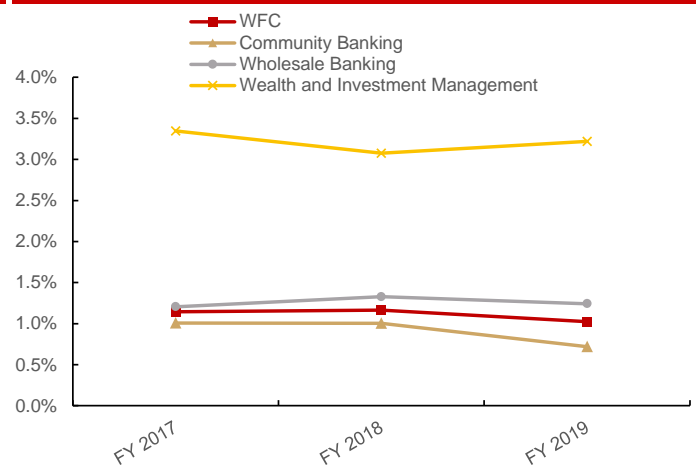
资料来源：FDIC，华西证券研究所

图 70 JPM 资管板块 ROE 高于其他业务板块



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 71 WFC 资管板块 ROA 高于其他业务板块



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2. 投资策略：关注行业景气度拐点，把握财富管理主线

4.2.1. 行业回顾

今年以来截至12月3日，A股银行板指整体上涨1.23%，跑赢沪深300指数8个百分点，按中信一级行业分类，银行板块涨跌幅排名16/30。与宏观经济表现相一致，银行板块走势也分为两个阶段，上半年尤其是年报季期间，受益于银行利润增速转正，业绩兑现提振市场情绪，板块获得绝对收益且大幅跑赢市场；而中期以来受宏观经济下行下信贷供需走弱，以及15号文下达和地产违约事件冲击影响，板块估值承压，指数较中期回调6.7%，但较高的业绩确定性和政策稳增长预期支撑板块仍获得0.3个百分点的相对收益。个股方面，41家上市银行中有9家较年初上涨，整体看以零售类银行为主，涨幅排名靠前的有招商(+18.7%)、南京(+17.6%)、邮储(+15.1%)和江苏银行(+14.2%)。

图72 银行指数跑赢沪深300指数8pct

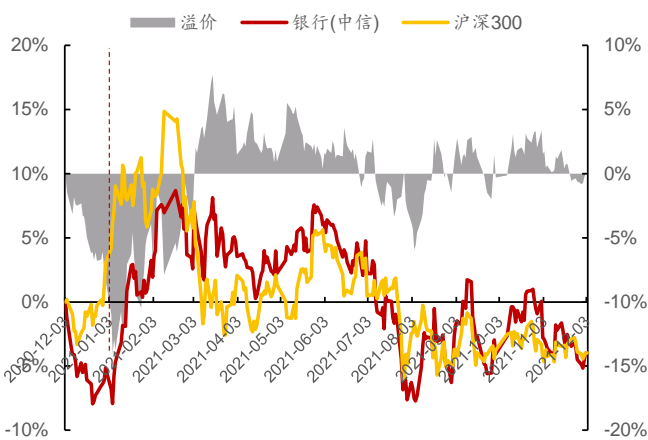
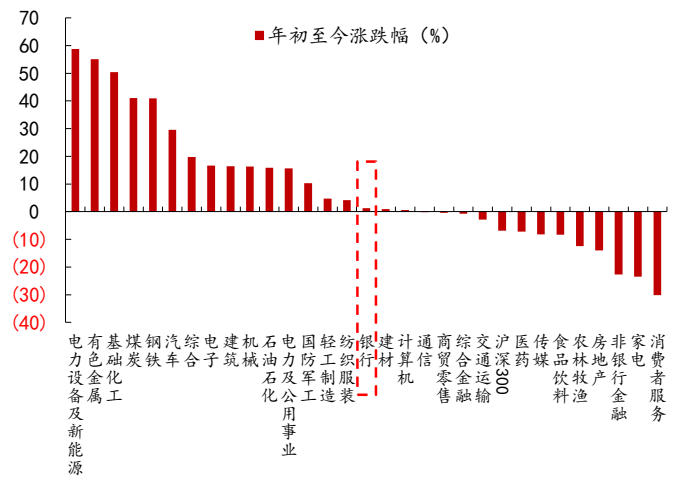


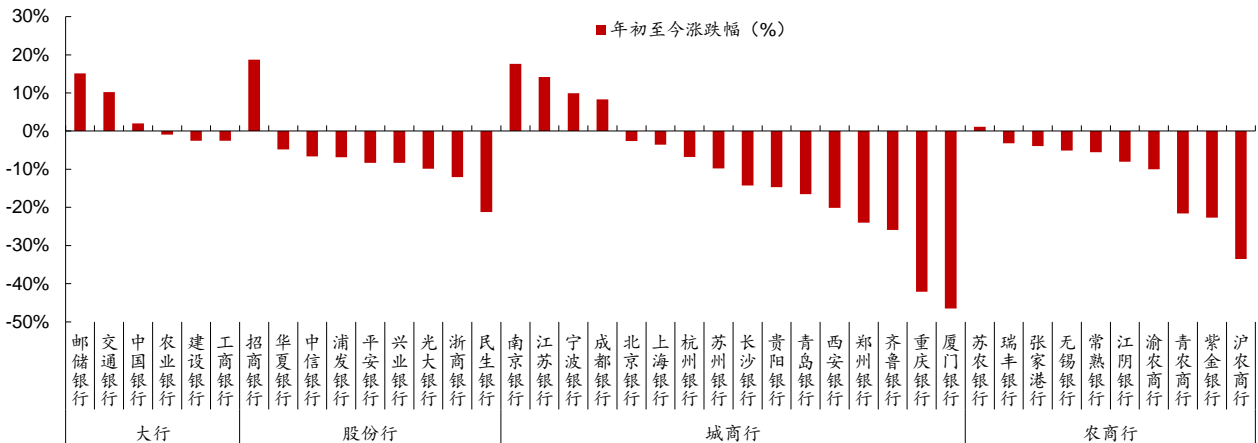
图73 银行板块涨跌幅排名16/30



资料来源：万得资讯，华西证券研究所；注：截至12/03，后同

资料来源：万得资讯，华西证券研究所

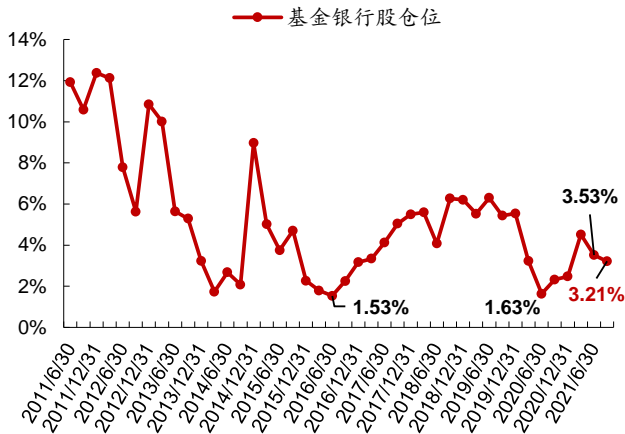
图74 招商、南京、邮储、江苏银行涨幅居前



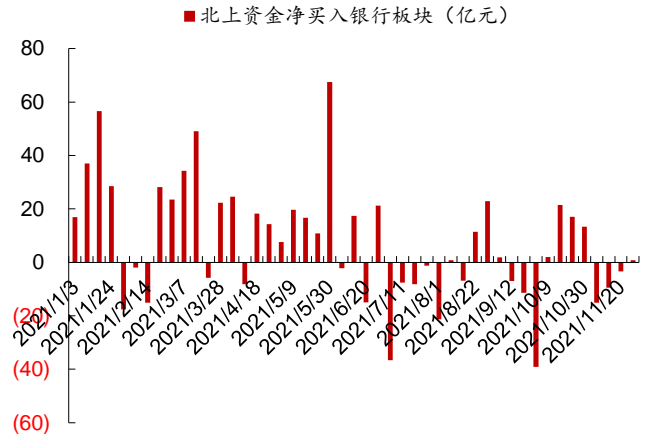
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

资金配置意愿较去年改善：从主动基金持仓银行股来看，2021Q3 基金银行股仓位比例为 3.21%，环比 Q2 的 3.53% 微幅回落，但整体仍高于上年末。三季度主要是受风险事件影响，其中大行和股份行仓位回调较多，基金持仓分别环比降低 15bp、28bp 至 0.13%、2.08%，城农商行关注度有提升，仓位底部略有回升（Q3 分别环比提升 7bp、5bp 至 0.95%、0.05%，经济较发达地区优质城商行获机构投资者青睐。同时，年初以来北上资金整体净流入银行板块，也主要集中在上半年。

图 75 Q3 基金银行股仓位环比小幅回落，仍高于上年末 图 76 北上资金净流入银行板块情况



资料来源：万得资讯，华西证券研究所



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

4.2.2. 投资策略：静待行业景气度拐点，坚守优质个股

展望 2022 年，行业景气度整体仍受经济基本面的影响，在预期没有改善下，行业景气度也难言提升，但目前估值水平已经较为充分的反映了市场对经济或者行业的悲观预期，未来在预期改善下，板块的估值修复将得到快速实现，需密切关注行业景气度的拐点情况。

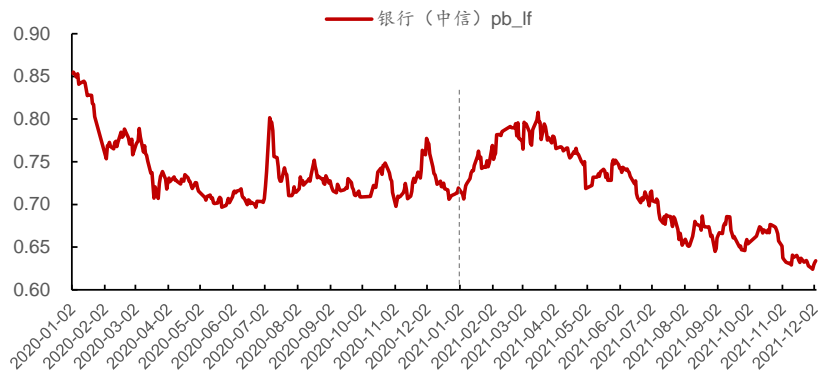
目前行业静态 PB(LF) 在 0.63 倍左右，处于历史底部位置，具有较高的配置性价比，我们预计整体估值中枢有望回到年初的 0.75 倍以上 PB 水平，维持行业“推荐”的投资评级。

2022 年，个股方面，我们建议围绕表内外的资产负债表的经营角度，坚守优质个股，建议关注两条投资主线：

维度一：财富管理业务发力早、基础扎实的招商银行；以及综合实力较强、未来具备较大成长空间的平安银行、兴业银行等；

维度二：区域优势突出、经营稳健的银行，兼具高成长和高盈利性：成都、长沙、常熟银行等。

图 77 中信银行指数 PB (LF) 降至 0.63 倍左右低位



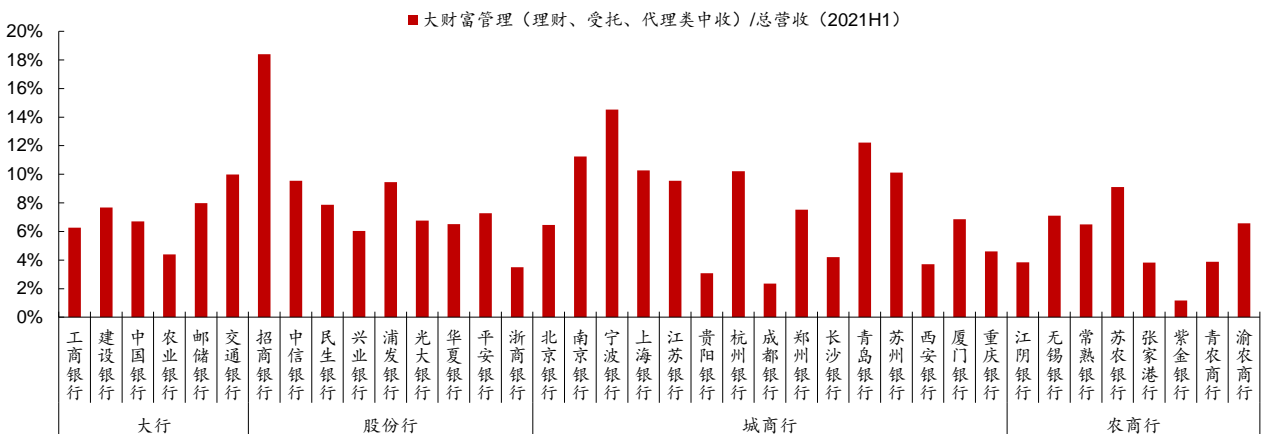
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 78 上市银行零售 AUM 及结构

(万亿元/2021H)	零售 AUM		个人存款		非存款类在管资产	
	规模	较年初增幅	规模	较年初增幅	规模	占 AUM 比例
工商银行	16.60	3.8%	12.49	7.1%	4.11	24.8%
建设银行	14.00	7.7%	11.37	11.6%	2.63	18.8%
邮储银行	12.03	6.9%	9.56	5.1%	2.47	20.6%
招商银行	9.99	11.7%	2.14	5.5%	7.84	78.5%
交通银行	4.14	6.3%	2.38	8.7%	1.76	42.4%
浦发银行	3.51	12.3%	1.05	9.3%	2.47	70.2%
平安银行	2.98	13.6%	0.70	6.7%	2.28	76.6%
兴业银行	2.69	3.1%	0.76	5.3%	1.93	71.6%
民生银行	2.02	5.8%	0.83	9.0%	1.19	59.1%
光大银行	2.02	5.3%	0.83	4.2%	1.19	58.7%
华夏银行	0.93	8.0%	0.38	7.1%	0.55	59.5%
上海银行	0.84	12.5%	0.36	9.4%	0.49	57.9%
北京银行	0.83	6.5%	0.42	8.0%	0.40	48.6%
宁波银行	0.61	14.1%	0.22	11.5%	0.38	63.2%
南京银行	0.54	10.4%	0.23	12.5%	0.31	56.9%
杭州银行	0.40	4.7%	0.13	10.9%	0.27	66.8%
长沙银行	0.25	11.7%	0.19	11.6%	0.05	21.9%
青岛银行	0.23	14.9%	0.10	13.9%	0.13	56.8%
齐鲁银行	0.18	11.4%	0.12	13.2%	0.06	32.8%
贵阳银行	0.16	8.3%	0.14	14.4%	0.03	15.9%
厦门银行	0.07	15.1%	0.04	12.8%	0.03	44.4%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 79 上市银行手续费收入结构：受托代理为主的财富管理相关中收占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 风险提示

1) 疫情反复导致宏观经济下行压力超预期，企业盈利大幅下行，银行信用成本显著提升。宏观经济目前处于疫后修复阶段，若疫情控制不及预期导致宏观经济出现超预期下滑，加剧银行资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收，从而影响行业利润增速。

2) 企业投资和居民消费恢复较弱，信贷需求修复不及预期，影响银行规模增量。信贷需求受宏观经济和监管政策多方面影响，若后续经济下滑、监管趋严等外部不利因素制约，银行扩表或受到限制。

3) 中小银行经营分化，个别银行的重大经营风险等。利率市场化和财富管理大发展背景下，银行经营分化加剧，部分中小银行受限于经营效率和盈利能力，或面临出清的风险。

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

分析师承诺

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

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。