

行业动态跟踪报告

稳增长政策发力，看好板块估值修复

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业动态跟踪报告*银行*盈利改善持续，关注潜在风险》2021-10-31

《行业动态跟踪报告*银行*资产质量向好，盈利释放弹性》2021-09-05

《行业动态跟踪报告*银行*营收增速放缓，拨备压力缓释推动盈利改善》2021-05-06

证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060517060001
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

研究助理

武凯祥 一般证券从业资格编号
S1060120090065
WUKAI XIANG261@pingan.com.cn



平安观点：

- 历史上银行股跨年行情如何演绎？我们回溯了 2010 年以来各个月份板块的市场表现，综合银行股的绝对收益和相对收益，我们发现：1）从绝对收益来看，过去 11 年里有 8 年银行股在年末录得正收益；2）从相对收益来看，银行板块相关指数除了 2013、2014、2019 之外在年末均跑赢沪深 300，获得超额收益的概率超过 70%。其中，我们观察到板块在 1 月更容易获得相对收益。3）此外，结合对宏观和政策环境的分析，我们发现银行年末行情的演绎更多需要经济预期改善来支撑。其中，在 2012 年和 2014 年，均可以看到在经济稳增长的压力下，年底宏观调控由紧入松，财政政策发力，货币政策边际宽松，多重利好政策出台下，市场对经济预期企稳修复，银行在年末均取得了明显的绝对和相对收益。而在 2017 年底，随着国内供给侧改革的不断推进，国内经济出现拐点，在经济修复上行的背景下，市场对于银行业的息差和资产质量的改善预期，带动了银行股的跨年行情，在 12 月到 18 年 1 月银行累计跑赢沪深 300 指数 4.4 个百分点。
- 银行板块明年基本面如何？温和的政策环境支持下，银行基本面有望保持稳健。3 季度以来国内经济下行压力有所加大，中央经济工作会议首次提出我国经济发展面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。在这样的背景下，顶层的政策目标向稳增长倾斜，年内第二次全面降准推出，中央经济工作会议提到 2022 年财政政策要“保证财政支出强度，加快支出进度”，货币政策要“灵活适度，保持流动性合理充裕”。展望 2022 年，我们判断政策面逆周期调节力度会有所加大，银行有望迎来一个相对宽松温和的监管环境。从银行基本面的角度，监管多次强调防范系统性风险，在监管的底线思维下，我们判断行业大规模信用风险释放的概率较小，温和的政策支持下，行业基本面有望保持稳健。此外，考虑到 1 季度为银行信贷投放的传统旺季，中央经济工作会议也提到了“政策支持适度靠前”，政策支持下行业 2022 年“开门红”的表现值得期待。
- 如何看待银行股目前的投资机会？悲观预期“纠偏”，看好估值修复。当前板块估值水平仅 0.64x，处在历史绝对低位，估值对应隐含不良率约 12%，市场对于经济下行压力和银行资产质量的悲观预期已充分反映，政策支持下建议关注过度悲观预期“纠偏”带来的估值修复。另一方面，从各行业年初至今的涨跌幅对比来看，A 股市场风格分化显著，电新、周期 2021 年涨跌幅均超过 50%，煤炭、钢铁也在 40% 以上，相比之下，银行表现一般，年初至今仅上涨 4.2%，因此从交易的层面，年末市场风格切换带来的板块行情也值得期待。个股方面，推荐兼顾资产质量表现与财富管理能力的优质区域性银行：江苏银行、南京银行、成都银行。
- 风险提示：1）经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。2）利率下行导致行业息差收窄超预期。3）中美摩擦升级导致外部风险抬升。

正文目录

一、	历史上银行股跨年行情如何演绎?	4
二、	银行板块明年基本面如何?	6
	2.1 经济下行压力加大, 政策呵护力度抬升	7
	2.2 温和的政策环境支持下, 银行基本面有望保持稳健	10
三、	如何看待银行股目前的投资机会?	13
四、	风险提示	14

图表目录

图表 1	银行板块单月涨跌幅情况.....	4
图表 2	银行板块单月相对沪深 300 涨跌幅情况.....	4
图表 3	2012Q4 单季 GDP 增速企稳回升.....	5
图表 4	M2 及社融增速自 12 年下半年开始回升.....	5
图表 5	2014 年 GDP 增速未出现改善.....	6
图表 6	14 年底央行降息开启货币宽松周期.....	6
图表 7	2018 年初 GDP 增速企稳.....	6
图表 8	银行资产规模增速持续下行.....	6
图表 9	2021 年 3 季度 GDP 同比增长 4.9%.....	7
图表 10	贷款需求指数明显走弱.....	7
图表 11	中央政治局会议内容对比.....	7
图表 12	中央经济工作会议内容对比.....	8
图表 13	9 月 30 日以后监管对于房地产的表述整理.....	9
图表 14	前 3 季度商业银行资产扩张速度 8.3%.....	11
图表 15	不同银行资产规模增速.....	11
图表 16	息差仍有下行压力.....	11
图表 17	贷款利率走势.....	11
图表 18	不良率、关注率仍在改善.....	12
图表 19	银行业连续三年贷款核销金额超万亿.....	12
图表 20	上市银行归母净利润增速预测.....	12
图表 21	2021 年至今各行业涨跌幅情况.....	13
图表 22	银行股主动基金持仓比例仍处于深度低配状态.....	13
图表 23	板块静态估值处在历史绝对低位.....	14
图表 24	A 股隐含不良率.....	14

一、历史上银行股跨年行情如何演绎？

12月以来，银行股迎来估值修复行情，截至12月10日，板块累计上涨4.2%。对于银行股年末是否存在“日历效应”，我们回溯了2010年以来各个月份板块的市场表现，综合银行股的绝对收益和相对收益，发现：

1) 11年中有8年获得绝对收益。从绝对收益来看，2010年至今11年里有8年在年末12月到次年1月的时间段里录得正收益，上涨概率超过70%。

2) 11年中有8年获得相对收益。而从相对收益的角度，我们发现银行板块相关指数除了2013、2014、2019之外在年末2个月的时间段里均跑赢沪深300，获得超额收益的概率超过70%。其中，我们观察到板块在1月更容易获得相对收益。

图表1 银行板块单月涨跌幅情况

银行绝对 (%)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	12月-次年1月
2010年	-13.0	2.8	5.5	-11.7	-8.0	-5.0	11.2	-5.7	-5.1	11.6	-10.0	-1.2	0.1
2011年	1.3	0.9	6.5	3.9	-4.3	-4.2	-3.5	-0.7	-6.1	8.0	-6.2	1.9	8.8
2012年	6.9	2.6	-5.9	4.3	-4.6	-1.9	-4.1	-0.8	-2.6	1.8	1.1	23.8	38.7
2013年	14.9	-2.5	-7.6	-0.8	5.4	-13.1	-3.9	6.6	6.3	0.2	-1.8	-5.5	-10.3
2014年	-4.8	-0.5	1.8	1.6	-0.4	1.8	12.0	-4.8	1.3	4.8	15.4	32.4	22.0
2015年	-10.4	-0.9	9.7	14.5	-5.2	5.0	-9.9	-7.1	0.1	3.8	3.0	4.3	-9.7
2016年	-14.0	-0.6	7.9	1.4	1.4	-1.0	2.8	5.5	-1.9	0.7	4.4	-4.1	0.4
2017年	4.5	1.3	-1.8	-3.7	5.9	2.7	7.3	0.9	-2.2	0.6	2.2	-1.4	11.1
2018年	12.5	-7.5	-5.9	-1.4	-2.8	-6.9	7.1	-0.7	5.8	-0.8	-3.6	-5.3	3.0
2019年	8.2	7.4	0.1	3.5	-5.2	4.9	2.2	-5.7	3.0	4.3	-1.3	4.0	-0.6
2020年	-4.6	-5.9	-5.1	4.0	-2.0	0.1	3.9	4.2	-3.8	4.1	9.0	4.0	10.4
2021年	6.4	2.7	1.3	-2.7	4.4	-3.6	-10.2	2.8	1.0	3.3	-4.3	4.2	-

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：2021年12月为截至2021年12月10日的统计

图表2 银行板块单月相对沪深300涨跌幅情况

银行相对 (%)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	12月-次年1月
2010年	-2.6	0.4	3.5	-3.4	1.6	2.5	-0.7	-6.9	-6.2	-3.5	-2.8	-1.0	2.0
2011年	3.0	-4.4	7.0	4.9	1.7	-5.6	-1.1	3.5	3.2	3.6	0.2	8.9	10.7
2012年	1.8	-4.3	0.9	-2.6	-4.8	4.6	1.1	4.7	-6.6	3.5	6.2	5.9	14.3
2013年	8.4	-2.0	-1.0	1.1	-1.1	2.4	-3.6	1.1	2.2	1.6	-4.5	-1.0	-0.3
2014年	0.7	0.6	3.3	1.0	-0.3	1.4	3.4	-4.2	-3.5	2.4	3.4	6.6	-1.0
2015年	-7.6	-4.9	-3.7	-2.8	-7.1	12.6	4.7	4.7	4.9	-6.5	2.1	-0.3	6.7
2016年	7.1	1.7	-4.0	3.3	1.0	-0.5	1.2	1.7	0.3	-1.9	-1.6	2.4	4.5
2017年	2.1	-0.6	-1.8	-3.2	4.3	-2.3	5.3	-1.4	-2.5	-3.9	2.2	-2.0	4.4
2018年	6.4	-1.6	-2.8	2.2	-4.0	0.8	6.9	4.5	2.6	7.5	-4.2	-0.2	1.7
2019年	1.9	-7.2	-5.4	2.4	2.0	-0.5	1.9	-4.7	2.6	2.4	0.2	-3.0	-5.3
2020年	-2.3	-4.3	1.3	-2.1	-0.8	-7.6	-8.8	1.6	1.0	1.7	3.3	-1.0	2.7
2021年	3.7	3.0	6.7	-4.2	0.3	-1.6	-2.3	3.0	-0.3	2.4	-2.7	-0.4	-

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：2021年12月为截至2021年12月10日的统计

经济的预期改善，更能催生银行股的年末行情。此外，我们结合年末的宏观和政策环境的分析，发现在政策边际宽松和经济预期改善的情况下，银行年末能够获得更好的绝对收益和相对收益表现：

1) 2011年底的行情受益于政策松动提振市场信心：2011年下半年经济全面降温，3季度经济增速跌破10%，进入4季度，政策边际松动，央行11月30日启动降准，这是2008年之后首次降准，货币政策转向宽松，与此同时监管也在年末的工作会议上多次表态释放积极的政策信号，年末政治局会议上中央强调了2012年要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。伴随着政策频繁释放积极信号提振市场信心，银行股年末迎来上涨行情，11年12月到12年1月银行板块累计上涨8.8个百分点，累计跑赢沪深300指数10.7个百分点。

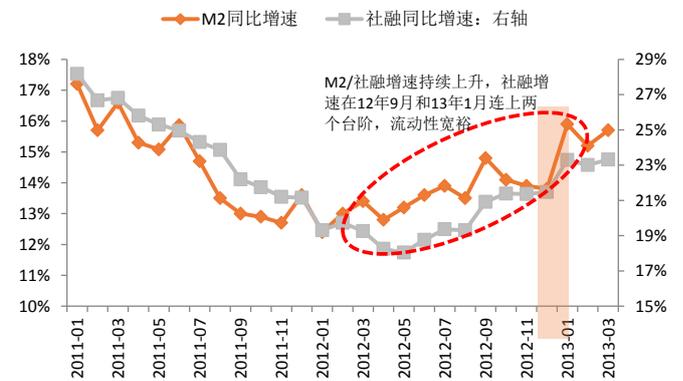
2) 2012年底的行情受益于宏观经济的企稳回升：2012年受制于地产调控升级前3季度经济增速延续下滑趋势，企业盈利增速再下台阶，在这样的背景下，政府“稳增长”诉求明显提升，宏观调控由紧入松，政策逐步发力托底经济，一方面，财政政策发力，基建投资增速大幅提升，另一方面，货币政策由紧缩转向宽松，2012年4-7月央行2次降息、2次降准，社融增速在年中见底。在多重利好政策出台下，市场对经济预期企稳，银行股在年末迎来反弹，12年12月到13年1月板块累计上涨38.7个百分点，累计跑赢沪深300指数14.3个百分点。

图表3 2012Q4单季GDP增速企稳回升



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 M2及社融增速自12下半年开始回升



资料来源：Wind，平安证券研究所

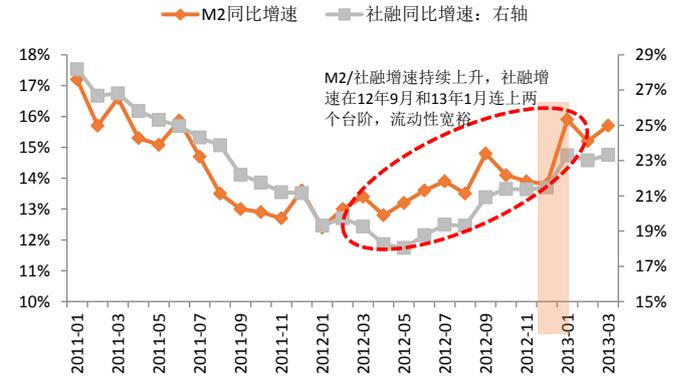
3) 2014年底的行情更多受益于货币政策转向宽松：2014年宏观经济数据并未有明显改善，处于下行通道，GDP增速未出现明显改善。但下半年的“一带一路”和国企改革战略推进改善了经济预期，2季度M2增速和社融增速回升，4季度降息降准推动新一轮的货币放松周期，使得市场对行业基本面的悲观预期修复，带动了行业年底的上涨行情，银行股在12月上涨32.4个百分点，跑赢沪深300指数6.6个百分点。

图表5 2014年 GDP 增速未出现改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

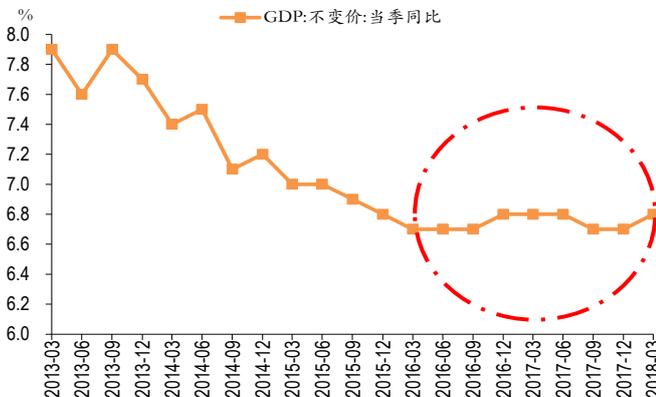
图表6 14年底央行降息开启货币宽松周期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

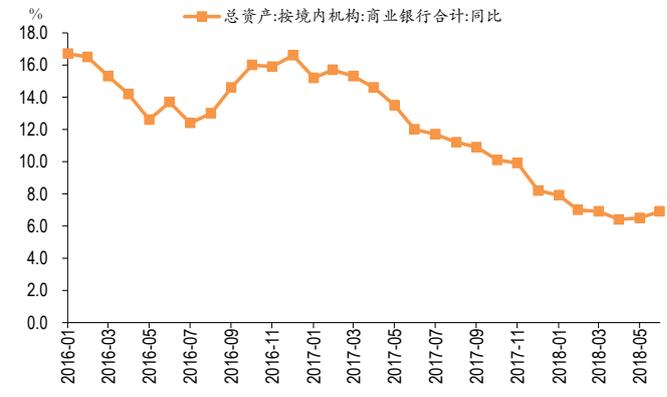
4) 2017年底的行情由经济修复上行带动: 2016年开始随着金融去杠杆政策的陆续出台、MPA考核的升级,导致行业规模扩张速度放缓。尽管如此,随着国内供给侧改革的不断推进,宏观经济在年末阶段性企稳向好、2018年初央行采用“临时准备金动用安排”增加流动性供给,并在1月开始实施定向降准,国内经济出现拐点,18年1季度GDP增速企稳回升,PMI指数站稳在荣枯线以上。在经济修复上行的背景下,货币政策边际趋紧,市场对于银行业的息差和资产质量的改善预期,带动了银行股此轮行情,17年12月到18年1月银行累计上涨11.1个百分点,累计跑赢沪深300指数4.4个百分点。

图表7 2018年初 GDP 增速企稳



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 银行资产规模增速持续下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 银行板块明年基本面如何?

3季度以来国内经济下行压力有所加大,中央经济工作会议首次提出我国经济发展面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。在这样的背景下,顶层的政策目标向稳增长倾斜,年内第二次全面降准推出,中央经济工作会议提到2022年财政政策要“保证财政支出强度,加快支出进度”,货币政策要“灵活适度,保持流动性合理充裕”。展望2022年,我们判断政策面逆周期调节力度会有所加大,银行有望迎来一个相对宽松温和的监管环境。从银行基本面的角度,监管多次强调防范系统性风险,在监管的底线思维下,我们判断行业大规模信用风险释放的概率较小,温和的政策支持下,行业基本面有望

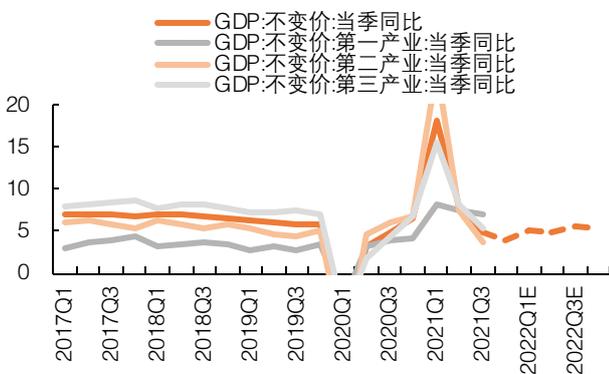
保持稳健。此外，考虑到 1 季度为银行信贷投放的传统旺季，中央经济工作会议也提到了“政策发力适度靠前”，政策支持下行业 2022 年“开门红”的表现值得期待。

2.1 经济下行压力加大，政策呵护力度抬升

■ 疫情、政策的影响下，国内经济下行压力有所加大

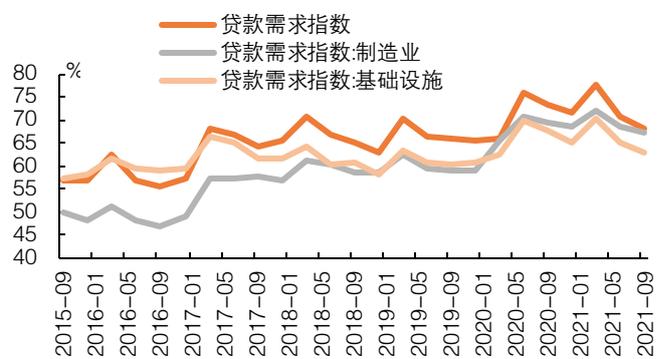
2021 年下半年以来，在地方政府债务、房地产、能耗双控等监管政策和疫情的叠加影响下，我国经济下行压力显著加大。从宏观数据来看，3 季度中国 GDP 同比增长 4.9%，对应两年平均增速 4.9%，较 2 季度滑落 0.6 个百分点，远低于 1 季度的 12.4%。伴随着经济下行压力的抬升，信贷需求明显走弱，央行调研数据显示，2、3 季度国内企业贷款需求指数连续两个季度环比回落，均低于去年同期水平。

图表9 2021 年 3 季度 GDP 同比增长 4.9%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 贷款需求指数明显走弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 顶层的政策目标向稳增长转向

在这样的背景下，顶层的政策目标逐步向稳增长倾斜。12 月 6 日，年内第二次全面降准推出，预计将释放长期资金约 1.2 万亿。同日，中共中央政治局召开会议，定调政策将转向“逆周期”调节，指出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，重点提到 2022 年宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。结合全面降准可以明显看到，当前政策托底的意愿较为迫切，顶层的政策目标随着经济下行的压力抬升逐步向稳增长倾斜。

图表11 中央政治局会议内容对比

	2021 年	2020 年	2019 年
经济风险表述	在充分肯定成绩的同时，必须看到我国经济发展面临 需求收缩、供给冲击、预期转弱 三重压力。世纪疫情冲击下，百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定。	疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国 经济恢复基础尚不牢固。明年世界经济形势仍然复杂严峻 ，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。	“三期叠加”影响持续深化， 经济下行压力加大 。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，世界大变局加速演变的特征更趋明显， 全球动荡源和风险点显著增多 。
施政方向	坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹疫情防控和经济社会发展，统筹发展和安全，继续做好“六稳”“六保”工作，持续改善民生， 着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间 ，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开。	扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间 ，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放，确保“十四五”开好局，以优异成绩庆祝建党 100 周年。	明年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年， 要实现第一个百年奋斗目标 ，坚持以供给侧结构性改革为主线，推动高质量发展，坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间。

财政政策	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度， 适度超前开展基础设施投资。坚决遏制新增地方政府隐性债务。	积极的财政政策要 提质增效、更可持续 ， 保持适度支出强度 ，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。	实施积极的财政政策。 更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障。 要落实减税降费政策，降低企业用电、用气、物流等成本，有序推进“僵尸企业”处置。
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。加大对实体经济融资支持力度， 促进中小微企业融资增量、扩面、降价。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， 保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定 ，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金， 完善债券市场法制。	实施稳健的货币政策； 货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。
房地产	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场。	要坚持房子是 用来住的、不是用来炒的 定位，全面落实因城施策， 稳地价、稳房价、稳预期 的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。加强城市更新和存量住房改造提升，做好 城镇老旧小区改造 ，大力发展租赁住房。

资料来源：Wind，平安证券研究所

中央经济工作会议首提“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，要求“各方面积极推出有利于经济稳定的政策”。2021年12月8日至10日，中央经济工作会议在北京举行，会议首先指出“在充分肯定成绩的同时，必须看到我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，针对经济下行的压力，会议新提出了“着力稳定宏观经济大盘”、“稳字当头、稳中求进”、“各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”、“跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合”等新要求，财政政策方面，提到要“保证财政支出强度，加快支出进度”，货币政策方面，要“灵活适度，保持流动性合理充裕”。结合两次重要会议上中央的表态，可以预见2022年在经济下行压力抬升的背景下，政策面逆周期调节力度会有所加大，银行将迎来一个相对宽松温和的监管环境。

图表12 中央经济工作会议内容对比

	2021	2020
经济形势	我国经济发展面临 需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力 。世纪疫情冲击下，百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定	疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，中国经济恢复基础尚不牢固。 2021年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。
宏观政策	1) 明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任， 各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。 2) 宏观政策要稳健有效。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。	宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。 要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。
财政政策	要提升效能，更加注重精准、可持续 1) 要保证财政支出强度，加快支出进度。 2) 实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度，适度超前开展基础设施投资。 3) 党政机关要坚持过紧日子。严肃财经纪律。坚决遏制新增地方政府隐性债务。	要提质增效、更可持续 1) 保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障。 2) 在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为。 3) 抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。
货币政策	1) 要灵活适度，保持流动性合理充裕。 2) 引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。	1) 要灵活精准、合理适度，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) 保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系。 3) 多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制。 4) 加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持。

		5)深化利率汇率市场化改革,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
政策协调	财政政策和货币政策要协调联动,跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。	
房地产	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,加强预期引导,探索新的发展模式,坚持租购并举,加快发展长租房市场,推进保障性住房建设,支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求,因城施策 促进房地产业良性循环和健康发展。	解决好大城市住房突出问题 1)要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,因地制宜、多策并举,促进房地产市场平稳健康发展。 2)要高度重视保障性租赁住房建设,加快完善长租房政策,逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利,规范发展长租房市场。土地供应要向租赁住房建设倾斜,单列租赁住房用地计划,探索利用集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房,国有和民营企业都要发挥功能作用。要降低租赁住房税费负担,整顿租赁市场秩序,规范市场行为,对租金水平进行合理调控。
防范化解重大风险	正确认识和把握防范化解重大风险 1)要继续按照稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹的方针,抓好风险处置工作,加强金融法治建设,压实地方、金融监管、行业主管等各方责任,压实企业自救主体责任。 2)要强化能力建设,加强金融监管干部队伍建设。 3)化解风险要有充足资源,研究制定化解风险的政策,要广泛配合,完善金融风险处置机制。	1)要健全金融机构治理,促进资本市场健康发展,提高上市公司质量,打击各种逃废债行为。 2)金融创新必须在审慎监管的前提下进行

资料来源:wind,平安证券研究所

房地产政策迎来一定缓和空间,底线思维下预计房地产风险可控。房地产方面,我们观察到自9月末房地产金融工作座谈会以来,央行、银保监会等监管部门密集发声,强调呵护房地产合理融资需求,维护地产市场平稳健康发展,释放积极信号,政治局会议和中央经济工作会议均有提到“要促进房地产业良性循环和健康发展”,同时从“因城施策”、“保障性住房”、“租购并举”等方面明确了房地产行业未来的发展思路。针对市场关注的房企信用违约风险,中央经济工作会议要求“压实地方、金融监管、行业主管等各方责任,压实企业自救主体责任”,展望未来,我们认为虽然从长期来看“房住不炒”的政策基调不会改变,但政策同样具有底线思维,并不会任由个体的信用风险上升至系统性风险,预计在监管推动下,未来地产行业整体的流动性环境存在边际改善的空间。

图表13 9月30日以后监管对于房地产的表述整理

时间	政策/会议名称	政策内容	发布部门
2021年9月29日	房地产金融工作座谈会	金融机构要按照法治化、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。	央行、银保监会
2021年10月15日	人民银行举行2021年第三季度金融统计数据新闻发布会	“部分金融机构对于30家试点房企‘三线四档’融资管理规则也存在一些误解,将要求‘红档’企业有息负债余额不得新增,误解为银行不得新发放开发贷款”;“人民银行、银保监会已于9月底召开房地产金融工作座谈会,指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度,保持房地产信贷平稳有序投放,维护房地产市场平稳健康发展”;“恒大集团的问题在房地产行业是个别现象。经过近几年的房地产宏观调控,尤其是房地产长效机制建立后,国内房地产市场地价、房价、预期保持平稳,大多数房地产企业经营稳健,财务指标良好,房地产行业总体是健康的。”	央行

2021年10月20日	刘鹤副总理在2021年金融街论坛年会开幕式上的书面致辞	目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变。	央行
2021年10月20日	易纲行长在2021年G30国际银行业研讨会的发言及问答	恒大风险是个案风险。应对措施方面，我们一是要避免恒大的风险传染至其他房地产企业。二是要避免风险传导至金融部门。	央行
2021年10月21日	三季度银行业保险业数据信息暨监管重点工作发布会	督促银行落实房地产开发贷款、个人住房贷款监管要求；保障好刚需群体信贷需求；因城施策，指导派出机构配合地方政府做好房地产调控，促进各地房地产市场平稳健康发展；严肃惩治违法违规行为；稳妥做好对住房租赁市场的金融支持。	银保监会
2021年12月3日	中国人民银行有关负责人就恒大问题答记者问	恒大集团出现风险主要源于自身经营不善、盲目扩张。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。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，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。将继续配合广东省政府、相关部门和地方政府，做好风险化解工作，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。	央行
2021年12月6日	中共中央政治局会议	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。	中央
2021年12月8日	中央经济工作会议	压实地方、金融监管、行业主管等各方责任，压实企业自救主体责任。探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求。因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。	中央

资料来源：wind，平安证券研究所

2.2 温和的政策环境支持下，银行基本面有望保持稳健

虽然经济下行压力可能带来银行经营风险抬升，但我们认为温和的政策环境支持下银行的经营有望保持平稳。量的方面，政策稳信贷的导向下预计上市银行资产扩张速度仍能保持平稳，息差方面，资产端仍然存在进一步下行的压力，但在政策引导下银行资产端结构有望进一步得到优化，从而支撑全年息差保持相对平稳。资产质量方面，在监管的底线思维下，大规模信用风险释放的概率较小，叠加行业整体不良包袱在过去3-4年中化解相对充分，我们预计银行的不良生成压力可控，资产质量表现有望保持稳健。综合量、价、质的分析，我们认为温和的政策环境下，行业2022年的基本面仍有望保持稳健，预计利润增速有望达到8.3% (vs 11.0%，2021E)。此外，考虑到1季度为银行信贷投放的传统旺季，中央经济工作会议也提到了“各类政策发力适度靠前”、“适度超前开展基础设施投资”，政策支持下行业2022年“开门红”的表现值得期待。

■ 量：稳信贷的政策导向下，预计资产增速稳中略降

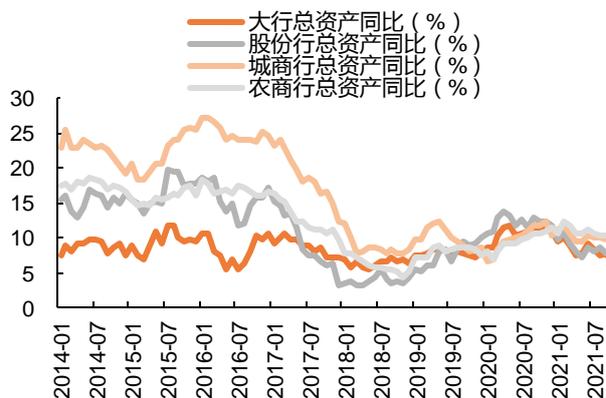
21年初以来，伴随着货币政策回归常态化，在受到房地产贷款集中度以及地方政府融资监管趋严的影响，上市银行资产同比增速步入下行通道，3季度末我国商业银行总资产规模增速8.33% (vs 11.5%，2020)。分机构类型来看，大行、股份行、城农商行资产扩张速度较2020年均有不同程度的收敛。展望2022年，虽然贷款需求受到宏观经济下行压力仍可能继续走弱，但政策稳信贷的导向下预计上市银行资产扩张速度仍能保持平稳，我们预计全年资产同比增速在8.0%-8.5%的区间。

图表14 前3季度商业银行资产扩张速度8.3%



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表15 不同银行资产规模增速

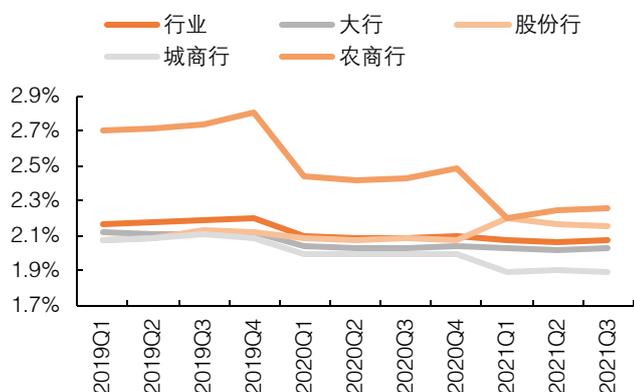


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

■ 价：资产结构优化有望支撑息差保持相对平稳

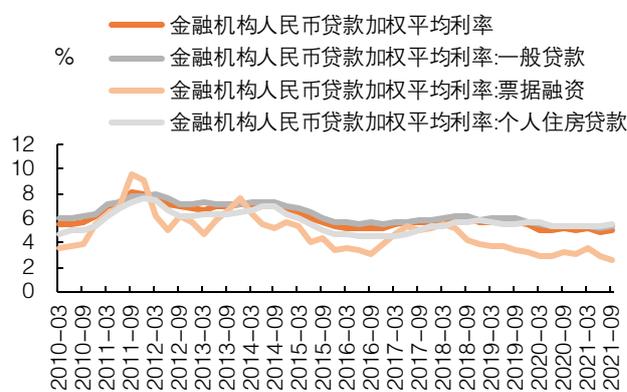
根据银保监会披露数据来看，商业银行上半年息差 2.06%，仍然呈现继续下行的态势（vs 2.10%，2020），但前3季度净息差 2.07%，息差表现已经企稳回升。一方面归因于银行资产结构的优化，另一方面也与金融市场 3 季度阶段性的行情有关。对于 2022 年上市银行息差表现的展望，经济下行压力加大和降低实体融资成本的要求下，我们预计银行资产端仍然存在进一步下行的压力，但在政策引导下银行资产端结构有望进一步得到优化，从而支撑银行息差表现企稳。

图表16 息差仍有下行压力



资料来源: Wind, 银保监会, 平安证券研究所

图表17 贷款利率走势

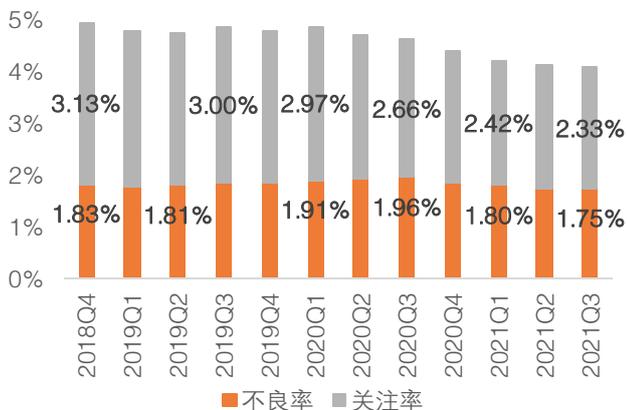


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

■ 质：关注潜在风险的扰动，但预计资产质量影响可控

透过账面不良指标来看，银行的资产质量整体表现仍然保持平稳，3 季度末银保监会口径商业银行不良率 1.75%，较上年末下降 9BP，不良改善仍在持续，已经明显低于疫情前水平，我们认为主要归因于 2020 年以来行业加大了问题资产的处置力度。展望 2022 年，考虑到经济下行仍大、城投地产从严监管的持续等因素，未来银行经营风险有边际抬升的可能，但我们在监管的底线思维下，叠加行业整体不良包袱在过去 3-4 年中化解相对充分，预计 2022 年银行的不良生成压力会有所抬升，但出现大规模信用风险暴露的可能性较低。

图表18 不良率、关注率仍在改善



资料来源: Wind, 银保监会, 平安证券研究所

图表19 银行业连续三年贷款核销金额超万亿



资料来源: 公司公告, 央行, 平安证券研究所

■ 利润: 全年利润增速有望达到 8.3%

预计 2022 年行业归母净利润增速为 8.3% (vs11.0%, 2021E)。政策稳信贷的导向下预计上市银行资产扩张速度仍能保持平稳, 息差方面, 资产端仍然存在进一步下行的压力, 但在政策引导下银行资产端结构有望进一步得到优化, 从而支撑全年息差保持相对平稳。资产质量方面, 在监管的底线思维下, 大规模信用风险释放的概率较小, 叠加行业整体不良包袱在过去 3-4 年中化解相对充分, 我们预计银行的不良生成压力可控, 资产质量表现有望保持稳健, 信用成本延续改善, 但随着高基数效应的消退, 对利润的贡献弹性会有所减弱。综合量、价、质的分析, 我们预计 2022 年上市银行全年利润增速有望达到 8.3% (vs11.0%, 2021E)。

图表20 上市银行归母净利润增速预测

利润表增速	2021Q1	2021H1	2021Q3	2021E	2022E
净利息收入(YoY)	4.8%	4.8%	4.4%	4.5%	5.5%
净手续费及佣金收入(YoY)	11.1%	8.3%	6.9%	6.5%	8.0%
营业总收入(YoY)	3.8%	5.9%	7.4%	6.9%	6.2%
营业总成本(YoY)	7.2%	8.7%	9.1%	7.4%	6.2%
拨备前利润(YoY)	2.7%	4.8%	6.8%	6.9%	6.1%
资产减值准备(YoY)	0.1%	-5.8%	-3.3%	-0.1%	2.9%
净利润(YoY)	4.6%	13.0%	13.6%	11.0%	8.3%

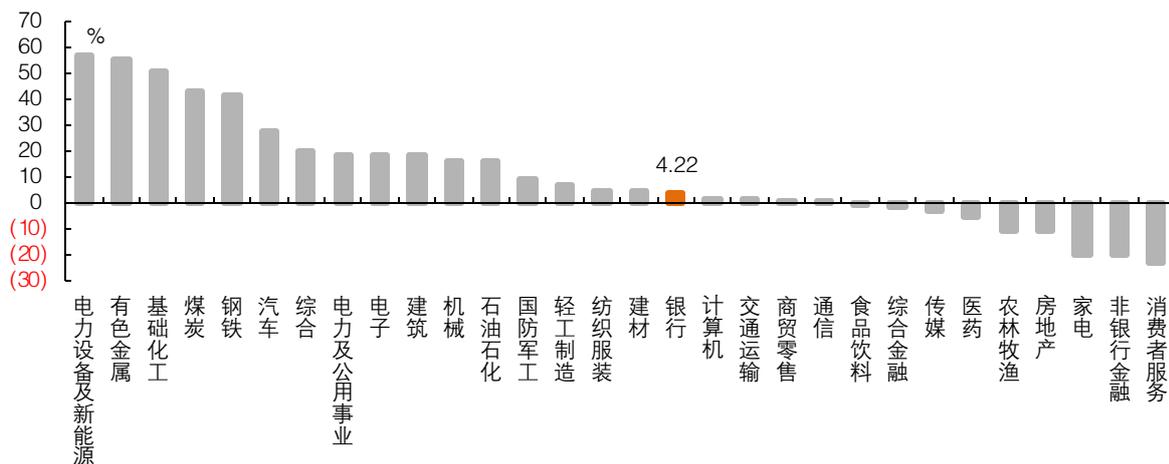
资料来源: Wind, 平安证券研究所

此外, 考虑到 1 季度为银行信贷投放的传统旺季, 中央经济工作会议也提到了“各类政策发力适度靠前”、“适度超前开展基础设施投资”, 政策支持下行业 2022 年“开门红”的表现值得期待。

三、如何看待银行股目前的投资机会？

2021年市场风格分化明显，新能源、周期等板块大幅上扬，建议关注年底市场风格切换带来的年末行情。2021年以来，从各行业年初至今的涨跌幅对比来看，A股市场风格分化显著，电新、周期涨跌幅均超过50%，煤炭、钢铁也在40%以上，相比之下，银行表现一般，年初至今仅上涨4.2%，因此从交易的层面，年底市场风格切换带来的板块行情值得期待。

图表21 2021年至今各行业涨跌幅情况

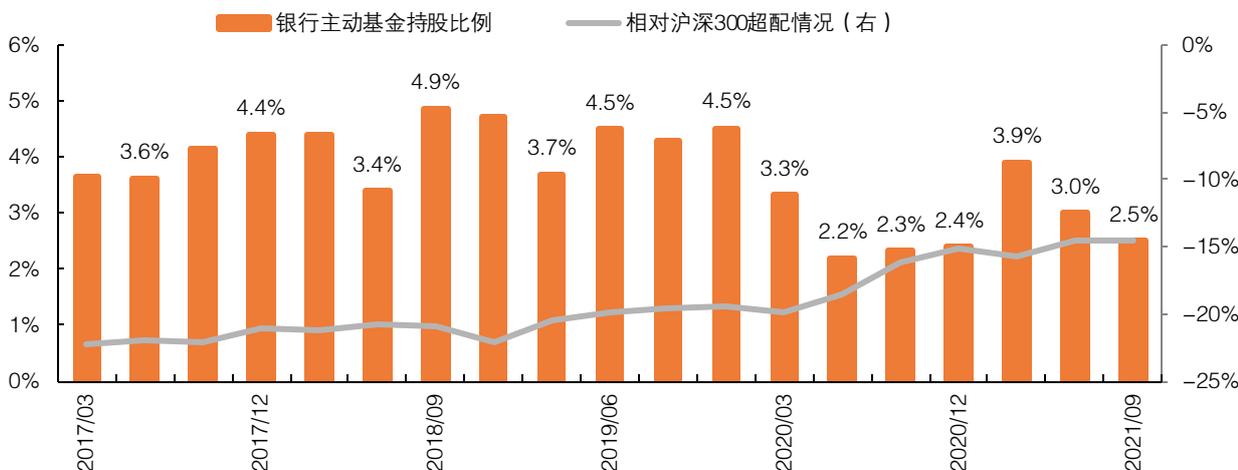


资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 截至2021年12月10日的统计

基金持仓仍处于深度低配，悲观预期充分显现。从板块的基金持仓来看，尤其是2季度以来，在市场风格季度的分化下，叠加投资者对经济下行和个别房企信用风险的担忧，板块基金仓位持续下行，截至Q3末，包括股票型、混合型在内的主动管理基金配置银行板块比例仅为2.51%，较Q1末下降1.4pct，参照板块在沪深300的流通市值占比情况来看依然低配14.5%，依旧处在深度低配状态，悲观预期充分反映。

图表22 银行股主动基金持仓比例仍处于深度低配状态



资料来源: Wind, 平安证券研究所

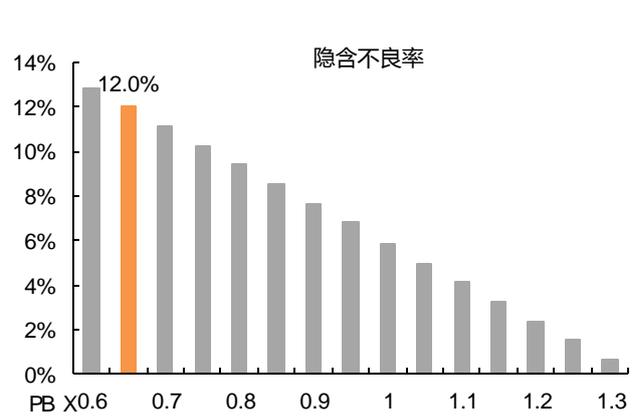
安全边际充分，建议关注过度悲观预期“纠偏”的配置机会。从板块目前的估值情况来看，截至2021年12月10日，板块静态估值水平仅0.64x，处在历史绝对低位，估值对应隐含不良率约12%，明显高于真实账面不良水平，市场对于经济下行压力和银行资产质量的悲观预期已充分反映，但我们认为在监管的底线思维下，大规模信用风险释放的概率较小，温和的政策环境下银行的基本面整体稳健，建议关注过度悲观预期“纠偏”带来的估值修复。个股推荐兼顾资产质量表现与财富管理能力，看好招商银行、宁波银行、邮储银行，同时关注边际改善明显的优质区域性银行：江苏银行、南京银行、成都银行。

图表23 板块静态估值处在历史绝对低位



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表24 A股隐含不良率



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：截至2021年12月10日

四、风险提示

- 1) 宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。** 银行受宏观经济波动影响较大，宏观经济走势将对企业的经营状况，尤其是偿债能力带来显著影响，从而对银行的资产质量带来波动。当前国内经济正处于恢复期，但疫情的发展仍有较大不确定性，如若未来疫情再度恶化导致国内复工复产进程受到拖累，银行业的资产质量也将存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。
- 2) 金融监管力度抬升超预期。** 银行作为金融系统中最重要的机构，受到一系列规范性文件的约束。若未来监管环境超预期趋严，可能会对银行提出更严格的资本约束、流动性管理要求等，或在资产投向上做出更严格的要求，为银行经营带来挑战。
- 3) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。** 今年以来中美各领域的摩擦有所升级，两国关系存在进一步恶化的风险。如若未来企业制裁范围进一步扩大，不排除部分国内金融机构受到制裁的可能性。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033