

政策加码稳增长，降准降息靴子落地

银行业

推荐 (维持评级)

核心观点:

- **宏观经济压力仍存** 1-11月规模以上工业增加值累计同比增长10.1%，11月单月规模以上工业增加值同比增长3.8%，处于2021年以来的低位；1-11月固定资产投资累计同比增长5.2%，低于前10月增速水平；11月社会消费品零售总额同比增长3.9%，较10月下降1个百分点且保持个位数增长；11月出口同比增长22%，增速有所收敛；PMI录得50.1%，回升至荣枯线以上。整体来看，各项指标表现偏弱，经济压力仍存。
- **政府债和企业债驱动新增社融回暖，中长期贷款增速依旧偏弱** 11月单月新增社融2.61万亿元，同比多增4786亿元，较10月进一步回暖，主要来自政府债和企业债快速增长的影响。其中，新增人民币贷款1.3万亿元，同比少增2288亿元；新增政府债券8158亿元，同比多增4158亿元；新增企业债券融资和非金融企业境内股票融资4104亿元和1294亿元，同比多增3264亿元和523亿元；表外融资减少2573亿元，同比多减561亿元。分部门来看，按揭贷款改善推动居民中长期贷款持续多增，企业信贷需求依旧偏弱。11月单月居民部门新增信贷7337亿元，同比少增197亿元；其中，新增中长期贷款5821亿元，同比多增772亿元。企业部门新增人民币贷款5679亿元，同比少增2133亿元；其中，新增中长期贷款3417亿元，同比少增2470亿元。
- **稳增长政策加码托底宏观经济，降准降息落地** 继前期政策边际改善之后，政治局会议与中央经济工作会议定调明年政策，稳增长预期进一步强化。政治局会议要求着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，而中央经济工作会议则明确提出了需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，更加强调经济的稳增长和政策提前发力，财政政策转向积极，货币政策保持稳健，同时要求跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合，在房地产领域的政策边际亦有所放宽。整体而言，政策边际改善助力经济稳增长，流动性保持合理充裕，信用环境优化，利好银行经营环境稳中向好。12月全面降准落地，有望推动银行负债结构和成本优化，增强服务实体经济能力。考虑到负债降成本成效显著，1年期LPR下调5BP，对银行息差影响整体有限。
- **投资建议** 政策托底宏观经济，助力信贷稳增长和房企信用风险化解，利好银行经营环境改善。考虑到拨备计提减弱、量价压力释放以及财富管理业务的快速发展，预计银行基本面有望维持稳健，支撑板块估值修复。当前板块P/B 0.63倍，估值处于历史低位，配置价值凸显。我们持续看好银行板块投资机会，给予“推荐”评级。个股方面，继续推荐招商银行(600036)、宁波银行(002142)、杭州银行(600926)和常熟银行(601128)。
- **需要关注的重点公司**

股票代码	股票名称	EPS(元)			PE(X)		
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
600036	招商银行	3.86	4.69	5.48	12.92	10.63	9.10
002142	宁波银行	2.50	2.91	3.42	15.36	13.19	11.23
600926	杭州银行	1.17	1.46	1.75	11.24	9.01	7.51
601128	常熟银行	0.66	0.78	0.91	10.11	8.55	7.33

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- **风险提示** 宏观经济增速不及预期导致银行资产质量恶化的风险。

分析师

张一纬

☎: 010-80927617

✉: zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519010001

相关研究

【银河银行】2022年年度策略: 政策助力经营环境改善, 关注区位优势+财富管理领先个股

目 录

一、银行业定位：金融市场参与主体，具有信用创造职能.....	2
（一）金融在经济中的核心职能在于资源配置，有效满足社会再生产中的投融资需求.....	2
1. 金融系统通过资金融通将资源配置到优质企业和部门，支撑经济稳健高质量增长.....	2
2. 金融机构需持续深化改革创新业态，以适应经济结构和发展模式的变革.....	2
（二）当前社会融资结构尚未发生根本性转变，银行业在金融资源配置中仍起主导作用.....	2
1. 实体经济 80%以上资金依旧来自间接融资，银行是企业融资的核心渠道.....	2
2. 金融体系基础制度建设仍有待进一步完善，以拓宽实体企业融资渠道.....	3
二、银行业在资本市场中的发展情况.....	3
（一）上市家数 41 家，流通市值占比有所下降.....	3
（二）年初至今板块表现强于沪深 300，估值处于历史偏低位置.....	5
三、政策边际持续改善，社融增速进一步回暖.....	6
（一）政策助力经济稳增长，降准降息靴子落地.....	6
1. 11 月经济指标偏弱，压力仍存.....	6
2. 政治局会议与中央经济工作会议召开，政策边际放宽助力经济稳增长.....	6
3. 降准降息落地，提升金融机构服务实体经济能力.....	7
（二）政府债与企业债驱动社融回暖，中长期贷款增速偏弱.....	7
1. 新增社融同比持续回暖，政府债和企业债发行力度加大.....	7
2. 按揭贷款改善推动居民中长期贷款持续多增，企业信贷需求依旧偏弱.....	8
（三）MLF 利率继续持平，1 年期 LPR 利率下调.....	9
（四）银行业绩延续高增，资产质量持续优化.....	10
1. 银行业绩延续高增，净息差企稳回升.....	10
2. 银行不良率持续下行，拨备计提充分.....	11
3. 上市银行三季报业绩向好，其他非息收入高增与拨备释放是核心驱动.....	12
四、金融科技变革升级业务模式，重塑行业竞争格局.....	13
（一）传统业务模式下行业成长空间有限，业务模式转型迫在眉睫.....	13
（二）NIM 增长承压，业务结构亟需调整.....	15
（三）电商、非银机构及外资银行等外部竞争者潜入加剧，银行业面临客户流失危机.....	16
（四）技术革新：金融科技兴起，有望重塑行业竞争格局.....	17
五、行业面临的问题及建议.....	18
（一）现存问题.....	18
（二）建议及对策.....	18
六、投资建议及股票池.....	19
七、风险提示.....	19

一、银行业定位：金融市场参与主体，具有信用创造职能

（一）金融在经济中的核心职能在于资源配置，有效满足社会再生产中的投融资需求

1. 金融系统通过资金融通将资源配置到优质企业和部门，支撑经济稳健高质量增长

金融的核心功能是为实体经济主体再生产提供合理有效的资源配置。金融系统通过将闲散的可投资资金整合，引导其有序地流向实体产业，满足企业和个人的投资需求；金融系统为企业提供融通资本、投资渠道、金融信息、风险管理等工具，满足企业的融资和再生产需求。高效的金融体系能够通过风险信息的反馈，降低投资者交易和监督成本，引导资源由低效率组织机构向优质组织机构转移，通过优胜劣汰机制，提高服务实体经济质量。

2. 金融机构需持续深化改革创新业态，以适应经济结构和发展模式的变革

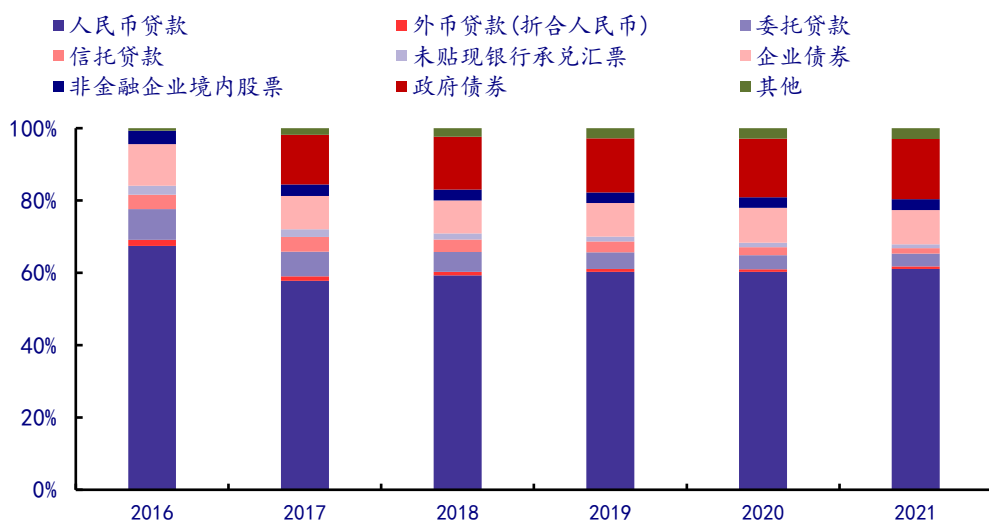
党的十九大报告指出，“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”，“必须坚持质量第一、效益优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革”。金融体系积极适应实体经济结构和发展模式变革并提供与之相配套的服务是经济高质量发展的必然要求。金融体系需持续深化改革，创新业态，提升资源配置质效，引导资金向高质量发展的战略新兴行业和资金匮乏的民营、小微企业转移。

（二）当前社会融资结构尚未发生根本性转变，银行业在金融资源配置中仍起主导作用

1. 实体经济 80%以上资金依旧来自间接融资，银行是企业融资的核心渠道

相较国际市场，我国社会融资结构严重失衡，直接融资占比偏低。从社融结构上看，以银行贷款为代表的间接融资是我国企业的主要融资渠道。截至 2021 年 11 月，我国企业债券融资占社融比重 9.53%，股票融资占比 2.98%，直接融资占比合计 12.5%。证监会直接融资和间接融资国际比较专题研究中整理的来自世界银行数据显示，1990 年至 2012 年间，G20 成员国平均直接融资比重从 55%上升至 66.9%，美国直接融资占比维持在 80%以上。我国直接融资比重合计不足 15%，远落后于美国。

图 1：社会融资规模（存量）结构



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

备注：2021 年为不完整统计，社融存量为当月数据

2. 金融体系基础制度建设仍有待进一步完善，以拓宽实体企业融资渠道

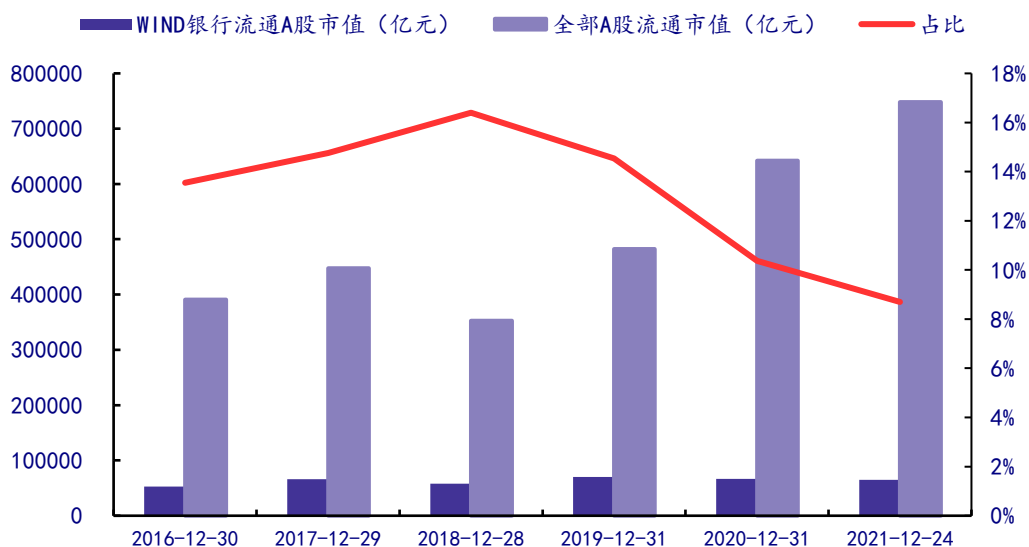
直接融资对资本市场体系有更高的要求，基础制度建设有待进一步深化。目前，我国多层次资本市场建设、市场化程度和法律体系均需完善，以进一步提升企业直接融资效率，后续资本市场基础制度改革深化有望延续。债权融资对企业信用要求更高，由于我国目前尚未建立起完善的信用体系，没有背书的中小企业难以通过发行债券获得直接融资，企业主体不得不转向间接融资来解决自身融资问题。展望未来，我国金融体系基础制度建设未有根本性变化环境下，间接融资仍将是我国的核心融资渠道。

二、银行业在资本市场中的发展情况

（一）上市家数 41 家，流通市值占比有所下降

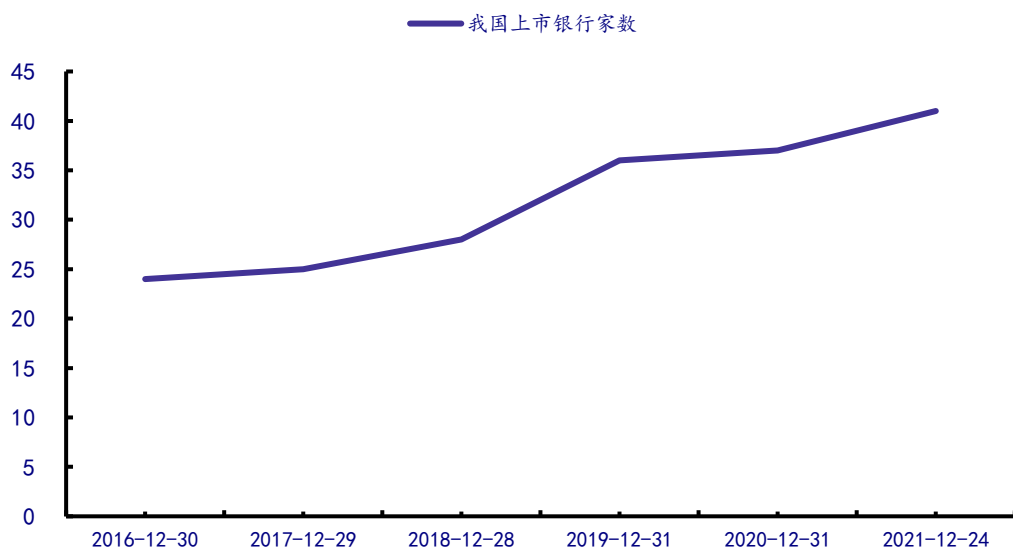
截至 2021 年 12 月 24 日，上市银行数量为 41 家，上市银行总市值 9.39 万亿元，占全部 A 股总市值的 9.75%；上市银行流通 A 股市值 6.51 万亿元，占全部 A 股流通市值的 8.7%，占比较年初有所下降。

图 2：我国上市银行流通市值及占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

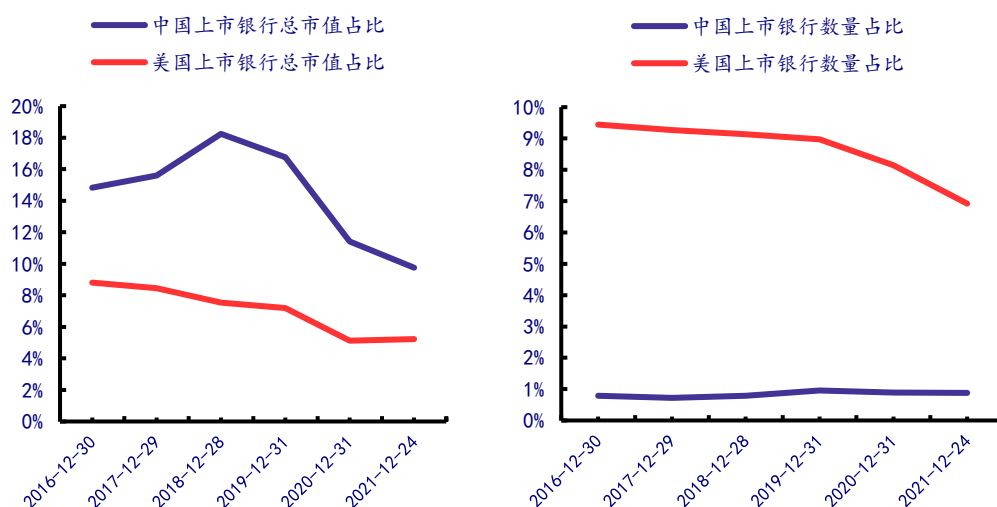
图 3：我国上市银行家数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

截至 2021 年 12 月 24 日，美国上市银行总家数为 428 家，总市值折合人民币 23 万亿元，占全部上市美股总市值的 5.22%。我国上市银行数量为 41 家，上市银行总市值 9.39 万亿元，占全部 A 股总市值的 9.75%。相较而言，我国上市银行数量占比远低于美国，但总市值占比高于美国。

图 4：中美上市银行市值占比及家数占比

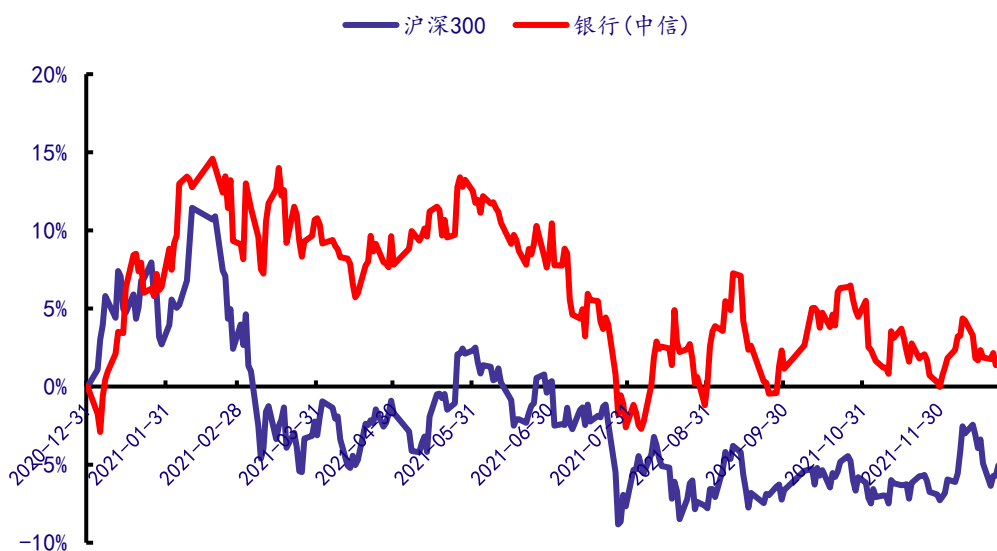


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 年初至今板块表现强于沪深 300，估值处于历史偏低位置

截至 2021 年 12 月 24 日，银行（中信）指数与年初相比上升 1.09%，跑赢沪深 300 指数 6.66 个百分点，表现强于市场；当前银行板块估值 PB 仅为 0.63 倍，处于历史偏低位置。

图 5：年初至今银行板块累计涨幅与沪深 300 对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

年初至今涨幅以 2020 年 12 月 31 日为基期计算

图 6：银行（中信）板块历年来 PB 水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、政策边际持续改善，社融增速进一步回暖

（一）政策助力经济稳增长，降准降息靴子落地

1. 11 月经济指标偏弱，压力仍存

11 月宏观经济各项指标整体表现偏弱，压力仍存。1-11 月规模以上工业增加值累计同比增长 10.1%，11 月单月规模以上工业增加值同比增长 3.8%，处于 2021 年以来的低位；1-11 月固定资产投资累计同比增长 5.2%，低于前 10 月增速水平；11 月社会消费品零售总额同比增长 3.9%，较 10 月下降 1 个百分点且保持个位数增长；11 月出口同比增长 22%，增速有所收敛；PMI 录得 50.1%，回升至荣枯线以上。

2. 政治局会议与中央经济工作会议召开，政策边际放宽助力经济稳增长

12 月 6 日政治局会议则提出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，同时就宏观政策、微观政策、结构政策、科技政策、改革开放政策和社会政策等提出要求。12 月 10 日召开的中央经济工作会议与政治局会议相关政策要求基本一致，明确提出了需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，更加强调经济的稳增长和政策提前发力，财政政策转向积极，货币政策保持稳健，重点引导金融机构加大对小微、科创、绿色发展的支持，同时要求跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合，而在房地产领域则是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。整体而言，政策边际改善助力经济稳增长，流动性保持合理充裕，信用环境优化，利好银行的经营环境稳中向好。

表 1：相关监管政策

时间	会议事件	主要内容
7月30日	中共中央政治局会议	<ul style="list-style-type: none"> ● 要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间。 ● 积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，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。 ● 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。
9月22日	国务院常务会议	<ul style="list-style-type: none"> ● 要跟踪分析经济走势，保持宏观政策连续性稳定性、增强有效性，做好预调微调和跨周期调节，加强财政、金融、就业政策联动，稳定市场预期。
9月28日	央行货币政策委员会2021年第三季度例会	<ul style="list-style-type: none"> ● 要加强国内外经济形势边际变化的研判分析，加强国际宏观经济政策协调，防范外部冲击，集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，统筹做好今明两年宏观政策衔接，支持经济高质量发展。 ● 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕，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，保持宏观杠杆率基本稳定。 ● 进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具等措施的牵引带动作用，用好新增3000亿元支小再贷款额度，支持增加小微企业和个体工商户贷款，落实好普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划延期工作，综合施策支持区域协调发展。 ● 维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益
9月29日	房地产金融工作座谈会	<ul style="list-style-type: none"> ● 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，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，持续落实好房地产长效机制，加快完善住房租赁金融政策体系。

资料来源：央行官网，政府网，中国银河证券研究院整理

3. 降准降息落地，提升金融机构服务实体经济能力

为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，央行于2021年12月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.4%。依据央行披露，本次降准累计释放长期资金约1.2万亿元，降低金融机构资金成本每年约150亿元。受益于降准效应的逐步释放，银行负债端结构和成本有望优化，服务实体经济融资成本下降的能力有望增强。12月20日公布的LPR数据显示，1年期LPR为3.80%，较上月下降5个BP，在负债压力缓解预期下，对银行息差整体影响有限。

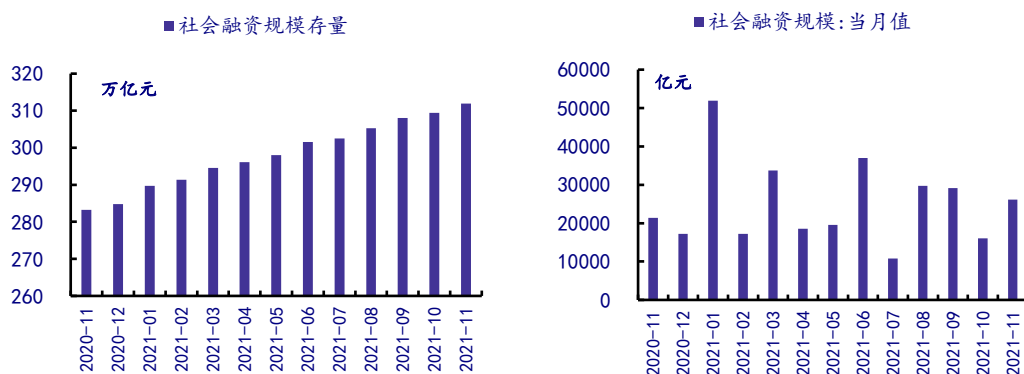
（二）政府债与企业债驱动社融回暖，中长期贷款增速偏弱

1. 新增社融同比持续回暖，政府债和企业债发行力度加大

截至2021年11月，社融存量311.9万亿元，同比增长10.11%，增速较10月有所回升；11月单月新增社融2.61万亿元，同比多增4786亿元，进一步回暖，主要来自政府债和企业债发行力度加大影响。其中，新增人民币贷款1.3万亿元，同比少增2288亿元；新增政府债

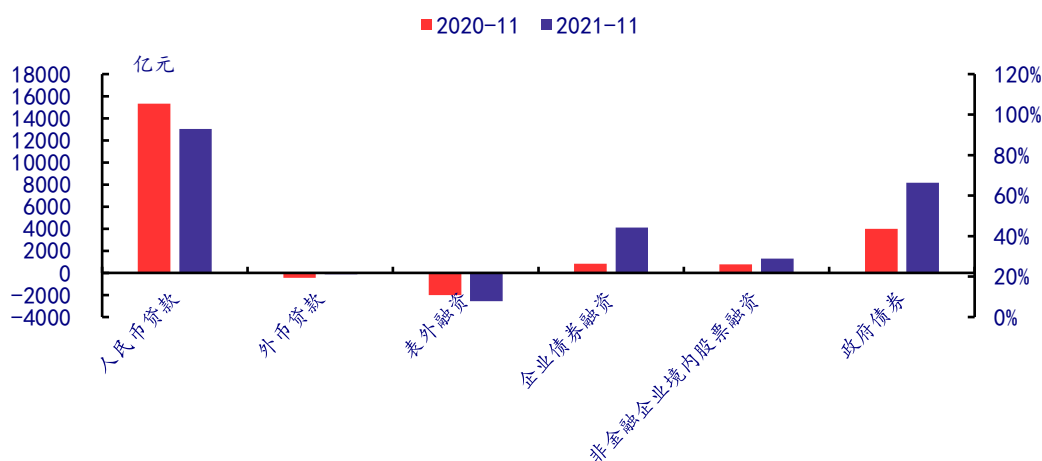
券 8158 亿元，同比多增 4158 亿元；新增企业债券融资和非金融企业境内股票融资 4104 亿元和 1294 亿元，同比多增 3264 亿元和 523 亿元；表外融资减少 2573 亿元，同比多减 561 亿元。

图 7：当月新增社会融资规模及存量（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：单月新增社会融资规模主要分项规模（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

备注：表外融资包含委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票

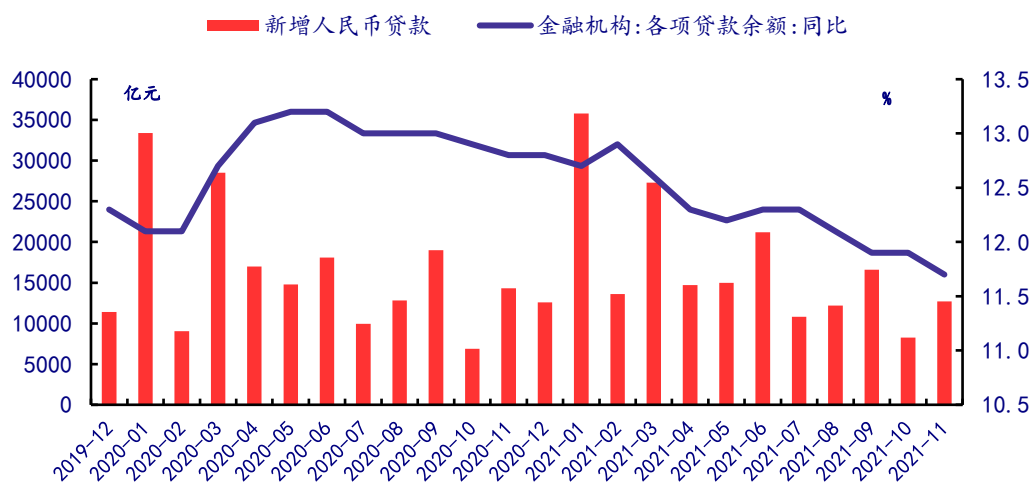
2. 按揭贷款改善推动居民中长期贷款持续多增，企业信贷需求依旧偏弱

截至 2021 年 11 月末，金融机构贷款余额¹191.56 万亿元，同比增长 11.7%；11 月单月金融机构新增人民币贷款 1.27 万亿元，同比少增 1600 亿元。票据融资增幅收敛，短期贷款和中长期贷款同比回落。11 月单月新增中长期贷款 9328 亿元，同比少增 1698 亿元；新增票据融资 1605 亿元，同比多增 801 亿元；新增短期贷款 1927 亿元，同比少增 1293 亿元。居民中长期贷款持续回暖，预计受按揭贷款投放增加的影响。11 月单月居民部门新增信贷 7337 亿元，同比少增 197 亿元；其中，新增短期贷款 1517 亿元，同比少增 969 亿元；新增中长期贷款 5821 亿元，同比多增 772 亿元。企业部门中长期贷款增速回落，信贷需求仍然偏弱。11 月单月企

¹ 金融机构贷款余额含非银行金融机构贷款

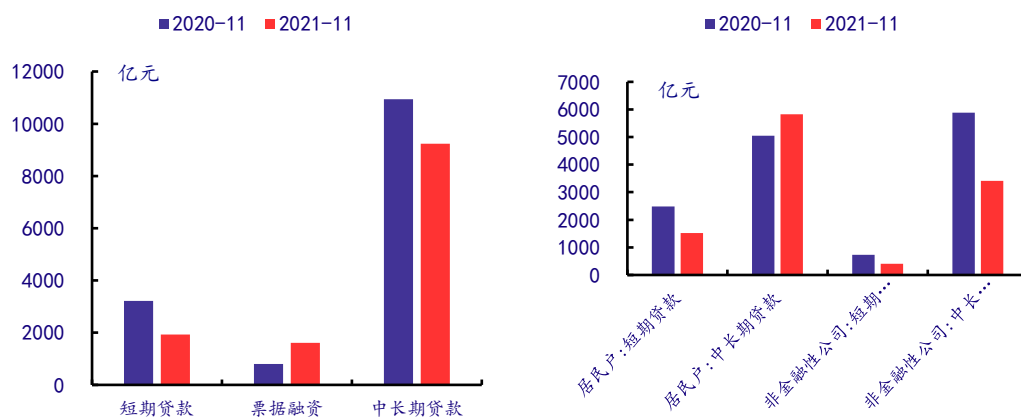
业部门新增人民币贷款 5679 亿元，同比少增 2133 亿元；其中，新增短期贷款减少 410 亿元，同比少增 324 亿元；新增中长期贷款 3417 亿元，同比少增 2470 亿元。

图 9：新增人民币贷款结构规模及余额增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：单月新增人民币贷款—按贷款类型与融资主体分类结构

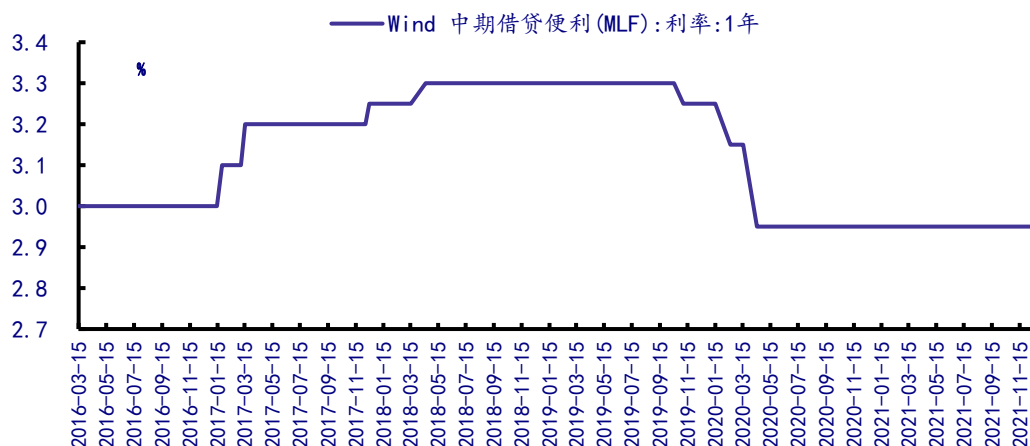


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（三）MLF 利率继续持平，1 年期 LPR 利率下调

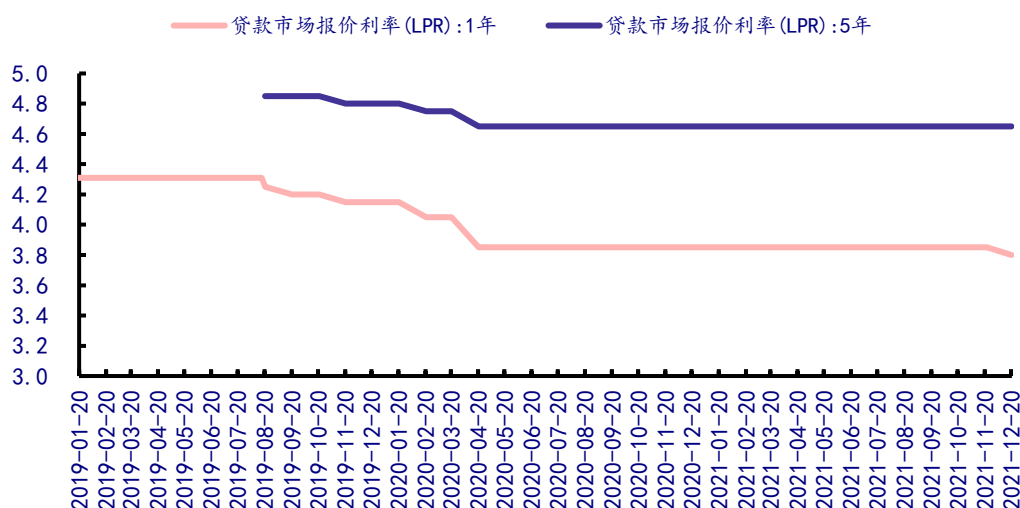
央行 MLF 操作利率维持平稳，12 月 LPR 略有下降。2021 年 12 月，1 年期 MLF 利率为 2.95%，维持稳定。截至 2021 年 12 月 20 日，1 年期 LPR 报 3.80%，较上月下降 5BP，5 年期以上 LPR 报 4.65%，均与上月持平。

图 11: 央行中期借贷便利 (MLF) 利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 贷款市场报价利率 (LPR)



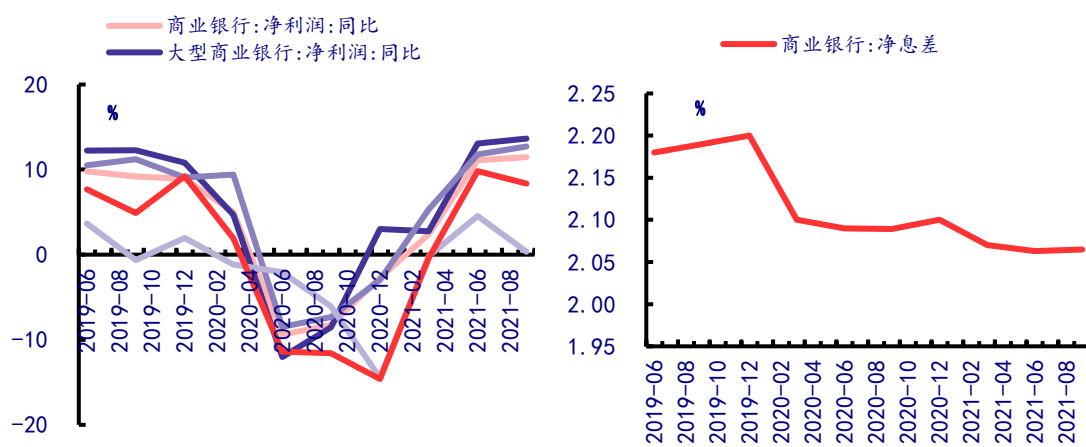
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 银行业绩延续高增, 资产质量持续优化

1. 银行业绩延续高增, 净息差企稳回升

2021 年前三季度, 商业银行合计实现净利润 1.69 万亿元, 同比增长 11.45%, 延续上半年的高增态势, 主要受到非息收入快速增长和拨备计提压力持续缓解的影响。分银行类型来看, 国有行和股份行的净利增速领先, 同比分别增长 13.64%和 12.71%; 城商行和农商行净利润同比增速分别为 0.34%和 8.36%。净息差表现平稳, 环比小幅回升。2021Q3, 商业银行净息差为 2.07%, 环比上升 1BP; 央行三季度货币政策执行报告显示, 9 月末金融机构人民币贷款加权利率 5%, 环比回升 7BP。综合考虑 LPR 利率保持平稳、重定价效应减弱, 我们预计息差有望进一步修复。

图 13: 商业银行净利润与息差

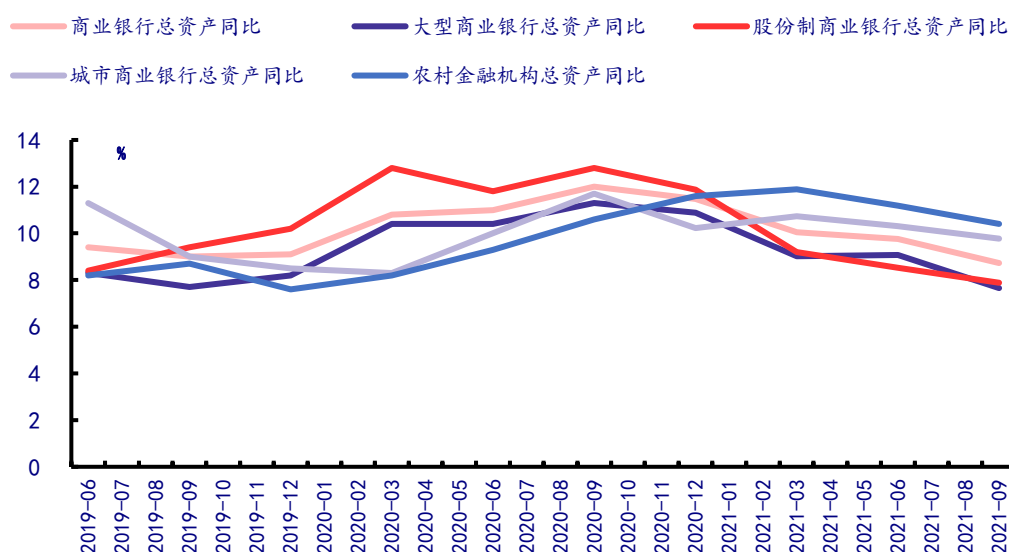


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 银行不良率持续下行, 拨备计提充分

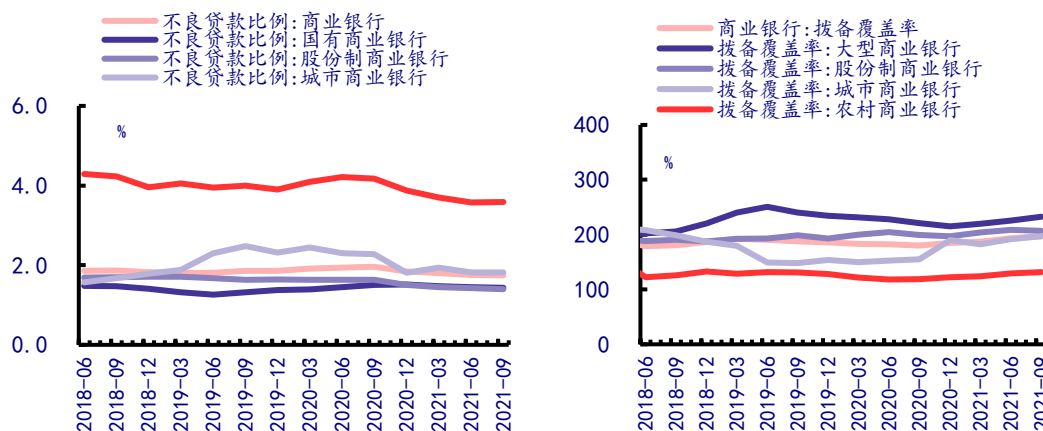
商业银行资产增速放缓, 不良率继续下行, 拨备计提相对充分。截至 2021 年 9 月末, 商业银行总资产达 277.52 万亿元, 同比增长 8.73%, 增速较 6 月末小幅收窄。分银行看, 国有行、股份行、城商行和农村金融机构总资产同比分别增长 7.66%、7.88%、9.78%和 10.41%, 增速较 6 月末分别减少 1.41、0.64、0.52 和 0.78 个百分点。资产质量层面, 截至 2021 年 9 月末, 商业银行不良率达 1.75%, 较 6 月末下降 0.01 个百分点。其中, 国有行、股份行、城商行和农商行不良率分别为 1.43%、1.4%、1.82%和 3.59%, 较 6 月末分别变化 0.01、0.03、0 和 0.01 个百分点。拨备覆盖率进一步回升, 风险抵补能力强劲, 有助于应对信贷资产与非信贷资产层面的不良风险。截至 2021 年 9 月末, 商业银行的拨备覆盖率 196.99%, 较 6 月末上升 3.76 个百分点。其中, 国有行、股份行、城商行和农商行的拨备覆盖率分别为 232.57%、206.7%、197.18%和 131.72%, 较 6 月末分别变化 7.24、-1.71、5.71 和 2.16 个百分点。

图 14: 商业银行总资产增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

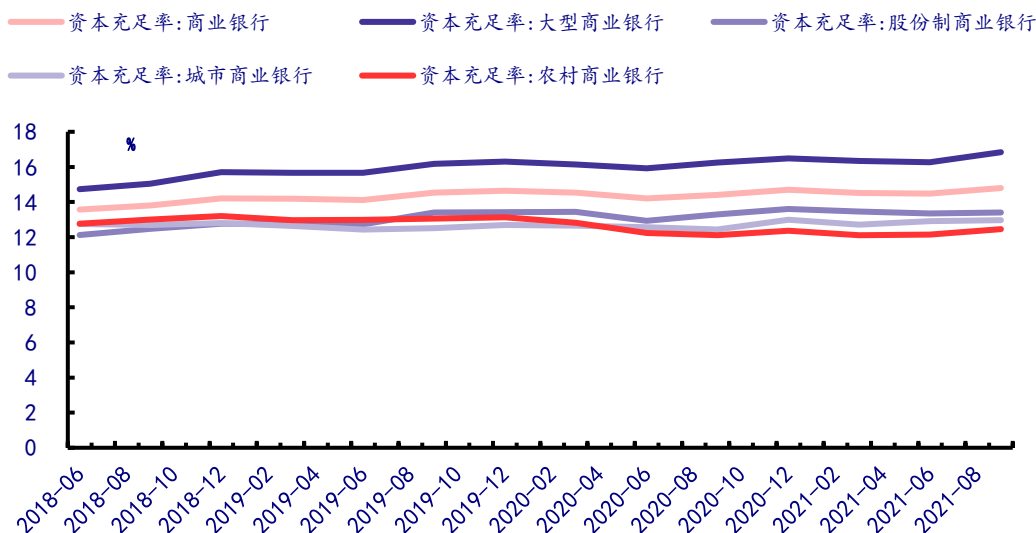
图 15: 商业银行不良率和拨备覆盖率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

商业银行资本充足率相关指标有所改善。截至 2021 年 9 月末, 商业银行资本充足率、一级资本充足率和核心一级资本充足率分别为 14.8%、12.12% 和 10.67%, 较 6 月末分别上升 0.32、0.22 和 0.17 个百分点。分银行类型来看, 大型商业银行、股份行、城商行和农商行的资本充足率分别为 16.84%、13.4%、12.96% 和 12.46%, 较 6 月末分别变化 0.57、0.04、0.06 和 0.32 个百分点。

图 16: 商业银行资本充足率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 上市银行三季报业绩向好, 其他非息收入高增与拨备释放是核心驱动

上市银行前三季度整体营业收入增速进一步回升, 利润持续释放。2021 年前三季度, 41 家上市银行合计实现营业收入 4.37 万亿元, 同比增长 7.71%, 增幅较上半年进一步回升; 归母净利润 1.47 万亿元, 同比增长 13.58%, 维持两位数高增; 2021Q3 单季, 41 家上市银行合计实现营业收入 1.46 万亿元, 同比增长 11.47%; 归母净利润 4967.12 亿元, 同比增长 14.81%。

营业收入增速扩大主要受到非息收入高增的影响，而拨备计提压力缓解则是上市银行前三季度利润持续释放的核心动力。2021 年前三季度，41 家上市银行累计非息收入 1.22 万亿元，同比增长 17.2%，远超利息净收入增速（4.44%）；41 家累计减值损失 1.19 万亿元，同比下降 3.83%，拨备冲回反哺利润，使得净利增速继续维持高位增长。

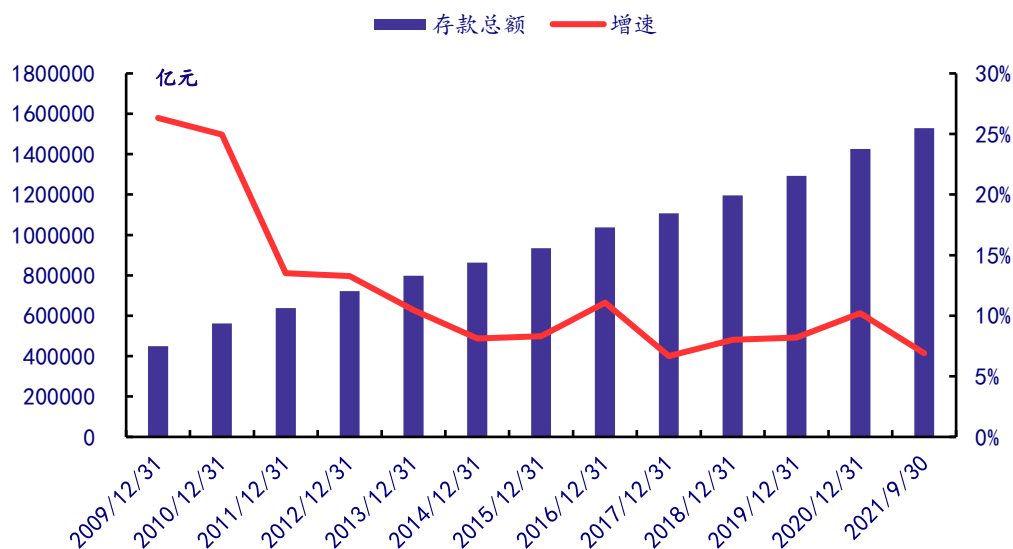
四、金融科技变革升级业务模式，重塑行业竞争格局

（一）传统业务模式下行业成长空间有限，业务模式转型迫在眉睫

1. 存款业务增长动力不足，空间受挤压

从历史数据来看，上市商业银行存款总量持续增加，截至 2021 年 9 月末，存款总量达到 152.94 万亿元，同比增长 6.91%，处于 2009 年以来偏低水平，较 2020 年全年增速有所回落。存款增长动力不足受多方因素共同影响，资金分流是核心因素之一。多样化投资产品的出现，促使居民将自己手中的资金更多地投资于货币基金、理财产品以及互联网金融产品之中，导致储蓄存款的流失。与此同时，监管强化银行负债端管理，限制地方法人银行跨区经营，同时调整存款利率自律上限的确定方式，存款利率下行为银行尤其是中小银行揽储带来一定压力。商业银行可通过发展财富管理业务和直销银行等形式拓展存款来源，增强客户黏性，减少低成本负债资金的流失。

图 17：上市银行存款总额及增速



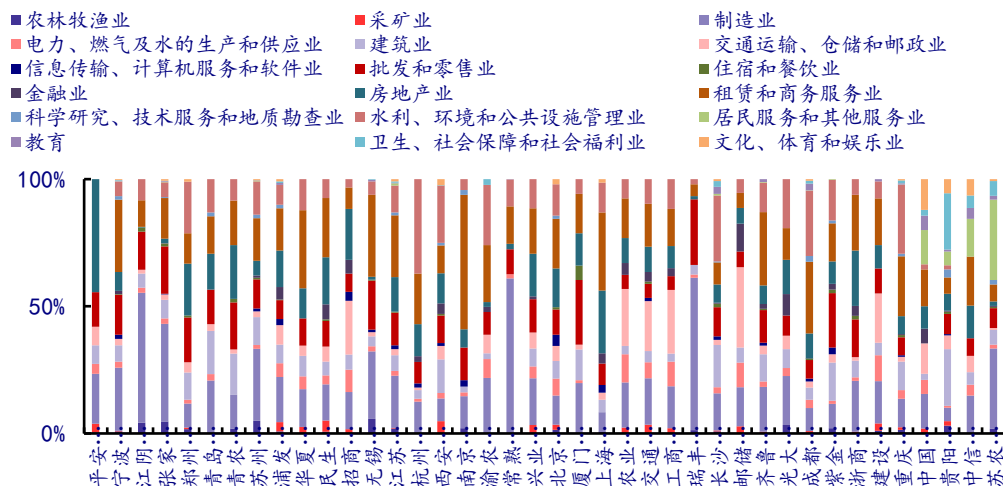
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 贷款业务结构无法有效满足经济动能转换的需求

我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，经济动能转换，部分上市银行房地产贷款占比相对较高，对新兴产业和服务业的支持力度有待加强，以有效满足经济结构调整的需要。房地产贷款集中度管理办法出台，银行信贷结构面临挑战，有望更多转向战略新兴产业、绿色信贷、普惠金融以及消费金融等领域，以适应经济转型和消费升级趋势，紧抓双循环格局下的

发展机遇，拓宽业务空间。

图 18：上市银行贷款行业结构

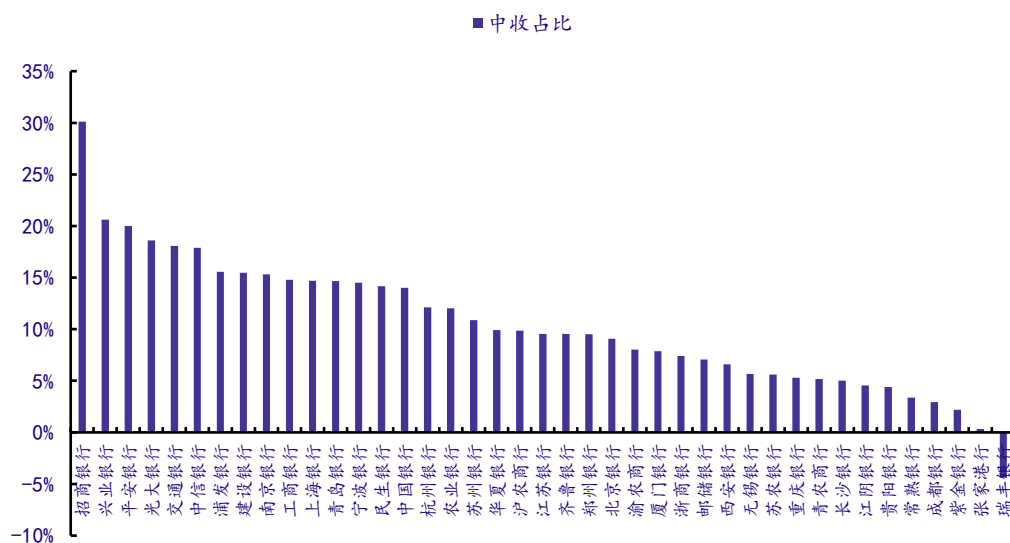


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3. 中间业务发展程度不足，收入结构亟待优化

依据 2021 年三季度报数据披露，上市银行累计中间业务收入占比为 15.07%，较 2020 年有所上升，但仍处于较低水平。其中，招商银行、兴业银行、平安银行占比相对较高。过去我国商业银行的中间业务收入多以银行卡类业务为主，随着信用卡分期手续费纳入利息收入，财富管理和投资银行有望成为中间业务收入持续增长的突破口。后期中收业务结构有望调整，财富管理与投资银行发展潜力巨大，两项业务布局领先的银行中收质量更高，有望获得更加稳定的轻资本收入，加速收入结构多元化。

图 19：上市银行中间业务收入占比



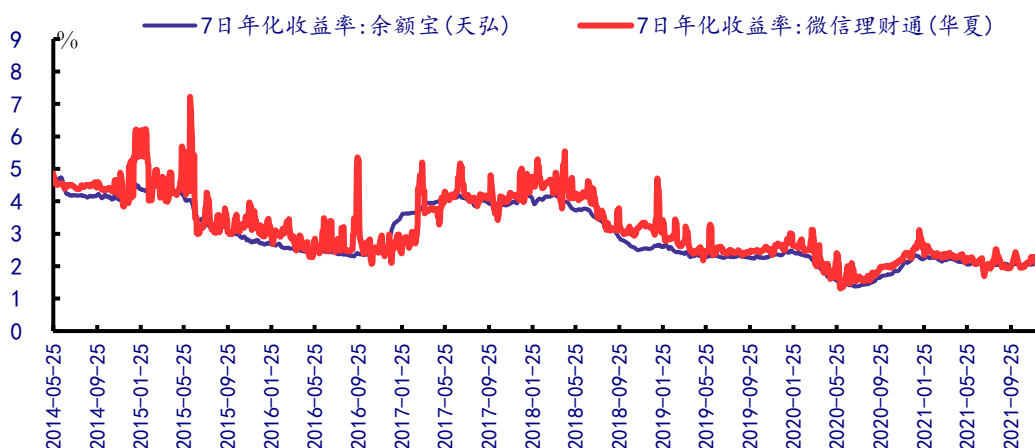
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) NIM 增长承压，业务结构亟需调整

1. 财富管理市场迅速发展，银行存款类产品竞争力不足

相较于其他投资理财产品的收益率，银行存款利率维持在较低水平，叠加增值服务的缺失，限制其议价能力的提升空间。根据央行最新披露的数据，当前金融机构人民币活期存款基准利率为 0.35%，一年期定期存款基准利率为 1.5%，三年期定期存款基准利率为 2.75%。相比之下，余额宝（支付宝）和理财通（微信）所提供的现金类产品年化收益率多数时间维持在 2% 左右。除了收益率之外，余额宝和理财通等产品依托账户兼具支付、消费和社交等功能，业务场景丰富，能够为客户开展增值服务。与此同时，市场上各类券商资管、信托、基金、分红险等产品凭借资产配置层面的优势，为客户提供更高的收益率以及配套的风险管理服务。市场上众多有竞争力的产品增加了大众的选择，削弱了银行的议价能力，负债端面临一定压力。优化业务结构，发展以中间业务为代表的轻资本业务，成为银行增强客户黏性、沉淀低成本核心存款的重要手段。

图 20：互联网理财产品年化收益率



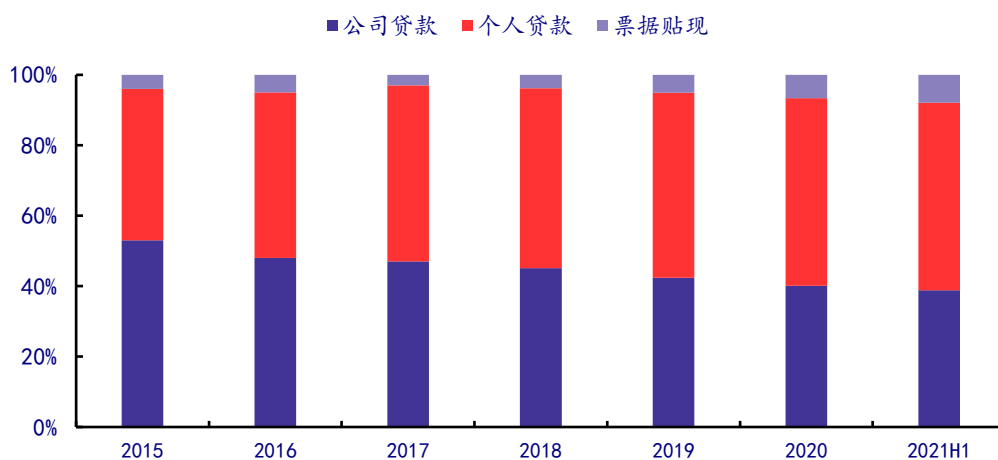
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. LPR 定价改革，资产端收益率承压

当前，央行采取稳健货币政策，流动性合理充裕，叠加贷款利率市场化改革深化，普惠金融政策导向延续，旨在降低中小企业融资成本，银行净息差增长空间受限。2019 年 8 月，LPR 机制改革，打开银行贷款利率下行空间，银行资产端收益率承压，叠加负债端成本较为刚性，持续冲击净息差。截至 2021 年 9 月末，金融机构一般贷款与企业贷款加权平均利率分别为 5.3% 和 4.59%，同比下降 1BP 和 4BP，主要受到 LPR 重定价的影响。我国银行亟需调整资产负债结构和业务模式，应对息差收窄压力。

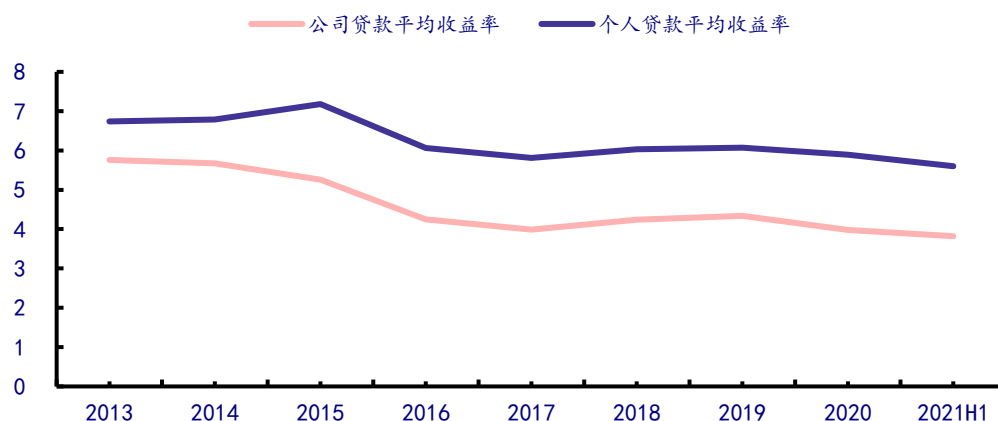
大力发展零售业务将成为银行稳定净息差的重要选择。相比于对公业务，零售贷款的定价相对较高且受经济周期波动的影响较小。以零售龙头招商银行为例，2021H1，招商银行的个人贷款平均收益率为 5.60%，高于对公贷款平均收益率（3.82%）。考虑到房地产贷款集中度管理的影响，住房按揭贷款天花板逐步显现，信用卡、消费金融、个人经营性贷款或成为零售业务转型突破口，获客、场景和风控至关重要。

图 21：招商银行各类贷款占比情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 22：招商银行公司类和个人贷款平均收益率 (%)



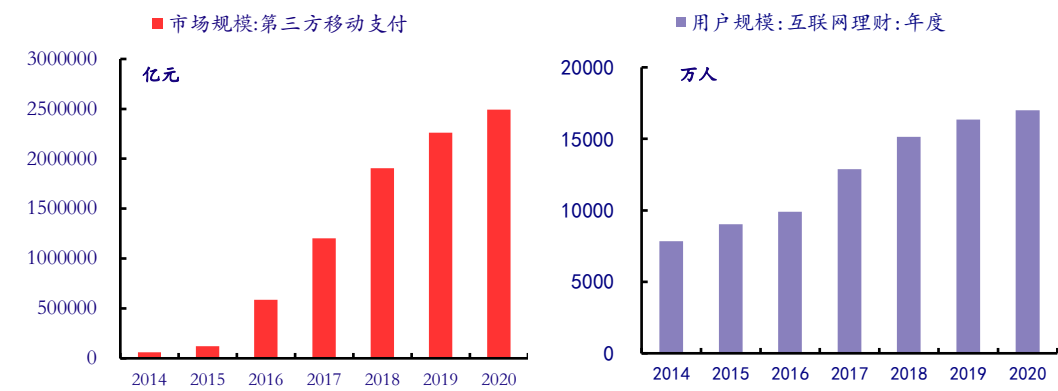
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

（三）电商、非银机构及外资银行等外部竞争者潜入加剧，银行业面临客户流失危机

随着互联网和个人电子设备的广泛普及，第三方支付规模日益扩张的同时，作为最早期的流量入口带动了互联网理财的兴起。截至 2020 年末，市场第三方移动支付规模达 249.2 万亿元，2015 年以来复合增长率为 82.87%。受益于第三方支付的变革，余额宝、理财通等各类网络理财业务蓬勃发展。截至 2020 年末，互联网理财用户规模达 1.70 亿，2015 年以来的年度复合增长率为 13.48%。此外，在银行理财业务受到大资管新规和市场利率下行冲击的环境下，券商的收益凭证产品一度成为银行理财的有效替代品。券商收益凭证具有品种多元、门槛低、周期短等特征，产品优势明显。总体来看，互联网和券商类理财正在蚕食银行理财产品市场份额。

除了理财产品，电商、非银机构正在着力打造丰富的业务场景和综合金融服务，满足客户个性化的金融服务需求，例如消费金融、风险管理、支付、融资融券、交易等。受此影响，银行各项业务的客户或被电商、非银机构分流。

图 23：第三方支付与互联网理财



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

近年来监管层着力推动金融业对外开放，外资银行持股比例、分支机构设立和业务范围要求放宽。外资银行加速进入中国市场为我国银行业转型和发展带来机遇和挑战。市场竞争有望加剧，尤其是银保监会已经全面取消外资银行申请人民币业务需满足开业 1 年的等待期要求，允许外国银行分行从事“代理发行、代理兑付、承销政府债券”业务，并降低外国银行分行吸收单笔人民币定期零售存款的门槛至 50 万元。门槛降低之后，外资银行混业经营、市场化机制、客户服务以及产品定价和创新等多项领域的优势凸显，直接对本土银行业同质化的业务模式构成威胁，压缩本土银行利润。另一方面，外资银行国际先进经验有望为我国银行业的改革和转型提供参考路径，推动我国银行业业务模式和经营效率的改善，从而提升国际竞争力。此外，随着外资银行持股比例增加，部分中小银行的股权结构或能够得以完善，从而优化公司治理。

(四) 技术革新：金融科技兴起，有望重塑行业竞争格局

当前的金融科技应用主要体现为两个方向：一是对现有业务模式下流程的改造，二是形成全新的产品和服务，实现颠覆式创新。前者可以体现为对大数据的应用和挖掘、人工智能和区块链等技术应用，以强化获客、优化客户体验，提高服务效率，主要目的在于改善银行现有业务瓶颈。例如，运用大数据挖掘客户需求与风险，从而实现定制化的服务方案，同时覆盖长尾客户；采用人工智能开展 24 小时服务，并进行产品的推荐，有助于提高效率，优化客户体验；凭借区块链来保证数据的真实可追溯，从而确保客户资产和交易的安全。后者则发力打造银行差异化竞争优势，例如基于账户体系所打造的金融生态圈，能够为客户提供借贷、投资理财、转账结算、外汇购买、保险、消费、征信、支付、咨询等一站式金融服务；智能投顾帮助中小客户获取低成本的理财咨询服务；或者纯粹输出技术，为其他无法负担技术投入的中小银行提供业务流程的优化与改造。这些均有助于改善银行业目前同质化竞争的局面，促进银行业务模式升级，重塑行业竞争格局。

五、行业面临的问题及建议

(一) 现存问题

1. 融资结构失衡，资本市场效率亟待提升

我国融资结构失衡，以间接融资为主，直接融资发展不足。截至 2021 年 11 月，我国企业债券融资占社融比重 9.53%，股票融资占比 2.98%，直接融资占比合计 12.5%。直接融资占比低，难以匹配和适应新发展阶段的实体经济需要。多层次资本市场体系仍有待进一步完善，以提升直接融资比重，拓宽实体企业融资渠道，增强服务实体经济效率。

2. 金融资源错配，民营、小微企业融资贵、融资难

民营和小微企业在我国经济发展中占据着重要的地位，但是却普遍面临着融资难、融资贵的局面。国家发改委称，截至 2017 年底，民营经济占 GDP 的比重超过了 60%，撑起了我国经济的“半壁江山”，但民营企业获得的金融支持与其对经济的贡献却是不匹配的。民营企业融资受限的主要原因在于信息不透明，同时缺乏充足的抵押担保物和隐形的政府背书，导致银行惜贷现象严重，信用传导机制不畅，民营、小微企业融资需求难以得到有效满足。

3. 金融产品创新不足，无法满足实体经济转型发展需求

在经济进入新常态的背景下，金融产品同质化问题依旧十分严重，存贷款业务等传统金融服务比重高且信贷投放偏重国有大中型企业，新兴产业、服务业和民营企业难以从原有的产品服务中获得有效的资金支持。因此，加速金融产品创新，针对不同类型的市场主体提供差异化的金融服务至关重要。未来金融产品创新需要进一步向实体倾斜，构建多元化、差异化的金融服务体系，切实降低实体企业融资成本。

(二) 建议及对策

1. 深化金融供给侧结构性改革，优化金融市场结构

深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力。根据习总书记在中共中央政治局第十三次集体学习讲话精神，我们应从优化融资结构、优化金融机构结构、优化金融市场结构及优化产品体系四点着力。我们要提高直接融资占比，在银行体系中发展民营银行、社区银行。股票市场要把好进口出口，完善上市、交易、信息披露和退市等基础制度。债券市场要丰富市场产品体系，引导民营企业运用各类债务融资工具优化融资结构。金融产品创新要适应市场需求，开发差异化、个性化、定制化金融产品，平衡好风险收益。

2. 完善机制体制，纾解民营企业和小微企业融资困境

在贯彻落实普惠金融政策导向的过程中，银行需进一步完善相关机制体制以提升向小微企业提供信贷支持和综合融资服务的能力。首先，在满足当前监管要求和控制银行自身经营风险的前提下，确保有足够的资源用于民营、小微企业贷款，例如运用永续债等方式补充资本实力，强化风险承受能力，助力资产端有序扩张，加大民营、小微信贷投放力度。其次，在民营企业和小微企业信贷投放过程中，确立合理的容错和免责机制，在平衡企业融资需求和银行资产质量的同时，避免相关人员为不可控的风险因素承担责任，建立与小微企业和民营企业

信贷相关的激励机制，提升银行员工服务小微企业和民营企业的意愿。

3. 创新融资工具，满足多样化金融需求

为满足实体企业多样化的金融需求，银行应积极创新融资工具，尤其结合民营、小微企业实际经营情况提供有针对性的服务。在传统贷款的基础上，银行可提供不同种类的质押融资方式，例如知识产权、应收账款、收费权等，有效拓宽创新型企业和服务业企业融资渠道。与此同时，银行可考虑将信贷服务与企业顾问咨询等服务相结合，有效纾解实体企业经营困难，降低实体企业违约风险，帮助实体企业做大做强。

六、投资建议及股票池

政策托底宏观经济，助力信贷稳增长和房企信用风险化解，利好银行经营环境改善。考虑到拨备计提减弱、量价压力释放以及财富管理业务的快速发展，预计银行基本面有望维持稳健，支撑板块估值修复。当前板块 PB 0.63 倍，估值处于历史低位，配置价值凸显。我们持续看好银行板块投资机会，给予“推荐”评级。个股方面，继续推荐招商银行（600036）、宁波银行（002142）、杭州银行（600926）和常熟银行（601128）。

表 2：核心推荐组合

代码	公司简称	EPS			PE		
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
600036	招商银行	3.86	4.69	5.48	12.92	10.63	9.10
002142	宁波银行	2.50	2.91	3.42	15.36	13.19	11.23
600926	杭州银行	1.17	1.46	1.75	11.24	9.01	7.51
601128	常熟银行	0.66	0.78	0.91	10.11	8.55	7.33

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

七、风险提示

宏观经济增速不及预期导致银行资产质量恶化的风险。

插图目录

图 1: 社会融资规模 (存量) 结构	3
图 2: 我国上市银行流通市值及占比	4
图 3: 我国上市银行家数	4
图 4: 中美上市银行市值占比及家数占比	5
图 5: 年初至今银行板块累计涨幅与沪深 300 对比	5
图 6: 银行 (中信) 板块历年来 PB 水平	6
图 8: 当月新增社会融资规模及存量 (亿元)	8
图 9: 单月新增社会融资规模主要分项规模 (亿元)	8
图 10: 新增人民币贷款结构规模及余额增速	9
图 11: 单月新增人民币贷款—按贷款类型与融资主体分类结构	9
图 12: 央行中期借贷便利 (MLF) 利率	10
图 13: 贷款市场报价利率 (LPR)	10
图 14: 商业银行净利润与息差	11
图 15: 商业银行总资产增速	11
图 16: 商业银行不良率和拨备覆盖率	12
图 17: 商业银行资本充足率	12
图 18: 上市银行存款总额及增速	13
图 19: 上市银行贷款行业结构	14
图 20: 上市银行中间业务收入占比	14
图 21: 互联网理财产品年化收益率	15
图 22: 招商银行各类贷款占比情况	16
图 23: 招商银行公司类和个人贷款平均收益率 (%)	16
图 24: 第三方支付与互联网理财	17

表格目录

表 1: 相关监管政策	7
表 2: 核心推荐组合	19

分析师简介及承诺

张一纬：银行业分析师，瑞士圣加仑大学银行与金融硕士，2016年加入中国银河证券研究院，从事行业研究工作，证券从业5年。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn