

## 行业研究

## 降准降息之后，货币政策聚焦“稳增长”

——银行业周报（2021.12.20-12.26）

## 要点

12月24日，人民银行货币政策委员会召开四季度例会。对比三季度，本次会议在12月连续降准降息之后召开，新闻通稿结合了中央经济工作会议最新精神，体现了较迫切的“稳增长”诉求：

**1) 加大跨周期调节与适时适度的逆周期调节相结合，着力稳定信贷增长。**12月以来，央行逆周期调节力度加大：①12月6日，在流动性尚未出现明显挤压的情形下，全面降准释放流动性1.2万亿；②12月15日，MLF减量续作并继续增加跨年资金投放；③12月20日，1Y-LPR下调5BP至3.8%；④期间，12月9日为缓解人民币升值压力，宣布上调外汇存款准备金率2个百分点，回收境内美元流动性冗余。央行短时间内同时调控“三率”（准备金率、利率、汇率）历史罕见，反映出经济“稳增长”诉求较为迫切。

另一方面，12月票据贴现、转贴现利率一路走低，从1M期品种逼近“0利率”到逐渐向6M期以上品种蔓延，反映出有效信贷需求较弱，冬储项目不足，被迫使用票据业务填充信贷规模、稳定12月信贷增长。值得重视的情况在于，长期限票据利率趋零，与银行资金成本倒挂，需要银行付出更大成本，也反映出有效需求不足的情况较为严重。作为经济增长的先导指标，金融体系信贷“稳投放”更为迫切。12月16日，央行召开金融机构货币信贷形势座谈会。我们认为**当务之急在于稳定明年开年信贷增长**，阻断“需求—预期”的下行循环，而货币政策前期操作落脚点应在于稳定总需求和释放宽松信号。

**2) 货币政策工具总量稳定和结构发力，“稳信用”落脚点清晰。**货币政策着力“稳增长”需要明确抓手，在总量投放相对稳定的情形下，2022年“稳信用”的落脚点主要在于：

①普惠小微投放要继续“量稳、价降”，大型银行料继续发挥“头雁作用”。结构性政策支持力度不减，在前期给定增加的3000亿支小再贷款外，将两项直达实体经济货币政策工具转换为支持普惠小微企业和个体工商户的市场化政策工具；

②绿色贷款投放维持高增，碳减排支持工具“精准发力”，预计今年年内落地。初步测算2021-22年或提供5000-9000亿元低成本资金支持。此外，后续将有2000亿支持煤炭清洁高效利用专项再贷款落地；

③支持住房合理需求，涉房类融资多增无虞，增速从8.6%向一般贷款增速收敛。下一阶段，房地产政策取向有必要从稳融资性现金流向稳定销售过渡。恢复销售对于维持房企正常经营意义重大，按揭贷款将“量增价降”，开发贷“浮出水面”，甚至不排除进一步出台销售端非金融领域刺激性手段；

④基建有效投资启动是稳定今冬明春经济的核心抓手，积极的财政政策“早启动、早见效”，有助于推动明年一季度实现良好的“稳信用”。

**银行板块表现与投资逻辑：**本周A股银行指数下跌0.8%，小幅跑输沪深300指数0.08pct；除紫金(+5.3%)、成都(+3.3%)等涨幅相对较好外，整体表现偏弱。站在当前时点，我们对于银行股投资不必悲观，未来一个季度银行板块的核心驱动要素可能在于：1)“宽信用”推动的强度如何；2)房地产企业风险是否进一步发酵。我们对以上两点因素在明年一季度的情况相对乐观。

**风险提示：**经济下行压力难以扭转；房地产风险出现反复。

## 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@ebsecn.com

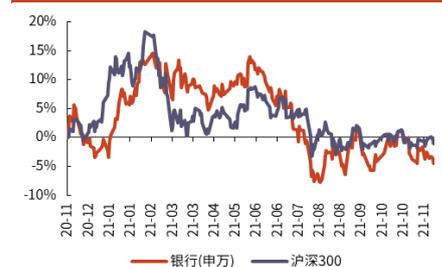
分析师：董文欣

010-57378035

执业证书编号：S0930521090001

dongwx@ebsecn.com

## 行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

信用卡告别“跑马圈地”时代——银行业周报（2021.12.13-12.19）

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）

三季报综述：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）

银行业三季报前瞻：业绩有支撑、估值有修复——银行业周报（2021.10.11-10.17）

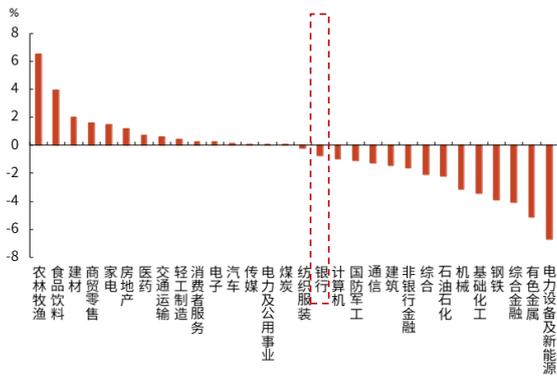
# 1、行业走势与板块估值

## 1.1、一周市场回顾

**A 股：**本周银行指数下跌 0.8%，沪深 300 指数下跌 0.7%，银行指数跑输沪深 300 指数 0.08pct。**分行业来看**，农林牧渔(+6.5%)、食品饮料(+3.9%)、建材(+2.0%)等板块领涨，银行板块排名第 17/30。**个股表现上**，除紫金银行(+5.3%)、成都银行(+3.3%)、中信银行(+1.8%)、郑州银行(+1.6%)、建设银行(+1.4%)等涨幅相对较好外，整体表现偏弱。

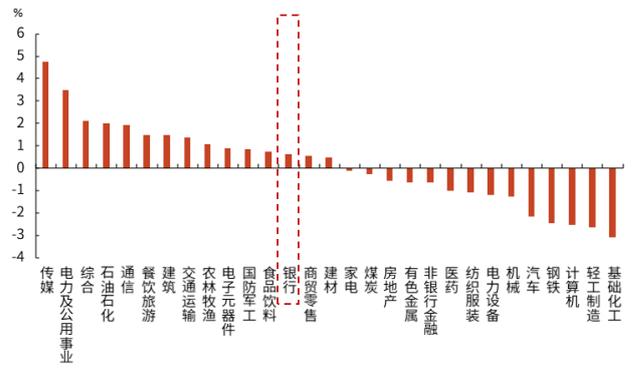
**H 股：**银行板块本周上涨 0.6%，恒生中国企业指数下跌 0.2%，银行指数跑赢恒生中国企业指数 0.80pct。**分行业来看**，传媒(+4.7%)、电力及公用事业(+3.5%)、综合(+2.1%)等板块跑出相对收益，银行板块排名第 13/29。**个股表现上**，青岛银行(+14.9%)、民生银行(+2.7%)、工商银行(+2.1%)、重庆银行(+1.6%)、徽商银行(+1.6%)等涨幅居前。

图 1：A 股银行板块与各主要行业本周涨跌幅对比



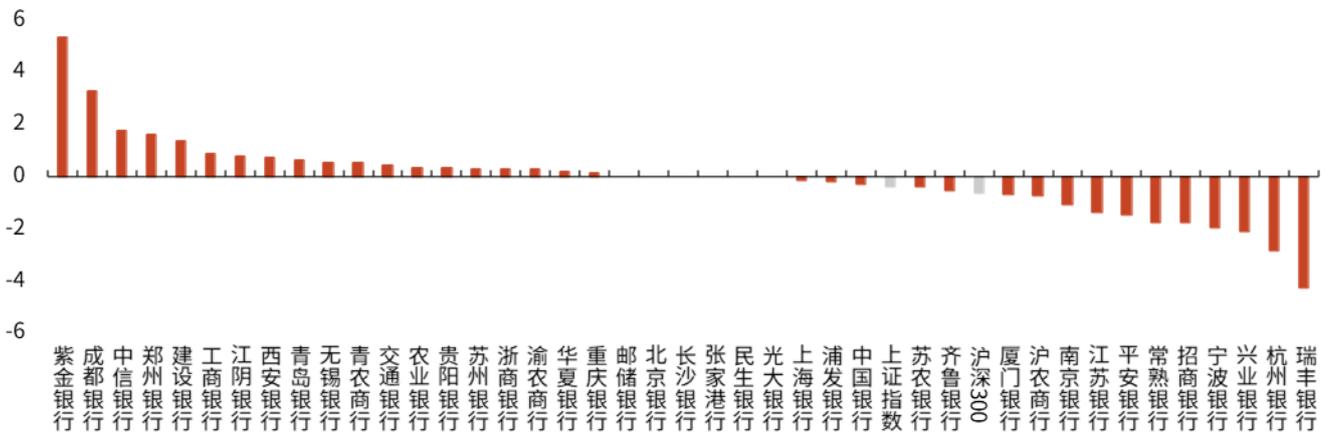
资料来源：Wind，光大证券研究所

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 1: 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	紫金银行	5.3%	青岛银行	14.9%
2	成都银行	3.3%	民生银行	2.7%
3	中信银行	1.8%	工商银行	2.1%
4	郑州银行	1.6%	重庆银行	1.6%
5	建设银行	1.4%	徽商银行	1.6%
6	工商银行	0.9%	农业银行	1.1%
7	江阴银行	0.8%	建设银行	0.9%
8	西安银行	0.7%	中信银行	0.9%
9	青岛银行	0.6%	渣打集团	0.9%
10	无锡银行	0.5%	大新金融	0.9%

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

## 1.2、 板块估值

截至 12 月 24 日, A 股银行板块整体 PB 为 0.63 倍 (较上周-0.1%)、H 股银行板块整体 PB 为 0.46 倍 (较上周+0.5%)。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 0.79 倍 (较上周-0.8%)、股份行 0.77 倍 (较上周-1.1%)、农商行 0.68 倍 (较上周-0.3%)、国有行 0.56 倍 (较上周+0.6%)。

图 4: A 股银行板块 PB 走势



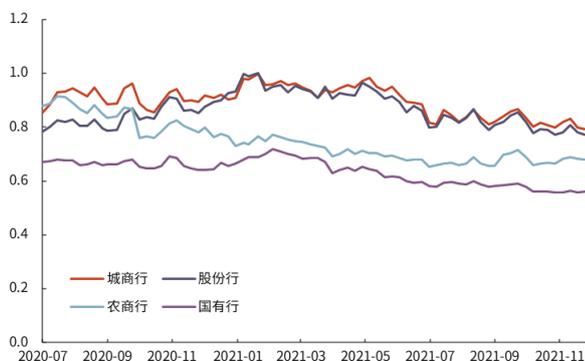
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据截至 2021 年 12 月 24 日

图 5: H 股银行板块 PB 走势



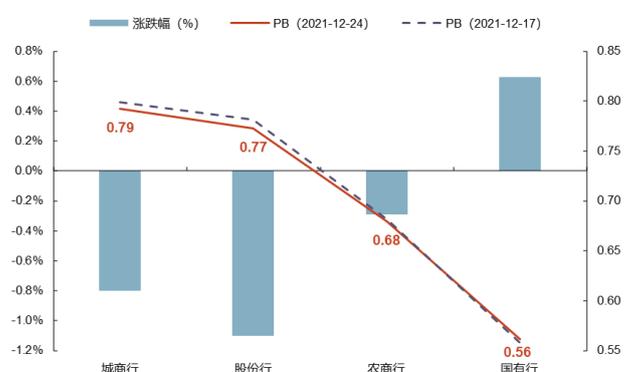
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据截至 2021 年 12 月 24 日

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 24 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 2：上市银行个股行情表现（A 股及 H 股）

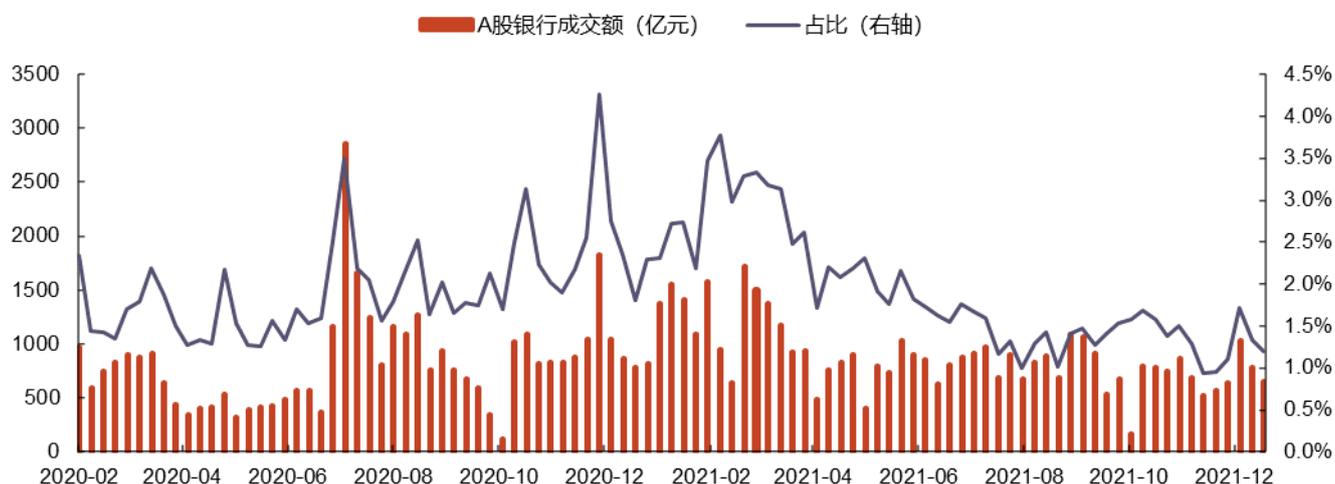
代码	银行名称	最新收盘价	价格表现					估值水平			
		2021/12/24	过去1周变动 (%)	过去1个月变动 (%)	过去3个月变动 (%)	年初以来变动 (%)	市净率 (P/B)		市盈率 (P/E)		
							2020	2021E	2020	2021E	
<b>A股银行</b>											
601988.SH	中国银行	3.05	-0.3%	-0.7%	0.0%	2.0%	0.48	0.47	4.26	4.29	
601288.SH	农业银行	2.94	0.3%	0.0%	0.0%	-0.6%	0.51	0.49	4.34	4.43	
601398.SH	工商银行	4.65	0.9%	0.4%	0.2%	-1.7%	0.59	0.57	4.89	4.87	
601939.SH	建设银行	5.91	1.4%	1.5%	-0.3%	-0.7%	0.61	0.59	4.97	5.04	
601328.SH	交通银行	4.55	0.4%	-1.9%	1.6%	8.8%	0.44	0.42	3.76	3.97	
601658.SH	邮储银行	5.28	0.0%	2.1%	6.7%	15.3%	0.79	0.78	6.43	6.42	
601818.SH	光大银行	3.32	0.0%	-0.9%	-1.2%	-11.7%	0.49	0.48	4.14	4.15	
000001.SZ	平安银行	17.31	-1.5%	-3.2%	-0.2%	-9.8%	1.05	1.00	9.42	9.33	
600000.SH	浦发银行	8.54	-0.2%	-1.0%	-5.3%	-7.3%	0.46	0.45	4.55	4.34	
601166.SH	兴业银行	19.07	-2.1%	5.2%	6.4%	-4.9%	0.69	0.67	5.03	5.00	
600036.SH	招商银行	49.86	-1.8%	-3.7%	2.2%	16.3%	1.78	1.72	11.00	10.73	
601998.SH	中信银行	4.61	1.8%	2.2%	1.3%	-5.0%	0.46	0.44	4.19	4.17	
601916.SH	浙商银行	3.50	0.3%	1.7%	-0.8%	-10.5%	0.61	0.59	5.84	5.72	
600015.SH	华夏银行	5.59	0.2%	-0.7%	-0.7%	-6.0%	0.37	0.36	3.68	3.88	
600016.SH	民生银行	3.89	0.0%	-0.3%	-0.5%	-21.6%	0.35	-	5.25	-	
002142.SZ	宁波银行	38.39	-2.0%	3.3%	18.3%	15.2%	1.76	2.08	14.02	13.73	
002936.SZ	郑州银行	3.16	1.6%	4.4%	0.1%	-22.1%	0.54	-	8.15	-	
002948.SZ	青岛银行	4.72	0.6%	0.4%	-1.0%	-17.6%	0.88	0.87	7.59	7.52	
002966.SZ	苏州银行	6.75	0.3%	-0.7%	-1.0%	-9.4%	0.71	0.71	7.67	7.36	
600926.SH	杭州银行	13.15	-2.9%	-9.6%	-11.1%	-9.8%	1.12	1.08	9.07	8.99	
601009.SH	南京银行	8.92	-1.1%	-3.3%	-0.7%	14.7%	0.84	0.81	5.81	5.73	
600919.SH	江苏银行	5.78	-1.4%	-4.5%	2.8%	10.5%	0.58	0.56	4.56	4.56	
600928.SH	西安银行	4.33	0.7%	0.9%	-1.8%	-19.0%	0.72	0.70	6.88	6.82	
601187.SH	厦门银行	6.87	-0.7%	0.0%	-12.1%	-46.9%	0.93	0.91	8.71	8.86	
601577.SH	长沙银行	7.84	0.0%	0.0%	-6.1%	-14.6%	0.66	0.69	5.14	5.09	
601229.SH	上海银行	7.14	-0.1%	-1.5%	-1.5%	-4.2%	0.56	0.54	4.51	4.39	
601169.SH	北京银行	4.42	0.0%	-0.2%	0.9%	-2.6%	0.44	0.42	4.05	4.04	
601838.SH	成都银行	11.96	3.3%	2.4%	-1.6%	16.1%	0.99	0.93	6.21	5.90	
601997.SH	贵阳银行	6.51	0.3%	-0.2%	-2.1%	-14.7%	0.52	0.57	3.96	3.86	
601963.SH	重庆银行	8.82	0.1%	1.8%	1.6%	-	0.73	-	6.66	-	
600908.SH	无锡银行	5.67	0.5%	-0.2%	-4.4%	-3.7%	0.82	0.79	7.01	6.93	
603323.SH	苏农银行	4.86	-0.4%	0.4%	-6.2%	1.3%	0.68	0.68	7.92	7.95	
002958.SZ	青农商行	3.85	0.5%	0.5%	-2.0%	-21.6%	0.75	0.74	6.64	6.38	
002839.SZ	张家港行	5.72	0.0%	-0.9%	0.5%	-3.4%	0.89	0.88	8.56	8.40	
002807.SZ	江阴银行	3.83	0.8%	1.9%	-1.3%	-6.5%	0.69	0.66	7.19	6.88	
601077.SH	渝农商行	3.84	0.3%	0.0%	-1.3%	-10.0%	0.44	0.43	4.65	4.65	
601860.SH	紫金银行	3.37	5.3%	6.0%	2.1%	-17.8%	0.80	0.78	8.38	7.91	
601128.SH	常熟银行	6.67	-1.8%	-3.5%	9.3%	-7.1%	0.95	0.92	8.84	8.54	
601665.SH	齐鲁银行	5.60	-0.5%	2.0%	-2.1%	-	0.99	0.99	9.24	8.97	
601528.SH	瑞丰银行	11.13	-4.3%	1.2%	10.6%	-	1.27	-	13.91	-	
601825.SH	沪农商行	6.73	-0.7%	-0.6%	-6.2%	-	0.71	0.70	6.81	7.09	
<b>H股银行</b>											
3988.HK	中国银行	2.76	0.7%	-1.1%	1.8%	12.6%	0.36	0.35	3.41	3.13	
1288.HK	农业银行	2.67	1.1%	1.1%	2.7%	1.3%	0.38	0.37	3.42	3.27	
1398.HK	工商银行	4.38	2.1%	3.1%	4.5%	-7.0%	0.41	0.44	3.94	3.70	
0939.HK	建设银行	5.36	0.9%	3.3%	-1.1%	-2.8%	0.45	0.44	3.83	3.68	
3328.HK	交通银行	4.64	0.0%	-2.9%	4.7%	22.1%	0.37	0.35	3.36	3.24	
1658.HK	邮储银行	5.67	-0.7%	3.5%	11.2%	36.2%	0.69	0.68	5.96	5.64	
6818.HK	中国光大银行	2.73	0.4%	-2.2%	2.2%	0.5%	0.33	0.32	2.99	2.78	
3968.HK	招商银行	61.65	-1.6%	-3.1%	5.8%	28.8%	1.80	1.73	11.49	11.26	
0998.HK	中信银行	3.39	0.9%	-2.0%	1.2%	11.5%	0.27	0.26	2.72	2.49	
1988.HK	民生银行	3.01	2.7%	-4.1%	0.7%	-27.2%	0.22	-	3.77	-	
2016.HK	浙商银行	3.26	-0.6%	3.2%	-1.8%	-9.6%	0.41	0.44	4.89	4.29	
9668.HK	渤海银行	1.98	-1.0%	-25.0%	-30.8%	-59.8%	0.27	-	3.76	-	
1963.HK	重庆银行	4.33	1.6%	-1.1%	0.5%	-2.8%	0.29	-	2.92	-	
3866.HK	青岛银行	4.54	14.9%	9.4%	17.0%	6.7%	0.69	0.69	7.39	5.81	
6196.HK	郑州银行	1.70	-0.6%	2.2%	2.2%	-6.5%	0.28	-	4.31	-	
1916.HK	江西银行	2.73	-3.2%	-14.7%	-19.7%	-17.9%	0.37	-	7.08	-	
3698.HK	徽商银行	2.62	1.6%	0.8%	1.2%	3.1%	0.29	-	3.13	-	
1551.HK	广州农商行	3.21	-0.6%	7.0%	7.0%	-1.1%	0.50	-	6.77	-	
3618.HK	重庆农村商业银行	2.70	0.7%	-0.7%	-2.9%	-7.5%	0.24	0.25	2.72	2.65	
0440.HK	大新金融	23.20	0.9%	-7.6%	-1.1%	10.4%	0.25	-	5.73	-	
2356.HK	大新银行集团	6.62	0.6%	-8.8%	-7.9%	-13.6%	0.32	-	5.61	-	
2388.HK	中银香港	25.05	0.6%	1.4%	10.6%	11.6%	0.90	0.87	11.10	10.12	
0011.HK	恒生银行	143.80	0.0%	-0.1%	9.7%	12.0%	1.50	-	17.61	-	
0023.HK	东亚银行	11.14	0.4%	-6.5%	-9.0%	-30.0%	0.32	0.32	8.24	8.01	
2888.HK	渣打集团	45.30	0.9%	-4.3%	-0.9%	-6.4%	0.38	0.45	14.55	7.87	
0005.HK	汇丰控股	46.45	0.1%	2.1%	17.0%	18.3%	0.62	0.67	10.82	9.43	

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=0.8167CNY。

## 2、资金动向

**成交量与成交金额：**银行板块本周成交量 84.87 亿股，成交量占全部 A 股的 1.88%，各行业板块中排名 20/30，处于中等水平；成交金额 649.16 亿元，成交金额占全部 A 股的 1.19%，各行业板块中排名 23/30，处于中等水平。

图 8：A 股银行板块成交金额与占比

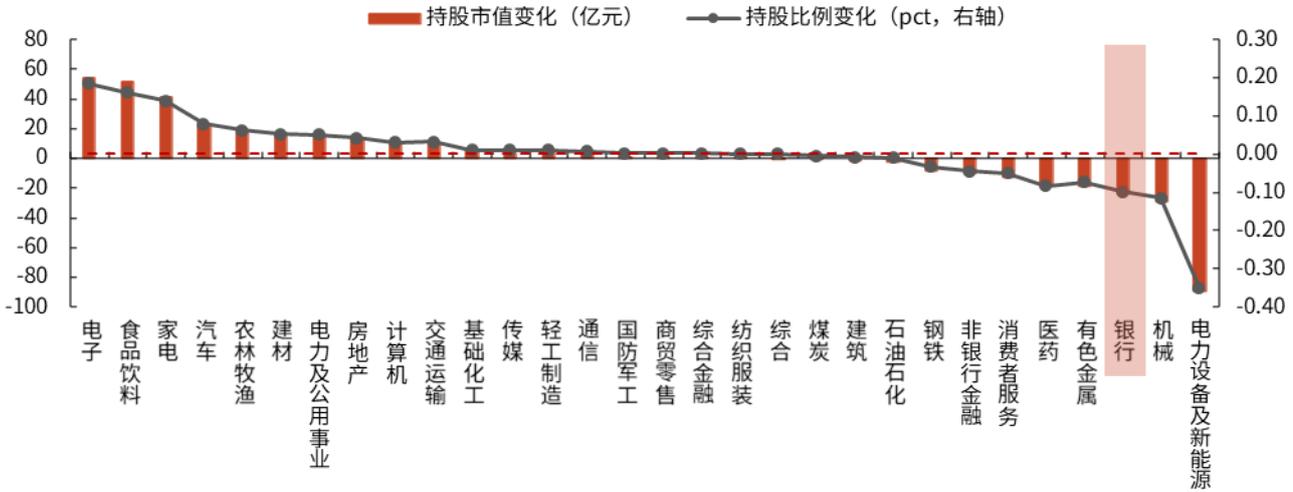


资料来源：Wind，光大证券研究所

**北向资金：**北向资金本周累计净流出 12.21 亿元（合计买入 2008.07 亿元，合计卖出 2020.28 亿元），年初至今累计流入 16199.09 亿元。从持仓总市值变化看，增加额居前的行业为电子、食品饮料、家电，北向资金持有银行股市值减少 23.69 亿元，各行业板块中排名第 28/30；持仓比例变化上，当前对 A 股银行板块持仓比例为 6.81%，较上周减少 0.10pct。个股方面，增持较多的主要是宁波银行、邮储银行。

**南向资金：**南向资金本周累计净流入 133.21 亿港元（合计买入 655.88 亿港元，合计卖出 522.68 亿港元），年初至今累计流入 21865.11 亿港元。从持仓总市值变化看，增加额居前的行业为传媒、电力及公用事业、银行，南向资金持有银行股市值增加 44.73 亿港元，各行业板块中排名第 3/29；持仓比例变化上，当前对 H 股银行板块持仓比例为 18.05%，较上周减少 0.07pct。个股方面，增持较多的主要是建设银行、工商银行。

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



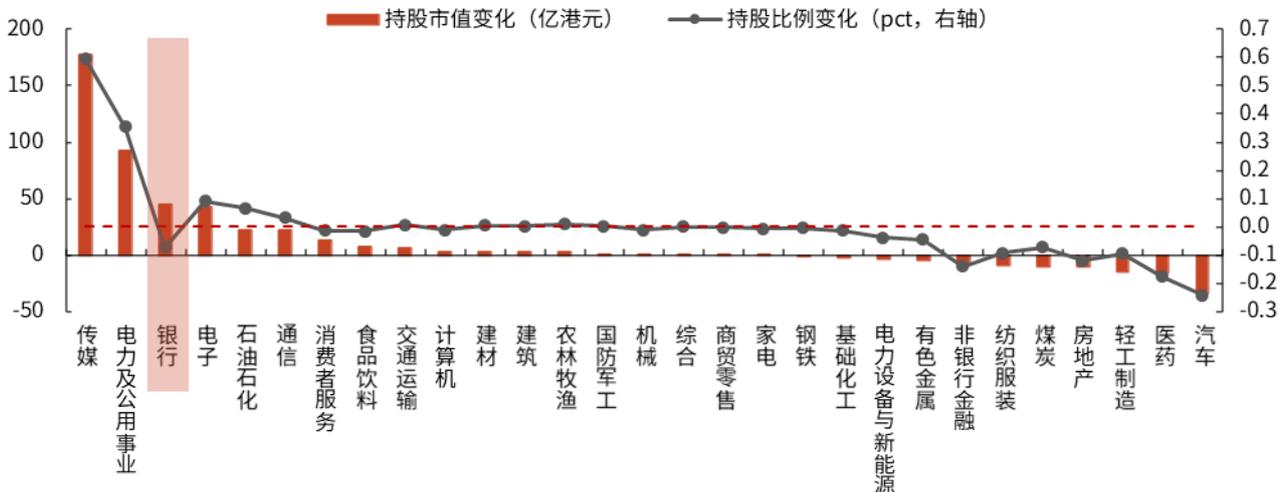
资料来源：Wind，光大证券研究所

表 3：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	宁波银行	2.21	平安银行	-9.51	平安银行	9.1%
2	邮储银行	1.45	招商银行	-5.50	招商银行	6.0%
3	江苏银行	1.35	兴业银行	-2.15	宁波银行	5.7%
4	工商银行	1.29	北京银行	-0.20	成都银行	4.7%
5	建设银行	0.93	南京银行	-0.18	常熟银行	4.6%
6	农业银行	0.67	成都银行	-0.16	北京银行	3.4%
7	中国银行	0.66	上海银行	-0.15	兴业银行	3.1%
8	杭州银行	0.62	浦发银行	-0.14	江苏银行	3.1%
9	民生银行	0.40	华夏银行	-0.10	上海银行	2.6%
10	渝农商行	0.18	厦门银行	-0.08	张家港行	2.5%

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 4：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	4.53	农业银行	-0.98	建设银行	10.1%
2	工商银行	2.17	招商银行	-0.67	汇丰控股	9.3%
3	汇丰控股	0.86	邮储银行	-0.64	重庆农村商业银行	7.5%
4	中信银行	0.37	交通银行	-0.17	工商银行	6.7%
5	恒生银行	0.29	中国银行	-0.08	中信银行	5.8%
6	民生银行	0.28	青岛银行	-0.02	民生银行	4.4%
7	中银香港	0.18	东亚银行	-0.01	重庆银行	3.1%
8	重庆农村商业银行	0.17	郑州银行	-0.01	浙商银行	2.4%
9	中国光大银行	0.12	浙商银行	0.00	郑州银行	2.2%
10	重庆银行	0.07	大新银行集团	0.00	中国光大银行	2.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所，12月24日汇价 1HKD=0.8167CNY

### 3、行业动态及上市银行要闻

#### ■ 人民银行货币政策委员会召开 2021 年第四季度例会

会议指出，当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻和不确定，国内经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。要稳字当头、稳中求进，加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，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适度，增强前瞻性、精准性、自主性，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，更加主动有为，加大对实体经济的支持力度，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，增强经济发展韧性，稳定宏观经济大盘。

#### ■ 人民银行披露 2021 年 11 月份金融市场运行情况

11 月份，债券市场共发行各类债券 63426.1 亿元。其中，国债发行 6697.6 亿元，地方政府债券发行 6803.8 亿元，金融债券发行 10131.1 亿元，公司信用类债券发行 14214.2 亿元，信贷资产支持证券发行 1296.5 亿元，同业存单发行 23936.7 亿元。银行间货币市场成交共计 119.7 万亿元，同比增加 44.1%，其中，质押式回购成交 108.2 万亿元；买断式回购成交 4317.3 亿元。

#### ■ 国务院总理李克强主持召开国务院常务会议

会议指出，今年我国进出口快速增长，为稳定经济增长作出重要贡献。但当前外贸面临不确定不稳定不平衡因素增多。要按照中央经济工作会议要求，进一步扩大开放，针对困难挑战推出应对举措，做好跨周期调节，助企纾困特别是扶持中小微企业，努力保订单、稳预期，促进外贸平稳发展。会议指出，经过国际国内相关方共同努力，《区域全面经济伙伴关系协定》将于 2022 年 1 月 1 日正式生效实施。要支持企业抓住协定实施的契机，增强参与国际市场竞争能力，进一步提升贸易和投资发展水平，倒逼国内产业升级。

#### ■ 建设银行股东大会审议通过永续债、二级资本债发行议案

12 月 20 日，建设银行股东大会审议通过永续债、减记型合格二级资本工具发行议案，两者发行规模均不超过 1200 亿元人民币。

#### ■ 紫金银行触发稳定股价措施

截至 12 月 21 日，紫金银行股票已连续 20 个交易日的收盘价低于公司最近一期经审计并调整后的每股净资产，达到触发稳定股价措施启动条件，公司董事会将在 10 日内召开董事会、25 日内召开股东大会，审议稳定股价具体方案。

### ■ 长沙银行股东兴业投资减持数量已过半

长沙银行于 12 月 22 日发布公告称，截至 12 月 19 日，公司股东兴业投资已减持 1800 万股股份，减持后兴业投资持股比例降至 5.02%，本次减持计划减持数量已过半。

## 4、近期重点报告及核心观点

### ■ LPR 究竟该不该调？——流动性观察第 80 期

(报告发布日期：2021 年 12 月 21 日)

**定量测算：负债成本改善尚不足以驱动 LPR 下调 5bp，报价可能考虑了非市场化因素。**综合降准置换 MLF、存款利率报价机制改革以及各类定向工具的影响来看：**(1) 若采用全成本法测算**，近两次 LPR 出现下调期间，报价行综合负债成本改善幅度为-1.36bp；7 月份降准至今，改善幅度为 3.80bp。**(2) 若采用边际成本法测算**，2021 年 11 月 20 日-2021 年 12 月 19 日期间，报价行综合负债成本改善幅度为 1.57bp。综合来看，尽管央行推出的各类支持政策，但若基于商业化原则，银行下调 LPR 报价的意愿并不充分，负债成本改善的累计效应不应触发 LPR 调整。**对于在 12 月 MLF 利率并未出现调整，1Y-LPR 依然出现 5bp 下调，我们认为：报价行在报价过程中可能考虑了非市场化因素，这种方式也会带来净息差的挤压，从而需要在未来进一步加强负债成本管控。**

**5Y-LPR 报价予以调整的必要性强。**在当前情况下，5Y-LPR 下调的必要性更大：**1) LPR 曲线已较为陡峭，5Y 与 1Y-LPR 利差不断扩大。**我国 5Y-LPR 报价包含了较强的产业政策，即承担了一定的房地产市场调控职能，但弱化了 LPR 的市场化形成机制。**2) 5Y-LPR 高位导致首套刚需贷款居民负担较重，可能影响居民合理住房需求。**2017 年以后购房的首套“刚需”人群，是存量按揭贷款的主导力量，有超过 9 成的人群为首套置业。因此，5Y-LPR 贷款利率维持高位可能导致首套“刚需”人群受到误伤，从而可能影响居民合理住房需求。从满足居民合理住房需求角度来看，5Y-LPR 仍有必要下调。**3) 稳定房地产销售，是现阶段化解存量风险和防范增量风险的重要抓手。**有必要通过下调 5Y-LPR 促进销售回归常态，实现房地产企业杠杆向居民端迁徙。

**稳定银行负债成本，OMO 利率存在下调空间。**目前银行对公贷款利率为 4.60%左右，对部分企业贷款的 EVA 趋近于 0，部分对公贷款投放已基本不创造经济价值，可能会降低部分负债成本偏高的银行的信贷投放意愿，在资产配置中更倾向于配置债券类资产。未来，让利实体经济的空间，很大程度上取决于负债成本的控制。在收益率曲线的短端，以 OMO 为基准锚的资金市场利率远高于高质量核心存款利率，需要通过下调 OMO 利率，并加强通知存款、协定存款等“类活期产品”的限额管理方式，降低银行综合负债成本。

**市场影响。**从 1Y-LPR 下调后的市场反应来看，无论是银行股还是债券市场，总体较为平淡：**一是 MLF 利率并未下调**，央行无意于进一步通过“价”释放宽松信号。**二是 5Y-LPR 未调整**，房地产融资并无“增量信息”。**三是 LPR 曲线进一步陡峭化**，短期内再度宽松的预期有所减弱。**对于银行股而言**，本次下调 1Y-LPR 对股价影响相对有限。中央经济工作会议要求财政支出加快进度，首批 1.46 万亿地方政府专项债额度已下达，一揽子的稳增长政策正在推出，料后续基建投资有望触底反弹，有助于银行项目储备的恢复，2022 年按揭额度有望适度增加，开发贷“浮出水面”，宽信用进程逐步推进，利好银行股表现。**对于债券市场而言**，在 MLF 利率未动情况下，LPR 下调对利率并不形成利多效应，这一点在 12 月 20 日债券市场上表现较为明显，全天利率呈现震荡态势。

## 5、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是重要变量，但在一揽子政策安排下，预计风险整体可控；

## 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的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