

经济复苏趋势强化，布局财富赛道和区域龙头个股

——银行业 2022 中期投资策略

报告摘要：

► 2022 上半年行业经营五大特征

- 1) 宽货币宽信用环境下，生息生产保持较快增长。银行业 5 月总资产同比增 9.3%，较年初提升 1.3pct，大行和城农商行增速提升明显，股份行受限于零售和地产业务资产获取压力规模增长乏力。上半年信贷总量多增，但结构表现不强，6 月数据开始边际改善。同时信贷投放倾斜小微、制造业等重点领域。
- 2) 降息叠加需求收缩下，息差明显收窄。资产端：降息周期下，资产端定价受政策引导，叠加信贷有效需求不足和投放结构的扰动，收益率持续下行；负债端：面临定期化趋势，但也有低市场利率和存款定价机制改革的积极因素对冲。
- 3) 资产质量潜在压力提升，行业和区域分化。前期不良出清较为充分，当前资产质量表现指标保持稳健，但疫情反复和部分房企债务违约等因素影响下，结构性和潜在的资产质量压力提升。
- 4) 中小银行经营形势压力相对突出。中小银行风险抵御能力偏弱，经济下行冲击下，在盈利能力、资产定价、资产质量等方面的压力显性化。
- 5) 非息收入增长乏力。一方面财富管理类中收难延上年高增态势；另一方面居民生活受限、消费不佳，一定程度上影响消费类中收；股债市场的波动也一定程度上拖累投资收益。

► 下半年行业经营形势四大看点

- 1) 经济复苏提升有效信贷需求。高频指标虽然尚未完全恢复至疫情前，但边际改善趋势已得到验证，房地产行业销售数据阶段性修复，财政政策靠前发力也将提振下半年配套融资。6 月以来转贴现利率水平回升，预计企业端票据冲量需求有所减弱，且企业中长贷同比变动转正，企业端宽信用逐步落地显效。我们预计全年新增信贷投放 21 万亿元左右，保持双位数增速。下半年居民生产生活有效恢复下，零售信贷业务也将逐步修复。
- 2) 资产负债结构调整空间提升，息差有望企稳。上半年资产荒背景下，信贷规模和定价受抑制，结构上可调整空间有限；下半年需求端修复下调整空间拓宽。企业端票据冲量需求弱化，贴现利率回升的同时，对公中长期贷款加快投放；零售向高收益消费贷和小微经营贷倾斜，都有助于拉动整体资产端提升。叠加存款利率市场化改革推进下，存款的结构和定价都有改善空间。
- 3) 信用风险企稳，但中小银行区域分化仍将持续。经济底部确认，企业盈利改善保障偿债能力；地产相关风险获政策多方化解，不发生系统性风险是底线；零售方面，信用卡不良可控。总体信用风险企稳的同时，区域分化格局也将延续。经济强省区域融资需求较为旺盛，东北和西部地区需求较弱，且债券违约率较高，反映一定的区域信用风险压力。
- 4) 现金理财加速整改，理财公司“于变局中开新局”。大财富管理是银行业中长期发展逻辑，下半年现金管理产品整改过渡期收

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

尾，同时上半年的“破净潮”已经逐步修复，理财发行量有所企稳，有望带动后续规模提升。理财子公司业态崛起，已经成为市场的绝对主体，目前共 29 家获批筹建、27 家开业，2022Q1 产品存续规模 17.27 万亿元，市场份额占比 61%。

► 投资策略：把握经济修复逻辑，布局优质个股

今年以来截至 7 月 26 日，A 股银行板指下跌 5.1%，跑赢沪深 300 指数 8.9pct，排名 10/30。一季度信贷投放开门红叠加年报业绩兑现支撑银行板块获超额收益；3 月受疫情多发冲击，经济下行期市场大幅回调，银行板块获得相对收益，体现较强的防御属性；之后伴随疫情改善、市场情绪回暖，但成长风格占优，同时受地产风险蔓延影响，信用风险悲观预期主导下，银行板块指数回落。个股方面，成都（+37.4%）、江阴（+34.9%）和江苏银行（+33.8%）涨幅超 30% 排名居前，有良好的区域经济环境赋能，部分也处于转债转股期，股份行则普遍下跌。

因此，我们认为目前板块估值水平对应静态 PB(LF) 在 0.57 倍左右，处于历史底部，已经较为充分的反映了市场对经济或者行业信用风险的悲观预期，未来在预期边际改善下，板块估值空间上修，因此建议把握经济修复逻辑，积极布局超跌优质个股。

个股方面建议关注三条投资主线：

- 1) 偏大资管大零售的个股：占据财富管理主赛道，同时受益于零售业务改善发力。关注财富管理业务发力早、客群基础扎实的招商银行；以及综合实力较强、未来成长空间广的平安、兴业银行等；
- 2) 区域逻辑相对坚挺以及经营能力优异的银行：区域优势突出、经营优异的银行业绩确定性高，兼具高成长和高盈利性。关注宁波、成都、杭州、无锡、常熟银行等。
- 3) 另外建议积极关注低估值的稳健个股：邮储、青岛银行等。

► 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) 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	股票	收盘价	投资	BPS (元)				P/B			
代码	名称	(元)	评级	2020A	2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	2023E
600036.SH	招商银行	36.33	买入	25.36	29.01	32.71	37.02	1.43	1.25	1.11	0.98
000001.SZ	平安银行	12.91	买入	15.16	16.77	18.99	21.30	0.85	0.77	0.68	0.61
601166.SH	兴业银行	17.90	买入	25.50	28.65	31.86	35.55	0.70	0.62	0.56	0.50
002142.SZ	宁波银行	32.55	买入	15.70	20.38	23.20	26.61	2.07	1.60	1.40	1.22
601838.SH	成都银行	15.86	买入	11.08	12.72	14.51	16.70	1.43	1.25	1.09	0.95
600908.SH	无锡银行	6.09	买入	7.56	8.48	9.32	10.39	0.81	0.72	0.65	0.59
601128.SH	常熟银行	7.71	买入	6.55	7.22	8.29	9.16	1.18	1.07	0.93	0.84
002948.SZ	青岛银行	3.49	买入	4.97	5.50	5.92	6.43	0.70	0.64	0.59	0.54

资料来源：万得资讯，华西证券研究所

正文目录

1. 2022上半年行业经营面五大特征	5
1.1. 宽货币宽信用环境下，生息生产保持较快增长	5
1.2. 降息叠加需求收缩下，息差明显收窄	8
1.3. 资产质量潜在压力提升，行业和区域分化	11
1.4. 中小银行经营形势压力相对突出	12
1.5. 非息收入增长乏力	14
2. 下半年行业经营形势四大看点	16
2.1. 经济复苏提升有效信贷需求	16
2.2. 资产负债结构调整空间提升，息差有望企稳	18
2.3. 信用风险企稳，但中小银行区域分化仍将持续	19
2.4. 现金理财加速整改，理财子公司“于变局中开新局”	23
3. 投资策略：把握经济修复逻辑，布局优质个股	26
3.1. 板块回顾	26
3.2. 投资建议	28
4. 风险提示	28

图表目录

图 1 年初以来银行业资产扩表增速持续上行	5
图 2 大行和城农商行增速提升明显，股份行略显乏力	5
图 3 2022上半年社融总体同比多增	6
图 4 6月社融和贷款增速均企稳回升	6
图 5 余额增速：对公贷款增速超过居民贷款	6
图 6 上半年增量：居民短贷和中长贷均同比大幅少增	6
图 7 余额增速：对公短贷和票据增速上行	7
图 8 上半年增量：对公贷款呈现票据冲量格局	7
图 9 6月企业中长贷同比回归正增	7
图 10 6月以来转贴现利率企稳并小幅回升	7
图 11 支农支小再贷款支持力度加码	8
图 12 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 13 22Q1 商业银行净息差 1.97%，环比降低 11BP	8
图 14 披露一季度净息差的 24 家上市银行中 16 家环比回落	8
图 15 LPR 报价：上半年两次非对称下降	9
图 16 上半年贷款需求指数整体下行	9
图 17 22Q2 一般贷款带动总加权平均利率环比降 11BP	10
图 18 年初以来存款增长良好，存贷款增速差收敛	10
图 19 存款定期化程度加深	10
图 20 准备金率：4月全面降准 25BP+定向降准 25BP	11
图 21 票据贴现利率和同业存单利率利差走阔	11
图 22 22Q2 商业银行不良率延续下行	11
图 23 22Q1 商业银行关注类贷款规模微升占比创新低	11
图 24 上市银行房地产行业贷款不良暴露增加	12
图 25 东北及西部地区银行业不良率偏高	12
图 26 一季度城农商行息差降幅更显著	13
图 27 普惠小微贷款：大银行市场份额占比上行	13
图 28 大行存款增速提升幅度高于中小银行	13
图 29 中小银行存款定期化程度较高	13
图 30 一季度城商行净利润增速降至负值	13
图 31 一季度城农商行 ROA 同比下行	13
图 32 22Q1 城商行不良率上行，农商行高位回落	14

图 33	城商行拨覆率连续两个季度下行，农商行偏低	14
图 34	22Q1 上市银行手续费和投资类收入增速均回落	15
图 35	22Q1 上市银行手续费净收入/营收同比回落	15
图 36	上半年合计新发基金份额仅为上年同期的 40%	15
图 37	2022Q1 第三方移动支付市场交易规模环比回落	15
图 38	二季度 GDP 增速回落	16
图 39	工业增加值增速 5 月转正、6 月升至 3.9%	16
图 40	地产开发投资增速转负，制造业投资显韧性	17
图 41	6 月工业企业营收和利润累计增速环比走平，单月利润增速转正	17
图 42	6 月整体 PMI 回升至荣枯线上	17
图 43	6 月社零消费增速弱反弹	17
图 44	6 月以来转贴现利率企稳并小幅回升	18
图 45	6 月中下旬以来商品房成交规模阶段性回升	18
图 46	Q1 贷款环比增幅：对公高增，零售趋缓	19
图 47	22Q1 贷款增量中对公贷款增量占比高达 88%	19
图 48	短端资金利率偏离利率走廊持续低位运行	19
图 49	同业存单利率 4 月以来下台阶	19
图 50	规上工业企业利息保障倍数回升	20
图 51	5 月亏损企业占比已有回落	20
图 52	房地产行业违约境内债统计：大幅上行	20
图 53	房企到期债券规模：趋势下行	20
图 54	1-6 月房地产项目公司商票逾期情况	21
图 55	房地产业违约债券余额和违约率较高（7/25）	21
图 56	上市银行涉及“停贷事件”公告情况汇总	21
图 57	东北和西部地区债券违约率偏高（7/25）	22
图 58	一季度沿海地区融资需求保持旺盛，东北和西部地区相对较弱	22
图 59	现金管理类产品占理财总存续余额的比例回落	23
图 60	现金管理类产品收益率下行至低位	23
图 61	二季度以来银行理财破净情况改善	24
图 62	新发理财产品数量走势：二季度有所企稳	24
图 63	理财公司发展概况	25
图 64	理财子公司存续产品市场份额突破 60%	25
图 65	理财子公司新发产品情况：6 月发行量显著回升	25
图 66	银行指数跑赢沪深 300 指数 8.9pct	27
图 67	银行板块涨跌幅排名 10/30	27
图 68	成都、江阴、江苏银行涨幅居前	27
图 69	Q2 基金银行股仓位环比回落	27
图 70	各类别银行持仓均环比回落，股份行降幅较大	27
图 71	中信银行指数 PB（LF）持续探底	28

1. 2022 上半年行业经营面五大特征

1.1. 宽货币宽信用环境下，生息生产保持较快增长

回顾上半年，宏观经济整体经历了疫情多发冲击，叠加去年下半年以来的地产下行周期的延续，整体政策立足宽信用宽货币维稳经济大局。去年下半年以来宏观经济增长动能趋缓，叠加今年 3 月以来多地疫情反复，对经济造成短期冲击下，稳经济政策密集出台，包括货币政策量价层面的支持、财政政策前置、地产政策松动，以及信贷政策大力引导支持实体，如 4 月银保监会发文鼓励大行降拨备来推动信贷释放等，都提供了较为宽松的货币和信用环境，从供给端支撑银行扩表提速。

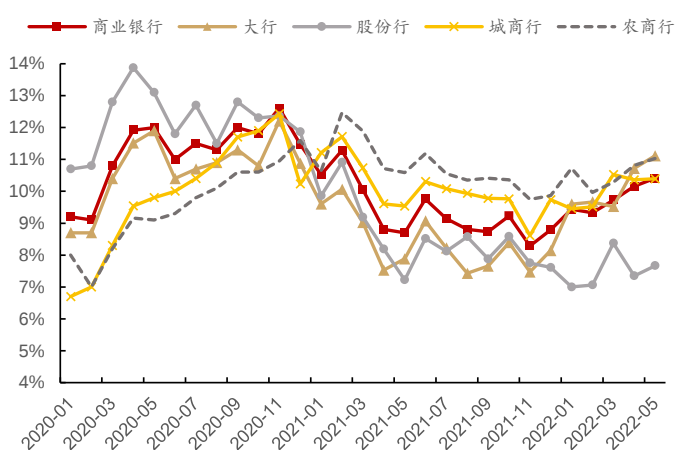
年初以来银行资产增速持续上行，38 家上市银行 22Q1 总资产同比+8.7%，较上年末增速再提升 0.8pct，整体较年初增幅 4.8%也高于上年同期。银行业整体看，5 月总资产同比增 9.3%，较年初提升 1.3pct。其中，大行和城农商行增速提升明显，升至双位数，而股份行受限于零售和地产业务资产获取压力，规模增长略显乏力，基本稳定在高个位数增幅。

图 1 年初以来银行业资产扩表增速持续上行



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 2 大行和城农商行增速提升明显，股份行略显乏力

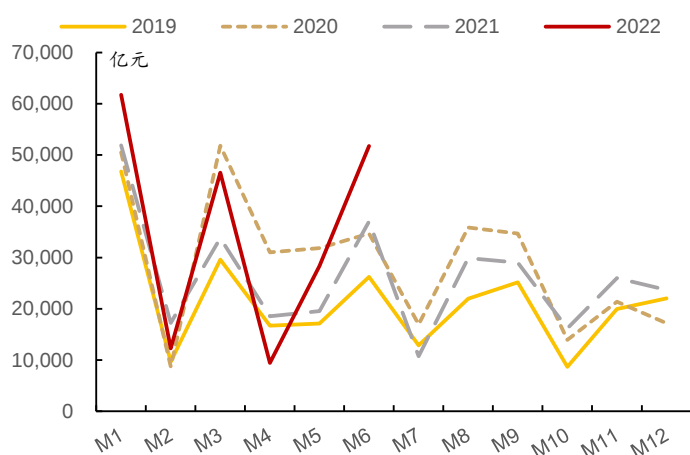


资料来源：万得资讯，华西证券研究所

从信贷投放情况来看：

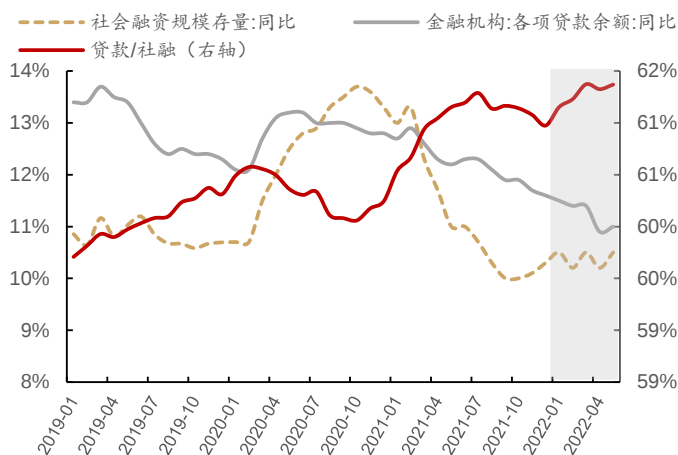
一方面，信贷总量多增。上半年资金供给较为充裕下，社融规模累计新增 21 万亿元，已经超过 2020 年上半年高位水平，同比多增 3.2 万亿元；合计新增人民币贷款 13.7 万亿元，同比多增超 9000 亿元。增速来看，信贷和社融增速先下后上，经历前期回落，二季度以来连续三个月上行，6 月分别收录 11.2%和 10.8%，环比回升 0.2pct、0.3pct。

图3 2022上半年社融总体同比多增



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图4 6月社融和贷款增速均企稳回升



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

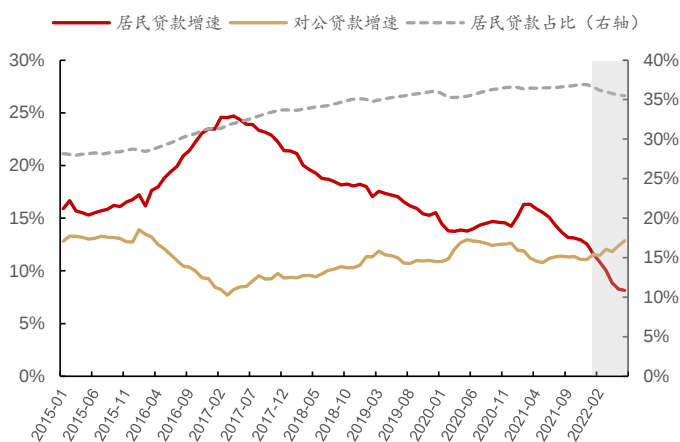
另一方面，需求不足下信贷结构表现不强，6月数据开始边际改善：

1) 企业端投放有支撑，上半年合计增量11.4万亿元，同比多增超3万亿元，保持双位数增速。但信贷供需失衡问题加剧下，对公结构上由短贷+票据贡献主要增量，中长期贷款增量低于上年同期、增速下行。

2) 居民端疫情冲击下资产负债表恶化，消费及购房需求受到影响，借贷需求萎缩，上半年信贷增量仅2.2万亿元，同比缩量过半，尤其是以按揭为主的居民中长期贷款增量压降明显。

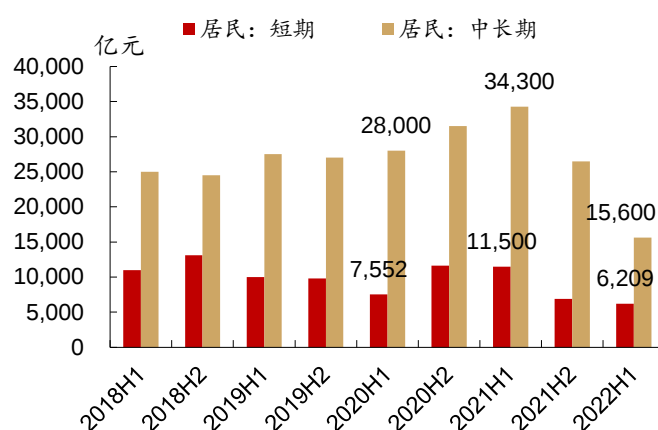
但6月的信贷数据在疫情有效控制下整体呈现出边际改善的态势，主要是企业中长期贷款和短贷均实现明显同比多增，反映疫情好转下整体融资需求的回升。

图5 余额增速：对公贷款增速超过居民贷款



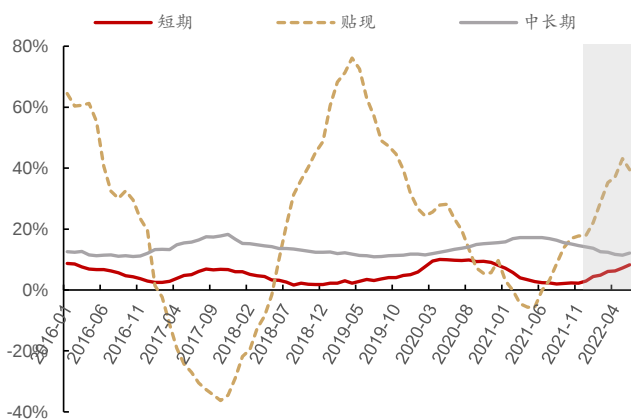
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图6 上半年增量：居民短贷和中长贷均同比大幅少增



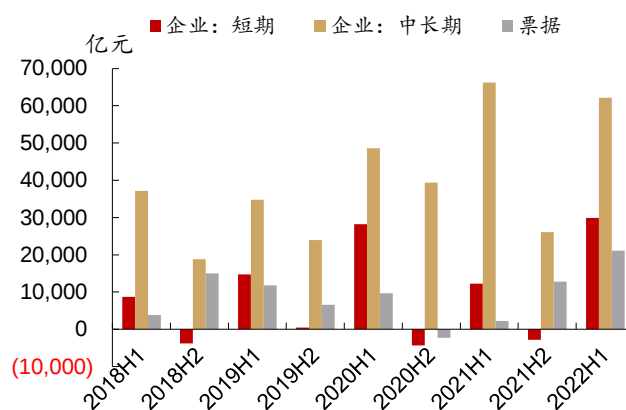
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图7 余额增速：对公短贷和票据增速上行



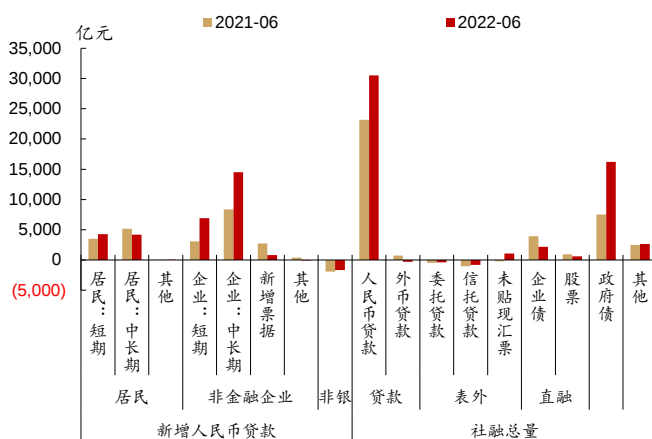
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图8 上半年增量：对公贷款呈现票据冲量格局



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图9 6月企业中长贷同比回归正增



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图10 6月以来转贴现利率企稳并小幅回升

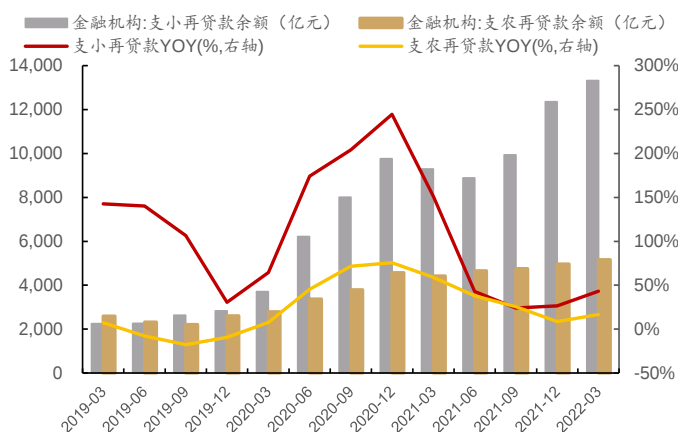


资料来源：万得资讯，华西证券研究所

同时，监管加大对重点领域信贷投放的引导，结构上向小微、制造业、绿色等领域倾斜，如：1）强调对小微企业的信贷支持，包括延期还本付息政策在2020年提出后经过两次延期，今年力度加大，国常会将普惠小微贷款支持工具激励资金比例由1%提升至2%；支农支小再贷款规模扩容；以及5月印发《推动建立金融服务小微企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制的通知》，以市场化为原则，着力提升金融机构服务小微企业的意愿、能力和可持续性。2）发力支持制造业，2月发改委等12部门在《促进工业经济平稳增长的若干政策》中就提出2022年要推动制造业中长期贷款继续较快增长；7月银保监会发布《关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知》，从任务目标、重点领域、金融创新、帮扶政策、风险防范和监管协调等方面提出具体要求，重点支持高技术制造业、战略性新兴产业，推进先进制造业集群发展。

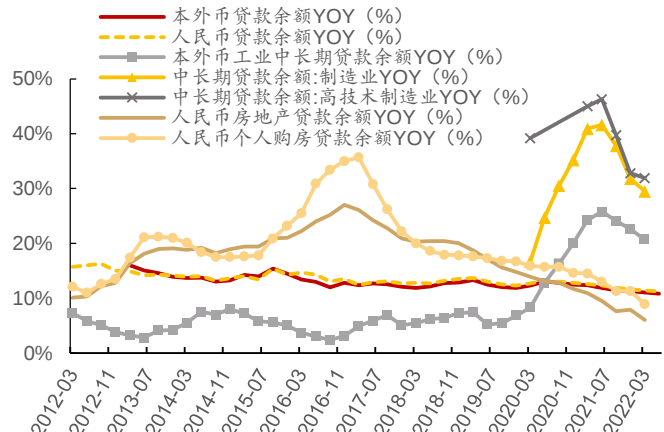
根据银保监会披露，6月末，全国小微企业贷款余额55.84万亿元，其中普惠小微贷款余额21.77万亿元，增量2.69万亿元，同比多增2100亿元，同比增速22.6%，较各项贷款平均增速高11.69pct。上半年制造业贷款增加3.3万亿元，同比多增1.6万亿元，其中中长期贷款余额同比+29.7%，高技术制造业同比+28.9%。另有科研服务业贷款增速超30%等。

图 11 支农支小再贷款支持力度加码



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 12 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

1.2. 降息叠加需求收缩下，息差明显收窄

在相对宽松的货币政策和流动性环境下，上半年市场利率中枢下移，银行息差明显收窄。商业银行一季度净息差 1.97%，同环比分别降低 10BP 和 11BP，年初降幅明显走阔。而一季报披露净息差的 24 家上市银行来看，一季度净息差同比继续压降，也是业绩的主要拖累因素。

图 13 22Q1 商业银行净息差 1.97%，环比降低 11BP



资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

图 14 披露一季度净息差的 24 家上市银行中 16 家环比回落

	2021Q1	2021H	2021Q1-3	2021A	2022Q1	同比(BP)	环比(BP)
工商银行	2.14%	2.12%	2.11%	2.11%	2.10%	(4)	(1)
建设银行	2.13%	2.13%	2.12%	2.13%	2.15%	2	2
农业银行	-	2.12%	2.12%	2.12%	2.09%	(3)	(3)
中国银行	1.78%	1.76%	1.75%	1.75%	1.74%	(4)	(1)
交通银行	1.54%	1.55%	1.55%	1.56%	1.56%	2	0
邮储银行	2.40%	2.37%	2.37%	2.36%	2.32%	(8)	(4)
招商银行	2.52%	2.49%	2.48%	2.48%	2.51%	(1)	3
中信银行	2.13%	2.09%	2.06%	2.05%	2.02%	(11)	(3)
民生银行	2.10%	2.02%	1.99%	1.91%	1.69%	(41)	(22)
平安银行	2.87%	2.83%	2.81%	2.79%	2.80%	(7)	1
华夏银行	2.45%	2.41%	2.40%	2.45%	2.13%	(32)	(32)
上海银行	1.73%	1.73%	1.73%	1.74%	1.71%	(2)	(3)
南京银行	1.96%	1.91%	1.89%	1.88%	1.83%	(13)	(5)
宁波银行	2.55%	2.33%	2.29%	2.21%	2.24%	(31)	3
贵阳银行	2.23%	2.26%	2.23%	2.26%	2.18%	(5)	(8)
苏州银行	2.08%	2.00%	1.95%	1.91%	1.77%	(31)	(14)
青岛银行	2.02%	1.90%	1.82%	1.79%	1.75%	(27)	(4)
兰州银行	-	1.85%	1.67%	1.72%	1.53%	(19)	(19)
常熟银行	2.97%	3.02%	3.03%	3.06%	3.09%	12	3
张家港行	2.46%	2.41%	2.45%	2.43%	2.23%	(23)	(20)
紫金银行	1.87%	1.81%	1.79%	1.83%	1.84%	(3)	1
江阴银行	1.85%	2.18%	2.11%	2.14%	2.23%	38	9
青农商行	2.20%	2.24%	-	2.16%	1.95%	(25)	(21)
渝农商行	2.26%	2.23%	-	2.17%	2.07%	(19)	(10)

资料来源：万得资讯，公司公告，华西证券研究所

■ 资产端回报率下行压力来自：

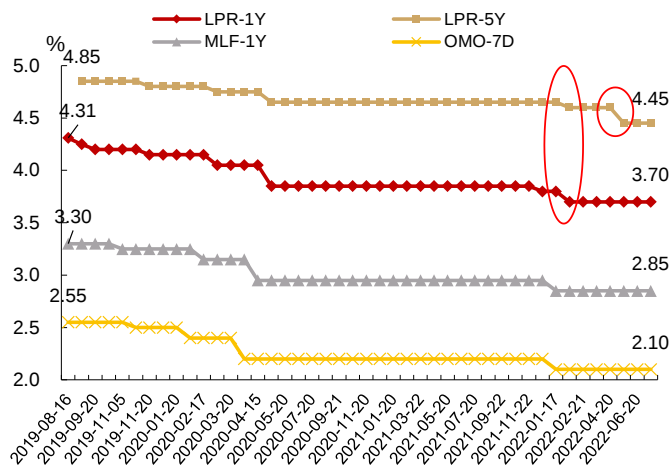
1) 基准利率下行以及政策引导：货币政策上半年保持宽松，降息周期下，资产端定价受政策引导。4月央行全面+定向降准 25BP，此外还通过上缴结存利润、MLF 超额续做、再贷款再贴现等多种方式投放流动性。相应的，LPR 迎来两次非对称下调，1月 1Y-LPR 和 5Y-LPR 跟随 MLF 利率分别降低 10BP 和 5BP，5月 5Y-LPR 进一步单边下降 15BP，是 LPR 改革以来 5 年期调降幅度最大的一次，体现一定的政策引导方向，影响新发贷款利率；也有上年四季度 LPR 下降的重定影响。

2) 需求不足制约：上半年信贷有效需求不足，且供需均向大企业倾斜，中小银行议价能力相对不强，影响定价加点幅度。央行二季度银行家问卷数据显示，22Q2 贷款总体需求指数 56.6%，比上季下降 15.8pct，比上年同期下降 13.9pct。

3) 结构性因素扰动：一方面上半年贷款结构向对公倾斜，票据冲量、零售投放趋缓，削弱资产端平均收益率，票贴利率和同业存单利率持续倒挂。另一方面地产政策托底，5月央行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，下调首套住房贷款利率下限 20BP，各地因城施策下调房贷利率。据央行披露，3月有一百多个城市自主下调房贷利率，平均幅度在 20-60BP。贝壳研究院数据显示，2022 年 6 月监测的 103 个重点城市主流首套、二套房贷利率为 4.42%、5.09%，分别较上月回落 49BP、23BP，再创 2019 年以来新低。

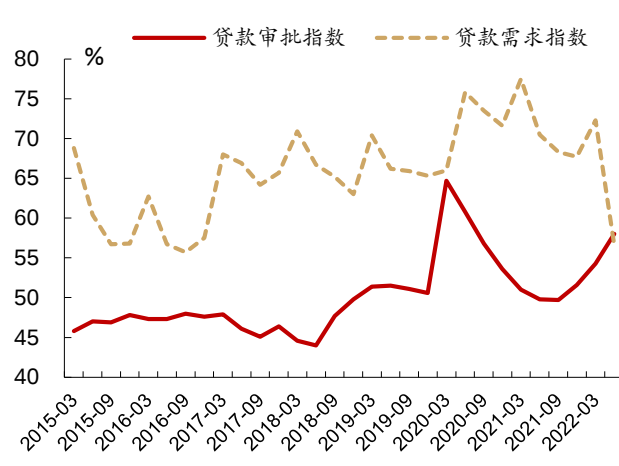
因此资产端收益率持续下行。一季度贷政报告显示，3月金融机构新发放贷款加权平均利率为 4.76%，环比上年 12 月再降 11BP 继续探底，其中一般贷款和企业贷款平均利率均环比回落 21BP 是主要拖累因素，而信贷集中投放下票融利率季节性触底回升 22BP，仍远低于上年同期超 1 个百分点；3月按揭利率也环比降 14BP。央行披露，6月新发放企业贷款利率 4.16%，较 3月末继续下降 20BP，同比低 34BP，创历史新低。

图 15 LPR 报价：上半年两次非对称下降



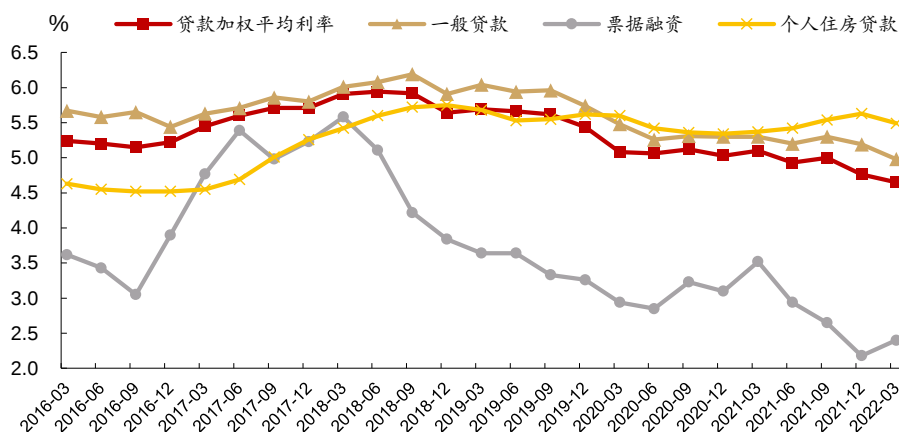
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 16 上半年贷款需求指数整体下行



资料来源：万得资讯，银行家，华西证券研究所

图 17 22Q2 一般贷款带动总加权平均利率环比降 11BP



资料来源：万得资讯，《货币政策执行报告》，华西证券研究所

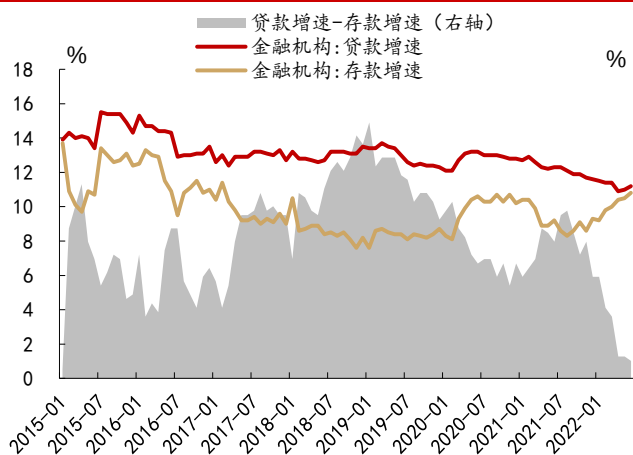
■ 负债端面临定期化趋势，但也有积极因素部分对冲资产端定价下行：

1) 央行直接提供低成本负债资金：包括降准、以及运用再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，增加银行体系流动性的同时降低银行资金成本。

2) 市场利率保持低位：上半年宽裕的流动性环境下，市场利率保持低位稳定，助力同业负债成本也保持低位。

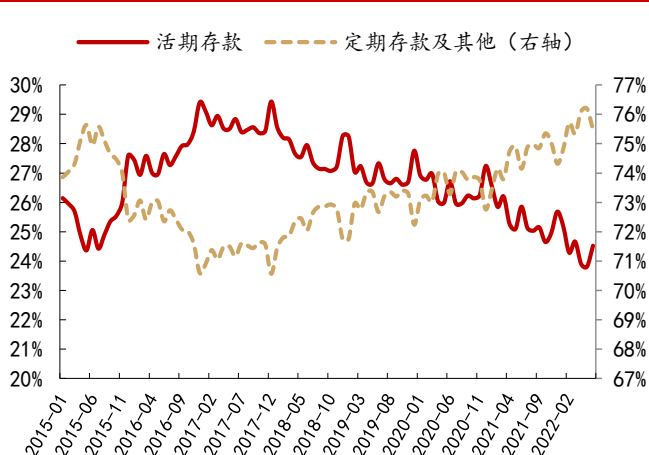
3) 存款增长良好，定价机制改革效果持续显现：资本市场波动和储蓄意愿增强下，银行上半年存款增长提速，但定期化程度加深。负债端存款利率市场化改革是重点。4 月央行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，存款定价挂钩 1 年期 LPR 和 10 年期国债收益率，定价机制进一步市场化，并鼓励中小银行存款利率浮动上限下调 10BP。6 月全国银行新发存款加权平均利率约 2.32%，较调整前的 4 月下降 12BP；6 月新吸收定期存款利率 2.5%，同比降低 16BP。

图 18 年初以来存款增长良好，存贷款增速差收敛



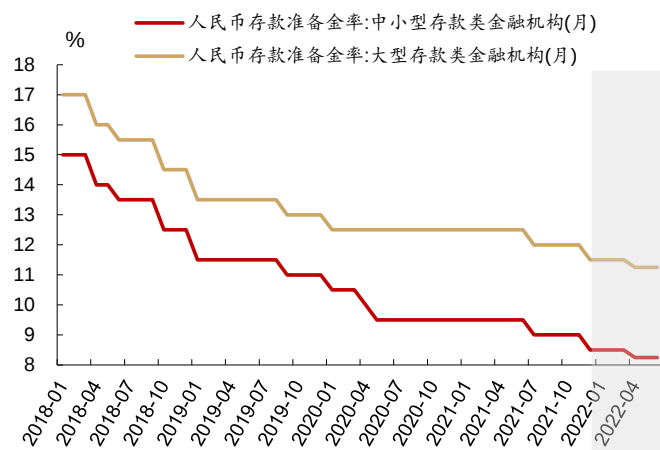
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 19 存款定期化程度加深



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 20 准备金率：4 月全面降准 25BP+定向降准 25BP



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 21 票据贴现利率和同业存单利率利差走阔

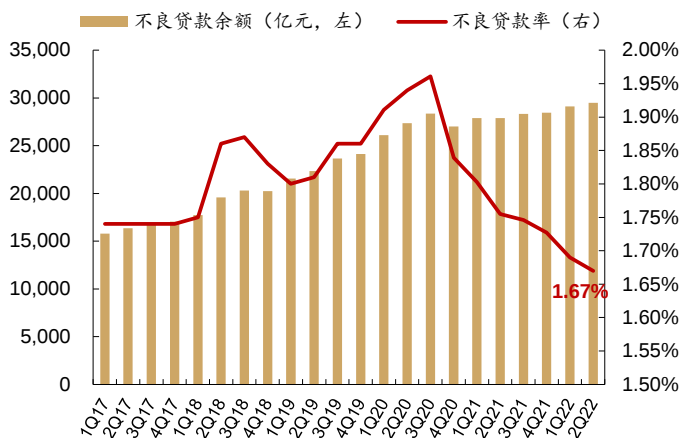


资料来源：万得资讯，华西证券研究所

1.3. 资产质量潜在压力提升，行业和区域分化

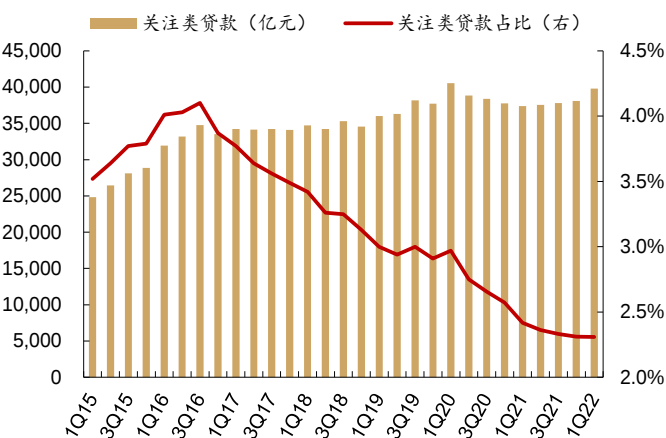
由于前期不良出清较为充分，当前银行资产质量表现指标保持稳健。2020 年疫情以来商业银行不良率有所攀升，至 2020Q3 升至 1.96% 高点，后伴随风险加速出清，行业不良率逐季稳步下降，今年一二季度分别环比延续下行 4BP、2BP 后收录 1.67%；前瞻性指标方面，一季度关注类贷款占比持平年初于 2.31%；行业风险抵补能力也不断夯实，二季度拨备覆盖率升至 203%，较年初增幅近 7pct。上市银行资产质量更优，一季度不良率环比降 2BP 至 1.32%，拨覆盖率环比提升 3.3pct 至 240%。

图 22 22Q2 商业银行不良率延续下行



资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所；注：22Q2 指标为国新办发布会银保监会披露。

图 23 22Q1 商业银行关注类贷款规模微升占比创新低

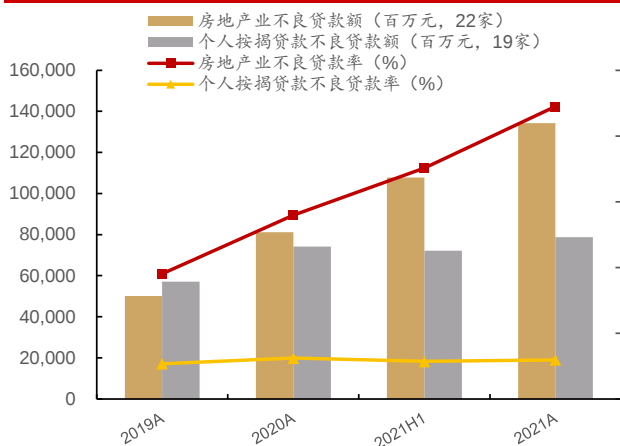


资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

但疫情反复和部分房企债务违约等因素影响下，结构性和潜在的资产质量压力提升。一方面，行业层面结构性的风险波动主要来自房地产等领域。上年末部分银行对公地产领域贷款不良率出现较为明显的抬升，整体测算 22 家上市银行 2021 年对公地产贷款不良额同比大幅增长 65%，不良率上行 82BP；个人按揭保持相对稳定。目前地产领域风险尚处于释放阶段，如招行一季度对公房地产业贷款不良率较年初上升 1.18pct 达 2.57%，房企债务风险化解仍在进行中。

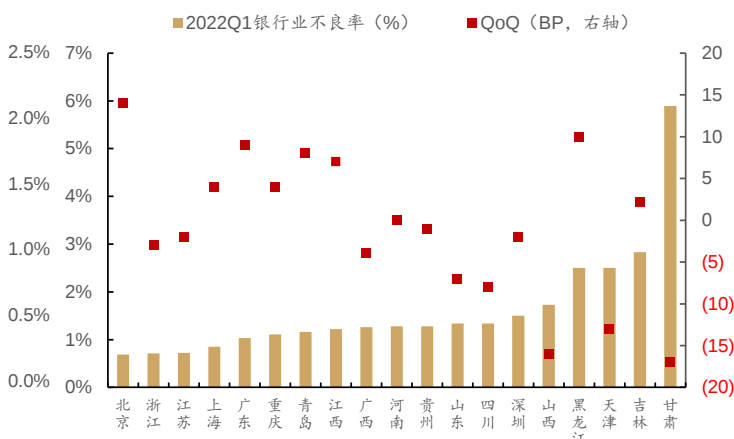
另一方面区域信用风险也进一步分化，以城农商行为代表的中小银行，信用风险压力持续上升。从各省一季度银行业不良率来看，东北及西部地区不良率偏高，经济总量靠前的省份不良率不足 1%。

图 24 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 25 东北及西部地区银行业不良率偏高



资料来源：各地银保监局，华西证券研究所

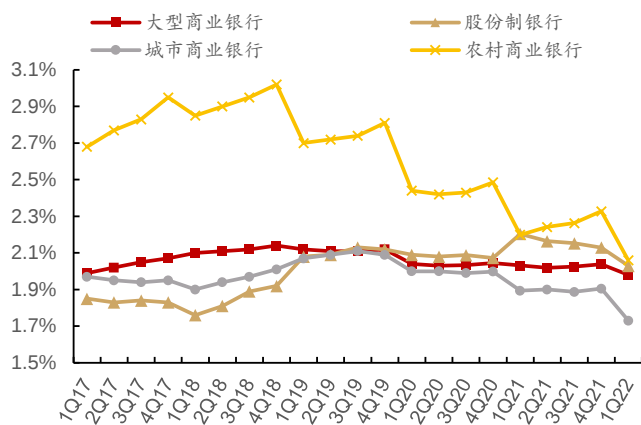
1.4. 中小银行经营形势压力相对突出

除了区域和行业的差异，不同类别银行经营也进一步分化。中小银行风险抵御能力偏弱，经济下行冲击下，在盈利能力、资产定价、资产质量等方面的压力显性化。

1) 息差降幅大：经济下行期，一方面政策引导让利实体、压降融资成本，同时大行业务下沉加剧竞争，小银行资产获取能力弱、定价难提升；另一方面存款定期化程度更高，导致息差下行的幅度更明显。一季度银保监会披露的大行、股份行、城商行和农商行净息差分别为 1.98%、2.03%、1.73%、2.06%，同比分别降低 5BP、17BP、16BP、14BP。

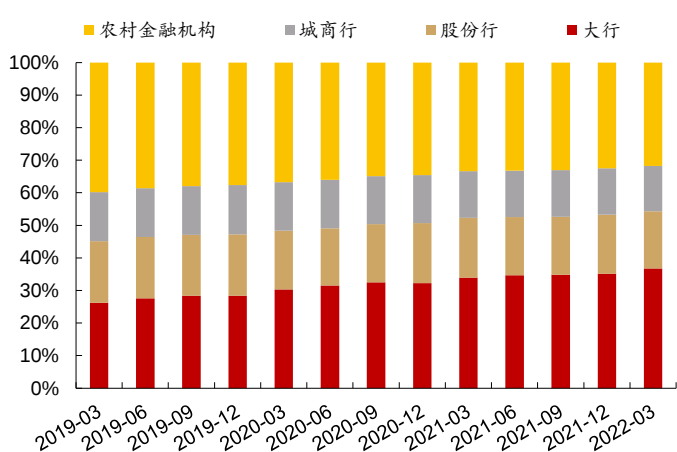
2) 盈利压力大：小银行业务单一、更依赖利息收入，息差受损，叠加行业规范下资管业务受限，2020 年以来，城农商行净利润增速持续低于行业，今年一季度城商行利润增速转负，较上年 11.6% 的增速高点有明显回落。考虑到 17 家上市城商行 22Q1 合计归母净利增速仍有 15%，可测算非上市城商行一季度利润增速接近 -25%，区域信用风险升温、以及部分银行重组等影响下，部分地方性城商行盈利明显承压。相应的城农商行一季度 ROA 分别同比降 9BP、2BP 至 0.64%、0.83%，而大行和股份行已经连续四个季度同比回升。

图 26 一季度城农商行息差降幅更显著



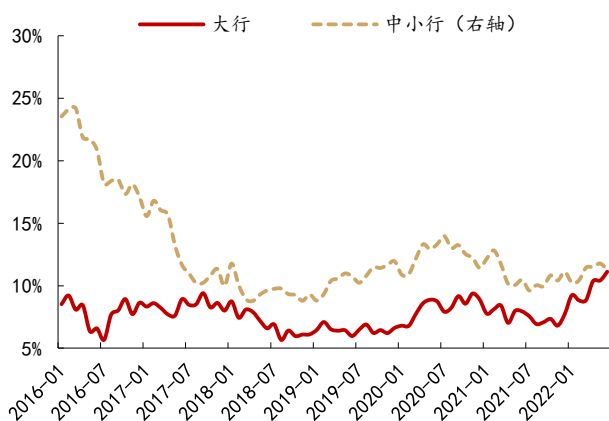
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 27 普惠小微贷款：大银行市场份额占比上行



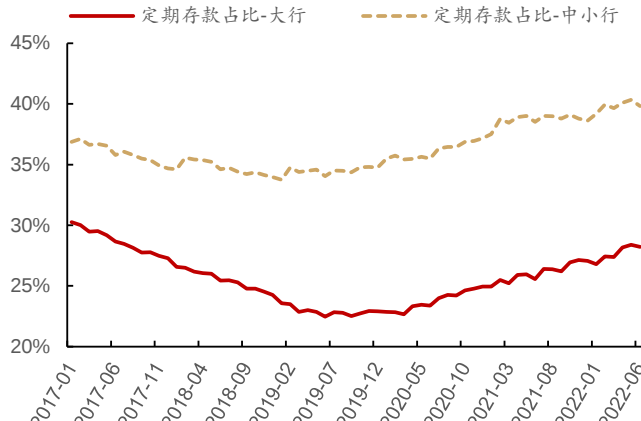
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 28 大行存款增速提升幅度高于中小银行



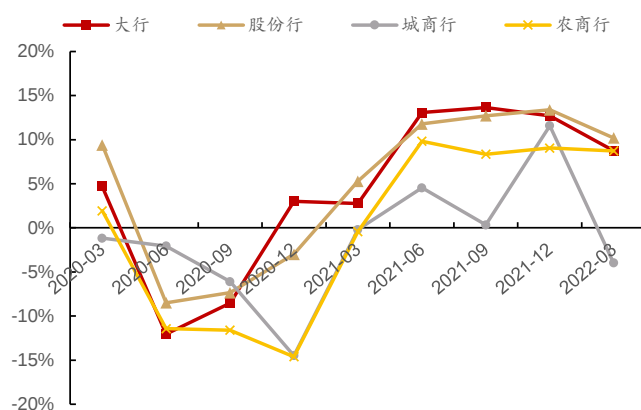
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 29 中小银行存款定期化程度较高



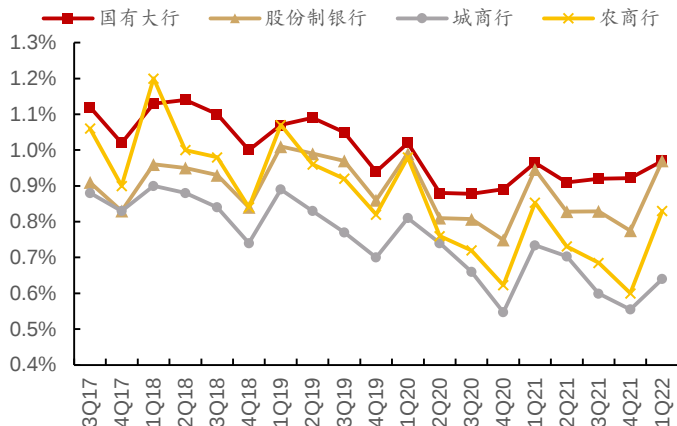
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 30 一季度城商行净利润增速降至负值



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 31 一季度城农商行 ROA 同比下行

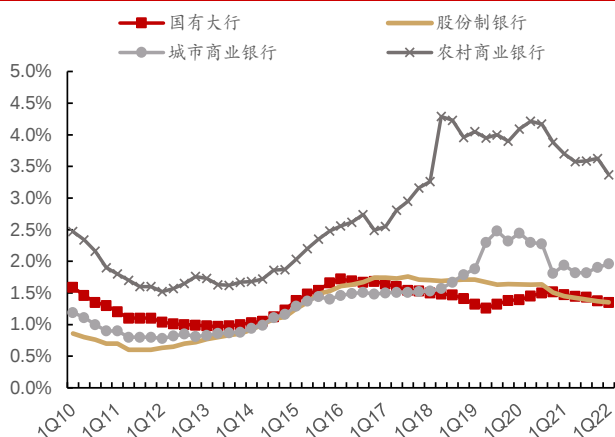


资料来源：万得资讯，华西证券研究所

3) 资产质量压力上行，侵蚀利润：一方面，一季度农商行通过大力出清不良资产质量有缓和，但不良率仍处于 3.37% 高位，远高于商业银行 1.69% 的水平，拨覆率仅 134%；城商行不良率则出现连续两个季度上行，Q1 环比增 6BP 至 1.96%，拨覆率也连续两个季度下行。**另一方面**，城农商行存量指标和大行、股份行差距大，主要是非上市银行拖累，考虑到上市城农商行多处于优质地区或是地方龙头，整体不良率仅 1.15%，为各类别上市银行最优，且较年初降 2BP，因此测算下来主要是非上市城商行信用风险压力较为突出，不良率环比上行约 12BP。

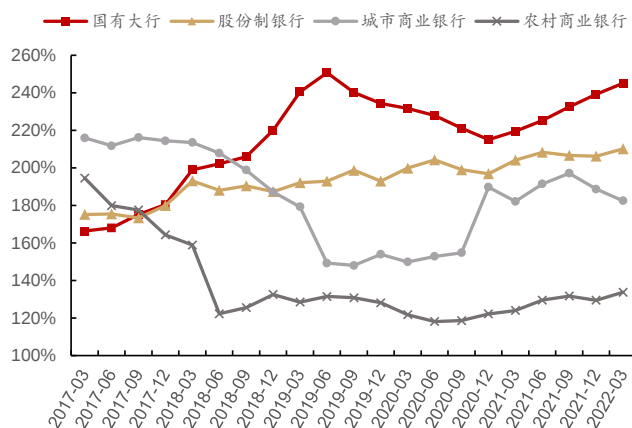
此外，部分尾部小银行还存在公司治理或内部控制等风险。《2021 年四季度央行金融机构评级结果》中提到城商行有 10% 的机构为高风险机构，资产占全部城商行的 3%；农合机构和村镇银行分别有 9%、6% 的机构为高风险机构，资产分别占本类型机构的 5%、7%，也显示中小银行风险相对较大，

图 32 22Q1 城商行不良率上行，农商行高位回落



资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

图 33 城商行拨覆率连续两个季度下行，农商行偏低



资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

1.5. 非息收入增长乏力

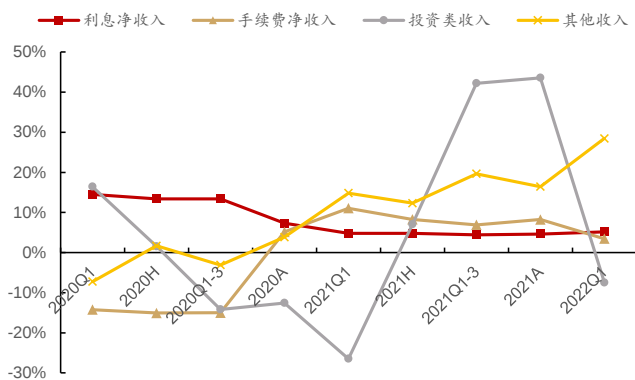
上半年银行非息收入面临压力，从营收端占比来看，22Q1 上市银行手续费净收入/营收贡献度 17%，较 21Q1 小幅回落 0.4pct，投资类收入也同比负增。原因包括：

一方面，财富管理带来的中收难以延续上年的高增态势。受资本市场波动影响，基金市场发行遇冷，上半年新发基金份额仅为上年同期的 40%；而净值化转型的银行理财受市场影响也出现破净，产品收益与销量的波动对银行财富管理业务造成一定冲击。数据来看，如招行披露一季度财富管理中收同比减少 11%，包括代理基金、信托的手续费收入同比压降近半、代理贵金属业务收入基本归零；平安一季度财富管理手续费收入同比降 6.8%，因主动压降非标类产品规模及证券市场波动导致的基金销量下滑等因素影响，拖累代理基金收入同比-10%。预计部分小银行代理业务受损更深。

另一方面，居民生活受限、消费不佳，一定程度上影响了消费类中收。一季度疫情多地频发，对移动支付业务量产生较大冲击，其中占据主导地位的银行移动支付业务规模有所下降。根据易观分析《中国第三方支付移动支付市场季度监测报告》数据，2022Q1 第三方支付移动支付市场交易规模 80.52 万亿元，环比下降 3.47%。

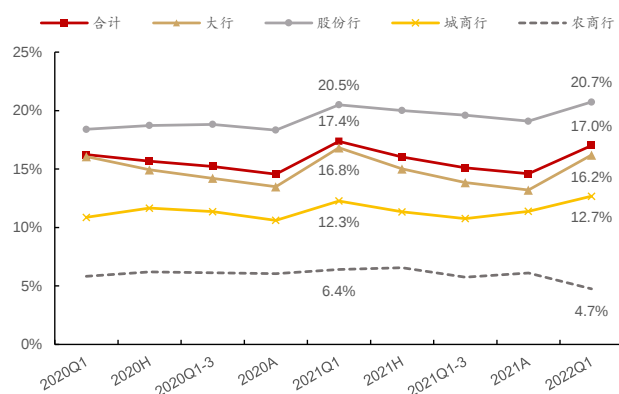
此外，股债市场的波动也一定程度上拖累投资收益，22Q1 上市银行包括投资收益和公允价值损益的投资类收入增速转为-7.4%。

图 34 22Q1 上市银行手续费和投资类收入增速均回落



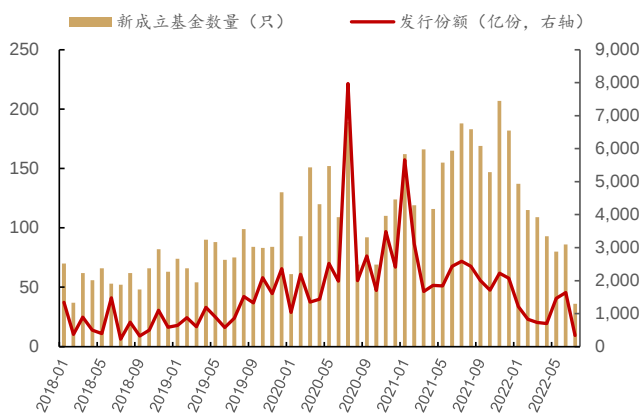
资料来源：万得资讯，公司公告，华西证券研究所

图 35 22Q1 上市银行手续费净收入/营收同比回落



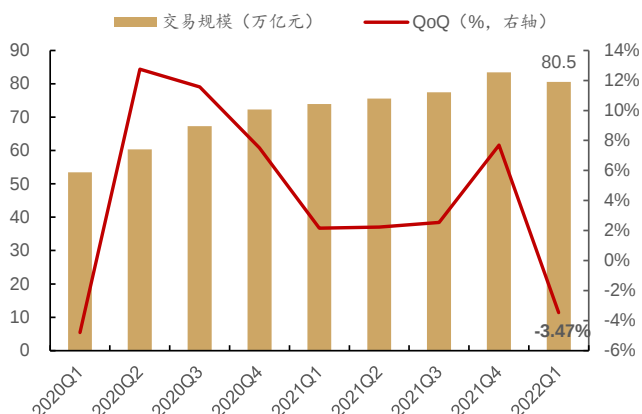
资料来源：万得资讯，公司公告，华西证券研究所

图 36 上半年合计新发基金份额仅为上年同期的 40%



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 37 2022Q1 第三方移动支付市场交易规模环比回落



资料来源：易观分析，华西证券研究所

2. 下半年行业经营形势四大看点

6 月以来，本轮疫情得到有效控制，居民企业生活生产限制逐步放开，叠加稳增长政策落地显效，经济阶段性企稳修复。虽然当前经济指标仍偏弱，后续疫情也存在不确定性，但阶段性扰动消退，融资需求有效修复，将驱动银行经营主线回归经济修复驱动经营改善的逻辑上。

2.1. 经济复苏提升有效信贷需求

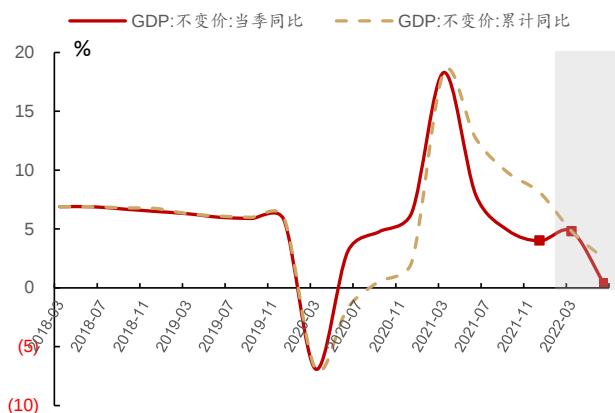
6 月以来伴随疫情得到一定控制，各地复工复产进程加速推进，稳增长政策密集出台释放积极信号、并逐渐落地显效，经济增长预期逐渐企稳。目前这个时点来看，高频指标虽然尚未完全恢复至疫情前水平，但边际改善趋势已得到验证，下半年修复节奏难以证伪。

首先，宏观高频数据来看，5 月工业增加值同比增速由负转正、6 月进一步升至 3.9%，6 月社零增速恢复正增 3.1%、累计增速-0.7%，6 月制造业 PMI 重返荣枯线上方，固投增速也基本企稳，供需两端双双改善。虽然企业盈利表现均有所下降，但 6 月也基本企稳，且单月规上工业企业利润增速转正，伴随下半年疫情消退、系列政策刺激下，企业业绩或将有所改善。

其次，前期存在扰动的房地产行业销售数据也阶段性修复。在各地陆续放松房地产政策的影响下，6 月房地产成交面积环比大幅回升，同时居民按揭贷款投放边际上也有所改善。考虑到上半年整体地产销售缺口较大（1-6 月商品房住宅销售额 5.77 万亿元，同比下滑 31.8%），且 7 月以来房地产成交面积环比再度下滑、居民购房需求恢复并不充分，地产单月销售规模增速仍处于负增长态势，以及居民中长贷数据滞后于地产销售，或将影响下半年按揭贷款继续同比少增，但少增幅度（二阶导）会趋于平缓。

再者，除了企业端需求改善外，考虑到今年以来财政政策更加积极、靠前发力，也将提振下半年配套融资。一方面，上半年共 1.85 万亿元退税款退付到纳税人，已达去年全年退税规模的 2.9 倍；另一方面，截至 6 月末各地发行新增专项债券 3.41 万亿元，全年额度基本发行完毕，并督促尽快形成实物工作量，助推基建项目落地，有望撬动配套融资上量。

图 38 二季度 GDP 增速回落



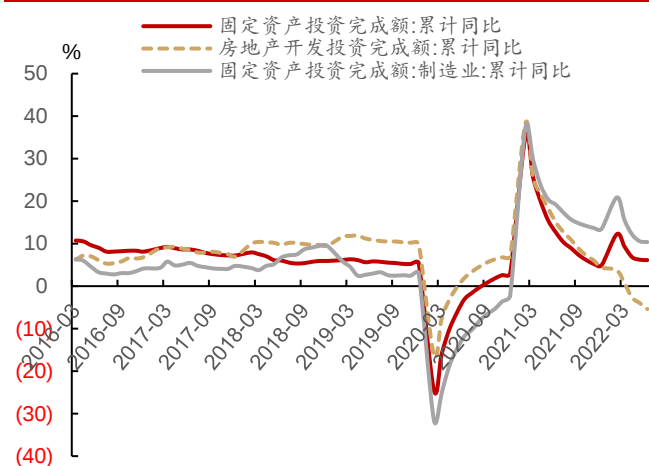
资料来源：万得资讯，华西证券研究所宏观团队

图 39 工业增加值增速 5 月转正、6 月升至 3.9%



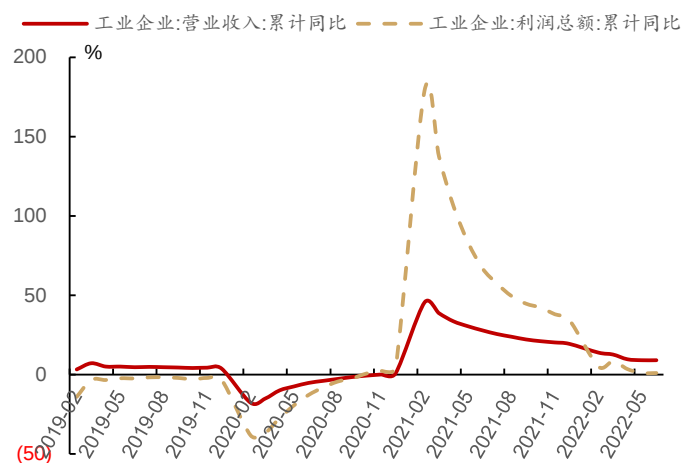
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 40 地产开发投资增速转负，制造业投资显韧性



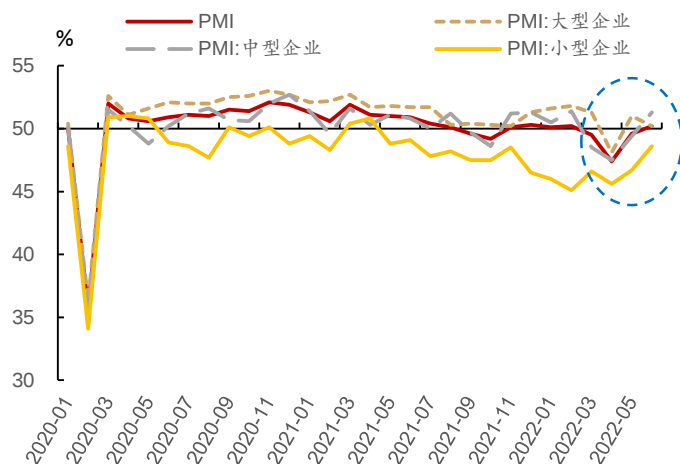
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 41 6 月工业企业营收和利润累计增速环比走平，单月利润增速转正



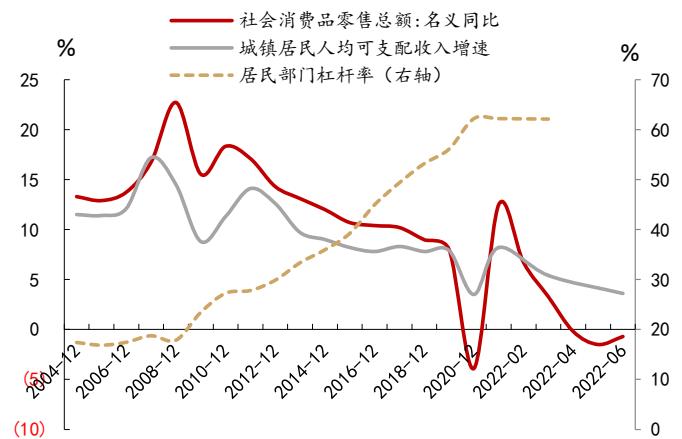
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 42 6 月整体 PMI 回升至荣枯线以上



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

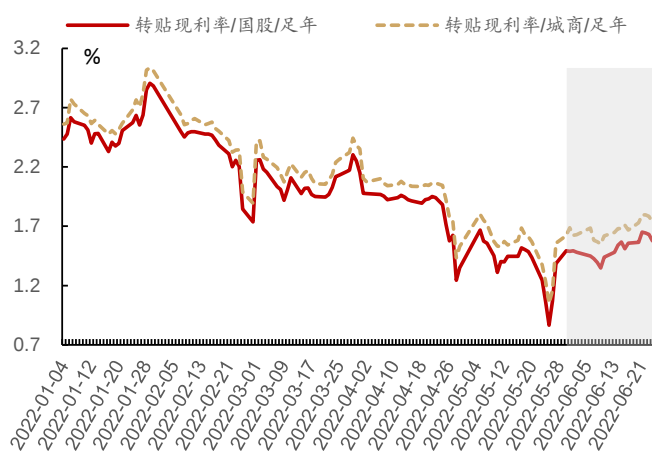
图 43 6 月社零消费增速弱反弹



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

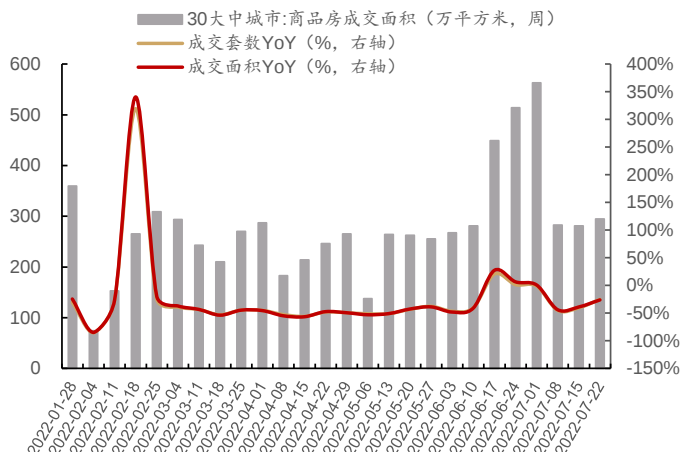
因此，经济的企稳修复，以及明确的稳信贷政策导向，带动有效信贷需求回升。6 月以来转贴现利率水平回升，预计企业端票据冲量需求有所减弱；且 6 月企业中长期贷款同比变动规模转正，增速止跌回升（图 7），企业端宽信用逐步落地显效。考虑到疫情反复仍具有一定不确定性，二季度信贷需求指数也仍然偏弱，预计后续宏观经济和融资需求复苏仍将需一段过程。我们预计全年新增信贷投放规模在 21 万亿元左右，保持双位数增速水平。投向上继续侧重政策引导的制造业、普惠、绿色和小微等重点领域，同时下半年居民生产生活有效恢复下，银行零售信贷业务也将逐步修复。

图 44 6 月以来转贴现利率企稳并小幅回升



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 45 6 月中下旬以来商品房成交规模阶段性回升



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

2.2. 资产负债结构调整空间提升，息差有望企稳

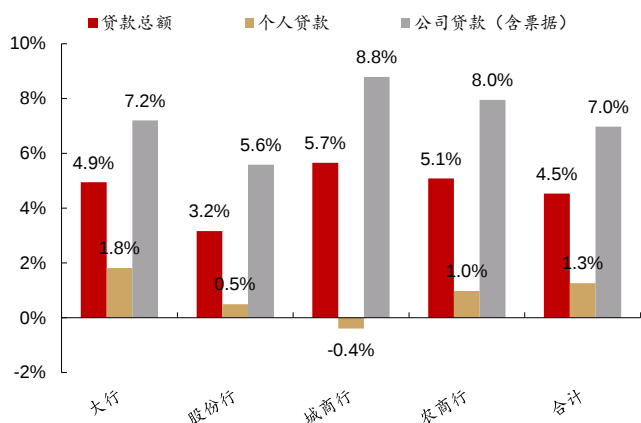
上半年资产荒背景下，无论是信贷规模还是定价都受到抑制，结构上可调整的空间也较为有限。下半年尽管资产端定价仍有下行压力，但需求端修复下，银行资产负债两端调整空间拓宽：

1) 企业融资需求修复后，票据冲量需求弱化，贴现利率回升的同时，对公中长期贷款加快投放，有助于拉动整体资产端提升。

2) 下半年零售发力空间提升。上半年在疫情冲击居民消费意愿偏弱、房地产销售走弱、以及小微客户贷款有效需求减少的情况下，银行零售贷款受到抑制，一季度投放明显弱于季节性。29 家上市银行一季度贷款总额、对公（含票据）、零售贷款分别较年初扩增+4.5%/+7%/+1.3%，相较 2021 年一季度，对公贷款增幅走阔而零售贷款增幅压降。从增量角度看，22Q1 贷款净增量的 88%投向对公，同比提升超 16pct；还有 8 家银行零售贷款规模较年初下降。

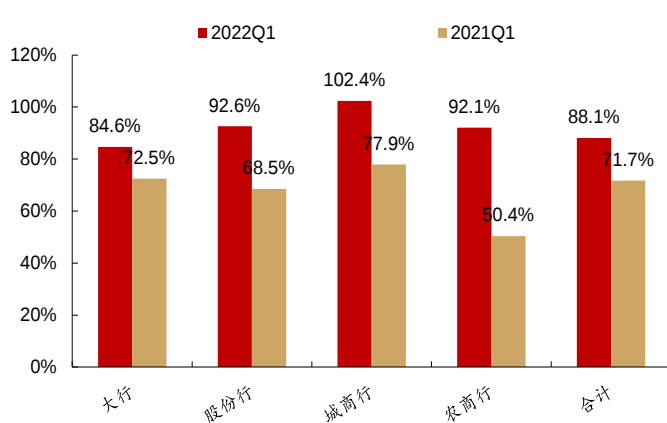
因此贷款结构优化下，向高收益的消费贷和小微经营贷倾斜，有助于缓解资产端定价下行压力，叠加存款利率市场化改革推进下，存款的结构和定价都有改善空间。综合来看，我们预计下半年息差基本企稳或小幅收敛。并且零售类银行具备相对优势，能够提供结构性支撑。

图 46 Q1 贷款环比增幅：对公高增，零售趋缓



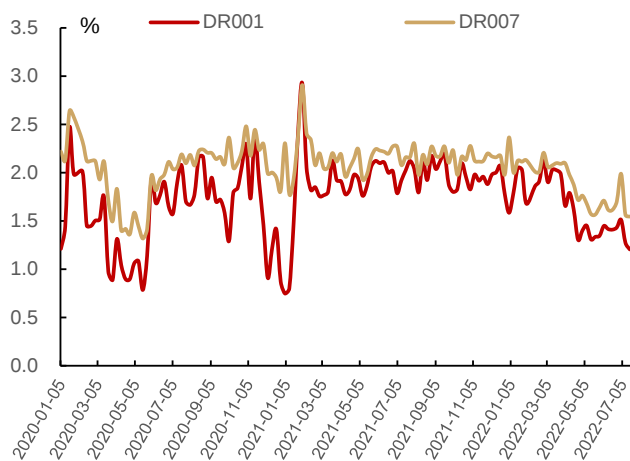
资料来源：公司公告，华西证券研究所；注：为一季报披露数据的 29 家上市银行同口径数据

图 47 22Q1 贷款增量中对公贷款增量占比高达 88%



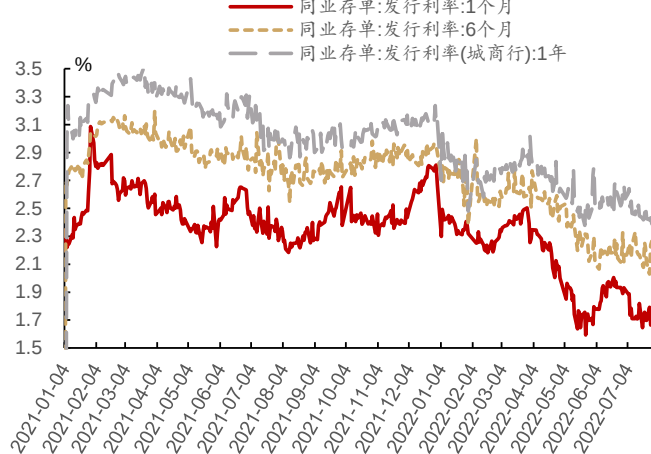
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 48 短端资金利率偏离利率走廊持续低位运行



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 49 同业存单利率 4 月以来下台阶



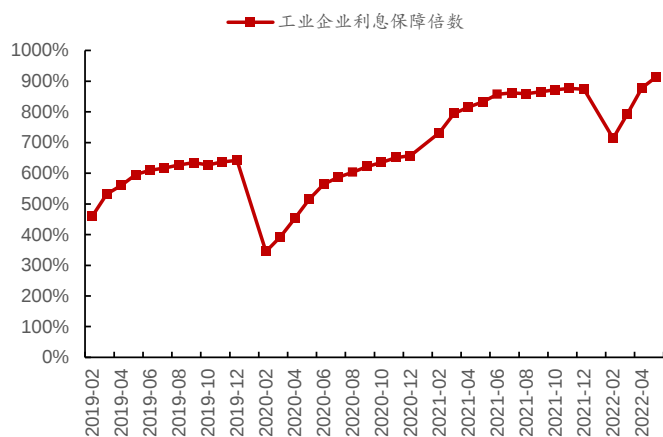
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

2.3. 信用风险企稳，但中小银行区域分化仍将持续

资产质量方面，考虑到宏观经济处于景气回升阶段，虽然改善的持续性还有待观察，但是从边际变化来看，我们认为下半年行业整体信用风险将保持平稳，同时需要关注结构性的风险。信用风险企稳的支撑因素来自几个方面：

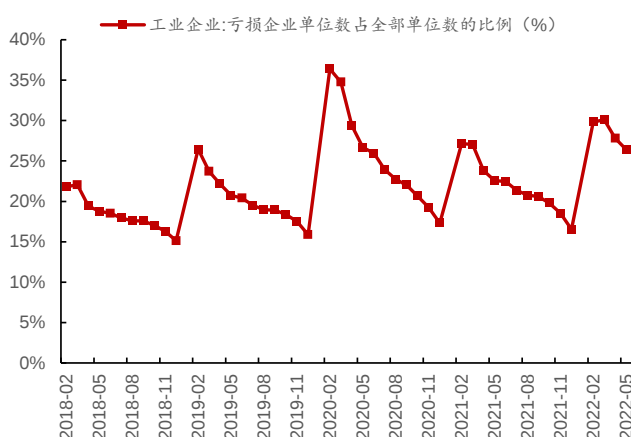
首先，经济底部确认，企业盈利改善保障偿债能力。除了前述宏观高频指标回暖以外，企业经营层面来看，虽然企业盈利增速待改善，规上工业企业亏损单位数和亏损额增速仍有抬升，但利息保障倍数已有边际改善，5 月全国规上工业企业利息保障倍数环比上行至 914%，且亏损企业占比也环比回落，有助于信用风险缓释。

图 50 规上工业企业利息保障倍数回升



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 51 5月亏损企业占比已有回落



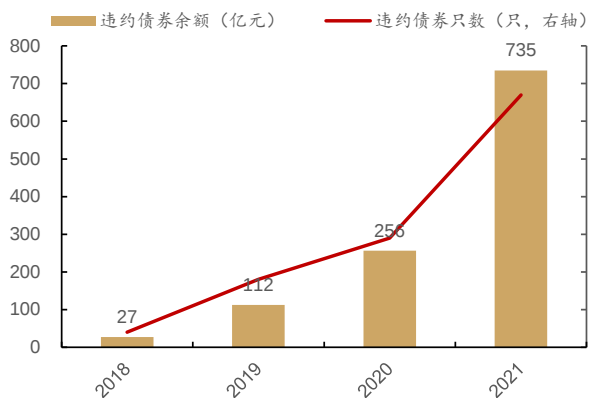
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

其次，地产相关风险获政策多方化解，不发生系统性风险是底线。数据趋势来看，根据贝壳研究院，房企信用危机暴露下，2021年截至11月房地产行业违约债券67只，同比增131%；债券违约余额735亿元达历年最高，同比增187%。短期部分房企仍处于风险释放阶段，后续考虑到贝壳研究院预计房企2022年到期债务约9603亿元，同比下降约25%，虽然仍处于近万亿的偿债规模高位，但后续拐点后压力会逐步缓解。根据上海票交所公布的商票持续逾期名单，截至6月，商票违约的地产项目公司达1666个，占全部商票逾期企业的62.5%，虽然规模还在上行，但斜率有所放缓。

针对停贷问题，17家上市银行对涉及的相关风险楼盘按揭贷款情况发布声明。截至6月末，已披露数据的15家上市银行，合计涉险规模约25.3亿元（部分为逾期口径、部分为不良口径）。从存量按揭贷款规模来看，截至2021年末，15家银行按揭贷款总额21.8万亿元（占总贷款的25.2%）；其中披露按揭不良率的8家银行来看，合计按揭贷款19.2万亿元，不良总额531亿元，不良率仅0.28%。根据银行披露情况，涉险贷款业务规模占比均较小，总体风险可控。监管层面，银保监会发表声明：要坚持“房主不炒”的定位，保持房地产金融政策的连续性、稳定性；保持房地产融资平稳有序，引导金融机构市场化参与风险处置。

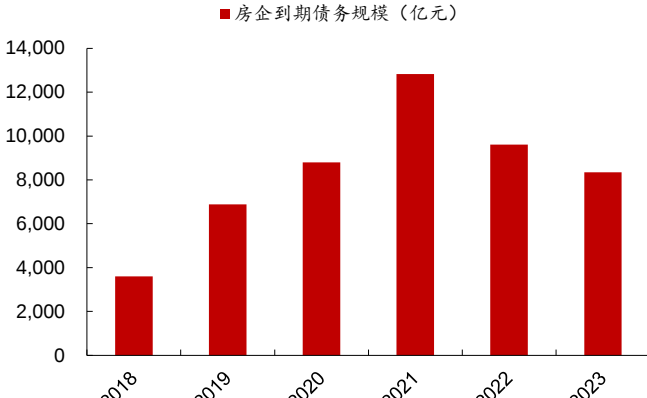
总体来说，政策托底到实体需求的修复仍需时间，但随着具体方案落实、事态有望逐步明朗，板块将经历一段时间的正向纠偏。

图 52 房地产行业违约境内债统计：大幅上行



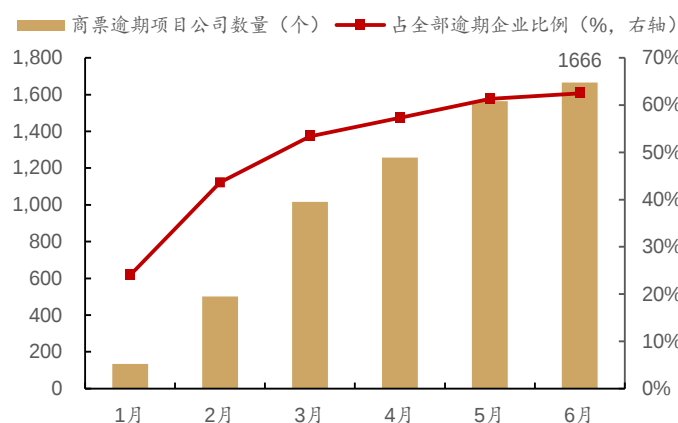
资料来源：贝壳研究院，华西证券研究所

图 53 房企到期债券规模：趋势下行



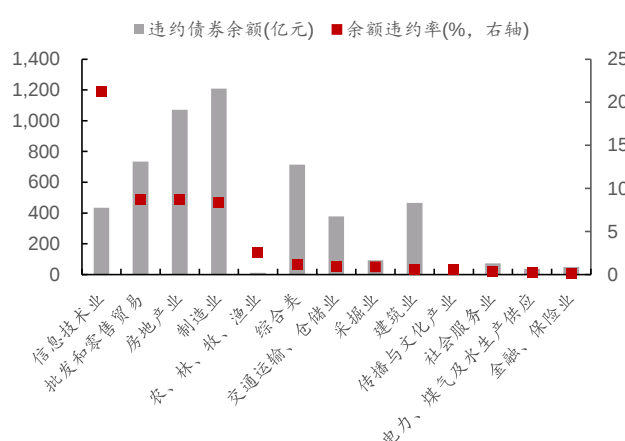
资料来源：贝壳研究院，华西证券研究所

图 54 1-6 月房地产项目公司商票逾期情况



资料来源：上海票交所，CRIC，华西证券研究所；注：6 月名单为 2022 年 1 月 1 日至 6 月 30 日出现 3 次以上付款逾期、且截至 6 月 30 日有逾期余额或当月出现付款逾期的承兑人数量。

图 55 房地产业违约债券余额和违约率较高 (7/25)



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 56 上市银行涉及“停贷事件”公告情况汇总

银行	涉房贷情况	按揭贷款规模 (2021A, 亿元)	占总贷款比例	不良率 (2021A, %)
建设银行	当前部分地区停工缓建和未按时交付楼盘情况，涉及本行规模较小，总体风险可控。	63,866	34.0%	0.20%
农业银行	1) 截至6月末，个人住房贷款余额5.34万亿元，其中一手楼按揭贷款余额3.97万亿元； 2) 初步认定存“保交楼”风险楼盘涉及逾期按揭贷款余额6.6亿元，占全行按揭贷款余额的0.012%，占一手楼按揭贷款余额的0.017%。目前涉及“保交楼”风险的业务规模较小，总体风险可控。	52,423	30.6%	-
工商银行	1) 截至2022年6月末，个人住房贷款余额6.36万亿元，不良率0.31%； 2) 停工项目涉及不良贷款余额6.37亿元，占全行按揭贷款余额的0.01%，资产质量稳定，风险可控。	63,627	30.8%	0.24%
中国银行	今年以来，本行房地产融资平稳有序，新增房地产开发贷款位于同业前列；疫情期间为客户提供延期还本付息等多项纾困政策，资产质量保持稳定，本行个人住房贷款业务总体风险可控。	48,264	30.8%	-
交通银行	1) 截至目前，住房贷款余额近1.5万亿元，资产质量稳定 2) 经初步排查，本行涉险逾期住房按揭贷款余额0.998亿元，占本公司境内住房按揭贷款余额0.0067%，规模和占比较小，风险可控。	14,895	22.7%	-
邮储银行	1) 截至目前，住房贷款余额超过2万亿元，笔均金额约44万元，房地产类不良贷款率处于行业较低水平。 2) 经深入排查，初步认定的停工项目涉及本行住房贷款逾期金额1.27亿元，规模和占比小，风险可控。	21,693	33.6%	0.44%
招商银行	目前涉险事件的楼盘数量占比较小，所涉及的本行逾期个人住房贷款余额0.12亿元，占境内个人住房贷款余额的比例不到0.001%，风险整体可控。	13,744	24.7%	0.28%
兴业银行	截至目前，本行涉及“停贷事件”楼盘相关按揭贷款余额16亿元，其中不良贷款余额0.75亿元，已出现停止还款的按揭金额3.84亿元，主要集中在河南地区。本行已介入且存在烂尾风险的按揭贷款总体规模较小，不会对本公司经营构成重大影响。	11,212	25.3%	0.49%
民生银行	截至2022年6月末，住房按揭贷款余额5910.39亿元，其中涉险事件逾期按揭贷款余额0.66亿元，总体风险可控。	5,955	14.7%	0.26%
光大银行	经初步排查，截至2022年6月末，涉险逾期按揭贷款余额0.65亿元，占全行按揭贷款余额的0.01%，规模较小，整体风险可控，不会对本行经营产生重大影响。	5,653	17.1%	-
中信银行	经初步排查，涉险楼盘涉及本行逾期个人住房贷款余额0.46亿元，占本行个人住房贷款余额0.0048%，规模和占比较小，总体风险可控。	9,734	20.0%	-
平安银行	1) 截至2022年6月末，个人住房贷款余额2829.19亿元，占全行信贷资产的8.80%。其中，一手楼按揭贷款余额1522.97亿元。 2) 目前涉险逾期按揭贷款余额0.318亿元，占全行按揭贷款余额0.011%，占一手楼按揭贷款余额的0.021%。本行涉及烂尾风险的按揭贷款总体规模小，不会对本行经营构成重大影响。	2,794	9.1%	0.34%
浙商银行	本行涉险按揭贷款余额约3100万元；经谨慎且宽泛认定可能存在“保交楼”风险的楼盘涉及按揭贷款余额2.6亿元，业务规模与占比较小，总体风险可控，不会对本公司经营构成较大影响。	908	6.7%	-
浦发银行	截至2022年6月末，住房按揭贷款余额人民币8869.64亿元，经初步排查，涉及“保交楼”风险的逾期按揭贷款余额0.56亿元，总体风险可控。	9,060	18.9%	0.40%
华夏银行	目前涉及“停贷事件”楼盘的逾期按揭贷款余额0.31亿元，占全行个人住房按揭贷款余额的0.01%，业务规模较小，总体风险可控，不会对本行经营产生重大影响。	3,039	13.7%	-
南京银行	截至2022年6月末，全行个人按揭贷款余额832亿元，其中涉险个人按揭贷款余额仅为0.2114亿元，占全行个人按揭贷款余额的0.0254%。目前涉险的业务规模较小，不会对本公司经营构成影响。	835	10.6%	-
江苏银行	1) 截至2022年6月末，本行个人住房贷款余额2446亿元，不良率0.1%。 2) 通过全面排查，本行可能涉及“保交楼”风险楼盘涉及的个人住房贷款不良余额为0.31亿元，占本行个人住房贷款余额的0.01%，对整体信贷资产质量影响小。	2,439	17.4%	-

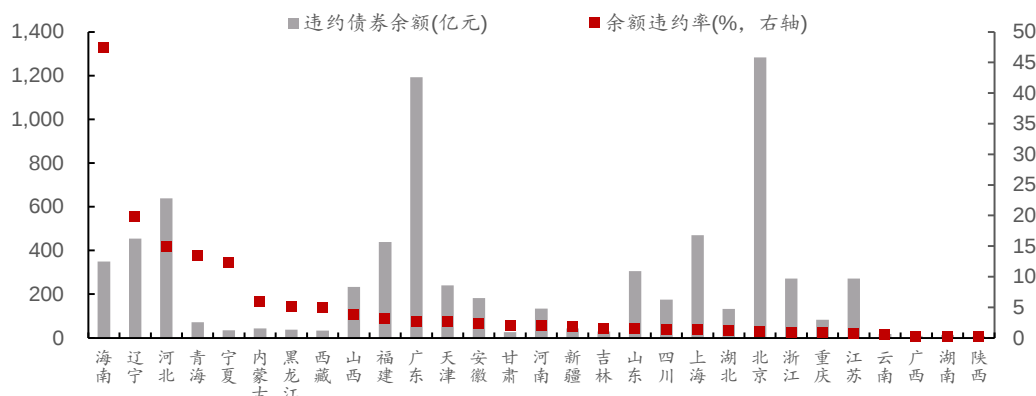
资料来源：万得资讯，公司公告，华西证券研究所

零售方面，信用卡相关不良可控。参照 2020 年疫情后上市银行信用卡消费贷资产质量演绎，不良率表现阶段性反弹后，将伴随居民收入的改善趋于平稳。

所以综合来说，考虑到银行业受益于前两年的不良大力处置，存量不良出清较为充分，现阶段无论是不良率、关注类占比，还是拨覆盖率，相较 2020 年疫情突发阶段，都更加干净扎实、拨备水平充裕；增量层面，伴随下半年经济的企稳修复、房地产市场的回暖，预计资产质量将保持平稳。

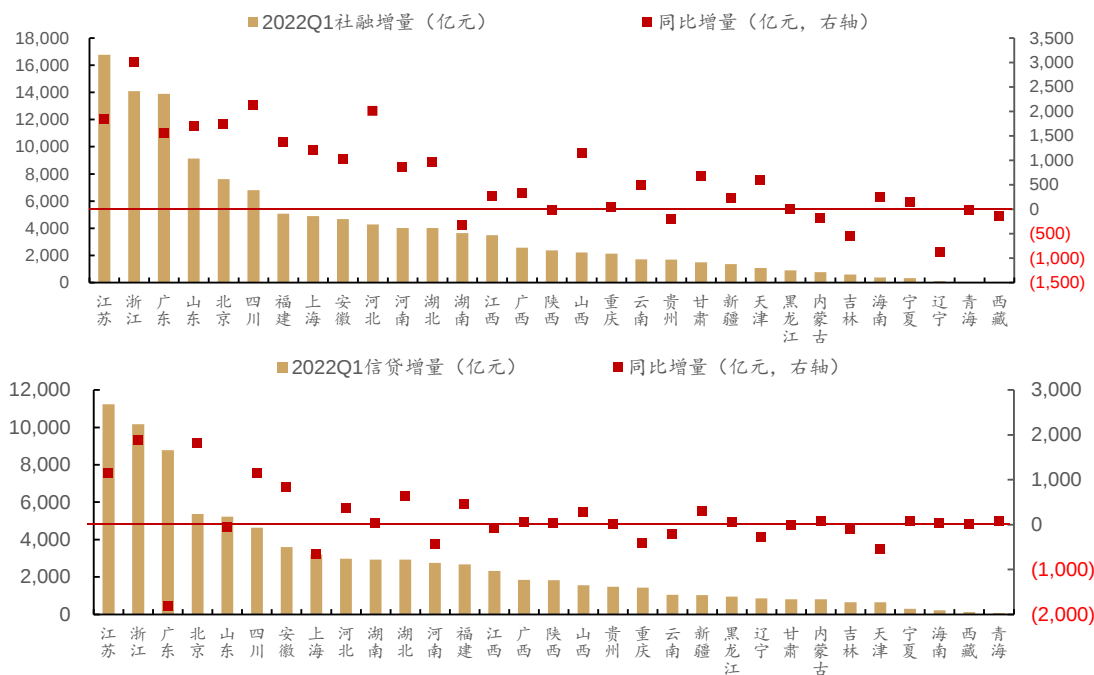
总体信用风险企稳的同时，区域分化格局也将延续。Q1 新增社融中，增量依然集中在经济强省。其中江苏、浙江、广东一季度社融增量过万亿，再加上山东和北京，合计社融增量占全国约一半份额；而浙江、四川社融同比多增幅度居前，区域融资需求也较为旺盛。但东北和西部地区需求相对较弱，且债券违约率相对较高，反映一定的区域信用风险压力。

图 57 东北和西部地区债券违约率偏高（7/25）



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 58 一季度沿海地区融资需求保持旺盛，东北和西部地区相对较弱



资料来源：万得资讯，华西证券研究所；注：这里贷款为社融中贷款增量。

2.4. 现金理财加速整改，理财子公司“于变局中开新局”

表外来看，经济结构转型，叠加居民金融资产配置结构变化下，大财富管理仍是银行业中长期发展逻辑，下半年银行财富业务仍将继续推进转型和规范。

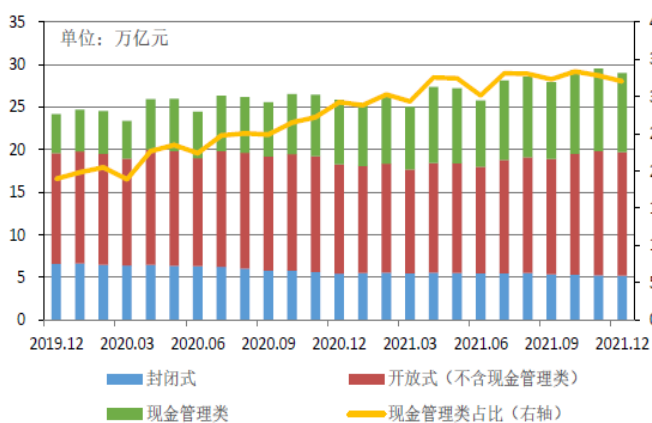
首先，今年是资管新规过渡期结束后的第一年，下半年也迎来现金管理产品整改过渡期尾声。自去年6月发布《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》以来，现金管理类理财面临的整改包括规模压降和资产端投向、集中度、久期等方面的要求。从目前整改情况来看，现金类产品收益率和规模呈“双降”趋势：

一方面收益率来看，伴随资产端配置结构的调整，现金管理类产品减少对永续债和二级资本债等资产的配置，整体收益率显著下行。根据普益标准，全国精选60款现金管理产品7月3日当周的七日年化收益率均值仅2.69%，较年初降幅在30BP左右，但收益率中枢仍高于货基（余额宝7月收益率为1.5%左右）

另一方面规模来看，根据《中国银行业理财市场年度报告》，截至2021年末全市场存续现金管理类理财余额9.29万亿元（同比+23%，增速较上年同期降42pct），在理财总存续规模29万亿元中占比32%左右，较2020年上行约3pct；伴随理财净值化的推进，占存续净值型理财的比例降至34%。考虑到过渡期今年底结束，今年以来整体整改提速，比如近期部分银行对现金管理类产品条款进行调整，包括快赎金额由5万元降至1万元，申购、赎回改为T+1等，整体和货基对标。根据普益标准数据，截至一季度末现金类理财存续规模约6.46万亿元，占全理财市场产品规模约23%，较去年同期降6pct。但因为受到今年以来资本市场波动加剧、权益类理财净值回落、投资者风险偏好下行等影响，上半年整体现金类产品数量仍有回升。根据普益标准，2021年6月11日存续现金管理类产品458只，然后持续下降，但是自今年1月起数量开始增长，截至6月6日存续数量升至435只¹，较上年末有所回升。

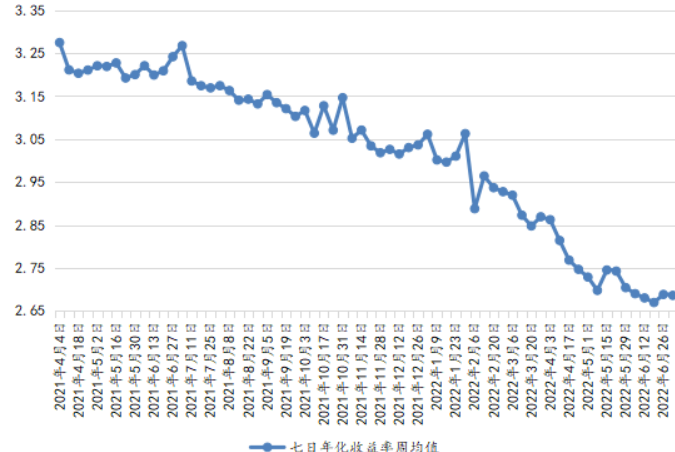
下半年伴随过渡期的临近，我们预计理财业务整改会进一步加快，监管要求趋同下，规模占比按需压降的同时，收益率也进一步向公募货基收敛。整改完成后更加稳健和丰富的产品体系也将促进理财规模保持稳定增长。

图 59 现金管理类产品占理财总存续余额的比例回落



资料来源：银行业理财登记托管中心《中国银行业理财市场年度报告（2021年）》

图 60 现金管理类产品收益率下行至低位（%）



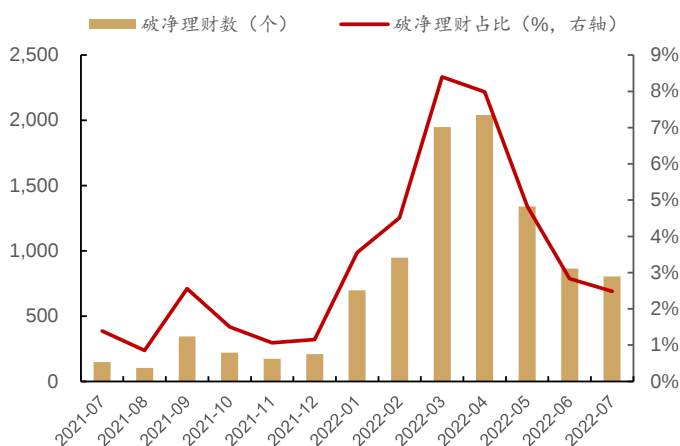
资料来源：银行业协会，普益标准；注：统计口径为60款现金管理类产品7日年化收益率周均值。

¹ 资料来源：<https://www.163.com/dy/article/H9HSD4MF0550C0ON.html>

其次，除了整改影响收尾，上半年的“破净潮”已经逐步修复。随着疫后企业复工复产的推进，宏观经济修复提振市场情绪，二季度以来权益市场整体筑底回升，叠加债市受益于宽松的资金面也有较好表现，促进银行理财产品在经历开年的净值波动后，逐步开启反弹修复。根据 WIND 数据，继 3、4 月理财破净潮达到高点后，破净率持续下行，截至 7 月 26 日，存续的 3.2 万余只理财产品中，有 803 只破净，破净率 2.5%，较此前大幅降低；其中理财公司在存续期内的 13219 只理财产品中（含自主发行与母行划转，剔除无登记编码和无净值数据的产品），仅 715 只单位净值低于 1，较一季度大幅降低。

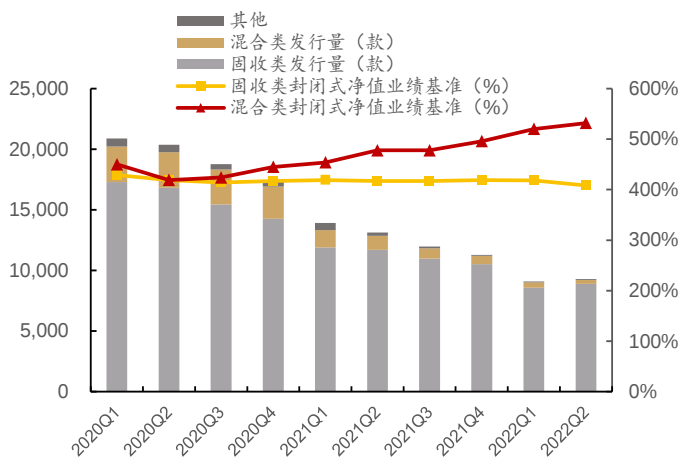
伴随净值的回温，理财发行量有所企稳，有望带动后续规模的进一步提升。根据普益标准统计数据，二季度产品发行量 9288 款，环比一季度止跌回升，其中主要由固收类产品发行量回升拉动。

图 61 二季度以来银行理财破净情况改善



资料来源：万得资讯，华西证券研究所；注：1）剔除近 6 月无净值的产品；2）7 月为截至 26 日数据。

图 62 新发理财产品数量走势：二季度有所企稳



资料来源：普益标准，华西证券研究所

再者，行业内部格局来看，理财子公司业态崛起，已经成为市场的绝对主体，有望引领银行财富管理市场变革。今年上半年有 6 家理财子公司新获批开业，截至目前共 29 家获批筹建、27 家已经开业。相应的在各家理财子公司加速业务布局下，存量理财规模保持持续增长，根据银行业理财登记托管中心数据，截至 2022Q1，理财公司产品存续规模 17.27 万亿元，同比增长 127%，市场份额占比 60.88%，同环比分别提高 30.5 和 1.6 个百分点，已发展成为理财市场重要机构类型。其中自主发行产品占比不断增加，份额约六成。

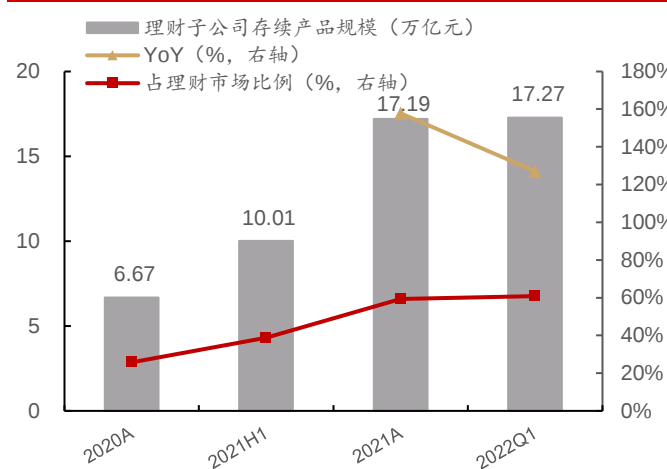
从发行量来看，近两年整改过程中，各类型银行机构的理财产品发行量均有所下降，仅理财子公司发行总量整体上行，且今年经过一季度的短暂回落后，二季度又企稳回升，尤其是 6 月发行量显著上行。

图 63 理财公司发展概况

银行股东类型	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
						2021A	YoY	2021A	YoY	2021A	YoY	
大行	建信理财	2018-12-26	2019-05-24	建设银行100%	150	185	15%	174	13%	20.62	516%	12.6%
	中银理财	2018-12-26	2019-07-01	中国银行100%	100	144	30%	131	25%	26.09	473%	22.2%
	交银理财	2019-01-04	2019-06-06	交通银行100%	80	102	15%	99	14%	11.55	74%	12.4%
	农银理财	2019-01-04	2019-07-29	农业银行100%	120	152	13%	151	13%	17.21	74%	12.1%
	工银理财	2019-02-15	2019-05-28	工商银行100%	160	188	5%	177	6%	8.92	119%	5.2%
	中邮理财	2019-05-28	2019-12-18	邮储银行100%	80	111	13%	105	14%	12.25	3%	12.5%
股份行	光大理财	2019-04-16	2019-09-25	光大银行100%	50	75	26%	70	25%	15.86	181%	25.1%
	招银理财	2019-04-16	2019-11-01	招商银行90% 摩根资管10%	56	121	50%	107	43%	32.03	31%	35.3%
	兴银理财	2019-06-06	2019-12-13	兴业银行100%	50	95	37%	92	44%	28.06	109%	36.2%
	平安理财	2020-01-02	2020-08-25	平安银行100%	50	74	36%	68	31%	16.16	879%	27.0%
	华夏理财	2020-04-26	2020-09-17	华夏银行100%	30	35	13%	33	10%	2.95	638%	9.3%
	信银理财	2020-06-12	2020-07-01	中信银行100%	50	82	37%	74	32%	18.06	204%	27.8%
	广银理财	2020-07-13	2021-12-29	广发银行100%	50	52		51				
	浦银理财	2020-08-04	2022-01-11	浦发银行100%	50							
	民生理财	2020-12-07	2022-06-24	民生银行100%	50							
	渤海理财	2021-04-25	-	渤海银行100%	20							
	恒丰理财	2021-06-16	-	恒丰银行100%	20							
城商行	杭银理财	2019-06-24	2019-12-20	杭州银行100%	10	21	74%	17	54%	6.11	374%	42.6%
	宁银理财	2019-06-26	2019-12-24	宁波银行100%	15	25	33%	22	24%	4.35	46%	21.6%
	徽银理财	2019-08-21	2020-04-26	徽商银行100%	20	34	55%	28	34%	6.96	539%	28.3%
	南银理财	2019-12-09	2020-08-20	南京银行100%	20	30	45%	27	32%	6.46	1919%	27.4%
	苏银理财	2019-12-19	2020-08-20	江苏银行100%	20	26	28%					
	青银理财	2020-02-06	2020-09-16	青岛银行100%	10	16	56%	14	41%	4.08	13500%	33.8%
	上银理财	2021-07-22	2022-03-15	上海银行100%	30							
农商行	渝农商理财	2020-02-13	2020-06-28	渝农商行100%	20	25	21%	24	18%	3.56	5642%	16.3%
合资	汇华理财	2019-12-20	2020-09-27	东方汇理资管公司55%；中银理财45%	10							
	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40%；富登管理私人有限公司9.9%	10							
	施罗德交银理财	2021-02-22	2022-02-14	施罗德资管51%；交银理财49%	10							
	高盛工银理财	2021-05-20	2022-06-24	高盛资管51%；工银瑞信49%	10							

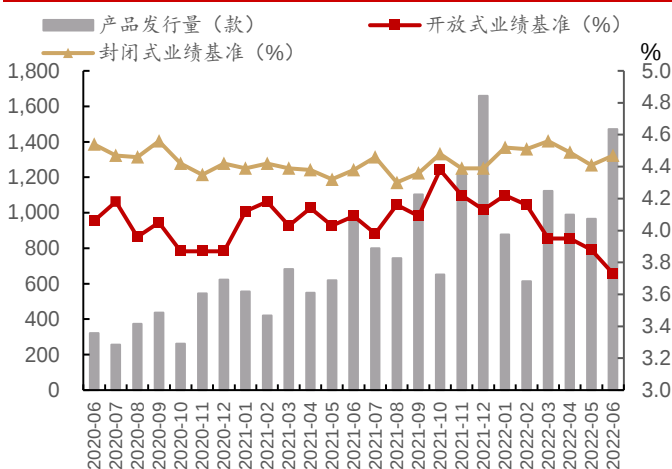
资料来源：根据公司公告年报和 WIND 整理，华西证券研究所

图 64 理财子公司存续产品市场份额突破 60%



资料来源：银行业理财登记托管中心，华西证券研究所

图 65 理财子公司新发产品情况：6 月发行量显著回升



资料来源：普益标准，华西证券研究所；注：历史数据与上期报告差异系后期补充产品数据所致。

此外，产品层面，今年作为净值化元年，大财富市场机遇与挑战并存下，机构大力推进业务创新探索。目前已发行的产品情况来看，理财子公司的产品仍以固收为主，未来新的增长点除了加大权益类产品比重外，养老理财等主题类产品也有望迎来快速扩容。

1) 养老理财 3 月试点扩容，跟据中国理财网数据，截至 7 月 24 日，“在售”及“存续”的养老主题理财产品共 31 只，发行机构包括建信理财、贝莱德建信理财、工银理财、招银理财和光大理财等试点机构。从产品类型看，基本均为 3 年期以上中长期产品；投向上，固收类产品居多、占比七成，混合类产品占比约 30%。

2) 据普益标准统计，上半年共 12 家理财机构推出 49 只 ESG 主题理财产品，接近 2021 年发行总量的七成；30 只为固收类，占比超过 60%。

3) 国家大力支持智能制造与产业升级的背景下，银行理财市场发行了 17 只专精特新主题银行理财产品。

■ 综上，我们认为目前银行业基本面景气度处于回升阶段，与整体经济基本面将保持同步。下半年供需环境的改善有助于提振营收端表现，信用成本也相对可控，全年利润的确定性仍然较强。我们维持 2022 年上市银行营收增速 10% 的判断，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%。

■ 结合 11 家上市银行披露的中报业绩快报，8 家上半年归母净利润增速在 20% 以上，3 家突破 30%，多数为江浙地区中小银行。

3. 投资策略：把握经济修复逻辑，布局优质个股

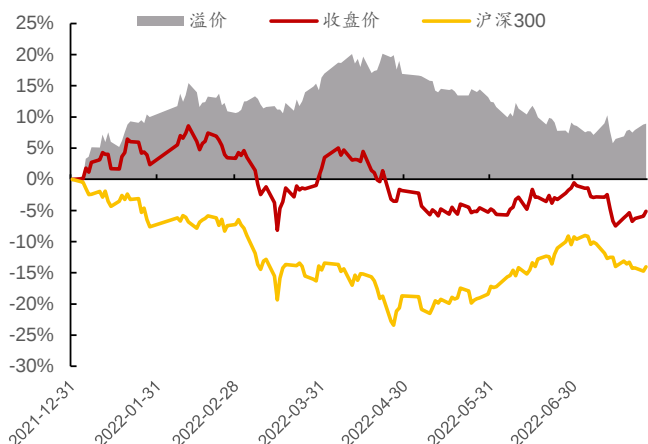
3.1. 板块回顾

今年以来截至 7 月 26 日，A 股银行板指整体下跌 5.1%，跑赢沪深 300 指数 8.9 个百分点，按中信一级行业分类，银行板块涨跌幅排名 10/30。趋势上，一季度信贷投放开门红叠加年报业绩兑现支撑银行板块获超额收益；3 月受疫情多发冲击，经济下行期市场大幅回调，银行板块获得相对收益，体现较强的防御属性；之后伴随疫情改善、市场情绪回暖，但成长风格占优，同时受地产风险蔓延影响，信用风险悲观预期主导下，银行板块指数回落。

个股方面分化较大，41 家上市银行（不含新上市的兰州银行）中有 18 家较年初上涨，整体看以头部城农商行为主，其中成都（+37.4%）、江阴（+34.9%）和江苏银行（+33.8%）涨幅超 30% 排名居前，另有常熟、南京、张家港、苏农、杭州、无锡、苏州涨幅超 10%，有江浙地区良好的经济环境赋能，部分也处于转债转股期，股份行则普遍下跌。

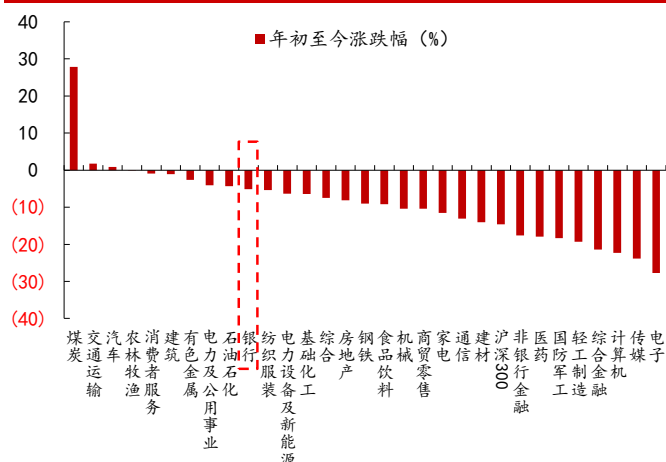
机构的银行板块仓位也和板块走势相符，一季度主动基金配置银行股的意愿环比上年四季度有所改善，但二季度仓位再度回落 1.86pct 至 2.27%，处于历史底部区间，尤其是部分龙头股份行受地产和零售等因素拖累，受机构减仓较多。

图 66 银行指数跑赢沪深 300 指数 8.9pct



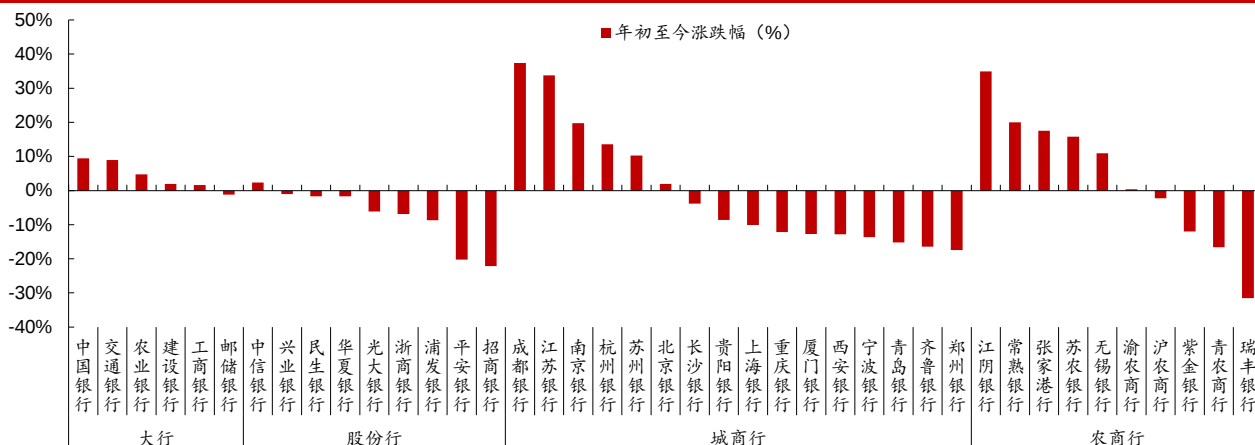
资料来源：万得资讯，华西证券研究所；注：截至 12/03，后同

图 67 银行板块涨跌幅排名 10/30



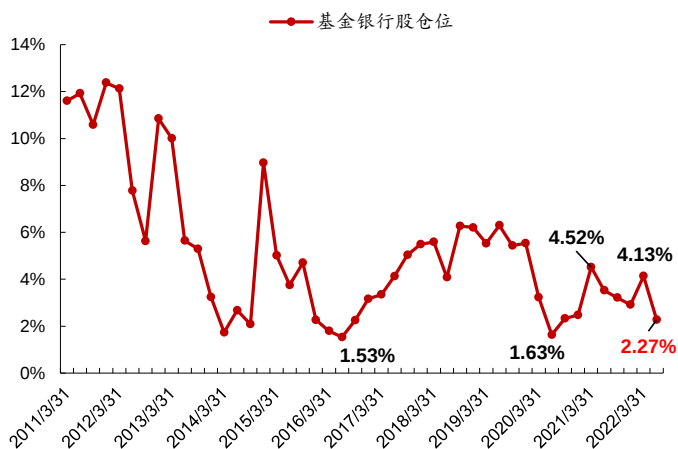
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 68 成都、江阴、江苏银行涨幅居前



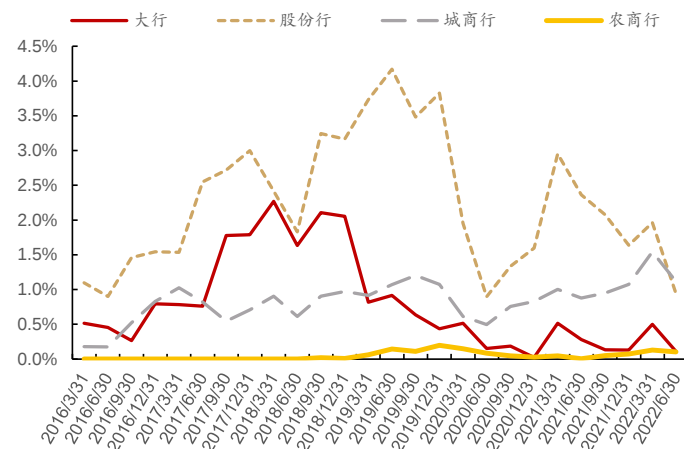
资料来源：万得资讯，华西证券研究所；注：不含今年新上市的兰州银行

图 69 Q2 基金银行股仓位环比回落



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 70 各类别银行持仓均环比回落，股份行降幅较大



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

3.2. 投资建议

因此站在当下这个时点，我们认为目前板块估值水平对应静态 PB(LF) 在 0.57 倍左右，处于历史底部，已经较为充分的反映了市场对经济或者行业信用风险的悲观预期，未来在预期边际改善下，板块估值空间上修，因此建议把握经济修复逻辑，积极布局超跌优质个股。

个股方面建议关注三条投资主线：

1) 偏大资管大零售的个股：占据财富管理主赛道，同时受益于零售业务改善发力。关注财富管理业务发力早、客群基础扎实的招商银行；以及综合实力较强、未来成长空间广的平安、兴业银行等；

2) 区域逻辑相对坚挺以及经营能力优异的银行：区域优势突出、经营优异的银行业绩确定性高，兼具高成长和高盈利性。关注宁波、成都、杭州、无锡、常熟银行等。

3) 另外建议积极关注低估值的稳健个股：邮储、青岛银行等。

图 71 中信银行指数 PB (LF) 持续探底



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

4. 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。