银行

证券研究报告
2022 年 11 月 28 日

降准如期而至，稳增长政策蓄力信贷投放

事件：11 月 25 日，人民银行宣布，决定于 12 月 5 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5%存款准备金率的金融机构）。

降准蓄力信贷投放，步长较为克制

商业银行是本轮“稳增长”的发力主体之一，降准从资产端为商业银行腾挪更多的流动性进行信贷投放，从负债端降低商业银行资金成本，缓解银行息差压力。以上市银行 22H1 数据进行静态测算，本次降准对上市银行息差平均正贡献 0.43bp，按照人民银行披露，此次降准降低金融机构资金成本每年约 56 亿元。

从降准幅度和释放的长期资金量上来看，此次降准幅度仅 0.25%，步长较为克制；释放长期资金规模 5000 亿元，为 2019 年以来全面降准中释放规模最小的一次。我们认为此时降准小步向前，主要是聚焦于年底前经济回稳向上和配合稳地产一揽子政策的前奏，更多的政策空间或将留在今年年底或明年一季度继续加力刺激经济复苏。

降准如期而至，政策端稳增长、稳地产态度坚决

降准是当前经济形势下稳增长的发力方式之一。近期疫情多点反弹，单日新增确诊病例数已攀升至 4 月末以来高点，10 月 PMI 环比回落至 49.2%，重回荣枯线以下，显示出经济回升的基础还不稳固，本次降准接续今年 4 月的降准步伐，同有在疫情形势趋紧、经济增长承压下的政策托举效果。

降准的另一方面考量是近期一揽子“稳地产”政策的落地还需要金融机构的资金支持。从 9 月末的地产组合拳到 11 月 8 日的“第二支箭”，再到《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，地产政策面从松转到更松，稳地产信号明确。近日六大国有银行纷纷与房企签订意向性融资支持协议，降准有利于金融机构提升对于地产等重点领域的支持能力，从“宽货币”向“宽信用”进行政策传导。

投资建议：此次降准只是前奏，政策空间依旧充足

此次降准虽然步长较为克制，但更值得注意的是政策端持续助力金融机构，稳增长和稳地产的方向明确、态度坚决。12 月的政治局会议以及中央经济工作会议，有望继续释放利好信息，下一阶段配合疫情好转后的消费复苏和信贷开门红的再次降准降息，同样值得期待。

目前银行板块估值处于历史相对低位，而随着政策端对稳增长、稳地产的不断加码，防疫政策调整，银行的估值有望进入修复的轨道，一是银行端房企资产敞口的信用风险得到缓释，房地产敞口较多、拨备充足、业绩稳定的大行信用风险有望得到修复。二是 “宽信用”和“稳增长”政策下，部分重点区域的中小行信贷需求有望持续高景气。推荐招商银行、宁波银行、常熟银行、江苏银行、成都银行、兴业银行。

风险提示：宏观经济疲弱，信贷需求低于预期，资产质量低于预期

投资评级

行业评级	强于大市(维持评级)
上次评级	强于大市

作者

郭其伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030001

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《银行-行业点评:三季度货币政策执行报告点评： 宽信用，稳货币，信贷投放量增价稳可期》 2022-11-19
2 《银行-行业点评:10 月社融点评：社融靴子落地，政策红利或临近》 2022-11-11
3 《银行-行业研究周报:专项债提前批呼之欲出，政策加码中长期信贷投放》 2022-11-07

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2022-11-28	投资评级	EPS(元) 2021A	2022E	2023E	2024E	P/E 2021A	2022E	2023E	2024E
600036.SH	招商银行	31.96	买入	4.76	5.43	6.31	7.41	6.71	5.89	5.06	4.31
002142.SZ	宁波银行	29.63	买入	3.13	3.59	4.24	5.01	9.47	8.25	6.99	5.91
601128.SH	常熟银行	7.61	买入	0.80	0.99	1.23	1.49	9.51	7.69	6.19	5.11
600919.SH	江苏银行	7.28	买入	1.33	1.75	2.11	2.58	5.47	4.16	3.45	2.82
601838.SH	成都银行	14.70	买入	2.17	2.82	3.48	4.19	6.77	5.21	4.22	3.51
601166.SH	兴业银行	16.73	买入	3.98	4.53	5.26	6.22	4.20	3.69	3.18	2.69

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

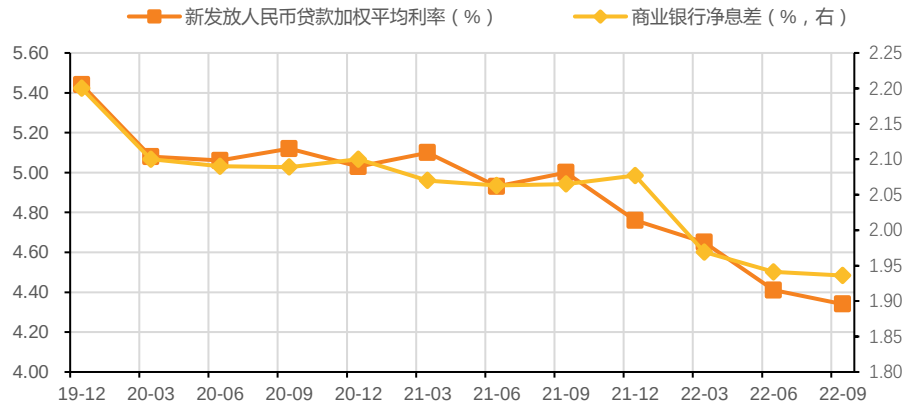
事件： 11 月 25 日，人民银行宣布，决定于 12 月 5 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5%存款准备金率的金融机构）。

1. 蓄力信贷投放，步长较为克制

1.1. 腾额度，降成本，降准扩展银行信贷量价空间

降准无疑会对商业银行产生直接利好，一方面从资产端为商业银行腾挪更多的流动性进行信贷投放，另一方面从负债端降低商业银行资金成本，缓解银行息差压力。今年以来，在贷款利率下行的带动下商业银行净息差持续走低，9 月末商业银行净息差 1.94%，处于有统计以来的低位。

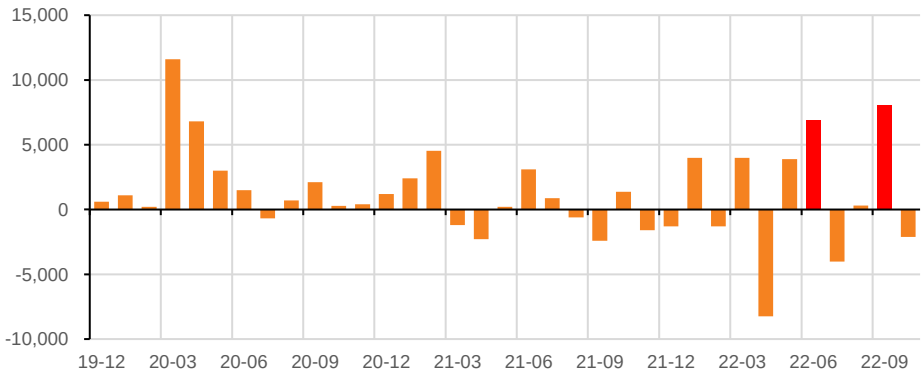
图 1：商业银行净息差和新发放人民币贷款加权平均利率持续走低



资料来源：Wind，天风证券研究所

商业银行是本轮“稳增长”的发力主体之一，无论是配合基建需求的中长期贷款投放，还是“保交楼”配套融资、支持普惠小微企业贷款延期还本付息等专项领域支持，都需要商业银行相对低成本、大规模的资金参与。11 月 21 日信贷工作座谈会指出全国性商业银行要增强责任担当，发挥“头雁”作用，主动靠前发力。回顾今年 5 月、8 月的两次信贷座谈会，会后商业银行信贷投放力度加大，6 月、9 月当月信贷投放实现大幅同比多增，我们判断此次信贷座谈会后在年末前也会有一定规模的信贷投放响应政策。

图 2：今年 5 月、8 月信贷座谈会后次月人民币贷款实现大幅同比多增（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

降准可以增加商业银行长期稳定资金来源，为本轮“稳增长”发力主体提供更多流动性，将政策效果更快更直接传递到实体；更重要的是，降准可以一定程度缓解商业银行的息差压力，进而促进降低实体经济综合融资成本，以上市银行 22H1 数据进行静态测算，本次降准对上市银行息差平均正贡献 0.43bp（见表 3），按照人民银行披露，此次降准降低金融机构资金成本每年约 56 亿元。

1.2. 降准步长克制，释放的流动性小

从降准幅度和释放的长期资金量上来看，此次降准幅度仅 0.25%，相较于 2019 年至 2021 年的五次降息（下调存准率 0.5%或 1%），步长较为克制；释放长期资金规模 5000 亿元，为 2019 年以来全面降准中释放规模最小的一次。

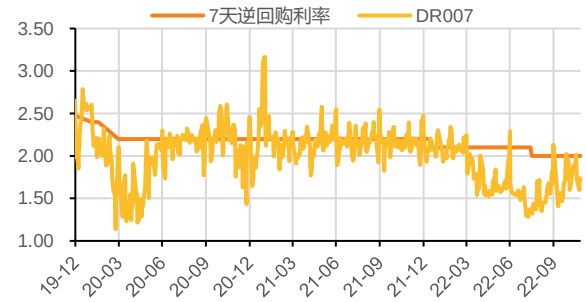
表 1：本次降准幅度和释放流动性较小

公告时间	实施时间	类型	事件	释放长期资金	降低资金成本
2022/11/25	2022/12/5	普降	为保持流动性合理充裕，促进综合融资成本稳中有降，落实稳经济一揽子政策措施，巩固经济回稳向上基础，中国人民银行决定于 2022 年 12 月 5 日降低金融机构存款准备金率 0.25 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约为 7.8%。	5000 亿元	每年约 56 亿元
2022/4/15	2022/4/25	普降+定向	中国人民银行决定于 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5%存款准备金率的金融机构）。为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5%的农商行，在下调存款准备金率 0.25 个百分点的基础上，再额外多降 0.25 个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.1%	5300 亿元	每年约 65 亿元
2021/12/6	2021/12/15	普降	中国人民银行决定于 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%	1.2 万亿元	每年约 150 亿元
2021/7/9	2021/7/15	普降	于 2021 年 7 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 8.9%。	1 万亿元	每年约 130 亿元
2020/1/1	2020/1/6	普降	于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）	8000 多亿元	每年约 150 亿元
2019/9/6	普降：2019/9/16，定向：2019/10/15 和 2019/11/15	普降+定向	于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此外，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。	约 9000 亿元。	每年约 150 亿元
2019/1/4	2019/1/15 和 2019/1/25	普降	下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。同时，2019 年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。净释放长期资金约 8000 亿元。	净释放长期资金约 8000 亿元	每年约 200 亿元

资料来源：人民银行官网，中国政府网，天风证券研究所

我们认为或是出于以下几方面考虑：一是不搞“大水漫灌”，今年以来央行已使用多次结构性货币工具向市场注入流动性，目前资金面流动性仍相对充裕，DR007 利率低于 7 天期逆回购利率，且银行年底信贷项目储备有限，更多投放一般集中于来年一季度，此时释放流动性更多地针对房地产等重点领域；二是人民银行需要在释放流动性的同时考虑潜在通胀压力，央行在三季度货币政策执行报告中提到“高度重视未来通胀升温的潜在可能性”，对通胀的重视程度显著提高；三是兼顾内外平衡，在海外加息潮的影响下，人民币汇率处于近年来较高水平，我国“以我为主”的政策也需要对降准节奏和幅度进行更多考量，在保持人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。

图 3：近期 DR007 利率低于 7 天期逆回购利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：今年下半年以来美元兑人民币汇率攀升



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 降准如期而至，政策端稳增长、稳地产态度坚决

本次降准是对国常会的政策落实，11 月 22 日国常会提出加大金融支持实体经济力度，其中措施包括“适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”，回顾 2020 年以来几次降准过程，均在国务院对降准政策有所部署后的一周内落实，本次靴子如期落地也在市场预期之内。

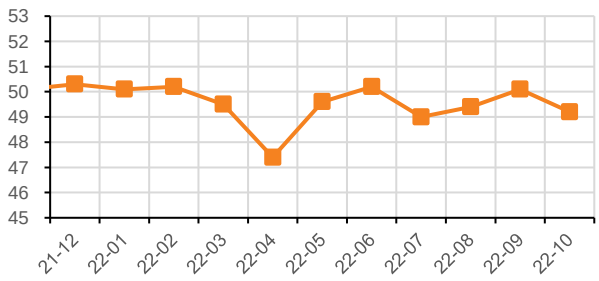
近期疫情多点反弹，单日新增确诊病例数已攀升至 4 月末以来高点，10 月 PMI 环比回落至 49.2%，重回荣枯线以下，显示出经济回升的基础还不稳固。国常会指出“四季度经济运行对全年经济十分重要，当前是巩固经济回稳向上基础的关键时间点。要深入落实稳经济一揽子政策措施，保持经济运行在合理区间，力争实现较好结果。”，考虑到前期推出财政金融政策支持重大项目建设、设备更新改造，政策效应正在显现，本次降准接续今年 4 月的降准步伐，同有在疫情形势趋紧、经济增长承压下的政策托举效果。

图 5：近期疫情有所反弹，单日新增确诊病例数攀升



资料来源：wind，天风证券研究所

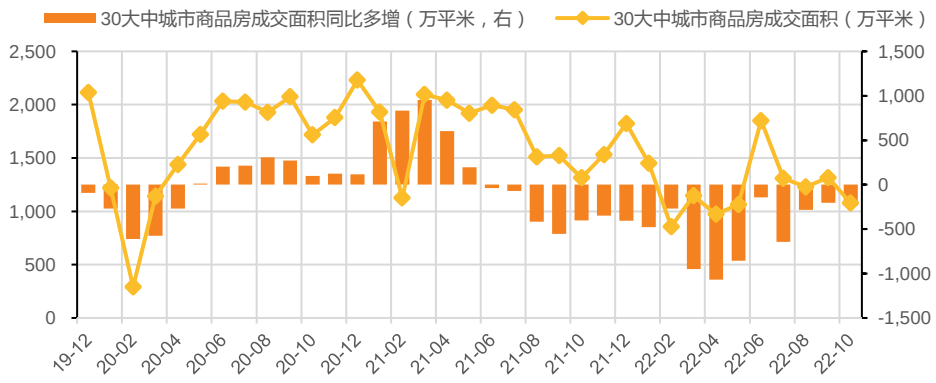
图 6：10 月 PMI（%）重回荣枯线以下



资料来源：wind，天风证券研究所

除了稳增长的整体考量外，降准的另一方面考虑是近期一揽子稳地产政策的落地还需要金融机构的资金支持。今年以来房地产销售市场持续低迷，30 大中城市商品房成交面积持续低于去年同期，部分房企信用风险暴露影响居民和市场信心。

图 7：今年房地产销售市场持续低迷



资料来源：Wind，天风证券研究所

从 9 月末的地产组合拳到 11 月 8 日的“第二支箭”，再到《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（16 条），地产政策面从松转到更松，稳地产信号明确。11 月 21 日信贷座谈会强调要全面落实房地产长效机制，提出因城施策实施好差别化住房信贷政策，保持房地产融资平稳有序等要求。近日六大国有银行纷纷与房企签订意向性融资支持协议，已向 17 家房企提供意向性授信额超 1.3 万亿。“保交楼”的配套资金支持、房企发债融资等稳地产政策，都少不了商业银行等金融机构的参与，降准有利于金融机构提升对于地产等重点领域的支持能力，从“宽货币”向“宽信用”进行政策传导。

表 2：近期一揽子“稳地产”政策发布

时间	政策背景	内容
2022/11/13	人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	通知涉及保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度等 6 方面，共 16 条具体措施。其中，在保持房地产融资平稳有序方面，通知特别提出，自通知印发之日起，未来半年内到期的，可以允许超出原规定多展期 1 年，可不调整贷款分类，报送征信系统的贷款分类与之保持一致。
2022/11/8	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资。预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
2022/9/30	财政部、税务总局联合发布支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告	自 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。其中，新购住房金额大于或等于现住房转让金额的，全部退还已缴纳的个人所得税；新购住房金额小于现住房转让金额的，按新购住房金额占现住房转让金额的比例退还出售现住房已缴纳的个人所得税。
2022/9/30	中国人民银行决定下调首套个人住房公积金贷款利率	自 2022 年 10 月 1 日起，下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为 2.6%和 3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变，即 5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别不低于 3.025%和 3.575%。
2022/9/29	人民银行、银保监会阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限	一是对于 2022 年 6-8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在 2022 年底前，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。 二是按照“因城施策”原则，符合上述条件的城市政府可根据当地房地产市场形势变化及调控要求，自主决定阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限，人民银行、银保监会派出机构指导省级市场利率定价自律机制配合实施。

资料来源：人民银行公众号，中国政府网，银保监会官网，财联社，天风证券研究所

3. 投资建议：此次降准只是前奏，政策空间依旧充足

此次降准虽然步长较为克制，但更值得注意的是政策端持续助力金融机构，稳增长和稳地产的方向明确、态度坚决。考虑到目前的内外部环境，以及银行信贷大规模投放一般安排在一季度“开门红”，我们认为此时降准小步向前，主要是聚焦于年底前经济回稳向上和配合稳地产一揽子政策的前奏，更多的政策空间或将留在今年年底或明年一季度继续加力刺激经济复苏。12 月的政治局会议以及中央经济工作会议，有望继续释放利好信息，下一阶段配合疫情好转后的消费复苏和信贷开门红的再次降准降息，同样值得期待。

前期在房地产风险等因素的影响下，银行板块估值处于历史相对低位。而随着政策端对稳增长、稳地产的不断加码，防疫政策调整，银行的估值有望进入修复的轨道，逻辑如下：一是随着地产政策放松，银行端房企资产敞口的信用风险得到缓释，无论是不良生成还是减值计提的脚步都有望放慢，房地产敞口较多、拨备充足、业绩稳定的大行信用风险有望得到修复。二是 “宽信用”和“稳增长”政策下，重点区域的信贷需求有望持续高景气，部分中小行得益于区位优势和公司成熟的经营策略，基本面脱颖而出，成长

性愈发凸显。推荐招商银行、宁波银行、常熟银行、江苏银行、成都银行、兴业银行。

表 3：上市银行降准 0.25%影响测算

代码	上市银行	释放资金（百万元）	税前利润（百万元）	息差贡献bp	2023年预测净利润（百万元）	2023年利润同比增幅pct
601398.SH	工商银行	72,166	1,508	0.43	388,107	0.29
601939.SH	建设银行	59,564	1,322	0.43	341,778	0.29
601288.SH	农业银行	59,490	1,285	0.43	273,661	0.35
601988.SH	中国银行	48,286	864	0.34	245,234	0.26
601658.SH	邮储银行	30,306	724	0.59	98,870	0.55
601328.SH	交通银行	19,287	411	0.37	99,230	0.31
600036.SH	招商银行	17,593	426	0.48	157,315	0.20
601166.SH	兴业银行	11,617	314	0.41	104,684	0.22
600000.SH	浦发银行	11,711	296	0.39	55,539	0.40
601998.SH	中信银行	12,751	339	0.45	69,808	0.36
600016.SH	民生银行	10,284	255	0.38	39,442	0.48
601818.SH	光大银行	9,714	272	0.49	47,687	0.43
000001.SZ	平安银行	8,108	272	0.58	53,416	0.38
600015.SH	华夏银行	5,353	151	0.43	25,953	0.44
601916.SH	浙商银行	4,051	119	0.53	14,656	0.61
601169.SH	北京银行	4,649	110	0.38	25,239	0.33
601229.SH	上海银行	3,882	92	0.37	24,859	0.28
600919.SH	江苏银行	4,075	126	0.51	30,909	0.31
002142.SZ	宁波银行	3,124	86	0.49	27,998	0.23
601009.SH	南京银行	2,679	76	0.49	22,466	0.25
600926.SH	杭州银行	2,262	59	0.45	14,281	0.31
601577.SH	长沙银行	1,338	44	0.61	7,610	0.43
601838.SH	成都银行	1,578	44	0.57	12,171	0.27
601963.SH	重庆银行	930	28	0.47	4,987	0.43
601997.SH	贵阳银行	932	32	0.53	6,555	0.36
002936.SZ	郑州银行	811	27	0.50	3,474	0.57
002948.SZ	青岛银行	825	23	0.51	3,738	0.47
002966.SZ	苏州银行	763	21	0.47	4,736	0.33
601665.SH	齐鲁银行	820	22	0.52	4,227	0.38
001227.SZ	兰州银行	789	24	0.66	1,747	1.05
600928.SH	西安银行	625	17	0.53	2,792	0.46
601187.SH	厦门银行	530	13	0.43	2,972	0.33
601077.SH	渝农商行	2,052	54	0.42	11,311	0.36
601825.SH	沪农商行	2,184	52	0.48	13,381	0.29
002958.SZ	青农商行	707	20	0.50	3,265	0.45
601128.SH	常熟银行	519	20	0.80	3,235	0.46
601860.SH	紫金银行	443	11	0.52	1,814	0.46
600908.SH	无锡银行	418	10	0.51	2,362	0.33
002839.SZ	张家港行	333	10	0.58	1,939	0.38
603323.SH	苏农银行	319	3	8.95	1,645	0.12
002807.SZ	江阴银行	303	8	0.51	1,851	0.32
601528.SH	瑞丰银行	282	8	0.60	1,570	0.39

资料来源：wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。
天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com