

银行

证券研究报告
2022 年 12 月 04 日

再迎“三箭齐发”，银行板块估值修复有望加速

又见“三箭齐发”，政策面渐入佳境

“三支箭”政策组合即政策端通过信贷、债券、股权三个融资主渠道，支持民营企业拓宽融资途径。我国“三支箭”组合的首次提出在 2018 年，针对部分民营企业遇到的融资困难问题，2018 年下半年支持民企融资政策密集出台，人民银行会同有关部门，从信贷、债券、股权三个融资渠道采取“三支箭”的政策组合，支持民营企业拓展融资。本次“三支箭”再次射出，政策面“宽信用”信号明确。

第一支箭—信贷支持。在“房住不炒”政策指引下，2020 年以来，房地产信贷监管政策逐步收紧，融资需求侧“三道红线”和供给端的集中度管理制度迫使房企开启“降杠杆”之路。11 月以来，房地产融资信贷支持政策逐步累加。一是房地产企业可向商业银行申请出具保函置换监管额度内资金，二是面向 6 家商业银行推出 2000 亿元“保交楼”贷款支持计划；三是“金融十六条”，房地产信贷政策从保项目向保主体不断倾斜。

第二支箭—债券融资支持。民营企业债券融资支持工具又被称为“第二支箭”，11 月 8 日，交易商协会发文决定“第二支箭”延期并扩容，明确将支持对象表述为“包括房地产企业在内的民营企业”。“第二支箭”向房企射出，一方面从监管机构端为优质民营房企发债增信，另一方面表明了监管层稳楼市、保房企的态度。

第三支箭—股权融资支持。房地产行业股权融资政策自 2010 年起开始收紧，并且自此之后逐步紧缩，证监部门暂停批准房企上市、再融资和重大资产重组。11 月 28 日，证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施，上市房企和涉房企股权融资全面放松。本次时隔多年后房地产股权融资放松有积极意义：一是为房企融资打开了新的路径；二是并购重组的恢复可以加快房地产行业结构性转型；三是此次政策端发力，更体现了监管呵护房地产行业风险软着陆的态度。

投资建议：弓弦拉满，曙光乍现，持续修复可期

近期的“金融 16 条”到“三支箭”，政策态度从松到更松，从“保项目”扩展到“保主体”，政策应出尽出。回望 2018 年，本次“三支箭”弓弦拉满，亦是宽信用的明确信号，且力度更大。2018 年“三支箭”后民企纾困政策继续发力、信贷增速企稳回升，我们认为本次政策方向明确后，在政策取得实质效果前，宽信用也有望持续呵护经济企稳复苏。

宽信用、稳地产是银行资产质量稳定的有力支撑。同时，在“保交楼”、疫情防控政策调整的背景下，居民收入预期有望加速改善，风险偏好和购房热情都有望回暖。目前银行股估值处于历史相对低位，政策底是银行超额收益行情启动的主要时间点，建议重点关注前期估值受制于地产风险的银行和经济发达区域的优质中小行，推荐招商银行、宁波银行、兴业银行、常熟银行、江苏银行、成都银行。

风险提示：宏观经济疲弱，政策力度不及预期，信贷需求低于预期

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2022-12-02	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600036.SH	招商银行	34.39	买入	4.76	5.43	6.31	7.41	7.22	6.33	5.45	4.64
002142.SZ	宁波银行	31.46	买入	3.13	3.59	4.24	5.01	10.05	8.76	7.42	6.28
601166.SH	兴业银行	17.41	买入	3.98	4.53	5.26	6.22	4.37	3.84	3.31	2.80
601128.SH	常熟银行	7.50	买入	0.80	0.99	1.23	1.49	9.38	7.58	6.10	5.03
600919.SH	江苏银行	7.31	买入	1.33	1.75	2.11	2.58	5.50	4.18	3.46	2.83
601838.SH	成都银行	14.78	买入	2.17	2.82	3.48	4.19	6.81	5.24	4.25	3.53

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

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:降准如期而至，稳增长政策蓄力信贷投放》2022-11-28
- 2 《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
- 3 《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

1. 又见“三箭齐发”，政策面渐入佳境

“三支箭”政策组合即政策端通过信贷、债券、股权三个融资主渠道，支持民营企业拓宽融资途径。近期地产政策端利好频频释放，从保项目到保主体，三箭齐发，政策端稳地产态度坚决。

1.1. 第一支箭——信贷支持

无论是存量信贷的续作、展期，还是新增信贷额度的支持，都是房企稳定现金流的重要支撑。在“房住不炒”政策指引下，2020年以来，房地产信贷监管政策逐步收紧。首先是融资需求侧“降杠杆”，2020年8月，住建部和央行联合召开重点房地产企业座谈会，从房地产融资需求侧提出“三道红线”，为房企资产负债率、净负债率、现金短债比三大财务指标戴上“紧箍咒”，迫使房企降负债、去杠杆，债务融资需求收缩。同时，据中国银行保险监督管理委员会网站，2020年末监管层在房地产信贷供给端建立金融机构房地产贷款集中度管理制度，考核银行房地产贷款占比和个人住房占比，对银行向房地产领域提供信贷进行额度限制。在流动性收紧、销售回款减少等因素影响下，2021年以来多家房企发生违约。

今年以来，监管对于房地产信贷的口风有所放松。尤其是今年11月以来，房地产融资信贷支持政策逐步累加。1) 房地产企业可向商业银行申请出具保函置换监管额度内资金，增加房地产企业预售资金使用效率；2) 召开全国性商业银行信贷工作座谈会，强调房地产融资平稳有序，以窗口指导的方式提高商业银行房地产领域信贷投放积极性。同时，在前期推出的‘保交楼’专项借款的基础上，央行计划面向商业银行推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划，为商业银行提供零成本资金，真金白银鼓励银行向房企提供信贷支持；3) 发布“金融支持十六条”，鼓励贷款和债券进行合理展期、放松了房贷集中度的要求、支持各地方调整首付比例和贷款利率政策下限，明确支持各银行同步调整首付比例和贷款利率等房地产领域信贷支持政策，从融资端全方位支持房地产市场平稳运行。

从近期房地产领域信贷政策来看，政策口风从紧到松，政策范围从保项目到保主体；政策力度从鼓励到真金白银的再贷款支持，力度不断强化。国有大行在政策引导下迅速响应，近日国有大行与多家房企签订战略合作协议，提供意向融资支持。

表1：“第一支箭”——信贷支持：11月以来房地产信贷支持政策频频加码

时间	政策背景	政策表述
2010/4/17	《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》	对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业，商业银行不得发放新开发项目贷款，证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组。
2013/2/26	国务院办公厅《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》	对存在闲置土地和炒地、捂盘惜售、哄抬房价等违法违规行为的房地产开发企业，有关部门要建立联动机制，加大查处力度。国土资源部门要禁止其参加土地竞买，银行业金融机构不得发放新开发项目贷款，证券监管部门暂停批准其上市、再融资或重大资产重组，银行业监管部门要禁止其通过信托计划融资。
2016/10/21	银监会召开三季度经济金融形势分析会要求	严控房地产金融业务风险，严格执行房地产贷款业务规制要求和调控政策，审慎开展与房地产中介和房企相关的业务，规范各类贷款业务管理，严禁违规发放或挪用信贷资金进入房地产领域，加强理财资金投资管理，严禁银行理财资金违规进入房地产领域，加强房地产信托业务合规经营。
2016/11/11	银监会《关于开展银行业金融机构房地产相关业务专项检查的紧急通知》	要求对16个热点城市银行业金融机构进行专项检查，检查要点包括：房地产贷款业务规制要求和调控政策的执行情况，与房地产中介和房地产企业开展业务的管控情况，涉及房地产业务相关贷款的管理情况，理财资金投资管理情况，房地产信业务合规经营情况，其中对房地产开发贷款方面，检查是否严格审查房地产开发企业各项资质；房地产项目是否符合最低资本金比例要求；是否对资本金来源真实性认真审查；是否存在银行资金违规用于购地的问题。

2017/11/22	中国银监会关于规范银信类业务的通知	商业银行和信托公司开展银信类业务，不得将信托资金违规投向房地产等限制或禁止领域
2019/8/8	中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知	要求三季度房地产信托规模每日时点均不得超过二季度末规模，保证三季度房地产业务余额零增长。
2020/8/20	住房和城乡建设部、人民银行联合召开房地产企业座谈会，重点房地产企业资金监测和融资管理的“三线四档”原则	三道红线是指剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、现金短债比小于1倍。按照踩线情况，房地产企业被分为“红、橙、黄、绿”四档，“红档”企业有息负债规模不能高于现有水平，“橙档”企业有息负债年增速不得超过5%，“黄档”企业不得超过10%，“绿档”企业不得超过15%。
2020/12/31	中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知	房地产贷款集中度管理是指银行业金融机构（不含境外分行）房地产贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例和个人住房贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例不得高于人民银行、银保监会确定的房地产贷款占比上限和个人住房贷款占比上限。可适当延长业务调整过渡期。
2021/3/26	中国银保监会办公厅、住房和城乡建设部办公厅、中国人民银行办公厅关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知	防止经营用途贷款违规流入房地产领域，更好地支持实体经济发展
2021/7/2	国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见	加大对保障性租赁住房建设运营的信贷支持力度，支持银行业金融机构以市场化方式向保障性租赁住房自持主体提供长期贷款；支持银行业金融机构发行金融债券，募集资金用于保障性租赁住房贷款投放。
2021/9/29	人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会	金融部门要围绕“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。
2022/2/8	中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》	明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理，鼓励银行业金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，加大对保障性租赁住房发展的支持力度
2022/5/4	证监会认真贯彻中央政治局会议精神 研究资本市场落实的政策措施	积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施REITs试点范围，适时出台更多支持实体经济发展的政策措施。
2022/7/21	银保监会国新办新闻发布会问答实录	指导银行保险机构做好对房地产和建筑业的金融服务，同时发挥好并购贷款等工具的作用，以及资产管理公司的专业优势。
2022/8/19	住建部、财政部、央行等有关部门将出台措施，通过政策性银行专项借款方式，支持已售逾期交付的住宅项目完成建设交付	政策性银行专项借款2000亿支持“保交楼”，封闭运行、专款专用。
2022/11/12	《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	房地产企业可向商业银行申请出具保函置换监管额度内资金，保函置换金额不得超过监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的30%，置换后的监管资金不得低于监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的70%。
2022/11/21	人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会	1. 在前期推出的“保交楼”专项借款的基础上，人民银行将面向商业银行推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划，为商业银行提供零成本资金。 2. 因城施策实施好差别化住房信贷政策，支持刚性和改善性住房需求。保持房地产融资平稳有序，稳定房地产企业开发贷款、建筑企业贷款投放，支持个人住房贷款合理需求，支持开发贷款、信托贷款等存量融资在保证债权安全的前提下合理展期。

2022/11/23	中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会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（简称“金融支持十六条”）	1、保持房地产融资平稳有序；2、积极做好“保交楼”金融服务；3、积极配合做好受困房地产企业风险处置；4、依法保障住房金融消费者合法权益；5、阶段性调整部分金融管理政策；6、加大住房租赁金融支持力度
------------	---	--

资料来源：国务院、银保监会、中国人民银行、财政部、中国人民银行微信公众号等，天风证券研究所

1.2. 第二支箭——债券融资支持

民营企业债券融资支持工具又被称为“第二支箭”，即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。分析央行在“第二支箭”中所扮演的角色，无论是通过再贷款给第三方增信担保还是直接购买债券，都间接从一定程度上为房企发债提供了政策端的资金支持和信用保障，降低民营房企信用风险，解决其因为信用资质无法发债的问题。

11月8日，交易商协会发文决定“第二支箭”延期并扩容，明确将支持对象表述为“包括房地产企业在内的民营企业”，强调了对民营房企的支持，额度方面也有所扩充（预计可支持约2500亿元，后续可视情况进一步扩容）。“第二支箭”向房企射出，一方面从监管机构端为优质民营房企发债增信，另一方面表明了监管层稳楼市、保房企的态度。政策发布后，近百家民营房企向中债增表达增信业务意向，截至11月23日，中债增进公司在“第二支箭”政策框架下，对首批房企的信用增进已落地。

表2：“第二支箭”——债券融资支持：近期“第二支箭”用途向房地产行业倾斜

时间	政策背景	政策表述
2018/9/18	民营企业金融服务座谈会	人民银行行长易纲在民营企业金融服务座谈会上强调， 金融机构要进一步加大对民营企业的融资支持，对国有经济和民营经济在贷款发放、债券投资等方面要一视同仁，各大银行要发挥表率作用，准确把握民营企业的发展特征，构建服务民营企业的商业可持续模式。
2018/10/22	央行发布公告《人民银行今年以来增加再贷款和再贴现额度共3000亿元支持小微企业和民营企业融资》	为改善小微企业和民营企业融资环境，人民银行今年6月增加了再贷款和再贴现额度1500亿元，现决定在此基础上，再增加再贷款和再贴现额度1500亿元，发挥其定向调控、精准滴灌功能，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。 设立民营企业债券融资支持工具，毫不动摇支持民营经济发展。
2018/10/22	央行发布公告《设立民营企业债券融资支持工具，毫不动摇支持民营经济发展》	国务院常务会议决定 设立民营企业债券融资支持工具，以市场化方式支持民营企业债券融资。 央行发布公告《设立民营企业债券融资支持工具，毫不动摇支持民营经济发展》。
2022/4/18	关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知	金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度；不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放；商业银行、金融资产管理公司等要做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务， 稳妥有序开展并购贷款业务，加大并购债券融资支持力度。
2022/5/4	关于支持实体经济若干措施的通知	支持房地产企业合理融资需求。 允许优质房企进一步拓宽债券募集资金用途，鼓励优质房企发行公司债券兼并收购出险房企项目。
2022/5/4	证监会专题会议	积极支持房地产企业债券融资，稳步推进股票发行注册制改革，推出科创板做市交易。
2022/11/3	民营房地产企业座谈会	中国银行间市场交易商协会、中国房地产业协会日前联合中债信用增进公司，召集21家民营房地产企业召开座谈会，明确中债信用增进公司将继续 加大对民营房企发债的支持力度。
2022/11/8	中国银行间交易商协会官网	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）， 支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。 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。

2022/11/23	中国银行间交易商协会官网	2022 年 11 月 23 日, “第二支箭”扩容首批民营房企落地。中债增进公司在民企债券融资支持工具(“第二支箭”)政策框架下, 出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函, 拟首批分别支持三家企业发行 20 亿元、15 亿元、12 亿元中期票据, 后续将根据企业需求提供持续增信发债服务。
------------	--------------	--

资料来源: 中国政府网、中国人民银行、交易商协会、中房网、证监会、国家外汇管理局、国务院等, 天风证券研究所

1.3. 第三支箭——股权融资支持

11 月 28 日晚间, 证监会官网发布“证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问”, 对房企股权融资方面推出调整优化 5 项措施, 内容包括 1) 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资; 2) 恢复上市房企和涉房上市公司再融资; 3) 调整完善房地产企业境外市场上市政策; 4) 进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用; 5) 积极发挥私募股权投资基金作用。标志着支持楼市股权融资的“第三支箭”射出。

房地产行业股权融资政策自 2010 年起开始收紧, 并且自此之后逐步紧缩, 证监部门暂停批准房企上市、再融资和重大资产重组。10 月 20 日, 证监会宣布对于涉房地产企业, 允许部分存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在 A 股市场融资, 对于房企股权融资政策开始松动。11 月 21 日证监会主席易会满发言指出“支持实施改善优质房企资产负债表计划”, 11 月 28 日“第三支箭”正式发布, 上市房企和涉房企业股权融资全面放松。

本次时隔多年后房地产股权融资放松有以下几方面积极意义: 一是为房企融资打开了新的路径, 相较于信贷和债券融资, 股权再融资用于保交楼、补充流动资金、偿还债务等, 不会增加房企的负债, 进而可以减少房企债务到期兑付压力, 有助于房企风险逐渐出清; 二是并购重组的恢复可以加快房地产行业结构性转型, 一方面, 问题房企可以通过重组解决债务问题; 另一方面, 头部优质房企有借壳上市、整合“同行业、上下游”资源等机会。三是此次股权融资支持政策涉及多项工具, 政策端发力, 更体现了监管呵护房地产行业风险软着陆的态度。

表 3: “第三支箭”-股权融资支持: 近期房企股权融资支持政策明显放松

时间	政策背景	政策表述
2010/4/17	《国务院关于坚决遏制部分城市过快上涨的通知》	对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业, 商业银行不得发放新开发项目贷款, 证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组。
2010/10/15	房地产市场调控十一项细则;	证监会已暂缓受理房地产开发企业重组申请, 并对已受理的房地产类重组申请征求国土资源部意见。
2013/2/26	《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》	对存在闲置土地和炒地、捂盘惜售、哄抬房价等违法违规行为的房地产开发企业, 有关部门要建立联动机制, 加大查处力度。国土资源部门要禁止其参加土地竞买, 银行业金融机构不得发放新开发项目贷款, 证券监管部门暂停批准其上市, 再融资或重大重组, 银行业监管部门要禁止其通过信托计划融资。
2015/1/16	《证监会调整上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务监管政策》	上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务的, 国土资源部不再进行事前审查, 对于是否存在土地闲置等问题认定, 以国土资源部门公布的行政处罚信息为准。
2022/10/20	证监会官方	对于涉房地产企业, 证监会在确保股市融资不投向房地产业务的前提下, 允许存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业(最近一年一期房地产业务收入、利润占企业当期相应指标的比例不超过 10%) 在 A 股市场融资。
2022/11/21	证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上发表主题演讲	支持实施改善优质房企资产负债表计划, 继续支持房地产企业合理债券融资需求, 支持涉房企业开展并购重组及配套融资, 支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资。

2022/11/28	证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	1) 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。允许符合条件的房地产企业实施重组上市，重组对象须为房地产行业上市公司。允许房地产行业上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产；发行股份购买资产时，可以募集配套资金；募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等，不能用于拿地拍地、开发新楼盘等。建筑等与房地产紧密相关行业的上市公司，参照房地产行业上市公司政策执行，支持“同行业、上下游”整合。 2) 恢复上市房企和涉房上市公司再融资。允许上市房企非公开方式再融资，引导募集资金用于政策支持的房地产业务，包括与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，经济适用房、棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等。允许其他涉房上市公司再融资，要求再融资募集资金投向主业。 3) 调整完善房地产企业境外市场上市政策。与境内 A 股政策保持一致，允许以房地产为主业的 H 股上市公司再融资；允许主业非房地产业务的其他涉房 H 股上市公司再融资。 4) 进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用。会同有关方面加大工作力度，推动保障性租赁住房 REITs 常态化发行，努力打造 REITs 市场的“保租房板块”。鼓励优质房地产企业依托符合条件的仓储物流、产业园区等资产发行基础设施 REITs，或作为已上市基础设施 REITs 的扩募资产。 5) 积极发挥私募股权投资基金作用。开展不动产私募投资基金试点，允许符合条件的私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金，引入机构资金，投资存量住宅地产、商业地产、在建未完成项目、基础设施，促进房地产企业盘活经营性不动产并探索新的发展模式。
------------	--------------------------------	--

资料来源：国务院，证监会，中房网，天风证券研究所

2. “三支箭”首次亮相：2018 年金融纾困民企

我国“三支箭”组合的首次提出在 2018 年，当时部分民企遇到融资困难问题，原因一方面是受外部因素和周期性因素叠加影响，民营企业在经营层面遭遇困难；另一方面，金融机构的顺周期行为导致风险偏好下降，加剧企业的融资难度。

2018 年初，人民银行开始针对小微等贷款增量或余额占比达标的商业银行实施定向降准政策，并在 2018 年 4 月再次降准释放流动性。针对部分民营企业遇到的融资困难问题，2018 年下半年支持民企融资政策密集出台，人民银行会同有关部门，从信贷、债券、股权三个融资渠道采取“三支箭”的政策组合，支持民营企业拓展融资。

第一支箭——信贷支持。信贷监管政策端，人民银行对商业银行的宏观审慎评估（MPA）中新增专项指标，鼓励金融机构增加民营企业信贷投放，货币政策端，人民银行通过定向降准、增加再贷款、再贴现额度、下调支小再贷款利率等方式为金融机构提供长期、成本适度的信贷资金。

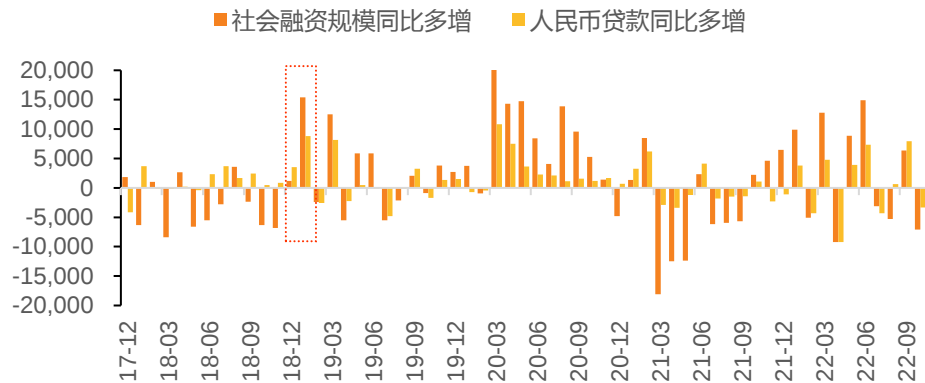
第二支箭——民营企业债券融资支持工具。2018 年 10 月 22 日召开的国常会决定设立民营企业债券融资支持工具，由人民银行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，为经营正常、流动性遇到暂时困难的民营企业发展提供增信支持。

第三支箭——民营企业股权融资支持工具。2018 年受股票市场持续下跌影响，部分民营上市公司控股股东由于股票质押比例较高，面临平仓风险。央行、银保监会、证监会等发布相关文件，推动由符合规定的金融机构发起设立民营企业股权融资支持工具，为出

现资金困难的民营企业提供阶段性的股权融资支持。

回望 2018 年民企纾困“三支箭”，从当年上半年的多次降准，到下半年“三支箭”射向民企，从“宽货币”到“宽信用”，政策态度转松，支持举措不断叠加，随之年末社融增量企稳，2019 年初实现大幅同比多增。

图 1：2018 年末社融增速企稳回升（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：2018 年纾困民企政策频出，“三支箭”首次亮相

时间	政策背景	政策表述
2017/9/30	中国人民银行决定对普惠金融实施定向降准政策	聚焦单户授信 500 万元以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款，以及农户生产经营、创业担保、建档立卡贫困人口、助学等贷款，人民银行决定统一对上述贷款增量或余额占全部贷款增量或余额达到一定比例的商业银行实施定向降准政策。凡前一年上述贷款余额或增量占比达到 1.5% 的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调 0.5 个百分点；前一年上述贷款余额或增量占比达到 10% 的商业银行，存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调 1 个百分点。上述措施将从 2018 年起实施。
2018/4/17	中国人民银行决定下调部分金融机构存款准备金率以置换中期借贷便利	从 2018 年 4 月 25 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点；同日，上述银行将各自按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利（MLF）。
2018/6/24	央行定向降准 0.5 个百分点支持“债转股”和小微企业融资	从 2018 年 7 月 5 日起，下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点。鼓励 5 家国有大型商业银行和 12 家股份制商业银行运用定向降准和从市场上募集的资金，按照市场化定价原则实施“债转股”项目。支持“债转股”实施主体真正行使股东权利，参与公司治理，并推动混合所有制改革。定向降准资金不支持“名股实债”和“僵尸企业”的项目。同时，邮政储蓄银行和城市商业银行、非县域农商行等中小银行应将降准资金主要用于小微企业贷款，着力缓解小微企业融资难融资贵问题
2018/10/7	中国人民银行决定下调部分金融机构存款准备金率置换中期借贷便利	从 2018 年 10 月 15 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点，当日到期的中期借贷便利（MLF）不再续做
2018/10/22	央行发布公告《人民银行今年以来增加再贷款和再贴现额度共 3000 亿元支持小微企业和民营企业融资》	中国央行官网发布公告，为改善小微企业和民营企业融资环境，人民银行今年 6 月增加了再贷款和再贴现额度 1500 亿元，现决定在此基础上，再增加再贷款和再贴现额度 1500 亿元，发挥其定向调控、精准滴灌功能，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。同时，央行还称将响应此前国常会指示，提出设立民营企业债券融资支持工具，毫不动摇支持民营经济发展。

2018/10/22	央行发布公告《设立民营企业债券融资支持工具，毫不动摇支持民营经济发展》	人民银行引导设立 民营企业债券融资支持工具 ，稳定和促进民营企业债券融资。
2018/10/25	银保监会出台《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》	允许 保险资产管理公司设立专项产品 ，参与化解上市公司股票质押流动性风险，为优质上市公司和民营企业提供长期融资支持，维护金融市场长期健康发展。
2018/10/31	证券业协会组织召开“证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划”	11 家证券公司作为联合发起人，就 255 亿元出资规模签署了发起人协议，发起行业系列资产管理计划。
2018/11/1	民营企业座谈会	习近平总书记主持召开民营企业座谈会，会中强调非公有制经济在我国经济社会发展中的地位和作用没有变，我们毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展的方针政策没有变，我们致力于为非公有制经济发展营造良好环境和提供更多机会的方针政策没有变。在全面建成小康社会、进而全面建设社会主义现代化国家的新征程中， 我国民营经济只能壮大、不能弱化，而且要走向更加广阔舞台。
2018/11/8	国务院办公厅发布《关于聚焦企业关切进一步推动优化营商环境政策落实的通知》	提出推动缓解中小微企业融资难融资贵问题。 人民银行要牵头会同有关部门疏通货币信贷政策传导机制，综合运用多种工具，细化监管措施，强化政策协调，提高政策精准度，稳定市场预期。
2018/11/9	银保监会主席就金融支持民营企业答记者问	郭树清就金融支持民企答记者问， 初步考虑对民营企业的贷款要实现“一二五”目标
2018/11/16	国家税务总局发布《关于实施进一步支持和服务民营经济发展若干措施的通知》	促进民营企业减税降负，增进民营企业办税便利， 助力民营企业纾困解难保障民营企业合法权益。
2018/12/19	中国人民银行决定创设定向中期借贷便利 定向支持金融机构向小微企业和民营企业发放贷款	中国人民银行决定创设定向中期借贷便利（Targeted Medium-term Lending Facility, TMLF），根据金融机构对小微企业、民营企业贷款增长情况，以比中期借贷便利更优惠的价格向其提供长期稳定资金来源， 加大对小微企业、民营企业的金融支持力度。
2019/5/6	中国人民银行决定从 2019 年 5 月 15 日开始对中小银行实行较低存款准备金率	为贯彻落实国务院常务会议要求，建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架，促进降低小微企业融资成本，中国人民银行决定从 2019 年 5 月 15 日开始，对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率。
2019/9/6	央行决定全面降准 0.5 个百分点、定向降准 1 个百分点	为促进加大对小微、民营企业的支持力度，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。

资料来源：国务院、中国人民银行、国家税务总局、中国银行保险监督管理委员会网站、证券业协会等，天风证券研究所

3. 投资建议：弓弦拉满，曙光乍现，持续修复可期

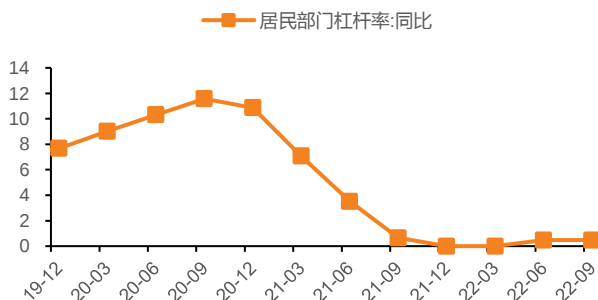
本次“三支箭”与 2018 年“三支箭”都是宽信用的明确信号。对比两次“三支箭”情境，同样是企业经营困难叠加金融机构风险偏好收紧带来的融资难度加大；同样是在企业融资困难的局面下监管频频发力、多措并举；同样是从宽货币到宽信用，政策全面放松。近期的“金融 16 条”到“第三支箭”，政策态度从松到更松，从“保项目”扩展到“保主体”，政策应出尽出，稳地产态度坚决。

另一方面，相较于 2018 年民企纾困政策，本次“三支箭”力度更大。“第一支箭”房企信贷融资枷锁放松，“第二支箭”债券融资强调房企主体、规模扩容，“第三支箭”更是打开了房企股权融资的大门。参照 2018 年“三支箭”后民企纾困政策继续发力、信贷增速企稳回升，我们认为本次政策方向明确后，在政策取得实质效果前，宽信用也有望持续呵护经济企稳复苏。

宽信用、稳地产是银行资产质量稳定的有力支撑。从过去几年的房地产融资要求趋严趋紧，到最近“三支箭”的融资渠道全面支持，房企融资枷锁打开，房地产行业信用风险有望加速出清，银行存量房地产信贷质量隐忧渐消。同时，“金融 16 条”中鼓励贷款和债券进行合理展期，而且 1 年内无需调整贷款分类，银行的减值计提压力大大减轻，地产信用风险对利润的影响得到缓释。

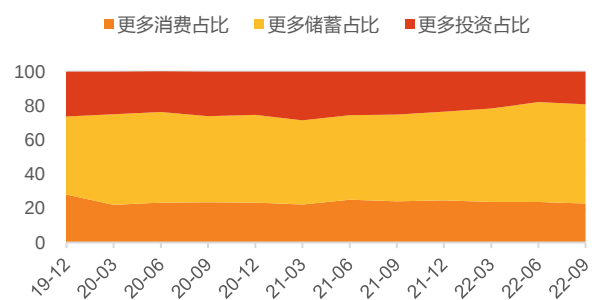
房企供给侧政策发力后，需求侧回暖同样可期。在“保交楼”、疫情防控政策调整的预期下，居民端按揭需求有望被提振。前期受到断供事件和疫情等因素影响，居民的风险偏好下降，倾向于储蓄而非消费和投资，故今年居民端杠杆率增速一直维持在低位。近期疫情防控政策出现调整，从在疫情防控政策调整的大背景下，居民收入预期有望加速改善，从而带动居民风险偏好提升、潜在购买力释放。

图 2：2022 年居民部门杠杆率同比增速处于低位（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

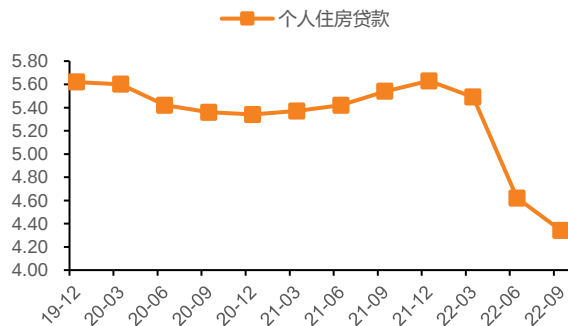
图 3：今年以来居民储蓄意愿增强，消费和投资意愿减弱（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

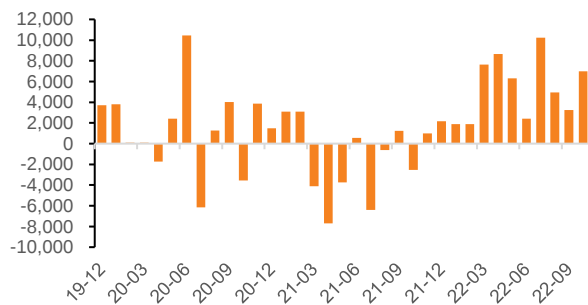
并且，随着“稳地产”“保交楼”效果显现，居民端购房热情有望被加速提振。今年居民端存款持续同比大幅多增，购买力亟待释放；且 9 月以来，政策端针对居民购房已出台下调首套房公积金贷款利率、放松符合条件城市首套房贷款利率下限、退还换购个税等一揽子政策，9 月新发放个人住房贷款价格已降至 2010 年以来最低，居民购房需求回暖值得期待。如此一来，一方面房企现金流在正反馈效应下持续改善，另一方面居民潜在购买力被释放，房市回暖有望带动房价维持稳定。我们认为，银行既可以获得更多高质量的按揭贷款需求，又可以维持存量信贷质量和抵押物价格稳定，信贷资产有望量增质优。

图 4：新发放个人住房贷款利率（%）处于低位



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：今年以来居民端存款一直同比多增（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

前期在市场对房地产风险暴露的担忧下，银行股估值处于历史相对低位，随着地产政策放松、房企融资改善，银行估值有望持续修复。政策底是银行超额收益行情启动的主要时间点，建议重点关注前期估值受制于地产风险的银行和经济发达区域的优质中小行，推荐招商银行、宁波银行、兴业银行、常熟银行、江苏银行、成都银行。

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	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
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	邮编：518000
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com