涅槃三重奏

——2023年银行业投资策略

行业评级：看好

2022年12月5日

分析师	梁凤洁	分析师	邱冠华
邮箱	liangfengjie@stocke.com.cn	邮箱	qiuguanhua@stocke.com.cn
电话	021-80108037	电话	021-80105900
证书编号	S1230520100001	证书编号	S1230520010003
分析师	陈建宇	研究助理	徐安妮 / 赵洋 / 周源

摘要

1、基本面：真实利润增速回升

（1）上市银行盈利预测。①真实净利润：预计2023年真实净利润增速7.8%，较22H1的-19.1%、22E的-15.7%显著修复。其中，股份行真实利润增速的潜在修复空间最大。**②归母净利润：**预计2023年归母净利润增速8.0%，较22A基本持平，季度间节奏基本平稳。**③营业收入：**预计2023年营收增速4.4%，较2022年全年回升，主要驱动因素是息差基数效应改善、非息增速修复；节奏上前低后高，自23Q2开始呈现逐季修复态势。

（2）主要驱动因素分析。

- **息差：预计2023年上市银行息差同比下降9bp。**①基准情形：经济企稳回升前提下，我们预计2023年降息空间有限，利率保持稳定。②节奏判断：季度节奏先下后平，23Q2开始企稳，主要归因LPR重定价影响在23Q1集中释放，同时负债端市场利率上行影响在23Q1前基本兑现。③各类银行：不同银行的息差韧性分化，中长期贷款占比小、个人存款占比高、市场资金净融出的银行，息差韧性更强。
- **风险：预计2023年账面与真实不良压力均回落。**①节奏判断：不良生成压力前高后低。主要考虑经济企稳修复、地产风险改善。②驱动因素：地产方面，金融支持政策加码，银行资产解毒，真实风险边际回落，同时通过展期、不调风险分类等政策，减少银行账面风险压力；平台方面，涉政业务守住风险底线，预计不良生成稳定；零售方面，不良压力起码不会差于2022年，若防疫优化，零售信贷需求和风险均有望迎来改善。

2、交易面：持仓反转情绪改善

- **持仓：内资机构和外资交易结构有望边际改善。**体现在内资持仓来到历史低位，同时随着人民币汇率压力企稳改善，外资流出压力有望缓解。
- **情绪：不良、反腐、让利、买单不确定性下降。①不良压力：**2023年上市银行真实不良生成压力有望稳中回落；**②反腐风险：**随着“二十大”结束、全国金融工作会议及2023年两会召开，金融反腐不确定性有望于23H1企稳消退；**③让利可能：**随着ROE的下降，商业银行利润与信贷投放基本在2022年底将触及平衡线，银行息差下行空间已经极为有限。若进一步降息，不排除通过货币宽松、存款降息、中小银行兼并缓释负债成本压力，或者通过实施新巴三释放银行杠杆能力。**④地产“买单”：**当下讨论的已经不是银行买不买单的问题，而是买大单还是买小单的问题。前期银行股价已经按照买大单下跌，救地产本质也是银行自救，未来股价上涨的驱动力源自从原来买大单到未来买小单的预期改善。

3、投资策略：把握行情三重奏

- **板块策略：2023年上市银行涅槃重生，风险端资产确定性解毒，收入端需求潜在性改善，驱动真实利润增速回升。维持11月13日报告《银行机会三重奏——策略报告：否极泰来，再次翻多》观点，2023年把握银行机会三重奏。**第一重奏疫情防控优化；第二重奏地产风险出清；第三重奏经济景气复苏。从DDM模型角度：**①分子端：**防疫优化、经济复苏支撑基本面全面向好，地产风险出清缓解减值压力；**②分母端：**防疫优化、地产风险出清，驱动银行经营不确定性下降，风险评价改善。
- **个股选择：**核心把握两条投资主线。①第一条是政策修复弹性大、前期股价调整多的中小银行，**重点推荐平安银行/兴业银行/宁波银行/招商银行**；②第二条是低估值、高成长性的城农商行，**重点推荐南京银行/江苏银行（新增）**。

4、风险提示：地产风险化解不力、平台风险大幅暴露、中小金融机构出险、疫情失控影响经济、银行大幅单方让利。

目录

CONTENTS

01 基本面：真实利润增速回升

盈利预测：真实与账面盈利增速

核心关注：息差 | 风险

02 交易面：持仓反转情绪改善

持仓：内资机构和外资交易结构有望边际改善

情绪：不良、反腐、让利、买单不确定性下降

03 投资策略：把握行情三重奏

板块观点 | 个股选择

04 风险提示

风险因素分析

01 基本面

真实利润增速

核心关注分析

账面与真实业绩预测

真实利润增速

真实净利润：预计22H2起，上市银行真实净利润增速持续修复，由22H1的-19.1%修复至2023全年的7.8%。
归母净利润：预计2022年上市银行归母净利润增速环比22Q1-3持平于7.9%；2023年归母净利润增速8.0%，季度间节奏基本平稳。
营收增速：预计2023年上市银行营收增速4.4%，较2022年全年回升，主要驱动因素是息差基数效应改善、非息增速修复；节奏上前低后高，自23Q2开始呈现逐季修复态势。

简化利润表	核心因素	22H1	22Q1-3	22E	23Q1	23H1	23Q1-3	23E	预测思路
净利润	真实净利润增速	-19.1%		-15.7%		-6.6%		7.8%	
	归母净利润增速	7.5%	7.9%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	
营业收入	营收增速	4.9%	2.8%	1.6%	0.0%	1.4%	2.7%	4.4%	
利息净收入	利息净收入增速	4.5%	4.2%	3.8%	1.5%	3.4%	4.3%	4.6%	
	规模增速	10.0%	11.1%	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	2022年：受基数效应影响，2022全年资产增速小幅下行。 2023年：宽信用稳增长基调下，资产增速基本保持平稳。
	×								
	净息差	1.85%	1.83%	1.82%	1.74%	1.74%	1.73%	1.73%	受重定价影响，23Q1息差大幅下行，23H2开始边际企稳。
非息收入	中收增速	0.6%	-0.8%	-0.6%	1.6%	2.8%	3.7%	5.3%	受益于经济活动修复，2023年中收增速有望逐季向好。
	其他非息增速	12.4%	-0.8%	-8.9%	-10.0%	-11.4%	-8.1%	1.7%	债市行情波动，其他非息增速震荡。
拨备计提	信用成本	1.20%	1.09%	0.98%	0.95%	1.01%	0.96%	0.87%	
不良生成	真实不良TTM生成率	1.15%		1.15%		1.14%		1.04%	预计真实不良生成率在23H2开始回落。

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：真实利润=归母净利润+75%×（资产减值损失-真实不良【不良+关注】生成额/三年平均贷款减值占比）。口径为36家主要上市银行加权平均。

各类型银行来看，股份行真实利润增速的潜在修复弹性最大。

国有行	22H1	22Q1-3	22E	23Q1	23H1	23Q1-3	23E
真实净利润增速	-16.9%		-12.6%		-3.8%		9.6%
归母净利润增速	6.0%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
营收增速	5.2%	2.4%	1.5%	0.3%	2.1%	4.2%	5.6%
利息净收入增速	6.0%	5.4%	4.8%	1.3%	3.5%	4.5%	5.0%
规模增速	10.7%	12.5%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
净息差	1.85%	1.83%	1.82%	1.74%	1.73%	1.73%	1.73%
中收增速	1.2%	0.3%	0.3%	1.3%	2.7%	3.6%	5.1%
其他非息增速	5.6%	-12.3%	-16.1%	-6.6%	-6.1%	2.9%	10.6%
信用成本	1.01%	0.92%	0.76%	0.87%	0.89%	0.87%	0.69%
真实不良TTM生成率	1.00%		1.01%		1.00%		0.90%

股份行	22H1	22Q1-3	22E	23Q1	23H1	23Q1-3	23E
真实净利润增速	-29.0%		-27.3%		-18.3%		3.9%
归母净利润增速	8.6%	9.4%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
营收增速	2.8%	1.9%	0.4%	-1.4%	-1.2%	-0.8%	1.4%
利息净收入增速	0.7%	0.8%	0.9%	0.7%	2.2%	2.8%	3.0%
规模增速	7.8%	7.4%	7.8%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
净息差	1.88%	1.87%	1.86%	1.79%	1.78%	1.78%	1.78%
中收增速	-0.9%	-2.9%	-2.7%	0.8%	1.9%	2.9%	4.4%
其他非息增速	22.7%	17.6%	2.7%	-17.4%	-23.0%	-25.2%	-14.3%
信用成本	1.61%	1.52%	1.47%	1.14%	1.34%	1.25%	1.28%
真实不良TTM生成率	1.51%		1.52%		1.51%		1.41%

城商行	22H1	22Q1-3	22E	23Q1	23H1	23Q1-3	23E
真实净利润增速	-8.3%		-8.1%		0.6%		3.0%
归母净利润增速	15.1%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
营收增速	10.0%	10.4%	6.8%	2.3%	3.9%	2.2%	5.5%
利息净收入增速	6.1%	6.7%	6.6%	5.4%	7.3%	7.2%	7.1%
规模增速	11.7%	11.8%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
净息差	1.67%	1.67%	1.67%	1.61%	1.60%	1.60%	1.60%
中收增速	6.5%	4.1%	3.9%	9.9%	10.7%	11.7%	12.8%
其他非息增速	30.6%	30.9%	9.7%	-16.1%	-12.8%	-21.2%	-6.8%
信用成本	1.44%	1.19%	1.37%	1.14%	1.10%	0.79%	1.07%
真实不良TTM生成率	1.20%		1.19%		1.16%		1.05%

农商行	22H1	22Q1-3	22E	23Q1	23H1	23Q1-3	23E
真实净利润增速	4.0%		-3.7%		1.3%		8.0%
归母净利润增速	14.2%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
营收增速	4.5%	2.6%	1.0%	0.9%	1.3%	1.9%	3.1%
利息净收入增速	2.0%	0.6%	1.2%	2.1%	3.4%	4.0%	4.2%
规模增速	7.8%	7.3%	7.9%	7.9%	8.0%	8.0%	8.1%
净息差	1.99%	1.98%	1.98%	1.91%	1.91%	1.91%	1.91%
中收增速	-21.0%	-21.8%	-20.6%	-10.2%	-11.8%	-11.7%	-8.2%
其他非息增速	40.5%	30.6%	12.1%	-2.7%	-6.0%	-6.2%	-0.7%
信用成本	1.27%	1.18%	1.21%	0.81%	1.05%	0.99%	1.00%
真实不良TTM生成率	1.15%		1.13%		1.10%		0.97%

数据来源：wind，浙商证券研究所。口径为36家主要上市银行加权平均。

01 息差：2023年降息空间有限，预计息差先下后平

核心关注要点

基准情形：假设2023年经济企稳向好、利率保持稳定。

我们预计2023年上市银行累计息差较2022年下降9bp，季度节奏先下后平，23Q2开始企稳。

- **生息资产收益率：**预计2023年上市银行资产收益率较2022年下降7bp至3.66%，节奏方面先下后稳。主要驱动因素：LPR降息的影响，将在23Q1通过重定价的方式集中释放，并于23Q2后逐步消退，带动资产端收益率先下后稳。
- **付息负债成本率：**预计2023年上市银行负债成本率较2022年上升3bp至1.96%，节奏上先上后平。主要驱动因素：市场利率从22Q3的低点回升（DR007从8月初的1.3%附近，回升至1.7-1.8%附近），预计将带动22Q4、23Q1主动负债成本上行，后续随着市场利率企稳，存款降息红利逐步释放，负债成本率有望走平。

上市银行	单季度净息差/收益率/成本率环比变动					核心假设
	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	
息差	0bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	资负结构保持不变
资产收益率	-1bp	-5bp	-2bp	0bp	0bp	
贷款	-1bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	①50%中长期贷款在Q1重定价，50%根据发放节奏重定价，一年期以内贷款当季完成重定价。②新发放贷款同比增速10%，发放节奏前快后慢。
投资	-5bp	-5bp	-4bp	-1bp	-1bp	①后续10Y国债收益率走平；②投资收益率变动和10Y国债收益率2年平均数一致。
同业	18bp	0bp	0bp	0bp	0bp	①后续DR007维持在约1.7%左右水平；②同业收益率变动和当季平均DR007一致。
负债成本率	-2bp	1bp	0bp	0bp	0bp	
存款	-2bp	0bp	0bp	0bp	0bp	①活期、3月以内定期存款降息影响在22Q4集中释放；②其余根据期限置换。
主动负债	0bp	8bp	0bp	0bp	0bp	①后续市场利率环比走平；②同业负债成本率与近1-2季度的市场利率走势一致。

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：数据为33家主要上市银行的加权平均。

息差：个股息差韧性表现分化

核心关注要点

各类银行来看：中长期贷款占比小、个人存款占比高、市场资金净融出的银行，息差韧性更强，如国有行中的邮储、股份行中的平安、城商行中的宁波、农商行中的常熟等；反之，息差面临较大收窄压力。

		单季息差环比变化					当季息差/去年同期息差					全年息差/去年息差
		22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	
国有行	中行	1bp	-5bp	-1bp	0bp	0bp	2.4%	0.6%	-1.3%	-3.4%	-3.8%	-2.0%
	邮储	0bp	-4bp	-1bp	0bp	0bp	-7.1%	-6.3%	-3.4%	-2.6%	-2.8%	-3.8%
	建行	0bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	-6.5%	-7.8%	-2.4%	-3.4%	-3.6%	-4.3%
	交行	0bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	-6.7%	-7.5%	-5.0%	-5.1%	-5.3%	-5.8%
	工行	0bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	-11.3%	-10.8%	-5.5%	-3.8%	-4.0%	-6.1%
	农行	0bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	-12.4%	-14.0%	-8.9%	-3.8%	-4.2%	-7.9%
	国有行	0bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	-7.8%	-8.5%	-4.7%	-3.6%	-3.9%	-5.2%
股份行	平安	0bp	-4bp	-1bp	0bp	0bp	2.1%	-0.3%	0.8%	-2.0%	-2.2%	-0.6%
	浙商	1bp	-5bp	-1bp	0bp	0bp	-2.2%	-2.7%	0.1%	-2.4%	-2.7%	-2.0%
	招行	0bp	-5bp	-1bp	0bp	0bp	-4.5%	-5.7%	-1.6%	-2.4%	-2.6%	-3.1%
	华夏	-1bp	-7bp	-1bp	0bp	0bp	-4.3%	-3.6%	-2.4%	-4.0%	-3.9%	-3.5%
	光大	0bp	-5bp	-1bp	0bp	0bp	-5.7%	-3.6%	-4.6%	-3.6%	-3.6%	-3.8%
	中信	0bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	-3.6%	-5.1%	-4.8%	-3.9%	-4.1%	-4.5%
	民生	0bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	-7.0%	-8.2%	-6.3%	-4.7%	-4.6%	-6.0%
	浦发	1bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	-7.3%	-9.0%	-7.2%	-4.1%	-4.5%	-6.3%
	兴业	0bp	-7bp	-1bp	0bp	0bp	-13.8%	-12.6%	-3.8%	-4.9%	-5.0%	-6.7%
	股份行	0bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	-5.5%	-6.1%	-3.4%	-3.5%	-3.7%	-4.2%

		单季息差环比变化					当期息差/去年同期息差					全年息差/去年息差
		22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	
城商行	宁波	0bp	-6bp	-2bp	0bp	0bp	0.9%	-7.2%	20.1%	-3.8%	-3.8%	0.3%
	长沙	0bp	-7bp	-2bp	0bp	0bp	5.2%	2.3%	1.0%	-3.5%	-3.5%	-1.0%
	苏州	1bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	6.3%	3.1%	0.1%	-3.4%	-3.8%	-1.1%
	北京	0bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	0.1%	-1.4%	2.3%	-4.1%	-4.3%	-1.9%
	青岛	0bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	9.4%	4.1%	-2.9%	-4.5%	-4.5%	-2.0%
	贵阳	-1bp	-7bp	-2bp	0bp	0bp	0.0%	6.4%	-11.5%	-4.4%	-4.0%	-3.8%
	杭州	0bp	-7bp	-2bp	0bp	0bp	-0.8%	-4.0%	-0.5%	-5.4%	-5.4%	-3.9%
	成都	1bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	-11.0%	-6.1%	-3.4%	-3.1%	-3.9%	-4.1%
	南京	0bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	-6.0%	-8.6%	-1.5%	-4.3%	-4.4%	-4.8%
	江苏	0bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	1.6%	-5.0%	-6.8%	-3.5%	-3.6%	-4.8%
	上海	1bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	-25.5%	-16.6%	-13.5%	-4.8%	-5.4%	-10.4%
	城商行	0bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	-4.2%	-5.3%	-1.5%	-4.1%	-4.3%	-3.8%
农商行	常熟	1bp	-4bp	-1bp	0bp	0bp	-3.1%	-0.7%	0.5%	-1.3%	-1.6%	-0.8%
	青农	1bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	4.7%	3.5%	-0.9%	-3.0%	-3.5%	-1.0%
	港行	-1bp	-4bp	-1bp	0bp	0bp	-3.2%	-1.7%	-0.7%	-2.7%	-2.5%	-1.9%
	江阴	0bp	-4bp	-1bp	0bp	0bp	-4.9%	-2.9%	-2.1%	-2.6%	-2.5%	-2.5%
	无锡	1bp	-4bp	-1bp	0bp	0bp	-9.5%	-7.8%	-4.4%	-2.9%	-3.3%	-4.6%
	苏农	1bp	-4bp	-1bp	0bp	0bp	5.7%	-12.2%	-1.7%	-2.4%	-2.8%	-5.0%
	渝农	0bp	-6bp	-2bp	0bp	0bp	-8.5%	-10.7%	-8.0%	-4.2%	-4.4%	-6.9%
	农商行	0bp	-5bp	-1bp	0bp	0bp	-4.6%	-6.2%	-4.3%	-3.2%	-3.4%	-4.3%
上市银行		0bp	-6bp	-1bp	0bp	0bp	-6.9%	-7.7%	-4.1%	-3.6%	-3.8%	-4.8%

数据来源：公司财报，浙商证券研究所。注：①底纹越红，指标越优。②此处测算为静态测算，假设资负结构保持在22Q3末水平不变，因此测算结果和实际情况可能有差异，仅供参考。

01 息差：进一步降息的概率不大

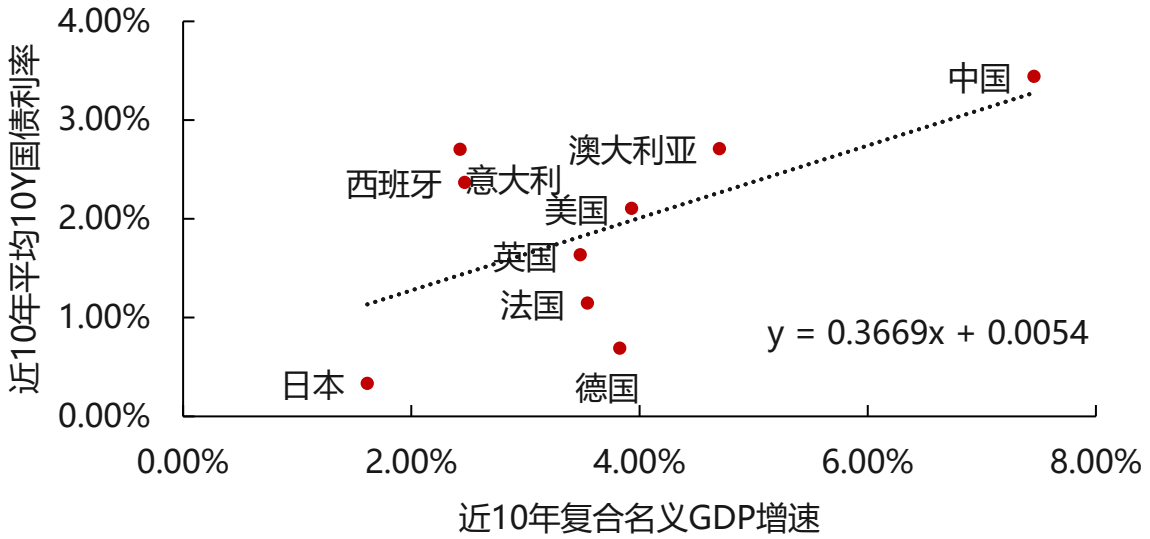
核心关注要点

市场关心：未来是否会进一步降息，概率有多大？

我们认为：2023年进一步降息的概率较低，但若经济超预期下行，则利率仍有可能进一步下降。

- ✓ **中长期的维度：从经济发展目标来看，我国市场利率进一步下行的空间有限。**（1）从规律来看，利率作为资金的价格，本质上与投资回报率相关，表现为全球主要国家的10年期国债利率和名义GDP增速基本匹配。（2）从目标来看，我国2035年人均GDP达到中等发达国家水平，对应2021-2035年复合名义GDP增速约6.6%，根据GDP和利率回归结果测算，对应10年期国债到期收益率约3.0%，当前10年期国债到期收益率约为2.8%左右，利率进一步下行空间有限。
- ✓ **中短期的维度：利率是否下降取决于经济增长动能是否修复。**根据浙商证券宏观研究团队预测，2023年经济增速中枢高于2022年，预测2023年实际GDP增速5.1%, 高于2022年3.5%的水平。（1）潜在有利方向是防疫进一步动态优化，可能带来经济活力的明显回升与利率的企稳。（2）潜在不利方向是海外需求的下降，与国内防疫对经济影响的不确定性。简单测算，名义GDP增速每下降1pc，对应10年期国债利率下行0.4pc。

主要国家的名义GDP增速和平均利率水平正相关



经济增长情况对应十年期国债利率水平测算

GDP平减指数	实际GDP增速 6.50%	5.50%	4.50%	3.50%	2.50%
4.0	4.39%	4.03%	3.66%	3.29%	2.92%
3.0	4.03%	3.66%	3.29%	2.92%	2.56%
2.1	3.70%	3.33%	2.96%	2.59%	2.23%
1.0	3.29%	2.92%	2.56%	2.19%	1.82%
0.0	2.92%	2.56%	2.19%	1.82%	1.46%

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：右图统计时间区间为2011-2021年。

01 息差：进一步收窄的空间有限

核心关注要点

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

市场关心：若降息，银行息差还有多少下降空间?

我们认为：为保证合理资本水平，银行息差下行空间已经极为有限，基本在2022年将触及平衡线,2023年下降空间有限。

- ✓ **银行需要利润来内生补充资本，以支持实体经济增长。**假设2035年我国人均GDP达到中等发达国家水平，不考虑外部资本补充的情况下，银行需保证8.9%的ROE方可实现资本内生补充。2021年商业银行ROE为9.6%，2022年以来继续同比下降，即将触碰平衡线。从盈利能力较好的上市银行来看，测算2023年上市银行净利润可支撑信贷增速为9.5%，低于22Q3平均11.5%的信贷同比增速；从盈利能力更弱的全行业来看，非上市的城农商行盈利能力承压，恐怕将导致进一步的信贷投放缺口。
- ✓ **分红比例很难下降，否则将影响财政收入，并导致银行外部融资能力进一步丧失。①影响财政收入：**银行分红是财政收入的重要来源2021年上市银行现金分红5466亿，约62%流向国有股东，占到2021年占全国非税财政收入的11%；**②影响外部融资能力：**如分红比例下调，可能导致银行估值继续下行，外源资本补充的困境加剧。

经济增长对应所需ROE水平测算

GDP平减指数	实际GDP增速 6.50%	5.50%	4.50%	3.50%	2.50%
4.0	14.2%	12.9%	11.5%	10.2%	8.8%
3.0	12.9%	11.5%	10.2%	8.8%	7.4%
2.1	11.6%	10.3%	8.9%	7.6%	6.2%
1.0	10.2%	8.8%	7.4%	6.1%	4.7%
0.0	8.8%	7.4%	6.1%	4.7%	3.4%

2023年上市银行内生性贷款增速将低于10%

类型	2022E ROE	2023E 净利润	分红比例	CET1	内生贷款增速	22Q3贷款同比
国有行	11.5%	14,411	30%	11.9%	9.0%	12.8%
股份行	11.4%	5,586	25%	10.2%	9.9%	7.5%
城商行	12.9%	1,909	26%	10.3%	11.7%	13.7%
农商行	10.9%	272	26%	11.7%	9.2%	10.2%
上市行	11.6%	22,178	26%	11.8%	9.5%	11.5%
商业银行	8.9%	22,385	26%	10.6%	8.0%	11.3%

银保监会口径：22Q1-3农商行盈利能力大幅走弱

	22Q1-3净利润 占比	同比增速	22Q3总资产 占比	同比增速	ROA 22Q1-3	同比变化
国有行	57.1%	6.3%	48.2%	13.1%	0.89%	-3bp
股份行	23.6%	9.0%	20.8%	7.1%	0.84%	1bp
城商行	13.0%	15.6%	15.8%	10.2%	0.63%	3bp
农商行	4.5%	-57.7%	16.2%	10.2%	0.26%	-43bp

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：内生性贷款增速测算：上市银行为2021年之前上市的36家银行，商业银行数据应用《商业银行主要监管指标情况表（季度）》。假设：①上市银行2022年ROE同比变化幅度与前三季度一致，2022、2023年净利润同比增速与2022年前三季度净利润同比增速持平；②2023年分红比例与2021年分红比例持平；③2023年CET1（即核心一级资本充足率）与2022年年中持平；④贷款在加权风险资产中的占比不变；⑤商业银行盈利数据偏低主要受非上市农商行三季度净利润大幅下滑影响。

息差：缓释压力的可能路径

核心关注要点

市场关心：若监管需要降息，而银行息差下降空间有限，未来可能会如何缓解银行盈利压力？
我们认为：如被迫降息，未来有多种潜在路径可缓解银行盈利与资本压力。

- ✓ **ROA：**通过货币宽松、存款降息、兼并重组，缓解银行成本压力。**①货币宽松：**降低银行主动负债成本；**②存款降息：**我国存款降息仍有空间。与美国相比，2012年以来，美国平均的新发生1年期定期存款利率0.33%，比1年期国债利率低21bp。而我国1年定期存款挂牌利率1.65%，实际操作中基本顶格上浮至2.00%（大型银行）、2.25%（中小银行），比1年期国债利率基本持平、高26bp（值得注意的是，2.00%为新发生存款利率，银行存量存款成本可能更高。22H1国有行平均定期存款成本为2.77%）。**③兼并重组：**通过减少银行数量，提升经营效率与风险抵御能力，缓解存款竞争压力。
- ✓ **风险加权系数：**巴塞尔协议三最终版本即将落地，有望降低银行整体风险加权系数，带动银行业RWA减少最多20.8万亿元，大约可以节约9.8%。（详见11月9日报告《新巴Ⅲ对银行经营与投资行为的影响》）
- ✓ **核心一级资本充足率：**监管要求下调的可能性低，主要出于审慎原则考虑。

$$ROE = \frac{ROA \times A}{E} = ROA \times \frac{A}{RWA} \times \frac{RWA}{E}$$

$$ROE = \mathbf{ROA} \times (1/\mathbf{风险加权系数}) \times (1/\mathbf{核心一级资本充足率})$$

潜在措施	潜在措施	
①货币宽松； ②存款降息； ③兼并重组。	巴三最终版本落地 降低风险加权系数	监管审慎原则考虑 下调的可能性很小

数据来源：FDCI，wind，浙商证券研究所。

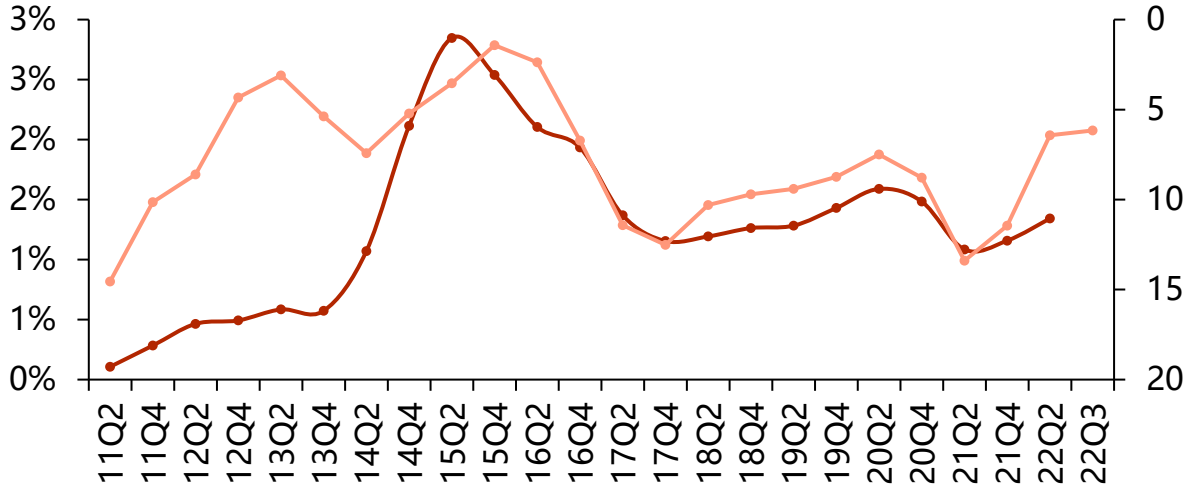
01 风险：真实不良生成有望回落

核心关注要点

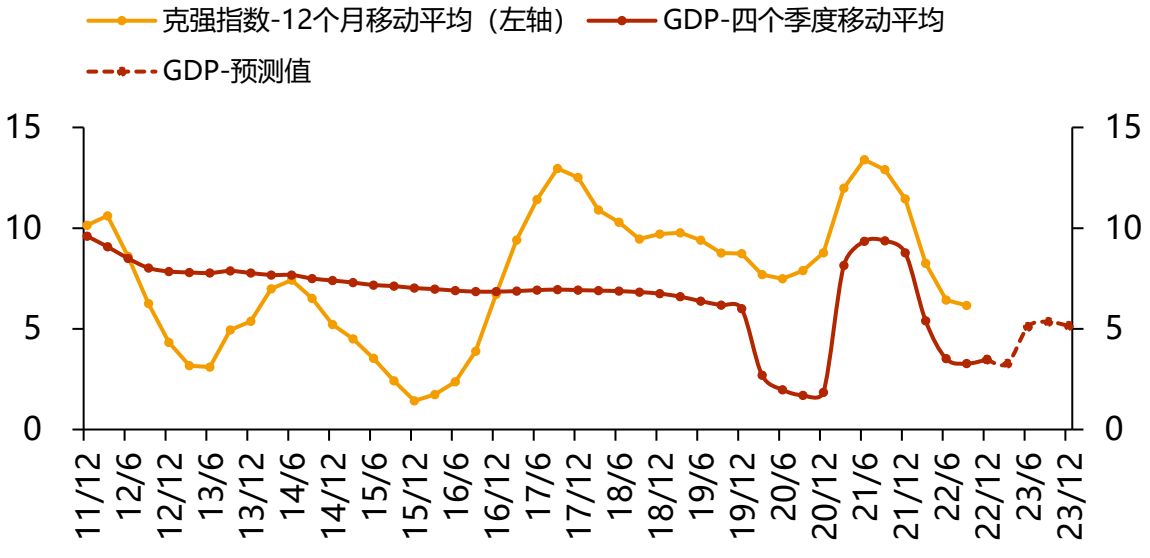
展望2023年全年，上市银行真实不良生成压力有望稳中回落；节奏上看，不良生成压力前高后低。主要基于：

- ✓ **基本面角度，经济动能有望修复，驱动风险边际企稳。**根据浙商证券宏观团队，预计2023年经济增速中枢高于2022年，预测全年实际GDP增速5.1%, 高于2022年3.5%的水平。节奏上看，预计23Q1或Q2真实不良生成压力见顶，后续边际回落。
- ✓ **流动性角度，地产领域信用从紧到宽，风险边际改善。**主要风险领域：①地产风险，房企暴雷态势有望趋缓，保交房大力推进，有望驱动2023年房地产真实与账面不良生成率改善。②涉政业务，底线思维下预计不良生成保持低位。政府平台业务发生系统性风险的概率极低，弱区域弱资质主体可能出现零星点状风险暴露。③零售业务，风险生成取决于疫情防控和经济状态，2023年不良生成大概率不会坏于2022年。若防疫进一步动态优化，零售业务的需求和风险均有望迎来较大改善。

真实不良TTM生成率与克强指数相关



2023年经济增长中枢高于2022年



数据来源：wind，浙商证券研究所。真实不良TTM生成率取自老16家银行数据。克强指数、GDP增速单位为%。左图克强指数为逆序显示。右图GDP-预测值为浙商宏观22Q4-2023年当季实际GDP增速预测值，计算四个季度移动平均后的数值。

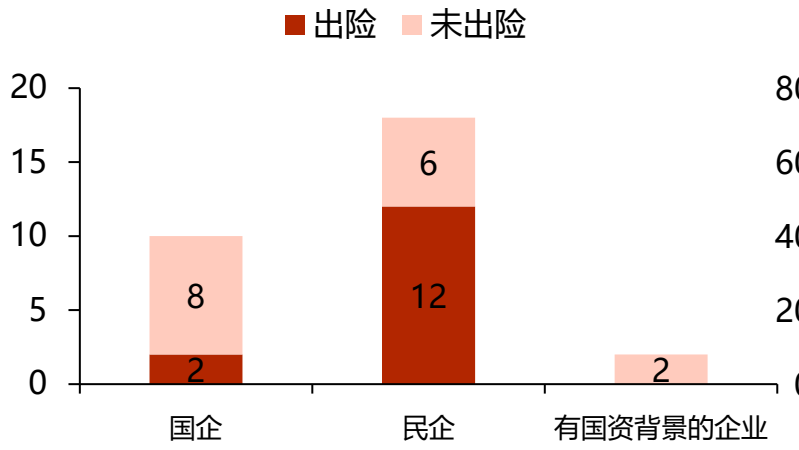
风险：地产风险暴露有望趋缓

核心关注要点

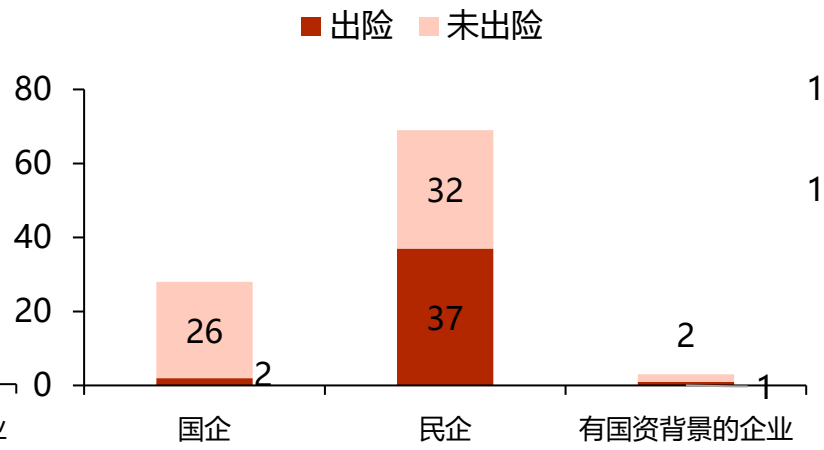
预计2023年房地产真实与账面不良生成均有望改善。

- ✓ **真实风险的维度：地产暴雷趋缓、银行减损。**①剩余可出险房企数量角度来看，暴雷节奏有望趋缓。截至最新，销售额前100强房企中有40家房企出险，前30强中14家房企出险。其中，22Q3和Q4暴雷频次已经相较Q1和Q2的高峰期有所回落。②金融支持地产政策不断加码，力度超市场预期，房地产企业流动性有望改善，银行可以减损。一方面，自下而上从项目层面注入保交楼专项借款和配套融资，银行自救减损；另一方面，第二支箭等政策持续加码，房企总部流动性边际改善。
- ✓ **账面风险的维度：展期可平缓不良生成压力。**以“地产十六条”为代表的政策，使得银行可以“以时间换空间”，延缓风险暴露速度，争取化解风险的时间。①针对存量贷款，政策支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，自2022年11月起半年到期的，可以允许超出原规定多展期1年，可不调整贷款分类。一般开发贷融资期限上限为3年，政策规定展期上限为1.5年，多展期一年相当于给予地产项目额外2-3年的时间完工和去化。②针对新增配套融资，自2022年11月起半年内，向专项借款支持项目发放的配套融资，在贷款期限内不下调风险分类，相应最长融资期限为3年。

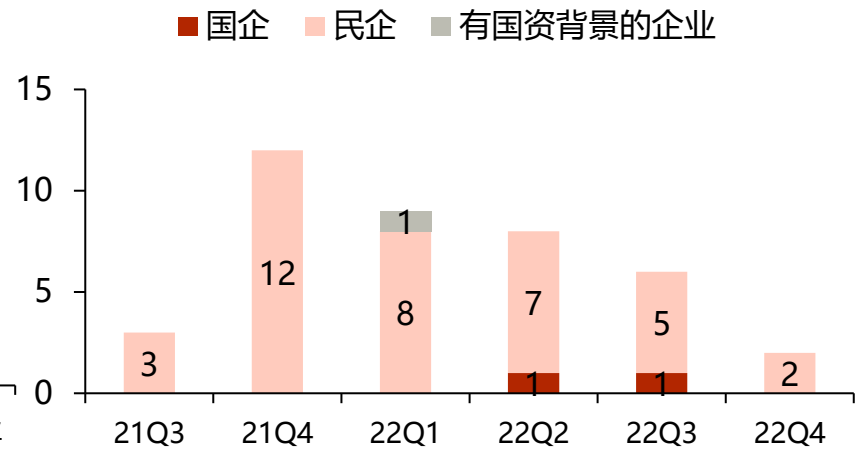
销售前30强房企出险情况



销售前100强房企出险情况



2022年以来房企暴雷频次趋缓



数据来源：公司公告、wind及公开媒体新闻整理，浙商证券研究所。销售前100强房企名单取自2021年克尔瑞全口径销售排名前100房企。注：考虑到当下金融机构对于房企的资金支持十分谨慎，出险房企按照最早出现商票等融资工具违约、展期等信号计算出险日期，因数据可及性对房企出险与否、出险时间判断可能存在一定偏差。

风险：保交房可使得银行减损

核心关注要点

预计保交房（地产风险化解）将成为未来金融工作重心，银行受益于“减损”逻辑。

- 保交房的必然性：①涉众，保交房涉及的民众众多，关系民众切身利益和社会大局稳定，地方政府有责任推动保交房。②涉险（金融企业），房地产作为银行的压舱石资产，有动力推动保交房，维持房地产融资市场平稳有序。
- 保交房的受益性：①静态角度：推动保交房有利于减小银行损失，在项目足值的情况下，各类主体（施工相关的施工方及供应商、银行等）可以得到偿付；项目不足值的情况下，各类主体的损失也显著小于烂尾状态。②动态角度，保交房使得房企流动性盘活，减少负循环，降低房企资不抵债概率和严重程度。

假设总货值为100			未取得预售	取得预售（工程进度30%）			建筑封顶（工程进度50%）		
				销售30%	销售50%	销售80%	销售30%	销售50%	销售80%
核心假设	销售相关	销售进度	0%	30%	50%	80%	30%	50%	80%
		贷款的还款比例	0%	30%	50%	100%	30%	50%	100%
	施工相关	工程进度	30%	30%	30%	30%	50%	50%	50%
		工程款拨付比例	0%	0%	0%	0%	30%	30%	30%
	销售折价		60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
保交楼资金测算	剩余货值（销售价为原价的60%）		60	42	30	12	42	30	12
	交楼所需支付建安成本（含前期欠款）		30	30	30	30	21	21	21
	交楼所需外部资金		-	-	-	18	-	-	9
无法交房	购房者损失		-	15	25	40	15	25	40
	按揭发放银行损失		-	15	25	40	15	25	40
	开发贷银行的损失		28	20	14	-	20	14	-
	施工相关主体损失		9	9	9	9	6	6	6
保交房	购房者损失		-	-	-	-	-	-	-
	按揭发放银行损失		-	-	-	-	-	-	-
	开发贷银行的损失		-	8	14	-	-	5	-
	施工相关主体损失		-	-	-	-	-	-	-
	垫资的按揭银行或地方政府		-	-	-	18	-	-	9



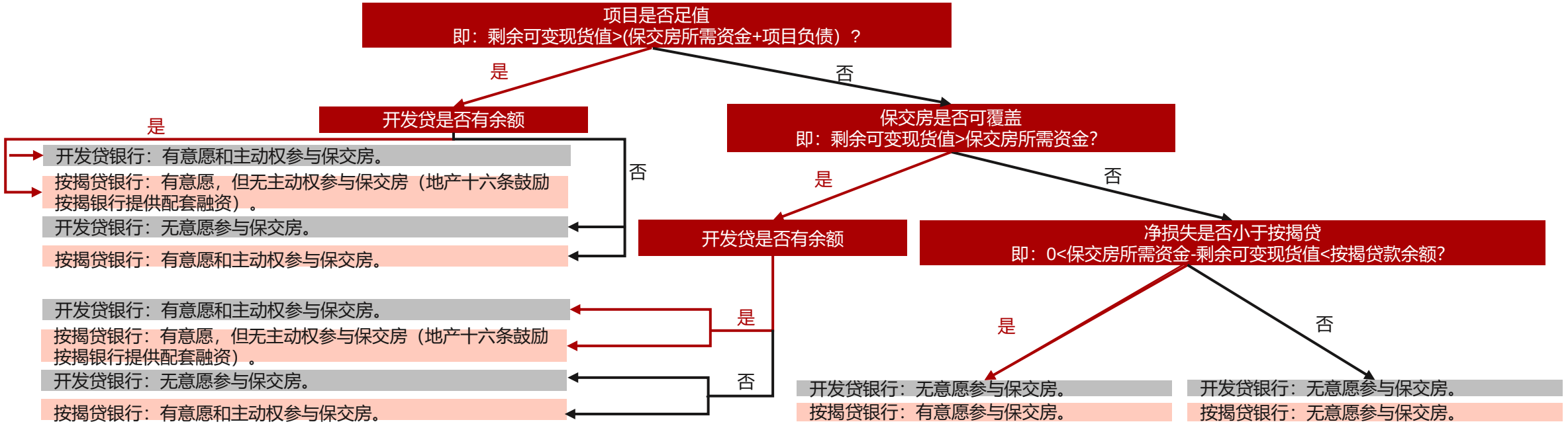
数据来源：浙商证券研究所。各类主体损失情况测算过程详见浙商证券银行团队2022年8月12日报告《银行地产：破局之道II——保交房的资金缺口与风险化解路径》。

风险：推进保交楼的动力和堵点

核心关注要点

银行推动保交楼的动力来自减损，堵点包括合规、免责、押品等方面。

- **动力：**银行推进保交楼的动力主要来自减损，具体判断思路见下图。
- **堵点：①合规堵点：**开发贷提用受上限限制，额度上限为总投的70%且不高于总投-销售回款-土地购置费用；不能向地产项目公司投流贷。**——按照地产十六条，判断可通过新增配套融资业务类型，解决合规投资问题，后续关注配套融资的审批调整。②免责堵点。**地产十六条提出新发放配套融资形成不良，相关机构和人员已尽职的，可予免责。**——难点在于突破银行条线利益划分，需从上而下推动，后续重点关注银行对新增融资的责任划分、绩效考核等执行落地情况。③押品堵点：**新增配套融资参照一般贷款审批要求，需追加优质资产增信或担保。**——难点在于房企资产评估的公允性和资产跨区域抵押，以及房企自身陷入资不抵债危机无法提供优质资产，**地产十六条指出新增配套融资的承贷主体与专项借款支持项目的实施主体一致，政府组织的审计评估作为背书或者政府组织的保交楼运作主体有望介入，将提高银行参与保交楼的意愿。



数据来源：中国政府网，浙商证券研究所。

风险：银行的地产贷款敞口

核心关注要点

22H1上市行房地产贷款占比较20A下降，城农商行对公房地产贷款占比降幅大于国股行，国股行按揭占比降幅大于其他银行。

整体来看：22H1上市行对公房地产贷款、按揭贷款占比分别较20A下降0.7pc、1.6pc至5.0%、24.6%。

分类型看：22H1国有行、股份行、城商行、农商行对公地产贷款占比分别较20A下降0.2pc、1.4pc、2.0pc、1.9pc至4.0%、7.0%、6.4%、6.3%；按揭贷款占比分别较20A下降2.2pc、0.8pc、1.3pc、1.4pc至28.6%、17.7%、13.9%、14.7%。

类型	银行	对公地产贷款		按揭贷款	
		22H1	较20A变化	22H1	较20A变化
国有行	工行	3.2%	-0.6pc	28.9%	-1.9pc
	中行	4.3%	-0.2pc	25.7%	-2.4pc
	农行	4.5%	-0.7pc	28.5%	-2.3pc
	建行	3.8%	-0.4pc	32.2%	-3.0pc
	邮储	2.5%	0.9pc	31.9%	-1.7pc
	交行	7.0%	1.0pc	21.6%	-0.6pc
	合计	**4.0%**	**-0.2pc**	**28.6%**	**-2.2pc**
股份行	中信	5.8%	-0.6pc	19.6%	-0.9pc
	兴业	7.0%	-1.0pc	23.2%	-3.4pc
	华夏	4.9%	-2.4pc	13.8%	0.9pc
	招行	6.7%	-1.1pc	23.4%	-1.9pc
	民生	8.5%	-2.8pc	14.1%	0.8pc
	浦发	6.7%	-1.0pc	18.3%	-0.4pc
	平安	9.2%	-1.0pc	8.8%	-0.2pc
	光大	5.3%	-2.1pc	16.7%	0.3pc
	浙商	12.1%	-1.7pc	6.6%	0.2pc
	合计	**7.0%**	**-1.4pc**	**17.7%**	**-0.8pc**

类型	银行	对公地产贷款		按揭贷款	
		22H1	较20A变化	22H1	较20A变化
城商行	南京	5.1%	1.7pc	9.4%	-1.4pc
	宁波	3.9%	-1.4pc	4.5%	1.2pc
	北京	6.0%	-3.8pc	19.4%	-1.5pc
	江苏	6.2%	-1.2pc	16.0%	-2.7pc
	贵阳	8.0%	1.0pc	7.1%	-0.2pc
	杭州	6.1%	-3.3pc	13.1%	-1.8pc
	上海	10.6%	-3.6pc	12.6%	1.3pc
	成都	7.0%	-1.8pc	18.7%	-7.1pc
	郑州	10.5%	-2.3pc	12.6%	-2.6pc
	长沙	3.1%	-0.9pc	15.2%	-1.2pc
	青岛	9.2%	-0.9pc	17.6%	-2.0pc
	西安	4.9%	-2.6pc	13.4%	-0.5pc
	苏州	3.9%	0.4pc	14.1%	-0.1pc
	厦门	4.2%	-3.2pc	16.6%	-2.9pc
	重庆	3.3%	-1.9pc	12.6%	0.0pc
	齐鲁	3.3%	-1.9pc	18.0%	-1.0pc
	兰州	8.6%	-1.2pc	14.6%	1.7pc
	合计	**6.4%**	**-2.0pc**	**13.9%**	**-1.3pc**

类型	银行	对公地产贷款		按揭贷款	
		22H1	较20A变化	22H1	较20A变化
农商行	江阴	0.2%	-0.1pc	10.7%	0.4pc
	无锡	0.7%	-0.4pc	14.1%	2.7pc
	常熟	0.9%	0.0pc	7.6%	-0.2pc
	苏农	2.0%	-0.4pc	9.1%	-0.3pc
	港行	0.8%	-0.1pc	9.6%	-0.3pc
	紫金	4.9%	-0.2pc	n.a.	n.a.
	青农	11.3%	-4.7pc	13.4%	0.3pc
	渝农	0.7%	-0.4pc	16.1%	-1.9pc
	瑞丰	0.7%	0.3pc	17.8%	-4.5pc
	沪农	16.2%	-3.6pc	18.1%	-2.5pc
	合计	**6.3%**	**-1.9pc**	**14.7%**	**-1.4pc**
上市行	**合计**	**5.0%**	**-0.7pc**	**24.6%**	**-1.6pc**

数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。数值越大，颜色越红。

风险：地产贷款的终局损失

核心关注要点

银行表内地产融资的最终损失，核心取决于房地产企业是资不抵债还是流动性风险。
结论：在谨慎中性假设下，大部分房企是流动性风险，少部分资不抵债。根据《银行地产：破局之道II》报告测算，22家可测算资金缺口的出险房企中3家存在资不抵债风险，19家是流动性风险，测算全样本资不抵债的缺口是6541亿元（占出险房企样本总资产的6%，出险房企样本净资产的40%）。展望未来，如果保交楼顺利推进，有利于假设条件的改善，即完工占比提升及项目折扣率提升，房企流动性盘活，资不抵债缺口减少，银行的存量地产贷款有望在未来得到房企偿付或者通过抵押品处置回收资金。

敏感性测试：不同折扣率和不同在建项目完工占比对应的资不抵债缺口（亿元）

完工占比假设变化 \ 折现率假设变化	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
10%	-70,158	-63,040	-55,921	-48,818	-42,444	**-36,718**	-31,285	-26,424	-22,398	-19,858
20%	-68,282	-59,287	-50,323	-41,554	-33,904	**-26,840**	-21,265	-17,837	-14,537	-12,182
30%	-66,406	-55,535	-44,779	-34,751	-25,728	**-19,367**	-15,052	-11,446	-8,836	-6,732
40%	-64,530	-51,827	-39,573	-28,146	-19,288	**-14,074**	-9,779	-7,066	-4,753	-2,441
50%	-62,654	-48,123	-34,544	-21,769	-14,850	**-9,487**	-6,374	-3,632	-2,121	-1,893
60%	**-60,778**	**-44,530**	**-29,516**	**-17,638**	**-10,719**	**-6,541**	**-3,370**	**-2,354**	**-1,950**	**-1,779**
70%	-58,902	-41,053	-24,573	-14,097	-7,679	**-3,966**	-2,716	-2,030	-1,848	-1,665
80%	-57,035	-37,701	-20,663	-10,833	-5,464	**-3,205**	-2,267	-1,939	-1,745	-1,551
90%	-55,183	-34,348	-17,468	-8,199	-3,867	**-2,820**	-2,054	-1,848	-1,642	-1,436
100%	-53,331	-30,996	-14,582	-6,330	-3,546	**-2,435**	-1,974	-1,756	-1,539	-1,322

数据来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。口径为27家出险房企的潜在资不抵债缺口，测算过程详见浙商证券银行团队2022年8月12日报告《银行地产：破局之道II——保交楼的资金缺口与风险化解路径》。

风险：不同银行地产压力分化

核心关注要点

各家银行的地产压力分化，终局损失看敞口大小、合作开发商质地、项目质地。

（1）开发贷的角度：开发贷敞口越大、合作开发商及项目质地越差，开发贷终局损失越大。

①敞口角度，对公房地产贷款占比越高，地产压力越大，22H1末国有行、股份行、城商行、农商行对公地产贷款占比分别为4.0%、7.0%、6.4%、6.3%，股份行占比最高；**②房企角度**，合作房企开发商质地越差，得到各类政策支持的优先级越低，无法交楼的负循环加剧，房企资不抵债的概率越高，银行面临的终局损失越大。根据销售TOP30出险房企贷款占比来看，国有行中工行和农行、股份行中民生和浙商银行占比较高。**③项目角度**，项目质地越差，如城市层级越低，房价下跌的概率越大，房企资不抵债的缺口越大，银行面临的终局损失越大。值得注意的是，兴业银行、招商银行等已计提相当体量拨备，远超目前暴露的风险贷款余额，实际减值进度较为提前。

销售TOP30的出险房企披露的用信分布

	工行	中行	农行	建行	邮储	交行	中信	兴业	华夏	招行	民生	浦发	平安	光大	浙商	报告期
中国恒大	103	17	242	28	8		94	81	18		293	92		105	113	20H1
世贸集团	58									15	3	5			4	20H1
旭辉集团	19	20	59	82	6	51	63	45		65	48	33	9	12	17	21Q3
中南建设	15	20	27	7	6	8		38	6		66	1	4	7	9	20A
金科集团	83	30	18	22			20	35	29		99	39		25	22	21Q3
阳光城	18	10	13	32		12	89	55	3	68	217	3		18	52	20Q3
龙光集团	7	12	7	9		17	29		7			15	11			20H1
融信集团	42	7	23	31		27	14		5	9	3	5	19	4	17	20A
正荣地产	18	38	17	35		29		1	2	22	56	29	66	32	15	21Q1
荣盛地产		8	15	30		1	4	7			87	5	10	16		20Q3
合计用信规模	**363**	**162**	**423**	**277**	**19**	**144**	**313**	**262**	**70**	**179**	**872**	**227**	**119**	**220**	**249**	/
占对公房地产贷款比例	**5.12**	**2.21**	**5.02**	**3.63**	**1.09**	**2.91**	**10.73**	**7.87**	**6.23**	**4.50**	**24.27**	**7.00**	**4.01**	**11.71**	**13.99**	/
对公贷款不良率	**5.47**	**5.67**	**3.97**	**2.98**	**1.01**	**1.90**	**2.89**	**2.15**	**0.62**	**2.82**	**2.99**	**3.83**	**0.77**	**2.56**	**0.90**	

截至22H1末银行地产风险暴露比例测算

	兴业	招行
对公地产拨贷比	13.11%	8.63%
房地产拨备覆盖率	610%	306%
对公地产拨备额	43,729	34,291
对公地产不良额	7,171	11,208
房地产风险暴露额	16,593	18,589
房地产风险暴露比例测算	4.97%	4.68%

数据来源：wind，公司财报，公开媒体报告整理，浙商证券研究所。单位：亿元/%。22H1末房地产暴露比例=22H1末对公地产不良率+（22H1对公关注贷款额-20A对公关注贷款额）/22H1末地产贷款余额。招行对公关注额为披露口径，兴业对公关注额=关注贷款×对公贷款/贷款总额。因数据可及性统计结果可能跟实际情况存在偏差。数值越大，颜色越红。

风险：不同银行地产压力分化

核心关注要点

各家银行的地产压力分化，终局损失看敞口大小、合作开发商质地、项目质地。

（2）按揭贷的角度：涉险按揭贷款占比越大，项目质地和合作房企质地越差的银行，按揭贷的风险压力越大。

①按揭敞口来看，存在停贷风险的按揭主要是近三年发放的一手房按揭，各家一手房按揭占比略有差异，简单按照近三年新增按揭贷款占比来看，国有行普遍占比较高，潜在的风险压力可能相对较大。**②项目质地来看**，按揭对应的项目质地越差，如项目涉及城市层级越低，风险越大。参考停贷项目来看，停贷项目对应城市以新一线为主，风险化解能力较强。**③房企质地来看**，若项目无法保交房，相应的按揭贷损失率将大幅提升。而项目最终是否能够交房，很大程度也取决于房企的健康程度。

类型	银行	近3年新增按揭贷款占总贷款
国有行	邮储	9.5%
	农行	7.6%
	建行	7.1%
	工行	6.9%
	交行	6.5%
	中行	5.7%
	合计	**7.0%**
股份行	招行	5.9%
	民生	5.8%
	兴业	5.7%
	光大	5.4%
	华夏	5.3%
	中行	5.0%
	浦发	4.7%
	浙商	3.6%
	平安	2.9%
	合计	**5.1%**

类型	银行	近3年新增按揭贷款占总贷款
城商行	齐鲁	8.8%
	厦门	7.9%
	成都	7.3%
	长沙	7.0%
	苏州	6.8%
	上海	6.3%
	江苏	5.8%
	重庆	5.8%
	郑州	5.6%
	青岛	5.4%
	西安	5.3%
	杭州	5.1%
	宁波	4.4%
	南京	2.7%
	贵阳	1.9%
	北京	n.a.
	兰州	n.a.
	合计	**5.5%**

类型	银行	近3年新增按揭贷款占总贷款
农商行	无锡	7.7%
	江阴	6.6%
	青农	6.4%
	渝农	5.5%
	港行	5.1%
	常熟	3.9%
	苏农	3.8%
	紫金	n.a.
	瑞丰	n.a.
	沪农	n.a.
	合计	**5.5%**

银行类型	银行名称	停贷项目数top10的城市占全行网点数
国有行	交行	17.9%
	建行	13.1%
	工行	12.6%
	中行	12.2%
	邮储	9.2%
	农行	10.4%
股份行	民生	26.8%
	招商	23.5%
	光大	23.6%
	华夏	23.4%
	兴业	24.6%
	平安	19.6%
	中信	21.2%
	浦发	18.3%
	浙商	22.6%
城农商行		36.2%
合计		**14.2%**

数据来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。右图测算详见2022年8月12日报告《银行地产：破局之道II——保交楼的资金缺口与风险化解路径》。数值越大，颜色越红。

风险：未来房地产新模式展望

核心关注要点

多次会议指出地产要探索新发展模式，2023年两会后有望迎来地产中长期发展规划。可以看到2021年底中央经济工作会议首提房地产“探索新的发展方式”，后续2022年3月国务院金融委会议提出：“要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”，以及2022年二十大报告提出“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”。二十大定调后，2023年两会有望对房地产中长期规划进行讨论，两会后地产中长期发展规划有望出台。

预计房地产中长期规划将围绕多主体供给、多渠道保障、租购并举等重点方向展开。具体来看：①多主体供给，主要指引入更多主体参与居住用地和住房供给，预计地方政府主导的经营机构参与住房供给的比例会进一步提升。②多渠道保障，通过各个层面改革建立起“低端有保障、中端有供应、高端有市场”的多层次住房供应体系，预计现阶段重点发展以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的公共住房保障体系。③租购并举，是实现前述多主体供给、多渠道保障的重要制度保障，保护承租方的合法权益，才能打破“重售轻租”的市场格局。

展望未来，随着问题房企出清，房地产回归健康发展，银行房地产业务风险趋于平稳，房地产贷款投放有望回归平稳有序。

资料来源：人民论坛《新时代的住房制度及改革》、新华社、中国政府网、人民网、浙商证券研究所。

01 风险：银行涉政业务风险展望

核心关注要点

展望未来，预计涉政业务发生系统性风险的概率极低，不良生成有望维持稳定，后续重点关注平台和所属政府的还款意愿和还款能力。不排除部分弱区域弱资质的主体可能会有风险暴露，主要是受疫情和地产影响，各地财政压力加大，以及监管导向是清理规范地方融资平台公司，弱区域弱资质主体可能出现零星点状风险暴露。

涉政业务风险重点考察因素

还款意愿

结论：涉政平台与地方政府信用挂钩，**涉政平台业务风险有底线，各地政府有意愿维护涉政平台信用情况**，后续重点关注各地政府表态。

例证：①2022年9月甘肃省政府报告指出对重点发债企业逐笔督促落实偿债资金来源，对存在兑付风险的到期债券，第一时间进行预警并介入处置，**确保所有债券均按期足额兑付。**特别是持续深入开展兰州建投风险处置化解工作，**确保兰州建投公开市场债券刚性兑付。**②2022年11月财预〔2022〕137号指出，**指导山东逐步降低高风险地区债务风险水平。**

还款能力

结论：随着经济逐步修复，政府开源节流方案推进，涉政平台的还款能力有望改善。

重点关注①：地区经济和财政实力变化

开源：可通过培育地方税源，增加优质国企利润上缴，盘活存量资产等方式增加地方政府收入

重点关注②：政府可行的开源节流方案

节流：2022年以来LPR多次调降，城投平台可以通过借新换旧、债务展期减轻存量负债偿债压力。
若防疫进一步动态优化，预计2023年地方疫情支出将较2022年大幅减少，有望缓解地方政府财政压力，提升偿债能力。

资料来源：中国政府网、甘肃人大网、浙商证券研究所。
备注：①财预〔2022〕137号：关于贯彻落实《国务院关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展的意见》的实施意见；②甘肃省政府报告为2022年9月《甘肃省人民政府关于全省金融工作情况的报告》。

风险：涉政业务风险敞口测算

核心关注要点

22H1末上市行测算涉政贷款余额为13万亿，占比为9.6%，其中城商行涉政贷款占比最高。

考虑到披露政府平台敞口的银行较少，本文采用租赁和商务服务业贷款测算上市行涉政贷款敞口。

整体来看，22H1末上市行以商业服务业口径测算的涉政贷款余额为13.45万亿，占上市行贷款总额为9.6%。*作为对比，22H1末上市行房地产贷款余额为41万亿，占贷款总额比例为29.5%，其中对公房地产贷款为7万亿，占贷款总额比例为5%。*分类型看，城商行涉政贷款占比最高，22H1末城商行、农商行、国有行、股份行测算的涉政贷款占比分别为15.0%、10.8%、9.4%、9.2%，贷款占比分别较21年末提升0.4pc、0.5pc、0.2pc、0.1pc。

类型	简称	余额 22H1末	占比 22H1末	余额 21A末	占比 21A末
国有行	中国银行	23,821	14.1%	20,432	13.0%
国有行	工商银行	19,224	8.6%	17,394	8.4%
国有行	建设银行	19,117	9.4%	17,849	9.5%
国有行	农业银行	16,558	8.8%	15,071	8.8%
国有行	交通银行	6,985	9.9%	6,507	9.9%
国有行	邮储银行	1,347	1.9%	1,351	2.1%
国有行	**平均**	**14,509**	**9.4%**	**13,101**	**9.2%**
股份行	平安银行	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
股份行	民生银行	5,379	12.8%	5,149	12.7%
股份行	中信银行	4,778	9.5%	4,562	9.4%
股份行	华夏银行	4,400	19.1%	4,087	18.5%
股份行	浦发银行	4,320	8.9%	4,216	8.8%
股份行	兴业银行	4,123	8.6%	3,788	8.6%
股份行	光大银行	2,527	7.2%	2,425	7.3%
股份行	浙商银行	2,147	14.6%	1,896	14.1%
股份行	招商银行	1,812	3.1%	1,748	3.1%
股份行	**平均**	**3,686**	**9.2%**	**3,484**	**9.1%**

类型	简称	余额 22H1末	占比 22H1末	余额 21A末	占比 21A末
城商行	南京银行	2,882	31.9%	2,517	31.9%
城商行	上海银行	2,188	17.1%	2,167	17.7%
城商行	江苏银行	1,974	12.9%	1,738	12.4%
城商行	北京银行	1,907	10.7%	1,851	11.1%
城商行	宁波银行	1,670	16.9%	1,468	17.0%
城商行	成都银行	1,073	23.5%	825	21.2%
城商行	杭州银行	848	12.8%	686	11.7%
城商行	重庆银行	539	16.0%	466	14.8%
城商行	齐鲁银行	478	19.8%	427	19.7%
城商行	郑州银行	452	14.3%	337	11.7%
城商行	长沙银行	307	7.6%	223	6.0%
城商行	苏州银行	249	10.5%	227	10.6%
城商行	青岛银行	221	8.3%	205	8.4%
城商行	贵阳银行	165	6.1%	166	6.5%
城商行	厦门银行	154	8.3%	146	8.3%
城商行	兰州银行	149	6.8%	162	7.5%
城商行	西安银行	138	7.4%	106	5.8%
城商行	**平均**	**905**	**15.0%**	**807**	**14.6%**

类型	简称	余额 22H1末	占比 22H1末	余额 21A末	占比 21A末
农商行	沪农商行	804	12.7%	735	12.0%
农商行	渝农商行	721	11.7%	641	11.0%
农商行	青农商行	270	11.1%	251	10.8%
农商行	无锡银行	255	20.5%	249	21.2%
农商行	紫金银行	153	9.9%	118	8.4%
农商行	常熟银行	97	5.2%	72	4.4%
农商行	江阴银行	82	8.2%	71	7.7%
农商行	张家港行	75	6.8%	69	6.9%
农商行	苏农银行	72	6.9%	61	6.4%
农商行	瑞丰银行	17	1.9%	13	1.6%
农商行	**平均**	**255**	**10.8%**	**228**	**10.3%**
上市行	**合计**	**134,479**	**9.6%**	**122,470**	**9.4%**

数据来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。上表余额取自银行“租赁和商务服务业”贷款余额。单位：亿元。颜色越红，占比越低。采取“租赁和商务服务业”口径测算涉政贷款敞口的合理性在于，根据“租赁和商务服务业”的定义和范围，城投平台属于该分类下商业服务业-投资与资产管理项。

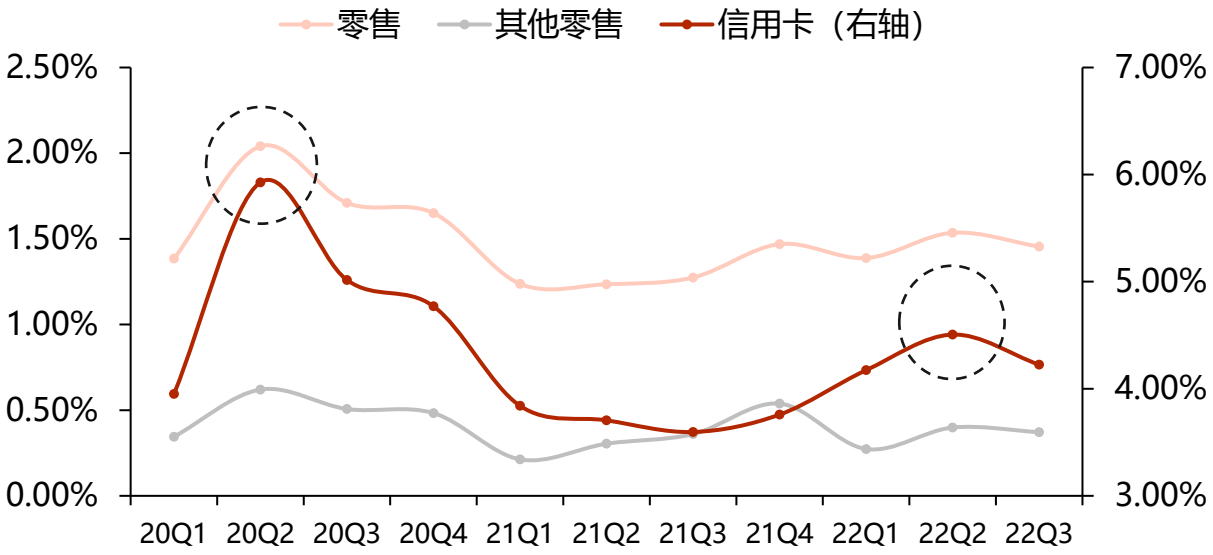
01 风险：银行零售业务风险展望

核心关注要点

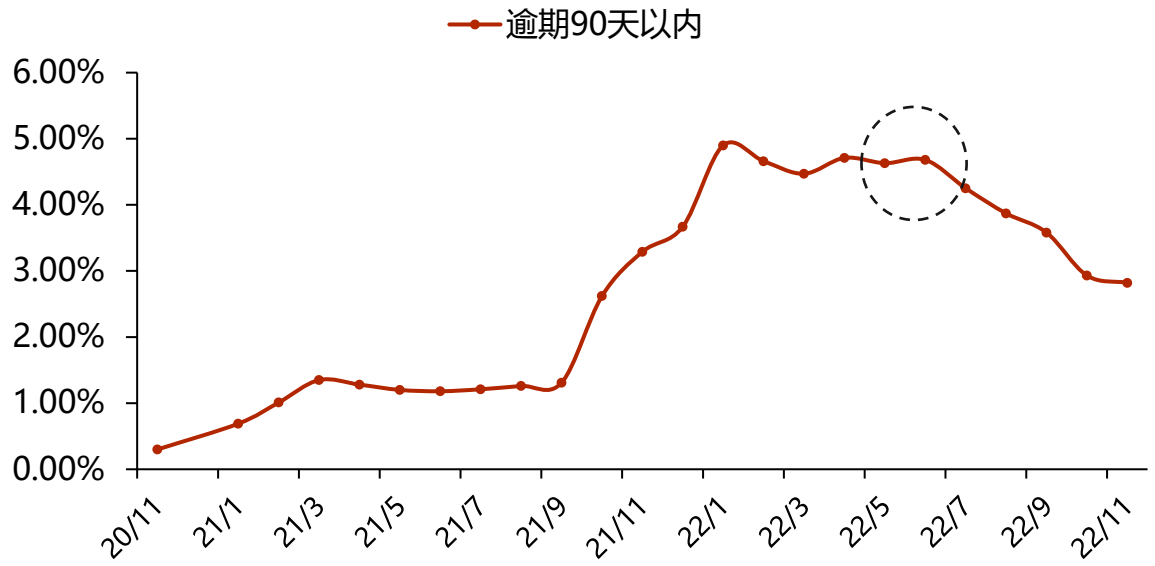
预计2023年国内零售不良生成不会坏于2022年。零售贷款风险与防疫、经济密切相关，随着防疫优化推进、稳增长政策发力，预计2023年零售不良生成压力不会坏于2022年，并有望边际好转。

- **参考过去风险有望改善：**参考2020年疫情冲击，以披露季度不良生成数据的招行为例，2020Q2疫情冲击消退后，招行零售不良生成情况全面向好，其中信用卡不良生成率显著回落。
- **信用卡风险见积极信号：**信用卡业务不良生成见到改善信号。根据招行信用卡ABS逾期90天以内贷款占比的高频数据来看，2022年6月上海解封后，逾期90天以内贷款占比持续回落，信用卡不良生成压力边际缓解。

招行零售不良生成率



招行某信用卡ABS逾期90天以内金额占比



数据来源：公司公告，wind，浙商证券研究所。

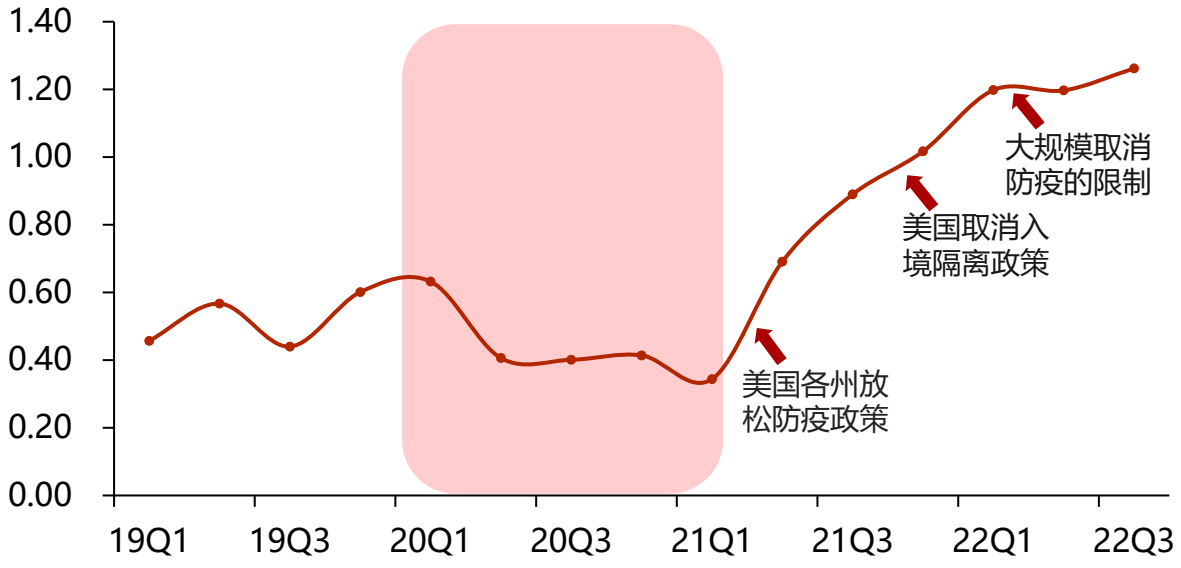
风险：银行零售业务风险展望

核心关注要点

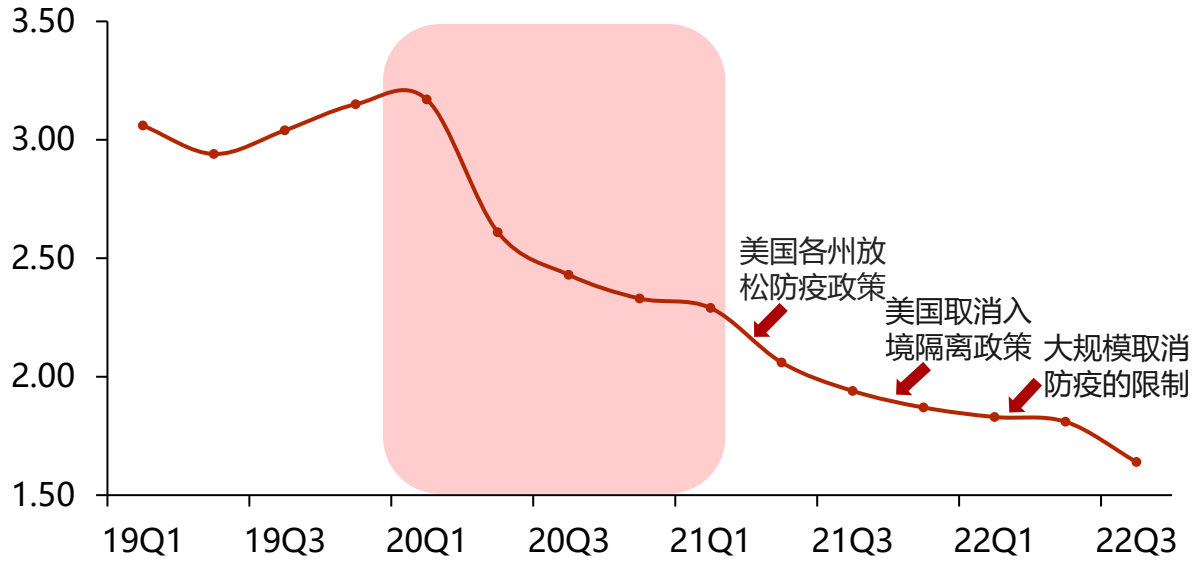
参考海外，若防疫进一步动态优化，零售业务的需求和风险均有望迎来较大改善。以美国的情况为例，防疫限制的逐步解除带动零售信贷需求的增加，零售贷款的整体风险呈现逐季降低的态势。

- **需求端：**零售信贷需求迎边际修复。2021年3月以来，美国防疫政策逐步放松，零售信贷需求回暖，零售贷款增加额持续走高。
- **风险端：**整体风险呈逐季降低态势。自美国各州放松防疫政策以来，零售贷款中逾期90天以上贷款的占比逐季降低；大规模取消防疫限制后，逾期90天以上贷款的占比进一步降低。截至22Q3末，零售贷款中逾期90天以上贷款的占比已降至1.64%。

全美零售贷款增加额



全美零售贷款中逾期90天以上的占比



数据来源：纽约联邦储备银行消费者信贷小组，浙商证券研究所。注1：左图的单位为万亿美元，统计方式为TTM。注2：右图的单位为%。注3：粉色底纹代表美国疫情反复的阶段，该时段美国的防疫政策呈现收紧→放松→收紧的反复特征。注4：20Q2末，全美零售贷款中逾期90天以上贷款的占比较20Q1末大幅降低，主要是受到展期政策的影响。美国银行、富国银行等全国性银行，齐昂银行等区域性中小银行均在20Q1的财报中披露对零售贷款的展期措施。至21Q1末，大部分银行均表示上述展期贷款占全部贷款的比重较小。

风险：上市行零售业务风险情况

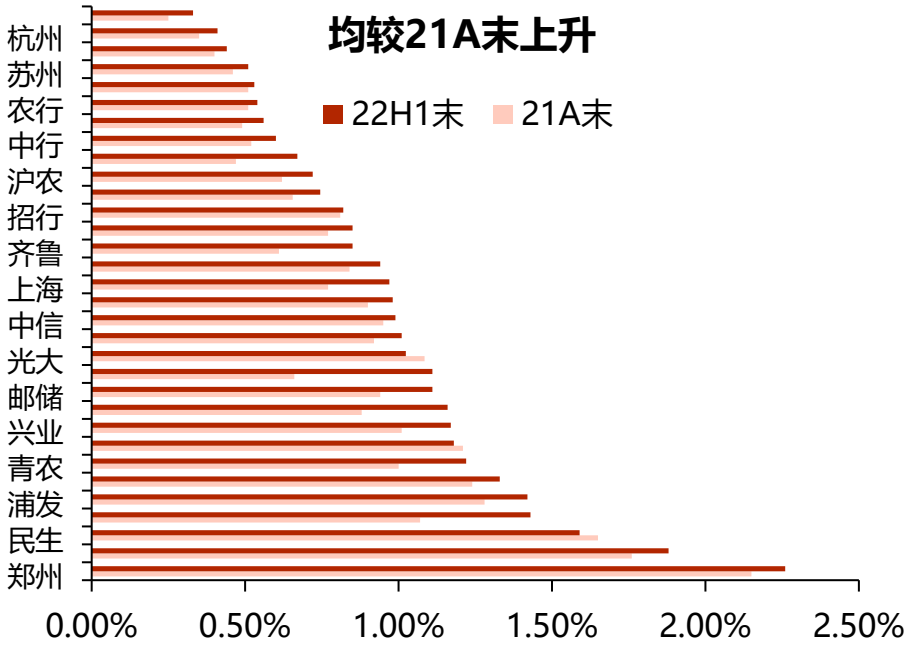
核心关注要点

2022年以来上市银行零售贷款不良率小幅上升，其中信用卡、消费贷不良上升幅度高于其他零售贷款。

整体来看：22H1绝大部分上市银行零售贷款不良率均较21A上升，22Q3披露数据的银行零售不良率仍环比持平或略升。

分项来看：2022年以来零售各项贷款不良率均有上升。其中，信用卡、消费贷款不良率上升幅度高于按揭、个人经营贷，次级客户风险波动幅度较大。

22H1末绝大部分上市银行零售贷款不良率均较21A末上升



银行零售各类贷款不良情况

交通银行					平安银行					招商银行				
分类	21A	22Q1	22Q2	22Q3	分类	21A	22Q1	22Q2	22Q3	分类	21A	22Q1	22Q2	22Q3
个人贷款	0.84%	0.94%	0.94%	0.95%	个人贷款	1.21%	1.20%	1.18%	1.23%	个人贷款	0.82%	0.82%	0.83%	0.83%
按揭	0.34%	0.36%	0.37%	0.39%	按揭	0.34%	0.33%	0.30%	0.32%	按揭	0.28%	0.27%	0.27%	0.29%
信用卡	2.20%	2.71%	2.66%	2.65%	信用卡	2.11%	2.08%	2.15%	2.27%	信用卡	1.65%	1.72%	1.67%	1.67%
个人经营贷款	0.69%	0.70%	0.74%	0.76%	新一贷	1.01%	0.95%	1.02%	1.17%	小微贷款	0.62%	0.57%	0.63%	0.60%
其他	1.71%	1.82%	1.70%	1.61%	汽车	1.26%	1.28%	1.16%	1.35%	消费贷	1.02%	1.03%	1.05%	0.95%
					其他	1.40%	1.65%	1.53%	1.34%	其他	6.85%	7.67%	8.08%	8.42%

数据来源：公司公告，wind，浙商证券研究所。右图只取22Q3披露零售各类贷款的不良率的银行。

02 交易面

持仓

情绪

02 持仓：机构与外资持仓低位，有望反转

交易面判断

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

交易结构有望边际改善，体现在：内资持仓来到历史低位、外资流出压力有望缓解。

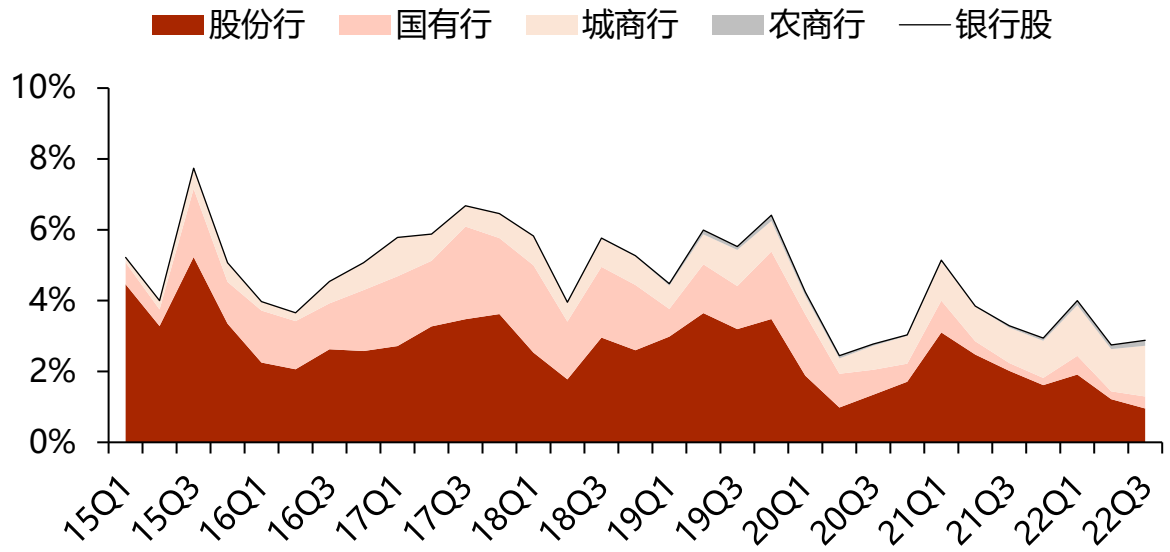
（1）内资重仓持股来到底部，反转效应可期

22Q3末，主动管理型基金重仓持股银行比例2.9%，已经处于历史低位，反转效应可期。**①回顾历史：**2012年以来，除2022年以外，主动管理型基金重仓持股银行比例仅有两个时间段跌至3.0%以下：14Q1-3、20Q2-Q3。而14Q4、20Q4银行板块分别上涨60.1%、9.7%。**②子版块来看：**受地产风险、经济下行影响，22Q3末股份行的重仓持股比例仅1.0%，来到历史最低位。

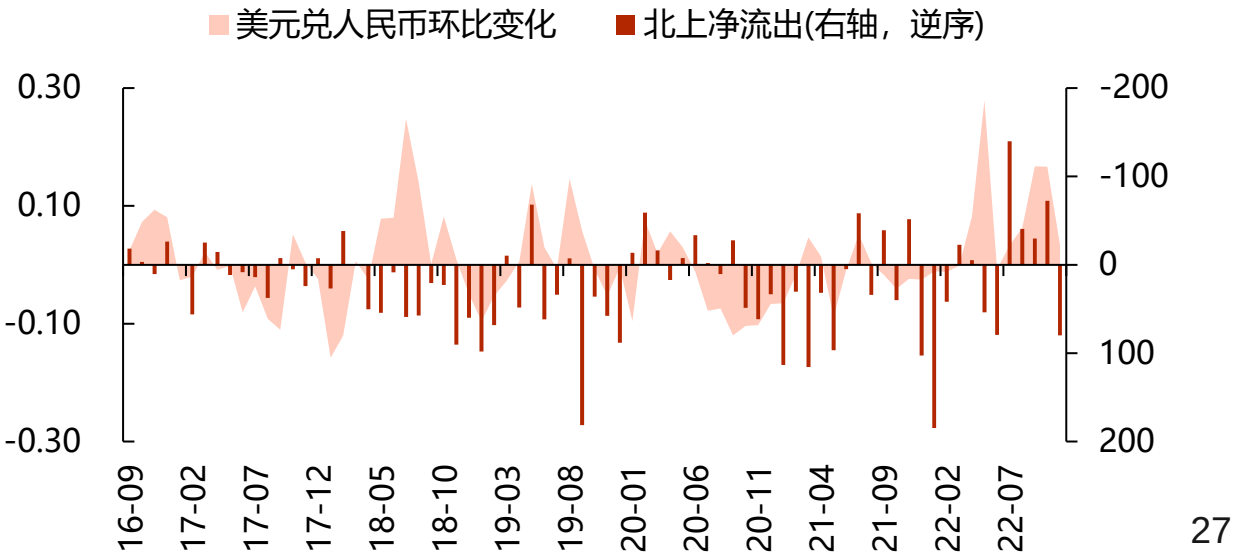
（2）汇率有望企稳回升，缓解外资流出压力

2022年5月开始美元持续升值，叠加停贷事件导致地产风险加剧，北上资金持续卖出银行股。2022年5-11月，北上资金累计卖出银行股69亿元。展望2023年，受益于中国经济的企稳向好、美联储加息步伐的潜在放缓，人民币汇率有望企稳回升，缓解外资流出压力。根据浙商证券宏观团队，预计2023年人民币兑美元汇率预期改善，转向升值。

银行股重仓持股比例来到低位



北上资金流向和汇率变化相关



数据来源：wind，浙商证券研究所。注：右图统计时间截至2022年11月29日收盘。

02 情绪：不良、反腐、让利、买单不确定性下降

交易面判断

市场担忧：2023年银行不良承压、金融反腐、银行让利、地产“买单”的风险。

我们认为：2023年银行业四大不确定性均有希望得到改善，驱动银行板块行情。

市场主要担忧点

1、不良压力

结论：2023年上市银行真实不良生成压力有望稳中回落。

原因：基于前文对风险因素的讨论，①基本面角度，经济动能有望修复，驱动风险边际企稳。②流动性角度，地产领域信用从紧到宽，风险边际改善。主要风险领域：地产板块，2023年银行房地产真实与账面不良生成率预计改善；**涉政业务，**底线思维下预计不良生成保持低位；**零售业务，**2023年不良生成大概率不会坏于2022年，若防疫持续优化，零售风险有望迎修复。

2、金融反腐

结论：金融反腐的不确定性，预计于2023年上半年趋稳。

原因：①人事将于2023年两会明确，2023年两会后，人事变动有望趋于稳定；**②下阶段金融工作重点定调，**五年一次的全国金融工作会议有望在2022年底或者2023年上半年召开，作为金融系统最高规格的会议，将对下阶段的金融改革方向和政策定调。

3、银行让利

结论：银行让利是长期导向，但受限于资本底线的要求。

原因：①银行需满足资本充足率要求，根据前文测算，银行需保证8.9%的ROE方可实现资本内生补充。**②预计2022年将突破ROE资本内生补充底线，让利空间有限。**

4、地产买单

结论：买大单到买小单的预期改善，有望驱动股价上涨。

原因：当下讨论的已不是银行买不买单的问题，而是买大单还是买小单。前期股价按照买大单下跌，救地产也是银行自救，未来股价上涨驱动力源自从**原来买大单到未来买小单的预期改善。**

数据来源：金融时报《回顾五次全国金融工作会议，有何启示？》，银保监官网，wind，浙商证券研究所。

03 投资策略

行业观点

个股选择

行业观点：把握银行股三重奏

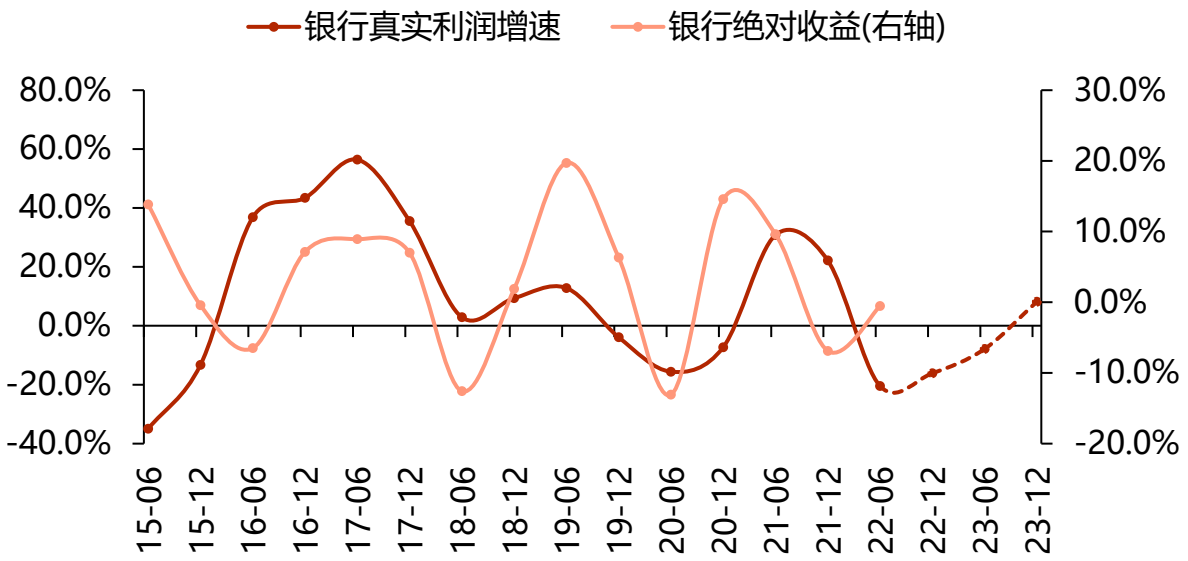
投资策略

回顾历史：银行板块的绝对收益情况，与真实利润增速变动趋势密切相关。

行业观点：维持11月13日报告《银行机会三重奏——策略报告：否极泰来，再次翻多》观点，2023年银行业基本面的改善有望贯穿整年，驱动股价上涨，银行机会把握三重奏，第一重奏：疫情防控优化；第二重奏：地产风险出清；第三重奏：经济景气复苏。具体从DDM模型的分子、分母两端分析：

- **分子端：**受益于地产风险改善、经济企稳向好、息差基数效应改善，预计2023年银行真实利润增速有望回升，驱动股价上涨。
- **分母端：**不确定性下降有望改善风险评价，驱动板块行情。

银行绝对收益和真实利润增速变动趋势相关



银行板块估值驱动因素分析

	一重奏：疫情防控优化	二重奏：地产风险出清	二重奏：经济景气复苏
分子端	**+真实利润增速**（信贷需求改善、风险压力缓释）	**+真实利润增速**（缓解银行涉房资产减值压力）	**+真实利润增速**（经济向好有望全面利好基本面）
分母端	**+风险评价**（疫情带来的经营不确定性消退）	**+风险评价**（银行地产相关资产的风险评价改善）	**+无风险利率，+风险评价**（经营不确定性消退）

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：左图真实利润增速，样本为老十六家上市银行。虚线代表预测值。右表标红表示利好银行估值，标绿表示压制银行估值。

行业观点：把握银行股三重奏

投资策略

2023年银行业基本面的改善有望贯穿整年，驱动股价上涨，银行机会把握三重奏，第一重奏：疫情防控优化；第二重奏：地产风险出清；第三重奏：经济景气复苏。

- **疫情防控优化：**①如防疫动态优化推进，成效显现，参考2022年6月上海解封后银行估值（0.56x），银行板块潜在估值修复空间14%。②如疫情严重程度大幅好转，参考2022年3月上海封城前银行估值（0.59x），潜在估值修复空间20%。
- **地产风险出清：**①如地产风险化解堵点逐个击破、统一协调机制建立、风险分担机制明朗化，参考停贷事件前估值（0.56x），潜在修复空间14%。②如地产新发展模式确立，银行报表逐渐走向健康化，参考2021年9月恒大暴雷前银行估值（0.66x），对应银行板块潜在估值修复空间35%。
- **经济景气复苏：**作为顺周期板块，银行充分受益于经济预期的转变。重点观察PMI、PPI、中长期融资等关键经济金融数据。后续如经济改善趋势明确，有望催化银行行情，参考2021年3月银行估值（0.80x），对应潜在估值修复空间达63%。

把握疫情防控优化、地产风险出清、经济景气复苏的行情三重奏

关键时点	描述	疫情状态（当月确诊）	经济状态（PMI TTM）	地产风险状态	上市银行真实利润增速	板块PB估值	当前板块空间
2019年12月	疫情前常态化增长	0	49.7(向好)	未开始暴露	-3.9%	0.81	65%
2021年03月	经济见顶下行之前	14	51.3(见顶)	未开始暴露	-7.3%	0.80	63%
2021年09月	恒大理财暴雷之前	555	51.1(回落)	恒大暴雷，开始暴露	30.8%	0.66	35%
2022年03月	上海疫情封城之前	38,527	50.3(承压)	风险持续暴露	22.2%	0.59	20%
2022年06月	停贷事件发酵之前	836	49.8(承压)	风险进一步恶化	-20.5%	0.56	14%

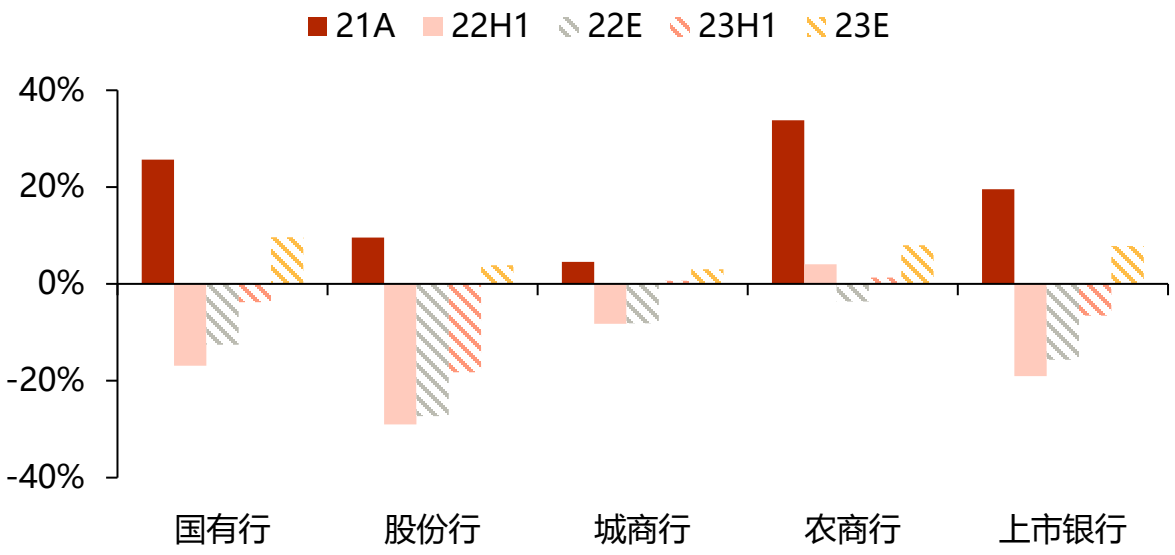
数据来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。注：上市银行真实利润=净利润-测算（不良+关注）生成额*（1-25%）/测算3年平均信贷减值占比+实际信用减值损失*（1-25%）。样本包含老16家上市银行。数据截至2022年12月2日收盘。底纹越红则数据越优。

个股选择：精选两条投资主线

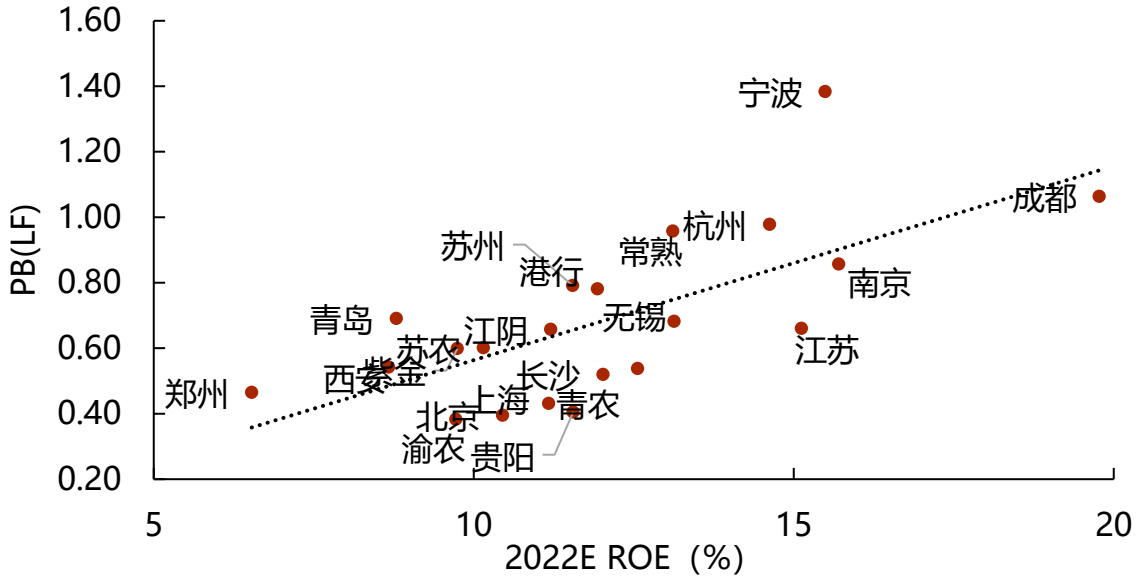
个股方面，核心把握两条投资主线：①政策修复弹性大、前期股价调整多的中小银行，重点推荐平安银行/兴业银行/宁波银行/招商银行；②低估值、高成长性的城农商行，重点推荐南京银行/江苏银行（新增）。

- **主线一**：政策修复弹性大、前期股价调整多的中小银行，真实利润增速修复动能足，同时前期下跌带来较大的估值修复弹性。重点推荐：平安银行/兴业银行/宁波银行/招商银行。
- **主线二**：低估值、高成长性的城农商行，受益于优异经济区位，真实利润增速有望保持高增，支撑行情表现，低估值带来极高性价比，重点推荐：南京银行/江苏银行（新增）。

股份行真实利润增速修复潜力大



南京、江苏估值性价比高



数据来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。注：斜纹表示预测值。估值数据截至2022年12月2日收盘。2022E ROE=2021A ROE+2022Q1-3 ROE同比变动幅度。

04 风险提示

本篇年度策略成立的关键假设包括：

- 地产风险化解推进、政府债务风险平稳：对应2023年银行风险压力边际化解，真实利润增速回升。
- 疫情防控动态优化：对应2023年银行面临的信贷需求上升、风险边际回落，降息概率不大。
- 银行让利趋于均衡：对应2023年银行盈利能力趋于稳定，而非进一步下杀。

反之，主要的风险因素以及概率判断如下：

- **地产风险化解不力：极低概率**，基于保交房涉及民生，将是金融监管工作的重心，同时地产政策“三箭齐发”，堵点有望得到疏通。如发生，则地产风险继续暴雷，银行不良承压，板块行情阶段性调整。
- **平台风险大幅暴露：极低概率，**基于守住风险底线思维，目前政府还款意愿强，且仍具有多种手段化解风险，且潜在受益于疫情的动态优化。如发生，银行资产质量承压，市场信心大幅挫伤，银行指数不排除调整至新低水平。
- **中小金融机构出险：中低概率，**基于经济持续下行，大行下沉挤压，中小银行面临经营困境。如发生：①经营端，将引发银行同业资产不良压力大幅提升，不排除会引发金融市场动荡；②情绪端，行情可能阶段性调整。
- **疫情失控影响经济：低概率，**基于防疫政策持续优化，但不排除因冬季传染性上升等因素，导致疫情影响面扩大。若发生，则银行信贷需求和风险继续承压，市场信心短期挫伤，可能导致板块行情阶段性调整。
- **银行大幅单方让利：低概率，**基于经济下行压力较大，不排除监管要求银行继续让利，但银行盈利能力逼近资本平衡线，让利空间有限。如发生：①经营端，银行息差将继续收窄，盈利能力下滑；②情绪端，行情可能阶段性调整。

行业评级与免责声明

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1、看好 ：行业指数相对于沪深300指数表现＋10%以上；

2、中性 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%～＋10%以上；

3、看淡 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

行业评级与免责声明

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

联系方式

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn