银行

证券研究报告
2022 年 12 月 12 日

稳增长，扩内需，信贷扩张有抓手

积极的财政政策要加力提效

12 月 6 日中央政治局会议，分析研究 2023 年经济工作，对于明年银行经营重要性不言而喻。会议提出“积极的财政政策要加力提效”，较去年 12 月的表述更强调“加力提效”，政策范围相较于之前“注重精准”的要求也有望扩面。上次政治局会议关于财政政策加力提效的要求出现在 2019 年，当年政府预算目标财政赤字率和地方政府债券新增发行额均较 2018 年提升。

结合当前国内经济弱复苏的态势和稳增长的强烈诉求，我们认为明年财政端有望持续发力或适当提高财政赤字率、增加国债和专项债发行，通过加大基建投入等方式扩大内需，以宽财政发挥投资的关键作用。

稳健的货币政策要精准有力

会议提出“稳健的货币政策要精准有力”，较去年 12 月的政治局会议表述更强调精准和有力。分析此次关于货币政策的表述及我国目前市场环境，我们认为下一阶段货币政策边际放松的空间相对有限。一是出于稳物价、防通胀的政策协同性考虑；二是目前资金面相对宽松，今年以来市场利率持续低于政策利率；三是相较于供给端全面宽货币，运用积极的财政政策对于扩大内需的影响更为直接。我们认为下一阶段总量型货币政策工具的使用或相对克制，人民银行或将更多运用结构性货币政策工具或定向降准降息等方式对重点领域精准发力。

稳增长，扩内需，居民端+基建端有望持续发力

会议提出“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，更强调“扩大内需”，且将“稳增长”放在“三稳”首位。并指出“要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。”消费端来看，前期受到疫情等因素影响，城镇居民家庭人均可支配收入和居民端杠杆率的同比增速都维持在低位。近期优化疫情防控的政策措施密集出台，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。投资端来看，目前我国经济还处在复苏过程中，要推动经济运行整体好转，需要投资端继续发力提供增长的内生动力。

投资建议：信贷扩张有抓手，风险防范有托底

我们认为，明年的政策节奏或为宽财政、促内需推动经济运行整体好转。从会议中关于风险的表述，结合 11 月以来密集出台的房企融资支持政策，我们认为政策端稳地产、防风险态度明晰，地产行业信用风险有望加速出清。前期在房地产风险和疫情的影响下，银行板块估值处于历史相对低位。而随着政策端对稳增长、扩内需的发力，银行的估值有望进入修复的轨道，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 2022-12-09	投资评级	EPS(元) 2021A	2022E	2023E	2024E	P/E 2021A	2022E	2023E	2024E
600036.SH	招商银行	36.75	买入	4.76	5.43	6.31	7.41	7.72	6.77	5.82	4.96
002142.SZ	宁波银行	33.00	买入	3.13	3.59	4.24	5.01	10.54	9.19	7.78	6.59
601166.SH	兴业银行	18.00	买入	3.98	4.53	5.26	6.22	4.52	3.97	3.42	2.89
601128.SH	常熟银行	7.57	买入	0.80	0.99	1.23	1.49	9.46	7.65	6.15	5.08
600919.SH	江苏银行	7.47	买入	1.33	1.75	2.11	2.58	5.62	4.27	3.54	2.90
601838.SH	成都银行	15.32	买入	2.17	2.82	3.48	4.19	7.06	5.43	4.40	3.66

资料来源：Wind，天风证券研究所预测，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:再迎“三箭齐发”，银行板块估值修复有望加速》2022-12-04
2 《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
3 《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

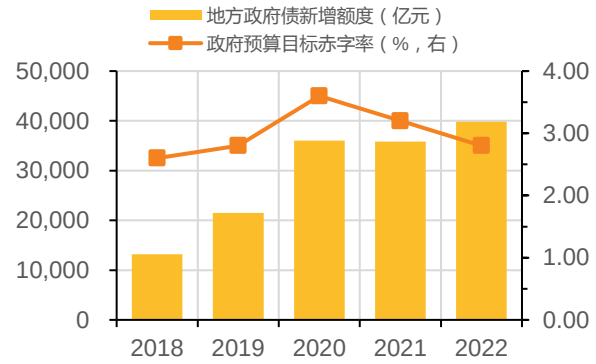
1. 积极的财政政策要加力提效

12 月 6 日中央政治局会议，分析研究 2023 年经济工作，对于明年银行经营重要性不言而喻。会议提出“积极的财政政策要加力提效”，较去年 12 月的政治局会议“积极的财政政策要提升效能、更加注重精准、可持续”的表述更强调“加力提效”，政策范围相较于之前“注重精准”的要求也有望扩面。

上次政治局会议关于财政政策加力提效的要求出现在 2019 年，与 2018 年末中央经济工作会议的要求一致，同时 2018 年中央经济工作会议还提出了“实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模”等具体部署。2019 年，政府预算目标财政赤字率较 2018 年提升 20bp 达 2.8%，地方政府债券新增发行额由 2018 年的 1.32 万亿元提升至 2.15 万亿元，基建投资累计完成额同比增速较 2018 年上升 1.54pct 达 3.33%。

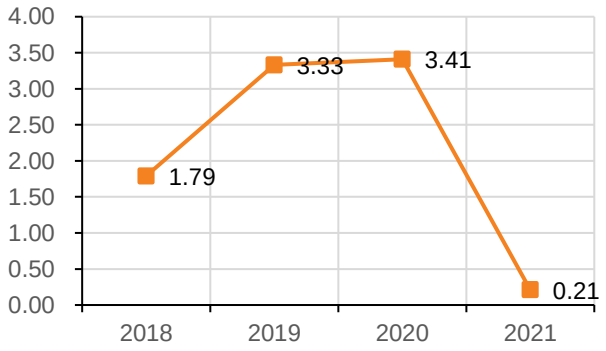
本次会议“积极的财政政策要加力提效”表述再次出现，结合当前国内经济弱复苏的态势和稳增长的强烈诉求，我们认为明年财政端有望持续发力或适当提高财政赤字率、增加国债和专项债发行，通过加大基建投入等方式扩大内需，以宽财政发挥投资的关键作用。

图 1：2019 年财政赤字率、专项债新增额度均有提升（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2019 年基建投资完成额累计同比增速较 2018 年提升（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 1：本次会议强调积极的财政政策要“加力提效”

时间	财政政策
2019 年 2 月 22 日	落实好**积极的财政政策**、稳健的货币政策和就业优先政策。
2019 年 4 月 19 日	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策……**积极的财政政策要加力提效**
2019 年 7 月 30 日	要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。**财政政策要加力提效**，继续落实落细减税降费政策。
2020 年 2 月 21 日	**积极的财政政策要更加积极有为**，发挥好政策性金融作用。
2020 年 3 月 27 日	**积极的财政政策要更加积极有为**……适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模
2020 年 4 月 17 日	**积极的财政政策要更加积极有为**，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。
2020 年 5 月 15 日	**积极的财政政策要更加积极有为**
2020 年 7 月 30 日	**财政政策要更加积极有为、注重实效**。要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。
2021 年 2 月 26 日	**积极的财政政策要提质增效、更可持续。**
2021 年 4 月 30 日	**积极的财政政策要落实落细**，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。

2021 年 7 月 30 日	**积极的财政政策要提升政策效能**，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。
2021 年 12 月 6 日	**积极的财政政策要提升效能**，更加注重精准、可持续。
2022 年 4 月 29 日	**要全力扩大国内需求**，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。
2022 年 7 月 28 日	**财政货币政策要有效弥补社会需求不足**。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。
2022 年 12 月 6 日	**积极的财政政策要加力提效。**

资料来源：共产党员网，天风证券研究所

2. 稳健的货币政策要精准有力

会议提出“稳健的货币政策要精准有力”，较去年 12 月的政治局会议“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”的表述，在“稳健”的货币政策基调下，更强调精准和有力。

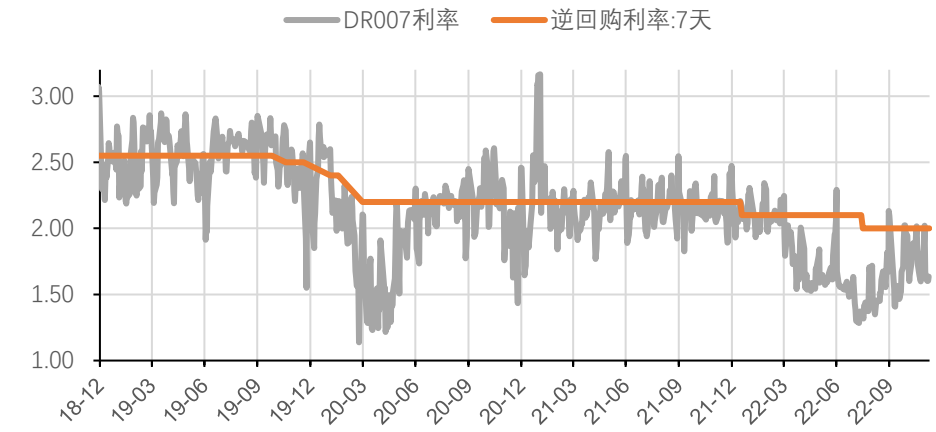
表 2：本次会议强调稳健的货币政策要“精准有力”

时间	货币政策
2019 年 2 月 22 日	落实好积极的财政政策、**稳健的货币政策**和就业优先政策。
2019 年 4 月 19 日	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策……**稳健的货币政策要松紧适度**
2019 年 7 月 30 日	要实施好积极的财政政策和**稳健的货币政策。货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。**
2020 年 2 月 21 日	**稳健的货币政策要更加灵活适度**，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。
2020 年 3 月 27 日	**稳健的货币政策要更加灵活适度**……引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。
2020 年 4 月 17 日	**稳健的货币政策要更加灵活适度**，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。
2020 年 5 月 15 日	**稳健的货币政策要更加灵活适度**
2020 年 7 月 30 日	**货币政策要更加灵活适度、精准导向。**要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。
2021 年 2 月 26 日	**稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。**
2021 年 4 月 30 日	**稳健的货币政策要保持流动性合理充裕**，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。
2021 年 7 月 30 日	**稳健的货币政策要保持流动性合理充裕**，助力中小企业和困难行业持续恢复。
2021 年 12 月 6 日	**稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。**
2022 年 4 月 29 日	要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，**用好各类货币政策工具。**要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。
2022 年 7 月 28 日	**货币政策要保持流动性合理充裕**，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。
2022 年 12 月 6 日	**稳健的货币政策要精准有力。**

资料来源：共产党员网，天风证券研究所

分析此次关于货币政策的表述及我国目前市场环境，我们认为下一阶段货币政策边际放松的空间相对有限。一是出于稳物价、防通胀的政策协同性，本次政治局会议中提出“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，且人民银行在三季度货币政策执行报告中指出 “高度重视未来通胀升温的潜在可能性”，认为“短期内我国结构性通胀压力可能加大”，对通胀的重视程度显著提高；二是目前资金面相对宽松，今年以来市场利率（DR007）持续低于政策利率（7 天逆回购利率）；三是会议提出“着力扩大国内需求”相较于供给端全面宽货币，运用积极的财政政策对于扩大内需的影响更为直接。

图 3：今年市场利率持续低于政策利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

因此，我们认为下一阶段总量型货币政策工具的使用或相对克制，人民银行或将更多运用结构性货币政策工具或定向降准降息等方式对重点领域精准发力。今年以来人民银行多次使用结构性货币政策工具，通过再贷款、再贴现、抵押补充贷款等工具，引导金融机构加大对国民经济重点领域、薄弱环节和区域协调发展的支持力度；2022 年创设科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款、交通物流专项再贷款、设备更新改造专项再贷款等；9 月以来以政策性银行为投放主体的 PSL 贷款连续三个月正增长。明年货币政策或继续更多运用结构性货币工具达到“精准有力”的效果。

表 3：2022 年结构性货币政策工具精准滴灌重点领域

结构性货币政策工具		支持领域	额度（亿元）	2022-9-30 余额（亿元）	创设时间
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	7600	5587	1999 年
	支小再贷款	小微企业、民营企业	16400	13863	2014 年
	再贴现	涉农、小微和民营企业	7000	5449	2008 年
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	400	未披露	2021 年 12 月
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	未披露	26481	2014 年
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	8000	2469	2021 年 11 月
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	3000	578	2021 年 11 月
	科技创新再贷款	科技创新企业	2000	800	2022 年 4 月

	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	400	4	2022 年 4 月
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）企业	1000	103	2022 年 5 月
	设备更新改造专项再贷款	教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等 10 个领域	2000 亿元以上	未披露	2022 年 9 月

资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

3. 稳增长，扩内需，居民端+基建端有望持续发力

会议提出“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长”， 与去年 12 月政治局会议 “坚持以供给侧结构性改革为主线，……继续做好“六稳”、“六保”工作，持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间”的表述比照，更强调“扩大内需”，且将“稳增长”放在“三稳”首位。

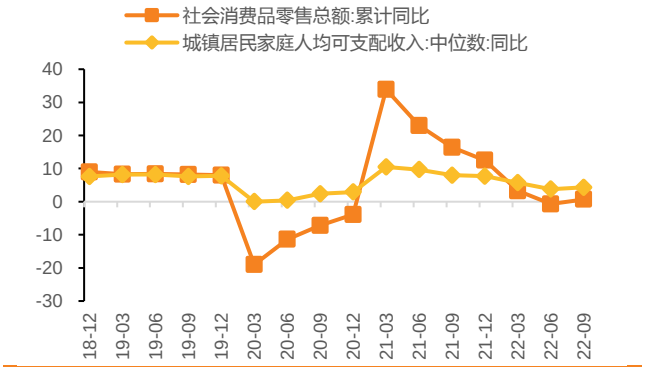
表 4：此次政治局会议更强调“稳增长”

	2022 年 12 月 6 日	2022 年 7 月 28 日	2022 年 4 月 29 日	2021 年 12 月 6 日
宏观政策	加大宏观调控力度，发展质量稳步提升，改革开放全面深化，保持了经济社会大局稳定。坚持稳中求进工作总基调，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来	宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足。	要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。	明年经济工作要稳字当头、稳中求进。宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。
扩大内需	把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。 要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。	会议强调，宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足。	要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。	实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。微观政策要激发市场主体活力。
稳增长	把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，	全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。	要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。	坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹疫情防控和经济社会发展，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间。

资料来源：共产党员网，天风证券研究所

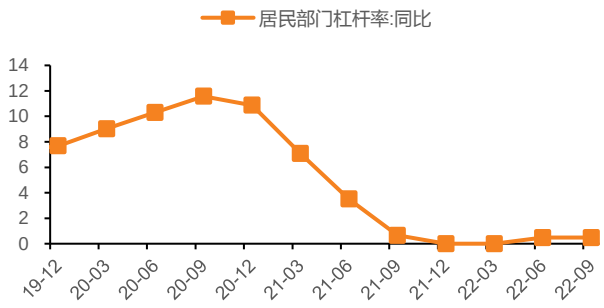
近期受到海外加息潮影响，我国出口增速承压，外需走弱可能性加大，内需是下一阶段经济运行整体好转的重要抓手，明年三驾马车中消费和投资的增长有望发力。会议指出“要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。”消费端来看，前期受到疫情等因素影响，居民的收入预期受到影响，城镇居民家庭人均可支配收入和居民端杠杆率的同比增速都维持在低位。近期优化疫情防控的政策措施密集出台，居民收入预期有望加速改善，从而带动居民风险偏好提升、潜在购买力释放。投资端来看，目前我国经济还处在复苏过程中，要推动经济运行整体好转，需要投资端继续发力提供增长的内生动力。

图 4：今年前三季度城镇居民可支配收入同比增速处于低位



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2022 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

4. 投资建议：信贷扩张有抓手，风险防范有托底

从本次政治局会议的定调判断，我们认为明年的政策节奏为宽财政、促内需推动经济运行整体好转。一是积极的财政政策加力提效，充分发挥投资的关键作用，基建等领域在稳增长的诉求下，信贷增长有望保持高景气；二是充分发挥消费的基础作用，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，今年居民端存款持续同比大幅多增，而居民贷款一直同比少增，购买力亟待释放，随着扰动居民消费的因素边际改善，明年居民端信贷需求有望加速回暖。

虽然本次政治局会议未提起房地产领域，但会议中“要有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生系统性风险的底线”的表述也体现了政策端对于明年风险防范的坚决态度，结合 11 月以来密集出台的房企融资支持政策，我们认为政策端稳地产、防风险态度明晰，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。

前期在房地产风险和疫情的影响下，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。二是防疫政策调整、政策强调扩大内需，居民和中小企业恢复生产和生活，将形成新的贷款需求；三是在“宽财政”和“稳增长”政策下，基建仍然是短期内重要的托底方式，重点区域的基建信贷需求有望持续高景气。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 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