2022 年 12 月 21 日

供需有效恢复预期提升，增配优质个股把握板块机会

——银行行业 2023 年度投资策略

报告摘要：

▸ 2023 年行业经营环境概述

宏观经济层面，经济重启预期提振，聚焦需求和供给的有效恢复。2022 年经济景气承压，整体面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。目前经济高频数据尚未有明显恢复，但政策稳增长加码，经济复苏预期已经启动。根据华西宏观团队预测，预计 2023 年 GDP 增速约 5.7%。提振内需是明年主要发力方向，预计明年消费将逐步回升；政策呵护房地产市场良性平稳运行；基建是今年稳经济的有力支撑，明年仍具持续性，且有望带动整体经济动能的恢复。

◆信用环境：宽信用发力，地产纠偏信用环境改善。今年宽信用基调下，积极的财政政策和稳健宽松的货币政策联动发力，操作上央行灵活采用多种总量和结构货币政策工具。明年经济基本面修复基础尚未筑牢，预计结构性货币政策工具进一步发挥“精准”效能，配合产业政策发力；中长期看经济复苏节奏将影响宽货币意愿。信贷方面，我们预计 2023 全年新增信贷投放在 22 万亿元左右，增速基本稳于 10%。房地产领域也迎来一系列托底政策，带动信用风险环境的同步改善。

◆监管环境：资本监管要求落地；中小银行面临继续整合与分化。一方面，巴塞尔协议三最新版相关监管要求将于明年实行，重点关注信用风险加权资产计量的变化。另一方面，中小银行改革化险仍是明年小银行发展的主旋律。

▸ 2023 年行业基本面看点

◆息差延续下行，市场利率中枢有望企稳。今年息差下行是银行业绩主要负贡献因素之一，原因有利率下行和让利影响，也有信贷投放结构性因素。展望明年，一季度重定价影响下，息差仍面临较大下行压力，之后预计降幅收敛并伴随融资需求的回温逐步企稳，全年预计息差降幅 10BP 左右。资产端收益率在重定价后，有望伴随需求回升而企稳；负债端面临市场利率中枢回归，但存款活化和定价有望改善。

◆资产增速平稳，零售业务边际修复。今年银行资产增速上行至高位，呈政策驱动特征。明年在监管提升需求背景下，银行扩表有多因素支撑，包括宏观经济动能恢复对有效信贷需求的提振、政策金融工具支撑基建有延续性、扩内需提振消费改善零售端需求、地产悲观预期纠偏等，规模有望稳健增长。

◆信用风险缓释，信用成本同比下降。前期不良出清充分、叠加处置力度不减，当前银行存量资产质量表观指标仍然稳健。今年结构性压力主要在房地产领域，后续伴随融资环境改善，潜在风险有望缓释。我们预计明年银行信用成本同比回落，同时需关注地产化险节奏，以及明年整体经济恢复的时间节奏。

◆财富管理步入正轨：现金类产品过渡期结束，养老金融加速推

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

进。一方面，今年在权益市场相对低迷的背景下，银行业仍保持较强的财富管理业务拓展力度；另一方面，现金类理财整改过渡期结束，有望重新发力；此外，个人养老金进入实质性落地阶段，多元化风险配置需求下产品加速推出，商业银行作为账户机构+产品机构+代销机构+咨询机构迎来新机遇

综上，我们认为 2023 年银行业基本面景气度有望在一季度之后逐步企稳回升。虽然一季度息差重定价影响较大，但后续下行幅度放缓，对业绩的拖累降低，叠加宽信用下的扩表增速平稳，和政策呵护下的信用环境边际改善，银行业绩的制约因素缓解。基于对 2023 年行业的量价、资产质量和非息收入增长的预期，我们预计 2023 年上市银行营收增速在低基数、以及中收的上修预期下，整体增速略有提升，同时信用成本略有下降，预计净利润同比增长 8%。敏感性分析显示，业绩区间 6.7%-9.4%。

▶ 投资策略：把握经济景气拐点时点，板块机会和优质个股共舞

我们认为经济复苏预期启动背景下，明年内需和消费有望走出困境，同时稳基建带动整体经济总供给能力提升，国内大循环发力；地产领域获得政策呵护。银行作为强周期性板块，将受益于经济基本面和风险预期改善，2023 年银行板块具备整体行情机会，建议充分关注经济恢复的节奏和预期提升的时点。目前板块估值水平对应静态 PB(LF)在 0.52 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。**板块估值中枢上移，而且具备较大概率明显提升，因此维持行业“推荐”评级，建议把握经济修复逻辑，积极布局优质个股。**

个股方面建议关注两条主线：

1）业绩为王，高业绩确定性个股：经营景气回升下，能力优异的银行业绩确定性更高，有望获得超额收益，关注兼具高成长和高盈利性的宁波、成都、杭州、无锡、常熟银行。

2）受益消费恢复和内需拉动的优质个股：明年整体经济聚焦于国内大循环，提升总需求和总供给，居民的消费需求有望在疫情消散后得到恢复正常以及政策的刺激拉动下提升，基建等投资落地下带动整体经济动能的提升，从这一维度出发，零售业务突出的银行以及对公客群和业务市场化高的银行更加受益，推荐宁波、招商、平安等个股。

▶ 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	35.72	买入	25.36	29.01	32.71	37.02	1.41	1.23	1.09	0.96
000001.SZ	平安银行	12.76	买入	15.16	16.77	18.99	21.30	0.84	0.76	0.67	0.60
002142.SZ	宁波银行	30.68	买入	15.70	20.38	23.20	26.61	1.95	1.51	1.32	1.15
601838.SH	成都银行	14.16	买入	11.08	12.72	14.51	16.70	1.28	1.11	0.98	0.85
600926.SH	杭州银行	12.64	买入	10.77	12.08	13.49	15.14	1.17	1.05	0.94	0.83
600908.SH	无锡银行	5.08	买入	7.56	8.48	9.32	10.39	0.67	0.60	0.54	0.49
601128.SH	常熟银行	7.32	买入	6.55	7.22	8.29	9.16	1.12	1.01	0.88	0.80

资料来源：万得资讯，华西证券研究所

正文目录

1. 2023年行业经营环境概述 5
1.1. 经济重启预期提振，聚焦需求和供给的有效恢复 5
1.2. 宽信用发力，地产纠偏信用环境改善 9
1.3. 监管环境：“巴三”将正式实施；小银行整合化险进行时 14
2. 2023年行业基本面看点 17
2.1. 息差延续下行，市场利率中枢有望企稳 17
2.2. 资产增速平稳，零售业务边际修复 20
2.3. 信用风险缓释，信用成本同比下降 22
2.4. 财富管理步入正轨：现金类产品过渡期结束，养老金融加速推进 23
3. 投资策略：把握经济景气拐点时点，板块机会和优质个股共舞 28
3.1. 板块回顾 28
3.2. 投资建议：具备整体板块行情机会，布局高业绩和消费恢复两条主线 30
4. 风险提示 32

图表目录

图 1 预期2023年GDP增速修复至5.7% 5
图 2 工业增加值增速11月降至2.2%低位 5
图 3 地产开发投资负增，制造业投资相对平稳 6
图 4 工业企业营收增速下行，下半年利润增速转负 6
图 5 11月PMI继续下探，制造业PMI降至48% 6
图 6 消费：今年截至11月社零5次单月同比负增 6
图 7 今年以来商品房销售额整体同比负增 6
图 8 基建投资延续高增长，增速逐步提升 6
图 9 三大政策行政策性开发金融工具投放进度 8
图 10 9-11月PSL连续三月规模净增 8
图 11 基础设施类中长贷保持快于总贷款的增速 8
图 12 企业中长贷同比多增，占对公贷款比例提升 8
图 13 固投新开工项目计划总投资额同比高增 8
图 14 委托贷款规模明显增长 8
图 15 今年两次降准释放低成本资金 9
图 16 再贷款余额持续增长 9
图 17 结构性货币政策工具情况表（截止2022年9月末） 10
图 18 1-11月社融总体同比多增 11
图 19 居民贷款显著缩量 11
图 20 企业中长贷多增，票据冲量特征明显 11
图 21 工业中长期贷款快增，房地产贷款增速探底 11
图 22 信用债违约规模和只数上行 12
图 23 信用债展期规模和只数大幅提升 12
图 24 截至12/20首次实质违约地产债规模及数量 12
图 25 近两年房地产行业发行人主体评级调低的企业数量明显高于调高数量 12
图 26 开发贷增速三季度回温，按揭增速继续下行 13
图 27 房地产项目公司11月商票逾期有所放缓 13
图 28 地产融资“三支箭”实施进展 13
图 29 《巴塞尔协议III》最新版对资本计量的主要调整 15
图 30 近两年国内中小银行整合进展 16
图 31 22Q3商业银行净息差1.94%，环比基本走平 17
图 32 LPR报价：1Y和5Y全年分别降15BP和35BP 17
图 33 22Q3新发贷款加权平均利率继续下探，个人按揭利率环比再降28BP，票据利率底部企稳回升 18
图 34 转贴利率多次下探，目前基本企稳 19
图 35 今年以来转帖利率和同业存单收益率持续倒挂 19

图 36 企业中长贷发力支撑，票贴增速回落 19
图 37 22Q3 贷款需求指数呈企稳迹象 19
图 38 年初以来存款增长良好、增速超贷款 20
图 39 M2 增速上行至高位，但资金活化程度不高 20
图 40 市场利率向政策利率回归 20
图 41 同业存单发行利率基本回升到常态水平 20
图 42 年初以来银行业资产扩表增速整体上行至高位 21
图 43 主要由大行扩表提速拉动，中小银行略显乏力 21
图 44 各类别企业贷款需求指数三季度企稳 21
图 45 消费意愿指数处于下行通道，有待改善 21
图 46 22Q3 商业银行不良率环比续降 1BP 22
图 47 各类别银行不良率环比持平或回落 22
图 48 各类别银行拨覆率延续环比上行 22
图 49 22Q3 关注类贷款环比双降 22
图 50 社融中贷款核销规模保持较强力度 23
图 51 上市银行中报地产领域不良持续暴露 23
图 52 商业银行营收端非息收入占比整体较低 24
图 53 上市银行前三季度非息收入负增拖累业绩表现 24
图 54 零售 AUM/总资产比例整体提升 24
图 55 非个人存款类 AUM 占比趋势提升 24
图 56 现金管理型理财规模稳中略有回升 25
图 57 现金管理型理财占存续理财总规模的比例回升 25
图 58 首批开办个人养老金业务的机构名单&个人养老金代销机构名录 26
图 59 今年以来养老金融政策加速推出落地 27
图 60 2023 年上市银行业绩敏感性分析 28
图 61 银行指数跑赢沪深 300 指数 14.4pct 29
图 62 银行板块涨跌幅排名 9/30 29
图 63 江苏、苏州、成都银行涨幅居前 29
图 64 22Q3 基金银行股仓位环比回升至 2.85% 30
图 65 各类别银行基金持仓走势分化 30
图 66 中信银行指数 PB（LF）持续探底，11 月迎来小幅回升 31
图 67 上市银行 22Q1-3 利润增速及环比上半年变动情况 31
图 68 上市银行 22H1 对公贷款中基建类贷款占比及增长情况 31

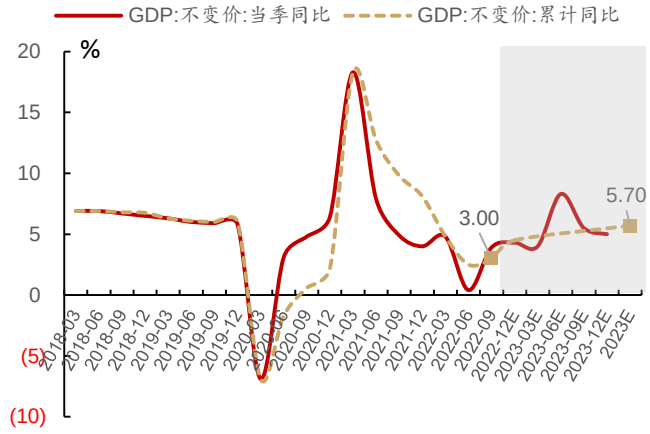
1. 2023 年行业经营环境概述

回顾 2022 年，疫情的阶段性冲击和房地产市场风险蔓延的影响贯穿全年，市场对于宽信用周期和供需失衡下的息差下行、以及信用风险的悲观预期，引发银行板块估值持续回调，一度降至 0.5 倍 PB 以内的历史底部区间。虽然当前经济指标仍偏弱，后续疫情也存在不确定性，但稳增长政策加码、防控政策优化+地产政策密集出台托底下，经济预期提振，明年有效融资需求的逐步修复有望带动银行基本面改善。

1.1. 经济重启预期提振，聚焦需求和供给的有效恢复

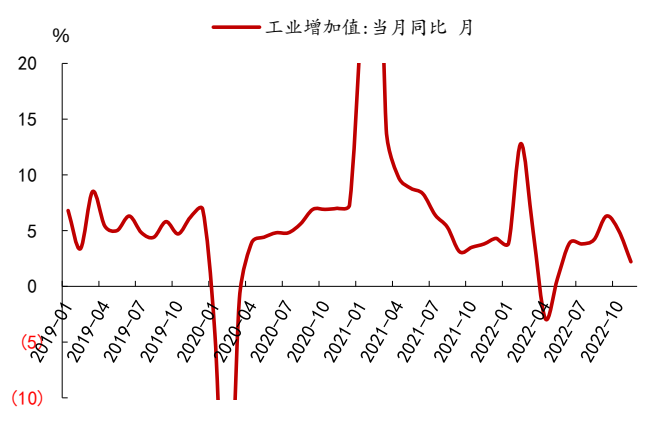
2022 年经济景气承压，数据尚未有明显表现。今年前三季度 GDP 累计增速 3%，节奏上在二季度探底后三季度边际回升，整体宏观经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。各分部数据来看，11 月 PMI 继续下探，制造业和非制造业 PMI 分别降至 48.0%和 46.7%，环比上月下降 1.2 和 2.0 个百分点，经济景气度在荣枯线以下继续回落，下行压力仍在延续。消费端，11 月社零消费总额累计同比增速再次降至-0.1%，其中 1-11 月社零 5 次单月同比负增；房地产方面受疫情反复和信用风险事件影响，房屋销售面积和销售额持续负增。投资方面，地产开发投资下半年转负、下行压力较大；制造业固投增速相对平稳、但工业企业利润增速下半年处于负增区间，工业增加值增速 11 月降至 2.2%低位；主要是基建投资发力保持高增，11 月广义基建投资累计同比增 11.7%，月度环比再小幅上升 0.3 个百分点，明显高于上年末的 0.2%。

图 1　预期 2023 年 GDP 增速修复至 5.7%



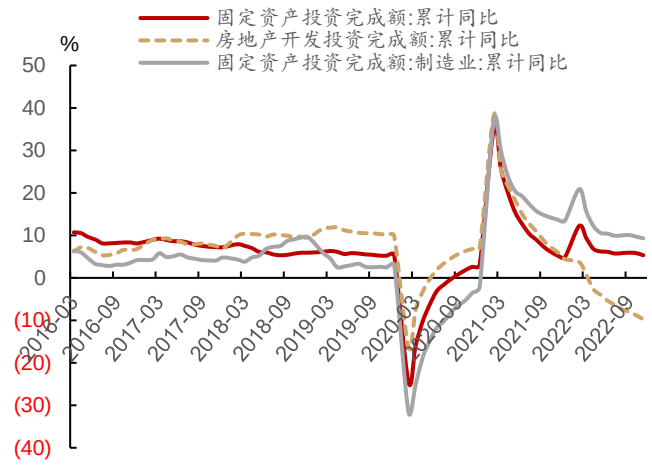
资料来源：万得资讯，华西证券研究所宏观团队

图 2　工业增加值增速 11 月降至 2.2%低位



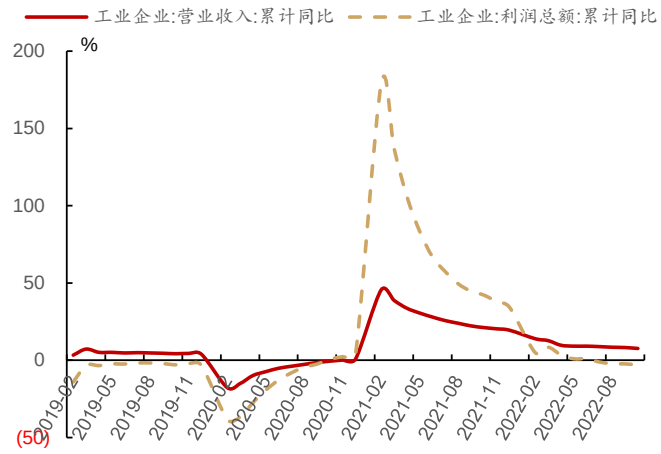
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 3 地产开发投资负增，制造业投资相对平稳



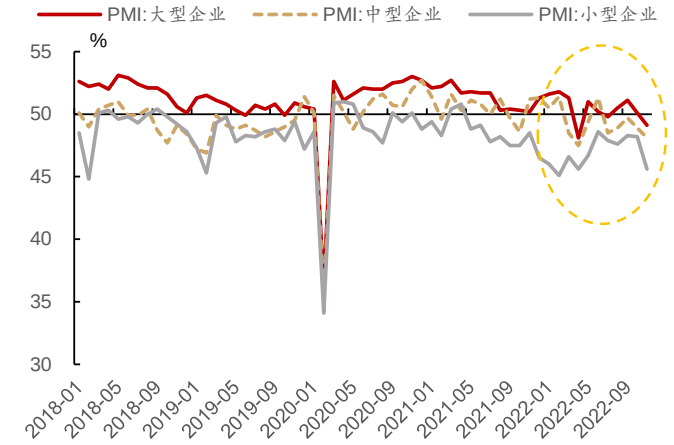
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 4 工业企业营收增速下行，下半年利润增速转负



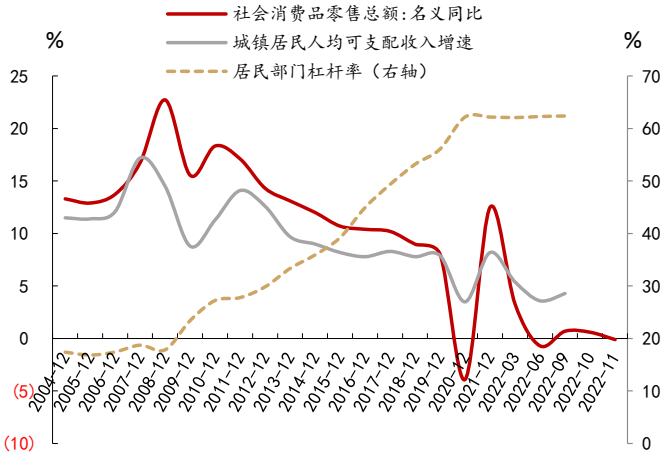
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 5 11 月 PMI 继续下探，制造业 PMI 降至 48%



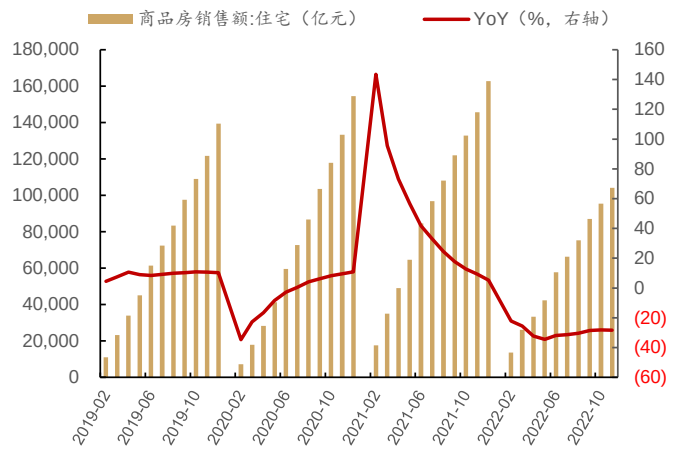
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 6 消费：今年截至 11 月社零 5 次单月同比负增



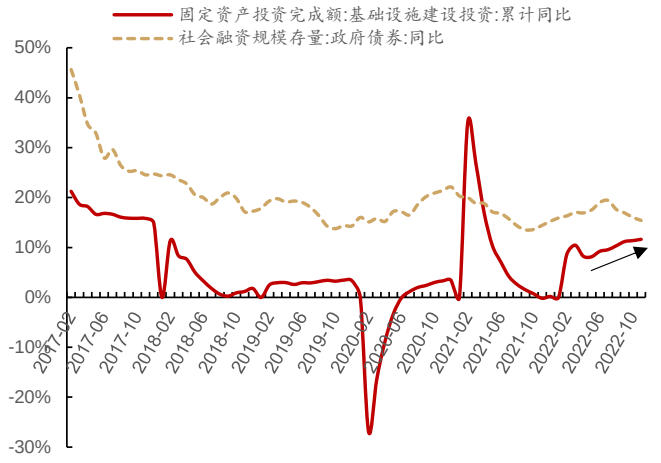
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 7 今年以来商品房销售额整体同比负增



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 8 基建投资延续高增长，增速逐步提升



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

政策稳增长加码，经济复苏预期已经启动。长期来看，二十大报告重申了 2035 年远景目标，人均国内生产总值达到国际公认中等发达国家发展标准，经济发展依旧是长期的主要任务。短期来看，伴随稳增长政策效果持续显现、疫情影响逐步减弱，明年我国经济增速将继续修复、回升。**因此展望 2023 年，根据华西宏观团队预测，预计全年 GDP 增速约 5.7%，单季增速分别为 4.0%、8.3%、5.5%、5.0%。**

结构上重点关注消费、地产和基建：

第一，考虑到出口方面，主要发达国家经济增长预期转弱，2023 年全球需求回落是大概率事件，出口预计难以维持高增速，因此提振内需是明年主要发力方向。今年中央和地方消费刺激政策频出，近期疫情防控政策优化节奏加快，12 月 14 日扩大内需也迎来顶层设计文件《扩大内需战略规划纲要（2022－2035 年）》，从全面促进消费、加快消费提质升级，优化投资结构、拓展投资空间等方面提出要求。在“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的发展格局引领下，伴随消费场景的放开，政策引导下预计明年消费将逐步回升。

第二，四季度以来地产领域支持政策频出，资金端包括预售资金保函置换新规，以及核心的“三支箭”政策组合从信贷、债券、股权三个方面支持地产企业拓展融资渠道、改善流动性。销售端多地出台放松限购限贷、税费减免等稳楼市政策，与全国性政策“组合拳”相配合。中央经济工作会议也提出“要确保房地产市场平稳发展，做好‘保交楼、保民生、保稳定’工作，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”。但融资环境的修复和居民购房意愿的提升都需要一段时间，预计后续仍有一定政策空间，保障房地产市场良性平稳运行。

第三，基建是今年稳经济的有力支撑，明年仍有持续性。10 月固投新开工项目计划总投资额同比高增 23.1%，今年基建快速增长的背后一方面有专项债发行前置支撑，另一方面面向政策行的政策性开发性金融工具和 PSL 是今年重要的增量政策工具，商业银行提供的配套信贷也是重要资金来源。6 月国务院推出 3000 亿元政策性开发性金融工具补充基建项目资本金，同时增加政策行 8000 亿元信贷额度，8 月进一步增加 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度，相应的发改委也加快项目前期储备与审批，推动基建项目尽快开工建设。

从落地情况来看：一方面资金投放力度大，根据国家发改委数据，截至 11 月两批共 7399 亿元金融工具投放完毕，而作为政策行资金来源之一的 PSL 在 9-11 月连续三个月净增且幅度走阔（2020 年 2 月后一直为净偿还）。并且由于其大部分资金以股东借款方式投放，计入委托贷款统计口径，带动下半年委托贷款规模明显增长。配套融资方面，下半年基建类信贷投放发力，Q3 基础设施中长贷余额同比+12.5%至 31.93 万亿元，季度增量来看，在前两季度同比少增的情况下，Q3 转为同比多增，也带动 8 月以来企业整体中长期贷款明显多增；根据 Q3 货政报告，各银行为相关项目累计授信超 3.5 万亿元。**另一方面项目端审批提速，新开工基建项目大幅增加，**根据国家发改委数据，1-11 月发改委共审批核准固定资产投资项目 106 个，总投资 1.48 万亿元，支持的 2700 多个项目已全部开工建设，正加快形成实物工作量。

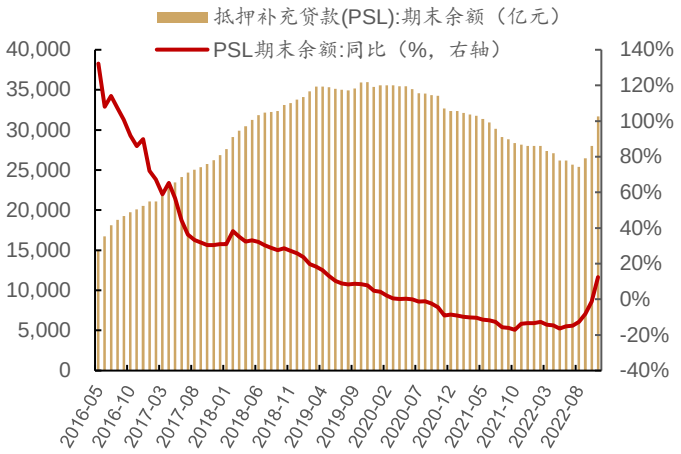
展望看，充足的基建项目储备下，预计伴随相关项目的推进和资金的逐步落地，明年基建投资将继续保持较高水平。而由于地方政府债务率接近警戒线，财政加杠杆的空间有限，“准财政”性质的政策性开发性金融工具预计继续发力。

图 9　三大政策行政策性开发金融工具投放进度

时间	投放主体	投放进度	项目概况
截至9月20日	国开基础设施投资基金	累计投放资本金3600亿元	支持基础设施领域项目800多个
截至10月12日	农业发展基础设施基金	完成2459亿元投放	支持基础设施项目1677个
截至10月12日	进出口银行基础设施基金	完成684亿元基金投放	支持114个重大项目

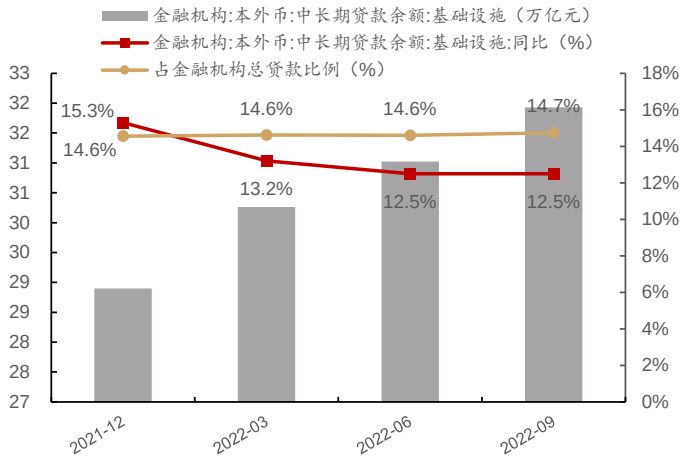
资料来源：公司公告，证券时报等，华西证券研究所

图 10　9-11 月 PSL 连续三月规模净增



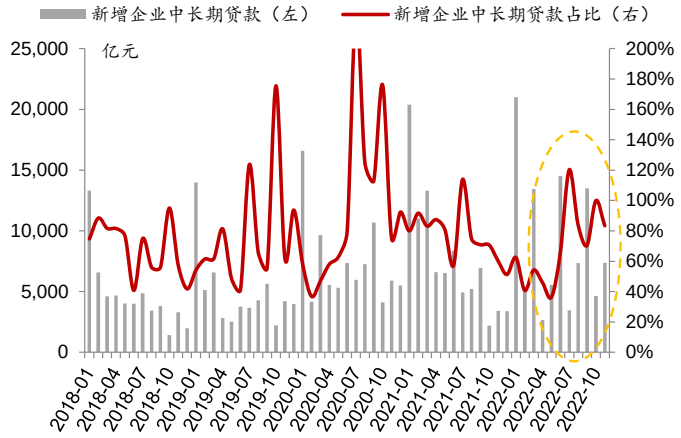
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 11　基础设施类中长贷保持快于总贷款的增速



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 12　企业中长贷同比多增，占对公贷款比例提升



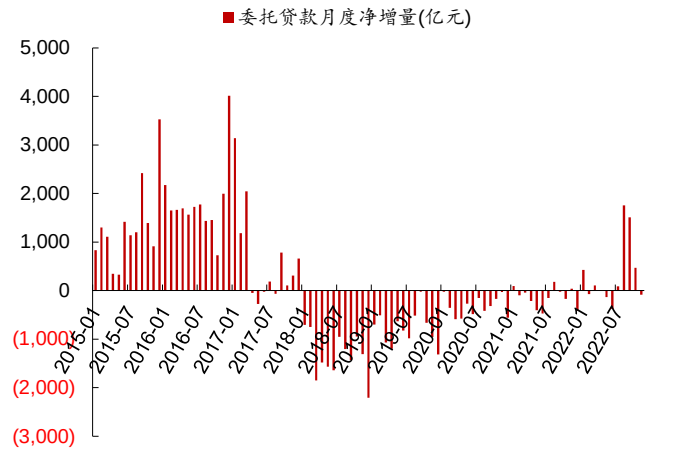
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 13　固投新开工项目计划总投资额同比高增



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 14　委托贷款规模明显增长



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

1.2. 宽信用发力，地产纠偏信用环境改善

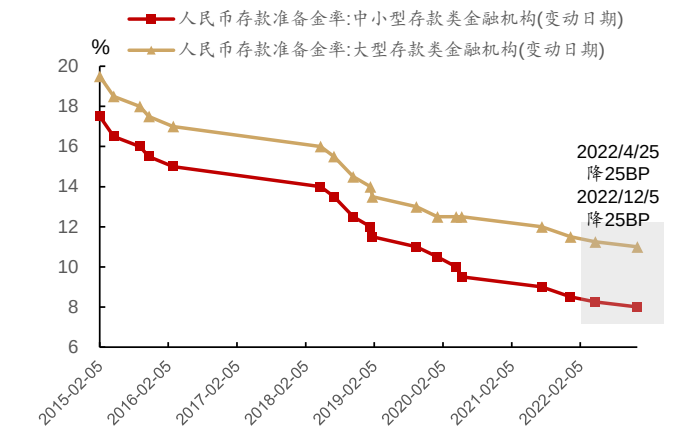
今年以来宽信用基调下，积极的财政政策和稳健宽松的货币政策联动发力。今年监管对于货币政策的定调维持“加大稳健货币政策的实施力度，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，以及强调“增强信贷总量增长的稳定性”。操作上央行根据经济修复动能的变化，灵活采用多种总量和结构货币政策工具加大对实体经济的支持力度。

1）量方面，央行 4 月、12 月实施两次降准，步长均为 25BP，释放中长期资金维稳流动性，降低银行负债成本。并且，25BP 的幅度也反映央行在发力呵护经济的同时，也较为珍惜正常的货币政策空间；结合今年以来连续开展小额逆回购，单日规模低至 20 亿元，保持公开市场操作连续性的同时，操作手段也更灵活适度。除了总量工具，央行今年创设多种结构性工具对重点领域和薄弱环节进行支持，如先后推出至少 6400 亿元再贷款工具，以及保交楼专项借款，加上前期的支农支小再贷款、碳减排支持工具等，央行结构性货币政策工具箱丰富。

2）价方面，今年央行分别于 1 月、7 月各降息 10BP，目前一年期 MLF、7 天逆回购利率分别为 2.75%、2.0%，较上年末降低 20BP，牵引 1Y 和 5Y 期 LPR 报价在 1、5、8 三个月非对称下行，分别降低 15BP 和 35BP。同时，从市场利率环境来看，流动性整体保持在较为充裕的状态，隔夜、7 天期资金利率以及同业存单发行利率等上半年偏离利率走廊、持续低位运行。并且伴随海外市场波动，9 月以来人民币汇率贬值并跌破 7.0 关口，叠加政策优化加速经济回暖预期上升，资金利率中枢也开始逐步向政策利率水平回归。

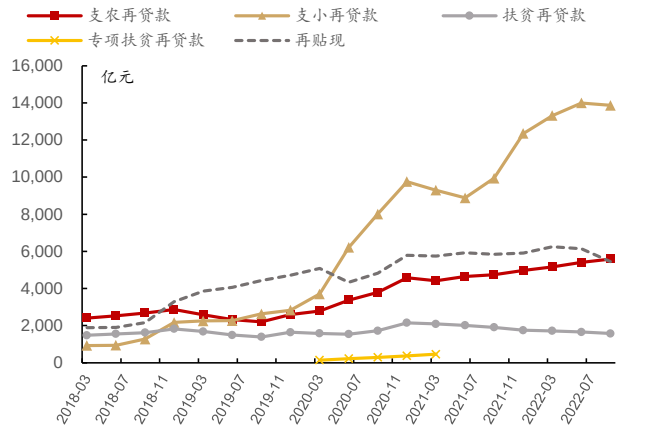
明年经济复苏是大背景，但短期来看疫情有扰动，经济基本面修复基础尚未筑牢，刺激消费和投资均需要适宜的流动性环境，12 月中央经济工作会议也强调“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力”，因此预计结构性货币政策工具将进一步发挥“精准”效能，配合产业政策发力。中长期看，央行货政报告提示关注通胀预期，但目前看明年通胀压力整体可控（华西宏观团队预测 CPI 一季度或短暂破 3，随后震荡回落，全年中枢 2.0%；PPI 低位震荡，8 月之后逐步转正，全年中枢-0.5%），预计之后经济复苏的节奏将影响宽货币意愿。

图 15　今年两次降准释放低成本资金



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 16　再贷款余额持续增长



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 17 结构性货币政策工具情况表（截止 2022 年 9 月末）

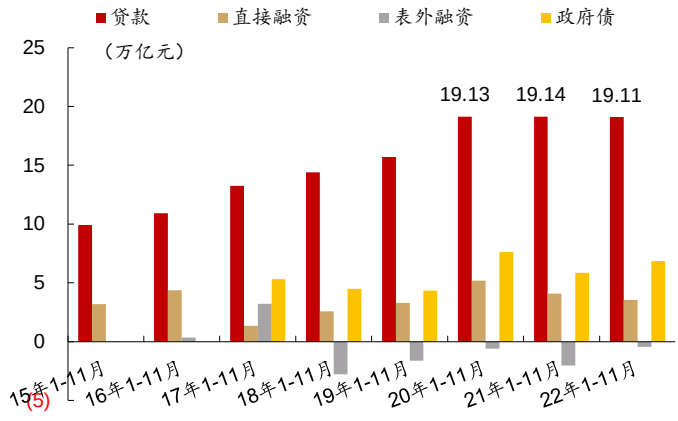
工具名称		支持领域	发放对象	利率(1年期)/激励比例	额度 (亿元)	余额 (亿元)
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	7600	5587
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	16400	13863
	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2%(6个月)	7050	5449
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2%(激励)	400	127
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.40%	-	26481
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构	1.75%	8000	2469
	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	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	578
	科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	2000	800
	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	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	4
	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	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	103
	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75%	2000	0
合计						55461

资料来源：央行官网，华西证券研究所

宽货币基础下，年内信贷总量平稳，结构上以对公投放为主，体现较强的政策导向性，居民端需求较为疲弱。今年 1-11 月新增社融累计 30.49 万亿，同比多增 1.53 万亿，存量增速 11 月末收录 10%，结构上信贷是稳定器，增量主要靠政府债积极发力拉动，表外降幅收窄，整体贡献度高于上年。但从信贷结构来看，供需格局较弱，反映在前三季度票据冲量明显，个别月份转贴利率探底，且居民端贷款增量仅为上年同期的 48%。因此宽信用的政策导向性更明显，基建、制造业、普惠小微、绿色等重点领域贷款保持较高增速，前三季度新增贷款中制造业中长期和基建贷款合计占比超 40%。

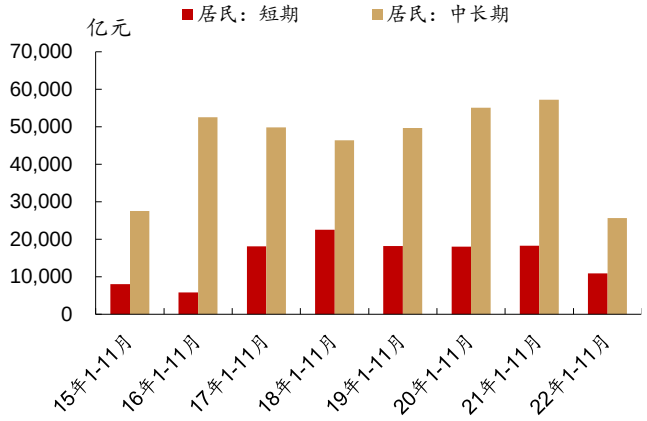
宽信用的传导需要过程，四季度以来伴随政策金融工具的落地，企业中长期贷款明显上量。未来经济修复仍需政策支撑，同时疫情防控政策的优化和经济预期的改善也将带动融资意愿改善，**我们预计 2023 全年新增信贷投放在 22 万亿元左右，增速基本稳于 10%。**

图 18 1-11 月社融总体同比多增



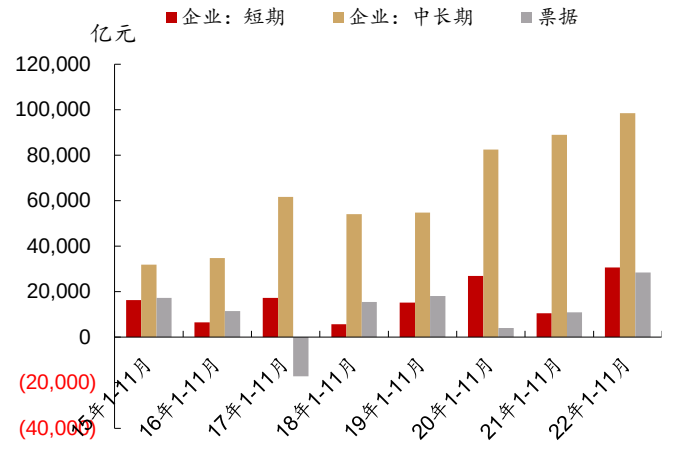
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 19 居民贷款显著缩量



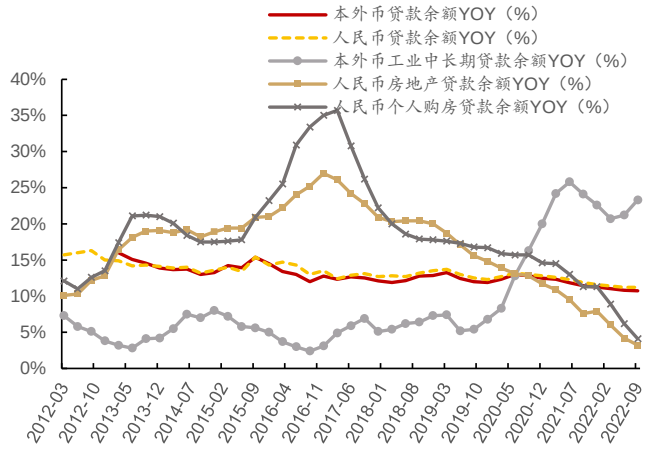
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 20 企业中长贷多增，票据冲量特征明显



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 21 工业中长期贷款快增，房地产贷款增速探底



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

受益于宽信用的环境，房地产领域也迎来一系列托底政策，有望带动信用风险环境同步改善。2021 年下半年以来，受地产领域流动性危机发酵蔓延影响，全年商品房销售累计同比持续为负，房企多受波及，信用风险不断升级。一方面房地产领域贷款不良率趋势上行，银行普遍压降表内外的涉房风险敞口。另一方面，根据 wind 数据整理，今年整体信用债、主要是地产债的违约规模和展期规模都有显著攀升，地产债首次违约发行人数量增多。

5 月起监管层频频释放利好，从设立信用保护工具，到中债信增护航民营房企发债，但房企整体融资环境仍紧张。8 月推出政策银行 2000 亿元保交楼专项借款，9 月央行阶段性放宽首套房贷利率下限，同月下调首套个人住房公积金贷款利率 15BP。再到 11 月以来，“金融 16 条”、股债贷“三支箭”以及支持保函置换预售监管资金等政策落地生效，从股债贷多维度托底地产流动性，政策逐渐深入且范围越来越广。

虽然在市场化运作的原则下，预计更多是经营稳健的优质民营房企受益，短期对房企整体投资的改善相对有限，但是确保房地产市场“平稳发展”、“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”的政策思路明确。可以看到一些积极信号：

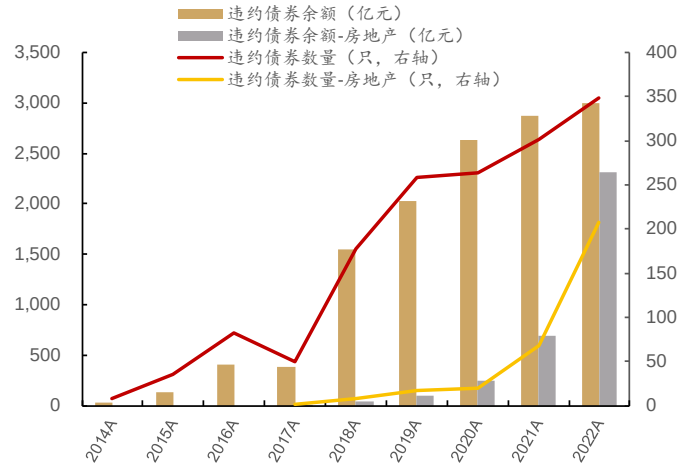
一是，三季度开发贷增速已环比小幅回升，虽然改善的节奏和幅度还有待观察；

二是，从评级调整来看，虽然近两年房地产行业发行人主体评级调低的企业数量明显高于调高数量，但今年调低企业数量也较 2021 年有一定回落；

三是，根据上海票交所公布的《截至 2022 年 11 月 30 日的持续逾期名单》显示，存在商票逾期现象的房地产项目公司数量从 10 月的 3064 个增至 11 月的 3300 个，环比增长 1.7%，增幅较上月放缓 4.3pct，占全部商票逾期企业的比重环比减少 0.7pct 至 69%，商票逾期有所放缓。

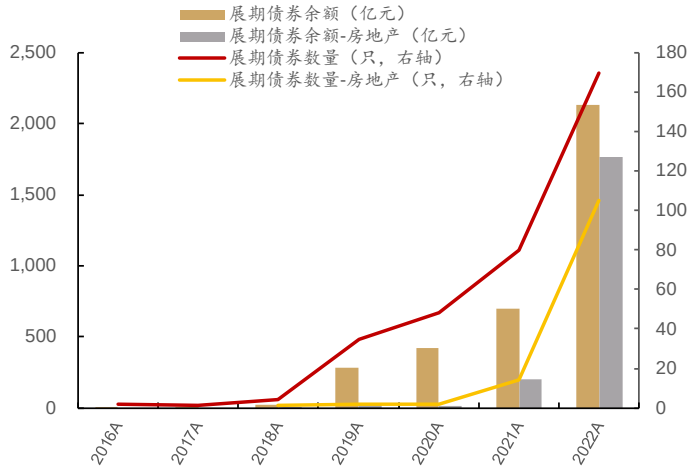
虽然由于信心不足和预期偏弱，销售端尚未见明显企稳回升态势，按揭贷款增速处于持续下行通道，但本轮政策支持尚未结束，我们认为房地产调控压力最高时期已过，预计明年地产拖累效应将减弱，整体信用风险将保持平稳。

图 22　信用债违约规模和只数上行



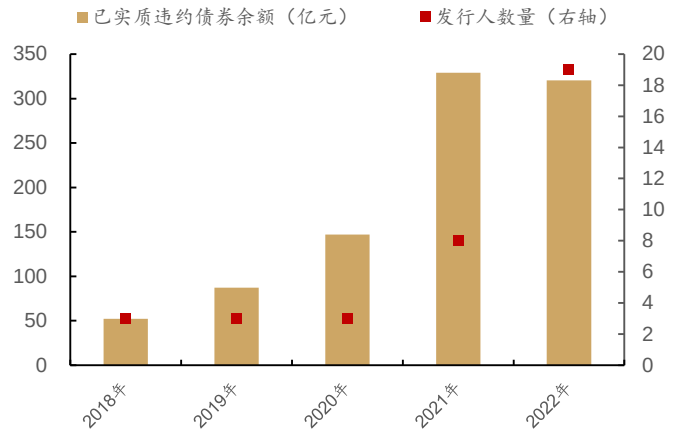
资料来源：万得资讯，华西证券研究所；注：1）截至 12 月 20 日；2）按违约日债券规模统计。

图 23　信用债展期规模和只数大幅提升



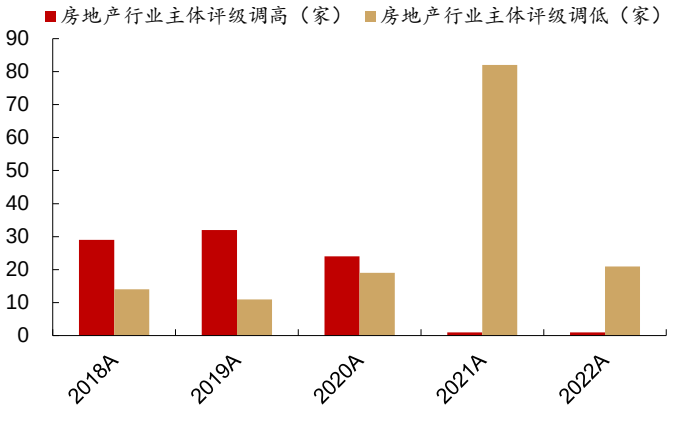
资料来源：万得资讯，华西证券研究所；注：1）截至 12 月 20 日；2）按违约日债券规模统计。

图 24　截至 12/20 首次实质违约地产债规模及数量



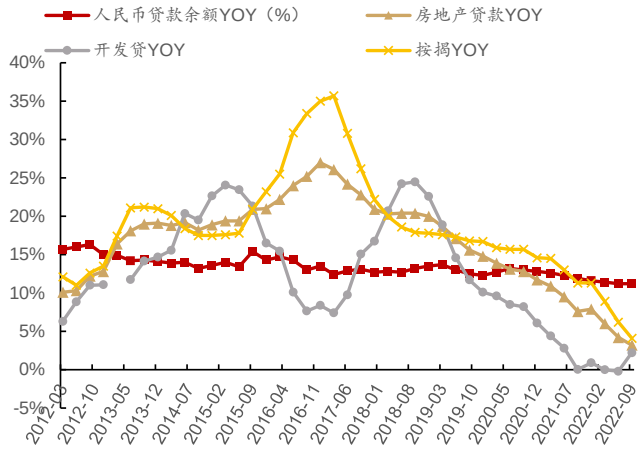
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 25　近两年房地产行业发行人主体评级调低的企业数量明显高于调高数量



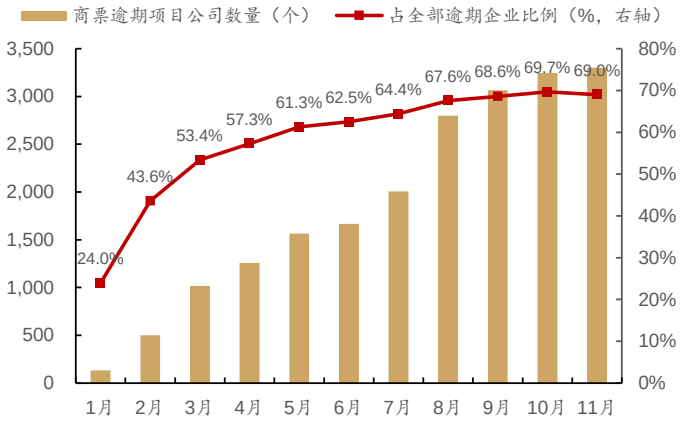
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 26 开发贷增速三季度回温，按揭增速继续下行



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 27 房地产项目公司 11 月商票逾期有所放缓



资料来源：上海票交所，CRIC，华西证券研究所

图 28 地产融资“三支箭”实施进展

类别	政策实施	实施现状
“第一支箭”信贷融资	9月29日，央行、银保监会通知，阶段性调整差别化住房信贷政策，对于居民合理购房需求的“第一支箭”信贷支持力度进一步增强。11月，“金融16条”指出支持房地产合理融资需求，保持房地产融资平稳有序。	据不完全统计，1）100多家房地产企业获得银行授信。授信的银行个数上，万科最多为14家，其次是绿城、美的置业均为12家，后是碧桂园、龙湖、华宇集团均为10家。授信额度上，绿城最多为4000亿元，其次是万科、碧桂园均超过3000亿元，然后是美的置业1000亿元。 2）银行端，60余家银行机构落实，向房企授信，总额度4万亿左右。在已披露对房企授信总额度的银行中，总额度较大的依次为工商银行、中国银行、浦发银行、兴业银行，分别为6550亿元、6000亿元、5300亿元和4400亿元。
“第二支箭”发债融资	11月以来，在央行支持下，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。	据不完全统计，交易商协会已完成龙湖、美的置业、新城控股共计500亿元注册工作，万科、金地、旭辉集团等企业也表示近期将提交共580亿元的注册申请。
“第三支箭”股权融资	11月28日，证监会决定在房地产企业股权融资方面调整优化5项措施：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。	已经有22家房企，拟通过定增、配股等方式进行融资。1）北新路桥、万科、华夏幸福、金科股份、绿地控股等17家房企相继发布拟定增公告。 2）4家公司明确了定增预案或配售协议。 3）3家房企宣布发股并购，陆家嘴、格力地产、招商蛇口。 4）世茂股份、新湖中宝、天地源、华夏幸福、等9家房企提到所募集的资金将用于“保交楼，保民生”相关房地产项目。

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

1.3.监管环境：“巴三”将正式实施；小银行整合化险进行时

行业内部格局面临继续整合与分化。

- **首先，巴塞尔协议三相关监管要求于 2023 年 1 月 1 日前在全球主要金融机构实行，我国的《商业银行资本管理（试行）》原计划今年发布，对于银行的核心资本提出要求，整体风险资产计量有调整，部分银行面临资本补充压力。**

总体来看，巴三的改革要点包括：1）风险资产加权计量方法的优化，通过约束银行过度加杠杆以及承担风险的行为，增强银行承担风险和风险管控能力的匹配度；2）限制高级资本计量方法的使用，用于降低模型复杂性；3）设置资本计量底线并完善杠杆率监督框架等。

信用风险加权资产计量的变化是市场关注的重点。在风险资产加权计量方法上，要求标准法细化信用风险暴露分类，增加各类风险暴露权重档次，把房地产风险暴露、次级债、股权和其他资本工具风险暴露进行单列。在房地产风险暴露方面，对商业地产抵押风险权重由 100%调整为 60%-150%，个人住房抵押由 35%调为 20%-150%；考虑到 LTV 的主要区间，整体来看权重下调。其他零售风险暴露方面权重由 75%细化为 45%、75%、100%。其他公司风险暴露方面，一般性公司贷款符合投资级权重由 100%调为 65%，中小企业由 100%调为 85%；专业贷款风险暴露进行了细分。次级债风险权重由 100%调整为 150%；金融机构股权、工商企业股权类别调整为投机性未上市股权的 400%、其他股权的 250%；其他资本工具的风险权重为 150%。

因此：

1）标准法中，贷款风险权重的细分以及总体下调或将导致标准法下的银行风险资产小幅度下降。

2）内评法下，收紧信用风险内部评级法的范围，同时对风险参数设置底线要求。由于国内 6 家银行使用的是初级内评法，在初级内评法的调整下，金融机构债权和公司债权的最低违约概率（PD）从 3%上调至 5%，最低违约损失率（LGD）对于无担保债项有些许下调，有担保债项分级都进行了较大幅的下调。由于客户能达到最低违约概率的占比很少，所以 PD 上调对于风险资产的影响不大。而有担保债项 LGD 的较大幅下调或将导致风险资产下降。

3）最终版还制定了模型法资本计量底线，内评法下计算的风险加权资产在早期不得少于标准法的 50%，2027 年不得低于 72.5%。由于我国当下的《管理办法》已规定了资本底线在并行期内分别为 95%、90%、80%，因此 72.5%的资本底线要求并不会对 6 家使用内评法的银行产生较大影响。并且从招行披露的数据看，2021 年高级计量法下的风险加权资产较标准计量方法低 11.7%。

4）对银行资产端的影响来看，信贷资源向优质大型企业，小微企业，信用卡倾斜。负债端，负债成本定价更精细化，中小银行同业负债成本可能上升。

图 29 《巴塞尔协议Ⅲ》最新版对资本计量的主要调整

信用风险标准法	重新划分资产类别，将房地产，次级债、股权和其他资本工具风险暴露分别进行单列。
	将房地产风险暴露根据LTV进行细化调整，整体预估降低权重，目前国内管理办法为50%； 其他零售风险暴露权重由75%进行了细化，其他公司风险暴露权重由100%进行了细化和下调。
	次级债风险权重由现有100%调整为150%； 其他资本工具风险权重有所下调。
信用风险内评法	金融机构收入超过5亿欧元只许使用初级内评法，权益类只采用标准法。
	初级内评法下金融机构、公司债项违约概率（PD）由3%提至5%； 对公司债权与金融机构债权违约损失率（LGD）最低值进行了下调。
操作风险标准计量法优化	将现行基本法，标准法，高级计量法统一为标准计量法； 提高风险敏感度，增强与业务规模及管理水平的关联性。
杠杆率监管架构优化	提高全球系统重要性银行杠杆率最低要求； 最低要求=一般银行杠杆率最低要求+全球系统重要性银行附加资本充足率*50%。
调整资本计量底线要求	取消内评法信用风险1.06倍调节因子； 使用模型法计量的风险资产总额不少于最终版标准法的50%，到2027/01/01不得少于72.5%。

资料来源：巴塞尔银行监管委员会，《金融监管研究》，华西证券研究所

■ **其次，中小银行改革化险仍是明年小银行发展的主旋律。**

近年来中小银行在可持续发展和风险化解方面的问题突出，亟须通过补充资本、抱团取暖以及改革的方式来应对。根据今年 3 月央行发布的金融机构评级结果来看，城商行有 10%为高风险机构（资产占比 3%），农合机构和村镇银行高风险机构分别有 186 家和 103 家（该类型内资产占比 5%、7%）。因此早在 2020 年中小银行整合改革就进入加速期，包括蒙商银行、四川银行在 2020 年获批筹建，多地上演中小银行合并重组案例。而今年年初中央一号文件也明确要求，要“加快农村信用社改革，完善省（自治区）农村信用社联合社治理机制，稳妥化解风险”；银保监会在新闻通气会上提到“通过加大不良资产处置力度、引进合格股东、吸收合并、重组整合、达标升级等多种方式，合力推进高风险农村中小银行处置”。

因此回顾今年全国各地区区域中小银行整合的探索，方式包括：

1）在多家地方城商行基础上新设省级城商行，如去年四川银行、辽沈银行、山西银行的设立；

2）地市级农商行组建加速：如四川、云南、河南多地发起设立新的地市级农商行，或多家农信社合并重组为市级农商行，也有区域范围内的兼并收购村镇银行；

3）在组建市级农商行基础上，进一步推进省联社改革：目前原则是“一省一策”，主要方式是改制为联合银行。

中小银行改革提速目的在于应对市场竞争+化解风险。一方面，通过区域协作，形成规模效应，降低自身的运营成本，也避免了区域性的同业过度重复竞争；另一方面，理顺股权结构、完善内部治理、加快处置历史遗留问题与不良资产，减少个别中小银行风险外溢，提高抗风险能力，降低系统风险。明年中小银行化险改革的深入推进，有助于进一步降低系统性金融风险。

图 30 近两年国内中小银行整合进展

类别	银行主体	日期/进程	具体操作	整合方式
并购重组	苏农银行	2022/6董事会预案 2022/11股东大会通过	拟以1.74元/股（2021年度经审计每股净资产）收购靖江润丰村镇银行部分股权	协议收购
	四川德阳农商行	2022/10银保监局批复	德阳农村商业银行吸收合并四川罗江农商行，并承继四川罗江农商行的债权、债务。	吸收合并
	宁夏平罗农商行	2022/04银保监局批复 2022/08银保监局批复	1）宁夏平罗农商行吸收合并平罗沙湖村镇银行，并承接其债权债务； 2）宁夏黄河农商行增持宁夏平罗农商行326.86万股，增持完成后，持股数量增至4914.85万股，占比由19.93%增至20.55%。（宁夏黄河农商行是全国首家由省级农信联社整体改制而成的银行，也是全国省级农信联社改革试点单位，成立以来先后向区内19家县市联社（农商行）投资入股、并成为第一大股东，以投资人身份参与管理，形成了省级联社自上而下持股县级联社的改制模式）	吸收合并
	张家口银行	2022/7银保监局批复	张家口银行收购阜城家银村镇银行与武强家银村镇银行，承继全部业务、财产、债权债务以及其他各项权利义务，并设立张家口银行阜城支行、武强支行；河北银保监同意两家村镇银行因被合并而解散	吸收合并
	中原银行	2022/01董事会预案 2022/05获银保监会批复	吸收合并洛阳银行、平顶山银行、焦作中旅银行，此次吸收合并总代价为284.7亿元（约341.64亿港元）	吸收合并
	张家港行	2021/10/22董事会审议通过 2022/2/11已完成	认购太仓农商行部分股份，受让总价拟不超过2.8亿元	协议收购
	陕西秦农银行	2021/03董事会审议通过	1）审议通过吸收合并西安鄠邑农商行、长安区农信社以及变更注册资本等议案； 2）此前就完成了对两家的收购控股	吸收合并
新设省级城商行	辽沈银行	2021/05获批筹建；2021/06开业揭牌；2021/09获批合并	吸收合并营口沿海银行、辽阳银行，并承接其清产核资后的有效资产、全部负债、业务、所有网点和员工	吸收合并
	山西银行	2021/04获批筹建 2021/04同月揭牌开业	是由五家城商行（原大同银行、长治银行、晋城银行、晋中银行、阳泉市商业银行）按照市场化、法治化原则，通过新设合并方式设立的省级法人城市商业银行	新设合并
	四川银行	2020/09获批筹建 2020/11开业揭牌	是以原攀枝花市商业银行和原凉山州商业银行为基础，引入28家投资者，采取新设合并方式设立的四川省首家省级法人城市商业银行	新设合并
新设市级农商行	四川乐山农商行	2022/11获监管批准	乐山农商行吸收合并七家机构（四川犍为农商行、四川峨眉山农商行，及井研县、夹江县、沐川县、峨边彝族自治县、马边彝族自治县5家农信社），承继债权债务；同时2022年下半年就提出组建市级统一法人农商行计划	吸收合并
	四川巴中农商行	2022/11获监管批准	巴中农商行吸收合并三家机构（南江县农信社、通江县农信社、平昌县农信社），承继债权债务；同时2022年下半年就提出组建市级统一法人农商行计划	吸收合并
	哈尔滨联合农商行	2021/07获批开业 2022/09开业揭牌	哈尔滨市呼兰区、阿城区、双城区三区联社合并组建哈尔滨联合农商银行	新设合并
	云南怒江农商行 迪庆农商行	2022/01启动公告 2022/09银保监局批复 2022/12批复迪庆农商行开业	1）在泸水市联社、兰坪县联社、福贡县联社、贡山县联社基础上，新设合并组建怒江农商行； 2）在香格里拉市联社、维西县联社和德钦县联社基础上，新设合并组建迪庆农商行； 3）云南银保监局批复同意怒江农商银行及迪庆农商银行2家地市（州）级农商银行筹建	新设合并
	河南三门峡农商行	2020/08筹建小组成立 2022/09开业	合并三门峡湖滨农商行、三门峡陕州农商行，组建市级农商银行	新设合并
	四川绵阳农商行	2020/11公告组建 2021/08开业	在原涪城农信联社、游仙农信联社、安州农商银行基础上合并组建，成为四川全省农信系统规模最大的农商行	新设合并
	河南南阳农商行	2021/07筹建工作小组公告	南阳市宛城区农信社拟与南阳市卧龙区农信社合并组建南阳农村商业银行股份有限公司	新设合并
	青海海东农商行	2020/12获银保监局批复同意筹建 2021/05挂牌开业	在青海海东平安农商行、海东市乐都区农信社基础上组建，全省首家市级农商行，标志着青海省农信社股份制改革收官	新设合并
	福建邵武农商行	2020/08获批筹建 2021/03开业	1）福建银保监局发布批复称，同意筹建福建邵武农商行及其筹建工作方案 2）同意福清汇通农商行、平潭农商行分别参股福建邵武农商行2000万股，占福建邵武农商行股本总额比例均为6.73%	/
	江苏徐州农商行	2020/07获批筹建 2020/09开业	1）为进一步推进徐州淮海农商行、铜山农商行、彭城农商行高质量转型，在市区三家农商行基础上，新设合并组建徐州农商行 2）无锡银行、江阴银行预计持股徐州农商行10.95%、4.73%	新设合并
省联社改革	辽宁省农商行	2022/11沈阳农商行与30家农信联社已分别完成内部公司治理程序，审议通过相关事项并形成决议	沈阳农商行将与包括北票市农信社、北镇市农信社在内的30家农信联社联合组建辽宁省农商行，所有债权和债务由组建后的辽宁省农商银行承接（背景：8月辽宁省内两家银行辽阳农商行、辽宁太子河村镇银行进入破产程序，网点、存款等已由沈阳农商银行承接。辽宁省农商银行组建后，省内尚有28家县级农商行及大连农商行一家市级农商行）	改制为联合银行
	河南农商联合银行	2022/11/23银保监会批复	河南农信社改革方案获银保监会批复通过，将通过组建河南农商联合银行的模式，河南省联社将通过省政府注资改制组建为河南农商联合银行，河南农商联合银行向18个省辖市农商银行参股注资，省辖市农商银行向辖内县域法人农信社参股注资，自上而下逐级参股控股	改制为联合银行
	浙江农商联合银行	2022/4/18挂牌成立	债务债权由浙江农商联合银行承担由浙江省内全部法人农信机构入股组成，注册资本50.25亿元，是具有独立企业法人资格的地方性银行业金融机构，是成员行的行业管理银行和联合服务银行	改制为联合银行

资料来源：中证网，中国经营报等，华西证券研究所

2. 2023 年行业基本面看点

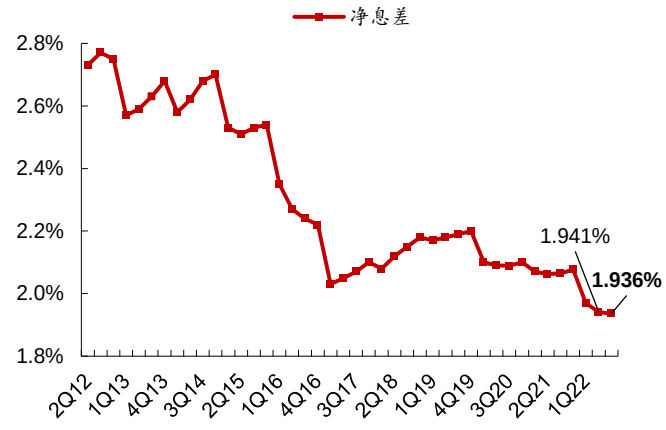
2.1. 息差延续下行，市场利率中枢有望企稳

今年息差是银行业绩表现的主要负贡献因素之一，22Q3 商业银行净息差 1.936%，较 Q2 的 1.94%基本持平，但因基数抬升影响，同比降幅 13BP 略有走阔，整体看 Q1-Q3 季度环比降幅分别为 11BP/3BP/0.5BP，各类别银行同比降幅均在 10BP 以上。

原因既有宏观层面利率下行和让利影响，也有行业层面的投放结构性因素。一方面今年经济压力下政策利率两次下调，牵引 LPR 报价下行；另一方面银行作为稳经济的主体，承担让利责任，政策引导加大逆周期投放力度，有效信贷需求不足的情况下，信贷供需格局弱，可以看到上半年票据冲量频现，贴现利率探底的同时，作为信贷投放景气度的前瞻性指标之一，票贴转贴利率和同业存单利率持续倒挂；此外，地产政策松动下，首套房贷利率下限打开，三季度新发按揭利率较上年末大降 129BP 至 4.34%，为 2008 年以来最低水平，整体金融机构人民币贷款加权平均利率较上年末降 42BP 至 4.34%。

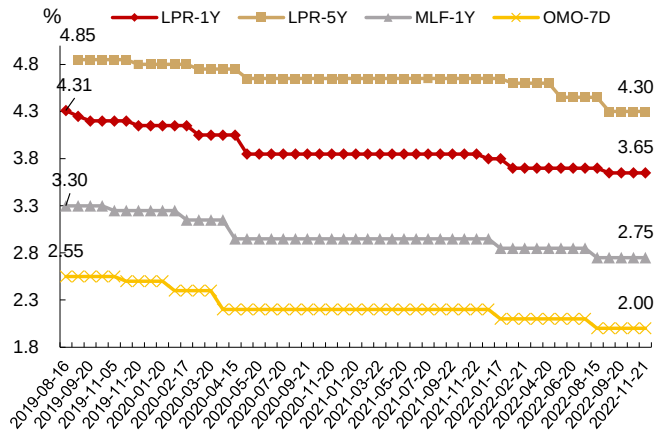
因此今年银行主要通过负债端和调结构进行对冲，包括监管通过降准、提供低成本再贷款、财政贴息，以及推进存款利率市场化改革、引导降挂牌利率等手段，缓解银行负债端压力；各家银行也加大了对优质资产和低成本存款的争夺。今年受居民储蓄意愿提升影响，银行负债端存款增长较快，金融机构一般存款增速年初以来持续上行，7 月增速整体反超贷款，11 月达 11.6%；1-11 月累计贷款增量 25.5 万亿元，同比多增 38%，也远高于贷款 19.9 万亿元的增量。并且今年整体流动性宽裕环境下，市场利率保持相对低位，也助力同业负债成本保持低位。

图 31　22Q3 商业银行净息差 1.94%，环比基本走平



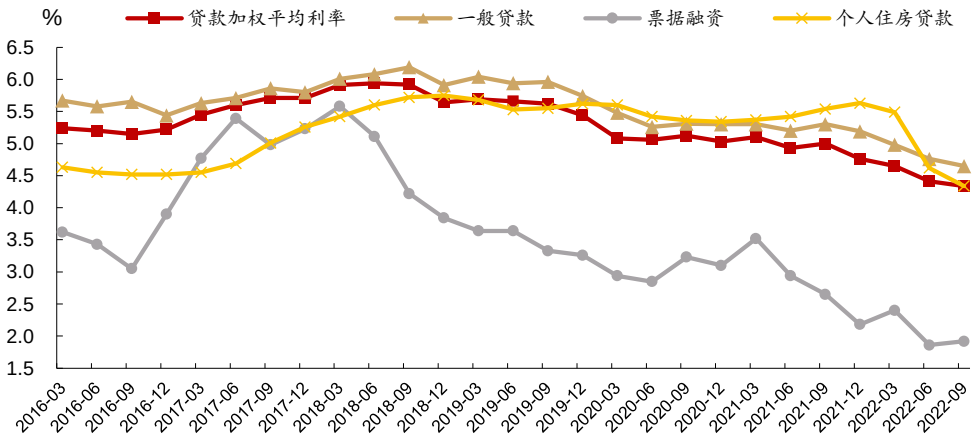
资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

图 32　LPR 报价：1Y 和 5Y 全年分别降 15BP 和 35BP



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 33 22Q3 新发贷款加权平均利率继续下探，个人按揭利率环比再降 28BP，票据利率底部企稳回升



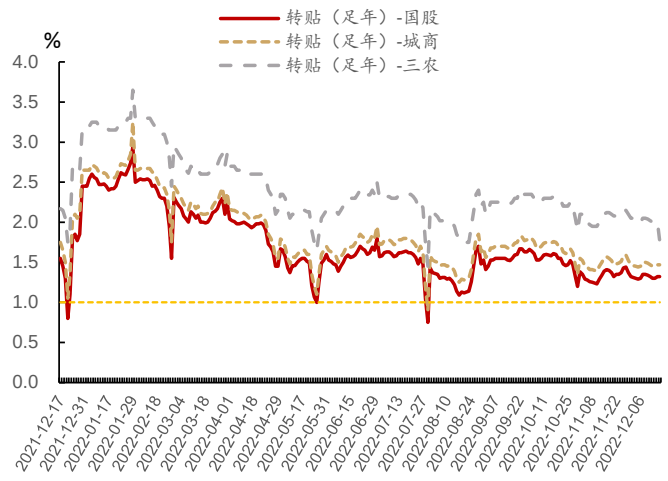
资料来源：万得资讯，《货币政策执行报告》，华西证券研究所

展望明年，我们认为一季度重定价影响下，息差仍面临较大下行压力，之后预计降幅收敛并伴随融资需求的回温逐步企稳，全年预计息差降幅 10BP 左右。

资产端：重定价后，有望伴随需求回升而企稳。年初重定价的一次性冲击下，贷款收益率有望见底。后续来看，一方面虽然市场利率 9 月以来逐步向政策利率回归，但目前仍在相对低位，明年货币政策以稳为主、结构性政策发力的特征下，LPR 报价大幅下行的空间不大。另一方面伴随经济景气度的恢复，信贷供需结构有望好转，从投放结构和定价层面对贷款收益率形成向上支撑，银行资负两端调整空间拓宽，包括相对高收益的零售贷款投放伴随消费的恢复而改善，以及对公中长期贷款投放拉动、票据冲量需求弱化。从央行三季度银行家问卷数据可以看到，22Q3 贷款总体需求指数 59%，环比上季小幅回升 2.4pct，已经止跌企稳。

银行结构上，按揭占比高的银行重定价压力相对更大，而银行卡消费贷等短期贷款投放比例高的银行资产久期短、也较早完成重定价，比如三季度已有部分城商行息差环比改善，如宁波和苏州银行息差均环比上行 3BP。

图 34 转贴利率多次下探，目前基本企稳



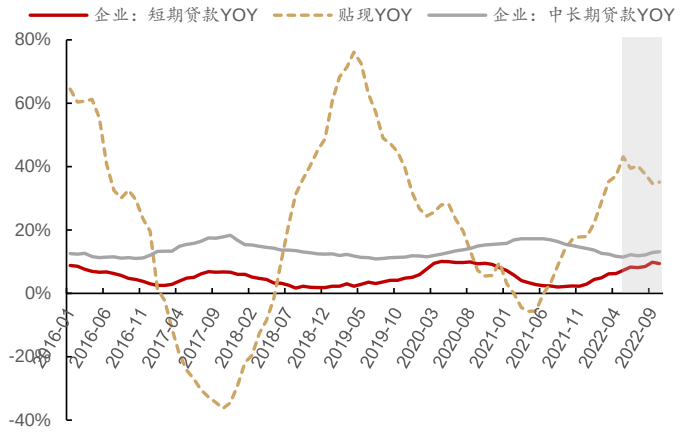
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 35 今年以来转帖利率和同业存单收益率持续倒挂



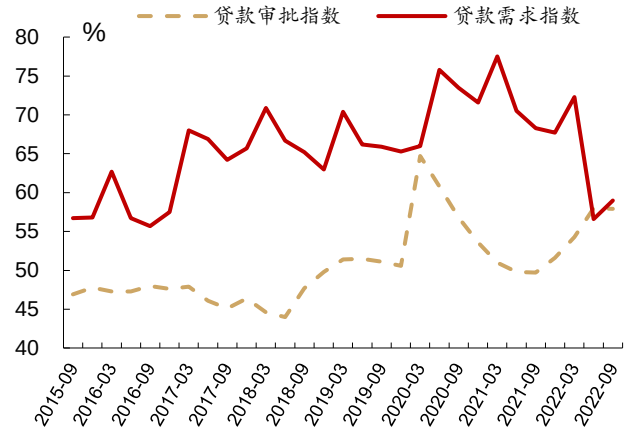
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 36 企业中长贷发力支撑，票贴增速回落



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

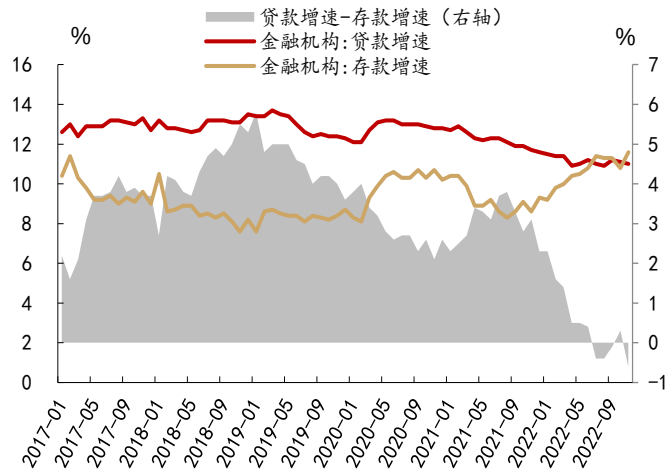
图 37 2203 贷款需求指数呈企稳迹象



资料来源：万得资讯，银行家，华西证券研究所

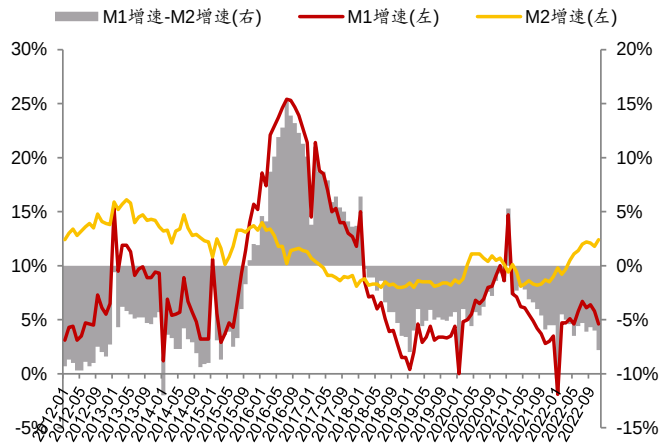
负债端：市场利率中枢回归；存款活化和定价有望改善。首先，虽然货币政策仍处于宽松周期，但边际预期变化下，市场利率中枢逐步从超低状态回升、向政策利率回归，目前同业存单发行利率基本回升到常态水平，预计明年银行同业负债成本有一定回升。**其次，**存款方面，虽然定期化是长期趋势，但明年经济活力改善下，资金活化程度有望阶段性改善，居民收入预期回升也有助于降低储蓄意愿，一定程度上减缓定期化的趋势。**此外，**今年两次降准、以及存款挂牌利率下调对存款成本率的改善效果有望持续释放，存款定价机制改革的效果将持续显现。

图 38 年初以来存款增长良好、增速超贷款



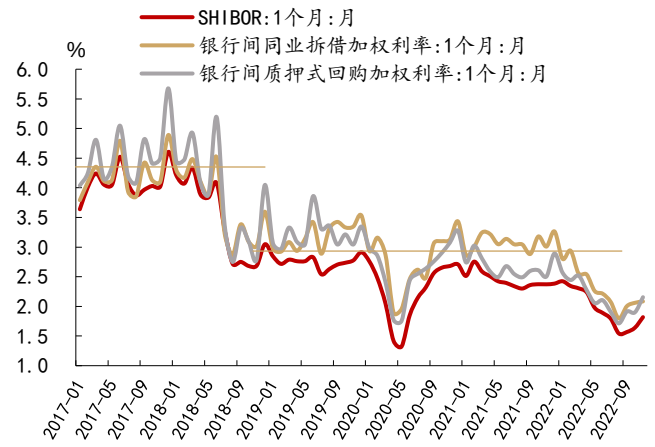
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 39 M2 增速上行至高位，但资金活化程度不高



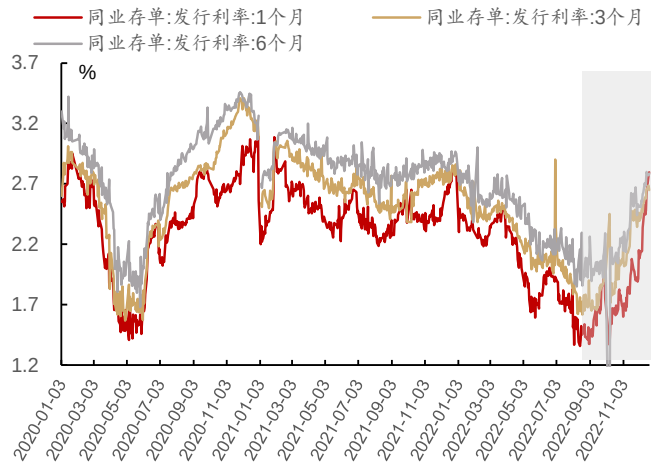
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 40 市场利率向政策利率回归



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 41 同业存单发行利率基本回升到常态水平



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

2.2. 资产增速平稳，零售业务边际修复

今年以来银行资产增速整体上行至高位，银行业金融机构总资产 10 月同比增 9.8%，较上年末提升 1.8pct。一方面监管引导加大信贷投放支持实体，尤其是制造业中长期贷款等重点领域，另一方面政策性开发性金融工具等资金落地加快，带动配套融资上量，总体扩表呈现政策驱动的特征。并且结构上，今年大行占扩表主导地位，Q3 资产增速提升 1.5pct 至 12.7%，股份行和城农商行资产增速环比波动-0.6pct/+0.1pct/-0.9pct 收于 7.2%/10.2%/10%，零售业务或涉房业务比例高的股份行和农商行扩表相对乏力。

展望明年，在监管提升需求的背景下，银行扩表有多因素支撑：

1）宏观经济动能恢复下，宽货币到宽信用的传导途径更加通畅，有效信贷需求有望逐步修复，打开增量空间；

2）政策金融工具未到退出时点，基建领域信贷投放有延续性，今年各地项目加快筛选和审批，信贷需求的储备较为充裕，并且政策开发金融工具、设备更新再贷款等政策调控手段也有加码空间；

3）防控政策优化后，扩内需提振消费是明年重要的政策抓手，银行零售信贷投放有望边际改善；

4）地产领域信心恢复需要时间，但房企融资纾困等多重利好政策密集落地，悲观预期纠偏，对公和零售相关信贷投放有望企稳；

5）此外，绿色、制造业、普惠小微等政策重点支持领域贷款仍将保持快速增长。

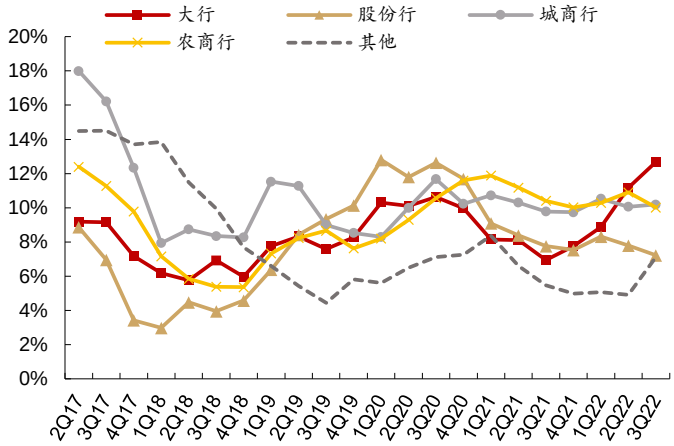
因此银行规模有望稳健增长，继续作为业绩的重要正贡献因子。

图 42　年初以来银行业资产扩表增速整体上行至高位



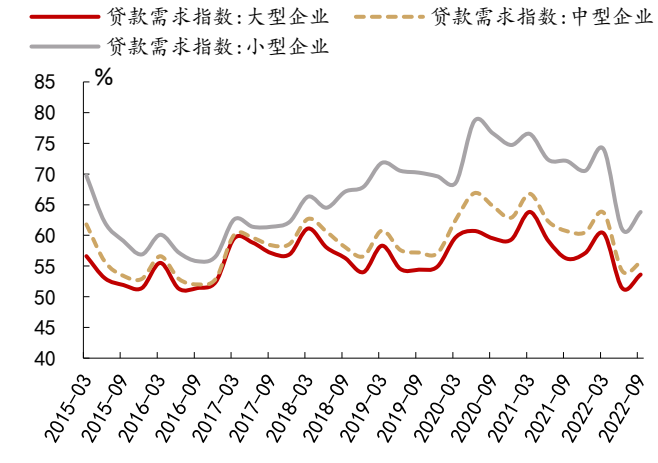
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 43　主要由大行扩表提速拉动，中小银行略显乏力



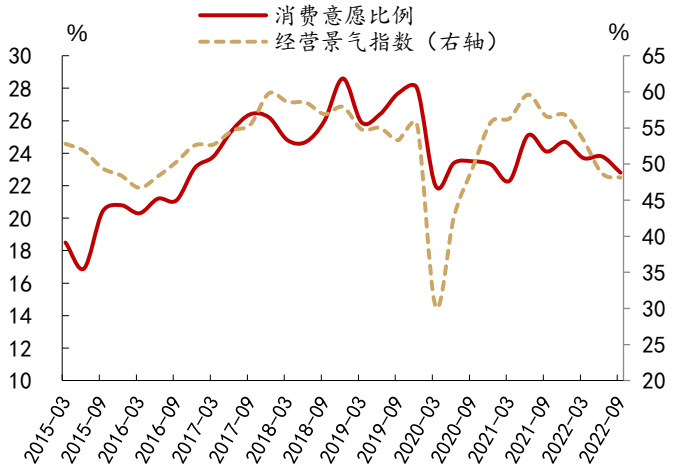
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 44　各类别企业贷款需求指数三季度企稳



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 45　消费意愿指数处于下行通道，有待改善

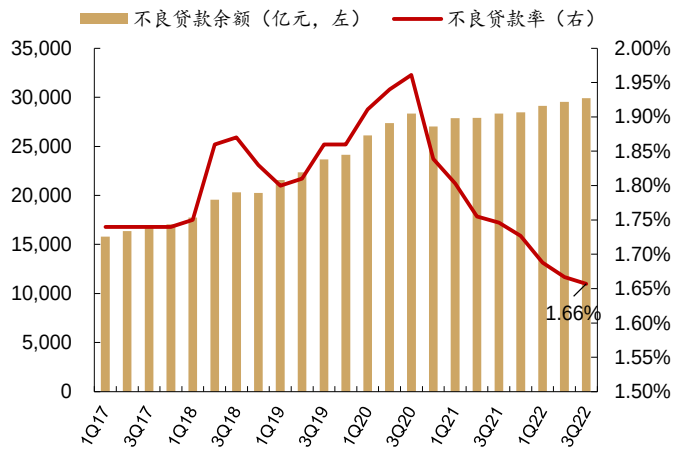


资料来源：万得资讯，华西证券研究所

2.3. 信用风险缓释，信用成本同比下降

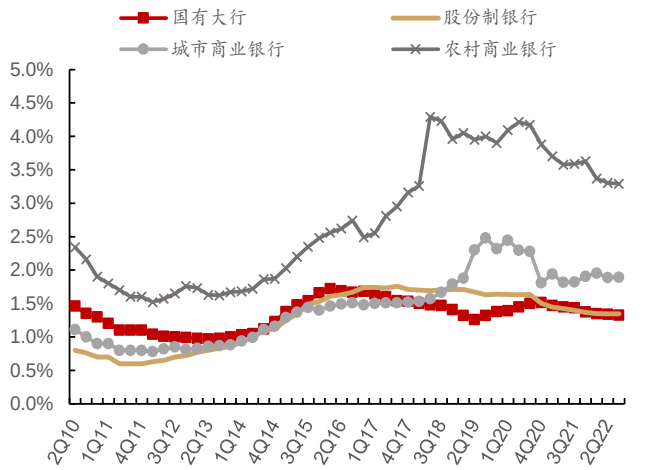
前期不良出清充分、叠加处置力度不减，当前银行存量资产质量表观指标仍然保持稳健。2020 年疫情以来商业银行不良率有所攀升，至 2020Q3 升至 1.96%高点，后伴随风险加速出清，行业不良率逐季稳步下降，今年三季度收录 1.66%，较上年末降低 7BP，目前处于 2016 年以来最低水平。并且上市银行资产质量更优，主要是尾部小型金融机构不良出现上行。前瞻性指标方面，虽然地产领域违约加剧了潜在不良的风险，但是关注类贷款占比一直处于下行通道，规模也在上半年有所攀升后，三季度迎来环比回落 0.3%。

图 46 22Q3 商业银行不良率环比续降 1BP



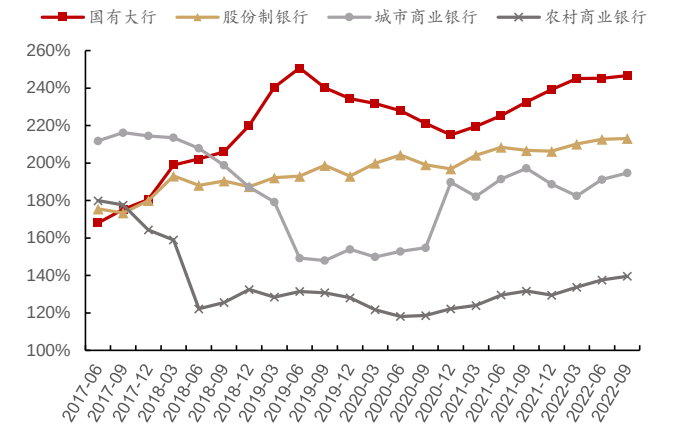
资料来源：银保监会，华西证券研究所

图 47 各类别银行不良率环比持平或回落



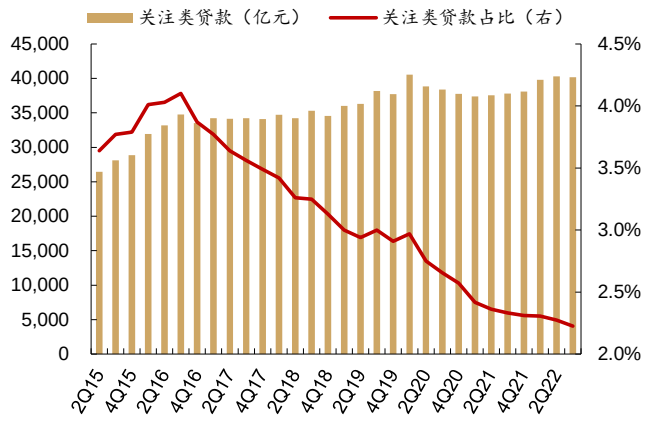
资料来源：银保监会，华西证券研究所

图 48 各类别银行拨覆率延续环比上行



资料来源：银保监会，华西证券研究所

图 49 22Q3 关注类贷款环比双降



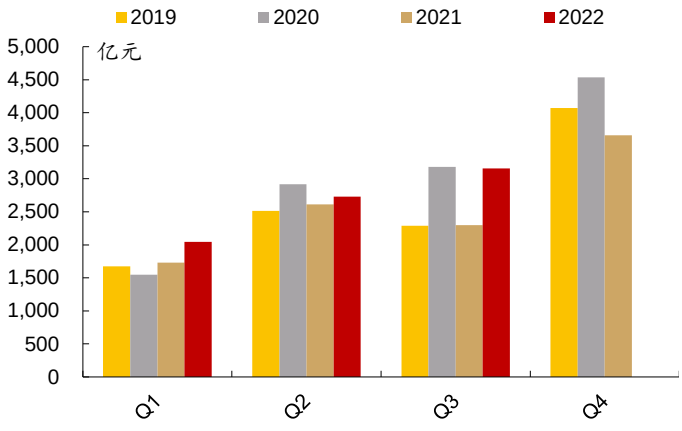
资料来源：银保监会，华西证券研究所

今年结构性的压力主要在房地产领域，后续伴随融资环境改善，潜在风险有望缓释。今年前三季度来看，居民收入受疫情冲击、偿债能力受损，以及地产领域风险演绎，体现在银行报表中相应细分领域的贷款质量有波动。如招行按揭贷款和其他零售贷款三季度不良率分别环比进一步上行 2BP/34BP，平安银行新一贷、车贷、信用卡不良率分别环比中期也进一步上行 15BP/19BP/12BP。部分银行受零售和地产领域风险下迁影响，前瞻性指标有波动，如招行、平安银行三季度关注类占比分别环比

走高 13BP 和 17BP。相应的，银行主动收缩地产领域包括表内地产授信敞口和表外不承担信用风险的敞口，叠加今年整体不良处置力度较大，前三季度社融口径下的核销规模和 2020 年相当，带动部分指标三季度边际改善，如平安银行 Q3 对公房地产不良率环比降 5BP 至 0.72%，招行虽有上行，但披露不良生成率已现拐点。

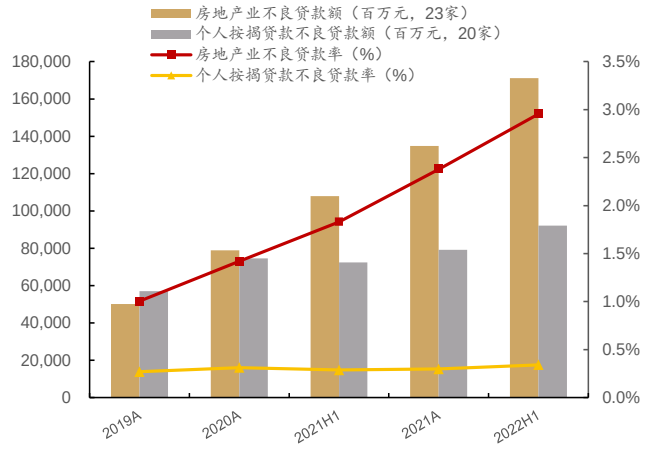
未来在多维度政策引导下，对结构性的风险可适度乐观。一方面年末银行加大房企授信力度，也通过展期等手段以时间换空间；另一方面销售端“一城一策”下，各地加码降首付比例、降税费等，以提振居民购房意愿。**政策发力均利好房企流动性压力改善，进一步缓释银行潜在不良风险，我们预计明年银行信用成本同比回落，同时需要关注地产化险节奏，以及明年整体经济恢复的时间节奏。**

图 50　社融中贷款核销规模保持较强力度



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 51　上市银行中报地产领域不良持续暴露

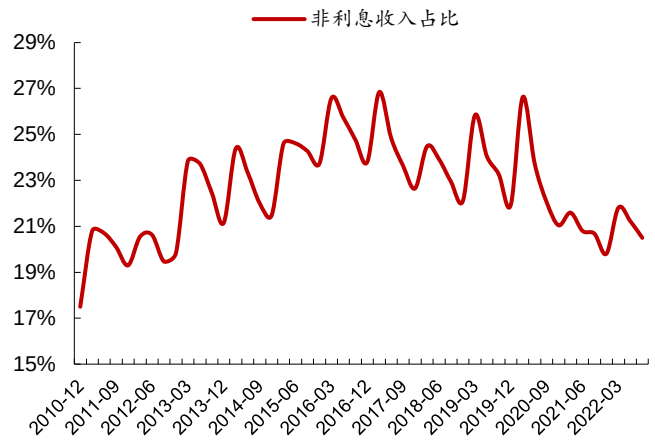


资料来源：公司公告、华西证券研究所；注：大行地产业不良为境内贷款口径。

2.4. 财富管理步入正轨：现金类产品过渡期结束，养老金融加速推进

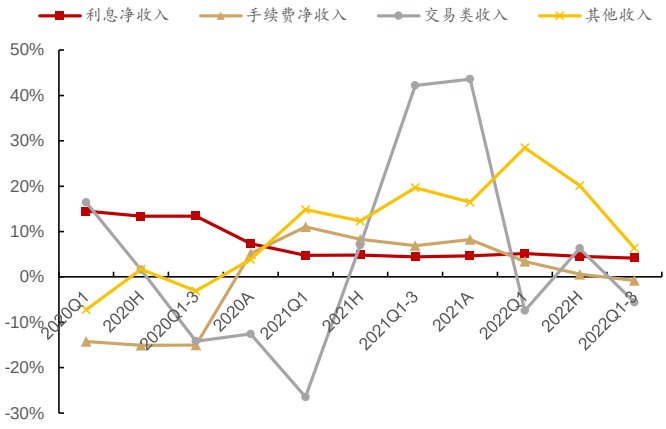
今年中收的波动是银行营收端的另一大拖累因素。从上市银行三季报可以看到，今年以来由于资本市场波动较大，金融机构基金保有量整体缩量，银行财富管理类收入中的基金、信托类收入受到较大影响，部分银行相关代销收入缩量近半；叠加居民消费疲弱下、银行卡类中收也进一步缩减，整体手续费净收入同比增速降为负值。

图 52 商业银行营收端非息收入占比整体较低



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 53 上市银行前三季度非息收入负增拖累业绩表现



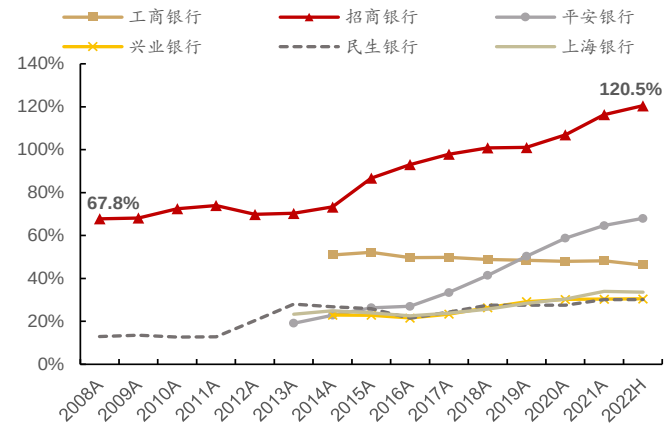
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

明年看，财富管理业务有望步入正轨，银行中收有望改善：

一方面，客群拓展奠定基础。今年在权益市场相对低迷的背景下，银行业仍保持较强的财富管理业务拓展力度，多数上市银行零售 AUM 前三季度增幅超过 10%，零售 AUM/总资产的比例整体趋势上行，且私行客户也保持较快增长，整体稳固了财富管理的基础。

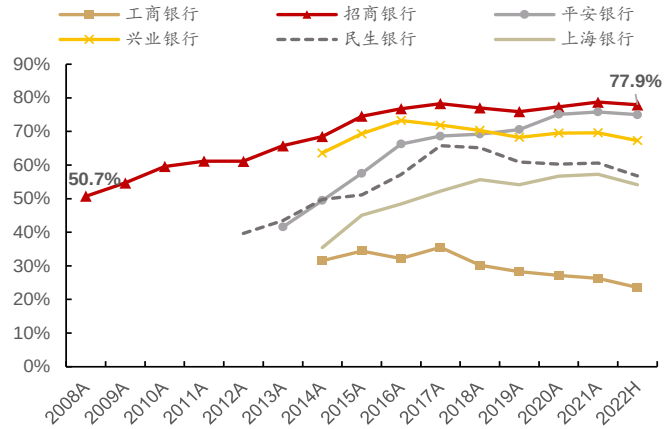
另一方面，现金类理财整改完成，有望焕发新活力。去年 6 月监管下发《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》，完善监管政策，推动理财业务规范可持续发展。之后现金类理财产品形态改造与数量压降同步，也影响到今年理财公司规模的扩张和财富管理业务的拓展。考虑到政策过渡期今年末结束，近期现金管理类理财产品整改步伐加快，据中国经济网报道，多家银行及理财公司公告调整旗下现金管理类产品的投资范围、投资比例、申赎规则、估值方法等。从整改效果来看，现金管理类理财产品资金与资产的流动性更加匹配，同时，11 月债市大幅波动引发理财赎回压力，而普益标准数据显示，现金管理型理财占存续理财总规模比例回升。因此我们认为，明年理财业务整改到位后，现金管理类产品有望重新发力，丰富银行货架，赋能银行财富管理。

图 54 零售 AUM/总资产比例整体提升



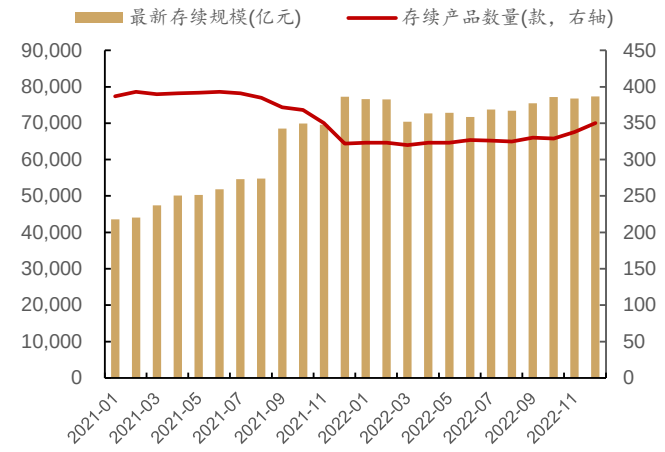
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 55 非个人存款类 AUM 占比趋势提升



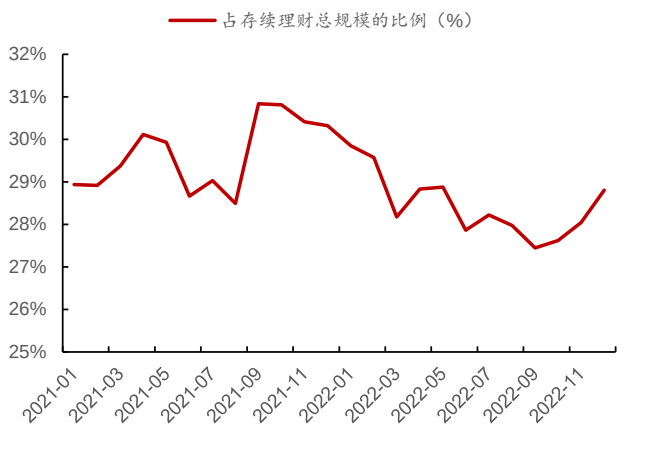
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 56 现金管理型理财规模稳中略有回升



资料来源：普益标准，华西证券研究所

图 57 现金管理型理财占存续理财总规模的比例回升



资料来源：普益标准，华西证券研究所

此外，个人养老金进入实质性落地阶段，养老金融迎来新机遇。

今年 4 月，国务院发布《关于推动个人养老金发展的意见》，开启了三支柱养老体系的元年。之后养老公募基金管理办法、养老储蓄试点、所得税政策等一系列配套政策加速落地，并先后启动了专属商业养老保险、养老理财产品、特定养老储蓄等试点，个人养老金进入实质性落地阶段。

其中，11 月 18 日，银保监会发布《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》，并公布开办个人养老金业务的机构名单；证监会发布个人养老金基金名录以及个人养老金代销机构名录。从执业机构来看，以国股大行为主，入围银行 23 家，包括六大行+12 家股份行+5 家城商行（北京、上海、江苏、宁波、南京）；入围理财公司 11 家，包括六大行旗下理财公司、和贝莱德建信理财、光大理财、招银理财、兴银理财、信银理财。代销机构 37 家，包括 14 家券商+16 家银行+7 家独立基金销售机构，其中银行包括六大行+8 家股份行（中信、光大、招商、浦发、民生、平安、兴业、广发）+2 家城商行（北京、宁波）。

从业务范畴来看，商业银行在个人养老金业务中的角色和功能主要是**账户机构+产品机构+代销机构+咨询机构**，可从事包括资金账户业务、个人养老储蓄业务、产品代销业务（包括理财、保险、公募基金等）、咨询业务等，以及旗下理财公司可发行个人养老金理财产品及适合个人养老金长期投资的其他理财产品。

图 58 首批开办个人养老金业务的机构名单&个人养老金代销机构名录

首批开办个人养老金业务的机构名单	
商业银行	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行； 中信银行、光大银行、华夏银行、民生银行、招商银行、兴业银行、平安银行、广发银行、浦发银行、浙商银行、渤海银行、恒丰银行； 北京银行、上海银行、江苏银行、宁波银行、南京银行
理财公司	工银理财、农银理财、中银理财、建信理财、交银理财、中邮理财、贝莱德建信理财、光大理财、招银理财、兴银理财、信银理财
个人养老金基金销售机构名录	
商业银行	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行； 中信银行、光大银行、招商银行、浦发银行、民生银行、平安银行、兴业银行、广发银行； 北京银行、宁波银行
证券公司	华泰证券、中信证券、广发证券、中信建投、招商证券、银河证券、国泰君安、国信证券、东方证券、兴业证券、海通证券、申万宏源、中金财富、长江证券
独立基金销售机构	蚂蚁基金、天天基金、腾安基金、盈米基金、同花顺、雪球、京东肯特瑞

资料来源：银保监会，华西证券研究所

伴随个人养老金账户开立，银行的个人养老金投资产品货架也日渐充盈。其中，养老储蓄和养老理财是银行养老金融业务的两大抓手，目前推进情况来看：

1）养老储蓄：根据今年 7 月发布的《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》，自 2022 年 11 月 20 日起，由工、农、中、建四大行在广州、青岛、合肥、西安、成都 5 个城市开展特定养老储蓄试点。目前特定养老储蓄产品包括整存整取、零存整取、整存零取三类，期限分为 5 年、10 年、15 年、20 年，具有风险较低、期限较长的特点。根据不同试点地区的情况，产品利率有所不同。

此外，近期包括招行、广发、北京银行在内的部分银行，已上线针对个人养老金的专属存款产品，虽然产品利率不比特定养老储蓄产品更具优势，但在期限（最短三个月，最长五年）、购买区域（个人养老金 36 个先行城市或地区中有网点覆盖的地方均可）上给用户提供了更多选择。

2）养老理财：个人养老金理财产品目前暂未披露具体产品名录，但从 2021 年开始试点的养老理财产品来看，据中国理财网，截至 12 月 20 日，共有 50 款养老理财产品，规模达 1002 亿元，其中固定收益类 38 支，混合类 12 支；封闭式占绝大多数；大部分风险等级为 R2 级（中低风险），业绩比较基准多在 5%-8%之间。

总体而言，个人养老金配套制度落地节奏快，个人养老金多元化风险配置需求下产品也在加速推出，特定养老储蓄产品、养老专属存款、养老理财产品陆续上线。个人养老金可投资的产品日渐多元，在提高个人养老金业务的覆盖面和可得性的同时，商业银行也将在账户优势的基础上，参与产品和销售渠道的竞争，有助于提升产品和服务的多元化，以及零售业务的覆盖面和财富管理的服务深度。

图 59 今年以来养老金融政策加速推出落地

时间	发布主体	文件/会议	具体内容
2022/4/21	国务院	《关于推动个人养老金发展的意见》	推动个人养老金发展，实现养老金保险补充功能，满足日益增长的多样化养老保险需求。
2022/4/26	证监会	《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》	做好个人养老金投资公募基金政策落地工作，鼓励行业机构开发各类具有锁定期、服务投资者生命周期的基金产品，研究建立以个人账户为基础的多层次补充养老体系，支持更多优秀公募基金管理人参与养老金管理。
2022/6/24	证监会	《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》	分步实施、选择部分城市先试行1年再逐步推开的实施安排。试行阶段，拟优先纳入最近4个季度末规模不低于5000万元的养老目标基金。 全面推开后，拟逐步纳入投资风格稳定、投资策略清晰、长期业绩良好、运作合规稳健，适合个人养老金长期投资的其他基金。
2022/7/15	银保监会	《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》	11月20日起，由工商银行、农业银行、中国银行和建设银行在合肥、广州、成都、西安和青岛市开展特定养老储蓄试点。试点期限暂定一年。试点阶段，单家试点银行特定养老储蓄业务总规模限制在100亿元人民币以内。
2022/9/26	国常会	国常会	对政策支持、商业化运营的个人养老金实行个人所得税优惠：对缴费者按每年12000元的限额予以税前扣除，投资收益暂不征税，领取收入实际税负由7.5%降为3%。
2022/9/29	银保监会	关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知（征求意见稿）》	要求保险公司：1）向人民群众提供长期保值增值、条款简明易懂的商业养老保险；2）提供的商业养老保险包括年金保险、两全保险等，产品保险期间不短于5年能够满足个人养老金制度参加人交费灵活性要求；3）签订保险合同时应就个人养老金制度及政策要求专门进行说明
2022/11/3	财政部、税务总局	《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》	自2022年1月1日起，对个人养老金实施递延纳税优惠政策。在领取环节，个人领取的个人养老金，不并入综合所得，单独按照3%的税率计算缴纳个人所得税
2022/11/4	人力资源社会保障部、财政部、银保监会等	《个人养老金实施办法》	1）明确商业银行渠道是重要渠道之一； 2）规定参加人每年缴纳个人养老金额度上限为12000元，资金账户封闭运行； 3）强调销售机构要以“销售适当性”为原则，做好风险提示，不得主动向参加人推介超出其风险承受能力的产品
2022/11/18	银保监会	《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》	1）明确了制定目的、个人养老金业务的相关定义、行业平台功能和监管主体。2）明确了个人养老金业务范围等，对个人养老金资金账户、个人养老金产品提出具体要求。3）规定了个人养老金理财产品的类型，以及理财公司等参与该业务的机构应满足的要求。4）对商业银行、理财公司向行业平台报送信息和向监管部门报告情况等提出要求。5）对商业银行、理财公司及理财产品等实施名单制管理和动态监管。
2022/11/22	银保监会	《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》	1）对展开个人养老金业务的保险公司提出了相关条件包括，所有者权益、偿付能力、准备进覆盖率等。 2）规定了个人养老金产品的要求
2022/11/25	人社部、财政部、国家税务总局	《关于个人养老金先行城市（地区）的通知》	宣布个人养老金制度在北京、上海、广州、西安、成都等36个先行城市或地区启动实施
2022/12/1	银保监会	《中国银保监会办公厅关于开展养老保险公司商业养老金业务试点的通知》	多渠道开展商业养老金业务，更好满足人民群众多样化养老保障需求

资料来源：中华网，中证网，华西证券研究所

综上，经济景气度预期提升下，我们认为 2023 年银行业基本面景气度有望在一季度之后逐渐企稳回升。虽然一季度息差重定价影响较大，但后续下行幅度放缓，对业绩的拖累降低，叠加宽信用下的扩表增速平稳，和政策呵护下的信用环境边际改善，银行业绩的制约因素缓解。基于对 2023 年行业的量价、资产质量和非息收入增长的预期，我们预计 2023 年上市银行营收增速在低基数，以及中收的上修预期下，整体增速略有提升，同时信用成本略有下降下，预计净利润同比增长 8%。敏感性分析显示，整体业绩区间为 6.7%-9.4%。

图 60　2023 年上市银行业绩敏感性分析

息差 / 信用成本	1.74%	1.75%	1.76%	1.77%	1.78%
1.15%	7.2%	8.0%	8.7%	9.4%	10.1%
1.16%	6.6%	7.3%	8.1%	8.8%	9.5%
1.17%	6.0%	6.7%	7.4%	8.1%	8.9%
1.18%	5.4%	6.1%	6.8%	7.5%	8.2%
1.20%	4.1%	4.8%	5.5%	6.3%	7.0%

资料来源：万得资讯，华西证券研究所

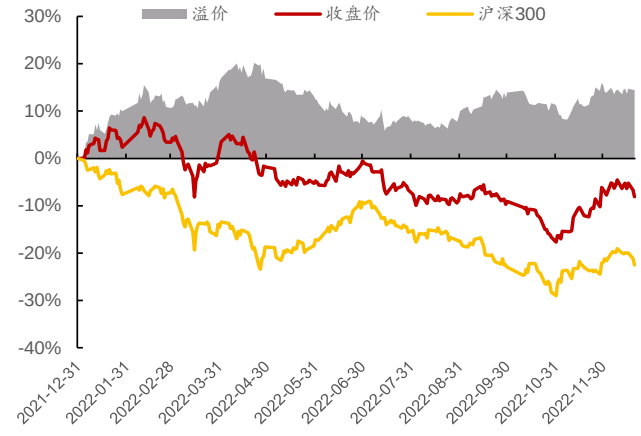
3. 投资策略：把握经济景气拐点时点，板块机会和优质个股共舞

3.1. 板块回顾

今年以来截至 12 月 20 日，A 股银行板指整体下跌 8.1%，跑赢沪深 300 指数 14.4 个百分点，按中信一级行业分类，银行板块涨跌幅排名 9/30。趋势节奏上，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 月受疫情多发影响，尤其是 4 月后上海等地疫情冲击，经济数据不及预期引发市场大幅回调，银行板块获得相对收益，体现较强的防御属性，但收益较之前收敛；6 月伴随疫情影响的缓和，市场情绪阶段性修复；之后受地产风险蔓延影响，信用风险悲观预期主导，叠加二季度经济数据疲弱、信贷投放不及预期，银行板块跟随市场指数大幅回落；11 月以来伴随房企融资政策利好兑现，以及疫情防控优化提速，市场预期转暖，银行板块迎来超跌反弹行情的同时，相对收益的幅度也再度扩大。

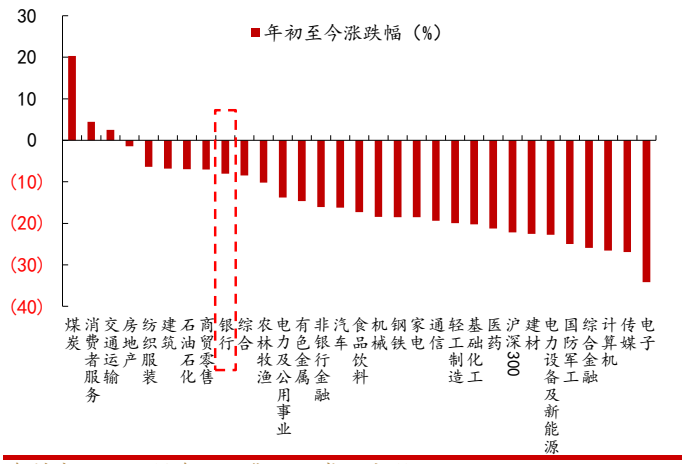
个股方面分化较大，42 家上市银行中有 13 家较年初上涨，整体看以头部城农商行为主，其中江苏银行（+30.2%）、苏州银行（+24.1%）、成都银行（+23.4%）涨幅居前，另有中行和常熟银行涨幅超 10%，以江浙地区城农商行为主。

图 61　银行指数跑赢沪深 300 指数 14.4pct



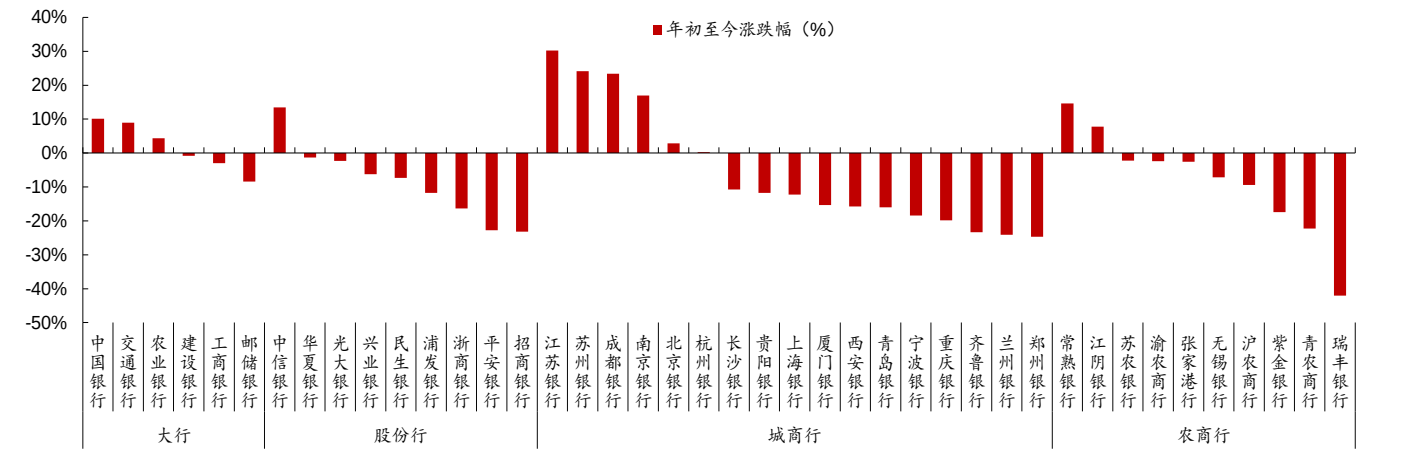
资料来源：万得资讯，华西证券研究所；注：截至 12/03，后同

图 62　银行板块涨跌幅排名 9/30



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 63　江苏、苏州、成都银行涨幅居前



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

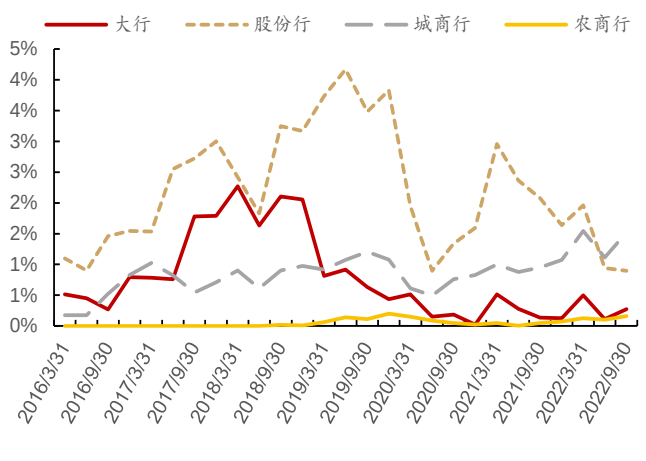
机构的银行板块仓位也和板块走势相符，二季度仓位降至 2.27%的阶段性低点，处于历史底部区间，尤其是部分龙头股份行受地产和零售等因素拖累，受机构减仓较多。三季度以来，受益于政策面稳经济，宏观经济走势和市场预期得到改善，银行经营环境有所改善，以及前期对风险悲观预期的企稳，低估值下配置性价比提升，股仓位比例环比 22Q2 回升 0.58pct 至 2.85%。并且结构上，主动型基金对于区域经济环境良好、业绩稳定高成长的城商行，以及部分国有大行持仓比例提升明显；股份行受信贷投放和地产风险因素影响，仓位小幅回落；城商行持仓比例提升后，目前已经超过股份行。

图 64 22Q3 基金银行股仓位环比回升至 2.85%



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 65 各类别银行基金持仓走势分化



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

3.2. 投资建议：具备整体板块行情机会，布局高业绩和消费恢复两条主线

站在当下这个时点，我们认为经济复苏预期启动背景下，明年内需和消费有望走出困境，同时稳基建带动整体经济总供给能力提升，国内大循环发力；地产领域获得政策呵护。银行作为强周期性板块，将受益于经济基本面和风险预期改善，2023 年银行板块具备整体行情机会，建议充分关注经济恢复的节奏和预期提升的时点。目前板块估值水平对应静态 PB(LF)在 0.52 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。板块估值中枢上移，而且具备较大概率明显提升，因此维持行业“推荐”评级，建议把握经济修复逻辑，积极布局优质个股。

个股方面建议关注两条主线：

1）业绩为王，高业绩确定性个股：经营景气回升下，能力优异的银行业绩确定性更高，有望获得超额收益，关注兼具高成长和高盈利性的宁波、成都、杭州、无锡、常熟银行。

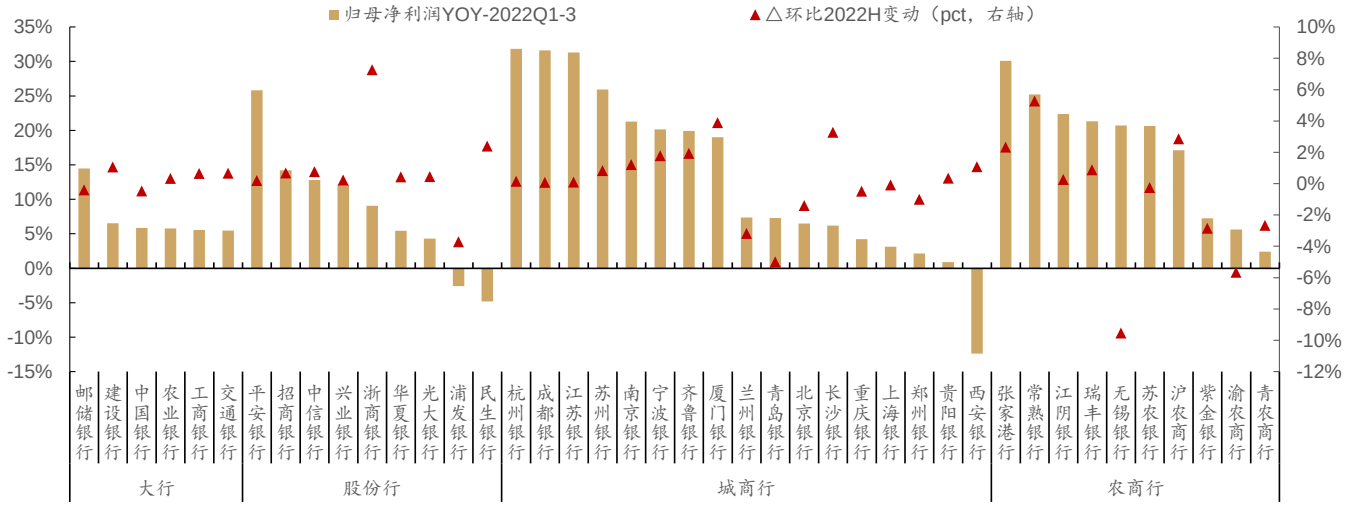
2）受益消费恢复和内需拉动的优质个股：明年整体经济聚焦于国内大循环，提升总需求和总供给，居民的消费需求有望在疫情消散后得到恢复正常以及政策的刺激拉动下提升，基建等投资落地下带动整体经济动能的提升，从这一维度出发，零售业务突出的银行以及对公客群和业务市场化高的银行更加受益，推荐宁波、招商、平安等个股。

图 66 中信银行指数 PB（LF）持续探底，11 月迎来小幅回升



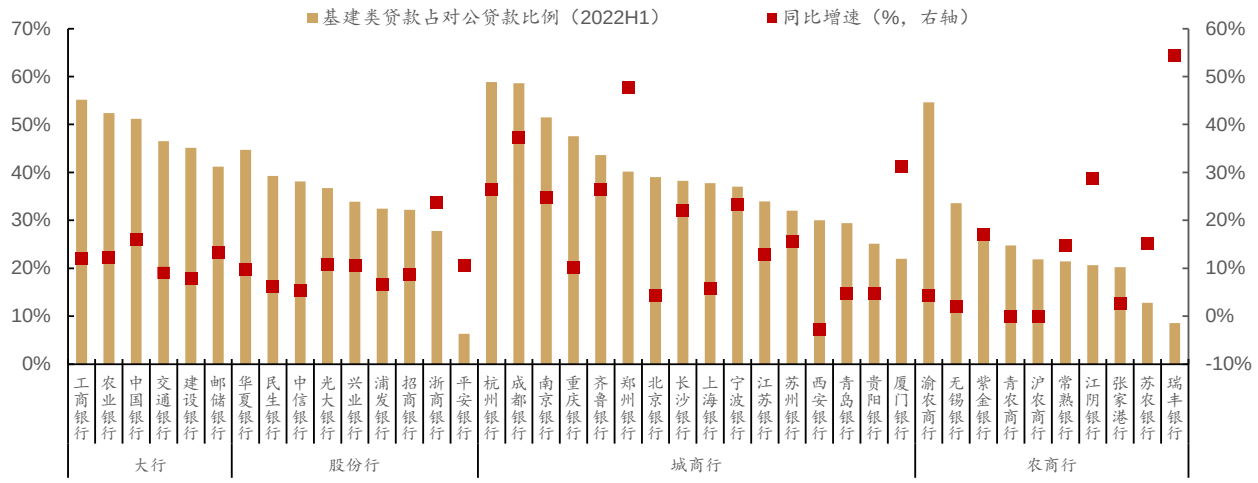
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 67 上市银行 22Q1-3 利润增速及环比上半年变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 68 上市银行 22H1 对公贷款中基建类贷款占比及增长情况



资料来源：万得资讯，华西证券研究所；注：基建类贷款口径包含交运仓储邮政、电热燃气水、水利环卫、租赁商务行业贷款。

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。