基本面改善可期，银行股续写修复

——2023 年银行业投资策略

相关研究：

1. 《房企融资政策落地，银行股估值继续修复》 2022.11.28
2. 《表外业务风险监管加强，轻资本业务更显优势》 2022.12.07

行业评级：增持

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	2.12	1.48	8.60
绝对收益	3.67	0.42	-13.50

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师： 许雯
证书编号： S0500517110001
Tel： (021) 50293534
Email： xw3315@xcsc.com

联系人： 郭怡萍
Tel： (021) 50295327
Email： guoyp@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路 88 号中国人寿金融中心 10 楼

核心要点：

❑ 2022 年回顾：信贷“量增价降”，房地产资产风险释放

2022 年新增信贷经历了季节性提升、失速下行和企稳的反复过程。虽然如期达到了稳信贷的目标，但贷款需求不足导致信贷“量增价降”。此外，房地产风险加速暴露，成为影响银行风险估值的关键因素。

❑ 2023 年展望之一：信贷结构有望优化，息差降幅或缩窄

预计明年信贷增长将保持稳健，贷款需求有望改善，宽信用传导更加顺畅，将促进贷款结构优化。基于以下三个方面的考虑，明年银行息差降幅有望缩窄：（1）贷款利率下行有望进一步趋缓；（2）负债端成本节约效应将继续释放；（3）盈利约束下存款自律机制将继续得到发挥，如果国债或 LPR 利率发生下调，银行可以随之下调存款利率，从负债端缓解息差压力。

❑ 2023 年展望之二：房地产风险趋于收敛，资产质量更加稳定

随着房企融资“三支箭”政策逐步落实，房企资金来源改善，存量项目风险暴露将减少，房地产风险趋于收敛。银行房地产业务直接风险敞口有限，按照楼市融资政策，新增贷款向优质房企倾斜，房地产资产的风险总敞口预计将保持在可控水平，上市行仍可保持整体较低的不良贷款率。当前银行板块 0.49x PB 估值对应的隐含不良贷款率高达 20.56%，对资产质量的预期明显悲观。

❑ 2023 年展望之三：大财富业务加持，中收贡献或将扩大

近年来商业银行新增表外收入主要源自大财富管理业务条线。随着美联储加息放缓，经济修复预期增强，明年资本市场表现有望好转，促进银行财富业务增收。财富管理业务易于向头部机构集中，大财富业务布局完善的股份制银行更受益于中收贡献扩大。

❑ 投资建议

近期房地产融资政策转宽，疫情防控措施优化，预计银行房地产资产风险趋于收敛，信贷需求结构有望改善。明年一季度银行仍然面临资产重定价压力，但贷款利率下行或将趋缓，负债端成本节约效应持续释放，且未来资产端利率下调或与负债端降成本措施并行，息差降幅有望缩窄。随着美联储加息放缓，经济修复预期增强，资本市场表现或向好，从而扩大财富中收对盈利的贡献。建议关注银行股估值修复两大主线：一是区域行业绩具有韧性，有望率先受益于银行基本面改善，经营表现或将领先同业；二是随着楼市风险趋于收敛，前期调整幅度较大的股份制银行估值有望继续修复，若资本市场表现向好，大财富业务布局完善的股份行将进一步受益于中收贡献扩大。维持行业“增持”评级。

❑ 风险提示

经济增长不及预期；行业信用风险释放；政策落实不及预期。

正文目录

1 2022 年经营环境与市场回顾.....3
1.1 信贷“量增价降”，银行业绩承压.....3
1.2 房地产资产风险释放，融资政策转宽.....6
1.3 行情回顾：不平静的一年.....7
2 2023 年展望：阴云渐开，基本面改善可期.....9
2.1 贷款增长稳健，结构有望优化.....9
2.2 资产、负债两端改善，息差降幅或缩窄.....14
2.3 房地产风险趋于收敛，资产质量更加稳定.....16
2.4 大财富业务加持，中收贡献或将扩大.....19
3 2023 年投资策略：两大因素推动银行股估值修复.....21
3.1 区域行或率先受益于基本面改善.....21
3.2 股份行估值修复空间充足.....22
4 投资建议.....23
5 风险提示.....24

图表目录

图 1 社融与贷款增速趋稳（单位：%）.....4
图 2 贷款需求指数处于低位.....4
图 3 2022 年中长期信贷同比少增（单位：亿）.....5
图 4 2022 年居民信贷同比少增（单位：亿）.....5
图 5 贷款利率下行与息差承压（单位：%）.....5
图 6 上市银行净利润构成.....6
图 7 房企资金环境趋紧（单位：%）.....7
图 8 上市行房地产贷款不良率提高（单位：%）.....7
图 9 近两年银行股行情回顾.....8
图 10 2022 年以来银行子版块行情表现.....9
图 11 商品房销售及个人购房贷款增长失速（单位：%）.....11
图 12 收入、消费品零售增长放缓（单位：%）.....11
图 13 2022 年消费贷增速加快下滑（单位：%）.....11
图 14 疫情扰动期间消费贷明显受累.....12
图 15 房地产开发贷有回升迹象.....13
图 16 2022 年基础设施建设投资持续加速（单位：%）.....13
图 17 贷款利率下行趋缓（单位：%）.....14
图 18 三季度商业银行息差环比持平（单位：%）.....15
图 19 中小银行存在资本补充压力.....16
图 20 上市行房地产贷款占比及增速下降.....17

图 21 上市行住房贷款占比及增速下降.....17
图 22 近两年金融机构贷款核销加速.....18
图 23 22Q3 上市行不良率继续下行，拨贷比稳中有升.....18
图 24 上市行手续费收入占比趋稳.....19
图 25 银行理财与公募基金规模持续增长.....20
图 26 2022Q3 各类机构非货币公募基金保有份额.....21
图 27 不良贷款率与 PB.....23

表 1 2022 年主要货币信贷政策.....10
表 2 楼市金融十六条及房企股权融资政策.....17
表 3 2022Q3 上市银行业绩表现.....22

1 2022 年经营环境与市场回顾

回顾 2022 年，国内外一系列事件冲击着银行经营环境。国内方面，由于受到多轮疫情扰动，各地服务业与消费场景不时关闭，居民收入增速放缓，导致信贷需求严重不足，而商品房销售长时间处于低迷区间，房企频频出现流动性危机和信用违约，项目因缺乏资金停工，进一步催生了按揭贷款断供事件。国际方面，俄乌冲突推升市场恐慌情绪和通胀预期，导致经济前景更不明朗，而美国大幅加息收缩全球流动性，美元债市场融资困难，进一步增加企业违约风险。在多重因素交织影响之下，经济稳增长与防风险的任务更加迫切。相应地，银行系统也面临着稳信贷与防风险的双重经营挑战。

宽信用推进过程曲折，信贷需求不足导致息差承压。虽然逆周期调节政策持续支持银行信贷投放，但由于实体经济处于弱周期，加上国内疫情扰动加剧，新增信贷经历了季节性提升、失速下行和企稳的反复过程，宽信用推进过程充满了曲折。在稳信贷和防风险的框架下，前 11 月金融机构贷款同比多增 1.09 万亿，实现了信贷总体增量的目标，但此时信贷需求不足体现为信贷结构调整与资产收益率下行。2022 年，企业部门提供信贷增长主动力，主要系基建投资带动配套贷款、设备更新改造信贷支持落地，而居民部门严重拖累信贷增长，反映疫情扰动下居民收入增长放缓，商品房销售与消费活动低迷。为刺激实体经济信贷需求，降准、降息等信贷支持政策出台，贷款利率已经下行到历史低点，但负债端成本改善有限，银行息差显著承压。息差下行成为 2022 年商业银行盈利增速下滑的主要原因。

房地产风险加速暴露，成为影响银行风险估值的关键因素。年初，监管方面表示，经过 2017 年来对高风险影子银行的拆解和对不良资产的处置，房地产泡沫化金融化势头得到根本扭转。2021 年开始实施的 “三条红线”和房地产贷款集中度管理让房企融资环境更加不利，今年上半年上市行房地产贷款增速仅为 0.95%，住房贷款增速仅为 1.75%，均较上年增速大幅降低。此外，商品房销售低迷进一步减少了房企资金来源，房地产市场流动性持续紧张，行业风险陆续出清。最终，按揭贷款断供事件爆发，成为影响银行风险估值的主要因素。

1.1 信贷“量增价降”，银行业绩承压

自 2021 年下半年起，经济稳增长压力凸显，信贷增长放缓，2021 年 7 月和 12 月央行分别降准 50 bp，以稳定市场流动性宽松预期。2022 年 1 月，MLF 降息 10 bp，1 年期和 5 年期 LPR 分别下调 10 bp 和 5 bp，正式拉开

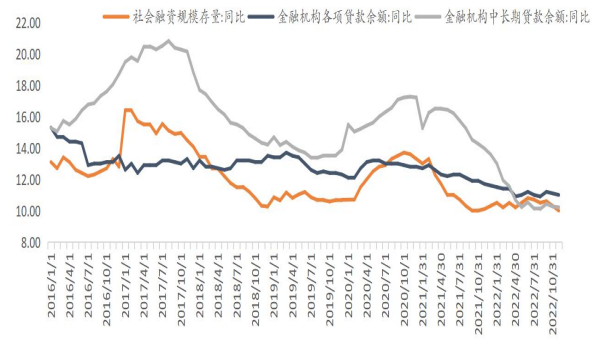
了本轮宽信用政策的序幕。

2022 年 4 月，央行宣布下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，5 月 5 年期 LPR 下调 15bp，政策支持向中长期信贷投放倾斜。除了总量货币政策工具，央行也推出了一系列结构性工具，定向支持重点领域信贷投放。在各项政策共同支持下，信贷增速维持在相对稳定水平。信贷增长虽然过程曲折，但 2022 年前 11 个月，金融机构贷款相比上年同期多增 1.09 万亿，基本达到了稳信贷的政策目标。

当前信贷投放主要受限于贷款需求端。从贷款需求指数来看，受上海等地疫情冲击，二季度贷款需求指数处于历史低点，三季度在疫后复苏和政策支持驱动下信贷需求指数有所回升。在信贷需求不足的情况下，为达到信贷稳增长目标，需要调整信贷结构和降低贷款定价。也就是说，此时信贷需求不足并不完全反映为信贷总量增长乏力，而更多体现在信贷资产结构调整，以及资产收益率或主动或被动的调降上。

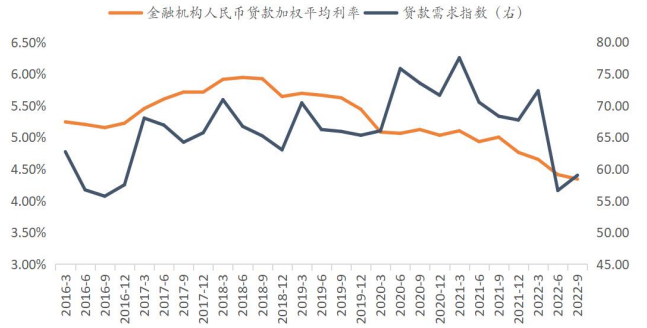
信贷结构上，2022 年信贷投放总体呈现短期化、批发化特征。前 10 月金融机构中长期贷款增速为 10.21%，而总贷款增速为 11%，中长期贷款增速相对较低，主要是受居民中长期贷款拖累。由于今年多地疫情频发，上半年防控措施趋严，导致服务业和消费活动受到影响，居民收入增长放缓，房地产销售和消费均陷入低迷，居民部门贷款需求严重不足。

图 1 社融与贷款增速趋稳（单位：%）



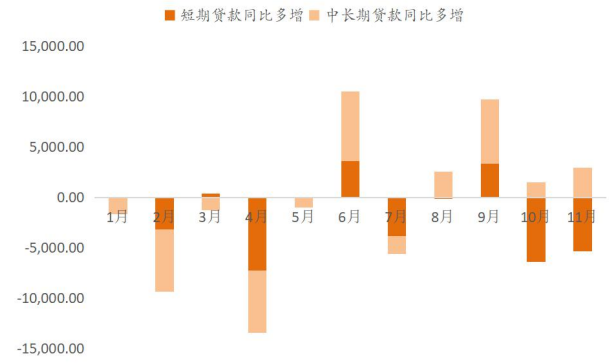
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 2 贷款需求指数处于低位



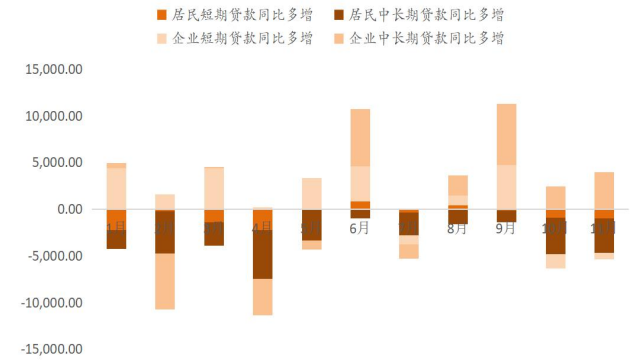
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 3 2022 年中长期信贷同比少增（单位：亿）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

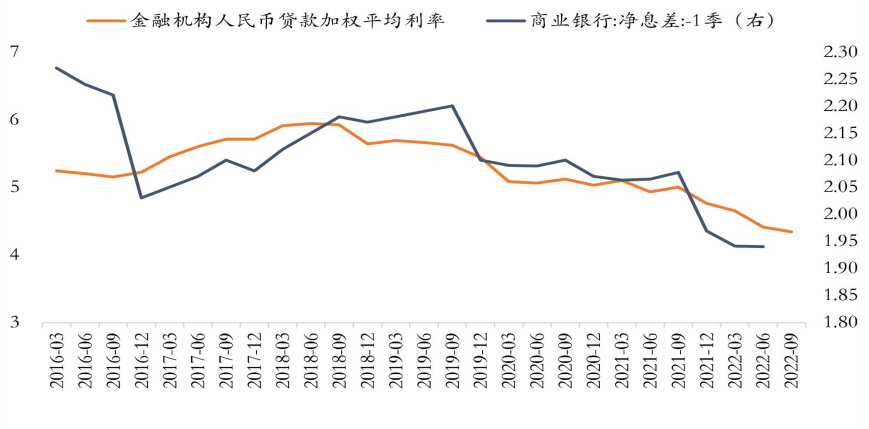
图 4 2022 年居民信贷同比少增（单位：亿）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

2022 年以来，为降低实际经济融资成本，激发信贷需求，1 年期 LPR 合计下调 15 bp 至 3.65%，5 年期 LPR 合计下调 35 bp 至 4.3%，中长期贷款利率下调幅度更大。除贷款利率下降对资产收益率形成的压力外，零售信贷和中长期信贷是银行生息率较高的资产，信贷结构变化也使得银行整体资产收益率下降。2022 年三季度，商业银行息差相比 2021 年下降了 14 bp。由于息差大幅下降，上市行营收增速和净利润增速分别较上年下滑约 5.1%和 4.6%。

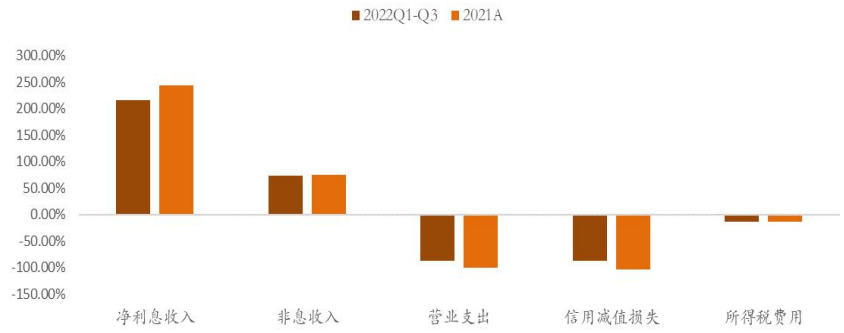
图 5 贷款利率下行与息差承压（单位：%）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

从上市银行利润构成来看，2022 年前三季度，净利息收入对净利润的贡献较上年下降了 27.41%，主要是因为息差下行。非息收入贡献下降了 2.53%，而营业支出和拨备计提对净利润的正向贡献分别增加了 13.68%和 15.76%，营业支出减少和信用成本节约使得利润增长相比于营收增长更加稳定。

图 6 上市银行净利润构成



资料来源：Wind，湘财证券研究所

1.2 房地产资产风险释放，融资政策转宽

2017 年以来，在金融行业去杠杆的要求下，房地产行业融资政策不断收紧，行业信用分化加剧，房企面临越来越大的流动性压力。2020 年 8 月，监管进一步对房企提出资金监测和融资管理的要求，简称“三条红线”，与会 12 家房企率先参与试点，根据监管要求，2021 年起在全国实行，到 2023 年底所有房企都要达标。这项规定显著增强了对房企融资的条件约束，使得房企面临更加严峻的融资环境，对房地产市场的信贷资金支持大幅下降。

除了对房企融资的条件约束外，监管也对银行的房地产贷款集中度进行限制。房地产贷款集中度管理制度从 2021 年开始实施，对于超出管理要求的银行机构，调整过渡期为 2~4 年。从上市行 2022 年中报来看，部分股份行和城商行未能满足要求，平均超出上限的幅度约为 2.5%，存量涉房贷款面临缩减压力。

同时，在疫情冲击之下，居民收入不确定性加强，商品房销售陷入低迷，房企销售资金回流减少。各种因素综合作用之下，房企流动性更加紧张，大型房企信用违约事件不断发生，在建项目因资金短缺而停工，难以及时完成交付，催生了按揭贷款断供事件。从上半年来看，上市银行房地产贷款不良率为 2.56%，较上年末上行约 0.23%，个人住房贷款不良率为 0.38%，较上年末上行 0.07%。按揭贷款断供风险暴露后，市场对银行房地产相关资产质量更加担忧，为此，7 月银行股经历了一轮明显的下调行情。

图 7 房企资金环境趋紧（单位：%）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 8 上市行房地产贷款不良率提高（单位：%）



注：仅统计披露可比数据的上市银行。

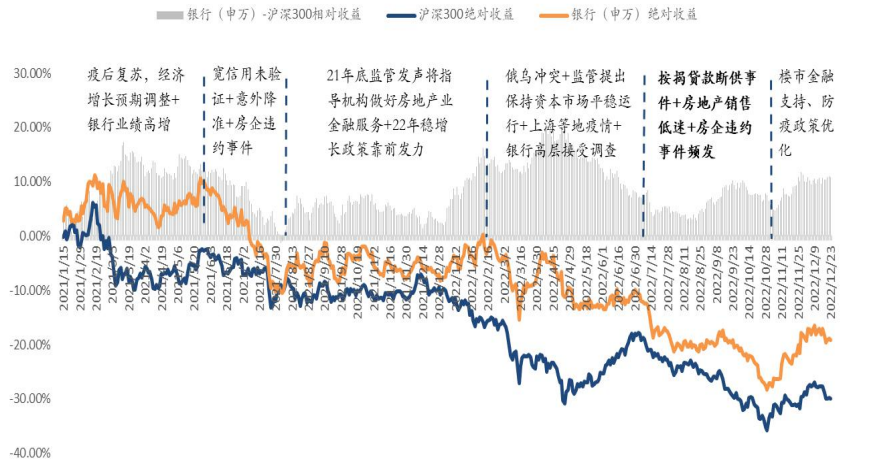
资料来源：Wind，湘财证券研究所

11 月，楼市金融十六条措施出台，民企融资“三支箭”齐发，在支持房地产项目融资的基础上，支持房企通过信贷、债券、股权等融资方式取得资金，支持存量项目获得新增信贷资金，支持优质房地产企业进行债券融资和并购融资，房地产市场融资环境大为改善。由此，银行房地产资产风险有望趋于收敛，提振了市场对其经营稳健性的信心。

1.3 行情回顾：不平静的一年

截至 12 月 23 日，银行指数较年初下跌约 12%，但由于内外部经济环境面临挑战，市场风格偏防守，银行指数依然实现了约 10%的相对收益。2022 年全年来看，随着外部事件对经营环境的反复冲击，银行指数也几经起落，相比 2021 年经历了更大幅度的调整。

图 9 近两年银行股行情回顾



资料来源：Wind，湘财证券研究所

今年首轮银行股行情自 2021 年 12 月启动。1 月金融数据表现抢眼，同时上市银行年度业绩快报显示利润高增，增强了市场对经济复苏和银行经营稳健性的预期，年初指数上涨约 8%，同时取得了绝对收益和相对收益。

2 月，俄乌冲突事件发生，对俄经济制裁引发市场对大宗商品价格上涨和经济滞胀的担忧，权益市场风险偏好下降，期间银行指数跌幅超过 15%。针对前期市场深度调整，3 月监管提出保持资本市场平稳运行，但同时美联储开始加息，股市反弹过程中资金流向偏防守的银行板块。4 月，国内多地疫情发生，防控措施趋严，严重干扰了经济正常运行。为进一步支持中长期贷款，5 年期 LPR 单独下调 15 bp。期间部分银行高层接受监察调查的影响，风险隐忧之下银行股跌去前期大部分涨幅。

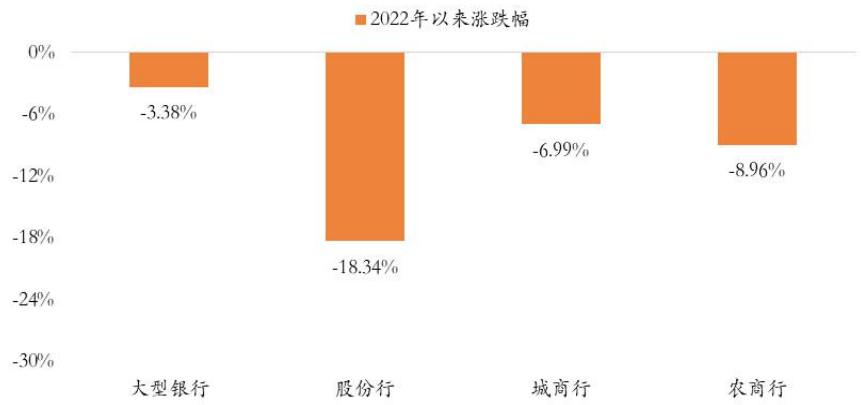
7 月，多地按揭贷款断供事件爆发，加剧对银行房地产资产质量的担忧，指数因而深度下跌。8 月，1 年期 LPR 下调 5bp 至 3.65%，5 年期以上 LPR 下调 15bp 至 4.30%。9 月阶段性调整差别化住房信贷政策落地，调息、降税等各项政策合力支持房地产市场复苏，同时银行存款挂牌利率下调，以保护银行息差，期间银行股稍有企稳。但另一方面，商品房销售持续低迷，房企违约事件不断发生，在各项因素作用下，7 至 10 月银行指数跌幅合计超过 20%。

11 月以来指数在政策利好驱动下回升。一是房地产市场融资支持政策加码，楼市金融十六条、民企融资“三支箭”等具体措施出台，在“保交楼”项目融资之外，进一步支持房企通过银行信贷、债券发行、股权等方式获得融资，减轻市场对房地产资产质量的担忧；二是疫情防控政策优化，预期生产投资积极性提高，居民收入改善，消费场景逐步恢复，将有利于促进信贷

增长与保持银行资产质量稳定。政策利好加强了基本面改善预期，银行股探底回升，收复 7 月以来的部分失地。

总体而言，2022 年银行股表现不佳的原因包括房地产资产风险暴露与信贷需求不足导致的息差下行，体现了对不良资产侵蚀净资产以及盈利能力下降的担忧。从子版块来看，与房地产资产关联度高的股份制银行经历了更大幅度的估值调整。

图 10 2022 年以来银行子版块行情表现



资料来源：Wind，湘财证券研究所，数据截至 2022 年 12 月 23 日

2 2023 年展望：阴云渐开，基本面改善可期

随着人口结构变化和经济内生动能转换的要求，地产与金融共荣共生的格局发生了变化。12 月中央经济会议提出，推动房地产业向新发展模式平稳过渡，更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹经济质的有效提升和量的合理增长。展望 2023 年，在楼市金融支持政策下，房地产风险将得到更有效的控制，而疫情防控政策优化和疫情压力逐渐缓解将提振经济预期和信心。消费活动有望率先恢复，经济好转将带动信贷需求结构优化，而楼市企稳有助于资产风险逐步收敛。此外，随着美联储加息放缓和经济预期改善，资本市场或将有所表现，银行财富管理业务有望恢复增长，扩大中间业务收入对盈利的贡献。

2.1 贷款增长稳健，结构有望优化

2022 年前 11 个月，人民币信贷同比多增 1 万多亿，基本实现了全年稳信贷目标，这是在货币信贷政策持续支持银行信贷投放的背景下完成的。三季度，上市银行贷款同比增长 11.4%，增速环比上升 0.2%，政策支持下规模增速相对稳定，信贷资产在总资产中占比进一步提升。

今年，央行货币政策总量工具和结构性工具均操作频繁，主要包括：两次下调存款准备金率，每次下调 0.25%，合计释放资金 1 万多亿，以维护流动性合理充裕；两次降息，合计下调 MLF 利率 20 bp；三次下调 LPR，1 年期 LPR 合计下调 15 bp，5 年期 LPR 合计下调 35 bp，政策向中长期贷款倾斜；首套房利率下限调整 20 个基点，以促进商品房销售；多次扩大重点领域再贷款额度，新增额度合计超过 6000 亿，定向支持交通物流、科技创新、设备更新改造等领域。

明年货币政策将保持稳健偏宽松。中央经济工作会议提出，2023 年稳健的货币政策要精准有力，央行副行长刘国强将其概括为“总量要够，结构要准”。预计对银行信贷投放的政策支持将在 2023 年得到延续，而结构性工具作为主要政策发力点，将发挥精准支持重点领域的作用。

表 1 2022 年主要货币信贷政策

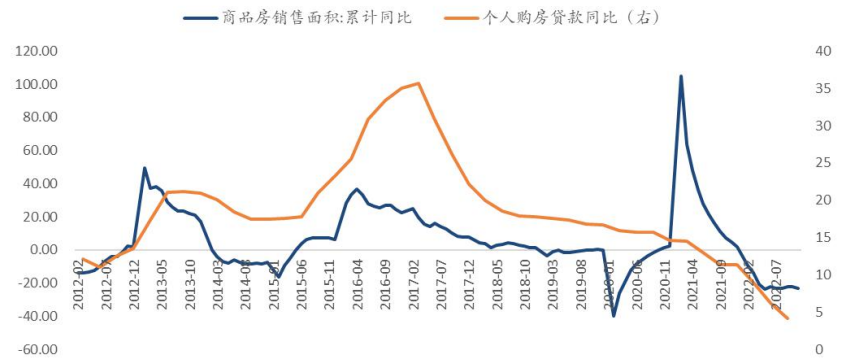
公告时间	工具类型	政策内容
2022-01	MLF	MLF 降息 10 bp 至 2.85%，逆回购利率下调 10 bp 至 2.1%
2022-01	LPR	1 年期和 5 年期 LPR 分别下调 10 bp 和 5 bp
2022-04	准备金率	下调金融机构人民币存款准备金率 0.25 个百分点
2022-04	重点领域再贷款	加快 1000 亿再贷款投放交通物流领域，创设 2000 亿元科技创新再贷款和 400 亿元普惠养老再贷款
2022-05	重点领域再贷款	增加 1000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度
2022-05	住房贷款利率下限	首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点
2022-05	LPR	5 年期 LPR 下调 15 bp 至 4.45%
2022-08	MLF	MLF 利率及 7 天逆回购利率分别下调 10 bp 至 2.75%和 2%
2022-08	LPR	1 年期 LPR 下调 5bp 至 3.65%，5 年期以上 LPR 下调 15bp 至 4.30%
2022-09	重点领域再贷款	对制造业、服务业等在第四季度更新改造设备，支持全国性商业银行以不高于 3.2%的利率积极投放中长期贷款。人民银行按贷款本金的 100%对商业银行予以专项再贷款支持。专项再贷款额度 2000 亿元以上，尽量满足实际需求，期限 1 年、可展期两次

2022-09	差别化住房信贷政策	符合条件的城市政府，可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限
2022-12	准备金率	降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点

资料来源：中国人民银行，湘财证券研究所

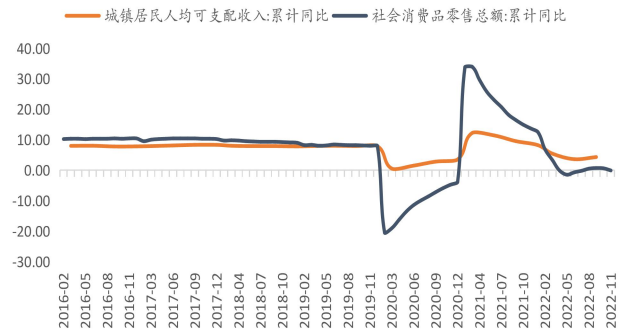
2022 年，宽信用政策传导不畅的主要原因在于信贷需求不足，其中居民部门信贷需求不足更为严重。2022 年 1 至 11 月，居民短期贷款同比少增 7000 多亿，居民中长期贷款同比少增 3 万多亿，居民贷款需求不足主要系商品房销售与消费活动低迷。全年商品房销售大幅失速，个人购房贷款增速也下行至历史低位，这其中有房地产风险暴露和居民收入下滑的影响。同样失速的还有商品零售，11 月社会消费品零售总额增速已下行至负区间，拖累短期消费贷增速较年初下降 4%以上。

图 11 商品房销售及个人购房贷款增长失速（单位：%）



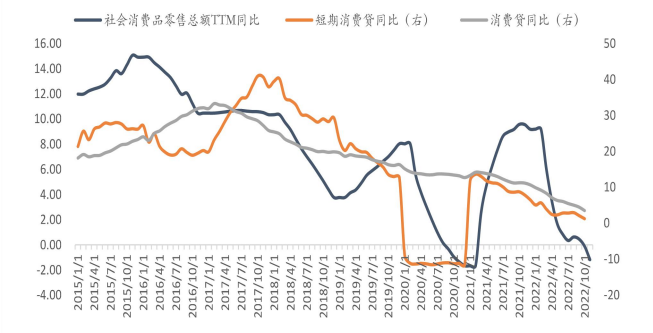
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 12 收入、消费品零售增长放缓（单位：%）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 13 2022 年消费贷增速加快下滑（单位：%）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

随着楼市融资“三支箭”政策出台和疫情防控政策优化，经济循环将进入恢复阶段，服务业和消费场景逐渐重新开放，推动商品消费和服务业率先复苏。由于消费在经济中的基础性作用，消费复苏将推动相关经济领域修复，

提高实体经济信贷需求，优化信贷需求结构。今年二季度，受疫情扰动影响，最终消费支出对 GDP 贡献度仅为 32.1%，相比一季度大幅下降了 37%。三季度消费贡献率提高至 41.3%，仍有较大修复空间。近期印发的《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》确定了“十四五”期间扩大内需战略的主要目标，明确扩大居民消费是扩大内需战略的重要环节。12 月中央经济会议进一步提出，要把恢复和扩大消费摆在明年工作的优先位置。预计 2023 年政策方面将积极作为，促进消费发挥稳增长的作用。

随着疫情扰动和楼市风险事件的影响减弱，消费贷增长或将回暖。2021 年消费贷新增 5.32 万亿，占全年新增贷款之比约为 27%，而 2022 年前 10 个月消费贷增加 1.06 万亿，其中，短期消费贷新增 519.54 亿，增速大幅减弱，主要还是受疫情扰动和楼市风险事件的影响。预计在相关政策支持下，明年消费贷增长将得到一定程度的修复。

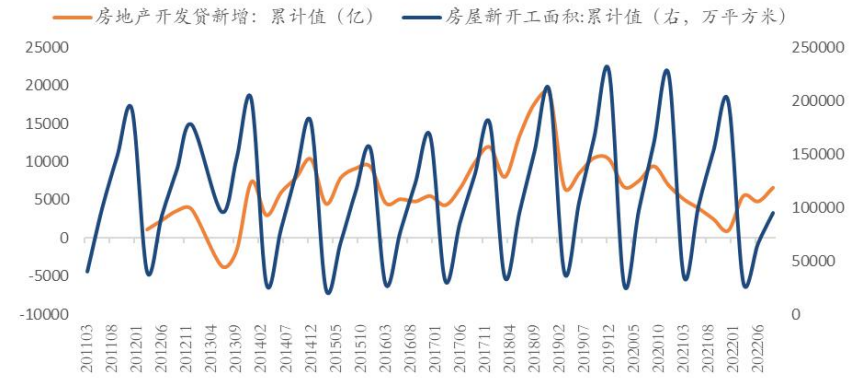
图 14 疫情扰动期间消费贷明显受累



资料来源：Wind，湘财证券研究所

由于房地产市场融资政策更加直接有效，明年房地产贷款有望企稳回升。2019 年以来，随着融资政策收紧，开发贷对房屋新开工的支持力度逐渐减弱。但在政策支持下，今年三季度开发贷已经有所回升，较年初新增 6600 亿。虽然明年房地产新开工难有明显改善，考虑到楼市融资政策提出为“保交楼”项目提供新增配套融资，预计 2023 年开发贷将继续小幅增长。此外，随着楼市风险逐渐出清，居民对商品房交付的担忧减轻，购房信心增强，而明年经济整体向好会带动居民收入上升，商品房销售和按揭贷款也有望得到边际改善。

图 15 房地产开发贷有回升迹象



资料来源：Wind，湘财证券研究所

预计明年新增基建贷款规模保持在较高水平。2022 年基础设施投资连续加快，前 11 月基础设施投资增长了 8.9%。在投资需求带动下，前三季度基础设施贷款新增 3.03 万亿，保持在 12.5%的较高增速，基本符合预期。中央经济工作会议提出要加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通，预计明年基建贷款将继续发挥稳信贷的“基石”作用。

图 16 2022 年基础设施建设投资持续加速（单位：%）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

此外，根据政策延续性要求，预计明年普惠小微和绿色信贷等重点领域贷款将保持稳定增长。从前三季度来看，普惠小微同比增速为 24.6%，绿色信贷同比增速为 41.4%，绿色贷款增长超预期。

展望 2023 年，消费贷需求具有一定修复空间，而房地产对公贷款和个人住房贷款预计将小幅改善，新增信贷将继续以基建贷款、绿色信贷和普惠小微贷款为主。总体来看，明年信贷增长将保持稳健，贷款需求有望改善，使得宽信用传导更加顺畅，促进贷款结构优化。

2.2 资产、负债两端改善，息差降幅或缩窄

展望 2023 年，由于一季度贷款进行重定价，银行阶段性息差压力仍然存在。从明年二季度起，息差降幅有望明显收窄，主要是基于以下三个方面的考虑。

一、贷款利率降幅有望继续收窄

2022 年 9 月企业贷款加权平均利率为 4.0%，较年初下降 57 bp，环比下降 16 bp，相比 6 月环比降幅 20 bp 已经收窄。10 月新发放个人住房贷款利率为 4.3%，较年初下降 133 个基点，较上月下降 4 个基点，降幅也已经明显收缩。

从政策上来看，如果明年按揭贷款降息，从当前按揭贷款投放不足的情况来看，预计对明年银行整体贷款收益率的影响较小。中央经济工作会议提出，2023 年稳健的货币政策要精准有力，意味着结构性货币政策的重要性上升，重点支持小微、绿色等重点领域。根据今年四季度普惠小微阶段性减息政策，减息不影响贷款合同利率，新发放贷款按市场化原则签订贷款合同，2023 年 1 月 1 日起普惠小微贷款仍按借款合同约定利率收息，人民银行通过利率互换方式给予金融机构等额资金补偿。存量合同不改变利率，新增合同均按照市场化原则签署，或意味着金融机构小微贷款利率将保持相对稳定。

此外，如果消费信贷需求回暖，银行对非房零售贷款具有较高议价权，非房零售占比高有利于减缓资产生息率下行，资产结构的调整将减小生息率下行压力。总体来看，贷款利率已经到达历史低位，未来贷款利率降幅有望继续收窄。

图 17 贷款利率下行趋缓（单位：%）



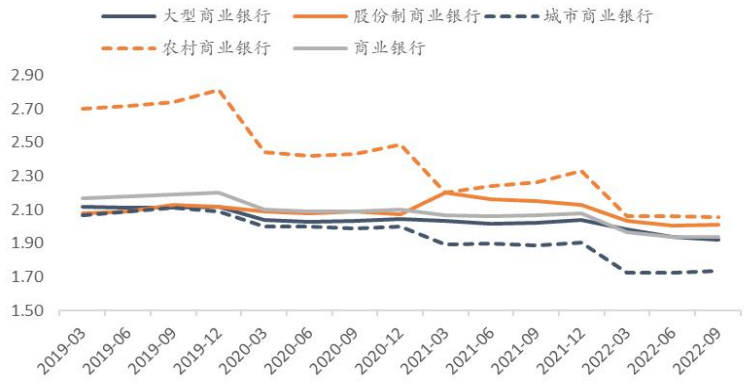
资料来源：Wind，湘财证券研究所

二、9 月存款利率下调的成本节约效应将持续释放

2022 年 9 月，多家银行宣布下调存款挂牌利率，三年期定期存款和大额存单利率下调 15 bp，一年期和五年期定期存款利率下调 10 bp，活期存款利率下调 5 bp。此次存款挂牌利率下调为自 2015 年来的首次行业自律调整，与 4 月中小银行利率加点下调不同，在居民储蓄意愿较强的情况下，将对舒缓银行计息压力产生更为积极的作用。

负债端成本节约效应影响之下，三季度商业银行息差环比持平。预计随着定期存款陆续到期和重定价，存款利率下调的节约效应将在四季度和 2023 年持续释放，减轻银行息差压力。

图 18 三季度商业银行息差环比持平（单位：%）

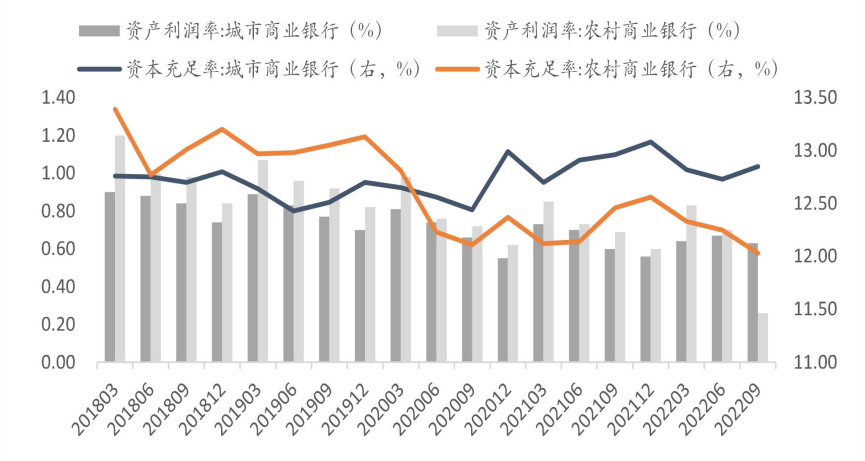


资料来源：Wind，湘财证券研究所

三、盈利约束下存款利率自律机制将继续发挥作用

当前中小银行补资本压力不减，而盈利能力却在降低。银行信贷扩张需要足够的利润用于补充资本。资本补充主要依赖内生补充方式，因此保持银行盈利能力相当重要。今年 4 月存款利率自律机制改革和 9 月存款挂牌利率下调，均反映了为银行降低成本、增强盈利能力的诉求。

图 19 中小银行存在资本补充压力



资料来源：Wind，湘财证券研究所

2022 年三季度货币政策执行报告里强调，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，着力稳定银行负债成本。如果未来要促进银行进一步降低贷款利率，或将实施负债端配套政策，从成本端舒缓银行息差压力，如引导市场资金利率走低、继续下调存款利率等。

2022 年 4 月，人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，自律机制成员银行参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率来调整存款利率水平。按照此机制，如果未来市场利率下调，银行可以随之下调存款利率，降低银行负债成本，从而缓解息差压力。

综上，银行资产端收益率下行有望进一步趋缓，负债端成本节约效应将继续释放，而存款自律机制的作用将继续得到发挥。市场对一季度重定价已经有充分预期，在信贷需求结构改善的基础上，自明年二季度起息差有望企稳。

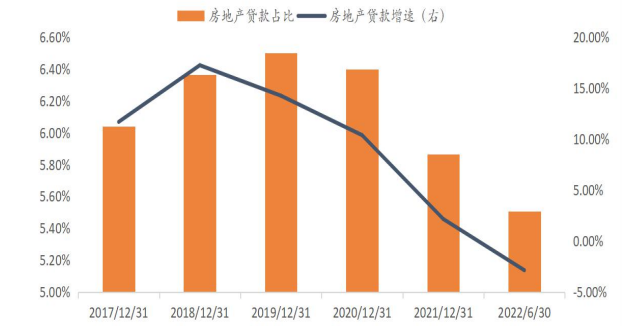
2.3 房地产风险趋于收敛，资产质量更加稳定

今年，市场对银行资产质量的关注聚焦于房地产资产。11 月以来，楼市融资政策出现转向，民企融资“三支箭”齐发。基于银行房地产直接风险敞口有限，以及楼市融资政策更加务实有效，房地产资产风险将渐渐收敛。

银行房地产业务经过多年调整，直接风险敞口有限。在“房住不炒”政策下，银行对房地产贷款保持谨慎态度，上市行房地产贷款占比呈现逐年下降趋势。截至 2022 年 6 月末，上市银行房地产贷款占比在 31%左右。其中，房地产对公贷款占总贷款之比为 5.51%，较上年末降低 0.36%，房地产对公

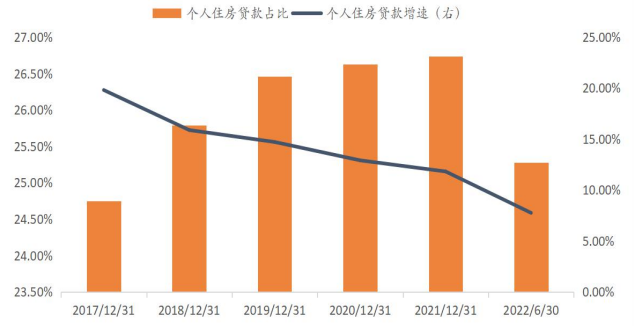
风险敞口较低，房地产贷款同比增速为-2.88%，增速下降 5%以上。个人住房贷款占总贷款的比例为 25.28%，较上年末下降 1.46%，主要是受商品房销售低迷的影响，个人住房贷款的不良贷款率较低，仍然属于银行较优质资产。

图 20 上市行房地产贷款占比及增速下降



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 21 上市行住房贷款占比及增速下降



资料来源：Wind，湘财证券研究所

稳楼市政策更加直接有效，房地产资产风险趋向收敛。近期出台的房地产市场融资措施已经紧密部署落实，通过对存量和增量的双重融资支持，房地产市场流动性增强，房地产资产风险将缓释。

在房地产开发贷、信托贷款存量方面，楼市金融十六条提出鼓励金融机构基于商业性原则与房地产企业自主协商，通过存量贷款展期、调整还款安排等方式支持项目完工交付，并允许未来半年内到期的存量融资超出原规定多展期 1 年。此项规定将给予房企更多资金周转时间，未来在融资政策和商品房需求端政策协同支持下，房企资金环境有望获得切实改善，房地产风险趋于收敛。

按照政策要求，房地产贷款增量将来自于大中行对资质较好的开发商提供并购贷款，以及“保交楼”专项借款配套贷款。12 月中央经济会议提出要确保房地产市场平稳发展，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险。如此来看，银行房地产资产的风险总敞口预计将保持在可控的水平。此外，今年房地产需求端因城施策，出台了包括公积金贷款、首付比例、购房补贴、房贷利率下调等方面的支持政策。预计明年商品房需求端放松政策继续加码，随着经济整体向好带动居民收入提高，商品房销售有望逐渐回暖，银行房地产资产质量将进一步趋于稳定。

表 2 楼市金融十六条及房企股权融资政策

政策类型	主要内容
开发贷、信托贷款存量展期	鼓励金融机构基于商业性原则与房地产企业自主协商，通过存量贷款展期、调整还款安排等方式支持项目完工交付，并允许未来半年内到期的存量融资**超出原规定多展期 1 年**。允许展期贷款不调整分类，不纳入不良贷款进行报送

“保交楼”项目新增配套融资	支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款。鼓励商业银行在商业自愿的前提下为保交楼专项借款项目提供符合条件的新增配套融资支持，可在房地产开发贷项下新设“专项借款配套融资”子科目用于统计和管理。明确按照“后进先出”原则，项目剩余货值的**销售回款要优先偿还新增配套融资和专项借款**，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
债券融资	保持债券融资基本稳定。支持**优质房地产企业**发行债券融资。推动专业信用增进机构为财务总体健康、面临短期困难的房地产企业债券发行提供增信支持
非标融资	鼓励信托等资管产品按照市场化、法治化原则支持房地产企业和项目的合理融资需求
并购融资	重点支持**优质房地产企业**兼并收购受困房地产企业项目。支持符合条件的商业银行发行房地产项目并购主题金融债券
租赁金融服务	商业银行向持有保障性住房租赁项目认定书的保障性租赁住房项目发放的有关贷款，不纳入房地产贷款集中度管理。支持住房租赁企业发行信用债券和担保债券等直接融资产品
股权融资	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；**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；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；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
权益基金	发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；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
金融管理	**合理延长房地产贷款集中度管理过渡期**，阶段性优化房地产项目并购融资政策

资料来源：中国人民银行，证监会，湘财证券研究所

上市银行整体不良贷款率仍可保持在较低水平。今年三季度，上市银行不良贷款率为 1.21%，环比略有下降，拨贷比为 3.84%，环比稳中有升。尽管今年以来房地产风险暴露加大，但制造业等其他领域不良率下降，加上不良资产及时核销，上市银行整体不良率依旧保持在较低水平。关注贷款率方面，三季度股份行关注贷款率略有上升，环比上升 0.07%至 2.10%，城商行和农商行的关注贷款率有所下降，分别为 1.42%和 1.44%。随着楼市融资政策落实，银行资产风险可以得到有效控制，从而能够维持不良贷款率稳定。

图 22 近两年金融机构贷款核销加速



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 23 22Q3 上市行不良率继续下行，拨贷比稳中有升



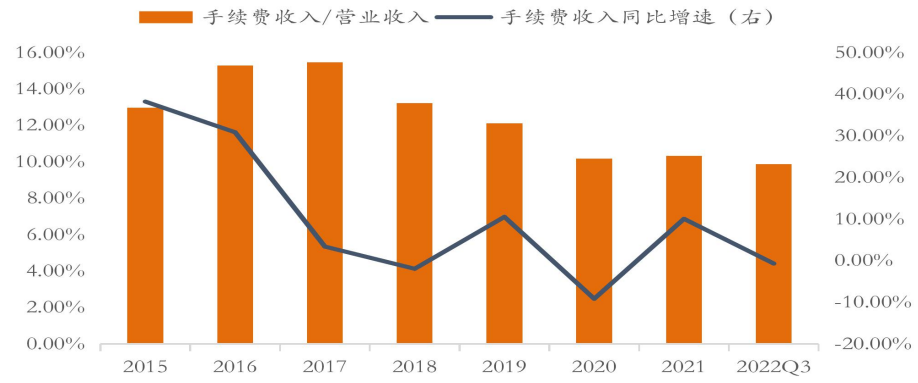
资料来源：Wind，湘财证券研究所

2.4 大财富业务加持，中收贡献或将扩大

随着经济增速周期性放缓与多层次资本市场发展，银行传统业务增长存在压力，向轻型银行转型成为银行寻求增长的突破点，而财富管理业务是轻资产业务的重要抓手。在新发展格局下，商业银行致力于打造“财富管理+理财+投行”大财富价值链，以提高客户综合服务能力，扩大中间业务收入对银行利润的贡献。

2022 年是《资管新规》全面落实的开端之年。在过去四年过渡期中，银行理财业务按照监管要求，逐步卸下“类信贷”模式的包袱，理财刚性兑付的时代已经过去，表外业务风险大幅压降。与此同时，上市银行手续费收入在营业收入中的份额自 2017 年峰值逐渐下降，下降幅度超过了 5%，但 2021 年起手续费收入占比开始趋稳。2022 年前三季度，上市银行营业收入中手续费收入占比为 9.87%。其中，股份制银行手续费收入占比最高，平均占比约 16%，其次为大型银行，比重约为 13%。前三季度，上市银行手续费收入增速下降，主要是受经济弱周期和资本市场动荡的影响，财富管理业务收入下滑。

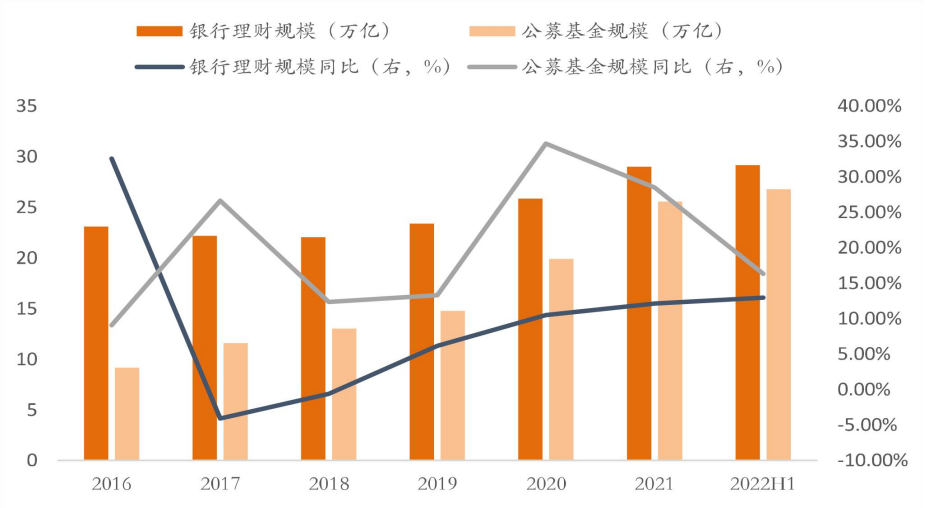
图 24 上市行手续费收入占比趋稳



资料来源：Wind，湘财证券研究所

近年来，商业银行新增手续费收入主要源自资产托管、代销金融产品和理财业务，这些业务同属于银行大财富管理条线。受益于财富市场的扩张，银行大财富管理业务发展较快。根据银行业协会数据，2021 年末银行业资产管理类产品托管规模达 148.99 万亿元，较上年末增长了 10.07%；银行业资产托管投资组合达 26.01 万个，较上年末增长 8.74%。截至 2022 年 6 月，银行理财规模为 29.15 万亿，同比增长 12.98%，公募基金规模为 26.79 万亿，同比增长 16.33%，持续保持增长态势。

图 25 银行理财与公募基金规模持续增长



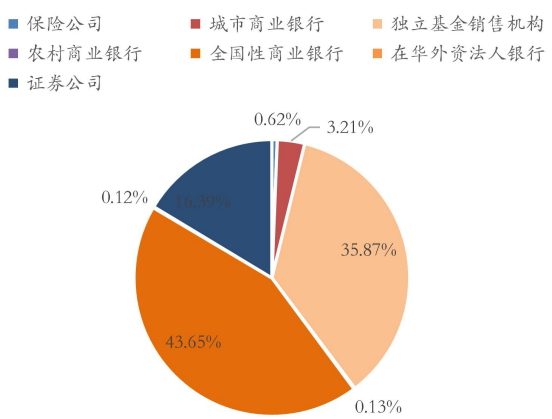
资料来源：中国理财网，中国证券投资基金业协会，湘财证券研究所

根据麦肯锡预测，2020 年到 2025 年中国财富管理市场年复合增长率将达 10%左右，到 2025 年市场规模有望超过 330 万亿元人民币。银行坐拥最广泛的财富客群，是金融产品销售的主要渠道，将持续受益于财富市场扩张，在金融产品代销、理财等方面提高中间业务收入。

此外，商业银行在养老理财业务上具有产品组织和客群优势，可以借养老业务发展契机扩大理财业务规模。中国已经步入人口老龄化阶段，目前养老保险体系发展不足，第三支柱养老比例偏低，未来养老理财需求将进一步增加。2022 年 11 月，中国银保监会印发了《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》，推动商业银行和理财公司的个人养老金业务加快落地。按照规定，个人养老金资金可以用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等，由于养老产品应具有稳健性和长期性，银行对这类产品的组织和销售已经驾轻就熟。同时，银行客群相对保守，更倾向于保有这类稳健产品，这让银行拥有一定的先发优势。

另外，财富管理业务作为轻资产业务，易于向头部机构集中，头部机构的先发优势将得到巩固。今年三季度，全国性商业银行的非货币公募基金保有份额高达 43.65%，而城农商行保有份额不足 4%。

图 26 2022Q3 各类机构非货币公募基金保有份额



资料来源：Wind，湘财证券研究所

大财富管理业务是商业银行向轻型银行转变的主要战略方向。近年来商业银行新增表外收入主要源自大财富管理业务条线，在大财富管理业务方面布局领先、综合服务能力强的大中型银行在业务竞争中具有相对优势，有望在未来持续提高中间业务收入贡献。随着美联储加息放缓，经济修复预期增强，明年资本市场表现有望好转，有利于银行财富业务增收，扩大中间业务收入对盈利的贡献。

3 2023 年投资策略：两大因素推动银行股估值修复

一般来说，当经济处于复苏阶段，或宽信用取得实质进展时，银行未来经营业绩提升的预期加强，会提振银行板块行情，而信贷需求不足与息差下行会压制银行股表现，资产潜在风险扩大则往往是银行股估值深度调整的主要原因。展望 2023 年，两大因素改善将推动银行股估值修复：一是随着防疫政策优化与楼市融资措施落地，信贷需求结构有望改善，区域行经营表现或将领先；二是随着楼市风险进一步收敛，前期调整幅度较大的股份制银行估值有望继续修复。

3.1 区域行或率先受益于基本面改善

明年银行基本面改善可能体现在以下三个方面：首先，宽信用政策传导更顺畅，信贷需求端有望改善，反映为信贷结构优化，如零售贷款需求提高；其次，二季度后息差趋于稳定，改善因素可能来自负债端成本节约，或资产端收益率企稳；再者，财富管理业务增长，扩大中间业务收入对盈利的贡献。

首先，如果信贷需求结构改善，区域银行或将率先受益。今年前三季度，

大型银行资产同比增速提高，承担了更多金融调节的功能，其他各类银行的资产增速均有所下降。随着经济逐渐恢复和新旧动能转换，信贷业务具有差异化经营特点的区域银行或将率先受益，“以量补价”效应有望增强，从而提升未来业绩表现。

表 3 2022Q3 上市银行业绩表现

2022/9/30	总资产增速	存款增速	贷款增速	营收增速	拨备前利润增速	非息收入增速	归母净利润增速
大型银行	12.52%	11.59%	12.80%	2.36%	1.50%	-5.87%	6.47%
股份行	7.36%	11.05%	7.53%	1.91%	-0.49%	4.51%	9.39%
城商行	11.79%	12.86%	13.47%	9.78%	8.59%	19.70%	15.20%
农商行	8.39%	9.61%	10.21%	4.14%	2.94%	10.79%	12.98%
合计	11.08%	11.53%	11.45%	2.83%	1.53%	-0.70%	8.02%

资料来源：Wind，湘财证券研究所

其次，区域行息差韧性较强，有利于保持业绩稳定。息差韧性主要来自以下两个方面：一是负债端高成本，相对而言更受益于存款利率下调，成本节约效应将持续释放；二是资产端针对小微客群的定价弹性相对较高，如果信贷需求回暖，资产收益率有望企稳回升。今年三季度，部分区域行息差环比改善，已经表现出一定的息差韧性。

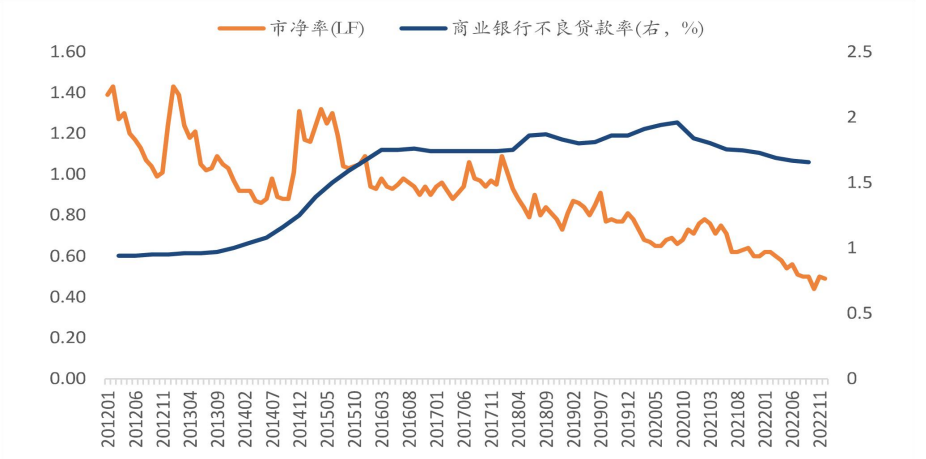
再者，区域行表现出一定的非息收入增长韧性，受资本市场波动的影响比较小。如果明年资本市场表现向好，财富管理业务布局良好的区域行将受益。

综上，在明年经济企稳复苏的预期下，区域行有望率先受益于信贷需求结构改善和息差企稳。优选信贷业务具有差异化经营特色、财富管理业务布局领先的区域银行股。

3.2 股份行估值修复空间充足

从长时间维度看，银行 PB 估值水平与不良贷款率大致呈现反向关系。当不良贷款率提高时，市场担忧未来资产风险释放将侵蚀银行净资产，因此给予银行股低于账面价值的估值。近两年商业银行不良贷款核销加快，加上政策持续呵护小微等重点领域信贷投放，银行不良贷款率总体呈现下降态势，而 PB 估值随之下降，主要是因为在估值中隐含了对未来信用风险扩大的担忧。

图 27 不良贷款率与 PB



资料来源：Wind，湘财证券研究所

房地产行业信用风险暴露是 2022 年银行股估值深度调整的主要原因，当前银行板块 0.49x PB 的低估值蕴含着对资产质量的担忧。在不良损失率为 0.5 的假设条件下，上市银行隐含不良贷款率高达 20.56%。三季度上市银行不良贷款率均值仅为 1.31%，而根据中报数据，不良贷款率相对高的房地产对公贷款占比仅为 5.51%，对资产质量的预期明显悲观。

11 月以来，楼市融资政策出现转向，房企融资环境大为改善，政策向存量项目和优质房企倾斜，银行房地产资产的风险总敞口预计将保持在可控的水平，市场关心的房地产资产风险将渐渐收敛和趋稳。12 月中央经济会议也明确定调，要确保房地产市场平稳发展，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险。如此来看，房地产风险集中释放将告一段落。

股份制银行在楼市风险事件中经历了更大幅度的估值调整，随着房地产资产风险进一步趋于收敛，股份制银行估值修复空间相对更足。另外，美联储加息放缓与经济修复预期将支撑资本市场表现向好，股份制银行的大财富业务布局相对完善，有望进一步受益于中收贡献扩大。

4 投资建议

近期房地产融资政策转宽，疫情防控措施优化，预计信贷需求结构有望改善，银行资产风险趋于收敛。明年一季度银行仍然面临资产重定价压力，但贷款利率下行趋缓，负债端成本节约效应持续释放，且未来资产端利率下调或与负债端降成本措施并行，息差降幅有望缩窄。随着美联储加息放缓，经济修复预期增强，资本市场表现或将向好，从而扩大财富中收对盈利的贡献。建议关注银行股估值修复两大主线：一是区域行业绩具有韧性，有望率

先受益于银行基本面改善，经营表现或将领先同业；二是随着楼市风险趋于收敛，前期调整幅度较大的股份制银行估值有望继续修复，若资本市场表现向好，大财富业务布局完善的股份行将进一步受益于中收贡献扩大。维持行业“增持”评级。

5 风险提示

经济增长不及预期；行业信用风险释放；政策落实不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性： 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。