

疫后复苏，首推平安

——来自海外四国的经验

行业评级：看好

2023年1月28日

分析师 梁凤洁
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn
电话 021-80108037
证书编号 S1230520100001

分析师 邱冠华
邮箱 qiuguanhua@stocke.com.cn
电话 021-80105900
证书编号 S1230520010003

研究助理 周源

我们自2022年11月13日市场首个底部翻多银行板块，看好银行股三重奏行情，三重奏分别为疫情放开、地产化险、经济修复。前期疫情冲击，对银行零售业务冲击大于对公业务，22H1各家上市银行零售分部ROA同比平均下降10bp，而对公业务上升6bp。

当前，防疫已放开、经济正复苏，哪些银行最为受益？本报告复盘了英国、美国、日本、新加坡四国防疫政策演变与疫后零售业务变化，并研究了各家银行受益路径与程度，供各位投资者参考。

银行零售业务受疫情冲击影响大于对公

	工行	建行	交行	农行	中行	邮储	招行	民生	中信	光大	平安	浙商	宁波	平均
Δ对公ROA (22H1-21H1)	12bp	-26bp	-4bp	-22bp	2bp	-5bp	-11bp	26bp	23bp	25bp	24bp	28bp	-2bp	6bp
Δ零售ROA (22H1-21H1)	-17bp	-8bp	-45bp	58bp	27bp	-14bp	10bp	-19bp	-20bp	-18bp	-25bp	-68bp	4bp	-10bp

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：分部ROA=分部税前利润×(1-25%)/分部资产的期初期末均值，分部ROA已年化，平均值的计算方法为简单平均。

1、防疫调整如何利好银行

(1) **海外防疫政策复盘**：①**激进型：英美**。防疫转变早，从转变到放开历时长。2021年3月、4月英美放宽管控，至完全放开历时1年。②**平稳型：新加坡**。调整更从容，疫苗接种率高。2021年6月放宽管控，疫苗接种率67%，大于英美的2%和21%。③**保守型：日本**。管控时间长、封控次数多。

(2) **疫后银行零售业务**：①**消费信贷复苏**。22Q3，海外四国的消费贷款增速均已修复至疫前（19Q4）水平。22Q3末，新加坡的信用卡贷款、美国的消费贷款规模分别较疫前提高10%、14%。②**零售风险改善**。新加坡和美国经验表明，防疫放宽后，贷款风险改善，资产质量向好。22Q3末，新加坡信用卡贷款展期率较防疫放宽时下降4pc，较疫前下降6pc；美国消费贷款逾期率为1.92%，低于1987年以来6%分位数，较疫前下降41bp。

(3) **国内外情况的对比**：①**春节期间出行、消费恢复明显**。出行方面，全国铁路、航空客运量较2022年同期增长57%、80%，修复至2019年的89%、73%；消费方面，国内出游人次、旅游收入较2022年同期增长23%、30%，修复至2019年的77%、72%。②**中国复苏效果可能更优**。国内放开晚，前期积蓄消费需求释放动能强；通胀压力小，日本、新加坡放开后通胀高企抑制复苏，wind一致预测中国放开后CPI增速与疫前水平持平。

2、疫后复苏利好哪些银行

疫后复苏，银行零售业务受益程度大。参考海外经验，居民消费恢复，将提振消费信贷需求、改善银行资产质量。我国放开后，零售型银行更受益：表内，消费贷款、个人经营性贷款将迎来需求与风险的双重改善；表外，银行财富业务受益于线下展业场景、资本市场的双重修复。

(1) **非房零售贷款高占比银行受益**：①**平安**：最受益于零售信贷需求恢复。22Q2末，非房零售贷款占比前二（51%）。②**宁波**：受益于消费信贷需求恢复。22Q2末，消费贷占比前二（24%）。③**常熟**：最受益于小微信贷需求恢复。22Q2末，非房零售、经营贷款占比均最高（52%、38%）。

(2) **高风险偏好、风控强银行受益**：疫情冲击使零售贷款风险暴露，2021年发行的消费贷款ABS，16个月后累计违约率高于疫前同类ABS约49bp。疫情发生后，零售贷款收益率下行，不良率上行，风险收益出现背离。根据高收益高风险的匹配原理，**平安、常熟、宁波更受益于疫后风险改善**。22H1，平安、常熟、宁波零售贷款收益率7.54%、7.39%、6.97%，排名前三。平安最受益于消费贷款风险改善，常熟最受益于经营贷款风险改善。

(3) **财富管理业务强的银行将受益**：疫情影响消退，银行财富、私行等业务线下展业更便利；资本市场回暖，也将驱动银行财富中收增长。零售客户基础好、财富管理规模大的**招行、平安最受益**。22Q2末，招行、平安的非存款AUM占总资产94%、51%，私行AUM占38%、30%，排名前二。

3、投资策略

(1) **行业观点：把握复苏主线**。参考新加坡经验，放开后6个月疫情消退。国内首轮感染高峰已经结束，节奏快于预期；次轮疫情的规模有望缩小。随着疫情变量对经济抑制作用改善，银行股有望迎来估值修复。参考2022年3月上海封城前一个月，对应银行板块估值的潜在修复空间为17%。

(2) **个股选择：零售银行受益于信贷需求修复、资产质量改善、财富管理回暖，盈利能力有望回升**。首推修复弹性最大的**平安银行**，同时推荐**常熟银行、宁波银行、招商银行**。以22H1数据静态测算，预计疫后复苏将驱动平安、常熟、宁波、招行的ROE分别提升2.1pc、1.6pc、1.5pc、1.0pc。

4、风险提示：疫情影响超预期、宏观经济失速、不良大幅增发。

目录

CONTENTS

01

防疫调整如何利好银行

海外防疫政策复盘

疫后银行零售业务

国内外的情况对比

02

疫后复苏利好哪些银行

利好零售型的银行

表内关注零售业务

表外关注财富业务

03

投资策略

行业观点 | 个股选择

04

风险提示

01

防疫调整如何利好银行？

海外防疫政策复盘

疫后银行零售业务

国内外情况的对比

海外国家防疫政策演变可归纳为激进、平稳、保守三类。

- **激进**：英美防疫政策更早转变，从转变到放开历时长。2021年3月、4月英美分别放宽管控措施，至全国完全放开历时1年。
- **平稳**：新加坡防疫调整更从容，疫苗接种率高。2021年6月新加坡放宽管控，疫苗接种率67%，大于英美放开时的2%和21%。
- **保守**：日本防疫的调整偏保守，防疫转变前管控时间长、频次多。2021年10月日本放宽管控，放开前共历经4次大规模的封控。

海外典型国家防疫政策演变情况

防疫政策	国家	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
激进	英国	3月, 封城	5月, 复工复产		11月, 封城	1月, 封城 3月, 实施四步解封路线		7月, 全面解封	12月, Omicron蔓延, 居家办公	2月, 国内完全放开 3月, 取消入境限制			
激进	美国	3月, 居家令	4月, 经济重启		12月, 多州重启居家令	1月, 提出防疫政策转变	4月, 已接种疫苗者可国内旅行	7月, Delta毒株蔓延, 强制疫苗令	11月, 放宽入境限制	3月, 国内完全放开	6月, 取消入境限制	9月, 宣布疫情结束	
平稳	新加坡		4月, 封城 6月, 解封				6月, 提出共存目标	8月, 逐步放开	10月, Omicron蔓延, 防疫收紧	3月, 宣布进入共存		8月, 开放入境	10月, 取消聚集限制
保守	日本		4月, 进入紧急状态 5月, 解除紧急状态			第二次进入紧急状态	第三次进入紧急状态	第四次进入紧急状态	10月, 全面解除紧急状态	3月, 国内完全放开			10月, 取消入境限制

数据来源：Our world in data, Bloomberg, 浙商证券研究所。注：疫苗接种率=该国全流程接种疫苗人数占比，颜色越红代表防疫政策越严格。

参考海外经验，我们发现英国、美国、新加坡、日本的防疫政策放宽后，消费贷款需求提振、风险改善。

- **需求端**：四国经验表明，防疫政策放宽后，消费信贷均有复苏迹象，22Q3各国消费贷款的增速均已修复至疫前（19Q4）水平。但复苏程度还与各国国内通胀压力、财政补贴力度、疫苗接种情况、民众对防疫的态度等因素有关。
- **风险端**：新加坡和美国经验表明，防疫政策放宽后，消费贷款风险均有改善，疫后消费贷款的资产质量好于疫前。

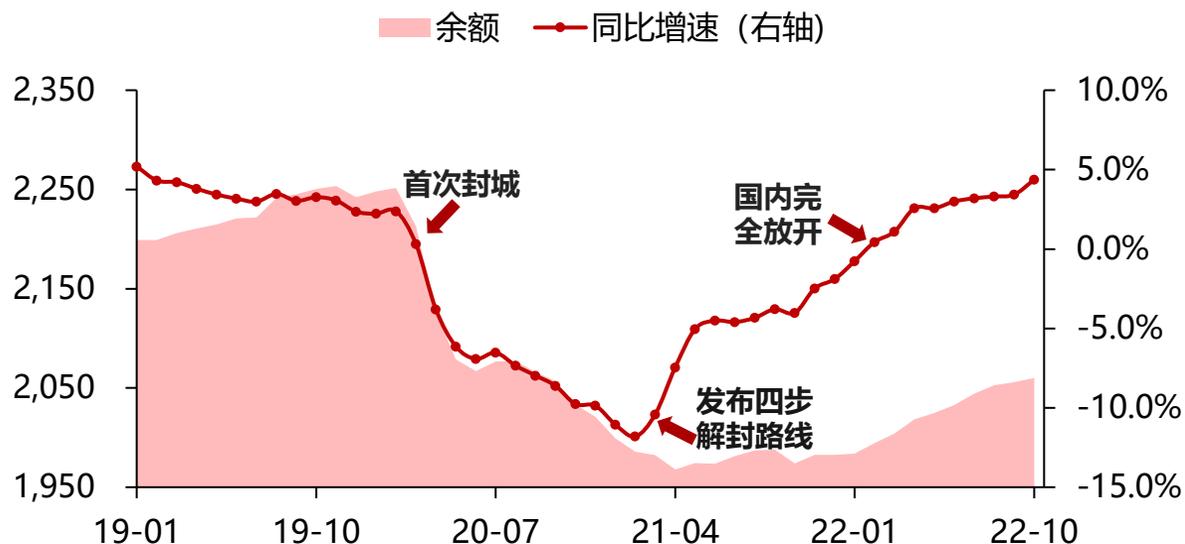
国家	防疫调整	总体情况	背后归因	零售需求	零售风险
英国	防疫政策最早放宽	消费信贷复苏乏力	通胀、货币贬值压制，导致消费者缺乏信心。	22Q3末消费贷款： ①同比增速：3%；②较疫前规模：-8%。	
美国	防疫政策放宽时间较早，和英国类似	消费信贷复苏强劲 资产质量好于疫前	财政补贴刺激消费下，居民的收入不降反升。	22Q3末消费贷款： ①同比增速：12%；②较疫前规模：+14%。	22Q3末，消费贷款逾期率1.92%，低于1987年以来6%分位数，较疫前下降41bp。
新加坡	防疫政策调整从容	消费信贷复苏较快 消费信贷风险改善	居民的疫苗接种率高，放宽时新增死亡率低。	22Q3末信用卡贷款： ①同比增速：26%；②较疫前规模：+10%。	22Q3末信用卡贷款展期率： ①较防疫政策放宽时下降4pc ②较疫前下降6pc。
日本	防疫政策最晚放宽	疫后消费逐步回暖 总体表现不及预期	民众偏防疫、老龄化。	22Q3末消费贷款： ①同比增速：1%；②较疫前规模：-5%。	

数据来源：wind，英国央行，美联储，美国国会，新加坡金融监管局，日本央行，浙商证券研究所。

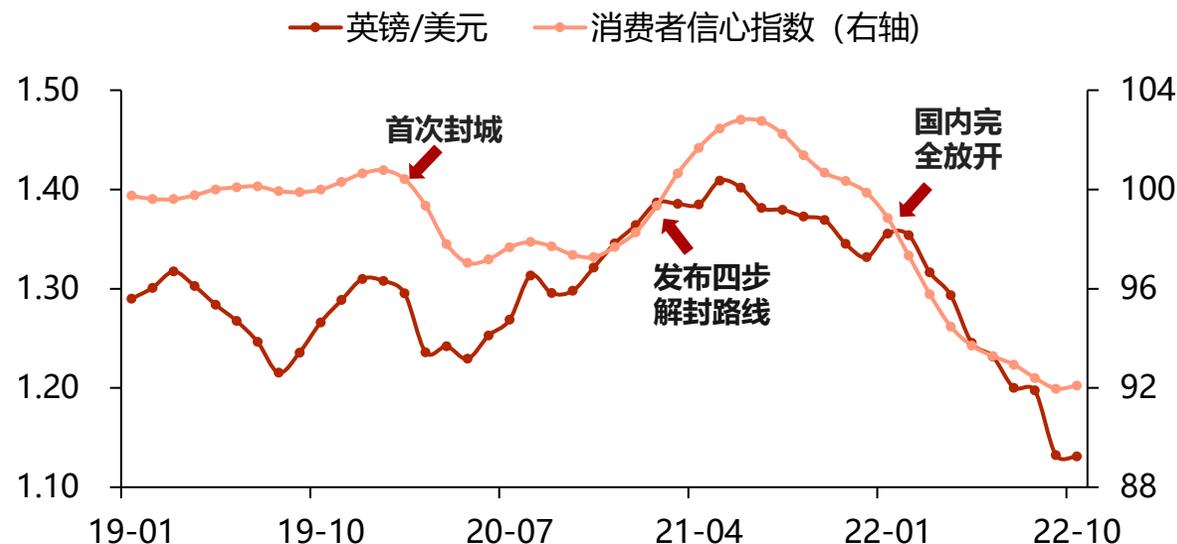
英国经验：防疫政策最早放宽，但消费信贷需求复苏较乏力，主要受通胀、货币贬值压制，消费者缺乏信心。

- **消费复苏较乏力：**截至22Q3末，英国消费贷款同比增速为3.4%，已修复至疫前水平，但规模不足疫前的92%，复苏较为乏力。
- **归因于通胀压制：**英国防疫政策最早放宽，但整体消费复苏不如美国、新加坡等国家，主要受到本国通胀、英镑贬值压制。2022年2月，英国完全解除防疫限制，但受年初能源价格上涨影响，国内通胀严重，在美联储加息影响下，英镑进一步贬值，国内通胀加剧，消费复苏乏力。截至22Q3末，英镑/美元较年初贬值超15%，消费者信心指数处于1974年以来的最低水平。

英国消费贷款余额及同比增速



英镑汇率与英国消费者信心指数

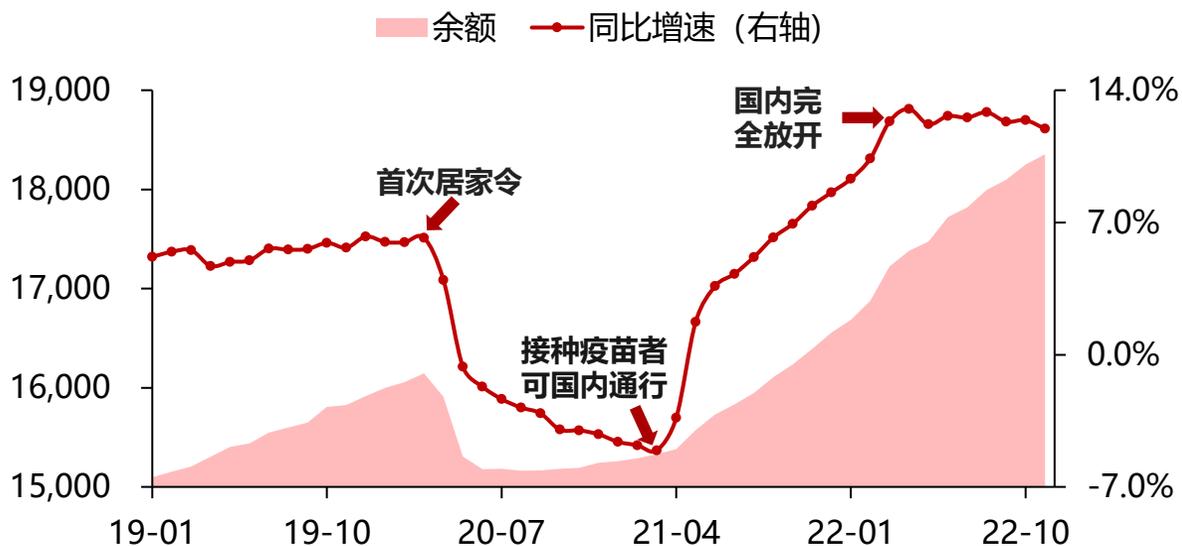


数据来源：wind，英国央行，浙商证券研究所。注：消费贷款不含学生贷款，消费贷款余额的单位为亿英镑。

美国经验：各类补助刺激下，消费复苏强劲。

- **消费复苏强劲。**截至22Q3末，美国消费贷款余额已增长至1.8万亿美元，规模较疫前增长14%。分阶段来看：①2021年4月，美国放宽防疫限制，随后消费贷款规模迅速反弹；②2022年3月，美国完全放开，随后8个月，全美消费贷款增速均超过12%。
- **归因补助刺激。**2020年后，美国出台各类法案刺激消费，致使疫后居民收入不降反升。截至2022年12月9日，政府给予家庭的财政补助近2万亿美元，近三年补助约占2020年全美GDP的9%；22Q3末美国人均年收入达5.6万美元，较疫前提升11.7%。

美国消费贷款余额及同比增速



数据来源：wind，美联储，美国国会，浙商证券研究所。

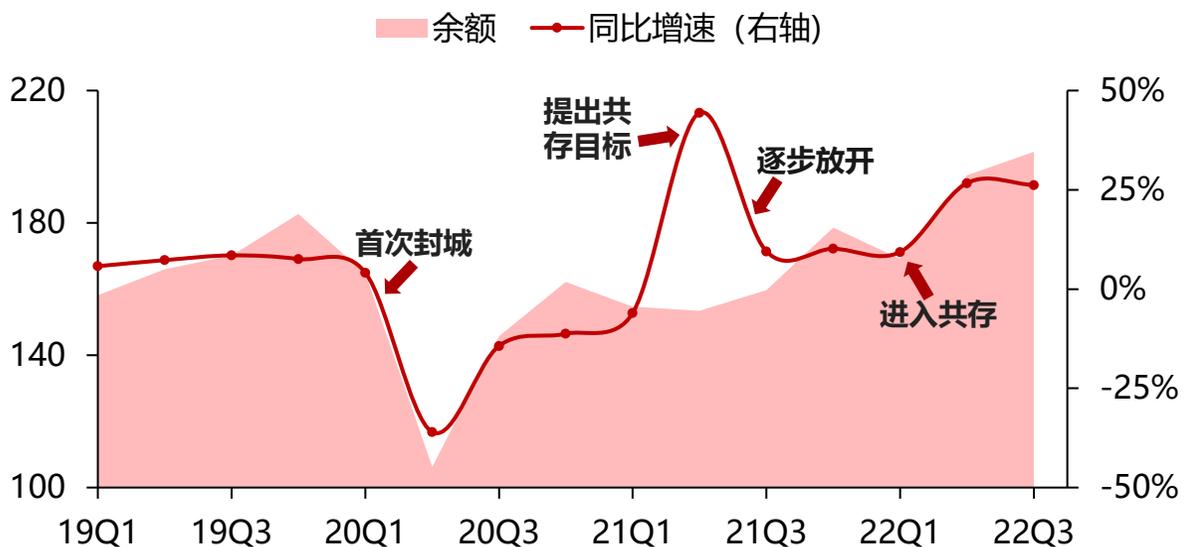
美国政府在疫情期间对美国家庭给予的财政补助

财政补助项目	财政补助金额 (亿美元)
现金补助	8,450
收入补助	8,150
税收补助	1,860
其他补助	1,110
医疗补助	195
总额	19,765
近三年财政补助约占2020年GDP	9%

新加坡经验：疫苗接种率高、死亡率低，防疫调整更从容，消费复苏较快。

- **防疫政策放宽后，新加坡信用卡贷款的增长较快。**截至22Q3末，新加坡信用卡贷款余额已增长至202亿新元，规模较疫前增长10%。分阶段来看：①2021年8月，新加坡放宽防疫限制，随后三个季度，信用卡贷款余额均保持10%左右的增长；②2022年3月，新加坡进入与新冠共存的时代，随后两个季度，信用卡贷款余额的增速均超过26%，增速较上一阶段明显加快。
- **归因于疫苗接种率高、死亡率低，防疫调整从容。**①疫苗接种率高。防疫放宽、进入共存时，全流程接种率达68%、88%；②死亡率低。防疫放宽时，新增死亡率为百万分之0.1，明显低于英美、略低于日本；进入共存时，明显低于英美，略高于日本。③调整从容。新加坡防疫转变是渐进的，放宽管制到进入共存历时近10个月，且放宽前疫情控制较好，放宽后调整时间充足。

新加坡信用卡贷款余额及同比增速



数据来源：wind，新加坡金融监管局，our world in data，浙商证券研究所。注1：接种率的单位为%。注2：死亡率的单位为百万分之一，例如新加坡在2021年8月10日，新增死亡率为百万分之0.1人，也即平均一千万人有1人死于新冠。

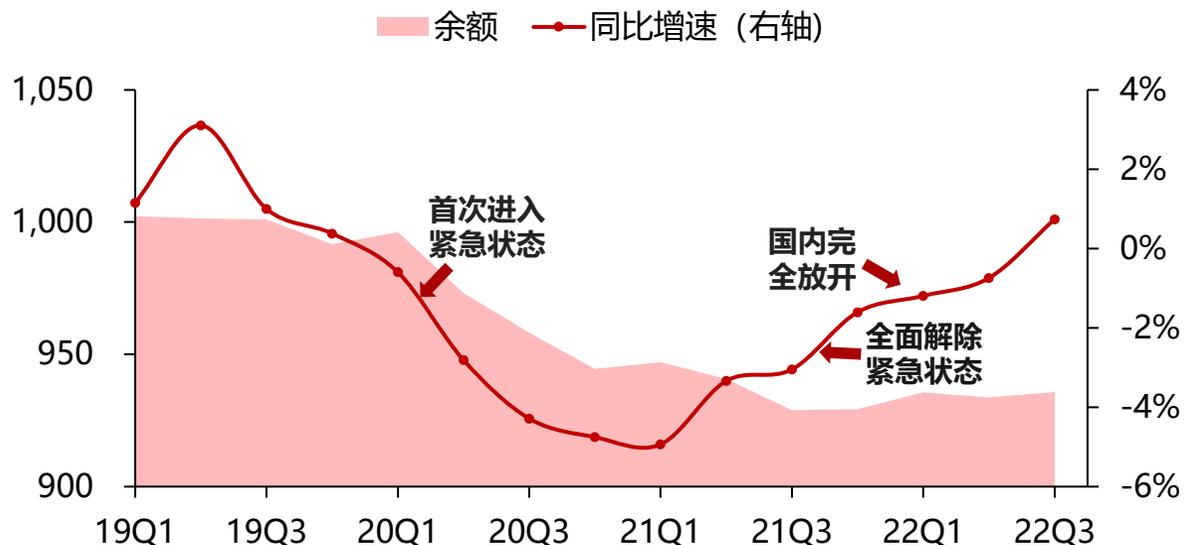
各国防疫放宽、完全放开时疫苗接种率与新增死亡率对比

国家	防疫放宽			完全放开/进入共存		
	时间点	接种率	死亡率	时间点	接种率	死亡率
英国	2021/03/08	1.8	3.2	2022/02/24	72.5	1.8
美国	2021/04/02	20.7	2.5	2022/03/08	65.8	3.9
新加坡	2021/08/10	67.6	0.1	2022/03/29	88.4	1.1
日本	2021/10/01	63.8	0.3	2022/03/21	81.2	1.0

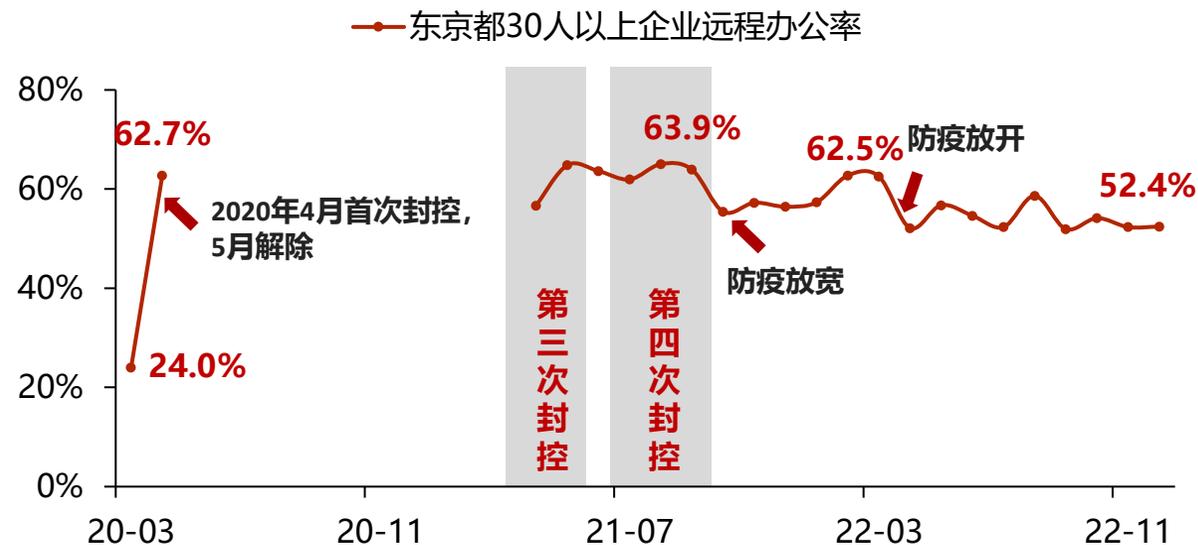
日本经验：防疫政策放宽时间晚，疫后消费有逐步回暖迹象，但整体表现不及预期，源于民众偏向防疫、人口老龄化严重。

- **防疫放宽，消费贷款逐步回暖。** 22Q3，日本消费贷款同比增速为1%，防疫放宽后（21Q3后）同比增速连续4个季度回升。
- **民众偏向防疫，复苏不及预期。** 日本防疫放宽时间最晚，但疫后并没有迎来消费贷款需求的集中释放，复苏不及预期。22Q3末消费贷款规模仅为疫前的95%，同比增速弱于其他国家，主要源于：①**民众偏向防疫。**以东京都为例，2022年12月的企业远程办公率高达52.4%，较防疫放宽、防疫放开前仅下降12pc、10pc，仍远高于2020年3月（首次封控前）28pc。②**人口老龄化严重。**日本老龄化程度全球第一，22Q3末日本65岁以上人口占比接近30%，高度的老龄化抑制了疫后消费信贷复苏。

日本消费贷款余额及同比增速



防疫放开后民众仍偏向远程办公、减少接触

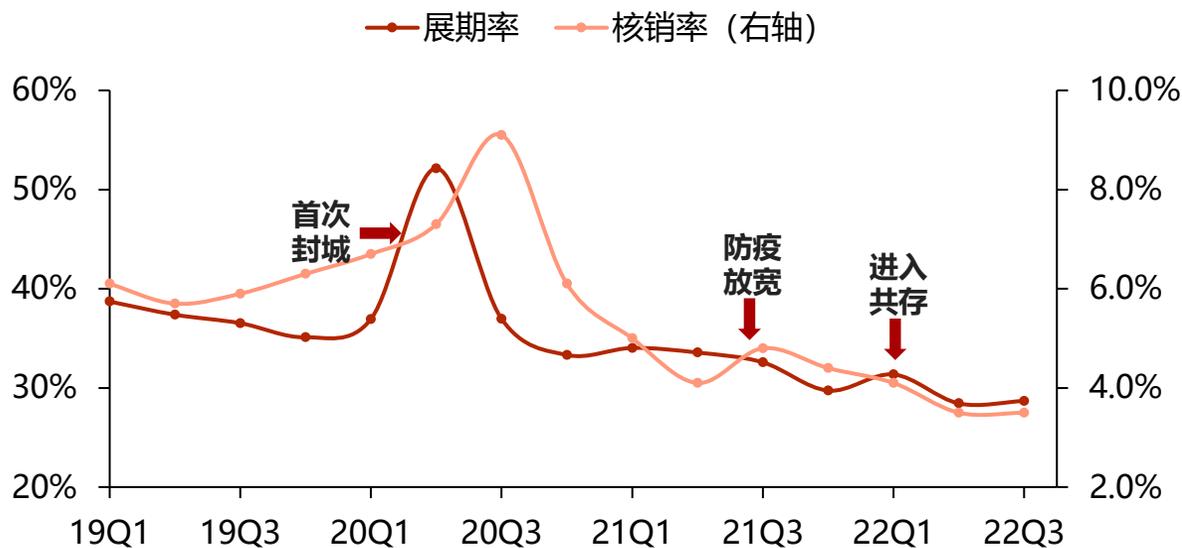


数据来源：wind，日本央行，东京都政府，浙商证券研究所。注1：左图消费贷款余额的单位为百亿日元。注2：右图家庭消费支出（GDP，不变价）已剔除租金，单位为十亿日元。注2：日本总务省调查显示，截至2022年9月，65岁以上的老年人高达3627万人，占总人口比例达29.1%，创历史新高。

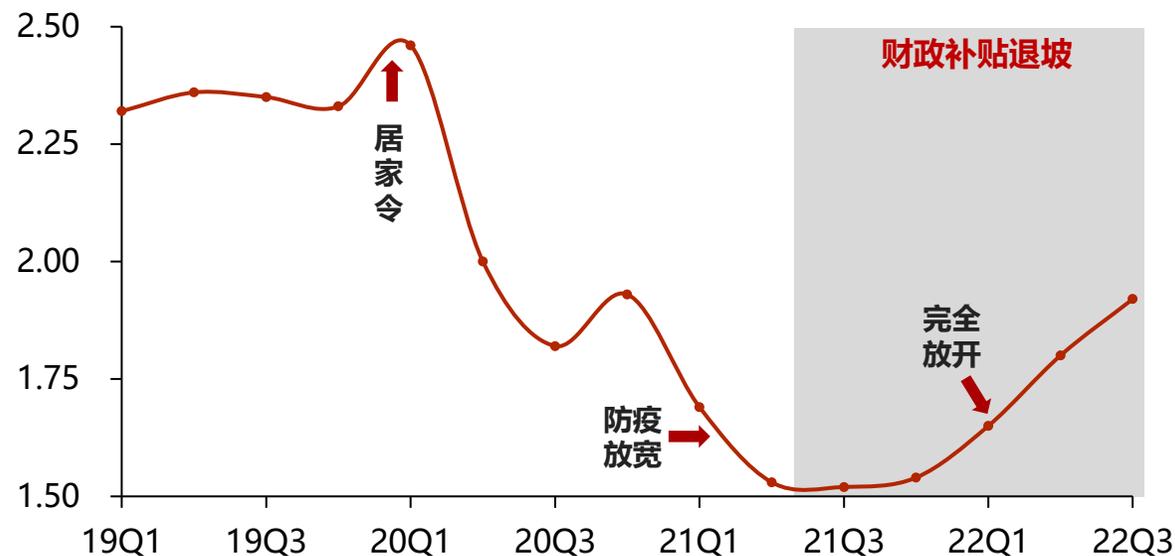
参考新加坡和美国经验，防疫政策放宽后，消费贷款风险改善。

- **防疫调整后，消费贷款风险改善。**从新加坡经验看，2021年8月，新加坡放宽防疫限制，2022年3月开始共存。截至22Q1、22Q3末，信用卡贷款的展期率较21Q3末下降1pc、4pc，核销率（核销占展期金额的比例）较21Q3末下降0.7pc、1.3pc。
- **疫后消费贷款资产质量好于疫前。**①从新加坡经验看，截至22Q3末，信用卡贷款展期率与核销率分别较疫前（19Q4末）下降6pc、3pc。②从美国经验看，截至22Q3末，消费贷款逾期率较疫前（19Q4末）下降41bp。21Q3后，美国消费贷款逾期率有所上升，主要受财政补贴退坡影响，但仍处于相对低位。22Q3末，消费贷款逾期率为1.92%，低于1987年以来6%分位数。

新加坡信用卡贷款的展期率与核销率



美国消费贷款逾期率



数据来源：wind，新加坡金融监管局，美联储，浙商证券研究所。注1：左图展期率=展期贷款余额/全部贷款余额，展期贷款=未在“免息期”内还款的信用卡贷款；核销率=核销贷款金额/展期贷款金额。注2：右图逾期率=逾期30天以上贷款金额/全部贷款金额。

当前，出行、消费持续恢复；未来，疫后复苏将带来银行零售信贷的需求修复、风险改善，且复苏效果可能优于新加坡、日本。

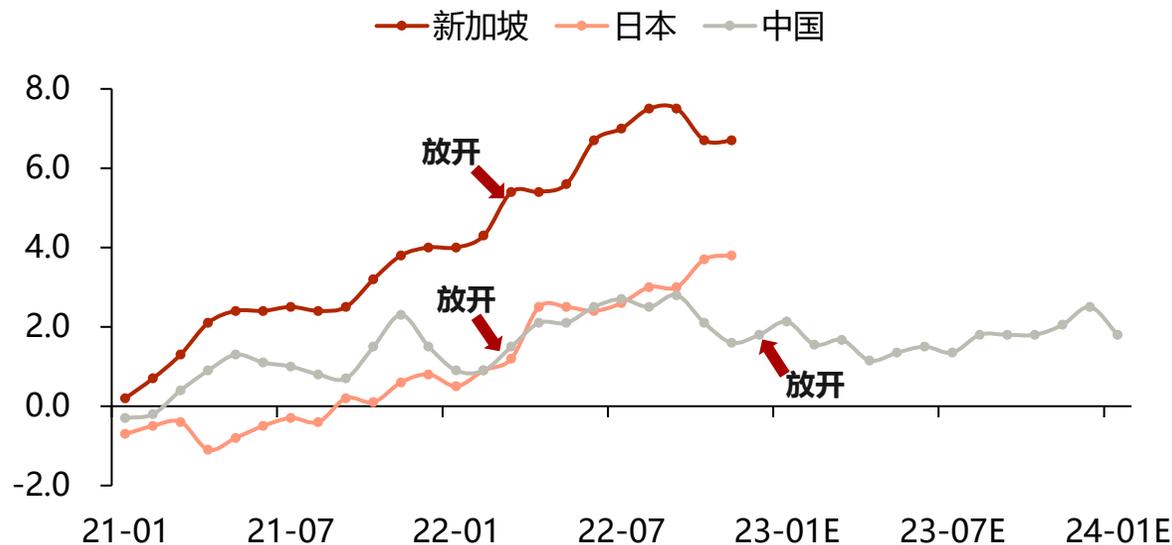
- **春节期间出行、消费恢复明显：**①**出行恢复。**全国铁路、航空客运量较2022年同期高增57%、80%，修复至2019年的89%、73%。②**消费复苏。**国内旅游方面，出游人次、旅游收入较2022年同期增长23%、30%，修复至2019年的77%、72%；线下消费方面，以电影票房为例，全国电影票房收入较2022年同期增长12%，较2019年同期增长15%，已修复至疫情前水平。
- **国内疫后复苏的效果可能更优：**①**放开更晚、更快。**中国放开晚于他国9个月，且防疫优化→国内放开→入境放开的节奏明显更快，前期积蓄消费需求的释放动能强。②**通胀压力更小。**日本、新加坡放开后6个月内CPI平均增速较疫前提升2pc、3pc，通胀高企抑制消费复苏；wind一致预测，中国放开后CPI增速与疫前基本持平，通胀温和可控，国内消费复苏动能可能更强。

2023年春节消费较2022年同期增长明显，但与2019年还有差距

	春节期间	较2022同期	较2019同期
出行	铁路客运	+57%	-11%
	航空客运	+80%	-27%
旅游	出游人次	+23%	-23%
	旅游收入	+30%	-28%
娱乐	票房收入	+12%	+15%

数据来源：wind，交通运输部，中国民航局，中国商业联合会，猫眼电影，浙商证券研究所。注：数据统计均截至2023年1月28日，右图的单位为%。

新加坡、日本放开时通胀压力明显大于中国



02

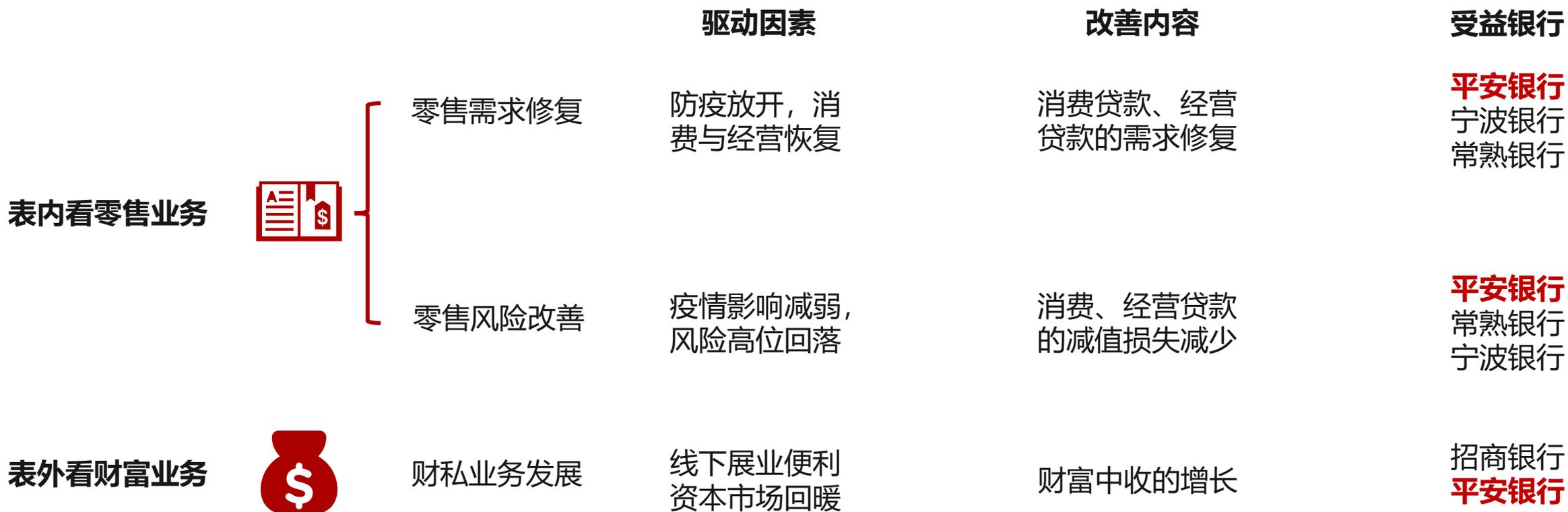
疫后复苏利 好哪些银行？

利好零售型的银行

表内关注零售业务

表外关注财富业务

疫后复苏，银行零售业务受益程度更大。参考海外经验，居民消费恢复，将提振消费信贷需求、改善银行资产质量。我国放开后，零售银行更受益：表内，消费、经营贷款迎需求与风险双重改善；表外，银行财富业务受益于线下展业场景、资本市场双重修复。



数据来源：浙商证券研究所。

1) 需求端，伴随疫后复苏、零售需求修复，非房零售贷款占比高的银行将受益：平安、宁波、常熟。①平安：最受益于零售需求恢复，弹性强。截至22Q2末，在上市银行中，非房零售贷款占比前二（51%）、消费金融贷款占比最高（46%）。②宁波：受益于消费信贷需求恢复。22Q2末，非房零售贷款在城商行中占比最高、消费金融贷款占比在上市银行中排名前二（24%）。③常熟：受益于小微信贷需求恢复。22Q2末，非房零售贷款占比（52%）、个人经营性贷款占比（38%）在上市银行中均最高。

类型	银行	非房零售	消费金融	其中： 信用卡	经营贷款	类型	银行	非房零售	消费金融	其中： 信用卡	经营贷款	类型	银行	非房零售	消费金融	其中： 信用卡	经营贷款
国股行	邮储	25%	9%	2%	15%	城商行	宁波	31%	24%	n.a.	8%	农商行	常熟	52%	14%	3%	38%
	交行	12%	9%	7%	3%		长沙	25%	18%	5%	8%		瑞丰	38%	14%	5%	24%
	农行	12%	9%	3%	3%		杭州	24%	9%	n.a.	15%		港行	34%	9%	3%	25%
	建行	8%	7%	4%	2%		苏州	22%	6%	n.a.	16%		渝农	28%	13%	2%	15%
	工行	8%	4%	3%	4%		厦门	21%	4%	1%	17%		苏农	16%	4%	0%	12%
	平安	51%	46%	18%	5%		江苏	20%	18%	2%	2%		青农	15%	1%	n.a.	14%
	招行	29%	18%	14%	10%		西安	18%	15%	1%	3%		沪农	14%	7%	1%	6%
	民生	28%	13%	11%	14%		南京	18%	15%	1%	3%		江阴	12%	4%	1%	8%
	光大	25%	19%	13%	7%		上海	18%	12%	3%	5%		无锡	7%	3%	0%	4%
	中信	22%	15%	10%	7%		重庆	16%	10%	6%	7%						
	浦发	21%	12%	9%	8%		北京	14%	6%	1%	8%						
	浙商	20%	7%	1%	12%		郑州	13%	3%	1%	10%						
	兴业	17%	12%	10%	5%		青岛	11%	7%	4%	4%						
							贵阳	10%	3%	2%	7%						
							兰州	10%	7%	1%	3%						
					成都	4%	3%	2%	2%								

数据来源：wind，浙商证券研究所。注1：非房零售贷款=零售贷款-按揭贷款，消费金融贷款=非房零售贷款-个人经营性贷款。注2：平安银行个人经营性贷款为其他贷款口径。

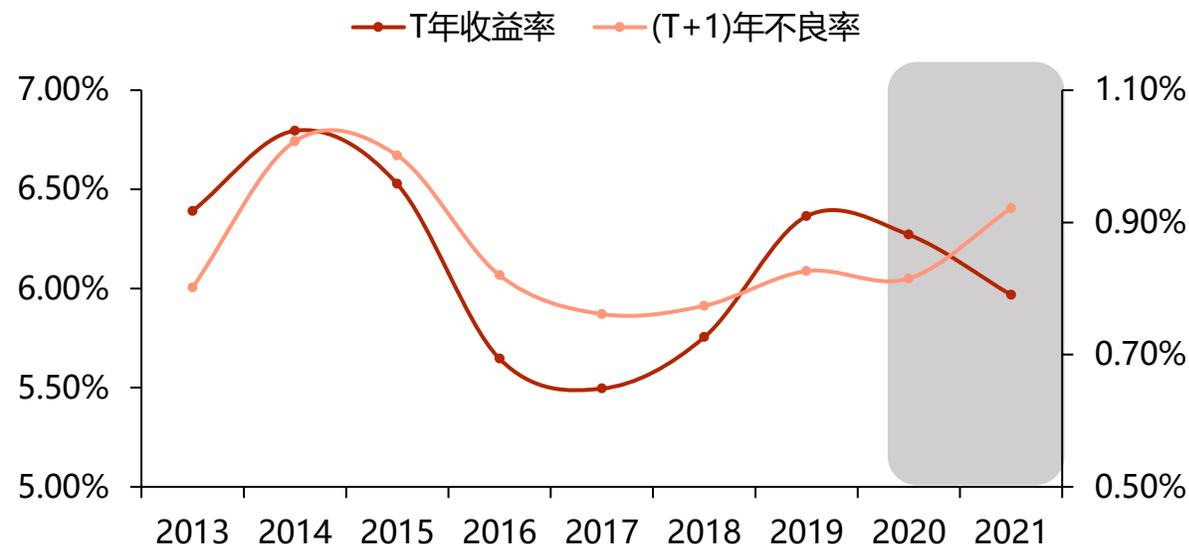
2) 风险端，疫情冲击致使消费贷款风险增加，零售贷款风险与收益出现背离。

- **疫情冲击使消费贷款风险暴露：**2021年中发行的消费贷款ABS，发行16个月后的累计违约率高于疫前同类型ABS约49bp。
- **零售贷款风险与收益出现背离：**理论上，风险收益正相关。实际上，疫前零售贷款收益率与次年不良率高度正相关；疫情发生后，贷款收益率下行，不良率上行，风险收益出现背离。展望未来，疫后复苏，零售贷款不良率将与收益率匹配，风险将改善。

疫中发行的消费贷款ABS违约率高于疫前



部分国股行零售贷款收益与风险出现背离

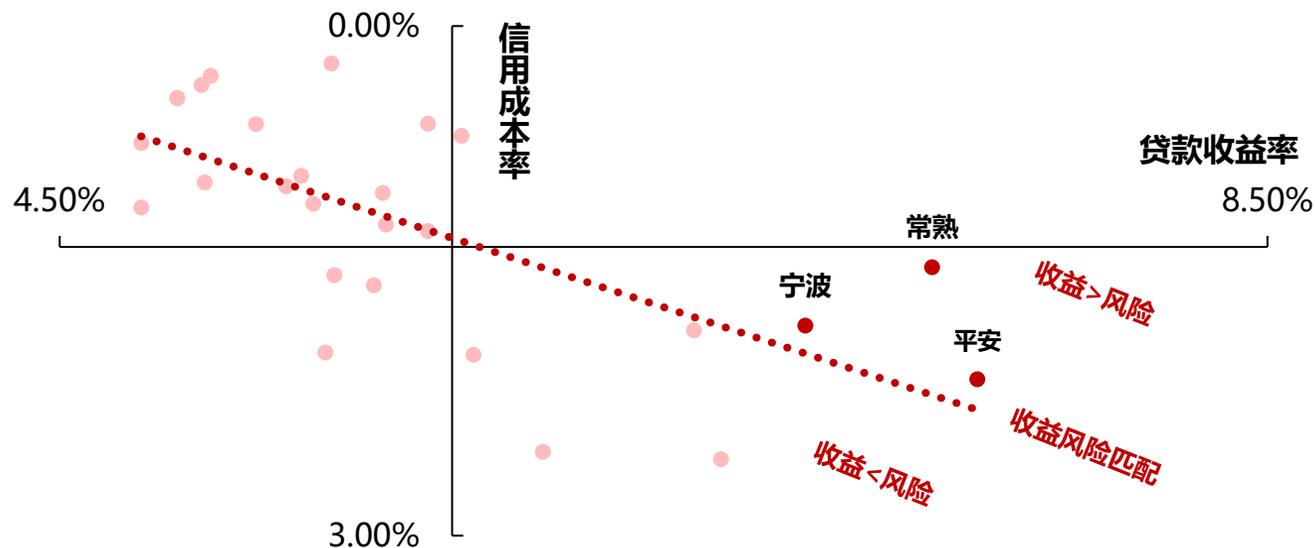


数据来源：wind，浙商证券研究所。注1：右图样本国股行为农行、交行、工行、建行、平安、浦发、华夏、民生、招行、兴业、光大、浙商、中信。注2：右图2022年的不良率使用22H1（年化）不良率代替。

2) 风险端，疫后风险改善，零售贷款高风险偏好、自身风控强的银行受益：平安、常熟、宁波。

- **选高风险、风控强的银行：**①理论上，根据高收益高风险的匹配原理，零售贷款利率大的银行风险更高、改善空间大。22H1，平安、常熟、宁波零售贷款收益率为7.54%、7.39%、6.97%，排名上市行前三。②实际上，还需考虑风控能力对信用成本影响。平安、常熟、宁波均在“信用成本-收益率”曲线上方，反映三家银行零售贷款博取高收益、保持较低风险，风控能力强。
- **区分消费贷、经营贷款后：**从高收益率对应高风险的角度，平安最受益于消费贷款风险改善，常熟最受益于经营贷款风险改善。

上市银行零售贷款收益率与信用成本率



信用卡贷款收益率		小微贷款收益率	
银行	收益率 (%)	银行	收益率 (%)
平安银行	10.08	常熟银行	6.32
浦发银行	9.66	浙商银行	5.92
光大银行	9.02	宁波银行	5.77
招商银行	8.95	渝农商行	5.75
中信银行	8.14	贵阳银行	5.42
广州银行	7.52	重庆银行	5.29
交通银行	7.44	民生银行	5.13
广发银行	6.78	邮储银行	5.08
		招商银行	5.05
		建设银行	4.18

数据来源：wind，浙商证券研究所。注1：左图趋势线代表28家样本行零售贷款收益率和信用成本率的拟合线，拟合线上方代表零售贷款收益率高但风险相对低，下方代表收益率低但风险相对高。注2：信用卡贷款加权收益率取自各家银行信用卡ABS的发行说明书，数据统计的时间区间为2018-2022年，若同一家银行发行多期ABS，对收益率取简单平均。注3：常熟、浙商、宁波、建行小微贷款加权收益率取自各家银行小微贷款ABS的发行说明书，数据统计的时间区间为2021-2022年，若同一家银行发行多期ABS，对收益率取简单平均；渝农、贵阳、重庆、民生、邮储、招行的小微贷款收益率为22H1与21H1新发普惠小微贷款利率的简单平均。

3) 疫后，伴随展业场景修复与资本市场回暖，我们认为财富管理业务能力强的银行将从中受益：招行、平安。伴随疫情影响消退，银行财富管理、私人银行等业务线下展业将更便利；资本市场回暖，也将驱动银行财富中收增长。我们认为零售客户基础好、财富管理规模大的银行有望受益。22Q2末，招行、平安非存款AUM占总资产94%、51%，私行AUM占38%、30%，排名前二。

非存款AUM占总资产比重较高的银行

银行	非存款AUM	占总资产比重
招行	91,295	94%
平安	26,034	51%
浦发	27,969	33%
中信	25,921	31%
青岛	1,477	28%
兴业	21,753	24%
宁波	4,896	22%
光大	13,668	22%
杭州	3,147	21%
邮储	27,162	20%
沪农	2,330	19%
江苏	5,501	19%
南京	3,494	18%
上海	5,129	18%
民生	12,501	17%

上市银行私行AUM及占总资产比重

银行	私人银行AUM	占总资产比重
招行	36,479	38%
平安	15,540	30%
光大	5,371	9%
兴业	7,654	9%
中行	23,300	8%
交行	10,298	8%
宁波	1,757	8%
民生	5,564	8%
建行	21,800	6%
工行	24,700	6%
农行	20,624	6%
浙商	1,578	6%
浦发	5,200	6%
华夏	2,260	6%
南京	1,070	6%

数据来源：wind，浙商证券研究所。

03

投资策略

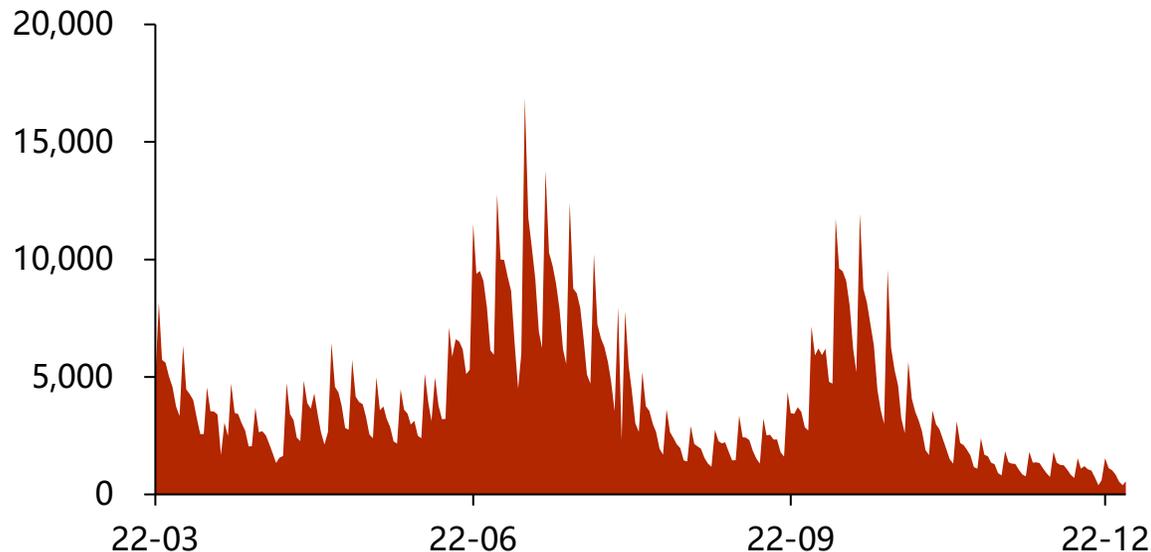
行业观点

个股选择

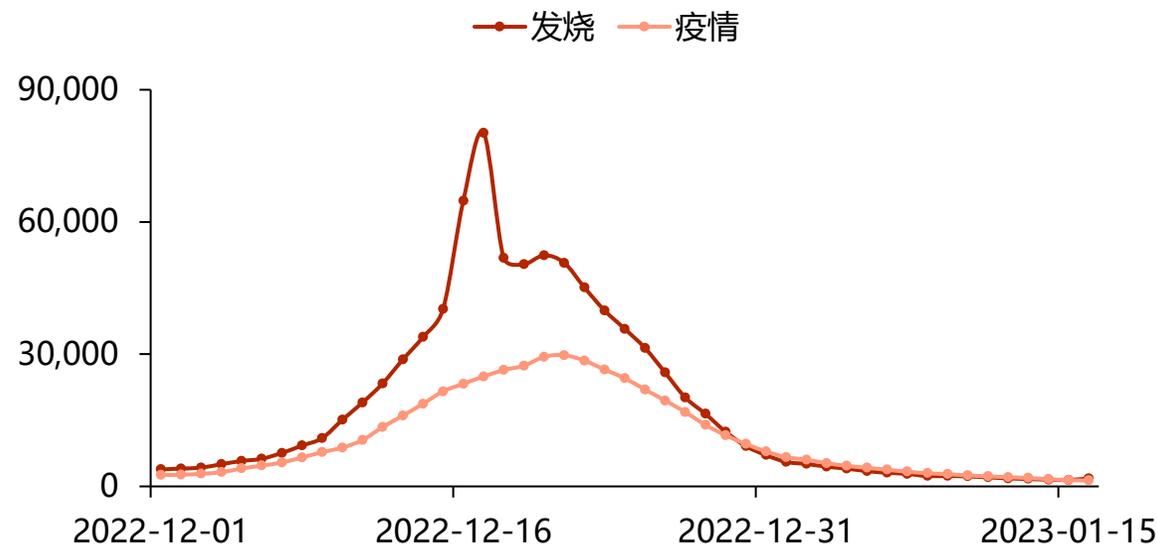
重申年度策略，把握复苏主线。2023年银行机会将遵循疫后经济修复、地产压制解除、经济全面向好三重奏，把握疫后修复机会。

- **海外经验：**新加坡放开后6个月，疫情消退，规模逐渐缩小。2022年3月放开→7月病例数达峰→8月疫情消退→10月疫情反复。
- **国内节奏：**①**当前，首轮感染高峰结束，节奏好于预期。**全国发热门诊、急诊和重症患者人数于2022年12月23日、2023年1月2日、2023年1月5日达峰，快于此前各省市预测的2023年1月中上旬感染达峰。②**未来，疫情规模有望缩小。**海外，参考新加坡经验，放开后次轮疫情感染数、持续时间为首轮49%、60%。国内，多位专家学者预测次轮疫情感染规模将远小于首轮。
- **银行机会：**放开初期感染者激增造成的短期波动已减缓，与疫情相关的搜索指数持续走弱。随着疫情变量对经济抑制作用改善，银行股有望迎来估值修复，参考2022年3月上海封城前一个月，对应银行板块估值的潜在修复空间为17%。

新加坡放开后次轮疫情规模与持续时间明显少于首轮



中国的“发烧”、“疫情”搜索指数持续走弱



数据来源：wind，央广网，光明网，国家卫健委，浙商证券研究所。注：左图为新加坡当日新增确诊病例数，板块PB选银行（中信）指数，数据统计截至2023年1月20日。

首推修复弹性最大的平安银行，同时推荐常熟银行、宁波银行、招商银行。零售银行受益于信贷需求修复、资产质量改善、财富管理回暖，盈利能力有望回升。以22H1数据静态测算，平安、常熟、宁波、招行的ROE有望提升2.1pc、1.6pc、1.5pc、1.0pc。

测算项目	平安银行			常熟银行			宁波银行			招商银行			
	22H1	情景假设	Δ	22H1	情景假设	Δ	22H1	情景假设	Δ	22H1	情景假设	Δ	
需求修复	非房零售占比	51.2%	53.2%	2.0pc	51.9%	52.5%	0.6pc	31.4%	34.3%	2.9pc	28.7%	29.0%	0.3pc
	整体利息收入	929	940	11.4	65	65	0.1	249	253	3.6	1,312	1,313	1.3
风险改善	零售分部减值	-199	-166	33	-7	-5	2	-29	-20	10	-228	-197	30
	非存款AUM	26,034	27,956	1,922				4,896	5,119	223	91,295	96,129	4,834
财富业务	费率	0.28%	0.34%	6bp				n.a.	n.a.	n.a.	0.41%	0.45%	4bp
	财富业务中收	37	48	11				n.a.	n.a.	1	189	219	30
盈利提升	整体利润贡献	221	259	38	12	14	2	113	123	10	694	732	37
	整体ROA贡献	0.88%	1.03%	15bp	1.00%	1.13%	13bp	1.06%	1.16%	10bp	1.46%	1.54%	8bp
	整体ROE贡献	12.20%	14.30%	2.1pc	11.7%	13.3%	1.6pc	16.04%	17.52%	1.5pc	18.07%	19.04%	1.0pc

数据来源：wind，浙商证券研究所。注1：假设非房零售贷款占比恢复到21A水平，取22H1的对公、零售贷款收益率，测算整体利息收入变动。注2：假设各类零售贷款不良生成率恢复到21A水平，各类零售贷款不良生成率参照邮储银行22H1数据，新生成不良均以各家银行自身的贷款结构及邮储的不良生成率测算，假设新生成不良全部计提减值，详细测算过程见附注。注3：假设22Q2末平安、宁波和招行非存款AUM同比增速修复到21A水平，假设22H1平安、招行财富业务费率修复到21A水平，假设宁波的非存款AUM/中收不变。注4：假设财富中收成本收入比40%，所得税率按25%测算。注5：单位为亿元，Δ=情景假设-22H1。

04

风险提示

疫情影响超预期、宏观经济失速、不良大幅增发。①受春节聚集影响，后续疫情仍有反复的可能性，若影响面超预期，则经济可能继续承压，影响银行基本面。②极端情况下，若宏观经济失速，则可能导致银行不良大幅暴露。

测算方法:

① 风险改善后可少计提的减值=消费金融贷款可少计提的减值+个人经营性贷款可少计提的减值=②+③

② 消费金融贷款可少计提减值= (Δ消费金融贷款不良生成率 (邮储) *各家银行2021年末消费金融贷款的余额/2) *100%

③ 个人经营贷款可少计提减值= (Δ个人经营贷款不良生成率 (邮储) *各家银行2021年末个人经营贷款的余额/2) *100%

邮储银行各类零售贷款不良生成率 (年化, %)				四家银行各类零售贷款规模				四家银行可少计提的减值规模					
	22H1	2021A	Δ (2021A-22H1)	平安	常熟	宁波	招行	平安	常熟	宁波	招行		
消金 (测算)	2.58	1.82	76bp	消金	10,817	206	2,198	10,515	消金	29.9	0.9	8.3	20.6
信用卡	1.17	0.92	25bp	消费贷款	4,602	169	2,198	2,111	消费贷款	22.1	0.8	8.3	10.1
消费贷款	3.07	2.11	96bp	信用卡	6,214	37	n.a.	8,404	信用卡	7.8	0.0	n.a.	10.5
经营贷款	2.94	2.59	35bp	经营贷款	1,738	649	760	5,619	经营贷款	3.0	1.1	1.3	9.8
合计	2.79	2.25	54bp	合计	12,555	854	2,958	16,134	合计	32.9	2.0	9.7	30.5

数据来源: wind, 浙商证券研究所。注1: 测算时, 平安的消费贷款不含持证抵押贷款。注2: 单位均为亿元, 假设新生成不良全部计提减值。

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

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。

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>