

强于大市

银行业 2022 年中期投资策略

稳增长锁定优质区域行，稳地产等待股份行

今年以来稳增长政策和经济预期是主导银行行情的主线。本次疫情对市场主体和投资者对经济信心影响较大，随着疫后生产经营的修复，政策持续强化发力并逐步见效，政策力度和经济修复有望持续好于预期。稳增长财政基建支撑确定，锁定优质区域行，等待地产修复关注股份行机会。

我们持续推荐：成都银行、南京银行、江苏银行、常熟银行等优质区域银行，关注房地产修复或稳地产政策强化发力带来的股份行的投资机会。

支撑评级的要点

■ 疫情冲击加剧经济压力，政策发力促进疫后修复

今年 2 月底开始，国内经历 2020 年以来最严重的的疫情反弹，需求下行叠加超预期的疫情，经济运行受到较大冲击，需求和供给受到双向影响，企业景气再次受到冲击影响，就业压力加剧，城镇调查失业率升至 6.1%，居民部门受损显著，信心显著承压。2 季度疫情爆发后，政策强化发力，财政、基建和房地产政策力度均大幅提升，随着疫情影响缓解，政策成效或逐步显现，疫后生产、需求修复有更强的动力和支撑。在疫情对信心过度冲击后，经济修复预期较低，实际情况或大概率持续好于预期。

■ 疫情影响 2 季度经营，下半年基本面或改善

2 季度行业业绩或受到疫情影响，预计 3 季度或下半年逐步缓解。收入端增长或放缓：规模增长平稳，专项债支撑强化，宽信用冲量要求下，信贷规模或略放缓；息差平稳或仍有小幅下行压力；中收延续 1 季度的态势叠加疫情影响，增速或仍低位；债市或仍支持其他非息或保持较快增长，贡献仍突出。资产质量或将一定程度走弱，拨备或仍放缓，反哺业绩。整体看，业绩基数较高，今年同期叠加疫情影响，业绩或放缓，随着政策发力和经济形势，3 季度或下半年或逐步改善。相对来看，城商行业绩或仍相对表现较好。

■ 今年行情与 2014 年较为类似，政策强化阶段看好银行

稳增长阶段经济风险暴露及市场预期趋于充分，股价绝对位置或偏低，政策强化阶段看好银行相对收益，长期配置价值较为突出。

2014 年经济走弱，刺激政策初期相对温和，而随着经济压力加剧，三季度政策开始大幅发力。政策强化发力阶段，银行股获得相对收益，政策力度和成效影响行情的幅度。2014 年 3 月后银行股价持续上行，未出现大幅回调。而 2014 年银行基本面相对 2012 年明显偏弱，也尚未显露改善迹象，政策带动未来业绩预期对股价影响强于当前业绩影响。在 2014 年稳增长阶段，由于经济可能风险预期趋于充分，银行估值达到当时历史底部，股息达到历史高位，宏观政策也从严监管逐步放松转向稳增长，当风险已经显现，估值表现充分时，需要关注的或只是政策幅度和成效。现阶段，国内需求，国际关系问题和疫情反复已经发生，市场对各种不确定性预期不断提升，且信心受损较重，行业基本面受损，政策从严监管影响逐步转向，政策在强化发力的中后阶段。

评级面临的主要风险

■ 风险提示：房地产违约风险大规模爆发；经济大幅下行超预期。

相关研究报告

《银行业 1 季度综述》20220522

《银行业周报—稳地产强化如期而至，政策发力持续可期》20220522

《降息点评—LPR 如期下调，长端降幅超预期》20220520

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行

证券分析师：林媛媛

0755-82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521060001

目录

一、疫情冲击加剧经济压力，政策发力促进疫后修复	5
1.1 疫情加剧宏观需求压力	6
1.2 货币信贷环境持续改善，需求和疫情制约宽信用发力	8
1.3 疫情冲击下，稳增长、稳地产政策力度大幅强化	11
二、2 季度疫情冲击基本面，下半年或逐步修复	12
2.1 疫情影响 2 季度银行基本面，城商行或整体仍表现较好	12
2.2 息差平稳或仍有小幅压力： 负债成本和资产收益同时下行	12
2.3 规模：2 季度专项债和宽信用支撑增速或平稳，需求下半年或边际改善	13
2.3 非息收入：手续费收入延续一季度，其他非息收入仍是重要贡献。	14
2.4 资产质量：2 季度逾期和不良率或上升，拨备或仍将反哺	15
三、疫后修复+政策发力，坚定看好银行股投资机会	17
3.1 今年以来稳增长和经济的预期主导银行行情，优质区域银行表现突出	17
3.2 回顾 2014 年，稳增长阶段经济风险暴露趋于充分，股价或接近底部	19
3.3 财政基建发力确定锁定区域银行，等待地产修复关注股份行机会	22
风险提示	23

图表目录

图表 1.. 2022 年疫情与 2020 年疫情数据对比 (单位: 人)	5
图表 2. 城镇调查失业率 (单位: %)	5
图表 3. PMI 季节图表看疫情影响时间更长 (单位: %)	5
图表 4. 图表 3. 2022 年 3 月开始 PMI 跌破荣枯线 (单位: %)	6
图表 5. 产需均弱, 修复慢于 2020 年同期 (单位: %)	6
图表 6. 消费者信心指数受到较大冲击 (单位: %)	6
图表 7. 企业预期亦较低 (单位: %)	6
图表 8. 2021 年 2 月以来出口下行加速 (单位: %)	6
图表 9. 制造业投资 (单位: %)	6
图表 10. 专项债持续发行 (单位: 亿元)	7
图表 11. 基建投资逐步增加 (单位: 同比)	7
图表 12. 中低资质债券估值波动收敛 (单位: %)	7
图表 13. 房地产价格同比下行, 环比走平 (单位: %)	7
图表 14. 房地产销售持续走弱 (单位: 百万)	8
图表 15. 竣工、开工和施工均接近历史底部 (单位: 百万)	8
图表 16. 上市银行房地产贷款占比变化 (单位: %)	8
图表 17. 上市银行房地产贷款占比变化 (单位: 百万元)	8
图表 18. 银行间利率低位继续下行 (单位: %)	8
图表 19. 同业存单到期收益率 (单位: %)	8
图表 20. LPR (单位: %)	9
图表 21. 贷款利率历史底部 (单位: %)	9
图表 22. 2022 年前四个月社融同比多增 (单位: 亿元)	9
图表 23. 2022 年社融、贷款同比增速 (单位: %)	9
图表 24. 票据利率持续位于历史较低水平 (单位: %)	10
图表 25. 票据贴现/人民币贷款 (单位: %)	10
图表 26. 企业中长期单月新增 (单位: 亿元)	10
图表 27. 企业短期单月新增 (单位: 亿元)	10
图表 28. 居民信贷变化 (单位: %)	10
图表 29. 新增贷款结构 (单位: 亿元)	10
图表 30. 房地产债券估值大幅波动	11
图表 31. 房地产价格持续走低	11
图表 32. 房地产销售持续走弱	11
图表 33. 竣工、开工和施工数据均走弱	11

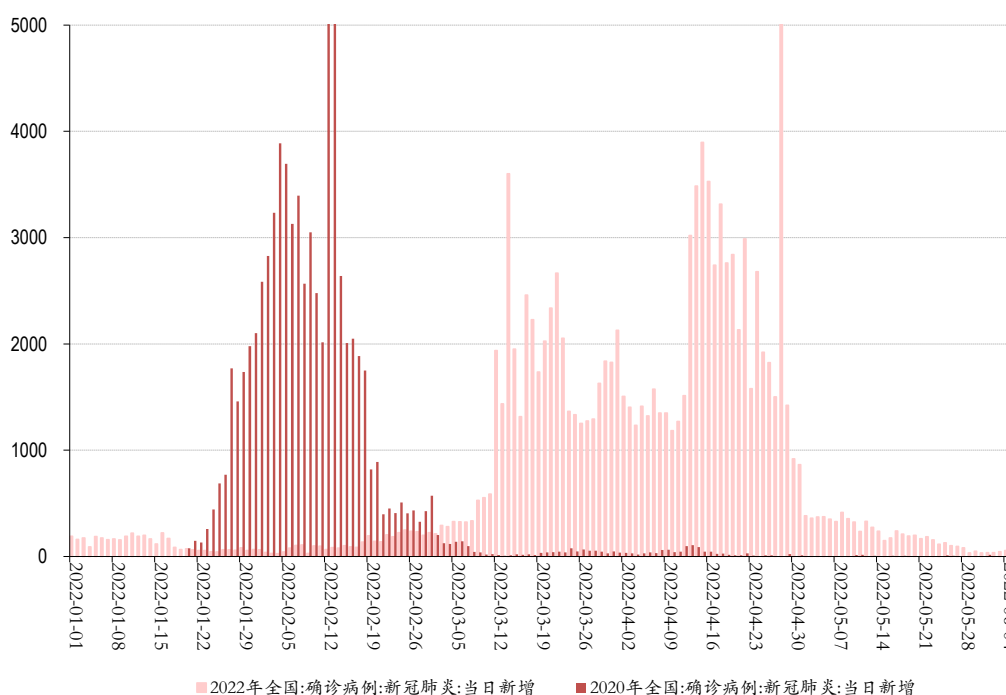
图表 34. 上市银行单季净利润同比增速 (单位: %)	12
图表 35. 上市银行营业收入同比增速 (单位: %)	12
图表 36. 债券到期收益与贷款利率 (单位: %)	13
图表 37. 货币基金收益率 (单位: %)	13
图表 38. 信用债收益率分位数 (单位: %)	13
图表 39. 利率债收益率分位数 (单位: %)	13
图表 40. 上市银行总资产同比增速 (单位: %)	13
图表 41. 上市银行贷款同比增速 (单位: %)	13
图表 42. 上市银行债券投资同比增速 (单位: %)	14
图表 43. 上市银行同业资产同比增速 (单位: %)	14
图表 44. 净手续费增速趋缓 (单位: %)	14
图表 45. 其他非息收入增速趋缓 (单位: %)	14
图表 46. 不良贷款总额同比变化 (单位: %)	15
图表 47. 不良贷款总额环比变化 (单位: %)	15
图表 48. 存量不良暴露情况 (单位: %)	15
图表 49. 存量不良暴露情况 (单位: %)	15
图表 50. 银行业拨备覆盖率 (单位: %)	16
图表 51. 银行业拨备覆盖率和拨贷比 (单位: %)	16
图表 52. 2021 年以银行指数与万得全 A 指数	17
图表 53. 银行超额收益与 10 年国债到期收益率 (单位: %)	17
图表 54. 今年以来银行个股表现 (截至 6 月 8 日、单位: %)	18
图表 55. 2022N 上市银行资产结构	19
图表 56. 2022N 上市银行对公信贷的房地产、基建贷款占比	19
图表 57. 2011 年-2016 年银行指数与万得全 A 指数	19
图表 58. 2011 年-2016 年银行相对超额收益 (单位: %)	19
图表 59. 银行 PB 估值为所有行业最低	20
图表 60. 银行 PE 估值为所有行业最低	20
图表 61. 银行估值隐含不良率	20
图表 62. 银行股息率仅低于煤炭与钢铁 (单位: %)	20
图表 63. 2021N 上市银行估值与银行不良率的分析 (单位: %)	20
图表 64. PB-ROE (单位: %)	21
图表 65. 2021N 上市银行估值变化、股息和 ROE (单位: %)	22
附录图表 66. 报告中提及上市公司估值表	24

一、疫情冲击加剧经济压力，政策发力促进疫后修复

今年2月底开始，国内经历2020年以来最严重的疫情反弹，深圳、上海和北京等主要经济中心出现不同程度疫情爆发，特别是上海地区疫情的持续时间和影响程度较大，使得本轮疫情对经济和政策影响远超市场预期。需求下行叠加超预期的疫情，经济运行受到较大冲击。疫情对经济需求和供给产生了大幅双向影响，企业景气再次受到冲击影响，就业压力加剧，城镇调查失业率升至6.1%，居民受损显著，消费者信心显著承压。

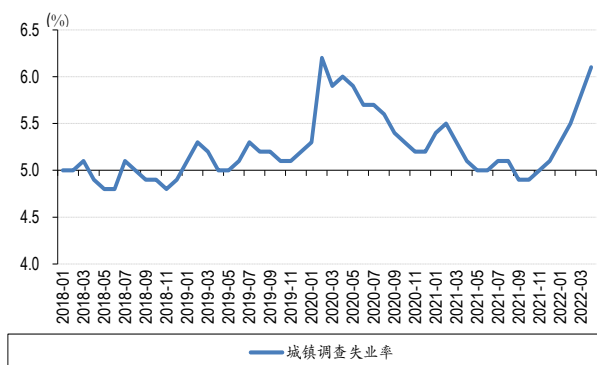
随着上海疫情结束，全国逐步从疫情高峰期逐渐过去，新增确诊在5月底开始显著缓解。修复幅度和速度虽然弱于2020年，但生产、需求和预期信心指标均有修复。在疫情爆发后政策强化发力，财政、基建和房地产政策力度均大幅提升，随着疫情影响缓解，政策成效或逐步显现，疫后修复或将持续。且在疫情对信心过度冲击后，经济修复预期较低，实际情况或大概率好于预期。

图表1. 2022年疫情与2020年疫情数据对比（单位：人）



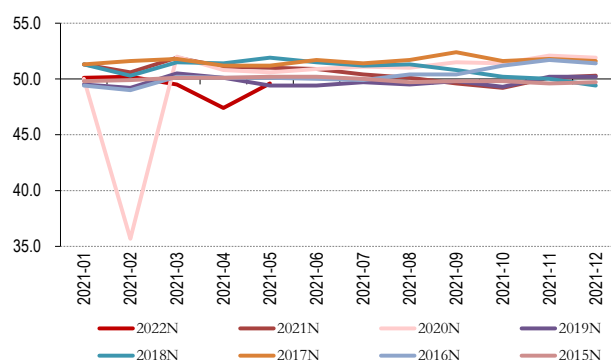
资料来源：万得、中银证券

图表2. 城镇调查失业率（单位：%）



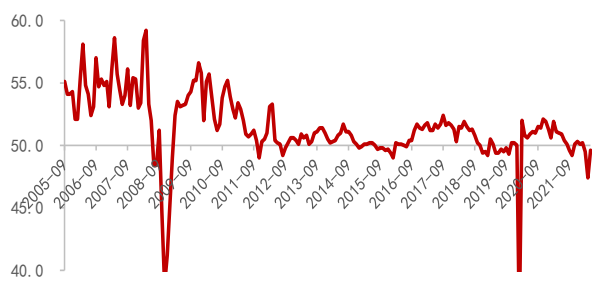
资料来源：万得、中银证券

图表3. PMI 季节图表看疫情影响时间更长（单位：%）



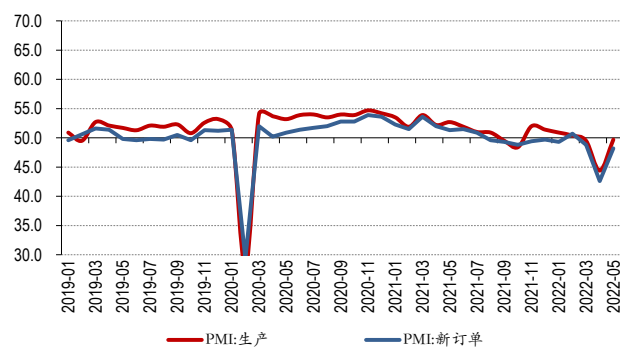
资料来源：万得、中银证券

图表4. 图表3. 2022年3月开始PMI跌破荣枯线(单位: %)



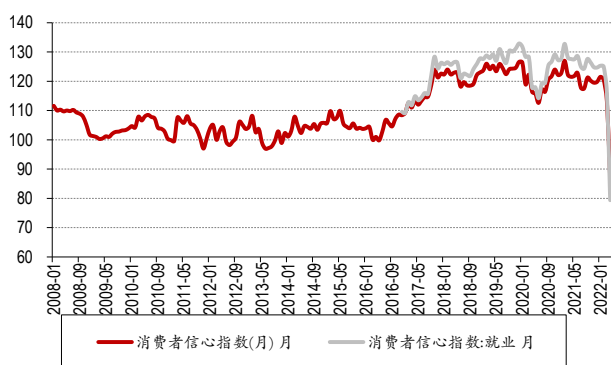
资料来源: 万得, 中银证券

图表5. 产需均弱, 修复慢于2020年同期(单位: %)



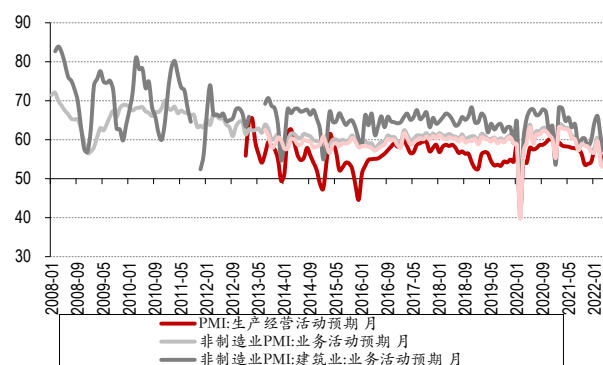
资料来源: 万得, 中银证券

图表6. 消费者信心指数受到较大冲击(单位: %)



资料来源: 万得, 中银证券

图表7. 企业预期亦较低(单位: %)



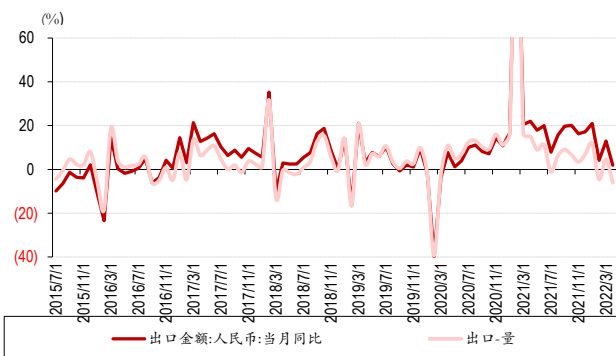
资料来源: 万得, 中银证券

1.1 疫情加剧宏观需求压力

(1) 去年下半年以来, 表现较好的出口和制造业投资边际趋缓。

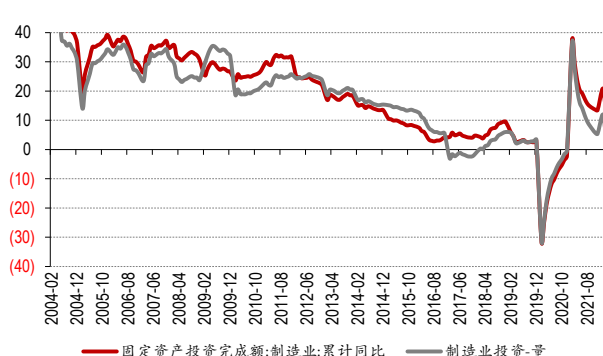
今年2月以来出口显著走弱, 价格支撑边际走弱, 量的下行加速, 出口增速大幅下降。3-4月疫情影响下, 压力显著加剧。制造业方面, 在减税降费等结构性支撑下, 今年以来制造业投资仍高位趋降。3-4月疫情进一步加剧出口和投资下行, 简单剔除价格影响3-4月量的增速下行显著。

图表8. 2021年2月以来出口下行加速(单位: %)



资料来源: 万得, 中银证券

图表9. 制造业投资(单位: %)

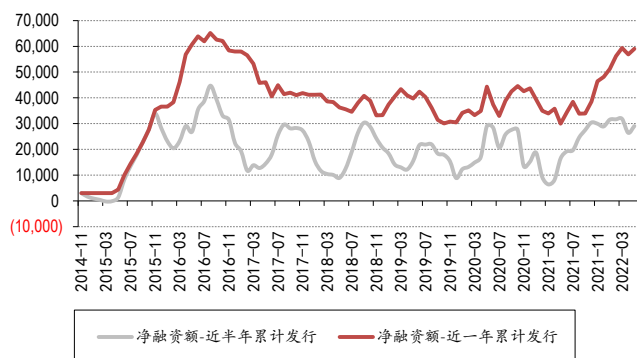


资料来源: 万得, 中银证券

(2) 稳增长、稳地产的政策持续发力，疫情扰动影响基建。

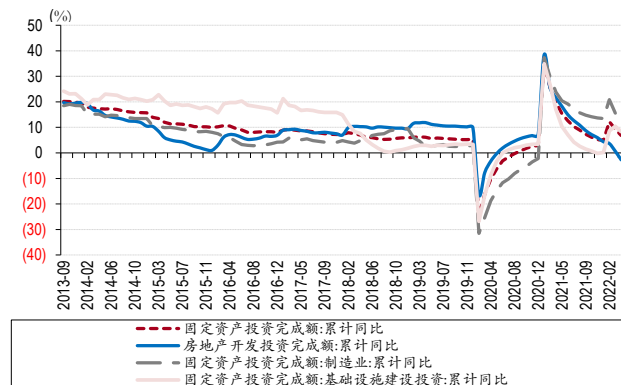
稳增长持续发力，专项债加速发行，基建投资增速提升。去年下半年开始专项债加速发行，从近一年的专项债增量来看，专项债增量已经达到历史高位。政策持续推动专项债提速，在资金用途等方面亦有所放开，在专项债发行、宽信用配合下，基建投资不断提升。同时也看到，在去年地方政府隐性负债和融资平台的严格监管并未显著放松，限制地方政府的投资积极性，基建投资也受到一定的影响。疫情爆发高峰，基建增速下降，稳增长最重要的支撑受到影响。

图表10. 专项债持续发行 (单位: 亿元)



资料来源: 万得, 中银证券

图表11. 基建投资逐步增加 (单位: 同比)



资料来源: 万得, 中银证券

(3) 房地产政策持续放松，行业压力未见显著缓解，疫情加剧行业销售和投资的压力。

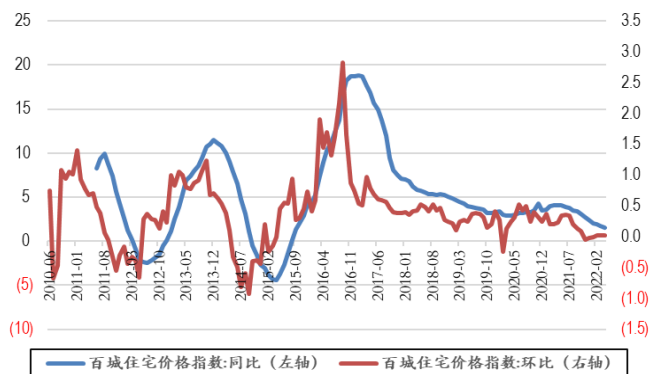
去年 7 月开始，地产政策持续放松，稳地产政策持续出台，房地产销售和建设数据持续下行，尾部风险持续暴露。第一，今年上半年，仍有中大型房地产企业违约。龙光、正荣、融创等等相继违约，较为优质的项目等资产无法流转，房企的预期进一步恶化。第二，销售持续走弱、房价下行转为走平。2 月居民按揭转负，接近历史底部，销售持续走弱。房价环比走平或源于成交主要集中在高价位的热点地区，且开发商降价后销售也无法改善，降价动力缺乏。第三，金融机构预期持续恶化，持续退出房地产企业融资。三道红线、政府资金监管等未明确放松，随着房地产企业不断违约和资金链吃紧，银行在房地产方面敞口持续压降，从去年年报数据来看，37 家上市银行（不含瑞丰、齐鲁、兰州、厦门和沪农商行）2021 年年报相对 2021 年中期，对公房地产贷款减少 3019 亿元，绝大部分银行房地产贷款绝对额出现下降。第四，在金融机构退出、销售滞缓和资金流转受阻情况下，资金压力导致竣工、施工和开工均下滑，竣工拖延进一步影响房地产销售信心。

图表12. 中低资质债券估值波动收敛 (单位: %)



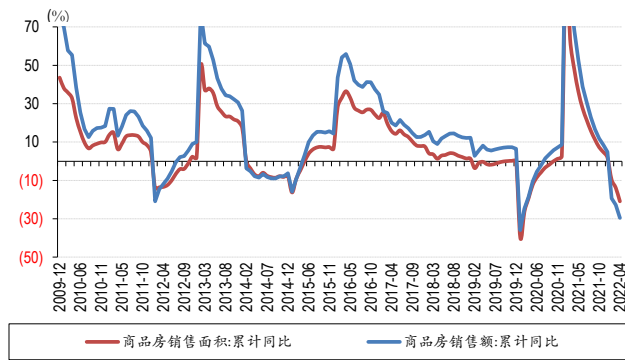
资料来源: 万得, 中银证券

图表13. 房地产价格同比下行，环比走平 (单位: %)



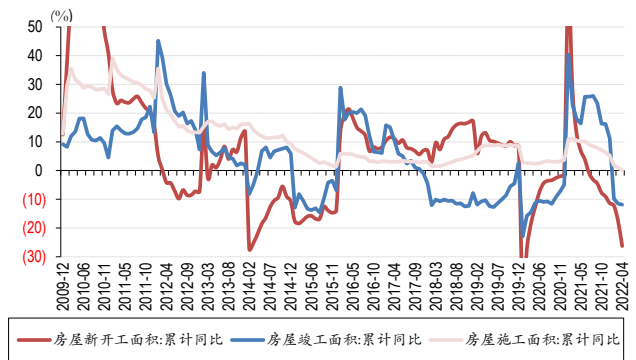
资料来源: 万得, 中银证券

图表14. 房地产销售持续走弱 (单位: 百万)



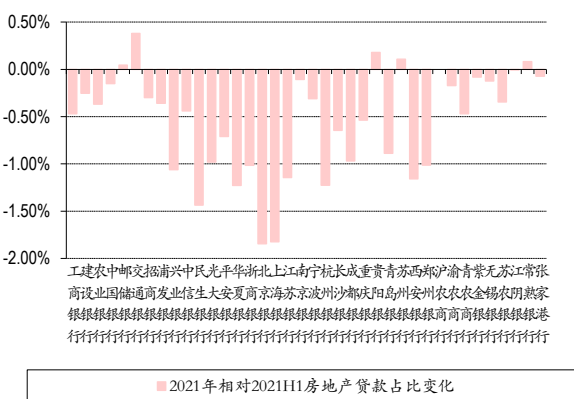
资料来源: 万得, 中银证券

图表15. 竣工、开工和施工均接近历史底部 (单位: 百万)



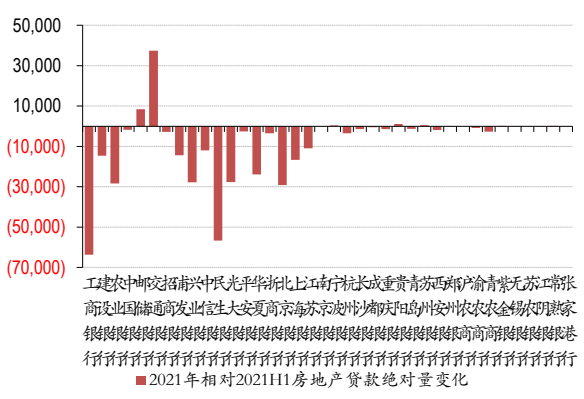
资料来源: 万得, 中银证券

图表16. 上市银行房地产贷款占比变化 (单位: %)



资料来源: 万得, 中银证券

图表17. 上市银行房地产贷款占比变化 (单位: 百万元)

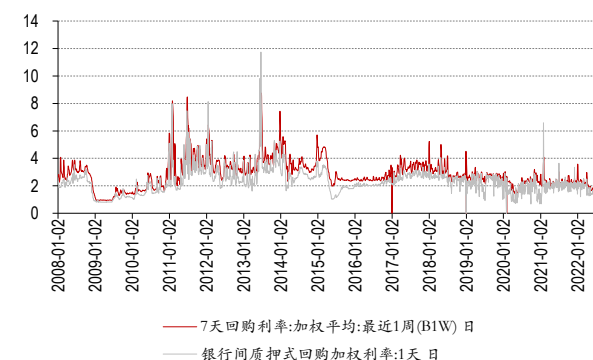


资料来源: 万得, 中银证券

1.2 货币信贷环境持续改善, 需求和疫情制约宽信用发力

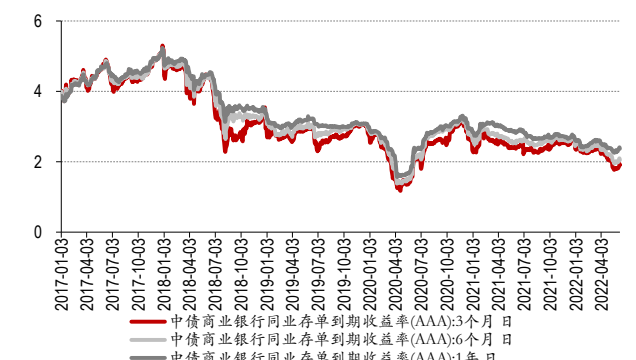
货币环境持续宽松, 利率环境持续下降。今年以来, 银行间利率持续低位, 疫情以来, 4月-5月, 银行间利率再下行, 接近历史底部, 5月存款类机构质押式回购加权利率1天和7天品种平均为1.36%和1.63%, 处于历史低位, 仅仅高于2020年同期。在政策让利、降息和债券收益率压力下, 除按揭外, 各类贷款利率降至历史最低水平。在存款自律定价改革后, 存款定价有所下行。在降准和结构性工具持续发挥作用下, 存款增长持续改善。而资产端融资需求不足, 负债端改善, 进一步促使利率下行。

图表18. 银行间利率低位继续下行 (单位: %)



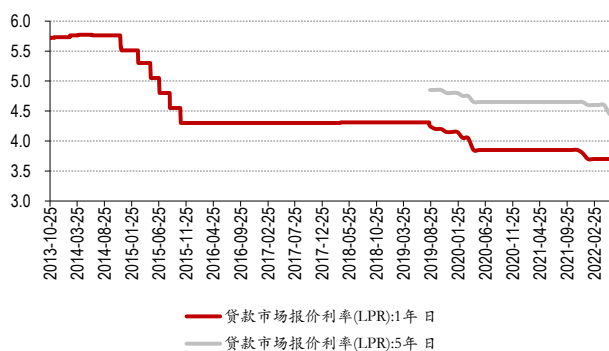
资料来源: 万得, 中银证券

图表19. 同业存单到期收益率 (单位: %)



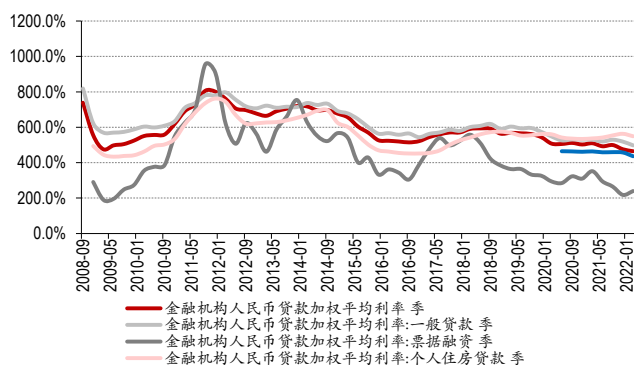
资料来源: 万得, 中银证券

图表20. LPR (单位: %)



资料来源: 万得, 中银证券

图表21. 贷款利率历史底部 (单位: %)

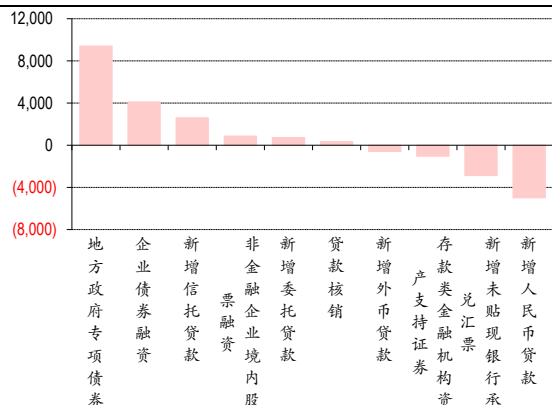


资料来源: 万得, 中银证券

地方政府专项债支撑社融。今年1-4月以来,社融同比多增主要来自地方债、企业债、信托贷款等,而贷款同比少增,且结构持续偏弱。地方债持续加速,是支撑社融增速核心,1-4月社融同比多增8268亿元,其中地方债贡献9410亿,是最大的贡献项。财政部明确,截至5月27日,已累计发行新增专项债券1.85万亿元,较去年同期增加约1.36万亿元,占已下达限额的54%。5月30日,全国财政支持稳住经济大盘会议,提到确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕,力争在8月底前基本使用完毕。即6月发行加速,6月-8月资金运用加速。第二,企业债亦增长较好,高等级信用债和城投利率持续走低,对社融贡献亦显著。此外,信托贷款和委托贷款同比多增贡献较多,表外监管影响逐步出清。

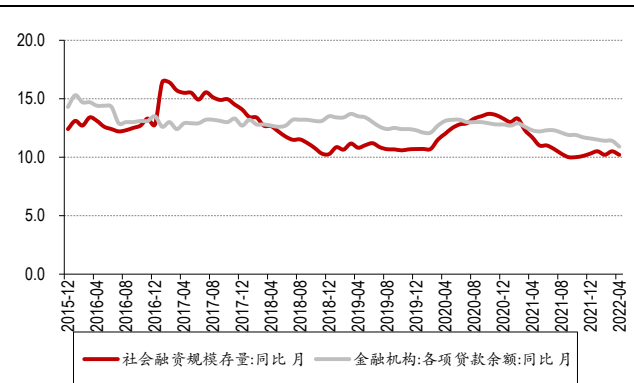
实体信贷需求处于历史较差的阶段。月度新增信贷中,票据占比达到历史新高,票据利率持续低位,月底数据接近0。疫情前居民端融资增速持续趋降,按揭受销售压力已经出现负增长。疫情中,4月居民端受损更为显著,增量在历史底部,当月居民贷款下降2170亿,同比少增7453亿,其中,住房贷款减少605亿元,同比少增4022亿元;不含住房贷款的消费贷款减少1044亿元,同比少增1861亿元;经营贷款减少521亿元,同比少增1569亿元。企业端来看,在基建、结构性的政策强力支持下,企业端融资有一定支撑,企业中长期和企业短期仍保持在较高位置。而信贷更多来自宽信用政策推动,市场需求尚未激活,除新增信贷结构,更多体现在体现在国有行投放占比增加,月度信贷冲量不稳定。

图表22. 2022年前四个月社融同比多增 (单位: 亿元)



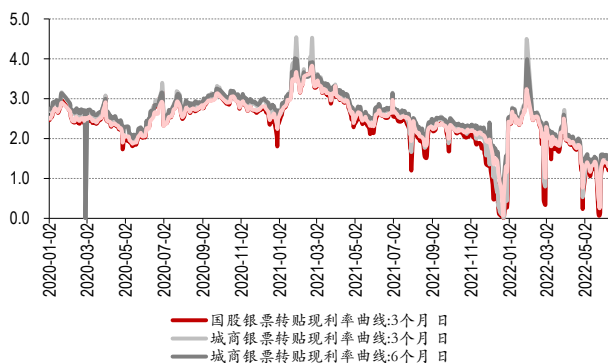
资料来源: 万得, 中银证券

图表23. 2022年社融、贷款同比增速 (单位: %)



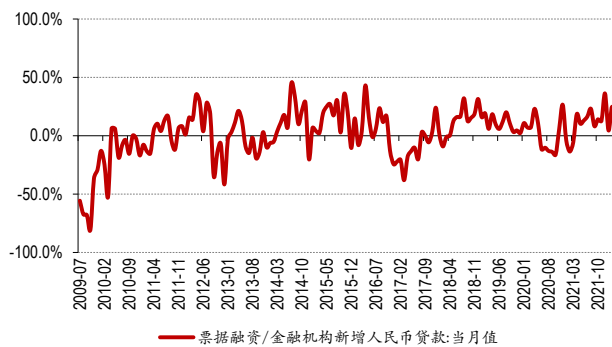
资料来源: 万得, 中银证券

图表24. 票据利率持续位于历史较低水平（单位：%）



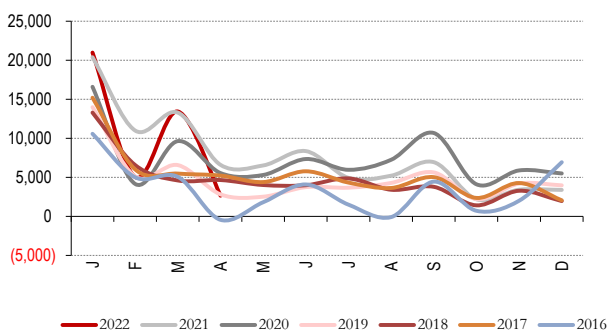
资料来源：万得，中银证券

图表25. 票据贴现/人民币贷款（单位：%）



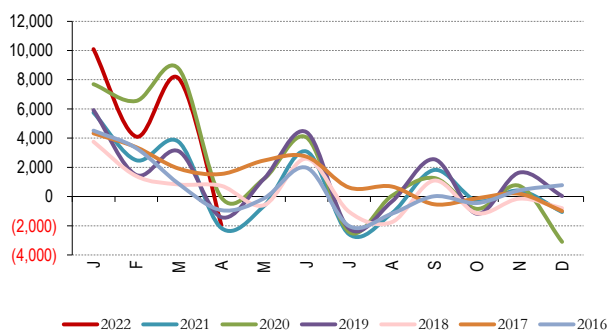
资料来源：万得，中银证券

图表26. 企业中长期单月新增（单位：亿元）



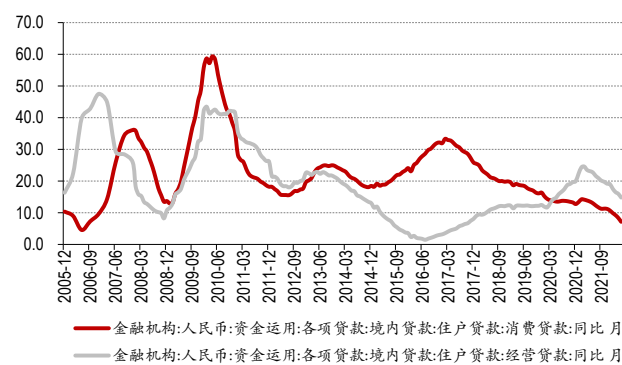
资料来源：万得，中银证券

图表27. 企业短期单月新增（单位：亿元）



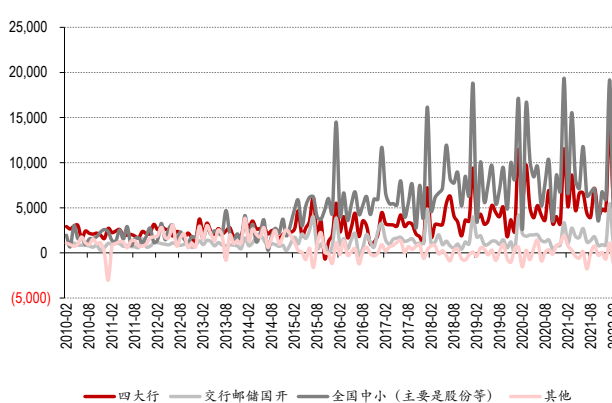
资料来源：万得，中银证券

图表28. 居民信贷变化（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

图表29. 新增贷款结构（单位：亿元）



资料来源：万得，中银证券

1.3 疫情冲击下，稳增长、稳地产政策力度大幅强化

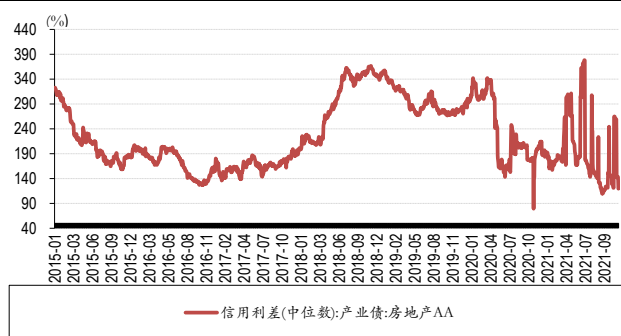
(1) 疫情后财政、基建政策力度大幅强化。

疫情以来，财政和基建力度加大，且针对性和成果导向更强。4月26日，中央财经委员会第十一次会议召开，指出“全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系。4月29日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，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。5月23日，国务院常务会议要求专项债8月底前基本使用到位，支持范围扩大到新型基础设施等。5月25日国务院召开“全国稳住经济大盘”电视电话会议，李克强总理发表重要讲话，要发挥中央和地方两个积极性，地方肩负着促一方发展、造福一方的重任，要守土尽责抓落实，将向12个省派出督查组，对政策落实和配套开展专项督查。

(2) 今年以来各地房地产政策持续放松，疫情后，全国性的按揭政策放松落地。

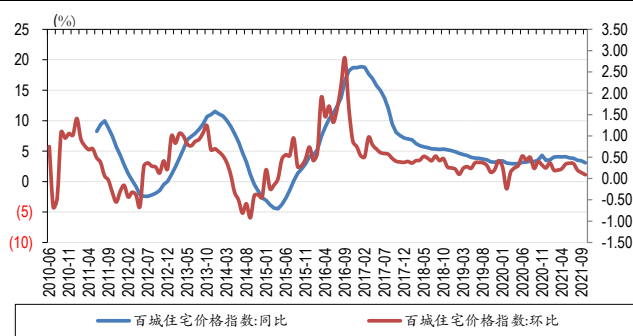
针对前期各地放松政策效果有限，通过两次政策大幅放松首套按揭利率下限，意在提振预期，促进商品房销售需求，3-4月疫情以来，居民融资需求受损较多。目前按揭利率水平来看，未来仍有较大的下调空间。第一，首套按揭下限调降。2022年5月15日，央行和银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，通知指出：对于贷款购买自住住房的居民，首套个贷利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点。二套个贷利率下限按现行规定执行。第二，5年LPR下调，继续贷款按揭下限。5月20日，5年期LPR由4.6%下调至4.45%，下调15个基点。按揭利率下限持续打开。5月政策后，按揭利率下限更新为4.25%，相当于基准利率95.5%，新增按揭下限进一步打开，房地产放松的空间进一步加大。

图表30. 房地产债券估值大幅波动



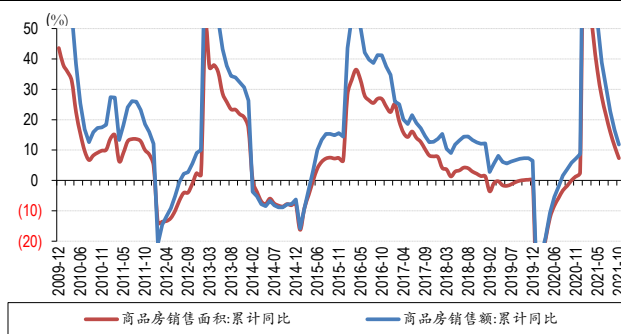
资料来源：万得，中银证券

图表31. 房地产价格持续走低



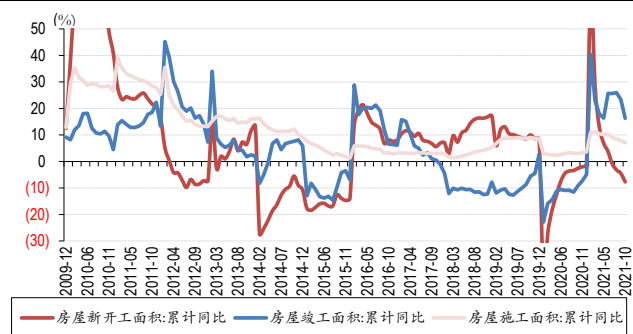
资料来源：万得，中银证券

图表32. 房地产销售持续走弱



资料来源：万得，中银证券

图表33. 竣工、开工和施工数据均走弱



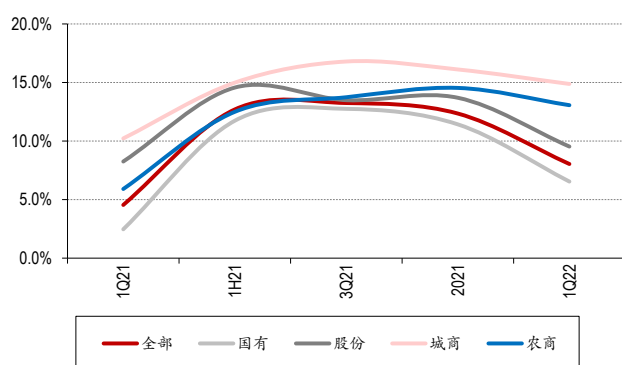
资料来源：万得，中银证券

二、2 季度疫情冲击基本面，下半年或逐步修复

2.1 疫情影响 2 季度银行基本面，城商行或整体仍表现较好

整体来看，2 季度行业业绩或受到疫情影响，增速或延续 1 季度下行态势，预计疫情影响在 3 季度或下半年或逐步缓解。收入端增长或持续放缓：专项债支撑下，总资产规模或平稳，信贷规模或延续 1 季度放缓态势；息差平稳或仍有小幅下行压力；中收延续 1 季度的态势叠加疫情预计增速或仍低位；债市或仍支持其他非息保持较快增长，收入贡献仍突出。资产质量或将一定程度走弱，拨备或仍放缓，反哺业绩。整体看，行业去年同期基数较高，今年同期叠加疫情影响，业绩增速或放缓，随着政策发力和经济形势，3 季度或下半年将逐步改善。相对来看，城商行业绩或仍相对表现较好。

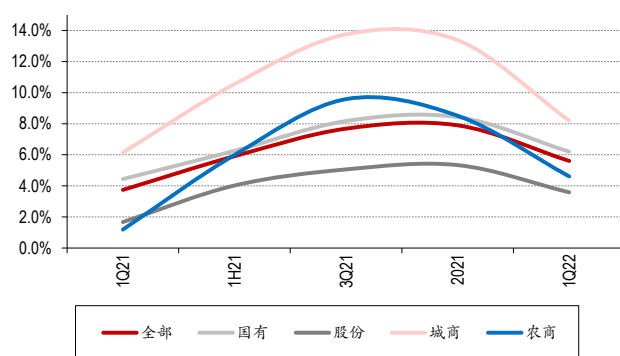
图表 34. 上市银行单季净利润同比增速（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

数据采用 37 家上市银行，不含瑞丰、齐鲁、兰州、厦门和沪农商行。

图表 35. 上市银行营业收入同比增速（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

数据采用 38 家上市银行，不含瑞丰、齐鲁、兰州和厦门银行。

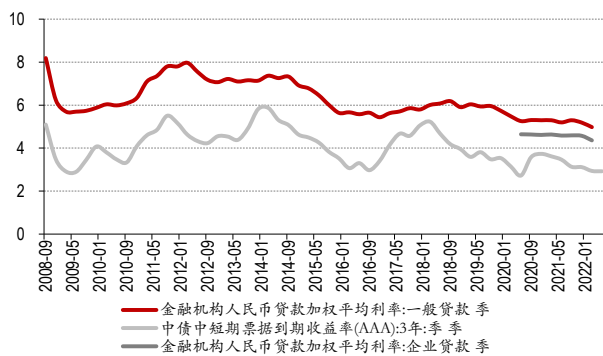
2.2 息差平稳或仍有小幅压力：负债成本和资产收益同时下行

2022 年 1 季度息差趋势向下，2 季度资产收益和负债成本或均有下行压力，2 季度息差平稳或仍有小幅下行压力。

拆分来看，资产端：（1）贷款收益率或继续小幅下降，一方面信用债收益率继续下行，对贷款形成持续压力。另一方面，1 月和 5 月 LPR 调降或仍有小部分 2 季度完成重定价。此外，贷款内部票据占比提升，可能也影响贷款收益。（2）债券投资收益亦下降，本轮疫情下，信用债和国债利率均处达到历史较低水平，同业存单亦持续下降。（3）4-5 月疫情影响导致收益率下行，6 月专项债发行和宽信用发力或对资金面有一定收紧影响。（4）考虑到 6 月信贷和需求可能的改善，2 季度整体情况可能好于 4-5 月。另外，结构因素或对息差亦偏负面，但从更长的时间区间，银行息差已经处在历史底部，长期趋势将回归正常。

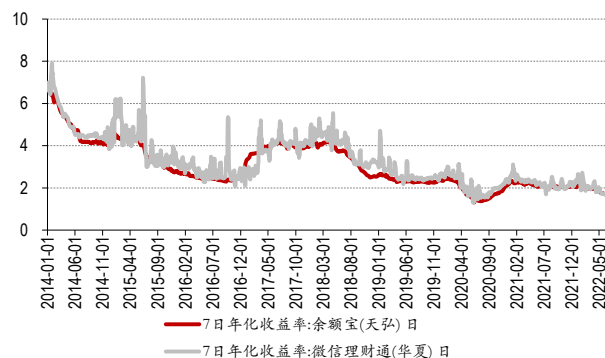
负债方：（1）协议存款量和价继续压降，存款定价机制变化后，4 月开始存款成本下降。参考货币政策执行报告表述：“农中建交邮储等国有银行和大部分股份制银行均已于 4 月下旬下调了其 1 年期以上期限定期存款和大额存单利率，部分地方法人机构也相应作出下调。根据最新调研数据，4 月最后一周（4 月 25 日-5 月 1 日），全国金融机构新发生存款加权平均利率为 2.37%，较前一周下调 10 个基点。”（2）存款持续较好增长，存款占比或持续扩大。（3）主动负债下降，银行间利率和同业存单利率均有下行（见上文图）。

图表36. 债券到期收益与贷款利率 (单位: %)



资料来源: 万得, 中银证券

图表37. 货币基金收益率 (单位: %)



资料来源: 银保监会, 中银证券

图表38. 信用债收益率分位数 (单位: %)

2022年6月8日 信用债收益率分位数水平 (统计区间为有数据以来的所有时间段)						
	当前水平			当前历史分位		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
超AAA	2.42	2.83	3.18	2%	3%	6%
AAA	2.46	2.97	3.30	7%	16%	15%
AA+	2.57	3.12	3.47	5%	11%	10%
AA	2.62	3.31	3.95	5%	12%	17%

资料来源: 万得, 中银证券

图表39. 利率债收益率分位数 (单位: %)

2022年6月8日 利率债收益率分位数水平 (统计区间为有数据以来的所有时间段)							
	当前历史分位						
	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y
国债	22%	19%	18%	13%	4%	3%	8%
国开	11%	13%	10%	9%	2%	1%	1%

资料来源: 银保监会, 中银证券

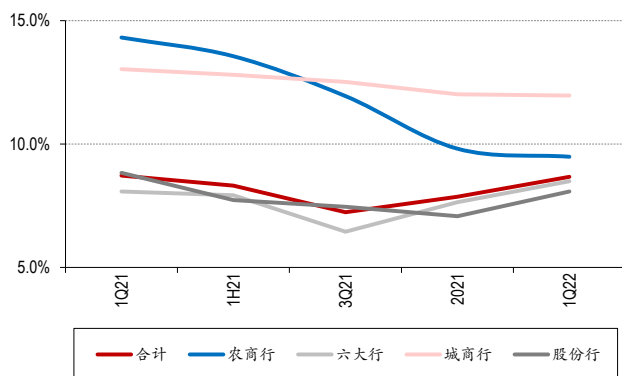
2.3 规模: 2 季度专项债和宽信用支撑增速或平稳, 需求下半年或边际改善

预计 2 季度总资产增速相对 1 季度基本平稳, 信贷增速持平或略有下降, 专项债支撑强化, 负债端, 存款或仍改善, 主动负债或下降。

今年 1 季度总资产增速提升, 1 季度总资产同比增速 8.7%, 增速较上年提升 0.8 个百分点, 在宽信用强化和专项债加速背景下, 预计 2 季度总资产增速持平。拆分来看, 2 季度疫情影响加剧, 票据冲量或强化, 信贷增速或略缓。债券投资 2 季度前两月放缓, 2 季度整体取决于 6 月专项债发行和企业债新增, 目前政策执行力度很强, 预计 6 月底基本可以完成, 支撑行业总资产增速。从负债端来看, 存款增长或延续改善, 上市银行发债和同业增速略缓。随着疫情的修复和政策的发力, 5 月开始, 规模增长修复, 反映到报表利息收入上, 可能 3 季度更为显著, 特别是贷款。

子行业中, 大行贷款和债券增长或仍对行业规模增长形成支撑。城商和农商预计除去疫情较严重的区域, 仍保持相对较快增长。

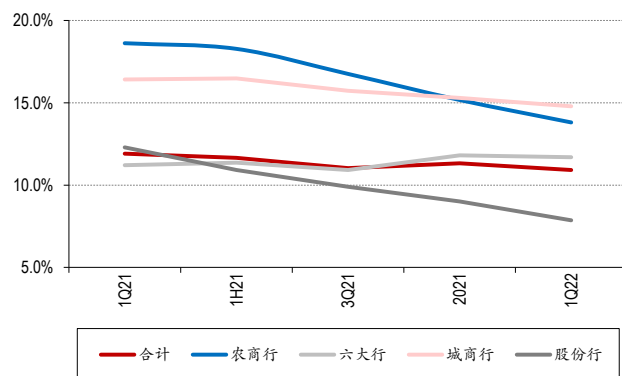
图表 40. 上市银行总资产同比增速 (单位: %)



资料来源: 万得, 中银证券

数据采用 37 家上市银行, 不含瑞丰、齐鲁、兰州、厦门和沪农商行。

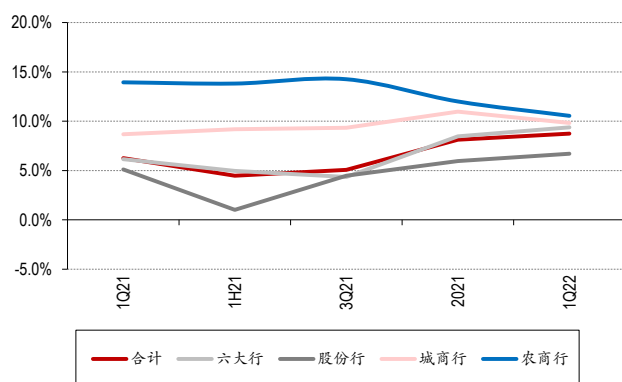
图表 41. 上市银行贷款同比增速 (单位: %)



资料来源: 万得, 中银证券

数据采用 37 家上市银行, 不含瑞丰、齐鲁、兰州、厦门和沪农商行。

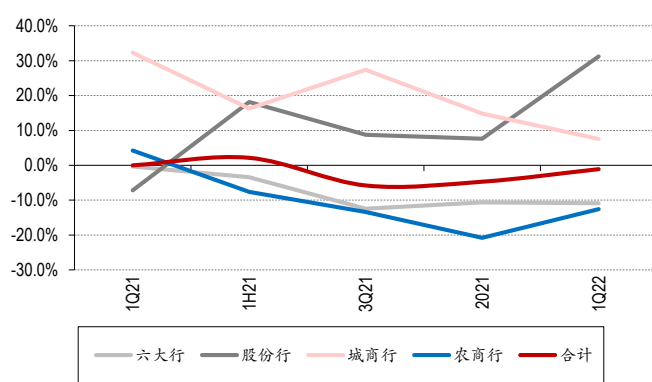
图表 42. 上市银行债券投资同比增速 (单位: %)



资料来源: 万得, 中银证券

数据采用 37 家上市银行, 不含瑞丰、齐鲁、兰州、厦门和沪农商行。

图表 43. 上市银行同业资产同比增速 (单位: %)



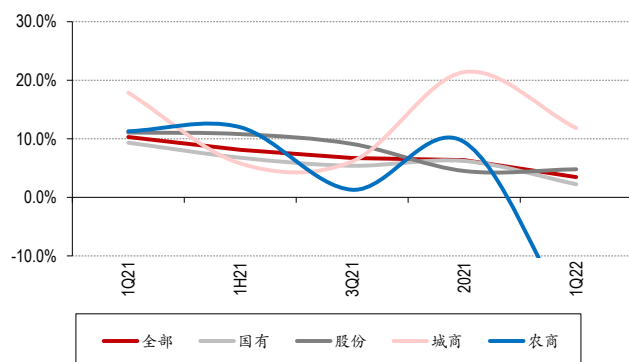
资料来源: 万得, 中银证券

数据采用 37 家上市银行, 不含瑞丰、齐鲁、兰州、厦门和沪农商行。

2.3 非息收入: 手续费收入延续一季度, 其他非息收入仍是重要贡献。

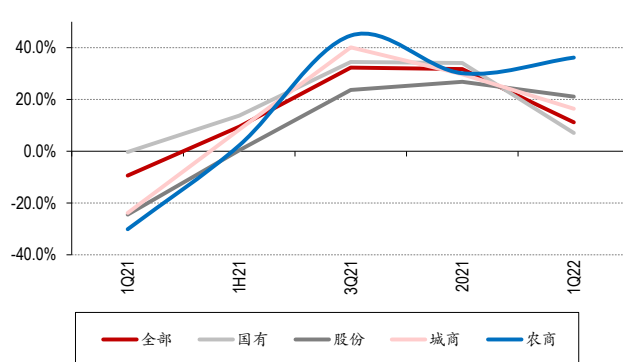
手续费增速或仍在低位。今年 1 季度上市银行净手续费同比增长 3.4%, 增速较去年下降 3 个百分点, 显著放缓。主要源于资本市场相关的代销业务以及减费让利等影响, 此外信贷需求偏弱也影响了手续费增长。手续费占比相对去年同期下降 0.4 个百分点。2 季度预计延续 1 季度的情况, 去年 2 季度手续费增速有所下降, 基数或降低, 考虑到 2 季度疫情影响, 预计手续费延续 1 季度放缓态势。

图表 44. 净手续费增速趋缓 (单位: %)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 45. 其他非息收入增速趋缓 (单位: %)



资料来源: 万得, 中银证券

2 季度非息对收入贡献或仍较高, 3 季度或下半年或边际趋缓。

回顾今年 1 季度其他非息收入增速亦放缓, 上市银行其他非息收入同比增长 11.2%, 较去年下降 20.6 个百分点, 仍好于手续费和利息收入。各类银行看, 国有行增速下降较多, 或源于资本市场波动, 农商行差异于行业, 上升明显。今年 1 季度与债市表现相对应的交易类资产增长也放缓, 从交易类资产占比总资产头寸看, 交易类占比趋稳。

2 季度来看, 考虑到债券收益率的下行, 我们认为其他非息仍保持较快增长, 收入贡献仍将持续提升。

3 季度若经济修复, 债市上行趋缓, 其他非息增速或趋缓, 交易类资产或亦下降。

1 季度来看, 各类银行看, 城商行其他非息占比最大, 农商行占比提升最多。2 季度对城农商或贡献持续。

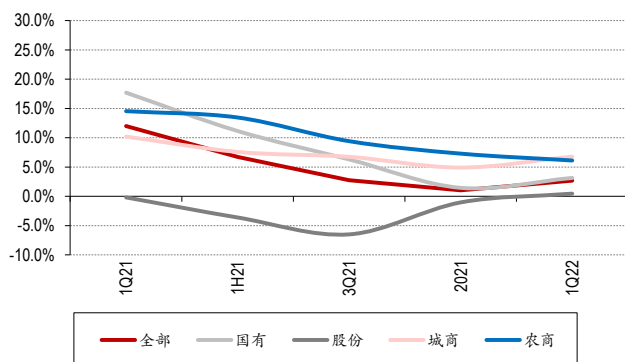
2.4 资产质量：2 季度逾期和不良率或上升，拨备或仍将反哺

经济需求承压叠加本轮疫情冲击实体，预计银行实际逾期、关注和不良贷款或一定程度上升。

回顾 1 季度，上市银行资产质量指标平稳，不良率 1.33%，较去年下降 1BP，1 季报发布关注贷款占比银行，关注占比较上年多为下降。而需要注意的是，上市银行不良余额较上年增长 3.55%，不良额增速有所提升，在较短的报告期内，额的变化相对率的变化更有趋势意义。并且 1 季度在资产质量确认审慎且较少通过时间平滑的招行和宁波，不良率和关注类均有上升。

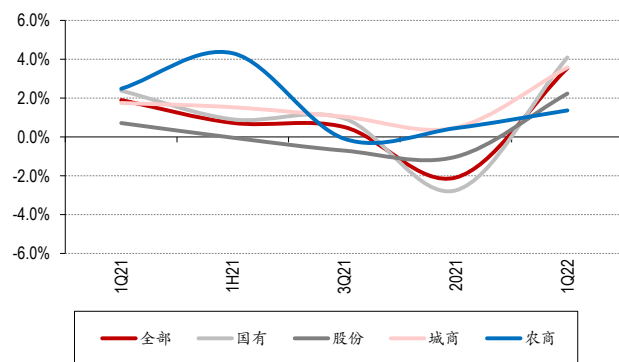
同时我们认为或不应对银行资产质量过于悲观，过去 5 年上市银行持续核销不良，存量不良出清和暴露较为充分。本轮稳增长和宽信用，背后更严格的监管规定、更审慎的内部风控和普惠担保体系，所以资产质量虽然会跟着经济和信贷市场恶化，风险仍整体可控。

图表 46. 不良贷款总额同比变化（单位：%）



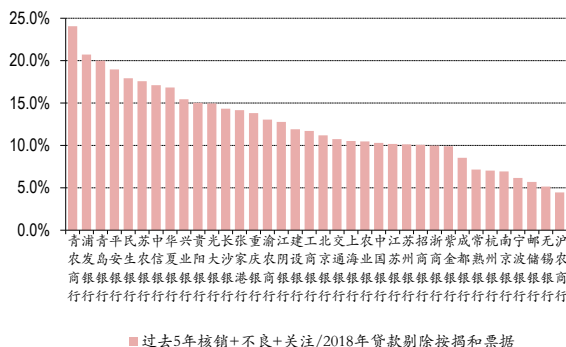
资料来源：万得，中银证券

图表 47. 不良贷款总额环比变化（单位：%）



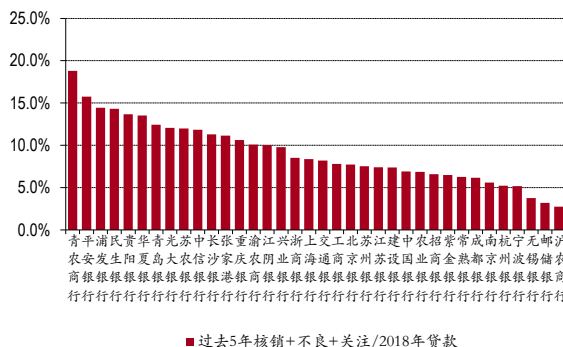
资料来源：万得，中银证券

图表 48. 存量不良暴露情况（单位：%）



资料来源：上市公司公告，中银证券

图表 49. 存量不良暴露情况（单位：%）

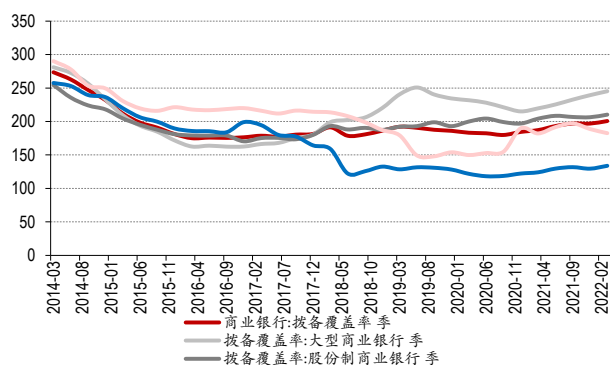


资料来源：上市公司公告，中银证券

拨备或仍将反哺盈利。

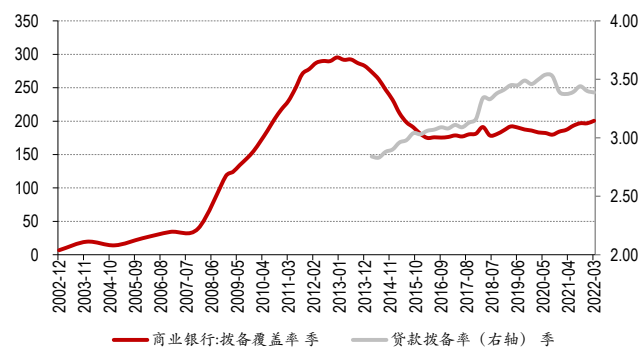
随着资产质量压力增加，拨备需求或应增加，但是考虑到去年同期拨备增长较快，且政策方向主要是稳增长和宽信用，2 季度《商业银行预期信用损失法实施管理办法》或尚未全面严格执行，预计增量拨备或仍将反哺盈利，存量拨备或平稳或下降。预计 2 季度《商业银行预期信用损失法实施管理办法》或尚未全面严格执行，且《办法》要求商业银行实施本办法存在较大困难的，可向银保监会或属地派出机构提出延期实施申请，但最迟不得晚于 2023 年 1 月 1 日起实施。具体实施情况或仍需要观察，《办法》对于预计信用风险损失确定较为严格，如严格实行，部分银行或面临较大计提压力，也有部分银行或需要大幅释放拨备，整体来看，行业性计提的压力或更大，具体仍需等待办法在银行落地情况。长期来看，拨备的计提将更为审慎，银行通过拨备调整盈利的空间或减小。

图表50. 银行业拨备覆盖率 (单位: %)



资料来源: 万得, 中银证券

图表51. 银行业拨备覆盖率和拨贷比 (单位: %)



资料来源: 万得, 中银证券

三、疫后修复+政策发力，坚定看好银行股投资机会

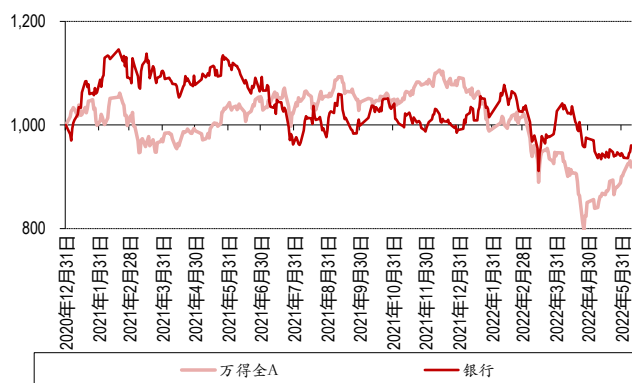
疫情对市场主体和投资者对经济信心影响较大，随着疫后生产经营的修复，政策持续强化发力并逐步见效，市场对政策信心和经济修复预期有望持续好于预期，看好行业绝对收益和相对收益。一方面，财政和基建持续发力、强化，对经济形成支撑，较为确定，坚定看好稳增长带动的成都银行、南京银行、江苏银行等优质区域银行的投资机会。另一方面，市场对地产政策力度和效力预期较低，认为不确定性较强，而地产政策仍有较大加码空间，关注后续地产修复以及地产政策的加码可能带来预期差，以及由此带来的经济预期改善，行业整体或估值抬升，关注平安银行等股份行的可能机会。

3.1 今年以来稳增长和经济的预期主导银行行情，优质区域银行表现突出

今年稳增长发力支撑银行股表现突出。

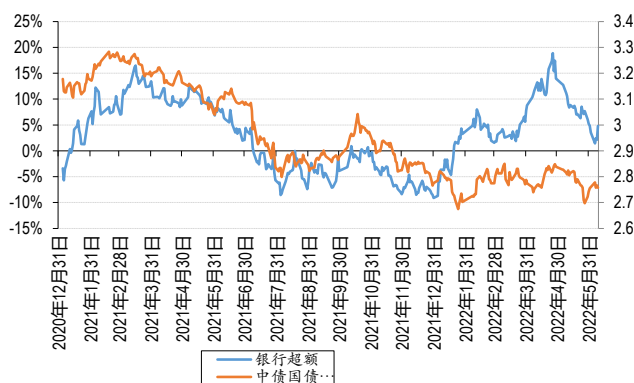
去年 7 月以来，政策逐步转向稳增长，银行超额收益止跌。今年以来，银行前四个月持续跑赢万得全 A 指数，其中 1-2 月板块表现市场领先持续上涨，3 月中旬到 4 月上旬兼具绝对收益和相对收益。去年下半年以来稳增长持续发酵，在房地产、基建板块表现后，伴随着稳增长发力和经济预期的改善，银行表现积极。疫情发酵初期，银行股防御性较强，随着疫情加速，经济和政策信心走弱，5 月疫情初步改善，疫情后政策更多转向减税降费，银行表现转弱，银行股修复弱于万得全 A 指数。随着疫情进一步修复和政策发力，经济数据逐渐显现修复迹象，银行超额收益再次回升。

图表52. 2021 年以银行指数与万得全 A 指数



资料来源：万得，中银证券

图表53. 银行超额收益与 10 年国债到期收益率（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

今年优质区域银行表现更好，业务与经济和政策的支撑一致

今年以来表现最好 10 家银行分别为成都银行、南京银行、江苏银行、江阴银行、常熟银行、张家港行、杭州银行、交通银行、苏农银行和兴业银行。其中，8 家为区域城农商行，主要是成都和江浙区的城农商行。这些银行区位优势突出、基本面表现优秀，更重要的是，城农商行的业务和收入结构更偏向政信、制造业等，其业务结构也符合基建提升、制造业和出口韧性。此外，这些银行多发转债，等待转股。整体来看，今年股价表现好的银行，既符合宏观主线趋势逻辑也有自身基本面的支持。

图表54. 今年以来银行个股表现 (截至 6 月 8 日、单位: %)

证券简称	年涨跌幅	2022年1月	2022年2月	2022年3月	2022年4月	2022年5月	2022年6月
行业最大:	41.92	16.83	6.33	11.42	11.78	8.95	11.38
行业最小:	-24.14	-9.57	-3.14	-6.40	-18.02	-10.86	-0.99
平均涨幅	-0.72	1.65	0.62	0.17	-2.79	-2.61	2.21
国有行	3.29	3.29	0.30	3.17	-0.90	-2.09	-0.02
股份行	-4.97	-4.97	0.65	-1.85	-2.84	-2.70	1.33
城商行	3.85	3.85	0.84	0.69	-0.63	-4.36	3.52
农商行	4.21	4.21	1.05	0.52	-2.70	-0.48	2.42
成都银行	41.92	16.83	2.92	4.09	11.78	-8.93	11.38
南京银行	27.90	9.60	-0.61	9.32	8.72	-6.90	6.11
江苏银行	21.19	12.86	1.06	6.02	3.97	-6.94	3.58
江阴银行	18.06	2.60	-1.01	9.97	-7.44	8.95	4.82
常熟银行	12.68	11.65	0.81	4.03	4.52	-10.14	2.45
张家港行	7.91	7.64	1.77	-1.11	0.00	-3.35	3.06
杭州银行	7.72	9.98	1.56	-1.61	8.45	-10.86	1.40
交通银行	7.16	2.82	0.84	6.90	-0.59	-3.35	0.61
苏农银行	6.78	8.21	1.90	-1.68	0.00	-4.36	2.97
兴业银行	6.04	9.66	5.70	-6.34	-0.92	-4.05	2.75
中国银行	5.25	1.31	0.32	5.48	-1.22	-1.24	0.63
苏州银行	2.99	0.30	6.33	2.49	-2.57	-6.63	3.57
邮储银行	2.75	10.20	-0.71	-3.41	0.37	-2.96	-0.19
中信银行	2.60	0.65	-1.08	10.65	-1.18	-7.55	1.94
农业银行	2.04	0.68	0.68	3.36	-0.65	-0.98	-0.99
建设银行	1.88	2.22	0.67	4.31	-3.50	-1.48	-0.17
渝农商行	1.30	0.00	1.56	1.79	-2.76	-0.26	1.04
北京银行	0.90	1.13	0.45	1.55	-0.22	-3.28	1.36
长沙银行	0.90	0.51	1.15	-3.65	-2.88	2.56	3.41
工商银行	0.65	0.65	0.00	2.36	0.21	-2.51	0.00
无锡银行	-0.53	3.17	2.74	-3.16	-2.75	-2.47	2.17
民生银行	-1.54	-0.51	0.77	-2.30	-3.14	2.97	0.79
沪农商行	-2.67	-1.78	0.00	-2.87	-6.99	8.51	1.08
华夏银行	-3.39	0.54	0.00	-1.24	-1.98	-2.39	1.69
兰州银行	-3.70	3.11	2.45	11.42	-18.02	-6.05	6.22
光大银行	-5.42	0.60	0.00	-1.20	-3.33	-2.19	0.64
贵阳银行	-5.83	0.15	0.46	-2.90	-3.30	-1.63	1.33
浙商银行	-6.00	-2.00	0.00	-3.21	-0.30	-1.81	1.23
浦发银行	-6.80	-1.41	-0.24	-4.65	0.37	-1.12	0.13
齐鲁银行	-8.06	-2.69	0.18	-4.23	0.77	-4.38	2.19
上海银行	-9.40	-1.40	-0.57	-5.01	-2.26	-1.23	0.78
宁波银行	-10.29	2.12	-2.53	-1.86	-2.89	-9.80	4.85
重庆银行	-10.56	-3.71	0.82	5.56	-15.24	0.26	2.71
厦门银行	-11.30	-4.64	0.91	0.15	-11.13	-1.52	5.15
紫金银行	-12.54	-5.67	0.63	-2.83	-6.15	-0.69	1.74
西安银行	-12.79	-2.33	0.48	-6.40	-6.33	0.00	1.35
平安银行	-12.92	-3.94	-0.51	-2.35	-0.39	-7.57	1.34
青岛银行	-14.23	-4.76	-0.98	-2.22	-8.06	-0.56	1.73
青农商行	-14.25	-3.11	-2.14	-3.55	-3.97	-4.13	1.85
郑州银行	-15.19	-3.48	0.98	-4.55	-9.86	0.00	1.13
招商银行	-17.29	1.03	1.20	-6.02	-14.68	-0.60	1.51
瑞丰银行	-24.14	-9.57	-3.14	-4.05	-11.71	0.89	1.33

资料来源: 万得、中银证券

图表55. 2022N 上市银行资产结构

资产结构	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	邮储银行	交通银行	招商银行	浦发银行	兴业银行	中信银行	民生银行	光大银行	平安银行	华夏银行	浙商银行	北京银行	上海银行	江苏银行	南京银行	宁波银行	杭州银行	长沙银行	成都银行	重庆银行	贵阳银行	青岛银行	苏州银行	西安银行	郑州银行	沪农商行	徽商银行	青农商行	紫金银行	无锡银行	江苏银行	江阴银行	常熟银行	张家港行
贷款比例	60%	63%	59%	61%	51%	57%	61%	60%	53%	61%	60%	58%	63%	60%	61%	55%	47%	53%	46%	44%	42%	46%	50%	51%	44%	48%	47%	53%	53%	58%	46%	60%	68%	58%	61%	60%	60%	61%
对公贷款/贷款	59%	55%	56%	59%	35%	63%	39%	50%	50%	48%	50%	54%	33%	64%	66%	56%	60%	52%	66%	54%	56%	55%	73%	58%	81%	69%	54%	52%	69%	68%	48%	59%	60%	60%	60%	65%	30%	47%
个人贷款/贷款	38%	42%	42%	39%	58%	35%	54%	40%	42%	42%	43%	43%	62%	29%	28%	35%	32%	40%	30%	39%	38%	41%	25%	32%	18%	31%	36%	38%	26%	32%	47%	38%	28%	21%	26%	23%	61%	44%
按揭占比	31%	34%	31%	31%	34%	23%	25%	19%	25%	20%	15%	17%	9%	14%	7%	21%	13%	17%	11%	4%	14%	16%	22%	13%	7%	19%	15%	14%	14%	19%	17%	31%	0%	15%	9%	12%	9%	10%
其他个人贷款占比	8%	8%	11%	8%	25%	12%	29%	21%	17%	22%	28%	26%	53%	16%	22%	14%	19%	23%	20%	34%	24%	25%	3%	19%	11%	13%	21%	24%	12%	13%	30%	8%	28%	6%	16%	12%	52%	34%
信用卡	3%	5%	4%	3%	3%	8%	15%	9%	10%	11%	12%	14%	20%	8%	0%	1%	3%	2%	1%	0%	0%	6%	2%	5%	2%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	3%	0%	0%	0%	1%	2%	0%
票据/贷款	3%	2%	2%	2%	7%	2%	8%	10%	7%	10%	7%	3%	5%	6%	6%	9%	8%	8%	4%	8%	6%	4%	1%	9%	1%	7%	10%	10%	5%	11%	5%	3%	11%	11%	14%	11%	3%	8%
其他/贷款	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
债券投资比例	27%	25%	28%	24%	34%	31%	24%	29%	36%	29%	30%	32%	27%	31%	29%	33%	40%	35%	46%	49%	47%	45%	34%	35%	49%	38%	37%	37%	37%	40%	41%	27%	22%	24%	28%	33%	24%	32%
央行比例	9%	9%	8%	9%	9%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	7%	6%	5%	6%	5%	6%	5%	6%	5%	6%	7%	7%	6%	6%	10%	4%	7%	6%	0%	5%	9%	5%	6%	7%	7%	5%	5%
同业比例	4%	3%	5%	7%	5%	6%	3%	5%	7%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	7%	8%	4%	3%	2%	5%	2%	8%	7%	2%	4%	6%	3%	4%	12%	9%	4%	5%	3%	5%	1%	3%	1%

资料来源：上市公司公告、中银证券

图表56. 2022N 上市银行对公信贷的房地产、基建贷款占比

贷款结构	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	邮储银行	交通银行	招商银行	浦发银行	兴业银行	中信银行	民生银行	光大银行	平安银行	华夏银行	浙商银行	北京银行	上海银行	江苏银行	南京银行	宁波银行	杭州银行	长沙银行	成都银行	重庆银行	贵阳银行	青岛银行	苏州银行	西安银行	郑州银行	渝农商行	徽商银行	青农商行	紫金银行	无锡银行	江苏银行	江阴银行	常熟银行	张家港行
制造业	59%	55%	56%	59%	35%	63%	39%	50%	50%	48%	50%	54%	33%	64%	66%	56%	60%	52%	66%	54%	56%	55%	73%	58%	81%	69%	54%	52%	69%	68%	48%	59%	60%	60%	60%	65%	30%	47%
批发和零售业	3%	5%	3%	3%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
基建	35%	28%	32%	18%	18%	31%	16%	20%	22%	22%	21%	6%	31%	20%	26%	20%	36%	24%	35%	22%	43%	33%	21%	20%	19%	29%	14%	30%	35%	20%	27%	9%	15%	8%	12%	12%		
交通运输	15%	10%	12%	11%	11%	12%	8%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%		
电力、燃气	6%	5%	6%	5%	4%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%		
水利、环境	7%	3%	4%	2%	2%	6%	1%	4%	5%	8%	4%	10%	0%	7%	4%	7%	7%	6%	3%	4%	22%	13%	18%	15%	8%	9%	7%	10%	14%	0%	11%	7%	9%	3%	0%	5%	3%	
租赁和商务	8%	9%	8%	8%	2%	10%	3%	9%	9%	13%	7%	3%	18%	14%	11%	18%	12%	32%	17%	12%	6%	21%	15%	7%	8%	11%	6%	12%	12%	11%	8%	25%	3%	2%	11%	1%	1%	
房地产业	5%	4%	5%	8%	2%	6%	7%	8%	6%	9%	6%	9%	6%	13%	7%	13%	6%	4%	4%	6%	3%	6%	4%	7%	9%	4%	5%	12%	10%	5%	9%	1%	2%	0%	1%	1%	1%	
建筑业	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
采掘业	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
其他	5%	5%	3%	4%	6%	7%	4%	6%	2%	7%	4%	6%	7%	6%	7%	9%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
制造业	59%	55%	56%	59%	35%	63%	39%	50%	50%	48%	50%	54%	33%	64%	66%	56%	60%	52%	66%	54%	56%	55%	73%	58%	81%	69%	54%	52%	69%	68%	48%	59%	60%	60%	60%	65%	30%	47%
批发和零售业	3%	5%	3%	3%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
基建	35%	28%	32%	18%	18%	31%	16%	20%	22%	22%	21%	6%	31%	20%	26%	20%	36%	24%	35%	22%	43%	33%	21%	20%	19%	29%	14%	30%	35%	20%	27%	9%	15%	8%	12%	12%		
交通运输	15%	10%	12%	11%	11%	12%	8%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
电力、燃气	6%	5%	6%	5%	4%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
水利、环境	7%	3%	4%	2%	2%	6%	1%	4%	5%	8%	4%	10%	0%	7%	4%	7%	7%	6%	3%	4%	22%	13%	18%	15%	8%	9%	7%	10%	14%	0%	11%	7%	9%	3%	0%	5%	3%	
租赁和商务	8%	9%	8%	8%	2%	10%	3%	9%	9%	13%	7%	3%	18%	14%	11%	18%	12%	32%	17%	12%	6%	21%	15%	7%	8%	11%	6%	12%	12%	11%	8%	25%	3%	2%	11%	1%	1%	
房地产业	5%	4%	5%	8%	2%	6%	7%	8%	6%	9%	6%	9%	6%	13%	7%	13%	6%	4%	4%	6%	3%	6%	4%	7%	9%	4%	5%	12%	10%	5%	9%	1%	2%	0%	1%	1%	1%	
建筑业	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
采掘业	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
其他	5%	5%	3%	4%	6%	7%	4%	6%	2%	7%	4%	6%	7%	6%	7%	9%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
制造业	59%	55%	56%	59%	35%	63%	39%	50%	50%	48%	50%	54%	33%	64%	66%	56%	60%	52%	66%	54%	56%	55%	73%	58%	81%	69%	54%	52%	69%	68%	48%	59%	60%	60%	60%	65%	30%	47%
批发和零售业	3%	5%	3%	3%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
基建	35%	28%	32%	18%	18%	31%	16%	20%	22%	22%	21%	6%	31%	20%	26%	20%	36%	24%	35%	22%	43%	33%	21%	20%	19%	29%	14%	30%	35%	20%	27%	9%	15%	8%	12%	12%		
交通运输	15%	10%	12%	11%	11%	12%	8%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
电力、燃气	6%	5%	6%	5%	4%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
水利、环境	7%	3%	4%	2%	2%	6%	1%	4%	5%	8%	4%	10%	0%	7%	4%	7%	7%	6%	3%	4%	22%	13%	18%	15%	8%	9%	7%	10%	14%	0%	11%	7%	9%	3%	0%	5%	3%	
租赁和商务	8%	9%	8%	8%	2%	10%	3%	9%	9%	13%	7%	3%	18%	14%	11%	18%	12%	32%	17%	12%	6%	21%	15%	7%	8%	11%	6%	12%	12%	11%	8%	25%	3%	2%	11%	1%	1%	
房地产业	5%	4%	5%	8%	2%	6%	7%	8%	6%	9%	6%	9%	6%	13%	7%	13%	6%	4%	4%	6%	3%	6%	4%	7%	9%	4%	5%	12%	10%	5%	9%	1%	2%	0%	1%	1%	1%	
建筑业	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
采掘业	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
其他	5%	5%	3%	4%	6%	7%	4%	6%	2%	7%	4%	6%	7%	6%	7%	9%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	

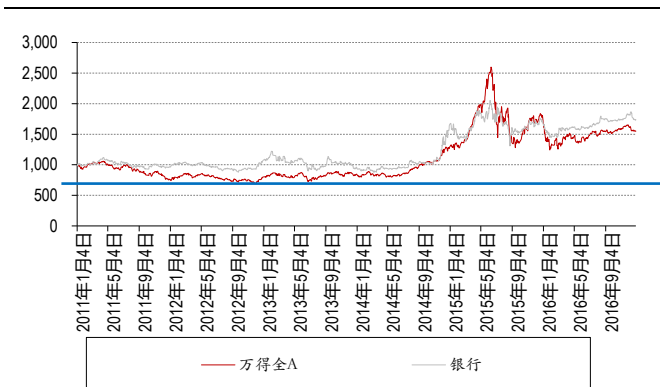
资料来源：上市公司公告、中银证券

3.2 回顾 2014 年，稳增长阶段经济风险暴露趋于充分，股价或接近底部

参考 2011 年以来的经济、政策和银行行情，今年行情与 2014 年较为类似。稳增长阶段经济风险暴露及市场预期趋于充分，股价绝对位置或偏低，政策发力阶段相对收益突出，长期配置价值较为突出。

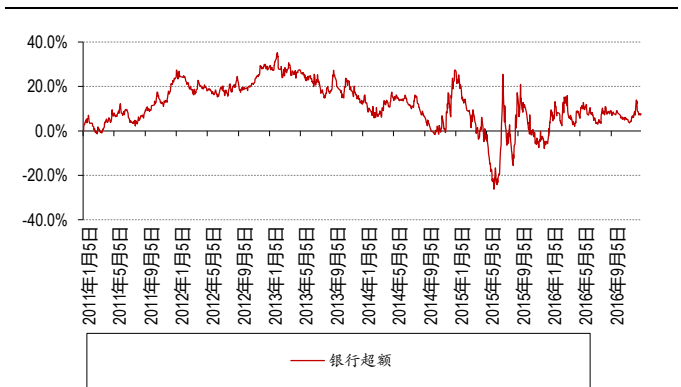
(1) 在 2011 年-2014 年期间，银行股价最低的时段是 2012 年和 2013 年，经济数据也在高位，市场担心未来经济风险尚未暴露，担心地方政府债务、影子银行等风险等，政策偏紧重在控制风险，2013 年监管和外部冲击共振影响经济和流动性，背后也是收紧的政策导向。彼时银行基本面数据仍较好，风险担忧下，股价表现持续偏弱。(2) 2014 年经济走弱，刺激政策初期相对温和，而随着经济压力加剧，政策在三季末开始大幅发力。期间，两次政策发力，银行股均有相对收益，政策力度和成效影响行情的幅度。由于经济可能风险和问题预期趋于充分，银行估值达到当时历史底部，股息达到历史高位。而政策也从严监管逐步放松转向稳增长，当风险显现，估值表现充分时，需要关注的或只是政策幅度和成效，2014 年 3 月后银行股价持续上行，并未再出现大幅回调。这个时间，银行基本面对 2012 年明显偏弱。(3) 2016 年开始，经济趋势修复，行业基本面尚未全面显著修复，银行表现持续较好。(4) 现阶段，国内需求、房地产、国际冲突和疫情反复已经发生，市场对经济、地产、国际环境、疫情的不确定性预期不断提升，且信心受损较重，行业基本面受损，政策从严监管影响中逐步转向，政策发力的阶段。关注政策发力的波段机会，等待经济基本面改善。

图表57. 2011 年-2016 年银行指数与万得全 A 指数



资料来源：万得，中银证券

图表58. 2011 年-2016 年银行相对超额收益 (单位: %)

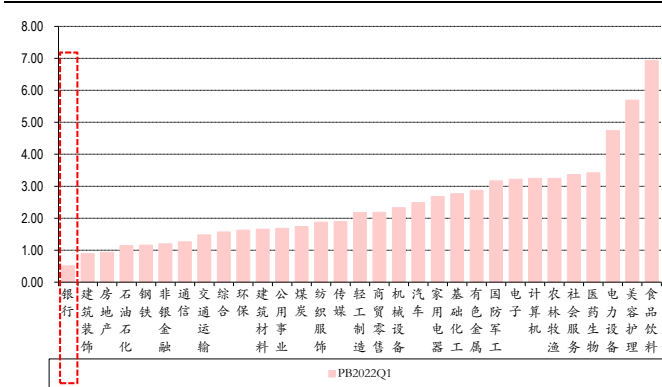


资料来源：万得，中银证券

估值底部股息顶部，相对预期仍较为悲观

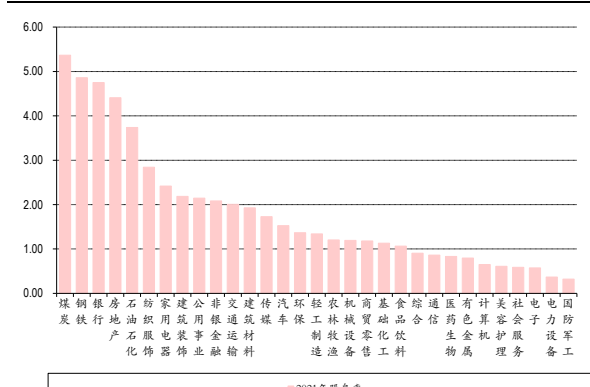
估值历史低位，股息率高位。第一，在经历过市场调整后，银行估值相对其他行业仍是最低水平，股息率仍在高位，仅仅低于煤炭和钢铁。第二，从行业测算来看，银行目前的估值仍处于历史底部，行业估值 0.58X。参考 2021 年数据，估值隐含不良率约 18%（假定损失率 60%），参考上文对资产质量的分析，这一数据高于上市银行过去 5 年的风险暴露，充分反映了市场对资产质量的悲观预期。从各家银行来看，全部上市银行中今年仅成都银行和估值略有提升，其他银行 PB 估值均下行，反映市场对于今年行业业绩边际趋缓及 ROE 下行的预期。

图表59. 银行 PB 估值为所有行业最低



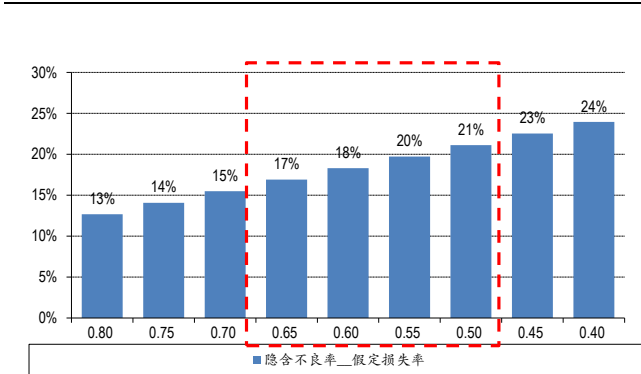
资料来源：万得，中银证券

图表60. 银行 PE 估值为所有行业最低



资料来源：万得，中银证券

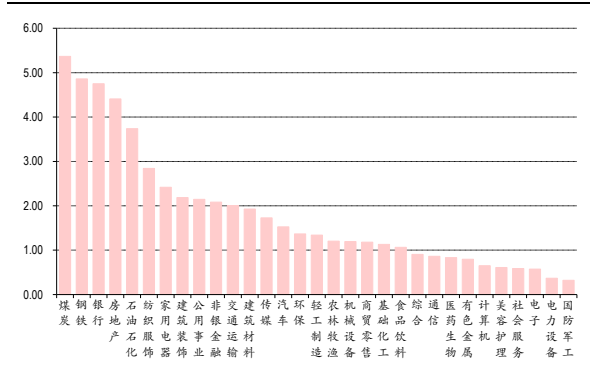
图表61. 银行估值隐含不良率



资料来源：上市公司公告，中银证券

假设不良损失率为 60%

图表62. 银行股息率仅低于煤炭与钢铁（单位：%）



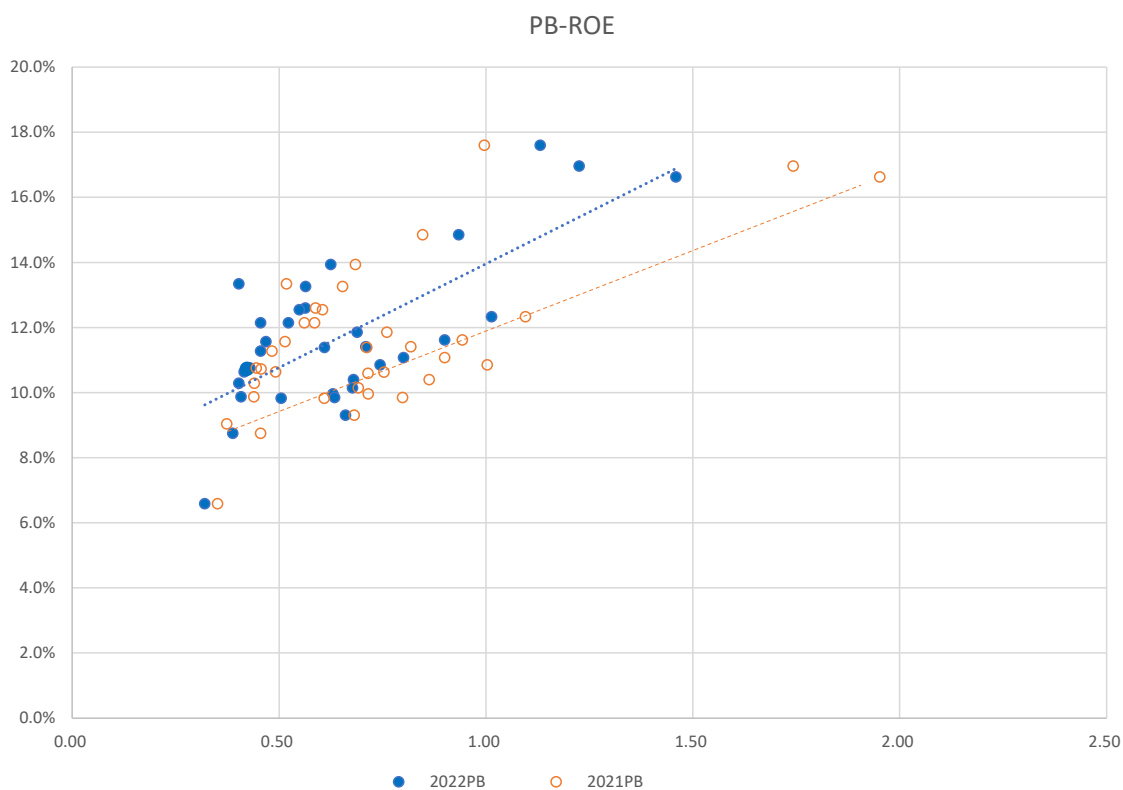
资料来源：万得，中银证券

图表63. 2021N 上市银行估值与银行不良率的分析（单位：%）

		PB								
		0.8	0.75	0.7	0.65	0.6	0.55	0.5	0.45	0.4
隐含不良率_假定损失率	30%	25%	28%	31%	34%	37%	39%	42%	45%	48%
	40%	19%	21%	23%	25%	27%	30%	32%	34%	36%
	50%	15%	17%	19%	20%	22%	24%	25%	27%	29%
	60%	13%	14%	15%	17%	18%	20%	21%	23%	24%
	70%	11%	12%	13%	14%	16%	17%	18%	19%	21%
	80%	9%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
	90%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%

资料来源：万得，中银证券

图表64. PB-ROE (单位: %)



资料来源: 万得、中银证券

注: ROE 为 2021N

图表65. 2021N 上市银行估值变化、股息和 ROE (单位: %)

	2021ROE	2022PB	2021PB	PB变动	股息率	年涨跌幅
002142.SZ 宁波银行	16.6%	1.46	1.95	-0.49	1.46	-10.29
600036.SH 招商银行	17.0%	1.23	1.74	-0.52	3.78	-17.29
601838.SH 成都银行	17.6%	1.13	1.00	0.14	3.70	41.92
600926.SH 杭州银行	12.3%	1.01	1.10	-0.08	2.53	7.72
601009.SH 南京银行	14.9%	0.93	0.85	0.09	4.03	27.90
601128.SH 常熟银行	11.6%	0.90	0.94	-0.04	2.76	12.68
000001.SZ 平安银行	10.9%	0.74	1.00	-0.26	1.59	-12.92
002839.SZ 张家港行	11.1%	0.80	0.90	-0.10	3.17	7.91
600908.SH 无锡银行	11.4%	0.71	0.82	-0.11	3.19	-0.53
002948.SZ 青岛银行	10.4%	0.68	0.86	-0.18	4.53	-14.23
601658.SH 邮储银行	11.9%	0.69	0.76	-0.07	4.72	2.75
002807.SZ 江阴银行	10.2%	0.68	0.69	-0.01	4.14	18.06
603323.SH 苏农银行	9.3%	0.66	0.68	-0.02	3.08	6.78
002966.SZ 苏州银行	10.0%	0.63	0.72	-0.09	4.60	2.99
601860.SH 紫金银行	9.9%	0.63	0.80	-0.16	3.41	-12.54
601166.SH 兴业银行	13.9%	0.62	0.68	-0.06	5.13	6.04
600919.SH 江苏银行	12.6%	0.56	0.59	-0.02	6.02	21.19
601825.SH 沪农商行	11.4%	0.61	0.71	-0.10	8.52	-2.67
601939.SH 建设银行	12.6%	0.55	0.60	-0.06	6.10	1.88
601577.SH 长沙银行	13.3%	0.56	0.65	-0.09	4.44	0.90
601398.SH 工商银行	12.2%	0.52	0.59	-0.06	6.29	0.65
601916.SH 浙商银行	9.8%	0.50	0.61	-0.10		-6.00
601288.SH 农业银行	11.6%	0.47	0.51	-0.05	6.89	2.04
601229.SH 上海银行	12.2%	0.45	0.56	-0.11	6.19	-9.40
601988.SH 中国银行	11.3%	0.46	0.48	-0.03	6.88	5.25
601328.SH 交通银行	10.8%	0.43	0.44	-0.02	7.19	7.16
601997.SH 贵阳银行	13.3%	0.40	0.52	-0.12	5.15	-5.83
601818.SH 光大银行	10.6%	0.42	0.49	-0.08	6.40	-5.42
601998.SH 中信银行	10.7%	0.42	0.46	-0.03	6.37	2.60
601077.SH 渝农商行	9.9%	0.41	0.44	-0.03	6.47	1.30
601169.SH 北京银行	10.3%	0.40	0.44	-0.04	6.81	0.90
600000.SH 浦发银行	8.8%	0.39	0.46	-0.07	5.16	-6.80
600016.SH 民生银行	6.6%	0.32	0.35	-0.03	5.55	-1.54
600015.SH 华夏银行	9.0%		0.37		6.67	-3.39
002958.SZ 青农商行	10.6%		0.75		3.02	-14.25
600928.SH 西安银行	10.6%		0.71		5.07	-12.79

资料来源: 万得、中银证券

注: 2022 年 PB 为万得预期 PB, 2021 年 PB 为 2021 年年底 PB。

3.3 财政基建发力确定锁定区域银行, 等待地产修复关注股份行机会

疫情修复、政策发力和经济修复仍是银行投资主线, 疫情修复慢于前次, 基建发力、地产修复是核心。现阶段市场对基建发力较为确定, 政策发力和执行坚决, 专项债和宽信用落地明确, 且从历史情况来看, 下半年亦可通过专项债或特别国债等方式, 可以资金前置持续解决。此外出口增速下降, 绝对位置仍较好, 韧性仍在。在这样的背景下, 优质区域银行仍是我们首选, 推荐: 成都银行、南京银行、江苏银行、常熟银行和杭州银行等。

更多的担忧和不确定性来自房地产政策效力, 等待房地产修复或者稳地产政策再加力, 行业催化强化, 关注股份行。5 月降息的成效或逐步显现, 部分数据边际缓解, 房住不炒定调、前期严格监管的背景下, 市场对地产预期悲观, 认为政策发力不足或成效不确定。如果前期政策能对房地产产生较好的支撑和改善, 经济预期将逐步修复, 银行股提振显著。如果前期政策和疫情后的修复程度无法对经济产生足够的支撑, 如后续地产持续低位影响需求, 房地产政策进一步宽松, 会带来经济预期改善, 银行催化更强, 从资产结构看, 股份行利好最显著。稳地产政策强化方式或影响具体选股。是否在居民端按揭利率的进一步调降, 是否同时降低存款利率, 或从企业端融资改善, 不同的政策操作及对房地产企业的差异化影响, 对不同银行的影响有差异。

风险提示

房地产违约风险大规模爆发；经济大幅下行超预期。

附录图表 66. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2021A	2022E	2021A	2022E	
601328.SH	交通银行	未有评级	5.01	3,517.47	1.10	1.24	4.55	4.05	10.90
601166.SH	兴业银行	买入	20.33	4,223.39	3.98	4.63	5.11	4.39	29.94
600919.SH	江苏银行	增持	6.68	986.61	1.33	1.63	5.02	4.10	10.51
601009.SH	南京银行	增持	11.49	1,184.13	1.54	1.80	7.46	6.38	11.41
600926.SH	杭州银行	买入	13.84	820.75	1.56	1.95	8.87	7.10	12.57
601838.SH	成都银行	增持	17.27	623.84	2.17	2.71	7.96	6.37	13.26
601128.SH	常熟银行	增持	7.27	199.26	0.80	0.97	9.09	7.49	7.52
002839.SZ	张家港行	未有评级	5.08	110.21	0.72	0.72	7.06	7.09	6.87
603323.SH	苏农银行	未有评级	5.22	94.12	0.64	0.77	8.16	6.79	7.41
002807.SZ	江阴银行	未有评级	4.38	95.13	0.59	0.70	7.47	6.28	5.93

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 6 月 10 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371