

强于大市

银行业 2023 年中期策略

低赔率高胜率，坚定看多银行

第一，高胜率低赔率的经济预期差交易。当前对于房地产、城投和经济长期担忧趋于充分，在行业风险充分显现后，行业面临调整的可能性减弱，股价筑底，行业整体可能受到负面市场冲击有限，赔率低。下半年经济修复和政策好于预期可能性高，胜率不低。第二，低利率环境下，高股息持有价值只在极端上行和下行危机中可能受到影响，否则股息价值主线仍持续，直至估值上升至股息大幅降低时结束。第三，基本面变化，让利政策转变，息差或持续推动基本面边际改善。

综合以上分析，我们持续看多银行股投资，并仍建议组合持有。第一，高股息持续推荐农业银行、邮储银行等。第二，经济预期改善+估值低位，招商银行、宁波银行、平安银行、兴业银行等估值接近历史低位，价值凸显。第三，城商行推荐：长沙银行、杭州银行、江苏银行等。

支撑评级的要点

■ 经济增长、房地产和城投长期担忧加剧

1 季度经济积极修复后，4-5 月经济数据修复趋缓，市场对经济、房地产、城投等长期担忧加剧。城投风险事件持续引发地方政府债务担忧；房地产销售等指标均走弱，叠加房企仍不时暴雷，引发市场对房地产二次探底和长期压力的担忧；海外银行危机持续演化，引发市场对中小银行担忧加剧；经济数据修复不及预期，市场对经济、对政策减弱的担忧加剧，对经济长期增长悲观预期越来越强。6 月以来，随着稳增长和货币政策预期加强，政策和经济预期逐渐有所修复，但悲观预期或长期担忧仍在。

■ 复盘 2014 年：当长期风险充分显现

当前的经济、政策情景与 2014 年前后有很多相似之处，最重要的相似之处在于，长期风险暴露充分，对经济增长、房地产等长期悲观预期充分。当前与 2014 年，对房地产、地方政府债务和经济长期发展担忧都有类似之处。2014 年 3 月后，银行股筑底，未再调整。第二，近年来信贷需求走弱，叠加政策让利，信贷和债券收益率持续下降，信托等高收益资产大幅减少，长期低利率环境预期强化。第三，股价表现早于基本面。2014 年前，银行基本面表现较好，银行股表现偏弱。2014 年银行业基本面走弱，银行股筑底走强，股价表现可能早于基本面。第四，稳增长政策发力催化行情。2014 年政策转向后，几次政策发力，银行股均有不同幅度超额收益和积极表现。

■ 业绩改善：息差修复，资产质量平稳

银行业经营和业绩持续改善。第一，基数效应，去年收入盈利增速持续走弱，2 季度疫情冲击、3 季度经济走弱，4 季度疫情再反复，低基数持续影响。第二，息差压力 2 季度开始减弱，或持续改善。重定价压力减弱，存款成本持续压降。如下半年政策发力，信贷需求或改善，规模增长或更积极，结构亦将改善，息差改善或更大，行业增长动力亦将增强。第三，资产质量整体平稳，零售压力或持续，拨备仍可反哺盈利。行业业绩或持续改善。城商行业绩绝对增长或仍最快，股份行资产质量、息差边际改善或突出。

评级面临的主要风险

- 国内经济大幅下滑，海外风险超预期。

相关研究报告

《银行股外资持股跟踪》20230605

《银行股外资持股跟踪》20230522

《银行业点评》20230516

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

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521060001

联系人：丁黄石

huangshi.ding@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030036

目录

一、经济增长、地产和城投长期担忧加剧.....	5
1、2 季度以来，经济修复持续低于预期.....	5
2、2 季度以来，政策预期转弱.....	5
3、危机担忧不断加剧，城投、地产等担忧加剧.....	7
4、经济预期触底，政策预期和政策略有改善.....	9
二、复盘 2014 年：当长期风险充分显现.....	10
1、2014 年行情回顾：存量经济中风险充分暴露，对经济长期预期非常悲观.....	10
2、2023 年与 2014 年类似，风险暴露较为充分，经济、地产长期悲观预期充分.....	12
三、业绩改善：息差修复，资产质量平稳.....	14
1、息差：2 季度环比或持平，下半年或环比改善.....	14
2、规模：预计增长平稳，下半年需求或改善.....	16
3、非息收入：手续费收入降幅收窄，其他非息下半年加速.....	17
4、零售或仍是资产质量主要压力，拨备或仍反哺盈利.....	18
5、资本压力或加剧，城商行压力更突出.....	20
四、长期风险充分暴露，催化仍可期待.....	21
风险提示：.....	21

图表目录

图表 1. 2023 年 4 月以来 PMI 持续下行.....	5
图表 2. 4-5 月 PMI 产需均走弱.....	5
图表 3. 调查失业率仍在较高水平.....	5
图表 4. 不同年龄调查失业率.....	5
图表 5. 固定资产投资增速持续下行.....	6
图表 6. 社零数据显示消费修复动能偏弱.....	6
图表 7. 进出口同比继续下降（美元计价）.....	6
图表 8. 进出口同比继续下降（人民币计价）.....	6
图表 9. 社融和信贷同比增速趋稳.....	6
图表 10. 4 月社融显著低于预期（亿元）.....	6
图表 11. 财政收入修复微弱，财政支出力度减弱.....	7
图表 12. 4 月信贷数据大幅下行显著弱于 1 季度（亿元）.....	7
图表 13. 美国存款连续三个季度下降（十亿美元）.....	7
图表 14. 美国银行业未实现亏损大幅扩大（十亿美元）.....	7
图表 15. 低等级城投债到期收益震荡，未随市场下行.....	8
图表 16. 30 大中城市:商品房成交面积（4 周移动平均）.....	8
图表 17. 百城成交土地总价 4 周移动平均（亿元）.....	8
图表 18. 百城土地溢价率周值.....	8
图表 19. 房地产最近 12 个月销售面积和销售额.....	8
图表 20. 房地产最近 12 个月销售面积和销售额同比.....	8
图表 21. GDP 累计同比.....	10
图表 22. GDP 当季同比.....	10
图表 23. PMI（2008-2017）.....	11
图表 24. PMI（2013-2015）.....	11
图表 25. 工业企业数据持续走弱（2013-2015）.....	11
图表 26. 房地产销售持续走弱.....	11
图表 27. 新增票据占比（2009-2016）.....	11
图表 28. 人民币贷款平均利率（2009-2016）.....	11
图表 29. 2014 年银行指数和万得全 A.....	12
图表 30. 2014 年银行超额收益.....	12
图表 31. 2014 年上市银行股价表现.....	12
图表 32. 2022 银行指数和万得全 A.....	13
图表 33. 2022 银行超额收益.....	13
图表 34. 2023 银行指数和万得全 A.....	13
图表 35. 2023 银行超额收益.....	13
图表 36. 上市银行归母净利润同比增速.....	14

图表 37. 上市银行营业收入同比增速.....	14
图表 38. 上市银行存款定价影响测算（协定+活期影响测算）	15
图表 39. 上市银行单季净利息收入同比增速.....	15
图表 40. 上市银行测算单季度净息差.....	15
图表 41. 贷款利率持续下降.....	15
图表 42. 银行间利率下降.....	15
图表 43. 2 季度企业债利率继续下降.....	16
图表 44. 2 季度存单利率亦下降.....	16
图表 45. 人民币贷款月新增（亿元）	16
图表 46. 社融月新增（亿元）	16
图表 47. 人民币贷款、社融同比.....	17
图表 48. 票据占比.....	17
图表 49. 企业债单月增量预测（亿元）	17
图表 50. 政府债预测单月增量预测（亿元）	17
图表 51. 票据直贴利率.....	17
图表 52. 国股行转贴利率和银行间利率.....	17
图表 53. 基金总份额走平.....	18
图表 54. 债市持续走强.....	18
图表 55. WIND 全 A.....	18
图表 56. 净手续费单季增速.....	18
图表 57. 其他非息收入单季度同比.....	18
图表 58. 工业企业亏损数据.....	18
图表 59. 城镇居民收入同比.....	19
图表 60. 行业不良率持续下降.....	19
图表 61. 资产减值损失同比.....	19
图表 62. 贷款减值损失累计同比.....	19
图表 63. 非贷资产减值损失累计同比.....	19
图表 64. 单季资产减值损失同比.....	19
图表 65. 上市银行拨备情况（单位：%）	20

一、经济增长、地产和城投长期担忧加剧

1 季度经济积极修复后，4-5 月经济数据修复趋缓，对经济、房地产、城投等长期担忧加剧。城投风险事件持续，引发地方政府债务担忧；房地产销售等指标均走弱，叠加房企持续暴雷，引发市场对房地产二次探底和长期压力的担忧；海外银行危机持续演化，引发市场对中小银行担忧加剧；经济数据修复不及预期，市场对经济、对政策减弱的担忧加剧，对经济长期增长悲观预期越来越强。6 月以来，随着城投、城镇化等稳增长和货币政策预期加强，政策和经济预期逐渐有所修复，但悲观预期或长期担忧仍在。

1、2 季度以来，经济修复持续低于预期

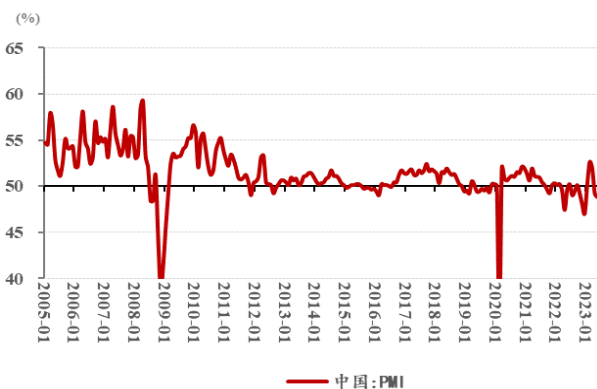
1 季度经济积极修复后，4 月-5 月制造业 PMI 数据持续低于荣枯线，供需、制造和非制造业持续走弱，逐步进入历史低位。就业数据 1 季度改善后，亦有所回调，仍处于偏弱区间，特别是大城市和 16—24 岁人口，呈现更大的就业压力。

从宏观需求端来看，固定资产投资端趋于下行，基建增速高位趋缓，制造业投资增速也持续下降，房地产投资低基数下降幅仍持续扩大，投资端压力持续凸显。消费修复亦低于预期，4 月低基数下，社零同比高增长，剔除基数原因，修复偏弱，低于预期。5 月人民币出口同比下降 0.8%，美元计价同比下降 7.5%，低于预期，韧性转为承压。

2、2 季度以来，政策预期转弱

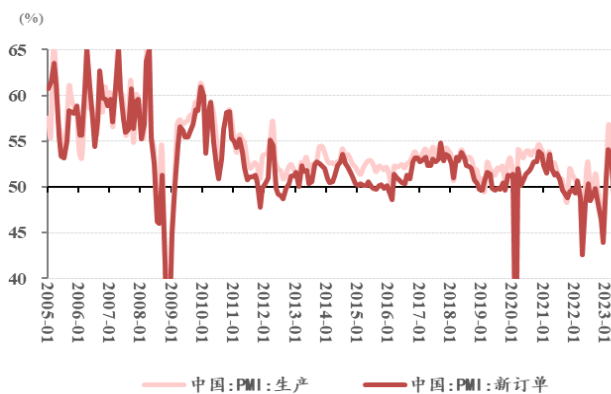
4 月社融信贷数据公布，社融新增 1.22 万亿元，人民币信贷新增 7188 亿元，同比分别增长 10% 和 11.8%，增速较上月持平，低基数下同比多增，大幅低于市场预期。由于 1 季度社融信贷表现积极，4 月表现环比落差大，显著低于市场预期，市场力度减弱担忧加剧。4 月财政数据亦表现偏弱，限制财政支出的预期，市场对财政政策力度担忧亦加剧。

图表1. 2023 年 4 月以来 PMI 持续下行



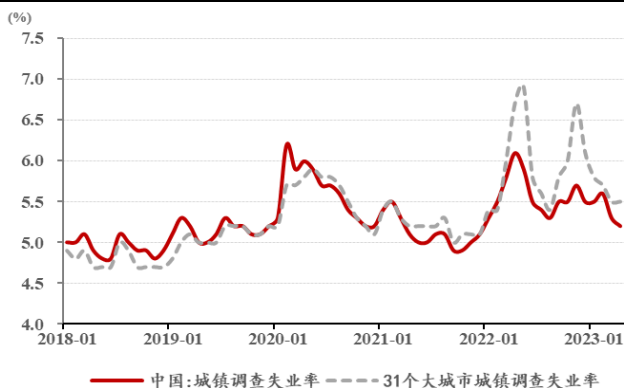
资料来源：万得，中银证券

图表2. 4-5 月 PMI 供需均走弱



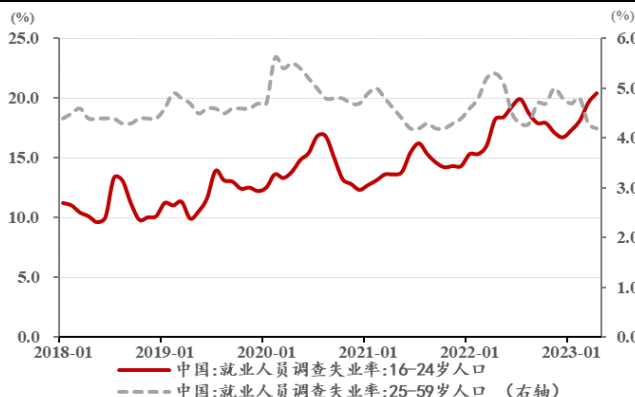
资料来源：万得，中银证券

图表3. 调查失业率仍在较高水平



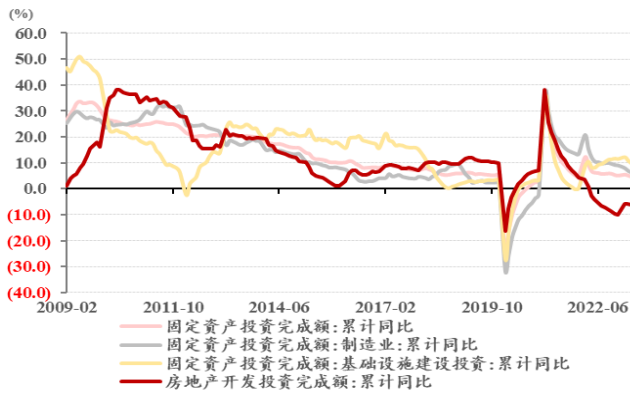
资料来源：万得，中银证券

图表4. 不同年龄调查失业率



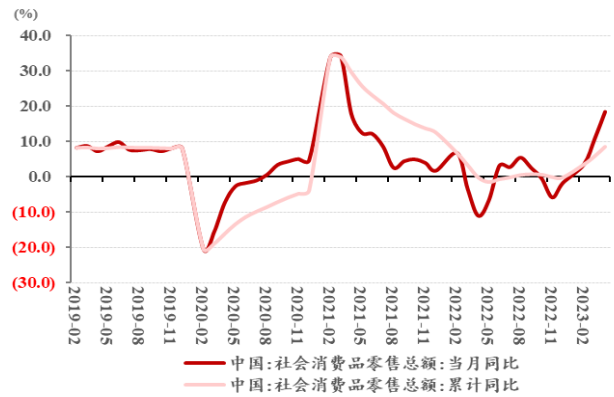
资料来源：万得，中银证券

图表5. 固定资产投资增速持续下行



资料来源: 万得, 中银证券

图表6. 社零数据显示消费修复动能偏弱



资料来源: 万得, 中银证券

图表7. 进出口同比继续下降 (美元计价)



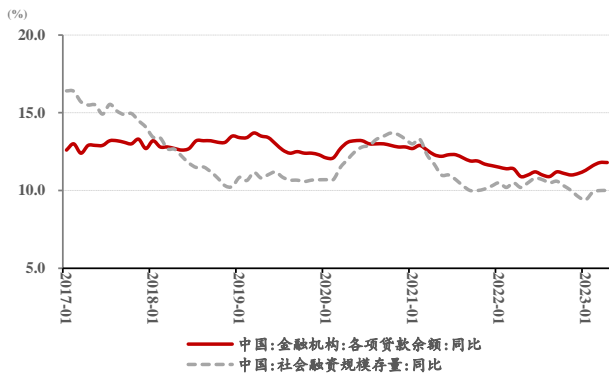
资料来源: 万得, 中银证券

图表8. 进出口同比继续下降 (人民币计价)



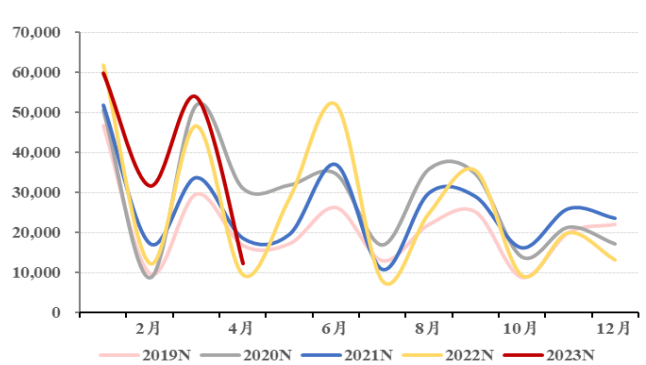
资料来源: 万得, 中银证券

图表9. 社融和信贷同比增速趋稳



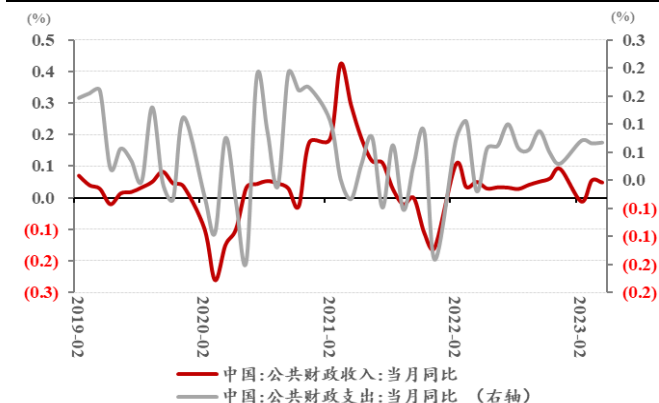
资料来源: 万得, 中银证券

图表10. 4月社融显著低于预期 (亿元)



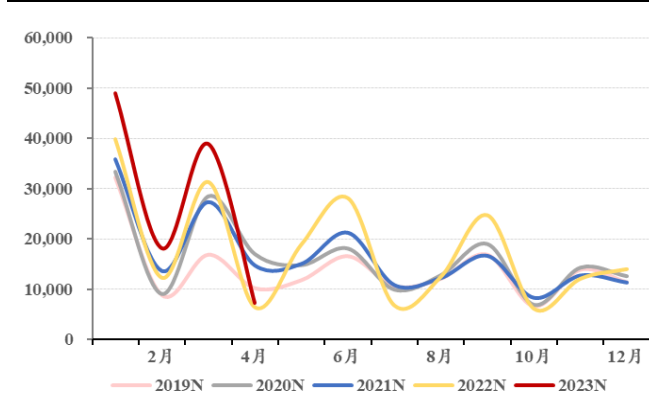
资料来源: 万得, 中银证券

图表11. 财政收入修复微弱，财政支出力度减弱



资料来源: 万得, 中银证券
剔除留底扣税影响

图表12. 4月信贷数据大幅下行显著弱于1季度(亿元)

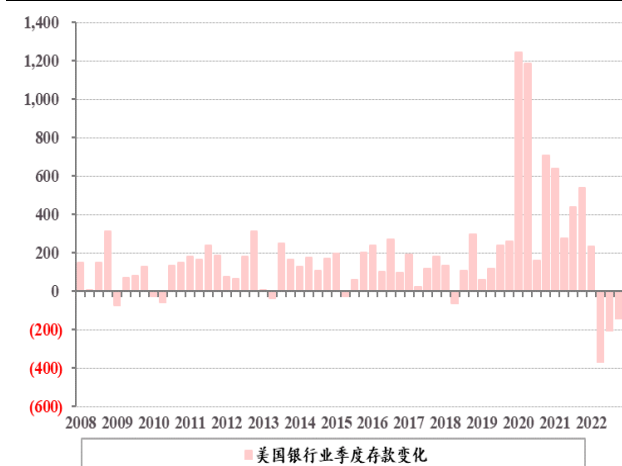


资料来源: 万得, 中银证券

3、危机担忧不断加剧，城投、地产等担忧加剧

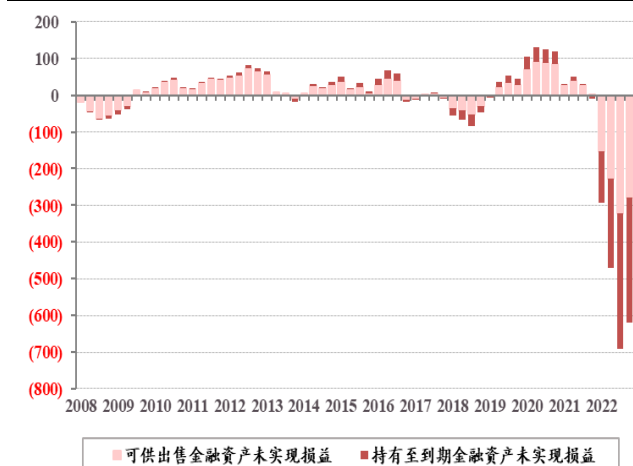
3月硅谷银行出现风险事件，随后，美国政府和监管迅速出手控制恐慌情绪，美国及其他海外银行持续爆发风险事件。除硅谷银行自身原因外，外部政策转变速度快、幅度大，利率环境从大幅降息转向大幅加息，引发权益和债券市场大幅波动，市场波动导致银行未实现损失大幅增加，2022年四季度美国银行业6204亿美元的未实现损失，相当于2022年净利润的235%，其中持有至到期部分3408亿，相当于2022年所有者权益的15%，2022年净利润占比较2022年三季度收窄，仍处于历史较高水平。而利率政策变动，不断流动性收紧，美国银行业存款大幅下降，加剧问题银行流动性压力。利润表冲击叠加流动性压力，加剧海外市场对海外银行特别是中小银行倒闭担忧。在这样的背景下，国内市场对中小银行风险担忧也有所提升。

图表13. 美国存款连续三个季度下降(十亿美元)



资料来源: FDR 官网, 中银证券

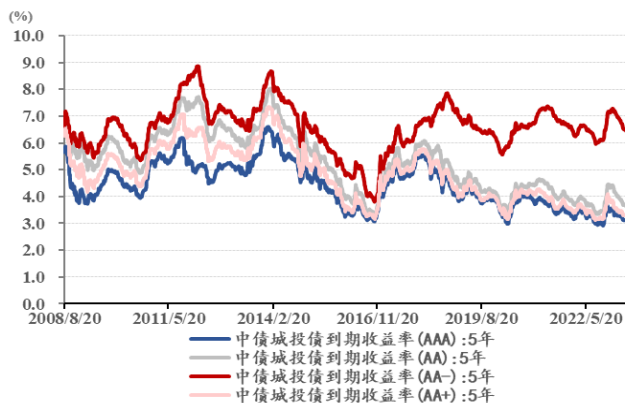
图表14. 美国银行业未实现亏损大幅扩大(十亿美元)



资料来源: FDR 官网, 中银证券

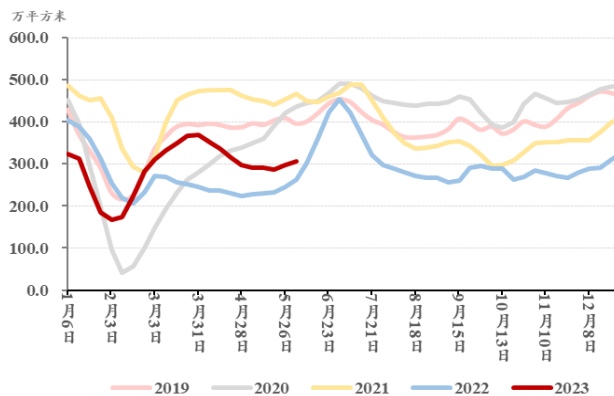
城投担忧由债券市场扩大至权益市场，引发更广泛的担忧。2021年地方政府隐形债务监管进一步趋于严格，2022年疫情反复，财政压力凸显，地方政府债务压力加剧。2023年以来，城投债务担忧进一步加剧。甘肃、云南、贵州等地债券和贷款风险事件爆发，贵州、山东等地区非标、商票违约不断显现，叠加近期昆明城投的事件，城投担忧持续加剧。城投未来偿付压力、利率下降压力，引发市场对城商行等区域银行担忧。

图表15. 低等级城投债到期收益震荡，未随市场下行



资料来源：万得，中银证券

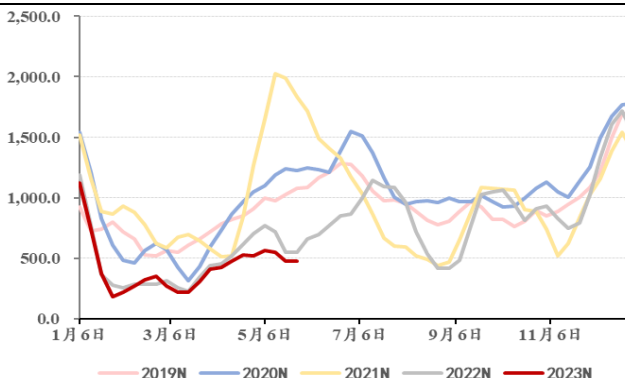
图表16. 30大中城市:商品房成交面积(4周移动平均)



资料来源：万得，中银证券

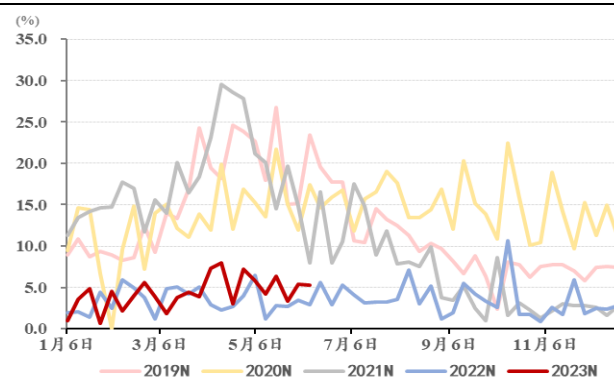
房地产风险持续暴露，长期担忧加剧。2022年以来，特别是下半年以来，房地产各项相关数据大幅走弱，房地产企业开始暴雷，保交楼事件引发市场对房地产调整。融资政策转变、疫情后销售修复，房地产担忧担负改善。今年2季度以来，房地产销售修复持续偏弱，低于预期，其他指标亦持续走弱，前期问题房企尾部风险持续暴露，时有风险事件发生。而随着地方政府城投平台偿债压力加剧，土地成交亦持续走弱，2季度以来弱于上年。房地产修复持续走弱，再次引发市场对房地产行业长期担忧。4月居民贷款负增长，居民端去杠杆态势延续。叠加2022年中国人口首次出现负增长，北京、上海、广州、深圳四大一线城市常住人口均出现负增长，市场对房地产销售和房地产行业担忧再次加剧，对房地产长期担忧加剧，长期悲观预期更加充分。

图表17. 百城成交土地总价4周移动平均(亿元)



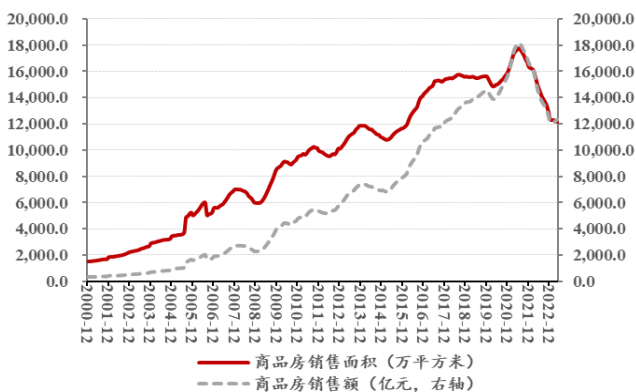
资料来源：万得，中银证券

图表18. 百城土地溢价率周值



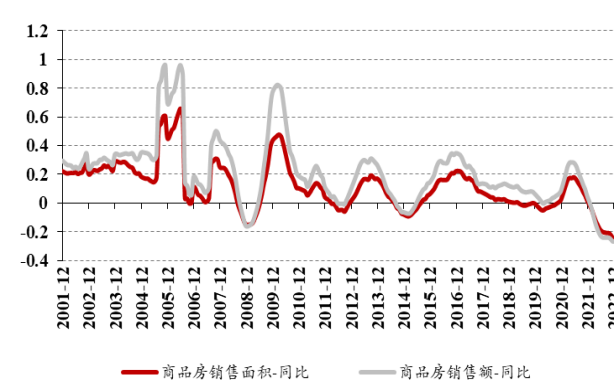
资料来源：万得，中银证券

图表19. 房地产最近12个月销售面积和销售额



资料来源：万得，中银证券

图表20. 房地产最近12个月销售面积和销售额同比



资料来源：万得，中银证券

4、经济预期触底，政策预期和政策略有改善

对去年以来地方政府债务和城投压力给予回应，明确守住风险底线。2023 年 5 月财政部部长刘昆表示“今年要实施积极的财政政策”，而‘积极’的表现之一便是“在推动财力下沉上加力，进一步增强中央对地方的转移支付，并向困难地区和欠发达地区倾斜”。2023 年 6 月 5 日财政部明确：“中央对地方转移支付预算正按规定抓紧下达”；“地方政府债务主要是分布不均匀，有的地方债务风险较高，还本付息压力较大”，“已督促有关地方切实承担主体责任，抓实化解政府债务风险，牢牢守住不发生系统性风险的底线”；“整体来看，我国财政状况健康、安全，为应对风险挑战留出足够空间”。

在房地产和基建政策方面，山东、重庆等地陆续推出推进城镇化的文件。重庆市发展改革委发布《2023 年重庆市新型城镇化和城乡融合发展重点任务》，提出今年力争实现全市常住人口城镇化率达到 71.5%左右，推动 20 万左右农业转移人口及其他常住人口等“新市民”在城市落户。山东省发展改革委印发《关于公布推进以县城为重要载体的城镇化建设省级试点名单的通知》。

二、复盘 2014 年：当长期风险充分显现

1、2014 年行情回顾：存量经济中风险充分暴露，对经济长期预期非常悲观

现阶段，经济和政策层面类似 2014 年-2015 年，国内外需求走弱、房地产风险暴露、城投担忧加剧这些都有类似之处，原有经济中的问题和风险充分暴露，前期政策效力偏弱，市场对未来经济长期增长预期趋于悲观，对政策预期亦偏悲观。

(1) 2014 年以前，2011 年到 2013 年，经济开始高位走弱，市场担心未来经济风险尚未全面暴露，担心地方政府债务、影子银行、房地产等风险，政策偏紧重在控制风险。其中，2012 年钢贸、2013 年钱荒，反映政策、监管和内外冲击共振影响经济和流动性，背后也反映政策主动收紧的导向，主动防控，挤出风险。期间在经济走弱时，货币等政策也会边际放松，反复政策收紧-经济走弱-政策边际放松-经济缓解-政策再收紧的过程。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。

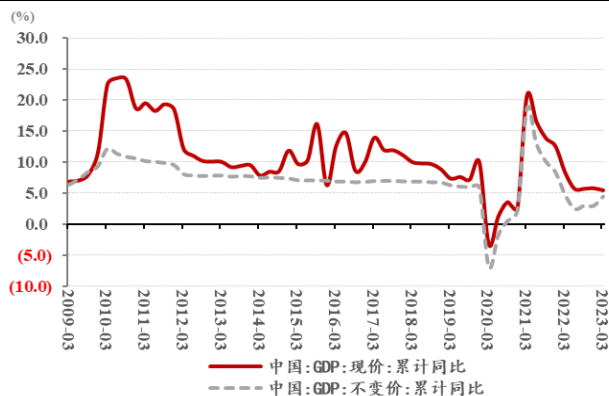
(2) 2014 年宏观经济数据全面走弱，房地产销售同比转降，宏观需求压力显著加剧。当时四万亿负面影响担忧仍在，上半年政策定调“微刺激”政策，或意在稳增长和调结构进行平衡，力度强调微调，方向强调定向。3、4 月前仍严格限制房地产投资需求，其后房地产政策转向，并不断放松。3 月 PMI 开始持续修复，企业盈利、收入亦改善，但房地产销售持续偏弱，工业企业库存数据亦偏弱，宏观和微观企业数据有差异，稳增长和调结构并存的环境下，数据难以一边倒的好，政策效力有限。

2014 年 8 月后 PMI 再次转降，企业数据亦进一步转弱，房地产销售持续偏弱，城投风险亦加剧，信贷需求更弱，对经济悲观预期加剧。3 季度末 4 季度初政策大幅发力，9 月 30 日发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，房地产政策大幅放松。通知主要包括：首付比例降至 30%，贷款利率下限降至 0.7%。对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，二套执行首套房贷款政策。继续支持房地产开发企业的合理融资需求。10 月 2 日 43 号文《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》，对于地方政府债务的确认、处置等做出明确规定，并且明确了举债机制（此前 8 月 31 日已经发布预算法，明确地方政府可以举债），确认了地方政府债务压力的解决方案，发行地方政府债置换。2014 年 11 月 22 日央行存贷款降息，开启了降息的周期，并在 2015 年连续下调了 5 次存贷款利率。

(3) 2014 年经济可能风险和问题暴露趋于充分，市场对经济长期预期趋于悲观。宏观需求大幅减弱，叠加前期政策持续压制，高收益的非标等资产大幅减少。银行基本面走弱，估值达到当时历史底部，股息达到历史高位。2014 年 3 月后银行股止跌，股价持续上行，年内并未再出现大幅回调。2014 年上半年微刺激后，经济数据有阶段性改善，银行股也有小幅相对收益，幅度和持续时间较短。2014 年 10 月后 11-12 月，强力的房地产和地方政府债务政策出台后，市场宽松预期强化，银行大幅上涨。当风险充分显现，估值表现充分时，需要关注的或只是政策和其他变量可能对股价产生的正面影响。

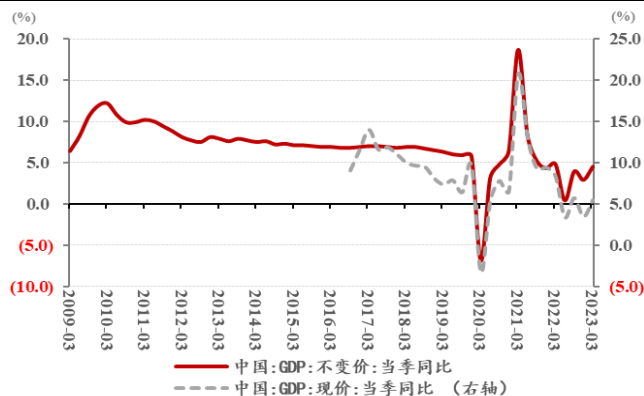
2014 年银行个股的表现一方面与当时市场特征相关，另一方面主要是低估值品种表现。年初，互联网热潮带动下，中信银行因为虚拟信用卡、北京银行因为腾讯合作均有阶段性的表现。11 月行情启动且表现最好的个股，是估值行业底部、互联网催化云缴费的光大银行，此外，中信银行和民生银行也表现较好。

图表21. GDP 累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表22. GDP 当季同比



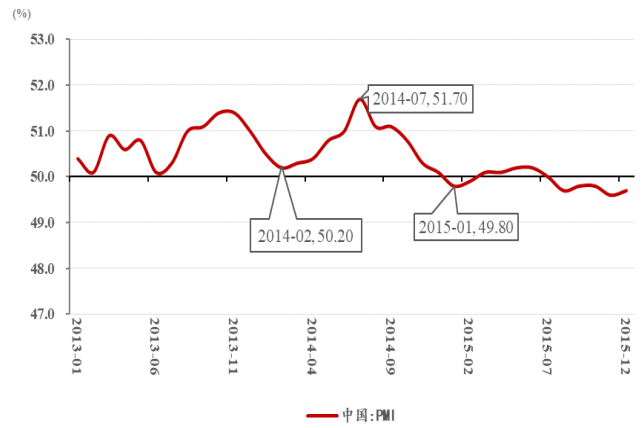
资料来源：万得，中银证券

图表23. PMI (2008-2017)



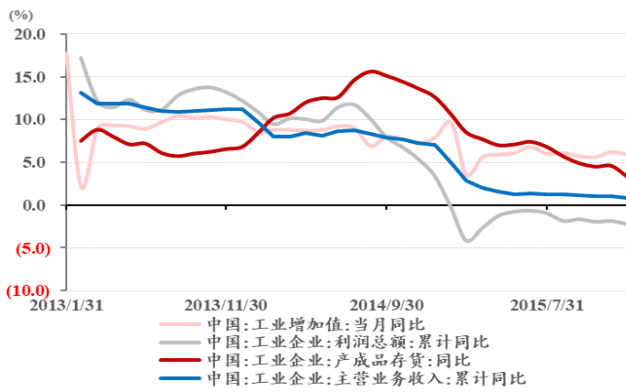
资料来源：万得，中银证券

图表24. PMI (2013-2015)



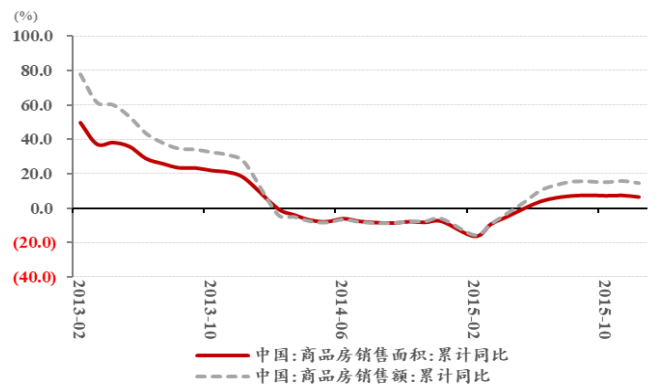
资料来源：万得，中银证券

图表25. 工业企业数据持续走弱 (2013-2015)



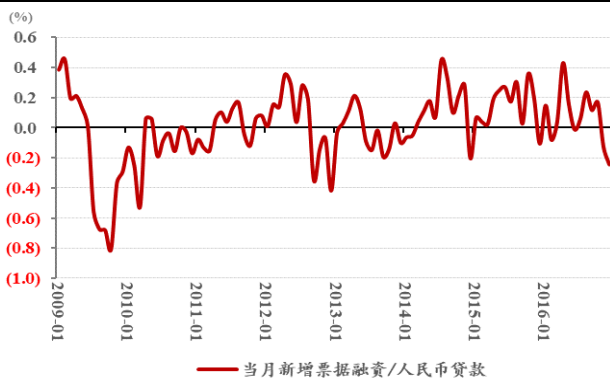
资料来源：万得，中银证券

图表26. 房地产销售持续走弱



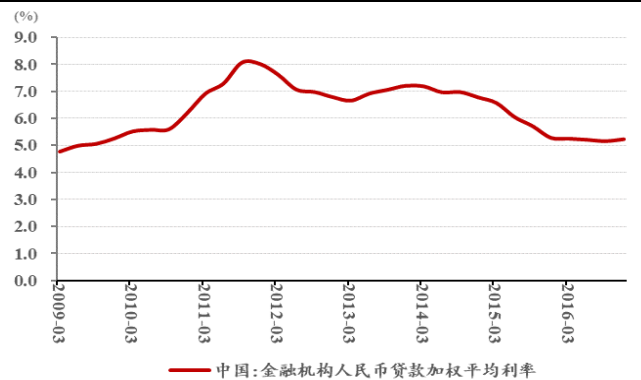
资料来源：万得，中银证券

图表27. 新增票据占比 (2009-2016)



资料来源：万得，中银证券

图表28. 人民币贷款平均利率 (2009-2016)



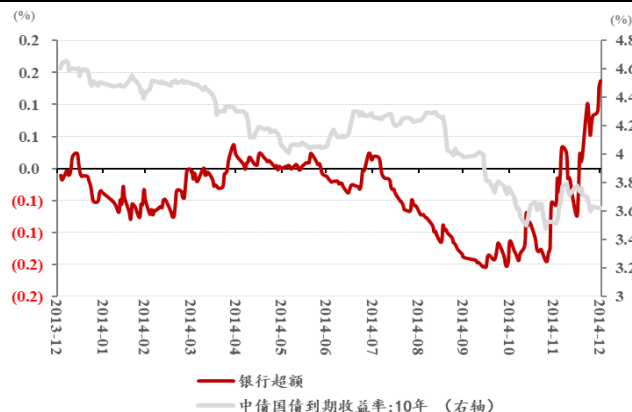
资料来源：万得，中银证券

图表29. 2014 年银行指数和万得全 A



资料来源：万得，中银证券

图表30. 2014 年银行超额收益



资料来源：万得，中银证券

图表31. 2014 年上市银行股价表现

	2014-01	2014-02	2014-03	2014-04	2014-05	2014-06	2014-07	2014-08	2014-09	2014-10	2014-11	2014-12
银行板块	(4.8)	(0.3)	1.9	1.7	(0.7)	0.1	7.8	(4.7)	1.3	4.7	15.2	33.0
工商银行	(4.7)	(2.1)	3.3	(0.3)	3.5	2.4	6.2	(3.9)	2.0	3.7	10.4	20.5
建设银行	(4.8)	(2.0)	3.6	(1.0)	1.8	2.5	8.2	(3.1)	1.2	2.7	12.4	43.2
农业银行	(4.0)	(2.1)	3.9	0.0	2.9	1.2	7.7	(3.6)	2.5	2.8	11.3	30.2
中国银行	(4.2)	0.0	3.2	0.4	2.7	2.9	6.3	(1.1)	0.7	3.7	18.9	24.6
交通银行	(1.6)	0.3	(0.3)	(1.9)	2.7	1.8	27.0	(8.9)	2.4	2.8	21.1	27.3
招商银行	(4.9)	(4.2)	(1.1)	2.1	1.2	0.9	15.1	(4.6)	(1.6)	3.9	12.5	36.5
兴业银行	(7.8)	(2.5)	4.4	6.8	(3.3)	2.0	15.8	(6.8)	(1.0)	6.3	11.8	35.9
浦发银行	(2.8)	(2.8)	9.1	0.5	(2.0)	1.5	8.3	(3.4)	3.0	4.6	21.6	26.5
中信银行	(6.7)	46.0	(12.1)	3.9	(12.3)	1.2	12.9	(5.7)	6.1	7.7	24.9	33.2
民生银行	(4.9)	2.6	1.7	2.7	(5.3)	1.4	7.1	(5.9)	(0.3)	3.2	13.8	48.4
光大银行	(6.4)	(1.6)	1.2	(0.8)	0.4	2.8	10.5	1.9	3.7	7.6	27.5	28.4
平安银行	(6.9)	(2.4)	(3.2)	3.4	3.2	4.9	9.7	(5.7)	(1.1)	8.8	12.8	27.3
华夏银行	(4.7)	0.0	3.3	0.6	(2.7)	(0.7)	13.3	(4.2)	0.7	3.4	15.9	32.2
北京银行	(5.1)	7.6	(1.0)	0.4	3.0	2.7	11.9	(0.3)	9.5	5.0	8.9	19.1
宁波银行	(4.3)	0.1	0.2	1.4	0.9	1.5	14.3	(5.8)	8.6	11.8	18.5	15.6
南京银行	(2.6)	0.3	(1.9)	0.6	1.5	1.0	12.9	(3.9)	9.8	19.2	24.2	9.9

资料来源：万得，中银证券

2、2023 年与 2014 年类似，风险暴露较为充分，经济、地产长期悲观预期充分

去年以来的经济、政策情景与 2014 年前后有很多相似之处，最重要的这两个时间段长期风险暴露充分，对经济增长、房地产等风险长期悲观预期趋于充分。在此前的策略报告中，我们也提到过这两个阶段情景类似之处，由于政策、疫情和资金面的差异，2023 年前后情景更类似 2014 年前后的拉长版本。

第一，风险暴露充分。2022 年以来，经济可能风险和问题暴露趋于充分，房地产风险多次暴露，城投风险也持续暴露，市场对经济长期预期悲观。与 2014 年的情况类似，对房地产、地方政府债务和经济长期发展担忧都有类似之处，且暴露更为充分。2014 年 3 月后，银行股筑底，未再大幅调整。2022 年房地产和疫情政策转变后，银行呈现显著修复，而其后有调整，但板块整体仍向上。

第二，低利率环境预期。近年来信贷需求走弱，叠加政策让利，信贷和债券收益率持续下降，信托等高收益资产特别是固定收益资产受到监管和经济结构调整影响大幅减少，市场逐步形成未来低利率环境预期。与 2014 年也有类似之处，银行股的股息价值凸显。

第三，股价表现早于基本面。2014 年前，银行基本面表现较好，而 2014 年银行行业基本面走弱。而银行股在此前几年整体表现偏弱，2014 年逐步开始积极表现，股价表现早于基本面。2022 年 10 月后银行股表现、今年 1 季度的表现，均早于基本面的好转。由于此前减费让利政策力度较强，对前期银行基本面产生了超过经济基本面的压制，现阶段银行基本面有边际改善的趋势。

第四，政策发力、经济数据催化行情。2014 年上半年政策转变后，几次政策发力后，银行股超额收益均有不同幅度积极表现。当前情形下，未来政策预期和发力，或也将催化行情。2022 年房地产和疫情政策转变后，银行呈现显著修复，近期亦有类似催化行情。

图表32. 2022 银行指数和万得全 A



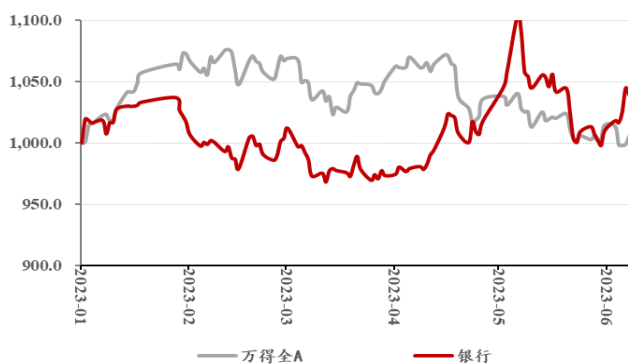
资料来源：万得，中银证券

图表33. 2022 银行超额收益



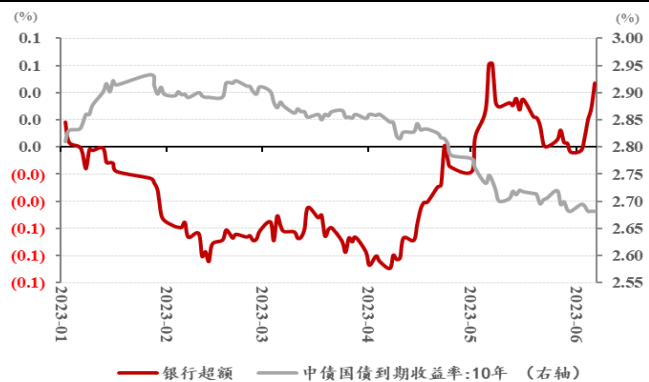
资料来源：万得，中银证券

图表34. 2023 银行指数和万得全 A



资料来源：万得，中银证券

图表35. 2023 银行超额收益

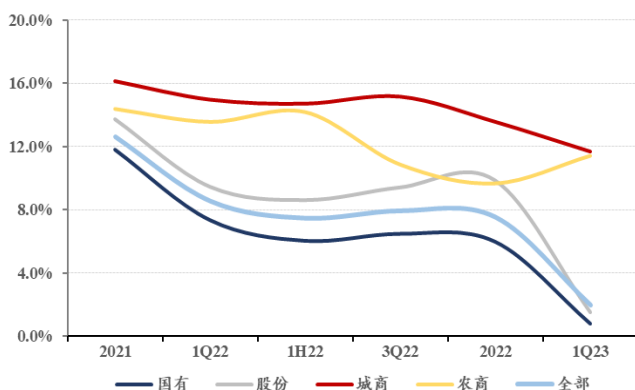


资料来源：万得，中银证券

三、业绩改善：息差修复，资产质量平稳

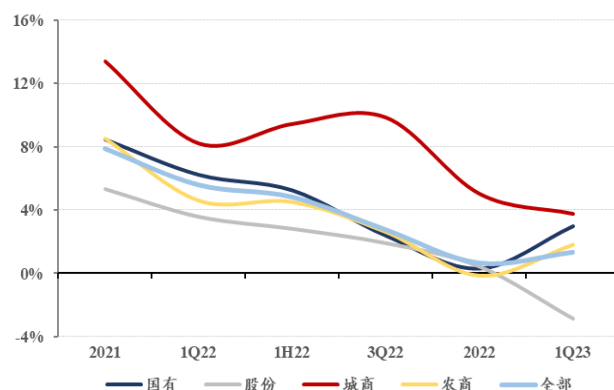
银行业经营和业绩持续改善。第一，基数效应，去年收入盈利增速持续走弱，2 季度疫情冲击、3 季度经济走弱，4 季度疫情再反复，低基数持续影响。第二，息差压力 2 季度开始减弱，环比或持续改善。重定价压力减弱，存款成本持续压降。如下半年政策发力，信贷需求或改善，规模增长或更积极，结构亦将改善，息差改善或更大，行业增长动力亦将增强。第三，资产质量整体平稳，零售压力或持续，拨备仍可反哺盈利。行业业绩或持续改善。城商行业绩绝对增长或仍最快，股份行资产质量、息差边际改善或突出。

图表36. 上市银行归母净利润同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表37. 上市银行营业收入同比增速



资料来源：银保监会，中银证券

1、息差：2 季度环比或持平，下半年或环比改善

重定价影响在 1 季度集中体现，2 季度重定价对息差的压力大幅下降。需求偏弱情况下，资产端贷款和债券投资仍有收益率下行压力，结构亦偏弱。负债端，存款定价持续下降在 2-3 季度会形成息差最积极的支撑，主动负债亦有贡献。2 季度净息差环比持平或微幅波动，3 季度或改善，不同银行或有差异，同比基数较低，预计息收入表现改善，下半年如信贷需求改善，下半年度净息差可能环比改善更显著。整体看，2 季度开始，股份行息差环比改善最突出。

(1) 2 季度贷款定价或仍小幅下降，降幅或收窄。环比来看，重定价对贷款影响趋弱，参考我们前期测算（2023 年策略报告）2 季度各行环比净息差或下降 1bp 左右，降幅较 1 季度显著收窄。叠加需求偏弱影响定价，新增贷款定价环比预计持平或略有下降。从企业债利率看，今年以来到期收益率持续下降。此外，票据占比和票据利率环比压力增加，国股 1-5 月票据直贴利率月均值为 2.21%、2.45%、2.53%、2.14%和 1.7%，4-5 月较 1 季度下降较多，如 6 月延续 5 月态势，预计对贷款亦形成小幅压力。

(2) 负债端存款利率持续调降，对净息差形成正面支撑。去年以来存款利率持续下降。影响较大较快的是协定存款、通知存款和活期存款的调降。协定存款和通知存款调整时间在 5 月中旬，影响在 2 季度和 3 季度显现，对对公活期占比高的股份行更有利。6 月上旬预计人行活期存款调降，2 季度影响有限，人行活期定价下降在 3 季度影响更大。其他定期存款的影响跟随重定价逐步显现，可能是偏慢的过程，会对负债形成长期持续贡献。

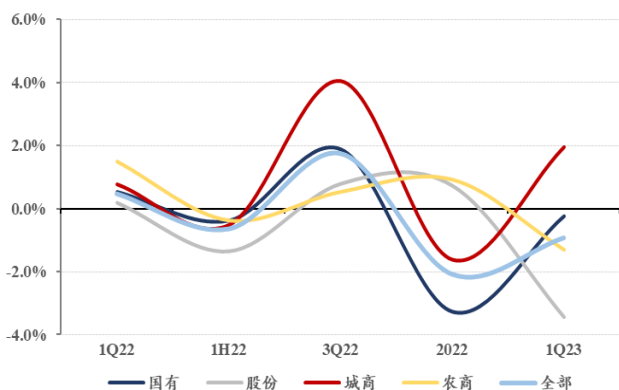
(3) 同业利率走低，主动负债成本环比或下降，对城商行更利好。银行间利率持续降低，同业存单利率也持续降低，考虑到同业负债重定价绝大部分在 1 季度内完成，2 季度环比贡献较大，主动发债重定价略慢，单季度重定价一般在 20-40%之间，中小银行主动负债占比更高，重定价更快，这一变化对其更有利。

图表38. 上市银行存款定价影响测算（协定+活期影响测算）

	协定影响										活期影响									
	2022	2022	2022	2022	2022	2022	2022	2022	2022	2022	2022	2022	2022	2022	2022	2022	2022	2022	2022	2022
	对公活期	对公活期	存款	负债	净息差	存款	负债	净息差	存款	负债	净息差	存款	负债	净息差	存款	负债	净息差	存款	负债	净息差
工商银行	27%	0.92%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.02%	0.04%	0.03%	0.03%
建设银行	27%	0.93%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.02%	0.04%	0.03%	0.03%
农业银行	22%	1.08%	0.04%	0.04%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.01%	0.01%	0.03%	0.02%	0.03%	0.04%	0.03%	0.03%
中国银行	27%	0.92%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%
邮储银行	7%	0.84%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.03%	0.02%	0.02%
交通银行	25%	0.97%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%
招商银行	36%	1.05%	0.08%	0.06%	0.06%	0.04%	0.03%	0.03%	0.01%	0.01%	0.00%	0.02%	0.02%	0.02%	0.04%	0.03%	0.06%	0.05%	0.05%	0.05%
浦发银行	34%	1.43%	0.13%	0.08%	0.08%	0.07%	0.04%	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.07%	0.04%	0.07%	0.05%	0.05%	0.05%
兴业银行	29%	1.31%	0.10%	0.06%	0.06%	0.05%	0.03%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.06%	0.03%	0.06%	0.04%	0.04%	0.04%
中信银行	38%	1.36%	0.13%	0.09%	0.08%	0.06%	0.04%	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.07%	0.04%	0.07%	0.05%	0.05%	0.05%
民生银行	25%	1.36%	0.09%	0.06%	0.05%	0.05%	0.03%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.05%	0.03%	0.05%	0.03%	0.03%	0.03%
光大银行	21%	1.04%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.03%	0.02%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%
平安银行	26%	0.90%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.02%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%
华夏银行	28%	1.07%	0.06%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.03%	0.02%	0.04%	0.02%	0.02%	0.02%
浙商银行	37%	1.57%	0.13%	0.09%	0.09%	0.07%	0.05%	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.00%	0.07%	0.05%	0.07%	0.05%	0.05%	0.05%
北京银行	33%																			
上海银行	28%	0.87%	0.04%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%
江苏银行	21%																			
南京银行	20%	0.88%	0.03%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
宁波银行	29%	0.87%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.03%	0.02%	0.04%	0.02%	0.02%	0.02%
杭州银行	42%																			
长沙银行	28%	0.76%	0.03%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.02%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%
成都银行	32%	0.95%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.01%	0.01%	0.03%	0.02%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%
重庆银行	16%	1.16%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.02%	0.01%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%
贵阳银行	24%																			
青岛银行	26%	0.92%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.03%	0.02%	0.04%	0.02%	0.02%	0.02%
郑州银行	25%	0.84%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%
苏州银行	23%	0.79%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
西安银行	25%																			
厦门银行	25%																			
沪农商行	27%	0.66%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%
渝农商行	13%	0.65%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%
青农商行	19%																			
徽商银行	22%																			
无锡银行	17%	0.85%	0.03%	0.03%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
苏农商行	27%	0.71%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%
江阴银行	19%																			
常熟银行	14%	0.58%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%
张家港行	16%																			

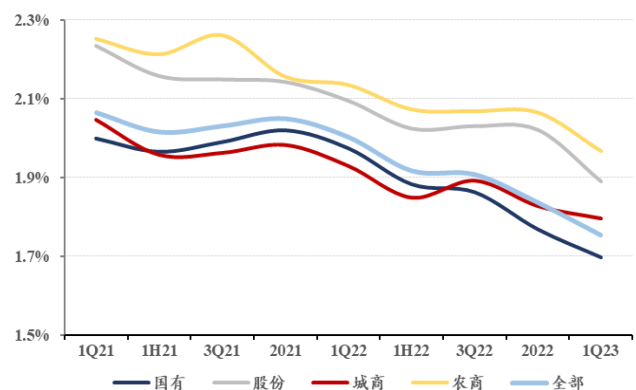
资料来源：上市银行财报，中银证券

图表39. 上市银行单季净利息收入同比增速



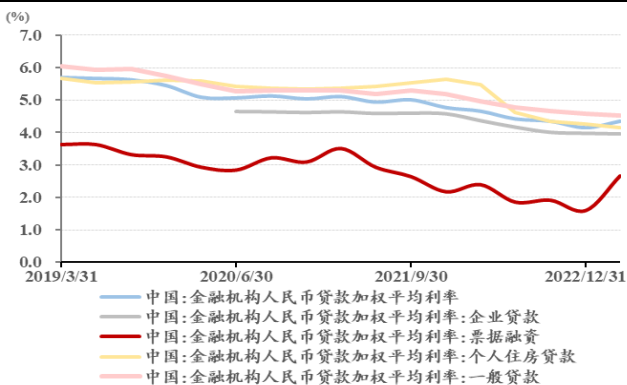
资料来源：万得，中银证券

图表40. 上市银行测算单季度净息差



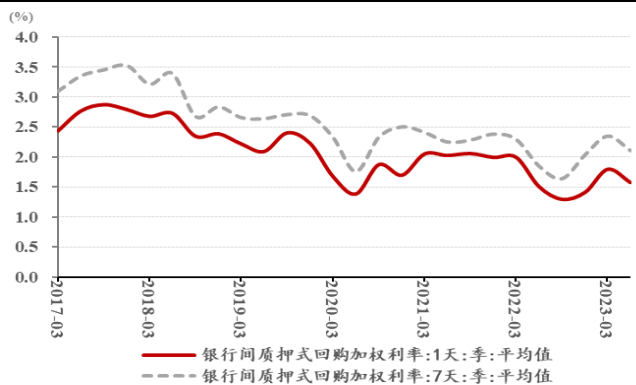
资料来源：银保监会，中银证券

图表41. 贷款利率持续下降



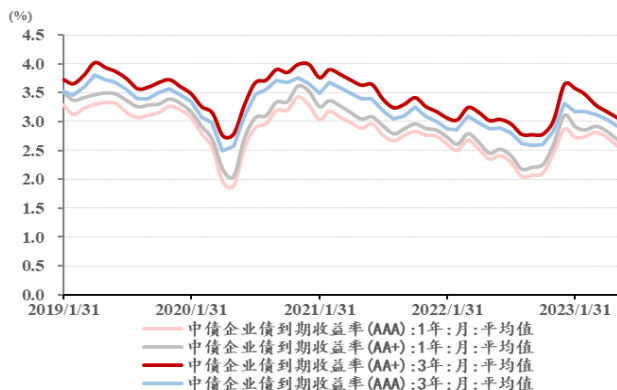
资料来源：万得，中银证券

图表42. 银行间利率下降



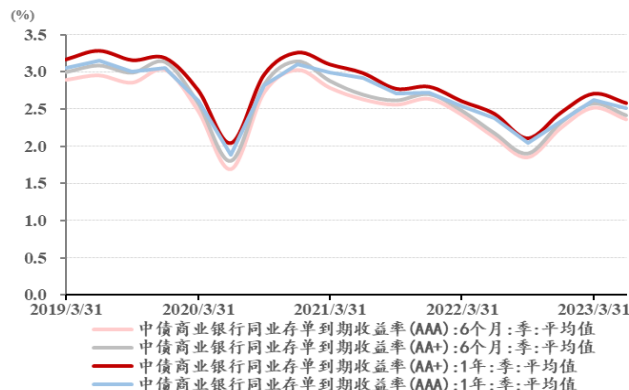
资料来源：银保监会，中银证券

图表43. 2 季度企业债利率继续下降



资料来源：万得，中银证券

图表44. 2 季度存单利率亦下降



资料来源：银保监会，中银证券

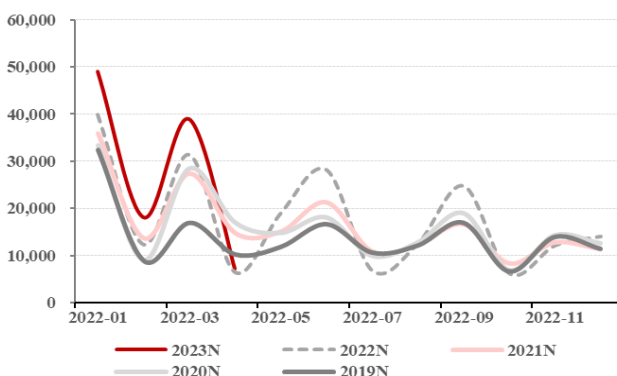
2、规模：预计增长平稳，下半年需求或改善

2023Q1 稳增长政策强化叠加疫情放开，社融信贷高增长，银行行业规模增长再提速。2023 年 1 季度，社融新增 14.53 万亿元，同比增长 10%，人民币信贷新增 10.6 万亿，同比增长 12.7%，社融和信贷增速较去年底均有上升。社融和信贷结构亦较为积极，居民企业修复，票据占比降低。2023Q1 上市银行总资产同比增长 12.2%，贷款同比增长 12%，债券投资同比增长 13.1%，同业增长 25.2%。资产方，贷款、投资和同业均提速，负债方，存款和同业负债同比增速上升，主动发债增速持续下降。

2023Q2 经济修复趋缓，政策趋稳。在去年 4 月疫情导致的低基数下，4 月社融、信贷增量同比多增，同比增速均与 1 季度持平。其中，居民信贷转降，居民贷款减少 2411 亿元，同比多减 241 亿元，中长期拖累更大。对公贷款中，票据增长占比较 1 季度亦有提升。政策力度趋于平稳，经济修复力度减弱。

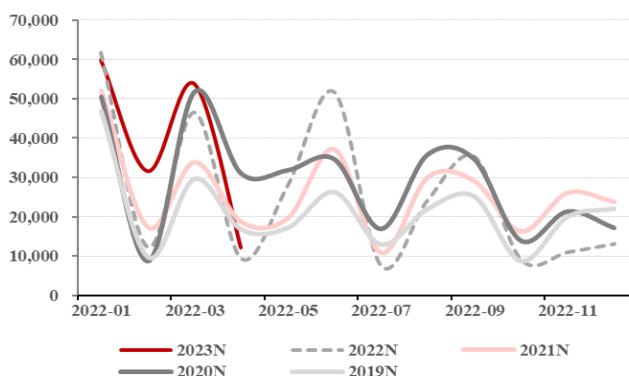
Q2 或仍偏弱，下半年政策或发力，需求亦可能修复。预计 2 季度情形与 4 月类似，4 月-5 月票据利率仍在低位，债券发行亦偏弱，预计社融、信贷规模增长同比平稳或略降，结构略偏弱。下半年预计政策力度或加强，经济亦可能有所修复，预计量增长平稳，需求结构或有所改善。

图表45. 人民币贷款月新增（亿元）



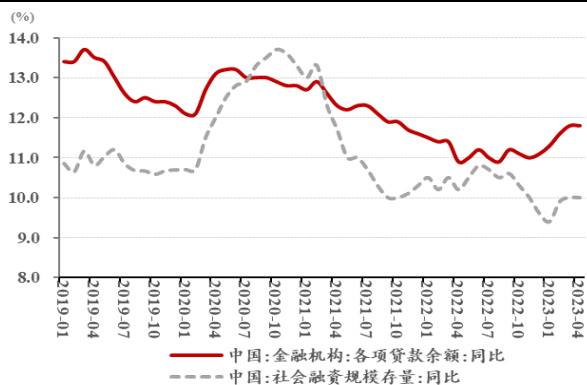
资料来源：万得，中银证券

图表46. 社融月新增（亿元）



资料来源：万得，中银证券

图表47. 人民币贷款、社融同比



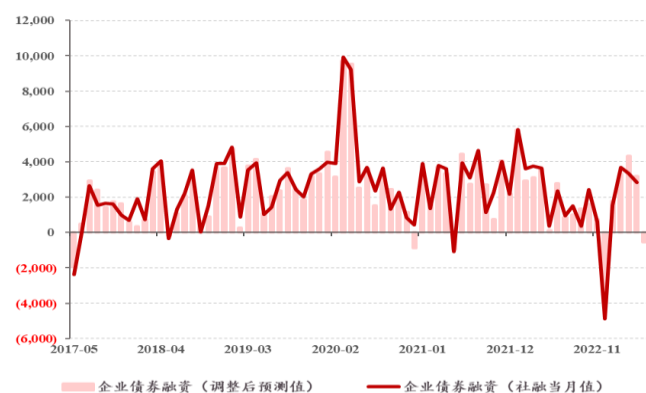
资料来源: 万得, 中银证券

图表48. 票据占比



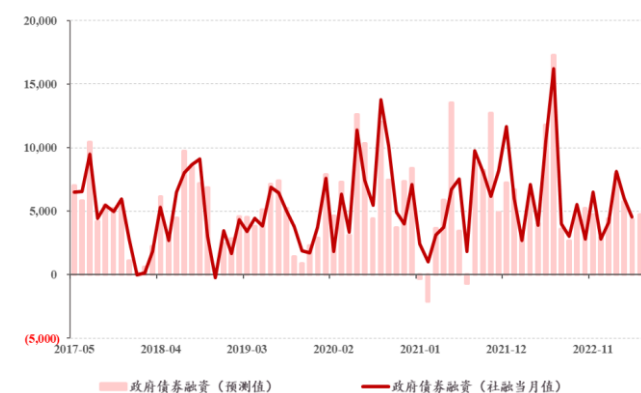
资料来源: 万得, 中银证券

图表49. 企业债单月增量预测 (亿元)



资料来源: 万得, 中银证券

图表50. 政府债预测单月增量预测 (亿元)



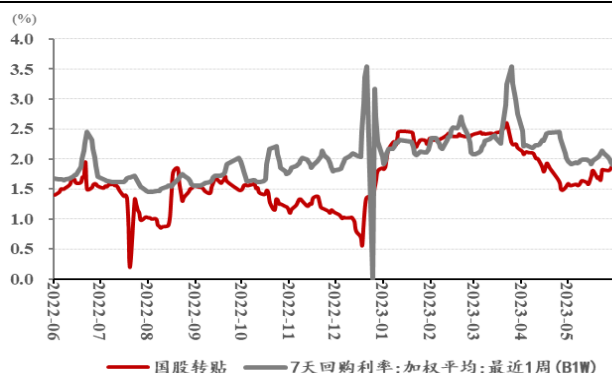
资料来源: 万得, 中银证券

图表51. 票据直贴利率



资料来源: 万得, 中银证券

图表52. 国股行转贴利率和银行间利率

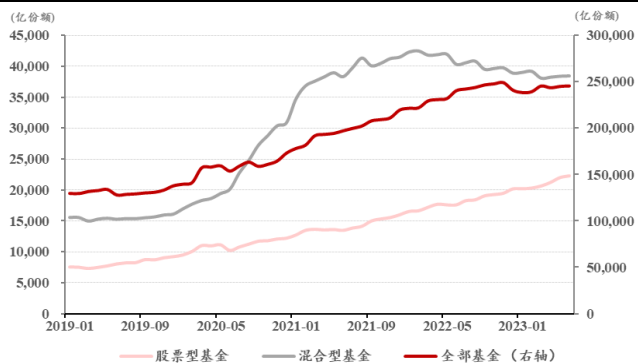


资料来源: 万得, 中银证券

3、非息收入：手续费收入降幅收窄，其他非息下半年加速

手续费基数持续走低，同比压力或下降，从市场情况看，环比未见显著改善。今年以来债市持续走强，国债利率逐渐接近历史低位。权益市场波动，基金份额 2 季度相对 1 季度，未见明显增长。其他非息收入 2 季度基数阶段性走强，3、4 季度基数逐季下降，同比增速或先略降后上升。债市走强，环比表现或好于 1 季度。

图表53. 基金总份额走平



资料来源：万得，中银证券

图表54. 债市持续走强



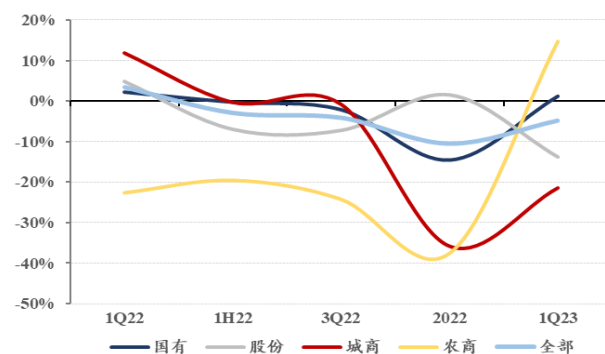
资料来源：万得，中银证券

图表55. WIND 全 A



资料来源：万得，中银证券

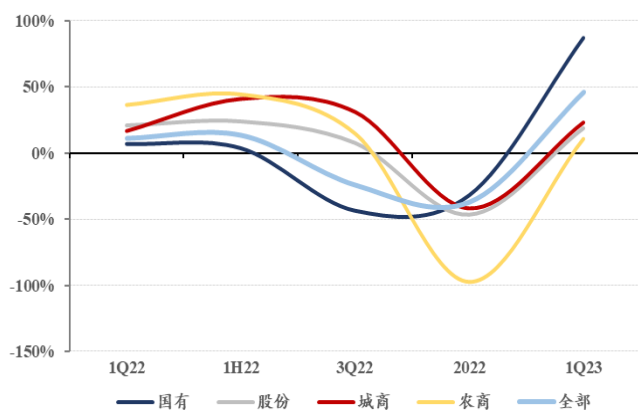
图表56. 净手续费单季增速



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。

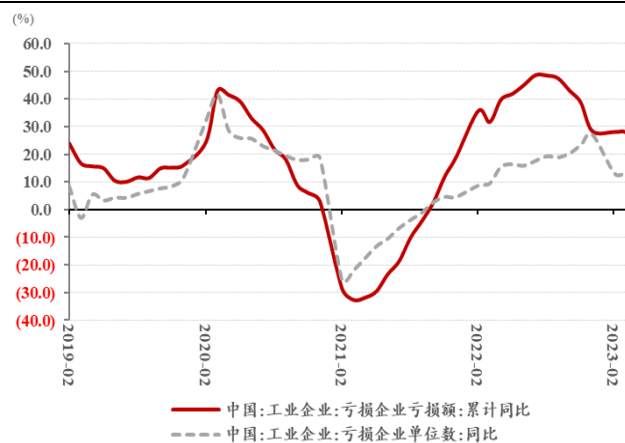
图表57. 其他非息收入单季度同比



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58. 工业企业亏损数据



资料来源：万得，中银证券

4、零售或仍是资产质量主要压力，拨备或仍反哺盈利

资产质量或平稳，零售仍将是主要压力。经济修复低于预期，宏观指标偏弱，4 月工业企业收入盈利偏弱，但规模以上亏损额和亏损企业数同比持续下降，房地产风险事件持续，多为前期已经出险的企业，预计对公资产质量整体可控。同时居民就业和收入均表现偏弱，特别是大城市就业，预计零售贷款压力或持续。资产质量情况预计平稳。新增不良压力仍将来自零售端，按揭、信用卡或持续承压，对公整体平稳，房地产和建筑不良或持续暴露。

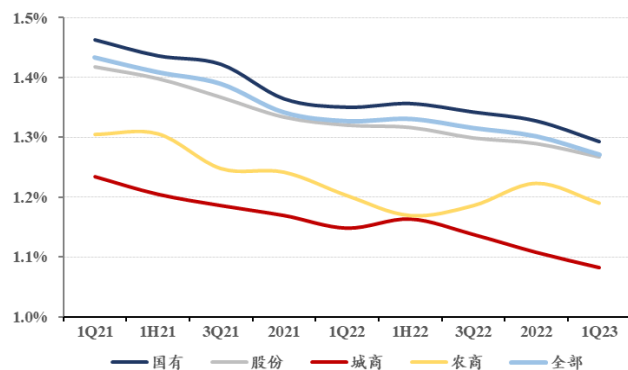
预计增量拨备或仍反哺盈利，存量拨备反哺空间减少。一方面，原银保监会印发《商业银行预期信用损失法实施管理办法》于 2023 年 1 月 1 日起实施，拨备调整空间减小，宏观经济修复和资产质量改善，信用减值或仍可少提贡献利润。如部分银行在非贷款部分少提，可能面临非贷补计提的压力。另一方面，近年各行主要通过贷款、非贷款拨备放缓或少提，来保证盈利贡献，存量拨备整体降低，释放空间下降。

图表59. 城镇居民收入同比



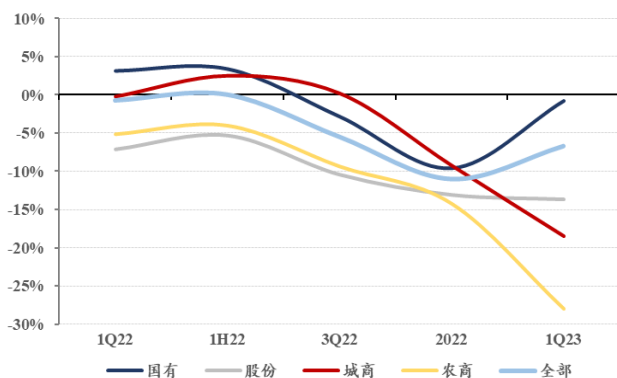
资料来源: 万得, 中银证券

图表60. 行业不良率持续下降



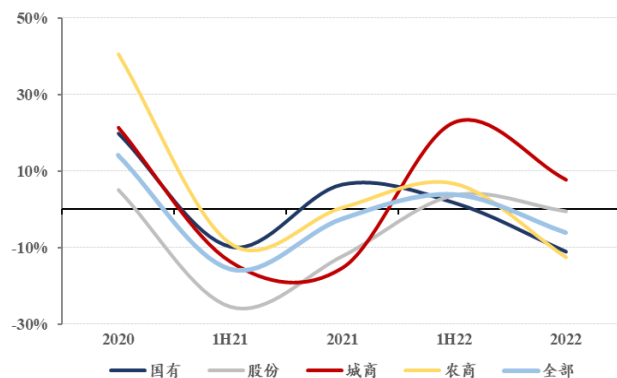
资料来源: 万得, 中银证券

图表61. 资产减值损失同比



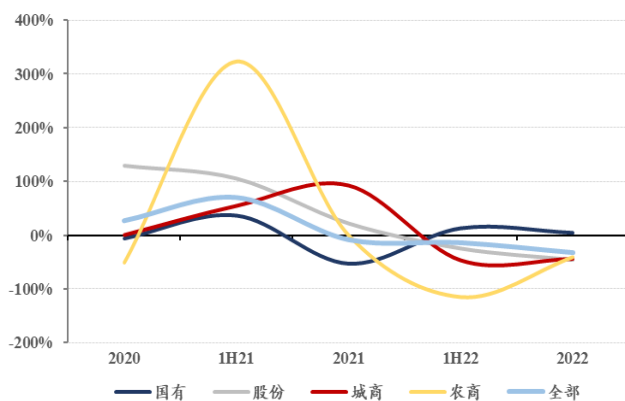
资料来源: 万得, 中银证券

图表62. 贷款减值损失累计同比



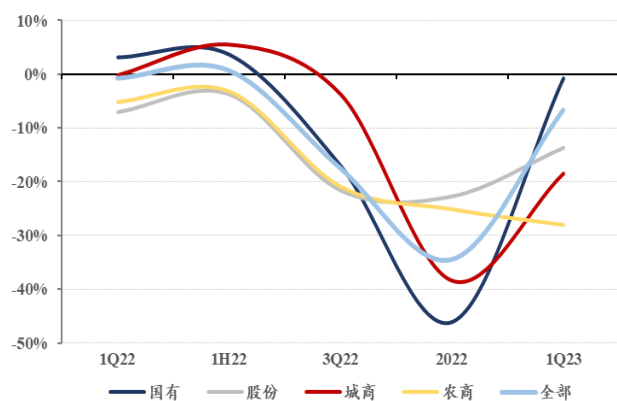
资料来源: 万得, 中银证券

图表63. 非贷资产减值损失累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表64. 单季资产减值损失同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表65. 上市银行拨备情况 (单位: %)

	总拨备/总资产			总拨备/加权风险资产			总拨备/贷款		
	2022N	2022N-1H22	2022N-2021N	2022N	2022N-1H22	2022N-2021N	2022N	2022N-1H22	2022N-2021N
工商银行	1.94	0.01	0.06	3.46	0.08	0.41	3.31	(0.03)	0.11
建设银行	2.32	(0.02)	(0.05)	4.06	(0.08)	0.12	3.79	(0.08)	(0.03)
农业银行	2.61	(0.09)	(0.14)	4.46	(0.18)	(0.02)	4.49	(0.18)	(0.18)
中国银行	1.76	0.08	0.07	3.03	0.20	0.27	2.90	0.13	0.03
邮储银行	1.96	(0.14)	(0.15)	3.79	(0.24)	(0.36)	3.82	(0.20)	(0.30)
交通银行	1.56	(0.07)	(0.03)	2.43	(0.15)	(0.08)	2.78	(0.11)	(0.04)
招商银行	3.44	(0.15)	(0.07)	5.97	0.07	0.13	5.77	(0.13)	(0.07)
浦发银行	1.78	(0.04)	0.02	2.51	(0.03)	0.05	3.16	(0.01)	0.16
兴业银行	2.06	(0.18)	(0.14)	2.83	(0.26)	(0.28)	3.83	(0.38)	(0.45)
中信银行	2.11	(0.13)	0.02	2.86	(0.14)	(0.04)	3.51	(0.20)	0.03
民生银行	1.70	(0.12)	(0.27)	2.23	(0.12)	(0.31)	2.98	(0.20)	(0.41)
光大银行	1.73	(0.02)	0.02	2.37	(0.07)	(0.02)	3.04	(0.06)	(0.00)
平安银行	2.56	(0.00)	0.32	3.43	(0.06)	0.34	4.09	0.03	0.49
华夏银行	2.20	(0.12)	0.04	3.02	(0.15)	0.11	3.77	(0.10)	0.18
浙商银行	2.52	(0.15)	(0.08)	3.92	(0.31)	(0.03)	4.34	(0.24)	(0.08)
北京银行	2.80	(0.22)	(0.11)	4.03	(0.27)	(0.07)	5.27	(0.16)	(0.05)
上海银行	2.58	(0.05)	(0.03)	3.54	(0.07)	0.07	5.69	(0.11)	0.04
江苏银行	2.67	0.01	(0.07)	4.08	0.05	0.01	4.95	(0.02)	(0.17)
南京银行	1.96	(0.08)	(0.15)	3.37	0.14	0.00	4.28	(0.06)	(0.40)
宁波银行	1.96	(0.08)	(0.11)	3.00	(0.12)	(0.17)	4.44	(0.19)	(0.40)
杭州银行	2.95	0.06	0.17	4.74	0.06	0.26	6.80	0.10	0.21
长沙银行	2.33	0.01	(0.03)	3.76	0.13	0.06	4.95	(0.01)	(0.13)
成都银行	2.47	0.01	(0.06)	3.44	(0.23)	(0.22)	4.65	(0.16)	(0.34)
重庆银行	1.80	(0.26)	(0.36)	2.57	(0.30)	(0.32)	3.50	(0.53)	(0.70)
贵阳银行	2.42	(0.09)	0.04	3.27	(0.14)	0.07	5.49	(0.40)	(0.20)
青岛银行	1.92	(0.04)	0.27	3.04	(0.01)	0.15	3.77	(0.18)	0.24
郑州银行	2.72	0.42	0.27	3.70	0.71	0.36	4.86	0.61	(0.00)
苏州银行	2.99	0.02	(0.05)	4.20	0.03	(0.10)	6.25	(0.04)	(0.20)
西安银行	1.61	(0.43)	(0.62)	2.40	(0.70)	(0.99)	3.44	(0.41)	(0.79)
厦门银行	2.13	0.02	(0.04)	3.43	(0.05)	(0.25)	3.95	(0.06)	(0.15)
渝农商行	2.24	(0.10)	0.08	3.67	(0.11)	0.29	4.79	(0.20)	0.08
青农商行	2.78	0.44	0.35	3.95	0.62	0.51	5.03	0.76	0.53
紫金银行	2.64	0.12	(0.17)	3.70	0.06	(0.25)	3.71	(0.02)	(0.45)
无锡银行	3.00	(0.12)	0.02	4.22	(0.13)	0.06	4.94	(0.28)	(0.17)
苏农银行	2.84	(0.01)	0.03	3.82	(0.16)	(0.11)	4.69	0.05	0.02
江阴银行	2.94	(0.24)	0.22	4.45	(0.33)	0.29	4.81	(0.31)	0.26
常熟银行	3.44	(0.00)	0.03	4.44	0.02	0.14	5.12	0.01	(0.05)
张家港行	3.29	(0.08)	0.05	4.64	(0.15)	0.08	5.37	(0.12)	0.02

资料来源: 上市银行财报, 中银证券

5、资本压力或加剧，城商行压力更突出

资本压力增大，部分城商行资本补充需求较迫切。我们计算的 39 家上市银行核心一级资本充足率 2023 年 Q1 同比下降 9bp。一方面，稳增长信贷投放提速，资本消耗加速。1 季度加权风险资产增长提速，同比增长 9.7%，增速较去年提升 2.2 个百分点。另一方面，政策对息和费压制，业绩增长趋缓，影响盈利能力，进而影响资本增速，核心一级资本充足率压力加剧。

相对来看，规模增长较快的城商行资本压力最为突出，农商行资本水平最高。相对来说，成都、杭州、江苏、浙商等核心一级资本补充需求较为迫切。

四、长期风险充分暴露，催化仍可期待

参考我们前面的复盘，在行业风险充分显现后，行业面临调整的可能性减弱，股价筑底。当前对于房地产、城投和经济长期担忧趋于充分，行业整体可能受到负面市场冲击有限，赔率低。下半年政策发力和经济修复好于预期可能性高，胜率不低。

低利率环境下，银行高股息价值显现。在经济增速下行，利率环境走弱的背景下，银行高股息类固收价值或持续凸显。高股息策略只在极端上行和下行危机中，可能受到影响。

让利政策效用减弱，政策压力减弱。去年以来，单独依靠银行降低利率、增加投放信贷，无法带动信贷需求，需要结合政策性金融工具等提供项目 and 需求。通过银行让利的效用已经很低。今年以来，存款利率调降，亦为了降低资金在银行体系内低效空转，促进投资。同时，在硅谷事件后，银行自身经营稳健性关注度更高，巴塞尔协议和风险底线，银行让利空间已经很小。

息差带动基本面或持续边际改善。银行业经营和业绩持续改善。去年疫情、市场等压制，形成今年及明年 1 季度低基数效应。重定价压力减弱，存款成本持续压降，息差压力 2 季度开始环比减弱。资产质量整体平稳，零售压力或持续，拨备仍可反哺盈利。行业业绩或持续改善。城商行业绩绝对增长或仍最快，股份行资产质量、息差边际改善或突出。

银行股投资主线，一是交易经济预期差，从经济预期差来看，目前是赔率低，胜率高的情景。二是买入持有的股息价值，这也是当前主线，经济修复会使得交易主线阶段性更转向预期差，除非经济大幅修复带来利率预期显著改善，或银行危机大幅改变银行 roe 预期，否则股息价值主线仍持续，直至估值上升至股息大幅降低。三是基本面变化，让利政策转变，息差或持续推动基本面边际改善。

综合以上分析，我们持续看多银行股投资。并仍建议组合持有。第一，国有行 2023 年测算平均股息 6% 以上，尚未超涨，延续农业银行、邮储银行等大行的推荐。第二，经济预期改善+估值低位，招商银行、宁波银行、平安银行、兴业银行等估值接近历史低位，价值凸显。第三，城商行推荐：长沙银行、杭州银行、江苏银行等。

风险提示：

国内经济大幅下滑。银行作为顺周期行业，公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。未来地方城投偿付压力、利率下降压力，或引发市场对城商行等区域银行担忧。此外房地产修复持续走弱，市场对房地产销售和房地产行业担忧或再次加剧。

海外风险超预期。硅谷银行事件引发海外市场对金融危机担忧，美国政策迅速出台控制恐慌蔓延。我们认为硅谷银行事件是既有宏观层面美国利率环境大幅波动，存款持续下降的外因，也有其自身客户特征导致的存款高波动，叠加投资错误决策内因。流动性大幅放松转向收紧的过程中，常伴有金融机构危机事件出现，但是监管、产品、资金等不断变化，无法预期风险起点、薄弱环节及其演化路径，仍需持续关注后续变化。

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得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。

本报告期内含保密信息，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，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。所有本报告期内使用的商标、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