

# 预期与现实的“一波三折”

## ——银行股2023年中期投资策略

安信证券研究中心 银行团队

李双

SAC执业证书编号：S1450520070001

2023年6月6日



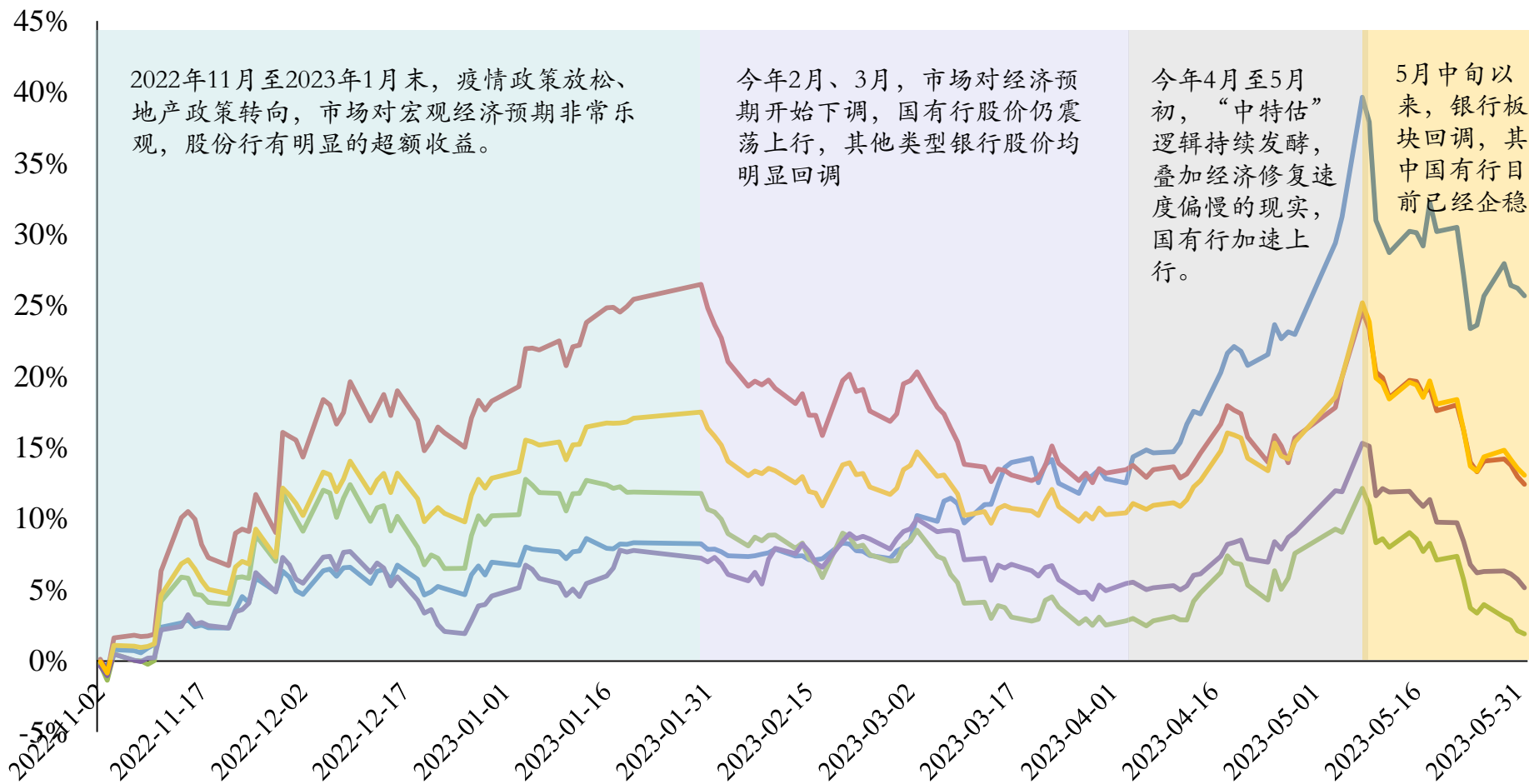
# 核心观点

- **核心观点：**①宏观层面，经济弱复苏格局基本形成，市场短期对政策刺激抱有预期。②信用总量不用担心，结构性矛盾在房地产（居民端），而当前在基建扩张、央国企加杠杆的基础上，国有大行信贷增速明显超过中小银行，这在某种程度上对国有大行业绩形成“以量补价”的逻辑支撑。③我们预计2023Q2之后，净息差环比降幅将逐步收窄，到今年底或明年初，净息差将触底，营收增速逐步改善；当前市场担忧的信用风险主要集中在房地产与城投，而国有大行在地产与城投方面的敞口占比均偏低，或将更受投资者青睐。④当前机构对银行股持仓、银行板块估值均明显偏低。
- **投资建议：**虽然当前经济复苏的内生动能不足，居民部门资产负债表仍有待改善，风险偏好低位，但考虑到银行估值、机构持仓已经到了较低历史分位数水平，对银行股可以积极一点。
- **重点标的：**哑铃型配置策略，短期重视“中特估”、高股息的低位股，以邮储银行为代表的国有大行；中长期聚焦经济复苏的弹性股，招行、平安、宁波。
- **风险提示：**国内经济超预期下行、房地产违约再次大规模蔓延、城投风险大规模暴露、海外需求下行超预期。

# 去年11月至今，国有行有超额收益，区域行表现一般

以2022年11月1日为基准，各类型子版块银行指数累计涨跌幅（长江）

— 国有行 — 股份行 — 城商行 — 农商行 — 银行指数



# “强预期、弱现实”定价，转向“弱预期、弱现实”

- 2022年11月以来，预期与现实总是“一波三折”。其中对城投风险的担忧从年初开始发酵，持续至5月份，部分以涉政业务为主的银行股价回调幅度较大。

2022年11月-2023年1月，是非常典型的疫情后快速修复阶段，投资者对国内经济复苏、海外加息步伐放缓抱有较乐观预期

2023年2月-2023年3月，海外加息放缓被证伪，国内消费复苏受到质疑

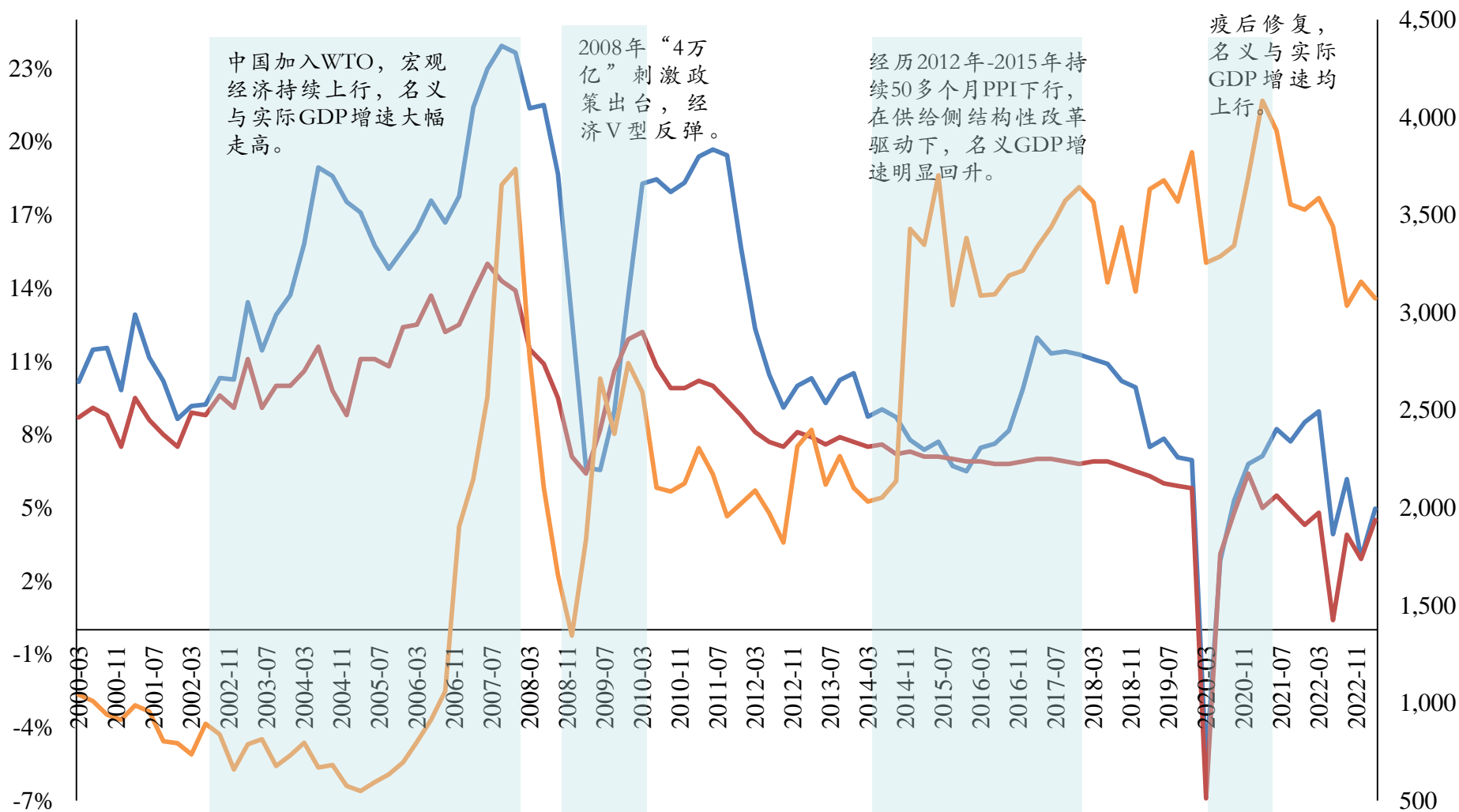
2023年4月、5月经济数据以及信贷数据偏弱，较弱的预期与现实环境，悲观情绪明显升温

2022年11月至今，单月涨跌幅前五、后五名的公司

	2022年11月		2022年12月		2023年1月		2月		3月		4月		5月
宁波银行	35.14%	招商银行	6.58%	平安银行	13.91%	长沙银行	17.35%	中信银行	10.37%	中信银行	19.71%	民生银行	9.09%
招商银行	30.35%	邮储银行	3.59%	瑞丰银行	11.25%	瑞丰银行	10.40%	农业银行	6.14%	邮储银行	18.49%	中国银行	6.27%
平安银行	26.02%	光大银行	2.68%	招商银行	10.60%	常熟银行	4.47%	建设银行	5.32%	农业银行	9.97%	交通银行	5.03%
青岛银行	20.13%	宁波银行	1.06%	无锡银行	9.11%	重庆银行	2.13%	中国银行	4.64%	重庆银行	9.85%	重庆银行	4.92%
兴业银行	17.76%	农业银行	1.04%	江阴银行	5.79%	北京银行	1.88%	交通银行	4.29%	江苏银行	9.83%	西安银行	4.42%
中国银行	4.65%	郑州银行	-5.24%	工商银行	-0.46%	邮储银行	-6.03%	宁波银行	-7.55%	青岛银行	1.22%	成都银行	-8.52%
农业银行	4.35%	紫金银行	-5.47%	北京银行	-1.39%	杭州银行	-6.84%	招商银行	-8.15%	宁波银行	0.26%	常熟银行	-9.22%
渝农商行	3.72%	瑞丰银行	-7.61%	常熟银行	-2.25%	平安银行	-8.07%	平安银行	-9.07%	平安银行	0.16%	宁波银行	-10.15%
工商银行	3.61%	兰州银行	-7.82%	兰州银行	-2.65%	招商银行	-9.46%	南京银行	-9.59%	招商银行	-1.96%	南京银行	-10.40%
南京银行	0.48%	青岛银行	-9.19%	成都银行	-5.10%	宁波银行	-9.94%	兰州银行	-12.53%	兰州银行	-4.14%	瑞丰银行	-16.63%
















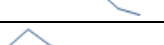
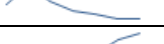
# 名义GDP增速回升对银行板块β行情是更为关键的变量

— 当季名义GDP同比增速 — 当季实际GDP同比增速 — 申万银行指数（右轴）



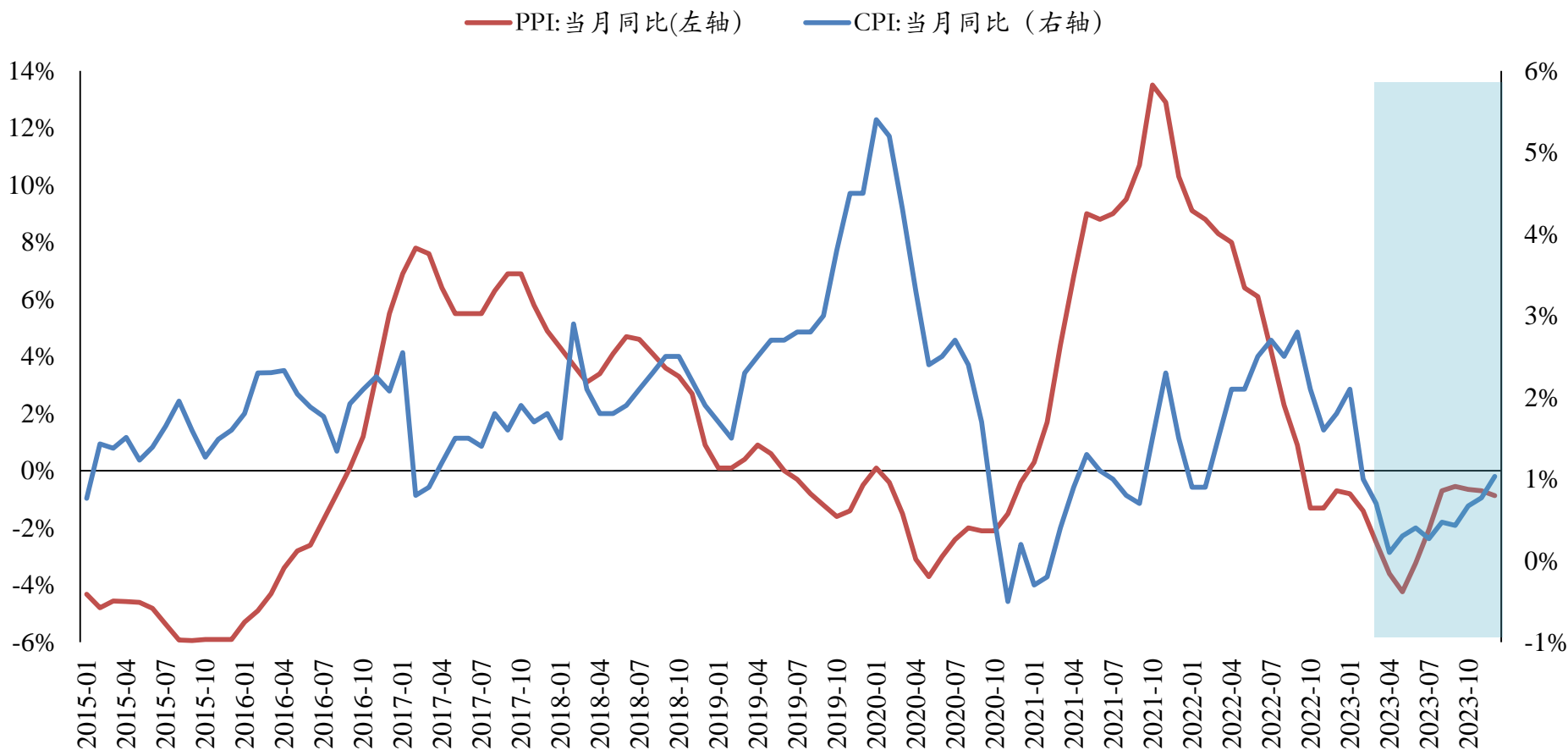
# 当下：仍处在经济“弱复苏”进程中

- 今年3月以来的宏观数据显示，经济复苏的进度偏慢，从5月PMI以及一系列高频数据反映，当前经济也仍处于“弱复苏”进程中，6月份可能将延续上述趋势。

		2022年			2023年					变化趋势图
		10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	
中采PMI	制造业	49.20%	48.00%	47.00%	50.10%	52.60%	51.90%	49.20%	48.80%	
	服务业	47.00%	45.10%	39.40%	54.00%	55.60%	56.90%	55.10%	53.80%	
	建筑业	58.20%	55.40%	54.40%	56.40%	60.20%	65.60%	63.90%	58.20%	
工业增加值增速（季调环比）		0.21%	-0.37%	0.06%	0.31%	0.12%	0.28%	-0.47%		
社零增速（季调环比）		-0.02%	-0.04%	-0.03%	0.42%	1.64%	0.78%	0.49%		
固定资产投资（累计增速）	制造业	9.70%	9.30%	9.10%	8.10%	8.10%	7.00%	6.40%		
	基建	11.39%	11.65%	11.52%	12.18%	12.18%	10.82%	9.80%		
	房地产	-7.30%	-8.30%	-8.40%	-5.10%	-5.10%	-5.10%	-5.30%		
房地产（累计同比增速）	施工面积	-5.70%	-6.50%	-7.20%	-4.40%	-4.40%	-5.20%	-5.60%		
	新开工面积	-37.80%	-38.90%	-39.40%	-9.40%	-9.40%	-19.20%	-21.20%		
	开发投资完成额	-8.80%	-9.80%	-10.00%	-5.70%	-5.70%	-5.80%	-6.20%		
	竣工面积	-18.70%	-19.00%	-15.00%	8.00%	8.00%	14.70%	18.80%		
	百强房企销售金额	-44.03%	-42.60%	-41.49%	-31.93%	-11.63%	3.14%	9.69%		
失业率	城镇调查失业率	5.50%	5.70%	5.50%	5.50%	5.60%	5.30%	5.20%		
	31个大城市城镇调查失业率	6.00%	6.70%	6.10%	5.80%	5.70%	5.50%	5.50%		
	调查失业率：16-24岁	17.90%	17.10%	16.70%	17.30%	18.10%	19.60%	20.40%		
	调查失业率：25-59岁	4.70%	5.00%	4.80%	4.70%	4.80%	4.30%	4.20%		

# 需求复苏偏慢、基数效应仍对通胀形成制约

- 根据人民银行在2023年一季度货币政策执行报告中的展望，未来几个月受高基数等影响，今年5-7 月CPI 还将阶段性保持低位，主要受去年同期 CPI 涨幅基本在 2.5%左右的高基数影响。预计下半年CPI 中枢可能温和抬升，年末可能回升至近年均值水平附近。这意味着名义GDP增速短期仍在低位运行，下半年可能回升。



备注：2023年5月-12月数据，为Wind一致预期值。

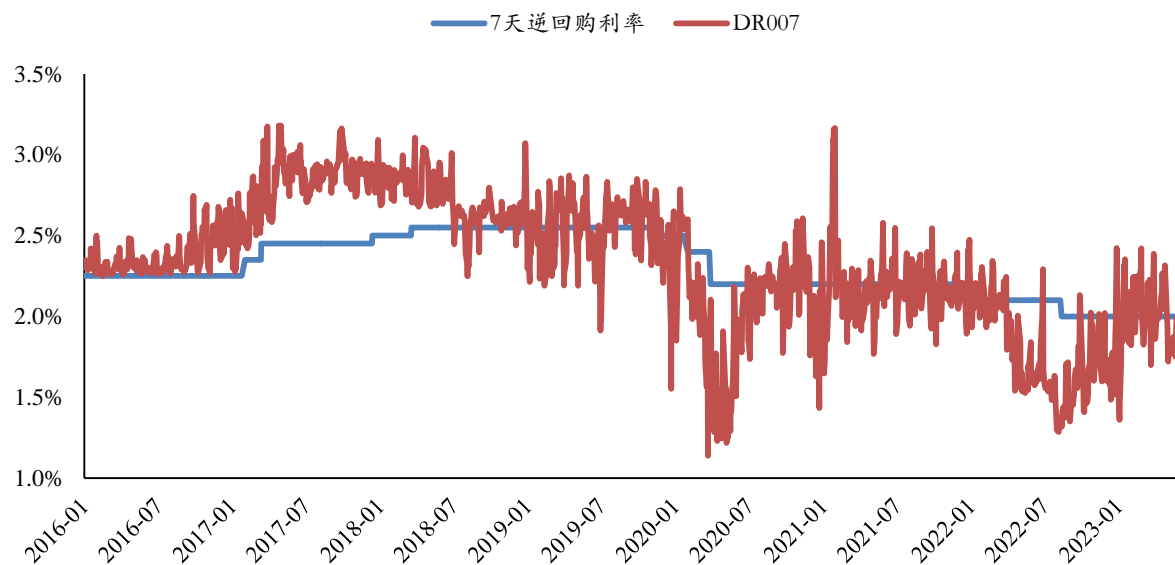
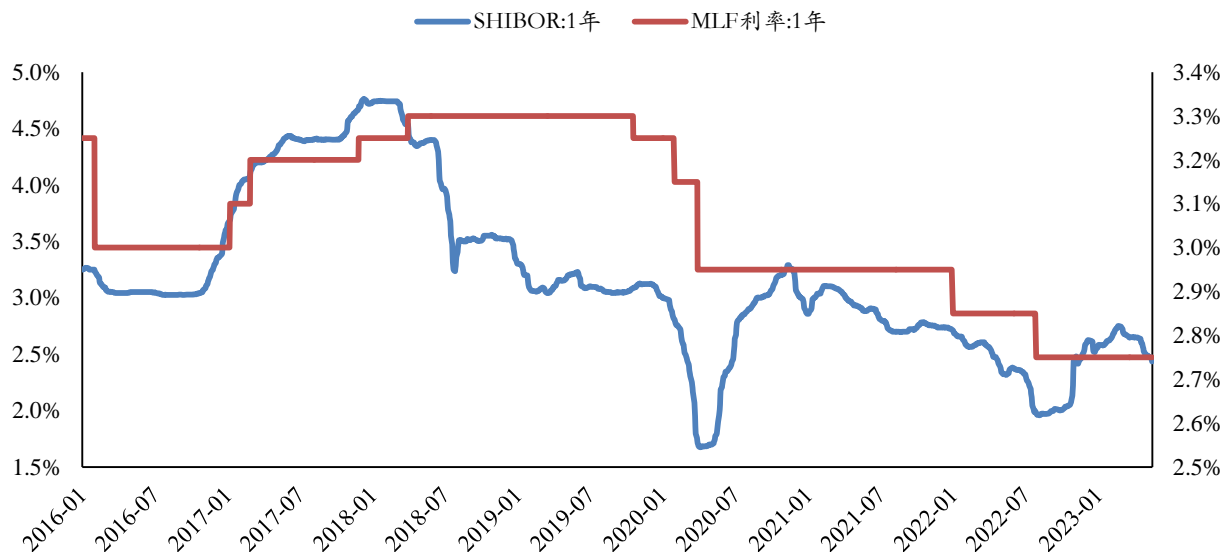


# 未来：宏观政策是否会出台扭转当前较弱的预期（1）

□ 目前来看，货币政策发生较大变化的概率并不高。

① 今年3月份在谈及中国利率政策时，易纲行长强调，要以国内经济为主来考虑问题，保持实际利率的合适水平，适当降低融资成本。并且目前中国货币政策的一些主要变量水平是比较合适的，实际利率水平也比较合适。

② 近年来，人民银行始终强调，引导市场利率围绕政策利率波动，市场利率对实际经济增速的变化更为敏感，从1年期shibor利率、DR007利率走势来看，当前均在政策利率附近，表征当前市场利率反映的经济环境并没有“显著走弱”，预计人民银行降息的概率也并不高。



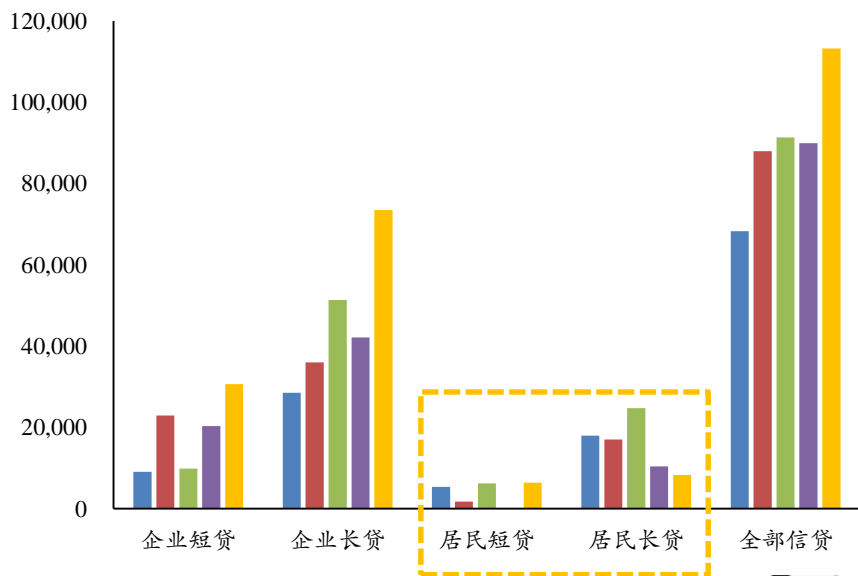


# 未来：宏观政策是否会出台扭转当前较弱的预期（2）

- 今年以来，企业部门需求恢复较快，对公信贷增长支撑信用扩张，但居民部门信贷增长非常乏力，尤其是居民中长期信贷明显收缩。自2021年以来，加杠杆主体主要是地方政府、非金融企业部门，但居民端杠杆扩张速度较慢，未来经济的核心矛盾当是扩大居民需求，房地产是市场主要期待的政策手段，此外中央政府也还有加杠杆空间。

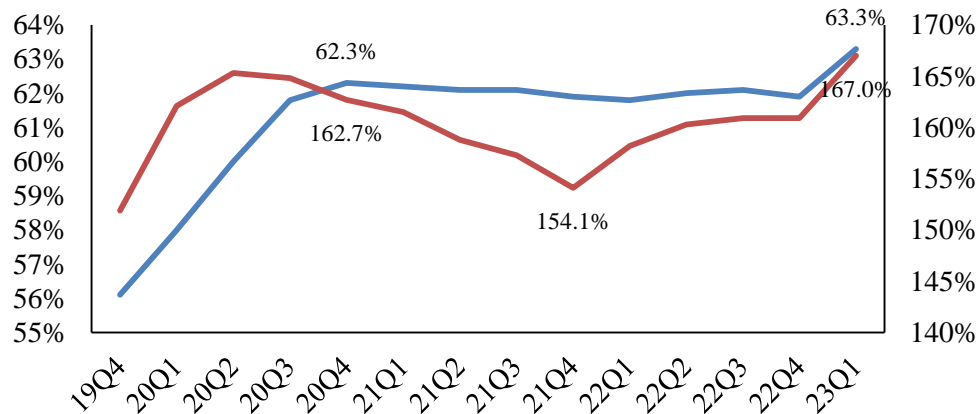
当年前四个月累计新增信贷对比（亿元）

■ 2019年 ■ 2020年 ■ 2021年 ■ 2022年 ■ 2023年

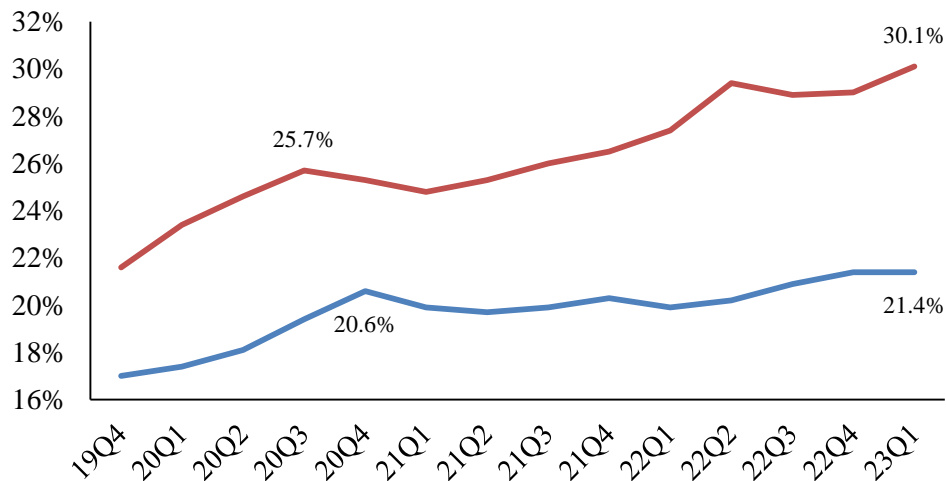


宏观部门杠杆率

— 居民部门（左轴） — 非金融企业部门（右轴）



— 中央政府 — 地方政府



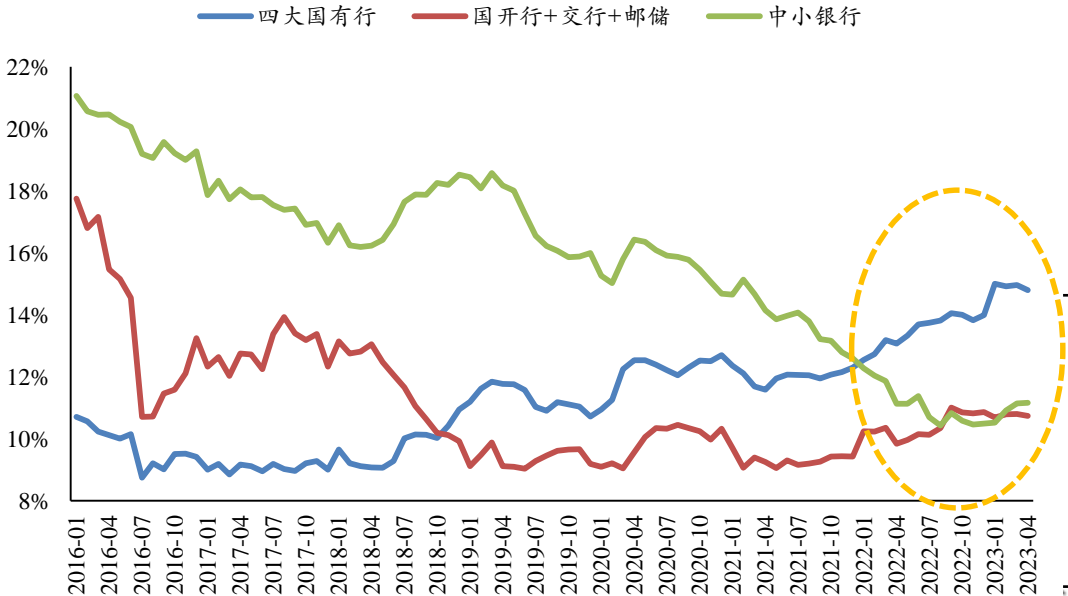
# 从宏观视角观察银行股投资逻辑

- 今年从自上而下的资产配置思路选择银行股可能会更优。过往在宏观经济相对稳定的阶段，自下而上挖掘个股、挑选 $\alpha$ 逻辑占主导，但去年以来宏观经济波动性加大，并且美联储加息、中美关系博弈更加复杂，从自上而下的视角看待银行板块投资逻辑可能是不错的选择。
- 政策博弈变得更加不可预测，但主线并未发生变化。短期而言市场对刺激政策出台的博弈，导致银行板块内部轮动明显加快，但若以1个月、甚至更长的时间观察银行板块的变化，实际上主线非常清晰，即沿着基本面改善（即便是弱改善）的趋势选择估值、机构仓位尚在低位的个股，特别是叠加经济慢复苏的背景，当前依据高股息策略选择银行股便更加有吸引力。
- 中长期很多优质银行配置价值明显凸显。往往在股票定价中，市场会放大短期因素，譬如居民需求不足、财富管理业务承压等客观现实，但若将视角拉长，很多优质银行股反而出现了不错的配置机会。

# 规模扩张——国有大行信贷供需两旺，中小银行分化

- 今年企业融资需求明显修复，特别是以基建、涉政业务为代表的G端客群信贷增长较好，国有大行信贷增长呈现“供需两旺”的态势，而中小银行信贷增长相对偏弱，其中招行、中信、成都、渝农等银行表现更优。
- 市场此前认为国有大行成长性不足，但2019年以来，四大行信贷增速持续提升，特别是2022年至今，在基建扩张、央国企加杠杆的基础上，国有大行信贷增速明显超过中小银行。这在某种程度上对国有大行业绩形成“以量补价”的逻辑支撑。

各类型银行信贷增速



2023Q1新增信贷同比变化 (亿元)

农行	3,938	杭州	63
建行	3,899	贵阳	48
工行	3,772	重庆	47
中行	2,397	西安	43
邮储	578	青岛	27
交行	177	苏州	21
招行	964	齐鲁	9
中信	960	厦门	-40
民生	519	南京	-51
平安	193	郑州	-61
浦发	61	宁波	-163
华夏	-25	渝农	62
光大	-52	瑞丰	16
浙商	-89	无锡	11
兴业	-437	常熟	8
成都	259	江阴	0
北京	258	苏农	-6
江苏	130	青农	-6
长沙	130	沪农	-28
兰州	108	紫金	-31
上海	64	港行	-32

数据来源：央行官网、公司公告、安信证券研究中心

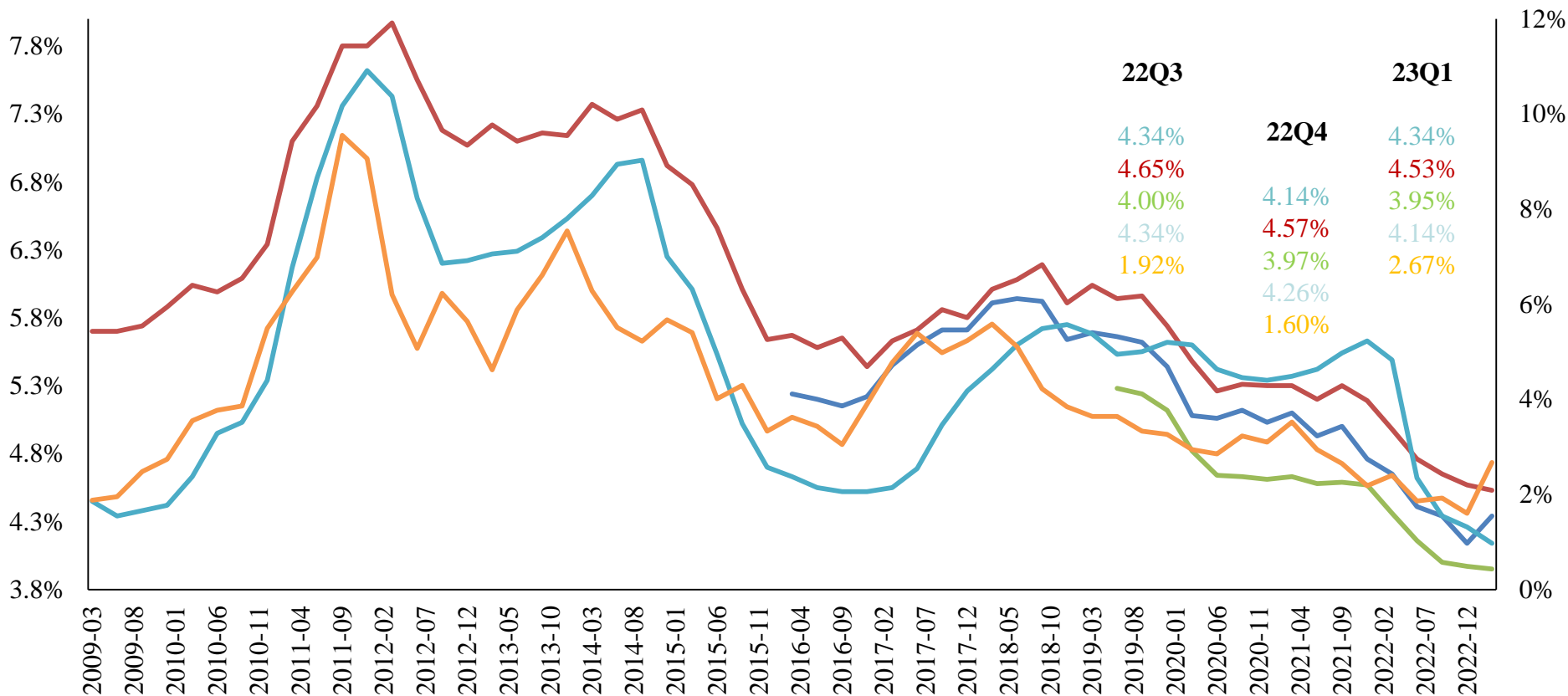
# 未来银行规模扩张的预判

- **信贷总量：**根据上市银行年初制定的预算计划以及招商银行管理层在公开业绩交流会上的预测，预计2023年金融机构新增信贷25万亿元左右，同比多增3.69万亿元。今年一季度新增信贷10.6万亿元，同比多增2.26万亿元；后续三个季度预计新增14.4万亿元，较2022年同期（12.97万亿元）多增1.43万亿元。
- **信贷结构：**部分投资者对后续信贷同比多增幅度放缓担忧，进而质疑经济复苏的可持续性，我们认为大可不必。一方面，央行的信贷额度是跟着经济形势动态调整的，银行年初制定的信贷增长计划也并不是一成不变，后续如果实体经济融资需求非常旺盛，人民银行、商业银行可以根据需要提高信贷额度；另一方面，即便人民银行依然保持信贷额度总量不变，商业银行可以通过压降票据，腾挪信贷额度给一般贷款，信贷结构会大幅优化，同时也会驱动信贷利率的稳中略升。
- **宏观政策：**4月28日政治局会议指出“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力”，表明当前政策不具备转向的基础，恢复和扩大需求是二季度政策发力的重心，这也必然需要适当的信贷支持。

# 净息差—新发放贷款利率逐步企稳，但缺乏上升基础

- 本轮信贷利率下行周期从2019年初至今，持续4年多时间，伴随着名义GDP增速从7.5%下行至5%，考虑到今年经济增速缓慢修复，新发放贷款利率后续将逐步企稳，其中，一般企业贷款利率、票据利率下行压力明显缓解，甚至小幅回升；住房按揭贷款利率可能仍有下行空间。展望未来，需求不足是主要矛盾，通胀低位运行，信贷利率缺乏上升的基础。

— 贷款加权平均利率 — 一般贷款利率 — 企业贷款加权平均利率 — 个人住房贷款利率 — 票据融资利率（右轴）



# 净息差—贷款重定价节奏趋于缓和

- 2023Q1重定价贷款占比测算公式=【2022年末到期日或重定价日较早者贷款（3个月内）—2022年末到期日在3个月内的贷款】÷2022年末贷款总额。此处假设2023Q2-Q4需要重定价的贷款在各个季度之间均匀分布。
- 根据我们的计算，今年一季度各家银行需要重定价的贷款占总贷款比例平均为22%，后面每个季度需要重定价的贷款占总贷款比例平均为4.5%。重定价对贷款收益率的负面影响在二季度之后明显趋于缓和。

2023年各季度重定价贷款占总贷款比例

	Q1	Q2	Q3	Q4		Q1	Q2	Q3	Q4
邮储银行	48.04%	1.15%	1.15%	1.15%	南京银行	25.71%	2.07%	2.07%	2.07%
交通银行	26.71%	8.00%	8.00%	8.00%	西安银行	38.89%	2.24%	2.24%	2.24%
建设银行	37.61%	9.50%	9.50%	9.50%	苏州银行	16.66%	2.59%	2.59%	2.59%
中国银行	33.96%	9.58%	9.58%	9.58%	长沙银行	8.60%	2.77%	2.77%	2.77%
农业银行	29.57%	10.46%	10.46%	10.46%	北京银行	32.96%	2.82%	2.82%	2.82%
工商银行	26.24%	13.95%	13.95%	13.95%	宁波银行	4.99%	3.84%	3.84%	3.84%
光大银行	64.67%	0.00%	0.00%	0.00%	郑州银行	5.25%	3.96%	3.96%	3.96%
浙商银行	0.77%	0.47%	0.47%	0.47%	杭州银行	17.10%	5.55%	5.55%	5.55%
华夏银行	32.45%	1.85%	1.85%	1.85%	齐鲁银行	6.49%	7.40%	7.40%	7.40%
中信银行	35.92%	2.36%	2.36%	2.36%	青岛银行	10.07%	8.27%	8.27%	8.27%
民生银行	23.18%	2.94%	2.94%	2.94%	成都银行	28.78%	10.88%	10.88%	10.88%
兴业银行	47.74%	3.34%	3.34%	3.34%	无锡银行	14.31%	0.00%	0.00%	0.00%
浦发银行	20.57%	4.26%	4.26%	4.26%	渝农商行	39.81%	0.56%	0.56%	0.56%
平安银行	19.82%	6.64%	6.64%	6.64%	张家港行	11.95%	0.73%	0.73%	0.73%
招商银行	23.05%	8.71%	8.71%	8.71%	常熟银行	9.41%	1.90%	1.90%	1.90%
江苏银行	19.13%	0.00%	0.00%	0.00%	江阴银行	1.96%	2.45%	2.45%	2.45%
重庆银行	14.78%	0.50%	0.50%	0.50%	紫金银行	0.00%	4.32%	4.32%	4.32%
厦门银行	29.75%	0.80%	0.80%	0.80%	苏农银行	1.45%	4.77%	4.77%	4.77%
上海银行	33.77%	1.53%	1.53%	1.53%	瑞丰银行	6.01%	5.39%	5.39%	5.39%
贵阳银行	1.49%	1.82%	1.82%	1.82%	沪农商行	27.02%	7.46%	7.46%	7.46%
					青农商行	14.17%	8.78%	8.78%	8.78%



# 净息差—海外加息对国内银行业的影响（信贷业务）

- 2022年以来，美元、港币加息幅度接近500bp，其他发达经济体也开启加息进程，国内上市银行外币贷款占比虽然并不高，但在外币快速大幅加息的背景下，这对全部贷款也产生了部分“加息”的效果，其中国有行受到的正面影响更大，其次是股份行，城农商行影响较小。

2022年末，外币贷款（折合人民币）占总贷款比例									
	美元	港元	其他货币	合计		美元	港元	其他货币	合计
中国银行	6.73%	7.20%	4.59%	18.52%	杭州银行	0.59%	0.00%	0.17%	0.75%
交通银行	3.58%	2.87%	1.27%	7.73%	青岛银行	0.62%	0.00%	0.00%	0.62%
工商银行	3.33%	1.56%	1.54%	6.43%	齐鲁银行	0.37%	0.00%	0.00%	0.38%
建设银行	2.19%	0.00%	1.79%	3.98%	苏州银行	0.32%	0.00%	0.02%	0.34%
农业银行	1.64%	0.36%	0.47%	2.47%	重庆银行	0.23%	0.00%	0.00%	0.23%
邮储银行	0.20%	0.00%	0.04%	0.24%	西安银行	0.17%	0.00%	0.00%	0.17%
中信银行	3.45%	2.40%	0.51%	6.36%	成都银行	0.09%	0.00%	0.00%	0.09%
平安银行	4.49%	0.52%	0.70%	5.70%	长沙银行	0.06%	0.00%	0.00%	0.06%
招商银行	2.57%	2.72%	0.40%	5.69%	郑州银行	0.01%	0.00%	0.00%	0.01%
民生银行	3.37%	0.84%	0.65%	4.86%	贵阳银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
光大银行	2.88%	0.00%	1.92%	4.80%	兰州银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
兴业银行	2.13%	0.00%	1.84%	3.97%	沪农商行	0.64%	0.00%	0.56%	1.20%
浦发银行	2.77%	0.80%	0.36%	3.93%	青农商行	0.98%	0.00%	0.03%	1.02%
浙商银行	1.80%	0.55%	0.28%	2.63%	张家港行	0.59%	0.00%	0.04%	0.63%
华夏银行	1.26%	0.44%	0.14%	1.83%	常熟银行	0.54%	0.00%	0.00%	0.54%
上海银行	2.28%	0.00%	1.43%	3.71%	瑞丰银行	0.44%	0.00%	0.01%	0.46%
宁波银行	2.51%	0.00%	0.38%	2.89%	苏农银行	0.24%	0.00%	0.00%	0.24%
厦门银行	2.60%	0.00%	0.06%	2.66%	江阴银行	0.12%	0.00%	0.01%	0.13%
南京银行	1.14%	0.00%	0.07%	1.22%	渝农商行	0.11%	0.00%	0.00%	0.11%
江苏银行	0.74%	0.00%	0.11%	0.85%	无锡银行	0.06%	0.00%	0.01%	0.07%
北京银行	0.79%	0.01%	0.02%	0.82%	紫金银行	0.05%	0.00%	0.00%	0.05%



# 净息差—海外加息对国内银行业的影响（投资业务）

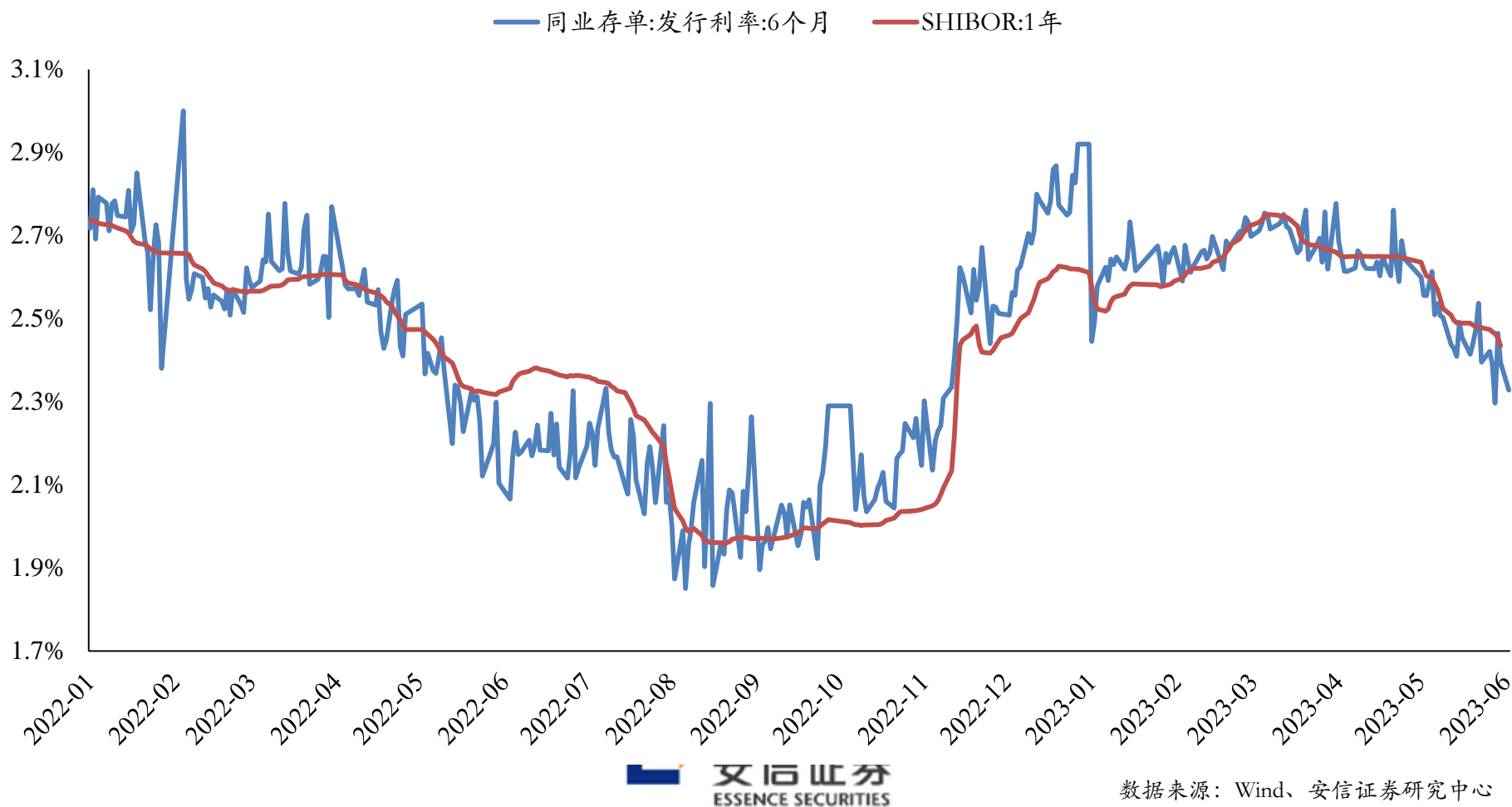
- 2022年以来，美元、港币加息幅度接近500bp，其他发达经济体也开启加息进程，国内上市银行外币计价的金融资产投资占比略高于信贷业务，海外加息对投资类资产收益率也有一定影响，其中对国有行、股份行正面影响也更大。

2022年末，外币（折合人民币）金融资产投资占比全部金融资产投资的比例

	美元	港元	其他货币	合计		美元	港元	其他货币	合计
中国银行	13.08%	4.59%	4.67%	22.33%	重庆银行	3.72%	0.00%	0.00%	3.72%
交通银行	11.61%	1.02%	2.81%	15.45%	宁波银行	3.64%	0.00%	0.03%	3.67%
工商银行	5.59%	0.71%	2.13%	8.42%	长沙银行	3.29%	0.00%	0.34%	3.63%
农业银行	3.74%	0.13%	0.88%	4.74%	南京银行	3.23%	0.00%	0.03%	3.26%
建设银行	2.13%	0.00%	1.42%	3.56%	郑州银行	1.58%	0.00%	0.00%	1.58%
邮储银行	1.11%	0.00%	0.00%	1.11%	苏州银行	1.46%	0.00%	0.00%	1.46%
浙商银行	8.23%	0.23%	0.58%	9.05%	西安银行	0.77%	0.00%	0.00%	0.77%
招商银行	6.81%	1.13%	0.33%	8.27%	贵阳银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
浦发银行	7.48%	0.20%	0.20%	7.88%	成都银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
华夏银行	6.90%	0.02%	0.49%	7.41%	齐鲁银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
民生银行	5.79%	0.15%	0.60%	6.54%	兰州银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中信银行	4.45%	1.16%	0.78%	6.40%	苏农银行	5.11%	0.00%	0.00%	5.11%
兴业银行	5.61%	0.00%	0.23%	5.85%	常熟银行	2.05%	0.00%	0.00%	2.05%
光大银行	3.64%	0.00%	1.32%	4.96%	瑞丰银行	1.70%	0.00%	0.00%	1.70%
平安银行	4.01%	0.10%	0.07%	4.18%	青农商行	0.98%	0.00%	0.00%	0.98%
厦门银行	6.49%	0.00%	0.00%	6.49%	沪农商行	0.90%	0.00%	0.00%	0.90%
江苏银行	5.78%	0.00%	0.56%	6.34%	张家港行	0.71%	0.00%	0.00%	0.71%
上海银行	5.01%	0.00%	0.23%	5.23%	紫金银行	0.48%	0.00%	0.00%	0.48%
杭州银行	4.84%	0.00%	0.03%	4.87%	渝农商行	0.02%	0.00%	0.00%	0.02%
北京银行	3.87%	0.04%	0.25%	4.15%	无锡银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
青岛银行	3.73%	0.00%	0.00%	3.73%	江阴银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

# 净息差—同业负债成本下行

- 2022年10月至今年1季度，市场对经济预期较为乐观，带动同业资金利率趋于上行，对银行负债成本也带来拖累；今年3月中下旬至今，6个月同业存单、1年期shibor利率分别下行40bp、30bp左右，预计将驱动银行负债成本稳中有降。



# 净息差——协定存款利率下调，支撑负债成本、净息差

- 据财新网报道，从5月15日起，银行需要按照存款利率定价自律机制的要求，下调通知存款、协定存款利率的上限。自律机制的要求是，国有大行的通知存款、协定存款利率上限不能超过基准利率10个基点（BP），其他银行不能超过基准利率20BP，这意味着国有大行协定存款利率将下调30bp，其他银行协定存款利率将下调50bp。
- 根据公开披露的相关数据，我们测算上市银行协定存款（日均余额口径）大约18.9万亿元，占银行总存款（日均余额口径）的比例为12%左右。
- 此次存款利率上限的下调，将改善上市银行存款成本4.5bp，提振净息差3.2bp，其中股份行、国有行最受益。
- 考虑到上述政策自今年5月开始实施，对银行负债成本、净息差的影响并不会全部在今年体现，而是会持续至明年。

	协定存款占对公活期存款的比例	协定存款占对公存款的比例	协定存款占总存款的比例	协定存款利率下调对存款成本的节约（bp）	协定存款利率下调对净息差的提振影响（bp）
农业银行	57.27%	34.58%	13.62%	4.1	3.0
交通银行	47.27%	18.82%	12.10%	3.6	2.4
建设银行	43.64%	26.22%	12.05%	3.6	2.6
工商银行	42.73%	23.96%	11.56%	3.5	2.6
中国银行	42.73%	24.82%	9.02%	2.7	1.9
邮储银行	35.45%	23.70%	2.71%	0.8	0.8
浙商银行	78.46%	30.47%	27.11%	13.6	9.3
浦发银行	67.69%	33.84%	25.65%	12.8	7.8
中信银行	62.31%	32.06%	25.17%	12.6	8.2
兴业银行	58.46%	25.28%	20.36%	10.2	5.9
民生银行	62.31%	22.71%	17.62%	8.8	5.3
招商银行	38.46%	23.07%	14.55%	7.3	5.6
华夏银行	40.00%	14.69%	11.55%	5.8	3.3
光大银行	37.69%	11.23%	8.47%	4.2	2.8
平安银行	26.92%	10.19%	7.42%	3.7	2.5
贵阳银行	47.69%	19.95%	11.43%	5.7	3.4
成都银行	30.77%	17.95%	10.47%	5.2	3.9
重庆银行	46.92%	17.24%	9.00%	4.5	2.6
青岛银行	28.46%	14.02%	8.48%	4.2	2.9
宁波银行	24.62%	9.78%	7.87%	3.9	2.6
上海银行	24.62%	9.35%	6.65%	3.3	2.0
南京银行	25.38%	7.62%	5.82%	2.9	2.2
郑州银行	22.31%	11.65%	5.73%	2.9	1.7
齐鲁银行	20.77%	9.67%	5.37%	2.7	2.0
长沙银行	16.15%	8.74%	4.81%	2.4	1.7
苏州银行	18.46%	9.17%	4.50%	2.3	1.5
瑞丰银行	80.00%	60.10%	20.00%	10.0	8.0
无锡银行	23.08%	9.47%	4.28%	2.1	1.9
苏农银行	12.31%	7.56%	3.29%	1.6	1.4
青农商行	7.69%	4.68%	1.59%	0.8	0.6
渝农商行	7.69%	5.17%	1.01%	0.5	0.3
常熟银行	2.31%	1.34%	0.33%	0.2	0.1
上市银行	46.88%	24.24%	12.09%	4.5	3.2
国有行	46.06%	26.15%	10.75%	3.2	2.4
股份行	52.68%	23.57%	17.67%	8.8	5.7
城商行	26.23%	10.77%	7.17%	3.6	2.4
农商行	16.68%	10.13%	2.81%	1.4	1.0

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

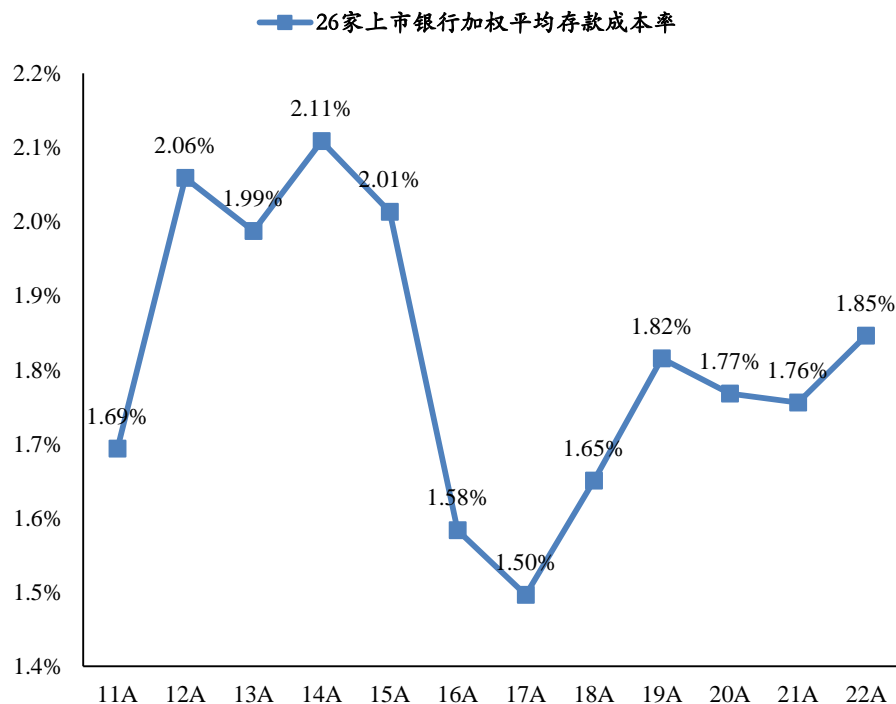
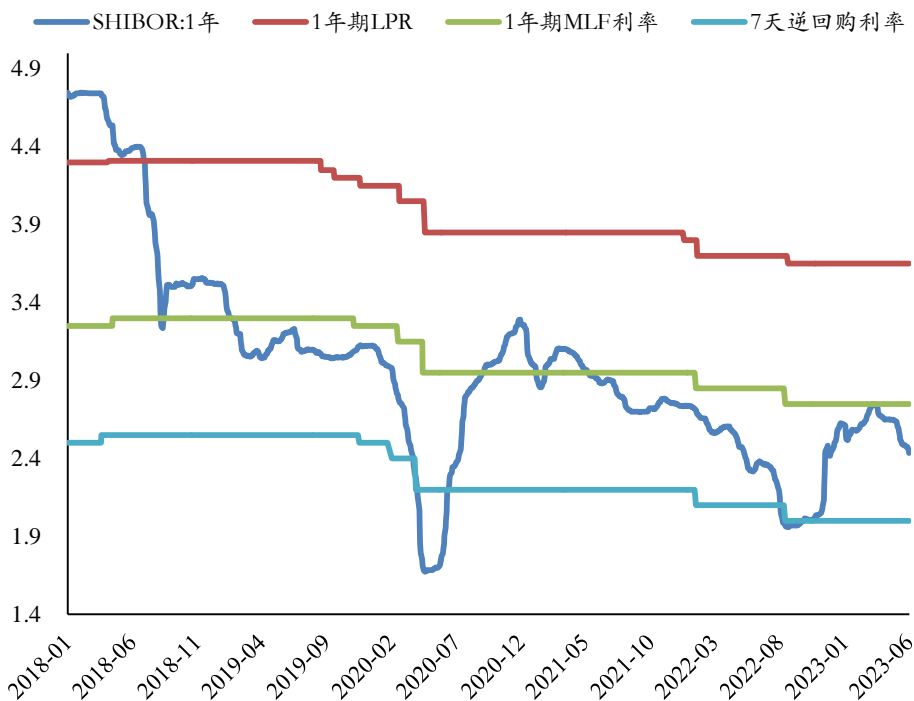
# 净息差—预计存款利率仍有下调空间

□ 2023年可能会对净息差形成支撑的最大预期差，可能在于存款利率的下行。

2018年三季度至今，人民银行通过降低货币市场利率中枢，引导实体融资成本下行，取得非常不错的效果，但现如今市场利率已经处于历史极低水平，继续下行空间被压缩。



2022年开始改革存款利率定价机制，并且2018年至今存款成本持续上行，对银行负债成本形成制约，我们预计今年降存款成本或将是政策主要的发力方向。



# 净息差—环比、同比降幅均将收窄

- **净息差趋势判断：**由于重定价压力缓解、新发放贷款利率开始企稳、负债成本上升势头趋于平稳，我们预计2023Q2之后，净息差环比降幅将逐步收窄，**到今年底或明年初，净息差将触底。**但当前经济复苏势头并不牢固，叠加通胀低位运行，新发放贷款利率很难明显上行，净息差也不太会大幅改善。
- **对银行基本面的影响：**考虑到去年二季度净息差已经显著回落。今年二季度净息差同比下降幅度较Q1会进一步收窄，商业银行净利息收入增速的压力也将好于一季度，营收增速有望触底甚至回升，其中国有大行净利息收入占营业收入比例更高，预计将更受益。

# 资产质量——对公房地产贷款不良率

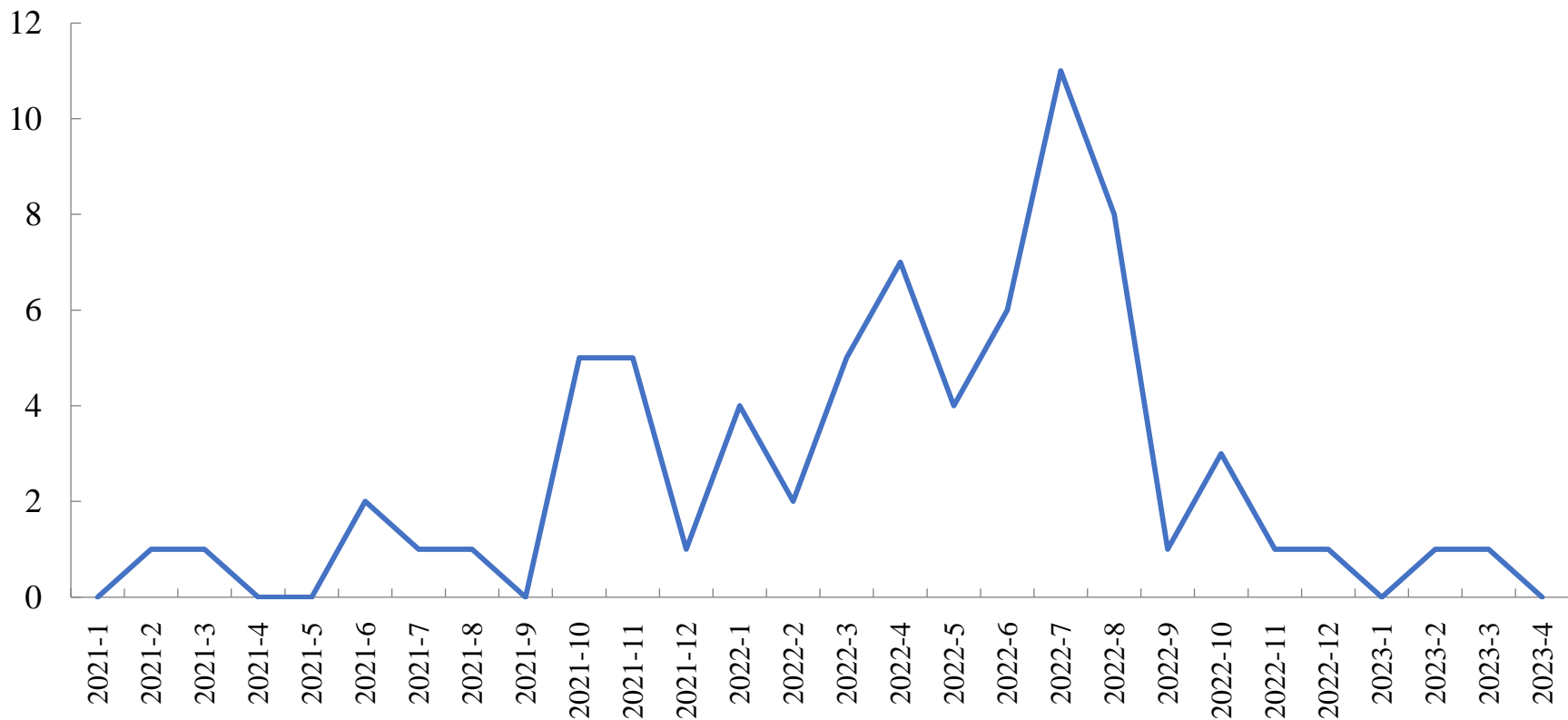
- 当前银行对公信贷资产质量压力主要集中在房地产领域，2020年末以来，上市银行对公房地产贷款不良率大幅上升，但考虑到房地产贷款占比并不高，叠加其他行业信用风险改善，银行企业信贷资产质量压力并不大。
- 对于对公房地产贷款，2022年是不良生成的高峰期，2023年以来有望趋于平稳，中央改善优质房企资产负债表计划也取得积极的成效，房地产信用风险担忧预计将缓解。

对公房地产不良率						
	20Q4	21Q2	21Q4	22Q2	22Q4	环比变化 (bp)
青农商行	2.34%	2.39%	3.44%	1.80%	6.10%	430
华夏银行	0.01%	0.17%	0.66%	0.62%	2.82%	220
中国银行	4.68%	4.91%	5.05%	5.67%	7.23%	156
农业银行	1.81%	1.54%	3.39%	3.97%	5.48%	151
建设银行	1.31%	1.56%	1.85%	2.98%	4.36%	138
光大银行	0.73%	0.61%	1.23%	2.56%	3.89%	133
民生银行	0.69%	1.04%	2.66%	2.99%	4.28%	129
招商银行	0.30%	1.07%	1.41%	2.82%	4.08%	126
交通银行	1.35%	1.69%	1.25%	1.90%	2.80%	90
齐鲁银行	0.31%	0.29%	1.45%	1.71%	2.51%	80
浙商银行	0.09%	0.61%	0.62%	0.90%	1.66%	76
郑州银行	1.25%	1.89%	3.47%	3.36%	4.06%	70
工商银行	2.32%	4.29%	4.79%	5.47%	6.14%	67
平安银行	0.21%	0.57%	0.22%	0.77%	1.43%	66
邮储银行	0.02%		0.02%	1.01%	1.45%	44
中信银行	3.35%	3.11%	3.63%	2.89%	3.08%	19
江苏银行			1.47%	1.70%	1.87%	17
杭州银行	2.79%	2.63%	3.78%	3.46%	3.45%	-1
贵阳银行	6.33%	4.57%	3.77%	2.59%	2.55%	-4
重庆银行	3.88%	6.28%	4.71%	6.15%	5.88%	-27
成都银行	0.01%	0.00%	1.18%	2.70%	2.40%	-30
上海银行	2.39%	2.73%	3.05%	2.89%	2.56%	-33
宁波银行	1.37%	1.48%	0.93%	0.87%	0.41%	-46
浦发银行	2.07%	3.03%	2.75%	3.83%	3.06%	-77
兴业银行	0.92%	0.66%	1.08%	2.15%	1.30%	-85
苏州银行	1.36%	1.23%	6.65%	5.58%	4.55%	-103

# 资产质量—房地产风险大规模暴露阶段已经过去

- 房地产行业新增持续逾期企业数量从2022年10月开始持续下降，新增违约房企数量明显减少，相应银行的房地产业贷款不良生成节奏同比也有所放缓。对资本市场而言，在房企开始大规模违约的阶段，相应股票定价的下行压力较大，而当房企违约数量明显下行时，股票定价的压力也会显著下降。

新增违约房企数量（家）





# 资产质量——部分银行拨备计提的压力依然存在

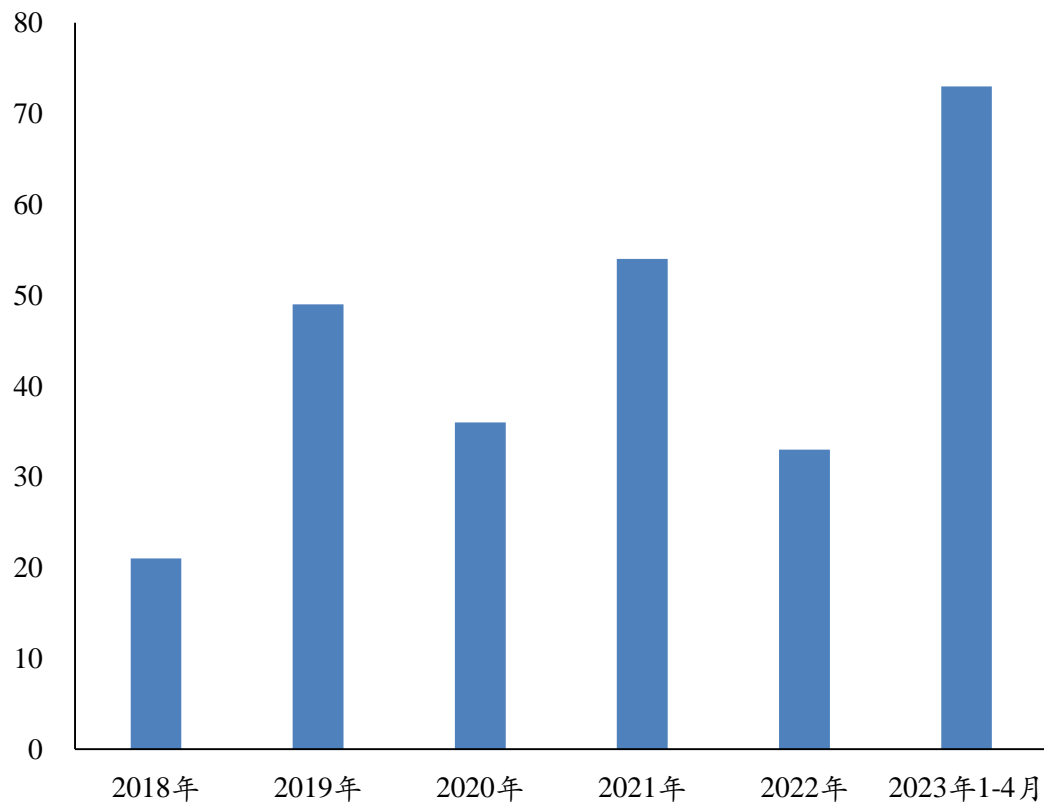
- 虽然房地产风险大规模暴露的阶段已经基本过去，但银行业对已经违约的房地产敞口进行风险处置的过程仍在继续，并且可能仍将持续一段时间，部分地产敞口较高、拨备计提并不太充分的银行，或面临补提减值准备的压力。

	对公房地产信贷拨贷比	时间
瑞丰银行	14.78%	2020年末
兴业银行	13.11%	2022年6月末
招商银行	全行对公贷款平均拨备比例的两倍以上	2022年末
沪农商行	7.79%	2020年末
中信银行	对已经划分为关注、不良的房地产业务余额，拨贷比40%，减值准备对总缺口覆盖率153%	2022年末
民生银行	公房地产业贷款减值计提比例远高于公司类贷款平均减值计提比例 (对公信贷拨贷比2.55%)	2022年末
重庆银行	4.16%	2020年6月末
兰州银行	4.10%	2021年6月末
浙商银行	3.97%	2022年末
厦门银行	3.20%	2020年6月末
齐鲁银行	0.79%	2020年末

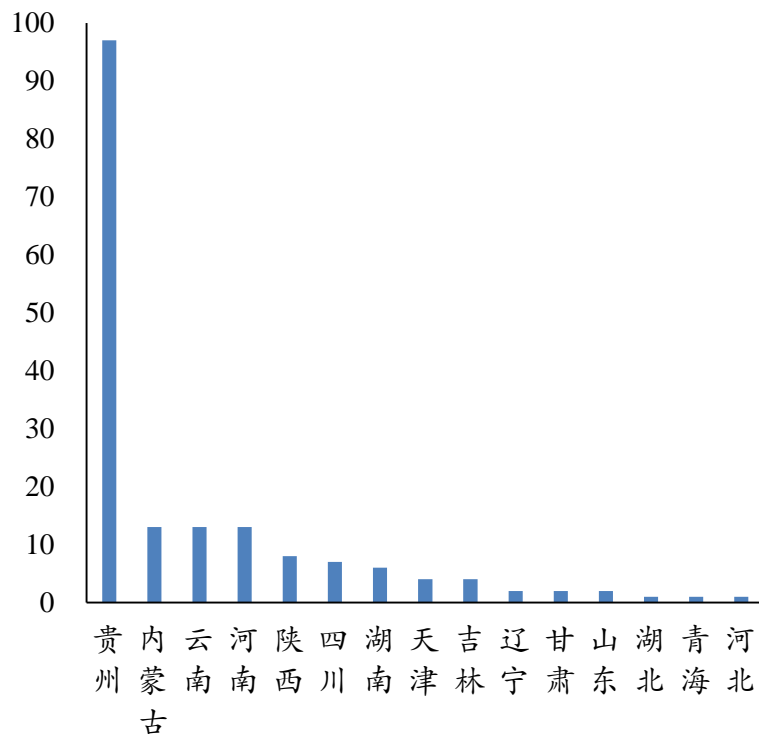
# 资产质量——对城投风险的担忧情绪升温

当前城投违约具有极强的地域性，尚未在全国范围内大面积蔓延，但担忧情绪明显上升。目前城投公开债券有零星技术性违约，无实质性违约，但城投非标违约数量在2023年有明显上升趋势，而从地域分布来看，主要集中在贵州省、内蒙古、云南等中西部地区，特别是贵州省当前城投违约数量明显偏高，显示其债务压力较大，我们预计2023年地方政府融资平台违约风险仍主要集中在极少数区域、少数城投公司，暂不构成系统性压力。

■ 城投非标违约数量（个）



■ 2018年至2022年7月，各省市城投非标违约数量（个）



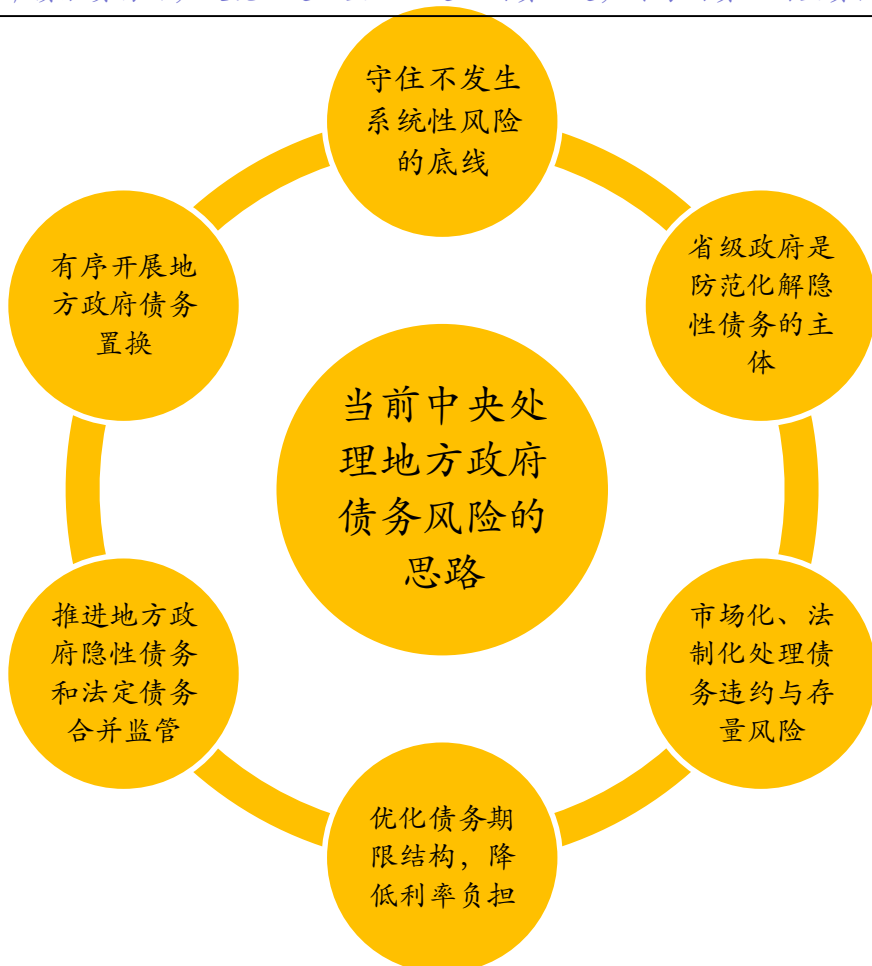
# 资产质量—化解地方政府债务的思路

健全监督问责机制。推动出台终身问责、倒查责任制度办法，坚决查处问责违法违规行为。督促省级政府健全责任追究机制，对继续违法违规举债融资行为，发现一起、查处一起、问责一起，终身问责、倒查责任。

类似于2018年~2019年的债务置换，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。

这意味着划入隐债的规模可直接与法定债务逐步等同，风险也显著降低。对于城投非隐性债务化解手段未来还需进一步明确，也是市场关注焦点。

2018年不少地方计划5-10年化解地方隐性债务，目前时间已经过了4年，地方隐性债务减少1/3以上，化解进度略偏慢。2023年化债力度预计明显加大



坚持中央不救助原则，做到“谁家的孩子谁抱”。这可能意味着通过人民银行超发货币偿还债务、商业银行“兜底”全部地方政府债务风险、政策性银行对地方债务进行全面置换的可能性较低。

市场化原则。即地方政府自行筹措资金、中央加大转移支付力度、发行再融资债券置换存量债务、城投公司与金融机构自行协商债务化解等市场化方式可能是当下化解债务压力的主要手段。

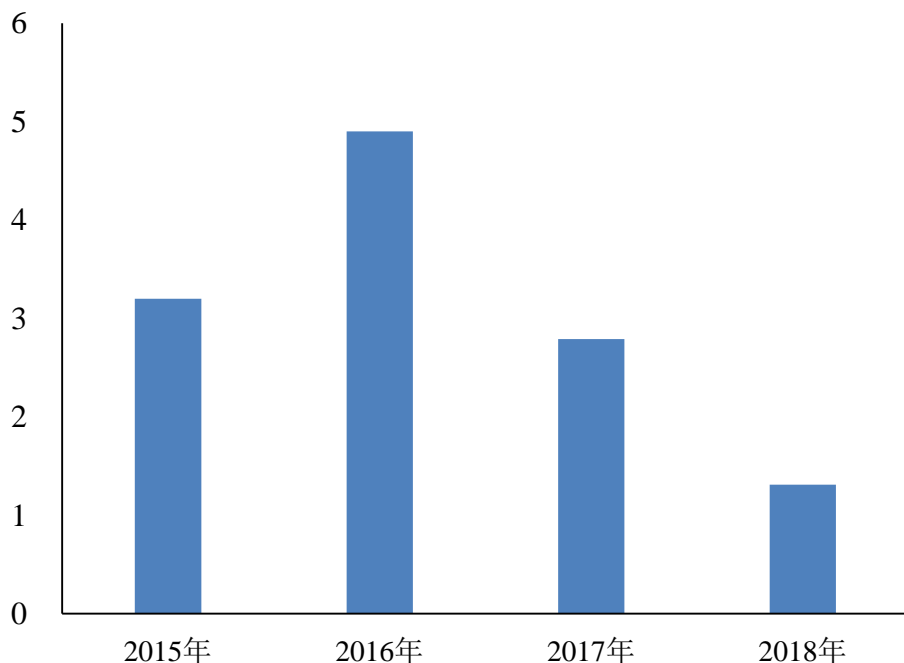
对金融机构而言，城投债务压力可能逐步从担心大面积违约暴露（信用风险）转化为担心涉政业务贷款利率下调（利率风险）。但当前债务置换与2015-2018年有本质区别，主要以市场化方式进行谈判。

数据来源：政府官网、安信证券研究中心

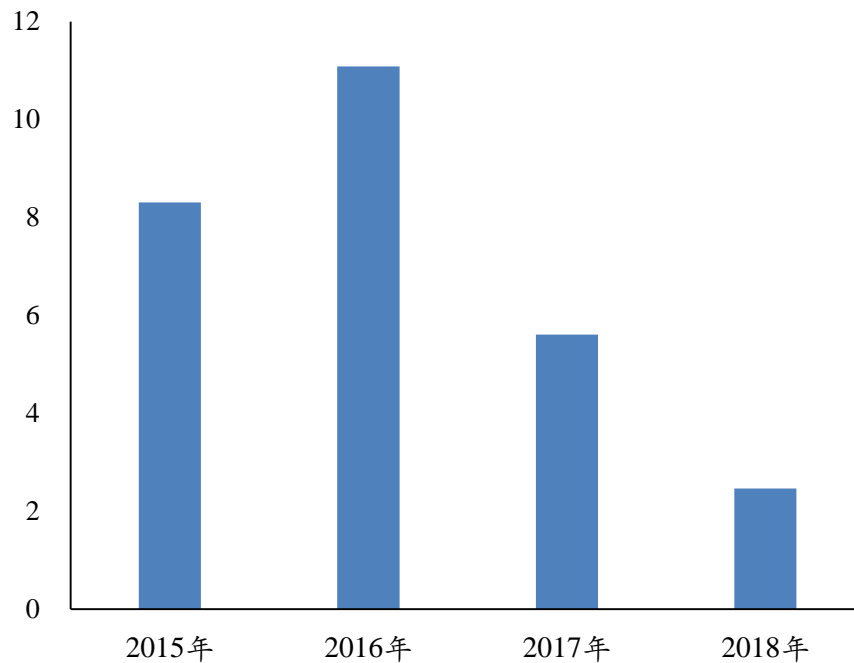
# 资产质量—地方政府债务置换的历史经验（1）

- 第一轮债务置换：2015年-2018年，在全国范围内展开，涉及的省份和平台层级更广。①将2014年年末地方政府债务余额纳入置换范围，对债务余额中通过银行贷款等非政府债券方式举借的存量债务，计划通过三年左右的过渡期，由地方在上级批准的限额内安排发行地方政府债券置换。②2014年末全国地方政府债务（即审计口径中政府负有偿还责任的债务）余额15.4万亿元。其中，地方政府债券占比仅8%，银行贷款约占51%，其余为企业债、信托、BT应付款等，平均成本在10%左右。经过置换，2018年末地方政府债务平均利率（3.5%左右）比2014年末（10%左右）降低约6.5个百分点。

■ 置换地方政府债务规模（万亿元）



■ 地方债务置换对商业银行净息差的拖累的测算 (bp)

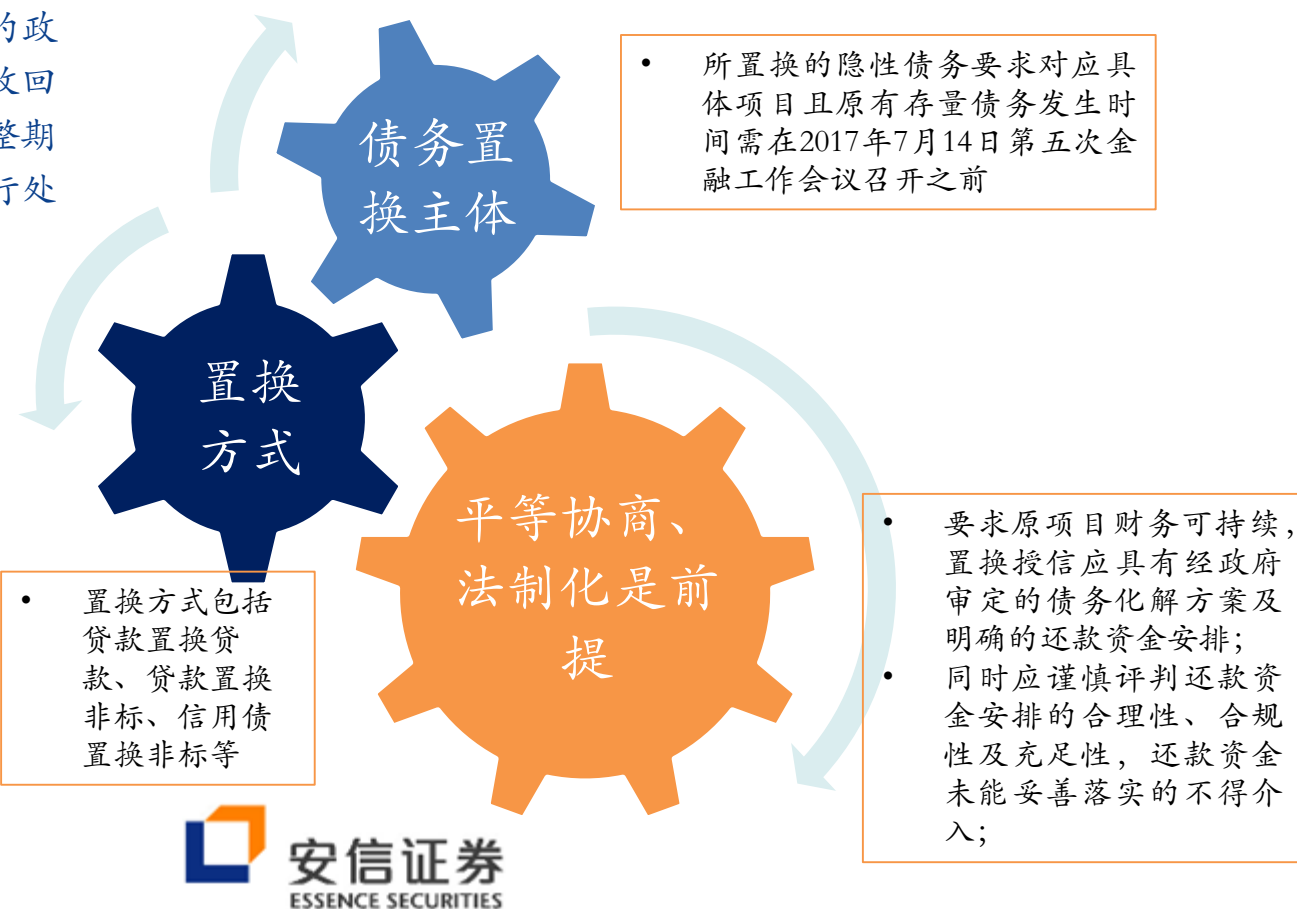


# 资产质量—地方政府债务置换的历史经验（2）

□ 第二轮债务置换：2018年10月国办发〔2018〕101号文下发后，商业银行参与了隐性债务置换。

案例：2019年10月，21世纪经济报道曾经披露某城商行《政府债务化解指引》，就是上述范围内的案例。

1. 对该行已纳入隐性债务系统的政府性存量债务，原则上到期收回10%-20%，剩余部分采用调整期限、调整还款计划等方式进行处理。
2. 同时要求地方政府将隐性债务管理系统中涉及的重点要素（如期限、利率等）进行变更，确保新增转化业务与原隐性债务保持延续性。



## 资产质量—地方政府债务置换的历史经验（3）

- 2019年，监管部门也推出了建制县隐债化解试点的工作。由地方政府向监管部门上报方案，批准后即可纳入试点，纳入试点后可发行地方政府债券置换部分隐性债务，首批试点的区域主要是贵州、云南、湖南、甘肃、内蒙古、辽宁六省市的部分县市，后续在全国其他区域陆续展开。
- 综合来看，第一轮债务置换规模更大，范围明显更广，对银行资产端收益率冲击更加显著。第二轮债务置换，既有商业银行基于市场化原则参与的隐债化解，也有监管部门推出的再融资债券额度化债，但从规模、范围来看，均明显小于第一轮，从对商业银行净息差的影响来看，也仅限于部分区域性银行有明显冲击。
- 城投违约或者现金流紧张后，目前解决方式一般还是依靠当地金融机构支持。据21世纪经济报道，2019年5月，国务院发布《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，该文件提出明确在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧及展期，对于在短期内到期的债务，将其置换为长期低息债务，即“以时间换空间”，缓解短期债务风险。考虑到融资平台背后可调动的政府资源与金融资源要远多于民营房地产企业，所以当前城投实质性违约并不多，未来压力相较房地产行业也更加可控。



# 资产质量—预期信用损失模型下拨贷比（信贷业务）

- 2019年以来对纳入预期信用损失计量的金融工具，银行运用“三阶段”减值模型分别计量其损失准备、确认预期信用损失。从2022年的数据来看，各家银行在不同阶段的贷款拨贷比大体遵循阶段三>阶段二>阶段一，对于拨备计提并不太充分的银行，未来仍有补提拨备的必要性。

	贷款余额结构			贷款拨贷比				贷款余额结构			贷款拨贷比		
	阶段一	阶段二	阶段三	阶段一	阶段二	阶段三		阶段一	阶段二	阶段三	阶段一	阶段二	阶段三
邮储银行	98.65%	0.50%	0.84%	2.41%	25.06%	88.59%	长沙银行	96.45%	2.15%	1.40%	2.22%	21.86%	73.06%
工商银行	95.67%	2.95%	1.38%	1.25%	20.66%	78.45%	杭州银行	97.61%	1.59%	0.80%	3.51%	22.35%	72.97%
中国银行	97.06%	1.62%	1.32%	1.21%	20.83%	74.64%	苏州银行	97.97%	1.15%	0.88%	3.80%	27.36%	71.19%
建设银行	95.35%	3.27%	1.38%	1.70%	25.59%	64.34%	上海银行	92.41%	5.90%	1.70%	1.61%	16.90%	67.55%
交通银行	95.65%	3.00%	1.35%	0.99%	20.73%	62.94%	北京银行	96.87%	1.70%	1.43%	1.84%	18.50%	63.28%
农业银行	96.93%	1.70%	1.37%	3.00%	24.11%	60.58%	齐鲁银行	96.74%	1.97%	1.29%	2.48%	21.85%	61.79%
招商银行	96.43%	2.61%	0.96%	2.85%	28.56%	86.34%	西安银行	94.71%	3.12%	2.17%	0.93%	10.61%	60.44%
兴业银行	96.63%	2.01%	1.36%	1.24%	16.87%	77.33%	厦门银行	98.32%	0.51%	1.16%	2.46%	43.04%	59.14%
华夏银行	94.56%	3.65%	1.80%	0.77%	20.12%	73.92%	郑州银行	94.03%	3.31%	2.67%	1.06%	20.17%	54.62%
平安银行	96.09%	2.75%	1.16%	1.66%	18.84%	70.25%	重庆银行	93.90%	3.75%	2.35%	1.17%	15.72%	52.25%
浦发银行	95.36%	2.83%	1.80%	0.84%	16.75%	64.81%	兰州银行	95.10%	3.20%	1.70%	2.24%	10.28%	50.68%
中信银行	96.76%	1.77%	1.47%	1.21%	24.63%	63.79%	张家港行	96.16%	2.73%	1.12%	3.37%	15.87%	84.49%
光大银行	95.64%	3.03%	1.33%	1.07%	16.31%	60.36%	沪农商行	93.07%	5.79%	1.13%	2.53%	15.92%	83.17%
浙商银行	95.32%	2.95%	1.73%	1.02%	23.37%	58.76%	瑞丰银行	97.40%	1.47%	1.13%	1.49%	45.91%	78.93%
民生银行	92.89%	5.21%	1.90%	0.61%	15.46%	52.46%	苏农银行	97.57%	1.48%	0.95%	2.88%	28.88%	77.86%
宁波银行	97.40%	1.77%	0.83%	2.77%	21.45%	84.50%	渝农商行	95.87%	2.65%	1.48%	2.34%	37.24%	76.74%
南京银行	96.45%	2.67%	0.88%	1.87%	36.19%	84.13%	青农商行	91.11%	5.89%	3.00%	1.27%	22.43%	68.43%
青岛银行	97.96%	0.83%	1.21%	1.49%	22.92%	82.65%	江阴银行	98.10%	0.92%	0.98%	3.77%	27.28%	66.54%
成都银行	98.76%	0.46%	0.78%	3.21%	22.69%	79.77%	常熟银行	98.26%	0.92%	0.82%	3.52%	34.05%	65.62%
江苏银行	95.59%	3.34%	1.07%	2.10%	17.30%	76.21%	无锡银行	98.78%	0.37%	0.86%	3.92%	14.31%	61.95%
贵阳银行	95.69%	2.85%	1.45%	1.86%	26.36%	76.00%	紫金银行	98.04%	0.76%	1.20%	2.40%	6.62%	47.09%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心



# 资产质量—预期信用损失模型下拨贷比（金融投资）

- 按照金融资产风险分类新规，未来投资类资产将参考贷款进行五级分类并计提相应的拨备，我们梳理上市银行2022年末的数据，部分银行阶段三的金融资产占比高，但拨贷比相对偏低，未来仍有补提拨备的必要性。

	金融资产投资余额结构			金融资产投资拨贷比				金融资产投资余额结构			金融资产投资拨贷比		
	阶段一	阶段二	阶段三	阶段一	阶段二	阶段三		阶段一	阶段二	阶段三	阶段一	阶段二	阶段三
中国银行	99.89%	0.09%	0.02%	0.14%	1.86%	668.44%	贵阳银行	96.79%	2.64%	0.57%	0.31%	17.84%	89.58%
工商银行	99.82%	0.14%	0.04%	0.34%	15.90%	154.68%	上海银行	97.70%	0.13%	2.17%	0.18%	14.18%	83.66%
建设银行	99.73%	0.02%	0.25%	0.30%	13.85%	86.61%	杭州银行	99.86%	0.00%	0.14%	2.27%	无	71.23%
农业银行	99.97%	0.01%	0.02%	0.28%	1.20%	84.48%	重庆银行	98.77%	0.63%	0.61%	0.34%	5.59%	65.47%
邮储银行	98.75%	0.28%	0.97%	0.11%	29.72%	49.94%	长沙银行	98.27%	0.12%	1.61%	0.33%	16.57%	65.04%
交通银行	99.72%	0.21%	0.07%	0.05%	3.84%	43.82%	厦门银行	99.85%	0.00%	0.15%	0.30%	无	62.16%
招商银行	98.32%	0.22%	1.46%	0.63%	27.23%	99.07%	青岛银行	95.81%	1.38%	2.81%	0.16%	8.27%	61.55%
兴业银行	96.83%	1.35%	1.83%	0.31%	28.10%	81.23%	江苏银行	90.49%	8.55%	0.96%	0.91%	6.23%	59.97%
华夏银行	95.18%	2.70%	2.13%	0.13%	12.92%	63.56%	西安银行	98.23%	0.73%	1.04%	0.10%	21.55%	54.85%
平安银行	97.67%	0.44%	1.89%	0.73%	26.69%	57.69%	北京银行	91.48%	0.91%	7.61%	0.77%	20.89%	35.13%
光大银行	98.60%	0.32%	1.08%	0.11%	4.12%	56.72%	郑州银行	90.46%	0.31%	9.23%	0.45%	10.03%	27.24%
浙商银行	93.43%	0.91%	5.65%	0.61%	30.09%	49.75%	常熟银行	100.00%	0.00%	0.00%	2.01%	无	无
中信银行	96.92%	0.27%	2.82%	0.20%	28.38%	46.72%	无锡银行	99.62%	0.38%	0.00%	0.89%	38.26%	无
民生银行	97.36%	0.70%	1.94%	0.13%	7.34%	27.83%	苏农银行	100.00%	0.00%	0.00%	0.16%	无	无
浦发银行	94.11%	1.95%	3.94%	0.15%	3.60%	26.14%	江阴银行	100.00%	0.00%	0.00%	0.37%	无	无
成都银行	100.00%	0.00%	0.00%	1.33%	无	无	张家港行	100.00%	0.00%	0.00%	1.18%	无	无
苏州银行	99.95%	0.05%	0.00%	1.53%	24.99%	无	青农商行	99.70%	0.00%	0.30%	0.06%	无	163.21%
兰州银行	100.00%	0.00%	0.00%	0.01%	无	无	沪农商行	99.94%	0.00%	0.06%	0.01%	无	100.00%
南京银行	99.19%	0.53%	0.28%	0.57%	2.40%	112.47%	瑞丰银行	96.51%	0.14%	3.35%	0.01%	2.48%	58.32%
宁波银行	99.84%	0.11%	0.04%	0.39%	6.87%	95.73%	紫金银行	95.45%	0.27%	4.28%	0.19%	6.69%	49.92%
齐鲁银行	98.31%	0.31%	1.38%	0.32%	33.99%	92.46%	渝农商行	99.19%	0.15%	0.66%	0.14%	0.90%	48.09%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

# 资产质量—银行不良暴露程度差异

- 按照金融资产风险分类新规，金融资产已发生信用减值应至少归为次级类（不良资产）；根据商业银行预期信用损失法，存在客观减值证据的金融工具应划分为第三阶段。这意味着按照新规要求，第三阶段的资产应全部划分为不良资产，存量资产在2025年底以前则需完成整改；新发生业务今年7月1日开始实施，目前对银行业绩影响相对较小。

	不良贷款/阶段三的贷款	阶段三贷款减去不良贷款 (亿元)		不良贷款/阶段三的贷款	阶段三贷款减去不良贷款 (亿元)
中国银行	100%	-6	苏州银行	100%	0
交通银行	100%	0	青岛银行	100%	0
工商银行	100%	0	杭州银行	96%	2
建设银行	100%	0	宁波银行	90%	8
农业银行	100%	0	江苏银行	88%	21
邮储银行	100%	1	长沙银行	83%	10
招商银行	100%	0	厦门银行	74%	6
华夏银行	97%	11	上海银行	73%	59
光大银行	94%	30	郑州银行	71%	26
平安银行	90%	39	重庆银行	59%	34
民生银行	88%	98	西安银行	58%	18
中信银行	86%	106	苏农银行	100%	0
浦发银行	85%	130	紫金银行	100%	0
浙商银行	85%	39	江阴银行	100%	0
兴业银行	80%	132	常熟银行	99%	0
南京银行	102%	-2	瑞丰银行	95%	1
北京银行	100%	0	无锡银行	94%	1
贵阳银行	100%	0	沪农商行	83%	13
成都银行	100%	0	渝农商行	83%	16
齐鲁银行	100%	0	张家港行	79%	3
兰州银行	100%	0	青农商行	73%	20

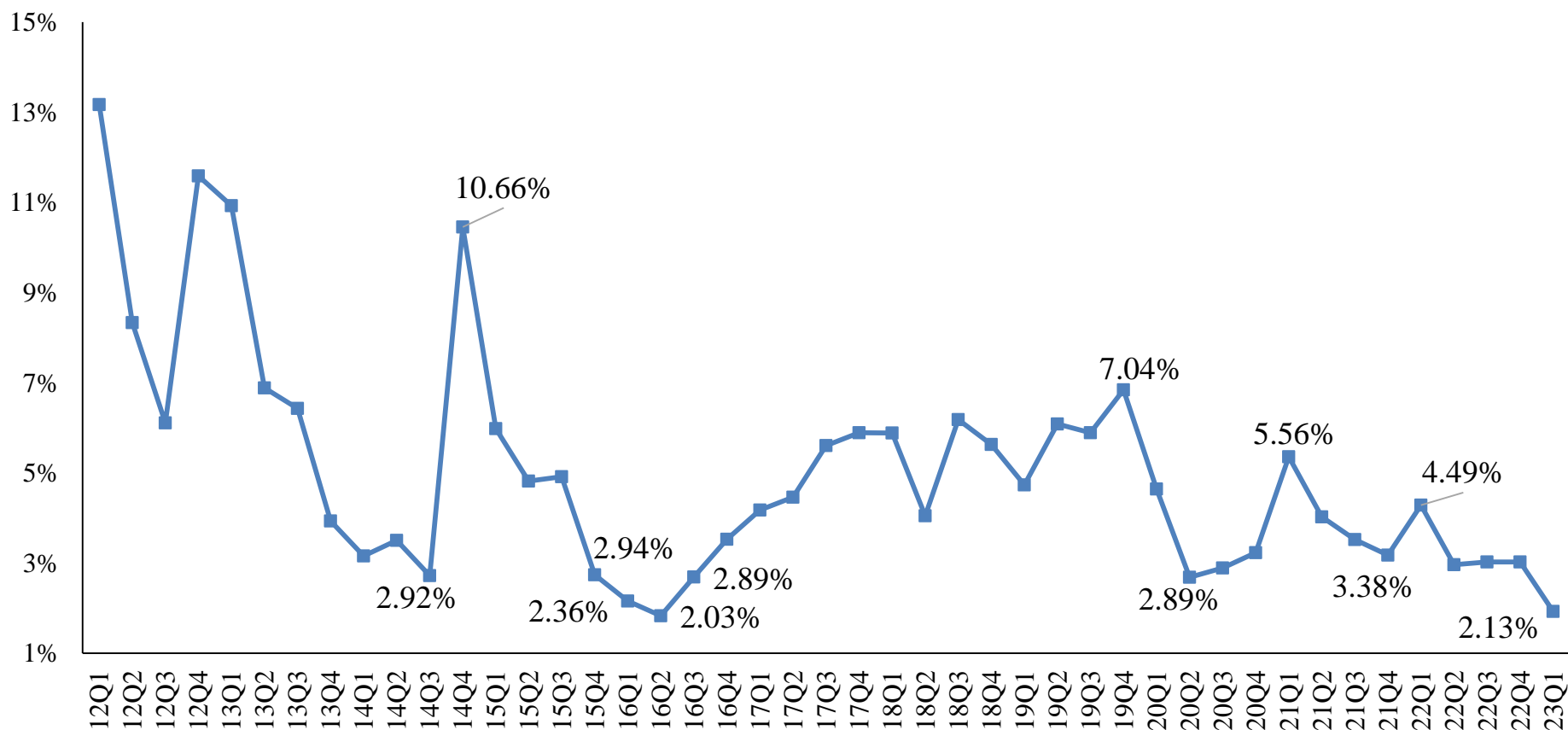
# 资产质量—对信用风险的判断

- 当前经济慢复苏的节奏，导致商业银行不良生成率的下行时点、下行幅度会慢于此前年初的乐观预期，这在2月-5月银行板块股价回调中已有一定的反映。
- 当前市场担忧的信用风险主要集中在房地产与城投。我们认为房地产风险大规模暴露阶段已经过去，商业银行未来数年内面临的主要是风险处置的任务，可能部分银行需要补提拨备，但对股票定价的影响较小；城投债务压力可能逐步从担心大面积违约暴露（信用风险）转化为担心涉政业务贷款利率下调（利率风险），但当前债务置换与2015-2018年有本质区别，主要以市场化方式进行谈判，对净息差的影响预计主要集中在部分区域性银行，特别是在财政压力较大区域有较多城投敞口的银行。
- 金融资产风险分类新规在今年7月实施，部分资产质量认定严格、拨备计提充分的银行影响较小，但多数银行都有拨备补提的压力，考虑到存量业务可以在2026年初满足监管规定，该政策对银行短期业绩影响较小。
- 总体来看，市场对股份行的担忧主要集中在房地产，对区域性银行的担忧主要集中在城投，而国有大行在地产与城投方面的敞口占比均偏低，或将更受投资者青睐。

# 主动型公募基金对银行股的持仓创历史次低水平

■ 截至2023Q1，主动型公募基金持仓银行股比例为2.13%，仅次于2016Q2的历史最低值（2.03%）。持仓比例环比下降1.1个百分点，自2021年一季度以来延续下降的趋势。

主动型公募基金持仓银行股占比数据



# 主动型公募基金对银行股的持仓创历史次低水平

□ 银行各细分子板块持仓占比均有明显降低，机构持仓较多的招行、平安、宁波、兴业均明显压降，去年机构加仓较多的城商行也开始降仓位。今年一季度国有大行在基金持仓、股价表现方面均呈现一定的韧性，但并未出现机构加仓大行的迹象。

□ 公募基金对银行板块持仓占比的下行，除了担心银行业一季度面临业绩增长的压力外，其他表现更优的板块对银行股也形成了明显的“虹吸”效应。

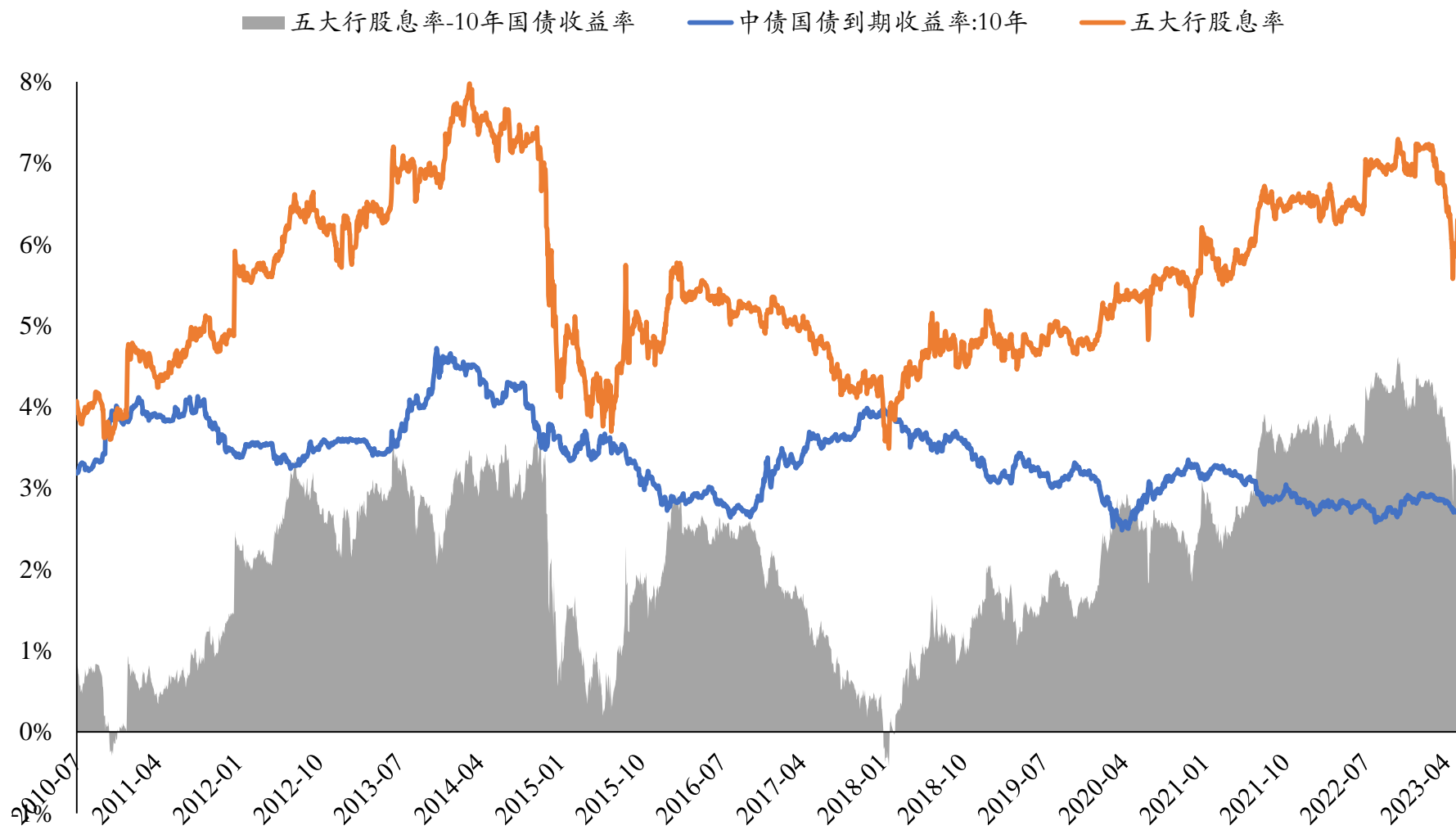
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	变动	变化趋势图
国有行	0.56%	0.28%	0.38%	0.29%	0.21%	-8bp	
股份行	2.36%	1.58%	1.21%	1.35%	0.88%	-47bp	
城商行	1.44%	1.19%	1.48%	1.46%	0.96%	-51bp	
工商银行	0.15%	0.07%	0.10%	0.09%	0.07%	-2bp	
建设银行	0.13%	0.05%	0.07%	0.02%	0.03%	0bp	
农业银行	0.09%	0.02%	0.06%	0.02%	0.02%	0bp	
中国银行	0.04%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0bp	
交通银行	0.05%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0bp	
邮储银行	0.10%	0.12%	0.13%	0.14%	0.09%	-5bp	
招商银行	1.44%	0.89%	0.72%	0.80%	0.57%	-23bp	
兴业银行	0.49%	0.34%	0.23%	0.23%	0.12%	-11bp	
平安银行	0.34%	0.30%	0.23%	0.29%	0.17%	-12bp	
光大银行	0.04%	0.03%	0.02%	0.02%	0.01%	-1bp	
中信银行	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0bp	
南京银行	0.12%	0.09%	0.12%	0.10%	0.05%	-5bp	
江苏银行	0.08%	0.07%	0.17%	0.16%	0.13%	-3bp	
杭州银行	0.16%	0.20%	0.21%	0.19%	0.11%	-7bp	
宁波银行	0.88%	0.63%	0.71%	0.77%	0.45%	-31bp	
成都银行	0.17%	0.19%	0.25%	0.22%	0.16%	-6bp	
长沙银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	3bp	
常熟银行	0.09%	0.07%	0.11%	0.09%	0.07%	-3bp	

# A股五大行股息率与国债利率对比 (1)

- 2010年至今，五大行股息率与10年期国债收益率差值，当该指标在非常低区域附近时，五大行股价均有较大下行压力，譬如2010年11月、2015年6月、2018年2月；当该指标在非常高区域附近时，五大行股价均会有较强上行动力，譬如2012年7月、2014年10月、2016年2月、2022年11月。
- 截至2023年6月2日收盘，该指标为3.51%，仍处于过去十年非常高区域附近，或表征国有行的性价比较高。在每一轮国有大行股价的顶部，五大行股息率与十年期国债率基本持平，或表征国有行配置价值依然凸显。



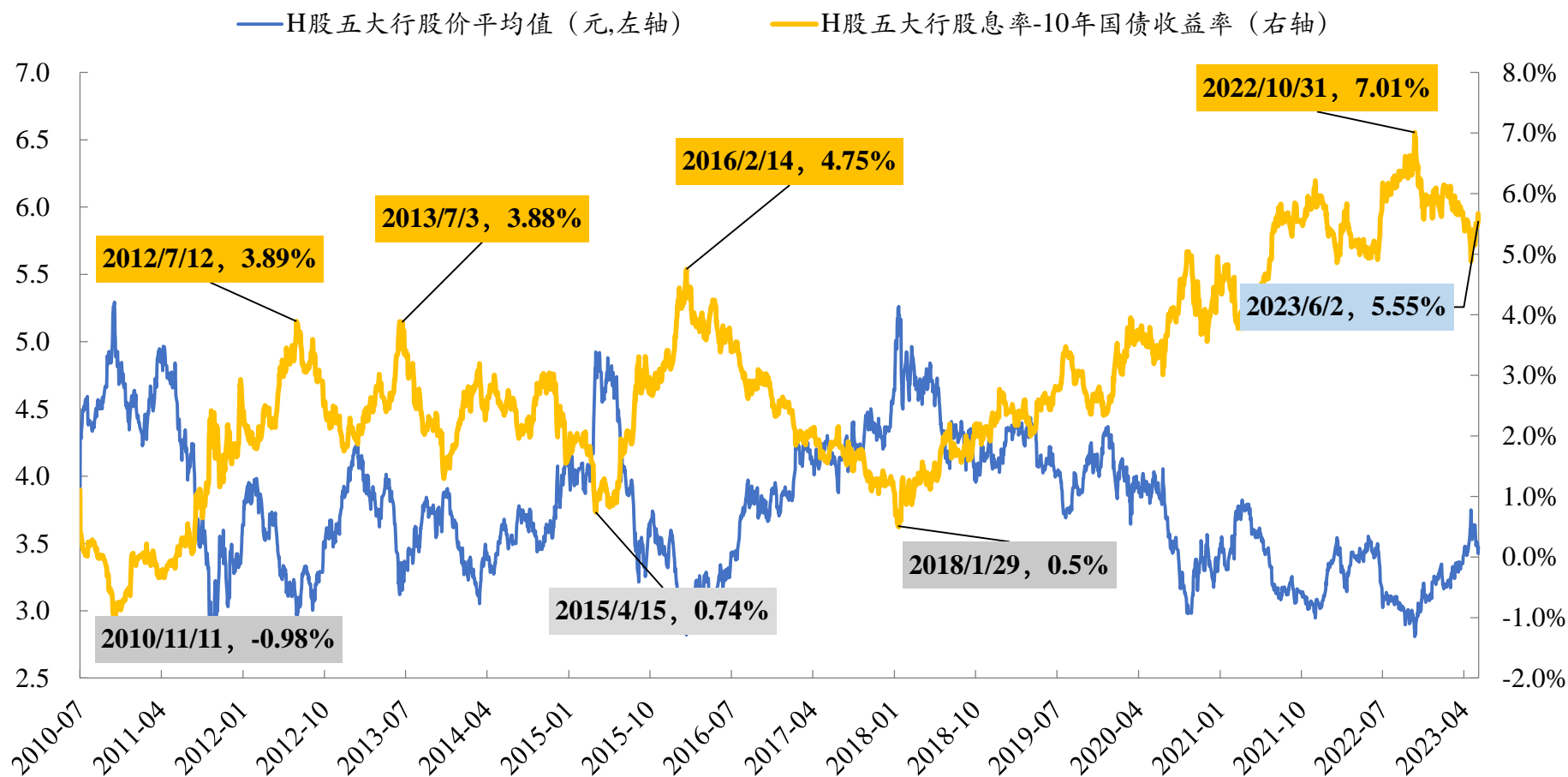
## A股五大行股息率与国债利率对比 (2)





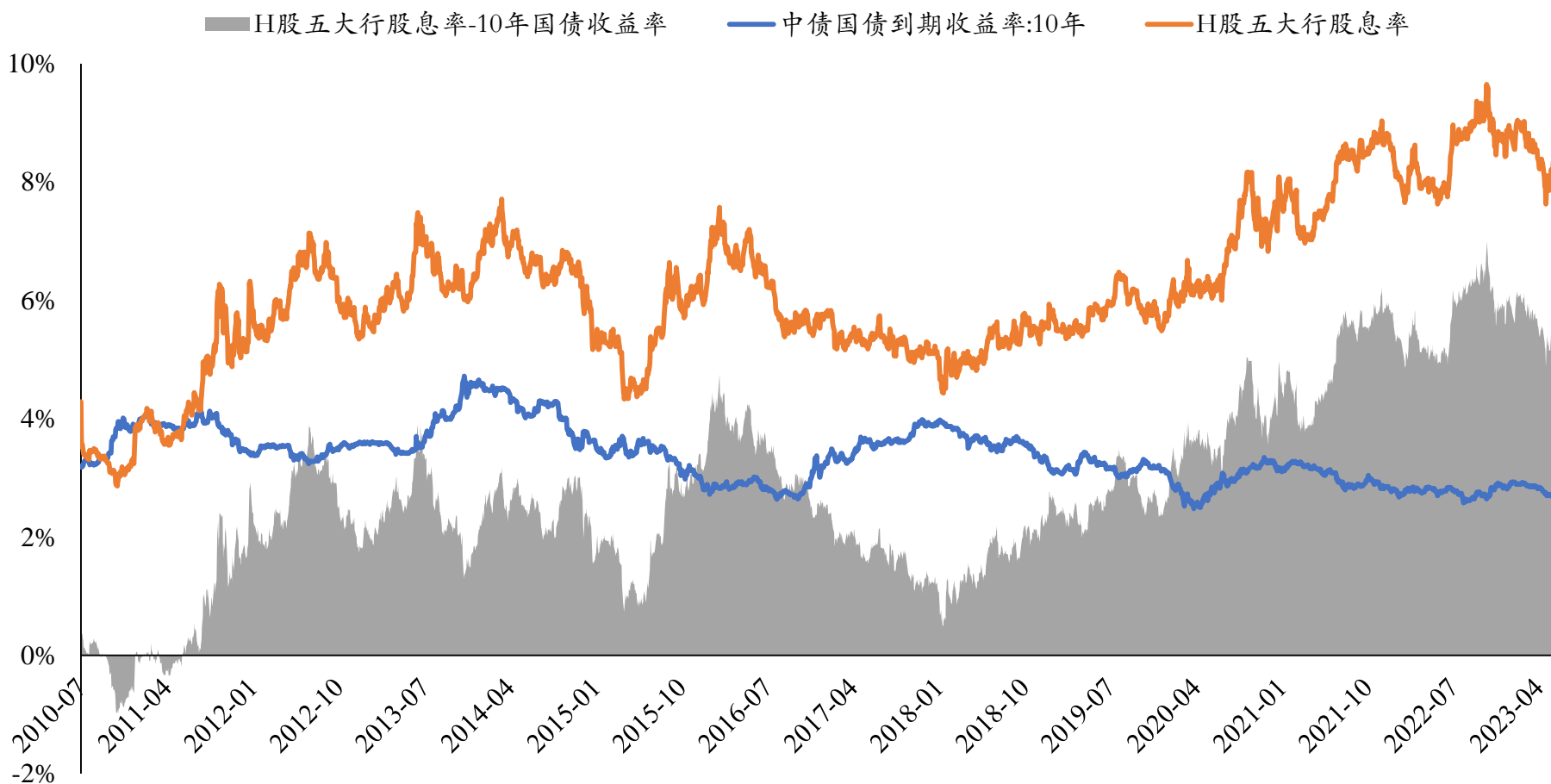
# H股五大行股息率与国债利率对比（1）

■ 截至2023年6月2日收盘，H股五大行股息率为8.24%，与十年期中国国债收益率之间的差值为5.55%，处于过去十多年以来较高区域附近，考虑到当前国内经济缓慢复苏，H股五大行的高股息率较十年国债仍位于较高投资性价比阶段。



## H股五大行股息率与国债利率对比（2）

■ 截至2023年6月2日收盘，H股五大行股息率为8.24%，与十年期中国国债收益率之间的差值为5.55%，处于过去十多年以来较高区域附近，考虑到当前国内经济缓慢复苏，H股五大行的高股息率较十年国债仍位于较高投资性价比阶段。

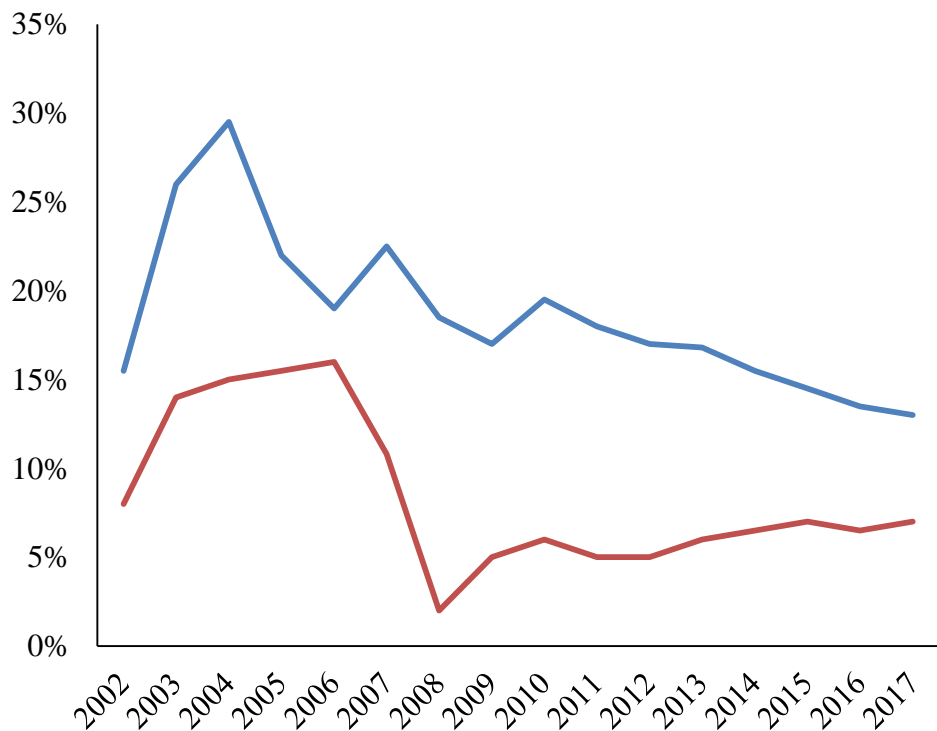


# ROE—PB估值（ROE变化趋势决定PB估值的趋势）

- 次贷危机爆发之后，发达经济体银行业ROE探底缓慢回升，估值也稳定在1倍PB附近；而新兴市场银行业ROE则持续回落，估值也持续下行。发达经济体与新兴经济体的数据表明，银行业ROE的绝对值与PB估值的关系并不太明显，而ROE的变化趋势似乎对估值的变化趋势具有更强的指引方向。

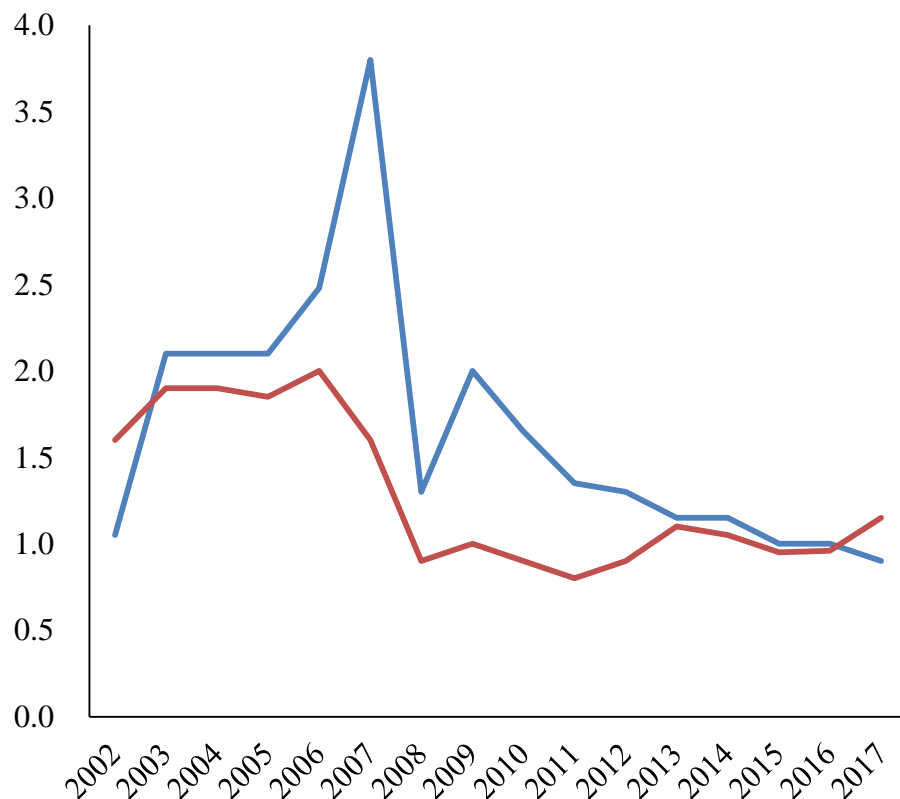
银行的ROE

— 新兴市场总体 — 发达市场总体



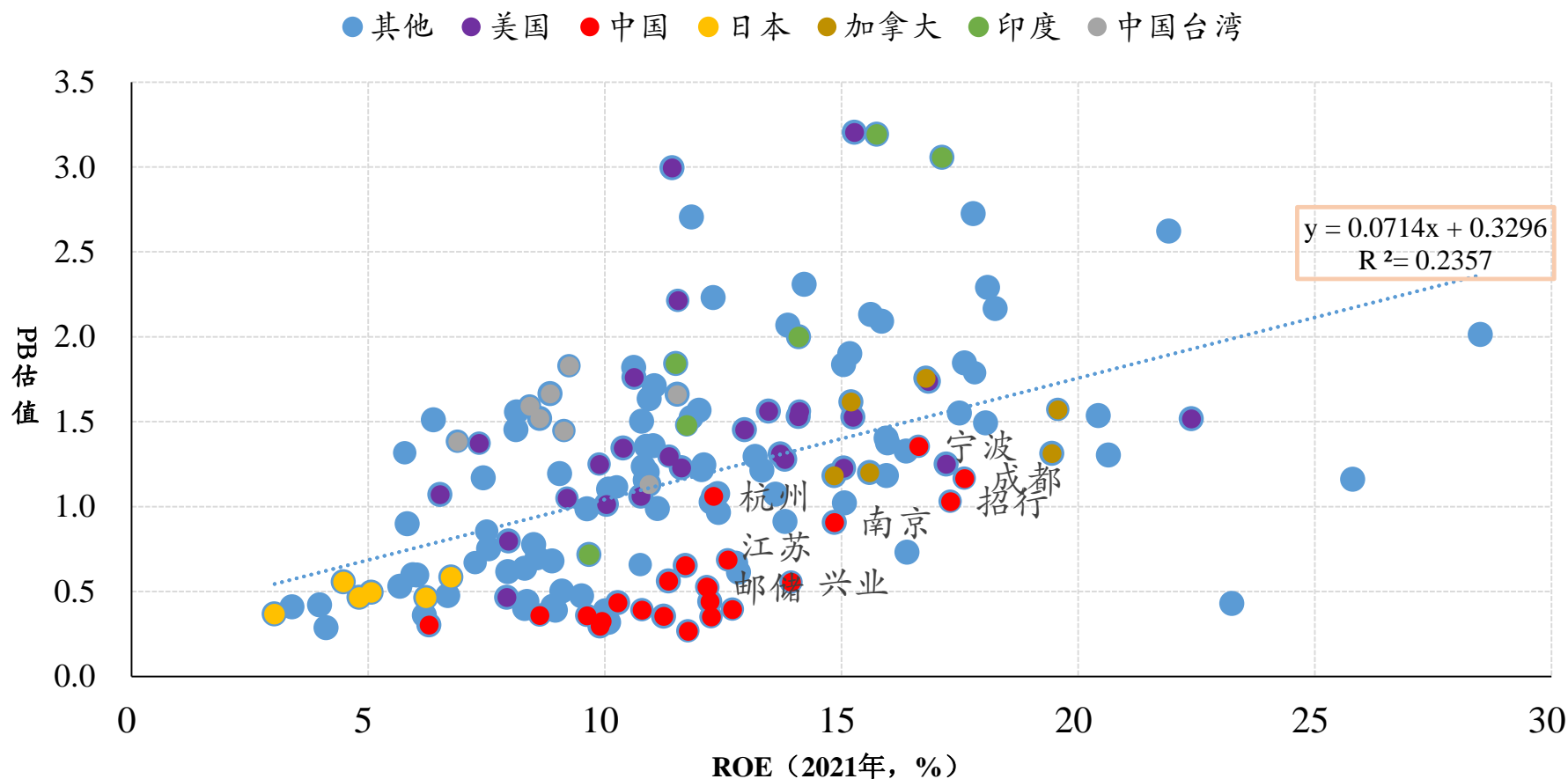
银行的PB估值

— 新兴市场总体 — 发达市场总体



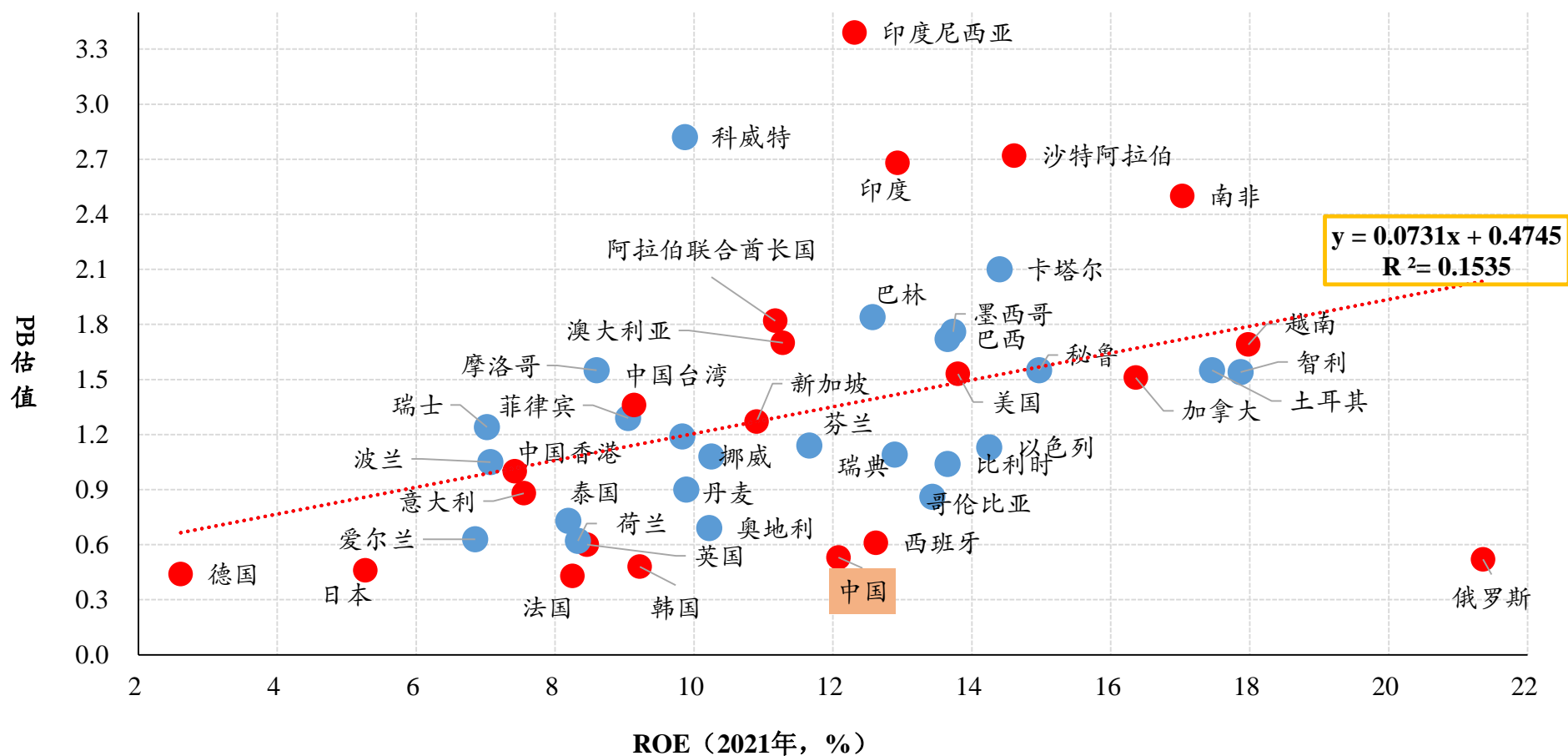
# ROE—PB估值（ROE中枢决定PB估值的中枢）

- 从盈利角度看，中国多数上市银行ROE和全球主流上市银行相比并不低，但PB估值处于偏低水平，特别是国有大行及部分股份行估值折价较为明显，或许反映了投资者对银行中长期增长前景的担忧远胜过短期业绩的稳定。



# ROE—PB估值（ROE中枢决定PB估值的中枢）

- 目前全球45个主要经济体上市银行PB估值的中值在1.2倍左右、ROE中值在11.5%左右。整体来看，发展中经济体银行的估值溢价更明显，发达经济体中美国、加拿大、澳大利亚银行业表现更好。其中，中国上市银行ROE并不低，但PB估值接近欧洲、日本的水平，处于全球较低水平。



# 核心观点

- **核心观点：**①宏观层面，经济弱复苏格局基本形成，市场短期对政策刺激抱有预期。②信用总量不用担心，结构性矛盾在房地产（居民端），而当前在基建扩张、央国企加杠杆的基础上，国有大行信贷增速明显超过中小银行，这在某种程度上对国有大行业绩形成“以量补价”的逻辑支撑。③我们预计2023Q2之后，净息差环比降幅将逐步收窄，到今年底或明年初，净息差将触底，营收增速逐步改善；当前市场担忧的信用风险主要集中在房地产与城投，而国有大行在地产与城投方面的敞口占比均偏低，或将更受投资者青睐。④当前机构对银行股持仓、银行板块估值均明显偏低。
- **投资建议：**虽然当前经济复苏的内生动能不足，居民部门资产负债表仍有待改善，风险偏好低位，但考虑到银行估值、机构持仓已经到了较低历史分位数水平，对银行股可以积极一点。
- **重点标的：**哑铃型配置策略，短期重视“中特估”、高股息的低位股，以邮储银行为代表的国有大行；中长期聚焦经济复苏的弹性股，招行、平安、宁波。

# 风险提示

- **国内经济超预期下行。**当前经济缓慢修复，但内生增长动能不足，若未来经济出现超预期下行，可能对银行板块带来压力。
- **房地产违约再次大规模蔓延。**目前房地产政策已经明确转向，但考虑到居民部门预期较弱，房地产销售可能恢复进度不及预期，这可能对房企现金流再度带来压力，进而引发新的违约；并且也存在房地产政策落地效果不及预期的风险。
- **城投风险大规模暴露。**考虑到地方政府财政收支压力加大、城投公司现金流可能会趋于紧张，若未来城投公司大规模出现违约，可能会银行板块投资逻辑带来影响。
- **海外需求下行超预期。**去年以来海外经济体大幅加息抑制通胀，可能对未来经济增长带来压力，而海外需求若超预期下行，对中国经济的修复也将带来影响。



# 行业评级

## 收益评级:

领先大市—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上;

同步大市—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%;

落后大市—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上;

## 风险评级:

A—正常风险, 未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;

B—较高风险, 未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

# 分析师声明

## ■ 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，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

# 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。