

债务成本压力释放下的基本面筑底之年

——银行业 2024 年度投资策略

核心观点

- 24 年财政有望前置发力叠加“三大工程”有望推动房地产投资，将支撑社融和信贷；流动性预期或改善。** 1) 23Q4 财政政策持续加码，财政赤字率打破 3%，预计 2024 年财政发力相对积极，节奏有望前置；同时城中村改造、保障房建设、平急两用基础设施建设等三大工程的加速推进有望缓和商品房投资不足的压力，预计将对信贷需求和社融构成支撑。2) 23 年初以来的居民超额存款增长近期有一定收敛，但考虑到财政支出力度加大将加快公司存款的增长，预计 2024 年银行负债端仍有保持充裕，银行金融投资规模增速或仍可观。3) 23Q3 以来的狭义流动性环境边际收紧，主要受财政收支节奏影响，并与银行负债吸收节奏有所错位，伴随财政逐渐进入支出区间，美债收益率回落和美联储加息节奏如放缓也将给予国内货币政策更多空间，货币政策有望保持流动性合理充裕，并发挥对财政的支持作用。
- 利润表修复：风险出清、资产质量改善预期是银行估值提振的重要支撑。** 1) 企业利润增长边际好转，居民可支配收入增速持续提升，指向实体部门偿债能力回升。2) 政策积极托举地产行业发展，并引导通过城中村改造等“三大工程”建设构建房地产新的发展模式；23H1 国股行新增对公房地产不良贷款明显放缓，银行面临的房地产风险出清或进入下半场。3) 以时间换空间，中央政府和金融机构以多种方式支持地方债务风险化解。4) 风险分类新规落地，进一步引导银行做实资产质量，对相关指标的一次性影响有望消退。资产质量预期改善，叠加日趋厚实的拨备，银行信用成本有望延续改善势头，测算上市银行 23H1 信用成本较去年同期下降 22bps。
- 资产负债表修复：压降宏观经济部门债务成本，银行存量资产息差调整集中反应，关注新发贷款利率拐点。** 1) 当前宏观资产负债表的修复，需要债务成本下降的配合。根据我们对居民部门存量按揭利率调整、政府部门化债、企业部门 LPR 调整等三大宏观部门存量债务成本压降的测算，或拖累 2024 年银行净息差 14-15bps。2) 在央行表态呵护银行利润和净息差的背景下，商业银行单边让利或走向尾声，需重点关注新发利率的边际变化，如企业“补库”周期得以确认，24Q2-Q3 可能是利率企稳的重要观察时点。
- 纳入资本新规约束下的银行信贷与再融资展望：** 1) 我们认为银行 2024 年信用扩张有四大支撑：一是财政政策力度加码和“三大工程”的推进，二是企业部门或开启“补库”周期，三是居民按揭早偿缓解，四是资本新规落地对银行资本约束有一定松绑。我们认为无需过度放大资本新规对包括二级资本债等在内的银行再融资的影响，供给侧银行资本补充需求有刚性，批文进度给予侧面印证，需求侧银行配置的驱动因素更为复杂，并围绕 EVA 进行统筹考量。2) 为实现总损失吸收能力达标，2024 年四大行发行的 TLAC 非资本债券有望落地，综合考虑银行内生资本补充能力、资本工具到期节奏，我们测算 2024 年 TLAC 工具缺口或约 2.2 万亿元。

投资建议与投资标的

24 年银行经营基本面有望筑底，关注银行业风险确认后处置出清的力度、新发贷款利率的拐点、全社会各部门债务成本压降后银行息差筑底、24 年财政将靠前发力稳定经济预期，助力银行信贷开门红落地，继续看好银行股表现。**投资策略上，推荐两条主线：1、江浙地区优质城商行，有望充分受益财政发力下的涉政资产投放，同时房地产按揭利率调整和化债影响深度有限，估值调整较为充分。建议关注：江苏银行、宁波银行、苏州银行、杭州银行。2、高股息国有大行，经济温和修复下高股息策略依然有效，单边让利走向尾声，同时拨备在 2015 年以来的高位水平，支撑利润增长和稳定分红。建议关注：农业银行、中国银行、工商银行、建设银行等。**

风险提示

经济复苏不及预期；房地产等重点领域风险蔓延；测算相关风险。

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

银行业

报告发布日期

2023 年 11 月 19 日



证券分析师

屈俊

qujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860523060001

联系人

于博文

yubowen1@orientsec.com.cn

王霄鸿

wangxiaohong@orientsec.com.cn

相关报告

- 政府债放量带动社融高增，信贷超预期但结构有待改善：——10 月金融数据点评 2023-11-14
- 业绩来到筑底期，关注优质个股机会：——A 股上市银行 23Q3 季报综述 2023-11-08
- 资本新规落地，有哪些变化，对银行业影响如何？ 2023-11-02

目录

一、财政前置发力、房地产“三大工程”，支撑社融和信贷；流动性预期或改善	5
1.1 财政有望前置发力，赤字率仍有提高空间	5
1.2 财政及地产“三大工程”，有望支撑社融和信贷	6
1.3 财政逐渐进入支出区间，叠加汇率约束或有缓解，流动性预期或改善	9
二、利润表修复：风险出清、资产质量改善预期是银行估值提振的重要支撑	12
2.1 实体部门：居民收入、企业利润增长边际改善下的偿债能力回升	12
2.2 地产行业：政策积极托举，风险出清进入下半场	14
2.3 地方债务：以时间换空间，风险化解加速推进	16
2.4 监管政策：风险分类新规做实资产质量，一次性影响消退	17
三、资产负债表修复：存量资产息差调整集中反应，关注新发贷款利率拐点	19
3.1 三部门债务成本压降，或拖累银行净息差 14-15bp	19
3.2 央行呵护银行利润，24Q2-Q3 或是新发利率企稳重要观察时点	22
四、纳入资本新规约束下的银行信贷与再融资展望	24
4.1 2024 年银行信贷投放的四个支撑因素	24
4.2 资本新规对以二级资本债为代表的银行再融资影响有限	25
4.3 2024 年 TLAC 工具缺口或约 2.2 万亿元	26
五、投资策略	28
六、风险提示	31

图表目录

图 1: 广义财政收支累计同比增速	5
图 2: 一般公共预算收入和政府性基金收入累计同比增速	5
图 3: 我国预算财政赤字率	5
图 4: 近年政府债发行进度	5
图 5: 社融存量及存贷款余额同比增速	6
图 6: 社融主要分项同比增量	7
图 7: 中小企业投入指数	7
图 8: M1、M2 同比增速及增速差	8
图 9: 历年 1-10 月新增存款结构	8
图 10: 上市银行各类资产同比增速	9
图 11: 资金利率	9
图 12: 财政存款当月新增值	10
图 13: 同业存单净融资及发行利率	10
图 14: 中美 10 年期国债收益率及利差走势	10
图 15: 美元兑人民币汇率及美元指数走势	10
图 16: PPI 及库存同比增速	12
图 17: 工业企业利润总额当月及累计同比增速	12
图 18: 工业企业营业收入利润率	12
图 19: 上市银行对公贷款及细分行业不良率	13
图 20: 居民人均可支配收入累计实际同比增速	13
图 21: 社会消费品零售总额当月同比增速	13
图 22: 上市银行零售贷款及细分品种不良率	14
图 23: 房地产开发投资完成额累计同比增速	15
图 24: 抵押补充贷款 (PSL) 余额及新增情况 (亿元)	15
图 25: 国股行和主要城农商行对公房地产贷款规模、不良率及风险敞口 (亿元)	15
图 26: 上市银行对公及个人房地产贷款不良率	16
图 27: 截至 11 月 10 日各省已公布再融资特殊债计划发行规模	16
图 28: 23H1 上市银行涉政类不良贷款余额及不良率	17
图 29: 商业银行不良率及拨备覆盖率 (%)	17
图 30: 23H1 上市银行贷款关注率	18
图 31: 各部门杠杆率 (%)	19
图 32: 商业银行净息差 (%)	19
图 33: 城投债加权平均票面利率 (%)	20
图 34: 上市银行个人定期存款规模及占比	22

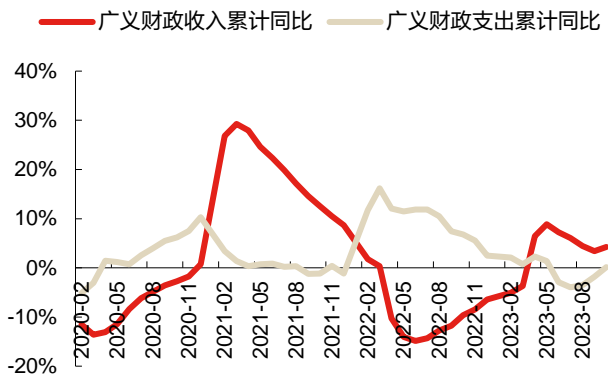
图 35: 金融机构新发放人民币贷款加权平均利率 (%)	23
图 36: 按揭贷款余额及同比增速	24
图 37: RMBS 条件早偿率指数	24
图 38: 银行二级资本债投资者结构	26
图 39: 二级资本债信用利差走势 (%)	26
图 40: 银行 (申万) 及各板块收益表现	28
图 41: 银行 (申万) 及各板块 PB (LF) 估值变动	28
图 42: 社会融资规模存量贷款核销规模及同比增速	29
图 43: 上市银行 PB-ROE 分布	30
图 44: 截至 11 月 17 日上市银行股息率	31
表 1: 2023 年历次降准降息回顾	10
表 2: 2023 年以来主要房地产支持政策梳理	14
表 3: 存量按揭贷款利率下调对净息差的影响测算	20
表 4: 地方政府债务置换对净息差的影响测算	21
表 5: 银行参与特殊再融资债券的 EVA 比价测算	21
表 6: 23H1 上市银行存贷款重定价结构以及息差变化测算	22
表 7: 银行风险权重变化静态测算	25
表 8: 2024 年四大行 TLAC 监管缺口测算 (亿元)	27
表 9: 23H1 各类型上市银行涉政类贷款占比	30

一、财政前置发力、房地产“三大工程”，支撑社融和信贷；流动性预期或改善

1.1 财政有望前置发力，赤字率仍有提高空间

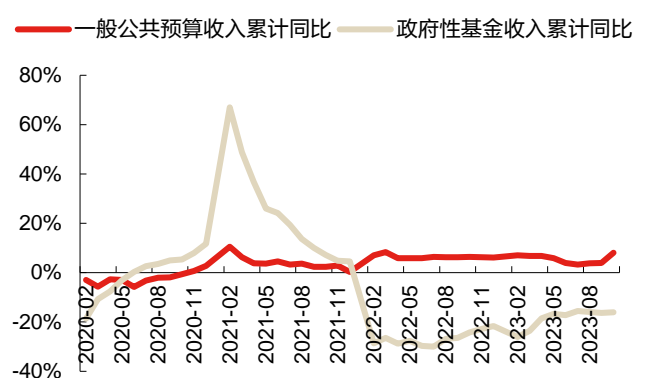
2023年广义财政收入有所承压，支出力度不及去年。土地市场持续低迷、经济修复偏弱等因素影响下，今年政府性基金收入延续同比下降，一般公共预算收入增速整体亦不及去年同期，4-9月广义财政收入累计同比增速持续回落。考虑到去年受疫情影响基数较低且实行大规模留抵退税政策，今年广义财政收入面临的实际压力应当更大；支出端，今年6月份以来全国广义财政支出累计同比增速持续为负，三季度后伴随政府债发行提速，幅度有所收窄，10月份小幅回正。

图 1：广义财政收支累计同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

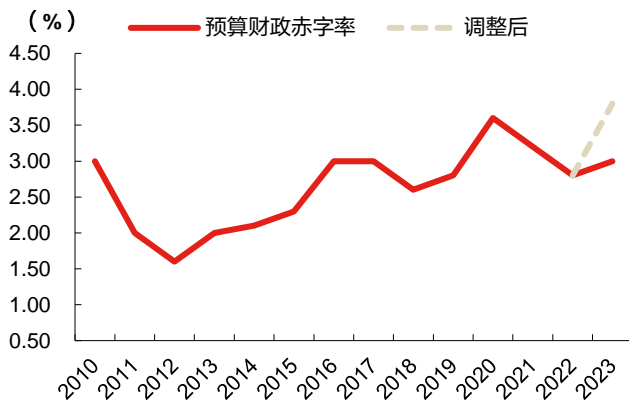
图 2：一般公共预算收入和政府性基金收入累计同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

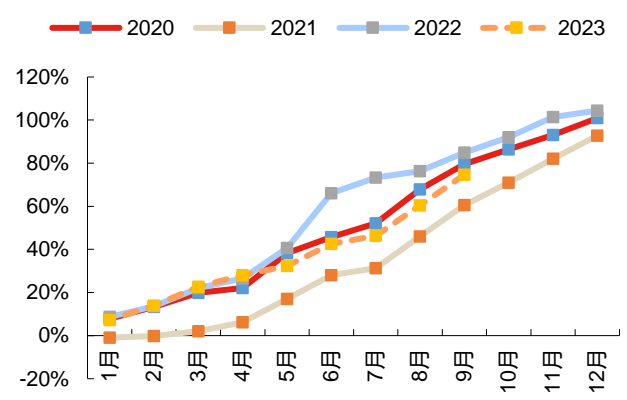
进入四季度后，财政政策持续释放加码信号。10月24日，人大常委会授权国务院可于当年新增地方政府债务限额60%以内，提前下达下一年度的地方债务限额，期限直至2027年底。同时，此次会议决定增发特别国债1万亿元，财政赤字率从3%升至3.8%，中央财政明确传递出加码信号，2024年赤字率或仍有提升空间。

图 3：我国预算财政赤字率



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：近年政府债发行进度



数据来源：Wind，东方证券研究所

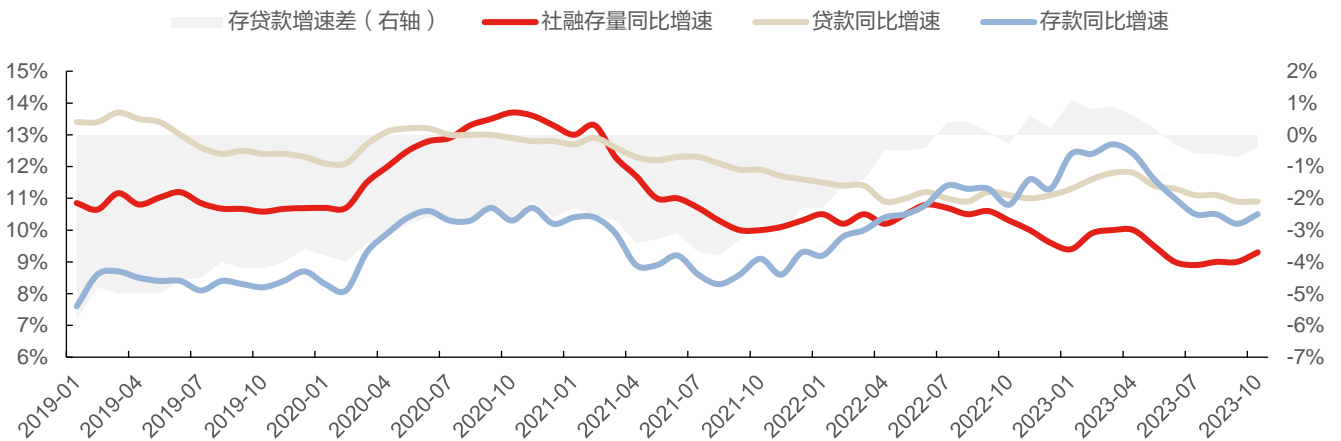
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

预计 2024 年财政发力相对积极，节奏有望前置。地方债务额度提前下达后，明年一季度地方债发行有望放量。本次特别国债也将全部通过转移支付方式安排给地方，用途主要为灾后重建和基础设施建设，考虑到从发行使用到形成实物工作量存在时滞，预计对经济实际拉动效果更多体现在 2024 年。结合近日财政部在对外采访中积极表态将继续贯彻实施积极的财政政策，在支出上持续发力的同时提高资金使用效能，我们认为 2024 年财政支出力度或有所提升，节奏上看有望前置发力。此外，若广义财政收入伴随经济好转而修复，也将为财政扩张提供更大空间。

1.2 财政及地产“三大工程”，有望支撑社融和信贷

社融增速偏弱，实体融资需求仍待修复。今年社融同比增速不及历史水平，5 月份以来，受到开门红透支以及经济复苏平淡背景下实体融资需求不强的影响，社融增速整体不断回落，9 月份同比增速为 9%。

图 5：社融存量及存贷款余额同比增速

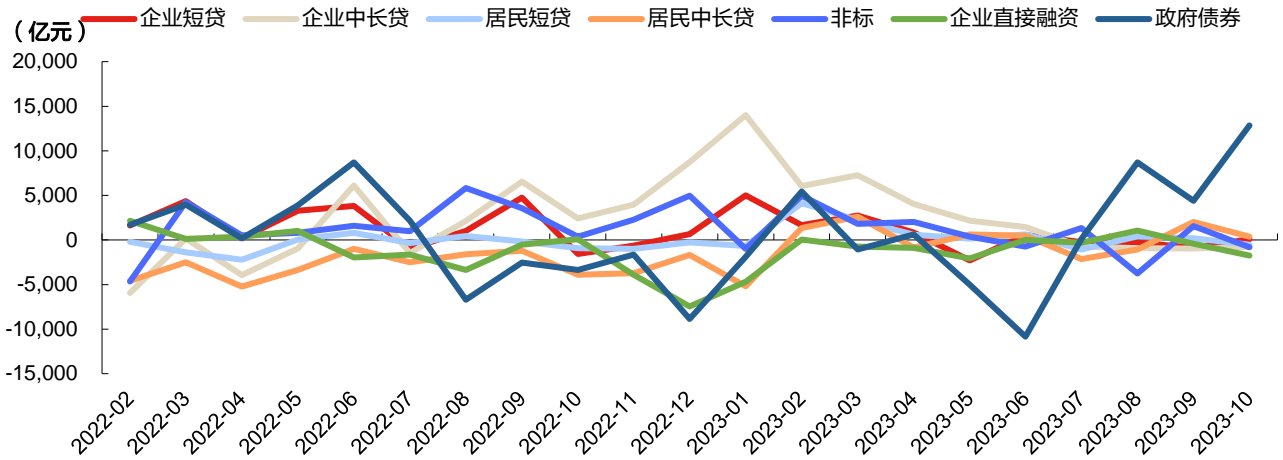


数据来源：Wind，东方证券研究所

拆分社融结构来看：

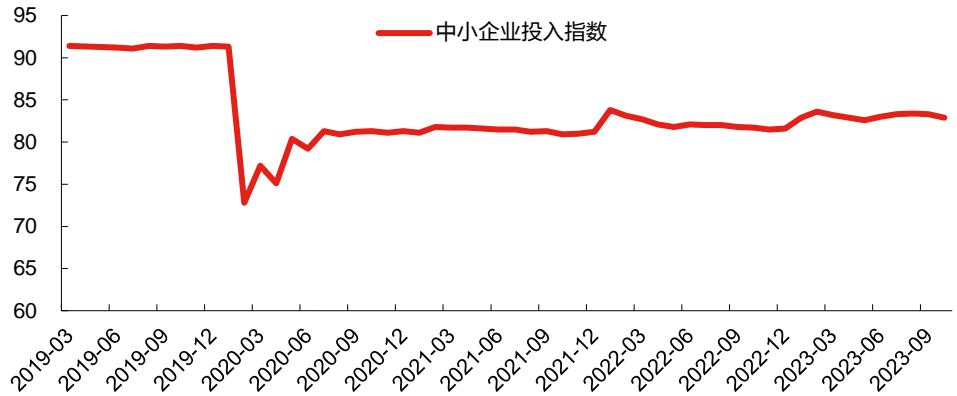
- 1、**贷款增速回落是导致社融增速回落的主要原因。**对公方面，一季度信贷开门红拉动下，企业贷款贡献社融主要同比增量，但受基建等政府类项目驱动较大，企业投入指数提升幅度相对有限，二季度以来企业贷款增量迅速下降，表明实体自发融资需求仍待修复；零售方面，消费需求不振、地产市场低迷影响下，今年居民贷款同比增量始终未见明显改善；
- 2、**政府债发行节奏对社融增速造成较大扰动。**上半年政府债发行量明显不及去年同期，拖累社融增长，进入三季度后发行提速，成为社融增量的主要来源。

图 6：社融主要分项同比增量



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：中小企业投入指数

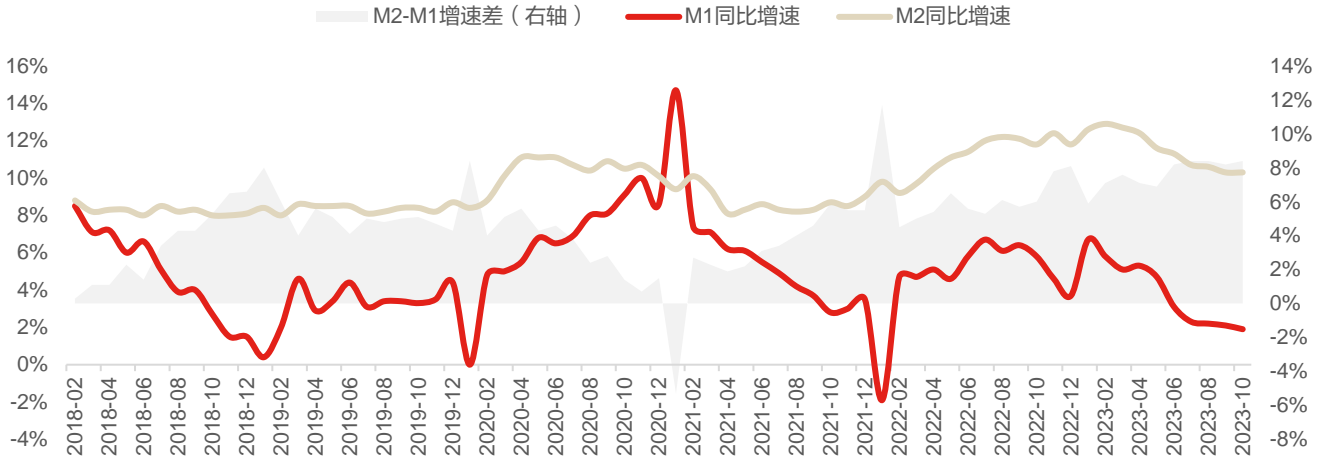


数据来源：Wind，东方证券研究所

展望明年，财政、房地产发展新模式有望支撑信贷投放。明年企业和居民的信贷需求如何演绎，需要结合整体经济的修复节奏进一步观察。但考虑到明年财政支出力度加码且有望前置，银行信贷投放尤其是涉政类业务和基建项目仍有支撑，同时 10 月中央金融工作会议上提出要“加快保障性住房等三大工程建设，构建房地产发展新模式”，三大工程（保障性住房、城中村改造及“平急两用”公共基础设施建设）有望一定程度对冲持续偏弱的房地产投资。我们预计明年银行信贷有支撑，一季度开门红情况仍有望较为乐观。

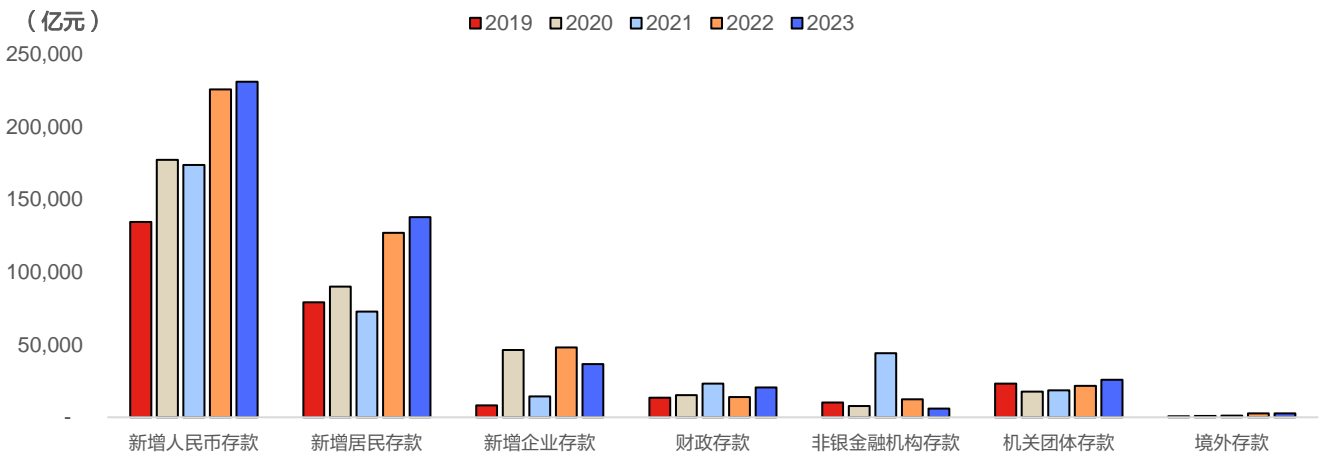
广义流动性方面，今年 M1、M2 整体增速均呈回落态势，4 月份以来 M1 下行速度明显更快，M2-M1 增速差有所走阔，经济活化程度仍然不足。从新增存款构成来看，受对公贷款派生存款减弱、银行主动调整负债结构等因素影响，今年对公存款同比少增，对 M2 增速形成拖累；**居民存款则在去年高位基础上进一步多增，居民储蓄意愿及存款定期化趋势仍强。**

图 8：M1、M2 同比增速及增速差



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：历年 1-10 月新增存款结构

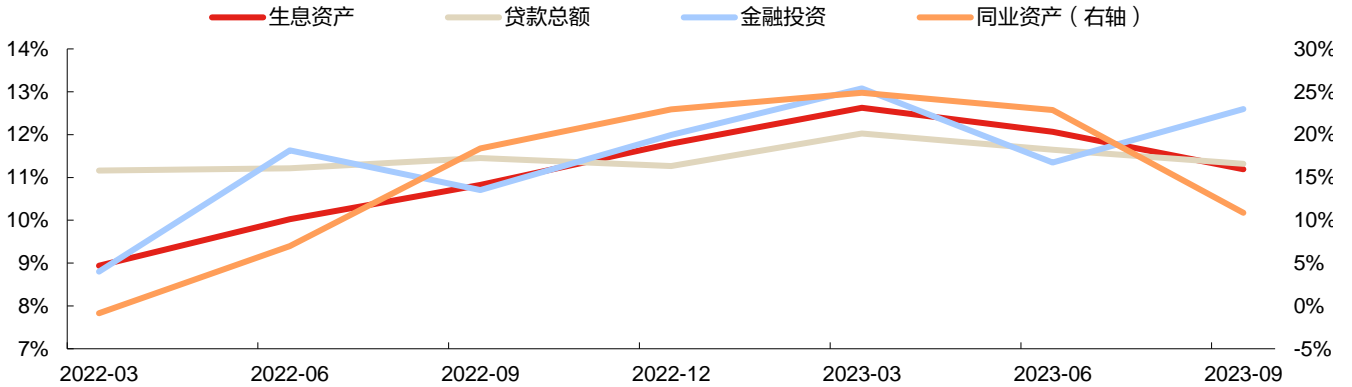


数据来源：Wind，东方证券研究所

从银行资产负债摆布的角度看，负债端重点关注居民、财政性存款向企业存款的转化。一方面，2022-23Q3，居民超额存款现象突出，其中 2022 年新增存款同比多增规模高达 7.9 万亿元，受到收入预期较弱、消费意愿不强、资本市场回报率波动（如 22Q4 债市回调带来的理财赎回现象，下半年理财资金余额下降 1.5 万亿元）等因素的共同影响，2023 年以来居民超额存款现象仍在继续，但边际上有所减弱（同比多增规模回落）。展望 2024 年，居民收入预期有望逐渐改善，早偿现象缓解后或进一步支撑消费意愿和能力，居民存款有望逐渐向企业存款迁移。另一方面，23Q3 以来在财政政策发力、政府债券发行提速背景下，金融机构财政性存款保持同比多增（主要为货币当局政府存款的贡献，即上缴国库），伴随财政支出力度的增加，财政性存款将实现向企业存款的转化，这也是不可忽视的银行负债端扩张力量。

资产端，考虑到明年财政发力前置，预计银行贷款增速走势与今年类似，呈前高后低特点，同时，尽管财政发力或带来超储消耗和流动性收紧的阶段性压力，但若贷款增速的驱动力未发生实质性改变，则在负债端较为充裕的情况下，银行以债权投资为代表的金融投资力度仍有望保持较强水平。

图 10：上市银行各类资产同比增速

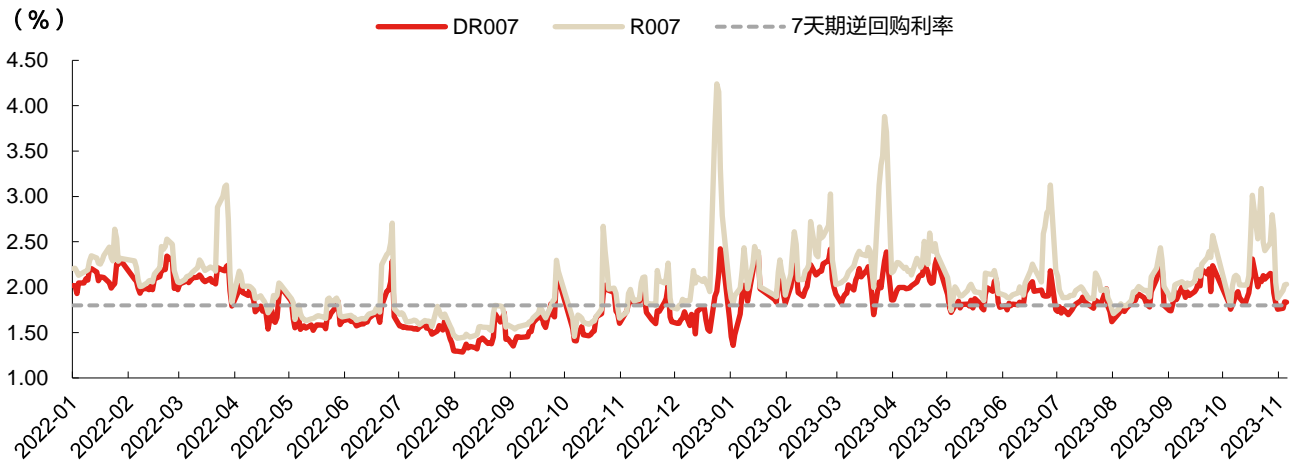


数据来源：Wind，东方证券研究所

1.3 财政逐渐进入支出区间，叠加汇率约束或有缓解，流动性预期或改善

今年资金面波动与财政收支节奏较为一致，四季度还受到政府债供给放量影响。整体来看，财政收支节奏是影响今年流动性的核心因素，在 1、4、5、7、10 月税期资金利率均有明显抬升。10 月资金面收紧除税期影响外，也与特殊再融资债、特别国债等供给集中放量密切相关。我们从同业存单量价走势观测银行负债压力，9-10 月存单发行利率持续抬升，意味着银行资产供给的迅速增加使得负债匹配难度有所提升。后续来看，政府债发行高峰已过，供给压力有望缓和，财政支出的逐渐加大也将为流动性提供补充，预计资金面有望向宽。

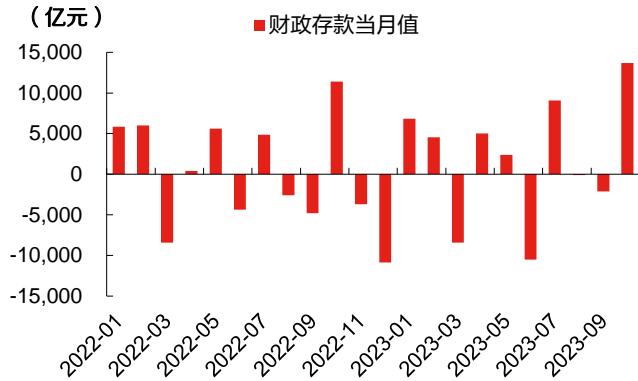
图 11：资金利率



数据来源：Wind，东方证券研究所

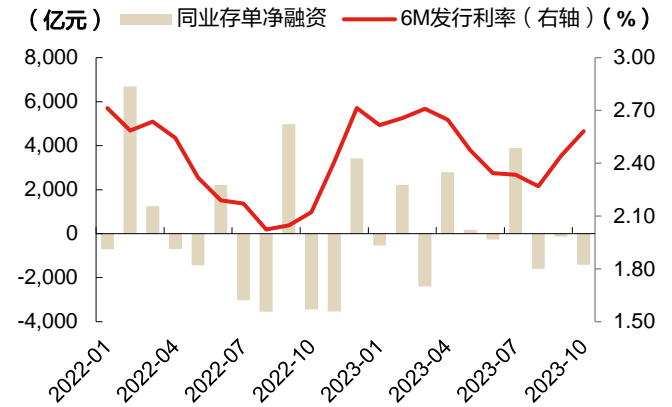
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 12: 财政存款当月新增值



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 13: 同业存单净融资及发行利率



数据来源: Wind, 东方证券研究所

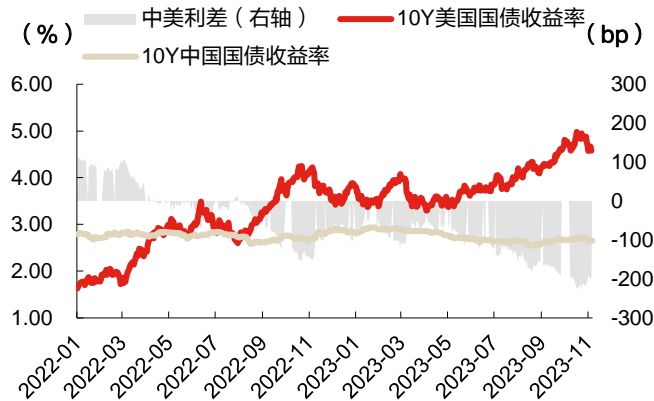
今年货币政策整体保持稳健宽松基调，关注美联储加息周期的边际变化。今年截至目前央行分别进行了两轮降准及降息，3 月和 9 月的降准主要是在信贷需求旺盛以及专项债发行放量等背景下，为呵护资金面而开展，6 月和 8 月的降息则更多是为了降低资金成本、促进经济增长。伴随美联储加息、中美利差倒挂幅度走阔，9 月份以来人民币汇率持续处于历史高位，一定程度上限制了国内货币政策的空间。近期美债收益率连续回落，同时美联储加息节奏也有一定放缓，有望对人民币汇率形成支撑，并释放货币政策空间。

表 1: 2023 年历次降准降息回顾

宣布时间	大型存款机构准备金率	中小型存款机构准备金率	OMO	MLF	1Y LPR	5Y LPR
2023/3/17	下调 25bp	下调 25bp				
2023/6/13			下调 10bp			
2023/6/15				下调 10bp		
2023/6/20					下调 10bp	下调 10bp
2023/8/15			下调 10bp	下调 15bp		
2023/8/21					下调 10bp	
2023/9/14	下调 25bp	下调 25bp				

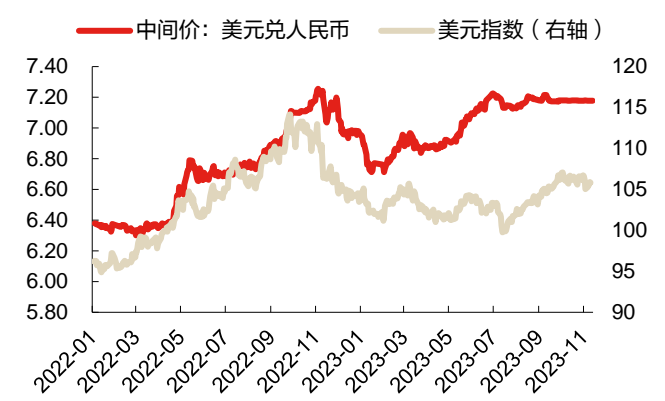
数据来源: Wind, 东方证券研究所 注: 数据截至 2023 年 11 月 13 日

图 14: 中美 10 年期国债收益率及利差走势



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 15: 美元兑人民币汇率及美元指数走势



数据来源: Wind, 东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

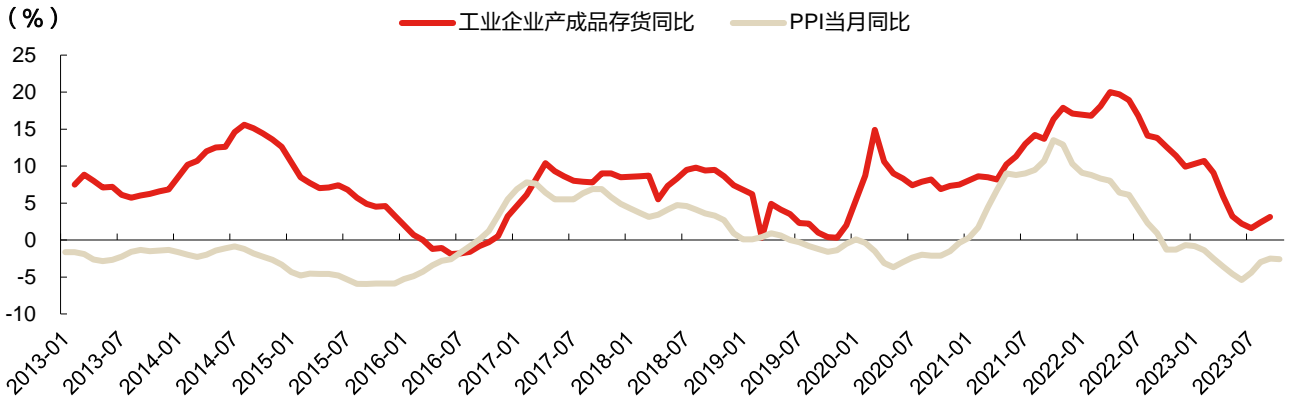
明年货币政策预计延续合理充裕，配套财政提供支持。10月底中央金融工作会议提到“始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱”，我们判断2024年货币政策总体将延续合理充裕基调。在明年财政发力态度较为明确的情况下，货币政策可能更多发挥支持性作用，配套财政提供支持。从结构上看，或侧重于科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业等重点领域。

二、利润表修复：风险出清、资产质量改善预期是银行估值提振的重要支撑

2.1 实体部门：居民收入、企业利润增长边际改善下的偿债能力回升

价格呈现提升信号，新一轮主动补库存周期或已开启。今年下半年以来，PPI 同比整体持续回升，截至 10 月较 6 月已回升 2.8pct，价格改善趋势较为确定。从较长时间维度的趋势来看，PPI 同比与库存同比走势较为一致，PPI 同比变动通常领先库存同比 3-6 个月。本轮库存周期自 2020 年 7 月左右开始主动补库存，2022 年 5 月进入去库阶段，今年 7 月库存同比增速来到 1.6% 的相对低位，此后连续两个月回升，若后续价格、需求稳定改善，则工业企业又将进入主动补库存阶段。

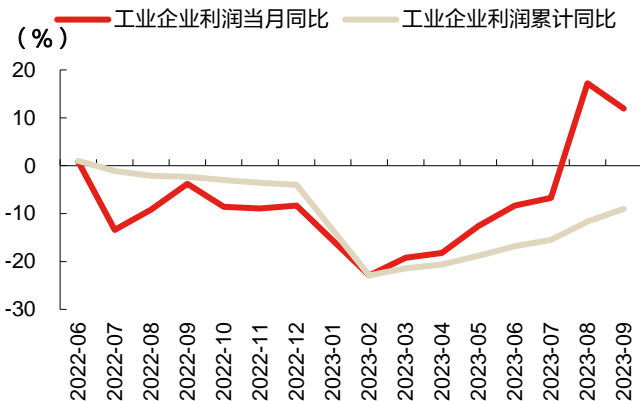
图 16：PPI 及库存同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

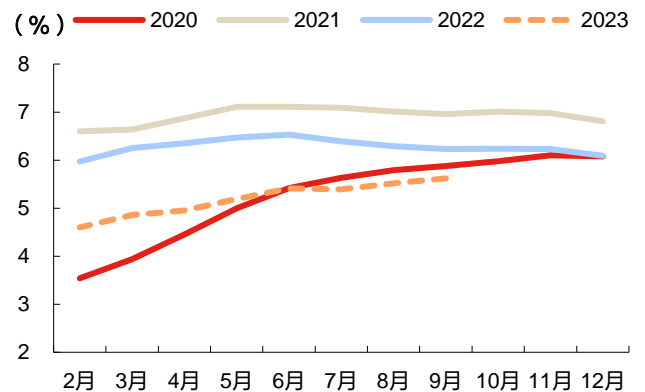
企业利润边际修复。价格回升、需求回暖等因素带动下，9 月工业企业利润总额当月同比增速录得 11.9%，连续两个月保持两位数增速；累计同比增速延续为负，但幅度自年初以来持续收窄。工业企业营收利润率也呈不断修复态势，截至 9 月累计利润率为 5.62%，虽低于去年同期水平，但差距已持续收窄至 0.6pct。整体来看，企业经营状况向好、利润持续改善。

图 17：工业企业利润总额当月及累计同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 18：工业企业营业收入利润率

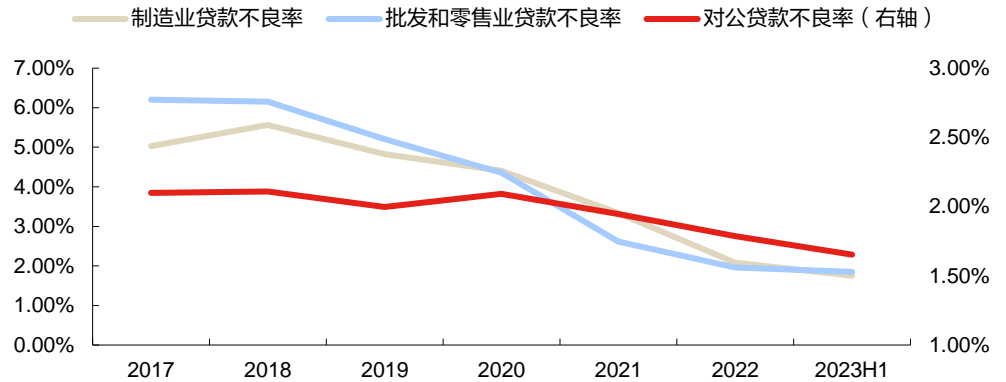


数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

企业经营和利润改善带动不良率持续压降。根据披露数据，2020年以来上市银行对公贷款不良率持续下降，23H1为1.65%，较22年下降14bp；制造业、批发和零售业不良率均有明显下降。

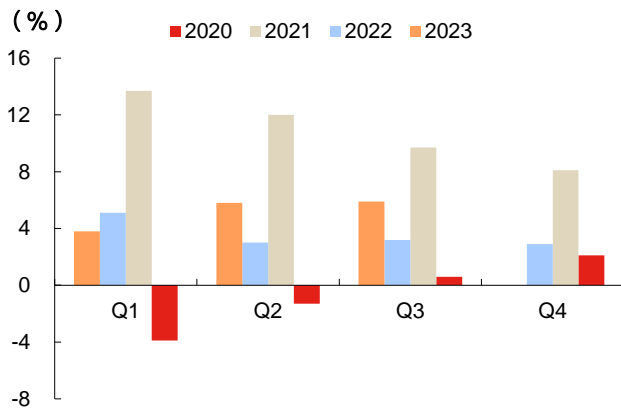
图 19：上市银行对公贷款及细分行业不良率



数据来源：Wind，东方证券研究所

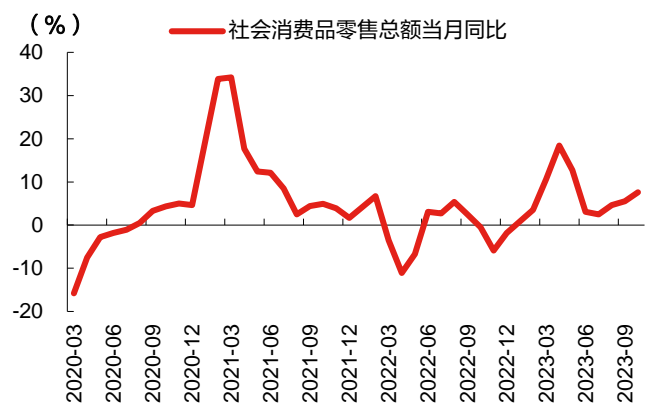
居民端，收入呈现改善态势。今年居民人均可支配收入累计实际同比增速持续提升，自二季度起已经高于去年同期增速。后续伴随财政发力，经济和就业逐步修复，居民收入改善趋势有望持续，支撑居民消费意愿和能力的提升。社会消费品零售总额当月同比增速连续4个月环比回升，10月读数为7.6%，高于前值2.1pct，消费复苏态势显现。

图 20：居民人均可支配收入累计实际同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 21：社会消费品零售总额当月同比增速

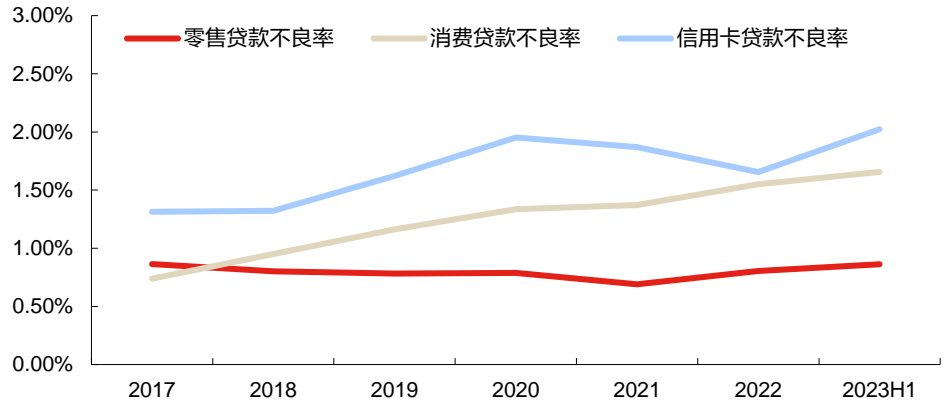


数据来源：Wind，东方证券研究所

零售贷款资产质量有望边际向好。23H1上市银行零售贷款不良率为0.86%，较22年上行6bp，经济波动、客户下沉等因素影响下，部分品种风险暴露较为明显，23H1消费贷不良率较22年上行11bp，信用卡贷款上行36bp，资产质量有所承压。2023年7月1日正式实施新风险分类管理办法，进一步明晰资产逾期天数与风险分类之间的关系，或带来零售贷款关注、不良率的进一步上行，但考虑到信用卡、消费贷等不良核销周期通常较短，银行在四季度的核销力度一般较大，且在一个居民收入逐渐改善、消费平稳复苏的宏观背景下，我们预计零售贷款资产质量有望稳中向好。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 22：上市银行零售贷款及细分品种不良率



数据来源：Wind，东方证券研究所

2.2 地产行业：政策积极托举，风险出清进入下半场

地产支持政策密集出台。销售端，中央层面提出“认房不认贷”，并指导商业银行降低存量按揭利率，各地方也延续了托底地产销售的积极政策态度；**投资端**，房地产“三大工程”的提出及推进，对于弥补传统房地产行业转型过程中投资增速的下滑，进而呵护地产行业平稳运行有积极意义；**房企融资和风险化解端**，相关会议及文件多次强调支持头部房企改善资产负债状况、鼓励运用融资工具等，11月深圳国资委表态支持万科，政策对于地产风险的托底意图较为明确，后续银行敞口相对较大的主要房企或将受益。

表 2：2023 年以来主要房地产支持政策梳理

时间	文件/会议	主要内容
2023/1/10	主要银行信贷工作座谈会	因城施策实施好 差异化住房信贷政策 ，更好支持刚性和改善性住房需求
2023/1/17	全国住房和城乡建设工作会议	在 支持优质国企、民企改善资产负债状况 的同时，对于出险房企，一方面帮助企业自救，另一方面依法依规进行处置
2023/2/27	房地产行业市场主体座谈会	鼓励房企用好融资并购工具 ，支持房企拓宽债券募集资金用途，以及发行以资产信用为支持的 CMBS、不动产持有型 ABS、绿色债券等固收产品
2023/3/1	两会政府工作报告	有效防范化解优质头部房企风险 ，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展
2023/4/28	中央政治局会议	因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作。在 超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设 。规划建设保障性住房
2023/7/21	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	明确城中村改造的实施路径，推动工作部署
2023/8/25	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	推动落实购买首套房贷款“ 认房不用认贷 ”政策措施
2023/8/31	《关于降低存量首套住房房贷利率有关事项的通知》	9月25日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请， 由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款
2023/10/31	中央金融工作会议	会议提出，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。

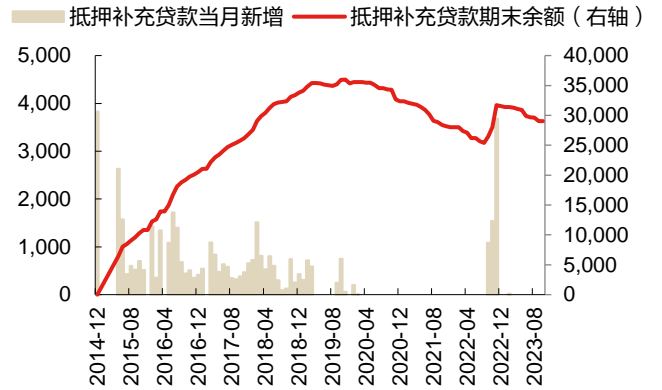
数据来源：相关政府网站，东方证券研究所

图 23: 房地产开发投资完成额累计同比增速



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 24: 抵押补充贷款 (PSL) 余额及新增情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

银行房地产风险敞口占比收缩, 贷款不良率趋稳。23H1 上市银行披露的对公房地产贷款不良率合计 2.06%, 较 22 年下降 1bp。我们进一步统计了国股行和主要城农商行的对公房地产业务情况, 发现 23H1 不良贷款余额较 22 年增加不足 200 亿元, 部分股份行房地产风险敞口占总资产的比重在 4%-6%, 占比整体趋于下降; 上市银行按揭贷款不良率为 0.45%, 较 2022 年上行 2bp, 但对银行而言仍属于风险偏低的资产。整体来看, 在政策的大力支持下, 房地产领域新生成风险较为可控, 伴随存量风险的持续出清, 银行涉房贷款质量有望逐渐企稳。

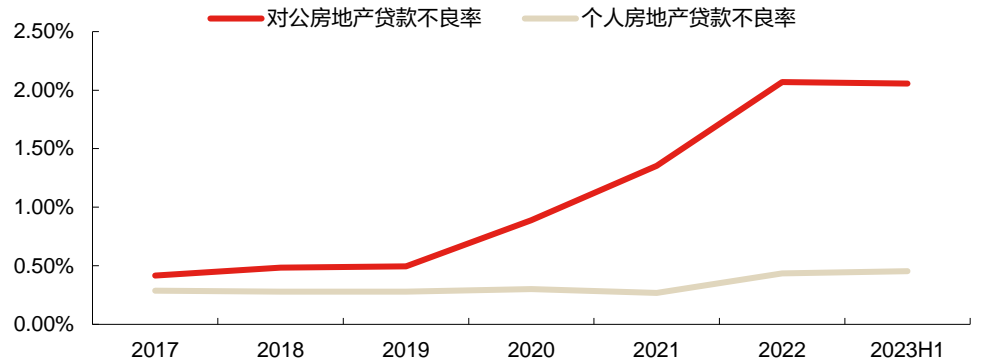
图 25: 国股行和主要城农商行对公房地产贷款规模、不良率及风险敞口 (亿元)

银行类型	公司简称	对公房地产贷款余额		不良贷款余额		不良率		23H1对公房地 产风险敞口	对公敞口/总资产		
		23H1	较22A变动	23H1	较22A变动	23H1	较22A变动		21A	22A	23H1
国有行	工商银行	7669	416	512	67	6.68%	0.54%				
	建设银行	8329	622	396	60	4.76%	0.40%				
	农业银行	8927	525	517	56	5.79%	0.31%				
	中国银行	8454	713	432	-128	5.11%	-2.12%				
	邮储银行	2433	323	25	-6	1.01%	-0.44%				
股份行	交通银行	507	-13	17	3	3.39%	0.59%				
	招商银行	3559	-203	196	43	5.52%	1.44%	4361	5.53%	4.57%	4.06%
	兴业银行	4055	494	33	-13	0.81%	-0.49%	6310	6.18%	5.97%	6.38%
	中信银行	2833	60	150	64	5.29%	2.21%	3697	4.94%	4.37%	4.18%
	平安银行	2759	-76	28	-13	1.01%	-0.42%	3099	6.93%	6.08%	5.63%
	浦发银行	3175	-46	91	-7	2.88%	-0.18%				
	民生银行	3820	188	196	41	5.13%	0.85%				
	光大银行	1724	-62	73	3	4.22%	0.33%				
	华夏银行	944	-104	36	6	3.77%	0.95%				
	城商行	宁波银行	961	119	3	-1	0.28%	-0.13%			
江苏银行		954	61	20	3	2.13%	0.21%				
苏州银行		140	41	4	0	3.20%	-1.35%				
南京银行		526	33	6	1	1.05%	0.09%				
杭州银行		365	-31	14	0	3.85%	0.40%				
成都银行		383	65	8	1	2.17%	-0.13%				
长沙银行		121	12	未披露		未披露					
农商行	渝农商行	35	-9	3	0	9.10%	1.82%				
	沪农商行	1048	43	19	5	1.78%	0.40%				
	瑞丰银行	19	7	未披露		未披露					
	常熟银行	21	2	未披露		未披露					
合计	59187	3180	2,702	186	4.57%	0.08%					

数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 26：上市银行对公及个人房地产贷款不良率



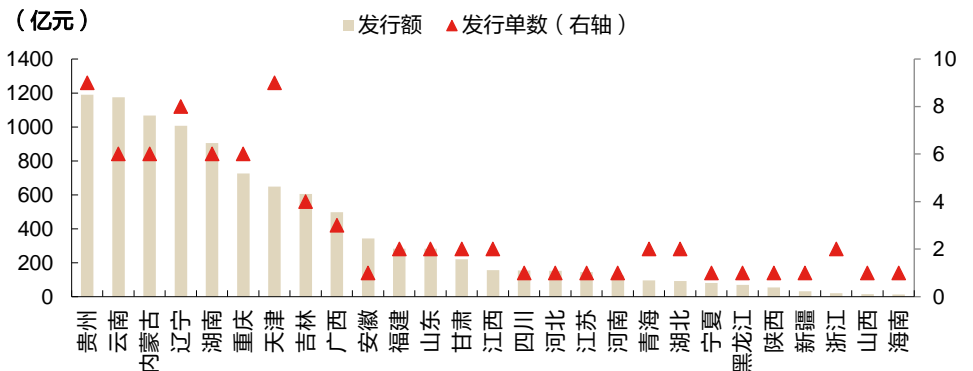
数据来源：Wind，东方证券研究所

2.3 地方债务：以时间换空间，风险化解加速推进

政治局会议后，新一轮化债工作持续推进。2023 年 7 月 24 日，政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，新一轮化债提上日程，9 月末，内蒙古率先公布了 663 亿特殊再融资债的发行计划，特殊再融资债的发行重启。

特殊再融资债公布发行规模已突破万亿。在 2020 年 12 月的建制县区隐性债务风险化解试点以及 2021 年 10 月的北上粤全域无隐性债务风险试点中，特殊再融资债开始成为地方政府隐性化解的重要工具，发行规模合计超万亿。截至 11 月 10 日，共有 27 个省份公布了 82 单特殊再融资债发行计划，规模合计 10156 亿，力度明显超过此前两轮。目前发行规模较大的主体多为财政能力偏弱、债务负担较重的省份，随着存量债务置换的不断落地，区域信用环境有望迎来好转。

图 27：截至 11 月 10 日各省已公布再融资特殊债计划发行规模



数据来源：Wind，东方证券研究所

除投资特殊再融资债以外，金融机构也可能通过存量债务展期、置换等方式参与化债。11 月 10 日，央行行长在对外采访中明确提到“引导金融机构通过展期、借新还旧、置换等市场化方式化解融资平台债务风险”，除了特殊再融资债置换以外，本轮化债也可能通过高息非标和贷款置换的方式开展。

银行涉政类贷款质量稳中向好。根据披露数据，23H1 上市银行租赁和商务服务业贷款、基建业贷款不良率分别较 22 年下行 23bp、1bp，伴随地方债务风险化解的持续推进，银行涉政类贷款质量有望延续稳中向好态势。

图 28：23H1 上市银行涉政类不良贷款余额及不良率

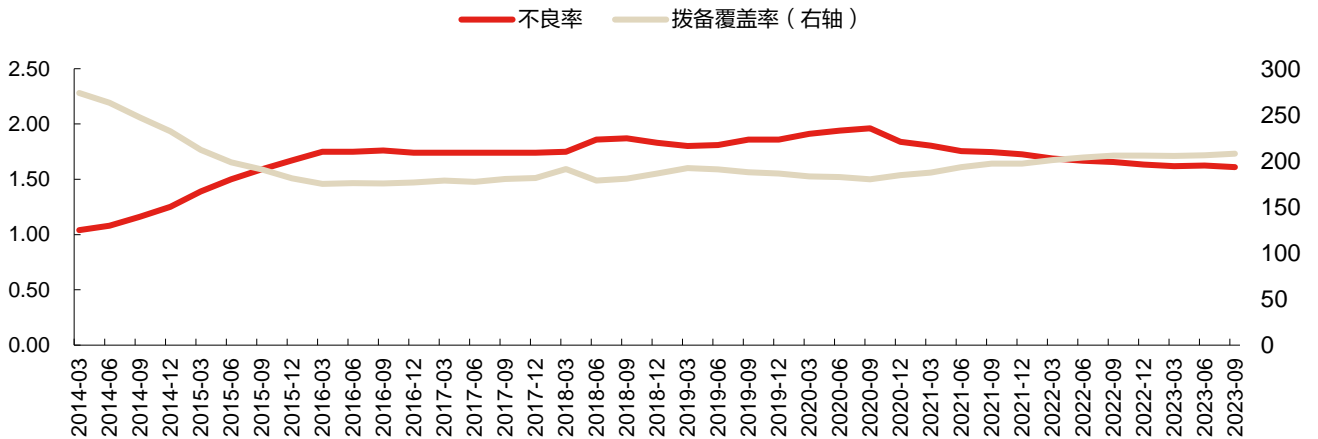
银行类型	公司简称	23H1 不良贷款余额 (亿元)				23H1 不良率			
		租赁和商务服务业	较22A变动	基建业	较22A变动	租赁和商务服务业	较22A变动	基建业	较22A变动
国有行	建设银行	450	-36	385	30	1.82%	-0.52%	0.90%	-0.01%
	农业银行	354	38	411	53	1.70%	-0.08%	0.81%	0.01%
	邮储银行	15	6	38	8	0.83%	0.21%	0.30%	0.04%
股份行	交通银行	80	-11	141	-1	1.00%	-0.24%	0.83%	-0.07%
	招商银行	15	-3	17	1	0.82%	-0.28%	0.20%	0.00%
	中信银行	41	-65	9	-7	0.76%	-1.39%	0.13%	-0.12%
	民生银行	54	16	9	-8	0.95%	0.23%	0.20%	-0.22%
	光大银行	19	1	17	-4	0.61%	-0.08%	0.32%	-0.11%
城商行	华夏银行	24	4	36	1	0.53%	0.07%	1.27%	0.02%
	江苏银行	7	1	5	0	0.30%	0.01%	0.27%	-0.07%
	上海银行	8	4	1	0	0.33%	0.16%	0.07%	0.02%
	浙商银行	58	7	11	10	2.46%	0.00%	1.14%	1.05%
	宁波银行	1	-1	2	0	0.05%	-0.08%	0.21%	-0.01%
	杭州银行	2	0	2	2	0.17%	-0.05%	0.08%	0.08%
	成都银行	4	0	0	0	0.22%	-0.05%	0.02%	0.00%
	重庆银行	0	0	2	-7	0.07%	-0.01%	0.24%	-1.14%
	郑州银行	4	4	1	0	0.71%	0.67%	0.19%	0.01%
	苏州银行	0	0	0	0	0.13%	-0.10%	0.08%	-0.01%
农商行	齐鲁银行	3	0	0	0	0.44%	-0.07%	0.04%	-0.02%
	渝农商行	2	2	14	14	0.20%	0.20%	1.06%	1.06%
	沪农商行	4	1	1	-4	0.39%	0.12%	0.54%	-3.33%
	青农商行	2	0	1	0	0.82%	-0.13%	0.49%	0.19%
合计	1,148	-31	1,105	91	1.25%	-0.23%	0.68%	-0.01%	

数据来源：Wind，东方证券研究所

2.4 监管政策：风险分类新规做实资产质量，一次性影响消退

整体来看，当前商业银行资产质量较为稳健。截至 23Q3，商业银行不良率为 1.61%，较 22 年下行 2bp，拨备覆盖率小幅上行至 207.9%。随着企业、居民和政府部门利润表的持续修复，银行资产质量稳中向好态势有望保持，助力银行节约信用成本。

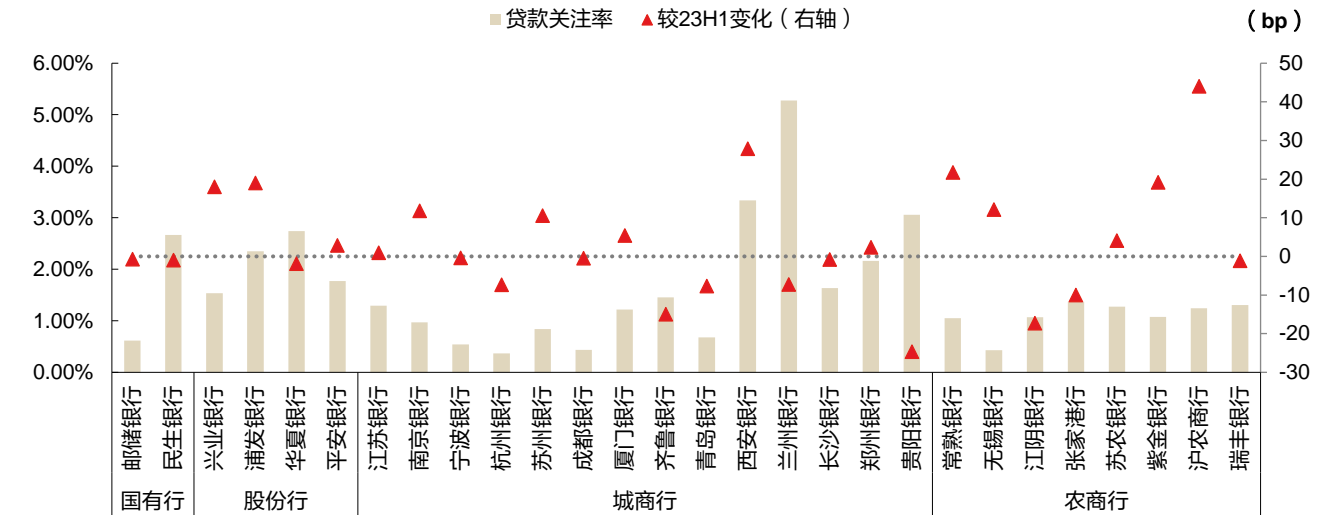
图 29：商业银行不良率及拨备覆盖率 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

风险分类办法实施引发关注率一次性调整，但资产质量向好趋势不变。《商业银行金融资产风险分类办法》于7月1日开始实施，一些银行应监管要求，下调部分正常类贷款至关注类。相比于23H1，23Q3共有九家上市银行披露的贷款关注率上行幅度超过10bp，以股份行和农商行为主。但此次变动主要是监管要求下的一次性调整，不会改变资产质量向好、信用成本改善的长期趋势，同时由于拨备计提基于三阶段资产划分，风险分类实施对于拨备覆盖率水平也不会产生影响，拨备反哺利润空间依然充足。

图 30: 23H1 上市银行贷款关注率

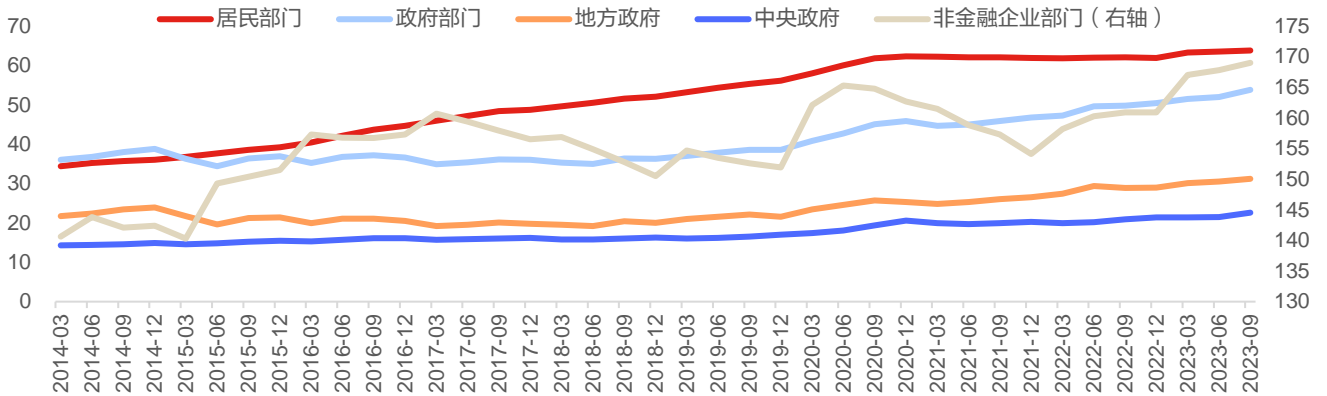


数据来源: Wind, 东方证券研究所

三、资产负债表修复：存量资产息差调整集中反应，关注新发贷款利率拐点

各部门资产负债表修复的过程中，伴随的是存量债务成本的下调，这会给银行净息差带来一定压力。2023 年前三季度实体部门杆杆率上升 13.4pct，其中居民、企业部门杆杆率重拾升势，政府部门在 Q3 加杠杆明显提速（中央政府更强），成为实体加杠杆的核心力量。在 GDP 增速仍然承压的阶段，各部门资产负债表的修复需要债务压力减轻的支撑，对应到真实的经济运行图景，就是存量按揭贷款利率下调（居民部门）、地方债务置换（政府部门）以及 LPR 下调（企业和居民部门）。

图 31：各部门杠杆率（%）

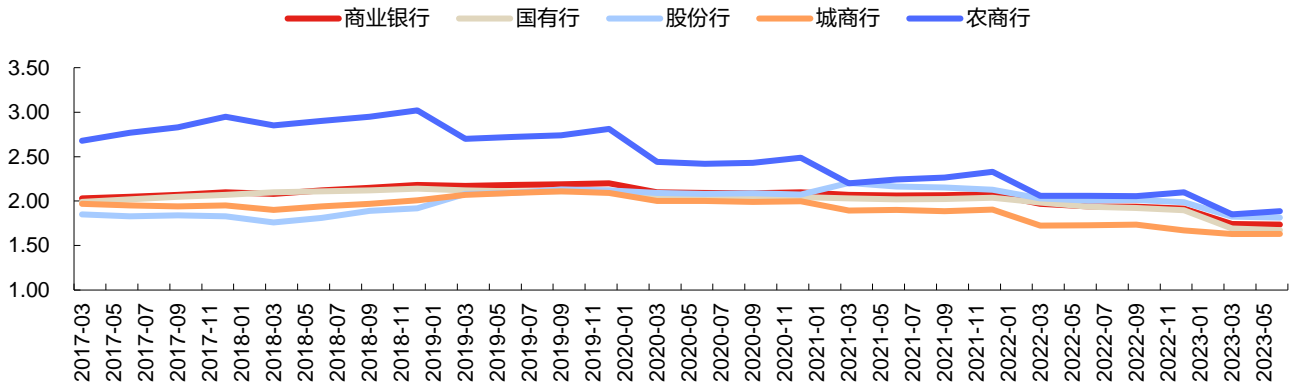


数据来源：Wind，东方证券研究所

3.1 三部门债务成本压降，或拖累银行净息差 14-15bp

三部门债务成本压降，仅从存量角度看，或拖累银行 2024 年净息差 14-15bp。23H1 商业银行净息差较 2022 年全年下降 18bp，23H1 净息差持平于 23Q1。进入 23Q3，受信贷需求较疲软以及全社会各部门债务成本的压降的影响，净息差或继续收窄，从部分披露数据的上市银行看，较 23H1 降幅约 3-4bp。全年来看，我们预计银行净息差仍处收窄区间，四季度降幅或与三季度类似。

图 32：商业银行净息差（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

1、**存量按揭利率下调或拖累息差 5bp 以内。**2023 年 10 月 21 日，央行行长潘功胜在第十四届全国人民代表大会常务委员会第六次会议上作国务院关于金融工作的报告时提到，已有近 5000 万笔、22 万亿元存量房贷利率下降，平均降幅 0.73 个百分点。据此测算，银行净息差将收窄 4.7bp。

表 3：存量按揭贷款利率下调对净息差的影响测算

存量按揭利率下调对净息差影响	
2023 年 9 月末商业银行总资产规模	341 万亿元
存量按揭调整规模	22 万亿元
存量按揭平均降幅 (bp)	73
存量按揭下调对净息差影响 (bp)	-4.71
对营收影响 (亿元)	-1606

数据来源：Wind，东方证券研究所

2、**银行参与政府部门化债或拖累净息差 7-8bp。**测算逻辑为：

1) **需要置换的债务规模或在 13 万亿元左右。**首先，考虑到近年地方债发行利率整体水平不高，或不是债务置换的重点；我们预计目前城投有息债务约 60-70 万亿元（wind 披露的城投有息债务约 57 万亿元，考虑到数据披露的全面性，我们认为实际规模或高于 wind 数据），其中城投债存续规模约 13 万亿元，考虑到上一轮隐债置换针对的是 2017 年 7 月 14 日前发生的债务、城投债久期主要为 3-5 年以及 2019 年以来城投债券融资成本中枢明显下移，我们认为即使存在通过贷款置换到期城投债的可能性，整体规模或也不大；高成本城投非标以及贷款或是债务置换重点，综合考虑久期及发行成本，我们认为 2018 年及之前到期债务是置换重点，占比约 25%（假定城投非标、贷款结构相似），则需置换的规模或在 13 万亿元左右。

图 33：城投债加权平均票面利率 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

2) **银行利润受损度可能低于市场预期。**商业银行参与本轮化债，其中一种方式可能是贷款置换非标和贷款，也可能通过投资特殊再融资债券间接参与化债（我们不排除还有其他方式，但下文主要针对这两种场景进行分析）。

对于第一种方式而言，从存续非标利率水平来看，置换前或在 6%以上，参考当前城投债发行利率（加权平均），我们假定置换后的利率水平中枢或在 4%左右，如果全部通过此种方式参与化债，则对于银行净息差的影响或在 7-8bp，假如银行参与债务置换在负债端有一定补偿，则对银行净息差的影响或在 7bp 以内。

表 4：地方政府债务置换对净息差的影响测算

地方政府债务置换对净息差影响	
城投非标、贷款置换规模	13 万亿元
置换前利率	6.0%
置换后利率	4.0%
城投债务置换对净息差影响 (bp)	-7.6

数据来源：Wind，东方证券研究所测算

对于第二种方式来说，尽管特殊再融资债券票面利率明显低于城投非标和贷款，也低于城投债，但从考虑了信用成本、税收成本、资本成本后的 EVA 视角看，银行利润受损程度或显著低于表征利率的下降。以 5 年期资产久期为例，测算结果显示，银行参与特殊再融资债券的实际收益率水平高于城投贷款和债券，较城投非标仅相差不足 30bp。对应到报表中，可能的表现是净息差虽然收窄，但实际所得税率、减值损失计提下降，甚至是 RORWA 的边际改善。

表 5：银行参与特殊再融资债券的 EVA 比价测算

	名义收益率	资本成本	税收成本	增值税率	所得税率	信用成本	修正后的收益率
城投贷款	4.76%	1.42%	1.42%	6.34%	25.00%	1.75%	1.87%
城投非标	6.14%	1.42%	1.83%	6.34%	25.00%	1.75%	2.82%
城投债券	3.80%	1.42%	1.13%	6.34%	25.00%	1.75%	1.20%
特殊再融资债券（一般）	2.72%	0.14%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.58%

数据来源：Wind，东方证券研究所测算 注：城投非标收益率选取 wind 披露的 5 年期非标加权平均利率，城投贷款利率假定为城投非标和城投债券的平均值

3、综合 LPR 下调以及存款挂牌利率下调影响，或拖累银行净息差约 2bp。

资产端，2023 年 6 月，5 年期 LPR 下调 10bp，根据上市银行 23H1 贷款重定价结构，假定资产重定价日均分布，不考虑新发以及贷款细分结构，我们测算降息对上市银行 2024 年净息差的影响约-4bp。

负债端，2023 年定期存款挂牌利率下调主要有三轮：1) 4 月，中小行调降存款利率，主要跟随 2022 年 9 月大行存款利率下调；2) 6 月，国有行下调存款利率，整体看人民币 2、3、5 年期定期存款分别下调 10bp；3) 9 月，国股行下调存款利率，整体看人民币 1、2、3、5 年期定期存款利率分别下调 10bp、20bp、25bp 和 25bp。**测算过程中，我们假定：**1) 4 月中小行存款利率下调幅度与 2022 年 9 月国股行类似，即人民币 3 年期定期存款下调 15bp，其他均为 10bp；2) 定期存款中，各期限均匀分布。结合 23H1 上市银行存款重定价期限结构，我们测算存款挂牌利率下调累计对银行 2024 年净息差产生约 1.7bp 正向影响。

综合资产、负债两端来看，上市银行 2024 年净息差受影响幅度约-2.2bp。

表 6：23H1 上市银行存贷款重定价结构以及息差变化测算

	不计息/无期限/ 已逾期	3 个月内	3 个月至 1 年	1 年至 5 年	5 年以上
贷款	0.6%	33.7%	57.7%	6.0%	2.0%
存款	1.7%	56.3%	20.1%	21.8%	0.1%
LPR 下调带来的息差影响 (BP)				-3.9	
上市银行 2023 年存款挂牌利率加权平均下调幅度 (BP)				26	
挂牌利率下调对净息差影响 (BP)				1.7	
银行净息差净影响 (BP)				-2.2	

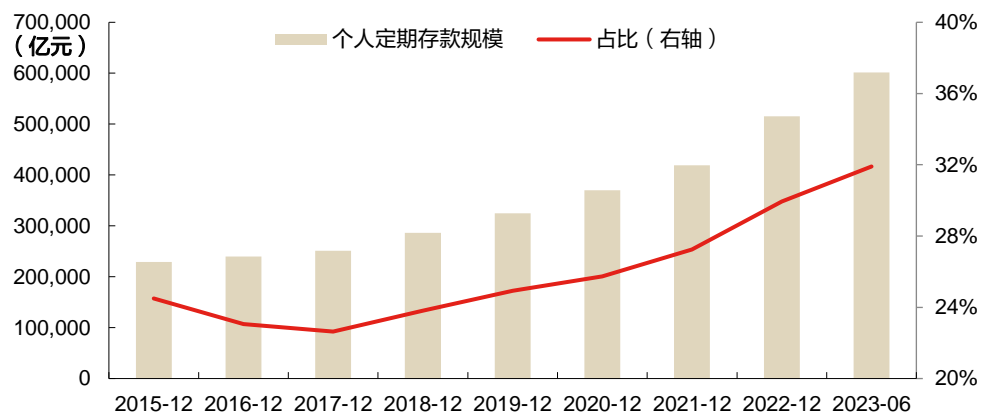
数据来源：wind，公司财报，东方证券研究所测算

3.2 央行呵护银行利润，24Q2-Q3 或是新发利率企稳重要观察时点

央行表态呵护银行利润和净息差，或进一步缓解净息差收窄压力，需重点关注新发利率的边际变化。央行在 2023 年二季度货币政策报告、三季度金融统计数据发布会上，均提及商业银行需保持合理利润和净息差水平，这可能意味着：

- 1) 商业银行单边让利走向尾声，降低实体部门融资成本的同时，需要匹配着负债端成本的压降，这也是 2023 年的真实图景。2023 年以来，存款利率已迎来三次主要调整，尽管受到重定价模式以及存款定期化趋势进一步强化的影响，存款成本改善的效果有所淡化或仍待释放，但我们观察到，上市银行 2018 年开始个人定期存款在存款总额中的占比就持续攀升，其中吸收较多的 5 年期定期存款在 2024 年或有较为集中的重定价，进而带来负债成本率的明显改善，但仍要关注存款定期化的边际走向。此外，我们预计 2024 年存款利率仍有进一步下调可能性。

图 34：上市银行个人定期存款规模及占比

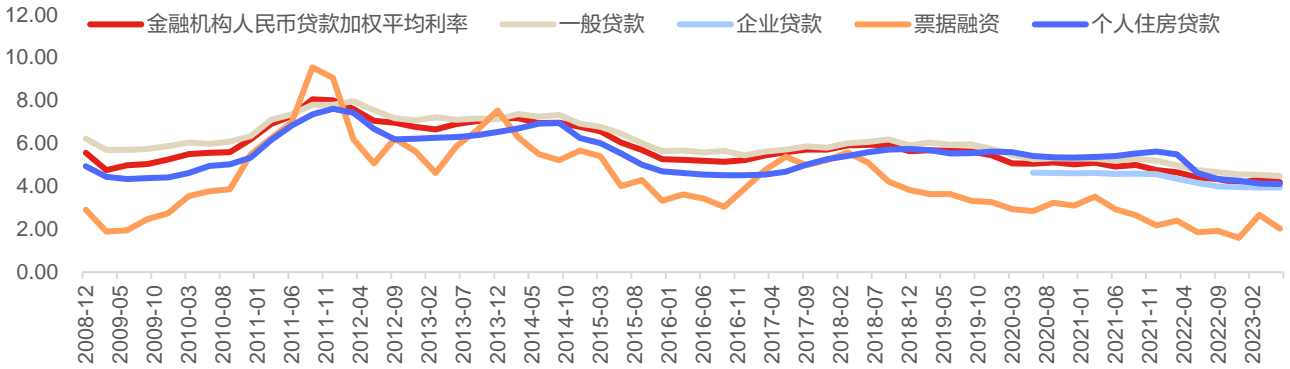


数据来源：Wind，东方证券研究所

- 2) 新发利率即使下降，空间也较为有限。我们不能排除 2024 年 LPR 下调的可能性，鉴于央行也持续表示推动社会融资成本稳中有降，且目前来看，经济修复的斜率还较为平缓。但从多

品种贷款利率当前的水平看，或已在底部位置，如果继续下降，可能难以覆盖风险成本，进而影响服务实体经济的持续性。住房按揭贷款可能是少数仍有一定下调空间的贷款品种。

图 35：金融机构新发放人民币贷款加权平均利率（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

我们认为对新发贷款利率的跟踪较为关键，24Q2-Q3 可能是重要的观察时点。一方面，若“补库”周期得以确认，企业在投资扩产、主动补库存的过程中，信贷需求有望走强，进而带动新发贷款利率企稳。尽管 10 月部分数据表现有一定反复（PPI、PMI），但我们仍对企业补库周期开启持续关注。另一方面，居民部门一定程度也锚定企业部门，因此企业信贷需求的回升也有望带动居民信贷需求的回暖。若新发贷款利率实现企稳，后续修复的斜率或取决于财政政策以及房地产“三大工程”建设的力度。我们预计，进入 2025 年，伴随存量债务成本下降空间有限（其中地方政府债务风险化解或仍需时间），银行净息差收窄压力有望明显缓解。

四、纳入资本新规约束下的银行信贷与再融资展望

4.1 2024 年银行信贷投放的四个支撑因素

宏观资产负债表的修复也在带动银行资产负债表的修复。根据国家金融与发展实验室的测算，前三季度实体经济债务存量的同比增速为 9.3%，债务增速处于历史较低水平，这表明当前资产负债表的修复还在降低债务负担阶段。映射到银行资产负债表上，就是贷款增速的放缓，2023 年 5 月以来人民币贷款增速持续回落，截至 9 月底，已来到 10.9%。

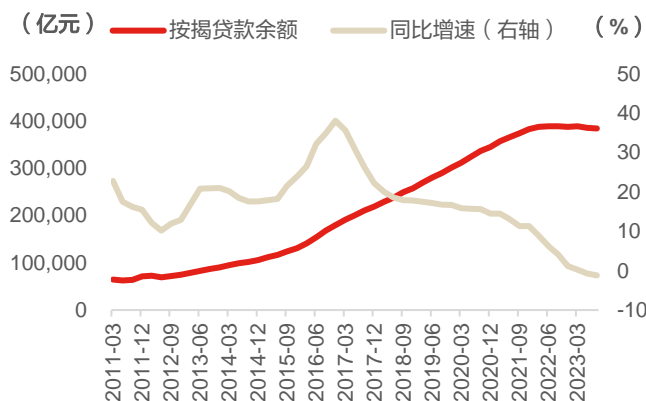
展望 2024 年，我们认为银行信用扩张有四方面的有利因素：

一是财政政策力度加码以及房地产“三大工程”推进。财政力度加码在 23Q3 中央政府杠杆率数据上已经显现，且 10 月财政部增发 1 万亿元特别国债后，财政赤字率从 3% 升至 3.8%，这也为 2024 年财政赤字率进一步提高预留空间。房地产“三大工程”的推进，有望一定程度提振房地产投资。两者均有望对 2024 年银行信贷投放提供有效支撑，一季度信贷开门红仍有望顺利落地。

二是企业或开启“补库”周期。2023 年对公贷款走弱是信贷增速整体转弱的重要因素，本质上是企业融资需求仍然偏弱，使得信贷“开门红”的透支效应较为显著。如补库周期得以确认，有望助力银行贷款“量升价稳”。

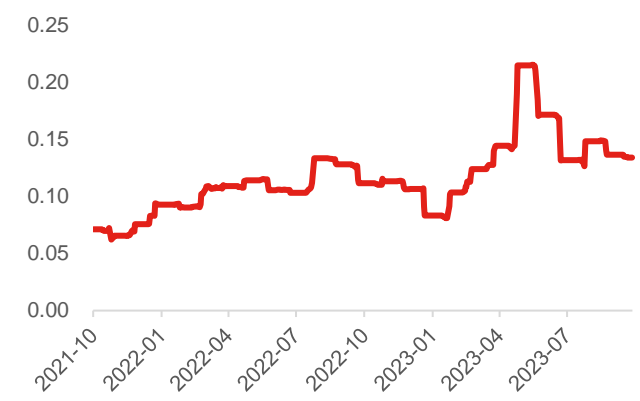
三是居民按揭提前还款现象的缓解。2023 年银行信贷整体呈现“对公强、零售弱”的特点，零售贷款增长乏力的一个重要原因是按揭贷款早偿现象的加剧，在房企销售仍疲弱的背景下，按揭贷款余额已连续两个季度萎缩。9 月下旬存量按揭利率调整，对于缓解早偿有重要作用，我们已经观察到按揭贷款增速降幅的放缓，以及 RMBS 早偿指数的回落并趋于稳定。展望 2024 年，居民部门主动加杠杆的意愿和能力仍待观察，但较为明确的是，按揭早偿对银行信贷增速的拖累有望明显减弱。

图 36：按揭贷款余额及同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 37：RMBS 条件早偿率指数



数据来源：Wind，东方证券研究所

四是资本新规落地，对银行资本约束有一定松绑。2023 年 11 月，国内《商业银行资本管理办法》落地，于 2024 年 1 月 1 日起正式实施。与 2012 年出台的旧资本管理办法相比，在对公、零售业务风险暴露风险权重上，有不同幅度下调，与 2023 年 2 月资本新规征求意见稿相比，也在房地

产、表外业务等方面有所放松，整体体现出鼓励商业银行服务实体经济的精神。对于实施高级法的六家银行（工农中建交招），设置 72.5% 的永久底线，替换原三年并行期资本底线安排。

尽管在同业、投资业务上风险权重呈现一定上升趋势，但根据金管局答记者问，**资本新规实施后，银行业资本充足水平总体稳定，平均资本充足率稳中有升。**这意味着资本新规一定程度释放了银行风险资产额度，利好银行进一步信用扩张，而信贷资源向实体领域的倾斜也具备了利润支撑。对于实施高级法的银行来说，以招商银行为例，我们测算可释放 8.2% 左右的风险加权资产（23H1）。对于实施标准法的银行来说，不考虑市场、操作风险，我们粗略测算加权风险权重有望下降约 1.4pct，对应资本充足率上升约 0.3pct。

表 7：银行风险权重变化静态测算

品种	资产配置占比	权重调整幅度（%）	加权影响幅度（%）
按揭贷款占比	10%	-10.00	-0.97
小微贷款占比	4%	0.00	0.00
一般对公占比	25%	-5.00	-1.27
其他个贷占比	12%	-3.00	-0.37
利率债	27%	-1.00	-0.27
金融债（含次级）	2%	25.00	0.40
企业信用债	2%	-5.00	-0.08
同业存单	2%	15.00	0.32
ABS	0.7%	0.00	0.00
其他投资	0.5%	15.00	0.07
其他	15.8%	5.00	0.79
合计			-1.37
资本充足率提升（绝对值）			+0.3pct

数据来源：Wind，金管局，东方证券研究所测算

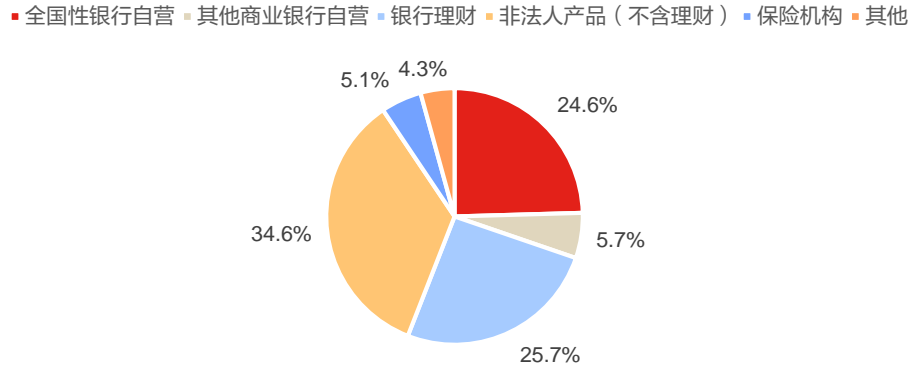
4.2 资本新规对以二级资本债为代表的银行再融资影响有限

此外，我们认为无需过度放大资本新规对银行再融资的影响。二级资本债作为银行补充资本的主流方式，发行门槛相对较低，资本新规之下，二级资本债风险权重从 100% 提升至 150%，因此市场担忧银行补充资本的难度或提升，进而约束资产投放，我们从供求两方面去看这个问题：

1) 二级资本债供给预计不会出现显著回落。银行补充二级资本的方式较为有限，主要是二级资本债以及超额损失准备，但后者直接影响银行利润，因此银行有发行二级资本债的刚性需求。

2) 由资本新规所带来的收益率上行或较为有限。从持有者结构看，过往数据显示，银行自营资金占比仅 3 成左右，且主要为国有行。广义基金是二级资本债更为主要的参与者。从 EVA 的角度出发，考虑到风险权重上升 50pct，理论上银行自营对二级资本债收益率要求或提升约 70bp。但商业银行通常从一级市场参与二级资本债投资，且定价上掺杂了较多非市场化因素，因此我们预计发行价格的抬升幅度或明显低于理论测算值，这也会间接传导至二级市场。

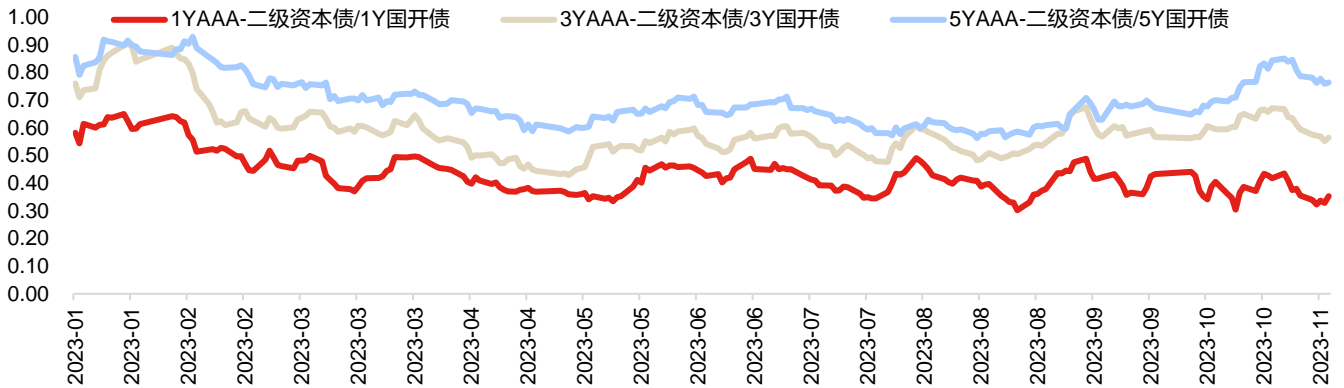
图 38：银行二级资本债投资者结构



数据来源：中国债券信息网，东方证券研究所 注：数据截至 2021 年 2 月

2023 年二级资本债信用利差走势已经侧面印证了这一点，2 月资本新规征求意见稿发布后，二级资本债信用利差调整较为有限，11 月初资本新规正式落地后，伴随资金面的好转，利差迅速收窄。我们不排除一种可能性，考虑到风险权重的上行，银行或适度提高二级资本债的交易活跃度。

图 39：二级资本债信用利差走势 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

4.3 2024 年 TLAC 工具缺口或约 2.2 万亿元

为满足全球金融委员会提出的 TLAC 监管要求，四大行 TLAC 非资本债券有望于 2024 年落地。TLAC（总损失吸收能力）准则于 2015 年提出，针对的是全球系统性重要银行（以下简称“G-SIBs”），目前国内 G-SIBs 为工、农、中、建四家国有大行。国内 TLAC 监管体系也扎实推进，2021 年 10 月发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》，2022 年 4 月发布《关于全球系统重要性银行发行总损失吸收能力非资本债券有关事项的通知》，进一步对 TLAC 非资本债券相关细则进行明确。

TLAC 主要由两部分构成。一是剩余期限 1 年以上（或无到期日）的监管资本，扣除缓冲资本（风险加权资产的 2.5%）后，全额计入 TLAC；二是 TLAC 非资本债券可全额计入，且虽为“非

资本债券”，但具有次级属性，条款设计上需包含减记或转股，受偿顺序优先于资本工具，劣后于普通商业银行金融债。

TLAC 准则之下，有两大核心指标要求。一是总损失吸收能力风险加权比率（TLAC 规模占风险加权资产的比重），二是总损失吸收能力杠杆率（TLAC 规模占调整后的银行表内外资产余额比重）。根据要求，G-SIBs 自 2019 年起（发达国家自 2025 年起）总损失吸收能力风险加权比率需达到 16%，总损失吸收能力杠杆率达到 6%，2022 年起（发展中国家自 2028 年起）总损失吸收能力杠杆率达到 18%，总损失吸收能力杠杆率达到 6.75%。

2024 年四大行 TLAC 监管缺口在什么水平？我们预计在 2.2 万亿元左右。测算核心假设：1）四大行 2024 年风险加权资产增速锚定 2019-2022 年复合增速；2）考虑低基数效应，2024 年归母净利润增速较 23Q3 累计增速上升 1pct；3）股利支付率维持在 30%；4）永续债利息、优先股股利支付基本保持稳定；5）存款保险基金余额选取 2018-2021 年均值，主要考虑到 2022 年金融机构风险处置对存款保险基金的耗用较多，因此剔除。综上测算得到缺口为 1.68 万亿元。此外，还需考虑 2024 年四大行有 5400 亿元资本工具到期，由此我们测算四大行 2024 年 TLAC 监管缺口约 2.2 万亿元（可由资本工具、TLAC 非资本债券共同满足）。

表 8：2024 年四大行 TLAC 监管缺口测算（亿元）

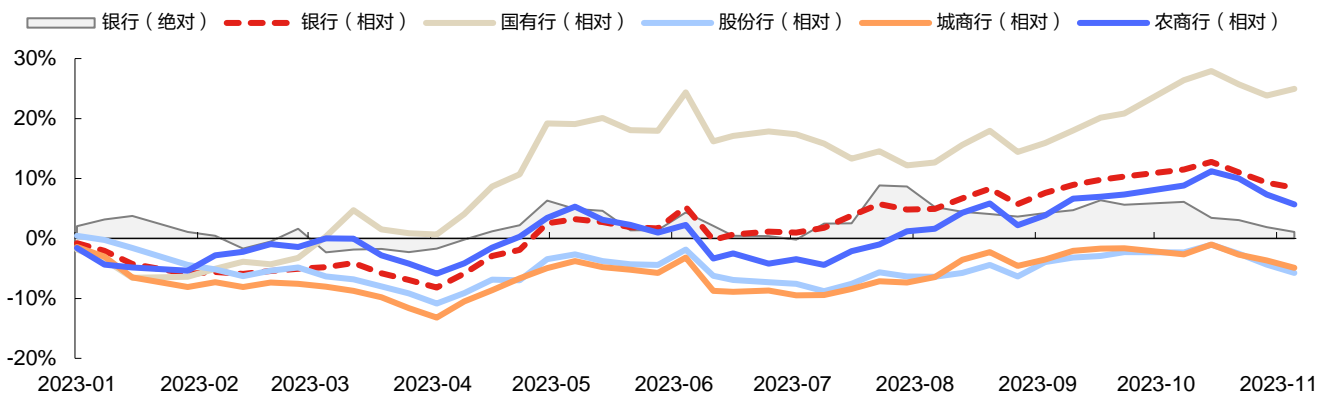
	工商银行	建设银行	中国银行	农业银行
核心假设（针对 2024 年）				
RWA 增速	6.0%	9.4%	5.9%	8.6%
归母净利润增速	2.1%	4.3%	2.0%	6.0%
存款保险基金规模			904	
存款保险基金计入比例	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%
截至 2023 年 11 月 16 日四大行资本工具发行量			7650	
2024 年 TLAC 监管缺口（不考虑到期量）			16840	
2024 年内四大行资本工具到期量			5400	
2024 年 TLAC 监管缺口			22240	

数据来源：Wind，东方证券研究所测算

五、投资策略

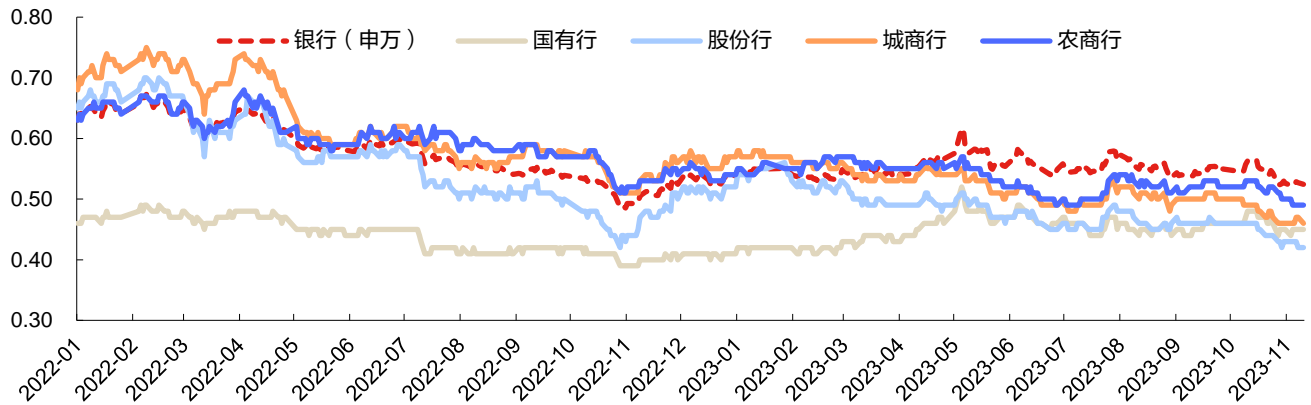
回顾 2023 年银行板块走势，兼具绝对收益和相对收益，国有行表现突出，城商行估值回落显著。截至 11 月 17 日，银行指数累计涨幅 0.7%，沪深 300 为-7.8%，其中国有行相对收益最为明显，其次为农商行，而股份、城商行相对收益为负。整体看，指数增长仍归因为利润增长，估值层面，除国有行 PB (LF) 实现近 10%的提升外，其他三类银行估值均较年初进一步下移，其中城商行估值回落最为显著 (-19.3%)，PB (LF) 已来到 0.46 倍，位于 2019 年以来的后 1%分位。

图 40: 银行（申万）及各板块收益表现



数据来源: Wind, 东方证券研究所 注: 相对收益为相对沪深 300 涨幅

图 41: 银行（申万）及各板块 PB (LF) 估值变动

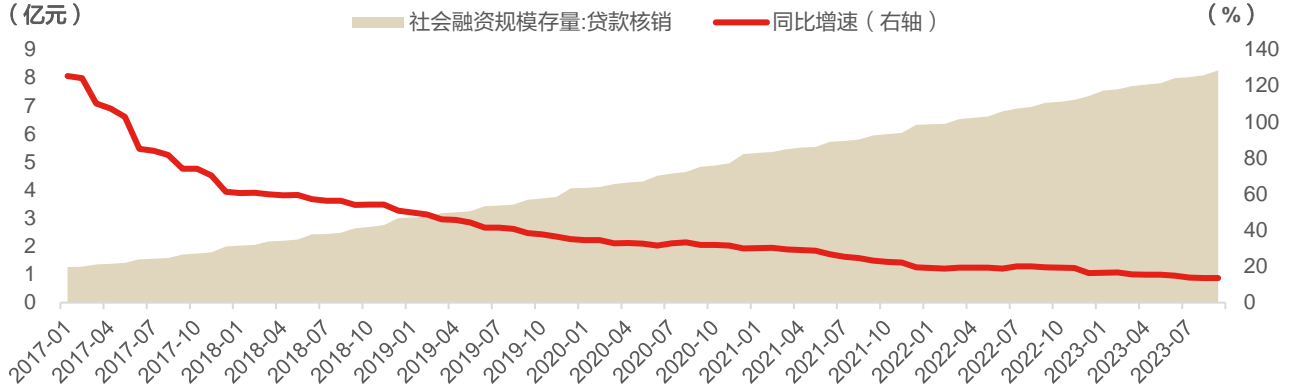


数据来源: Wind, 东方证券研究所

展望 2024 年，我们认为或是银行基本面筑底之年。2023 年召开的中央金融工作会议，首次在中央层面提出“金融强国”，强调化解金融风险，奠定了接下来金融行业高质量发展的主基调。2023 年下半年以来的财政政策力度加码，有望助力银行 2024 年信贷开门红落地，进而支撑全年资产投放和业绩增速。全社会各部门资产负债表修复过程中的债务成本压降，尽管还会给银行息差带来压力，但预计全年收窄幅度或小于 2023 年，同时更需要关注新发贷款利率的拐点，24Q2-Q3 或是重要的观察时段。我们亦观察到 2023 年以来居民可支配收入增速持续提升，企业利润增长的边际好转，国股行新增对公房地产不良贷款的明显放缓，中央政府和金融机构以多种方式支

持地方化债，这些都指向银行信用成本的改善趋势，实际上我们测算下来上市银行 23H1 信用成本已经较去年同期下降 22bp。

图 42：社会融资规模存量贷款核销规模及同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

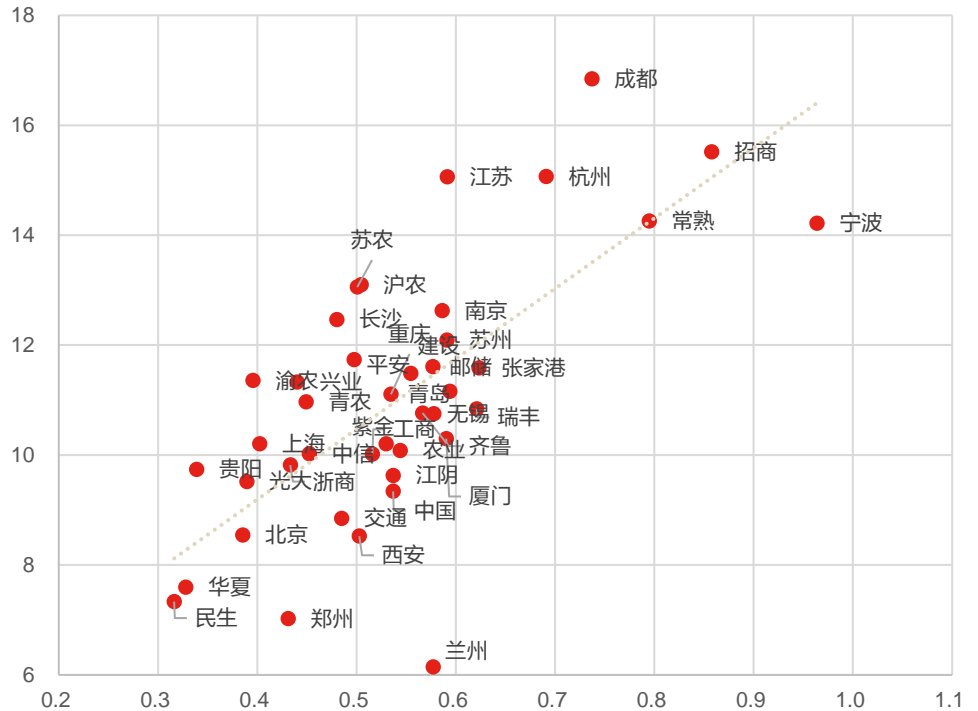
投资策略上，我们建议两条主线。一是江浙地区优质城商行：1) 城商行天然具备涉政业务参与深入的特点，受益于财政政策加力提效，城商行 2024 年信贷投放或较为可观；2) 江浙地区优质城商行参与地方债务化解的深度有限，潜在的息差受损或也较为可控；3) 23Q3 债市回调对城商行业绩拖累较为明显，但同时也将其他非息收入增速带入低基数区间，伴随财政支出规模增加，银行间流动性将得到有益补充，城商行其他非息收入增速有望边际改善；4) 2023 年以来城商行估值调整最为显著，当前估值处于历史末位水平，但江浙地区优质城商行 ROE 依旧保持明显优势。建议关注：江苏银行(600919，买入)、宁波银行(002142，未评级)、苏州银行(002966，买入)、杭州银行(600926，未评级)。

表 9：23H1 各类型上市银行涉政类贷款占比

银行类型	涉政类贷款占比	银行类型	涉政类贷款占比
国有行	36.02%	城商行	26.03%
	29.18%		23.62%
	32.89%		26.14%
	34.01%		20.16%
	18.48%		21.61%
股份行	32.13%		39.83%
	15.85%		41.52%
	23.10%		31.61%
	22.67%		15.49%
	21.06%		23.73%
	23.55%		47.21%
	22.94%		36.17%
	2.52%		31.28%
	31.38%		23.58%
	18.59%		21.62%
农商行	18.40%	32.01%	
	21.60%	21.81%	
	9.15%	12.53%	
	22.25%		
	25.82%		
	10.69%		
	10.43%		
	13.94%		
	8.33%		

数据来源：Wind，东方证券研究所 注：涉政类贷款包括租赁服务业以及基建三行业

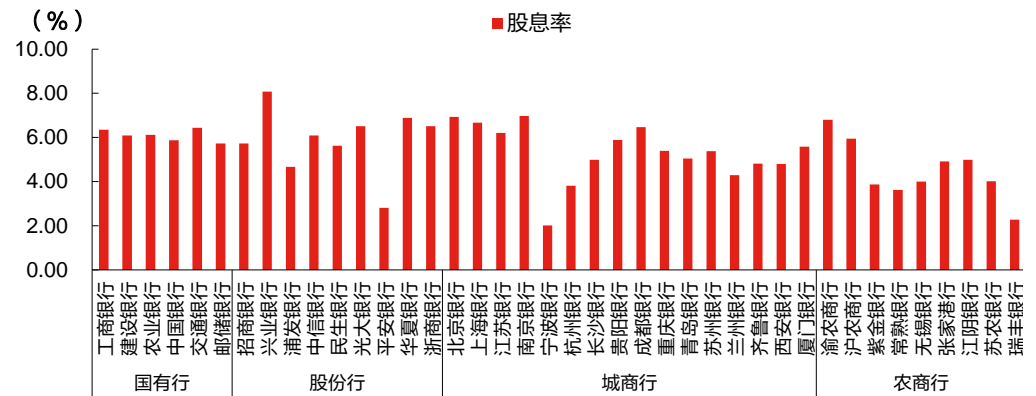
图 43：上市银行 PB-ROE 分布



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：PB (LF) 截至 11 月 17 日，ROE 为 23Q3 数据

二是国有大行：当前国有行股息率在 6% 上下，工行、交行达到 6.5% 左右，大行 H 股股息率普遍在 8%-9%。我们认为大行高股息策略的核心是经济增速下台阶过程中显现的高性价比，该策略有效的关键在于银行能够进行稳定分红，本质上是能否保持住较好的利润增长。**当前央行倾向于呵护银行合理利润和净息差水平**，这就意味着：1) 即使继续让利实体，让利的幅度也较为可控，且单边让利基本结束，成本端也有望迎来持续补偿；2) 近年来商业银行拨备覆盖率持续抬升，大行拨备覆盖率整体在 250% 左右，处于 2015 年以来的高位水平，且显著高于监管底线要求，这意味着如果监管希望银行保持合理利润，通过拨备反哺利润也确有空间。建议关注：农业银行(601288, 未评级)、中国银行(601988, 未评级)、工商银行(601398, 未评级)、建设银行(601939, 未评级)等。

图 44：截至 11 月 17 日上市银行股息率



数据来源：Wind, 东方证券研究所

六、风险提示

- 1、经济复苏不及预期：若经济复苏不及预期，则实体部门融资需求、居民部门消费需求等信贷需求偏弱，将对信贷投放规模以及利率产生不利影响，银行经营或面临量、价压力；
- 2、房地产等重点领域风险蔓延：若重点领域风险暴露增加，则银行资产质量可能恶化，导致信用成本承压，利润受损；
- 3、测算相关风险：本文部分测算过程采用较多主观假设，若主观假设与实际情况存在偏差，或导致测算结果误差较大。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。