

银行业2024年度策略： 行而不辍，未来可期

证券分析师：

郭其伟 执业证书编号：S0210523080001

研究助理：

付思雨
谢洁仪

- **2024年信贷政策向高质量发展倾斜，我们预计2024年信贷增长将增量持平、节奏平稳、结构优化。**从需求端看，财政适度发力，有望带动基建等领域需求。从供给端看，货币政策将社融规模同价格水平预期目标挂钩，社融增量有望小幅提升。信贷政策的导向更倾向于结构性调整而非总量刺激，下一阶段对科技创新、制造业、绿色发展、普惠小微等重点领域或加大信贷支持力度。
- **2024年息差或延续收窄态势，资产端仍有降息空间，息差压力主要通过负债端缓释。**2023年行业净息差继续收窄。往后看，政策端对降低融资成本有诉求，海外加息结束为国内降息腾空间，资产端收益率或进一步下行。稳息差维持银行合理利润空间逐渐成为共识，负债端有望继续通过存款利率调整稳息差。
- **2024年资产质量受零售风险的滞后暴露影响，不良率或会小幅提升。**今年以来不良率稳步下降，关注率略有波动，其中零售贷款不良率提升，预计明年仍有一定风险暴露。地产领域，中央政治局会议将地产风险纳入系统性风险范畴，后续有望出台更多稳地产支持政策，预计未来风险整体可控。城投领域，新一轮化债工作开启，特殊债再融资发行规模接近1.4万亿，随着存量债务置换的落地，弱资质地区信用环境有望好转。

- **银行资本补充诉求较强，二永债是目前重要的资本补充途径。** 银行业经营整体处于“以量补价”阶段中，利润转增带来的资本补充慢于生息资产扩表引起的RWA消耗，银行外源性资本补充诉求较强；TLAC要求下，入选银行也需要通过资本补充在2025年满足相关要求。再融资新规之后，银行股权融资难度提升，主要仍需通过二永债补充资本。
- **投资建议：**（1）在高质量发展政策下，国有行的估值还将持续提升。不管是高质量发展，还是产业政策落地，都离不开国资的支持。而广泛参与国资项目的国有行预计将长期受益于这一趋势。建议关注交通银行。（2）对中小银行建议关注信用底的逻辑。预计明年在信贷方面仍将保持一定的投放力度，社融不弱。财政政策“提质增效”，也会引导更多资金导向实体，降低资金空转。明年货币和财政联动，经济“先立后破”，都有利于中小银行的基本面加快修复。建议关注招商银行、长沙银行。资产质量会是中小银行的分水岭。尽管重点领域的风险获得了政策兜底，但是我们预期明年仍然存在局部性和结构性的风险暴露。尤其在资本较为紧缺的情况下，部分银行回转余地较为有限。风险暴露对基本面会造成一定的压力。建议优选位于经济增长较好的重点区域、率先解决风险包袱的标的。建议关注民生银行。
- **风险提示：**宏观经济复苏不及预期。政策力度和持续时间不及预期。信用风险波动。

- 信贷政策向高质量发展倾斜, 质优于量
- 资产端仍有降息空间, 负债端缓释息差压力
- 资产质量稳中向好, 受零售风险影响仍有波动
- 资本新规落地, TLAC脚步渐近
- 财务预测
- 投资建议
- 风险提示

➤ 2023年四季度以来，从特殊再融资债发行到万亿特别国债计划实施，政府债融资额走高成为社融的重要增量。2024年财政端有望保持发力状态：

- 12月政治局会议分析研究2024年经济工作，提出“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，相较过往关于财政政策“加力提效”的表述，今年的表述增加了“适度”。
- 我们认为明年财政有望持续发力，但是不会过度扩张。上次政治局会议提到“适度”的要求在2016年，本次会议提及“适度”，预计财政支出结构上更为均衡。

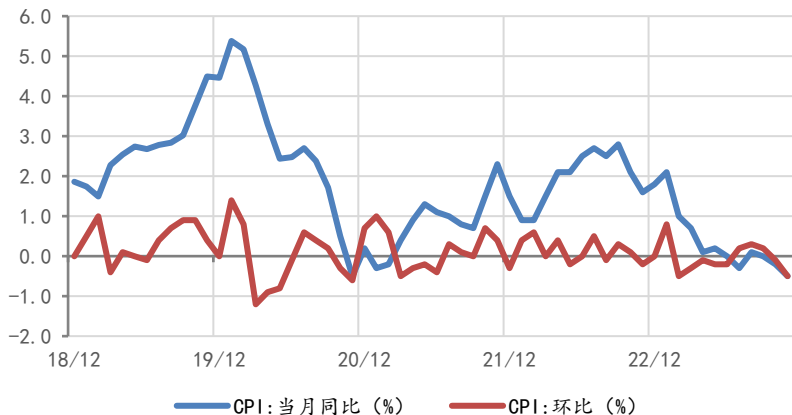
表：提及“适度”的政治局会议

时间	财政政策	财政政策目标
2016/4/29	要坚持适度扩大总需求，实行积极的财政政策和稳健的货币政策，坚定不移以推进供给侧结构性改革为主线，加快培育新的发展动能，改造提升传统比较优势，全面落实“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大重点任务。	适度扩大总需求
2016/7/26	要坚持适度扩大总需求，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，注重相机、灵活调控，把握好重点、节奏、力度，为供给侧结构性改革营造良好宏观环境。……要落实各项减税降费措施保证公共支出能力和力度，发挥财政资金效应，引导社会资金更多投向实体经济和基础设施建设薄弱领域。	适度扩大总需求
2017/7/24	要保持政策连续性和稳定性，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，确保经济平稳健康发展，提高经济运行质量和效益	适度扩大总需求
2023/12/8	积极的财政政策要适度加力、提质增效。	适度加力、提质增效

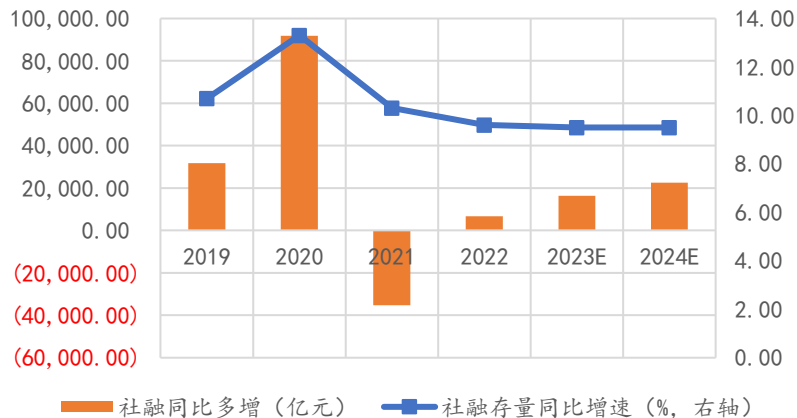
► 强调社融规模同经济增长和价格水平预期目标相匹配。

- 2023年12月的中央经济工作会议对2024年货币政策强调“保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，与2022年相比，多了“和价格水平预期相匹配”。
- 今年以来需求的回升相对缓慢，物价指数持续走弱，政策强调明年社融、M2的增长也同样要服务好物价指标，进一步促进经济增长，我们认为在“内需持续改善，物价上行动能进一步积蓄”的预期下，2024年社融增量有望较2023年小幅提升。

图：2023年下半年CPI同比处于低位

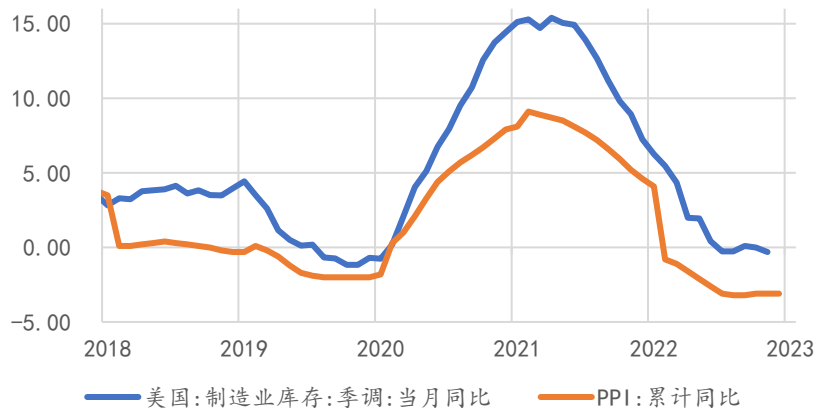


图：社融增速和同比多增

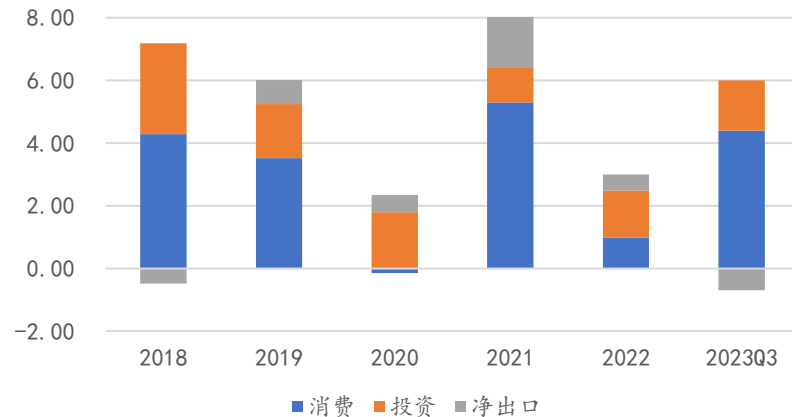


- 2024年在海外补库存需求下，出口有望回升，进而带动中小企业和居民收入和预期改善。
- 当前海外位于库存周期底部，2024年或面临补库需求。随着外需扩张，我国PPI有望跟随海外补库需求一起回升。
- 出口是2023年经济增长的负面因素，23Q3末净出口对GDP的累计同比拉动为-0.7%。如若2024年海外补库拉动出口增长，在出口带动下中小企业需求有望回升，继而带动个人经营贷和个人消费贷等零售信贷需求边际回暖。

图：海外库存处于低位，2024年PPI有望随补库需求回升

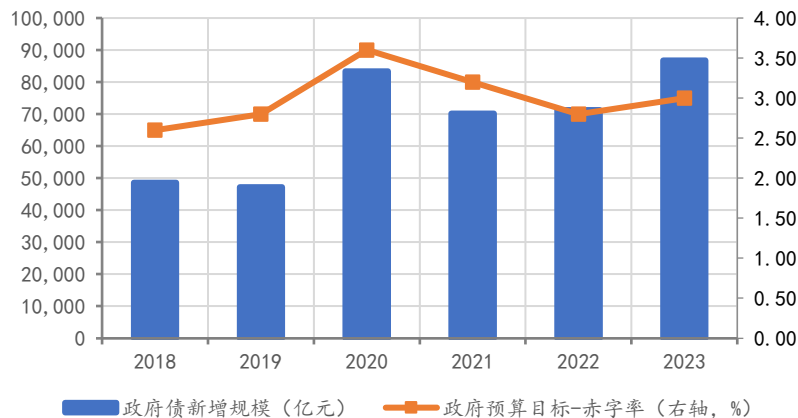


图：“三驾马车”对GDP的同比拉动 (%)

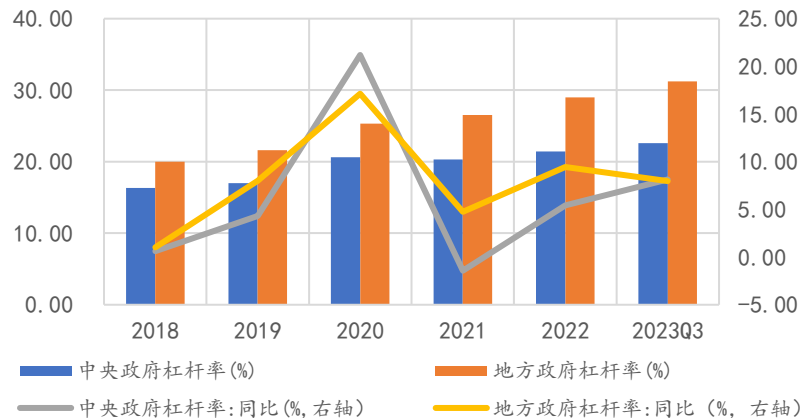


- ▶ 在“稳中求进、以进促稳”的发展诉求下，政策推动发挥投资的关键作用，有望带动基建等领域需求。
- 一是随着特殊再融资债发行，严控隐债规模导向下显性债务增长或将提速，财政发力有望从地方政府加杠杆向中央政府加杠杆倾斜；
 - 二是2023年四季度增发万亿特别国债，部分资金将于2024年下拨至具体项目，带动基建需求扩张。结合当前国内经济弱复苏的态势和稳增长的诉求，我们认为2024年在加大基建投入等方式扩大内需的背景下，对公端信贷需求有望被拉动。

图：2023年政府债新增规模为2018年以来最高

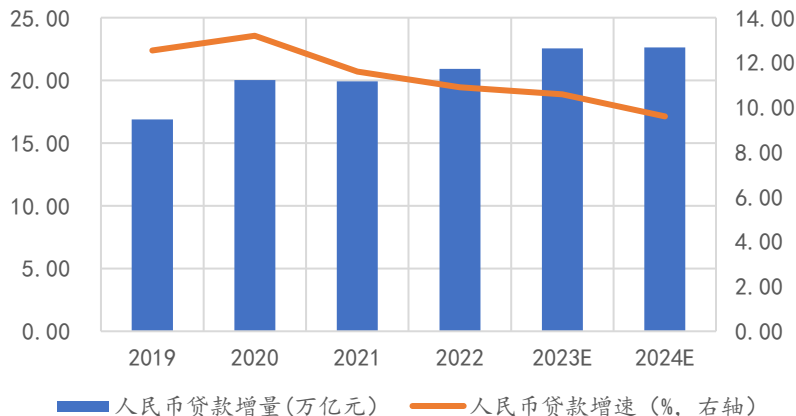


图：中央政府杠杆率同比提升

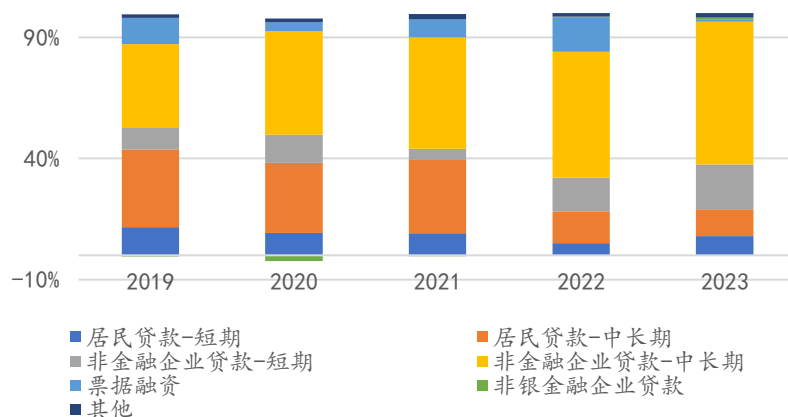


- ▶ 政策强调“高质量发展”，我们预计2024年信贷增长将增量持平、节奏平稳、结构优化。
- 从总量上看，金融工作会议要求“盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率”，对信贷政策的导向更倾向于结构性调整而非总量刺激，将信贷存量盘活与优化新增放在同等重要的位置。
- 从结构上看，央行23Q3货政报告提出科学看待信贷总量和信贷结构的变化，强调“盘活存量资金、提高资金使用效率要求信贷结构有增有减”，我们认为下一阶段信贷政策会向着落实高质量发展倾斜，更强调引导优化贷款投向，对科技创新、制造业、绿色发展、普惠小微等重点领域加大信贷支持力度。

图：预计2024年信贷增长总量持平



图：2023年信贷增量的主要贡献为对公贷款

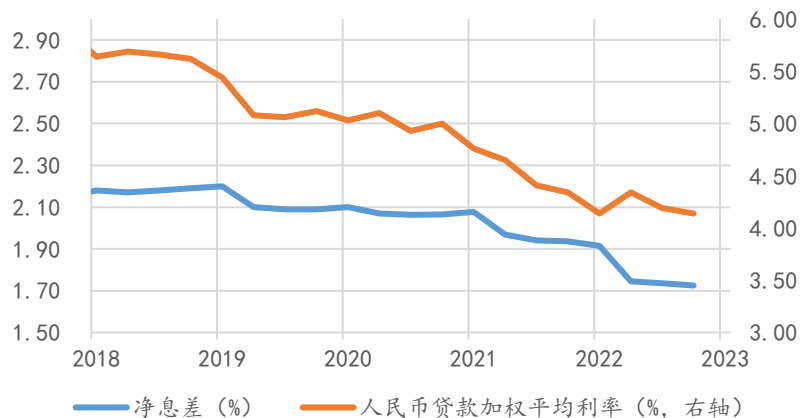


- 信贷政策向高质量发展倾斜, 质优于量
- 资产端仍有降息空间, 负债端缓释息差压力
- 资产质量稳中向好, 受零售风险影响仍有波动
- 资本新规落地, TLAC脚步渐近
- 财务预测
- 投资建议
- 风险提示

▶ 资产端收益率下行带动息差收窄，稳息差逐渐成为行业共识。

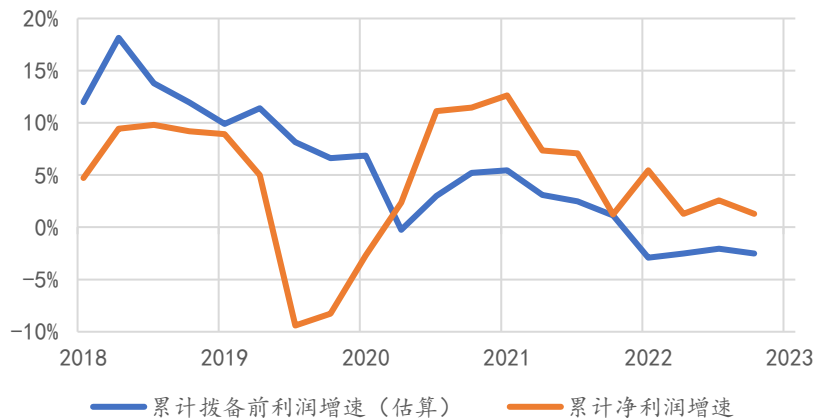
- 2023年以来净息差收窄和贷款利率下滑趋势仍在延续，在资产端LPR利率下调、存量房贷利率下调和负债端存款定期化趋势延续的双重夹击下，23Q3末净息差为历史最低值。
- 随着银行息差收窄、营收和利润增速走低，监管也开始强调“商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平”，我们认为出于对银行维持合理利润空间的需要，稳息差逐步成为行业和监管共识。

图：2023年前三季度净息差收窄18bps



数据来源：wind，华福证券研究所

图：2023年银行业利润增速处在较低水平

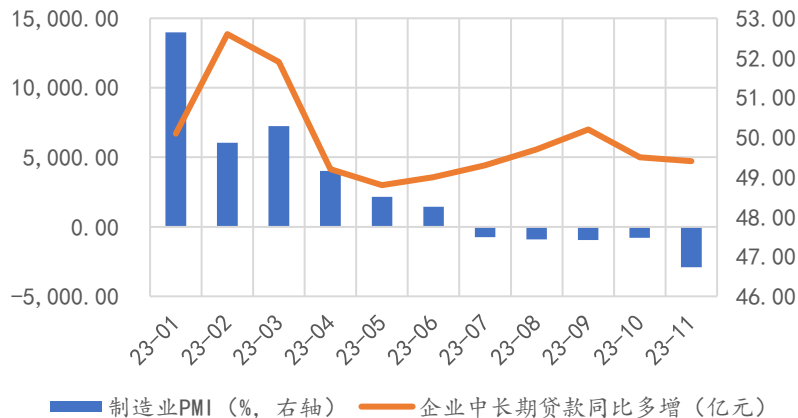


数据来源：wind，华福证券研究所

► 政策端对降低融资成本有诉求，海外加息结束为国内降息腾空间。

- 政策端对于明年货币政策的总基调是“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，并且中央经济会议自2019年以来首次对降低融资成本提出明确要求，强调“促进社会综合融资成本稳中有降”。同时，考虑到海外加息接近尾声，近期人民币兑美元汇率企稳，外部压力对降息的掣肘逐渐解除，我们认为2024年在金融支持实体的政策要求下，LPR利率或有进一步下调的可能，幅度预计在10bp以上。

图：下半年以来企业端需求较弱，亟待融资成本下行



数据来源：wind，华福证券研究所

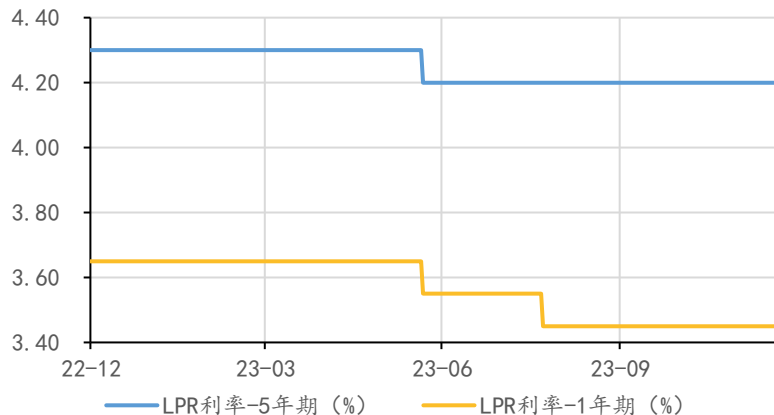
图：近期人民币兑美元汇率企稳



数据来源：wind，华福证券研究所

- 2024年预计将有以下几个因素带动资产端收益率下行，综合判断净息差或收窄25bp左右。
- 2023年2次LPR下调：1年期和5年期LPR分别下调20bp和10bp，将带来部分贷款在2024年初统一重定价。
- 存量房贷利率下调：9月降低存量首套住房贷款利率政策出台，虽然存量房贷利率调降已在2023年完成，但是由于调降时点为四季度，对2023年息差影响被全年摊薄，息差影响将在2024年进一步显现。
- 地方化债：近期地方化债步履不停，存量高定价政信类贷款或在政策引导下被低定价贷款置换，将对息差产生一定冲击。

图：2023年LPR经历2次非对称下调



年内三次下调存款挂牌利率，存款利率下调或为大势所趋

► 年内三次下调存款挂牌利率。

- 近年来，监管引导商业银行降低负债成本。今年国有大行在2023年6月、9月、12月下调存款挂牌利率，其他中小行后续也陆续跟进。

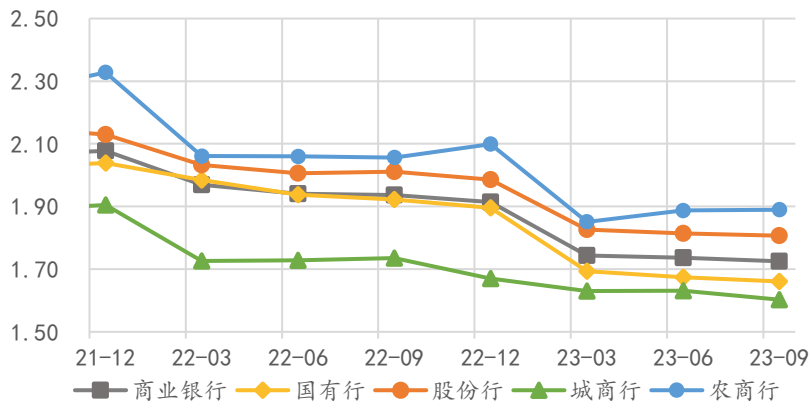
图：今年以来银行存款降息动作频频

时间	会议/文件	主要内容
2023/4/1	多家中小银行下调存款利率	4月以来，河南、广东、湖北、陕西等多地至少20家中小银行下调人民币存款挂牌利率。渤海银行、恒丰银行、浙商银行3家股份制银行下调人民币存款挂牌利率
2023/5/10	通知存款、协定存款自律上限调整	相关监管部门已发文调整协定存款和通知存款自律上限，其中国有银行执行基准利率加10个基点，其它金融机构执行基准利率加20个基点。同时，停办不需要客户操作、智能自动滚存的通知存款，存量自然到期。该自律上限调整将自5月15日起执行。
2023/6/8	新一轮存款利率下调	6月8日，新一轮存款利率下调正式开启。工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行6家大型商业银行均下调人民币存款挂牌利率。6月12日，多家股份行跟进下调。
2023/9/1	存款利率下调	多家银行更新人民币存款利率表，一年期整存整取利率下调10个基点至1.55%，二年期整存整取利率下调20个基点降至1.85%，三年期和五年期整存整取利率下调25个基点，分别至2.2%和2.25%。
2023/12/21	国有大行下调存款利率	广州日报全媒体记者独家获悉，国有大行将于12月22日下调存款利率，这距离上一轮调降存款利率隔了3个多月。其中，1年及以下、2年、3年、5年期的定期存款挂牌利率分别下调10BP、20BP、25BP、25BP。

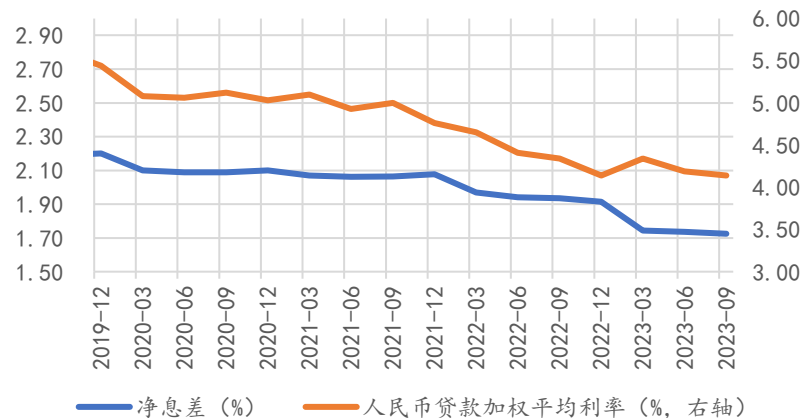
监管引导下，存款利率下调或是大势所趋。

- 今年中央经济工作会议提出“促进社会综合融资成本稳中有降”，预计降低实体融资成本会是明年及未来几年的长期任务。而近两年银行资产端收益率仍有进一步下行的空间，不具备明显回升的基础。展望未来，若想维持银行合理的息差和利润，存款利率的下调或是大势所趋。

图：各类型银行净息差均已达历史低位



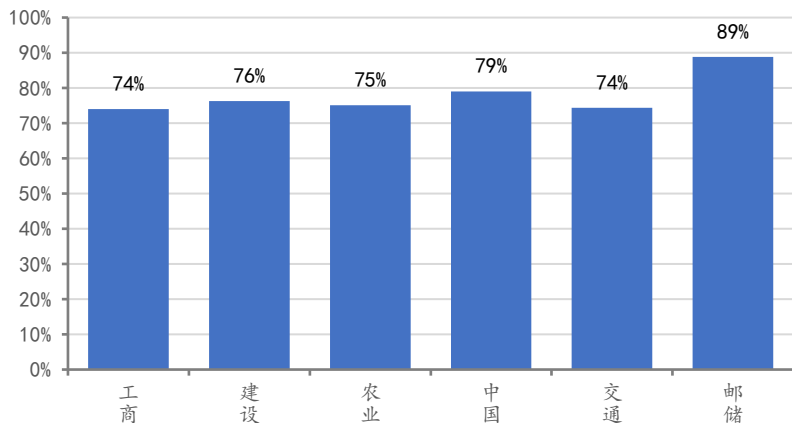
图：银行净息差和贷款加权平均利率



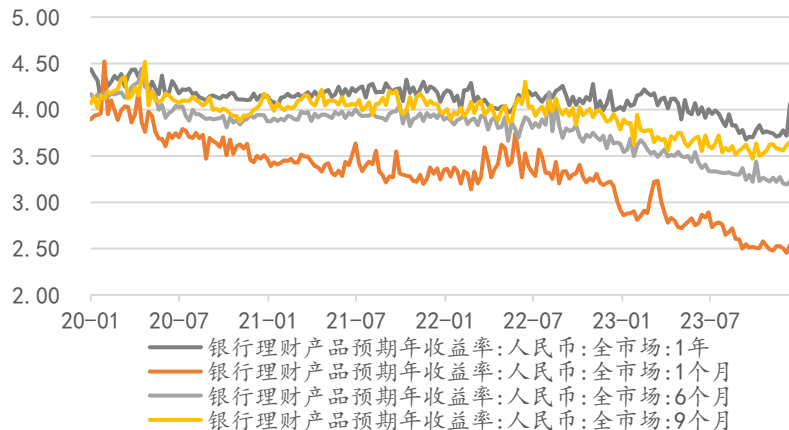
➤ 存款重定价预计会较快反映在报表上，其中个人存款利率下调或更明显。

- 今年国有大行定期存款挂牌利率下调共有3轮，其中9月份、12月份分别下调一年期定期存款挂牌利率10bp。而国有大行在1年以内重定价的存款占比平均值为78%，因此预计存款挂牌利率下调将较快反映在明年报表。其中，个人存款利率下调相比公司存款下调或更明显，一方面，替代产品银行理财产品收益率下降明显，另一方面机构客户的议价能力较强，对公存款利率存在一定的刚性。

图：国有大行1年以内存款重定价占比



图：银行理财产品预期年收益率



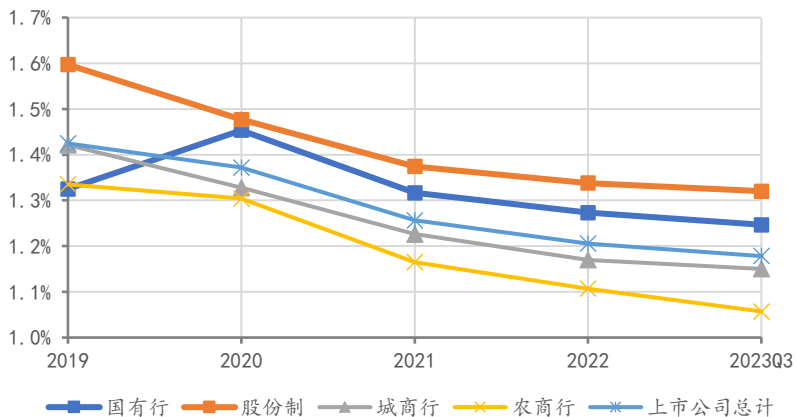
- 信贷政策向高质量发展倾斜, 质优于量
- 资产端仍有降息空间, 负债端缓释息差压力
- 资产质量稳中向好, 受零售风险影响仍有波动
- 资本新规落地, TLAC脚步渐近
- 财务预测
- 投资建议
- 风险提示

预计明年受零售风险的滞后暴露影响，不良率小幅提升

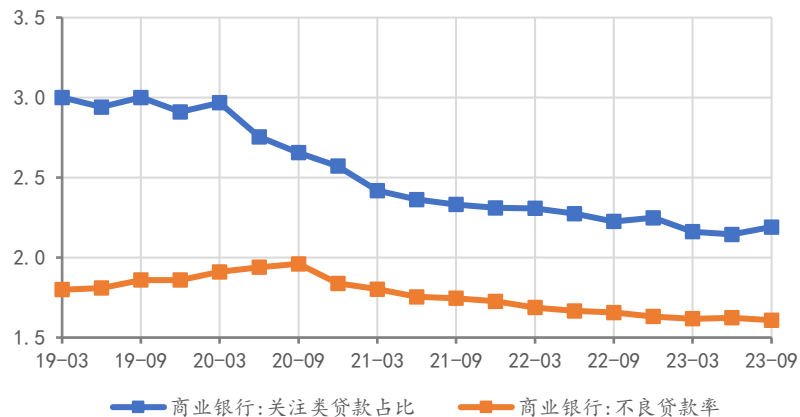
➤ 今年以来不良率稳步下降，关注率略有波动。

- 截至9月末，上市银行平均不良率为1.18%，较年初下降3bp，其中农商行不良率下降5bp，下降幅度最大。商业银行整体不良率为1.61%，较年初下降2bp，关注率为2.19%，较年初下降6bp，三季度环比提升5bp，主要与7月1日起施行《商业银行金融资产风险分类办法》有关。

图：上市银行的不良率



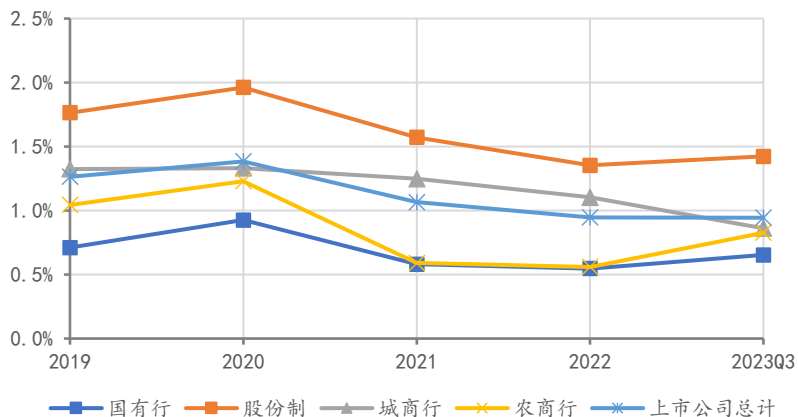
图：商业银行的不良率及关注率



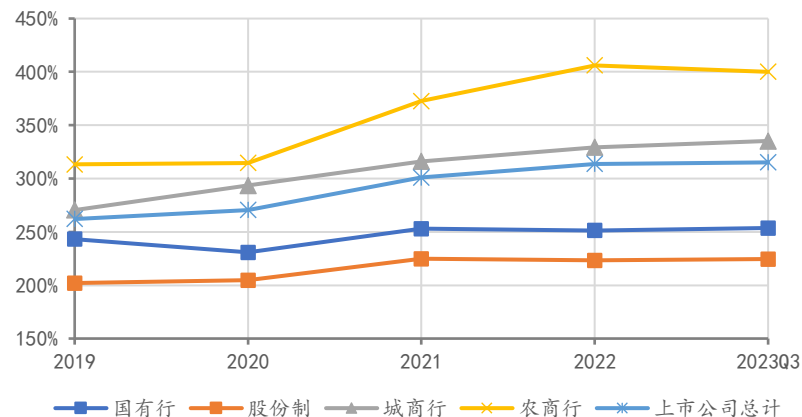
不良生成率分化明显，风险抵补能力稳中有升。

- 截至9月末，上市银行不良贷款生成率为0.94%，较年初下降0.01pct。其中，不同行分化明显，城商行不良生成率较年初下降0.24pct，降幅最大，而其他行的不良贷款生成率均有不同程度的上行。
- 上市银行拨备覆盖率为315%，较年初提升1pct，稳中有升。分类型来看，国有大行、股份行、城商行、农商行的变动分别为2.19pct、1.16pct、5.91pct、-6.01pct，农商行的拨备覆盖率有所下降。

图：各类型银行的不良贷款生成率



图：各类型银行的拨备覆盖率



预计明年受零售风险的滞后暴露影响，不良率小幅提升

零售贷款不良率提升，预计明年仍有一定风险暴露

- 零售不良：截至2023年6月底，上市银行零售贷款不良率同比平均提升11bp，环比提升9bp。一方面居民还款能力仍较弱，风险仍在暴露，另一方面，零售需求疲弱，导致分母增长缓慢。

图：部分上市银行零售贷款不良率的变化

证券名称	2022/6/30	2022/12/31	2023/6/30	同比	环比	证券名称	2022/6/30	2022/12/31	2023/6/30	同比	环比
工商银行	0.56%	0.60%	0.66%	0.10%	0.06%	上海银行	0.97%	0.83%	0.98%	0.01%	0.15%
建设银行	0.44%	0.55%	0.61%	0.17%	0.06%	宁波银行	1.33%	1.39%	1.48%	0.15%	0.09%
农业银行	0.54%	0.65%	0.66%	0.12%	0.01%	南京银行	1.16%	1.09%	1.59%	0.43%	0.50%
中国银行	0.60%	0.71%	0.75%	0.15%	0.04%	杭州银行	0.41%	0.61%	0.74%	0.33%	0.13%
邮储银行	1.11%	1.13%	1.09%	-0.02%	-0.04%	成都银行	0.53%	0.58%	0.58%	0.05%	0.00%
交通银行	0.94%	0.85%	0.96%	0.02%	0.11%	重庆银行	0.98%	1.30%	1.65%	0.67%	0.35%
招商银行	0.82%	0.89%	0.84%	0.02%	-0.05%	贵阳银行	1.34%	未披露	0.48%	-0.86%	未披露
兴业银行	1.17%	1.47%	1.39%	0.22%	-0.08%	郑州银行	2.26%	2.49%	2.32%	0.06%	-0.17%
浦发银行	1.42%	1.29%	1.47%	0.05%	0.18%	苏州银行	0.51%	0.68%	0.92%	0.41%	0.24%
中信银行	0.99%	1.03%	1.08%	0.09%	0.05%	青岛银行	未披露	0.89%	1.36%	未披露	0.0047
民生银行	1.59%	1.50%	1.41%	-0.18%	-0.09%	齐鲁银行	0.85%	0.96%	0.97%	0.12%	0.01%
光大银行	1.02%	1.09%	1.18%	0.16%	0.09%	厦门银行	0.33%	0.37%	0.50%	0.17%	0.13%
平安银行	1.18%	1.32%	1.35%	0.17%	0.03%	渝农商行	1.11%	1.17%	1.34%	0.23%	0.17%
华夏银行	1.88%	1.51%	1.55%	-0.33%	0.04%	沪农商行	0.72%	0.79%	0.94%	0.22%	0.15%
浙商银行	1.43%	1.50%	1.50%	0.07%	0.00%	青农商行	1.22%	1.43%	1.38%	0.16%	-0.05%
北京银行	0.67%	0.82%	0.97%	0.30%	0.15%	常熟银行	0.85%	0.89%	0.80%	-0.05%	-0.09%
江苏银行	0.74%	0.70%	0.91%	0.17%	0.21%	瑞丰银行	1.01%	1.14%	1.21%	0.20%	0.07%

预计明年受零售风险的滞后暴露影响，不良率小幅提升

零售领域风险波动：按揭不良有所上升，但整体风险偏低

- 按揭不良：今年以来，大部分银行的个人按揭贷款不良率都在上升，但对银行而言仍属于风险偏低的资产。一部分银行已经实现压降个人按揭贷款不良率，如邮储银行、兴业银行、平安银行、苏州银行

图：部分上市银行按揭不良率的变化

证券简称	2021/12/31	2022/6/30	2022/12/31	2023/6/30	变化	证券简称	2021/12/31	2022/6/30	2022/12/31	2023/6/30	变化
国有大行						城商行					
工商银行	0.24%	0.31%	0.39%	0.42%		上海银行	0.09%	0.14%	0.16%	0.20%	
邮储银行	0.44%	0.52%	0.57%	0.50%		杭州银行	0.05%	0.08%	0.11%	0.18%	
交通银行	0.34%	0.37%	0.44%	0.47%		成都银行	0.25%	0.33%	0.41%	0.46%	
						重庆银行	0.27%	0.37%	0.52%	0.71%	
股份行						郑州银行	0.96%	1.34%	1.65%	1.67%	
招商银行	0.28%	0.27%	0.35%	0.35%		苏州银行	0.15%	0.17%	0.24%	0.22%	
兴业银行	0.49%	0.51%	0.56%	0.51%		农商行					
浦发银行	0.40%	0.52%	0.52%	0.58%		渝农商行	0.46%	0.70%	0.77%	1.01%	
民生银行	0.26%	0.33%	0.50%	0.57%		常熟银行	0.23%	0.32%	0.50%	0.52%	
平安银行	0.34%	0.30%	0.37%	0.32%		青农商行	0.41%	0.60%	0.75%	0.84%	

预计明年受零售风险的滞后暴露影响，不良率小幅提升

零售贷款不良率提升，预计明年仍有一定风险暴露

- 信用卡不良：截至2023年6月底，根据上市银行已披露数据，信用卡不良率同比平均提升28bp，环比提升22bp。
- 其他：经营贷和消费贷不良率的变化存在一定分化。

证券名称	信用卡不良率		消费贷不良率		经营贷款不良率	
	同比	环比	同比	环比	同比	环比
工商银行	0.03%	0.44%	0.30%	0.14%	-0.10%	-0.11%
建设银行	0.22%	0.20%	-0.18%	-0.22%	-0.06%	-0.07%
农业银行	0.36%	0.37%	-0.13%	-0.26%	-0.03%	-0.08%
邮储银行	0.01%	-0.12%	-0.02%	0.11%		
交通银行	-0.22%	0.49%			-0.13%	-0.11%
招商银行	0.01%	-0.09%				
兴业银行	1.21%	-0.07%			0.01%	0.05%
浦发银行	0.46%	0.67%		-0.33%	-0.01%	0.08%
中信银行	0.10%	-0.04%				
民生银行	-0.05%	0.23%			-0.64%	-0.44%
平安银行	0.73%	0.20%				
江苏银行					0.33%	0.16%
上海银行	0.20%	0.31%	-0.30%	0.11%	0.53%	0.38%
宁波银行	0.03%					
杭州银行			1.06%	0.65%	0.17%	-0.03%
成都银行	0.46%	0.44%	-2.75%	-2.36%	-0.94%	-0.55%
重庆银行	0.81%	0.28%	0.72%	0.16%	1.00%	0.74%
郑州银行	0.02%	-0.05%	-1.42%	-1.07%	-0.12%	-0.23%
苏州银行			0.18%	0.33%	0.78%	0.42%
渝农商行					0.28%	0.26%
青农商行			-0.11%	-0.12%	0.01%	-0.21%
常熟银行	0.34%	0.29%	0.09%	0.06%	-0.16%	-0.16%

► 部分上市银行的地产不良率已经开始下降

- 对公不良：截至2023年6月末，上市银行地产对公不良率平均值为3.60%，较年初高14bp。不少银行的对公房地产不良率都实现了一定程度的压降，如中国银行、兴业银行、浦发银行、平安银行等

图：上市银行地产对公不良率变化

地产对公不良率		2021/12/31	2022/6/30	2022/12/31	2023/6/30	变化	地产对公不良		2021/12/31	2022/6/30	2022/12/31	2023/6/30	变化
国有行	工商银行	4.79%	5.47%	6.14%	6.68%		城商行	上海银行	3.05%	2.89%	2.56%	2.06%	
	建设银行	1.85%	2.98%	4.36%	4.76%			江苏银行	1.47%	1.70%	1.87%	2.08%	
	农业银行	3.39%	3.97%	5.48%	5.79%			宁波银行	0.93%	0.87%	0.41%	0.28%	
	中国银行	5.05%	5.67%	7.23%	5.11%			南京银行	0.08%	1.01%	0.96%	1.06%	
	邮储银行	0.02%	1.01%	1.45%	1.01%			杭州银行	3.78%	3.46%	3.45%	3.45%	
	交通银行	1.25%	1.90%	2.80%	3.39%			成都银行	1.18%	2.70%	2.40%	2.17%	
股份行	招商银行	1.41%	2.82%	4.08%	5.52%			重庆银行	4.71%	6.15%	5.88%	7.14%	
	兴业银行	1.08%	2.15%	1.30%	0.81%			贵阳银行	3.77%	2.59%	2.55%	2.20%	
	浦发银行	2.75%	3.83%	3.06%	2.88%			郑州银行	3.47%	3.36%	4.06%	4.19%	
	中信银行	3.63%	2.89%	3.08%	5.29%			苏州银行	6.65%	5.58%	4.55%	3.20%	
	民生银行	2.66%	2.99%	4.28%	5.13%			齐鲁银行	1.45%	1.71%	2.51%	6.77%	
	光大银行	1.23%	2.56%	3.89%	4.22%			厦门银行	3.67%	2.95%	4.81%	5.22%	
	平安银行	0.22%	0.77%	1.43%	1.01%		渝农商行			7.28%	9.10%		
	华夏银行	0.66%	0.62%	2.82%	3.77%		沪农商行	1.24%	1.32%	1.39%	1.78%		
浙商银行	0.62%	0.90%	1.66%	2.31%		青农商行	3.44%	1.80%	6.10%	3.02%			

地产风险纳入系统性风险范畴，后续有望出台更多稳地产政策。

- 中央经济工作会议首次将地产风险纳入系统性风险的范畴，并且位于首位，预计后续会有相关支持政策出台，后续风险整体可控。

图：近年来中央经济工作会议涉及地产的提法

时间	提及“房住不炒”	提及防地产风险
2023年	-	持续有效防范化解重点领域风险。要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。
2022年	-	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。
2021年	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。	-
2020年	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场。	-
2019年	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。	-
2018年	要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。	-
2016年	要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。	-

地产：随着后续相关支持政策出台，预计未来风险整体可控

- 北京、上海迅速调整优化地产政策，随着更多支持性政策出台，预计有望提振楼市，缓解地产风险
- 12月14日，北京、上海先后发布楼市新政，均包含差别化调整首套及二套房的首付比例，调降房贷利率，以及对普宅认定标准进行优化等。

图：12月14日北京、上海调整优化地产政策

		北京		上海	
		调整前	调整后	调整前	调整后
首付比例	首套房	普宅：35% 非普宅：40%	30%	35%	30%
	二套房	普宅：60% 非普宅：80%	城六区(东城、西城、朝阳、海淀、丰台、石景山区)：50% 非城六区：40%	普宅：50% 非普宅：70%	50% 在自贸区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山6个行政区：40%。
房贷利率下限	首套房	LPR+55BP	城六区：LPR+10BP 非城六区：LPR		LPR-10BP
	二套房	LPR+105BP	城六区：LPR+60BP 非城六区：LPR+55BP		LPR+30BP 自贸区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山6个行政区：LPR+20BP。

► 新一轮化债工作开启

- 今年7月，政治局会议明确提出要出台一揽子化债方案。在这之后，相关部门均提出金融支持地方债务风险化解工作。

图：2023年7月以来金融支持地方政府债务化解相关监管政策梳理

时间	部门	事件	内容
7月24日	中共中央	中共中央政治局会议	要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。
8月1日	央行、外管局	2023年下半年工作会议	统筹协调金融支持地方债务风险化解工作。
8月18日	央行、金融监管总局、证监会	金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议	金融部门要认真贯彻落实党中央、国务院关于防范化解重点领域风险的精神，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，丰富防范化解债务风险的工具和手段，强化风险监测、评估和防控机制，推动重点地区风险处置，牢牢守住不发生系统性风险的底线。
9月20日	国家发改委、央行、财政部等	国务院政策例行吹风会	央行货币政策司司长邹澜表示，将指导金融机构积极稳妥支持地方债务风险化解。
11月17日	央行	金融机构座谈会	要求金融机构要完善工作机制，突出重点、分类施策，与融资平台开展平等协商，通过展期、借新还旧、置换等方式，合理降低债务成本、优化期限结构，确保金融支持地方债务风险化解工作落实落细。

➤ 特殊债再融资发行规模接近1.4万亿，随着存量债务置换的落地，弱资质地区信用环境有望好转

- 截至2023年12月27日，各省市发行再融资债券合计规模接近1.4万亿，平均利率为2.90%，主要用于置换地方政府隐性债务。目前发行规模较大的主体为贵州、天津、云南等，预计随着地方政府存量债务置换的落地，后续弱资质地区的信用环境有望迎来好转。

图：各省市特殊再融资债发行情况

省份	发行总额	平均票面利率	平均债券期限	省份	发行总额	平均票面利率	平均债券期限
	亿元	%	年		亿元	%	年
贵州	2264	2.91	9	福建	282	3.02	10
天津	1286	2.89	8	四川	280	3.05	19
云南	1256	2.88	6	河北	277	2.83	5
湖南	1122	2.75	4	江苏	261	2.91	19
内蒙古	1067	2.81	5	甘肃	220	2.96	10
辽宁	1006	2.99	14	陕西	100	2.95	7
吉林	892	3.09	16	青海	96	2.99	7
重庆	726	2.93	9	湖北	92	2.89	9
广西	623	2.88	7	浙江	77	2.71	9
安徽	620	2.77	5	宁夏	61	2.94	7
河南	348	2.78	5	新疆	56	2.98	10
黑龙江	303	3.10	17	山西	28	2.79	5
山东	282	2.98	7	海南	24	3.05	20

➤ 除发行特殊债再融资债，政策性和国有大行通过债务置换参与化债

- 今年11月，人行组织的金融机构座谈会提及，“与融资平台开展平等协商，通过展期、借新还旧、置换等方式，合理降低债务成本、优化期限结构”。后续预计以国有大型银行为主体参与化债，按照保本微利的原则置换高息债务，期限不长于10年，最大限度平滑还本付息压力。

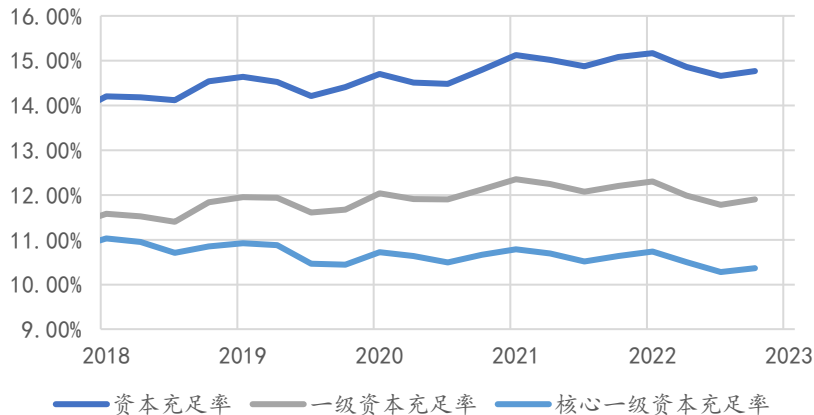
时间	省份	过往化债案例涉及主体	合作金融机构	化债金额	置换前		置换后	
					期限	利率	期限	利率/利息
2019/03	山西	山西交通控股集团	国开行山西分行牵头、农发行山西分行、工商银行山西分行、中国银行山西分行、建设银行山西分行、邮储银行山西分行以及中信银行太原分行参团的银团	2607亿		未披露	20-25年	预计减少30亿元
2019/10	湖南	湖南高速公路集团	国开行湖南分行	500亿			未披露	
2020/05	甘肃	甘肃省公路航空旅游投资集团	国开行牵头，中国银行、中国农业银行、中国建设银行、中国工商银行、交通银行、中信银行、浦发银行、招商银行、广发银行、兴业银行、兰州银行、甘肃银行等共16家银行参团的银团	1673亿		未披露	30年	LPR，预计下降1%/平均每年还本支出下降约200亿元，利息支出下降15亿左右。
2020/05	湖北	湖北省交通投资集团	国家开发银行湖北省分行、中国工商银行湖北省分行、中国农业银行湖北省分行、中国银行湖北省分行、中国建设银行湖北省分行、交通银行湖北省分行、中国邮政储蓄银行湖北省分行、中国进出口银行湖北省分行、上海浦东发展银行股份有限公司武汉分行	1200亿	10年	未披露	25年以上	LPR/利息支出累计减少56亿元
2020/07	内蒙古	内蒙古高速集团	国开行内蒙古分行牵头，农业银行内蒙古分行、建设银行内蒙古分行、交通银行内蒙古分行、邮储银行内蒙古分行、民生银行内蒙古分行、兴业银行内蒙古分行、包商银行内蒙古分行、招商银行内蒙古分行、北京银行内蒙古分行、华夏银行内蒙古分行、恒丰银行内蒙古分行参团的银团	240.26亿			未披露	
2020/12	天津	天津高速公路集团	国开行牵头，工行、农行、中行、建行、交行、邮储等参团的银团	734.3亿		未披露	25年	未披露
2022/12	贵州	遵义道桥建设（集团）	21家银行	155.94亿	未披露	未披露	20年，前10年只付息不还本，后10年分期还本。	3.0%-4.5%

目 录

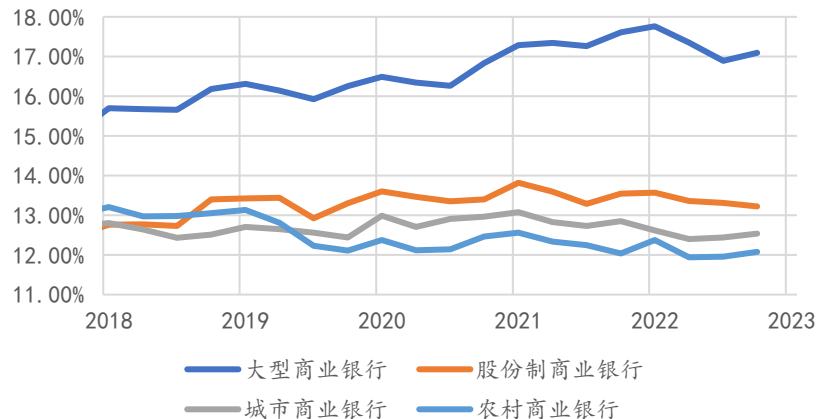
- 信贷政策向高质量发展倾斜, 质优于量
- 资产端仍有降息空间, 负债端缓释息差压力
- 资产质量稳中向好, 受零售风险影响仍有波动
- 资本新规落地, TLAC脚步渐近
- 财务预测
- 投资建议
- 风险提示

- ▶ 银行业经营整体处于“以量补价”阶段中，利润转增带来的资本补充慢于生息资产扩表引起的RWA消耗。
- 从商业银行的资本充足情况看，2023年前三季度商业银行整体的核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别下滑38bp、40bp、40bp至10.36%、11.90%、14.77%。
- 分银行类型来看，国有大行的资本充足率显著高于其他类型银行，中小银行或面临更大的资本压力。23Q3末国有行、股份行、城商行、农商行资本充足率分别为17.10%、13.22%、12.54%、12.07%。另一方面，国有银行在2023年信贷规模快速扩张的背景下，资本消耗更快，23Q3末资本充足率较年初下滑66bp

图：2023年前三季度商业银行资本充足率有所下滑

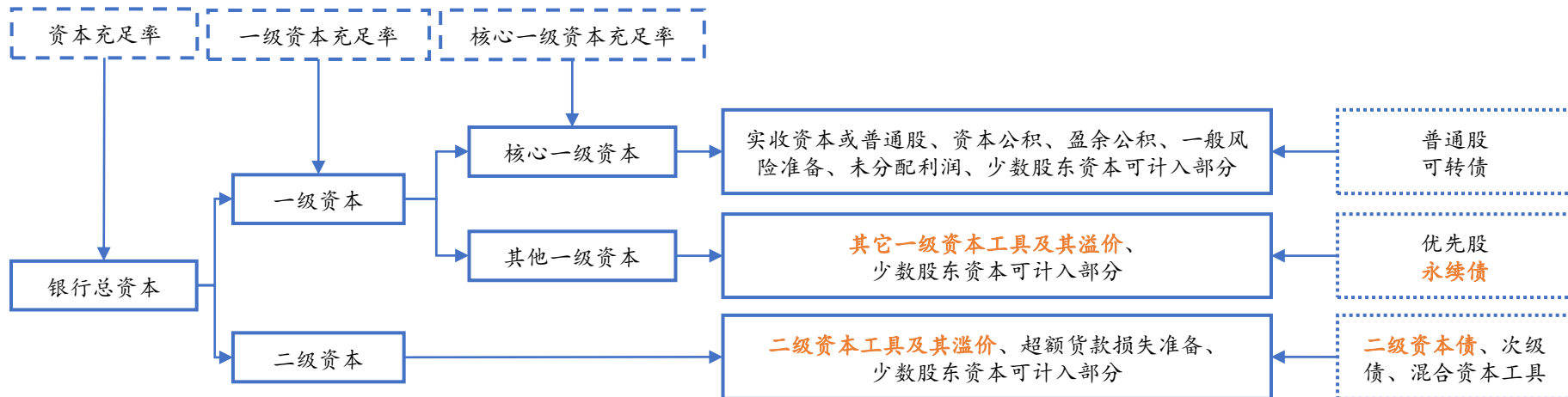


图：大行资本充足率显著高于其他银行



- ▶ 银行近期内源性资本补充能力有限，股权渠道资本补充受限，或更依赖二永债进行资本补充。
- 内源性补充渠道的主要方式为“利润转增”：近期在净息差收窄等因素影响下，银行业资产利润率处于低位，因此“利润转增”可能无法支撑资产扩张的需求，还需要谋求外源性资本补充。
- 外源性补充渠道来看，2023年8月证监会发布再融资新规，提出“对于金融行业上市公司或者其他行业大市值上市公司的大额再融资，实施预沟通机制，关注融资必要性和发行时机”。银行业通过IPO、可转债等方式补充资本难度加大，后续更依赖于二永债进行资本补充。

图：商业银行资本构成和补充方式



- ▶ 《商业银行资本管理办法》将于 2024 年1月1日起正式实施，相较于现在实施的2013年版《商业银行资本管理办法（试行）》，有望对银行资本充足率带来一定正向贡献。
- 资本新规中信贷资产风险权重下降。对公贷款中，“投资级”企业和有房地产抵押的贷款适用更低的权重。个人贷款中，消费贷、房贷权重下降。抵押物价值将显著影响贷款权重，经测算，资本新规实施后商业银行整体核心一级资本充足率有望提升0.4-0.5个百分点。

表：资本新规对银行资本充足率影响测算

资本新规资本节约测算			风险权重		行业RWA节约测算		
			2013版《资本管理办法（试行）》	2023版《资本管理办法》	节约权重	节约RWA	影响核心一级资本充足率
公司风险暴露（不含房地产）	一般企业风险暴露	一般公司风险暴露（投资级）	100%	75%	25%	26813	0.15%
		中小企业风险暴露	100%	85%	15%	12795	0.07%
零售风险暴露		监管零售风险暴露（循环）——合格交易者	75%	45%	30%	21966	0.12%
房地产风险暴露	个人按揭	以居住用房为抵押的风险暴露	50%-100%	40%-150%	10.0%	38800	0.22%
金融资产投资	利率债	地方一般债	20%	10%	10%	8685	0.05%
		普通金融债	25%	40%-150%	-15.00%	-18621	-0.10%
	商业银行债	二级资本债/TLAC债务工具	100%	150%	-50.0%	-11619	-0.06%
		同业存单	25%	40%-150%	-15.00%	-6091	-0.03%
金融同业业务	同业存放和同业拆借		25%	40%-150%	-15.00%	-657	0.00%
合计			-	-	-	72071	0.41%

- 《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》将于2025年起正式实施，全球系统性重要性银行（G-SIBs）需要满足更高的资本要求。
- 目前我国中、农、工、建、交5家银行入选G-SIBs：2023年11月发布的G-SIBs名单首次将交通银行认定为G-SIB，并农业银行和建设银行从第一组（1.0%附加资本要求）提升至第二组（1.5%附加资本要求）。
- TLAC监管使G-SIBs面临更高的资本要求：“（外部总损失吸收能力-扣除项）/风险加权资产”需要在2025年起不低于16%、2028年起不低于18%，均高于我国现行要求，目前各入选银行均存在TLAC缺口。

表：G-SIBs仍需进行资本补充满足TLAC要求

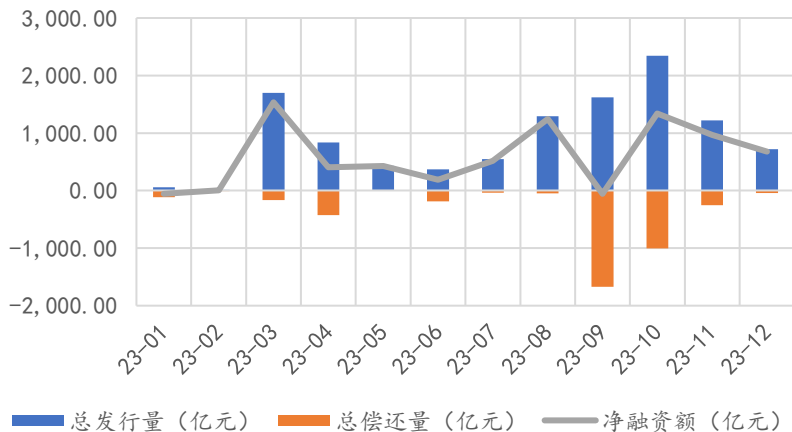
	工行	建行	中行	农行	交行
资本净额（亿元）	44,740	38,053	31,100	35,322	12,730
风险加权资产（亿元）	242,443	218,749	181,507	217,377	87,360
资本充足率	18.45%	17.40%	17.13%	16.25%	14.57%
储备资本要求	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
逆周期缓冲资本	0%	0%	0%	0%	0%
系统重要性附加	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1%
TLAC（亿元）	35033	29312	23832	26629	9671
TLAC比例	14.45%	13.40%	13.13%	12.25%	11.07%
2025年要求	16%	16%	16%	16%	16%
静态缺口（亿元）	3758	5687	5209	8152	4307

数据来源：wind，华福证券研究所（注：1.静态缺口以2023年半年报数据进行测算；2.交行于2027年满足TLAC比例16%以上要求即可）

预计2024年二永债和TLAC工具供给量将提高

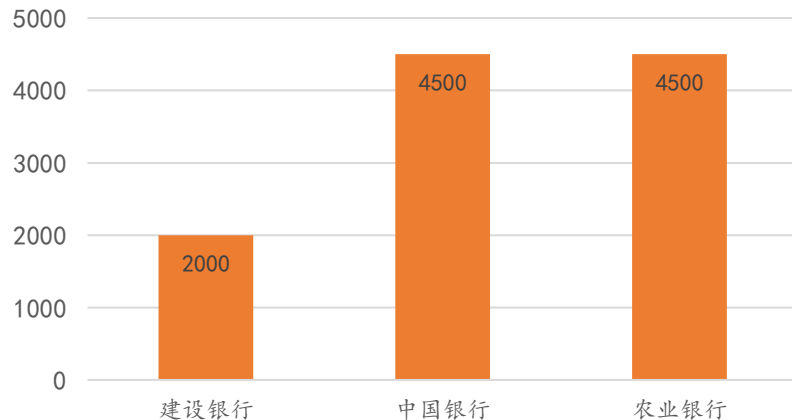
- ▶ 考虑到银行业仍有一定的资本充足补充压力，2024年二永债和TLAC工具发行量或走高。
- 8月再融资新规发布后，银行业通过二级市场补充资本的速度暂时放慢，而二永债发行量随之走高，预计在再融资政策松绑之前，银行通过二永债补充资本的诉求仍然较强。
- 目前多家银行已获批资本工具发行额度，比如今年建行获批2000亿元二级资本债发行额度，农行、中行分别获批4500亿元资本工具发行额度，按照监管要求，批复额度需要在批准后24个月内完成发行，预计这些获批额度将在2024和2025两年内进行择机发行。

图：8月再融资新规以来，二永债发行量走高



数据来源：wind，华福证券研究所

表：银行仍有大量资本债获批额度待发行



数据来源：21世纪经济网，华福证券研究所

- 信贷政策向高质量发展倾斜, 质优于量
- 资产端仍有降息空间, 负债端缓释息差压力
- 资产质量稳中向好, 受零售风险影响仍有波动
- 资本新规落地, TLAC脚步渐近
- 财务预测
- 投资建议
- 风险提示

➤ 我们拟对银行业财务数据表现进行预测，以老16家银行为代表，资产端来看：

- **贷款：**1) **2023年：**考虑到2023年下半年人民币贷款增速较2023年上半年有所下滑，假设2023年末贷款余额同比增速较23Q2末的11.61%下滑至11.20%；定价方面，受存量房贷利率调降和信贷需求不足影响，全年平均收益率较2023年上半年的4.18%下滑至4.15%。
2) **2024年：**我们预计2024年信贷增长更强调结构优化，总量增速或有所下滑，预计2024年信贷增速在10.70%左右。定价方面，在LPR利率调降带动重定价、存量房贷降息和地方化债影响下预计贷款收益率下滑至3.90%左右。
- **非贷款生息资产：**考虑到2023年下半年地方债发行提速，预计非贷款生息资产同比增速较23Q2末的12.82%提升至13.00%，全年平均收益率较2023年上半年的2.63%下滑至2.55%。2024年假设类似。

表：资产端主要假设

	期末余额同比增速		全年平均收益率/成本率	
	2023 (E)	2024 (E)	2023E	2024E
贷款	11.20%	10.70%	4.15%	3.90%
非贷款生息资产	13.00%	10.00%	2.55%	2.50%

- 我们拟对银行业财务数据表现进行预测，以老16家银行为代表，负债端来看：
 - **存款：**考虑到2023年下半年M2同比增速有所下滑，假设2023年末存款余额同比增速较23Q2末的12.98%下滑至12.30%；在存款定期化趋势下2023年末存款成本率较23Q2末提升1bp至1.96%。
 - 2024年随着经济和市场回暖，居民风险偏好改善，预计存款增速有所下降，假设2024年末存款余额同比增速在11.50%左右。随着定期存款占比增加，预计存款成本率仍有小幅上升，2024年末在1.98%左右。
 - **非存款计息负债：**整体计息负债余额同比增速由23Q2末的12.30%下滑至11.80%，由此得出非存款计息负债余额同比增速由9.94%上升至10.09%，相应全年平均成本率2.38%。2024年假设类似。

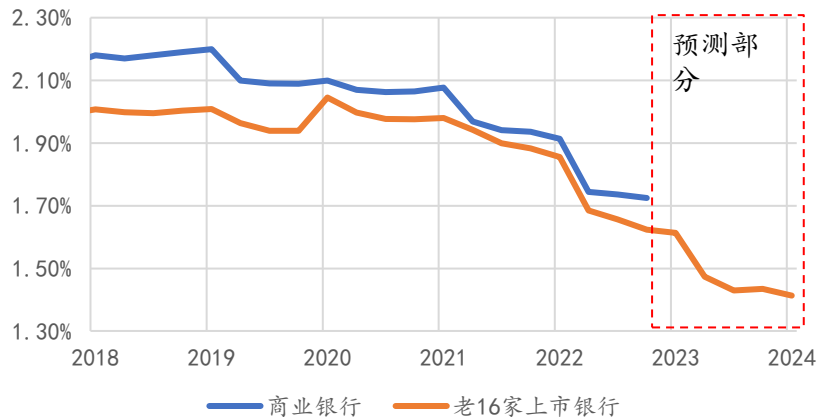
表：负债端主要假设

	期末余额同比增速		全年平均收益率/成本率	
	2023 (E)	2024 (E)	2023E	2024E
存款	12.30%	11.50%	1.96%	1.98%
非存款计息负债	10.09%	10.60%	2.38%	2.42%
M2同比增速	10.00%	10.00%		

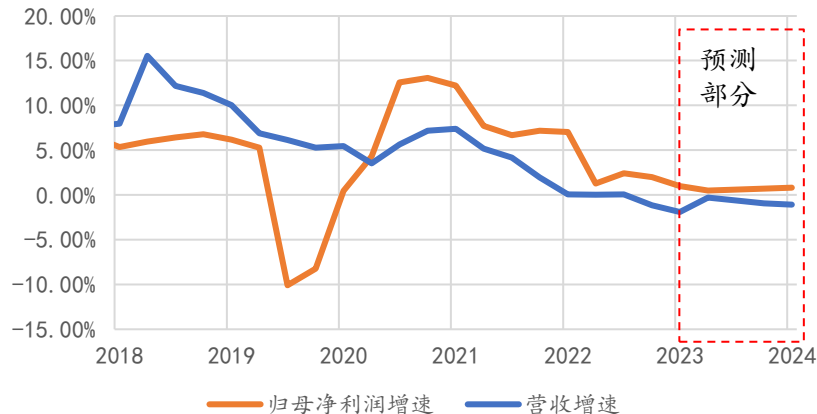
► 2024年在净息差继续收窄、扩表增速减缓的预期下，银行业业绩增速或短期承压。

- 净息差2024年较2023年继续收窄。预计2023年老16家银行净息差1.61%，较23Q2末下滑5bp，2024年较2023年下降20bp至1.41%。2023年利息净收入同比增长-2.87%，2024年较2023年同比增速略微下滑至-2.93%。
- 业绩同比增速短期承压。从业绩表现来看，预计2023年营收和归母净利润分别同比增长-1.92%、1%，预计2024年营收和归母净利润同比增长-1.08%和0.8%。

图：老16家银行净息差走势



表：老16家银行营收和业绩同比增速走势



目 录

- 信贷政策向高质量发展倾斜, 质优于量
- 资产端仍有降息空间, 负债端缓释息差压力
- 资产质量稳中向好, 受零售风险影响仍有波动
- 资本新规落地, TLAC脚步渐近
- 财务预测
- **投资建议**
- 风险提示

➤ 在高质量发展政策下，国有行的估值还将持续提升。

- 不管是高质量发展，还是产业政策落地，都离不开国资的支持。而广泛参与国资项目的国有行预计将长期受益于这一趋势。从基本面上看，国有行有三个竞争优势。一是贷款需求稳定，具备稳定的长期项目来源。二是资产质量健康。房地产风险包袱更轻，地方化债更是锦上添花。三是营收利润增长平稳，当前估值仍未充分消化高股息的利好因素。**建议关注交通银行。**

➤ 对中小银行建议关注信用底的逻辑。

- 中央经济工作会议首次将“匹配价格水平预期目标”的要求纳入到社融和货币目标。考虑到提升物价的需要，我们预计明年在信贷方面仍将保持一定的投放力度，社融不弱。财政政策“提质增效”，也会引导更多资金导向实体，降低资金空转。明年货币和财政联动，经济“先立后破”，都有利于中小银行的基本面加快修复。**建议关注招商银行、长沙银行。**
- 资产质量会是中小银行的分水岭。尽管重点领域的风险获得了政策兜底，但是我们预期明年仍然存在局部性和结构性的风险暴露。尤其在资本较为紧缺的情况下，部分银行回转余地较为有限。风险暴露对基本面会造成一定的压力。建议优选位于经济增长较好的重点区域、率先解决风险包袱的标的。**建议关注民生银行。**

目 录

- 信贷政策向高质量发展倾斜, 质优于量
- 资产端仍有降息空间, 负债端缓释息差压力
- 资产质量稳中向好, 受零售风险影响仍有波动
- 资本新规落地, TLAC脚步渐近
- 财务预测
- 投资建议
- 风险提示

➤ **风险1：宏观经济复苏不及预期。**

- 经济增长面临压力。经济复苏的力度和节奏可能低于预期，需持续观察复苏演变进程。

➤ **风险2：政策力度和持续时间不及预期。**

- 稳增长政策的持续时间可能低于预期、政策调整速度可能较快，需持续观察政策演变进程。

➤ **风险3：信用风险波动。**

- 房地产风险“抓大放小”，仍有偶发性、局部性风险暴露可能。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

