



华安证券
HUAAN SECURITIES

银行业2024年展望： 存量盘活，大象起舞

分析师：郑小霞（S0010520080007）

联系人：刘锦慧（S0010122100043）

2024年1月14日

银行业2024年投资逻辑

- 银行股在上涨行情里具备顺周期弹性，下跌行情里具备股息率安全垫韧性，相当于实体经济的看涨期权。
- **股价表现：**复盘银行股历史表现来看，2022-2023年股价压制因素主要在于经济复苏预期反复，地产、城投风险抬升引发对银行资产质量担忧。拉长时间周期来看，银行股相对沪深300录得超额收益行情大多发生于经济扩张尾声叠加货币紧缩，或经济增速放缓叠加流动性宽松时期，但均不需要基本面强支撑作为行情必要条件。当前银行板块交易于0.54倍PB，估值仍处于历史底部区间，经济复苏或政策发力超预期均可构成上涨催化剂。
- **基本面：**回顾过去，经济复苏偏弱，信贷需求不足，银行继续让利实体，资产端重定价下行速度快于负债端降成本，息差承压下行。展望未来，供给端来看，2024年监管重点在于量质效的协同发展、防范化解重大金融风险。“三大工程”、“一揽子化债”、货币结构性工具等自上而下引导银行信贷资源更有效配置，结构由传统的城投、地产为主逐步向“科技、绿色、普惠、养老、数字金融”等重点领域调整，有望推动资产质量改善。需求端来看，居民收入和消费意愿正在逐步改善。2023年前三季度居民人均可支配收入实际累计增速5.9%，高于GDP实际增速0.7pct。超额储蓄较2023年年初收窄，有望对消费形成支撑。预计2024年消费温和复苏，促进消费金融市场竞争回归理性。
- **行业景气度分野的内在逻辑：大行做强，小行做特。**
- **当前银行业正在面临新一轮行业变革**，中央金融工作会议定调“支持国有大型金融机构做优做强”，中小金融机构“立足当地开展特色化经营”，金融机构分工或走向专业化、差异化，大行立足稳增长、化风险等重要领域做大做强，中小行立足本地企业和居民需求做小做精。立足新业态的新竞争格局正在形成，“大象起舞”或可期待。
- **投资建议：**投资银行股收益来自三方面，股利、盈利增长、估值上升，标的筛选并非单一选择某一方面，也需要关注其他方面不及预期的潜在风险。因此引出三条投资主线，一是盈利确定性较高、分红稳定性好的高股息标的，如国有大行、兴业、浙商、渝农商行。二是区域信贷景气度修复+经营能力优的城农商行的业绩兑现，如江苏、常熟、瑞丰银行。三是前期估值回落较大但基本面优异标的，股价对正向催化弹性更大，如招商、宁波银行。基于经济基本面温和复苏、政策对商业银行定位更清晰，地产、城投等存量领域资产质量改善、新增信贷结构继续向收益风险相平衡的重点领域调整等确定性因素，前期积累的积极因素有望转化，银行业维持“增持”评级。



目录

1 市场回顾：2023年行情回顾及历史银行股表现复盘

2 政策回顾：宏观、财政、货币、监管变阵影响

3 问题讨论：行业景气度分野的内在逻辑

4 未来展望：2024年银行股投资策略



目录

1 市场回顾：2023年行情回顾及历史银行股表现复盘

2 政策回顾：宏观、财政、货币、监管变阵影响

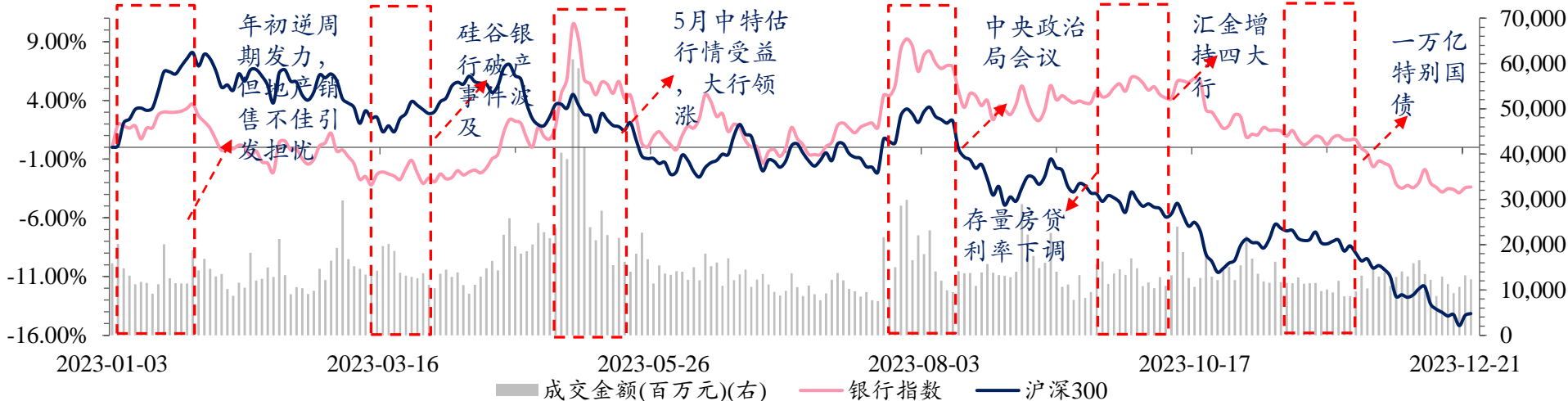
3 问题讨论：行业景气度分野的内在逻辑

4 未来展望：2024年银行股投资策略

2023年银行股市场表现回顾

- 2023年来银行指数下跌2.41%，但相比沪深300跑赢9.77%，在市场整体低迷下表现较强韧性。
- 1-3月，年初基建投资发力下银行开门红投放强劲，但2月地产销售数据不及预期、按揭早偿等引发投资者对全年复苏预期的调整，拖累板块整体表现。3月美股硅谷银行危机爆发加剧对银行风险担忧，估值持续回落。
- 4-5月：中特估行情启动，市场投资风格切换至长久期经营溢价的低估值、高股息标的，银行录得相对收益。
- 6-8月：经济基本面预期回落下市场对稳经济政策预期抬升，7月中央政治局会议提出优化房地产政策、出台一揽子化债政策，人行货政报告提及呵护银行合理利润空间，推动银行板块估值修复。
- 10-12月：汇金增持四大行，但对市场信心提振有限，主要由于经济景气度修复偏弱，银行量价险压力仍存。

A股上市银行2023年市场表现

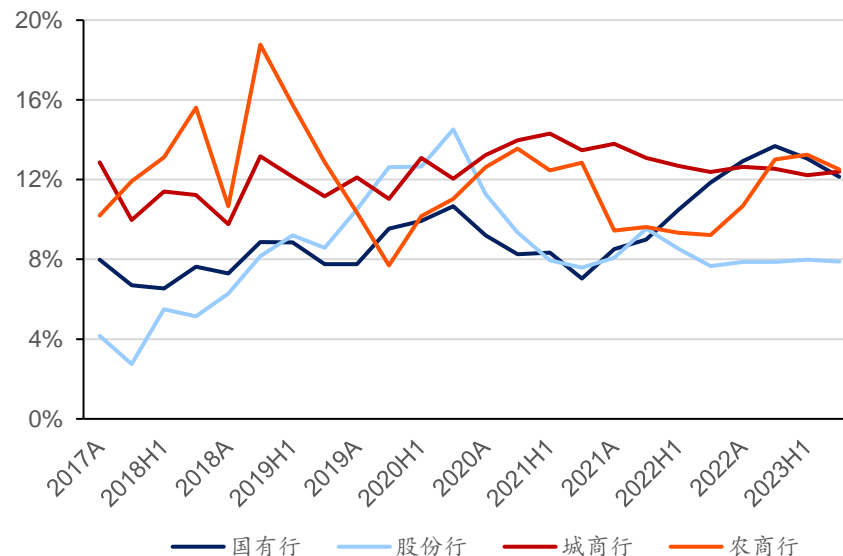
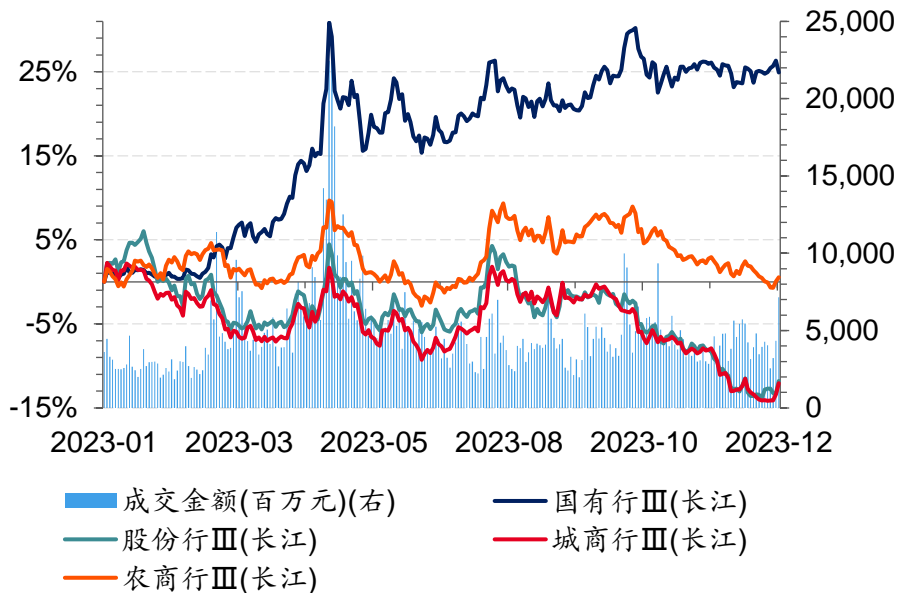


2023年银行子版块表现回顾

- 子版块来看，国有行全年领涨板块收于24.89%，农商行表现震荡持平，股份行、城商行板块分别收跌于-11.79%、-12.06%。
- 2023年银行板块估值主要由国有行拉动，国有行股价表现与规模增长共振，从生息资产同比增速来看，自2022年实行稳增长、宽货币政策后，国有行在基建、普惠等领域大举发力，市场份额不断扩张，生息资产规模增速由2021年的8.51%上升至2022年的12.92%，2023Q3同比增速相对2022Q3+0.29pct，相比于2021年前改善最为明显。
- 农商行板块超额收益表现集中在4-5月和8-10月，对应优质区域复苏预期抬升和存款利率下调，农商行子版块alpha机会凸显。
- 股份行、城商行受到地产链相关需求萎缩、城投融资趋紧等因素影响，规模增速持平或小幅下滑，股价表现全年震荡下行。

2023年银行子版块表现回顾

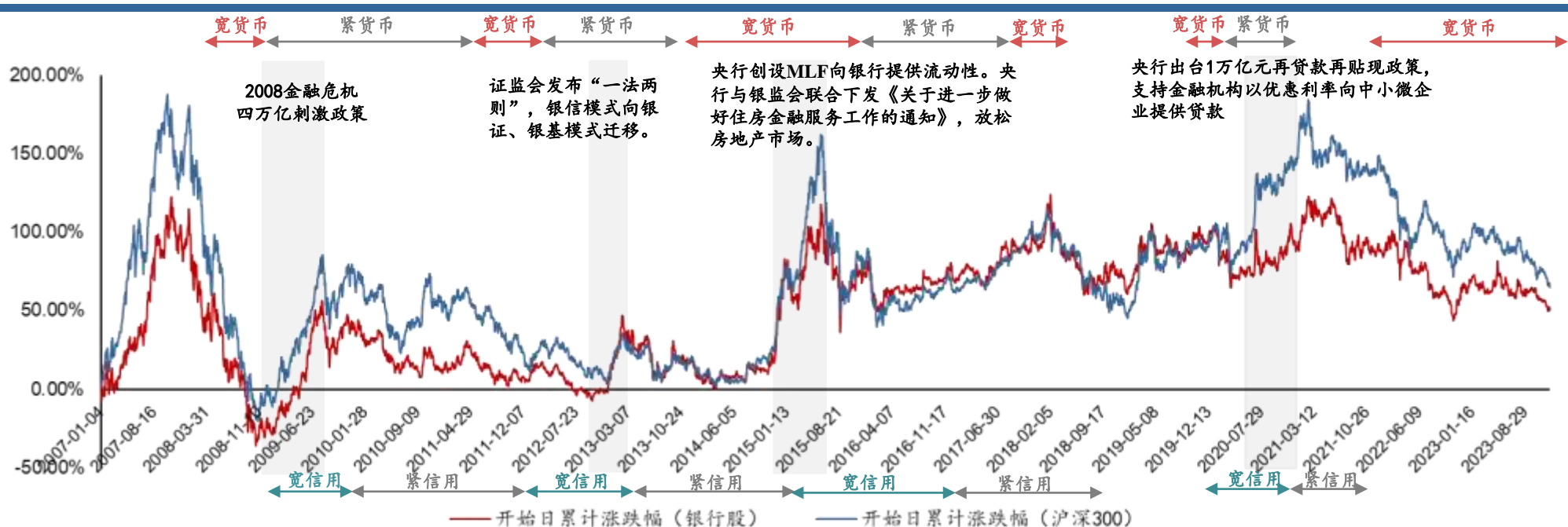
上市银行子版块生息资产规模同比增速



2007-2023年银行股历史表现回顾

- 复盘2007-2023年银行股历史表现来看，银行股相对沪深300录得超额收益行情大多发生于经济扩张尾声叠加货币紧缩，或经济增速放缓叠加流动性宽松时期，但均不需要基本面强支撑作为行情必要条件。三轮绝对+相对收益行情：①2009年应对次贷危机推出四万亿政策，量增驱动银行股上涨；②2013年地产调控加码，经济进入扩张尾声，货币政策转向驱动银行股上涨；③2014年银行股上涨行情由流动性宽松驱动，央行推出PSL、MLF等工具，监管出台多项稳定楼市政策，伴随居民理财意识逐步提升。
- 三轮上涨行情领涨个股：①2008年12月-2009年6月，兴业银行（+200%）、平安银行（+161%）；②2012年10月-2013年1月：民生银行（+83%）、兴业银行（+66%）；③2014年10-12月：中信银行（+79%）、光大银行（+76%）。

2007-2023年银行股历史表现





目录

1 市场回顾：2023年行情回顾及历史银行股表现复盘

2 政策回顾：宏观、财政、货币、监管变阵影响

3 问题讨论：行业景气度分野的内在逻辑

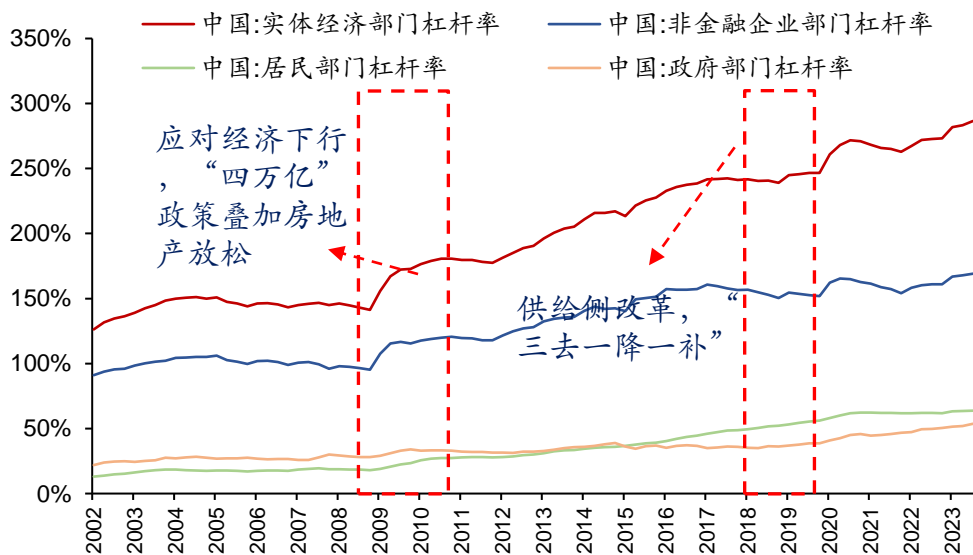
4 未来展望：2024年银行股投资策略

财政政策影响回顾：政府、企业代替居民杠杆继续发力

- 杠杆率的画手既有经济周期“看不见的手”，又有逆周期宏观调控“看得见的手”，企业、居民和政府等实体经济部门负债大致相当于金融机构资产，实体经济部门杠杆率的起落与需求和政策都紧密相关。历史来看，2008年宏观政策发力扩大内需、促进经济增长的建设工程，叠加房地产政策放松，企业杠杆率攀升。2012-2013年为应对经济增速回落，央行进行2次降准、2次降息，城投债发行规模大幅提升，拉动基建增速回升，逐步推高居民、企业杠杆率，推动2013年银行股超额收益行情。2014年930地产新政出台，地产链需求井喷拉动上下游企业和居民融资需求上升，金融机构对地产开发企业支持进一步加强，银行股受益。
- 2023年财政政策发力稳健偏宽松，定调高质量发展，侧重优化结构、提振信心、化解风险。政府、非金融企业杠杆2023Q3分别相比年初+3.4、8.1pcts，居民杠杆小幅增1.9pcts。12月增发万亿国债，财政发力空间打开。2024年预计财政政策将更积极，财政发力对其他部门配套资金的拉动作用、和货币乘数的传导作用明显，有望带动银行股估值回升。

经济各部门杠杆率（国家资产负债表研究中心口径）

2002-2023年宏观经济形势和调控手段回顾



时间	经济形势和宏观调控政策内容
2003-2005	2003年各地旧城改造和城市建设如火如荼，固定资产投资高速增长，全社会对 信贷资金的需求量迅猛增加 ，特别是钢铁、水泥、电解铝、建材等行业的投资超常增长。 2004年采取未雨绸缪的提前调控手段，严格限制钢铁、水泥、电解铝等行业过度投资，4月 加准 ，10月 加息 。2005年积极的财政政策转向 稳健的财政政策 。
2008-2009	2008年次贷危机爆发，国内房地产、钢铁、汽车等重要支柱产业产销大幅度下滑。保证经济保持平稳较快增长成为宏观调控的首要任务，实行 积极的财政政策和适度宽松的货币政策 。11月国务院常务会议决定两年内增加四万亿人民币投资，增加财政支出特别是中央财政支出力度。9、10、11月三次 降准 。
2012-2013	2012年经济由高速增长进入中速增长阶段，央行进行2次 降息 、2次 降准 。 城投债 发行规模大幅提升，拉动 基建增速回升 。 2013年为遏制房地产销售过快上涨，“国五条”出台，实行限购政策。
2014-2016	2014年“930”新政出台，加大对保障性安居工程建设的金融支持，积极支持居民家庭合理的住房贷款需求，增强金融机构个人住房贷款投放能力、继续支持房地产开发企业的合理融资需求。 2016年为调整房地产过热，提出 供给侧改革，“三去一降一补” （去产能、去库存、 去杠杆 ，降成本，补短板）。
2022-2023	中央经济工作会议提出继续实施 积极的财政政策和稳健的货币政策 。财政政策 加力见效 ，货币政策 精准有力 。引导金融机构加大对 小微企业、科技创新、绿色发展 等领域支持力度。

资料来源：wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

压制银行估值的两大风险因素：城投、地产政策力度不断加大

- 一揽子化债政策逐步推进，城投债务风险压力缓释。2023年以来城投平台再融资能力下降，贷款、商票、非标等金融资产风险加剧，引发市场对银行资产质量担忧。政治局会议提出“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一方面，商业银行参与城投化债仍基于市场化原则，对营收利润影响有限；另一方面，弱区域城投风险得到缓释，估值有望回升。
- 稳地产政策力度加大支撑银行估值修复。在2022年末金融16条基础上，地产利好政策频发，包括取消首套住房贷款利率下限、部分城市取消限购、存量房贷利率下调、下降首付比例等，预计政策效果后续将逐步显现。

一揽子化债政策逐步推进

稳地产政策力度不断加大

发布时间	发布主体	文件/会议	政策内容	发布时间	发布主体	文件/会议	政策内容
2023/7/24	中共中央	中共中央政治局会议	有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。	2023/1/5	中国人民银行、国家金融监督管理总局	《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》	新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。
2023/8/1	中国人民银行、国家外汇管理局	2023年下半年工作会议	切实防范化解重点领域金融风险，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，继续推动重点地区和机构风险处置。	2023/4/28	中共中央政治局	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。“三大工程”：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。
2023/8/17	中国人民银行	《2023年第二季度中国货币政策执行报告》	明确提出“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”。	2023/7/10	中国人民银行、国家金融监督管理总局	《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》	将2022年“金融十六条”支持措施中两条政策（关于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资、以及专项借款支持项目发放的配套融资）的适用期限延长至2024年末。
2023/8/18	中国人民银行、国家金融监督管理总局、证监会	金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议	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。	2023/8/17	中国人民银行	《2023年第二季度中国货币政策执行报告》	适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策。
2023/10/30	中共中央	中央金融工作会议	建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。	2023/8/31	中国人民银行、国家金融监督管理总局	《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	符合相关条件的存量房贷借款人，可向金融机构提出申请，可以变更合同约定的住房贷款利率加点幅度，也可以由银行新发放贷款置换存量贷款，降低后的存量房贷利率不低于当时所在城市房贷利率政策下限。
2023/11/17	中国人民银行、证监会、国家金融监督管理总局	金融机构座谈会	配合地方政府稳妥化解存量、严格控制新增。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。	2023/11/17	中国人民银行、证监会、国家金融监督管理总局	金融机构座谈会	一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，提出“三个不低于”：各家银行自身房地产贷款增速不低于银行业平均房地产贷款增速、对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速、对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。

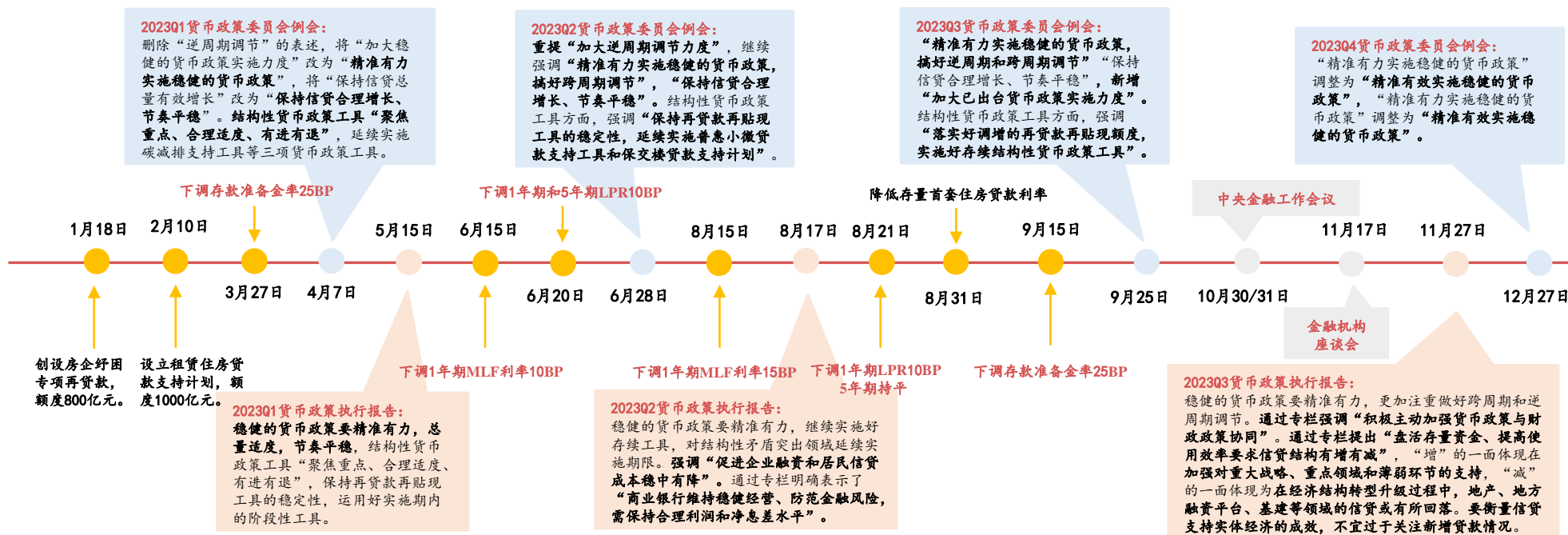
资料来源：中国政府网，国家金融监督管理总局，中国人民银行，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

货币政策影响回顾：银行营收承压，但息差下行空间有限

- ▶ 货币政策年初表态精准滴灌，年中重提加大逆周期调节表述，最终定调逆周期和跨周期调节，2023年货币政策基调为稳健偏宽松的货币政策，年内分别两次降准、两次降息。存款准备金率下降50bps，LPR-1Y、5Y分别下降20、10bps。银行业绩表现受息差下行影响。贷款规模受货币政策刺激维持稳定增长，但息差承压运行，多数银行采取“以量补价”策略，上市银行营收增速明显承压。
- ▶ 人行首提呵护银行合理利润空间，息差向下有底。人行首提呵护商业银行合理利润和净息差水平，2024年息差走势情景展开：1) 经济复苏超预期，息差在2024年内企稳回升；2) 经济延续弱复苏，银行资产端定价压力可通过负债端存款利率下调等措施缓解。

2023年货币政策走势回顾

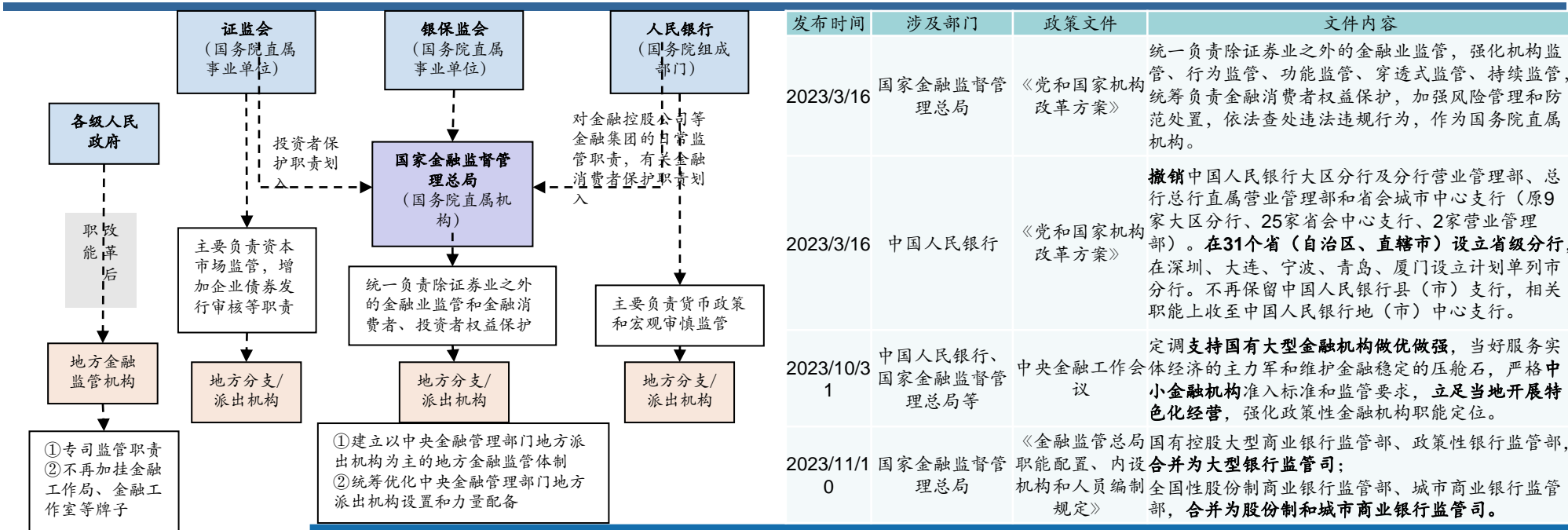


金融监管变化回顾：“一委一行一会一局”新格局确立

- 新一轮金融监管机构改革开启，金融监管细则不断优化。2023年3月，“一委一行两会”金融监管演变为基于党中央集中统一领导的金融监管新模式“一委一行一局一会”新格局，理顺不同部门职能定位。10月30日，中央金融工作会议召开，首次提出加快建设金融强国，将金融提高到“国家核心竞争力的重要组成部分”地位，金融工作在国家整体战略中地位进一步提级。
- 国家金融监督管理总局内部职能理顺，呼应中央金融工作会议定调。11月10日，国家金融监督管理总局“三定”方案发布，大型商业银行监管部、政策性银行监管部合并为大型银行监管司；股份制商业银行监管部、城市商业银行监管部合并为股份制和城市商业银行监管司，呼应中央金融工作会议“全面强化机构监管”“支持国有大型金融机构做优做强”等提法。

2023年金融机构改革后部门职能变化

2023年金融机构改革部门内部变化

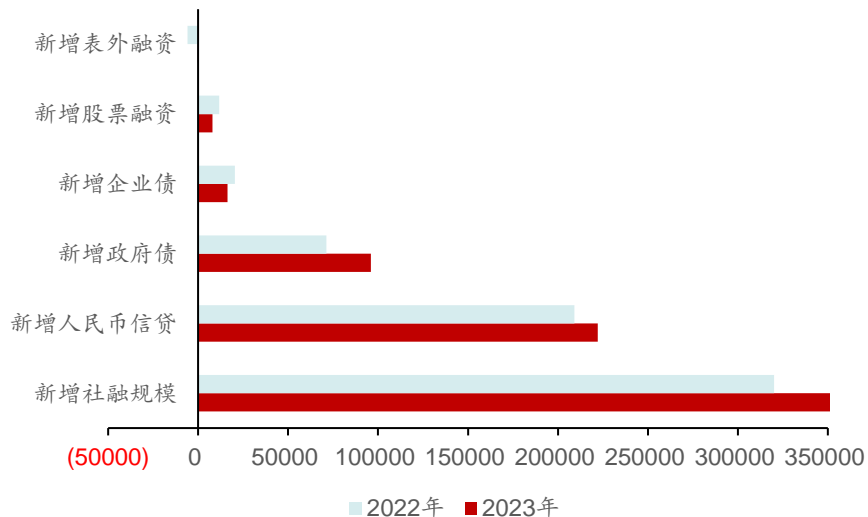


资料来源：中国政府网，华安证券研究所

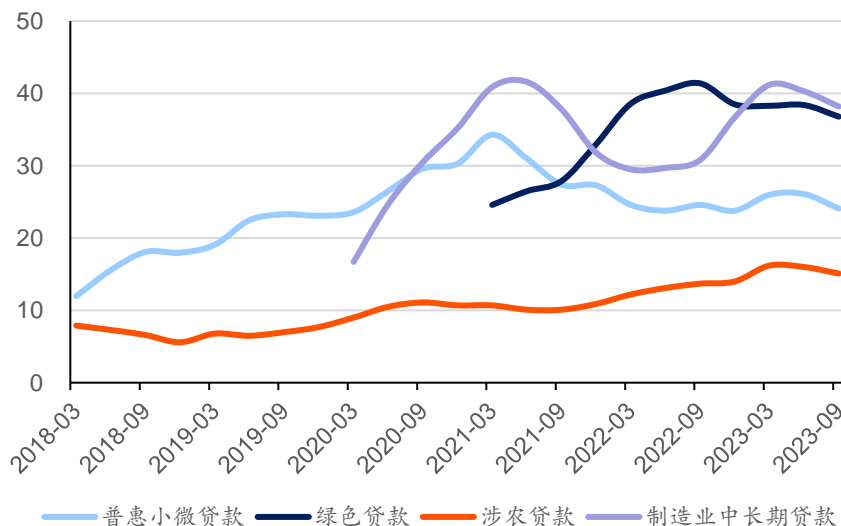
社融结构变化回顾：信贷多增，结构优化

- 政策发力下社融信贷增长强劲，结构“三多增两少增”。2023年社融同比多增3.58万亿元，其中人民币贷款同比多增1.31万亿元，走势呈现前高后低特征，2023年1-3月人民币信贷同比多增2.36万亿元，4-12月则同比少增1.06万亿元。政府债券同比多增2.48万亿元，尤其是四季度随着一揽子化债进程推进和特殊再融资券重启影响，政府债发行显著放量。表外融资同比少减5826亿元，2023年资管新规正式实施，表外融资有所恢复。股票融资、企业债券分别同比少增3827、4209亿元，主要受到二级市场波动加剧，IPO阶段性收紧、信用债发行趋严等因素影响。
- 信贷投向结构持续优化，普惠小微、绿色、涉农、制造业中长期等信贷保持高增。人行结构性货币政策支持力度不减，引导金融资源重点支持领域信贷规模保持高增，契合中央金融工作会议提出的做好“科技、绿色、普惠、养老、数字金融”五篇大文章。截至2023年三季度末，普惠小微、绿色、涉农、制造业中长期贷款余额增速分别为24.1%、36.8%、15.8%、38.2%。

2023年新增社融规模 (亿元)



普惠、绿色、涉农、制造业中长期贷款余额增速 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

人行结构性货币政策工具及发放对象

工具类型	工具名称	存续状态	支持领域	发放对象	工具描述	利率（1年期）/激励比例	额度（亿元）	余额（亿元）	开始时间	结束时间
长期性	支农再贷款	存续	涉农领域	农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行	对符合要求的贷款，按贷款本金的100%予以资金支持	2%	8000	5658	1999年	长期
	支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和民营银行	对符合要求的贷款，按贷款本金的100%予以资金支持	2%	17600	14231	2014年	长期
	再贴现	存续	涉农、小微和民营企业	全国性商业银行、地方法人银行和外资银行等具有贴现资格的银行业金融机构	对金融机构持有的已贴现票据进行贴现	2%（6个月）	7400	5950	1986年开办，2008年开始发挥结构性功能	长期
阶段性	普惠小微贷款支持工具	存续	普惠小微企业	地方法人金融机构	对其发放的普惠小微贷款，按照余额增量的1%提供激励资金，按季操作	1%（激励）	800	398	2022年	2024年末
	抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管廊建设、重大水利工程、“走出去”等重点领域	开发银行、农发行和进出口银行	对属于支持领域的贷款，按贷款本金的100%予以资金支持	2.40%	/	29896	2014年	暂无
	碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能环保、碳减排技术三个重点减碳领域	21家全国性金融机构、部分地方法人金融机构和外资金融机构（2023年1月新增）	金融机构向碳减排重点领域内的各类企业一视同仁提供碳减排贷款，贷款利率应与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平 对于符合要求的贷款，按贷款本金的60%予以低成本资金支持，按季操作	1.75%	8000	4530	2021年	2024年末
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	存续	煤的大规模清洁生产、清洁燃烧技术运用等七个煤炭清洁高效利用领域，以及支持煤炭开发利用和增强煤炭储备能力	开发银行、进出口银行、工农中建交	金融机构发放贷款利率与发放时最近1次公布的同期限档次贷款市场报价利率大致持平，可根据企业信用状况下浮贷款利率。 对于符合要求的贷款，按贷款本金的100%予以低成本资金支持，按月操作	1.75%	3000	2459	2021年	2023年末
	普惠养老专项再贷款	存续	符合标准的普惠养老机构项目 初期选择浙江、江苏、河南、河北、江西等五个省份开展试点	开发银行、进出口银行、工农中建交	金融机构按市场化原则向符合条件的普惠养老机构发放优惠利率贷款，贷款利率与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平。 对于符合要求的贷款，按贷款本金的100%予以低成本资金支持，实施期暂定两年，按季操作	1.75%	400	13	2022年4月	2024年4月
	普惠小微贷款减息支持工具	到期	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	支持相关金融机构对普惠小微贷款减息1个百分点，对其实际减息金额给予等额资金激励，按月操作。	1%（激励）	/	269	2022年第四季度	
	收费公路贷款支持工具	到期	收费公路主体	21家全国性金融机构	支持金融机构对收费公路贷款减息0.5个百分点，对金融机构实际减息金额给予等额资金激励，按季操作	0.5%（激励）	/	0	2022年第四季度	
	民营企业债券融资支持工具（第二期）	存续	民营企业	专业机构	人民银行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。 同时，人民银行积极支持商业银行、保险公司以及债券信用增进公司等机构，在加强风险识别和风险控制的基础上，运用信用风险缓释工具等多种手段，支持民营企业债券融资。	1.75%	500	0	2022年11月	2025年10月末
	保交楼贷款支持计划	存续	已售逾期难交付住宅项目	工农中建交、邮储银行，可扩展至18家全国性金融机构	对于符合要求的贷款，按贷款本金的100%予以资金支持，按季操作	0%	2000	5	2022年11月	2024年末
房企纾困专项再贷款	存续	房企项目并购	华融、长城、东方、信达、银河5家全国性资产管理公司	对于符合要求的并购资金，按并购实际投入金额的50%予以资金支持，按季操作	1.75%	800	0	2023年1月	2023年末	
租赁住房贷款支持计划	存续	重庆市、济南市、郑州市、长春市、成都市、福州市、青岛市、天津市等8个城市开展试点 试点城市收购存量住房	工农中建交、邮储银行、开发银行	对于符合要求的贷款，按贷款本金的100%予以资金支持，按季操作	1.75%	1000	0	2023年2月	2024年末	



目录

1 市场回顾：2023年行情回顾及历史银行股表现复盘

2 政策回顾：宏观、财政、货币、监管变阵影响

3 问题讨论：行业景气度分野的内在逻辑

4 未来展望：2024年银行股投资策略

2023年银行业个股业绩表现分化

➤ 从上市银行2023Q1-3业绩表现来看，营收增速：农商行>城商行>股份行>国有行；净利润增速：城商行>农商行>国有行>股份行。

● 区域信贷景气度高、银行服务客群精细化、专业化的“江浙成”地区城农商行在2023年仍然保持相对突出的营收表现，常熟（12.55%）、成都（9.15%）银行分别领跑农商行、城商行子版块。常熟银行深耕下沉的个人经营贷业务，普惠业务和大行形成差异化竞争，同时由于其风险偏好高，对风险管控也更加严格，拨备覆盖率也在上市银行中处于高位。成都银行行政信业务优势突出，受益于成渝经济圈建设，资产端维持高增、负债端成本低，资产质量干净、抵御风险能力强。

● 2023年面对实体融资需求不足和息差下行压力，国有行、农商行子版块体现了相对更好的经营韧性。PPOP增速下行幅度来看，国有行（-1.53%）>农商行（-2.37%）>股份行（-3.88%）>城商行（-4.01%）。个股表现来看，民生（+18.84% vs 2022A）、西安（+15.52% vs 2022A）银行PPOP增速相对2022年改善最为明显，长沙（10.01%）、常熟（12.07%）银行表现稳健优秀，长沙银行近年来持续深耕县域金融，网点覆盖率提升、量利双增的同时资产质量保持平稳。

上市银行2023Q1-3营收、净利润、PPOP同比增速

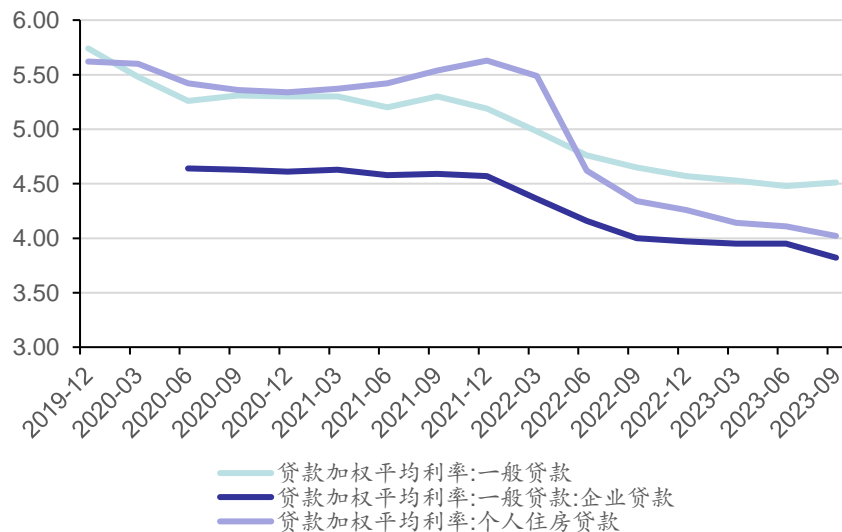
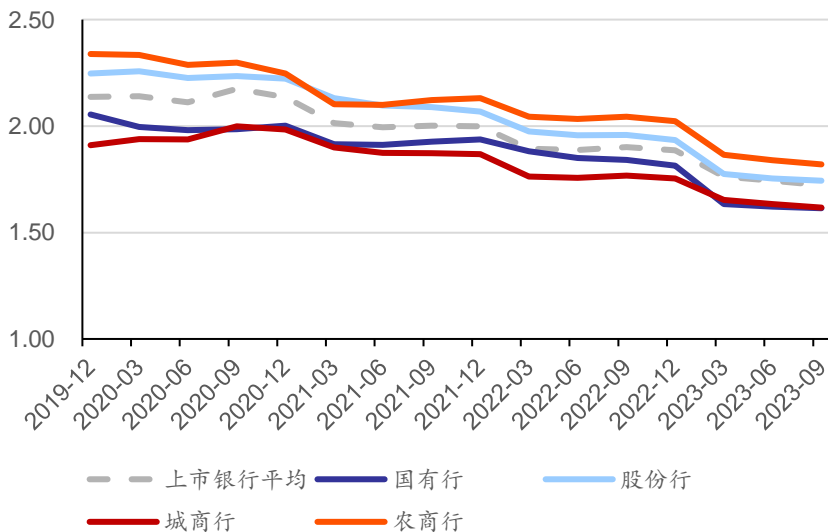
	营收同比增速			净利润同比增速			PPOP同比增速		
	2022A	2023Q1-3	变动	2022A	2023Q1-3	变动	2022A	2023Q1-3	变动
工商银行	-2.63%	-8.45%	-5.82%	3.09%	1.28%	-1.81%	-3.59%	-6.00%	-2.41%
建设银行	-0.22%	-6.68%	-6.46%	6.33%	3.53%	-2.80%	-1.84%	-2.19%	-0.35%
中国银行	2.06%	0.60%	-1.46%	4.47%	3.03%	-1.44%	2.03%	3.69%	1.65%
农业银行	0.69%	-5.54%	-6.22%	6.92%	5.32%	-1.61%	-2.24%	-3.00%	-0.77%
交通银行	1.33%	-5.33%	-6.66%	3.48%	2.44%	-1.03%	-1.31%	-0.89%	0.42%
邮储银行	5.08%	1.24%	-3.84%	11.53%	2.48%	-9.05%	-1.09%	-8.82%	-7.73%
招商银行	4.08%	-1.72%	-5.80%	15.28%	6.47%	-8.80%	3.80%	-2.86%	-6.66%
中信银行	3.34%	-2.62%	-5.96%	11.66%	9.49%	-2.17%	1.58%	-5.44%	-7.03%
民生银行	-15.60%	-2.11%	13.49%	2.65%	-0.59%	-3.24%	-24.27%	-5.43%	18.84%
兴业银行	0.51%	-5.59%	-6.11%	10.26%	-9.70%	-19.96%	-4.61%	-7.67%	-3.06%
浦发银行	-1.24%	-7.56%	-6.33%	-3.29%	-30.47%	-27.18%	-3.86%	-10.08%	-6.22%
华夏银行	-2.15%	-2.54%	-0.39%	6.64%	5.18%	-1.46%	-3.56%	-4.56%	-0.99%
平安银行	6.21%	-7.69%	-13.89%	25.26%	8.12%	-17.15%	7.46%	-7.93%	-15.39%
光大银行	-0.73%	-4.30%	-3.57%	3.21%	3.11%	-0.10%	-1.08%	-6.70%	-5.63%
浙商银行	12.14%	4.13%	-8.01%	8.31%	10.88%	2.58%	9.22%	0.41%	-8.82%
北京银行	0.00%	-3.21%	-3.21%	11.33%	4.29%	-7.05%	-1.75%	-9.20%	-7.45%
上海银行	-5.54%	-5.76%	-0.22%	1.08%	1.03%	-0.05%	-7.31%	-9.76%	-2.45%
江苏银行	10.66%	9.15%	-1.51%	29.12%	25.27%	-3.84%	7.28%	9.22%	1.94%
南京银行	9.00%	1.43%	-7.56%	16.15%	2.09%	-14.06%	8.01%	0.53%	-7.48%
宁波银行	9.67%	5.45%	-4.22%	17.97%	12.68%	-5.28%	8.88%	1.23%	-7.65%
杭州银行	12.16%	5.26%	-6.90%	26.11%	26.06%	-0.06%	8.36%	2.65%	-5.70%
贵阳银行	4.26%	-5.18%	-9.44%	-0.16%	-2.71%	-2.56%	1.68%	-5.62%	-7.30%
成都银行	13.14%	9.55%	-3.59%	28.24%	20.82%	-7.42%	10.61%	6.87%	-3.74%
郑州银行	2.03%	-10.62%	-12.66%	-23.48%	-19.61%	3.87%	1.92%	-14.71%	-16.63%
长沙银行	9.58%	8.44%	-1.15%	8.74%	9.44%	0.70%	9.66%	10.01%	0.35%
青岛银行	4.56%	1.83%	-2.73%	5.82%	16.10%	10.28%	3.23%	4.53%	1.30%
西安银行	-8.82%	3.68%	12.51%	-13.58%	7.06%	20.63%	-12.55%	2.97%	15.52%
苏州银行	8.62%	1.81%	-6.81%	25.23%	21.03%	-4.20%	6.08%	-1.22%	-7.30%
厦门银行	10.90%	-3.52%	-14.42%	16.21%	16.11%	-0.10%	10.94%	-10.30%	-21.25%
重庆银行	-7.23%	-3.84%	3.39%	5.30%	1.40%	-3.90%	-12.10%	-7.38%	4.72%
齐鲁银行	8.82%	8.24%	-0.58%	18.18%	16.01%	-2.18%	8.49%	7.44%	-1.05%
常熟银行	15.07%	12.55%	-2.52%	25.02%	21.45%	-3.57%	20.98%	12.07%	-8.91%
无锡银行	3.01%	0.89%	-2.12%	24.36%	15.89%	-8.47%	-0.07%	-3.74%	-3.67%
江阴银行	12.27%	0.44%	-11.84%	25.85%	23.43%	-2.42%	18.01%	8.40%	-9.61%
张家港行	4.57%	-3.85%	-8.42%	27.09%	10.21%	-16.88%	5.00%	-10.27%	-15.27%
苏农银行	5.30%	0.52%	-4.78%	29.92%	15.82%	-14.10%	4.10%	-1.54%	-5.63%
紫金银行	0.10%	0.43%	0.32%	5.61%	5.80%	0.19%	-4.17%	2.77%	6.94%
青农商行	-3.43%	2.61%	6.03%	-24.11%	9.61%	33.72%	-4.97%	3.04%	8.02%
渝农商行	-6.00%	-2.91%	3.09%	7.82%	7.71%	-0.11%	-12.03%	-5.80%	6.23%
沪农商行	6.05%	4.49%	-1.56%	13.40%	14.89%	1.49%	5.18%	8.16%	2.97%
瑞丰银行	6.49%	7.09%	0.60%	19.81%	16.60%	-3.21%	9.70%	4.92%	-4.79%

息差承压下行，子版块间差距收敛

- 2023年行业息差整体下行明显(3Q23相比年初-18bps至1.73%)，子版块间差距收敛，城商行降幅最低。银行业息差水平已触及历史最低，金融让利程度为历史最高水平。
- 资产端：存量方面，中长期贷款重定价（年内LPR-1Y、5Y分别下降20、10bps）对长久期资产占比高的银行影响大，9月存量贷款按揭利率调整对住房按揭贷款占比高的银行影响较大。新发方面，结构上来看23年新投放贷款对公中长期占比上行、个人贷款占比下降，定价中枢下移。负债端：年初定期存款高增影响全年，银行多次调降挂牌利率应对。
- 息差下行幅度来看，子版块降幅城商行<股份行<国有行=农商行。在客群选择和资负结构摆布上，城商行、股份行比国有行和农商行空间相对更大，如资产端更下沉或在信用债投放上加力，负债端开拓被动负债来源等。

上市银行净息差 (%) 持续下行

息差下行主要由贷款利率 (%) 下行贡献



资产质量持续改善，拨备反哺能力分化

上市银行2023年资产质量持续改善

▶ 上市银行2023年资产质量表现持续改善，子版块变化情况来看，不良率相比年初均有小幅改善，拨备覆盖率小幅提升。

● 上市银行3Q23不良率比年初下降3bps至1.27%，连续两季度持平。拨备覆盖率比年初提升4.4pcts至245.9%，风险递补能力进一步夯实。1H23逾期率比年初下降4pcts至1.26%，工商、华夏、厦门、江阴银行逾期率较年初提高幅度较大。对公地产、城投和零售消费金融等行业风险小幅抬升，但上市银行总体风险可控。

● 个股分化表现来看，不良包袱正在出清、年内资产质量改善较明显的有青农商行（3Q23不良率比年初-30bps至1.89%，拨备覆盖率提升24.66%至232.3%）、民生银行（3Q23不良率比年初-13bps至1.55%，拨备覆盖率提升6.72%至149.21%）。安全垫厚实的银行通过拨备少提释放利润空间更大，未来有较充足利润释放空间的有招商、杭州、苏州、宁波、成都、常熟、无锡、苏农银行。

	不良率					逾期率			拨备覆盖率			
	2022A	2023H1	2023Q3	QoQ变动	比年初变动	2022A	2023H1	HoH变动	2022A	2023H1	2023Q3	比年初变动
工商银行	1.38%	1.36%	1.36%	0.00%	-0.02%	1.22%	1.88%	0.66%	209.47%	218.62%	216.22%	6.75%
建设银行	1.38%	1.37%	1.37%	0.00%	-0.01%	1.03%	1.13%	0.10%	241.53%	244.48%	243.31%	1.78%
中国银行	1.32%	1.28%	1.27%	-0.01%	-0.05%	1.09%	0.98%	-0.11%	188.73%	188.39%	195.18%	6.45%
农业银行	1.37%	1.35%	1.35%	0.00%	-0.02%	1.08%	0.99%	-0.09%	302.60%	304.67%	304.12%	1.52%
交通银行	1.35%	1.35%	1.32%	-0.03%	-0.03%	1.16%	1.28%	0.12%	180.68%	192.85%	198.91%	18.23%
邮储银行	0.84%	0.81%	0.81%	0.00%	-0.03%	0.95%	0.96%	0.01%	385.51%	381.28%	363.91%	-21.60%
招商银行	0.96%	0.95%	0.96%	0.01%	0.00%	1.29%	1.25%	-0.04%	450.79%	447.63%	445.86%	-4.93%
中信银行	1.27%	1.21%	1.22%	0.01%	-0.05%	1.60%	1.43%	-0.17%	201.19%	208.28%	209.51%	8.32%
民生银行	1.68%	1.57%	1.55%	-0.02%	-0.13%	1.99%	2.00%	0.01%	142.49%	146.85%	149.21%	6.72%
兴业银行	1.09%	1.08%	1.07%	-0.01%	-0.02%	1.67%	1.43%	-0.24%	236.44%	245.77%	237.78%	1.34%
浦发银行	1.52%	1.49%	1.52%	0.03%	0.00%	2.20%	2.07%	-0.13%	159.04%	170.45%	177.04%	18.00%
华夏银行	1.75%	1.72%	1.72%	0.00%	-0.03%	1.87%	2.19%	0.32%	159.88%	161.93%	160.06%	0.18%
平安银行	1.05%	1.03%	1.04%	0.01%	-0.01%	1.56%	1.71%	0.15%	290.23%	291.51%	282.62%	-7.66%
光大银行	1.25%	1.30%	1.35%	0.05%	0.10%	1.96%	1.93%	-0.03%	187.93%	188.56%	175.65%	-12.28%
浙商银行	1.47%	1.45%	1.45%	0.00%	-0.02%	1.96%	1.77%	-0.19%	182.19%	182.42%	182.94%	0.75%
北京银行	1.43%	1.34%	1.33%	-0.01%	-0.10%	2.26%	1.67%	-0.59%	210.04%	217.65%	215.23%	5.19%
上海银行	1.25%	1.22%	1.21%	-0.01%	-0.04%	1.70%	1.68%	-0.02%	291.61%	284.54%	290.02%	-1.59%
江苏银行	0.94%	0.91%	0.91%	0.00%	-0.03%	1.02%	0.99%	-0.03%	362.07%	378.09%	378.12%	16.05%
南京银行	0.90%	0.90%	0.90%	0.00%	0.00%	1.21%	1.25%	0.04%	397.20%	380.11%	380.88%	-16.32%
宁波银行	0.75%	0.76%	0.76%	0.00%	0.01%	0.81%	0.85%	0.04%	504.90%	488.96%	480.57%	-24.33%
杭州银行	0.77%	0.76%	0.76%	0.00%	-0.01%	0.59%	0.59%	0.00%	565.10%	571.07%	569.52%	4.42%
贵阳银行	1.45%	1.47%	1.62%	0.15%	0.17%	4.14%	2.91%	-1.23%	260.86%	274.46%	264.84%	3.98%
成都银行	0.78%	0.72%	0.71%	-0.01%	-0.07%	0.81%	0.82%	0.01%	501.57%	511.86%	516.47%	14.90%
郑州银行	1.88%	1.87%	1.88%	0.01%	0.00%	2.97%	3.04%	0.07%	165.73%	167.45%	161.19%	-4.56%
长沙银行	1.16%	1.16%	1.16%	0.00%	0.00%	1.50%	1.59%	0.09%	311.09%	313.01%	311.26%	0.17%
青岛银行	1.21%	1.14%	1.14%	0.00%	-0.07%	1.55%	1.52%	-0.03%	219.77%	237.34%	254.67%	34.90%
西安银行	1.25%	1.25%	1.26%	0.01%	0.01%	2.39%	2.02%	-0.37%	201.63%	213.06%	223.42%	21.79%
苏州银行	0.88%	0.86%	0.84%	-0.02%	-0.04%	0.68%	0.73%	0.05%	530.81%	511.85%	524.13%	-6.68%
厦门银行	0.86%	0.80%	0.79%	-0.01%	-0.07%	1.19%	1.50%	0.31%	387.93%	394.86%	393.02%	5.09%
重庆银行	1.38%	1.21%	1.33%	0.12%	-0.05%	2.97%	2.57%	-0.40%	211.19%	251.88%	225.38%	14.19%
齐鲁银行	1.29%	1.27%	1.26%	-0.01%	-0.03%	0.99%	1.06%	0.07%	281.06%	302.06%	313.89%	32.83%
常熟银行	0.81%	0.75%	0.75%	0.00%	-0.06%	1.06%	1.02%	-0.04%	536.77%	550.45%	536.96%	0.19%
无锡银行	0.81%	0.77%	0.78%	0.01%	-0.03%	0.76%	0.68%	-0.08%	552.74%	553.72%	547.39%	-5.35%
江阴银行	0.98%	0.98%	0.98%	0.00%	0.00%	1.06%	1.46%	0.40%	469.62%	500.21%	473.17%	3.55%
张家港行	0.89%	0.88%	0.95%	0.07%	0.06%	1.22%	1.43%	0.21%	521.09%	510.62%	445.11%	-75.98%
苏农银行	0.95%	0.92%	0.91%	-0.01%	-0.04%	0.65%	0.62%	-0.03%	442.83%	452.50%	443.04%	0.21%
紫金银行	1.20%	1.19%	1.16%	-0.03%	-0.04%	1.01%	1.22%	0.21%	246.66%	251.24%	253.68%	7.02%
青农商行	2.19%	1.93%	1.89%	-0.04%	-0.30%	3.00%	2.39%	-0.61%	207.63%	237.14%	232.29%	-24.64%
渝农商行	1.22%	1.21%	1.20%	-0.01%	-0.02%	1.33%	1.40%	0.07%	357.74%	350.87%	353.89%	-3.88%
沪农商行	0.94%	0.95%	0.97%	0.02%	0.03%	1.44%	1.36%	-0.08%	445.32%	432.08%	415.48%	-29.84%
瑞丰银行	1.08%	0.98%	0.98%	0.00%	-0.10%	1.06%	0.89%	-0.17%	280.50%	298.94%	299.77%	19.27%

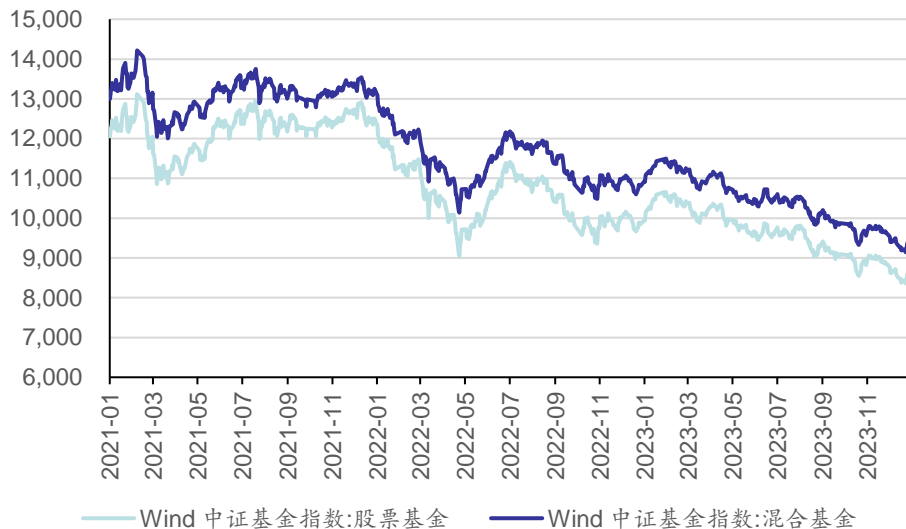
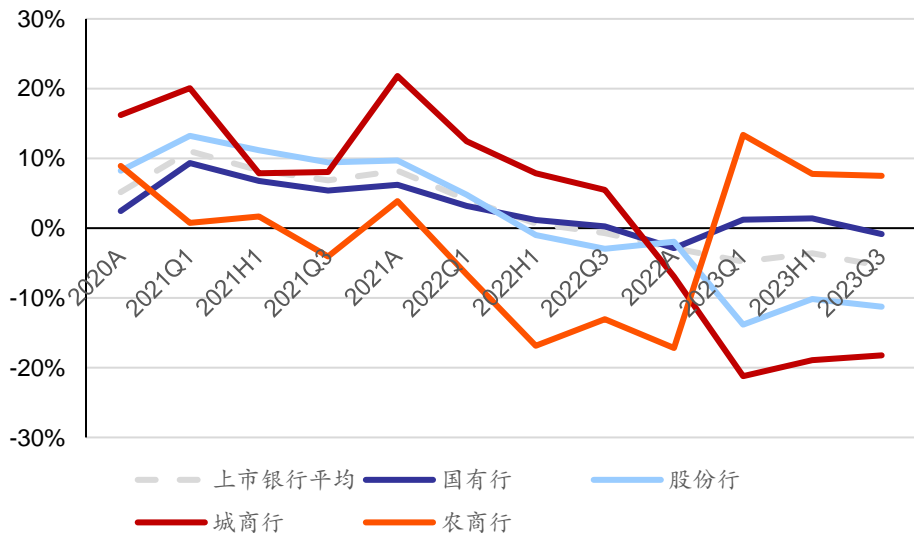
银行中收增速转负，子版块间分化明显

- 上市银行中收净收入增速连续三年呈现下降趋势，2023Q3同比增速-5.41%，相比2022A增速降幅走阔2.53pcts。主要由于

 - ①2022年末债市波动造成理财净值转负、资本市场长期表现不佳，造成居民对净值型理财产品、基金产品的配置偏好下降；
 - ②房地产市场低迷但居民杠杆仍在高位，居民消费和投资意愿受到挤压，金融资产配置减少，提前还贷增加；
 - ③银保渠道“报行合一”实行，保险代销降费对财富管理手续费形成拖累。
- 分版块来看，2023年中收净收入增速表现农商行>国有行>股份行>城商行，农商行2023Q3中收净收入同比+7.49%，相比前两年中收表现亮眼，从业务结构来看农商行重资本业务占比高，中收贡献较小，基数较低，未来增长潜力大；股份行和城商行在财富管理转型方面的探索和布局更广泛，在行业下行期承压更明显；国有行表现平稳。

上市银行中收净收入同比增速

2021年以来资本市场表现低迷



负债端存款占比小幅上升，主动负债占比减少

上市银行存款占比小幅上升，主动负债占比减少

- 负债结构仍需改善，2023年三季度末存款占比高位小幅上升，存款向国有大行流动最多，存款成本率基本维持不变。主动负债占比减少。
- 贷款派生高增、居民储蓄意愿上升推动存款占比高位上升。2023年前三季度上市银行存款占比小幅上升1.03%，国有行、城商行存款占比增幅高于股份行、农商行。2023Q3末，上市国有行、股份行、城商行、农商行存款占比分别为80.81%、65.58%、63.55%、76.51%，较年初分别提升1.12、0.31、0.83、0.04pct。上市银行同业负债、应付债券占比总负债分别相比年初下降0.64、0.25pct。
- 存款成本率表现分化，城农商行好于国有行、股份行。尽管上市银行存款挂牌利率多次调降，存款成本率变化仍然相对滞后，且受制于存款久期拉长影响。2023年上半年上市银行存款成本率基本与年初维持不变，国有行、股份行存款成本率分别上升9bps、5bps，城商行、农商行均下降2bps。江阴银行存款占比上升同时存款成本下降11bps，深耕“制造业第一县”农商行本地化经营优势明显。预计未来存款自律机制有动力继续引导存款成本下行，同时需要上市银行加强资产负债能力，稳定低成本负债来源、提升主动负债获取能力。

	存款占比			同业负债占比			应付债券占比			存款成本率		
	2022A	2023Q3	变动	2022A	2023Q3	变动	2022A	2023Q3	变动	2022A	2023H1	变动
工商银行	81.50%	83.27%	1.78%	10.42%	9.54%	-0.88%	2.51%	2.96%	0.45%	1.75%	1.90%	0.15%
建设银行	77.61%	80.21%	2.60%	10.06%	8.60%	-1.46%	5.19%	4.73%	-0.46%	1.73%	1.77%	0.04%
中国银行	76.72%	78.04%	1.31%	10.28%	9.26%	-1.02%	5.85%	5.58%	-0.28%	1.65%	1.84%	0.19%
农业银行	80.38%	80.34%	-0.04%	9.08%	9.06%	-0.02%	5.98%	5.97%	-0.01%	1.70%	1.77%	0.07%
交通银行	66.47%	67.71%	1.24%	13.65%	12.63%	-1.01%	4.44%	4.67%	0.23%	2.19%	2.35%	0.16%
邮储银行	96.02%	93.70%	-2.32%	2.30%	2.48%	0.17%	0.77%	2.98%	2.21%	1.61%	1.54%	-0.07%
招商银行	82.05%	82.73%	0.68%	10.30%	8.75%	-1.55%	2.44%	2.49%	0.05%	1.52%	1.61%	0.09%
中信银行	64.86%	66.55%	1.69%	18.71%	17.23%	-1.48%	12.40%	11.45%	-0.95%	2.06%	2.14%	0.08%
民生银行	60.12%	61.36%	1.24%	23.83%	21.78%	-2.05%	9.76%	9.13%	-0.62%	2.29%	2.33%	0.04%
兴业银行	55.67%	57.15%	1.48%	26.55%	25.30%	-1.25%	13.61%	12.02%	-1.59%	2.26%	2.26%	0.00%
浦发银行	60.35%	61.30%	0.95%	17.22%	19.34%	2.12%	16.63%	13.70%	-2.93%	2.10%	2.19%	0.09%
华夏银行	57.70%	54.75%	-2.95%	22.38%	22.83%	0.45%	14.83%	16.35%	1.52%	2.03%	2.05%	0.02%
平安银行	67.79%	68.40%	0.62%	9.70%	9.28%	-0.41%	14.16%	12.34%	-1.82%	2.09%	2.20%	0.11%
光大银行	67.65%	65.01%	-2.64%	14.20%	15.23%	1.03%	15.13%	16.47%	1.35%	2.30%	2.35%	0.05%
浙商银行	67.56%	64.74%	-2.82%	12.71%	16.77%	4.07%	13.15%	13.00%	-0.16%	2.29%	2.24%	-0.05%
北京银行	62.18%	61.83%	-0.34%	17.60%	17.07%	-0.54%	13.13%	13.54%	0.41%	2.02%	1.96%	-0.06%
上海银行	59.15%	58.93%	-0.22%	22.93%	21.97%	-0.95%	11.89%	13.13%	1.24%	2.12%	2.10%	-0.02%
江苏银行	58.78%	61.73%	2.95%	14.16%	16.36%	2.20%	17.30%	12.18%	-5.12%	2.34%	2.26%	-0.08%
南京银行	65.10%	64.80%	-0.30%	13.34%	13.53%	0.19%	12.13%	11.24%	-0.90%	2.37%	2.43%	0.06%
宁波银行	59.02%	64.08%	5.06%	13.90%	14.94%	1.04%	19.88%	14.43%	-5.45%	1.77%	1.94%	0.17%
杭州银行	61.14%	60.19%	-0.95%	15.15%	14.52%	-0.63%	17.52%	17.70%	0.17%	2.26%	2.23%	-0.03%
贵阳银行	65.32%	64.71%	-0.60%	10.85%	10.05%	-0.80%	15.13%	14.97%	-0.16%	2.57%	2.53%	-0.04%
成都银行	74.92%	75.63%	0.71%	3.16%	3.16%	-0.01%	16.14%	15.95%	-0.19%	2.15%	2.22%	0.07%
郑州银行	62.67%	63.25%	0.58%	14.51%	11.81%	-2.69%	17.63%	18.30%	0.67%	2.37%	2.28%	-0.09%
长沙银行	68.68%	66.55%	-2.12%	7.20%	8.05%	0.85%	17.92%	19.02%	1.10%	2.12%	2.04%	-0.08%
青岛银行	69.24%	69.97%	0.74%	10.12%	8.99%	-1.13%	15.19%	15.12%	-0.06%	2.21%	2.25%	0.04%
西安银行	74.45%	72.82%	-1.62%	3.26%	1.21%	-2.05%	17.05%	16.04%	-1.01%	2.66%	2.64%	-0.02%
苏州银行	65.35%	67.57%	2.22%	11.39%	13.79%	2.40%	16.71%	12.46%	-4.26%	2.22%	2.18%	-0.04%
厦门银行	59.13%	56.40%	-2.74%	15.22%	13.71%	-1.52%	20.04%	25.14%	5.10%	2.50%	2.45%	-0.05%
重庆银行	59.55%	59.55%	0.00%	11.46%	9.91%	-1.55%	21.14%	23.62%	2.48%	2.88%	2.83%	-0.05%
齐鲁银行	74.33%	76.15%	1.82%	6.74%	5.99%	-0.74%	9.10%	8.02%	-1.08%	2.17%	2.14%	-0.03%
常熟银行	80.92%	80.49%	-0.43%	6.37%	7.37%	1.00%	5.60%	4.77%	-0.82%	2.31%	2.28%	-0.03%
无锡银行	89.90%	90.34%	0.44%	2.00%	2.49%	0.49%	2.05%	1.98%	-0.07%	2.30%	2.33%	0.03%
江阴银行	82.10%	85.99%	3.89%	4.36%	4.03%	-0.33%	4.26%	3.01%	-1.25%	2.13%	2.02%	-0.11%
张家港行	81.24%	82.58%	1.33%	7.57%	6.91%	-0.66%	5.03%	5.02%	-0.02%	2.35%	2.33%	-0.02%
苏农银行	82.52%	83.55%	1.03%	5.62%	5.48%	-0.14%	6.79%	6.53%	-0.26%	2.01%	2.02%	0.01%
紫金银行	84.73%	85.68%	0.95%	5.45%	4.28%	-1.17%	5.15%	4.70%	-0.45%	2.24%	2.26%	0.02%
青农商行	71.88%	71.58%	-0.30%	6.82%	7.22%	0.39%	19.02%	18.30%	-0.72%	2.09%	2.07%	-0.02%
渝农商行	66.70%	68.52%	1.82%	11.00%	11.67%	0.67%	13.83%	11.05%	-2.78%	1.97%	1.91%	-0.06%
沪农商行	80.25%	77.87%	-2.38%	5.96%	8.08%	2.12%	7.42%	8.01%	0.59%	2.01%	1.98%	-0.03%
瑞丰银行	85.62%	81.18%	-4.44%	3.07%	5.37%	2.30%	4.14%	5.46%	1.32%	2.29%	2.30%	0.01%



目录

1 市场回顾：2023年行情回顾及历史银行股表现复盘

2 政策回顾：宏观、财政、货币、监管变阵影响

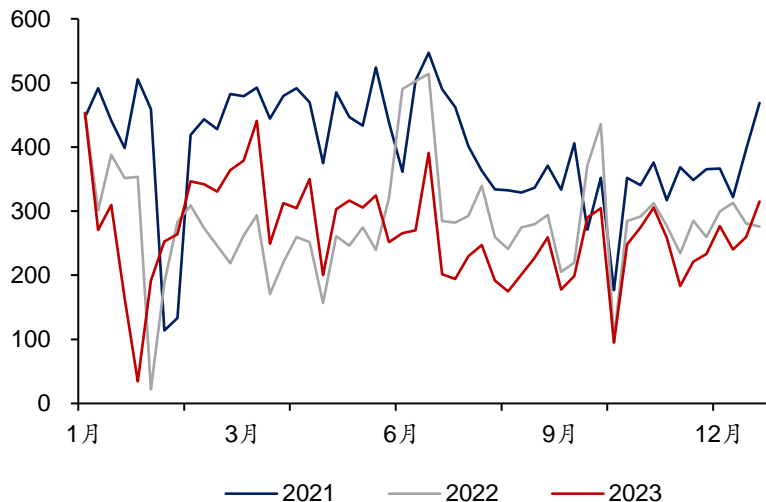
3 问题讨论：行业景气度分野的内在逻辑

4 未来展望：2024年银行股投资策略

看点一：土地融资新逻辑建立，“三大工程”登场

- 零售信贷需求主要受到地产销售低迷拖累。2023年9月以来，30大中城市商品房成交面积降幅有所收窄，但房价下跌预期较难扭转，市场复苏持续性有待观察。零售贷款受按揭贷款拖累低增，2023年居民短贷净新增1.78万亿，同比多增7000亿；居民中长贷净新增2.55万亿，同比少增2000亿。存量按揭利率下调缓解按揭早偿现象，10-12月居民中长贷同比多增200亿元。
- 土地融资新逻辑建立，“三大工程”提供增量。银行地产信用扩张基于土地财政和土地融资，信贷资源惠及城投、地产、居民等多个部门。7月中央政治局会议提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，推动建立地产信用扩张新逻辑。中央经济工作会议强调要加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”，其中超特大城市“十四五”规划下新建保障房面积与当前商品房每年销售面积相当，预计对商品房融资需求下降部分形成补充，有利于银行盘活信贷资源，重塑地产信贷新模式。

30大中城市商品房成交面积



“十四五”规划下超特大城市新建保障房面积

年份	商品房销售面积 (万平)			十四五规划新建保障房套数 (万套)	十四五规划新建保障房面积 (万平)	
	2020	2021	2022	2025	2025	
超大城市	上海	1789.16	1880.45	1852.88	70	3500
	北京	970.9	1107.1	1040	52	2600
	深圳	929.16	821.05	694.15	54	2700
	重庆	6143.47	6197.71	4438.98	55	2750
	广州	1465.98	1594.22	1594.22	66	3300
	成都	3680.3	3644.1	2773	31	1550
	武汉	2214.1	2877.36	1719.8	32	1600
	杭州	1699	2236	1394	36	1800
	东莞	895.31	666.73	500.27	10	500
	西安	2559.79	1856.73	1666.87	30.4	1520
特大城市	郑州	3426.1	2699.3	2248.6	20	1000
	南京	1324.67	1510.95	942.32	30	1500
	济南	1335.7	1548.2	1241.9	36.5	1825
	合肥	1486.11	1836.59	1459.18	23.3	1165
	青岛	1653.6	1644.5	1563.7	21	1050
	长沙	2379.9	2605.79	1699.36	16.9	845
	昆明	1878.8	1297.56	822.5	6	300
	大连	714.8	687.7	434.3	4.1	205

资料来源：住建部，各省市发展统计公报和十四五规划纲要，华安证券研究所

注：保障房包含保障性租赁住房、棚改、公共租赁住房。保障房面积按每套50平米测算。

敬请参阅末页重要声明及评级说明

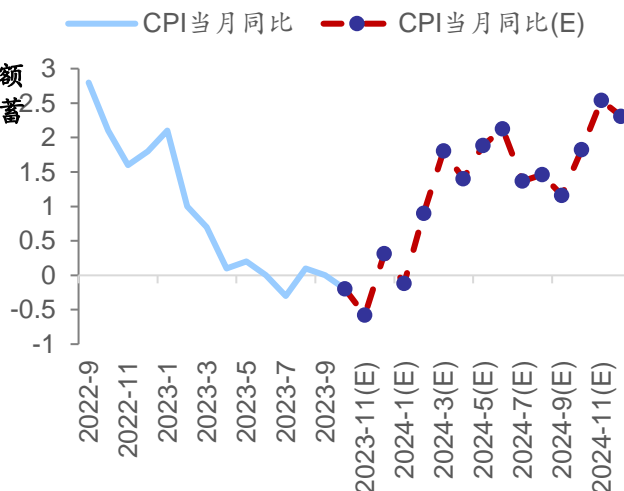
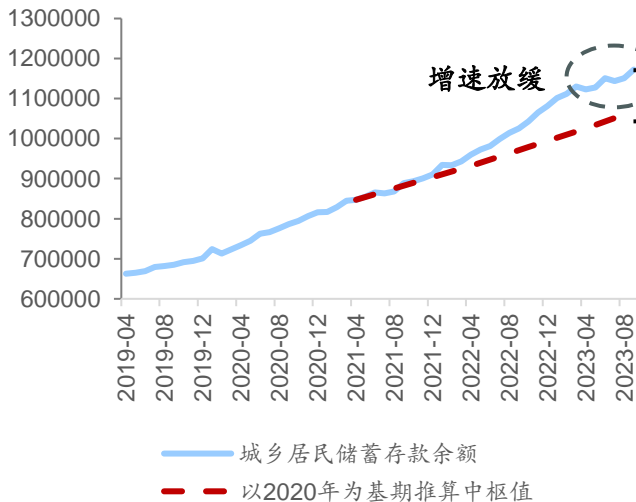
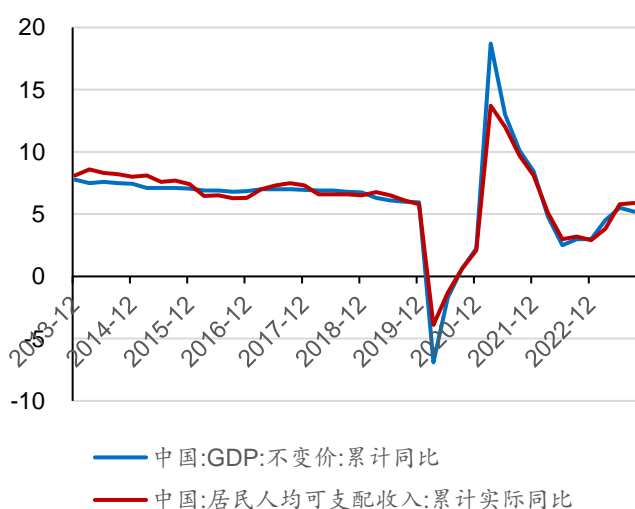
看点二：经济预期修复，消费复苏仍可期待

- 消费有望持续恢复，发挥经济增长“压舱石”作用。①居民消费内生动力来看，2023年前三季度居民人均可支配收入实际累计增速5.9%，高于GDP实际增速0.7pct，居民收入和消费意愿正在逐步改善。②居民消费意愿来看，2023年3月以来，储蓄存款增速明显放缓，超额储蓄较2023年年初收窄，居民储蓄存款余额增速从接近20%回落至10月的12.3%，向2021年的10%左右的增速靠拢。超储规模回落有望对消费形成支撑。③政策支持来看，中央经济工作会议提出积极培育文娱旅游等新的消费增长点、稳定和扩大传统消费，居民消费潜力有望进一步释放。④价格因素来看，剔除基数效应2023年消费整体呈现弱复苏，11月CPI同比增速-0.5%。预计随着就业形势、居民收入和消费意愿逐步改善，服务消费和跨区域活动有望增加，促进终端消费品价格回升。
- 消费信贷需求有望提振，促进消费金融市场竞争回归理性。消费金融板块近年来逐渐成为银行竞争的角力场，但由于有效信贷需求不足，银行间价格竞争日趋激烈。若消费需求超预期复苏，将带动行业竞争回归理性，进入量价相适应的正反馈机制。

居民人均可支配收入与GDP增速

超储规模回落，有望向消费释放

CPI增速下滑，价格效应或延后显现



资料来源: wind, 华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

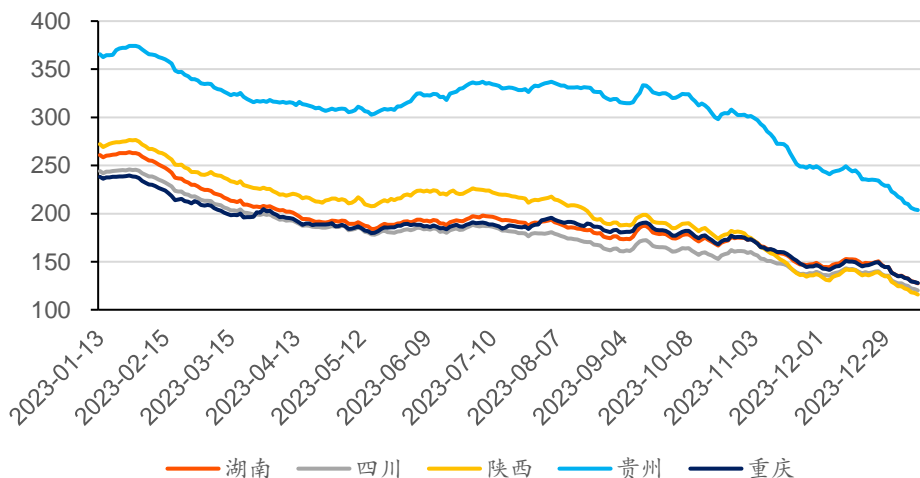
看点三：“一揽子化债”推进，资产质量改善带来估值修复

- 化债抓手一：财政支持化债，特殊再融资债启动，重点区域有望迎来资产质量改善。2023年10月以来，特殊再融资债发行共计1.39万亿，再融资债用于借新还旧，与到期债券一一对应，不能直接用于项目建设，可缓解部分地方政府短期流动性压力。
- 化债抓手二：金融支持化债，市场化、法治化原则下的量价风险平衡。结合人行潘功胜行长在全国人大常委会第六次会议和2023年金融街论坛上发言，①“在部委和地方两个层面建立金融支持化解地方债务风险工作小组”，人行全面参与地方债务风险化解，制定金融机构支持化债方案、充分调动银行参与积极性、并给予流动性保障“必要时，中国人民银行还将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持”。②“引导金融机构按照市场化、法治化原则，与重点地区融资平台平等协商，依法合规、分类施策化解存量债务风险”，银行参与化债同时强调量价风险平衡，与二季度货币政策报告呵护银行净息差和合理利润空间并不矛盾；③“严控融资平台增量债务，完善常态化融资平台金融债务统计监测机制，加强对重点地区、重点融资平台的风险监测”，旨在建立金融风险长效监督机制，未来有望进一步缓解市场对中长期资产质量恶化的担忧。

2023年10-12月各省特殊再融资债发行规模（亿元）

	合计	一般债	专项债		合计	一般债	专项债
贵州	2264	1606	658	河南	348	156	192
天津	1286	682	605	福建	282	126	156
云南	1256	1157	100	山东	282	126	156
内蒙古	1067	893	174	四川	280	125	155
辽宁	1006	840	166	河北	277	124	153
吉林	892	537	355	江苏	261	117	144
重庆	726	422	304	江西	156	70	86
广西	623	350	273	陕西	100	45	55
黑龙江	303	233	70	湖北	92	41	51
甘肃	220	186	34	浙江	77	34	43
宁夏	141	124	17	新疆	56	25	31
青海	96	54	42	山西	28	13	16
湖南	1122	502	620	海南	24	11	13
安徽	620	277	343	合计	13885	8873	5012

2023年9月以来地区信用利差明显下行（bp）



资料来源：wind，中国政府网，中国人大网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

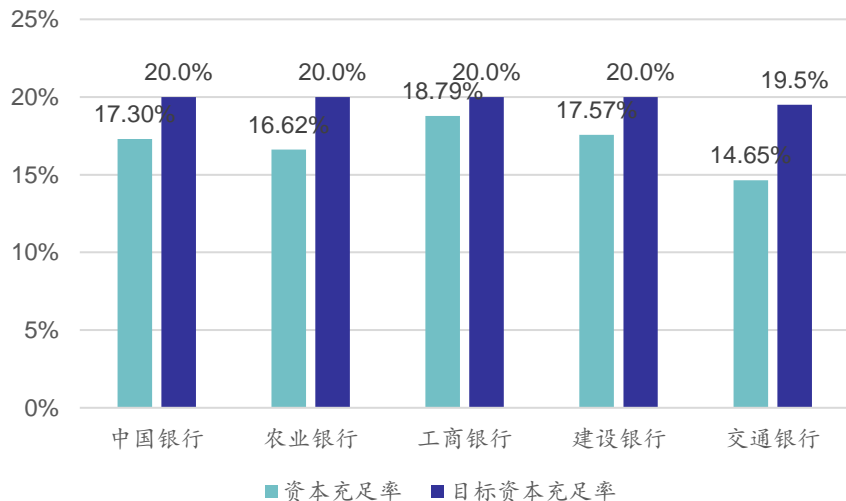
看点四：G-SIBs总损失吸收能力要求落地，风险缓冲垫夯实

- FSB对全球系统性重要银行提出总损失吸收能力要求，大行距离目标仍有缺口。TLAC（总损失吸收能力），指全球系统重要性银行(G-SIBs)在进入处置程序时,能够通过减记或转股方式吸收银行损失的各类资本或债务工具的总和。《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》（2021年）规定，我国全球系统重要性银行的风险加权比率应于2025年初达到16%、2028年初达到18%，杠杆比率应于2025年初达到6%、2028年初达到6.75%。目前中、农、工、建、交行资本充足率分别为17.30%、16.62%、18.79%、17.57%、14.65%，距离TLAC标准下的资本充足率（分别为20%、20%、20%、20%、19.5%）仍有缺口。
- 后续大行为达成监管目标，有必要通过创新设计、发行总损失吸收能力工具等方式从外部补充TLAC，风险缓冲垫有望夯实。考虑到偿还顺序等条款设置，非资本债务工具的成本将低于资本工具，五大行未来可能加大非资本债务工具的发行比例，适当控制资本工具的发行比例，风险缓冲垫有望进一步夯实。

2023年全球系统性重要银行（G-SIBs）名单

组别	G-SIBs名单	附加资本吸收能力要求
5	-	3.5%
4	摩根大通	2.5%
3	美国银行；花旗集团；汇丰控股	2.0%
2	中国农业银行（排名上升）；中国银行；巴克莱银行；法国巴黎银行；中国建设银行（排名上升）；德意志银行；高盛集团；中国工商银行；三菱UFJ金融集团；瑞银集团	1.5%
1	交通银行（新进）；纽约梅隆银行；法国BPCE银行；法国农业信贷银行；ING集团；瑞穗金融集团；摩根士丹利；加拿大皇家银行；桑坦德银行；法国兴业银行；渣打银行；道富银行；三井住友金融集团；多伦多道明银行；富国银行	1.0%

大行资本充足率（2023Q3）与TLAC标准下的目标值



资料来源：wind，FSB，中国人民银行，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

银行股投资机会一：低波红利稳健策略

- 银行相对其他板块股息率高且稳定。近三年上市银行平均股息率4.19%，板块排名第3（仅次于煤炭、石油石化），近五年分红率标准差0.2%，板块排名第2（仅高于建筑装饰）。按照上市银行2023年利润分配方案估算，当前上市银行平均股息率5.41%。经济复苏预期较弱时期，实体行业易受到外生变量冲击，银行在稳定性层面表现明显更优。
- 银行股相对固定收益类资产能分享经济超预期上行收益。银行股本身交易顺周期逻辑，经济预期转好，信贷需求旺盛时，银行息差走阔；经济预期下行，信贷萎靡时，息差走窄。当前银行股交易于0.54倍PB，仍处于历史底部区域，若经济超预期反弹，银行板块相比防御性资产又具备更高向上弹性，是进可攻退可守的配置品种。

A-H股五大行股息率与10年国债收益率对比



银行股PB和股息率对比



资料来源：Wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

银行股投资机会二：区域信贷景气度回升+本地化经营能力

经济弱复苏下区域信贷景气度分化，同时银行资产负债表结构、盈利能力的改变将加剧业绩表现的分化，布局信贷景气度回升地区的好银行能够分享区域+个股alpha。

● 银行业务角度来看，资产端投放有护城河的银行将受益。对公业务：区域布局有优势、行业投向和政策导向契合度更高的银行，将更受益于区域经济动能修复。其中江浙地区民营经济活跃度较高，成渝经济圈政策发力力度较大，金融化债有望带动重点省份信贷资源配置效率提升。中央金融工作会议定调“五篇大文章”，政策支持叠加银行自身投放结构优化下，普惠、科技、绿色等领域资产规模将继续保持高增。零售业务：房地产新逻辑下，个人金融资产配置切换，理财、私行、基金、保险代销等财富管理业务有望突围，财富管理有客群、渠道优势的银行竞争优势更显著。

● 银行负债端角度来看，低成本负债来源稳定的银行有望受益。当前银行负债成本仍有下行空间，预计城投化债、按揭利率下调等中长期贷款重定价压力下，2024年存款自律机制引导银行继续下调挂牌利率以适应资产端利率下行，负债端竞争或将加剧。

● 利润释放角度来看，江浙成地区城农商行拨备安全垫充足，未来计提压力小，利润释放空间更大。

上市银行普惠小微余额、占比及增速

	普惠小微余额 (亿元)		普惠小微占比		普惠小微增速	
	2022A	2023H1	2022A	2023H1	2022A	2023H1
工商银行	15503	20492	6.68%	8.10%	41.06%	46.36%
建设银行	23500	28600	11.11%	12.39%	25.67%	33.64%
中国银行	12283	15509	7.00%	8.07%	39.34%	40.35%
农业银行	17690	23047	8.97%	10.60%	33.82%	35.79%
交通银行	4562	5409	6.25%	6.94%	34.66%	33.93%
邮储银行	11800	13500	16.37%	17.26%	22.84%	23.52%
招商银行	6783	7631	11.21%	12.01%	12.85%	17.26%
中信银行	4460	5079	8.66%	9.44%	21.57%	22.60%
民生银行	5491	5935	13.26%	13.52%	8.76%	12.71%
兴业银行	4042	4604	8.11%	8.82%	35.31%	29.90%
浦发银行	3766	4001	7.68%	8.04%	17.80%	15.54%
华夏银行	1609	1741	7.08%	7.43%	16.56%	12.17%
平安银行	5282	5776	15.87%	16.79%	38.22%	35.16%
光大银行	3053	3468	8.55%	9.26%	28.83%	23.02%
浙商银行	2773	3032	18.24%	18.34%	17.22%	18.33%
上海银行	1071	1242	8.21%	9.14%	48.35%	41.38%
江苏银行	1385	1610	8.63%	9.22%	23.55%	21.05%
南京银行	906	1046	9.58%	9.84%	38.10%	31.07%
宁波银行	1538	1786	14.70%	15.28%	25.86%	26.96%
杭州银行	1123	1206	15.99%	15.59%	22.40%	15.16%
贵阳银行	320	327	11.22%	10.48%	20.05%	15.46%
郑州银行	443	467	13.38%	13.30%	13.72%	5.85%
青岛银行	271	310	10.08%	10.73%	23.26%	21.15%
厦门银行	610	665	30.46%	33.05%	37.37%	37.63%
重庆银行	436	476	12.44%	12.67%	9.64%	12.83%
齐鲁银行	486	553	18.90%	19.52%	30.89%	30.04%
江阴银行	276	304	26.80%	27.17%	29.20%	29.06%
青农商行	400	437	16.66%	17.34%	21.28%	17.39%
渝农商行	1131	1252	17.87%	18.58%	17.57%	20.62%
沪农商行	641	745	9.56%	10.70%	16.01%	29.57%

资料来源：Wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

风险提示

- 利率风险：宽信用、宽货币政策下利率继续下行，息差收窄。
- 市场风险：宏观、区域经济大幅下行造成资产质量恶化，不良大幅提高。
- 经营风险：经济增长不及预期，融资需求下降拖累信贷增速。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。