

银行

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

城投化债对银行息差影响有限

相对大盘走势



地方政府债务压力背后是央地财权事权的不匹配

财权方面，中央财政收入略低于地方财政收入，中央财政收入：地方财政收入常年保持在 45：55 的水平附近。从事权来看，2008-2022 年地方公共财政支出相较中央公共财政支出平均高出 82.21%。在财权事权不匹配的背景下，地方政府只能通过加杠杆的方式支撑当地发展。截至 23Q4 末，地方政府杠杆率为 32.30%，较中央政府杠杆率高出 8.70PCT。与此同时，地产需求端走弱，2022 年以来商品房销售基本处于负增长区间。地产销售不佳导致土地出让金收入走低，使得杠杆持续提升后的地方政府风险逐步提升。

作者

分析师：刘雨辰
执业证书编号：S0590522100001
邮箱：liuyuch@glsc.com.cn

联系人：陈昌涛
邮箱：chencht@glsc.com.cn

2023 年地方政府债务规模约为 87.49 万亿元

我们将地方政府债务粗略地划分为显性债务和隐性债务，2023 年地方政府债务规模约为 87.49 万亿元。显性债务方面，截至 2023 年末，我国地方政府债券余额为 40.54 万亿元，剩余平均利率为 3.27%。隐性债务方面，1) 截至 2023 年末，全国城投债余额达到 11.89 万亿元，存续城投债平均票面利率为 4.74%。2) 城投平台最新授信规模达到 47.78 万亿元，其中已使用授信达到 27.88 万亿元，测算的城投贷款平均成本为 6.04%左右。3) 城投非标债务约为 7.17 万亿元，其中非标信托融资利率预计在 6.50%左右。

上市银行合计地方债务风险敞口约为 85.24 万亿元

从上市银行角度来看，截至 23H1 末，上市银行合计地方债务风险敞口约为 85.24 万亿元，占总资产的 31.15%。其中城投贷款以及地方政府债敞口相对较大，分别占总资产的 10.11%、16.57%。分银行类型来看，国有行与城商行地方债务风险敞口占总资产比相对更高，农商行占比最低。从个股来看，杭州银行、南京银行、成都银行以及重庆银行在地方债务风险领域的敞口占总资产比较高，均在 40%以上，常熟银行、邮储银行等占比不足 20%。

城投化债预计将拉低上市银行 24 年息差 9.93BP

地方政府债券融资成本低且风险低，因此预计化债将不涉及地方政府债券。而城投债、城投贷款以及城投非标融资成本基本在 5-6%，融资成本较高，且非标还存在接续难度较大等问题，因此预计为城投化债的重要目标。由于重庆、天津等 12 个省份政府债务压力较大，故我们重点考虑这些区域化债对银行息差影响。我们预计城投化债将拉低上市银行 24 年息差 9.93BP。分银行来看，城商行受到的影响较大，其 24 年息差水平预计将被拉低 12.65BP，农商行受到的影响较小。

投资建议

展望后续，当前银行基本面利空因素基本落地，只需等待影响逐步消化。监管方面，维护银行息差水平意图明确，目前负债端已多次调降存款利率水平，整体息差再次大幅度下降的可能性不大。城投化债方面，23 年底再融资债券发行快速推进，地方政府债务风险全面爆发的可能性不大，城投化债对银行的实际冲击也将小于测算值。整体来看，城投化债推进对银行息差有所冲击，但风险切实化解也能减轻银行负担，整体而言或利大于弊。
风险提示：经济增长不及预期，资产质量恶化，政策转向风险，测算误差。

相关报告

1、《银行：降准落地有望支撑经济稳增长》
2024.01.24
2、《银行：地产去化有望提速，银行量价表现均有改善》
2024.01.06

正文目录

1. 财权事权不匹配叠加收入下滑导致地方政府风险提升	3
1.1 内部原因：央地财权事权不匹配	3
1.2 外部原因：房地产市场持续走弱	4
2. 地方政府债务规模近 90 万亿元	5
2.1 地方政府显性债务规模超 40 万亿元	5
2.2 地方政府隐性债务规模近 47 万亿元	6
3. 城投化债预计将拉低上市银行 24 年息差 9.93BP	8
3.1 上市银行在城投领域风险敞口超 80 万亿元	8
3.2 城投化债预计拉低上市银行 24 年息差近 10BP	14
4. 风险提示	16

图表目录

图表 1： 我国中央和地方财政收入划分体系	3
图表 2： 中央财政收入：地方财政收入基本保持在 45:55 的水平	3
图表 3： 地方公共财政支出明显高于中央	4
图表 4： 地方政府杠杆提升速度快于中央政府	4
图表 5： 地方财政支出主要集中在民生以及基建等领域	4
图表 6： 商品房销售走弱	5
图表 7： 地方政府土地出让金收入快速下行	5
图表 8： 地方政府债券余额稳步增长	6
图表 9： 地方政府债券增速走低	6
图表 10： 地方政府债券融资成本整体较为可控	6
图表 11： 地方政府债剩余平均利率持续下行	6
图表 12： 城投债余额稳步增长	7
图表 13： 城投债发行利率整体处于下行态势	7
图表 14： 23H1 城投平台负债端以长贷与债券为主	7
图表 15： 城投平台已使用授信近 28 万亿元	7
图表 16： 上市银行持有的政府债券中地方政府债占比约 64%	8
图表 17： 上市银行持有的地方政府债占总资产的比大约为 10%	9
图表 18： 上市银行表内外的城投债敞口合计约 9.61 万亿元	10
图表 19： 上市银行城投贷款的敞口大约为 45.34 万亿元	11
图表 20： 上市银行投向城投非标领域的表内敞口约为 2.63 万亿元	12
图表 21： 上市银行合计城投敞口约为 85.24 万亿元	13
图表 22： 城投化债全面推进预计将拉低上市银行 24 年息差 9.93BP	15

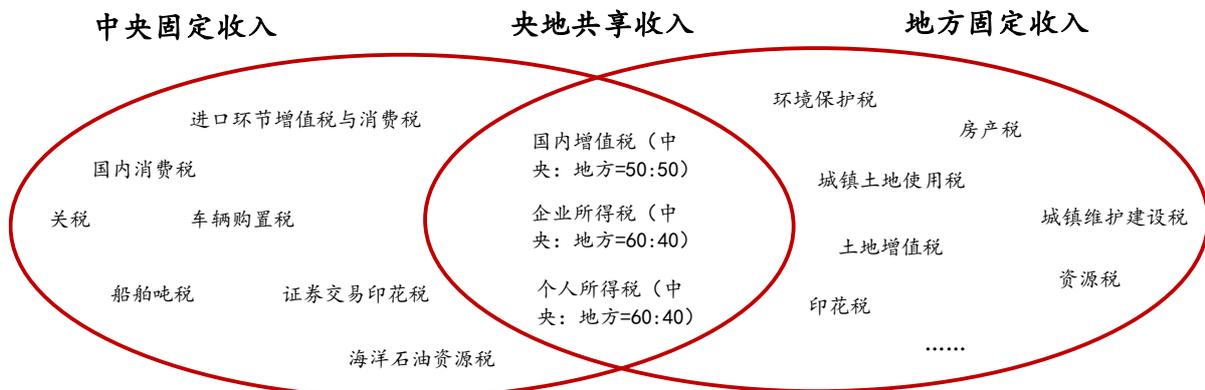
1. 财权事权不匹配叠加收入下滑导致地方政府风险提升

地方政府债务在很大程度上体现了特定时期预算管理制度与地方政府收支缺口之间的矛盾。而地方政府债务风险主要是指部分地方政府收入难以保证债务正常的还本付息导致可能出现的违约风险。

1.1 内部原因：央地财权事权不匹配

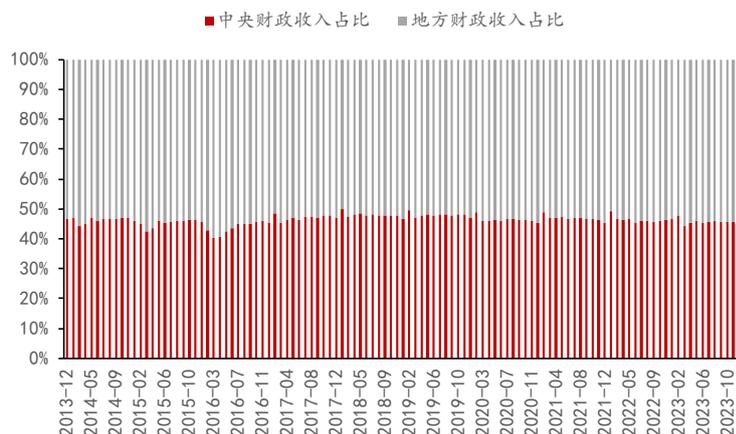
财权方面，中央财政收入与地方财政收入水平基本相近。收入划分是央地财政关系的重要方面之一，国际上通行做法为将体现国家主权的税种划为中央收入，将税基较为稳定和地域化属性明显的税种划为地方收入，将税基流动性较强、地区间分布不均衡的税种划为中央收入或中央按照较高的比例分享。我国当前做法与国际通行做法大体上保持一致。从中央和地方实际收入情况来看，中央财政收入略低于地方财政收入，中央财政收入：地方财政收入常年保持在 45：55 的水平附近。截至 2023 年 12 月末，中央财政 2023 年累计财政收入为 9.96 万亿元，地方为 11.72 万亿元，不考虑转移支付前提下，地方财政收入相较中央仅高出 17.73%。

图表1：我国中央和地方财政收入划分体系



资料来源：中国人大网，国联证券研究所整理

图表2：中央财政收入：地方财政收入基本保持在 45:55 的水平



资料来源：Wind，国联证券研究所

从事权来看，地方公共财政支出力度明显大于中央。2008 年以来，地方公共财政支出力度明显高于中央，2008-2022 年地方公共财政支出相较中央公共财政支出平均高出 82.21%。而从财政支出的具体领域来看，中央公共财政支出集中在外交、国防等领域，而地方公共财政支出则更多的集中在民生支出、基建等领域。以 2022 年为例，地方公共财政在民生、基建领域的支出分别为 10.44、6.21 万亿元，而中央公共财政在这两个领域对应的支出仅有 3153、836 亿元。

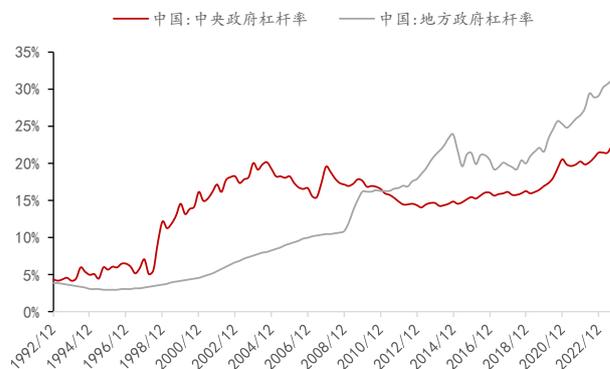
在财权事权不匹配的背景下，地方政府只能通过加杠杆的方式支撑当地发展。2008 年以来地方政府杠杆提升速度明显快于中央政府，截至 23Q4 末，地方政府杠杆率为 32.30%，较中央政府杠杆率高出 8.70PCT。

图表3：地方公共财政支出明显高于中央



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：地方政府杠杆提升速度快于中央政府



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：地方财政支出主要集中在民生以及基建等领域

单位：亿元	外交、国防与安全支出				科教文旅支出		民生支出				基建支出				债务付息支出	其他支出
	一般支出	外交支出	国防支出	公共安全支出	科学技术支出	文化旅游体育与传媒支出	教育支出	社会保障和就业支出	卫生健康支出	住房保障支出	节能环保支出	城乡社区支出	农林水支出	交通运输支出		
中央	1508	503	14505	1950	3187	171	1526	800	210	618	125	3	221	487	6382	3375
地方	19634	2	256	12704	7174	4100	39995	36575	20754	7080	5737	20972	23939	11487	4888	15758
中央	4.24%	1.41%	40.78%	5.48%	8.96%	0.48%	4.29%	2.25%	0.59%	1.74%	0.35%	0.01%	0.62%	1.37%	17.94%	9.49%
地方	8.50%	0.00%	0.11%	5.50%	3.10%	1.77%	17.31%	15.83%	8.98%	3.06%	2.48%	9.08%	10.36%	4.97%	2.12%	6.82%

资料来源：财政部，国联证券研究所整理

1.2 外部原因：房地产市场持续走弱

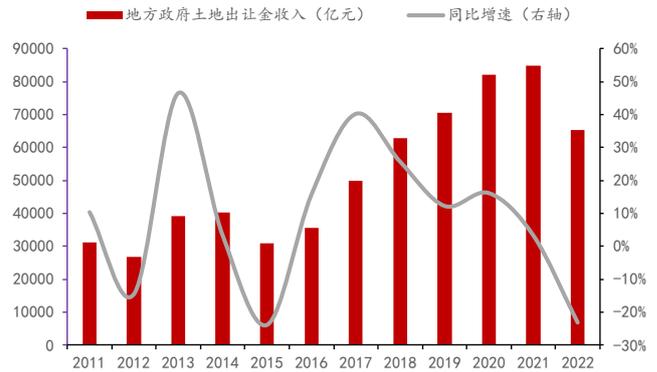
地产需求端偏弱，带动政府土地出让金收入走低。自“三道红线”政策出台以来，“房住不炒”定位持续强化，商品房金融属性持续弱化。叠加后续房企现金流压力较大等因素导致房屋交付存在困难，商品房需求快速走弱。商品房销售面积自 2022 年以来基本处于负增区间，2023 年商品房销售面积累计值为 11.17 亿平方米，同比-6.50%。商品房需求端走弱，逐步传导至政府土地供给端。2021 年以来地方政府土地出让金收入同比增速快速下行。2022 年地方政府土地出让金收入为 6.53 万亿元，同比-23.05%，增速较 2021 年-26.46PCT。而近年来地方政府土地出让金收入占地方政府性基金收入比基本在 80%以上，土地出让金收入下降对地方政府收入形成较大影响。

图表6: 商品房销售走弱



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表7: 地方政府土地出让金收入快速下行



资料来源: Wind, 国联证券研究所

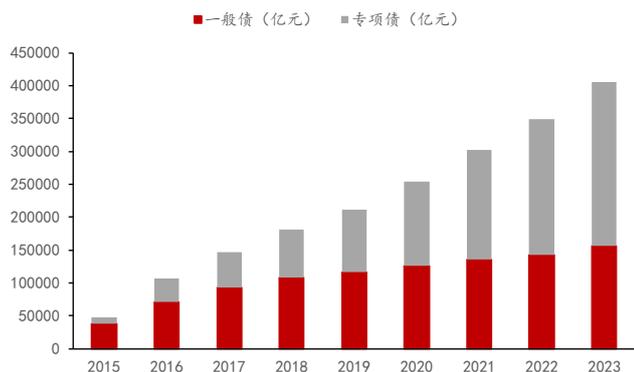
2. 地方政府债务规模近 90 万亿元

根据官方定义,地方政府债务可以大致分为三类。其一为政府负有偿还责任的债务,是指由政府或政府部门等举借并以财政资金偿还的债务;其二为政府负有担保责任的债务,是指地方政府为债务人提供担保的债务,由非财政资金偿还,地方政府不承担直接偿债责任,但当债务人出现偿债困难时,地方政府需要承担连带责任;其三为其他相关债务,是指由企事业单位自行举借用于公益性项目,以单位或项目自身收益偿还的债务,地方政府既未提供担保,也不负有偿还责任,但当债务人出现偿债困难时,政府可能需要给予一定救助。本文将地方政府债务粗略地划分为显性债务以及隐性债务,其中显性债务是指监管允许、较为规范的地方政府债务,主要指地方政府债;隐性债务则是指未纳入地方政府债务限额管理、以非政府债券方式举借的相关债务,主要包含地方融资平台相关债务。隐性债务中又可根据是否为标准化产品划分为标准化债权与非标债权。

2.1 地方政府显性债务规模超 40 万亿元

地方政府债券规模近年持续增长,2023 年末我国地方政府债券余额超 40 万亿元。地方政府显性债务以地方政府债券为主,其中包含一般债与专项债。截至 2023 年末,我国地方政府债券余额为 40.54 万亿元,2015-2023 年 CAGR 达到 30.48%,整体增长速度较快。其中一般债与专项债 2023 年末的余额分别为 15.70、24.84 万亿元。但从增速来看,地方政府债券增速实际处于下行通道,2023 年末地方政府债券余额同比+16.23%。

图表8：地方政府债券余额稳步增长



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表9：地方政府债券增速走低



资料来源: Wind, 国联证券研究所

从发行利率来看，地方政府债券整体成本处于合理区间，剩余平均利率仅 3% 出头。地方政府债券发行的票面利率以相同待偿期的国债平均收益率为基准，采用承销、招标等方式确定。从地方政府债券的票面利率来看，2015 年 5 月以来月度平均的地方政府债券发行利率水平均在 2.5%-4.5% 之间，且历年地方政府债券发行的最高票面利率均不超过 5%，整体融资成本都较为可控。2023 年 12 月，新发行的地方政府债券平均票面利率为 2.83%，环比-10.22BP。从剩余平均利率来看，截至 2023 年 12 月末，我国地方政府债券剩余平均利率仅有 3.27%，环比 11 月份持平，整体处于较低水平。

图表10：地方政府债券融资成本整体较为可控



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表11：地方政府债券剩余平均利率持续下行



资料来源: Wind, 国联证券研究所

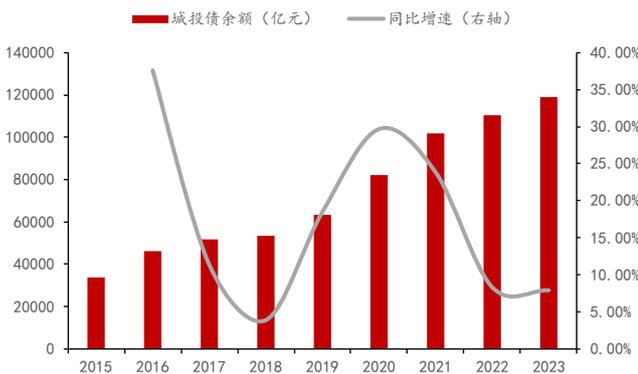
2.2 地方政府隐性债务规模近 47 万亿元

本文以城投平台整体计息负债作为地方政府隐性债务的代表。更进一步，城投平台计息负债可以划分为以城投债、银行信贷为代表的标准化债务以及其他非标准化的债务。

城投债方面，近年来城投债发行力度持续提升，余额近 12 万亿元，存续城投债平均利率约为 4.74%。从发行情况来看，近年来城投债发行力度整体处于提升态势。2023 年城投债月均发行规模达到 4067 亿元，较 2022 年提升 25.43%。从余额来看，

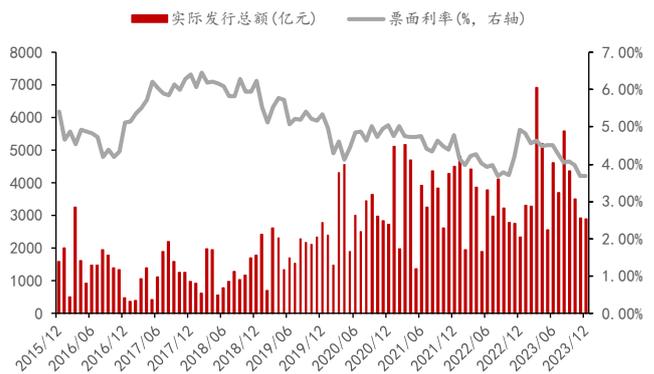
截至 2023 年末，全国城投债余额达到 11.89 万亿元，较 2022 年末增长 7.91%。2015-2023 年 CAGR 达到 17.11%，整体保持较快增长态势。从发行利率来看，近十年城投债平均发行利率水平为 4.97%，发行利率水平相对来说高于地方政府债。但整体来看，近年来城投债发行利率整体呈下行态势，2017 年下半年发行利率整体在 6% 水平附近，2023 年下降至 4% 水平附近。截至 2024 年 2 月 19 日，存续城投债平均票面利率为 4.74%。

图表12：城投债余额稳步增长



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表13：城投债发行利率整体处于下行态势



资料来源：Wind，国联证券研究所

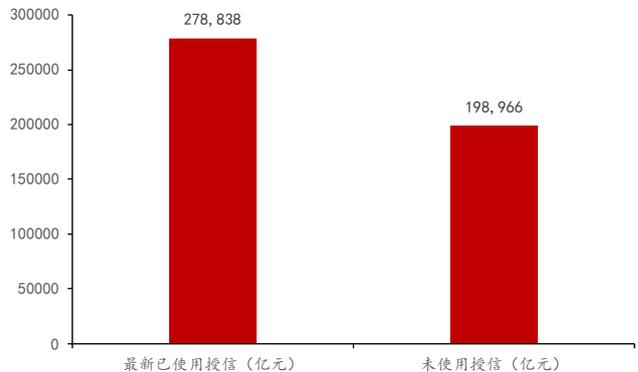
城投平台已使用授信近 28 万亿元，非标融资超 7 万亿元。我们以 3593 家城投平台为样本，从 2023 年中报的负债结构来看，长期贷款与应付债券占比最高，分别为 46.53%、22.68%。信贷方面，从授信使用情况来看，仅考虑披露 2023 年相关报告期授信数据的 1531 条样本，最新授信规模达到 47.78 万亿元，其中已使用授信达到 27.88 万亿元。非标方面，同样我们仅考虑披露 2023 年相关报告期非标融资数据的 1931 条样本，合计非标债务达到 7.17 万亿元，约占总息负债的 9.64%。

图表14：23H1 城投平台负债端以长贷与债券为主



资料来源：Wind，DM，国联证券研究所

图表15：城投平台已使用授信近 28 万亿元



资料来源：Wind，国联证券研究所。注：统计的为 2023 年内相关报告期的数据

城投贷款利率水平预计在 6% 左右，非标信托融资利率预计在 6.50% 左右。非标方面，以信托融资为例，2023 年以来非标类信托产品平均预期收益率维持在 6.50% 左右。城投贷款方面，我们以（分配股利、利润或偿付利息支付的现金-城投债规模*城

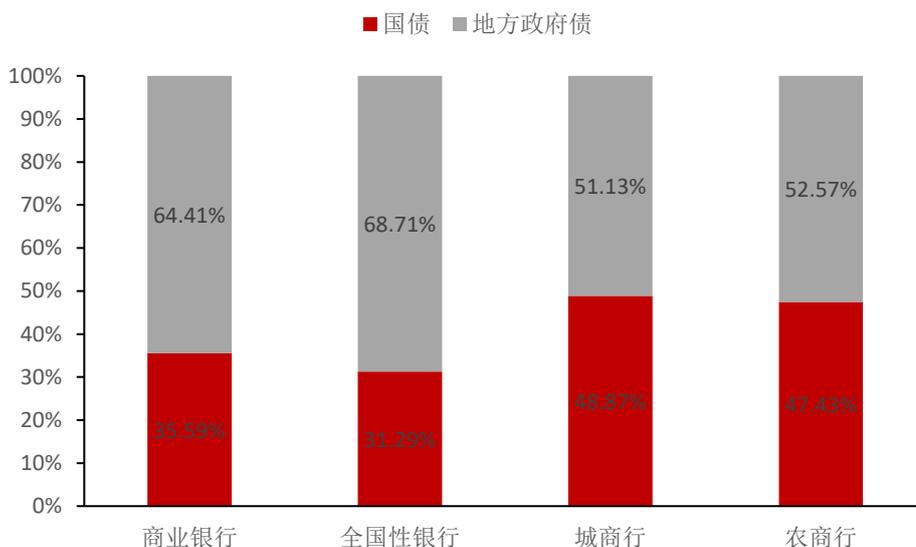
投债成本-非标融资规模*非标融资成本)/城投贷款来测算城投贷款平均利率水平, 测算结果显示全国总体城投贷款平均收益率大概在 6.04%左右。

3. 城投化债预计将拉低上市银行 24 年息差 9.93BP

3.1 上市银行在城投领域风险敞口超 80 万亿元

地方政府债方面, 上市银行持有的地方政府债规模大约在 27.66 万亿元, 占总资产的 10%左右。从上市银行的角度来看, 根据 2021.02 上清所及中债国股行债券投资结构数据, 商业银行持有的政府债券中地方政府债占比约为 64.41%, 其中全国性银行、城商行、农商行分别为 68.71%、51.13%、52.57%。假定上市银行持有的政府债券结构与 2021 年 2 月保持一致, 则 2023 年 6 月末上市银行持有的地方政府债券规模合计达到 27.66 万亿元, 占总资产的 10.11%。其中国有行持有 18.00 万亿元, 占总资产的 11.10%, 为各类银行中最高水平。个股方面, 江阴银行、交通银行、建设银行持有的地方政府债占总资产比较高, 分别为 14.29%、13.43%、12.76%。

图表16: 上市银行持有的政府债券中地方政府债占比约 64%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表17：上市银行持有的地方政府债占总资产的比大约为 10%

23H1/亿元	证券代码	证券简称	政府债券规模	持有地方政府债规模	总资产	地方政府债占总资产比
国有行	601288.SH	农业银行	61308	42124	380334	11.08%
	601328.SH	交通银行	27004	18554	138134	13.43%
	601398.SH	工商银行	79824	54846	436696	12.56%
	601658.SH	邮储银行	16211	11138	151231	7.37%
	601939.SH	建设银行	71020	48797	382547	12.76%
	601988.SH	中国银行	35307	24259	310852	7.80%
股份行	000001.SZ	平安银行	7157	4917	55005	8.94%
	600000.SH	浦发银行	8911	6123	89325	6.85%
	600015.SH	华夏银行	3152	2166	40986	5.28%
	600016.SH	民生银行	11909	8182	76415	10.71%
	600036.SH	招商银行	17254	11855	107398	11.04%
	601166.SH	兴业银行	11458	7872	98905	7.96%
	601818.SH	光大银行	7099	4878	67579	7.22%
	601916.SH	浙商银行	2830	1944	29123	6.68%
	601998.SH	中信银行	11516	7913	88333	8.96%
城商行	001227.SZ	兰州银行	385	352	4615	7.63%
	002142.SZ	宁波银行	5601	2864	26003	11.01%
	002936.SZ	郑州银行	623	318	6169	5.16%
	002948.SZ	青岛银行	591	302	5684	5.31%
	002966.SZ	苏州银行	469	240	5803	4.13%
	600919.SH	江苏银行	4265	2181	32946	6.62%
	600926.SH	杭州银行	2640	1350	17442	7.74%
	600928.SH	西安银行	1003	513	4230	12.13%
	601009.SH	南京银行	2712	1387	22225	6.24%
	601169.SH	北京银行	4398	2249	36325	6.19%
	601187.SH	厦门银行	697	356	3529	10.10%
	601229.SH	上海银行	4174	2134	30330	7.04%
	601577.SH	长沙银行	1841	942	9982	9.43%
	601665.SH	齐鲁银行	1234	631	5504	11.46%
	601838.SH	成都银行	1226	627	10283	6.09%
	601963.SH	重庆银行	1190	274	7271	3.76%
	601997.SH	贵阳银行	1256	663	6700	9.89%
农商行	002807.SZ	江阴银行	478	251	1760	14.29%
	002839.SZ	张家港行	389	204	2002	10.21%
	002958.SZ	青农商行	882	463	4650	9.97%
	600908.SH	无锡银行	391	205	2273	9.04%
	601077.SH	渝农商行	2079	1093	14384	7.60%
	601128.SH	常熟银行	378	211	3178	6.63%
	601528.SH	瑞丰银行	365	192	1899	10.11%
	601825.SH	沪农商行	1391	731	13595	5.38%
	601860.SH	紫金银行	254	154	2481	6.21%
	603323.SH	苏农银行	307	162	1992	8.12%
上市银行			413179	276617	2736115	10.11%
国有行			290673	199717	1799794	11.10%
股份行			81286	55850	653068	8.55%
城商行			34305	17381	235039	7.40%
农商行			6914	3667	48213	7.61%

资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所整理

城投债方面，最极端情况下上市银行表内城投债敞口约 5.80 万亿元，占总资产的 2.12%。在最极端的情况下，假定上市银行表内金融投资中的信用债均投向城投债，则上市银行表内的城投债敞口合计约 5.80 万亿元，占总资产的 2.12%。其中城商行与农商行城投债敞口相对较大，占总资产的比分别为 5.34%、4.08%，国有大行敞口最小，表内城投债敞口仅占总资产的 1.17%。从个股来看，重庆银行城投债敞口较大，敞口规模为 749 亿元，占总资产的 10.30%。

银行表外的城投债敞口约 3.81 万亿元，占总资产的 1.39%。从 2023 年基金持仓年报来看，基金前十大持仓债券中城投债占比约 40.48%。根据 2023 年中国银行理财市场报告，截至 2023 年末，理财产品持有信用债 12.24 万亿元，占总投资资产的

42.12%。若假定上市银行理财产品中信用债投资比例为 42.12%，其中持有的城投债占比约为 40.48%，则上市银行表外持有的城投债规模约 3.81 万亿元，占总资产的 1.39%。

总体来看，上市银行表内外的城投债敞口合计约 9.61 万亿元，占总资产的 3.51%。分银行类型来看，城商行与股份行表内外城投债敞口占总资产比例较高，分别为 7.36%、6.19%，国有大行占比较低，仅有 1.99%。从个股来看，青岛银行与重庆银行表内外城投债敞口占总资产比例较高，占比分别为 13.98%、11.57%。

图表18：上市银行表内外的城投债敞口合计约 9.61 万亿元

23H1/亿元	证券代码	证券简称	理财产品余额	表内城投债敞口	表外城投债敞口	总资产	表内城投占总资产比	合计城投敞口占总资产比
	601288.SH	农业银行	16463	2046	2807	380334	0.54%	1.28%
	601328.SH	交通银行	12545	2227	2139	138134	1.61%	3.16%
	601398.SH	工商银行	17924	7016	3056	436696	1.61%	2.31%
	601658.SH	邮储银行	7524	2379	1283	151231	1.57%	2.42%
	601939.SH	建设银行	15721	4014	2680	382547	1.05%	1.75%
	601988.SH	中国银行	16098	3394	2744	310852	1.09%	1.97%
	000001.SZ	平安银行	8836	827	1506	55005	1.50%	4.24%
	600000.SH	浦发银行	8748	1947	1491	89325	2.18%	3.85%
	600015.SH	华夏银行	4718	2252	804	40986	5.50%	7.46%
	600016.SH	民生银行	7508	4187	1280	76415	5.48%	7.15%
	600036.SH	招商银行	25304	1573	4314	107398	1.46%	5.48%
	601166.SH	兴业银行	20960	5018	3573	98905	5.07%	8.69%
	601818.SH	光大银行	12236	3823	2086	67579	5.66%	8.74%
	601916.SH	浙商银行	1764	1549	301	29123	5.32%	6.35%
	601998.SH	中信银行	15946	1181	2718	88333	1.34%	4.41%
	001227.SZ	兰州银行	582	116	99	4615	2.50%	4.65%
	002142.SZ	宁波银行	3460	1370	590	26003	5.27%	7.54%
	002936.SZ	郑州银行	424	77	72	6169	1.25%	2.42%
	002948.SZ	青岛银行	2226	415	379	5684	7.31%	13.98%
	002966.SZ	苏州银行	705	329	120	5803	5.67%	7.74%
	600919.SH	江苏银行	4465	1733	761	32946	5.26%	7.57%
	600926.SH	杭州银行	3355	1416	572	17442	8.12%	11.40%
	600928.SH	西安银行	266	348	45	4230	8.22%	9.30%
	601009.SH	南京银行	3494	951	596	22225	4.28%	6.96%
	601169.SH	北京银行	2619	1151	447	36325	3.17%	4.40%
	601187.SH	厦门银行	132	154	23	3529	4.36%	5.00%
	601229.SH	上海银行	3152	2450	537	30330	8.08%	9.85%
	601577.SH	长沙银行	543	527	93	9982	5.28%	6.20%
	601665.SH	齐鲁银行	592	205	101	5504	3.73%	5.57%
	601838.SH	成都银行	667	394	114	10283	3.83%	4.93%
	601963.SH	重庆银行	544	749	93	7271	10.30%	11.57%
	601997.SH	贵阳银行	636	166	108	6700	2.47%	4.09%
	002807.SZ	江阴银行	177	0	30	1760	0.00%	1.72%
	002839.SZ	张家港行	213	81	36	2002	4.05%	5.87%
	002958.SZ	青农商行	315	103	54	4650	2.22%	3.37%
	600908.SH	无锡银行	169	110	29	2273	4.82%	6.09%
	601077.SH	渝农商行	210	551	36	14384	3.83%	4.08%
	601128.SH	常熟银行	316	130	54	3178	4.08%	5.77%
	601528.SH	瑞丰银行	132	105	23	1899	5.51%	6.70%
	601825.SH	沪农商行	1854	716	316	13595	5.27%	7.59%
	601860.SH	紫金银行	4	83	1	2481	3.34%	3.37%
	603323.SH	苏农银行	175	89	30	1992	4.47%	5.97%
		上市银行	223724	57951	38141	2736115	2.12%	3.51%
		国有行	86275	21076	14708	1799794	1.17%	1.99%
		股份行	106021	22358	18075	653068	3.42%	6.19%
		城商行	27863	12550	4750	235039	5.34%	7.36%
		农商行	3565	1967	608	48213	4.08%	5.34%

资料来源：Wind, DM, 公司公告, 国联证券研究所整理

信贷方面,上市银行城投贷款的敞口大约为 45.34 万亿元,占总资产的 16.57%。城投平台多为政府民生等基建类项目,我们以上市银行电热燃、交运仓储、水利环境、租赁与商务服务以及信息传输行业贷款之和作为城投类信贷的替代。截至 2023 年 6 月末,上市银行城投贷款敞口约为 45.34 万亿元,占总资产的 16.57%。分银行类型来看,国有大行城投贷款敞口占总资产比较高,达到 18.66%。股份行与农商行占比较低,分别为 11.92%、10.92%。

图表19: 上市银行城投贷款的敞口大约为 45.34 万亿元

23H1/亿元	证券代码	证券简称	城投类贷款(基建类)	总资产	贷款占总资产比
国有行	601288.SH	农业银行	71245	380334	18.73%
	601328.SH	交通银行	25130	138134	18.19%
	601398.SH	工商银行	91089	436696	20.86%
	601658.SH	邮储银行	13904	151231	9.19%
	601939.SH	建设银行	69202	382547	18.09%
	601988.SH	中国银行	65346	310852	21.02%
股份行	000001.SZ	平安银行	868	55005	1.58%
	600000.SH	浦发银行	11157	89325	12.49%
	600015.SH	华夏银行	7351	40986	17.94%
	600016.SH	民生银行	10746	76415	14.06%
	600036.SH	招商银行	11068	107398	10.31%
	601166.SH	兴业银行	12541	98905	12.68%
	601818.SH	光大银行	8589	67579	12.71%
	601916.SH	浙商银行	3320	29123	11.40%
	601998.SH	中信银行	12194	88333	13.80%
城商行	001227.SZ	兰州银行	454	4615	9.84%
	002142.SZ	宁波银行	2645	26003	10.17%
	002936.SZ	郑州银行	1098	6169	17.80%
	002948.SZ	青岛银行	630	5684	11.08%
	002966.SZ	苏州银行	614	5803	10.58%
	600919.SH	江苏银行	4309	32946	13.08%
	600926.SH	杭州银行	3285	17442	18.83%
	600928.SH	西安银行	440	4230	10.40%
	601009.SH	南京银行	4247	22225	19.11%
	601169.SH	北京银行	5567	36325	15.33%
	601187.SH	厦门银行	252	3529	7.15%
	601229.SH	上海银行	3793	30330	12.50%
	601577.SH	长沙银行	1167	9982	11.70%
	601665.SH	齐鲁银行	930	5504	16.89%
	601838.SH	成都银行	2798	10283	27.21%
	601963.SH	重庆银行	1378	7271	18.95%
601997.SH	贵阳银行	747	6700	11.14%	
农商行	002807.SZ	江阴银行	156	1760	8.84%
	002839.SZ	张家港行	133	2002	6.65%
	002958.SZ	青农商行	468	4650	10.06%
	600908.SH	无锡银行	365	2273	16.07%
	601077.SH	渝农商行	2126	14384	14.78%
	601128.SH	常熟银行	196	3178	6.18%
	601528.SH	瑞丰银行	93	1899	4.90%
	601825.SH	沪农商行	1196	13595	8.80%
	601860.SH	紫金银行	406	2481	16.35%
	603323.SH	苏农银行	125	1992	6.30%
上市银行			453369	2736115	16.57%
国有行			335917	1799794	18.66%
股份行			77835	653068	11.92%
城商行			34353	235039	14.62%
农商行			5265	48213	10.92%

资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所整理。注: 平安银行由于行业分类不同, 数据存在一定偏差。

城投非标方面，上市银行投向城投非标领域的表内敞口约为 2.63 万亿元，占总资产的 1.20%。我们以上市银行对信托以及资管计划的重大损失风险敞口作为银行非标规模，并且假定该部分非标均投向城投与地产领域，投向比与城投融资与基建贷款比保持一致。截至 2023 年 6 月末，上市银行表内非标敞口共计 3.28 万亿元。根据我们的测算，其中投向城投领域的非标敞口约为 2.63 万亿元，占总资产的 1.20%。分银行类型来看，城商行与股份行投向城投非标领域的表内敞口占总资产比较高，分别为 4.32%、2.90%。国有大行投向城投非标领域的表内敞口占总资产比较低，仅有 0.19%。

图表20：上市银行投向城投非标领域的表内敞口约为 2.63 万亿元

23H1/亿元	证券代码	证券简称	银行非标规模	投向城投领域非标	总资产	城投非标占总资产比
国有行	601288.SH	农业银行	758	673	380334	0.18%
	601328.SH	交通银行	685	570	138134	0.41%
	601398.SH	工商银行	989	889	436696	0.20%
	601658.SH	邮储银行	543	462	151231	0.31%
	601939.SH	建设银行	169	149	382547	0.04%
	601988.SH	中国银行	186	152	310852	0.05%
股份行	000001.SZ	平安银行	713	171	55005	0.31%
	600000.SH	浦发银行	3864	3008	89325	3.37%
	600015.SH	华夏银行	3479	3083	40986	7.52%
	600016.SH	民生银行	511	377	76415	0.49%
	600036.SH	招商银行	810	613	107398	0.57%
	601166.SH	兴业银行	5191	3923	98905	3.97%
	601818.SH	光大银行	1077	897	67579	1.33%
	601916.SH	浙商银行	795	522	29123	1.79%
601998.SH	中信银行	2510	2037	88333	2.31%	
城商行	001227.SZ	兰州银行	101	68	4615	1.48%
	002142.SZ	宁波银行	1012	743	26003	2.86%
	002936.SZ	郑州银行	454	356	6169	5.77%
	002948.SZ	青岛银行	115	84	5684	1.48%
	002966.SZ	苏州银行	363	295	5803	5.09%
	600919.SH	江苏银行	572	469	32946	1.42%
	600926.SH	杭州银行	680	612	17442	3.51%
	600928.SH	西安银行	28	23	4230	0.54%
	601009.SH	南京银行	1919	1751	22225	7.88%
	601169.SH	北京银行	2417	1987	36325	5.47%
	601187.SH	厦门银行	8	6	3529	0.17%
	601229.SH	上海银行	294	222	30330	0.73%
	601577.SH	长沙银行	429	389	9982	3.90%
	601665.SH	齐鲁银行	178	169	5504	3.07%
	601838.SH	成都银行	227	200	10283	1.94%
	601963.SH	重庆银行	517	482	7271	6.63%
601997.SH	贵阳银行	850	601	6700	8.97%	
农商行	002807.SZ	江阴银行	0	0	1760	0.00%
	002839.SZ	张家港行	34	31	2002	1.55%
	002958.SZ	青农商行	156	104	4650	2.24%
	600908.SH	无锡银行	0	0	2273	0.00%
	601077.SH	渝农商行	85	84	14384	0.58%
	601128.SH	常熟银行	33	29	3178	0.93%
	601528.SH	瑞丰银行	60	50	1899	2.63%
	601825.SH	沪农商行	1	0	13595	0.00%
	601860.SH	紫金银行	15	13	2481	0.51%
	603323.SH	苏农银行	3	2	1992	0.11%
上市银行			32830	26295	2736115	1.20%
国有行			3330	2895	1799794	0.19%
股份行			18949	14630	653068	2.90%
城商行			10164	8456	235039	4.32%
农商行			386	313	48213	0.80%

资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所整理

汇总来看，上市银行合计地方债务风险敞口约为 85.24 万亿元，占总资产的 31.15%。其中城投贷款以及地方政府债敞口相对较大，分别占总资产的 10.11%、16.57%。分银行类型来看，国有行与城商行地方债务风险敞口占总资产比相对更高，农商行占比最低。从个股来看，杭州银行、南京银行、成都银行以及重庆银行在地方债务风险领域的敞口占总资产比较高，均在 40%以上。

图表21：上市银行合计城投敞口约为 85.24 万亿元

单位：亿元	证券简称	地方政府债敞口	表内城投债敞口	表外城投债敞口	城投信贷敞口	城投非标敞口	总资产	城投敞口占总资产比
国有行	农业银行	42124	2046	2807	71245	673	380334	31.26%
	交通银行	18554	2227	2139	25130	570	138134	35.20%
	工商银行	54846	7016	3056	91089	889	436696	35.93%
	邮储银行	11138	2379	1283	13904	462	151231	19.29%
	建设银行	48797	4014	2680	69202	149	382547	32.63%
	中国银行	24259	3394	2744	65346	152	310852	30.85%
股份行	平安银行	4917	827	1506	868	171	55005	15.07%
	浦发银行	6123	1947	1491	11157	3008	89325	26.56%
	华夏银行	2166	2252	804	7351	3083	40986	38.20%
	民生银行	8182	4187	1280	10746	377	76415	32.42%
	招商银行	11855	1573	4314	11068	613	107398	27.40%
	兴业银行	7872	5018	3573	12541	3923	98905	33.29%
	光大银行	4878	3823	2086	8589	897	67579	30.00%
	浙商银行	1944	1549	301	3320	522	29123	26.22%
中信银行	7913	1181	2718	12194	2037	88333	29.48%	
城商行	兰州银行	352	116	99	454	68	4615	23.61%
	宁波银行	2864	1370	590	2645	743	26003	31.58%
	郑州银行	318	77	72	1098	356	6169	31.16%
	青岛银行	302	415	379	630	84	5684	31.86%
	苏州银行	240	329	120	614	295	5803	27.54%
	江苏银行	2181	1733	761	4309	469	32946	28.69%
	杭州银行	1350	1416	572	3285	612	17442	41.48%
	西安银行	513	348	45	440	23	4230	32.36%
	南京银行	1387	951	596	4247	1751	22225	40.19%
	北京银行	2249	1151	447	5567	1987	36325	31.39%
	厦门银行	356	154	23	252	6	3529	22.42%
	上海银行	2134	2450	537	3793	222	30330	30.12%
	长沙银行	942	527	93	1167	389	9982	31.23%
	齐鲁银行	631	205	101	930	169	5504	36.99%
成都银行	627	394	114	2798	200	10283	40.18%	
重庆银行	274	749	93	1378	482	7271	40.92%	
贵阳银行	663	166	108	747	601	6700	34.10%	
农商行	江阴银行	251	0	30	156	0	1760	24.85%
	张家港行	204	81	36	133	31	2002	24.27%
	青农商行	463	103	54	468	104	4650	25.64%
	无锡银行	205	110	29	365	0	2273	31.20%
	渝农商行	1093	551	36	2126	84	14384	27.03%
	常熟银行	211	130	54	196	29	3178	19.51%
	瑞丰银行	192	105	23	93	50	1899	24.34%
	沪农商行	731	716	316	1196	0	13595	21.78%
	紫金银行	154	83	1	406	13	2481	26.45%
	苏农银行	162	89	30	125	2	1992	20.49%
上市银行	276617	57951	38141	453369	26295	2736115	31.15%	
国有行	199717	21076	14708	335917	2895	1799794	31.91%	
股份行	55850	22358	18075	77835	14630	653068	28.90%	
城商行	17381	12550	4750	34353	8456	235039	32.97%	
农商行	3667	1967	608	5265	313	48213	24.52%	

资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所整理

3.2 城投化债预计拉低上市银行 24 年息差近 10BP

城投化债预计主要涉及信贷、城投债以及非标。对于地方政府债而言，背后是地方政府信用且融资成本较低，截至 2023 年 12 月末，我国地方政府债券剩余平均利率仅有 3.27%。整体来看，地方政府债实际风险较低，在化债中的优先级也处于较低水平，故城投化债我们不考虑地方政府债的影响。而城投债、城投贷款以及城投非标融资成本基本在 5-6%，融资成本较高，且非标还存在接续难度较大的问题，因此这部分在化债过程中优先级较高。

化债涉及的调整部分占总敞口比例预计较小。对于地方政府债务而言，东部地区和西部地区财政实力差距较大，因此偿债能力也有明显分化。我们以重庆、天津、贵州、广西、云南、吉林、甘肃、辽宁、黑龙江、宁夏、青海以及内蒙古 12 省份作为重点区域，重点区域的城投债、贷款以及非标融资分别占全国的 12.89%、19.91%、21.04%。

城投化债全面推进预计将拉低上市银行 24 年息差 9.93BP。假定：1) 化债过程中城投债利率下调至 24 年新发城投债利率水平 3.18%；2) 贷款利率水平调降至 23Q4 新发企业贷款利率水平 3.75%；3) 非标利率水平下调至特殊再融资债券平均发行利率 2.89%。在此基础上我们进行测算，预计城投化债将拉低上市银行 24 年息差 9.93BP。分银行类型来看，城商行受到的影响较大，城投化债预计拉低其 24 年息差水平 12.65BP，农商行受到的影响则相对较小。但实际影响预计小于测算值，其一为当前主要风险还是集中在城投债与非标，其二为城投贷款利率调降也预计小于假设值。

展望后续，当前银行基本面利空因素基本落地，只需等待影响逐步消化。监管方面，维护银行息差水平意图明确，目前负债端已多次调降存款利率水平，整体息差再次大幅度下降的可能性不大。城投化债方面，23 年底再融资债券发行快速推进，地方政府债务风险全面爆发的可能性不大，因此化债对银行的实际冲击也将小于测算值。整体来看，城投化债推进对银行息差有所冲击，但风险的切实化解也能够减轻银行负担，整体而言或利大于弊。

图表22：城投化债全面推进预计将拉低上市银行24年息差9.93BP

	23H1/BP	证券简称	城投	贷款	非标	合计
国有行		农业银行	-0.28	-9.20	-0.14	-9.62
		交通银行	-0.70	-9.06	-0.34	-10.10
		工商银行	-0.51	-10.53	-0.17	-11.22
		邮储银行	-0.54	-4.65	-0.26	-5.45
		建设银行	-0.38	-8.92	-0.03	-9.34
		中国银行	-0.44	-10.52	-0.04	-11.00
股份行		平安银行	-0.95	-0.80	-0.26	-2.01
		浦发银行	-0.89	-6.52	-2.92	-10.33
		华夏银行	-1.69	-9.19	-6.41	-17.28
		民生银行	-1.58	-7.02	-0.41	-9.01
		招商银行	-1.20	-5.11	-0.47	-6.79
		兴业银行	-2.04	-6.73	-3.50	-12.26
		光大银行	-1.96	-6.45	-1.12	-9.53
		浙商银行	-1.47	-5.96	-1.56	-8.99
城商行		中信银行	-0.98	-6.97	-1.94	-9.89
		兰州银行	-1.07	-5.14	-1.29	-7.50
		宁波银行	-1.88	-5.76	-2.69	-10.33
		郑州银行	-0.54	-9.01	-4.86	-14.41
		青岛银行	-3.25	-5.84	-1.30	-10.39
		苏州银行	-1.84	-5.70	-4.57	-12.11
		江苏银行	-1.78	-6.97	-1.26	-10.01
		杭州银行	-2.60	-9.73	-3.02	-15.35
		西安银行	-2.06	-5.22	-0.45	-7.73
		南京银行	-1.79	-11.14	-7.64	-20.58
		北京银行	-1.01	-7.96	-4.73	-13.70
		厦门银行	-1.07	-3.45	-0.14	-4.66
		上海银行	-2.32	-6.66	-0.65	-9.63
		长沙银行	-1.48	-6.31	-3.50	-11.29
		齐鲁银行	-1.26	-8.68	-2.62	-12.57
	成都银行	-1.09	-13.62	-1.62	-16.33	
	重庆银行	-2.54	-9.43	-5.49	-17.46	
	贵阳银行	-0.88	-5.40	-7.23	-13.51	
农商行		江阴银行	-0.35	-4.09	0.00	-4.44
		张家港行	-1.23	-3.17	-1.23	-5.63
		青农商行	-0.77	-5.18	-1.92	-7.87
		无锡银行	-1.35	-8.08	0.00	-9.43
		渝农商行	-0.87	-7.15	-0.47	-8.48
		常熟银行	-1.26	-3.04	-0.76	-5.06
		瑞丰银行	-1.51	-2.50	-2.23	-6.24
		沪农商行	-1.70	-4.46	0.00	-6.17
		紫金银行	-0.79	-8.67	-0.45	-9.91
		苏农银行	-1.41	-3.36	-0.10	-4.86
	上市银行	-0.78	-8.35	-0.81	-9.93	
	国有行	-0.44	-9.30	-0.13	-9.87	
	股份行	-1.40	-6.08	-1.90	-9.38	
	城商行	-1.73	-7.75	-3.18	-12.65	
	农商行	-1.18	-5.44	-0.54	-7.16	

资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所整理

4. 风险提示

1) **经济增长不及预期**: 若后续经济增长不及预期可能会影响金融板块资产端的表现。

2) **资产质量恶化**: 资产质量为银行的展业的根本, 若资产质量快速恶化, 将对银行利润形成侵蚀, 也将导致银行经营不稳。

3) **政策转向风险**: 金融为严监管行业, 且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整, 可能会对公司的经营产生影响。

4) **测算误差**。文中有较多为测算值, 与实际值存在一定偏差。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼