



风险预期改善，基本面积积极因素积累

—— 银行业 2024 年中期策略

银行业分析师：张一纬

风险预期改善，基本面积积极因素积累

—— 银行业 2024 年中期策略

2024 年 6 月 21 日

核心观点

- 银行板块回顾：收益表现超预期，估值逻辑重塑：**截至 6 月 20 日，银行板块累计上涨 15%，对机构吸引力提升。从投资与估值看，高股息策略受青睐，体现为：经济复苏初期+化债引发资产荒，叠加避险情绪仍存，以规模、定价和风险为核心的基本面因素短暂让位于以高股息、低波动为代表的红利价值。
- 展望下半年：地产政策优化，一揽子化债推进，利好银行利润表修复，行业风险预期改善，有望对估值形成支撑。**考虑到房企销量尚未出现实质性拐点以及融资需求处于偏弱格局，银行基本面不确定性仍存，但积极因素正在积累，存款成本优化、政府债发行加速和信贷结构优化带来量价回升机遇。
- 风险：地产和地方债务化险仍以政策优化为主，预期改善先行：**(1) 地产政策供需两端齐发力，二季度以来重心偏向需求端，加大去库存力度，有望带动预期回暖。银行地产风险影响短期可控，但受需求疲软冲击，亟需调整业务模式。(2) 一揽子化债推进，债务风险集中暴露可能性降低。政府债结构优化，中央层面加杠杆，信用、期限、成本和投向均面临改善，有助缓解地方债务压力，对银行资产质量产生积极影响，但会给扩表、资产配置与息差带来压力。
- 息差：下行空间收窄，存款成本优化将助力基本面修复：**资产端定价有望继续下行但空间有限，受贷款竞争缓解、零售贷款投放比例增加、提前还款减少和重定价效应减弱影响，资产端收益率降幅预计小于上半年。银行息差改善抓手仍在负债端，成本有优化空间：(1) 超自律行为受整顿，手工补息行为被禁止，压降国有行和股份行负债成本，**测算叫停手工补息改善净息差 5.03BP**。(2) 期限结构改善，中长期存款到期重定价加速存款挂牌利率调整成效释放。
- 扩表：信贷“挤水分”延续，政府债+结构优化为增长抓手：**银行信贷投放供需两端均面临压力。供给端，监管弱化规模导向，整治资金空转，信贷投放节奏趋于均衡化。需求端，实体企业和居民融资需求保持低点，进一步制约了贷款投放的空间。房地产政策优化提振购房需求，叠加政府债发行加速助力基建投资，有利于撬动配套融资需求，缓解银行下半年扩表压力，**测算专项债预计带动银行增量信贷 9750 亿元**。盘活存量、优化结构关注度上升，叠加金融业“挤水分”力度加大，重点领域信贷成为新的业绩增长点。
- 投资策略：**(1) 坚守红利策略，看好高股息标的配置价值，包括分红稳定的国有行和业绩稳健、股息率领先且分红比例提升较快的优质中小行；(2) 布局优质区域性银行估值低点，获取成长性溢价，重点关注江浙成渝优质城农商行。
- 风险提示：**经济不及预期导致资产质量恶化的风险；定价持续下行的风险。

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601398	工商银行	0.98	1.01	1.03	5.63	5.49	5.36	推荐
600919	江苏银行	1.69	1.74	1.94	4.33	4.20	3.77	推荐
601128	常熟银行	1.20	1.42	1.69	6.05	5.11	4.30	推荐
601838	成都银行	3.01	3.48	3.90	4.96	4.29	3.83	推荐

资料来源：ifind、中国银河证券研究院

银行业

推荐 维持评级

分析师

张一纬

☎：010-8092-7617

✉：zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519010001

相对沪深 300 表现图

2024-06-20



资料来源：ifind、中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河银行】行业深度-2023 年上市银行年报业绩解读：以量补价效应减弱，结构面临优化
- 【银河银行】行业深度-2024 年上市银行一季报业绩解读：利润增速转负，负债成本优化成效显现

目录

Catalog

一、 银行业回顾：收益表现超预期，估值逻辑重塑	3
(一) 银行涨幅领跑市场，公募重仓比例上升	3
(二) 资产荒之下银行板块高股息策略持续受青睐	5
二、 影响银行下半年投资的三大要素展望	6
(一) 风险：房地产和地方债务化险仍以政策优化为主，预期改善先行	6
(二) 息差：下行空间收窄，存款成本优化将助力基本面修复	13
(三) 规模：信贷“挤水分”延续，政府债+结构优化为增长抓手	18
三、 投资策略	26
(一) 坚守红利策略，继续看好高股息标的配置价值	27
(二) 布局优质区域性银行估值低点，获取成长性溢价	30
四、 风险提示	31

一、银行业回顾：收益表现超预期，估值逻辑重塑

(一) 银行涨幅领跑市场，公募重仓比例上升

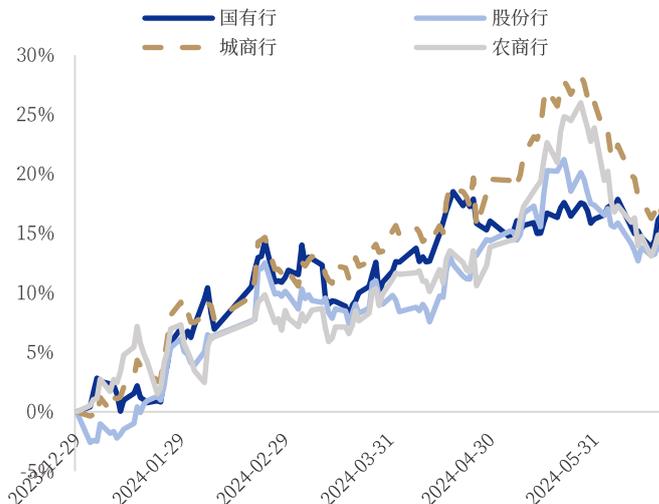
2024年以来银行板块表现超预期。截至2024年6月20日，银行板块年初至今累计上涨15.06%，跑赢沪深300指数12.96个百分点，在31个申万一级行业中排名第2，仅次于煤炭板块。其中，国有行、股份行、城商行、农商行分别上涨16.57%、13.43%、16.27%和14.05%。个股层面，42家上市银行中有37家银行实现正收益，其中，28家银行实现两位数涨幅，南京商行、成都银行、常熟银行的涨幅超过了30%。

图1：银行板块与沪深300指数累计涨跌幅对比



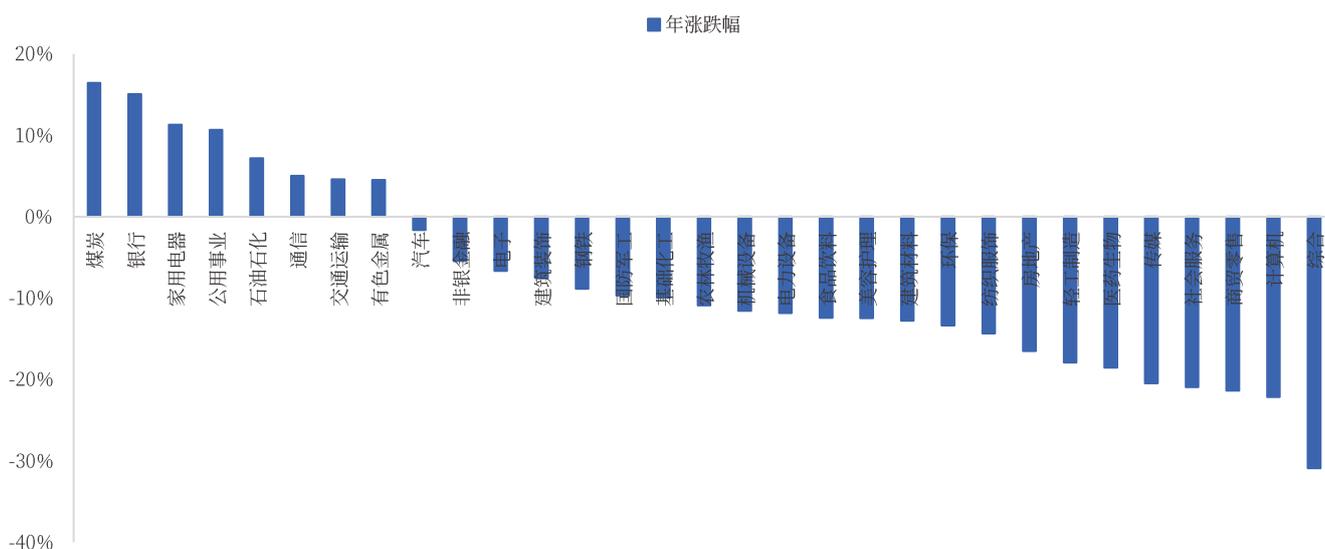
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图2：银行细分板块累计涨跌幅



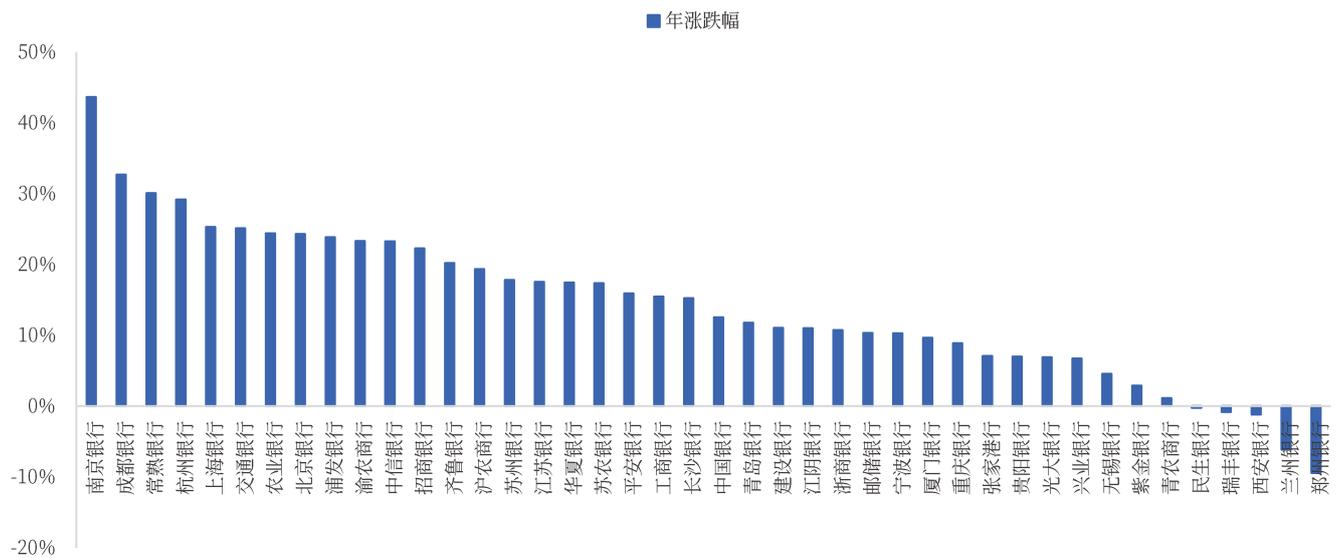
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图3：A股市场各行业累计涨跌幅对比



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

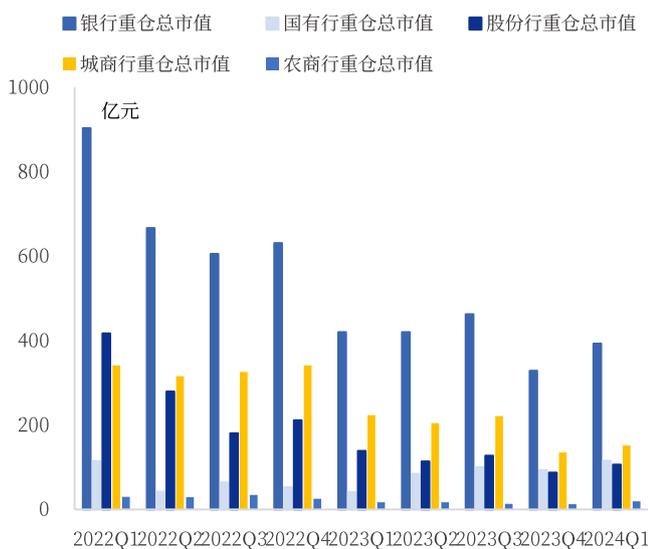
图4：单家上市银行累计涨跌幅



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

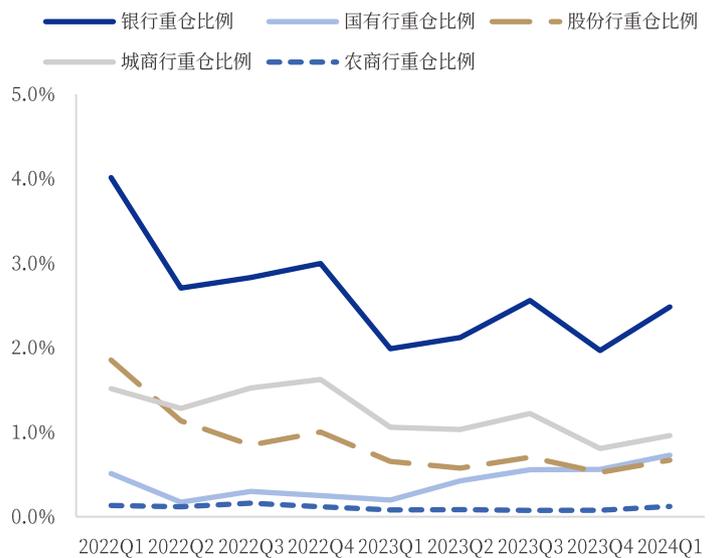
与此同时，银行板块公募重仓比例增加，受机构青睐度提升。2024Q1，银行板块公募重仓总市值和比例分别为 393.04 亿元和 2.48%，环比上升 19.58%和 0.52 个百分点。其中，国有行、股份行、城商行和农商行的重仓总市值分别为 115.35、106.27、151.9 和 19.53 亿元，环比分别增长 23.21%、21.3%、12.58%和 55.71%，重仓比例分别为 0.73%、0.67%、0.96%和 0.12%，环比分别提升 0.17、0.15、0.15 和 0.05 个百分点。个股层面，招商银行、宁波银行、成都银行、兴业银行、工商银行、杭州银行、建设银行、江苏银行、农业银行和平安银行的重仓比例靠前，零售股份行、区域优质城商行以及高股息、低波动的国有大行继续受青睐。

图5：银行板块重仓总市值



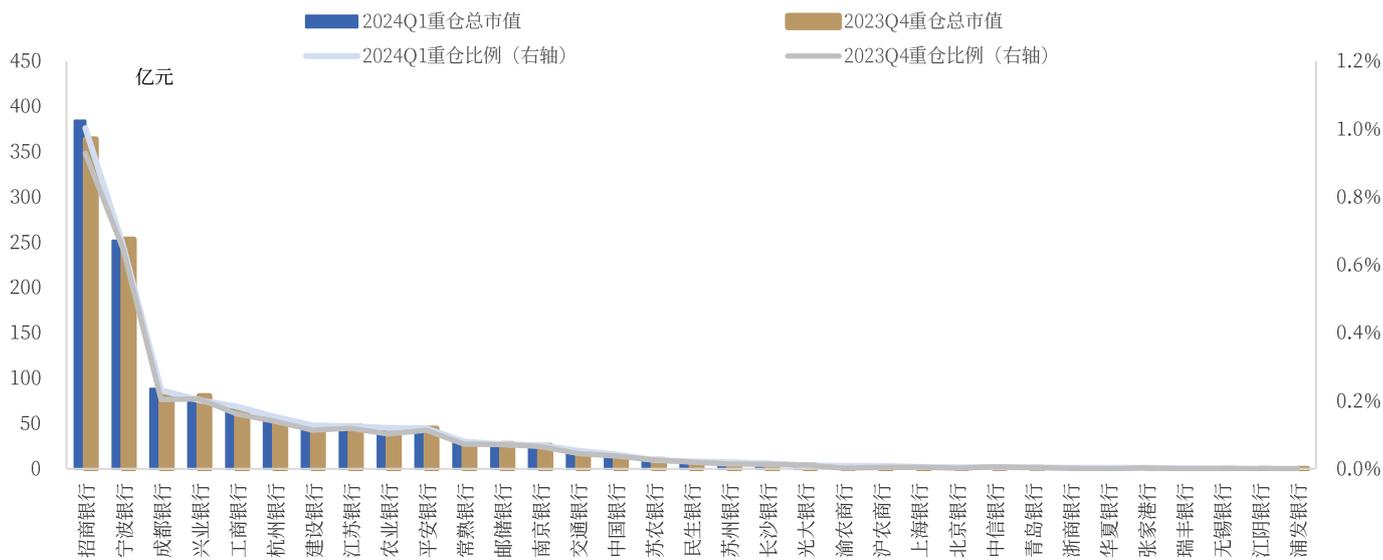
资料来源: 东方财富 choice, 中国银河证券研究院

图6：银行板块重仓比例



资料来源: 东方财富 choice, 中国银河证券研究院

图7: 单家上市银行重仓总市值和重仓比例

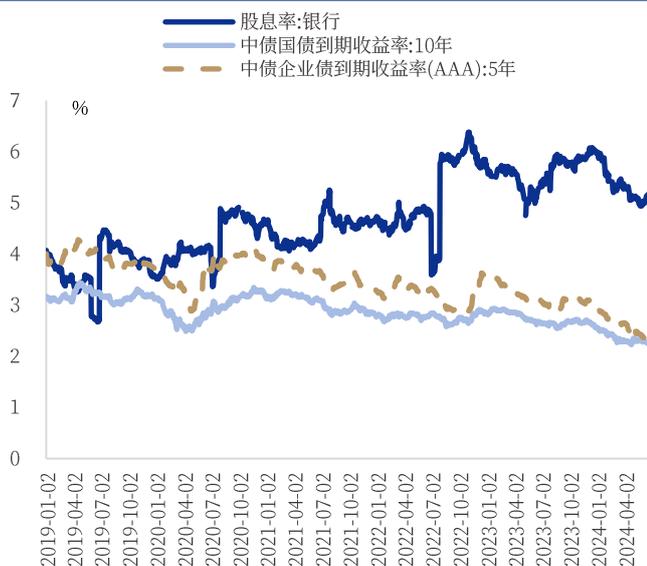


资料来源: 东方财富 choice, 中国银河证券研究院

(二) 资产荒之下银行板块高股息策略持续受青睐

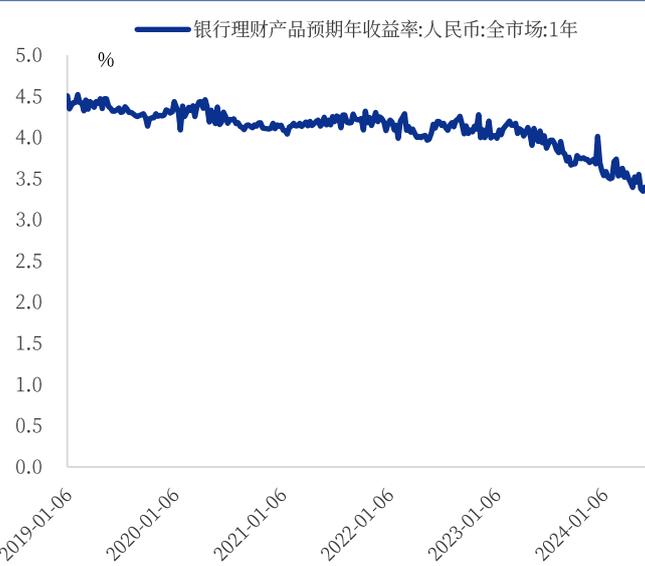
从银行板块投资与估值看, 高股息策略继续受到青睐, 体现为: 经济复苏初期+化债引发资产荒, 带来资产配置层面的压力、叠加避险情绪仍存, 以规模、定价以及风险为核心的基本面因素短暂让位于以稳盈利、高股息、低估值、低波动为代表的红利价值。截至6月19日, 银行业股息率为5.01%, 保持高位, 相比于10年期国债、5年期AAA企业债以及全市场1年期理财产品收益率¹分别溢价286BP、281BP和185BP, 配置属性明显。相比之下, 上市银行基本面承压对银行板块的短期影响有限。2024Q1, 42家上市银行营业收入和归母净利润同比分别下降1.73%和0.61%, 主要受规模导向弱化、降息+重定价、信贷需求不足以及拨备反哺效应减弱等多重因素制约。此外, 银行的资产质量总体保持平稳, 但零售不良风险略有抬头, 需要持续关注其对银行信用成本的影响。

图8: 银行板块股息率、10年期国债、5年期AAA企业债收益率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

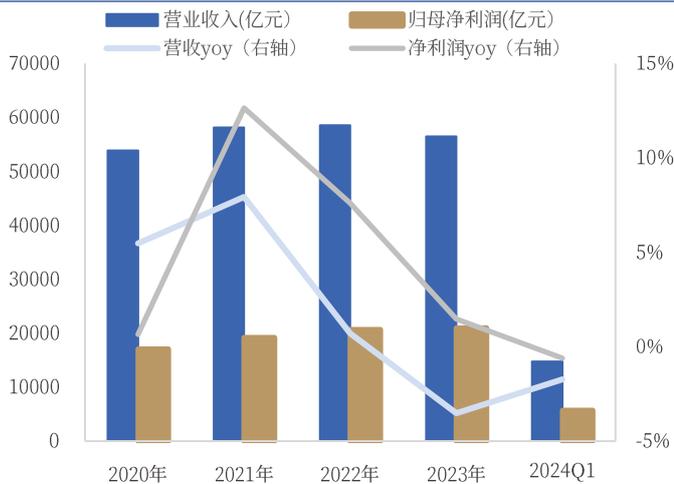
图9: 全市场1年期理财产品收益率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

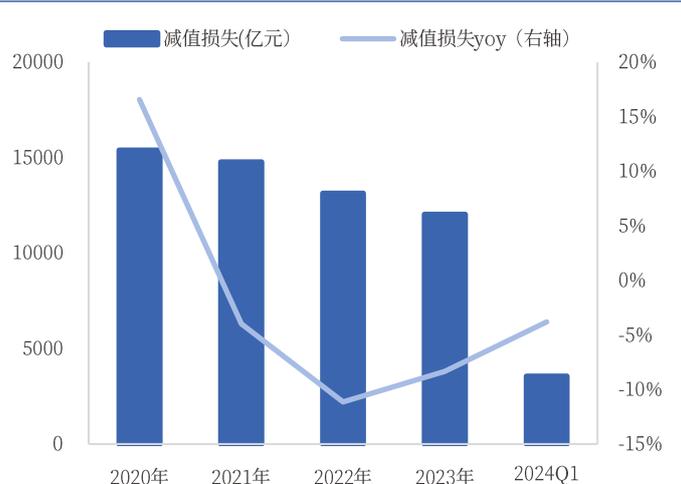
¹ 理财产品收益率按周披露

图10: 上市银行业绩表现



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图11: 上市银行减值损失情况



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

二、影响银行下半年投资的三大要素展望

展望下半年, 我们继续重点关注银行业量、价与风险等三方面的因素变化, 以此来评估银行板块和个股投资机会。总体来看, **房地产政策的不断优化, 一揽子化债措施推进, 利好银行信用成本改善和利润表修复, 银行板块风险预期改善, 有望对后续估值表现形成进一步支撑。考虑到房地产销量尚未出现实质性拐点以及实体经济融资需求处于偏弱格局, 银行基本面仍然存在一定的不确定性, 但积极因素正在积累, 存款成本优化、政府债发行加速以及信贷结构优化带来量价回升的机遇。**具体来看:

(一) 风险: 房地产和地方债务化险仍以政策优化为主, 预期改善先行

2023年到2024年上半年, 政策层面对风险防范化解力度不减: 2023年10月中央金融工作会议强调要有效防范化解金融风险, 及时处置中小金融机构风险。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, 促进金融与房地产良性循环。2023年末中央经济工作会议提出“要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险”。2024年3月政府工作报告提出, 坚持以高质量发展促进高水平安全, 以高水平安全保障高质量发展, 标本兼治化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险, 维护经济金融大局稳定。2024年4月, 中央政治局会议指出要持续防范化解重点领域风险, 继续坚持因城施策, 压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任, 切实做好保交房工作; 要深入实施地方政府债务风险化解方案, 确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展; 要持续推动中小金融机构改革化险。总体来看, 风险防控仍然集中在房地产、地方债务和中小金融机构三大领域, 尤其是在房地产和地方债务方面具体措施已经陆续落地, 路径逐步清晰。

1. 房地产政策供需两端齐发力, 销量拐点是风险决定因素

房地产政策精准定位供需关系的转变, 两端发力助力房地产市场平稳健康发展, 且二季度以来重心向需求端转移, 更加强调去库存。从政策面演化来看:

(1) 一季度以前的政策继续着力改善房企融资环境、优化供给端, 包括继续落实金融支持地产16条、推出金融支持住房租赁市场发展举措、建立并落实城市房地产融资协调机制、允许经营性

物业贷款偿还房地产相关贷款、新增PSL支持三大工程等。需求层面则降低了5年期LPR，同时继续推进地方因城施策，以降低购房成本，提振居民端住房消费。依据克而瑞提供的数据，2024年一季度，北京、上海等15城放松限购，广州、重庆等24省市放松限贷，宁德、阳江等4城放松限价，晋江等3城放松限售，杭州、重庆等6城减免交易税费，大连、拉萨等63城发放购房补贴。

(2) 二季度以来，政策重心偏向需求端，并从全国层面优化房地产政策，加大去库存力度。2024年4月30日，中共中央政治局会议提出要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。2024年5月17日，国新办举行国务院政策例行吹风会，介绍切实做好交房工作配套政策有关情况，全面放宽楼市政策，从供需两端同时发力，改善购房需求和融资环境（以下简称“517楼市新政”）。一方面支持刚需和改善性需求，包括下调首付比例，放开利率下限，降低公积金贷款利率等；另一方面，由政府和地方国有企业主导收储，银行市场化参与，依托结构性货币政策工具提供低成本资金，用作保障性住房，帮助房企改善资金面，同时继续充分运用房地产融资协调机制作用，为白名单企业提供融资支持，通过促进房地产行业的稳健发展来实现防范化解风险的目标，多措并举构建房地产发展新模式。

表1: 房地产政策及核心内容

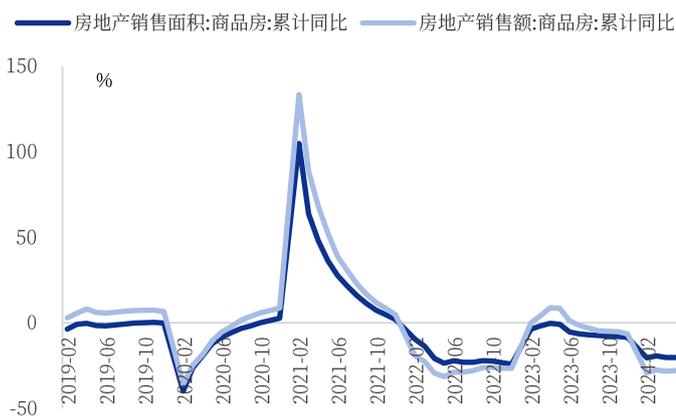
日期	政策事件	重点内容
2024年1月	中国人民银行、国家金融监督管理总局关于金融支持住房租赁市场发展的意见	从加强住房租赁信贷产品和服务模式创新、拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道、加强和完善住房租赁金融管理等方面推出17条举措。
2024年1月	城市房地产融资协调机制	根据房地产项目的开发建设情况及项目开发企业资质、信用、财务等情况，提出可以给予融资支持的房地产项目名单
2024年1月	关于做好经营性物业贷款管理的通知	对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业全国性商业银行在风险可控、商业可持续基础上，还可发放经营性物业贷款用于偿还该企业及其集团控股公司(含并表子公司)存量房地产领域相关贷款和公开市场债券。
2024年2月	降息	2月20日，5年期以上LPR为3.95%，下调25BP。
2024年2月	住建部	各城市要根据当地实际情况，准确研判住房需求，完善“保障+市场”的住房供应体系，以政府为主保障工薪收入群体刚性住房需求，以市场为主满足居民多样化改善性住房需求，科学编制2024年、2025年住房发展年度计划。
2024年3月	政府工作报告	对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展。适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。
2024年3月	国常会	进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，系统谋划相关支持政策，有效激发潜在需求，加大高品质住房供给，促进房地产市场平稳健康发展。要适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快完善“市场+保障”的住房供应体系，改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式。
2024年4月	政治局会议	结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
2024年5月	2024年一季度货币政策执行报告	因城施策精准实施差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，促进房地产市场平稳健康发展强化保障性住房、城中

		村改造、“平急两用”公共基础设施建设资金保障，推动加快构建房地产发展新模式。
2024年5月	国务院政策例行吹风会	介绍切实做好保交房工作配套政策有关情况，全面放宽楼市政策，从供需两端同时发力，改善购房需求和融资环境。
2024年5月	关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知	取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。
2024年5月	关于下调个人住房公积金贷款利率的通知	下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下(含5年)和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下(含5年)和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。

资料来源：国务院、中国人民银行，国家金融监督管理总局，住建部，中国政府网，克而瑞，中国银河证券研究院

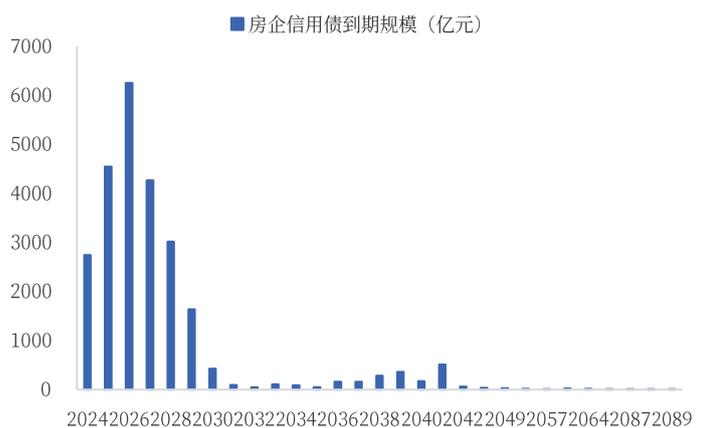
政策发力有望带动预期回暖，但实质性改善仍取决于销量拐点何时显现。从信用风险角度来看，商品房销量低迷和债券到期高峰将持续给房地产业带来现金流层面的压力，而房企现有的销售数据仍未出现实质性的改善，拐点尚需持续跟踪和观察。截至2024年5月末最新数据显示，商品房销售面积和销售额累计下滑了20.3%和27.9%；截至2024年6月4日，房地产信用债违约家数、数量、金额以及余额违约率分别为102家、667只、4132亿元和14.21%，均居市场首位；此外，2024-2029年当期的房企信用债规模均为千亿级别，并于2026年达到峰值。

图12：商品销售面积与销售金额累计同比



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图13：房企信用债到期情况



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图14：房地产信用债违约家数和只数

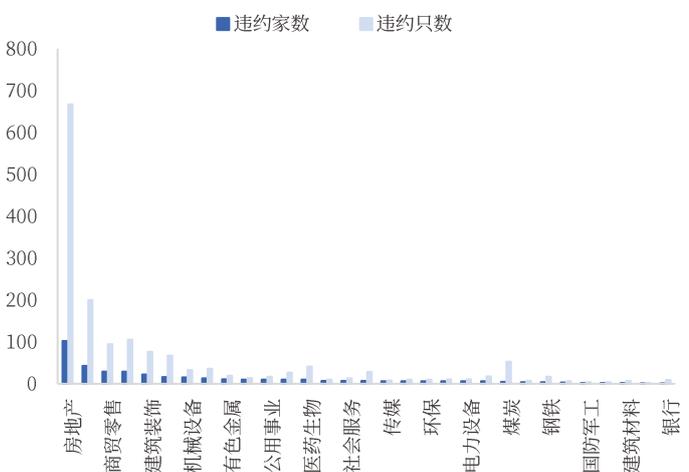
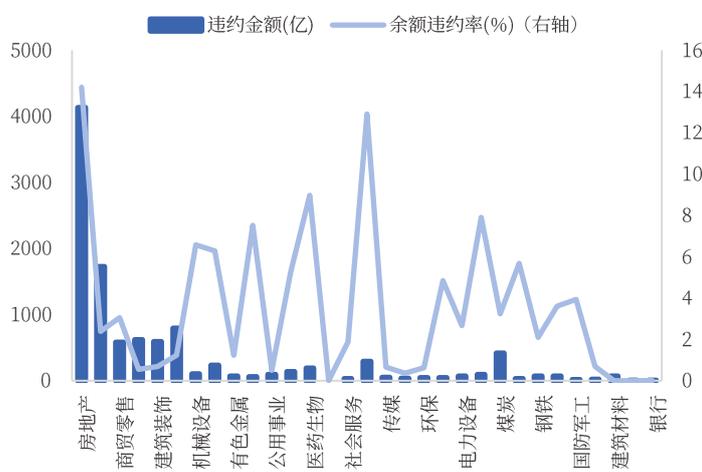


图15：房地产信用债违约金额和余额违约率

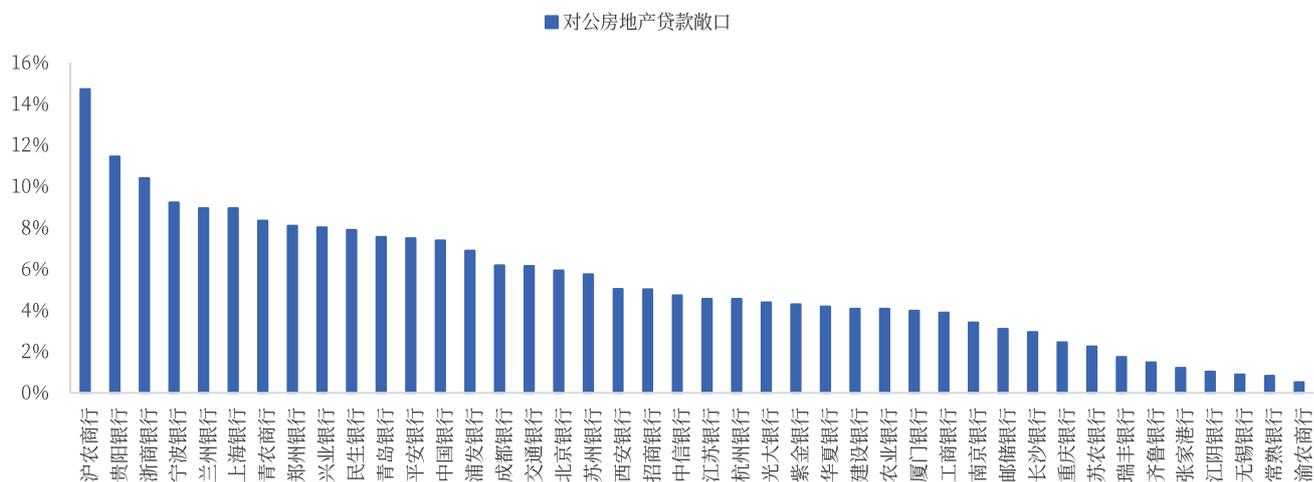


资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

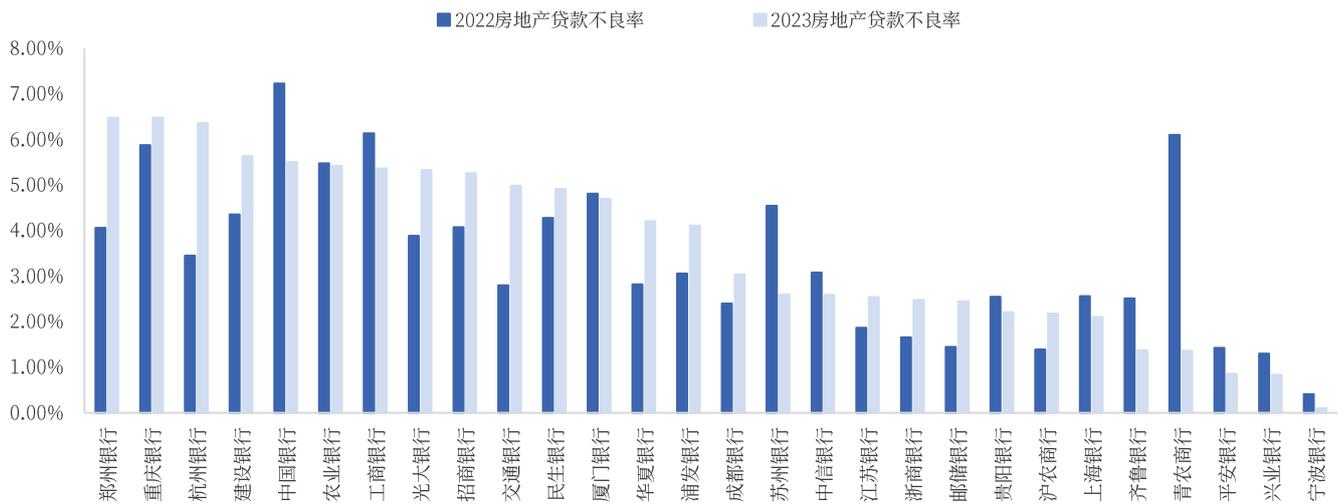
银行受地产风险影响短期可控,但在经营层面持续受房地产后周期需求疲软冲击,亟需调整业务模式,减少对地产周期的依赖程度,以降低其对业绩和资产质量的潜在影响。从数据上看,尽管不良率有所上升,多数银行的对公贷款敞口已经降至10%以下且房地产相关债权在资产配置中占比不高,房企违约风险影响有限。截至2023年末,42家上市银行对公房地产贷款占贷款总额比重为5.21%;披露房地产业不良率的28家上市银行中有15家银行的不良率出现上升,平均不良率为3.63%,四大行的不良率保持在5%以上高位,但工商银行、中国银行和农业银行的不良率均出现下降。依据国家金融监督管理总局副局长肖远企2024年5月17日在国务院政策例行吹风会上披露的数据计算,截至2024年一季度末,银行持有的房地产企业债券余额4282亿元,占银行业金融机构总资产的比重不到1%。相比之下,与房地产业相关的开发贷、按揭贷款、经营性物业贷款、并购贷款、住房租赁贷款累计余额达54.4万亿元,占同期金融机构贷款余额的比重仍然高达22.02%且尚未包括地产链上下游融资例如建筑业贷款。尤其可见,银行对地产链的总体依赖度仍然较高,规模增长和定价持续受到需求走弱影响。

图16: 上市银行对公房地产贷款敞口



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图17: 上市银行房地产贷款不良率对比



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

2.一揽子化债措施推进, 中央加杠杆缓释地方债务压力

除了开展债务展期、置换之外, 政策加码严控地方政府平台融资和高风险省份新增基建项目, 聚焦重点省份、着力化债, 2024年债务风险集中暴露的可能性降低。2023年末至2024年初, 国务院发布了三份文件推进债务风险化解, 主要包括《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》(35号文)、《重点省份分类加强政府投资项目管理办法(试行)》(47号文)和《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》(14号文)。其中, 35号文要求地方政府融资平台以及12个高风险省份参照平台管理的国有企业严禁新增融资;12个高风险重点省份可在年度债券发行额度内“统借统还”, 非标融资层面金融机构配合展期降息, 城投标债在2025年前不出现兑付风险。47号文则针对12个重点省份在地方债务风险降低至中低水平之前严控新建政府投资项目, 并且规范在建项目。14号文明确了重点省份之外19省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区, 以地级市为主, 获批后参照12个重点省份的相关政策化债。随着对高风险地区的债务管控力度加大, 地方债务风险集中暴露的可能性降低, 给改善债务问题预留时间和空间。

表2: 重点化债政策文件及核心措施

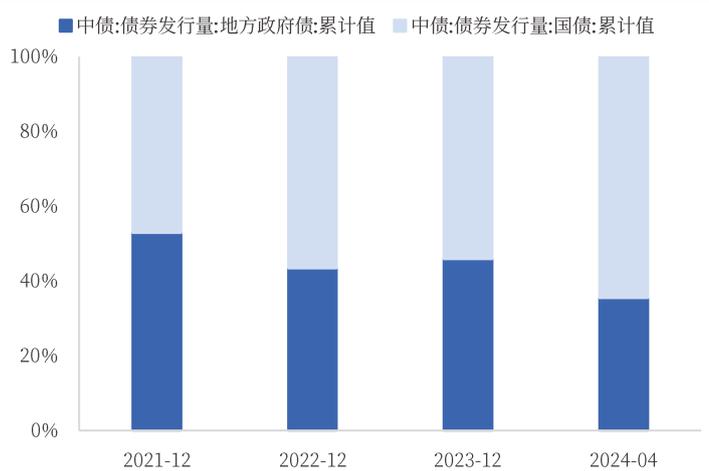
政策文件	简称	发布时间	重点内容
《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》	35号文	2023年9月	<p>城投平台分类: 1) 地方政府融资平台; 2) 参照地方政府平台管理的国有企业; 3) 普通国有企业。</p> <p>债券融资: 1) 对于地方政府融资平台, 只能借新还旧且不包含利息, 不能新增融资; 2) 对于参照地方政府平台管理的国企, 12个高风险重点省份只能借新还旧, 其它省份在省级政府出具同意文件的情况下, 可以新增融资。3) 对于普通国有企业, 可以新增融资, 但是债务自己负责。</p> <p>非标融资: 对于12个高风险重点省份要求金融机构配合展期降息, 其它省份建议协商展期降息。</p> <p>债务管控: 对于城投标债, 至少要在2025年以前不出现兑付风险。</p> <p>特殊再融资债券及统借统还: 1) 除之前明确的1-1.5万亿特殊再融资券正常发行外, 再发行万亿规模地方政府债券用于偿还工程款等; 2) 12个重点省份可在年度债券发行额度内“统借统还”, 支持资质较好融资平台承接弱资质融资平台借新还旧债券发行额度。允许省级城投发债偿还区县级平台的债券。</p>

《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》	47号文	2023年12月	<p>严控新建政府投资项目：重点省份原则上不得在交通、社会事业、市政、产业园区、新型基础设施、楼堂馆所、棚户区改造领域新建（含改扩建和购置）政府投资项目（含地方各级政府投资项目）。</p> <p>严格规范在建政府投资项目：除党中央、国务院批准的重大政府投资项目，以及本办法规定的纳入国家有关规划的跨省（自治区、直辖市）、跨流域和用于保障人民群众生命财产安全的重大政府投资项目（含已安排各类中央资金的项目）以外，重点省份要按照工作进展情况对本地区在建政府投资项目进行评估，确定续建、缓建或者停建。</p>
《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》	14号文	2024年3月	12个重点省份之外的19省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区，以地级市为主，获批后参照12个重点省份的相关政策化债。

资料来源：国务院，中国银河证券研究院

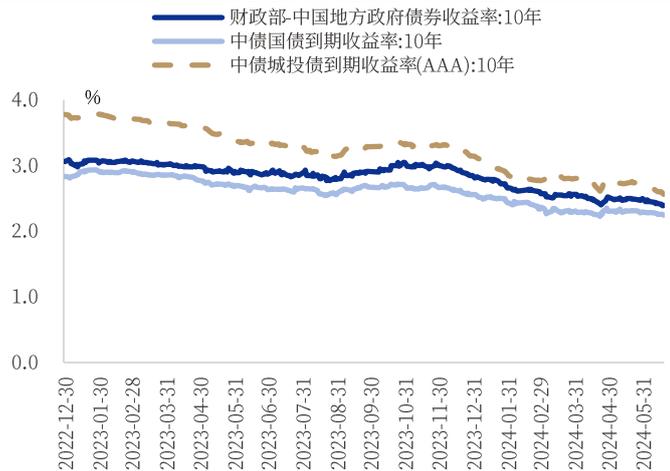
政府债务结构优化，信用、期限、成本和投向均面临改善契机，有助于缓解地方政府短期债务压力，将对银行资产质量产生积极影响。一是中央层面将承担更多发债任务，有利于降低地方财政压力。2023年10月中央金融工作会议首次提出优化中央和地方政府债务结构。截至2024年4月末，地方政府债和国债累计发行量分别为1.92万亿元和3.5万亿元，占比分别为35.37%和64.63%，国债比重较2023年末显著上升。二是超长期特别国债发行，有利于拉长期限，减少偿付压力，提高信用等级，降低融资成本。截至2024年6月19日，10年期国债、地方政府债和城投债的利率分别为2.24%、2.39%和2.56%，国债的成本优势更为明显；另外有20年期、30年期和50年期超长期特别国债将于2024年5-11月期间陆续发行。三是通过优化债务结构、中央层面加杠杆兼顾化债和稳定发展两方面的需要，引导资金聚焦重点领域，发展新质生产力，拉动投资和消费，促进经济高质量发展，进而增加地方政府收入，加速债务风险释放。2024年的政府工作报告明确从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，同时扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围，重视投资效率。除此之外，多项重要会议均提及要建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，在化解债务风险的同时，稳定发展的需求增加，更加着眼于长效机制的建设。

图18：政府债务结构变化



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图19：10年期国债、地方政府债、AAA城投债收益率



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图20: 各项会议关于地方债务风险化解的举措

2023年10月中央金融工作会议

- 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年12月中央经济工作会议

- “要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险”，“统筹好地方债务风险化解和稳定发展”。

2024年2月国务院常务会议

- 防范化解地方债务风险，要着眼长效机制建设。在风险得到缓释的基础上，还要着力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。
- 各地还要推动经济稳步恢复，创造化解债务风险的有利条件，在发展中逐步缓释直至化解风险。

2024年3月政府工作报告

- 为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。
- 合理扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围，额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜，统筹用好各类资金，防止低效无效投资。
- 建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，完善全口径地方债务监测监管体系，分类推进地方融资平台转型。

2024年3月国务院防范化解地方债务风险工作视频会议

- 坚持远近结合、堵疏并举、标本兼治，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制。
- 统筹抓好化债和发展，在高质量发展中推进债务风险化解。要以化债为契机倒逼发展方式转型，在改革创新上迈出更大步伐，在化解债务风险中找到新的发展路径。经济大省要挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献。

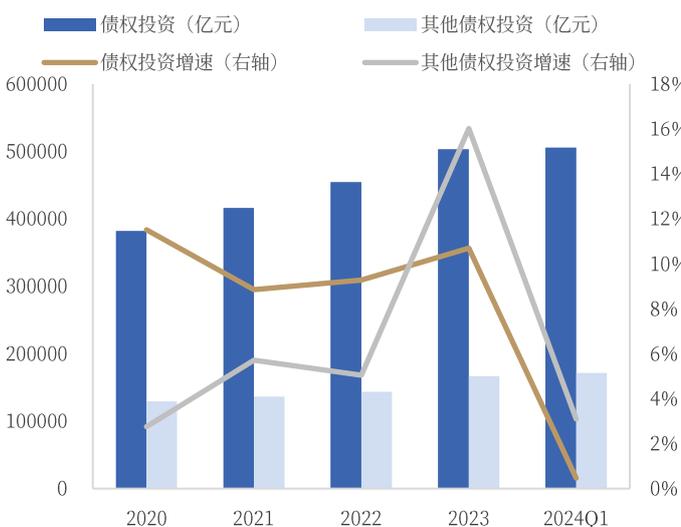
2024年4月中央政治局会议

- 要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。

资料来源: 中国政府网, 中国银河证券研究院

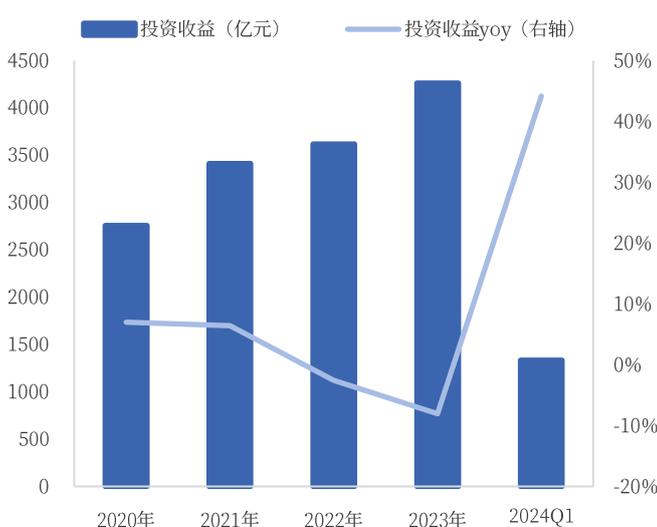
展望下半年，我们延续《2024 年银行业年度策略：风险化解进行时，把握配置窗口期》观点，认为地方债务风险对银行资产质量影响有限，而“一揽子化债”总体上利好银行资产质量和信用成本改善，但会对银行扩表、资产配置与息差带来压力。2024 年以来债牛一定程度上对冲了化债对银行金融资产投资的影响，但下半年投资收益率的表现取决于市场利率能否继续下行。截至 2024 年 3 月末，42 家上市银行的债权投资和其他债权投资规模分别为 50.61 万亿元和 17.18 万亿元，较 2023 年末增长 0.47%和 3.1%，增长动能放缓。与此同时，市场利率持续下行，增厚银行债券投资收益率。2024Q1，42 家上市银行累计实现投资收益 1333.8 亿元，同比增长 44.15%，较 2023 年显著回暖。

图21: 上市银行债权投资和其他债权投资



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图22: 上市银行投资收益率表现



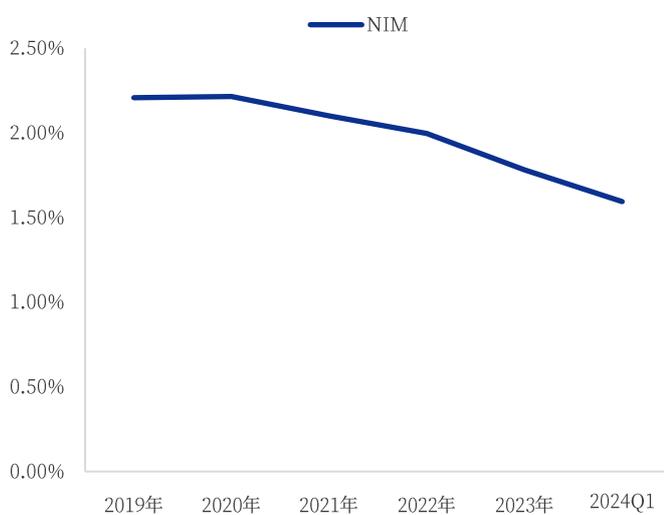
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

(二) 息差：下行空间收窄，存款成本优化将助力基本面修复

1. 贷款利率企稳，资产端定价将继续下行，但空间进一步收敛

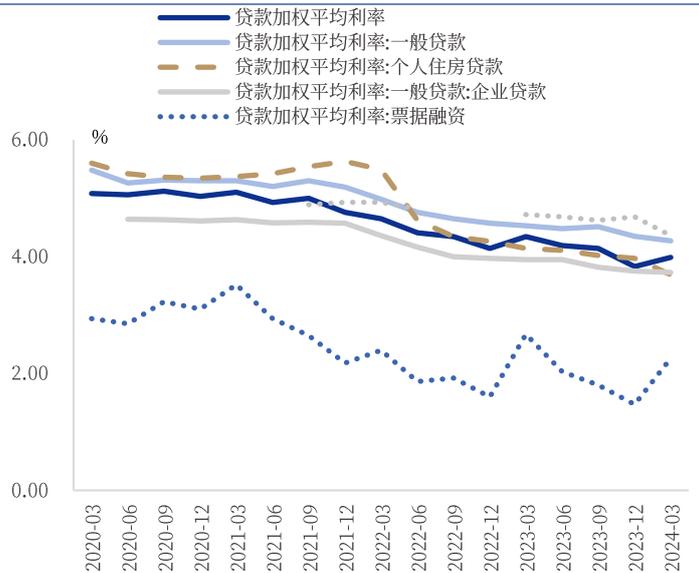
2024 年一季度受 5 年期 LPR 下行、重定价、存量按揭利率调整、信贷需求偏弱、贷款竞争以及同业资产、金融投资收益率下行，资产端定价下行压力集中释放，拖累净息差表现，但从降幅上看已经逐季收窄。2024Q1，42 家上市银行净息差为 1.59%，较 2023 年下降 18BP，同比降幅 20BP，低于 2023 年全年降幅。与此同时，央行发布的金融机构贷款利率数据显示，2024Q1 一般贷款、企业贷款和个人住房贷款的加权平均利率分别为 4.27%、3.73% 和 3.69%，环比下降 8BP、2BP 和 28BP，一般贷款和企业贷款相比于 2023Q4 已经收窄，而个人住房贷款降幅明显扩大，存量按揭利率调整和居民消费贷需求疲软的影响仍然较大。

图23：上市银行净息差



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

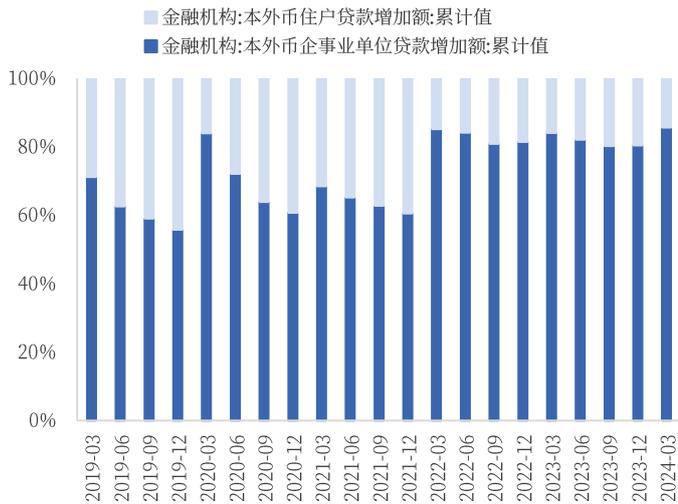
图24：金融机构各类贷款加权平均利率



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

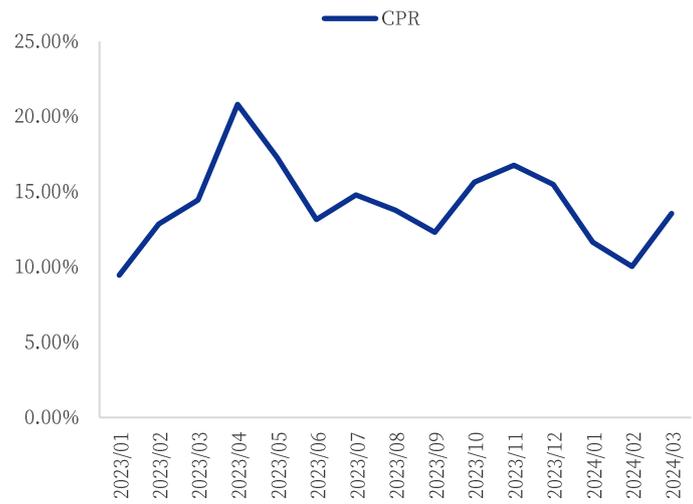
我们认为下半年资产端定价有望继续下行但空间有限，主要的压力来自：一是降息的可能性依然存在。依据银河证券宏观团队发布的《“不一样”的降息——2024 年中期货币政策展望》，今年可能仍有 2 次 LPR 调降，总计 20-40BP，1 次 MLF 调降 10-20BP。二是新增房贷利率下限放开，叠加 2023 年 9 月的存量按揭贷款利率下调，受去年同期基数较高影响，反应在净息差层面的压力要延续到下半年；三是城投债务风险化解压缩资产端收益空间。尽管如此，下半年开门红效应减退，贷款竞争压力缓解叠加高收益零售贷款投放比例增加，提前还款现象预计低于去年，重定价效应减弱，资产端收益率降幅预计小于上半年。

图25: 贷款投放结构季度变化



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图26: RMBS 早偿率走势

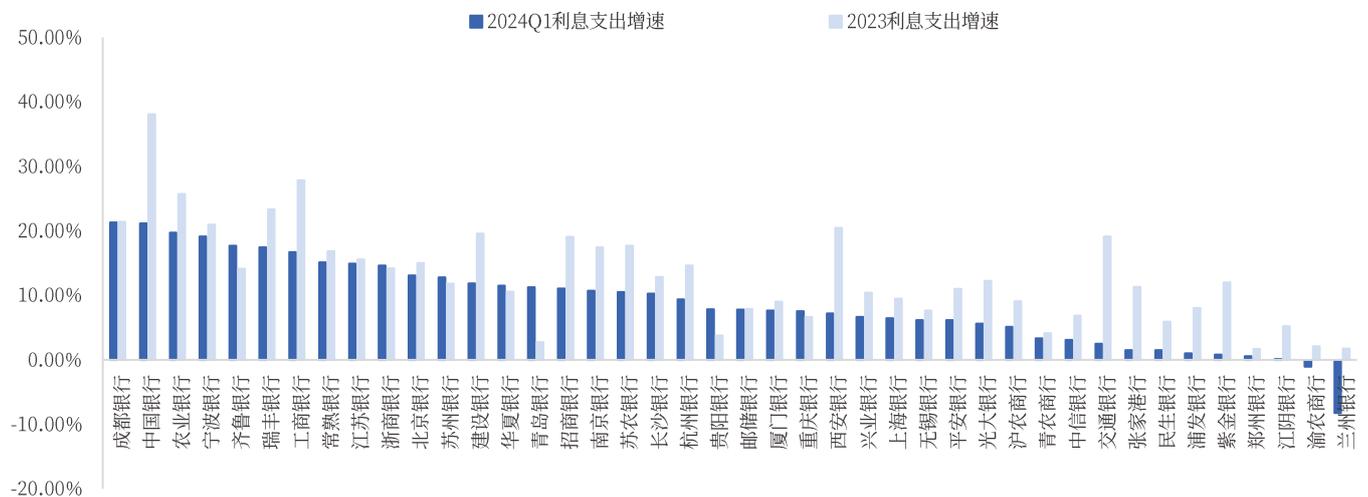


资料来源: 惠誉博华, 中国银河证券研究院

2. 存款挂牌利率调整成效将加速释放, 对息差形成正向支撑

银行息差改善的抓手仍在负债端, 而一季度成本优化效果已经显现。从数据上看, 2024Q1, 42家上市银行的累计利息支出增速为 12.07%, 相比于 2023 年的 19.37%有所放缓且多数上市银行的利息支出增速均有所收窄, 显示存款挂牌利率调整的成效正在逐步释放。其中, 国有大行和部分全国性股份行的利息支出增速收窄明显, 预计与存款期限结构中短期存款偏多、重定价较快有关。

图27: 上市银行利息支出增速变化



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

下半年存款成本仍有进一步改善的空间, 有望对净息差企稳形成支撑, 主要体现在两个方面:

(1) 存款端超自律行为受到整顿, 手工补息行为被禁止, 国有行和股份行负债端成本有望进一步压降: 2023 年, 市场利率定价自律机制发布《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》, 明确银行应将手工补息纳入监测管理范围, 严禁通过事前承诺、到期手工补付息等方式, 变相突破存款利率授权要求或自律上限, 并要求银行于 2024 年 4 月底前整改完成。2024 年

4月，市场利率定价自律机制发布《关于禁止通过手工补息高息揽储 维护存款市场竞争秩序的倡议》，明确要求银行不得以任何形式向客户承诺或支付突破存款利率授权上限的补息，维护市场合理竞争秩序，强化存款利率调整效果，稳定银行负债成本。依据2023年上市银行年报披露，多数银行的企业活期存款平均成本率高于自律上限，或存在手工补息的行为，4月整改导致存款大幅流出。2024年4月，M1和M2环比3月分别下降2.57万亿元和3.6万亿元，金融机构企业部门和居民部门存款分别减少1.85万亿元和1.87万亿元；5月影响延续但幅度收窄。此外，从银行信贷收支表来看，大型银行受整改影响大于中小银行且短期存款流失集中在企业活期存款层面。我们测算叫停手工补息涉及的国有银行和股份行对公活期存款规模大致在21.07万亿元左右，有望降低该类银行计息负债成本率5.31BP，改善净息差5.03BP。

表3：2023年部分上市银行存款平均成本率

	公司活期存款成本率	居民活期存款成本率	公司定期存款成本率	居民定期存款成本率
成都银行	1.04%	0.39%	2.62%	3.19%
中国银行	1.06%	0.23%	2.60%	2.68%
农业银行	1.19%	0.24%	2.77%	2.61%
宁波银行	0.96%	0.23%	2.48%	2.91%
齐鲁银行	0.90%	0.30%	2.42%	3.04%
瑞丰银行	1.83%	0.31%	2.51%	2.81%
工商银行	1.02%	0.26%	2.65%	2.67%
常熟银行	0.62%	0.18%	2.83%	3.02%
浙商银行	1.58%	0.31%	2.60%	3.08%
苏州银行	0.79%	0.27%	2.66%	3.11%
建设银行	0.98%	0.24%	2.62%	2.65%
华夏银行	1.12%	0.21%	2.59%	2.77%
青岛银行	0.89%	0.21%	2.72%	3.15%
招商银行	1.09%	0.40%	2.67%	2.77%
南京银行	0.99%	0.24%	2.79%	3.27%
苏农银行	0.63%	0.17%	2.68%	3.05%
长沙银行	0.79%	0.33%	2.99%	3.06%
贵阳银行	1.30%	0.25%	3.09%	3.61%
邮储银行	0.87%	0.22%	2.16%	2.02%
重庆银行	1.20%	0.25%	3.04%	3.53%
兴业银行	1.25%	0.22%	2.94%	3.11%
上海银行	0.97%	0.21%	2.71%	2.88%
无锡银行	0.94%	0.18%	2.69%	3.02%
平安银行	1.13%	0.21%	2.82%	2.93%
光大银行	1.34%	0.36%	2.81%	2.90%
沪农商行	0.70%	0.22%	2.49%	2.81%
青农商行	0.60%	0.23%	2.22%	2.83%
中信银行	1.43%	0.30%	2.80%	2.93%

交通银行	1.11%	0.24%	3.06%	3.10%
民生银行	1.40%	0.27%	2.82%	2.96%
浦发银行	1.49%	0.21%	2.77%	2.88%
郑州银行	0.76%	0.41%	2.68%	3.64%
渝农商行	0.71%	0.21%	2.80%	2.39%

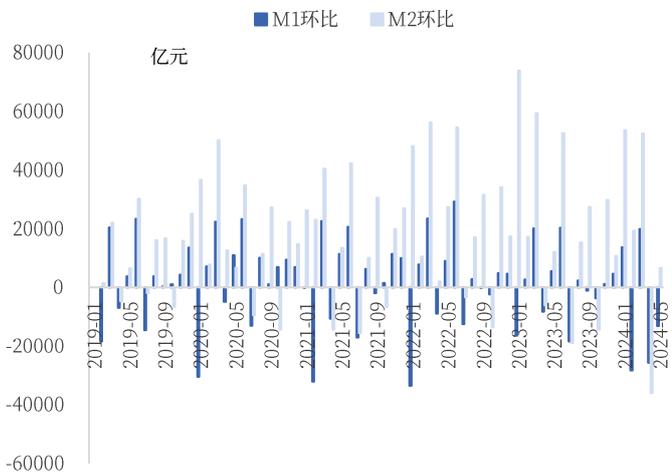
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

表4: 银行存款利率自律机制上限

	国有行	其他银行
活期存款	0.45%	0.55%
1D 通知存款	0.90%	1.00%
7D 通知存款	1.25%	1.35%
协定存款	1.45%	1.55%
3M 定期存款	1.60%	1.85%
6M 定期存款	1.80%	2.05%
1Y 定期存款	2.00%	2.25%
2Y 定期存款	2.60%	2.85%
3Y 定期存款	3.25%	3.50%

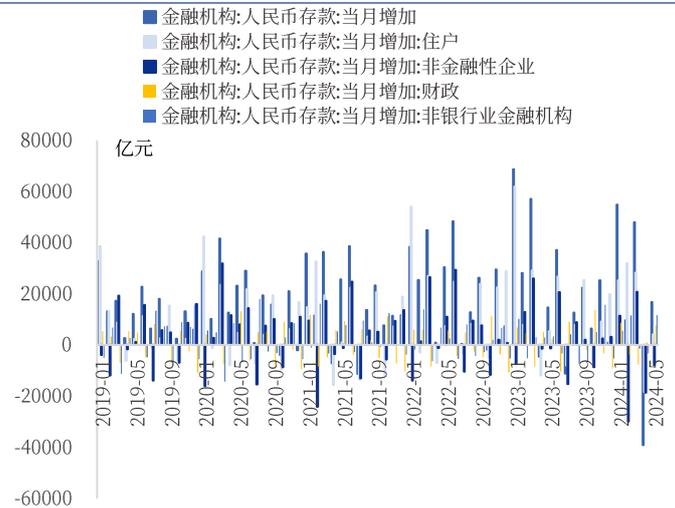
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图28: M1 和 M2 环比变化



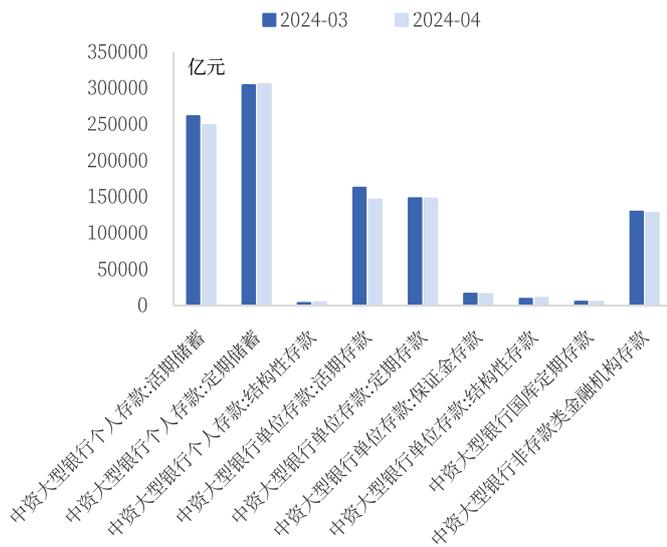
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图29: 金融机构单月存款增量



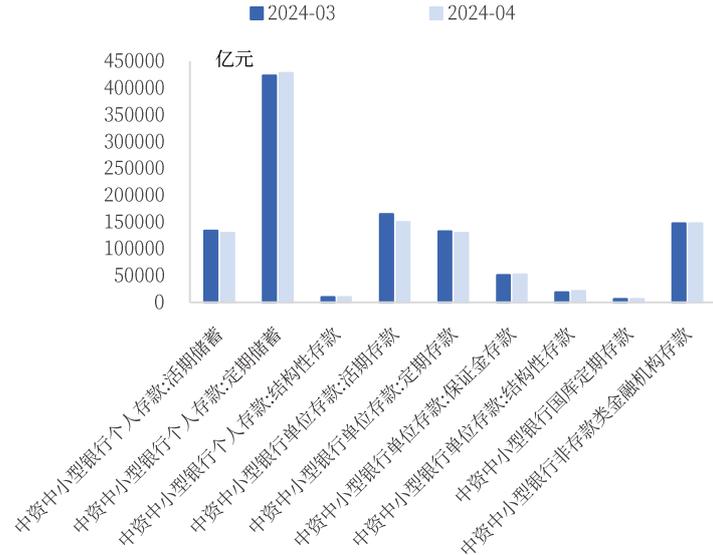
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图30: 中资大型银行信贷收支表-存款



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图31: 中资中小银行信贷收支表-存款



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

表5: 叫停手工补息对国有银行和股份行负债成本和净息差的影响—对公活期存款口径

	活期存款利率 自律上限	通知存款 利率上限	协定存款 利率上限	活期存款 利率假设	类活期存款 利率假设	超自律存款规模 (亿元)	整改对计息负债成 本的影响 (BP)	整改对 NIM 的影响 (BP)
中国银行	0.45%	1.25%	1.45%	0.33%	2%	31647.07	(7.71)	7.03
农业银行	0.45%	1.25%	1.45%	0.33%	2%	26782.62	(5.24)	4.86
工商银行	0.45%	1.25%	1.45%	0.33%	2%	43100.64	(7.63)	6.89
浙商银行	0.55%	1.35%	1.55%	0.38%	2%	1687.82	(3.48)	3.51
建设银行	0.45%	1.25%	1.45%	0.33%	2%	39947.33	(8.02)	7.17
华夏银行	0.55%	1.35%	1.55%	0.38%	2%	3257.04	(4.73)	4.62
招商银行	0.55%	1.35%	1.55%	0.38%	2%	14810.24	(8.74)	8.16
邮储银行	0.45%	1.35%	1.55%	0.33%	2%	5944.99	(2.37)	2.34
兴业银行	0.55%	1.35%	1.55%	0.38%	2%	6786.08	(4.32)	4.30
平安银行	0.55%	1.35%	1.55%	0.38%	2%	4834.39	(5.50)	5.35
光大银行	0.55%	1.35%	1.55%	0.38%	2%	3920.06	(3.60)	3.50
中信银行	0.55%	1.35%	1.55%	0.38%	2%	7605.56	(5.30)	5.20
交通银行	0.45%	1.25%	1.45%	0.33%	2%	10895.32	(5.86)	5.52
民生银行	0.55%	1.35%	1.55%	0.38%	2%	3783.98	(3.08)	2.96
浦发银行	0.55%	1.35%	1.55%	0.38%	2%	5692.01	(4.07)	4.02
汇总	0.51%	1.32%	1.52%	0.36%	2%	210695.15	(5.31)	5.03

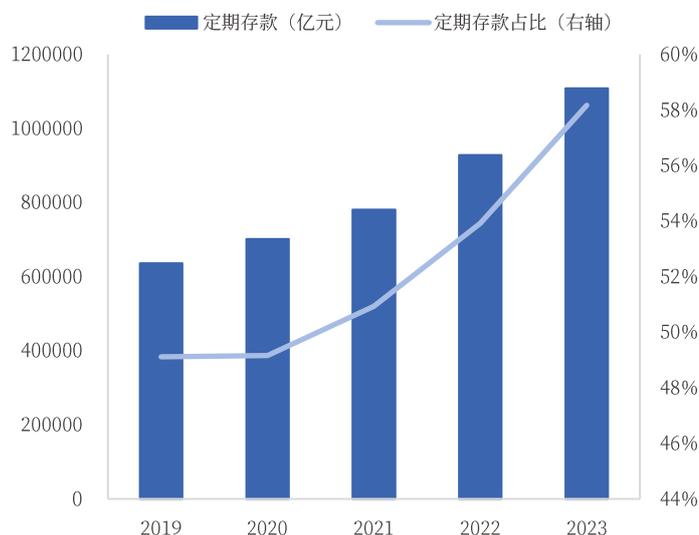
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

假设: (1) 超自律存款均为公司活期存款且只影响国有行和股份行, 因为这些银行大型企业客户偏多, 议价能力强; (2) 活期存款里包含协定存款和通知存款, 且通知存款均为7天; (3) 综合考虑挂牌利率和自律机制上限, 实际活期存款利率假设为0.325%或0.375%; (4) 类活期存款利率假设为2%且全部为通知存款和协定存款, 均超自律上限, 通知存款与协定存款比例为1:1。

(2) 存款定期化趋势延续但期限结构改善, 中长期存款陆续到期重定价有助加速存款挂牌利

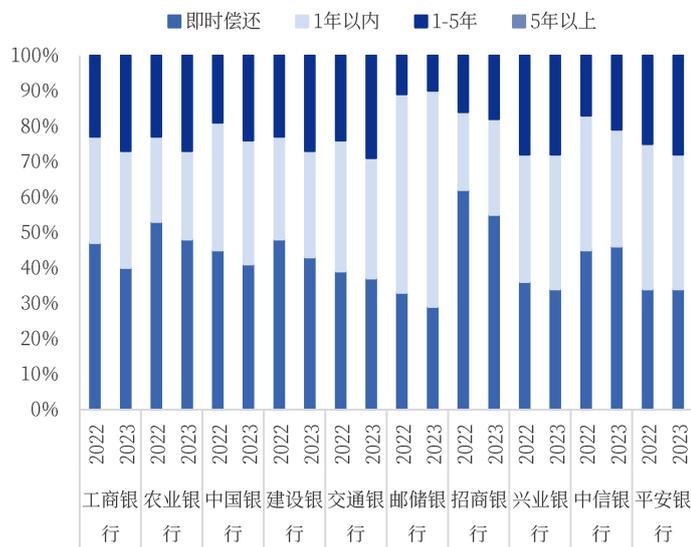
率调整成效释放:截至 2023 年末,上市银行累计定期存款规模 110.85 万亿元,占总存款比重 58.17%,较 2022 年上升 4.25 个百分点;依据国有行和部分股份行数据不完全统计,从剩余期限来看,多数银行的 1 年以内存款和 1-5 年存款比例增加,5 年期以上存款比例接近于 0。存款利率调降成效将于 2024 年及后续几年逐步释放。

图32: 上市银行定期存款规模及占比



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图33: 部分国有银行和股份行存款期限结构



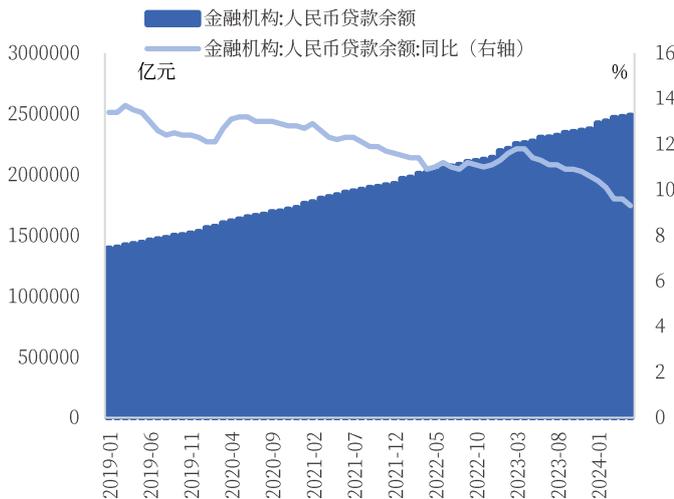
资料来源: ifind, 公司公告, deloitte, 中国银河证券研究院

(三) 规模: 信贷“挤水分”延续, 政府债+结构优化为增长抓手

1. 供需两端承压, 规模导向弱化, 信贷节奏趋于均衡

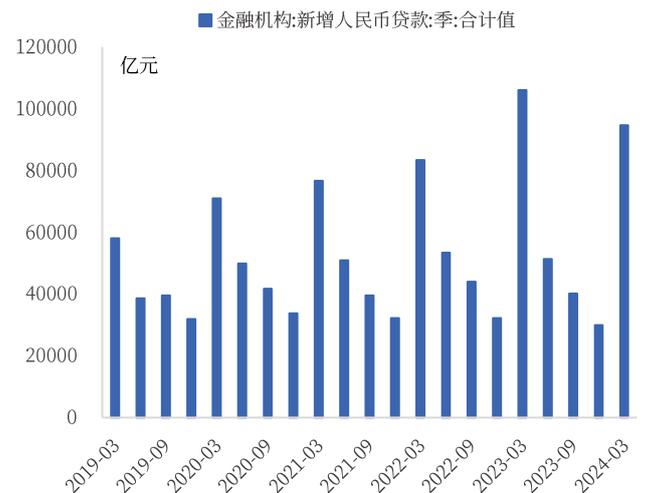
2024 年以来银行信贷投放供需两端均面临压力, 规模增长对业绩的驱动减弱, 银行之间延续分化格局。截至 2024 年 3 月末, 金融机构人民币各项贷款余额是 247.05 万亿元, 同比增长 9.6%, 增速低于 2023 年同期以及全年。2024Q1, 人民币各项贷款增加 9.5 万亿元, 比 2023 年同期低 1.59 万亿元。与此同时, 上市银行信贷增速亦有放缓。截至 2024 年 3 月末, 42 家上市银行累计贷款规模为 168.57 万亿元, 同比增长 10.09%, 增速较 2023 年全年回落。细分板块来看, 国有大行贷款净投放领跑, 继续发挥头雁作用, 股份行贷款增长疲软且增速持续垫底, 城商行信贷投放保持高景气度。截至 2024 年 3 月末, 国有行、股份行、城商行和农商行的贷款同比分别增长 11.51%、5.27%、13.62%和 8.27%, 除城商行外增速均维持收窄之势。

图34: 金融机构贷款余额及增速



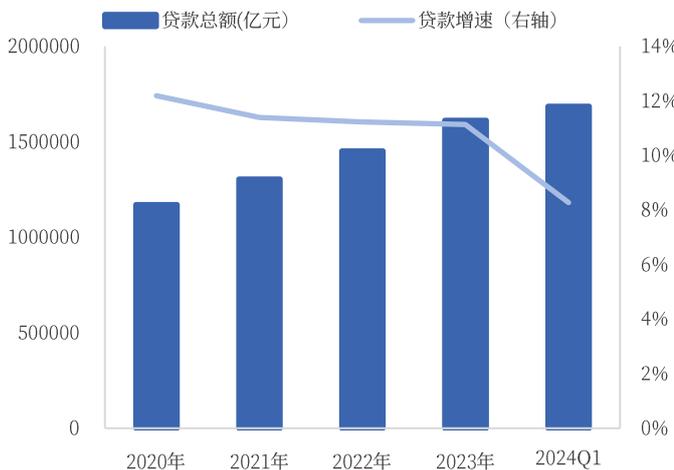
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图35: 金融机构人民币贷款增量



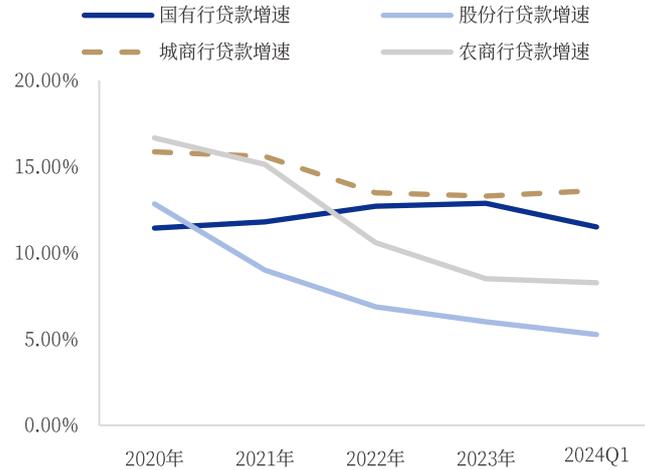
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图36: 上市银行各类贷款规模及增速



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图37: 细分板块银行贷款增速



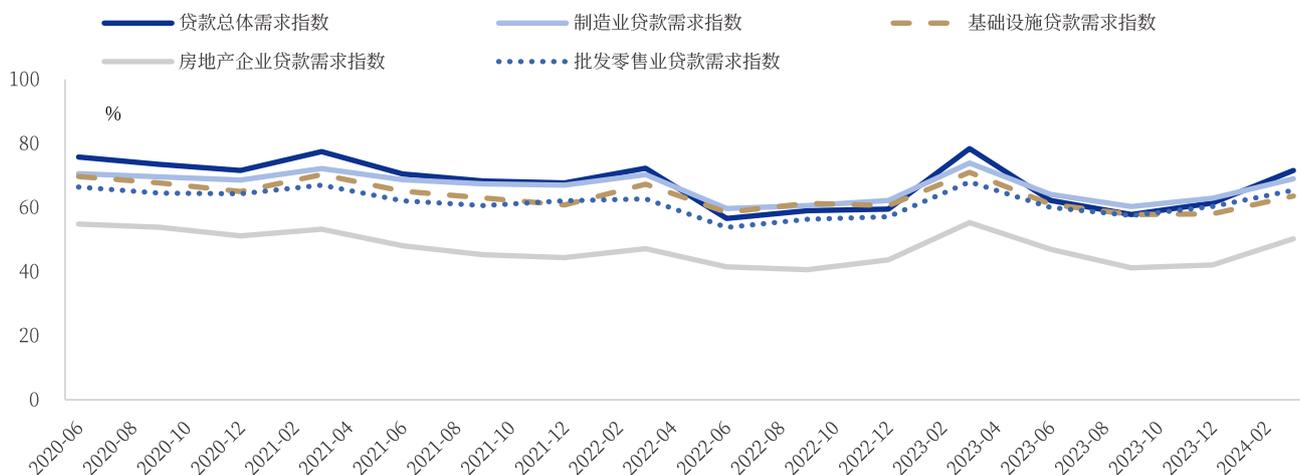
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

供给端，监管弱化规模导向，信贷投放节奏趋于均衡化。央行从2023年下半年以来注重引导金融机构加强信贷均衡投放，缓解金融机构“冲时点”的现象，为经济提供稳定、可持续的金融支持，同时加大了资金空转整治力度，一定程度上避免了信贷通过企业流向理财或者存款，对信贷扩张也产生了影响。具体来看：2023年四季度货币政策委员会例会提出“引导信贷合理增长、均衡投放”；2024年3月，《政府工作报告》指出要“畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转”。此外，央行在2024年一季度货币政策执行报告中发布专栏《信贷增长与经济高质量发展的关系》，指出“要科学认识信贷增长和经济增长的关系，转变片面追求规模的传统思维，宏观上要更加注重把握好融资环境的松紧适度。随着信贷结构有增有减，盘活被低效占用的金融资源，减少资金空转沉淀”。规模导向的弱化对社融和信贷数据产生扰动，旨在避免信贷过度冲高导致后劲不足，但金融机构支持实体经济的政策基调不变，一方面要增强信贷增长的可持续性，另一方面要聚焦重点领域，更好地服务实体经济高质量发展的需求。

需求端，信贷增长已逐步由供给约束转化为需求约束，但实体企业和居民融资需求保持低点，进一步制约了贷款投放的空间。2024Q1，贷款总体需求指数71.6%，较年初回升但低于2023年同

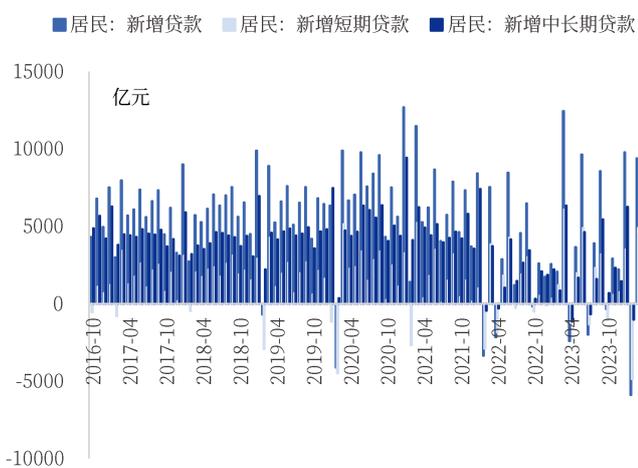
期水平，制造业、基建、房地产、批发零售等传统行业贷款需求指数较去年同期均不同程度下滑。与此同时，居民对就业和收入的预期偏弱，导致加杠杆意愿薄弱，按揭贷款和消费贷、经营贷增速均有放缓。依据央行发布的月度金融数据，截至2024年5月，居民部门贷款已经连续4个月同比少增，而企业部门和短贷和中长期贷款表现偏弱，票据冲量持续。

图38: 贷款需求指数



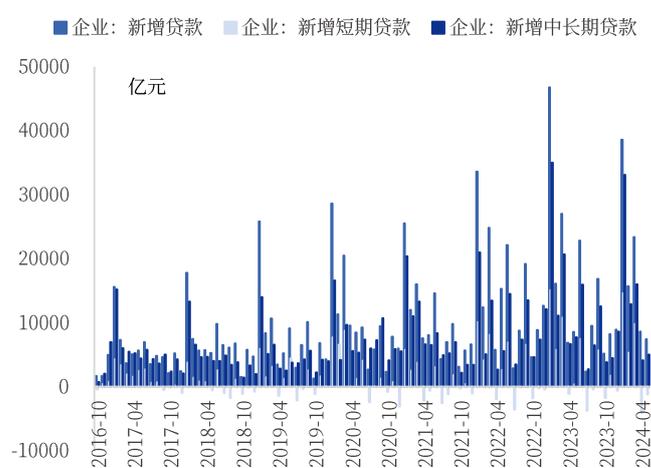
资料来源: ifind, 央行, 中国银河证券研究院

图39: 居民部门贷款投放



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图40: 企业部门贷款投放



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

2. 地产政策优化+政府债发行带动基建投资需求，缓解下半年扩表压力

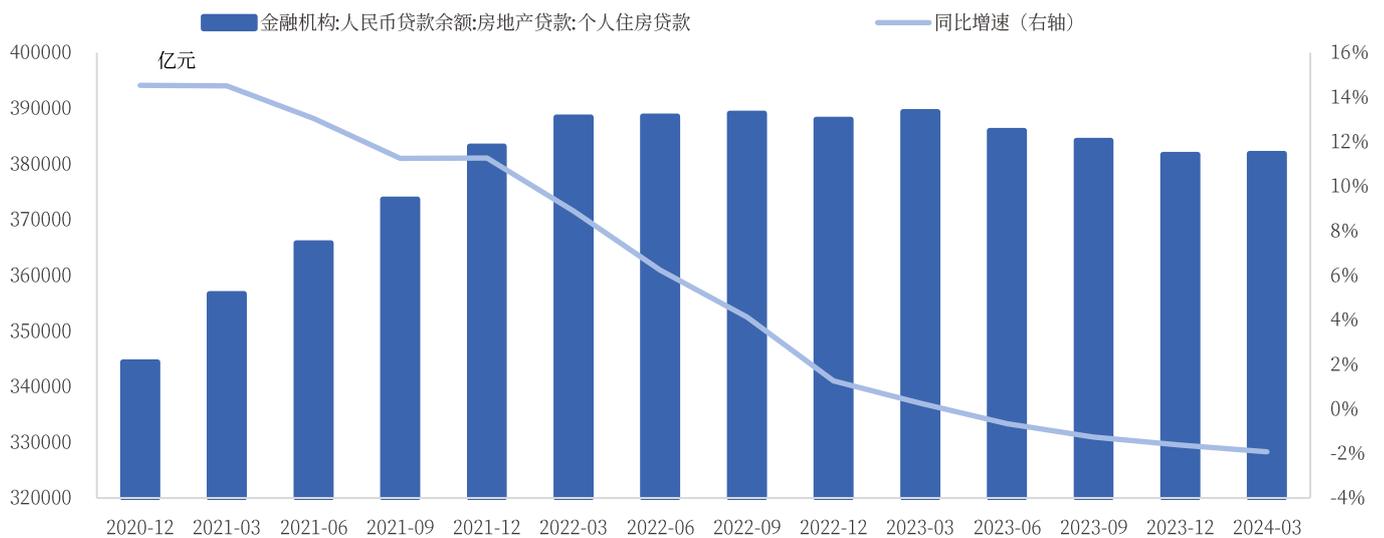
517 楼市新政旨在改善购房需求，并从供给层面继续加大对房企融资的支持力度，利好银行房地产（含按揭）贷款投放增加，建议持续关注后续房企销量数据表现以及银行零售端贷款投放：

需求层面，监管层面多措并举，优化房地产金融宏观审慎政策，提振住房消费，主要的措施包括：（1）降低全国层面个人住房贷款最低首付比例；（2）取消全国层面个人住房贷款利率政策下限，实现房贷利率市场化；（3）下调各期限品种住房公积金贷款利率；（4）设立保障性住房再贷款。以上措施有助提振居民购房需求，改善房企销量，同时促进银行零售信贷边际回暖。截至2024年3月末，金融机构人民币个人住房贷款余额 38.19 万亿元，同比下降 1.93%，增速处于底部，规

模环比 2023 年末开始上升，后续需求修复和销量是核心关键。此外，保障性住房再贷款有望带动银行贷款投放 5000 亿元，相当于 2020-2023 年银行按揭贷款年均增量的 50%。

供给层面，监管将继续引导金融机构加大对房企的融资支持：一是进一步发挥城市房地产融资协调机制作用。商业银行对合规“白名单”项目“应贷尽贷”。截至目前，商业银行审批通过了“白名单”项目贷款金额 9350 亿元。二是妥善处置盘活存量土地。自然资源部出台措施，针对目前尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府收回收购、市场流通转让、企业继续开发等方式妥善处置盘活，推动房企缓解困难和压降债务。三是继续落实好“金融 16 条”，建立与房地产发展新模式相适应的金融产品和服务体系。

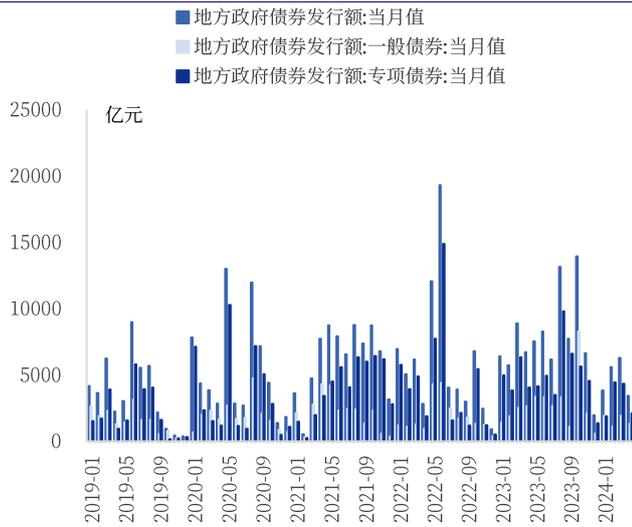
图41：金融机构个人住房贷款余额



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

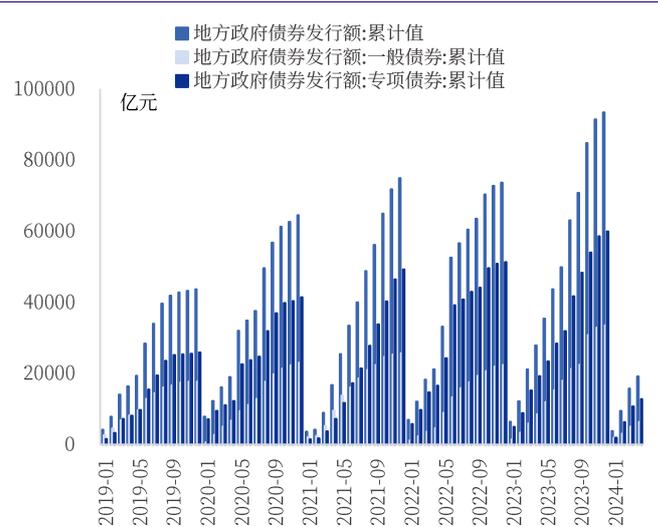
与此同时，参考历史经验，地方政府债通常在 10 月底前发行结束，因此二三季度为密集发行期，叠加 1 万亿特别国债发行落地，有利于带动基建投资及相关配套融资需求，缓解下半年银行资产端增长压力。截至 2024 年 4 月，地方政府债累计发行 1.92 万亿元；其中，一般债发行 6375 亿元，专项债 1.28 万亿元，均低于去年同期水平，且 1-4 月的月度发行数据均表现偏弱，发行进度相对滞后。依据 2024 年两会政府工作报告设定的目标，专项债发行额度为 3.9 万亿元，剩余额度为 2.62 万亿元。此外，超长期特别国债已于 5 月末开始发行，前三期规模分别为 400 亿元、400 亿元和 350 亿元，期限分别为 30 年、20 年和 50 年，全年额度为 1 万亿元。

图42: 地方政府债单月发行额



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图43: 地方政府债年度累计发行额



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

表6: 2024年超长期特别国债发行时间表

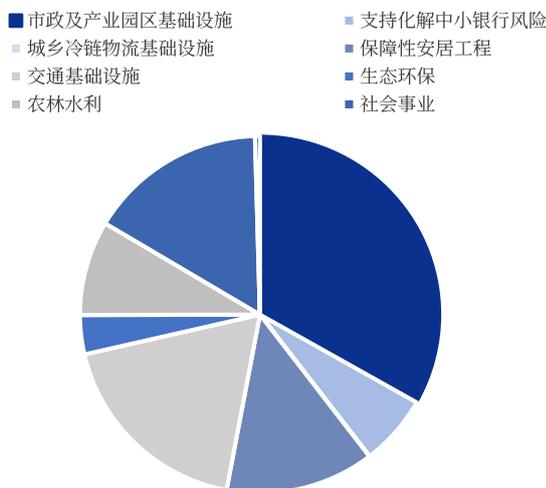
期限(年)	招标日期	首发/续发	付息方式
20	5月24日	首发	按半年付息
	6月19日	续发	
	7月19日	续发	
	8月14日	首发	
	9月20日	续发	
	10月18日	续发	
	11月8日	续发	
30	5月17日	首发	按半年付息
	6月7日	续发	
	6月21日	续发	
	7月5日	续发	
	7月24日	首发	
	8月2日	续发	
	8月21日	续发	
	9月6日	续发	
	9月24日	首发	
	10月11日	续发	
	10月25日	续发	
	11月15日	续发	
50	6月14日	首发	按半年付息
	8月9日	续发	
	10月16日	续发	

资料来源: 财政部, 中国银河证券研究院

从2023年专项债资金投向来看, 约有64.2%投向基础设施领域(包含市政及产业园区基础设

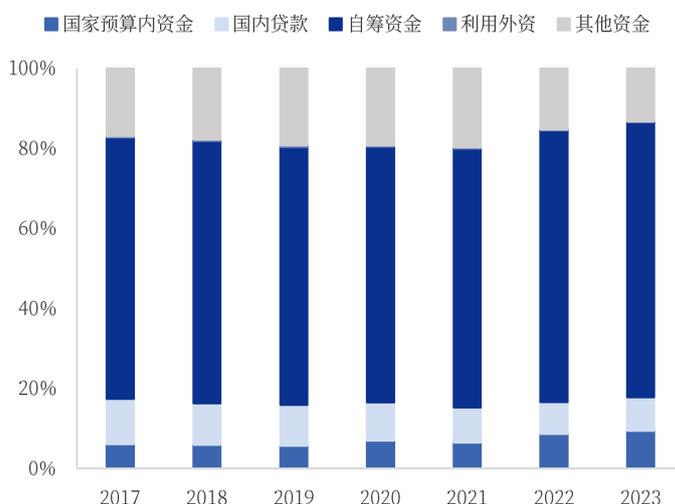
施、城乡冷链物流基础设施、交通基础设施、生态环保、农林水利和能源等），假设 2024 年这一比例为 64%，测算 2024 年专项债中投向基建的大约有 2.73 万亿元。假设其中 25% 用作重大项目资本金，测算用于资本金和配套融资的专项债资金分别为 6825 亿元和 2.05 万亿元，理论上可撬动的基建投资为 9.75 万亿元，预计带动银行增量信贷投放 9750 亿元，但实际数据受地区差异以及化债措施的影响，2024 年高风险省份新增项目受到严格限制，预计能带动的投资减少。

图44：2023 年地方政府专项债资金投向



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图45：基建项目资金来源



资料来源：wind，中国银河证券研究院

表7：3.9 万亿地方政府专项债能够带动的基建投资和信贷投放规模测算

	假设与规模测算
地方政府专项债额度（亿元）	39000
专项债用于基建投资比例假设	70%
专项债用作基建项目资本金（亿元）	6825
专项债用作基建项目配套资金（亿元）	20475
基建项目资金来源中的贷款比例假设	10%
专项债理论上可撬动的基建投资规模（亿元）	97500
与上述基建项目相对应的增量信贷需求（亿元）	9750

资料来源：财政部，wind，中国银河证券研究院

备注：《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》：港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例为 20%；机场项目最低资本金比例维持 25% 不变，其他基础设施项目维持 20% 不变；通过发行金融工具等方式筹措的各类资金，按照国家统一的会计制度应当分类为权益工具的，可以认定为投资项目资本金，但不得超过资本金总额的 50%。

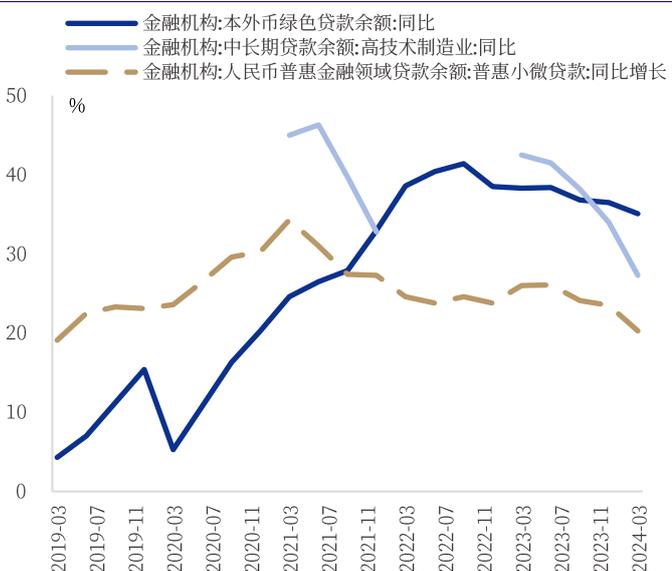
3. 盘活存量、优化结构关注度上升，重点领域信贷成新的业绩增长点

依据央行《2024 年第一季度中国货币政策执行报告》专栏分析，房地产市场供求关系发生重大转变，地方债务风险防控加强，过去靠房地产、地方融资平台等债务驱动的经济增长模式难以持续。受此影响，银行经营模式也需相应调整，注重提升效能，切实加强对重点领域和薄弱环节的优质金融服务。2024 年以来，监管层面持续强调盘活存量金融资源，结构性货币政策创新力度加大，盘活存量金融资源、优化银行信贷结构受到关注和重视。主要体现在：

围绕“五篇大文章”，以绿色信贷、普惠小微、科创为代表的重点领域信贷投放延续高景气度，有望成为银行中长期的业绩增长点。截至 2024 年 3 月末，金融机构绿色贷款、中长期高技术制造业

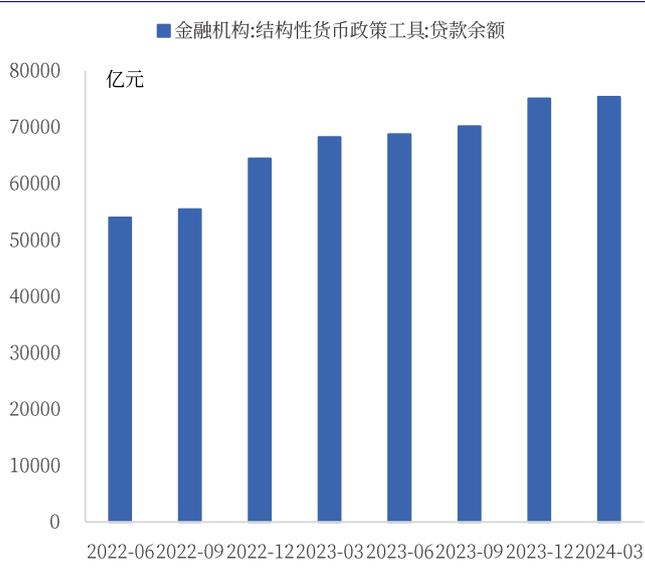
贷款和普惠小微贷款同比分别增长 35.1%、27.3%和 20.3%，保持较高景气度。央行从完善政策框架和激励机制层面引导银行信贷投向，服务经济高质量发展的需求。一方面，央行已经成立了信贷市场司，牵头推进做好“五篇大文章”工作，推动形成“1+5”政策体系。1 是总体制度设计，5 是“五篇大文章”的各自举措。另一方面，通过激励机制，引导金融资源向重点领域倾斜。例如充分发挥结构性货币政策工具，用好新设立的 5000 亿元科技创新和技术改造再贷款，支持中小科技企业和重点领域数字化、智能化、高端化升级改造。放宽普惠小微贷款认定标准至单户授信不超过 2000 万元，引导更多金融资源精准投向普惠领域。截至 2024 年 3 月末，结构性货币政策工具余额达 7.54 万亿元，同比增长 10.53%，大约占央行总资产的 17%，存续工具数量 10 项，支持领域实现了对“五篇大文章”的基本覆盖。信贷结构的调整有望缓解当前阶段规模驱动减弱、息差下行给银行基本面对带来的压力，为银行业经营发展和业绩改善带来新的增长空间。

图46：金融机构重点领域贷款增速



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图47：结构性货币政策工具余额



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

表8：“五篇大文章”相关金融政策

时间	部门	政策	主要内容
2023 年 10 月	国务院	《关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》	明确了未来五年推进普惠金融高质量发展的指导思想、基本原则和主要目标，提出了一系列政策举措。
2023 年 11 月	中国人民银行等八部门	《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》	提出支持民营经济的 25 条具体举措。
2024 年 1 月	国家金融监督管理总局	《关于加强科技型企业全生命周期金融服务的通知》	《通知》共十七条措施，主要从持续深化科技金融组织管理机制建设、形成科技型企业全生命周期金融服务、扎实做好金融风险防控、加强组织保障和政策协同等方面，对做好科技创新金融服务提出了工作要求。
2024 年 3 月	国家金融监督管理总局	《银行保险机构数据安全管理办法（征求意见稿）》	一是明确数据安全治理架构。二是建立数据分类分级标准。三是强化数据安全治理。四是健全数据安全技术保护体系。五是加强个人信息保护。六是完善数据安全风险监测与处置机制。
2024 年 3 月	国家金融监督管理总局	《关于做好 2024 年普惠信贷工作的通知》	明确了 2024 年普惠信贷总体目标，即保量、稳价、优结构。保量，即保持普惠信贷支持力度，分领域提出小微企业、涉农主体、脱贫地区贷款增长目标。
2024 年 5 月	国家金融监督管理总局	《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》	《指导意见》分别从总体要求、优化金融产品和服务、发挥银行保险机构职能

		“五篇大文章”的指导意见	优势、完善银行保险机构组织管理体系、做好监管支持等五个方面对做好金融“五篇大文章”提出了明确要求，进行了系统部署。
2024年3月	中国人民银行等七部门	《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》	一是推进碳排放权交易市场建设，研究丰富与碳排放权挂钩的金融产品及其交易方式，逐步扩大适合我国市场发展的交易主体范围。二是在依法合规、风险可控和商业可持续的前提下，鼓励金融机构利用绿色金融或转型金融标准，加大对能源、工业、交通、建筑等领域绿色发展和低碳转型的信贷支持力度。三是进一步加大资本市场支持绿色低碳发展力度，支持符合条件的企业在境内外上市融资或再融资，募集资金用于绿色低碳项目建设运营，规范开展绿色债券、绿色股权投资业务。四是大力发展绿色保险和服务，完善气候变化相关重大风险的保险保障体系。五是壮大绿色金融市场参与主体。

资料来源：国务院，国家金融监督管理总局，中国政府网，中国银河证券研究院

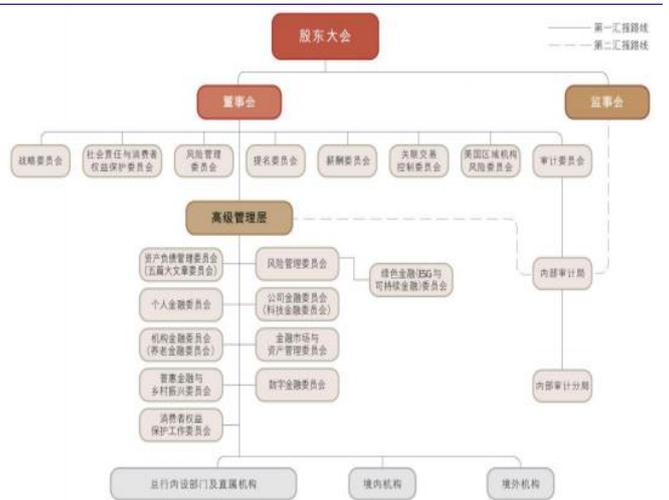
展望下半年，随着金融业“挤水分”力度加大，更多的资金有望聚焦于实体企业，重点领域信贷投放有望成为银行业绩增长的重要抓手，对规模和利润的贡献度有望提升。从目前来看，上市银行纷纷布局“五篇大文章”，成效加速释放。一方面，以四大行为代表的国有行已经围绕“五篇大文章”做了全面的布局。例如工商银行的高级管理层下设委员会明确“五篇大文章”整体统筹职责，以及科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融对应委员会专门推进职责，建立起服务“五篇大文章”一体化决策落实机制，形成“一二三道防线”有机协同、齐抓共管的工作闭环。另一方面，江浙地区城农商行基于当地发达的制造业、小微和民营经济，面临广阔的市场空间且经营模式天然与“五篇大文章”相契合，叠加受益结构性货币政策工具的支持，实现了较快增长。2024Q1，成都银行、宁波银行、苏州银行、杭州银行、齐鲁银行、苏农银行、常熟银行等区域性中小银行扩表动能强劲，贷款同比分别增长 26.98%、24.18%、19.82%、16.05%、15.83%、15.42%和 15.01%，这些银行多数在江浙地区。

图48：“工商银行”五篇大文章”布局



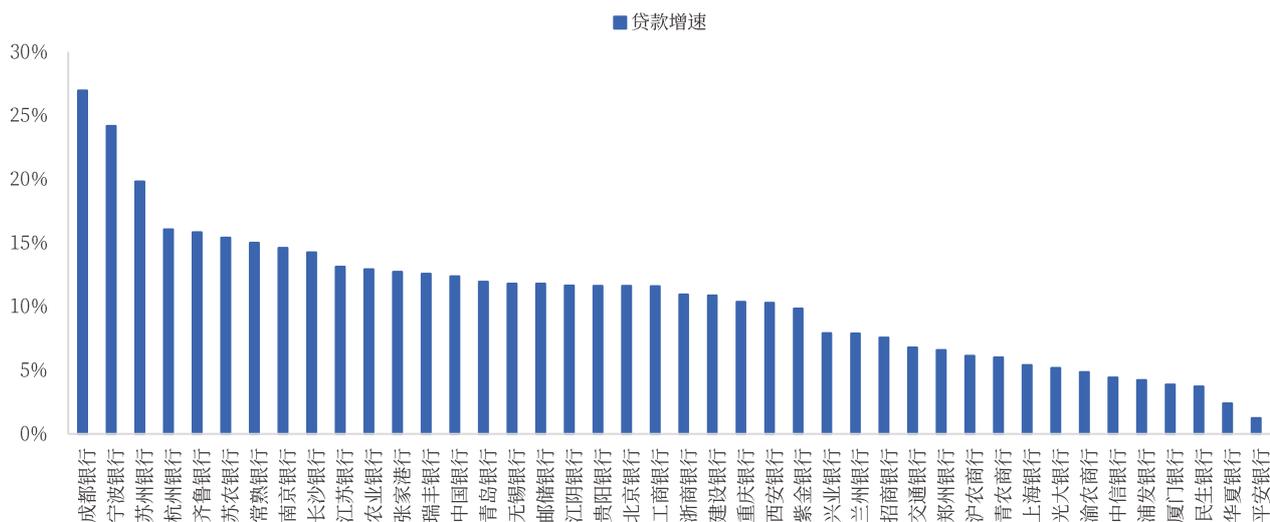
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图49：工商银行组织架构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图50: 各家上市银行贷款增速

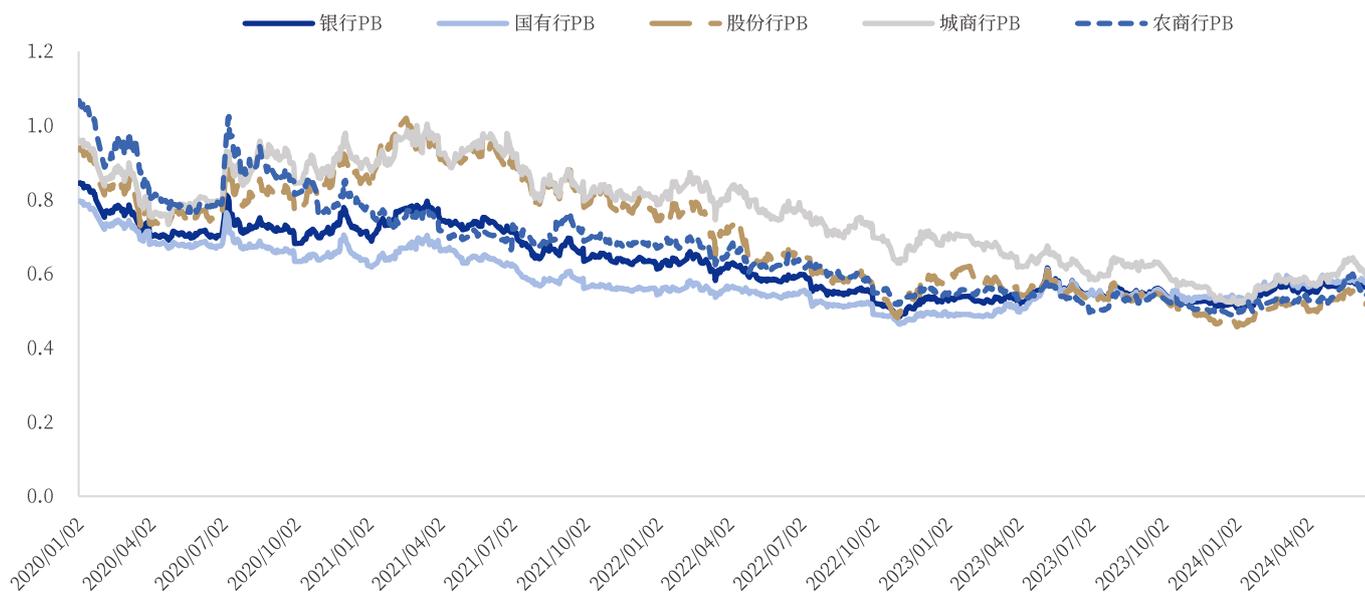


资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

三、投资策略

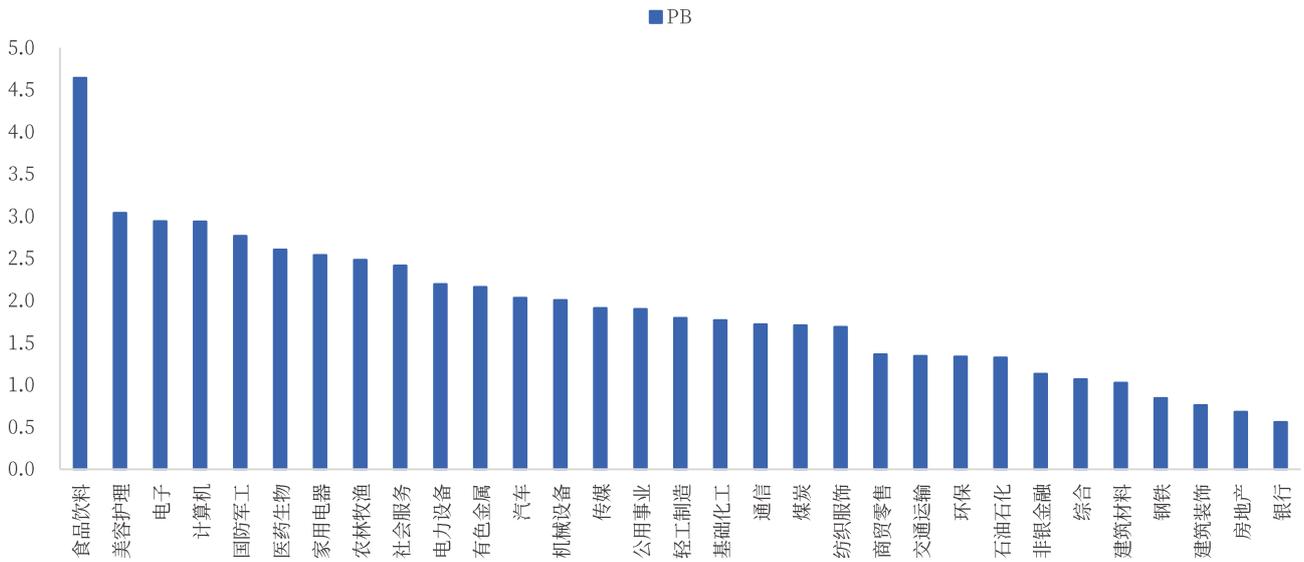
当前银行板块估值性价比依旧, 无论从红利投资还是布局成长性溢价的角度均存在较好的个股优选机会。截至 2024 年 6 月 17 日, 银行板块 PB 为 0.56X, 国有行、股份行、城商行和农商行的 PB 为 0.57X、0.52X、0.59X 和 0.54X, 分别为位于 2020 年以来 35.1%、55%、12.9%、12.6% 和 20.6% 百分位。个股层面, 招商银行、常熟银行、宁波银行、成都银行和杭州银行的 PB 领先同业, 但也处于 2020 年以来偏低水平, 部分国有行和股份行的估值提升幅度相对较大, 但从整个市场的角度而言仍有较好的性价比。

图51: 银行板块历史 PB



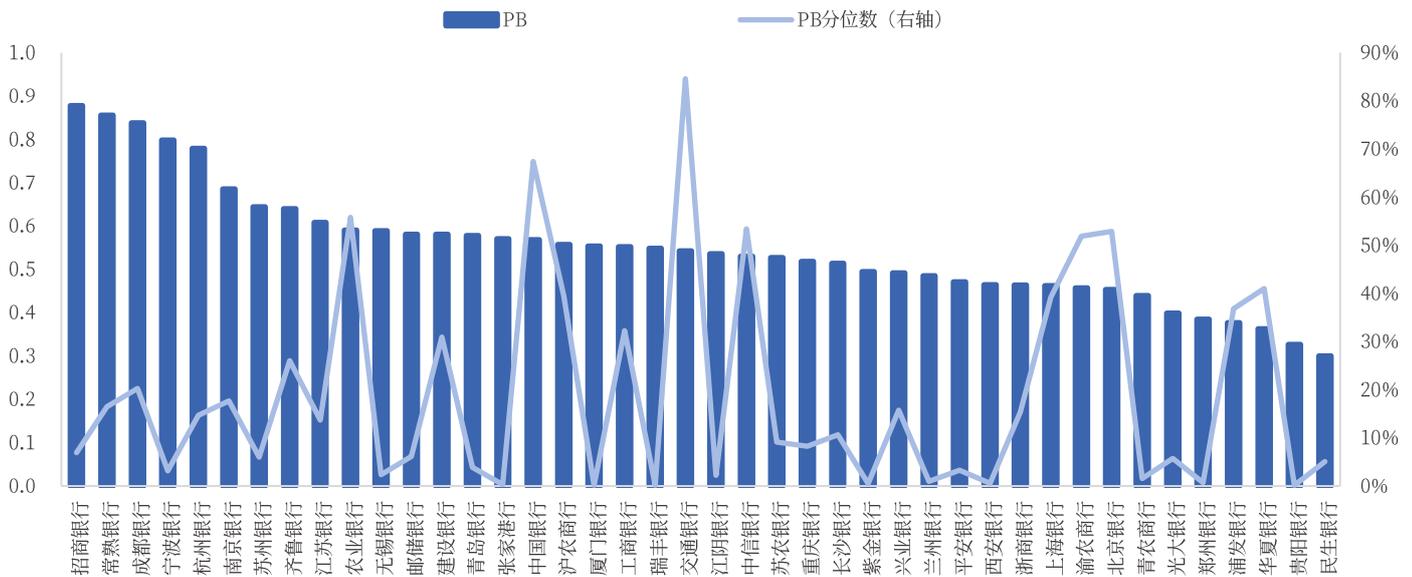
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图52: 银行板块 PB 与市场各行业对比



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图53: 单个上市银行 PB 及分位数



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

综合银行 2024 年以来的市场表现、估值以及下半年风险、息差和规模等基本要素的展望，我们认为下半年的银行股投资策略可以采取以下两条主线：

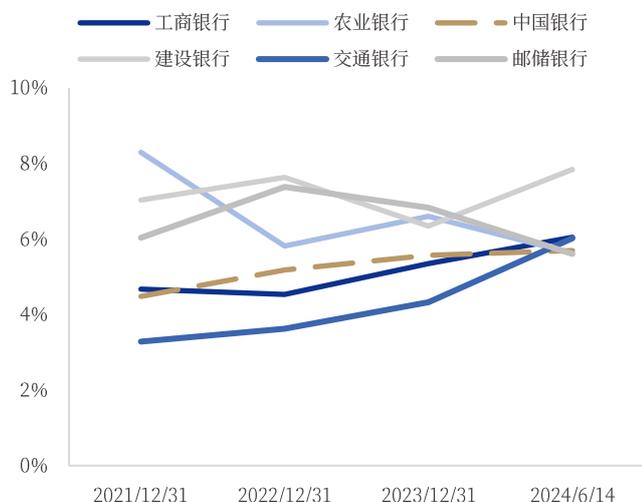
(一) 坚守红利策略，继续看好高股息标的配置价值

1. 基本面积积极因素积累，关注分红比例稳定的国有大行

在经济复苏初期、利率下行的环境下，国有行的分红政策保持稳定，股息率优于市场各类资产表现，同时兼具防御属性，在资产荒时期具备较高的性价比。截至 2024 年 6 月 14 日，国有银行的

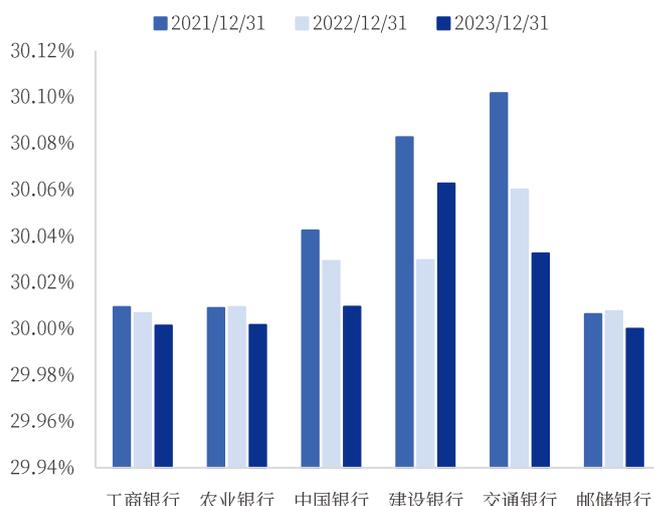
股息率均超过 5%。近 3 年的分红比例均维持在 30% 及以上。

图54: 国有银行股息率



资料来源: ifind, wind, 中国银河证券研究院

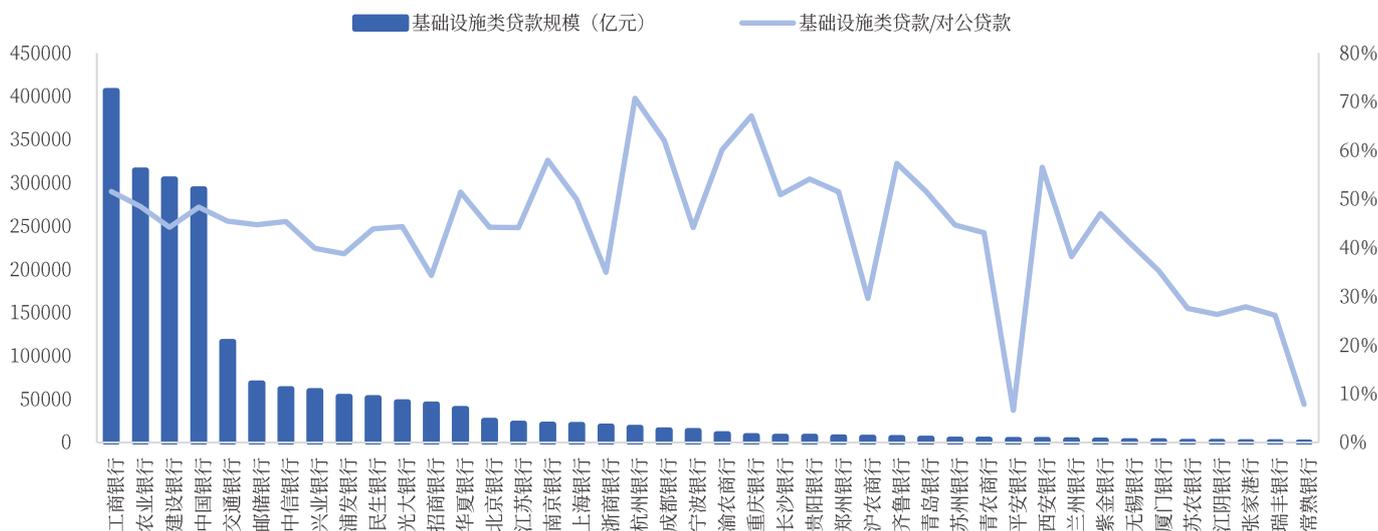
图55: 国有银行分红比例



资料来源: ifind, wind, 中国银河证券研究院

与此同时, 风险预期改善, 并且从基本面角度而言国有大行量价基本面的积极因素正在积累, 例如存款自律机制调整成效加速释放、财政发力撬动的基建配套融资需求以及房地产政策全面放宽带来的潜在购房需求和信用成本改善。尽管近期叫停手工补息对短期规模扩张造成冲击, 但影响集中在 4 月, 5 月影响已逐步减弱, 下半年有望加速出清, 同时负债端成本在本轮整改中的受益程度较高, 对营收和利润形成支撑。

图56: 上市银行基础设施类贷款规模及比例



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

个股层面, 推荐工商银行 (601398)、农业银行 (601288)、中国银行 (601988)、建设银行 (601939)、交通银行 (601328) 和邮储银行 (601658)。

表9: 核心个股估值指标--国有行

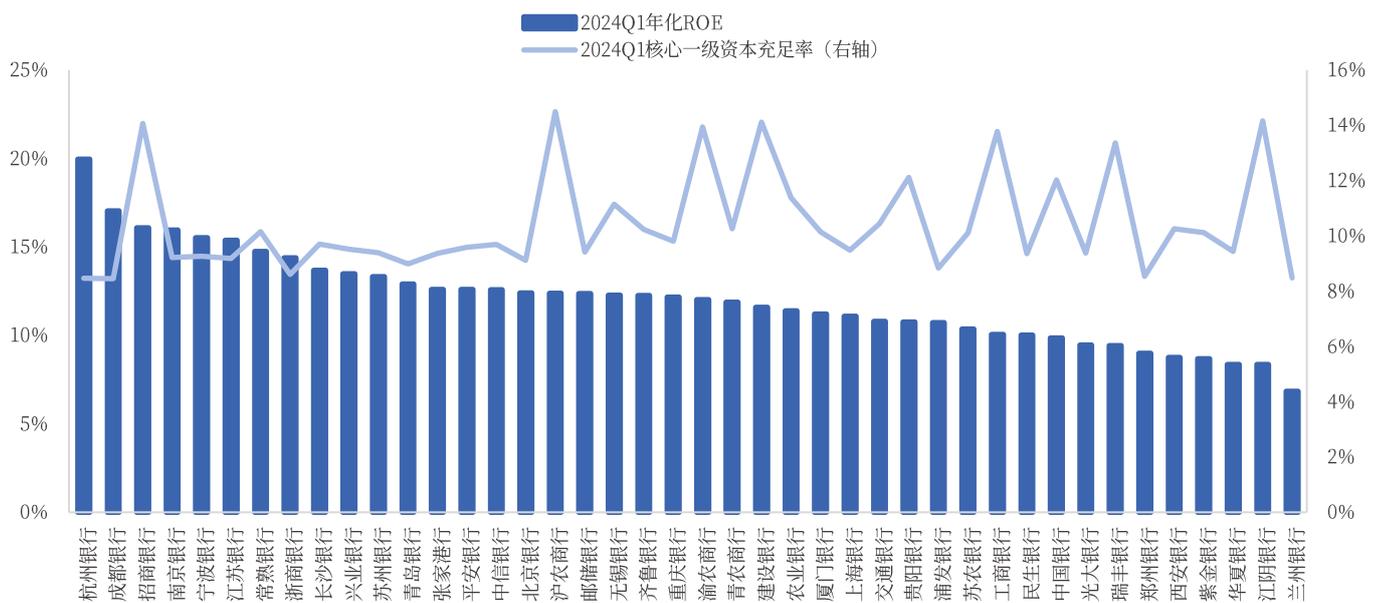
代码	简称	EPS			PE			投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601398	工商银行	0.98	1.01	1.03	5.63	5.49	5.36	推荐
601288	农业银行	0.72	0.77	0.80	5.89	5.49	5.33	推荐
601988	中国银行	0.74	0.77	0.80	6.07	5.80	5.64	推荐
601939	建设银行	1.31	1.33	1.36	5.52	5.44	5.31	推荐
601328	交通银行	1.15	1.18	1.21	6.24	6.09	5.91	推荐
601658	邮储银行	0.83	0.86	0.89	5.78	5.60	5.38	推荐

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

2.业绩稳健、股息率领先、分红比例大幅提升的优质中小行

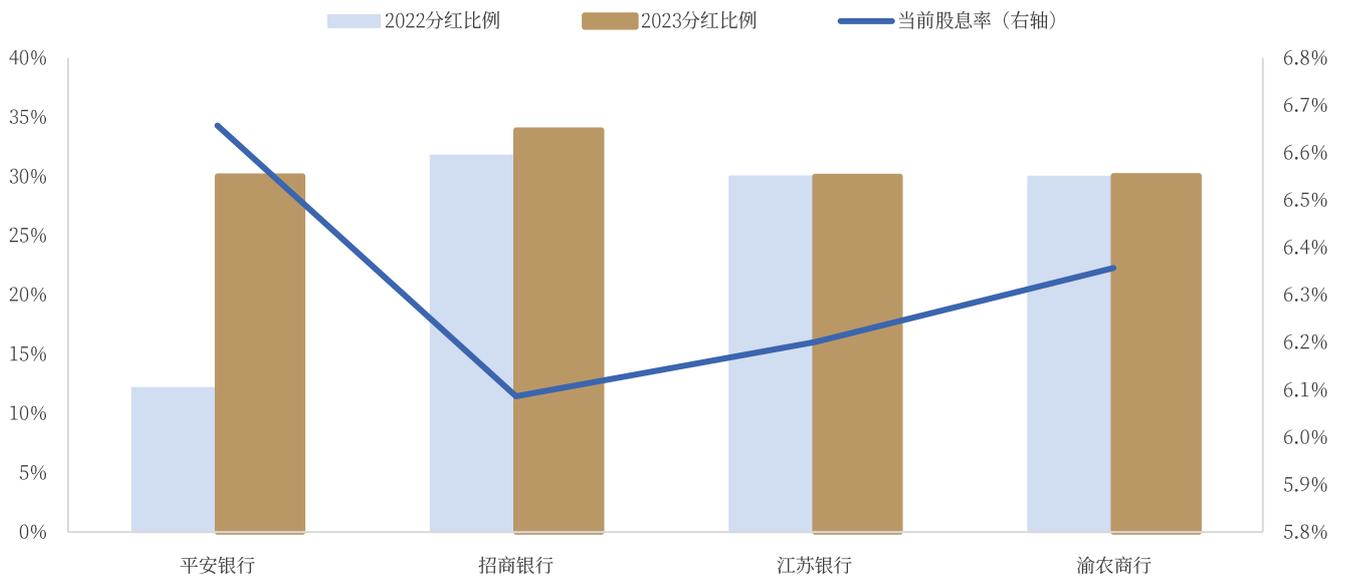
领先的 ROE 或者充足的资本为部分股份行和城农商行增加分红和提升股息率提供保障。股份行和城农商行中, 2024Q1, 年化 ROE 超过 12% 的银行达 21 家, 核心一级资本充足率超过 10% 的有 15 家; 股息率超过 6% 且分红比例在 30% 以上的银行有 4 家, 轻资本转型、零售业务布局、区位优势突出以及风控能力优异等因素是这些银行保持长期盈利能力的核心驱动力。

图57: 上市银行 ROE 与核心一级资本充足率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图58: 股息率超过 6%且分红比例稳定或大幅提升至 30%以上的股份行和城农商行



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

个股层面, 推荐招商银行 (600036)、江苏银行 (601919)、平安银行 (000001) 和渝农商行 (601077)。

表10: 核心个股估值指标—股份行和城农商行

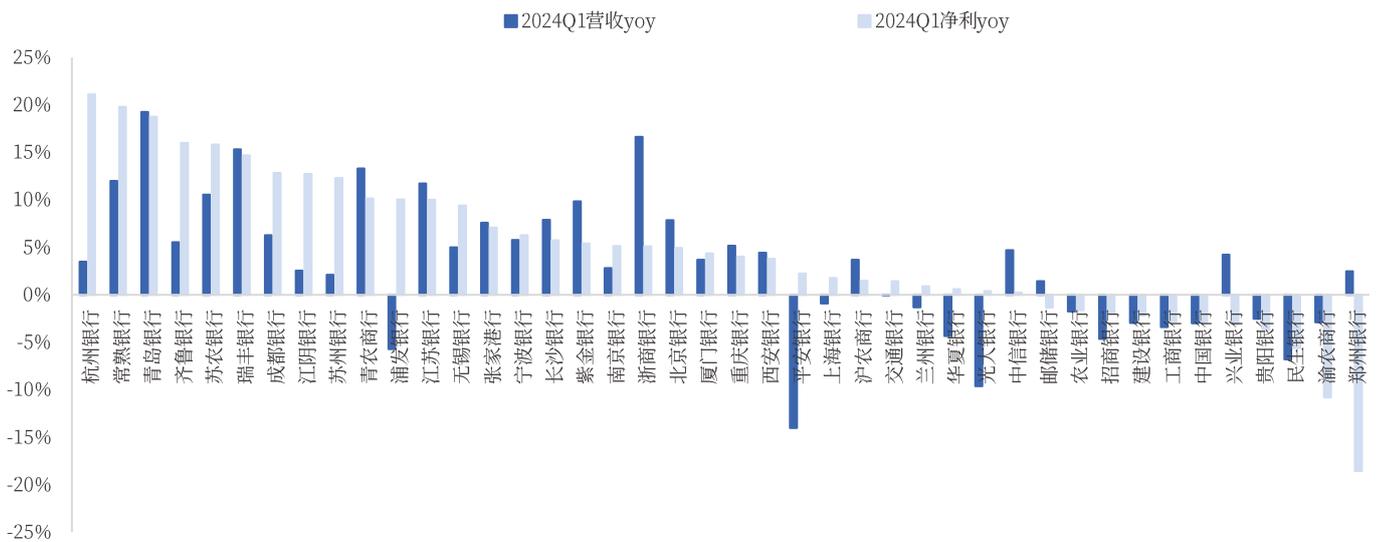
代码	简称	EPS			PE			投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600036	招商银行	5.63	5.92	6.23	6.04	5.75	5.46	推荐
600919	江苏银行	1.69	1.74	1.94	4.33	4.20	3.77	推荐
000001	平安银行	2.25	2.37	2.45	4.47	4.24	4.10	推荐
601077	渝农商行	0.94	1.00	1.06	5.35	5.04	4.74	推荐

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

(二) 布局优质区域性银行估值低点, 获取成长性溢价

部分区域性优质性银行股息率不高但业务保持快速增长, 成长性突出、估值处于低点, 存在个股优选机会。重点关注江浙成渝地区优质城农商行, 主要考虑当地发达的制造业、民营经济和小微企业以及区域战略地位提升、城镇化进程加速, 融资需求旺盛, 叠加政策推动, 科创贷款、普惠金融、绿色信贷投放保持较高景气度。与此同时, 受益本地企业盈利状况较好, 该类银行不良风险可控、资产质量保持优异。

图59：上市银行营收和净利增速



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

个股层面，推荐常熟银行（601128）、成都银行（601838）和苏农银行（603323）。

表11：核心个股估值指标—江浙成渝地区城农商行

代码	简称	EPS			PE			投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601128	常熟银行	1.20	1.42	1.69	6.05	5.11	4.30	推荐
601838	成都银行	3.01	3.48	3.90	4.96	4.29	3.83	推荐
603323	苏农银行	0.97	1.09	1.22	4.81	4.28	3.84	推荐

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

四、风险提示

经济不及预期导致资产质量恶化的风险；定价持续下行的风险。

图表目录

图 1: 银行板块与沪深 300 指数累计涨跌幅对比	3
图 2: 银行细分板块累计涨跌幅	3
图 3: A 股市场各行业累计涨跌幅对比	3
图 4: 单家上市银行累计涨跌幅	4
图 5: 银行板块重仓总市值	4
图 6: 银行板块重仓比例.....	4
图 7: 单家上市银行重仓总市值和重仓比例.....	5
图 8: 银行板块股息率、10 年期国债、5 年期 AAA 企业债收益率.....	5
图 9: 全市场 1 年期理财产品收益率	5
图 10: 上市银行业绩表现.....	6
图 11: 上市银行减值损失情况.....	6
图 12: 商品销售面积与销售金额累计同比	8
图 13: 房企信用债到期情况.....	8
图 14: 房地产信用债违约家数和只数	8
图 15: 房地产信用债违约金额和余额违约率	8
图 16: 上市银行对公房地产贷款敞口	9
图 17: 上市银行房地产贷款不良率对比	10
图 18: 政府债务结构变化.....	11
图 19: 10 年期国债、地方政府债、AAA 城投债收益率.....	11
图 20: 各项会议关于地方债务风险化解的举措	12
图 21: 上市银行债权投资和其他债权投资	12
图 22: 上市银行投资收益表现.....	12
图 23: 上市银行净息差.....	13
图 24: 金融机构各类贷款加权平均利率	13
图 25: 贷款投放结构季度变化.....	14
图 26: RMBS 早偿率走势	14
图 27: 上市银行利息支出增速变化.....	14
图 28: M1 和 M2 环比变化	16
图 29: 金融机构单月存款增量.....	16
图 30: 中资大型银行信贷收支表-存款	17
图 31: 中资中小银行信贷收支表-存款	17

图 32: 上市银行定期存款规模及占比	18
图 33: 部分国有银行和股份行存款期限结构	18
图 34: 金融机构贷款余额及增速	19
图 35: 金融机构人民币贷款增量	19
图 36: 上市银行各类贷款规模及增速	19
图 37: 细分板块银行贷款增速	19
图 38: 贷款需求指数	20
图 39: 居民部门贷款投放	20
图 40: 企业部门贷款投放	20
图 41: 金融机构个人住房贷款余额	21
图 42: 地方政府债单月发行额	22
图 43: 地方政府债年度累计发行额	22
图 44: 2023 年地方政府专项债资金投向	23
图 45: 基建项目资金来源	23
图 46: 金融机构重点领域贷款增速	24
图 47: 结构性货币政策工具余额	24
图 48: 工商银行”五篇大文章”布局	25
图 49: 工商银行组织架构	25
图 50: 各家上市银行贷款增速	26
图 51: 银行板块历史 PB	26
图 52: 银行板块 PB 与市场各行业对比	27
图 53: 单个上市银行 PB 及分位数	27
图 54: 国有银行股息率	28
图 55: 国有银行分红比例	28
图 56: 上市银行基础设施类贷款规模及比例	28
图 57: 上市银行 ROE 与核心一级资本充足率	29
图 58: 股息率超过 6%且分红比例稳定或大幅提升至 30%以上的股份行和城农商行	30
图 59: 上市银行营收和净利增速	31
表 1: 房地产政策及核心内容	7
表 2: 重点化债政策文件及核心措施	10
表 3: 2023 年部分上市银行存款平均成本率	15
表 4: 银行存款利率自律机制上限	16
表 5: 叫停手工补息对国有银行和股份行负债成本和净息差的影响—对公活期存款口径	17
表 6: 2024 年超长期特别国债发行时间表	22
表 7: 3.9 万亿地方政府专项债能够带动的基建投资和信贷投放规模测算	23

表 8: “五篇大文章”相关金融政策	24
表 9: 核心个股估值指标--国有行	29
表 10: 核心个股估值指标—股份行和城农商行	30
表 11: 核心个股估值指标—江浙成渝地区城农商行	31

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张一纬 银行业分析师。瑞士圣加仑大学银行与金融硕士，2016年加入中国银河证券研究院，证券从业8年。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn