

## 银行

2024年07月01日

# 上市银行涉房业务再审视：风险评估与情景测算

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

丁黄石（分析师）

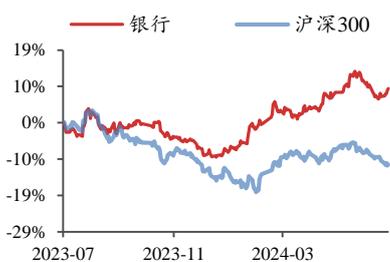
liuchengxiang@kysec.cn

dinghuangshi@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790524040004

## 行业走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《政策积极信号延续，关注优质银行复苏—行业点评报告》-2024.6.30

《中小银行理财“退场”的影响评估—行业点评报告》-2024.6.25

《淡化规模情节，理顺利率传导—行业点评报告》-2024.6.19

### ● 多视角衡量上市银行涉房业务风险

在房地产价格持续波动、市场供求关系发生转变的环境下，投资者担忧银行涉房业务风险上升。我们从规模、盈利和风险的角度，观测到自2021年起房地产业务对上市银行影响逐年减弱，特别关注到2023年对公房地产贷款减值损失对盈利拖累幅度放缓，或反映银行前期主动暴露风险的行为，缓解了当前资产质量阶段性压力。

通过对经营性物业贷款、以房地产为抵押的个人经营性贷款这两项业务的评估，我们认为前者风险整体可控，而后者隐含风险较高，且存量业务风险集中于城、农商行。此外，我们亦通过预期信用损失模型中隐含信息，测算出农商行在悲观情景下不良率预期抬升幅度在各类行中最高，测算结果与我们认为个人经营贷款风险集中于农商行的观点相互印证。

### ● 房地产业务对上市银行影响逐年减弱

当前上市银行涉房业务呈现如下特点：**第一、涉房业务规模占总资产比重仍高。**我们测算2023年末上市银行涉房业务规模占总资产约21%，较2021年占比下降3.7pct，其中涉房贷款（对公+按揭+以房地产抵押的其他贷款）占总贷款约33%，较2021年下降4.8pct；**第二、按揭收入仍是贷款利息收入主要来源。**我们测算2023年按揭利息收入占贷款利息收入比重约26%，较2021年下降5.6pct，而对公房地产贷款利息收入占比及降幅均有限；**第三、对公房地产贷款计提减值损失仍拖累盈利。**通过27家样本银行数据，我们测算2023年对公房地产贷款减值损失，拖累盈利约0.69%~0.94%，但拖累幅度较前期显著放缓。以上测算结果反映出房地产业务对上市银行影响在逐年减弱。

### ● 农商行个人经营贷隐含风险或较高

**经营性物业贷款风险可控。**经营性物业覆盖范围广，考虑空置率及租金因素，我们认为各类抵押品中，写字楼的风险或大于零售商超。但物业估值大幅下降的概率较小，当前物业价格下降约46%时，方触及70%的抵押率上限。此外，央行及金融监管总局政策亦支持全国性商业银行年内发放经营性物业贷款，用于置换存量债务，从而改善房企现金流压力，故整体风险位于可控区间。

**农商行个人经营贷隐含风险不容忽视。**个人经营贷期限短，利率低，客户以此置换按揭的动机较高。在房价下行时，抵押物价值下降形成续贷缺口，而续贷周期缩短使得客户面临较大资金压力。2024年内居民置换行为或趋缓，但农商行存量业务仍隐含较高风险，若2019、2020投放经营贷集中到期，假设这部分贷款分别有10%、20%和30%形成不良，则测算农商行不良率静态抬升0.55%~1.65%。

### ● 投资建议

关注存量房地产不良边际改善，未来仍有改善空间的全国性银行，受益标的包括农业银行、招商银行；特别关注以房地产为抵押品的贷款敞口小的城、农商行，受益标的包括江苏银行、成都银行、无锡银行、江阴银行。

● **风险提示：**测算数据与实际结果偏差，宏观经济下行，房价下降超预期等。

## 目 录

1、 涉房业务对上市银行的影响评估 .....	4
1.1、 上市银行涉房贷款占总贷款约 33% .....	4
1.2、 按揭及对公房地产贷款利息收入贡献约 30% .....	6
1.3、 对公房地产贷款拨备计提压力减轻 .....	8
1.3.1、 主动暴露风险过程中对公地产资产质量分化，按揭贷款风险可控 .....	8
1.3.2、 对公房地产贷款减值损失对盈利拖累或减弱 .....	12
2、 以房地产为抵押的重点业务风险评估 .....	16
2.1、 经营性物业价格下降空间有限，年内增量贷款或改善企业现金流 .....	16
2.1.1、 零售商超经营边际改善，写字楼现金流仍承压 .....	16
2.1.2、 未来经营性物业价格大幅下降概率较小 .....	17
2.1.3、 经营性物业贷款将改善房企现金流 .....	18
2.2、 个人经营贷置换按揭的行为，或使部分城农商行面临风险 .....	19
2.2.1、 个人经营性贷款隐含风险值得关注 .....	19
2.2.2、 存量个人经营贷风险集中于农商行 .....	20
3、 差异化情景下银行不良率边界测算 .....	23
4、 投资建议 .....	27
5、 风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1： 广义口径下银行涉房业务范围延伸 .....	4
图 2： 按揭及对公房地产利息收入测算假设 .....	7
图 3： RMBS 与国债利差或反映早偿趋势（%） .....	10
图 4： 不同类型贷款变动对拨备计提（回拨）的影响 .....	13
图 5： 样本银行房地产不良贷款同比增速下降 .....	14
图 6： 样本农商行房地产非不良贷款同比增速上升 .....	14
图 7： 2023Q1 以来广州优质零售物业空置率下降（%） .....	16
图 8： 北上深优质零售物业首层租金平稳（元/平方米/天） .....	16
图 9： 北上深优质写字楼空置率上升（%） .....	17
图 10： 北上深优质写字楼租金下降（元/平方米/月） .....	17
图 11： 新建办公楼及商业营业用房单位面积价格涨幅有限（元/平方米） .....	18
图 12： 短期经营贷同比增速下降（亿元） .....	20
图 13： 中长期经营贷同比增速亦下降（亿元） .....	20
图 14： ECL 模型下，通过拨备变化反推不良变动 .....	25
表 1： 披露数据股份行中，涉房业务结构有差异，整体占总资产比重约 20%（%） .....	5
表 2： 以样本银行为基础对各类行相关参数进行估计 .....	5
表 3： 上市银行涉房业务占总资产比重约 21%（除对公房地产贷款和按揭贷款外，均为我们测算值，单位：%） .....	6
表 4： 农商行其他以房地产为抵押的贷款占比高或隐含风险（其他以房地产为抵押的贷款为我们测算值，单位：%） .....	6
表 5： 房地产业务息收入贡献主要来自按揭贷款 .....	7
表 6： 上市国有行对公房地产贷款不良率整体较高（金额变化单位为%，占比及不良率变化单位为 pct） .....	9
表 7： 部分股份行零售按揭抵押率在 30%~45% 之间 .....	10

表 8: 零售按揭不良率整体较低, 仍属优质资产 (金额变化单位为%, 占比及不良率变化单位为 pct) .....	11
表 9: 贷款计入第三阶段后, 拨备计提压力陡增.....	12
表 10: 对公房地产贷款计提减值损失对净利润增速影响测算.....	15
表 11: 部分股份行对公房地产相关业务 LTV 位于 40%~50%.....	17
表 12: 经营性物业贷可用作置换存量债务.....	19
表 13: 信用风险高级法下个人住房抵押贷款违约率低, 但模型或难以衡量房价持续下行时实际风险 (%) .....	19
表 14: 主要城市房地产信贷政策变化情况.....	21
表 15: 城、农商行个人经营贷不良率高于国股行 (金额变化单位为%, 占比及不良率变化单位为 pct) .....	22
表 16: 2020、2021 年新增个人经营贷风险集中于农商行 (亿元) .....	23
表 17: 2023 年国股行 ECL 模型, 若基础情形权重减少 10%, 悲观情景增加 10%, 减值准备整体变动不超过 5%.....	24
表 18: ECL 模型情景权重变化 10%, 减值准备变动均为 5%的假设下, 测算农商行预期不良率提升高 (亿元) .....	26
表 19: 受益标的盈利预测与估值 .....	27

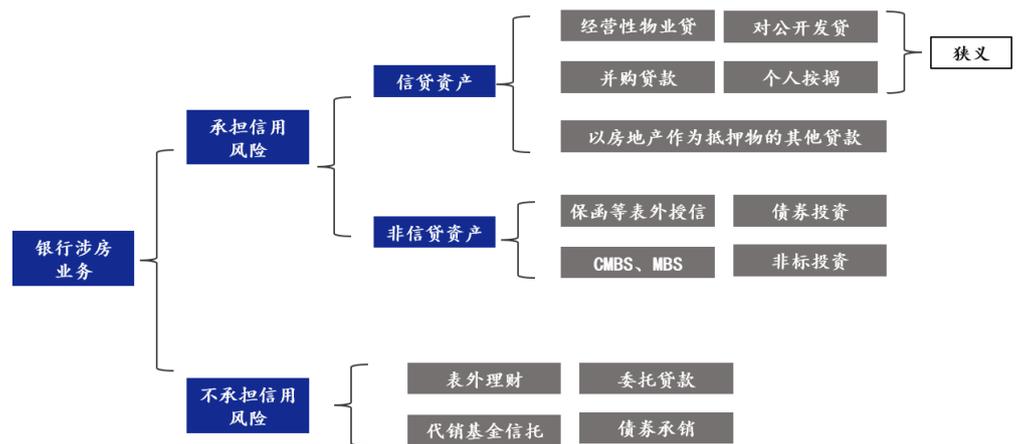
## 1、涉房业务对上市银行的影响评估

我们从规模、盈利、风险三个角度观测涉房业务对上市银行的影响。规模端测算涵盖了表内信贷、金融投资以及表外业务，重点关注以房地产抵押的信贷资产；盈利角度关注对公房地产贷款和按揭抵押贷款的利息收入贡献；风险端，在评估存量风险之外，我们测算了对公房地产贷款拨备计提情况。

### 1.1、上市银行涉房贷款占总贷款约 33%

广义口径下商业银行涉房业务范围延伸。商业银行涉房业务按是否承担信用风险可划分为两类，其中承担信用风险的主要是信贷资产，包含了对公业务中开发性贷款、经营性物业贷款、并购贷款以及零售业务中按揭抵押贷款。此外，部分贷款虽未直接投向房企或按揭，但由于其抵押品为房地产，故纳入广义涉房贷款口径，主要由个人经营性贷款构成。其余承担风险涉房业务部分位于表内，主要包括标准化债券、CMBS、MBS 以及信托、券商资管计划等投资类资产；另一部分位于表外，由或有信贷、银行承兑汇票、保函等构成。不承担信用风险涉房业务包括理财资金投资、委托贷款、代销信托、债券承销等。

图1：广义口径下银行涉房业务范围延伸



资料来源：开源证券研究所

近年来，银行涉房业务占总资产比重有所降低。样本股份行（见表1）涉房业务规模占总资产比重整体超 20%，包含担险及非担险涉房业务规模，及以房地产为抵押品的贷款测算值（测算方法见表2），中信银行占比略低。同时，我们观察到样本银行涉房业务规模占比逐年下降，其中招商银行降幅最大，2023 年末占比较 2021 年末下降 4.6pct；另一方面，部分银行以房地产为抵押的贷款占比较高，这部分贷款以经营贷为主，若违规通过置换按揭贷款方式流入房地产市场，则该类银行隐含风险或相对较高。

**表1：披露数据股份行中，涉房业务结构有差异，整体占总资产比重约 20%（%）**

银行	对公						零售按揭贷款			其他以房地产为抵押物的贷款			理财、代销、承销委托贷款等			合计		
	贷款			投资及表外授信			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
	2021	2022	2023	2021	2022	2023												
招商银行	4.34	3.71	2.96	1.19	0.86	0.66	14.86	13.70	12.56	0.99	1.52	2.79	4.46	2.96	2.26	25.84	22.75	21.23
兴业银行	3.92	3.84	4.31	2.27	2.13	2.49	13.03	11.84	10.59	1.05	1.76	2.21	1.51	1.34	1.07	21.78	20.92	20.66
中信银行	3.54	3.24	2.87	1.40	1.13	0.95	11.73	11.05	10.73	1.13	1.91	2.48	1.51	1.19	0.98	19.31	18.50	18.01
民生银行	5.18	5.01	4.51	1.63	1.17	0.96	8.56	7.90	7.12	8.77	8.80	8.98	1.26	0.86	0.84	25.40	23.74	22.40
平安银行	5.87	5.33	4.57	1.06	0.75	0.52	5.68	5.35	5.43	9.57	11.59	11.15	2.45	1.68	1.45	24.63	24.70	23.11

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

上市银行涉房贷款规模占总贷款约 33%。以样本股份行的参数为基础，调整后估测各类银行涉房业务比重，我们测算 **2023 年末上市银行涉房业务占比总资产约为 21%**，较 2021 年占比下降 3.7pct，国有行在各类行中占比最高，较 2021 年降幅亦最大。其中，构成涉房业务的主体仍是贷款（对公+按揭+以房地产抵押的其他贷款），**2023 年末涉房贷款占总贷款比重约 33%**，较 2021 年占比下降 4.8pct。贷款以外承担信用风险的资产，以及不承担信用风险的资产占比均较低，约为 1%左右。

经营贷违规流入房地产市场现象或集中于农商行。2023 年末，我们测算农商行其他以房地产为抵押品的贷款占总贷款比重为 **12.4%**，在各类行中最高。农商行专营小微，客户提供有效担保品的能力有限，房地产以外的抵押品多为机器设备，交通运输工具等，这一特征与我们测算农商行抵押贷款中以房地产为抵押品的贷款占比最少为 70%的结果相符。**其余类型银行该占比整体超 85%，若上市农商行均以 85% 的比例测算，则 2023 年末其他以房地产为抵押品的贷款占比将超过 18%，或体现农商行个人经营性贷款违规流入房地产市场相对较高的风险。**

**表2：以样本银行为基础对各类行相关参数进行估计**

测算指标	测算方法	年份	样本行	国有行	股份行	城商行	农商行
r=抵押贷款中，以房地产为抵押品的贷款占比	①：抵押贷款*r， ②：对公房地产贷款， ③：个人按揭贷款 各类行在 2021 年~2023 年均满足①-②-③>0 的条件下，r 的最小值。（以 5%为最小变化刻度）	2021~2023	90%	85%	90%	90%	70%
		2021	79%	82%	79%	86%	94%
对公涉房贷款/对公涉房业务	以样本股份行为基础，根据各类银行特征调整。	2022	78%	82%	78%	85%	93%
		2023	75%	79%	75%	82%	90%
		2021	11%	10%	11%	8%	7%
表外涉房业务/表内涉房业务	以样本股份行为基础，根据各类银行特征调整。	2022	8%	8%	8%	6%	5%
		2023	7%	6%	7%	5%	4%

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

**表3：上市银行涉房业务占总资产比重约 21%（除对公房地产贷款和按揭贷款外，均为我们测算值，单位：%）**

银行	对公						零售按揭贷款			其他以房地产为抵押物的贷款			理财、代销、承销委托贷款等			合计		
	贷款			投资及表外授信			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
	2021	2022	2023	2021	2022	2023												
国有行	2.41	2.34	2.21	0.51	0.53	0.60	18.20	16.42	14.28	2.58	2.48	3.26	2.39	1.64	1.31	26.10	23.42	21.65
股份行	4.32	3.91	3.62	1.18	1.12	1.21	10.75	10.00	9.29	4.99	5.39	5.70	2.25	1.62	1.34	23.49	22.05	21.16
城商行	3.35	3.08	2.95	0.53	0.52	0.63	7.26	6.62	5.97	3.78	3.44	2.99	1.27	0.87	0.68	16.18	14.53	13.21
农商行	3.79	3.23	3.01	0.23	0.24	0.34	8.50	7.50	6.31	5.69	6.47	6.73	1.25	0.94	0.72	19.46	18.37	17.10
全部	3.00	2.81	2.62	0.68	0.67	0.75	15.21	13.85	12.25	3.35	3.35	3.88	2.24	1.56	1.25	24.48	22.24	20.74

数据来源：Wind、开源证券研究所（1、四大行对公贷款及按揭为境内口径；2、中国银行未披露 2021 年抵押贷款数据，紫金银行未披露 2021 年按揭贷款数据，故采用估算）

**表4：农商行其他以房地产为抵押的贷款占比高或隐含风险（其他以房地产为抵押的贷款为我们测算值，单位：%）**

银行	对公房地产贷款			零售按揭贷款			其他以房地产为抵押物的贷款			合计		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
国有行	4.12	4.00	3.77	31.06	28.05	24.37	4.41	4.24	5.56	39.59	36.28	33.70
股份行	7.42	6.76	6.33	18.47	17.28	16.26	8.57	9.31	9.99	34.47	33.35	32.58
城商行	6.90	6.30	5.96	14.97	13.55	12.04	7.80	7.03	6.02	29.66	26.88	24.02
农商行	7.04	5.90	5.54	15.78	13.70	11.62	10.56	11.82	12.41	33.38	31.42	29.57
全部	5.22	4.88	4.57	26.42	24.09	21.34	5.83	5.83	6.75	37.47	34.80	32.66

数据来源：Wind、开源证券研究所（1、四大行对公贷款及按揭为境内口径；2、中国银行未披露 2021 年抵押贷款数据，紫金银行未披露 2021 年按揭贷款数据，故采用估算）

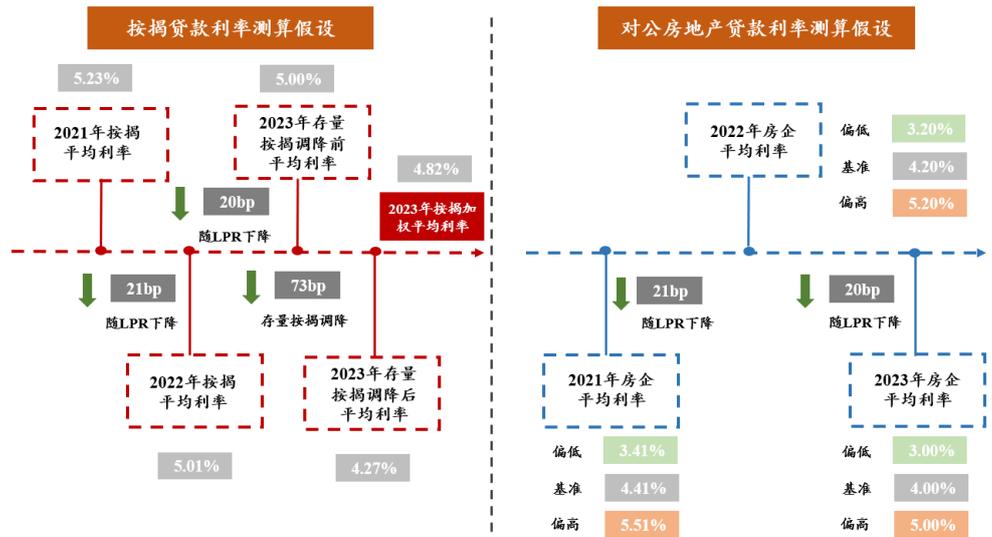
## 1.2、按揭及对公房地产贷款利息收入贡献约 30%

**量价两端承压，房地产相关贷款利息收入贡献下降。**贷款是商业银行生息资产的主要构成，量的变化以及价的波动均影响其收入贡献。受 LPR 下行、存量按揭利率下调和涉房贷款占比整体下降等因素影响，房地产贷款利息收入贡献呈下行趋势。

**对公房地产及按揭贷款占比逐年下降。**2023 年末，上市银行对公房地产贷款占总贷款由 2021 年末 5.2% 下降 0.6pct 至 4.6%；按揭贷款占比下降 5.1pct 至 21.3%。按揭占比下行幅度明显大于对公地产。在房价下行周期中，个人按揭需求整体偏弱，叠加提前还贷因素，按揭占比下行幅度较大。但房地产企业仍需资金维持正常生产经营，同时商业银行亦积极响应国家政策，仍支持优质房企项目融资需求，故对公房地产贷款占比下降幅度相对缓和。

**按揭贷款利率降幅显著。**一方面按揭贷款利率挂钩 5 年期 LPR，后者从 2021 年初 4.65% 降至 2023 年末 4.20%，降幅为 45bp，按揭贷款利率随之下调；另一方面存量按揭利率调降对收益率影响更大。据央行披露，在首套房贷利率下调后，按揭贷款加权平均利率为 4.27%，较调整前下降 0.73 个百分点。我们据此测算 2023 全年按揭贷款加权平均利率为 4.82%。

**房地产贷款利率分化明显。**部分房企 2023 年贷款最高融资成本不超过 5%，最低在 3% 以下，或为国有优质房企及项目；而另一部分房企贷款最高融资成本高于 10%，最低接近 4%，或为民营房企。假设上市银行房地产贷款多集中投向优质房企，则 2023 年对公房地产贷款收益率在 3.00%~5.00% 之间。

**图2：按揭及对公房地产利息收入测算假设**


资料来源：开源证券研究所

按揭贷款利息收入贡献降幅大，但仍保持较高水平。我们测算2023年按揭利息收入占贷款利息收入约26.0%，较2021年下降5.6pct。其中国有行按揭利息收入占比最高，2023年末为31.7%，较2021年下降7.9pct降幅显著；股份行占比为17.6%，城、农商行占比均接近于13%。

对公房地产贷款利息收入占比相对稳定。假设2023年上市银行对公房地产贷款平均利率水平为5.0%，则我们测算对公房地产贷款收入占贷款利息收入约5.8%，较2021年下降0.8pct，对公贷款贡献降幅小于按揭。部分银行对公贷款占比略有提升，以量补价对冲LPR下调的影响。2023年末在5%利率情景下，国有行对公房地产贷款利息收入占比约5.1%，在各类行中最低；股份行占比略高；城、农商行占比接近，江浙区域农商行对公房地产贷款规模整体较小，相关收入贡献有限。

**表5：房地产业务息收入贡献主要来自按揭贷款**

	按揭息收入贡献			对公房地产息收入贡献								
				3%平均利率			4%平均利率			5%平均利率		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
国有行	39.6%	35.9%	31.7%	3.5%	3.3%	3.1%	4.5%	4.3%	4.1%	5.5%	5.3%	5.1%
股份行	19.9%	18.4%	17.6%	5.2%	4.6%	4.3%	6.8%	6.1%	5.7%	8.3%	7.5%	7.1%
城商行	16.2%	14.5%	12.8%	4.9%	4.4%	4.0%	6.3%	5.7%	5.4%	7.8%	7.1%	6.7%
农商行	17.1%	14.8%	12.9%	5.0%	4.1%	3.8%	6.4%	5.3%	5.1%	7.9%	6.6%	6.4%
全部	31.6%	28.9%	26.0%	4.1%	3.7%	3.5%	5.4%	4.9%	4.6%	6.6%	6.1%	5.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所（1、四大行为境内口径；2、紫金银行未披露2021年按揭贷款数据采用估算）

### 1.3、对公房地产贷款拨备计提压力减轻

#### 1.3.1、主动暴露风险过程中对公地产资产质量分化，按揭贷款风险可控

**对公房地产资产质量分化，四大行不良水平仍高。**2023年部分银行对公房地产贷款不良额、不良率双降，或源于前期风险的充分暴露和对房地产不良贷款的积极处置，但亦有部分银行资产质量压力边际上行。其中，四大行不良率整体水平高于其他银行，2023年末不良率均位于5%以上；此外部分股份行不良率高位略有上升；城、农商中亦有部分银行不良率超6%。

**部分银行对公房地产贷款规模及占比均上升。**2023年部分银行对公房地产贷款规模和占比双升，一方面或源于银行前期储备的房企项目仍优质，另一方面银行或满足“不同所有制房地产企业的合理融资需求”的监管要求，加大对地产融资的支持力度。在这些银行中，部分银行当前房地产存量风险仍未出清，在指标上体现为不良率上升，此时新投放房地产贷款若在未来形成不良，或加剧银行化解房地产风险的压力。

**逆向选择效应或造成资产质量未来压力。**当前信贷需求越大的房企，其资金需求越迫切，外源融资及内生增长若不足，资金链断裂风险或持续上升。部分银行加大对房地产企业的信贷投放，则其风险管理能力将面临更严峻的考验。若对涉险房企及高风险项目缺乏甄别，则银行面临逆向选择风险，未来资产质量或承压；而对于房地产贷款投向区域经济增长好、现金流充裕房企的银行，未来房地产资产质量仍有改善空间。

**表6: 上市国有行对公房地产贷款不良率整体较高 (金额变化单位为%, 占比及不良率变化单位为 pct)**

银行	房地产对公贷款 (百万元)				房地产对公贷款占比 (%)				房地产对公不良 (百万元)				房地产对公不良率 (%)			
	2022	2023H1	2023	变化	2022	2023H1	2023	变化	2022	2023H1	2023	变化	2022	2023H1	2023	变化
工商银行	724,802	767,190	762,226	-0.65	3.1	3.0	2.9	-0.11	44,531	51,226	40,957	-20.05	6.14	6.68	5.37	-1.30
建设银行	770,675	833,352	853,956	2.47	3.6	3.6	3.6	-0.02	33,605	39,647	48,158	21.47	4.36	4.76	5.64	0.88
农业银行	839,621	892,545	860,705	-3.57	4.3	4.1	3.8	-0.29	46,039	51,686	46,615	-9.81	5.48	5.79	5.42	-0.37
中国银行	773,828	846,173	874,747	3.38	4.4	4.4	4.4	-0.01	55,966	43,200	48,172	11.51	7.23	5.11	5.51	0.40
邮储银行	211,525	243,966	253,086	3.74	2.9	3.1	3.1	-0.01	3,059	2,457	6,191	151.97	1.45	1.01	2.45	1.44
交通银行	519,857	506,589	489,080	-3.46	7.1	6.5	6.1	-0.35	14,560	17,172	24,403	42.11	2.80	3.39	4.99	1.60
招商银行	375,980	355,764	326,667	-8.18	6.2	5.6	5.0	-0.58	15,348	19,644	17,183	-12.53	4.08	5.52	5.26	-0.26
浦发银行	322,036	317,475	345,744	8.90	6.6	6.4	6.9	0.51	9,854	9,143	14,210	55.42	3.06	2.88	4.11	1.23
兴业银行	356,027	405,467	437,450	7.89	7.1	7.8	8.0	0.25	4,628	3,284	3,675	11.88	1.30	0.81	0.84	0.03
中信银行	277,173	283,203	259,363	-8.42	5.4	5.3	4.7	-0.55	8,542	14,986	6,729	-55.10	3.08	5.29	2.59	-2.70
民生银行	363,344	381,821	346,298	-9.30	8.8	8.7	7.9	-0.80	15,545	19,598	17,038	-13.06	4.28	5.13	4.92	-0.21
光大银行	178,649	172,414	165,745	-3.87	5.0	4.6	4.4	-0.23	6,952	7,284	8,833	21.27	3.89	4.22	5.33	1.10
平安银行	283,484	275,916	255,322	-7.46	8.5	8.0	7.5	-0.53	4,054	2,787	2,196	-21.21	1.43	1.01	0.86	-0.15
华夏银行	104,663	94,501	96,736	2.37	4.6	4.0	4.2	0.15	2,956	3,560	4,071	14.35	2.82	3.77	4.21	0.44
浙商银行	166,827	173,076	177,749	2.70	11.0	10.5	10.4	-0.11	2,770	4,004	4,408	10.09	1.66	2.31	2.48	0.17
北京银行	109,606	120,511	119,458	-0.87	6.1	6.1	5.9	-0.17								
上海银行	129,645	122,587	123,136	0.45	9.9	9.0	8.9	-0.08	3,316	2,527	2,600	2.90	2.56	2.06	2.11	0.05
江苏银行	89,297	95,441	82,130	-13.95	5.6	5.5	4.6	-0.91	1,712	2,034	2,086	2.58	1.92	2.13	2.54	0.41
南京银行	49,244	52,556	48,443	-7.82	5.2	4.9	4.4	-0.54	473	555	295	-46.82	0.96	1.06	0.61	-0.45
宁波银行	84,231	96,081	115,518	20.23	8.1	8.2	9.2	1.00	347	268	119	-55.60	0.41	0.28	0.10	-0.18
杭州银行	39,594	36,524	36,789	0.73	5.6	4.7	4.6	-0.16	1,365	1,407	2,339	66.30	3.45	3.85	6.36	2.51
长沙银行	10,914	12,066	14,368	19.08	2.6	2.5	2.9	0.42								
成都银行	31,807	38,278	38,555	0.72	6.5	6.7	6.2	-0.48	764	830	1,174	41.39	2.40	2.17	3.04	0.88
重庆银行	10,154	9,991	9,570	-4.22	2.9	2.7	2.5	-0.21	597	713	620	-13.09	5.88	7.14	6.48	-0.66
贵阳银行	25,425	30,935	37,087	19.89	8.9	9.9	11.4	1.55	648	681	820	20.43		2.20	2.21	0.01
青岛银行	21,744	22,818	22,646	-0.75	8.1	7.9	7.5	-0.35	22	55	522	844.52	0.10	0.24	2.30	2.06
齐鲁银行	6,677	5,355	4,442	-17.05	2.6	1.9	1.5	-0.41	168	363	61	-83.20	2.52	6.78	1.37	-5.41
郑州银行	32,881	30,175	29,168	-3.34	9.9	8.6	8.1	-0.50	1,335	1,263	1,891	49.68	4.06	4.19	6.48	2.30
苏州银行	9,924	14,003	16,832	20.20	4.0	4.9	5.7	0.80	452	448	438	-2.19	4.55	3.20	2.60	-0.60
西安银行	9,219	10,045	10,217	1.71	4.9	5.0	5.0	-0.01								
厦门银行	8,424	7,342	8,337	13.55	4.2	3.6	4.0	0.33	405	383	392	2.24	4.81	5.22	4.70	-0.52
沪农商行	100,488	104,768	104,665	-0.10	15.0	15.0	14.7	-0.33	1,394	1,867	2,284	22.32	1.39	1.78	2.18	0.40
渝农商行	4,404	3,523	3,458	-1.85	0.7	0.5	0.5	-0.01	321	321	321	0.00	7.28	9.10	9.27	0.17
青农商行	24,898	23,468	21,346	-9.04	10.4	9.3	8.3	-0.98	1,519	709	291	-58.91	6.10	3.02	1.36	-1.66
紫金银行	7,672	7,128	7,607	6.72	4.8	4.2	4.3	0.12								
无锡银行	706	853	1,260	47.68	0.5	0.6	0.9	0.26								
苏农商行	2,277	2,360	2,740	16.10	2.1	2.0	2.2	0.28								
江阴银行	332	826	1,187	43.70	0.3	0.7	1.0	0.29								
瑞丰银行	1,237	1,911	1,965	2.86	1.2	1.7	1.7	0.02								
常熟银行	1,822	2,055	1,825	-11.20	0.9	1.0	0.8	-0.14								
张家港行	1,113	1,270	1,549	22.03	1.0	1.0	1.2	0.18								

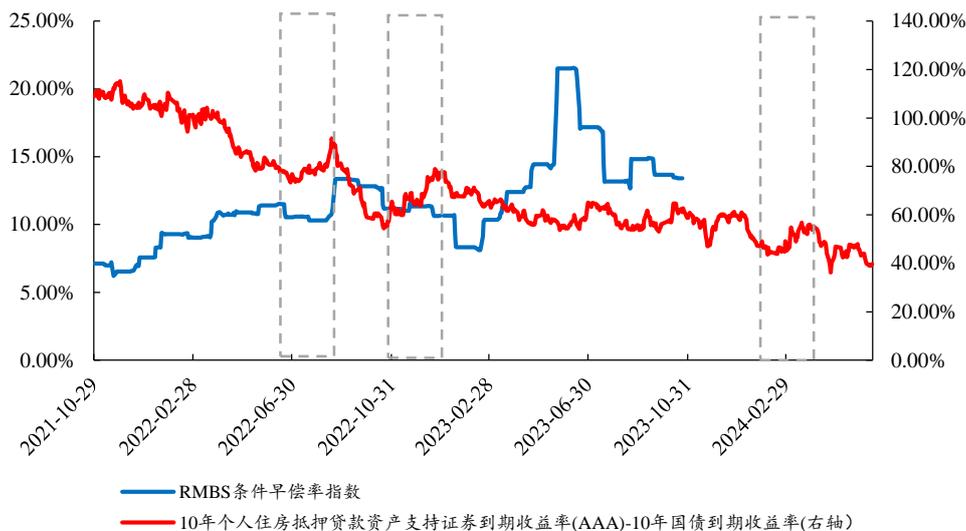
数据来源: Wind、开源证券研究所 (四大行为境内口径, 南京银行为母行口径)

**年内按揭提前还款现象仍存。**RMBS 早偿率 2023 年中期达到 21% 高峰，随后在存量按揭利率下调后一段时间内呈下行趋势。我们认为 10 年期 RMBS 与 10 年国债收益率的利差上行提前或同步于早偿率的上升，源于交易者对按揭早偿情况提前判断，RMBS 收益率先于早偿率反映，与无风险收益率利差上行。2024 年 2 月~4 月该利差呈现阶段性上升，或体现年内按揭提前还款的压力仍存。

**按揭贷款不良率低且平稳。**2023 年末上市银行按揭贷款规模较中期下降 1.06%，反映了提前还贷的压力及偏弱的按揭需求。按类别看，国股行按揭不良率整体位于 0.50% 左右，边际变化平稳；部分城、农商行所经营区域房价下降幅度较大，催生客户断贷动机，反映在报表上这些银行按揭不良率偏高（超 1%），且不良率较 2023 年中期边际上升，但整体看按揭不良率仍处低位且稳定。

**按揭贷款安全边际高，整体风险可控。**在购房信贷政策调整之前，新发放的首套按揭贷款抵押率不超过 70%，房价下跌 30% 时即存在抵押物不足值的风险，但**个人按揭正常还本以及较高利率购房者的提前还贷行为**，无形中降低了银行按揭贷款平均抵押率。部分股份行披露按揭贷款抵押率位于 30%~45% 之间，安全边际相对较高。此外具有不良资产证券化资格的银行，亦可通过资产证券化方式将按揭出表，在银行积极处置下按揭贷款风险整体可控，仍属于银行优质资产。

**图3：RMBS 与国债利差或反映早偿趋势（%）**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**表7：部分股份行零售按揭抵押率在 30%~45% 之间**

	招商银行	兴业银行	中信银行
2023	32.93%	43.63%	39.00%
2023H1	32.60%	43.95%	36.00%
2022	32.59%	44.04%	
2022H1	33.28%	44.49%	

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

**表8: 零售按揭不良率整体较低, 仍属优质资产 (金额变化单位为%, 占比及不良率变化单位为 pct)**

银行	个人按揭贷款 (百万元)				个人按揭贷款占比 (%)				个人按揭不良 (百万元)				个人按揭不良率 (%)			
	2022N	2023H1	2023N	变化	2022N	2023H1	2023N	变化	2022N	2023H1	2023N	变化	2022N	2023H1	2023N	变化
工商银行	6,431,991	6,374,390	6,288,468	-1.35	27.7	25.2	24.1	-1.10	25,394	26,746	27,827	4.04	0.39	0.42	0.44	0.02
建设银行	6,479,609	6,406,705	6,386,525	-0.31	30.6	27.8	26.8	-0.94	23,847	26,928	26,824	-0.39	0.37	0.42	0.42	0.00
农业银行	5,346,603	5,317,120	5,170,822	-2.75	27.1	24.5	22.9	-1.54	27,258	26,711	28,530	6.81	0.51	0.50	0.55	0.05
中国银行	4,916,707	4,856,454	4,786,255	-1.45	28.1	25.3	24.0	-1.24	20,386	20,687	19,928	-3.67	0.41	0.43	0.42	-0.01
邮储银行	2,261,763	2,324,062	2,337,991	0.60	31.5	29.8	28.8	-1.02	12,878	11,535	12,793	10.91	0.57	0.50	0.55	0.05
交通银行	1,512,648	1,496,827	1,462,634	-2.28	20.7	19.2	18.4	-0.82	6,731	7,104	5,462	-23.11	0.44	0.47	0.37	-0.10
招商银行	1,389,208	1,378,562	1,385,486	0.50	23.0	21.7	21.3	-0.40	4,904	4,865	5,122	5.28	0.35	0.35	0.37	0.02
浦发银行	872,127	854,809	838,152	-1.95	17.8	17.2	16.7	-0.47	4,566	4,986	5,171	3.71	0.52	0.58	0.62	0.03
兴业银行	1,097,324	1,085,722	1,075,915	-0.90	22.0	20.8	19.7	-1.09	6,145	5,537	6,025	8.81	0.56	0.51	0.56	0.05
中信银行	944,088	952,325	971,171	1.98	18.3	17.7	17.7	-0.04	3,965	4,857	4,856	-0.02	0.42	0.51	0.50	-0.01
民生银行	573,274	560,622	546,300	-2.55	13.8	12.8	12.5	-0.31	2,876	3,201	3,684	15.09	0.50	0.57	0.67	0.10
光大银行	589,758	591,503	584,099	-1.25	16.5	15.8	15.4	-0.38								
平安银行	284,443	289,918	303,568	4.71	8.5	8.4	8.9	0.48	796	754	911	20.82	0.28	0.26	0.30	0.04
华夏银行	318,125	321,026	316,726	-1.34	14.0	13.7	13.7	0.01								
浙商银行	107,249	124,299	137,853	10.90	7.1	7.6	8.1	0.52								
北京银行	339,075	335,173	325,915	-2.76	18.9	16.9	16.2	-0.78								
上海银行	164,747	163,999	160,581	-2.08	12.6	12.1	11.7	-0.41	270	329	419	27.62	0.16	0.20	0.26	0.06
江苏银行	245,013	251,590	244,710	-2.73	15.3	14.4	13.6	-0.83								
南京银行	81,094	75,427	73,070	-3.12	8.6	7.1	6.6	-0.45	349	385			0.43	0.51		-0.51
宁波银行	64,283	81,136	87,291	7.59	6.1	6.9	7.0	0.03								
杭州银行	89,918	92,153	94,182	2.20	12.8	11.9	11.7	-0.24	95	165	119	-28.02	0.11	0.18	0.13	-0.05
长沙银行	65,993	68,509	68,621	0.16	15.5	14.3	14.1	-0.29								
成都银行	86,367	88,970	91,493	2.84	17.7	15.5	14.7	-0.81	358	409	410	0.20	0.41	0.46	0.45	-0.01
重庆银行	41,571	40,808	40,322	-1.19	11.9	10.9	10.3	-0.52	216	288	309	7.23	0.52	0.71	0.77	0.06
贵阳银行	19,523	19,907	20,577	3.36	6.8	6.4	6.4	-0.02								
青岛银行	46,459	47,104	46,945	-0.34	17.3	16.3	15.6	-0.66								
齐鲁银行	46,560	51,045	53,668	5.14	18.1	18.0	17.9	-0.14								
郑州银行	37,743	34,937	33,562	-3.94	11.4	9.9	9.3	-0.64	623	582	391	-32.73	1.65	1.67	1.17	-0.50
苏州银行	34,149	35,770	34,669	-3.08	13.6	12.6	11.8	-0.78	83	77	60	-22.99	0.24	0.22	0.17	-0.04
西安银行	24,764	24,963	25,997	4.14	13.1	12.5	12.8	0.26								
厦门银行	27,946	24,848	22,693	-8.68	13.9	12.3	10.8	-1.53								
沪农商行	113,289	109,213	106,585	-2.41	16.9	15.7	15.0	-0.70								
渝农商行	96,965	94,847	91,489	-3.54	15.3	14.1	13.5	-0.56	751	959	1,020	6.31	0.77	1.01	1.11	0.10
青农商行	31,847	30,700	29,630	-3.48	13.3	12.2	11.6	-0.61	240	257	340	32.51	0.75	0.84	1.15	0.31
紫金银行	19,184	18,331	16,857	-8.04	12.0	10.7	9.5	-1.22								
无锡银行	16,133	14,354	13,245	-7.72	12.5	10.4	9.3	-1.16								
苏农商行	9,089	8,546	7,992	-6.48	8.3	7.1	6.5	-0.57								
江阴银行	10,020	9,085	8,554	-5.85	9.7	8.1	7.4	-0.70								
瑞丰银行	15,510	13,223	11,665	-11.78	15.1	11.8	10.3	-1.54								
常熟银行	13,890	13,566	13,056	-3.76	7.2	6.3	5.9	-0.45	69	71	60	-14.87	0.50	0.52	0.46	-0.06
张家港行	10,631	11,004	10,599	-3.69	9.2	9.0	8.3	-0.71								

数据来源: Wind、开源证券研究所 (四大行为境内口径, 南京银行、中信银行为母行口径)

### 1.3.2、对公房地产贷款减值损失对盈利拖累或减弱

贷款风险阶段改变加剧拨备计提压力。预期信用损失法下，不同风险阶段贷款拨备计提比例差别明显，2023年末上市银行第一、第二和第三阶段的贷款拨备比分别为1.66%、21.75%和69.05%，而第三阶段贷款（已减值贷款）的口徑要大于不良贷款，因此当非不良贷款转入不良后，大约需多计提贷款原值47%~67%的拨备。而当年新发放的贷款很少形成不良，故按照第一及第二阶段拨备比计提拨备，其对利润的侵蚀远小于贷款下迁为不良的影响。

表9：贷款计入第三阶段后，拨备计提压力陡增

	第一阶段			第二阶段			第三阶段		
	2022	2023H1	2023	2022	2023H1	2023	2022	2023H1	2023
国有行	1.77%	1.83%	1.73%	22.79%	23.50%	22.86%	70.01%	67.79%	69.55%
股份行	1.38%	1.36%	1.31%	19.74%	20.24%	19.71%	67.32%	66.62%	67.59%
城商行	2.17%	2.10%	1.99%	20.15%	18.62%	19.86%	69.35%	69.84%	68.70%
农商行	2.58%	2.61%	2.49%	22.72%	22.84%	24.21%	73.76%	73.83%	73.43%
全部	1.72%	1.75%	1.66%	21.73%	22.13%	21.75%	69.32%	67.72%	69.05%

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

不良贷款的形成来自于正常和关注贷款的向下迁徙，其减少主要来自清收、核销、转出、重组上迁、以物抵债等处置途径。不良贷款总量的变化仅反映期初与期末两个时点结果的差异，不良额的下降或通过多种途径实现，而不同途径对计提减值损失的影响有着较大的差异：

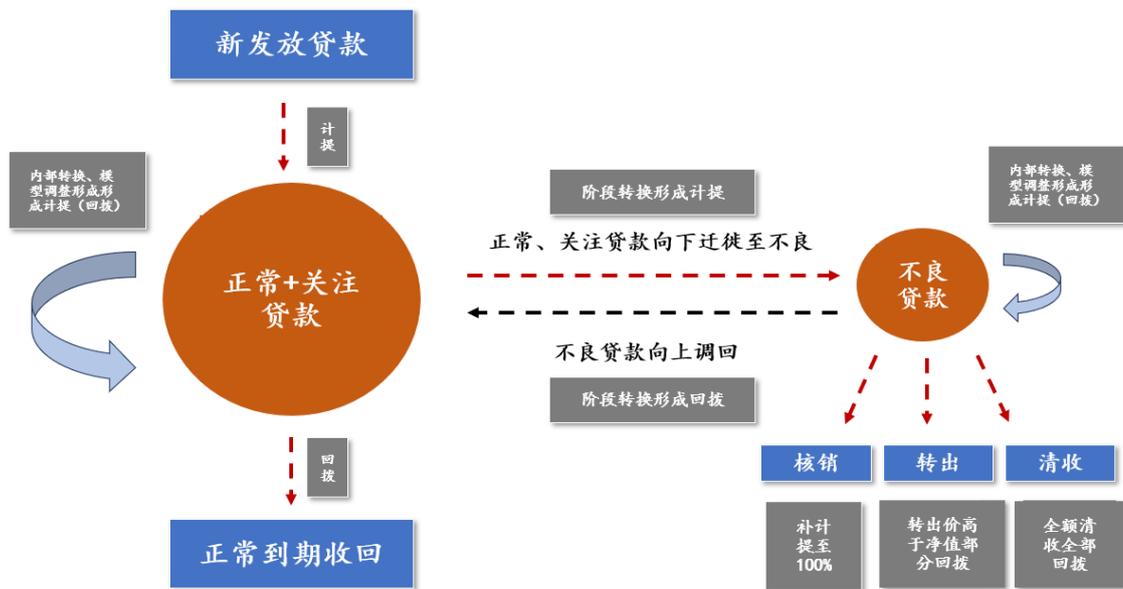
(1) 正常清收及重组上迁形成拨备回拨反哺盈利。当不良贷款通过法律诉讼、催收等方式以现金收回时，已计提的减值准备将回拨至利润表，抵减当期发生的减值损失。同样的，若通过债务重组使不良贷款风险等级上迁至关注，部分已计提的减值准备也将回拨利润表。二者不同在于，若全额清收则前期计提的减值准备将全部回拨，而重组上迁至第二阶段后仍需维持约20%的拨备比，故仅部分拨备可反哺盈利。

(2) 核销处置形成全额损失，补计提拨备影响盈利。贷款形成不良时并不会全额计提拨备，但当贷款进入核销程序，最终核销时将形成全额损失，需补计提拨备至100%。同时由于贷款核销程序较长，通常是往年的贷款在今年核销，例如1亿元贷款在去年形成不良，去年已计提拨备8000万元，经过监管部门审批后于今年完成核销，形成全额损失，今年增加计提拨备2000万元。

(3) 其余方式处理不良资产影响盈利有限。无论是向金融资产管理公司转让、以ABS方式出表，还是以物抵债，减值准备的变化均与处置不良贷款时的损失有关，若损失低于已计提的拨备，那么拨备将实现回拨。相比于核销与清收，通过上述方式处置的不良贷款总量有限，对拨备计提影响整体较小。

拨备受非不良贷款因素影响较小。当年新发放的贷款不形成不良，则按第一、第二阶段拨备比计提拨备，当年到期还款的贷款已计提拨备将回拨。此外，不良贷款内部风险等级的变化，ECL模型参数的调整，均会在贷款规模不变的情况下影响拨备的计提，但大部分银行利润受上述拨备变动的有限影响。

图4：不同类型贷款变动对拨备计提（回拨）的影响



资料来源：开源证券研究所

在测算减值损失对盈利影响时，我们做出以下四个假设：

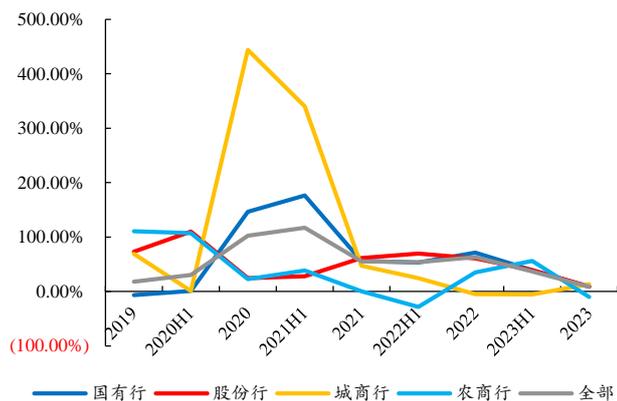
- (1) 银行对房地产贷款拨备计提充分，情景分析中，假设各银行不同阶段房地产贷款拨贷比，分别是该银行全部贷款各阶段拨贷比的 1.1 倍、1.3 倍和 1.5 倍；
- (2) 房地产贷款核销额度，与房地产不良贷款/不良贷款总额成正比，且核销前已按第三阶段拨贷比计提拨备；
- (3) 除核销外的变动均来自与第二阶段贷款间的迁徙和现金清收两种方式，考虑到并非所有贷款均可全额收回，故用第三阶段与第二阶段拨贷比之差衡量拨备变化比例；
- (4) 非不良贷款的变动，均以第一阶段拨贷比为标准计提拨备。

样本银行对公房地产贷款拨备计提对盈利的拖累或放缓。根据我们测算，2023 年末样本银行对公房地产减值损失同比增长 8.8%，各情景下对净利润增速拖累幅度为 0.69%~0.94%，该幅度与 2021 年和 2022 年相比显著放缓。

计提压力减弱主要源于不良增长趋缓。2023 全年样本银行房地产不良额增长 239 亿元，2022 年同期增长约 1082 亿元。房地产不良净增阶段性呈现放缓趋势，我们认为一方面源于银行前期加强对房地产风险资产的主动暴露，将拨备计提压力前置，为未来拨备反哺盈利腾出空间；另一方面，银行在进行贷款核销时，由于核销贷款通常是往年形成的不良，若前期拨备计提已充分，则核销时形成减值损失相对较小。

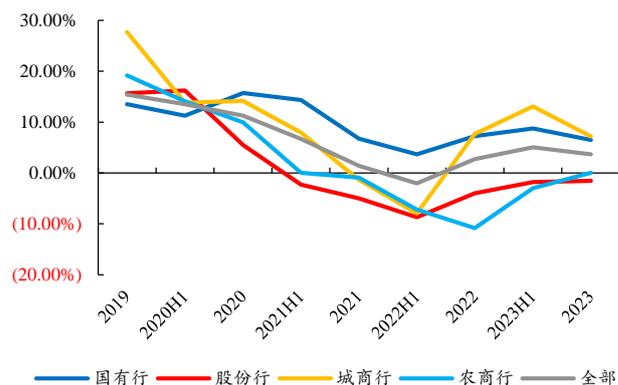
股份行房地产拨备计提压力仍存。我们测算各类行中，国有行 2023 年末房地产拨备或反哺盈利；城商行对盈利拖累放缓；农商行样本较少，受个别行影响波动大；股份行拨备对盈利拖累幅度扩大，主要源于核销力度的加大。测算 2023 年样本股份行房地产贷款核销同比增长 73.4%，大量贷款核销或掩盖了不良的真实水平，核销时形成的减值损失亦加大了拨备计提压力。

### 图5：样本银行房地产不良贷款同比增速下降



数据来源：Wind、开源证券研究所（部分银行未持续披露对公房地产贷款不良数据，样本银行参考表 10）

### 图6：样本农商行房地产非不良贷款同比增速上升



数据来源：Wind、开源证券研究所（部分银行未持续披露对公房地产贷款不良数据，样本银行参考表 10）

**表10：对公房地产贷款计提减值损失对净利润增速影响测算**

	1.1 倍拨贷比			1.3 倍拨贷比			1.5 倍拨贷比		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
工商银行	-2.14%	-0.95%	2.56%	-2.53%	-1.13%	3.03%	-2.92%	-1.30%	3.50%
建设银行	0.36%	-2.26%	-1.29%	0.42%	-2.68%	-1.53%	0.49%	-3.09%	-1.76%
农业银行	-1.80%	-0.69%	1.61%	-2.13%	-0.81%	1.90%	-2.46%	-0.94%	2.19%
中国银行	-1.85%	-2.19%	3.17%	-2.18%	-2.59%	3.75%	-2.52%	-2.99%	4.32%
邮储银行	-0.95%	-3.50%	-2.20%	-1.12%	-4.14%	-2.60%	-1.29%	-4.77%	-3.00%
交通银行	-0.53%	-4.99%	-1.16%	-0.63%	-5.90%	-1.37%	-0.72%	-6.81%	-1.58%
招商银行	-1.56%	-6.40%	-5.59%	-1.85%	-7.56%	-6.61%	-2.13%	-8.73%	-7.63%
浦发银行	-3.07%	2.95%	-6.21%	-3.62%	3.48%	-7.33%	-4.18%	4.02%	-8.46%
兴业银行	1.22%	-3.94%	-2.51%	1.45%	-4.65%	-2.97%	1.67%	-5.37%	-3.42%
中信银行	-6.37%	1.17%	1.85%	-7.52%	1.38%	2.18%	-8.68%	1.59%	2.52%
民生银行	-7.23%	-13.06%	-6.21%	-8.54%	-15.43%	-7.34%	-9.86%	-17.81%	-8.47%
光大银行	-2.07%	-6.57%	-11.79%	-2.44%	-7.76%	-13.93%	-2.82%	-8.96%	-16.07%
平安银行	10.70%	-4.71%	-8.97%	12.64%	-5.57%	-10.60%	14.59%	-6.43%	-12.24%
华夏银行	-0.05%	-6.60%	-6.08%	-0.06%	-7.80%	-7.19%	-0.07%	-9.00%	-8.29%
上海银行	-3.90%	1.47%	-2.01%	-4.61%	1.73%	-2.38%	-5.32%	2.00%	-2.74%
江苏银行	0.31%	-5.15%	-3.77%	0.37%	-6.09%	-4.45%	0.43%	-7.02%	-5.13%
宁波银行	1.86%	-8.11%	3.70%	2.20%	-9.58%	4.37%	2.54%	-11.05%	5.05%
杭州银行	12.85%	-3.94%	-6.44%	15.19%	-4.65%	-7.61%	17.53%	-5.37%	-8.78%
成都银行	-1.13%	-5.66%	0.15%	-1.33%	-6.69%	0.18%	-1.54%	-7.72%	0.21%
重庆银行	-12.92%	5.43%	8.17%	-15.27%	6.42%	9.65%	-17.62%	7.41%	11.14%
贵阳银行	-7.73%	5.39%	-1.40%	-9.13%	6.37%	-1.65%	-10.54%	7.35%	-1.91%
齐鲁银行	-4.43%	1.62%	1.14%	-5.23%	1.91%	1.34%	-6.04%	2.21%	1.55%
郑州银行	-8.48%	-19.82%	7.17%	-10.02%	-23.43%	8.48%	-11.56%	-27.03%	9.78%
苏州银行	-6.04%	2.72%	-6.50%	-7.14%	3.22%	-7.68%	-8.24%	3.71%	-8.86%
沪农商行	8.92%	1.42%	-11.14%	10.54%	1.68%	-13.16%	12.17%	1.94%	-15.18%
渝农商行	16.77%	-1.53%	-0.94%	19.82%	-1.81%	-1.11%	22.87%	-2.09%	-1.28%
青农商行	-10.60%	-9.10%	3.83%	-12.52%	-10.75%	4.52%	-14.45%	-12.41%	5.22%
国有行	-1.26%	-1.86%	1.02%	-1.49%	-2.20%	1.20%	-1.72%	-2.54%	1.39%
股份行	-1.48%	-4.30%	-5.08%	-1.75%	-5.08%	-6.01%	-2.02%	-5.86%	-6.93%
城商行	-1.50%	-3.06%	-0.90%	-1.77%	-3.61%	-1.06%	-2.04%	-4.17%	-1.22%
农商行	9.38%	-1.26%	-5.27%	11.08%	-1.49%	-6.23%	12.79%	-1.71%	-7.19%
全部	-1.20%	-2.51%	-0.69%	-1.41%	-2.97%	-0.82%	-1.63%	-3.42%	-0.94%

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

## 2、以房地产为抵押的重点业务风险评估

在衡量房地产业务对银行规模、盈利及风险的影响后，我们重点考量经营性物业贷款、以房地产为抵押的个人经营性贷款这两项业务的风险。

### 2.1、经营性物业价格下降空间有限，年内增量贷款或改善企业现金流

经营性物业贷第一还款来源是物业经营现金流。当前市场担心经济复苏放缓导致物业空置率上升以及租金收入下降，若承贷物业价值受损，房企续贷时额度减少或引起资金流断裂的风险。结合经营性物业当前价格以及政策，我们认为物业价值下降造成银行不良大面积形成的概率较小。由于经营性物业覆盖范围广，我们重点评估商超和写字楼两类物业的风险状况。

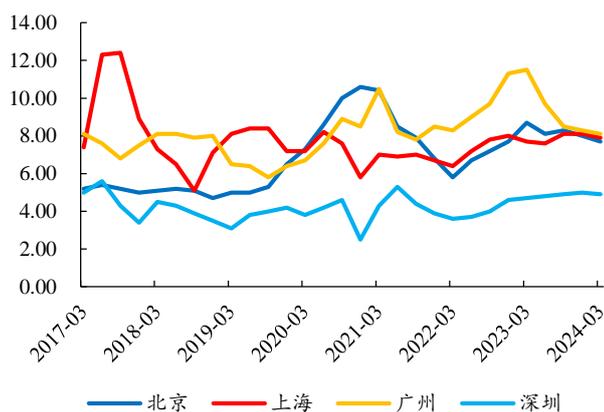
#### 2.1.1、零售商超经营边际改善，写字楼现金流仍承压

大城市优质零售物业空置率边际下降。疫情后北上广深优质零售物业空置率整体提升，除深圳外空置率均于 2023Q1 达最高水平，但随后呈下行趋势，2024Q1 四大城市空置率环比均下行。

优质零售物业租金相对平稳。北上深三大城市零售物业租金自 2017 年以来呈下降趋势，但整体降幅有限，广州相对前期降幅较大。边际看 2024Q1 上海零售物业租金略上升，未来租金修复趋势能否延续取决于消费需求的恢复。

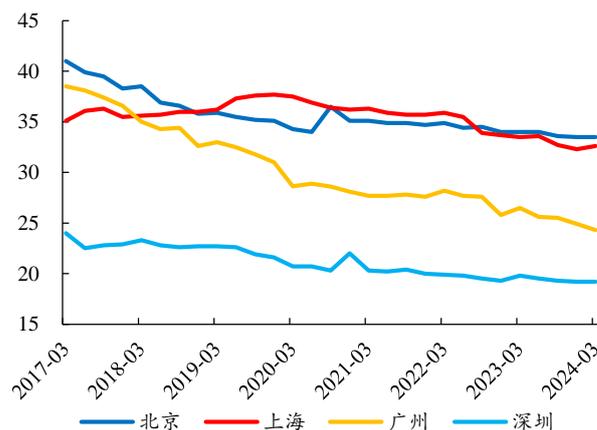
写字楼物业收入承压。写字楼空置率当前处于较高水平，2024Q1 北上深优质写字楼空置率平均值为 21.5%，较 2023 年末水平进一步上行，与疫情前（2019 年末）相比上升 3.8pct。此外优质写字楼的租金下行幅度更明显，在企业经营现金流承压—企业缩减办公支出—写字楼出租率下降—写字楼降低租金的传导路径下，未来写字楼收入的修复仍取决于经济复苏情况。

图7：2023Q1 以来广州优质零售物业空置率下降（%）

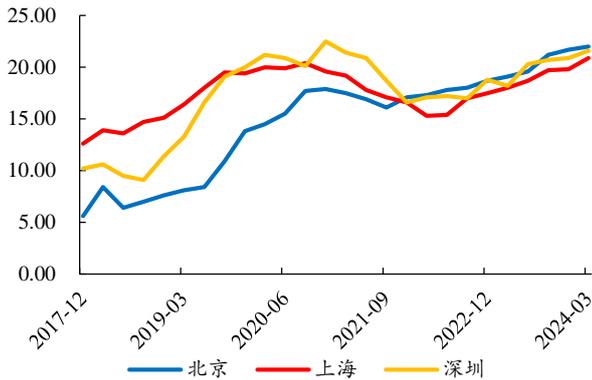


数据来源：Wind、开源证券研究所

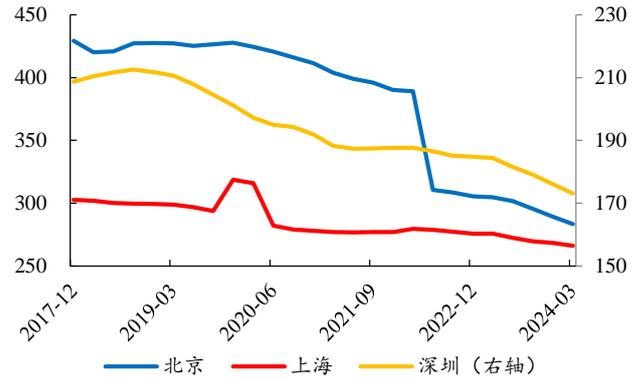
图8：北上深优质零售物业首层租金平稳（元/平方米/天）



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图9：北上深优质写字楼空置率上升（%）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图10：北上深优质写字楼租金下降（元/平方米/月）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.1.2、未来经营性物业价格大幅下降概率较小

**新建经营性物业销售价格相对稳定。**相比于住宅价格，新建办公楼和商业营业用房涨幅有限且波动较小。2023年末，新建办公楼单位面积价格为13773元/平方米，较2015年水平上升6.6%，同期商业及营业用房单位面积价格涨幅为8.9%，涨幅整体有限。

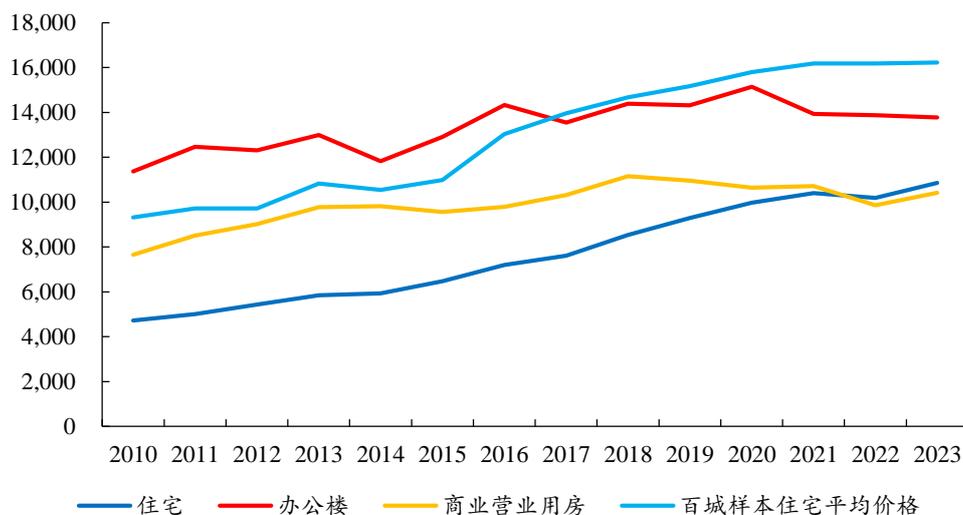
**经营性物业预期收入改善空间大。**当前经营性物业租金收入仍承压，但同时新建商超和办公楼售价保持平稳，二者看似背离，实际反映了物业收入改善空间较大。除了受宏观经济影响，企业战略、物业管理水平亦较大程度决定了承贷物业收入。尽管租金和空置率均弱化物业预期收入，但通过物业改建或管理提升后实现更高的人气及管理效能，承贷物业的估值亦将上涨，增厚了房企偿债能力，降低银行经营性物业贷款生成不良的风险。

**当前 LTV 距上限有较大空间。**部分银行披露对公房地产业务平均抵押率在40%~50%，假设当前上市银行经营性物业贷平均 LTV 为45%，则物业价格较当前下降约46%时，方触及70%的抵押率上限。考虑到新建经营性物业单位面积价格长期以来上涨幅度有限，我们认为当前价格基础及外在因素均不支持物业估值大幅下降，故风险整体处于可控范围。

**表11：部分股份行对公房地产相关业务 LTV 位于 40%~50%**

	兴业银行 企金业务	平安银行 房地产开发贷	平安银行 经营性物业及并购贷
2023	41.76%	40.90%	48.70%
2023H1		42.60%	48.60%
2022		42.60%	48.30%

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

**图11：新建办公楼及商业营业用房单位面积价格涨幅有限（元/平方米）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.1.3、经营性物业贷款将改善房企现金流

**经营性物业贷款将改善房企资金压力，降低房企的违约风险。**当前经营性物业贷主要特征包括：**(1) 贷款期限长**，经营性物业贷款期限一般不超过 10 年，最长不超过 15 年，远高于期限在 3 年以内的房地产开发贷，延缓了续贷压力。**(2) 利率价格低**，部分现金流良好的优质物业，10 年期贷款利率大约在 2.5% 左右，资金成本低于 3.00%~5.00% 的房地产开发贷。若房企能有效盘活处于经营期的项目，获得长周期低成本的贷款资金，无疑将降低债务违约风险。

**政策端对优质房企融资支持力度加大。**2024 年初，央行与金融监管总局发布了《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，明确全国性商业银行在 2024 年底前可向规范经营、发展前景良好的房地产开发企业发放经营性物业贷款，**用于企业及其集团控股公司房地产领域的债务偿还，包括贷款和公开市场债券**。《通知》将企业通过经营性物业贷债务置换这一用途合规化，商业银行可通过该种形式满足房地产企业融资需求。我们认为受此影响，全国性商业银行房地产贷款规模在 2024 年或有所上升，但不应将其视作银行资产质量的压力，其本质是置换存量债务的工具，房企现金流改善下，其违约风险亦降低。

**表12：经营性物业贷可用作置换存量债务**

项目	《关于做好经营性物业贷款管理的通知》中具体内容
定义	指商业银行向持有已竣工验收合格、办妥不动产权证书并投入运营的综合效益较好的商业性房地产的企业法人发放的，以经营性物业为抵押，实际用途投向物业本身或与房地产相关领域的贷款
用途	1、可用于承贷物业在经营期间的维护、改造、装修等与物业本身相关的经营性资金需求； 2、置换借款人为建设或购置该物业形成的贷款、股东借款等； 3、用于偿还该企业及其集团控股公司（含并表子公司） <b>存量房地产领域相关贷款和公开市场债券（仅限于2024年内全国性商业银行）</b>
期限	一般不超过10年，最长不得超过15年
抵押品	以承贷物业作为抵押品，贷款额度不得超过承贷物业评估价值的70%

资料来源：中国人民银行、金融监管总局、开源证券研究所

## 2.2、个人经营贷置换按揭的行为，或使部分城农商行面临风险

以经营贷置换按揭贷款的现象长期存在。经营贷主要分为有抵押物和纯信用两种类型，个体工商户可抵押房地产并将资金投入生产经营。但这也催生了违规套用贷款的空间，中介机构通过提供“过桥资金”，伪造经营流水的方式，协助客户套用低息个人经营贷款置换存量按揭。市场担心存量业务到期时，抵押物价格的下降会催生客户违约风险。

### 2.2.1、个人经营性贷款隐含风险值得关注

个人经营性贷款风险溢价或无法覆盖实际风险。个人经营性贷款期限通常在1~3年，最高不超过5年，贷款期限远小于30年的按揭贷款。同时，对于以房产为抵押的经营贷款，部分银行利率可降至3%以下。受利率及期限的影响，客户通过个人经营性贷款置换按揭的动机上升，当资金违规投入房地产市场时，客户第一还款来源由其经营收入转换为财富水平，房价下行将造成个人财富水平缩水，同时抵押物价值下降形成续贷缺口，违约风险上升。此外，根据信用风险高级法要求，零售贷款分类时，按揭贷款及住房抵押的个人经营性贷款均归入个人住房抵押贷款项下，其违约概率在各类零售贷款中较低，但违约概率计量模型基于历史数据，若房价持续下行造成较大续贷缺口，则当前违约概率或无法体现其真实风险水平。

**表13：信用风险高级法下个人住房抵押贷款违约率低，但模型或难以衡量房价持续下行时实际风险（%）**

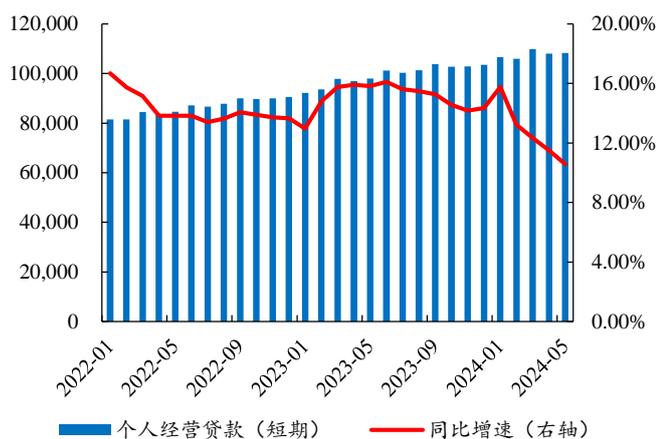
	2022						2023					
	违约概率			违约损失率			违约概率			违约损失率		
	个人住房抵押	合格循环零售	其他零售	个人住房抵押	合格循环零售	其他零售	个人住房抵押	合格循环零售	其他零售	个人住房抵押	合格循环零售	其他零售
工商银行	1.65	3.99	3.62	30.94	45.74	62.39	1.75	4.92	3.75	31.49	44.18	63.65
农业银行	1.89	1.46	2.92	25.59	56.78	48.04	1.96	1.39	2.16	25.63	56.03	49.36
中国银行	1.13	0.94	7.89	24.93	75.65	26.07	1.08	0.97	10.76	24.94	76.19	18.80
建设银行	1.41	2.52	4.25	24.32	48.35	40.93	1.52	2.74	5.21	24.22	69.78	42.75
交通银行	1.37	6.22	9.46	27.43	83.77	54.97	1.32	7.97	7.78	27.25	72.84	60.66
招商银行	0.91	6.21	8.00	26.99	67.45	52.51	0.99	6.70	6.32	28.47	73.84	52.05

数据来源：各银行资本充足率报告、开源证券研究所

### 2.2.2、存量个人经营贷风险集中于农商行

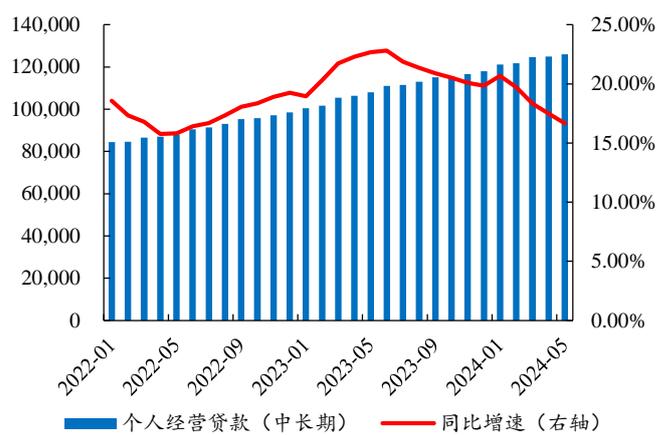
居民经营贷置换按揭行为或减少。短期个人经营贷增速高峰位于 2024Q1，中长期位于 2023H1，随后增速出现明显回落，或体现居民以经营贷置换按揭行为的减弱。一方面对于新购房者，由于央行 5 月份对个人住房贷款利率政策进行了调整，随后主要城市均放款了首套及二套房的利率政策下限，致使新购房者通过置换的套利空间缩窄，抑制经营贷套利需求；另一方面对于存量购房客户，由于各类资产收益率的下行，当前置换按揭的性价比低于提前还贷，故在现金流充足的情况下，购房者倾向于提前偿还。

图12：短期经营贷同比增速下降（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：中长期经营贷同比增速亦下降（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

**表14：主要城市房地产信贷政策变化情况**

北京		原政策	现政策（2024.6.26）
首付比例	首套	30%	20%
	二套	城六区 50%、非城六区 40%	五环以内 35%、五环以外 30%
商贷利率	首套	城六区 LPR+10bp（4.05%）、非城六区 LPR（3.95%）	LPR-45bp（3.50%）
	二套	城六区 LPR+60bp（4.55%）、非城六区 LPR+55bp（4.50%）	五环以内 LPR-5bp（3.90%）、五环以外 LPR-25bp（3.70%）
上海		原政策	现政策（2024.5.27）
首付比例	首套	30%	20%
	二套	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 40%， 其余地区 50%	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 30%， 其余地区 35%
商贷利率	首套	LPR-10bp（3.85%）	LPR-45bp（3.50%）
	二套	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山为 LPR+20bp（4.15%）， 其余地区为 LPR+30bp（4.25%）	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 为 LPR-25bp（3.70%），其余地区为 LPR-5bp （3.90%）
广州		原政策	现政策（2024.5.28）
首付比例	首套	30%	15%
	二套	15%	25%
商贷利率	首套	LPR-10bp（3.85%）	取消利率下限
	二套	无房贷 LPR-10bp（3.85%），1套在供 LPR+30bp（4.25%）	取消利率下限
深圳		原政策	现政策（2024.5.28）
首付比例	首套	30%	20%
	二套	40%	30%
商贷利率	首套	LPR-10bp（3.85%）	LPR-45bp（3.50%）
	二套	LPR+30bp（4.25%）	LPR-5bp（3.90%）

资料来源：各地政府官网、各地人民银行分行、开源证券研究所

**存量业务风险仍存，或集中于城、农商行。**披露数据银行中，城、农商行经营贷整体不良水平高于国股行。此外相比于不良率的变化，不良额的持续增长更需关注。部分银行经营贷投放增速较快，或通过规模的增长掩盖经营贷不良率实际水平。

**前期投放经营贷当前面临续贷风险。**2019至2020年期间，部分银行经营贷增速较快，若违规流入房地产市场则存风险隐患。假设2019及2020两年新投放的个人经营贷于今年集中到期，同时假设形成不良的比例分别为新增规模的10%、20%和30%，以2023年末贷款规模为基数，测算上市银行不良率静态抬升0.16%~0.49%。城、农商行客群集中于小微及个体工商户，客群基础提供了个人经营贷投放的广阔空间，但同时经营贷流入房地产市场的风险也会高于国股行。

**表15：城、农商行个人经营贷不良率高于国股行（金额变化单位为%，占比及不良率变化单位为 pct）**

银行	个人经营贷（百万元）				经营贷占比（%）				经营贷不良（百万元）				经营贷不良率（%）			
	2022	2023H1	2023	变化	2022	2023H1	2023	变化	2022	2023H1	2023	变化	2022	2023H1	2023	变化
工商银行	930,040	1,189,042	1,347,136	13.30	4.0	4.7	5.2	0.46	8,454	9,340	11,639	24.61	0.91	0.79	0.86	0.08
建设银行	415,344	608,865	777,481	27.69	2.0	2.6	3.3	0.63	2,694	3,507	7,424	111.69	0.65	0.58	0.95	0.38
农业银行	576,696	697,695	745,993	6.92	2.9	3.2	3.3	0.10	3,769	3,957	5,699	44.02	0.65	0.57	0.76	0.20
中国银行																
邮储银行	1,135,194	1,321,885	1,392,227	5.32	15.8	16.9	17.1	0.19	19,203	21,292	23,946	12.46	1.69	1.61	1.72	0.11
交通银行	239,271	298,769	342,198	14.54	3.3	3.8	4.3	0.47	1,716	1,829	2,685	46.80	0.72	0.61	0.78	0.17
招商银行	631,038	710,893	751,297	5.68	10.4	11.2	11.5	0.36	4,031	3,977	4,592	15.46	0.64	0.56	0.61	0.05
浦发银行	445,633	462,808	467,994	1.12	9.1	9.3	9.3	0.03	6,726	7,374	7,065	-4.19	1.51	1.59	1.51	-0.08
兴业银行	280,000	305,808	325,428	6.42	5.6	5.9	6.0	0.10	1,568	1,865	2,571	37.82	0.56	0.61	0.79	0.18
中信银行	378,819	428,489	459,113	7.15	7.4	8.0	8.4	0.39								
民生银行	621,598	658,984	651,788	-1.09	15.0	15.0	14.9	-0.14	9,986	7,679	7,811	1.72	1.61	1.17	1.20	0.03
光大银行	257,190	275,008	299,291	8.83	7.2	7.3	7.9	0.56								
平安银行	582,009		614,768		17.5	0.0	18.0	18.04	4,307		5,103		0.74		0.83	
华夏银行																
浙商银行	122,278	138,161	146,710	6.19	8.1	8.4	8.6	0.20								
北京银行	156,654	163,330	161,773	-0.95	8.7	8.3	8.0	-0.23								
上海银行	100,473	109,380	119,580	9.33	7.7	8.0	8.7	0.64	568	1,036	1,375	32.70	0.57	0.95	1.15	0.20
江苏银行	35,929	56,331	53,285	-5.41	2.2	3.2	3.0	-0.27	529	589	954	62.06	1.47	1.04	1.79	0.75
南京银行	25,840	24,332	25,277	3.88	2.7	2.3	2.3	0.01	248				0.96			
宁波银行	83,599	91,692	98,948	7.91	8.0	7.8	7.9	0.05								
杭州银行	104,197	116,802	122,245	4.66	14.8	15.1	15.1	0.05	795	849	843	-0.67	0.76	0.73	0.69	-0.04
长沙银行	29,534	28,686	27,745	-3.28	6.9	6.0	5.7	-0.32								
成都银行	7,874	10,475	13,816	31.90	1.6	1.8	2.2	0.39	151	144	134	-6.52	1.92	1.37	0.97	-0.40
重庆银行	22,373	22,715	22,528	-0.82	6.4	6.0	5.8	-0.27	551	728	995	36.77	2.46	3.20	4.42	1.21
贵阳银行	20,166	18,840	18,373	-2.48	7.1	6.0	5.7	-0.36								
青岛银行	9,989	10,258	10,296	0.37	3.7	3.6	3.4	-0.12								
齐鲁银行																
郑州银行	33,478	34,690	35,103	1.19	10.1	9.9	9.7	-0.14	1,132	1,094	856	-21.76	3.38	3.15	2.44	-0.72
苏州银行	39,252	42,691	43,920	2.88	15.7	15.0	15.0	-0.07	374	585	661	13.03	0.95	1.37	1.51	0.14
西安银行	6,567	5,733	5,868	2.36	3.5	2.9	2.9	0.01								
厦门银行	40,928	43,781	45,876	4.79	20.4	21.8	21.9	0.12								
沪农商行	54,454	60,181	58,682	-2.49	8.1	8.6	8.2	-0.39								
渝农商行	101,880	112,384	120,119	6.88	16.1	16.7	17.8	1.07	1,513	1,961	2,464	25.64	1.49	1.75	2.05	0.31
青农商行	35,690	38,862	40,908	5.26	14.9	15.4	16.0	0.55	714	694	833	20.00	2.00	1.79	2.04	0.25
紫金银行	9,501	9,883	10,555	6.79	5.9	5.8	6.0	0.17								
无锡银行	5,406	6,261	6,447	2.98	4.2	4.5	4.5	-0.04								
苏农商行	14,562	15,781	15,305	-3.01	13.4	13.1	12.5	-0.60								
江阴银行	8,894	9,496	9,485	-0.12	8.6	8.5	8.2	-0.26								
瑞丰银行	25,951	28,826	30,139	4.56	25.2	25.8	26.6	0.79								
常熟银行	74,194	84,520	89,865	6.32	38.4	39.4	40.4	1.03	735	676	701	3.67	0.99	0.80	0.78	-0.02
张家港行	28,485	29,184	28,734	-1.54	24.8	24.0	22.6	-1.38								

数据来源：Wind、开源证券研究所（四大行为境内口径，南京银行为母行口径）

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

**表16：2020、2021年新增个人经营贷风险集中于农商行（亿元）**

银行	个人经营贷增长			按比例形成不良后不良率提升		
	2020-2019	2021-2020	合计	10%	20%	30%
国有行	5,829	5,943	11,772	0.13%	0.27%	0.40%
股份行	3,275	3,438	6,712	0.21%	0.41%	0.62%
城商行	1,152	1,127	2,279	0.20%	0.39%	0.59%
农商行	535	831	1,366	0.55%	1.10%	1.65%
全部	10,790	11,339	22,129	0.16%	0.33%	0.49%

数据来源：Wind、开源证券研究所（部分银行未披露个人经营贷款情况或口径不可比，故不包含中国、平安、华夏、齐鲁、兰州、紫金银行）

### 3、差异化情景下银行不良率边界测算

**房地产价格下行为经济波动的表现。**在衡量房地产价格下降对银行资产质量的影响时，通常遵循**房地产价格下降—抵押品估值变动导致抵押率上升—银行减少可贷额度或要求补充抵押物—客户资金链断裂形成银行不良**的传导链条。但该方法仅仅考虑了房价下行单一因素，而房价下降仅仅是经济波动的一种表现。商业银行在实际计提减值准备时，也是通过预测未来宏观经济指标，运用预期信用损失模型进行计提，故通过衡量经济指标变化对银行不良率的影响更为合理。

**预期信用损失模型隐含银行不良率对经济变化的敏感度。**当前商业银行均采用预期信用损失法（ECL）来计提拨备，该模型下银行估计贷款的违约概率（PD）、违约损失率（LGD）和违约风险暴露（EAD），计算不同权重的场景下预期信用损失的加权平均。减值准备计提公式如下，其中， $i=1、2、3$ 分别对应了乐观、基准和悲观的三种情景。

$$ECL = \sum_{i=1, 2, 3} \omega_i \times PD_i \times LGD_i \times EAD$$

在估算违约概率和损失率时，通常运用回归的方法，建立违约概率与宏观经济指标的回归模型。对于不同的行业，选择作为自变量的宏观因子亦不同。假设银行构建房地产行业违约率与宏观因子的模型，以银行内部历史违约数据为基础，通过遍历多元回归，得到客户违约率与宏观经济指标的多元线性组合。

$$\text{Logit } PD_i = \alpha + \sum_{i=1}^n \beta_i * x_i$$

其中  $\text{Logit } PD_i = \ln\left(\frac{PD_i}{1-PD_i}\right)$ ，用于将最终预测变量映射在 0-1 的概率范围之内；

$x_i$  为一系列宏观因素指标，包括国内生产总值(GDP)、居民消费价格指数(CPI)、广义货币供应量(M2)、工业增加值、城镇居民可支配收入、消费者信心指数等。基于此模型，银行对未来经济指标进行预测，再将预测值带入回归模型得到房地产行业在该宏观情景下的违约概率和违约损失率。

部分银行披露了其敏感性分析的结果，即对不同场景（中性、乐观、悲观）的权重进行调整后减值准备的变化情况。结合 2023 年末披露信息的国股行数据，当基

基础情形权重减少 10%，不利（悲观）情景权重增加 10%，大部分银行信用减值准备增加不超过 5%，故我们以 5% 为参数衡量情景权重变动对减值准备的影响。

对比原始情景和调整权重后的情景，假设权重调整的幅度为  $\Delta x$ ，权重调整后银行预期信用减值准备的变化幅度为  $\Delta y$ ，则通过计算不同情景下 ECL 的差额可得：

$$ECL_{\text{悲观}} - ECL_{\text{基准}} = \text{信用减值准备} \times \frac{\Delta y}{\Delta x}$$

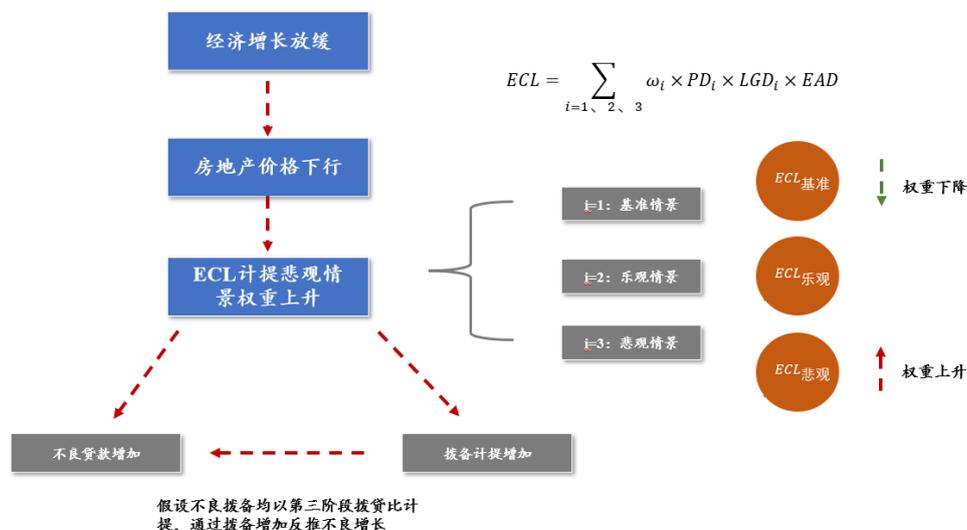
等式左侧代表了在悲观和基准情景下，银行计提信用价值损失的差额。不同银行所预期的基准和悲观情景所对应的 GDP 增速均不同，反映银行对悲观场景预期的谨慎程度。结合披露信息取  $\Delta y$  等于 5%、 $\Delta x$  等于 10%，测算场景切换后贷款减值准备的变化。假设新计提的减值准备均来自于已减值贷款，且减值贷款均纳入不良，则可通过减值准备的变化，结合 2023 各银行已减值拨贷比，反推不良贷款的增量。

**表17：2023 年国股行 ECL 模型，若基础情形权重减少 10%，悲观情景增加 10%，减值准备整体变动不超过 5%**

	各情景权重			2024 年 GDP 预测增速			GDP 差额 (基准-悲观)	减值准备变动
	悲观	基准	乐观	悲观	基准	乐观		
工商银行	33%	33%	33%	4.00%	5.00%	6.30%	1.00%	5.0%
建设银行	33%	33%	33%		5.00%			5.0%
农业银行	20%	60%	20%	4.40%	5.00%	5.50%	0.60%	5.0%
中国银行	25%	50%	25%		5.00%			5.0%
交通银行					5.00%			
邮储银行	25%	50%	25%		4.97%			5.0%
招商银行					4.80%			5.6%
兴业银行				4.30%	4.90%	5.40%	0.60%	1.8%
民生银行	33%	33%	33%	2.90%	4.50%	5.10%	1.60%	5.0%
光大银行				2.68%	4.97%	5.15%	2.29%	5.0%
平安银行	20%	60%	20%	4.60%	5.00%	5.49%	0.40%	1.2%
浙商银行				3.17%	4.87%	6.57%		2.6%

数据来源：各银行年报、开源证券研究所（部分银行未公布各类情景下的 GDP 增速，故通过其给定的 GDP 增速范围而估算）

图14: ECL 模型下, 通过拨备变化反推不良变动



资料来源: 开源证券研究所

在设定其余参数相同的情况下, 预期不良率提升幅度, 受拨贷比及第三阶段拨贷比的综合影响: **拨贷比越高, 第三阶段拨贷比越低, 则测算预期不良率提升幅度越大。**以 2023 年末贷款总额为基数, 根据我们测算, 若 ECL 模型由基准情景全部切换至悲观情景, 则上市银行预期不良率上升幅度约为 2.22%, 股份行压力相对较小, 测算预期不良率上升 2.01%, 农商行预期不良率上升 2.75% 压力最大, **该测算结果与前述个人经营贷款风险集中于农商行的观点相互印证。**

**预期不良的概念是指银行在最悲观的宏观情景下所暴露的不良**, 实际情况并非与统计模型完全吻合。模型基于历史数据, 但在经济发展过程中新旧动能转换的窗口期, 经济指标虽有所波动, 但并不直接造成信用风险的上升, 相反旧产能规模的压降有利于银行降低存量风险。

**表18: ECL 模型情景权重变化 10%，减值准备变动均为 5%的假设下，测算农商行预期不良率提升高（亿元）**

银行	测算拨备增量	测算不良新增	测算不良率提升	2023 年末 不良率	悲观情景下 预期不良率
工商银行	3,782	5,201	1.99%	1.36%	3.35%
建设银行	3,901	5,651	2.37%	1.37%	3.74%
农业银行	4,570	7,394	3.28%	1.33%	4.61%
中国银行	2,426	3,415	1.72%	1.27%	2.99%
邮储银行	1,172	1,262	1.55%	0.83%	2.38%
交通银行	1,032	1,607	2.02%	1.33%	3.35%
招商银行	1,348	1,559	2.40%	0.95%	3.34%
浦发银行	644	957	1.91%	1.48%	3.39%
兴业银行	717	915	1.68%	1.07%	2.75%
中信银行	676	1,019	1.85%	1.18%	3.03%
民生银行	487	915	2.09%	1.48%	3.57%
光大银行	430	682	1.80%	1.25%	3.06%
平安银行	500	819	2.40%	1.06%	3.46%
华夏银行	308	454	1.96%	1.67%	3.63%
浙商银行	225	341	2.00%	1.44%	3.44%
北京银行	288	448	2.22%	1.32%	3.54%
上海银行	226	320	2.33%	1.21%	3.53%
江苏银行	311	408	2.27%	0.91%	3.18%
南京银行	178	209	1.90%	0.90%	2.80%
宁波银行	219	308	2.46%	0.76%	3.22%
杭州银行	171	248	3.07%	0.76%	3.82%
长沙银行	88	128	2.62%	1.15%	3.77%
成都银行	107	141	2.25%	0.68%	2.93%
重庆银行	61	94	2.42%	1.34%	3.75%
贵阳银行	63	82	2.54%	1.59%	4.13%
青岛银行	40	57	1.89%	1.18%	3.07%
齐鲁银行	57	78	2.60%	1.26%	3.86%
郑州银行	59	131	3.63%	1.87%	5.50%
苏州银行	64	78	2.67%	0.84%	3.51%
西安银行	27	46	2.26%	1.35%	3.60%
厦门银行	33	54	2.60%	0.76%	3.36%
沪农商行	140	192	2.70%	0.97%	3.68%
渝农商行	148	180	2.66%	1.19%	3.85%
青农商行	55	81	3.17%	1.81%	4.98%
紫金银行	25	36	2.05%	1.16%	3.21%
无锡银行	29	45	3.15%	0.79%	3.93%
苏农银行	23	29	2.39%	0.91%	3.30%
江阴银行	23	47	4.11%	0.98%	5.09%
瑞丰银行	17	19	1.71%	0.97%	2.68%
常熟银行	45	69	3.09%	0.75%	3.84%
张家港行	25	33	2.61%	0.94%	3.55%
国有行	16,882	24,531	2.26%	1.30%	3.56%
股份行	5,335	7,663	2.01%	1.24%	3.25%
城商行	1,993	2,830	2.39%	1.07%	3.45%
农商行	532	733	2.75%	1.09%	3.84%
全部	24,743	35,756	2.22%	1.26%	3.48%

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

## 4、投资建议

关注存量房地产不良边际改善，未来仍有改善空间的全国性银行。部分国股行对公房地产资产质量压力边际缓解，同时房地产客群优质，未来可通过经营性物业贷款置换存量债务，改善企业现金流同时降低存量风险，受益标的包括农业银行、招商银行。

特别关注以房地产为抵押品的贷款敞口小的城、农银行。城、农商行对公房地产贷款及按揭占比相对小，但以房地产为抵押品的贷款存在流入房地产市场的风险，测算该类贷款以及个人经营贷占比低的城、农商行安全边际高，受益标的包括江苏银行、成都银行、无锡银行、江阴银行。

表19：受益标的盈利预测与估值

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收同比增长(%)			归母净利润同比增长(%)			EPS			评级
		2024-06-28	2024E		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601288.SH	农业银行	0.6	0.6	10.9	0.0	0.6	3.0	3.9	0.8	2.6	0.77	0.78	0.80	未评级
600036.SH	招商银行	0.9	0.8	16.2	-1.6	0.0	4.2	6.2	3.6	5.4	5.81	6.02	6.34	未评级
600919.SH	江苏银行	0.6	0.6	14.5	5.3	7.3	8.3	13.3	8.9	11.1	1.57	1.70	1.90	未评级
601838.SH	成都银行	0.9	0.8	18.8	7.2	6.8	9.9	16.2	11.7	12.6	3.06	3.42	3.85	未评级
600908.SH	无锡银行	0.6	0.5	11.5	1.3	1.6	3.5	10.0	7.7	6.9	1.02	1.08	1.15	未评级
002807.SZ	江阴银行	0.6	0.5	12.6	2.3	4.1	4.6	16.8	11.6	11.5	0.9	0.9	1.0	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（盈利预测均来自万得一致预测）

## 5、风险提示

**测算数据与实际结果偏差。**测算时我们使用了较多的假设，设定了不同的参数，假设及参数与真实情况存在差异，或使得测算结果偏离实际值。

**宏观经济下行。**一季度经济数据超预期，但4月、5月PMI三大指数有不同程度回落，高频数据仍反映有效需求处于修复阶段。当前经济运行的积极因素尚在不断积累中，需关注特别国债发行对经济的拉动效应。

**房价下降超预期。**当前银行在持续压降涉房资产，但存量占比仍处高位，主要风险集中在房地产对公贷款及以房地产为抵押的个人经营贷款。若房地产价格下行，抵质押品价值下降，授信额度的缩减或形成资金链断裂的风险。

**海外风险超预期。**海外主要经济体经济增长放缓，外需不足将对出口行业经营形成压力。此外继2023年美国多家银行倒闭后，共和第一银行在2024年4月末破产后由FDIC接管，海外银行危机尚未结束，需关注外溢风险。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn