

银行业：长期看好板块配置价值，短期关注业绩弹性标的

——银行业中期策略

2024年7月30日

看好/维持

银行

行业报告

分析师	林瑾璐 电话：021-25102905 邮箱：linjl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070002
分析师	田馨宇 电话：010-66554013 邮箱：tianxy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521070003

投资摘要：

上半年银行板块绝对收益、相对收益亮眼，国有行、城商行表现更优。申万银行指数上半年累计上涨 17.0%，列 31 个一级行业首位；相对沪深 300 超额收益约 16.1pct。从细分板块看，国有行、城商行、农商行、股份行上半年累计涨幅分别为 20.5%、18.5%、14.7%、14.5%，国有行和区域性银行表现好于股份行。截至 6 月末，国有行 PB (lf) 估值抬升至各类行略领先水平。国有行估值抬升主要逻辑在于，经济修复偏弱，利率走低，国有大行防御和高股息配置价值凸显，叠加 4 月中旬监管出台新国九条鼓励高分红，进一步驱动红利策略，国有大行继续获资金倾斜。

上半年国内经济修复偏弱，支持性政策有待持续力。表观经济数据与融资数据指征当前国内宏观环境尚未企稳。居民经济预期偏悲观，消费意愿和融资需求不足等问题仍存在。在此背景下，逆周期调节政策进一步持续力仍有必要。结合政策表态来看，未来一段时间，货币政策将延续对实体经济的支持性立场，并兼顾利率汇率风险；下半年财政发力节奏及海外降息进程有待持续观察。

预计下半年行业景气度依然较弱，业绩预期内承压。在有效需求不足的背景下，行业规模扩张放缓；资产端利率下行和负债端定期化因素共同驱动息差收窄；量缩价减之下，银行业绩增速短期难言改善。上半年营收、净利润依然承压，延续小幅负增长。各类行来看，受益于规模高增和投资收益增厚，优质区域性银行维持业绩领跑态势。全年来看，银行基本面继续承压，预计规模增速 8% 左右，净息差同比继续收窄 15-20BP 左右，24 年上市银行合计营收和归母净利润同比增速在零附近，区域行>国有行>股份行，业绩延续分化态势，分化核心来自超额拨备厚度和新生不良带来的信用成本差异。

投资策略：长期看好板块配置价值，短期关注业绩弹性标的。

(1) 利率中枢下行趋势之下，我们继续看好高股息红利资产配置价值。银行虽然经营景气度偏弱，但估值低、股息率高，具有类固收的特征。目前，板块平均股息率有 4.9%，较 10 年期国债收益率为 270BP 溢价；国有大行平均股息率 5.1%，溢价 290BP，股息吸引力较强。长期来看，国有大行投资逻辑或可参考日本利率下行阶段大型银行表现。在进入需求收缩、息差下行、盈利空间不断收窄环境之后，日本大型银行 PB 估值整体高于板块中枢，主要得益于多元的业务布局，通过投资收益、财富管理业务实现非息增厚，支撑估值。

(2) 板块估值溢价有所收敛，下半年建议关注业绩确定性银行估值修复机会。近几年上市银行板块内估值收敛较多，PB-ROE 曲线逐渐平坦化；估值最高银行标的较板块估值中枢溢价率已由 2021 年高点的 226% 下降至 1H24 的 57%。部分优质银行估值已有所修复，但较板块并没有显著溢价。考虑当前银行板块内业绩分化，以及资金层面来看，以险资为代表的绝对收益考核资金存在止盈诉求，我们建议关注业绩确定性领先的部分城农商行。

风险提示：政策转向或力度不及预期，经济下行压力加大导致行业盈利下台阶；地产和地方城投平台风险大面积暴露引发资产质量大幅恶化等。

目 录

1. 上半年行情回顾：板块兼具绝对和相对收益	4
1.1 上半年银行板块领跑市场，国有行、城商行表现更优	4
1.2 板块内部呈现高股息和业绩超预期交替特征	5
2. 上半年国内经济修复偏弱，支持性政策有待续力	5
2.1 国内经济修复偏弱，有效需求不足是主要制约	5
2.2 货币政策对实体支持性立场不变，兼顾风险	7
2.3 财政政策持续逆周期调节，发力节奏有望加快	8
3. 行业基本面：行业景气度较弱，业绩预期内承压	9
3.1 规模：需求不足+政策引导，信贷增速放缓	10
3.2 净息差：继续承压、预计降幅收窄	11
3.3 资产质量：总体稳定、关注零售小微风险	15
4. 投资建议：长期看好板块配置价值，短期关注业绩弹性标的	15
4.1 利率中枢下行，长期看好高股息配置价值	15
4.2 板块内部估值溢价收敛，下半年建议关注业绩领先的中小银行	17
5. 风险提示	18
相关报告汇总	19

插图目录

图 1： 2024 年初以来银行板块绝对、相对收益亮眼	4
图 2： 截至 6 月末，国有行 PB (If) 估值抬升至各类行略领先水平	4
图 3： 上半年国有行、城商行表现更优	5
图 4： 上半年 PPI 同比降幅逐步收窄、CPI 低位走平	6
图 5： 上半年社零总体偏弱，6 月社零同比增速降至 2%	6
图 6： 上半年出口持续回升，6 月出口同比增速升至 8.6%	6
图 7： 制造业投资有韧性、基建投资平稳、地产投资继续磨底	6
图 8： 上半年 70 个大中城市房价指数尚未企稳	6
图 9： 上半年住宅新开工施工竣工低位震荡	6
图 10： 年初至今，7 天 OMO、1 年期 MLF 下调	7
图 11： 年初至今，1 年期/5 年期 LPR 分别下降 10bp/35bp	7
图 12： 上半年 MLF 净投放量合乎支持性货币政策立场	7
图 13： 离岸人民币/美元汇率	7
图 14： 央行喊话时点 VS 10 年期国债收益率	8
图 15： 地方政府专项债发行进度	9
图 16： 2024 年一季度上市银行贷款增速总体放缓	10
图 17： 今年以来各类银行信贷收支表-贷款增速逐月下降	10
图 18： 住户贷款同比增速及各细分项拉动	11
图 19： 公司贷款同比增速及各细分项拉动	11

图 20：新发放企业贷款、个人住房贷款加权平均利率及降幅 vs LPR 报价	12
图 21：国债、地方政府债、政金债发行利率持续下行	13
图 22：商业银行持债结构（截至 2024 年 5 月末）	13
图 23：六家国有大行存款到期结构	14
图 24：主要 16 家上市银行存款付息率走势	14
图 25：2024 年以来存款延续定期化趋势	14
图 26：2024 年以来存款增速持续放缓、存款分流明显	14
图 27：商业银行不良贷款率平稳下降	15
图 28：国有行当前平均股息率 5.1%，较 10Y 国债收益率溢价 290BP 左右	16
图 29：90 年代以来东证银行指数 ROE、PB 走势	16
图 30：东证银行指数及日本三大行 PB 走势	16
图 31：2024 年以来，股票型 ETF 基金快速扩容	17
图 32：银行板块在沪深 300 中权重最大	17
图 33：近几年上市银行 PB-ROE 曲线平坦化	17
图 34：估值最高银行标的较板块中枢溢价率持续走低	17
图 35：2024 年上半年部分优质银行估值有所修复，但较板块并没有显著溢价	18

表格目录

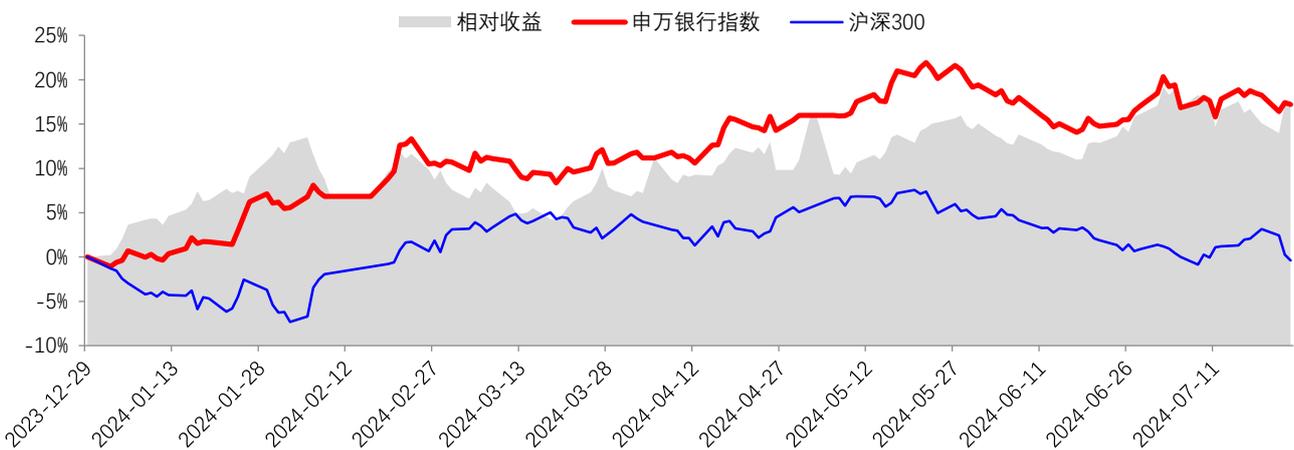
表 1：4 月以来央行及主管媒体《金融时报》多次提示长债利率风险，并逐步将借券卖出国债纳入政策工具箱	8
表 2：2023 年、1Q24 各类行盈利驱动分解	9
表 3：2023 年四季度以来，弱化增量、优化存量、防止资金空转成为政策主线	10
表 4：517 地产新政以来，北京、上海、深圳住房信贷政策调整情况	12
表 5：2022 年 9 月以来，主要银行存款挂牌利率下调情况	14

1. 上半年行情回顾：板块兼具绝对和相对收益

1.1 上半年银行板块领跑市场，国有行、城商行表现更优

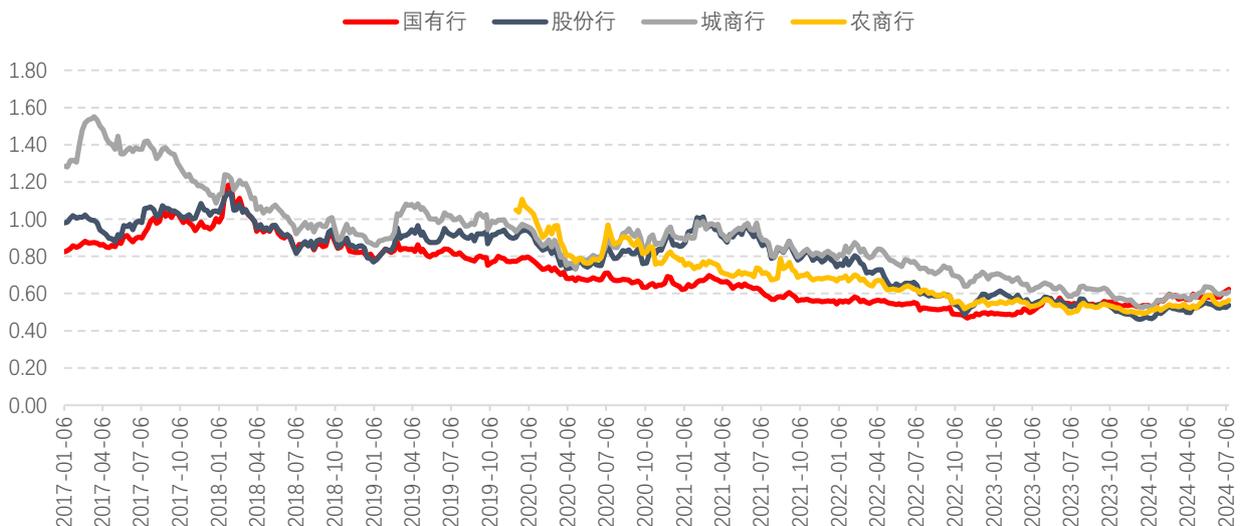
上半年银行板块绝对收益、相对收益亮眼，国有行、城商行表现更优。申万银行指数上半年累计上涨 17.0%，列 31 个一级行业首位；相对沪深 300 超额收益约 16.1pct。从细分板块看，国有行、城商行、农商行、股份行上半年累计涨幅分别为 20.5%、18.5%、14.7%、14.5%，国有行和区域性银行表现好于股份行。截至 6 月末，国有行 PB (lf) 估值抬升至各类行略领先水平。

图1：2024 年初以来银行板块绝对、相对收益亮眼



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：截至 6 月末，国有行 PB (lf) 估值抬升至各类行略领先水平



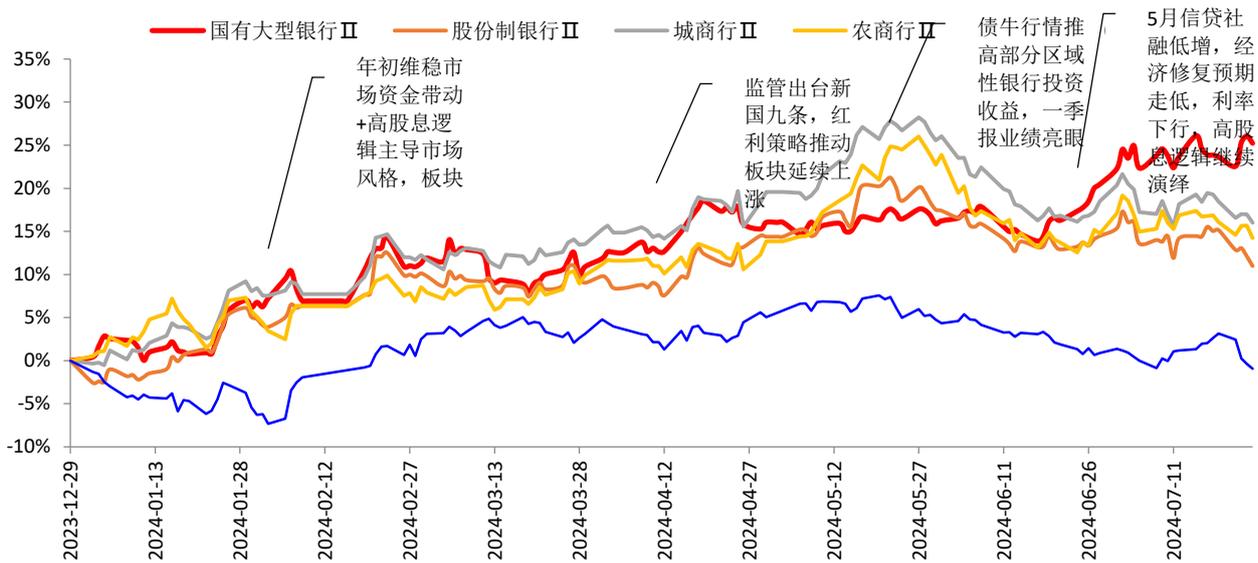
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.2 板块内部呈现高股息和业绩超预期交替特征

阶段性市场风格及板块内部轮动特征：

- (1) 2月初-4月：年初维稳市场资金带动+高股息逻辑主导市场风格，板块开启一轮上涨；
- (2) 4月中旬-4月末：监管出台新国九条，红利策略推动板块延续上涨，其中国有行表现较优；
- (3) 5月-5月底：债牛行情推高部分区域性银行投资收益，一季报业绩亮眼；
- (4) 6月中至今：5月信贷社融低增，经济修复预期走低，利率下行，高股息逻辑继续演绎。

图3：上半年国有行、城商行表现更优



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2. 上半年国内经济修复偏弱，支持性政策有待续力

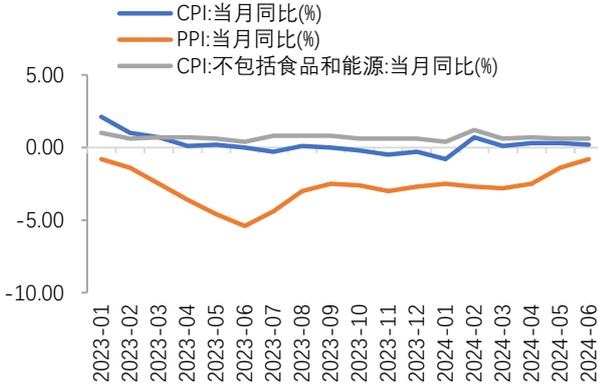
表观经济数据与融资数据指征当前国内宏观环境尚未企稳。居民经济预期偏悲观，消费意愿和融资需求不足等问题仍存在。在此背景下，逆周期调节政策进一步续力仍有必要。结合政策表态来看，未来一段时间，货币政策将延续对实体经济的支持性立场，并兼顾利率汇率风险；下半年财政发力节奏及海外降息进程有待持续观察。

2.1 国内经济修复偏弱，有效需求不足是主要制约

国内经济修复偏弱，有效需求不足是经济增长主要制约。上半年 GDP 同比增长 5%，其中二季度同比增长 4.7%，增速较一季度的 5.3% 有所放缓。消费意愿和融资需求不足持续制约经济修复。上半年 CPI、PPI 同比低位运行，剔除食品和能源的核心 CPI 同比持续低位。社零增长偏弱，6 月社零同比增速降至 2%；出口

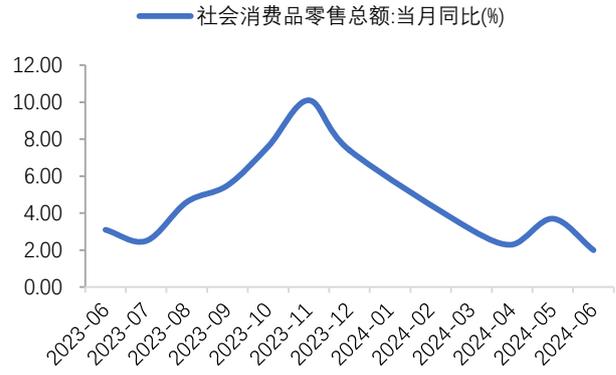
有一定韧性，6月出口同比增速回升至8.6%；而投资增速受地产投资磨底和基建投资发力偏慢的影响表现平淡。

图4：上半年PPI同比降幅逐步收窄，CPI低位走平



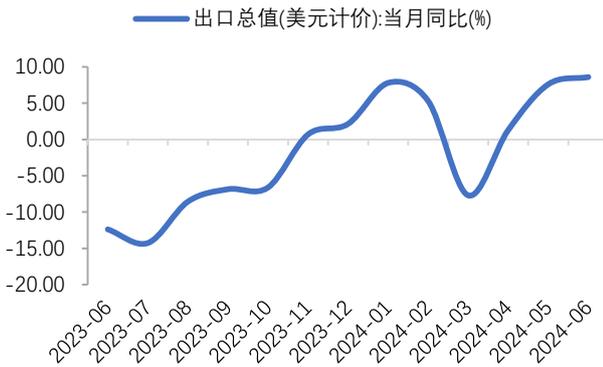
资料来源：iFinD、国家统计局，东兴证券研究所

图5：上半年社零总体偏弱，6月社零同比增速降至2%



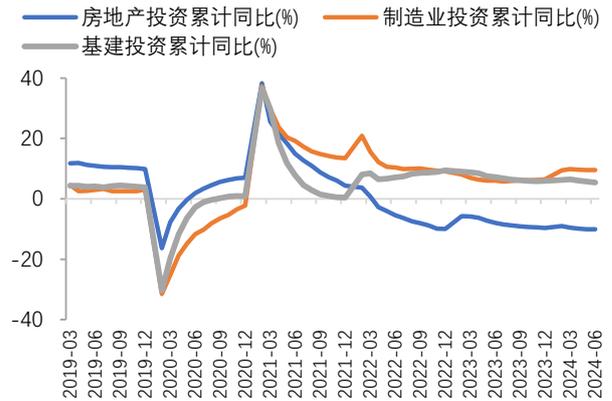
资料来源：iFinD、国家统计局，东兴证券研究所

图6：上半年出口持续回升，6月出口同比增速升至8.6%



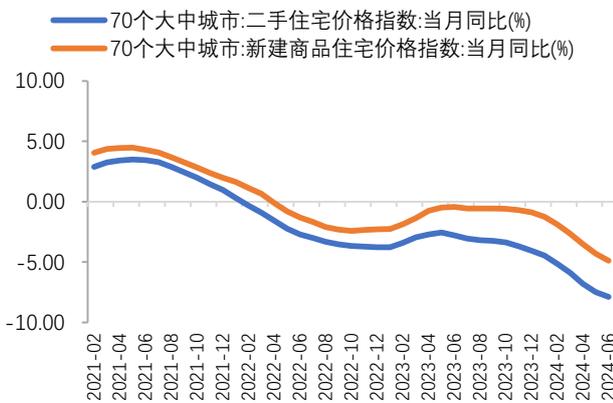
资料来源：iFinD、国家统计局，东兴证券研究所

图7：制造业投资有韧性、基建投资平稳、地产投资继续磨底



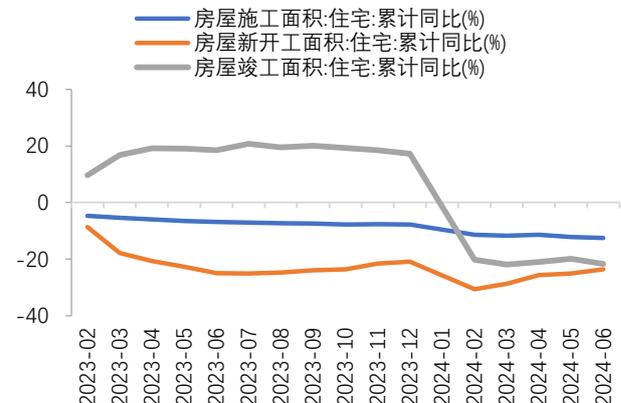
资料来源：iFinD、国家统计局，东兴证券研究所

图8：上半年70个大中城市房价指数尚未企稳



资料来源：iFinD、国家统计局，东兴证券研究所

图9：上半年住宅新开工施工竣工低位震荡

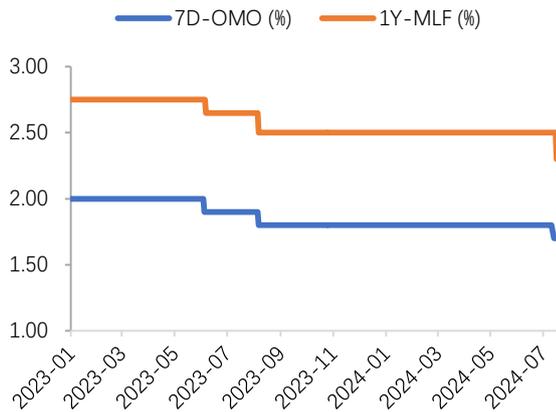


资料来源：iFinD、国家统计局，东兴证券研究所

2.2 货币政策对实体支持性立场不变，兼顾风险

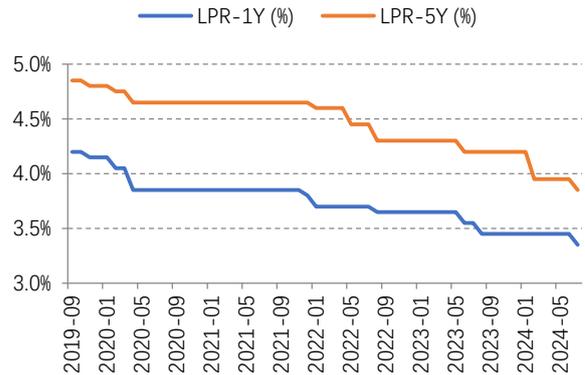
上半年，货币政策支持性立场不变，于2月5日降准0.5个百分点，释放资金超过1万亿元，并下调支农支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点；受OMO、MLF政策利率下调引导，年初至今1年期和5年期LPR分别下降10bp和35bp。此外，央行还通过结构性货币政策工具支持实体经济，如设立5000亿元科技创新和技术改造再贷款，放宽普惠小微贷款认定标准，扩大碳减排支持工具支持对象范围，做好金融“五篇大文章”等。

图10：年初至今，7天OMO、1年期MLF下调



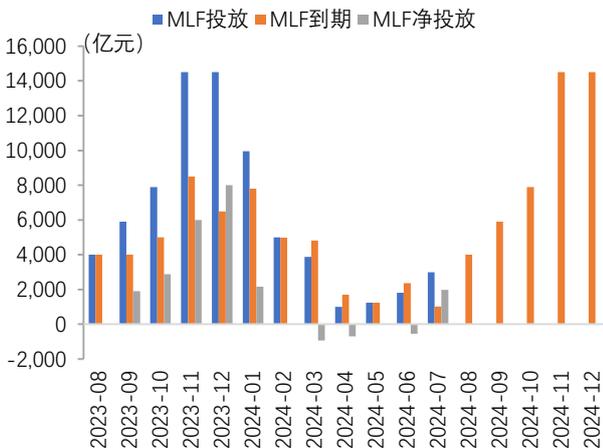
资料来源：iFinD、中国人民银行，东兴证券研究所

图11：年初至今，1年期/5年期LPR分别下降10bp/35bp



资料来源：iFinD、中国人民银行，东兴证券研究所

图12：上半年MLF净投放量合乎支持性货币政策立场



资料来源：iFinD、中国人民银行，东兴证券研究所

图13：离岸人民币/美元汇率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

央行多次喊话关注利率风险，在汇率市场出手保持人民币汇率合理均衡。4月以来人民银行多次提示长端利率风险，并逐步将借券卖出国债、以及临时正逆回购这些操作纳入货币政策工具箱，也显示了央行稳定长端利率，保持正常向上的收益率曲线的诉求。在汇率市场上，央行亦有出手保持人民币汇率合理均衡。

表1：4月以来央行及主管媒体《金融时报》多次提示长债利率风险，并逐步将借券卖出国债纳入政策工具箱

时间	主要内容
2024/4/3	央行一季度货币政策例会提及“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”。
2024/4/9	财联社消息，近日央行与三家政策性银行座谈，讨论长期利率债市场形势。我国宏观经济长期向好的基本面没有改变，当前经济正在稳步恢复，长久期资产的利率风险值得关注。
2024/4/23	央行有关部门负责人接受《金融时报》记者采访：长期国债收益率将运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内。
2024/5/10	货币政策执行报告专栏四《如何看待当前长期国债收益率》。提示“防范投资行为过于短期化可能带来的损失。”
2024/5/17	《金融时报》发文，市场人士分析表示，从近年市场正常运行情况看，2.5%至3%可能是长期国债收益率的合理区间。
2024/5/30	《金融时报》发文，中国经济潜在增速仍在5%左右；而目前10年期国债利率只有2.3%左右，若未来通胀接近十年平均约2%左右的水平测算，实际利率与潜在增速相比也明显偏低。2.5%-3%是10年期国债收益率的合理区间。
2024/6/14	《金融时报》发文，当前的债市和2022年第四季度调整之前有着不少相似之处，包括基本面、估值面、供需面、情绪面等多重因素。期待此时投资者更需关注债券类资产的价格波动风险，守护好“钱袋子”。
2024/6/19	潘功胜在陆家嘴论坛上发表主题演讲，提到“当前特别是要关注一些非银主体大量持有中长期债券的期限错配和利率风险”。
2024/7/1	据人民银行官网，为维护债券市场稳健运行，在对当前市场形势审慎观察、评估基础上，人民银行决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。
2024/7/8	人民银行将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作。
2024/7/12	《金融时报》发文，央行已与多家金融机构签订了协议，采用无固定期限、信用的方式借入国债，未来将会根据市场情况，增加借入规模，并择机卖出，以平衡市场供求。央行保持正常向上收益率曲线、校正债市风险的决心很大。
2024/7/13	《金融时报》发文，疯抢国债，也是对经济的“扰动”：从保汇率、稳预期的角度，业内人士解释，机构疯抢国债，等于预期以后利率越来越低，说不定像日本那样进入长期低利率时代，也是加大了资金流出压力。

资料来源：央行、《金融时报》，东兴证券研究所

图14：央行喊话时点 VS 10年期国债收益率



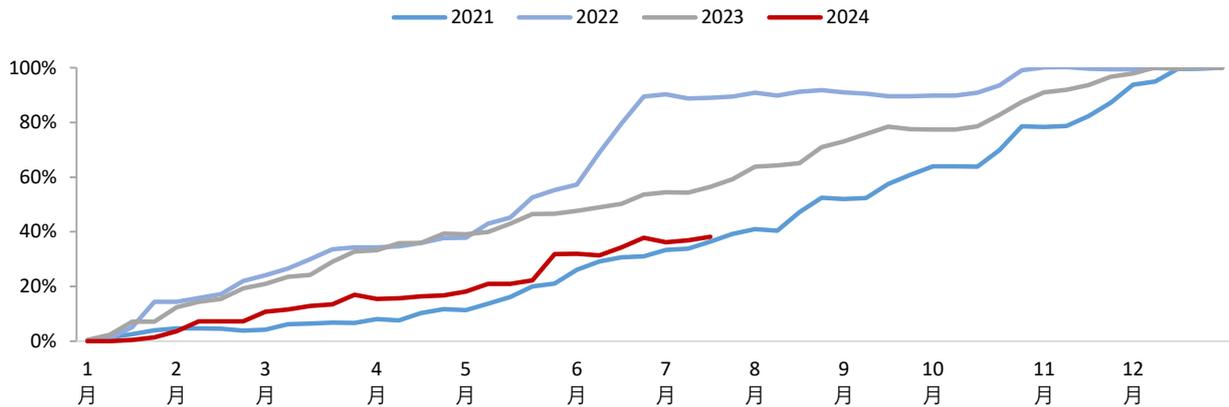
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2.3 财政政策持续逆周期调节，发力节奏有望加快

下半年财政发力节奏有望加快。上半年政府债券发行进度整体偏慢。1-6月新增地方政府专项债1.48万亿，发行进度仅有38%，下半年剩余额度2.4万亿。1-6月新增国债约1.3万亿，发行进度39%，下半年剩余额

度约2万亿；1万亿特别国债计划5-11月发行，5、6月已发行2500亿，下半年剩余额度7500亿。三中全会指出要“坚定不移实现全年经济社会发展目标”，稳增长诉求有所增强。预计下半年政府债发行进度将有所加快。考虑低基数，财政发力将对下半年基建投资带来一定支撑，实物工作量预计有所好转。

图15：地方政府专项债发行进度



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3. 行业基本面：行业景气度较弱，业绩预期内承压

在有效需求不足的背景下，行业规模扩张有所放缓；资产端利率下行和负债端定期化因素共同驱动息差收窄；量缩价减之下，银行业绩增速短期难言改善。预计上半年营收、净利润依然承压，延续小幅负增长。各类行来看，受益于规模高增和投资收益增厚，优质区域性银行维持业绩领跑态势。全年来看，银行基本面继续承压，预计规模增速8%左右，净息差同比继续收窄15-20BP左右，24年上市银行合计营收和归母净利润同比增速在零附近。区域行>国有行>股份行业绩延续分化态势，分化核心来自超额拨备厚度和新生不良带来的信用成本差异。

表2：2023年、1Q24 各类行盈利驱动分解

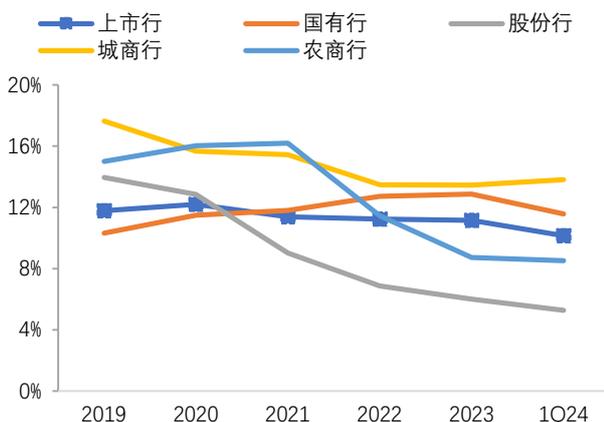
2023	上市银行	国有行	股份行	城商行	农商行
规模	11.62%	13.28%	7.11%	12.07%	8.66%
息差	-14.51%	-15.91%	-11.70%	-11.56%	-11.37%
非息	-0.64%	-1.72%	0.91%	2.02%	3.97%
成本	-2.10%	-2.63%	-1.13%	-1.43%	-2.09%
拨备	6.22%	8.23%	0.38%	8.21%	7.59%
税收	1.18%	1.37%	1.41%	-1.77%	3.27%
净利润增速	1.79%	2.63%	-3.02%	7.54%	10.04%
1Q24	上市银行	国有行	股份行	城商行	农商行
规模	10.03%	12.92%	1.71%	12.16%	6.61%
息差	-13.06%	-14.79%	-8.34%	-12.85%	-11.11%
非息	1.30%	-0.35%	3.40%	6.29%	9.24%
成本	-0.80%	-1.28%	-0.36%	0.49%	4.06%
拨备	-0.03%	-0.57%	1.37%	1.10%	-12.10%
税收	1.75%	1.88%	1.89%	-0.37%	4.88%
净利润增速	-0.81%	-2.19%	-0.34%	6.83%	1.58%

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3.1 规模：需求不足+政策引导，信贷增速放缓

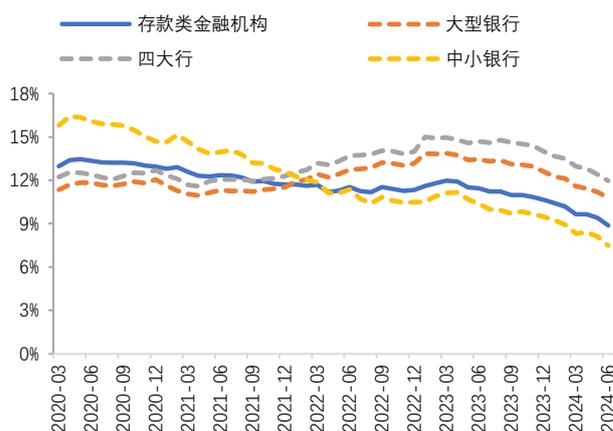
在实体有效需求不足、监管引导优化供给的双重压力下，今年以来银行贷款规模增速总体放缓、各类银行表现分化。1Q24 上市银行贷款平均增速为 10.1%，较 2023 年末增速放缓 1 个百分点。其中，城商行贷款增速领先（13.8%）、且环比有所上升，主要是宁波银行、苏州银行、杭州银行等优质区域银行贷款高增带动。国有行贷款保持双位数增长（11.6%），增速环比有所下降；农商行贷款增速稳定在 8.5%左右；股份行贷款增速则持续下降至 5.3%。从存款类金融机构各项贷款余额同比增速来看，4-6 月贷款增速持续下降（6 月末增速为 8.88%，较 2023 年末放缓 1.78 个百分点）。

图16：2024 年一季度上市银行贷款增速总体放缓



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图17：今年以来各类银行信贷收支表-贷款增速逐月下降



资料来源：iFinD、中国人民银行，东兴证券研究所

A、需求不足仍是制约规模增长的主要因素，叠加淡化增量、强调存量优化的政策导向，我们预计上市银行全年总资产规模增速或继续放缓至 8%左右。

■ **需求端：经济复苏弹性偏弱，有效需求不足问题仍突出。**

■ **供给端：监管引导弱化增量、优化存量、防止资金空转，信贷投放持续放缓。**

2023 年四季度以来，央行持续引导商业银行均衡信贷投放，盘活存量贷款、优化新增贷款投向，防止资金沉淀空转成为政策主线。今年政策层推出一系列规范市场措施，包括优化金融业增加值核算方法、治理和防范资金空转、整顿手工补息等，对总量数据产生了“挤水分”影响。4-6 月社融、信贷、以及 M1 等总量数据增速持续放缓。

表3：2023 年四季度以来，弱化增量、优化存量、防止资金空转成为政策主线

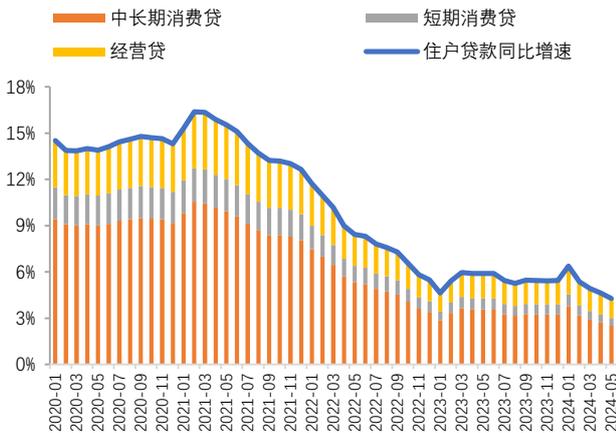
日期	会议/文件	表态
2023-11-27	2023Q3 货币政策执行报告	不仅增量信贷能支持实体经济，盘活低效存量贷款也有助于经济增长。总体上， 盘活存量贷款、优化新增贷款投向 对支撑经济增长同等重要。
2023-1-9	新华社采访 人民银行	总量方面，将综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现、准备金等基础货币投放工具，为社会融资规模和货币信贷合理增长提供有力支撑，同时， 防止资金淤积 ，引导金融机构加强流动性风险管理，维护货币市场平稳运行。

2024-3-5	政府工作报告	畅通货币政策传导机制， 避免资金沉淀空转 。
2024-3-21	央行新闻发布会	中央经济工作会议 强调要盘活存量、提升效能 ，中央金融工作会议强调要盘活被低效占用的金融资源。《政府工作报告》强调要避免资金沉淀空转。
2024-5-10	2024Q1 货币政策执行报告	畅通货币政策传导机制， 避免资金沉淀空转 。
2024-6-19	潘行长陆家嘴论坛主题演讲	今年以来人民银行会同国家统计局 优化季度金融业增加值核算方式 ，由之前主要基于存贷款增速的推算法改成了收入法， 弱化存贷款“冲时点”行为 。加强规范不合理的、容易消减货币政策传导的市场行为，包括 促进信贷均衡投放、治理和防范资金空转、整顿手工补息 等。有利于均衡信贷增长节奏，缓解资源配置扭曲，减少资金空转套利，防范化解金融风险。

资料来源：中国人民银行、东兴证券研究所

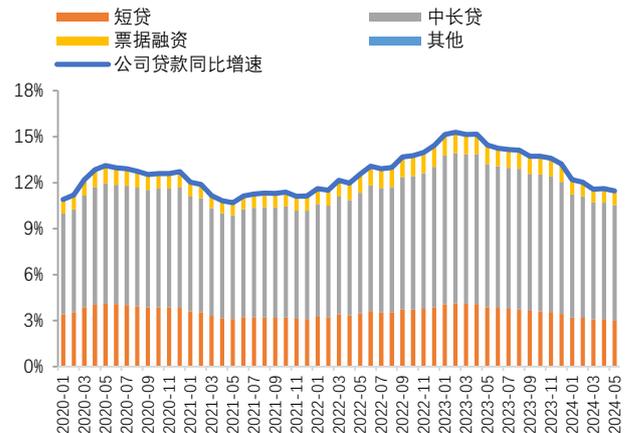
B、结构特征：① 预计对公投放持续优于零售。考虑居民收入和预期修复较慢，房地产市场未止跌，下半年零售信贷需求或持续疲弱，住房贷款可能收缩。对公端，我们认为，下半年随着特别国债和政府债发行落地，基建配套信贷需求有望提升，对公贷款新增或好于上半年。 **② 预计国有行、区域银行扩表情况好于行业平均。**在基建需求提升下，国有行和优质区域银行信贷需求或好于行业平均水平；此外，地方化债推进之下，国有行和区域行参与以贷化债，其信贷需求或边际提升。股份行传统优势客群地产、零售修复较慢，但近年来持续调结构，预计规模增速有望触底微升。

图18：住户贷款同比增速及各细分项拉动



资料来源：iFinD、中国人民银行、东兴证券研究所

图19：公司贷款同比增速及各细分项拉动



资料来源：iFinD、中国人民银行、东兴证券研究所

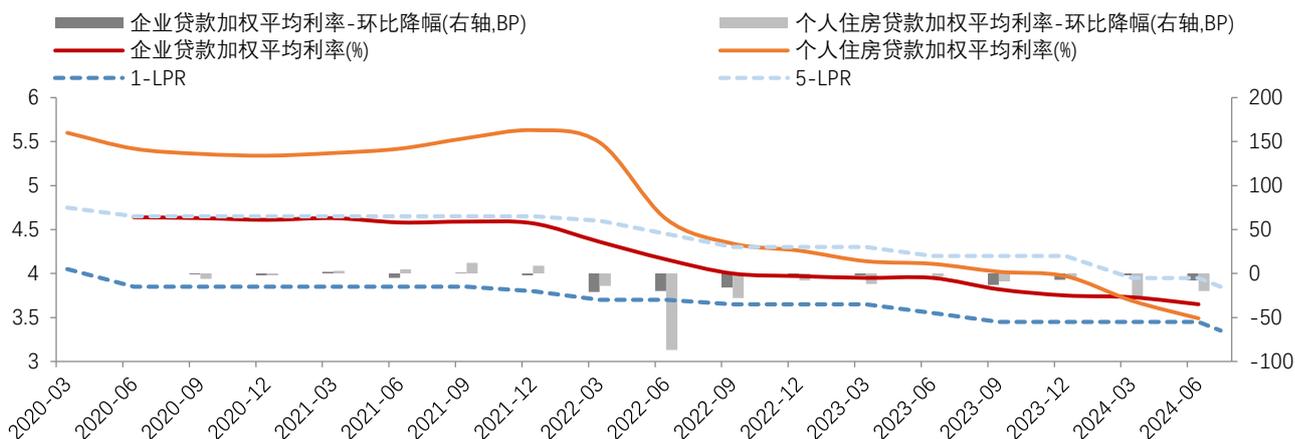
3.2 净息差：继续承压、预计降幅收窄

预计 24 年上市银行全年息差同比下降 15-20BP 左右。较 23 年 22BP 的降幅，预计会有所收窄。主要是考虑负债端成本的下降。

A、资产端：信贷需求较弱，贷款溢价难以提升；债券投资利率低位置换，资产收益率继续承压。

(1) 对公贷款：监管打击资金空转、弱化增量目标，有助于缓解信贷供需矛盾和对公贷款利率企稳。近几年对公贷款利率快速下降，2024年6月新发放企业贷款加权平均利率较2019年末下降1.39pct至3.73%。主要是政策利率、LPR持续下降（期间1年期、5年期LPR分别下降0.7pct、0.85pct）。此外，在实体有效需求不足、风险预期抬升、以及监管引导银行加大信贷支持力度的环境下，银行对优质企业客户贷款的定价内卷现象严重，存在低贷高存、资金空转的情况。往后看，我们认为，在监管打击资金空转、信贷挤水分、以及自身息差承压下，银行信贷冲规模意愿降低，超低价贷款将有所减少，有助于新发放对公贷款利率企稳。

图20：新发放企业贷款、个人住房贷款加权平均利率及降幅 vs LPR 报价



资料来源：iFinD、中国人民银行，东兴证券研究所

(2) 零售贷款：按揭贷款利率下行压力较大，居民消费需求仍偏弱、消费及经营贷定价持续承压。

517 地产新政以来房贷利率降幅或在 40BP 左右；当前政策处于落地观察期，预计进一步调降以及存量房贷利率调整政策出台概率较低。自 517 地产新政以来，北上深陆续下调房贷利率下限（降幅 35-80BP），其他城市均已取消房贷利率下限。6 月新发放个人住房贷款利率 3.49%，较 3 月下降 20BP。预计本轮政策放松带来的新发房贷利率降幅在 40BP 左右。近期政策效果逐步显现，地产销售数据边际改善，预计短期内进一步调降的概率较低。此外，考虑到银行息差压力，预计短期内不会出台存量房贷利率调整政策。

表4：517 地产新政以来，北京、上海、深圳住房信贷政策调整情况

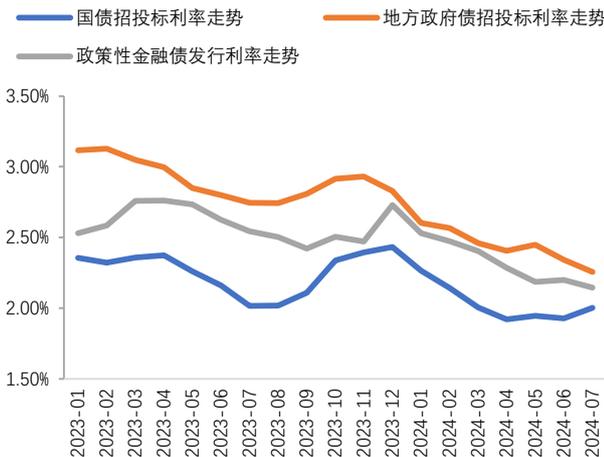
北京		原政策	现行政策（6.26公布）
首付比例	首套	30%	20%
	二套	城六区 50%、非城六区 40%	五环内 35%、五环外 30%
房贷利率	首套	城六区 LPR+10BP (4.05%) 非城六区 LPR (3.95%)	LPR-45BP (3.5%)
	二套	城六区 LPR+60BP (4.55%) 非城六区 LPR+55BP (4.5%)	五环内 LPR-5BP (3.9%) 五环外 LPR-25BP (3.7%)
上海		原政策	现行政策（5.27公布）
首付比例	首套	30%	20%
	二套	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、 宝山、金山 40%，其他 50%	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、 宝山、金山 30%，其他 35%
房贷利率	首套	LPR-10BP (3.85%)	LPR-45BP (3.5%)
	二套	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 LPR+20BP (4.15%)，其他 LPR+30BP (4.25%)	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 LPR- 25BP (3.7%)，其他 LPR-5BP (3.9%)
深圳		原政策	现行政策（5.28公布）
首付比例	首套	30%	20%
	二套	40%	30%
房贷利率	首套	LPR-10BP (3.85%)	LPR-45BP (3.5%)
	二套	LPR+30BP (4.25%)	LPR-5BP (3.9%)

资料来源：各地政府官网，东兴证券研究所

需求疲弱，消费贷、经营贷利率持续下行。6月末，存款类金融机构短期消费贷、经营贷同比分别 -3.37%、+12.19%，增速较 2023 年末下滑 5.65、5 个百分点。规模增速放缓的同时利率亦持续下行，到年中主流银行消费贷、经营贷利率已跌破 3%。以招商银行闪电贷为例，在 6 月年中特惠期间、闪电贷新户利率最低可至 2.9%，较年初下降 10BP、较去年同期下降 50BP。

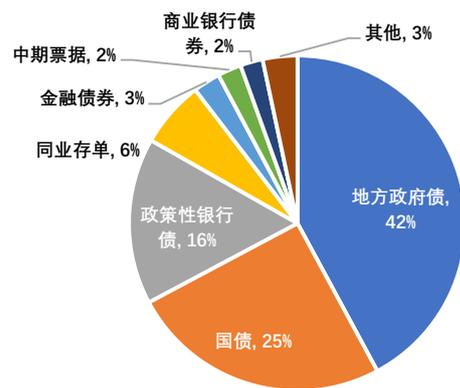
综合来看，我们认为在信贷挤水分的基础上，对公贷款新发放利率有望逐步企稳；零售贷款新发放利率仍有较大下行压力。此外，债券投资利率在低位置换，也对资产收益率形成向下压力。

图21：国债、地方政府债、政金债发行利率持续下行



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图22：商业银行持债结构（截至 2024 年 5 月末）



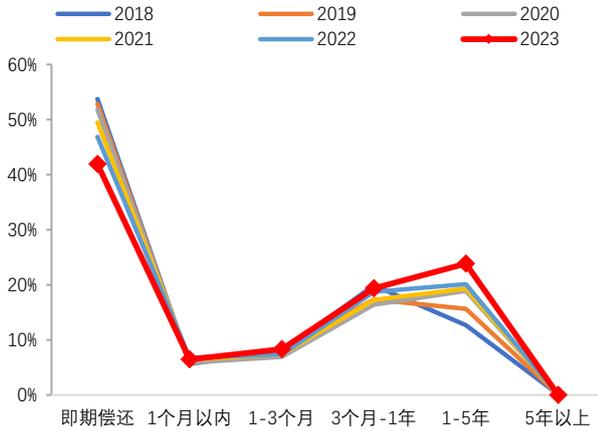
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

B、负债端：存款挂牌利率下调、存款利率自律机制整顿不合规乱象对降低银行存款成本效果显现，但可能部分被存款定期化和存款分流冲抵。负债成本改善进程有待持续观察。

近年来尽管银行存款挂牌利率经历了多轮下调（2022 年 9 月以来 3 年期定存挂牌利率已累计下降 100BP 至 1.75%），但由于存款定期化、长期化趋势明显，且存款降息效果需等待到期续作才能兑现，因此银行实际存款付息率降幅较小，部分银行存款成本反而抬升。

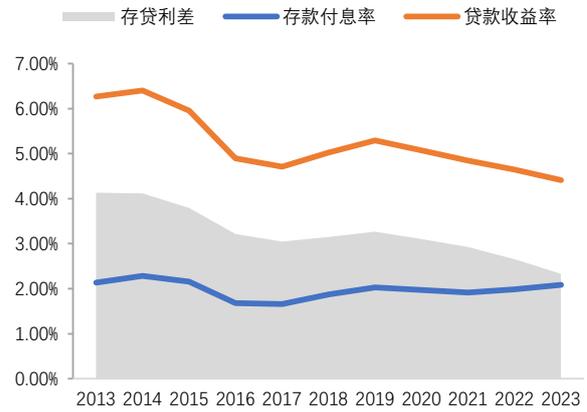
展望全年，我们认为 ①从价的层面看：一方面，预计随着存款逐步重定价，前期挂牌利率下调效果将加速体现；另一方面，整顿手工补息亦有助于存款成本下降。②从结构层面看：随着存款利率持续下行，存款分流向理财、债基的现象明显，金融脱媒导致负债端存款占比降低。同时，存款定期化趋势短期内难言反转。负债结构的变化可能抵消部分存款利率下降的利好。负债成本改善进程有待持续观察。

图23：六家国有大行存款到期结构



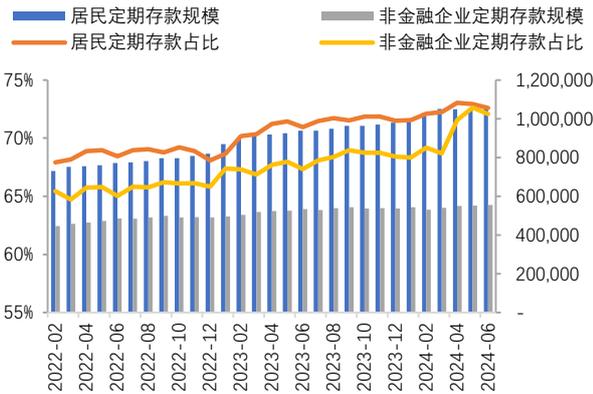
资料来源：iFinD、公司财报，东兴证券研究所

图24：主要 16 家上市银行存款付息率走势



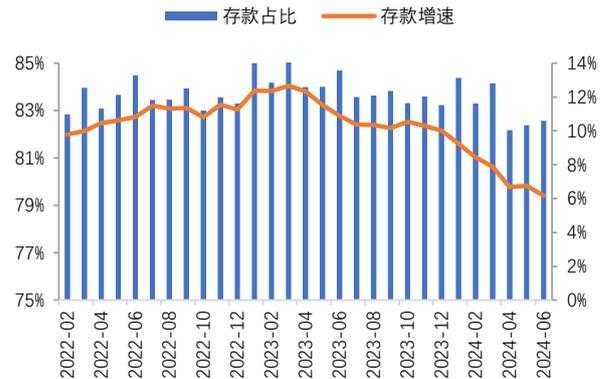
资料来源：iFinD、公司财报，东兴证券研究所

图25：2024 年以来存款延续定期化趋势



资料来源：iFinD、中国人民银行，东兴证券研究所

图26：2024 年以来存款增速持续放缓、存款分流明显



资料来源：iFinD、中国人民银行，东兴证券研究所

表5：2022 年 9 月以来，主要银行存款挂牌利率下调情况

	活期	定期										通知存款		协定存款
		整存整取					零存整取、整存零取、存本取息							
		3M	6M	1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1D	7D		
2022.09之前(%)	0.30	1.35	1.55	1.75	2.25	2.75	2.75	1.35	1.55	1.55	0.55	1.10	1.00	
2022.09(%)	0.25	1.25	1.45	1.65	2.15	2.60	2.65	1.25	1.45	1.45	0.45	1.00	1.00	
变动(BP)	-5	-10	-10	-10	-10	-15	-10	-10	-10	-10	-10	-10		
2023.06(%)	0.20	1.25	1.45	1.65	2.05	2.45	2.50	1.25	1.45	1.45	0.45	1.00	0.90	
变动(BP)	-5				-10	-15	-15						-10	
2023.09(%)	0.20	1.25	1.45	1.55	1.85	2.20	2.25	1.25	1.45	1.45	0.45	1.00	0.90	
变动(BP)				-10	-20	-25	-25							
2023.12(%)	0.20	1.15	1.35	1.45	1.65	1.95	2.20	1.15	1.35	1.35	0.25	0.80	0.70	
变动(BP)		-10	-10	-10	-20	-25	-5	-10	-10	-10	-20	-20	-20	
2024.7(%)	0.15	1.05	1.25	1.35	1.45	1.75	1.80	1.05	1.25	1.35	0.25	0.80	0.70	
变动(BP)	-5	-10	-10	-10	-20	-20	-40	-10	-10					
2022.09以来降幅(BP)	-15	-30	-30	-40	-80	-100	-95	-30	-30	-20	-30	-30	-30	

资料来源：银行官网，东兴证券研究所

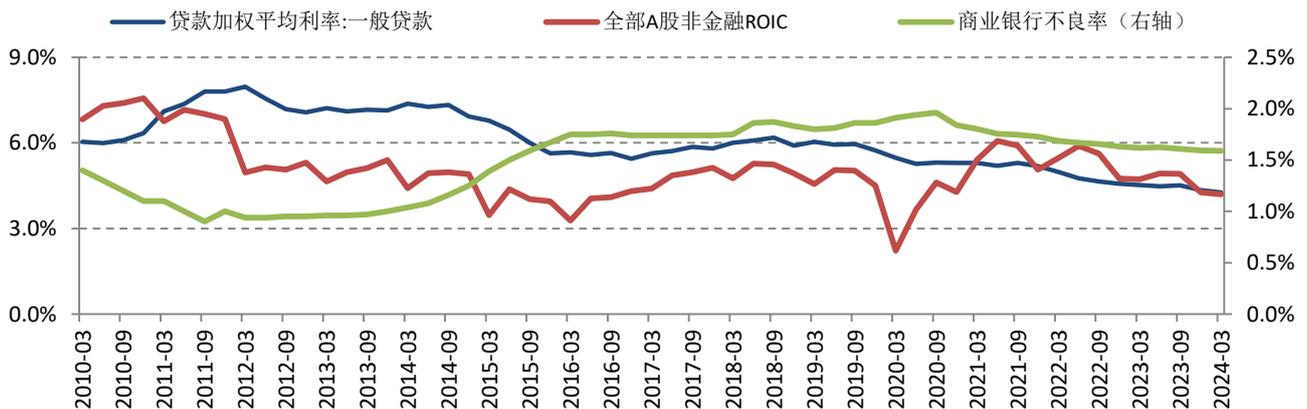
3.3 资产质量：总体稳定、关注零售小微风险

银行资产质量是宏观经济滞后变量。目前经济总体处在下行阶段，非金融企业 ROIC 持续下行，但银行报表层面整体没有表现出不良压力。商业银行不良贷款率持续走低，主要是近年来保持了较大核销处置力度+贷款高增速，账面不良平稳。

从细分行业来看，(1) 零售贷款：23 年下半年开始，消费贷、经营贷不良开始有所上升。(2) 对公贷款：投放较快，账面不良平稳。近两年主要风险来自房地产行业，21 年以来，体量较大、影响较大的房企风险暴露已相对充分，不良暴露高峰已过；后续需要更长的时间消化，可能会有阶段性的波动，但对于全盘的影响逐步钝化。城投基建类贷款不良率处于稳健状态，且化债背景下以时间换空间，资产质量预期边际改善。

预计资产质量总体稳定，关注零售小微风险。在防风险工作逐步贯彻落实之下，此前以房地产、基建投资为主的经济增长带来的风险隐忧有望稳妥化解。短期内不良暴露的压力预计主要来自零售、小微，需保持高度关注。

图27：商业银行不良贷款率平稳下降



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

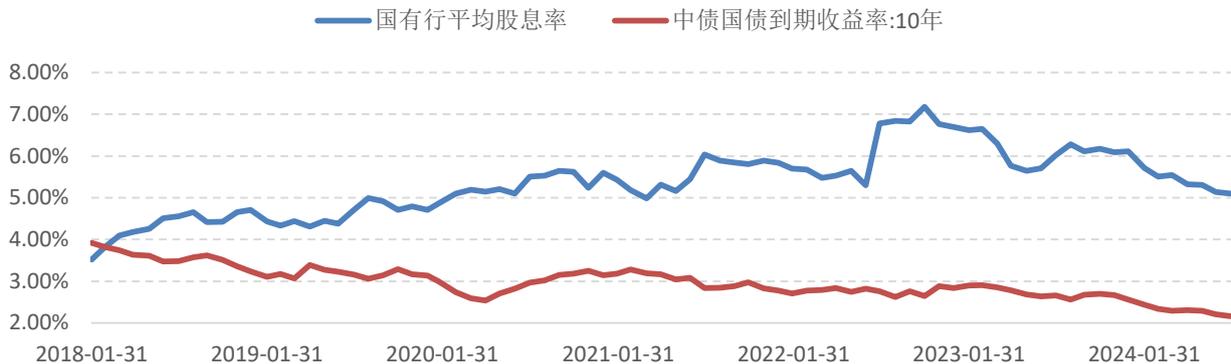
4. 投资建议：长期看好板块配置价值，短期关注业绩弹性标的

4.1 利率中枢下行，长期看好高股息配置价值

利率中枢下行，高股息红利资产配置价值突出。在经济基本面向下、利率下行背景下，资产荒压力预计仍将持续。银行虽然经营景气度偏弱，但估值低、股息率高，具有类固收的特征。目前，板块平均股息率有 4.9%，较 10 年期国债收益率有 270BP 溢价；国有大行平均股息率 5.1%，溢价 290BP，股息吸引力较强。

分红稳定性强，高股息具有可持续性。虽然银行净息差、ROE 继续下行的行业趋势确定，但未来资产规模增速亦趋势下行，资本消耗减少，分红比例有保障。假设未来三年国有大行净利润保持零增速，ROE 下行，分红比例保持 30% 不变，资本依然能够满足监管要求。

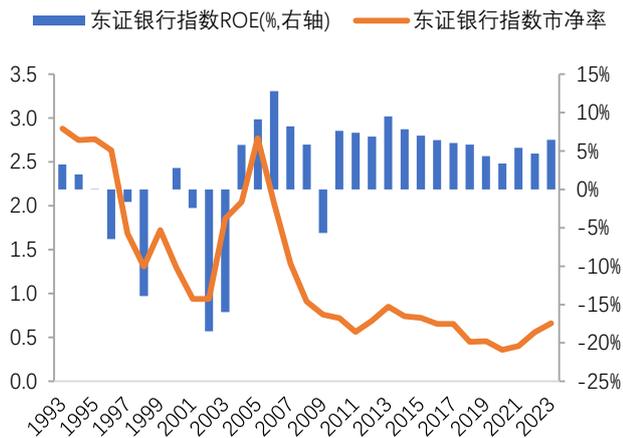
图28：国有行当前平均股息率 5.1%，较 10Y 国债收益率溢价 290BP 左右



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

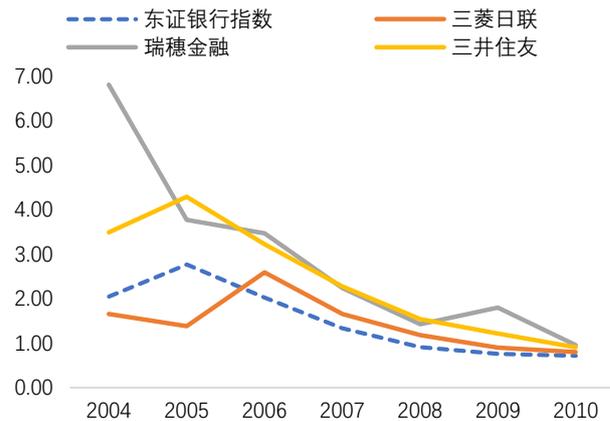
长期来看，国有大行投资逻辑或可参考日本利率下行阶段大型银行表现。在进入需求收缩、息差下行、盈利空间不断收窄环境之后，日本大型银行 PB 估值整体高于板块中枢，主要得益于多元的业务布局，通过投资收益、财富管理业务实现非息增厚，支撑估值。

图29：90年代以来东证银行指数 ROE、PB 走势



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

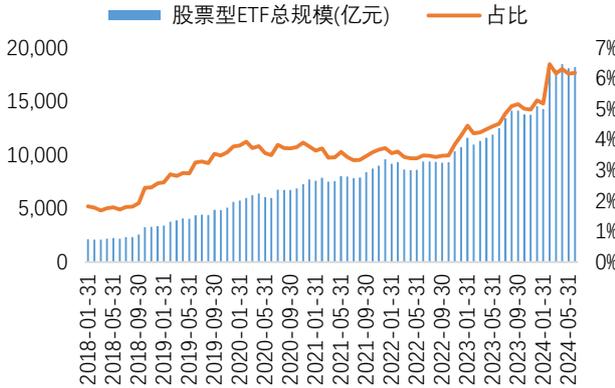
图30：东证银行指数及日本三大行 PB 走势



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

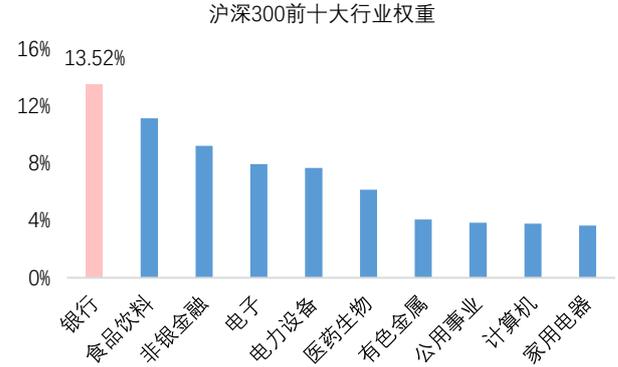
在被动基金扩容、引导中长期资金入市的背景下，资金面有较强支撑。新国九条提出“建立交易型开放式指数基金（ETF）快速审批通道，推动指数化投资发展”，“优化保险资金权益投资政策环境，鼓励开展长期权益投资”。年初以来，以 ETF 基金为代表的被动指数基金快速扩容。截至 6 月 18 日，股票型 ETF 基金已新增 3645 亿，占去年全年增量的 95%。其中，跟踪沪深 300 的 ETF 基金规模占比及今年增幅远超跟踪其他指数的基金。沪深 300 指数中银行板块权重最大，充分受益于增量资金流入。此外，长期来看险资加大权益资产配置具有确定性，会计准则切换有望提升其高股息资产配置需求，资金面或持续加码。在短期绝对收益考核下，可能存在阶段性止盈压力。

图31：2024年以来，股票型ETF基金快速扩容



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图32：银行板块在沪深300中权重最大(数据截至2024/6/18)

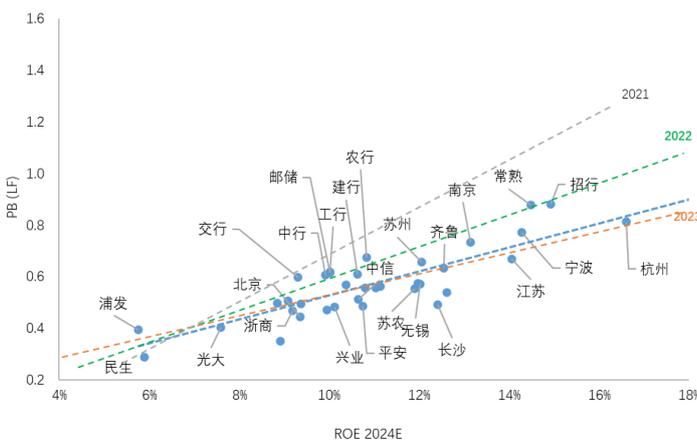


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4.2 板块内部估值溢价收敛，下半年建议关注业绩领先的中小银行

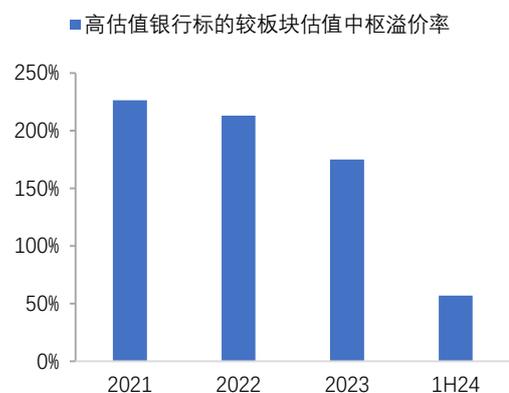
板块估值溢价有所收敛，下半年建议关注业绩确定性银行估值修复机会。近几年上市银行板块内估值收敛较多，反映了市场对行业基本面的悲观预期。PB-ROE 曲线逐渐平坦化，估值最高银行标的较板块估值中枢溢价率已由2021年高点的226%下降至1H24的57%。2024年以来，部分优质银行估值有所修复，但较板块并没有显著溢价。考虑当前银行板块内业绩分化，以及资金层面来看，以险资为代表的绝对收益考核资金存在止盈诉求，我们建议关注业绩确定性领先的部分城农商行。

图33：近几年上市银行PB-ROE曲线平坦化



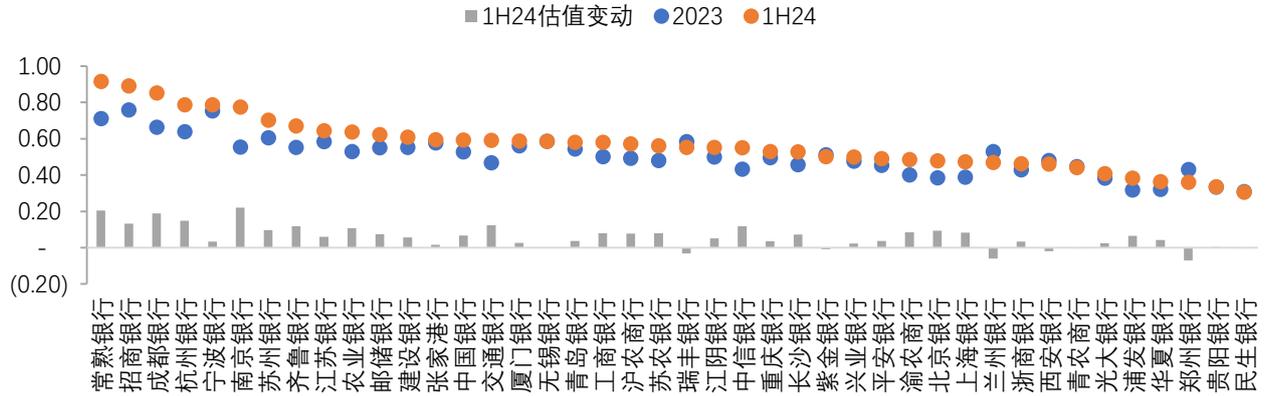
资料来源：iFinD，蓝色虚线为2024/7/28曲线斜率，橙色、绿色、灰色为2023、2022、2021年曲线斜率，东兴证券研究所

图34：估值最高银行标的较板块中枢溢价率持续走低



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图35：2024年上半年部分优质银行估值有所修复，但较板块并没有显著溢价



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

5. 风险提示

政策转向或力度不及预期，经济下行压力加大导致行业盈利下台阶；地产和地方城投平台风险大面积暴露引发资产质量大幅恶化等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	银行行业：稳增长、保息差目标下，存贷款同步降息	2024-07-26
行业普通报告	银行行业：基金持仓占比环比继续提升，大小两端银行表现更优—24Q2 基金持仓分析	2024-07-24
行业普通报告	银行业跟踪：深化体制改革、防风险，推动金融高质量发展	2024-07-22
行业普通报告	银行行业：三中全会明确进一步全面深化改革，继续看好板块配置价值—中国共产党第二十届三中全会公报点评	2024-07-18
行业普通报告	银行业跟踪：社融信贷增速符合预期，货币政策框架改革加速推进	2024-07-15
行业普通报告	银行行业：社融新增符合预期，信贷弱需求和存款定期化延续—6月社融金融数据点评	2024-07-15
行业普通报告	银行业跟踪：长端利率或有波动，继续看好银行股配置价值	2024-07-08
行业普通报告	银行业跟踪：需求不足问题仍然突出，关注政策落地进展	2024-07-01
行业普通报告	银行业跟踪：央行表态坚持支持性货币政策立场，关注政策框架的演进	2024-06-24
行业普通报告	银行行业：信贷需求仍较弱，政府债发力社融增速回升—5月社融金融数据点评	2024-06-17
公司普通报告	邮储银行（601658.SH）：营收保持正增长，息差降幅小于同业—2024 年一季报点评	2024-05-08
公司普通报告	宁波银行（002142.SZ）：存贷款增长较快，净息差环比微升—2024 年一季报点评	2024-05-06
公司普通报告	常熟银行（601128.SH）：息差韧性较强，盈利保持行业领先—2024 年一季报点评	2024-04-30
公司普通报告	杭州银行（600926.SH）：1Q24 盈利延续高增，高成长属性凸出—2023 年年报、2024 年一季报点评	2024-04-23
公司普通报告	平安银行（000001.SZ）：其他非息表现亮眼，拨备反哺利润正增—2024 年一季报点评	2024-04-22
公司普通报告	宁波银行（002142.SZ）：规模高增，盈利平稳—2023 年年报点评	2024-04-12
公司普通报告	邮储银行（601658.SH）：营收增速环比上升，资产质量总体稳定—2023 年年报点评	2024-04-02
公司普通报告	招商银行（600036.SH）：分红比例进一步提升，资产质量较平稳—2023 年年报点评	2024-03-28
公司普通报告	常熟银行（601128.SH）：息差有韧性，预计营收与盈利行业领先—2023 年年报点评	2024-03-25
公司普通报告	平安银行（000001.SZ）：分红比例超预期，主动降低信用风险偏好—2023 年年报点评	2024-03-18
公司普通报告	杭州银行（600926）：盈利高增、行业领跑，资产质量优异-20231031	2023-11-01
公司普通报告	招商银行（600036）：净利润增速平稳，资产质量稳健 20230828	2023-08-29

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层	福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526