

## 银行

2024年10月10日

## 再论净息差的资本平衡点

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

朱晓云（分析师）

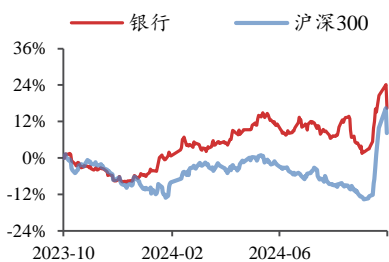
liuchengxiang@kysec.cn

zhuxiaoyun@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790524070010

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《测算：一揽子金融政策对银行净息差的影响——行业点评报告》

-2024.9.25

《大行票据高增，存款脱媒延续——行业点评报告》-2024.9.18

《社融增速回落，增量政策可期——行业点评报告》-2024.9.17

国务院新闻办公室9月24日举行新闻发布会，介绍金融支持经济高质量发展有关情况。国家金融监督管理总局局长李云泽在会上表示，将对6家大型商业银行增加核心一级资本，按照统筹推进，分期分批有序实施，持续督促大型商业银行提升精细化管理水平，强化资本约束下的高质量发展能力。

#### ● 背景：银行盈利放缓、核心一级资本补充有限、大行的G-SIBs附加要求等

(1) 2024H1受实体需求偏弱、净息差收窄、零售风险反弹等影响，上市银行盈利增速出现下滑，2024H1国有行归母净利润同比下降1.0%；

(2) 核心一级资本补充渠道有限。主要有分红比例刚性（大行30%）、股权融资渠道受阻（PB<1）、发行可转债并转股难度大等原因；

(3) 未来系统重要性银行排名提升，可能使大行面临更高资本附加要求。目前考虑资本附加要求后，交行、邮储的核心一级资本缓冲空间均不到200BP。

(4) 抵御风险角度，前瞻性资本补充也有必要。此外，股权投资支持政策的落地也需要资本资源支持。

#### ● 理论：资本平衡视角，净息差存在边界值

据我们测算，基于一定假设，当风险加权资产增速为7%时，ROE与净息差对应的资本平衡点分别为10.5%与1.57%，当前大行净息差水平较难满足其RWA可持续扩张需要。若外部有资本补充（为银行注资）、扩张速度下降（2024年的现状）、监管要求放松（资本新规）、分红比例下降等，会使得相应资本平衡带来的息差要求降低。

#### ● 影响：本次大行资本补充方案，将使其支持实体能力增强

假设六大行每家银行注资1000亿元，静态可提升核心一级资本充足率0.4-1.16pct，同时也可放宽净息差的资本平衡线5-14BP。

#### ● 思考：资本管理将重构我国商业银行的价值重估之路

(1) 银行经营由重变轻，依赖于土地信用的高扩张转向轻型化、综合化，RWA增速有望更好匹配。(2) 资本监管改革效能释放，资本资源的分配或将更加合理。

(3) 资本工具发行更市场化，低利率环境有望促进常态发行。详见报告《资本管理视角理解我国银行特色估值》。在此基础上，我们认为本次即将落地的资本补充政策支持，一方面代表监管鼓励银行持续加大支持实体力度的政策导向，另一方面也给银行提供了轻资本转型的重要机遇，如何提升资本使用效率、盘活低效资本占用更为关键。

**投资建议：关注大行价值重估及轻型化银行优势。**国有大行资本补充落地后将进一步优化资本结构，提高信贷投放及风险抵御能力，关注其因此带来的价值重估机会，受益标的如农业银行、建设银行等；此外，资本管理精细化、轻资本转型领先的上市银行将占有转型先发优势，受益标的如招商银行、宁波银行等。

#### ● 风险提示：宏观经济增速不及预期；政策落地不及预期。

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1、大型银行资本补充的政策出台，有其客观必要性.....               | 3  |
| 1.1、2024H1 上市银行盈利增长普遍承压，六大行净利润同比-1.0%..... | 3  |
| 1.2、核心一级资本补充渠道有限.....                      | 4  |
| 1.3、未来系统重要性银行排名提升，可能使大行面临更高资本附加要求.....     | 5  |
| 1.4、前瞻性抵御风险和支持股权投资政策等方面.....               | 7  |
| 2、大行补充资本，或使其净息差收窄的容忍度提高.....               | 7  |
| 2.1、从资本平衡角度，净息差存在理论底线.....                 | 7  |
| 2.2、当前大行净息差水平较难满足其 RWA 可持续扩张需要.....        | 9  |
| 2.3、本次大行资本补充方案，将使其支持实体能力增强.....            | 9  |
| 3、资本管理视角：我国银行估值提升角度的再思考.....               | 10 |
| 4、投资建议：关注大行价值重估及轻型化银行优势.....               | 10 |
| 5、风险提示.....                                | 10 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：2024H1 上市银行营收增长普遍放缓.....                        | 3  |
| 图 2：六大国有行归母净利润同比-1.0%.....                          | 3  |
| 图 3：2024H1 上市银行总资产增速延续放缓.....                       | 3  |
| 图 4：2024H1 上市银行零售贷款增长乏力.....                        | 3  |
| 图 5：测算上市银行单季度净息差 Q2 环比 Q1 略下降.....                  | 4  |
| 图 6：资本充足率监管框架下，维持 RWA 增速需维持一定的 ROE 水平.....          | 7  |
| 表 1：国有行分红比例约为 30%（2024 年中期利润分配方案）.....              | 4  |
| 表 2：我国大行在全球系统重要性银行排名有所提高.....                       | 5  |
| 表 3：考虑资本附加要求后，部分上市银行核心一级资本缓冲空间有限，交行、邮储不到 200BP..... | 6  |
| 表 4：不同 RWA 增速情景下的 ROE 与净息差理论平衡点.....                | 8  |
| 表 5：若银行 RWA 增速维持 2023 年水平，六大行 ROE、净息差的资本平衡点情况.....  | 9  |
| 表 6：对六大行注资将提升核心一级资本并提供净息差下移空间.....                  | 9  |
| 表 7：受益标的一览.....                                     | 10 |

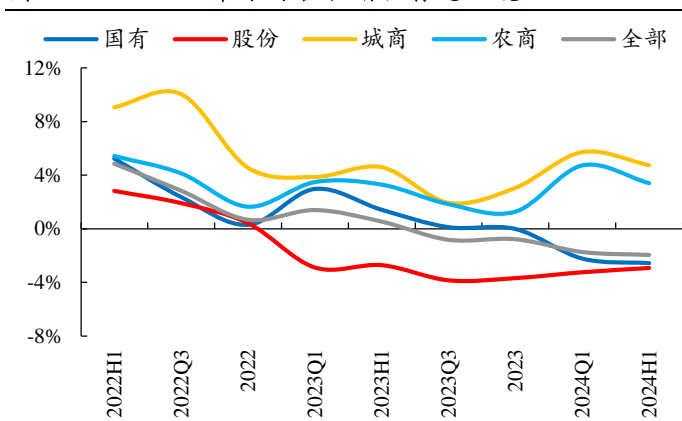
## 1、大型银行资本补充的政策出台，有其客观必要性

国务院新闻办公室9月24日举行新闻发布会，介绍金融支持经济高质量发展有关情况。国家金融监督管理总局局长李云泽在会上表示，大型商业银行是我国金融体系服务实体经济的主力军，其主要监管指标处于健康区间，近年来主要依靠自身利润留存的方式来增加资本，但随着银行让利力度不断加大，利润增速放缓，将对六家大型商业银行增强核心一级资本，按照统筹推进，分期分批有序实施，持续督促大型商业银行提升精细化管理水平，强化资本约束下的高质量发展能力。

### 1.1、2024H1 上市银行盈利增长普遍承压，六大行净利润同比-1.0%

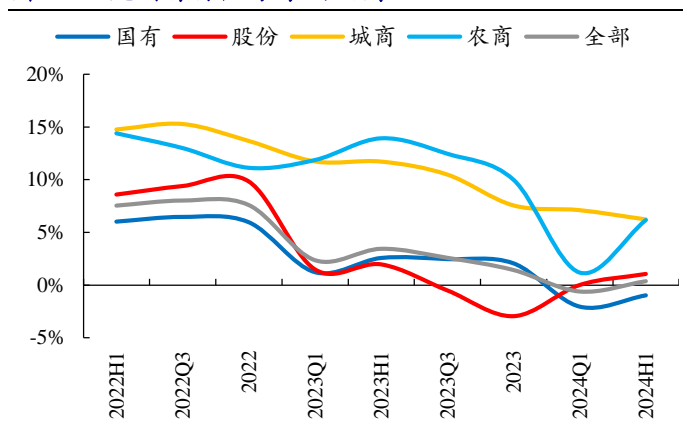
扩表放缓、净息差持续收窄、零售风险反弹，三重压力影响银行盈利表现。2024H1 上市银行营收同比下降 1.95%，降幅较 Q1 进一步扩大 0.22pct，其中国有行上半年营收同比下降 2.56%。盈利能力上，2024H1 国有行归母净利润同比下降 1.0%。

图1：2024H1 上市银行营收增长普遍放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

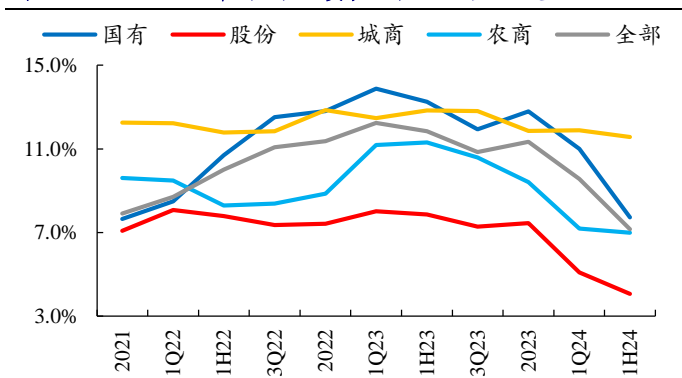
图2：六大国有行归母净利润同比-1.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

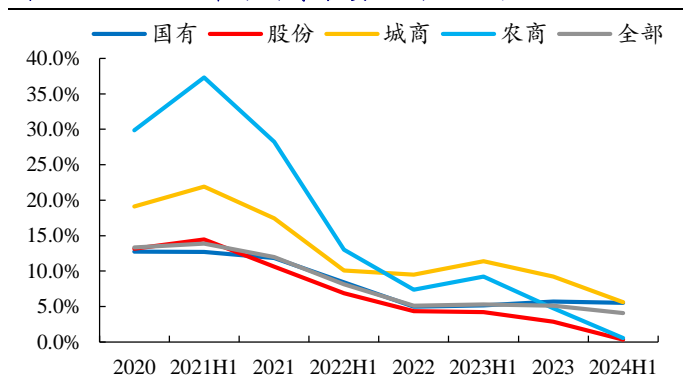
(1) 扩表放缓。2024H1 实体有效需求尚未显著恢复，受此影响大部分上市银行规模扩张放缓，与此同时，2024Q2 打击手工补息等严监管政策也挤出了部分此前虚增的信贷“水分”。分客群来看，零售客户提前还贷现象加重，也影响到银行的信贷有效增长。根据央行《中国区域金融运行报告（2024）》披露，2023年9-12月房贷月均提前还款额3870亿元，按此推测年化提前偿还额约为4.64万亿元，占目前房贷存量余额的12.3%，我们认为2024年以来新发生及存量房贷利率的价差较2023Q4有所扩大，实际提前偿还比例或高于该水平。

图3：2024H1 上市银行总资产增速延续放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

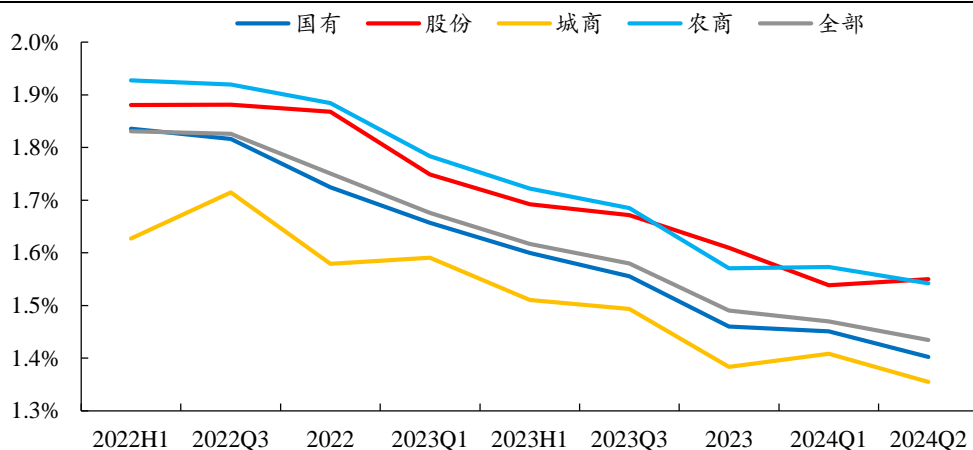
图4：2024H1 上市银行零售贷款增长乏力



数据来源：Wind、开源证券研究所

**(2) 净息差持续收窄。**简单理解，净息差是商业银行作为资金中介面向客户的定价能力。根据国家金融监督管理总局披露，2024H1 商业银行净息差 1.54%，同比下降 0.19pct。我们测算上市银行单季度息差，2024Q2 较 Q1 仍然有小幅收窄态势，即在实体需求偏弱与负债成本相对刚性的制约下，银行面向客户的有效定价能力仍然偏弱。

**图5：测算上市银行单季度净息差 Q2 环比 Q1 略下降**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**(3) 零售风险反弹，一定程度上也侵蚀了银行拨备反哺利润的空间。**2024H1 上市银行不良率为 1.25%，总体保持稳定。但零售风险普遍有所反弹，六大国有行零售贷款不良率较 2023 年均有所提高，这一定程度上也影响了其盈利能力。

除行业面临的共性问题外，大型银行近几年还承担着让利实体的重任。我们测算，在 9 月 24 日出台的多项金融支持政策中，存量房贷降息 50Bp，在不考虑负债端对冲情况下，将拖累上市银行 2025 年净息差约 5.4BP，其中国有行息差下滑幅度更明显或达 6BP。因此我们认为，盈利增长放缓带来的当前和预期压力，客观上使得银行的内生资本能力下降，需要一定的政策支持。

## 1.2、核心一级资本补充渠道有限

根据我们在报告《资本管理视角理解我国银行特色估值》中的探讨，我国商业银行核心一级资本补充困难，有分红比例刚性（国有行 30% 左右）、股权融资渠道受阻（PB<1）、发行可转债并转股难度大等原因。因此，目前我们银行的核心一级资本补充，基本以内生性的利润留存为主。

**表1：国有行分红比例约为 30%（2024 年中期利润分配方案）**

| 银行名称 | 每 10 股派息 (元) | 分红比例   | 分红比例基数 | A 股股利预计发放时间 |
|------|--------------|--------|--------|-------------|
| 工商银行 | 1.434        | 30.00% |        | 2025.1.7    |
| 建设银行 | 1.97         | 29.97% |        | 股东大会通过两月内   |
| 农业银行 | 1.164        | 30.00% | 归母     | 2025.1.8    |
| 中国银行 | 1.208        | 30.00% | 净利润    | 2025.1.23   |
| 交通银行 | 1.82         | 32.36% |        | -           |
| 邮储银行 | 1.477        | 30.00% |        | 2025.1.8    |

数据来源：银行财报、开源证券研究所

### 1.3、未来系统重要性银行排名提升，可能使大行面临更高资本附加要求

2023年G-SIBs银行分组中，农行、建行提升至第二组，交行首次进入。根据FSB发布的2023年全球系统重要性银行名单，农业银行和建设银行由第一组变动为第二组，附加资本要求提升0.5个百分点至1.5%；交通银行首次入围G-SIBs，分类至第一组，适用1%的附加资本要求。

表2：我国大行在全球系统重要性银行排名有所提高

| 分组<br>附加资本要求 | 全球系统重要性银行(G-SIBs)  |  |
|--------------|--|--|
|              | 2023年  | 2022年  |
| 5<br>(3.5%)  | 无  | 无  |
| 4<br>(2.5%)  | 摩根大通银行   | 摩根大通银行   |
| 3<br>(2.0%)  | 美国银行<br>花旗银行<br>汇丰银行   | 美国银行<br>花旗银行<br>汇丰银行   |
| 2<br>(1.5%)  | <b>中国农业银行</b> ↑<br><b>中国银行</b><br>巴克莱<br>法国巴黎银行<br><b>中国建设银行</b> ↑<br>德意志银行<br>高盛<br><b>中国工商银行</b><br>三菱UFJ金融集团<br>瑞银                                      | <b>中国银行</b><br>巴克莱银行<br>法国巴黎银行<br>德意志银行<br>高盛<br><b>中国工商银行</b><br>三菱UFJ金融集团  |
| 1<br>(1.0%)  | <b>交通银行</b><br>纽约梅隆银行<br>法国BPCE银行集团<br>法国农业信贷银行<br>荷兰ING集团<br>日本瑞穗金融集团<br>摩根士丹利<br>加拿大皇家银行<br>桑坦德银行<br>法国兴业银行<br>渣打银行<br>道富银行<br>三井住友银行<br>多伦多道明银行<br>富国银行 | <b>中国农业银行</b><br>纽约梅隆银行<br><b>中国建设银行</b><br>瑞士信贷银行<br>法国BPCE银行集团<br>法国农业信贷银行<br>荷兰ING集团<br>日本瑞穗金融集团<br>摩根士丹利<br>加拿大皇家银行<br>桑坦德银行<br>法国兴业银行<br>渣打银行<br>道富银行<br>三井住友金融集团<br>多伦多道明银行<br>瑞银集团<br>意大利裕信银行<br>富国银行 |

资料来源：FSB、开源证券研究所

**表3: 考虑资本附加要求后, 部分上市银行核心一级资本缓冲空间有限, 交行、邮储不到 200BP**

| 国内系统重要性银行分组<br>(2023) |      |      | 总资产<br>(亿元) | 报告期    | 核心一级资本充足率要求 |       |           |                              | 资本充足率要求 |        |           |
|-----------------------|------|------|-------------|--------|-------------|-------|-----------|------------------------------|---------|--------|-----------|
| 分组                    | 银行类型 | 银行名称 |             |        | 核心一级资本充足率   | 监管要求  | 缓冲空间(PCT) | 缓冲空间<br>大行<200BP<br>其他<150BP | 资本充足率   | 监管要求   | 缓冲空间(PCT) |
| 第四组                   | 国有行  | 工商银行 | 471165      | 2024H1 | 13.84%      | 9.00% | 4.84      |                              | 19.16%  | 12.00% | 7.16      |
|                       | 国有行  | 中国银行 | 339073      | 2024H1 | 12.03%      | 9.00% | 3.03      |                              | 18.91%  | 12.00% | 6.91      |
|                       | 国有行  | 建设银行 | 402944      | 2024H1 | 14.01%      | 9.00% | 5.01      |                              | 19.25%  | 12.00% | 7.25      |
|                       | 国有行  | 农业银行 | 419846      | 2024H1 | 11.13%      | 9.00% | 2.13      |                              | 18.45%  | 12.00% | 6.45      |
| 第三组                   | 国有行  | 交通银行 | 141779      | 2024H1 | 10.30%      | 8.50% | 1.80      | ✓                            | 16.34%  | 11.50% | 4.84      |
|                       | 股份行  | 招商银行 | 115748      | 2024H1 | 13.86%      | 8.25% | 5.61      |                              | 17.95%  | 11.25% | 6.70      |
|                       | 股份行  | 兴业银行 | 103501      | 2024H1 | 9.48%       | 8.25% | 1.23      | ✓                            | 14.44%  | 11.25% | 3.19      |
| 第二组                   | 股份行  | 中信银行 | 91046       | 2024H1 | 9.43%       | 8.00% | 1.43      | ✓                            | 13.69%  | 11.00% | 2.69      |
|                       | 股份行  | 浦发银行 | 92538       | 2024H1 | 8.87%       | 8.00% | 0.87      | ✓                            | 12.36%  | 11.00% | 1.36      |
|                       | 国有行  | 邮储银行 | 164135      | 2024H1 | 9.28%       | 8.00% | 1.28      | ✓                            | 14.15%  | 11.00% | 3.15      |
| 第一组                   | 股份行  | 光大银行 | 67967       | 2024H1 | 9.59%       | 7.75% | 1.84      |                              | 13.87%  | 10.75% | 3.12      |
|                       | 股份行  | 民生银行 | 75510       | 2024H1 | 9.35%       | 7.75% | 1.60      |                              | 12.30%  | 10.75% | 1.55      |
|                       | 股份行  | 平安银行 | 57540       | 2024H1 | 9.33%       | 7.75% | 1.58      |                              | 12.76%  | 10.75% | 2.01      |
|                       | 股份行  | 华夏银行 | 43283       | 2024H1 | 9.30%       | 7.75% | 1.55      |                              | 12.38%  | 10.75% | 1.63      |
|                       | 城商行  | 宁波银行 | 30337       | 2024H1 | 9.61%       | 7.75% | 1.86      |                              | 15.28%  | 10.75% | 4.53      |
|                       | 城商行  | 江苏银行 | 37708       | 2024H1 | 8.99%       | 7.75% | 1.24      | ✓                            | 13.35%  | 10.75% | 2.60      |
|                       | 城商行  | 上海银行 | 32233       | 2024H1 | 9.57%       | 7.75% | 1.82      |                              | 13.33%  | 10.75% | 2.58      |
|                       | 城商行  | 南京银行 | 24828       | 2024H1 | 8.97%       | 7.50% | 1.47      | ✓                            | 12.83%  | 10.50% | 2.33      |
| 未入选                   | 城商行  | 北京银行 | 39457       | 2024H1 | 9.15%       | 7.75% | 1.40      | ✓                            | 13.11%  | 10.75% | 2.36      |
|                       | 股份行  | 浙商银行 | 32466       | 2024H1 | 8.38%       | 7.50% | 0.88      | ✓                            | 12.86%  | 10.50% | 2.36      |
|                       | 城商行  | 杭州银行 | 19848       | 2024H1 | 8.63%       | 7.50% | 1.13      | ✓                            | 12.87%  | 10.50% | 2.37      |
|                       | 农商行  | 渝农商行 | 15099       | 2024H1 | 13.83%      | 7.50% | 6.33      |                              | 15.71%  | 10.50% | 5.21      |
|                       | 农商行  | 沪农商行 | 14550       | 2024H1 | 14.68%      | 7.50% | 7.18      |                              | 17.15%  | 10.50% | 6.65      |
|                       | 城商行  | 成都银行 | 12003       | 2024H1 | 8.17%       | 7.50% | 0.67      | ✓                            | 13.21%  | 10.50% | 2.71      |
|                       | 城商行  | 长沙银行 | 10969       | 2024H1 | 9.70%       | 7.50% | 2.20      |                              | 13.06%  | 10.50% | 2.56      |
|                       | 城商行  | 重庆银行 | 8060        | 2024H1 | 10.16%      | 7.50% | 2.66      |                              | 13.77%  | 10.50% | 3.27      |
|                       | 城商行  | 贵阳银行 | 7139        | 2024H1 | 12.14%      | 7.50% | 4.64      |                              | 14.38%  | 10.50% | 3.88      |
|                       | 城商行  | 苏州银行 | 6595        | 2024H1 | 9.43%       | 7.50% | 1.93      |                              | 13.95%  | 10.50% | 3.45      |
|                       | 城商行  | 青岛银行 | 6540        | 2024H1 | 9.07%       | 7.50% | 1.57      |                              | 13.44%  | 10.50% | 2.94      |
|                       | 城商行  | 齐鲁银行 | 6475        | 2024H1 | 10.23%      | 7.50% | 2.73      |                              | 15.45%  | 10.50% | 4.95      |
|                       | 城商行  | 郑州银行 | 6457        | 2024H1 | 9.26%       | 7.50% | 1.76      |                              | 12.68%  | 10.50% | 2.18      |
|                       | 农商行  | 青农商行 | 4754        | 2024H1 | 10.39%      | 7.50% | 2.89      |                              | 13.68%  | 10.50% | 3.18      |
|                       | 城商行  | 兰州银行 | 4707        | 2024H1 | 8.19%       | 7.50% | 0.69      | ✓                            | 11.76%  | 10.50% | 1.26      |
|                       | 城商行  | 西安银行 | 4453        | 2024H1 | 10.20%      | 7.50% | 2.70      |                              | 12.39%  | 10.50% | 1.89      |
|                       | 城商行  | 厦门银行 | 3985        | 2024H1 | 9.91%       | 7.50% | 2.41      |                              | 15.44%  | 10.50% | 4.94      |
|                       | 农商行  | 常熟银行 | 3673        | 2024H1 | 9.92%       | 7.50% | 2.42      |                              | 13.22%  | 10.50% | 2.72      |
|                       | 农商行  | 紫金银行 | 2693        | 2024H1 | 10.37%      | 7.50% | 2.87      |                              | 14.09%  | 10.50% | 3.59      |
|                       | 农商行  | 无锡银行 | 2501        | 2024H1 | 11.51%      | 7.50% | 4.01      |                              | 14.17%  | 10.50% | 3.67      |
| 农商行                   | 苏农银行 | 2175 | 2024H1      | 9.90%  | 7.50%       | 2.40  |           | 12.15%                       | 10.50%  | 1.65   |           |
| 农商行                   | 张家港行 | 2167 | 2024H1      | 9.42%  | 7.50%       | 1.92  |           | 12.58%                       | 10.50%  | 2.08   |           |
| 农商行                   | 瑞丰银行 | 2104 | 2024H1      | 13.03% | 7.50%       | 5.53  |           | 14.22%                       | 10.50%  | 3.72   |           |
| 农商行                   | 江阴银行 | 1867 | 2024H1      | 13.92% | 7.50%       | 6.42  |           | 15.09%                       | 10.50%  | 4.59   |           |

数据来源: 国家金融监督管理总局、Wind、开源证券研究所

可预见未来一段时间内，我国大型商业银行仍将维持较强的支持实体力度，如“五篇大文章”等重点领域信贷投放速度仍会较高，伴随着金融衍生品、海外金融等业务拓展，在全球系统重要性银行评估中的排名有望进一步提升，这将使得大行可能面临更高的资本附加要求。近年来随着支持实体力度增加，大行核心一级资本缓冲空间压缩，考虑资本附加要求后，交行、邮储均不到 200BP。

### 1.4、前瞻性抵御风险和支持股权投资政策等方面

抵御风险角度，前瞻性资本补充也有必要。根据传统监管理论，预期损失可以用计提拨备来抵补，而非预期损失更多靠资本来抵御。银行业具有典型的盈利前置而风险后置的特征，尤其是在疫情冲击之后，以房地产、零售长尾客群为代表的客群领域风险有所释放，为应对后续可能得风险冲击，我们认为本次对大型银行补充资本也体现了监管政策的前瞻性。

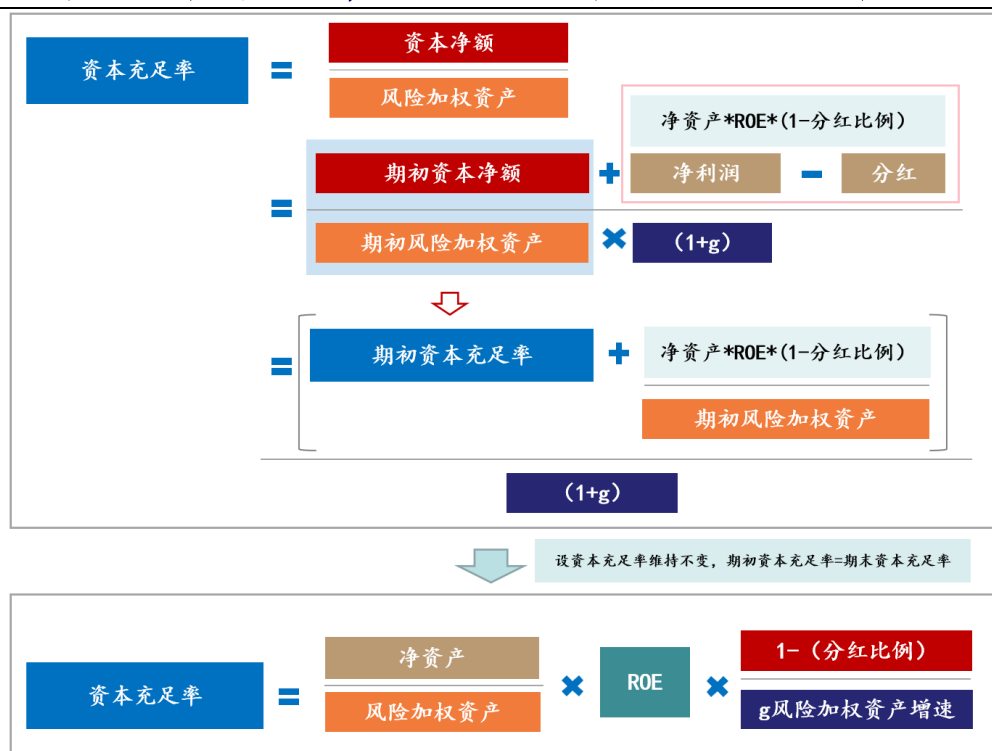
此外，股权投资支持政策的落地也需要资本支持。9月24日新闻发布会中，李云泽书记还提及扩大大型商业银行金融资产投资公司股权投资试点范围，通常来讲银行股权投资较传统信贷等业务更消耗资本，也需要一定资本资源来支持政策落地。

## 2、大行补充资本，或使其净息差收窄的容忍度提高

### 2.1、从资本平衡角度，净息差存在理论底线

净息差的资本平衡点：内生资本留存与资本消耗速度匹配。当风险加权资产（RWA）的增长速度即资本的消耗速度，可以匹配上资本补充速度时，银行的资本使用状态达到理论平衡。我们假设资本补充没有外源融资，即全部依靠利润留存，为了维持资本充足率满足监管要求，可以推测出 ROE 与净息差的理论底线。

图6：资本充足率监管框架下，维持 RWA 增速需维持一定的 ROE 水平



资料来源：开源证券研究所

推测 ROE 的平衡水平，我们假设：

(1) 商业银行因支持实体，维持稳定的资产扩张。一个传导链条为：社融增速与名义 GDP 增速匹配—总资产增速与社融增速匹配—RWA 增速与总资产增速匹配，如果我国经济维持 5% 左右的增长以及 2% 左右的 CPI 水平，RWA 增速至少要 7% 才能实现（实际运行中银行的资本可能有其他消耗，并不能全部支持信用投放，比如固定资产、抵债资产的占用、递延所得税资产的消耗等等）。**据此，风险加权资产 (RWA) 增速 g 设置为 7%。**

(2) 资本充足率满足 10.5% 的监管底线要求。

(3) 上市银行分红率维持在 30% 左右。

(4) 净资产/风险加权资产约为 10%。

$$\text{资本充足率} = \text{净资产} / \text{RWA} * (1 - \text{分红率}) * \text{ROE} / g = 7\% * \text{ROE} / g$$

**结果：① ROE 匹配 g 为 7% 时的资本平衡点约为 10.5%。**

由于  $\text{ROE} = \text{ROA} * \text{权益乘数}$ ，进一步我们近似可以拆解为：

$$\text{ROE} = (\text{生息资产占比} * \text{净息差} + \text{手续费/佣金及其他非息收入} / \text{总资产平均} - \text{业务及管理费} / \text{总资产平均} - \text{资产减值损失} / \text{总资产平均} - \text{税等其他} / \text{总资产平均}) * \text{权益乘数}$$

推测净息差的平衡水平，我们根据 2023 年上市银行财报数据，假设：

(1) 生息资产占比为 90%；

(2) (手续费及佣金收入+其他非息收入) / 总资产=0.5%

(3) 业务及管理费+税等其他/总资产=0.66%；

(4) 资产减值损失/总资产=0.43%；

(5) 权益乘数平均为 12.8。

**结果：② 10.5% 的 ROE 对应的净息差平衡点约为 1.57%。**

同理，我们可以推测当 RWA 增速分别为 6%、5% 的时候，其净息差的资本平衡点分别为 1.44%、1.31%，也就是说如果资本消耗速度减缓，净息差是可以容忍继续收窄的。

**表4：不同 RWA 增速情景下的 ROE 与净息差理论平衡点**

| 风险加权资产增速 (g) | 资本平衡点  |       |
|--------------|--------|-------|
|              | ROE    | 净息差   |
| 10.00%       | 15.00% | 1.96% |
| 9.00%        | 13.50% | 1.83% |
| 8.00%        | 12.00% | 1.70% |
| 7.00%        | 10.50% | 1.57% |
| 6.00%        | 9.00%  | 1.44% |
| 5.00%        | 7.50%  | 1.31% |
| 4.00%        | 6.00%  | 1.18% |

数据来源：开源证券研究所



当然，本测算中息差资本平衡点展示的为全行业的情况，假设也都是静态状态。动态变化上也存在着一些破局之处，比如：外部有效资本补充（为银行注资）、扩张速度下降（2024 年的现状）、监管要求放松（资本新规）、分红比例下降等，都会使得相应资本平衡带来的息差要求降低。

## 2.2、当前大行净息差水平较难满足其 RWA 可持续扩张需要

大行因其资本充足率相对富裕，更能形成约束的是核心一级资本，为了推测六家大行达到资本平衡的息差底线，我们将上述假设调整为 2023 年财报各家银行的情况，并按 G-SIBs 所要求的核心一级资本底线形成约束，据此将六大行的资本平衡点展示如下：

**表5：若银行 RWA 增速维持 2023 年水平，六大行 ROE、净息差的资本平衡点情况**

|                      | 工商银行  | 中国银行  | 建设银行  | 农业银行  | 交通银行  | 邮储银行  |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2023 年 RWA 增速        | 10.9% | 10.5% | 13.3% | 12.5% | 6.0%  | 12.7% |
| 核心一级资本充足率监管底线        | 9.0%  | 9.0%  | 9.0%  | 9.0%  | 8.5%  | 8.0%  |
| <b>ROE 情况</b>        |       |       |       |       |       |       |
| 平衡状态                 | 14.0% | 13.6% | 17.1% | 16.0% | 7.3%  | 14.5% |
| 2023 年实际             | 10.7% | 10.1% | 11.6% | 10.9% | 9.7%  | 10.9% |
| 生息资产占比               | 95.9% | 95.4% | 97.3% | 97.8% | 92.5% | 93.5% |
| （手续费佣金收入+其他非息收入）/总资产 | 0.4%  | 0.5%  | 0.4%  | 0.3%  | 0.7%  | 0.4%  |
| 业务及管理费+税等其他/总资产      | 0.5%  | 0.6%  | 0.6%  | 0.6%  | 0.6%  | 1.4%  |
| 资产减值损失/总资产           | 0.3%  | 0.3%  | 0.4%  | 0.3%  | 0.4%  | 0.2%  |
| 权益乘数                 | 11.84 | 11.76 | 12.08 | 13.76 | 12.79 | 16.44 |
| <b>净息差情况</b>         |       |       |       |       |       |       |
| 平衡状态                 | 1.70% | 1.64% | 2.00% | 1.85% | 0.96% | 2.24% |
| 2023 年实际             | 1.61% | 1.59% | 1.70% | 1.60% | 1.28% | 2.01% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.3、本次大行资本补充方案，将使其支持实体能力增强

本次资本补充方案或通过特别国债注资、中央汇金发债增持及市场化定增等方式落地，不排除结合各家情况，单行单议。考虑到银行股 PB<1 的限制，我们认为本次资本补充方案较大概率以特别国债发行并通过财政部注资的方式落地，其他可能得方案包括中央汇金公司发债定向增持及市场化定增等。

假设每家银行 1000 亿注资，静态可提升核心一级资本充足率 0.4-1.16 pct，同时也可放宽净息差的资本平衡线 5-14 BP。

**表6：对六大行注资将提升核心一级资本并提供净息差下移空间**

| 银行   | 2024H1         |                |           | 单家注资 1000 亿       |              |
|------|----------------|----------------|-----------|-------------------|--------------|
|      | 核心一级资本净额 (万亿元) | 风险加权资产总额 (万亿元) | 核心一级资本充足率 | 提升核心一级资本充足率 (PCT) | 净息差平衡线下移(BP) |
| 工商银行 | 34771          | 251235         | 13.84%    | 0.40              | 5.0          |
| 中国银行 | 22298          | 185391         | 12.03%    | 0.54              | 7.0          |
| 建设银行 | 30384          | 216905         | 14.01%    | 0.46              | 8.0          |
| 农业银行 | 24617          | 221093         | 11.13%    | 0.46              | 7.0          |
| 交通银行 | 9273           | 90052          | 10.30%    | 1.11              | 8.0          |

|      |      |       |       |      |      |
|------|------|-------|-------|------|------|
| 邮储银行 | 7994 | 86140 | 9.28% | 1.16 | 14.0 |
|------|------|-------|-------|------|------|

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、资本管理视角：我国银行估值提升角度的再思考

此前，我们曾对比过中美银行估值的差异，并指出导致我国商业银行估值落后的原因可能有：

(1) **资本结构不同**。中资银行资本结构层次偏低，核心一级资本短缺，二级资本占比高。

(2) **资本工具发行效率不同**，国内银行资本工具非银机构参与度不高。

(3) **资本回报率贡献因子不同**，美国四大行综合化、轻型化优势突出。

由资本管理重构的我国银行价值重估之路可能是：

(1) **银行经营由重变轻**，依赖于土地信用的高扩张转向轻型化、综合化，RWA增速有望更好匹配。

(2) **资本监管改革效能释放**，资本资源的分配或将更加合理。

(3) **资本工具发行更市场化**，低利率环境有望促进常态发行。

详见报告《资本管理视角理解我国银行特色估值》。

在此基础上，我们认为本次即将落地的资本补充政策支持，一方面代表监管鼓励银行持续加大支持实体经济力度的政策导向，另一方面也给银行提供了轻资本转型的重要机遇，如何提升资本使用效率、盘活低效资本占用更为关键。

### 4、投资建议：关注大行价值重估及轻型化银行优势

国有大行资本补充落地后将进一步优化资本结构，提高信贷投放及风险抵御能力，关注其因此带来的价值重估机会，受益标的如**农业银行**、**建设银行**等；此外，资本管理精细化、轻资本转型领先的上市银行将占有转型先发优势，受益标的如**招商银行**、**宁波银行**等。

表7：受益标的一览

| 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(摊薄,元) |       |       | 评级  |
|-----------|------|------------|-------|--------|------------|-------|-------|--------------|-------|-------|-----------|-------|-------|-----|
|           |      | 2024-10-08 | 2024E |        | 2023A      | 2024E | 2025E | 2023A        | 2024E | 2025E | 2023A     | 2024E | 2025E |     |
| 601939.SH | 建设银行 | 0.7        | 0.6   | 12.0   | -1.8       | -1.6  | 2.7   | 2.4          | -0.1  | 1.8   | 1.3       | 1.3   | 1.4   | 未评级 |
| 601288.SH | 农业银行 | 0.7        | 0.6   | 11.4   | 0.0        | 0.5   | 2.7   | 3.9          | 1.3   | 2.3   | 0.8       | 0.8   | 0.8   | 未评级 |
| 600036.SH | 招商银行 | 1.1        | 1.0   | 17.6   | -1.6       | -1.2  | 2.9   | 6.2          | 0.8   | 3.7   | 5.8       | 5.9   | 6.1   | 未评级 |
| 002142.SZ | 宁波银行 | 1.0        | 0.9   | 16.2   | 6.4        | 7.3   | 8.0   | 10.7         | 5.9   | 8.6   | 3.9       | 4.1   | 4.4   | 未评级 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、未评级标的均采用Wind一致预期；2、上述盈利预测及估值数据的基准日均为2024-10-08）

### 5、风险提示

**宏观经济增速不及预期**：反映在实体企业贷款需求较弱，银行面临更大的资产荒压力，扩表速度放缓的同时新发贷款利率继续下降；部分企业经营情况恶化，导致贷款偿还能力不足，银行资产质量恶化；

**政策落地不及预期**：“手工补息”禁令落地不及预期，部分银行“水分”未完全挤干，导致存贷套利现象仍然存在，息差仍有较大的下降压力。

## 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