



华安证券
HUAAN SECURITIES

银行业2025年展望： 新共识下的价值重估

分析师：刘锦慧（S0010524110001）邮箱：liujinhui@hazq.com

2024年12月4日

2025年银行股投资策略

- 一揽子稳增长政策加力见效，银行作为政策直达实体的主要融资通道基本面持续改善，2025年有望实现新共识下的价值重估。新共识下的投资思路转变：
 - 宏观财政政策加力空间打开，若政策落地效果持续超预期，则有望开启经济基本面修复带来的顺周期行情；
 - 货币政策精准管控，人行强化针对短端利率更及时的响应、淡化规模考核，强调逆周期货币政策取向为价格型为主，意味着社融信贷总量增速等指标对投资的指引性也将逐步降低；
 - 中美利差收窄为利率下行约束放松，负债端成本率下降举措也将更加积极，息差有望触底企稳；
 - 一揽子政策带动市场风险偏好提振，银行地产、城投等资产质量隐忧也实质上得到缓解，系统性风险降低后市场将更倾向于为个股alpha定价。
- 维持行业“增持”评级。资金面：十年期国债收益率持续下行，且银行股当前仓位和估值仍在历史均值水平之下，保险、理财等FVOCI类资金增配、被动型指数基金扩容等资金面支撑因素将延续。基本面：基于政策加力下经济基本面温和复苏，地产、城投等存量领域资产质量改善、新增信贷结构继续向收益风险相平衡的重点领域调整，负债端下调空间也相应打开对息差形成托举，财政部将发行特别国债支持国有大型商业银行补充资本等条件，我们认为2025年银行股将有望走出有基本面支撑的估值修复行情，银行行业维持“增持”评级。
- 投资建议：寻找alpha定价逻辑，一是县域经济发展空间大，金融机构也可分享区域增长红利，化债政策支持下中西部地区盘活存量资产、资产端结构更优，实际上对银行风险调整后收益率有所提振。涉农贷款占比已达到全部贷款规模的1/5，且增速自2022年一季度以来持续超过各项贷款规模增速，我们认为深耕县域、中西部地区布局较为广泛的国有大行如农业银行、邮储银行；立足本地客群的中西部地区城农商主办行如长沙银行、渝农商行、重庆银行；长期领跑全国农信系统的浙江农信的唯一上市农商行瑞丰银行；深耕小微零售、县域产业升级的江苏地区农商行如常熟银行等有望受益。二是资本市场回暖有望带动居民投资理财需求回升，低基数下中收有望触底改善。当前受居民扩表意愿不足、风险偏好较低等因素拖累，零售业务整体表现不佳，银行在财富管理业务的alpha溢价也受到抑制。随着公募管理费下降、银保渠道佣金率下降的不利影响边际弱化，叠加禁止“手工补息”带来的增量的机构投资者财富管理需求，预计“以量补价”逻辑下财富管理收入在2025年有较大增长空间。财富管理能力较强的综合性银行如招商银行、宁波银行、江苏银行等有望受益。



目录

- 1 市场回顾：2024年上市银行股表现回顾
- 2 基本面回顾：量、价、险的再平衡
- 3 问题讨论：基于新共识的银行股投资逻辑
- 4 未来展望：2025年银行股投资策略



目录

- 1 市场回顾：2024年上市银行股表现回顾
- 2 基本面回顾：量、价、险的再平衡
- 3 问题讨论：基于新共识的银行股投资逻辑
- 4 未来展望：2025年银行股投资策略

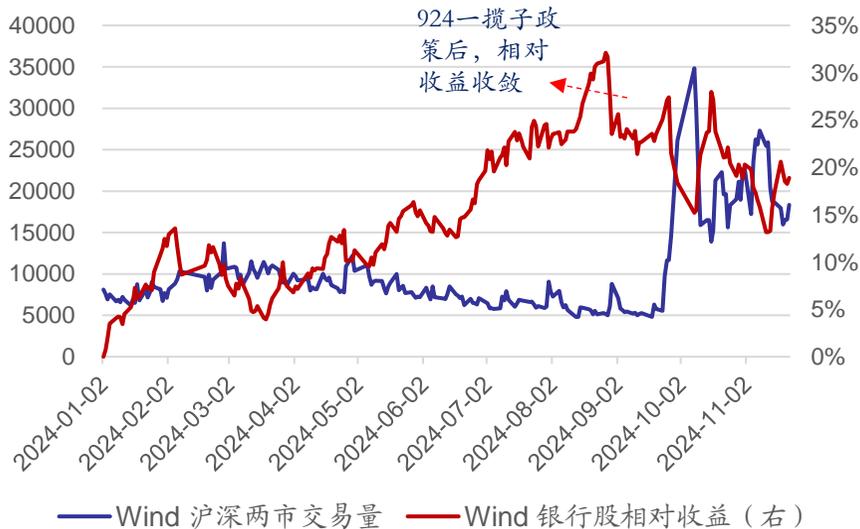
2024年A股上市银行市场表现

- 2024年来银行指数上涨37.53%，相比沪深300跑赢21.46%，截至2024年12月4日涨幅排名wind行业第一。
- 1-2月，绝对收益领先。年初市场情绪低迷，风险偏好持续下降，市场偏向于稳健、防御属性的类固收资产。春节前沪深300较年初最大回撤-6.1%而银行指数获得超配，涨幅9.38%。沪深300ETF在2月8日获得中央汇金等大幅增持，此后银行股行情走势与沪深300ETF趋同。
- 3-8月，超额收益持续上行至年内最高。基本面来看，上市银行半年报利润增速转正，息差下降幅度收敛；资金面来看，市场交易量持续下滑，ETF基金、保险和银行理财仍为市场主要参与方，推动权重股、高股息标的上涨，银行股在8月27日录得年内相对收益最高值32.12%。
- 9月-至今，政策刺激下风险偏好修复。9月底一揽子经济刺激政策力度超预期，推动市场交易量大幅改善，资金活跃度大幅提升。银行股进攻属性相对其他行业较弱，相对收益下行。但地产、化债等政策驱动风险偏好修复，基本面亦有支撑和改善，相对收益企稳于20%水平。

A股上市银行2024年市场表现



A股上市银行超额收益与沪深两市交易量



资料来源：wind，华安证券研究所

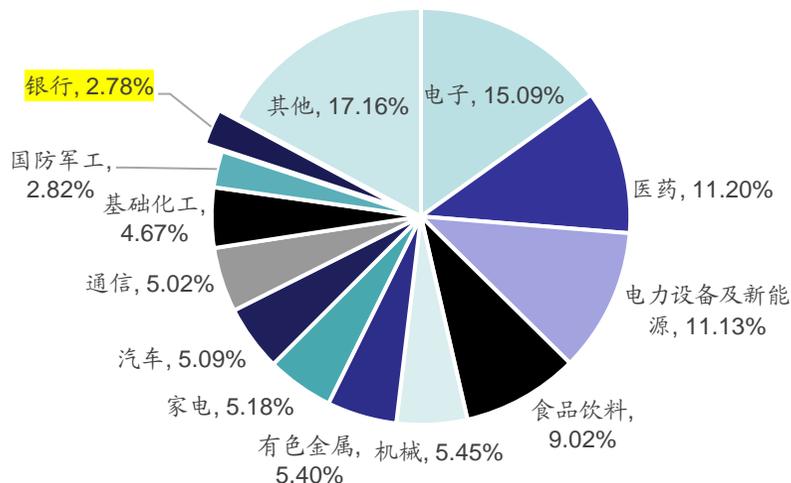
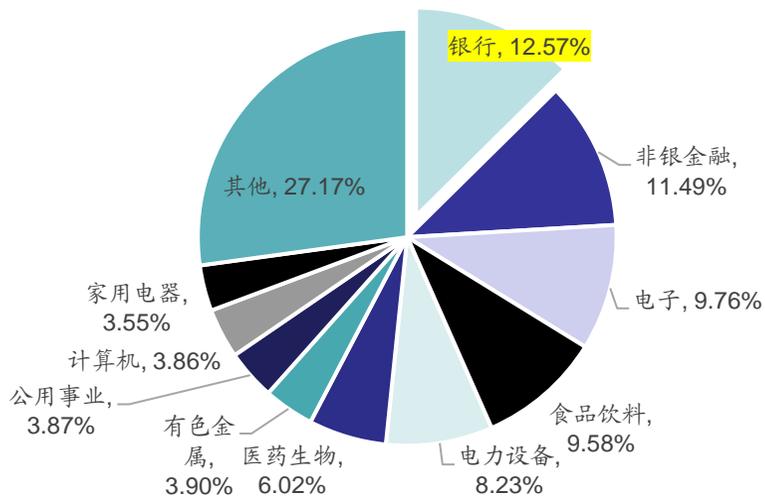
敬请参阅末页重要声明及评级说明

资金面：沪深300权重vs公募仓位，仍显著欠配

- 银行股在沪深300指数中占比第一。①宽基扩容——权重增加——被动增配放大涨幅。银行业在沪深300指数中权重占比12.57%（按流通市值编制，总市值占比21.8%），为沪深300指数权重及市值占比最大的行业；相对应的，A股上市银行股中有22/42家为沪深300成分股，是指数获得增持受益最明显的行业。②交易量增加——指数调整——资金增配放大涨幅。2024年中信银行大股东转股导致流通市值增加、权重增加带来指数增配，交通银行、邮储银行调入上证50也带来指数增配行情。过去10年中，银行股占沪深300权重均值为14.58%，最高为2018年的18.48%，最低为2021年的10.76%，当前仍低于平均水平。
- 银行股在3Q24公募主动持仓仅排名第12，仍欠配明显。在2024年银行股获机构大幅增持行情下，公募主动权益仓位较年初增加0.87pct至2.78%，但排名仅居第12名。过去公募主动偏离指数超配食品饮料、电子、医药、电力设备及新能源、有色金属，欠配银行、非银金融、公用事业、交通运输，其中银行板块低配差自2016年来保持行业最高，具备显著的增配价值。

银行股在沪深300中权重占比第一

银行股公募持仓（3Q24）占比仅排第12名



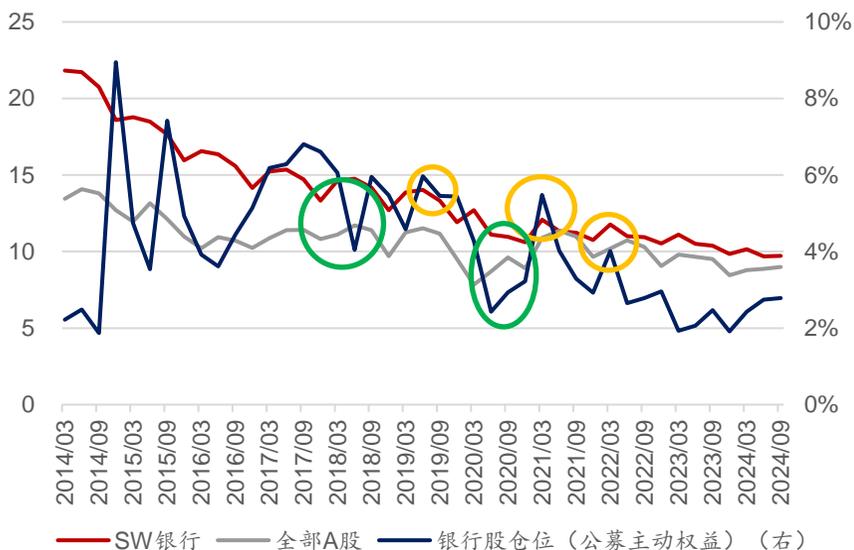
资料来源：wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

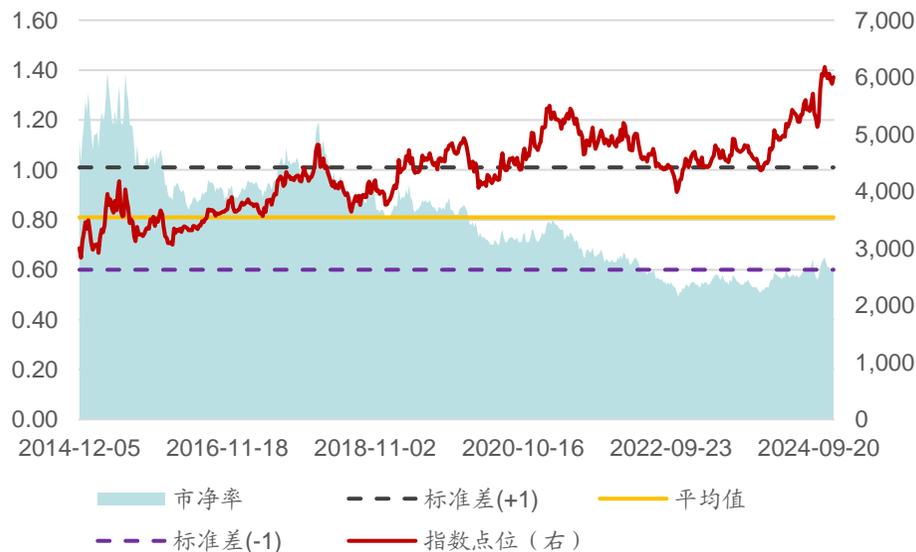
基本面：金融让利，盈利水平改善幅度小于全A

- 主动权益历史仓位与银行相对盈利水平有一定关联，当前盈利改善幅度小于全A抑制仓位水平回升。用ROE来衡量上市银行和全A的盈利水平，采用单季年化进行比较，总结来看：银行业相对其他行业盈利边际改善幅度更大时，主动权益加仓幅度比较大，基本同期体现；银行业相对其他行业盈利边际走弱幅度更大的时候，主动权益减仓幅度也较大，但相对滞后一期。2024年前三季度上市银行ROE较2023年末降低0.14pct（弱于全部A股ROE较2023年末改善幅度0.52pct），抑制仓位水平回升。
- 尽管2024年涨幅靠前，但银行指数估值仍处于历史底部区间。近10年来银行PB估值由最高值2015年的1.39下降至目前的0.61，当前仍处于历史估值的24.5%分位数，相较历史中位数还有36%空间。若考虑2014-2015年存在货币政策大幅转向支持房地产、叠加移动互联网兴起，居民理财意识提升等行情支撑因素，仅参考近五年的估值平均数为0.64，当前PB水平也仍在历史底部区间。

上市银行与全部A股盈利水平（ROE）比较



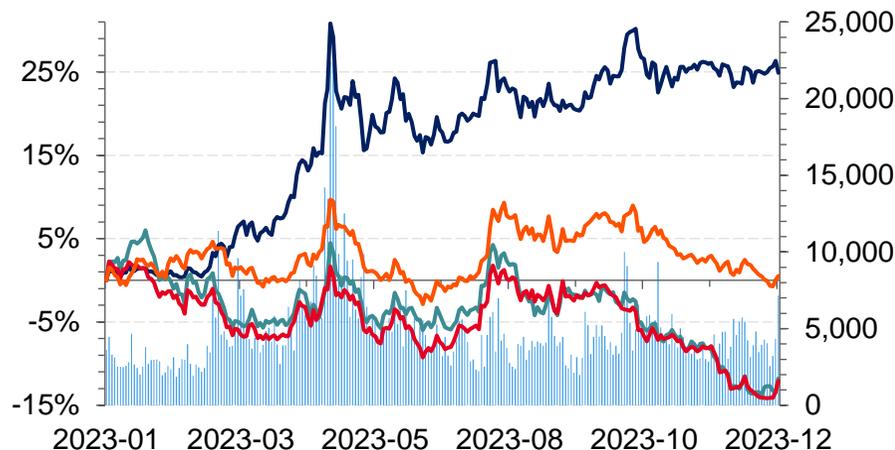
A股上市银行PB估值水平仍在历史底部区间



2024年银行子版块表现：估值整体修复，涨幅相近

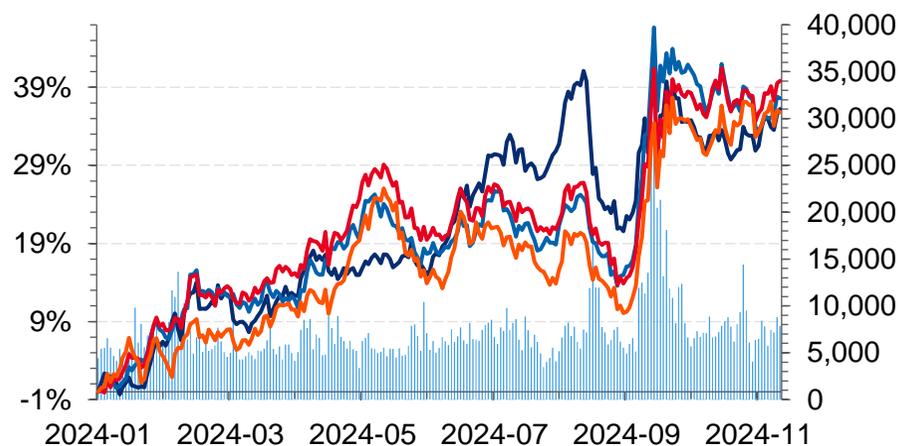
- 与2023年子版块表现分化不同，2024年国有行、股份行、城商行、农商行全年涨幅相近，分别36.2%、37.6%、39.9%、35.8%。
- 原因来看：**资金面**，由价值型、ETF等资金主导的涨跌幅主要为股息率、波动率等因素定价，对行业格局、盈利能力、资产质量下迁等因素相对不敏感。**政策面**，本轮政策对国有行、区域行，零售、对公业务均有惠及，板块分化不明显。
- 分阶段来看：1-6月城商行板块领涨，股息率较高、盈利领先、披露中期分红计划等因素驱动；7-9月国有行领涨，市场情绪走低、交易量下滑，资金切换大盘价值风格；9-10月股份行弹性最大，9月一揽子政策下风险偏好提振，地产风险缓释叠加分母端驱动估值修复，股份行受益最为明显；11月-至今城商行涨幅反超股份行，化债政策、年初地方融资规划下达利好地方城商行扩表、缓解资产质量担忧。

2023年银行子版块市场表现



■ 成交金额(百万元)(右) ■ 国有行III(长江)
■ 股份行III(长江) ■ 城商行III(长江)
■ 农商行III(长江)

2024年银行子版块市场表现

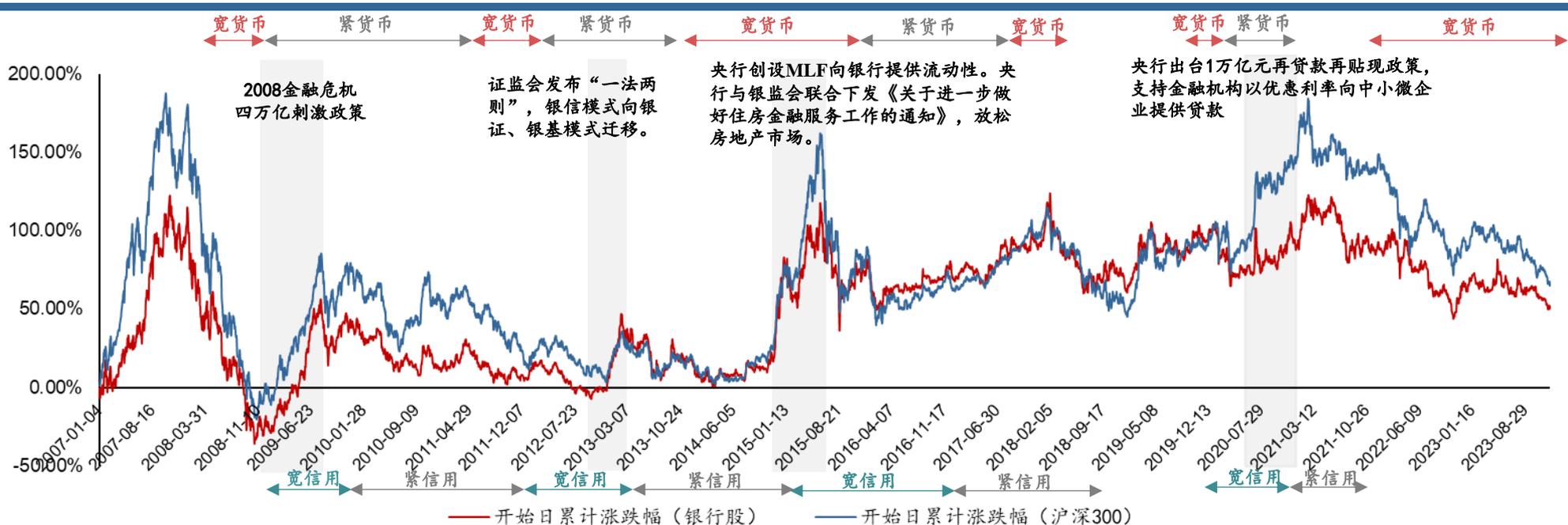


■ 成交金额(百万元)(右) ■ 国有行III(长江)
■ 股份行III(长江) ■ 城商行III(长江)
■ 农商行III(长江)

2007-2023年银行股历史表现回顾

- 复盘2007-2023年银行股历史表现来看，银行股相对沪深300录得超额收益行情大多发生于经济扩张尾声叠加货币紧缩，或经济增速放缓叠加流动性宽松时期，但均不需要基本面强支撑作为行情必要条件。三轮绝对+相对收益行情：①2009年应对次贷危机推出四万亿政策，量增驱动银行股上涨；②2013年地产调控加码，经济进入扩张尾声，货币政策转向驱动银行股上涨；③2014年银行股上涨行情由流动性宽松驱动，央行推出PSL、MLF等工具，监管出台多项稳定楼市政策，伴随居民理财意识逐步提升。
- 三轮上涨行情领涨个股：①2008年12月-2009年6月，兴业银行（+200%）、平安银行（+161%）；②2012年10月-2013年1月：民生银行（+83%）、兴业银行（+66%）；③2014年10-12月：中信银行（+79%）、光大银行（+76%）。

2007-2023年银行股历史表现



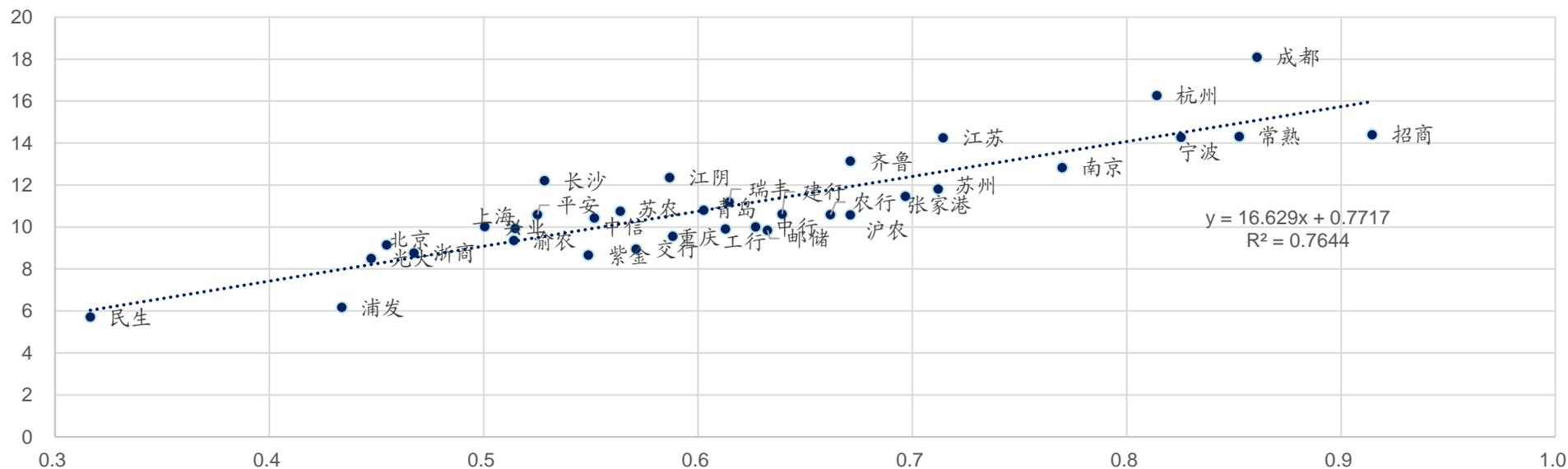
资料来源：Wind，中国人民银行，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2024年银行个股表现：整体beta上行，头部标的alpha凸显

- 2024年上市银行整体估值上行，定价水平收敛于ROE预期。2024年上市银行股PB（MRQ）中位数由0.52上升至0.59，其中估值前五名标的平均值较年初上行0.14至0.85，后五名标的平均值较年初上行0.05至0.39。估值水平整体上行，头部alpha溢价凸显。采用PB-ROE衡量上市银行当前估值与预期盈利水平的离散程度，PB在0.5-0.7x水平/ROE在9-12%区间囊括最多银行，线性拟合解释力度较好，银行股定价水平收敛于ROE预期。
- 江浙沪、成渝地区城农商行全年涨幅、当前估值水平领先板块。个股表现来看，涨幅领先的是江浙沪、成渝地区城农商行，全年涨幅排名前五为沪农、南京、上海、杭州、成都银行，均录得50%以上涨幅（截至2024年11月29日收盘）。涨幅领先前五标的ROE水平均在上市银行ROE中位数以上，2024年银行股涨幅仍主要遵循基本面定价逻辑。

PB（MRQ）/ROE（E）来看银行个股定价收敛于ROE预期



资料来源：wind，华安证券研究所



目录

- 1 市场回顾：2024年上市银行股表现回顾
- 2 基本面回顾：量、价、险的再平衡
- 3 问题讨论：基于新共识的银行股投资逻辑
- 4 未来展望：2025年银行股投资策略

2024年银行业个股业绩表现

➢ 上市银行2024年前三季度营收、净利润同比增速分别为-1.05%、+1.49%，盈利能力边际改善。分板块来看，营收增速：城商行（+4.05%）>农商行（+2.15%）>国有行（-1.19%）>股份行（-2.49%）；净利润增速：城商行（+6.57%）>农商行（+4.54%）>国有行（+1%）>股份行（+0.65%）。

● 宏观经济企稳复苏、地方化债持续推进、债券投资收益大幅增加等因素共同驱动城商行、农商行在2024年继续保持相对突出的营收表现。1-3Q24上市银行中仅瑞丰银行、常熟银行营收增速高于10%，分别为14.67%、11.3%，深耕本土的零售小微型银行在当前资产端结构性调整和负债端禁止“手工补息”等因素引导下受影响较小，体现营收韧性。南京银行，张家港行营收增速改善幅度较大。股份行、国有大行营收增速降幅也相对2023A收窄，主要由金融投资收益高增贡献。

● 2024年息差下行压力和尾部风险压力仍存，农商行、城商行子版块体现相对更好的盈利能力。1-3Q24上市银行PPOP同比增速：城商行（4.69%）>农商行（3.44%）>国有行（-2.04%）>股份行（-3.01%）。其中，瑞丰银行、常熟银行PPOP增速领跑上市银行，分别为+22.21%、18.45%，宁波银行PPOP增速领先城商行板块（+13.52%），江浙地区城农商行alpha能力依然突出，深耕民营经济活跃地区，经营能力和风控能力保持行业领先。股份行中浦发银行（+24.81%）、国有行中农业银行（+3.6%）净利润增速领先子板块。

上市银行2024Q1-3营收、净利润、PPOP同比增速

	营收同比增速			净利润同比增速			PPOP同比增速		
	2023A	2024Q1-3	变动	2023A	2024Q1-3	变动	2023A	2024Q1-3	变动
工商银行	-8.16%	-3.82%	4.35%	1.13%	0.20%	-0.93%	-6.54%	-2.24%	4.30%
建设银行	-6.41%	-3.30%	3.11%	2.88%	0.65%	-2.22%	-1.94%	-4.22%	-2.28%
中国银行	0.79%	1.64%	0.85%	3.73%	0.53%	-3.20%	5.09%	-2.42%	-7.51%
农业银行	-4.14%	1.29%	5.43%	4.30%	3.60%	-0.71%	-1.85%	1.47%	3.32%
交通银行	-5.64%	-1.39%	4.24%	1.33%	-0.38%	-1.71%	-1.27%	-3.52%	-2.25%
邮储银行	2.25%	0.09%	-2.17%	1.25%	0.29%	-0.97%	-7.05%	-1.82%	5.23%
招商银行	-1.64%	-2.91%	-1.27%	6.25%	-0.81%	-7.06%	-1.79%	-2.58%	-0.79%
中信银行	-2.60%	3.83%	6.43%	8.12%	0.51%	-7.61%	-5.50%	2.13%	7.63%
民生银行	-1.16%	-4.37%	-3.20%	0.58%	-9.22%	-9.81%	-3.34%	-5.83%	-2.49%
兴业银行	-5.19%	1.81%	7.00%	-15.97%	-3.44%	12.53%	-6.14%	3.75%	9.90%
浦发银行	-8.05%	-2.24%	5.81%	-28.02%	24.81%	52.83%	-11.09%	-1.49%	9.61%
华夏银行	-0.64%	0.04%	0.68%	5.32%	3.06%	-2.25%	-5.56%	-3.11%	2.45%
平安银行	-8.45%	-12.58%	-4.13%	2.06%	0.24%	-1.83%	-9.22%	-13.61%	-4.39%
光大银行	-3.92%	-8.76%	-4.84%	-8.80%	1.81%	10.61%	-4.44%	-10.91%	-6.47%
浙商银行	4.29%	5.64%	1.35%	10.75%	1.62%	-9.13%	0.28%	3.98%	3.70%
北京银行	0.66%	4.06%	3.40%	3.22%	1.71%	-1.51%	-2.94%	4.30%	7.24%
上海银行	-4.80%	0.68%	5.48%	1.14%	1.27%	0.14%	-7.46%	0.45%	7.91%
江苏银行	5.28%	6.18%	0.90%	13.89%	10.24%	-3.65%	5.67%	7.06%	1.39%
南京银行	1.24%	8.03%	6.79%	0.47%	9.09%	8.62%	0.20%	10.03%	9.83%
宁波银行	6.40%	7.45%	1.04%	10.71%	7.04%	-3.66%	3.16%	13.52%	10.36%
杭州银行	6.33%	3.87%	-2.46%	23.15%	18.63%	-4.52%	6.53%	3.44%	-3.09%
贵阳银行	-3.50%	-4.42%	-0.92%	-9.80%	-6.85%	2.95%	-1.77%	-6.36%	-4.59%
成都银行	7.22%	3.23%	-3.99%	16.22%	10.81%	-5.41%	5.34%	3.23%	-2.11%
郑州银行	-9.50%	-13.71%	-4.22%	-28.48%	-19.65%	8.83%	-14.41%	-18.90%	-4.49%
长沙银行	8.46%	3.83%	-4.63%	9.91%	3.45%	-6.46%	8.94%	3.09%	-5.85%
青岛银行	7.11%	8.14%	1.03%	15.91%	15.23%	-0.67%	7.04%	8.46%	1.42%
西安银行	9.70%	9.69%	-0.02%	1.60%	1.14%	-0.46%	12.33%	13.20%	0.87%
苏州银行	0.88%	1.10%	0.22%	16.53%	10.42%	-6.11%	-3.78%	-1.90%	1.87%
厦门银行	-4.96%	-3.07%	1.89%	7.03%	-6.11%	-13.14%	-13.32%	-3.33%	9.99%
重庆银行	-1.89%	3.78%	5.66%	2.20%	4.59%	2.39%	-5.25%	5.63%	10.88%
齐鲁银行	8.03%	4.26%	-3.77%	17.58%	15.32%	-2.26%	6.70%	2.68%	-4.03%
常熟银行	12.05%	11.30%	-0.75%	19.83%	18.23%	-1.60%	15.63%	18.45%	2.82%
无锡银行	1.28%	3.82%	2.55%	9.73%	5.17%	-4.56%	-0.64%	7.11%	7.75%
江阴银行	2.25%	1.33%	-0.92%	24.93%	-0.47%	-25.40%	11.12%	-5.54%	-16.66%
张家港行	-5.93%	2.88%	8.81%	5.85%	5.55%	-0.31%	-13.82%	6.86%	20.67%
苏农银行	0.21%	4.82%	4.61%	15.67%	11.76%	-3.91%	-1.59%	4.12%	5.71%
紫金银行	-1.93%	2.09%	4.02%	1.16%	0.16%	-0.99%	-1.45%	4.39%	5.84%
青农商行	3.84%	2.58%	-1.26%	10.93%	4.25%	-6.68%	1.74%	2.16%	0.42%
渝农商行	-3.57%	-1.76%	1.81%	6.18%	4.24%	-1.94%	-6.51%	3.55%	10.06%
沪农商行	3.07%	0.34%	-2.73%	9.60%	0.10%	-9.50%	3.18%	-3.31%	-6.49%
瑞丰银行	7.90%	14.67%	6.77%	12.71%	14.74%	2.04%	8.02%	22.21%	14.19%

资料来源：wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

生息资产增速下降，扩表动能放缓

▶ 2024年三季度末，上市银行整体生息资产同比增速回落3.18pcts至8.37%，其中，贷款、金融投资、同业资产、存放央行同比增速分别变化-3、+0.01、-15.76、-8.02pct至8.14%、11.35%、3.11%、2.14%，除金融投资外增速均下行，扩表动能放缓。

● 经济延续弱复苏，实体融资需求不足，叠加考核淡化“规模情结”等因素导致扩表动能放缓。资产端结构来看，贷款规模增速城商行(12.62%)>国有行(9.02%)>农商行(6.43%)>股份行(4.38%)，增速均较2023年末有所下滑。2024年债市表现较好，上市银行通过灵活的资负摆布扩大主动收益。2024年三季度末，国有行金融投资增速上行2.46pcts，其中农业银行表现最为亮眼，金融投资规模增速26.61%较2023A提升8.95pcts。股份行中平安银行金融投资规模增速较2023A提升15.85%至18.37%。农商行同业资产增加较多，金融投资类资产则采取了一定的止盈减仓操作。城商行各大类资产增长较为均衡。

● 贷款结构来看，1H24上市银行对公贷款、个人贷款规模增速分别较2023A下滑4.1、1.04pcts至11.88%、4.04%。对公贷款结构调整下，不同银行主要服务客群不同带来扩表动能分化；个人贷款整体需求下滑，银行主要以发力消费金融和个人经营贷为抓手应对新发贷款利率下行和市场竞争加剧。

上市银行生息资产增速小幅回落

	总贷款同比增速			金融投资同比增速			同业资产同比增速			存放央行同比增速		
	2023A	2024Q3	变动	2023A	2024Q3	变动	2023A	2024Q3	变动	2023A	2024Q3	变动
工商银行	12.38%	8.97%	-3.41%	12.56%	15.40%	2.84%	22.78%	-12.66%	-34.44%	17.92%	-0.48%	-16.41%
建设银行	12.58%	8.87%	-3.71%	12.86%	9.52%	-3.34%	8.88%	6.51%	-2.37%	-2.95%	5.23%	-8.19%
中国银行	13.71%	8.27%	-5.44%	11.06%	14.88%	3.82%	-9.83%	-15.88%	-6.05%	26.49%	-1.39%	-27.87%
农业银行	14.41%	10.54%	-3.87%	17.67%	26.61%	8.95%	47.86%	-23.67%	-71.53%	14.63%	16.05%	1.42%
交通银行	9.06%	6.75%	-2.31%	3.77%	3.81%	0.04%	24.51%	25.46%	0.95%	11.40%	-9.17%	-20.58%
邮储银行	13.02%	9.46%	-3.56%	8.64%	7.48%	-1.17%	29.06%	35.98%	6.91%	5.82%	-0.31%	-6.12%
招商银行	7.56%	4.70%	-2.86%	15.19%	8.61%	-6.58%	-11.22%	88.70%	99.92%	13.23%	4.92%	-8.31%
中信银行	6.71%	3.05%	-3.66%	3.60%	1.56%	-2.03%	36.32%	58.49%	22.16%	-12.77%	-10.10%	-2.66%
民生银行	5.89%	1.31%	-4.58%	2.08%	5.63%	3.55%	23.37%	24.28%	0.91%	15.30%	-12.42%	-27.72%
兴业银行	9.59%	8.05%	-1.54%	5.61%	-0.23%	-5.84%	49.03%	-2.18%	-51.21%	-5.39%	-12.69%	-7.30%
浦发银行	2.39%	9.01%	6.62%	4.72%	-0.26%	-4.98%	-4.74%	17.44%	22.77%	17.51%	27.59%	10.08%
华夏银行	1.61%	1.41%	-0.20%	23.97%	9.73%	-14.24%	-34.13%	67.89%	102.02%	15.42%	-4.94%	-20.36%
平安银行	2.35%	-1.25%	-3.60%	2.53%	18.37%	15.85%	55.27%	33.36%	-21.91%	-3.72%	-19.53%	-16.80%
光大银行	6.01%	3.62%	-2.39%	9.52%	-4.69%	-14.21%	54.05%	30.85%	-23.20%	-2.03%	-13.05%	-48.02%
浙商银行	12.40%	7.57%	-4.83%	33.09%	11.91%	-21.18%	123.46%	77.46%	-46.00%	-11.26%	-9.11%	-2.15%
北京银行	12.14%	8.89%	-3.25%	13.18%	6.29%	-6.89%	0.02%	46.78%	46.76%	1.15%	-3.86%	-6.00%
上海银行	5.55%	3.45%	-2.11%	13.18%	7.87%	-5.31%	-2.95%	12.04%	14.99%	-8.04%	0.49%	-8.52%
江苏银行	12.32%	17.02%	4.70%	16.59%	24.33%	7.74%	19.37%	18.19%	-1.18%	8.18%	-0.24%	-8.43%
南京银行	16.19%	13.71%	-2.48%	7.79%	13.05%	5.26%	5.64%	34.96%	29.32%	0.72%	2.55%	-1.83%
宁波银行	19.76%	19.64%	-0.13%	10.36%	7.03%	-3.33%	19.70%	52.45%	32.76%	10.33%	12.67%	2.35%
杭州银行	14.94%	15.91%	0.97%	16.91%	14.05%	-2.86%	-28.68%	-13.86%	14.82%	11.36%	2.62%	-8.74%
贵阳银行	13.58%	8.04%	-5.54%	-6.00%	0.56%	6.56%	288.61%	283.51%	-5.10%	8.48%	5.53%	-2.94%
成都银行	28.33%	22.22%	-6.11%	7.39%	3.41%	-3.98%	0.38%	8.75%	8.36%	22.74%	12.32%	-10.42%
郑州银行	8.97%	8.50%	-0.47%	1.68%	7.57%	5.89%	8.62%	-6.28%	-14.90%	-0.44%	-1.25%	-0.81%
长沙银行	14.64%	11.30%	-3.33%	10.05%	10.10%	0.05%	36.12%	14.11%	-22.01%	-0.18%	1.25%	-1.43%
青岛银行	11.55%	11.28%	-0.26%	11.81%	13.74%	1.93%	181.15%	105.65%	-75.51%	11.57%	32.50%	20.93%
西安银行	6.98%	11.76%	4.78%	-1.98%	0.01%	1.99%	188.85%	0.16%	-188.69%	-0.65%	3.96%	-4.61%
苏州银行	17.06%	14.14%	-2.92%	16.46%	19.78%	3.32%	6.28%	5.29%	-0.98%	2.28%	22.23%	19.95%
厦门银行	4.65%	1.64%	-3.01%	14.86%	12.86%	-2.00%	-9.88%	22.04%	31.92%	-0.27%	-3.38%	-8.11%
重庆银行	11.31%	12.23%	0.92%	14.20%	7.86%	-6.35%	6.68%	31.05%	24.87%	-2.44%	5.11%	-7.55%
齐鲁银行	16.69%	13.33%	-3.36%	22.44%	24.13%	1.69%	142.42%	69.22%	-73.20%	4.18%	-5.57%	-9.75%
常熟银行	15.00%	9.69%	-5.30%	20.61%	13.29%	-7.31%	-6.46%	-12.39%	-5.92%	14.11%	15.95%	1.84%
无锡银行	11.22%	9.26%	-1.96%	11.72%	2.26%	-9.47%	17.87%	47.45%	29.58%	-0.44%	1.83%	2.31%
江阴银行	11.85%	6.20%	-5.65%	9.38%	7.17%	-2.21%	-5.14%	-4.73%	0.41%	-4.51%	-3.04%	-1.47%
张家港行	10.49%	8.34%	-2.16%	12.26%	-3.93%	-16.19%	24.70%	166.18%	141.47%	-7.96%	4.93%	12.90%
苏农银行	12.15%	4.82%	-7.32%	15.84%	-0.25%	-16.09%	-12.08%	80.49%	92.56%	13.67%	-10.10%	-23.77%
紫金银行	10.56%	7.31%	-3.24%	19.18%	-7.54%	-26.72%	-3.67%	234.11%	237.78%	-12.87%	-0.53%	-12.33%
青农商行	6.52%	3.90%	-2.62%	11.77%	-2.73%	-14.50%	-3.23%	12.38%	15.62%	0.26%	18.84%	18.58%
渝农商行	6.96%	5.32%	-1.64%	4.50%	0.78%	-3.72%	16.46%	28.69%	12.23%	5.46%	-2.63%	-8.09%
沪农商行	6.09%	6.02%	-0.07%	22.41%	7.85%	-14.56%	-20.36%	16.70%	37.06%	-1.02%	4.24%	5.26%
瑞丰银行	10.19%	9.85%	-0.33%	50.98%	10.93%	-40.05%	66.22%	-4.58%	-70.80%	21.93%	3.30%	-18.63%

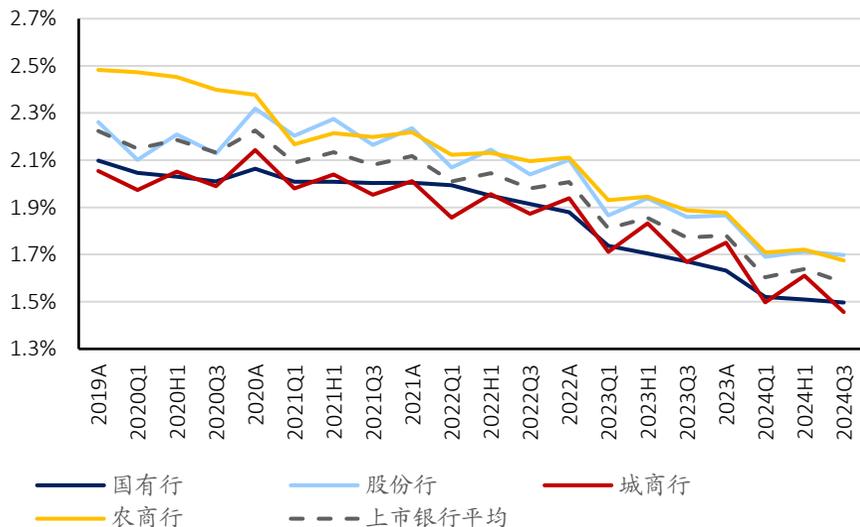
资料来源：wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

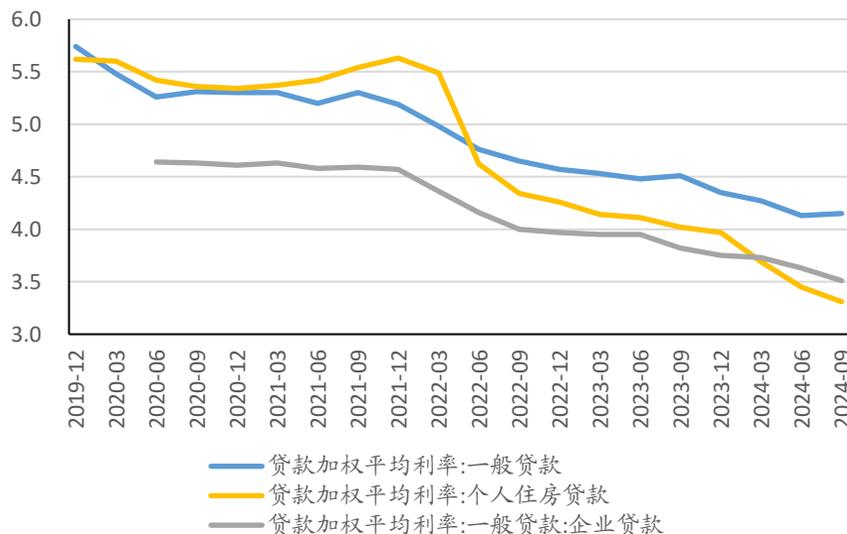
净息差下行幅度小幅收窄，子版块间差距收敛

- ▶ 2024年前三季度上市银行息差下行幅度小幅收窄（3Q24较年初-20bps至1.58%），子版块间差距收敛，其中国有行降幅最小。国家金融监督管理总局口径2024年三季度末银行业净息差为1.53%，全年降幅16bps，上市银行息差降幅高于银行业整体。
- **资产端：**存量方面，存量按揭利率调降、年内连续大幅下调LPR-1Y、5Y（分别累计下降35、60bps）等因素对长久期资产如个人住房按揭占比高的银行影响较大。**新发方面，**结构上来看2024年新投放贷款增速回落，而金融投资、同业资产占比上升，也进一步加剧息差下行态势。**负债端：**存款挂牌利率调降效果有一定滞后性，但对息差下行幅度形成一定托举。
- **息差下行幅度来看，**子版块降幅国有行<股份行<农商行<城商行。国有行因资产负债规模庞大、客群基础广泛，具有较强的成本传导能力。2024年前三季度一般贷款、个人住房按揭贷款、企业贷款利率分别下降20、24、66bps。

2019-2024年上市银行净息差变化



净息差承压主要受贷款利率 (%) 下行影响



资产质量保持稳健，逾期率小幅抬升

➤ 上市银行2024年前三季度资产质量保持稳健，不良率1.15%较年初持平，1H24逾期率较年初上升19bps，拨备覆盖率小幅下行。

● 上市银行2024不良率连续三季度持平，拨备覆盖率比年初下降7.71pcts至304.49%，资产质量整体保持较优，风险抵补能力小幅下降。预计对公地产、城投和零售消费金融等细分领域风险小幅抬升，1H24逾期率较年初小幅上升19bps至1.70%。其中西安银行逾期率（5.03%）较年初提升幅度较大，青农商行逾期率（2.86%）较年初改善明显。“江浙成”地区城农商行资产质量保持优异领先行业，上市银行整体经营稳健，资产质量指标平稳。

● 个股分化表现来看，不良包袱出清幅度较大或年内资产质量改善较明显的是浦发银行（3Q24不良率比年初-10bps至1.38%，拨备覆盖率提升10.34%至183.85%）、江阴银行（3Q24不良率比年初-8bps至0.9%，拨备覆盖率提升42.7pcts至452.16%）。拨备安全垫充实的银行在抵御经济增速放缓和净息差下行能力更强，如杭州、常熟、无锡、成都、江阴、苏州银行等，未来利润释放空间更充足。

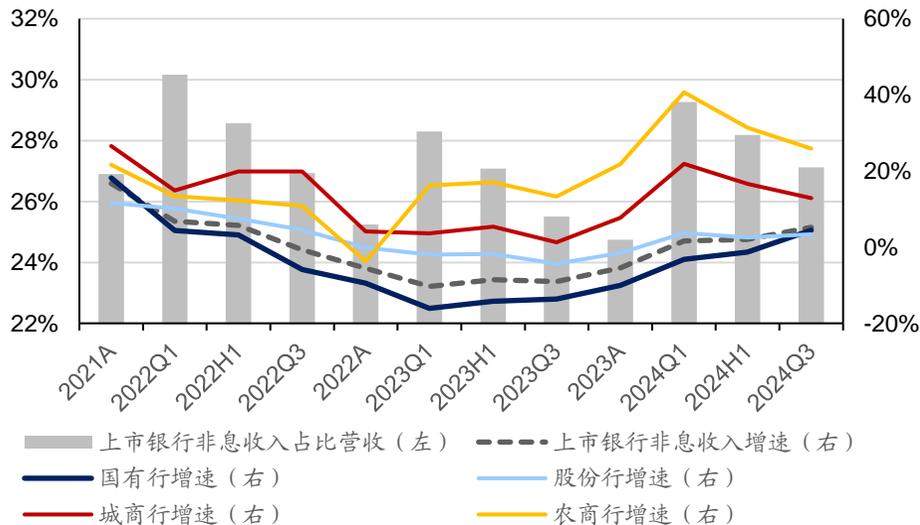
上市银行2024年不良率、逾期率、拨备覆盖率情况

	不良率					逾期率			拨备覆盖率			
	2023A	2024H1	2024Q3	QoQ变动	比年初变动	2023A	2024H1	HoH变动	2023A	2024H1	2024Q3	比年初变动
工商银行	1.36%	1.35%	1.35%	0.00%	-0.01%	1.27%	1.34%	-0.07%	213.97%	218.43%	220.30%	6.33%
建设银行	1.37%	1.35%	1.35%	0.00%	-0.02%	1.12%	1.28%	-0.16%	239.85%	238.75%	237.03%	-2.82%
中国银行	1.27%	1.24%	1.26%	0.02%	-0.01%	1.06%	1.21%	-0.15%	191.66%	201.69%	198.86%	7.20%
农业银行	1.33%	1.32%	1.32%	0.00%	-0.01%	1.08%	1.07%	-0.02%	303.87%	303.94%	302.36%	-1.51%
交通银行	1.33%	1.32%	1.32%	0.00%	-0.01%	1.38%	1.45%	-0.06%	195.21%	204.82%	203.87%	8.66%
邮储银行	0.83%	0.84%	0.86%	0.02%	-0.03%	0.91%	1.06%	-0.15%	347.57%	325.61%	301.88%	-45.69%
招商银行	0.95%	0.94%	0.94%	0.00%	-0.01%	1.26%	1.42%	-0.16%	437.70%	434.42%	432.15%	-5.55%
中信银行	1.18%	1.19%	1.17%	-0.02%	-0.01%	1.63%	1.86%	-0.24%	207.59%	206.76%	216.00%	8.41%
民生银行	1.48%	1.47%	1.48%	0.01%	-0.00%	2.00%	2.18%	-0.17%	149.69%	149.26%	146.26%	-3.43%
兴业银行	1.07%	1.08%	1.08%	0.00%	-0.01%	1.36%	1.45%	-0.09%	245.21%	237.82%	233.54%	-11.67%
浦发银行	1.48%	1.41%	1.38%	-0.03%	-0.10%	2.02%	2.12%	-0.10%	173.51%	175.37%	183.85%	10.34%
华夏银行	1.67%	1.65%	1.61%	-0.04%	-0.06%	1.96%	1.97%	-0.01%	160.06%	162.48%	165.89%	5.83%
平安银行	1.06%	1.07%	1.06%	-0.01%	-0.00%	1.76%	1.72%	-0.04%	277.63%	264.26%	251.19%	-26.44%
光大银行	1.25%	1.25%	1.25%	0.00%	-0.00%	1.95%	2.20%	-0.26%	181.27%	172.45%	170.73%	-10.54%
浙商银行	1.44%	1.43%	1.43%	0.00%	-0.01%	1.63%	2.17%	-0.54%	182.60%	178.12%	175.33%	-7.27%
北京银行	1.32%	1.31%	1.31%	0.00%	-0.01%	1.72%	1.82%	-0.10%	216.78%	208.16%	209.73%	-7.05%
上海银行	1.21%	1.21%	1.20%	-0.01%	-0.01%	1.71%	1.72%	-0.01%	272.66%	268.97%	277.31%	4.65%
江苏银行	0.91%	0.89%	0.89%	0.00%	-0.02%	1.07%	1.12%	-0.05%	378.13%	352.20%	351.03%	-12.10%
南京银行	0.90%	0.83%	0.83%	0.00%	-0.07%	1.31%	1.25%	-0.06%	360.58%	345.02%	340.40%	-20.18%
宁波银行	0.76%	0.76%	0.76%	0.00%	-0.00%	0.93%	0.92%	-0.01%	461.04%	420.55%	404.80%	-56.24%
杭州银行	0.76%	0.76%	0.76%	0.00%	-0.00%	0.62%	0.70%	-0.08%	561.42%	545.17%	543.25%	-18.17%
贵阳银行	1.59%	1.62%	1.57%	-0.05%	-0.02%	2.52%	2.97%	-0.45%	244.50%	257.81%	262.53%	18.03%
成都银行	0.68%	0.66%	0.66%	0.00%	-0.02%	0.80%	0.90%	-0.10%	504.29%	496.02%	497.40%	-8.89%
郑州银行	1.87%	1.87%	1.86%	-0.01%	-0.01%	4.11%	4.65%	-0.54%	174.87%	191.47%	166.23%	-8.64%
长沙银行	1.15%	1.16%	1.16%	0.00%	-0.01%	1.53%	1.98%	-0.45%	314.21%	312.76%	314.54%	0.33%
青岛银行	1.18%	1.17%	1.17%	0.00%	-0.01%	1.42%	1.54%	-0.12%	225.96%	234.43%	245.71%	19.75%
西安银行	1.35%	1.72%	1.64%	-0.08%	-0.29%	2.29%	5.03%	-2.75%	197.07%	170.06%	186.30%	-10.77%
苏州银行	0.84%	0.84%	0.84%	0.00%	-0.00%	0.72%	0.93%	-0.21%	522.77%	486.80%	473.66%	-49.11%
厦门银行	0.76%	0.76%	0.75%	-0.01%	-0.01%	1.10%	1.50%	-0.40%	412.89%	396.22%	390.16%	-22.73%
重庆银行	1.34%	1.25%	1.26%	0.01%	-0.08%	1.95%	1.90%	-0.06%	234.18%	249.59%	250.19%	16.01%
齐鲁银行	1.26%	1.24%	1.23%	-0.01%	-0.03%	1.00%	0.99%	-0.01%	303.58%	309.25%	312.74%	9.16%
常熟银行	0.75%	0.76%	0.77%	0.01%	-0.02%	1.23%	1.54%	-0.32%	537.88%	538.81%	528.40%	-9.48%
无锡银行	0.79%	0.79%	0.78%	-0.01%	-0.01%	0.66%	0.78%	-0.12%	522.57%	502.36%	499.28%	-23.29%
江阴银行	0.98%	0.98%	0.90%	-0.08%	-0.08%	1.19%	1.27%	-0.08%	409.46%	435.25%	452.16%	42.70%
张家港行	0.94%	0.94%	0.93%	-0.01%	-0.01%	1.70%	1.90%	-0.19%	424.23%	423.71%	410.60%	-13.63%
苏农银行	0.91%	0.91%	0.91%	0.00%	-0.00%	0.73%	1.03%	-0.30%	452.85%	442.87%	429.56%	-23.29%
紫金银行	1.16%	1.15%	1.30%	0.15%	0.14%	1.29%	1.41%	-0.11%	247.25%	248.98%	215.10%	-32.15%
青农商行	1.81%	1.80%	1.80%	0.00%	-0.01%	3.55%	2.86%	-0.68%	237.96%	226.63%	230.37%	-7.59%
渝农商行	1.19%	1.19%	1.17%	-0.02%	-0.02%	1.42%	1.52%	-0.10%	366.70%	360.29%	358.59%	-8.11%
沪农商行	0.97%	0.97%	0.97%	0.00%	-0.00%	1.25%	1.31%	-0.05%	404.98%	372.42%	364.98%	-40.00%
瑞丰银行	0.97%	0.97%	0.97%	0.00%	-0.00%	1.84%	1.77%	-0.07%	304.12%	323.79%	329.96%	25.84%

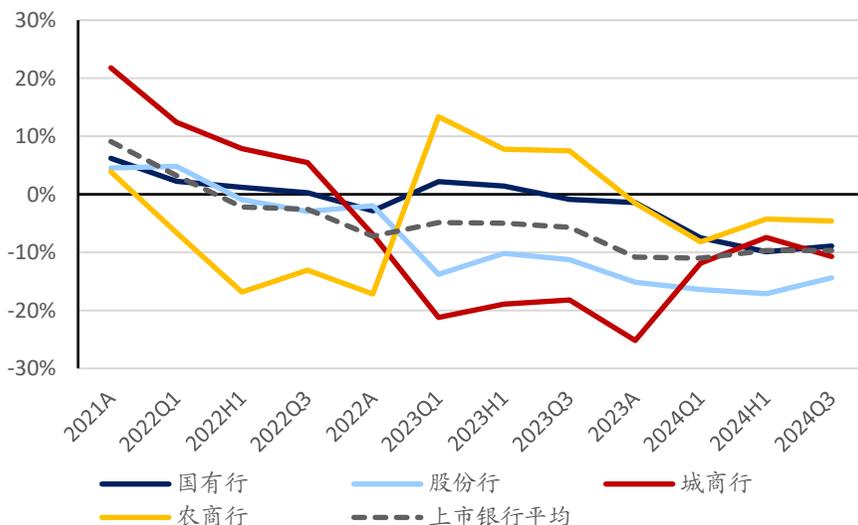
其他非息收入高增支撑营收，中收降幅触底回升

- 金融投资收益高增，其他非息收入对营收贡献加大。**2024年前三季度上市银行非息收入占比营收较2023年末的24.74%提升至27.12%，主要得益于受益于债券市场利率下行及银行自营投资交易能力提升。分板块来看，2024年非息收入增速表现：农商行>城商行>国有行>股份行，农商行2024年三季度非息收入同比增速25.91%，连续七季度保持10%以上增速。国有行非息收入增速也有所提振，未来多元化经营持续发力下有望缓解利息业务下行带来的压力。
- 中收净收入降幅触底回升，城商行改善幅度最明显。**上市银行2024年前三季度中收净收入同比增速-9.65%，较2023A增速降幅收窄1.16pcts。主要由于：①减费让利政策落地，权益类基金产品费率下调，但资产荒延续下银行理财产品吸引力有所提升；②“报行合一”政策落地，银保渠道费率普遍下调；③经济复苏进程放缓，银行支付清算及信用卡相关收入回落。子板块表现来看，农商行>国有行>城商行>股份行，城商行财富管理业务灵活度较高，禁止手工补息等监管影响或带动对公理财需求上升。

上市银行非息收入同比增速



上市银行中收净收入同比增速





存款占比和成本率均小幅下行，对息差形成托举

上市银行存款占比小幅上升，成本率小幅下行

- 2024年三季度末存款占比总负债较2023年末小幅下降1.44%，以及存款挂牌利率下调，均对主动负债成本降低形成正向贡献。国有大行流出存款、股份行、城商行、农商行吸纳存款。
- 2024年三季度末居民储蓄意愿边际小幅回落。2024年前三季度上市银行中仅国有行存款占比下降，农商行存款占比增幅最高。2024Q3末，上市国有行、股份行、城商行、农商行存款占比分别为75.78%、65.00%、63.14%、77.20%，较年初分别变化-2.60、0.62、0.63、0.66pct。上市银行同业负债、应付债券占比总负债分别相比年初上升1.15、0.7pct。
- 存款挂牌利率多次调整带动存款成本率小幅下行。2023年以来上市银行多次调整存款挂牌利率，2024H1上市银行存款成本率较年初小幅下降8bps，农商行下降10bps。其中江阴银行存款成本率降幅较大（14bps），深耕“制造业第一县”农商行本地化经营优势明显。面对息差承压，未来银行有动力主动调整负债端结构，通过增加主动负债占比、调降存款挂牌利率、提升精细化管理能力和数字化转型等措施，继续引导负债端成本下行。上市银行资产负债能力也有助于实现量价再平衡、巩固多元化经营能力。

	存款占比			同业负债占比			应付债券占比			存款成本率		
	2023A	2024Q3	变动	2023A	2024Q3	变动	2023A	2024Q3	变动	2023A	2024H1	变动
工商银行	80.61%	76.68%	-3.93%	10.72%	13.37%	2.64%	3.35%	4.29%	0.95%	1.89%	1.84%	-0.05%
建设银行	77.44%	74.79%	-2.66%	9.77%	12.21%	2.44%	5.39%	6.16%	0.77%	1.77%	1.72%	-0.05%
中国银行	76.17%	74.93%	-1.23%	9.17%	10.91%	1.74%	6.07%	6.72%	0.64%	1.83%	1.73%	-0.10%
农业银行	76.91%	72.38%	-4.53%	11.19%	15.58%	4.40%	6.21%	6.50%	0.29%	1.78%	1.70%	-0.08%
交通银行	64.84%	64.86%	0.02%	14.62%	14.54%	-0.07%	4.57%	4.77%	0.20%	2.33%	2.21%	-0.12%
邮储银行	94.49%	95.51%	1.02%	2.90%	2.38%	-0.52%	1.77%	1.28%	-0.49%	1.53%	1.48%	-0.05%
招商银行	82.02%	83.21%	1.18%	8.96%	8.39%	-0.57%	1.78%	2.25%	0.47%	1.62%	1.60%	-0.02%
中信银行	64.90%	66.55%	1.65%	17.76%	14.33%	-3.43%	11.61%	13.35%	1.74%	2.12%	1.98%	-0.14%
民生银行	60.86%	59.35%	-1.51%	20.37%	19.36%	-1.01%	9.60%	12.07%	2.47%	2.31%	2.24%	-0.07%
兴业银行	54.94%	57.54%	2.60%	28.01%	24.89%	-3.12%	11.01%	12.42%	1.41%	2.24%	2.06%	-0.18%
浦发银行	60.24%	59.98%	-0.26%	21.92%	20.10%	-1.82%	12.23%	14.60%	2.37%	2.16%	2.06%	-0.10%
华夏银行	54.16%	53.45%	-0.70%	25.03%	25.65%	0.63%	15.07%	15.59%	0.52%	2.06%	2.02%	-0.04%
平安银行	66.62%	67.24%	0.62%	11.24%	12.77%	1.53%	14.24%	11.67%	-2.57%	2.20%	2.18%	-0.02%
光大银行	64.73%	63.81%	-0.92%	13.18%	15.93%	2.75%	17.68%	17.12%	-0.56%	2.32%	2.26%	-0.06%
浙商银行	62.31%	62.20%	-0.11%	17.21%	17.89%	0.68%	13.40%	15.60%	2.19%	2.24%	2.19%	-0.05%
北京银行	60.51%	64.59%	4.07%	17.87%	14.68%	-3.19%	13.71%	13.47%	-0.23%	1.97%	1.88%	-0.09%
上海银行	57.62%	58.60%	0.98%	21.54%	20.03%	-1.50%	12.88%	15.17%	2.29%	2.08%	2.00%	-0.08%
江苏银行	59.64%	58.57%	-1.07%	17.15%	16.29%	-0.85%	12.48%	16.45%	3.97%	2.33%	2.18%	-0.15%
南京银行	64.73%	59.32%	-5.41%	12.77%	11.77%	-1.01%	12.21%	19.10%	6.89%	2.45%	2.37%	-0.08%
宁波银行	62.42%	65.52%	3.11%	15.46%	13.36%	-2.09%	14.79%	14.19%	-0.59%	2.01%	1.96%	-0.05%
杭州银行	60.42%	62.43%	2.01%	15.40%	13.08%	-2.32%	15.90%	16.28%	0.38%	2.19%	2.08%	-0.11%
贵阳银行	64.08%	64.27%	0.19%	10.84%	12.32%	1.48%	13.94%	12.64%	-1.30%	2.55%	2.51%	-0.04%
成都银行	74.98%	74.78%	-0.21%	3.43%	4.10%	0.67%	13.75%	14.11%	0.36%	2.23%	2.21%	-0.02%
郑州银行	62.62%	65.09%	2.47%	12.61%	12.03%	-0.58%	17.71%	15.74%	-1.97%	2.25%	2.17%	-0.08%
长沙银行	69.23%	65.92%	-3.31%	8.77%	6.11%	-2.66%	15.13%	21.20%	6.08%	2.02%	1.88%	-0.14%
青岛银行	67.96%	68.46%	0.50%	10.60%	10.38%	-0.22%	15.72%	14.02%	-1.69%	2.23%	2.13%	-0.10%
西安银行	73.21%	75.38%	2.17%	0.75%	1.33%	0.58%	15.83%	15.88%	0.05%	2.72%	2.75%	0.03%
苏州银行	65.65%	66.67%	1.02%	13.11%	13.35%	0.24%	14.00%	13.60%	-0.40%	2.21%	2.11%	-0.10%
厦门银行	57.64%	57.43%	-0.21%	15.04%	13.83%	-1.20%	21.86%	22.72%	0.86%	2.47%	2.44%	-0.03%
重庆银行	57.99%	59.35%	1.36%	9.16%	8.27%	-0.90%	21.89%	22.56%	0.67%	2.79%	2.64%	-0.15%
齐鲁银行	70.71%	70.01%	-0.70%	7.27%	7.43%	0.16%	11.53%	12.47%	0.94%	2.11%	2.07%	-0.04%
常熟银行	80.68%	85.44%	4.77%	7.42%	5.23%	-2.20%	4.02%	2.81%	-1.21%	2.28%	2.22%	-0.06%
无锡银行	90.82%	92.70%	1.88%	0.68%	1.47%	0.79%	2.37%	0.22%	-2.15%	2.29%	2.20%	-0.09%
江阴银行	81.91%	87.02%	5.11%	7.24%	3.42%	-3.82%	2.83%	1.21%	-1.61%	2.02%	1.88%	-0.14%
张家港行	82.43%	83.72%	1.29%	7.17%	6.63%	-0.54%	4.81%	4.18%	-0.63%	2.33%	2.13%	-0.20%
苏农银行	82.33%	85.91%	3.58%	5.61%	3.32%	-2.29%	6.98%	5.08%	-1.90%	2.04%	1.96%	-0.08%
紫金银行	85.86%	84.33%	-1.52%	3.27%	4.44%	1.17%	4.71%	5.77%	1.05%	2.26%	2.14%	-0.12%
青农商行	69.57%	72.23%	2.66%	6.85%	4.62%	-2.23%	18.40%	18.25%	-0.16%	2.04%	1.99%	-0.05%
渝农商行	68.02%	67.84%	-0.18%	12.95%	10.19%	-2.76%	9.08%	12.41%	3.34%	1.88%	1.79%	-0.09%
沪农商行	79.67%	78.59%	-1.07%	6.55%	8.00%	1.45%	7.22%	7.02%	-0.20%	1.95%	1.83%	-0.12%
瑞丰银行	80.10%	79.91%	-0.19%	8.40%	7.03%	-1.37%	3.11%	3.71%	0.60%	2.28%	2.24%	-0.04%



目录

- 1 市场回顾：2024年上市银行股表现回顾
- 2 基本面回顾：量、价、险的再平衡
- 3 问题讨论：基于新共识的银行股投资逻辑
- 4 未来展望：2025年银行股投资策略

新共识一：稳增长政策加力提效，支撑风险偏好提振

- ▶ **一揽子稳增长政策力度超预期，支持银行高效扩表。**2024年9月底，财政政策加力提效，金融部门作为宏观政策直达实体的通道有望高效扩表：居民贷款方面，一揽子房地产金融举措加速落地，优化个人住房贷款最低首付款比例至15%、完善商业性个人住房贷款利率定价机制等举措利于缓解提前还贷现象，10月居民刚性和改善住房需求有所提振。
- ▶ **政策化险持续推进，银行资产质量保持稳定。**企业贷款方面，地方化债稳步推进，利于银行提振风险调整后收益率；优化小微企业无还本续贷政策，阶段性扩大到中型企业，阶段性缓解尾部风险，11月PMI环比升0.2pct至50.3%。支持大行补充核心一级资本，提升损失吸收能力，撬动资产规模扩张空间。

2024年9月底“一揽子”稳增长政策加力提效

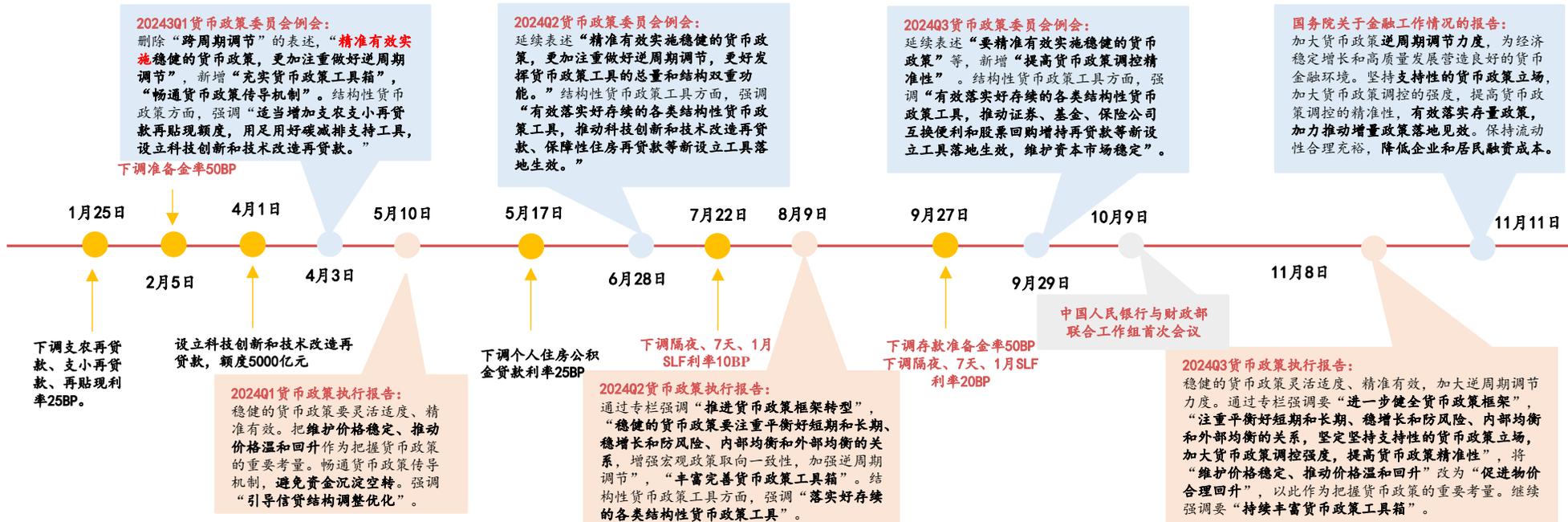
政策分类	政策内容	政策效果
扩内需	<p>消费方面：促进中低收入群体增收，实施提振消费行动，加大对特定群体的支持力度，结合“两新”推动大宗商品消费持续扩大，扩大养老、托育等服务消费。</p> <p>投资方面：重点扩大有效投资，加快形成实物工作量，用足用好今年各类资金，同时优化实施投资重大政策，抓紧研究适当扩大专项债券用作资本金的领域、规模、比例，尽快出台合理扩大地方政府专项债券支持范围的具体改革举措。</p>	<p>2024年10月，社会消费品零售总额同比增长4.8%，增速比上月加快1.6pct，其中商品零售额同比增长5%，增速比上月加快1.7pct。</p> <p>2024年10月规模以上工业增加值同比增长5.3%，继续保持较快增长，其中制造业升级发展态势明显，10月高技术制造业增加值同比增长9.4%。</p>
促发展	<p>宏观政策加力提效：加大宏观政策逆周期调节力度，适度扩大财政支出规模，引导金融机构加大对实体经济的支持力度。9月27日，人行宣布降低存款准备金率0.5pct，降低7天逆回购利率20bps。计划对六家国有行增加核心一级资本。</p> <p>提振资本市场，促进中长线资金入市：首次创设结构性货币政策工具支持资本市场，推出证券、基金、保险公司互换便利，打通非银资金入市堵点。首期操作规模5000亿元，未来可视情况扩大规模。引导商业银行向上市公司提供贷款，用于回购和增持上市公司股票。</p>	<p>2024年11月，制造业采购经理指数（PMI）为50.3%，环比上升0.2pct。供需两端均有回升，中小企业景气度改善。</p> <p>2024年10月，沪深两市股票成交量和成交额同比涨幅都在1.5倍左右，增速回升幅度之大为2024年以来首次。</p>
防风险	<p>调整房地产金融政策：批量调整存量房贷利率，各商业银行于2024年10月31日前统一对存量房贷利率实施批量调整；优化个人住房贷款最低首付款比例，商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于15%；完善商业性个人住房贷款利率定价机制，取消房贷利率重定价周期最短为一年的限制。</p> <p>化解地方债务风险：财政部安排1.2万亿元债务限额支持地方化解存量隐性债务和消化政府拖欠企业账款；十四届全国人大常委会第十二次会议审议通过增加6万亿元政府债务限额置换地方存量隐性债务，并额外安排5年共4万亿元新增地方专项债用于化债。</p>	<p>2024年10月，70个大中城市商品住宅销售价格环比降幅收窄或转涨，同比降幅趋稳，房地产市场预期有所改善。其中，一线城市新建商品住宅销售价格环比降幅收窄，二手房住宅价格环比由降转涨；二三线城市新建商品住宅和二手房住宅的销售价格环比降幅均出现不同程度收窄。</p>



新共识二：货币政策由适中转向宽松，监管注重质效提升

- 货币政策取向由适中转向宽松。2024年初货币政策定调“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”延续到三季度，9月底转向宽松的财政政策，强调“加大逆周期调控力度”。年内分别两次降准、三次降息。存款准备金率累计下调100bps，LPR-1Y、5Y分别累计下调35bps、60bps。信贷结构继续调优，结构性货币政策加大对科技创新、技术改造、保障性住房等领域支持。
- 金融数据挤水分、防空转，淡化规模情节，强调质效提升。2024年2月8日，人行2023年四季度货币政策报告专栏中强调“减少对月度货币信贷高频数据的过度关注”、“准确把握货币信贷供需规律和新特点”。2024年4月，监管禁止“手工补息”约束银行高息揽储行为，打击资金空转。2024年10月M1增速触底回升，同比降幅收窄至-6.1%，M2增速升至7.5%。

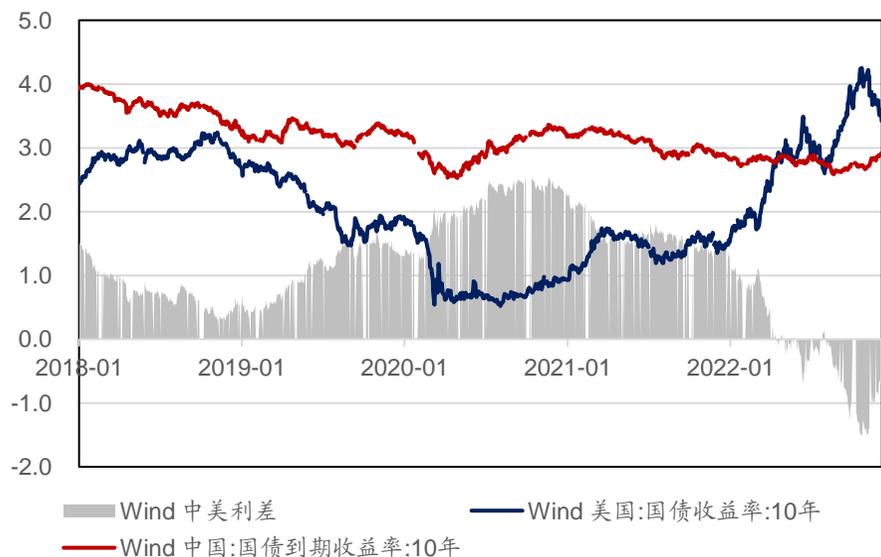
2024年货币政策表述由“合理适度”转向“加大逆周期调控力度”



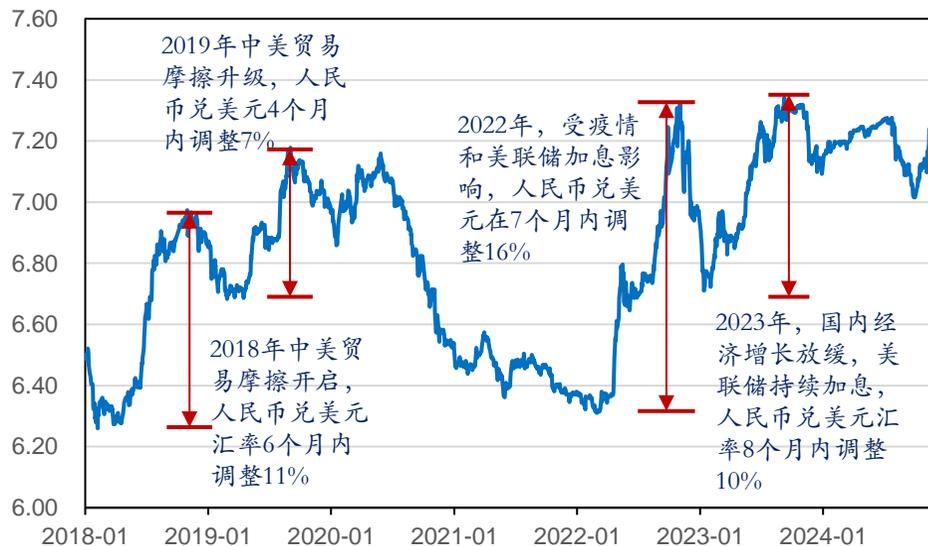
新共识三：中美利差收窄，利率下行约束放松

- **美联储开启降息进程，带动中美利差收窄。**2024年以来美联储开启降息进程，联邦基金利率目标区间下调至 4.50%-4.75%。美债收益率自高位回落，带动中美利差收窄至2.15%。市场担忧特朗普胜选可能打乱美联储降息路径，但美联储货币政策取向主要遵循名义经济增长，降息进程仍然主要取决于通胀和失业率核心指标。中美利差收窄为国内政策利率下行放松约束。
- **应对“特朗普2.0”，国内政策可能加大宽财政、扩内需力度。**特朗普在2017—2020年首个总统任期内，对中国实施了出口管制政策，2023年以来，特朗普表示若再次当选将继续推行“美国优先”政策，此前主张对所有进口商品征收60%关税。参考2018年-2020年中美贸易摩擦期间，人民币兑美元汇率由6.3升至7.2水平，特朗普就任对人民币或将施加较大的贬值压力。国内应对来看，可能加大财政刺激和扩内需力度应对出口制裁，也进一步指向利率下行的空间打开。

2018-2024年中美十年期国债收益率变化 (%)



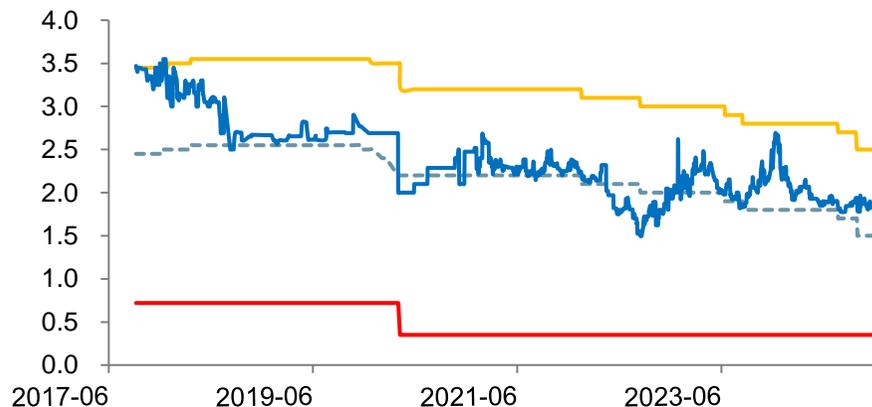
2018-2024年人民币兑美元即期汇率变化



新共识四：利率传导机制革新，精准调控、稳定预期

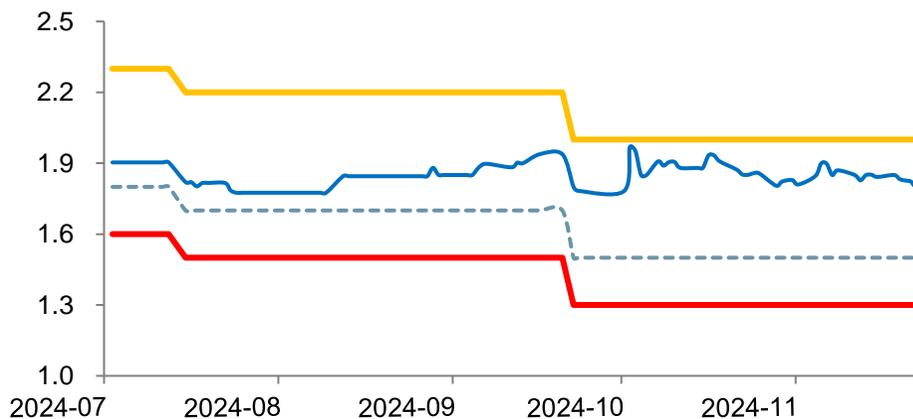
- **OMO代替MLF成为主要政策利率。**2024年6月，人行潘功胜行长在《中国当前货币政策立场及未来货币政策框架的演进》提出未来货币政策框架的演进框架，提出“可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率，目前看，7天期逆回购操作利率已基本承担了这个功能”，此前人行的主要利率传导机制“MLF→LPR→贷款利率”，LPR在MLF基础上加点转变为“OMO→LPR→贷款利率”，更突出对短端利率的精准调控，频率更高、更及时向市场传导。
- **适度收窄利率走廊宽度，提高公开市场操作的精准性和有效性。**2015年来，我国形成以公开市场7天期逆回购利率为短期政策利率，以7天SLF利率为上限、超额存款准备金利率为下限的利率走廊机制。2024年7月8日，中国人民银行公告开展临时正回购或临时逆回购操作，利率走廊新机制形成。新利率走廊由人行发起，相比旧利率走廊宽度更窄（70bps），仅面向一级交易商。能够有效引导市场预期，减轻降准、财政收支、季节性因素等对资金面的扰动。

旧利率走廊机制 (%)



— 走廊下限（超额准备金利率） — 走廊上限（7天SLF）
 - - - 政策利率（7天逆回购） — 短期市场利率（FDR007）

新利率走廊机制 (%)



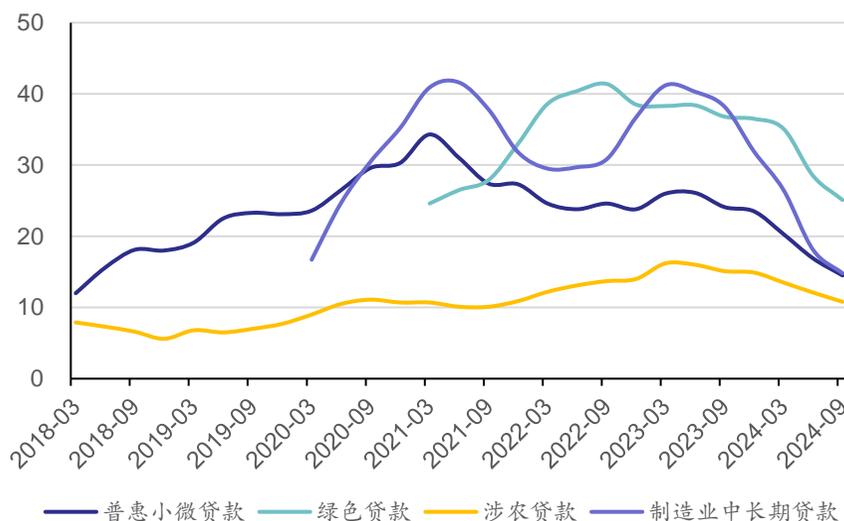
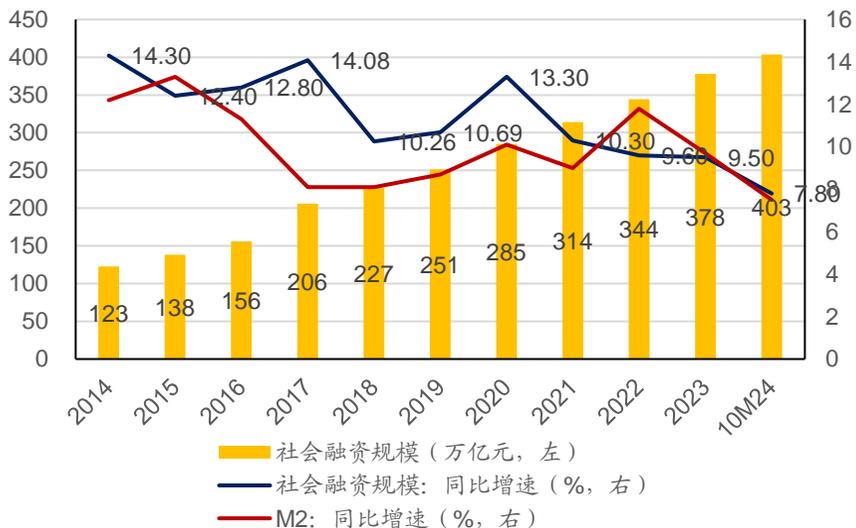
- - - 政策利率（7天逆回购） — 短期市场利率（FDR007）
 — 临时隔夜正回购利率 — 临时隔夜逆回购利率

新共识五：社融规模增速放缓，突出结构性增长

- **社融规模增速放缓与当前名义增速相适配，淡化规模考核、金融机构市场化竞争加剧。**2024年10月，社融存量增速、M2增速分别为7.8%、7.5%，均为过去十年来增速最低值，这也与人行货政报告中“宏观金融总量规模已经很大。金融总量增速有所下降也是自然的，这与我国经济从高速增长转向高质量发展是一致的”表述相契合，意味着当前的社融存量规模增速即是政策合意水平。对银行经营而言，淡化规模考核也将加剧市场化竞争态势，或将迎来新一轮行业洗牌。
- **信贷投向结构持续优化，科技、绿色、小微、三农等领域为扩表抓手。**人行通过结构性货币政策工具引导金融资源重点支持领域，科技、小微、绿色、三农等信贷规模保持高增。2024年三季度末，普惠小微、绿色、涉农、高技术制造业中长期贷款余额增速分别为14.5%、25.1%、10.8%、12%，较年初增速均有所下降，但仍高于人民币贷款增速8.1%，规模占比全部人民币贷款分别为13%、14.1%、20.2%、1.1%。对银行而言，这部分客群与传统对公业务思路不同，更考验深耕本地市场能力。

2014-10M2024社会融资规模存量与增速变化

普惠、绿色、涉农、制造业中长期贷款余额增速 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



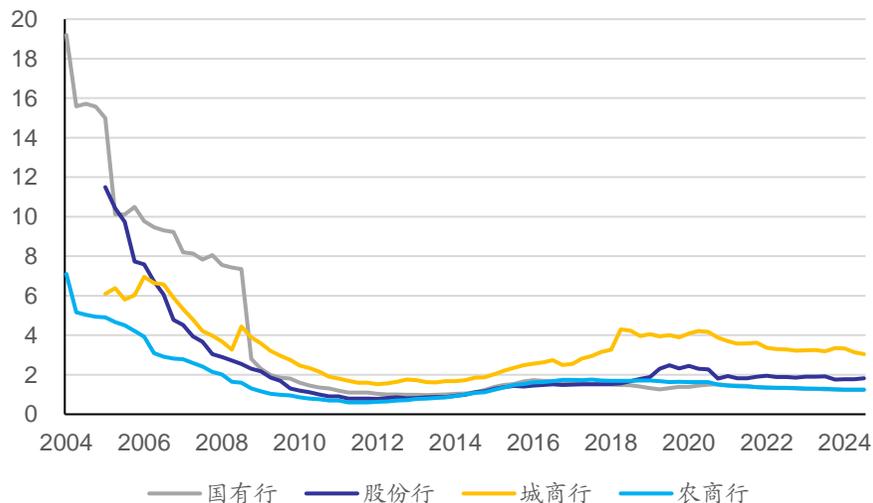
目录

- 1 市场回顾：2024年上市银行股表现回顾
- 2 基本面回顾：量、价、险的再平衡
- 3 问题讨论：基于新共识的银行股投资逻辑
- 4 未来展望：2025年银行股投资策略

存量包袱出清，资产质量改善带来估值修复

- 中国的银行体系经历过历史长周期，有丰富的风险处置经验。中国的银行业历史悠久，在1996年、2003年的两次金融体制改革中确立了法人机制，使中国的银行符合现代企业的治理理念，成为了“公司”。但就“银行”功能而言，国有行、农商行可追溯至新中国成立时期甚至更早，股份行可追溯到80年代股份制改革时期，城农商行则可追溯到90年代城市信用社时期。银行业经历过历史长久期考验，其中因过度授信、钢贸等行业风险暴露等原因就曾导致不良率抬升至20%以上，远高于当前的1.56%水平。对国有大行注资、成立资产处置子公司、引导区域银行互相持股等也是防范化解金融风险中较为成熟的举措。
- 近三年上市银行存量包袱出清力度逐年增加，化险能力与经营能力相匹配。上市银行针对疫情影响、需求下滑、尾部风险抬升等不利影响，风险处置力度逐年增加，2022年、2023年及2024年上半年分别核销8135、8361、5079亿元，存量包袱不断出清。2024年上半年核销规模同比+30.9%、环比+14%，化险能力与经营能力相匹配，资产质量改善将有望带来估值修复。

2004-2024年中国银行业不良率变化 (%)



上市银行2022-1H24核销规模 (亿元)

	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24
国有行	1,529	1,662	1,482	1,486	1,783
股份行	1,928	2,134	1,966	2,401	2,726
城商行	311	406	361	470	463
农商行	72	93	82	113	125
上市银行总计	3,840	4,295	3,891	4,470	5,097

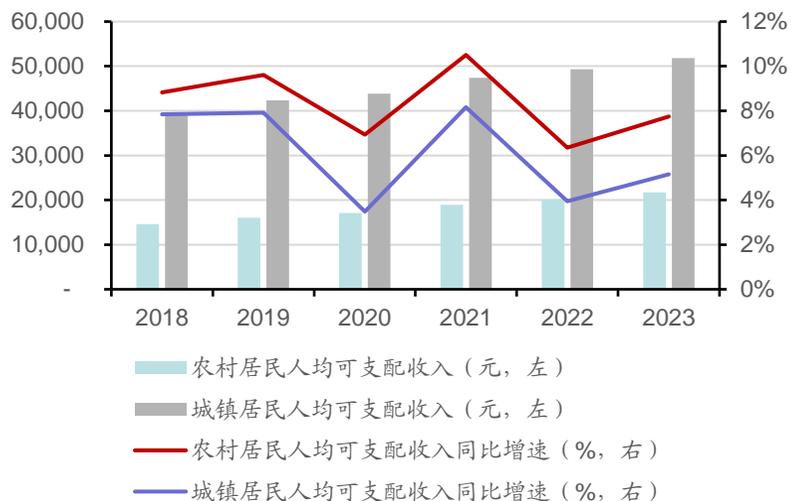
资料来源: wind, 华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

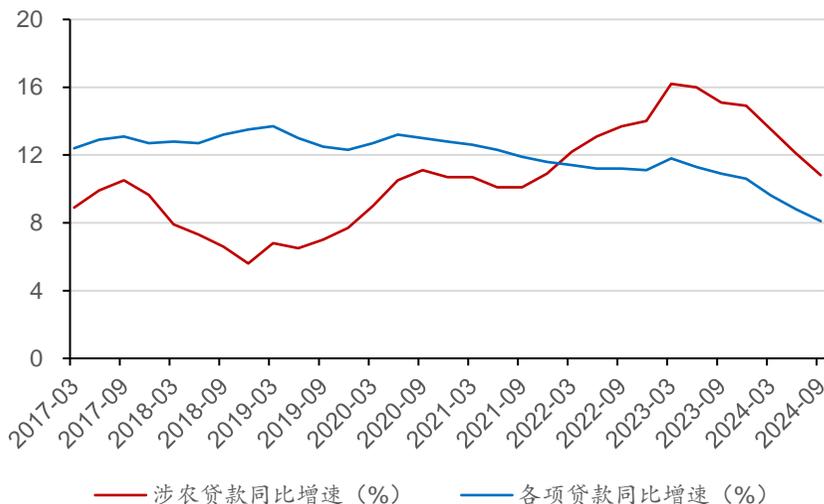
寻找Alpha：下沉市场空间广阔，掘金县域新蓝海

- ▶ **县域经济基数低、增速高，深耕县域的银行在客群、规模等方面有望受益于城乡融合加速发展。**2018年以来，城镇化率增速放缓、叠加多项乡村振兴政策助推农村经济高速发展，农村居民人均可支配收入、人均消费支出持续提升，2023年分别达21691元、18175元，同比增速分别为7.8%、9.3%，较2022年分别+1.4%、+4.8%，高于城镇居民人均可支配收入、人均消费支出同比增速，农村地区基础客群质量不断升级，为银行展业提供增量。
- ▶ **农村居民生活水平改善推动县域金融需求增长快于城镇，涉农贷款投放保持高景气。**2018年，农村贷款余额同比增速触底回升，信贷投放加速。2023年末农村贷款余额达47.3万亿元，较上年末增长15.2%，展现县域金融较强增长势头。2022年一季度末起，金融机构涉农贷款余额同比增速高于各项贷款同比增速，并延续高增长，3Q24金融机构涉农贷款余额达51.2万亿元，同比增长10.8%，在金融机构各项贷款余额中占比20.2%，深耕县域的银行更加受益于城乡融合新机遇快速发展。

农村、城镇居民人均可支配收入及增速



涉农贷款规模增速超各项贷款规模增速 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

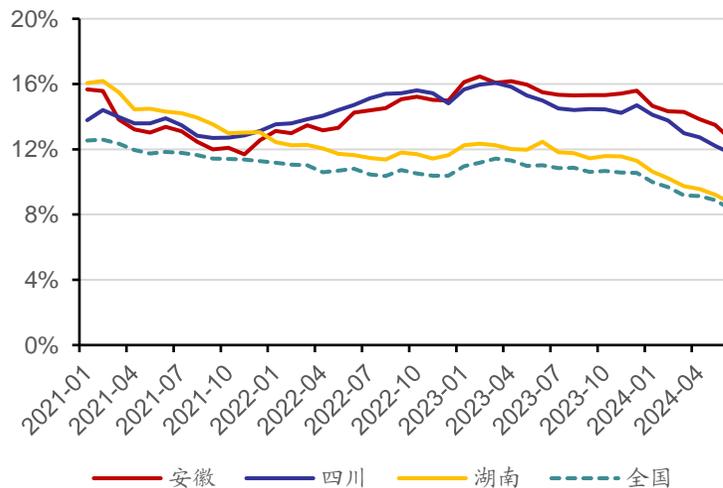
敬请参阅末页重要声明及评级说明

寻找Alpha：下沉市场空间广阔，掘金县域新蓝海

- 中西部地区焕发生机，化债带来基本面改善。“西部大开发”、“成渝经济圈”“中部崛起”等建设带动中西部地区部分省份经济基本面改善。产业发展迅速、地区吸引力增加，金融同样需求旺盛，中部地区安徽省和西部地区四川省2024年6月金融机构贷款规模同比增速分别为12.59%、11.75%，较全国贷款规模增速分别高出4.28pcts、3.44pcts，湖南省贷款规模增速也不弱于全国平均水平，中西部地区网点占比更高的国有大行、深耕本地细化客群经营的中西部城农商行未来有望更加受益。
- 江浙沪地区银行竞争充分，县域金融主办行市场地位相对巩固。浙江农信领跑全国，省行坚持“小法人，大平台”模式，不良包袱率先出清；先手布局一万余家遍布乡镇的丰收驿站；连续16年开展“走千访万”活动累计走访农户3428万户、企业241万户，积累了丰富的信贷档案；辖内农商行共享科技底座统一手机银行app“丰收互联”解决小银行金融科技投入难问题。这些长期积累赋予浙江农信难以替代的竞争优势，2023年浙江农信系统贷款、存款增速分别17.52%、17.2%，地区主办行地位相对巩固。

中西部部分地区贷款规模增速超过全国平均增速

浙江、江苏、广东农信系统存贷款规模（万亿元）及增速对比



	贷款规模及增速			存款规模及增速			全省贷款规模增速	
	2022	2023	增速	2022	2023	增速	2023	农信比全省
浙江	2.9	3.4	17.52%	3.74	4.38	17.20%	14.44%	+3.08%
江苏	2.55	2.85	11.90%	3.15	3.51	11.50%	14.29%	-2.39%
广东	2.36	2.53	7.20%	3.39	3.57	5.98%	10.52%	-3.32%

资料来源：wind，浙江农信，江苏农信，广东农信，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

寻找Alpha：中收触底改善，财富管理转型突围

- 2025 年政策发力支持商业银行经营持续复苏，资本市场回暖有望带动居民投资理财需求回升，低基数下中收有望触底改善。存款挂牌利率持续下调背景下，银行理财较存款收益率高，较权益类产品波动小，对储户吸引力凸显，1H24 银行理财产品余额较年初增长 1.72 万亿至 28.52 万亿元。公募管理费下降、银保渠道佣金率下降的不利影响边际弱化，叠加禁止“手工补息”带来的增量的机构投资者财富管理需求，预计“以量补价”逻辑下财富管理收入在 2025 年有较大增长空间。
- “金融脱媒”趋势下，传统金融机构依靠财富管理转型是应对竞争加剧的有效路径。存款定期化趋势为银行带来较大息差压力，倒逼银行升级财富管理服务能力，对客营销重点也已从简单揽储转向能够为客户提供多元化金融服务。当前受居民扩表意愿不足、风险偏好较低等因素拖累，零售业务整体表现不佳，零售型银行的 alpha 溢价也受到抑制。但从海外银行成功经验来看，大力发展非息业务、提升综合金融服务能力是应对经济疲软、竞争加剧的有效路径。“金融脱媒”趋势下，深耕财富管理、能够为其深耕的客群提供多元化金融服务的银行将有望突围。

中国理财产品资金余额（万亿元）

理财产品各类投资者人数及占比（万个）



投资者类型	1H23	2023A	1H24
个人投资者	10254	11262	12000
	98.87%	98.82%	98.74%
机构投资者	117	135	153
	1.13%	1.18%	1.26%

资料来源：wind，银行业理财登记托管中心，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

投资建议

- **稳增长政策加力见效，银行作为政策直达实体的主要融资通道基本面持续改善，2025年有望实现新共识下的价值重估。**新共识下的投资思路转变：1.宏观财政政策加力空间打开，有望开启经济基本面修复带来的顺周期行情；2.货币政策精准管控，人行强化针对短端利率更及时响应、淡化规模考核，意味着社融信贷总量增速等指标对投资的指引性也将逐步降低；3.中美利差收窄为利率下行约束放松，负债端成本率下降举措也将更加积极，息差有望触底企稳；4.一揽子政策带动市场风险偏好提振，银行地产、城投等资产质量隐忧实质上得到缓解，系统性风险降低后市场将更倾向于为个股alpha定价。
- **投资建议：**寻找alpha定价逻辑，一是县域经济发展空间大，金融机构也可分享区域增长红利，化债政策支持下中西部地区盘活存量资产、资产端结构更优，实际上对银行风险调整后收益率有所提振。涉农贷款占比已达到全部贷款规模的1/5，且增速自2022年一季度以来持续超过各项贷款规模增速，我们认为深耕县域、中西部地区布局较为广泛的国有大行如农业银行、邮储银行；立足本地客群的中西部地区城农商主办行如长沙银行、渝农商行、重庆银行；长期领跑全国农信系统的浙江农信的唯一上市农商行瑞丰银行；深耕小微零售、县域产业升级的江苏地区农商行如常熟银行等有望受益。二是资本市场回暖有望带动居民投资理财需求回升，低基数下中收有望触底改善。当前受居民扩表意愿不足、风险偏好较低等因素拖累，零售业务整体表现不佳，银行在财富管理业务的alpha溢价也受到抑制。随着公募管理费下降、银保渠道佣金率下降的不利影响边际弱化，叠加禁止“手工补息”带来的增量的机构投资者财富管理需求，预计“以量补价”逻辑下财富管理收入在2025年有较大增长空间。财富管理**能力较强的综合性银行**如招商银行、宁波银行、江苏银行等有望受益。

相关标的盈利预测及估值

股票代码	公司简称	收盘价	归母净利润同比增长(%)			EPS(元)			PB		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
601288.SH	农业银行	4.91	3.94	1.53	-2.62	0.72	0.78	0.76	0.71	0.67	0.62
600919.SH	江苏银行	8.90	13.25	6.82	8.74	1.57	1.67	1.82	0.78	0.70	0.64
002142.SZ	宁波银行	24.64	10.66	10.22	9.53	3.87	4.26	4.67	0.92	0.83	0.73
601528.SH	瑞丰银行	5.63	29.77	26.05	22.33	0.88	0.99	1.09	0.66	0.61	0.55

资料来源：wind，华安证券研究所

注：收盘价采用2024年12月4日收盘价

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

风险提示

- 宽货币政策下利率继续下行，银行业息差收窄。经济增长不及预期，融资需求下降拖累信贷增速。宏观、区域经济大幅下行造成资产质量恶化，不良大幅提高。
- 数据提取错误，不同期数据口径披露差异造成计算偏差。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。