

银行

2024年12月09日

2025年银行资本工具潜在供给评估

——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）

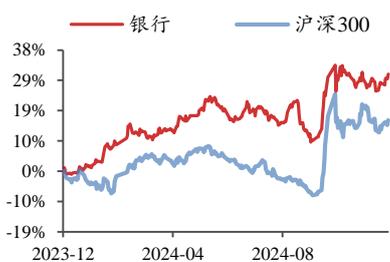
liuchengxiang@kysec.cn

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

《非银存款降息，利率中枢下移—非银同业存款新规点评》-2024.12.3

《详解理财估值方法—兼论“自建估值”》-2024.12.2

《2024年银行配债深度盘点：兼论长债承接与利率风险—行业深度报告》-2024.11.28

● 2025年二永债供给规模约1.47万亿元

1、截至2024年12月4日，商业银行存量资本债规模为6.76万亿元。其中二级资本债、永续债、TLAC债分别为4.02万亿元、2.53万亿元和2100亿元。上市银行为资本债主要发行人，存量二级资本债、永续债和TLAC债中占比均超80%。
2、预计2025年上市银行二级资本债和永续债的供给规模分别为7100亿元和5500亿元左右。设上市银行二级资本债/永续债供给分别占总量的85%和88%，2025年银行二级资本债和永续债供给规模分别为8400亿元和6300亿元左右。
测算主要逻辑和假设如下：

- （1）测算逻辑：仅考虑利润留存补充资本的情况下，为达到合意的各级资本充足率，上市银行需发行多少二级资本债和永续债进行外源资本补充。
- （2）RWA和净利润增速取近三年增速均值；
- （3）分红：假设未来三年上市银行分红比例稳定在30%，从核心一级资本中扣除。优先股&永续债付息；
- （4）在核心一级资本中扣除优先股和永续债付息规模。
- （5）已发行二级资本债/永续债到第一个行权日时，设银行均行使提前赎回权，从当期二级资本/其他一级资本扣除。未到期的二永债银行均会新发续作。
- （6）考虑监管为大行注资的影响，六大行每家银行注资2000亿元。

● TLAC债：2025年供给规模约8000亿元

根据我们测算，2025年TLAC债供给规模约为8431亿元，其中农业银行供给规模最大为3649亿元。主要假设如下：

- （1）设交通银行未雨绸缪，在2025年自主达标TLAC比率。
- （2）资本充足率水平：考虑已发行二永债的影响，取上文测算国有行实际资本充足率、发行二永债后的合意资本充足率更大值。
- （3）扣除缓冲资本要求：四大行为4%，交行为3.5%。
- （4）存保基金：采用2023年末规模计入TLAC比率。
- （5）将2024年G-SIBs已发行的TLAC债券考虑在内。

● 投资建议

（1）广谱利率再下台阶，低估值+高股息标的的投资价值凸显。推荐标的中信银行，受益标的农业银行、北京银行等。（2）随着增量政策持续出台，市场对于经济预期或转向乐观，需求复苏逻辑持续演绎，利好优质区域行和零售银行，推荐标的苏州银行，受益标的江苏银行、招商银行等。（3）经济基本面若有所改善，我们判断银行资产的风险将逐步缓释，市场对于银行隐性风险的担忧下降，可有助于修复净资产，从而有效提高PB。受益标的浦发银行、渝农商行等。（4）资产负债结构蕴藏先手棋，存贷利率同时下降或利好重定价负缺口银行，利率企稳回升，推荐标的长沙银行、受益标的浙商银行等。

● 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、二永债：2025 年潜在供给规模约 1.47 万亿元.....	3
2、TLAC 债：2025 年潜在供给规模约 8000 亿元.....	10
3、投资建议.....	12
4、风险提示.....	12

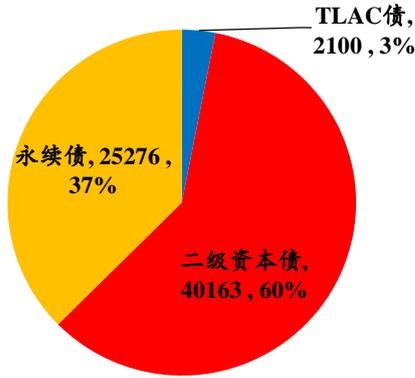
图表目录

图 1： 存量银行资本债中以二级资本债为主（亿元）.....	3
图 2： 存量银行资本债中上市银行占比均超 80%（亿元）.....	3
图 3： 上市银行存量资本债规模：国股行占比较高（亿元）.....	3
图 4： 2024 年银行二级资本债净融资规模下降（亿元）.....	4
图 5： 银行永续债净融资规模呈下降趋势（亿元）.....	4
图 6： 上市银行资本缺口测算逻辑图.....	4
图 7： 2025 年上市银行各级资本缺口测算（亿元）.....	6
图 8： 考虑注资后，2025 年上市银行各级资本缺口测算（亿元）.....	6
图 9： 未考虑大行注资情形下，预计上市银行 2025 年核心一级资本缺口为 9000 亿左右（亿元）.....	7
图 10： 考虑注资后，预计 2025 年国有行各级资本缺较小（亿元）.....	8
表 1： 上市银行 2025 年合意各级资本充足率测算.....	5
表 2： 预计 2025 年商业银行二永债供给规模为 1.47 万亿元（亿元）.....	9
表 3： 上市银行二永债供给规模测算：国股行为供给主力（亿元）.....	9
表 4： 外部总损失吸收能力构成.....	10
表 5： 2024 年国有行已发行 2100 亿元 TLAC 债券（亿元）.....	11
表 6： 预计 2025 年 TLAC 债券规模供给规模为 8000 亿元（亿元）.....	11
表 7： 预计 2025-2027 年 G-SIBs 非资本 TLAC 缺口为 1.56 万亿元.....	11
表 8： 受益标的估值表.....	12

1、二永债：2025 年潜在供给规模约 1.47 万亿元

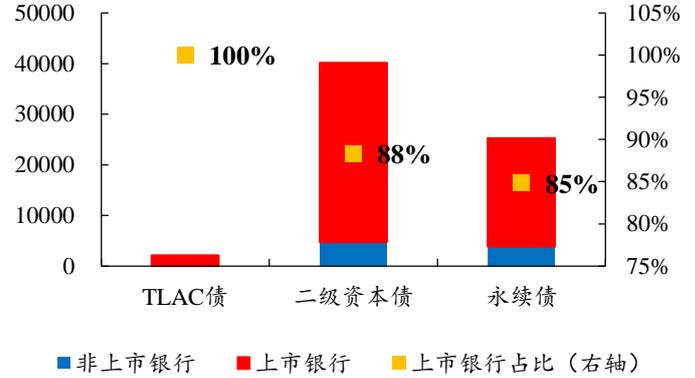
截至 2024 年 12 月 4 日，商业银行存量资本债规模为 6.76 万亿元。其中二级资本债、永续债、TLAC 债分别为 4.02 万亿元、2.53 万亿元和 2100 亿元。上市银行为资本债的主要发行人，存量二级资本债、永续债和 TLAC 债中占比均超 80%。

图1：存量银行资本债中以二级资本债为主（亿元）



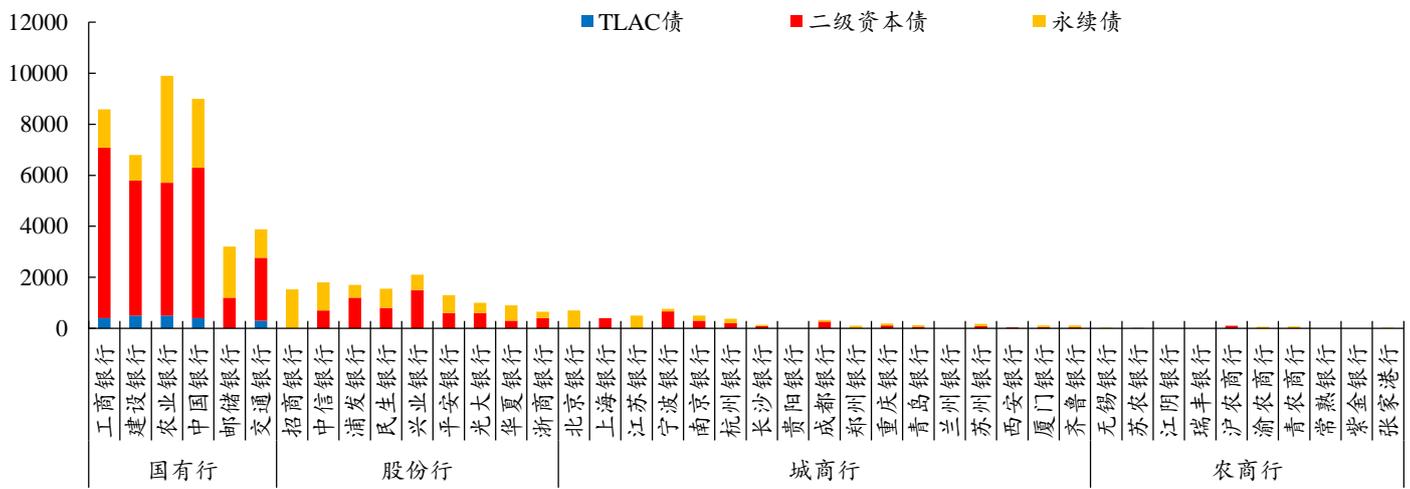
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：截至 2024 年 12 月 4 日）

图2：存量银行资本债中上市银行占比均超 80%（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：截至 2024 年 12 月 4 日）

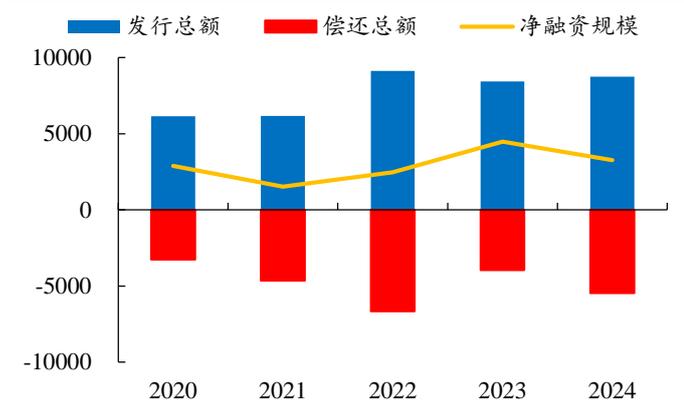
图3：上市银行存量资本债规模：国股行占比较高（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

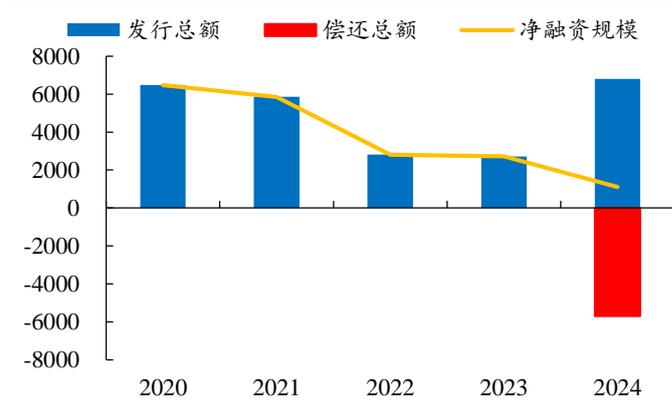
从二永债的历史发行数据来看，近两年二级资本债发行量维持在 8000 亿元左右。截至 2024 年 12 月 4 日，2024 年永续债发行规模为 6801 亿元，发行量高于往年，主要源于永续债创立于 2019 年，2024 年永续债开始有到期赎回，赎回后有发行续作诉求。

图4：2024年银行二级资本债净融资规模下降（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所
 （注：2024年数据截至2024年12月2日）

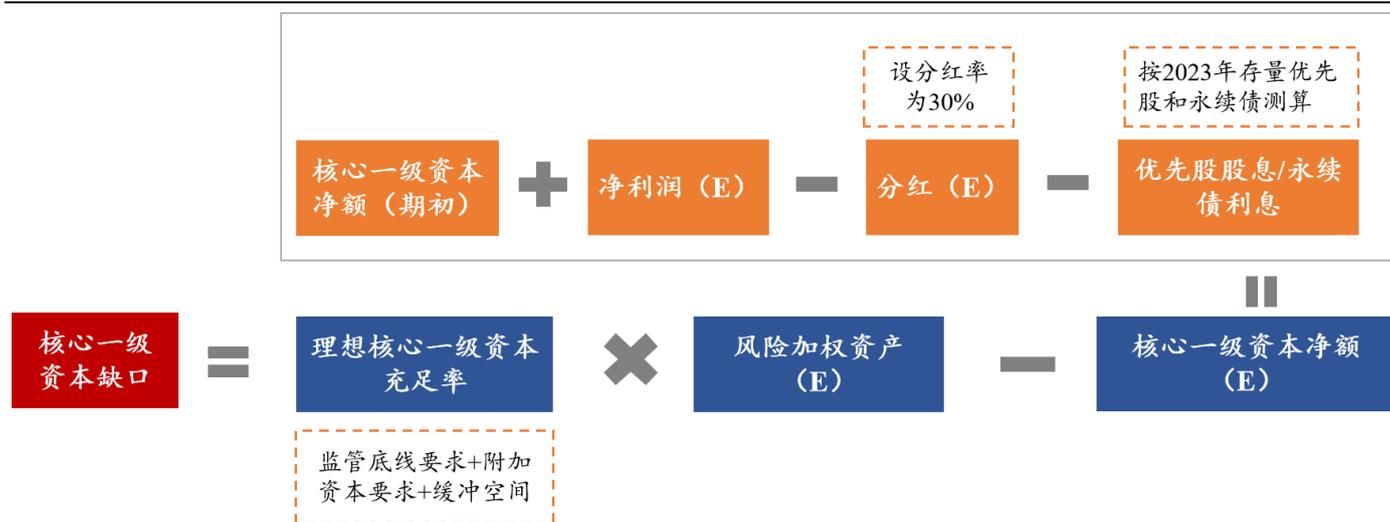
图5：银行永续债净融资规模呈下降趋势（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所
 （注：2024年数据截至2024年12月2日）

我们对未来三年（2025-2027年）上市银行二永债发行规模进行测算。主要测算逻辑为：仅考虑利润留存补充资本的情况下，为达到合意的各级资本充足率，上市银行需发行多少二级资本债和永续债进行外源资本补充。

图6：上市银行资本缺口测算逻辑图



资料来源：开源证券研究所

具体测算过程如下：

1、测算上市银行为达到合意资本充足率，需要补充的其他一级资本缺口、二级资本缺口规模。

(1) 确定上市银行合意资本充足率水平

①满足资本监管要求的基础上留有 1.5pct/3pct 缓冲空间。假设 G-SIBs 银行保有 3pct、其他银行保有 1.5pct 缓冲空间，由核心一级资本满足。

②优化资本结构，有序补充其他一级资本和二级资本。我们假设其他一级资本保有 150BP 空间、二级资本保有 200BP 空间。

③稳步提升，以实现资产高效扩张。假设各级资本充足率较上一年提升 30BP。

表1：上市银行 2025 年合意各级资本充足率测算

银行简称	核心一级资本充足率			一级资本充足率			资本充足率		
	监管要求	2024Q3	2025E	监管要求	2024Q3	2025E	监管要求	2024Q3	2025E
工商银行	9.00%	13.95%	12.00%	10.00%	15.23%	13.50%	12.00%	19.25%	15.50%
建设银行	9.00%	14.10%	12.00%	10.00%	15.00%	13.50%	12.00%	19.35%	15.50%
农业银行	9.00%	11.42%	12.00%	10.00%	13.48%	13.50%	12.00%	18.05%	15.50%
中国银行	9.00%	12.23%	12.00%	10.00%	14.36%	13.50%	12.00%	19.01%	15.50%
邮储银行	8.00%	9.42%	9.50%	9.00%	11.71%	11.00%	11.00%	14.23%	13.00%
交通银行	8.50%	10.29%	10.00%	9.50%	12.20%	11.50%	11.50%	16.22%	13.50%
招商银行	8.25%	14.73%	9.75%	9.25%	16.99%	11.25%	11.25%	18.67%	13.25%
中信银行	8.00%	9.50%	9.50%	9.00%	11.61%	11.00%	11.00%	13.78%	13.00%
浦发银行	8.00%	8.87%	9.50%	9.00%	10.00%	11.00%	11.00%	12.57%	13.00%
民生银行	7.75%	9.30%	9.25%	8.75%	10.76%	10.75%	10.75%	12.66%	12.75%
兴业银行	8.25%	9.70%	9.75%	9.25%	11.20%	11.25%	11.25%	14.27%	13.25%
平安银行	7.75%	9.33%	9.25%	8.75%	10.93%	10.75%	10.75%	13.39%	12.75%
光大银行	7.75%	9.67%	9.25%	8.75%	11.83%	10.75%	10.75%	13.89%	12.75%
华夏银行	7.75%	9.51%	9.25%	8.75%	11.47%	10.75%	10.75%	13.26%	12.75%
浙商银行	7.50%	8.39%	9.00%	8.50%	9.66%	10.50%	10.50%	12.71%	12.50%
北京银行	7.75%	9.11%	9.25%	8.75%	12.24%	10.75%	10.75%	13.35%	12.75%
上海银行	7.75%	10.01%	9.25%	8.75%	10.91%	10.75%	10.75%	14.77%	12.75%
江苏银行	7.75%	9.27%	9.25%	8.75%	12.03%	10.75%	10.75%	13.19%	12.75%
宁波银行	7.75%	9.43%	9.25%	8.75%	10.63%	10.75%	10.75%	14.96%	12.75%
南京银行	7.75%	9.02%	9.25%	8.75%	10.83%	10.75%	10.75%	13.76%	12.75%
杭州银行	7.50%	8.76%	9.00%	8.50%	11.00%	10.50%	10.50%	13.78%	12.50%
长沙银行	7.50%	9.93%	9.00%	8.50%	11.63%	10.50%	10.50%	14.03%	12.50%
贵阳银行	7.50%	12.43%	9.00%	8.50%	13.48%	10.50%	10.50%	14.68%	12.50%
成都银行	7.50%	8.40%	9.00%	8.50%	9.11%	10.50%	10.50%	13.40%	12.50%
郑州银行	7.50%	8.97%	9.00%	8.50%	11.08%	10.50%	10.50%	12.29%	12.50%
重庆银行	7.50%	10.02%	9.00%	8.50%	11.37%	10.50%	10.50%	14.68%	12.50%
青岛银行	7.50%	8.90%	9.00%	8.50%	10.49%	10.50%	10.50%	13.15%	12.50%
兰州银行	7.50%	8.28%	9.00%	8.50%	9.72%	10.50%	10.50%	11.86%	12.50%
苏州银行	7.50%	9.41%	9.00%	8.50%	10.76%	10.50%	10.50%	13.86%	12.50%
西安银行	7.50%	9.98%	9.00%	8.50%	9.98%	10.50%	10.50%	12.26%	12.50%
厦门银行	7.50%	10.06%	9.00%	8.50%	12.54%	10.50%	10.50%	15.60%	12.50%
齐鲁银行	7.50%	10.26%	9.00%	8.50%	12.52%	10.50%	10.50%	15.37%	12.50%
无锡银行	7.50%	11.39%	9.00%	8.50%	12.56%	10.50%	10.50%	13.59%	12.50%
苏农银行	7.50%	10.66%	9.00%	8.50%	10.66%	10.50%	10.50%	12.80%	12.50%
江阴银行	7.50%	14.19%	9.00%	8.50%	14.20%	10.50%	10.50%	15.34%	12.50%
瑞丰银行	7.50%	13.24%	9.00%	8.50%	13.25%	10.50%	10.50%	14.43%	12.50%
沪农商行	7.50%	14.51%	9.00%	8.50%	14.54%	10.50%	10.50%	16.95%	12.50%
渝农商行	7.50%	13.83%	9.00%	8.50%	14.50%	10.50%	10.50%	15.69%	12.50%
青农商行	7.50%	10.68%	9.00%	8.50%	12.24%	10.50%	10.50%	13.96%	12.50%
常熟银行	7.50%	10.58%	9.00%	8.50%	10.63%	10.50%	10.50%	13.95%	12.50%
紫金银行	7.50%	10.46%	9.00%	8.50%	10.46%	10.50%	10.50%	13.15%	12.50%
张家港行	7.50%	9.87%	9.00%	8.50%	11.20%	10.50%	10.50%	12.69%	12.50%

数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)根据上市银行合意资本充足率水平测算未来三年资本缺口,假设条件如下:

①RWA 增长:假设上市银行 2025-2027 年风险加权资产稳定扩张,增速为 2022-2024H1 的 RWA 增速均值。

②净利润增长:假设上市银行 2025-2027 年归母净利润稳健增长,增速为 2022 年-2024 年前三季度归母净利润增速均值。

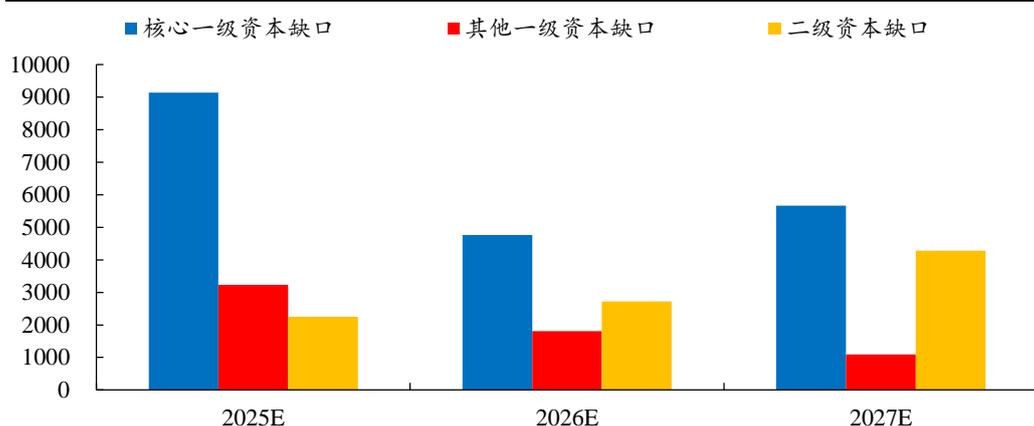
③分红:假设未来三年上市银行分红比例稳定在 30%,从核心一级资本中扣除。

④优先股&永续债付息:在核心一级资本中扣除优先股和永续债付息规模。

⑤二级资本债和永续债到期:若已发行二级资本债/永续债行权日在 2025-2027 年之间,设银行均行使提前赎回权,从当期二级资本/其他一级资本扣除。

为达到合意资本充足率水平,仅靠利润留存补充资本的情况下,预计 2025 年上市银行核心一级资本缺口为 9139 亿元,其他一级资本缺口为 3233 亿元,二级资本缺口为 2252 亿元。

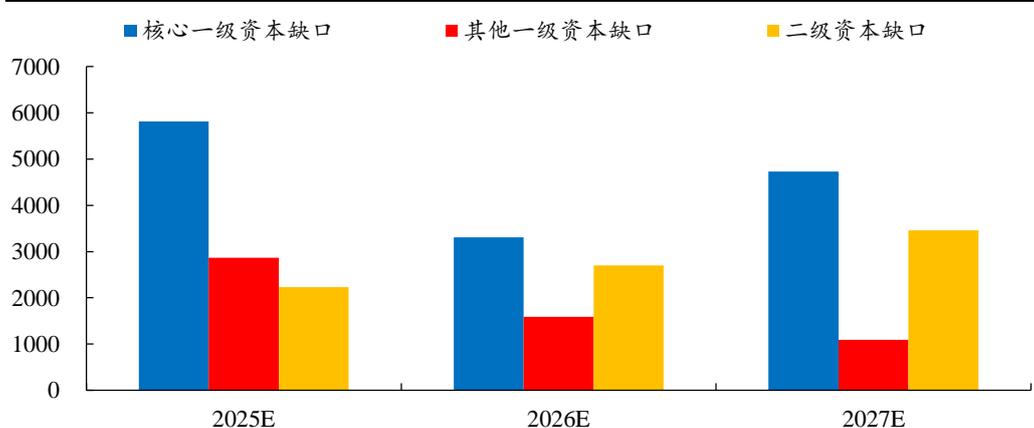
图7: 2025 年上市银行各级资本缺口测算 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

(3)考虑监管为大行注资,若六大行每家注资 2000 亿元,预计 2025 年上市银行核心一级缺口为 5813 亿元,其他一级资本/二级资本缺口分别为 2867/ 2230 亿元。

图8: 考虑注资后, 2025 年上市银行各级资本缺口测算 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9：未考虑大行注资情形下，预计上市银行 2025 年核心一级资本缺口为 9000 亿左右（亿元）

银行名称	核心一级资本缺口			其他一级资本缺口			二级资本缺口		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
工商银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
建设银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
农业银行	1,715	47	42	50	-	0	-	-	-
中国银行	51	268	353	-	-	-	-	-	-
邮储银行	1,319	753	906	301	-	180	-	716	589
交通银行	241	454	543	15	224	-	-	-	827
国有行	3326	1521	1844	366	224	180	-	716	1,416
招商银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中信银行	482	247	282	68	82	-	411	109	87
浦发银行	1,256	559	630	906	-	102	412	127	137
民生银行	147	81	78	34	318	-	573	24	-
兴业银行	1,103	504	608	461	-	116	-	844	405
平安银行	285	122	134	510	-	-	-	46	268
光大银行	-	102	134	82	-	-	-	-	428
华夏银行	-	54	59	-	-	-	-	87	369
浙商银行	280	195	229	73	287	-	-	50	56
股份行	3554	1864	2154	2,134	687	219	1,396	1,286	1,748
北京银行	338	208	242	-	577	-	248	128	-
上海银行	88	65	81	182	23	24	-	-	232
江苏银行	557	230	264	-	-	76	342	89	101
宁波银行	340	266	339	136	66	78	-	183	323
南京银行	433	251	318	17	54	263	80	22	84
杭州银行	118	36	29	5	-	24	-	29	148
长沙银行	-	24	31	-	8	11	45	38	14
贵阳银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
成都银行	162	97	125	156	-	37	-	41	115
郑州银行	65	38	40	-	104	-	45	5	-
重庆银行	-	-	-	-	-	19	-	-	-
青岛银行	37	32	38	3	8	73	-	71	13
兰州银行	68	29	33	60	-	-	5	-	13
苏州银行	31	34	39	17	11	42	9	14	16
西安银行	8	28	34	54	6	6	21	7	28
厦门银行	-	10	18	-	-	-	-	30	6
齐鲁银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
城商行	2,245	1,348	1,632	629	856	653	794	657	1,094
无锡银行	-	-	-	2	-	-	22	-	-
苏农银行	5	8	8	29	3	4	6	10	5
江阴银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
瑞丰银行	-	-	-	-	-	23	-	22	7
沪农商行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
渝农商行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
青农商行	-	-	-	-	1	-	21	11	-
常熟银行	4	14	14	50	7	8	-	9	11
紫金银行	-	-	8	18	12	6	-	3	4
张家港行	6	5	5	6	23	-	13	3	-
农商行	15	26	35	104	46	41	61	59	27
上市银行	9139	4759	5665	3233	1813	1093	2252	2718	4285

数据来源：Wind、开源证券研究所

图10: 考虑注资后, 预计 2025 年国有行各级资本缺较小 (亿元)

银行名称	核心一级资本缺口			其他一级资本缺口			二级资本缺口		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
工商银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
建设银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
农业银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中国银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
邮储银行	-	72	906	-	-	180	-	502	589
交通银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
国有行	-	72	906	-	-	180	-	502	589
招商银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中信银行	482	247	282	68	82	-	411	109	87
浦发银行	1,256	559	630	906	-	102	412	127	137
民生银行	147	81	78	34	318	-	573	24	-
兴业银行	1,103	504	608	461	-	116	-	844	405
平安银行	285	122	134	510	-	-	-	46	268
光大银行	-	102	134	82	-	-	-	-	428
华夏银行	-	54	59	-	-	-	-	87	369
浙商银行	280	195	229	73	287	-	-	50	56
股份行	3,554	1,864	2,154	2,134	687	219	1,396	1,286	1,748
北京银行	338	208	242	-	577	-	248	128	-
上海银行	88	65	81	182	23	24	-	-	232
江苏银行	557	230	264	-	-	76	342	89	101
宁波银行	340	266	339	136	66	78	-	377	323
南京银行	433	251	318	17	54	263	80	22	84
杭州银行	118	36	29	5	-	24	-	29	148
长沙银行	-	24	31	-	8	11	45	38	14
贵阳银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
成都银行	162	97	125	156	-	37	-	41	115
郑州银行	65	38	40	-	104	-	45	5	-
重庆银行	-	-	-	-	-	19	-	-	-
青岛银行	37	32	38	3	8	73	-	71	13
兰州银行	68	29	33	60	-	-	5	-	13
苏州银行	31	34	39	17	11	42	9	14	16
西安银行	8	28	34	54	6	6	21	7	28
厦门银行	-	10	18	-	-	-	-	30	6
齐鲁银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
城商行	2,245	1,348	1,632	629	856	653	794	851	1,094
无锡银行	-	-	-	2	-	-	-	-	-
苏农银行	5	8	8	29	3	4	6	10	5
江阴银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
瑞丰银行	-	-	-	-	-	23	-	22	7
沪农商行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
渝农商行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
青农商行	-	-	-	-	1	-	21	11	-
常熟银行	4	14	14	50	7	8	-	9	11
紫金银行	-	-	8	18	12	6	-	3	4
张家港行	6	5	5	6	23	-	13	3	-
农商行	15	26	35	104	46	41	39	59	27
上市银行	5813	3310	4727	2867	1589	1092	2230	2698	3458

数据来源: Wind、开源证券研究所

(4) 最后考虑二永债的到期续作, 预计 2025 年上市银行二级资本债和永续债的供给规模分别为 7100 亿元和 5500 亿元左右。设上市银行二级资本债/永续债供给分别占总量的 85%和 88%, 得出 2025 年商业银行二级资本债和永续债供给规模分别为 8400 亿元和 6300 亿元左右。

表2: 预计 2025 年商业银行二永债供给规模为 1.47 万亿元 (亿元)

	永续债			二级资本债		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
国有行	3200	2815	2000	2950	3272	5459
股份行	2884	1435	166	1604	1540	1748
城商行	934	920	679	961	906	1144
农商行	137	120	61	39	59	127
上市银行	7155	5289	2907	5554	5777	8478
上市银行占比		85%			88%	
商业银行	8418	6223	3420	6311	6565	9635

数据来源: Wind、开源证券研究所

表3: 上市银行二永债供给规模测算: 国股行为供给主力 (亿元)

银行名称	永续债供给规模			二级资本债供给规模		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
工商银行	-	1000	-	900	800	1850
建设银行	-	-	400	650	1120	700
农业银行	1200	400	800	400	-	900
中国银行	900	700	500	600	550	750
邮储银行	800	300	300	-	502	589
交通银行	300	415	-	400	300	670
招商银行	500	430	-	-	-	-
中信银行	-	400	-	411	109	87
浦发银行	906	-	-	620	127	137
民生银行	34	318	50	573	24	-
兴业银行	461	-	116	-	844	405
平安银行	510	-	-	-	300	268
光大银行	400	-	-	-	-	428
华夏银行	-	-	-	-	87	369
浙商银行	73	287	-	-	50	56
北京银行	-	600	-	248	128	-
上海银行	182	23	24	-	-	232
江苏银行	200	-	76	342	89	101
宁波银行	136	66	78	100	377	323
南京银行	17	54	263	95	22	84
杭州银行	70	-	24	-	29	148
长沙银行	-	8	11	60	38	14
贵阳银行	-	-	-	-	-	-
成都银行	156	-	37	-	41	115
郑州银行	-	104	-	45	5	-

重庆银行	-	-	45	-	-	50
青岛银行	3	8	73	-	71	13
兰州银行	60	-	-	5	-	13
苏州银行	17	11	42	45	14	16
西安银行	54	6	6	21	7	28
厦门银行	10	15	-	-	45	6
齐鲁银行	30	25	-	-	40	0
无锡银行	15	5	-	-	-	-
苏农银行	29	3	4	6	10	5
江阴银行	-	-	-	-	-	-
瑞丰银行	-	-	23	-	22	7
沪农商行	-	-	-	-	-	100
渝农商行	-	40	20	-	-	-
青农商行	20	30	-	21	11	-
常熟银行	50	7	8	-	9	11
紫金银行	18	12	6	-	3	4
张家港行	6	23	-	13	3	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、TLAC 债：2025 年潜在供给规模约 8000 亿元

我们在前文测算的二永债供给规模基础上，进一步测算 2025 年国有大行 TLAC 债供给规模，主要测算逻辑和假设如下：

1、用（实际 TLAC 比率-合意 TLAC 比率）*风险加权资产，算出 TLAC 缺口，即 TLAC 债券供给规模。

2、具体假设如下：

（1）设交通银行未雨绸缪，在 2025 年初自主达标 TLAC 监管要求。交通银行于 2023 年首次入选 G-SIBs，2022 年 1 月 1 日之后被认定为全球系统重要性银行的商业银行，应当自被认定之日起三年内满足外部总损失吸收能力要求。即工商银行、中国银行、建设银行、农业银行应于 2025 年初达标，交通银行应于 2027 年初达标。

（2）资本充足率水平：设 2025-2027 年国有大行通过发行二级资本债和永续债已达到合意资本充足率水平：取上文测算国有行的实际资本充足率、发行二永债后的合意资本充足率更大值。

（3）扣除缓冲资本要求：四大行为 4%，交行为 3.5%。

（4）存保基金采用 2023 年末的数据为 810 亿元。

（5）将 G-SIBs 已发行的 TLAC 债券考虑在内。

表4：外部总损失吸收能力构成

类型	计入比例	具体规定
除外负债	不可计入	（一）受保存款。（二）活期存款和原始期限一年以内的短期存款。（三）衍生品负债。（四）具有衍生品性质的债务工具，如结构性票据等。（五）非合同产生的负债，如应付税金等。（六）根据《中华人民共和国企业破产法》等相关法律法规规定，优先于普通债权受偿的负债。（七）根据法律法规规定，难以核销、减

类型	计入比例	具体规定
监管资本	全额计入	记或转为普通股的负债。 剩余期限一年以上（或无到期日）；计算外部总损失吸收能力风险加权比率时，为满足缓冲资本要求计提的核心一级资本工具不能计入外部总损失吸收能力。
TLAC 债	全额计入	满足文件规定标准
存款保险基金	部分计入	当外部总损失吸收能力风险加权比率最低要求为 16% 时，存款保险基金可计入的规模上限为银行风险加权资产的 2.5%； 当外部总损失吸收能力风险加权比率最低要求为 18% 时，存款保险基金可计入的规模上限为银行风险加权资产的 3.5%。

资料来源：《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》、开源证券研究所

表5：2024 年国有行已发行 2100 亿元 TLAC 债券（亿元）

银行名称	发行规模	批复额度	剩余额度	截至时间
工商银行	400	600	200	2026 年 4 月 27 日
建设银行	500	500	0	2025 年 6 月 30 日
农业银行	500	500	0	2024 年 12 月 31 日
中国银行	400	1500	1100	2025 年 8 月 29 日
交通银行	300	1300	1000	2024 年 12 月 31 日

数据来源：Wind、国家金融监督管理总局、开源证券研究所

（注：统计时间截至 2024 年 12 月 4 日）

表6：预计 2025 年 TLAC 债券规模供给规模为 8000 亿元（亿元）

银行名称	资本充足率	缓冲资本要求	存保基金计入比例	TLAC 资本债规模	占 RWA 比例	实际 TLAC 比率	TLAC 比率要求	非资本 TLAC 缺口	风险加权资产
	①	②	③	④	⑤=④/⑨	⑥=①-②+③+⑤	⑦	⑧=(⑦-⑥)*⑨	⑨
工商银行	18.86%	4.00%	0.30%	400	0.15%	15.30%	16.00%	1881	270533
建设银行	19.95%	4.00%	0.36%	500	0.22%	16.53%	16.00%	-	224520
农业银行	17.84%	4.00%	0.35%	500	0.22%	14.41%	16.00%	3649	229746
中国银行	18.77%	4.00%	0.42%	400	0.21%	15.39%	16.00%	1183	194550
交通银行	16.63%	3.50%	0.82%	300	0.30%	14.26%	16.00%	1713	98381

数据来源：Wind、开源证券研究所

根据我们测算结果，2025 年 TLAC 债供给规模约为 8431 亿元，其中农业银行供给规模最大为 3649 亿元。

表7：预计 2025-2027 年 G-SIBs 非资本 TLAC 缺口为 1.56 万亿元

银行名称	缓冲资本要求	存保基金余额/风险加权资产			实际 TLAC 比率			TLAC 比率监管要求	非资本 TLAC 缺口（亿元）		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
工商银行	4.00%	0.3%	0.3%	0.3%	15.3%	14.5%	14.1%	16.0%	1881	2299	-
建设银行	4.00%	0.4%	0.3%	0.3%	16.5%	15.7%	15.0%	16.0%	-	635	1940
农业银行	4.00%	0.4%	0.3%	0.3%	14.4%	14.7%	12.6%	16.0%	3649	-	-
中国银行	4.00%	0.4%	0.4%	0.4%	15.4%	15.0%	14.6%	16.0%	1183	819	-
交通银行	3.50%	0.8%	0.8%	0.7%	14.3%	12.9%	12.1%	16.0%	1718	1539	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、投资建议

线索一：随着存量房贷利率下调、降息、存款挂牌利率下调等政策陆续出台，广谱利率再下台阶，低估值+高股息标的的投资价值凸显。**推荐标的中信银行，受益标的农业银行、北京银行等。**

线索二：随着增量政策持续出台，市场对于经济预期或转向乐观，需求复苏逻辑持续演绎，表现为部分优质区域的信贷开始放量，以及零售客群收入预期好转、风险偏好不再收敛，利好优质区域行和零售银行，**推荐标的苏州银行，受益标的江苏银行、招商银行等。**

线索三：经济基本面若有所改善，我们判断银行资产的风险将逐步缓释，市场对于银行隐性风险的担忧下降，可有助于修复净资产，从而有效提高PB。**受益标的浦发银行、渝农商行等。**

线索四：资产负债结构蕴藏先手棋，存贷利率同时下降或利好重定价负缺口银行，利率企稳回升，**推荐标的长沙银行、受益标的浙商银行等。**

表8：受益标的估值表

代码	银行名称	PB (LF)		ROE (%)	总营收同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			EPS			推荐评级
		2024/12/06	2024E		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
601288.SH	农业银行	0.7	0.7	8.09	0.0	0.8	2.2	3.9	2.0	2.8	0.8	0.79	0.81	未评级
600036.SH	招商银行	0.9	0.9	11.54	-1.6	-1.7	2.0	6.2	-0.2	3.0	5.8	5.80	5.98	未评级
600000.SH	浦发银行	0.4	0.4	5.25	-8.1	-2.4	1.2	-28.3	11.7	7.1	1.3	1.40	1.50	未评级
601998.SH	中信银行	0.6	0.6	7.61	-2.6	1.9	1.7	7.9	1.5	5.3	1.4	1.22	1.29	买入
601916.SH	浙商银行	0.5	0.5	7.75	4.3	4.3	4.9	10.5	2.2	5.1	0.5	0.56	0.59	未评级
601169.SH	北京银行	0.5	0.5	7.81	0.7	3.9	3.2	3.5	1.0	4.4	1.2	1.22	1.28	未评级
600919.SH	江苏银行	0.7	0.7	12.25	5.3	6.5	7.1	13.3	9.2	10.2	1.6	1.71	1.89	未评级
601577.SH	长沙银行	0.5	0.5	9.84	8.5	4.2	6.4	9.6	4.4	7.7	1.9	1.99	2.21	买入
002966.SZ	苏州银行	0.7	0.7	9.64	0.9	2.3	5.1	17.4	10.8	10.8	1.3	1.39	1.57	买入
601077.SH	渝农商行	0.5	0.5	8.37	-3.6	-2.0	0.4	6.1	4.8	5.3	1.0	1.01	1.06	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、除已覆盖的中信银行、苏州银行、长沙银行外，未评级标的均采用 Wind 一致预期；2、盈利预测及估值数据均基于 2024-12-06 收盘价）

4、风险提示

宏观经济增速不及预期：高频数据仍反映有效需求处于修复阶段，若宏观经济修复不及预期，银行信贷投放受阻。

政策落地不及预期：若后续政策出台落地不及预期，则经济指标或仍有波动。

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