

## 银行业2025年投资展望：价值增强，静待花开

分析师	林瑾璐	联系方式：021-25102905	执业证书编号：S1480519070002
分析师	田馨宇	联系方式：010-66554013	执业证书编号：S1480521070003

# 2025年银行业投资策略：价值增强，静待花开

- **回顾2024年**：上市银行走出一轮估值底部提升行情，绝对收益与相对收益均显著；国有行、股份行及优质中小银行先后均有阶段性超额收益行情。
- **展望2025年**：宏观政策开启超常规逆周期调节模式；货币政策适度宽松引导广谱利率进一步下行，银行息差仍面临压力，但利率传导机制更加畅通，存款成本有望加快改善，息差降幅或收窄；财政从化债到加力稳增长，预计房地产、地方平台、区域经济尾部风险缓释有助改善银行资产质量预期。
  - **量：宏观政策更加积极，信贷增长保持平稳。** 银行信贷供给一直不是问题，且2025年财政部将发行特别国债进一步注资国有大行，增强信贷投放能力。信贷需求端看，好的方面是，中央财政提升赤字有助大基建投资继续平稳回升，专项债打开土储房储用途或带动房地产投资降幅收窄至-5%左右；但出口和制造业投资或受外部市场摩擦影响而高位回落。居民部门，消费补贴、低保补贴等政策有助社零增速提升，但对零售贷款需求传导作用有限，居民加杠杆仍需观察资产负债表修复、收入预期改善进程。综合来看，政府和央企信贷需求或是2025年信贷加力项；尚需观察的是涉及制造业出口经济的民营企业、资产负债表待实质性修复的居民部门信用需求情况。预计2025年信贷增量同比基本持平（19万亿左右）、增速在8%左右；新增社融33万亿左右、增速8%。
  - **价：存款成本改善兑现+利率传导畅通，净息差降幅收窄。** 测算现有存款挂牌降息、同业活期降息提振25年息差14bp左右，叠加资产端影响、预计息差收窄10bp左右。尽管25年货币政策或有较大幅度降息，但央行进一步畅通利率传导机制，负债成本下降将更加敏捷，下半年息差或边际企稳。
  - **质：资产质量保持稳定，房地产、小微企业风险预期改善。** 近年来银行持续大力度处置不良、消化存量风险，资产质量保持稳定。在地产风险化解、地方政府化债、小微续贷扩容、贷款利率持续下降等政策组合拳下，25年房地产、小微企业风险预期改善、不良生成有望趋稳。
  - **非息：债市偏顺风、资本市场回暖，非息收入贡献或稳定。** 我们预计2025年政策面、基本面仍利好债市，或无需过度担忧银行其他非息收入走弱。另外，随着前期减费让利政策扰动减小、低基数逐步走低；伴随资本市场回暖，中收增速有望转正。
- **投资建议：银行股“后周期性”特征明显，估值仍有向上空间；2025年主线逻辑来自①长线资金推动配置价值增强、②基本面预期改善带动估值修复。**
  - **积极政策推动经济、行业基本面预期改善，关注经济相关性更高的标的。** 从历史回溯来看，银行股具有后周期特征，在经济下行、逆周期政策加码、经济预期改善阶段表现较好（2014年底、2018年），与当前宏观环境类似。银行经营层面看，规模增长保持平稳，息差压力可控，重点领域风险预期改善，基本面预期逐步改善是可以期待的。
  - **险资、股票型ETF规模延续高增直接利好银行板块，板块高股息价值或继续增强。** ①政策持续鼓励中长线资金入市，②保险规模延续较高增速且权益配置型诉求提升；③ETF规模延续高增，银行亦是主要受益板块；④当前主动权益基金配置银行权重低于历史均值、后续加仓有空间。⑤广谱利率持续下行，板块高股息配置价值仍显著。
- **风险提示**：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

# 01

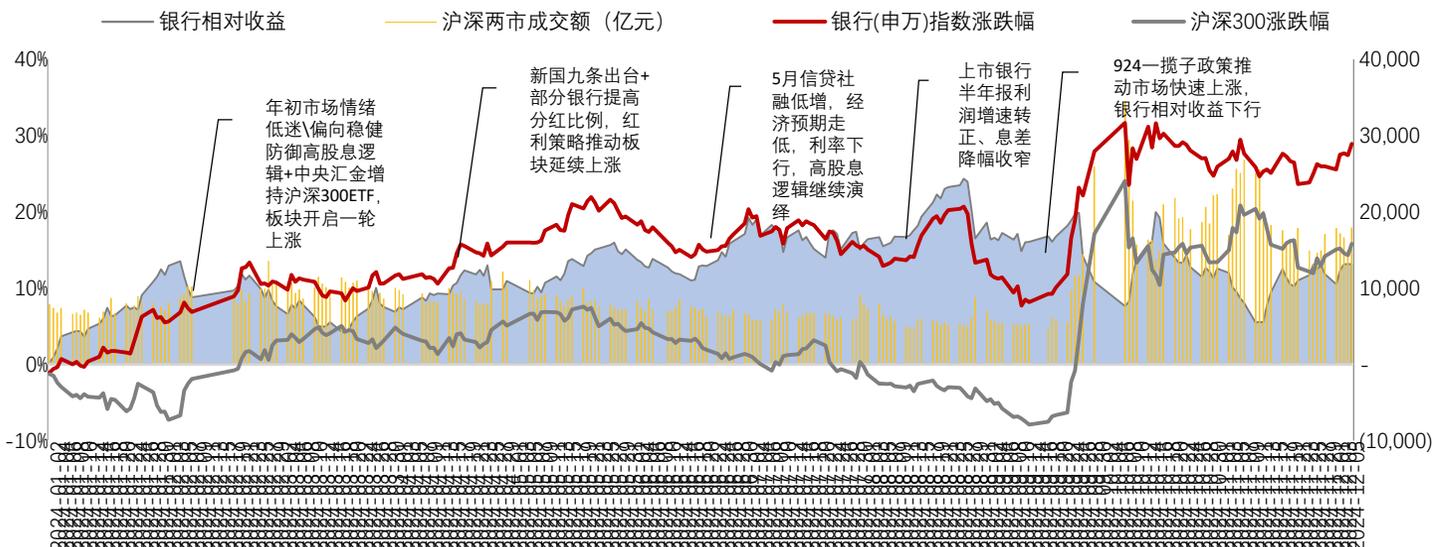
## 行情回顾

- 从高股息红利向顺周期扩散
- 资金层面受益于被动基金扩容、保险资金增配

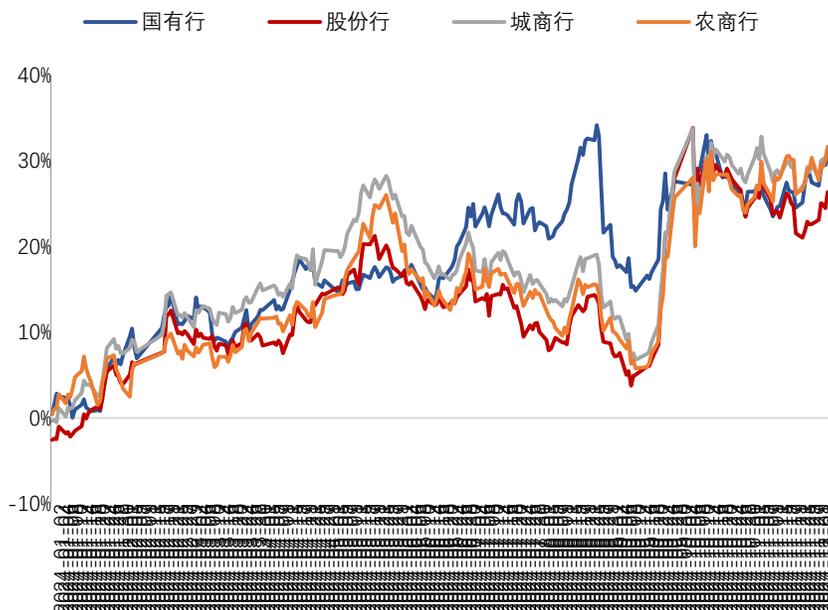
# 2024年行情复盘：从高股息红利向顺周期扩散

- **2024年银行绝对收益、相对收益领先。**截至12月6日银行指数上涨28.9%，跑赢沪深300指数13.1pct，涨幅排名申万行业第二。9月政治局会议以前，核心逻辑是经济预期悲观，风险偏好低迷，资金追求稳定高股息，红利策略占优；资金层面受益于被动基金扩容、保险资金增配。9月政治局会议之后，一揽子超预期政策推动市场风险偏好提升、交易量改善，银行板块相对收益走弱。但化债、房地产等政策推动资产质量预期改善；央行释放畅通利率传导、呵护息差的信号，基本面预期改善支撑相对收益企稳。
- **各子板块全年涨幅相近，阶段性风格不同。**截至12月6日国有行、股份行、城商行、农商行分别上涨30.4%、26.4%、31.5%、31.6%。分阶段来看：1-5月，城商行板块涨幅居前，主要是优质城商行业绩高增、披露中期分红计划、高股息率等因素驱动。6-8月，国有行领涨，主要是经济预期进一步走弱、交易量下滑，资金切换大盘红利价值风格。9-10月，股份行、城商行弹性更大，9月一揽子刺激政策推动预期改善，资金交易顺周期成长类、资产质量预期改善类个股。11月-至今，城农商行涨幅反超股份行，主要是化债政策推出有助于地方城商行资产质量担忧缓解、利好其未来高质量扩表。

图：2024年银行板块行情复盘



图：2024年银行各子板块行情复盘



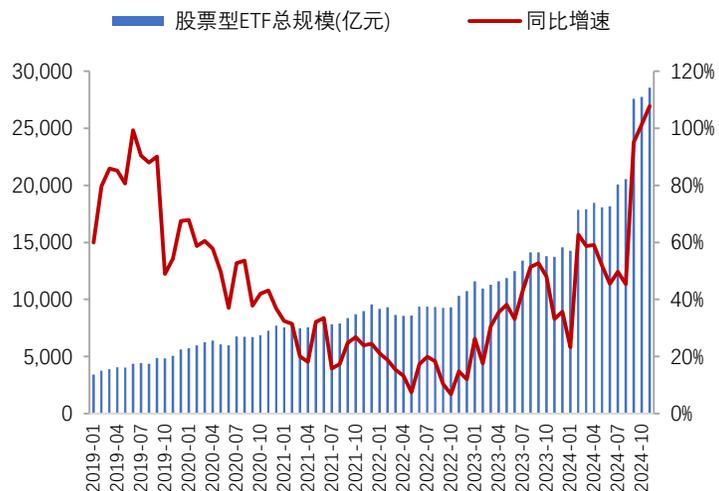
# 资金面：沪深300ETF扩容，银行股充分受益

- 在维稳市场资金增持、被动投资理念兴起、以及政策支持推动下，2024年股票型ETF快速扩容。沪深300ETF一季度、三季度获中央汇金等较大幅增持；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”，9月末以来中证A500ETF产品快速发行募集。
- 银行是沪深300指数第一大权重行业，充分受益于ETF扩容。11月末银行股在沪深300指数权重占比12.45%，排名申万行业第一；有22/42家银行是沪深300成分股，在ETF扩容中最为受益。2014-2023年银行占沪深300指数权重均值15.3%，2018年最高达18.4%，当前仍低于历史均值。从个股看，年内中信银行大股东转股使得自由流通市值增加、指数权重提升带来增配行情。
- 11月末银行股在中证A500指数中权重占比8.09%、排名申万行业第三；成分股10家。相较沪深300成分股，市值更大。

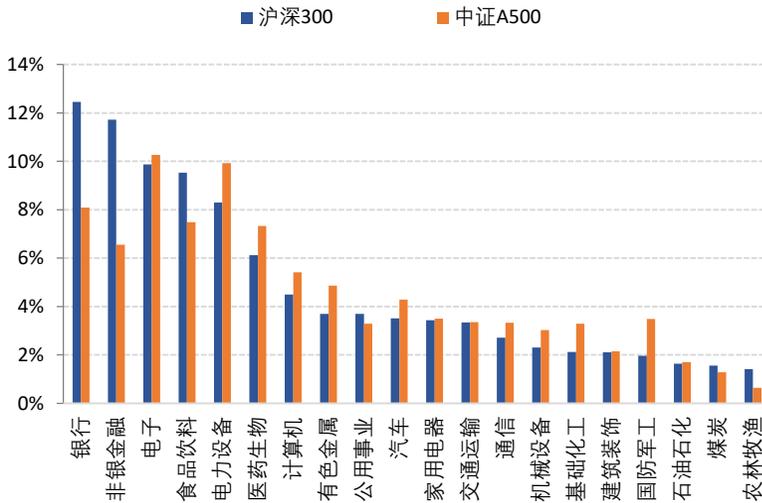
图：主要指数ETF份额及今年以来变动情况

前十大跟踪指数	份额 (亿份)				份额变动 (亿份)				
	2023年	1Q24	2Q24	3Q24	2024/11/30	1Q24	2Q24	3Q24	10、11月
沪深300	1,087	2,120	2,245	2,755	2,696	1,033	125	510	-58
中证A500	-	-	-	200	2,066	-	-	200	1,866
科创50	1,676	1,664	1,776	2,010	1,953	-13	113	234	-57
上证50	404	504	504	619	627	100	0	115	8
中证500	230	331	340	386	340	101	9	46	-46
中证1000	157	296	298	656	499	139	2	358	-157
创业板指	304	414	448	547	580	110	34	99	32
证券公司	776	757	838	724	604	-19	81	-114	-120
创业板50	272	248	266	289	392	-24	18	23	103
中证A50	-	139	307	343	324	139	168	36	-19
股票ETF合计	13,168	14,334	15,259	16,954	18,663	1,166	926	1,694	1,709

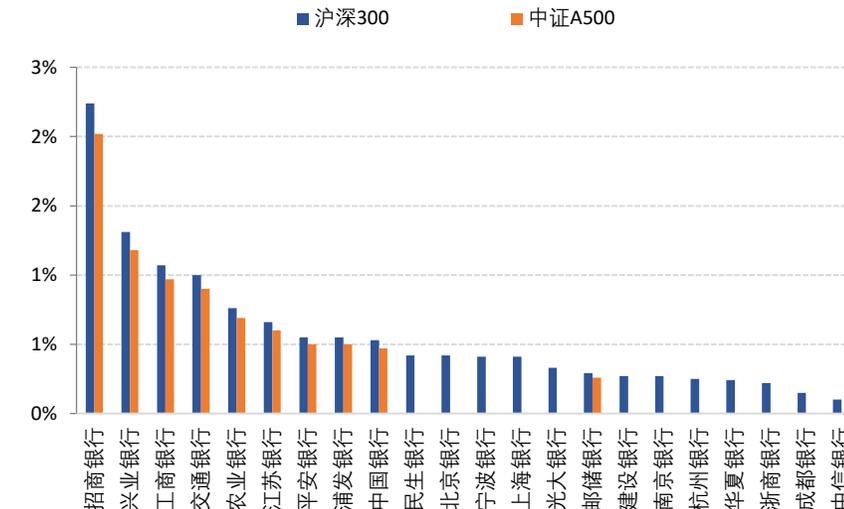
图：2024年以来股票型ETF快速扩容



图：银行是沪深300第一大权重行业



图：银行成分股权重，招行、兴业、工行、交行、农行权重居前



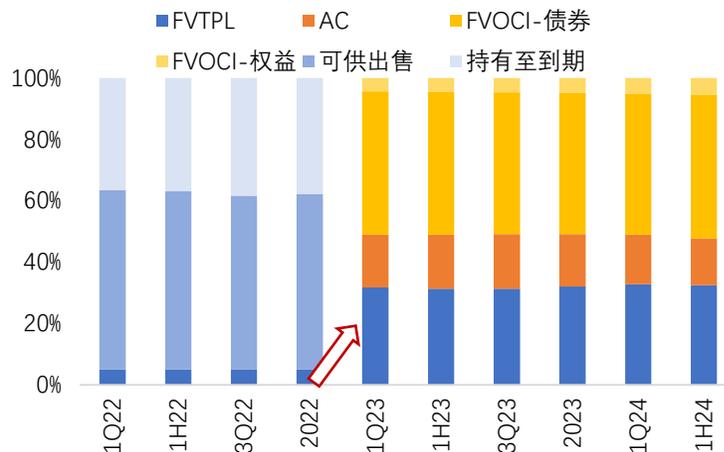
# 资金面：保险公司IFRS9切换，高股息配置需求提升

为降低利润表波动性，保险公司通过OCI账户配置高股息需求提升。险企在金融工具准则IFRS9切换之下（2023年1月上市险企先开始切换，2026年非上市险企切换），更多资产（非标投资和公募基金）被分类为FVTPL影响当期利润。因此策略应对上，险企对利润表稳定性诉求进一步提升，需加大OCI账户资产配置。通过OCI账户配置的股票公允价值波动不影响当期损益，分红可计入利润表，获得稳定现金流。银行股息率高且稳定、估值低，获得险资加配。

非上市险企将于2026年1月切换，预计保险公司FVOCI账户股票配置需求将稳步提升。

保险预定利率相较定期存款仍有竞争力，保费收入增长趋势仍将持续。尽管9月起保险预定利率下调0.5pct至2.5%，但相较银行三年期定存1.5%仍具有吸引力，且银行存款利率还可能继续下调。往后保费收入有望继续保持平稳增长。

图：IFRS9切换后，保险公司FVTPL账户占比提升

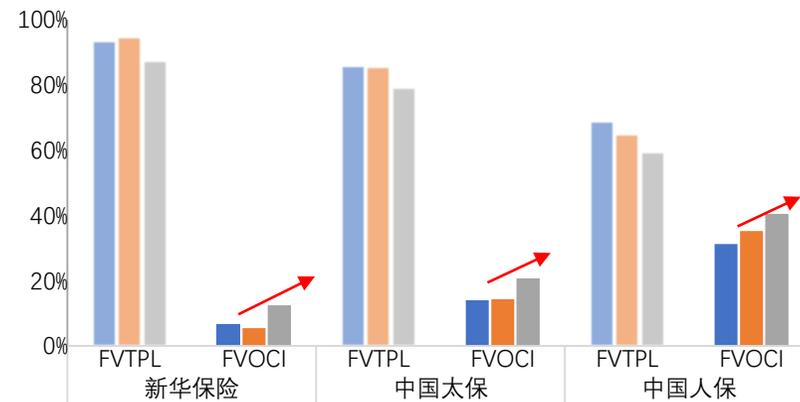


注：样本包含2023年初切换准则的中国人保、中国太保、新华保险

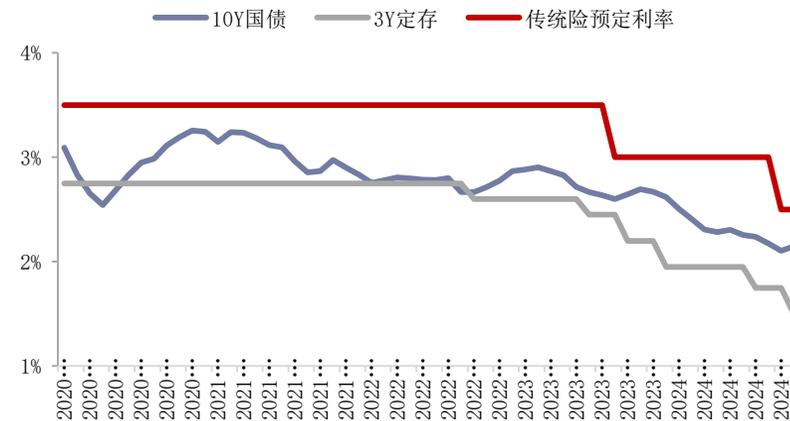
图：2024年保费收入保持高增



图：IFRS切换后，保险公司提高了FVOCI账户股票占比



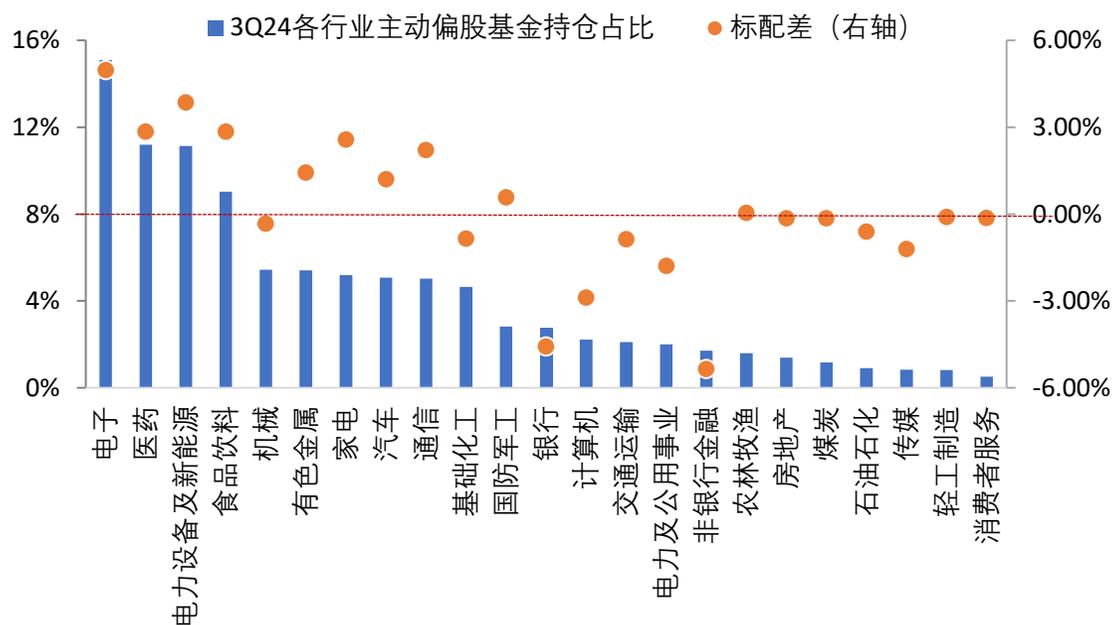
图：传统险预定利率下调



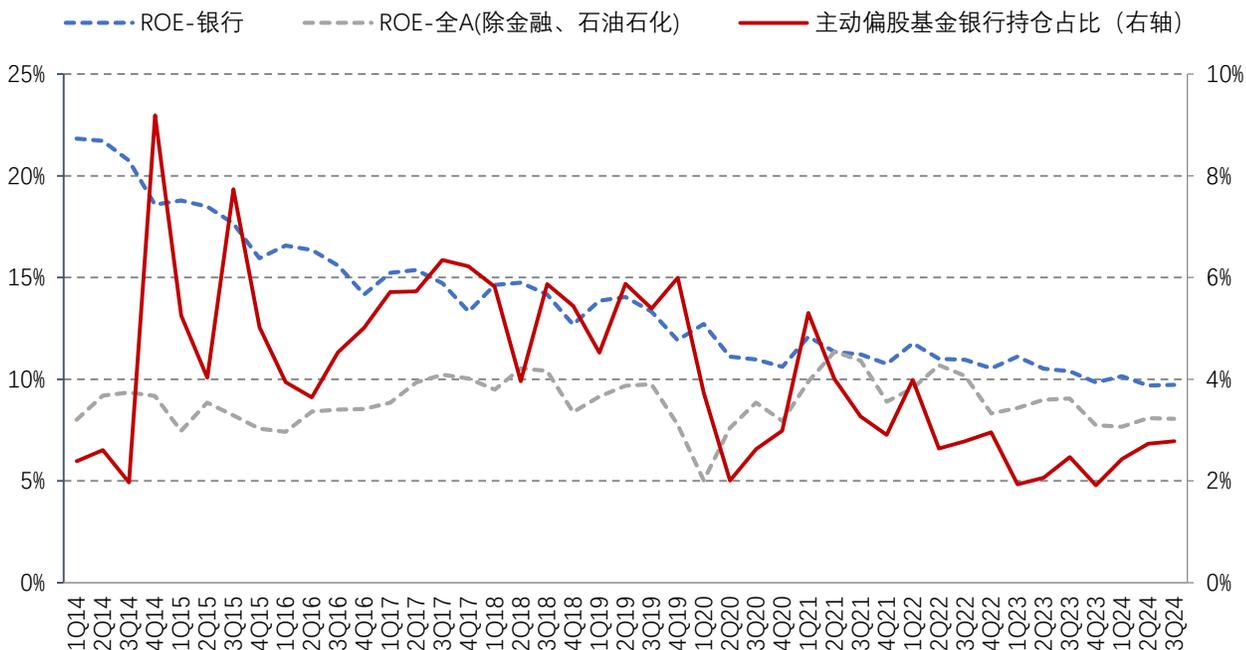
# 资金面：主动基金仍低配，未来盈利预期改善或打开增配空间

- **今年主动基金连续三个季度加仓银行股，但仍处于低配状态。**前三季度银行股主动偏股基金仓位较年初提高 0.87pct至2.78%，但排名仅第12名；低配差为-4.57%（相对自由流通市值占比）。银行板块低配差自2016年来处于行业最高，具备显著的增配价值。
- **历史主动基金仓位与银行相对盈利水平有关。**从历史表现看，随着近年银行ROE逐步下行，主动基金银行仓位整体呈下降趋势，阶段性有加仓动作。当银行相对其他行业盈利改善时，主动基金仓位提升；当相对盈利走弱时，仓位下降、一般滞后一季度。今年前三季度银行年化ROE较23年下降0.14pct、而全部A股ROE较23年改善0.3pct，银行相对盈利水平走弱，主动基金加仓幅度不大。未来盈利预期改善或打开增配空间。

图：3Q24年银行股持仓占比2.78%、排名12；标配差 -4.57%



图：2024年以来上市银行涨跌幅及PB（截至2024-12-6）

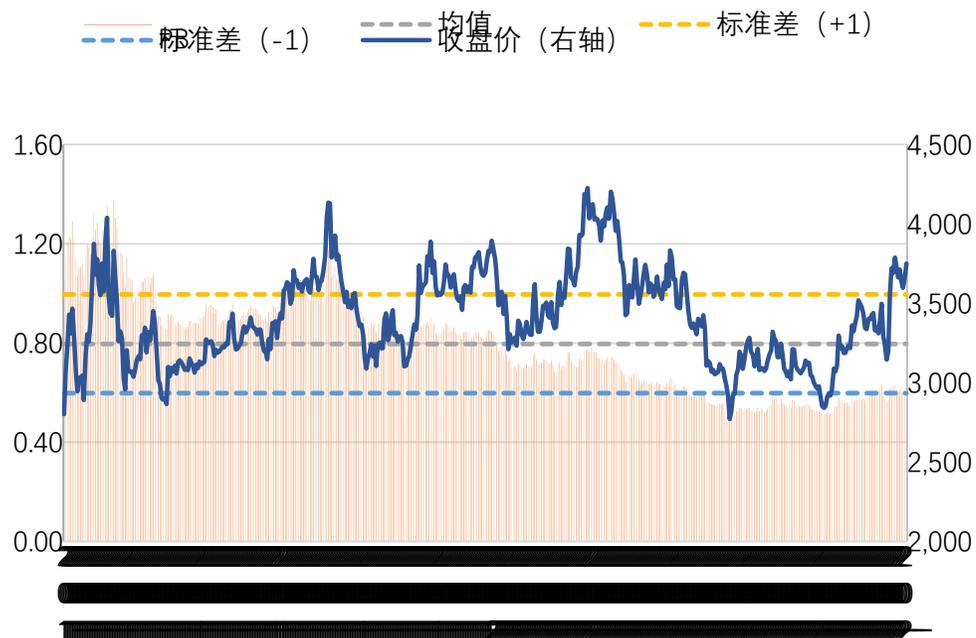


注：标配差=当前仓位-自由流通市值占比

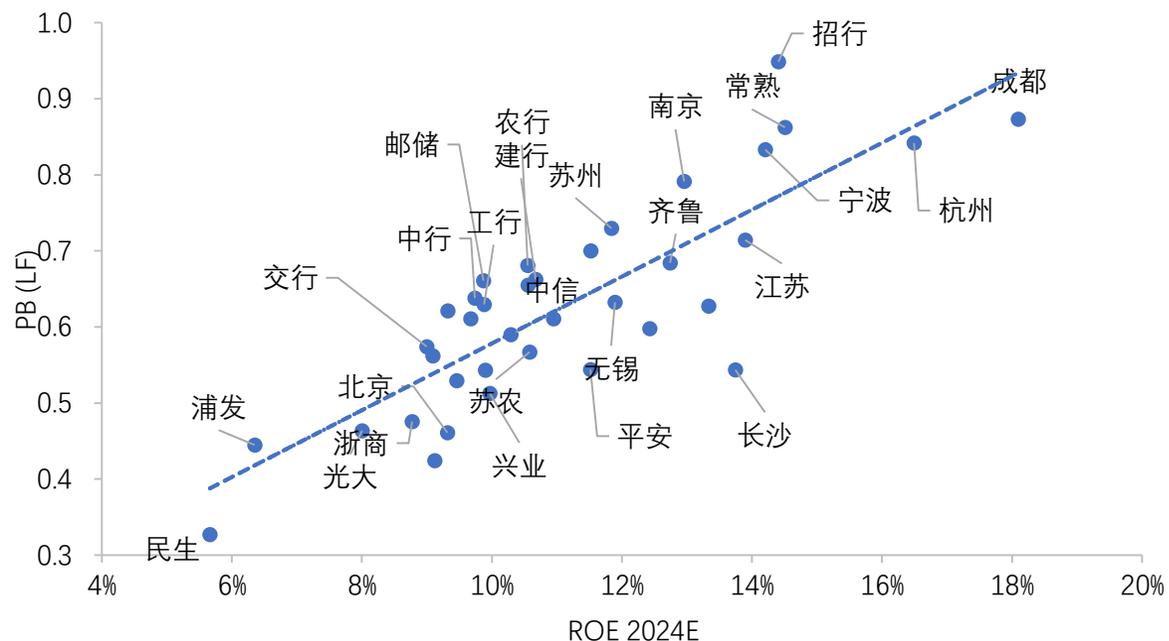
# 估值：整体修复，但仍处于历史底部区间

- **2024年估值整体修复，但仍处于历史底部区间。** 2024年银行PB估值由年初 0.52 修复至 0.63。拉长历史周期看，近10年银行PB估值由最高2015年的 1.29 下降至 0.63，当前处于历史估值 28.3% 分位数，相较历史平均估值还有较大修复空间。
- **头部银行估值修复幅度更大，PB与ROE预期显著正相关。** 个股方面，2024年上市银行股PB（LF）中位数由0.52上升至0.60，其中估值前五名PB均值较年初提升0.14至0.87，后五名PB均值较年初提升0.07至0.40，头部银行估值修复幅度更大。PB与ROE预期显著正相关，多数银行PB落在0.5-0.7x；ROE落在8-12%。银行估值的提升，通常有经济（经济基本面改善有助于量价复苏）、风险（风险隐忧消退）、业绩预期改善支撑。

图：银行PB估值处于历史底部区间



图：2024年以来上市银行涨跌幅及PB（截至2024-12-6）



# 02

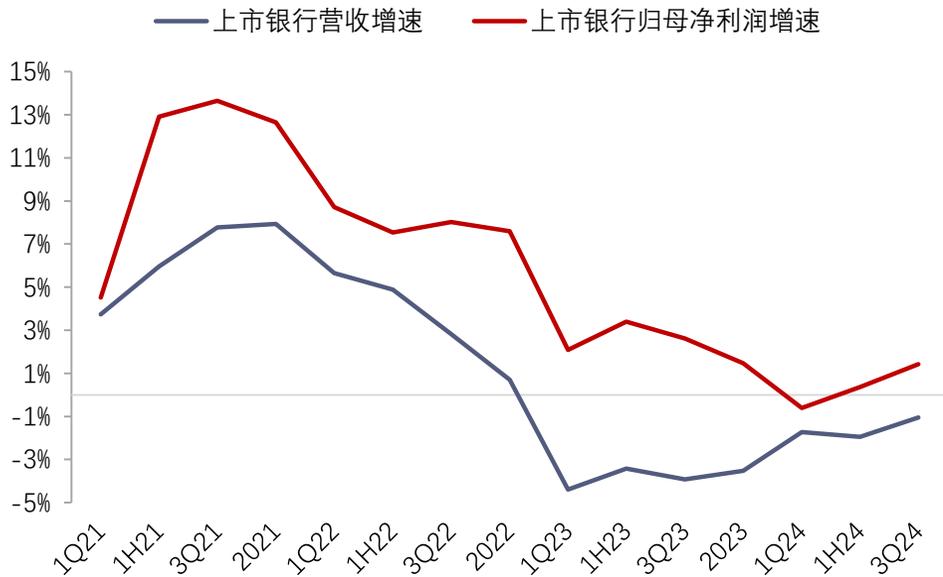
## 基本面回顾

- 前三季度盈利边际改善，子板块延续分化格局
- 弱需求、挤水分、规范手工补息，存贷增速放缓
- 负债成本改善加速兑现，净息差降幅收窄
- 债牛驱动投资收益增长亮眼，中收拖累减小
- 资产质量总体稳健，零售、房地产局部波动

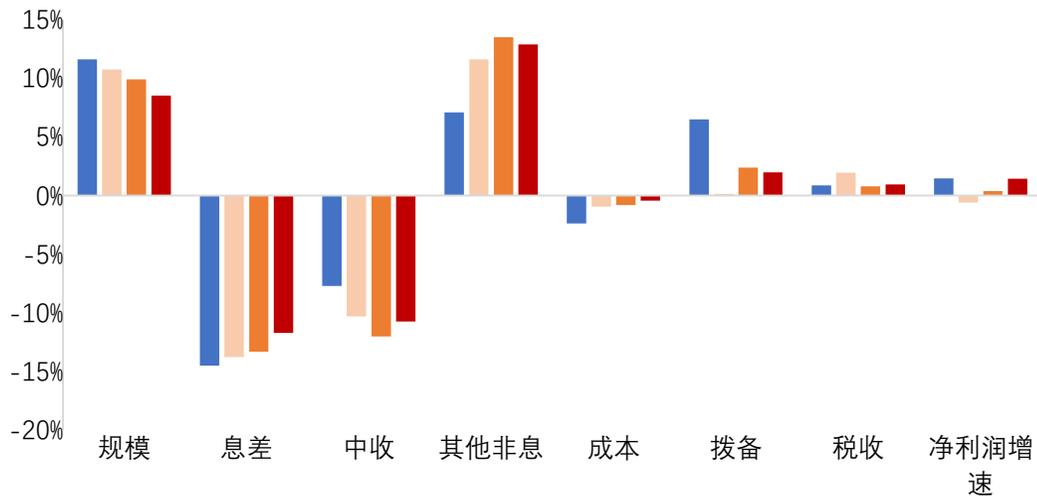
# 业绩总览：三季度盈利边际改善，净息差、中收拖累减小

- **三季报上市银行盈利边际小幅改善。**上市银行前三季度营收、归母净利润同比分别 -1.05%、+1.43%，环比改善 0.9pct、1.1pct。
- **盈利归因：主要正向贡献来自规模增长、其他非息收入高增、拨备适当反哺，息差和中收仍然是主要拖累项。**从业绩贡献度来看，其他非息>规模>拨备>税收>成本>中收>息差。
- **三季度业绩改善主要得益于息差、中收拖累减小。**从边际变化来看，受实体需求较弱和信贷数据挤水分影响，规模扩张力度减弱；高息存款到期续作及手工补息整改使得银行息差降幅收窄，净息差对业绩拖累持续减弱；中收仍然下降较快，但随着三季度基数走低，对业绩拖累有所减弱；以投资收益为主的其他非息收入贡献度提升至较高水平，主要是债市行情持续演绎，部分银行加大金融市场操作；拨备持续反哺利润，但较2023年走低。

图：上市银行营收及归母净利润同比增速



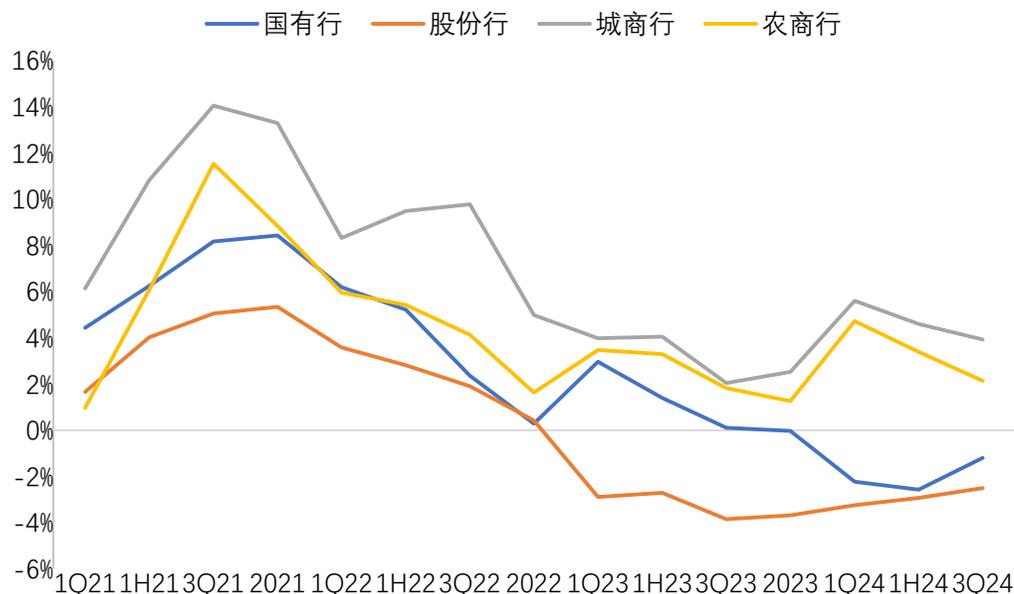
图：上市银行盈利拆分情况及边际变化趋势



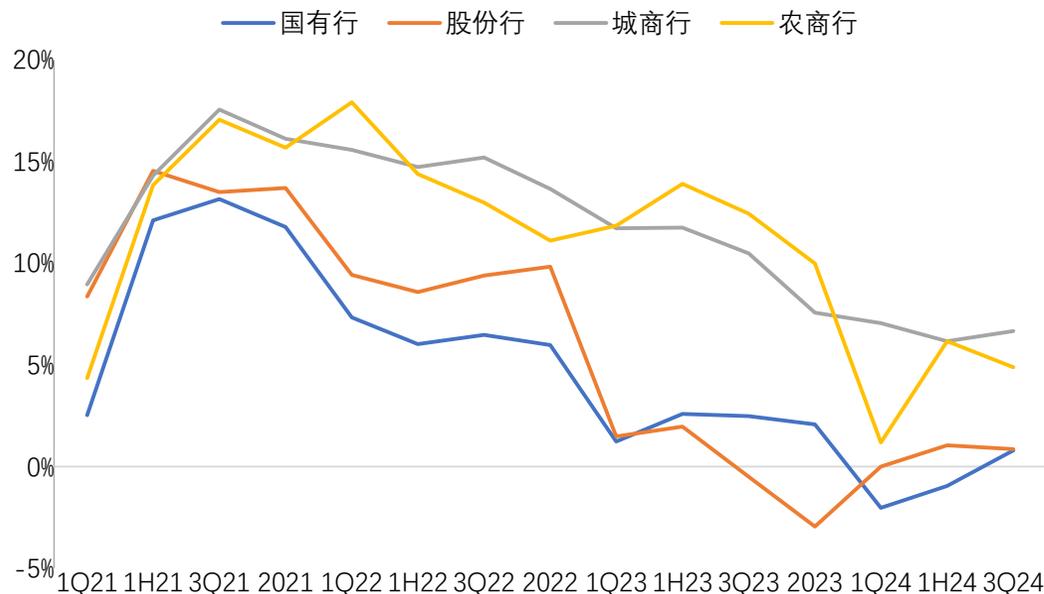
# 子板块表现：城农商行领先，国股行底部企稳

- ▶ **前三季度营收增速：城商行>农商行>国有行>股份行。**（1）城农商行营收持续领跑主要得益于其他非息收入高增，但贡献普遍有所回落。瑞丰银行、常熟银行营收实现双位数增速；南京、宁波、江苏银行实现5%以上增长。（2）国有行营收仍在负增区间，但环比改善幅度最大，得益于息差、净利息收入趋稳，以及投资收益兑现。（3）股份行营收继续承压，环比小幅改善，主要得益于息差、中收拖累减小。
- ▶ **归母净利润增速：城商行>农商行>股份行>国有行。**（1）城农商行利润增速领跑，但个股分化较大，业绩高增的关键是高拨备带来的利润反哺空间。杭州、常熟、齐鲁业绩增速在15%以上。（2）国有行利润增速超预期转正，除了得益于营收降幅收窄，也反映大行释放业绩的意愿，或与推动再融资落地、释放经营改善诉求有关。（3）股份行业绩保持小幅正增长。其中，浦发在业绩低基数和信用成本计提压力降低之下实现26%净利润增速。

图：各子板块营收同比增速



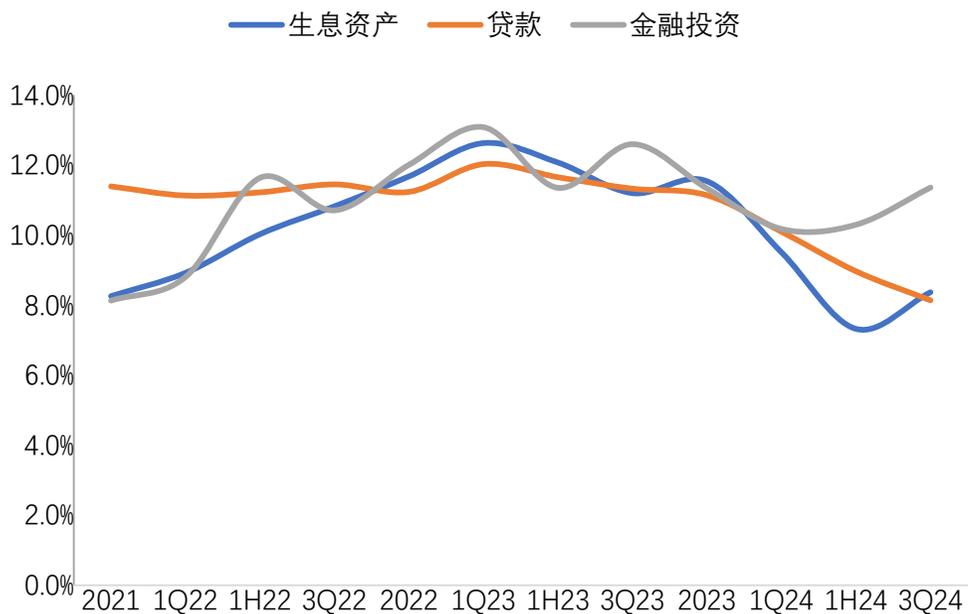
图：各子板块归母净利润同比增速



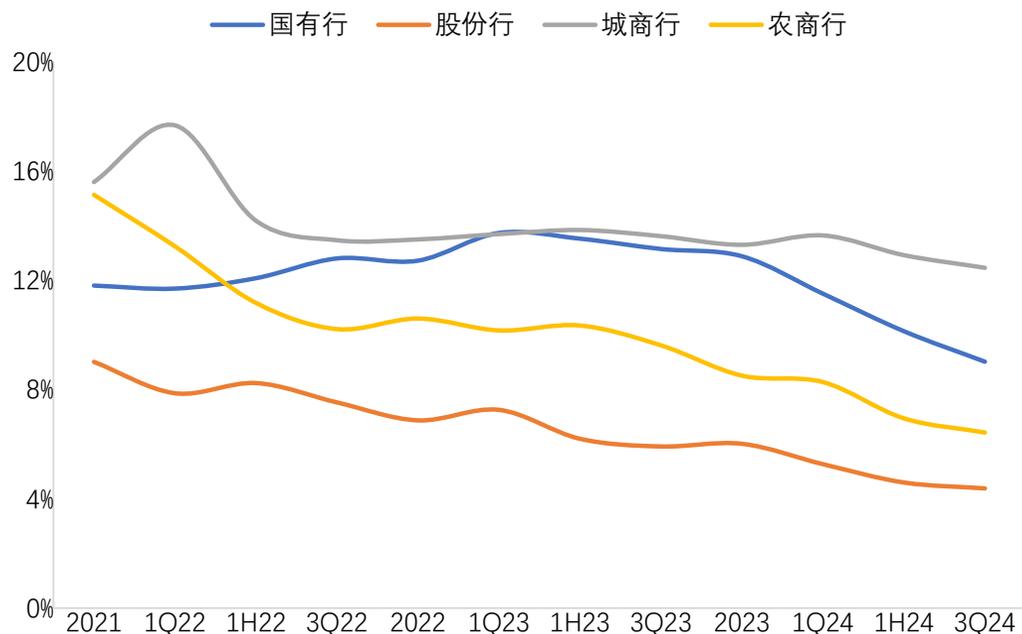
# 资产：信贷增速预期内放缓，优质城商行增速领先

- 经济复苏动能偏弱，实体有效信贷需求不足，监管引导银行弱化增量、优化存量、防止资金空转等因素导致银行扩表放缓。三季度末，上市银行生息资产同比增8.4%，较2023年末累计放缓3.2pct。其中，贷款、金融投资、同业资产同比分别增8.1%、11.4%、3.0%，较23年末分别-3pct、+0.1pct、-15.8pct。
- 优质城商行景气领先，国有行延续降速，股份行增速低位平稳。贷款增速：城商行（12.5%）>国有行（9%）>农商行（6.4%）>股份行（4.4%），较23年末均有所下滑，国股行降幅更大。城商行贷款高增多数是政信类业务驱动，包括成都、江苏银行等，也有部分城商行零售贷款表现出色，如宁波、杭州。国有行仍发挥头雁作用，主要受规范手工补息下部分对公贷款提前还款的影响。农商行主要受小微信贷需求走弱影响。股份行贷款增速低位稳定，多家银行主动收缩投放、调整结构。

图：上市银行贷款增速下行、金融投资保持高增



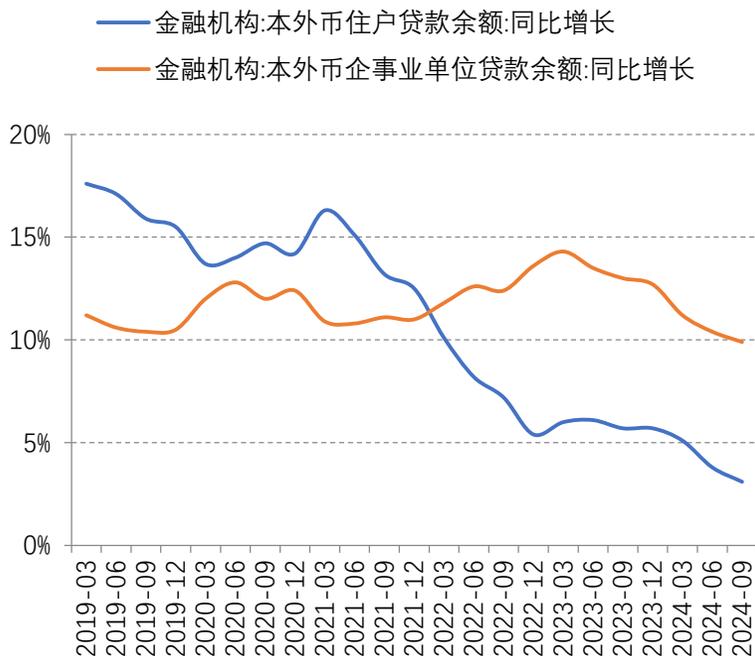
图：各类上市银行贷款增速



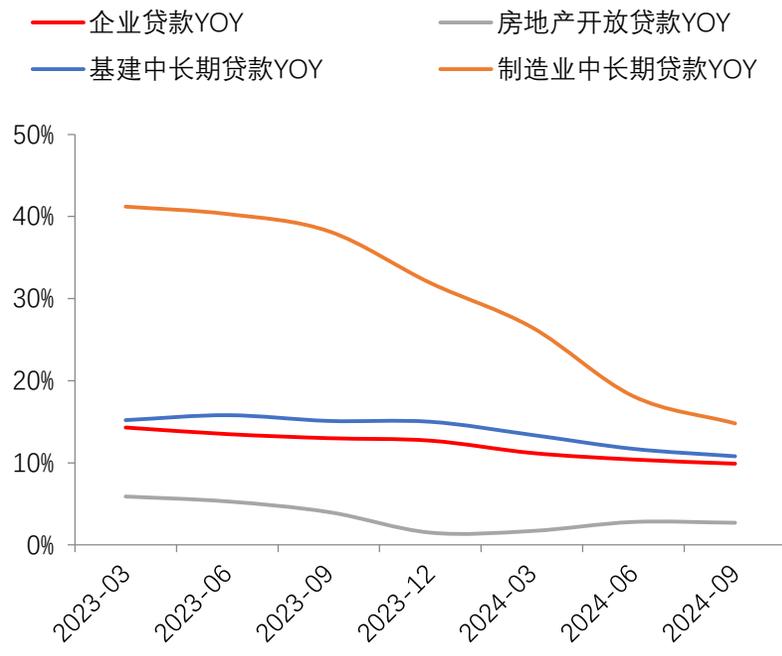
# 贷款：对公贷款景气度好于零售

- **对公贷款景气度好于零售。**9月末，企业贷款、住户贷款同比增速分别为9.9%、3.1%，较23年末分别放缓2.8pct、2.6pct。
- **对公贷款，一方面是在靠前发力下，三季度对公贷款投放自然回落；另一方面，也与防范资金空转、压缩低效贷款有关。**从行业来看，主要需求来自制造业、基建等政策支持领域，房地产开发贷增速持续处在低位。
- **零售贷款，主要由于居民就业和收入预期偏弱、资产负债表未完全修复，降杠杆诉求主导提前还贷处在高位。**在零售尾部风险暴露下，银行亦主动收缩小微经营贷、消费贷等风险偏好，投放有所放缓。

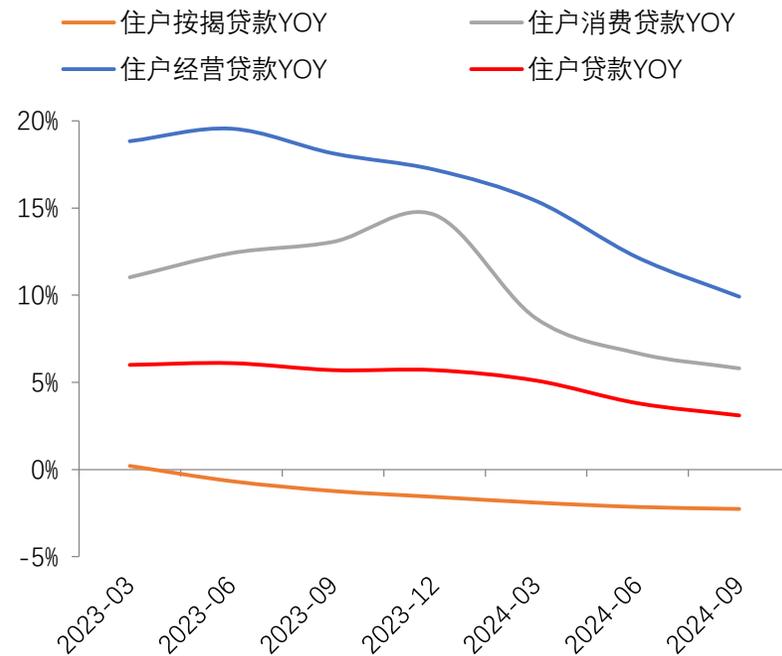
图：金融机构企业贷款增速高于住户贷款增速



图：企业贷款及主要细分行业增速



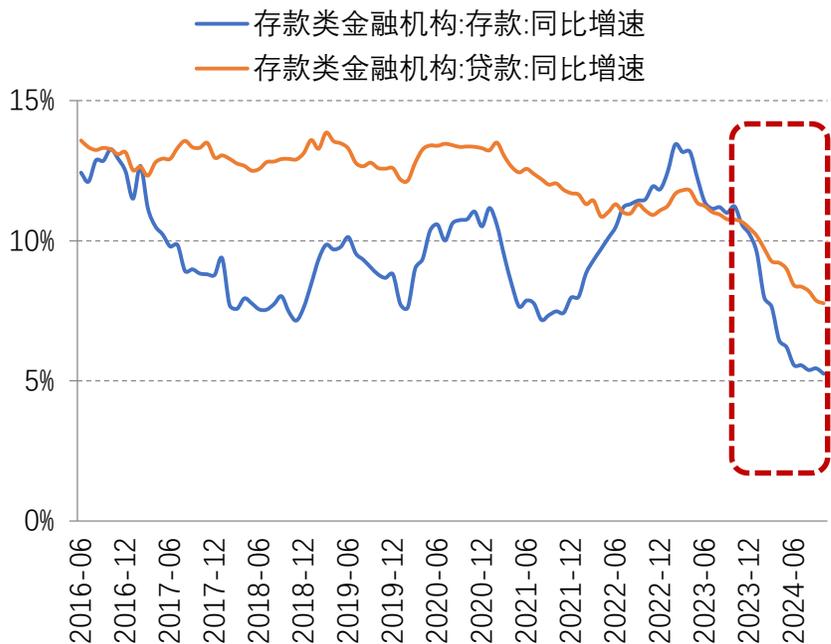
图：住户贷款及主要细分贷款增速



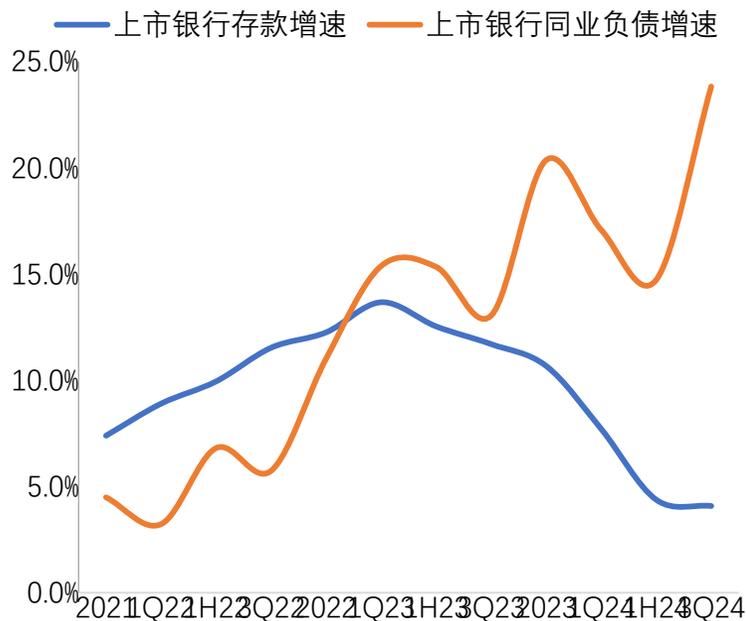
# 负债：规范手工补息下存款增速放缓，企业存款定期化抬升

- **存款加速向资管产品分流，一般存款增速下滑、同业负债增速提升。**随着近两年银行存款挂牌利率下调，高息存款产品减少，银行存款吸引力持续下降；而在利率下行过程中，银行理财、债基等资管产品收益率更具优势，存款分流愈发显著。年初银行存款增速开始低于贷款增速。二季度，在手工补息整顿中，部分对公存款流向非银、再流向同业存款，使得一般存款增速大幅下滑。三季度，手工补息整顿基本完成，存款增速逐步企稳。截至9月末，上市银行存款同比+4.1%，增速环比持平；同业负债同比+24%，增速环比提升9pct。
- **存款结构看，居民存款定期化渐稳、企业存款定期化阶段性跳升。**10月末，存款类金融机构的居民定存占比73.5%，较年初提高1.9pct（幅度小于去年同期的3.8pct）。企业定存占比74.6%，较年初提高6.2pct，主要受手工补息整顿影响，其中4月当月定存占比提高了2.9pct。

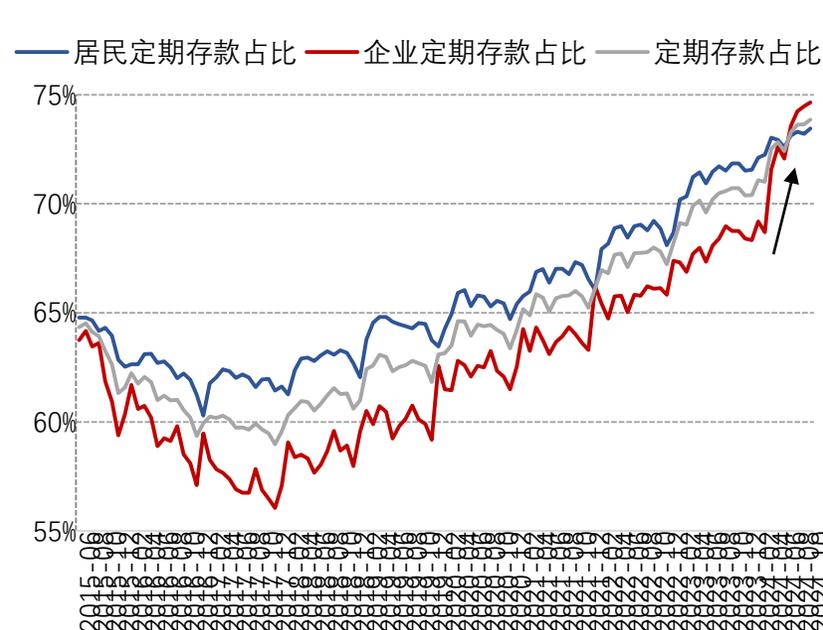
图：24年以来银行存款增速快速下滑



图：上市银行存款、同业负债增速



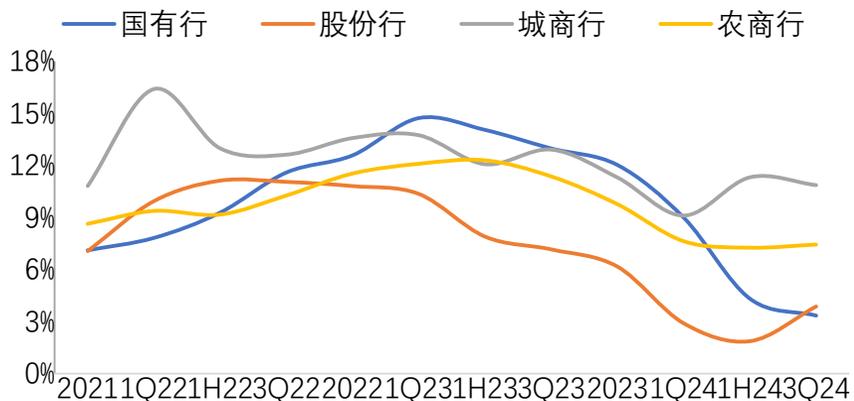
图：企业定期存款占比阶段性跳升



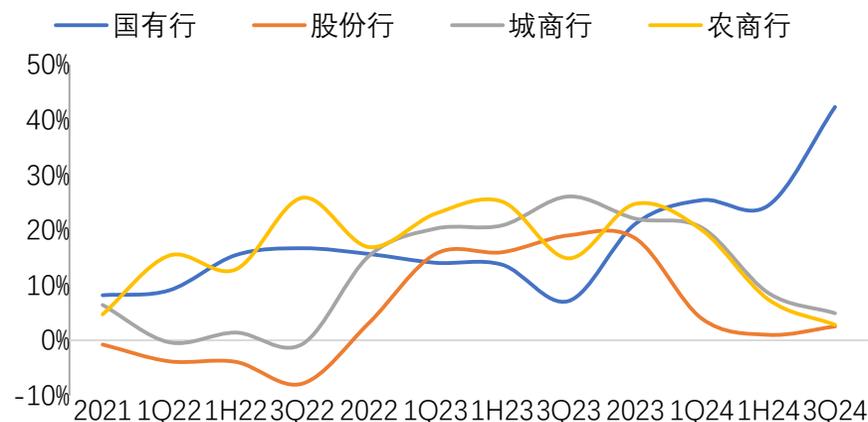
# 负债：国有行存款增长压力更大，同业负债高增

➤ **国有行存款增长压力更大。**“手工补息”主要存在于国股行，主要涉及对公活期存款。规范手工补息后，国有行存款增速下滑最明显，存贷款增速差将近6pct。部分对公活期流向同业活期存款，使得国有行同业负债增速大幅提升；大行同业存单发行量也有所提高，4月以来五大行存单备案使用率快速上升。

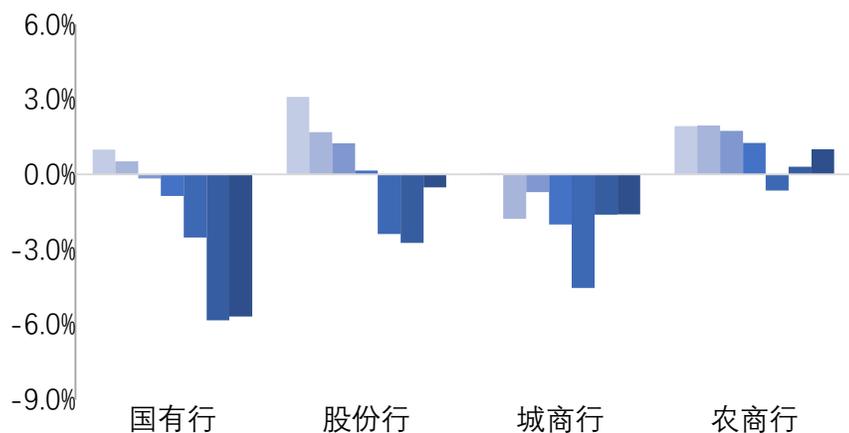
图：各类银行存款增速走势



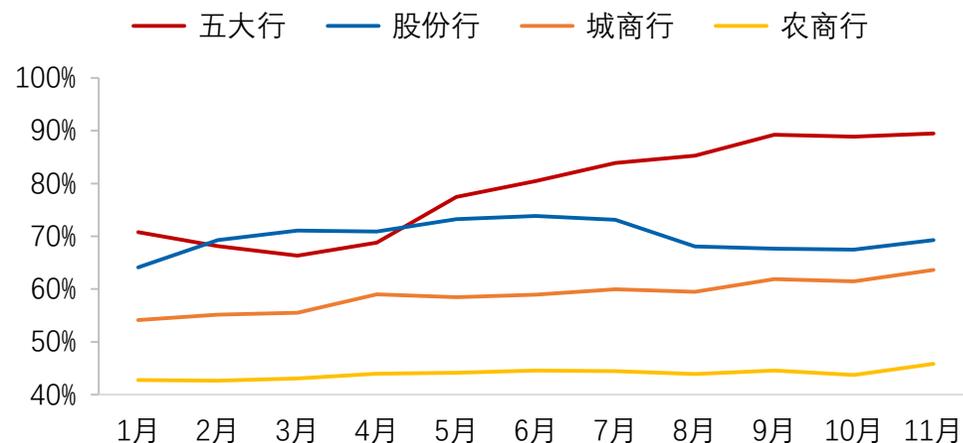
图：各类银行同业负债增速走势



图：各类银行存贷款增速差



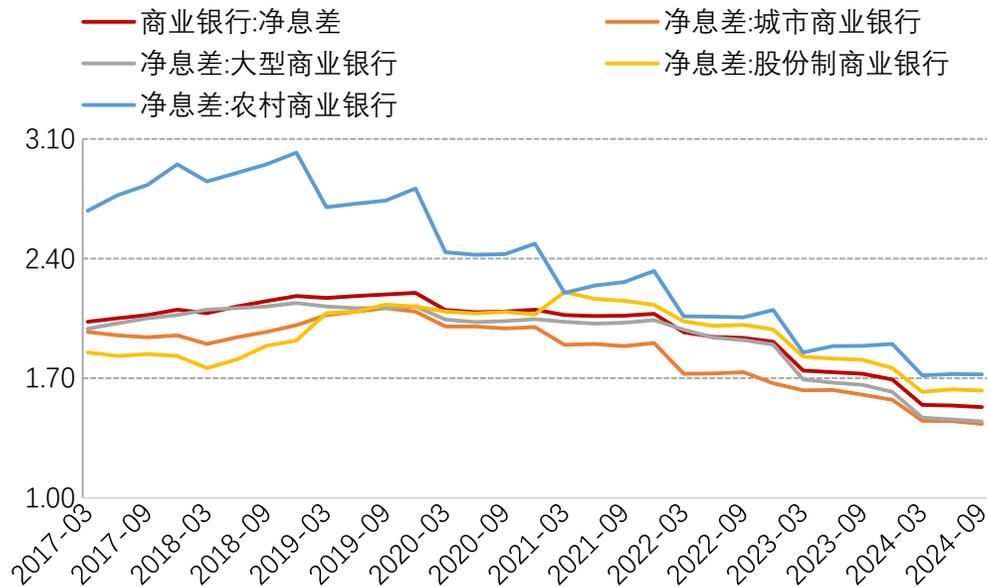
图：4月以来五大行同业存单备案使用率快速上升



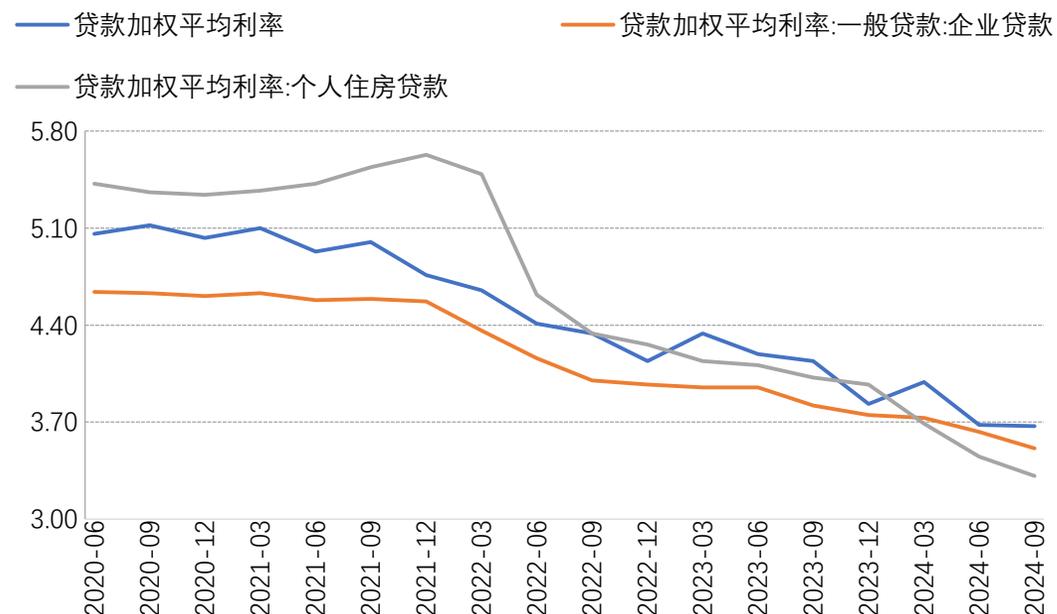
# 净息差：负债成本改善兑现，带动息差降幅收窄

- ▶ **前三季度上市银行净息差降幅收窄，国有行同比降幅略大。** 测算上市银行前三季度净息差1.45%，环比持平；同比下降18bp（降幅较1Q24\1H24收窄）。各子板块同比降幅在16-19bp之间，国有行降幅略大。监管口径前三季度商业银行净息差为1.53%，环比24H1降1bp，同比下降20bp。国有行、股份行、城商行、农商行净息差分别为1.45%、1.63%、1.43%、1.72%，同比-21、-18、-17、-17bp。
- ▶ **净息差降幅收窄主要得益于负债成本改善兑现、资产端仍然承压：**
- **资产端：存量方面，23年9月调降存量按揭贷款利率、24年初LPR重定价，其中对按揭贷款占比高的大型银行影响更大。新增方面，24年以来新发放贷款利率持续下行。结构方面，信贷增速放缓、金融投资增速提升，影响生息资产结构。前三季度生息资产收益率同比下行25bp至3.23%。**

图：前三季度商业银行净息差1.53%、环比下降1bp



图：2024年以来新发放贷款利率持续下行



# 净息差：负债成本改善兑现，带动息差降幅收窄

● **负债端：定期存款逐步到期续作、存款降息加速显效+手工补息整改，银行负债成本进入改善通道。**前三季度计息负债付息率同比下降 8bp 至 1.98%。

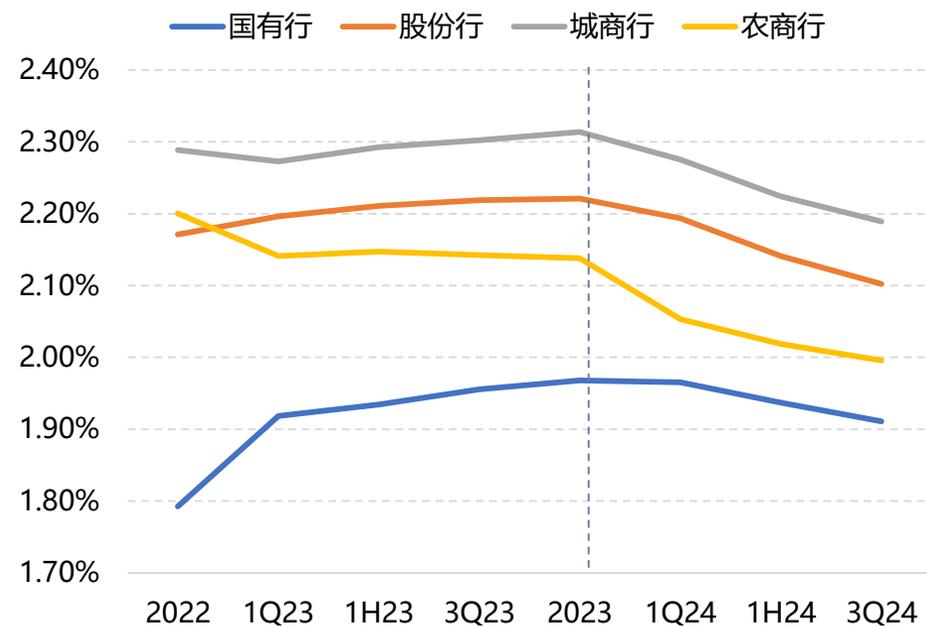
**(1) 前期存款挂牌利率下调效果兑现。**2022年9月以来，商业银行已下调存款挂牌利率六轮；国有行2、3、5年定期存款利率累计下降105bp、125bp、120bp至1.2%、1.5%、1.55%。但由于存款重定价周期相较贷款更长、且近两年存款延续定期化趋势，存款降息显效较慢。24年以来，随着此前高利率长定期存款逐步到期续作，存款降息效果加速兑现。

**(2) 规范手工补息。**据央行披露，二季度规范手工补息为银行节省利息支出超过800亿元。

图：银行存款挂牌利率跟踪

日期	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			1D	7D	
		3M	6M	1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y			
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
降幅(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
降幅(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
降幅(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
降幅(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	1.25	0.15	0.70	0.60
降幅(BP)	-5	-10	-10	-10	-20	-20	-40	-10	-10	-10	-10	-10	-10
2024.10(%)	0.10	0.80	1.00	1.10	1.20	1.50	1.55	0.80	1.00	1.00	0.10	0.45	0.20
降幅(BP)	-5	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-5	-25	-40
2022.09以来降幅(BP)	-20	-55	-55	-65	-105	-125	-120	-55	-55	-55	-45	-65	-80

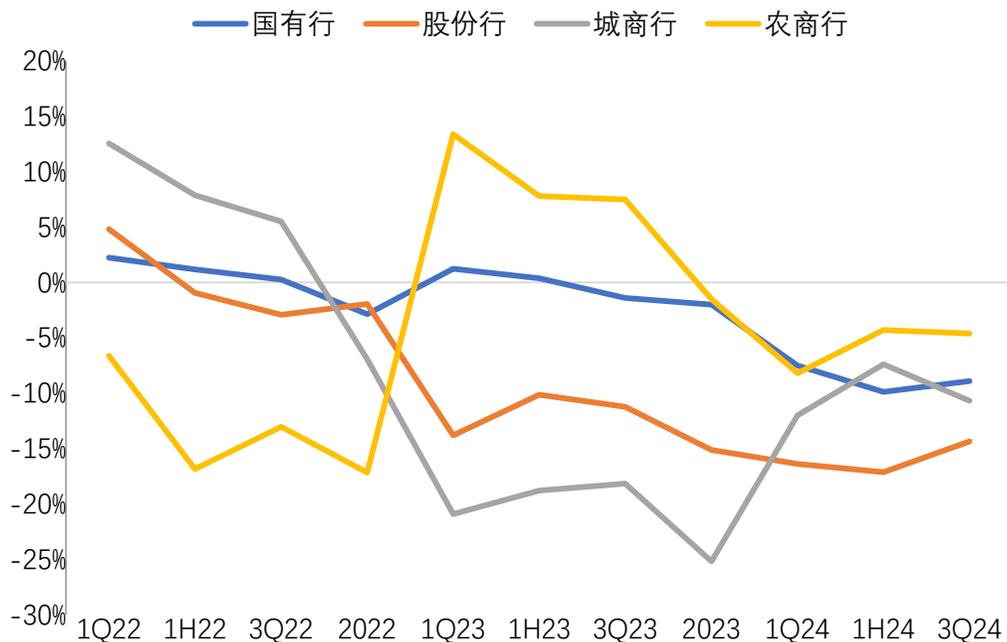
图：2024年上市银行负债成本开始下行



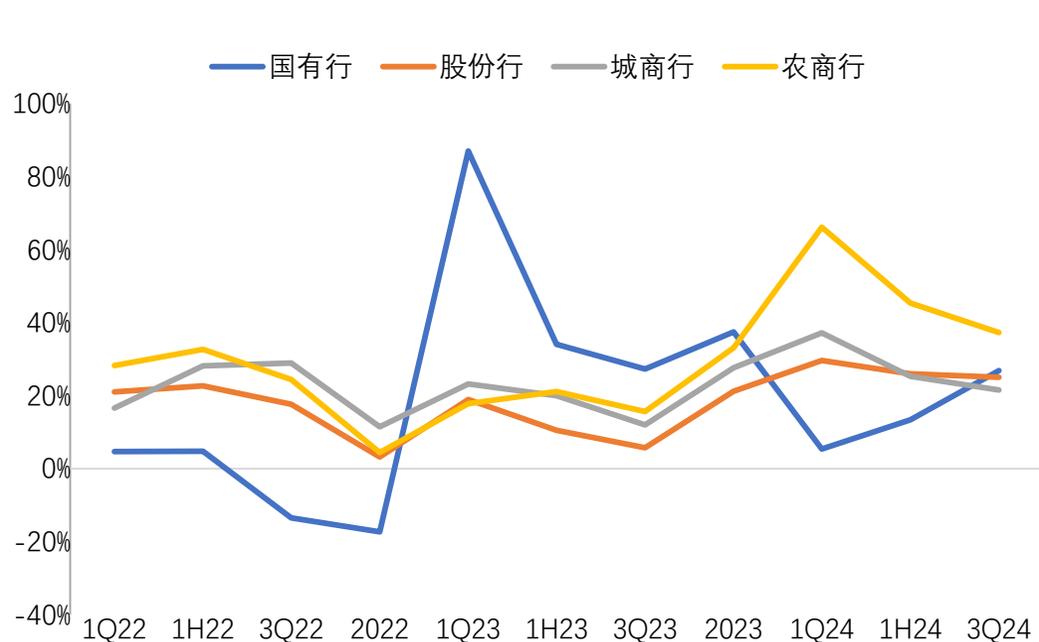
# 非息：中收降幅略有收窄，投资收益增速高位放缓

- **中收：基数走低+资本市场回暖，中收降幅环比收窄。**近两年，在市场情绪低迷、减费让利、银保渠道报行合一等影响下，银行手续费及佣金净收入持续下滑。前三季度上市银行手续费及佣金净收入同比-10.8%，降幅环比收窄1.2pct。边际改善或主要是代销保险中收基数走低（“报行合一”自2023年9月起逐步落地）。此外，随着9月底以来市场风险偏好和交易热度明显提升，基金代销中收或环比改善。预计24年全年中收同比降幅有望进一步收窄。
- **其他非息收入：三季度债市波动加大，投资收益增速环比放缓。**今年受益于债券市场利率快速下行，银行实现投资收益高增。1-3Q24上市银行其他非息收入同比+25.6%，增速环比提升0.9pct。其中，占全部其他非息收入六成以上的投资收益同比增23.9%，增速环比下降3.9pct，主要由于三季度债市震荡。分板块来看，农商行参与债市交易行为活跃，业绩贡献最高。

图：各类银行手续费及佣金净收入增速



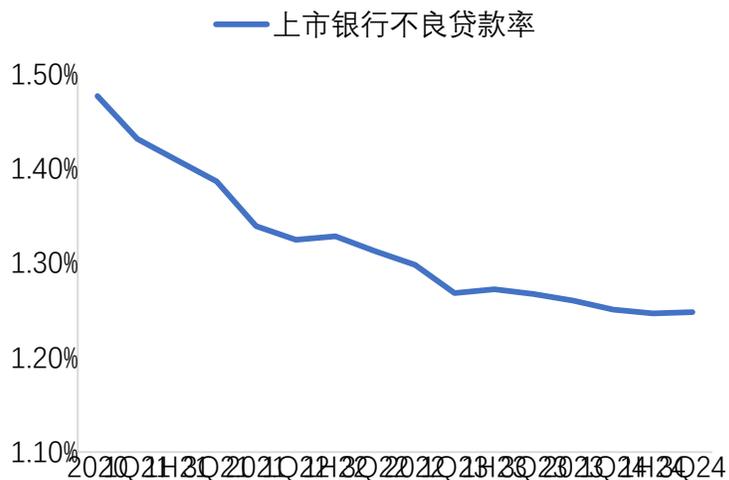
图：各类银行其他非息收入增速



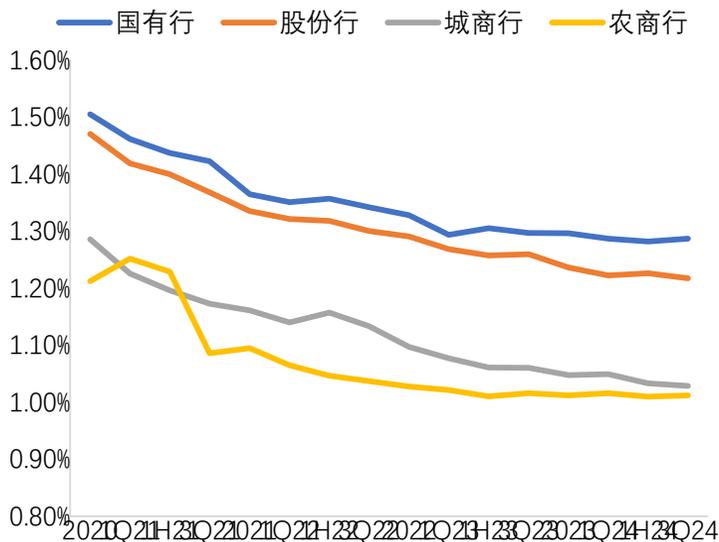
# 资产质量：整体稳健、局部波动，拨备覆盖率稳中略下降

- **上市银行前三季度资产质量保持稳健。**三季度末不良贷款率稳定在1.25%。其中，国有行不良率环比上升1bp至1.29%；股份行、城商行、农商行不良率环比持平于1.22%、1.03%、1.01%。样本银行平均关注贷款占比1.98%，环比上升5bp，主要与零售不良贷款生成抬升有关。
- **拨备覆盖率环比下降，一方面是上市银行主动加大核销处置力度、维持资产质量稳定；另一方面，在营收承压之下，银行减少拨备计提、反哺利润。**三季度末平均拨备覆盖率242.9%，环比略降1.4pct。其中，国有行、城商行、农商行环比下降2、0.8、6.8pct至240.9%、303.3%、351.6%；股份行环比提升0.5pct至224.3%。部分拨备绝对水平较高的银行拨备反哺力度较大，拨备降幅也更明显。

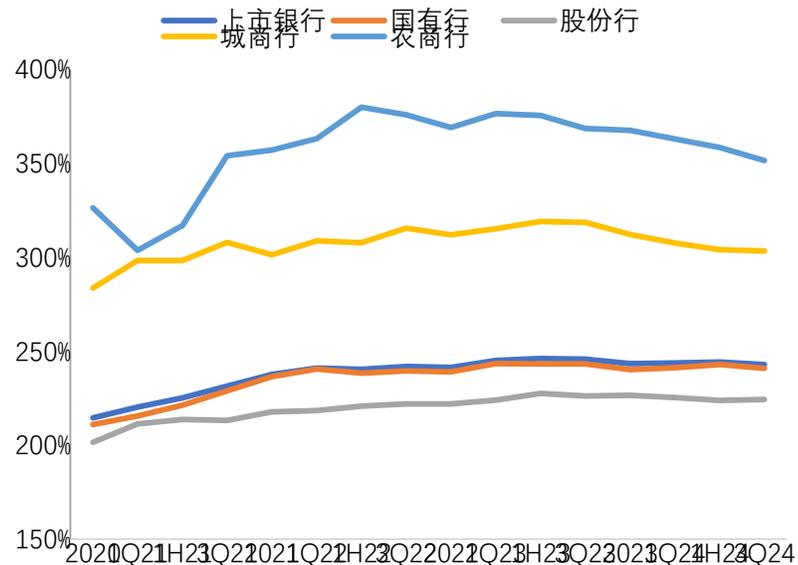
图：3Q24上市银行不良贷款率环比持平于1.25%



图：各子板块不良贷款率走势



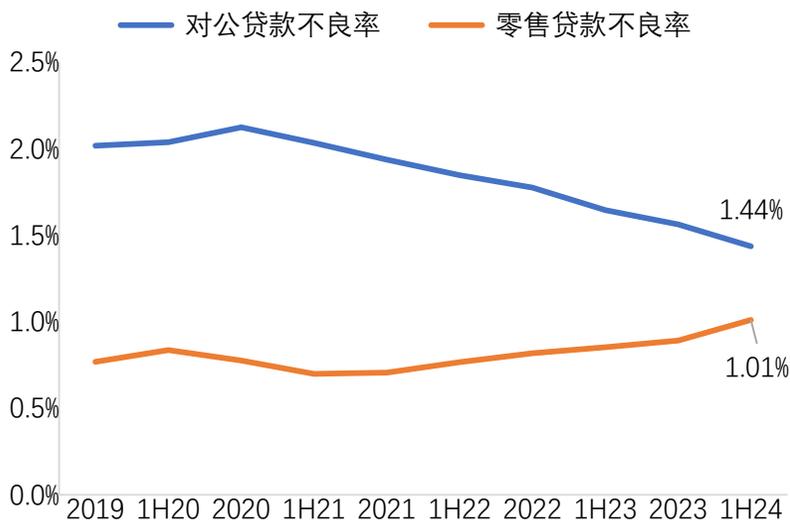
图：3Q24上市银行拨备覆盖率环比略有下降



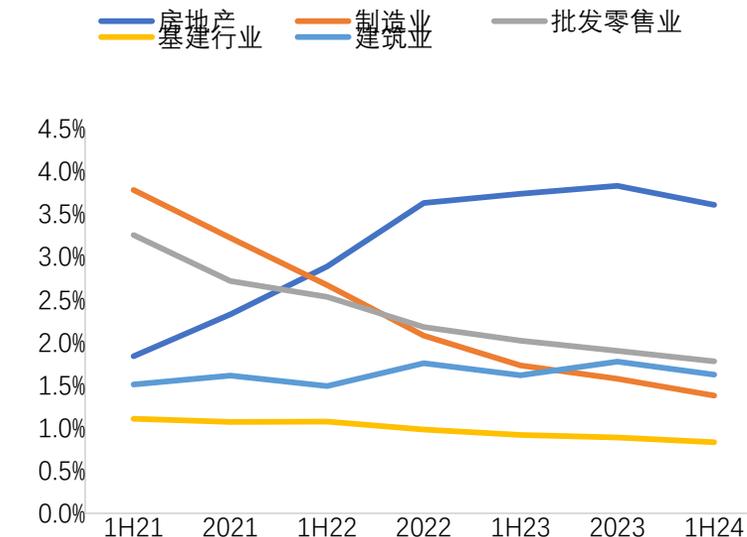
# 资产质量：整体稳健、局部波动，拨备覆盖率稳中略下降

- **零售、对公资产质量分化。**自2020年起，上市银行对公贷款不良率持续下降；零售贷款风险反弹。在偏弱复苏环境中，居民收入、预期受影响更显著更敏感，零售资产质量问题更加突出；而对公尤其是央国企本身体量大，正常经营情况下还本付息受影响小，风险相对滞后。
- **零售贷款：**（1）按揭贷款不良率自2022年以来有所上行，主要是受保交楼问题、房价下行影响。但绝对水平较低，对整体资产质量影响有限。（2）信用卡和消费贷本轮风险暴露源自疫情期间，当前不良率仍然相对较高，其中消费贷近一年不良率有所下降、信用卡未观察到明显拐点（也与信用卡贷款规模收缩有关）。（3）小微、经营贷：2023年下半年起，随着部分阶段性小微政策的退出，小微经营贷风险开始显现；但考虑小微贷款抵质押率较高，预计实际损失可控。
- **对公贷款：**当前对公端主要风险在房地产行业，制造业、批发零售业在上一轮出清后不良率持续走低，基建类贷款不良低位平稳。此轮房地产不良在2020年提出“三道红线”后加速暴露，上市银行平均不良率快速提升至3.5%以上，2023年起不良率上行放缓，2024年中不良率较年初有所下降，预计在白名单贷款、保交楼贷款支持下，房地产行业新生成不良压力逐步缓解。由于各家银行风险处置速度不同，房地产不良率趋势有差异。

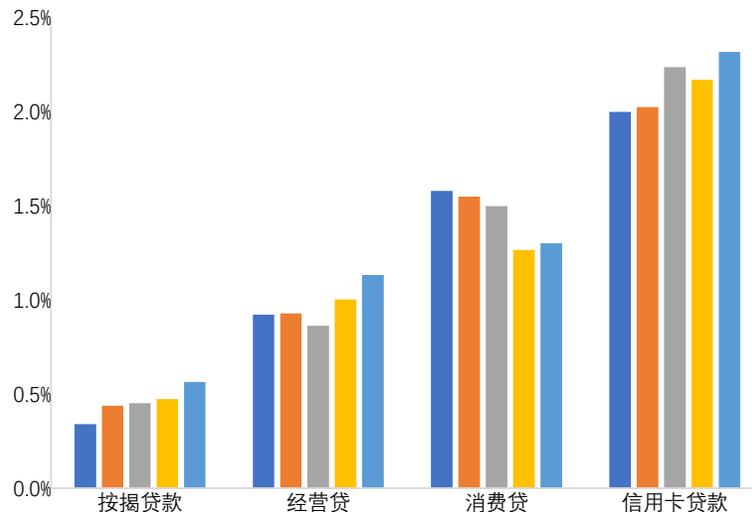
图：对公贷款不良率下降、零售贷款不良率抬升



图：细分行业对公贷款不良率走势



图：细分零售贷款不良率走势



# 03

## 2025年经营形势研判

- 存款成本改善兑现+利率传导畅通，息差降幅收窄
- 宏观政策更加积极，有望推动信贷需求温和复苏
- 房地产、小微风险预期改善，资产质量将保持稳定
- 债市偏顺风、资本市场回暖，非息收入贡献或稳定
- 关注国有行注资、部分银行可转债促转股

# 净息差降幅有望进一步收窄，下半年或边际企稳

■ **负债成本改善兑现+畅通利率传导，预计净息差降幅进一步收窄，年初阶段性压力后有望趋于稳定。** 测算存量政策影响上市银行25年息差 -10bp 左右，其中，前期存款降息效果兑现、同业活期存款利率下降大约提振息差 14bp。尽管25年货币政策或有较大幅度降息，但央行进一步畅通利率传导机制，银行负债成本反映将更加敏捷。

- **存量政策影响：存款成本将进一步改善、提振息差 14bp，资负两端合计影响息差 -10bp。** 银行25年净息差的主要存量影响因素：1) 资产端，24年内LPR下调贷款重定价、10月下调存量按揭贷款利率，以及地方化债过程中基建类贷款重组和信用债置换的影响，测算合计拖累净息差 24bp。2) 负债端，前期存款挂牌利率下调红利加速释放，测算提振息差 12bps；同业活期存款定价自律机制落地，提振息差1bps。资负两端合计影响25年息差 -10bp。其中，国有行、股份行、城商行、农商行分别 -12bp、-7bp、-4bp、+3bp，分化主要在于负债端成本改善，资产端降幅差异不大。
- **各类银行存款成本改善幅度：存量长期限存款占比较高的银行（农商行为主），更受益于存款期限结构优化和存款报价更大降幅，存款成本改善幅度更大。同业活期存款利率下降对同业活期存款占比更高的国股行改善幅度更大。**

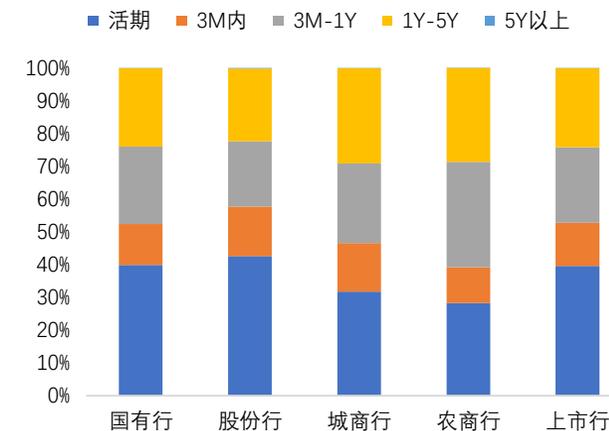
表：测算存量政策合计影响25年息差收窄 10bp 左右

	资产端			负债端			合计
	存量房贷利率下调 (平均降幅50bp)	贷款重定价 (1、5LPR分别下调 35bp、60bp)	债务置换	存款重定价	同业活期存款利率下降 (假设 25bp)		
国有行	-5	-15	-6	12	1	-12	
股份行	-4	-12	-4	12	2	-7	
城商行	-2	-10	-5	13	1	-4	
农商行	-2	-10	-3	19	0	3	
上市行	-5	-14	-5	12	1	-10	

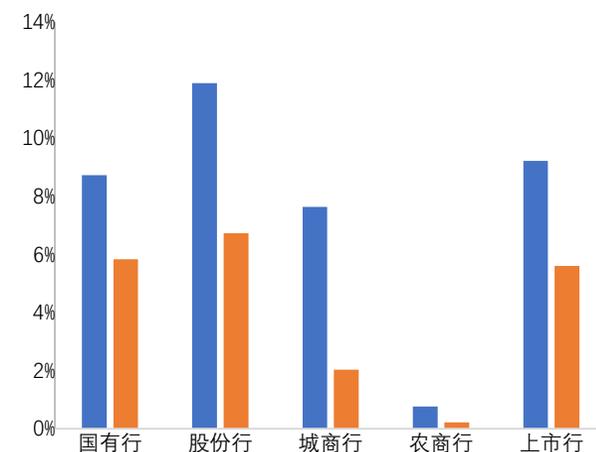
表：11月29日市场利率定价自律机制发布两项自律倡议

市场利率定价自律机制倡议	主要目的
《关于优化非银同业存款利率自律管理的自律倡议》	核心是（1）非银及SPV同业活期存款利率紧跟央行政策利率变动（1.5%），（2）同业定期若发生提前支取，利率不得超过存款准备金率0.35%；我们预计受影响同业存款约15万亿；12月1日起执行，非银机构，尤其是货基收益率负面影响显著
《关于在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”的自律倡议》	对公客户同银行签订的存款服务协议中，对存续期内的存款增强弹性调控，银行存款挂牌利率或存款利率内部授权上限等调整，能及时体现在实际存款业务中

图：农商行长期限存款占比相对更高 (1H24)



图：国股行同业活期存款占比相对更高 (1H24)

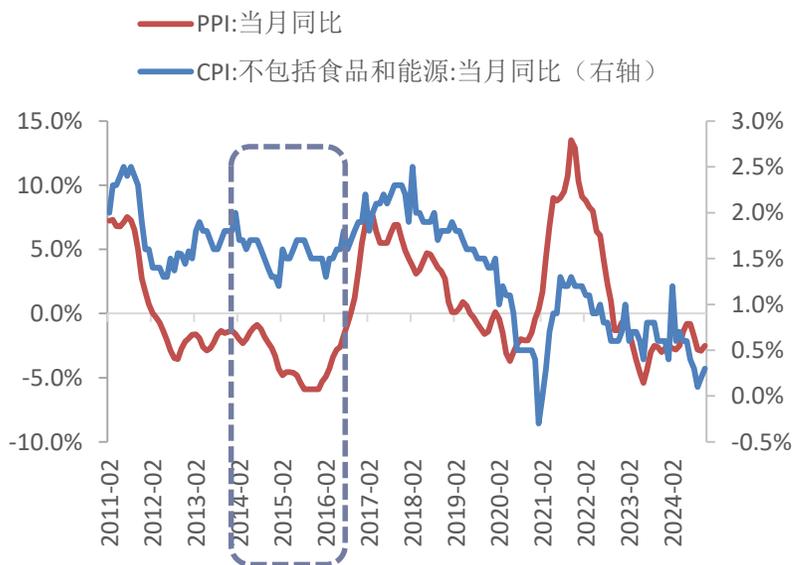


# 净息差降幅有望进一步收窄，下半年或边际企稳

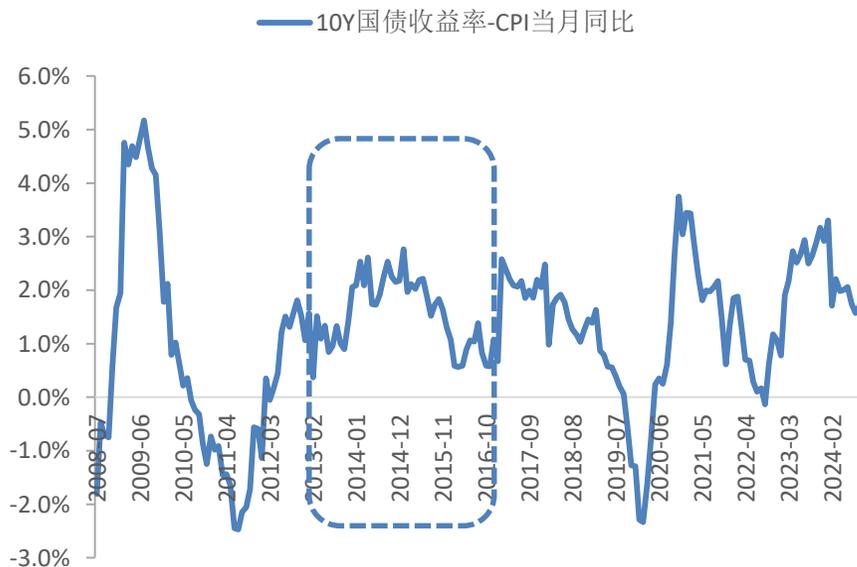
■ **负债成本改善兑现+畅通利率传导，预计净息差降幅进一步收窄，年初阶段性压力后有望趋于稳定。** 测算存量政策影响上市银行25年息差 -10bps左右，其中，前期存款降息效果兑现、同业活期利率下降大约提振息差 14bps。尽管25年货币政策或有较大幅度降息，但央行进一步畅通利率传导机制，银行负债成本反映将更加敏捷。

➢ **货币政策：以我为主定位明确，宽松幅度或超预期。** (1) **政策目标指向推动物价合理回升。** 内部看，当前名义利率虽有下调，但由于通胀率走低进入负区间，实际利率反而抬高，进而抑制总需求和经济增长，带来就业压力。在此背景下，货币政策降息必要性相当高。(2) **货币政策或更多以我为主。** 外部看，降低名义利率会带来国际收支平衡和汇率压力，但随着美联储进入降息周期，汇率压力有望减轻；贸易保护抬头，出口压力可能加大，适当贬值有利于出口。参考过往经验，在内外目标之间，货币政策更多以我为主，将稳定物价、充分就业和经济增长作为重要考量。结合政治局会议“适度宽松的货币政策”表述，我们预计2025年降息降准幅度或显著大于2024年。参考上一轮通缩周期（2014-2016.10），实际利率从高点2.77%下降至0.57%，降幅220bps。目前实际利率较2024年初高点的3.3%下降了150bps左右，但仍在偏高水平。

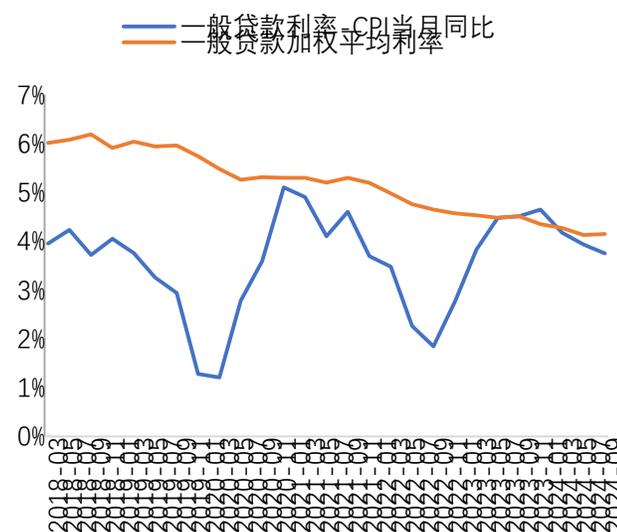
图：经济呈现通缩特征、持续时间较长



图：当前实际利率仍高



图：实际贷款利率依然偏高

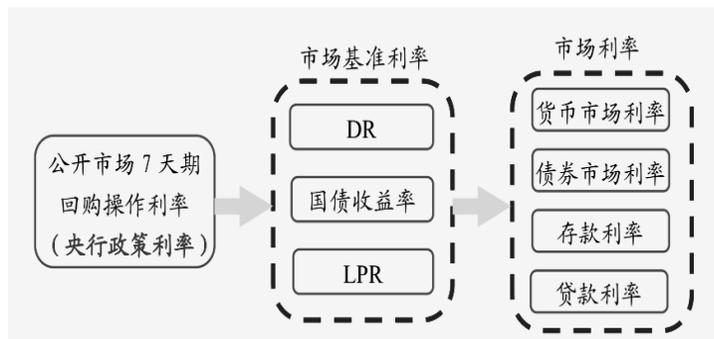


# 净息差降幅有望进一步收窄，下半年或边际企稳

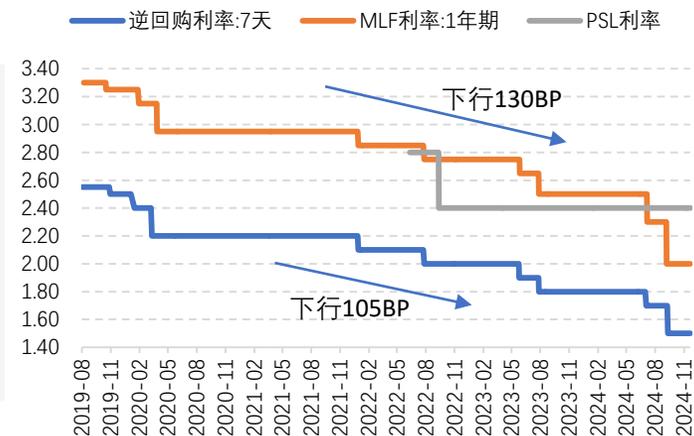
■ **负债成本改善兑现+畅通利率传导，预计净息差降幅进一步收窄，年初阶段性压力后有望趋于稳定。**测算存量政策影响上市银行25年息差 -10bps左右，其中，前期存款降息效果兑现、同业活期利率下降大约提振息差 14bps。尽管25年货币政策或有较大幅度降息，但央行进一步畅通利率传导机制，银行负债成本反映将更加敏捷。

➢ **货币政策：央行进一步畅通利率传导机制，银行负债成本反映更敏捷。**新货币政策调控框架明确以利率政策为核心，辅之以结构性工具的量化指导。当前已明确OMO核心政策利率地位。3Q24货币政策执行报告专栏中，央行释放进一步畅通利率传导机制的信号，提到由于商业银行“内卷”严重、存款利率“降不动”，与政策利率偏离度较大，进而影响利率调控效果、制约货币政策空间。市场利率定价自律机制于11月29日发布两项自律倡议，其中针对非银同业活期存款定价和同业定期存款“无条件提前支取”的规范，可以理解为是进一步畅通利率传导机制的重要一环。展望后续，银行负债端越来越多存款将紧密跟踪政策利率，在利率下行期负债成本反映将更敏捷。

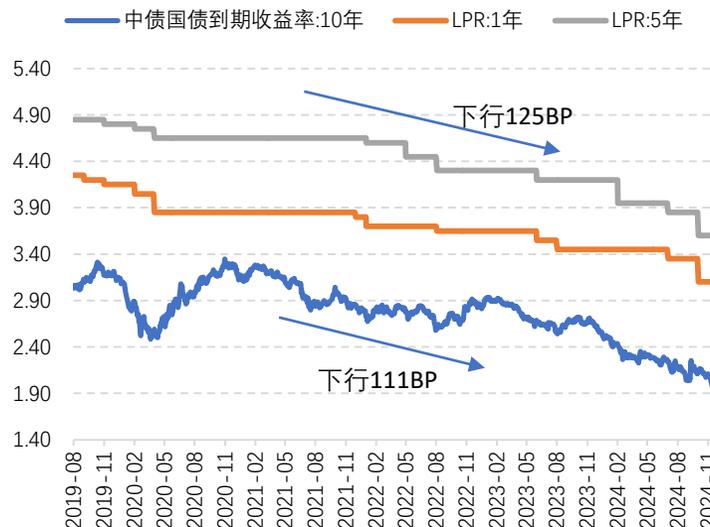
图：央行进一步畅通政策利率传导机制



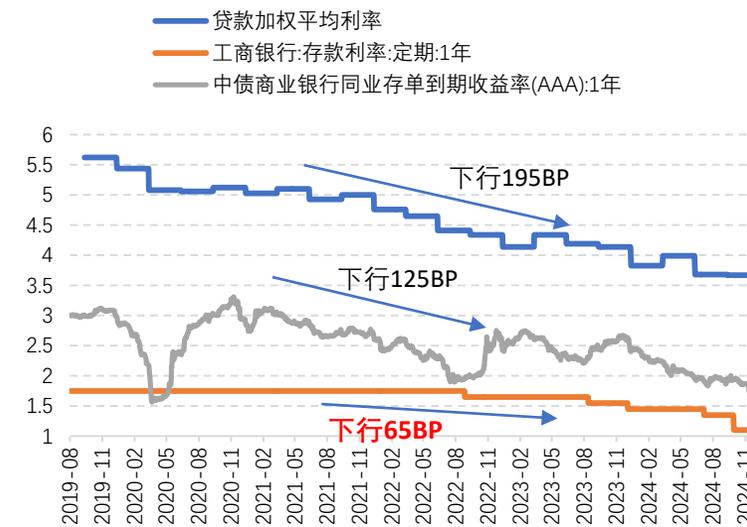
图：政策利率降幅



图：市场基准利率降幅



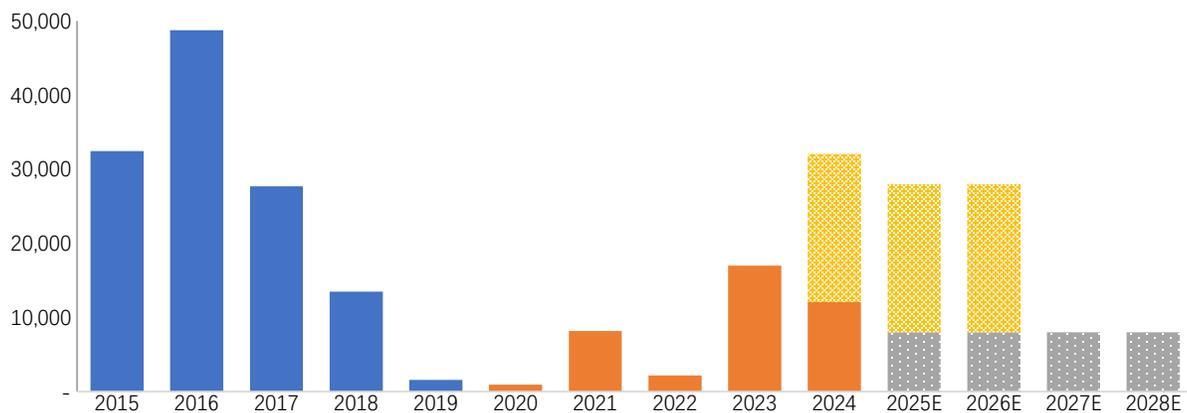
图：存款利率下调偏慢



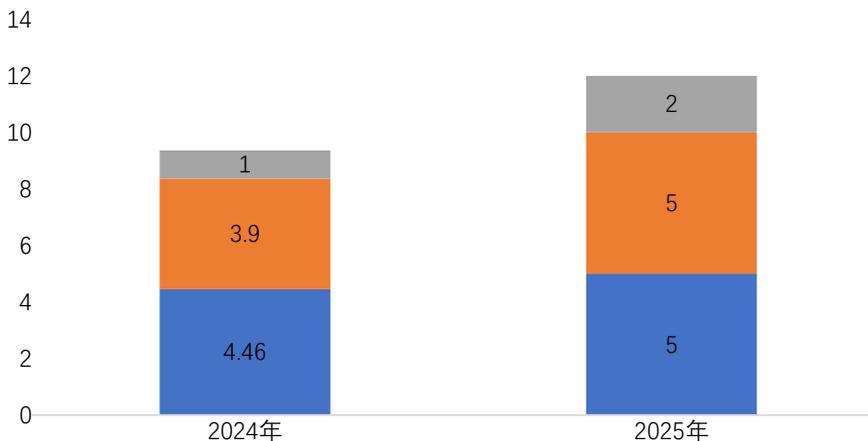
# 政策基调更为积极，有望推动信用温和复苏

- **展望2025年，**尽管经济面临外部出口回落、内部弱需求通缩压力，但逆周期政策将更加积极。我们判断，企业部门，基建投资回升、房地产投资降幅收窄、出口和制造业投资回落，企业信贷需求或保持平稳；但置换隐债会一定程度拖累信贷增长。居民部门，消费有望渐进式恢复，但在复苏初期、零售贷款或维持低增，居民加杠杆仍需观察房地产止跌回稳、收入预期改善。综合来看，预计2025年信贷增量基本持平（19万亿）、增速7.4%左右；新增社融33万亿、增速8%左右。
- **财政：10万亿新增化债额度落地，防风险、促发展并重。**11月8日，新增化债额度落地，包括一次性新增地方政府债务限额6万亿+连续5年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元。财政部表示“化债工作思路从侧重于防风险向防风险、促发展并重转变”。地方政府（尤其是重点化债省份）隐性高成本债务置换后，债务负担整体减轻，将释放更多资金、精力支持投资和民生，促进地方经济增长。
- **财政：25年财政政策更加积极，广义赤字或提升至12万亿左右。**2025年是“十四五”收官之年，经济增长目标大概率定在4.8%-5%的较高水平。在弱现实和高目标增长压力下，财政加大逆周期调节的定位明确，政府工作重心或由化债转向稳增长。结合财政部多次会议提及“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”、“积极利用可提升的赤字空间”，中央政治局会议提及“实施更加积极的财政政策”、“加强超常规逆周期调节”，预计2025年狭义赤字率有望提升至3.5%-3.8%。广义赤字来看，（1）特别国债预计增加2万亿，财政部明确将发行特别国债支持国有行补充核心一级资本；此外，或进一步加力支持“两重”建设和“两新”工作；（2）新增专项债拓宽土储房储用途，叠加8000亿用于化债，预计总规模从3.9万亿提升至5万亿左右。总体来看，广义赤字或提升至12万亿左右。

图：2015年以来用于化隐债的政府债券额度



图：2025年广义赤字预计提升至12万亿左右

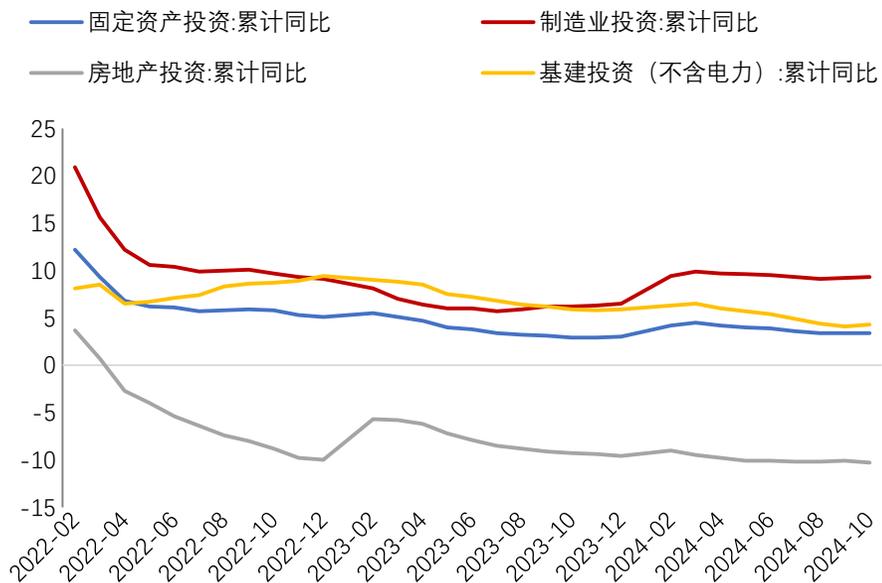


# 政策基调更为积极，有望推动信用温和复苏

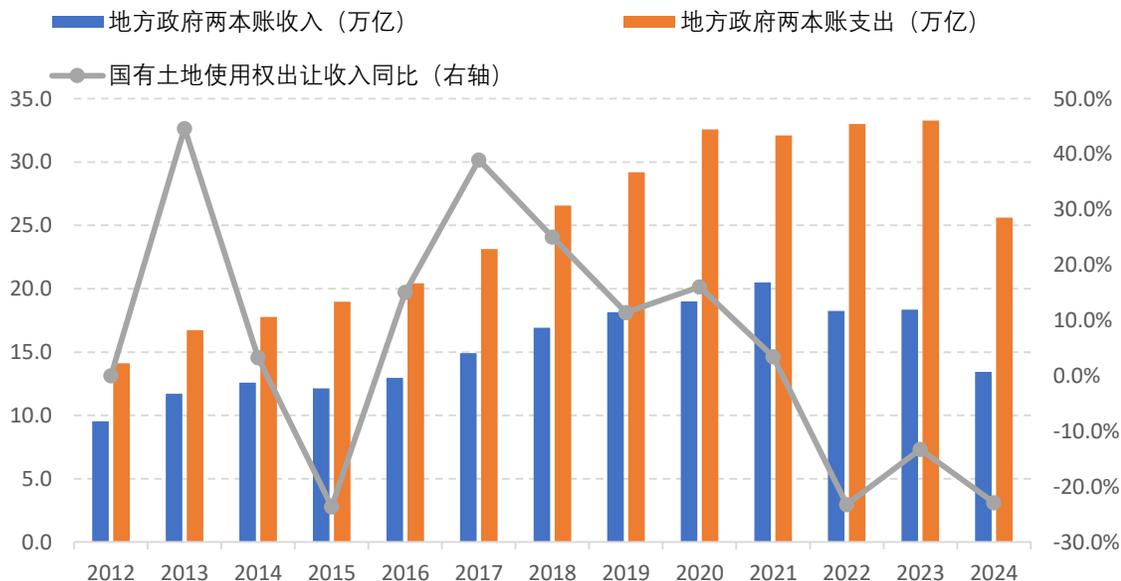
➤ **企业部门：从需求看，预计基建投资回升、房地产投资降幅收窄、出口和制造业投资回落，2025年企业信贷需求或保持平稳。但考虑本轮债务置换强调解决地方各类“三角债”问题，或对企业信贷增长形成一定拖累。**

① **基建投资增速有望提升**：过去几年土地出让收入下滑、减税降费、地方化债严控新增债务等因素导致地方财政收支压力加大、基建投资增速放缓。本轮大规模化债将缓解地方财政压力，使得地方政府能腾出更多的资金支持投资和民生。资金方面，今年专项债发行后置，下半年发行的专项债资金有望支撑明年基建投资；且25年财政政策更加积极、增量政策力度可期。项目方面，10月底发改委已提前下达25年1000亿中央预算内投资、1000亿“两重”项目清单，投资靠前发力；同时，考虑明年是“十四五”收官年，部分基建投资目标仍待完成，有望推动基建投资增速回升。

图：2024年房地产、基建投资拖累固定资产投资增速放缓



图：地方政府两本账收支不平衡压力

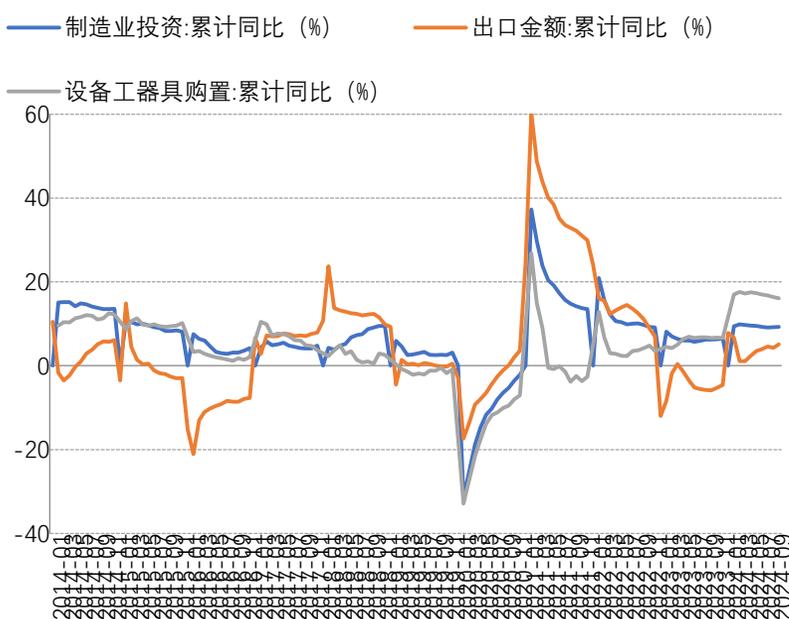


# 政策基调更为积极，有望推动信用温和复苏

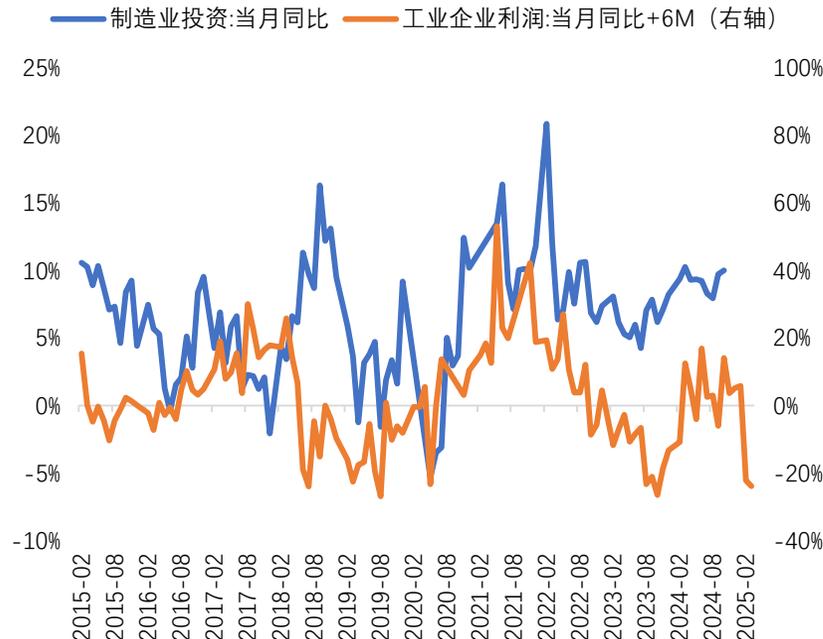
➤ **企业部门：从需求看，预计基建投资回升、房地产投资降幅收窄、出口和制造业投资回落，2025年企业信贷需求或保持平稳。但考虑本轮债务置换强调解决地方各类“三角债”问题，或对企业信贷增长形成一定拖累。**

② **制造业投资或受出口扰动而回落**：受全球经济放缓、特朗普政府新一轮加征关税影响，明年我国出口不确定性加大，可能走弱；叠加国内工业企业利润持续下探，产能利用率偏低，预计制造业投资总体回落。在政策对冲方面，加大“两新”支持力度，有望带动设备工器具购置、改建等投资保持较快增长。中央政治局会议提到“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”，全方位扩大国内需求或意味着政策希望提升增长的广谱性，关注未来相关增量支持政策对冲效果。

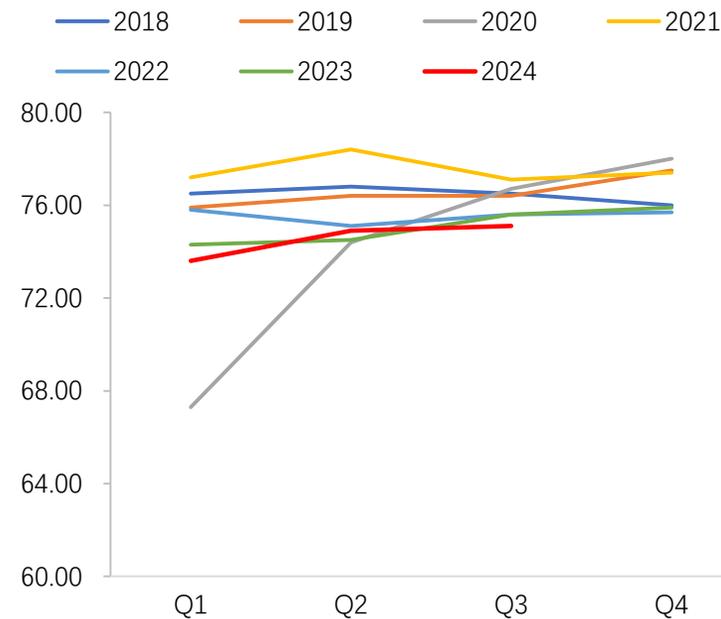
图：2024年出口、设备更新是制造业投资重要支撑



图：工业企业利润持续下探



图：工业企业产能利用率偏低

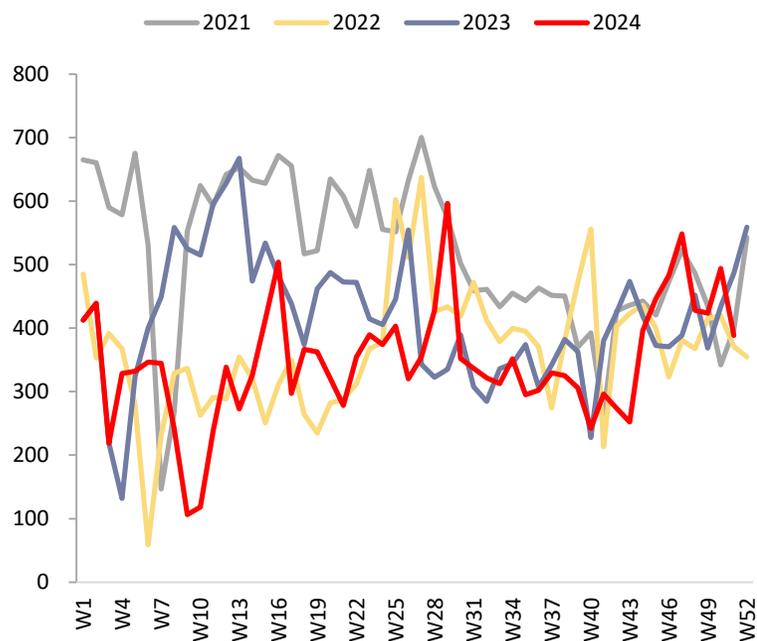


# 政策基调更为积极，有望推动信用温和复苏

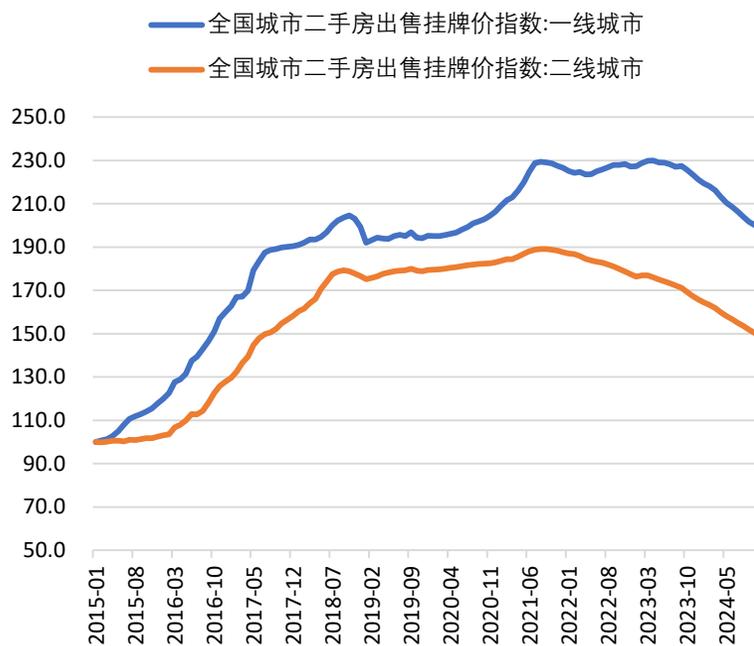
➤ **企业部门：从需求看，预计基建投资回升、房地产投资降幅收窄、出口和制造业投资回落，2025年企业信贷需求或保持平稳。但考虑本轮债务置换强调解决地方各类“三角债”问题，或对企业信贷增长形成一定拖累。**

③ **房地产投资降幅有望收窄：**在促进房地产市场止跌回稳政策基调下，9月以来供需两端同步发力，包括下调首付比例、房贷利率、公积金贷款利率、收储、棚改货币化安置和房地产税收优惠等。政策出台后，近期房地产销售面积有所回升，但价格继续磨底，投资端持续疲弱。考虑前期拿地、新开工下行，库存仍然较高、收储存在政策堵点，以及土地政策严控增量、优化存量，预计明年地产投资或持续负增、降幅收窄。未来重点关注收储政策变化和力度。

图：30城新房+9城二手房成交面积，有所回升



图：一二线城市房价未见企稳信号



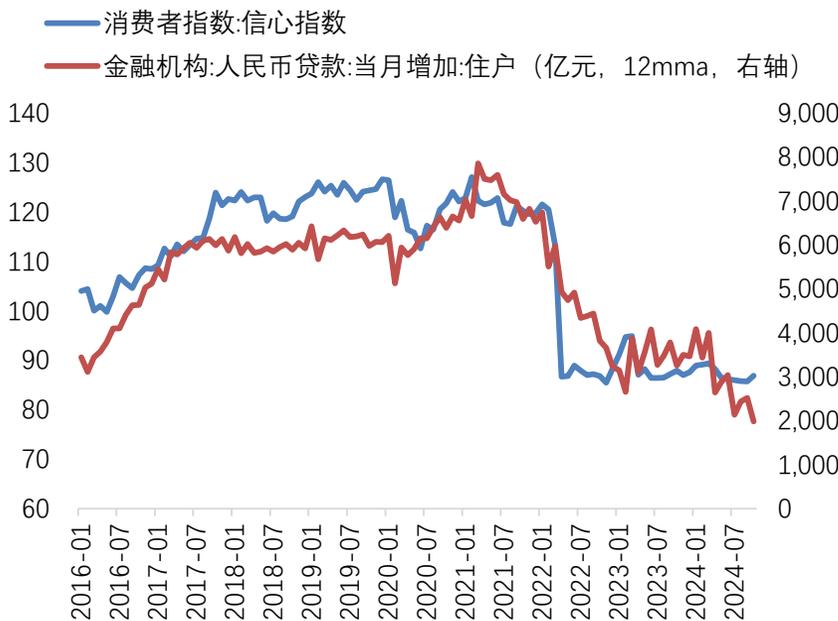
图：2025年地产投资或继续负增



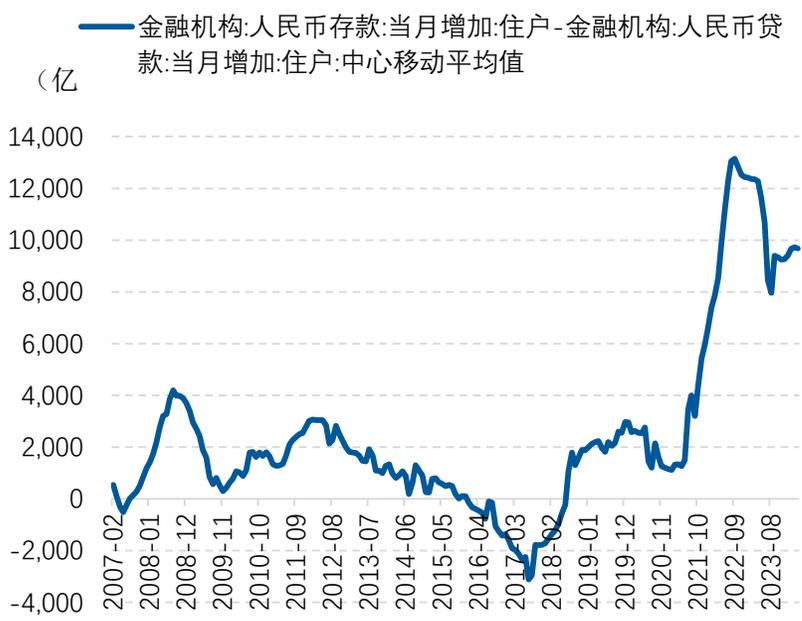
# 政策基调更为积极，有望推动信用温和复苏

- **居民部门：消费有望渐进式恢复，复苏初期、零售贷款或维持低增长。** 中央政治局会议表示“要大力提振消费”，预计明年促销费政策会有所突破。当下消费复苏的积极因素包括：1) 以旧换新政策力度加大，将推动家电、汽车等耐用品增长。2) 降存量房贷利率减轻居民还款压力，释放部分居民消费潜力。3) 25年法定假日增加2天或提升出游热情，释放旅游服务消费潜力。但我们认为制约消费的核心矛盾（居民资产负债表受损、就业收入预期较差）仍未反转，预计25年消费会呈渐进、缓慢复苏态势，消费需求有望在房地产和资本市场稳定的基础上逐步释放。在复苏初期，零售贷款或维持低增长，居民加杠杆需观察房地产止跌回稳、收入预期改善进程。
- **综合考虑政策力度，企业和居民部门需求趋势，预计2025年信贷增量基本持平（19万亿）、增速7.4%左右；新增社融33万亿、增速8%左右。**

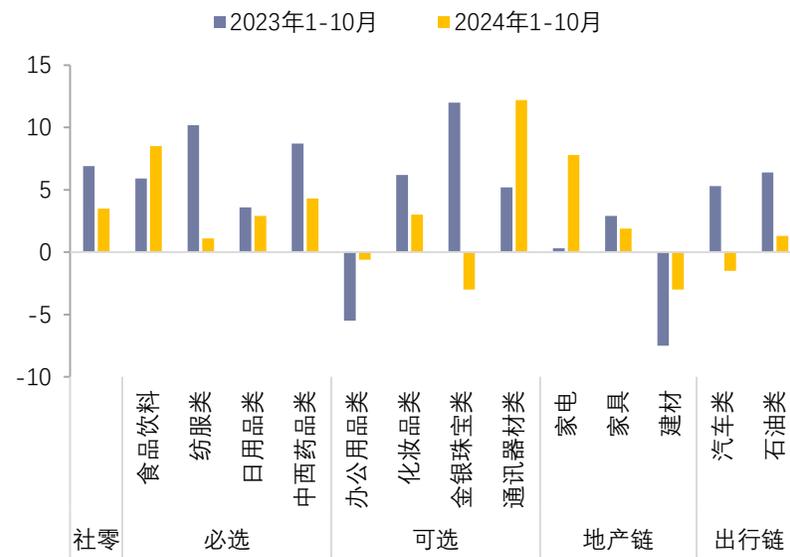
图：居民部门刚进入去杠杆阶段



图：居民部门风险偏好低



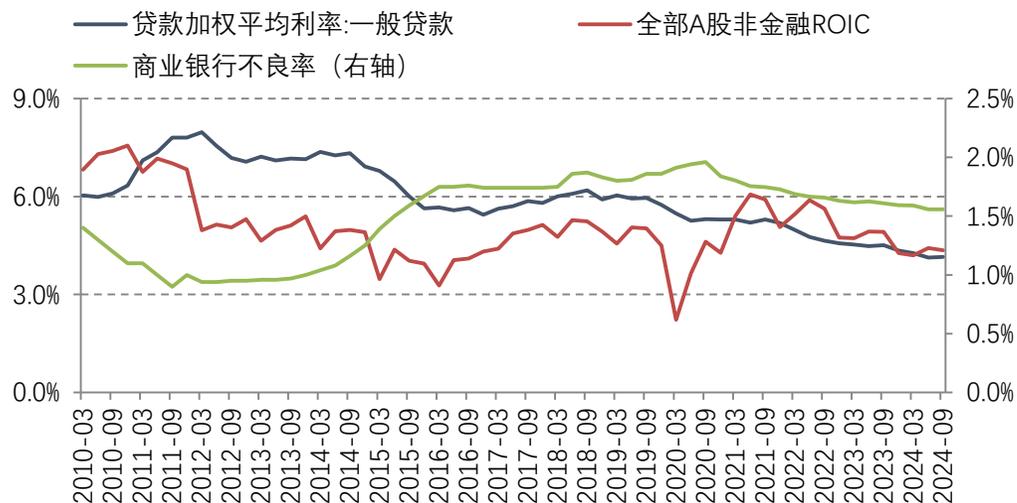
图：2024年社零较弱，以旧换新、家电贡献较大



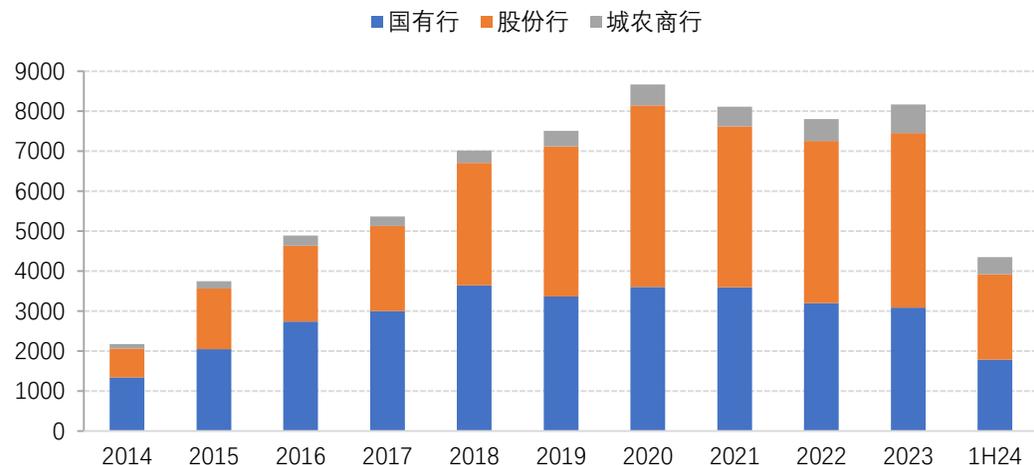
# 房地产、小微风险预期改善，资产质量有望保持稳定

- 我们认为，在地产风险化解、地方政府化债、小微续贷扩容、贷款利率持续下降等政策组合拳下，2025年银行不良生成有望保持稳定。同时，近年来银行不良处置力度处在较高水平、存量风险持续出清，上市银行资产质量有望保持稳定。
- 对公不良生成有望保持稳定：（1）**房地产不良生成有望好转**：当前政策定调“稳住楼市”、“推动房地产市场止跌回稳”，在销售（取消限购、降低首付比例、降低房贷利率等）、供给（保交楼、收储等）、融资（房地产白名单机制及扩容等）多方面发力，有助于改善房企现金流压力，对公房地产新发生不良有望持续好转。（2）**化债有助于涉政类资产质量预期改善**：上市银行基建类贷款资产质量指标平稳，预计化债对其实质影响不大，但有助于改善市场对银行涉政业务资产质量预期，减轻估值制约。同时，化债过程中地方各类“三角债”问题的解决有助于改善企业贷款整体资产质量水平。
- 零售小微风险暴露有望趋缓：（1）**按揭贷款**：在存量按揭利率再次大幅下调、保交楼工作推进下，资产质量有望保持平稳。（2）**消费贷、信用卡**：资产质量拐点有待房地产市场企稳、居民就业收入预期改善、财富效应改善。（3）**经营贷**：2024年9月，金融监管总局发布《关于做好续贷工作提高小微企业金融服务水平的通知》，将无还本续贷政策适用范围从部分小微企业扩展至所有小微企业，并阶段性扩大到中型企业（期限暂定为三年），对依法合规、持续经营、信用良好企业的贷款办理续期，不因续贷单独下调风险分类。在政策呵护下，预计经营贷后续风险暴露有望边际趋缓。

图：近年贷款利率与实体资本投入回报率同步下行，整体风险暴露较缓和



图：近几年上市银行核销规模持续处在较高水平（亿元）



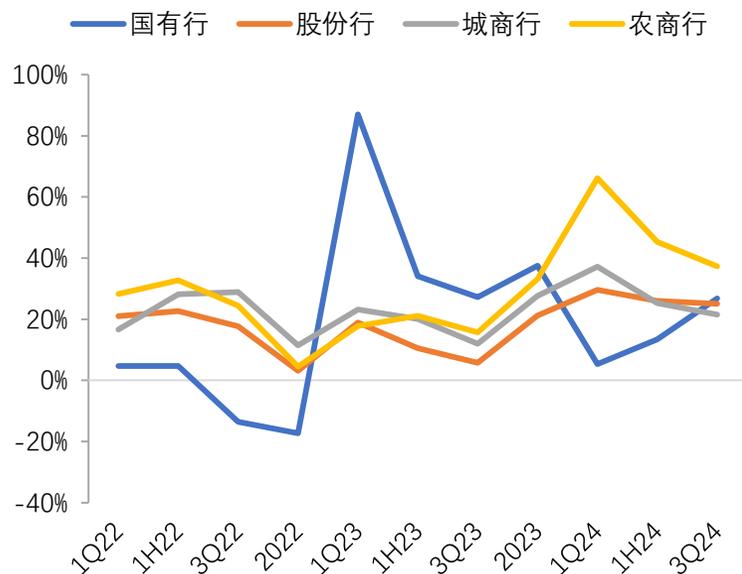
# 债市仍偏顺风、资本市场回暖，预计非息收入贡献度稳定

■ **其他非息收入：预计2025年债市仍偏顺风，利率中枢下行概率大。或无需过度担忧银行其他非息收入走弱。**

➢ **展望2025年，政策面、基本面仍利好债市。**（1）货币宽松、财政加力、但经济回暖尚需时间，且配置型资金增量延续较强，债市仍偏顺风。在中美贸易摩擦和国内对冲政策力度存在不确定性情况下，长端利率或阶段性震荡。（2）短端利率下行空间打开：货币政策坚定支持性立场、加强协调配合。我们判断，一是受呵护的流动性环境，二是新调控框架下利率传导机制进一步畅通（非银同业存款新规全面执行，政策利率到资金利率传导效率将显著提升），均带动短端利率打开下行空间。

■ **中收：低基数+市场回暖，中收增速有望转正。**随着公募降费进入尾声，银保渠道“报行合一”全面执行满一周年，2025年银行手续费收入面临较低基数，降费政策扰动逐步减小。我们认为，伴随理财规模增长、股票市场回暖、保险销售稳定增长，2025年中收增速有望继续回暖，全年有望小幅转正。

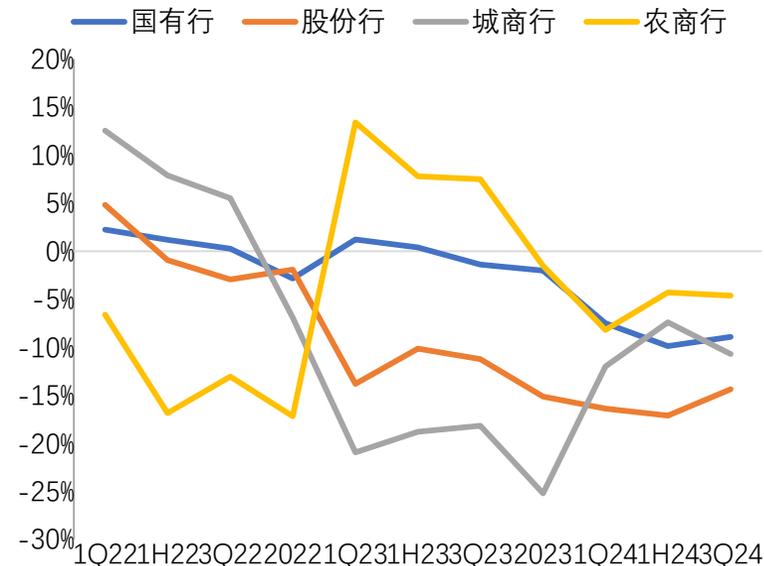
图：2024年其他非息收入实现较高增速



图：其他非息收入贡献vs10Y国债收益率变动



图：近两年手续费及佣金净收入持续负增长



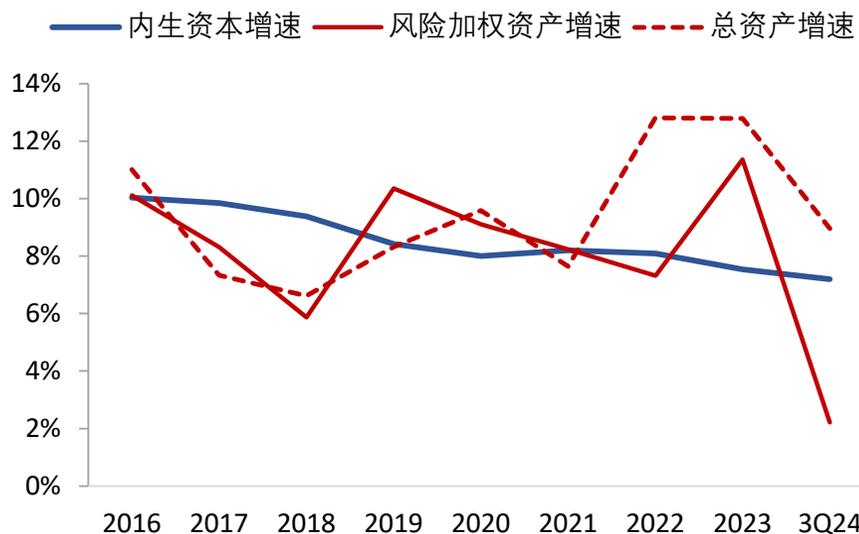
# 大行注资提高经营可持续性，部分银行促转股动力强

## ■ 财政部将发行特别国债为大行注资，有助于提升大行服务实体经济能力和可持续性，短期摊薄股息、但仍具有吸引力。

- 静态看，目前大行核心一级资本充足率较监管要求均有一定安全边际。其中，工行、建行远高于监管线；邮储、交行安全边际相对较低，但也在1pct以上。
- 动态看，由于国有大行近年来发挥信贷投放主力军作用，资产保持较快增长；但盈利增速有所放缓。使得利润留存增速落后于资产扩张速度。24年受益于资本新规实施，部分资产风险权重下调，使得风险加权资产增速实现阶段性下降、小于总资产增速；但明年预计风险加权资产增速将升至接近总资产增速水平，对资本的消耗将有所加大。基于提升大行服务实体经济能力和经营持续性的考虑，有必要进行前瞻性注资。
- 注资将提升大行核心一级资本充足率，但短期会摊薄股息率。在不同假设下，注资金额越大、定价越接近市价，股息摊薄越大。摊薄后股息率相较10Y国债仍具有吸引力。

## ■ 关注促转股带来的业绩释放机会。目前存续的13支银行转债中，成都银行、中信银行正股价已超过强赎价、有望触发强赎条款（股价连续30个交易日中至少15个交易日超过130%转股价），南京银行、苏州银行、杭州银行正股价格已经较为接近强赎价，或有较强的业绩释放动力，通过促进可转债转股补充资本、更好支撑资产扩张。

图：国有大行RWA增速 vs 内生资本增速ROE\*(1-分红比例)



表：不同定价假设下，注资国有大行对核心一级资本充足率、股息率影响测算

	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行	邮储银行
核心一级资本净额 (亿元)	35,645	31,240	25,370	22,942	9,474	8,268
核心一级资本充足率(3Q24)	13.95%	14.10%	11.42%	12.23%	10.29%	9.42%
监管线	9%	9%	9%	9%	8.50%	8%
距离监管线安全边际	4.95%	5.10%	2.42%	3.23%	1.79%	1.42%
假设注资规模 (亿元)	1,000	1,000	2,000	1,500	2,500	2,500
假设注资定价	PB=1					
核心一级资本充足率提升	0.04%	0.04%	0.12%	0.10%	0.21%	0.34%
A股股息率摊薄	-0.14%	-0.16%	-0.37%	-0.29%	-1.09%	-1.16%
H股股息率摊薄	-0.19%	-0.22%	-0.31%	-0.40%	-1.48%	-1.44%
假设注资定价	PB=市价~1之间					
核心一级资本充足率提升	0.05%	0.04%	0.15%	0.12%	0.27%	0.42%
A股股息率摊薄	-0.17%	-0.19%	-0.44%	-0.35%	-1.33%	-1.36%
H股股息率摊薄	-0.24%	-0.27%	-0.41%	-0.49%	-1.80%	-1.68%
假设注资定价	PB=市价					
核心一级资本充足率提升	0.06%	0.06%	0.19%	0.16%	0.38%	0.55%
A股股息率摊薄	-0.22%	-0.25%	-0.55%	-0.45%	-1.70%	-1.64%
H股股息率摊薄	-0.31%	-0.35%	-0.55%	-0.64%	-2.28%	-2.03%

# 大行注资提高经营可持续性，部分银行促转股动力强

## ■ 财政部将发行特别国债为大行注资，有助于提升大行服务实体经济能力和可持续性，短期摊薄股息、但仍具有吸引力。

- 静态看，目前大行核心一级资本充足率较监管要求均有一定安全边际。其中，工行、建行远高于监管线；邮储、交行安全边际相对较低，但也在1pct以上。
- 动态看，由于国有大行近年来发挥信贷投放主力军作用，资产保持较快增长；但盈利增速有所放缓。使得利润留存增速落后于资产扩张速度。24年受益于资本新规实施，部分资产风险权重下调，风险加权资产增速实现阶段性下降、小于总资产增速；但明年预计风险加权资产增速将提升至接近总资产增速水平，对资本的消耗将有所加大。基于提升大行服务实体经济能力和持续性的考虑，有必要进行前瞻性注资。
- 注资将提升大行核心一级资本充足率，但短期会摊薄股息率。在不同假设下，注资金额越大、定价越接近市价，股息摊薄越大。摊薄后股息率相较10Y国债仍具有吸引力。

## ■ 关注促转股带来的业绩释放机会。目前存续的 13 支银行转债中，成都银行、中信银行正股价已超过强赎价、有望触发强赎条款（股价连续30个交易日中至少15个交易日超过130%转股价），南京银行、苏州银行、杭州银行正股价格已经较为接近强赎价，或有较强的业绩释放动力，通过促进可转债转股补充资本、更好支撑资产扩张。

表：存续银行可转债情况（截至 2024 年 12 月 10 日）

名称	转股截至日期	发行总额(亿元)	未转股余额(亿元)	未转股比例	转股价	正股最新收盘价	距离强赎价空间	核心一级资本充足率3Q24	安全边际	测算转股后改善空间
成银转债	2028-03-02	80	33	41%	12.23	16.42	-3.17%	8.40%	0.90%	0.39%
中信转债	2025-03-03	400	87	22%	5.59	7.31	-0.59%	9.50%	1.50%	0.12%
苏行转债	2027-04-11	50	44	87%	6.19	8.00	0.59%	9.41%	1.91%	0.96%
南银转债	2027-06-14	200	112	56%	8.22	10.57	1.10%	9.02%	1.27%	0.67%
杭银转债	2027-03-28	150	142	95%	11.35	14.29	3.25%	8.76%	1.26%	1.18%
常银转债	2028-09-14	60	60	100%	6.89	7.69	16.48%	10.58%	3.08%	2.22%
齐鲁转债	2028-11-28	80	66	83%	5.27	5.30	29.26%	10.26%	2.76%	1.84%
上银转债	2027-01-24	200	200	100%	9.09	8.74	35.21%	10.01%	2.26%	0.90%
重银转债	2028-03-22	130	130	100%	10.09	9.32	40.74%	10.02%	2.52%	2.43%
兴业转债	2027-12-26	500	500	100%	22.25	18.68	54.84%	9.70%	1.45%	0.64%
紫银转债	2026-07-22	45	45	100%	3.75	2.99	63.04%	10.46%	2.96%	2.43%
青农转债	2026-08-24	50	50	100%	4.12	3.19	67.90%	10.68%	3.18%	1.55%
浦发转债	2025-10-27	500	500	100%	12.92	9.80	71.39%	8.87%	0.87%	0.70%

- **综合考虑规模（总资产增速平稳、贷款增速稳中略降）、息差（继续承压但降幅收窄）、非息（债市仍偏顺风、资本市场回暖，非息贡献度稳定）、资产质量（风险预期改善、不良生成平稳、拨备反哺有空间），预计2025年银行基本面有望筑底。**
- **量：宏观政策更加积极，信贷增长保持平稳。**银行信贷供给一直不是问题，且2025年财政部将发行特别国债进一步注资国有大行，增强信贷投放能力。信贷需求端看，好的方面是，中央财政提升赤字有助大基建投资继续平稳回升，专项债打开土储房储用途或带动房地产投资降幅收窄至-5%左右；但出口和制造业投资或受外部市场摩擦影响而高位回落。居民部门，消费补贴、低保补贴等政策有助社零增速提升，但对零售贷款需求传导作用有限，居民加杠杆仍需观察资产负债表修复、收入预期改善进程。综合来看，政府和央企信贷需求或是2025年信贷加力项；尚需观察的是涉及制造业出口经济的民营企业、资产负债表待实质性修复的居民部门信用需求情况。预计2025年信贷增量同比基本持平（19万亿左右）、增速在8%左右；新增社融33万亿左右、增速8%。
- **价：存款成本改善兑现+利率传导畅通，净息差降幅收窄。**测算现有存款挂牌降息、同业活期降息提振25年息差14bp左右，叠加资产端影响、预计息差收窄10bp左右。尽管25年货币政策或有较大幅度降息，但央行进一步畅通利率传导机制，负债成本下降将更加敏捷，下半年息差或边际企稳。
- **质：资产质量保持稳定，房地产、小微企业风险预期改善。**近年来银行持续大力度处置不良、消化存量风险，资产质量保持稳定。在地产风险化解、地方政府化债、小微续贷扩容、贷款利率持续下降等政策组合拳下，25年房地产、小微企业风险预期改善、不良生成有望趋稳。
- **非息：债市偏顺风、资本市场回暖，非息收入贡献或稳定。**我们预计2025年政策面、基本面仍利好债市，或无需过度担忧银行其他非息收入走弱。另外，随着前期减费让利政策扰动减小、低基数逐步走低；伴随资本市场回暖，中收增速有望转正。

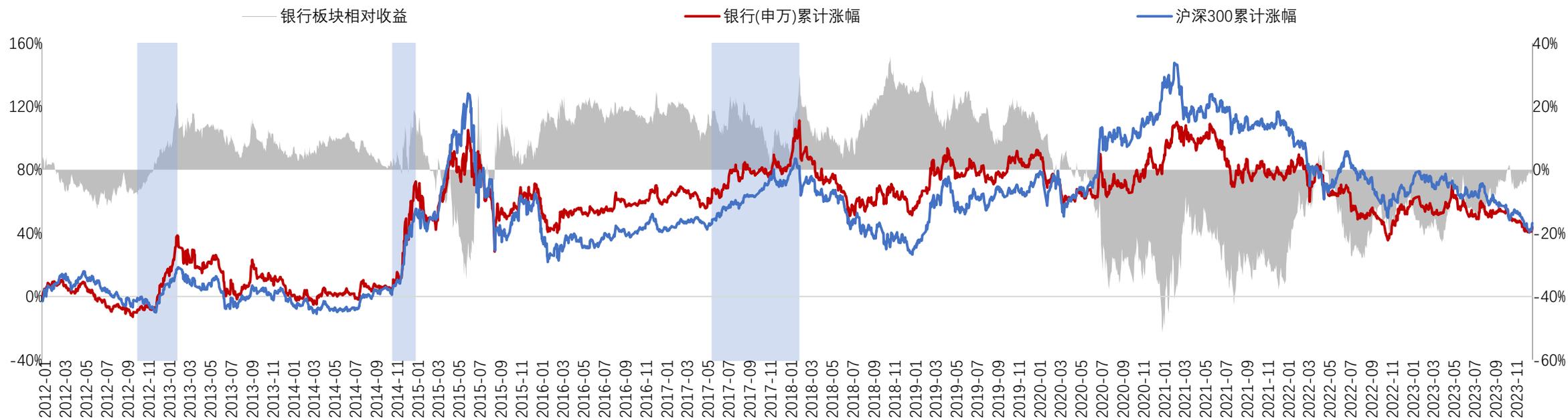
# 04

## 投资建议

# 历史回溯：经济预期改善前期，绝对收益确定性强

- **银行股行情具有后周期特征，在经济下行、逆周期调节政策加码、经济预期改善的阶段表现更好。**复盘2012-2023年银行板块录得“绝对收益+超额收益”的几个阶段。  
(1) 2012年10月-2013年2月：货币政策保持宽松、流动性充裕；经济复苏预期增强，数据得到验证。  
(2) 2014年10月底-2015年1月初：经济基本面偏弱、CPI低位\PPI下行；央行时隔两年重启降息，流动性宽松；地方政府启动第一轮化债、市场风险预期缓释。  
(3) 2017年5月中-2017年8月初：宏观经济持续复苏，名义GDP进入回升周期；在二季度银监会出台“三三四十”等收紧政策导致板块大幅调整后，迎来估值修复行情。
- **当前正处于逆周期政策加码，流动性充裕，经济预期改善前期；行业重点领域风险预期改善，板块绝对收益确定性较强。**当前宏观政策定调“实施更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策，加强超常规逆周期调节”。本轮政策力度超前，彰显了中央推动经济稳步向好的决心，推动经济复苏预期不断增强。同时，在大规模化债方案落地、房地产止跌回稳目标下，重点领域风险预期改善。我们认为后续板块绝对收益确定性较强，相对收益还需观察企业层面基本面改善进程和市场风格。

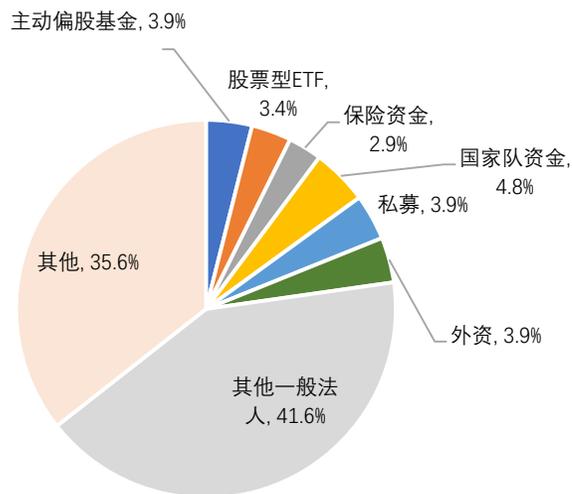
图：2021-2023年银行绝对收益+相对收益复盘



# 资金展望：中长线、被动增量资金支撑有望延续

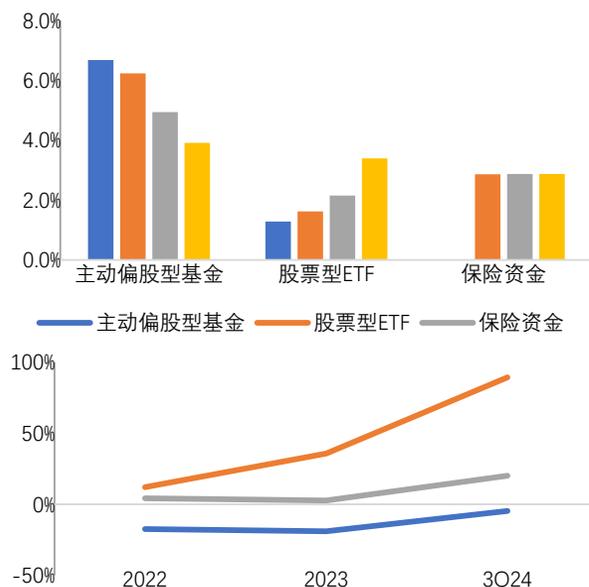
- **近三年ETF、保险资金规模及占比快速提升。**3Q24主动偏股基金、股票ETF、险资持仓A股流通市值占比为3.9%、3.4%、2.9%，较22年末分别 -2.3pct、+1.8pct、持平。
- **中长线资金入市政策持续加码，险资在增量资金中占比有望进一步提高。**今年以来中长期资金入市战略定位持续升级，政策明确要推动中长期资金投资规模和比例明显提升。近期中央政治局会议表示“要稳住股市”，预计政策层面将加快完善配套制度，推动保险公司优化长周期考核机制。明年保险、社保基金等长线资金入市有望继续加码。截至9月末，保险业资金运用余额32.15万亿元、同比增18.3%，股票配置规模、占比均明显提升。
- **被动投资理念兴起，资金有望加速流入ETF市场。**近年来被动投资理念逐渐兴起，叠加政策支持和监管环境改善，以ETF为主的被动基金有望快速扩容。银行在主要宽基指数ETF中权重高，有望在被动投资趋势中受益。
- **央行启动非银互换便利SFISF，稳定高股息标的成为资金首选。**证券、保险、基金等机构可通过互换、质押获取流动性入市，此类资金更倾向于选择高分红、大市值、低波动标的套利。

图：A股主要资金持股流通市值占比（3Q24）



注：国家队资金包括中央汇金、证金公司、社保基金

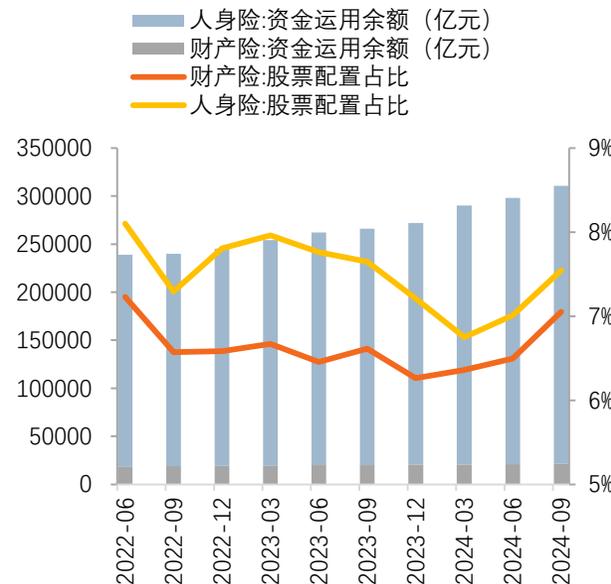
图：近三年股票ETF规模占比快速提升，保险资金占比平稳、规模提升



表：中长期资金入市战略定位持续升级

时间	内容
2023年7月24日	中央政治局会议指出“要活跃资本市场，提振投资者信心。”
2023年8月18日	证监会有关负责人提出“从加大中长期资金引入力度等方面作出系统安排”，明确中长期资金入市为资本市场改革的核心抓手。
2024年4月12日	新“国九条”提出“大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量”，中长期资金入市的战略定位由证监会升至国务院层级。
2024年9月24日	国新办新闻发布会金管局局长李云泽强调“保险资金……必将成为支持资本市场健康发展重要的价值投资者”，明确了下一阶段险资在中长期资金中的定位及导向。
2024年9月26日	中长期资金入市纲领性文件《关于推动中长期资金入市的指导意见》出台。进一步明确要“推动中长期资金投资规模和比例明显提升”。将完善各类中长期资金入市配套政策制度，建立健全商业保险资金、各类养老金等中长期资金的三年以上长周期考核机制，推动树立长期业绩导向。

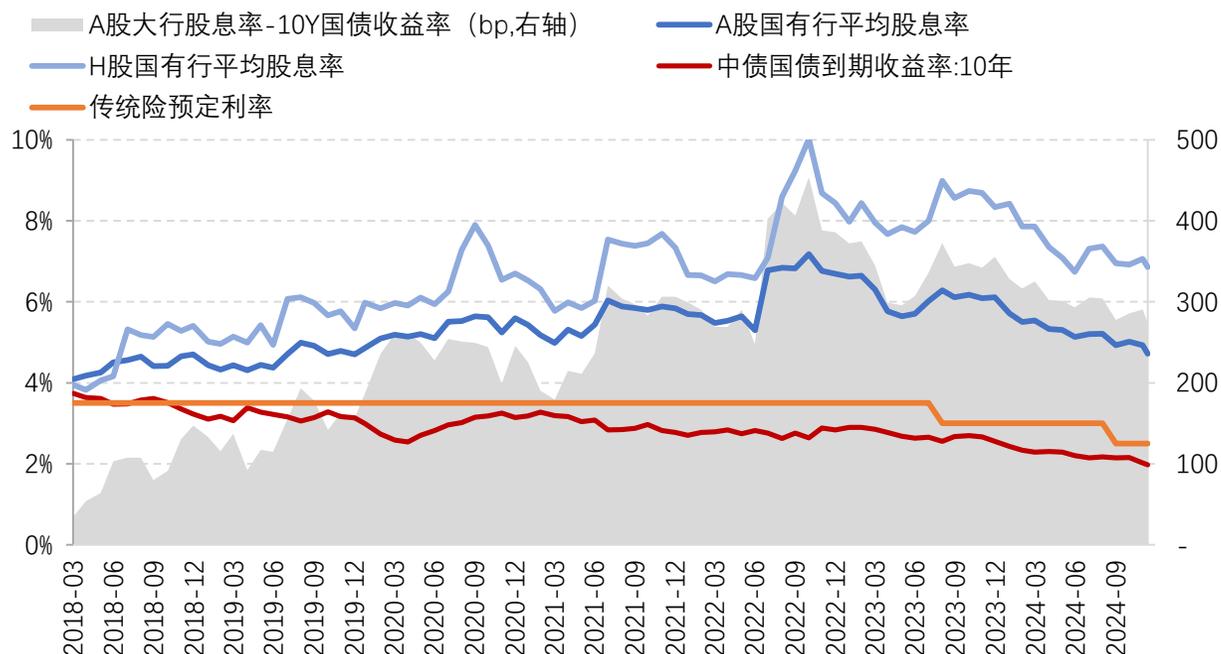
图：保险资金股票配置占比提升



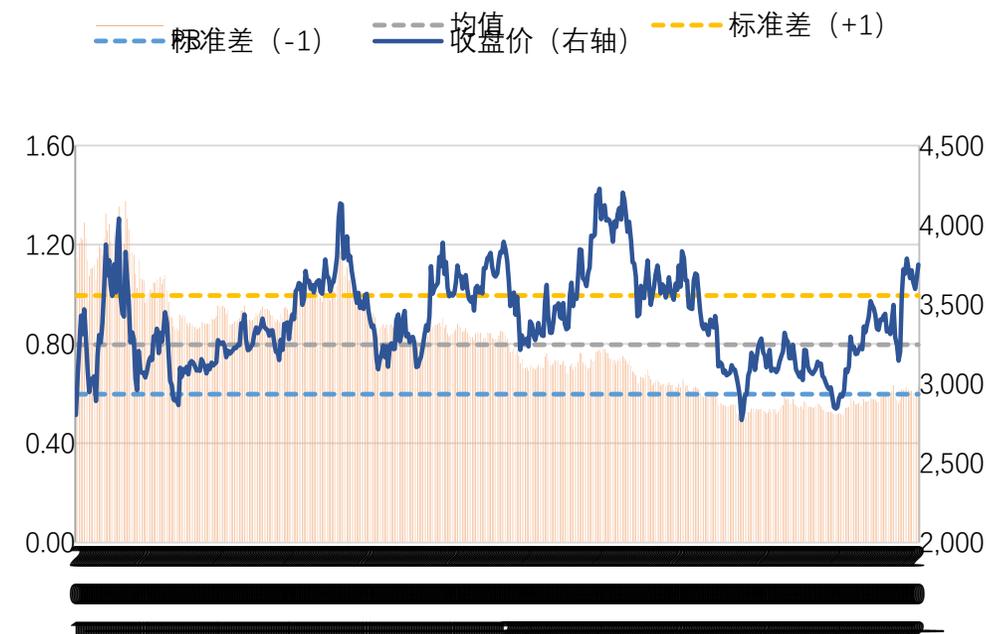
# 广谱利率趋势下行，银行高股息、低估值、低波动价值凸显

- 银行具有“高股息、低估值、低波动”的投资属性，在广谱利率下行中，对配置型增量资金具有较强吸引力。考虑广谱利率仍处于下行通道，保险、养老金等中长线资金增配稳健权益需求提升，截至12月11日，A、H股国有大行平均股息率分别为4.8%、6.9%，相较10年期国债收益率溢价274bp、487bp，股息吸引力强。尽管注资后存在短期摊薄股息的问题，但有助于提升大行长期稳定分红的可持续性，且测算摊薄后股息率较10Y国债收益率仍有较高溢价。
- 建议关注两条主线：（1）顺周期：若经济复苏进程加快，成长性绩优股弹性更大。看好与经济预期修复相关性更强、业绩稳健且释放空间更大的强区域城农商行，包括宁波、杭州、江苏、常熟。（2）高股息：在经济复苏仍待验证阶段，稳健高股息配置价值仍凸出。利率下行、中长线资金增配稳健权益需求提升，看好高股息国有大行配置价值。

图：国有行股息率vs10Y国债收益率、保险预定利率



图：银行PB估值处于历史底部区间



经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；  
政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

## 分析师简介

### 林瑾璐

剑桥大学金融与经济学硕士。曾任国金证券、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，负责银行行业和固收研究。

### 田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行行业和固收研究。

## 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责任。

**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15%~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。

# 感谢观看， 欢迎交流

## 东兴证券研究所

---

### 北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

### 上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

### 深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526