

银行

2024年12月16日

复苏脉络三重奏：存贷协调、风险缓释与价格拐点

——银行业 2025 年投资策略

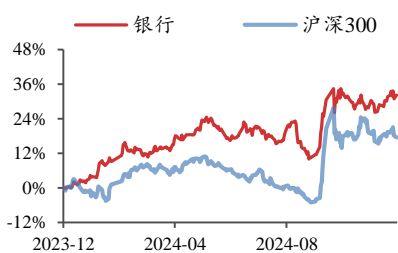
投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《政策驱动下的信用修复动能在累积——行业点评报告》-2024.12.14

《政策表态积极，重视复苏主线——行业点评报告》-2024.12.9

《2025年银行资本工具潜在供给评估——行业深度报告》-2024.12.9

● 2024Q1-Q3 上市银行业绩总览：保持稳定，延续分化

2024年前三季度，上市银行营收和归母净利润增速均边际小幅改善。2024年前三季度上市银行营收yoy为-1.05%(2024H1为-1.95%)，归母净利润yoy为+1.43%(2024H1为+0.37%)，边际均小幅改善。其中，国有行/股份行/城商行/农商行营收yoy分别为-1.19%/-2.49%/+3.93%/+2.15%，归母净利润yoy为+0.79%/+0.85%/+6.67%/+4.88%。

业绩贡献度来看，规模>拨备>非息>所得税>费用>净息差。其中，净利息收入呈现“以价补量”的趋势，规模扩张仍是主支撑，但力度减弱；净息差对业绩的拖累继续减弱。中收仍下降较快，而投资净收入的业绩贡献度有所提高。国股行不良生成率呈下行趋势，城农商行不良生成率略有抬头。

● 复盘银行上涨逻辑：红利扩散到复苏曙光

重温银行股投资的有效工具——ROE&PB模型：PB通常与ROE目前仍有显著的正相关关系。银行估值的提升，通常需有经济预期改善和业绩改善的支撑。2024年以来银行股迎来大涨行情，同时取得绝对收益和超额收益。银行股大涨原因：（1）资金驱动——保险资金对高股息标的偏好提升；（2）化债政策或缓解城投敞口偏高省份财政压力；（3）复苏前夕，拿回核心资产、布局绩优标的。

● 研判 2025 年经营形势：跟随复苏脉络

（1）2024年“资产荒”与“负债荒”并存。居民整体收入下降影响了居民整体财富水平，零售业务风险普遍上升。但2024年金融投资增速持续提升，新的资本计量与补充方式，重塑银行杠杆效应。我们判断2025年复苏路径顺畅但需待政策效能突显。财政货币双宽松环境推动信用复苏，但政策至信用端传递存在时间差。

（2）将出可能的三重奏：资产负债、定价与风险缓释。2025年商业银行大类资产安排将更加主动，且一揽子金融政策对2025年净息差影响偏中性，同时历史遗留问题逐步出清。

● 投资建议：

（1）广谱利率再下台阶，低估值+高股息标的投资价值凸显。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，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）银行资产的风险或逐步缓释，可有助于修复净资产，受益标的浦发银行、渝农商行等。

（4）存贷利率同时下降或利好重定价负缺口银行，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，政策落地不及预期等。

目 录

1、 2024Q1-Q3 上市银行业绩总览：保持稳定，延续分化.....	6
1.1、 业绩归因：规模支撑减弱，息差&投资收益的贡献加强.....	7
1.2、 收入分解：息差拖累边际减小，规模和中收增长承压.....	8
1.2.1、 净利息收入：以量补价较难持续，同比增长承压.....	8
1.2.2、 中收：整体仍较为疲弱，代销理财增长亮眼.....	10
1.2.3、 其他非息收入：2024 年金融投资业绩贡献度明显提升.....	11
1.3、 资产质量：延续结构性压力.....	14
1.3.1、 国股行不良生成率下降，城、农商行上行.....	14
1.3.2、 对公贷款资产质量改善，个贷风险反弹.....	16
1.3.3、 关注率、逾期率风险略承压.....	16
1.3.4、 拨备指标平稳、整体反哺盈利，农商行信贷拨备计提承压.....	18
2、 银行上涨逻辑：红利扩散到复苏曙光.....	20
2.1、 重温银行股投资的有效工具——ROE & PB 模型.....	20
2.2、 2024 年银行板块取得超额收益.....	20
2.2.1、 银行股大涨原因一：资金驱动，保险资金对高股息标的偏好提升.....	21
2.2.2、 银行股大涨原因二：化债政策缓解财政压力、地产风险缓释.....	23
2.2.3、 银行股大涨原因三：复苏前夕，拿回核心资产、布局绩优标的.....	27
3、 看透 2024 年银行业背后的故事.....	28
3.1、 资产负债安排：“资产荒”与“负债荒”并存.....	28
3.2、 资产质量：个贷不良上升、对公风险缓释.....	31
3.2.1、 宏观环境变化逐步向居民端传导.....	31
3.2.2、 各类零售贷款风险普遍上升.....	33
3.2.3、 对公贷款风险整体改善.....	37
3.3、 息差：继续收窄，但降幅逐渐放缓.....	39
3.4、 金市：投资规模提升，普遍增加 OCI 账户占比.....	42
3.5、 资本：新的资本计量与补充方式，重塑银行杠杆效应.....	45
4、 2025 年经营形势研判：跟随复苏脉络.....	48
4.1、 复苏路径顺畅但需待政策效能突显.....	48
4.2、 捋出可能的三重奏：资产负债、定价与风险缓释.....	48
4.2.1、 资产负债安排篇：没有“水分”的存贷增长可能更协调.....	48
4.2.2、 定价策略篇：2025 年有望成为息差拐点之年.....	49
4.2.3、 资产质量篇：存量风险逐步出清，仍存较大改善空间.....	50
专题：关注利率风险，回顾低利率时期日本商业银行的资产负债特征.....	52
5、 投资建议.....	54
6、 风险提示.....	54

图表目录

图 1： 2024 年前三季度上市行营业收入 yoy 为 -1.05%.....	6
图 2： 2024 年前三季度上市行归母净利润 yoy 为 1.43%.....	6
图 3： 上市银行 2024 年前三季度业绩归因：规模支撑减弱、非息和拨备支撑较强.....	8
图 4： 各类银行业绩归因：农商行非息收入贡献度仍较强.....	8

图 5: 2024 年前三季度上市银行净利息收入 yoy 边际微升.....	9
图 6: 上市银行 2024 年前三季度手续费及佣金净收入 yoy 持续为负.....	11
图 7: 2024Q3 招商银行代销理财收入同比大幅增长.....	11
图 8: 2024Q1-Q3 上市银行金融投资业务对营收贡献度为 27.8%.....	12
图 9: 交易性金融投资业务对营收贡献度提升幅度较大.....	12
图 10: 上市银行投资净收益中处置 FVOCI 收益占比超 15% (2024H1).....	12
图 11: 上市银行不良率保持稳定, 国股行高于城农商行.....	15
图 12: 上市银行不良额环比增长仍处正区间.....	15
图 13: 2020 年后样本国股行对公不良率整体下行.....	16
图 14: 样本国股行零售不良率近年来明显反弹.....	16
图 15: 低利率环境下上市银行信用卡成本整体呈下降趋势.....	18
图 16: 上市银行 PB 和 ROE 有较显著的正相关关系.....	20
图 17: 2024 年以来银行股取得超额收益.....	21
图 18: 2022 年以来国有行股息率维持在 5% 以上.....	22
图 19: 2024 年被动指数型基金持仓银行股比例提升.....	22
图 20: 2024 年以来 ETF 份额快速增长.....	23
图 21: 国股行在沪深 300 和上证 50 中权重均较高 (%).....	23
图 22: 2023 年贵州、重庆等地宽口径负债率超 100%.....	24
图 23: 江苏、山东经济近年来财政自给率下降.....	24
图 24: 银行板块行情与业绩复苏有一定的相关性 (左轴单位%).....	27
图 25: 2024Q3 末基金持有银行比例微升至 2.82%.....	28
图 26: 2024 年上半年大行存贷增速均有所下滑.....	29
图 27: 2024 年上半年中小银行存贷增速均有所下滑.....	29
图 28: 2024 年 9 月末社融和人民币贷款增速边际下降.....	29
图 29: 2024 年 9 月企业中长贷同比增速降至 11.63%.....	29
图 30: “手工补息”整改后存款流入理财的规模约 2.2 万亿元 (亿元).....	31
图 31: 经济现象至居民行为的传递影响银行零售资产质量.....	31
图 32: 2022-2023 年期间失业率较高.....	32
图 33: 增量政策出台前年内股指震荡下行.....	32
图 34: 2020 年以后居民人均收入-支出增速差长期为负.....	32
图 35: 2020 年后居民加杠杆意愿明显放缓.....	33
图 36: 年内个人按揭贷款规模持续收缩.....	33
图 37: 股份行信用卡贷款规模下降, 国有行持续上升.....	35
图 38: 信用卡逾期半年未偿占比上升.....	35
图 39: 年内短期经营贷同比增速下降较快 (亿元).....	36
图 40: 中长期经营贷同比增速亦下降 (亿元).....	36
图 41: 2024H1 商业银行净息差环比持平 (%).....	40
图 42: 2024Q3 国股行存贷增速差环比提升.....	42
图 43: 2024Q3 金融投资增速环比提升.....	42
图 44: 上市银行债券投资收益率不断下降 (%).....	43
图 45: 上市银行贷款和投资收益率差进一步收窄.....	43
图 46: 2024 年以来上市银行金融投资中 FVOCI 占比不断提升.....	43
图 47: 各类型银行投资结构分化 (2024H1).....	44
图 48: 上市银行分账户金融投资结构 (2024H1).....	44
图 49: 2024H1, 工行 5Y 以上债券投资占比下降.....	45

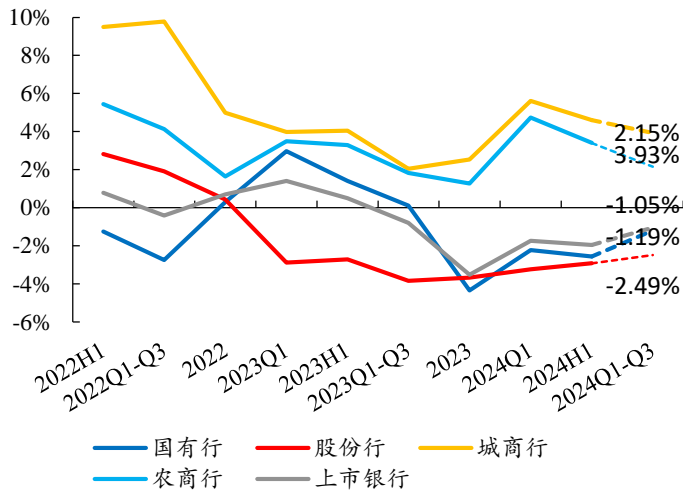
图 50: 2024H1, 邮储 5Y 以上债券投资占比下降	45
图 51: 招商银行应用高级法计量后各级资本充足率均提升 (%)	47
图 52: 货币政策降息至宽信用路径顺畅	48
图 53: 按揭增速回升滞后于房企销售企稳 (%)	48
图 54: 2024 年三季度银行存贷增速差有所回升	49
图 55: 银行资产比价效应从 2019 年后非常明显, 债-贷综合净收益率差处于[-24BP, 72BP]区间	49
图 56: 打击高息存款后, 银行存款成本率改善明显	50
图 57: 上市银行存贷重定价缺口分化 (2024H1, 年)	50
图 58: 货币政策降息至宽信用路径顺畅	51
图 59: 按揭增速回升滞后于房企销售企稳 (%)	51
图 60: 中长期贷款中房地产行业同比增速较低	52
图 61: 日本三大银行贷款占比下降, 现金占比提升	53
图 62: 日本商业银行外币贷款占比提升	53
图 63: 日本商业银行久期缺口拉大, 债券投资久期拉长	53
图 64: 低利率时期美国和日本商业银行存款占比提升	53
图 65: 日本定期存款利率持续下降, 期限利差收窄	53
表 1: 2024 年前三季度上市行营业收入 yoy 为-1.05%	7
表 2: 2024 年前三季度多数银行的生息资产收益率、计息负债成本率边际双双下降 (%)	10
表 3: 进一步拆分交易盘业绩贡献: 处置 AC 和 FVOCI 亦产生较大贡献	13
表 4: 上市银行金融投资业绩贡献度汇总表	13
表 5: 测算国股行不良生成率呈下降趋势, 城、农商行有所上行	15
表 6: 各类行关注率较中期上升, 逾期压力或反映小微企业年内违约现象 (%)	17
表 7: 各类行拨备指标边际略降, 减值损失同比仍少计提 (%)	19
表 8: 2023 年以来国有行累计涨幅居前	21
表 9: 9 月 24 日央行表态要创设 SFISF 后, 银行指数跟随大盘大涨	23
表 10: 测算部分城商行城投敞口/总资产超 20% (亿元)	24
表 11: 样本股份行涉房业务/总资产约 20%	25
表 12: 以样本银行为基础对各类行相关参数进行估计	26
表 13: 测算国股行涉房业务/总资产超 20% (%)	26
表 14: 2024Q3 末基金持股占流通股比上升较多的为江苏、上海、宁波银行等	28
表 15: 2024 年 4-9 月企业短贷同比少增合计 9600 亿元 (亿元)	30
表 16: 2024 年 4-8 月对公活期存款同比少增合计 4.3 万亿元 (亿元)	30
表 17: 商业银行负债成本率刚性	32
表 18: 上市银行零售贷款不良率整体上升 (%)	34
表 19: 主要城市房地产信贷政策变化情况	37
表 20: 2024H1 上市银行对公贷款不良率改善幅度较大 (%)	38
表 21: 2022 年以来房地产政策持续放松	39
表 22: 2024 年国有行官网存款挂牌利率下调两轮	39
表 23: 2024 年 9 月新发放贷款利率降幅明显收窄	40
表 24: 2024 年资负两端利率政策对上市银行净息差影响综合测算	41
表 25: 对各类资产业务设置差异化 FTP 后的大类资产比价表: 企业贷款和按揭贷款已进入微微盈利状态	42
表 26: 2024H1 上市股份行和城商行重点压降非标敞	44
表 27: 上市银行分账户金融投资结构 (2024H1)	45
表 28: 2024 年以来多数上市银行各级资本充足率均提升	46

表 29: 对六大行注资将提升核心一级资本并提供净息差下移空间.....	47
表 30: 高级法计量下零售贷款加权平均风险权重更低 (%)	47
表 31: 上市银行近三年核销转出规模均高 (百万元)	51
表 32: 上市银行已减值贷款拨备计提比例接近 70%	51
表 33: 信用风险转换系数上升影响或表外拨备计提.....	52
表 34: 受益标的一览	54

1、2024Q1-Q3 上市银行业绩总览：保持稳定，延续分化

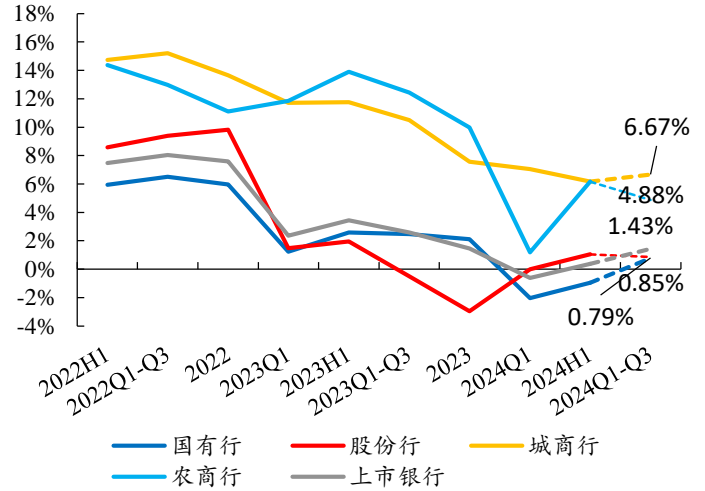
三季度来看，上市银行营收和归母净利润增速均边际小幅改善。2024 年前三季度上市银行营收 yoy 为-1.05%(2024H1 为-1.95%)，归母净利润 yoy 为+1.43%(2024H1 为+0.37%)，边际均小幅改善。其中，国有行/股份行/城商行/农商行营收 yoy 分别为-1.19%/-2.49%/+3.93%/+2.15%，归母净利润 yoy 为+0.79%/+0.85%/+6.67%/+4.88%。

图1：2024 年前三季度上市行营业收入 yoy 为 -1.05%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024 年前三季度上市行归母净利润 yoy 为 1.43%



数据来源：Wind、开源证券研究所

营收、归母净利润增速居前的主要为城农商行。部分城农商行表现出一定的业绩韧性。2024 年前三季度营收增速高于 10% 的上市银行共有 2 家，分别为瑞丰银行 (14.67%)、常熟银行 (11.30%)，其余部分城商行营收增速居前，如西安银行、青岛银行、南京银行和宁波银行。归母净利润增速高于 15% 的共有 5 家，分别为浦发银行 (25.86%)、杭州银行 (18.63%)、常熟银行 (18.17%)、齐鲁银行 (17.19%) 和青岛银行 (15.60%)。

表1: 2024 年前三季度上市行营业收入 yoy 为 -1.05%

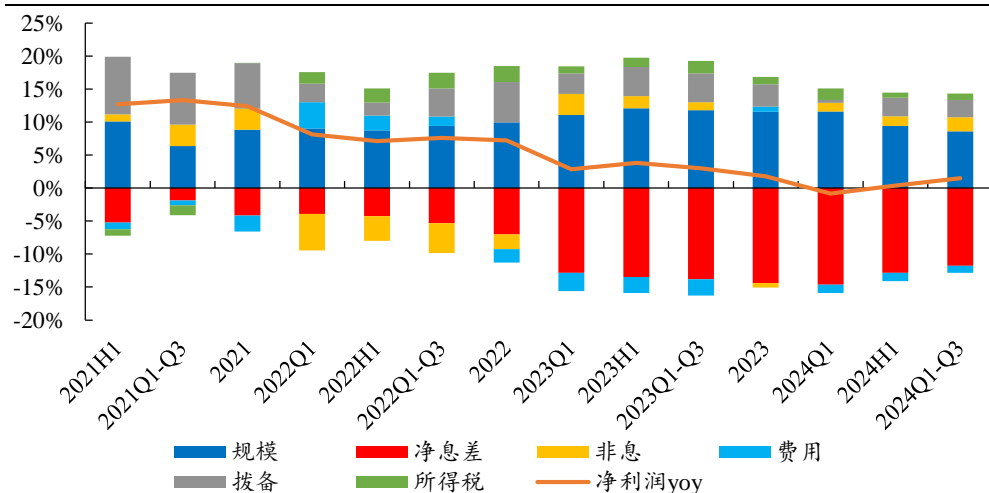
上市银行		营收yoy			归母净利润yoy		
		2024H1	2024Q1-Q3	环比变化	2024H1	2024Q1-Q3	环比变化
国有行	工商银行	-6.03%	-3.82%	2.22%	-1.89%	0.13%	2.02%
	建设银行	-3.57%	-3.30%	0.27%	-1.80%	0.13%	1.93%
	农业银行	0.29%	1.29%	0.99%	2.00%	3.38%	1.39%
	中国银行	-0.67%	1.64%	2.31%	-1.24%	0.52%	1.76%
	交通银行	-3.51%	-1.39%	2.11%	-1.63%	-0.69%	0.95%
	邮储银行	-0.11%	0.09%	0.19%	-1.51%	0.22%	1.73%
股份行	招商银行	-3.09%	-2.91%	0.18%	-1.33%	-0.62%	0.71%
	兴业银行	1.80%	1.81%	0.01%	0.86%	-3.02%	-3.88%
	浦发银行	-3.27%	-2.24%	1.03%	16.64%	25.86%	9.22%
	中信银行	2.68%	3.83%	1.15%	-1.60%	0.76%	2.36%
	民生银行	-6.17%	-4.37%	1.80%	-5.48%	-9.21%	-3.73%
	平安银行	-12.95%	-12.58%	0.38%	1.94%	0.24%	-1.70%
	光大银行	-8.77%	-8.76%	0.01%	1.72%	1.92%	0.20%
	华夏银行	1.49%	0.04%	-1.46%	2.86%	3.10%	0.24%
	浙商银行	6.18%	5.64%	-0.54%	3.31%	1.19%	-2.11%
	北京银行	6.37%	4.06%	-2.31%	2.40%	1.90%	-0.49%
城商行	上海银行	-0.43%	0.68%	1.11%	1.04%	1.40%	0.36%
	江苏银行	7.16%	6.18%	-0.98%	10.05%	10.06%	0.01%
	宁波银行	7.13%	7.45%	0.31%	5.42%	7.02%	1.60%
	南京银行	7.87%	8.03%	0.16%	8.51%	9.02%	0.51%
	杭州银行	5.36%	3.87%	-1.49%	20.06%	18.63%	-1.43%
	长沙银行	3.32%	3.83%	0.52%	4.01%	5.85%	1.84%
	成都银行	4.28%	3.23%	-1.05%	10.60%	10.81%	0.21%
	贵阳银行	-4.00%	-4.42%	-0.42%	-7.08%	-6.81%	0.27%
	重庆银行	2.62%	3.78%	1.15%	4.12%	3.70%	-0.43%
	郑州银行	-7.59%	-13.71%	-6.12%	-22.12%	-18.41%	3.71%
	青岛银行	11.98%	8.14%	-3.84%	13.07%	15.60%	2.53%
	苏州银行	1.88%	1.10%	-0.78%	12.10%	11.09%	-1.01%
	齐鲁银行	5.53%	4.26%	-1.27%	16.98%	17.19%	0.22%
	西安银行	5.77%	9.69%	3.92%	0.31%	1.14%	0.83%
农商行	厦门银行	-2.21%	-3.07%	-0.87%	-15.03%	-6.27%	8.77%
	兰州银行	-3.61%	-3.02%	0.59%	-1.53%	0.95%	2.48%
	渝农商行	-1.30%	-1.76%	-0.46%	5.33%	3.55%	-1.78%
	沪农商行	0.23%	0.34%	0.11%	0.62%	0.81%	0.19%
	青农商行	4.75%	2.58%	-2.17%	7.21%	5.16%	-2.05%
	常熟银行	12.03%	11.30%	-0.74%	19.58%	18.17%	-1.41%
	无锡银行	6.53%	3.82%	-2.70%	8.25%	5.38%	-2.87%
	紫金银行	8.08%	2.09%	-6.00%	4.62%	0.16%	-4.45%
	苏农银行	8.59%	4.82%	-3.76%	15.64%	12.18%	-3.47%
	张家港行	7.35%	2.88%	-4.47%	9.29%	6.28%	-3.01%
瑞丰银行	14.86%	14.67%	-0.20%	15.37%	14.57%	-0.80%	
江阴银行	5.46%	1.33%	-4.13%	10.50%	6.79%	-3.70%	

数据来源: Wind、开源证券研究所

1.1、业绩归因: 规模支撑减弱, 息差&投资收益的贡献加强

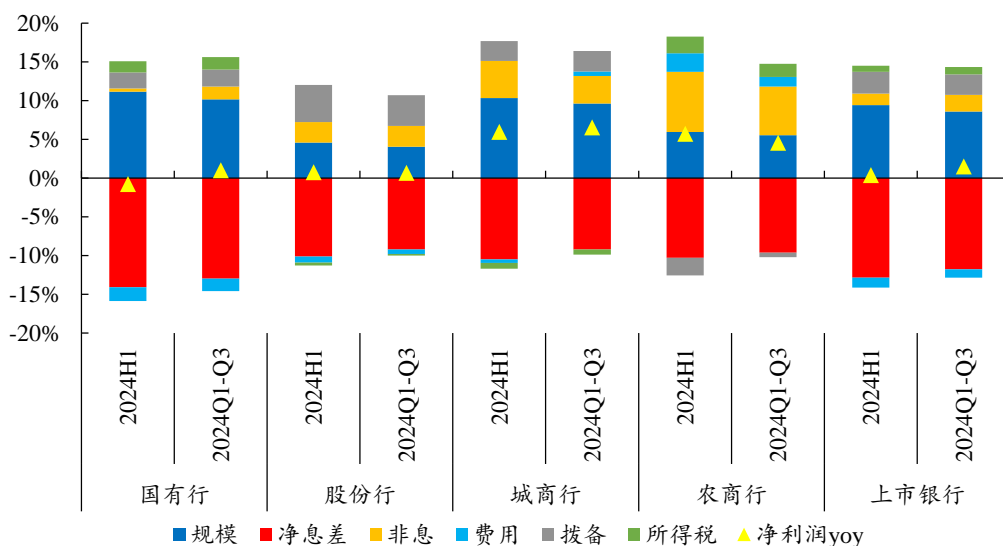
业绩贡献度来看, 规模>拨备>非息>所得税>费用>净息差。其中, 净利息收入呈现“以价补量”的趋势, 规模扩张仍是主支撑, 但力度减弱, 主要受到实体经济需求复苏较弱的影响; 净息差对业绩的拖累继续减弱, 高息存款整改使得银行净息差降幅有所收窄。非息收入方面, 由于保险“报行合一”实施, 中收仍下降较快, 而投资净收入的业绩贡献度有所提高, 主要是贷款需求恢复较弱加上债市行情持续演绎, 部分银行主动加大了金融市场运作。此外, 较为充足的拨备, 持续释放了一定的利润空间, 成为继规模之后的第二大业绩支撑点。

图3：上市银行 2024 年前三季度业绩归因：规模支撑减弱、非息和拨备支撑较强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：各类银行业绩归因：农商行非息收入贡献度仍较强



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、收入分解：息差拖累边际减小，规模和中收增长承压

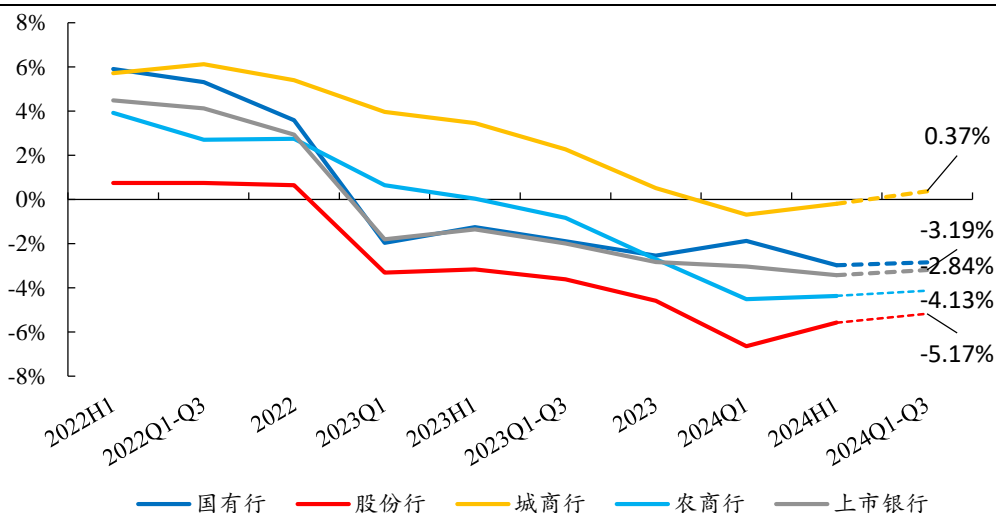
1.2.1、净利息收入：以量补价较难持续，同比增长承压

“以量补价”较难持续，“量价平衡”成为一大主线。

(1) 量：贷款需求方面，由于“手工补息”整改带来的“挤水分”，直接影响了部分套利性贷款的增长，三季度对公短贷并无明显增量；实体需求持续较弱，对公中长贷短期内难以上量，对公贷款支撑未有显著增强。而居民在收入预期下降、地产销售无明显起色的环境下仍有较强的提前还贷意愿，按揭贷款余额仍有下降压力，而部分银行考虑到风险暴露问题收缩个贷敞口，个人经营贷和消费贷增量较为有限。整体来看，贷款需求仍有待提升，过去“以量补价”的模式难以持续，净息差“企稳”成为部分银行的阶段性目标。

(2) 价：高息上半年以来的高息存款整改，效果较为显著，上市银行净息差下降幅度多数有收窄，息差对于业绩的拖累持续减轻。尽管有存款流出的担忧，但从9月信贷收支表可以看出，对公活期存款的流出态势已基本止住，单月对公活期存款转为正增长，存款“价降”和“两增”或开始取得较好的平衡。高息存款整改对于息差的正向贡献或持续释放，我们判断2025年有望迎来净息差“企稳”的拐点，“量价平衡”仍是银行经营的一大主线。

图5：2024年前三季度上市银行净利息收入 yoy 边际微升



数据来源：Wind、开源证券研究所

上市银行净息差均边际持平，存贷同步降息效果逐渐显现。在高息存款整改落地的背景下，多数上市银行的资产、负债利率双双下降，净息差降幅整体不大。我们初步测算，前三季度共有9家上市银行净息差边际上升，主要由于计息负债成本率下降较多。

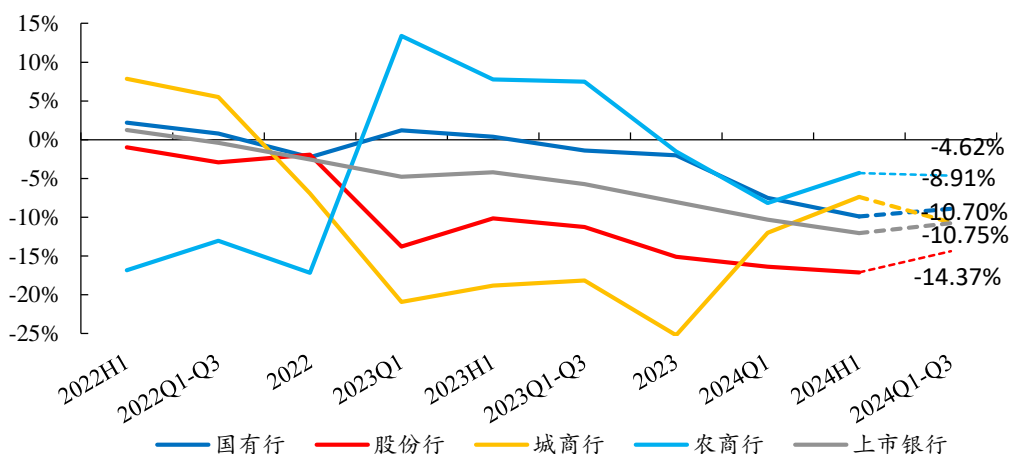
表2：2024 年前三季度多数银行的生息资产收益率、计息负债成本率边际双双下降（%）

上市银行	生息资产收益率			计息负债成本率			净息差			
	2024H1	2024Q1-Q3	环比 (BP)	2024H1	2024Q1-Q3	环比 (BP)	2024H1	2024Q1-Q3	环比 (BP)	
国有行	工商银行	3.28	3.22	-6	2.04	1.96	-8	1.43	1.43	0
	建设银行	3.27	3.23	-4	1.92	1.90	-2	1.54	1.52	-2
	农业银行	3.22	3.19	-3	1.92	1.86	-6	1.45	1.45	0
	中国银行	3.44	3.40	-4	2.19	2.14	-5	1.44	1.41	-3
	交通银行	3.48	3.44	-4	2.36	2.31	-5	1.29	1.28	-1
	邮储银行	3.40	3.36	-4	1.51	1.49	-2	1.91	1.89	-2
股份行	招商银行	3.60	3.56	-4	1.72	1.69	-3	2	1.99	-1
	兴业银行	3.84	3.79	-5	2.25	2.20	-5	1.86	1.79	-7
	浦发银行	3.71	3.66	-5	2.29	2.26	-3	1.48	1.45	-3
	中信银行	3.83	3.80	-3	2.12	2.05	-7	1.77	1.79	2
	民生银行	3.64	3.61	-3	2.38	2.32	-6	1.38	1.40	2
	平安银行	4.16	4.07	-9	2.25	2.20	-5	1.96	1.93	-3
	光大银行	3.83	3.77	-6	2.37	2.28	-9	1.54	1.54	0
	华夏银行	3.84	3.79	-5	2.23	2.15	-8	1.61	1.60	-1
	浙商银行	3.94	3.91	-3	2.33	2.27	-6	1.82	1.63	-19
	城商行	北京银行	3.58	3.57	-1	2.09	2.05	-4	1.47	1.48
上海银行		3.41	3.41	0	2.16	2.11	-5	1.19	1.22	3
江苏银行		4.21	4.16	-5	2.29	2.23	-6	1.9	1.77	-13
宁波银行		4.05	3.99	-6	2.12	2.11	-1	1.87	1.85	-2
南京银行		4.06	4.09	3	2.42	2.41	-1	1.96	-	-
杭州银行		3.72	3.72	0	2.21	2.16	-5	1.42	1.44	2
长沙银行		4.34	4.36	2	2.07	2.04	-3	2.12	2.14	2
成都银行		3.88	3.86	-2	2.28	2.23	-5	1.66	1.65	-1
贵阳银行		4.30	4.26	-4	2.55	2.50	-5	1.81	1.80	-1
重庆银行		3.92	3.93	1	2.65	2.62	-3	1.42	1.43	1
郑州银行		4.00	3.87	-13	2.30	2.29	-1	1.8	1.67	-13
青岛银行		4.07	4.00	-7	2.25	2.22	-3	1.77	1.75	-2
苏州银行		3.73	3.69	-4	2.20	2.21	1	1.48	1.41	-7
齐鲁银行		3.62	3.41	-21	2.15	2.10	-5	1.54	1.45	-9
西安银行		3.80	3.86	6	2.68	2.64	-4	1.21	1.29	8
厦门银行		3.54	3.53	-1	2.48	2.46	-2	1.14	1.13	-1
兰州银行	4.08	4.16	8	2.50	2.74	24	1.59	1.45	-14	
农商行	渝农商行	3.49	3.41	-8	1.95	1.91	-4	1.63	1.61	-2
	沪农商行	3.48	3.46	-2	1.98	1.95	-3	1.56	1.55	-1
	青农商行	3.83	3.78	-5	2.14	2.09	-5	1.7	1.69	-1
	常熟银行	4.89	4.94	5	2.26	2.32	6	2.79	2.75	-4
	无锡银行	3.45	3.44	-1	2.35	2.28	-6	1.51	1.44	-7
	紫金银行	4.07	4.05	-2	2.35	2.23	-12	1.52	1.49	-3
	苏农商行	3.59	3.58	-1	2.12	2.09	-3	1.53	1.53	0
	张家港行	3.71	3.65	-6	2.24	2.23	-1	1.67	1.61	-6
	瑞丰银行	3.65	3.63	-2	2.20	2.12	-8	1.54	1.52	-2
	江阴银行	3.48	3.68	20	1.94	1.90	-4	1.76	1.74	-2
分类	国有行	3.30	3.27	-2	1.98	1.94	-4	1.48	1.48	0
	股份行	3.77	3.74	-3	2.17	2.12	-4	1.68	1.68	0
	城商行	3.87	3.85	-2	2.25	2.21	-3	1.56	1.56	0
	农商行	3.64	3.64	0	2.06	2.03	-3	1.68	1.68	0
	上市银行	3.46	3.43	-2	2.05	2.01	-4	1.53	1.53	0

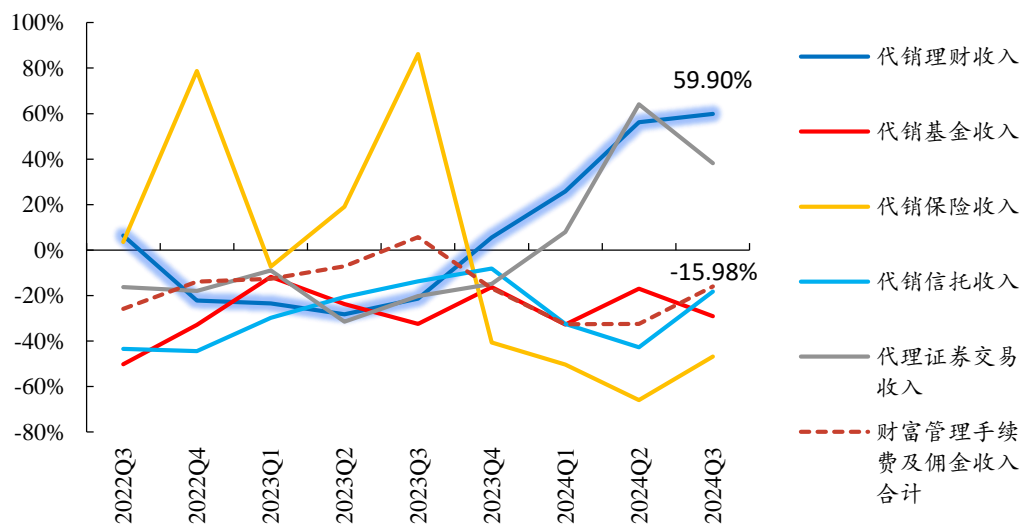
数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所（注：部分银行净息差口径有所调整，测算值或不可比，故空缺）

1.2.2、中收：整体仍较为疲弱，代销理财增长亮眼

中收增长整体较疲弱，理财代销为主要支撑。其中 2024Q3 理财增长仍较为亮眼，主要由于债市行情较好且部分存款受“手工补息”整改影响流入理财，以招行为例，2024Q3 单季代销理财收入同比增长近 60%，为中收的主要支撑。而受到资本市场低迷及保险“报行合一”新规等影响，基金、保险手续费及佣金收入增长仍较为疲弱。总体来看，银行中收增长仍有较大压力，亦可能形成 2025 年业绩增长的低基数，后续若股市情绪升温，相关基金产品或销量增加，有助于中收的边际增长。

图6：上市银行 2024 年前三季度手续费及佣金净收入 yoy 持续为负


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024Q3 招商银行代销理财收入同比大幅增长


数据来源：招商银行财报、开源证券研究所

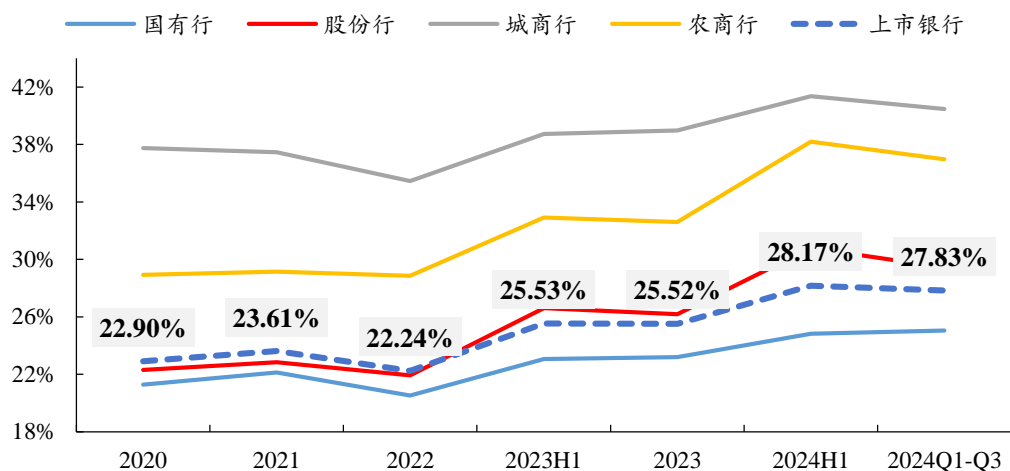
1.2.3、其他非息收入：2024 年金融投资业绩贡献度明显提升

2024Q1-Q3 上市银行金融投资对营收贡献度为 27.8%，较 2023 年提升 2.3pct。分银行类型来看，城农商行金融投资业绩贡献度最高，均在 35%以上；贡献度提升最高的是股份行和农商行，较 2023 年分别提升 3.26pct 和 4.36pct。

金融投资业绩贡献度提升主要源于交易盘的贡献。2024 年以来债市利率快速下行，给银行自营提供了较好的交易环境，2024Q1-Q3 上市银行自营交易盘业绩占营收比例为 10.62%，较 2023 年提升 2.43pct，国有行/股份行/城商行/农商行分别提升 1.52pct/3.72pct/3.58pct/5.96pct，2024 年以来农商行参与债市交易行为活跃，业绩贡献度提升幅度最大。

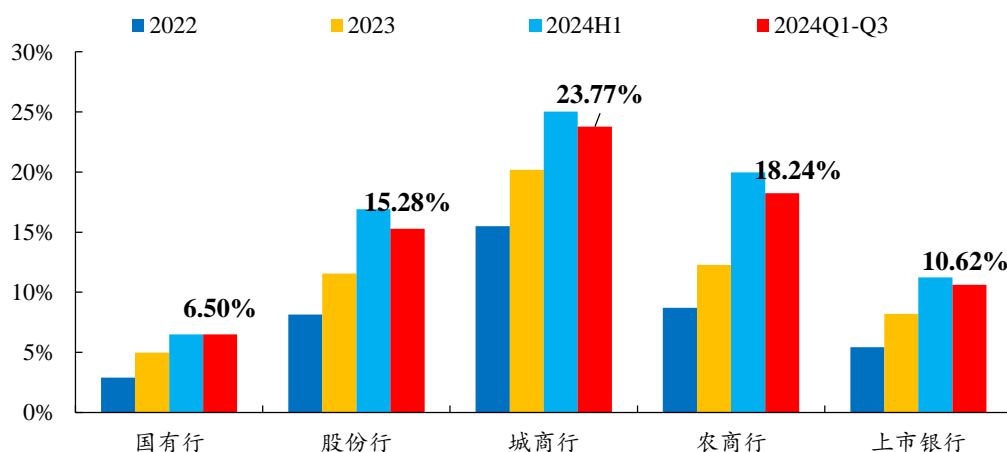
注：金融投资业务业绩贡献度=（债券投资利息净收入+投资净收益+公允价值变动净收益）/营业收入。

图8：2024Q1-Q3 上市银行金融投资业务对营收贡献度为 27.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

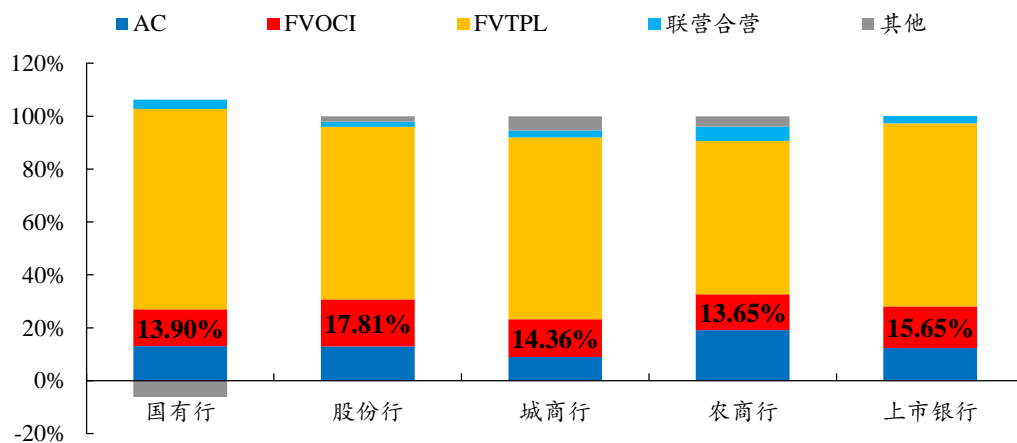
图9：交易性金融投资业务对营收贡献度提升幅度较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

进一步拆分交易盘业绩贡献，由以下几个部分构成：

图10：上市银行投资净收益中处置 FVOCI 收益占比超 15%（2024H1）



数据来源：Wind、开源证券研究所

(1) 买卖债券价差收入+基金分红+债券和基金市值波动: 受益于债牛行情, 2024年各类型银行该部分收益占营收比例普遍提升, 股份行提升幅度最大。

(2) 处置 FVOCI 产生的收益: 2024 年以来上市银行普遍提升了 FVOCI 账户占比, 该部分收益占营收比例提升 1.2pct。

(3) 处置 AC 产生的收益: AC 账户资产属于常规性处置, 规模平稳, 但受益于债市行情, 该部分收益变大, 农商行处置 AC 产生收益占营收比例提升幅度最大。

(4) 对联营和合营企业产生的投资收益: 保持平稳。

表3: 进一步拆分交易盘业绩贡献: 处置 AC 和 FVOCI 亦产生较大贡献

银行名称	TPL 产生的投资净收益+市值波动				处置 FVOCI 产生的投资净收益				处置 AC 产生的投资净收益			
	2022	2023H1	2023	2024H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2022	2023H1	2023	2024H1
国有行	0.0%	4.9%	3.8%	5.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.7%	0.1%	0.2%	0.2%	0.7%
股份行	5.7%	9.5%	8.3%	11.9%	1.1%	0.8%	0.8%	2.6%	0.7%	0.7%	0.8%	1.9%
城商行	12.5%	16.9%	16.4%	18.8%	1.5%	1.4%	1.4%	2.9%	0.7%	0.9%	0.9%	1.8%
农商行	6.3%	10.9%	10.1%	12.8%	1.2%	0.9%	1.0%	2.3%	0.4%	0.6%	0.4%	3.2%
上市银行	3.8%	7.3%	6.2%	8.4%	0.6%	0.5%	0.6%	1.4%	0.3%	0.4%	0.5%	1.1%

数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

具体到各家上市银行来看, 2024Q1-Q3 部分上市银行金融投资业绩贡献超 40%, 同时交易盘投资业绩贡献度超 20%, 主要为城商行和农商行: (1) 城商行如上海银行 (50%)、宁波银行 (42%)、南京银行 (50%)、杭州银行 (42%)、西安银行 (46%); (2) 农商行如渝农商行 (41%)、青农商行 (40%)、江阴银行 (41%)、苏农银行 (47%)、瑞丰银行 (42%)。

表4: 上市银行金融投资业绩贡献度汇总表

银行名称	金融投资业务收入(亿元)				金融投资业务收入占比				其中: 交易性金融投资业务收入占比			
	2022	2023	2024H1	2024Q1-Q3	2022	2023	2024H1	2024Q1-Q3	2022	2023	2024H1	2024Q1-Q3
工商银行	1907	2063	1079	1612	21%	24%	26%	26%	3%	6%	7%	7%
建设银行	1438	1511	814	1204	17%	20%	21%	21%	0%	2%	4%	3%
农业银行	1704	1748	1003	1495	24%	25%	27%	28%	3%	4%	6%	5%
中国银行	1004	1100	626	990	16%	18%	20%	21%	2%	4%	6%	7%
邮储银行	1002	1101	578	842	30%	32%	33%	32%	8%	9%	10%	10%
交通银行	524	671	367	546	19%	26%	28%	28%	5%	11%	12%	12%
招商银行	585	702	449	626	17%	21%	26%	25%	5%	7%	13%	11%
兴业银行	633	690	422	564	28%	33%	37%	34%	13%	17%	22%	19%
浦发银行	437	567	281	393	23%	33%	32%	30%	8%	18%	18%	16%
中信银行	489	521	320	452	23%	25%	29%	28%	10%	13%	18%	16%
民生银行	299	361	168	260	21%	26%	25%	26%	5%	10%	9%	9%
光大银行	349	364	217	306	23%	25%	31%	30%	6%	8%	15%	13%
平安银行	284	318	220	307	16%	19%	29%	27%	8%	10%	19%	18%
华夏银行	261	305	197	282	28%	33%	41%	40%	9%	13%	23%	22%
浙商银行	164	197	130	190	27%	31%	37%	36%	10%	14%	21%	20%
北京银行	207	244	139	192	31%	37%	39%	37%	11%	18%	22%	20%
上海银行	184	209	131	196	35%	41%	50%	50%	14%	20%	30%	30%
江苏银行	220	264	156	230	31%	36%	37%	37%	15%	21%	24%	24%
宁波银行	241	264	152	213	42%	43%	44%	42%	22%	23%	25%	22%
南京银行	189	214	135	192	42%	47%	51%	50%	31%	37%	41%	40%
杭州银行	136	159	85	121	41%	45%	44%	42%	16%	20%	27%	25%
长沙银行	86	80	47	69	38%	32%	36%	35%	15%	14%	20%	19%
成都银行	72	77	41	62	35%	35%	36%	36%	12%	15%	20%	20%

重庆银行	49	56	29	42	36%	42%	41%	40%	10%	16%	19%	18%
贵阳银行	68	58	24	35	43%	38%	33%	32%	8%	7%	18%	18%
郑州银行	38	38	20	29	25%	28%	31%	32%	6%	9%	12%	14%
青岛银行	32	40	25	36	28%	32%	34%	34%	9%	13%	18%	18%
苏州银行	37	41	24	35	32%	35%	38%	38%	14%	17%	24%	24%
齐鲁银行	36	43	26	37	33%	36%	40%	39%	10%	14%	18%	17%
兰州银行	23	30	11	21	31%	37%	28%	35%	16%	23%	13%	21%
西安银行	23	34	17	26	34%	47%	48%	46%	9%	22%	27%	24%
厦门银行	14	15	11	15	23%	27%	39%	36%	6%	9%	23%	19%
渝农商行	99	101	62	88	34%	36%	42%	41%	4%	8%	17%	15%
沪农商行	65	81	46	68	25%	31%	33%	33%	8%	12%	14%	14%
青农商行	31	36	24	34	31%	35%	41%	40%	14%	18%	27%	25%
常熟银行	19	26	16	23	22%	26%	30%	27%	10%	13%	17%	15%
紫金银行	9	8	6	8	20%	19%	25%	24%	7%	6%	14%	12%
无锡银行	14	15	11	14	32%	33%	42%	40%	14%	15%	27%	24%
张家港行	15	13	11	14	31%	29%	41%	40%	14%	12%	29%	27%
江阴银行	10	16	10	12	27%	41%	45%	41%	10%	18%	28%	24%
苏农银行	13	16	11	15	31%	39%	50%	47%	16%	23%	37%	32%
瑞丰银行	9	12	10	14	26%	32%	46%	42%	11%	15%	29%	26%

数据来源：各银行财报、Wind、开源证券研究所

1.3、资产质量：延续结构性压力

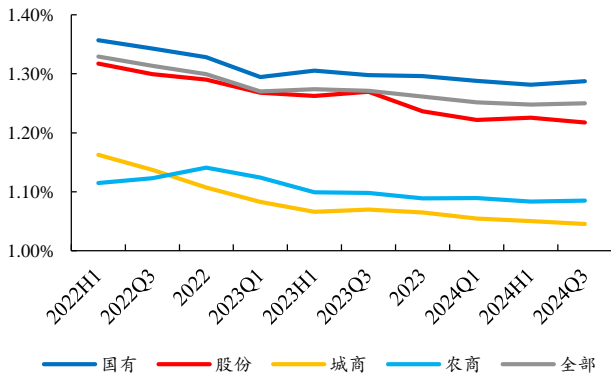
1.3.1、国股行不良生成率下降，城、农商行上行

上市银行不良指标保持平稳。2024Q3 上市银行不良率为 1.25%，环比 H1 持平，其中国有行与农商行边际略上行 1bp；不良额环比增长 1.22%，增速较半年末略升 0.04pct，股份行不良额环比下降 0.26%，整体看不良指标保持平稳。

国股行不良生成率呈下行趋势。还原核销和转出贷款减值准备后，测算国有行及股份行不良生成率整体下行。我们认为该现象主要体现了不同类型银行信贷准入政策的差别，国股行在前期城投地产影响下对风险客户的准入或更加严格；另一方面或受银行客群特征的影响，国股行大型对公企业客户更多，尤其是央、国企具有规模优势，其抵抗系统性风险的能力更强，在当期经济仍在筑底回升过程中即使阶段性现金流承压，其经营及还本付息能力受影响较低，故维持较低违约概率。

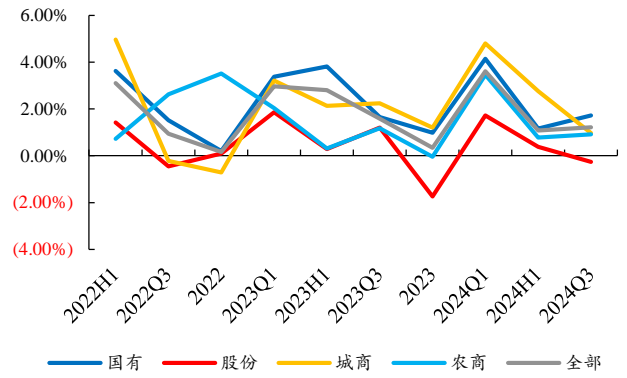
城、农商行不良生成率略上行。一方面，逾期及关注指标上升反映年内银行风险仍处于持续暴露阶段，90 天以内逾期贷款增速上升或体现年内小微及个体工商户经营压力仍大而形成违约；另一方面，银行在风险分类过程中，若发生减值迹象一般计入关注类贷款，随后若确认发生减值再归入不良，故关注类贷款可看作不良贷款蓄水池，随着蓄水池水量上涨，经济复苏放缓或导致未来流入不良池中的规模增加。结合不良生成测算值来看，部分城、农商行边际上升幅度较大，这主要源于城、农商行深耕本地，专注个人、小微、个体工商户等客群，这类客群在经济复苏放缓的宏观环境下违约概率上升明显。

图11: 上市银行不良率保持稳定, 国股行高于城农商行



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 上市银行不良额环比增长仍处正区间



数据来源: Wind、开源证券研究所

表5: 测算国股行不良生成率呈下降趋势, 城、农商行有所上行

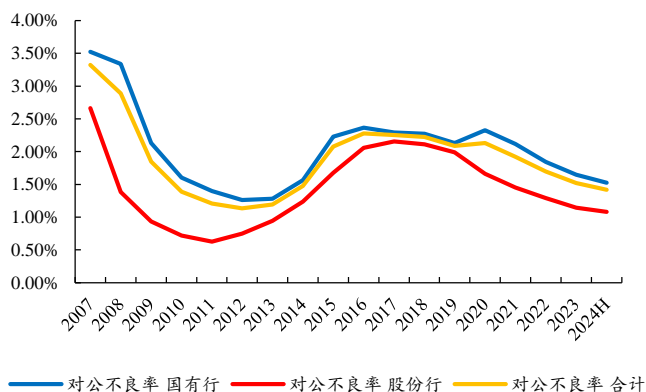
	测算不良生成率 (%)								测算不良生成率趋势
	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	
工商银行	1.04	0.63	0.54	0.73	0.55	0.52	0.45	0.46	
建设银行	0.46	0.62	0.50	0.57	0.52	0.46	0.49	0.55	
农业银行	0.95	0.57	0.56	0.54	0.55	0.55	0.48	0.52	
中国银行	0.72	0.65	0.61	0.58	0.54	0.66	0.54	0.47	
邮储银行	0.34	0.30	0.35	0.53	0.56	0.43	0.53	0.49	
交通银行	1.37	0.92	0.80	0.82	0.73	0.50	0.52	0.49	
招商银行	1.00	0.62	0.64	0.86	0.83	0.83	0.85	0.81	
浦发银行	1.69	1.60	1.75	1.14	1.32	1.06	1.15	1.11	
兴业银行	1.42	0.56	0.80	1.29	1.19	1.26	1.35	1.18	
中信银行	1.91	1.20	1.30	1.16	1.14	1.16	1.16	1.26	
民生银行	2.37	1.29	1.48	1.34	1.26	0.95	1.07	1.01	
光大银行	2.06	1.80	1.79	1.58	1.55	1.35	1.52	1.47	
平安银行	2.40	1.16	1.80	2.24	2.24	2.23	2.47	2.22	
华夏银行	1.80	1.37	1.21	1.05	1.13	1.29	1.26	1.15	
浙商银行	1.17	1.29	1.08	0.92	1.20	1.18	0.95	1.82	
北京银行	1.15	0.68	1.02	0.88	0.75	0.67	0.79	0.98	
上海银行	1.51	0.61	0.88	0.74	0.97	1.02	1.15	0.71	
江苏银行	0.98	0.67	0.80	0.85	0.88	0.96	1.10	1.41	
南京银行	1.17	0.84	0.82	1.44	1.02	0.79	0.97	1.31	
宁波银行	0.79	0.50	0.71	1.11	1.00	0.87	0.96	1.28	
杭州银行	0.30	0.18	0.17	0.17	0.26	0.28	0.45	0.62	
长沙银行	1.43	1.37	1.42	1.05	1.27	1.08	1.31	1.15	
成都银行	0.52	-0.01	0.07	0.02	0.06	0.16	0.18	0.31	
重庆银行	1.05	2.50	1.92	1.30	1.82	0.06	0.56	0.70	
贵阳银行	2.12	0.50	1.40	1.52	1.11	0.79	1.31	0.69	
青岛银行	1.53	1.13	1.27	0.72	0.83	0.37	0.57	0.54	
齐鲁银行	0.98	0.69	0.95	1.26	1.01	0.85	0.81	0.76	
郑州银行	2.89	1.39	1.71	1.42	2.07	1.47	1.60	0.13	
苏州银行	0.71	0.00	0.23	-0.20	0.05	0.24	0.32	0.47	
西安银行	0.79	0.83	1.27	1.72	1.46	0.66	0.83	1.35	
厦门银行	0.38	0.34	0.40	0.51	0.53	0.66	0.51	0.77	
沪农商行	0.57	-1.48	0.30	0.35	0.32	0.46	0.56	0.74	
渝农商行	2.57	1.20	1.69	0.68	1.29	0.74	0.72	0.84	
青农商行	1.83	1.18	2.03	2.60	2.22	1.68	2.05	3.01	
紫金银行	1.21	0.45	0.57	0.02	0.23	0.31	0.38	0.49	
无锡银行	0.59	-0.08	0.09	0.24	0.36	0.25	0.35	0.59	
苏农商行	1.23	0.38	0.42	0.38	0.55	0.40	0.67	0.97	
江阴银行	2.71	0.22	0.33	0.50	0.43	0.99	1.40	1.05	
瑞丰银行	0.23	0.91	0.66	0.74	0.56	0.62	0.48	0.60	
常熟银行	0.85	0.32	0.36	0.46	0.59	0.76	0.92	1.26	
张家港行	1.92	0.25	0.44	0.87	1.01	1.27	1.50	1.04	
国有	0.81	0.62	0.55	0.62	0.56	0.53	0.49	0.50	
股份	1.75	1.16	1.29	1.27	1.28	1.21	1.28	1.25	
城商	1.14	0.71	0.90	0.89	0.90	0.75	0.90	0.95	
农商	1.46	0.16	0.90	0.70	0.84	0.72	0.83	1.03	
全部	1.09	0.76	0.78	0.81	0.77	0.72	0.72	0.72	

数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3.2、对公贷款资产质量改善，个贷风险反弹

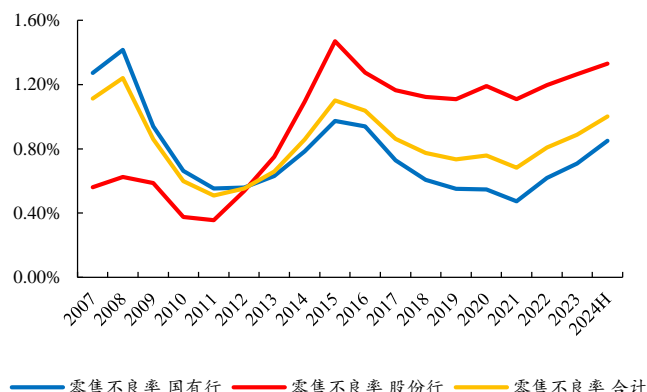
样本国股行对公不良率呈改善趋势，零售不良率持续反弹。为消除地区之间风险状况的差异，我们选取经营全国且持续披露相关数据的国股行为样本行，观测到如下特征：**第一、对公不良率绝对水平高于零售。**2024 中期样本银行对公及零售不良率分别为 1.42% 和 1.00%，长期看对公不良率持续高于零售，或源于零售贷款相比于对公规模小而分散，故即使客户形成违约对零售不良的影响整体有限。**第二、自 2020 年起，样本银行对公贷款不良率持续改善，而零售贷款风险明显反弹。**截至 2024H1，样本银行对公不良率较 2020 累积下行 71bp，同期零售不良率上升 24bp。我们认为在偏弱的经济复苏环境中，对公企业尤其是央、国企，其现金流即使边际承压但体量雄厚，故正常经营及还本付息受影响小；而宏观环境引起的经济变化对居民收入、支出、预期等因素影响显著，故零售贷款资产质量问题相对突显。此外由于前期城投地产冲击使得银行对公信贷风险政策趋紧，压降了许多存量风险客户，同时也限制了潜在风险客户的准入，客群结构健康发展，故对公贷款不良率呈改善趋势。

图13：2020年后样本国股行对公不良率整体下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：样本国股行零售不良率近年来明显反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3.3、关注率、逾期率风险略承压

2024Q3 上市银行关注贷款占比延续中期上升趋势。中报上市银行关注率为 1.72% 较年初持平，指标平稳主要源于国有行关注率大幅改善，其余类型银行均有不同幅度上行，Q3 数据亦反映上市银行关注率指标仍承压。此外中报上市银行逾期率较年初上升 11bp，国有、股份、城商、农商行分别上行 9bp、15bp、12bp 和 3bp。结合 90 天以内逾期贷款增速上升，我们认为这体现了年内小微及个体工商户经营压力较大而形成违约的现象，这与我们前述年内小微及个体工商户违约概率上升相互印证。

表6: 各类行关注率较中期上升, 逾期压力或反映小微企业年内违约现象 (%)

	不良率			关注率			逾期率			90天以内逾期增速		
	2023	1H24	3Q24	2023	1H24	3Q24	2023	1H24	3Q24	2023	1H24	变化
工商银行	1.36	1.35	1.35	1.85	1.92		1.27	1.34		-0.5	15.0	15.4
建设银行	1.37	1.35	1.35	2.44	2.07		1.12	1.27		-17.9	15.7	33.6
农业银行	1.33	1.32	1.32	1.42	1.42		1.08	1.07		26.5	-17.1	(43.7)
中国银行	1.27	1.24	1.26	1.46	1.43		1.06	1.21		9.1	23.4	14.3
邮储银行	0.83	0.84	0.86	0.68	0.81	0.90	0.91	1.06	1.11	-2.7	33.4	36.1
交通银行	1.33	1.32	1.32	1.51	1.66	1.58	1.38	1.45	1.39	22.0	6.1	(15.9)
招商银行	0.95	0.94	0.94	1.10	1.24	1.30	1.26	1.42	1.36	10.6	26.7	16.1
浦发银行	1.48	1.41	1.38	2.33	2.30	2.33	2.02	2.12		9.6	19.6	10.0
兴业银行	1.07	1.08	1.08	1.55	1.73	1.77	1.36	1.45		25.9	1.6	(24.4)
中信银行	1.18	1.19	1.17	1.58	1.62	1.69	1.63	1.86		22.4	26.0	3.6
民生银行	1.48	1.47	1.48	2.70	2.78	2.78	2.00	2.18		23.3	0.2	(23.1)
光大银行	1.25	1.25	1.25	1.84	1.99		1.95	2.20		19.0	31.2	12.2
平安银行	1.06	1.07	1.06	1.75	1.85	1.97	1.76	1.72		9.6	-8.8	(18.4)
华夏银行	1.67	1.65	1.61	2.74	2.66	2.69	1.96	1.97		-37.0	-7.0	29.9
浙商银行	1.44	1.43	1.43	2.06	2.21		1.63	2.17		-27.1	99.4	126.5
北京银行	1.32	1.31	1.31	1.78	1.87		1.72	1.82		10.7	14.2	3.5
上海银行	1.21	1.21	1.20	2.07	2.14	2.14	1.71	1.72		20.2	-33.7	(54.0)
江苏银行	0.91	0.89	0.89	1.34	1.40	1.45	1.07	1.12		34.0	21.5	(12.4)
南京银行	0.90	0.83	0.83	1.17	1.07	1.14	1.31	1.25		23.3	24.5	1.1
宁波银行	0.76	0.76	0.76	0.65	1.02	1.08	0.93	0.92		48.7	2.5	(46.2)
杭州银行	0.76	0.76	0.76	0.40	0.53	0.59	0.62	0.70	0.69	25.2	5.1	(20.1)
长沙银行	1.15	1.16	1.16	1.82	2.26	2.48	1.53	1.98		-20.5	70.0	90.5
成都银行	0.68	0.66	0.66	0.41	0.45	0.43	0.80	0.90		-12.5	85.8	98.3
重庆银行	1.34	1.25	1.26	3.36	3.10		1.95	1.90		-42.2	3.9	46.1
贵阳银行	1.59	1.62	1.57	2.86	3.45	3.87	2.52	2.97		6.5	-1.0	(7.5)
青岛银行	1.18	1.17	1.17	0.54	0.58	0.58	1.42	1.54		11.6	8.6	(3.0)
齐鲁银行	1.26	1.24	1.23	1.38	1.14	1.12	1.00	0.99		-28.9	117.1	146.0
郑州银行	1.87	1.87	1.86	2.05	2.24	2.00	4.11	4.65		85.3	-16.4	(101.7)
苏州银行	0.84	0.84	0.84	0.81	0.88	0.83	0.72	0.93		33.7	65.1	31.5
西安银行	1.35	1.72	1.64	4.37	5.69	5.00	2.29	5.03		15.1	189.2	174.1
厦门银行	0.76	0.76	0.75	1.43	2.26	2.92	1.10	1.50		-53.6	98.9	152.5
沪农商行	0.97	0.97	0.97	1.23	1.23	1.36	1.25	1.31		-41.0	20.2	61.1
渝农商行	1.19	1.19	1.17	1.14	1.41		1.42	1.52		-6.2	33.0	39.1
青农商行	1.81	1.80	1.80	5.79	4.71	5.55	3.55	2.86		155.6	-27.0	(182.6)
紫金银行	1.16	1.15	1.30	0.96	1.33	1.35	1.29	1.41		19.5	13.4	(6.1)
无锡银行	0.79	0.79	0.78	0.42	0.50	0.59	0.66	0.78		-4.8	33.9	38.7
苏农商行	0.91	0.91	0.91	1.21	1.19	1.19	0.73	1.03		15.3	89.6	74.3
江阴银行	0.98	0.98	0.90	1.06	1.37	1.42	1.19	1.27		-46.0	30.2	76.2
瑞丰银行	0.97	0.97	0.97	1.30	1.56	1.56	1.84	1.77		145.9	-1.2	(147.1)
常熟银行	0.75	0.76	0.77	1.17	1.36	1.52	1.23	1.54		39.5	56.0	16.6
张家港行	0.94	0.94	0.93	1.59	1.67	1.92	1.70	1.90		22.1	8.7	(13.3)
国有	1.30	1.28	1.29	1.71	1.66		1.14	1.23		4.1	8.7	4.6
股份	1.24	1.23	1.22	1.85	1.94		1.68	1.84		10.3	15.8	5.5
城商	1.07	1.05	1.05	1.47	1.59		1.42	1.54		13.4	15.5	2.1
农商	1.09	1.08	1.09	1.59	1.62		1.50	1.54		19.5	8.9	(10.7)
全部	1.26	1.25	1.25	1.72	1.72		1.29	1.40		7.2	11.7	4.5

数据来源: Wind、开源证券研究所

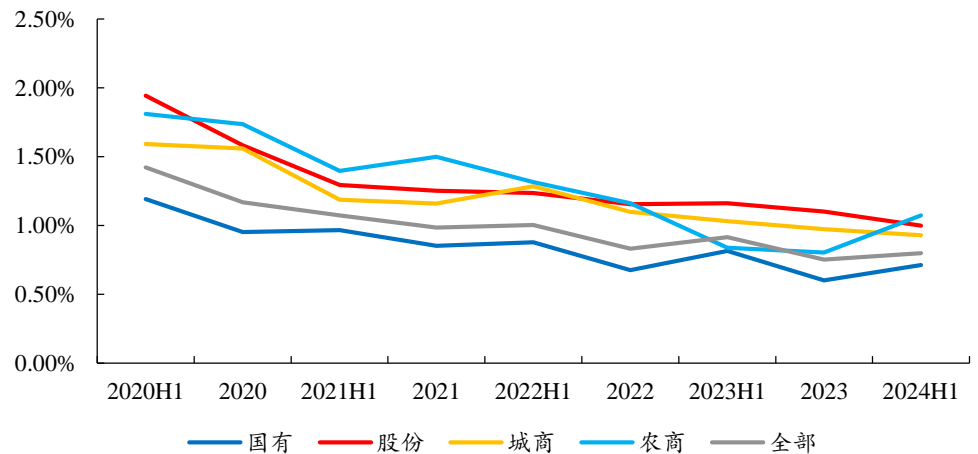
1.3.4、拨备指标平稳、整体反哺盈利，农商行信贷拨备计提承压

拨备仍持续反哺盈利。2024Q3 上市银行拨备覆盖率为 242.49%，环比降 1.89pct；拨贷比为 3.03%，环比降 2bp，拨备指标略降但变化平稳，存量拨备充足，抵御风险能力仍强。各类行中农商行指标降幅最大。此外 Q3 上市银行资产减值损失同比减少 7.10%，较 Q1 降幅缩窄 0.87pct，营收承压下，银行或以少提拨备的方式贡献盈利，观察看到年内资产减值损失同比降幅持续缩窄，主要源于前期对风险贷款计提较充足，故当期计提压力下降。

农商行信贷拨备计提压力上升。我们观察到，尽管减值损失同比整体下降，但城商行拨备反哺盈利幅度有限、农商行减值损失同比多计提。结合中报数据，农商行贷款减值损失同比上升 24.10%，我们认为年内农商行拨备多计提压力主要来自贷款，部分江苏区域农商行，贷款减值损失同比超 100%。城、农商行，客群集中于个人、个体工商户及小微企业，客户结构使其在经济下行周期中抗击系统性风险能力弱，故农商行面临信贷拨备计提压力较大。

低利率环境下上市银行信用卡成本下降。首先我们观察到，自 2020 年初疫情爆发后，在央行保持流动性合理充裕的货币政策下，上市银行信用卡成本普遍呈下降趋势。一方面在当前预期信用损失法下，经济增速较快时商业银行计提减值损失比例较大，经济增速放缓时计提比例较小，故在偏弱的经济环境下利率水平与信用卡成本走势趋向于一致；另一方面，宏观环境变化致使企业经营承压，银行授信准入政策相对更加严格，在压降了存量风险客户同时亦限制了潜在风险客户的准入，该逆向选择过程起到了提升客群质量的作用，降低了信用卡成本。2024H1 国有行信用卡成本较 2023 年上升 11bp 至 0.71%，农商行上升 18bp 至 0.85%，股份行及城商行边际均下降。尽管国有行及农商行信用卡成本均有压力，但我们认为其产生原因不同：国有行贷款减值损失同比仍少计提，信用卡成本上升或来源于规模端增速的放缓；而农商行贷款减值损失同比大幅多计提，风险尤其是零售业务风险持续暴露是其信用卡成本上升原因。

图15：低利率环境下上市银行信用卡成本整体呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：各类行拨备指标边际略降，减值损失同比仍少计提（%）

	拨备覆盖率				拨贷比				资产减值损失同比				信用成本		
	2023	1H24	3Q24	变化	2023	1H24	3Q24	变化	2023	1H24	3Q24	变化	2023	1H24	变化
工商银行	213.97	218.43	220.30	1.87	2.90	2.95	2.96	0.02	-17.32	-16.51	-12.54	3.97	0.58	0.70	0.12
建设银行	239.85	238.75	237.03	(1.72)	3.28	3.22	3.20	(0.02)	-11.47	-8.11	-11.95	(3.85)	0.64	0.70	0.06
农业银行	303.87	303.94	302.36	(1.58)	4.05	4.00	3.99	(0.01)	-6.46	-1.32	1.18	2.49	0.66	0.84	0.18
中国银行	191.66	201.69	198.86	(2.83)	2.44	2.50	2.51	0.01	2.47	0.00	-5.78	(5.77)	0.57	0.71	0.14
邮储银行	347.56	325.61	301.88	(23.73)	2.88	2.72	2.60	(0.12)	-25.96	-16.48	-10.41	6.08	0.35	0.37	0.02
交通银行	195.21	204.82	203.87	(0.95)	2.59	2.70	2.69	(0.01)	-6.96	-9.34	-7.27	2.08	0.72	0.77	0.05
招商银行	437.70	434.42	416.57	(17.85)	4.14	4.08	3.92	(0.17)	-27.96	-13.69	-8.87	4.82	0.74	0.77	0.02
浦发银行	173.51	175.37	183.85	8.48	2.57	2.47	2.53	0.06	1.14	-15.41	-11.52	3.88	1.12	0.93	(0.20)
兴业银行	245.21	237.82	233.54	(4.28)	2.63	2.56	2.53	(0.03)	25.83	10.20	14.31	4.12	1.29	0.92	(0.37)
中信银行	207.59	206.76	216.00	9.24	2.45	2.46	2.53	0.07	-12.88	-0.84	-2.23	(1.38)	0.94	1.08	0.15
民生银行	149.69	149.26	146.26	(3.00)	2.22	2.19	2.16	(0.03)	-4.49	-9.95	-2.87	7.07	0.93	0.82	(0.11)
光大银行	181.27	172.45	170.73	(1.72)	2.27	2.16	2.13	(0.03)	2.96	-23.68	-30.61	(6.92)	1.23	1.00	(0.23)
平安银行	277.63	264.26	251.19	(13.07)	2.94	2.82	2.67	(0.14)	-17.13	-28.45	-26.26	2.20	1.87	1.39	(0.47)
华夏银行	160.06	162.48	165.89	3.41	2.67	2.69	2.67	(0.01)	-15.61	-1.28	-8.01	(6.73)	1.11	1.11	(0.01)
浙商银行	182.59	178.13	175.33	(2.80)	2.63	2.55	2.51	(0.04)	-5.57	5.01	7.45	2.44	0.90	1.63	0.73
北京银行	216.78	208.16	209.73	1.57	2.86	2.72	2.75	0.02	-11.80	10.10	8.21	(1.89)	0.72	0.85	0.12
上海银行	272.66	268.97	277.31	8.34	3.29	3.25	3.33	0.08	-29.84	-16.51	-7.81	8.69	0.79	0.61	(0.17)
江苏银行	378.13	357.20	351.03	(6.17)	3.45	3.18	3.13	(0.05)	-14.93	-6.32	-1.54	4.78	1.20	0.89	(0.31)
南京银行	360.58	345.02	340.40	(4.62)	3.23	2.87	2.82	(0.05)	-0.76	13.68	10.62	(3.06)	0.82	0.93	0.11
宁波银行	461.07	420.55	404.82	(15.73)	3.50	3.19	3.08	(0.12)	-14.29	8.84	17.65	8.80	0.93	1.01	0.07
杭州银行	561.42	545.17	543.25	(1.92)	4.25	4.14	4.12	(0.02)	-18.12	-26.01	-27.47	(1.45)	0.72	1.07	0.35
长沙银行	314.21	312.76	314.54	1.79	3.60	3.62	3.64	0.02	10.33	2.40	2.91	0.51	1.67	1.61	(0.06)
成都银行	504.29	496.02	497.40	1.37	3.42	3.28	3.29	0.01	-37.73	-20.51	-17.51	2.99	0.49	0.67	0.18
重庆银行	234.18	249.59	250.19	0.60	3.13	3.12	3.16	0.04	-8.92	-7.79	12.90	20.69	0.83	0.94	0.11
贵阳银行	244.50	257.81	262.53	4.72	3.90	4.16	4.13	(0.03)	9.36	2.12	-0.13	(2.24)	1.37	1.30	(0.07)
青岛银行	225.96	234.43	245.71	11.28	2.67	2.74	2.87	0.13	-6.13	6.07	-4.12	(10.18)	0.72	0.86	0.14
齐鲁银行	303.51	309.25	312.76	3.51	3.83	3.84	3.83	(0.00)	1.85	-5.19	-4.97	0.22	1.32	1.19	(0.13)
郑州银行	174.87	191.47	166.23	(25.24)	3.28	3.59	3.09	(0.50)	-6.75	-0.58	-15.65	(15.07)	1.70	0.83	(0.88)
苏州银行	522.77	486.80	473.66	(13.14)	4.39	4.10	3.99	(0.11)	-40.38	-45.75	-50.90	(5.15)	0.56	0.50	(0.07)
西安银行	197.23	170.20	186.30	16.10	2.66	2.93	3.06	0.13	30.67	25.95	37.64	11.68	0.86	1.19	0.33
厦门银行	412.89	396.22	390.16	(6.06)	3.15	3.00	2.94	(0.06)	-50.44	144.19	79.32	(64.87)	0.37	0.49	0.11
沪农商行	404.98	372.42	364.98	(7.44)	3.94	3.61	3.53	(0.07)	-17.10	-31.25	-25.63	5.61	0.33	0.20	(0.13)
渝农商行	366.70	360.28	358.59	(1.69)	4.37	4.28	4.20	(0.08)	-24.23	33.41	13.31	(20.11)	0.65	0.73	0.09
青农商行	237.96	226.63	230.37	3.74	4.32	4.08	4.14	0.06	-0.30	6.17	0.68	(5.49)	1.82	2.04	0.22
紫金银行	247.25	248.98	215.10	(33.88)	2.87	2.87	2.80	(0.07)	-12.81	40.63	31.99	(8.64)	0.42	0.59	0.16
无锡银行	522.57	502.36	499.28	(3.08)	4.11	3.98	3.89	(0.08)	-20.39	16.73	17.98	1.25	0.31	0.64	0.33
苏农银行	452.85	442.87	429.56	(13.31)	4.10	4.02	3.89	(0.13)	-25.94	48.30	-18.90	(67.20)	0.72	0.86	0.14
江阴银行	410.02	435.82	452.16	16.34	4.01	4.27	4.05	(0.22)	-12.70	-10.08	-15.81	(5.73)	0.72	1.57	0.84
瑞丰银行	304.12	323.79	329.96	6.17	2.96	3.15	3.21	0.07	2.78	45.41	47.89	2.48	0.61	1.17	0.56
常熟银行	537.88	538.81	528.40	(10.41)	4.04	4.11	4.09	(0.02)	6.27	29.86	21.85	(8.01)	0.86	1.49	0.63
张家港行	424.21	423.70	410.60	(13.10)	3.98	3.99	3.81	(0.18)	-37.30	11.62	7.70	(3.92)	0.72	1.15	0.43
国有	240.17	242.91	240.87	(2.04)	3.11	3.11	3.10	(0.01)	-10.19	-8.22	-7.62	0.60	0.60	0.71	0.11
股份	226.50	223.84	222.26	(1.57)	2.80	2.74	2.71	(0.04)	-6.45	-9.90	-8.39	1.52	1.10	1.00	(0.10)
城商	315.96	307.70	306.65	(1.05)	3.37	3.23	3.21	(0.03)	-12.42	-1.09	-0.44	0.65	0.92	0.90	(0.02)
农商	367.65	358.43	351.61	(6.82)	4.00	3.88	3.82	(0.07)	-14.88	11.71	5.06	(6.66)	0.67	0.85	0.18
全部	243.53	244.38	242.49	(1.89)	3.07	3.05	3.03	(0.02)	-9.12	-7.97	-7.10	0.87	0.75	0.80	0.05

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、银行上涨逻辑：红利扩散到复苏曙光

2.1、重温银行股投资的有效工具——ROE & PB 模型

PB 通常与 ROE 目前仍有显著的正相关关系。由于：

$$ROE = ROA * \text{权益乘数} = \text{净利润} / \text{平均资产} * \text{权益乘数}$$

$$\approx \text{净息差} + (\text{非息收入} - \text{业务及管理费} - \text{拨备} - \text{所得税} + \text{其他}) / \text{平均资产} * \text{权益乘数}$$

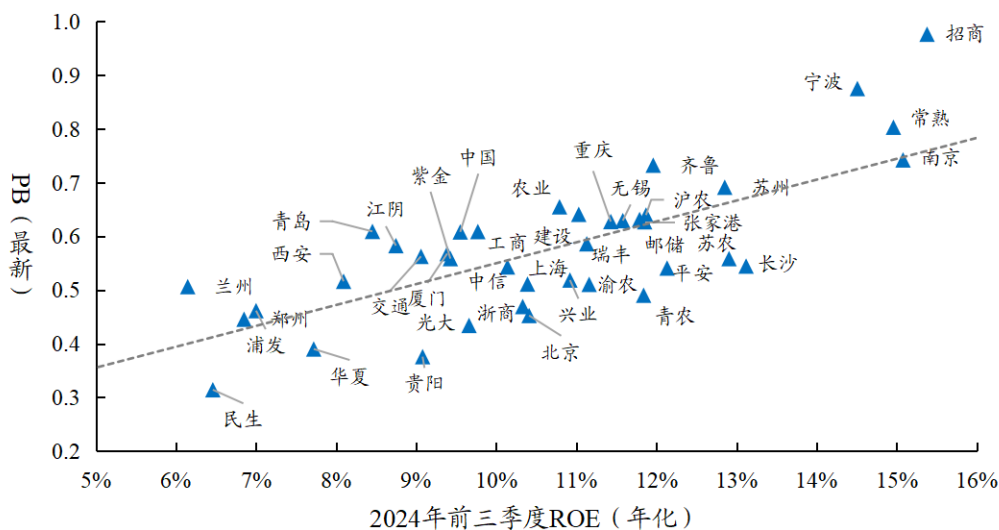
通过 ROE 可找到业绩持续性较强的银行。

PB 隐含银行投资者对于经济和银行基本面的预期。 PB 提升的逻辑通常有 (1) 提升 ROE，银行应尽可能维护息差稳定、降低成本收入比、低不良消耗、保持较稳定的杠杆比例；(2) 部分银行 PB 独立向上，受 ROE 波动的影响较小，主要由于其业务模式优势明显、护城河较宽等。

银行估值的提升，通常需有经济预期改善和业绩改善的支撑。 通常银行 PB 的上升，主要在于对经济、风险、盈利持续性的乐观预期强化：① 由于银行是顺周期的行业，经济基本面改善有助于量价复苏，营收增长动力转强；② 隐含的风险担忧逐步解除，市场对于银行板块的情绪转暖。

但比较有意思的是，近几年银行涨的原因既不是①、也不是②。

图16：上市银行 PB 和 ROE 有较显著的正相关关系

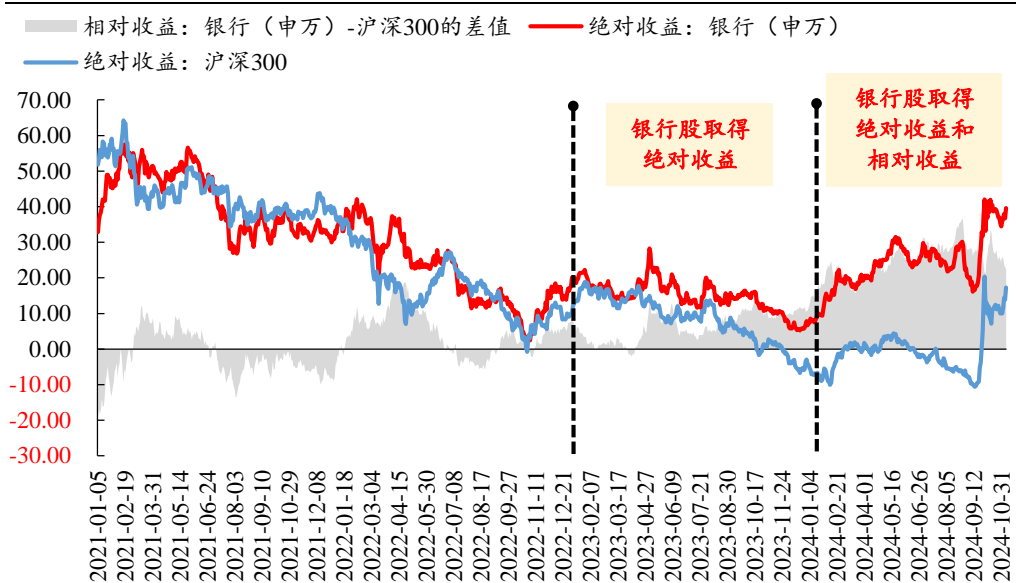


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、2024 年银行板块取得超额收益

2024 年以来银行股迎来大涨行情，同时取得绝对收益和超额收益。 这一轮银行板块行情最早始于 2022 年底疫情放开后，2023 年至 2024 年 11 月 8 日以来，涨幅居前的个股分别为农业银行 (63.57%)、渝农商行 (58.07%)、中国银行 (53.80%)、交通银行 (52.32%)、建设银行 (42.10%)，以国有大行为主。

图17：2024年以来银行股取得超额收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：2023年以来国有行累计涨幅居前

银行名称	2023年涨幅	银行名称	2024年涨幅	银行名称	累计涨幅
中国银行	24.69%	浦发银行	51.96%	农业银行	63.57%
农业银行	24.23%	齐鲁银行	43.48%	渝农商行	58.07%
交通银行	19.58%	成都银行	40.14%	中国银行	53.80%
建设银行	14.61%	杭州银行	39.76%	交通银行	52.32%
渝农商行	13.97%	招商银行	39.47%	建设银行	42.10%
工商银行	9.63%	沪农商行	38.15%	工商银行	40.78%
民生银行	7.78%	南京银行	38.08%	重庆银行	39.38%
华夏银行	6.64%	渝农商行	36.76%	浦发银行	38.19%
北京银行	4.62%	江苏银行	36.47%	华夏银行	37.76%
中信银行	3.93%	上海银行	36.35%	上海银行	37.73%

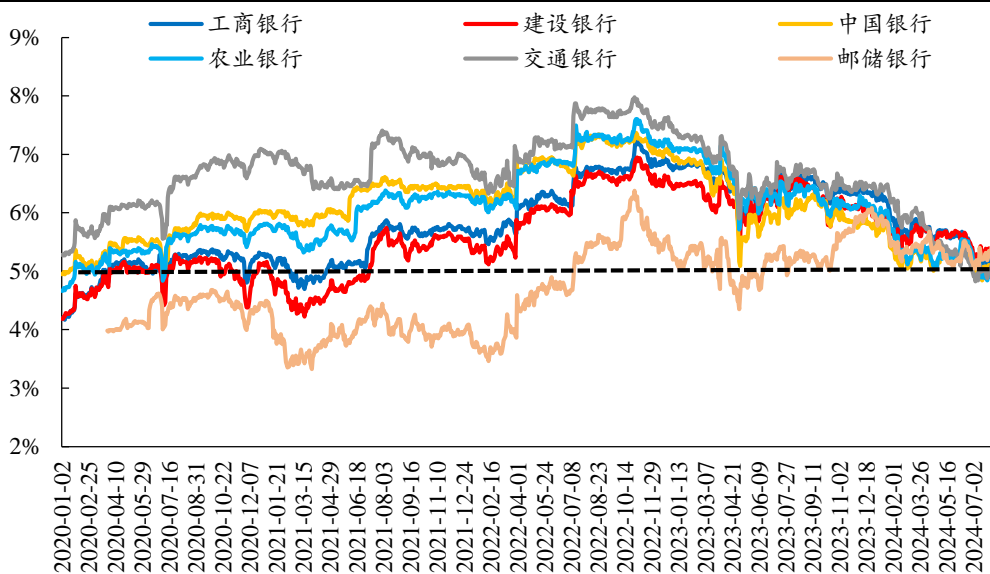
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2024年涨幅、2023年以来累计涨幅截至2024年11月8日）

2.2.1、银行股大涨原因一：资金驱动，保险资金对高股息标的的偏好提升

1、保险资金：19新规后保险公司 FVOCI 账户股票投资更偏好高股息标的，国有行业绩稳健，分红率稳定在 30% 的较高水平，受到保险资金青睐。

在 IFRS9 下，保险公司股票投资如果被计入 FVTPL 科目，则股价波动会体现在利润表之中，会放大当期净利润波动。若分类至 FVOCI，则股价波动计入其他综合收益，股息红利则计入当期损益，投资收益会相对稳定，因此保险公司 FVOCI 股票投资偏好高股息标的，国有行分红率高，2022 年以来股息率维持在 5% 以上，受到险资加配。例如中国人保在 2023 年财报中就提出“加大投资结构调整力度，以盈利模式相对稳定、分红率较高的上市公司股票作为主要投资品种，增新会计准则下投资收益的稳定”。

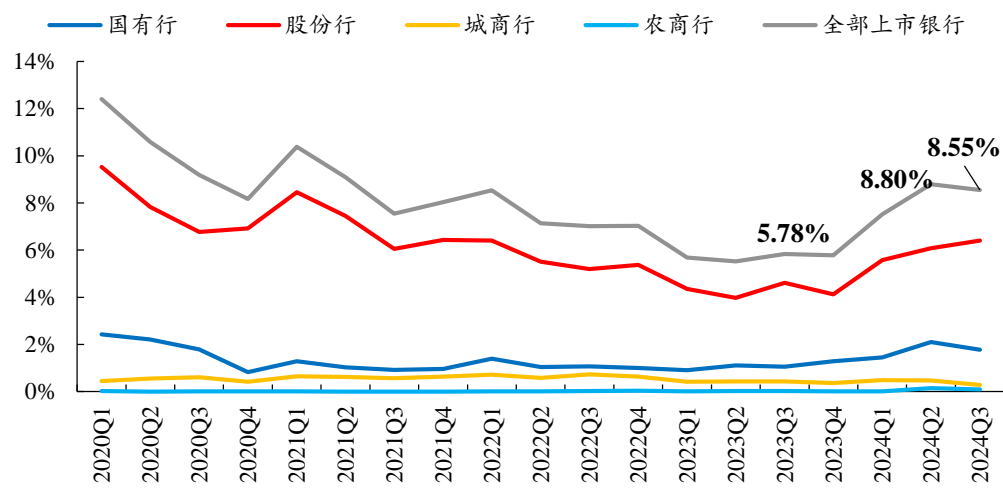
图18：2022 年以来国有行股息率维持在 5% 以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

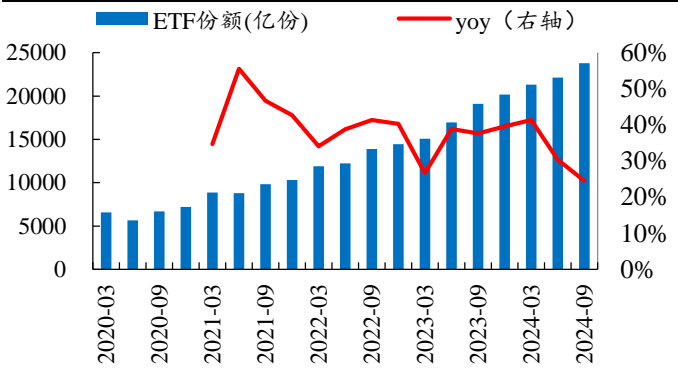
2、被动指数型基金增配银行股。从沪深 300 和上证 50 指数包含的银行股及其权重来看，大行及招商银行、兴业银行在沪深 300 和上证 50 中的权重都很高，充分受益于 ETF 基金扩容，2024 年被动指数型基金持仓银行股比例提升，2024Q3 持仓比例为 8.55%，相较 2023 年末提升 2.77pct。

图19：2024 年被动指数型基金持仓银行股比例提升



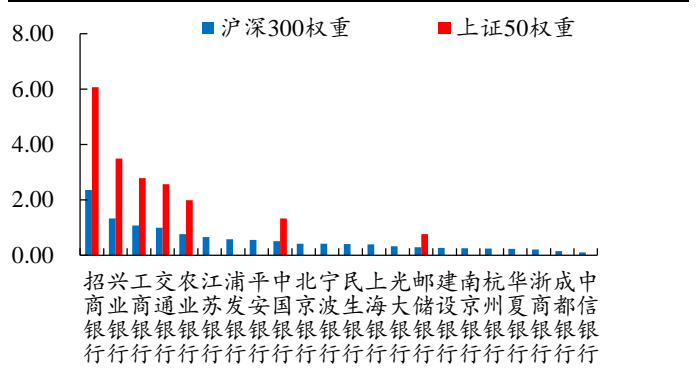
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20: 2024 年以来 ETF 份额快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 国股行在沪深 300 和上证 50 中权重均较高 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 2024 年 11 月 9 日数据)

非银互换便利 (SFISF): 非银获取流动性后增配银行股。9月24日, 央行表态将创设证券、基金、保险公司互换便利; 2024年10月10日进一步明确细则, 支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成分股等资产为抵押, 从人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。首期操作规模5000亿元, 视情况可进一步扩大操作规模。非银机构获取高等级流动性资产后可作为质押物融入资金入市, 银行股低估值高股息成为非银首选, 9月24日央行表态后银行指数即上涨6.32%。

表9: 9月24日央行表态要创设SFISF后, 银行指数跟随大盘大涨

	上证指数	沪深300	银行指数
T+1	5.36	5.88	6.32
T+7	20.12	24.43	14.77
T+30	25.59	27.74	14.28

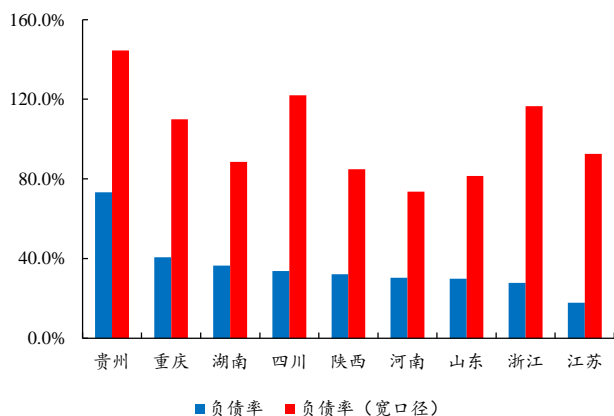
数据来源: Wind、开源证券研究所

银行股特殊的投资属性使得这些增量资金选择银行: 高股息且稳定、低估值、市值较大, 尤其是国有大行市值大, 机构买卖交易便利, 机构投资者卖出时对银行股价影响小。此外2024年以来资产荒现象加剧, 长债利率快速下行, 高股息成为资管机构更优的选择。

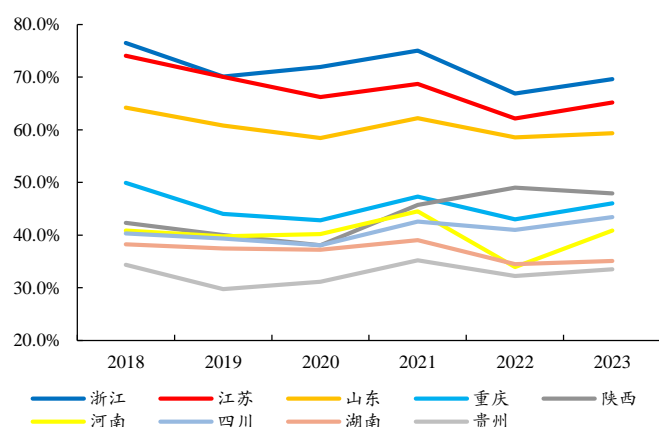
2.2.2、银行股大涨原因二: 化债政策缓解财政压力、地产风险缓释

部分省份宽口径负债率较高突显城投压力。以宽口径负债率(地方政府债务余额+城投平台有息债务/GDP)衡量当地财政压力, 2023年部分上市城商行所在省及直辖市负债率较高, 贵州、重庆、四川及浙江宽口径负债率均超100%, 城投平台债务高企形成了当地财政包袱, 财政收入更多用于还本付息, 财政资源无法分配至有效领域, 制约了当地需求及经济发展。

化债政策释放财政资源。11月8日人大常委会批准了化债相关决议, 其中计划未来5年内把10万亿元地方隐性债务置换成地方政府债券, 以减少利息支出的方式减轻偿债压力。经财政部测算5年累计可节约6000亿元利息支出, 释放出的财政资源将用于支持地方经济发展。伴随财政政策不断发力, 地方政府可将原本用于化债的资源及精力投入至高效能、促民生的领域中, 改善居民和企业收入预期, 从而提振消费和投资需求。此外部分经济大省(江苏、山东)近年财政自给率下降, 化债亦将修复其财政效能。

图22：2023年贵州、重庆等地宽口径负债率超100%


数据来源：企业预警通、开源证券研究所（宽口径负债率=地方政府债务余额+城投平台有息债务/GDP）

图23：江苏、山东经济近年来财政自给率下降


数据来源：Wind、开源证券研究所（财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出）

城投敞口较高的城商行资产质量或改善或提升其估值。本轮化债仍采用低息置换高息负债的形式，贷款增量的减少转为政府债券的增加。对于部分依赖政信、资产投放能力较弱的银行，由于城投贷款的置换，其信贷规模扩张将受拖累。我们以较宽的口径测算，部分城商行城投敞口较大，**南京、杭州、成都和重庆城投敞口/总资产超20%**。但仍需看到相较于增长水平，风险因素更加制约当前银行估值。化债有效降低银行风险敞口，通过降低违约率、信用成本、资本消耗等方式对冲规模端的影响，提升其估值水平。

表10：测算部分城商行城投敞口/总资产超20%（亿元）

城投项目	贷款（城投四项 85%）		债券（信用债 60%）		非标（信托及资管计划 30%）		理财（12%城投债+少部分非标）		合计		城投敞口/总资产	
	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1
工商银行	81,702	86,994	4,330	4,262	42	48	279	293	88,580	93,942	19.8%	19.9%
建设银行	59,727	64,903	2,262	2,250	0	0	237	236	64,121	69,272	16.7%	17.2%
农业银行	63,909	70,190	1,208	1,159	81	91	253	270	67,472	73,874	16.9%	17.6%
中国银行	60,693	66,212	2,971	2,958	71	79	245	270	65,938	71,682	20.3%	21.1%
邮储银行	12,991	14,110	2,337	2,215	255	249	116	144	16,631	17,866	10.6%	10.9%
交通银行	22,356	23,505	1,177	1,112	0	591	195	228	25,291	27,258	18.0%	19.2%
招商银行	8,682	9,157	861	959	261	226	525	563	14,529	15,412	13.2%	13.3%
浦发银行	9,375	10,285	1,099	1,132	1,022	804	162	199	12,954	14,010	14.4%	15.1%
兴业银行	10,823	11,929	2,764	3,282	1,891	1,562	339	323	18,529	19,675	18.2%	19.0%
中信银行	10,212	11,165	690	834	683	644	259	287	13,918	15,230	15.4%	16.7%
民生银行	8,723	8,768	2,199	1,942	156	158	130	143	12,248	12,157	16.0%	16.1%
光大银行	7,591	7,940	2,316	2,870	0	0	197	224	11,679	12,822	17.2%	18.9%
平安银行	4,269	5,042	705	605	415	409	152	157	6,757	7,467	12.1%	13.0%
华夏银行	6,203	6,516	1,546	1,563	646	602	89	108	9,195	9,649	21.6%	22.3%
浙商银行	2,817	2,980	335	881	314	300	22	22	3,667	4,360	11.7%	13.4%
北京银行	4,427	4,731	677	739	710	583	40	45	6,176	6,462	16.5%	16.4%
上海银行	3,051	3,297	1,645	1,409	113	95	42	45	5,187	5,209	16.8%	16.2%
江苏银行	3,622	4,830	1,209	1,617	161	115	78	91	5,694	7,378	16.7%	19.6%
南京银行	3,708	4,228	547	670	539	525	56	65	5,299	6,010	23.2%	24.2%
宁波银行	2,191	2,607	876	843	388	328	60	61	3,999	4,324	14.7%	14.3%
杭州银行	2,905	3,372	897	849	209	238	56	60	4,515	5,002	24.5%	25.2%

长沙银行	962	1,243	328	252	142	133	8	8	1,505	1,702	14.8%	15.5%
成都银行	2,582	3,168	233	200	57	50	11	12	2,971	3,530	27.2%	29.4%
重庆银行	1,272	1,574	413	380	119	107	8	9	1,877	2,140	24.7%	26.6%
贵阳银行	609	620	88	84	168	162	10	10	952	955	13.8%	13.4%
青岛银行	563	660	280	295	33	30	31	31	1,157	1,266	19.0%	19.4%
齐鲁银行	843	938	108	133	59	34	9	9	1,087	1,184	18.0%	18.3%
郑州银行	977	1,034	56	64	114	107	7	7	1,206	1,264	19.1%	19.6%
苏州银行	548	637	292	269	42	31	10	10	975	1,029	16.2%	15.6%
西安银行	456	591	138	104	35	26	5	5	672	767	15.5%	17.2%
厦门银行	234	268	108	106	1	1	2	2	360	391	9.2%	9.8%
沪农商行	1,553	1,568	418	425	1	1	27	27	2,217	2,238	15.9%	15.4%
渝农商行	1,811	1,897	316	283	12	11	16	17	2,287	2,348	15.9%	15.6%
青农商行	423	464	78	77	36	37	5	5	579	621	12.4%	13.1%
紫金银行	337	365	46	38	4	4	1	1	393	414	15.9%	15.4%
无锡银行	312	334	59	43	0	0	2	2	394	397	16.8%	15.9%
苏农银行	102	121	58	67	0	0	2	2	181	210	8.9%	9.6%
江阴银行	131	136	0	0	0	0	3	3	155	160	8.4%	8.6%
瑞丰银行	70	85	59	41	7	3	2	2	153	146	7.8%	6.9%
常熟银行	167	194	78	67	6	17	4	4	291	319	8.7%	8.7%
张家港行	126	121	60	24	8	5	3	3	224	178	10.8%	8.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

广义地产敞口较高压制银行估值提升。商业银行涉房业务包括承担信用风险的部分（贷款+债券+非标+或有信贷）和不承担信用风险（理财、委托贷款、代销信托、债券承销等）两部分，样本股份行涉房业务规模占总资产比重整体超 20%，2024H1 占比略有上升。地产与城投的敞口有部分重叠，二者占上市银行总资产比重仍高。由于土地财政持续性、房企现金流压力等忧虑仍未消散，故当前投资者担忧因素一是银行城投地产历史包袱是否化解充分、二是新投放贷款资产质量能否保持稳定，两方面因素共同压制了银行估值。我们以样本股份行为参考继而上市银行地产敞口进行测算，发现国有行对公房地产敞口大、按揭集中在国股行、而农商行其它以房地产为抵押品的贷款（主要是房抵个人经营贷）敞口较高。

表11：样本股份行涉房业务/总资产约 20%

规模 (百万元)	对公				零售按揭贷款		其他以房地产 为抵押物的贷款		理财、代销、 承销委托贷款等		合计	
	贷款		投资及表外授信		2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1
	2023	2024H1	2023	2024H1								
招商银行	3,267	3,399	723	642	13,855	13,754	3,076	3,555	2,494	2,418	23,415	23,769
兴业银行	4,375	4,774	2,527	2,737	10,759	10,652	2,244	2,473	1,088	1,000	20,992	21,635
中信银行	2,594	2,775	859	856	9,712	9,885	2,244	2,473	892	834	16,299	16,823
民生银行	3,463	3,404	734	681	5,463	5,401	6,889	7,007	646	555	17,194	17,047
平安银行	2,553	2,587	289	238	3,036	3,066	6,228	5,618	808	767	12,914	12,275
占比 (%)	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1
招商银行	2.96	2.94	0.66	0.55	12.56	11.88	2.79	3.07	2.26	2.09	21.23	20.53
兴业银行	4.31	4.61	2.49	2.64	10.59	10.29	2.21	2.39	1.07	0.97	20.66	20.90
中信银行	2.87	3.05	0.95	0.94	10.73	10.86	2.48	2.72	0.98	0.92	18.01	18.48
民生银行	4.51	4.51	0.96	0.90	7.12	7.15	8.98	9.28	0.84	0.73	22.40	22.58
平安银行	4.57	4.50	0.52	0.41	5.43	5.33	11.15	9.76	1.45	1.33	23.11	21.33

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

表12：以样本银行为基础对各类行相关参数进行估计

测算指标	测算方法	年份	样本银行	国有行	股份行	城商行	农商行
r=抵押贷款中，以房地产为抵押品的贷款占比	①：抵押贷款*r， ②：对公房地产贷款， ③：个人按揭贷款	2021~2024H1	90%	85%	90%	90%	70%
	各类行在 2021 年~2024H1 均满足 ①-②-③>0 的条件下，r 的最小值。（以 5%为最小变化刻度）						
对公涉房贷款/对公涉房业务	以样本股份行为基础，根据银行类型特征适当调高	2023	79%	82%	79%	86%	94%
		2024H1	80%	84%	80%	88%	96%
表外涉房业务/表内涉房业务	以样本股份行为基础，根据银行类型特征适当调低	2023	7%	6%	7%	5%	4%
		2024H1	6%	6%	6%	5%	4%

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

国股行地产风险敞口仍高。我们测算 2024H1 上市国有行及股份行地产风险敞口/总资产整体超 20%，城商行整体在 15% 以下，农商行分化明显，部分按揭及个人经营贷规模较大的江浙区域农商行涉房敞口偏高。进入 9 月以来地产政策已发生较大转变，微观数据亦反映一线城市房地产成交有回暖迹象。未来政策托底效能能否释放及涉房资产质量能否改善，仍需观测房企现金流压力及个人收入预期的改善带来的违约概率下降。预计未来房价筑底企稳时，各类行风险化解亦将进一步推升其估值水平。

表13：测算国股行涉房业务/总资产超 20% (%)

银行	贷款						投资及表外授信		理财、代销、 承销委托贷款等		合计	
	对公房地产		零售按揭		其他房地产抵押贷款		2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1
	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1						
工商银行	1.71	1.81	14.07	13.09	4.09	4.47	0.36	0.35	1.30	1.18	21.52	20.89
建设银行	2.23	2.26	16.66	15.66	1.52	1.67	0.47	0.44	1.34	1.20	22.22	21.22
农业银行	2.16	2.13	12.97	12.08	3.25	3.75	0.46	0.41	1.21	1.10	20.04	19.46
中国银行	2.70	2.81	14.76	14.02	3.28	3.59	0.57	0.54	1.37	1.25	22.67	22.21
邮储银行	1.61	1.74	14.87	14.39	4.73	5.14	0.34	0.34	1.38	1.29	22.93	22.90
交通银行	3.48	3.72	10.40	10.30	3.68	2.38	0.74	0.72	1.17	1.02	19.47	18.15
招商银行	2.96	2.94	12.56	11.88	2.79	3.07	0.81	0.74	1.29	1.17	20.41	19.81
浦发银行	3.84	4.12	9.31	9.01	4.55	4.43	1.05	1.04	1.27	1.17	20.01	19.78
兴业银行	4.31	4.61	10.59	10.29	2.21	2.39	1.18	1.17	1.23	1.16	19.52	19.62
中信银行	2.87	3.05	11.08	11.22	6.87	7.16	0.78	0.77	1.46	1.40	23.05	23.60
民生银行	4.51	4.51	7.12	7.15	8.98	9.28	1.23	1.14	1.47	1.39	23.31	23.47
光大银行	2.45	2.45	8.62	8.53	5.01	7.78	0.67	0.62	1.13	1.22	17.89	20.59
平安银行	4.57	4.50	5.43	5.33	11.15	9.76	1.25	1.14	1.51	1.30	23.91	22.03
华夏银行	2.27	2.34	7.44	7.32	5.37	5.22	0.62	0.59	1.06	0.97	16.76	16.43
浙商银行	5.65	5.77	4.38	4.78	11.49	11.34	1.54	1.46	1.56	1.47	24.63	24.81
北京银行	3.19	3.09	8.69	8.16	1.57	1.64	0.50	0.43	0.75	0.67	14.70	13.98
上海银行	3.99	3.72	5.20	4.91	1.70	2.02	0.63	0.52	0.62	0.56	12.14	11.72
江苏银行	2.41	2.17	7.19	6.47	0.58	1.48	0.38	0.30	0.57	0.52	11.14	10.94
南京银行	2.12	2.06	3.19	2.97	1.23	0.99	0.33	0.29	0.37	0.32	7.24	6.62
宁波银行	4.26	4.52	3.22	3.04	3.12	2.51	0.67	0.63	0.61	0.54	11.87	11.23
杭州银行	2.00	1.86	5.11	4.95	6.00	5.85	0.31	0.26	0.73	0.65	14.16	13.58
长沙银行	1.41	1.52	6.73	6.18	7.40	7.39	0.22	0.21	0.85	0.77	16.61	16.08
成都银行	3.53	3.07	8.38	7.66	0.78	0.86	0.56	0.43	0.72	0.60	13.97	12.63
重庆银行	1.26	1.21	5.31	4.96	4.31	4.39	0.20	0.17	0.60	0.54	11.67	11.27

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

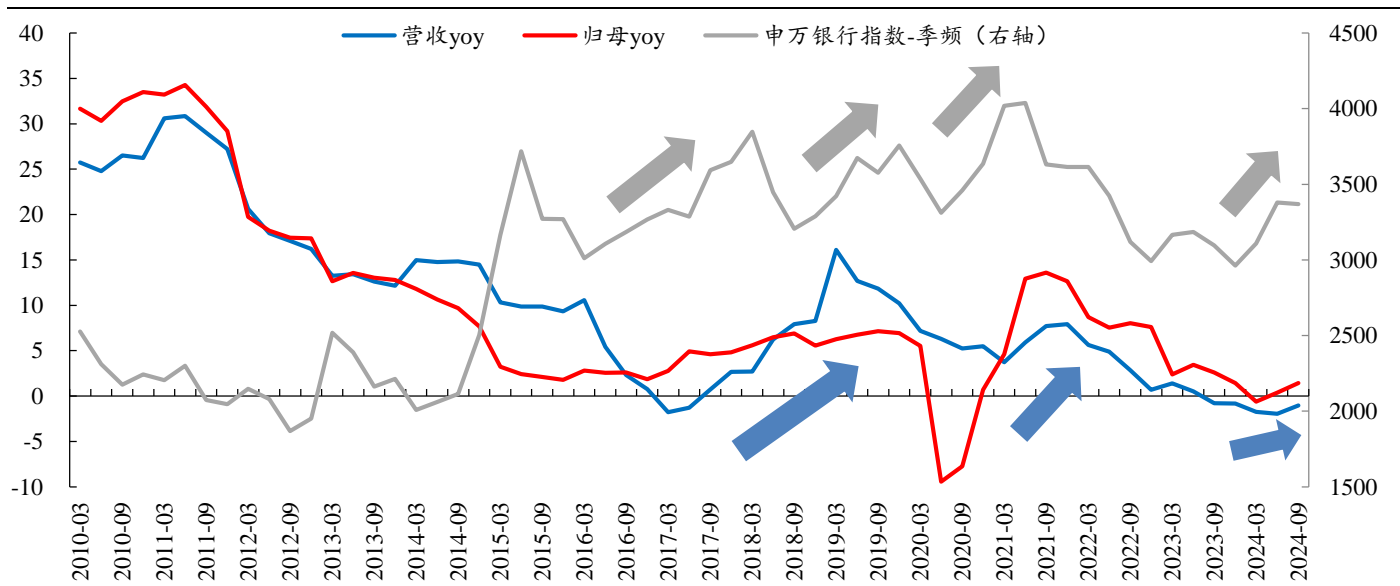
贵阳银行	5.39	5.84	2.99	2.97	3.43	3.07	0.85	0.81	0.68	0.64	13.35	13.34
青岛银行	3.72	3.47	7.72	7.15	5.50	5.93	0.59	0.48	0.95	0.86	18.48	17.89
齐鲁银行	0.73	0.68	8.87	8.46	5.06	4.67	0.12	0.09	0.80	0.70	15.58	14.60
郑州银行	4.62	4.48	5.32	5.04	3.11	3.14	0.73	0.62	0.74	0.67	14.53	13.94
苏州银行	2.80	4.04	5.76	5.37	8.06	6.16	0.44	0.56	0.92	0.81	17.98	16.94
西安银行	2.36	2.40	6.01	5.98	0.86	1.99	0.37	0.33	0.52	0.54	10.13	11.23
厦门银行	2.13	2.12	5.81	5.25	5.08	5.49	0.34	0.29	0.72	0.66	14.08	13.80
沪农商行	7.52	7.48	7.66	7.10	2.71	2.73	0.46	0.33	0.80	0.72	19.14	18.37
渝农商行	0.24	0.31	6.35	5.94	5.89	5.87	0.01	0.01	0.55	0.50	13.05	12.63
青农商行	4.56	3.07	6.33	6.04	5.89	7.13	0.28	0.14	0.75	0.67	17.82	17.04
紫金银行	3.07	3.24	6.81	5.95	4.20	3.54	0.19	0.14	0.63	0.53	14.89	13.39
无锡银行	0.54	0.59	5.64	4.94	6.34	6.24	0.03	0.03	0.55	0.48	13.10	12.27
苏农银行	1.35	1.26	3.95	3.47	13.16	13.01	0.08	0.06	0.81	0.73	19.36	18.53
江阴银行	0.64	0.59	4.60	4.34	10.65	11.05	0.04	0.03	0.70	0.65	16.62	16.66
瑞丰银行	1.00	1.10	5.92	5.00	15.86	16.31	0.06	0.05	1.00	0.92	23.84	23.37
常熟银行	0.55	0.49	3.90	3.41	15.08	14.51	0.03	0.02	0.86	0.75	20.42	19.19
张家港行	0.75	0.66	5.12	4.57	13.03	12.65	0.05	0.03	0.83	0.73	19.77	18.63

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.3、银行股大涨原因三：复苏前夕，拿回核心资产、布局绩优标的

复盘银行行情，通常业绩反弹之前/之时行情向上的动力更强。2016 年银行业绩筑底，但板块行情仍较为亮眼，主要是市场预期有所好转，2017 年起银行板块营收增速总体企稳回升，带动板块行情几次反弹。2020 年初受疫情影响银行盈利能力下降，但板块走势总体向上，主要是当时刺激经济的宏观政策渐次出台，市场对于银行业绩好转有乐观预期。当下来看，2024 年下半年银行业绩总体筑底企稳，我们判断 2025 年或迎来向上的拐点，再加上增量政策的持续出台，降准等动作释放流动性，银行板块行情也将迎来机会。

图24：银行板块行情与业绩复苏有一定的相关性（左轴单位%）

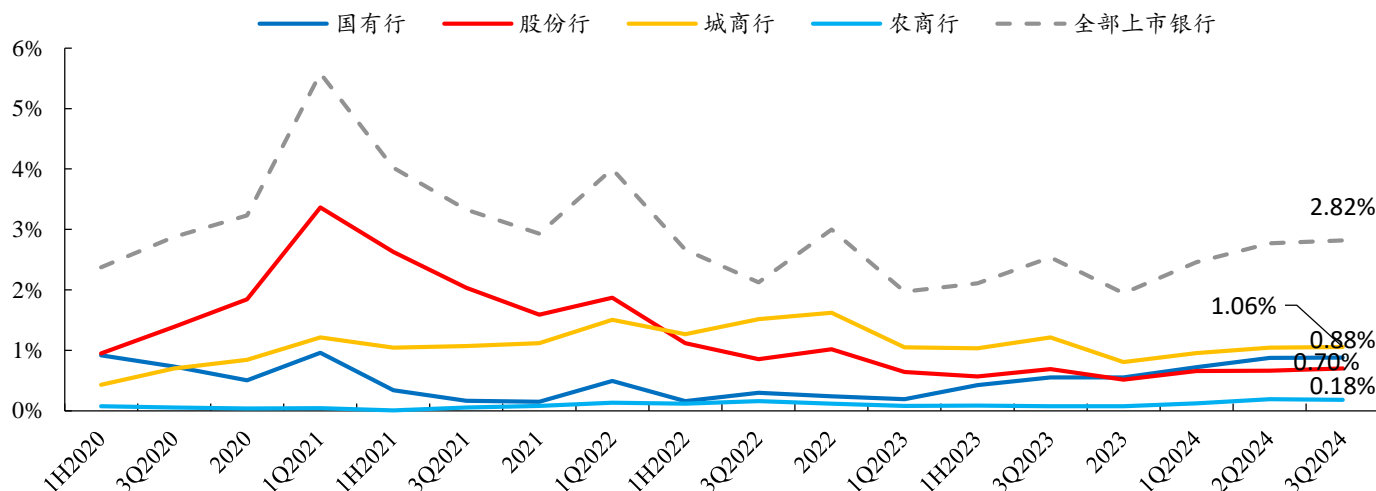


数据来源：Wind、开源证券研究所

2024Q3 末基金持有银行比例微升至 2.82%。其中国有行、股份行持仓占比较 2024Q2 末略有提升，但提升幅度不大。我们认为 9 月 24 日一揽子政策出台后，银

行板块的行情或有逐步上升的态势，目前仍有较大的持仓提升空间。

图25：2024Q3 末基金持有银行比例微升至 2.82%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表14：2024Q3 末基金持股占流通股比上升较多的为江苏、上海、宁波银行等

序号	上市银行	持股占流通股比(%)		
		2024Q3	2024Q2	环比变动
1	江苏银行	2.25	1.49	0.76
2	上海银行	0.39	0.06	0.33
3	宁波银行	2.96	2.66	0.30
4	渝农商行	1.96	1.69	0.27
5	建设银行	3.55	3.40	0.15
6	长沙银行	2.22	2.08	0.14
7	齐鲁银行	0.88	0.76	0.13
8	中国银行	0.16	0.07	0.09
9	交通银行	0.32	0.25	0.06
10	浦发银行	0.08	0.02	0.06
11	兴业银行	0.17	0.13	0.05
12	招商银行	1.33	1.28	0.05
13	青岛银行	0.05	0.02	0.03
14	工商银行	0.28	0.27	0.01
15	张家港行	0.03	0.02	0.01
16	华夏银行	0.02	0.01	0.00
17	贵阳银行	0.00	0.00	0.00
18	民生银行	0.01	0.01	0.00
19	中信银行	0.01	0.02	-0.01
20	平安银行	0.04	0.05	-0.01

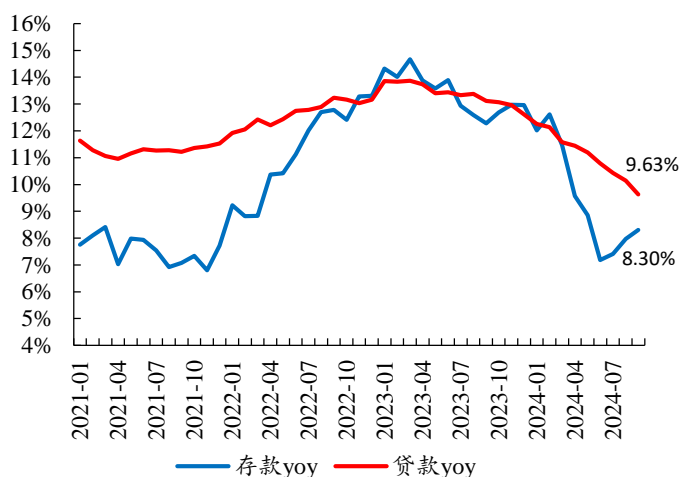
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、看透 2024 年银行业背后的故事

3.1、资产负债安排：“资产荒”与“负债荒”并存

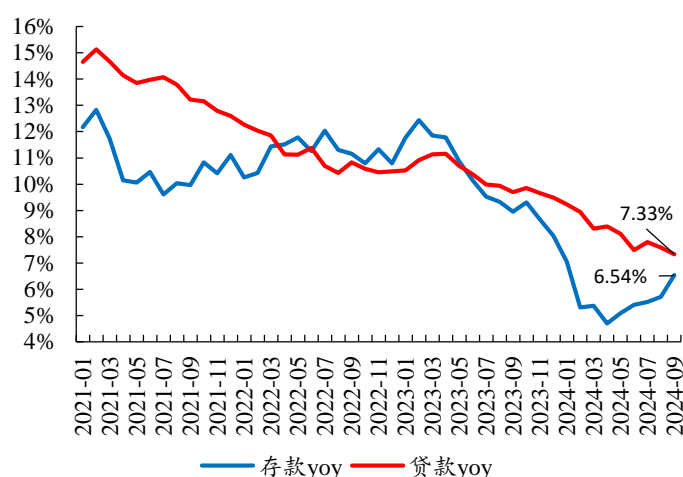
存贷降息+需求弱复苏，“资产荒”和“负债荒”并存。资产端缺少有效信贷需求，而负债端受理财分流、“手工补息”整改等因素影响，上半年呈现存贷增速双双下降的现象，也就是“资产荒”与“负债荒”同时出现，部分银行罕见出现缩表。（社融、中长贷、理财、信贷收支表存款）

图26：2024年上半年大行存贷增速均有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：图中“大行”指四大行+交行+邮储+国开行）

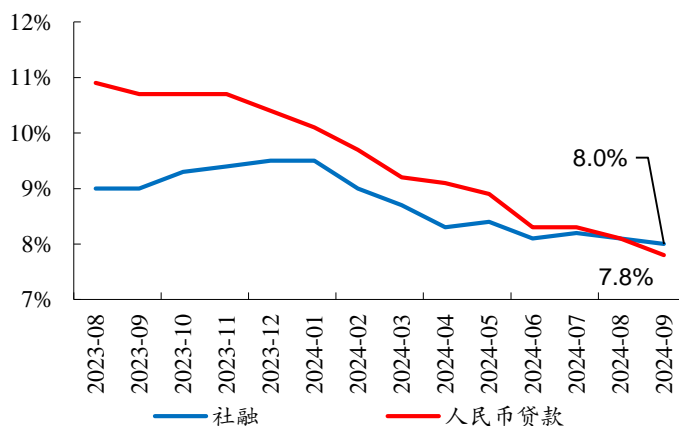
图27：2024年上半年中小银行存贷增速均有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：图中“全国性中小行”指2008年末总资产<2万亿的银行）

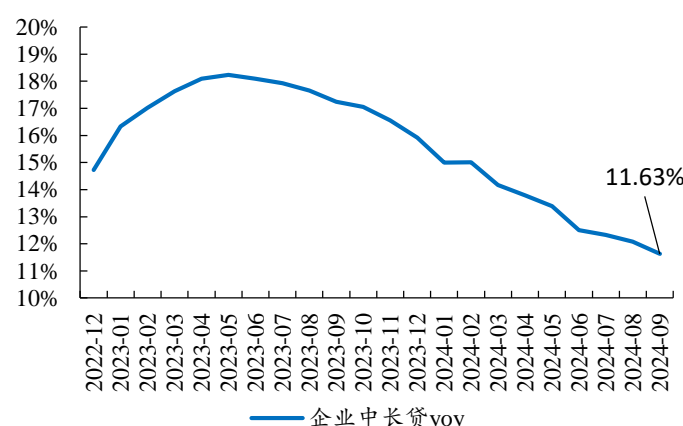
贷款需求仍未明显复苏，特别是企业中长贷增速继续回落。2024年9月社融存量增速环比-0.1pct至8.0%；企业中长贷同比增速环比降至11.63%，实体企业需求弱的现象仍未缓解。“资产荒”仍主要由实体需求恢复较慢导致，再加上“手工补息”后企业短贷增长放缓，导致“资产荒”阶段性加剧。

图28：2024年9月末社融和人民币贷款增速边际下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2024年9月企业中长贷同比增速降至11.63%



数据来源：Wind、开源证券研究所

“挤水分”规模测算：贷款约9600亿元，存款余额4.3万亿元。根据信贷收支表，2024年4-9月企业短贷同比少增合计9600亿元、2024年4-8月对公活期存款同比少增合计4.3万亿元，而9月末对公活期存款同比增长转正，或意味着“手工补息”取消的影响已基本释放完毕，银行存贷增长趋于协调。

表15: 2024年4-9月企业短贷同比少增合计9600亿元(亿元)

	当月新增									当月新增同比							
	人民币贷款合计	居民端			企业端				非银	居民端			企业端			非银	
		居民	居民短期	居民中长期	企业	企业短贷	企业中长贷	企业票据		居民	居民短期	居民中长期	企业	企业短贷	企业中长贷		企业票据
2024-09	15,900.00	5,000.00	2,700.00	2,300.00	14,900.00	4,600.00	9,600.00	686.00	-2,704.00	-3.585	-515	-3,170	-1,934	-1,086	-2,944	2,186	-860
2024-08	9,000.00	1,900.00	716.00	1,200.00	8,400.00	-1,900.00	4,900.00	5,451.00	-1,355.00	-2,022	-1,604	-402	-1,088	-1,499	-1,544	1,979	-997
2024-07	2,600.00	-2,100.00	-2,156.00	100.00	1,300.00	-5,500.00	1,300.00	5,586.00	2,057.00	-93	-821	772	-1,078	-1,715	-1,412	1,989	-113
2024-06	21,300.00	5,709.00	2,471.00	3,202.00	16,300.00	6,700.00	9,700.00	-393.00	-1,417.00	-3,930	-2,443	-1,428	-6,503	-749	-6,233	428	545
2024-05	9,500.00	757.00	243.00	514.00	7,400.00	-1,200.00	5,000.00	3,572.00	363.00	-2,915	-1,745	-1,170	-1,158	-1,550	-2,698	3,152	-241
2024-04	7,300.00	-5,166.00	-3,518.00	-1,666.00	8,600.00	-4,100.00	4,100.00	8,381.00	2,607.00	-2,755	-2,263	-510	1,761	-3,001	-2,569	7,101	473
2024-03	30,900.00	9,406.00	4,908.00	4,516.00	23,400.00	9,800.00	16,000.00	-2,500.00	-1,958.00	-3,041	-1,186	-1,832	-3,600	-1,015	-4,700	2,187	-1,579
2024-02	14,500.00	-5,907.00	-4,868.00	-1,038.00	15,700.00	5,300.00	12,900.00	-2,767.00	4,045.00	-7,988	-6,086	-1,901	-400	-485	1,800	-1,778	3,872
2024-01	49,200.00	9,801.00	3,528.00	6,272.00	38,600.00	14,600.00	33,100.00	-9,733.00	249.00	7,229	3,187	4,041	-8,200	-500	-1,900	-5,606	834
2023-12	11,700.00	2,221.00	759.00	1,462.00	8,916.00	-635.00	8,612.00	1,497.00	94.00	468	872	-403	-3,721	-219	-3,498	351	105
2023-11	10,900.00	2,925.00	594.00	2,331.00	8,221.00	1,705.00	4,460.00	2,092.00	-207.00	298	69	228	-616	1,946	-2,907	543	-108
2023-10	7,384.00	-346.00	-1,053.00	707.00	5,163.00	-1,770.00	3,828.00	3,176.00	2,088.00	-166	-541	375	537	73	-795	1,271	948
2023-09	23,100.00	8,585.00	3,215.00	5,470.00	16,834.00	5,686.00	12,544.00	-1,500.00	-1,844.00	2,082	177	2,014	-2,339	-881	-944	-673	-914
2023-08	13,600.00	3,922.00	2,320.00	1,602.00	9,488.00	-401.00	6,444.00	3,472.00	-358.00	-658	398	-1,056	738	-280	-909	1,881	67
2023-07	3,459.00	-2,007.00	-1,335.00	-672.00	2,378.00	-3,785.00	2,712.00	3,597.00	2,170.00	-3,224	-1,066	-2,158	-499	-239	-747	461	694
2023-06	30,500.00	9,639.00	4,914.00	4,630.00	22,803.00	7,449.00	15,933.00	-821.00	-1,962.00	1,157	632	463	687	543	1,436	-1,617	-306
2023-05	13,600.00	3,672.00	1,988.00	1,684.00	8,558.00	350.00	7,698.00	420.00	604.00	784	148	637	-6,742	-2,292	2,147	-6,709	143
2023-04	7,188.00	-2,411.00	-1,255.00	-1,156.00	6,839.00	-1,099.00	6,669.00	1,280.00	2,134.00	-241	601	-842	1,055	849	4,017	-3,868	755
2023-03	38,900.00	12,447.00	6,094.00	6,348.00	27,000.00	10,815.00	20,700.00	-4,687.00	-379.00	4,908	2,246	2,613	2,200	2,726	7,252	-7,874	75
2023-02	18,100.00	2,081.00	1,218.00	863.00	16,100.00	5,785.00	11,100.00	-989.00	173.00	5,450	4,129	1,322	3,700	1,674	6,048	-4,041	-1,617
2023-01	49,000.00	2,572.00	341.00	2,231.00	46,800.00	15,100.00	35,000.00	-4,127.00	-585.00	-5,858	-665	-5,193	13,200	5,000	14,000	-5,915	832

数据来源: Wind、开源证券研究所

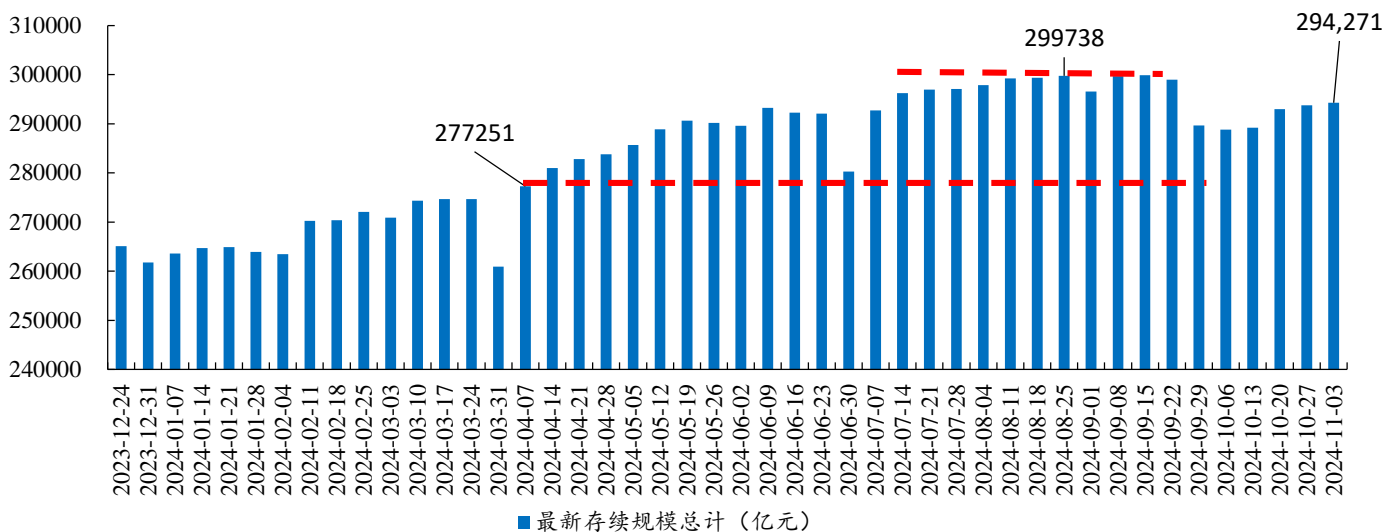
表16: 2024年4-8月对公活期存款同比少增合计4.3万亿元(亿元)

	存款类金融机构:人民币:资金来源(当月值同比)											
	境内存款合计	境内存款									政府存款	非银金融机构存款
		个人存款合计	个人存款细项		非金融企业存款合计	非金融企业存款细项		政府存款细项				
		活期	定期及其他		活期	定期及其他	财政	机关团体				
2024-09	16,556.02	-3,257.02	-2,585.26	-671.76	5,535.37	4,111.25	1,424.11	718.54	-230.33	948.87	13,559.14	
2024-08	12,723.79	-762.98	606.27	-1,369.26	-5,516.52	-4,499.93	-1,016.60	3,117.46	5,674.41	-2,556.95	15,885.84	
2024-07	1,209.12	4,773.68	434.88	4,338.82	-2,634.58	-5,573.02	2,938.44	-3,205.50	-2,624.18	-581.32	2,275.51	
2024-06	-13,487.49	-5,314.52	-3,524.95	-1,789.58	-10,717.18	-4,689.38	-6,027.80	2,335.30	2,302.73	32.57	208.93	
2024-05	3,652.81	-1,195.34	3,901.48	-5,096.82	-6,583.22	-7,861.46	1,278.25	2,276.10	5,263.85	-2,987.75	9,155.25	
2024-04	-35,012.60	-6,433.26	-1,496.23	-4,937.03	-17,335.22	-20,872.30	3,537.08	-6,025.45	-4,047.47	-1,977.98	-5,218.68	
2024-03	-9,935.76	-852.83	-846.02	-6.80	-5,037.72	-1,616.11	-3,421.61	1,785.67	750.30	1,035.37	-5,830.87	
2024-02	-18,879.62	24,085.12	18,170.19	5,914.92	-42,717.80	-20,744.94	-21,972.85	-16,817.25	-8,354.76	-8,462.49	16,570.31	
2024-01	-14,642.62	-36,563.88	-6,020.24	-30,543.64	18,731.37	18,235.37	495.98	8,010.56	1,775.80	6,234.76	-4,820.68	
2023-12	-6,083.55	-9,086.95	-8,094.86	-992.09	2,187.47	1,162.29	1,025.19	533.49	1,708.70	-1,175.21	282.45	
2023-11	-2,440.59	-13,458.68	-8,339.14	-5,119.55	483.45	285.78	197.66	440.05	387.92	52.13	10,094.59	
2023-10	8,267.01	-1,265.85	272.25	-1,538.09	3,192.45	2,167.59	1,024.87	2,873.41	2,229.40	644.01	3,466.99	
2023-09	-3,258.18	1,334.66	-532.68	1,867.35	-5,696.53	-3,246.13	-2,450.40	3,030.95	2,672.77	358.18	-1,927.25	
2023-08	1,058.09	-409.19	-2,929.02	2,519.82	-564.02	-3,203.16	2,639.14	4,021.50	2,483.98	1,537.52	-1,990.20	
2023-07	-12,019.87	-4,713.49	-2,313.68	-2,399.82	-4,878.80	-1,259.76	-3,619.02	3,344.18	4,214.12	-869.94	-5,771.77	
2023-06	-9,206.72	2,012.85	685.91	1,326.95	-8,813.50	-4,110.55	-4,702.98	-6,017.09	-6,128.69	111.60	3,611.03	
2023-05	-16,984.44	-2,029.37	-2,635.10	605.73	-12,629.80	-6,110.86	-6,518.93	-2,490.08	-3,222.81	732.73	164.82	
2023-04	-6,256.31	-4,954.45	-4,778.86	-175.59	-158.77	697.04	-855.81	4,487.32	4,617.87	-130.55	-5,630.42	
2023-03	11,524.53	2,104.54	679.37	1,425.18	-816.60	-2,290.28	1,473.68	-17.01	13.19	-30.20	10,253.59	
2023-02	2,919.09	10,848.49	4,452.93	6,395.55	11,472.79	-1,102.34	12,575.12	-262.28	-1,444.26	1,181.98	-19,139.90	
2023-01	29,838.48	7,749.58	-11,096.31	18,845.89	6,587.97	11,073.31	-4,485.33	3,518.72	768.70	2,750.02	11,982.22	

数据来源: Wind、开源证券研究所

为何出现“负债荒”?“手工补息”整改后存款流入理财约2.2万亿元。从时点来看,手工补息为4月8日取消到8月25日理财规模高点接近30万亿元,理财共增长了2.2万亿元,这部分主要是受到高息存款整改的影响,造成银行表内负债缺口的拉大。但截至2024年9月末存款流入理财的影响已基本结束,理财规模增长较为缓慢。

图30：“手工补息”整改后存款流入理财的规模约 2.2 万亿元（亿元）



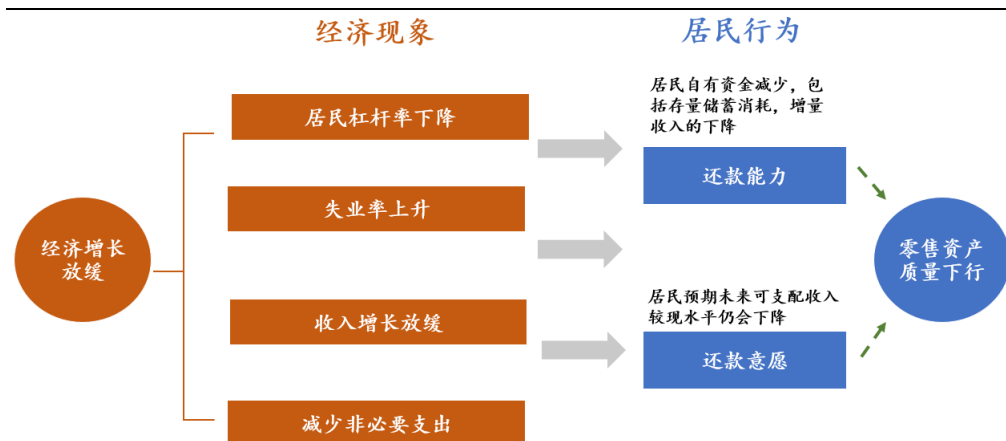
数据来源：普益标准、开源证券研究所

3.2、资产质量：个贷不良上升、对公风险缓释

3.2.1、宏观环境变化逐步向居民端传导

偏弱宏观环境引起的经济变化逐步向居民传导。伴随经济增长放缓，其宏观现象逐步向居民微观行为传导。一方面居民的整体财富水平降低，收入水平下降影响了其还款能力；另一方面居民未来收入的预期以及生活状况改善的信心仍不足，其还款意愿亦降低，上述因素共同加剧了零售业务的风险。

图31：经济现象至居民行为的传递影响银行零售资产质量

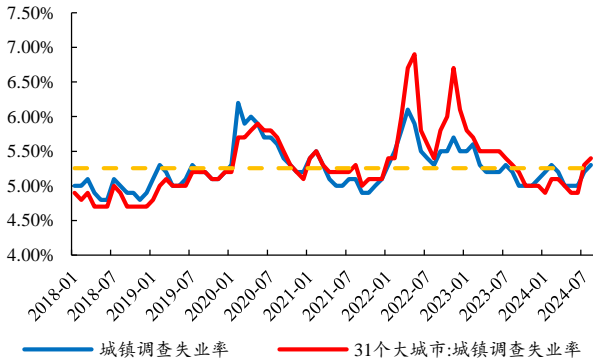


资料来源：开源证券研究所

居民整体收入下降影响了居民整体财富水平。2018 年以来城镇失业率均值约为 5.6%，但在 2022-2023 年期间失业率水平高于均值，最高达 6.0%，此外 31 个大城市失业水平更高。一方面，有效需求回落使得企业裁员节省开支；另一方面，疫情期间小企业受停工停产影响经营压力加剧，部分企业破产裁员亦推升失业率。此外，失业率并不仅仅影响当期，部分居民尽管失业后又找到工作，但失业期间收入的损

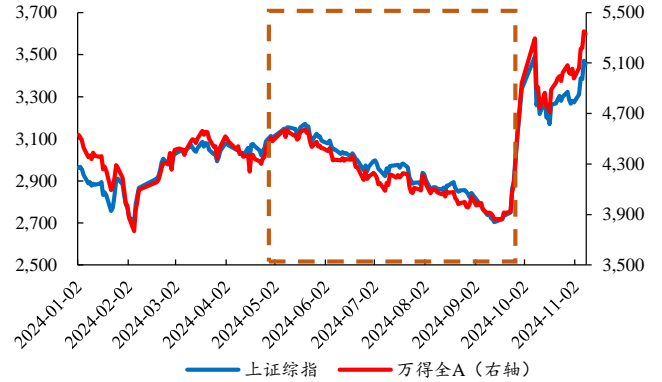
失，亦持续影响其后期支出行为。同时年内资本市场持续调整亦造成财富水平整体缩水。在9月增量政策未出台之前，资本市场对经济复苏的预期偏谨慎，年内股指整体呈震荡下行趋势，部分风险偏好较高的投资者财富下降幅度较大，亦影响其还贷决策。

图32: 2022-2023年期间失业率较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

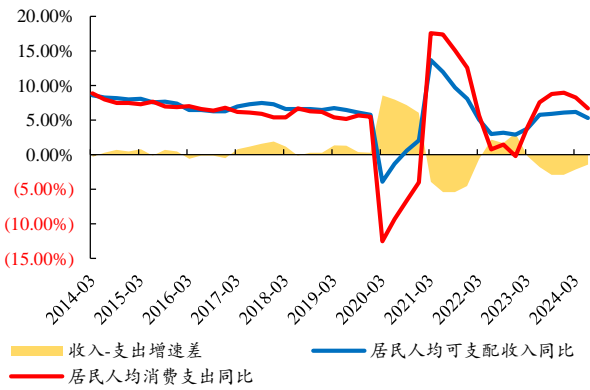
图33: 增量政策出台前年内股指震荡下行



数据来源: Wind、开源证券研究所

居民人均收入-支出增速差由正转负。在失业率上升的环境下，企业缩减开支，居民收入下降，但支出端保持刚性，导致居民收入-支出增速呈现负值，该指标对居民的预期影响或大于当期支出决策。负债端，一方面由于商业银行负债重定价周期慢于资产端，另一方面存贷利率仍呈双轨特征，贷款利率挂钩LPR同步下行，而存款成本不仅受挂牌利率影响，同时存款定期化趋势亦抬升整体存款成本，叠加商业银行竞争存款过程中的价格战，居民债务成本呈现刚性特征。

图34: 2020年以后居民人均收入-支出增速差长期为负



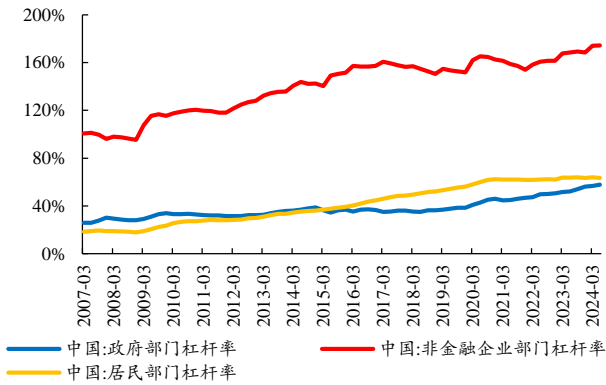
数据来源: Wind、开源证券研究所

表17: 商业银行负债成本率刚性

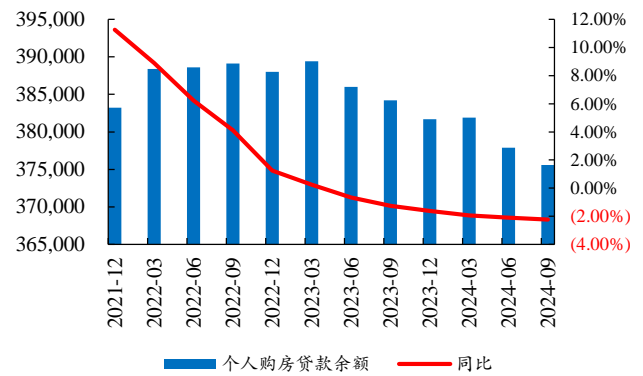
	生息资产加权收益率					趋势
	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	
国有	3.58%	3.57%	3.52%	3.49%	3.30%	↓
股份	4.15%	4.13%	4.02%	3.97%	3.77%	
城商	4.22%	4.20%	4.07%	4.03%	3.86%	
农商	4.12%	4.06%	3.88%	3.81%	3.61%	
全部	3.78%	3.77%	3.69%	3.65%	3.46%	
	计息负债加权成本率					趋势
	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	
国有	1.77%	1.83%	1.99%	2.02%	1.98%	↑
股份	2.16%	2.17%	2.21%	2.23%	2.17%	
城商	2.32%	2.30%	2.28%	2.31%	2.24%	
农商	2.22%	2.18%	2.12%	2.13%	2.04%	
全部	1.93%	1.96%	2.07%	2.10%	2.05%	

数据来源: Wind、开源证券研究所

借贷意愿降低突显违约风险。观察各部门的杠杆水平，2020年以后政府及企业部门杠杆率保持平稳增长，但居民部门加杠杆意愿趋缓，2024年6月末居民部门杠杆率为63.5%，较2020年末仅上升1.20%，同期政府及企业部门杠杆率上升幅度均超10%。杠杆率放缓反映了居民当前借贷的意愿边际下降，这一方面使银行个贷投放承压，另一方面存量信贷亦面临居民降低负债率而主动违约的风险。此外，个贷规模增长受制亦从分母端抬升不良率压力，年内个人按揭贷款规模持续收缩，商业银行无法通过做大规模的方式去稀释不良率，个贷不良率亦受此影响而上行。

图35：2020年后居民加杠杆意愿明显放缓


数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：年内个人按揭贷款规模持续收缩


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2.2、各类零售贷款风险普遍上升

2024H1 仅个别银行零售资产质量略有改善，其余银行零售不良率均上升。国有行中，农行及邮储银行不良率上升幅度较小；股份行中浙商银行零售不良率环比下降，招行、兴业、平安零售不良压力相对小；个别城、农商行零售不良增幅明显，重庆、贵阳、苏州、厦门银行零售不良率环比上升均超 30bp。

表18: 上市银行零售贷款不良率整体上升 (%)

银行	经营贷			按揭			消费贷			信用卡			零售		
	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化
工商银行	0.86	0.91	0.05	0.44	0.60	0.16	1.34	1.65	0.32	2.45	3.03	0.58	0.70	0.90	0.20
建设银行	0.95	1.57	0.61	0.42	0.54	0.12	0.86	0.90	0.04	1.66	1.86	0.20	0.66	0.84	0.18
农业银行	0.88	0.92	0.04	0.55	0.58	0.03	1.04	1.17	0.13	1.40	1.42	0.02	0.73	0.79	0.06
中国银行				0.42	0.47	0.06				1.83	1.66	-0.17	0.76	0.88	0.11
邮储银行	1.72	1.87	0.15	0.55	0.50	-0.05	1.80	1.55	-0.26	1.71	1.73	0.02	1.12	1.14	0.02
交通银行	0.78	0.88	0.09	0.37	0.48	0.11				1.92	2.32	0.41	0.81	0.98	0.17
招商银行	0.61	0.63	0.02	0.37	0.40	0.03	1.23	1.15	-0.08	1.75	1.78	0.03	0.89	0.90	0.02
浦发银行	1.51	1.60	0.09	0.62	0.75	0.13	2.78	2.98		2.43	2.56	0.13	1.42	1.54	0.13
兴业银行	0.79	0.80	0.01	0.56	0.65	0.08	2.08	2.20		3.93	3.88	-0.05	1.42	1.42	0.00
中信银行				0.50	0.71	0.21				2.53	2.57	0.04	1.21	1.30	0.09
民生银行	1.20	1.38	0.18	0.67	0.83	0.15	1.02	0.96	-0.05	2.98	3.24	0.26	1.52	1.69	0.17
光大银行													1.36	1.47	0.11
平安银行	0.83	0.83	-0.00	0.30	0.44	0.14	1.23	1.46	0.23	2.77	2.70	-0.07	1.37	1.42	0.05
华夏银行													1.69	2.18	0.49
浙商银行													1.91	1.85	-0.06
北京银行													1.15	1.35	0.20
上海银行	1.15	1.49	0.35	0.26	0.35	0.08	1.21	1.49	0.28	1.76	2.14	0.38	0.89	1.11	0.22
江苏银行	1.79	1.58	-0.21										0.87	1.03	0.16
南京银行				0.43	0.50								1.50	1.64	0.14
宁波银行		3.04			0.60			1.56					1.50	1.67	0.18
杭州银行	0.69	0.91	0.22	0.13	0.16	0.04							0.59	0.76	0.17
成都银行	0.97	0.92	-0.05	0.45	0.63	0.19	0.71	0.70	-0.01				0.55	0.68	0.13
重庆银行	4.42	5.37	0.95	0.77	1.08	0.31	1.31	1.42	0.10	1.99	2.46	0.47	1.98	2.44	0.46
贵阳银行													2.79	3.48	0.69
青岛银行													1.44	1.95	0.51
齐鲁银行													1.18	1.32	0.14
郑州银行	2.44	2.31	-0.13	1.17	1.12	-0.05	1.08	0.96	-0.12	2.11	2.22	0.12	1.72	1.64	-0.08
苏州银行	1.51	2.27	0.76	0.17	0.27	0.10							1.02	1.33	0.31
厦门银行													0.51	0.99	0.48
沪农商行													1.12	1.32	0.21
渝农商行	2.05	1.78	-0.27	1.11	1.05	-0.07							1.60	1.58	-0.02
青农商行	2.04	1.83	-0.21	1.15	1.33	0.18	1.71	2.06	0.35				1.67	1.66	-0.01
瑞丰银行													1.49	1.77	0.28
常熟银行	0.78	0.91	0.13	0.46	0.44	-0.02	0.79	0.86	0.07	1.40	2.74	1.34	0.78	0.91	0.13

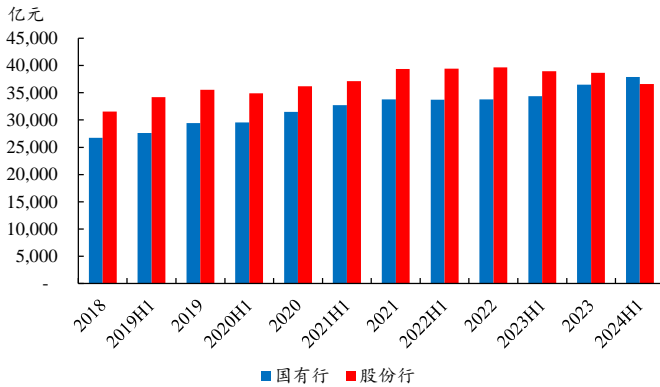
数据来源: Wind、开源证券研究所 (四大行为境内口径, 南京银行和中信银行零售分项为母行口径, 部分银行经营贷口径包含其他贷款, 例如农业银行经营贷=个人经营贷+惠农e贷)

信用卡不良率在零售贷款中最高。国股行信用卡贷款总量及占比均高, 且信用卡贷款具有金额小、客群分散的特点, 因此易产生逾期, 致使信用卡不良率在各类零售贷款中最高。2024H1 部分国有行信用卡风险边际上升, 工行、交行信用卡不良上升幅度均超 40bp, 农行和邮储相对稳定, 中行大幅改善。股份行中, 招行仍维持较低的信用卡不良率, 边际变化平稳, 浦发、民生信用卡压力加剧。我们认为信用卡不良上升体现了居民还款能力及意愿均有所下行, 若未来居民收入端修复缓慢, 则国股行信用卡资产质量将持续承压。

信用卡资产质量企稳需待客群质量整体改善。国股行信用卡贷款总量及占比均高, 在经济增速较快零售业务发展迅速时, 部分银行追求信用卡业务规模及贷款市场份额, 向部分较高风险的客户发卡放贷, 这部分客群成为当前信用卡业务资产质量压力的主要来源。2022 年原银保监会与央行联合发布《关于进一步促进信用卡业务规范健康发展的通知》(以下简称通知), 其中明确: **第一、银行业金融机构不得**

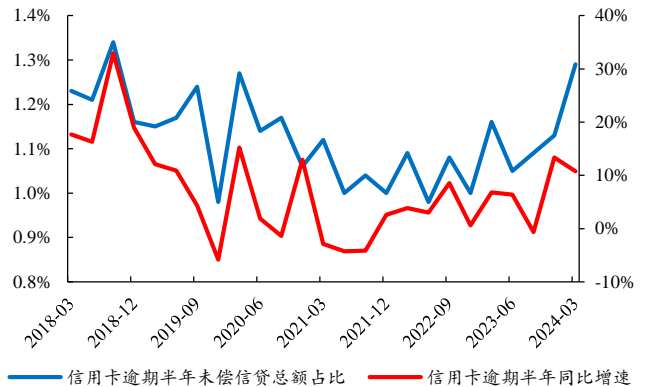
对已办理分期的资金余额再次办理分期；第二、现金分期额度不得超 5 万元，期限不得超过 2 年。由于信用卡套利客户具有上述需求，故通知发布后部分银行对存量套利客户持续压降，例如股份行信用卡贷款规模持续下降。而随着两年过渡期的结束，整改完成后剩余风险将在 2024 年集中体现，故 2023 年末及 2024H 国股行信用卡不良普遍上升，信用卡逾期半年未偿贷款占比年内亦上升。我们认为，除宏观环境影响之外，监管政策对金融机构行为的影响会造成银行获客行为的变化，从而影响其客群质量。个别银行当前信用卡不良率高企，但随着粗犷获客模式的转变，存量客户风险持续压降，未来或将看到信用卡风险企稳。

图37：股份行信用卡贷款规模下降，国有行持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

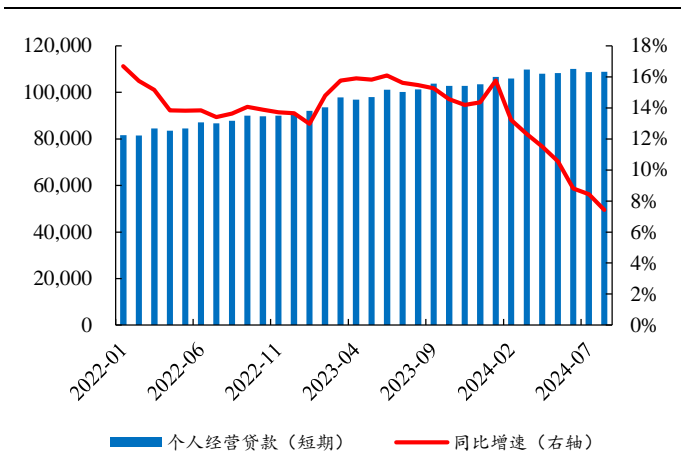
图38：信用卡逾期半年未偿占比上升



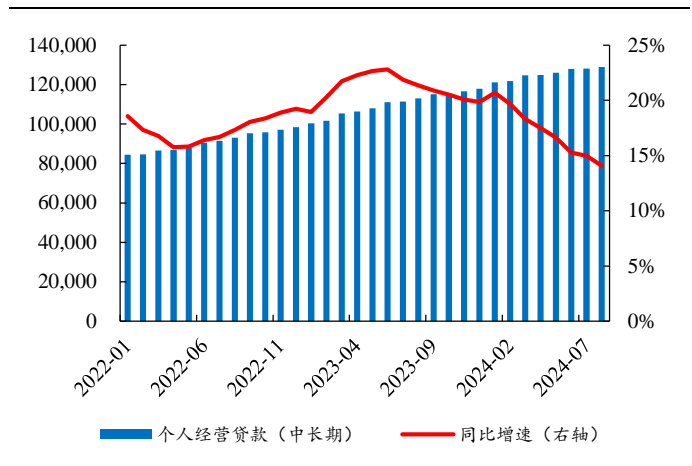
数据来源：Wind、开源证券研究所

个人经营贷置换按揭行为放缓，不良差异源于客群基础。2024H1 上市银行个人经营贷不良变化分化明显，部分银行风险略有降低，但另一部分银行，例如建设银行、重庆银行、苏州银行，经营贷不良环比分别上升 61 bp、95 bp 和 76bp，上升幅度较大。我们认为不同银行经营贷潜在风险大小取决于客群基础，具有真实经营需求的信贷客户，其还款能力及意愿显著强于以经营贷置换存量按揭的客户。

居民经营贷置换按揭行为或减少。短期个人经营贷增速高峰位于 2024Q1，中长期位于 2023H1，随后增速出现明显回落，或体现居民以经营贷置换按揭行为的减弱。一方面对于新购房者，由于央行 5 月份对个人住房贷款利率政策进行了调整，随后主要城市均放款了首套及二套房的利率政策下限，致使新购房者通过置换的套利空间缩窄，抑制经营贷套利需求；另一方面对于存量购房客户，由于各类资产收益率的下行，当前置换按揭的性价比低于提前还贷，故在现金流充足的情况下，购房者倾向于提前偿还。随着央行 9 月份对存量按揭进行调降，我们预计通过经营贷置换按揭的行为将持续减少，未来经营贷增速或仍呈下降趋势。

图39：年内短期经营贷同比增速下降较快（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：中长期经营贷同比增速亦下降（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

存量按揭调降减少客户违约概率，按揭风险仍可控。按揭属于商业银行优质资产，具有收益率高，风险低的特点。2024H1上市银行按揭不良整体上行，部分银行上升幅度超20bp，但我们认为按揭贷款风险仍处可控范围：第一、部分客户受房价下降影响产生断贷动机，但相比于消费贷及信用卡，按揭贷款抵押品充足，且当前不良率仍处低位；第二、政策端亦有加码空间，随着LPR锚定基准由MLF转变为OMO操作利率，央行于9月27日下调7天OMO操作利率20bp至1.50%，10月LPR跟随调降25bp（1年期及5年期均下调）创历史最大降幅，大幅缓解居民端还款压力。央行对利率的调整虽造成银行资产端收益率的下行，但同时也降低了客户违约形成损失的风险；第三、按揭不良率上升亦和居民提前还贷及按揭投放需求不足有关，银行受制于需求有限无法通过大量投放贷款来稀释不良率，故按揭不良指标压力有所上升，但整体风险水平未有显著变化。

存量按揭调降减少客户违约概率。“517”房地产新政推出后，北上深降低了新发放按揭利率的下限，广州取消下限，但仍未解决新老购房者存在房贷利差的矛盾。故9月份央行对个人住房贷款利率定价机制进行改革，引导存量房贷利率降至新发放贷款利率附近。参考各家行公告，对于新发放房贷利率未设置下限地区统一调整为LPR-30bp，北上深调整至加点利率下限水平（针对二套）。随着存量按揭利率的调降，过去高息客户还款压力得以缓解，客户违约风险边际降低，未来风险仍可控。

表19：主要城市房地产信贷政策变化情况

北京		年中政策 (2024.6.26)	新政策 (2024.9.30)
首付比例	首套	20%	15%
	二套	五环以内 35%、五环以外 30%	20%
商贷利率	首套	LPR-45bp (3.15%)	不变
	二套	五环以内 LPR-5bp(3.55%)、五环以外 LPR-25bp(3.35%)	
上海		年中政策 (2024.5.27)	新政策 (2024.9.29)
首付比例	首套	20%	15%
	二套	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 30%， 其余地区 35%	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 30%， 其余地区 25%
商贷利率	首套	LPR-45bp (3.15%)	不变
	二套	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山为 LPR-25bp (3.35%)，其余地区为 LPR-5bp (3.55%)	
广州		年中政策 (2024.5.28)	新政策 (2024.9.29)
首付比例	首套	15%	取消限购政策，首付款比例统一为 15%
	二套	25%	
商贷利率	首套	取消利率下限	
	二套	取消利率下限	
深圳		年中政策 (2024.5.28)	新政策 (2024.9.29)
首付比例	首套	20%	15%
	二套	30%	深汕合作区 15%并取消利率下限，其余区域 20%
商贷利率	首套	LPR-45bp (3.15%)	不变
	二套	LPR-5bp (3.55%)	

资料来源：各地政府官网、各地人民银行分行、开源证券研究所

3.2.3、对公贷款风险整体改善

对公不良压力处于可控区间。2024H1，上市银行主要对公行业中，制造业、租赁及商务服务业不良率较 2023 年末整体改善，城、农商行批发零售业和建筑业风险边际上升，个别股份行及城商行房地产业仍承压。我们认为各家银行对于房地产风险暴露的节奏存在差异，部分银行前期暴露较充分，另一部分银行仍存处于风险暴露期的项目。随着时间推移，个别银行前期风险项目持续暴露或形成不良率上升压力，但由于各家行风险准入边际收紧，新项目生成不良较少，叠加对存量风险的持续处置，未来对公业务风险仍处于可控区间。

表20：2024H1 上市银行对公贷款不良率改善幅度较大（%）

银行	交运、仓储和邮政			制造业			租赁和商务服务业			批发和零售业			建筑业			房地产			对公		
	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化
工商银行	0.46	0.44	(3)	2.26	1.87	(38)	1.83	1.78	(5)	3.95	3.72	(23)	3.04	2.89	(15)	5.37	5.35	(2)	1.81	1.69	(12)
建设银行	0.95	0.81	(14)	1.81	1.52	(28)	1.82	1.74	(8)	1.91	2.12	21	2.63	2.21	(42)	5.64	5.20	(44)	1.88	1.69	(19)
农业银行	0.55	0.68	13	2.03	1.71	(32)	1.96	1.92	(4)	2.48	2.39	(9)	2.04	1.98	(5)	5.42	5.42	0	1.83	1.70	(13)
中国银行	0.44	0.41	(3)	1.44	1.25	(19)	1.50	1.36	(14)	0	1.08	1.05	(3)	5.51	4.94	(56)	1.48	1.33	(15)		
邮储银行	0.07	0.06	(0)	0.65	0.61	(4)	0.74	0.62	(11)	0.96	1.04	9	0.50	0.63	13	2.45	2.25	(20)	0.55	0.54	(1)
交通银行	0.60	0.47	(13)	1.96	1.65	(32)	0.70	0.69	(1)	2.70	2.62	(8)	1.40	1.19	(21)	4.99	4.97	(2)	1.65	1.54	(11)
招商银行	0.34	0.27	(7)	0.53	0.48	(5)	0.76	0.76	(1)	0.67	0.68	0	0.30	0.67	37	5.26	5.12	(14)	1.19	1.13	(6)
浦发银行	0.39	0.35	(4)	1.39	1.20	(19)	0.98	0.84	(14)	2.62	2.59	(3)	1.61	1.19	(42)	4.11	2.74	(137)	1.67	1.48	(19)
兴业银行	0.24	0.06	(18)	0.57	0.79	22	0.95	0.90	(5)	3.66	3.24	(42)	1.32	1.51	19	0.84	1.08	24	0.96	0.97	1
中信银行	0.19	0.22	3	2.24	2.16	(8)	0.63	0.83	20	1.68	1.76	8	2.86	1.78	(207)	2.59	2.30	(29)	1.37	1.25	(13)
民生银行	0.28	0.31	3	1.29	1.18	(11)	1.15	0.69	(47)	1.36	0.94	(42)	1.03	0.56	(47)	4.92	5.29	37	1.63	1.45	(18)
光大银行	0.78	0.65	(13)	1.06	0.96	(10)	0.55	0.46	(8)	2.25	2.74	48	0.79	0.73	(6)	5.33	4.5	(82)	1.24	1.18	(6)
平安银行	0.08	0.07	(1)	0.32	0.67	35	0	1.17	1.19	2	1.94	2.01	7	0.86	1.26	40	0.74	0.75	1		
华夏银行	2.06	1.95	(11)	2.07	1.90	(17)	0.35	0.34	(1)	3.61	3.31	(31)	2.56	3.04	47	4.21	2.56	(165)	1.76	1.51	(25)
浙商银行	6.79	7.15	35	0.82	1.12	30	2.00	1.73	(27)	0.96	1.57	61	1.19	1.17	(2)	2.48	1.26	(122)	1.37	1.38	1
北京银行																			1.58	1.44	(14)
上海银行	1.13	1.11	(3)	0.31	0.51	20	1.41	1.37	(4)	1.80	2.02	22			0	2.11	1.39	(72)	1.45	1.40	(5)
江苏银行	0.08	0.59	51	1.12	0.90	(22)	0.45	0.27	(18)	1.92	2.08	16	1.40	0.87	(53)	2.54	2.83	29	1.05	0.90	(16)
南京银行	0.10	0.11	0	0.83	0.88	4	0.16	0.29	13	1.52	1.32	(21)	5.72	0.64	(508)	0.61	0.32	(29)	0.70	0.58	(12)
宁波银行	0.17	0.11	(5)	0.39	0.40	1	0.07	0.06	(1)	0.47	0.39	(8)	0.20	0.19	(2)	0.10	0.10	(1)	0.26	0.22	(4)
杭州银行	0.15	0.15	(1)	1.14	0.90	(24)	0.49	0.52	3	0.81	0.64	(16)	0.36	0.31	(5)	6.36	7.07	71	0.84	0.76	(8)
成都银行	0.01	0.01	(0)	1.17	1.15	(2)	0.19	0.15	(5)	1.09	1.60	51	2.69	3.98	129	3.04	1.82	(123)	0.71	0.66	(5)
重庆银行	1.33	1.31	(2)	3.11	3.14	4	0.05	0.13	8	5.19	2.57	(262)	0.48	1.29	81	6.48	5.78	(70)	1.33	0.99	(35)
贵阳银行				0.26	0.28	2				4.10	4.65	55	2.18	2.23	5	1.83	0.50	(133)	1.38	1.30	(8)
青岛银行	0.02	0.02	(1)	3.28	2.80	(48)				1.22	1.34	12	0.32	0.31	(1)	2.30	2.17	(13)	1.09	0.92	(17)
齐鲁银行				5.67	5.54	(13)	0.13	0.10	(3)	1.50	1.34	(16)	0.20	0.38	18	1.37	1.39	2	1.35	1.26	(8)
郑州银行	0.47	0.45	(2)	5.19	5.88	69	1.11	1.03	(8)	2.78	2.71	(7)	1.00	1.08	7	6.48	6.86	38	2.09	2.08	(2)
苏州银行	0.12	0.09	(3)	0.89	0.78	(11)	0.01	0.00	(1)	1.20	1.31	11	0.65	0.37	(7)	2.60	1.64	(97)	0.75	0.64	(11)
厦门银行	0.74	0.66	(8)	2.36	2.54	18	0.14	0.02	(12)	0.37	0.48	11	0.76	0.76	0	4.70	0.03	(467)	1.09	0.73	(36)
沪农商行	0.24	0.94	70	0.51	0.68	17	0.57	0.36	(22)	1.39	2.43	105	1.19	2.26	107	2.18	1.73	(46)	1.10	1.03	(7)
渝农商行				0.90	0.82	(8)	0.36	0.56	20	2.89	3.09	19	0.70	1.99	129	9.27	6.88	(239)	1.04	1.07	3
青农商行	1.58	2.72	113	6.86	4.63	(223)	0.03	0.03	(0)	3.08	1.80	(127)	0.89	3.31	242	1.36	4.79	343	2.07	2.07	(0)
瑞丰银行				0.36	0.35	(1)	0.21	0.17	(4)	1.68	0.80	(88)	0.27	0.06	(21)				0.61	0.40	(20)
常熟银行				1.12	0.94	(18)	0.89	0.34	(55)	0.67	0.76	9							0.83	0.66	(17)

数据来源：Wind、开源证券研究所（四大行为境内口径，南京银行为母行口径）

尽管部分房企现金流承压，但对公房贷风险仍改善。我们该现象主要源于：第一、银行逆周期收紧了对公信贷风险政策，逆向选择的过程提升了客户质量；第二、央、国企等大型企业抗击系统性风险能力较强，现金流虽边际承压，但其雄厚体量仍可满足其生产经营及还本付息；第三、受前期对房地产及城投冲击的担忧，银行前瞻性的多计提了拨备，故即使本期形成损失，盈利所受影响仍有限。尽管部分房企当前仍处于出险过程中，但自2022年以来房地产政策持续放松，为房地产行业持续发展奠定了政策，未来需关注预期修复下房企现金流压力的缓解，此过程将持续降低银行房地产贷款风险。

表21：2022年以来房地产政策持续放松

时间	来源	内容
2024年9月	央行	降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例；引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近；统一首套房和二套房的房贷最低首付比例；延期经营性物业贷款和“金融16条”两项政策至2026年底。
2024年5月	央行	取消全国层面住房贷款利率政策下限；降低首付比例；降低公积金贷款利率；设立3000亿元保障性住房再贷款。
2024年1月	住建部、金融监管总局	建立城市房地产融资协调机制；符合条件的房企可将经营性物业贷款用于偿还房地产领域贷款和债券。
2023年12月	中央经济工作会议	将房地产列为防范化解重点领域风险的首位，强调要积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求；加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”，加快构建房地产发展新模式。
2023年7月	央行、金融监管总局	延长“金融16条”中两项金融支持房地产核心融资政策期限；推进“第二支箭”持续支持民营企业和企业类企业债券融资。
2023年1月	央行、银保监会	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制
2022年11月	央行、银保监会	发布“金融16条”，涵盖保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度等六大方面。
2022年9月	央行、银保监会	阶段性调整差别化住房信贷政策，符合条件的城市政府可自主决定维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限

资料来源：Wind、开源证券研究所

3.3、息差：继续收窄，但降幅逐渐放缓

贷款利率降幅收窄，叠加存款挂牌利率下调红利释放，净息差降幅放缓。

表22：2024年国有行官网存款挂牌利率下调两轮

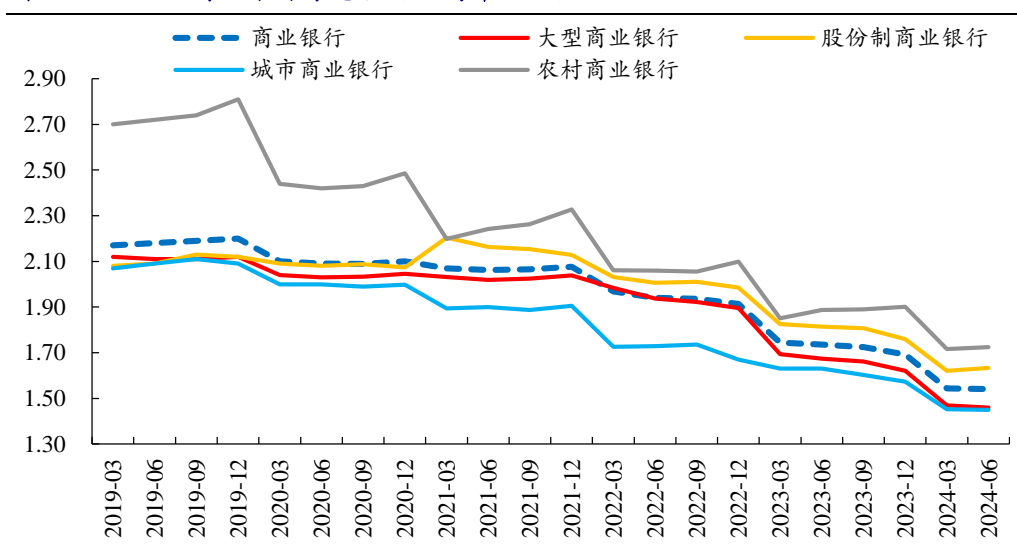
调整时间	官网存款挂牌利率下调幅度 (BP)						
	活期	3M	6M	1Y	2Y	3Y	5Y
2022-09-15	-5	-10	-10	-10	-10	-15	-10
2023-06-08	-5	-	-	-	-10	-15	-15
2023-09-01	-	-	-	-10	-20	-25	-25
2023-12-22	-	-10	-10	-10	-20	-25	-25
2024-07-25	-	-10	-10	-10	-20	-20	-20
2024-10-18	-	-25	-25	-25	-25	-25	-25

数据来源：各银行官网、开源证券研究所

表23：2024年9月新发放贷款利率降幅明显收窄

日期	利率 (%)					环比降幅 (BP)				
	新发企业贷款	新发按揭贷款	1Y-LPR	5Y-LPR	MLF	新发企业贷款	新发按揭贷款	1Y-LPR	5Y-LPR	MLF
2024-09	3.63	3.32	3.35	3.85	2.00	0	-13	-10	-10	-50
2024-06	3.63	3.45	3.45	3.95	2.50	-10	-24	0	0	0
2024-03	3.73	3.69	3.45	3.95	2.50	-2	-28	0	-25	0
2023-12	3.75	3.97	3.45	4.20	2.50	-7	-5	0	0	0
2023-09	3.82	4.02	3.45	4.20	2.50	-13	-9	-10	0	-15
2023-06	3.95	4.11	3.55	4.20	2.65	0	-3	-10	-10	-10
2023-03	3.95	4.14	3.65	4.30	2.75	-2	-12	0	0	0
2022-12	3.97	4.26	3.65	4.30	2.75	-3	-8	0	0	0
2022-09	4.00	4.34	3.65	4.30	2.75	-16	-28	-5	-15	-10
2022-06	4.16	4.62	3.70	4.45	2.85	-20	-87	0	-15	0
2022-03	4.36	5.49	3.70	4.60	2.85	-21	-14	-10	-5	-10
2021-12	4.57	5.63	3.80	4.65	2.95	-2	9	-5	0	0
2021-09	4.59	5.54	3.85	4.65	2.95	1	12	0	0	0
2021-06	4.58	5.42	3.85	4.65	2.95	-5	5	0	0	0
2021-03	4.63	5.37	3.85	4.65	2.95	2	3	0	0	0

数据来源：Wind、各银行官网、开源证券研究所

图41：2024H1 商业银行净息差环比持平 (%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

表24：2024年资产负债两端利率政策对上市银行净息差影响综合测算

上市银行	对净息差综合影响		存量按揭利率 下调50BP		LPR 重定价	2024年存款挂牌 利率下调		降准 100BP		取消 “手工补息”		同业存 款限息	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2025E	
国有行	工商	4.0	-8.3	-1.68	-5.97	-11.51	1.74	4.06	0.32	1.13	3.66	3.25	0.75
	建设	3.4	-10.4	-1.94	-6.83	-11.74	1.65	3.50	0.31	1.07	3.41	3.00	0.58
	农业	4.4	-5.6	-1.53	-5.30	-9.31	1.68	3.71	0.32	1.10	3.96	3.43	0.77
	中国	0.6	-12.4	-1.82	-6.53	-10.95	2.04	3.40	0.34	1.23	-	-	0.42
	交通	4.4	-6.8	-1.28	-4.59	-10.31	1.79	3.15	0.30	1.07	3.57	3.20	0.68
	邮储	2.8	-5.9	-1.88	-6.68	-11.99	3.12	10.17	0.44	1.58	1.09	0.97	0.08
股份行	招商	6.1	-6.2	-1.57	-5.69	-10.40	2.21	3.40	0.39	1.42	5.06	4.60	0.49
	兴业	0.7	-5.6	-1.39	-5.07	-6.05	1.74	3.18	0.32	1.17	-	-	1.18
	浦发	7.6	-5.9	-1.30	-5.06	-13.28	1.77	3.33	0.34	1.30	6.79	6.60	1.16
	中信	8.4	-3.1	-1.51	-5.72	-9.88	1.79	3.04	0.37	1.42	7.74	7.35	0.72
	民生	5.5	-2.9	-0.92	-3.52	-8.80	1.80	3.29	0.32	1.24	4.32	4.14	0.76
	平安	5.7	-2.4	-0.74	-2.81	-10.19	1.97	3.88	0.50	1.90	3.95	3.77	1.09
	光大	5.1	1.1	-1.08	-3.97	-4.06	1.82	3.46	0.38	1.40	4.00	3.68	0.60
	华夏	4.0	-5.7	-0.93	-3.40	-9.28	1.71	3.12	0.31	1.12	2.88	2.63	0.14
浙商	8.6	0.8	-0.65	-2.28	-8.69	2.15	4.07	0.42	1.48	6.70	5.91	0.34	
城商行	北京	1.2	-5.7	-1.10	-3.91	-7.64	1.93	4.30	0.32	1.15	-	-	0.40
	上海	4.4	-0.1	-0.71	-2.69	-6.04	1.91	4.29	0.33	1.23	2.85	2.69	0.39
	江苏	1.3	-8.3	-0.93	-3.27	-10.05	1.78	3.17	0.46	1.61	-	-	0.25
	宁波	5.2	-1.6	-0.45	-1.53	-8.30	2.26	3.83	0.46	1.56	2.91	2.48	0.39
	南京	2.2	-6.5	-0.48	-1.75	-11.60	2.16	4.79	0.50	1.80	-	-	0.24
	杭州	1.5	-4.9	-0.69	-2.39	-7.53	1.74	3.45	0.41	1.41	-	-	0.14
	长沙	3.1	-2.8	-0.84	-2.90	-7.44	1.17	3.80	0.52	1.78	2.22	1.91	0.01
	成都	3.7	0.9	-0.98	-3.23	-3.48	0.80	3.34	0.44	1.46	3.43	2.84	0.02
	贵阳	1.1	1.0	-0.39	-1.48	-2.91	1.03	3.62	0.45	1.72	-	-	0.09
	重庆	2.8	-1.8	-0.66	-2.39	-7.05	1.11	4.51	0.38	1.36	1.93	1.75	0.00
	郑州	2.6	-4.7	-0.69	-2.62	-10.47	1.23	5.02	0.46	1.77	1.64	1.57	0.03
	青岛	3.8	-4.8	-1.07	-3.94	-10.51	1.82	5.25	0.50	1.84	2.56	2.37	0.23
	苏州	3.0	-7.0	-0.77	-2.73	-12.12	1.71	4.70	0.44	1.56	1.64	1.44	0.12
	齐鲁	3.6	-4.2	-1.15	-3.94	-9.17	1.80	5.36	0.40	1.38	2.53	2.17	0.04
	西安	0.8	-5.7	-0.73	-2.51	-8.76	1.09	4.07	0.43	1.46	-	-	0.00
厦门	1.1	-4.4	-0.71	-2.64	-6.89	1.51	3.96	0.30	1.12	-	-	0.00	
农商行	渝农	2.1	-4.1	-0.79	-2.99	-10.12	1.74	7.02	0.34	1.30	0.75	0.72	0.01
	沪农	3.7	-4.8	-0.95	-3.46	-9.99	2.18	5.21	0.41	1.49	2.07	1.89	0.03
	青农	2.3	-7.4	-0.81	-3.03	-12.03	1.79	5.33	0.40	1.51	0.91	0.85	0.01
	常熟	2.0	-2.9	-0.44	-1.49	-9.79	1.79	6.02	0.68	2.31	-	-	0.00
	无锡	1.5	-2.5	-0.63	-2.33	-8.95	1.65	6.86	0.50	1.86	-	-	0.02
	苏农	1.5	-5.1	-0.47	-1.62	-10.52	1.41	5.25	0.50	1.75	-	-	0.00
	张家港	0.1	-3.2	-0.57	-2.03	-9.06	0.15	6.09	0.49	1.77	-	-	0.05
	瑞丰	1.5	-2.2	-0.61	-1.98	-6.73	1.71	5.10	0.44	1.44	-	-	0.01
	江阴	1.9	-3.6	-0.52	-1.91	-9.47	2.01	6.20	0.45	1.63	-	-	0.00
国有行	4.2	-8.0	-1.71	-6.06	-10.93	2.13	4.18	0.33	1.16	3.41	3.00	0.60	
股份行	6.3	-3.0	-1.22	-4.54	-8.97	1.88	3.36	0.37	1.37	5.32	4.97	0.77	
城商行	4.0	-2.9	-0.79	-2.80	-8.12	1.75	4.03	0.41	1.44	2.64	2.34	0.23	
农商行	2.8	-3.9	-0.76	-2.77	-9.93	1.79	5.98	0.42	1.55	1.33	1.24	0.02	
上市银行	4.5	-6.4	-1.51	-5.41	-10.25	1.86	4.02	0.34	1.23	3.80	3.40	0.60	

数据来源：Wind、开源证券研究所

新发放贷款利率或阶段性企稳。根据我们此前发布的报告《解析 LPR 脱钩 MLF：推动 FTP 并轨，重塑资产比价》测算 EVA 数据，企业贷款和按揭贷款目前已经进入微微盈利状态，我们判断现阶段贷款利率很难继续大幅下行。

表25：对各类资产业务设置差异化 FTP 后的大类资产比价表：企业贷款和按揭贷款已进入微微盈利状态

	企业贷款	票据贴现	消费贷	按揭贷款	国债 5Y	国债 10Y	国债 30Y	国开债 5Y	地方债 5Y	企业债 (AAA)5Y
名义收益率	3.63%	1.60%	3.15%	3.32%	1.79%	2.12%	2.31%	1.89%	1.93%	2.23%
资金成本	1.78%	2.05%	2.55%	2.55%	1.69%	1.79%	1.99%	1.79%	1.79%	1.78%
FTP 定价方式	企业贷款 FTP	平均负债成本	零售贷款 FTP		国债 5Y-10BP	国债 5Y	国债 5Y+20BP	国债 5Y		企业贷款 FTP
税收成本	0.62%	0.00%	0.28%	0.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.21%
增值税	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.00%
所得税	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	0.00%	0.00%	0.00%	25.00%	0.00%	25.00%
资本成本	0.28%	0.28%	0.28%	0.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.06%	0.47%
资本转换系数	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%
资本成本率	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
风险权重	75%	75%	75%	30%	0%	0%	0%	0%	10%	75%
存款派生收益	0.69%	0.00%	0.12%	0.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
信用成本	1.55%	0.00%	1.20%	0.54%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
综合收益率	0.11%	-0.72%	-1.04%	0.14%	0.10%	0.33%	0.32%	0.10%	0.08%	-0.23%
EVA	10.58	-72.43	-104.39	13.52	10.00	33.27	31.68	9.82	7.65	-22.74
RAROC	4.84%	-5.70%	-9.76%	7.79%	-	-	-	-	13.29%	3.11%

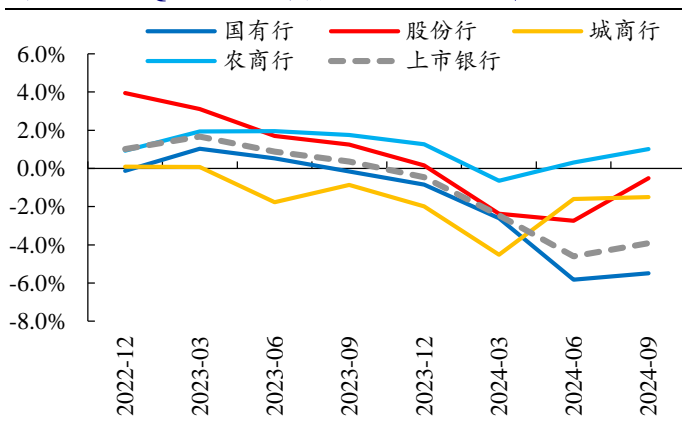
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：（1）企业贷款和按揭贷款利率为 2024 年 9 月新发生贷款加权平均利率；（2）各类债券利率取 2024 年 10 月 21 日到期收益率；（3）综合收益率=名义收益率-资金成本-税收成本-资本成本+存款派生收益-信用成本；（4）EVA=综合净收益率*1000，表中为每多做 1000 亿元业务时贡献的 EVA；（5）RAROC=净利润/经济资本=（名义收益率-资金成本-税收成本+存款派生收益-信用成本）/风险权重*资本转换系数。）

3.4、金市：投资规模提升，普遍增加 OCI 账户占比

2024 年以来金融投资业务业绩贡献度提升，我们具体来看上市银行 2024 年的自营投资思路：

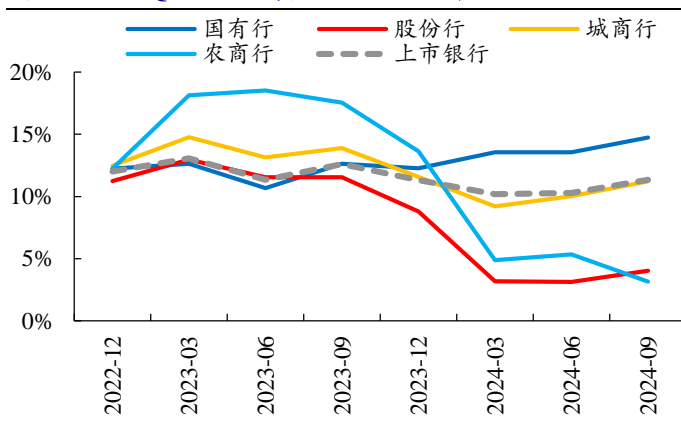
1、规模：2024 年金融投资增速持续提升，Q3 末为 11.36%。受手工补息影响，2024Q2 上市银行存贷增速差明显回落，国有行最明显，但为维持平稳扩表，大行通过增加同业存款、发行同业存单补充负债规模，金融投资增速表现平稳；三季度取消补息影响消退，存贷增速差回升，金融投资增速进一步抬升。除国有行外，股份行和城农商行金融投资的剩余流动性管理特征仍然明显，金融投资增速与其存贷增速差走势基本一致。

图42：2024Q3 国股行存贷增速差环比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所
注：存贷增速差=存款同比增速-贷款同比增速

图43：2024Q3 金融投资增速环比提升

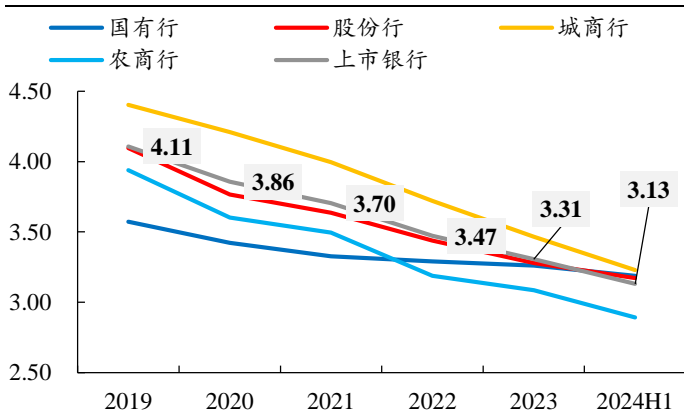


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、收益率：2024H1 上市银行配置盘债券投资平均收益率为 3.13%，贷债收益率利差继续收窄至 120BP。2019 年以来，上市银行债券投资算数平均收益率持续下行，其中农商行降幅最大，2022 年后低于国有行，为各类型银行最低。从贷债收益率利差来看，2022 年以来伴随贷款利率的快速下行，贷债收益率利差逐渐收窄，2024H1 为 120BP，较 2022 年下降了 23BP。

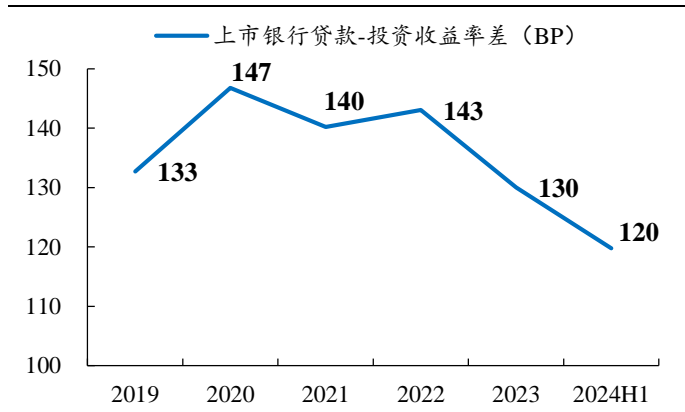
2024 年以来债市利率快速下行，对银行配置盘来说性价比不高，银行自营投资交易行为更加活跃。

图44：上市银行债券投资收益率不断下降（%）



数据来源：各银行财报、开源证券研究所
(注：上市银行债券投资收益率算数平均值)

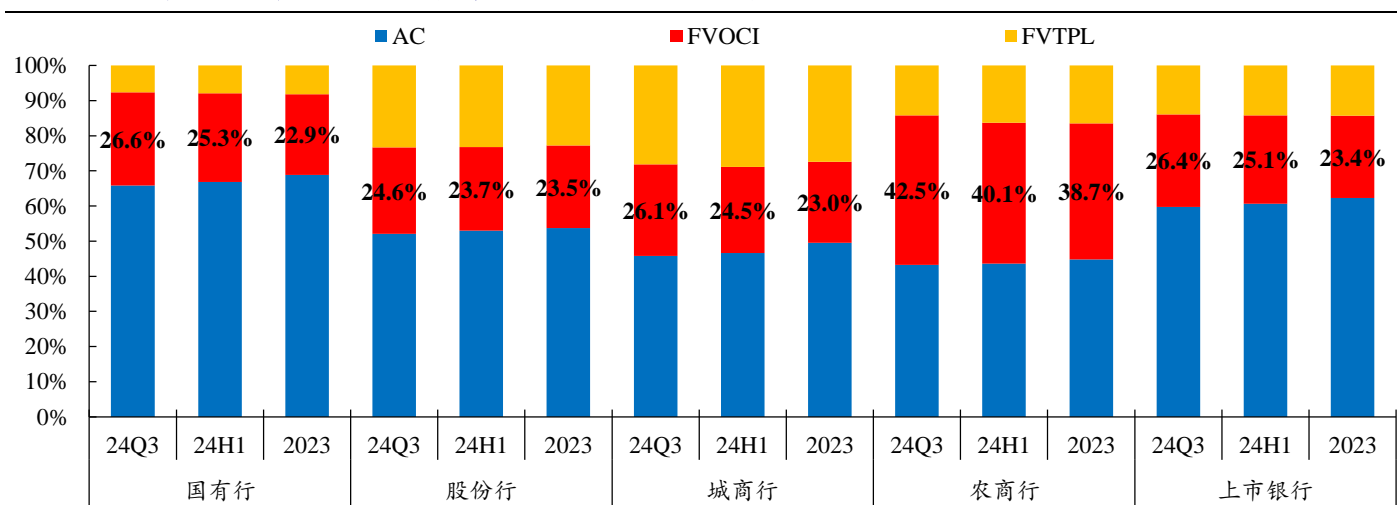
图45：上市银行贷款和投资收益率差进一步收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、账户：2024 年上市银行普遍提升 FVOCI 账户占比。2024Q3 上市银行 FVOCI 占比为 26.4%，较 2023 年末提升 3.1pct，国有行/股份行/城商行和农商行分别提升 3.63/1.13/3.06/3.82pct。(1) 国有行：在以非银存款补充负债规模的背景下，大行更多投资短久期利率债和同业存单，放在 FVOCI 账户以补充资产规模。(2) 城农商行在一季度增加交易盘比例，二季度后或开始止盈，交易盘占比下降，金融投资主要放入 FVOCI 账户，选择持券观望，2024Q3 农商行 FVOCI 占比已提升至 42.5%。

图46：2024 年以来上市银行金融投资中 FVOCI 占比不断提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、品种：2024H1 上市银行主要增持政府债、金融债(含同业存单)、基金投资；

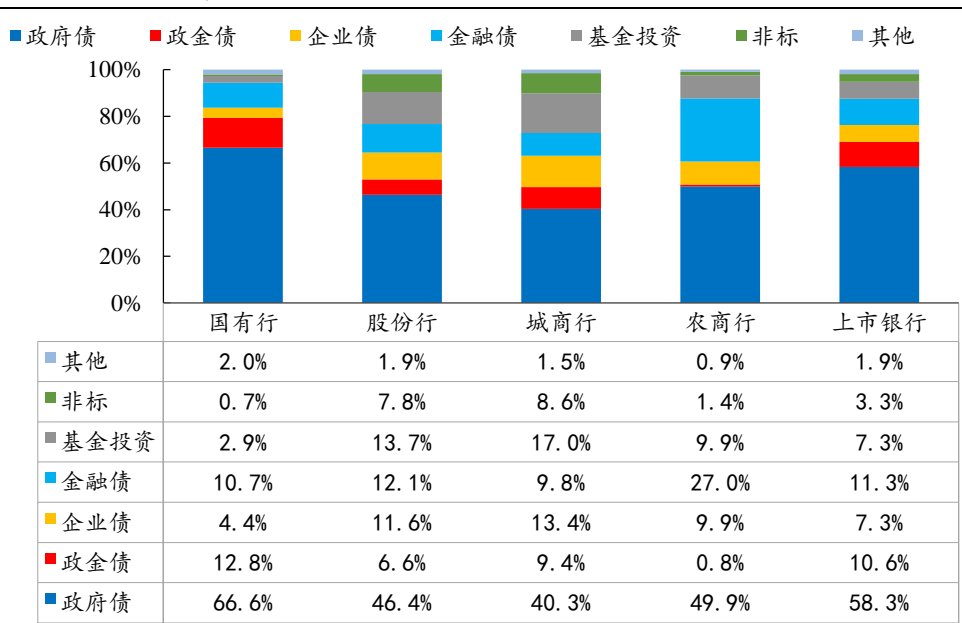
压降非标投资规模。国有行主要增持政府债和金融债；股份行存款规模流失压力下，减仓政府债，压降非标投资规模；城商行增持政府债和基金投资，压降非标；农商行增持同业存单、政府债和基金投资。

表26: 2024H1 上市股份行和城商行重点压降非标敞

银行类型	政府债	政金债	企业债	金融债	基金投资	非标	其他
国有行	24135	1055	-546	8605	1656	-90	265
股份行	-2110	433	1665	607	1440	-2282	-825
城商行	2138	933	191	371	2741	-1080	12
农商行	155	-63	-175	184	535	6	-45
上市银行	24318	2358	1135	9767	6373	-3446	-594

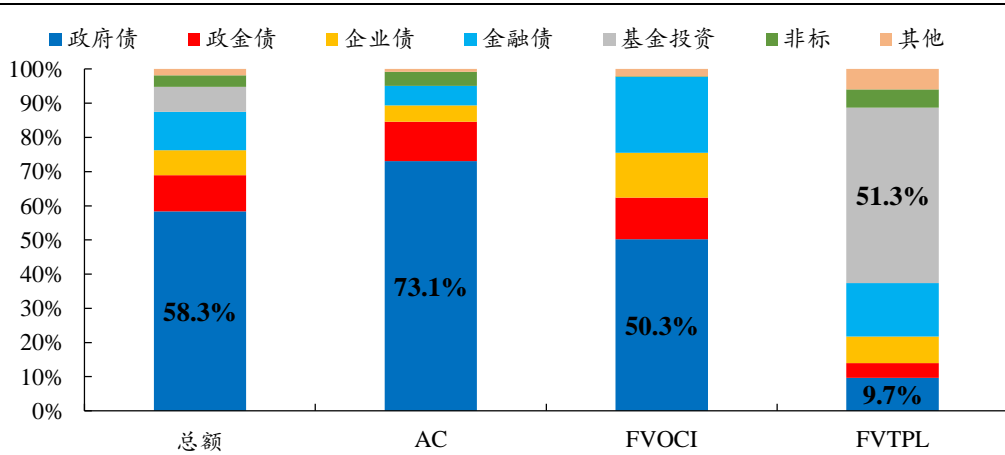
数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

图47: 各类型银行投资结构分化 (2024H1)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图48: 上市银行分账户金融投资结构 (2024H1)



数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

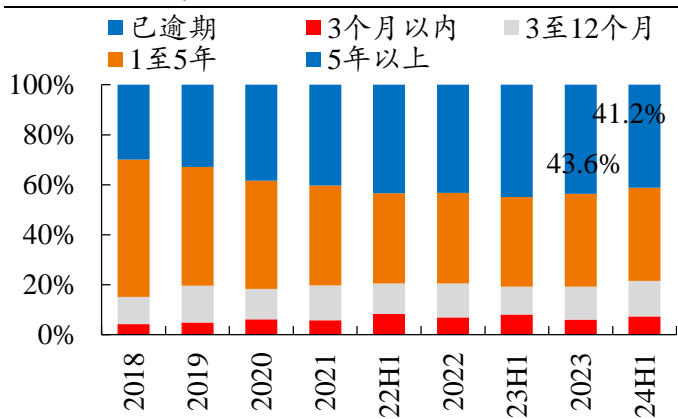
5、期限：从工商银行和邮储银行披露的债券投资剩余期限结构来看，大行债券投资组合久期约在5年左右。2024H1工行和邮储均压降了5年以上债券投资占比，一方面是2024年政府债发行节奏后置，大行买入短期债券补充资产规模；另一方面根据财报披露利率敏感性分析数据，2024H1上市银行利率上升时，净利息收入降幅变大，大行或主动缩短债券投资组合久期管控利率风险。

表27：上市银行分账户金融投资结构（2024H1）

银行名称	利率变动情形假设	对利息净收入的影响		对权益的影响			
		上升		上升		下降	
		2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023
工商银行	100BP	-3.9%	-2.5%	-2.4%	-2.1%	2.8%	2.4%
建设银行	100BP	-12.1%	-8.4%	-	-	-	-
农业银行	100BP	-7.0%	-6.3%	-2.5%	-2.4%	2.5%	2.4%
中国银行	25BP	-0.7%	-0.2%	-	-	-	-
交通银行	100BP	-3.1%	-7.1%	-1.9%	-1.6%	2.1%	1.8%
邮储银行	100BP	-8.7%	-5.6%	-	-	-	-
招商银行	25BP	-2.2%	-1.9%	-0.9%	-0.9%	0.9%	0.9%
兴业银行	100BP	-4.6%	-7.0%	-1.7%	-1.5%	1.8%	1.6%
浦发银行	100BP	-3.6%	-2.1%	-1.5%	-1.7%	1.6%	1.8%
中信银行	100BP	-3.6%	-2.2%	-0.6%	-1.0%	0.6%	1.0%
民生银行	100BP	-11.1%	-8.3%	-	-	-	-
平安银行	50BP	-1.8%	-1.8%	-0.4%	-0.3%	0.4%	0.3%
光大银行	100BP	-2.1%	-2.1%	-1.5%	-2.5%	1.5%	2.7%
华夏银行	100BP	-8.3%	-6.1%	-3.1%	-3.2%	3.3%	3.5%
浙商银行	25BP	-2.1%	-1.8%	-0.9%	-0.9%	0.9%	0.9%

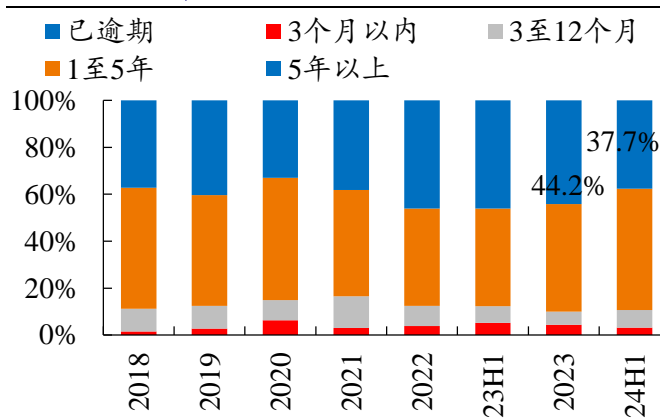
数据来源：各银行财报、开源证券研究所

图49：2024H1，工行5Y以上债券投资占比下降



数据来源：工商银行财报、开源证券研究所

图50：2024H1，邮储5Y以上债券投资占比下降



数据来源：邮储银行财报、开源证券研究所

3.5、资本：新的资本计量与补充方式，重塑银行杠杆效应

1、2024年资本新规落地执行，利好银行资本充足率提升。资本新规落地后，按揭贷款，投资级企业贷款，一般政府债投资等风险权重下降，受益于资本新规落地，2024年以来多数上市银行各级资本充足率均提升，其中国有大行提升幅度相对较大。

表28：2024年以来多数上市银行各级资本充足率均提升

	银行名称	核心一级资本充足率 (%)			一级资本充足率 (%)			资本充足率 (%)		
		2023	2024Q3	变动 (BP)	2023	2024Q3	变动 (BP)	2023	2024Q3	变动 (BP)
601398.SH	工商银行	13.72	13.95	23	15.17	15.23	6	19.10	19.25	15
601939.SH	建设银行	13.15	14.10	95	14.04	15.00	96	17.95	19.35	140
601288.SH	农业银行	10.72	11.42	70	12.87	13.48	61	17.14	18.05	91
601988.SH	中国银行	11.63	12.23	60	13.83	14.36	53	17.74	19.01	127
601658.SH	邮储银行	9.53	9.42	-11	11.61	11.71	10	14.23	14.23	0
601328.SH	交通银行	10.23	10.29	6	12.22	12.20	-2	15.27	16.22	95
600036.SH	招商银行	13.73	14.73	100	16.01	16.99	98	17.88	18.67	79
601166.SH	兴业银行	9.76	9.70	-6	10.93	11.20	27	14.13	14.27	14
600000.SH	浦发银行	8.97	8.87	-10	10.63	10.00	-63	12.67	12.57	-10
601998.SH	中信银行	8.99	9.50	51	10.75	11.61	86	12.93	13.78	85
600016.SH	民生银行	9.28	9.30	2	10.95	10.76	-19	13.14	12.66	-48
601818.SH	光大银行	9.18	9.67	49	11.36	11.83	47	13.50	13.89	39
000001.SZ	平安银行	9.22	9.33	11	10.90	10.93	3	13.43	13.39	-4
600015.SH	华夏银行	9.16	9.51	35	10.48	11.47	99	12.23	13.26	103
601916.SH	浙商银行	8.22	8.39	17	9.52	9.66	14	12.19	12.71	52
601169.SH	北京银行	9.21	9.11	-10	12.18	12.24	6	13.37	13.35	-2
601229.SH	上海银行	9.53	10.01	48	10.42	10.91	49	13.38	14.77	139
600919.SH	江苏银行	9.46	9.27	-19	11.25	12.03	78	13.31	13.19	-12
002142.SZ	宁波银行	9.64	9.43	-21	11.01	10.63	-38	15.01	14.96	-5
601009.SH	南京银行	9.39	9.02	-37	11.40	10.83	-57	13.53	13.76	23
600926.SH	杭州银行	8.16	8.76	60	9.64	11.00	136	12.51	13.78	127
601577.SH	长沙银行	9.59	9.93	34	10.57	11.63	106	13.04	14.03	99
601838.SH	成都银行	8.22	8.40	18	8.98	9.11	13	12.89	13.40	51
601963.SH	重庆银行	9.78	10.02	24	11.16	11.37	21	13.37	14.68	131
601997.SH	贵阳银行	11.84	12.43	59	12.90	13.48	58	15.03	14.68	-35
002936.SZ	郑州银行	8.90	8.97	7	11.13	11.08	-5	12.38	12.29	-9
002948.SZ	青岛银行	8.42	8.90	48	10.10	10.49	39	12.79	13.15	36
002966.SZ	苏州银行	9.38	9.41	3	10.81	10.76	-5	14.03	13.86	-17
601665.SH	齐鲁银行	10.16	10.26	10	12.41	12.52	11	15.38	15.37	-1
001227.SZ	兰州银行	8.41	8.28	-13	9.92	9.72	-20	11.12	11.86	74
600928.SH	西安银行	10.73	9.98	-75	10.73	9.98	-75	13.14	12.26	-88
601187.SH	厦门银行	9.86	10.06	20	12.34	12.54	20	15.40	15.60	20
601077.SH	渝农商行	13.53	13.83	30	14.24	14.50	26	15.99	15.69	-30
601825.SH	沪农商行	13.32	14.51	119	13.35	14.54	119	15.74	16.95	121
002958.SZ	青农商行	9.91	10.68	77	11.48	12.24	76	13.21	13.96	75
601128.SH	常熟银行	10.42	10.58	16	10.48	10.63	15	13.86	13.95	9
601860.SH	紫金银行	10.28	10.46	18	10.28	10.46	18	14.03	13.15	-88
600908.SH	无锡银行	11.27	11.39	12	12.52	12.56	4	14.41	13.59	-82
002839.SZ	张家港行	9.76	9.87	11	11.17	11.20	3	13.04	12.69	-35
603323.SH	苏农银行	10.19	10.66	47	10.19	10.66	47	11.88	12.80	92
002807.SZ	江阴银行	13.10	14.19	109	13.11	14.20	109	14.24	15.34	110
601528.SH	瑞丰银行	12.68	13.24	56	12.69	13.25	56	13.88	14.43	55

数据来源：Wind、开源证券研究所

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

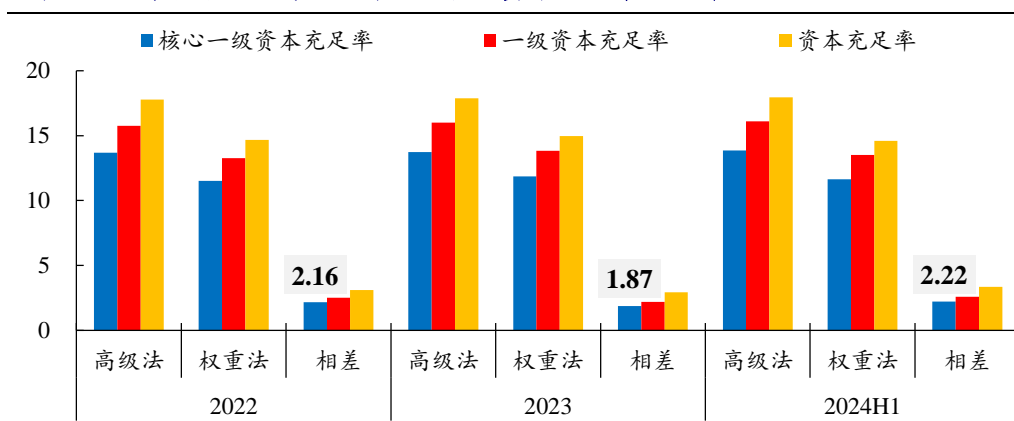
表29：对六大行注资将提升核心一级资本并提供净息差下移空间

银行名称	2024H1			单家注资 1000 亿	
	核心一级资本净额 (万亿元)	风险加权资产总额 (万亿元)	核心一级资本充足率	核心一级资本充足率提升 (PCT)	净息差平衡线下移(BP)
工商银行	34771	251235	13.84%	0.40	5.0
中国银行	22298	185391	12.03%	0.54	7.0
建设银行	30384	216905	14.01%	0.46	8.0
农业银行	24617	221093	11.13%	0.46	7.0
交通银行	9273	90052	10.30%	1.11	8.0
邮储银行	7994	86140	9.28%	1.16	14.0

数据来源：Wind、开源证券研究所

高级法有望扩围，预计释放出更多资本额度。金融监管总局 11 月 1 日发布《商业银行实施资本计量高级方法申请及验收规定》，高级法应用有望扩围，根据高级法银行披露零售贷款风险权重数据，应用高级法后风险权重有望下降，各级资本充足率抬升。以招行为例，应用高级法后，核心一级资本充足率提升 1.5~2.5pct。

图51：招商银行应用高级法计量后各级资本充足率均提升（%）



数据来源：招商银行财报、开源证券研究所

表30：高级法计量下零售贷款加权平均风险权重更低（%）

加权平均 风险权重 (%)	零售贷款		个人住房抵押贷款		合格循环零售		其他零售	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
工商银行	24.66	27.94	19.08	20.05	23.46	22.64	58.03	61.08
建设银行	24.40	25.70	24.96	24.67	16.02	26.43	46.50	50.38
农业银行	26.07	27.90	21.78	22.43	30.55	28.99	57.99	57.01
中国银行	12.77	13.15	10.95	11.06	21.01	20.81	24.44	24.55
交通银行	28.27	28.70	19.75	19.77	37.31	38.11	52.20	52.44
招商银行	33.62	33.09	13.75	15.02	42.61	40.10	53.72	49.17
高级法均值	24.97	26.08	18.38	18.83	28.49	29.51	48.81	49.11
权重法（新规）	-	-	30.00		45.00		75.00	

数据来源：Wind、开源证券研究所

综上，新的资本计量与补充方式将重塑银行杠杆效应，基于资本回报的有效杠

杆能力放大。

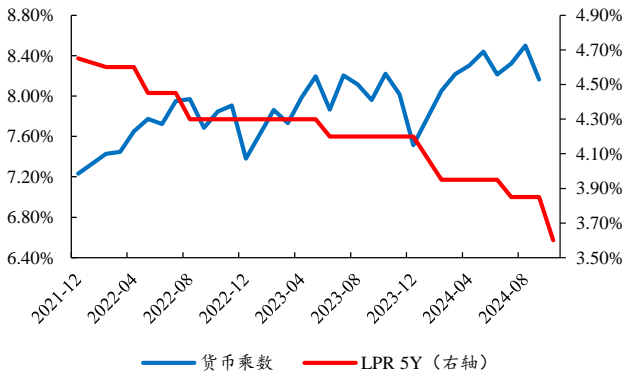
4、2025 年经营形势研判：跟随复苏脉络

4.1、复苏路径顺畅但需待政策效能突显

财政货币双宽松环境推动信用复苏。年内监管政策持续加码，9 月份一揽子政策出台对市场信心修复作用明显，股指自低位显著回升。财政政策方面，下半年地方政府债加速发行，人大常委会亦通过化债方案，**财政部测算 5 年累计可节约 6000 亿元利息支出**，此外中央财政亦存在较大的赤字空间。货币政策方面，前期降准后年内仍有降准空间，LPR 持续下调带动存量按揭利率至新发放按揭利率附近，央行预计存量按揭调降后利率平均降幅约 0.5%，以 9 月末按揭余额测算，**居民端每年利息节省约 1900 亿元**。伴随着货币财政双宽松，尽管年内信贷投放放缓，但货币乘数仍呈上行趋势，**从政策宽松至信用宽松的路径顺畅。**

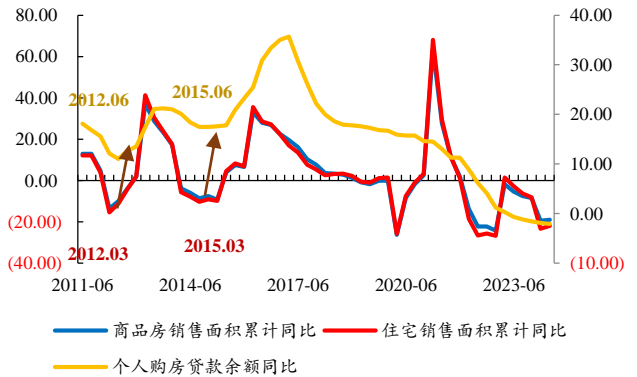
政策至信用端传递存在时间差。政策出台后，仍需经历市场消化、推进进展、落地实施的传递路径。例如居民的财富水平虽股市上涨而增加，但从权益-存款-消费的转化仍取决于消费者自身决策；此外，房地产销售的止跌企稳并不会在当月即带来信贷需求，居民的观望行为及羊群效应会使得借贷行为的回升滞后于房企销售稳定。

图52：货币政策降息至宽信用路径顺畅



数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：按揭增速回升滞后于房企销售企稳 (%)



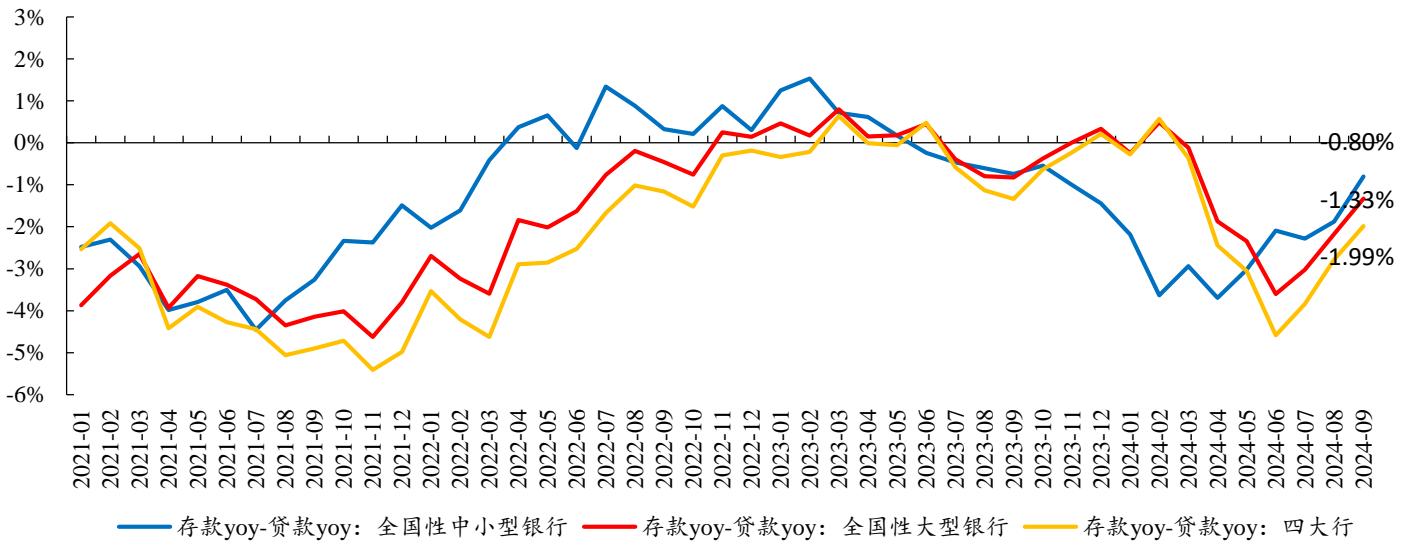
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、捋出可能的三重奏：资负、定价与风险缓释

4.2.1、资负安排篇：没有“水分”的存贷增长可能更协调

“负债荒”压力边际减少，后续关注同业存款整改倡议的落地。我们曾在2024-04-12《简评“手工补息”》一文中测算，“手工补息”涉及的存款规模约 20 万亿元，若全面整改可节省上市银行存款成本率约 5BP。但同时也观察到截至 2024 年 9 月末，大行存贷差已基本回升至“手工补息”整改之前的水平，对公活期存款快速流出的态势已基本止住，“手工补息”的影响已基本释放完毕。后续或关注同业存款整改的影响。总体来看，高息存款整改较为顺利地推进，银行存贷增长将更为协调，实现“量增”与“价降”的平衡。

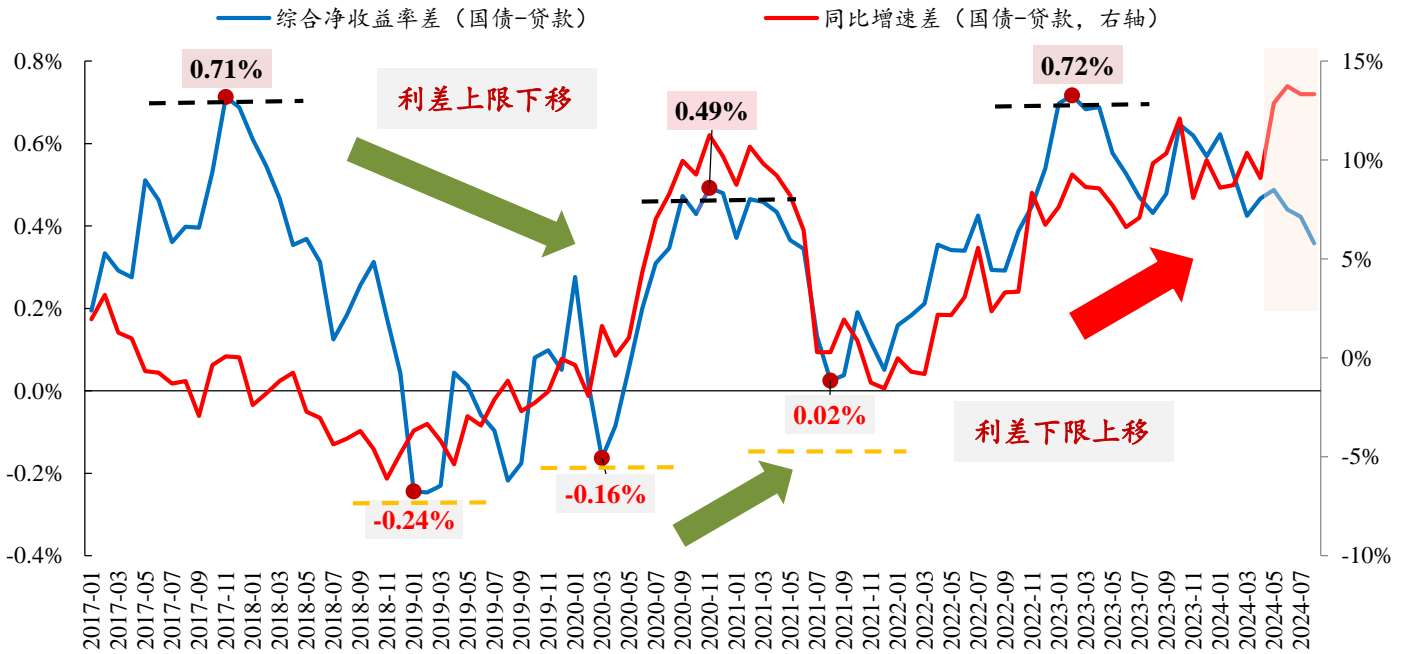
图54：2024年三季度银行存贷增速差有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2025年商业银行大类资产安排将更加主动。在实体融资需求偏弱，债市利率快速下行的大环境下，2024年以来商业银行被动买债，主动做交易。展望2025年，一揽子“稳增长”政策发力下，实体需求或渐进修复，LPR挂钩OMO，债贷比价恢复联动，银行大类资产安排将更加主动。

图55：银行资产比价效应从2019年后非常明显，债-贷综合净收益率差处于[-24BP, 72BP]区间



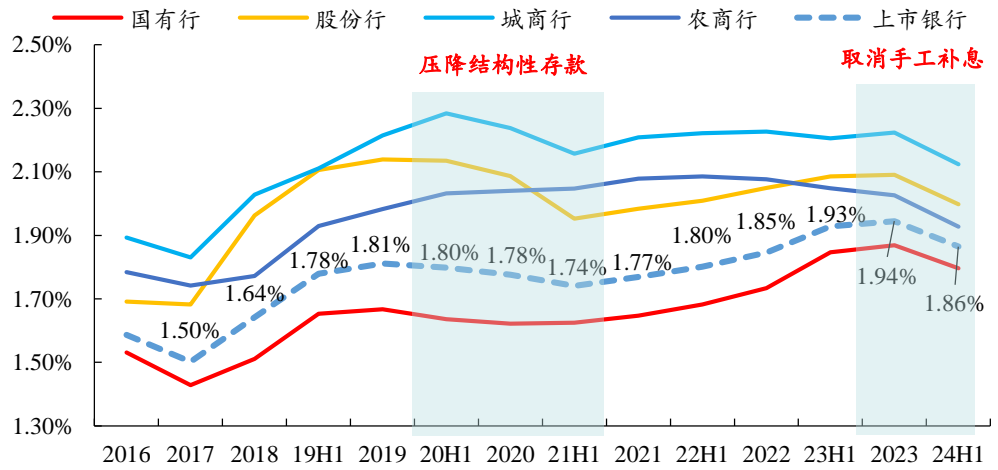
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2.2、定价策略篇：2025年有望成为息差拐点之年

- 1、一揽子金融政策对2025年净息差影响偏中性。
- 2、打击高息存款后银行存款成本往往显著压降。如2020年压降结构性存款，

2024Q2 取消手工补息后上市银行存款平均成本率均下降明显。2024 年 11 月，利率定价自律机制表态倡议“不得以显著高于政策利率的水平吸收同业资金”，后续同业存款有望纳入利率自律上限管理，利好 2025 年负债成本改善。

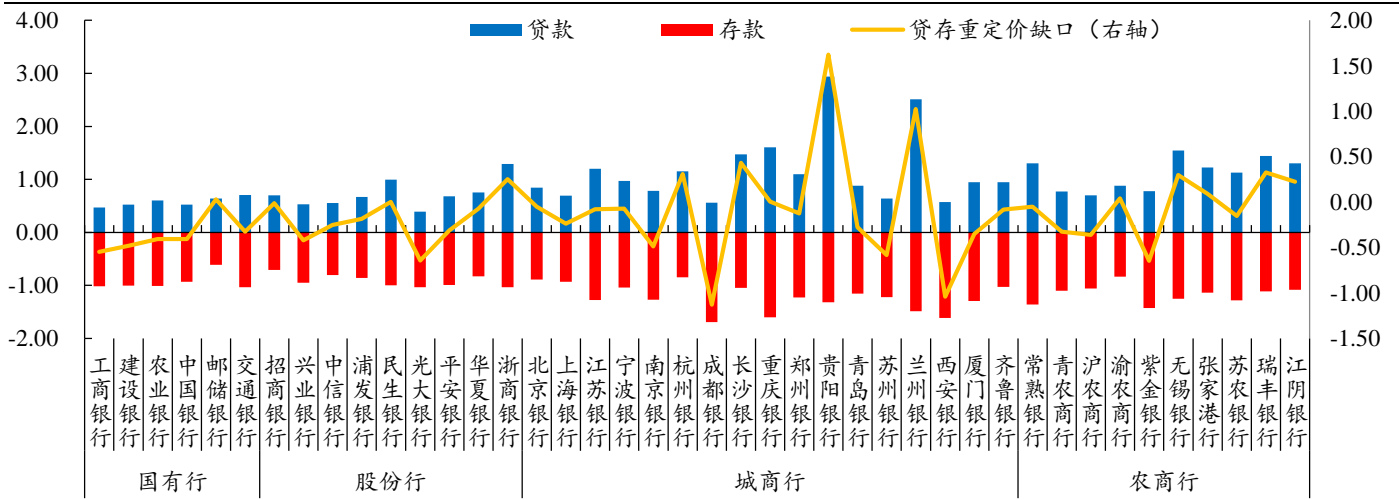
图56：打击高息存款后，银行存款成本率改善明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、存款挂牌利率下调红利释放。2024 年存款挂牌利率下调两轮，进一步支撑 2025 年存款成本改善。

图57：上市银行存贷重定价缺口分化（2024H1，年）



数据来源：Wind、开源证券研究所

因此，若需求回暖，考虑资负两端 2025 年重定价因素后，我们看好 2025 年中报可能是息差企稳拐点。

4.2.3、资产质量篇：存量风险逐步出清，仍存较大改善空间

长期历史存量风险逐步出清。上市银行不良率持续稳中改善，结合其不良资产处置力度整体维持在较高水平，我们认为上市银行对其风险资产暴露并出清力度整体较大，从 2021 年至 2023 年，测算上市银行转出及核销不良贷款规模均超 8000 亿元，2024 上半年超 4500 亿元，预计年内处置规模或创历史新高。尽管有部分房地产

企业，因项目进度存在差异，银行或仍存处于风险暴露的阶段，但随着时间进展该部分项目亦将逐步出清。

拨备计提整体充足。对于风险贷款，仅从拨备覆盖率指标无法判断其拨备计提力度，源于银行可以通过多计提正常及关注类贷款的拨备来扩充其拨备规模，满足较高的拨备覆盖率，故上市银行之间拨备覆盖率差别较大。第三阶段贷款（已减值贷款）的拨备覆盖率可描述银行对于不良贷款的计提力度，整体看上市银行不良贷款计提拨备比例接近 70%，考虑到次级及可疑类贷款并不一定真正形成损失，故上市银行实际形成损失的贷款有限，且计提拨备充足。

表31：上市银行近三年核销转出规模均高（百万元）

	2021N	2022N	2023N	2024H
国有行	370,987	330,382	308,704	178,113
股份行	396,328	408,946	439,235	220,795
城商行	66,209	74,036	83,084	46,803
农商行	15,381	16,473	19,506	12,537
全部	848,906	829,836	850,528	458,248

数据来源：Wind、开源证券研究所

表32：上市银行已减值贷款拨备计提比例接近 70%

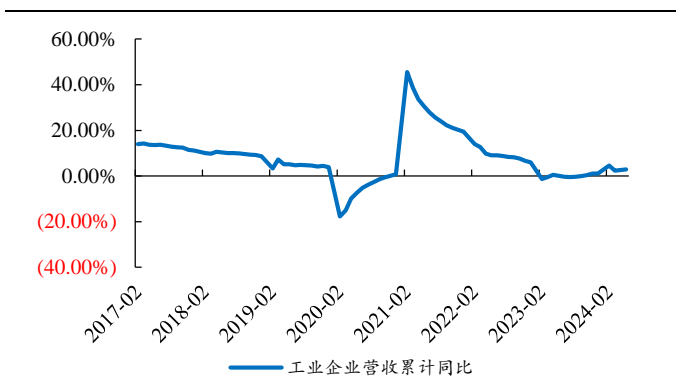
	2022	2023H1	2023	2024H1
国有行	70.01%	67.79%	69.55%	69.55%
股份行	67.32%	66.62%	67.59%	67.59%
城商行	69.35%	69.84%	68.68%	68.68%
农商行	73.76%	73.83%	73.43%	73.43%
全部	69.32%	67.72%	69.05%	69.05%

数据来源：Wind、开源证券研究所

中期政策发力托举经济企稳。高频数据反映工业营收缓慢恢复，压力主要来自房地产。工业企业营收增速从 2021 年起呈下行趋势，自 2023 年防疫政策转变后缓慢恢复，2024 年内仍呈慢修复态势。但企业所得税增速仍处负区间，或主要源于服务业经营压力。服务业中，房地产行业在央行于 5 月集中发布房地产新政策后，6-8 月份开发投资及商品房销售增速仍处低位，尚未看到房地产行业整体回暖迹象。故我们认为当前大型对公企业经营并未呈现复苏态势，现金流尤其是房企销售回款压力仍持续。

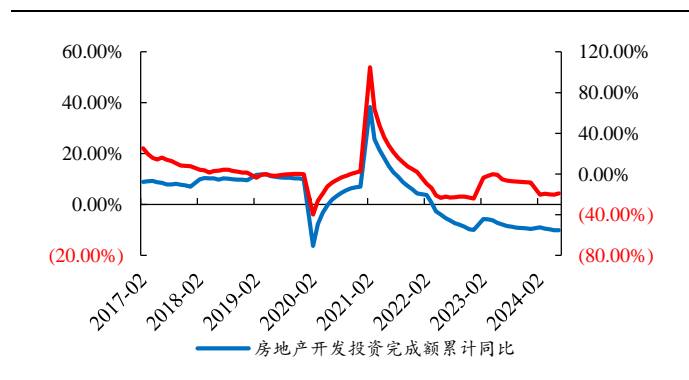
随着时间的推移政策端持续加码，积极因素不断积累，前期政策的量能或在 2025 年逐步体现，故押注经济复苏主线的胜率或持续上升。经济企稳带来的企业现金流及居民收入回升将提升整体的偿债能力，更重要的是预期及信心的修复将显著拉动借款人的偿债意愿，信贷尤其是个人贷款的违约概率及违约损失率均有望在 2025 年企稳。

图58：货币政策降息至宽信用路径顺畅



数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：按揭增速回升滞后于房企销售企稳 (%)



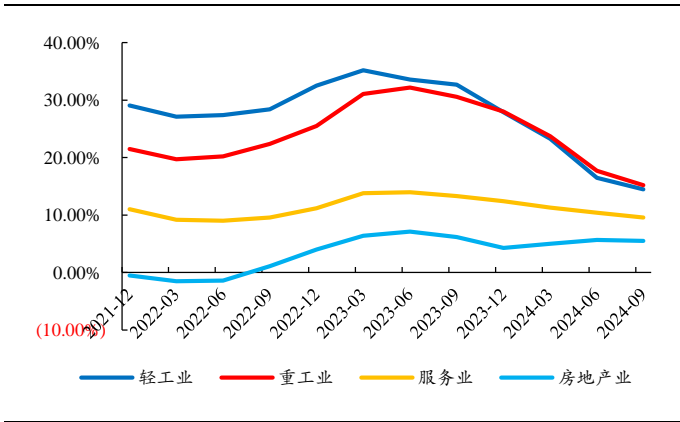
数据来源：Wind、开源证券研究所

短期：银行自身信贷结构及风控能力提升。自 2018 年地产城投冲击开始，上市

银行对房地产相关行业政策较前期发生了明显转变，与之相应的对公信贷风险政策整体收紧。在这一过程中，银行压降了许多存量风险客户，同时也限制了潜在风险客户的准入，故留下来的对公客户整体信用水平更高，降低了平均违约率。此外近年来银行信贷投向更加合理，不再依赖于过往土地财政带来的房地产贷款扩张，而是投向更有效能，更有性价比的行业（制造业、绿色等），各类中长期贷款中房地产行业同比增速持续处于低位。

政策端影响逐步减弱。2023年7月1日金融监管总局下发《商业银行金融资产风险分类办法》，要求各银行在过渡期内逐步整改到位，整改过程中部分银行会受到阶段性影响。例如受资本新规中信用转化系数调整，信用证及贷款承诺占比高的农商行2024Q1表外业务计提压力大，政策影响虽对风险指标及利润表形成扰动，但在过渡期内可一次性或逐步出清，未来影响将趋弱。

图60：中长期贷款中房地产行业同比增速较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

表33：信用风险转换系数上升影响或表外拨备计提

表外项目信用转换系数表			
表外项目	项目明细	原办法	新办法
贷款承诺	可随时无条件撤销	0%	10%
	其他（1年以内）	20%	40%
	其他（超过1年）	50%	40%
未使用信用卡额度	一般额度	50%	40%
	符合标准额度	20%	20%
信用证	短期国内	20%	50%
等同于贷款的授信业务	承兑汇票	100%	100%
	融资性保函	100%	100%
保函	非融资性保函	50%	50%

资料来源：国家金融监督管理总局、原银监会、开源证券研究所

专题：关注利率风险，回顾低利率时期日本商业银行的资产负债特征

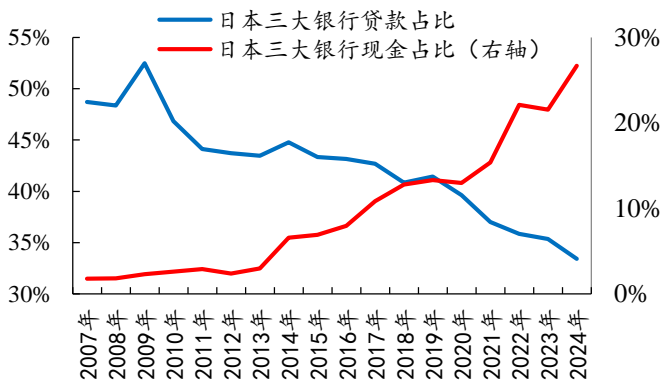
长期低利率期间，日本商业银行资产端行为的变化主要有以下三点：

(1) 从资产结构来看，贷款占比下降，现金占比提升。实体融资需求收缩，贷款投放受阻，同时通缩使得现金的投资价值抬升，日本商业银行贷款占比持续下降，现金占比则大幅抬升。

(2) 从贷款区域结构来看：外币贷款占比提升。国内高收益率资产荒背景下，日本商业银行增加海外资产投放，外币贷款占比大幅提升。

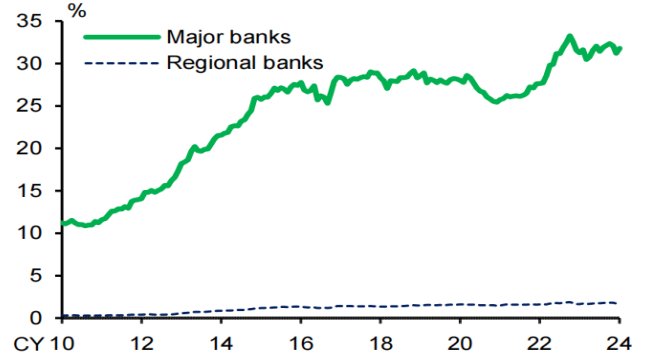
(3) 加大资产负债久期缺口，拉长投资久期。2000年以来，日本商业银行久期缺口加大，低利率时期，银行倾向于拉长资产久期，缩短负债久期。一方面，在利率高位投资长期限债券可锁定高收益，另一方面负债久期短，重定价更快，利好负债成本下降。

图61: 日本三大银行贷款占比下降, 现金占比提升



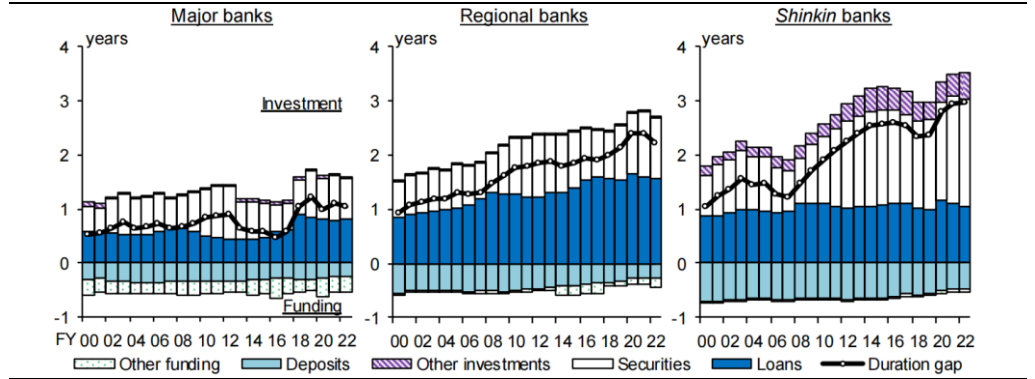
数据来源: Wind、开源证券研究所

图62: 日本商业银行外币贷款占比提升



数据来源: BOJ、开源证券研究所

图63: 日本商业银行久期缺口拉大, 债券投资久期拉长

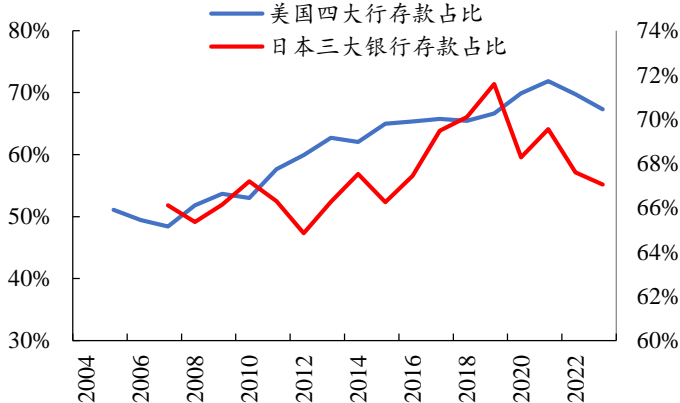


数据来源: BOJ、开源证券研究所

低利率时期, 美国和日本存款利率下降。美国存款利率高度市场化, 存款利率跟随市场利率下行; 日本各期限定期存款利率亦快速下行, 2024 年日本 5 年期以下定期存款利率接近 0%。

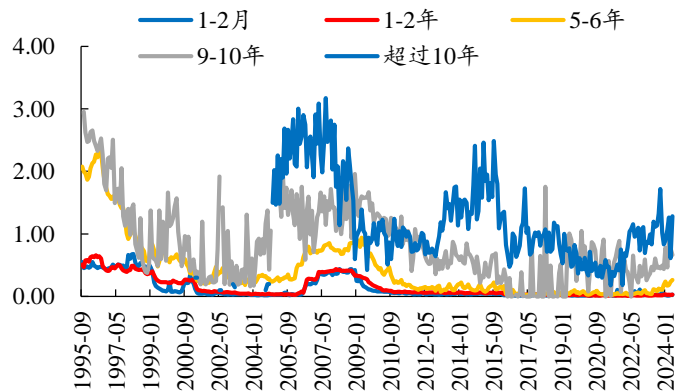
从负债端来看, 低利率时期美国和日本商业银行存款占比均有所提升。2015 年末美国四大行存款占比达到 65%, 较 2008 年末提升 13 个百分点。日本商业银行存款占比维持较高比例, 2018 年末达到最高值为 71.6%, 此外, 由于 5 年以内定期存款利率基本接近于 0%, 存款期限利差较小, 个人活期存款占比有所提升。

图64: 低利率时期美国和日本商业银行存款占比提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图65: 日本定期存款利率持续下降, 期限利差收窄



数据来源: Wind、开源证券研究所

5、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，推荐标的**长沙银行**、受益标的**浙商银行**等。

表34：受益标的一览

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			评级
		2024-12-16	2024E		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
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	-1.8	2.2	6.2	-0.1	3.2	5.8	5.81	5.99	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	0.5	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	5.4	10.6	9.6	7.2	11.2	1.9	1.99	2.21	买入
002966.SZ	苏州银行	0.7	0.7	9.64	0.9	2.1	6.5	17.4	10.8	12.9	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、未评级标的均采用 Wind 一致预期，已评级标的业绩预测采用开源证券研究所的预测值；2、上述盈利预测及估值数据的基准日均为 2024-12-16）

6、风险提示

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

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

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

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

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

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