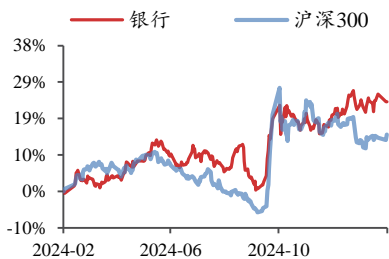


银行

2025 年 02 月 12 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《非银限息影响显著，按揭需求延续修复——行业点评报告》-2025.1.23
- 《理财高增背后的投资转向与竞争加剧——理财 2024 年报解读》-2025.1.21
- 《社融增速翘尾收官，居民按揭量稳价升——行业点评报告》-2025.1.15

2024 年银行资产负债安排收官回顾与 2025 年展望

——行业深度报告

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

朱晓云（分析师）

zhuxiaoyun@kysec.cn

证书编号：S0790524070010

丁黄石（分析师）

dinghuangshi@kysec.cn

证书编号：S0790524040004

● 资产端：扩表放缓、结构优化、流转加强

2024 年银行“以量补价”策略难持续，部分银行阶段性缩表，股份行资产增速较低，国有大行增加债券投资支撑扩表；资产结构上，同业资产：国股行份额收缩，主要是手工补息整改、存款脱媒导致资金稳定性减弱，带来流动性管理的需要；贷款：部分银行压降票据等低收益贷款，低价供给贷款行为减少，新增贷款的季节性波动减弱；金融投资：存量投资以国债、地方债配置为主，继续压降非标。存量资产流转加强，尤其农商行处置 AC 账户投资产生的收益明显提高。

● 负债端：管控高息存款之年，存款脱媒与主动管理并存

2024 年银行存款竞争压力突出，派生不足、分布不均。监管规范高息存款套利的行为影响显著：（1）保险协议存款明确口径调整：保险资管资金应计入“同业存款”科目；（2）“手工补息”整改影响较大，约有 20 万亿元的银行存款受到影响；（3）非银存款纳入自律，影响货基存款 5.5 万亿元，其中活期约 1.7 万亿元，定期约 3.8 万亿元。影响理财存款 7.2 万亿元，推测其中活期存放约为 3 万亿元，受新规落地影响，12 月大行非银存款明显加速流出。部分银行主动调整负债结构，压降高息存款、灵活使用市场化资金，存款规模降速同时成本改善。

● 定价与指标：贷款基准换锚，存款基本全部纳入自律，监管指标基本稳定

LPR 在 2024 年与 MLF 脱钩，贷款定价市场化程度有望提高，2024 年 12 月新发按揭贷款利率阶段性企稳；存款目前仅剩同业定期、国库招标等少数品类暂未设置自律上限；上市银行流动性风险指标 LCR、NSFR 整体稳定，期限错配拉大后部分银行利率风险指标承压，资本充足压力整体减轻。

● 2025 年银行资产负债管理十大展望：精细化与前瞻性的考验

（1）信贷：全年增速或有放缓，节奏适当靠前，开门红力度不低；（2）存款：形势或好于 2024 年，银行将更关注成本管控；（3）收入结构：RAROC 作为指挥棒，继续灵活拓展收入来源，非息收入贡献可能进一步提高；（4）同业资产负债：资产（含同业投资）继续收缩，负债灵活运用，NCD 供给力度或偏强；（5）净息差：预计较 2024 年继续收窄 10-15BP，存款成本或有明显改善；（6）债券投资：配置盘节奏靠前，继续扩大类交易户（FVOCI），品种上适度增加信用类。关注大行利率风险及中小行债券估值和盈利波动问题；（7）流动性：考验司库运营效率，在“适度宽松”的货币政策环境中，快速消化存量高成本负债；（8）资本：阶段性压力减轻，大行注资后不紧缺，中小行仍会市场化发行资本债；（9）汇率影响：压力大时，央行或指导融出资金价格及开展货币掉期，关注外币存贷比平衡；（10）表外理财：收益趋降、规模缓增，关注存款到期及信托整改进度。

投资建议：股息确定性上佳，关注新变量、布局新动能，我们仍然看好银行板块绝对收益表现。推荐中信银行、苏州银行，受益标的：农业银行、招商银行、江苏银行、北京银行、成都银行、渝农商行等。

● 风险提示：宏观经济下行、净息差降幅超预期、利率波动导致非息收入下滑等。

目 录

1、资产端：扩表放缓、结构优化、流转加强.....	6
1.1、2024 年商业银行资产扩张普遍降速，部分银行阶段性“缩表”.....	6
1.2、结构优化：压降同业资产、增加金融投资、减少低效益信贷.....	10
1.2.1、大类资产：金融投资占比提高，同业资产下降.....	10
1.2.2、同业资产：份额收缩，主要是资金来源稳定性减弱带来流动性管理的需要.....	11
1.2.3、贷款：部分银行压降票据贴现等低收益贷款，低价供给贷款行为减少.....	15
1.2.4、金融投资：存量投资以国债、地方债配置为主，继续压降非标.....	16
1.3、加快存量资产流转.....	17
2、负债端：管控高息存款之年，存款脱媒与主动管理并存.....	23
2.1、存款竞争压力突出，派生不足、分布不均.....	23
2.2、监管多方向“围堵”套利性质的高息存款漏洞.....	25
2.2.1、保险协议存款调口径.....	25
2.2.2、手工补息整改影响较大.....	26
2.2.3、非银存款限息.....	27
2.3、主动调整负债结构，压降高息存款、灵活使用市场化资金.....	28
3、定价：贷款基准换锚，存款基本全部纳入自律管理.....	29
4、风险指标：流动性风险 / 利率风险 / 资本充足情况.....	32
4.1、流动性风险指标整体稳定，阶段性管控难度增加.....	32
4.2、银行账簿利率风险指标，EVE 与 NII 在期限错配拉大后承压.....	33
4.3、资本充足压力整体减轻，关注非信贷减值计提缺口.....	34
5、2025 年银行资产负债管理十大展望：精细化与前瞻性的考验.....	37
5.1、信贷投放：全年增速或有放缓，节奏适当靠前，开门红力度较强.....	37
5.1.1、2025 年信贷开门红力度可能并不低.....	37
5.1.2、化债预计将对 2025 年银行信贷增速造成一定拖累，并在机构间形成分化.....	38
5.1.3、贷款投放的可能方向：期限拉长、产品差异化、行业符合导向.....	39
5.1.4、长期贷款增速仍与资本平衡线有关，预计 2025 年银行 RWA 增速恢复至 6-7%.....	40
5.2、存款增长：形势或好于 2024 年，银行将更关注成本管控.....	40
5.3、收入结构：RAROC 作为指挥棒，继续灵活拓展收入来源.....	41
5.4、同业资负：同业资产继续收缩，同业负债灵活运用.....	45
5.5、净息差：预计较 2024 年继续收窄 10-15BP，存款成本或有明显改善.....	46
5.6、银行配债：成本收益倒挂，困境下的思路活化.....	51
5.7、流动性管理：考验司库运营效率.....	53
5.8、资本管理：阶段性压力减轻，但要前瞻布局，减少低效消耗.....	55
5.9、汇率影响：关注央行态度与外币存贷平衡.....	58
5.10、表外理财：收益趋降、规模缓增，关注存款到期及信托整改.....	59
5.10.1、2025 年银行理财规模高点或为 31.5 万亿元左右.....	59
5.10.2、季末回表扰动总体减弱，预计 2025 年仍然延续.....	61
5.10.3、2025 年理财配置行为可能变化：重点关注存款到期及信托通道整改.....	63
6、投资建议：股息确定性上佳，关注新变量、布局新动能.....	64
7、风险提示.....	67

图表目录

图 1: 上市银行 2024 年业绩归因, 规模支撑减弱.....	6
图 2: 各类银行业绩, 农商行非息收入贡献度较高.....	6
图 3: 2024 年以来股份行总资产增速较低.....	6
图 4: 2024 年国股行同业负债占比明显提升.....	8
图 5: 2024 年 Q2-Q3 国有行同业存单发行较多 (亿元)	8
图 6: 2024 年国有行金融投资增速与存贷增速差背离.....	8
图 7: 2024 年贷款投放的季节性波动减弱 (人民币, 亿元)	9
图 8: 近年来上市银行现金及存放央行占比下降, 贷款占比提升.....	10
图 9: 2024Q2 国股行同业资产规模大幅回落 (亿元)	11
图 10: 四大行买入返售增速与存贷增速差同向变动.....	12
图 11: 大行新增非银存款占比较高时, 资金融出量可能出现与存贷增速差背离 (亿元)	13
图 12: 2024Q2 资金分层明显减弱 (BP)	14
图 13: DR007 与 GC007 利率阶段性倒挂 (%)	14
图 14: 国有行 2024 年下半年买入 3Y 以下国债力度加大 (亿元)	14
图 15: 2024 年 8 月-9 月上旬大行卖长买短 (亿元)	15
图 16: 2024 年下半年资金利率和短债利率倒挂 (%)	15
图 17: 2024H1 上市银行压降票据贴现占比.....	16
图 18: 中信银行票据贴现占比下降同时息差企稳.....	16
图 19: FVOCI 账户中金融债和企业债占比高 (2024H1)	16
图 20: 政府债主要在 AC 账户持仓 (2024H1)	16
图 21: AC 账户主要增持政府债, OCI 账户增持金融债, TPL 账户增持基金 (亿元)	17
图 22: 2024 年农商行灵活止盈 FVTPL 账户投资	17
图 23: 2024 年以来上市银行金融投资中 FVOCI 占比不断提升.....	18
图 24: 2024 年上市银行普遍加大 FVOCI 账户投资占比.....	18
图 25: 2024H1 股份行、城农商行处置 AC+FVOCI 产生投资净收益对营收贡献度变大	19
图 26: 2024H1 基金投资中货基占比提升 (关联方口径)	19
图 27: 商业银行或以地方债进行买断式逆回购操作 (亿元)	20
图 28: 城农商行持仓政府债中国债占比更高.....	21
图 29: 2024 年以来各类型银行存款增速回落.....	23
图 30: 大行与中小行存贷增速差分化	23
图 31: 2024 年以来中小行单位存款增速回落.....	23
图 32: 2024 年 4 月以来大行单位存款增速回落.....	23
图 33: 2023 年以来企业贷款派生存款力度走弱, 大行和中小行竞争存量	24
图 34: 2024 年国有行对公贷款增量占比下降.....	24
图 35: 2024 年大行对公定期存款流向中小行 (亿元)	24
图 36: 2024 年 1 月商业银行个人存款开门红力度弱于往年 (亿元)	25
图 37: 2024Q1 银行吸收票据保证金存款减弱.....	25
图 38: 理财借道保险资管存放协议存款的模式.....	26
图 39: 2024Q3 末全市场理财产品持仓中, 保险资管占比约 15.7%.....	26
图 40: 2024H1 上市银行对公活期存款平均成本率明显下降.....	27
图 41: 2024Q3 末货基中的存款占 42.53%.....	27
图 42: 江苏银行存款增速下降伴随着存款成本的改善.....	28
图 43: 2020 年以来息差压力加大, 银行进行过两轮同业存单置换高息结构性存款 (亿元)	29

图 44: 2024H1 上市银行净息差下降至 1.53%	30
图 45: 2024 年 12 月新发按揭贷款利率阶段性企稳	30
图 46: 上市银行各项存款成本率在 2024 年开始明显下降, 对公存款改善更显著	31
图 47: 2022 年以来上市银行 RWA 增速低于总资产增速	34
图 48: 减值贷款归为不良后, 部分银行面临补提拨备压力 (亿元, %)	35
图 49: 部分银行金融投资拨备补提可能对核心一级资本充足率产生影响 (%)	36
图 50: 2025 年初大行净融出资金规模低于往年 (亿元)	37
图 51: 2025 年 1 月国股银行转贴现利率低位反弹 (%)	37
图 52: 2025-01 同业存单发行利率走高、净融资额回落 (上图%, 下图左轴亿元)	38
图 53: 2025 年商业银行信贷增速受化债影响约 0.45~1.28pct (万亿元)	38
图 54: Q1 一般为大额存单发行量高峰期	41
图 55: 每年 1 月银行结构性存款新增规模大 (亿元)	41
图 56: EVA 和 RAROC 指标拆解	42
图 57: 测算上市银行 RAROC 均值为 11.57% (2024H1)	43
图 58: 近年股份行、城商行中收占比明显下降	44
图 59: 上市银行 2024Q1-Q3 手续费及佣金收入同比负增	44
图 60: 2024 年投资收益+公允价值变动对营收贡献度提升幅度较大	44
图 61: 近年农商行同业资产比例显著下降	45
图 62: 国有行、农商行同业利差较低	45
图 63: 目前大行同业负债占比尚有比较充足的拓展空间 (截至 2024Q3)	46
图 64: 协议存款与同业存款报价仍有较大利差 (%)	46
图 65: 保险资管产品的资金来源中, 理财占 68% (2023)	46
图 66: 2022-2023 年国有行吸收对公定存明显增加 (亿元)	47
图 67: 定期存款中零售占比: 国有行最高, 股份行最低	48
图 68: 1Y 同业存单利率低于 MLF 利率 (%)	49
图 69: 市场化资金利率低位运行 (%)	49
图 70: 加上返还税收后的国债和地方债收益率与银行负债成本利差收窄	51
图 71: 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	52
图 72: 测算承接地方债后, 上市银行利率风险指标 (EVE) 大概提升 1.38pct	53
图 73: 四类银行同业负债剩余期限结构差异较大 (2024H1)	54
图 74: 多数上市银行资本缓冲空间超 200BP (2024Q3)	55
图 75: 考虑注资后, 预计 2025 年国有行各级资本缺较小 (亿元)	56
图 76: 预计 2025 年理财规模高点约为 31.5 万亿元, 同比增速约 5%	59
图 77: 存款挂牌利率下调 (图中黄色为下调时点) 对理财规模提升效果短期不明显	59
图 78: 924 一揽子新政出台当周, 理财规模下降 1 万亿元 (亿元)	60
图 79: 2023 年各季度末理财净卖出同业存单较多, 但 2024 年各季度此现象不明显 (亿元)	63
图 80: 2024Q4 末理财通道或净卖出了部分利率债 (亿元)	63
图 81: 宁波银行估值在民间借贷风波期间大幅下降 (%)	65
图 82: 去产能风险化解下, 四大行估值逐步提升 (%)	65
图 83: 2024Q4 主动公募基金持仓银行板块 3.98%, 环比+1.17pct, 同比+2.04pct	66
表 1: 2024Q2 部分国股行总资产单季增量为负 (亿元)	7
表 2: 2024 年以来企业短贷和中长贷同比少增	9
表 3: 上市银行前三季度资产结构对比, 2024 年同业资产占比同比下降、金融投资占比提升	10
表 4: 银行资金类业务综合收益率静态比价	12

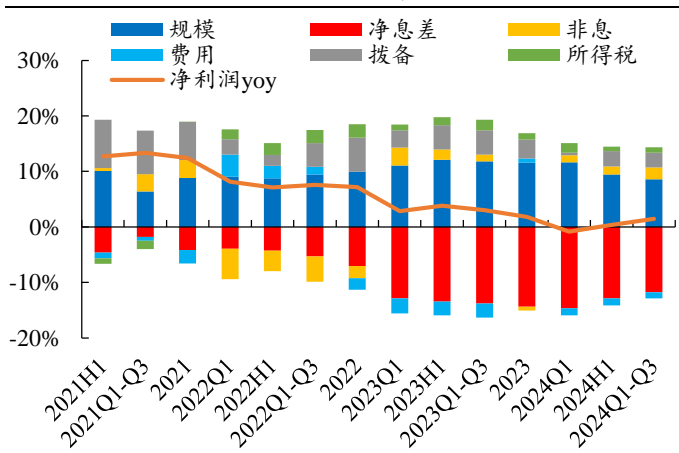
表 5: 2024H1 上市银行租赁与商务服务、基建行业贷款占比提升	15
表 6: 上市银行金融投资以利率债为主 (亿元, 2024H1)	16
表 7: 以非 HQLA 或超上限二级资产作为标的的申请买断式逆回购对 LCR 优化力度最大	20
表 8: 2024H1 上市银行持仓地方债冗余规模约为 12.59 万亿元	20
表 9: 2024H1 多数上市银行地方债持仓规模超过合格优质流动性资产 (HQLA) 计入上限 (亿元, 2024H1)	21
表 10: 工行、农行、交行、光大和平安流动性覆盖率相对承压 (%)	22
表 11: 货基持有的同业活期存款规模约 1.66 万亿元	27
表 12: 12 月大型银行非银存款同比少增 3.35 万亿元	28
表 13: 上市银行主要资产负债定价情况	30
表 14: 存款口径梳理 (2025 年): 同业活期纳入自律上限管理, 保险协议存款归类为非银同业存款	31
表 15: 上市银行流动性覆盖率 LCR 与净稳定资金比例 NSFR 情况 (%)	32
表 16: 2024H1 多数上市银行利率上升后利息净收入降幅变大	33
表 17: 资本新规下不同信用风险加权资产计量方法对超额损失准备要求	36
表 18: 新、旧资本管理办法中, 权重法下损失准备最低要求对比	36
表 19: 2025~2026 年各类行信贷增速受化债拖累, 国股行资产增速提升、城、农商行略承压	39
表 20: 2024 前三季度新增贷款主要集中于政策支持产业 (单位: 万亿元)	39
表 21: 2024 年前三季度信贷增量主要靠对公贡献, 个贷增长受按揭拖累明显 (单位: 万亿元)	40
表 22: 不同 RWA 增速情景下的 ROE 与净息差理论平衡点	40
表 23: 各银行利息净收入构成有所差异 (2024H1, 亿元)	41
表 24: 2024H1 上市银行 A 分业务条线盈利情况及 EVA、RAROC 测算 (亿元)	43
表 26: 2022 年以来国有行多轮调降官网存款挂牌利率	47
表 27: 2022 年以来 3Y 和 5Y 存款累计降幅均超 100BP	48
表 28: 2025 年上市银行重定价存款规模约为 58.77 万亿元 (亿元)	48
表 29: 高息存款重定价约支撑上市银行存款成本下降 12-18BP	49
表 30: 理论测算, 考虑存款按揭利率下调、LPR 重定价和存款利率下调等因素综合影响 2025 年净息差 -7.8BP	50
表 31: 商业银行大类资产比价: 债券静态比价不如贷款	51
表 32: 2024H1 商业银行超额备付率为 1.72%	54
表 33: 预计 2025 年商业银行二永债供给规模为 1.47 万亿元 (亿元)	57
表 34: 上市银行二永债供给规模测算: 国股行为供给主力 (亿元)	57
表 35: 2025 年以来央行对稳汇率的关注度有所提高	58
表 36: 假设同业存款利率下降 30BP, 则理财产品收益率平均或下降 4BP, 其中现金管理类产品下降 9BP	60
表 37: 2024Q4 季末回表规模上, 农银理财、交银理财、信银理财、华夏理财、民生理财等回表力度减弱 (亿元) ...	62
表 38: 国有行各分配 1000 亿元, 以 0.8 倍 PB 注资后股息率下降 0.16~0.65pct	64
表 39: 受益标的一览	66
表 40: 13 家上市银行业绩快报数据概览 (2024)	66

1、资产端：扩表放缓、结构优化、流转加强

1.1、2024 年商业银行资产扩张普遍降速，部分银行阶段性“缩表”

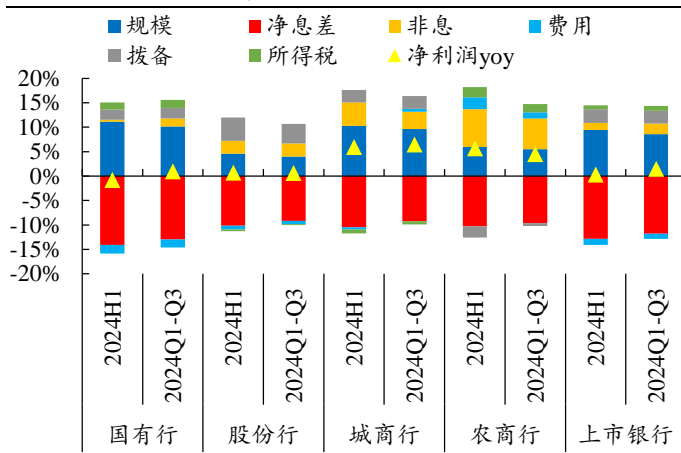
2024 年银行“以量补价”难持续。通常，规模扩张是银行收入的主要来源，近年来在行业息差承压的背景下，不少银行通过“以量补价”的方式维持业绩平稳增长，但这种策略显然在 2024 年面临到严峻的挑战，即银行的规模扩张节奏有所放缓，根据我们对上市银行的业绩归因分析，“规模”因子在 2024 年 Q1-Q3 的贡献度较上年同期下降 4.73 pct。面对这种情况，一些中小银行似乎转变了传统收息的业务思路，加大对投资收益为代表的非息收入拓展。

图1：上市银行 2024 年业绩归因，规模支撑减弱



数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

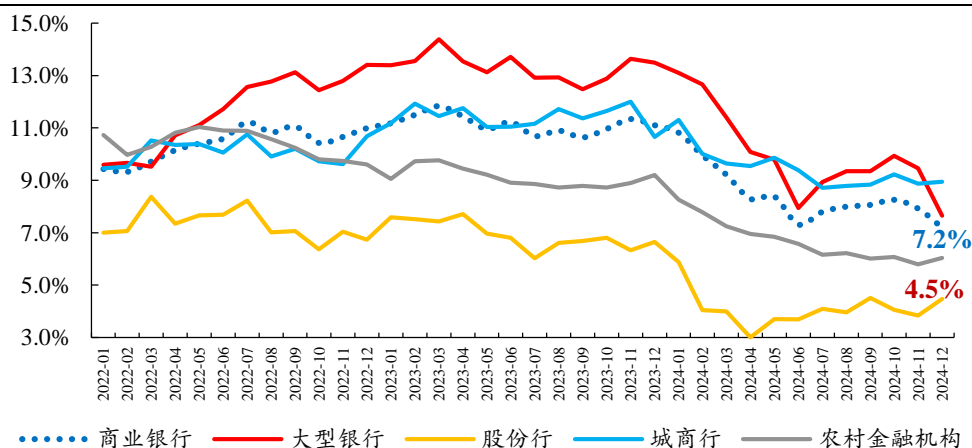
图2：各类银行业绩，农商行非息收入贡献度较高



数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

全国性股份制银行阶段性缩表压力较大。截至 2024 年末，商业银行总资产规模约 373 万亿元，同比增长 7.2%，增速较年初下滑 3.6 个百分点。分银行类型来看，股份行的资产增速较低（4.5%），大行和城商行仍保持较强的扩张力度。一方面股份行不像大行和城商行有比较丰富的基建项目资源储备，另一方面股份行过去几年的信贷抓手偏向房地产，2024H1 上市股份行（房地产开发贷+按揭）/总贷款约为 22%，在各类型银行中占比相对较高，地产信用修复较弱叠加居民的提前还贷行为，其资产投放稍显乏力。

图3：2024 年以来股份行总资产增速较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

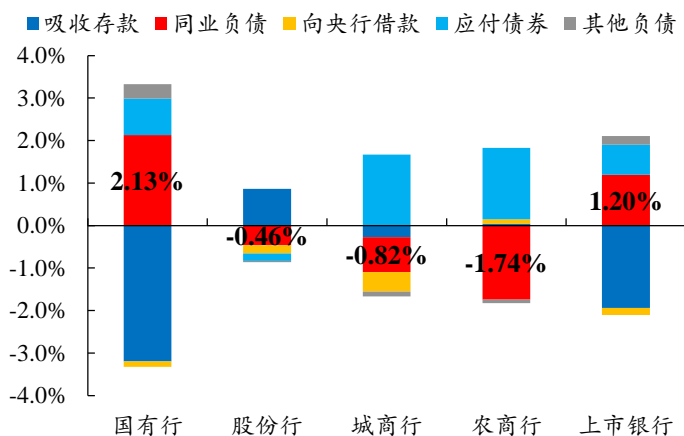
表1：2024Q2 部分国股行总资产单季增量为负（亿元）

银行名称	总资产：单季增量			总资产：环比增速			同比	总贷款：单季增量			总贷款：环比增速			同比
	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3		Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	
工商银行	29029	-4835	12412	6.5%	-1.0%	2.6%	8.7%	12837	4674	2584	4.9%	1.7%	0.9%	9.0%
建设银行	14045	5651	6287	3.7%	1.4%	1.6%	8.1%	11667	4145	3034	4.9%	1.7%	1.2%	8.9%
农业银行	22843	-1727	15687	5.7%	-0.4%	3.7%	12.5%	12431	5265	3544	5.5%	2.2%	1.5%	10.5%
中国银行	12269	2482	1617	3.8%	0.7%	0.5%	7.3%	9750	2060	3470	4.9%	1.0%	1.6%	8.6%
邮储银行	6053	816	3327	3.8%	0.5%	2.0%	9.3%	3732	1367	1206	4.6%	1.6%	1.4%	9.5%
交通银行	1776	-602	4168	1.3%	-0.4%	2.9%	5.5%	2461	645	1744	3.1%	0.8%	2.1%	6.8%
招商银行	4917	546	800	4.5%	0.5%	0.7%	9.2%	3070	-680	109	4.7%	-1.0%	0.2%	4.7%
兴业银行	989	928	-427	1.0%	0.9%	-0.4%	3.9%	863	1218	725	1.6%	2.2%	1.3%	8.0%
浦发银行	462	2003	1628	0.5%	2.2%	1.8%	6.9%	1685	1287	502	3.4%	2.5%	0.9%	9.0%
中信银行	178	343	1546	0.2%	0.4%	1.7%	3.8%	840	114	381	1.5%	0.2%	0.7%	3.0%
民生银行	525	-1765	1470	0.7%	-2.3%	1.9%	2.3%	1138	-755	178	2.6%	-1.7%	0.4%	1.3%
光大银行	1247	-1008	880	1.8%	-1.5%	1.3%	0.7%	1192	-128	38	3.1%	-0.3%	0.1%	3.6%
平安银行	1423	246	-80	2.5%	0.4%	-0.1%	4.2%	746	-686	-302	2.2%	-2.0%	-0.9%	-1.2%
华夏银行	1252	-517	173	2.9%	-1.2%	0.4%	5.9%	999	-469	-140	4.3%	-1.9%	-0.6%	1.4%
浙商银行	178	849	296	0.6%	2.7%	0.9%	10.8%	610	344	223	3.6%	1.9%	1.2%	7.6%
北京银行	1460	510	817	3.9%	1.3%	2.1%	9.7%	1044	479	26	5.2%	2.3%	0.1%	8.9%
上海银行	692	686	36	2.2%	2.2%	0.1%	5.5%	396	79	-105	2.9%	0.6%	-0.7%	3.4%
江苏银行	2665	1010	860	7.8%	2.8%	2.3%	15.6%	1019	1499	404	5.7%	7.9%	2.0%	17.0%
宁波银行	1765	1455	339	6.5%	5.0%	1.1%	14.9%	1094	472	464	8.7%	3.5%	3.3%	19.6%
南京银行	1080	866	642	4.7%	3.6%	2.6%	13.7%	747	330	300	6.8%	2.8%	2.5%	13.7%
杭州银行	760	675	330	4.1%	3.5%	1.7%	12.7%	637	306	88	7.9%	3.5%	1.0%	15.9%
长沙银行	413	356	262	4.0%	3.4%	2.4%	10.4%	339	113	96	6.9%	2.2%	1.8%	11.3%
成都银行	874	217	213	8.0%	1.8%	1.8%	14.9%	651	169	146	10.4%	2.5%	2.1%	22.2%
重庆银行	209	252	182	2.8%	3.2%	2.3%	11.1%	173	95	135	4.4%	2.3%	3.2%	12.2%
贵阳银行	359	-101	57	5.2%	-1.4%	0.8%	7.3%	65	89	47	2.0%	2.7%	1.4%	8.0%
郑州银行	21	128	209	0.3%	2.0%	3.2%	7.2%	43	79	109	1.2%	2.2%	2.9%	8.5%
青岛银行	151	310	150	2.5%	5.0%	2.3%	15.1%	170	74	67	5.6%	2.3%	2.1%	11.3%
苏州银行	464	113	177	7.7%	1.7%	2.7%	16.1%	285	32	52	9.7%	1.0%	1.6%	14.1%
齐鲁银行	200	227	206	3.3%	3.6%	3.2%	17.5%	175	90	58	5.8%	2.8%	1.8%	13.3%
兰州银行	94	79	103	2.1%	1.7%	2.2%	4.8%	98	-16	-56	4.0%	-0.6%	-2.2%	5.0%
西安银行	89	42	45	2.0%	1.0%	1.0%	5.5%	137	-19	53	6.8%	-0.9%	2.5%	11.8%
厦门银行	25	53	48	0.6%	1.3%	1.2%	6.5%	6	30	-72	0.3%	1.4%	-3.4%	1.6%
渝农商行	500	188	76	3.5%	1.3%	0.5%	4.8%	203	99	85	3.0%	1.4%	1.2%	5.3%
沪农商行	494	134	217	3.5%	0.9%	1.5%	7.9%	119	125	74	1.7%	1.7%	1.0%	6.0%
青农商行	59	15	36	1.3%	0.3%	0.8%	2.4%	39	11	21	1.5%	0.4%	0.8%	3.9%
常熟银行	302	26	-46	9.0%	0.7%	-1.2%	10.4%	128	37	8	5.8%	1.6%	0.3%	9.7%
紫金银行	139	77	17	5.6%	2.9%	0.6%	10.1%	61	24	20	3.4%	1.3%	1.1%	7.3%
无锡银行	103	48	30	4.4%	2.0%	1.2%	8.5%	70	26	15	4.9%	1.7%	1.0%	9.3%
张家港行	93	3	-9	4.5%	0.1%	-0.4%	6.3%	67	21	3	5.2%	1.6%	0.2%	8.3%
苏农银行	92	57	-74	4.5%	2.7%	-3.4%	4.4%	67	19	-39	5.5%	1.4%	-3.0%	4.8%
江阴银行	3	4	-1	0.2%	0.2%	-0.1%	6.3%	55	19	-13	4.8%	1.6%	-1.0%	6.2%
瑞丰银行	96	39	9	4.9%	1.9%	0.4%	9.9%	91	-8	33	8.0%	-0.6%	2.7%	9.8%
国有行	86015	1785	43499	4.6%	0.1%	2.2%	9.0%	52878	18156	15582	4.9%	1.6%	1.3%	9.1%
股份行	11173	1626	6286	1.7%	0.2%	0.9%	5.1%	11143	245	1715	2.9%	0.1%	0.4%	4.4%
城商行	11320	6878	4676	4.6%	2.7%	1.8%	11.6%	7078	3900	1814	5.9%	3.0%	1.4%	12.5%
农商行	1882	592	255	3.8%	1.2%	0.5%	6.6%	900	372	208	3.4%	1.4%	0.7%	6.4%
上市银行	110390	10881	54716	3.9%	0.4%	1.9%	8.2%	71999	22674	19319	4.5%	1.3%	1.1%	8.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

国有大行增加债券投资支撑扩表。以存款-贷款余额同比增速差来衡量的剩余流动性，一定程度反映银行的可配债券规模，因此趋势上金融投资增速一般会伴随存贷增速差同步变动。但是我们观察到大规模的“存贷增速差”和“金融投资增速”在2024年出现典型的背离现象，即银行为了维持刚性扩表，其配债资金可能不全来自于存款，也可能通过吸收同业负债（比如发行同业存单）等方式补偿规模。

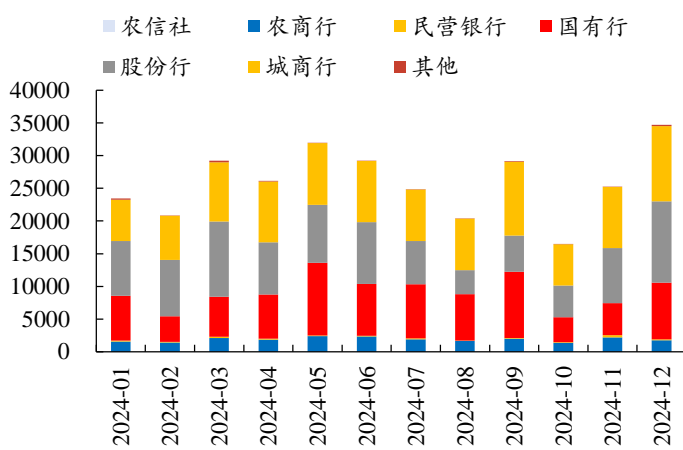
图4：2024年国股行同业负债占比明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

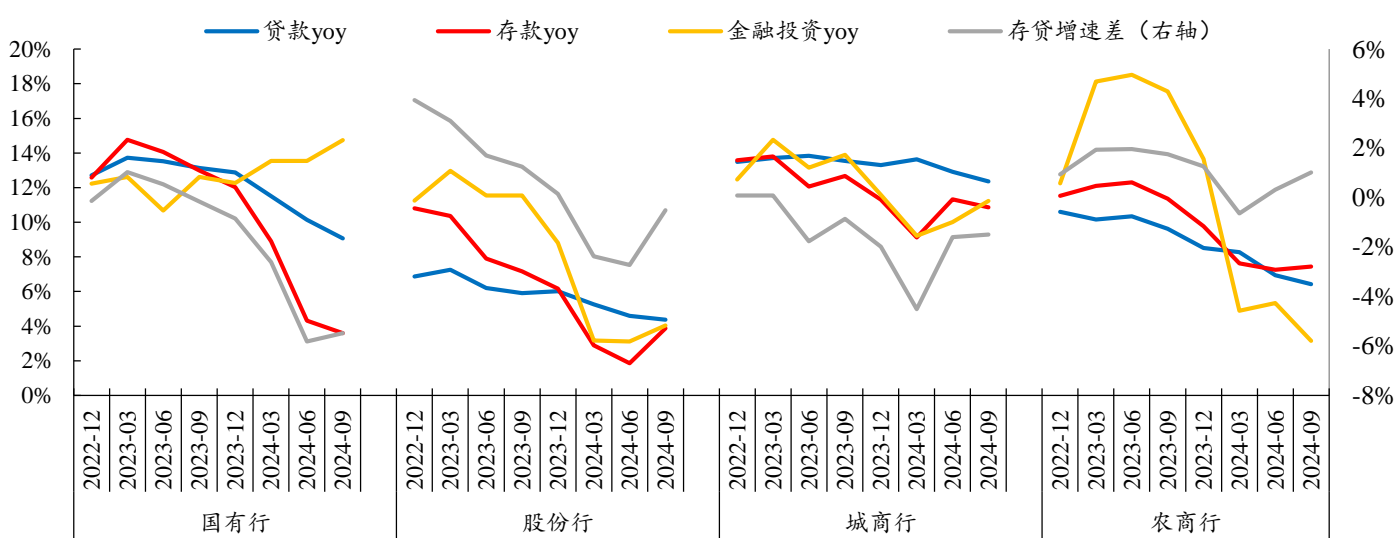
注：图中数据为2024Q3各类负债占比较2024Q1变动情况

图5：2024年Q2-Q3国有行同业存单发行较多（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2024年国有行金融投资增速与存贷增速差背离

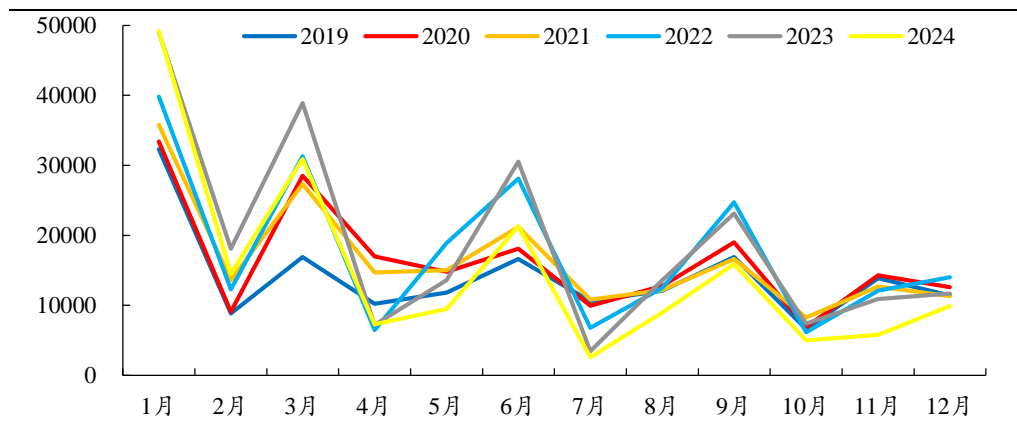


数据来源：Wind、开源证券研究所

2024年银行资产降速的两个主要原因：有效信贷需求弱及自发结构调整。

经济稳步复苏初期，实体融资需求尚显不足。2024年累计人民币贷款新增18.09万亿元，较上年少增约4.65万亿元。经济稳步复苏初期，实体企业及零售部门的信贷需求尚未有效修复，叠加利率向下环境中客户提前还贷行为的影响，银行贷款上量困难。但换个角度来说，2024年银行的信贷节奏更平滑，2023Q1新增人民币贷款10.60万亿，为近年来的最高值。2024Q1新增人民币贷款9.46万亿，较上年少增1.14万亿元，靠前过量供给信贷的行为有缓和。2024年四个季度的贷款增量占比为52.3%、21.1%、15.2%、11.4%，虽然第一季度增量占比超过50%，但季末月大幅冲量、季初月显著收缩的信贷现象有所改善，贷款投放的季节性波动减弱。

图7：2024 年贷款投放的季节性波动减弱（人民币，亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

手工补息整改同步挤出信贷“水分”，以及金融 GDP 核算规则调整的影响。虽然叫停手工补息约束的是高息存款，主要影响银行负债端，但高息存款受到限制后，一些套利性质的低价贷款也被提前偿还掉。根据信贷收支表统计，2024 年 4-9 月企业短贷同比少增 1.12 万亿元。另外，金融 GDP 核算方式从规模主导调整为盈利导向后，地方政府要求银行配合冲量的动力有所减弱，对于破解银行的规模情结和“内卷”现状有所帮助。当然，除了外部需求影响叠加监管规则调整外。部分银行规模降速可能还来自于主动压降低效资产、调整资产结构的考虑。

表2：2024 年以来企业短贷和中长贷同比少增

日期	同比增量（亿元）								
	合计	居民	短期	中长期	企业	短期	中长期	票据	非银
2024-12	-989	1447	-107	1554	-4564	511	-8210	3019	1256
2024-11	-3296	-88	-882	794	-5019	-1630	-2380	-890	385
2024-10	-2529	1774	1384	391	-4260	-562	-2306	-1482	-1223
2024-09	-8187	-3777	-695	-3082	-1903	-1168	-3010	2187	-859
2024-08	-4642	-1596	-1446	-150	-1502	-1753	-1745	1978	-1015
2024-07	-1377	-153	-946	793	-1328	-1988	-1345	1990	-533
2024-06	-10784	-3541	-2320	-1221	-7495	-1318	-6683	428	184
2024-05	-4593	-2552	-1553	-999	-1769	-1954	-2887	3152	-470
2024-04	577	-2440	-2116	-323	1497	-3070	-2593	7121	989
2024-03	-8300	-2657	-1007	-1650	-3157	-914	-4439	2157	-2451
2024-02	-4800	-7490	-5656	-1834	-1254	-1122	1597	-1767	3441
2024-01	1889	7136	3240	3896	-6317	1556	-2283	-5606	464
2023-12	712	319	564	-245	-1854	1031	-3278	376	-56
2023-11	-1338	-24	-147	123	-378	2024	-2902	543	-300
2023-10	1556	-264	-660	396	1185	746	-761	1272	566
2023-09	-3448	1892	91	1801	-3020	-1058	-1156	-690	-1387
2023-08	1748	-1008	159	-1167	965	86	-973	1881	422
2023-07	-3364	-3331	-1187	-2144	-83	207	-782	460	460
2023-06	2736	564	215	349	838	743	1666	-1604	-384
2023-05	-5383	209	-295	504	-6629	-2188	2233	-6710	177
2023-04	-2538	-700	332	-1032	579	698	3793	-3869	159
2023-03	8390	4357	1895	2462	1799	2784	6901	-7874	704
2023-02	5532	5438	4081	1357	4234	2113	6222	-4041	-1762
2023-01	7710	-5596	-735	-4861	12190	2451	15673	-5912	1424

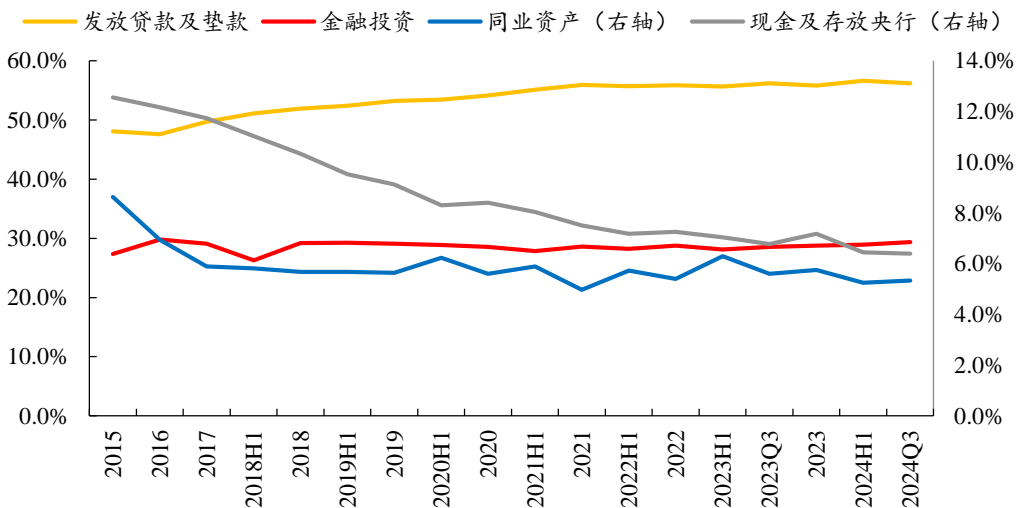
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、结构优化：压降同业资产、增加金融投资、减少低效益信贷

1.2.1、大类资产：金融投资占比提高，同业资产下降

近年来商业银行信贷资产占比稳步提高。过去十年，以大型银行为代表的商业银行体系不断增强对实体经济的支持力度，大类资产配置回归传统信贷本源，贷款占总资产比重由 2015 年的 48%提高至 2024Q3 的 56%，尤其在重点区域、重点领域（普惠小微、绿色金融、制造业）等进一步倾斜信贷资源。

图8：近年来上市银行现金及存放央行占比下降，贷款占比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024 年以来，上市银行金融投资占总资产比重普遍提升。2024Q3 末上市银行金融投资规模 87.7 万亿元，大类资产中占比为 29.4%，较 2023 年同期提高 0.9 个百分点，除国有行外，其他类型银行金融投资占比均超 30%。2024 年前三季度上市银行金融投资增量为 6.79 万亿元，占总资产增量比例为 38.6%，其中国有行和城商行占比较高，分别是 41.7%和 35.5%。

表3：上市银行前三季度资产结构对比，2024 年同业资产占比同比下降、金融投资占比提升

银行类型	同业资产		现金及存放央行		发放贷款及垫款		金融投资		其他资产		资产合计	
	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023
国有行	5.1%	6.1%	7.4%	7.8%	57.3%	57.3%	27.7%	26.3%	2.5%	2.6%	100.0%	100.0%
股份行	5.8%	4.6%	4.3%	4.7%	56.1%	56.4%	30.3%	30.6%	3.6%	3.8%	100.0%	100.0%
城商行	5.6%	5.1%	4.5%	4.9%	48.8%	48.3%	38.6%	38.8%	2.4%	3.0%	100.0%	100.0%
农商行	6.5%	5.4%	4.4%	4.5%	52.3%	52.2%	34.3%	35.4%	2.6%	2.5%	100.0%	100.0%
上市银行	5.3%	5.6%	6.4%	6.8%	56.2%	56.2%	29.4%	28.5%	2.7%	2.9%	100.0%	100.0%
前三季度增量 (亿元)												
国有行	-9456	18347	-5400	6598	83212	108796	54758	38291	8185	6211	131299	178242
股份行	4038	-194	-5048	-2507	12966	17625	4538	12930	2591	4138	19085	31992
城商行	2196	324	-219	-208	12688	11959	8121	7572	88	1094	22874	20741
农商行	676	-122	-54	-77	1474	1837	492	2023	140	92	2729	3751
上市银行	-2546	18354	-10721	3807	110340	140216	67910	60815	11003	11534	175986	234727
增量结构												
国有行	-7.2%	10.3%	-4.1%	3.7%	63.4%	61.0%	41.7%	21.5%	6.2%	3.5%	100.0%	100.0%

股份行	21.2%	-0.6%	-26.4%	-7.8%	67.9%	55.1%	23.8%	40.4%	13.6%	12.9%	100.0%	100.0%
城商行	9.6%	1.6%	-1.0%	-1.0%	55.5%	57.7%	35.5%	36.5%	0.4%	5.3%	100.0%	100.0%
农商行	24.8%	-3.3%	-2.0%	-2.1%	54.0%	49.0%	18.0%	53.9%	5.1%	2.4%	100.0%	100.0%
上市银行	-1.4%	7.8%	-6.1%	1.6%	62.7%	59.7%	38.6%	25.9%	6.3%	4.9%	100.0%	100.0%

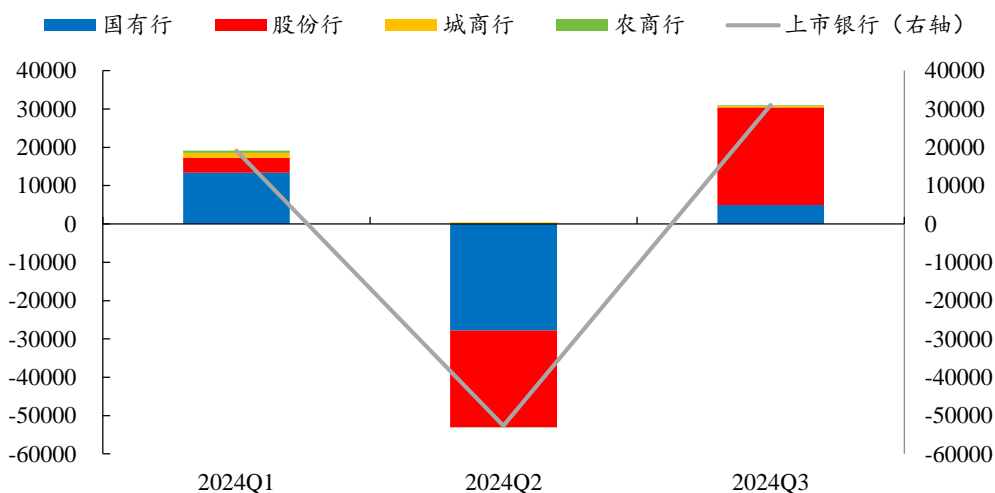
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、同业资产：份额收缩，主要是资金来源稳定性减弱带来流动性管理的需要

我们观察到部分大型商业银行在信贷和金融投资平稳增长的情况下，2024Q2 出现阶段性缩表，比如 2024Q2 总资产环比增速：工行（-1.0%）、农行（-0.4%）、交行（-0.4%）等，主要是同业资产规模大幅回落导致。

理论上，流动性、收益和季末资本占用，是安排同业资产主要考虑的问题。
流动性：存款不稳定的时候银行倾向于压降融出，买入返售下降。
收益率：同业资产与负债的利差有收缩，比如存单利率和融出资金价格收窄的时候，融出规模可能也下降。
资本：季末通常会收缩融出规模，避免低效占用资本。

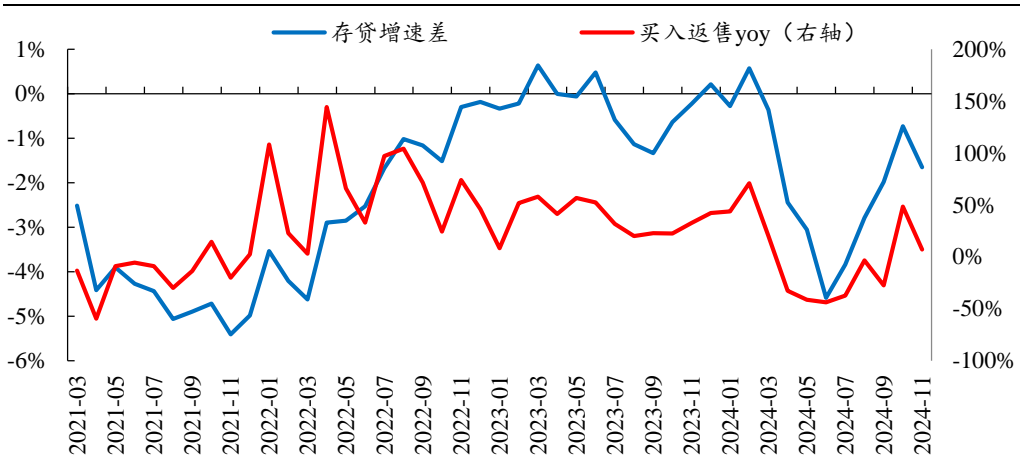
图9：2024Q2 国股行同业资产规模大幅回落（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：同业资产单季增量）

银行的融出能力和意愿由什么决定？从融出能力上来讲，日间流动性头寸的冗余程度决定了同业资产的规模大小，四大行的历史数据反映存贷增速差与买入返售资产增速高度相关。当信贷高增消耗超储或存款大幅流出时，银行可用资金都会变少，融出能力下降，2024Q2 就是很典型的手工补息整改挤出高息存款后，融出规模的被动收缩。

图10：四大行买入返售增速与存贷增速差同向变动



数据来源：Wind、开源证券研究所

融出意愿主要由市场价格决定，也与交易对手和抵押品的资质有关。银行会对资金业务的收益做一些比较，当几种同为资金属性的业务价差拉开时，会产生一定的替代效应，比如当基金收益率低时赎回货基去做融出。也有银行会充当资金“过手方”，比如低价向其他银行融出再高价拆放给其他非银机构，赚取价差。
 大行一般不会做资金过手的套利，正回购占比很低。

表4：银行资金类业务综合收益率静态比价

	票据	融出资金		投资债券						投资基金	
	票据贴现	同业拆出1M	买入返售7D	国债5Y	国开债5Y	地方债5Y	同业存单(AAA)1Y	商金债(AAA)5Y	企业债(AAA)5Y	债基	货基
名义收益率	1.35%	1.76%	1.86%	1.41%	1.50%	1.58%	1.72%	1.78%	1.89%	4.59%	1.38%
平均负债成本率	2.05%	2.05%	2.05%	2.05%	2.05%	2.05%	2.05%	2.05%	2.05%	2.05%	2.05%
税收成本	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.11%	0.00%	0.00%
增值税	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	0%	0%
所得税	25%	25%	25%	0%	25%	0%	25%	25%	25%	0%	0%
资本成本	0.47%	0.25%	0.13%	0.00%	0.00%	0.06%	0.25%	0.25%	0.47%	0.21%	0.24%
资本转换系数	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
资本成本率	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
风险权重	75%	40%	20%	0%	0%	10%	40%	40%	75%	33%	38%
存款派生收益	0.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
信用成本	0.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
综合收益率	0.88%	1.50%	1.74%	1.41%	1.50%	1.52%	1.46%	1.53%	1.31%	4.38%	1.14%

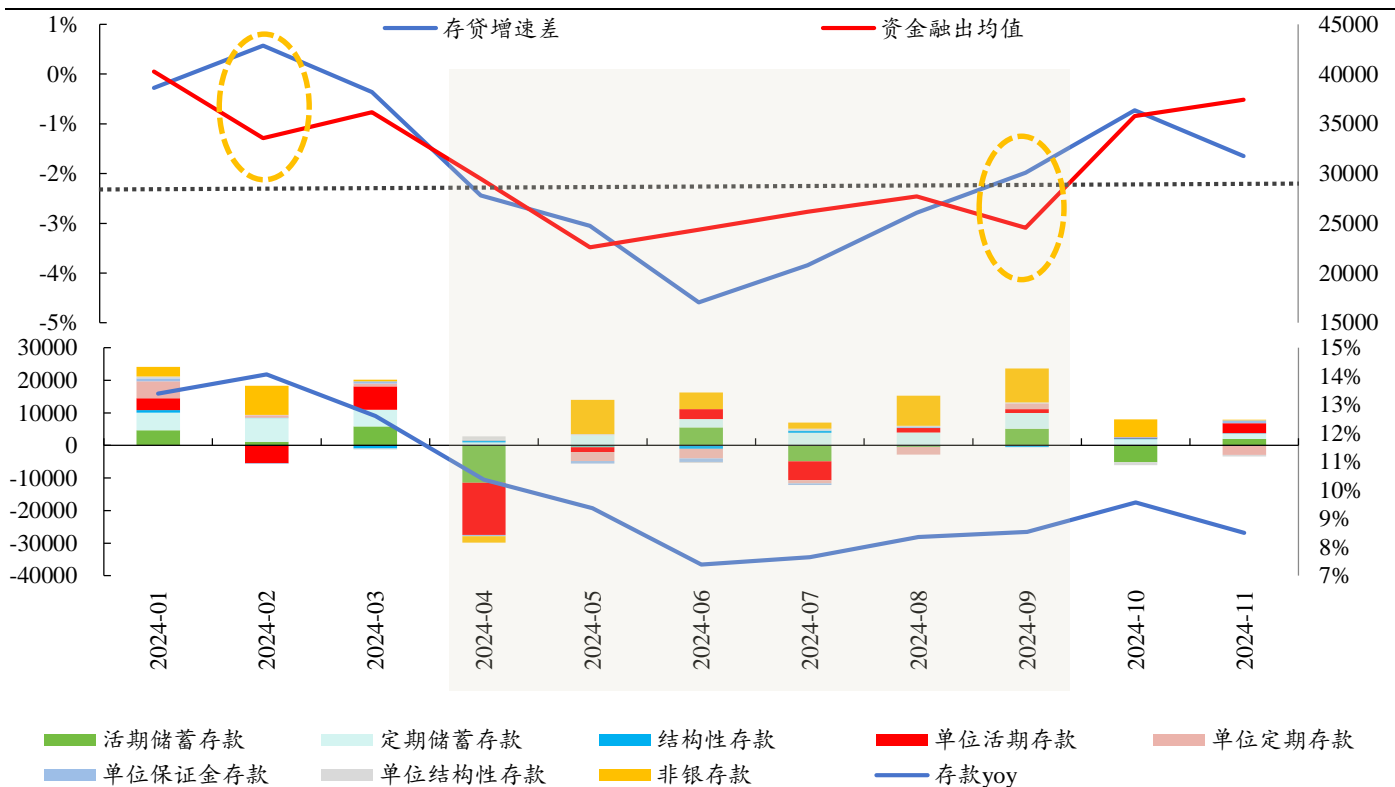
数据来源：Wind、开源证券研究所

（注：综合收益率=名义收益率-税收成本-资本成本+存款派生收益-信用成本。其中，各类债券名义收益率取最新一天到期收益率；平均负债成本率取 2024H1 上市银行平均负债成本率；资本成本=风险权重*资本成本率（取决于各行资本使用效率要求，设为 6%）*资本转换系数（10.5%）。对于税收规则，我们根据增值税率 6%（价外税）、所得税率 25%（利得税）推算，银行同业业务免缴增值税。数据更新至 2025.01.24。）

另外当押品的质量较差（比如一些流动性较低的信用债时）或交易对手的信用层级较低时，银行的融出意愿也会有一定收紧。

若存款稳定性弱，银行的融出意愿相对更保守。部分时段，当银行的存款增长依赖非银渠道时，存款稳定性减弱，资金融出规模出现与存贷增速差背离。非银存款相较于一般性存款成本通常更高且计算流动性风险指标时贡献偏低，因此当银行的资金来源大量来自于同业渠道时，银行在资产端可能选择更多短资产来匹配负债久期，或者提高备付率减少资金融出规模。

图11：大行新增非银存款占比较高时，资金融出量可能出现与存贷增速差背离（亿元）

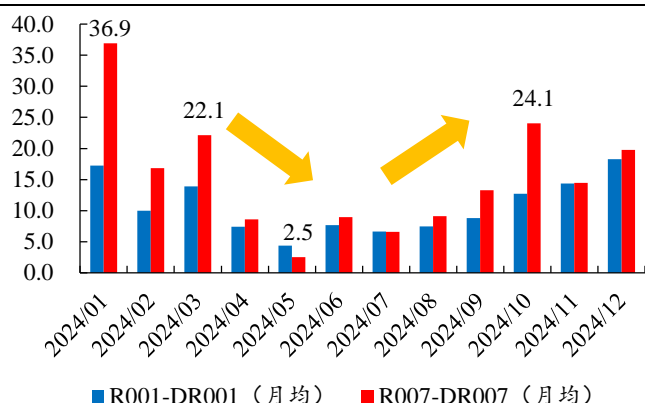


数据来源：Wind、开源证券研究所

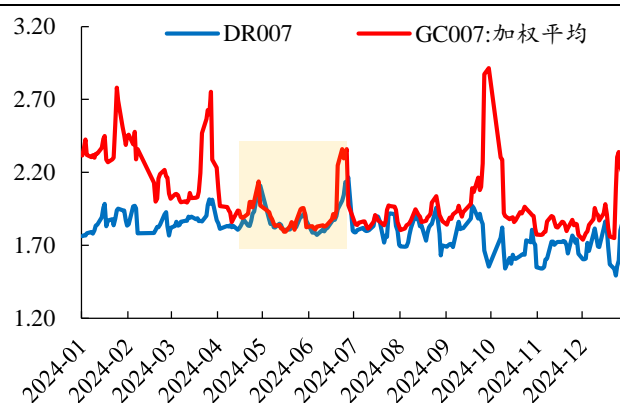
2024 年银行典型资金现象（1）：从“银行钱多”到“非银钱多”的变化。

流动性分布的格局在 2024 年有一点改变，一般来讲银行体系属于市场资金的供给方，流动性按照央行—大行/政策性银行—股份行—城农商行—非银机构传导，但手工补息整改和存款脱媒使得非银的流动性出现冗余，2024 年 5 月 R007 与 DR007 利差仅为 2.5 BP，同时观察到 DR007 与 GC007 利率出现倒挂。

非银主导流动性可能只是表象现象，实际主导权还在银行。银行主导流动性时受监管指标、内部限额、风险偏好等约束，而非银主要看市场价格，只要其可获取的资产与资金成本利差较大，理论上就有比较强的融入意愿。如果非银流动性比较冗余，同时市场面临“资产荒（高息存款、高息债券难寻）”，那么其可能就将资金融出，杠杆率下降。但是这种资金面自发的宽松可能只是表象现象，在应对存款搬家时银行有两种选择：一是接受阶段性缩表，压降同业资产配合负债减少；二是大量发同业存单、安排大规模理财回表等，将挤出的流动性回收。看起来在 2024Q2 银行选择前者居多，非银能“宽松”多久其实还要看银行对自身负债端的评估，如果银行觉得负债的压力加重需要尽快补充，那么“非银钱多”只能是阶段性的，也就是说非银主导流动性的情况下，资金的量价波动可能都会放大。

图12：2024Q2 资金分层明显减弱（BP）


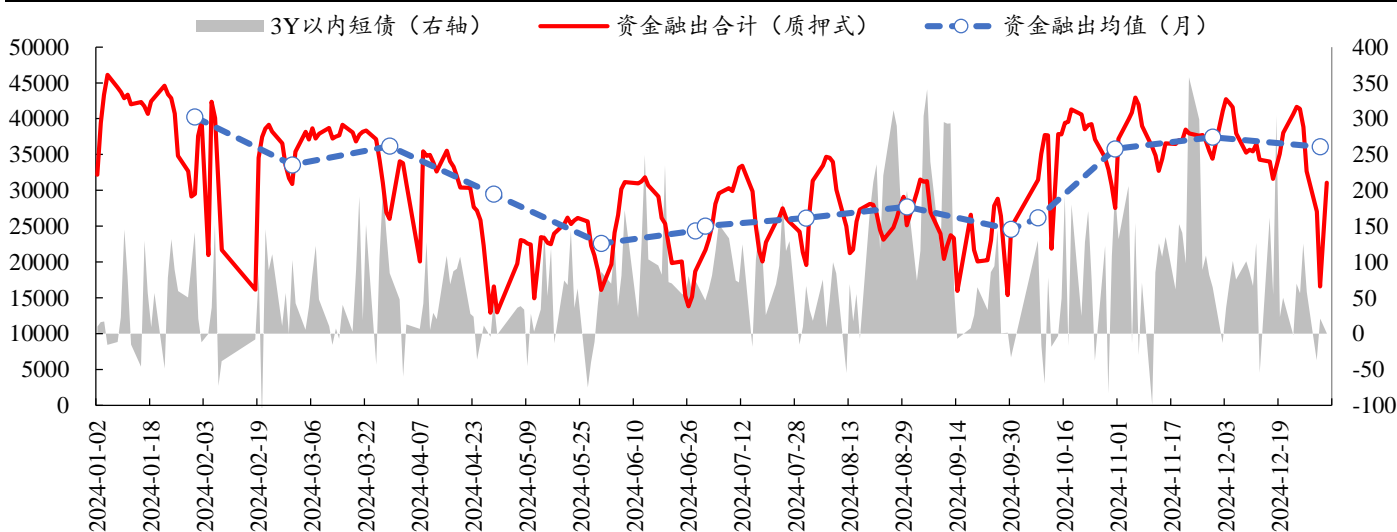
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：DR007 与 GC007 利率阶段性倒挂（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2024 年银行典型资金现象（2）：部分时段银行集中买入短债，减少融出。

观察大行 2024 年的资金行为，部分时段融出规模明显回落，同时伴随着短久期国债的买入，尤其在下半年随着短债收益率快速走低，和资金价格出现明显倒挂，这种情况下银行仍然在加大短债的买入力度，应该如何理解这样的现象呢？

图14：国有行 2024 年下半年买入 3Y 以下国债力度加大（亿元）


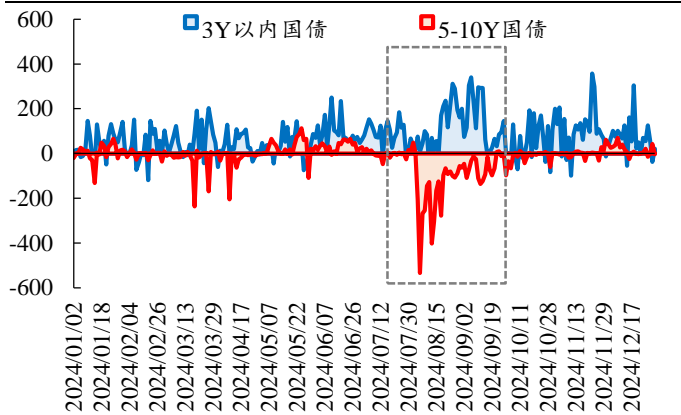
数据来源：Wind、CFETS、开源证券研究所

首先，监管对银行回购资金余额的占比有上限约束，临近季末时点银行自身有压降需要。2017 年《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》中约定，存款类金融机构（不含政策性银行与开发性银行）自营债券正/逆回购资金余额不能超过其上季度末净资产的 80%，部分银行会在季中“鼓肚子”买入返售规模较大，季末再集中压降。

其次，优化指标角度：改善流动性风险指标和资本充足率，稀释投资久期。流动性：为了维持流动性风险指标（LCR）的平衡，银行通常会对其持有的一级合格流动性资产（国债、政金债等）设置一定规模下限，因此银行在“卖长”后只能“换短”，如果做大量融出可能导致流动性资产储备不足，影响指标；**资本充足率：**买入返售风险权重视交易对手和质押物情况而定，资本新规落地后同业业务风险权重趋于提升。尤其是交易对手为非银时，多以信用债作为质押物，风险权重较高；**稀释投资久期，改善利率风险指标。**由于近年银行承接地方政府债发行的期限较长，久

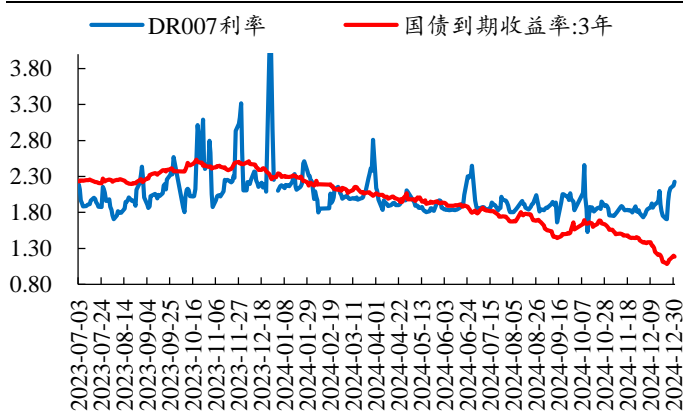
期错配程度较重会影响利率风险指标，银行买入短债可能也有稀释投资久期的考虑。

图15：2024年8月-9月上旬大行卖长买短（亿元）



数据来源：CFETS、开源证券研究所

图16：2024年下半年资金利率和短债利率倒挂（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

短债可用于资产额度灵活腾挪的再配置。2024年下半年资金利率与短债利率倒挂加深，尤其在临近年底时银行的买债力度并不低。我们认为除了信贷需求较弱，银行继续靠买债冲规模外，还与投债基数的考核有关。由于银行的资产配置通常按照“年”作为预算的周期，在分配下一年银行配置债券的额度时，可能会参考上一年的额度实际使用情况。如果银行普遍预期2025年债券利得空间有限，那么配置盘可能也要类似贷款“以量补价”的逻辑，需要提前抢占额度。之所以买短债正是因为其剩余期限短、流动性好，方便额度腾挪后的再配置。当规模诉求阶段性优先时，银行就不太关注资金成本了。

1.2.3、贷款：部分银行压降票据贴现等低收益贷款，低价供给贷款行为减少

对公强、零售弱的信贷格局延续。2024年上市银行存量信贷结构继续向租赁商服、基建行业集中，反映出实体信贷需求仍然偏弱的状态。尤其在零售客群，收入预期的不确定增加，居民的加杠杆意愿偏低，按揭的提前还贷使其在贷款中的份额占比继续下降。另外出于对信用成本的管控，一些银行可能收缩偏下沉的信贷敞口，比如2024H1信用卡占比较2023年下降0.3 pct。

表5：2024H1上市银行租赁与商务服务、基建行业贷款占比提升

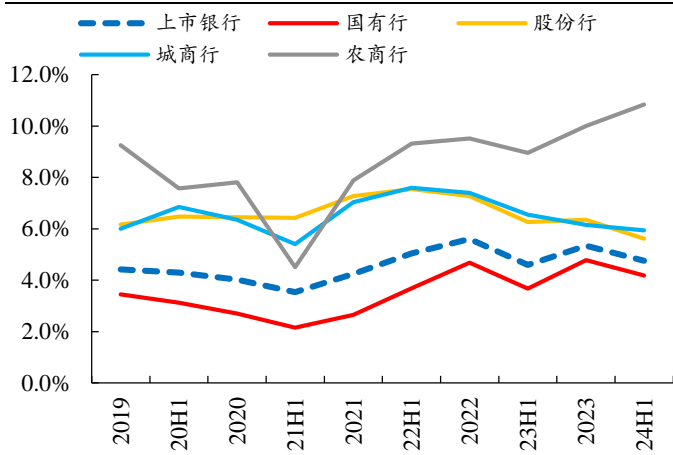
	公司 贷款	租赁商 务服务	制造业	地产	批零	基建	建筑	零售 贷款	按揭	消费	经营	信用 卡	其他 零售	票据 贴现
2019	54.7%	8.1%	9.4%	6.6%	3.5%	17.1%	2.5%	40.8%	26.1%	2.2%	2.3%	6.4%	3.3%	4.4%
20H1	55.6%	8.9%	9.7%	6.7%	3.5%	17.2%	2.6%	40.1%	25.8%	2.1%	2.4%	5.8%	3.3%	4.3%
2020	54.7%	9.0%	9.2%	6.5%	3.6%	17.5%	2.4%	41.3%	26.6%	2.3%	2.8%	5.9%	3.5%	4.0%
21H1	55.6%	9.3%	9.2%	6.3%	3.7%	17.7%	2.6%	40.9%	25.9%	2.2%	3.0%	5.7%	3.7%	3.5%
2021	54.2%	9.4%	9.1%	5.9%	3.6%	17.8%	2.4%	41.5%	26.4%	2.3%	3.2%	5.8%	3.6%	4.2%
22H1	55.2%	9.6%	9.5%	5.6%	3.8%	17.6%	2.6%	39.7%	24.9%	2.1%	3.5%	5.4%	3.6%	5.0%
2022	55.2%	9.7%	9.7%	5.6%	3.8%	17.9%	2.5%	39.2%	24.1%	2.2%	3.7%	5.2%	3.7%	5.6%
23H1	57.9%	10.4%	10.6%	5.4%	4.1%	18.2%	2.7%	37.5%	22.2%	2.2%	4.0%	4.8%	4.0%	4.6%
2023	57.6%	10.6%	10.4%	5.2%	4.2%	18.6%	2.6%	37.1%	21.4%	2.7%	4.6%	4.8%	3.7%	5.3%
24H1	59.5%	11.0%	10.7%	5.2%	4.2%	18.9%	2.8%	35.8%	20.0%	2.7%	4.5%	4.5%	4.1%	4.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

防资金空转背景下，银行压降低效益贷款。2024年依靠大量购入票据冲贷款规

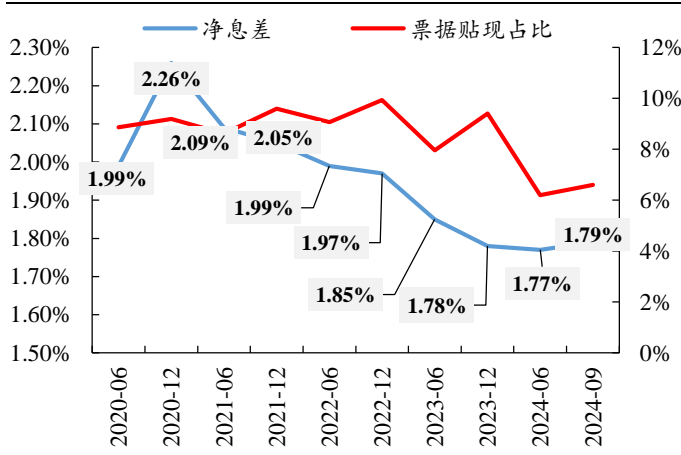
模，以及供给超低价贷款的现象有所减少。伴随着这样的管理动作，我们看到一些银行的息差管控取得了不错的成效，比如中信银行上半年票据贴现占比下降 3.2pct，其净息差相较 2023 年基本持平，收窄幅度远低于上市银行平均水平（14BP）。

图17：2024H1 上市银行压降票据贴现占比



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：中信银行票据贴现占比下降同时息差企稳

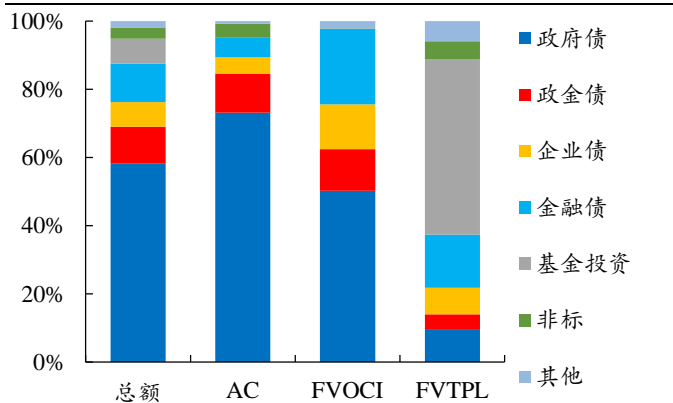


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.4、金融投资：存量投资以国债、地方债配置为主，继续压降非标

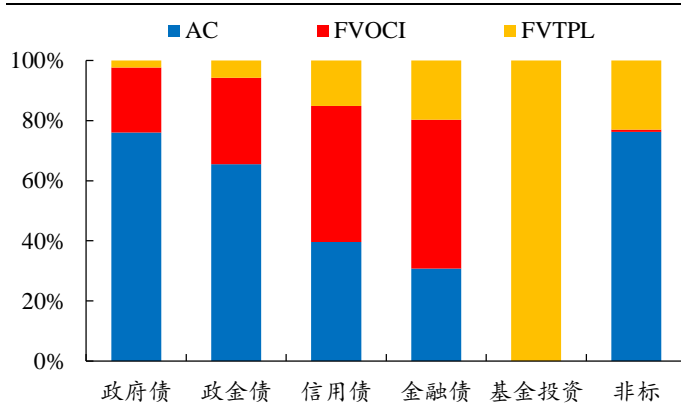
2024H1 上市银行金融投资余额为 84.86 万亿元，其中政府债占比超 58%，为 49.51 万亿元，其中国有行为 35.21 亿元。上市银行政府债以持有至到期为主，主要分布在 AC 账户。AC 账户持仓余额为 37.63 万亿元，其中国有行为 27.89 亿元。

图19：FVOCI 账户中金融债和企业债占比高（2024H1）



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

图20：政府债主要在 AC 账户持仓（2024H1）



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

表6：上市银行金融投资以利率债为主（亿元，2024H1）

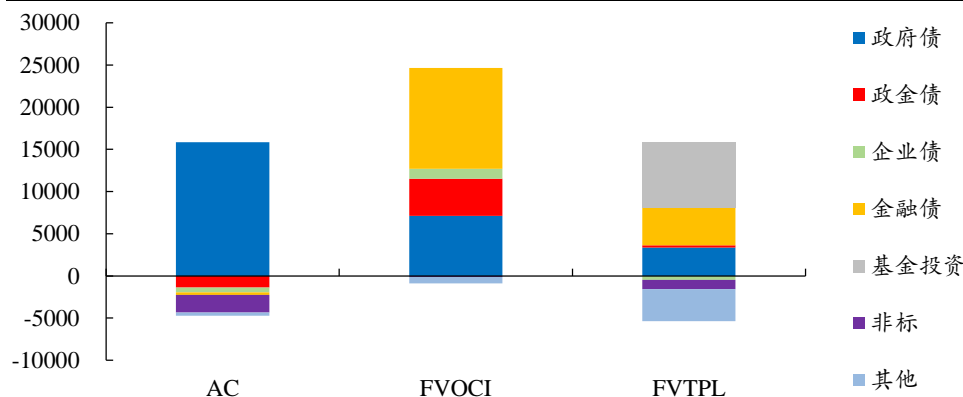
银行类型	政府债	政金债	企业债	金融债	基金投资	非标	其他
国有行	352088	67434	23260	56390	15348	3526	10554
股份行	93683	13243	23448	24454	27738	15681	3768
城商行	40380	9367	13462	9822	16979	8649	1489
农商行	8924	147	1777	4824	1774	259	168
上市银行	495076	90192	61948	95491	61838	28115	15979

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

2024H1 上市银行主要增持政府债、金融债（含同业存单）和基金投资，继续压降非标敞口。分账户看，AC 账户增持政府债为主，OCI 账户增持金融债（含同业存单）规模最大，TPL 账户主要增持基金投资。

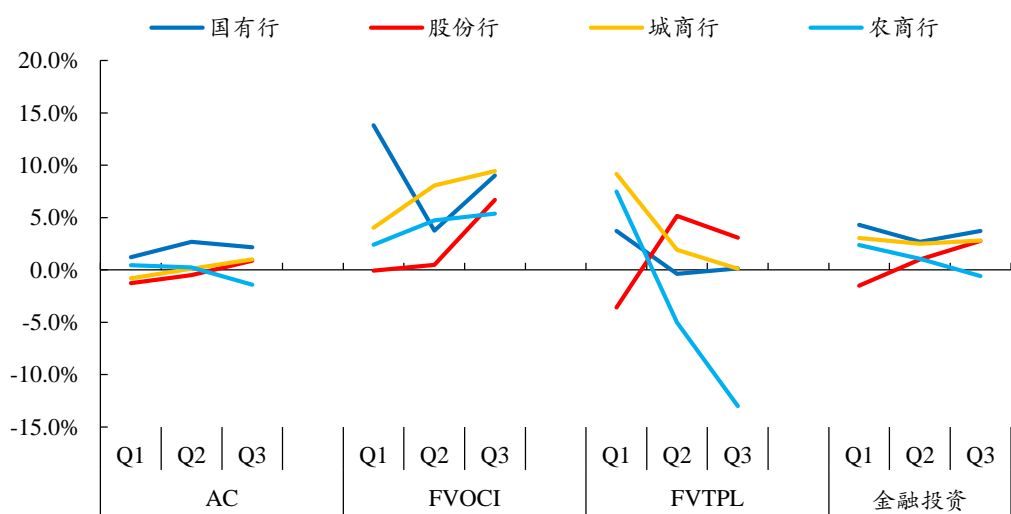
农商行投资增速明显回落，除了上年投资基数较高外，我们观察到 2024 年农商行 FVTPL 账户投资同比增速大幅下降，同时 AC 账户出现萎缩，这代表着农商行可能还根据市场环境灵活安排止盈，并开始处置存量资产。

图21：AC 账户主要增持政府债，OCI 账户增持金融债，TPL 账户增持基金（亿元）



数据来源：各银行财报、开源证券研究所（注：2024H1 增量）

图22：2024 年农商行灵活止盈 FVTPL 账户投资

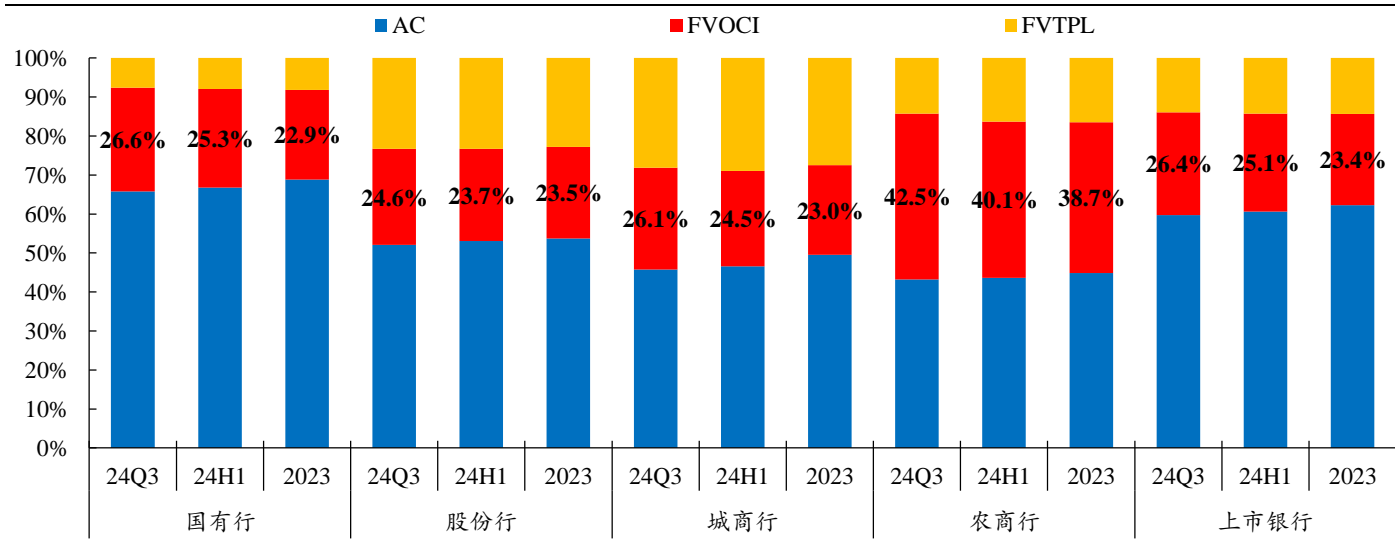


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：环比增速）

1.3、加快存量资产流转

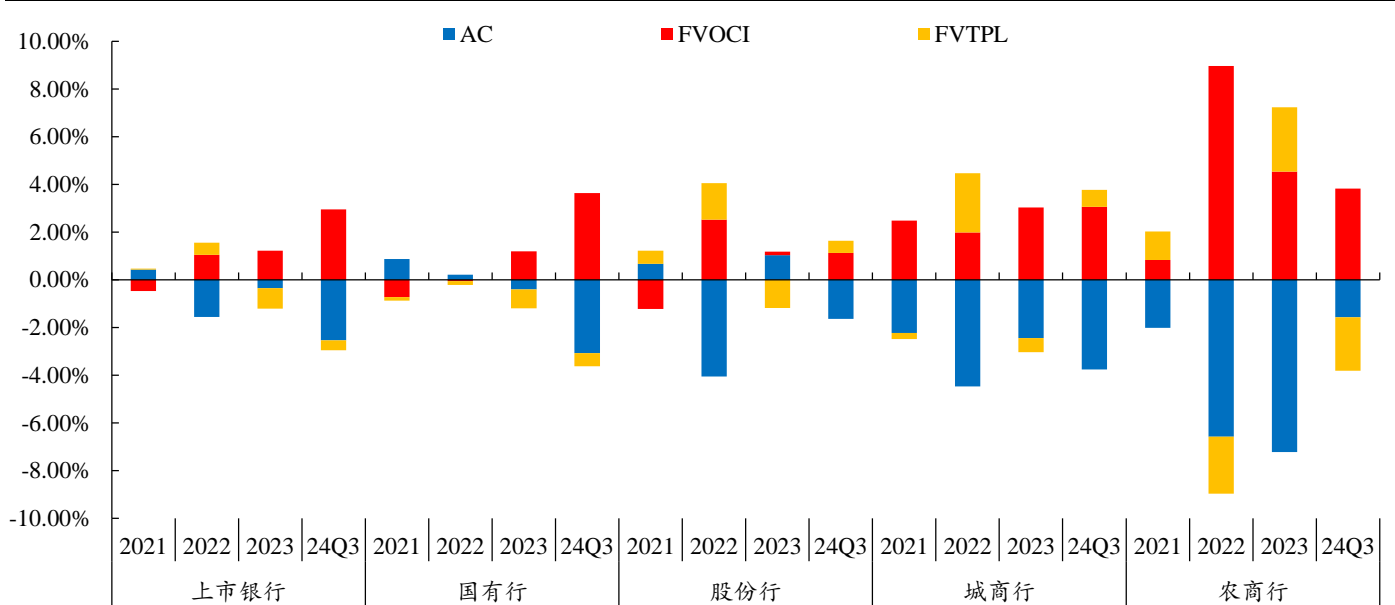
（1）2024 年银行债券投资策略不拘泥于持有至到期，普遍提升配置盘中的类交易户（FVOCI）占比。尤其农商行具有较充足的资本缓冲空间，近年来提升幅度更明显。纯配置账户（AC）由于利差空间被进一步压缩，其占比继续降低。

图23：2024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

图24：2024年上市银行普遍加大 FVOCI 账户投资占比



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：金融投资三账户占比较上年变化数据）

（2）向存量资产流转要收益，上市银行处置 AC 账户产生的投资收益普遍提高。2024 年银行依托合适时机通过债券减持创造收益，持有至到期债券的收益提前兑现更多见于中小行，大型银行对于债券入账分类和买卖限制可能更为严格，2024H1 农商行处置 AC 资产产生的投资收益占比营收 3.2%，较 2023 年提高 2.8 pct。

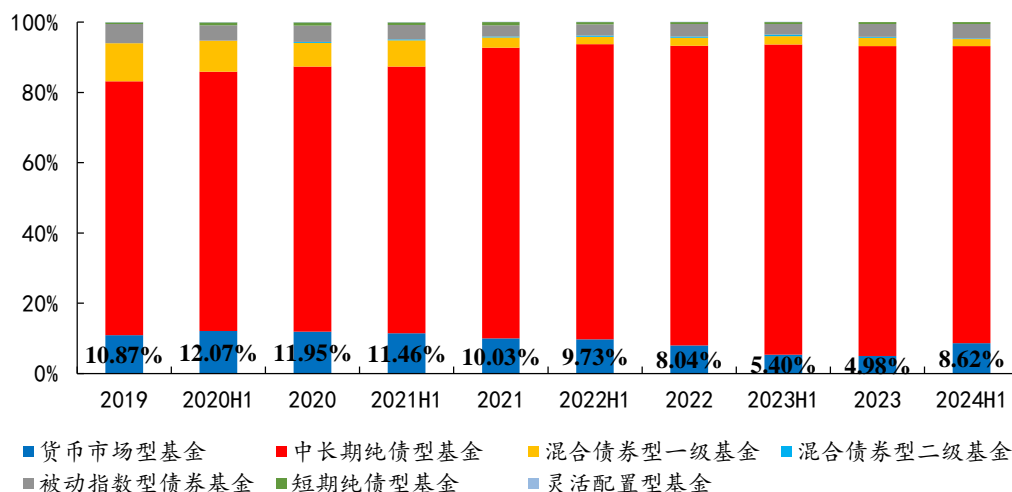
图25：2024H1 股份行、城农商行处置 AC+FVOCI 产生投资净收益对营收贡献度变大

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	1.9%	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

(3) **灵活安排资产到期再配置。**① 2024 年时有看到银行集中买入短债的现象，部分是资产端完成既定的信贷投放计划后冗余流动性的再投资，也有资产荒状态下，灵活安排到期资产的分布，方便额度腾挪后的再配置。② **增持基金。**2024 年银行自营交易盘收益率较高，银行对基金配置的安排由追求收益向流动性管理的本源回归，货币基金份额占比增加。

图26：2024H1 基金投资中货基占比提升（关联方口径）

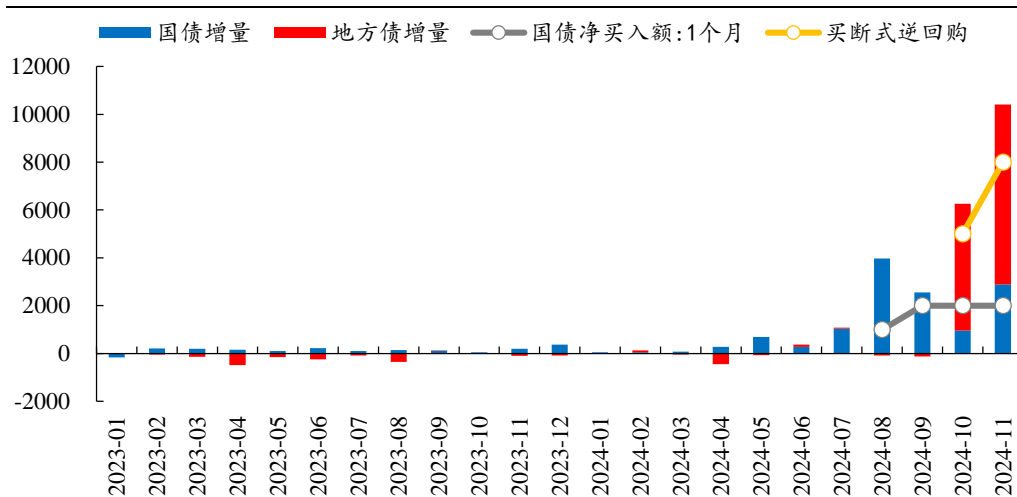


数据来源：Wind、开源证券研究所

(4) **丰富央行工具箱的配套操作：**商业银行申请买断式逆回购，将冗余的地方债和信用债用于置换现金，改善流动性风险指标。

2024 年 10 月，央行官宣创设买断式逆回购新工具，我们根据中国债券信息网披露的债券投资者结构数据推断，**商业银行多以地方债为回购标的申请买断式逆回购。**中债托管披露数据中“其他机构”10 月和 11 月地方债持仓规模分别大增 5296 亿元和 7523 亿元，对应当月央行买断式逆回购规模分别为 5000 亿元和 8000 亿元。“其他机构”口径包含央行、财政部、政策性银行、非金融机构等，2023 年以来国债和地方债规模维持平稳，在央行开展二级市场买卖国债和买断式逆回购时规模变动较大，判断主要是央行操作所致。

图27：商业银行或以地方债进行买断式逆回购操作（亿元）



数据来源：Wind、中国债券信息网、开源证券研究所（注：“其他机构”国债和地方债增量）

商业银行以冗余地方债作为标的申请买断式逆回购可优化 LCR。地方债在合格优质流动性资产（HQLA）中属于 2A 资产，以 85%折算率计入，且不得超过 HQLA 总规模的 40%。商业银行利用冗余地方债为标的申请买断式逆回购可最大程度优化 LCR，以 LCR 为 100%，分子分母均为 1000 亿元举例：（1）以一级资产国债申请 10 亿元买断式逆回购，分母不变，分子不变，LCR 不变；（2）以二级资产申请：分母不变，分子增加 1.5 亿元，LCR 增加 1.5pct；（3）以超上限地方债申请：分母不变，分子增加 10 亿元，LCR 增加 10pct。

表7：以非 HQLA 或超上限二级资产作为标的申请买断式逆回购对 LCR 优化力度最大

分类	回购标的	LCR 公式	分子/分母变动	LCR 变动
买断式逆回购	一级资产	$\frac{\text{合格优质流动性资产} + \text{现金} * 100\% - \text{卖出债券} * 100\%}{\text{未来三十天现金净流出}}$	分子：不变 分母：不变	LCR 不变
	二级资产	$\frac{\text{合格优质流动性资产} + \text{现金} * 100\% - \text{卖出债券} * \text{相应折算系数}}{\text{未来三十天现金净流出}}$	分子：现金折算系数大于二级资产，分子变大 分母：不变	LCR 变大
	非 HQLA（超上限二级资产）	$\frac{\text{合格优质流动性资产} + \text{现金} * 100\%}{\text{未来三十天现金净流出}}$	分子：现金增加，变大 分母：不变	LCR 变大

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

根据我们测算，多数上市银行持仓地方债规模超二级资产可计入 HQLA 上限规模，2024H1 上市银行冗余地方债规模为 12.59 万亿元，其中国有行为 9.31 亿元。

表8：2024H1 上市银行持仓地方债冗余规模约为 12.59 万亿元

银行类型	持仓国债（亿元）	持仓地方债（亿元）	地方债冗余（亿元）
国有行	109708	242381	93121
股份行	29979	64492	23094
城商行	14654	20190	5655
农商行	3037	2456	4038
上市银行	157377	329519	125909

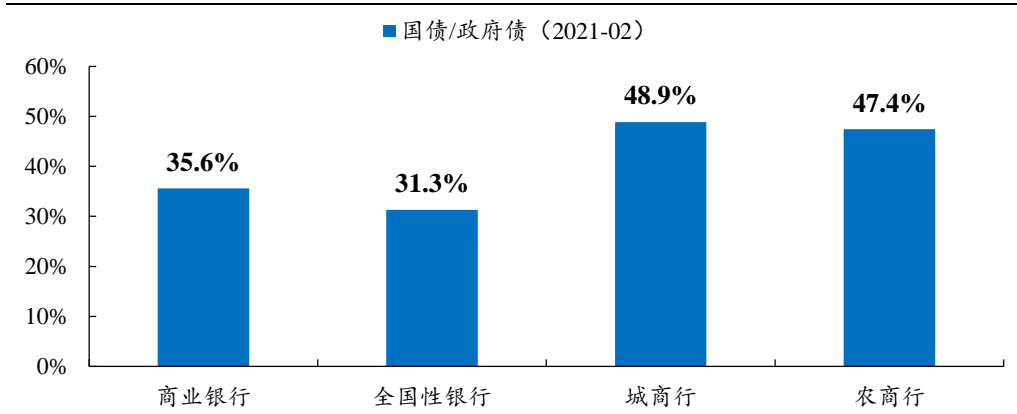
数据来源：各银行财报、开源证券研究所

主要测算过程及假设如下：

(1) **国股行持仓地方债**：工行、农行和交行披露了国债持仓规模，以这三家银行持仓国债占政府债比例 31.16% 来推测国有行持仓国债规模；进一步假设股份行国债占政府债比例为 32%。

(2) **城农商行持仓地方债**：参考中国债券信息网 2021 年 2 月披露的数据，设城农商行政府债持仓中国债占比为 45%。

图28： 城农商行持仓政府债中国债占比更高



数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

具体到各家银行来看，2024H1 多数上市银行持仓地方债均超 2A 资产计入上限比例，国有行中工行、建行和农行冗余地方债规模均超 2 万亿元。

表9：2024H1 多数上市银行地方债持仓规模超过合格优质流动性资产（HQLA）计入上限（亿元，2024H1）

银行名称	流动性覆盖率 (%)	HQLA (折算后)	二级资产上限	地方政府债规模			一级资产			一级资产占比
				计入 HQLA 上限	2024H1 持仓	冗余规模	超额准备金	国债	政金债	
				③=②/85%	④	⑤=④-③				
工商银行	133.65	81622	32649	38410	66532	28121	6262	29682	8128	54%
建设银行	125.43	61159	24463	28780	51593	22813	7933	23352	9867	67%
农业银行	120.27	70916	28367	33372	61305	27932	5930	23095	21324	71%
中国银行	138.14	53832	21533	25333	35305	9972	8552	15980	7828	60%
邮储银行	242.91	31943	12777	15032	11934	-	125	5402	19536	78%
交通银行	143.72	24288	9715	11430	15713	4283	590	12197	750	56%
招商银行	171.71	21278	8511	10013	13548	3535	629	6298	4938	56%
兴业银行	166.73	10033	4013	4722	7619	2897	350	3542	1177	51%
浦发银行	160.73	8258	3303	3886	6311	2425	1089	2934	3478	91%
中信银行	151.58	11452	4581	5389	9413	4024	573	4375	461	47%
民生银行	140.61	10871	4348	5116	9158	4043	320	4257	1449	55%
光大银行	131.61	10830	4332	5096	5751	655	761	2673	0	32%
平安银行	130.47	6860	2744	3228	5665	2437	929	2633	804	64%
华夏银行	139.09	4833	1933	2274	5022	2748	496	2335	346	66%
浙商银行	165.78	3557	1423	1674	2004	330	175	931	591	48%
北京银行	140.80	5270	2108	2480	2283	-	171	2055	1407	69%
上海银行	149.27	2336	934	1099	2499	1400	266	433	1636	100%
江苏银行	174.01	2695	1078	1268	2573	1304	337	1234	1124	100%
宁波银行	244.09	5946	2379	2798	3519	721	314	3167	1281	80%
南京银行	204.82	2937	1175	1382	1579	197	171	1421	0	54%
杭州银行	188.65	3592	1437	1690	1563		212	1406	1943	99%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

长沙银行	278.77	1543	617	726	1117	391	114	1005	188	85%
成都银行	286.42	1291	516	607	731	124	198	658	340	93%
重庆银行	348.00	968	387	455	648	192	68	583	10	68%
贵阳银行	259.57	553	221	260	751	491	50	229	275	100%
郑州银行	207.98	792	317	372	342	-	63	308	362	93%
青岛银行	203.40	1088	435	512	263	-	258	237	235	67%
苏州银行	141.35	465	186	219	241	22	38	46	382	100%
齐鲁银行	273.84	1026	410	483	879	396	106	791	104	98%
兰州银行	149.22	718	287	338	248	-	60	223	0	39%
西安银行	752.37	621	248	292	549	256	71	494	44	98%
厦门银行	231.94	520	208	245	405	160	120	363	37	100%
渝农商行	338.40	1276	510	600	1742	1142	48	1227	0	100%
沪农商行	166.43	2159	864	1016	891	-	128	802	0	43%
青农商行	292.26	464	186	218	425	207	71	286	107	100%
常熟银行	281.61	411	164	193	241	47	78	217	30	79%
紫金银行	147.96	272	109	128	107	-	18	96	0	42%
张家港行	309.04	239	95	112	185	73	15	167	0	76%
苏农银行	136.62	296	118	139	185	46	34	167	0	68%
瑞丰银行	118.39	103	41	49	261	213	29	75	0	100%

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

从一级资产储备来看，城农商行占比较高，因而其流动性覆盖率也基本没有压力，国股行流动性覆盖率距离监管要求相对较近。部分银行如工商银行、交通银行和光大银行流动性覆盖率阶段性有压力，同时一级资产储备不足，部分重要时点可能需要加大国债和政金债买入力度。

注：部分银行一级资产占比较高，超过 60%，或源于部分国债和政金债在融入资金时作为质押物，因此需从一级资产中扣除，而本测算未考虑质押物形成的影响。

表10：工行、农行、交行、光大和平安流动性覆盖率相对承压（%）

银行名称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
工商银行	110.68	119.33	120.70	118.27	112.59	123.42	123.03	122.03	126.61	133.65	138.20
建设银行	136.06	138.78	147.43	148.96	142.09	146.96	128.89	133.17	134.46	125.43	120.29
农业银行	125.60	135.50	132.00	132.10	124.50	126.50	126.90	123.93	131.17	120.27	126.65
中国银行	132.30	132.59	127.90	133.54	135.17	130.99	127.93	135.30	136.90	138.14	134.96
邮储银行	246.05	244.38	210.31	250.86	236.41	245.25	222.59	303.61	282.57	242.91	259.95
交通银行	115.77	128.15	126.13	122.00	123.06	136.52	132.90	128.50	125.83	143.72	144.08
招商银行	175.32	167.65	150.46	164.92	168.17	172.58	159.65	159.82	160.96	171.71	170.64
兴业银行	125.58	131.23	111.62	110.24	119.35	147.16	129.67	156.47	155.79	166.73	141.91
浦发银行	109.21	114.98	-	149.36	116.90	127.49	141.10	134.01	121.78	160.73	144.58
中信银行	124.14	130.21	136.79	168.03	149.95	136.16	143.64	167.48	128.99	151.58	142.51
民生银行	139.78	133.47	129.07	134.89	134.49	131.84	129.26	146.06	140.58	140.61	154.33
光大银行	119.89	114.99	112.05	130.24	120.72	116.48	126.95	149.17	132.34	131.61	132.11
平安银行	113.61	111.45	105.11	115.60	116.58	111.81	101.25	112.34	106.08	130.47	112.65
华夏银行	122.30	137.54	142.06	150.11	121.43	121.74	118.91	129.43	133.33	139.09	145.97
浙商银行	134.97	156.28	126.37	148.11	136.43	156.28	144.52	166.61	147.07	165.78	144.75

数据来源：Wind、开源证券研究所

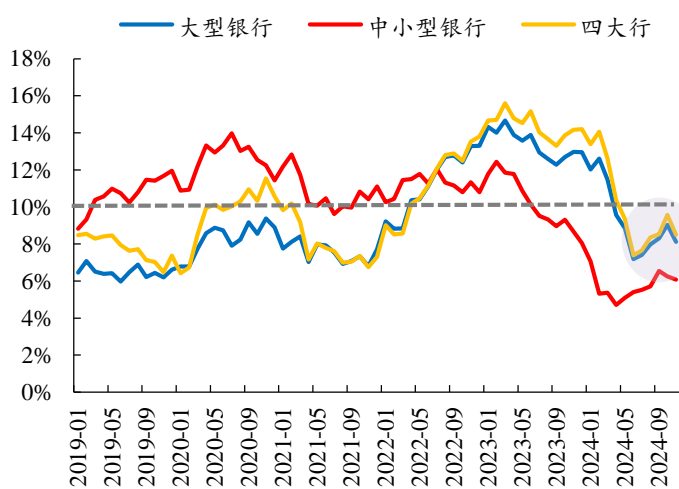
2、负债端：管控高息存款之年，存款脱媒与主动管理并存

2.1、存款竞争压力突出，派生不足、分布不均

2024 年银行经营存款规模的压力很大。年初以来大型银行和中小型银行存款增速均有较大幅度的回落，具体来看，中小行存款增长压力于年初就开始显现，大行压力则出现在 2024 年 4 月“取消补息”之后。

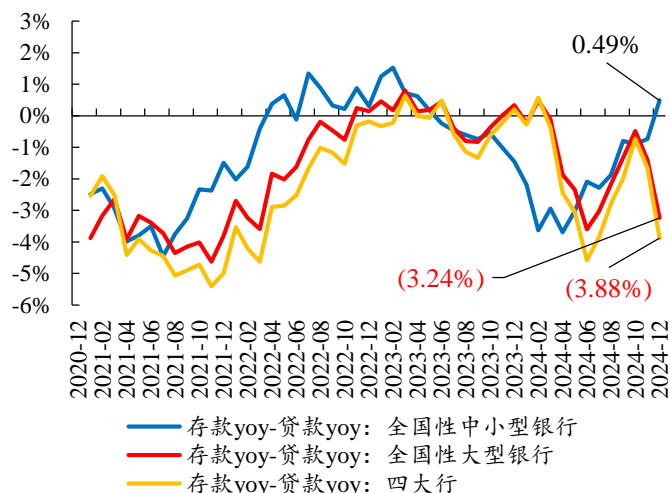
存款增长承压的原因主要有以下几点：（1）贷款派生不足；（2）监管打击“手工补息”造成对公存款流失；（3）存款挂牌利率下调幅度较大造成“存款脱媒”；（4）“防资金空转”下银行资产负债表“挤水分”。

图29：2024 年以来各类型银行存款增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

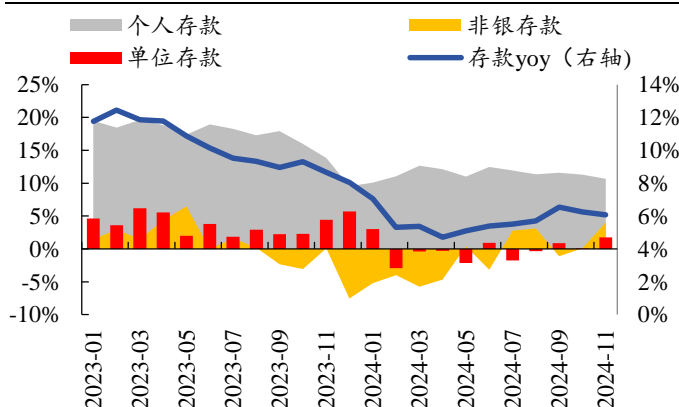
图30：大行与中小行存贷增速差分化



数据来源：Wind、开源证券研究所（中资大型银行：2008 年末，本外币资产总量大于等于 2 万亿元的银行；中资中小型银行：2008 年末本外币资产总量小于 2 万亿元的银行，不包括农村金融机构）

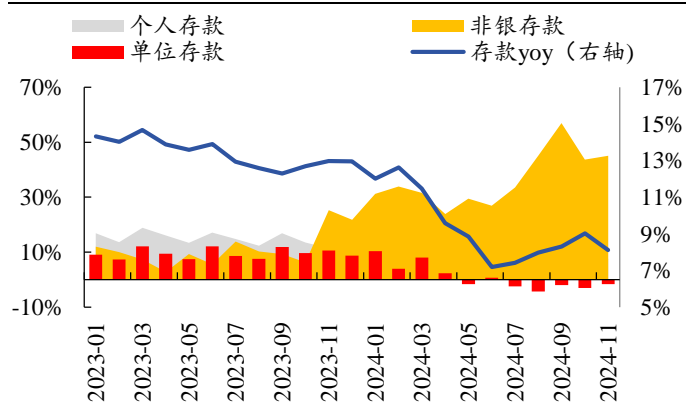
进一步拆分，存款增长压力主要来自对公端。2024 年以来大行和中小行居民存款增速维持平稳，对公存款增速回落明显，尤其在 4 月取消补息后，大小行对公存款多为负增长。具体来看，活期和定期存款均有压力，活期主要源于监管“取消补息”的整改压力，定期则是源于存款派生总量不足以及存款脱媒去向资管产品的影响。

图31：2024 年以来中小行单位存款增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2024 年 4 月以来大行单位存款增速回落

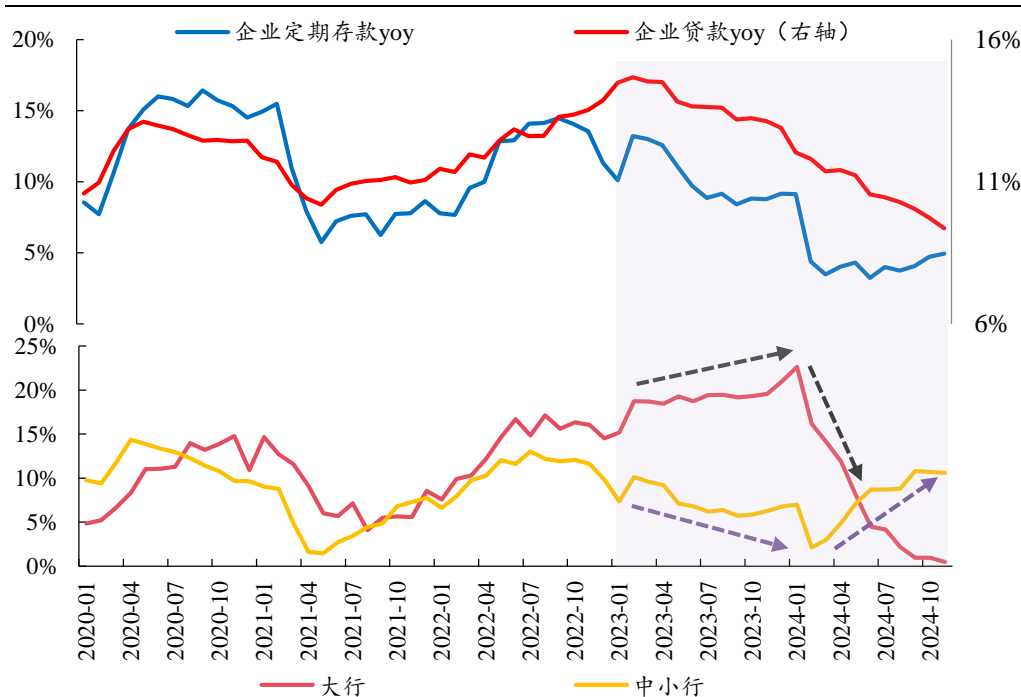


数据来源：Wind、开源证券研究所

(1) 对公定期存款：2023 年以来贷款派生存款减少，大行和中小行竞争存量。

存款最主要来自于贷款的派生，在贷款需求偏弱+节奏平滑的要求下，存款派生贡献有限；另外，贷款资金在银行内部循环的效率较差也是存款派生不足的一大原因，一般来讲贷款发放后客户不会 100%支取，企业贷款约有 50-60%的行内留存率，零售贷款留存率则略低一些。但 2024 年在一些套利渠道的推动下，我们认为贷款的支取比例可能较高，比如到一些银行做“手工补息”存款或是购买更高收益的理财产品等。

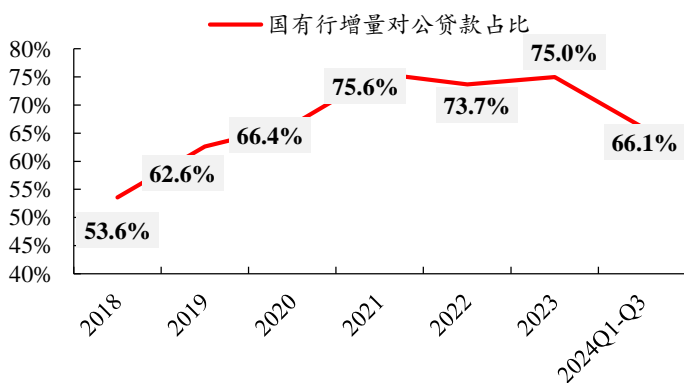
图33：2023 年以来企业贷款派生存款力度走弱，大行和中小行竞争存量



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：大行和中小行为除企业活期存款之外企业存款同比增速）

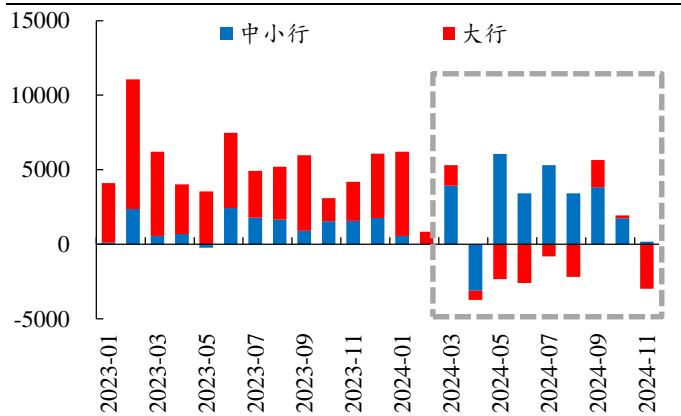
分银行类型来看，大行和中小行对公定期存款增长情况分化。2023 年大行对公信贷投放力度较强，派生较多对公存款，同时挤占了中小行信贷份额，中小行对公定期存款增速放缓。2024 年以来大行对公信贷投放力度减弱，2024 年前三季度国有行对公贷款增量占上市银行比例为 66%，较 2023 年下降 9 个百分点左右，存款派生规模相应下降，2024 年 4 月之后大行对公定期存款规模回落。

图34：2024 年国有行对公贷款增量占比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所
(注：国有行增量对公贷款/上市银行增量对公贷款)

图35：2024 年大行对公定期存款流向中小行（亿元）

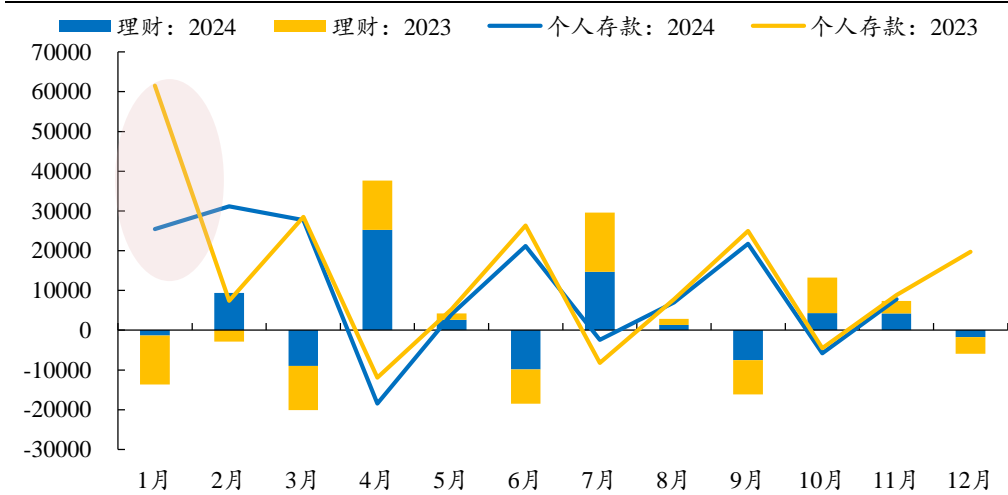


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：当月增量）

(2) 对公活期存款，主要是监管取消贴息后大量流失（协定存款为主）。

(3) 存款挂牌利率下调幅度较大造成“存款脱媒”。2023 年 12 月底，国有行存款挂牌利率大幅下调，调整后大行定期存款官网挂牌利率均降至 2% 以下，使得部分居民存款流向银行理财等资管产品，2024 年 1 月个人存款开门红力度不及往年，理财回表规模偏低。

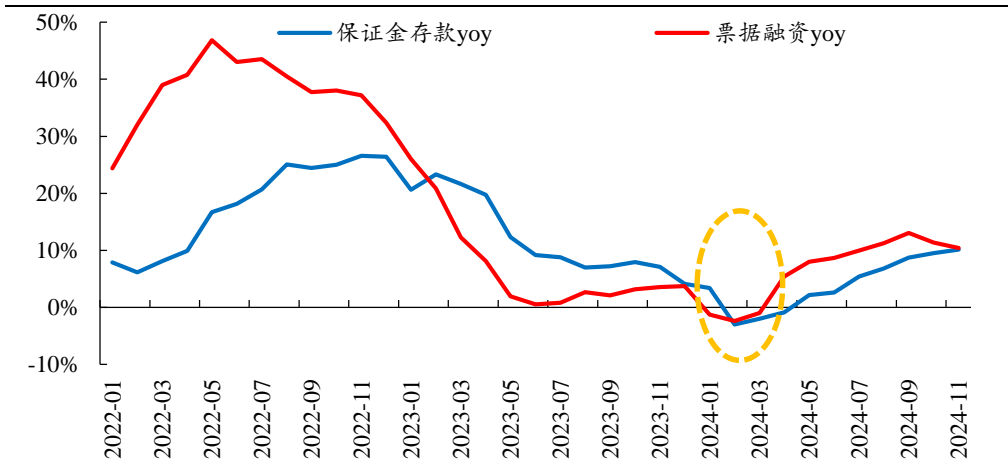
图36：2024 年 1 月商业银行个人存款开门红力度弱于往年（亿元）



数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

(4) 此外，“防资金空转”下银行资产负债表“挤水分”，中小银行拓展存款的工具（如票据保证金）增长承压亦形成阶段性扰动。“小行开票、大行贴现”是一种典型的资金空转模式，在这个过程中小行获得保证金存款、大行获得各项贷款规模、客户赚取保证金利率与贴现利率的价差。“挤水分”后 100% 比例保证金的承兑业务受到限制，2024Q1 银行吸收保证金存款力度减弱，对应票据融资增速转负。

图37：2024Q1 银行吸收票据保证金存款减弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

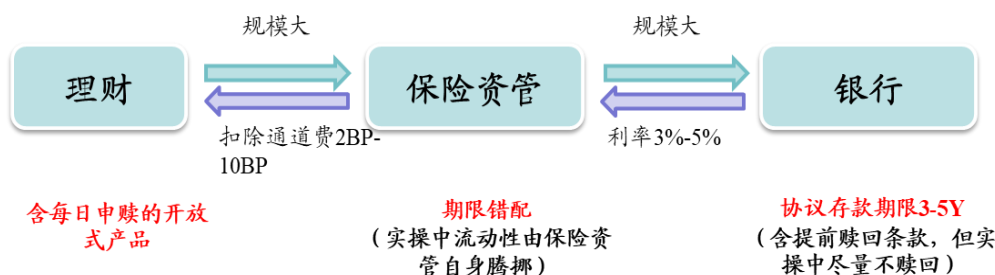
2.2、监管多方向“围堵”套利性质的高息存款漏洞

2.2.1、保险协议存款调口径

理财资金从 2022 年开始增加对保险协议存款的配置。协议存款主要针对保险资金、社保资金、养老保险基金等，正常来讲理财产品无法直接投资，但从 2022 年底

债市赎回潮开始，随着居民风险偏好降低，理财逐步发力低波稳健产品，资产配置上明显减配债券、增配存款（高利率协议存款为主）。那么，理财是如何做到增配协议存款的呢？这里就是一些“保险类资金”的模糊地带，部分银行将保险资管的存放也计入单位一般性存款，由此可以实现高效揽储和优化存贷比指标等。这样就给理财购买保险资管产品，再由保险资管去做协议存款提供了绕道空间。对于保险资管产品，也可通过充当理财的通道实现产品的迅速上量，他们也愿意以更低的通道费用吸引理财资金合作。

图38：理财借道保险资管存放协议存款的模式



资料来源：开源证券研究所

2024 年初监管明确协议存款的口径调整。2024 年 2 月，据 21 世纪经济报道，某地金融监管局向辖内银行下发《关于保险资管公司存款填报口径的工作提示》。其中明确，根据 1104 报表填报规则及金融监管总局有关解答口径，保险资管公司发行理财产品等募集的资金应计入“同业存款”科目，不得计入“一般性存款”。从理财前十大持仓结构看，2024Q3 全市场理财产品持仓中，保险资管约占比 15.7%，相较于 2023 年末已经下降了 7.2 个百分点。

图39：2024Q3 末全市场理财产品持仓中，保险资管占比约 15.7%

全市场理财 前十持仓	穿透前占比						
	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09
货币市场类	11.9%	10.1%	13.1%	6.2%	6.1%	6.7%	8.5%
固定收益类	54.3%	45.4%	37.8%	34.7%	32.6%	35.3%	39.5%
公募基金	1.3%	1.6%	1.1%	0.6%	0.7%	0.9%	0.7%
组合类保险资管产品	5.8%	7.3%	14.1%	22.9%	24.2%	19.3%	15.7%
信托计划	0.1%	4.6%	8.0%	19.3%	21.1%	23.8%	23.9%
保险资管计划	1.0%	1.0%	1.2%	1.6%	1.9%	0.9%	0.4%
基金资管计划	14.3%	11.0%	12.1%	6.4%	4.9%	4.0%	3.0%
券商资管计划	8.9%	16.3%	11.0%	7.1%	7.2%	7.0%	6.2%
期货资管计划	1.2%	1.7%	0.7%	0.9%	0.9%	1.7%	1.8%
私募基金	0.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资管产品	31.7%	42.0%	47.2%	58.2%	60.2%	56.8%	51.0%
权益类	0.4%	0.6%	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%
金融衍生品类	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
QDII	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

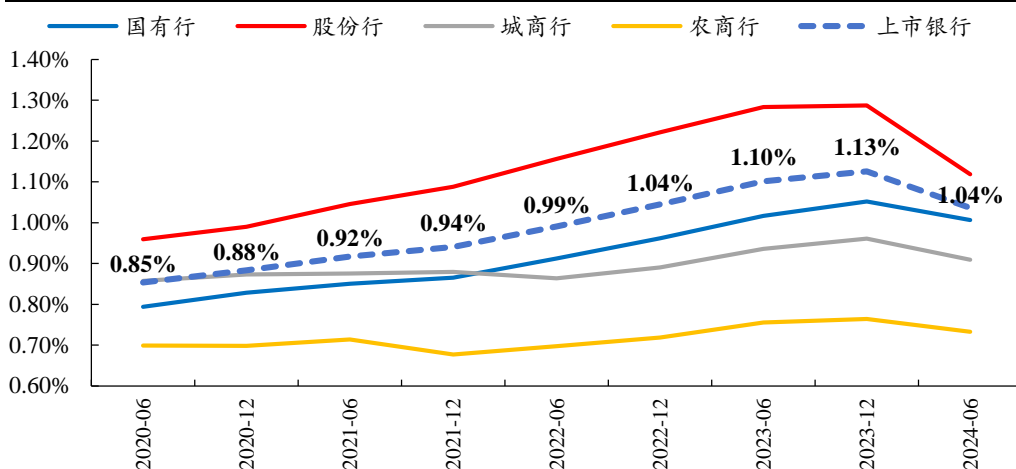
数据来源：普益标准、开源证券研究所

2.2.2、手工补息整改影响较大

根据我们测算，约有 20 万亿的银行存款受到影响，取消手工补息后对公活期存款成本率明显下降。“手工补息”行为多存在于国股行，补息对象分为两种：一是客户经理为留存大企业客户，变相突破存款利率授权要求或自律上限，为客户提供高息对公活期存款；二是理财产品通过保险资管产品购买高息活期存款。“手工补息”行为的存在是对公存款成本居高不下的原因，2024 年 4 月监管严令整改后上市银行

对公活期存款成本率较 2023 年下降 9BP，其中国有行下降 4BP 至 1.01%，股份行下降 17BP 至 1.12%。

图40：2024H1 上市银行对公活期存款平均成本率明显下降



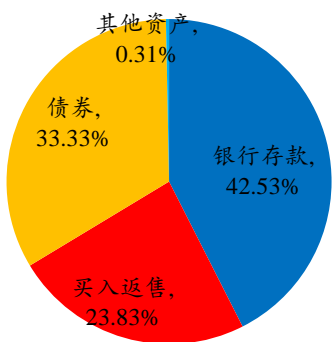
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.3、非银存款限息

2024 年 11 月底，定价自律机制发布的《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》和《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》，将非银同业活期存款定价纳入自律管理，同时规定了提前支取利率和“利率调整兜底条款”。

截至 2024 年 6 月末，42 家上市银行披露的同业存款共计 25 万亿元，其中同业活期约 15 万亿元（主要集中在国股行）。基金中主要是货基存放比例较高，货基大概持有银行存款 5.5 万亿元，其中活期约 1.7 万亿元，定期约 3.8 万亿元。理财目前约持有银行存款 7.2 万亿，我们推测其中活期存放约为 3 万亿左右。

图41：2024Q3 末货基中的存款占 42.53%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表11：货基持有的同业活期存款规模约 1.66 万亿元

测算过程	
货基规模（23Q3 末，亿元）	130,334
存款占比	42.53%
假设其中同业活期占比	30.00%
同业活期存款/总规模	12.75%
货基中的同业活期存款（亿元）	16600
若同业活期存款利率下降	0.30%
货基收益率将下降	0.04%

数据来源：Wind、开源证券研究所，注：货基存放中活期占比此处假设为 30%，与此前报告《非银存款降息，利率中枢下移》中数据假设存在差异。

从影响来看，12 月大行非银存款明显加速外流。当月同比少增 3.35 万亿元，同业负债的缺口需要通过发行存单等方式补充。另外，12 月流出的同业存款主要为活期，尚未到期的“可提支定期”部分，若不满足“流动性受限资产”要求，可能存在进一步流失压力。

表12：12月大型银行非银存款同比少增 3.35 万亿元

境内存款当月新增（亿元）

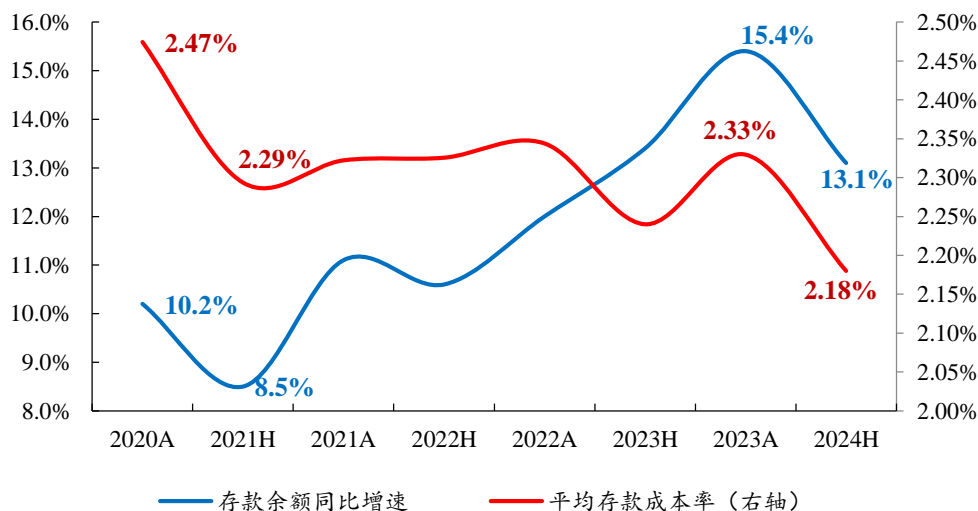
	境内存款合计	个人存款合计	其中			单位存款合计	其中				国库定期	非银存款
			储蓄活期	储蓄定期	结构性		单位活期	单位定期	保证金	结构性		
当月同比	(27,267)	641	2,586	(931)	(426)	5,791	3,857	(4,910)	879	(440)	(160)	(33,539)
2024-12	(18,804)	14,470	10,893	3,127	(452)	2,065	3,257	(592)	1,463	(2,202)	(957)	(34,382)
2024-11	9,359	5,240	2,879	1,812	(83)	3,766	3,864	(2,979)	1,042	(618)	(122)	474
2024-10	(7,946)	(7,876)	(5,056)	2,068	531	(4,258)	(446)	201	209	(1,250)	(616)	4,804
2024-09	31,856	15,599	5,647	5,149	(635)	4,386	488	1,833	12	243	187	11,684
2024-08	12,505	3,188	(547)	4,201	84	(770)	(323)	(2,200)	425	408	130	9,958
2024-07	(11,532)	(3,294)	(5,307)	4,231	777	(11,059)	(7,036)	(812)	(455)	912	397	2,423
2024-06	17,722	11,935	6,168	2,912	(1,028)	1,884	3,803	(2,602)	(1,150)	(625)	259	3,643
2024-05	6,489	1,014	84	3,402	(287)	(5,047)	(1,389)	(2,345)	(755)	926	(238)	10,760
2024-04	(41,073)	(18,519)	(12,364)	1,313	552	(21,034)	(16,392)	(618)	(407)	1,179	195	(1,715)
2024-03	33,216	17,424	5,251	5,503	(1,064)	15,726	7,926	1,364	786	(307)	737	(671)
2024-02	14,418	15,240	1,490	7,657	107	(11,161)	(7,415)	828	(326)	89	529	9,810
2024-01	35,345	14,032	4,328	5,498	864	19,424	4,014	5,646	981	897	(171)	2,060

数据来源：Wind、开源证券研究所（中资大型银行：2008 年末，本外币资产总量大于等于 2 万亿元的银行）

2.3、主动调整负债结构，压降高息存款、灵活使用市场化资金

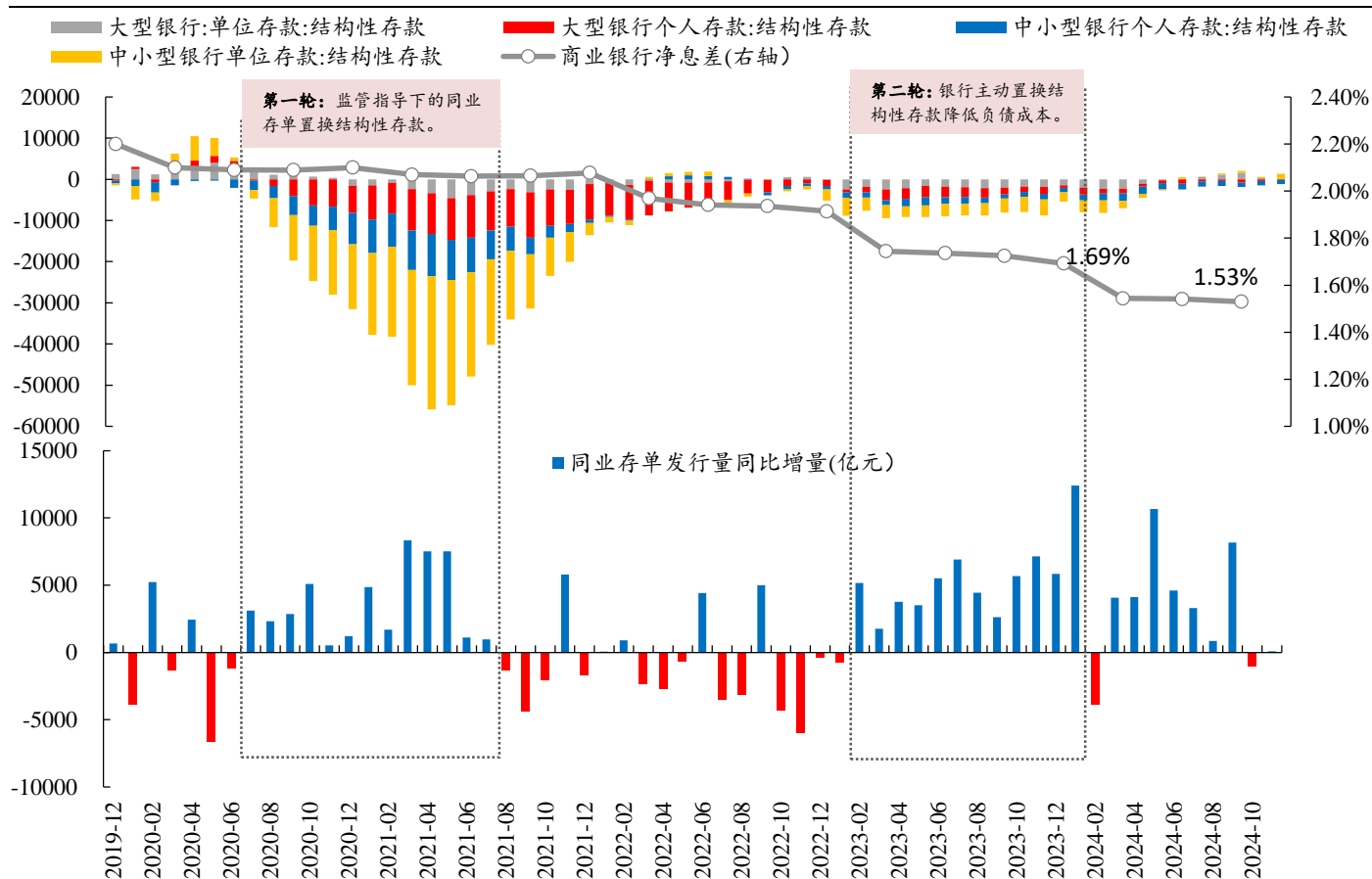
存款除了外部因素的影响导致脱媒流失之外，也有银行主动调整结构、压降高息存款的考虑，我们看到一些银行存款规模下降伴随着负债成本的改善。比如江苏银行 2024H1 存款增速较年初下降 2.3 pct，同时存款成本率下降 15BP。

图42：江苏银行存款增速下降伴随着存款成本的改善



数据来源：江苏银行财报、开源证券研究所

从历史经验看，一般在息差压力大时银行也会灵活吸收市场化资金，寻求负债端的相互替代。比较典型的是 2020 年以来银行的净息差加速收窄，在高息结构性存款被压降时银行通过发行同业存单进行置换。

图43：2020年以来息差压力加大，银行进行过两轮同业存单置换高息结构性存款（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

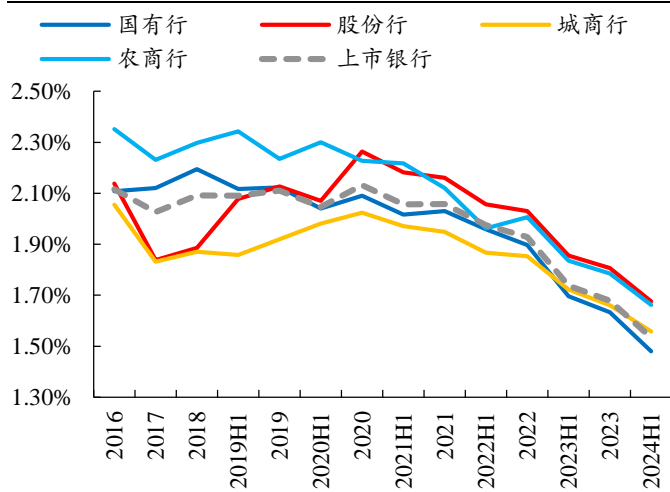
3、定价：贷款基准换锚，存款基本全部纳入自律管理

银行的净息差水平一定程度能反映其资产负债结构调整的综合效果，2024 年银行资产负债匹配的协调性不佳，资产定价下行较快，负债成本相对刚性，客观上带来了息差收窄的压力。分银行类型来看，上市国有行净息差水平最低，较 2023 年下降 15BP 至 1.48%，股份行净息差水平相对较高为 1.68%。

资产端：贷款定价基准由 LPR 切换为 OMO，政策利率的传导效率有望改善。从新发放贷款价格来看，2024 年贷款利率稳步下行，按揭贷款利率阶段性企稳。2024 年 12 月，新发放企业贷款利率约为 3.43%，同比下降约 0.36 个百分点，个人按揭贷款利率约为 3.11%，同比下降约 0.88 个百分点。

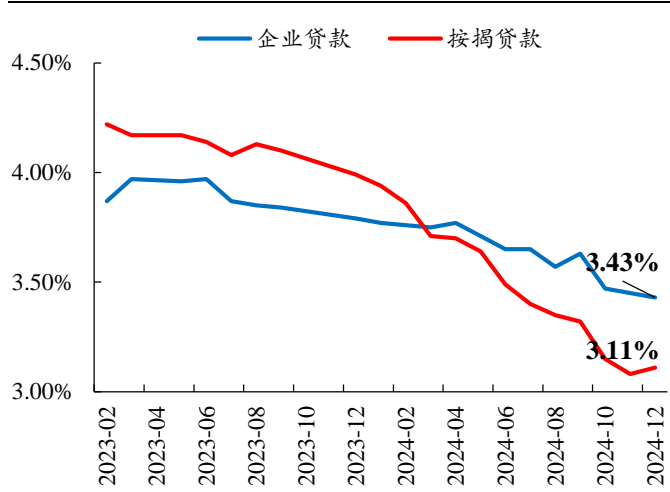
负债端：不在定价自律机制管辖范围内的存款越来越少，目前尚未设定自律上限的可能仅存在于同业定期、国库招标存款等少数品类，智能存款、创新性存款等存款类型的管控也在趋严。随着高息存款逐渐受限和银行竞争性行为减弱，居高难下的存款成本在 2024H1 开始有明显的改善迹象，尤以对公存款为主。

图44：2024H1 上市银行净息差下降至 1.53%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：2024 年 12 月新发按揭贷款利率阶段性企稳



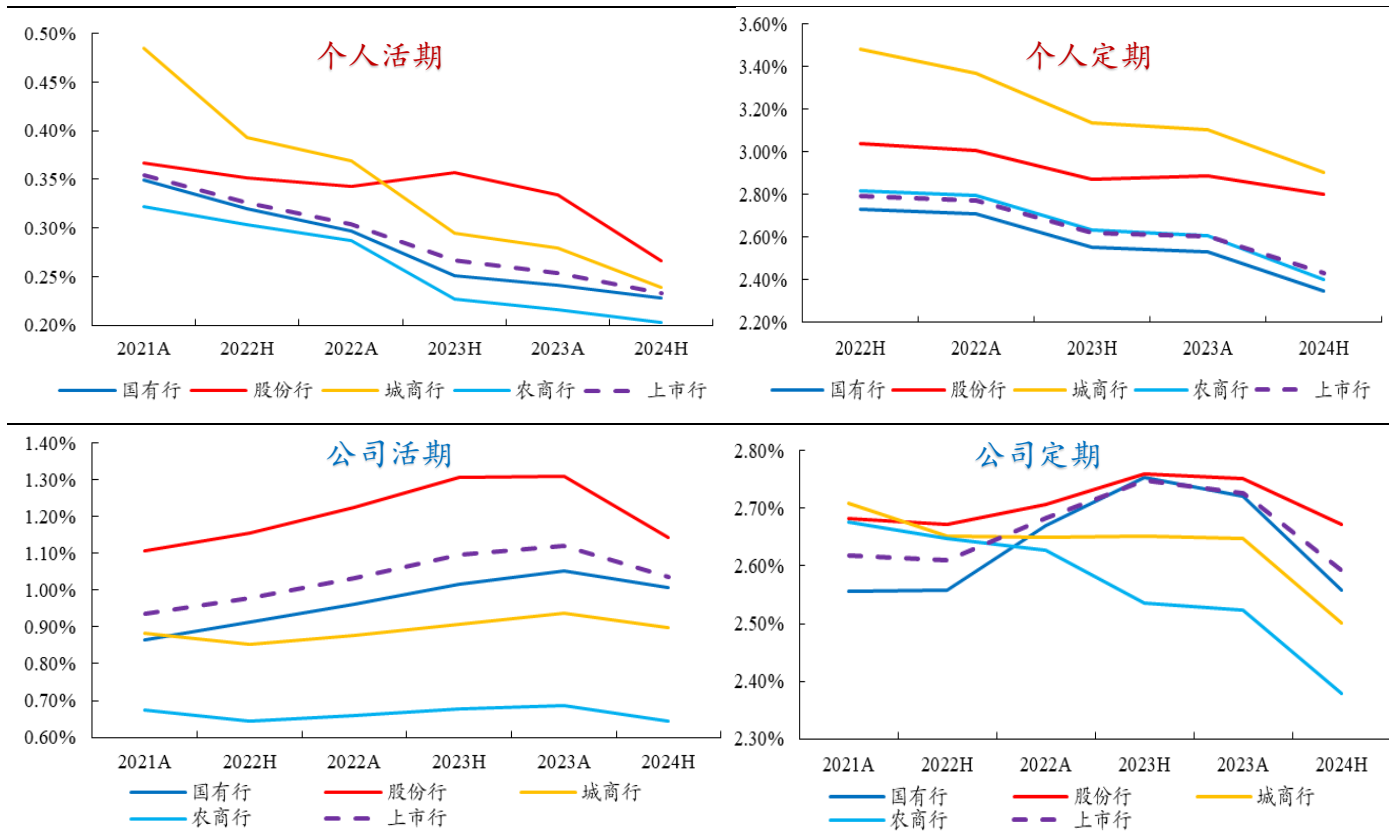
数据来源：Wind、开源证券研究所

表13：上市银行主要资产负债定价情况

	生息资产收益率（加权）					付息负债成本率（加权）				
	国有行	股份行	城商行	农商行	上市行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市行
2020A	3.68%	4.45%	4.50%	4.36%	3.92%	1.74%	2.26%	2.44%	2.20%	1.94%
2021H	3.57%	4.30%	4.39%	4.34%	3.80%	1.71%	2.19%	2.38%	2.25%	1.90%
2021A	3.60%	4.28%	4.37%	4.34%	3.82%	1.73%	2.20%	2.40%	2.29%	1.92%
2022H	3.58%	4.15%	4.22%	4.16%	3.76%	1.77%	2.16%	2.34%	2.24%	1.93%
2022A	3.57%	4.13%	4.19%	4.08%	3.74%	1.83%	2.17%	2.31%	2.20%	1.97%
2023H	3.52%	4.02%	4.05%	3.85%	3.66%	1.99%	2.21%	2.29%	2.12%	2.07%
2023A	3.49%	3.96%	4.02%	3.79%	3.63%	2.02%	2.23%	2.32%	2.12%	2.10%
2024H	3.30%	3.76%	3.85%	3.56%	3.43%	1.98%	2.17%	2.24%	2.04%	2.05%
贷款收益率（加权）						存款成本率（加权）				
	国有行	股份行	城商行	农商行	上市行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市行
2020A	4.40%	5.29%	5.32%	5.13%	4.72%	1.63%	2.07%	2.22%	1.97%	1.78%
2021H	4.25%	5.07%	5.14%	5.28%	4.54%	1.65%	1.92%	2.14%	1.97%	1.75%
2021A	4.27%	5.04%	5.13%	5.04%	4.55%	1.67%	1.95%	2.17%	2.02%	1.77%
2022H	4.21%	4.87%	4.99%	4.86%	4.45%	1.71%	1.97%	2.18%	2.05%	1.81%
2022A	4.15%	4.83%	4.95%	4.79%	4.39%	1.75%	2.02%	2.19%	2.04%	1.85%
2023H	3.92%	4.64%	4.80%	4.52%	4.17%	1.81%	2.06%	2.16%	1.98%	1.89%
2023A	3.85%	4.57%	4.74%	4.42%	4.10%	1.82%	2.07%	2.18%	1.97%	1.90%
2024H	3.57%	4.25%	4.49%	4.08%	3.81%	1.74%	1.99%	2.08%	1.86%	1.82%
金融投资收益率（加权）						同业负债成本率（加权）				
	国有行	股份行	城商行	农商行	上市行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市行
2020A	3.42%	3.71%	4.20%	3.92%	3.55%	1.89%	2.19%	2.29%	2.17%	2.04%
2021H	3.31%	3.55%	4.07%	3.80%	3.43%	1.67%	2.29%	2.38%	2.62%	1.98%
2021A	3.33%	3.54%	4.00%	3.73%	3.44%	1.67%	2.25%	2.37%	2.46%	1.97%
2022H	3.26%	3.38%	3.73%	3.55%	3.33%	1.78%	2.12%	2.17%	2.35%	1.94%
2022A	3.30%	3.36%	3.66%	3.51%	3.34%	1.93%	2.08%	2.11%	2.20%	2.00%
2023H	3.27%	3.27%	3.43%	3.30%	3.29%	2.40%	2.35%	2.28%	2.27%	2.37%
2023A	3.26%	3.24%	3.40%	3.28%	3.27%	2.50%	2.37%	2.34%	2.26%	2.44%
2024H	3.15%	3.11%	3.22%	3.05%	3.15%	2.59%	2.43%	2.36%	2.41%	2.52%

数据来源：各银行财报、开源证券研究所 注：表中同业负债包含同业存放、同业拆入及卖出回购金融资产，未含同业存单。

图46：上市银行各项存款成本率在 2024 年开始明显下降，对公存款改善更显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

表14：存款口径梳理（2025 年）：同业活期纳入自律上限管理，保险协议存款归类为非银同业存款

存款类型		银行财报披露方式	金监局口径各项存款	央行口径各项存款	M2	利率自律上限	存款保险	缴纳准备金
核心存款	活期存款	个人/公司活期存款	√	√	√	√	√	√
	定期存款	个人/公司定期存款	√	√	√	√	√	√
	通知存款（1D/7D）		√	√	√	√	√	√
	协定存款	公司活期存款	√	√	√	√	√	√
一般性存款	保证金存款	保证金存款/公司定期存款	√	√	√	√	√	√
	大额存单	个人/公司定期存款/结构性存款	√	√	√	√	√	√
	大额存单（可转让）		√	√	×	√	√	√
	结构性存款		√	√	√	√	√	√
主动存款	国库定期存款	国库存款/公司定期存款	√	√	√	×	√	√
	地方国库现金定存	财政性存款/公司定期存款	√	√	√	√	√	√
	保险协议存款	同业存放	×	√	√	√	×	0.00%
	非银/SPV 存放--活期	同业存放	×	√	√	√	×	0.00%
同业存款	非银/SPV 存放--定期	同业存放	×	√	√	×	×	0.00%
	银行同业存放	同业存放	×	×	×	×	×	×
	同业存单	应付债券	×	×	×	×	×	×
	同业拆借	同业拆入/卖出回购	×	×	×	×	×	×

资料来源：金融监督管理总局、人民银行、开源证券研究所

4、风险指标：流动性风险 / 利率风险 / 资本充足情况

4.1、流动性风险指标整体稳定，阶段性管控难度增加

(1) 监管指标：流动性覆盖率 (LCR) = 合格优质流动性资产 / 未来 30 天现金净流出，要求 $\geq 100\%$ 。2024Q3 上市银行整体具有比较充分的缓冲空间，但 LCR 受资产负债结构短期调整的影响较大，阶段性会对银行经营行为产生干扰，目前来看部分股份行相对承压。净稳定资金比例 (NSFR) = 可用稳定资金 / 所需稳定资金，要求 $\geq 100\%$ 。目前来看，上市银行 NSFR 的缓冲空间较 LCR 更少，但实际大部分银行的 NSFR 管控压力并不明显。这是由于，我们可以将 NSFR 理解为一张带有期限结构的资产负债表，其反映全期限的资产负债结构情况，对小幅度的结构调整并不敏感。我们认为，目前上市银行对 LCR 和 NSFR 的合意底线大致分别为 120% / 105%，分别较监管底线留有 20 pct 和 5 pct 的缓冲空间。

表15：上市银行流动性覆盖率 LCR 与净稳定资金比例 NSFR 情况 (%)

银行名称	流动性覆盖率 (LCR)						净稳定资金比例 (NSFR)				
	2021	2022	2023	2023	2024Q2	2024Q3	2021	2022	2023	2024Q2	2024Q3
工商银行	112	118	123	122	134	138	128	129	131	128	130
建设银行	135	149	147	133	125	120	126	128	127	135	135
农业银行	121	132	127	124	120	127	127	132	129	132	133
中国银行	128	134	131	135	138	135	122	122	125	123	123
邮储银行	249	251	245	304	243	260	166	170	167	169	170
交通银行	116	122	137	129	144	144	109	109	111	112	113
招商银行	165	165	173	160	172	171	124	132	131	133	133
兴业银行	139	110	147	156	167	142	106	104	106	108	104
浦发银行	140	149	127	134	161	145	102	104	104	105	105
中信银行	147	168	136	167	152	143	106	108	108	108	108
民生银行	133	135	132	146	141	154	104	105	107	105	108
光大银行	136	130	116	149	132	132	105	106	109	109	109
平安银行	104	116	112	112	130	113	103	109	105	109	108
华夏银行	138	150	122	129	139	146	108	109	105	103	103
浙商银行	164	148	156	167	166	145	105	107	105	111	109
北京银行	164	164	130	145	141	141	118	115	114	116	116
上海银行	151	164	146	142	149	176	109	119	114	112	109
江苏银行	268	160	223	209	174	127	113	111	108	110	107
宁波银行	279	179	208	244	244	206	110	113	118	120	120
南京银行	201	249	182	222	205	225	110	110	111	111	111
杭州银行	169	156	174	153	189	205	109	109	107	111	114
长沙银行	194	234	240	222	279	314	120	124	124	122	126
成都银行	245	260	201	203	286	267	105	117	115	116	114
重庆银行	173	242	255	277	348	512	108	117	122	121	128
贵阳银行	230	192	202	410	260	254	104	100	110	110	109
郑州银行	340	300	205	266	208	199	115	121	109	115	115
青岛银行	180	123	128	158	203	188	101	108	117	119	122
苏州银行	183	180	151	186	141	137	116	122	119	124	119
齐鲁银行	207	278	250	264	274	254	138	149	149	124	145
兰州银行	154	121	132	120	149	164	110	110	116	123	122
西安银行	418	666	554	880	752	890	149	150	158	159	160
厦门银行	203	348	226	316	232	269	107	112	123	120	118
渝农商行	282	297	320	414	338	408	120	123	126	128	130
沪农商行	248	254	173	189	166	164	133	135	135	135	136
青农商行	190	190	287	305	292	307	135	137	136	138	141
常熟银行	158	197	190	229	282	280	-	-	-	155	157
紫金银行	114	119	123	130	148	168	133	135	132	132	133

数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 监测指标：流动性缺口率（90 天）=90 天内流动性缺口/90 天内到期表内外资产，要求 $\geq -10\%$ ；核心负债依存度，又称核心负债比例要求 $\geq 60\%$ 。核心负债包括距到期日三个月以上（含）定期存款和发行债券以及活期存款的 50%，非流动性资产通常需要以核心负债来支撑。

4.2、银行账簿利率风险指标，EVE 与 NII 在期限错配拉大后承压

2024H1 利率上升对上市银行利息净收入和权益的负面影响加重。根据上市银行财报披露数据，2024H1 利率上升 100BP 约使得国有行利息净收入下降 3%~12%，股份行下降 2%~11%，城商行下降 1%~25%，农商行下降 0%~14%，较 2023 年降幅变大。

注：（1）利率上行对利息净收入的影响=利息净收入变动规模/当期利息净收入；

（2）利率上行对股东权益的影响=股东权益变动规模 / 当期股东所有者权益；

（3）对净利息收入的影响仅考虑了一年内重定价的资产和负债；

（4）对股东权益的影响仅考虑以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具进行重估后公允价值变动的影响。

（5）各家上市银行假设条件或有一些不同，如建设银行额外假设存放央行款项利率不变，这使得其测算结果偏低；成都银行假设活期存款利率不变，这使得其测算结果偏高。

表16：2024H1 多数上市银行利率上升后利息净收入降幅变大

银行名称	利率变动情形假设（BP）				对利息净收入的影响				对股东权益的影响				
	2021	2022	2023	2024H1	2021	2022	2023	2024H1	2021	2022	2023	2024H1	
国有行	工商银行	100	100	100	100	-4.0%	-4.3%	-2.3%	-4.3%	-1.2%	-1.8%	-1.9%	-2.2%
	建设银行	100	100	100	100	-8.8%	-9.7%	-8.4%	-12.1%	-	-	-	-
	农业银行	100	100	100	100	-6.5%	-7.3%	-6.3%	-7.0%	-1.6%	-2.2%	-2.4%	-2.5%
	中国银行	25	25	25	25	-1.0%	-0.7%	-0.2%	-0.7%	-	-	-	-
	交通银行	100	100	100	100	6.5%	6.4%	7.1%	3.1%	-1.3%	-1.7%	-1.6%	-1.9%
	邮储银行	100	100	100	100	-5.1%	-4.8%	-5.6%	-8.7%	-	-	-	-
股份行	招商银行	25	25	25	25	-1.8%	0.0%	-1.9%	-2.2%	-0.8%	0.0%	-0.9%	-0.9%
	兴业银行	100	100	100	100	-6.8%	-8.5%	-7.0%	-4.6%	-1.7%	-1.5%	-1.5%	-1.7%
	浦发银行	100	100	100	100	2.9%	-2.6%	-2.1%	-3.6%	-1.2%	-2.2%	-1.7%	-1.5%
	中信银行	100	100	100	100	-3.8%	-6.7%	-2.2%	-3.6%	-0.9%	-1.0%	-1.0%	-0.6%
	民生银行	100	100	100	100	-6.0%	-7.6%	-8.3%	-11.1%	-	-	-	-
	平安银行	50	50	50	50	-1.4%	-2.2%	-1.8%	-1.8%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.4%
	光大银行	100	100	100	100	-1.9%	-2.4%	-2.1%	-2.1%	-1.9%	-2.5%	-2.5%	-1.5%
	华夏银行	100	100	100	100	-7.2%	-2.8%	-6.1%	-8.3%	-2.6%	-2.5%	-3.2%	-3.1%
	浙商银行	100	25	25	25	-7.5%	-2.2%	-1.8%	-2.1%	-1.6%	-0.7%	-0.9%	-0.9%
	上海银行	100	100	100	100	-6.8%	-1.0%	-2.8%	-1.3%	-0.4%	-1.2%	-1.5%	-2.8%
	江苏银行	200	200	200	200	7.9%	4.3%	4.1%	-1.9%	-2.5%	-3.1%	-4.2%	-8.2%
	宁波银行	100	25	25	25	-4.3%	-4.6%	-3.9%	-3.7%	-1.7%	-2.0%	-1.3%	-1.6%
南京银行	100	100	100	100	1.9%	1.1%	-0.5%	-3.5%	-3.1%	-3.6%	-3.2%	-3.9%	
杭州银行	100	100	100	100	-15.2%	-15.2%	-22.1%	-24.7%	-4.0%	-3.4%	-	-	

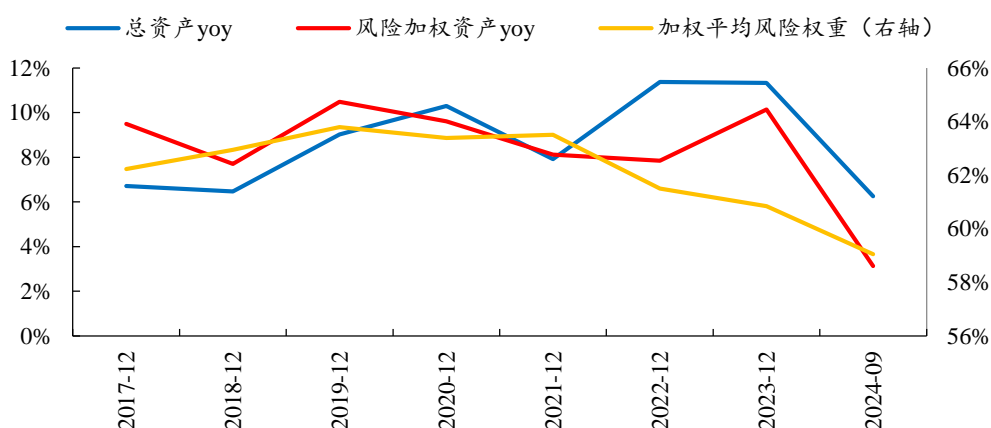
农商行	长沙银行	100	100	100	100	-10.6%	-10.9%	-11.7%	-13.6%	-	-	-	-
	成都银行	100	100	100	100	-3.4%	-7.4%	7.6%	18.2%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	贵阳银行	100	100	100	100	-11.1%	-11.7%	-11.4%	-16.3%	-2.3%	-1.8%	-2.0%	-2.1%
	重庆银行	100	100	100	100	-3.3%	-3.4%	-5.3%	1.9%	-2.5%	-2.6%	-4.4%	-3.8%
	郑州银行	100	100	100	100	-3.8%	-8.7%	-5.0%	-3.4%	-1.9%	-3.0%	-2.6%	-2.6%
	青岛银行	100	100	100	100	-10.5%	-10.0%	-7.9%	-6.9%	-5.1%	-7.6%	-5.8%	-5.6%
	苏州银行	100	100	25	25	-4.8%	-4.4%	-0.7%	-1.7%	-	-	0.0%	0.0%
	齐鲁银行	100	100	100	100	-6.5%	-9.4%	-9.9%	-11.6%	-	-	-6.2%	-9.4%
	西安银行	100	100	100	100	13.0%	11.7%	15.2%	7.2%	-0.5%	-1.6%	-0.1%	-
	厦门银行	100	100	100	100	-6.4%	-1.3%	-2.4%	-2.5%	-3.2%	-3.0%	-3.1%	-2.8%
	渝农商行	100	100	100	100	1.9%	1.9%	0.6%	-2.1%	0.3%	-2.9%	-3.0%	-2.4%
	沪农商行	100	100	100	100	11.5%	3.9%	3.1%	0.9%	-3.2%	-6.1%	-5.8%	-6.1%
	青农商行	100	100	100	100	-0.3%	-0.2%	0.3%	-0.1%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.1%
	常熟银行	100	100	100	100	2.1%	-1.0%	-4.1%	-4.1%	-0.4%	0.4%	-2.4%	-2.1%
	无锡银行	100	100	100	100	1.4%	-3.5%	11.0%	-6.8%	-	-	-	-
	紫金银行	100	100	100	100	-5.9%	-8.3%	-7.9%	-6.2%	-	-	-	-
	苏农银行	100	100	100	100	11.1%	7.9%	5.5%	6.9%	-3.8%	-8.3%	-6.4%	-4.4%
	张家港行	100	100	100	100	2.8%	2.7%	4.2%	3.3%	-3.5%	-3.7%	-3.8%	-2.0%
	瑞丰银行	100	100	100	100	-5.2%	-7.7%	-7.7%	-14.1%	-	-	-4.5%	-7.4%
	江阴银行	100	100	100	100	-11.9%	-11.5%	-12.6%	-8.4%	-	-	-	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、资本充足压力整体减轻，关注非信贷减值计提缺口

上市银行资本充足压力在 2024 年有所减轻。一是大部分银行受益于资本新规落地，整体风险权重有下降，二是信用扩张降速，综合使得上市银行 RWA 增速显著低于总资产增速，资本消耗变慢。

图47：2022 年以来上市银行 RWA 增速低于总资产增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

部分银行可能因减值贷款进不良与金融投资拨备补计提带来一定资本缺口。

(1) 已减值贷款纳入不良的影响。《商业银行金融资产风险分类办法》(下称“风险新规”)于 2023 年 7 月 1 日起正式施行，规定了已发生减值金融资产风险分类的最低标准，即至少进入不良。已减值贷款纳入不良对银行资本管理可能产生的影响

是：不良额上升—保持拨备覆盖率则需多提信贷拨备—资产减值损失增加—当期利润减少—影响核心一级资本。

不良贷款的认定源于监管分类，基于已发生损失模型（逾期 90 天进不良）；已减值贷款认定源于会计准则，基于预期信用损失模型，方法论不同形成二者口径上的些许差异。目前来看，部分银行已减值贷款与不良贷款口径已统一（主要是大行），其余银行仍有差异。据我们测算，部分城农商行核心一级资本充足率受影响超过 1 个百分点。

图48：减值贷款归为不良后，部分银行面临补提拨备压力（亿元，%）

银行	已减值贷款偏离度	信贷拨备缺口	影响2025 CET1 Ratio	测算2025 CET1 Ratio（静态）
邮储银行	0.01%	20	0.02	9.40
浦发银行	0.37%	364	0.51	8.36
兴业银行	0.13%	169	0.22	9.48
中信银行	0.05%	63	0.09	9.41
民生银行	0.50%	327	0.56	8.74
光大银行	0.07%	48	0.10	9.57
华夏银行	0.15%	58	0.19	9.32
浙商银行	0.08%	26	0.13	8.26
上海银行	0.37%	145	0.65	9.36
南京银行	0.01%	3	0.02	9.01
宁波银行	0.00%	1	0.01	9.43
长沙银行	0.46%	79	1.20	8.73
重庆银行	0.90%	96	1.80	8.22
贵阳银行	0.42%	38	0.78	11.64
齐鲁银行	0.00%	0	0.01	10.25
郑州银行	2.88%	184	3.78	5.19
西安银行	0.86%	35	1.13	8.85
厦门银行	0.30%	24	0.99	9.07
沪农商行	0.01%	2	0.02	14.48
渝农商行	0.04%	10	0.11	13.72
青农商行	1.04%	63	1.96	8.72
紫金银行	0.15%	6	0.32	10.14
瑞丰银行	0.02%	1	0.06	13.18
常熟银行	0.05%	6	0.23	10.35
张家港行	0.20%	11	0.75	9.11

数据来源：Wind、开源证券研究所（1、已减值贷款偏离度=减值贷款率-不良贷款率；2、信贷拨备缺口=已减值贷款率*贷款总额*拨备覆盖率，数据截至 2024Q3）

（2）金融投资补计提拨备带来的资本缺口。2023 年发布的《商业银行资本管理办法》（资本新规）中对减值准备的要求与风险新规相适应，原资本办法中超额贷款损失准备可计入二级资本，低于贷款拨备覆盖最低要求的部分形成损失准备缺口，需用核心一级资本补足。资本新规将损失准备由贷款拓展至全口径承担信用风险的资产，同时设置两年过渡期至 2026 年，对于非贷资产，第一年（2024）损失准备最低计提比例是不良资产的 50%、第二年（2025）为 75%，第三年（2026）开始为 100%。

表17：资本新规下不同信用风险加权资产计量方法对超额损失准备要求

计量信用风险加权资产方法	超额损失准备	计入二级资本上限	损失准备缺口
权重法	超过损失准备最低要求的部分	信用风险加权资产的 1.25%	低于损失准备最低要求的部分
内部评级法	损失准备超过预期损失的部分	信用风险加权资产的 0.6%	低于预期损失的部分

资料来源：国家金融监督管理局、原银监会、开源证券研究所（旧办法仅限于贷款，即为超额贷款损失准备；新办法为所有资产，即为超额损失准备）

表18：新、旧资本管理办法中，权重法下损失准备最低要求对比

新办法	贷款	非贷	资产
权重法下超额损失准备要求	不良贷款余额 100% 对应的损失准备	<p>(1) 设置过渡期，各年分别为非信贷不良资产余额一定比例对应的损失准备；</p> <p>(2) 过渡期内、第一年 50%，第二年 75%，第三年起 100%</p>	过渡期结束后，商业银行损失准备最低要求是指不良资产余额 100%对应的损失准备
旧办法	贷款		
权重法下超额贷款损失准备要求	100%拨备覆盖率对应的贷款损失准备和应计提的贷款损失专项准备两者中的较大者		

资料来源：国家金融监督管理局、原银监会、开源证券研究所

部分股份行可能面临补提金融投资减值的压力。2024H1 部分银行金融投资拨备覆盖率不到 50%，年内有补提需要。静态测算部分银行若仍保持当前金融投资拨备覆盖率，则于 2026 年末对核心一级资本充足率影响可能达 0.50 pct。

图49：部分银行金融投资拨备补提可能对核心一级资本充足率产生影响（%）

银行名称	金融投资拨备覆盖率	金融投资损失准备缺口（亿元）			对CET1 Ratio影响			测算CET1 Ratio（静态）		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
浦发银行	44.58	41	231	420	0.06	0.32	0.59	8.81	8.54	8.28
中信银行	59.77		72	190	0.00	0.10	0.27	9.50	9.40	9.23
民生银行	39.08	38	125	212	0.06	0.21	0.36	9.24	9.09	8.94
光大银行	67.79		17	76	0.00	0.03	0.16	9.67	9.63	9.51
华夏银行	54.91		44	99	0.00	0.14	0.32	9.51	9.37	9.19
浙商银行	48.52	8	150	291	0.04	0.74	1.45	8.35	7.65	6.94
贵阳银行	87.97			6	0.00	0.00	0.12	12.43	12.43	12.30
郑州银行	26.76	43	90	137	0.89	1.86	2.82	8.08	7.11	6.15
西安银行	68.05		3	12	0.00	0.08	0.37	9.98	9.90	9.61
紫金银行	57.52		3	6	0.00	0.14	0.35	10.46	10.32	10.12
瑞丰银行	79.05			1	0.00	0.00	0.10	13.24	13.24	13.14

数据来源：Wind、开源证券研究所（1、损失准备缺口分别按过渡期内第一年 50%，第二年 75%，第三年起 100%测算；2、金融投资拨备覆盖率=金融投资减值准备/已减值金融投资）

5、2025 年银行资产负债管理十大展望：精细化与前瞻性的考验

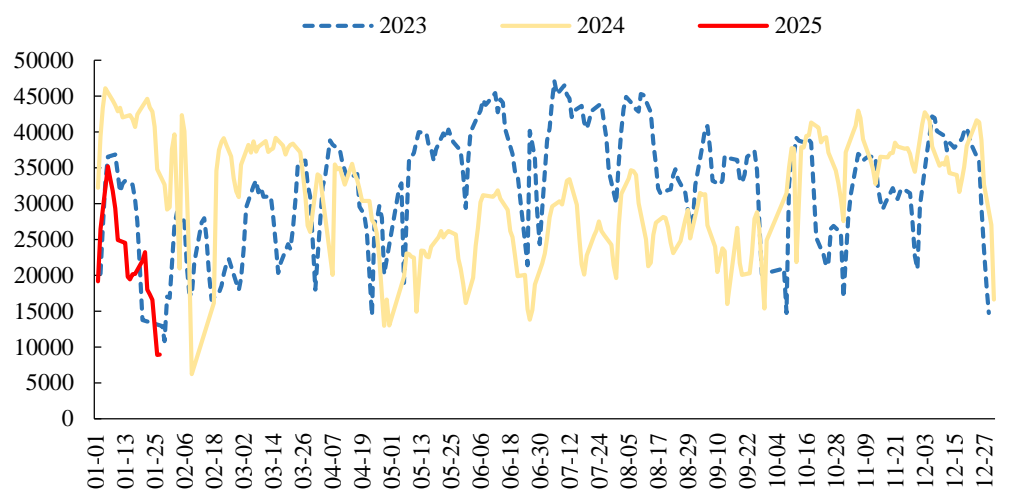
5.1、信贷投放：全年增速或有放缓，节奏适当靠前，开门红力度较强

5.1.1、2025 年信贷开门红力度可能并不低

银行投放节奏或适当靠前，降息预期使银行主观上可能有靠前投放的动力。节奏上 2025Q1 新增贷款占比全年或仍在 50% 以上，全年可能是 5 2 2 1 的分布。

从资金融出情况看，跨完年后融出资金规模相较于往年同期偏低，甚至在 1 月中旬出现“小钱荒”，可能也有信贷投放较快的原因。

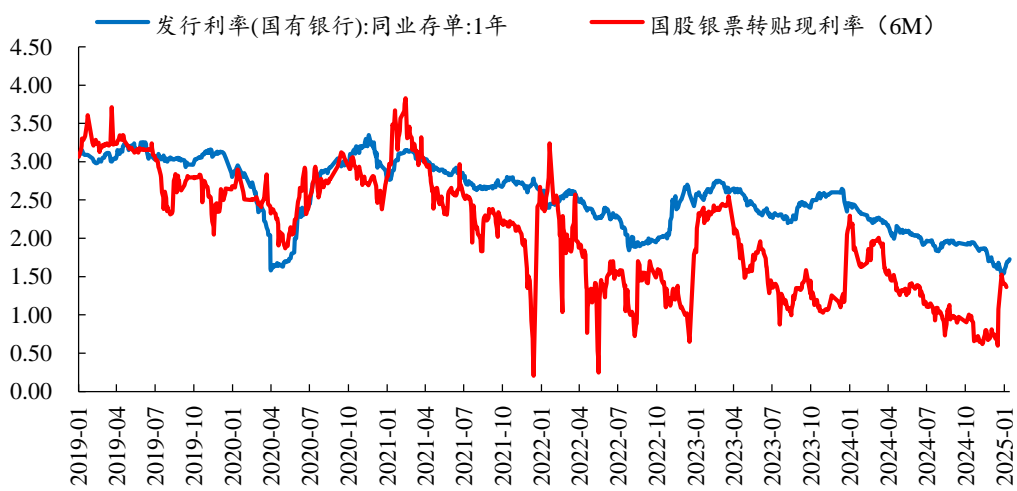
图50：2025 年初大行净融出资金规模低于往年（亿元）



数据来源：CFETS、开源证券研究所

从票据转贴现利率来看，1 月国股行转贴现利率由低位反弹，票据利率接近存单利率时候贷款景气度通常较高，说明银行出票意愿强，为一般性贷款腾额度。

图51：2025 年 1 月国股银行转贴现利率低位反弹（%）

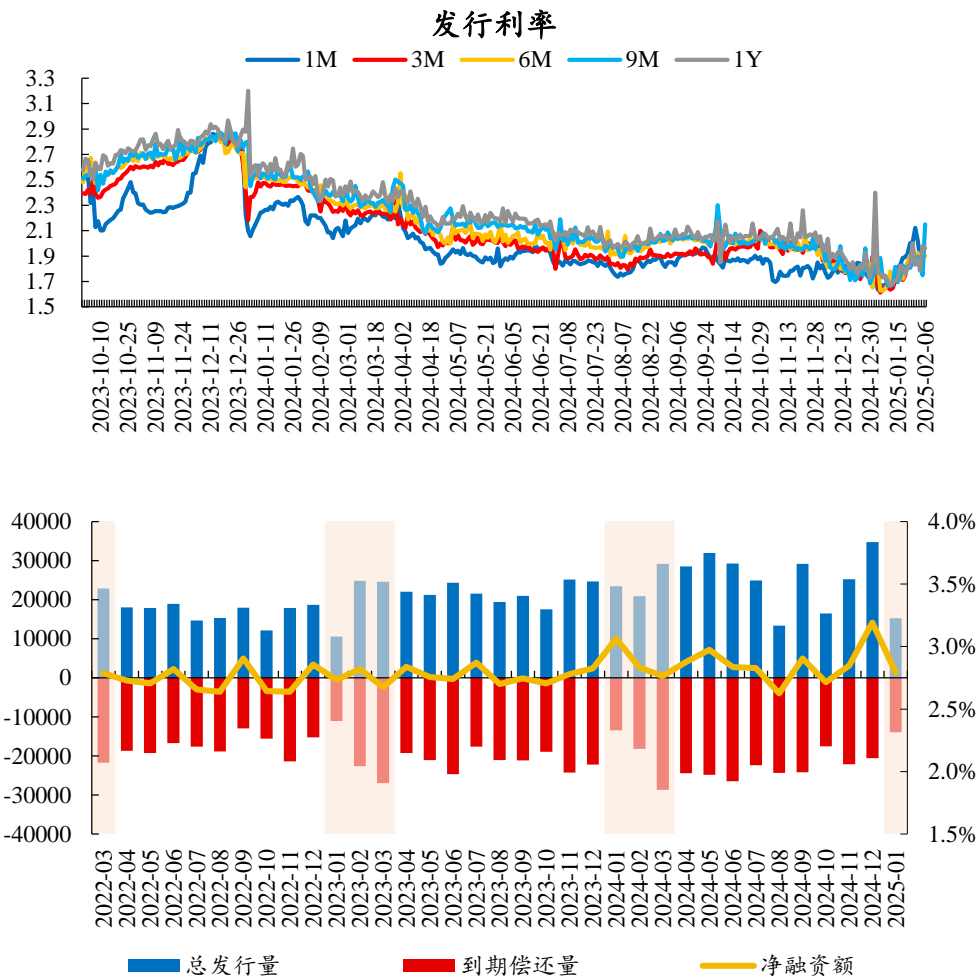


数据来源：Wind、开源证券研究所

从同业存单发行的量价情况来看，2025 年 1 月供给力度较上年减轻，但发行利率随资金偏紧走高，部分银行仍存提价发行诉求。我们预计 2025 年 1 月新增人民币贷款约为 4.8 万亿元，相较于上年增量略有减少，但考虑到春节影响，贷款增量对比

近年来同期仍属于较高水平。

图52：2025-01 同业存单发行利率走高、净融资额回落（上图%，下图左轴亿元）



数据来源：Wind 开源证券研究所

5.1.2、化债预计将对 2025 年银行信贷增速造成一定拖累，并在机构间形成分化

随着化债政策的稳步推进，我们预计 2025 年银行涉隐贷款将被逐步偿还，这一过程中银行资产端的贷款将置换为地方债，受此影响 2025 年银行贷款增速可能会出现 0.45-1.28 个百分点的下降。测算过程如下：不考虑化债影响，我们预期 2025 年商业银行信贷增长约 17 万亿元，对应的贷款增速为 7.80%。假设化债额度中 35% / 100% 用于置换贷款，则年贷款增量会分别降至 16.0 / 14.2 万亿元，对应信贷增速分别为 7.35% / 6.52%。

图53：2025 年商业银行信贷增速受化债影响约 0.45~1.28pct（万亿元）

年份	无化债影响下			置换比例：100%		置换比例：50%		置换比例：35%	
	2024	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
信贷增速	7.60%	7.80%	7.45%	6.52%	6.26%	7.16%	6.85%	7.35%	7.03%
信贷增量	15.4	17.0	17.5	14.2	14.7	15.6	16.1	16.0	16.5
置换后增速差				-1.28%	-1.19%	-0.64%	-0.60%	-0.45%	-0.42%

数据来源：Wind、开源证券研究所（2024 年商业银行贷款增速，采用人民币贷款增速替代）

化债对中小银行信贷增速影响更大，部分中小行存业务转型契机。测算 2025 年国有行信贷增速下降 0.36pct 至 8.43%，城、农商行信贷受化债拖累幅度相对大，分别为 0.78 和 0.61pct。部分中小行与当地政府深度绑定，信贷投放依赖于对公政府信用类业务，故涉隐敞口占比较高，长期以往削弱其寻找优质资产的能力及市场竞争力。我们认为中小行的资产缺口或通过两方面来弥补：一是信贷需求尚未修复环境下，或持续加大债券的配置；二是业务由政信类转型地方经济，专注于当地企业及个人小微客户，同步调整对公信贷业务结构，向国家支持的绿色、科技、普惠等产业方向转移。

表19：2025~2026 年各类行信贷增速受化债拖累，国股行资产增速提升、城、农商行略承压

银行类型	原始预测				专项债置换隐债贷款后				对增速的影响			
	贷款增速		资产增速		贷款增速		资产增速		贷款增速		资产增速	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
国有行	8.79%	8.32%	8.94%	8.64%	8.43%	7.99%	9.43%	9.09%	-0.36%	-0.33%	0.49%	0.45%
股份行	4.59%	4.51%	4.68%	4.71%	4.25%	4.20%	5.05%	5.06%	-0.33%	-0.32%	0.37%	0.35%
城商行	8.74%	8.27%	8.82%	8.54%	7.96%	7.56%	8.62%	8.35%	-0.78%	-0.72%	-0.21%	-0.19%
农商行	7.62%	7.29%	8.06%	7.85%	7.00%	6.72%	7.78%	7.60%	-0.61%	-0.57%	-0.28%	-0.26%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：农商行资产规模数据，采用上市农商行资产/上市农商行贷款*农商行贷款估测）

5.1.3、贷款投放的可能方向：期限拉长、产品差异化、行业符合导向

期限上，利率低位震荡运行，我们预计银行会继续扩大中长期贷款投放，拉长资产久期；产品上，在控制信用风险的前提下，适当加大低利率敏感性资产投放；行业方向上，符合政策导向，信贷增量集中于政策支持产业。2024 年前 3 季度人民币贷款新增 16.02 万亿元，增速为 8.1%。其中符合国家政策支持导向的产业，呈现贷款增量占比高、增速高于各项贷款的特点：例如普惠小微贷款前 3 季度增量为 3.50 万亿元，增量占比为 21.8%，增速高于各项贷款 6.4pct；绿色贷款增量为 5.67 万亿元，增量占比为 35.4%，增速高于各项贷款 17.0pct。对于市场关注的房地产开发贷，其规模略增 0.91 万亿元，增速低于各项贷款增速 5.4pct，信贷增长明显呈现由旧产能向新产能转移的趋势。

表20：2024 前三季度新增贷款主要集中于政策支持产业（单位：万亿元）

	人民币贷款	涉农贷款	普惠小微贷款	绿色贷款	房地产开发贷	科技型中小企业	高新技术企业
较年初增	16.02	4.42	3.50	5.67	0.91	0.74	2.39
增量占比	100.0%	27.6%	21.8%	35.4%	5.7%	4.6%	14.9%
同比增速	8.1%	10.8%	14.5%	25.1%	2.7%	20.8%	9.0%
增速差 (pct)	0.0	2.7	6.4	17.0	-5.4	12.7	0.9

数据来源：Wind、开源证券研究所

信贷增长靠对公支撑，个贷受按揭拖累明显。2024 年前三季度本外币贷款新增 15.47 万亿元，增速为 7.6%。其中企事业单位、个贷增量占比分别为 85.4%和 12.6%，信贷增长主要靠对公支撑，且期限主要为中长期。分行业看，工业信贷增速较快，其中长期贷款增速高于各项贷款 7.5pct；服务业贷款增量规模占比高，占新增贷款比重为 33.5%。个贷增长放缓，前 3 季度新增 1.95 万亿元，其中个人购房贷款受提前还贷影响，规模下降 0.61 万亿元，形成个贷增长主要拖累。此外个人经营贷增长较好，高于各项贷款增速 2.3pct。

表21：2024 年前三季度信贷增量主要靠对公贡献，个贷增长受按揭拖累明显（单位：万亿元）

	本外币 贷款	企事业 单位贷 款	其中：中 长期	工业	服务业	基础设施	住户贷款	消费贷	个人购 房贷款	个人 经营贷	其他 贷款
较年初增量	15.47	13.22	9.55	2.45	5.19	3.16	1.95	0.66	-0.61	1.92	0.31
增量占比	100.0%	85.4%	61.7%	15.8%	33.5%	20.4%	12.6%	4.3%	-3.9%	12.4%	2.0%
同比增速	7.6%	9.9%	11.4%	15.1%	9.6%	10.8%	3.1%	5.8%	-2.3%	9.9%	8.7%
增速差（pct）	0.0	2.3	3.8	7.5	2.0	3.2	-4.5	-1.8	-9.9	2.3	1.1

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.1.4、长期贷款增速仍与资本平衡线有关，预计 2025 年银行 RWA 增速恢复至 6-7%

长期来看，如果实体融资需求恢复到理想水平，那么资本充足情况将一定程度构成银行信贷增速的核心约束。我们曾在报告《再论净息差的资本平衡点》中讨论过资本消耗与资本补充，主要是规模扩张与利润留存之间的平衡关系，进而推导出净息差的资本平衡点。银行若维持 7% 的 RWA 增速，在仅有内源资本补充的情况下，需要其 ROE 达到 10.5% 即净息差维持 1.57% 才能达到平衡状态。

我们认为新形势下，这种平衡关系值得银行充分思考，重新评估其业务模式。

资本消耗：信贷资产应该变“轻”、变高效，单位资本占用产生的回报应达到合意水平；内源补充与管理：避免不良对利润的侵蚀，严格管控金融投资估值波动带来的潜在资本压力。我们预计 2025 年上市银行 RWA 增速或恢复至 6-7%，将基本匹配贷款增速。

表22：不同 RWA 增速情景下的 ROE 与净息差理论平衡点

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

数据来源：开源证券研究所

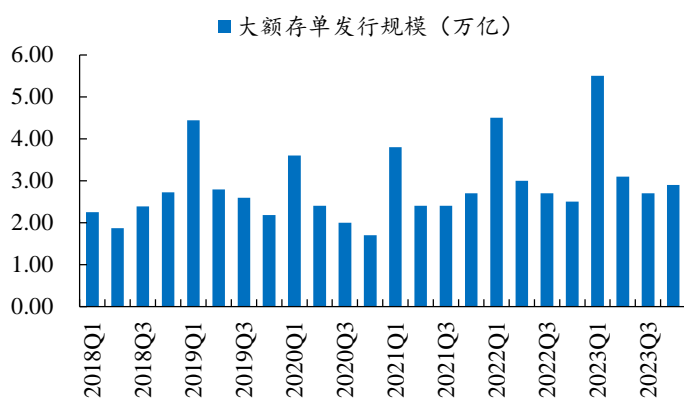
5.2、存款增长：形势或好于 2024 年，银行将更关注成本管控

2025 年银行存款竞争压力仍存，但形势或好于 2024 年。存款增长如果不佳，将对资产投放形成制约。我们预计在 2024 年手工补息整改、挂牌利率下调、非银限息、股市脱媒等一些列扰动告一段落后，银行的存款增长情况将有一定改善。银行竞争存款可能采取：适度拓展主动负债，客群差异化定价等，在存款开门红的年初，大额存单发行量和结构性存款增量往往规模较大。短期来看，银行理财相较于存款仍具有明显的竞价优势，存款脱媒压力短期仍存，长期将随理财收益下降缓解。

2025 年我们预计银行的存款增长将更“量价平衡”。

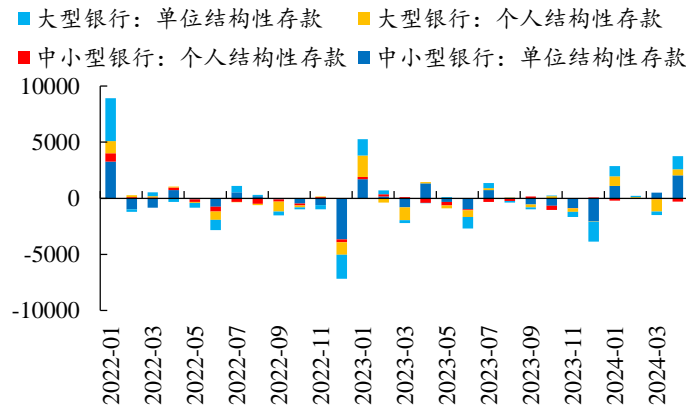
① 向贷款要存款，增加派生留存力度。套利性质虚增规模的现象或减少，贷款派生存款的力度将有所恢复。

图54：Q1 一般为大额存单发行量高峰期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图55：每年1月银行结构性存款新增规模大 (亿元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

② 定期化显现预计较 2022-2024 年有所缓解。居民端：高息定存利率降幅过大，我们预计其吸引力将有进一步下降，尤其是股市、理财等表现较好时，居民或保持一定资金灵活度，储蓄定存意愿或有所回落；企业端：生产经营活力恢复以及地产销售改善，带来 M1 增速企稳。

③ 在整体负债安排上，银行可能采取“长资金、短存款”的策略。高息非银存款或减少，收缩主动负债类存款期限，适度加大中长期同业负债吸收。

5.3、收入结构：RAROC 作为指挥棒，继续灵活拓展收入来源

净利息收入增长仍承压。规模扩张降速+息差继续收窄，我们预计 2025 年上市银行的利息收入增长仍然承压，若信贷需求未见到显著改善，加上化债影响，那么 2025 年上市银行净利息收入可能为小幅负增长状态。

表23：各银行利息净收入构成有所差异 (2024H1, 亿元)

银行名称	公司部利息净收入拆分				零售部利息净收入拆分				资金业务利息净收入拆分		
	利息净收入	其中：外部	内部	存款/贷款	利息净收入	其中：外部	内部	存款/贷款	利息净收入	其中：外部	内部
工商银行	1404	1646	-243	0.85	1386	142	1245	1.95	349	1352	-1002
农业银行	1301	1403	-102	0.78	1806	222	1584	2.09	-216	1266	-1482
建设银行	895	1351	-456	0.79	1418	2330	912	1.77	572	1034	-463
邮储银行	271	545	-274	0.4	1176	72	1104	2.8	-19	812	-831
交通银行	439	434	6	0.86	364	132	232	1.39	40	277	-238
招商银行	380	142	238	1.5	703	606	97	1.04	-39	296	-335
中信银行	387	267	120	1.21	316	416	-100	0.65	6	198	-192
民生银行	224	188	37	1.11	239	286	-47	0.7	23	12	11
光大银行	210	132	79	1.17	219	249	-30	0.81	52	101	-49
北京银行	117	58	59	1.09	121	136	-14	0.96	9	54	-44
浙商银行	158	87	71	1.2	61	88	-27	0.58	9	53	-44
南京银行	101	88	13	1.07	60	21	39	1.58	-33	19	-52

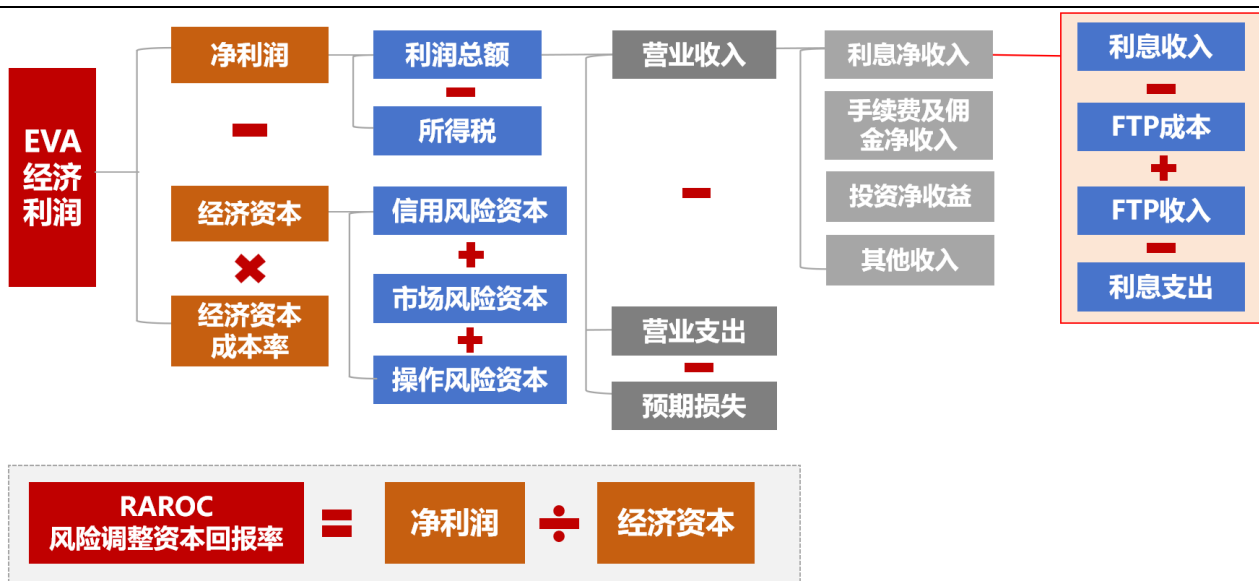
数据来源：各银行财报、开源证券研究所

收息结构有改善空间。从上市银行 2024 年上半年净利息收入的构成来看，国有大行与股份、城商行有明显不同，由于大行多为对公业务贷差行、零售业务存差行，

因此其支撑对公业务的资金多通过内部定价（FTP）从零售部门转移而来，使得其对公业务内部收息大多为负。如果一家银行规模诉求较强，需要给对公业务战略支持的时候，往往会看到对公资产的 FTP 调低、对公负债的 FTP 调高，形成内部收入为正的结果，但是 FTP 价差完全让渡给客户可能使得实际的利息净收入受到负面影响。2025 年银行的收息结构，从客群内外部定价平衡的角度来讲仍有比较大优化空间。

新形势下资源分配的效率显得尤为重要，在新增优质资产难寻的大环境下，必须加快存量结构的优化调整，逐渐腾退低效业务的资源投入，分条线、分产品的 RAROC（考虑资金成本、税收、信用风险等因素后的调整后资本回报率）可能成为更有效的资源配置决策工具。

图56: EVA 和 RAROC 指标拆解



资料来源：开源证券研究所

以某上市银行 A 为例，我们依据财报披露的对公、零售、资金运营三大业务条线的盈利情况估算得出分条线的 EVA 和 RAROC。可以观察到几个现象：

(1) 对公业务及资金运营板块利差偏薄。资产收益：以外部利息收入/（表内资产余额*生息资产占比）来评估，零售（3.95%）>对公（3.07%）>资金（2.22%），全行生息资产平均收益率 3.22%，对公和资金业务偏低；负债成本：以外部利息支出/（表内负债余额*付息负债占比）来评估，资金（2.34%）>对公（1.99%）>零售（1.59%），全行付息负债平均成本率 1.92%，资金和对公业务偏高；分条线利差：零售 230BP，对公 140BP，资金 28BP。

那么这样的利差水平能否覆盖掉包含税收、信用风险、资本占用在内的各项成本呢？我们继续看分条线的创利和 EVA\RAROC 表现：

(2) 资金运营部门未覆盖掉考核成本，实际创利及 RAROC 为负。在未考虑所得税贡献的情况下，2024 年上半年 A 银行资金条线实现创利 -214 亿元，估算 RAROC 为-8.66%。推测可能是增加金融投资及吸收较高成本同业负债导致。

(3) 零售板块 RAROC 较高，理论可获得更多资源支持。2024 年上半年 A 银行零售条线 RAROC 估算为 27.08%，领先其他条线（对公 9.53%，资金-8.66%）且显著高于全行平均水平（11.71%），理论上可获得更多资源投入支持，但也面临一些现实的约束。一是信贷需求，实际投放效果往往不以银行主观意愿为转移；二是需

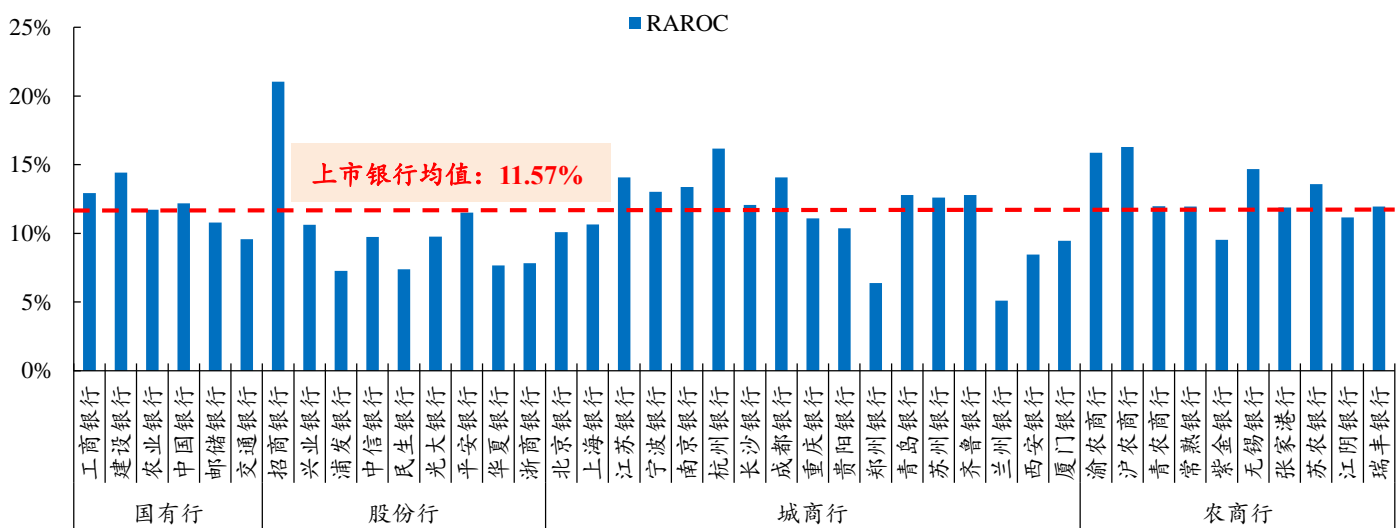
要关注动态的变化，比如我们观察信用减值损失/分部资产余额，零售为 0.61%，对公为 0.20%，如果潜在的零售信用风险加重那么静态的比较可能意义也有限。

表24：2024H1 上市银行 A 分业务条线盈利情况及 EVA、RAROC 测算（亿元）

	注释	对公	零售	资金
利息净收入		1,301	1,806	-216
外部利息收入		2,317	1,695	1,961
外部利息支出		-1,017	-1,327	-746
内部利息净支出/收入		-109	1,426	-1,317
手续费及佣金净收入		223	227	5
投资损益		-8	-0	130
公允价值变动损益		-0	-	36
汇兑损益		-	-	46
税金及附加		-14	-9	-6
业务及管理费		-337	-554	-106
信用减值损失		-330	-575	-103
利润总额（未扣所得税）	①	837	897	-214
分部资产合计	②=③+④	167,387	94,604	176,567
表内	③	150,857	85,808	176,567
表外（贷款承诺等）	④	16,530	8,797	-
分部负债合计		114,158	183,306	87.636
表内外平均风险权重（假设）	⑤	75%	50%	20%
资本转换系数	⑥	10.5%	10.5%	10.5%
经济资本成本率（假设）	⑦	6%	6%	6%
分条线 RAROC（估算值）	⑧=①*0.75*2/②*⑤*⑥	9.53%	27.08%	-8.66%
分条线 EVA（估算值）	⑨=①*0.75-②*⑤*⑥*⑦/2	233	523	-272
2024H1 归母净利润			1,359	
2024Q2 RWA			221,093	
全行 RAROC（估算值）			11.71%	

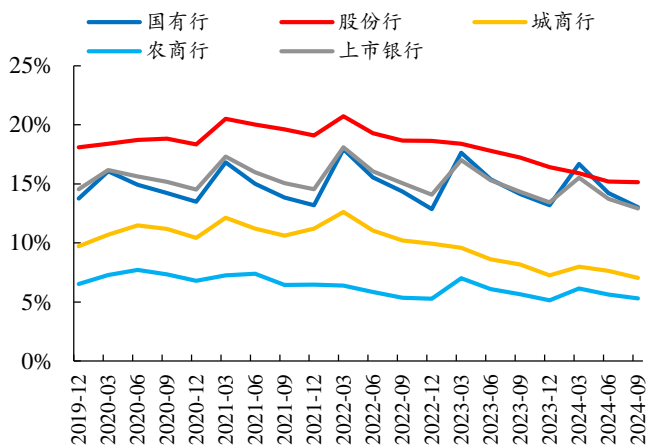
数据来源：银行财报、开源证券研究所，注：表中测算含有主观假设条件（比如经济资本成本率统一设定为 6%等），且未考虑免税收入返还，结果仅作为趋势参考，其中 RAROC 为年化后。

图57：测算上市银行 RAROC 均值为 11.57 %（2024H1）

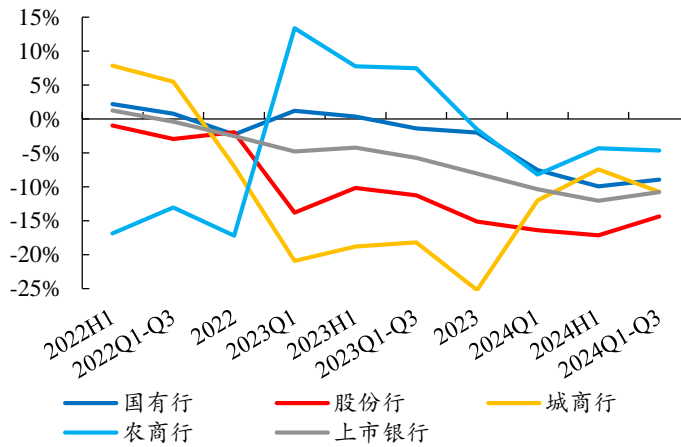


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：RAROC=净利润/经济资本=净利润/（风险加权资产*10.5%））

预计 2025 年非息收入贡献可能进一步提高，代销业务回暖，债券投资贡献并不会显著降低。由于 2024.9.24 前股市表现欠佳以及保险“报行合一”的基数问题，2024 年银行代销基金、保险等手续费及佣金收入整体偏弱，我们预计 2025 年将有一定回暖，理财业务收入将继续稳定贡献。

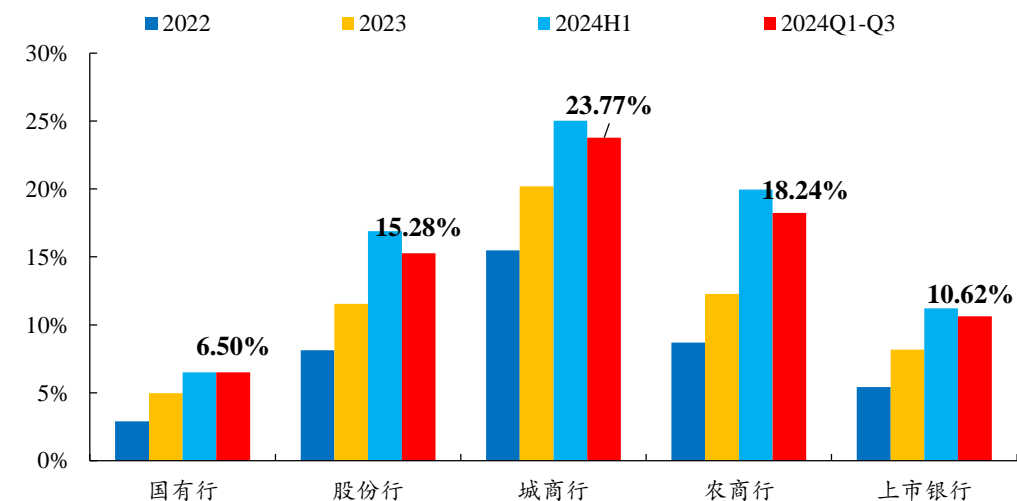
图58：近年股份行、城商行中收占比明显下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：上市银行 2024Q1-Q3 手续费及佣金收入同比负增


数据来源：Wind、开源证券研究所

其他非息方面，2024 年上市银行金融投资带来的其他非息对营收贡献有显著提高，其中城商行 23.8%、农商行 18.2%。展望 2025 年，虽然利率环境仍面临不确定性，投资收益+公允价值变动等非息收入在 2024 年形成的基数较高，但我们认为上市银行的其他非息收入 2025 年同比不会大幅下滑。

图60：2024 年投资收益+公允价值变动对营收贡献度提升幅度较大


数据来源：Wind、开源证券研究所

一是看目前上市银行的 FVOCI 储藏浮盈的情况，2024 年前三季度上市银行当期其他综合收益占比营收同比提高 3.25 pct，其中农商行占比为 6.31%，这部分浮盈仍可根据 2025 年的市场环境灵活止盈兑现；

表25：2024Q1-Q3 上市银行 FVOCI 浮盈占营收比例环比下降

银行类型	当期其他综合收益/营业收入				
	2022	2023	2024H1	2024Q1-Q3	同比 (PCT)
国有行	-2.29%	1.91%	5.04%	4.16%	3.53
股份行	-2.28%	1.49%	3.07%	2.93%	2.69
城商行	-2.45%	2.89%	7.11%	4.42%	2.89
农商行	-1.27%	3.64%	10.03%	6.31%	3.63
上市银行	-2.28%	1.91%	4.78%	3.89%	3.25

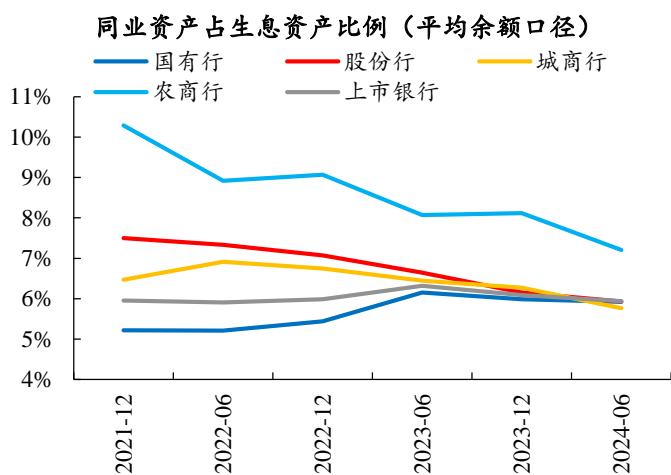
数据来源：Wind、开源证券研究所

二是简单回溯宁波银行和南京银行历史表现，债券投资能力较佳的银行，往往有比较好的债券择时和利率风险管控能力。详见我们此前报告《典型金市行为复盘系列（一）：利率变动的应对，行为特征与业绩影响》；

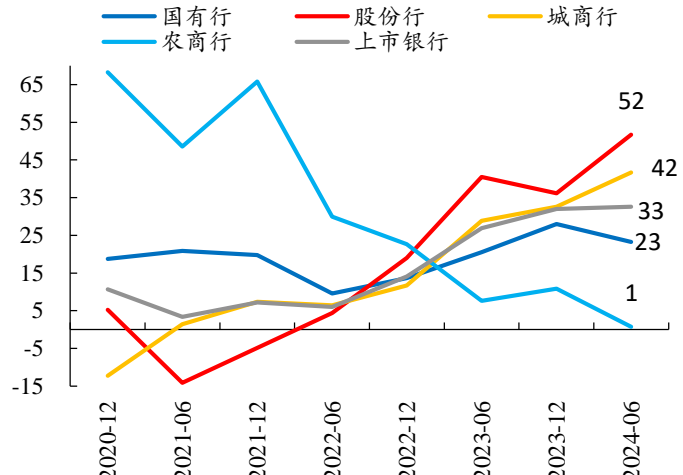
三是国有大行有比较大的存量资产流转空间，在利息收入承压的情况下不排除加大存量资产的流转力度，维持营收的稳定。

5.4、同业资负：同业资产继续收缩，同业负债灵活运用

2025 年银行同业资产(含同业投资)份额可能继续压降。一是成本收益的考量，资金业务的利差较低，在非银存款整改落地及存款脱媒的背景下，银行的融出可能继续保持低位，流动性阶段性维持紧平衡的状态。二是关注监管约束委外投资的情况，若 SPV 投资监管趋严或公募基金税收优惠规则有调整，可能会影响银行的配置需求。

图61：近年农商行同业资产比例显著下降


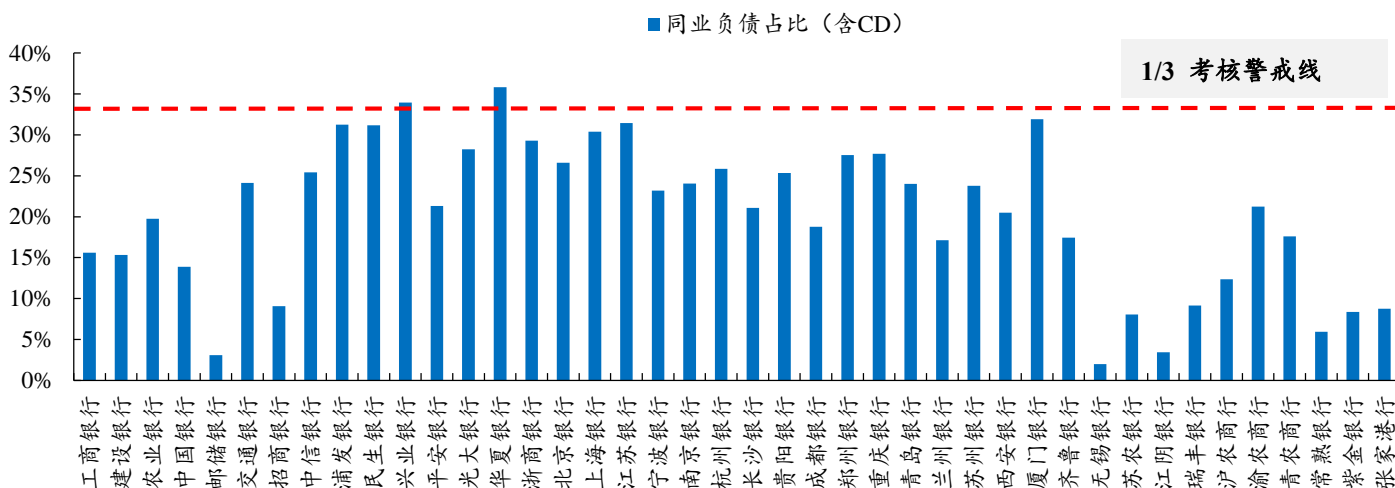
数据来源：Wind、开源证券研究所

图62：国有行、农商行同业利差较低


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：同业利差为同业资产收益率-同业负债成本率（含买入返售、卖出回购业务））

从同业负债占比来看，目前大行尚有比较充足的空间。由于 2024 年银行的存款流失压力较大，一些银行同业存单备案额度比较早就用完了，在 2024Q4 新增了额度，作为有限的市场化吸收同业资金的渠道，我们预计 2025 年同业存单的供给仍偏强。尤其是大行，如果年初非银存款继续流失，那么可能有一定提价发行诉求。

图63：目前大行同业负债占比尚有比较充足的拓展空间（截至 2024Q3）



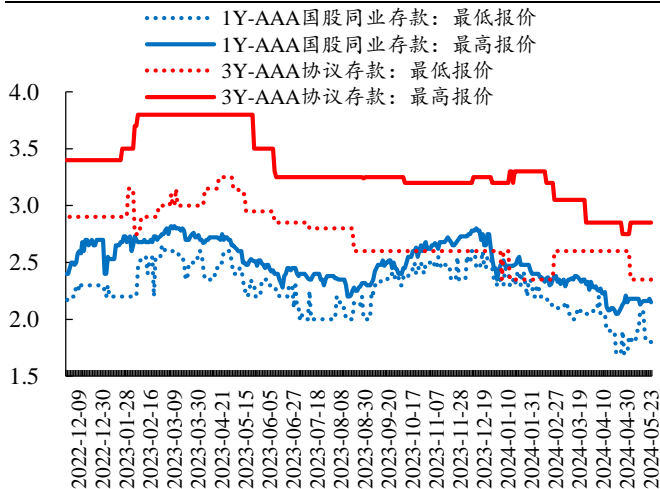
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：同业负债占比=（同业存放+同业拆入+卖出回购+发行同业存单）/总负债，同业存单发行规模采用 2025 年 2 月 5 日数据，其他同业负债和总负债规模为 2024 年三季度末数据。）

5.5、净息差：预计较 2024 年继续收窄 10-15BP，存款成本或有明显改善

息差能否企稳主要看存款成本能否有效压降。资产端定价更市场化，同业负债等市场化资金利率或走低，存款成本相对刚性。

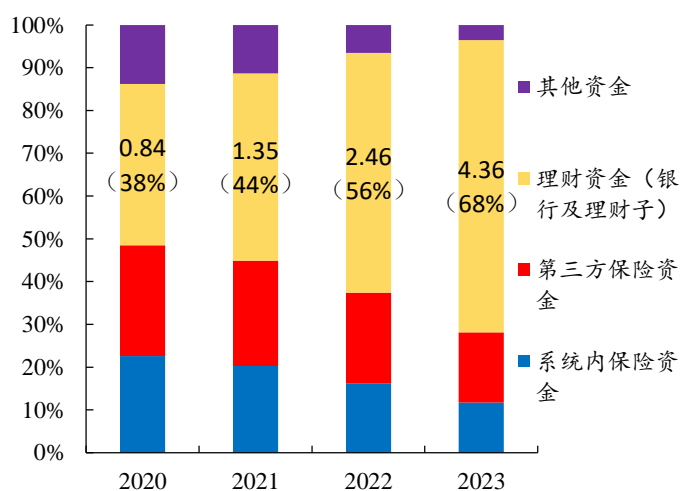
我们先评估：2025 年银行存款成本能下降多少？按历史经验，存款成本的有效下降其实都是结构上的优化而不在于单笔业务定价。目前来看，银行已经在做相关结构调整：① 超自律上限高息存款基本消失。目前的存款自律上限约束范围基本涵盖所有的存款类型，尚未纳入的有同业定期、国库招标等。② 到期的高价协议存款，银行主观上很难高价续作。已披露组合类保险资管产品中，2022 年末、2023 年末存款占比分别为 60%、67%；假设存款中 80%为协议存款，则理财通过保险资管所做的协议存款在 2025 年到期 $2.46 \times 60\% \times 80\% = 1.18$ 万亿，2026 年到期 $(4.36 - 2.46) \times 67\% \times 80\% = 1$ 万亿。

图64：协议存款与同业存款报价仍有较大利差（%）



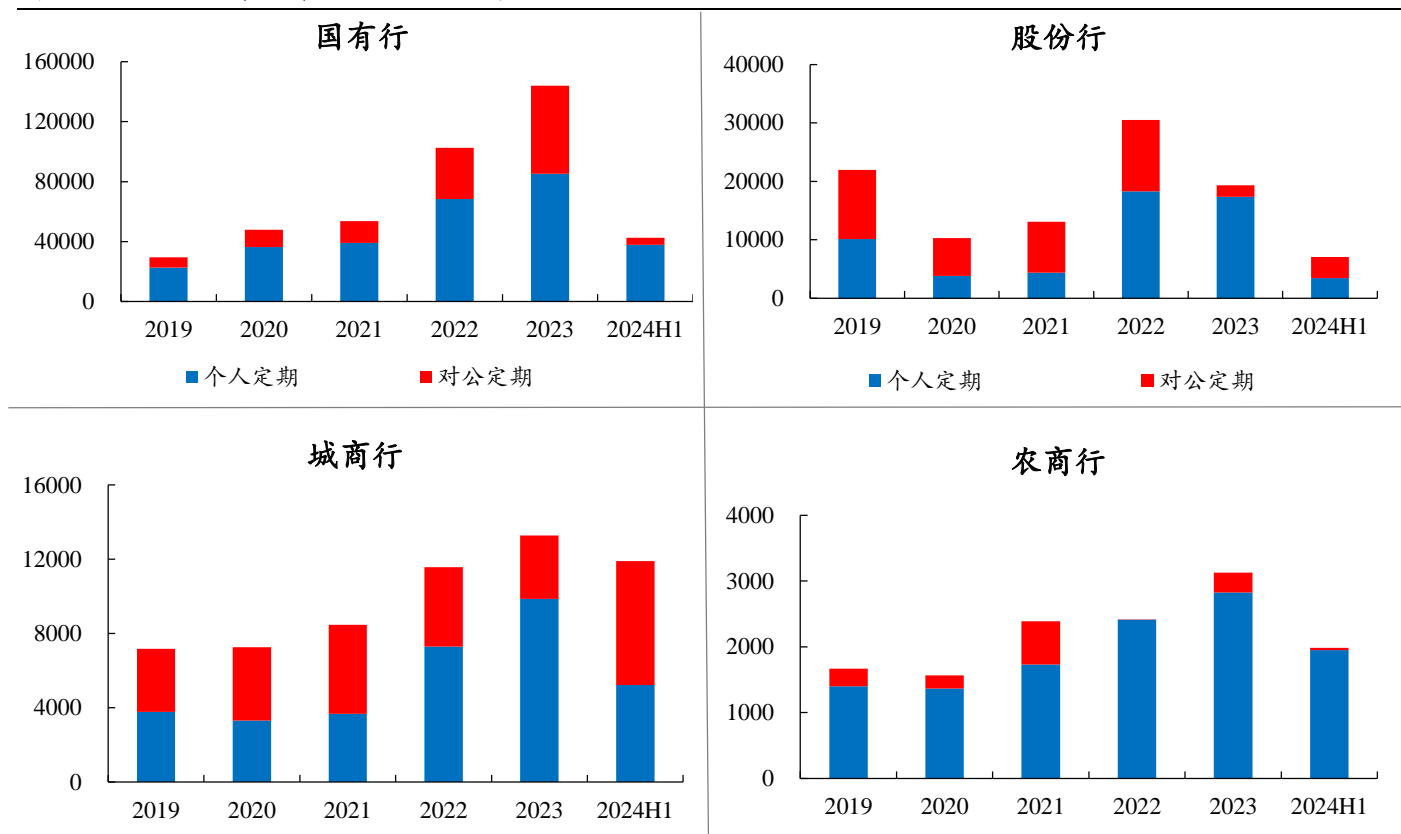
数据来源：Wind、开源证券研究所

图65：保险资管产品的资金来源中，理财占 68%（2023）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图66：2022-2023 年国有行吸收对公定存明显增加（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

1、重定价存款规模及期限：2022 年吸收的存款在 2025 年重定价、仅涉及 3 年期和 5 年期，2023 年吸收的存款仅涉及 2 年、3 年和 5 年期，2024 年上半年吸收的存款涉及 1-5 年期定存。

（1）重定价存款规模均匀分布，如重定价区间 1-5Y 内，每年重定价存款各占 25%。

（2）重定价存款的原始期限结构均匀分布，如 2022 年在 2025 年重定价的存款涉及到的期限为 3 年和 5 年，设各占 50%。

2、重定价存款利率降幅：采用国有行挂牌利率累计调整幅度，如 2022 年吸收存款重定价考虑 2022 年以来至 2024 年末存款挂牌利率的累降幅。

表26：2022 年以来国有行多轮调降官网存款挂牌利率

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

数据来源：各银行官网、开源证券研究所

表27：2022年以来3Y和5Y存款累计降幅均超100BP

重定价时间	存款挂牌利率累计下调幅度（BP）					
	3M	6M	1Y	2Y	3Y	5Y
2022年					-125	-120
2023年				-85	-95	-95
2024H1			-35	-45	-45	-45

数据来源：各银行官网、开源证券研究所

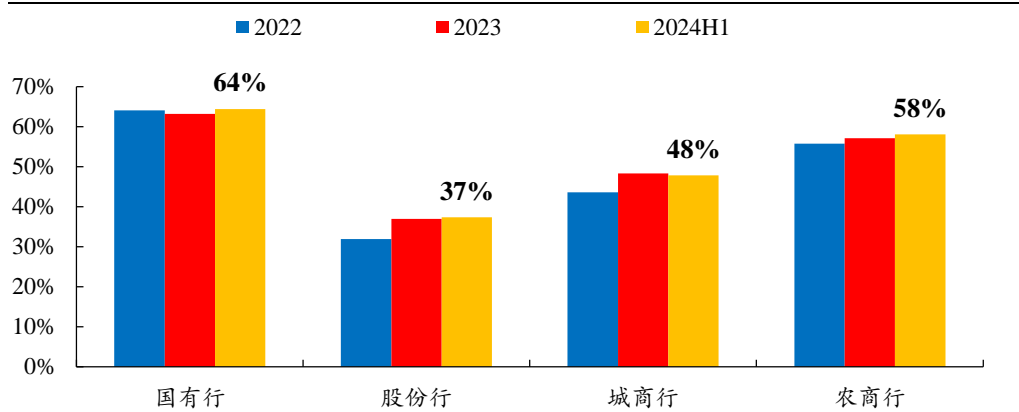
3、测算考虑两种情形，构成存款成本降幅的上限和下限：上限情形为对公和零售存款均顺利重定价，下限情形为仅零售存款重定价。

（1）假设所有到期的对公与零售定期存款均享受到挂牌利率调降的幅度，约降低银行存款成本18BP。

我们测算2025年上市银行存款需重定价的部分约为58.8万亿，其中，2022、2023、2024年上半年存量存款中到期部分为8.8万亿、13.6万亿、36.4万亿，假设这些存款按照期限均匀分布，到期后按最新挂牌利率定价，则能减少银行存款利息支出3884亿元，约降低银行存款成本18BP。

（2）假设存款挂牌利率的调整，仅零售存款重定价（零售存款比例取当年定期存款中零售占比），其他条件不变，则约降低银行存款成本12BP。

图67：定期存款中零售占比：国有行最高，股份行最低



数据来源：Wind、开源证券研究所

表28：2025年上市银行重定价存款规模约为58.77万亿元（亿元）

	国有行		股份行		城商行		农商行		上市银行	
	重定价存款	仅零售	重定价存款	仅零售	重定价存款	仅零售	重定价存款	仅零售	重定价存款	仅零售
2022	59217	37928	20004	6380	7428	3236	1139	964	87788	48508
2023	95328	60182	28598	10569	10509	5073	1747	1425	136183	77249
2024H1	260803	167898	72736	27148	25872	12371	4317	3579	363727	210997
合计	415348	266008	121337	44097	43809	20679	7203	5969	587697	336753

数据来源：Wind、开源证券研究所

综上，根据我们测算，2025年高息存款集中重定价对上市银行存款成本的支撑约为12-18BP。当然考虑到存款结构转化，实际降幅可能会低一些，我们预计存款

成本下降能对息差形成 10BP 左右的支撑。

表29：高息存款重定价约支撑上市银行存款成本下降 12-18BP

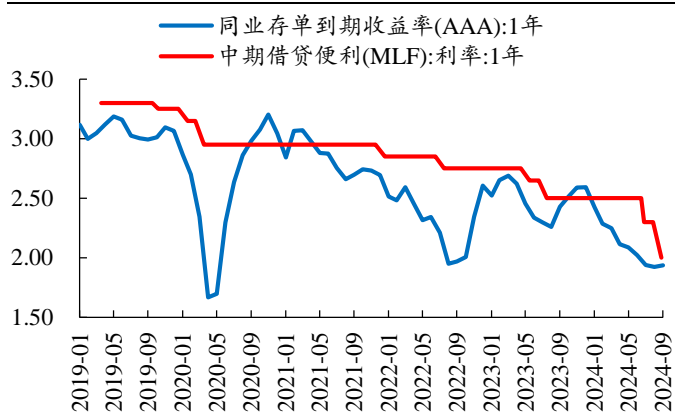
银行类型	2025 年重定价存款规模（亿元）		对存款成本影响（亿元）		对存款成本率影响（BP）	
	情形 1：对公+零售	情形 2：仅零售	情形 1	情形 2	情形 1	情形 2
国有行	415348	266008	-2718	-1952	-17.7	-12.7
股份行	121337	44097	-819	-454	-17.3	-9.6
城商行	43809	20679	-299	-197	-21.2	-14.0
农商行	7203	5969	-49	-43	-23.9	-21.2
上市银行	587697	336753	-3884	-2645	-17.9	-12.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

资产定价上，为什么我们认为 2025 年 LPR 的降幅可能不会特别大？

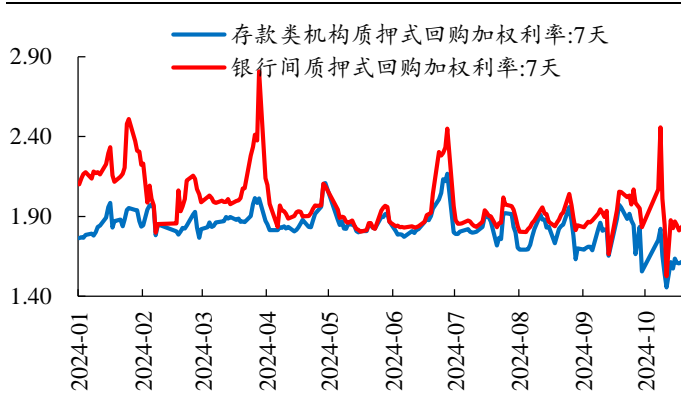
从定价传导上来讲，目前政策利率向实体融资利率传导的核心症结在于银行的内部转移定价（FTP）需要市场化，并不在于政策利率的降幅有多大。过去很长时间信贷 FTP 参考 LPR 形成，LPR 又和 MLF 挂钩，但实际上 MLF 和 LPR 报价的市场化程度均不高。一是 MLF 报价长期刚性且高于银行负债成本，银行的借入意愿不高。银行可能更倾向于发同业存单而不是申报 MLF 来补充流动性。

图68：1Y 同业存单利率低于 MLF 利率（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图69：市场化资金利率低位运行（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

二是 LPR 作为贷款“定价锚”的作用也比较弱。理论上 LPR 应反映银行的最优客户贷款利率，但实际上目前有 43% 的贷款为 LPR 减点。2024 年 6 月，央行行长潘功胜在第十五届陆家嘴论坛上表示，要持续改革完善 LPR，针对部分报价利率显著偏离实际最优惠客户利率的问题，着重提高 LPR 报价质量，更真实反映贷款市场利率水平。LPR 作为定价锚的失效，很大程度影响了 FTP 的形成效率，而恰恰 FTP 又是银行资源分配、考核等的重要标尺。在 LPR 脱钩 MLF 之后，实际贷款利率的市场化已经有了重要的突破，因此 LPR 降幅可能不需特别大，对呵护银行息差和稳定汇率都有帮助。

2025 年上市银行净息差或继续收窄 10-15BP。我们综合考虑存量按揭利率下调、2024 年已经下调的 LPR 集中重定价、2025 年 LPR 继续调降 40BP、城投化债、同业存款限息及存款挂牌调降和降准等各项因素后，测算 2025 年息差收窄 7.8BP。但下阶段新投放生息资产定价仍有进一步下行可能，加上结构转化可能一定程度对冲存款成本的改善效果，我们预计实际息差降幅将大于测算值，或相较 2024 年继续收窄 10-15BP。

表30：理论测算，考虑存款按揭利率下调、LPR 重定价和存款利率下调等因素综合影响 2025 年净息差-7.8BP

上市银行		对 2025 年净息差影响 (BP)								合计
		存量按揭利率下调	2024 年 LPR 下降重定价	2025 年 LPR 下降 40BP	城投化债	同业存款限息	2024 年存款利率下调	2025 年存款利率下调 50BP	2024Q4 降准 50BP	
国有行	工商	-6.1	-11.7	-1.8	-1.3	1.1	8.1	1.3	0.6	-9.8
	建设	-7.1	-12.2	-1.8	-1.1	0.9	7.5	1.1	0.6	-12.1
	农业	-5.4	-9.5	-1.4	-1.2	1.2	7.5	1.2	0.6	-7.0
	中国	-6.6	-11.1	-1.6	-1.3	0.6	8.2	1.1	0.6	-10.2
	交通	-4.8	-10.8	-1.9	-1.4	1.1	7.4	1.0	0.6	-8.8
	邮储	-6.9	-12.4	-1.9	-1.0	0.1	18.7	2.1	0.8	-0.4
股份行	招商	-5.8	-10.6	-1.6	-1.1	0.7	9.1	0.9	0.7	-7.7
	兴业	-5.1	-6.1	-0.6	-1.3	1.8	7.3	1.0	0.6	-2.6
	浦发	-5.1	-13.5	-2.5	-1.6	1.8	7.9	1.0	0.7	-11.3
	中信	-5.8	-10.0	-1.5	-1.4	1.1	7.6	0.9	0.7	-8.3
	民生	-3.7	-9.1	-1.7	-1.5	1.2	7.8	1.0	0.6	-5.2
	平安	-2.8	-10.1	-2.0	-1.4	1.6	8.5	1.2	0.9	-4.1
	光大	-4.1	-4.2	-0.3	-1.4	0.9	7.8	1.1	0.7	0.6
	华夏	-3.5	-9.7	-1.8	-1.3	0.2	7.5	0.9	0.6	-7.2
	浙商	-2.2	-8.5	-1.8	-1.3	0.5	8.5	1.2	0.7	-2.9
城商行	北京	-4.2	-8.2	-1.4	-2.2	0.6	9.4	1.2	0.6	-4.0
	上海	-2.7	-6.1	-1.1	-2.3	0.6	8.9	1.2	0.6	-0.8
	江苏	-3.4	-10.3	-2.0	-3.6	0.4	6.9	1.2	0.8	-9.9
	宁波	-1.5	-7.9	-1.7	-2.9	0.6	8.1	1.1	0.7	-3.4
	南京	-1.8	-11.6	-2.6	-3.5	0.4	9.3	1.6	0.9	-7.4
	杭州	-2.4	-7.6	-1.5	-2.9	0.2	7.5	1.0	0.7	-5.0
	长沙	-3.1	-7.9	-1.5	-3.5	0.0	7.6	1.2	1.0	-6.2
	成都	-3.3	-3.6	-0.3	-2.9	0.0	4.4	1.6	0.7	-3.4
	贵阳	-1.5	-3.0	-0.6	-3.3	0.1	6.5	1.3	0.9	0.4
	重庆	-2.4	-7.0	-1.5	-3.3	0.0	6.5	1.6	0.7	-5.4
	郑州	-2.6	-10.4	-2.2	-3.5	0.0	8.3	1.5	0.9	-8.0
	青岛	-3.9	-10.3	-1.9	-3.6	0.3	9.1	1.6	0.9	-7.7
	苏州	-2.7	-12.0	-2.5	-3.5	0.2	8.2	1.5	0.8	-10.1
	齐鲁	-3.9	-9.0	-1.6	-3.1	0.1	9.2	1.4	0.7	-6.3
	西安	-2.9	-10.0	-2.0	-2.7	0.0	6.6	1.8	0.8	-8.4
	厦门	-2.6	-6.8	-1.3	-1.9	0.0	7.0	1.3	0.6	-3.7
农商行	渝农	-3.0	-10.2	-2.6	-2.9	0.0	12.3	1.6	0.7	-4.1
	沪农	-3.5	-10.2	-2.0	-1.7	0.0	10.3	1.6	0.8	-4.7
	青农	-3.1	-12.4	-1.2	-2.8	0.0	9.8	1.6	0.8	-7.3
	常熟	-1.5	-10.1	-2.0	-2.4	0.0	10.1	1.9	1.2	-2.8
	无锡	-2.3	-8.9	-2.0	-2.6	0.0	11.1	2.1	0.9	-1.7
	苏农	-1.4	-9.2	-1.9	-2.2	0.0	7.6	1.5	0.8	-4.8
	张家港	-2.0	-9.1	-2.1	-2.4	0.1	6.8	1.8	0.9	-6.1
	瑞丰	-2.1	-7.1	-1.6	-2.0	0.0	9.1	1.5	0.8	-1.4
	江阴	-1.9	-9.6	-2.1	-2.5	0.0	11.0	1.7	0.8	-2.6
国有行		-6.2	-11.2	-1.7	-1.2	0.9	8.7	1.2	0.6	-8.9
股份行		-4.6	-9.1	-1.5	-1.3	1.2	8.0	1.0	0.7	-5.7
城商行		-2.8	-8.3	-1.6	-2.9	0.4	8.0	1.3	0.7	-5.3
农商行		-2.8	-10.0	-2.1	-2.4	0.0	10.5	1.6	0.8	-4.3
上市银行		-5.5	-10.5	-1.6	-1.4	0.9	8.5	1.2	0.6	-7.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

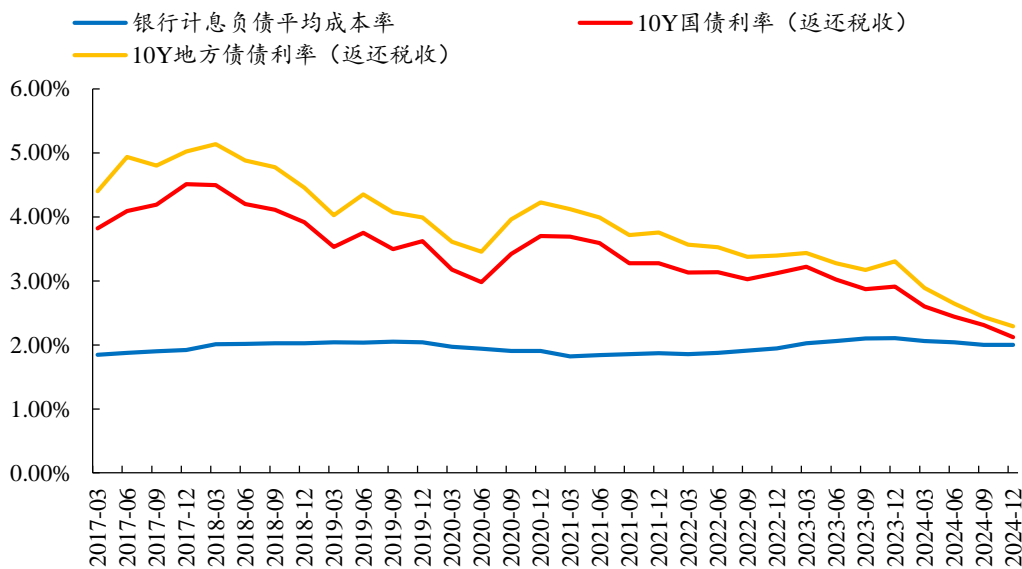
5.6、银行配债：成本收益倒挂，困境下的思路活化

2025 年银行自营投资的策略可能有哪些不同？

配置盘正面临“全曲线倒挂”的现实困境，内部考核资金成本（FTP）的降幅远跟不上市场化资金利率的降幅。我们推测银行持有至到期策略配置中长期国债（剩余期限>3 年）的内部考核资金成本（FTP）接近 1Y 同业存单到期收益率水平，配置地方债 FTP 可能在此基础上有 20BP 左右流动性加点。目前来看，10Y 以内的品种的名义利率均为倒挂状态，仅 30Y 以上超长债具有微薄利差，但银行受利率风险等指标约束，很难高比例持有超长债。由此评估，当前银行配置盘的考核压力非常突出。

看外部名义定价：即使考虑到国债、地方债的返还税收优势，2024 年债券收益率的快速下降，也使得其和银行新吸收负债成本的利差水平非常窄。考虑到一些银行的息差下行压力比较突出，如果成本收益倒挂加重，不排除会暂停某些收益率过低的债券配置动作。

图70：加上返还税收后的国债和地方债收益率与银行负债成本利差收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：银行负债成本率计算样本为老 16 家上市银行）

看内部比价：配置债券目前性价比完全不如贷款，甚至与考核资金成本倒挂。静态来看，现阶段在不考虑资金成本的情况下债券配置的综合收益落后于企业一般贷款和按揭贷款，理论上银行应选择更多投向贷款。

表31：商业银行大类资产比价：债券静态比价不如贷款

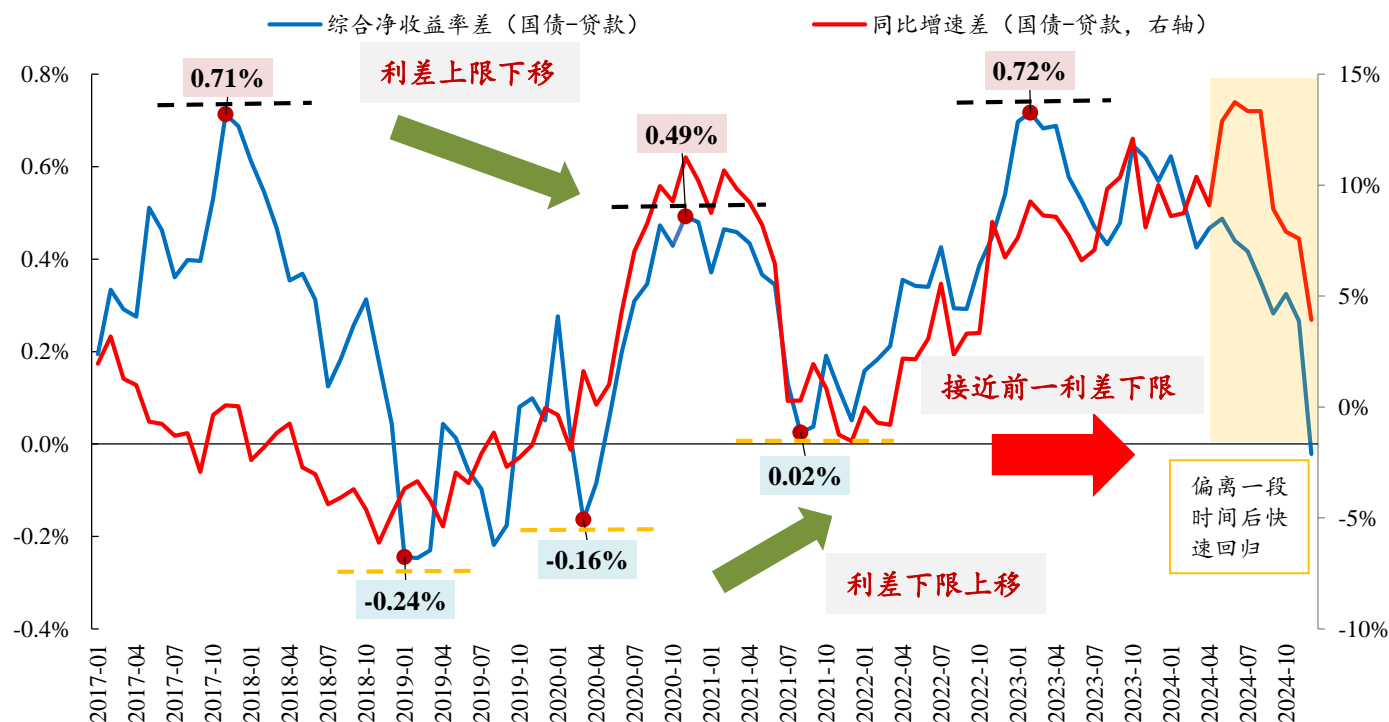
	名义 收益率	税收 成本	增值税	所得税	资本 成本	资本转 换系数	资本 成本率	风险 权重	存款派生 收益	信用 成本	综合 收益率
企业贷款	3.43%	0.50%	6%	25%	0.47%	10.5%	6.0%	75%	0.69%	1.00%	2.15%
票据贴现	1.35%	0.00%	6%	25%	0.47%	10.5%	6.0%	75%	0.00%	0.00%	0.88%
消费贷	3.15%	0.42%	6%	25%	0.47%	10.5%	6.0%	75%	0.12%	1.20%	1.17%
按揭贷款	3.11%	0.41%	6%	25%	0.19%	10.5%	6.0%	30%	0.35%	0.54%	2.32%
同业拆出 1M	1.76%	0.00%	0%	25%	0.25%	10.5%	6.0%	40%	0%	0%	1.50%
买入返售 7D	1.86%	0.00%	0%	25%	0.13%	10.5%	6.0%	20%	0%	0%	1.74%
国债 5Y	1.41%	0.00%	0%	0%	0.00%	10.5%	6.0%	0%	0%	0%	1.41%
国债 10Y	1.63%	0.00%	0%	0%	0.00%	10.5%	6.0%	0%	0%	0%	1.63%

	名义 收益率	税收 成本	增值税	所得税	资本 成本	资本转 换系数	资本 成本率	风险 权重	存款派生 收益	信用 成本	综合 收益率
国债 30Y	1.87%	0.00%	0%	0%	0.00%	10.5%	6.0%	0%	0%	0%	1.87%
国开债 5Y	1.50%	0.00%	0%	25%	0.00%	10.5%	6.0%	0%	0%	0%	1.50%
地方债 5Y	1.58%	0.00%	0%	0%	0.06%	10.5%	6.0%	10%	0%	0%	1.52%
同业存单 (AAA) 1Y	1.72%	0.00%	0%	25%	0.25%	10.5%	6.0%	40%	0%	0%	1.46%
商金债 (AAA) 5Y	1.78%	0.00%	0%	25%	0.25%	10.5%	6.0%	40%	0%	0%	1.53%
企业债 (AAA) 5Y	1.89%	0.11%	6%	25%	0.47%	10.5%	6.0%	75%	0%	0%	1.31%
二级债 (AAA-) 5Y	1.83%	0.00%	0%	25%	0.95%	10.5%	6.0%	150%	0%	0%	0.89%
永续债 (AAA-) 5Y	1.89%	0.00%	0%	25%	1.58%	10.5%	6.0%	250%	0%	0%	0.31%
债基	4.07%	0.00%	0%	0%	0.21%	10.5%	6.0%	33%	0%	0%	3.86%
货基	1.43%	0.00%	0%	0%	0.24%	10.5%	6.0%	38%	0%	0%	1.19%

数据来源：Wind、开源证券研究所

动态看，比价效应在 2024 年初短暂偏离一段时间后开始快速回归。我们以综合收益率差和余额同比增速差来反映债券和贷款的比价效应，历史上看二者有非常显著的正相关关系，债-贷综合净收益率差运行在[-24BP, 72BP]区间内，但在 2024 年初受到信贷需求等因素影响出现背离，即债券性价比快速下降但银行仍加大债券买入力度。需要注意的是，这种背离现象只能是阶段性的，债券和贷款的价差拉开过大突破银行合意水平时，二者的增速差会快速回归。

图71：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（注：国债选取十年期国债到期收益率）

在配置盘成本收益倒挂的现实困境下，我们认为 2025 年可能出现的一些变化是：

① 配置盘节奏靠前，继续扩大类交易户（FVOCI），品种上适度增加信用类。

成本收益倒挂的问题短期很难解决的状态下，银行配置节奏可能进一步靠前（利率下行趋势，亏得少比亏得多强）；当然更多中下银行可能会选择继续“卷交易”，但与 2024 年不同的是，由于预期利得空间减小、部分机构投机套利行为被处罚以及基

金投资的监管规则不确定，FVTPL 账户的交易策略可能偏审慎，我们认为类交易户（FVOCI）的占比或继续提高，银行可能会灵活选择兑现收益再配置来平滑利率波动的影响。

② 高扩表 or 阶段性缩表？两种风格的银行并存，银行配债规模有弹性。

如果银行有保持资产增速的意愿，在实体信贷需求未见明显回暖的情况下，我们预计该类银行继续增加债券（配置+交易）的力度，但在策略上可能更加灵活，比如债券减持创收、债券质押/卖断盘活、债券与债基转换等流转安排。

当然，如果银行能将关注点转换到结构优化，阶段性允许资产增速下降甚至缩表。这时需要关注跨完年后累积浮盈的止盈兑现诉求，和交易情绪趋弱的影响。

③ 关注利率风险问题：大行的承接债券久期错配，和小行交易拥挤行为。

根据我们测算，上市银行承接 2 万亿元特殊再融资专项债后，利率风险指标（ Δ EVE/一级资本净额）约提升 1.38pct，其中国有行提升幅度最大，提升 1.51pct。

图72：测算承接地方债后，上市银行利率风险指标（EVE）大概提升 1.38pct

银行类型	Δ EVE/一级资本净额			承接地方债规模（亿元）						
	2024H1	承接长债后	变化（PCT）	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	合计
国有行	6.8%	8.3%	1.51	2718	1695	5017	616	242	3937	14224
股份行	9.8%	10.9%	1.06	723	451	1335	164	64	1047	3785
城商行	14.7%	16.1%	1.33	312	194	575	71	28	451	1631
农商行	12.6%	13.9%	1.35	69	43	127	16	6	100	361
上市银行	8.3%	9.7%	1.38	3821	2383	7055	866	340	5535	20000

数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

小行的债券估值和盈利波动问题同样值得关注。由于近年来“大行放贷、小行买债格局的延续”，中小银行参与债券市场交易的积极性有所提高，但交易集中度过高可能隐含债券估值和盈利波动的问题。

5.7、流动性管理：考验司库运营效率

为何年初的银行间资金偏紧，发生了哪些变化？2025 年 1 月中旬银行间资金面明显趋紧，可能因为几件事情的叠加影响：非银存款自律开始进入考核期；信贷开门红力度尚可，消耗超储；MLF 到期；缴税走款以及即将到来的春节现金漏损等。

2025 年对于银行的流动性管理来说应该是更具挑战的一年，我们认为银行在以下几方面需要做一些精细化的调整：

① 多渠道筹集资金，配合央行降准、买卖国债、买断式回购等操作。

② 需要更精细化监控，稳定存贷缺口的预期。引导经营机构共同提高资金管理的精细度，日内报备走回款情况更准确，在流动性风险可控的情况下继续压降超额备付率。

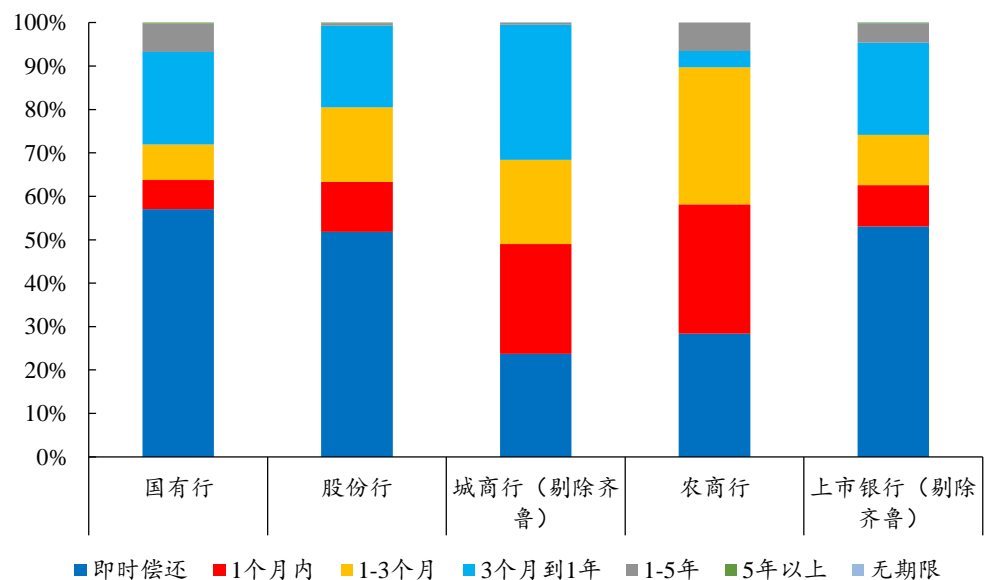
表32：2024H1 商业银行超额备付率为 1.72%

银行名称	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1
工商银行	2.36%	1.54%	1.80%	1.98%	2.01%	3.09%	2.06%
建设银行	1.77%	2.58%	2.19%	3.33%	3.47%	2.20%	2.97%
农业银行	0.59%	0.81%	1.80%	0.96%	2.03%	1.44%	2.26%
中国银行	4.31%	4.54%	3.61%	4.16%	3.44%	5.94%	3.95%
邮储银行	0.56%	0.58%	0.48%	0.53%	0.44%	0.64%	0.37%
交通银行	1.93%	1.49%	0.89%	1.50%	1.15%	2.41%	0.83%
招商银行	0.84%	1.25%	1.14%	0.88%	0.59%	1.73%	0.90%
兴业银行	0.96%	2.37%	0.59%	1.78%	1.06%	1.17%	0.74%
浦发银行	1.05%	1.79%	1.96%	2.30%	1.38%	4.27%	2.29%
中信银行	1.00%	1.50%	0.52%	2.15%	1.15%	1.05%	1.11%
民生银行	1.96%	1.23%	1.19%	0.66%	1.25%	2.28%	0.93%
光大银行	1.87%	2.60%	1.06%	1.85%	1.20%	1.71%	2.19%
平安银行	3.25%	2.96%	2.41%	1.35%	3.05%	1.38%	2.70%
华夏银行	1.56%	1.85%	1.29%	1.12%	1.28%	2.81%	2.42%
浙商银行	0.75%	2.04%	1.78%	3.34%	1.37%	1.92%	0.97%
商业银行	1.52%	2.05%	1.67%	2.05%	1.78%	2.23%	1.72%

数据来源：Wind、开源证券研究所（超额备付率=（超额存款准备金+现金）/存款总额）

③ 优化资金结构，在“适度宽松”的货币政策环境中，快速消化存量高成本负债。各类型银行的同业负债剩余期限结构也存在一定差异，国股行同业活期占比较高，城商行分布比较平均，农商行主要期限在 3 个月以内。

图73：四类银行同业负债剩余期限结构差异较大（2024H1）

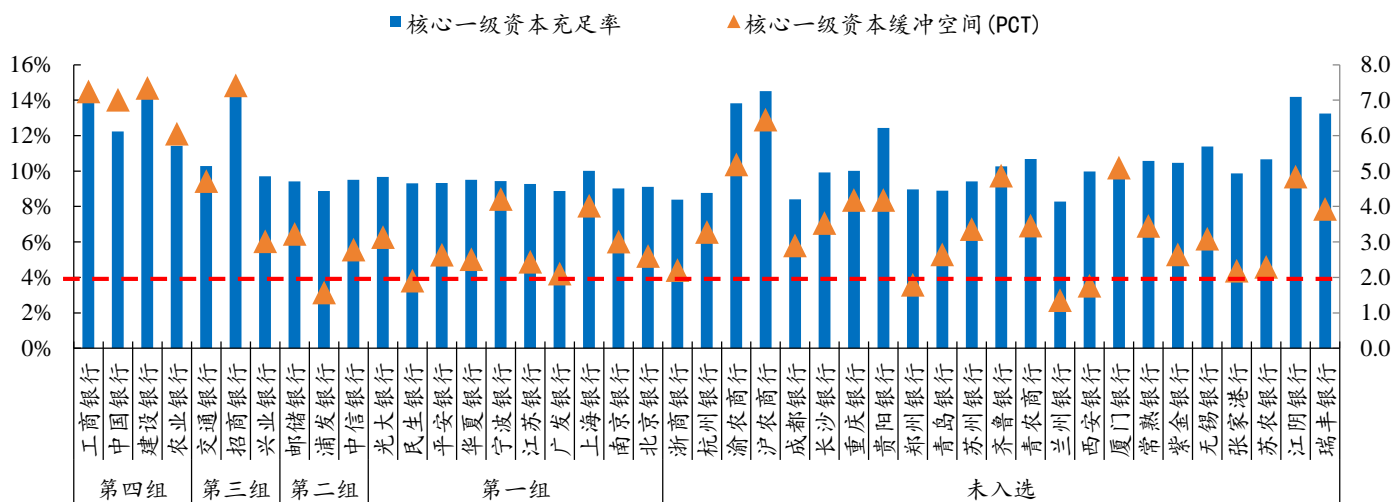


数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

5.8、资本管理：阶段性压力减轻，但要前瞻布局，减少低效消耗

大行注资后，资本压力普遍不大。2025 年资本债供给力度或有明显减轻，但银行也会趁利率低位提前布局。所以供给结构可能有分化：大行不紧缺，中小银行会市场化发行，预计股份行和城商行仍维持一定增量。

图74：多数上市银行资本缓冲空间超 200BP（2024Q3）



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们测算为达到合意资本充足率水平，考虑监管为大行注资，仅靠利润留存补充资本的情况下，预计 2025 年上市银行核心一级缺口为 5538 亿元，其他一级资本/二级资本缺口分别为 2791/2194 亿元。

图75：考虑注资后，预计 2025 年国有行各级资本缺较小（亿元）

银行名称	核心一级资本缺口			其他一级资本缺口			二级资本缺口		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
工商银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
建设银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
农业银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中国银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
邮储银行	-	44	906	-	-	180	-	502	589
交通银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
国有行	-	44	906	-	-	180	-	502	589
招商银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中信银行	465	247	282	68	82	-	411	109	87
浦发银行	1,240	559	630	906	-	102	412	127	137
民生银行	134	81	78	34	318	-	573	24	-
兴业银行	1,084	504	608	461	-	116	-	844	405
平安银行	275	122	134	510	-	-	-	46	268
光大银行	-	89	134	69	-	-	-	-	428
华夏银行	-	46	59	-	-	-	-	79	376
浙商银行	275	195	229	73	287	-	-	50	56
股份行	3,473	1,843	2,154	2,121	687	219	1,396	1,278	1,756
北京银行	317	208	242	-	555	-	227	149	-
上海银行	69	65	81	182	23	24	-	-	232
江苏银行	536	230	264	-	-	76	342	89	101
宁波银行	323	266	339	136	66	78	-	360	323
南京银行	420	251	318	17	54	263	80	22	84
杭州银行	107	36	29	5	-	24	-	29	148
长沙银行	-	17	31	-	8	11	38	44	14
贵阳银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
成都银行	156	97	125	156	-	37	-	41	115
郑州银行	61	38	40	-	104	-	45	5	-
重庆银行	-	-	-	-	-	14	-	-	-
青岛银行	33	32	38	3	8	73	-	71	13
苏州银行	28	34	39	17	11	42	9	14	16
西安银行	5	28	34	54	6	6	21	7	28
厦门银行	-	7	18	-	-	-	-	30	6
齐鲁银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
城商行	2,055	1,309	1,599	569	835	648	761	862	1,081
无锡银行	-	-	-	1	-	-	-	-	-
苏农银行	4	8	8	29	3	4	6	10	5
江阴银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
瑞丰银行	-	-	-	-	-	22	-	21	9
沪农商行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
渝农商行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
青农商行	-	-	-	-	-	-	18	12	-
常熟银行	2	14	14	50	7	8	-	9	11
紫金银行	-	-	6	16	12	8	-	3	4
张家港行	5	5	5	6	23	-	13	3	-
农商行	11	26	34	101	45	41	37	58	28
上市银行	5538	3223	4693	2791	1566	1088	2194	2701	3454

数据来源：Wind、开源证券研究所

2025 年银行资本债或主要满足赎回后的续发需要，净供给体量或有明显下降。我们测算 2025 年上市银行二级资本债和永续债的供给规模分别为 7100 亿元和 5500 亿元左右。设上市银行二级资本债/永续债供给分别占总量的 85%和 88%，**得出 2025 年商业银行二级资本债和永续债供给规模分别为 8400 亿元和 6300 亿元左右。**

表33：预计 2025 年商业银行二永债供给规模为 1.47 万亿元（亿元）

	永续债			二级资本债		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
国有行	3200	2815	2000	2950	3272	5459
股份行	2884	1435	166	1604	1532	1756
城商行	934	920	679	939	917	1144
农商行	136	120	61	37	58	128
上市银行	7154	5289	2907	5530	5780	8488
上市银行占比	85%			88%		
商业银行	8416	6223	3420	6284	6568	9645

数据来源：Wind、开源证券研究所

表34：上市银行二永债供给规模测算：国股行为供给主力（亿元）

银行名称	永续债供给规模			二级资本债供给规模		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
工商银行	-	1000	-	900	800	1850
建设银行	-	-	400	650	1120	700
农业银行	1200	400	800	400	-	900
中国银行	900	700	500	600	550	750
邮储银行	800	300	300	-	502	589
交通银行	300	415	-	400	300	670
招商银行	500	430	-	-	-	-
中信银行	-	400	-	411	109	87
浦发银行	906	-	-	620	127	137
民生银行	34	318	50	573	24	-
兴业银行	461	-	116	-	844	405
平安银行	510	-	-	-	300	268
光大银行	400	-	-	-	-	428
华夏银行	-	-	-	-	79	376
浙商银行	73	287	-	-	50	56
北京银行	-	600	-	227	149	-
上海银行	182	23	24	-	-	232
江苏银行	200	-	76	342	89	101
宁波银行	136	66	78	100	360	323
南京银行	17	54	263	95	22	84
杭州银行	70	-	24	-	29	148
长沙银行	-	8	11	60	44	14
贵阳银行	-	-	-	-	-	-
成都银行	156	-	37	-	41	115
郑州银行	-	104	-	45	5	-

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

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.9、汇率影响：关注央行态度与外币存贷平衡

部分上市银行的同业负债成本较高，一部分原来来自于外币的影响，2025 年汇率对应经营的影响仍然值得关注，近期央行对于稳汇率的关注度有所提高。当汇率压力大时，央行可能通过银行端配合的调整操作包括：

指导融出资金价格，防止利差进一步扩大；与大行开展货币掉期操作，在远期离岸市场上投放人民币、回笼美元，进而在即期在岸市场上收紧人民币，导致银行体系超备规模下降，融出收缩。此外也需关注外币存贷比的平衡。

表35：2025 年以来央行对稳汇率的关注度有所提高

时间	相关会议/事件	汇率相关表述
1 月 14 日	“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会	将继续综合采取措施，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理， 坚决对市场顺周期行为进行纠偏 ，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险， 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定 。
1 月 13 日	中国外汇市场指导委员会会议	1、 坚定不移保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定 。央行及外汇局将继续综合施策，稳定预期，增强外汇市场韧性，加强外汇市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。 2、外汇市场指导委员会将加强对外汇市场自律机制的指导，进一步强化行业自律管理， 指导外汇市场成员严格落实自律规范 ，对扰乱市场秩序、恶意误导公众等违反自律规范的行为及时采取措施。
1 月 13 日	上调跨境融资宏观审慎调节参数	将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.5 上调至 1.75 。
1 月 9 日	央票发行公告	在中国香港发行 2025 年第一期央行票据。发行量为人民币 600 亿元 ，期限 6 个月（182 天），中标利率为 3.4%
1 月 3 日	央行工作会议	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定 ，坚决防范汇率超调风险，保持外汇储备稳健经营。
1 月 3 日	货币政策例会	强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置， 坚决防止形成单边一致性预期并自我实现 ，坚决防范汇率超调风险， 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定 。

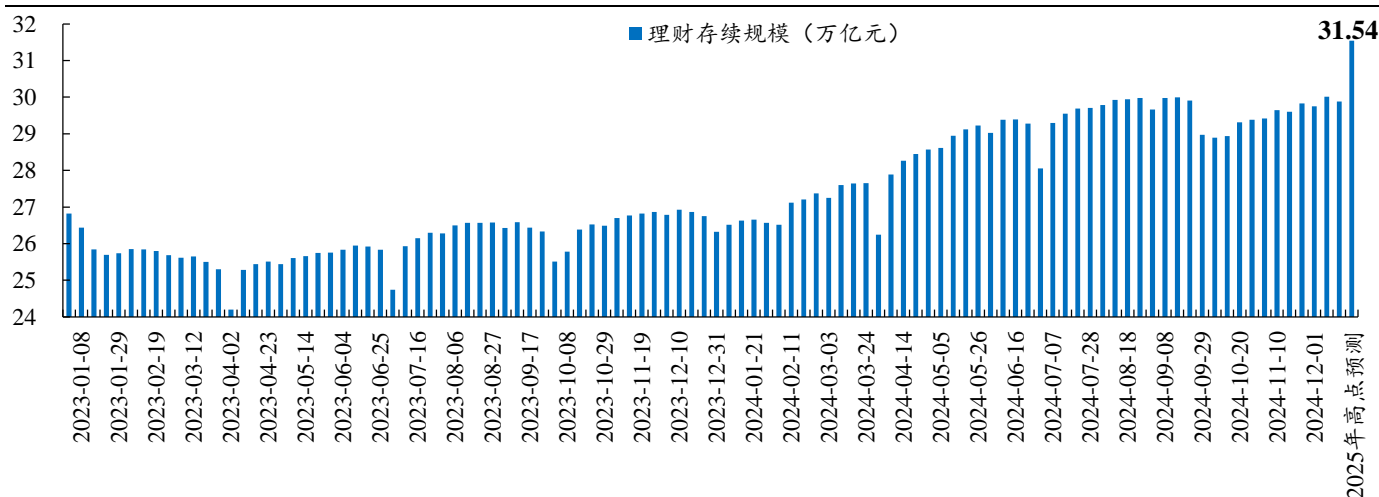
资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

5.10、表外理财：收益趋降、规模缓增，关注存款到期及信托整改

5.10.1、2025 年银行理财规模高点或为 31.5 万亿元左右

我们预计 2025 年理财规模高点为 31.5 万亿元。由于 2024 年理财增长较快形成较高基数，再加上 2025 年存款出表的催化剂减少（各类高息存款基本已被收紧），我们预计 2025 年理财规模高点较 2024 年高点（高点为 2024 年 8 月约 30 万亿元）增长 5%，即 2025 年高点约为 31.5 万亿元。

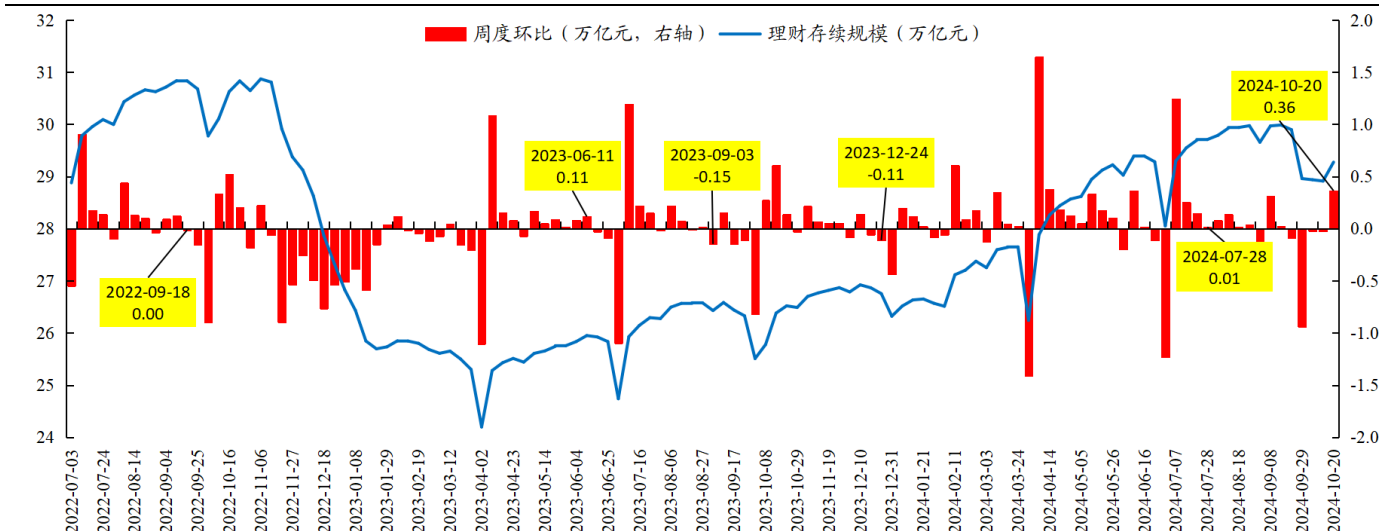
图76：预计 2025 年理财规模高点约为 31.5 万亿元，同比增速约 5%



数据来源：普益标准、开源证券研究所

（1）理财规模增长有利因素：高息存款监管趋严，存款挂牌利率有望继续下调。
存款挂牌利率下调有望催化存款流入理财，但这是相对循序渐进的过程。2024-10-18 国有行和招行开启新一轮存款挂牌利率下调，其中活期存款利率下调 5BP，其余期限存款大多下调 25BP。其后已有主要股份行和部分城商行跟进，部分存款或流入理财。但从 2022 年至今历次下调来看，下调后第一周理财规模未见明显提升，主要由于大部分定期存款尚未自然到期，流入理财是一个循序渐进的过程。2025 年随着表内定存逐步到期，预计会给理财贡献部分增量。

图77：存款挂牌利率下调（图中黄色为下调时点）对理财规模提升效果短期不明显



数据来源：普益标准、银行官网、开源证券研究所（注：黄色数据标签为工商银行存款挂牌利率下调时点）

此外，同业活期存款利率收紧后，部分国央企财务公司同业存款亦流入理财。但由于同业活期存款新规为12月初出台，且该部分存款流动性高、重定价快，或已有部分资金已在2024年底流入理财，能为2025年理财贡献的增量有限。更为显著的影响是理财产品收益率会随之下降。我们测算，现金管理类理财持有同业活期存款约2万亿元，产品收益率或下降9BP，7日年化收益率或降至1.6%以下。

表36：假设同业存款利率下降30BP，则理财产品收益率平均或下降4BP，其中现金管理类产品下降9BP

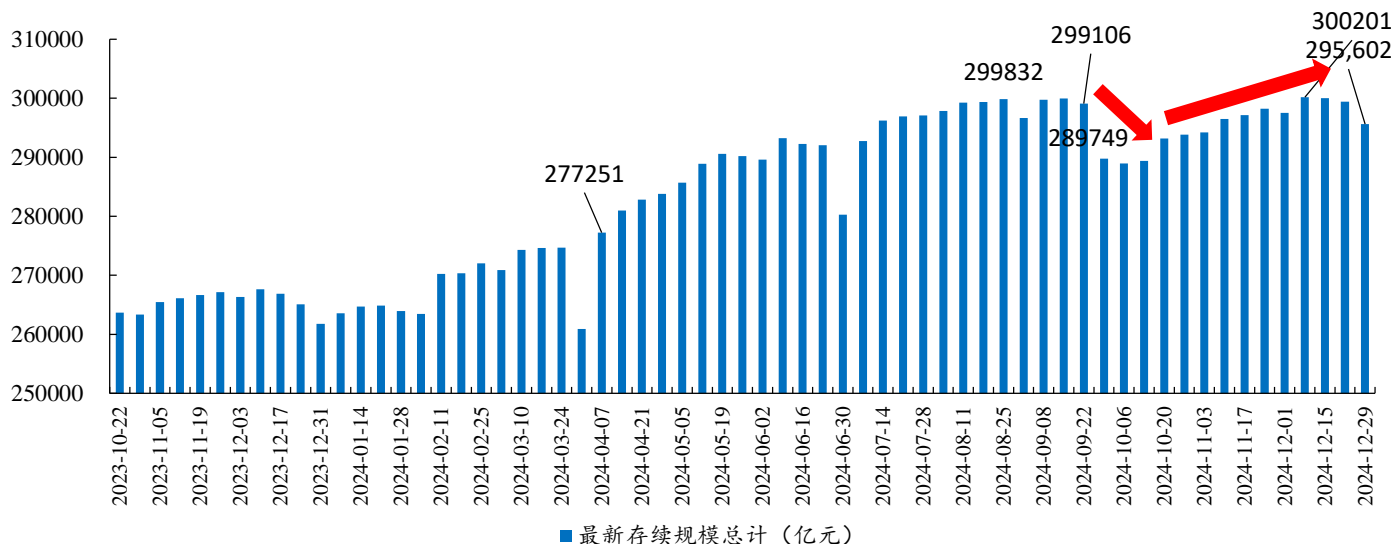
测算过程		全部理财产品	现金管理类	固收类		混合类	权益类	商品及金融衍生品类
				开放式	封闭式			
已知： 各类存款占比	通知存款	0.24%	0.69%	0.11%	0.01%	0.03%	0.00%	0.00%
	同业存款	21.08%	35.59%	20.64%	6.15%	4.88%	1.56%	0.00%
	其中：同业活期存款	14.72%	29.11%	12.50%	3.73%	3.29%	1.56%	0.00%
	协议存款	6.39%	5.47%	8.61%	2.59%	1.96%	0.02%	0.12%
假设：利率下降	同业活期存款	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%
则各类理财产品收益率变动		-0.04%	-0.09%	-0.04%	-0.01%	-0.01%	0.00%	0.00%

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：持仓占比为2024Q1末）

（2）理财规模增长的不利因素：股市情绪及理财严监管等

我们估计2025年理财规模高点或不超过32万亿元，给予较为保守的估计主要基于以下两点考虑：

图78：924一揽子新政出台当周，理财规模下降1万亿元（亿元）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

一是基于理财规模呈现“下降快、恢复慢”的特点，特别是股市情绪上涨、债市下跌等情况下更加明显。2022年底债市“赎回潮”后，理财规模一度上升乏力，直到10个月后的2023Q4才稍有恢复，居民对理财净值下跌的“疤痕效应”明显；2024年9月24日央行“一揽子政策”出台后，理财规模短短一周内下降超1万亿元，直到12月中上旬才恢复至924之前的高点。因此若2025年出现这两大市场因素，

理财规模或不升反降，难以持续较高增长；

二是基于监管对于理财“资金空转”影响利率传导效率的指导态度。2024Q3 货币政策执行报告“专栏四提到“存款的分流和回流，影响了银行体系的货币创造，对 M2 造成了很大扰动”，为理顺利率传导链条，不排除后续监管采取严格约束理财投资行为等方式，抑制理财规模较快增长。

5.10.2、季末回表扰动总体减弱，预计 2025 年仍然延续

2024Q4 季末回表力度同比减弱。 2024Q4 季末理财回表规模约 4000 亿元，同比下降超 300 亿元。其中，农银理财、交银理财、信银理财、华夏理财、民生理财等力度明显减弱。原因或主要有：

银行角度：

(1) 跨年流动性偏松：12 月央行净买入国债 3000 亿元、投放买断式回购 1.4 万亿元，帮助市场平稳跨年。跨年资金面偏宽松，银行融出规模保持较高水平，年末负债缺口较小，引导理财回表的动力偏弱；

(2) 弱化时点规模的考核：部分银行对存款的时点规模考核有所淡化，更加关注存款的“平均余额”以及存款的“量价平衡”，季末冲存款的动力下降。

理财负债端角度：

(1) 理财产品流动性略有下降：2024 年在高息存款整改+债牛行情双重催化下，现金管理类产品 7 日年化收益率从年初 2.3%降至年末 1.6%左右，固收类产品仍维持较好的收益。收益率分化的背景下，2024 年全年现金管理类产品规模下降约 1.26 万亿元，而“最小持有期”固收类产品增长约 3.36 万亿元。该类产品运作前期具有较短的封闭期，一定程度上增加了季末回表的难度。

(2) 理财收益相较于存款仍有显著收益优势：受益于债市行情，近期全市场固收类理财产品 3 个月年化收益率约 3.5%，较存款吸引力更强，银行季末主动引导回表的难度增加。

理财资产端角度：

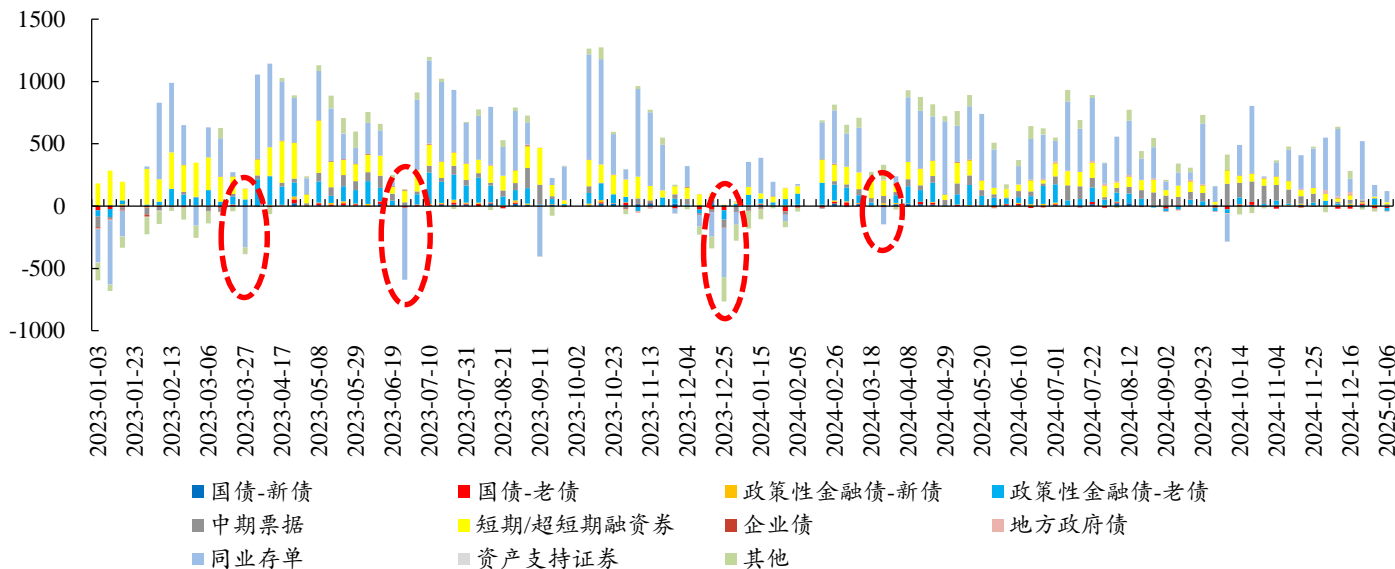
2024Q4 末理财净卖出利率债。 现券数据上，2024Q4 末理财并未净卖出同业存单，同时“其他产品类”（主要为理财的通道）利率债净卖出较多，推测受央行提示利率风险的影响，理财通道减持了部分利率债以管理季末流动性，下阶段需关注信托整改的落地情况以及高息存款到期后的再配置。

表37：2024Q4 季末回表规模上，农银理财、交银理财、信银理财、华夏理财、民生理财等回表力度减弱（亿元）

季末最后一周·全市场理财规模变化（亿元）										
	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
1 招银理财	-630	-542	-683	-1,308	-465	-197	-1,270	-732	-589	-129
2 兴银理财	-17	-445	-936	-465	-679	-188	-1,136	-794	-706	-234
3 工银理财	-1,392	-190	-1,041	-1,402	-1,346	-515	-1,474	-1,710	-1,309	-516
4 信银理财	-69	-110	-473	-609	-333	-545	-486	-261	-229	-557
5 农银理财	-2,451	-1,425	-1,999	-2,175	-2,303	-736	-2,150	-654	-1,304	-221
6 中银理财	-891	-635	-1,365	-1,137	-672	-581	-1,507	-640	-773	-643
7 建信理财	-1,194	-80	-1,867	-1,449	-987	-385	-1,493	-1,128	-1,046	-308
8 光大理财	-243	-32	-345	-531	-352	-161	-615	-400	-521	-265
9 交银理财	-93	-102	-390	-471	-321	-345	-531	-343	-296	-31
10 浦银理财	-58	-282	-215	-261	-17	-39	-446	-398	-260	-430
11 平安理财	-84	-123	-506	-115	-332	-118	-585	-556	-201	-122
12 民生理财	-10	-252	-320	-263	-89	-254	-314	-400	-307	-2
13 中邮理财	-157	-445	-500	-34	-95	-51	-165	-37	-393	-129
14 华夏理财	-41	-41	-53	-80	-63	-118	-209	-262	-108	-289
15 苏银理财	-62	-1	-877	-32	-73	-73	-17	-23	-5	-96
16 南银理财	-29	-40	-5	-15	-37	-20	-309	-43	-19	-35
17 宁银理财	-32	-40	-101	-57	-10	-65	-77	-10	-8	-23
18 杭银理财	-4	-43	-30	-32	-30	-12	-89	-35	-17	-7
19 上银理财	-67	-93	-23	-78	-69	-33	-45	-18	-2	-21
20 北银理财	-	-65	-42	-22	-10	-42	-47	-23	-32	-95
21 青银理财	-15	-16	-14	-4	-44	-21	-39	-45	-86	-32
22 徽银理财	-71	-64	-47	-65	-32	-65	-57	-7	-21	-80
23 广银理财	-25	-8	-40	-63	-54	-15	-68	-68	-58	-87
24 渤海理财	-	-	-8	-19	-3	-25	-82	-59	-43	-38
25 恒丰理财	-6	-9	-4	-5	-9	-53	-26	-58	-41	-44
26 渝农商理财	-33	-33	-30	-5	-5	-6	-8	-3	-16	-15
27 汇华理财	-3	-56	-77	-10	-10	-9	-5	-9	-23	-6
28 施罗德交银理财	-13	-2	-1	-9	-3	-4	-4	-1	-1	-6
29 贝莱德建信理财	-1	-0	-2	-0	-1	-1	-1	-8	-40	-7
30 高盛工银理财	-	-0	-0	-0	-0	-1	-2	-1	-3	-15
31 法巴农银理财	-	-	-	-	-	-0	-1	-15	-24	-8
合计	-7,120	-4,373	-9,732	-10,588	-8,034	-4,217	-13,115	-8,714	-8,604	-2,741
其中：现金管理类理财										
	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
1 招银理财	-64	-146	-116	-953	-205	-26	-856	-608	-410	-370
2 兴银理财	-13	-211	-679	-83	-465	-152	-740	-417	-371	-82
3 工银理财	-948	-26	-770	-808	-682	-282	-910	-790	-594	-252
4 信银理财	-57	-11	-399	-328	-216	-409	-393	-108	-134	-240
5 农银理财	-1,824	-1,012	-1,528	-1,630	-1,764	-543	-2,307	-464	-988	-6
6 中银理财	-574	-57	-1,039	-642	-331	-357	-815	-372	-380	-301
7 建信理财	-835	-32	-1,060	-808	-531	-178	-49	-470	-331	-80
8 光大理财	-238	-19	-338	-288	-154	-70	-1,322	-221	-181	-223
9 交银理财	-53	-168	-63	-140	-150	-160	-657	-122	-143	-20
10 浦银理财	-0	-102	-156	-96	-129	-70	-210	-133	-152	-198
11 平安理财	-46	-37	-234	-19	-138	-59	-426	-279	-175	-67
12 民生理财	-0	-2	-193	-189	-29	-262	-104	-218	-134	-42
13 中邮理财	-71	-330	-293	-25	-37	-116	-129	-60	-126	-51
14 华夏理财	-43	-16	-44	-65	-48	-92	-66	-95	-32	-16
15 苏银理财	-24	-44	-28	-17	-39	-90	-25	-3	-26	-90
16 南银理财	-29	-42	-21	-16	-21	-8	-112	-12	-14	-29
17 宁银理财	-10	-30	-132	-96	-1	-48	-51	-70	-20	-15
18 杭银理财	-20	-25	-46	-42	-24	-11	-56	-49	-31	-26
19 上银理财	-0	-3	-36	-21	-10	-17	-344	-3	-2	-32
20 北银理财	-	-9	-27	-5	-9	-57	-504	-1	-5	-76
21 青银理财	-1	-1	-4	-2	-0	-2	-1	-2	-1	-5
22 徽银理财	-60	-34	-43	-26	-33	-55	-507	-0	-14	-65
23 广银理财	-3	-30	-35	-39	-9	-33	-19	-29	-16	-17
24 渤海理财	-	-	-0	-0	-0	-1	-1	-6	-0	-21
25 恒丰理财	-2	-9	-3	-1	-1	-20	-5	-15	-13	-1
26 渝农商理财	-2	-7	-12	-3	-11	-0	-32	-6	-8	-11
27 汇华理财	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
28 施罗德交银理财	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-26	-0	-0	-0
29 贝莱德建信理财	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-15	-0	-0	-0
30 高盛工银理财	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
31 法巴农银理财	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
合计	-5,242	-1,749	-7,574	-6,507	-4,716	-2,562	-7,734	-4,548	-4,166	-1,594

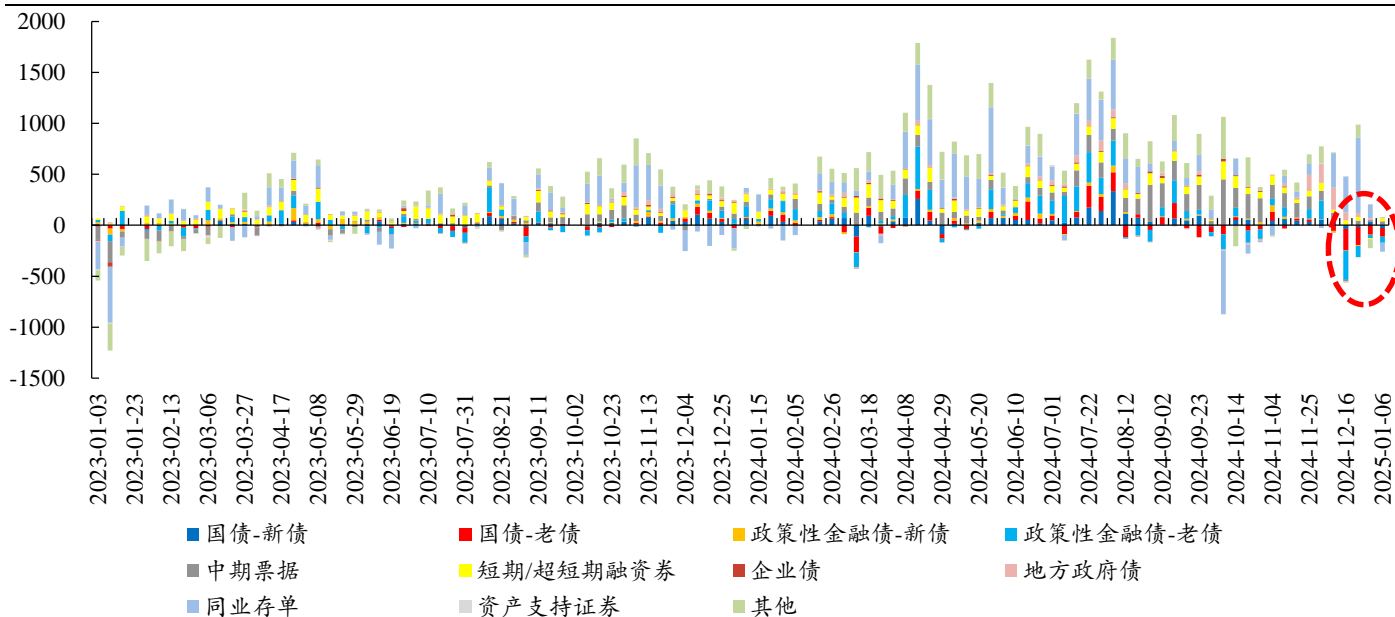
数据来源：普益标准、开源证券研究所

图79：2023 年各季度末理财净卖出同业存单较多，但 2024 年各季度此现象不明显（亿元）



数据来源：CFETS、开源证券研究所（注：图中数据为当周加总，非当日）

图80：2024Q4 末理财通道或净卖出了部分利率债（亿元）



数据来源：CFETS、开源证券研究所（注：图中数据为当周加总，非当日）

5.10.3、2025 年理财配置行为可能变化：重点关注存款到期及信托通道整改

关注协议存款集中到期、信托整改落地情况。由于“最小持有期型”产品为 2024 年理财规模的主要增量，研究该类产品的投资行为有助于理财配债行为。该类产品在投资信用债方面并未严格的久期和信用评级的限制，更多是投资经理出于控制净值波动的考虑，资产端主要偏好 3 年以内中短债。2025 年需关注两大重要边际变化：协议存款集中到期、信托整改。

2025 年底至 2026 年初，存量协议存款集中到期，面临再配置压力。2022 年末

债市“赎回潮”后，理财开始寻求低波资产，2022 年底及 2023 年初集中增配 3 年定期协议存款。根据《中国保险资产管理业发展报告（2024）》，截至 2023 年末组合类保险资管产品的资金来源中有 68% 为理财资金，存量规模为 4.36 万亿元。由于组合类产品中存款占 67%，假设其中 80% 为协议存款，则理财存量协议存款约 2.34 万亿元（ $4.36 \times 67\% \times 80\%$ ）。预计 2025 年底至 2026 年初集中到期，将迎再配置压力。

出于收益率考虑，协议存款到期后或主要由信用债承接。由于 2023 年初银行为贷款“开门红”大力吸收存款，且当时可计入银行“一般性存款”，因此给出的 3Y 协议存款较高，最高报价可超 3.5%。但 2024 年 2 月协议存款新规出台后，银行做协议存款的意愿显著下降，2026 年初存量到期后，理财若续作存款或仅可配置同业存款，但 1Y 同业存款报价平均仅 2.2% 左右，与协议存款利差或在 100BP 以上。因此出于收益率的考虑，理财将存款仓位转移到信用债（或债基）的概率更大。

6、投资建议：股息确定性上佳，关注新变量、布局新动能

展望 2025 年，稳增长政策效果逐渐显现，宽信用保持不错的节奏。我们仍然看好银行板块的绝对收益表现，尤其上市银行的股息率优势仍然明显，在低利率环境下具备较强的资金吸引力。我们判断，2025 年上市银行盈利能力将保持稳定、分红继续保持较高比例、信用风险不会出现大幅波动，经济筑底稳步复苏的过程中，坚守高股息银行的策略上佳。推荐中信银行，受益标的农业银行、北京银行、沪农商行等。

（1）净息差：2025 年或继续下降 10-15BP，降幅较上年收窄；

（2）大行注资摊薄的影响：即使考虑到摊薄效应股息率仍在 4% 以上。我们假设按照 0.8x PB 注资，6 家国有大行每家 1000 亿元的规模测算，股息率下降幅度约为 0.16~0.65pct。其中四大行下降幅度较小（约 0.20pct），交行与邮储降幅相对较大（约 0.60pct）。

表38：国有行各分配 1000 亿元，以 0.8 倍 PB 注资后股息率下降 0.16~0.65pct

银行	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行	邮储银行
注资假设						
注资金额（亿元）	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
注资 PB（倍）	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
每股净资产	10.04	12.48	7.27	7.99	12.83	8.38
注资股价（元）	8.03	9.99	5.81	6.39	10.27	6.70
股本增加（亿股）	125	100	172	156	97	149
注资前						
总股本（亿股）	3,564	2,500	3,500	2,944	743	992
每股红利（元）	0.31	0.40	0.23	0.24	0.38	0.26
分红总额（亿元）	1,092	1,000	808	696	278	259
股价（元）	6.67	8.30	5.02	5.27	7.12	5.25
股息率	4.59%	4.82%	4.60%	4.49%	5.27%	4.97%
注资后						
总股本（亿股）	3,689	2,600	3,672	3,100	840	1,141
每股红利（元）	0.30	0.38	0.22	0.22	0.33	0.23
股息率	4.44%	4.63%	4.38%	4.26%	4.66%	4.32%

变化 (pct)

-0.16

-0.19

-0.22

-0.23

-0.61

-0.65

数据来源：Wind、开源证券研究所（股价截至 2025 年 2 月 5 日）

(3) 估值修复空间：隐含风险化解修复净资产，按股息折现模型仍有提高空间。

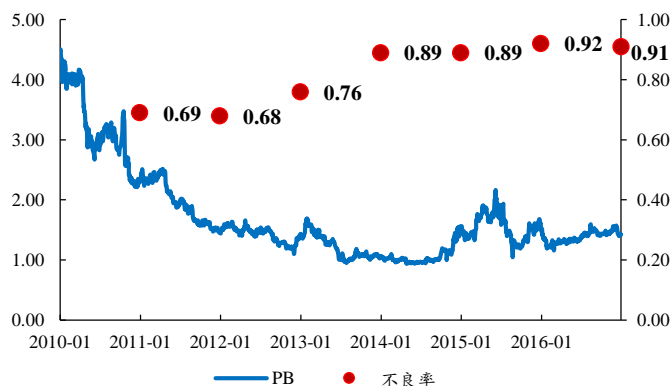
两个角度来看当前银行板块的估值空间，一是风险视角：历史上风险事件的化解对银行资产质量的改善，能推动银行估值企稳修复。

1、浙江温州民间借贷风波影响了当地信用体系，信用风险亦从民间蔓延至银行。宁波银行作为深耕浙江的城商行，资产质量受显著影响，其不良率由 2011 年 0.68% 上升至 2013 年 0.89%，PB 估值在此期间持续下降。而随着 2013 年后民间借贷风波逐渐平息，宁波银行不良率趋于稳定，其估值亦呈底部企稳趋势。

2、2012 年起我国钢铁、水泥等行业呈现产能过剩现象，随着 2015 年底去产能、去库存、去杠杆的“供给侧结构性改革”推进，相关行业现金流承压引起还款能力的下降，期间四大行不良率由 2014 年 1.25% 大幅上升至 2016 年 1.72%，PB 估值持续降至 1.0 倍以下。随着去产能成果的逐步确认，相关行业历史包袱逐步清除，银行资产质量亦随之改善，四大行估值在 2017 年得到显著修复。

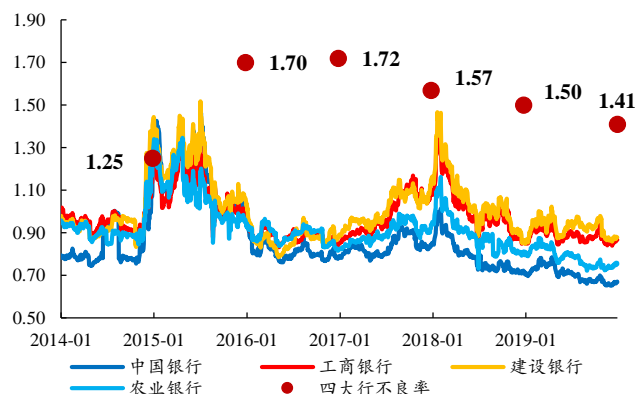
此次化债政策推进或进一步提升银行估值水平。尽管当前银行平台贷款不良率整体较低，但财政收入承压下涉隐贷款的隐含风险仍未消除，此外融资平台非标债务风险不容小觑。随着化债政策逐步进行，隐含风险化解将改善市场对商业银行真实资产质量的评估，PB 估值受此影响亦或提升。

图81：宁波银行估值在民间借贷风波期间大幅下降(%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图82：去产能风险化解下，四大行估值逐步提升(%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

二是股息策略主导下，银行估值方式或由传统相对估值法向绝对估值方式转变。

银行经营仍面临较大压力，需求不足，息差下行，零售风险抬升等因素，故此轮银行股行情并非基本面驱动，买盘力量主要来自股息策略下的配置资金。我们认为传统 PB（相对估值）现阶段对银行股的投资价值解释趋弱，故尝试采用 DDM 股息折现模型（绝对估值）来测算四大行内在价值。

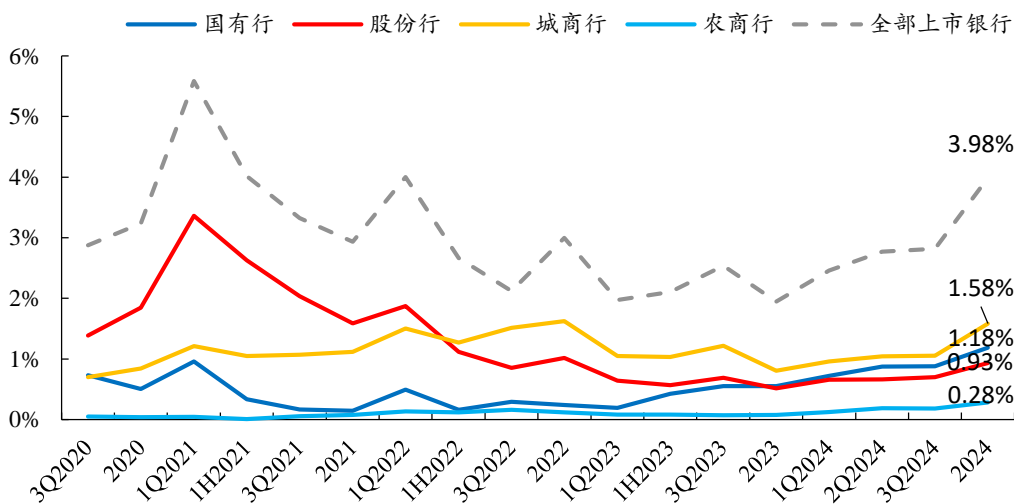
在不变增长股利折现模型 $V_0 = \frac{D_1}{r-g}$ 中，我们认为四大行分红比例保持稳定，股利

增长均来自于归母净利润的增长，则在 4% 的必要回报率下（部分保险资金最低配置收益率要求），四大行现股价显著低于其内在价值，测算 PB 理论应在 1 倍以上。当必要收益率为 6% 时，四大行股价与测算内在价值接近，代表着大行若能稳定派息，估值仍有进一步提高可能。

此外，2025 年的银行股投资需要关注新变量、布局新动能：

变量：① 政策面：年初往往是银行板块表现较佳的时间窗口，稳增长预期强、宽信用力度好，我们认为 2025 年稳增长政策力度仍有加码空间，银行或受益于政策环境经营改善；② 资金面：2024Q4 主动权益持仓银行股比例显著回升，监管鼓励中长期资金入市，银行板块具有稳定回报且防御属性好，保险等中长期资金或继续稳定配置；③ 基本面：银行年报业绩预喜，有助于修复投资者的悲观预期。

图83：2024Q4 主动公募基金持仓银行板块 3.98%，环比+1.17pct，同比+2.04pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

布局：区域信用弹性更好的银行：推荐**苏州银行**，受益标的有**江苏银行**、**成都银行**、**宁波银行**等；零售财富客群基础好的银行：受益标的有**招商银行**等；负债成本下行更快的银行：受益标的有**渝农商行**等。

表39：受益标的一览

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收同比增长(%)			归母净利润同比增长(%)			EPS (摊薄, 元)			评级
		2025-02-11	2025E		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	1.0	0.9	14.49	-1.6	-0.5	5.1	6.2	1.2	5.1	5.8	6.00	6.31	未评级
601998.SH	中信银行	0.5	0.5	9.79	-2.6	3.8	1.7	7.9	2.3	5.3	1.4	1.22	1.29	买入
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
002142.SZ	宁波银行	0.8	0.7	13.59	6.4	8.2	9.4	10.7	6.2	9.5	3.9	4.45	4.88	未评级
600919.SH	江苏银行	0.8	0.7	13.59	5.3	8.8	8.0	13.3	10.8	10.9	1.6	1.89	2.09	未评级
601838.SH	成都银行	0.9	0.8	17.80	7.2	5.9	8.9	16.2	10.2	10.3	3.1	3.33	3.67	未评级
002966.SZ	苏州银行	0.7	0.6	11.68	0.9	3.0	6.1	17.4	10.2	10.1	1.3	1.39	1.57	买入
601077.SH	渝农商行	0.6	0.5	8.37	-3.6	-1.9	0.5	6.1	4.4	5.2	1.0	1.00	1.06	未评级
601825.SH	沪农商行	0.7	0.6	8.90	3.1	0.9	1.9	10.6	2.0	2.3	1.3	1.28	1.31	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、未评级标的均采用 Wind 一致预期；2、上述盈利预测及估值数据的基准日均为 2025-02-11；3、已披露业绩快报银行如招商银行、中信银行、江苏银行、成都银行、苏州银行 2024 年营收和归母净利润增速采用快报披露数据。）

表40：13 家上市银行业绩快报数据概览（2024）

银行名称	营业收入 yoy	环比 (PCT)	归母净利 yoy	环比 (PCT)	ROE	总资产 yoy	环比 (PCT)
招商银行	-0.47%	1.25	1.22%	-5.30	14.49%	10.19%	0.94
兴业银行	0.66%	6.25	0.12%	9.65	9.89%	3.47%	-0.40

银行名称	营业收入 yoy	环比 (PCT)	归母净利 润 yoy	环比 (PCT)	ROE	总资产 yoy	环比 (PCT)
浦发银行	-1.55%	6.01	23.31%	54.14	6.28%	5.05%	-
中信银行	3.76%	6.38	2.33%	-6.86	9.79%	5.28%	-
江苏银行	8.78%	-0.37	10.76%	-14.45	13.59%	16.12%	0.51
宁波银行	8.20%	2.75	6.23%	-6.32	13.59%	15.25%	0.37
南京银行	11.32%	9.89	9.05%	6.96	12.97%	13.25%	-0.43
杭州银行	9.61%	4.35	18.08%	-7.98	16.00%	14.73%	2.02
长沙银行	4.57%	-3.87	6.92%	-2.29	12.04%	12.45%	2.08
郑州银行	-5.90%	4.72	0.88%	20.06	3.19%	7.33%	0.16
齐鲁银行	4.55%	-3.69	17.77%	1.55	12.52%	14.01%	-3.52
厦门银行	2.82%	6.34	-2.61%	-17.24	9.36%	4.39%	-2.11
苏农银行	2.99%	2.47	10.50%	-5.31	11.30%	5.33%	0.88
银行名称	存款 yoy	环比 (PCT)	贷款 yoy	环比 (PCT)	不良率	环比 (BP)	拨备覆盖率 (%)
招商银行	11.54%	2.11	5.83%	1.13	0.95%	1.00	411.98
兴业银行	7.69%	3.71	5.05%	-3.00	1.07%	-1.00	237.78
浦发银行	-	-	-	-	1.36%	-2.00	186.96
中信银行	-	-	-	-	1.16%	-1.00	209.43
江苏银行	12.83%	3.75	10.67%	-6.35	0.89%	0.00	350.10
宁波银行	17.24%	-0.33	17.83%	-1.81	0.76%	0.00	389.25
南京银行	9.26%	4.75	14.31%	0.60	0.83%	0.00	335.27
杭州银行	21.74%	5.48	16.16%	0.25	0.76%	0.00	541.45
长沙银行	9.73%	0.88	11.61%	0.31	1.15%	-1.00	314.23
郑州银行	12.07%	1.30	7.51%	-0.99	-	-	-
齐鲁银行	10.42%	2.53	12.31%	-1.02	1.19%	-4.00	322.38
厦门银行	3.18%	-5.27	-2.02%	-3.66	0.74%	-1.00	391.94
苏农银行	8.03%	-1.51	5.75%	0.93	0.90%	-1.00	425.09

数据来源：Wind、开源证券研究所

7、风险提示

宏观经济下行：11 月 PPI 环比由降转涨，同比降幅收窄；12 月份制造业 PMI 连续三个月位于扩张区间，均反映出经济具有回升向好的势头。但金融数据反映当下信贷需求仍处于恢复阶段，工业增加值反映工业企业生成投资动能仍在积累。未来经济能否持续修复，仍取决于一系列政策的实际成效，若后续政策落地不及预期，则经济指标或仍有波动。

净息差降幅超预期：若资产端利率降幅较大，负债端成本降幅未能抵消资产利率下降影响，净息差下降将导致银行利息净收入承压。

利率波动导致非息收入下滑：银行自营投资收益与债市利率紧密相关，若债市利率大幅波动或导致非息收入承压。

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