

# 政策加码，复苏渐近， 不同情境下的银行投资主线

## 核心观点

9月24日以来，针对今年较为乏力的经济表现，中央出台了一揽子政策，从多个方面入手，刺激需求回升。但实际宏观经济指标仍处于逐步修复的进程中，银行板块处于“政策强预期，基本面弱现实”的背景。根据未来经济的不同表现，银行板块将各自具备不同的投资主线，若经济随着政策加码能够实现复苏，则银行板块将回归基本面选股。若政策效果不及预期，经济复苏趋势并不明朗，则银行板块将回归以高股息为主，化债等其他概念为辅的投资逻辑。

## 摘要

在未来经济的不同表现下，我们认为银行板块各自将具备不同的投资主线。假设经济随着政策的不断加码，能够实现复苏，我们认为银行板块有望复刻2016-2019年的走势，板块逻辑将回归基本面选股。其中，地产链、财富管理复苏看招行，经济持续改善看优质区域型银行；假设政策效果不明显，经济复苏趋势并不明朗，则预计银行板块将延续23年至今年年中的上涨逻辑，以高股息策略为主，化债等其他概念为辅。

**基本面展望：规模增速还将承压，净息差降幅预计收窄。**有效信贷需求不足，规模增速中枢预计仍将下移。期待一揽子经济刺激政策下，信贷需求逐步回暖，带动银行规模扩张速度、信贷投放结构的共同改善。净息差方面，由于存量按揭利率下调、LPR下行，净息差压力仍存，但全年降幅预计收窄，负债成本优化将是银行净息差差异化表现的关键。

**基本面展望：中收有望修复，风险趋势还需关注。**得益于基数影响的逐步消退，以及资本市场回暖下，AUM规模的持续增长，“量增价稳”下，银行业中收有望得到显著修复。不良率等资产质量指标基本稳定，但上市银行关注率持续上行，零售风险趋势还需关注。期待在各政策拉动下，重点风险压力的充分化解。

**投资建议：**银行板块配置上，海外银行板块继续重点推荐港股国际大行：**渣打集团、汇丰控股**。港股国际大行能有效对冲利率周期影响，从而保持业绩和分红水平的良好趋势，能够实现持续稳定的估值提升，配置价值突出。**A股银行板块配置上**，在本轮政策转向下带来的经济预期改善和板块逻辑转换下，优先推荐**招商银行、成都银行、南京银行、常熟银行、宁波银行、邮储银行**等优质银行标的。

## 银行

维持

强于大市

马鲲鹏

makunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060001

SFC 编号:BIZ759

李晨

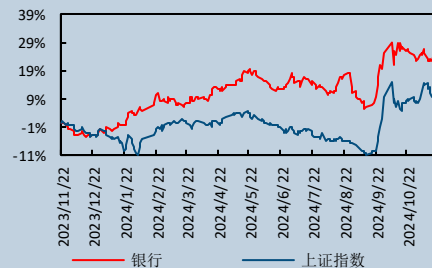
lichenbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060002

SFC 编号:BSJ178

发布日期：2024年11月22日

## 市场表现



## 相关研究报告

- 24.11.19 【中信建投银行】：“银行资产管理”系列深度之 46：变革之年 —— 2025 年银行理财市场展望
- 24.11.18 【中信建投银行】：理财子产品发行指数周报第 182 期：工银农银光大发混合类，化债对银行理财影响分析
- 24.11.11 【中信建投银行】：积极因素逐步酝酿，期待政策发力需求改善
- 24.11.10 【中信建投银行】：理财子产品发行指数周报第 181 期：工银农银光大发混合类，权益类理财产品分析
- 24.11.04 【中信建投银行】：理财子产品发行指数周报第 180 期：工银光大发混合类产品，10 月理财子产品发行总结

## 目录

一、政策不断加码，不同经济情境下的银行业投资.....	1
1.1 情景 1：经济复苏，基本面选股.....	2
主线 1：地产链、财富管理需求复苏，招行是代表。.....	3
主线 2：经济预期持续改善，优质区域性银行是代表.....	4
1.2 情景 2：政策效果不明显，高股息策略为主，其他概念为辅.....	6
1.3 判断经济强弱的四个指标.....	10
二、基本面展望：规模.....	12
2.1 资产端：有效需求偏弱，期待政策持续刺激下的增速回暖.....	12
2.2 负债端：存款“搬家”现象延续，政策加码下增速有望企稳.....	14
三、基本面展望：价格.....	14
3.1 资产定价：LPR 下行+信贷需求不足，资产端收益率承压.....	14
3.2 负债成本：存款挂牌利率下调缓解负债压力，托底息差.....	15
3.3 一揽子降息政策对净息差影响测算.....	16
四、基本面展望：非息收入.....	18
4.1 中收：市场信心回升，负面因素消除，中收有望实现稳健增长.....	18
4.2 其他非息收入：高基数+债市波动加大，预计 25 年其他非息增速环比下行.....	19
五、基本面展望：资产质量.....	21
六、投资建议：政策加码，复苏渐近，不同情境下的银行投资主线.....	25
七、风险提示.....	27

## 一、政策不断加码，不同经济情境下的银行业投资

9月24日以来，针对今年较为乏力的经济表现，中央出台了一揽子政策，从多个方面入手，刺激经济需求回升。地产方面，为推动地产市场企稳回升，监管从多个角度入手，一方面再度调降了存量按揭利率，抑制提前还贷现象。另一方面，各地方不断优化购房条件，降低购房门槛，从需求侧推动地产市场表现回暖；化债方面，十万亿化债资源落地，有利于缓解银行涉政类业务资产质量担忧。短期来看，化债导致部分涉政类贷款提前偿还或降息展期，会影响银行信贷增速和净息差。但长期上，化债政策加码的重点应该落在促增量上，隐债压力减轻后，涉政类需求可持续，拉动投资和刺激消费更有空间，利于信贷需求修复；同时，10月21日，LPR再度下调25bps，政策不断加码，推动经济复苏。展望未来，在经济的不同表现下，我们认为银行板块各自将具备不同的投资主线。

**表 1: 近期一揽子增量政策持续出台，有力拉动了经济预期、股票市场表现的回升**

政策类别	日期	具体内容
地产	2024/9/24	央行表示将引导存量房贷利率降至新发利率附近，平均降幅约 50bp，一线城市降幅更高。
	2024/9/29	存量按揭利率调整方案正式落地，央行发布《关于完善商业性个人住房贷款利率定价机制的公告》，允许满足一定条件的存量房贷重新约定加点幅度，缩短重定价周期。市场利率定价自律机制发布《关于批量调整存量房贷利率的倡议》，提出批量调整方案。央行预计本轮利率平均降幅约 50bp。
	2024/10/12	首先，允许专项债券用于土地储备，使用专项资金回收存量土地或新增储备。其次，支持收购存量商品房，两项支持措施：（1）用好专项债券收购存量商品房；（2）继续用好保障性安居工程补助资金（以前是新建为主，现在以消化存量房为主）。再者，及时优化完善相关税收政策，正在抓紧研究明确和取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税政策。
降准、降息	2024/9/24	中国人民银行宣布，近期将下调存款准备金率 0.5 个百分点，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元。降准后，银行业平均存款准备金率约为 6.6%。央行行长表示，与国际上主要经济体央行相比，我国存款准备金率还有一定下调空间，年底前根据相关情况还可能进一步降准 0.25 个到 0.5 个百分点。
	2024/10/21	LPR1 年期和 5 年期均下调 25bps，1 年期 LPR 报 3.1%。5 年期及以上品种报 3.6%。
化债	2024/10/12	为了缓解地方政府的化债压力，除每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模的债券用于支持化解存量政府投资项目债务外，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险。
	2024/11/8	从 2024 年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。政策协同发力后，2028 年之前，地方需要消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅下降至 2.3 万亿元，化债压力大大减轻。
其他	2024/9/24	财政部宣布已启动国有大行资本补充工作，预计将通过发行特别国债等渠道筹集资金，“分期分批、一行一策”推进，目前正等待各行资本补充提案，目标提升银行稳

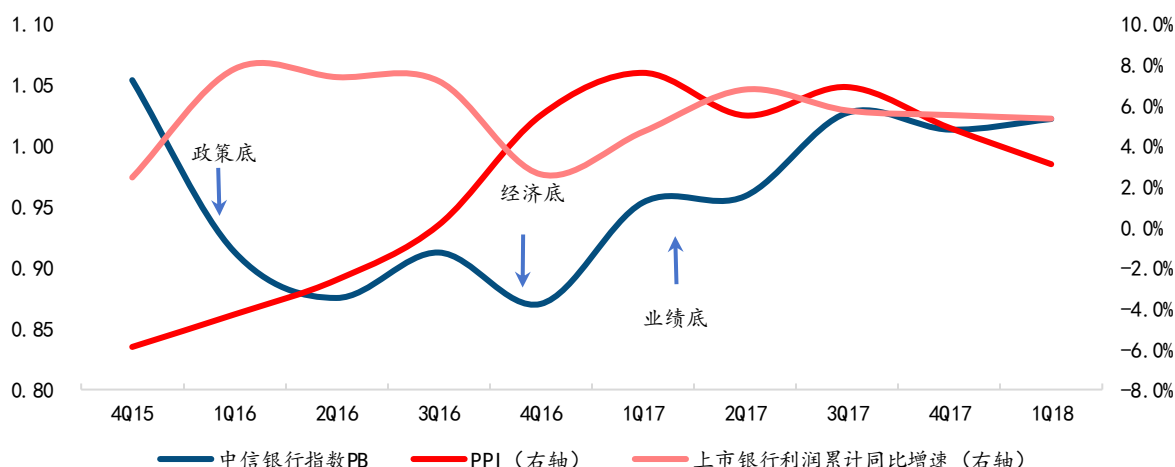
	<p>健经营能力，也可以发挥资本杠杆撬动作用，增强信贷投放能力，进一步加大服务实体经济力度。</p> <p>创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。其中之一是，创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性。</p>
--	---

资料来源: Wind, 中信建投证券

## 1.1 情景 1: 经济复苏, 基本面选股

假设经济随着政策的不断加码, 能够实现复苏, 我们认为银行板块有望复刻 2016-2019 年的走势, 板块逻辑将回归基本面选股。在 2016-2019 年的战略转型、不良周期出清阶段, 政策有力推动下, 经济于 2017 年实现复苏, 政策底、经济底、业绩底递进, 银行板块持续修复, 板块逻辑回归基本面选股。招行、宁波股价分别累计上涨 138%、158%, 超额收益分别为 101%、121%, 作为基本面率先跑出的优质标的, 股价涨幅显著领先同业。在此基础上, 我们认为, 经济复苏情境下, 银行板块上涨行情将沿着两大主线不断推进:

图 1: 1Q16 政策底——3Q16 至 4Q16 经济底——1Q17 至 2Q17 业绩底, 估值底于 2017 年 5 月末出现, 估值天花板打开



数据来源: Wind, 中信建投证券

**图 2: 2016-2019 年间，基本面更强的招行以及宁波、南京等优质区域性银行涨幅更高**

银行	股价涨跌幅				超额收益
	2016年初至 2016年末	2016年初至 2017年末	2016年初至 2018年末	2016年初至 2019年末	
工商银行	1%	49%	33%	54%	17%
建设银行	-1%	47%	27%	51%	13%
农业银行	1%	31%	30%	39%	1%
中国银行	-10%	9%	4%	12%	-26%
交通银行	-6%	6%	4%	6%	-32%
招商银行	2%	74%	56%	138%	101%
中信银行	-8%	-8%	-16%	-1%	-39%
民生银行	-2%	-6%	-22%	-10%	-47%
浦发银行	0%	3%	-19%	5%	-32%
兴业银行	-2%	7%	-2%	36%	-2%
光大银行	-3%	3%	-1%	23%	-15%
华夏银行	-7%	-6%	-21%	-17%	-54%
平安银行	-8%	37%	-2%	74%	37%
北京银行	14%	3%	-15%	-10%	-48%
南京银行	13%	15%	1%	43%	5%
宁波银行	11%	57%	46%	158%	121%
国有行	-3%	28%	19%	32%	-5%
股份行	-3%	13%	-3%	31%	-6%
城商行	12%	25%	10%	64%	26%
上市银行	0%	20%	6%	38%	-

数据来源: Wind, 中信建投证券

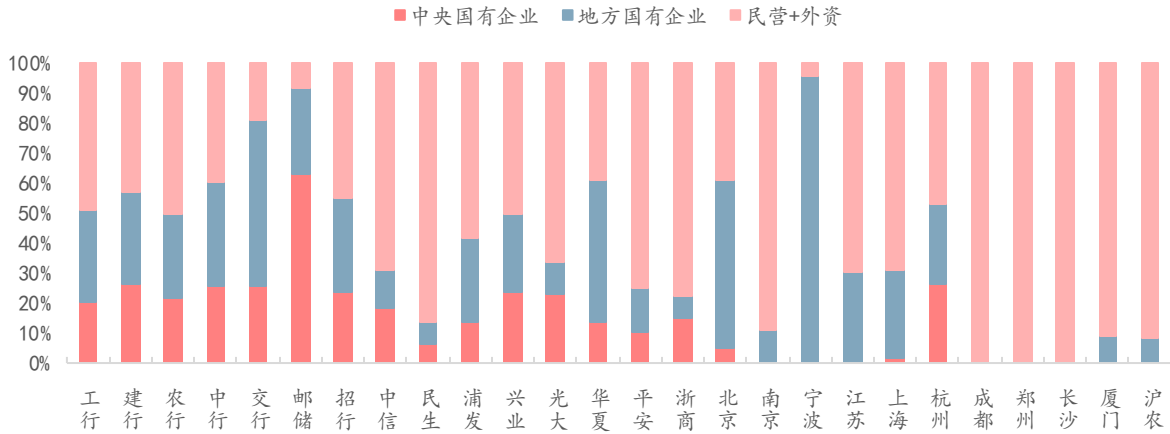
### 主线 1: 地产链、财富管理需求复苏, 招行是代表。

此前, 地产风险是压制招行估值最为主要的因素。若在政策刺激下, 地产市场能够回暖, 招行资产质量压力有望得到大幅改善, 市场对于招行资产质量的悲观预期将实现好转, 将利好估值的向上修复。需要关注到的是, 目前招行地产风险已充分暴露, 地产项目、还款能力均不差。招行从 2Q22 开始不断压降对公房地产贷款规模, 截至 2Q24, 招行对公房地产贷款余额 3039 亿元, 较 1Q22 下降 614 亿元。在对公房地产贷款余额压降的同时, 自 23Q3 开始招行对公房地产不良率持续下行, 预计招行目前房地产不良出清进程至少已经过半, 对整体预计不良生成已经基本摸清并计提充足拨备。随着当前优化地产需求侧、以及此前城市地产融资机制等稳住地产融资端政策的不断落实深化, 预计招行房地产不良生成率、不良率均将持续改善。根据金管局定义, 重组一般指发生借新还旧、降息展期的贷款, 预计目前重组贷款大部分为潜在不良房地产贷款。考虑到当前房地产市场仍较为低迷, 重组贷款比例越低的, 潜在不良风险更小。截至 1H24, 招行重组贷款规模为 141.7 亿元, 占总贷款比重仅 0.22%, 重组贷款规模在股份行中处于较低水平, 重组贷款占比股份行最低。

从主要房企授信敞口来看, 此前主要的出险房企敞口为碧桂园、华夏幸福、阳光城等, 但目前来看, 招行主要出险房企的风险敞口在不断压降, 已逐步出清。其余敞口较大的房企, 如万科、保利、华侨城等均仍在房企白名单中, 且基本均为国央企背书, 潜在风险可控。从企业预警通不完全统计来看, 招行国央企地产公司的授信占比过半, 要普遍好于其他股份行。约 70% 的地产授信投向白名单房企, 风险相对可控。根据公司披露,

招行 85% 以上的房地产开发贷款余额分布在一、二线城市城区，区域结构保持良好。

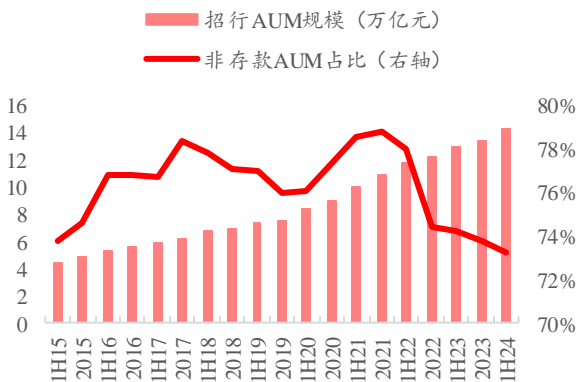
图 3: 招行国央企地产公司的授信占比过半，要普遍好于其他股份行



数据来源: 企业预警通, 中信建投证券

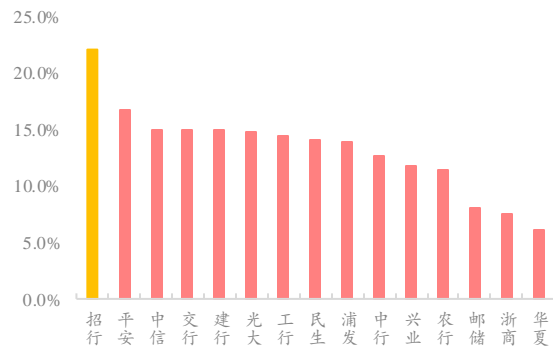
另一方面，大财富管理业务作为招行的一大核心优势，有望在资本市场回暖的背景下，助推中收表现改善，支撑业绩的稳健增长。招行长期深耕财富管理业务，较同业具备较大的先发优势，截至 1H24，其 AUM 规模已增长至 14.2 万亿元，在股份行中位列第一。虽然近年来，受居民避险情绪上升影响，招行非存款 AUM 占比有所下降，但截至 1H24 仍然维持在 70% 以上的极高水平，并积累了大量潜在的财富管理业务客户，业务复苏极具潜力。凭借着对于财富管理业务的长期积累，9M24 招行中收占比为 22.0%，在国有行、股份行中位居第一。考虑到招行在客群特征上，对于资本市场表现的敏感度更高，预计其有望得益于资本市场表现的回暖，推动中收表现改善，是财富管理需求复苏最为受益的品种。

图 4: 招行 AUM 规模大，质量高



数据来源: 公司财报, 中信建投证券

图 5: 招行中收占比领先可比同业



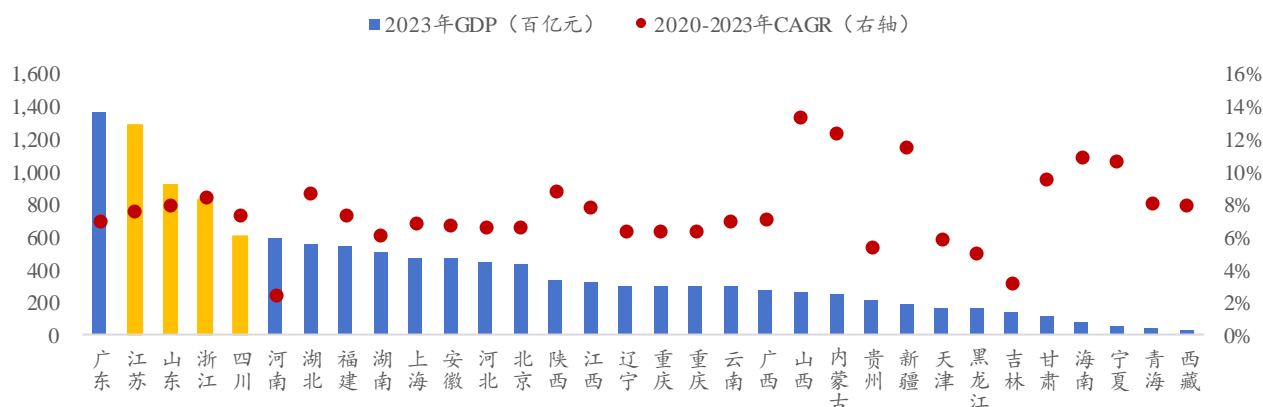
数据来源: 公司财报, 中信建投证券

## 主线 2: 经济预期持续改善，优质区域性银行是代表

区域性银行与经营地域深度绑定，区域发展所带来的红利是其最大的 beta。依托经营区域内旺盛的信贷

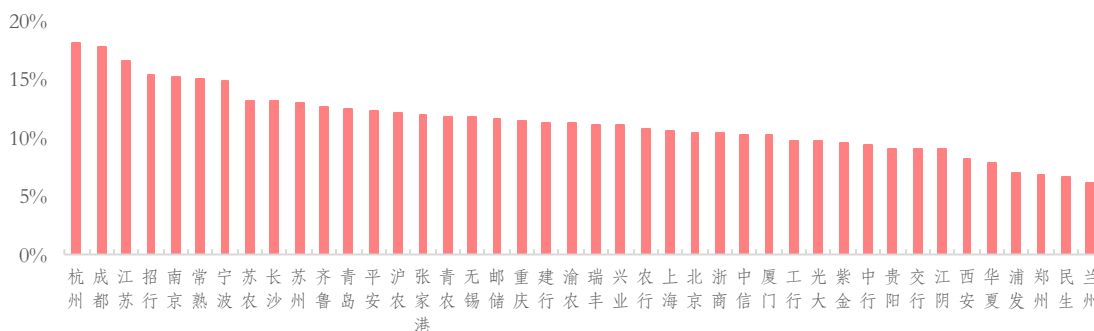
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

需求，当地城农商行规模增长有保障，业绩释放潜力足。尽管全国宏观大环境的发展节奏逐步放缓，但如江浙、成渝等经济大省仍然承担较重的经济发展任务（山东省大而不强，近期经过经济结构转型才逐步改善），大基建、城投等需求旺盛，且发达地区制造业、中小微企业也具备较强的经营活力，发展动能较强，信贷需求十分旺盛，在江浙、成渝地区深耕的中小城农商行能够充分受益，具备明显的地域beta优势。目前来看，江苏、浙江、四川持续位于全国GDP排名前五名，且在高基数基础上增速仍靠前。这些城市的本土城商行依托先发优势和历史基础，信贷规模增长有保障。

**图 6: 2023 年各省 GDP 排序及三年复合增速情况**


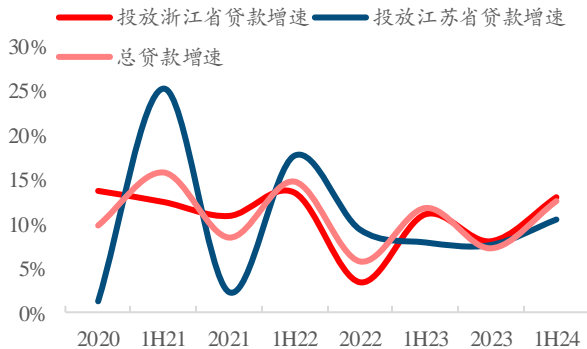
数据来源: Wind, 中信建投证券

依托网点覆盖与客户建立的强联系，是优质区域银行基本面能够领跑同业的另一大主要原因。以宁波银行为例，作为中国银行业的优秀代表，与经营区域深度绑定，和以进出口为代表的企业客户建立了极强的联系。在当前银行业经营景气度偏弱的背景下，宁波银行依托“六管二宝”、鲲鹏司库等综合化服务，结合自身客群的特点，充分满足企业出海、贸易融资、财资管理等多元化需求。在贷款业务之外做银行，进一步强化与重点客群间的紧密联系，持续打造自身在负债端的优势，是其ROE能够保持较高水平的重要原因。而优秀区域性银行的另一大代表，常熟银行则依托当地独有的经济特征、优质人力和有效网点，与“企业老板”为代表的客群建立了深度联系，发挥自身人熟地熟、决策链短的优势，与国有大行错开身位。正确战略持续推进下，打造以小微、信用类贷款为主的信贷结构，贷款定价、净息差均优于同业。1H24常熟银行贷款收益率为5.8%，显著高于苏南地区其他农商行，9M24业绩同比增长18.2%，增速在行业中位居前列。

**图 7: ROE (9M24 年化)：优质区域银行如杭州、成都、江苏、南京、常熟、宁波、苏州 ROE 更高，基本面更优**


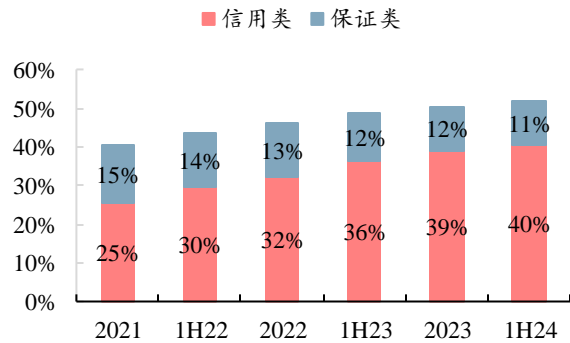
数据来源: 公司财报, 中信建投证券

图 8: 宁波银行与经营区域深度绑定, 信贷主要投向江浙区域, 增速高于全行



数据来源: 公司财报, 中信建投证券

图 9: 常熟银行通过做小、做散、做信用的方式, 与国有大行错开身位



数据来源: 公司财报, 中信建投证券

## 1.2 情景 2: 政策效果不明显, 高股息策略为主, 其他概念为辅

假设政策效果不及预期, 经济表现相对偏弱, 则预计银行板块将延续 23 年至今年年中的上涨逻辑, 以高股息策略为主, 化债等其他概念为辅。作为典型的高股息板块, 银行板块相较于其他行业更具配置性价比。截至 2024/11/20, 中信银行指数市净率 (LF) 仅为 0.61, 显著低于煤炭、公用环保等高股息行业的个股标的。此外值得注意的是, 银行板块截至年中, 23 年分红对应股息率为 5.0%, 在各板块中处于前列, 且相较于其他高股息板块, 由于银行独有的经营属性, 股息更为稳健。综上所述, 银行板块兼具低估值、高股息特征, 极具配置性价比, 是其备受高股息策略青睐的主要原因。

回顾 2023 年至今年年中的银行板块表现, 工行、建行、农行、中行、交行作为典型的红利资产, 股价涨幅显著领先其他板块, 超额收益遥遥领先。而在国有大行之外, 北京、上海、渝农等高股息中小银行, 表现也极为出色, 超额收益率分别为 29%、24%、46%。股份行中, 中信、华夏涨幅最好, 超额收益分别为 26%、24%。因此我们认为, 若政策效果不及预期, 高股息策略再度回归主流投资路线, 则国有大行、高股息中小行将成为最受益的品种。在践行高股息策略的过程中, 我们认为有以下三个重点需要持续关注。

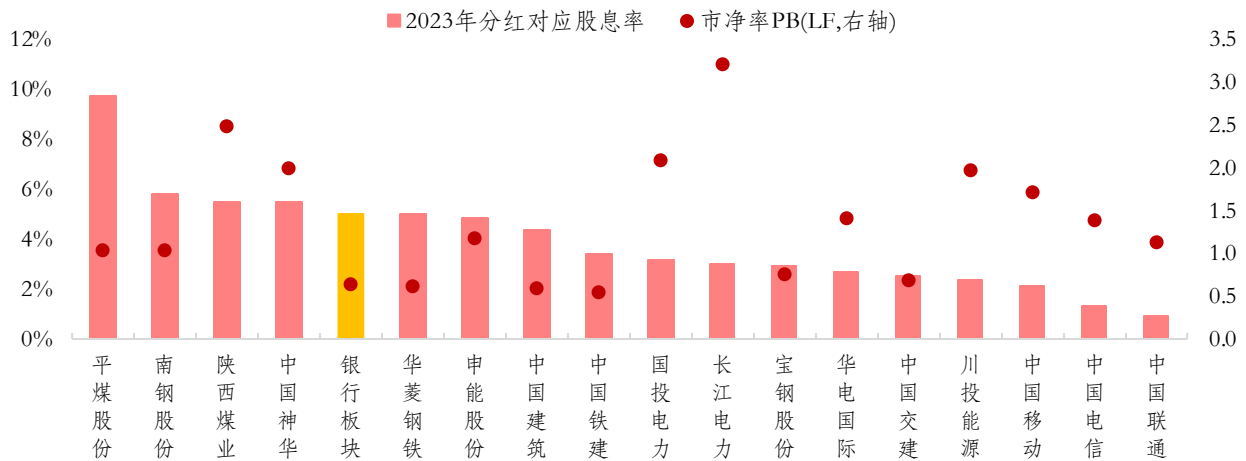


图 10: 23 年至今, 国有大行、部分高股息中小银行涨幅表现较好

银行	股价涨跌幅		超额收益	银行	股价涨跌幅		超额收益
	2023年初至 2023年末	2023年初至年 中			2023年初至 2023年末	2023年初至年 中	
工商银行	17%	40%	24%	青岛银行	-5%	11%	15%
建设银行	23%	40%	24%	苏州银行	-13%	7%	-10%
农业银行	33%	68%	52%	西安银行	-1%	3%	-19%
中国银行	34%	55%	39%	厦门银行	-7%	4%	-12%
交通银行	29%	68%	52%	长沙银行	6%	27%	11%
邮储银行	-1%	16%	0%	齐鲁银行	-2%	24%	8%
招商银行	-21%	3%	-9%	重庆银行	8%	20%	4%
中信银行	12%	42%	26%	兰州银行	-28%	-34%	-50%
民生银行	15%	16%	0%	常熟银行	-12%	18%	2%
浦发银行	-5%	18%	2%	无锡银行	0%	5%	-11%
兴业银行	-1%	8%	3%	江阴银行	-6%	4%	-12%
光大银行	1%	10%	5%	张家港行	-12%	4%	-20%
华夏银行	16%	40%	24%	苏农银行	-8%	11%	5%
平安银行	-27%	5%	-31%	青农商行	-9%	7%	-23%
浙商银行	-2%	13%	3%	瑞丰银行	4%	3%	-13%
北京银行	13%	45%	29%	紫金银行	2%	4%	-12%
南京银行	-25%	12%	-4%	渝农商行	24%	62%	46%
宁波银行	-37%	31%	-27%	沪农商行	4%	28%	12%
江苏银行	-2%	16%	0%	国有行	23%	48%	32%
上海银行	8%	40%	24%	股份行	-1%	14%	-2%
杭州银行	-21%	3%	-13%	城商行	-10%	8%	-8%
成都银行	-22%	5%	-1%	农商行	-1%	12%	-4%
郑州银行	-6%	9%	35%	上市银行	1%	16%	-
贵阳银行	-1%	7%	9%				

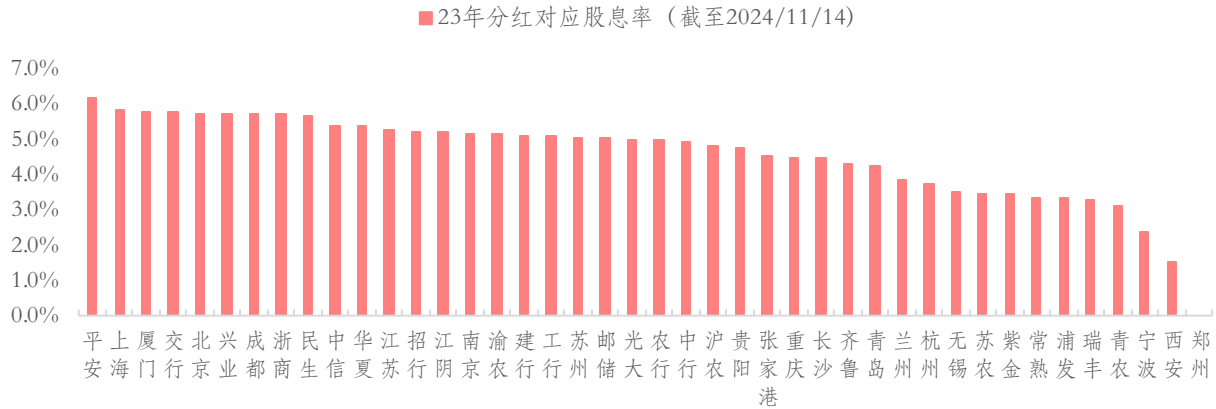
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 11: 银行板块股息率仍然位居市场前列, 且估值低于其他板块



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 12: 根据 2024 年 11 月 14 日股价测算, 平安、上海、厦门、交行、北京 23 年分红对应股息率最高



数据来源: Wind, 公司财报, 中信建投证券

**高股息策略关注点 1——中期分红:** 目前共 19 家银行进行 24 年中期分红, 其中工、建、农、中四大行的分红率保持 30% 不变, 中信、沪农、厦门的分红率较 23 年小幅提升。邮储、华夏、平安、重庆的中期分红率略低于 23 年水平。根据分红方案来看, 中期分红普遍将在 25 年 1 月派息。伴随着中期分红方案的不断落地, 银行板块高股息属性得到进一步强化。

表 2: 宣布中期分红的银行 (注: 分红率按照披露口径, 其中工建农中四大行为归母净利润口径, 其余为归属普通股股东净利润口径; 重庆银行为前三季度分红)

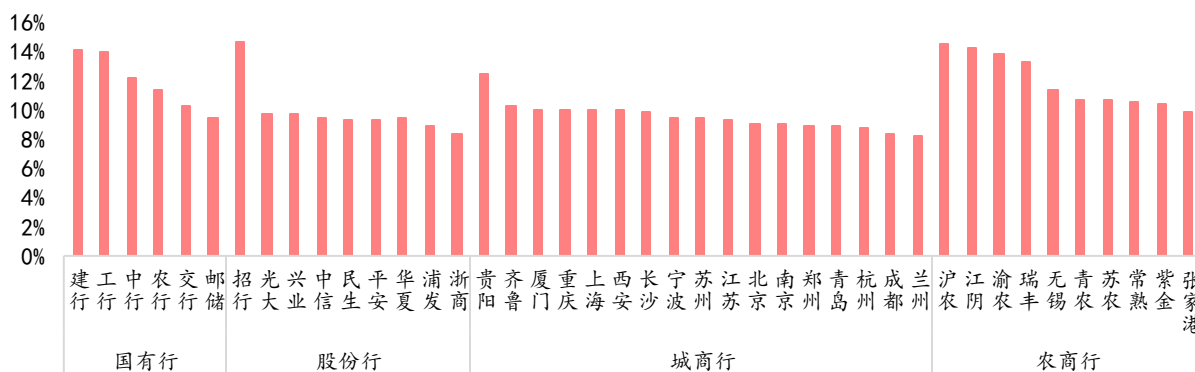
	1H24 分红率	23 年分红率
工商银行	30%	30%
建设银行	30%	30%
农业银行	30%	30%
中国银行	30%	30%
交通银行	32%	33%
邮储银行	20%	32%
中信银行	29%	28%
平安银行	20%	32%
民生银行	30%	30%
华夏银行	15%	26%
光大银行	26%	28%
北京银行	18%	30%
上海银行	31%	30%
杭州银行	23%	23%
南京银行	32%	32%
重庆银行	13%	30%
厦门银行	35%	32%
沪农商行	33%	30%
渝农商行	30%	31%

资料来源: Wind, 公司财报, 中信建投证券

**高股息策略关注点 2——分红确定性：**关于公司未来分红水平的确定性，可持续关注公司对分红率的相关承诺。如招行、成都两家将 30% 以上分红率写进公司章程的为确定性最强，其次为国有大行等长期保持 30% 左右分红率的，以及通过公告或业绩会管理层明确表示将维持分红率水平的，如平安、浙商、兴业等。

此外，核心一级资本充足率相对充裕的银行，未来面临再融资摊薄 roe 及股息率的风险更小。随着国有大行通过财政补充核心一级资本的政策即将落地，考虑到银行业持续支持实体经济下面临的内生增长压力，不排除国有行后股份行、中小行等再融资窗口能短暂放松。目前核心一级资本充足率较为充裕的银行，补充资本的需求相对较低，面临再融资摊薄 roe 及股息率的风险更小。如招行，目前核心一级资本充足率高达 15%，位列行业第一，通过内生增长保持资本充足压力不大，短期内再融资可能性小，股息回报比较扎实。

**图 13: 3Q24 核心一级资本充足率：CET1 相对充裕的银行，再融资摊薄 roe 及股息率的风险更小**



数据来源：Wind，公司财报，中信建投证券

**高股息策略关注点 3——大行补充资本对股息率影响：**根据目前情况来看，预计本次国有大行补充资本的方式为通过汇金公司（或财政部）发行超长期国债，规模大约为万亿元，其中分别增资工、建、农、中、四大行 2000 亿元，交行、邮储各 1000 亿元。

国有行补充资本后，由于股本的增加，DPS 将一定程度上被摊薄。按照当前股价作为定增价计算，工、建、农、中四大行 DPS 分别被摊薄 0.02-0.03 左右，股息率下降 0.4-0.6pct 左右。其中工行 DPS 下降 0.03 至 0.28，股息率下降 0.5pct 至 4.5%，建行 DPS 下降 0.04 至 0.36，股息率下降 0.4pct 至 4.6%，农行 DPS 下降 0.03 至 0.21，股息率下降 0.5pct 至 4.4%，中行 DPS 下降 0.03 至 0.21，股息率下降 0.6pct 至 4.2%。此外，交行 DPS 下降 0.07 至 0.34，股息率下降 0.9pct 至 4.7%，邮储 DPS 下降 0.04 至 0.22，股息率下降 0.8pct 至 4.1%。

**图 14: 再融资对国有行股息率摊薄影响测算：四大行股息率将下降 0.4-0.6pct 左右**

静态测算（定增后股价不变）		核心一级资本充足率		再融资前					按照现价发行					按照现价溢价10%发行					按照1倍1H24 PB发行						
银行	股价	1H24	融资后	股数 (百万股)	BVPS	EPS	DPS	24E 股息率	股数 (百万股)	BVPS	EPS	DPS	24E 股息率	股数 (百万股)	BVPS	EPS	DPS	融资完成 后股价	24E 股息率	股数 (百万股)	BVPS	EPS	DPS	融资完成 后股价	24E 股息率
工行	6.1	13.84%	14.84%	356,407	9.55	0.98	0.31	5.0%	389,033	9.26	0.90	0.28	4.6%	386,067	9.33	0.90	0.28	6.13	4.6%	377,356	9.55	0.92	0.29	6.13	4.7%
建行	7.9	14.01%	15.01%	250,011	11.80	1.31	0.40	5.0%	275,200	11.45	1.19	0.36	4.6%	272,910	11.54	1.20	0.37	7.94	4.6%	266,960	11.80	1.23	0.37	7.94	4.7%
农行	4.8	11.13%	12.13%	349,983	6.88	0.72	0.24	4.9%	391,912	6.66	0.65	0.21	4.4%	388,100	6.72	0.65	0.21	4.77	4.4%	379,036	6.88	0.67	0.22	4.77	4.6%
中行	5.0	12.03%	13.03%	294,388	7.58	0.74	0.24	4.8%	334,711	7.26	0.65	0.21	4.2%	331,045	7.34	0.65	0.21	4.96	4.3%	320,790	7.58	0.68	0.22	4.96	4.4%
交行	7.2	10.30%	11.30%	74,263	12.30	1.15	0.41	5.6%	88,133	11.50	0.97	0.34	4.7%	86,872	11.66	0.98	0.35	7.21	4.8%	82,395	12.30	1.03	0.37	7.21	5.1%
邮储	5.3	9.28%	10.28%	99,161	7.92	0.82	0.26	4.9%	118,029	7.50	0.69	0.22	4.1%	116,314	7.61	0.70	0.22	5.30	4.2%	111,795	7.92	0.72	0.23	5.30	4.4%

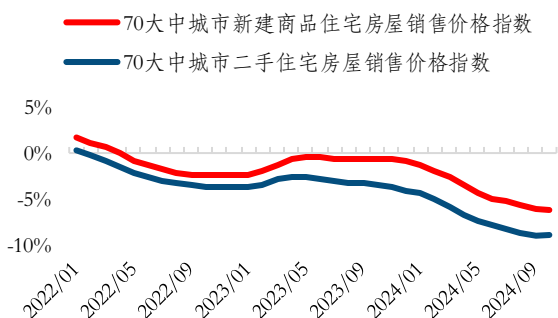
动态测算（考虑定增对股价的影响）		核心一级资本充足率		再融资前					按照现价发行					按照现价溢价10%发行					按照1倍1H24 PB发行						
银行	股价	1H24	融资后	股数 (百万股)	BVPS	EPS	DPS	24E 股息率	股数 (百万股)	BVPS	EPS	DPS	24E 股息率	股数 (百万股)	BVPS	EPS	DPS	融资完成 后股价	24E 股息率	股数 (百万股)	BVPS	EPS	DPS	融资完成 后股价	24E 股息率
工行	6.1	13.84%	14.64%	356,407	9.55	0.98	0.31	5.0%	389,033	9.26	0.90	0.28	4.6%	386,067	9.33	0.90	0.28	6.18	4.6%	377,356	9.55	0.92	0.29	6.32	4.6%
建行	7.9	14.01%	14.93%	250,011	11.80	1.31	0.40	5.0%	275,200	11.45	1.19	0.36	4.6%	272,910	11.54	1.20	0.37	8.01	4.6%	266,960	11.80	1.23	0.37	8.19	4.6%
农行	4.8	11.13%	12.03%	349,983	6.88	0.72	0.24	4.9%	391,912	6.66	0.65	0.21	4.4%	388,100	6.72	0.65	0.21	4.82	4.4%	379,036	6.88	0.67	0.22	4.93	4.4%
中行	5.0	12.03%	13.11%	294,388	7.58	0.74	0.24	4.8%	334,711	7.26	0.65	0.21	4.2%	331,045	7.34	0.65	0.21	5.01	4.2%	320,790	7.58	0.68	0.22	5.18	4.2%
交行	7.2	10.30%	11.41%	74,263	12.30	1.15	0.41	5.6%	88,133	11.50	0.97	0.34	4.7%	86,872	11.66	0.98	0.35	7.31	4.7%	82,395	12.30	1.03	0.37	7.71	4.7%
邮储	5.3	9.28%	10.44%	99,161	7.92	0.82	0.26	4.9%	118,029	7.50	0.69	0.22	4.1%	116,314	7.61	0.70	0.22	5.38	4.1%	111,795	7.92	0.72	0.23	5.60	4.1%

数据来源：Wind，公司财报，中信建投证券

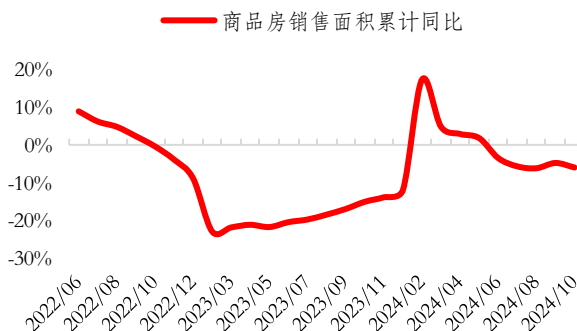
而在高股息策略之外，我们认为以下几大概念也将是相对悲观预期下，银行板块投资的重要补充。首先是筹码干净、估值较低、盘子较小的标的。其次则为化债概念，伴随着十万亿化债资源的落地，川渝及其他相关化债地区的银行最为受益，资产质量压力的改善将利好相关银行估值的修复。最后则为当前经营处于历史底部，但存在反转博弈机会的银行。

### 1.3 判断经济强弱的四个指标

在此基础上，我们认为，可以通过以下四个指标判断经济的强弱表现：① 地产销售数据：包含销售价格、销售面积两个方面，当前地产市场是否能够回暖、楼市价格是否能够止跌已经成为了未来经济走向的关键，若上述两个指标能够释放出一定积极信号，则经济下行压力将得到大幅缓解。

**图 15: 10 月 70 大中城市新建、二手住宅房屋销售价格指数 图 16: 10 月商品房销售面积同比减少 6.0%，仍然承压**  
**数分别同比减少 6.2%、8.9%，降幅环比 9 月基本持平**


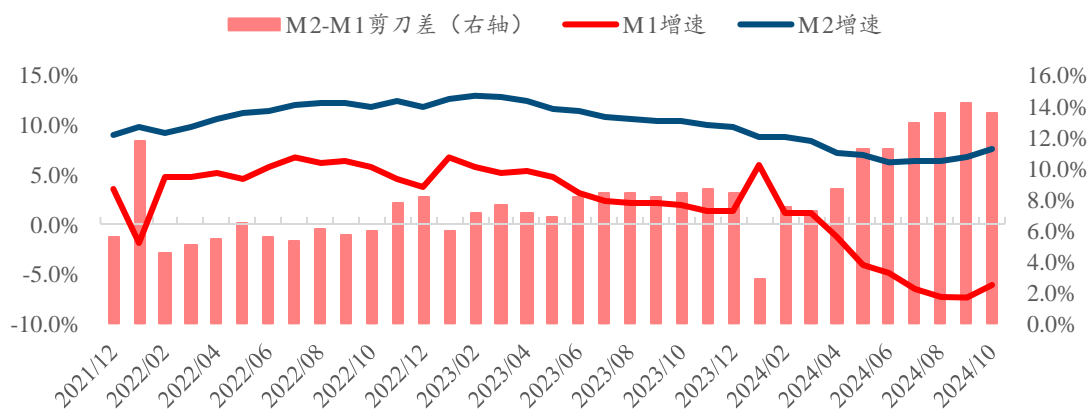
数据来源：统计局，Wind，中信建投证券



数据来源：统计局，Wind，中信建投证券

② M1（狭义货币供应量）：M1代表着社会直接的支付能力，一方面代表着资金活化程度，另一方面更是与经济的活跃程度息息相关，是观察经济表现的重要参考。

图 17: 10 月在政策的刺激下，M1 在历经连续 6 个月的负增长后，降幅首度收窄，剪刀差也有所下降

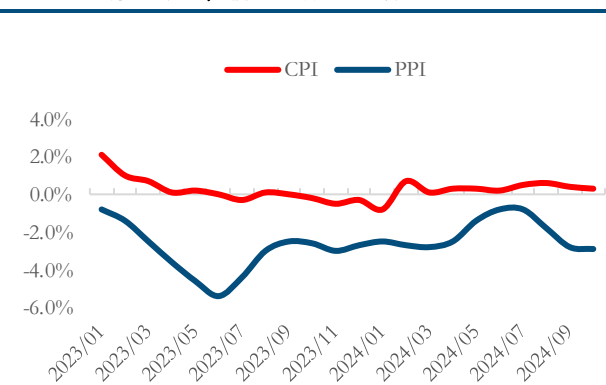


数据来源：中国人民银行，Wind，中信建投证券

③ PPI（工业生产者出厂价格指数）：作为价格统计指标体系的重要组成部分，PPI 反映了国民经济活动中生产环节的产品价格变动情况，对监测宏观经济运行情况具有重要作用。

④ 票据利率：月末票据利率的变化能够充分反映出当前的信贷需求，若利率下跌则代表需求偏弱，若利率上升则代表需求较强。

图 18: 10 月 PPI 同比减少 2.9%，降幅环比扩大 0.1pct，还



数据来源：统计局，Wind，中信建投证券

图 19: 当前票据利率整体处于低位，体现出目前偏弱的信贷需求



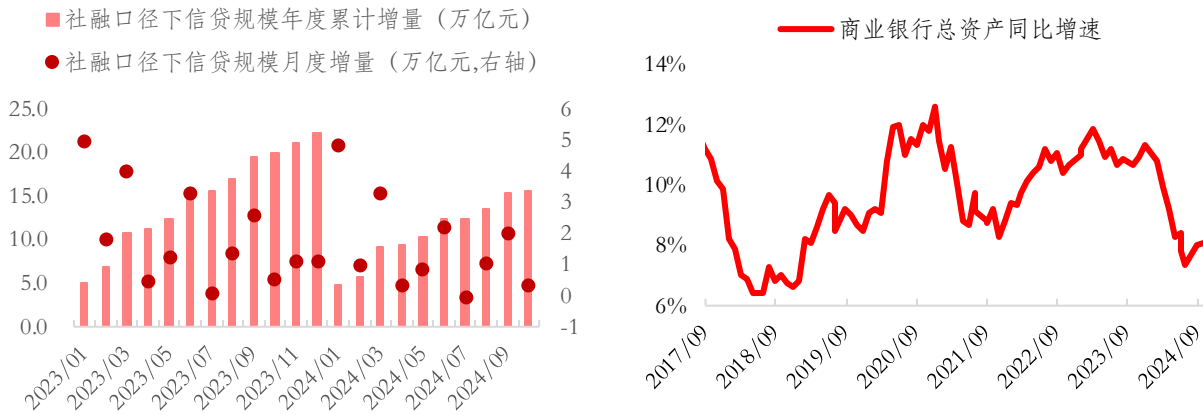
数据来源：Wind，中信建投证券

## 二、基本面展望：规模增量稳定，结构调优

### 2.1 资产端：有效需求仍偏弱，预计 2025 年信贷增量基本持平

信贷需求未见明显改善，银行业扩表速度已回落至 8% 左右的历史低位。今年前十月，社融口径下信贷规模累计增长 15.7 万亿，较 23 年的 20.0 万亿明显减少，存量社融同比增长继续回落至 8.0%。此外，2024 年 9 月商业银行总资产规模同比增长 8.1%，增速环比改善 0.1pct，整体处于较低水平。银行扩表速度的持续下行主要在于当前有效信贷需求的明显偏弱，在经济复苏趋势未见明显拐点之前，企业以稳健经营为主，扩产能、新增投资的动力不足，而居民端收入水平也未改善，对未来收入预期也相对谨慎，因此扩大消费或加杠杆的能力和意愿都不强。目前来看，明年信贷需求修复的核心仍在于等待稳经济政策的不断落地见效。

图 20: 今年前十月，社融口径信贷规模累计增长 15.7 万亿 图 21: 2024 年 9 月银行业总资产规模同比增长 8.1%



数据来源：中国人民银行，中信建投证券

数据来源：国家金融监督管理总局，中信建投证券

政策端强调淡化“规模情结”，当前社融增长已接近合意水平，银行信贷投放有望迎来新“量价均衡”。今年以来，央行多次在货政报告中明确金融机构需“淡化规模情结”，明确“当前信贷增长已由供给约束转为需求约束”。在当前经济结构转型、渐进复苏的大背景下，基建、房地产等传统动能明显下滑，对增量资金的需求显著减少；而高技术制造业、轻资产服务业在经济增长中的贡献度不断提升，但对信贷资源的依赖度不高，银行信贷投放“冲量”、“冲时点”的意愿和能力已经减弱。叠加目前持续下行的资产端利率，银行通过“打价格”来以量补价的边际效益在不断收窄，因此在满足支持实体经济发展的功能性的前提下，处于自身盈利性的考虑，信贷投放也将逐步回归量价均衡的新常态。考虑到当前社融增速已十分接近 7%-7.5%（GDP+CPI 预期目标）的合意水平，预计 2025 年的信贷增量应基本与 2024 年持平，信贷增速逐步趋于稳定。

表 3: 今年以来监管多次强调要淡化规模情结，当前社融增长已接近合意水平，银行信贷投放有望迎来新的“量价均衡”。

事件	内容
24 年一季度货币政策报告	当信贷存量规模比较大时，继续增加信贷投放的边际效果递减。过去我国贷款增速长期保持在两位数以上的较高水平，与当时的发展阶段相适应，为经济发展创造了适宜的环境。当前，信贷增长已由供给约束转化为需求约束，对该变化还有个认识、适应的过程，仍有“规模情结”现象。

陆家嘴论坛	央行行长潘功胜发言：过去，货币政策曾对 M2、社会融资规模等金融总量增速设有具体的目标数值，但近年来已淡出量化目标，转为“与名义经济增速基本匹配”等定性描述。货币信贷增长已由供给约束转为需求约束时， <b>如果把关注的重点仍放在数量的增长上甚至存在“规模情结”，显然有悖于经济运行规律。</b>
24 年三季度货币政策报告	<b>存款方面，利率“降不动”，银行存在规模情结，认为存款是“立行之本”，在月末、季末等业绩考核时点，出现一些“高息买存款”“花钱买指标”行为。</b> 一些银行还通过手工补息等操作把下调的存款利率又补回来，实际利率“明降实升”。部分银行还不惜高息吸收同业存款，或以远高于市场的利率水平来进行存款投标，推升了付息率。

资料来源：中国人民银行，Wind，中信建投证券

我们预计 25 年信贷增量基本持平于 24 年。在假设 24 年存量信贷规模增速环比三季度持平至 7.8%，则在 25 年人民币贷款增量约为 18.3 万亿元。全年投放节奏方面，考虑到监管近年来对于“均衡投放”的强调，我们预计明年信贷投放节奏将回归至“4321”或“3322”的正常分布。根据测算，“4321”节奏下，25 年第一季度人民币贷款规模将同比增长 6.8%，“3322”节奏下将同比增长 6.0%。

不同类型银行来看，在大力支持实体经济发展的政策导向下，国有行需要保持稳定的信贷投放增量，预计 2025 年信贷增速将基本平稳。而股份行 24 年规模扩张速度已处于历史底部水平，预计在经济复苏趋势逐步改善、按揭提前还款趋势减弱的情况下，25 年信贷增速有望实现逆势上升。而江浙、成渝等经济发展加快地区的优质城农商行依靠区域大 beta 下仍相对旺盛的信贷需求，将继续保持领先行业的信贷增速。

**表 4: 假设今年全年信贷增速与三季度累计增速一致，均为 7.8%，且 25 年增量与 24 年持平，则 25 年信贷存量规模预计将同比增长 7.2%**

人民币贷款 (万亿元)	2024 年		2025E (“节奏 4321”)		2025E (“节奏 3322”)	
	增量	存量同比增速	增量	存量同比增速	增量	存量同比增速
一季度	9.1	9.2%	7.3	<b>6.8%</b>	5.5	<b>6.0%</b>
二季度	3.3	8.3%	5.5	7.5%	5.5	6.8%
三季度	2.9	7.8%	3.7	7.7%	3.7	7.0%
四季度	2.9	7.8%	1.8	7.2%	3.7	7.2%
全年	18.3	7.8%	18.3	7.2%	18.3	7.2%

资料来源：中国人民银行，中信建投证券

信贷投放结构方面，积极因素逐步体现，零售贡献有望回升。从前三季度情况来看，对公、零售贷款分别贡献 77.7%、17.2%，今年以来信贷投放仍主要以制造业、大基建等对公领域为主。展望明年，伴随着一揽子增量政策的不断发力刺激，经济预期的改善、资本市场财富效应的持续显现，居民消费需求或实现改善，将利好零售短期信贷规模的增长。同时，得益于存量按揭利率的再度下调，以及各地产支持政策的出台，包括契税的调降、各地区购房条件的放松，居民提前还贷现象将明显减少。同时伴随着楼市的止跌企稳，居民购房意愿或得到一定改善，将利好居民中长期贷款贡献的提升。整体来看，预计明年信贷投放将依然以对公为主，但在揽子增量政策逐步落地为“实物”工作量的过程中，居民预期持续改善下，零售信贷的贡献程度将较今年前三季度明显改善。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/168015046130007004>