



增量财政政策加力：化债+补资本+稳地产

—— 10月财政部新闻发布会解读

2024年10月14日

- **事件：**财政部举行新闻发布会，宣布一揽子增量财政政策加大逆周期调节。
- **专项债额度大增支持地方化债，银行长期有望收益地方经济改善：**会议表示将继续安排一部分专项债用于地方化债，并一次性额外增加较大规模债务限额置换隐债。经历了自2015年以来的三轮大规模化债，我国地方政府债务风险有所改善。考虑到未来5年城投债集中到期，且地方政府综合财力受土地出让收入影响而下滑，地方债务负担不减。2024年我国发行了历史上规模最大的3.9万亿元专项债，其中已有1.2万亿元用于地方化债，根据银河宏观团队预计，未来3年每年约有2万亿债务置换额度，测算共减少地方政府利息支出1260亿元，影响大行息差共-6.88BP。考虑到化债加速不良资产出清，置换整体对银行资产质量影响有限甚至偏积极，中长期银行有望受益于地方经济基本面改善。
- **明确发行特别国债补充国有大型银行核心一级资本，增强银行信贷投放和风险抵御能力：**市场化、法治化角度来看，本次资本补充可能采取汇金注资结合银行再融资等方式注入，其中，配股低于市场价发行，吸引力较强，也不排除定增。预计本次资本补充规模1-1.5万亿元，大行核心一级资本充足率相应提高至13.26%-13.74%，撬动增量信贷10.6-15.2万亿元，也为参与地方化债提供资本支撑。我们认为本轮注资影响主要为：（1）解决息差下行、盈利负增长、内源资本补充受限环境下大行的资本补充问题；（2）更好发挥国有大行金融服务实体经济主力军作用，促进五篇大文章等重点领域信贷投放。
- **稳地产政策继续，利好银行资产质量：**会议提出综合运用专项债、专项资金和税收政策支持推动房地产市场止跌回稳，研究允许专项债用于回收闲置存量储备、收购存量房等。考虑到今年后3个月，各地还有2.3万亿元的专项债资金可供安排使用，以及未来提高专项债限额增加，上述土地增量政策具备较大的运用空间，有望进一步改善房企现金流，降低房企信用风险。截至目前，房企信用债违约金额和余额违约率仍较高。结合存量房贷利率下调、优惠政策延期、统一首付比例等一系列房地产金融支持措施落地，在财政货币政策协调配合下，房企经营状况有望改善，推动还款能力增强，有利于银行资产质量改善。中长期来看，房地产止跌回稳关键在于房企销量和销售回款情况，目前房企销量和投资资金来源中销售回款仍为负增长，但降幅均有所收窄，后续实质性改善情况需持续关注销售相关指标。
- **投资建议：**一揽子增量政策出台，加大逆周期调节。地方政府债务风险化解力度加大，银行参与债务置换短期息差略受拖累，长期受益于不良资产出清和地方经济基本面改善。发行特别国债补充国有大行资本，增强大行信贷投放和风险抵御能力。地产政策优化进一步加速商品房去库存，改善房企流动性，有助银行资产质量优化。我们继续看好银行板块配置价值，维持推荐评级。个股方面，推荐工商银行（601398）、建设银行（601939）、邮储银行（601658）、江苏银行（600919）、常熟银行（601128）。
- **风险提示：**经济增速不及预期导致资产质量恶化的风险；利率持续下行导致净息差承压的风险。

银行

推荐 维持

分析师

张一纬

☎：010-8092-7617

✉：zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

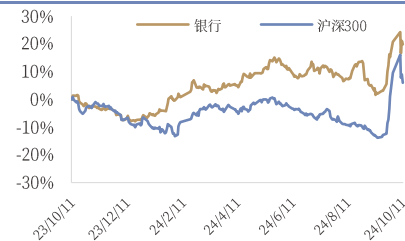
分析师登记编码：S0130519010001

研究助理 袁世麟

✉：yuanshilin_yj@chinastock.com.cn

相对沪深300表现图

2024-10-11



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

相关研究

- 1.【银河银行】行业点评-国务院新闻发布会解读（202409）：从息差、风险和资本视角看政策组合拳影响
- 2.【银河银行】行业点评-9月政治局会议解读（202409）：增量政策将出台，利好银行信贷与资产质量
- 3.【银河银行】行业点评-10月发改委新闻发布会解读（202410）：增量政策加力推动经济，银行有望继续受益

目录

Catalog

一、 多领域财政政策逆周期调节加力提质	3
二、 增量财政政策对银行业的主要影响	4
(一) 专项债额度大幅增加，支持地方债务化解，银行有望受益地方经济改善	4
(二) 明确发行特别国债补充国有大型银行核心一级资本，增强银行信贷投放和风险抵御能力	7
(三) 稳地产政策继续，利好银行资产质量	15
三、 投资建议	17
四、 风险提示	18

一、多领域财政政策逆周期调节加力提质

加大财政政策逆周期调节力度，继续稳增长、扩内需、化风险，增量政策空间可期。10月12日，财政部召开新闻发布会，宣布将推出一揽子增量财政政策，加强逆周期调节。增量政策主要针对加力支持地方化债、补充大行核心一级资本、稳地产、筑牢兜底基层“三保”底线等方面，并且还强调了中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间，未来财政有望加力促进经济回升。

表1：财政部新闻发布会与银行业相关主要政策

领域	主要内容
加力支持地方化解政府债务风险	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，是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，将大大减轻地方化债压力，可以腾出更多的资源发展经济，提振经营主体信心，巩固基层“三保”。坚决遏制新增隐性债务的风险。
研究扩大专项债券使用范围	<p>扩范围。一是研究完善专项债券投向清单管理，增加用作项目资本金的领域，最大限度扩大使用范围。二是用好专项债券支持收购存量商品房用作保障性住房。三是合理支持前瞻性、战略性新兴产业基础设施。</p> <p>强机制。打通在建项目“绿色通道”，推动项目谋划储备和建设实施的有效衔接，加快专项债券发行使用和项目建设进度，加快形成实物工作量，切实发挥政府投资引导带动作用。</p> <p>严管理。一是完善专项债券“借用管还”全生命周期管理。二是健全完善专项债券项目资产台账。三是探索专项债券提前偿还，研究建立健全偿债备付金制度，保障专项债券偿还来源。</p>
研究制定“三保”清单	<p>压实各方责任。各职能部门对本领域“三保”政策落实负主要责任，并与财政部门建立横向协同机制，形成工作合力。</p> <p>增强地方财力。持续加大中央对地方财力性转移支付力度。今年利用债务结存限额，向地方下达了4000亿元的债务限额，用于补充综合财力；清理规范专项转移支付，优化转移支付结构，提高财力性转移支付比重；拓展地方税源、适当扩大地方税收管理权限。</p> <p>强化库款调度。对库款紧张的地方，中央财政通过提前调度资金等方式予以适当支持。优先满足“三保”支出需要。</p> <p>缓解债务压力。更大力度置换地方政府存量隐性债务。继续在年度新增地方政府专项债务限额中，安排一定额度用于补充政府性基金财力，支持地方化解债务风险。</p> <p>加强动态监测。推动建立覆盖“三保”全过程的信息化、智能化监测体系。</p>
发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本	坚持市场化、法治化的原则，按照“统筹推进、分期分批、一行一策”的思路，积极通过发行特别国债等渠道筹集资金，稳妥有序支持国有大型商业银行进一步增加核心一级资本。这项工作已经启动，正在等待各家银行提交资本补充具体方案。
支持房地产平稳发展	<p>允许专项债券用于土地储备。支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需要的地区也可以用于新增的土地储备项目。</p> <p>支持收购存量房，优化保障性住房供给。考虑到当前已建待售的住房相对较多，主要采取两项支持措施：一项是，用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房。另一项是，继续用好保障性安居工程补助资金，适当减少新建规模，支持地方更多通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源。</p> <p>及时优化完善相关税收政策。正在抓紧研究明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税政策。下一步，还将进一步研究加大支持力度，调整优化相关税收政策。</p>
深化财税体制改革	抓紧出台改革实施方案。针对全会部署的各项改革任务，逐项细化制定任务清单，明确时间表、优先序，初步形成了深化财税体制改革的实施方案，作为今后改革的“总路线图”。

	<p>抓紧推动改革举措落地实施。拟在今明两年集中推出一批条件成熟、可感可及的改革举措，特别是一些事关顶层设计的基础性制度，比如说健全预算制度、完善财政转移支付体系、建立与高质量发展相适应的中国特色政府债务管理制度等。</p> <p>注重顶层设计与基层探索相结合。在明确改革原则和方向的前提下，财政部鼓励和支持有关方面因地制宜推进改革创新，组织开展了中央部门零基预算改革试点，并拟在部分地区开展财政科学管理试点。</p>
其他	逆周期调节方面，中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。

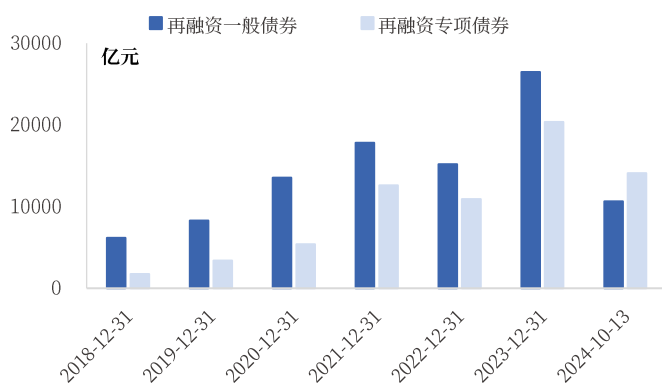
资料来源：财政部，中国政府网，中国银河证券研究院

二、增量财政政策对银行业的主要影响

（一）专项债额度大幅增加，支持地方债务化解，银行有望受益地方经济改善

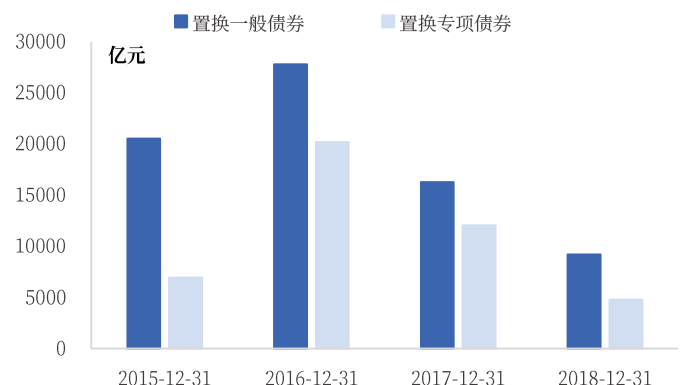
专项债额度大幅增加，支持地方债务化解。会议表示除每年继续在新增专项债限额中安排一定规模用于地方政府化债外，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方存量隐债，将是近年来出台的最大力度化债支持措施。2015年起我国经历了三轮债务置换进行化债，地方政府债务结构得到优化，隐性债务增速已显著下降，2023年末，全国地方政府债务中隐债同比增长2.89%，占比降至58.02%，与2019年峰值相比压降较多，纳入政府债务信息平台的隐债余额较2018年摸底数减少50%，化债取得一定成效。但也需关注到，根据目前的发行情况，未来5年城投债将迎来集中到期；与此同时，受土地出让收入下滑拖累，地方政府综合财力增长放缓，地方政府债务压力不减，2023年负债率、广义债务率分别上升至32.32%、247.41%，仍对地方经济发展形成制约。为此，2024年我国新增地方政府专项债3.9万亿元，为历史最大规模，其中有1.2万亿元用于支持地方政府化债。根据银河宏观团队测算，新一轮化债规模或在5-6万亿元左右，为平滑债务压力，或参考前几轮化债方式，在2-3年内逐步完成。

图1：2018年以来我国再融资债券发行规模



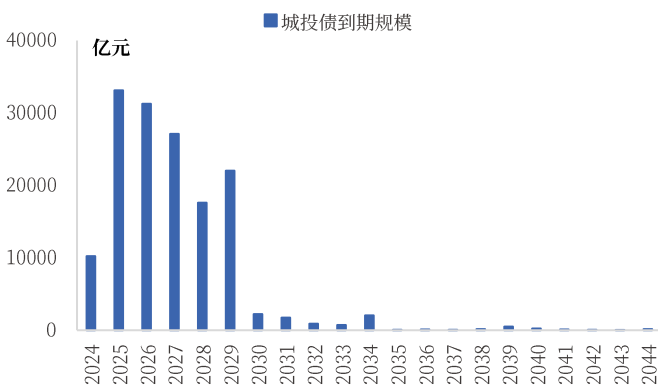
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图2：2015-2018年债务置换债券发行规模



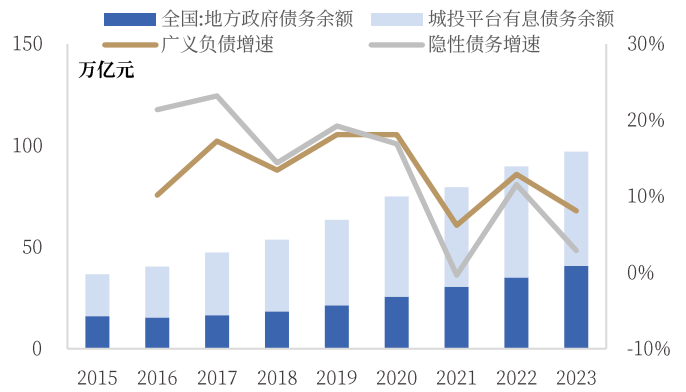
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图3: 未来 20 年城投债到期规模



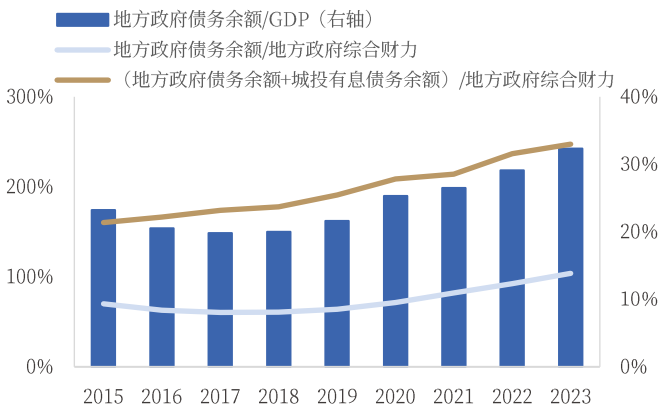
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图4: 地方政府债务余额及增速



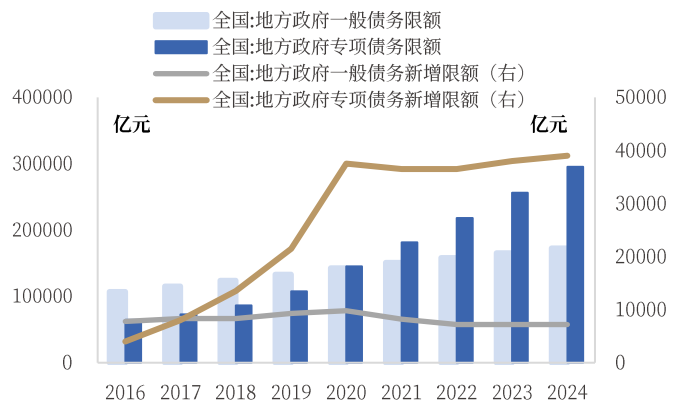
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图5: 地方政府负债率、债务率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

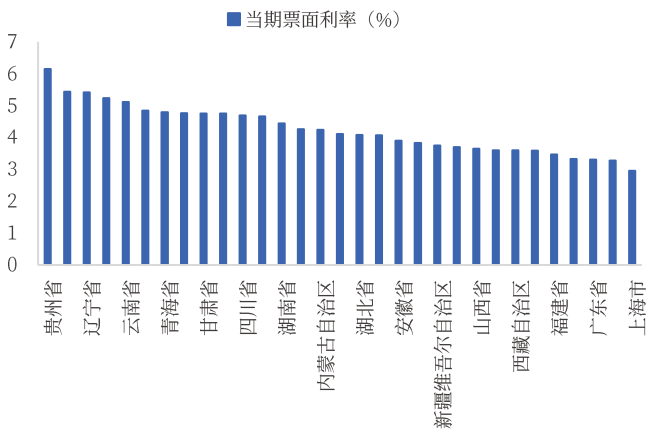
图6: 地方政府债限额情况



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

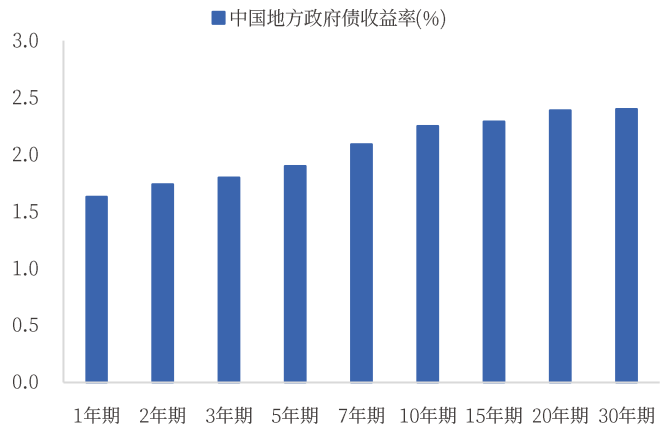
银行参与债务置换短期影响可控，中长期有望受益地方经济基本面改善。通常情况下，化债主要以债务置换形式实现，将进一步带动银行资产端收益率下行，同时高收益城投债供给减少给银行资产配置带来压力。截至 9 月末，各省市城投债平均收益率为 4%，平均期限为 4.41 年，5 年期政府债收益率已经降至 1.9%。依据宏观团队测算提供的 6 万亿化债额度，预计共减少地方政府利息支出 1260 亿元；从往次债务置换实际实施情况来看，国有大行是债务置换参与主体，总体影响大行息差 -6.88BP，平均每年对大行息差影响为 -2BP。考虑到国有大型银行债券资产配置多以国债、地方政府债、金融债为主，企业债配置偏低，叠加基础设施类贷款资产质量较好，因此受本轮化债影响可控。与此同时，根据资本新规，在几种化债方式中，地方政府专项债的风险权重较低，置换风险权重更高的城投债也有利于减小银行资本压力，从而增强信贷投放能力。同时，财政部表示将在新增专项债限额中安排一定额度用于补充政府性基金财力，从收入端提高地方政府偿债能力。在专项债运用方面，本次会议还提到加大对经济大省的专项债支持力度，经济大省企业经营环境和信贷需求有望进一步提升。截至目前，部分经济大省今年的专项债发行规模已超过 2023 年全年，随着后续地方政府债务风险化解大力推进、重大项目投资和建设加速、经济发展资源使用效率提高，银行信贷投放有望提质增效。

图7：我国地方城投债收益率



资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

图8：我国地方政府债收益率



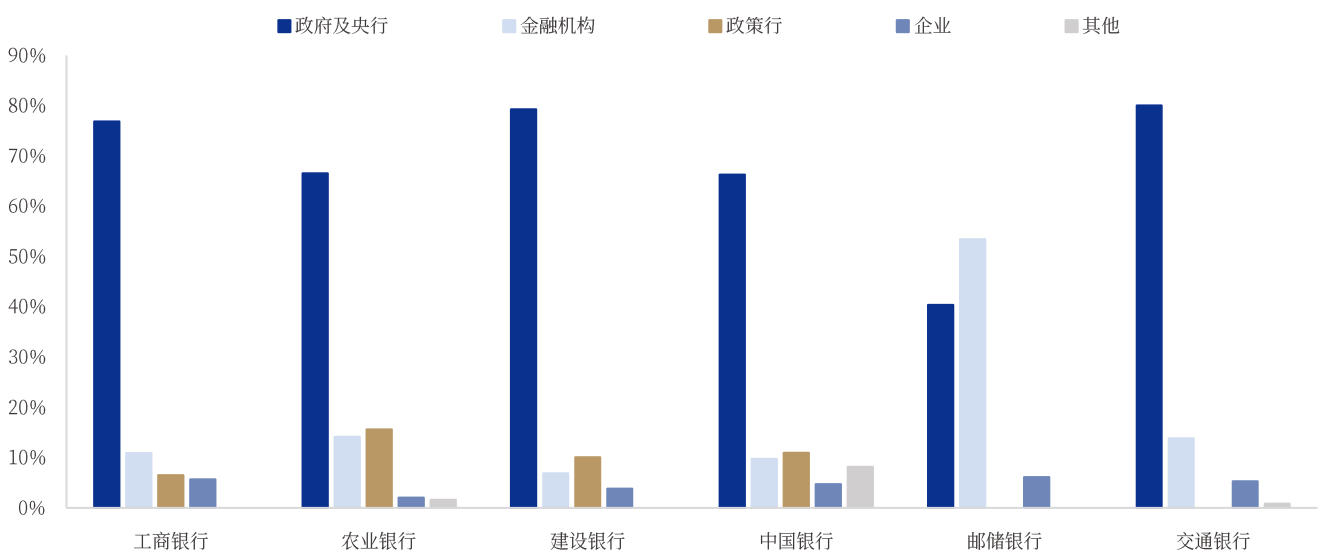
资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

表2：化债对银行息差影响测算

	假设3年化债额度6万亿元影响	对应每年化债额度2万亿元影响
城投债收益率-平均期限4.41年	4.00%	4.00%
政府债收益率-按5年期限	1.90%	1.90%
节省利息支出-假设全部用于置换城投债券 (亿元)	1260.00	420.00
影响银行息差-假设全部用于置换城投债券 (BP)	-6.88	-2.29
大行生息资产平均余额 (亿元)	1,830,139.17	1,830,139.17
风险加权资产/贷款总额	93.81%	93.81%

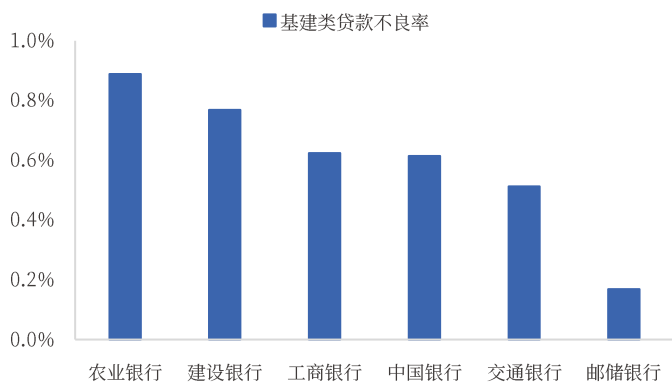
资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

图9：六大行债券投资结构按发行人分类



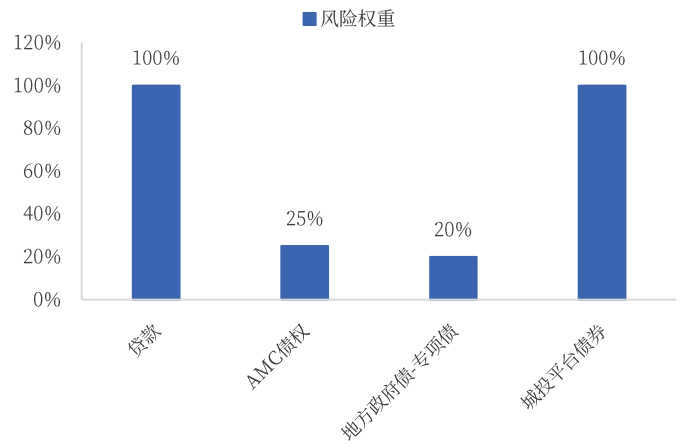
资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

图10: 2024H1 六大行基建类贷款不良率



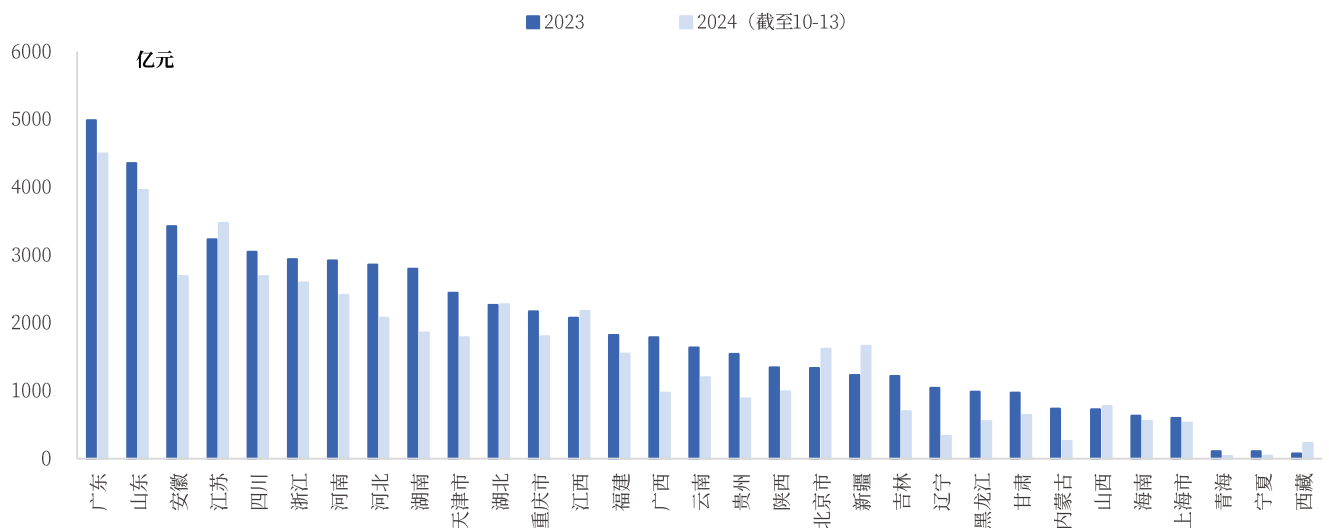
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图11: 地方化债方式风险权重



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图12: 各省级行政区专项债发行规模



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

(二) 明确发行特别国债补充国有大型银行核心一级资本, 增强银行信贷投放和风险抵御能力

会议明确通过发行特别国债补充国有大行核心一级资本。财政部将按照“统筹推进、分期分批、一行一策”的思路, 积极通过发行特别国债等渠道筹措资金, 稳妥有序支持国有大行增加核心一级资本。这是财政部时隔 26 年重启特别国债用于大行补充资本, 1998 年, 财政部首次发行 2700 亿元 30 年期特别国债向国有大行注资, 直接由四大行利用央行降准释放的等额资金认购, 再由财政部将所筹资金注入四大行资本金, 目前, 这笔特别国债仍计入在四大行的债券投资账户中, 将于 2028 年到期。本次财政部表示将坚持市场化、法治化原则, 我们认为本次特别国债筹集到的资金不排除通过中央汇金注资并结合银行再融资等方式注入。银行主流再融资工具包括定增、配股和可转债转股。其中, 可转债转股率偏低; 配股以低于市场价的形式发行, 吸引力较强, 也不排除定增方式, 主要考虑到再融资新规设置了三种不受破净限制的情形, 其中包括符合国家重大战略方向、董事会

确定全部发行对象，为银行再融资打开窗口。

表3: 历史上汇金向国有大行直接注资情况

时间	资金来源	银行	金额
2003年12月	外汇储备	建设银行	225亿美元
2003年12月		中国银行	225亿美元
2004年6月		交通银行	30亿美元
2005年4月		工商银行	150亿美元

资料来源: 公司官网, 新华社《经济参考报》, 中国银河证券研究院

表4: 近5年来银行再融资事件

名称	行业	最新公告日期	融资类型	上市板	审核状态	拟融资金额 (万元)
民生银行	股份制银行	2023-08-11	可转债	主板	终止	5,000,000.00
中信银行	股份制银行	2024-06-21	配股	主板	已受理	2,783,511.96
长沙银行	城商行	2023-03-03	可转债	主板	已受理	1,100,000.00
厦门银行	城商行	2023-03-02	可转债	主板	已受理	500,000.00
浙商银行	股份制银行	2023-07-03	配股	主板	已实施	1,800,000.00
华夏银行	股份制银行	2022-10-20	增发	主板	已实施	2,000,000.00
青岛银行	城商行	2022-01-27	配股	主板	已实施	500,000.00
宁波银行	城商行	2021-12-13	配股	主板	已实施	1,200,000.00
中信银行	股份制银行	2023-09-25	配股	主板	已回复	2,783,511.96
齐鲁银行	城商行	2022-11-25	可转债	主板	实施	--
重庆银行	城商行	2022-03-21	可转债	主板	实施	--
成都银行	城商行	2022-03-01	可转债	主板	实施	--
兴业银行	股份制银行	2021-12-23	可转债	主板	实施	--
杭州银行	城商行	2024-06-27	增发	主板	股东大会通过	800,000.00
厦门银行	城商行	2022-09-28	可转债	主板	股东大会通过	--

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

表5: 近5年银行可转债累计转股比例前十(截至2024/10/11)

简称	累计转股比例(%)
苏银转债	99.98
中信转债	70.74
成银转债	38.21
南银转债	28.00
齐鲁转债	17.44
杭银转债	0.74
上银转债	0.01
常银转债	0.01
重银转债	0.01
紫银转债	0.01

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

预计本次特别国债发行规模 1-1.5 万亿元，旨在国有大行信贷投放和风险抵御能力。截至目前，我国已发行过四轮特别国债，从 1998 年首次发行以来，规模最小为 2700 亿元，最多为 1.55 万亿元。借鉴过往特别国债发行经验，预计本次核心一级资本补充规模 1-1.5 万亿元，相应撬动国有大行增量信贷投放 10.6-15.2 万亿元。截至 2024 年 6 月，六大行核心一级资本充足率平均为 11.77%，本次补充核心一级资本后，预计上升 1.49-1.97 个百分点至 13.26%-13.74%，风险抵御能力得到进一步夯实，也为参与化债提供资本支撑。

表6: 历史上四轮特别国债发行情况 (不含续作)

时间	发行规模 (亿元)	国债期限	发行方式	发行目的
1998 年	2700	30 年	向工、农、中、建四大行定向发行，分别承购 850、933、425、492 亿元	补充国有四大行资本金
2007 年	13500+2000	10 年、15 年	向农业银行定向发行 1.35 万亿元，公开发行业 2000 亿元	购买美元外汇储备，成立中投公司作为我国主权基金
2020 年	10000	10 年、15 年	公开发行	抗疫
2024 年	10000	20 年、30 年、50 年	公开发行	支持“两重”“两新”建设

资料来源: 财政部, 中国政府网, 中国银河证券研究院

表7: 特别国债补充大行资本对核心一级资本充足率和增量信贷影响测算

	假设特别国债发行规模 1 万亿	假设特别国债发行规模 1.5 万亿
补充核心一级资本规模 (亿元)	10000	15000
初始核心一级资本充足率	11.77%	11.77%
初始核心一级资本 (亿元)	129,337.30	129,337.30
初始风险加权资产 (亿元)	1,050,815.05	1,050,815.05
增资后的核心一级资本充足率	13.26%	13.74%
预计释放增量信贷 (亿元)	106735.79	152040.50

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

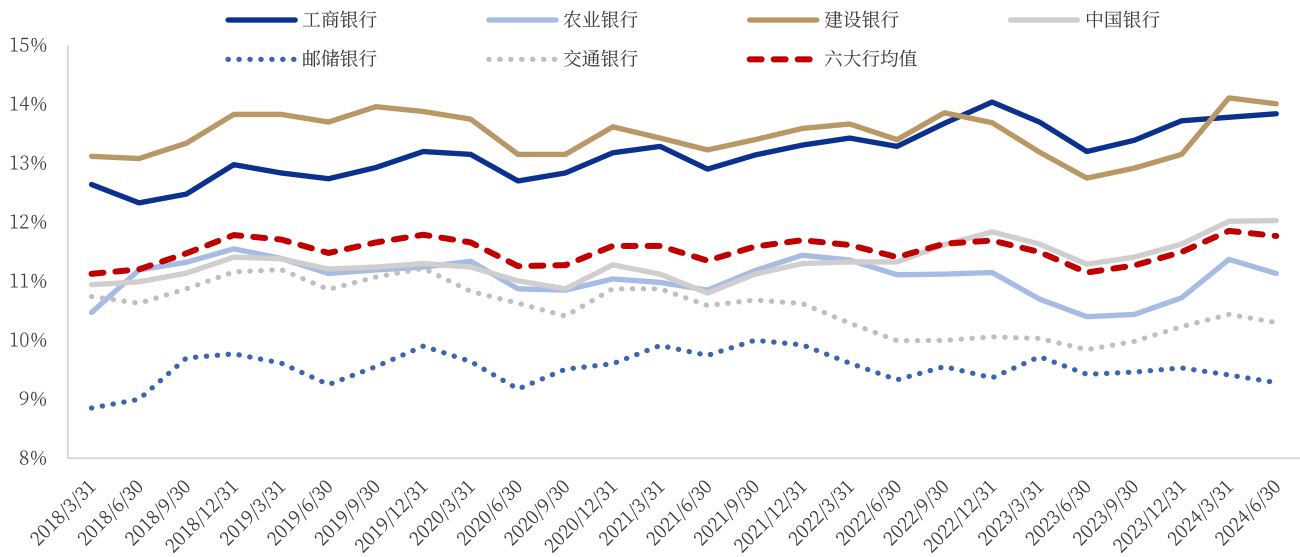
参照 2020 年国常会允许中小银行使用专项债补充一级资本的经验，本轮国有大型核心一级资本补充预计会伴随配套监管要求，尤其是针对资金用途，政策的影响主要体现在以下方面：

1. 解决息差下行、盈利负增长、内源资本补充受限环境下的核心一级资本补充问题

目前六大行核心一级资本充足率整体较高，但仍有较大资本补充需求以更好服务实体经济。截至 2024H1，六大行核心一级资本充足率均值为 11.77%，较上年末上升 0.27 个百分点，高于全行业；其中农业银行、交通银行、邮储银行核心一级资本充足率低于六大行平均水平，分别为 11.13%、10.3%、9.28%，距监管红线最低仅有 1.28% 空间。国有大行是金融服务国家战略、支持实体经济的主力军，信贷投放规模大，资本需求较高，但内源资本补充受限。2024H1，六大国有行净息差平均为 1.51%，较 2023 年末下行 12BP，其中邮储银行息差保持在 1.91% 的较高水平，其他五家大行息差均低于监管所提出 1.8% 的合意水平；六大行合计实现归母净利润 6833.38 亿元，同比下降 0.96%，其中除农业银行外，其他五家大行均为负增长。受制于业绩承压，国有大行内源资本补充渠道的贡献度减弱，2024H1 六大行资本结构中，未分配利润占比 43.96%，较上年末下降 0.32 个百分点。此外，近期降息 20BP、存量房贷利率加点调整为 LPR-30BP，我们测算进一步拖累上市银行净息差约 18BP，其中，国有行净息差受影响约 19BP，考虑到存款挂牌利率调整后存款重定价具有滞后性，

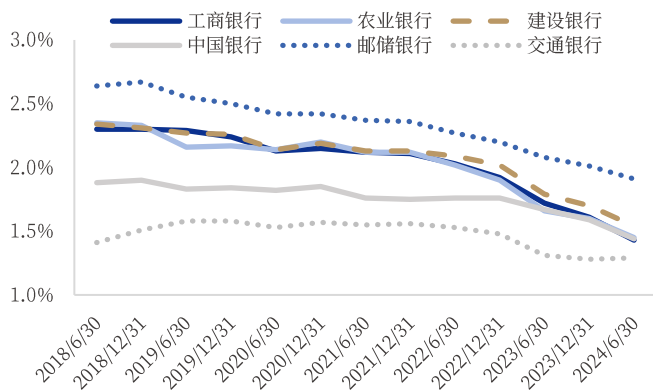
负债端成本优化效果显现需一定时间，短期内银行息差仍然承压。盈利空间收窄对银行保持让利、降低社会综合融资成本形成掣肘，影响服务实体经济质效。

图13: 六大行核心一级资本充足率



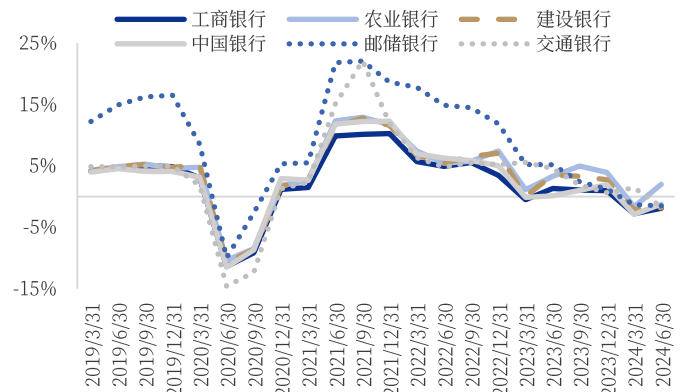
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图14: 六大行净息差



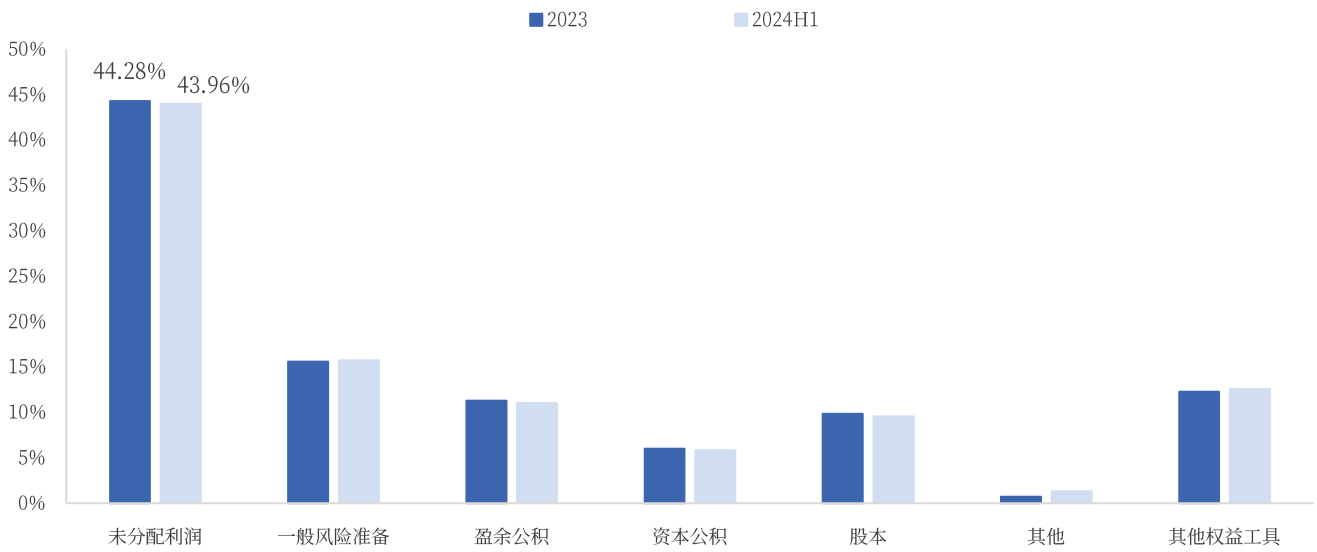
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图15: 六大行归母净利润增速



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图16: 国有行资本结构



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

表8: 1年期和5年期LPR下调20BP对上市银行2025年净息差影响测算

证券名称	类型	贷款规模 (不含票据贴现) (亿元)	影响贷款利息收入 (亿元)	生息资产平均余额 (亿元)	影响2025E净息差 (BP)
工商银行	国有行	263,502.10	-527.00	442,025.42	-11.92
建设银行	国有行	242,696.20	-485.39	385,692.37	-12.58
农业银行	国有行	233,988.94	-467.98	402,501.22	-11.63
中国银行	国有行	204,965.18	-409.93	317,525.34	-12.91
邮储银行	国有行	82,202.62	-164.41	150,576.12	-10.92
交通银行	国有行	80,071.91	-160.14	131,818.70	-12.15
招商银行	股份行	63,129.87	-126.26	106,171.63	-11.89
兴业银行	股份行	53,747.36	-107.49	91,650.58	-11.73
中信银行	股份行	52,466.89	-104.93	82,416.47	-12.73
浦发银行	股份行	49,557.08	-99.11	79,017.00	-12.54
民生银行	股份行	41,818.32	-83.64	70,645.15	-11.84
光大银行	股份行	37,578.27	-75.16	62,680.43	-11.99
平安银行	股份行	32,326.32	-64.65	50,388.78	-12.83
华夏银行	股份行	22,631.28	-45.26	39,386.34	-11.49
浙商银行	股份行	16,942.32	-33.88	29,022.05	-11.68
北京银行	城商行	20,136.95	-40.27	34,697.15	-11.61
江苏银行	城商行	19,412.70	-38.83	31,457.69	-12.34
上海银行	城商行	12,881.53	-25.76	27,296.30	-9.44
宁波银行	城商行	12,998.50	-26.00	24,728.61	-10.51
南京银行	城商行	11,376.14	-22.75	19,243.88	-11.82
杭州银行	城商行	8,744.96	-17.49	16,901.47	-10.35
成都银行	城商行	7,048.41	-14.10	11,014.16	-12.80
长沙银行	城商行	5,281.44	-10.56	9,272.18	-11.39

重庆银行	城商行	3,878.97	-7.76	7,385.96	-10.50
郑州银行	城商行	3,548.18	-7.10	5,892.02	-12.04
贵阳银行	城商行	3,322.09	-6.64	6,419.24	-10.35
齐鲁银行	城商行	3,171.35	-6.34	5,749.96	-11.03
青岛银行	城商行	3,041.91	-6.08	5,430.98	-11.20
苏州银行	城商行	3,033.53	-6.07	5,622.15	-10.79
兰州银行	城商行	2,219.66	-4.44	4,156.31	-10.68
西安银行	城商行	2,074.66	-4.15	4,027.19	-10.30
厦门银行	城商行	1,938.79	-3.88	3,510.81	-11.04
沪农商行	农商行	6,338.96	-12.68	13,107.63	-9.67
渝农商行	农商行	6,450.31	-12.90	13,661.47	-9.44
青农商行	农商行	2,428.52	-4.86	4,232.52	-11.48
常熟银行	农商行	2,248.02	-4.50	3,365.24	-13.36
紫金银行	农商行	1,663.00	-3.33	2,642.46	-12.59
无锡银行	农商行	1,297.38	-2.59	2,446.46	-10.61
张家港行	农商行	1,175.81	-2.35	2,078.04	-11.32
瑞丰银行	农商行	1,141.16	-2.28	2,064.66	-11.05
苏农银行	农商行	1,308.73	-2.62	2,109.96	-12.41
江阴银行	农商行	1,031.79	-2.06	1,843.20	-11.20
	国有行	1,107,426.95	-2,214.85	1,830,139.17	-12.10
	股份行	370,197.71	-740.40	611,378.43	-12.11
	城商行	124,109.78	-248.22	222,806.09	-11.14
	农商行	25,083.68	-50.17	47,551.65	-10.55
	上市银行	1,626,818.12	-3,253.64	2,711,875.33	-12.00

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

假设: 上市银行存量短期和中长期贷款 (不含票据贴现) 在 2025 年初全部重定价。

表9: 存量房贷利率下调 500BP 对上市银行 2025 年净息差影响测算

证券名称	类型	房贷规模 (亿元)	影响贷款利息收入 (亿元)	生息资产平均余额 (亿元)	影响 2025E 净息差 (BP)
工商银行	国有行	61653.76	-308.27	442,025.42	-6.97
建设银行	国有行	63767.79	-318.84	385,692.37	-8.27
农业银行	国有行	50701.56	-253.51	402,501.22	-6.30
中国银行	国有行	47526.44	-237.63	317,525.34	-7.48
邮储银行	国有行	23616.09	-118.08	150,576.12	-7.84
交通银行	国有行	14609.61	-73.05	131,818.70	-5.54
招商银行	股份行	13754.39	-68.77	106,171.63	-6.48
兴业银行	股份行	10651.74	-53.26	91,650.58	-5.81
中信银行	股份行	10219.58	-51.10	82,416.47	-6.20
浦发银行	股份行	8336.47	-41.68	79,017.00	-5.28
民生银行	股份行	5401.18	-27.01	70,645.15	-3.82
光大银行	股份行	5796.82	-28.98	62,680.43	-4.62
平安银行	股份行	3065.76	-15.33	50,388.78	-3.04

华夏银行	股份行	3167.96	-15.84	39,386.34	-4.02
浙商银行	股份行	1553.04	-7.77	29,022.05	-2.68
北京银行	城商行	3218.68	-16.09	34,697.15	-4.64
江苏银行	城商行	2440.90	-12.20	31,457.69	-3.88
上海银行	城商行	1581.59	-7.91	27,296.30	-2.90
宁波银行	城商行	922.51	-4.61	24,728.61	-1.87
南京银行	城商行	763.38	-3.82	19,243.88	-1.98
杭州银行	城商行	983.01	-4.92	16,901.47	-2.91
成都银行	城商行	919.43	-4.60	11,014.16	-4.17
长沙银行	城商行	678.29	-3.39	9,272.18	-3.66
重庆银行	城商行	399.97	-2.00	7,385.96	-2.71
郑州银行	城商行	325.12	-1.63	5,892.02	-2.76
贵阳银行	城商行	212.10	-1.06	6,419.24	-1.65
齐鲁银行	城商行	547.64	-2.74	5,749.96	-4.76
青岛银行	城商行	467.51	-2.34	5,430.98	-4.30
苏州银行	城商行	354.10	-1.77	5,622.15	-3.15
兰州银行	城商行	326.77	-1.63	4,156.31	-3.93
西安银行	城商行	266.05	-1.33	4,027.19	-3.30
厦门银行	城商行	209.04	-1.05	3,510.81	-2.98
沪农商行	农商行	1033.36	-5.17	13,107.63	-3.94
渝农商行	农商行	897.48	-4.49	13,661.47	-3.28
青农商行	农商行	287.16	-1.44	4,232.52	-3.39
常熟银行	农商行	125.21	-0.63	3,365.24	-1.86
紫金银行	农商行	160.19	-0.80	2,642.46	-3.03
无锡银行	农商行	123.61	-0.62	2,446.46	-2.53
张家港行	农商行	99.00	-0.50	2,078.04	-2.38
瑞丰银行	农商行	105.27	-0.53	2,064.66	-2.55
苏农银行	农商行	75.52	-0.38	2,109.96	-1.79
江阴银行	农商行	81.02	-0.41	1,843.20	-2.20
	国有行	261,875.25	-1,309.38	1,830,139.17	-7.15
	股份行	61,946.94	-309.73	611,378.43	-5.07
	城商行	14,616.11	-73.08	222,806.09	-3.28
	农商行	2,987.82	-14.94	47,551.65	-3.14
	上市银行	341,426.12	-1,707.13	2,711,875.33	-6.30

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

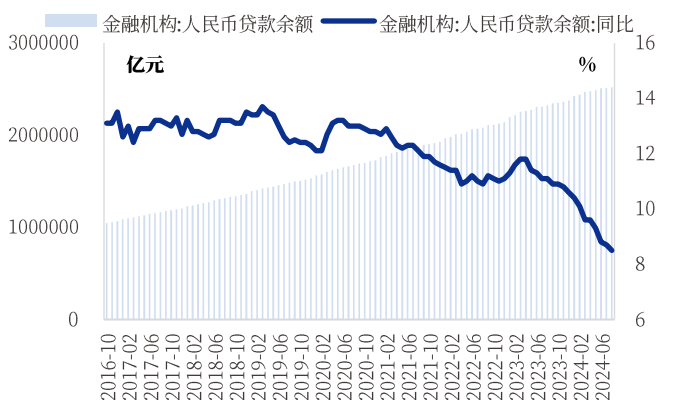
假设: 存量房贷在 2025 年初全部重定价。

2. 围绕五篇大文章，聚焦重点领域加大信贷投放，服务实体经济高质量发展

2020 年国常会允许中小银行使用专项债补充资本，从资金运用层面加大对小微企业的支持力度，预计补充核心一级资本也会伴随对国有大行信贷投放的要求。考虑到二十届三中全会提出推动国有资本和国有企业做强做优做大，增强核心功能，提升核心竞争力，国有行始终践行大行担当，坚守主责主业，而五篇大文章是推动金融服务高质量发展的立足点之一，预计未来国有大行将进一

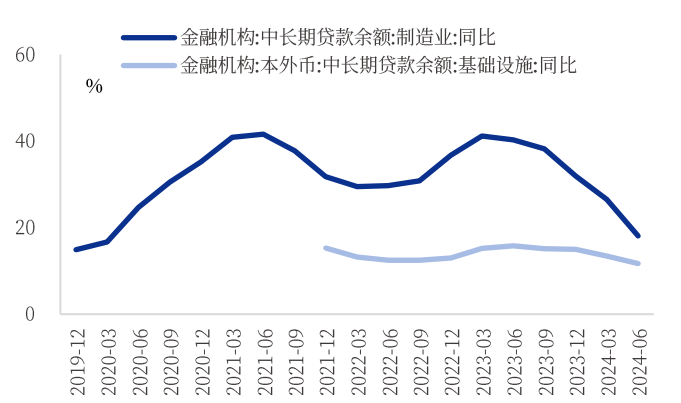
步加大对科创、小微、绿色、养老、数字经济甚至是房地产等重点领域和薄弱环节的信贷投放力度，从而扭转过去银行信贷增长过度依赖基建等传统领域驱动的模式，更好地服务经济结构转型、打造新质生产力的需求。最新数据显示，截至2024年8月末，金融机构贷款余额同比增长8.5%。6月末，基建中长期贷款和房地产开发贷分别同比增长11.7%、5.11%；根据央行披露，7月末，普惠小微、制造业中长期、“专精特新”企业贷款余额分别同比增长17%、16.9%、15%，均高于全部贷款平均增速，保持高景气度，但在银行贷款中占比有限，有较大的提升空间。2024年中报数据显示，多数上市银行基建+房地产贷款占对公贷款中的占比超过30%，部分高达50%-60%。

图17：金融机构贷款余额及增速



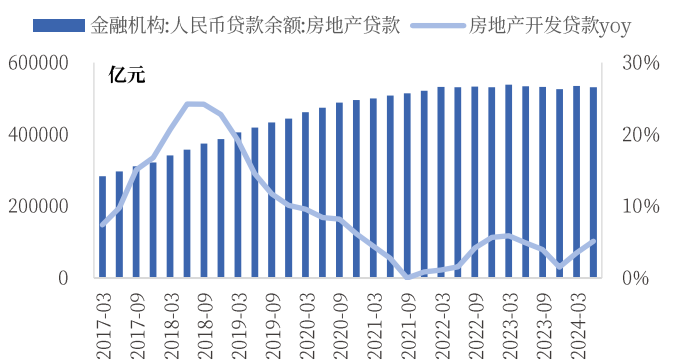
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图18：制造业和基建中长期贷款增速



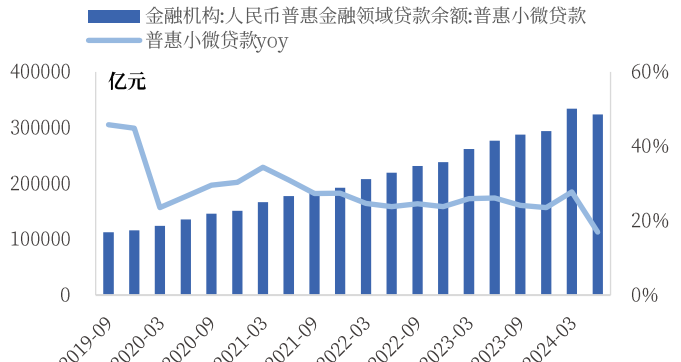
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图19：房地产开发贷增速



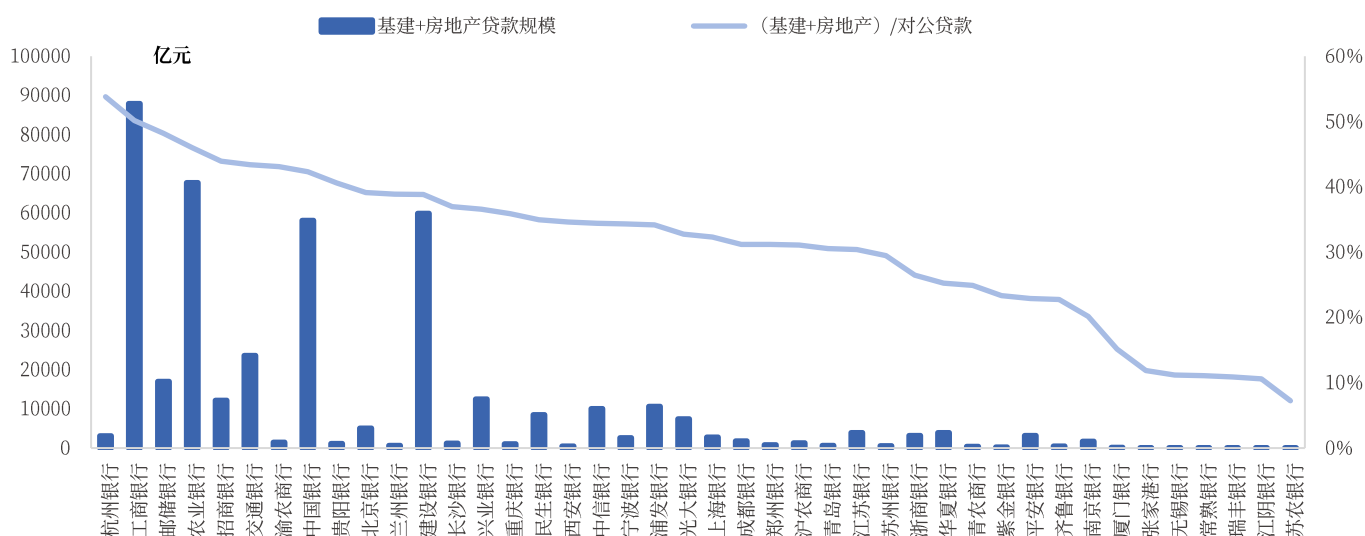
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图20：普惠小微贷款增速



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图21: 2024H1 上市银行基建类+房地产贷款规模及占比

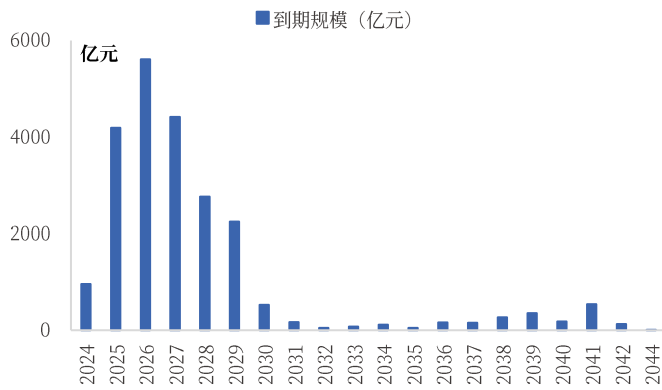


资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

(三) 稳地产政策继续, 利好银行资产质量

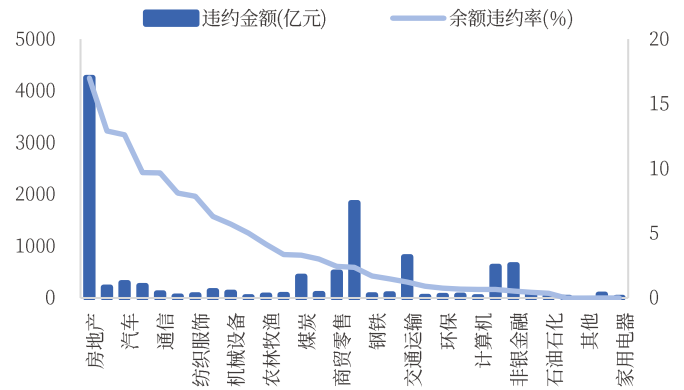
会议提出综合运用专项债、专项资金和税收政策支持推动房地产市场止跌回稳。具体包括, 研究允许专项债用于回收闲置存量储备、收购存量房, 优化保障房供给, 促进房地产市场供需平衡; 取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税政策。考虑到今年后 3 个月, 各地还有 2.3 万亿元的专项债资金可供安排使用, 以及未来提高专项债限额增加, 资金运用空间较大, 有望进一步改善房企现金流, 降低房企信用风险。截至目前, 房企信用债违约金额仍较高, 达 460.57 亿元, 余额违约率约 17%, 为行业最高。结合 9 月 24 日、26 日会议后, 存量房贷利率下调、优惠政策延期、统一首付比例等一系列房地产金融支持措施落地, 在财政货币政策协调配合下, 房企经营状况有望改善, 推动还款能力增强, 有利于银行资产质量改善。从中长期角度来看, 房地产止跌回稳关键在于房企销量企稳回升, 销售回款增加。截至 2024 年 8 月, 房企商品房销售面积同比下降 18%, 降幅较上月有所收窄; 定金及预收款、各项应付款和工程款占本年投资资金来源的比重为 58.27%, 各项资金来源同比仍延续负增长, 但降幅均边际收窄, 其中, 定金及预付款同比下降 30.2%, 较上月收窄 1.5 个百分点。后续实质性改善情况需持续关注销售相关指标。

图22: 未来 20 年房企信用债到期情况



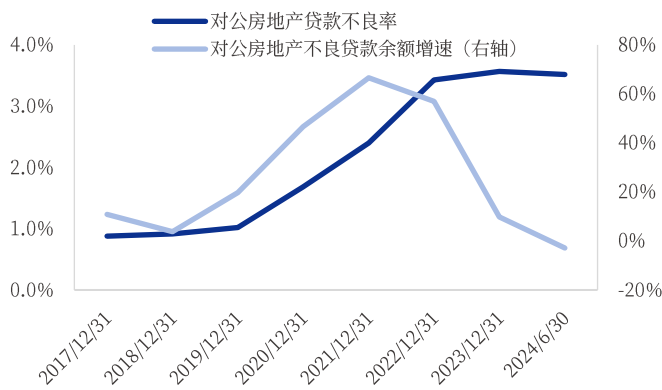
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图23: 房企信用债违约规模及违约率



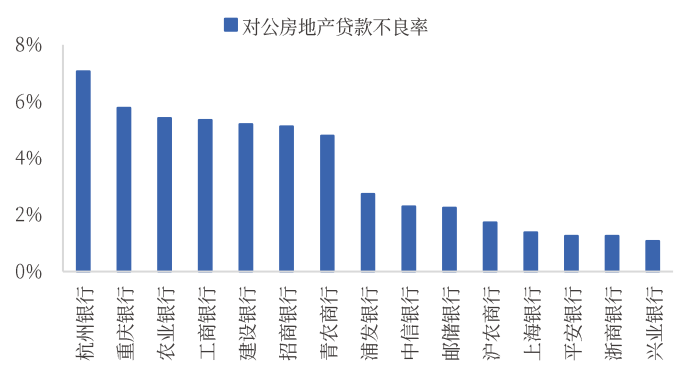
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图24: 样本银行对公不良贷款余额增速及不良率变化



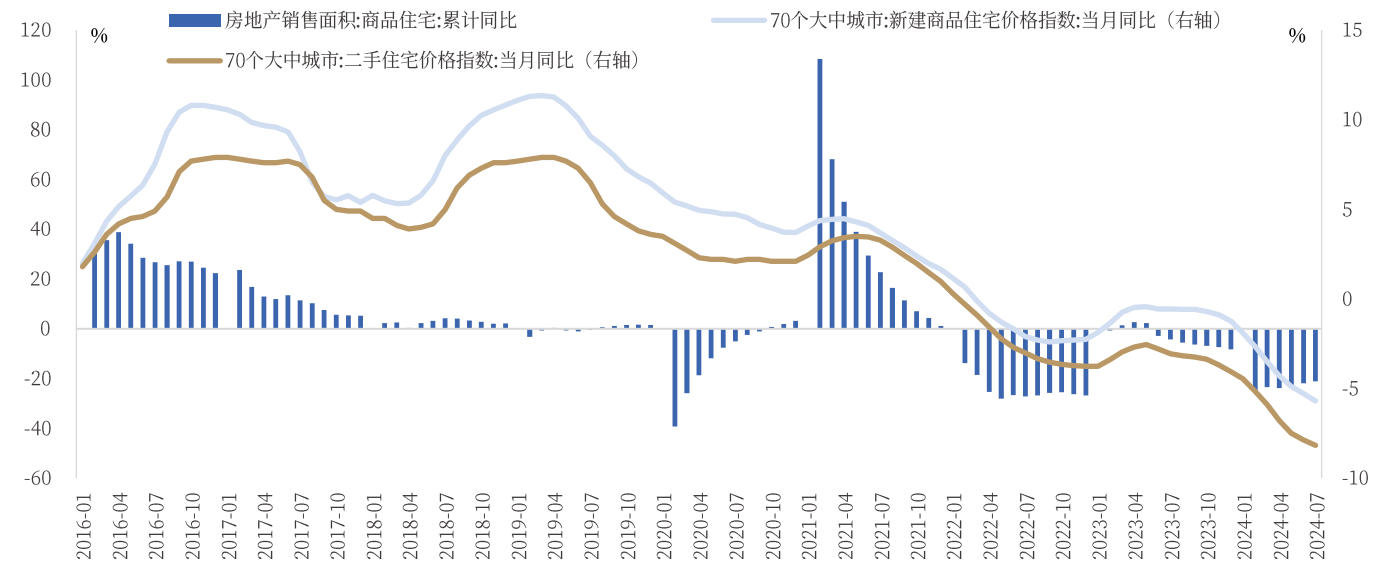
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图25: 样本银行 2024H1 对公房地产贷款不良率



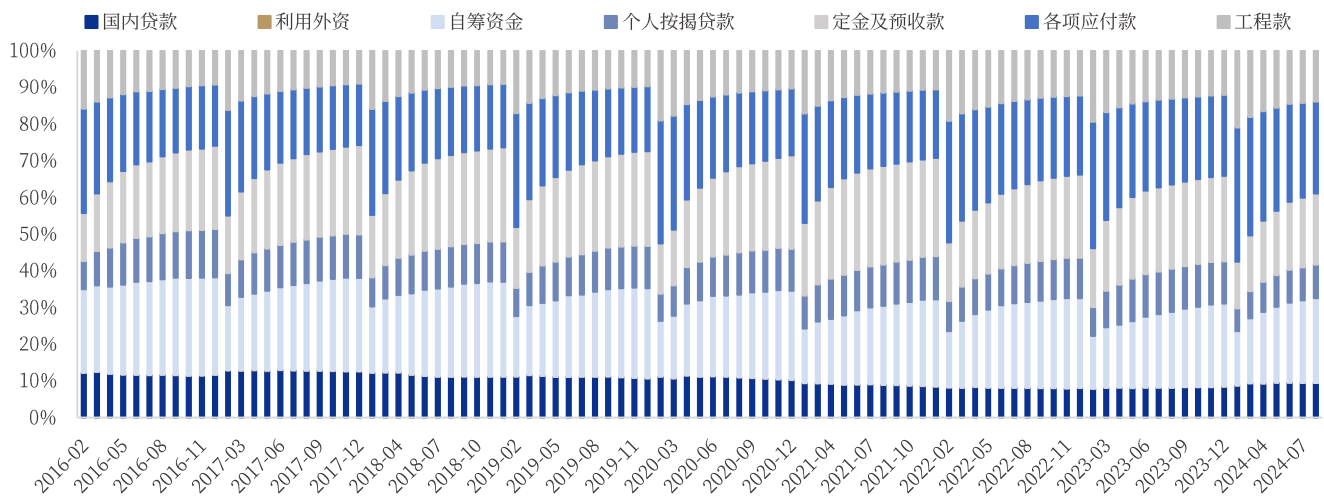
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图26: 商品房销售面积和住宅价格指数情况



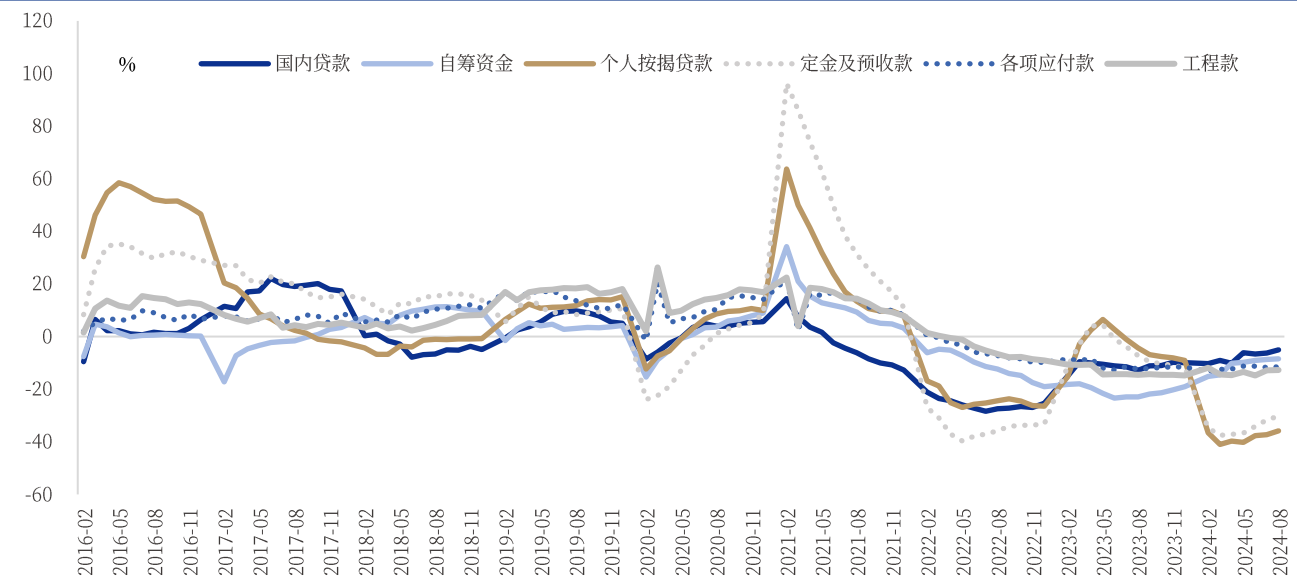
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图27: 房地产投资资金来源结构



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图28: 房地产投资资金主要来源同比增速



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

三、投资建议

一揽子增量政策出台, 加大逆周期调节。地方政府债务风险化解力度加大, 银行参与债务置换短期息差略受拖累, 长期受益于不良资产出清和地方经济基本面改善。发行特别国债补充国有大行资本, 增强大行信贷投放和风险抵御能力。地产政策优化进一步加速商品房去库存, 改善房企流动性, 有助银行资产质量优化。我们继续看好银行板块配置价值, 维持推荐评级。个股方面, 推荐工商银行 (601398)、建设银行 (601939)、邮储银行 (601658)、江苏银行 (600919)、常熟银行 (601128)。

表10: 重点上市公司估值 (2024/10/11)

公司代码	公司名称	BVPS (元)				PB(X)			
		2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
601398.SH	工商银行	8.81	9.55	10.18	10.91	0.51	0.52	0.62	0.57
601939.SH	建设银行	10.87	11.80	12.76	13.75	0.53	0.57	0.64	0.59
601658.SH	邮储银行	7.41	7.92	8.64	9.31	0.63	0.56	0.63	0.59
600919.SH	江苏银行	8.24	8.99	12.92	14.28	0.66	0.60	0.65	0.59
601128.SH	常熟银行	14.81	16.99	9.10	10.40	0.96	0.74	0.80	0.70

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

四、风险提示

经济增速不及预期导致资产质量恶化的风险；利率持续下行导致净息差承压的风险。

图表目录

图 1: 2018 年以来我国再融资债券发行规模.....	4
图 2: 2015-2018 年债务置换债券发行规模	4
图 3: 未来 20 年城投债到期规模	5
图 4: 地方政府债务余额及增速	5
图 5: 地方政府负债率、债务率	5
图 6: 地方政府债限额情况	5
图 7: 我国地方城投债收益率	6
图 8: 我国地方政府债收益率	6
图 9: 六大行债券投资结构按发行人分类.....	6
图 10: 2024H1 六大行基建类贷款不良率.....	7
图 11: 地方化债方式风险权重.....	7
图 12: 各省级行政区专项债发行规模	7
图 13: 六大行核心一级资本充足率.....	10
图 14: 六大行净息差	10
图 15: 六大行归母净利润增速.....	10
图 16: 国有行资本结构	11
图 17: 金融机构贷款余额及增速.....	14
图 18: 制造业和基建中长期贷款增速	14
图 19: 房地产开发贷增速.....	14
图 20: 普惠小微贷款增速.....	14
图 21: 2024H1 上市银行基建类+房地产贷款规模及占比.....	15
图 22: 未来 20 年房企信用债到期情况.....	16
图 23: 房企信用债违约规模及违约率	16
图 24: 样本银行对公不良贷款余额增速及不良率变化.....	16
图 25: 样本银行 2024H1 对公房地产贷款不良率.....	16
图 26: 商品房销售面积和住宅价格指数情况	16
图 27: 房地产投资资金来源结构.....	17
图 28: 房地产投资资金主要来源同比增速	17
表 1: 财政部新闻发布会与银行业相关主要政策.....	3
表 2: 化债对银行息差影响测算	6
表 3: 历史上汇金向国有大行直接注资情况.....	8
表 4: 近 5 年来银行再融资事件	8

表 5: 近 5 年银行可转债累计转股比例前十 (截至 2024/10/11)	8
表 6: 历史上四轮特别国债发行情况 (不含续作)	9
表 7: 特别国债补充大行资本对核心一级资本充足率和增量信贷影响测算.....	9
表 8: 1 年期和 5 年期 LPR 下调 20BP 对上市银行 2025 年净息差影响测算	11
表 9: 存量房贷利率下调 500BP 对上市银行 2025 年净息差影响测算.....	12
表 10: 重点上市公司估值 (2024/10/11)	18

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张一纬，银行业分析师。瑞士圣加仑大学银行与金融硕士，2016年加入中国银河证券研究院，证券从业8年。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn