

新一轮债务置换政策点评

化债缓解银行资产质量担忧

◆ 行业研究 · 行业快评

证券分析师：田维韦 021-60875161
证券分析师：王剑 021-60875165
证券分析师：陈俊良 021-60933163
联系人：刘睿玲 021-60375484

◆ 银行

tianweiwei@guosen.com.cn
wangjian@guosen.com.cn
chenjunliang@guosen.com.cn
liuruilin@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980520030002
执证编码：S0980518070002
执证编码：S0980519010001

事项：

十四届全国人大常委会第十二次会议于11月4日至8日在北京举行，会议表决通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议，并召开发布会。

国信银行观点：本轮债务置换会直接拖累银行净息差和贷款增速，但会大幅缓解市场对于城投基建类贷款不良暴露的担忧。测算结果显示，若债务置换最终涉及到的银行贷款比例达到90%，那么拖累2024-2028年银行业净息差分别下降约6bps、6bps、6bps、2bps和2bps，累计达到22bps；拖累2024-2028年金融机构信贷增速分别下降约1.0%、1.0%、1.0%、0.3%和0.3%，累计为3.5%。同时，化债有助于推动经济复苏，从而全面提振银行业的量价质。因此，从促进实体经济，以及大幅缓解市场对不良暴露担忧层面来看，我们认为本轮化债对银行而言实质上形成比较强的利好。

个股上，短期建议优选信用风险担忧缓解的低估值个股，如渝农商行、兴业银行等；中长期角度，对于追求高弹性超额收益的资金，稳增长政策有望持续发力，经济复苏预期持续增强，建议配置当前具备估值优势的优质高成长性个股，如宁波银行、招商银行、常熟银行和瑞丰银行；对于追求低波动绝对收益的长线资金，稳健高分红的大行仍有较好配置价值。

评论：

◆ 财政部公布一揽子化债方案

本轮债务置换方案包括三部分：（1）增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，分三年安排，2024—2026年每年2万亿元，支持地方用于置换各类隐性债务。（2）从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。（3）2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。

上述三项政策协同发力，2028年之前，地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元，不到原来的六分之一，化债压力大大减轻。

◆ 本轮化债对银行业基本面影响如何？

债务置换会直接拖累银行净息差和贷款增速，但利好银行资产质量改善，尤其是会大幅缓解市场对于城投基建类贷款不良暴露的担忧。

（1）对银行业净息差影响的测算：蓝部长在答记者问时指出，“由于法定债务利率大大低于隐性债务利率，置换后将大幅节约地方利息支出。我们估算，五年累计可节约6000亿元左右。”9月地方政府专项债平均发行利率为2.16%，假设未来用来化债的地方政府专项债平均发行利率保持稳定，则10万亿元化债专项债利息支出合计为2160亿元，因此涉及到的隐债未来五年合计利息支出为8160亿元。

若债务置换最终涉及到的银行贷款比例达到90%，那么拖累2024-2028年银行业净息差分别下降约6bps、

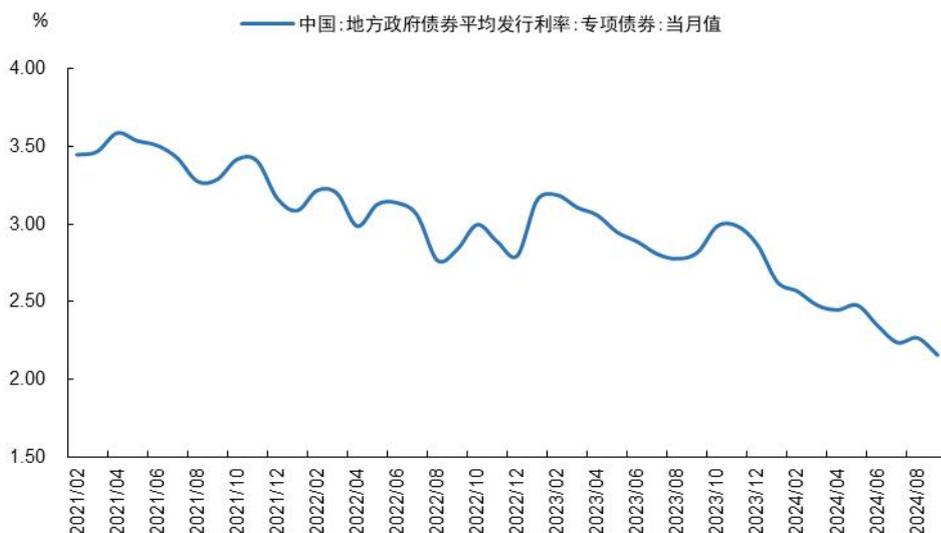
6bps、6bps、2bps 和 2bps，累计达到 22bps。2024 年 6 月末 42 家上市银行生息资产占总资产比重约 92%，假设银行业该数值与上市银行保持一致。2024 年 6 月末银行业总资产规模为 362.2 万亿元，据此测算的银行业生息资产规模约为 333.26 万亿元。本轮债务置换涉及银行贷款，政府拖欠企业账款等，企业拿到政府拖欠企业款后，也有可能减少对银行信贷的要求。因此我们预计本轮债务置换最终涉及到的银行贷款比例较高，如果债务置换最终涉及到的银行贷款比例达到 90%，那么拖累 2024-2028 年银行业净息差分别为 6bps、6bps、6bps、2bps 和 2bps。债务置换最终涉及到的银行贷款比例敏感性测算结果见表 1。我们预计后续政策会多举措降低银行负债成本，部分缓释债务置换对净息差的冲击。

表 1: 化债对银行业净息差的拖累

	化债专项债规模 (亿元) 置换的隐债原来的利息支出 (亿元)		置换贷款不同比例下, 拖累银行业净息差下降幅度 (bps)			
			50%	70%	90%	100%
2024A	28,000	2,285	3	5	6	7
2025A	28,000	2,285	3	5	6	7
2026A	28,000	2,285	3	5	6	7
2027A	8,000	653	1	1	2	2
2028A	8,000	653	1	1	2	2
累计	100,000	8,160	12	17	22	24

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和测算

图 1: 地方政府专项债发行利率

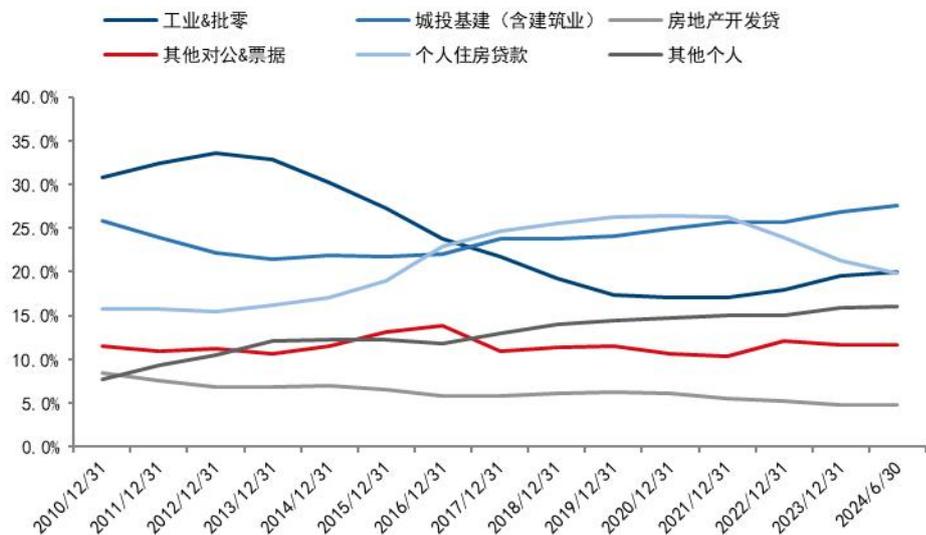


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

(2) 五年累计拖累银行信贷增速下降 3.5%。2024 年 9 月末，金融机构贷款余额 253.6 万亿元，以此为基数。若债务置换最终涉及到的银行贷款比例达到 90%，那么拖累 2024-2028 年金融机构信贷增速分别下降约 1.0%、1.0%、1.0%、0.3% 和 0.3%，五年累计拖累幅度为 3.5%。

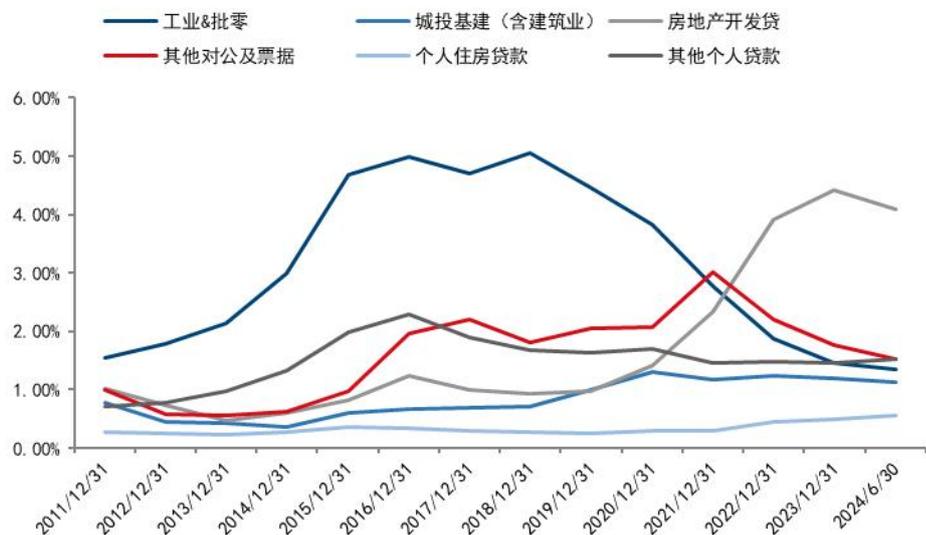
(3) 大幅改善市场对隐债不良暴露的担忧。2024 年 6 月末，上市银行贷款余额投向城投基建领域比例大约为 27.6%，城投基建类贷款不良率 1.13%。2020 年以来城投基建类贷款不良率虽有所上行，但整体仍处在比较低的水平。不过市场对于城投基建类贷款不良暴露的担忧却逐步加剧，这也是压制银行板块估值的重要因素。伴随大规模化债的推进，市场最为担忧的资产质量问题暂时得到缓解。

图2：上市银行贷款投放结构



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：上市银行不同类型贷款不良率水平



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

另一方面，化债有助于推动经济复苏，全面提振银行业的量价质。一是化债减少了地方政府债务利息支出，且专项债期限较长，地方政府政策空间腾出来可以更大力度支持投资和消费、科技创新等，促进经济平稳增长和结构调整。二是腾挪银行信贷空间，同时银行资本占用减少，因为地方政府专项债资本占用明显低于信贷，因此银行未来信贷投放能力增强了，也利好实体经济。

◆ 投资建议：

整体而言，虽然本轮债务置换对银行净息差和信贷增速形成比较大的拖累，但从促进实体经济，以及缓解

市场对银行业资产质量担忧层面来看，我们认为本轮化债对银行实质上形成了比较强的利好。个股上，短期建议优选信用风险担忧缓解的低估值个股，如渝农商行、兴业银行等；中长期角度，对于追求低波动绝对收益的长线资金，稳健高分红的大行仍有较好配置价值；对于追求高弹性超额收益的资金，稳增长政策有望持续发力，经济复苏预期持续增强，建议配置当前具备估值优势的优质高成长性个股，如宁波银行、招商银行、常熟银行和瑞丰银行。

◆ 风险提示：

- 1、经济复苏不及预期，贷款供需格局恶化，带来 2025 年净息差进一步收窄。
- 2、当前房地产利好政策持续加码，政策效果也在逐步显现。但房地产市场影响因素众多，如果房地产景气度进一步下行，房地产贷款不良暴露可能会给银行业基本面带来较大冲击。

相关研究报告：

- 《银行业 2024 年三季报综述-息差同比降幅收窄，资产质量边际下行》——2024-11-05
《复盘中美降息周期中银行估值表现》——2024-11-02
《银行分析框架》——2024-10-21
《银行业 2024 年四季度投资策略-信用风险担忧缓解驱动新一轮机会》——2024-10-18
《六大行为什么需要补充资本-六大行补充核心一级资本点评》——2024-10-15

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032