

评级： 增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

分析师：邓美君

执业证书编号：S0740519050002

Email: dengmj@zts.com.cn

分析师：马志豪

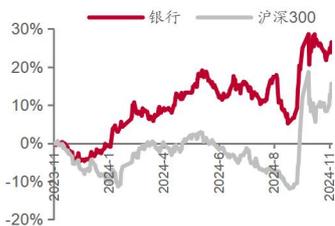
执业证书编号：S0740523110002

Email: mazh@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	42
行业总市值(亿元)	124,658.60
行业流通市值(亿元)	123,463.99

行业-市场走势对比



相关报告

- 《详解基金3Q24银行持仓：被动和北向资金加仓较多》2024-11-05
- 《深度综述与拆分 | 42家上市银行三季报：增速边际小幅提高、息差降幅收窄、资产质量平稳》2024-11-03
- 《银行视角看回购增持贷款：预计企业属性和股息率会成为重要抓手》2024-10-24

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS					PE					评级
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
江苏银行	9.13	1.60	1.69	1.72	1.87	2.13	5.71	5.40	5.29	4.88	4.28	买入
渝农商行	5.58	0.89	0.94	1.01	1.06	1.11	6.27	5.94	5.51	5.25	5.02	买入
沪农商行	7.93	1.14	1.26	1.27	1.29	1.30	6.96	6.29	6.23	6.15	6.08	增持
招商银行	38.80	5.26	5.63	5.81	5.81	5.93	7.38	6.89	6.68	6.67	6.54	增持
农业银行	4.76	0.69	0.72	0.75	0.74	0.75	6.90	6.61	6.35	6.43	6.35	增持

备注：最新股价对应2024/11/08收盘价

报告摘要

- 核心观点：1、本轮政策转向的特点：问题导向，金融政策全积极，财政政策仍处于动态博弈过程之中，预计政策观察窗口期较长，防风险仍为当前政策底层逻辑。2、增量财政政策可期，关注政策投向领域和落实机制。3、风险偏好提升明确，资本市场活跃性有望延续。4、银行受益于化债带来的扩表动能增强和资产质量改善。**
- 本轮政策转向的特点：问题导向，金融政策全积极，财政政策仍处于动态博弈过程之中，预计政策观察窗口期较长。①总体评价：方向明确，投向领域体现出问题导向式的政策思路。从本次增量政策力度来看，政策的转向十分明确；从投向领域来看，体现出问题导向式的政策思路。②财政政策：仍处于动态博弈过程之中，预计政策观察窗口期较长。财政政策未来的投向和力度是动态可调整的，预计政策发力期和经济真空期的环境将会延续一段时间，年底的经济工作会议和明年的两会均为重要观察节点。③金融政策：全积极，力度较大。各类金融政策工具推进落地较快，金融政策全积极态度持续明确。从当前来看，一方面金融政策面临的内外部约束条件压力较小；另一方面金融政策要起到政策先行军的作用，央行在三季度货币政策执行报告中也表示“坚定坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控强度”，金融政策将继续维持全积极的态度。④财政关注领域进一步明确，防风险仍为政策底层逻辑。从政策面近期表态来看，目前政策关注领域排序进一步明确，从优先级来看，依次为：地方政府债务、新质生产力、房地产和消费民生。体现出防风险仍为当前政策底层逻辑。**
- 未来政策展望及对资本市场影响：增量财政政策可期，资本市场活跃性有望延续。政策展望：①增量财政政策可期，财政政策的发力是经济企稳的必要条件，是决策层决心和力度的体现；②关注政策投向领域，在政策转向明确以及化债政策明朗后，财政政策在新质生产力、房地产、消费民生等领域的发力仍然值得期待；③关注政策落实机制，财政政策在实际推进过程中面临的约束条件相对更多，包括落地过程中各层级各部门的协调配合、以及加杠杆过程中产生的外部性问题的应对。因此，财政政策在化债、地产、消费民生等领域的落实机制和堵点的打通值得进一步关注。资本市场展望：①短期来看，风险偏好提升明确，财政政策的动态博弈过程将持续形成预期引导，金融政策保持全积极，资本市场的财富效应可以和扩内需促消费形成正向循环，资本市场活跃性有望延续。②中长期来看，财政政策的力度、投向和落实机制决定经济修复的斜率与持续性，决定资本市场上行的时间和空间。**

- **本轮化债政策梳理及其对银行的影响：银行受益于扩表动能增强和资产质量改善。**
①**化债政策梳理：**规模力度较大；中央加杠杆的力度和方向可继续期待。②**对银行规模影响：**资产扩张动能受益于地方政府压力减轻后发展活力增强，以及风险权重下降对资本的节约，测算可节约银行业核心一级资本 8136 亿元。③**对银行息差影响：**测算对息差的累计负向影响 14.7bp，2024~2028 年分别为 4.6bp、4.2bp、3.9bp、1.0bp 和 1.0bp。④**对银行资产质量影响：**测算本轮置换可通过相关拨备的释放带来信用成本节约 3270 亿元，对 2024~2026 年行业利润每年支撑 3.9%、2027~2028 年每年支撑 1.1%。
- **投资建议：**目前是市场偏好提升+未来经济预期有分歧的阶段，重点推荐有化债收益的优质城农商行，选择基本面确定性大且估值便宜的城农商行；我们持续推荐江苏银行、渝农商行、沪农商行、齐鲁银行、常熟银行；二是如果经济预期持续提升，推荐银行中的核心资产：宁波银行、招商银行、兴业银行；三是经济弱复苏、化债受益，高股息率品种，推荐大型银行：农行、中行、邮储、工行、建行、交行等。
- **风险提示：**政策推进不及预期，经济下滑超预期。

- **事件：**11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过了《全国人民代表大会常务委员会关于批准<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》。

1. 本轮政策转向的特点：问题导向，金融政策全面积极，财政政策仍处于动态博弈过程之中，预计政策观察窗口期较长

- **总体评价：**方向明确，投向领域体现出问题导向式的政策思路。从本次增量政策来看，当前规模总体符合预期，直接增加地方化债资源 10 万亿元。从力度来看，政策的转向十分明确；从投向领域来看，体现出问题导向式的政策思路。
- **财政政策：**仍处于动态博弈过程之中，预计政策观察窗口期较长。在问题导向式的政策思路下，财政政策未来的投向和力度是动态可调整的，取决于政策底层框架、外部国际形势、内部经济社会复苏情况和资本市场环境的动态平衡。预计政策发力期和经济真空期的环境将会延续一段时间，因此，未来仍需保持对财政政策投向和力度的持续观察，年底的经济工作会议和明年的两会均为重要观察节点。
- **金融政策：**全面积极，力度较大。924 金融口会议以来，LPR 与存款挂牌利率调降、存量房贷利率下调、回购增持再贷款以及互换便利（SFISF）等各类金融政策工具推进落地较快，金融政策全面积极态度持续明确。从当前来看，一方面金融政策面临的内外部约束条件压力较小；另一方面兵马要动、粮草先行，金融政策要起到政策先行军的作用，央行在三季度货币政策执行报告中也表示“坚定坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控强度”，我们认为金融政策将继续维持全面积极的态度。
- **财政关注领域进一步明确，防风险仍为政策底层逻辑。**从政策面近期表态来看，目前政策关注领域排序进一步明确，从优先级来看，依次为：地方政府债务、新质生产力、房地产和消费民生。体现出防风险仍为当前政策底层逻辑。通过本轮化债，缓解地方政府压力，在此基础上，腾挪出资源用于经济发展：
①将原本用来化债的资源腾出来，用于促进发展、改善民生；②将原本受制于化债压力的政策空间腾出来，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；③将原本用于化债化险的时间精力腾出来，更多投入到谋划和推动高质量发展中去。

2. 未来政策展望及对资本市场影响：增量财政政策可期，资本市场活跃性有望延续

(1) 政策展望：增量财政政策可期，关注政策投向领域和落实机制

- **增量财政政策可期。**①**财政政策的发力是经济企稳的必要条件：**当前来看，在经济面临下行压力的环境下，房地产市场下行、居民资产负债表收缩、企业

经营活力不足，各类主体加杠杆能力均较弱，因此金融政策的效果相对有限。因此，更加需要财政政策的发力，财政政策的发力是经济企稳的必要条件。

②财政的规模和力度是决策层决心和力度的体现：财政政策的规模和力度反映了政策的底层框架，在当前政策转向明确的背景下，增量财政政策可期。

- **关注政策投向领域。**当前，在政策转向明确以及化债政策明朗后，财政政策在新质生产力、房地产、消费民生等领域的发力仍然值得期待。在问题导向式的政策思路下，预计政策观察窗口期较长，需持续关注财政政策的动态博弈过程对其投向领域的影响。
- **关注政策落实机制。**财政政策在实际推进过程中面临的约束条件相对更多，包括落地过程中各层级各部门的协调配合、以及加杠杆过程中产生的外部性问题的应对。因此，财政政策在化债、地产、消费民生等领域的落实机制和堵点的打通值得进一步关注。

(2) 资本市场展望：风险偏好提升明确，资本市场活跃性有望延续

- **短期来看，风险偏好提升明确，财政政策的动态博弈过程将持续形成预期引导，资本市场活跃性有望延续。**①从近期政策组合拳来看，政策的转向是十分明确的，从而资本市场的底部也较为明确，财政政策的动态博弈过程也将持续形成预期引导；②金融政策保持全面积极的态度，支撑资本市场风险偏好的提升也继续明确；③资本市场的财富效应可以和扩内需促消费形成正向循环，从而政策面对资本市场的关注度也在提升。在此背景下，资本市场的活跃性有望延续。
- **中长期来看，财政政策的力度、投向和落实机制决定经济修复的斜率与持续性，决定资本市场上行的时间和空间。**我们认为，政策的发力期和经济的真实期将延续一段时间，即各项政策持续发力，但经济仍体现出一定的惯性。财政政策的力度、投向和落实机制决定经济修复的斜率与持续性，决定资本市场上行的时间和空间。

3. 本轮化债政策梳理及其对银行的影响：银行受益于扩表动能增强和资产质量改善

(1) 化债政策梳理：规模力度较大；中央加杠杆的力度和方向可继续期待

- **规模力度较大，直接间接共涉及 12 万亿。**本次化债所涉及的规模直接间接共包括 12 万亿元，分为三个层次：①安排 6 万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务，一次报批，分三年实施；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，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元；③2029 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，化债压力大大减轻。

- **政府负债率仍低，政府加杠杆的力度仍有空间。**财政部部长蓝佛安表示，我国政府负债率（债务余额/GDP）为 67.5%，显著低于主要经济体和新兴市场国家。衡量政府债务有负债率和债务率两个口径，过往一般采用债务率指标（地方债务余额/地方综合财力），当前政策面表示负债率仍低或意味着政府加杠杆的力度仍有空间。
- **化债领域压实地方政府责任的方向仍未改变，继续关注中央加杠杆的方向。**本轮化债采用地方债置换隐债，体现出压实地方政府责任的政策底线仍未改变。同时也意味着中央加杠杆的方向和领域仍保持较大的主动性和灵活性，仍可继续保持期待。

（2）本轮化债对银行的影响：增强扩表动能、改善资产质量，息差影响平稳可控

- **规模：资产扩张动能受益于风险权重下降对资本的节约，以及地方政府压力减轻后发展活力增强。**
 - ①**资本节约角度：**地方专项债券的风险权重（20%）低于贷款（75%-100%），债务置换将降低银行资本的消耗。假设置换前相关资产的风险权重为 100%，2024~2028 年 10 万亿相关资产的置换可节约银行业核心一级资本 8136 亿元。
 - ②**扩张动能角度：**将原本用来化债的资源腾出来，用于促进发展、改善民生；将原本受制于化债压力的政策空间腾出来，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；将原本用于化债化险的时间精力腾出来，更多投入到谋划和推动高质量发展中去。从而增强银行信贷投放能力，利好实体经济。
- **息差：节奏平稳，总体可控。**本轮化债持续时间从 2024~2028 年，时间安排上节奏较为平稳，对银行息差的影响也总体可控。根据发布会提及的“五年累计可节约 6000 亿元左右”，结合每年的额度安排，测算对息差的累计负向影响 14.7bp，2024~2028 年分别为 4.6bp、4.2bp、3.9bp、1.0bp 和 1.0bp。
- **资产质量：资产质量预期显著改善，节约信用成本，拨备释放支撑利润。**通过债务置换，城投平台债务被置换成地方政府债券，信用等级明显提升，信用成本将显著下降。假设本轮置换的 10 万亿资产均处于银行体系内，且已按照行业平均拨贷比（3.27%）计提拨备，则本轮置换可通过相关拨备的释放带来信用成本节约 3270 亿元，对 2024~2026 年行业利润每年支撑 3.9%、2027~2028 年每年支撑 1.1%。事实上，通过本轮债务置换带来相关主体债务压力减轻，有望带动更大规模资产的信用成本下行。

图表：化债对银行资本、息差、资产质量的影响（除特殊标注和百分比外，单位为亿元）

		2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	合计
规模	化债规模	28000	28000	28000	8000	8000	100000
	节约核心一级资本	2278	2278	2278	651	651	8136
息差	地方节约利息	1680	1680	1680	480	480	6000
	息差影响(bp)	-4.6	-4.2	-3.9	-1.0	-1.0	-14.7
资产质量	银行节约信用成本	915.6	915.6	915.6	261.6	261.6	3270
	节约信用成本对利润支撑 (以2023年利润为基数)	3.9%	3.9%	3.9%	1.1%	1.1%	/

资料来源：Wind、中国政府网、中泰证券研究所

4. 投资建议与风险提示

- **投资建议：** 目前市场偏好提升+未来经济预期有分歧的阶段，重点推荐有化债收益的优质城农商行，选择基本面确定性大且估值便宜的城农商行；我们持续推荐江苏银行、渝农商行、沪农商行、齐鲁银行、常熟银行；二是如果经济预期持续提升，推荐银行中的核心资产：宁波银行、招商银行、兴业银行；三是经济弱复苏、化债受益，高股息率品种，推荐大型银行：农行、中行、邮储、工行、建行、交行等。

- **风险提示：** 政策推进不及预期，经济下滑超预期。

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。