

目录索引

一、核心要素总结.....	7
二、23 年以来银行股复盘	7
(一) 基本面复盘: 景气度承压, 利润增速向营收增速靠拢.....	11
(二) 行情回顾: 板块估值分化逐步收敛.....	13
三、宏观环境展望: 等待财政	16
(一) 宏观杠杆: 惯性上行.....	16
(二) 实体回报率: 等待价格信号.....	17
(三) 财政: 间歇式发力, 等待合理持续扩张.....	19
(四) 货币: 等待配合财政.....	22
(五) 信用: 继续向名义 GDP 增速靠拢.....	26
四、行业景气度展望: 整体承压与再分化.....	28
(一) 规模: 下半年信贷增速继续回落, 关注财政力度.....	28
(二) 息差: 年内依旧承压, 关注负债端改善.....	31
(三) 中收: 继续承压, 下半年有望企稳.....	33
(四) 其他非息: 预计业绩贡献回落.....	35
(五) 资产质量: 延续稳定, 关注零售小微风险暴露.....	41
专题: 重点领域风险探讨.....	43
专题: 分区域、行业 ROIC	50
(六) 业绩展望: Q2 依旧承压, 下半年有望企稳回升	54
五、投资策略: 重回基本面	55
(一) 流动性展望: 社融增速下台阶, 关注存量迁徙.....	55
(二) 银行投资策略: 重回基本面.....	57
六、风险提示	59

图表索引

图 1: 银行股涨跌幅 VS 利润增速(2023 年)	8
图 2: 银行股涨跌幅 VS 利润增速(24 年以来)	8
图 3: 银行股涨跌幅 VS ROE(2023 年)	8
图 4: 银行股涨跌幅 VS ROE(24 年以来)	8
图 5: 银行股涨跌幅(23 年)VS 公募外资持仓(22 年)	8
图 6: 银行股涨跌幅(24 年来)VS 公募外资持仓(23 年)	8
图 7: 银行股涨跌幅(23 年)VS 股息率(22 年)	9
图 8: 银行股涨跌幅(24 年来)VS 股息率(23 年)	9
图 9: 2023 年 A 股上市银行估值收敛	9
图 10: 2024 年以来 A 股上市银行估值再分化 (截止 2024/6/27)	10
图 11: 拉长来看, 成长性银行超额收益明显	10
图 12: A 股上市银行合计营收、PPOP 和归母净利润同比增速	12
图 13: 上市银行合计 2023A 累计业绩拆分	12
图 14: 上市银行合计 2024Q1 业绩拆分	12
图 15: 银行板块区间涨幅	13
图 16: 银行板块表现复盘	14
图 17: 分板块超额收益复盘	14
图 18: 分板块绝对收益情况	15
图 19: 名义 GDP 增速、债务增速与宏观杠杆率	16
图 20: 分部门宏观杠杆率变化情况	17
图 21: 中国 GDP 增速 (单位: %)	18
图 22: CPI 和 PPI 增速	18
图 23: 工业增加值和社零: 当月增速	18
图 24: 工业增加值和社零: 较 4 年前增幅	18
图 25: 实体回报率与宏观债务效率	18
图 26: 财政仍待持续性扩张 (单位: %)	19
图 27: 【同比多增】财政力度 2-滚动 12 月 (单位: 亿元)	20
图 28: 财政间歇式发力 (单位: 亿元)	20
图 29: 中美赤字率对比	21
图 30: 预计今年财政发力较后置 (单位: 亿元)	21
图 31: 长债利率偏离政策利率 (单位: %)	22
图 32: 目前银行整体超储率回归正常季节性水平	23
图 33: 稳定超储率略低于季节性	23
图 34: 目前法定存款准备准备金率已处于较低位置	24
图 35: 央行对银行债权余额和资产占比	24
图 36: 央行资产端变化 (2024 年 5 月-2015 年 1 月, 亿元)	25
图 37: 央行负债端变化 (2024 年 5 月-2015 年 1 月, 亿元)	25
图 38: 央行需要新的基础货币投放渠道, 购买国债可能会一种选择 (亿元)	26
图 39: 2023 和 2024 年社融增量结构预期 (单位: 万亿)	27

图 40: 社融增速预估	27
图 41: 信贷增速预估	28
图 42: 银行体系资产增速与社融、M2 趋势一致 (%)	29
图 43: 各类型贷款同比增速	29
图 44: 各类型银行总资产同比增速 (%)	30
图 45: 银行持有各类债券规模占存量比重	30
图 46: A 股上市银行合计及子板块净息差 (测算值)	31
图 47: 生息资产收益率 (测算值)	32
图 48: 计息负债成本率 (测算值)	32
图 49: 不同类型 A 股上市银行息差差值与 3 个月 SHIBOR	32
图 50: 不同类型 A 股上市银行计息负债成本率差值与 3 个月 SHIBOR	33
图 51: 上市银行合计及子板块手续费及佣金净收入同比增速	34
图 52: 22 年以来单季度公募基金代销规模下行	34
图 53: 上市银行合计及子板块其他非息收入同比增速	36
图 54: 不同类型 A 股上市银行单季度其他非息对归母净利润增速贡献与十年国开利率	37
图 55: 不同类型 A 股上市银行单季度其他非息同比增速与十年国开利率	37
图 56: 不同类型 A 股上市银行单季度其他非息同比增速与十年国开利率	38
图 57: 当前人民币贬值压力较大	38
图 58: 上市银行公司、零售和整体不良率	41
图 59: 2021 年以后零售不良率系统上升	41
图 60: 上市银行不良生成率和信用成本	42
图 61: 各类型上市银行逾期/不良	42
图 62: 老 16 家上市银行制造业贷款占比及不良	43
图 63: 老 16 家上市银行对公房地产贷款占比及不良	43
图 64: 老 16 家租赁及商务服务贷款占比及不良	43
图 65: 老 16 家上市银行个人经营贷款占比及不良	43
图 66: 上市银行平均抵押类贷款占比情况	45
图 67: 显性房地产领域债务总规模 (数据截至 2023/12/31)	48
图 68: 隐含不良率、上市非金融公司 ROIC 与一般贷款利率的差值	50
图 69: 隐含不良率下降、不良率+关注率保持低位	51
图 70: 上市非金融企业 ROIC (按行业划分)	53
图 71: 上市非金融企业隐含不良率 (按行业划分)	53
图 72: A 股上市银行合计营收同比增速、归母净利润同比增速	54
图 73: 不同类型 A 股上市银行营业收入同比增速	55
图 74: 不同类型 A 股上市银行归母净利润同比增速	55
图 75: 银行理财规模 (万亿元)	56
图 76: 保险公司资产总额增速	56
图 77: 公募基金份额增速	57
图 78: A 股上市银行 PB 估值与 ROE	58
图 79: 名义净资产 PBVS 超额拨备还原净资产 PB 估算	58
图 80: 若超额拨备通过 3 年释放, 上市银行回拨前后 PB-ROE 变化情况	59

表 1: 核心要素打分表 (打分范围为-2 至 2, 单位: 分)	7
表 2: 部分股份行代销基金、代销保险手续费收入及占比 (单位: 亿元)	35
表 3: 上市银行其他非息收入结构以及其他综合收益环比变动 (2024Q1)	39
表 4: 上市银行各类其他非息收入占营收比重以及其他综合收益环比变动(2024Q1)	40
表 5: 上市银行分行业不良率情况 (%)	42
表 6: 上市银行按揭不良率情况 (%)	44
表 7: 上市银行非按揭抵押贷款占比 (%)	45
表 8: 上市银行个人经营贷不良率情况 (%)	46
表 9: 上市银行涉房贷款占比、资产质量 (数据截止 2023A, 2024/6/27)	49
表 10: 上市非金融企业 ROIC (按区域划分)	51
表 11: 上市非金融企业隐含不良率 (按区域划分)	52

一、核心要素总结

表 1：核心要素打分表（打分范围为-2至2，单位：分）

维度频率	因素	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2E	24Q3E	24Q4E	核心矛盾
高维低频 (5年以上)	杠杆率	0	2	0	0	0	2	1	0	0	名义增速低位
	实体回报	-2	2	0	0	0	0	0	0	1	名义 GDP 增速回升
中维中频 (1到3年)	财政	-1	-1	-2	0	1	0	0	1	1	等待发力
	货币	-1	-2	1	1	0	1	0	1	0	等待配合财政
	信用	-2	1	-1	-1	-1	-2	-2	-1	0	信贷挤水分
低维高频 (1年内)	股市流动性	1	0	-1	0	0	1	-1	0	1	等待预期恢复
	行业比较	0	1	0	0	0	0	0	0	-1	让利滞后压力
	市场预期	1	1	0	-1	-1	-1				
银行基本面	行业景气度	-2	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	基本面继续磨底
	规模增长	0	2	-2	-1	1	-2	-2	0	0	金融数据挤水分
	息差	-2	-2	0	-1	-2	-2	0	0	0	下半年企稳
	资产质量	0	2	0	0	0	0	-1	-1	-1	滞后压力
银行股行情	绝对收益	1	0	0	1	-1	2	1	1	0	机构资金再配置
	相对收益	0	-2	1	2	-1	2	2	0	-1	等待预期恢复

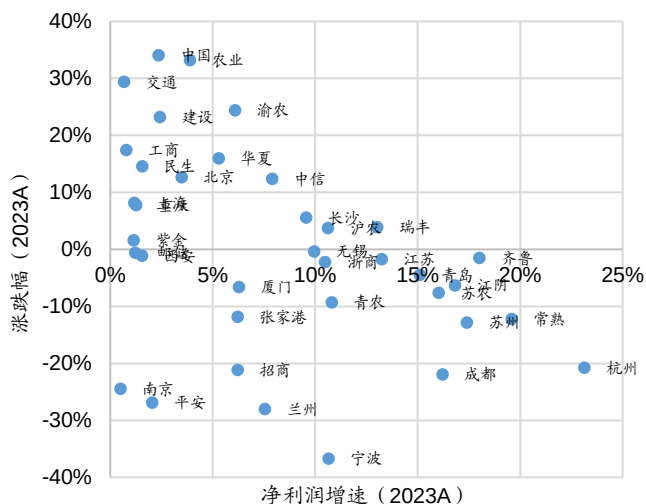
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：分值越高则相对更为乐观

二、23年以来银行股复盘

2023年，银行股涨幅前五是中国银行、农业银行、交通银行、渝农商行、建设银行，跌幅前五为宁波银行、兰州银行、平安银行、南京银行、成都银行，个股涨跌幅与业绩增速和ROE呈现负相关关系，主要原因在于市场优势因子是股息率，而高业绩增速和高ROE银行在22年末时估值和机构持仓相对较高，股息率相对较低，从而导致23年高业绩增速和高ROE银行相对跑输。2024年至今，银行股涨幅前五为南京银行、成都银行、常熟银行、杭州银行、交通银行，跌幅前五为郑州银行、兰州银行、西安银行、瑞丰银行、民生银行，我们看到银行股涨跌幅开始与ROE、业绩增速呈现出一定正相关性，主要原因在于随着前期的下修，一些高业绩增速和高ROE银行的股息率也明显提高，股息率作为市场优势因子的环境下，高业绩增速和高ROE银行的估值获得了一定修复。

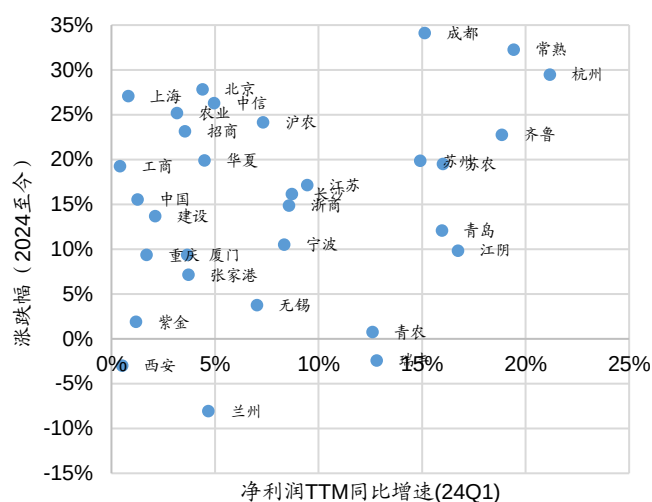
23年至今，银行股整体经历了一轮估值收敛和再分化，PB-ROE体系下，目前银行个股间的估值与基本面处于静态匹配状态，即使股息率因子优势延续，市场也会去寻找股息率可持续或可增长的标的，而且拉长来看，银行板块内成长因子会有长期超额收益，所以我们认为，未来一段时间，银行股的定价需要重回基本面。

图1：银行股涨跌幅VS利润增速(2023年)



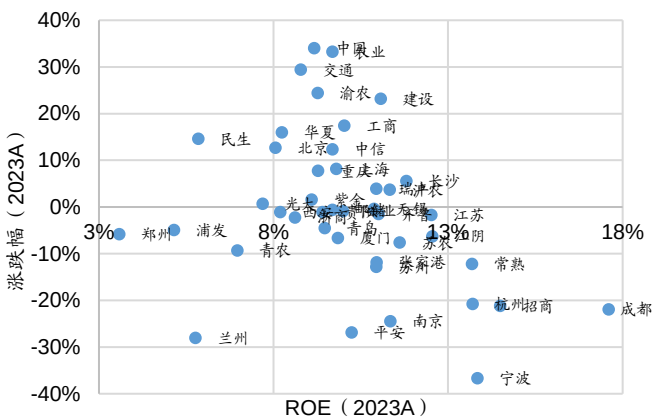
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：银行股涨跌幅 VS 利润增速(24 年以来)



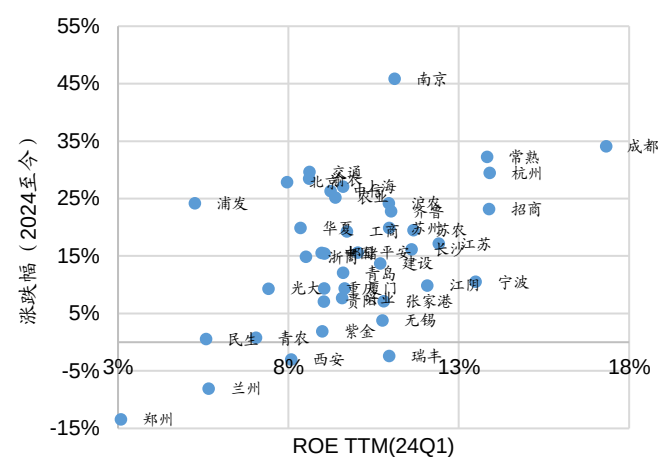
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，注：截至 24/6/27

图3：银行股涨跌幅VS ROE(2023年)



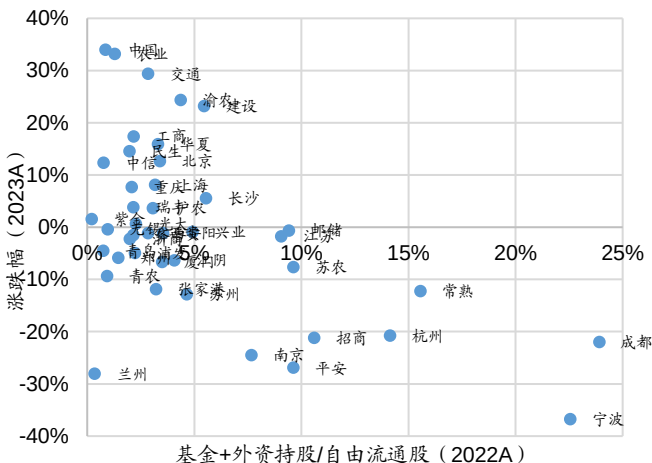
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：银行股涨跌幅 VS ROE(24 年以来)



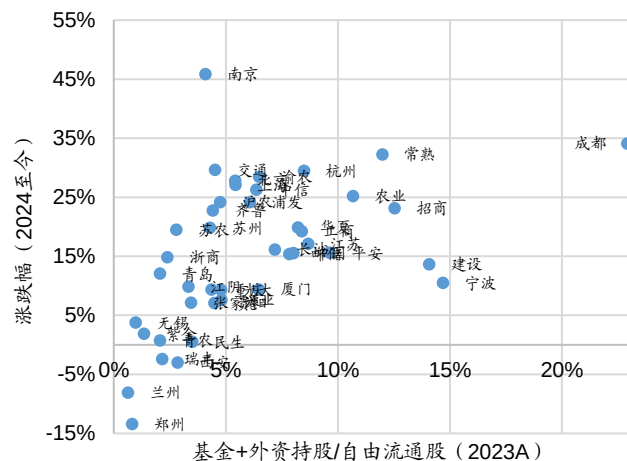
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，注：截至 24/6/27

图5：银行股涨跌幅(23年)VS公募外资持仓(22年)



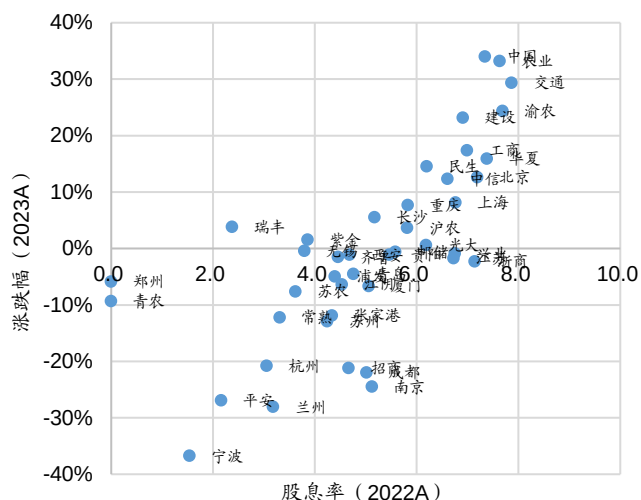
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：银行股涨跌幅(24 年来)VS 公募外资持仓(23 年)



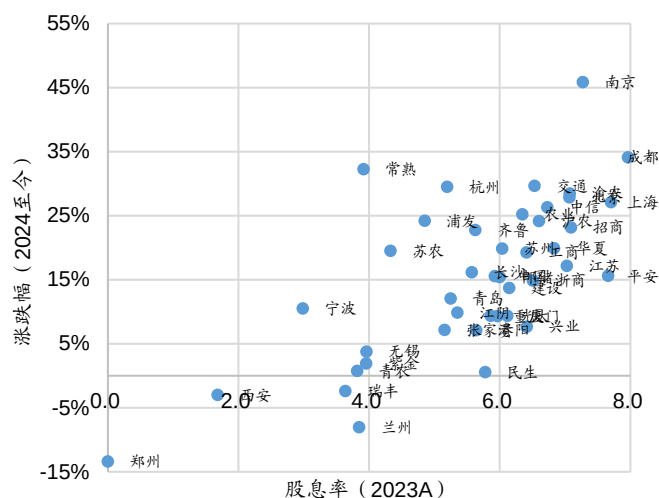
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，注：截至 24/6/27

图7：银行股涨跌幅(23年)VS股息率(22年)



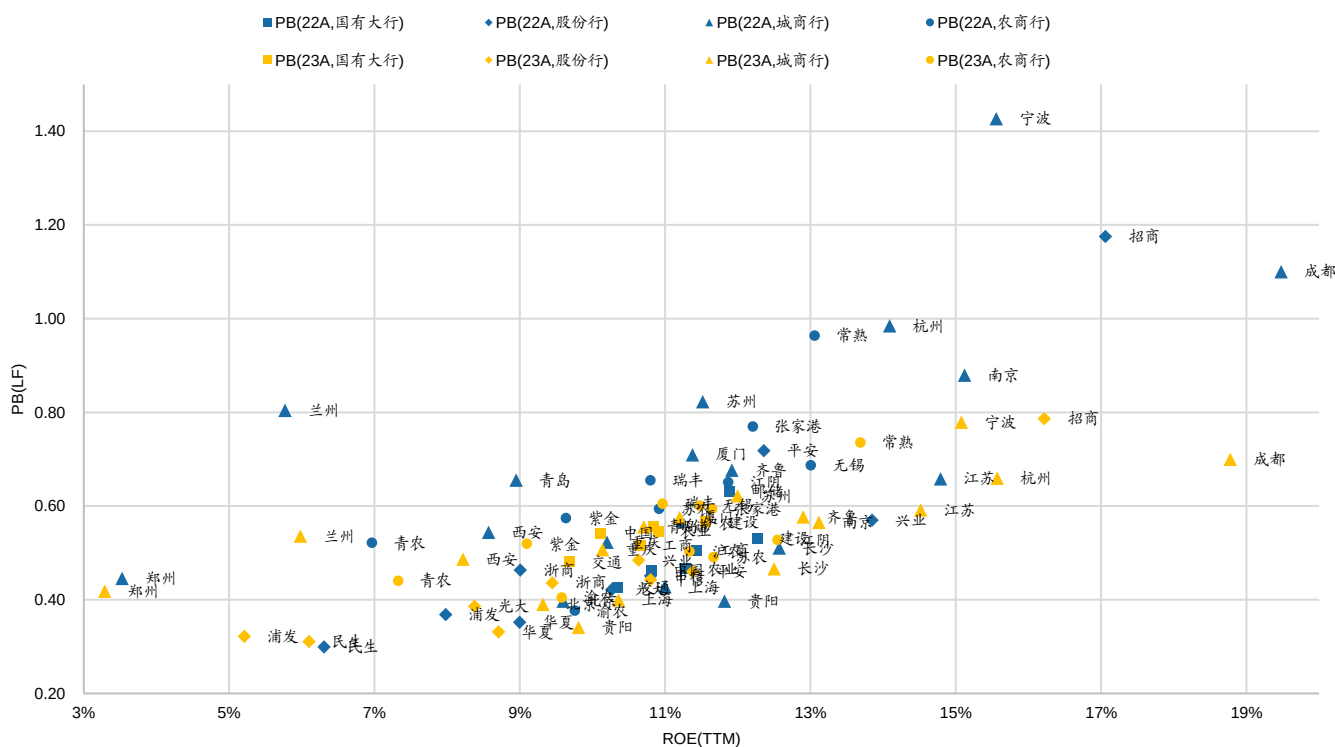
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：银行股涨跌幅(24年来)VS股息率(23年)



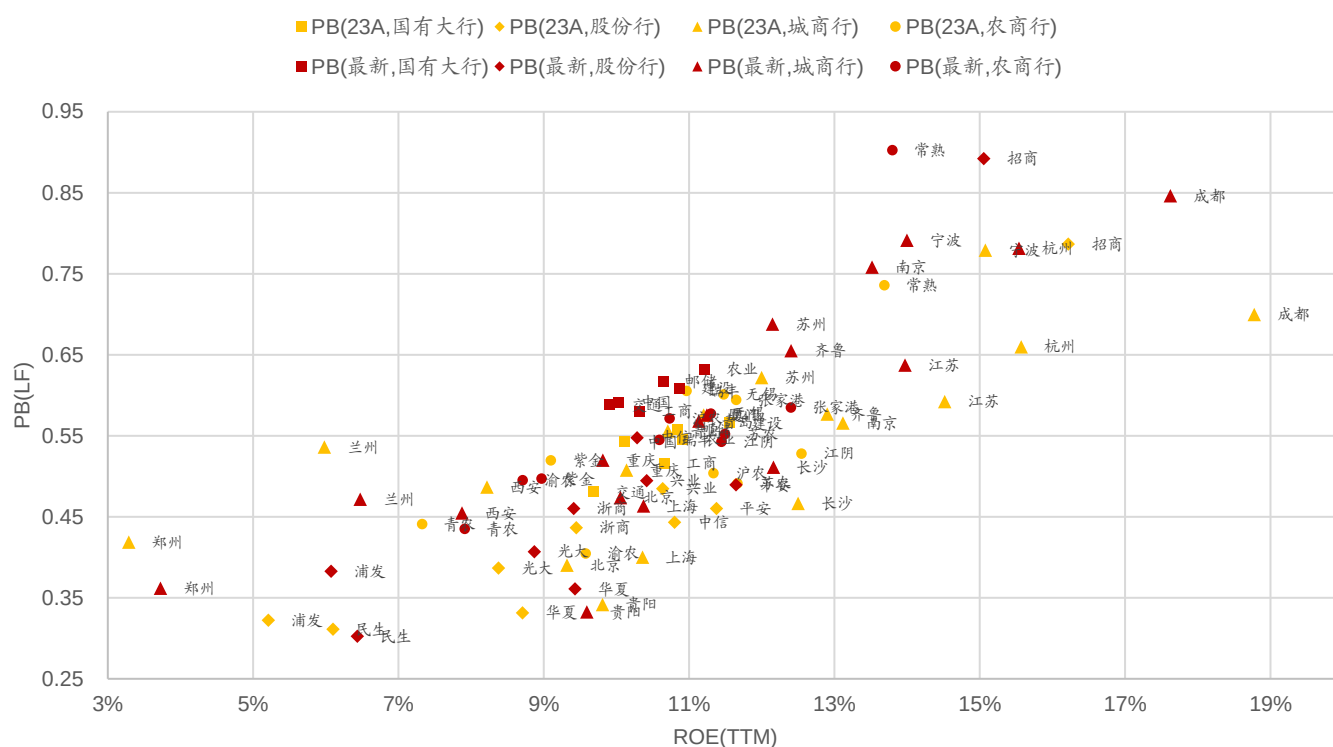
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，注：截至 24/6/27

图9：2023年A股上市银行估值收敛



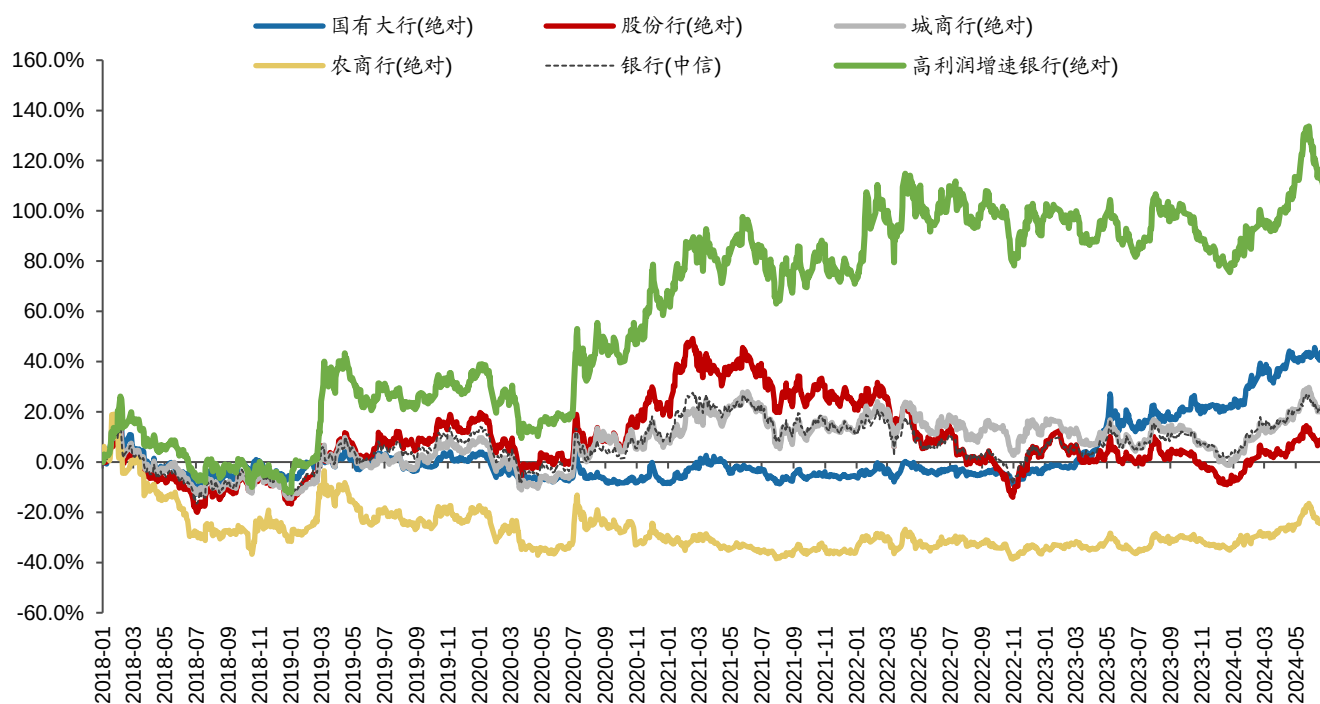
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 10: 2024年以来A股上市银行估值再分化 (截止2024/6/27)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 拉长来看, 成长性银行超额收益明显



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 银行指数为中信行业指数:银行, 国有大行为中信行业指数:国有大型银行III, 股份行为中信行业指数:全国性股份制银行III, 城商行为中信行业指数:城商行, 农商行为中信行业指数:农商行, 高利润增速银行为净利润同比增速处于上市银行前 1/5 的银行

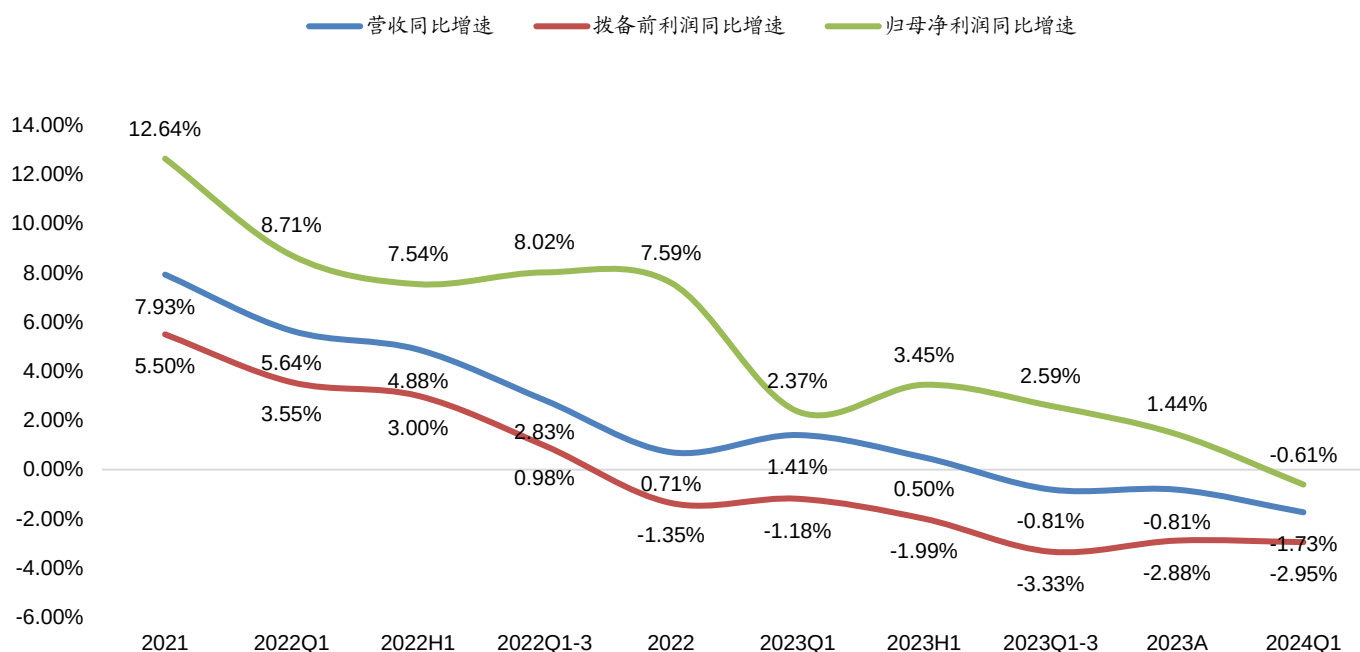
（一）基本面复盘：景气度承压，利润增速向营收增速靠拢

与我们年度策略《新范式与新平衡》预期一致，上市银行23年业绩增速延续放缓趋势，24Q1受重定价、保险基金降费政策影响，息差和中收两个核心营收变量继续走弱，而受益于债市利率下行，其他非息收入业绩贡献保持高位，部分银行处置金融资产兑现收入，在行业整体业绩承压的趋势下实现了更高的营收增速。同时，部分资产质量优质、不良生成稳定的区域行通过拨备释放实现了较高的归母净利润增速。

具体来看，（1）信贷增长放缓，主要受信贷节奏平滑指导、有效需求偏弱等因素影响，零售贷款增长疲弱，对公贷款提供主要增量；（2）息差降幅同比收窄，资产端收益率延续下降趋势，负债成本普遍边际改善，城农商行息差边际企稳；（3）中收增速继续回落，主要受降费减负政策、银保渠道降费落地影响，同时经济预期偏弱，财富管理业务景气度也欠佳；（4）其他非息实现了较大幅度的同比多增，主要得益于债市利率下行在交易端的贡献；（5）资产质量保持稳健，但关注率、逾期率出现明显边际回升，零售贷款不良率也出现上升趋势，信用成本同比继续下行，拨备释放放缓。

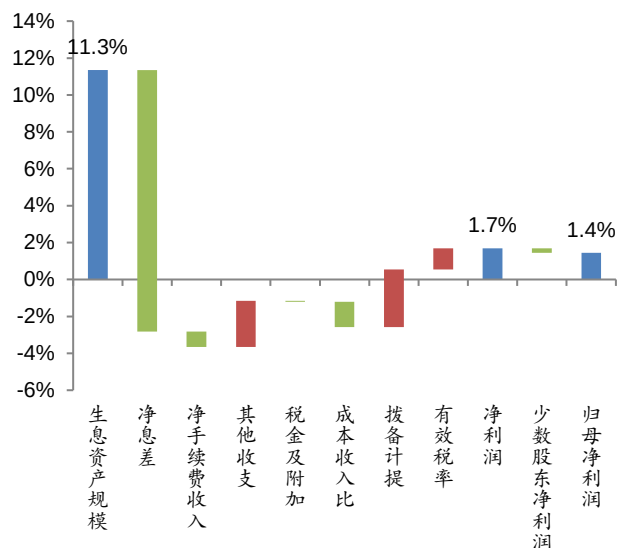
未来业绩预期：当前银行经营景气度继续承压，但考虑到基数原因，上半年营收增速有望见底，中性情况下，预计24年上市银行合计营收和归母净利润同比增速在零附近。资产质量优质的城农商行预计依然能实现超越行业的业绩表现。具体来看（1）规模增长方面，上半年，信贷需求偏弱、信贷挤水分、政府债融资偏慢，带动银行规模扩张增速明显下行，考虑到去年信贷投放节奏前置，预计下半年信贷增速逐步趋稳，叠加下半年政府债融资回归政策节奏，银行规模增速有望企稳；（2）息差年内依旧承压，关注负债端改善。资产端，虽然Q1重定价压力已释放，但存量相对高收益资产到期，新增资产收益相对较低，导致整体资产端收益率下行压力仍在。负债端，虽然短期内存款定期化趋势难以反转，但23年至今银行已完成了多轮存款挂牌利率下调，银行也在积极优化存款期限结构，成效持续释放，同时今年手工补息整改预计也将进一步改善负债端成本。总体来看，今年后续季度息差依旧承压，存款年内到期占比高，核心存款经营能力强的银行表现或好于行业平均；（3）中收仍在走弱，但年初以来理财需求明显回升，后续有望为中收增长提供有效支撑，同时去年中收走弱除了资本市场波动、消费走弱等影响外，保险、基金降费为一大拖累因素，由于保险基金降费等让利政策开始于23年中，基数效应下预计24年全年中收增速前低后高；（4）其他非息方面，今年Q2以来长债利率低位震荡，考虑到汇率压力加剧，央行降息意愿偏弱，预计后续继续下探空间有限，且部分银行于今年Q1兑现浮盈，预计Q2开始其他非息收入的营收贡献开始走弱。全年来看，去年营收增速前高后低，银行营收增速基数前高后低，综合考量息差、中收、其他非息趋势，预计二三季度和下半年营收增速保持承压，各家银行利润增速也将继续向营收增速收敛，业绩相对趋势的分化核心源自存量超额拨备的厚度和新生不良带来的信用成本差异。

图 12: A股上市银行合计营收、PPOP和归母净利润同比增速



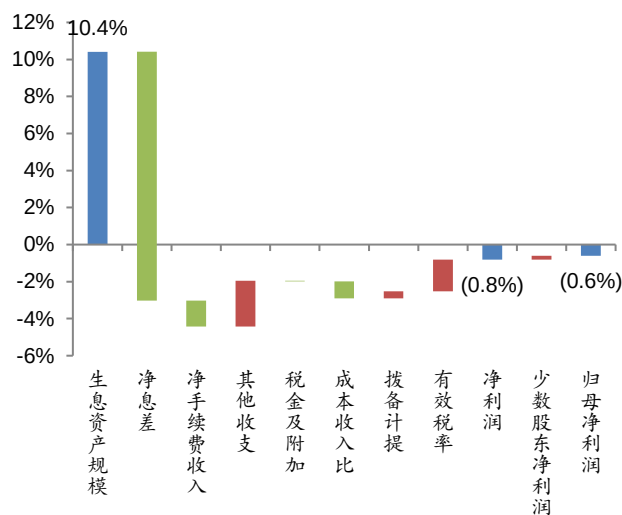
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 上市银行合计2023A累计业绩拆分



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 上市银行合计2024Q1业绩拆分



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 行情回顾：板块估值分化逐步收敛

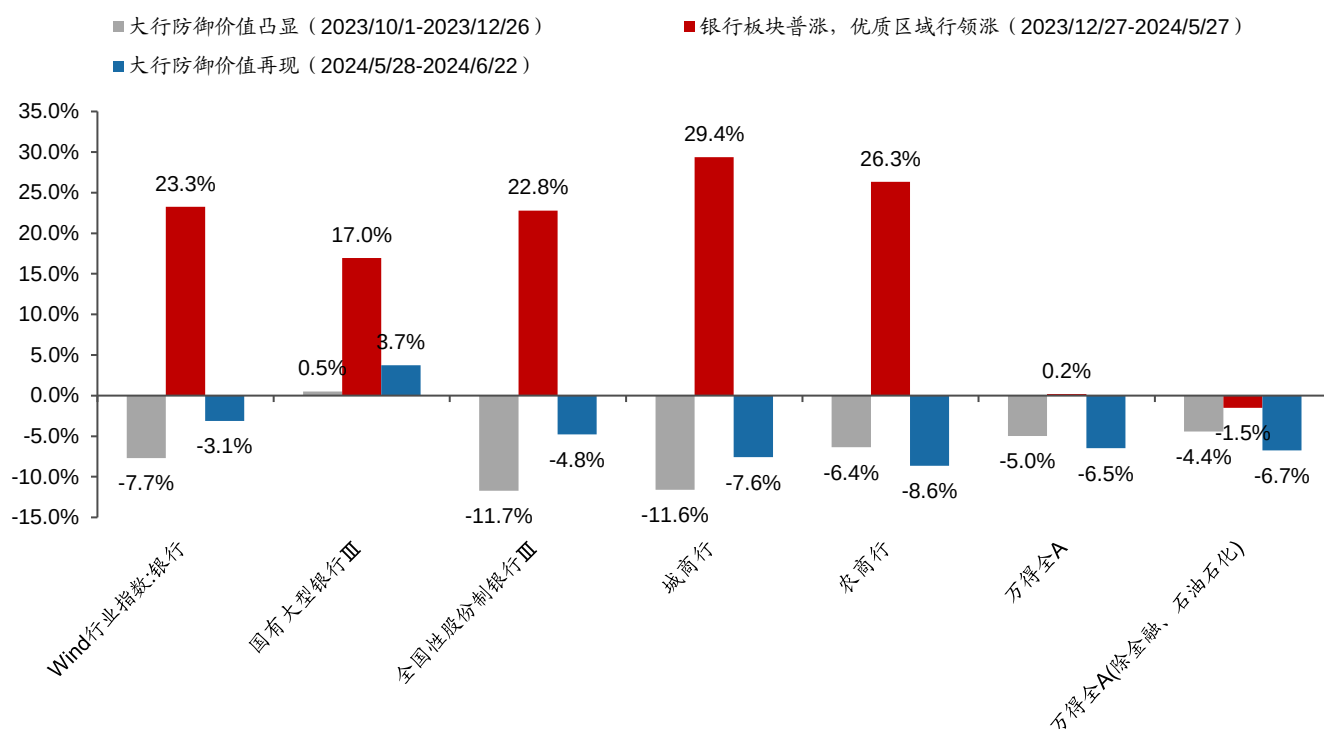
根据Wind数据，复盘银行板块2023年10月以来的表现（见图5和图6），大致可以划分为三个阶段：

大行防御价值凸显（2023年10月1日至-2023年12月26日）：经济弱复苏，叠加存量房贷利率下调，银行息差不断收窄，板块整体表现不佳（银行板块下跌7.7%，万得全A下跌5.0%），汇金增持四大行，国有大行表现好于其他板块，体现出防御价值，这个阶段国有大行(+0.5%)>农商行(-6.4%)>城商行(-11.6%)>股份行(-11.7%)。

银行板块普涨，优质区域行领涨（2023年12月27日至-2024年5月27日）：年初保险开门红，长久期资金增加，政策维稳资本市场，同时监管连续出台政策降低银行负债成本、稳定房地产预期（下调存款准备金率、经营性物业贷款管理要求、央行表态防止利率过低导致内卷式竞争加剧和资金空转等），叠加经济金融数据较好，板块普遍上涨，既有绝对收益也有相对收益（银行板块上涨23.3%，万得全A上涨0.2%），优质区域行领涨，这个阶段城商行(+29.4%)>农商行(+26.3%)>股份行(+22.8%)>国有大行(+17.0%)。

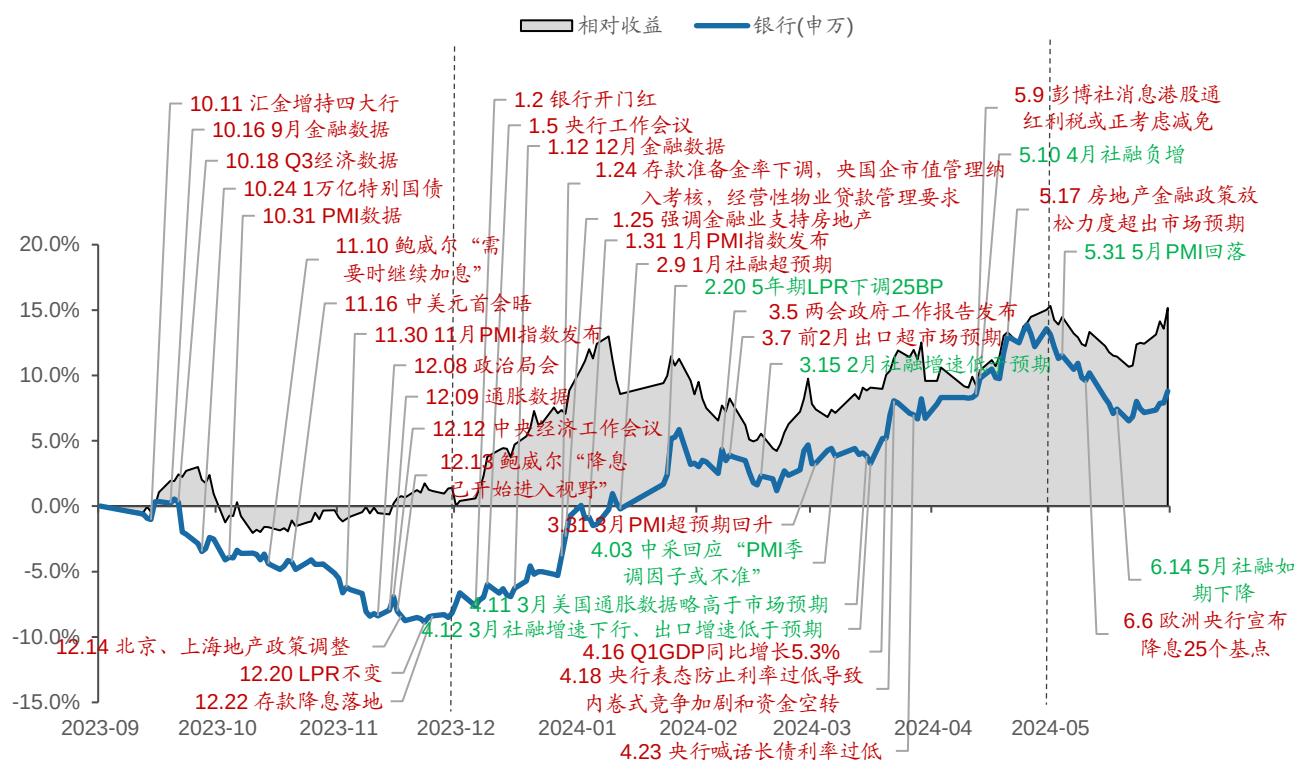
大行防御价值再现（2024年5月28日-2024年6月27日）：金融数据偏弱，板块逐步进入分红期，指数权重调整中银行纳入情况低于预期，导致银行跟随市场回调，（银行板块下跌3.1%，万得全A下跌6.5%），国有大行防御价值再现，这个阶段国有大行(+3.7%)>股份行(-4.8%)>城商行(-7.6%)>农商行(-8.6%)。

图 15：银行板块区间涨幅



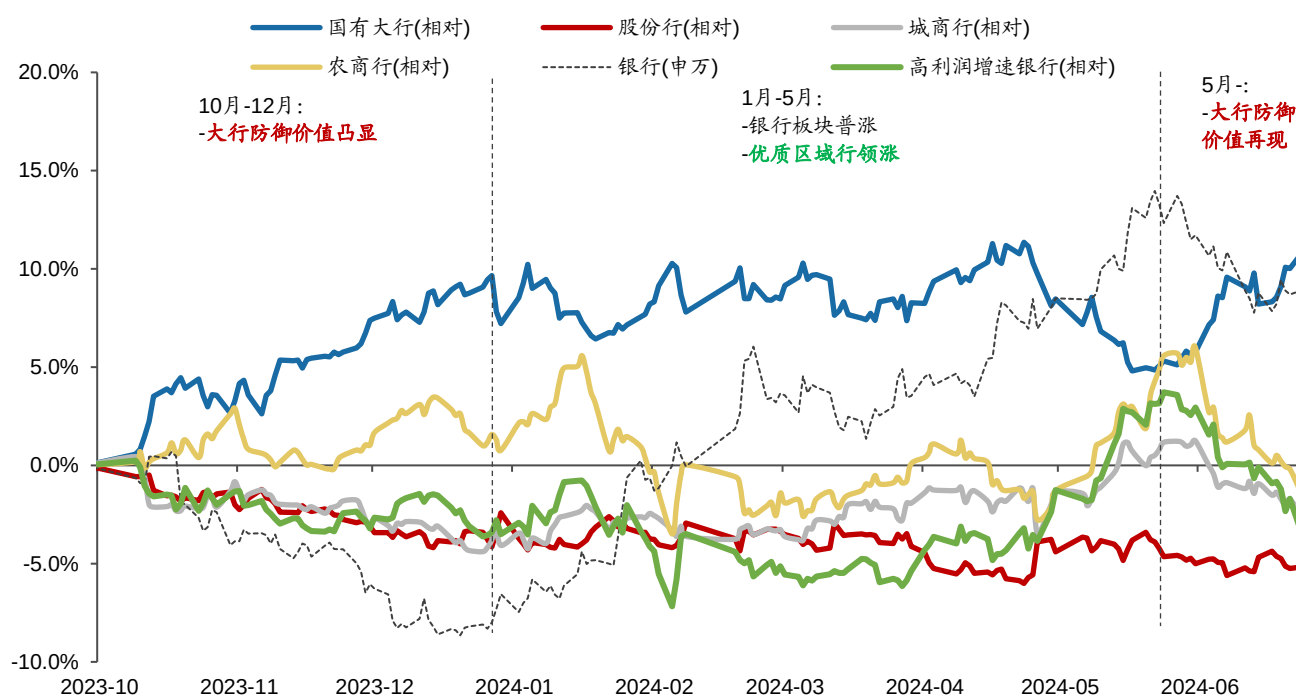
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：银行指数为 Wind 行业指数:银行

图 16：银行板块表现复盘



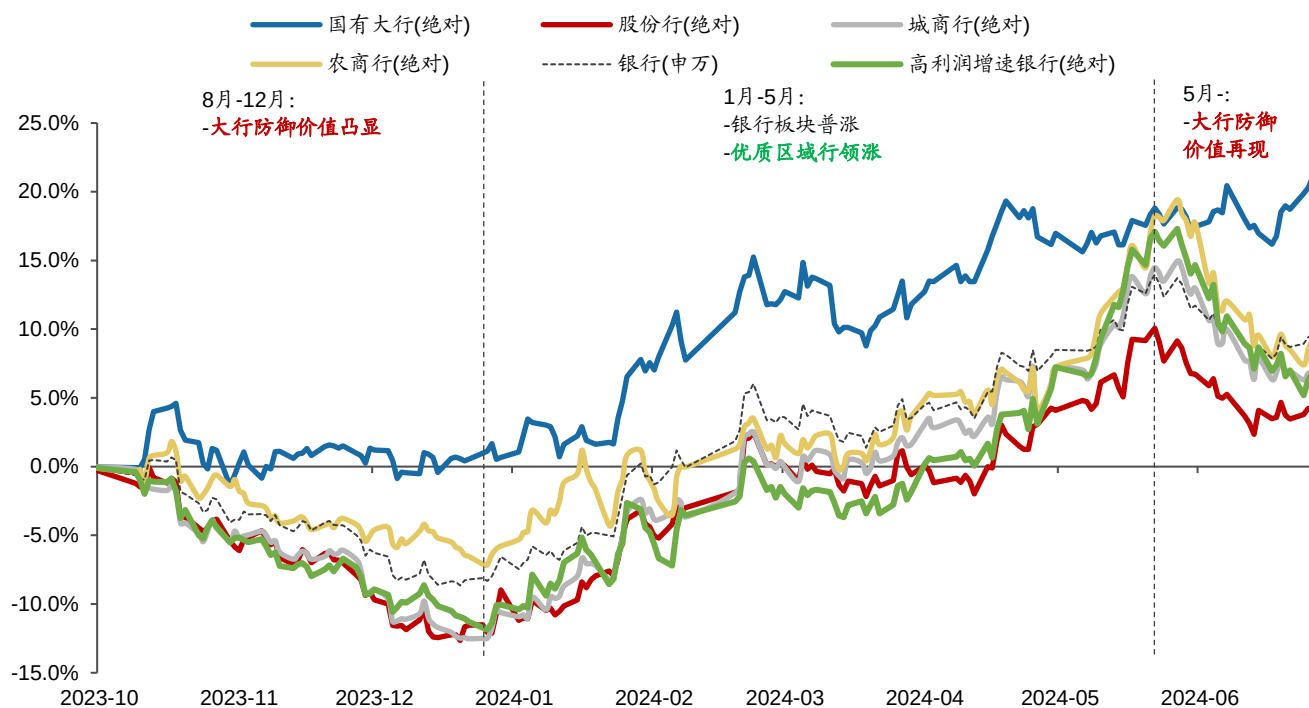
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：相对收益为银行（申万）累计收益率减沪深 300 累计收益

图 17：分板块超额收益复盘



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；银行指数为中信行业指数:银行，国有大行为中信行业指数:国有大型银行Ⅲ，股份行为中信行业指数:全国性股份制银行Ⅲ，城商行为中信行业指数:城商行，农商行为中信行业指数:农商行，高利润增速银行为净利润同比增速处于上市银行前 1/5 的银行

图 18: 分板块绝对收益情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 银行指数为中信行业指数:银行, 国有大行为中信行业指数:国有大型银行III, 股份行为中信行业指数:全国性股份制银行III, 城商行为中信行业指数:城商行, 农商行为中信行业指数:农商行, 高利润增速银行为净利润同比增速处于上市银行前 1/5 的银行

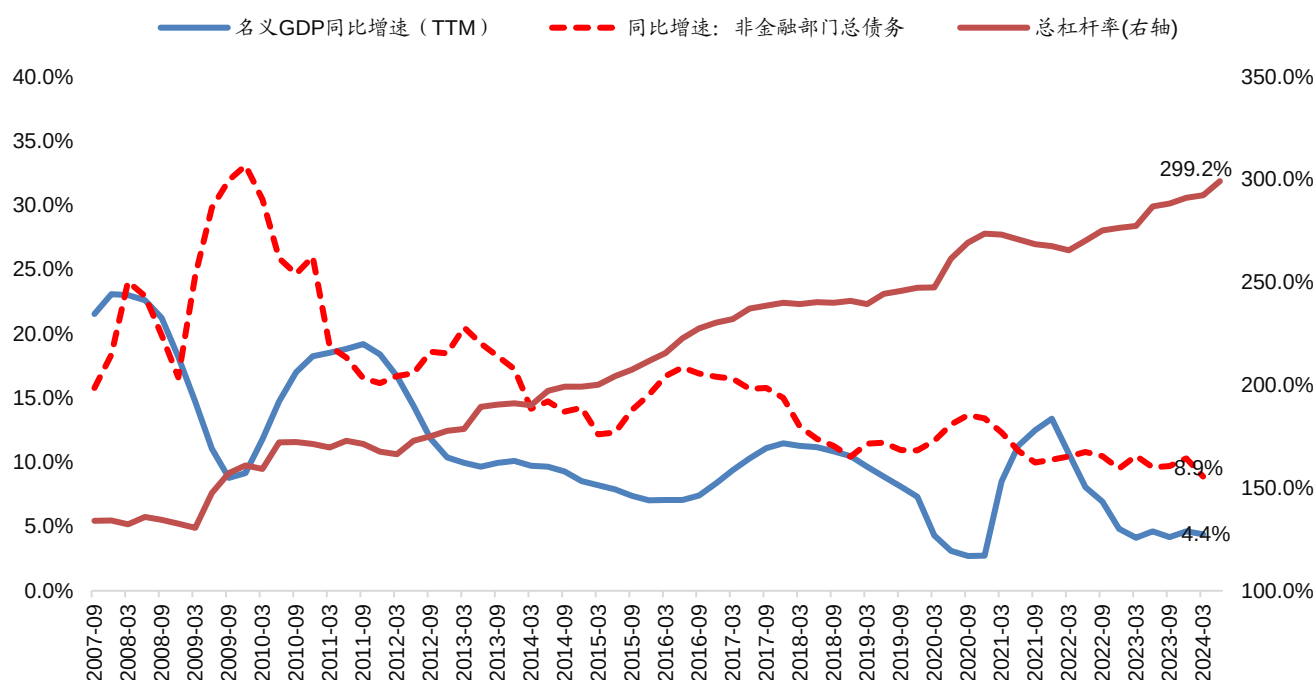
三、宏观环境展望：等待财政

（一）宏观杠杆：惯性上行

宏观债务方面，根据Wind数据，过去五个季度（23Q1-24Q1）我国非金融部门债务增速分别为10.5%、9.6%、9.7%、10.3%和8.9%，宏观债务增速有所回落，但整体维持在相对中高位，然而名义GDP增速并未明显回升，与宏观债务增速的差值仍在高位扩大，进而导致宏观杠杆率惯性上涨，根据我们测算，过去五个季度（23Q1-24Q1）宏观杠杆率分别为286.9%、288.4%、291.2%、292.4%、299.2%。

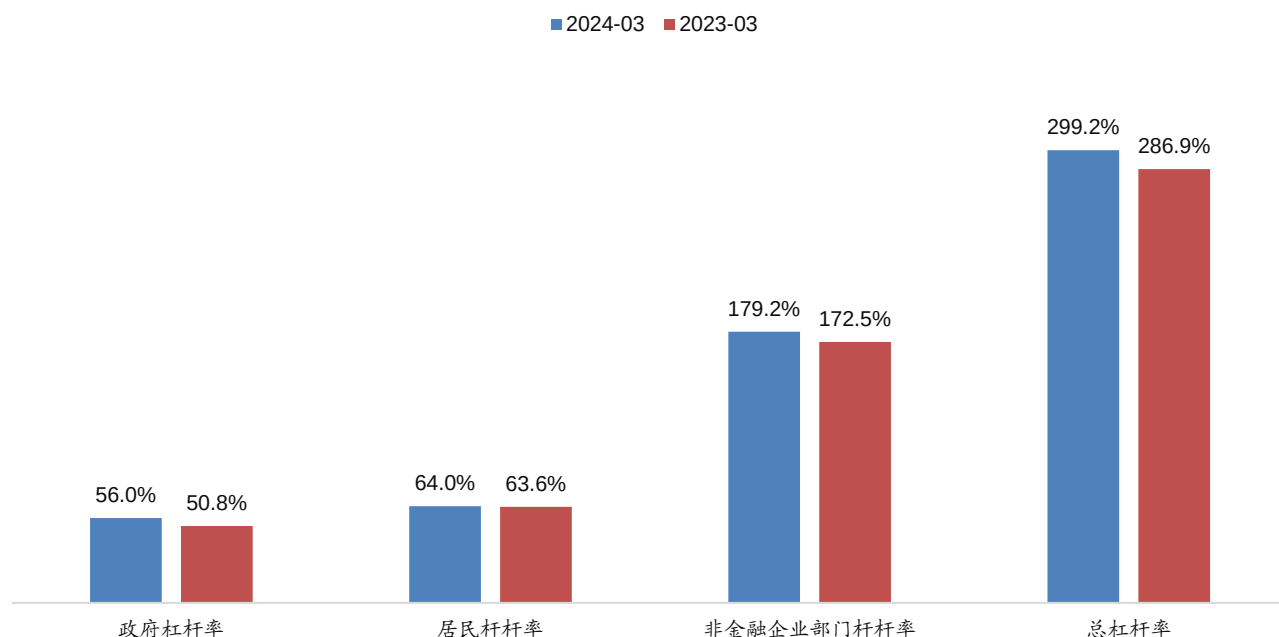
往后看，预计整体债务增速仍会略有下行，但宏观杠杆率能否稳定仍取决于名义GDP增速能否回升。名义GDP增速趋势更大程度取决于价格弹性，而价格弹性可能依赖财政尤其是福利性财政扩张的力度。

图 19：名义GDP增速、债务增速与宏观杠杆率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；

图 20：分部门宏观杠杆率变化情况



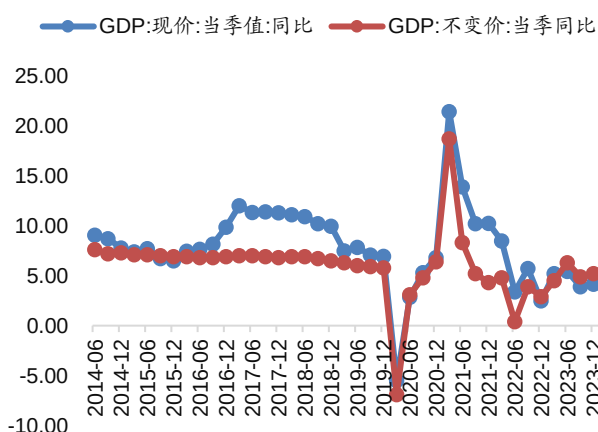
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：居民部门杠杆率上升有 1pct 源自贷款口径变化

（二）实体回报率：等待价格信号

过去5个季度（23Q1-24Q1），单季度实际GDP增速分别为4.5%、6.3%、4.9%、5.2%和5.3%；名义GDP增速单季度增速分别为5.2%、5.4%、3.9%、4.2%和4.2%；GDP平减指数分别为0.7%、-0.9%、-1.0%、-1.0%和-1.1%。最近两个季度实际GDP和名义GDP增速均小幅回升，但GDP平减指数显示通胀仍在低位，拖累名义GDP增速回升幅度。从通胀水平来看，去年三季度CPI、PPI增速筑底后开始震荡回升，今年以来CPI增速逐步回正，5月PPI增速有所改善，预计后续名义GDP平减指数有望筑底，名义GDP增速也大概率处于底部区间，等待经济价格信号改善，带动名义GDP增速回升。

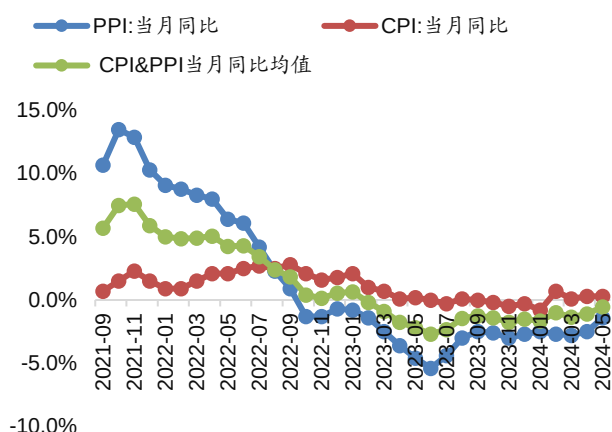
实体回报方面，过去5个季度（23Q1-24Q1）A股非金融上市公司ROIC分别为5.3%、5.1%、5.4%、5.4%和5.2%，24年以来实体回报率再次跟随名义GDP增速小幅回落，显示实体利润感知和预期相对仍偏弱。若后续财政政策发力，结构性问题改善，通胀回归合理水平，ROIC有望跟随名义GDP增速企稳回升。

图 21: 中国GDP增速 (单位: %)



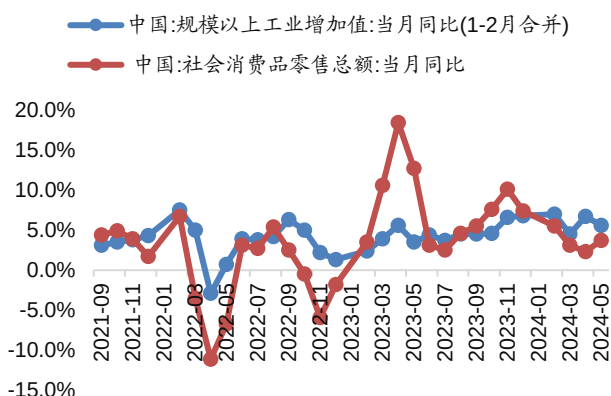
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: CPI和PPI增速



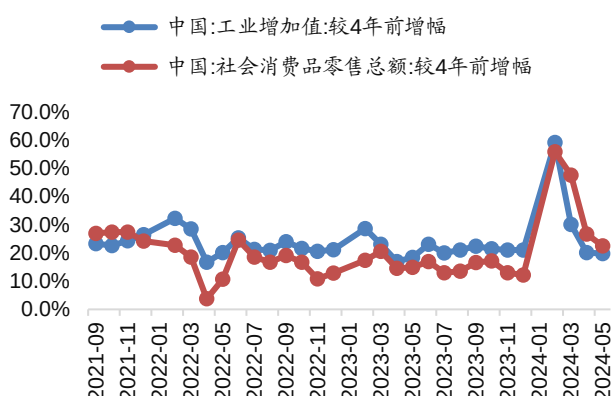
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心;

图 23: 工业增加值和社零: 当月增速



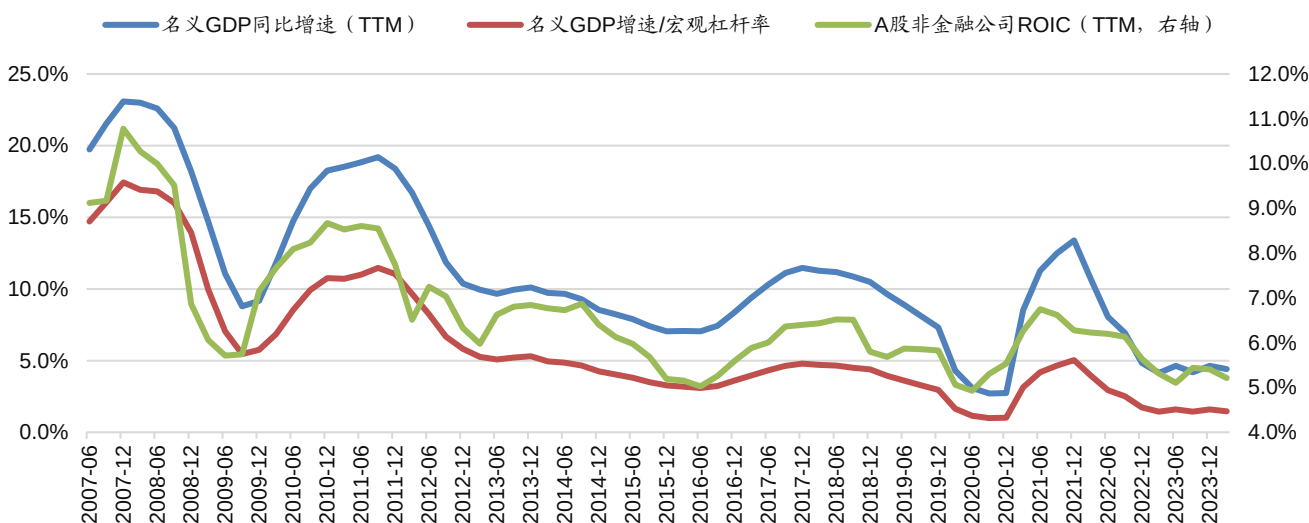
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 工业增加值和社零: 较4年前增幅



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心;

图 25: 实体回报率与宏观债务效率



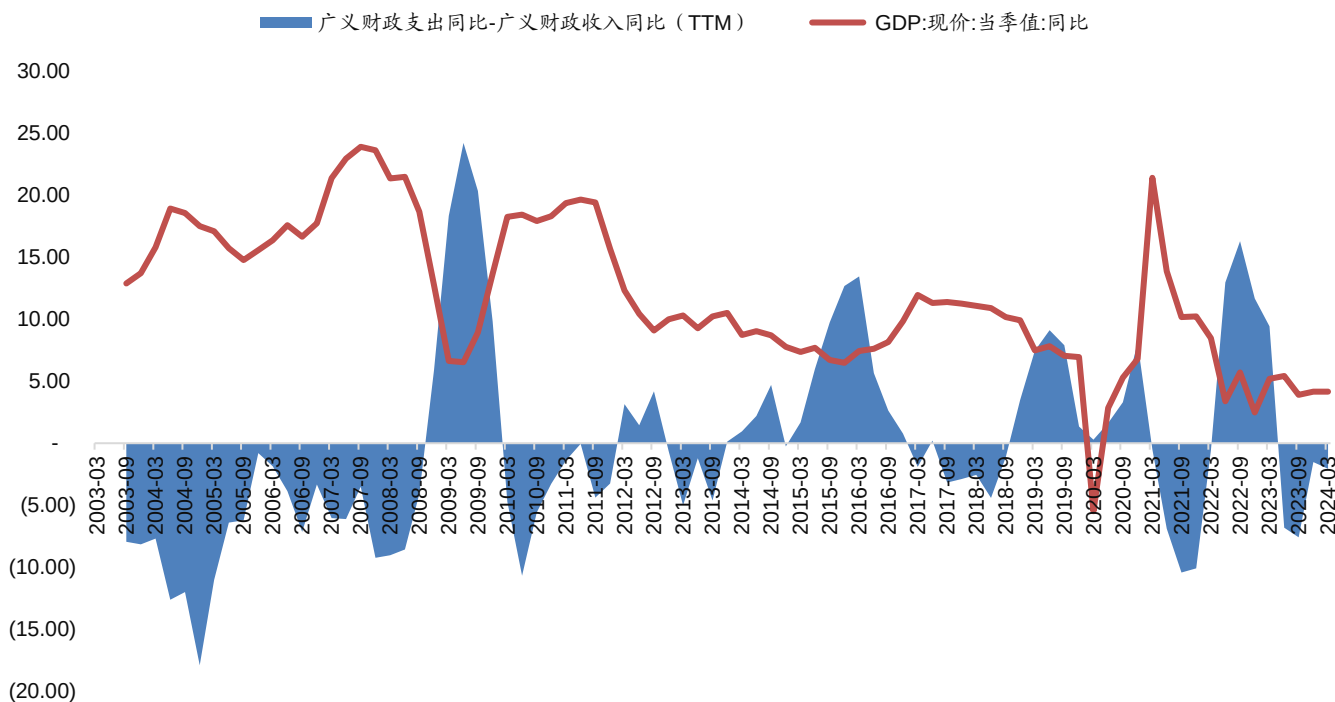
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心;

（三）财政：间歇式发力，等待合理持续扩张

自23年8月开始，财政进入扩张周期，但节奏上来看，本轮财政扩张呈现脉冲式，连续性并不强，23年财政8月同比扩张，9月暂停，10月再扩张，11月再暂停，12月再扩张，进入24年以来，延续脉冲式发力的趋势，2月明显扩张，其余月份力度偏弱，节奏上连续性偏弱或导致去年以来财政扩张对实体经济和市场预期提振作用有所折扣，最终体现为近半年来长债利率持续探底，10年期国债利率与1年期政策利率明显倒挂，近期30年国债利率也开始低于一年期MLF利率。

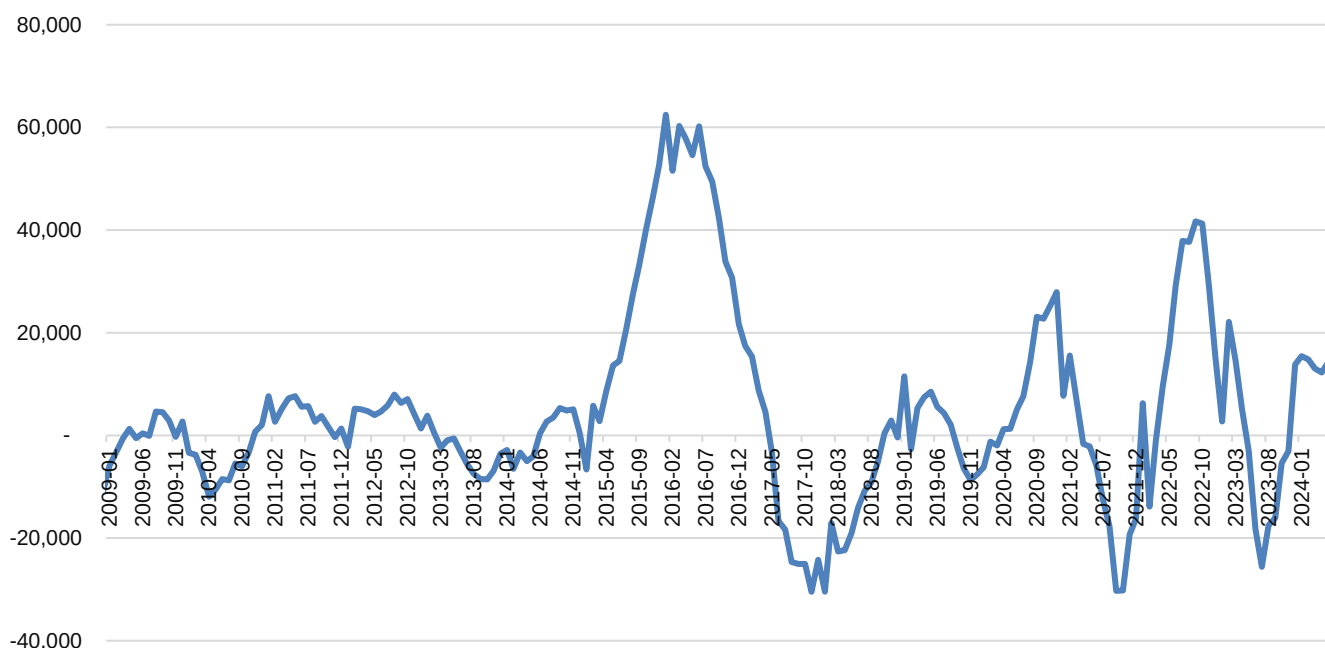
今年考虑到1万亿元特别国债，我国财政预算规模并不低，但上半年节奏偏慢，这可能意味着下半年开始财政大幅扩张概率提升，可以继续关注7月份大会后财政情况。若下半年开始财政回归持续扩张，推升政府杠杆率，加大福利性财政支出，或有望带动经济预期改善和名义经济增速回升。

图 26：财政仍待持续性扩张（单位：%）



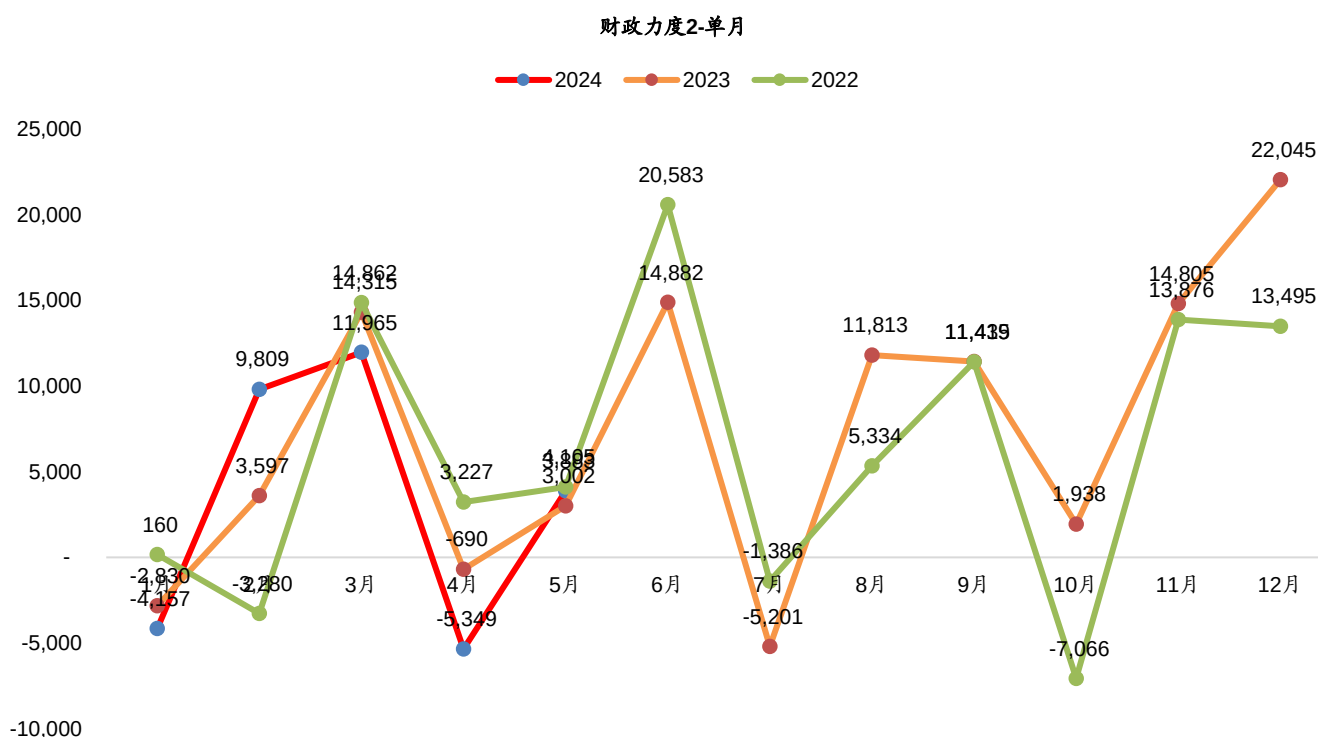
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 27: 【同比多增】财政力度2-滚动12月 (单位: 亿元)



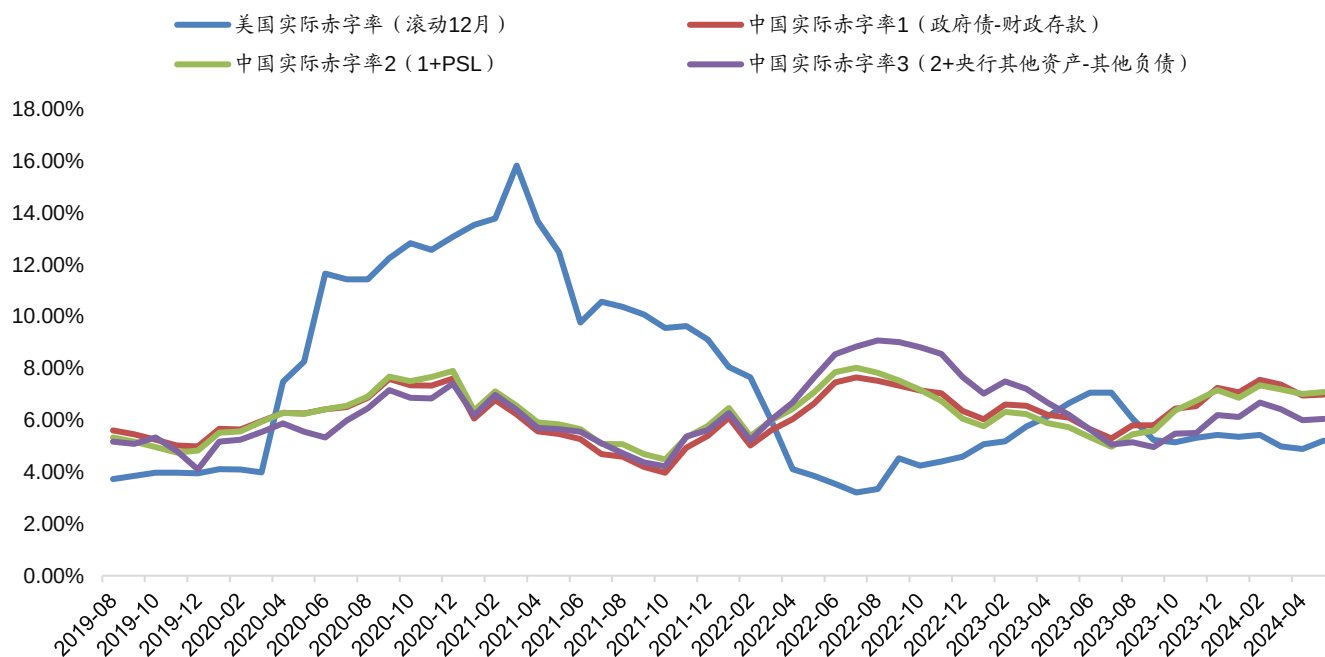
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 财政间歇式发力 (单位: 亿元)



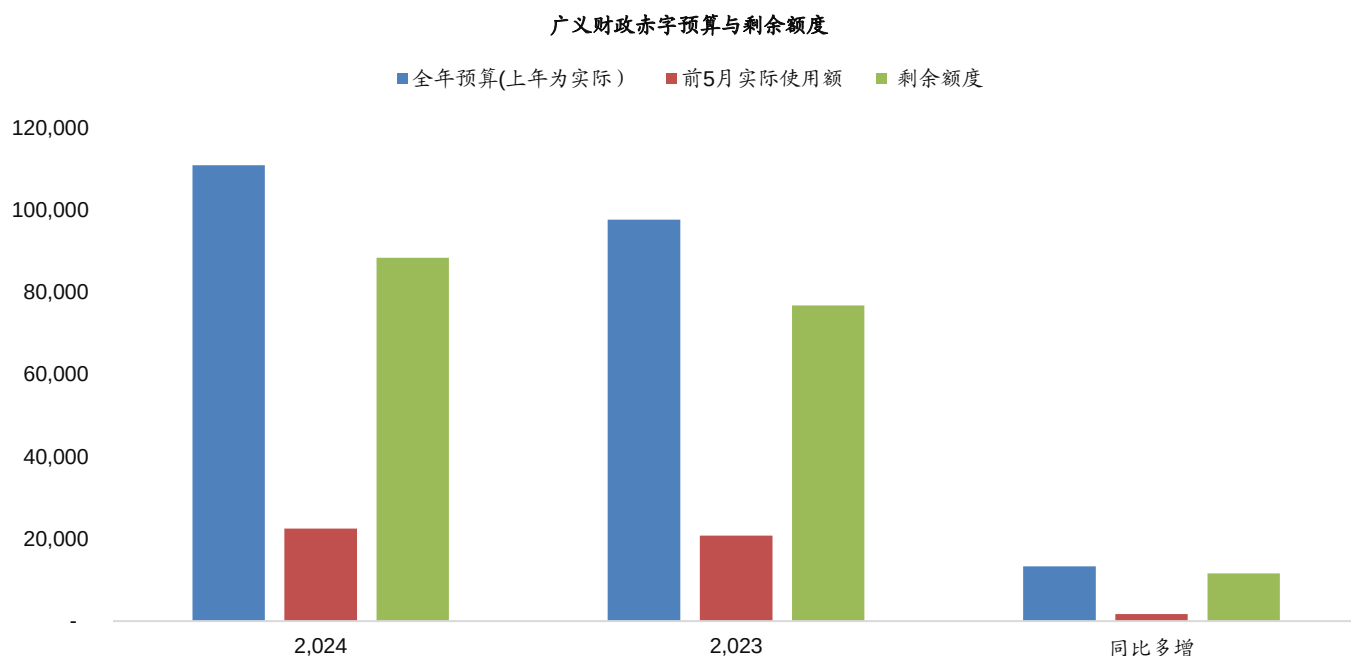
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 注: 财政力度 2=当月政府债增量+当月 PSL 增量-当月财政存款增量

图 29：中美赤字率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 30：预计今年财政发力较后置（单位：亿元）



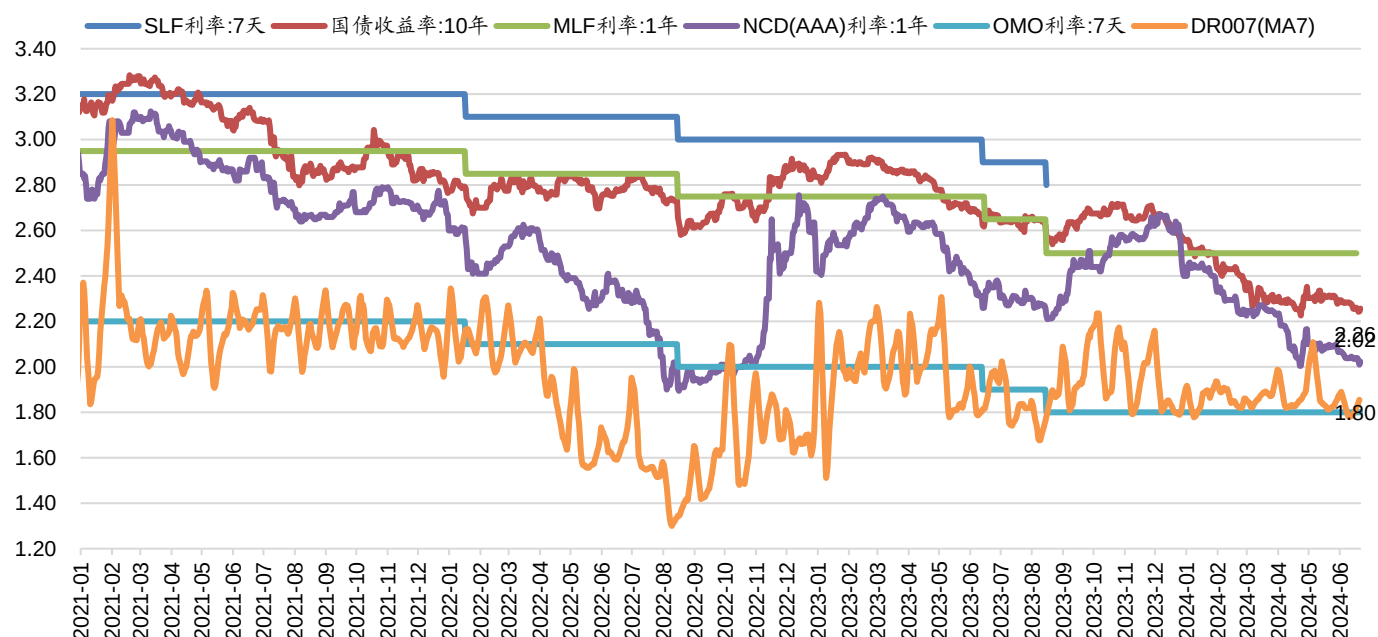
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（四）货币：等待配合财政

今年年初以来央行降准一次（2月），降息一次（2月），货币政策一直在稳增长（就业）、稳物价、稳汇率和维护金融稳定四重目标下相机决策。24年1月，经历了23Q4财政扩张和监管因素扰动下银行间流动性收紧，央行更为关注维护金融稳定，1月底宣布2月初降准50bp；进入2月份后，政策重心一方面回归稳增长和信心，核心关注点在于房地产市场，5年期LPR报价再次下调25bp；但另一方面由于汇率承压，OMO、MLF等政策利率保持不变，但由于地产恢复偏慢，财政力度不强，经济预期偏弱，长端利率明显下行，已经透支了部分降息预期。4月份以来，央行对长债利率保持高度重视，并多次公开发文提示利率风险，一定程度上维稳了长债利率走势，但难以解决经济基本面偏弱的根本问题，

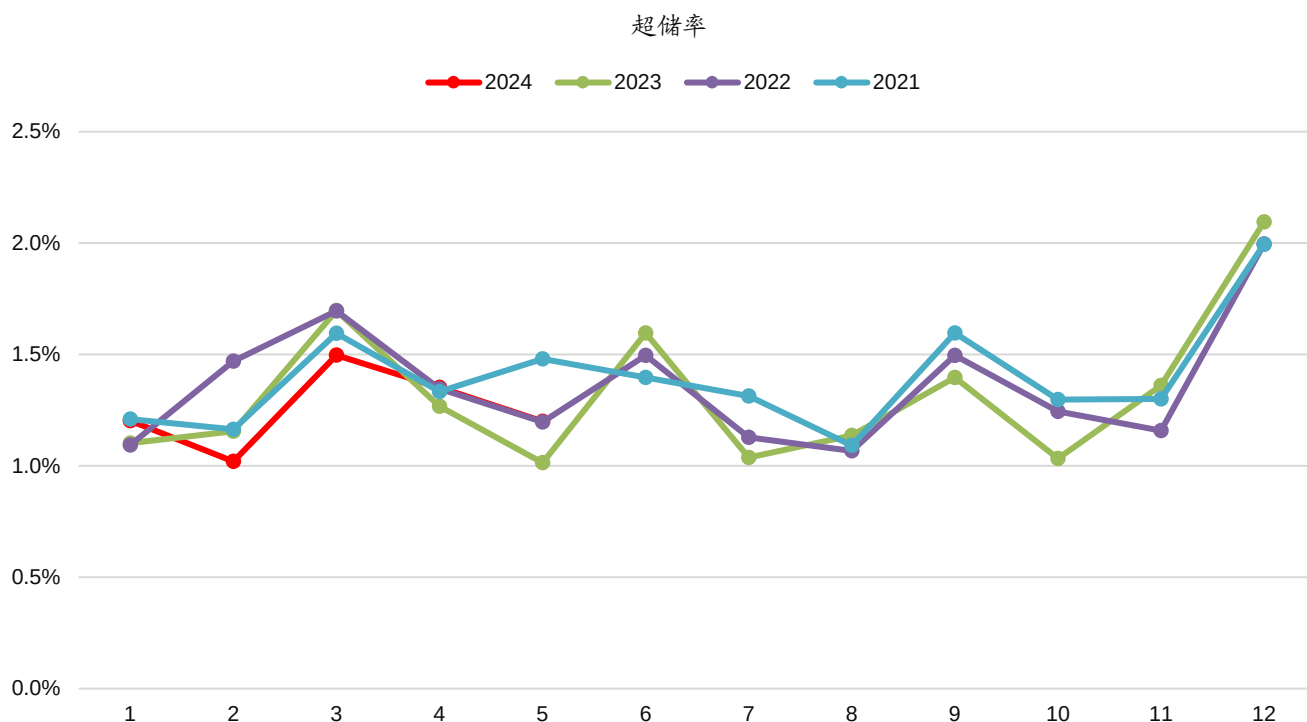
往后看一年，目前10年期国债利率已显著低于MLF利率，DR007围绕央行7天逆回购利率窄幅波动，且弱预期环境下利率回升驱动力偏弱，后续关键看财政扩张力度。如果下半年财政扩张力度明显回升，央行可能会通过量的操作进行配合，政策利率继续维持不动；如果财政继续维持力度偏弱的状态，预计经济预期会继续低迷，最终央行政策利率将跟随经济预期下调。

图 31：长债利率偏离政策利率（单位：%）



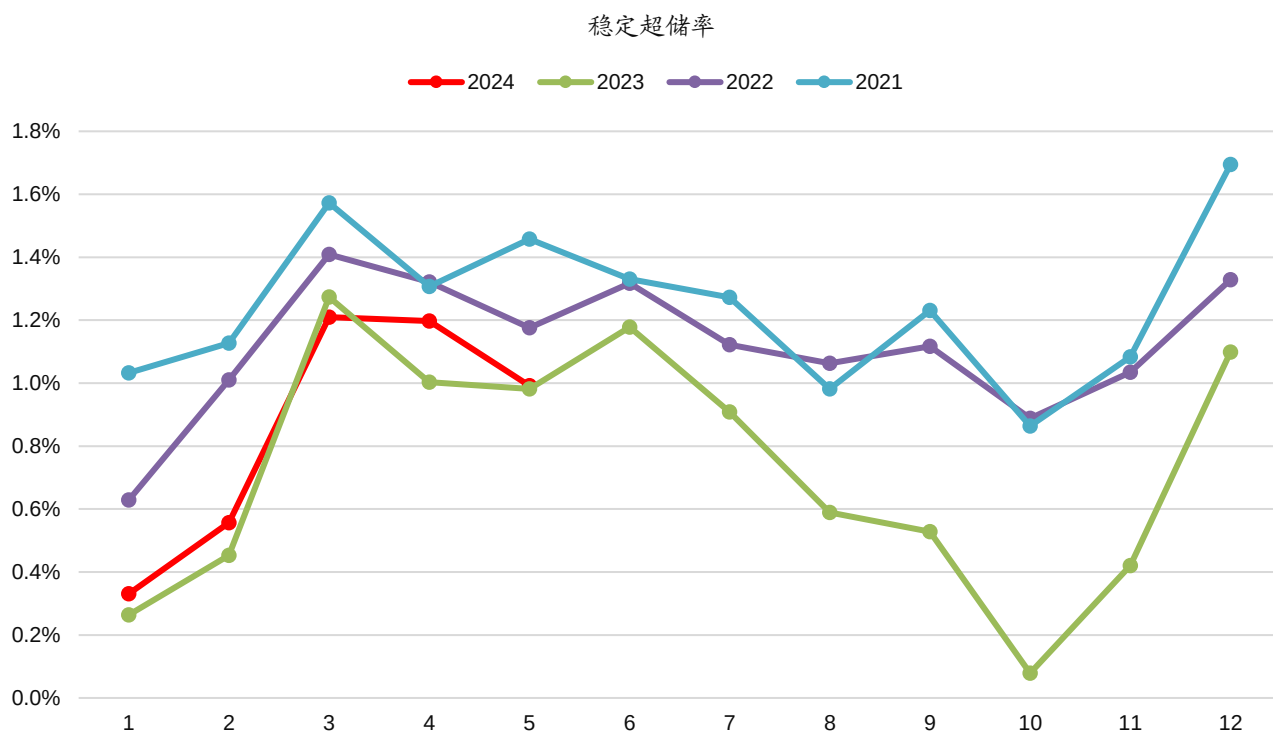
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 32：目前银行整体超储率回归正常季节性水平



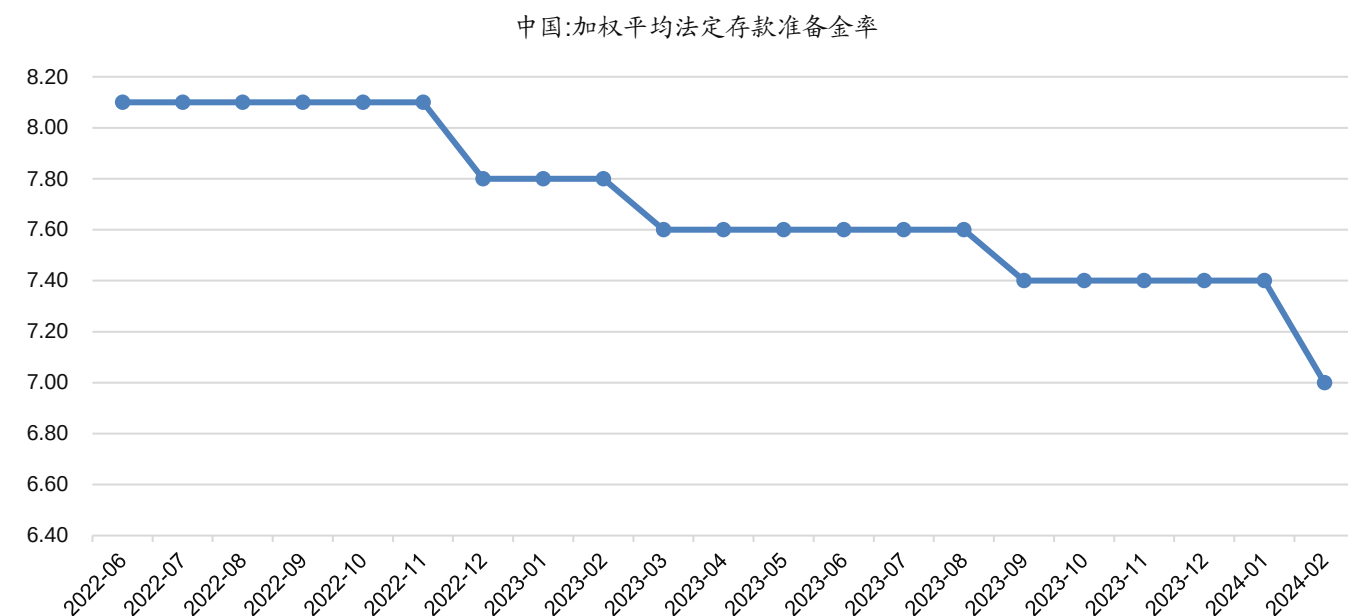
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：横轴为月份

图 33：稳定超储率略低于季节性



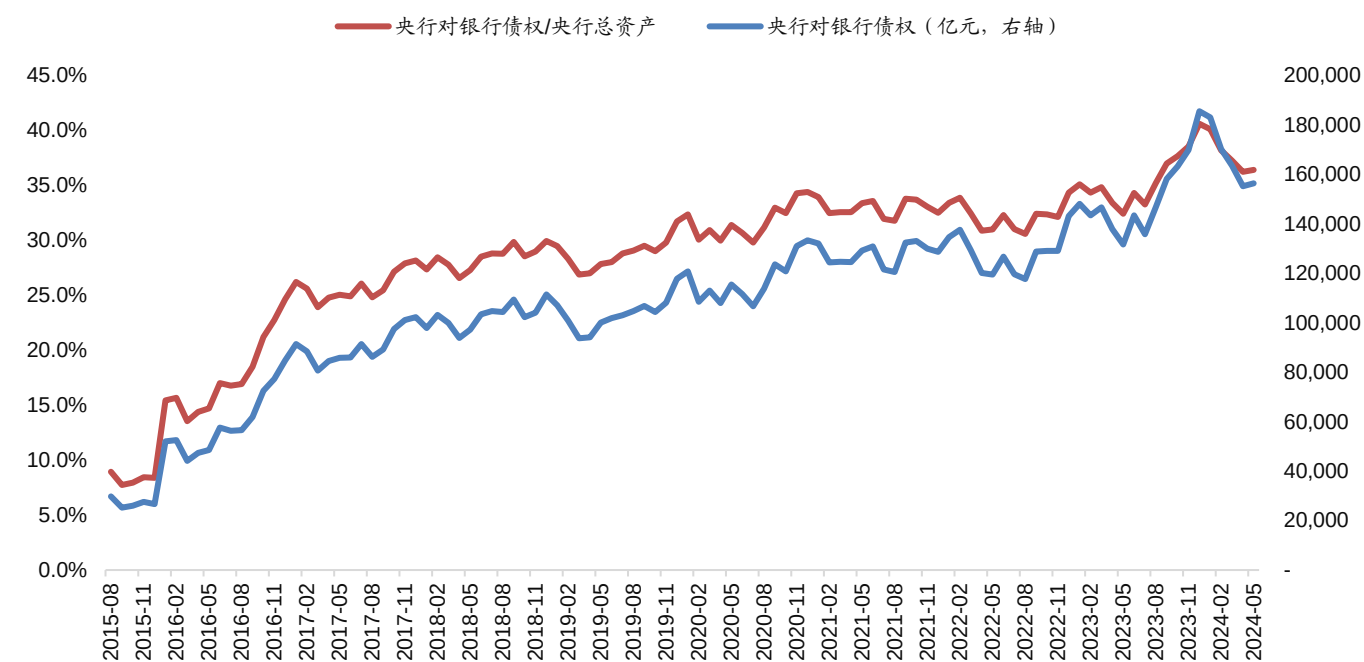
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：稳定超储是指扣除逆回购余额的超储，横轴为月份。

图 34：目前法定存款准备金率已处于较低位置



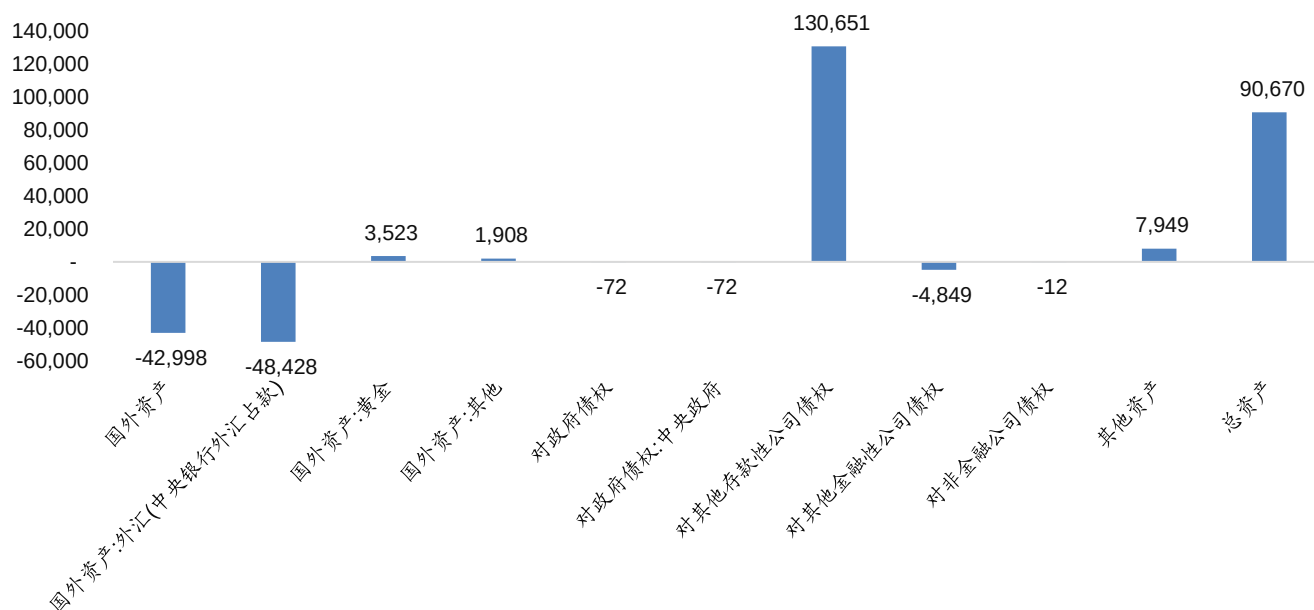
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 35：央行对银行债权余额和资产占比



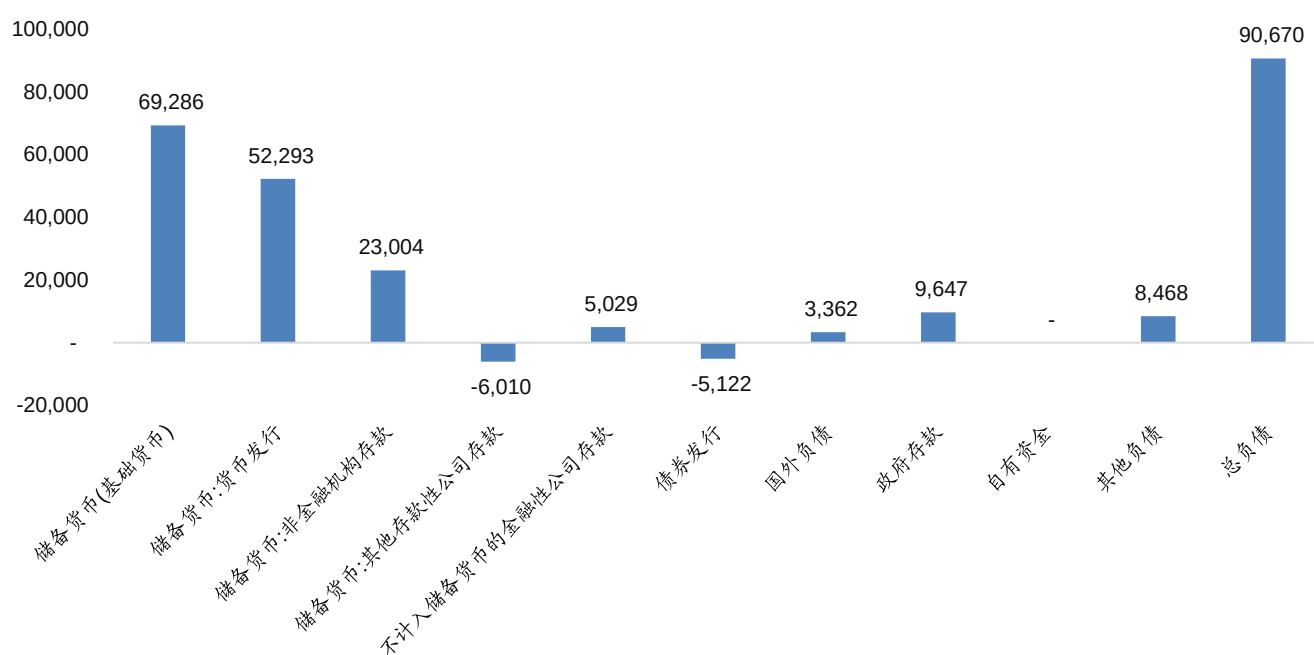
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；稳定超储是指扣除逆回购余额的超储。

图 36: 央行资产端变化 (2024年5月-2015年1月, 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 37: 央行负债端变化 (2024年5月-2015年1月, 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 38：央行需要新的基础货币投放渠道，购买国债可能会一种选择（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

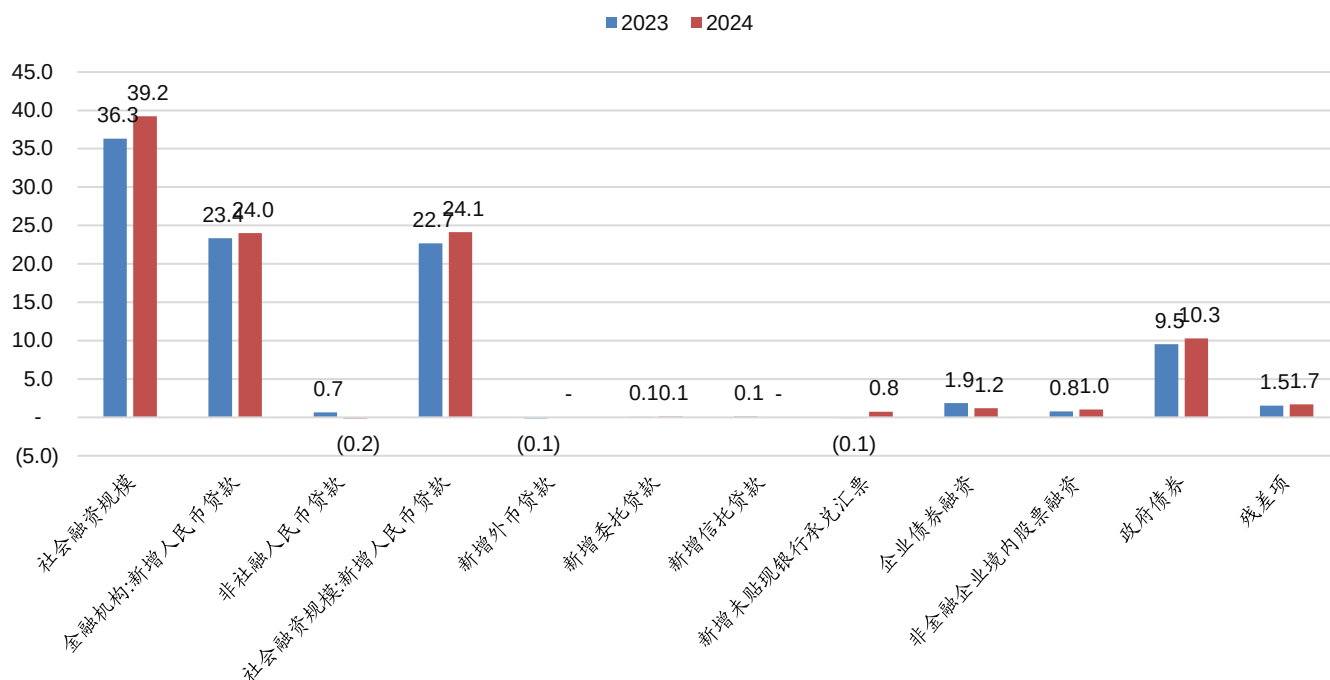
（五）信用：继续向名义 GDP 增速靠拢

24年上半年财政节奏偏慢，信贷节奏平滑。展望下半年，预计在需求偏弱和手工补息整改压力下，信贷增速依旧承压，财政仍有较大发力空间。预计全年信贷节奏均匀，财政较后置，全年社融增速预计约8%左右，增速弹性取决于政府债发行，长期继续向名义GDP增速靠拢。

政府债增量方面，根据Wind数据，今年前5个月政府债累计增量2.5万亿元，预计6月增量0.8万亿元，上半年合计增量3.3万亿元。展望24年全年，政府工作报告预算24年赤字率3%（23年3.8%），新增专项债额3.9万亿元（23年3.8万亿元），新增特别国债1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。今年政府债发行节奏或较后置，预计下半年合计增量6.4万亿元，总计新增政府债约9.7万亿。

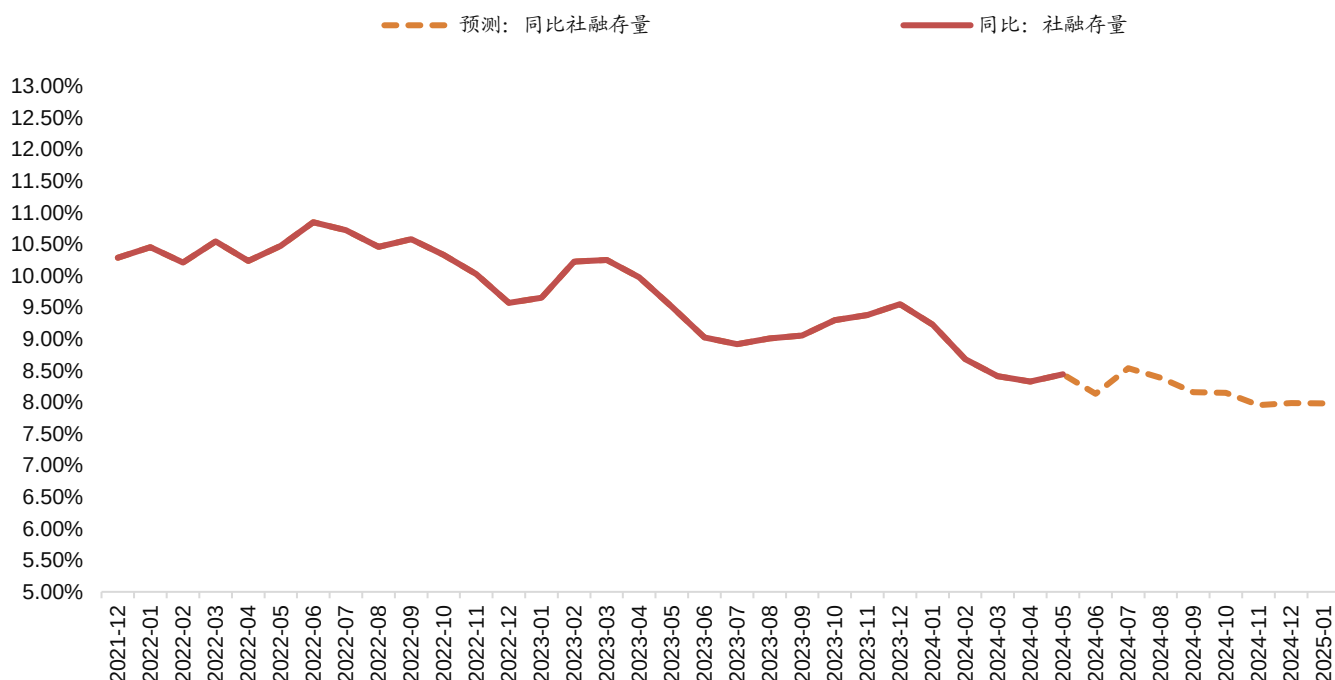
信贷增量方面，今年前5个月社融10.3万亿元，预计6月同口径信贷规模增长2万亿元左右，上半年累计增量约12.50万亿元，非社融口径信贷累计增量为1.08万亿元。展望24年全年，受手工补息整改和信贷需求仍偏弱等因素影响，预计下半年信贷增速延续下行趋势，全年信贷增量约20万亿元左右。

图 39：2023和2024年社融增量结构预期（单位：万亿）



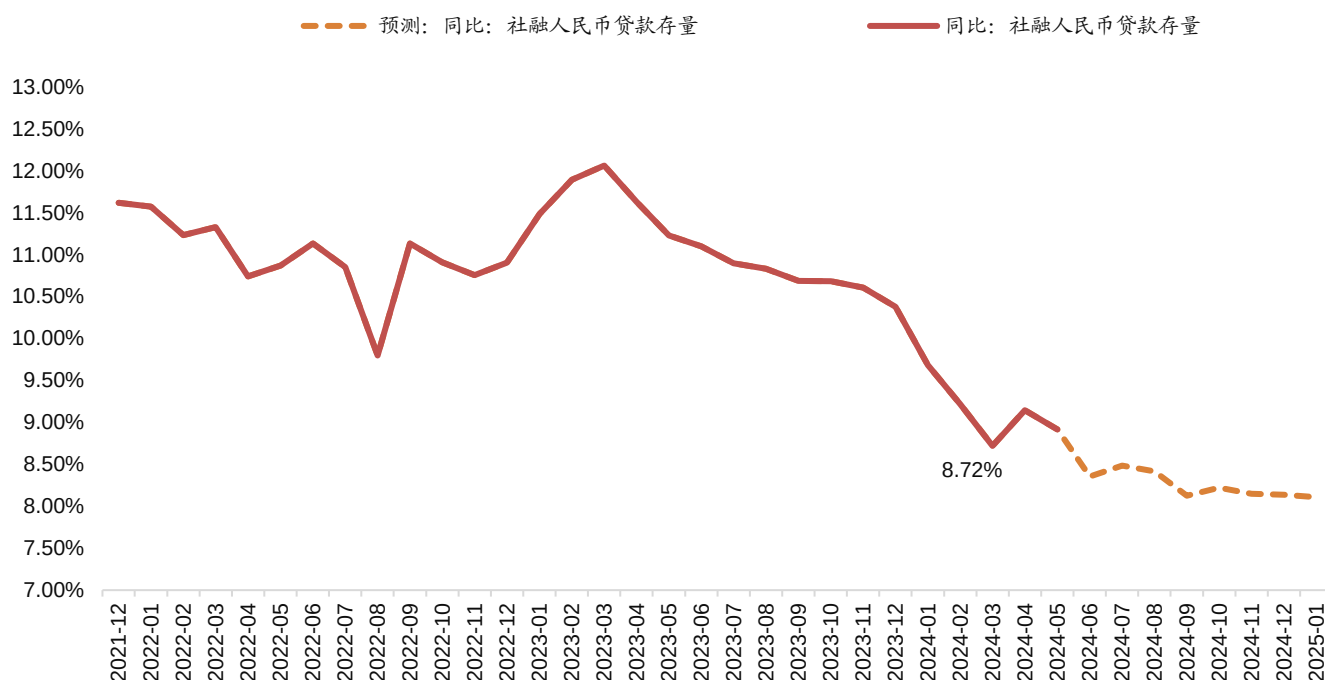
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 40：社融增速预估



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 41：信贷增速预估



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、行业景气度展望：整体承压与再分化

（一）规模：下半年信贷增速继续回落，关注财政力度

今年以来，受信贷节奏平滑、有效需求偏弱、手工补息整改、政府债偏慢等因素影响，商业银行规模扩张速度由去年国有行、城商行强劲，股份行、农商行趋缓的分化格局，转变为今年上半年行业规模增速普遍下行态势。

展望2024年下半年，预计信贷增速保持回落，降幅趋缓，银行整体规模增速趋势取决于政府债发行力度。24年上半年财政节奏偏慢，信贷节奏平滑，下半年预计在需求偏弱和手工补息整改压力下，信贷增速依旧承压。板块间来看，预计国有行信贷扩张相对优势仍在，去年高增长基数下信贷增速可能下调较多，但增量预计依旧不低；经济发达区域城农商行在“经济大省挑大梁”的政策基调下，信贷需求有望保持韧性；股份行方面，部分银行以存量风险处置为主，且今年以来银行存款向非银体系迁徙较多，负债端整体偏弱的股份行依旧承压，信贷增速预计继续低于其他板块。

另外，下半年财政仍有较大发力空间，根据我们前文测算，预计下半年政府债合计增量6.4万亿元，近年来银行持有政府债规模占存量规模的比重保持在75%左右。若下半年财政起量，银行金融投资中，政府债有望扩表4.8万亿元，维稳银行总资产规模增速。

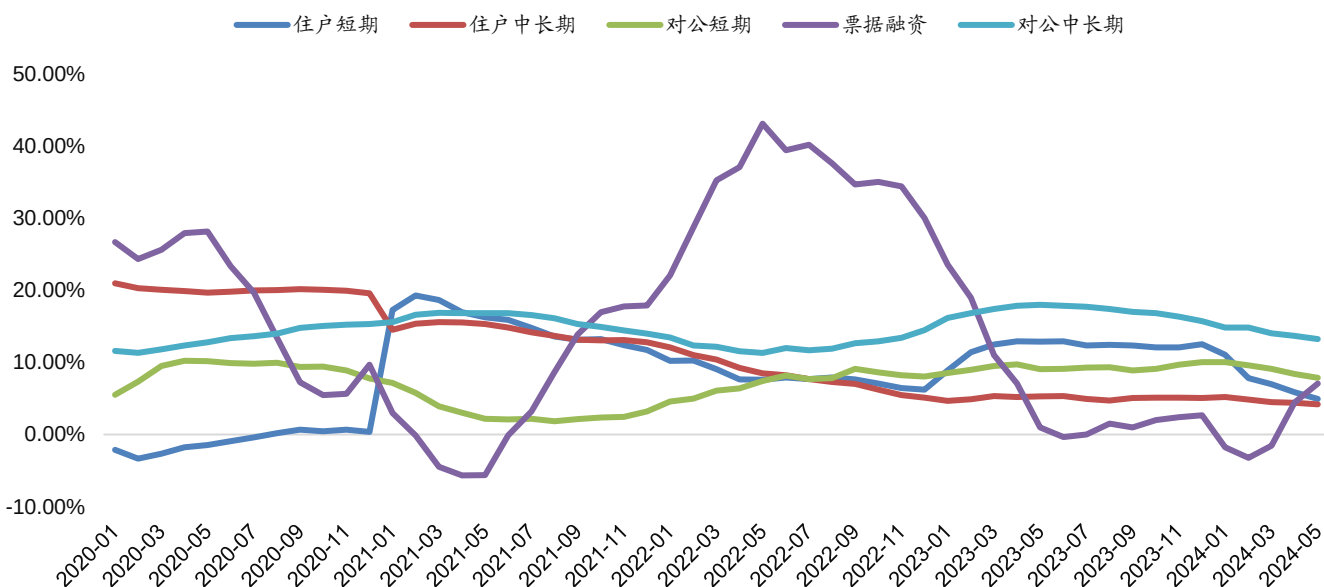
总体来看，我们预计2024年末社融增速回落至8%左右，预计下半年银行规模增速跟随回落，2024年全年增速约7%。

图 42：银行体系资产增速与社融、M2趋势一致（%）



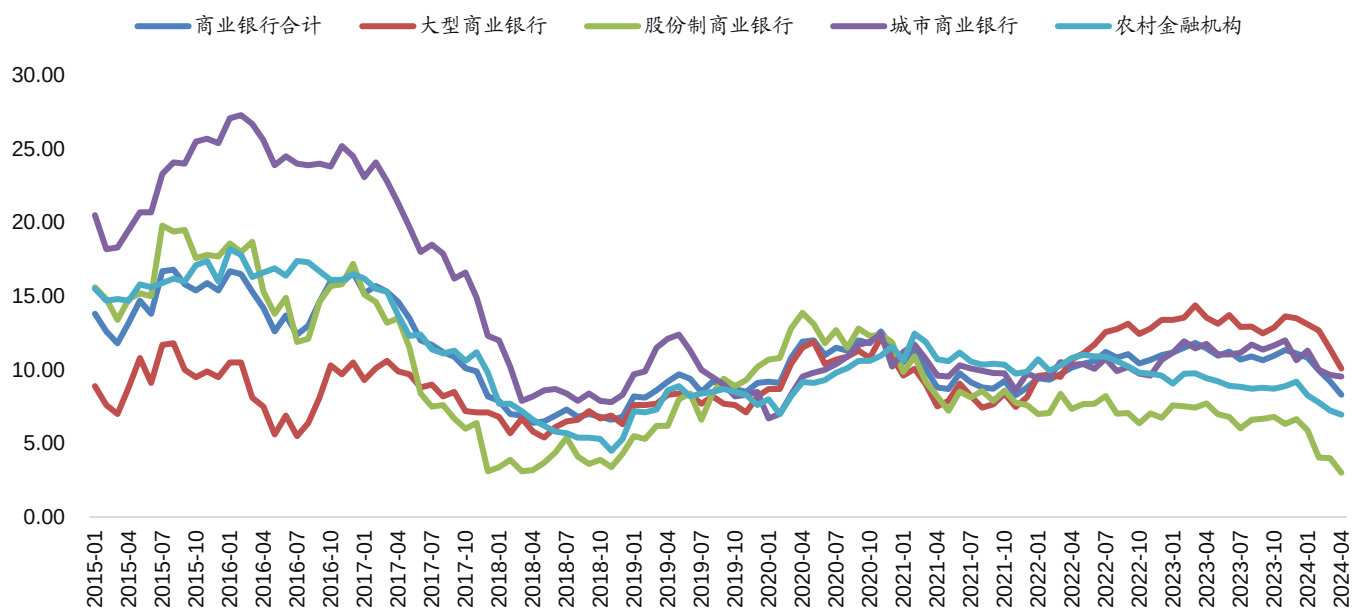
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 43：各类型贷款同比增速



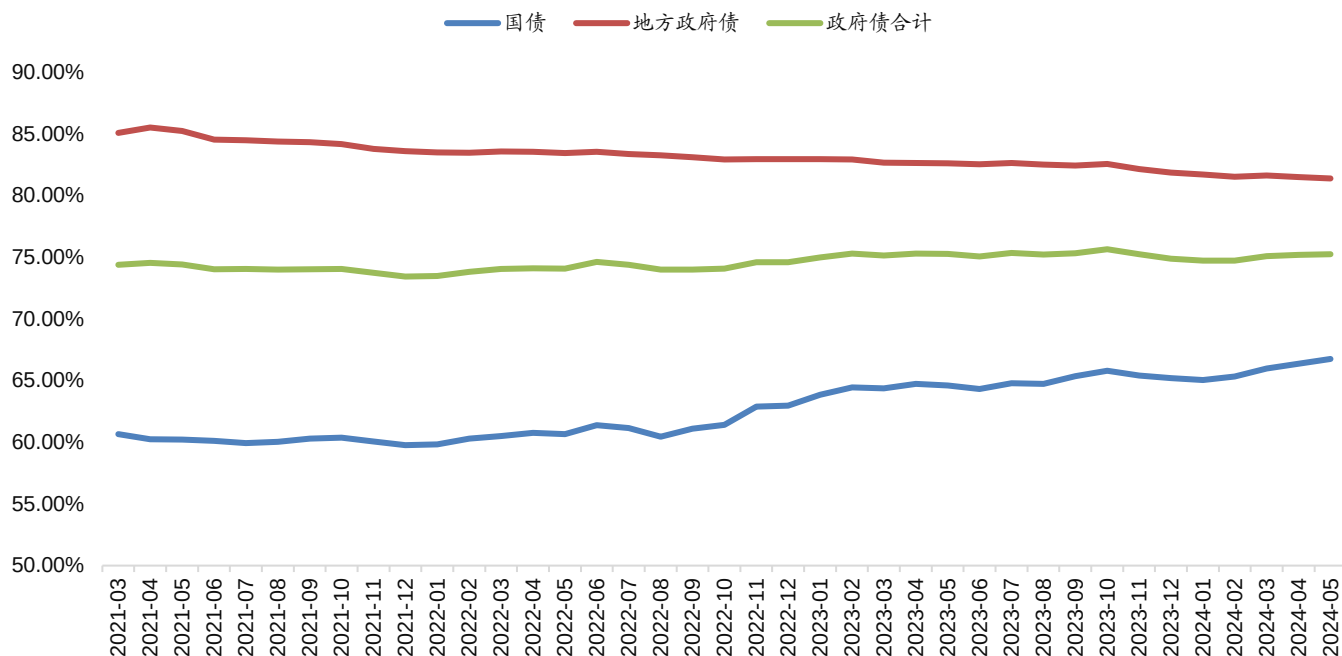
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 44: 各类型银行总资产同比增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 45: 银行持有各类债券规模占存量比重



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

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/705131301231011242>