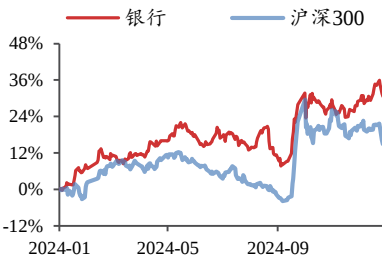


银行

2025 年 01 月 06 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《利率变动的应对，行为特征与业绩影响—行业深度报告》-2024.12.24

《存款定期化改善，按揭需求修复—行业点评报告》-2024.12.18

《复苏脉络三重奏：存贷协调、风险缓释与价格拐点—银行业 2025 年投资策略》-2024.12.16

银行价值重估系列一：债务置换下的影响与机遇

——行业深度报告

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

丁黄石（分析师）

dinghuangshi@kysec.cn

证书编号：S0790524040004

● 化债政策下，依赖于政信业务的中小银行需加速转型

化债政策出台，商业银行融资平台债务压力逐步缓解。2008 年国际金融危机时期，我国“四万亿”财政投资计划稳住了经济增长，同时亦拉开了地方政府隐性债务扩张的序幕。随着融资平台债务风险的累积，我国部分中小银行面临政信业务路径依赖、债务重组下的息差收窄、贷款计入不良后补提拨备的三重压力。此次人大常委会通过的隐性债务化解方案，无异于对于商业银行的一场及时雨。借助此次化债契机，部分中小行或可实现转型蜕变，逐步退出融资平台类客户，专注于小微、普惠、科技等国家扶持的方向。同时摒弃过往的规模诉求，更加注重综合经营效益。

● 中小银行规模增速略下降，拨备回拨可对冲息收入对盈利的负向影响

若 10 万亿化债额度中 35% 用于置换银行表内贷款，23% 置换非标资产，**规模**：化债后 2025 年商业银行信贷增速约下降 0.45pct 至 7.35%，中小银行信贷增长受化债影响相对大。国股行因置换敞口小、承接地方债规模大，其资产增速或可分别提升 0.49 和 0.37pct，城、农商行则分别下降 0.21 和 0.28pct。

收入：根据测算，化债可能负面影响上市银行 2025 年净息差 2BP，拖累营收及归母净利润增速 0.78 和 2.04 pct。国股行收入端影响偏中性，中小行受影响较大，部分区域城商行息差收窄幅度或达到 4 BP。

风险：假设原置换债务 5% 拨备计提比例下，2025 年拨备反哺上市银行归母净利润增速约 2.65pct，信用成本的改善将大于息差收窄带来的负面作用，综合考虑后，化债可以贡献上市银行归母净利润增速约 0.61pct。

● 涉隐贷款综合收益率受信用成本影响较大，利好前期拨备计提充分的银行

考虑税收、资本、信用等因素后，涉隐贷款与专项债之间利差缩窄。考虑税收优惠、资本节约、信用风险降低等因素，测算正常类涉隐贷款综合收率 3.51%，与专项债的利差为 146 BP，较二者 280 BP 名义收益率利差显著缩窄。若银行前期涉隐贷款拨备计提比例较高，则隐贷与专项债综合收益率利差将进一步缩窄。

● 投资建议

关注受化债影响小的国股行。国股行业务范围广且具有较好的客群基础，表内城投债务涉隐敞口占比有限，故其受化债影响相对较小；此外部分国股行前期收紧了对公信贷政策，对存量风险客户或计提更多的拨备，随着化债的进行拨备反哺盈利仍有空间。受益标的为农业银行、招商银行。

关注对公资产质量因化债改善，业务转型能力强的城、农银行。部分中小行信贷投放更依赖于政信类业务，涉隐敞口占比较高，拨备回拨反哺盈利存空间；此外中小行亦面临由政信类业务转型，在当地企业客户中具有优势，或在县域、绿色、科技、普惠等方向较早布局，转型成本低相对灵活的中小行相对受益。受益标的为重庆银行、江苏银行、齐鲁银行、渝农商行、长沙银行。

● **风险提示**：宏观经济下行、房价下降超预期、海外经济不确定性外溢。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

内容目录

1、	地方政府债务风险化解下，中小银行存转型机遇	4
1.1、	融资平台债务风险波及商业银行经营	4
1.2、	化债推进将改善商业银行经营状况	5
1.3、	隐债化解为商业银行业务结构调整提供契机	6
2、	测算 2025 商业银行信贷增速 7.35%，化债拖累约 0.45pct	7
2.1、	厘清化债口径：部分城投债务纳入隐债	7
2.2、	上市银行城投敞口：城商行>农商行>国有行>股份行	9
2.2.1、	重点区域城、农商行城投贷款占比高	9
2.2.2、	上市银行城投贷款/总城投敞口：50%~60%	12
2.3、	35%贷款置换比例下，商业银行 2025 信贷增速为 7.35%	14
2.3.1、	2025 年化债对商业银行信贷增速拖累约 0.45pct~1.28pct	14
2.3.2、	化债提升国有行 2025 年资产增速 0.49pct，城、农商行下降 0.21 和 0.30pct	15
3、	化债拖累 2025 上市银行营收增速约 0.78pct，息差收窄 2BP	17
3.1、	评估涉隐贷款和非标资产收益率中枢：5.00%和 7.50%	17
3.2、	隐债压力较大省份，存量涉隐资产收益率较高	18
3.3、	城商行收入端受影响大：2025 营收增速下降 3.77pct，息差收窄 3BP	19
4、	5%计提比例下，拨备反哺上市银行盈利增速 2.65pct	21
4.1、	融资平台贷款不良水平较低，隐债不良或集中于非标资产	21
4.2、	城商行拨备反哺利润空间最大，反哺力度取决于前期拨备计提水平	23
5、	化债每年释放上市银行核心一级资本约 765 亿元	26
5.1、	2024-2026 化债释放上市银行核心一级资本约 2295 亿元	26
5.2、	考虑资本、税收、风险因素后，正常类涉隐贷款综合收益为 3.51%	29
6、	化债长期改善商业银行流动性风险，但利率风险略承压	30
6.1、	置换过程流动性阶段性承压，但流动性指标长期改善	30
6.2、	资产端久期拉长导致利率风险上行	32
7、	投资建议	33
8、	风险提示	34

图表目录

图 1：	地方政府全口径债务包括政府显性债务、隐性债务以及经营性债务三类	7
图 2：	平安银行城投贷款中，仍按平台管理贷款占比自 2011 年 52%降至 2022 年 7.3%	8
图 3：	各情景下债务置换后商业银行预期信贷增速（亿元）	14
图 4：	上市银行地方政府融资平台贷款不良率维持低位，债务率不良集或集中于非标	22
图 5：	财政资金拨付至城投企业前，银行体系准备金减少，流动性阶段性承压	31
表 1：	2023 年末官方隐债规模未 14.3 万亿元，其中 10 万亿以置换方式化解（万亿元）	5
表 2：	样本上市银行城投贷款历年占比，部分城商行占比显著较高	10
表 3：	测算上市银行城投贷款敞口，城商行>国有行>股份行（单位：亿元）	11
表 4：	青岛银行及重庆银行城投贷款/城投敞口在观测期内逐年下降（单位：亿元）	12
表 5：	部分股份行城投贷款/总城投敞口，近年来或低于 60%（单位：亿元）	13

表 6: 若每年 35%化债额度置换贷款, 则 2025 年商业银行信贷增速受拖累约 0.45pct.....	14
表 7: 2025~2026 年各类行信贷增速受化债拖累, 国股行资产增速提升、城、农商行略承压	15
表 8: 测算城、农商行债务置换后资产将产生负缺口 (单位: 亿元)	16
表 9: 若拖欠款不支付利息, 评估贷款、非标收益率分别为 5%、7.5%时利息节省符合财政部估算 (单位: 亿元)	17
表 10: 年内江苏、湖南、河南等省份发行再融资专项债规模居前.....	18
表 11: 35%的贷款置换比例下, 测算 2025 年上市银行息差收窄幅度约 2BP, 部分城商行收窄 4BP (单位: 亿元)	20
表 12: 上市银行披露融资平台贷款中现金流全覆盖占比较高.....	22
表 13: 部分银行正常类重组贷款减值准备计提比例小于 5%	23
表 14: 部分银行重组贷款中, 关注类计提减值准备比例不同, 充分计提或接近 20%.....	23
表 15: 测算拨备反哺可对冲上市银行息收入对盈利增速的影响 (单位: 亿元)	24
表 16: 若涉隐贷款、非标均以 5%的比例计提拨备, 2025 城商行归母净利润增速提升约 4.54pct (单位: 亿元)	25
表 17: 专项债券风险权重为 20%, 显著低于一般公司及专业贷款风险权重.....	26
表 18: 2024~2026 年化债将每年释放上市银行核心一级资本规模约 765 亿元 (单位: 亿元)	27
表 19: 考虑化债政策后的 2025 年各类银行资本缺口测算 (单位: 亿元)	28
表 20: 测算正常类涉隐贷款综合收益率与专项债综合收益率间利差为 140BP	29
表 21: 长期看债务置换将改善银行 LCR 及 NSFR 流动性指标.....	31
表 22: 承接地方债后, 上市银行利率风险指标大概提升 1.38pct.....	32
表 23: 受益标的盈利预测与估值	33

1、地方政府债务风险化解下，中小银行存转型机遇

1.1、融资平台债务风险波及商业银行经营

地方政府债务扩张的背景起源。在 2008 年国际金融危机波及下，我国经济增速快速回落，随之政府推行了财政投资刺激经济增长的“四万亿”计划。中央投资占比为 29.5%起到了引导和带动作用，其余投资依靠地方政府。届时政策尚未支持地方政府发行债券，故地方政府借道融资平台公司，实现投资项目融功能。地方政府在大规模拉动基础设施投资、带动地方经济增长同时，亦拉开了隐形债务扩张的序幕。

市场对融资平台公司债务偿还能力存忧。一方面，对于尚未实现转型退平台的公司，其项目仍集中于城市基础设施建设，公益性特征明显，缺乏经济效益支撑；另一方面，这类公司债务仍具地方政府隐形担保兜底的特征，伴随地方政府财力的下降，其债务拖欠违约的风险上升。

融资平台债务风险波及商业银行。地方政府融资平台获取资金主要来源于银行体系，伴随融资平台偿债能力下降、债务风险上升，商业银行首当其冲：首先，银行在融资平台债务风险上升时会收紧对平台企业的授信敞口，同时监管亦对平台企业融资行为进行限制，故过往对政信类业务依赖度较高的银行缺乏资产投向，其规模增长受限；其次，当债务风险加剧，银行或通过调整付息频率、贷款利率等方式对平台债务进行重组，造成利息收入下降、净息差收窄压力延续；最后，部分平台公司若重组后仍无法正常还本付息，则贷款将计入不良，此时银行不仅面临不良指标上行的压力，同时对平台贷款补提拨备形成资产减值损失，影响净利润增速。

1.2、化债推进将改善商业银行经营状况

随着人大常委会通过隐性债务化解方案，11月以来地方政府特殊再融资专项债密集发行，在人大常委会新闻发布会上，财政部长蓝佛安亦对化债方案进行了详细说明。

具体来看，财政部官方口径的地方政府隐性债务为14.3万亿元，化解任务可分为三部分：第一、增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施；第二、连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，用于补充第二本账政府性基金财力，专门用于化债，上述两项财政安排在2024-2028年五年内直接增加地方化债资源10万亿元，其中前三年密集安排8.4万亿元；第三、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，剩余2.3万亿元依靠地方自身消化。

表1：2023年末官方隐债规模未14.3万亿元，其中10万亿以置换方式化解(万亿元)

化债任务分解	合计	2024	2025	2026	2027	2028
2023年末地方政府隐债规模	14.3					
新增6万亿化债限额	6	2	2	2		
新增专项债用于化债额度	4	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
棚户区改造隐性债务	2	2029年及以后到期的债务仍按原合同偿还				
剩余部分	2.3	依靠地方自身消化				

资料来源：人大常委会新闻发布会、开源证券研究所

此次化债对商业银行的影响亦集中在前三年。10万亿元化债额度中，若35%用于置换银行表内贷款，23%置换非标资产，则化债对商业银行2025年的影响如下：

第一、化债后2025年商业银行信贷增速约下降0.45pct至7.35%，中小银行信贷增长受化债影响相对大。国股行因置换敞口小、承接地方债规模大，其资产增速或可分别提升0.49和0.37pct，城、农商行则分别下降0.21和0.28pct。

第二、化债可能负面影响上市银行2025年净息差2BP，拖累营收及归母净利润增速0.78和2.04pct。国股行收入端影响偏中性，中小行受影响较大，部分区域城商行息差收窄幅度或达到4BP。

第三、假设原置换债务5%拨备计提比例下，2025年拨备反哺上市银行归母净利润增速约2.65pct，信用成本的改善将大于息差收窄带来的负面作用，综合考虑后，化债可以贡献上市银行归母净利润增速约0.61pct。

第四、债务置换将节约银行80%的资本消耗，每年释放上市银行核心一级资本约765亿元。测算考虑资本、税收、信用后的综合收益率，正常类涉隐贷款为3.51%，与专项债综合收益率之间利差为146BP。若贷款分类为关注，则债务置换对名义收益率略有提升，故债务置换后对银行综合收益的影响，取决于拨备计提的充分程度。

第五、债务置换改善银行LCR、NSFR流动性指标，但由于资产端久期的拉长亦造成利率风险上行的压力。

1.3、隐债化解为商业银行业务结构调整提供契机

化债政策对商业银行信贷结构及业务调整的契机。随着隐性债务化解工作的持续进行，我们认为商业银行经营有如下改善机遇：

信贷结构上，政信类业务依赖度较高的中小银行，将逐步退出融资平台类客户，客群结构面临调整。部分银行涉隐敞口比重较高，对政信类业务的依赖亦削弱其资产投放能力及市场竞争力，短期内规模增长或承压。但长期看，这也迫使银行由政信类转型，回归地方银行业务本源，专注于当地企业及个人小微客户，同步调整对公信贷业务结构，向国家支持的绿色、科技、普惠等产业方向转移。

价格考量上，投放贷款时摒弃以量补价的规模诉求，更注重综合收益率。过往银行投放融资平台贷款时，更多源于路径依赖下客户关系维护及规模诉求，而综合收益率并无优势。伴随着银行对规模情节的摒弃，银行贷款投放将更注重效能，政策端亦对国家扶持方向实施税收、资本优惠（如小微企业贷款利息免征增值税、资本新规降低中小微企业的风险权重由 100%至 85%）。这类业务在考虑税收、资本成本后更具效益，或成为银行竞争市场份额的重点领域。

风险化解上，客户准入更加严格、拨备计提更加审慎。在此次化债之前，部分银行已提升了对公客户的准入标准，并加大对涉险客户的退出力度，对公信贷减值损失计提随之减少。此次债务置换后，融资平台贷款前期计提越充分，拨备对其盈利反哺越大。未来银行或持续对风险客户进行清退，促使客群健康发展，并在 ECL 法计提规则下，对各情景预测更加审慎。

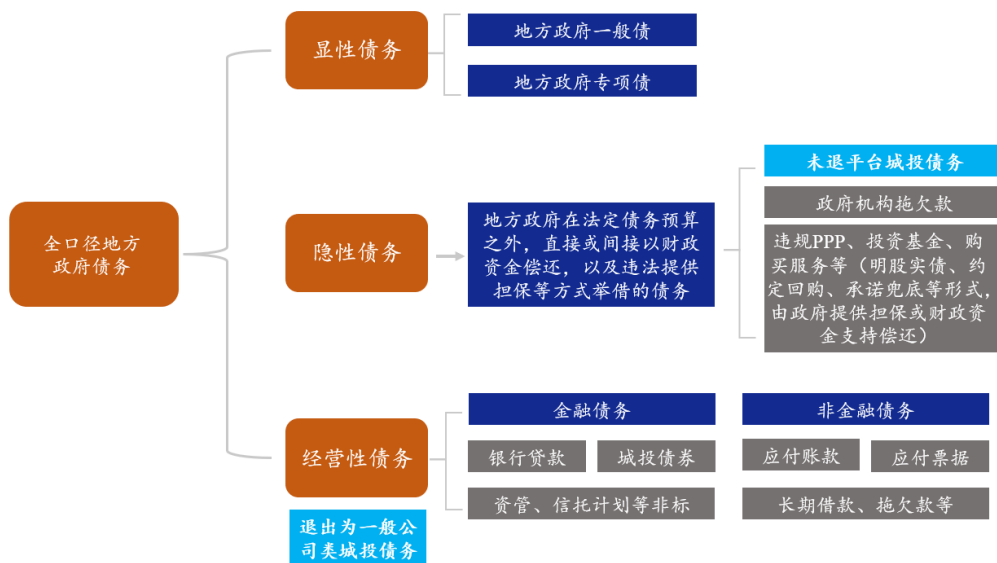
2、测算 2025 商业银行信贷增速 7.35%，化债拖累约 0.45pct

2.1、厘清化债口径：部分城投债务纳入隐债

地方政府全口径债务包含显性债务、隐性债务及经营性债务。2023 年中央金融工作会议后，江苏、山东等地提出强化“三债统管”，其中“三债”指分别指政府债务（显性债务）、隐性债务以及经营性债务。显性债务由地方政府一般债及专项债构成，而此次债务化解对象为隐性债务，故厘清隐性债务及经营性债务二者区别利于我们理解此次化债范围。

隐性债务特征：需直接以财政资金偿还。2018 年《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（27 号文）中明确了隐性债务的定义，即隐性债务指地方政府在法定债务预算之外，直接或间接以财政资金偿还，以及违法提供担保等方式举借的债务。依此定义我们认为官方口径的隐债主要由三部分组成：1、部分城投企业债务（未退平台城投债务且由政府背书）；2、政府机构的拖欠企业账款（垫资施工、带资承包、拖欠工程款等）；3、政府违规兜底担保项目（承诺、保函、违规投资基金和 PPP 等）。

图1：地方政府全口径债务包括政府显性债务、隐性债务以及经营性债务三类

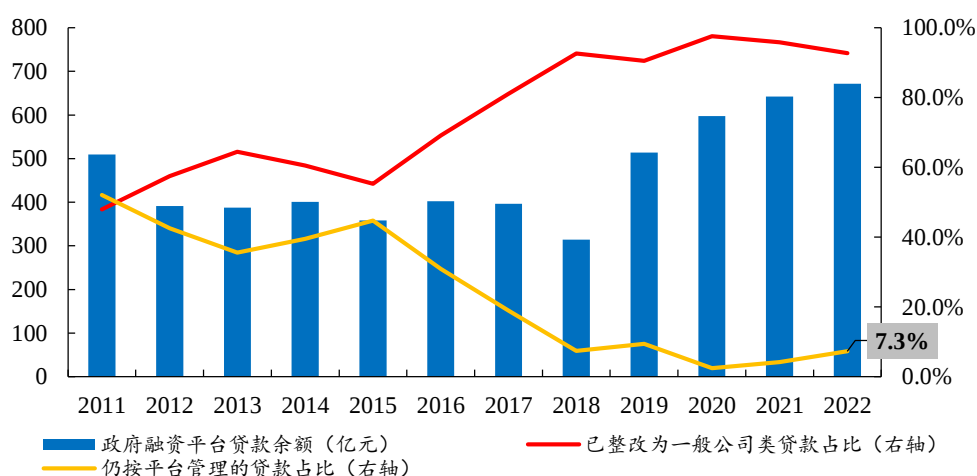


资料来源：开源证券研究所

城投公司的债务并非都属于隐债。原中国银监会在《关于加强 2013 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》已明确融资平台需划分为“仍按平台管理类”和“退出为一般公司类”，后者重要特征是不得接受地方政府及相关部门担保，故城投退名单后债务将不纳入地方政府隐性债务范围。而“仍按平台管理类”的城投公司债务仍存政府隐形担保的特征，故属于官方口径下的隐债。

“未退平台”城投贷款比重下降，涉隐贷款置换压力或减弱。以平安银行为例，2011 年“仍按平台管理类”城投贷款余额 265 亿元，占城投贷款比重为 52%；2022 其余额压降至 49 亿元，占城投贷款比重降至 7.3%，占比共下降了 44.7%。期间尽管城投贷款的规模增长了 62 亿元，但由于纳入隐债的城投贷款规模、占比均已大幅压降，故银行置换涉隐贷款的压力已较前期减弱。

图2：平安银行城投贷款中，仍按平台管理贷款占比自 2011 年 52%降至 2022 年 7.3%



数据来源：平安银行年报、开源证券研究所

2.2、上市银行城投敞口：城商行>农商行>国有行>股份行

2.2.1、重点区域城、农商行城投贷款占比高

2023 年末国股行城投贷款占总贷款比重或小于 3%。根据银行披露口径，部分国股行城投贷款占总贷款比重整体较低。国有行：建设银行 2018 年城投贷款占比约 1.1%，邮储银行 2019 年占比约 3.08%；股份行：招商、中信及平安银行 2022 年末城投贷款占比分别为 2.32%、3.46%和 2.00%。结合银行城投贷款占比逐年下降趋势，我们认为 2023 年末国股行城投贷款占比或小于 3%。

历史上重点区域城、农商行城投贷款/总贷款较高。城、农商行城投贷款占总贷款比重高于国股行，不同区域之间亦有分化。城商行：长沙、成都、重庆和贵阳银行，2014~2020 年占比均高于 10%；农商行：渝农商行、紫金银行，2017~2019 年占比居 6%~9%。此外，我们观察到部分区域城、农商行（江苏区域，苏农、江阴及常熟银行），其客群不以政信类客户为主，城投贷款占比较低（1%左右）。

测算广义城投贷款，城商行占比亦最高。上市银行所披露的城投口径或与广义城投口径存有差异，例如部分银行城投口径中仅包含“仍按平台管理类”的城投公司，未纳入“退出为一般公司类”的城投名单。我们将城投行业（租赁商服、交运、水利、电力、建筑）分别赋予不同比重，测算城商行城投贷款占比仍为各类行最高，2024H1 占总贷款比重为 14.8%。此外，国股行城投贷款占比相对较低，测算 2024H1 国有行、股份行城占比分别为 10.3%和 8.8%。故披露数据与测算结果均反映了城投贷款/总贷款：城商行>国有行>股份行的行业特征。

表2：样本上市银行城投贷款历年占比，部分城商行占比显著较高

类型	银行	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
国有行	建设银行			7.26%	5.75%	4.59%	3.40%	2.16%	1.63%	1.11%					
	交通银行		10.64%	8.49%											
	邮储银行							3.98%			3.08%				
股份行	招商银行	10.04%	7.46%	5.14%	4.34%	5.01%	5.07%	3.47%	2.99%	2.80%	2.54%	2.43%	2.35%	2.32%	
	兴业银行											6.04%	4.73%		
	中信银行													3.46%	3.82%
	光大银行	15.00%		9.00%	7.60%										
	平安银行		8.20%	5.43%	4.57%	3.91%	2.94%	2.72%	2.33%	1.60%	2.20%	2.20%	2.10%	2.00%	2.30%
	浙商银行			7.10%	6.00%	6.10%	6.80%	7.42%	9.23%	6.68%	6.22%				
	上海银行				16.96%			8.76%							
城商行	南京银行		15.73%	10.10%	8.92%	8.92%	7.38%	7.28%	6.97%	6.29%	7.10%	8.27%	7.47%	6.33%	5.61%
	江苏银行						6.38%								
	杭州银行							6.18%							
	长沙银行									15.47%					
	成都银行					12.56%	11.43%	12.19%	11.38%						
	重庆银行	22.09%	17.49%	14.61%	12.60%				15.84%	17.11%	11.83%	10.36%			
	贵阳银行				17.20%	13.91%	10.91%								
	青岛银行			7.93%	6.44%	6.42%	5.29%			4.07%					
	郑州银行			2.50%	1.80%	1.50%	0.74%								
	苏州银行							4.72%	5.13%	4.46%					
	西安银行									5.07%					
	厦门银行								0.41%	0.03%	0.04%	0.03%			
	兰州银行									0.75%	0.35%	0.41%	0.50%		
农商行	沪农商行											1.27%			
	渝农商行							9.46%	7.63%	7.06%	8.83%				
	青农商行						0.37%	0.06%	0.06%	0.02%					
	紫金银行						3.29%	5.56%	7.35%	6.35%					
	苏农银行				2.46%	2.19%	1.70%	1.37%							
	瑞丰银行									0.82%	0.65%	0.50%			
	常熟银行							0.85%							
	江阴银行						1.28%								

数据来源：各公司招股说明书、定期报告、开源证券研究所（部分银行相关数据时点非自然年末，如邮储银行 2016 年数据为 2016Q1，为方便列示计入 2016 年）

表3：测算上市银行城投贷款敞口，城商行>国有行>股份行（单位：亿元）

行业	租赁商服	交运	水利	电力	建筑	合计	总贷款	测算城投贷款占比
假设城投占比	70%	10%	5%	5%	40%			
工商银行	17,823	4,000	962	882	2,163	25,830	278,376	9.3%
建设银行	19,497	2,446	403	799	2,920	26,064	253,923	10.3%
农业银行	17,070	2,929	651	794	2,522	23,966	243,339	9.8%
中国银行	24,723	2,333	254	709	2,150	30,168	210,890	14.3%
邮储银行	1,701	862	135	142	921	3,760	86,380	4.4%
交通银行	6,491	946	244	202	907	8,791	82,677	10.6%
招商银行	1,401	528	21	154	539	2,642	67,478	3.9%
浦发银行	4,396	200	104	87	757	5,544	53,149	10.4%
兴业银行	4,972	180	154	103	697	6,105	56,691	10.8%
中信银行	4,112	147	233	57	486	5,034	55,937	9.0%
民生银行	3,863	168	86	69	523	4,710	44,232	10.6%
光大银行	2,506	130	174	49	669	3,528	38,934	9.1%
平安银行	511	64	73	21	207	876	34,135	2.6%
华夏银行	3,343	70	71	38	391	3,913	23,626	16.6%
浙商银行	1,781	16	34	6	266	2,102	18,028	11.7%
北京银行	1,708	91	77	34	345	2,255	21,679	10.4%
上海银行	1,668	22	54	10	223	1,977	14,245	13.9%
江苏银行	2,280	40	79	22	226	2,648	20,535	12.9%
南京银行	2,760	0	46	6	40	2,851	12,067	23.6%
宁波银行	1,426	23	31	9	225	1,714	14,093	12.2%
杭州银行	921	12	124	3	128	1,187	9,013	13.2%
长沙银行	423	6	31	8	179	649	5,336	12.2%
成都银行	1,799	12	47	5	107	1,970	7,065	27.9%
重庆银行	681	5	39	3	101	829	4,170	19.9%
贵阳银行	131	23	13	2	258	427	3,394	12.6%
青岛银行	256	8	12	4	147	428	3,244	13.2%
齐鲁银行	486	6	14	3	113	622	3,266	19.1%
郑州银行	478	4	23	1	112	619	3,728	16.6%
苏州银行	321	7	9	2	71	411	3,251	12.6%
西安银行	253	3	14	1	109	380	2,148	17.7%
厦门银行	153	3	2	1	53	212	2,133	9.9%
沪农商行	619	17	20	0	49	705	7,359	9.6%
渝农商行	613	31	38	14	44	741	7,069	10.5%
青农商行	219	4	8	2	91	324	2,608	12.4%
紫金银行	177	4	6	1	67	254	1,857	13.7%
无锡银行	208	2	3	1	28	242	1,526	15.8%
苏农商行	73	1	1	1	38	113	1,309	8.7%
江阴银行	66	1	2	1	38	108	1,228	8.8%
瑞丰银行	40	0	2	0	23	65	1,217	5.4%
常熟银行	104	0	3	1	0	108	2,389	4.5%
张家港行	64	1	1	1	19	86	1,358	6.3%
国有	87,305	13,516	2,649	3,528	11,582	118,580	1,155,584	10.3%
股份	26,883	1,505	950	584	4,534	34,455	392,210	8.8%
城商	15,744	266	615	115	2,437	19,177	129,368	14.8%
农商	2,182	61	84	21	398	2,746	27,921	9.8%
全部	132,114	15,349	4,298	4,247	18,951	174,959	1,705,083	10.3%

数据来源：、开源证券研究所（部分银行行业贷款未全口径披露，故以其他贷款一定比例估测）

2.2.2、上市银行城投贷款/总城投敞口：50%~60%

2014 年商业银行城投非标资产规模开始扩张。银行城投敞口除贷款之外，还包括城投债、非标等资产。观察青岛及重庆两家城商行，其城投贷款/总城投敞口在观测期内逐年下降，主要源于非标投资（信托计划+资管计划）规模大幅增长。我们认为 2014 年为城投非标资产规模扩张较大的时间点，一方面 2014 年后政府对“仍按平台管理类”信贷融资加以限制，部分城投企业转道非标融资；另一方面，商业银行为腾挪表内信贷额度兼顾更资产端更高收益率，故借道信托及资管计划向城投企业投放贷款。

依赖政信业务的城商行，城投敞口占总资产比重高。重庆银行 2013 年中期城投敞口占总资产比重为 10.7%，青岛银行 2015 年中期投敞口占总资产比重为 9.8%，对于依赖于政信类业务的银行，城投资产占总资产比重较高。

表4：青岛银行及重庆银行城投贷款/城投敞口在观测期内逐年下降（单位：亿元）

银行	项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015
青岛银行	贷款			36	36	40	37
	债券投资				5	10	10
	资金信托计划			4	15	63	46
	资产管理计划				7	35	73
	合计			40	63	148	166
	城投贷款/贷款总额			7.9%	6.4%	6.4%	5.3%
	城投贷款/城投敞口			90.1%	56.9%	27.3%	22.3%
	城投敞口/总资产			4.0%	4.6%	9.5%	9.8%
重庆银行	贷款	117	112	112	107		
	债券投资	15	14	13	10		
	资金信托计划	6	6	60	69		
	资产管理计划			6	15		
	合计	138	132	191	201		
	城投贷款/贷款总额	22.1%	17.5%	14.6%	12.6%		
	城投贷款/城投敞口	84.8%	84.8%	58.6%	53.2%		
	城投敞口/总资产	12.7%	10.4%	12.2%	10.7%		

数据来源：各公司招股说明书、开源证券研究所（青岛银行 2015 年及重庆银行 2013 年数据为中期数据）

当前银行城投贷款/城投敞口或稳定在 50%~60%。上市银行城投贷款/城投敞口较前期下降，且近年来保持稳定：2020 年起，部分股份行城投贷款/城投敞口维持在 45%~60% 区间，该比例已大幅低于 2013~2014 期间城商行的水平，或反映伴随理财回表、城投非标融资收紧等事件的冲击，商业银行同步压降了城投非标资产的投放。

表5：部分股份行城投贷款/总城投敞口，近年来或低于 60%（单位：亿元）

银行	项目	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1
招商银行	贷款	1,149	1,195	1,235	1,279	1,326	1,373		
	总敞口	2,483	2,691	2,617	2,684	2,636	2,486		
	城投贷款/贷款总额	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%		
	城投贷款/城投敞口	46.3%	44.4%	47.2%	47.6%	50.3%	55.2%		
	城投敞口/总资产	3.0%	3.0%	2.8%	2.8%	2.6%	2.3%		
兴业银行	贷款			2,093					
	总敞口			3,077	2,523	2,209	2,049	1,616	1,516
	城投贷款/贷款总额			4.7%					
	城投贷款/城投敞口			68.0%					
	城投敞口/总资产			3.6%	2.8%	2.4%	2.1%	1.6%	1.5%
平安银行	贷款					672	696	790	
	总敞口					1,553	1,600	1,722	
	城投贷款/贷款总额					2.0%	2.0%	2.3%	
	城投贷款/城投敞口					43.3%	43.5%	45.9%	
	城投敞口/总资产					2.9%	2.9%	3.1%	

数据来源：各公司定期报告、开源证券研究所

2.3、35%贷款置换比例下，商业银行 2025 信贷增速为 7.35%

2.3.1、2025 年化债对商业银行信贷增速拖累约 0.45pct ~1.28pct

随着化债的推进，商业银行涉隐贷款将被逐步偿还，这一过程商业银行资产端贷款及负债端存款同步减少，信贷增长受化债拖累。若 2024~2026 年，每年 2.8 万亿化债额度置换表内贷款的比例分别为 100%和 35%，则 2025 年商业银行信贷增速分别下降 1.28 和 0.45pct，对应信贷增速为 6.52%和 7.35%。

情景 1、100%置换贷款：2025 年无化债影响下商业银行信贷增速为 7.80%，年贷款增量为 17 万亿；化债后信贷增速降至 6.52%，降幅为 1.28pct，年贷款增量降至 14.2 万亿。由于化债资源并非全部用于置换表内贷款，故该极端情况发生可能性较小。

情景 2、35%置换贷款：2025 年化债后商业银行信贷增速降至 7.35%，降幅为 0.45pct，年贷款增量降至 16 万亿，我们认为该比情景或接近此次化债用于置换表内贷款的实际情况。

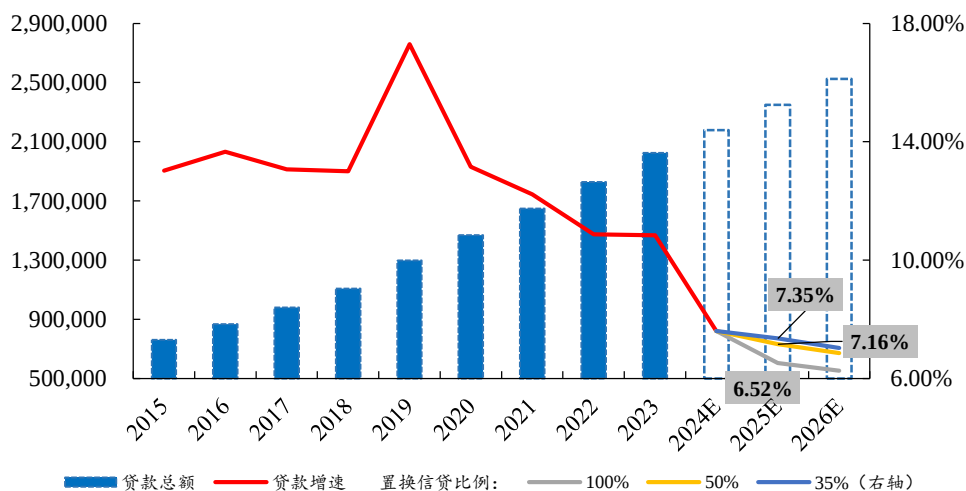
表6：若每年 35%化债额度置换贷款，则 2025 年商业银行信贷增速受拖累约 0.45pct

无化债影响下预测				置换比例：100%		置换比例：50%		置换比例：35%	
年份	2024E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
信贷增速	7.60%	7.80%	7.45%	6.52%	6.26%	7.16%	6.85%	7.35%	7.03%
信贷增量	15.4	17.0	17.5	14.2	14.7	15.6	16.1	16.0	16.5
置换后增速差				-1.28%	-1.19%	-0.64%	-0.60%	-0.45%	-0.42%

数据来源：、开源证券研究所

测算过程遵循如下假设：无化债影响时，商业银行 2025、2026 年预期信贷增速分别 7.80%、7.45%，年贷款增量分别为 17 万亿和 17.5 万亿。

图3：各情景下债务置换后商业银行预期信贷增速（亿元）



数据来源：、开源证券研究所

2.3.2、化债提升国有行 2025 年资产增速 0.49pct，城、农商行下降 0.21 和 0.30pct

债务置换的过程，银行表内贷款因偿还而减少，金融投资因承接地方债而增加。对于国股行，由于其涉隐敞口小，地方债承接规模大，故债务置换利于其规模增长；对于城、农商行，其涉隐敞口占比高，承接地方债能力有限，故资产增速略承压。

贷款：化债后国有行信贷增速将超过城商行，中小银行信贷增速受影响程度大。测算 2025 年国有行信贷增速下降 0.36pct 至 8.43%，超越农商行化债后 7.96% 的信贷增速，位列各类行第一。此外城、农商行信贷受化债拖累幅度相对大，分别为 0.78 和 0.61pct，同时观察到化债影响在 2026 年略弱于 2025 年，主要源于化债降低 2025 年基数。

资产：国股行资产增速提升，城、农商行增速略承压。测算 2025 年化债分别提升国股行资产增速 0.49 和 0.37pct；城、农商行增速分别下降 0.21 和 0.28pct。

部分中小行或存业务转型契机。部分中小行与当地政府深度绑定，信贷投放依赖于对公政府信用类业务，故涉隐敞口占比较高，长期以往削弱其寻找优质资产的能力及市场竞争力。我们认为中小行的资产缺口或通过两方面来弥补：第一、信贷需求尚未修复环境下，或持续加大债券的配置，寻找期限更长，信用进一步下沉的资产；第二、业务由政信类转型，回归地方银行业务本源，专注于当地企业及个人小微客户，同步调整对公信贷业务结构，向国家支持的绿色、科技、普惠等产业方向转移。

表7：2025~2026 年各类行信贷增速受化债拖累，国股行资产增速提升、城、农商行略承压

银行类型	原始预测				专项债置换隐债贷款后				对增速的影响			
	贷款增速		资产增速		贷款增速		资产增速		贷款增速		资产增速	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
国有行	8.79%	8.32%	8.94%	8.64%	8.43%	7.99%	9.43%	9.09%	-0.36%	-0.33%	0.49%	0.45%
股份行	4.59%	4.51%	4.68%	4.71%	4.25%	4.20%	5.05%	5.06%	-0.33%	-0.32%	0.37%	0.35%
城商行	8.74%	8.27%	8.82%	8.54%	7.96%	7.56%	8.62%	8.35%	-0.78%	-0.72%	-0.21%	-0.19%
农商行	7.62%	7.29%	8.06%	7.85%	7.00%	6.72%	7.78%	7.60%	-0.61%	-0.57%	-0.28%	-0.26%

数据来源：、开源证券研究所（注：农商行资产规模数据，采用上市农商行资产/上市农商行贷款*农商行贷款估测）

测算过程遵循以下假设：

1、银行涉隐贷款：国有行、股份行、城商行、农商行涉隐贷款/总贷款分别为 1.30%、1.20%、2.80%和 2.20%，此时测算商业银行涉隐贷款规模约 3.5 万亿元。

2、银行涉隐总敞口：商业银行涉隐贷款/涉隐敞口为 60%，测算化债涉隐非标规模为 2.3 万亿元，商业银行隐债总敞口约 5.8 万亿元。

3、新增地方政府债：国有行、股份行、城商行及农商行承接的比重分别为 60%、18%、10%和 5%。根据历史数据全国性银行（国有行+股份行）托管地方债占比约 78.4%，若 10 万亿化债额度全部由商业银行承接，则国有行、股份行、城商行及农商行分别承接 6、1.8、1 和 0.5 万亿元，剩余 0.7 万亿元由政策性银行和其他银行承接。

表8：测算城、农商行债务置换后资产将产生负缺口（单位：亿元）

	银行表内隐债敞口			地方债承接 规模	置换后资产敞 口/缺口	其他政府隐 形债务	政府隐债合 计
	全部隐债	其中：贷款	隐债贷款/总贷款				
商业银行	57,609	34,566	1.6%	93,000	35,391	42,391	100,000
国有行	24,632	14,779	1.3%	60,000	35,368		
股份行	8,481	5,089	1.2%	18,000	9,519		
城商行	14,410	8,646	2.8%	10,000	(4,410)		
农商行	10,086	6,052	2.2%	5,000	(5,086)		
合计	57,609	34,566	1.6%	93,000	35,391		

数据来源：、开源证券研究所

3、化债拖累 2025 上市银行营收增速约 0.78pct, 息差收窄 2BP

3.1、评估涉隐贷款和非标资产收益率中枢：5.00%和 7.50%

债务置换后，年节省利息约 1200 亿元。在十四届全国人大常委会第十二次会议新闻发布上，财政部长蓝佛安表示“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”，故置换每年将节省涉隐债务利息约 1200 亿元。

银行涉隐贷款收益率约为 5.00%。当商业银行涉隐贷款平均收益率为 5.00%，非标资产为 7.5%时，化债每年节省利息总额约 1265 亿元，接近财政部估算的 1200 亿元水平，该水平或分别代表了商业银行涉隐贷款及非标的融资成本。

表9：若拖欠款不支付利息，评估贷款、非标收益率分别为 5%、7.5%时利息节省符合财政部估算（单位：亿元）

	项目	额度	收益率	年利息	测算依据
化债前	偿还贷款	35,000	5.00%	1,750	十四届全国人大常委会第十二次会议新闻发布上，财政部长蓝佛安表示债务置换后将大幅节约地方利息支出， 估算五年累计可节约 6000 亿元左右，故每年节省利息约 1200 亿元。
	偿还非标	23,000	7.50%	1,725	
	合计			3,475	
化债后	专项债发行	100,000	2.21%	2,210	
	节省			1,265	

数据来源：人大常委会新闻发布会、开源证券研究所

测算过程遵循以下假设：

1、所有隐债中，仅商业银行涉隐资产需支付利息（忽略其他金融机构涉隐债务规模，同时政府拖欠款及隐形担保不支付欠息）。

2、专项债收益率为 2024 年发行加权平均收益率 2.21%（见表 10）。

3.2、隐债压力较大省份，存量涉隐资产收益率较高

专项债发行量高的省份，存量隐债规模较大。2 万亿新增再融资专项债已于 12 月中旬发行完毕，从各省分配占比来看，江苏、湖南及河南化债额度居前三，占比分别为 12.6%、6.4%和 6.1%。我们认为此次分配额度并不以参考地方负债率等指标，而是根据前期各地上报隐性债务规模进行分配。上述省份存量隐债规模或在全国居前，化解压力较大。

化债承压的省份，存量涉隐资产收益率亦高。区域隐债规模大，一方面说明该地区融资平台公司有较强的信贷需求，金融需求或将推升信贷收率；另一方面，较高的隐债规模增加当地城投公司信用风险，故信贷发放时会设定较高的风险溢价。因此我们认为例如江苏、湖南、山东等省份，其存量涉隐资产收益率或高于全国平均水平。

表10：年内江苏、湖南、河南等省份发行再融资专项债规模居前

发行区域	发行规模 (亿元)	发行占比 (%)	加权平均 期限 (年)	加权平均 利率 (%)	负债率 (%)	宽口径 负债率 (%)
江苏	2,511	12.6	15.0	2.12	17.73	94.41
湖南	1,288	6.4	12.7	2.18	36.42	91.56
河南	1,227	6.1	18.2	2.19	30.26	71.82
贵州	1,176	5.9	16.5	2.30	73.32	149.43
四川	1,148	5.7	22.1	2.24	33.71	126.88
山东	1,113	5.6	22.3	2.31	29.89	75.91
湖北	982	4.9	18.0	2.24	28.00	83.16
安徽	980	4.9	15.3	2.01	33.40	80.27
云南	878	4.4	20.0	2.25	48.10	110.67
天津	771	3.9	23.7	2.22	66.42	155.10
重庆	754	3.8	16.2	2.05	40.66	112.74
辽宁	667	3.3	25.5	2.35	42.60	59.73
内蒙古	572	2.9	14.4	2.17	44.96	60.23
浙江	565	2.8	21.8	2.29	27.72	121.46
陕西	564	2.8	20.9	2.37	32.13	88.01
江西	551	2.8	17.3	2.23	39.47	108.02
广西	515	2.6	24.2	2.32	42.47	111.19
黑龙江	484	2.4	27.61	2.37	53.50	71.63
福建	446	2.2	22.50	2.23	25.41	55.78
甘肃	443	2.2	10.00	2.16	59.91	120.16
吉林	385	1.9	25.19	2.21	65.56	114.95
山西	385	1.9	20.00	2.23	27.56	55.66
河北	281	1.4	30.00	2.34	41.93	73.05
宁波	249	1.2	15.00	2.26	19.75	82.98
新疆	216	1.1	10.00	2.07	46.83	89.58
海南	152	0.8	24.53	2.31	54.38	56.88
青岛	142	0.7	10.00	2.24	22.97	110.11
宁夏	138	0.7	7.96	1.86	42.23	62.70
西藏	137	0.7	30.00	2.22	28.46	58.45
大连	104	0.5	21.35	2.37	33.10	47.83
青海	73	0.4	10.00	2.00	87.85	108.50
厦门	56	0.3	17.77	2.25	26.29	63.61
北京	47	0.2	7.07	1.68	26.00	56.96
总计	20000	100	18.61	2.21	/	/

数据来源：企业预警通、开源证券研究所（负债率=地方政府债务余额/GDP，宽口径负债率=地方政府债务余额+城投平台有息债务/GDP）

3.3、城商行收入端受影响大：2025 营收增速下降 3.77pct，息差收窄 3BP

债务置换对净利息收入的影响分为三部分：1、贷款和非标规模因置换而减少，造成息收入的下降；2、配置地方债使金融投资规模上升，形成息收入的增加；3、资产规模的变动引起负债端同步变化，影响付息支出。考虑上述因素后，测算 2025 年上市银行营收、归母净利润增速分别下降 0.78pct 和 2.04pct，息差收窄约 2BP。

城、农商行受影响幅度较大。分银行类型看，国股行由于承接地方债占比大，故规模增长部分抵消了价格对收入的负向影响，测算 2025 化债将分别拖累国有行、股份行营收增速 0.74pct 和 0.60pct，息差降幅在 1BP 以内，收入端影响偏中性。而随着化债的进行，城、农商行规模增长受拖累，收益率亦下降，故息收入受影响程度较大。测算 2025 化债将拖累城、农商行营收增速 1.52 pct 和 1.23pct，拖累归母净利润 3.77pct 和 3.00pct，息差均收窄 3BP，部分区域城商行息差受影响幅度可达 4BP。

测算过程遵循以下假设：

1、商业银行所需置换的贷款、非标、承接的地方政府债总规模见表 8，假设 2024~2026 每年置换 28%涉隐资产，额度按银行总资产/该类银行总资产比重分配。（注：1、由于无法获取各类行全部城投敞口，故分配时采用总资产比重分配，该比重或与实际城投资产比重存有差异，故形成测算误差；2、数据截止 2024Q3）。

2、国有行、股份行资产收益率参照平均水平（贷款 5.00%，非标 7.50%）；江苏、湖南、山东、四川、贵州、河南、重庆、青岛区域银行收益率在平均水平上+100BP；浙江、陕西区域银行收益率+50BP；北京、上海、福建区域银行收益率-100BP。地方债收益率参考表 10，同时假设 2025 年因降息影响地方债收益率较 2024 年下降 10BP。

表11：35%的贷款置换比例下，测算 2025 年上市银行息差收窄幅度约 2BP，部分城商行收窄 4BP（单位：亿元）

银行	置换贷款			置换非标			增配地方债			负债规模变化			收入净变化	对 2025 增速影响：			净息差影响
	规模	收益率	收入减少	规模	收益率	收入减少	规模	收益率	收入增加	规模	成本率	支出变化		净利息收入	营业收入	归母净利润	
工商银行	1009	5.00%	(50)	673	7.50%	(50)	4098	2.11%	86	2416	2.04%	(49)	(64)	1.02%	0.79%	1.75%	-1
建设银行	854	5.00%	(43)	569	7.50%	(43)	3468	2.11%	73	2044	1.92%	(39)	(51)	0.89%	0.69%	1.55%	-1
农业银行	909	5.00%	(45)	606	7.50%	(45)	3691	2.11%	78	2176	1.92%	(42)	(55)	0.95%	0.78%	1.97%	-1
中国银行	711	5.00%	(36)	474	7.50%	(36)	2887	2.11%	61	1702	2.19%	(37)	(47)	1.07%	0.75%	2.04%	-1
邮储银行	350	5.00%	(17)	233	7.50%	(17)	1419	2.11%	30	837	1.51%	(13)	(18)	0.62%	0.51%	2.04%	-1
交通银行	305	5.00%	(15)	203	7.50%	(15)	1237	2.11%	26	729	2.36%	(17)	(22)	1.29%	0.85%	2.34%	-2
招商银行	232	5.00%	(12)	155	7.50%	(12)	822	2.11%	17	435	1.72%	(7)	(13)	0.64%	0.41%	0.92%	-1
浦发银行	188	5.00%	(9)	125	7.50%	(9)	664	2.11%	14	351	2.29%	(8)	(13)	1.14%	0.76%	2.77%	-2
兴业银行	206	5.00%	(10)	137	7.50%	(10)	727	2.11%	15	385	2.25%	(9)	(14)	0.92%	0.65%	1.85%	-2
中信银行	185	5.00%	(9)	123	7.50%	(9)	653	2.11%	14	345	2.12%	(7)	(12)	0.83%	0.56%	1.78%	-1
民生银行	154	5.00%	(8)	102	7.50%	(8)	543	2.11%	11	287	2.38%	(7)	(11)	1.10%	0.80%	3.30%	-2
光大银行	137	5.00%	(7)	92	7.50%	(7)	486	2.11%	10	257	2.37%	(6)	(10)	1.00%	0.72%	2.30%	-2
平安银行	115	5.00%	(6)	76	7.50%	(6)	405	2.11%	9	214	2.25%	(5)	(8)	0.83%	0.54%	1.66%	-2
华夏银行	87	5.00%	(4)	58	7.50%	(4)	307	2.11%	6	162	2.23%	(4)	(6)	0.90%	0.62%	2.14%	-1
浙商银行	65	5.00%	(3)	44	7.50%	(3)	231	2.11%	5	122	2.33%	(3)	(5)	0.96%	0.67%	2.96%	-2
北京银行	165	4.00%	(7)	110	6.50%	(7)	191	1.90%	4	(84)	2.09%	2	(8)	1.62%	1.21%	3.20%	-2
上海银行	132	4.00%	(5)	88	6.50%	(6)	153	1.90%	3	(67)	2.16%	1	(7)	2.06%	1.31%	2.91%	-2
江苏银行	158	6.00%	(9)	105	8.50%	(9)	183	2.02%	4	(81)	2.29%	2	(13)	2.41%	1.64%	4.08%	-4
南京银行	104	5.50%	(6)	70	8.00%	(6)	121	2.02%	2	(53)	2.42%	1	(8)	3.02%	1.55%	3.76%	-4
宁波银行	126	5.50%	(7)	84	8.00%	(7)	145	2.16%	3	(64)	2.12%	1	(9)	1.91%	1.38%	3.34%	-4
杭州银行	83	5.50%	(5)	55	8.00%	(4)	96	2.16%	2	(42)	2.21%	1	(6)	2.45%	1.64%	3.49%	-4
长沙银行	46	6.00%	(3)	31	8.50%	(3)	53	2.08%	1	(23)	2.07%	0	(4)	1.90%	1.47%	4.78%	-4
成都银行	50	6.00%	(3)	33	8.50%	(3)	58	2.14%	1	(26)	2.28%	1	(4)	2.24%	1.79%	3.11%	-4
重庆银行	34	6.00%	(2)	23	8.50%	(2)	39	1.95%	1	(17)	2.65%	0	(3)	2.65%	1.99%	5.32%	-4
贵阳银行	29	6.00%	(2)	20	8.50%	(2)	34	2.20%	1	(15)	2.55%	0	(2)	2.01%	1.60%	4.45%	-4
青岛银行	27	6.00%	(2)	18	8.50%	(2)	32	2.14%	1	(14)	2.25%	0	(2)	2.25%	1.64%	5.38%	-4
齐鲁银行	27	6.00%	(2)	18	8.50%	(2)	32	2.21%	1	(14)	2.15%	0	(2)	2.52%	1.76%	4.42%	-4
郑州银行	27	6.00%	(2)	18	8.50%	(2)	32	2.09%	1	(14)	2.30%	0	(2)	2.29%	1.87%	14.62%	-4
苏州银行	28	6.00%	(2)	19	8.50%	(2)	32	2.02%	1	(14)	2.20%	0	(2)	2.87%	1.90%	4.46%	-4
西安银行	18	5.50%	(1)	12	8.00%	(1)	21	2.27%	0	(9)	2.68%	0	(1)	2.45%	1.60%	5.06%	-3
厦门银行	17	4.00%	(1)	11	6.50%	(1)	19	2.13%	0	(8)	2.48%	0	(1)	1.95%	1.40%	3.05%	-2
沪农商行	49	4.00%	(2)	33	6.50%	(2)	41	1.90%	1	(41)	1.98%	1	(3)	1.25%	0.95%	2.06%	-2
渝农商行	51	6.00%	(3)	34	8.50%	(3)	42	1.95%	1	(43)	1.95%	1	(4)	1.95%	1.55%	3.78%	-3
青农商行	16	6.00%	(1)	11	8.50%	(1)	13	2.21%	0	(13)	2.14%	0	(1)	1.86%	1.22%	4.77%	-3
紫金银行	9	5.50%	(0)	6	8.00%	(0)	7	2.02%	0	(8)	2.35%	0	(1)	1.71%	1.44%	4.02%	-3
无锡银行	8	6.00%	(1)	6	8.50%	(0)	7	2.02%	0	(7)	2.35%	0	(1)	1.98%	1.44%	2.93%	-3
苏农银行	7	6.00%	(0)	5	8.50%	(0)	6	2.02%	0	(6)	1.98%	0	(1)	2.07%	1.38%	2.99%	-3
江阴银行	6	6.00%	(0)	4	8.50%	(0)	5	2.02%	0	(5)	1.94%	0	(1)	1.89%	1.33%	2.59%	-3
瑞丰银行	7	5.50%	(0)	5	8.00%	(0)	6	2.16%	0	(6)	2.20%	0	(1)	1.69%	1.17%	2.57%	-3
常熟银行	12	6.00%	(1)	8	8.50%	(1)	10	2.02%	0	(10)	2.26%	0	(1)	1.09%	0.89%	2.53%	-3
张家港行	7	6.00%	(0)	5	8.50%	(0)	6	2.02%	0	(6)	2.24%	0	(1)	1.78%	1.25%	3.08%	-3
国有	4138	5.00%	(207)	2759	7.50%	(207)	16800	2.11%	354	9903	1.99%	(197)	(257)	0.96%	0.74%	1.85%	-1
股份	1368	5.00%	(68)	912	7.50%	(68)	4838	2.11%	102	2559	2.18%	(56)	(90)	0.89%	0.60%	1.82%	-1
城商	1072	5.26%	(56)	715	7.76%	(55)	1240	2.04%	25	(547)	2.24%	12	(74)	2.19%	1.52%	3.77%	-3
农商	173	5.38%	(9)	116	7.88%	(9)	143	1.99%	3	(146)	2.06%	3	(13)	1.63%	1.23%	3.00%	-3
全部	6752	5.05%	(341)	4501	7.55%	(340)	23022	2.11%	485	11769	2.02%	(238)	(434)	1.06%	0.78%	2.04%	-2

数据来源：、开源证券研究所

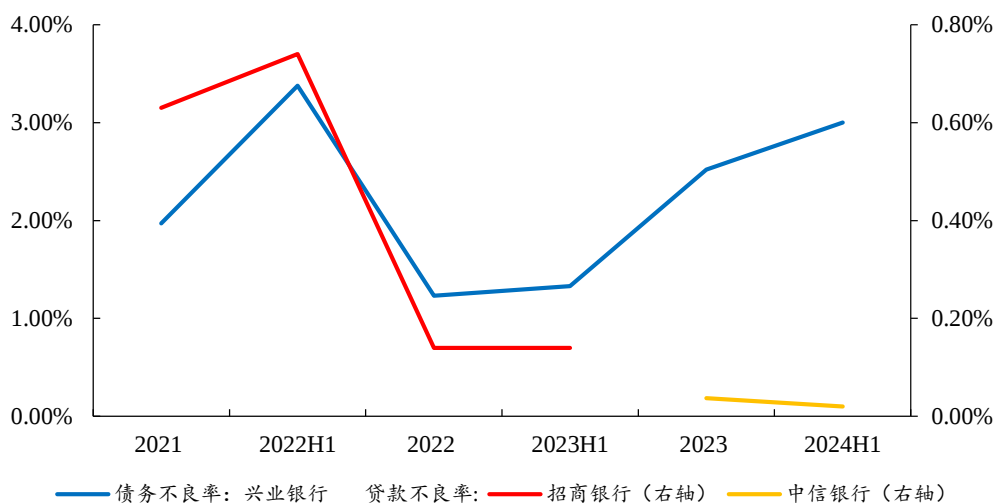
4、5%计提比例下，拨备反哺上市银行盈利增速 2.65pct

4.1、融资平台贷款不良水平较低，隐债不良或集中于非标资产

上市银行披露融资平台贷款不良率较低。上市银行披露当前融资平台类贷款不良率保持在较低水平。大部分在招股说明书中披露其地方政府融资平台类贷款无不良。此外招商银行 2023H1 不良率仅为 0.14%、中信银行 2024H1 不良率仅为 0.02%，均处于较低水平。

融资平台贷款不良率较低原因：1、原银监会已明确已实现全额偿还贷款本息（实现现金流全覆盖）的贷款方可退平台，通过平安银行的数据（见图 2）可以看出，退平台城投占比呈持续上升趋势，且部分银行融资平台现金流全覆盖贷款占比亦较高（长沙、西安银行上市时均为 100%），故银行表内该类贷款第一还款来源相对充足，不纳入不良；2、对于现金流基本覆盖贷款（覆盖率 70%~100%），部分纳入地方政府债务预算管理，另一部分地方财政亦会定期补充平台运营经费缺口，这类城投贷款未退平台，具有政府兜底特征，故成为此次隐债化解的对象。在前期政府财力充足时，其本息偿还仍有保障，故亦未纳入不良；3、政策端对涉险的城投贷款风险分类或给与支持，例对于 2024 年到期的重组贷款（调整期限、利率等）或维持五级分类为正常。

上市银行融资平台不良债务或集中于非标资产。兴业银行全口径下融资平台债务率较高，2024H1 兴业银行全口径融资平债务不良率为 3.00%，不良额为 45.5 亿元。假设公司融资平台贷款不良率与其余股份行（招行、中信）在同一水平线上，则不良资产主要来自于非标（资管计划、信托计划）。

图4：上市银行地方政府融资平台贷款不良率维持低位，债务率不良集或集中于非标


数据来源：各公司定期报告、开源证券研究所

表12：上市银行披露融资平台贷款中现金流全覆盖占比较高

银行	时间	现金流全覆盖贷款占比	退出为一般公类贷款占比
重庆银行	2013.6.30		62%
青岛银行	2015.6.30	84%	
成都银行	2017.6.30	96%	56%
长沙银行	2018.3.31	100%	63%
西安银行	2018.6.30	100%	
平安银行	2022.12.31		93%

数据来源：各公司招股说明书和定期报告、开源证券研究所

4.2、城商行拨备反哺利润空间最大，反哺力度取决于前期拨备计提水平

涉隐资产拨备计提比例：正常类 5%，关注类 20%。商业银行对风险较高行业的贷款（如城投贷款）采取了较高的损失准备计提比例，拨备计提充分。例如江阴银行招股说明书中披露对于政府融资平台类贷款，正常类贷款损失准备计提比例为 8%、关注类为 15%；但另有部分银行其贷款经重组后，分类为正常时拨备计提比例不超过 5%（见表 13），故我们认为拨备政策偏谨慎的银行（如江阴）城投贷款拨备计提比例相对高；而一般情况下，银行对风险分类为正常的城投贷款，拨备计提平均水平或小于 5%。此外、部分银行于招股说明书中披露了重组贷款中关注类拨备计提比例（见表 14），不同银行计提水平存在差异（例如紫金银行计提比例较低），但整体计提比例接近 20%。对于涉隐资产，其风险主要在于经重组后的仍无法正常还本付息，我们认为这部分贷款重组后绝大部分分类为正常，按 5%的比例计提拨备；此外仍有少部分经重组后计入关注类，拨备计提比例为 20%。

表13：部分银行正常类重组贷款减值准备计提比例小于 5%

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
常熟银行	2.50%	2.50%	4.20%	11.30%			
成都银行		2.54%	3.40%	2.40%	1.77%		
渝农商行				3.05%	3.18%	2.50%	2.68%
紫金银行			3.95%	4.94%	4.88%	4.85%	

数据来源：各公司招股说明书、开源证券研究所（1、常熟、成都银行为展期贷款；2、部分银行相关数据时点非自然年末，如常熟银行 2016 年数据为 2016H1，为方便列示计入 2016 年）

表14：部分银行重组贷款中，关注类计提减值准备比例不同，充分计提或接近 20%

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
常熟银行	14.00%	12.80%	7.20%	18.20%			
成都银行		7.69%	6.65%	11.77%	17.93%		
渝农商行				19.38%	8.50%	17.74%	18.67%
紫金银行			8.20%	8.98%	8.10%	8.11%	

数据来源：各公司招股说明书、开源证券研究所（1、常熟、成都银行为展期贷款；2、部分银行相关数据时点非自然年末，如常熟银行 2016 年数据为 2016H1，为方便列示计入 2016 年）

债务置换过程中，当客户将资金归还至银行时，该笔贷款前期计提的拨备将回拨，减少当期的资产减值损失，形成盈利反哺。经测算在 5% 的拨备计提比例下，拨备回拨使 2025 年上市银行归母净利润增速提升约 2.65pct，可对冲息收入下降的影响。

前期拨备计提比例充分的城商行收益最大。若涉隐贷款、非标均以 5% 的比例计提拨备，则 2025 年国有、股份、城商、农商行涉隐资产拨备释放对规模净利润的提升幅度分别约为 2.49%、2.29%、4.54% 和 3.45%，城商行受益最大；此外，部分分类为关注的涉隐资产以 20% 的比例计提拨备，这类资产拨备回拨后对盈利的反哺更多。

拨备对盈利的反哺可对冲息收入的负向影响，城商行改善幅度最大。第一、测算 2025 年上市银行因化债而释放拨备对盈利增速的提升（2.65%），大于息收入下行对盈利增速的拖累（-2.04%），二者综合考虑后，化债对上市银行归母净利润增速提升幅度大约 0.61pct；第二，2025 年各类行化债释放拨备对盈利增速的提升，均可对冲息收入下降的负向影响，其中城商行盈利增速提升幅度在各类行中最高约 0.76pct。城商行是地方金融体系的重要组成部分，其涉隐敞口显著高于其他类型银行，尽管城商行息收入受化债政策影响最大，但资产质量压力的缓解对其影响更显著。但盈利提升的幅度，仍取决于银行对涉隐敞口拨备计提的充分程度，若前期计提比例不足，则信用成本的节约效应有限。

表15：测算拨备反哺可对冲上市银行息收入对盈利增速的影响（单位：亿元）

银行	影响2025归母净利润金额			影响2025归母净利润增速		
	息收入下降	拨备反哺	合计	息收入下降	拨备反哺	合计
国有	-257	345	88	-1.85%	2.49%	0.63%
股份	-90	114	24	-1.82%	2.29%	0.47%
城商	-74	89	15	-3.77%	4.54%	0.76%
农商	-13	14	2	-3.00%	3.45%	0.44%
全部	-434	563	129	-2.04%	2.65%	0.61%

数据来源：，开源证券研究所

表16：若涉隐贷款、非标均以5%的比例计提拨备，2025城商行归母净利润增速提升约4.54pct（单位：亿元）

银行	置换贷款			置换非标			拨备反哺盈利		影响2025归母净利润增速	
	规模	正常类贷款 拨备反哺	关注类贷款 拨备反哺	规模	正常类非标 拨备反哺	关注类非标 拨备反哺	正常类	关注类	正常类	关注类
工商银行	1009	50	202	673	34	135	84	336	2.31%	9.23%
建设银行	854	43	171	569	28	114	71	285	2.14%	8.55%
农业银行	909	45	182	606	30	121	76	303	2.72%	10.88%
中国银行	711	36	142	474	24	95	59	237	2.54%	10.17%
邮储银行	350	17	70	233	12	47	29	117	3.37%	13.48%
交通银行	305	15	61	203	10	41	25	102	2.76%	11.03%
招商银行	232	12	46	155	8	31	19	77	1.33%	5.32%
浦发银行	188	9	38	125	6	25	16	63	3.39%	13.55%
兴业银行	206	10	41	137	7	27	17	69	2.29%	9.16%
中信银行	185	9	37	123	6	25	15	62	2.28%	9.12%
民生银行	154	8	31	102	5	20	13	51	3.93%	15.73%
光大银行	137	7	27	92	5	18	11	46	2.75%	11.01%
平安银行	115	6	23	76	4	15	10	38	2.05%	8.20%
华夏银行	87	4	17	58	3	12	7	29	2.66%	10.63%
浙商银行	65	3	13	44	2	9	5	22	3.58%	14.30%
北京银行	165	8	33	110	6	22	14	55	5.27%	21.07%
上海银行	132	7	26	88	4	18	11	44	4.82%	19.28%
江苏银行	158	8	32	105	5	21	13	53	4.16%	16.65%
南京银行	104	5	21	70	3	14	9	35	4.31%	17.25%
宁波银行	126	6	25	84	4	17	10	42	3.83%	15.33%
杭州银行	83	4	17	55	3	11	7	28	4.04%	16.15%
长沙银行	46	2	9	31	2	6	4	15	4.86%	19.42%
成都银行	50	3	10	33	2	7	4	17	3.23%	12.90%
重庆银行	34	2	7	23	1	5	3	11	5.51%	22.02%
贵阳银行	29	1	6	20	1	4	2	10	4.74%	18.97%
青岛银行	27	1	5	18	1	4	2	9	5.57%	22.28%
齐鲁银行	27	1	5	18	1	4	2	9	4.60%	18.39%
郑州银行	27	1	5	18	1	4	2	9	15.08%	60.33%
苏州银行	28	1	6	19	1	4	2	9	4.52%	18.10%
西安银行	18	1	4	12	1	2	2	6	6.17%	24.67%
厦门银行	17	1	3	11	1	2	1	6	5.52%	22.06%
沪农商行	49	2	10	33	2	7	4	16	3.36%	13.44%
渝农商行	51	3	10	34	2	7	4	17	3.74%	14.98%
青农商行	16	1	3	11	1	2	1	5	4.94%	19.76%
紫金银行	9	0	2	6	0	1	1	3	4.66%	18.62%
无锡银行	8	0	2	6	0	1	1	3	3.04%	12.16%
苏农银行	7	0	1	5	0	1	1	2	2.99%	11.97%
江阴银行	6	0	1	4	0	1	1	2	2.58%	10.31%
瑞丰银行	7	0	1	5	0	1	1	2	2.97%	11.90%
常熟银行	12	1	2	8	0	2	1	4	2.61%	10.42%
张家港行	7	0	1	5	0	1	1	2	3.17%	12.66%
国有	4138	207	828	2759	138	552	345	1379	2.49%	9.94%
股份	1368	68	274	912	46	182	114	456	2.29%	9.17%
城商	1072	54	214	715	36	143	89	357	4.54%	18.15%
农商	173	9	35	116	6	23	14	58	3.45%	13.79%
全部	6752	338	1350	4501	225	900	563	2251	2.65%	10.60%

数据来源：、开源证券研究所（注：正常类即假设贷款、非标拨备计提比例均为5%；关注类假设二者计提比例均为20%，在两种情景下分别测算拨备对净利润增速的影响）

5、化债每年释放上市银行核心一级资本约 765 亿元

5.1、2024~2026 化债释放上市银行核心一级资本约 2295 亿元

债务置换将节约银行 80% 的资本消耗。2024 年起商业银行实施新的资本管理办法。在风险权重方面，对于权重法下的信用风险加权资产（RWA）计量，专项债的风险权重为 20%，一般公司贷款和专业贷款的风险权重为 100%（部分贷款下浮至 75% 或上浮至 130%），故银行将涉隐贷款及非标置换成再融资专项债，将节约大约 80% 的资本消耗。

2024~2026 上市银行共计可释放核心一级资本约 2295 亿元。将涉隐贷款及置换为地方政府专项债时，银行 RWA 将因资产规模、风险权重变化而发生改变。从 2024~2026 年，我们测算债务置换将每年减少上市银行 RWA 约 6648 亿元，若维持 2024Q3 末上市银行平均 11.51% 的核心一级资本充足率标准，则年释放核心一级资本的规模约 765 亿元，三年共计可释放核心一级资本约 2295 亿元。

表17：专项债券风险权重为 20%，显著低于一般公司及专业贷款风险权重

资产		风险权重	
专项债券		20%	
一般公司		100%	
其中：投资级公司		75%	
专业贷款	物品融资和商品融资		100%
	项目融资	运营前阶段	130%
		运营阶段	100%

资料来源：金融监管总局、开源证券研究所

表18：2024~2026 年化债将每年释放上市银行核心一级资本规模约 765 亿元（单位：亿元）

银行	置换贷款			置换非标			增配地方债			RWA 变化	核心一级资本充足率	节省核心一级资本
	规模	资本占用	RWA减少	规模	资本占用	RWA减少	规模	资本占用	RWA增加			
工商银行	1009	100.00%	(1009)	673	100.00%	(673)	4098	20.00%	820	(863)	13.95%	120
建设银行	854	100.00%	(854)	569	100.00%	(569)	3468	20.00%	694	(730)	14.10%	103
农业银行	909	100.00%	(909)	606	100.00%	(606)	3691	20.00%	738	(777)	11.42%	89
中国银行	711	100.00%	(711)	474	100.00%	(474)	2887	20.00%	577	(608)	12.23%	74
邮储银行	350	100.00%	(350)	233	100.00%	(233)	1419	20.00%	284	(299)	9.42%	28
交通银行	305	100.00%	(305)	203	100.00%	(203)	1237	20.00%	247	(260)	10.29%	27
招商银行	232	100.00%	(232)	155	100.00%	(155)	822	20.00%	164	(223)	14.73%	33
浦发银行	188	100.00%	(188)	125	100.00%	(125)	664	20.00%	133	(180)	8.87%	16
兴业银行	206	100.00%	(206)	137	100.00%	(137)	727	20.00%	145	(197)	9.70%	19
中信银行	185	100.00%	(185)	123	100.00%	(123)	653	20.00%	131	(177)	9.50%	17
民生银行	154	100.00%	(154)	102	100.00%	(102)	543	20.00%	109	(147)	9.30%	14
光大银行	137	100.00%	(137)	92	100.00%	(92)	486	20.00%	97	(132)	9.67%	13
平安银行	115	100.00%	(115)	76	100.00%	(76)	405	20.00%	81	(110)	9.33%	10
华夏银行	87	100.00%	(87)	58	100.00%	(58)	307	20.00%	61	(83)	9.51%	8
浙商银行	65	100.00%	(65)	44	100.00%	(44)	231	20.00%	46	(63)	8.39%	5
北京银行	165	100.00%	(165)	110	100.00%	(110)	191	20.00%	38	(237)	9.11%	22
上海银行	132	100.00%	(132)	88	100.00%	(88)	153	20.00%	31	(190)	10.01%	19
江苏银行	158	100.00%	(158)	105	100.00%	(105)	183	20.00%	37	(227)	9.27%	21
南京银行	104	100.00%	(104)	70	100.00%	(70)	121	20.00%	24	(150)	9.02%	14
宁波银行	126	100.00%	(126)	84	100.00%	(84)	145	20.00%	29	(180)	9.43%	17
杭州银行	83	100.00%	(83)	55	100.00%	(55)	96	20.00%	19	(119)	8.76%	10
长沙银行	46	100.00%	(46)	31	100.00%	(31)	53	20.00%	11	(66)	9.93%	7
成都银行	50	100.00%	(50)	33	100.00%	(33)	58	20.00%	12	(72)	8.40%	6
重庆银行	34	100.00%	(34)	23	100.00%	(23)	39	20.00%	8	(48)	10.02%	5
贵阳银行	29	100.00%	(29)	20	100.00%	(20)	34	20.00%	7	(42)	12.43%	5
青岛银行	27	100.00%	(27)	18	100.00%	(18)	32	20.00%	6	(39)	8.90%	4
齐鲁银行	27	100.00%	(27)	18	100.00%	(18)	32	20.00%	6	(39)	10.26%	4
郑州银行	27	100.00%	(27)	18	100.00%	(18)	32	20.00%	6	(39)	8.97%	4
苏州银行	28	100.00%	(28)	19	100.00%	(19)	32	20.00%	6	(40)	9.41%	4
西安银行	18	100.00%	(18)	12	100.00%	(12)	21	20.00%	4	(26)	9.98%	3
厦门银行	17	100.00%	(17)	11	100.00%	(11)	19	20.00%	4	(24)	10.06%	2
沪农商行	49	100.00%	(49)	33	100.00%	(33)	41	20.00%	8	(74)	14.51%	11
渝农商行	51	100.00%	(51)	34	100.00%	(34)	42	20.00%	8	(76)	13.83%	11
青农商行	16	100.00%	(16)	11	100.00%	(11)	13	20.00%	3	(24)	10.68%	3
紫金银行	9	100.00%	(9)	6	100.00%	(6)	7	20.00%	1	(14)	10.46%	1
无锡银行	8	100.00%	(8)	6	100.00%	(6)	7	20.00%	1	(13)	11.39%	1
苏农银行	7	100.00%	(7)	5	100.00%	(5)	6	20.00%	1	(11)	10.66%	1
江阴银行	6	100.00%	(6)	4	100.00%	(4)	5	20.00%	1	(9)	14.19%	1
瑞丰银行	7	100.00%	(7)	5	100.00%	(5)	6	20.00%	1	(11)	13.24%	1
常熟银行	12	100.00%	(12)	8	100.00%	(8)	10	20.00%	2	(18)	10.58%	2
张家港行	7	100.00%	(7)	5	100.00%	(5)	6	20.00%	1	(11)	9.87%	1
国有	4138	100.00%	(4138)	2759	100.00%	(2759)	16800	20.00%	3360	(3537)	12.46%	441
股份	1368	100.00%	(1368)	912	100.00%	(912)	4838	20.00%	968	(1312)	10.09%	132
城商	1072	100.00%	(1072)	715	100.00%	(715)	1240	20.00%	248	(1539)	9.43%	145
农商	173	100.00%	(173)	116	100.00%	(116)	143	20.00%	29	(260)	12.75%	33
全部	6752	100.00%	(6752)	4501	100.00%	(4501)	23022	20.00%	4604	(6648)	11.51%	765

数据来源： 、开源证券研究所（注：节约核心一级资本=RWA 变化*核心一级资本充足率）

表19：考虑化债政策后的 2025 年各类银行资本缺口测算（单位：亿元）

银行名称	核心一级资本缺口			其他一级资本缺口			二级资本缺口		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
工商银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
建设银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
农业银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中国银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
邮储银行	-	44	906	-	-	180	-	502	589
交通银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
国有行	-	44	906	-	-	180	-	502	589
招商银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中信银行	465	247	282	68	82	-	411	109	87
浦发银行	1,240	559	630	906	-	102	412	127	137
民生银行	134	81	78	34	318	-	573	24	-
兴业银行	1,084	504	608	461	-	116	-	844	405
平安银行	275	122	134	510	-	-	-	46	268
光大银行	-	89	134	69	-	-	-	-	428
华夏银行	-	46	59	-	-	-	-	79	376
浙商银行	275	195	229	73	287	-	-	50	56
股份行	3,473	1,843	2,154	2,121	687	219	1,396	1,278	1,756
北京银行	317	208	242	-	555	-	227	149	-
上海银行	69	65	81	182	23	24	-	-	232
江苏银行	536	230	264	-	-	76	342	89	101
宁波银行	323	266	339	136	66	78	-	360	323
南京银行	420	251	318	17	54	263	80	22	84
杭州银行	107	36	29	5	-	24	-	29	148
长沙银行	-	17	31	-	8	11	38	44	14
贵阳银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
成都银行	156	97	125	156	-	37	-	41	115
郑州银行	61	38	40	-	104	-	45	5	-
重庆银行	-	-	-	-	-	14	-	-	-
青岛银行	33	32	38	3	8	73	-	71	13
苏州银行	28	34	39	17	11	42	9	14	16
西安银行	5	28	34	54	6	6	21	7	28
厦门银行	-	7	18	-	-	-	-	30	6
齐鲁银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
城商行	2,055	1,309	1,599	569	835	648	761	862	1,081
无锡银行	-	-	-	1	-	-	-	-	-
苏农银行	4	8	8	29	3	4	6	10	5
江阴银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
瑞丰银行	-	-	-	-	-	22	-	21	9
沪农商行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
渝农商行	-	-	-	-	-	-	-	-	-
青农商行	-	-	-	-	-	-	18	12	-
常熟银行	2	14	14	50	7	8	-	9	11
紫金银行	-	-	6	16	12	8	-	3	4
张家港行	5	5	5	6	23	-	13	3	-
农商行	11	26	34	101	45	41	37	58	28
上市银行	5538	3223	4693	2791	1566	1088	2194	2701	3454

数据来源： 、开源证券研究所

5.2、考虑资本、税收、风险因素后，正常类涉隐贷款综合收益为 3.51%

综合收益率视角下，涉隐贷款与专项债之间利差缩窄。综合收益率=名义收益率-税收成本-资本成本+存款派生收益-信用成本，贷款综合收益率受信用成本影响最大。若涉隐贷款分类为正常，拨备计提比例为 5%，则年化信用成本为 0.50%（10 年），综合收益率为 3.51%，比专项债综合收益率 2.05% 的水平高 146BP。相较于二者 280BP 的名义收益率利差，综合收益率利差已显著缩窄。

若贷款分类为关注，则债务置换对略提升综合收益率。对于分类为关注的涉隐贷款，假设其拨备计提比例为 20%，则年化信用成本率为 2.00%，综合收益率为 2.01%，低于专项债综合收益率 4BP。故我们认为，债务置换后对银行综合收益的影响，取决于涉隐贷款拨备计提的充分程度，若前期拨备计提比例较高（如分类为关注计提拨备比例为 20%），则信用成本的节约可以提升综合收益率；若拨备计提不充分，则债务置换将影响资产综合收益率水平。

表 20：测算正常类涉隐贷款综合收益率与专项债综合收益率间利差为 140BP

	贷款		非标资产		专项债
名义收益率	5.00%		7.50%		2.20%
税收成本	0.95%		1.68%		0.00%
增值税	6%		6%		0%
所得税	25%		25%		0%
资本成本	0.74%		0.74%		0.15%
资本转换系数	10.50%		10.50%		10.50%
资本成本率	7%		7%		7%
风险权重	100%		100%		20%
信用成本	正常	关注	正常	关注	0.00%
	0.50%	2.00%	0.50%	2.00%	
存款派生收益	0.69%		0.69%		0.00%
综合收益率	3.51%	2.01%	5.28%	3.78%	2.05%

数据来源：、开源证券研究所

注：1、税收成本：贷款=（名义收益率*6%/1.06+（名义收益率/1.06-平均负债成本率）*25%），地方政府债利息收入免征增值及所得税；

2、资本成本=风险权重*资本成本率（取决于各行资本使用效率要求，设为 7%）*资本转换系数（10.5%）；

3、信用成本=（减值准备计提比例/期限，正常类计提比例为 5%，关注类计提比例为 20%，期限均假设为 10 年）；

4、存款派生收益=净息差*存款派生率*（1-所得税率），设企业贷款存款派生率为 60%。

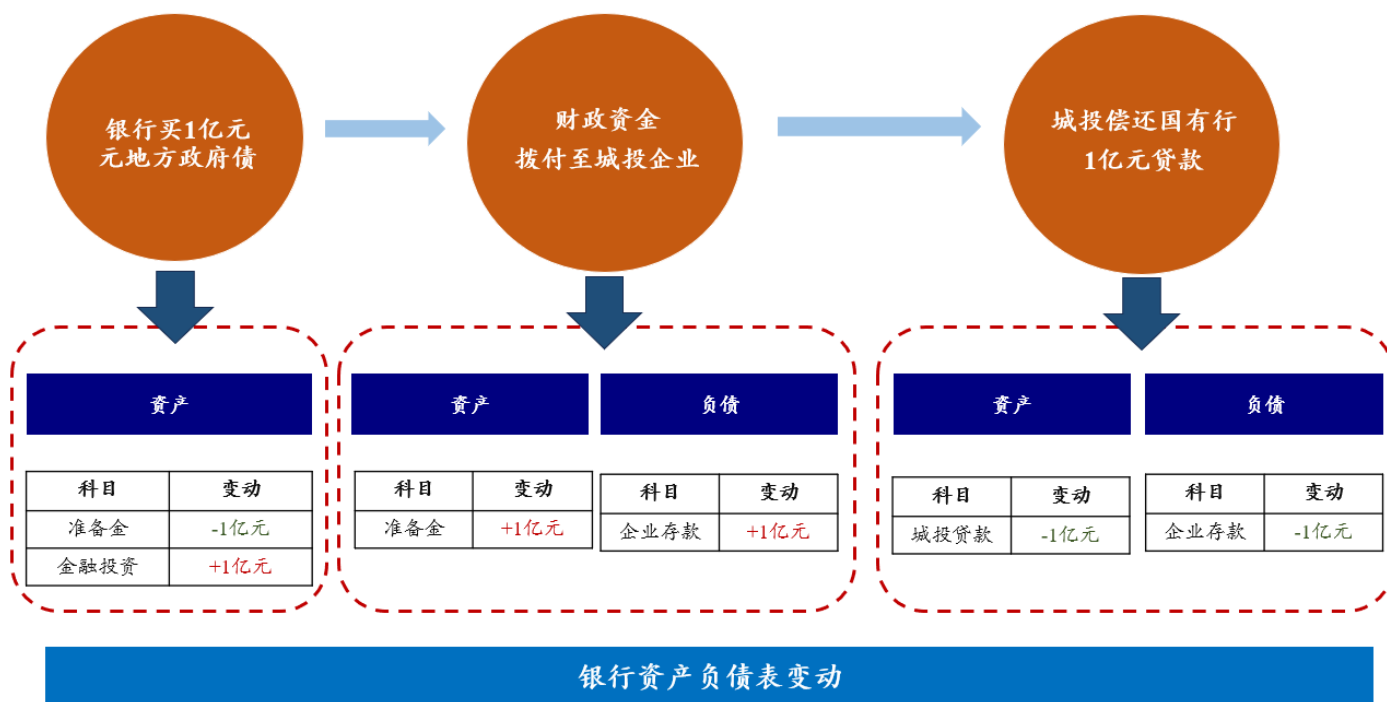
6、化债长期改善商业银行流动性风险，但利率风险略承压

6.1、置换过程流动性阶段性承压，但流动性指标长期改善

置换过程银行体系流动性短期承压。我们假设地方地方政府发行1亿元专项债，拨付至城投企业后偿还1亿元银行贷款，该过程可分为三个阶段：阶段一、国有行买债缴纳发行款，准备金划拨至财政金库各级分库账户上，转化为财政在央行的存款，此时银行准备金减少1亿元，金融投资增加1亿元；阶段二、财政部门将资金划拨至城投企业，财政在央行的存款随即转化为其他存款型公司在央行的存款，对银行而言其存款准备金增加1亿元，城投公司存款亦增加1亿元；阶段三、城投企业归还贷款后，银行资产端城投贷款减少1亿元，负债端城投企业存款减少1亿元。故从政府债募集至资金拨付这一段时间内，银行体系准备金因转化为财政存款而减少，市场流动性短期承压，当资金由财政拨付至企业后财政存款再度释放后流动性压力同时缓解。

长期看债务置换改善银行流动性指标。债务置换将改善银行流动性相关指标：第一、对于流动性覆盖率而言，其影响作用在分子（合格优质流动性资产），由于贷款不属于合格优质流动性资产，经置换后地方债属于合格优质流动性资产中2A级资产，按85%的折扣系数计入，故分子上升改善LCR；第二，对于净稳定资金比例而言，其影响作用在分母（业务所需的稳定资金），由于城投公司贷款所需稳定资金系数在65%~100%之间，而置换后地方政府债所需稳定资金系数仅为15%；故分母下降改善NSFR。

图5：财政资金拨付至城投企业前，银行体系准备金减少，流动性阶段性承压



资料来源：开源证券研究所

表21：长期看债务置换将改善银行 LCR 及 NSFR 流动性指标

指标	计算公式	影响项目	贷款	专项债
流动性覆盖率 (LCR)	合格优质流动性资产 / 未来 30 天现金净流出量	合格优质流动性资产折扣系数	不计入	2A 资产：85%
净稳定资金比例 (NSFR)	可用的稳定资金 / 业务所需的稳定资金	所需稳定资金系数	65%：剩余期限在 1 年及以上、在信用风险标准法下风险权重不高于 35% 的无变现障碍贷款； 85%：剩余期限 1 年及以上、信用风险标准法下风险权重超过 35% 的无变现障碍的未逾期或逾期未超过 90 天的贷款； 100%：存在变现障碍的期限在 1 年及以上的全部资产；包括逾期超过 90 天的贷款。	15%

资料来源：金融监管总局、开源证券研究所

6.2、资产端久期拉长导致利率风险上行

利率风险或面临上行压力。债务置换对商业银行利率风险的影响集中在重定价风险层面，由于再融资专项债券期限在 15~30 年之间高于城投贷款期限（5~10 年），故造成资产端久期进一步拉长。若利率水平上升，由于资产端重定价周期高于负债端，故负债成本重定价较快，但资产端收益率变化较慢，这种不对称变化导致银行利息净收入下降。

国有行面临更大利率风险。由于国有行表内涉隐资产占比低，而承接地方债规模大，故资产端久期会面临更大幅度的上升。我们曾在报告“2024 年银行配债深度盘点：兼论长债承接与利率风险”中测算，若上市银行承接 2 万亿元特殊再融资专项债后，利率风险指标（ Δ EVE/一级资本净额）约提升 1.38pct，其中国有行提升幅度最大，提升 1.51pct。

表22：承接地方债后，上市银行利率风险指标大概提升 1.38pct

银行类型	Δ EVE/一级资本净额			承接地方债规模（亿元）						
	2024H1	承接长债后	变化（PCT）	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	合计
国有行	6.8%	8.3%	1.51	2718	1695	5017	616	242	3937	14224
股份行	9.8%	10.9%	1.06	723	451	1335	164	64	1047	3785
城商行	14.7%	16.1%	1.33	312	194	575	71	28	451	1631
农商行	12.6%	13.9%	1.35	69	43	127	16	6	100	361
上市银行	8.3%	9.7%	1.38	3821	2383	7055	866	340	5535	20000

数据来源： 、开源证券研究所

7、投资建议

关注受化债影响小的国股行。第一、国股行经营范围覆盖全国，业务范围广且具有较好的客群基础、故对地方政信类业务依赖程度较小，表内城投债务涉隐敞口占比有限，同时其亦可承接绝大部分的地方债规发行，故其规模增长及利息收入均受化债影响相对较小；第二、涉隐敞口占比小意味着退出贷款所影响的融资平台客户数量有限，故整体客群结构仍保持稳定；第三、部分国股行前期收紧了对公信贷政策，一方面提升了客户的准入标准，另一方面对存量风险客户采取压缩退出或计提更多的拨备，随着化债的进行拨备反哺盈利仍有空间。受益标的为**农业银行、招商银行**。

关注对公资产质量因化债改善，业务转型能力强的城、农银行。部分中小行受当地政府大股东影响，其信贷投放更依赖于对公政信类业务，故涉隐敞口占比较高，伴随化债的进行，若前期计提拨备充分，则涉险城投敞口拨备回拨将对盈利形成反哺。此外中小行亦面临政信类客户流失的风险，这也将迫使过往形成路径依赖的银行业务由政信类转型，在当地企业客户中具有优势，或在县域、绿色、科技、普惠等方向较早布局，转型成本低相对灵活的中小行相对受益。受益标的为**重庆银行、江苏银行、齐鲁银行、渝农商行、长沙银行**。

表23：受益标的盈利预测与估值

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收同比增长(%)			归母净利润同比增长(%)			EPS			评级
		2025-01-06	2025E		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601288.SH	农业银行	0.7	0.7	10.9	0.0	0.8	2.2	3.9	2.0	2.8	0.8	0.8	0.8	未评级
600036.SH	招商银行	1.0	0.9	16.2	-1.6	-1.8	2.2	6.2	-0.1	3.2	5.8	5.8	6.0	未评级
600919.SH	江苏银行	0.8	0.7	14.5	5.3	6.5	7.1	13.3	9.2	10.2	1.6	1.7	1.9	未评级
601577.SH	长沙银行	0.5	0.5	12.5	8.5	5.4	10.6	9.6	7.2	11.2	1.9	2.0	2.2	买入
601963.SH	重庆银行	0.6	0.6	10.1	-1.9	3.2	3.8	1.3	3.2	6.2	1.4	1.5	1.6	未评级
601665.SH	齐鲁银行	0.7	0.7	12.9	8.0	4.4	8.5	18.0	15.5	14.6	0.9	1.0	1.2	未评级
601077.SH	渝农商行	0.5	0.5	9.6	-3.6	-1.9	0.5	6.1	4.4	5.2	1.0	1.0	1.1	未评级

数据来源：、开源证券研究所（已评级标的盈利预测来自开源证券研究所，未评级标的预测来自一致预测）

8、风险提示

宏观经济下行。11 月 PPI 环比由降转涨，同比降幅收窄；12 月份制造业 PMI 连续三个月位于扩张区间，均反映出经济具有回升向好的势头。但金融数据反映当下信贷需求仍处于恢复阶段，工业增加值反映工业企业生成投资动能仍在积累。未来经济能否持续修复，仍取决于一系列政策的实际成效，若后续政策落地不及预期，则经济指标或仍有波动。

房价下降超预期。当前银行涉房业务风险集中在房地产对公贷款及以房地产为抵押的个人经营贷款，2024H1 对公地产风险边际改善，但按揭及个人经营贷风险有所上升。9 月一揽子政策出台后一线城市房地产销售量价均回暖，但未来房地产价格能否企稳仍取决于居民购房能力的提升。若居民预期及收入恢复缓慢，则购房需求上升或不可持续，房地产市场仍有下跌风险。

海外经济不确定性外溢。12 月美联储如期降息 25 个基点，但海外主要经济体增长是否因降息而提升仍待考验，若海外经济持续放缓或形成外需不足。此外美国新任总统特朗普将于 2025 年 1 月份正式就任，或带来针对中国企业更加严格的关税政策，亦对我国出口企业形成压力。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn