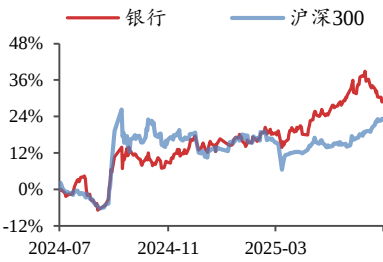


银行

2025 年 07 月 30 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

《资产负债结构转化中的银行利率风险重估——行业深度报告》-2025.7.25

《短贷提振货币派生，中小行腾退高息存款影响配债——6 月央行信贷收支表要点解读》-2025.7.15

《信贷季节性回暖，存款“活期化”初现——6 月金融数据点评》-2025.7.15

险资增配动因与 PB-ROE 估值曲线演变“新范式”

——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

● 增量险资持续配置银行股，FVOCI 股票投资及长股试点均有增配空间

本轮银行股持续上涨行情源于资金面驱动，市场关注险资增配银行股的原因及空间。当前保险资金配置银行股主要有两种形式：第一、险资于二级市场逐步增持，部分增持至触发举牌，且主要集中在 H 股，或源于港股市场高股息、低成本及税收三方面优势；第二、纳入长期股权投资管理并以权益法核算，此时账面价值不因股价波动直接变化，伴随政策支持长期股票投资试点扩容，未来试点基金长期增配银行股仍具可行性。

● 五因素驱动险资增配红利资产，银行板块高股息特征受益

第一、资产收益率下行期间预定利率同步调降，但保险业负债成本仍呈刚性，故有增配高股息提升收益诉求；第二、偿二代规则优化及延期缓解资本压力，提升险企增配权益空间；第三、保险资金运用量、效同步提升，权益投资比例上调打开配置空间；第四、新金融工具准则实施加剧险企利润波动，推动险企增配高股息标的至 FVOCI 账户稳定利润；第五、考核方案优化后险企更注重长期收益率，与长期持有高股息投资策略更加适配。

● 负债、产品、资产端边际变化或导致险资减配银行股

负债端：由于预定利率下调有效降低新单负债成本，若债券收益率持续回调固收资产将更具配置价值，或分流高股息配置资金；产品端：传统险主要配置固收类资产，而分红险产品配置高股息标的倾向更高，2024 年以来分红险产品销售持续修复，若未来保费回落，或代表配置高股息增量资金延续性欠佳；资产端：投资者对银行板块股价表现或有较强预期，但银行业绩兑现压力较大，若 2025Q2 业绩进一步下行或引起股价回调，险企偿付能力阶段性承压。

● 投资策略：把握板块轮动效应，关注 PB-ROE 曲线演变

当前 PB-ROE 曲线斜率较前期平坦化，曲线拟合优度偏弱，背后逻辑在于估值驱动由前期基本面因子向股息逻辑切换。曲线的演变代表当前银行股估值仍以红利为基础，同时机构资金偏好、配置时点的差异性，亦推动行情在银行板块间轮动。此外建议从两个角度关注市场风险：一是基于 DDM 模型，我们测算当前隐含必要收益率约为 5.2%，与无风险利率的利差约为 3.5%，未来若利差水平缩窄，无风险利率降幅打开将推动银行 PB 估值进一步提升，反之则需关注风险；二是基于 PB-ROE 曲线平坦化的特征，关注高、低估值银行间 PB 差，即股息逻辑下，板块带动个股估值提升存在边界，高、低估值银行间需保持合理的 PB 差，未来若 PB 差于低水平持续较长时间或意味板块轮动失效，当高估值银行“涨不动”时或代表银行板块行情结束。

基于组合配置的策略，我们推荐标的仍延续前期红利逻辑：1、零售风险可控，拨备调节盈利能力突出的国有行；2、安全边际高、存量风险有出清迹象的股份行；3、盈利增长有空间，拨备反哺能力强的城、农商行，推荐**中信银行**，受益标的**建设银行、农业银行、招商银行、江苏银行、杭州银行、渝农商行**。

● **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。

目 录

1、 2025 险资多次举牌 H 股银行，长股试点亦有增配可行性	4
1.1、 年内险资举牌上市银行 10 次，主要为港股银行	4
1.2、 举牌港股银行原因：高股息、低成本及税收优势	7
1.3、 政策支持长期资金入市，试点基金或增配银行股	9
1.3.1、 长期股票投资试点机构及规模持续扩容	10
1.3.2、 试点私募基金采用权益法核算，银行板块具有配置价值	11
2、 五因素驱动险资增配红利资产，银行板块高股息特征受益	12
2.1、 低利率周期下保险业负债成本呈现刚性，增配高股息提升投资收益	12
2.2、 政策端多措并举，险企权益投资资本压力减弱	14
2.3、 保险资金运用量效双增，权益投资比例同步上调	16
2.3.1、 负债端增量现金流推动投资端扩张	16
2.3.2、 投资比例上调进一步打开配置空间	17
2.4、 新金融工具准则放大利润波动，险企增配 FVOCI 账户平稳利润	18
2.5、 长期持有高股息策略，与优化后考核方案适配度更高	19
3、 负债、产品、资产端边际变化或导致险资减配银行股	20
3.1、 负债端：预定利率下调后，债券配置价值显现或分流高股息资金	20
3.2、 产品端：分红险产品保费若不及预期，则增配权益资金延续性欠佳	24
3.3、 资产端：银行业绩阶段性承压，股价回调将影响险企偿付能力	25
4、 机构资金配置银行股差异化，驱动板块轮转	26
4.1、 年内银行流通股市值提升，险资重仓亦增配银行	26
4.2、 主动权益基金显著增持城商行，被动指数基金重仓股份行	30
4.3、 北向资金大量持股农商行	34
4.4、 资金因素驱动银行板块行情轮转	35
5、 投资策略：把握板块轮动效应，关注 PB-ROE 曲线演变	37
5.1、 DDM 绝对估值法下，股价仍有上升空间	37
5.2、 红利策略：组合持股应对板块轮动，关注 PB-ROE 估值曲线演变	40
5.3、 投资建议：红利逻辑下机构增配仍有空间，以组合方式持股银行	42
6、 风险提示	43

图表目录

图 1： 预定利率虽调降，但险企负债成本仍呈刚性	12
图 2： 偿二代实施后，人身险公司核心偿付能力充足率大幅下降（%）	14
图 3： 保险资金运用余额持续高增（亿元）	16
图 4： 人身险公司股票投资占比持续提升	16
图 5： 险企保费向投资端转化效率持续提升	17
图 6： 新金融工具准则实施后，A 股上市险企单季归母净利润波动更大（亿元）	18
图 7： A 股险企股票资产中，人寿、太保、新华 FVOCI 账户占比逐步提升	18
图 8： 预定利率动态调整机制形成后，2025Q3 传统险预定利率调降 50bp 至 2.0%	20
图 9： 2020 年市场对银行基本面担忧升温，尽管股息率-10 年国债收益率大幅走阔，但银行股仍难有行情	21
图 10： 2024 分红险保费收入重回正增长区间	24
图 11： 传统险为寿险主要产品，收益确定性高但收益率低，主要配置固收资产	24

图 12: 2025Q1 保险重仓银行市值占比环比大幅回升	27
图 13: 保险重仓银行股持股数量 2025Q1 环比回升	28
图 14: 主动权益基金持银行股市值占比大幅提升, 城商行提升幅度显著	30
图 15: ETF 基金持股份行占比显著更高	32
图 16: 假设四大行业绩增速为 1%, 测算当前隐含必要收益率约为 5.2%	38
图 17: PB-ROE 斜率陡峭化时, 招行、民生估值差达峰值后, 银行板块大幅调整	40
图 18: 2023 年起上市银行 PB-ROE 曲线斜率由陡峭趋向平坦	41

表 1: 2025 年平安人寿为举牌最积极险资, 举牌标的主要为港股国股行 (%)	4
表 2: 农行、邮储的 H 股股本占比低于建行、交行, 同时占其总股本比例较低	5
表 3: 举牌过程中险资逐步增持, 并非一步到位	6
表 4: H 股银行股息率更高, 招行以外 A 股相对 H 股均有溢价	8
表 5: 权益法下账面价值不因股价波动变化	9
表 6: 2025 年长期股票投资试点机构及规模加速扩容	10
表 7: 四大行 2025 年涨幅优于“鸿鹄一期”投资标的, 未来仍有配置空间 (%)	11
表 8: 银行板块股息率仍居前列, 仅低于煤炭及石油石化行业	13
表 9: 2023 年起监管逐步调降权益投资风险因子, 险企投资权益资本压力减弱	15
表 10: 监管将部分偿付能力充足率档位权益投资比例上限提高 5%	17
表 11: 考核机制调整提升险企对短期波动容忍度, 加强对长期投资回报率的关注	19
表 12: 2018 年四大行股息率-10Y 国债收益率压缩至负值, 但当年仍录得相对正收益	22
表 13: 当股息率降至 3% 时, 股息相对协议存款比价优势受资本、股价等因素弱化	22
表 14: 假设 PB 估值较当前提升 10%~30%, 银行股息率较无风险收益率仍具配置价值	23
表 15: 2025Q1 上市银行归母净利润同比增速下降 1.2%	25
表 16: 银行业流通股市值占比年内总体保持上升趋势	26
表 17: 险资重仓倾向于配置股份行	29
表 18: 假设 2024 年保费 30% 流向权益, 5 家 A 股上市险企贡献增量资金超 8000 亿	29
表 19: 主动权益基金重仓银行中, 持股市值前五均为股份行和城商行	31
表 20: ETF 基金重仓银行股中, 招行、兴业市值占比显著更高	33
表 21: 陆股通重仓银行股中, 农商行占流通股比例显著更高	34
表 22: 年内银行各板块之间轮动效应明显	36
表 23: 假设必要收益率与 10Y 国债利差较当前收窄 20%, 若必要收益率降至 4%, 对应 10 年国债收益率为 1.19%	38
表 24: DDM 模型与国股行匹配度更高, 据此测算 PB 修复仍有空间	39
表 25: 推荐及受益标的盈利预测与估值	42

1、2025 险资多次举牌 H 股银行，长股试点亦有增配可行性

本轮银行股持续上涨行情源于资金面驱动，市场关注保险资金增配银行股的原因及空间，此篇报告我们聚焦保险配置行为并给出投资建议。我们总结保险资金配置银行股主要有两种形式：第一、于二级市场逐步增持（部分增持至触发举牌，且主要集中在 H 股）；第二、纳入长期股权投资管理。

1.1、年内险资举牌上市银行 10 次，主要为港股银行

险资举牌主要为 H 股银行。当保险公司（或与其关联方及一致行动人）持有一家上市公司已发行股份的 5%，以及之后每次增持达 5%即为举牌上市公司股票，此时保险公司需在 3 日内通知上市公司并予以公告。2025 年以来险企呈现 H 股银行举牌热潮，根据中国保险行业协会及港交所数据，截至 2025 年 7 月 23 日，银行股全年获 10 次举牌，其中 H 股银行获举牌 9 次。

平安人寿积极举牌国股行。参与机构方面，平安人寿年内共举牌 3 家国股行（农行、邮储、招行），且均为 H 股，其中举牌招行的比例已超 H 股股本 15%；此外瑞众人寿、新华人寿和弘康人寿分别举牌中信银行（H 股）、杭州银行（A 股）、郑州银行（H 股），持股比例均超 5%。

表1：2025 年平安人寿为举牌最积极险资，举牌标的主要为港股国股行（%）

保险公司	举牌日	举牌银行	市场	触发持股比例	股息率 A	股息率 H	ROE
平安人寿	1 月 8 日	邮储银行	H 股	5%	4.67	4.98	9.98
	5 月 9 日			10%			
	1 月 10 日	招商银行	H 股	5%	4.46	4.16	12.07
	3 月 13 日			10%			
	6 月 17 日			15%			
	2 月 17 日	农业银行	H 股	5%	3.91	5.02	9.24
	5 月 12 日			10%			
瑞众人寿	3 月 12 日	中信银行	H 股	5%	4.36	5.14	9.77
新华人寿	1 月 24 日	杭州银行	A 股	5%	3.97		17.08
弘康人寿	6 月 27 日	郑州银行	H 股	5%	0.93	1.58	7.45

数据来源：保险业协会、港交所、开源证券研究所（触发持股比例中，A 股银行为达到普通股股本比例，H 股银行为达到 H 股股本比例，ROE 数据为 2025Q1，股息数据截至 2025 年 7 月 25 日）

险资倾向举牌H股股本占比低的国有行。此次险资在H股举牌主要有两个特征：第一，举牌对象主要为国有大行，其在港股市场的流通市值远超股份和城、农商行；第二，在大行中，险资更倾向于举牌H股股本及市值占比低的国有行，如农行、邮储的H股市值占比低于建行、交行，而前二者均为平安人寿年内持续举牌标的。

举牌或基于投资策略，至长股投资仍有距离。平安人寿增持H股股本占比低的农业及邮储银行，更多源于港股经前期调整后相对A股折价明显，故H股标的（特别是国有行）更具股息优势。而通过持续增持至H股举牌，实际是基于香港市场监管要求的权益申报（香港市场上若持股达到H股流通股的5%，并非总股本的5%，须进行权益申报），其持股比例在总股本中占比仍较低。故险资通过增持H股至长期股权投资的要求仍有较大距离。因此本轮H股银行举牌潮，更多体现了险资对银行股配置偏好的转变。

表2：农行、邮储的H股股本占比低于建行、交行，同时占其总股本比例较低

银行	股本（亿股）				市值（亿元）			
	A股	H股	总股本	H股占比	A股	H股	总市值	H股占比
工商银行	2,696	868	3,564	24%	20,949	7,421	28,370	26%
建设银行	212	2404	2,616	92%	2,046	20,563	22,610	91%
农业银行	3,192	307	3,500	9%	19,857	3,586	23,443	15%
中国银行	2,386	836	3,222	26%	13,576	5,249	18,825	28%
邮储银行	1,002	199	1,201	17%	5,704	1,721	7,425	23%
交通银行	534	350	884	40%	4,295	3,018	7,313	41%
招商银行	206	46	252	18%	9,293	3,291	12,585	26%
中信银行	408	149	556	27%	3,449	1,465	4,914	30%
民生银行	355	83	438	19%	1,929	645	2,574	25%
光大银行	464	127	591	21%	1,995	704	2,699	26%
浙商银行	215	59	275	22%	776	250	1,026	24%
重庆银行	19	16	35	45%	204	153	358	43%
青岛银行	35	23	58	39%	177	117	294	40%
郑州银行	71	20	91	22%	153	43	196	22%
渝农商行	88	25	114	22%	638	237	875	27%

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至2025年7月25日）

险资举牌过程非一步到位，而是持续增持。以平安人寿举牌农行、邮储及招行为例，举牌过程具有如下特点：第一、平安人寿增持过程较缓，每次增持比例约为1%，并非一次增持5%而触发港股举牌；第二、除4月外各月份均有增持行为，我们认为险资在4月没有增持操作，主要源于银行2024年及2025Q1业绩于4月披露，险资或担忧在当前银行业经营承压的环境下，银行业绩与股价之间存在背离，故需待绩兑现后方制定后续投资决策。

表3：举牌过程中险资逐步增持，并非一步到位

增持银行	保险公司	公告日	增持 (亿股)	每股均价 (HKD)	占 H 股比 例	是否触发 举牌
工商银行	平安人寿	1 月 9 日	0.60	4.92	16.01%	否
		2 月 12 日	1.36	5.57	17.11%	否
建设银行	平安保险	6 月 5 日	0.18	6.43	4.99%	否
	平安资管	6 月 5 日	0.34	6.43	4.99%	否
农业银行	平安人寿	2 月 17 日	0.48	4.51	5.00%	是
		2 月 24 日	0.37	4.63	6.02%	否
		3 月 4 日	0.48	4.69	7.10%	否
		3 月 13 日	0.55	4.93	8.01%	否
		3 月 25 日	1.03	4.99	9.24%	否
		5 月 12 日	1.46	4.83	10.38%	是
		5 月 19 日	0.97	5.00	11.28%	否
		5 月 29 日	0.30	5.03	12.03%	否
邮储银行	平安人寿	6 月 10 日	0.47	5.45	13.12%	否
		1 月 8 日	0.07	4.56	5.01%	是
		2 月 11 日	0.16	4.66	6.03%	否
		2 月 25 日	0.26	4.93	7.04%	否
		3 月 10 日	0.31	5.07	8.10%	否
		3 月 21 日	0.20	5.27	9.02%	否
		5 月 9 日	0.23	4.81	10.08%	是
		5 月 26 日	0.19	5.10	11.00%	否
招商银行	平安人寿	6 月 13 日	0.23	5.25	12.07%	否
		6 月 30 日	0.22	5.49	13.10%	否
		1 月 10 日	0.01	38.33	5.01%	是
		2 月 7 日	0.04	42.32	6.04%	否
		2 月 20 日	0.06	44.64	7.04%	否
		2 月 27 日	0.12	45.81	8.01%	否
		3 月 6 日	0.07	46.83	9.06%	否
		3 月 13 日	0.06	48.44	10.06%	是
		3 月 26 日	0.33	45.81	11.41%	否
		5 月 7 日	0.03	44.78	12.00%	否
中信银行	瑞众人寿	5 月 19 日	0.09	48.81	13.06%	否
		6 月 4 日	0.04	49.63	14.08%	否
		6 月 17 日	0.06	54.19	15.01%	是
郑州银行	弘康人寿	3 月 12 日	0.03	5.94	5.00%	是
		6 月 26 日	0.03	7.77	4.99%	否
郑州银行	弘康人寿	6 月 27 日	0.16	1.21	5.55%	是
		6 月 30 日	0.23	1.18	6.68%	否

数据来源：港交所、开源证券研究所

1.2、举牌港股银行原因：高股息、低成本及税收优势

保险投资港具有如下三点优势：其一是股息优势、相对于 A 股，H 股银行股息率更高，其中国有行整体在 5% 以上，故对于追求稳定现金流的险资吸引力更大；其二是税收优势、保险公司连续持有 H 股满 12 个月，其取得的股息红利可免征企业所得税，税收优势将高股息的特点进一步放大；第三是资金成本优势，A/H 两地上市的银行中，除招行外 A 股相对 H 股均有溢价，四大行溢价率在 23%~35%，故配置港股银行资金成本更低，且随着 A/H 股溢价率的收敛，可实现跨市场的套利。基于以上三点优势，叠加国有行注资后股息率摊薄，未来险资增配银行的策略或向 H 股倾斜。

表4: H股银行股息率更高, 招行以外A股相对H股均有溢价

银行	每股派息 (元)	股价(元)		A/H股溢 价率(%)	PB(X)	股息率			ROE(%)
		A股	H股			A股	H股	H-A	
工商银行	0.31	7.49	5.55	35.08	0.73	4.11%	5.55%	1.44%	8.41
建设银行	0.40	9.35	7.56	23.72	0.75	4.31%	5.33%	1.02%	9.94
农业银行	0.24	6.18	4.78	29.28	0.83	3.91%	5.06%	1.15%	9.24
中国银行	0.24	5.53	4.25	30.05	0.69	4.38%	5.70%	1.32%	7.71
邮储银行	0.26	5.6	5.16	8.47	0.70	4.67%	5.07%	0.40%	9.98
交通银行	0.38	7.74	6.61	17.09	0.62	4.90%	5.73%	0.84%	8.79
招商银行	2.00	44.83	47.94	-6.48	1.11	4.46%	4.17%	-0.29%	12.07
浦发银行	0.41	13.07			0.60	3.14%			9.49
兴业银行	1.06	23.17			0.64	4.57%			10.66
中信银行	0.35	8.14	6.83	19.20	0.65	4.36%	5.19%	0.84%	9.77
民生银行	0.19	5.05	4.62	9.40	0.40	3.80%	4.16%	0.36%	7.87
光大银行	0.19	4.08	3.55	14.90	0.51	4.63%	5.32%	0.69%	8.49
平安银行	0.61	12.35			0.56	4.92%			11.27
华夏银行	0.41	8.09			0.43	5.01%			5.57
浙商银行	0.16	3.44	2.60	32.57	0.55	4.53%	6.01%	1.48%	11.88
北京银行	0.32	6.56			0.51	4.88%			8.54
上海银行	0.50	10.4			0.63	4.81%			9.81
江苏银行	0.52	11.37			0.88	4.58%			12.74
南京银行	0.55	11.62			0.85	4.70%			12.82
宁波银行	0.90	28.94			0.94	3.11%			12.68
杭州银行	0.65	16.37			0.96	3.97%			17.08
长沙银行	0.42	10.12			0.61	4.15%			11.05
成都银行	0.89	19.48			1.00	4.57%			13.81
重庆银行	0.41	10.29	7.38	39.35	0.68	4.02%	5.61%	1.58%	10.58
贵阳银行	0.29	6.51			0.39	4.45%			8.62
青岛银行	0.16	4.86	3.83	26.79	0.75	3.29%	4.17%	0.88%	11.33
齐鲁银行	0.27	6.18			0.78	4.30%			11.41
郑州银行	0.02	2.15	1.27	69.88	0.44	0.93%	1.58%	0.65%	7.45
苏州银行	0.40	8.69			0.81	4.60%			11.24
西安银行	0.10	3.92			0.52	2.55%			8.49
厦门银行	0.31	7.12			0.74	4.35%			8.15
沪农商行	0.43	9.38			0.74	4.61%			11.46
渝农商行	0.30	6.83	5.85	16.66	0.61	4.46%	5.20%	0.74%	11.30
青农商行	0.12	3.56			0.56	3.37%			11.53
紫金银行	0.10	3.07			0.58	3.26%			8.45
无锡银行	0.22	6.16			0.64	3.57%			10.54
苏农银行	0.18	5.49			0.61	3.28%			9.67
江阴银行	0.20	4.73			0.63	4.23%			7.63
瑞丰银行	0.20	5.77			0.61	3.47%			8.97
常熟银行	0.25	7.58			0.89	3.30%			14.89
张家港行	0.20	4.57			0.63	4.38%			11.30

数据来源: Wind、开源证券研究所 (数据截至 7 月 25 日)

1.3、政策支持长期资金入市，试点基金或增配银行股

险资持股计入长期股权投资后将以权益法核算。当险资持银行股超过一定比例，对被投资银行产生重大影响，或与其他投资方对被投资银行实施共同控制，则可计入权益法核算。新会计准则下当持股比例超过 20%，或持股比例超过 5% 且拥有董事会席位，则可计入长期股权投资。计入长股权投资后，账面价值不因股价波动直接变化，投资收益等于被投公司的净利润乘持股比例，即按持股比例记作利润。

相比于计入 FVOCI 账户，权益资产计入长期股权投资更利于保险公司平稳财务指标的波动。以银行股为例，因其高股息特征，险企通常会将其计入 FVOCI 账户，该账户下其分红收入计入利润表科目中的“投资收益”，而其累计的公允价值变动将归入其他综合收益，出售后公允价值变动计入留存收益。故股价变动虽不影响利润表，但在股价下行时期资产负债表仍受冲击。而长期股权投资以权益法核算，股价波动对资产负债表亦无影响，故增配长股投资利于险企平稳其财务指标的波动性。

表5：权益法下账面价值不因股价波动变化

金融工具分类	公允价值波动	股利	出售
FVTPL	计入公允价值变动损益， 影响当期利润	计入投资收益，影响 当期利润	计入投资收益，影响 当期利润
FVOCI	计入其他综合收益，不影 响利润表	计入投资收益，影响 当期利润	归入留存收益，不影 响利润表
长期股权投资	账面价值不因股价波动直接变化，与被投资单位的 净利润、其他综合收益和利润分配相关，投资收益 按持股比例记作利润。		计入投资收益，影响 当期利润

资料来源：财政部、开源证券研究所

1.3.1、长期股票投资试点机构及规模持续扩容

三批保险资金长期股票投资试点共计 2200 亿元。2023 年 10 月中国人寿和新华保险参与首批长期股票投资试点，规模共计 500 亿元。2025 年长期股票投资试点加速扩容：1 月起，8 家保险公司（包括太保寿险、泰康人寿、阳光人寿等）陆续获准以契约制基金方式参与试点，规模合计 1120 亿元；5 月 7 日金融监管总局局长李云泽在国新办新闻发布会上表示将进一步扩大保险资金长期投资的试点范围，拟批复额度 600 亿元，目前国寿资产和新华资产联合成立的鸿鹄基金三期已获批，同时第三批试点众私募基金管理人与私募基金出资人可来自不同系统，故多家中小险企（中汇人寿、农银人寿、交银人寿）有望参与。

表6：2025 年长期股票投资试点机构及规模加速扩容

时间	规模	主要内容
2023.10	500 亿元	首批试点，由 中国人寿 与 新华保险 联合出资设立鸿鹄基金。
2025.01	520 亿元	第二批试点（一期）， 太保寿险、泰康人寿、阳光人寿 及相关保险资产管理公司获准以契约制基金方式参与试点。
2025.03	600 亿元	第二批试点（二期）， 人保寿险、中国人寿、太平人寿、新华人寿、平安人寿 5 家头部险企加入。
2025.05	600 亿元	第三批试点， 国寿资产 和 新华资产 联合成立的鸿鹄基金三期，预计 中汇人寿、农银人寿、交银人寿 等中小险企或加入， 中邮保险 获批规模 100 亿元。

资料来源：金融监管总局、国新办发布会、开源证券研究所

1.3.2、试点私募基金采用权益法核算，银行板块具有配置价值

试点基金以权益法核算，投资聚焦大市值标的。与直接投资股票相比，长期股票投资试点以成立私募基金的方式进行投资，其作为合营企业采用权益法核算，故不受投资标的公允价值波动影响。根据各家险企披露，长期股票投资追求中长期稳健增值，聚焦大市值、流动性好、具有较高市场影响力的优质上市公司，如新华保险公告鸿鹄二期投资范围中证 A500 指数成分股中符合条件的大型上市公司“A+H”股；阳光保险试点基金权益类资产投资范围包括沪深 300 指数成分股、恒生港股通指数成分股等。

行情持续性或推动试点机构增配银行股。2023 年 11 月中国人寿和新华保险作为长期股票投资首批试点机构，共出资 500 亿元发起设立“鸿鹄一期”（鸿鹄志远私募投资基金有限公司）。根据 2025 年一季报披露，鸿鹄一期分别重仓了伊利股份、陕西煤业以及中国电信 3 只 A 股股票。与四大行相比，伊利股份、陕西煤业具有更高的股息率及 ROE，但考虑到银行股持续上涨带来的资本利得，以及银行标的与险企投资策略较高的匹配度，未来试点机构配置银行股仍具空间。

表7：四大行 2025 年涨幅优于“鸿鹄一期”投资标的，未来仍有配置空间（%）

上市公司	股息率	ROE	年内涨跌幅
伊利股份	4.38	15.8	-1.9
陕西煤业	6.49	21.3	-4.5
中国电信	3.52	7.3	5.0
工商银行	4.11	9.9	14.8
建设银行	4.31	10.7	14.0
农业银行	3.91	10.5	24.2
中国银行	4.38	9.5	7.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2025 年 7 月 25 日）

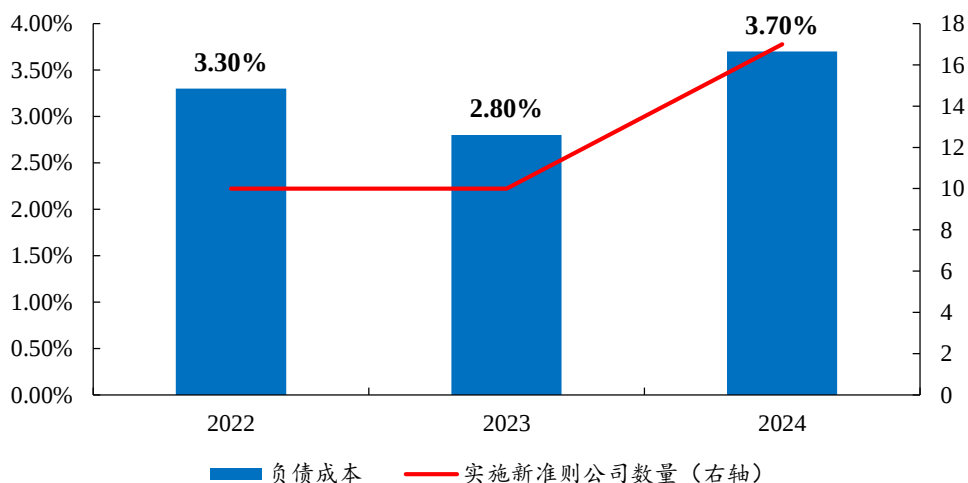
2、五因素驱动险资增配红利资产，银行板块高股息特征受益

2.1、低利率周期下保险业负债成本呈现刚性，增配高股息提升投资收益

预定利率虽调降，但保险行业负债成本仍呈刚性。预定利率（对预计保单现金流进行折现的利率）是人身险业务长期负债成本，若投资收益率不达标时，险企则面临利差损风险。2013 年传统险预定利率调升至 3.5%，直至 2023 年方全面调降。尽管当前预定利率虽已经过两轮下调（第三次将于 2025Q3 下调），但由于保险产品缴费期更长（重疾险最长达 30 年），其负债端久期高于银行（长期定存为 5 年），因此当前仍有大量 3.5%、3.0% 的续期保费流入，致使负债端成本难降。根据 13 精咨询数据，2024 年实施新会计准则的 17 家险企负债成本率为 3.70%，同比上行约 0.90pct。

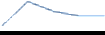
高负债成本推升投资端收益率要求，高股息标突显“类固收”价值。近年来银行股估值持续提升，银行板块股息率虽有所下降，但绝对水平仍在各行业中居前列，当前仅低于煤炭及石油石化行业。此外 2024 年多家银行进行中期分红，股息收入以投资收益方式提前进入当期报表，满足险资的配置要求。故在长端利率中枢下行的环境下，传统债券资产的投资回报率同步下行，而银行股凭借其高股息特征充当了“类固收”资产的角色，发挥了压舱石的作用，缓解了险企面临的“资产荒”。

图1：预定利率虽调降，但险企负债成本仍呈刚性



数据来源：13 精资讯、开源证券研究所

表8：银行板块股息率仍居前列，仅低于煤炭及石油石化行业

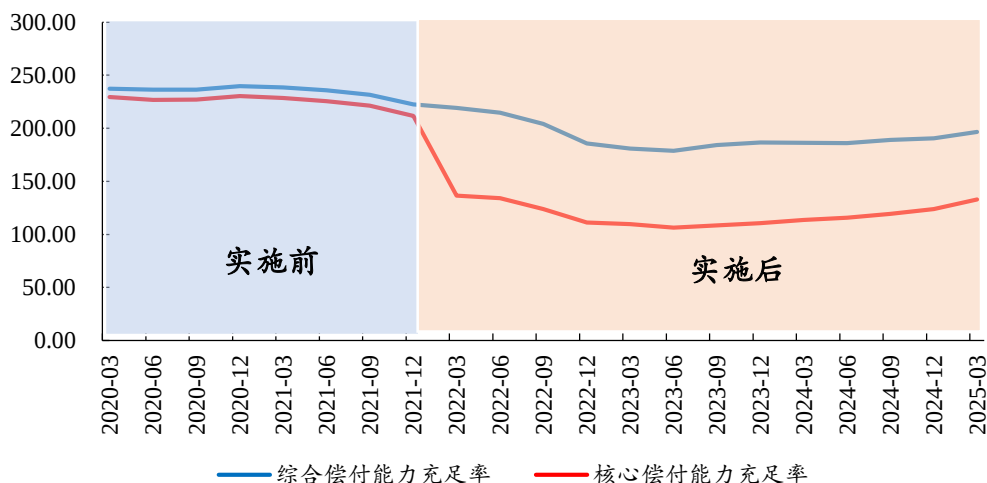
行业	2021	2022	2023	2024	2025	变化趋势
煤炭	4.49%	6.60%	7.95%	5.77%	5.03%	
石油石化	3.51%	5.64%	4.77%	4.34%	4.32%	
银行	4.73%	5.67%	5.97%	4.83%	3.99%	
家用电器	2.36%	3.15%	3.25%	3.29%	3.92%	
食品饮料	1.03%	1.84%	2.37%	3.16%	3.42%	
纺织服饰	2.00%	2.88%	2.66%	3.57%	2.90%	
交通运输	1.35%	3.03%	2.74%	2.88%	2.78%	
公用事业	1.93%	1.82%	2.18%	2.46%	2.49%	
建筑装饰	1.84%	2.22%	2.53%	2.63%	2.25%	
建筑材料	1.74%	3.37%	2.73%	2.93%	2.12%	
非银金融	1.99%	2.52%	2.11%	1.90%	1.77%	
轻工制造	1.10%	1.48%	1.65%	2.41%	2.08%	
环保	1.08%	1.50%	1.59%	1.72%	1.51%	
美容护理	0.62%	0.57%	1.28%	1.56%	1.56%	
钢铁	3.70%	4.77%	2.20%	2.49%	1.51%	
通信	0.56%	2.57%	1.79%	1.69%	1.57%	
房地产	3.66%	2.61%	2.25%	1.61%	1.22%	
有色金属	0.60%	1.07%	1.89%	1.97%	1.38%	
农林牧渔	1.03%	0.46%	1.06%	1.24%	1.51%	
基础化工	0.83%	1.75%	1.73%	1.78%	1.39%	
汽车	1.24%	1.28%	1.19%	1.50%	1.44%	
商贸零售	0.96%	1.26%	1.34%	1.52%	1.29%	
医药生物	0.74%	1.03%	1.24%	1.69%	1.28%	
电力设备	0.34%	0.57%	1.42%	1.56%	1.17%	
传媒	1.06%	1.67%	1.62%	1.81%	1.16%	
机械设备	0.97%	1.33%	1.20%	1.37%	1.22%	
社会服务	0.36%	0.37%	0.48%	1.08%	0.96%	
电子	0.54%	1.14%	0.72%	0.68%	0.63%	
计算机	0.58%	0.79%	0.60%	0.77%	0.61%	
国防军工	0.27%	0.47%	0.50%	0.58%	0.53%	
综合	0.39%	0.15%	0.38%	1.27%	0.43%	

数据来源：Wind、开源证券研究所（2025 年数据截至 7 月 25 日）

2.2、政策端多措并举，险企权益投资资本压力减弱

偿二代二期提升资本消耗，险企偿付能力显著下降。2021 年 12 月 30 日，原银保监会发布《保险公司偿付能力监管规则（II）》，要求保险业自 2022 年开始实施“偿二代”二期工程，市场风险最低资本采用综合因子法计算，同时提升了权益投资基础风险因子（如沪深主板股票投资基础因子由 0.31 提升至 0.35），加剧其资本消耗。规则切换后，险企核心偿付能力充足率（核心资本/最低资本）显著下滑，2021 一季度核心偿付能力充足率降至 136.6%，环比下行 75.1pct。

图2：偿二代实施后，人身险公司核心偿付能力充足率大幅下降（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

偿二代规则优化及延期缓解资本压力，提升险企增配权益空间。2023 年金融监管总局优化了偿二代监管标准，调降了部分权益投资的风险因子，其中沪深 300 指数成分股由 0.35 调降至 0.3，科创板股票由 0.45 调降至 0.4。风险因子调降后，沪深 300 指数成分股及科创板资本消耗更少，缓解部分险企偿付能力压力，打开其增配权益资产的空间。此外，监管于 2024 年将偿二代过度期由 2024 年底延长至 2025 年底，同时于 2025 年计划将股票投资风险因子进一步调降 10%，政策端多措并举，大幅减弱险企投资股票的资本压力。

表9：2023 年起监管逐步调降权益投资风险因子，险企投资权益资本压力减弱

资产类别	偿二代一期 2016		偿二代二期				国新办发布会
			2021		2023		2025
	分类	基础因子	分类	基础因子	分类	基础因子	
上市普通股票	沪深主板股	0.31	沪深主板股	0.35	沪深 300 成分股	0.30	将股票投资的风险因子进一步调降 10%
	中小板股	0.41	创业、科创板	0.45	其余主板	0.35	
	创业板股	0.48			科创板	0.40	
					创业板	0.45	
证券投资基金	债券基金	0.06	债券基金	0.06			
	股票基金	0.25	股票基金	0.28			
	混合基金	0.20	混合基金	0.23			
	货币市场基金	0.01	货币市场基金	0.01			
长期股权投资	对子公司	0.10	保险类及主业范围内子公司	0.35			
	对合营、联营企业	0.15	合营、联营上市公司	0.35			
			合营、联营非上市公司	0.41			
			其他	1.00			
	未上市股权	0.28	未上市股权	0.41	国家战略性新兴产业	0.40	

资料来源：原银保监会、金融监管总局、开源证券研究所

2.3、保险资金运用量效双增，权益投资比例同步上调

2.3.1、负债端增量现金流推动投资端扩张

保单销售带来险企增量资金。一方面，伴随预定利率下调，保险新老产品面临切换，客户预期到旧产品即将停售时会加速购买收益率更高的旧产品，推动旧产品保单销售加速；另一方面，“报行合一”对过往银保业务合作影响较大，银行渠道的手续费大幅下降。但经过 2024 年的调整，银行销售保险的积极性逐步触底，银行渠道保单销售步入新常态，以分红险为代表的保单销售回暖。

保单现金流入推动投资扩张。2025Q1 保险行业资金运用余额 34.9 万亿元，同比增速为 16.7%，保险行业投资规模连续多年实现两位数增长。权益市场回暖亦推动股票投资占比提升，2025Q1 人身险公司股票投资规模为 2.65 万亿元，占比达 8.4%，较 2024 年末提升 0.9pct。

图3：保险资金运用余额持续高增（亿元）

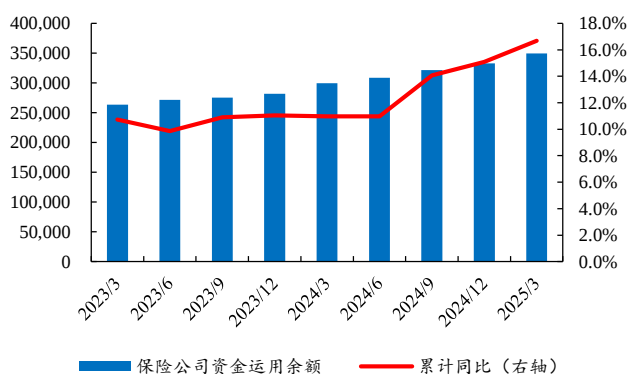
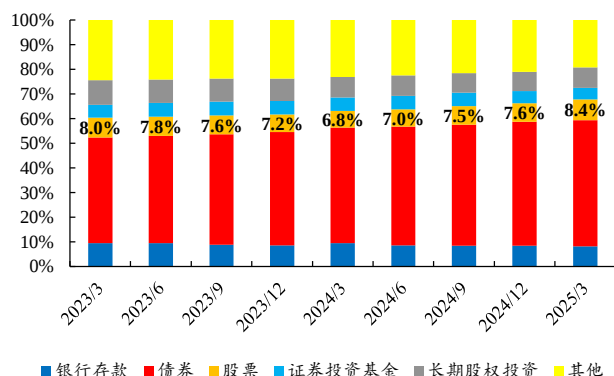


图4：人身险公司股票投资占比持续提升

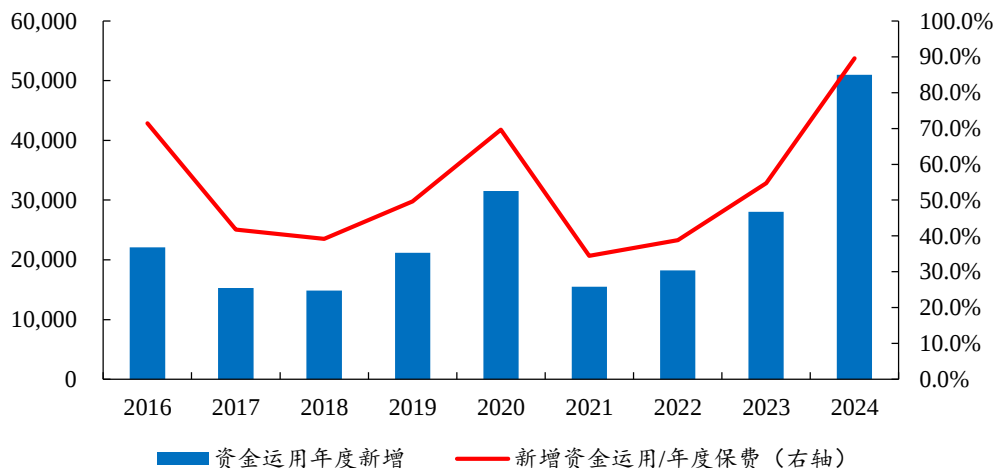


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

险企投资转化率亦大幅提升。以保险公司年度资金运用余额增量占当年新增保费收入的比例，来衡量新增保费向投资端的转化率。历史趋势看 2021 起险企投资转化率大幅提升，2024 年转化率达 89.5%。我们认为该趋势反映了在 9.24 一揽子金融政策发布后，资本市场回暖推动险企较高的资金配置需求。

图5：险企保费向投资端转化效率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.2、投资比例上调进一步打开配置空间

2020 年原银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，将保险公司按季度末综合偿付能力充足率划分为 7 档，对应权益类资产配置比例上限为 10%-45%。2025 年 4 月金融监管总局对上述投资比例进行调整，一方面将档位标准简化为 5 档，另一方面将充足率位于[150%，200%）、[250%，300%）及高于 350%档位的权益投资比例上限上调 5%。2025Q1 人身险行业权益资产的投资占比（股票+证券投资基金+长期股权投资）为 21.4%，而人身险行业的综合偿付能力充足率为 196.6%，对应的权益配置比例上限为 25%，故权益资产配置比例提升仍具空间。

表10：监管将部分偿付能力充足率档位权益投资比例上限提高 5%

综合偿付能力充足率	权益类资产投资余额/上季末总资产		
	原规定	新规定	变化
<100%	10%	10%	-
[100%, 150%)	20%	20%	-
[150%, 200%)	25%	30%	5%
[200%, 250%)	30%		-
[250%, 300%)	35%	40%	5%
[300%, 350%)	40%		-
>350%	45%	50%	5%

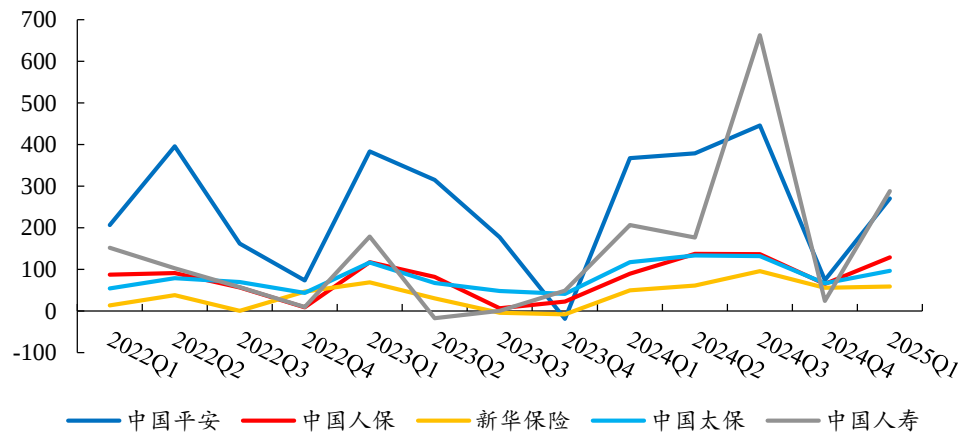
资料来源：原银保监会、金融监管总局、开源证券研究所

2.4、新金融工具准则放大利润波动，险企增配 FVOCI 账户平稳利润

新金融工具准则实施加剧险企利润波动。财政部要求险企自 2023 年起陆续实施新金融工具准则（IFRS9），非上市险企最晚于 2026 年起实施。相较于原会计准则，投资端变化主要在于将有原先 AFS 账户下股票重分类至 FVTPL 账户，公允价值变动直接影响当期利润，故新准则实施后险企净利润波动加剧。

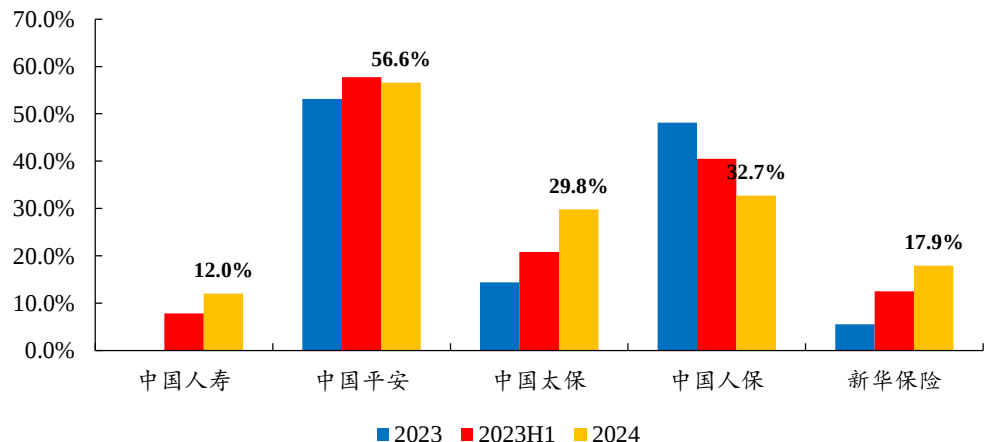
准则变更后，险企增配股票 FVOCI 稳定利润。银行股等高股息标的更适计入 FVOCI 账户，一方面高分红直接提升当期盈利，另一方面其公允价值变动及处置损益不计入利润表，故增配可稳定险企利润波动。从绝对水平看，当前 A 股上市险企中，仅中国平安股票 FVOCI 占比超 50%，中国人寿、新华保险配置占比均低于 20%；边际看，2024 年国寿、太保、新华保险股票 FVOCI 占比均提升。股票资产在 FVTPL 及 FVOCI 账户中的相对占比，衡量了险企股票交易/配置的边际倾向，对于股票在 FVOCI 占相对低的险企，高股息标的仍存较大增配空间。

图6：新金融工具准则实施后，A 股上市险企单季归母净利润波动更大（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：A 股险企股票资产中，人寿、太保、新华 FVOCI 账户占比逐步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：柱状图为股票资产中计入 FVOCI 科目比重）

2.5、长期持有高股息策略，与优化后考核方案适配度更高

高股息标的适配长期考核导向。2023 年 10 月，财政部印发《关于引导保险资金长期稳健投资，加强国有商业保险公司长周期考核的通知》，明确将国有商业保险公司经营效益类绩效评价指标的“净资产收益率”由“当年度指标”调整为“3 年周期指标+当年度指标”相结合的考核方式，二者权重均为 50%。2025 年 7 月，监管进一步调整考核细则，将“净资产收益率”考核方式明确为“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”，权重分别为 30%、50%、20%，3 至 5 年期指标权重合计为 70%。考核政策优化提升了国有险企对短期波动的容忍度，强化其对长期回报率的重视程度，逐步引导险企资金充当“耐心资本”的角色。随着短期投资考核压力的降低，未来增配长期权益投资更具空间，FVOCI 账户下高股息标的配置特征与考核导向适配度更高。

表11：考核机制调整提升险企对短期波动容忍度，加强对长期投资回报率的关注

时间	发布机构	文件名称	主要内容
2022.08	财政部	《商业保险公司绩效评价办法》	经营效益类指标 占比 25% ，其中净资产收益率指标占 8 分，计算公式为 净利润/净资产平均余额*100%
2023.1	财政部	《关于引导保险资金长期稳健投资，加强国有商业保险公司长周期考核的通知》	将《办法》中经营效益类指标的“净资产收益率”由“当年度指标”调整为“ 3 年周期指标+当年度指标 ”相结合的考核方式，3 年周期指标为“3 年周期净资产收益率（ 权重为 50% ）”，当年度指标为“当年净资产收益率（ 权重为 50% ）”
2024.04	国务院	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资。
2025.01	金融监管总局	《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上的长周期考核，净资产收益率 当年度考核权重不高于 30% ，三年到五年周期指标权重不低于 60%。
2025.7	财政部	《关于引导保险资金长期稳健投资，进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》	《办法》中经营效益类指标的“净资产收益率”由“3 年周期指标+当年度指标”相结合的考核方式调整为“ 当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标 ”相结合的考核方式。其中，当年度指标为“当年净资产收益率”，权重为 30% ；3 年周期指标为“3 年周期净资产收益率”，权重为 50% ；5 年周期指标为“5 年周期净资产收益率”，权重为 20% 。

资料来源：财政部、金融监管总局、开源证券研究所

3、负债、产品、资产端边际变化或导致险资减配银行股

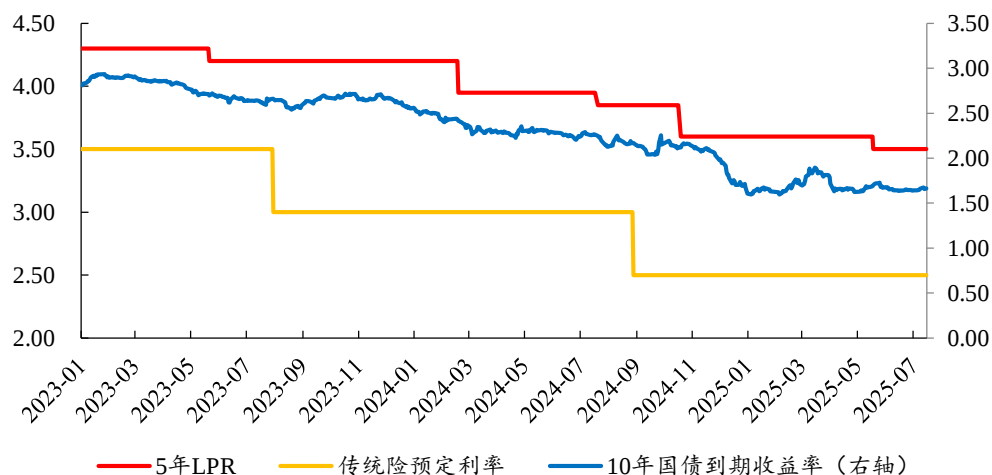
3.1、负债端：预定利率下调后，债券配置价值显现或分流高股息资金

预定利率下调有效降低新单负债成本。本轮预定利率下调始于 2023 年 7 月底，金融监管总局窗口指导下调预定利率，预定利率高于 3% 的传统寿险、预定利率高于 2.5% 的分红保险、最低保证利率高于 2% 的万能保险正式停售。2024 年 8 月监管再次下调预定利率，普通险预定利率上限由 3.0% 下调至 2.5%。寿险预定利率一年内降幅达 100bp，尽管旧保单保费流入仍使险企负债成本刚性，但新保单的资金成本边际降低。

2025Q3 预定利率迎来调降。2025 年 1 月金融监管总局下发《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》，将结合 5 年期以上 LPR、5 年期定存利率和 10 年期国债收益率，按季度发布预定利率研究值。当保险公司预定利率最高值连续 2 个季度比研究值高 25bp 时则触发调整机制。7 月 25 日保险业协会公布 2025Q2 预定利率研究值为 1.99%，连续两个季度低于 2.5% 的阈值，随后中国人寿、平安人寿等保险公司发布公告将调降传统险预定利率 50bp 至 2.0%，险企新单负债成本将进一步改善。

负债成本压降，债券资产配置价值上升或分流高股息资金。险企因负债成本刚性当前仍有大量 3.5%、3.0% 的续期保费流入，为避免利差损故选择高股息标的充当“类固收”角色替代债券类资产。但一方面，险企配置权益资产时考虑必要收益率，负债成本与投资要求回报率或调整或不同步，故权益资产价格上升后，股息率下降减弱了其红利属性吸引力；另一方面，债券类资产资本消耗更低，若债券收益率持续回调，则将产生阶段性配置价值，部分配置银行等高股息标的资金，或转配分流至固收类资产。

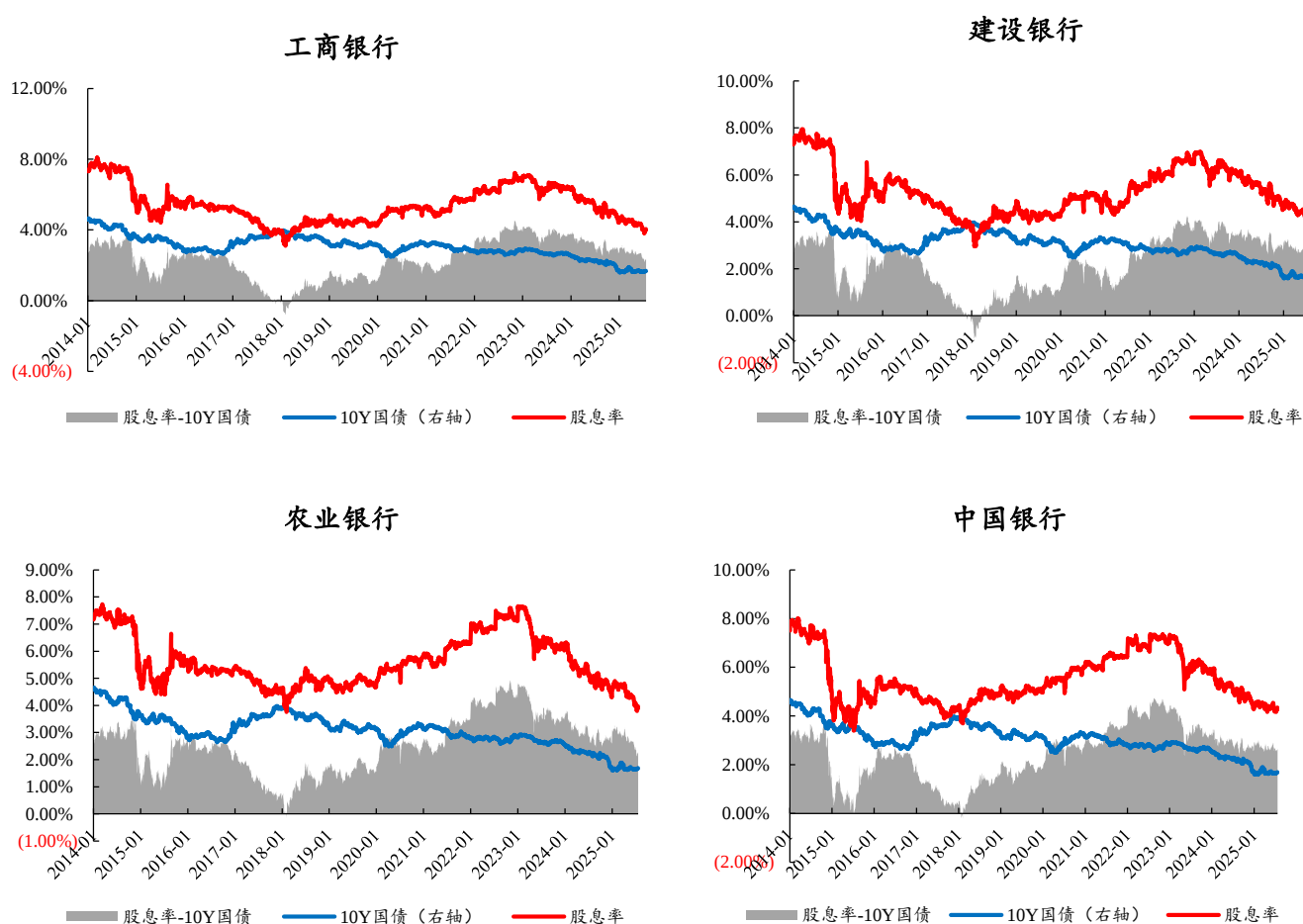
图8：预定利率动态调整机制形成后，2025Q3 传统险预定利率调降 50bp 至 2.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

当前仍可依据股息率-10年国债收益率利差做投资决策。银行股现阶段估值提升主要源于增量资金驱动，与银行经营基本面匹配度偏弱。尽管当前银行板块盈利承压致使 ROE 持续下降，但市场或认为只要银行板块股息率高于无风险利率，那么红利行情就具有持续的基础。我们观测到 2018 年四大行股息率与 10 年国债收益率利差曾压缩至负值，但 2018、2019 年银行板块相对上证指数均录得正收益；2020 年起二者差距逐渐走阔，但银行股走势却自疫情后连续回调。基于上述现象我们认为根据银行股息率与 10 年国债收益率利差的投资决策，仅在红利逻辑驱动的行市下有效，当银行估值驱动因子切换时，例如疫情后市场基于基本面对商业银行风险担忧升温，尽管当时股息率处于相对高位、利差大幅走阔，但银行板块仍难有行情。因此在股息逻辑未切换至基本面行情的市场下，股息率与 10 年国债收益率利差收窄并不一定对银行股上涨形成制约，板块整体 PB 估值修复仍有空间。

图9：2020 年市场对银行基本面担忧升温，尽管股息率-10 年国债收益率大幅走阔，但银行股仍难有行情



数据来源：Wind、开源证券研究所

表12：2018年四大行股息率-10Y国债收益率压缩至负值，但当年仍录得相对正收益

时间	10年国债年收益率均值	申万银行指数股息率	银行股息率-10Y国债收益率	年度涨跌幅		银行指数相对涨跌幅
				银行指数	上证指数	
2025	1.68%	3.99%	2.31%	10.84%	5.47%	5.37%
2024	2.22%	4.83%	2.61%	34.39%	12.67%	21.73%
2023	2.72%	5.97%	3.24%	-7.89%	-3.70%	-4.19%
2022	2.77%	5.67%	2.90%	-10.48%	-14.64%	4.16%
2021	3.03%	4.73%	1.70%	-3.56%	6.60%	10.16%
2020	2.94%	4.57%	1.63%	-3.30%	14.24%	17.55%
2019	3.18%	3.56%	0.38%	22.93%	22.30%	0.63%
2018	3.62%	3.98%	0.36%	-14.67%	-24.59%	9.93%
2017	3.58%	3.38%	-0.20%	13.28%	6.56%	6.72%
2016	2.86%	4.09%	1.23%	-5.23%	-13.13%	7.90%
2015	3.37%	4.26%	0.89%	1.20%	11.79%	10.60%
2014	4.16%	4.06%	-0.10%	66.45%	54.21%	12.24%

数据来源：Wind、开源证券研究所（2025年数据截至7月25日）

若10年国债收益率保持平稳，测算银行板块估值提升30%后股息率仍具优势。

当前银行股息率与PB呈现反向变动，即股息率的下降和PB估值的提升，均源于股价的推升。由于股息率=ROE*分红比例/PB，假设各银行分红比例保持不变，ROE维持2025Q1水平，则当银行PB较当期整体提升10%时，银行股息率降幅整体小于1pct；当银行PB较当期整体提升30%时，上市银行股息率仍高于3%，四大行股息率仍高于2.5%，虽较无风险利率（10年国债）仍具配置价值，但已接近保险协议存款利率，考虑到资本及股价波动因素，此时险资配置四大行性价比偏弱，行情或面临调整。同时建议关注权益资产行情持续修复后，债券市场的回调幅度，如10年国债收益率升至2.2%上方，则红利资产相对债券的比价优势将减弱，届时股息定价逻辑或不可持续。

表13：当股息率降至3%时，股息相对协议存款比价优势受资本、股价等因素弱化

银行股息水平		协议存款	股息溢价	10年国债	股息溢价	30年国债	股息溢价
当前	3.99%						
股息降至3%	3.00%	2.50%	0.50%	1.73%	1.27%	1.97%	1.03%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表14：假设 PB 估值较当前提升 10%~30%，银行股息率较无风险收益率仍具配置价值

银行	现股息率	分红比例	ROE	假设PB较当前分别提升10%、20%、30%								
				10%			20%			30%		
				PB	股息率	变化	PB	股息率	变化	PB	股息率	变化
工商银行	4.11%	30.00%	8.41%	0.81	3.13%	-0.98%	0.88	2.87%	-1.24%	0.95	2.65%	-1.46%
建设银行	4.31%	30.02%	9.94%	0.81	3.67%	-0.64%	0.89	3.36%	-0.95%	0.96	3.10%	-1.21%
农业银行	3.91%	30.01%	9.24%	0.92	3.02%	-0.89%	1.00	2.77%	-1.15%	1.09	2.56%	-1.36%
中国银行	4.38%	30.00%	7.71%	0.74	3.11%	-1.28%	0.81	2.85%	-1.53%	0.88	2.63%	-1.75%
邮储银行	4.67%	30.00%	9.98%	0.74	4.07%	-0.61%	0.80	3.73%	-0.94%	0.87	3.44%	-1.23%
交通银行	4.90%	30.07%	8.79%	0.65	4.05%	-0.84%	0.71	3.71%	-1.18%	0.77	3.43%	-1.47%
招商银行	4.46%	33.99%	12.07%	1.19	3.45%	-1.01%	1.30	3.16%	-1.30%	1.41	2.92%	-1.54%
浦发银行	3.14%	27.42%	9.49%	0.65	4.03%	0.89%	0.70	3.69%	0.56%	0.76	3.41%	0.27%
兴业银行	4.57%	29.06%	10.66%	0.69	4.46%	-0.11%	0.76	4.09%	-0.48%	0.82	3.78%	-0.80%
中信银行	4.36%	28.37%	9.77%	0.71	3.89%	-0.47%	0.78	3.57%	-0.79%	0.84	3.29%	-1.07%
民生银行	3.80%	26.03%	7.87%	0.44	4.62%	0.81%	0.48	4.23%	0.43%	0.52	3.91%	0.10%
光大银行	4.63%	26.78%	8.49%	0.55	4.14%	-0.49%	0.60	3.80%	-0.84%	0.65	3.50%	-1.13%
平安银行	4.92%	26.51%	11.27%	0.62	4.81%	-0.11%	0.68	4.41%	-0.51%	0.73	4.07%	-0.85%
华夏银行	5.01%	23.29%	5.57%	0.47	2.77%	-2.24%	0.51	2.54%	-2.47%	0.55	2.34%	-2.67%
浙商银行	4.53%	28.21%	11.88%	0.60	5.61%	1.07%	0.65	5.14%	0.61%	0.71	4.74%	0.21%
北京银行	4.88%	26.19%	8.54%	0.57	3.95%	-0.93%	0.62	3.62%	-1.26%	0.67	3.34%	-1.54%
上海银行	4.81%	30.15%	9.81%	0.69	4.26%	-0.55%	0.76	3.90%	-0.90%	0.82	3.60%	-1.21%
江苏银行	4.58%	30.00%	12.74%	0.98	3.89%	-0.69%	1.07	3.57%	-1.01%	1.16	3.29%	-1.29%
南京银行	4.70%	30.01%	12.82%	0.90	4.29%	-0.41%	0.98	3.93%	-0.77%	1.06	3.63%	-1.07%
宁波银行	3.11%	21.91%	12.68%	1.01	2.75%	-0.36%	1.10	2.52%	-0.59%	1.19	2.33%	-0.78%
杭州银行	3.97%	25.02%	17.08%	1.01	4.23%	0.26%	1.10	3.88%	-0.09%	1.19	3.58%	-0.39%
长沙银行	4.15%	21.58%	11.05%	0.67	3.57%	-0.58%	0.73	3.27%	-0.88%	0.79	3.02%	-1.13%
成都银行	4.57%	29.37%	13.81%	1.12	3.62%	-0.95%	1.22	3.32%	-1.25%	1.32	3.06%	-1.51%
重庆银行	4.02%	28.11%	10.58%	0.74	4.01%	-0.01%	0.81	3.68%	-0.35%	0.88	3.39%	-0.63%
贵阳银行	4.45%	20.53%	8.62%	0.42	4.18%	-0.27%	0.46	3.83%	-0.62%	0.50	3.54%	-0.92%
青岛银行	3.29%	21.84%	11.33%	0.83	2.98%	-0.31%	0.90	2.74%	-0.56%	0.98	2.53%	-0.77%
齐鲁银行	4.30%	25.85%	11.41%	0.82	3.59%	-0.72%	0.90	3.29%	-1.01%	0.97	3.04%	-1.27%
郑州银行	0.93%	9.69%	7.45%	0.48	1.49%	0.56%	0.53	1.37%	0.44%	0.57	1.26%	0.33%
苏州银行	4.60%	32.50%	11.24%	0.84	4.35%	-0.25%	0.92	3.99%	-0.62%	0.99	3.68%	-0.92%
西安银行	2.55%	17.37%	8.49%	0.57	2.57%	0.02%	0.63	2.36%	-0.20%	0.68	2.17%	-0.38%
厦门银行	4.35%	31.53%	8.15%	0.81	3.19%	-1.17%	0.88	2.92%	-1.43%	0.95	2.70%	-1.66%
沪农商行	4.61%	33.91%	11.46%	0.80	4.84%	0.23%	0.88	4.43%	-0.17%	0.95	4.09%	-0.51%
渝农商行	4.46%	30.05%	11.30%	0.68	5.00%	0.54%	0.74	4.59%	0.13%	0.80	4.23%	-0.23%
青农商行	3.37%	23.34%	11.53%	0.62	4.36%	0.99%	0.67	4.00%	0.63%	0.73	3.69%	0.32%
紫金银行	3.26%	22.55%	8.45%	0.63	3.02%	-0.24%	0.69	2.77%	-0.49%	0.75	2.56%	-0.70%
无锡银行	3.57%	21.44%	10.54%	0.70	3.23%	-0.34%	0.76	2.96%	-0.61%	0.83	2.73%	-0.84%
苏农银行	3.28%	16.98%	9.67%	0.61	2.67%	-0.61%	0.67	2.45%	-0.83%	0.73	2.26%	-1.02%
江阴银行	4.23%	24.17%	7.63%	0.69	2.68%	-1.55%	0.75	2.46%	-1.77%	0.81	2.27%	-1.96%
瑞丰银行	3.47%	20.42%	8.97%	0.66	2.79%	-0.68%	0.72	2.56%	-0.91%	0.78	2.36%	-1.10%
常熟银行	3.30%	19.77%	14.89%	0.90	3.27%	-0.03%	0.98	3.00%	-0.30%	1.06	2.77%	-0.53%
张家港行	4.38%	26.02%	11.30%	0.69	4.24%	-0.13%	0.76	3.89%	-0.49%	0.82	3.59%	-0.79%

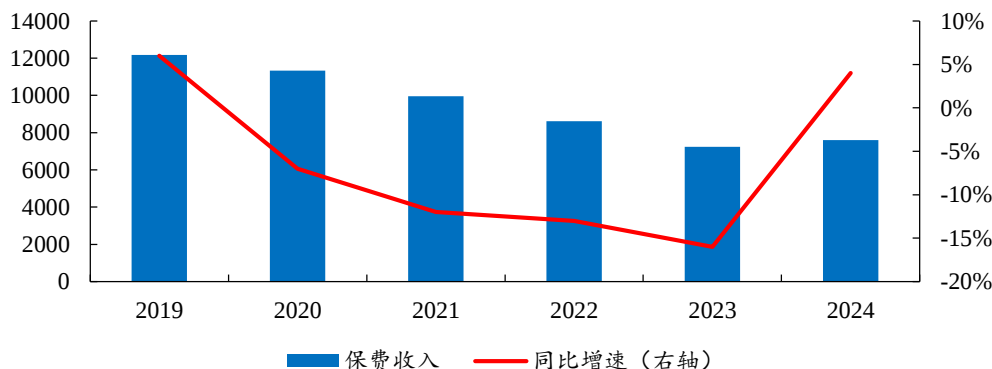
数据来源：Wind、开源证券研究所（ROE 为 2025Q1 数值，股息率、PB 数据截至 2025 年 7 月 25 日）

3.2、产品端：分红险产品保费若不及预期，则增配权益资金延续性欠佳

分红险产品更具配置高股息标的倾向。寿险主要分为传统险、分红险、万能险和投连险，其中传统险占绝大部分。传统险产品收益固定，资金流出时间金额高度确定，故投资端注重资金运用的稳健性，对资产端波动的容忍度低，主要配置债券类资产以实现资产负债匹配；而其余险种风险和收益高于传统险，如分红险采用“保证+浮动”的收益模式，浮动部分取决于保险公司的经营状况。伴随分红险产品销售占比提升及权益市场回暖，险资亦有获取超额收益的诉求，故分红险产品更具配置高股息银行标的特征。

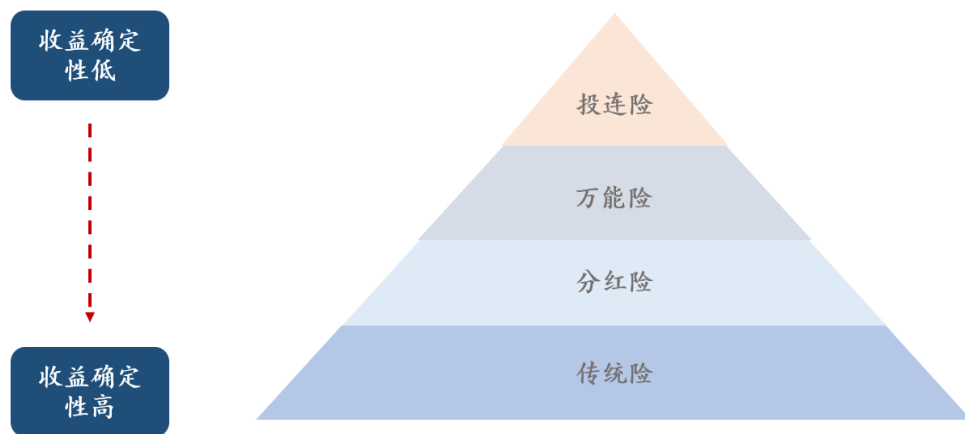
保险产品形态切换，分红险保费收入回暖，关注后续保费变化。过往险企发行产品中传统险一家独大，2024年以来分红险产品销售持续修复。自9.24一揽子政策发布后，权益市场回暖亦带动分红险产品销量提升，据保险业协会统计2024年10月新发产品中分红险占比接近50%，此外2024全年分红险保费收入亦回到正增区间。我们认为产品端由传统向分红型的切换，间接推动了险企资产端配置高股息的诉求，未来需观察分红型产品保费收入增长能否延续，若分红险销售回落不及预期，或代表保险可配置高股息的增量资金延续性欠佳。

图10：2024 分红险保费收入重回正增长区间



数据来源：13 精咨询、开源证券研究所

图11：传统险为寿险主要产品，收益确定性高但收益率低，主要配置固收资产



资料来源：开源证券研究所

3.3、资产端：银行业绩阶段性承压，股价回调将影响险企偿付能力

银行业绩不及预期或减弱险企偿付能力。高股息标的收益的稳健性驱动资金持续流入，市场情绪亦高涨，投资者对银行板块股价表现或有较强预期，但银行业绩兑现压力较大。2025Q1 上市银行归母净利润同比下降 1.2%，其中国股行同比均降 2.1%，若 Q2 业绩进一步下行，基本面的弱化或引起股价阶段性回调。尽管计入 FVOCI 账户使得股价变动不影响险企利润，但股票亏损亦影响险企偿付能力相关指标，资本压力下险企或减少权益类资产的配置。

表15：2025Q1 上市银行归母净利润同比增速下降 1.2%

银行	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
工商银行	5.0%	0.5%	0.4%	2.8%	4.1%	4.9%	1.2%	10.3%	3.5%	0.8%	0.5%	-4.0%
建设银行	6.1%	0.1%	1.5%	4.7%	5.1%	4.7%	1.6%	11.6%	7.1%	2.4%	0.9%	-4.0%
农业银行	7.9%	0.6%	1.9%	4.9%	5.1%	4.6%	1.8%	11.7%	7.4%	3.9%	4.7%	2.2%
中国银行	8.1%	0.7%	-3.7%	4.8%	4.5%	4.1%	2.9%	12.3%	5.0%	2.4%	2.6%	-2.9%
邮储银行	9.8%	7.0%	14.2%	19.8%	9.7%	16.5%	5.4%	18.6%	11.9%	1.2%	0.2%	-2.6%
交通银行	5.7%	1.0%	1.0%	4.5%	4.9%	5.0%	1.3%	11.9%	5.2%	0.6%	0.9%	1.5%
招商银行	8.1%	3.2%	7.6%	13.0%	14.8%	15.3%	4.8%	23.2%	15.1%	6.2%	1.2%	-2.1%
浦发银行	14.9%	7.6%	4.9%	2.2%	3.1%	5.4%	-1.0%	-9.1%	-3.5%	-28.3%	23.3%	1.0%
兴业银行	14.4%	6.5%	7.3%	6.2%	6.0%	8.7%	1.2%	24.1%	10.5%	-15.6%	0.1%	-2.2%
中信银行	3.9%	1.1%	1.1%	2.3%	4.6%	7.9%	2.0%	13.6%	11.6%	7.9%	2.3%	1.7%
民生银行	5.4%	3.5%	3.8%	4.1%	1.0%	6.9%	-36.3%	0.2%	2.6%	1.6%	-9.8%	-5.1%
光大银行	8.1%	2.2%	2.7%	4.0%	6.7%	11.0%	1.3%	14.8%	3.2%	-9.0%	2.2%	0.3%
平安银行	30.0%	10.4%	3.4%	2.6%	7.0%	13.6%	2.6%	25.6%	25.3%	2.1%	-4.2%	-5.6%
华夏银行	16.0%	5.0%	4.2%	0.7%	5.2%	5.0%	-2.9%	10.6%	6.4%	5.3%	5.0%	-14.0%
浙商银行	4.0%	38.4%	44.0%	7.8%	4.9%	12.5%	-4.8%	2.8%	7.7%	10.5%	0.9%	0.6%
北京银行	16.1%	7.8%	5.7%	5.2%	6.8%	7.2%	0.2%	3.5%	11.4%	3.5%	0.8%	-2.4%
上海银行	21.8%	14.3%	10.0%	7.1%	17.7%	12.6%	2.9%	5.5%	1.1%	1.2%	4.5%	2.3%
江苏银行	6.1%	9.4%	11.7%	11.9%	10.0%	11.9%	3.1%	30.7%	28.9%	13.3%	10.8%	8.2%
南京银行	24.7%	24.8%	18.0%	17.0%	14.5%	12.5%	5.2%	21.0%	16.1%	0.5%	9.1%	7.1%
宁波银行	16.1%	16.3%	19.3%	19.5%	19.9%	22.6%	9.7%	29.9%	18.1%	10.7%	6.2%	5.8%
杭州银行	-7.4%	5.6%	8.5%	13.2%	18.9%	22.0%	8.1%	29.8%	26.1%	23.2%	18.1%	17.3%
长沙银行	10.0%	14.2%	16.8%	23.2%	13.9%	13.4%	5.1%	18.1%	8.0%	9.6%	4.9%	3.8%
成都银行	19.4%	-20.6%	-8.5%	51.6%	18.9%	19.4%	8.5%	30.0%	28.2%	16.2%	10.2%	5.6%
重庆银行	21.4%	12.1%	10.5%	6.4%	1.2%	11.6%	5.1%	5.4%	4.4%	1.3%	3.8%	5.3%
贵阳银行	35.0%	32.3%	13.4%	24.0%	13.4%	12.9%	2.1%	2.1%	1.0%	-8.9%	-7.2%	-6.8%
青岛银行	31.0%	21.3%	15.2%	-9.0%	6.5%	12.9%	4.8%	22.1%	5.5%	15.1%	20.2%	16.4%
齐鲁银行	8.9%	8.9%	38.3%	22.7%	6.8%	8.6%	7.7%	20.5%	18.2%	18.0%	17.8%	16.5%
郑州银行	29.5%	36.3%	19.1%	7.0%	-28.5%	7.4%	-3.6%	1.9%	-24.9%	-23.6%	1.4%	5.0%
苏州银行	10.1%	3.1%	7.4%	8.2%	6.3%	10.3%	4.0%	20.8%	26.1%	17.4%	10.2%	6.8%
西安银行	10.8%	10.1%	1.1%	6.0%	10.8%	13.3%	3.0%	1.7%	-13.5%	1.6%	3.9%	4.3%
厦门银行	39.1%	23.1%	15.9%	17.8%	15.9%	21.4%	6.5%	19.0%	15.6%	6.3%	-2.6%	-14.2%
沪农商行	15.0%	16.2%	4.8%	14.7%	8.0%	21.0%	-7.7%	18.8%	13.2%	10.6%	1.2%	0.3%
渝农商行	14.0%	5.8%	10.0%	12.5%	1.4%	7.7%	-13.9%	13.8%	7.5%	6.1%	5.6%	6.3%
青农商行	4.9%	7.6%	3.4%	10.9%	13.2%	16.8%	4.8%	3.6%	-24.4%	10.8%	11.2%	8.0%
紫金银行	29.6%	12.2%	23.0%	10.1%	10.2%	13.0%	1.7%	5.1%	5.6%	1.2%	0.3%	4.0%
无锡银行	0.0%	-10.0%	7.1%	11.4%	10.1%	14.1%	5.0%	20.5%	26.7%	10.0%	2.3%	3.1%
苏农银行	-20.4%	-21.3%	7.6%	12.4%	9.7%	13.8%	4.2%	22.0%	29.4%	16.0%	11.6%	6.2%
江阴银行	-18.2%	-0.4%	-4.5%	3.9%	6.0%	18.1%	4.4%	20.5%	26.9%	16.8%	7.9%	2.2%
瑞丰银行	-22.0%	-1.9%	7.6%	1.6%	20.1%	7.7%	6.4%	15.1%	20.2%	13.0%	11.3%	6.7%
常熟银行	1.8%	-3.3%	7.7%	21.5%	17.5%	20.1%	1.0%	21.3%	25.4%	19.6%	16.2%	13.8%
张家港行	-27.1%	-7.9%	2.4%	10.7%	9.4%	14.3%	4.9%	30.3%	29.0%	6.2%	5.1%	3.2%
国有行	6.6%	0.7%	0.7%	4.8%	4.9%	5.2%	1.9%	11.8%	6.0%	2.1%	1.8%	-2.1%
股份行	10.6%	5.2%	5.6%	5.3%	6.5%	9.7%	-3.3%	13.7%	9.8%	-3.0%	1.8%	-2.1%
城商行	16.0%	12.1%	11.2%	12.2%	10.9%	13.2%	4.1%	16.3%	13.7%	7.6%	7.3%	5.5%
农商行	4.8%	5.4%	7.2%	12.5%	7.1%	14.3%	-5.4%	15.7%	11.1%	10.0%	5.7%	4.8%
上市银行	7.9%	2.4%	2.6%	5.5%	5.7%	7.0%	0.7%	12.6%	7.6%	1.4%	2.3%	-1.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、机构资金配置银行股差异化，驱动板块轮转

我们分析了险资重仓银行股所具特征，并结合其他机构（主动权益基金、ETF、北上资金）配置银行股的趋势，认为银行板块间的行情轮动，或源于不同机构资金偏好、配置时点的差异性。

4.1、年内银行流通股市值提升，险资重仓亦增配银行

6月份银行流通股市值占比大幅提升。截至7月25日，银行股流通总市值（A股）为2.44万亿元，占全行业流通市值比重为2.83%。7月银行流通股市值占比环比下降，主要源于下旬以来板块整体回调，但年内仍呈上升态势。其中，6月末市值占比达2.89%，单月上升0.22pct，提升幅度显著。

表16：银行业流通股市值占比年内总体保持上升趋势

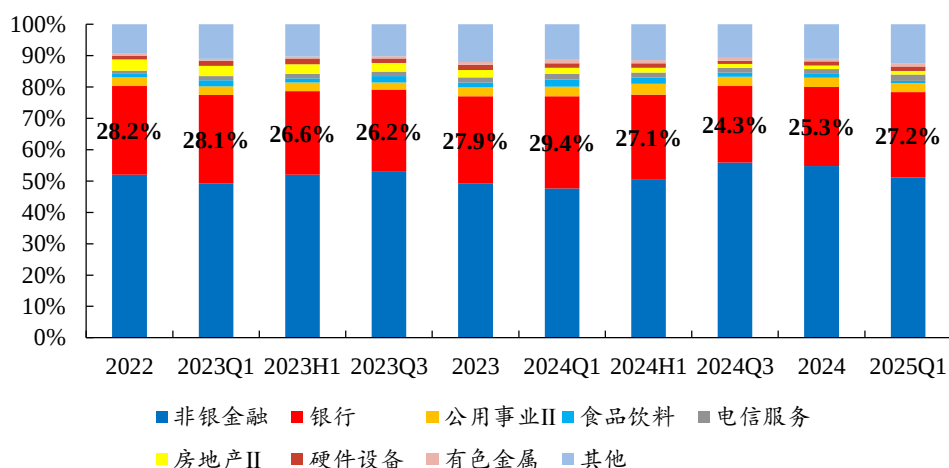
行业	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	趋势
农林牧渔	1.19%	1.15%	1.17%	1.25%	1.27%	1.23%	1.25%	
基础化工	3.85%	3.81%	3.85%	3.87%	3.85%	3.86%	3.97%	
钢铁	0.99%	1.02%	1.01%	1.00%	0.97%	0.93%	1.04%	
有色金属	3.17%	3.03%	3.27%	3.20%	3.18%	3.34%	3.53%	
电子	9.12%	9.49%	9.10%	8.89%	8.47%	8.95%	9.13%	
家用电器	4.34%	4.46%	4.53%	4.49%	4.45%	4.29%	4.22%	
食品饮料	2.24%	2.18%	2.26%	2.19%	2.21%	2.07%	2.04%	
纺织服饰	5.87%	5.87%	5.98%	6.10%	5.93%	5.37%	5.24%	
轻工制造	0.73%	0.71%	0.70%	0.70%	0.71%	0.71%	0.70%	
医药生物	0.99%	0.98%	0.97%	0.98%	0.99%	0.99%	0.97%	
公用事业	6.39%	6.42%	6.47%	6.58%	6.84%	6.61%	6.94%	
交通运输	3.92%	3.71%	3.79%	3.95%	3.95%	3.77%	3.64%	
房地产	3.64%	3.46%	3.48%	3.52%	3.63%	3.44%	3.35%	
商贸零售	1.37%	1.39%	1.32%	1.34%	1.30%	1.26%	1.29%	
社会服务	1.10%	1.09%	1.06%	1.11%	1.10%	1.09%	1.08%	
综合	0.52%	0.52%	0.53%	0.53%	0.51%	0.51%	0.52%	
建筑材料	12.22%	11.68%	11.88%	12.27%	12.47%	12.70%	12.05%	
建筑装饰	6.99%	6.75%	6.80%	6.71%	6.79%	7.04%	7.08%	
电力设备	0.14%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.14%	
国防军工	0.75%	0.72%	0.74%	0.74%	0.77%	0.74%	0.82%	
计算机	2.00%	1.98%	1.91%	1.96%	1.97%	1.93%	1.97%	
传媒	6.27%	6.43%	6.22%	5.89%	5.88%	6.04%	6.18%	
通信	4.47%	4.74%	4.72%	4.62%	4.58%	4.56%	4.66%	
银行	2.53%	2.48%	2.53%	2.56%	2.67%	2.89%	2.83%	
非银金融	4.51%	5.00%	4.73%	4.62%	4.49%	4.64%	4.63%	
汽车	1.71%	1.74%	1.72%	1.73%	1.72%	1.77%	1.73%	
机械设备	2.28%	2.88%	2.79%	2.70%	2.74%	2.88%	2.84%	
煤炭	2.05%	1.79%	1.87%	1.86%	1.89%	1.81%	1.79%	
石油石化	3.53%	3.27%	3.31%	3.32%	3.32%	3.24%	3.20%	
环保	0.81%	0.81%	0.84%	0.84%	0.87%	0.84%	0.84%	
美容护理	0.31%	0.31%	0.32%	0.36%	0.36%	0.34%	0.33%	

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至7月25日，占比=行业流通股市值/全部A股流通市值）

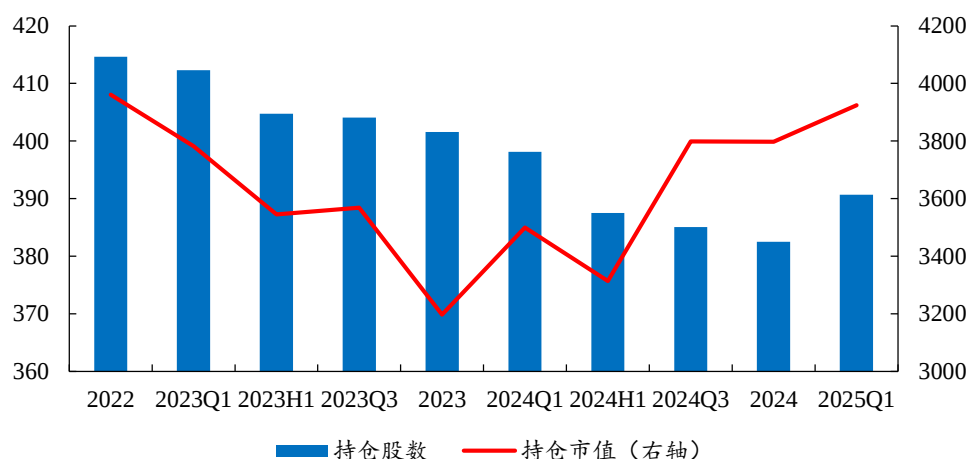
2024Q3 以来险资重仓银行股市值持续回升。保险公司若为 A 股上市公司前 10 大股东（或无限售条件股东），则可被视作是险资重仓股。从市值占比来看，2024Q3 险资重仓 A 股银行市值占比降至 24.3%，主要源于持股数量达阶段性低位。基于前述险资增配银行股的五个原因，及险资重仓基于战略角度对银行配置的诉求，未来险资重仓银行股数量及市值有望同步提升。

险资重仓对银行股配置偏好或发生趋势性转变。2023 年以来银行股行情持续走强，但险资重仓市值占比较当时仍有所下降。首先，市值占比下降主要源于对银行股的持续减持，抵消了股价上升的影响；其次，2025Q1 边际变化或反映险资配置银行趋势性转变，当季险资重仓持股数量自 2022 年以来首度环比回升，带动市值占比环比大幅提升 1.9pct 至 27.2%；最后，在行情持续阶段，需理性看待险资股东对银行的减持行为。7 月 15 日，杭州银行公告称中国人寿拟在未来三个月内减持其持有的 5078.94 万股杭州银行股份，占比 0.70%。我们认为险资股东减持并非反映其对银行信心不足，主要源于短期内银行股上涨幅度较大，出于自身配置需要，逢高减持锁定利润。此外此次减持股份占比较低，且减持过程分步完成，非一次性冲击，故对股价影响趋弱。同时需看到在中国人寿减持之外，亦有新险资参与入股，6 月 10 日新华保险受让杭州银行股份持股比例增至 3.3%，在原股东退场同时新股东补位，亦彰显险资对银行板块战略投资的意愿。

图12：2025Q1 保险重仓银行市值占比环比大幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所（占比=险资重仓行业市值/险资全部重仓市值）

图13：保险重仓银行股持股数量 2025Q1 环比回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

险资重仓倾向配置股份行，后续仍有增配空间。在险资重仓银行市值占比中，股份行占比显著高于其他类型银行，一方面源于集团内股东的持股（如平安集团为平安银行大股东），另一方面则体现险资对股份行长期配置的需求（如和谐健康保险长期持股招行）。在重仓持股以外，险资非重仓（持股未达公司前10大股东）持仓情况未知，但结合重仓及举牌情况来看，险资整体持仓或仍偏好国股行，或源于国股行均为沪深300标的，其权益投资风险因子优化后（由0.35降至0.30）降低了险企的资本消耗。此外，若险资银行持仓/全部持仓与银行重仓/全部重仓的市值占比相当，假设市值占比提升至30%以上（2025Q1为27.2%），则当前重仓市值至少有10%以上的提升空间。

政策驱动险企资金加速入市。2025年1月国新办新闻发布会上，证监会主席吴清提到“力争大型国有保险公司从2025年起每年新增保费的30%用于投资A股”。假设国有险企严格遵循该制度，则按照2024年末较宽口径的保费测算，A股上市险企年流入权益资金增量超8000亿元。保费口径未明确下该测算值或偏离流入权益资金的实际值，但需看到险企增量资金流向权益的趋势未变，故险企资金推动银行股行情仍具延续性。

表17：险资重仓倾向于配置股份行

银行	2022	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023	2024Q1	2024H1	2024Q3	2024	2025Q1	趋势
工商银行	0.47%	0.51%	0.27%	0.18%	0.16%	0.16%					
建设银行	0.15%	0.13%	0.10%	0.10%	0.13%	0.10%	0.09%	0.10%	0.12%	0.12%	
中国银行	0.20%		0.14%	0.13%	0.12%	0.12%	0.13%	0.10%	0.12%	0.12%	
邮储银行	0.78%	0.75%	0.67%	0.68%	0.72%	0.75%	0.73%	0.46%	0.41%	0.39%	
招商银行	5.13%	4.86%	4.69%	4.62%	4.63%	5.16%	3.17%	2.73%	2.96%	3.39%	
浦发银行	3.01%	3.11%	3.16%	3.03%	3.36%	3.48%	3.92%	3.77%	3.98%	4.20%	
兴业银行	3.50%	3.51%	3.28%	3.34%	3.95%	3.70%	4.03%	3.45%	3.56%	4.45%	
民生银行	2.14%	2.23%	2.45%	2.46%	2.82%	2.50%	2.28%	1.89%	2.02%	1.99%	
光大银行	0.09%	0.09%	0.10%	0.09%	0.10%	0.11%	0.11%	0.10%	0.11%	0.11%	
平安银行	10.65%	10.59%	9.52%	9.31%	9.26%	9.99%	9.39%	8.80%	8.75%	8.77%	
华夏银行	0.95%	1.03%	1.04%	1.08%	1.26%	1.39%	1.34%	1.22%	1.37%	1.39%	
浙商银行	0.17%	0.17%	0.33%	0.32%	0.37%	0.62%	0.61%	0.51%	0.52%	0.55%	
北京银行	0.22%	0.29%	0.33%	0.40%	0.46%	0.66%	0.67%	0.37%	0.41%	0.42%	
南京银行	0.30%	0.27%	0.24%	0.24%	0.26%	0.31%	0.35%	0.29%	0.29%	0.29%	
杭州银行	0.21%	0.10%									
长沙银行		0.04%	0.03%								
贵阳银行	0.03%	0.04%	0.03%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.03%	0.04%	0.04%	
苏州银行										0.06%	
沪农商行	0.17%	0.18%	0.17%	0.18%	0.21%	0.24%	0.23%	0.46%	0.55%	0.56%	
无锡银行	0.02%	0.04%	0.04%	0.04%	0.05%	0.07%	0.07%	0.06%	0.06%	0.06%	
瑞丰银行		0.01%									
常熟银行									0.02%	0.02%	

数据来源：Wind、开源证券研究所（占比=险资重仓银行市值/险资全部重仓市值）

表18：假设 2024 年保费 30%流向权益，5 家 A 股上市险企贡献增量资金超 8000 亿

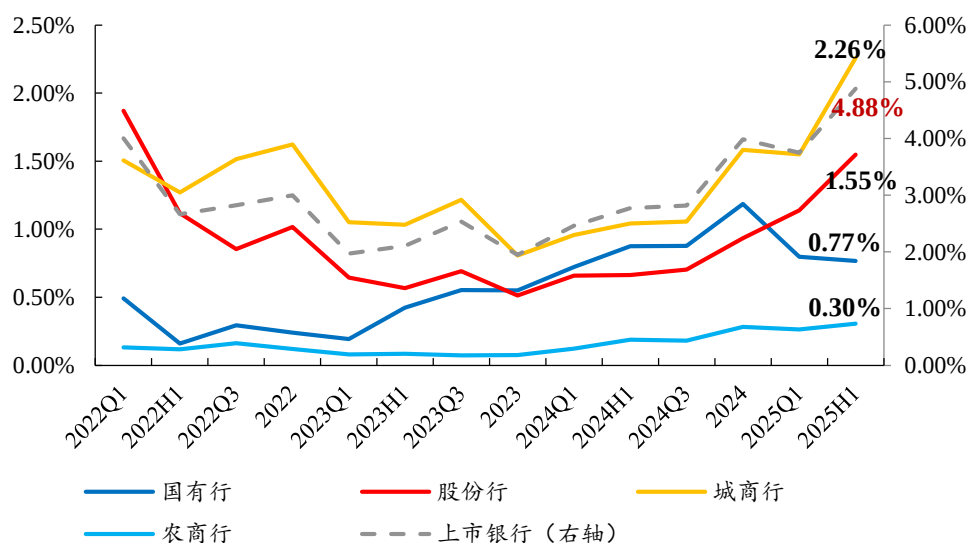
险企	保费收入(亿元)			30%投向权益
	人身险	财产险	合计	
中国平安	6,297	3,218	9,515	2,855
中国人保	5,381	1,547	6,930	2,079
新华保险	1,705		1,705	512
中国太保	2,611	2,012	4,623	1,387
中国人寿	6,715		6,715	2,014
合计	22,708	6,778	29,488	8,846

数据来源：公司公告、开源证券研究所（保费口径略有差异，国寿为总保费，其余为原保险保费，此外由于新增保费的口径仍未明确，故测算或偏离实际水平）

4.2、主动权益基金显著增持城商行，被动指数基金重仓股份行

2025H1 主动权益基金重仓大幅增配城商行。2025H1 主动权益基金（普通股票，偏股混合、平衡混合、灵活配置基金四类）重仓 A 股银行市值/全部 A 股重仓市值占比为 4.88%，较 2025Q1 大幅提升 1.13pct。随着《推动公募基金高质量发展行动方案》发布，基金的投资决策受到业绩比较基准考核机制的影响，银行仍属欠配板块，后续仍有增配空间。此外在各类银行中，国有行在 2025Q1 占比大幅下降，或源于基金获利后减持；农商行配置整体处于低位；城商行及股份行增配幅度显著，前者占比较 Q1 提升 0.71pct 至 2.26%，4 月以来部分城商行的阶段性行情或源自基金增配驱动。

图14：主动权益基金持银行股市值占比大幅提升，城商行提升幅度显著



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：主动权益基金包括普通股票，偏股混合、平衡混合、灵活配置基金，持仓占比为 A 股重仓银行市值/基金全部 A 股重仓市值）

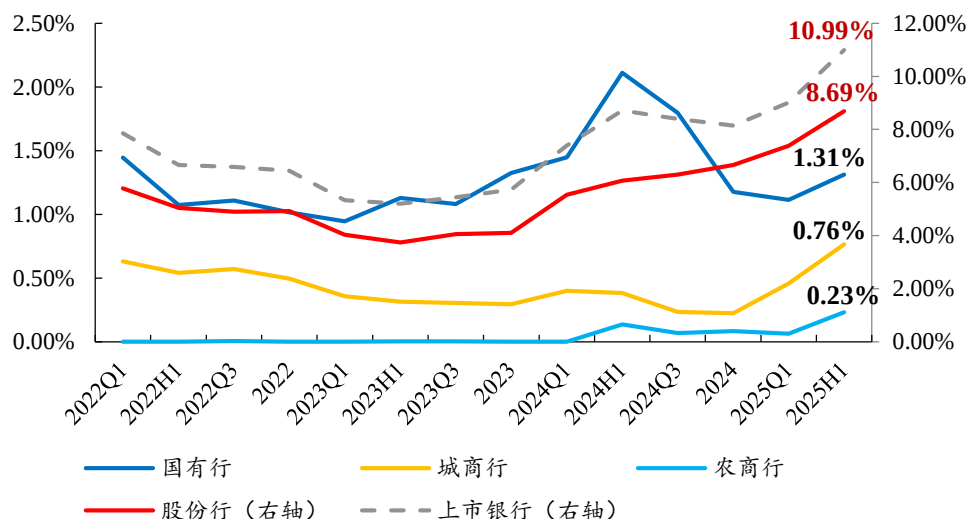
表19：主动权益基金重仓银行中，持股市值前五均为股份行和城商行

银行	持有基金数量			基金持股数（万股）			基金持股市值（亿元）			持股/流通股		
	2025Q1	2025H1	变化	2025Q1	2025H1	变化	2025Q1	2025H1	变化	2025Q1	2025H1	变化
招商银行	359	414	55	31,232	31,388	155	135.21	144.23	9.02	1.51%	1.52%	0.01%
江苏银行	143	245	102	49,770	59,643	9,873	47.28	71.21	23.93	2.71%	3.25%	0.54%
宁波银行	105	105	0	23,735	24,251	516	61.28	66.35	5.07	3.64%	3.67%	0.04%
杭州银行	45	126	81	19,173	34,664	15,491	27.69	58.30	30.62	3.30%	4.79%	1.49%
成都银行	84	97	13	26,942	26,368	-574	46.31	53.00	6.69	6.37%	6.23%	-0.14%
工商银行	190	219	29	48,181	41,643	-6,539	33.20	31.61	-1.59	0.18%	0.15%	-0.02%
农业银行	129	174	45	49,491	48,081	-1,410	25.64	28.27	2.64	0.16%	0.15%	0.00%
建设银行	101	127	26	29,452	26,458	-2,994	26.01	24.98	-1.03	3.07%	2.76%	-0.31%
渝农商行	90	92	2	27,691	30,568	2,878	16.84	21.83	4.99	3.13%	3.46%	0.33%
浦发银行	34	83	49	4,807	10,988	6,182	5.01	15.25	10.24	0.16%	0.36%	0.20%
南京银行	19	51	32	1,436	12,583	11,147	1.48	14.62	13.14	0.14%	1.03%	0.89%
民生银行	10	44	34	4,539	30,352	25,813	1.77	14.42	12.65	0.13%	0.86%	0.73%
常熟银行	22	31	9	18,921	19,053	132	13.19	14.04	0.85	6.28%	5.74%	-0.53%
中信银行	30	39	9	5,132	15,834	10,701	3.65	13.46	9.81	0.13%	0.39%	0.26%
兴业银行	91	133	42	2,319	5,435	3,116	5.01	12.69	7.68	0.11%	0.26%	0.15%
上海银行	43	52	9	7,675	7,992	317	7.56	8.48	0.92	0.54%	0.56%	0.02%
长沙银行	9	13	4	8,239	7,468	-771	7.56	7.42	-0.14	2.05%	1.86%	-0.19%
交通银行	41	68	27	4,249	8,288	4,039	3.17	6.63	3.46	0.11%	0.21%	0.10%
中国银行	75	56	-19	28,211	10,392	-17,819	15.80	5.84	-9.96	0.13%	0.05%	-0.08%
苏州银行	15	27	12	6,472	5,607	-865	5.10	4.92	-0.18	1.47%	1.28%	-0.20%
齐鲁银行	20	31	11	4,060	7,736	3,677	2.46	4.89	2.43	0.84%	1.52%	0.68%
沪农商行	30	19	-11	4,727	3,522	-1,205	3.94	3.42	-0.53	0.51%	0.38%	-0.13%
邮储银行	30	28	-2	7,339	6,084	-1,255	3.82	3.33	-0.50	0.11%	0.09%	-0.02%
重庆银行	15	14	-1	804	2,336	1,532	0.78	2.54	1.76	0.43%	1.24%	0.81%
青岛银行	10	15	5	672	4,648	3,976	0.28	2.31	2.03	0.22%	1.49%	1.28%
北京银行	27	41	14	1,741	3,011	1,270	1.05	2.06	1.00	0.08%	0.14%	0.06%
平安银行	25	36	11	1,138	1,579	441	1.28	1.91	0.62	0.06%	0.08%	0.02%
光大银行	12	23	11	2,629	2,272	-357	0.99	0.94	-0.05	0.06%	0.05%	-0.01%
厦门银行	6	5	-1	94	707	614	0.06	0.48	0.43	0.07%	0.55%	0.48%
华夏银行	12	11	-1	543	366	-176	0.42	0.29	-0.14	0.04%	0.02%	-0.01%
苏农银行	10	9	-1	1,526	426	-1,099	0.80	0.24	-0.56	0.83%	0.21%	-0.62%
浙商银行	4	5	1	662	688	26	0.19	0.23	0.04	0.03%	0.03%	0.00%
张家港行	0	4	4	0	410	410	0	0.18	0.18	0	0.17%	0.17%
江阴银行	3	1	-2	280	314	34	0.12	0.15	0.02	0.11%	0.13%	0.01%
瑞丰银行	3	4	1	1,004	227	-777	0.53	0.13	-0.40	0.59%	0.13%	-0.46%
贵阳银行	6	3	-3	277	85	-192	0.16	0.05	-0.11	0.08%	0.02%	-0.05%
紫金银行	1	3	2	35	158	122	0.01	0.05	0.04	0.01%	0.04%	0.03%
无锡银行	3	3	0	17	21	5	0.01	0.01	0.00	0.01%	0.01%	0.00%
西安银行	1	1	0	16	24	8	0.01	0.01	0.00	0.00%	0.01%	0.00%
青农商行	1	1	0	26	26	0	0.01	0.01	0.00	0.01%	0.01%	0.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

被动指数基金主要配置股份行。2025H1 指数型基金（ETF）重仓 A 股银行市值/全部 A 股重仓市值占比为 10.99%，较 2025Q1 大幅提升 1.98pct。由于 ETF 基金与指数挂钩，银行在各类指数中均有较高的占比，故指数基金更具增配银行的动能。随着行情的持续，银行持仓占比中枢亦同步提升。此外指数型基金配置股份行占比显著更高，2025Q1 配置股份行市值占比达 8.69%，较 Q1 大幅提升 1.31pct。6、7 月部分股份行（尤其是低估值股份行）的上涨动因，或来自 ETF 资金流入。

图15：ETF 基金持股份行占比显著更高



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：仓占比为 A 股重仓银行市值/基金全部 A 股重仓市值）

表20：ETF基金重仓银行股中，招行、兴业市值占比显著更高

银行	持有基金数量			基金持股数（万股）			基金持股市值（亿元）			持股/流通股		
	2025Q1	2025H1	变化	2025Q1	2025H1	变化	2025Q1	2025H1	变化	2025Q1	2025H1	变化
招商银行	259	269	10	115,943	121,522	5,578	501.92	558.39	56.47	5.62%	5.89%	0.27%
兴业银行	219	235	16	132,260	161,519	29,259	285.68	376.99	91.30	6.37%	7.63%	1.27%
工商银行	94	102	8	105,641	112,750	7,109	72.79	85.58	12.79	0.39%	0.42%	0.03%
交通银行	49	67	18	23,942	46,262	22,320	17.84	37.01	19.17	0.61%	1.18%	0.57%
江苏银行	31	56	25	12,985	27,622	14,637	12.34	32.98	20.65	0.71%	1.51%	0.80%
上海银行	36	35	-1	24,320	24,546	226	23.96	26.04	2.09	1.71%	1.73%	0.02%
农业银行	61	63	2	37,610	41,108	3,498	19.48	24.17	4.69	0.12%	0.13%	0.01%
浦发银行	27	27	0	11,921	13,752	1,832	12.43	19.09	6.65	0.41%	0.45%	0.05%
中信银行		23	23		19,704	19,704		16.75	16.75		0.48%	0.48%
沪农商行	16	16	0	7,375	13,986	6,611	6.15	13.57	7.42	0.79%	1.50%	0.71%
渝农商行	3	15	12	1,453	18,089	16,636	0.88	12.92	12.03	0.16%	2.05%	1.88%
成都银行	24	21	-3	5,913	6,382	469	10.16	12.83	2.66	1.40%	1.51%	0.11%
民生银行	4	22	18	186	26,757	26,571	0.07	12.71	12.64	0.01%	0.75%	0.75%
平安银行	24	24	0	8,231	10,234	2,003	9.27	12.35	3.08	0.42%	0.53%	0.10%
苏州银行	6	33	27	1,118	8,990	7,872	0.88	7.89	7.01	0.25%	2.05%	1.79%
南京银行	1	8	7	108	3,838	3,730	0.11	4.46	4.35	0.01%	0.31%	0.30%
北京银行	4	9	5	1,484	3,159	1,675	0.90	2.16	1.26	0.07%	0.15%	0.08%
建设银行	13	17	4	553	1,970	1,417	0.49	1.86	1.37	0.06%	0.21%	0.15%
中国银行	26	9	-17	19,535	3,051	-16,484	10.94	1.71	-9.22	0.09%	0.01%	-0.08%
华夏银行		1	1		1,093	1,093		0.86	0.86		0.07%	0.07%
宁波银行	10	9	-1	210	228	18	0.54	0.62	0.08	0.03%	0.03%	0.00%
邮储银行	1	1	0	1,060	841	-219	0.55	0.46	-0.09	0.02%	0.01%	0.00%
杭州银行	4	5	1	168	209	42	0.24	0.35	0.11	0.03%	0.03%	0.00%
厦门银行	1	1	0	387	364	-24	0.23	0.25	0.02	0.30%	0.28%	-0.02%
光大银行	1	4	3	101	525	424	0.04	0.22	0.18	0.00%	0.01%	0.01%
贵阳银行	2	3	1	145	295	150	0.09	0.18	0.10	0.04%	0.08%	0.04%
浙商银行	3	1	-2	652	402	-250	0.19	0.14	-0.06	0.03%	0.02%	-0.01%
青岛银行	2	2	0	2,067	100	-1,968	0.87	0.05	-0.82	0.66%	0.03%	-0.63%
苏农银行		1	1		68	68		0.04	0.04		0.03%	0.03%
江阴银行	1	2	1	1	77	75	0.00	0.04	0.04	0.00%	0.03%	0.03%
长沙银行	2	3	1	8	7	-1	0.01	0.01	0.00	0.00%	0.00%	0.00%
青农商行		1	1		9	9		0.00	0.00		0.00%	0.00%
常熟银行		2	2		3	3		0.00	0.00		0.00%	0.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、北向资金大量持股农商行

关注北向资金对农商行的行情推动。首先在重仓个股中，北向与ETF基金持仓有较大的相似性，如招行、工行、农行、兴业均为北向与ETF基金重仓标的；其次相比于其他类型资金，北向资金持股农商行更多，部分农商行持股/流通股占比超4%（苏农、瑞丰、张家港）。未来若农商行板块行情突破，或来源于北向资金的推动。

表21：陆股通重仓银行股中，农商行占流通股比例显著更高

银行	持陆股通持股机构数量			持股数量（万股）			持股市值（亿元）			持股/流通股		
	2025Q1	2025H1	变化	2025Q1	2025H1	变化	2025Q1	2025H1	变化	2025Q1	2025H1	变化
招商银行	68	68	0	139,872	136,563	-3,310	580	601	21	5.55%	5.41%	-0.13%
工商银行	72	73	1	238,693	248,504	9,811	161	185	24	0.67%	0.70%	0.03%
农业银行	65	64	-1	352,010	306,574	-45,436	179	177	-2	1.01%	0.88%	-0.13%
兴业银行	55	52	-3	78,992	74,679	-4,313	163	174	11	3.80%	3.53%	-0.27%
浦发银行	52	51	-1	98,734	88,889	-9,845	100	120	20	3.36%	3.03%	-0.34%
江苏银行	35	37	2	89,187	97,902	8,715	83	115	32	4.86%	5.33%	0.47%
交通银行	51	55	4	138,535	139,615	1,080	101	112	11	1.87%	1.58%	-0.29%
平安银行	60	59	-1	65,811	82,911	17,100	72	100	28	3.39%	4.27%	0.88%
中国银行	63	65	2	136,554	165,006	28,453	75	93	18	0.46%	0.51%	0.05%
建设银行	64	64	0	70,738	77,885	7,147	61	74	12	0.28%	0.30%	0.01%
上海银行	37	38	1	61,244	64,974	3,730	59	69	10	4.31%	4.57%	0.26%
宁波银行	41	41	0	25,399	24,891	-508	63	66	2	3.85%	3.77%	-0.08%
北京银行	46	42	-4	95,483	94,268	-1,216	56	63	7	4.52%	4.46%	-0.06%
民生银行	50	49	-1	106,057	124,136	18,079	41	58	17	2.42%	2.84%	0.41%
光大银行	42	41	-1	115,895	134,012	18,117	43	55	12	1.96%	2.27%	0.31%
邮储银行	48	46	-2	88,154	94,237	6,083	45	52	7	0.89%	0.78%	-0.10%
杭州银行	29	29	0	26,119	30,970	4,851	37	51	14	4.32%	4.32%	0.00%
成都银行	29	32	3	20,291	24,689	4,399	35	50	15	4.79%	5.83%	1.04%
南京银行	36	33	-3	29,941	35,114	5,173	30	41	10	2.71%	2.99%	0.28%
华夏银行	37	36	-1	47,191	51,257	4,066	36	41	5	2.97%	3.22%	0.26%
中信银行	35	31	-4	52,321	37,199	-15,122	36	31	-5	0.94%	0.67%	-0.27%
渝农商行	23	24	1	43,293	37,885	-5,407	26	27	1	3.81%	3.34%	-0.48%
浙商银行	24	24	0	66,794	65,681	-1,113	19	22	3	2.43%	2.39%	-0.04%
沪农商行	19	20	1	20,563	17,679	-2,884	17	17	0	2.13%	1.83%	-0.30%
长沙银行	21	21	0	15,209	14,529	-680	13	14	1	3.78%	3.61%	-0.17%
苏州银行	24	21	-3	13,683	11,947	-1,736	11	10	0	3.06%	2.67%	-0.39%
贵阳银行	25	24	-1	15,183	15,457	274	9	10	1	4.15%	4.23%	0.08%
齐鲁银行	18	18	0	11,927	12,917	990	7	8	1	2.47%	2.54%	0.07%
常熟银行	21	23	2	9,629	10,497	869	6	8	2	3.19%	3.17%	-0.03%
苏农银行	15	18	3	9,927	11,345	1,418	5	6	2	5.41%	5.62%	0.21%
重庆银行	16	16	0	5,424	5,576	152	5	6	1	1.56%	1.60%	0.04%
青农商行	18	16	-2	14,925	15,416	491	4	5	1	2.69%	2.77%	0.09%
厦门银行	21	19	-2	8,467	7,810	-656	5	5	0	3.21%	2.96%	-0.25%
瑞丰银行	12	12	0	8,067	8,575	508	4	5	1	4.11%	4.37%	0.26%
张家港行	21	20	-1	11,481	10,620	-861	5	5	0	4.70%	4.34%	-0.35%
江阴银行	15	15	0	10,263	8,249	-2,013	4	4	0	4.17%	3.35%	-0.82%
西安银行	17	15	-2	8,720	8,900	180	3	3	0	1.96%	2.00%	0.04%
青岛银行	21	21	0	6,020	6,467	447	2	3	1	1.03%	1.11%	0.08%
兰州银行	19	19	0	6,859	12,523	5,663	2	3	2	1.20%	2.20%	0.99%
紫金银行	17	19	2	8,455	9,269	814	2	3	0	2.31%	2.53%	0.22%
无锡银行	14	14	0	2,755	3,430	675	2	2	1	1.26%	1.56%	0.31%
郑州银行	20	21	1	4,270	8,685	4,414	1	2	1	0.47%	0.96%	0.49%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.4、资金因素驱动银行板块行情轮转

红利主逻辑下伴随板块轮动效应。年内各机构对银行板块配置意愿边际均有提升，但不同机构的资金属性各具特征，资金差异性驱动了板块轮动效应。自 2023 年行情以来，国有大行率先经历了两年的普涨，相对涨幅高于其他类型银行；但在 2025 年 4 月份各行业绩发布后，业绩高增的城、农商行在 5 月迎来了阶段性上涨；此后进入 6 月城、农商行整体涨幅趋弱，股份行和部分国有行（工行、农行）涨幅更加显著；7 月后部分低估值股份银行（民生、贵阳、郑州、厦门）均相对板块录得较大涨幅。结合年内板块轮动规律，我们认为当前银行股估值仍延续红利逻辑，业绩对行情推动作用有限，同时机构间资金偏好及配置时点的差异性（如险资配大行、主动权益基金配城市、ETF 配股份），推动了行情在不同银行板块间轮转。若后续板块轮动加速，则均衡配置各类型银行的方式更能把握住市场机会。

表22：年内银行各板块之间轮动效应明显

银行	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
工商银行	0.64%	0.73%	0.29%	1.74%	0.86%	7.36%	0.69%
建设银行	-0.57%	-0.35%	3.76%	2.60%	1.97%	4.54%	-0.95%
农业银行	-1.11%	-0.58%	0.97%	4.63%	2.03%	6.33%	7.32%
中国银行	1.20%	-0.92%	3.70%	0.83%	-0.18%	1.81%	-1.60%
邮储银行	-2.13%	-1.66%	-2.07%	0.34%	4.10%	2.63%	2.38%
交通银行	-4.37%	-0.55%	3.33%	2.94%	1.74%	5.26%	-3.25%
招商银行	3.44%	3.44%	2.95%	-5.89%	6.60%	5.80%	1.78%
浦发银行	3.50%	-4.51%	2.56%	5.08%	12.50%	12.57%	-2.98%
兴业银行	6.00%	2.17%	4.10%	-3.38%	8.48%	7.90%	-0.73%
中信银行	-4.87%	3.92%	3.04%	1.41%	10.40%	6.78%	-2.38%
民生银行	0.48%	-0.72%	-5.34%	2.05%	9.30%	9.20%	7.51%
光大银行	2.72%	-2.84%	0.53%	0.00%	5.03%	4.53%	0.20%
平安银行	-1.97%	0.52%	-2.34%	-3.11%	5.96%	7.68%	2.32%
华夏银行	-3.84%	-5.00%	8.45%	-7.15%	3.58%	8.99%	2.28%
浙商银行	-0.34%	-1.38%	2.80%	1.70%	7.69%	10.06%	1.47%
北京银行	-0.61%	-2.50%	3.42%	-0.66%	5.00%	8.41%	-1.23%
上海银行	1.64%	0.65%	5.24%	5.38%	1.93%	2.39%	-1.98%
江苏银行	4.40%	-8.06%	4.05%	6.95%	8.07%	8.74%	-3.12%
南京银行	0.38%	-5.52%	2.28%	0.87%	9.98%	3.11%	0.00%
宁波银行	8.52%	-7.96%	6.34%	-7.44%	11.76%	2.43%	9.30%
杭州银行	1.03%	-2.37%	0.21%	1.80%	13.33%	0.96%	-1.07%
长沙银行	3.71%	-7.05%	7.12%	-1.42%	8.40%	5.61%	1.81%
成都银行	0.47%	-6.63%	7.10%	-1.22%	14.19%	3.66%	-3.08%
重庆银行	-0.81%	-3.88%	11.87%	10.20%	4.58%	-0.77%	-5.25%
贵阳银行	-1.67%	-2.71%	2.61%	-2.04%	5.72%	7.37%	4.33%
青岛银行	3.61%	1.49%	3.43%	7.58%	9.91%	2.97%	-2.41%
齐鲁银行	5.94%	4.15%	0.66%	0.99%	8.50%	-2.77%	-2.22%
郑州银行	-4.76%	-2.00%	-1.53%	-4.15%	7.03%	4.04%	5.32%
苏州银行	-2.22%	-5.80%	5.49%	2.03%	8.46%	3.02%	-1.03%
西安银行	-2.77%	-1.71%	1.74%	-1.42%	9.25%	3.70%	2.42%
厦门银行	-1.60%	-1.26%	7.48%	-2.21%	12.50%	7.26%	4.86%
沪农商行	-1.88%	-4.43%	4.51%	0.72%	6.67%	10.32%	-3.30%
渝农商行	3.12%	-6.29%	7.42%	12.66%	5.84%	-0.06%	-4.34%
青农商行	-1.64%	-0.33%	3.69%	1.29%	10.54%	4.34%	1.76%
紫金银行	-0.65%	-2.16%	1.84%	-2.53%	7.41%	5.23%	2.33%
无锡银行	-1.35%	-3.26%	1.42%	-3.32%	10.31%	3.44%	1.03%
苏农银行	1.13%	-4.67%	3.14%	-0.38%	15.08%	5.38%	-2.14%
江阴银行	0.00%	-4.60%	7.23%	-2.32%	10.12%	3.94%	-0.42%
瑞丰银行	-1.07%	-5.92%	1.34%	-2.45%	12.98%	2.84%	-0.35%
常熟银行	-2.11%	-7.69%	1.90%	4.16%	9.09%	5.59%	2.85%
张家港行	-2.29%	-3.04%	2.66%	-1.18%	9.95%	2.04%	1.56%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据为各月个股涨幅，2025 年数据截至 7 月 25 日）

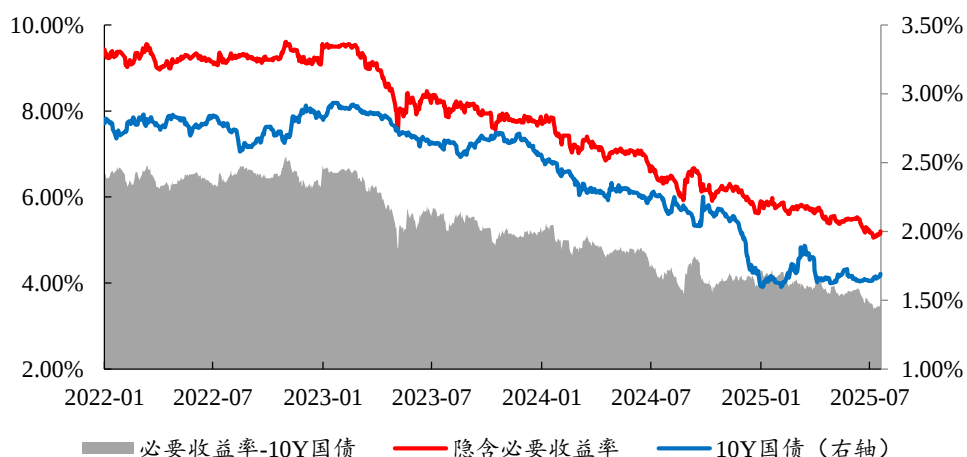
5、投资策略：把握板块轮动效应，关注 PB-ROE 曲线演变

5.1、DDM 绝对估值法下，股价仍有上升空间

若无风险利率及险企负债成本同步下调，则股息折现模型下银行估值提升仍有空间。险企负债成本调降传导至投资端时，其对投资回报率的要求亦下降。当无风险利率及险企负债成本同步下行时，此时债券类资产配置价值降低，则红利资产仍具较高配置性价比。我们通过 DDM 估值衡量股息视角下当前银行股估值的合理程度，假设四大行业绩增速长期为 1%，则测算当前隐含必要收益率约为 5.2%，与无风险利率（10 年国债）的利差约为 3.5%。同时我们观察到两个现象：第一、必要收益率与无风险利率利差持续收窄，或代表在利率下行周期过程中，市场对投资回报率的要求下降幅度更大；第二、当前银行股息率整体水平已低于隐含必要收益率，差额部分或由资本利得贡献，或代表当前机构仍看好后续银行股的走势。最后在必要收益率降至 4% 的假设下，测算上市银行 PB 估值修复仍有空间。

DDM 模型与国股行 PB 估值更匹配。4% 的必要收益率假设下，测算国有行 PB 将整体修复至 1 倍以上（交行除外），测算 PB/现 PB 均超 130%，理论上仍有 30% 以上的涨幅；股份行分化明显，部分股份行测算 PB 与当前水平接近（浦发、民生），但亦有股份行估值提升空间仍大（招行）；注意到部分城、农商行 DDM 模型下测算估值与实际 PB 相差较显著，或因市场对全国性银行（国股行）更倾向于股息定价，而对区域银行（城、农商行）定价时更看重业绩增长，故 DDM 模型与国股行匹配度更高。据此我们认为 DDM 模型较为合理衡量了国股行的 PB 估值，故四大行及部分股份行 PB 仍具向上突破的潜能。但 4% 的必要收益率能否实现，无风险利率的降幅或成为关键，若保持当前 3.5% 的利差，则 10 年国债收益率将降至 0.5%（可能性较小）；若利差持续收窄（假设利差收窄 20% 至 2.8%），则 10 年国债收益率将降至 1.19% 实现概率较大，因此我们建议在关注无风险利率绝对值同时，同步关注利差水平。

图16：假设四大行业绩增速为 1%，测算当前隐含必要收益率约为 5.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所（隐含必要收益率通过四大行股价测算）

表23：假设必要收益率与 10Y 国债利差较当前收窄 20%，若必要收益率降至 4%，对应 10 年国债收益率为 1.19%

指标	必要收益率	降 20pct			降 70pct			降 120pct		
	利差	不变	收窄 10%	收窄 20%	不变	收窄 10%	收窄 20%	不变	收窄 10%	收窄 20%
必要收益率	5.20%	5.00%			4.50%			4.00%		
10Y 国债	1.69%	1.49%	1.84%	2.19%	0.99%	1.34%	1.69%	0.49%	0.84%	1.19%
利差	3.51%	3.51%	3.16%	2.81%	3.51%	3.16%	2.81%	3.51%	3.16%	2.81%

数据来源：Wind、开源证券研究所（隐含必要收益率通过四大行股价测算，数据截至 2025 年 7 月 22 日）

表24：DDM 模型与国股行匹配度更高，据此测算 PB 修复仍有空间

	基本参数及假设					情景一：必要回报率8%			情景二：必要回报6%			情景三：必要回报率4%		
	每股派息 (元)	每股净资产 (元)	现股价 (元)	现PB (倍)	归母净利润 预测增速	测算股价 (元)	测算PB (倍)	测算PB/现 PB	测算股价 (元)	测算PB (倍)	测算PB/现 PB	测算股价 (元)	测算PB (倍)	测算PB/现 PB
工商银行	0.31	10.23	7.49	0.73	1.00%	4.44	0.43	59%	6.22	0.61	83%	10.37	1.01	138%
建设银行	0.40	12.65	9.35	0.74	1.00%	5.81	0.46	62%	8.14	0.64	87%	13.57	1.07	145%
农业银行	0.24	7.40	6.18	0.83	2.00%	4.11	0.56	67%	6.17	0.83	100%	12.34	1.67	200%
中国银行	0.24	8.18	5.53	0.68	1.50%	3.79	0.46	68%	5.47	0.67	99%	9.84	1.20	178%
邮储银行	0.26	8.37	5.6	0.67	1.00%	3.77	0.45	67%	5.28	0.63	94%	8.81	1.05	157%
交通银行	0.38	13.06	7.74	0.59	1.00%	5.47	0.42	71%	7.66	0.59	99%	12.76	0.98	165%
招商银行	2.00	41.46	44.83	1.08	2.00%	34.00	0.82	76%	51.00	1.23	114%	102.00	2.46	228%
浦发银行	0.41	22.27	13.07	0.59	1.00%	5.92	0.27	45%	8.28	0.37	63%	13.80	0.62	106%
兴业银行	1.06	36.73	23.17	0.63	1.00%	15.29	0.42	66%	21.41	0.58	92%	35.69	0.97	154%
中信银行	0.35	12.57	8.14	0.65	2.00%	6.03	0.48	74%	9.04	0.72	111%	18.09	1.44	222%
民生银行	0.19	12.51	5.05	0.40	1.00%	2.77	0.22	55%	3.88	0.31	77%	6.46	0.52	128%
光大银行	0.19	8.17	4.08	0.50	1.00%	2.73	0.33	67%	3.82	0.47	94%	6.36	0.78	156%
平安银行	0.61	21.90	12.35	0.56	1.00%	8.77	0.40	71%	12.28	0.56	99%	20.47	0.93	166%
华夏银行	0.41	18.97	8.09	0.43	1.00%	5.84	0.31	72%	8.18	0.43	101%	13.64	0.72	169%
浙商银行	0.16	6.33	3.44	0.54	1.00%	2.25	0.36	65%	3.15	0.50	92%	5.25	0.83	153%
北京银行	0.32	12.73	6.56	0.52	2.00%	5.44	0.43	83%	8.16	0.64	124%	16.32	1.28	249%
上海银行	0.50	16.46	10.4	0.63	2.00%	8.50	0.52	82%	12.75	0.77	123%	25.50	1.55	245%
江苏银行	0.52	12.73	11.37	0.89	3.00%	10.72	0.84	94%	17.87	1.40	157%	53.62	4.21	472%
南京银行	0.55	14.24	11.62	0.82	3.00%	11.24	0.79	97%	18.73	1.32	161%	56.19	3.95	484%
宁波银行	0.90	31.55	28.94	0.92	3.00%	18.54	0.59	64%	30.90	0.98	107%	92.70	2.94	320%
杭州银行	0.65	17.81	16.37	0.92	3.00%	13.39	0.75	82%	22.32	1.25	136%	66.95	3.76	409%
长沙银行	0.42	16.67	10.12	0.61	2.00%	7.14	0.43	71%	10.71	0.64	106%	21.42	1.29	212%
成都银行	0.89	19.13	19.48	1.02	3.00%	18.35	0.96	94%	30.59	1.60	157%	91.77	4.80	471%
重庆银行	0.41	15.25	10.29	0.67	2.00%	7.04	0.46	68%	10.56	0.69	103%	21.11	1.38	205%
贵阳银行	0.29	16.92	6.51	0.38	1.00%	4.18	0.25	64%	5.86	0.35	90%	9.76	0.58	150%
青岛银行	0.16	6.45	4.86	0.75	3.00%	3.30	0.51	68%	5.49	0.85	113%	16.48	2.56	339%
齐鲁银行	0.27	8.27	6.18	0.75	3.00%	5.48	0.66	89%	9.13	1.10	148%	27.40	3.31	443%
郑州银行	0.02	4.89	2.15	0.44	1.00%	0.29	0.06	13%	0.40	0.08	19%	0.67	0.14	31%
苏州银行	0.40	11.38	8.69	0.76	3.00%	8.24	0.72	95%	13.73	1.21	158%	41.20	3.62	474%
西安银行	0.10	7.52	3.92	0.52	1.00%	1.44	0.19	37%	2.02	0.27	52%	3.37	0.45	86%
厦门银行	0.31	9.72	7.12	0.73	1.00%	4.47	0.46	63%	6.26	0.64	88%	10.44	1.07	147%
沪农商行	0.43	12.84	9.38	0.73	2.00%	7.34	0.57	78%	11.02	0.86	117%	22.03	1.72	235%
渝农商行	0.30	11.07	6.83	0.62	2.00%	5.18	0.47	76%	7.77	0.70	114%	15.53	1.40	227%
青农商行	0.12	6.35	3.56	0.56	2.00%	2.04	0.32	57%	3.06	0.48	86%	6.12	0.96	172%
紫金银行	0.10	5.36	3.07	0.57	2.00%	1.70	0.32	55%	2.55	0.48	83%	5.10	0.95	166%
无锡银行	0.22	9.68	6.16	0.64	2.00%	3.74	0.39	61%	5.61	0.58	91%	11.22	1.16	182%
苏农银行	0.18	9.83	5.49	0.56	3.00%	3.71	0.38	68%	6.18	0.63	113%	18.54	1.89	338%
江阴银行	0.20	7.55	4.73	0.63	3.00%	4.12	0.55	87%	6.87	0.91	145%	20.60	2.73	436%
瑞丰银行	0.20	9.67	5.77	0.60	3.00%	4.12	0.43	71%	6.87	0.71	119%	20.60	2.13	357%
常熟银行	0.25	9.26	7.58	0.82	3.00%	5.15	0.56	68%	8.58	0.93	113%	25.75	2.78	340%
张家港行	0.20	7.25	4.57	0.63	2.00%	3.40	0.47	74%	5.10	0.70	112%	10.20	1.41	223%

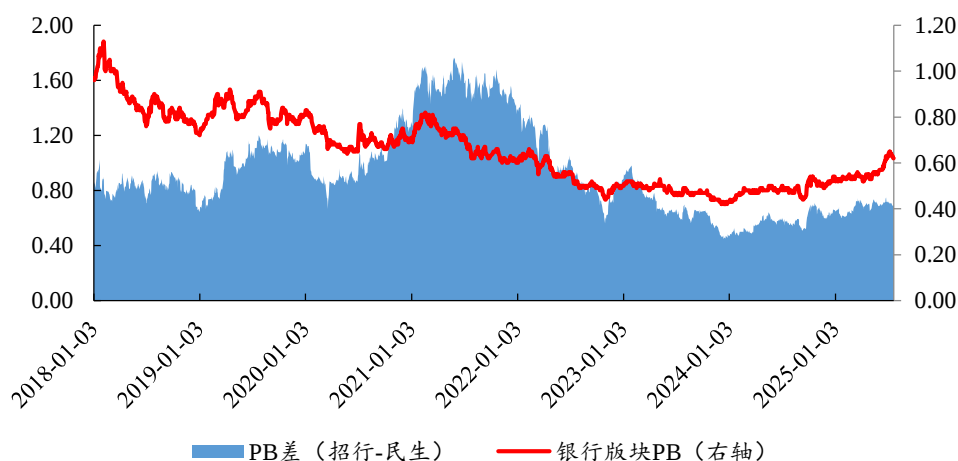
数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至日为 2025 年 7 月 25 日）

5.2、红利策略：组合持股应对板块轮动，关注 PB-ROE 估值曲线演变

PB-ROE 曲线变化反映了估值驱动由基本面向红利逻辑的演变。伴随银行股行情持续走强，市场对银行 PB-ROE 曲线关注度逐步提升，即投资者认为在银行板块内择股时，选取净资产收益率更高的银行，其所对应 PB 理论上应更高。但我们发现银行 PB-ROE 曲线边际上有所变化：第一、曲线斜率在 2021 年达到阶段性峰值，随后曲线由陡峭趋向平坦，2025 年曲线斜率虽有所修复，但仍距峰值有差距；第二、拟合曲线的 R^2 于 2025 年显著降低，意味着 ROE 对 PB 差异的解释程度变弱。我们认为上述变化源自低利率环境下，银行息收入承压制约其盈利水平，ROE 中枢同步下降，高 ROE 银行在此轮行情中 PB 提升幅度弱于低 ROE 银行（如四大行盈利增速放缓但股价自 2023 年来持续走强），故曲线斜率因短端抬而平坦。其背后逻辑是基于估值驱动由前期基本面（ROE，净利润 YOY）因子向股息逻辑的切换，亦印证当前银行股行情源于红利逻辑下的资金驱动。

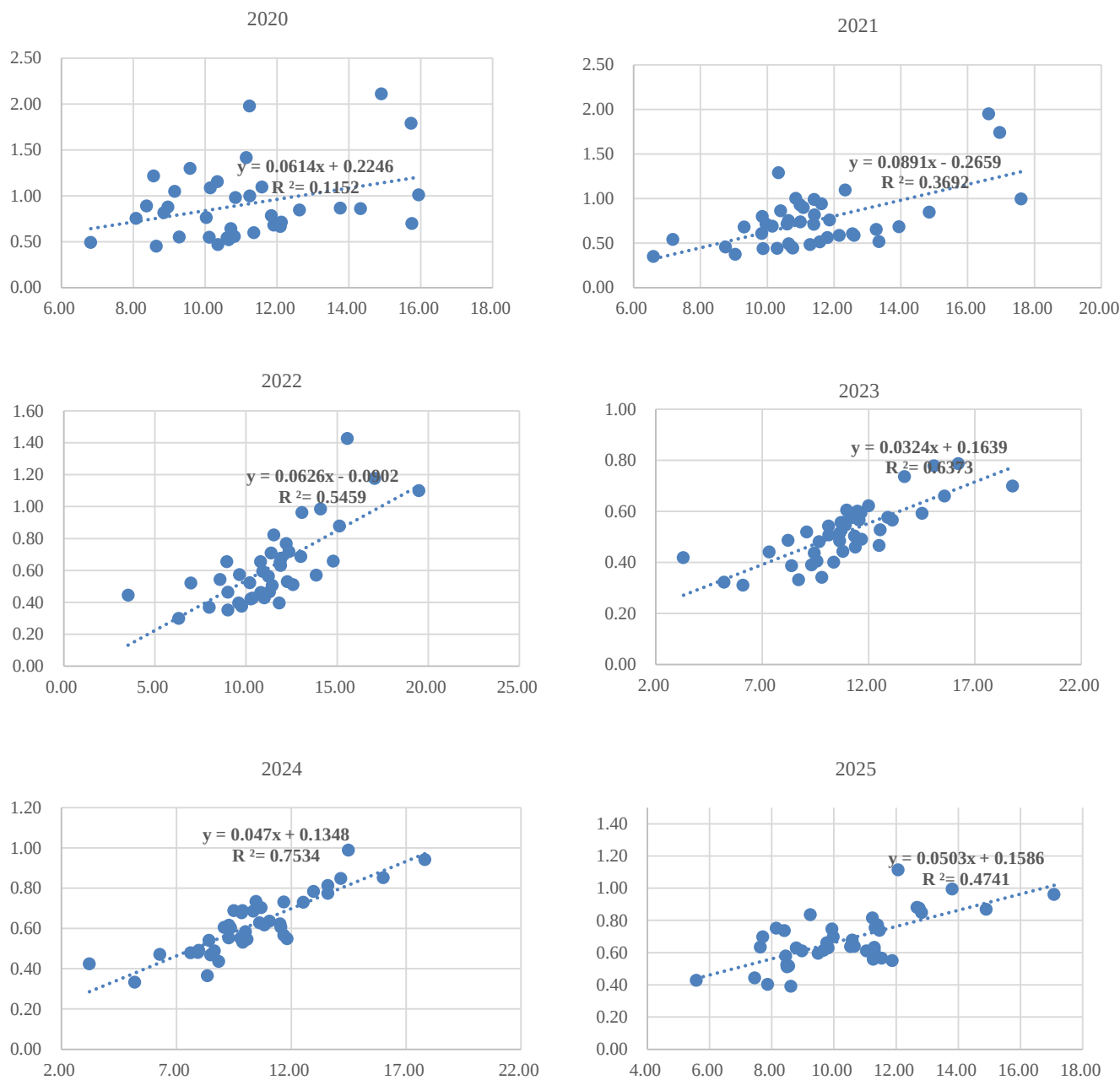
关注高、低估值银行 PB 差收敛风险。观察历年 PB-ROE 曲线斜率演变，2021 年曲线斜率陡峭化时，高、低估值银行估值 PB 差发散后对应行情高点。如 2021 年中期招行与民生（同为股份行可比）PB 差达阶段性峰值，而银行板块估值亦在阶段性修复后持续回调，其中招行 PB 由 2 倍以上逐步破净。相反当前 PB-ROE 曲线斜率较当时更平坦，曲线拟合优度偏弱，各类银行间估值差收敛至较低水平（如国有行中，农业银行 PB 估值已追赶上头部城、农商行）。理想情况下，市场预期低 PB 银行估值提升后，推动高估值银行 PB 进一步上行，在板块整体上行的大趋势下，高、低估值银行呈交替轮动的良性态势。但我们认为板块带动个股估值提升存在边界，即使部分低估值银行（如民生、贵阳、郑州、西安）PB 持续修复，也应与高估值银行（以招行为代表）保持合理的 PB 差。未来若 PB 差于低水平持续较长时间或意味板块轮动失效，当高估值银行“涨不动”时或代表银行板块行情结束。

图17：PB-ROE 斜率陡峭化时，招行、民生估值差达峰值后，银行板块大幅调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2023 年起上市银行 PB-ROE 曲线斜率由陡峭趋向平坦



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：横轴 ROE 单位为%，纵轴 PB 单位为倍，2025 年 ROE 数据为 Q1，PB 截至 7 月 25 日）

5.3、投资建议：红利逻辑下机构增配仍有空间，以组合方式持股银行

险企资金推动股价具有可持续性。伴随银行板块估值提升，其股息率亦同步下降，若投资者要求最低收益率（必要回报率）高于股息率，则银行板块仍具配置价值。当前市场担忧阶段性追高，待银行股价回调后将承受波动损失。但一方面保险行业权益配置比例上调、考核方案优化等因素提升了险资对股价波动的容忍度，强化险资长期配置意愿，另一方面投资周期拉长亦提升了收益水平趋近理论值的概率，即险资预期股息+资本利得>预期回报时，增量资金仍会涌入银行板块，故红利逻辑下资金驱动行情仍具延续性。

基于组合配置的策略，我们推荐逻辑仍延续前期红利思路，详见报告《破解利润调节器，从拨备论证大行盈利确定性价值》和《谨慎乐观看待零售风险，新规过渡尚存调整空间》。**推荐标的：**1、零售风险可控，拨备调节盈利能力突出的国有行，受益标的为**建设银行、农业银行**；2、安全边际高、存量风险有出清迹象的股份行，推荐**中信银行**，受益标的为**招商银行**；3、盈利增长有空间，同时拨备反哺能力强的城、农商行，受益标的为**江苏银行、杭州银行、渝农商行**。

表25：推荐及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
		2025-07-30	2025E		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
601939.SH	建设银行	0.7	0.7	10.7	-2.5	-2.2	2.1	0.9	0.1	1.7	1.3	1.3	1.4	未评级
601288.SH	农业银行	0.8	0.7	10.5	2.3	0.8	2.2	4.7	2.0	2.8	0.8	0.8	0.8	未评级
600036.SH	招商银行	1.1	0.9	14.5	-0.5	-1.8	2.2	1.2	-0.1	3.2	5.9	5.8	6.0	未评级
601998.SH	中信银行	0.7	0.5	9.8	3.8	3.7	2.5	2.3	0.4	3.3	1.3	1.3	1.3	买入
600919.SH	江苏银行	0.9	0.7	13.6	8.8	6.5	7.1	10.8	9.2	10.2	1.7	1.7	1.9	未评级
600926.SH	杭州银行	1.0	0.8	16.0	9.6	4.9	6.1	18.1	17.3	17.3	2.4	2.8	3.3	未评级
601077.SH	渝农商行	0.6	0.5	9.3	1.1	-1.9	0.5	5.6	4.4	5.2	1.0	1.0	1.1	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：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万得一致预测）

6、风险提示

宏观经济下行。6月金融数据仍具韧性,人民币贷款增速还后仍维持在8%左右;6月PMI虽仍处于荣枯线以下(录得49.7),但环比上升0.2pct有所修复;上半年GDP同比增长5.3%符合预期。但需看到当前经济仍处复苏筑底阶段,随着政策陆续出台,未来经济能否持续修复,仍取决于政策的实际成效,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,2024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。未来若房地产价格进一步下行,则抵质押品价值下降,授信额度缩减或形成资金链断裂的风险。

海外经济不确定性外溢。美国关税战持续加码,全球供应链面临重塑风险,同时美国通胀数据亦因关税承压,年内美联储降息次数仍存疑虑。若海外经济持续放缓、关税无法协商达成一致,外需下降或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。

本报告仅供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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

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