



稳健红利底色，跟随复苏脉络  
——银行业2025年中期投资策略

姓名 刘呈祥（分析师）

证书编号：S0790523060002

邮箱：liuchengxiang@kysec.cn

2025年5月8日

# 核心观点

## 2025Q1上市银行业绩总览：业绩总体小幅承压，营收普遍负增长，部分城农商行保持较高增速

一季报来看，上市银行营收和归母净利润增速边际小幅承压。2025Q1上市银行营收yoy为-1.72%（2024A为+0.08%），归母净利润yoy为-1.20%（2024A为+2.35%），边际均小幅承压。其中，国有行/股份行/城商行/农商行营收yoy分别为-1.51%/-3.91%/+2.96%/+0.21%，归母净利润yoy为-2.90%/-2.05%/+5.49%/+4.77%。**业绩归因：息差拖累，非息和拨备形成支撑。**收入结构上看，“量价平衡”是一大主线，除国有行外其余类型银行净利息收入增速均边际改善；中收整体仍较为疲弱，代销理财增长亮眼；其他非息收入方面，2024年金融投资业绩贡献度提升，2025Q1受债市影响减弱，处置存量资产、兑现浮盈一定程度平滑业绩。

## 2025年银行业“量价平衡”仍是一大考验，看好负债成本继续下降支撑净息差

**负债端：**高息存款整改效果显现，2024年上市银行付息率下行至1.98%。2025年几无高息存款套利“漏洞”，受限于息差压力，资产端降息客观上也需要负债成本的支撑。2025年仍有较高比例的定存到期重定价，看好负债成本或进一步下移。

**资产端：**信贷持续性值得关注，2025Q1信贷靠前投放仍有冲量特征。2024年贷款-投资收益率差值收窄至69BP，较2023年下降24BP，在负债成本刚性、低利率+低息差的运行环境中，我们预计上市银行继续加快存量资产兑现投资收益。

## 2024&2025Q1银行资产质量：对公趋势改善，零售普遍反弹，信用成本整体处于低位

2025Q1上市银行不良率为1.23%，环比2024年末下降1bp；分银行类型看，农商行不良率环比持平，国有行、股份行、城商行环比均下降1bp。2024年对公不良率下行至1.32%，较2023年改善20BP，其中房地产不良率大幅下降；零售不良率为1.13%，较2023年上升25bp，自2021年已连续三年上升。2024年上市银行信用成本为0.65%，其中国有行为0.50%，均处历史低位。另外从拨备释放业绩的角度观察，国有大行具备更扎实基础。

## 投资建议：稳健红利底色+复苏预期下的估值修复

红利稳固可持续，稳增长驱动顺周期。关税扰动下，政策定力以内为主，降准、降息仍有空间，看好稳增长政策发力下的银行估值修复。我们预计2025年银行业绩表现基本稳定，营收和净利润增速稳步回升。继续看好稳定股息的红利策略持续性，推荐中信银行，受益标的农业银行、招商银行、北京银行；顺周期标的推荐苏州银行，受益标的江苏银行、成都银行、常熟银行。

**风险提示：**宏观经济增速不及预期，政策落地不及预期等。

# 目录

## CONTENTS

- 《 1 》 2025Q1上市银行业绩总览：总体小幅承压，营收普遍负增长
- 《 2 》 2025年“量价平衡”仍是一大考验，看好负债成本继续下降支撑息差
- 《 3 》 资产质量：对公趋势改善，零售普遍反弹，信用成本整体处于低位
- 《 4 》 银行板块：红利+复苏驱动行情，风险改善修复估值
- 《 5 》 投资建议
- 《 6 》 风险提示

# 2025Q1 上市银行业绩总览：业绩小幅承压，营收普遍负增长

2025年一季报来看，上市银行营收和归母净利润增速边际小幅承压。2025Q1上市银行营收yoy为-1.72%（2024A为+0.08%），归母净利润yoy为-1.20%（2024A为+2.35%），边际均小幅度承压。其中，2025Q1国有行/股份行/城商行/农商行营收yoy分别为-1.51%/-3.91%/+2.96%/+0.21%，环比2024A分别-1.24/-2.60/-3.41/-3.29 pct；归母净利润yoy为-2.90%/-2.05%/+5.49%/+4.77%，环比2024A分别-3.87/-3.86/-1.78/-0.93 pct。从增速上看，2025Q1城农商行营收降幅更大，国股行利润降幅更大。

图1：2025Q1上市行营业收入yoy为-1.72%

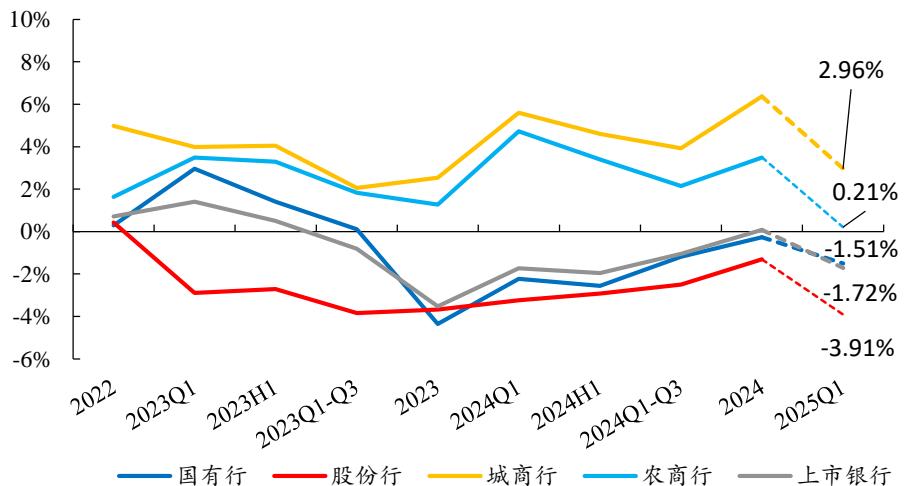
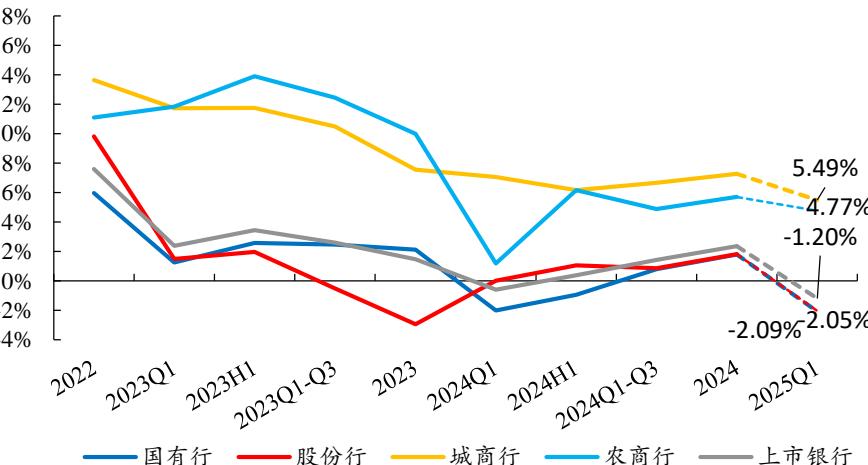


图2：2025Q1上市行归母净利润yoy为-1.20%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

# 2025Q1上市银行业绩总览：分化仍明显，部分景气度高的城农商行保持较快增长

营收、归母净利润增速居前的主要为城农商行。部分城农商行表现出一定的业绩韧性。

2025Q1营收增速高于10%的上市银行仅常熟银行（10.04%），其余部分城商行营收增速居前，如西安银行、青岛银行。

2025Q1归母净利润增速高于10%的共有4家，分别为杭州银行（17.30%）、青岛银行（16.42%）、齐鲁银行（16.47%）和常熟银行（13.81%）。

上市银行	营收yoy			归母净利润yoy			
	2024A	2025Q1	环比变化	2024A	2025Q1	环比变化	
农商行	渝农商行	1.09%	1.35%	0.25%	5.60%	6.25%	0.65%
	沪农商行	0.86%	-7.41%	-8.27%	1.20%	0.34%	-0.86%
	青农商行	6.85%	0.99%	-5.87%	11.24%	7.97%	-3.27%
	常熟银行	10.53%	10.04%	-0.49%	16.20%	13.81%	-2.29%
	无锡银行	4.15%	3.53%	-0.62%	2.35%	3.13%	0.78%
	紫金银行	0.98%	-4.82%	-5.80%	0.30%	4.04%	3.74%
	苏农银行	3.17%	3.29%	0.12%	11.62%	6.19%	-5.42%
	张家港行	3.75%	3.29%	-0.46%	5.13%	3.20%	-1.93%
	瑞丰银行	15.29%	5.12%	-10.6%	11.27%	6.69%	-4.57%
	江阴银行	2.51%	6.00%	3.49%	7.88%	2.22%	-5.65%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：多数上市行2025Q1营收增速、归母净利润增速边际下滑

上市银行	营收yoy			归母净利润yoy			
	2024A	2025Q1	环比变化	2024A	2025Q1	环比变化	
国有行	工商银行	-2.52%	-3.22%	-0.69%	0.51%	-3.99%	-1.50%
	建设银行	-2.54%	-5.40%	-2.86%	0.88%	-3.99%	-4.87%
	农业银行	2.26%	0.35%	-1.91%	4.72%	2.20%	-2.53%
	中国银行	1.16%	2.56%	1.40%	2.56%	-2.90%	-5.46%
	交通银行	0.87%	-1.02%	-1.89%	0.93%	1.54%	0.61%
	邮储银行	1.83%	-0.07%	-1.90%	0.24%	-2.62%	-2.87%
	招商银行	-0.48%	-3.09%	-2.60%	1.22%	-2.08%	-3.30%
	兴业银行	0.66%	-3.58%	-4.24%	0.12%	-2.22%	-2.33%
	浦发银行	-1.55%	1.31%	2.86%	23.31%	1.02%	-22.29%
	中信银行	3.76%	-3.72%	-7.48%	2.33%	1.66%	-0.67%
股份行	民生银行	-3.21%	7.41%	10.63%	-9.85%	-5.13%	4.72%
	平安银行	-10.93%	-13.05%	-2.12%	-4.19%	-5.60%	-1.41%
	光大银行	-7.05%	-4.06%	2.99%	2.22%	0.31%	-1.91%
	华夏银行	4.23%	-17.73%	-21.95%	4.98%	-14.04%	-19.02%
	浙商银行	6.19%	-7.07%	-13.27%	0.92%	0.61%	-0.31%
	北京银行	4.81%	-3.18%	-7.99%	0.81%	-2.44%	-3.25%
	上海银行	4.79%	3.85%	-0.94%	4.50%	2.30%	-2.20%
	江苏银行	8.78%	6.21%	-2.56%	10.76%	8.16%	-2.60%
	宁波银行	8.19%	5.63%	-2.56%	6.23%	5.76%	-0.47%
	南京银行	11.32%	6.53%	-4.79%	9.05%	7.06%	-1.99%
城商行	杭州银行	9.61%	2.22%	-7.39%	18.07%	17.30%	-0.77%
	长沙银行	4.57%	3.78%	-0.78%	4.87%	3.81%	-1.06%
	成都银行	5.89%	3.17%	-2.72%	10.17%	5.64%	-4.53%
	贵阳银行	-1.09%	-16.91%	-15.82%	-7.16%	-6.82%	0.34%
	重庆银行	3.54%	5.30%	1.76%	3.80%	5.33%	1.53%
	郑州银行	-5.78%	2.22%	8.00%	1.39%	4.98%	3.59%
	青岛银行	8.22%	9.69%	1.47%	20.16%	16.42%	-3.75%
	苏州银行	3.01%	0.76%	-2.25%	10.16%	6.80%	-3.37%
	齐鲁银行	4.55%	4.72%	0.17%	17.77%	16.47%	-1.31%
	西安银行	13.68%	8.14%	-5.34%	3.91%	4.30%	0.39%
	厦门银行	2.79%	-18.42%	-21.21%	-2.60%	-14.21%	-11.61%
	兰州银行	-2.02%	3.26%	5.28%	1.29%	2.36%	1.07%

# 业绩归因：规模贡献弱化，息差拖累，非息和拨备仍形成支撑

业绩贡献度来看，规模>所得税>拨备>非息>费用>净息差。

净利息收入方面，规模扩张仍是主支撑但力度减弱，主要受到实体需求复苏较弱的影响；净息差对业绩的拖累继续减弱，高息存款整改使得银行净息差降幅有所收窄。非息收入方面，保险“报行合一”导致基数较低，中收降幅大幅收窄，而投资净收入同比增速仍然较高。此外，2025Q1拨备释放利润的贡献度边际下降，尤其大行单季拨备贡献转负；另外所得税的贡献度环比明显提升，或通过投资利率债、基金等实现节税；部分银行的成本收入比出现波动，也对当期业绩产生一定影响。

图3：上市银行2025Q1业绩归因：规模支撑减弱、非息和拨备支撑较强

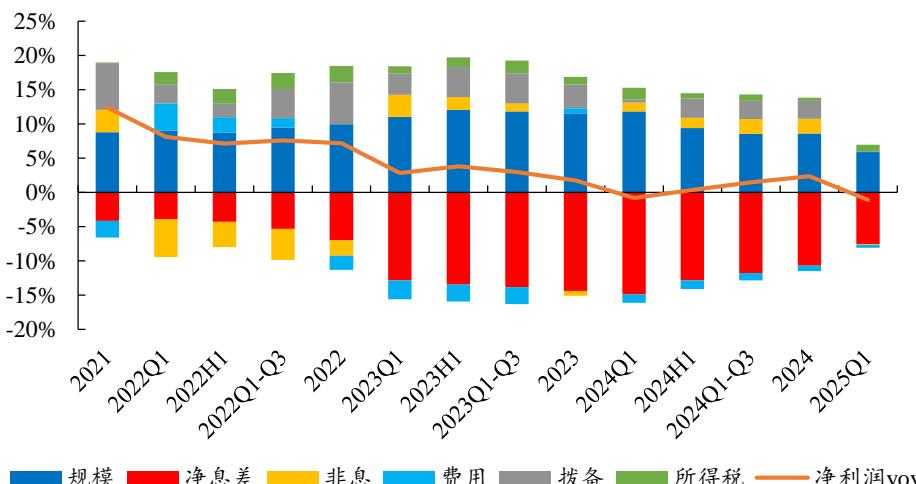
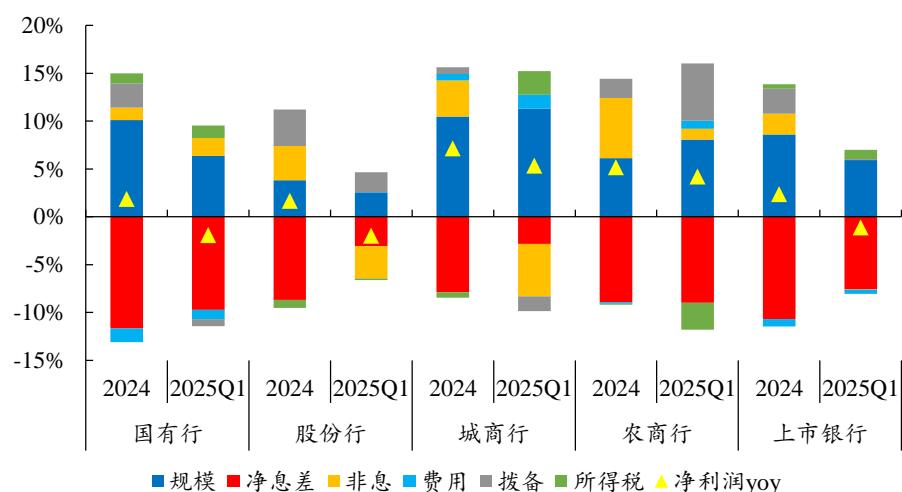


图4：各类银行业绩归因：农商行非息收入贡献度仍较强

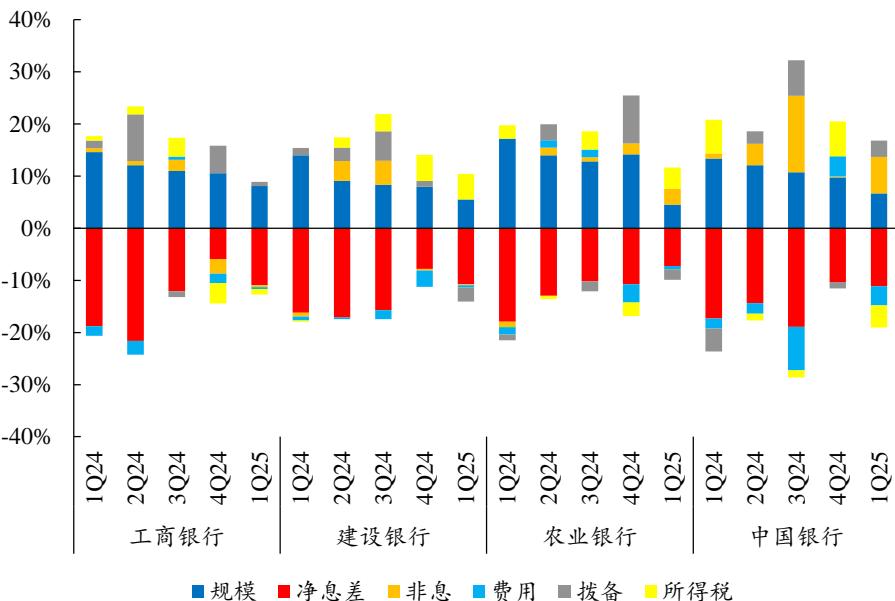


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

从四家大行的净利润增速拆解来看，在规模扩张动能减弱的时候，稳定利润增速的策略有所不同。其中，农行非息、税收贡献加大，或是加大政府债券投资所致；中行拨备反哺力度加大但费用形成拖累。

图5：规模降速时，大行的利润贡献因子出现分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：农行、建行免税收入增加，中行拨备反哺力度加大但费用拖累

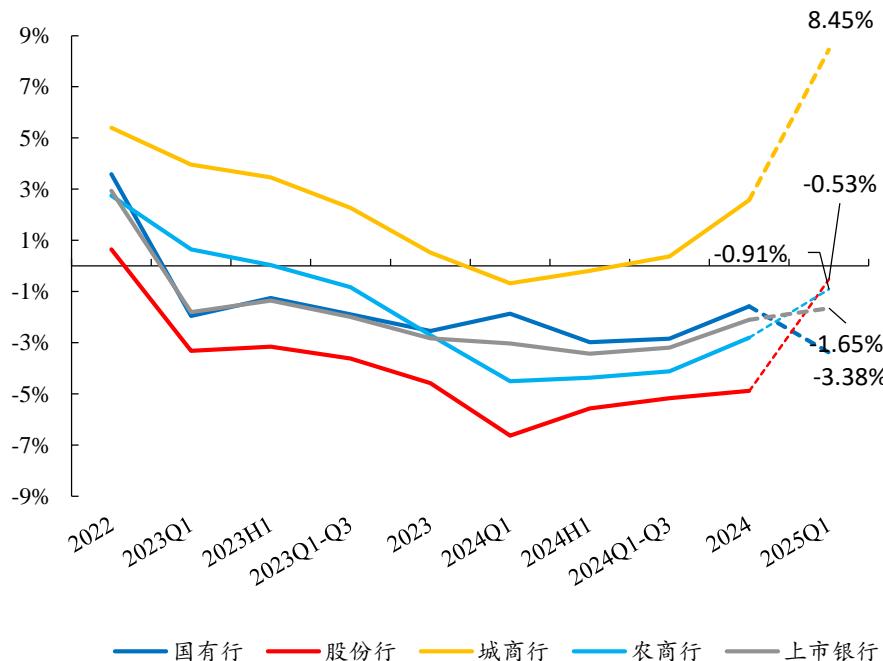
		规模	净息差	非息	费用	拨备	所得税
工商银行	1Q24	14.62%	-18.78%	0.76%	-1.88%	1.41%	0.89%
	2Q24	12.12%	-21.62%	0.76%	-2.64%	8.98%	1.56%
	3Q24	11.01%	-12.08%	2.12%	0.62%	-1.11%	3.60%
	4Q24	10.58%	-5.90%	-2.82%	-1.79%	5.22%	-3.95%
	1Q25	8.09%	-10.96%	-0.35%	-0.34%	0.78%	-1.03%
	2Q25	6.69%	-11.11%	6.98%	-3.71%	3.17%	-4.24%
建设银行							
建设银行	1Q24	14.01%	-16.20%	-0.78%	-0.73%	1.41%	-0.22%
	2Q24	9.10%	-17.13%	3.81%	-0.33%	2.54%	1.98%
	3Q24	8.35%	-15.69%	4.62%	-1.77%	5.64%	3.31%
	4Q24	8.00%	-7.83%	-0.26%	-3.16%	1.07%	4.98%
	1Q25	5.54%	-10.76%	-0.19%	-0.40%	-2.72%	4.89%
	2Q25	6.69%	-17.92%	-1.03%	-1.45%	-1.11%	2.55%
农业银行							
农业银行	1Q24	17.19%	-17.92%	-1.03%	-1.45%	-1.11%	2.55%
	2Q24	14.01%	-12.98%	1.47%	1.40%	3.07%	-0.60%
	3Q24	12.80%	-10.19%	0.83%	1.44%	-1.89%	3.52%
	4Q24	14.20%	-10.74%	2.04%	-3.53%	9.25%	-2.54%
	1Q25	4.52%	-7.26%	3.09%	-0.61%	-2.00%	4.06%
	2Q25	6.69%	-17.34%	0.93%	-1.89%	-4.41%	6.48%
中国银行							
中国银行	1Q24	13.41%	-17.34%	0.93%	-1.89%	-4.41%	6.48%
	2Q24	12.11%	-14.35%	4.10%	-2.07%	2.40%	-1.30%
	3Q24	10.72%	-18.91%	14.70%	-8.35%	6.84%	-1.36%
	4Q24	9.75%	-10.31%	0.22%	3.83%	-1.23%	6.69%
	1Q25	6.69%	-11.11%	6.98%	-3.71%	3.17%	-4.24%
	2Q25	6.69%	-17.34%	0.93%	-1.89%	-4.41%	6.48%

“量价平衡”成为一大主线。

**(1) 量：**贷款需求方面，由于“手工补息”整改带来的“挤水分”，直接影响了部分套利性贷款的增长，三季度对公短贷并无明显增量；实体需求持续较弱，对公中长贷短期内难以上量，对公贷款支撑未有显著增强。而居民在收入预期下降、地产销售无明显起色的环境下仍有较强的提前还贷意愿，按揭贷款余额仍有下降压力，而部分银行考虑到风险暴露问题收缩个贷敞口，个人经营贷和消费贷增量较为有限。整体来看，贷款需求仍有待提升，过去“以量补价”的模式难以持续，净息差“企稳”成为部分银行的阶段性目标。

**(2) 价：**2024年上半年以来的高息存款整改，效果较为显著，上市银行净息差下降幅度多数有收窄，息差对于业绩的拖累持续减轻。尽管有存款流出的担忧，但从9月信贷收支表可以看出，对公活期存款的流出态势已基本止住，单月对公活期存款转为正增长，存款“价降”和“两增”或开始取得较好的平衡。高息存款整改对于息差的正向贡献或持续释放，我们判断有望迎来净息差“企稳”的拐点，“量价平衡”仍是银行经营的一大主线。

图6：股份行、城商行、农商行净利息收入增速边际均有上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

上市银行净息差均边际持平，存贷同步降息效果逐渐显现。在高息存款整改落地的背景下，多数上市银行的资产、负债利率双双下降，净息差降幅整体不大。我们测算2025Q1共有11家上市银行净息差较2024A有所上升。

表3：2025Q1多数银行的生息资产收益率、计息负债成本率边际双双下降（%）

上市银行	生息资产收益率 (%)			计息负债成本率 (%)			净息差 (%)			
	2024A	2025Q1	环比(BP)	2024A	2025Q1	环比(BP)	2024A	2025Q1	环比(BP)	
国有行	工商银行	3.17	2.87	-30	1.94	1.70	-24	1.42	1.33	-9
	建设银行	3.18	2.86	-32	1.85	1.61	-24	1.51	1.41	-10
	农业银行	3.12	2.84	-28	1.85	1.58	-27	1.42	1.34	-8
	中国银行	3.34	3.03	-31	2.12	1.90	-22	1.40	1.29	-11
	交通银行	3.37	3.10	-27	2.26	2.06	-20	1.27	1.23	-4
	邮储银行	3.32	3.00	-32	1.47	1.32	-15	1.87	1.71	-16
股份行	招商银行	3.50	3.21	-29	1.64	1.39	-25	1.98	1.91	-7
	兴业银行	3.72	3.87	+5	2.17	1.88	-29	1.82	1.80	-2
	浦发银行	3.57	3.30	-27	2.20	1.96	-24	1.42	1.40	-2
	中信银行	3.73	3.38	-35	2.02	1.84	-18	1.77	1.65	-12
	民生银行	3.55	3.30	-25	2.27	1.99	-28	1.39	1.41	+2
	平安银行	3.97	3.62	-35	2.14	1.84	-30	1.87	1.83	-4
	光大银行	3.73	3.10	-63	2.28	2.09	-19	1.54	1.29	-25
	华夏银行	3.76	3.48	-28	2.15	1.89	-26	1.59	1.57	-2
	浙商银行	3.77	3.96	+9	2.25	1.98	-27	1.71	1.76	+5

(接下页)

# 收入分解：息差拖累边际减小，规模和中收增长承压

上市银行	生息资产收益率 (%)			计息负债成本率 (%)			净息差 (%)			
	2024A	2025Q1	环比(BP)	2024A	2025Q1	环比(BP)	2024A	2025Q1	环比(BP)	
北京银行	3.50	3.31	-19	2.03	1.80	-23	1.47	1.44	-3	
上海银行	3.28	2.99	-29	2.06	1.76	-30	1.17	1.18	-1	
江苏银行	4.05	4.10	+5	2.19	2.01	-18	1.86	1.97	+11	
宁波银行	3.97	3.66	-31	2.06	1.91	-15	1.86	1.80	-6	
南京银行	4.00	4.08	+8	2.36	2.23	-13	1.94	1.52	-42	
杭州银行	3.64	3.12	-52	2.13	1.94	-19	1.41	1.29	-12	
长沙银行	4.21	3.79	-42	2.01	1.78	-23	2.11	1.97	-14	
成都银行	3.84	3.33	-51	2.22	1.99	-23	1.66	1.51	-15	
城商行	贵阳银行	4.19	3.71	-48	2.46	2.16	-30	1.75	1.54	-21
	重庆银行	3.80	4.02	+22	2.58	2.52	-6	1.35	1.61	+26
	郑州银行	3.87	3.92	+5	2.24	2.16	-8	1.72	1.79	+7
	青岛银行	3.94	3.75	-19	2.18	1.98	-20	1.73	1.77	+4
	苏州银行	3.63	3.30	-33	2.18	1.98	-20	1.38	1.34	-4
	齐鲁银行	3.50	3.34	-16	2.06	1.85	-21	1.51	1.52	+1
	西安银行	3.88	3.67	-21	2.59	2.38	-21	1.36	1.58	+22
	厦门银行	3.50	2.87	-63	2.43	2.20	-23	1.13	0.94	-19
	兰州银行	3.86	3.63	-23	2.44	2.24	-20	1.43	1.46	+3
农商行	渝农商行	3.37	3.19	-18	1.86	1.72	-14	1.61	1.61	0
	沪农商行	3.36	3.14	-22	1.91	1.72	-19	1.50	1.43	-7
	青农商行	3.71	3.52	-19	2.04	1.90	-14	1.67	1.64	-3
	常熟银行	4.77	4.52	-25	2.23	2.03	-20	2.71	2.61	-10
	无锡银行	3.38	3.54	+15	2.24	1.96	-28	1.51	1.61	+10
	紫金银行	3.37	2.99	-38	2.14	2.07	-7	1.42	1.23	-19
	苏农银行	3.52	2.43	-109	2.07	1.83	-24	1.55	1.08	-47
	张家港行	3.56	3.10	-46	2.16	1.85	-31	1.62	1.43	-19
	瑞丰银行	3.54	3.31	-23	2.16	1.98	-28	-	1.46	-
	江阴银行	3.44	3.12	-32	1.89	1.77	-12	1.76	1.51	-25
分类	国有行	3.22	2.92	-30	1.91	1.68	-23	1.46	1.37	-9
	股份行	3.67	3.40	-27	2.09	1.83	-25	1.65	1.62	-3
	城商行	3.77	3.56	-21	2.18	1.97	-20	1.54	1.57	+2
	农商行	3.51	3.26	-25	1.99	1.81	-18	1.63	1.57	-6
	上市银行	3.37	3.08	-29	1.98	1.74	-24	1.51	1.44	-7

数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

# 收入分解：息差拖累边际减小，规模和中收增长承压（接上页）

表4：2025Q1公贷增长较多，个贷增长乏力（亿元）

银行	贷款总额		贷款单季增量		公贷单季增量		个贷单季增量		按揭贷款半年增量		
	2025Q1末	yoy	2024Q4	2025Q1	2024Q4	2025Q1	2024Q4	2025Q1	2024H1	2024H2	
国有行	工商银行	296830	8.45%	2763	13108	-245	11,113	1,105	1,820	-1,231	-822
	建设银行	269683	7.97%	980	11746	-	4,273	-	613	-762	-1,227
	农业银行	261357	9.78%	1680	12795	1,885	7,035	788	4,433	-1,007	-856
	中国银行	226087	8.26%	1077	10652	-	18,760	-	489	-336	-917
	交通银行	89181	8.72%	1130	3630	330	-	1,227	-	-17	56
	邮储银行	93562	9.79%	1338	4430	598	3,620	472	678	236	205
股份行	招商银行	71255	4.54%	1296	2372	897	-	708	-	-100	420
	兴业银行	58154	4.83%	-50	788	97	1,541	431	-260	-107	211
	浦发银行	55798	7.59%	264	1883	42	-	-	-	-45	307
	中信银行	58660	5.08%	883	1459	-	3,041	-	-157	186	454
	民生银行	45205	0.48%	94	700	-2,258	2,928	162	-38	-62	191
	平安银行	34117	-2.02%	92	376	-7	744	-202	-381	166	195
	光大银行	41110	5.24%	367	1770	-	-	-	-	-44	30
	华夏银行	24750	2.72%	177	1087	-	-	-	-	1	21
	浙商银行	18907	6.85%	224	421	-	-	-	-	175	128
	北京银行	23400	10.38%	395	1300	-	-	-	-	-40	31
城商行	上海银行	14237	0.51%	-83	180	-	-	-	-	-24	16
	江苏银行	22620	18.83%	12	1668	1	1,778	274	171	-6	56
	宁波银行	16402	20.41%	204	1641	50	1,434	118	-48	50	61
	南京银行	13461	14.69%	197	897	-547	1,409	155	78	13	49
	杭州银行	9952	14.29%	273	577	-138	966	61	-39	41	73
	长沙银行	5879	12.56%	19	428	-	-	-	-	-8	-17
	成都银行	8062	16.91%	202	649	128	641	60	23	5	80
	贵阳银行	3440	4.09%	-50	49	-96	25	10	14	6	7

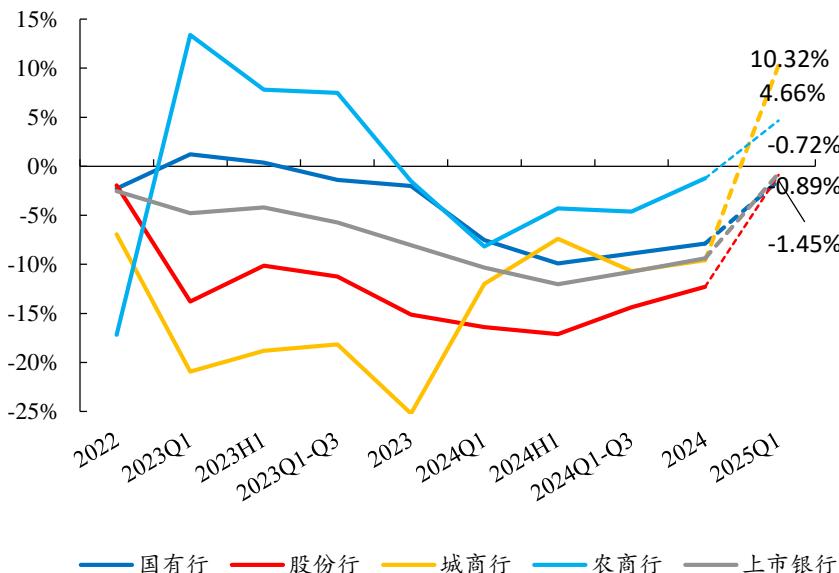
银行	贷款总额		贷款单季增量		公贷单季增量		个贷单季增量		按揭贷款半年增量		
	2025Q1末	yoy	2024Q4	2025Q1	2024Q4	2025Q1	2024Q4	2025Q1	2024H1	2024H2	
城商行	重庆银行	4736	16.22%	78	353	55	414	10	18	-3	-7
	郑州银行	4002	9.69%	40	125	-79	10	34	26	-10	-6
	青岛银行	3591	13.27%	96	184	-105	374	-2	12	-2	4
	苏州银行	3629	12.74%	31	295	-221	534	-1	14	7	-1
	齐鲁银行	3577	12.60%	47	205	56	216	-6	-28	11	-9
	西安银行	2677	23.53%	172	304	118	219	58	68	6	11
农商行	厦门银行	2106	0.12%	-7	51	17	74	-18	-21	-18	-15
	兰州银行	2712	6.34%	56	178	-311	423	26	20	-6	-7
	渝农商行	7444	6.81%	-11	302	4	446	-6	73	-17	-11
	沪农商行	7711	6.60%	119	159	96	142	51	-17	-32	45
	青农商行	2743	5.58%	36	77	-	-	-	-	-9	-10
	常熟银行	2496	6.12%	12	88	7	66	4	3	-5	4
上市银行	无锡银行	1661	10.68%	25	94	22	53	-7	-7	-9	-6
	紫金银行	1912	4.28%	12	23	-26	59	-11	-2	-8	-9
	苏农银行	1332	3.27%	24	39	12	29	2	3	-4	-3
	张家港行	1444	7.92%	12	70	-4	82	-17	7	-7	-6
	瑞丰银行	1368	11.67%	59	58	20	50	18	3	-11	-8
	江阴银行	1296	7.20%	26	55	51	48	-3	-2	-5	-5
分类	国有行	1236701	13.52%	8967	56360	2,567	44,801	3,591	8,033	-3,116	-3,560
	股份行	407955	6.20%	3164	10855	-1,229	8,254	1,099	-836	168	1,958
	城商行	144484	13.84%	1681	9086	-1,072	8,518	780	309	21	327
	农商行	29407	10.34%	312	965	182	974	32	62	-109	-7
	上市银行	1818547	11.65%	14125	77267	448	62,547	5,502	7,568	-3,036	-1,283

数据来源：Wind、开源证券研究所

# 中收：整体仍较为疲弱，代销理财增长亮眼

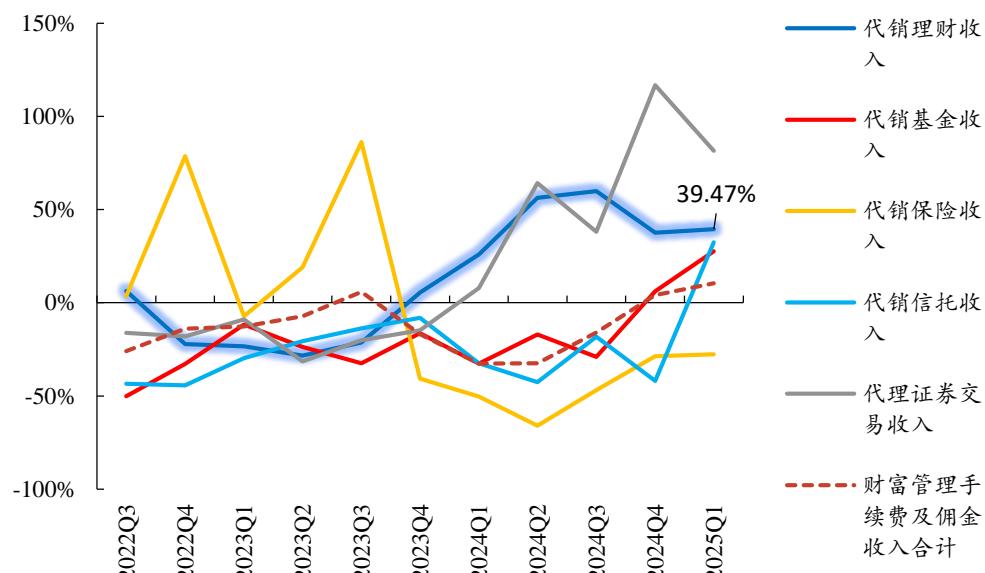
**2025Q1基金代销或有回暖。**受年初资本市场风险偏好提升的影响，招行基金代销收入同比增长较快；理财代销仍维持高增，信托代销增速由负转正。此外，“报行合一”政策下2024年同期基数较低，2025年保险代销中收降幅或显著收窄。预计2025年中收或小幅转正。

图7：上市银行2025Q1手续费及佣金净收入yoy持续为负



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025Q1招商银行代销理财收入同比大幅增长



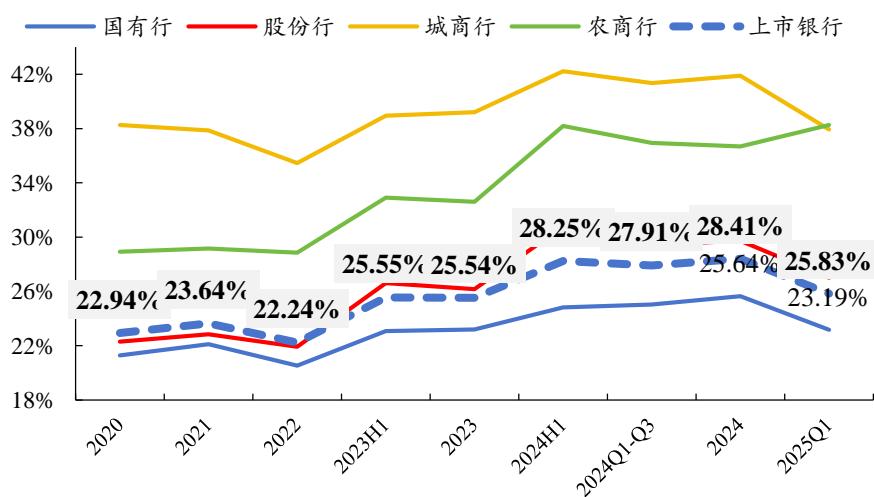
数据来源：招商银行财报、开源证券研究所

# 其他非息收入：2024年金融投资业绩贡献度提升，25Q1受债市影响减弱

2025Q1上市银行金融投资对营收贡献度为25.83%，较2024年下降2.6pct。分银行类型来看，**国有行/股份行/城商行/农商行**金融投资业绩贡献度为**23.2% / 27.0% / 37.9% / 38.3%**，分别较2024年**-2.5/-2.7/-4.0/+1.6**pct。城农商行金融投资业绩贡献度仍维持在35%以上，但城商行环比2024A出现非常明显的下降，主要是2025Q1债市调整，部分交易性投资业务占比高的银行受到较大冲击。农商行金融投资业绩表现平稳，或是由于其FVOCI投资占比高，债市调整的浮盈浮亏并未反映在利润表现中。

注：金融投资业务业绩贡献度=（债券投资利息净收入+投资净收益+公允价值变动净收益）/营业收入

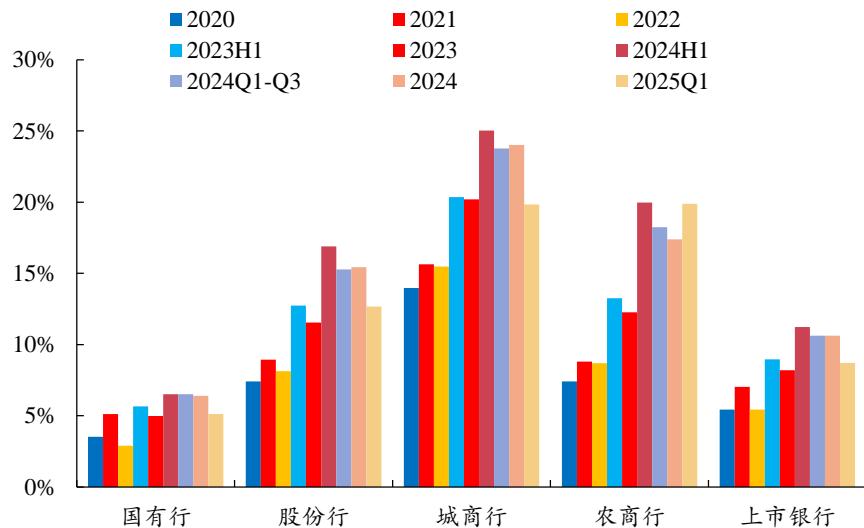
图9：2025Q1上市银行金融投资业务对营收贡献度为25.83%



数据来源：Wind、开源证券研究所

KYSEC

图10：2025Q1受债市影响，交易性金融投资业务对营收贡献度减弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1 其他非息收入：处置存量资产、兑现浮盈一定程度平滑业绩

进一步拆分交易盘业绩贡献，由以下几个部分构成：

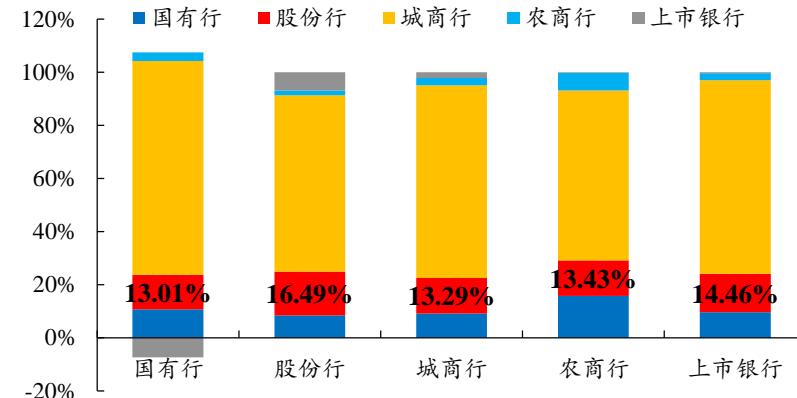
(1) 买卖债券价差收入+基金分红+债券和基金市值波动：受益于债牛行情，2024年各类型银行该部分收益占营收比例普遍提升2~4pct，股份行提升幅度最大。

(2) 处置FVOCI产生的收益：2024年以来上市银行普遍提升了FVOCI账户占比，该部分收益占营收比例提升0.7pct。

(3) 处置AC产生的收益：AC账户资产属于常规性处置，规模平稳，但受益于债市行情，部分银行加快存量资产流转使得该部分收益增加，农商行处置AC产生收益占营收比例提升幅度最大，2024年约贡献营收的2.4%。

(4) 对联营和合营企业产生的投资收益：保持平稳。

图11：上市银行投资净收益中处置FVOCI收益占比为14.5%



数据来源：各银行财报、开源证券研究所（2024年财报）

表5：进一步拆分交易盘业绩贡献：处置AC和FVOCI在2024年业绩中产生较大贡献

银行名称	TPL产生的投资净收益+市值波动					处置FVOCI产生的投资净收益					处置AC产生的投资净收益				
	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2022	2023H1	2023	2024H1	2024
国有行	1.9%	4.9%	3.8%	5.3%	5.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.7%	0.7%	0.1%	0.2%	0.2%	0.7%	0.6%
股份行	5.7%	9.5%	8.3%	11.9%	10.9%	1.1%	0.8%	0.8%	2.6%	2.2%	0.7%	0.7%	0.7%	1.9%	1.1%
城商行	12.5%	16.9%	16.4%	18.8%	18.7%	1.5%	1.4%	1.4%	2.9%	2.6%	0.7%	0.9%	1.0%	1.8%	1.8%
农商行	6.3%	10.9%	10.1%	12.8%	11.9%	1.2%	0.9%	1.0%	2.3%	2.1%	0.4%	0.6%	0.4%	3.2%	2.4%
上市银行	3.8%	7.3%	6.2%	8.4%	8.2%	0.6%	0.5%	0.6%	1.4%	1.3%	0.3%	0.4%	0.5%	1.1%	0.9%

数据来源：各银行财报、Wind、开源证券研究所（注：上表为占营业收入比例）

# 其他非息收入：2025Q1部分上市银行金融投资业绩贡献度达50%

具体到各家上市银行来看，  
2025Q1部分上市银行金融投资业  
绩贡献超40%，同时交易盘投资  
业绩贡献度超20%，主要为城商  
行和农商行：

城商行如上海银行（51%）、南  
京银行（44%）；

农商行如青农商行（42%）、江  
阴银行（50%）、苏农银行  
(47%)、瑞丰银行（42%）。

值得注意的是部分交易盘占比高  
的银行如南京、宁波其投资贡献  
在2025Q1出现较明显下降。

表6：上市银行金融投资业绩贡献度汇总表

银行名称	金融投资业务收入(亿元)				金融投资业务收入占比				其中：交易性金融投资业务收入占比			
	2024H1	24Q1-Q3	2024	2025Q1	2024H1	24Q1-Q3	2024	2025Q1	2024H1	24Q1-Q3	2024	2025Q1
工商银行	1079	1612	2162	509	26%	26%	26%	24%	7%	7%	6%	5%
建设银行	814	1204	1645	347	21%	21%	22%	18%	4%	3%	4%	1%
农业银行	1003	1495	2031	508	27%	28%	29%	27%	6%	5%	6%	6%
中国银行	626	990	1309	297	20%	21%	21%	18%	6%	7%	6%	5%
邮储银行	578	842	1166	294	33%	32%	33%	33%	10%	10%	11%	11%
交通银行	367	546	717	156	28%	28%	28%	24%	12%	12%	11%	8%
招商银行	449	626	839	185	26%	25%	25%	22%	13%	11%	11%	8%
兴业银行	422	564	723	185	37%	34%	34%	33%	22%	19%	19%	18%
浦发银行	281	393	517	142	32%	30%	30%	31%	18%	16%	16%	18%
中信银行	320	452	589	130	29%	28%	28%	25%	18%	16%	15%	13%
民生银行	168	260	365	113	25%	26%	27%	31%	9%	9%	10%	15%
光大银行	217	306	410	95	31%	30%	30%	29%	15%	13%	13%	12%
平安银行	220	307	421	72	29%	27%	29%	21%	19%	18%	19%	11%
华夏银行	197	282	397	39	41%	40%	41%	21%	23%	22%	24%	-1%
浙商银行	130	190	252	56	37%	36%	37%	33%	21%	20%	22%	17%
北京银行	139	192	266	60	39%	37%	38%	35%	22%	20%	20%	17%
上海银行	131	196	274	70	50%	50%	52%	51%	30%	30%	32%	32%
江苏银行	156	230	298	68	37%	37%	37%	31%	24%	24%	23%	15%
宁波银行	152	213	277	72	44%	42%	42%	39%	25%	22%	21%	19%
南京银行	135	192	264	62	51%	50%	53%	44%	41%	40%	42%	32%
杭州银行	96	138	188	43	50%	48%	49%	43%	27%	25%	25%	19%

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

# 其他非息收入：2025Q1部分上市银行金融投资业绩贡献度达50%

(接上页)

银行名称	金融投资业务收入(亿元)				金融投资业务收入占比				其中：交易性金融投资业务收入占比			
	2022	2023	2024H1	2025Q1	2022	2023	2024H1	2025Q1	2022	2023	2024H1	2025Q1
长沙银行	53	77	97	25	40%	40%	38%	37%	20%	19%	16%	16%
成都银行	41	62	79	20	36%	36%	34%	34%	20%	20%	19%	18%
重庆银行	29	42	55	11	41%	40%	40%	31%	19%	18%	18%	4%
贵阳银行	30	44	62	11	41%	40%	42%	37%	18%	18%	22%	15%
郑州银行	20	29	42	13	31%	32%	33%	37%	12%	14%	15%	20%
青岛银行	25	36	45	16	34%	34%	33%	40%	18%	18%	15%	24%
苏州银行	24	35	48	9	38%	38%	39%	29%	24%	24%	25%	15%
齐鲁银行	26	37	49	11	40%	39%	39%	34%	18%	17%	16%	10%
兰州银行	11	21	28	7	28%	35%	35%	34%	13%	21%	21%	18%
西安银行	17	26	39	7	48%	46%	48%	34%	27%	24%	28%	8%
厦门银行	11	15	22	4	39%	36%	39%	32%	23%	19%	22%	13%
渝农商行	62	88	114	28	42%	41%	40%	39%	17%	15%	14%	12%
沪农商行	46	68	89	22	33%	33%	33%	34%	14%	14%	13%	14%
青农商行	24	34	44	13	41%	40%	40%	42%	27%	25%	25%	28%
常熟银行	16	23	31	8	30%	27%	28%	28%	17%	15%	15%	16%
紫金银行	6	8	11	4	25%	24%	24%	33%	14%	12%	13%	23%
无锡银行	11	14	18	6	42%	40%	38%	44%	27%	24%	22%	30%
张家港行	11	14	18	6	41%	40%	38%	48%	29%	27%	25%	37%
江阴银行	10	12	17	6	45%	41%	42%	50%	28%	24%	24%	34%
苏农银行	11	15	19	5	50%	47%	46%	47%	37%	32%	31%	34%
瑞丰银行	10	14	18	5	46%	42%	40%	42%	29%	26%	24%	26%

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

- 《 1 》 2025Q1上市银行业绩总览：总体小幅承压，营收普遍负增长
- 《 2 》 2025年“量价平衡”仍是一大考验，看好负债成本继续下降支撑息差
- 《 3 》 资产质量：对公趋势改善，零售普遍反弹，信用成本整体处于低位
- 《 4 》 银行板块：红利+复苏驱动行情，风险改善修复估值
- 《 5 》 投资建议
- 《 6 》 风险提示

表7：2024年上市银行净利差下移幅度减缓，存贷利差约为2.05%

	生息资产收益率(加权)					付息负债成本率(加权)					净利差=生息资产收益率-付息负债成本率				
	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行
2020A	3.68%	4.45%	4.50%	4.36%	3.92%	1.74%	2.26%	2.44%	2.20%	1.94%	1.94%	2.19%	2.06%	2.17%	1.98%
2021H	3.57%	4.30%	4.39%	4.34%	3.80%	1.71%	2.19%	2.38%	2.25%	1.90%	1.86%	2.10%	2.00%	2.09%	1.90%
2021A	3.60%	4.28%	4.37%	4.34%	3.82%	1.73%	2.20%	2.40%	2.29%	1.92%	1.88%	2.09%	1.97%	2.05%	1.90%
2022H	3.58%	4.15%	4.22%	4.16%	3.76%	1.77%	2.16%	2.34%	2.24%	1.93%	1.81%	1.99%	1.89%	1.91%	1.83%
2022A	3.57%	4.13%	4.19%	4.08%	3.74%	1.83%	2.17%	2.31%	2.20%	1.97%	1.74%	1.96%	1.88%	1.88%	1.78%
2023H	3.52%	4.02%	4.05%	3.85%	3.66%	1.99%	2.21%	2.29%	2.12%	2.07%	1.53%	1.80%	1.76%	1.72%	1.59%
2023A	3.49%	3.96%	4.02%	3.79%	3.63%	2.02%	2.23%	2.32%	2.12%	2.10%	1.47%	1.74%	1.70%	1.67%	1.53%
2024H	3.30%	3.76%	3.85%	3.56%	3.43%	1.98%	2.17%	2.24%	2.04%	2.05%	1.32%	1.59%	1.60%	1.53%	1.38%
2024A	3.22%	3.67%	3.77%	3.52%	3.37%	1.91%	2.09%	2.17%	1.98%	1.98%	1.30%	1.59%	1.60%	1.53%	1.39%
	贷款收益率(加权)					存款成本率(加权)					存贷利差=贷款收益率-存款成本率				
	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行
2020A	4.51%	5.30%	5.38%	5.26%	4.80%	1.62%	2.09%	2.27%	1.97%	1.78%	2.89%	3.20%	3.11%	3.30%	3.02%
2021H	4.33%	5.07%	5.19%	5.30%	4.60%	1.63%	1.96%	2.19%	1.97%	1.75%	2.71%	3.11%	3.00%	3.33%	2.85%
2021A	4.35%	5.04%	5.17%	5.12%	4.61%	1.65%	1.98%	2.21%	2.02%	1.77%	2.70%	3.05%	2.96%	3.09%	2.83%
2022H	4.29%	4.87%	5.02%	5.02%	4.51%	1.68%	2.01%	2.22%	2.05%	1.81%	2.61%	2.86%	2.80%	2.97%	2.70%
2022A	4.25%	4.83%	4.99%	4.90%	4.47%	1.73%	2.05%	2.23%	2.04%	1.85%	2.52%	2.78%	2.76%	2.86%	2.62%
2023H	4.08%	4.63%	4.83%	4.68%	4.28%	1.85%	2.08%	2.20%	1.98%	1.89%	2.23%	2.55%	2.63%	2.70%	2.39%
2023A	4.00%	4.57%	4.77%	4.52%	4.21%	1.87%	2.09%	2.22%	1.97%	1.90%	2.13%	2.48%	2.54%	2.55%	2.30%
2024H	3.70%	4.25%	4.52%	4.26%	3.90%	1.80%	2.00%	2.12%	1.86%	1.82%	1.90%	2.26%	2.39%	2.39%	2.08%
2024A	3.59%	4.14%	4.42%	4.10%	3.79%	1.73%	1.92%	2.08%	1.79%	1.74%	1.86%	2.22%	2.35%	2.31%	2.05%

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

## 2 上市银行成本收益全扫描（接上页）

表8：2024年上市银行净利差下移幅度减缓，金融投资利差约为1.35%

	金融投资收益率(加权)					存放央行收益率(加权)					金融投资利差=金融投资收益率-存款成本率				
	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行
2020A	3.42%	3.77%	4.02%	3.80%	3.57%	1.49%	1.49%	1.48%	1.51%	1.49%	1.80%	1.68%	1.75%	1.83%	1.80%
2021H	3.31%	3.62%	4.27%	3.74%	3.49%	1.49%	1.46%	1.44%	1.53%	1.48%	1.68%	1.67%	2.08%	1.77%	1.74%
2021A	3.33%	3.63%	3.87%	3.68%	3.46%	1.49%	1.47%	1.45%	1.49%	1.49%	1.68%	1.64%	1.65%	1.65%	1.69%
2022H	3.26%	3.44%	4.01%	3.43%	3.38%	1.48%	1.45%	1.40%	1.45%	1.47%	1.58%	1.43%	1.79%	1.38%	1.58%
2022A	3.30%	3.42%	3.60%	3.37%	3.36%	1.53%	1.49%	1.43%	1.47%	1.51%	1.56%	1.37%	1.38%	1.33%	1.51%
2023H	3.27%	3.32%	3.79%	3.22%	3.34%	1.61%	1.54%	1.45%	1.50%	1.59%	1.43%	1.24%	1.59%	1.25%	1.44%
2023A	3.26%	3.28%	3.39%	3.17%	3.28%	1.64%	1.57%	1.46%	1.50%	1.61%	1.39%	1.19%	1.17%	1.20%	1.37%
2024H	3.15%	3.17%	3.27%	3.01%	3.16%	1.64%	1.55%	1.44%	1.47%	1.61%	1.36%	1.17%	1.15%	1.15%	1.34%
2024A	3.10%	3.10%	3.12%	2.93%	3.10%	1.65%	1.55%	1.44%	1.48%	1.62%	1.37%	1.18%	1.04%	1.14%	1.35%
	同业资产收益率(加权)					同业负债成本率(加权)					同业利差				
	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行
2020A	2.07%	2.23%	2.15%	2.84%	2.14%	1.89%	2.19%	2.29%	2.16%	2.04%	0.18%	0.04%	-0.14%	0.68%	0.09%
2021H	1.91%	2.14%	2.38%	3.07%	2.03%	1.67%	2.29%	2.37%	2.59%	1.98%	0.24%	-0.15%	0.00%	0.48%	0.05%
2021A	1.91%	2.20%	2.43%	3.08%	2.05%	1.67%	2.25%	2.37%	2.44%	1.97%	0.23%	-0.06%	0.06%	0.63%	0.08%
2022H	1.88%	2.13%	2.22%	2.58%	1.99%	1.78%	2.12%	2.17%	2.32%	1.94%	0.10%	0.02%	0.05%	0.26%	0.05%
2022A	2.01%	2.23%	2.21%	2.36%	2.09%	1.93%	2.08%	2.11%	2.17%	2.00%	0.08%	0.15%	0.10%	0.19%	0.09%
2023H	2.51%	2.71%	2.54%	2.29%	2.55%	2.40%	2.35%	2.28%	2.24%	2.37%	0.11%	0.36%	0.27%	0.04%	0.19%
2023A	2.78%	2.68%	2.63%	2.32%	2.74%	2.50%	2.37%	2.33%	2.24%	2.43%	0.28%	0.31%	0.30%	0.08%	0.30%
2024H	2.72%	2.91%	2.73%	2.37%	2.76%	2.59%	2.43%	2.35%	2.37%	2.52%	0.13%	0.48%	0.38%	0.00%	0.24%
2024A	2.60%	2.72%	2.66%	2.23%	2.63%	2.49%	2.33%	2.27%	2.31%	2.42%	0.11%	0.40%	0.39%	-0.09%	0.21%

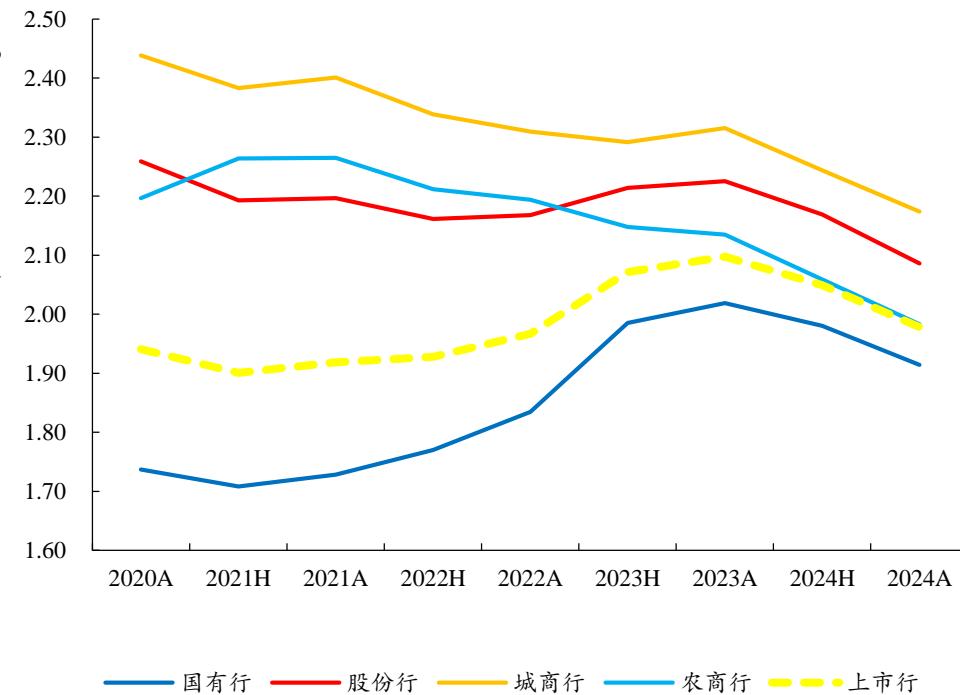
数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

## 负债端：高息存款整改效果显现，2024年上市银行付息率下行至1.98%

**近年来国有行付息率抬升，2024年开始和中小行同步下移，2024H2降幅扩大。**2024年上市国有行 / 股份行 / 城商行 / 农商行的加权付息率分别为1.91% / 2.09% / 2.17% / 1.98%，较上年同期分别-10BP / -14BP / -14BP / -15BP，较2020年分别+18BP / -17BP / -26BP / -21BP，可以看出近年来大小行的负债成本走势分化，以成本最高的城商行和最低的国有行对比，2020年当时二者的付息率价差为70BP，2024年已收窄至26BP。2024年起二者的走势趋同下降，尤其是2024H2负债成本的降幅更为显著。

为何2024年之前，存款挂牌利率多次下调对负债成本的改善效果并不明显？稳存能力下降、存款定期化、重定价滞后、高息存款漏洞是主要的几个原因。2022.09—2024.10累计有六轮以大行为代表的存款挂牌利率的下调，尤其是2023年密集下调了四轮，但实际上银行负债成本并未明显改善。这反映了近年来存款管理的几个普遍特征：（1）稳存能力下降，存款利率调降可能引起向理财等资管产品转化的脱媒；（2）利率下行过程中，存款有定期化趋势，结构的转化一定程度对冲了价格下调的影响；（3）定期存款平均有2-2.5年的重定价周期，当期的利率下调看不到效果，其成本的释放是滞后反映的，这也是我们看好2025年银行负债成本下降的最主要原因。因为在银行负债成本上行的2022-2023年，这些吸收的高息定存会有比较大比例在2025年集中到期重定价；（4）除此之外，如果银行有规模扩张诉求同时负债压力较大，可能会催生一些高息存款漏洞，比如“手工补息”存款、保险资管协议存款等，使得实际付息率仍然较高。

图12：2024年上市银行负债成本率整体步入下行通道，2024H2降幅扩大（%）



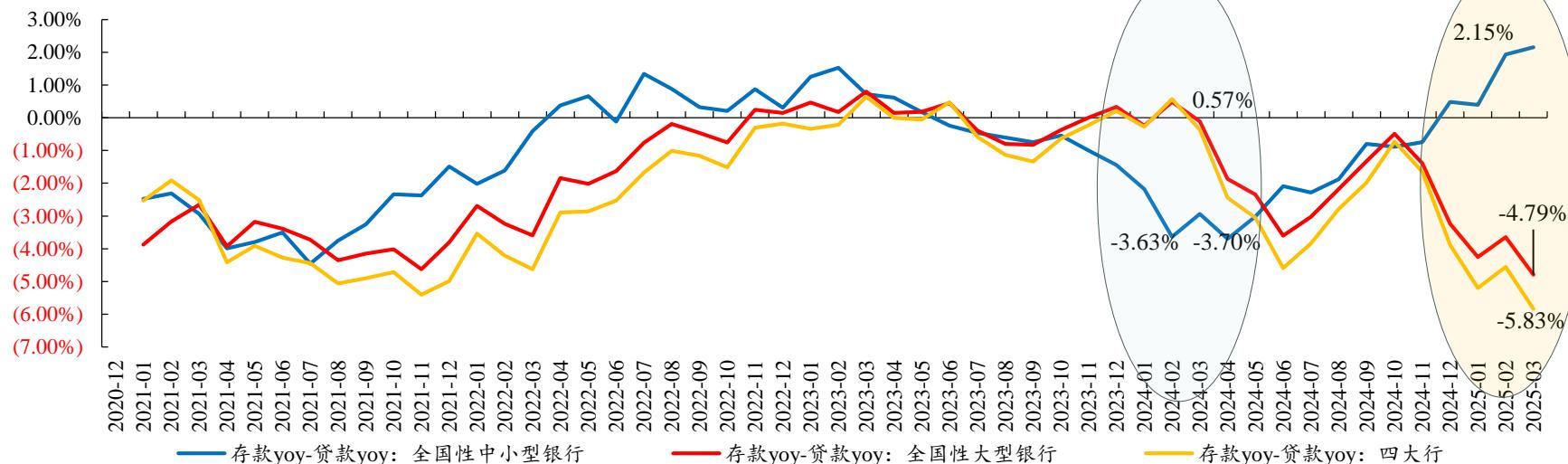
数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

## 从监管思路推演，2025年难有超自律存款，存款成本或将继续降低

近年来两段“缺存款”现象背后：防资金空转+降银行负债成本的监管思路延续。近年来的银行存款降成本，伴随着规模流失的压力，某些时段存贷匹配性不佳，一定程度对资产端投放造成影响。2024年初和2025年初我们观察到两段时间银行的存贷增速差（各项存款 $\text{yoy}$ -各项贷款 $\text{yoy}$ ）负向扩大，且大小行趋势背离，反映出近两年从中小行缺存款逐渐演变到大行缺存款的特征。

**2024年初小行缺存款：保证金存款收紧+存款脱媒+大行竞争。**2024与2025年初信贷节奏类似，均为银行主观靠前扩大供给，所以存贷增速差的分化更多问题是在存款端。2023年6月开始中小行的存贷增速差转负，至2024年2月下滑至-3.63%的阶段低点。从存款匹配贷款的绝对规模来看，2024年2月中小行的增量存贷差额为14.3万亿元（2023年平均为16.6万亿元），为2022年2月以来的最低值。那么，当时的中小银行存款增长出现了什么问题呢？

图13：2024和2025年初，大型银行和中小行的存贷增速差（各项存款 $\text{yoy}$ -各项贷款 $\text{yoy}$ ）出现两段明显背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 从监管思路推演，2025年难有超自律存款，存款成本或将继续降低

**(1) 监管态度变化：**2023年8月4日，央行在金融数据发布会上提及“防止资金套利和空转”。一些高息揽存、低价放贷的冲规模行为受到重点关注。我们知道一种典型的资金套利模式是在票据保证金存款的吸收上，小行承兑大行贴现。小行靠高价格吸收保证金存款，大行贴现冲贷款规模，只要保证金利率高于贷款利率就有利可图，运行下来小行得到存款规模、大行得到贷款规模、客户得价差。2023Q4开始监管收紧高比例保证金的银承业务，尤其是100%比例保证金的开票行为，对部分银承保证金比例较高的股份行造成较大影响。

图14：2024年初中小行单位保证金存款下滑明显（亿元）

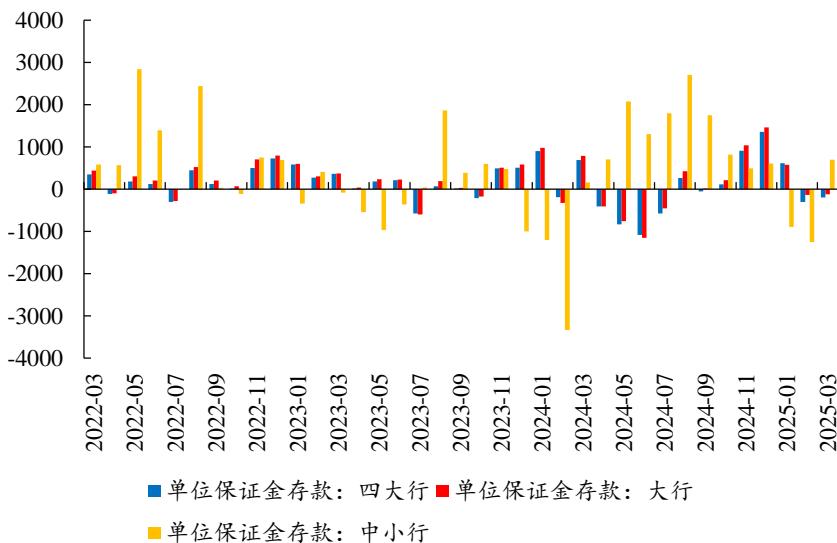
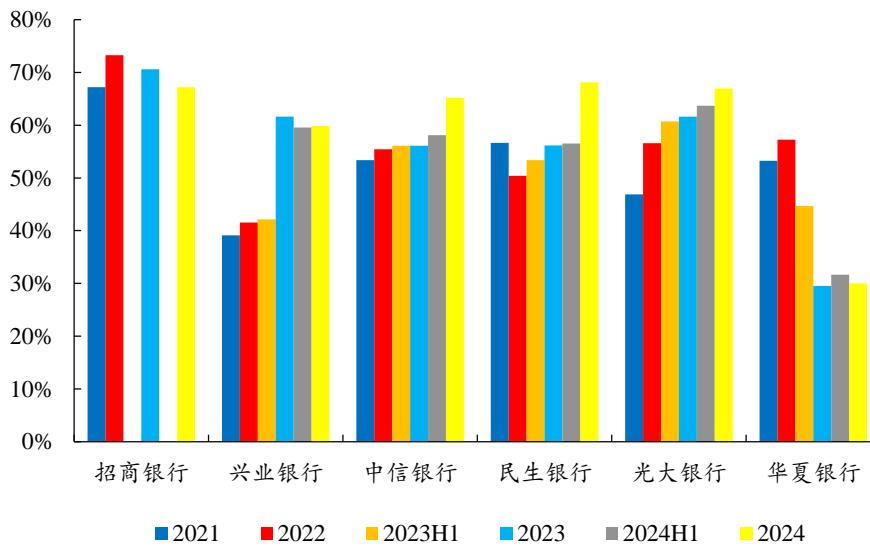


图15：部分股份行2024年银承保证金比例同比有所下降



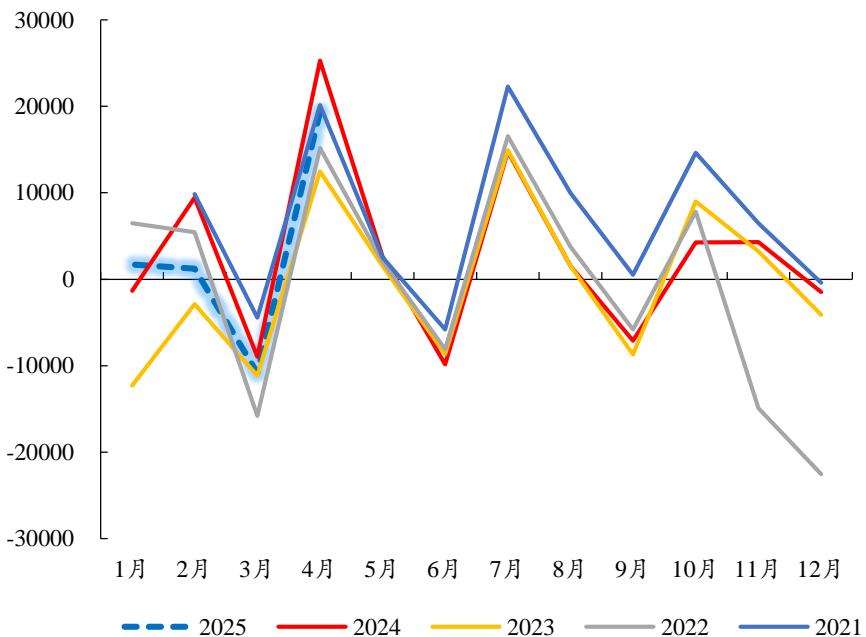
数据来源：各银行财报、开源证券研究所

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

## 从监管思路推演，2025年难有超自律存款，存款成本或将继续降低

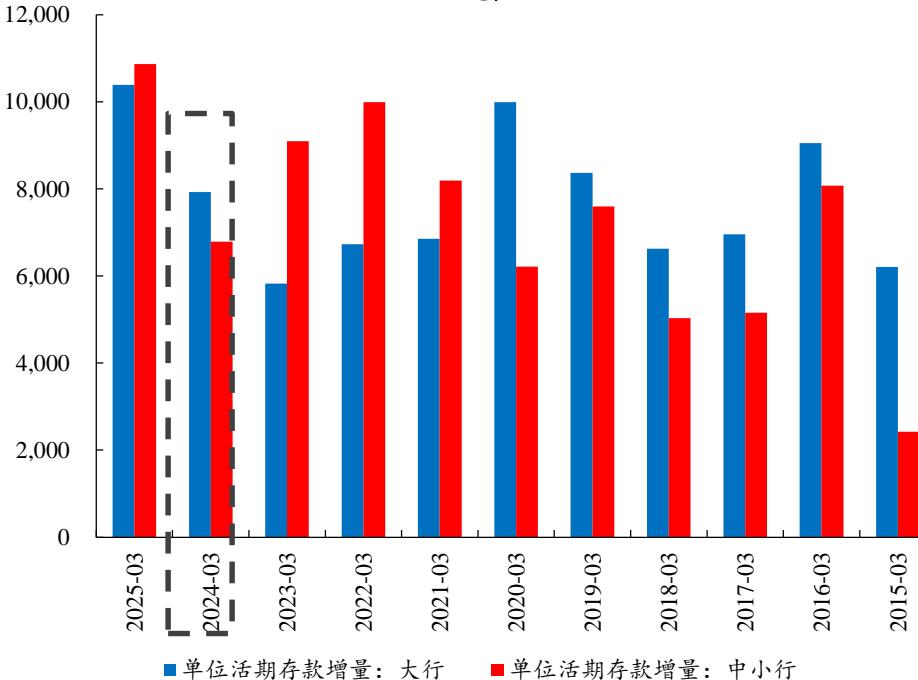
存款脱媒，受到存款挂牌利率下调的影响，居民存款一部分流向资管产品。

图16：2024Q1理财规模增长较好，2025Q1增长力度同比减弱（亿元）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

图17：2024年“手工补息”阶段性增强了大行的揽储能力，但加重成本负担（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 从监管思路推演，2025年难有超自律存款，存款成本或将继续降低

表9：2022.09-2024.10，存款挂牌利率经历六轮大规模下调

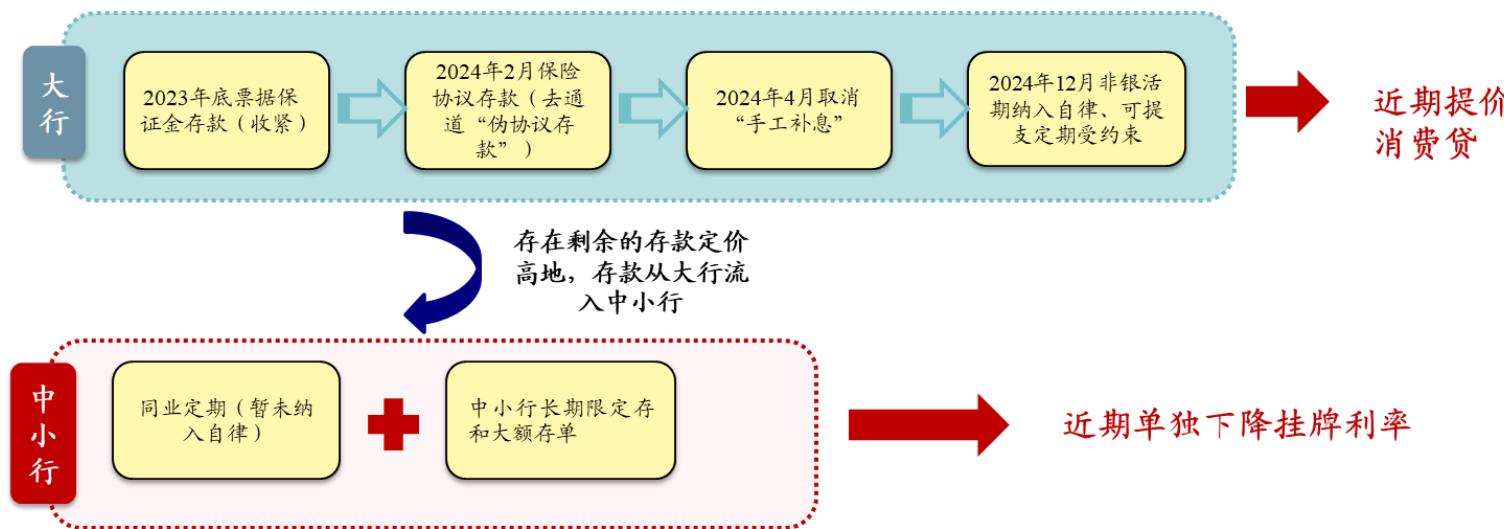
**2025年初大行的负债荒怎么理解？**监管防空转+降成本思路的延续。只是资金空转的矛盾从中小行转移到大行的负债端，非银存款自律造成比较大冲击，加之中小行存款定价有明显竞价优势，大行的揽储能力被再度削弱。

个人整存整取	2022/9				2022年10-12月				2023年1-5月				2023/6				2023年7-8月				2023/9				2023/12				2024年1-6月				2024/7				2024/10				2025年4月(最新)			
	报价		变动(BP)		报价		变动(BP)		报价		变动(BP)		报价		变动(BP)		报价		变动(BP)		报价		变动(BP)		报价		变动(BP)		报价		变动(BP)		报价		变动(BP)									
	1Y	3Y	1Y	3Y	1Y	3Y	1Y	3Y	1Y	3Y	1Y	3Y	1Y	3Y	1Y	3Y	1Y	3Y	1Y	3Y	1Y	3Y	1Y	3Y	1Y	3Y	1Y	3Y	1Y	3Y	1Y	3Y	1Y	3Y										
工商银行	1.65	2.60	-10	-15					0	-15			-10	-25	-10	-25			-10	-20	-25	-25	1.10	1.50	-65	-125																		
农业银行	1.65	2.60	-10	-15					0	-15			-10	-25	-10	-25			-10	-20	-25	-25	1.10	1.50	-65	-125																		
中国银行	1.65	2.60	-10	-15					0	-15			-10	-25	-10	-25			-10	-20	-25	-25	1.10	1.50	-65	-125																		
建设银行	1.65	2.60	-10	-15					0	-15			-10	-25	-10	-25			-10	-20	-25	-25	1.10	1.50	-65	-125																		
交通银行	1.65	2.60	-10	-15					0	-15			-10	-25	-10	-25			-10	-20	-25	-25	1.10	1.50	-65	-125																		
邮储银行	1.68	2.60	-10	-15					0	-15			-10	-25	-10	-25			-10	-20	-28	-25	1.10	1.50	-68	-125																		
招商银行	1.65	2.60	-10	-15					0	-15			-10	-25	-10	-25			-10	-20	-25	-25	1.10	1.50	-65	-125																		
中信银行	1.85	2.65	-10	-35					0	-15			-10	-25	-10	-25			-10	-20	-25	-25	1.30	1.55	-65	-145																		
光大银行	1.85	2.65	-10	-10					0	-15			-10	-25	-10	-25			-10	-20	-25	-25	1.30	1.55	-65	-120																		
兴业银行	1.85	2.65	-10	-15					0	-15			-10	-25	-10	-25			-10	-20	-25	-25	1.30	1.55	-65	-125																		
华夏银行	1.85	2.65	-10	-45					0	-15			-10	-25	-10	-25			-10	-20	-25	-25	1.30	1.55	-65	-155																		
平安银行	1.85	2.65	-10	-15					0	-15			-10	-25	-10	-25			-10	-20	-25	-25	1.30	1.55	-65	-125																		
民生银行	1.85	2.65	-10	-35					-10	-10	0	-15	-10	-25	-10	-25			-10	-20	-25	-25	1.30	1.55	-65	-145																		
浙商银行	1.85	2.65	-10	-15					0	-15			-10	-25	-10	-25			-10	-20	-25	-25	1.30	1.80	-65	-120																		
浦发银行	1.85	2.65	-10	-15					-10	-10	0	-15	-10	-25	-10	-25			-10	-20	-25	-25	1.30	1.55	-65	-125																		
北京银行	1.85	2.65	-10	-25					0	-15			-10	-25	-45	-25			-10	-25	-25	-25	1.30	1.55	-65	-135																		
上海银行	1.85	2.60	-10	-15					0	-15			-10	-25	-45	-25			-10	-20	-25	-25	1.30	1.50	-65	-125																		
江苏银行	1.75	2.90	-17	-20					0	-10	0	-15	-10	-25	-10	-25			-10	-20	-25	-25	1.20	1.70	-72	-140																		
宁波银行			-10	-35					0	-20	0	-25	-10	-30	-20	-20			-10	-20	-25	-25	1.40	1.80	-57	-130																		
南京银行	1.75	2.90	-15	-10					0	-25	0	-30	-20	-20	-20	-20			-10	-25	-25	-25	1.20	1.70	-70	-130																		
杭州银行	1.85	2.85	-10	-15					-15	-20	0	-15	-10	-30	-50	-50			-10	-25	-25	-25	1.35	1.75	-60	-125																		
长沙银行	2.15	3.30	-10	-10					0	-5	0	-10	-10	-25	-50	-50			-10	-25	5	-25	1.45	1.90	-80	-150																		
成都银行	2.15	3.25	-10	-25					-7	-20	0	-15	-10	-25	-50	-50			-10	-25	-15	-25	1.70	2.15	-55	-135																		
贵阳银行			-10	-20					0	-20	0	-25	-10	-30	-50	-50			-10	-25	0	-20	1.80	2.25	-38	-120																		
重庆银行	2.05	3.20	-10	-10					-40	-60	0	-15	-10	-25	-50	-50			-10	-25	-10	-25	1.10	1.50	-105	-180																		
郑州银行			-25	-30	-10	-15			0	-20	0	-25	-10	-35	-50	-50			-5	-35	-10	-25	1.15	1.55	-60	-145																		
青岛银行	1.85	3.10	-10	-20					-10	-45	-5	-15	-10	-35	-50	-50			-10	-25	-20	-25	1.15	1.55	-80	-175																		
苏州银行			-15	-20	-10	-15			0	-20	-10	-35	-5	-25	-50	-50			-10	-25	-20	-25	1.35	1.70	-60	-145																		
齐鲁银行	1.95	3.00	0	-25					-20	-30	0	-10	-10	-25	-50	-50			-10	-25	-10	-25	1.20	1.65	-75	-160																		
西安银行			-2	-30					-30	-90	-5	-10	-15	-20	-50	-50			-10	-25	-20	-25	1.30	1.55	-73	-175																		
厦门银行			-15	-15	5	-15			-30	-90	-5	-10	-15	-20	-50	-50			-15	-30	-30	-30	1.40	1.85	-85	-155																		
兰州银行			-5	-5	-5	-15			-30	-90	-5	-10	-15	-20	-50	-50			-10	-25	-10	-25	1.65	1.85	-45	-200																		
渝农商行	1.65	2.60	-10	-15					-15	-15	0	-15	-10	-25	-10	-25			-30	-35	-25	-25	1.10	1.50	-66	-125																		
沪农商行			-15	-15					0	-15	-10	-25	-10	-30	-10	-30			-25	-25	1.30	1.55	-70	-130																				
常熟银行			-10	-15	0	-15			-5	-30	-10	-25	-10	-30	-10	-30			-10	-25	-25	-25	1.25	1.75	-70	-140																		
无锡银行			-15	-25	-5	-25			-5	-25	-10	-25	-10	-30	-10	-30			-25	-26	1.23	1.70	-72	-145																				
苏农银行	-5	-10	-5	-15	0	-15			-5	-20	-10	-30	-10	-30	-10	-30			0	-35	-10	-20	-15	-15	1.55	1.85	-40	-130																
张家港行			0	-15	-15	-15			-15	-15	0	-30	-10	-35	-10	-35			-10	-35	-20	-20	-15	-15	1.30	1.70	-65	-145																
瑞丰银行			-2	-40	-5	-15			-10	-10	-10	-25	-10	-35	-10	-35			-20	-20	-20	-20	-30	-30	1.30	1.75	-70	-125																
青农商行			-2	-40	-5	-15			-15	-10	0	-15	-5	-30	-10	-30			-10	-25	-25	-25	1.15	1.55	-62	-150																		
紫金银行			-5	-5	-5	-20			-5	-20	-10	-20	-10	-20	-10	-20			-20	-25	-25	-25	1.20	1.60	-75	-135																		
江阴银行			-5	-5	-5	-5			-5	-20	-5	-20	-10	-20	-10	-20			-10	-30	-5	-5	-10	-10	1.35	1.90	-55	-105																

## 从监管思路推演，2025年难有超自律存款，存款成本或将继续降低

2025年几无高息存款套利“漏洞”，受限于息差压力，资产端降息客观上也需要负债成本的支撑。此前严格限制高息揽存工具，打击资金空转，但逐利资金总能找到“漏洞”：2023年底票据保证金存款（收紧）、2024年2月保险协议存款（去通道“伪协议存款”）、2024年4月取消“手工补息”、2024年12月非银活期存款纳入自律上限管理，同时可提支定期受到约束。剩余的存款定价高地可能仅剩余同业定期（暂未纳入自律），中小行长期限定存和大额存单等。所以，近期中小行定存开始独立于大行，单方面下调。应该是“开门红”之后的营销力度减轻，但也不排除有自律机制指导。只有将中小行的存款成本有效压降，才能使银行体系的存款成本整体下移，贷款定价才能打开向下空间。

图18：近期消费贷提价及中小行定存利率大面积补降均反映：资产端降息需要银行体系负债成本有效降低



资料来源：开源证券研究所

# 资产端：国股及城商行信贷占比边际提升，农商行增加金融投资

表10：2025Q1农商行信贷占比下降，同业资产及金融投资比重提升

	同业资产			现金及存放央行			贷款			金融投资				同业资产			现金及存放央行			贷款			金融投资		
	2024	2025Q1	变化(pct)	2024	2025Q1	变化(pct)	2024	2025Q1	变化(pct)	2024	2025Q1	变化(pct)		2024	2025Q1	变化(pct)	2024	2025Q1	变化(pct)	2024	2025Q1	变化(pct)	2024	2025Q1	变化(pct)
工商银行	4.98%	5.25%	0.28	6.81%	6.83%	0.02	56.56%	56.05%	-0.52	28.99%	29.32%	0.33	北京银行	8.30%	7.28%	-1.01	3.92%	3.69%	-0.23	51.09%	51.14%	0.04	34.08%	35.28%	1.20
建设银行	3.57%	3.98%	0.40	6.34%	6.43%	0.09	61.72%	61.16%	-0.56	26.33%	26.42%	0.09	上海银行	8.38%	9.92%	1.54	4.14%	4.20%	0.07	42.36%	42.31%	-0.05	42.55%	40.63%	-1.92
农业银行	5.72%	3.81%	-1.91	4.94%	6.51%	1.58	55.45%	56.27%	0.82	32.03%	31.40%	-0.63	江苏银行	5.06%	5.61%	0.55	3.60%	3.95%	0.35	51.59%	49.45%	-2.14	38.62%	39.36%	0.73
中国银行	5.58%	4.85%	-0.73	7.24%	6.60%	-0.64	60.05%	61.28%	1.23	23.84%	24.31%	0.46	宁波银行	3.24%	3.35%	0.12	4.71%	4.90%	0.19	45.99%	47.09%	1.10	43.97%	42.52%	-1.45
邮储银行	4.92%	5.28%	0.36	7.70%	7.60%	-0.10	50.83%	51.61%	0.79	35.14%	34.16%	-0.98	南京银行	4.50%	4.06%	-0.44	4.83%	5.30%	0.47	47.28%	47.51%	0.23	41.66%	41.34%	-0.32
交通银行	6.54%	5.72%	-0.82	4.81%	4.88%	0.06	56.05%	56.96%	0.91	28.99%	28.88%	-0.11	杭州银行	3.92%	4.48%	0.56	5.63%	4.98%	-0.64	42.62%	43.03%	0.41	45.98%	45.51%	-0.46
招商银行	7.41%	6.65%	-0.76	4.72%	4.60%	-0.13	54.58%	54.79%	0.21	30.23%	30.71%	0.49	长沙银行	5.60%	5.31%	-0.29	4.50%	4.31%	-0.19	46.15%	47.14%	0.99	42.76%	42.29%	-0.47
中信银行	7.02%	6.78%	-0.24	3.58%	3.74%	0.16	58.76%	58.32%	-0.44	27.49%	27.79%	0.30	贵阳银行	2.16%	3.09%	0.93	4.56%	4.73%	0.17	46.30%	44.68%	-1.62	40.77%	41.48%	0.71
浦发银行	6.31%	6.65%	0.33	4.35%	3.89%	-0.46	55.69%	57.11%	1.42	29.69%	28.20%	-1.49	成都银行	7.56%	7.02%	-0.54	5.43%	4.97%	-0.45	57.53%	58.68%	1.15	28.42%	28.42%	0.00
民生银行	4.88%	4.25%	-0.63	3.65%	3.60%	-0.05	56.25%	57.36%	1.11	30.69%	30.17%	-0.52	郑州银行	3.22%	3.32%	0.10	4.29%	4.08%	-0.21	55.60%	54.85%	-0.75	29.77%	31.21%	1.44
兴业银行	6.30%	6.34%	0.04	3.76%	3.26%	-0.50	53.38%	53.50%	0.13	32.87%	33.43%	0.56	重庆银行	4.02%	4.09%	0.07	4.03%	3.72%	-0.30	49.88%	49.32%	-0.56	40.61%	41.42%	0.80
平安银行	7.49%	8.16%	0.67	4.66%	5.04%	0.38	57.10%	57.74%	0.65	27.68%	25.77%	-1.91	青岛银行	3.74%	3.90%	0.16	7.12%	6.84%	-0.29	48.20%	49.14%	0.94	37.05%	36.37%	-0.69
光大银行	4.97%	4.30%	-0.67	4.07%	4.64%	0.57	55.43%	55.81%	0.38	31.74%	31.67%	-0.07	兰州银行	9.53%	8.26%	-1.27	4.58%	3.81%	-0.77	50.46%	53.38%	2.92	32.75%	31.61%	-1.14
华夏银行	2.67%	2.38%	-0.29	3.83%	3.70%	-0.14	52.86%	53.55%	0.69	37.73%	37.64%	-0.08	苏州银行	6.95%	7.35%	0.40	3.86%	3.81%	-0.05	46.20%	48.12%	1.92	36.64%	33.87%	-2.77
浙商银行	4.14%	4.48%	0.34	3.90%	4.14%	0.24	54.51%	53.65%	-1.85	31.74%	32.13%	0.39	西安银行	5.24%	5.12%	-0.12	5.15%	6.73%	1.59	47.94%	50.03%	2.09	39.94%	36.39%	-3.55
													厦门银行	7.86%	8.52%	0.66	5.49%	5.57%	0.08	49.03%	49.57%	0.54	35.70%	34.56%	-1.14
													齐鲁银行	2.23%	2.12%	-0.11	5.71%	4.94%	-0.78	47.21%	48.23%	1.01	43.62%	43.34%	-0.29
													无锡银行	3.94%	3.71%	-0.23	4.70%	4.46%	-0.24	58.88%	60.22%	1.34	30.49%	29.67%	-0.82
													苏农银行	3.44%	3.86%	0.41	5.02%	4.71%	-0.31	58.35%	58.02%	-0.33	30.53%	30.87%	0.33
													江阴银行	0.75%	0.80%	0.04	4.25%	4.37%	0.12	60.15%	60.83%	0.68	32.48%	31.84%	-0.64
													瑞丰银行	2.82%	2.85%	0.03	4.43%	4.00%	-0.43	57.64%	57.84%	0.20	33.60%	33.64%	0.04
													沪农商行	6.55%	6.85%	0.29	4.90%	4.49%	-0.42	49.15%	48.54%	-0.61	35.23%	35.50%	0.28
													渝农商行	8.74%	10.00%	1.26	3.38%	3.62%	0.24	45.14%	44.26%	-0.88	41.45%	40.79%	-0.66
													青农商行	6.28%	6.67%	0.39	5.59%	5.57%	-0.02	51.53%	51.38%	-0.15	34.62%	34.44%	-0.18
													常熟银行	2.18%	3.30%	1.13	6.45%	5.31%	-1.14	63.42%	62.03%	-0.39	25.75%	27.26%	1.51
													紫金银行	5.59%	2.05%	-3.54	4.50%	5.62%	1.12	68.36%	66.62%	-1.74	19.85%	24.06%	4.21
													张家港行	1.85%	2.62%	0.77	4.43%	4.52%	0.10	60.63%	62.50%	1.87	30.29%	27.62%	-2.67
													国有	5.07%	4.65%	-0.42	6.31%	6.56%	0.25	57.45%	57.74%	0.29	28.73%	28.69%	-0.05
													股份	6.07%	5.87%	-0.20	4.09%	4.04%	-0.05	55.49%	55.89%	0.40	30.71%	30.52%	-0.19
													城商	5.65%	5.73%	0.08	4.51%	4.50%	-0.01	48.18%	48.30%	0.12	39.37%	39.08%	-0.29
													农商	5.97%	6.42%	0.44	4.54%	4.43%	-0.11	52.31%	51.80%	-0.50	34.71%	34.78%	0.07
													全部	5.37%	5.06%	-0.31	5.60%	5.76%	0.16	56.07%	56.34%	0.27	30.26%	30.17%	-0.08

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 资产端：信贷持续性值得关注，25Q1信贷靠前投放仍有冲量特征

信贷投放强季节性恢复，票据融资压降，短贷增加仍反映冲量特征。3月人民币贷款新增3.64万亿元，同比多增5500亿元，余额同比增速7.4%，较2月提高0.1pct。3月信贷增量为过去5年来第二高，仅次于2023年（3.89万亿元），信贷总量读数较强但结构上以短贷冲量为主，人民币中长贷增速7.0%仍处低位，实体需求回稳仍待观察：一是贷款多增主要由对公短期贷款贡献。3月企业贷款同比多增5000亿元，票据融资减少，但季末信贷考核或使银行仍有冲量国央企流动性贷款行为；企业中长贷仍受债务置换影响，同比少增；二是居民短期、中长期贷款增长提速，对应消费贷快速降价。结构上3月居民短贷、中长贷分别新增4841、5047亿元，增量较2月大幅恢复。居民中长贷反映按揭需求受房地产销售改善影响有所回暖，叠加提前还贷减少，按揭增长上量，另外也可能受到消费贷期限政策放开的影响；3月市面出现2.5%/2.6%的低价消费贷款，但随后受定价自律指导重新调整至不低于3%，这也侧面反映银行“以价换量”的信贷策略不可持续。下一阶段的实体融资成本下行，仍需政策降息及有效的银行负债成本改善推动。

图19：3月信贷同比多增，主要靠对公贡献（亿元）

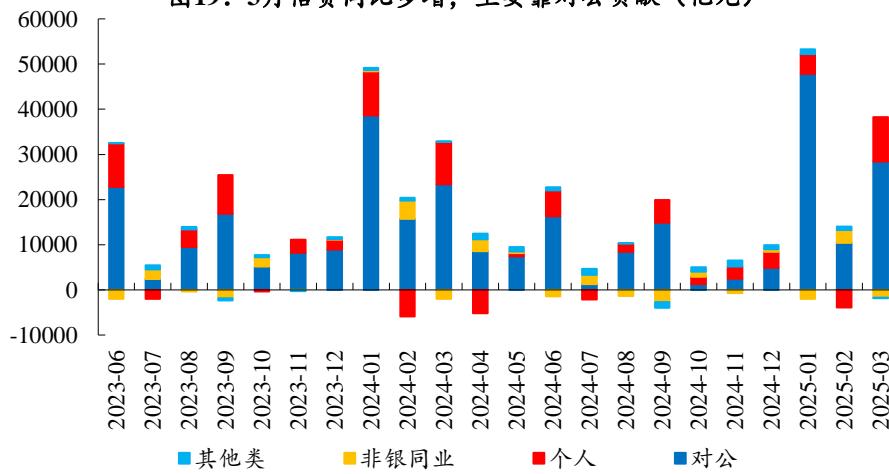
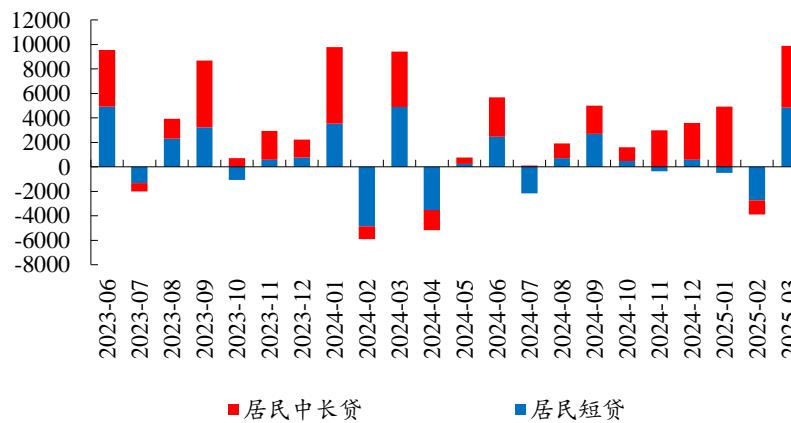


图20：3月居民贷款恢复或收消费贷降价及政策放松影响（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

KYSEC

数据来源：Wind、开源证券研究所

# 4月开始大行买票意愿较强，推测信贷需求仍未见明显好转

信贷投放形势并不乐观，一是债务置换持续产生影响，二是新增信贷的价格敏感性在下降，“以价换量”很大程度受到负债成本的制约。我们预计2025Q1占全年新增信贷占比仍会超过50%，全年信贷增量17-18万亿，略低于2024年。

图21：4月国股银票转贴现利率再度走低

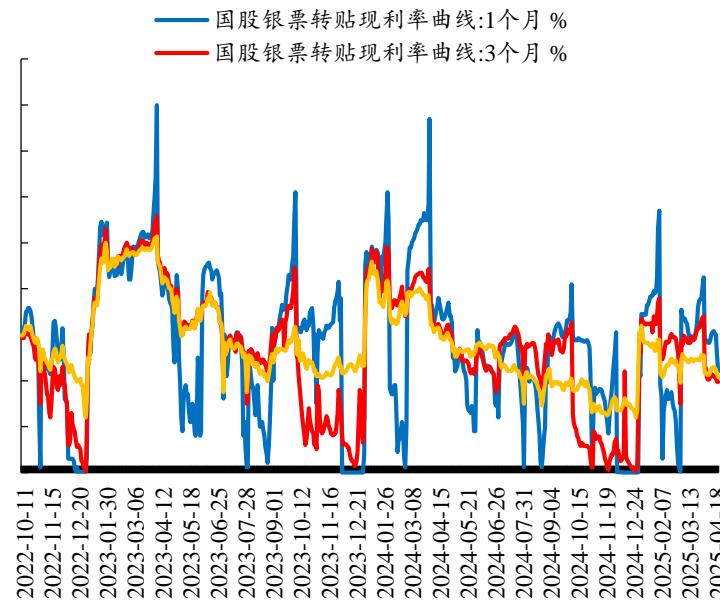


表11：上市国股行信贷节奏前置

银行	2022				2023				2024			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
工商银行	36.8%	29.0%	22.3%	11.9%	45.7%	26.7%	17.1%	10.6%	56.2%	20.4%	11.3%	12.1%
建设银行	39.2%	26.9%	22.0%	11.9%	49.8%	22.7%	19.7%	7.9%	58.8%	20.9%	15.3%	4.9%
农业银行	37.6%	25.6%	21.4%	15.4%	47.9%	23.2%	18.9%	10.0%	54.2%	23.0%	12.8%	10.0%
中国银行	43.4%	24.1%	24.6%	7.9%	42.7%	28.3%	20.1%	8.9%	56.1%	16.1%	17.8%	10.0%
邮储银行	46.9%	24.1%	21.2%	7.7%	44.0%	21.3%	21.1%	13.7%	48.9%	17.9%	15.8%	17.4%
交通银行	50.0%	21.7%	17.3%	11.0%	58.3%	17.3%	17.0%	7.4%	41.2%	10.8%	29.2%	18.9%
招商银行	39.1%	36.1%	13.0%	11.9%	62.2%	4.3%	21.9%	11.7%	80.9%	-17.9%	2.9%	34.1%
浦发银行	60.6%	19.9%	34.6%	-15.1%	64.5%	1.1%	-47.8%	82.2%	45.1%	34.4%	13.4%	7.1%
兴业银行	36.3%	26.4%	10.5%	26.9%	33.0%	17.1%	19.2%	30.7%	31.3%	44.2%	26.3%	-1.8%
中信银行	32.7%	19.6%	29.3%	18.4%	55.9%	9.9%	24.6%	9.6%	37.9%	5.1%	17.2%	39.8%
民生银行	150.6%	16.9%	-77.6%	10.2%	80.3%	22.2%	-2.9%	0.4%	173.5%	-115.1%	27.1%	14.4%
光大银行	55.3%	22.1%	19.7%	2.9%	65.9%	14.0%	8.2%	12.0%	81.1%	-8.7%	2.6%	25.0%
平安银行	34.3%	26.6%	28.7%	10.5%	140.8%	-0.5%	-16.6%	-23.7%	223.3%	-205.4%	-90.4%	-27.4%
华夏银行	138.8%	7.5%	-25.8%	-20.4%	218.6%	-28.4%	-72.8%	-17.4%	176.0%	-82.6%	-24.6%	31.2%
浙商银行	47.3%	25.1%	21.1%	6.5%	38.7%	28.8%	25.1%	7.4%	36.7%	31.5%	9.1%	22.7%

数据来源：CFETS、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：占比=季度新增信贷占全年信贷增量）

# 2024年末国股行金融投资合计约80万亿

截至2024年末，六家国有大行金融资产投资合计57.37万亿元，占总资产的28.7%；八家股份行（不含华夏）金融资产投资合计19.82万亿元，占总资产的28.35%。

表12：截至2024年末，六家国有大行金融资产投资合计57.37万亿元，占总资产的28.7%

2024年报	同业资产	存放同业和其他金融机 构款项	拆出资金	买入返售 金融资产	现金及存 放中央银 行款项	发放贷款 及垫款	金融投资	其他资产
工商银行	4.98%	0.98%	1.51%	2.48%	6.81%	56.56%	28.99%	2.67%
建设银行	3.57%	0.38%	1.66%	1.53%	6.34%	61.72%	26.33%	2.03%
农业银行	5.72%	1.32%	1.23%	3.17%	4.94%	55.45%	32.03%	1.86%
中国银行	5.58%	1.46%	2.60%	1.51%	7.24%	60.05%	23.84%	3.29%
邮储银行	4.92%	1.54%	2.04%	1.35%	7.70%	50.83%	35.14%	1.41%
交通银行	6.54%	0.89%	3.95%	1.69%	4.81%	56.05%	28.99%	3.61%
<b>国有行</b>	<b>5.07%</b>	<b>1.06%</b>	<b>1.90%</b>	<b>2.11%</b>	<b>6.31%</b>	<b>57.45%</b>	<b>28.73%</b>	<b>2.44%</b>
招商银行	7.41%	1.81%	3.37%	2.23%	4.72%	54.58%	30.23%	3.06%
中信银行	7.02%	1.34%	4.25%	1.43%	3.58%	58.76%	27.49%	3.15%
浦发银行	6.31%	1.20%	4.44%	0.68%	4.35%	55.69%	29.69%	3.96%
民生银行	4.88%	1.51%	2.39%	0.98%	3.65%	56.25%	30.69%	4.53%
兴业银行	6.30%	1.02%	3.59%	1.69%	3.76%	53.38%	32.87%	3.69%
平安银行	7.49%	2.29%	4.63%	0.57%	4.66%	57.10%	27.68%	3.07%
光大银行	4.97%	0.69%	2.58%	1.70%	4.07%	55.43%	31.74%	3.79%
华夏银行	2.67%	0.48%	1.47%	0.72%	3.83%	52.86%	37.73%	2.91%
浙商银行	4.14%	1.56%	0.52%	2.06%	3.90%	54.51%	31.74%	5.71%
<b>股份行</b>	<b>6.07%</b>	<b>1.34%</b>	<b>3.33%</b>	<b>1.40%</b>	<b>4.09%</b>	<b>55.49%</b>	<b>30.71%</b>	<b>3.64%</b>

		国有行				股份行			
		同业资产	现金及存 放中央银 行款项	发放贷款 及垫款	金融投资	同业资产	现金及存 放中央银 行款项	发放贷款 及垫款	金融投资
2018H1		5.8%	12.5%	52.6%	25.7%	5.4%	8.0%	51.3%	26.5%
2018		5.9%	11.6%	52.9%	26.9%	5.0%	7.6%	53.0%	30.8%
2019H1		5.8%	10.9%	53.3%	27.1%	5.1%	6.7%	53.6%	30.7%
2019		6.0%	10.3%	53.9%	27.1%	4.8%	6.8%	54.8%	30.0%
2020H1		6.8%	9.4%	54.1%	26.7%	5.0%	6.1%	54.7%	30.4%
2020		5.8%	9.6%	54.8%	26.7%	5.1%	6.0%	55.6%	29.3%
2021H1		6.1%	9.2%	55.8%	26.0%	5.5%	5.8%	56.5%	28.5%
2021		4.8%	8.5%	56.9%	26.9%	5.2%	5.6%	56.7%	29.0%
2022H1		5.9%	8.2%	56.4%	26.5%	5.4%	5.2%	56.8%	29.0%
2022		5.6%	8.3%	56.9%	26.8%	4.8%	5.4%	56.5%	30.1%
2023H1		6.8%	8.1%	56.6%	25.9%	5.4%	4.9%	56.0%	30.0%
2023		6.0%	8.3%	56.9%	26.7%	5.4%	5.2%	55.7%	30.5%
2024H1		5.0%	7.4%	57.9%	27.3%	5.9%	4.4%	56.3%	29.7%
2024Q3		5.1%	7.4%	57.3%	27.7%	5.8%	4.3%	56.1%	30.3%
2024		5.1%	6.3%	57.5%	28.7%	6.1%	4.1%	55.5%	30.7%

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

表13：2024Q4国股行存贷增速差修复，金融投资增速普遍提高

银行名称	存贷增速差								金融投资增速							
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
工商银行	0.8%	0.3%	-0.2%	-2.1%	-7.9%	-7.2%	-4.8%	13.7%	15.7%	10.6%	13.4%	12.6%	10.9%	15.4%	15.4%	19.4%
建设银行	0.8%	-0.6%	-2.0%	-4.2%	-6.2%	-6.5%	-4.6%	11.8%	12.0%	9.8%	12.9%	12.9%	11.4%	7.2%	9.5%	10.8%
农业银行	1.1%	0.4%	0.6%	-2.0%	-7.7%	-7.2%	-5.4%	15.8%	14.9%	12.3%	12.8%	17.7%	28.1%	27.7%	26.6%	23.5%
中国银行	1.2%	0.2%	-0.4%	-2.4%	-4.6%	-4.0%	-2.7%	4.6%	6.8%	7.8%	9.9%	11.1%	11.0%	10.0%	14.9%	16.8%
邮储银行	-2.2%	-2.1%	-3.3%	-1.3%	1.1%	1.8%	0.2%	14.0%	11.3%	14.4%	15.2%	8.6%	8.8%	8.7%	7.5%	11.4%
交通银行	-0.5%	-0.1%	-1.8%	-4.7%	-5.5%	-5.7%	-4.8%	12.3%	12.2%	9.1%	10.6%	3.8%	0.7%	-0.2%	3.8%	5.3%
招商银行	7.0%	4.9%	0.7%	1.0%	1.7%	4.7%	5.7%	27.4%	25.4%	19.3%	20.7%	15.2%	7.7%	11.2%	8.6%	15.0%
中信银行	1.2%	1.3%	-0.8%	-4.8%	-4.3%	-0.2%	3.0%	7.8%	5.3%	5.2%	2.5%	3.6%	1.1%	0.8%	1.6%	1.1%
浦发银行	4.7%	4.4%	0.9%	-3.6%	-6.9%	-3.9%	-4.2%	10.2%	15.7%	12.8%	13.3%	4.7%	-3.9%	-3.5%	-0.3%	5.0%
民生银行	-1.3%	-1.8%	1.4%	-2.4%	-4.9%	-2.3%	-2.3%	9.4%	12.4%	4.9%	3.1%	2.1%	-2.8%	-0.8%	5.6%	5.6%
兴业银行	1.2%	1.3%	-1.1%	-3.7%	-3.7%	-4.1%	2.6%	5.3%	11.4%	8.2%	8.4%	5.6%	-3.9%	-2.6%	-0.2%	3.6%
平安银行	-2.4%	2.6%	0.5%	-1.7%	6.3%	3.5%	4.7%	5.7%	2.1%	3.3%	3.5%	2.5%	8.6%	14.1%	18.4%	14.8%
光大银行	-1.3%	-2.9%	-1.4%	-5.1%	-10.0%	-5.2%	-5.6%	11.5%	11.3%	13.2%	16.6%	9.5%	6.6%	0.3%	-4.7%	-1.5%
华夏银行	-2.2%	-1.2%	1.6%	-1.7%	-0.7%	1.3%		12.0%	15.8%	19.0%	19.1%	24.0%	18.4%	11.1%	9.7%	
浙商银行	-1.0%	-8.5%	-1.5%	-0.3%	-3.6%	-0.8%	-5.6%	15.3%	15.9%	33.9%	31.3%	33.1%	18.5%	11.4%	11.9%	5.5%

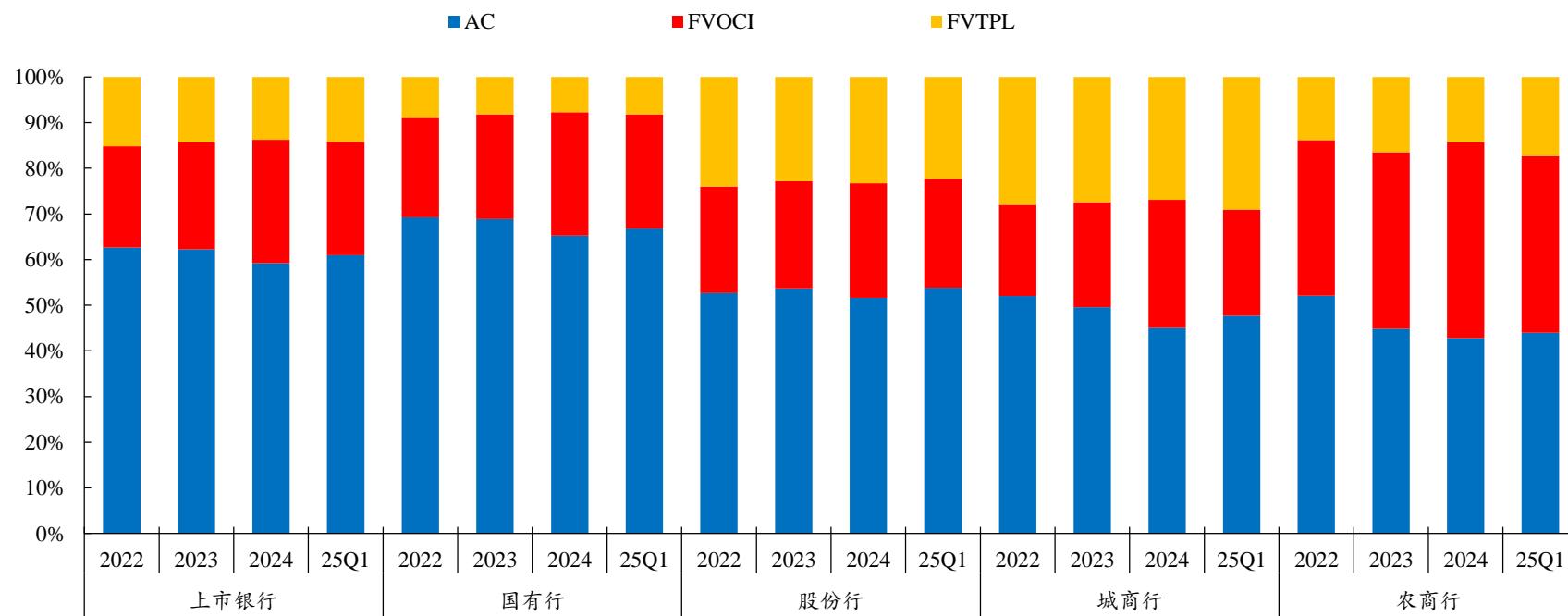
数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

KYSEC

## 持有账户策略：FVOCI投资继续扩大

2024年末国有行FVOCI投资占比较上年提高4.1 pct，股份行提高2.1 pct。

图22：2024年以来上市银行金融投资中FVOCI占比不断提升



数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

## 金融投资持有期限：近年来拉长，2024年开始收缩

期限分布上，我们观察到的现象是大行开始收缩久期。（1）可能有来自央行的指导卖长买短；（2）银行账簿利率风险指标可能承压，主动调整。从工商银行和邮储银行披露的债券投资剩余期限结构来看，大行债券投资组合久期约在5年左右。2024H1工行和邮储均压降了5年以上债券投资占比，一方面2024年政府债发行节奏后置，大行买入短期债券补充资产规模；另一方面根据财报披露利率敏感性分析数据，2024H1上市银行利率上升时，净利息收入降幅变大，大行或主动缩短债券投资组合久期管控利率风险。

图23：2024年工商银行5Y以上债券投资占比下降

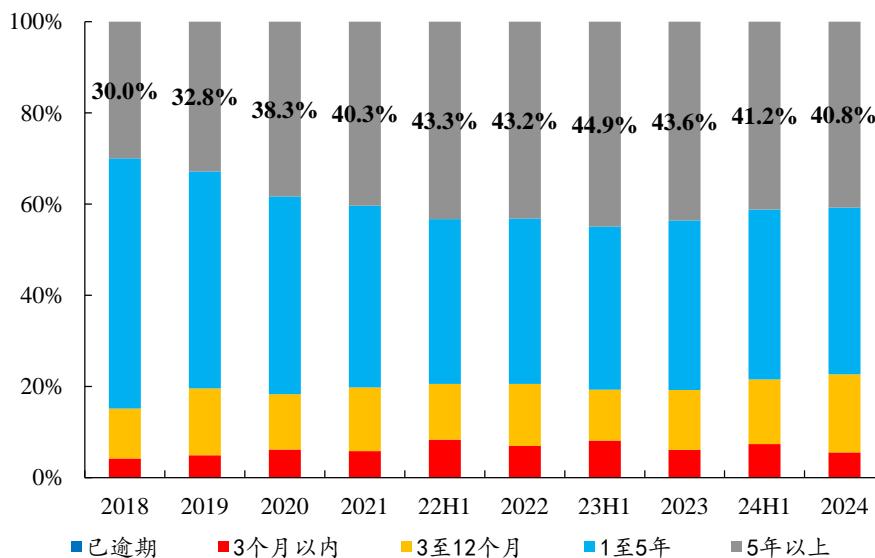
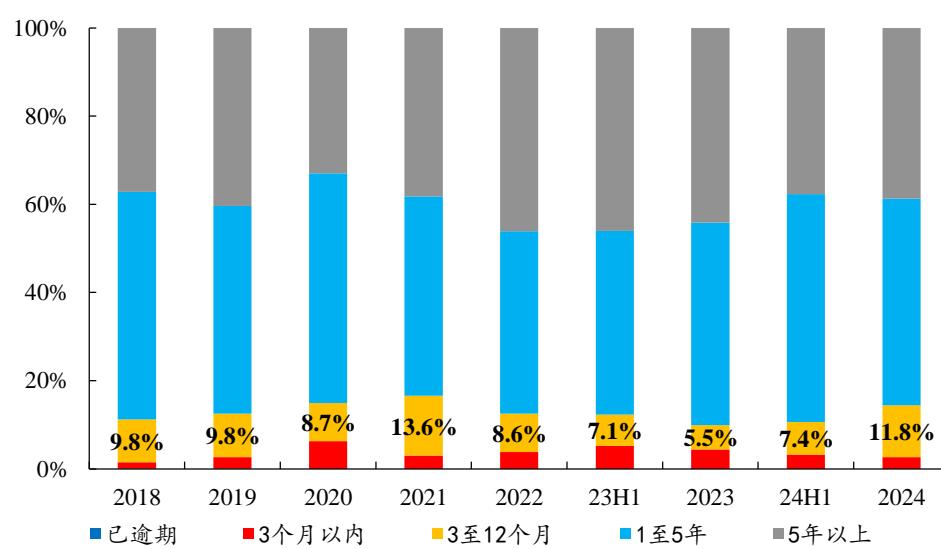


图24：2024年邮储银行3M-1Y债券投资占比提高



数据来源：Wind、工商银行财报、开源证券研究所

数据来源：Wind、邮储银行财报、开源证券研究所

表14：财报披露数据测算，大行AC账户5.1年，FVOCI账户3.7年，FVTPL账户2.3年

AC	以摊余成本计量的金融投资/债权投资						以摊余成本计量的金融投资/债权投资						测算剩余期限
	1M以内	1-3M	3M-1Y	1-5Y	5Y以上	合计	1M以内	1-3M	3M-1Y	1-5Y	5Y以上	合计	
工商银行	1115	2208	14677	33884	46632	98520	1.1%	2.2%	14.9%	34.4%	47.3%	100.0%	4.84
建设银行	222	627	4781	24493	44167	74290	0.3%	0.8%	6.4%	33.0%	59.5%	100.0%	5.55
农业银行	634	1757	9672	27465	59521	99049	0.6%	1.8%	9.8%	27.7%	60.1%	100.0%	5.42
中国银行	365	557	5024	11590	16167	33703	1.1%	1.7%	14.9%	34.4%	48.0%	100.0%	4.89
邮储银行	687	1016	6351	18953	16057	43065	1.6%	2.4%	14.7%	44.0%	37.3%	100.0%	4.53
交通银行	160	314	2554	11263	11518	25809	0.6%	1.2%	9.9%	43.6%	44.6%	100.0%	4.97
国有行	3183	6479	43059	127650	194062	374437	0.9%	1.7%	11.5%	34.1%	51.8%	100.0%	5.11
FVOCI	以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融投资						以摊余成本计量的金融投资/债权投资						测算剩余期限
	1M以内	1-3M	3M-1Y	1-5Y	5Y以上	合计	1M以内	1-3M	3M-1Y	1-5Y	5Y以上	合计	
工商银行	1186	2631	6156	14429	7656	32912	3.6%	8.0%	18.7%	43.8%	23.3%	100.0%	3.59
建设银行	879	1779	6379	11275	5782	26417	3.3%	6.7%	24.1%	42.7%	21.9%	100.0%	3.50
农业银行	2030	2884	8747	13476	7048	34302	5.9%	8.4%	25.5%	39.3%	20.5%	100.0%	3.29
中国银行	2646	3440	6181	17295	13948	43889	6.0%	7.8%	14.1%	39.4%	31.8%	100.0%	3.97
邮储银行	205	448	1512	3063	1460	6688	3.1%	6.7%	22.6%	45.8%	21.8%	100.0%	3.61
交通银行	190	425	1196	5384	3451	10821	1.8%	3.9%	11.1%	49.8%	31.9%	100.0%	4.34
国有行	7137	11608	30173	64922	39345	155030	4.6%	7.5%	19.5%	41.9%	25.4%	100.0%	3.67
FVTPL	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融投资						以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融投资						测算剩余期限
	1M以内	1-3M	3M-1Y	1-5Y	5Y以上	合计	1M以内	1-3M	3M-1Y	1-5Y	5Y以上	合计	
工商银行	105	343	2774	2496	2116	10104	1.0%	3.4%	27.5%	24.7%	20.9%	100.0%	2.74
建设银行	64	210	895	538	1834	6125	1.0%	3.4%	14.6%	8.8%	29.9%	100.0%	2.60
农业银行	34	261	938	415	2184	5133	0.7%	5.1%	18.3%	8.1%	42.6%	100.0%	3.50
中国银行	85	540	1100	997	1038	6003	1.4%	9.0%	18.3%	16.6%	17.3%	100.0%	2.08
邮储银行	588	462	3585	1178	1731	10242	5.7%	4.5%	35.0%	11.5%	16.9%	100.0%	2.01
交通银行	242	529	1156	921	396	6562	3.7%	8.1%	17.6%	14.0%	6.0%	100.0%	1.18
国有行	1119	2345	10448	6546	9298	44169	2.5%	5.3%	23.7%	14.8%	21.1%	100.0%	2.32

## 贷-债收益率差继续收窄，2024H2逐渐放缓

从收益率来看：2022年以来上市银行贷债收益率差持续收窄，债券投资比价效应提升。2024年上市银行债券投资收益率均值为3.10%，较2023年下降18BP。利率下行期，银行各类资产收益率均有不同幅度下行，伴随LPR多轮调降以及存量按揭利率下调，贷款收益率降幅大于债券投资，贷款-投资收益率差值收窄至69BP，较2023年下降24BP。

图25：上市银行配置盘债券投资收益率不断下降（%）

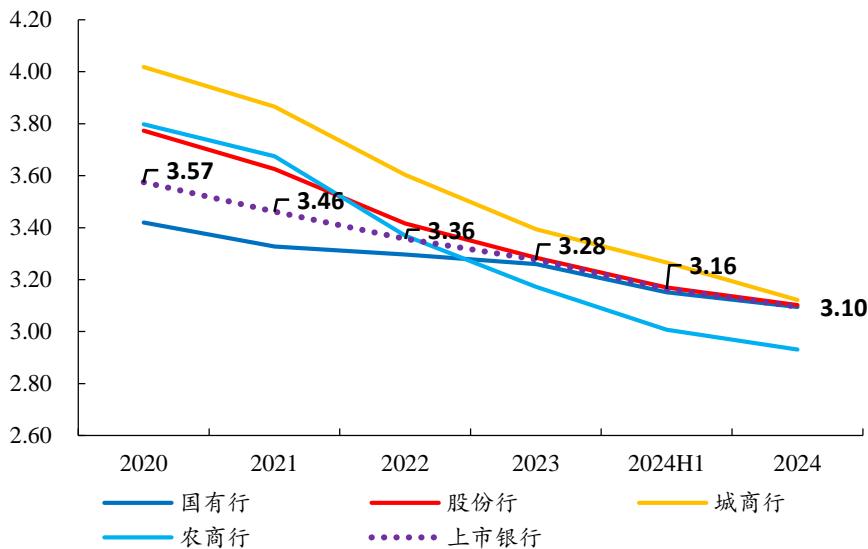
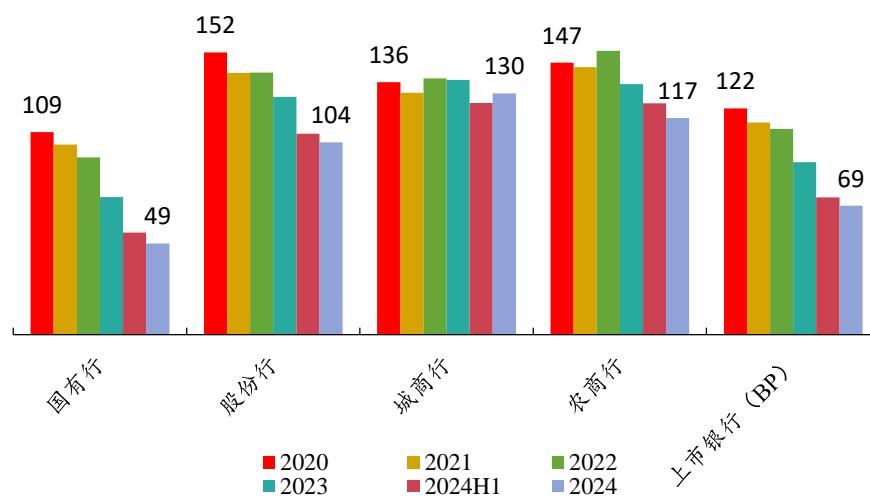


图26：2024年上市银行贷款-投资收益率差值收窄至69BP

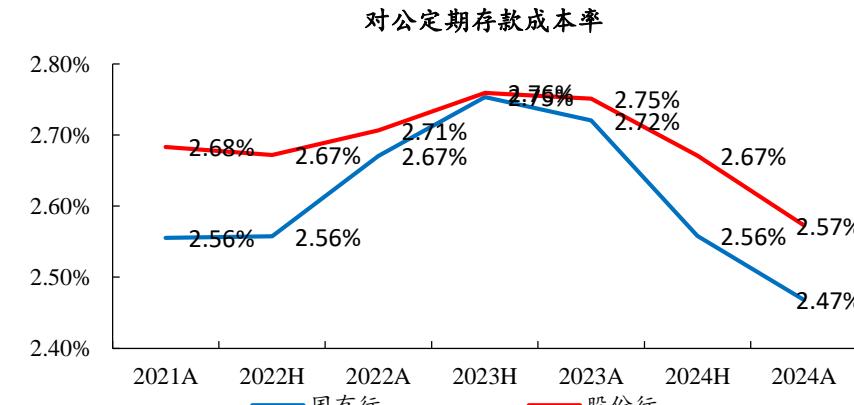
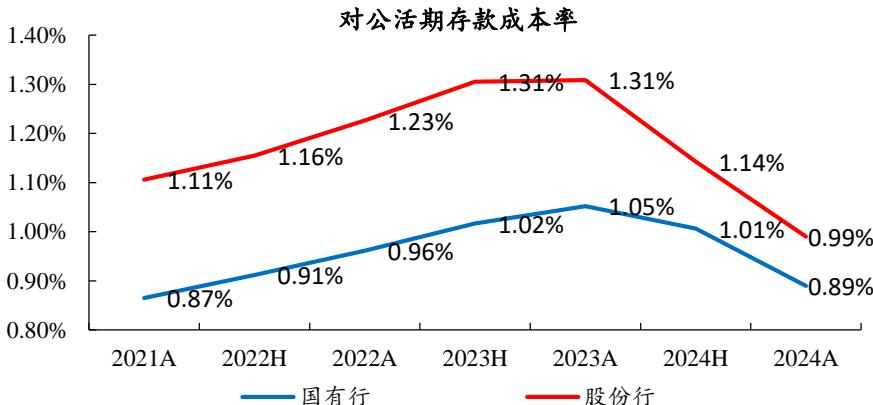
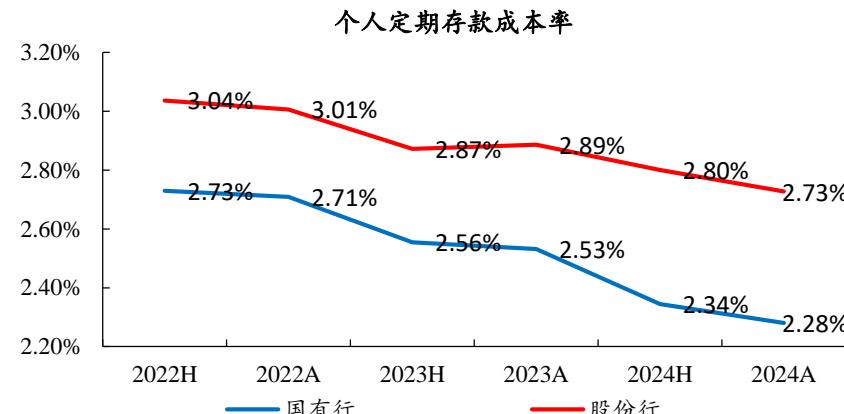
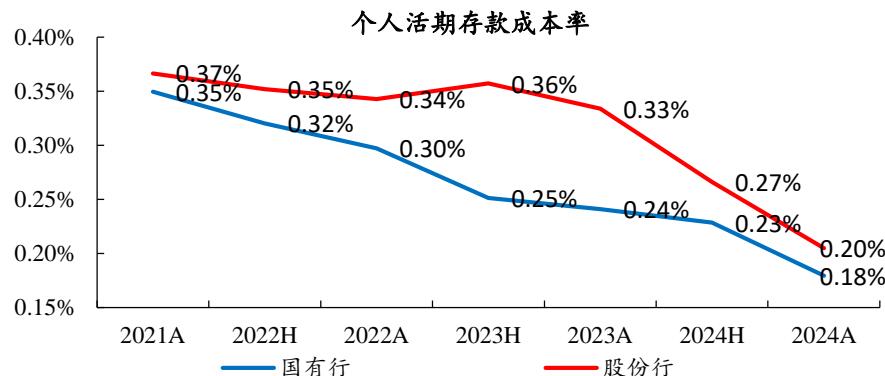


数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

# 负carry下的银行买债策略变化：低利率+低息差=存量资产兑现投资收益

图27：上市银行存款成本率显著下降（%）



得益于2024年以来的债牛行情，银行自营投资FVOCI账户浮盈快速增长，根据上市银行财报披露当期其他综合收益中——其他债权投资公允价值变动一项数据，2024年上市银行FVOCI投资浮盈占营收比例为5.66%，同比提升3.75pct，其中城农商行提升幅度最大，同比分别提升5.35pct、7.72 pct。进入2025Q1利率环境出现波动，当季FVOCI公允价值变动转负，那么目前上市银行2024年累计的浮盈还剩余多少呢？

表15：2025Q1上市银行FVOCI账户投资公允价值转为浮亏，占营收比例环比下降

银行类型	当期FVOCI投资公允价值变动/营业收入				
	2023	2024H1	2024	2025Q1	同比 (PCT)
国有行	1.91%	5.04%	5.73%	-9.15%	-14.01
股份行	1.49%	3.07%	4.24%	-11.72%	-15.19
城商行	2.89%	7.11%	8.24%	-20.13%	-26.79
农商行	3.64%	10.03%	11.36%	-25.38%	-35.54
上市银行	1.91%	4.78%	5.66%	-11.14%	-15.89

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

## 2025Q1 FVOCI 未兑现投资收益部分或浮盈削减

受到2025年初债市回调的影响，部分银行2024年FVOCI账户累积的浮盈已消耗完毕。截至2025Q1，国股行中工行、农行、中行、交行、华夏剩余占营收比例超过3%，城农商行中宁波、齐鲁、兰州、渝农、沪农剩余比例较高。

表16：部分上市银行2024年累积的FVOCI投资以消耗完，国股行中工行、农行、中行、交行、华夏剩余较多

银行名称	当期其他综合收益:FVOCI投资公允价值变动(亿元)					当期FVOCI投资公允价值变动/营业收入					2024年累计浮盈剩余	占比2024年营收
	2023	2024H1	2024	2025Q1	同比增速	2023	2024H1	2024	2025Q1	同比(PCT)		
工商银行	204.63	231.62	506.55	-177.41	148%	2.43%	5.51%	6.16%	-8.34%	-13.51	329.14	4.01%
建设银行	72.27	149.40	331.18	-170.86	358%	0.94%	3.87%	4.41%	-8.99%	-12.97	160.32	2.14%
农业银行	116.45	190.18	395.36	-165.07	240%	1.68%	5.18%	5.56%	-8.84%	-14.34	230.29	3.24%
中国银行	202.43	242.06	587.13	-223.97	190%	3.25%	7.63%	9.32%	-13.58%	-20.28	363.16	5.76%
邮储银行	16.60	25.67	52.56	-47.98	217%	0.48%	1.45%	1.51%	-5.37%	-6.02	4.58	0.13%
交通银行	61.45	67.46	143.71	-47.72	134%	2.39%	5.10%	5.53%	-7.19%	-13.04	95.99	3.69%
招商银行	33.37	63.62	164.23	-139.98	392%	0.98%	3.68%	4.87%	-16.71%	-20.03	24.25	0.72%
兴业银行	34.26	25.95	41.09	-18.76	20%	1.62%	2.30%	1.94%	-3.37%	-5.73	22.33	1.05%
浦发银行	34.61	33.07	107.95	-61.92	212%	2.00%	3.75%	6.32%	-13.48%	-16.05	46.03	2.70%
中信银行	48.21	56.42	105.98	-67.86	120%	2.34%	5.18%	4.96%	-13.11%	-19.25	38.12	1.78%
民生银行	20.93	18.21	46.48	-35.14	122%	1.49%	2.71%	3.41%	-9.55%	-12.44	11.34	0.83%
光大银行	29.85	0.00	87.53	-60.92	193%	2.05%	0.00%	6.46%	-18.41%	-24.44	26.61	1.97%
平安银行	6.82	3.39	6.94	-6.85	2%	0.41%	0.44%	0.47%	-2.03%	-2.37	0.09	0.01%
华夏银行	11.26	29.31	53.37	-18.63	374%	1.21%	6.06%	5.49%	-10.24%	-17.53	34.74	3.58%
浙商银行	10.40	9.62	30.11	-30.65	190%	1.63%	2.73%	4.45%	-17.92%	-18.33	-0.54	-0.08%

# 2025Q1 FVOCI 未兑现投资收益部分或浮盈削减

银行名称	当期其他综合收益:FVOCI投资公允价值变动(亿元)					当期FVOCI投资公允价值变动/营业收入					2024年累计浮盈剩余 截至2025Q1	占比2024年营收
	2023	2024H1	2024	2025Q1	同比增速	2023	2024H1	2024	2025Q1	同比(PCT)		
北京银行	20.06	27.28	48.24	-26.63	140%	3.01%	7.67%	6.90%	-15.55%	-21.26	21.61	3.09%
上海银行	2.10	13.31	36.11	-16.98	1618%	0.42%	5.07%	6.81%	-12.49%	-15.95	19.13	3.61%
江苏银行	23.77	26.42	66.34	-39.56	179%	3.20%	6.35%	8.21%	-17.74%	-23.19	26.78	3.31%
宁波银行	18.08	38.69	99.86	-57.21	452%	2.94%	11.24%	14.99%	-30.93%	-41.10	42.65	6.40%
南京银行	9.57	17.83	31.85	-21.87	233%	2.12%	6.80%	6.34%	-15.41%	-21.28	9.98	1.99%
杭州银行	8.25	10.81	22.71	-22.02	175%	2.36%	5.59%	5.92%	-22.07%	-27.51	0.69	0.18%
长沙银行	0.52	2.50	8.59	-8.43	1546%	0.21%	1.91%	3.31%	-12.38%	-14.11	0.15	0.06%
成都银行	4.43	2.77	11.62	-11.08	162%	2.04%	2.39%	5.06%	-19.06%	-26.66	0.54	0.23%
重庆银行	17.20	9.21	14.28	-9.92	-17%	13.02%	12.87%	10.44%	-27.70%	-44.05	4.36	3.19%
贵阳银行	7.21	5.10	11.25	-12.29	56%	4.78%	6.89%	7.53%	-40.56%	-49.96	-1.04	-0.70%
郑州银行	3.19	-	1.35	-	-58%	2.33%	-	1.05%	-	-		
青岛银行	8.35	9.87	14.59	-8.35	75%	6.69%	13.84%	10.81%	-20.64%	-33.95	6.24	4.62%
苏州银行	5.06	3.18	6.65	-7.23	31%	4.26%	4.99%	5.44%	-22.25%	-26.71	-0.58	-0.47%
齐鲁银行	3.56	7.03	21.70	-12.70	509%	2.98%	10.97%	17.37%	-40.13%	-49.58	9.00	7.21%
兰州银行	3.94	6.55	16.05	-7.29	308%	4.91%	16.39%	20.44%	-35.80%	-53.73	8.76	11.15%
西安银行	-0.17	0.22	1.79	-4.15	-	-0.23%	0.61%	2.18%	-20.34%	-21.27	-2.36	-2.88%
厦门银行	3.27	3.74	6.60	-4.39	102%	5.83%	12.92%	11.47%	-36.17%	-52.30	2.21	3.84%
渝农商行	11.52	17.75	40.89	-20.28	255%	4.12%	12.10%	14.47%	-28.07%	-41.59	20.61	7.29%
沪农商行	14.68	25.92	49.51	-25.58	237%	5.56%	18.62%	18.58%	-38.99%	-56.81	23.93	8.98%
青农商行	1.57	2.35	5.03	-6.07	220%	1.52%	4.02%	4.56%	-19.87%	-22.73	-1.04	-0.94%
常熟银行	0.84	0.44	2.72	-2.96	225%	0.85%	0.80%	2.49%	-9.96%	-10.13	-0.24	-0.22%
紫金银行	1.28	1.54	3.27	-2.53	155%	2.91%	6.46%	7.33%	-22.17%	-28.53	0.74	1.66%
无锡银行	0.32	0.57	1.64	-1.57	407%	0.71%	2.22%	3.48%	-11.60%	-13.99	0.08	0.16%
张家港行	1.94	0.94	2.78	-2.16	43%	4.26%	3.69%	5.89%	-16.31%	-17.61	0.62	1.31%
江阴银行	0.28	0.60	0.75	-0.65	168%	0.72%	2.77%	1.89%	-5.76%	-8.33	0.10	0.25%
苏农银行	1.48	1.37	3.24	-1.64	119%	3.67%	6.03%	7.77%	-14.47%	-27.77	1.61	3.85%
瑞丰银行	2.40	2.74	7.49	-5.08	212%	6.31%	12.61%	17.07%	-45.81%	-57.37	2.41	5.49%
国有行	674	906	2016	-833	199%	1.91%	5.04%	5.73%	-9.15%	-14.01	1183.48	3.36%
股份行	230	240	644	-441	180%	1.49%	3.07%	4.24%	-11.72%	-15.19	202.97	1.34%
城商行	138	185	420	-270	203%	2.89%	7.11%	8.24%	-20.13%	-26.79	149.49	2.93%
农商行	36	54	117	-69	223%	3.64%	10.03%	11.36%	-25.38%	-35.54	48.82	4.73%
上市银行	1078	1385	3197	-1612	197%	1.91%	4.78%	5.66%	-11.14%	-15.89	1584.75	2.80%

# 目录

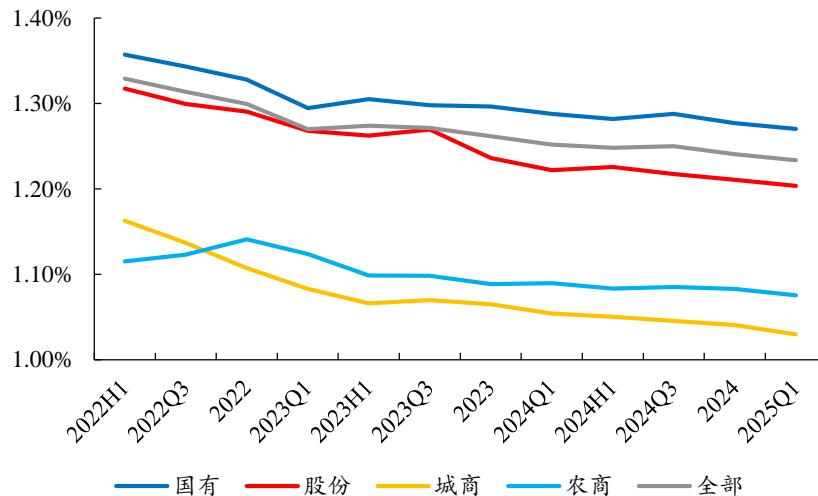
## CONTENTS

- 《 1 》 2025Q1上市银行业绩总览：总体小幅承压，营收普遍负增长
- 《 2 》 2025年“量价平衡”仍是一大考验，看好负债成本继续下降支撑息差
- 《 3 》 资产质量：对公趋势改善，零售普遍反弹，信用成本整体处于低位
- 《 4 》 银行板块：红利+复苏驱动行情，风险改善修复估值
- 《 5 》 投资建议
- 《 6 》 风险提示

### 上市银行不良率平稳，部分领域风险状况承压

**上市银行不良率保持平稳。**2025Q1上市银行不良率为1.23%，环比2024年末下降1bp；不良额环比增长3.79%，较2024年末增速大幅提升。当前不良率处于低位平稳水平，一方面源于信贷规模增长稀释不良率；另一方面，大量不良处置与不良生成加速同步发生，故仅通过不良率较难判断当前银行整体风险状况。此外，上市银行不良额环比增速在Q1大幅上升，一方面反映当下上市银行不良生成仍存压力，另一方面或源于银行不良处置主要集中于后三个季度，Q1处置力度偏弱。分类型看，农商行不良率环比持平，国有行、股份行、城商行环比均下降1bp。

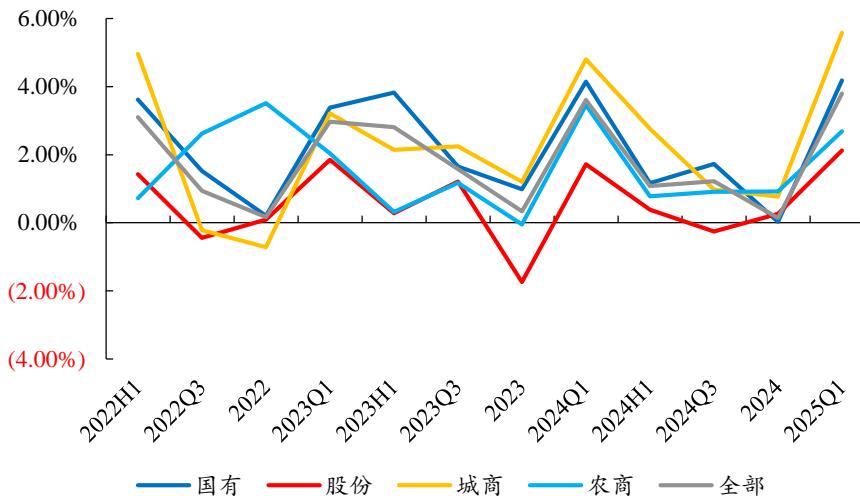
图28：上市银行不良贷款率整体保持平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

KYSEC

图29：历年Q1不良额环比增速均上升，或源于Q1银行不良处置力度偏弱



数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

### 国有行逾期指标反弹，农商行关注率上行

2024年末上市银行逾期率为1.40%，较2024年中期持平，国有行上行5bp，其余类型银行逾期率均下降。观察到各类行90天以内逾期贷款增速均下降，故我们认为2024年下半年大量原逾期90天以内的贷款仍未收回，随着时间推移逾期超90天形成不良，国有行逾期率受此影响抬升。此外，2024年末农商行关注率较中期上升7bp，一方面源于零售小微业务风险仍承压；另一方面，部分农商行仍处于金融资产风险分类管理办法过渡期，故仍存整改压力。结合2025Q1数据看，渝农、瑞丰、紫金等农商行关注率仍存上行压力。

图30：2024年末上市银行90天以内逾期贷款增速下降

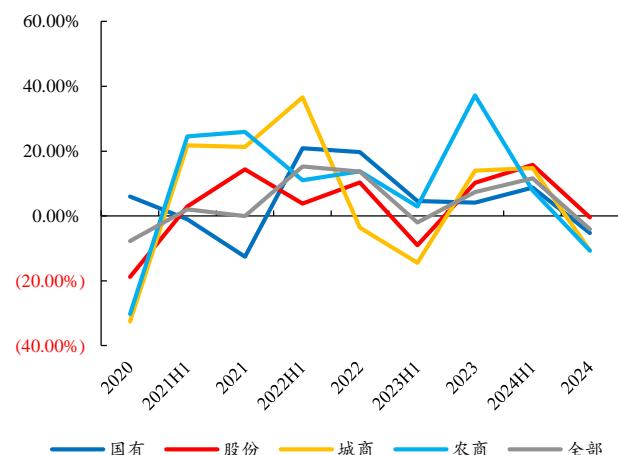


图31：2024年末国有行逾期率整体上升

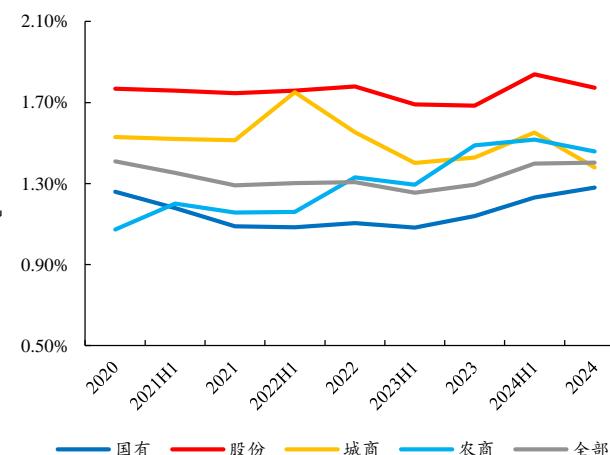
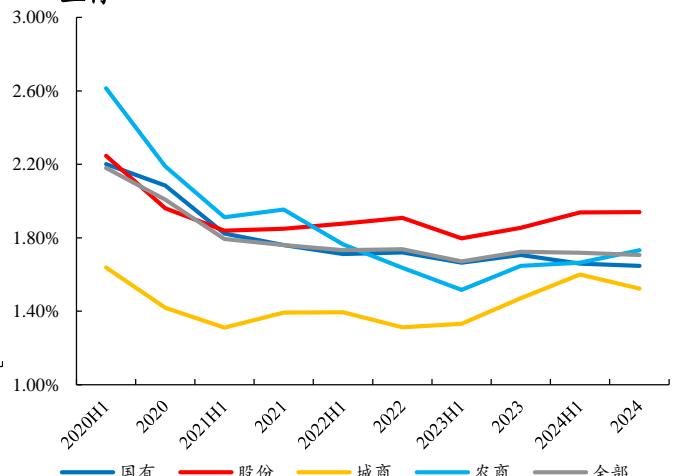


图32：2024年末上市银行关注率平稳，但农商行指标上行



数据来源：Wind、开源证券研究所（时间序列数据不含齐鲁、沪农、瑞丰）

# 2024年部分城农商行不良贷款新生压力抬升

表17：国股行不良生成率保持平稳，城、农商行边际上升

	测算不良生成率 (%)									测算不良生成率趋势
	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	
工商银行	1.04	0.63	0.54	0.73	0.55	0.52	0.45	0.46	0.43	
建设银行	1.02	0.62	0.58	0.57	0.60	0.46	0.57	0.55	0.55	
农业银行	1.04	0.57	0.59	-1.63	0.55	0.55	0.47	0.52	0.44	
中国银行	0.72	0.65	0.61	0.58	0.54	0.66	0.54	0.47	0.50	
邮储银行	0.34	0.30	0.35	0.53	0.56	0.43	0.53	0.55	0.65	
交通银行	1.37	0.92	0.80	0.82	0.73	0.50	0.52	0.49	0.53	
招商银行	1.00	0.62	0.64	0.86	0.83	0.83	0.85	0.81	0.88	
浦发银行	1.69	1.60	1.75	1.14	1.32	1.06	1.15	1.11	1.16	
兴业银行	1.42	0.56	0.80	1.29	1.19	1.26	1.35	1.18	1.15	
中信银行	1.91	1.20	1.30	1.16	1.14	1.16	1.16	1.26	1.14	
民生银行	2.37	1.29	1.48	1.34	1.26	0.95	1.07	1.01	1.18	
光大银行	2.06	1.80	1.79	1.58	1.55	1.35	1.52	1.47	1.28	
平安银行	2.40	1.16	1.80	2.24	2.24	2.23	2.47	2.22	2.37	
华夏银行	1.80	1.37	1.21	1.05	1.13	1.29	1.26	1.15	1.26	
浙商银行	1.17	1.29	1.08	0.92	1.20	1.18	0.95	1.82	1.66	

银行在风险分类过程中，若发生减值迹象一般计入关注类贷款，随后若确认发生减值再归入不良，故关注类贷款可看作不良贷款蓄水池，随着蓄水池水量上涨，经济复苏放缓或导致未来流入不良池中的规模增加。结合不良生成测算值来看，国股行不良生成率保持稳定，部分专营零售小微的城、农商行边际上升，这亦侧面印证2024年小微及个体工商户经营压力偏大造成其违约概率上升。

	测算不良生成率 (%)									测算不良生成率趋势
	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	
北京银行	1.15	0.68	1.02	0.88	0.75	0.67	0.79	0.98	1.00	
上海银行	1.51	0.61	0.88	0.74	0.97	1.02	1.15	0.71	1.03	
江苏银行	0.98	0.67	0.80	0.85	0.88	0.96	1.10	1.41	1.51	
南京银行	1.17	0.84	0.82	1.44	1.02	0.79	0.97	1.31	1.25	
宁波银行	0.79	0.50	0.71	1.11	1.00	0.87	0.96	1.28	1.27	
杭州银行	0.30	0.18	0.17	0.17	0.26	0.28	0.45	0.62	0.80	
长沙银行	1.43	1.37	1.42	1.05	1.27	1.08	1.31	1.15	1.28	
成都银行	0.52	-0.01	0.07	0.02	0.06	0.16	0.18	0.31	0.27	
重庆银行	1.05	2.50	1.92	1.30	1.82	0.06	0.56	0.70	0.85	
贵阳银行	2.12	0.50	1.40	1.52	1.11	0.79	1.31	0.69	0.79	
青岛银行	1.53	1.13	1.27	0.72	0.83	0.37	0.57	0.54	0.52	
齐鲁银行	0.98	0.69	0.95	1.26	1.01	0.85	0.81	0.76	0.63	
郑州银行	2.89	1.39	1.71	1.42	2.07	1.47	1.60	0.13	1.17	
苏州银行	0.71	0.00	0.23	-0.20	0.05	0.24	0.32	0.47	0.60	
西安银行	0.79	0.83	1.27	1.72	1.46	0.66	0.83	1.35	1.23	
厦门银行	0.38	0.34	0.40	0.51	0.53	0.66	0.51	0.77	0.80	
沪农商行	0.57	-1.48	0.30	0.35	0.32	0.46	0.56	0.74	0.73	
渝农商行	2.57	1.20	1.73	0.68	1.29	0.74	0.72	0.84	0.91	
青农商行	1.83	1.18	2.03	2.60	2.22	1.68	2.05	3.01	2.12	
紫金银行	1.21	0.45	0.57	0.02	0.23	0.31	0.38	0.49	0.65	
无锡银行	0.59	-0.08	0.09	0.24	0.36	0.25	0.35	0.59	0.88	
苏农银行	1.23	0.38	0.42	0.38	0.55	0.40	0.67	0.97	0.86	
江阴银行	2.71	0.22	0.33	0.50	0.43	0.99	1.40	1.05	1.34	
瑞丰银行	0.86	0.91	0.66	0.74	0.56	0.62	0.48	0.60	0.59	
常熟银行	0.85	0.32	0.36	0.46	0.59	0.76	0.92	1.26	1.47	
张家港行	1.92	0.25	0.44	0.87	1.01	1.27	1.50	1.04	1.36	
国有	0.95	0.62	0.58	0.19	0.57	0.53	0.51	0.50	0.50	
股份	1.75	1.16	1.29	1.27	1.28	1.21	1.28	1.25	1.26	
城商	1.14	0.71	0.90	0.89	0.90	0.75	0.90	0.95	1.06	
农商	1.48	0.16	0.91	0.70	0.84	0.72	0.83	1.03	1.03	
全部	1.18	0.76	0.79	0.52	0.78	0.72	0.73	0.72	0.73	

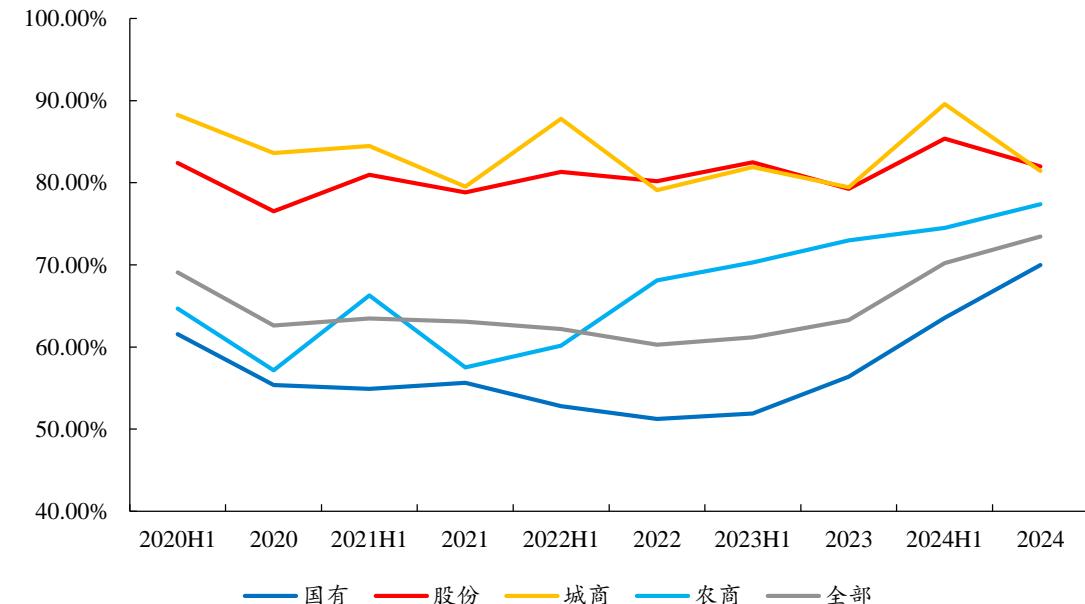
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 90天以上逾期贷款偏离度上升反映借款人还款意愿降低

结合90天以上逾期/不良指标，商业银行过往不良认定已充分。90天以上逾期/不良（亦称作90天以上逾期贷款偏离度）越小，意味着非90天以上逾期纳入不良的比率越多，即风险分类更加严格，不良的认定标准更高。原银保监会在2020年工作会议中提到“2019商业银行逾期90天以上贷款已全部纳入不良资产管理”，上市银行90天以上逾期/不良亦均小于100%，故2019年起上市银行已将90天以上逾期贷款全部纳入不良贷款管理。

**2024年上市银行90天以上逾期贷款偏离度呈收敛趋势。**绝对水平看，国有行和农商90天以上逾期贷款偏离度处于较低水平，股份和城商行持续处高位；边际看，国有行、农商行90天以上逾期/不良普遍上升，股份行和城商行略有下降，上市银行该指标整体呈收敛趋势。再次审视该指标，我们认为偏离度上行并不一定意味银行对不良贷款的认定有所放松，例如原先部分逾期90天以内的贷款由于到期未收回，随着时间推移而逾期超90天，亦导致该指标上升，这种情况反映了贷款违约后短期内可收回的概率下降，即当前借款人对于新发生违约贷款的还款意愿降低。

图33：2024年国有行、农商商行90天以上逾期/不良延续上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：时间序列数据不含齐鲁、沪农和瑞丰银行）

上市银行不良率平稳，但前瞻指标反映资产质量压力仍存

表18：不良指标虽平稳，但前瞻指标及逾期90天以上贷款偏离度均反映上市银行资产质量压力仍存（%，BP, pct）

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：计算90天以内逾期贷款增速时，基期为最近一期披露相关数据报告期，即以半年为环比）

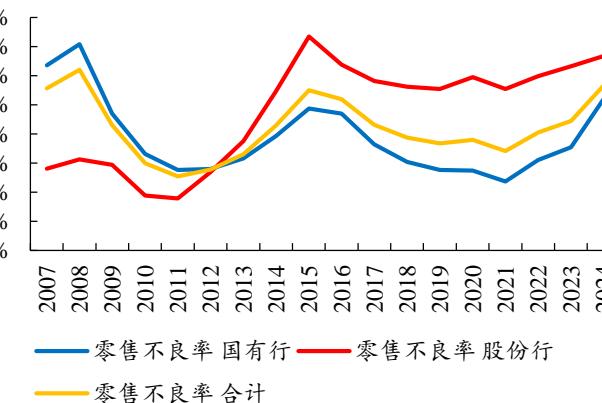
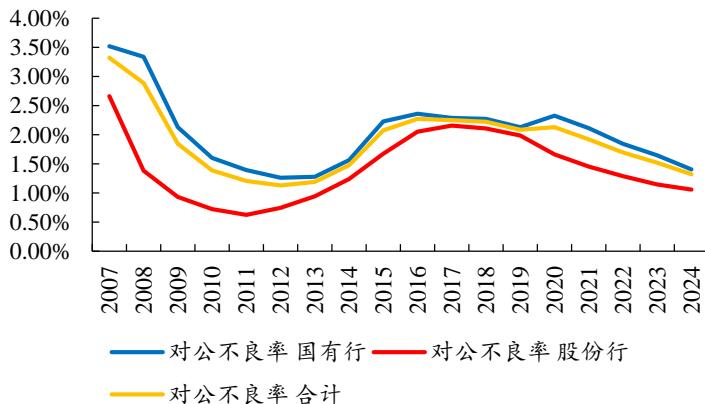
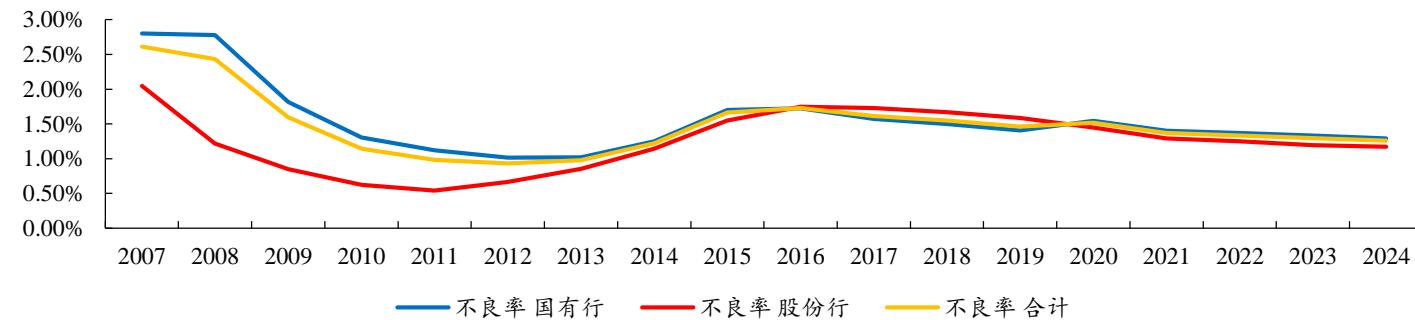
沪农商行	0.97	0.97	0.97	0	1.23	1.28	1.49	23	1.31	1.45	20.2	50.1	29.9	94.9	92.1	10.6
渝农商行	1.19	1.18	1.17	0	1.41	1.46			1.52	1.32	33.0	-32.1	(65.0)	75.5	76.7	(2.5)
青农商行	1.80	1.79	1.77	0	4.71	5.02	5.03	11	2.86	2.89	-27.0	-9.1	17.9	67.9	80.0	(1.3)
紫金银行	1.15	1.24	1.24	0	1.33	1.41	1.52	10	1.41	1.42	13.4	-6.1	(19.5)	84.6	82.3	7.2
无锡银行	0.79	0.78	0.78	0	0.50	0.55	0.52	4	0.78	0.89	33.9	17.5	(16.4)	63.7	72.7	7.9
苏州银行	0.91	0.90	0.90	0	1.19	1.20	1.20	0	1.03	1.15	89.6	-9.1	(98.7)	55.8	73.9	7.7
江阴银行	0.98	0.86	0.86	-1	1.37	1.22	1.03	19	1.27	1.35	30.2	63.8	33.7	78.6	62.3	(1.4)
瑞丰银行	0.97	0.97	0.97	0	1.56	1.45	1.54	9	1.77	1.69	-1.2	0.0	1.1	76.0	75.3	2.5
常熟银行	0.76	0.81	0.76	0	1.36	1.49			1.54	1.43	56.0	-9.6	(65.7)	82.4	74.8	3.0
张家港行	0.94	0.94	0.94	0	1.67	1.56	1.21	35	1.90	1.92	8.7	4.1	(4.6)	87.6	87.3	18.3
国有	1.28	1.28	1.27	-1	1.66	1.65			1.23	1.28	8.7	-5.3	(14.0)	63.5	70.0	7.2
股份	1.23	1.21	1.20	-1	1.94	1.94			1.84	1.77	15.8	-0.4	(16.2)	85.4	82.0	6.1
城商	1.05	1.04	1.03	-1	1.59	1.51			1.54	1.37	15.5	-10.7	(26.2)	88.4	80.7	9.4
农商	1.08	1.08	1.08	-1	1.62	1.68			1.54	1.54	8.9	-0.9	(9.8)	79.4	80.8	1.3
全部	1.25	1.24	1.23	-1	1.72	1.70			1.40	1.40	11.7	-4.0	(15.6)	70.3	73.5	6.9

# 对公、零售贷款资产质量走势分化，个贷不良率加速上升

上市银行对公不良率呈改善趋势，零售不良率持续反弹。2024年样本银行对公不良率为**1.32%**，绝对水平仍高于整体不良，但下行趋势明显，较2023年末改善20bp，国有行对公不良水平持续高于股份行。

伴随对公资产质量改善的同时，零售风险持续反弹，2024年样本银行零售不良率为**1.13%**，较2023年上升25bp，自2021年已连续三年上升共计45bp，2024年风险抬升加速。此外国有行零售不良绝对水平虽低于股份行，但风险抬升幅度更显著。

图34：2021年起样本银行零售贷款不良率上升幅度明显，资产质量压力明显大于对公贷款



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 3 对公业务资产质量仍呈改善趋势

**对公不良率下行，房地产风险大幅改善。**受前期房地产、城投冲击影响，银行对公信贷风险政策趋紧，在压降了许多存量风险客户同时，也限制了潜在风险客户的准入，故对公客群质量显著提升。2024年上市银行主要对公行业中，房地产、交运、制造业不良率较中期整体改善，但部分银行租赁商服、批发零售以及建筑业不良仍有抬升，且该现象集中于国股行。一方面或源于国股行对实体经济支持力度大，承接了部分风险客户；另一方面国股行经营范围涵盖全国，在特定区域其对客户了解程度不如当度城、农商行，故造成此类对公贷款不良有所反弹。

表19：2024上市银行对公贷款不良率整体呈改善态势（%，变化为BP）

银行	交通运输、仓储和邮政业			制造业			租赁和商务服务业			批发和零售业			建筑业			房地产			对公		
	2024H	2024	变化	2024H	2024	变化	2024H	2024	变化	2024H	2024	变化	2024H	2024	变化	2024H	2024	变化	2024H	2024	变化
工商银行	0.44	0.43	(1)	1.87	1.95	8	1.78	1.80	2	3.72	3.79	7	2.89	3.03	13	5.35	4.99	(36)	1.69	1.69	0
建设银行	0.81	0.80	(1)	1.52	1.60	8	1.74	1.81	7	2.12	2.25	13	2.21	2.27	6	5.20	4.79	(41)	1.69	1.72	3
农业银行	0.68	0.66	(2)	1.71	1.83	12	1.92	1.99	7	2.39	2.46	8	1.98	2.22	23	5.42	5.40	(2)	1.70	1.72	2
中国银行	0.41	0.40	(1)	1.25	1.17	(8)	1.36	1.31	(5)	—	—	0	1.05	1.07	2	4.94	4.94	(0)	1.33	1.28	(4)
邮储银行	0.06	0.07	0	0.61	0.60	(1)	0.62	0.55	(8)	1.04	1.02	(2)	0.63	0.63	0	2.25	1.94	(31)	0.54	0.52	(2)
交通银行	0.47	0.45	(2)	1.65	1.59	(6)	0.69	0.67	(2)	2.62	2.76	14	1.19	1.28	9	4.97	4.85	(12)	1.54	1.51	(3)
招商银行	0.27	0.26	(1)	0.48	0.44	(4)	0.76	0.78	2	0.68	0.62	(6)	0.67	0.83	17	5.12	4.94	(18)	1.13	1.10	(4)
浦发银行	0.35	0.35	(0)	1.20	1.15	(5)	0.84	0.81	(3)	2.59	2.56	(3)	1.19	1.18	(1)	2.74	2.50	(24)	1.48	1.44	(3)
兴业银行	0.06	0.06	0	0.79	0.79	0	0.90	0.91	1	3.24	3.42	18	1.51	1.49	(2)	1.08	1.54	46	0.97	0.97	(0)
中信银行	0.22	0.22	(0)	2.16	2.04	(12)	0.83	0.86	3	1.76	1.78	2	0.78	0.82	4	2.30	2.21	(9)	1.25	1.25	0
民生银行	0.31	0.30	(0)	1.18	1.17	(1)	0.69	0.69	1	0.94	0.96	2	0.56	0.59	2	5.29	5.01	(28)	1.45	1.43	(2)
光大银行	0.65	0.62	(3)	0.96	0.94	(2)	0.46	0.44	(2)	2.74	2.57	(17)	0.73	0.76	3	4.51	4.28	(23)	1.18	1.17	(2)
平安银行	0.07	0.06	(1)	0.67	0.66	(1)	—	—	0	1.19	1.20	1	2.01	1.57	(44)	1.26	1.79	53	0.75	0.74	(1)
华夏银行	1.95	1.69	(26)	1.90	1.86	(4)	0.34	0.34	(0)	3.31	3.37	6	3.04	3.16	13	2.56	3.76	120	1.51	1.49	(2)
浙商银行	7.15	6.52	(63)	1.12	1.05	(7)	1.73	1.65	(8)	1.57	1.59	2	1.17	1.04	(13)	1.26	1.55	29	1.38	1.32	(6)
北京银行	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1.44	1.40	(4)
上海银行	1.11	—	—	0.51	0.51	(0)	1.37	1.44	7	2.02	1.89	(13)	0.00	0.00	0	1.39	0.98	(41)	1.40	1.42	2
江苏银行	0.59	0.61	2	0.90	0.91	1	0.27	0.26	(1)	2.08	2.11	3	0.87	0.85	(2)	2.83	2.20	(63)	0.90	0.89	(1)
南京银行	0.11	0.11	0	0.88	0.82	(5)	0.29	0.29	0	1.32	1.29	(2)	0.64	0.65	1	0.32	0.25	193	0.58	0.57	(1)
宁波银行	0.11	0.10	(1)	0.40	0.43	3	0.06	0.05	(1)	0.39	0.40	0	0.19	0.16	(2)	0.10	0.13	4	0.22	0.24	2
杭州银行	0.15	0.15	0	0.90	0.84	(6)	0.52	0.50	(2)	0.64	0.57	(7)	0.31	0.28	(3)	7.07	6.65	(41)	0.76	0.77	1
成都银行	0.01	0.00	(0)	1.15	1.19	4	0.15	0.13	(1)	1.60	1.44	(16)	3.98	3.53	(45)	1.82	2.15	33	0.66	0.63	(3)
重庆银行	1.31	1.20	(11)	3.14	2.94	(20)	0.13	0.12	(1)	2.57	2.14	(43)	1.29	1.31	2	5.78	5.63	(15)	0.99	0.92	(6)
贵阳银行	0.10	0.10	(0)	0.28	0.26	(2)	0.11	0.10	(1)	4.65	4.58	(7)	2.23	2.91	68	0.50	1.05	55	1.30	1.35	5
青岛银行	0.02	0.02	(0)	2.80	2.38	(42)	0.00	0.00	(0)	1.34	1.30	(4)	0.31	0.30	(1)	2.17	2.07	(11)	0.92	0.94	2
齐鲁银行	0.31	0.30	(1)	5.54	5.38	(16)	0.10	0.09	(1)	1.34	1.30	(3)	0.38	0.34	(4)	1.39	7.20	581	1.26	1.21	(5)
郑州银行	0.45	0.31	(15)	5.88	6.02	14	1.03	1.05	2	2.71	2.57	(14)	1.08	1.02	(6)	6.86	9.55	270	2.08	2.07	(0)
苏州银行	0.09	0.08	(1)	0.78	0.74	(4)	—	—	—	1.31	1.17	(15)	0.37	0.34	(3)	1.64	0.87	(76)	0.64	0.68	4
厦门银行	0.66	0.62	(4)	2.54	2.59	5	0.02	0.02	(0)	0.48	0.48	0	0.76	0.75	(1)	0.03	0.03	0	0.73	0.72	(1)
沪农商行	0.94	0.95	1	0.68	0.66	(2)	0.36	0.36	(0)	2.43	2.37	(7)	2.26	2.23	(3)	1.73	1.15	(58)	1.03	1.00	(3)
渝农商行	0.00	0.00	0	0.82	0.78	(4)	0.56	0.52	(4)	3.09	2.89	(20)	1.99	1.84	(15)	6.88	0.00	(688)	1.07	1.05	(2)
青农商行	2.72	2.63	(8)	4.63	4.43	(20)	0.03	0.03	(0)	1.80	1.63	(17)	3.31	3.04	(27)	4.79	7.17	237	2.07	2.00	(6)
瑞丰银行	—	—	—	0.35	0.33	(2)	0.17	0.16	(1)	0.80	0.72	(8)	0.06	0.06	(0)	0.00	0.00	0	0.40	0.38	(3)
常熟银行	—	—	—	0.94	0.93	(1)	0.34	0.34	(0)	0.76	0.72	(4)	—	—	—	0.00	0.00	0	0.66	0.65	(1)

数据来源：Wind、开源证券研究所（四大行为境内口径，南京银行为母行口径）

### 3 国股行房地产不良率大幅下降

表20：国股行房地产不良率整体下降，部分国股行不良额亦同步压降（贷款变化：%，占比变化：pct，不良变化：pct）

银行	房地产对公贷款（百万元）			房地产对公贷款占比(%)			房地产对公不良（百万元）			房地产对公不良率(%)			银行	房地产对公贷款（百万元）			房地产对公贷款占比(%)			房地产对公不良（百万元）			房地产对公不良率(%)					
	2024H1	2024	变化	2024H1	2024	变化	2024H1	2024	变化	2024H1	2024	变化(bp)		2024H1	2024	变化	2024H1	2024	变化	2024H1	2024	变化						
工商银行	852,064	880,986	3.39	3.1	3.1	0.04	45,585	43,964	-3.56	5.35	4.99	-36	北京银行	121,923	122,846	0.76	5.6	5.6	-0.07				1.39	0.98	-41			
建设银行	910,726	908,380	-0.26	3.6	3.5	-0.06	47,387	43,518	-8.16	5.20	4.79	-41	上海银行	119,890	118,740	-0.96	8.4	8.4	0.03	1,665	1,165	-30.04	2.83	2.20	-63			
农业银行	892,258	858,127	-3.83	3.7	3.5	-0.21	48,358	46,339	-4.18	5.42	5.40	-2	江苏银行	81,745	71,545	-12.48	4.0	3.4	-0.57	2,313	1,574	-31.96	1.65	1,302	689.05	0.32	2.25	193
中国银行	952,486	967,297	1.55	4.5	4.5	-0.03	47,085	47,799	1.52	4.94	4.94	0	南京银行	51,092	57,877	13.28	4.2	4.6	0.37	131	186	41.98	0.10	0.13	4			
邮储银行	285,458	308,590	8.10	3.3	3.5	0.17	6,420	5,972	-6.98	2.25	1.94	-31	宁波银行	137,088	141,980	3.57	9.7	9.6	-0.11	2,616	2,506	-4.18	7.07	6.65	-41			
交通银行	527,977	527,675	-0.06	6.4	6.2	-0.22	26,238	25,612	-2.39	4.97	4.85	-12	杭州银行	37,012	37,670	1.78	4.1	4.0	-0.09									
招商银行	339,938	318,551	-6.29	5.0	4.6	-0.41	17,396	15,728	-9.59	5.12	4.94	-18	长沙银行	16,695	16,684	-0.07	3.1	3.1	-0.07									
浦发银行	381,536	397,011	4.06	7.2	7.4	0.19	10,454	9,925	-5.06	2.74	2.50	-24	成都银行	36,878	32,592	-11.62	5.2	4.4	-0.82	671	700	4.38	1.82	2.15	33			
兴业银行	477,367	474,075	-0.69	8.4	8.3	-0.16	5,151	7,304	41.80	1.08	1.54	46	重庆银行	9,774	10,113	3.47	2.3	2.3	-0.04	565	569	0.81	5.78	5.63	-15			
中信银行	277,547	285,149	2.74	5.0	5.0	0.02	6,386	6,296	-1.41	2.30	2.21	-9	贵阳银行	41,713	48,595	16.50	12.3	14.3	2.04	209	510	144.65	0.50	1.05	55			
民生银行	340,400	333,439	-2.04	7.7	7.5	-0.20	18,007	16,698	-7.27	5.29	5.01	-28	青岛银行	22,707	23,064	1.57	7.0	6.8	-0.23	493	477	-3.37	2.17	2.07	-11			
光大银行	166,404	157,688	-5.24	4.3	4.0	-0.27	7,507	6,744	-10.16	4.51	4.28	-23	齐鲁银行	4,392	3,640	-17.12	1.3	1.1	-0.26	61	262	329.51	1.39	7.20	581			
平安银行	258,715	245,219	-5.22	7.6	7.3	-0.31	3,260	4,389	34.63	1.26	1.79	53	郑州银行	28,932	22,216	-23.21	7.8	5.7	-2.03	1,984	2,123	6.97	6.86	9.55	270			
华夏银行	101,101	99,208	-1.87	4.3	4.2	-0.09	2,587	3,728	44.11	2.56	3.76	120	苏州银行	26,666	30,889	15.84	8.2	9.3	1.06	436	269	-38.26	1.64	0.87	-76			
浙商银行	187,179	186,133	-0.56	10.4	10.1	-0.31	2,361	2,885	22.19	1.26	1.55	29	西安银行	10,675	12,161	13.91	5.0	5.1	0.16									
													厦门银行	8,437	9,018	6.89	4.0	4.4	0.43	3	3	6.89	0.03	0.03	0			
													沪农商行	108,903	116,721	7.18	14.8	15.5	0.66	1,881	1,340	-28.74	1.73	1.15	-58			
													渝农银行	4,659	4,422	-5.08	0.7	0.6	-0.04	321	0	-100.00	6.88	0.00	-688			
													青农商行	14,599	11,923	-18.33	5.6	4.5	-1.12	700	854	22.09	4.79	7.17	237			
													紫金银行	8,724	8,096	-7.19	4.7	4.3	-0.41									
													无锡银行	1,463	1,703	16.35	1.0	1.1	0.13									
													苏农银行	2,737	2,900	5.98	2.1	2.2	0.15									
													江阴银行	1,100	1,462	32.90	0.9	1.2	0.28									
													瑞丰银行	2,311	2,327	0.68	1.9	1.8	-0.12									
													常熟银行	1,814	1,707	-5.94	0.8	0.7	-0.05									
													张家港行	1,422	1,671	17.49	1.0	1.2	0.17									

数据来源：Wind、开源证券研究所（四大行为境内口径，南京银行为母行口径）

对公房地产对资产质量冲击趋弱。2024上市银行对公房地产不良率较半年末年末整体下降，部分国有行、股份行不良率边际改善超幅度大。此外，我们观察到如下特点：第一、国股行房地产贷款规模、占比普遍下降，而城、农商行分化明显；第二、国股行不良率下降同时不良率亦压降，或源于处置力度的加大。此外仍关注到部分城、农商行房地产不良率反弹力度较大（如贵阳、齐鲁、郑州、青农），或源于各家行房地产风险暴露的节奏存在差异，部分银行前期暴露较充分，另一部分银行仍存处于风险暴露期。

# 零售业务风险普遍上升，国有行上升幅度显著

2024年仅个别股份行、城商行银行零售资产质量较中期改善，其余银行零售不良率均上升。国有行零售不良率上升幅度均超10bp，且各家国有行零售风险压力来源存有差异，例如农行压力来自经营贷与消费贷，建行主要压力来自信用卡；股份行与城商行零售业务风险分化，部分银行零售不良率大幅下降，或源于对个贷的处置力度加大，此外零售不良压力主要来自于个人经营贷。披露数据的农商行个贷不良边际上升幅度有限，其中瑞丰银行不良率大幅改善。由于零售不良认定主要采用逾期法，即与逾期天数相关，故零售不良的上升一方面反映借款人对于新发生违约贷款的还款意愿降低；同时国有行经营全国，或对特定区域客户风险状况了解程度有限，故零售不良上升显著。

表21：上市银行零售贷款不良率整体上升（%，变化为bp）

银行	经营贷			按揭			消费贷			信用卡			零售		
	2024H	2024	变化												
工商银行	0.91	1.27	36	0.60	0.73	13	1.65	2.39	73	3.03	3.50	47	0.90	1.15	25
建设银行	1.57	1.59	3	0.54	0.63	8	0.90	1.09	19	1.86	2.22	36	0.84	0.98	14
农业银行	0.92	1.39	47	0.58	0.73	15	1.17	1.55	38	1.42	1.46	4	0.79	1.03	25
中国银行				0.55	0.61	7				1.66	1.73	7	0.88	0.97	10
邮储银行	1.87	2.20	33	0.50	0.64	14	1.55	1.33	(22)	1.73	1.48	(25)	1.14	1.27	14
交通银行	0.88	1.21	33	0.48	0.58	10				2.32	2.34	1	0.98	1.08	10
招商银行	0.63	0.79	17	0.40	0.48	8	1.15	1.14	(1)	1.78	1.75	(4)	0.90	0.96	6
浦发银行	1.60	1.87	27	0.75	0.95	21	2.98	2.28	(70)	2.56	2.45	(11)	1.54	1.61	6
兴业银行	0.80	0.80	(0)	0.65	0.60	(5)	2.20	2.20	(0)	3.88	3.64	(24)	1.42	1.35	(7)
中信银行				0.71	0.49	(22)				2.57	2.51	(6)	1.30	1.25	(4)
民生银行	1.38	1.54	16	0.83	0.96	13	0.96	0.95	(1)	3.24	3.28	4	1.69	1.80	10
光大银行													1.47	1.40	(7)
平安银行	0.83	1.02	19	0.44	0.47	3	1.46	1.35	(11)	2.70	2.56	(14)	1.42	1.39	(3)
华夏银行													2.18	1.80	(38)
浙商银行													1.85	1.78	(7)
北京银行													1.35		
上海银行	1.49	1.56	6	0.35	0.45	11	1.49	1.45	(4)	2.14	1.98	(16)	1.11	1.14	3
江苏银行	1.58	2.04	46										1.03	0.99	(4)
南京银行				0.50		(50)							1.64	1.29	(35)
宁波银行	3.04	2.97	(7)	0.60	0.63	2	1.56	1.61	4				1.67	1.68	1
杭州银行	0.91	0.93	2	0.16	0.29	12							0.76	0.77	1
成都银行	0.92	0.97	5	0.63	0.78	14	0.70	0.69	(1)				0.68	0.78	10
重庆银行	5.37	5.70	33	1.08	1.49	41	1.42	1.05	(36)	2.46	3.04	58	2.44	2.71	27
贵阳银行													3.48	2.86	(62)
青岛银行													1.95	2.02	7
齐鲁银行													1.32	2.00	68
郑州银行	2.31	2.25	(6)	1.12	1.04	(8)	0.96	0.77	(19)	2.22	2.55	33	1.64	1.56	(8)
苏州银行	2.27	3.18	91	0.27	0.41	14							1.33	1.66	33
厦门银行													0.99	1.25	26
沪农商行													1.32	1.32	0
渝农商行	1.78	1.67	(11)	1.05	1.15	10							1.58	1.61	3
青农商行	1.83	1.69	(14)	1.33	1.62	29	2.06	1.99	(7)				1.66	1.69	3
瑞丰银行													1.77	1.52	(25)
常熟银行	0.91	0.95	4	0.44	0.38	(6)	0.86	0.86		2.74	4.14	140	0.91	0.94	3

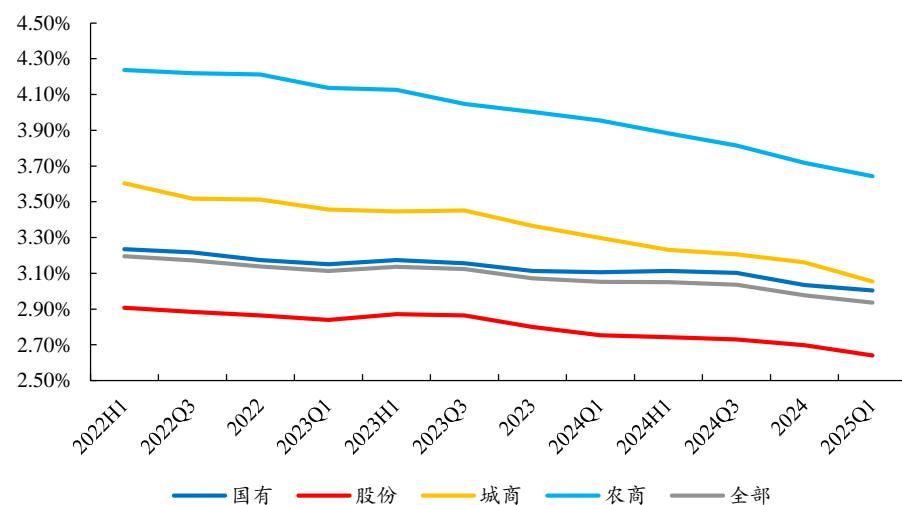
数据来源：Wind、开源证券研究所（四大行为境内口径，南京银行和中信银行零售分项为母行口径，部分银行经营贷口径包含其他贷款，例如农业银行经营贷=个人经营贷+惠农e贷）

## 2024年开始上市银行有主动调降拨备迹象

上市银行拨备指标在前期相对保持平稳，2024年方显主动调迹象，2025Q1该趋势仍延续。2025Q1年上市银行拨备覆盖率为238.07%，环比下降1.96pct；拨贷比为2.94%，环比降4bp。其中城、农商行拨备调降幅度更显著，2025Q1城、农商行拨备覆盖率环比分别下降7.12pct和4.63pct，部分城、农商行调降幅度较大（成都、贵阳、无锡超20pct）。

主动调降拨备为拨备逆周期动态监管机制的体现，即商业银行在经济衰退时期可少计提拨备，增加银行利润。伴随上市银行营收增速近年来逐步放缓，2025Q1营收压力进一步加剧，未来银行或仍通过释放拨备来维持盈利增长。

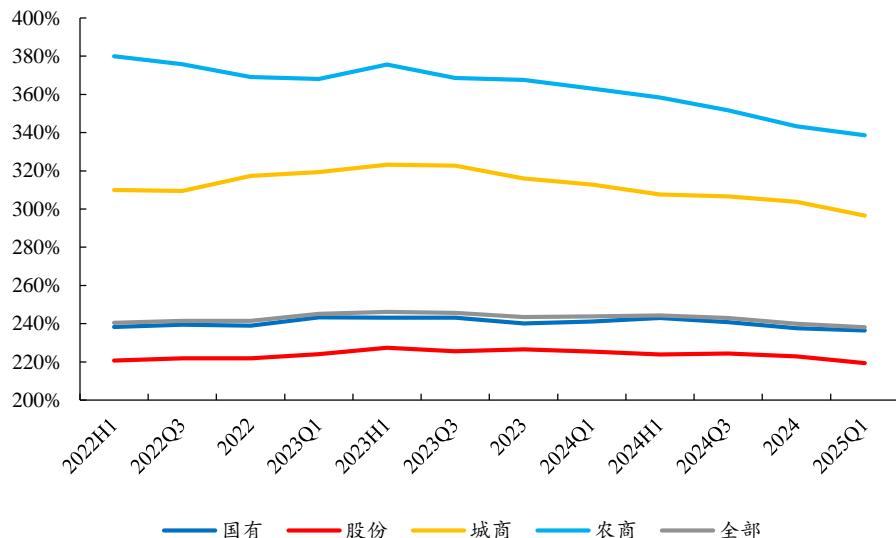
图35：2025Q1上市银行拨贷比略降



数据来源：Wind、开源证券研究所

KYSEC

图36：城、农商行拨备覆盖率呈高位下降趋势

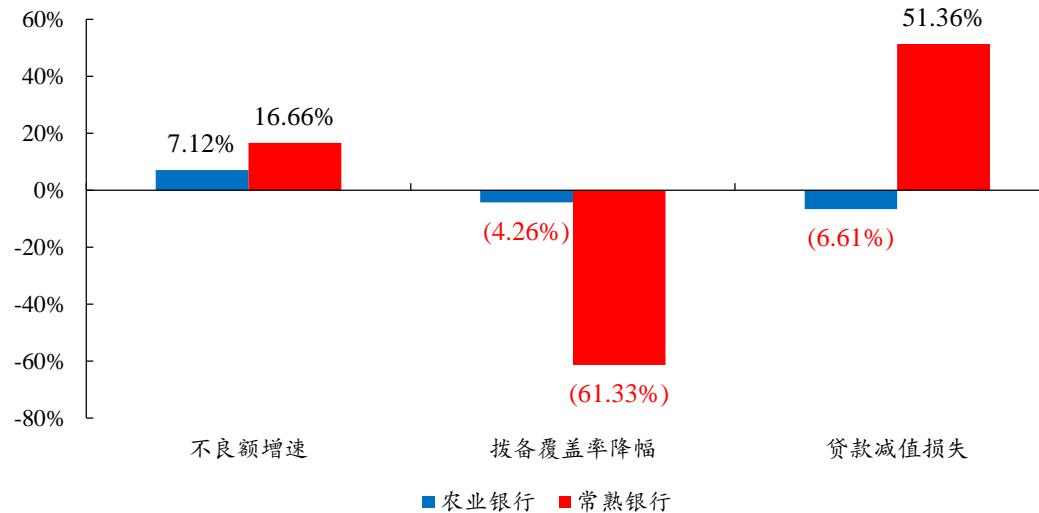


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3 调降拨备覆盖率不等同于释放业绩

部分、城农商行拨备覆盖率大幅下降，但贷款减值损失反而拖累盈利，其下降原因主要来自分母不良贷款的增长。例如2024年常熟银行拨备覆盖率下降61.33pct，但其贷款减值损失同比增51.4%，对盈利形成拖累，受零售风险上行影响，常熟银行2024年不良额增速为16.7%，在上市银行中居前。与此对比，国有行中，农业银行2024年拨备覆盖率下降4.26pct，贷款减值损失同比降6.6%形成业绩贡献，其不良额增速为7.1%亦低于常熟。

图37：2024年常熟银行拨备覆盖率下降源于不良额增长，其贷款减值损失仍上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 农商行拨备大幅调降，但并未贡献盈利

减值损失仍持续贡献盈利。2024及2025Q1，上市银行资产减值损失同比减少6.68%和2.39%，在营收承压的环境下，少提减值损失仍为上市银行盈利的主要贡献。

**农商行降拨备，但未贡献盈利。**我们观察到，尽管减值损失同比整体下降，但国有行与城、农商行贷款减值损失计提呈明显差异：2024年国有行贷款减值损失同比下降7.0%，仅中行和邮储同比多计提，其余大行计提同比大幅减少；城商行中北京、杭州、重庆、青岛同比多计提超10%，农商行亦大幅多计提，无锡、瑞丰、常熟超50%。我们认为不良资产处置力度加大，并不意味减值损失计提会增加，例如2024年工行、建行在加大核销转出同时，贷款减值损失同比仍下降；此外，部分城、农商行于2024年拨备计提力度上升，一方面源于营收增速的边际修复赋予了拨备计提空间，另一方面受2024年零售、小微业务风险抬升的影响，专营小微及个体工商户的城、农商行客户违约率上升，形成拨备计提压力。

图38：资产减值损失同比少计提仍贡献盈利

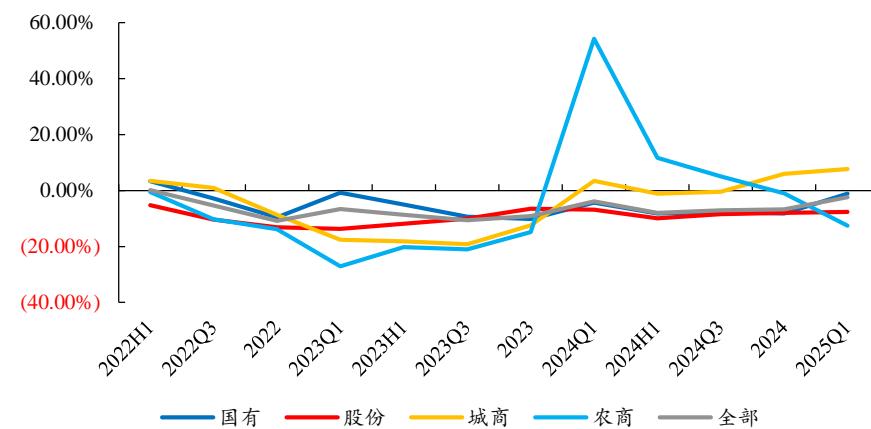
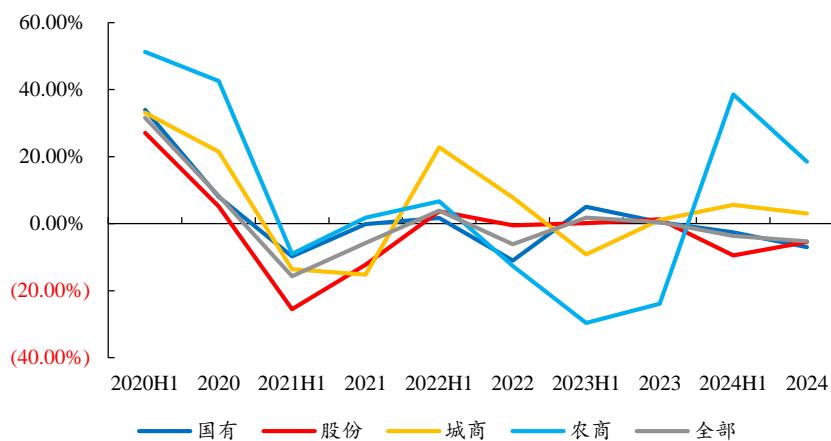


图39：农商行信贷拨备计提（贷款减值损失）承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

表22：上市银行信用成本较中期进一步下降（%）

拨备覆盖率				拨贷比				资产减值损失同比				贷款减值损失同比				信用成本																																																																																																																																																																																																																																															
2024	1Q25	变化 (pct)	2024	1Q25	变化 (bp)	2024	1Q25	变化 (pct)	1H24	2024	变化 (pct)	1H24	2024	变化 (bp)	2024	1Q25	变化 (pct)	2024	1Q25	变化 (pct)	1H24	2024	变化 (bp)																																																																																																																																																																																																																																								
工商银行	214.91	215.70	1	2.87	2.87	(0)	-16.01	-4.89	11	-12.92	-14.60	(2)	0.70	0.45	(25)	北京银行	208.12	198.08	(10)	2.73	2.58	(15)	9.00	-4.50	(14)	26.10	36.31	10	0.85	0.89	4																																																																																																																																																																																																																																
建设银行	233.60	236.81	3	3.12	3.14	2	-11.83	-0.02	12	-6.07	-17.79	(12)	0.70	0.48	(22)	上海银行	269.81	271.24	1	3.18	3.20	1	8.86	18.94	10	-17.22	11.08	28	0.61	0.84	23																																																																																																																																																																																																																																
农业银行	299.61	297.81	(2)	3.88	3.81	(1)	-3.55	2.60	6	1.93	-6.61	(9)	0.84	0.55	(24)	中国银行	300.60	297.97	(3)	2.50	2.47	(3)	-3.60	-7.69	(4)	17.24	13.90	(3)	0.71	0.58	(13)	邮储银行	286.15	266.13	(20)	2.58	2.43	(15)	8.69	53.27	45	-6.21	11.65	18	0.37	0.35	(2)	交通银行	201.94	200.41	(2)	2.64	2.59	(4)	-6.49	-13.47	(7)	-7.79	-9.53	(2)	0.77	0.60	(13)	招商银行	411.98	410.03	(2)	3.92	3.84	(8)	-1.57	-10.02	(8)	-6.81	-6.49	0	0.77	0.65	(12)	浦发银行	186.93	186.99	0	2.54	2.49	(1)	-9.61	5.28	15	-17.93	-0.28	18	0.93	1.07	14	兴业银行	237.78	233.42	(4)	2.55	2.52	(3)	-1.62	-11.39	(10)	-25.63	-23.08	3	0.92	0.92	0	中信银行	209.43	207.11	(2)	2.43	2.40	(4)	-15.17	-14.41	1	8.86	5.74	(3)	1.08	0.94	(13)	民生银行	141.94	144.27	2	2.09	2.11	2	-2.72	42.68	45	-6.75	-2.03	5	0.82	0.88	6	光大银行	180.58	174.44	(6)	2.26	2.18	(8)	-22.15	-15.58	7	-18.89	-16.25	3	1.00	0.98	(2)	平安银行	250.71	236.53	(14)	2.66	2.50	(16)	-16.36	-20.92	(5)	-14.05	-15.77	(2)	1.39	1.56	17	华夏银行	161.89	156.85	(5)	2.59	2.53	(7)	10.88	-18.09	(29)	-11.54	1.23	13	1.11	1.10	(9)	浙商银行	178.67	171.21	(7)	2.47	2.36	(10)	7.97	-20.36	(28)	48.74	78.35	30	1.63	1.45	(13)																																																
北京银行	208.12	198.08	(10)	2.73	2.58	(15)	9.00	-4.50	(14)	26.10	36.31	10	0.85	0.89	4	上海银行	269.81	271.24	1	3.18	3.20	1	8.86	18.94	10	-17.22	11.08	28	0.61	0.84	23	江苏银行	350.10	343.51	(7)	3.12	2.95	(17)	9.78	28.23	18	-12.74	1.08	14	0.89	1.06	17	南京银行	335.27	323.69	(12)	2.77	2.68	(9)	20.77	13.77	(7)	21.66	#####	(123)	0.93	0.00	(93)	宁波银行	389.37	370.57	(19)	2.97	2.81	(16)	19.45	26.47	7	6.89	7.60	1	1.01	0.85	(16)	杭州银行	541.45	530.07	(11)	4.11	4.04	(12)	-7.72	-56.89	(49)	47.48	55.36	8	1.07	0.97	(10)	长沙银行	312.80	309.82	(3)	3.66	3.65	(1)	7.51	16.38	9	12.53	2.94	(10)	1.61	1.52	(9)	成都银行	479.29	456.00	(23)	3.16	3.01	(15)	-6.48	-3.51	3	2.53	9.38	7	0.67	0.44	(24)	重庆银行	245.08	247.59	3	3.05	2.99	(6)	-1.50	6.55	8	30.86	16.09	(15)	0.94	0.86	(8)	贵阳银行	257.07	236.54	(21)	4.05	3.93	(12)	7.87	-43.74	(52)	-6.55	-23.99	(17)	1.30	0.96	(14)	青岛银行	241.32	251.49	10	2.74	2.84	10	-12.32	17.47	30	20.41	16.23	(4)	0.86	0.74	(12)	齐鲁银行	322.33	324.09	2	3.83	3.78	(5)	-11.32	-10.13	1	-19.88	-20.37	(0)	1.19	0.92	(20)	郑州银行	182.99	191.16	8	3.27	3.42	15	-11.04	0.72	12	-39.10	-12.80	26	0.83	1.37	55	苏州银行	483.50	447.20	(36)	4.01	3.72	(29)	-31.56	-0.49	31	-3.30	9.79	13	0.50	0.54	4	西安银行	184.22	190.07	6	3.17	3.06	(10)	34.02	20.70	(15)	28.13	86.02	58	1.19	1.43	24	厦门银行	391.95	313.57	(78)	2.89	2.69	(20)	7.93	-79.03	(87)	49.57	8.62	(41)	0.49	0.40	(9)
沪农商行	352.35	339.27	(13)	3.40	3.29	(11)	-23.01	-48.50	(25)	-47.63	-7.36	40	0.20	0.29	9	渝农商行	363.44	363.37	(0)	4.28	4.27	(1)	1.33	-19.17	(20)	85.06	30.75	(54)	0.73	0.79	6	青农商行	250.53	246.76	(4)	4.49	4.37	(13)	8.47	-15.08	(24)	11.71	16.09	4	2.04	2.01	(3)	紫金银行	201.44	202.52	1	2.50	2.51	0	22.21	-14.30	(57)	15.41	-44.69	(60)	0.59	0.22	(7)	无锡银行	457.60	430.60	(27)	3.57	3.36	(21)	13.44	7.68	(6)	101.81	83.91	(18)	0.64	0.51	(12)	苏农银行	428.96	420.03	(9)	3.86	3.77	(9)	-21.02	-3.14	18	44.33	-22.70	(67)	0.86	0.51	(35)	江阴银行	369.90	350.00	(20)	3.19	3.00	(19)	-30.21	0.05	30	-8.22	-25.23	(17)	1.57	0.49	(107)	瑞丰银行	320.87	326.08	5	3.10	3.17	7	36.54	16.43	(20)	51.27	66.62	15	1.17	0.90	(27)	常熟银行	476.55	489.56	13	3.86	3.72	(14)	-6.80	13.38	20	101.64	51.36	(50)	1.49	1.17	(32)	张家港行	376.01	375.48	(1)	3.52	3.52	(0)	2.72	5.56	3	17.93	3.61	(14)	1.15	0.68	(66)																																																																																																
国有	237.57	236.46	(1)	3.03	3.00	(3)	-8.22	-1.10	7	-2.61	-7.03	(4)	0.71	0.50	(2)	股份	222.80	219.33	(3)	2.70	2.64	(6)	-7.97	-7.62	0	-9.43	-5.46	4	1.00	0.99	(1)	城商	303.75	296.62	(7)	3.16	3.05	(1)	5.93	7.72	2	4.79	2.27	(3)	0.90	0.84	(7)	农商	343.32	338.69	(5)	3.72	3.64	(8)	-1.07	-12.57	(14)	26.10	16.86	(9)	0.85	0.73	(12)	全部	240.03	238.07	(2)	2.98	2.94	(4)	-6.68	-2.39	4	-3.77	-5.27	(1)	0.80	0.65	(15)																																																																																																																																																																																

数据来源：Wind、开源证券研究所

一方面在当前预期信用损失法下，经济增速较快时商业银行计提减值损失比例较大，经济增速放缓时计提比例较小，故在偏弱的经济环境下利率水平与信用成本走势趋向于一致；另一方面，宏观环境变化致使企业经营承压，银行授信准入政策相对更加严格，在压降了存量风险客户同时亦限制了潜在风险客户的准入，该逆向选择过程起到了提升了客群质量的作用，降低了信用成本。

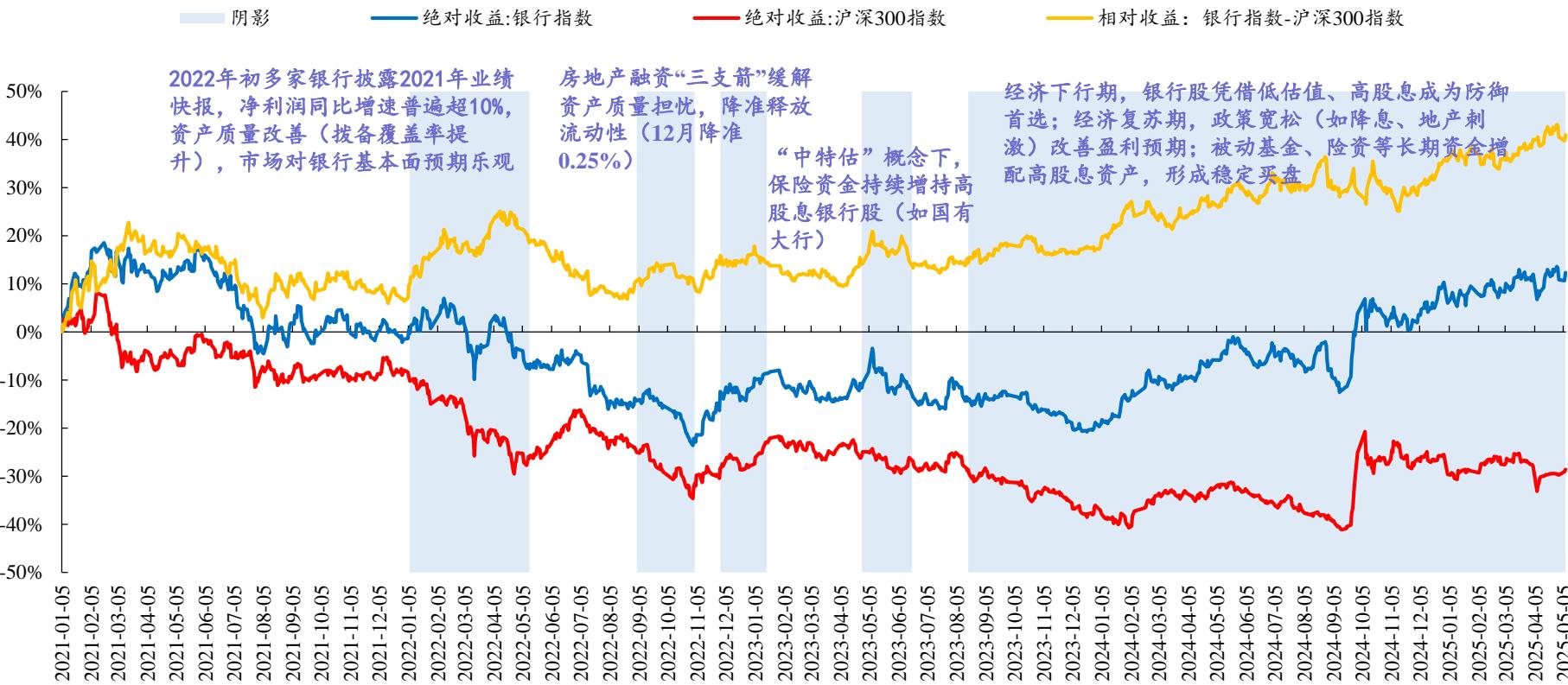
一方面在当前预期信用损失法下，经济增速较快时商业银行计提减值损失比例较大，经济增速放缓时计提比例较小故在偏弱的经济环境下利率水平与信用成本走势趋向于一致；另一方面，宏观环境变化致使企业经营承压，银行授信准入政策相对更加严格，在压降了存量风险客户同时亦限制了潜在风险客户的准入，该逆向选择过程起到了提升了客群质量的作用，降低了信用成本。

# 目录

## CONTENTS

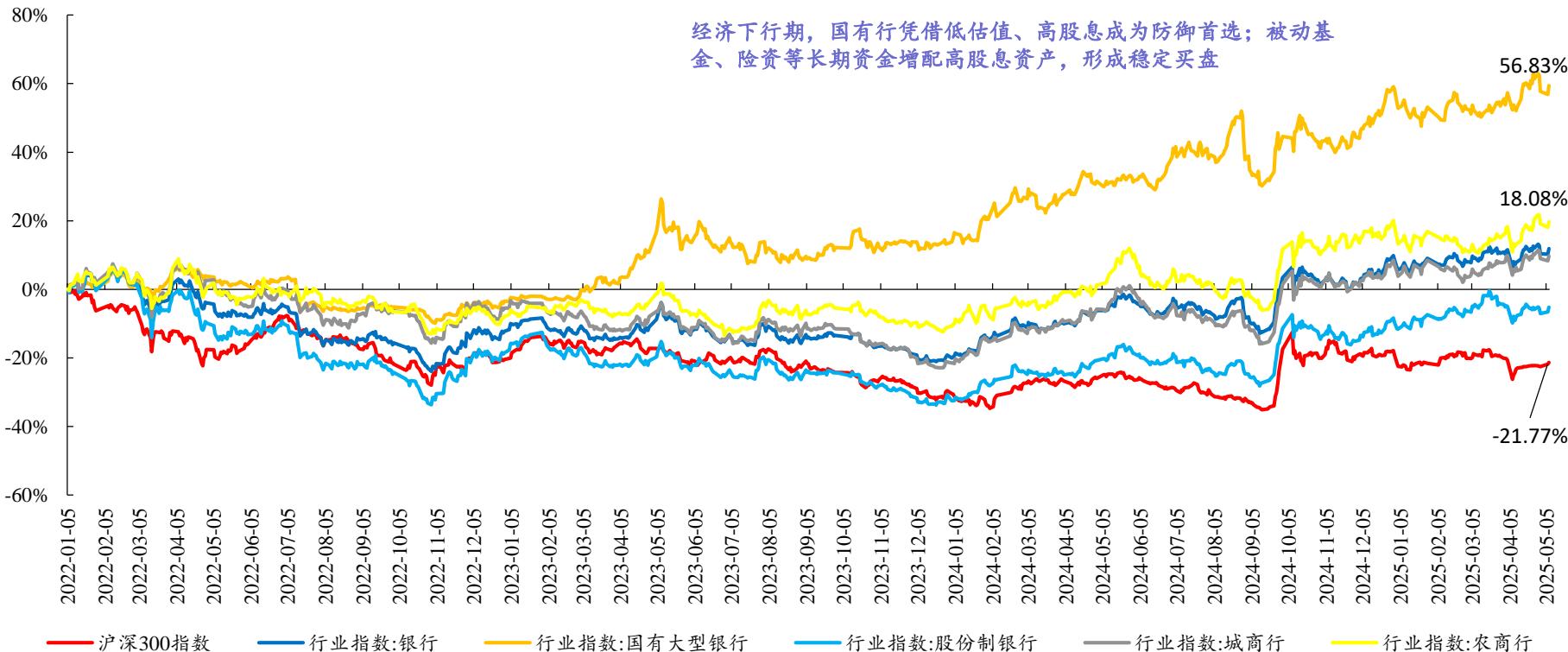
- 《 1 》 2025Q1上市银行业绩总览：总体小幅承压，营收普遍负增长
- 《 2 》 2025年“量价平衡”仍是一大考验，看好负债成本继续下降支撑息差
- 《 3 》 资产质量：对公趋势改善，零售普遍反弹，信用成本整体处于低位
- 《 4 》 银行板块：红利+复苏驱动行情，风险改善修复估值
- 《 5 》 投资建议
- 《 6 》 风险提示

图40：2022年初至今，银行股较沪深300始终获得相对收益



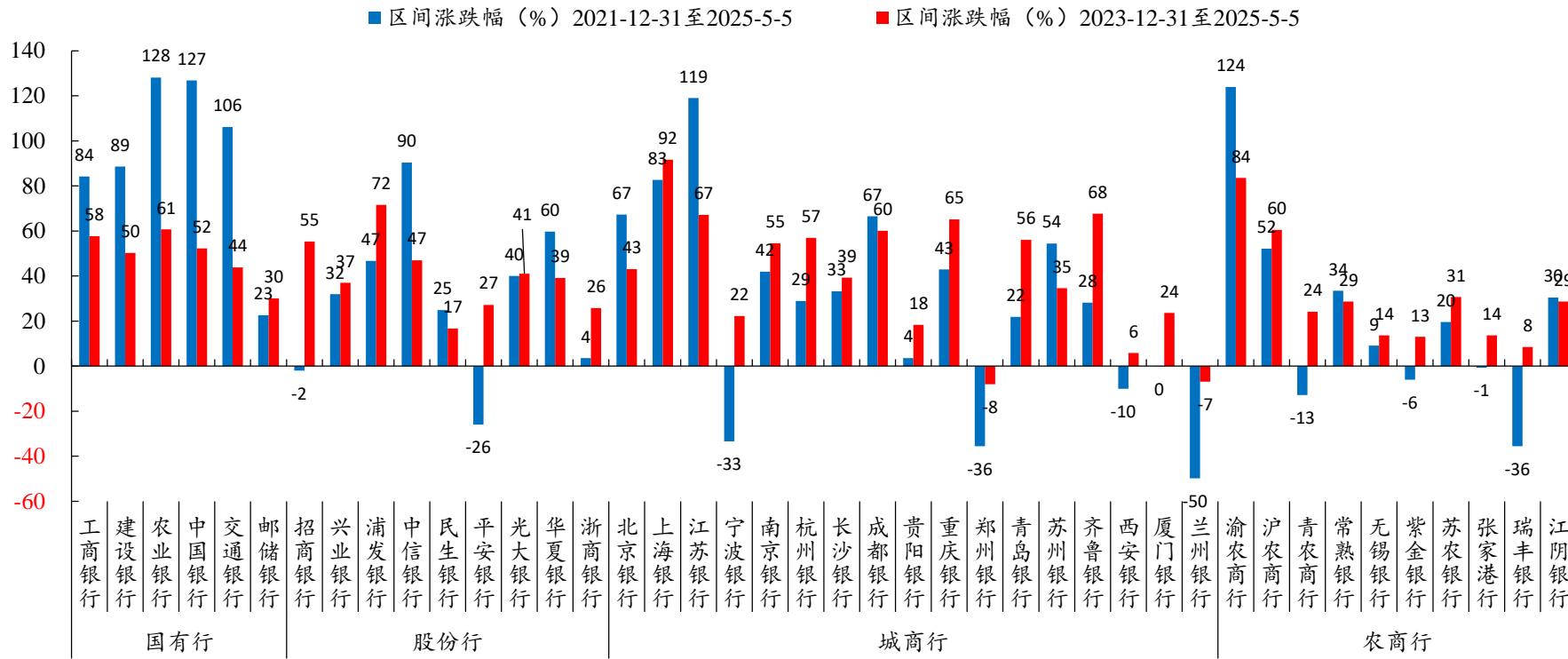
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：绝对收益以2020-12-31为起点0）

图41：2022年初至今，银行股始终跑赢大盘，其中国有行涨幅显著领先



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以2021-12-31为起点计算累计收益率）

图42：2022年初至今，涨幅领先的个股主要为五大行、中信银行、江苏银行、渝农商行等；  
 2024年初至今，涨幅领先的个股主要为浦发银行、上海银行、齐鲁银行、渝农商行等



数据来源：Wind、开源证券研究所

PB通常与ROE目前仍有显著的正相关关系。由于：

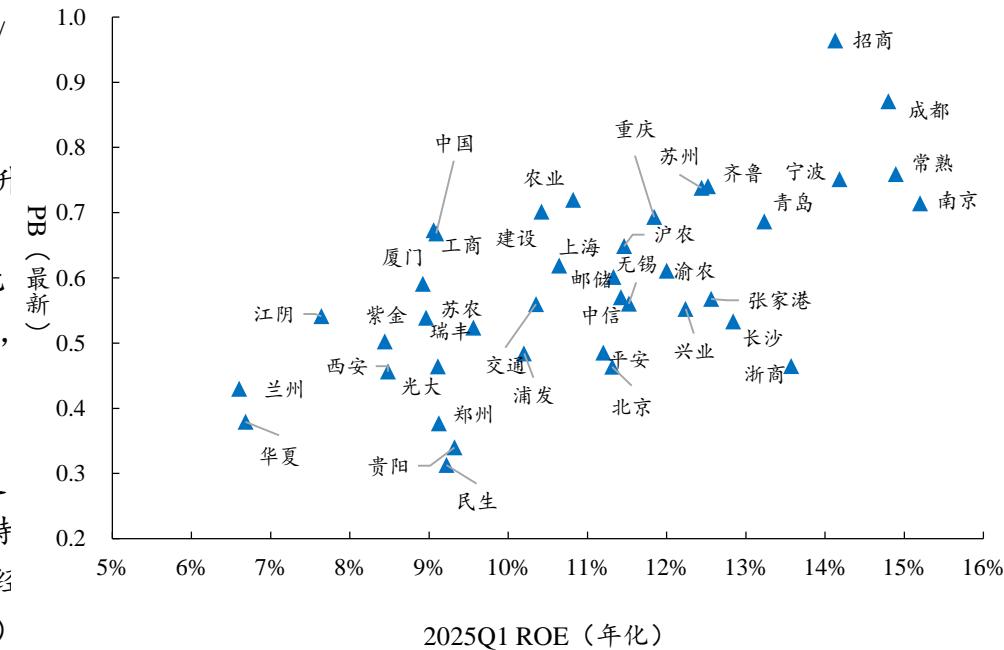
$$\text{ROE} = \text{ROA} * \text{权益乘数} = \text{净利润} / \text{平均资产} * \text{权益乘数}$$

$$\approx \text{净息差} + (\text{非息收入} - \text{业务及管理费} - \text{拨备} - \text{所得税} + \text{其他}) / \text{平均资产} * \text{权益乘数}$$

PB隐含银行投资者对于经济和银行基本面的预期。PB提升的逻辑通常有（1）提升ROE，银行应尽可能维护息差稳定、降低成本收入比、低不良消耗、保持较稳定的杠杆比例；（2）部分银行PB独立向上，受ROE波动的影响较小，主要由于其业务模式优势明显、护城河较宽等。

银行估值的提升，通常需有经济预期改善和业绩改善的支撑。通常银行PB的上升，主要在于对经济、风险、盈利持续性的乐观预期强化：（1）由于银行是顺周期的行业，经济基本面改善有助于量价复苏，营收增长动力转强；（2）隐含的风险担忧逐步解除，市场对于银行板块的情绪转暖。

图43：上市银行PB和ROE存在一定的正相关关系

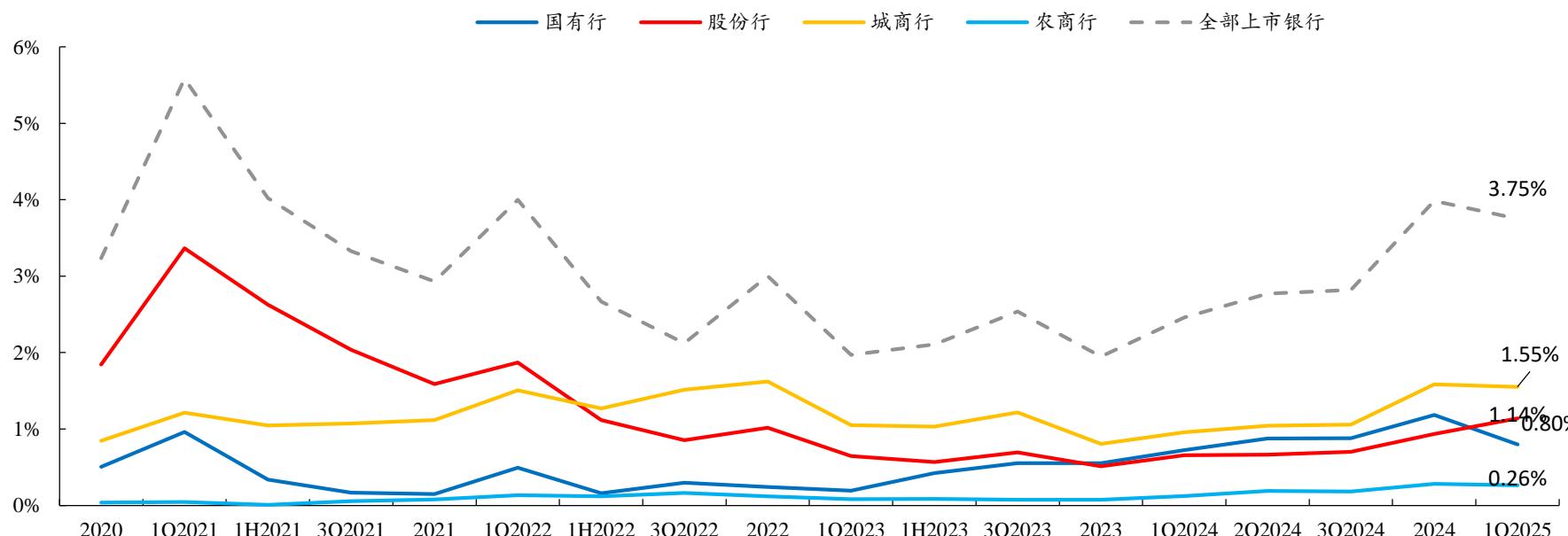


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2025Q1银行股持仓为3.75%，环比微降，整体已较历史低位明显提高

2025Q1末，银行板块公募基金持股总市值占A股总市值的3.75%，环比微降。其中股份行持仓上升较多，其余三类银行持仓均环比下降，或主要由于股份行业绩逐步修复且估值偏低。目前银行股持仓仍处于历史高位，外部市场扰动下红利逻辑或仍偏强。

图44：2025Q1银行股持仓为3.75%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 银行股估值逻辑由盈利—风险—红利的演变

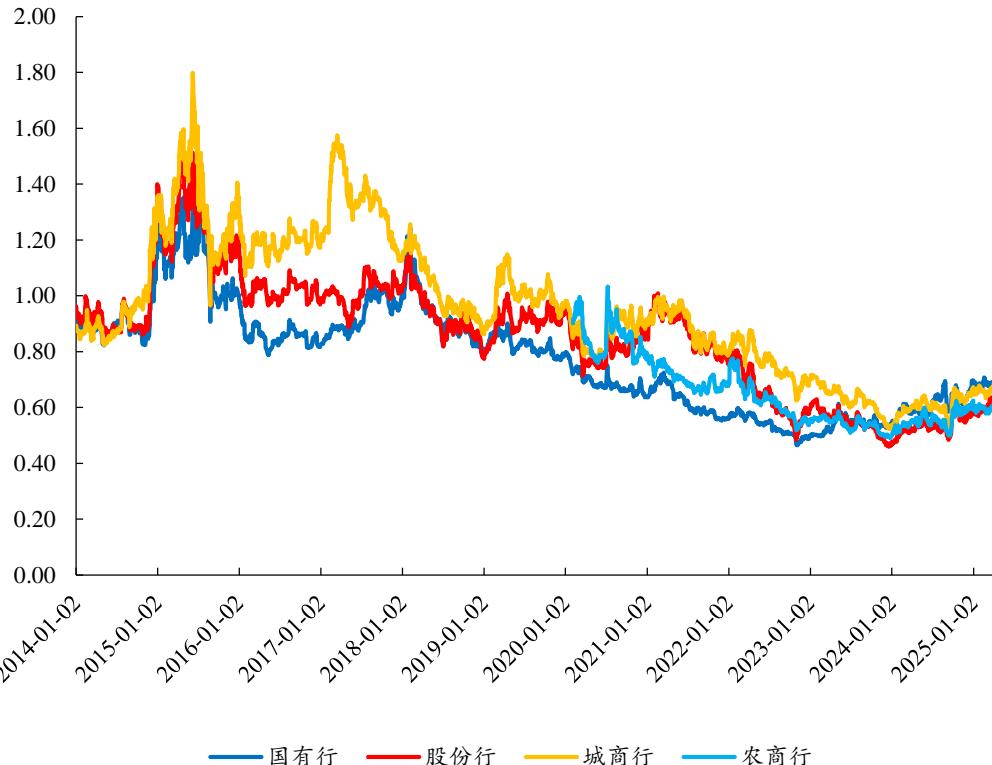
商业银行盈利增长和风险状况，均与经济发展密切联系，从2014年起我国上市银行估值逻辑经历三个阶段演化：

**阶段一：2018年以前，盈利驱动估值分化。**该阶段我国经济增长虽放缓，但上市银行经营仍有韧性，股份行零售及财富业务发力、城商行区域优势突显，营收增长显著高于国有行。盈利驱动下各类型银行估值分化显著。

**阶段二，2018至2024年，风险扩散后估值收敛。**2018年起市场对商业银行风险担忧升温，尽管期间商业银行积极调整信贷调整，加大不良清收处置，但由于传统行业清退以及不良清收核销的过程均漫长，故风险处置的成效于2021年方体现，商业银行不良率由高位逐步下降。银行在该阶段营收、盈利增长均放缓，但拨备覆盖率仍保持上升趋势，市场仍担忧银行不良资产发生损失后对净资本的侵蚀，各类型银行PB水平均下行破净，估值趋于收敛。

**阶段三，2024年起，红利逻辑推动估值提升。**该阶段上市银行营收增速仍处于底部区间，但自2024年初上市银行估值水平从底部反弹，国有行PB水平超过其他类型银行。一方面源于商业银行对公业务风险调控成效显现，对公资产质量改善显著；另一方面由于无风险资产（10年国债）收益率大幅下行，银行股的股息价值突显，红利逻辑下国有行估值持续修复。

图45：2018年开始，各类银行PB估值由分化转为收敛并逐步破净



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 未来投资逻辑线之一：国有行红利属性再强化

定增后国有行股息率受摊薄有限。短期看，定增摊薄为一次性冲击。以定增方案发布前3月28日收盘价为基准，定增后建行、中行、交行、邮储A股股息率分别下降0.21/0.38/0.83/0.88pct，H股股息率分别降0.28/0.49/0.93/0.98pct，A/H股息率受摊薄影响均有限，且A股股息率仍位于4%上方，相较于无风险资产，其收益率仍具投资价值。此外出于对原股东的保护，推测定增股份亦不会参与2025年中期分红，故对股息影响于2026年方体现。

长期看，国有行盈利水平受资本补充提升。理论上资本补充提升了银行资产投放能力，业绩或受规模扩张而同步增长，未来盈利能力将增强，覆盖短期的摊薄影响。此外在进行红利实际分配时，国有行均遵循30%的隐性下限，近年来分红比例均未低于30%，未来降低分红比例的可能性较低。

表23：定增后对股息率的影响幅度，交行、邮储大于建行、中行，H股大于A股

定增前后A/H股息率变化测算		建设银行	中国银行	交通银行	邮储银行
A股股价（元/股）	公告前	8.52	5.39	7.17	5.09
	发行价	9.27	6.05	8.71	6.32
H股股价（公告前）	HKD	6.48	4.45	6.72	4.84
	CNY	6.18	4.24	6.40	4.59
A股股息率	公告前	4.73%	4.50%	5.29%	5.14%
	发行后	4.53%	4.12%	4.46%	4.25%
	变化	-0.21%	-0.38%	-0.83%	-0.88%
H股股息率	公告前	6.52%	5.72%	5.92%	5.70%
	发行后	6.24%	5.24%	4.99%	4.72%
	变化	-0.28%	-0.49%	-0.93%	-0.98%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：公告前股价及股息率计算，均采用3月28日当天收盘价）

表24：国有行近年来分红比例均超30%且保持稳定（%）

银行	2019	2020	2021	2022	2023	2024
工商银行	30.00	30.01	30.01	30.01	30.00	30.00
建设银行	29.99	30.07	30.08	30.03	30.06	30.02
农业银行	30.02	30.00	30.01	30.01	30.00	30.01
中国银行	30.00	30.07	30.04	30.03	30.01	30.00
交通银行	30.27	30.08	30.10	30.06	30.03	30.07
邮储银行	30.00	30.00	30.01	30.01	30.00	30.00

数据来源：Wind、开源证券研究所

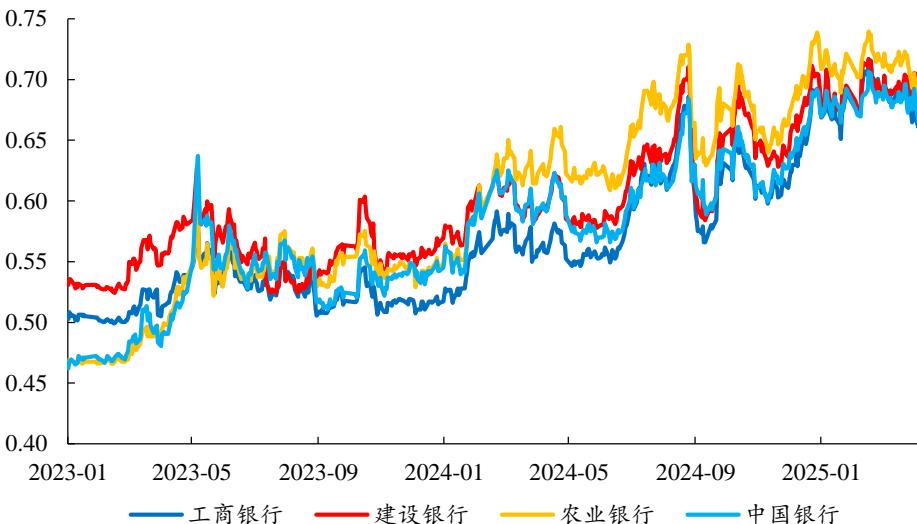
拨备释放基础主要取决于以下两个因素：

**第一、对资本影响小。**一方面，采用内评法的银行，其超额贷损失准备对资本充足率的提升较大，故存较大的释放空间，例如农业银行2024年超额损失准备对资本充足率的提升幅度为2.26%，在已披露数据的银行中最高；此外国有行具有较高的资本缓冲空间，同时未因递延税而扣减核心一级资本，未来不良处置不易产生递延税等非生息资产对资本的消耗，更具拨备调节空间。

**第二、不良资产结构优且稳定。**《商业银行金融资产风险分类办法》（以下简称《办法》）已明确次级、可疑、损失类贷款，对应预期信用损失分别为已发生、超过50%、超过90%。因此三者虽均计入不良，但形成实质损失可能性不同。小微、涉农业务特征明显的银行（农商行、农业银行），损失类贷款占比显著低于其他银行，源于此类贷款依据《办法》按照逾期法（按逾期时间）进行风险分类，故分类标准存在差异。我们认为损失类/不良占比低的银行，未来拨备调节空间更充分，一方面源于损失类贷款收回可能性小，占不良比率低，代表未来收回可能性高的资产占比更高，拨备未来回拨可发挥效能；此外，部分银行损失类贷款占比低，同时保持较高拨备覆盖率（如农行），考虑到损失类计提拨备比例高于其余不良，我们认为这类银行非损失类不良计提拨备比例更充分，拨备释放可行性更高。

**市场表现亦反映拨备带来的盈利确定性。**2023年以来农行PB估值由四大行最低上升至最高水平，主要源于拨备释放空间充足，对应未来盈利确定性较强，股息稳定强化其红利逻辑。

图46：2023年以来，农行PB估值提升在四大行中最高，反映其盈利确定性（倍）



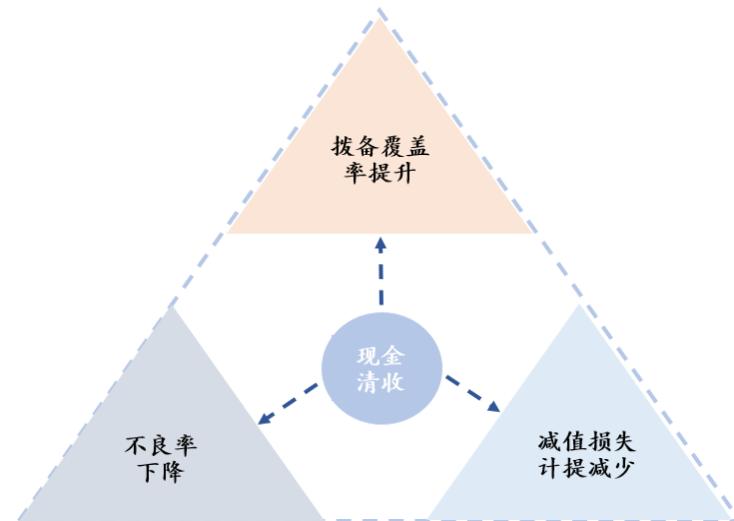
数据来源：Wind、开源证券研究所

拨备调节能力主要取决于以下两个因素：

**第一、客群基础好的银行未来计提更少拨备。**一方面，对公业务风险较前期已大幅缓解，信贷结构转型积极，风险客户压退力度强的银行，对公不良率或持续下降，对盈利扰动较小。此外，尽管当期零售业务风险抬升，但个人客户违约决策链相较对公更短，客户收入下降后虽很快违约，但恢复后亦会快速还款。伴随稳增长政策实施，财政和货币政策仍有发力空间，零售风险将伴随居民收入及预期的修复而下降，此时零售客群基础好，不盲目追求规模而介入高风险客户的银行，亦计提更少的减值损失。

**第二、不良处置手段多元化，清收优先的银行盈利增长稳定。**商业银行经营较难同时满足拨备覆盖率提升，不良率下降，减值损失计提减少三项目标。例如银行当期少确认不良贷款，则压降不良率同时减少拨备计提，但拨备覆盖率提升受限；若采用核销方式处置不良，则不良率压降同时拨备覆盖率亦提升，但核销增加了拨备计提，形成贷款减值损失影响盈利。以清收为优先手段处置不良的银行（国有行），压降不良和提升拨备覆盖率同时，减值损失计提亦因拨备回拨减少，故可同时满足上述三项经营目标。商业银行营收增长放缓的环境下，不良资产处置成为了利润的重要增长点，此阶段不良处置方式多元化，且以清收为主的银行，在满足监管指标要求同时亦具拨备调节能力。同时，部分银行资本水平亦制约其不良处置能力，若递延税资产已扣减核心一级资本，则未来处置不良资产的空间受资本限制，拨备调节能力亦受限，资本优势下国有行较其他类型银行更具调节能力。

图47：清收可同时满足拨备覆盖率提升，不良率下降，减值损失计提减少的目标



资料来源：开源证券研究所

# 国有行股息率虽下降，当仍有较强确定性

表25：国有行股息率受股价上涨影响下降，但截至4月30日，仍高于部分城、农商行（单位：%）

股息率	2019	2020	2021	2022	2023	2024	4月30日	股息率	2019	2020	2021	2022	2023	2024	4月30日	
工商银行	4.47	5.33	6.33	6.99	6.41	4.45	4.39	北京银行	5.37	6.20	6.87	7.19	7.06	5.20	5.33	
建设银行	4.43	5.19	6.21	6.91	6.14	4.58	4.45	上海银行	4.21	5.10	5.61	6.77	7.71	5.46	4.82	
农业银行	4.93	5.89	7.03	7.64	6.34	4.53	4.46	江苏银行	3.84	5.79	6.86	6.73	7.03	5.30	5.12	
中国银行	5.18	6.19	7.25	7.34	5.92	4.40	4.38	南京银行	4.47	4.86	5.15	5.12	7.27	5.24	5.36	
邮储银行	3.59	4.36	4.85	5.58	6.00	4.61	5.11	宁波银行	1.78	1.41	1.31	1.54	2.98	3.70	3.77	
交通银行	5.60	7.08	7.70	7.87	6.53	4.88	5.07	杭州银行	3.82	2.35	2.73	3.06	5.19	4.45	4.42	
招商银行	3.19	2.85	3.12	4.66	7.09	5.09	4.91	长沙银行	3.53	3.36	4.48	5.18	5.57	4.72	4.64	
浦发银行	4.85	4.96	4.81	4.40	4.85	3.98	3.74	成都银行	4.63	4.31	5.25	5.02	7.96	5.21	5.25	
兴业银行	3.85	3.84	5.44	6.75	6.42	5.53	5.08	重庆银行		4.38	5.83	5.86	4.46	4.46	3.87	
中信银行	3.87	4.97	6.54	6.61	6.16	5.08	4.92	贵阳银行	3.24	3.77	4.61	5.46	5.64	4.83	5.03	
民生银行	5.86	4.10	5.46	6.20	5.78	4.65	4.82	青岛银行	3.37	3.04	3.46	4.76	5.25	4.12	3.52	
光大银行	4.85	5.26	6.05	6.19	5.97	4.88	5.00	齐鲁银行		3.30	4.46	5.63	4.76	4.35		
平安银行	1.33	0.93	1.38	2.17	7.66	5.20	5.57	郑州银行	2.15					0.95	1.08	
华夏银行	3.25	4.82	6.04	7.38	6.83	5.06	5.57	苏州银行	1.96	3.13	4.14	4.24	6.04	4.93	4.98	
浙商银行	5.02	3.95		7.14	6.51	5.36	5.22	西安银行	2.38	3.42	4.42	4.69	1.68	2.77	2.89	
数据来源：Wind、开源证券研究所								厦门银行		1.36	3.62	5.06	6.11	5.50	5.38	
								沪农商行			8.30	5.82	6.60	5.08	5.14	
								渝农商行	3.43	4.93	6.56	7.69	7.07	5.03	4.45	
								青农商行	2.32	2.95	2.59		3.82	3.95	3.83	
								紫金银行	1.78	2.38	2.99	3.86	3.95	3.51	3.70	
								无锡银行	3.24	2.96	3.17	3.80	3.96	3.72	3.98	
								苏农银行	2.84	3.02	3.29	3.62	4.33	3.40	3.44	
								江阴银行	3.86	4.21	4.68	4.53	5.35	4.60	4.82	
								瑞丰银行			1.60	2.38	3.64	3.55	3.86	
								常熟银行	2.20	2.71	3.03	3.31	3.91	3.30	3.44	
								张家港行	2.53	2.62	2.78	4.34	5.15	4.58	4.76	

银行经营仍面临较大压力，需求不足，息差下行，零售风险抬升，等因素，故此次银行股行情并非基本面驱动，传统PB（相对估值）现阶段对银行股的投资价值解释趋弱，我们尝试采用DDM股息折现模型（绝对估值）来测算四大行内在价值。

在不变增长股利折现模型  $V_0 = D_1 / (r - g)$  中，我们认为四大行分红比例保持稳定，股利增长均来自于归母净利润的增长，假设未来四大行里农行与中行归母净利润增速相对高（2.00% 和 1.50%），工行和建行相对低（均为1.00%），则在4%的必要回报率下（部分保险资金最低配置收益率要求），四大行现股价显著低于其内在价值。当必要收益率为6%时，四大行股价与测算内在价值接近。若市场完全有效，则当前股息策略驱动下的机构必要回报率或接近6%，农业银行仍有上涨空间。

表26：必要回报率为6%时，测算PB与现PB接近，农业银行仍有上涨空间

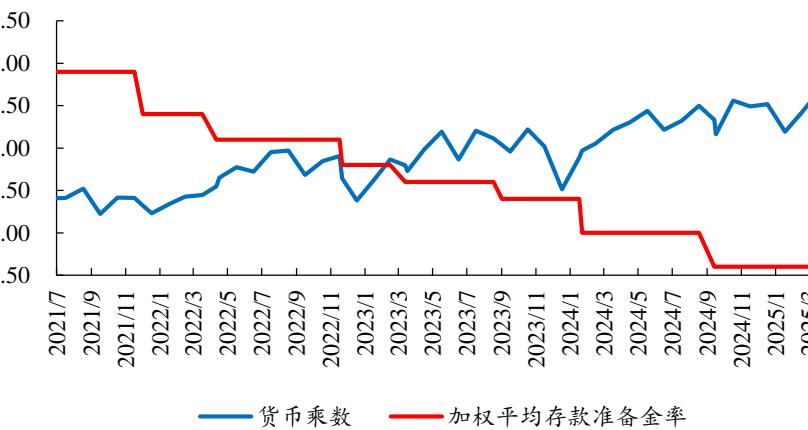
银行	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行
每股派息(元)	0.31	0.40	0.24	0.24
每股净资产	10.23	12.65	7.40	8.18
现股价	7.01	9.06	5.42	5.53
现PB(倍)	0.69	0.72	0.73	0.68
归母净利润预测增速	1.00%	1.00%	2.00%	1.50%
情景1				
必要回报率	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
测算股价	4.44	5.81	4.11	3.79
测算PB(倍)	0.43	0.46	0.56	0.46
测算PB/现PB	63%	64%	76%	68%
情景2				
必要回报率	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
测算股价	6.22	8.14	6.17	5.47
测算PB(倍)	0.61	0.64	0.83	0.67
测算PB/现PB	89%	90%	114%	99%
情景3				
必要回报率	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
测算股价	10.37	13.57	12.34	9.84
测算PB(倍)	1.01	1.07	1.67	1.20
测算PB/现PB	148%	150%	228%	178%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 未来投资逻辑线之二：稳增长政策下银行的业绩改善

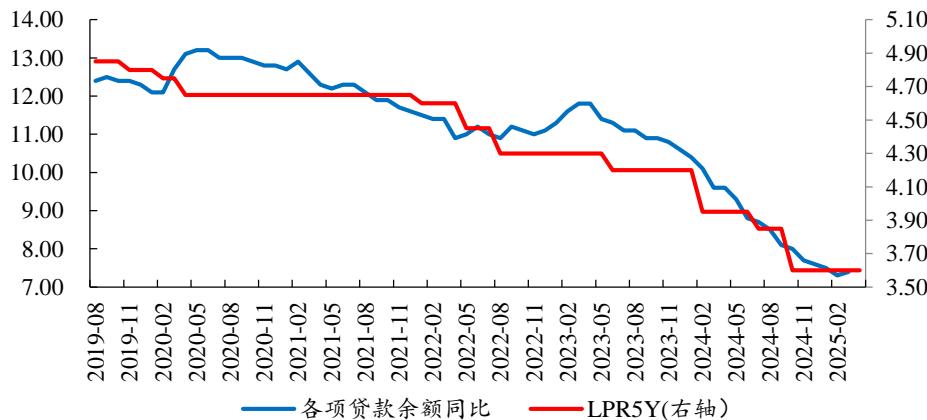
正视货币政策对经济增长效用。自2024年9月份一揽子政策出台，市场信心修复明显，股指自低位显著回升，但市场仍担忧货币政策对经济的修复作用有限。我们认为适度宽松的货币政策对信贷增长的影响需拉长时间周期看待，并非在当前寻找线性对应关系。数量型货币工具方面，存款准备金率调降亦伴随着货币乘数的提升，意味当前从降准至宽信用的路径顺畅；价格型工具方面，LPR多次调降后，各项贷款增速仍处低位，意味着对于居民企业而言，当前信贷价格并非是融资决策的决定性因素。由于收入端非货币政策直接可控，故适度宽松的货币政策显性影响是减少了负债端支出。随着时间推移，当居民企业收支预期改善后，其融资决策边际方生变化。因此信贷增速的企稳回升，是长期政策积累后的结果，并非当期即刻体现。尽管3月份各项贷款增速环比略回升0.1pct，但长期趋势仍待观察。我们认为当居民企业收入端趋于稳定后，货币政策积累的效能对信贷增长的拉动方始显现，商业银行信贷增速或触底回升。

图48：货币政策降准至宽信用路径顺畅（准备金率单位%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：LPR持续调降，但当前信贷价格并非居民企业融资决策的决定性因素（%）

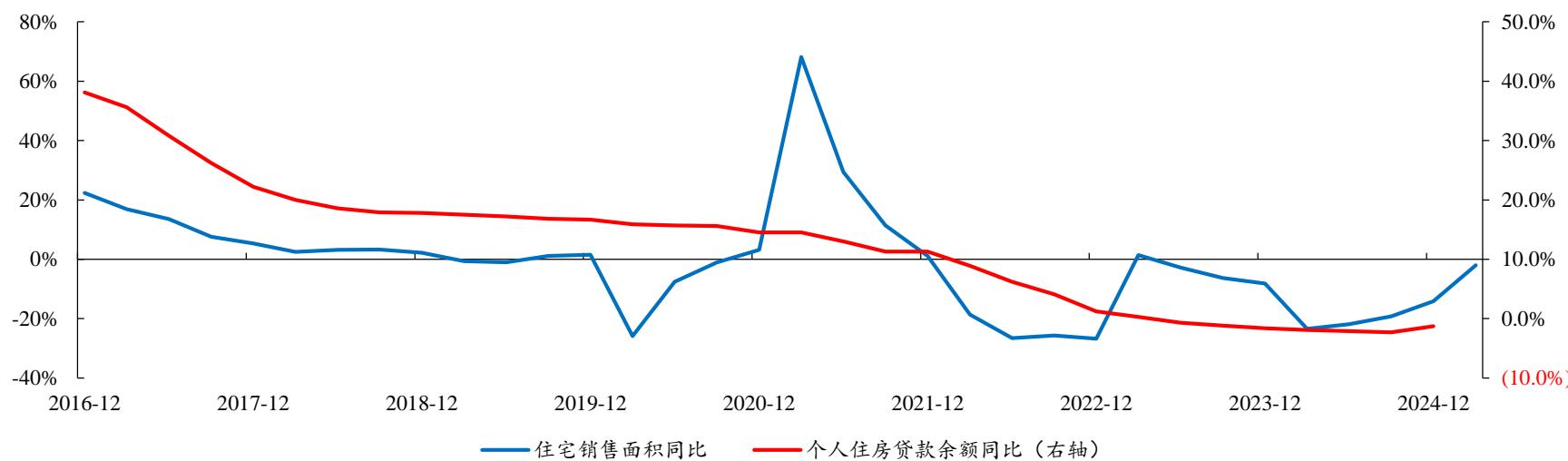


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 刚需按揭更代表居民实际需求，降幅处于筑底修复阶段

政策效能积累下，住宅销售回暖。伴随房地产市场一系列政策的实施（存量按揭调降、LPR调降、个人住房贷款利率定价机制调整等），使得当下存量房贷利率已处于低位，提前还贷行为已较前期放缓；此外对于部分一线城市的刚需购房者，当前价位已调整至心里预期，2024年9月份以来，随着需求端企稳，住宅销售面积增速明显修复。由于当前购房者多为刚性需求，故按揭贷款增速对需求端观察更具指导意义。从长期趋势来看，住宅销量回升亦不代表按揭需求企稳，二者之间无短期对应关系，即按揭需求的回升亦取决于长期效能的积累。政策端支持下，按揭贷款降幅的斜率正逐步修复，或代表按揭需求处于底部回升阶段。

图50：按揭贷款降幅斜率正逐步修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 企业现金流持续修复是经济企稳的体现

**隐债工作持续推进。**化解财政部官方口径的地方政府隐形债务为14.3万亿元，根据财政部对化解任务的分解，2024~2026为化债集中实施阶段（每年新增2万亿限额及0.8万亿专项额度）。在2025年“两会”记者发布会上，央行、财政均表示2024年置换政策实施成效显著，地方债务压力大幅减轻，同时融资平台改革转型亦加速。2025年将指导地方尽早发行使用专项债，因此政府债发行呈前置现象，2月、3月府债券融资同比分别多增1.09万亿元和1.02万亿元，发行明显提速。

**化债边际改善企业流动性。**再融资专项债加速发行后，季末月财政资金集中拨付，财政存款回流银行体系形成活期存款，企业流动性边际改善。3月新口径M1同比增长1.6%，较2月增速上升1.5pct，M2-M1剪刀差收窄，此外3月财政存款减少7710亿元，反映了资金由财政账户向实体经济流入逐步活化。

**企业现金流及居民收入回升是经济企稳的体现。**预期及信心的修复将显著拉动借款人的偿债意愿，受此影响居民企业的偿债能力，融资意愿均逐步提升，随着时间的推移政策端持续加码，积极因素不断积累，前期政策的量能或逐步体现，故押注经济复苏主线的胜率或持续上升。

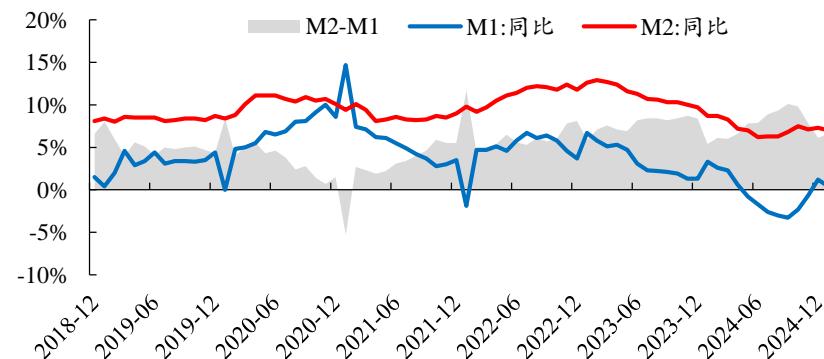
表27：2023年末官方隐债规模为14.3万亿元，其中10万亿以置换方式化解（万亿元）

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					
剩余部分	2.3					
						依靠地方自身消化

数据来源：人大常委会新闻发布会、开源证券研究所

KYSEC

图51：财政存款拨付，3月M1增速回升、剪刀差收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

- 《 1 》 2025Q1上市银行业绩总览：总体小幅承压，营收普遍负增长
- 《 2 》 2025年“量价平衡”仍是一大考验，看好负债成本继续下降支撑息差
- 《 3 》 资产质量：对公趋势改善，零售普遍反弹，信用成本整体处于低位
- 《 4 》 银行板块：红利+复苏驱动行情，风险改善修复估值
- 《 5 》 投资建议
- 《 6 》 风险提示

**红利稳固可持续，稳增长驱动顺周期。**关税扰动下，政策定力以内为主，降准、降息仍有空间，看好稳增长政策发力下的银行估值修复。我们预计2025年银行业绩表现基本稳定，营收和净利润增速稳步回升。信心主要来自于：

- ① 信贷节奏前瞻但结构优化，套利性质信贷水分减少；
- ② 息差回落幅度优于预期；
- ③ 零售风险释放接近尾声；
- ④ 累计浮盈兑现、存量债券流转等支撑非息收入。

继续看好稳定股息的红利策略持续性，推荐中信银行，受益标的农业银行、招商银行、北京银行；顺周期标的推荐苏州银行，受益标的江苏银行、成都银行、常熟银行。

表28：受益标的一览

代码	银行名称	PB (LF)		ROE(%)	总营收同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			EPS			评级
		2025-05-06	2025E		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
601288.SH	农业银行	0.71	0.68	2.71	2.26	1.38	3.55	4.73	1.72	3.80	0.81	0.82	0.85	未评级
600036.SH	招商银行	0.98	0.90	3.53	(0.48)	0.35	3.15	1.22	0.63	3.89	5.88	5.92	6.15	未评级
601998.SH	中信银行	0.56	0.54	2.86	3.76	3.71	2.45	2.33	0.36	3.30	1.26	1.27	1.31	买入
601169.SH	北京银行	0.46	0.44	2.83	4.81	3.68	4.54	0.81	(1.74)	4.63	1.22	1.20	1.26	未评级
600919.SH	江苏银行	0.76	0.71	4.13	8.78	6.20	7.14	10.76	6.05	10.72	1.74	1.84	2.04	未评级
601838.SH	成都银行	0.87	0.79	3.70	5.90	6.17	5.89	10.17	8.62	7.27	3.08	3.30	3.53	未评级
002966.SZ	苏州银行	0.72	0.72	3.11	3.01	3.41	3.60	10.16	9.14	9.49	1.32	1.30	1.35	买入
601128.SH	常熟银行	0.76	0.69	3.72	10.53	7.51	8.16	16.20	12.76	12.45	1.26	1.43	1.60	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中信银行、苏州银行预测值为开源证券研究所估计，其余银行预测值采用Wind一致预期）

# 目录

## CONTENTS

- 《 1 》 2025Q1上市银行业绩总览：总体小幅承压，营收普遍负增长
- 《 2 》 2025年“量价平衡”仍是一大考验，看好负债成本继续下降支撑息差
- 《 3 》 资产质量：对公趋势改善，零售普遍反弹，信用成本整体处于低位
- 《 4 》 银行板块：红利+复苏驱动行情，风险改善修复估值
- 《 5 》 投资建议
- 《 6 》 风险提示

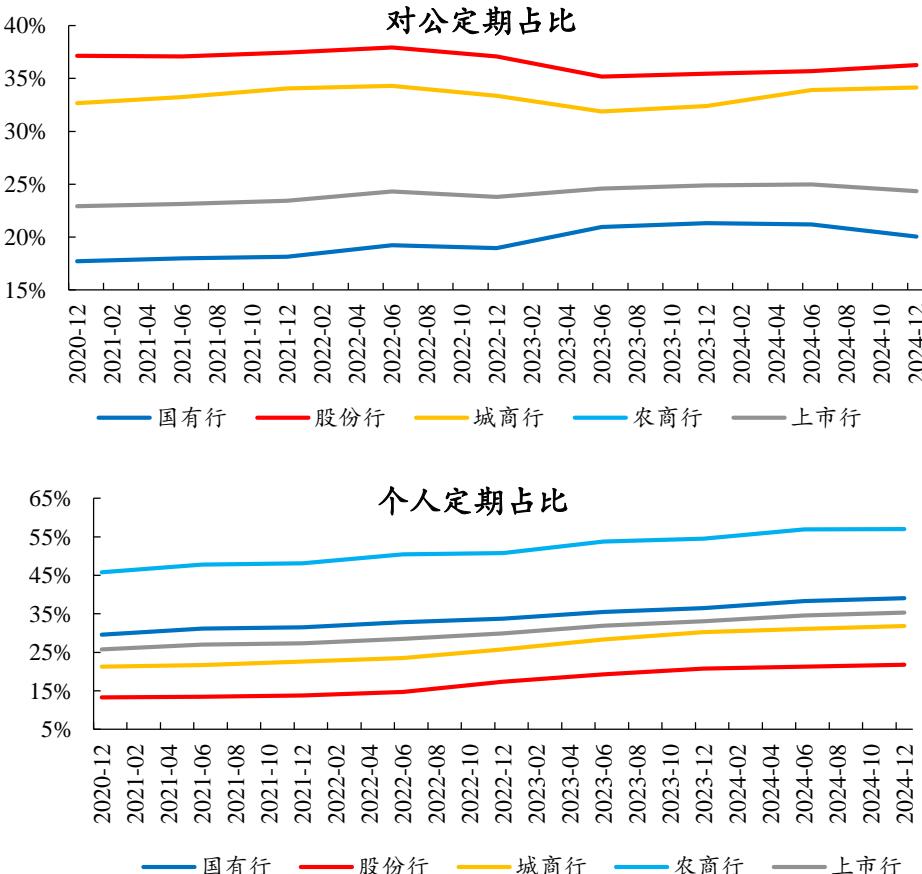
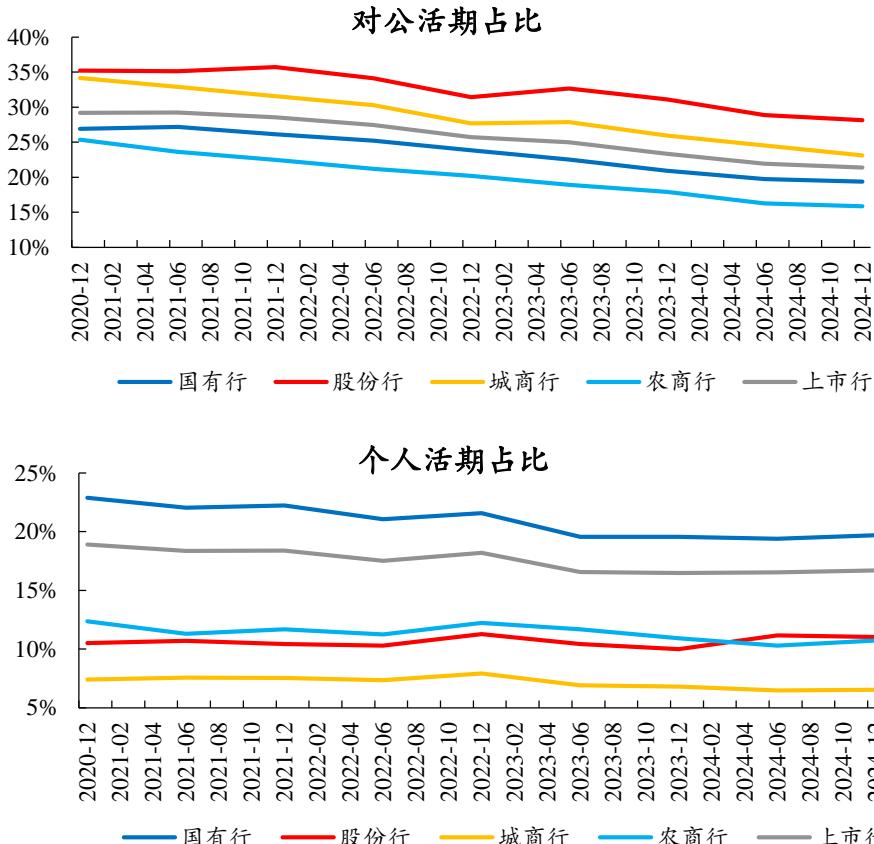
**宏观经济增速不及预期：**反映在实体企业贷款需求较弱，银行面临更大的资产荒压力，扩表速度放缓的同时新发贷款利率继续下降；部分企业经营情况恶化，导致贷款偿还能力不足，银行资产质量恶化；

**政策落地不及预期：**高息存款整改不及预期，导致存贷套利现象仍然存在，息差仍有较大的下降压力。

1. 降准0.5%，提供1万亿流动性；
2. 阶段性将汽车金融/金融租赁公司存款准备金率5%调降至0%；
3. 7天逆回购操作利率由1.5%下调至1.4%，预计带动LPR下降约0.1个百分点；
4. 结构性工具利率/支农支小再贷款利率从1.75%至1.5%（降低25BP），PSL从2.25%至2%（降低25BP）；
5. 降低个人住房公积金利率从2.85%降至2.6%（降低25BP）；
6. 科技创新和设备更新再贷款扩容到8000亿元（增加3000亿元），支持“两新”；
7. 设立5000亿元服务消费和养老再贷款；
8. 增加支农支小再贷款额度3000亿元；
9. 支持资本市场的货币政策工具，互换便利和回购贷款额度合并，扩容至8000亿元；
10. 创设科技创新债券风险分担工具，分担违约风险。

# 存款结构的变化

图52：今年对公活期存款占比下降、个人定期存款上升



## 分析师声明

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。

## 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。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

## 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，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。

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形式的拷贝、复印件或制品，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：**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

邮箱：research@kysec.cn

**北京：**北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

**深圳：**深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

**西安：**西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

# THANKS

感谢 聆听



开源证券