

超配（维持）

确定性稀缺时代对相对安全边际的追逐

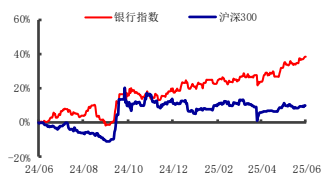
银行业 2025 年中期投资策略

2025 年 6 月 13 日

投资要点：

分析师：吴晓彤
SAC 执业证书编号：
S0340524070001
电话：0769-22119430
邮箱：
wuxiaotong@dgzq.com.cn

银行指数走势



资料来源：IFind，东莞证券研究所

- **复盘：板块 ROE 处于中上游水平，各子板块全面普涨。**银行板块 ROE 受到宏观环境的影响有所下行，但是与其他 30 个行业横向比较，银行板块超过 10% 的 ROE 仍处于中上游水平。今年前五个月银行板块贯穿始终，源于低利率环境下股息率的优越性、不确定环境中的确定性以及政策托底。除此以外，险资等增量资金持续流入是重要行情支撑要素之一。
- **基本面展望：政策呵护，负债成本已进入改善通道。**（1）量：全方位扩大国内需求，信贷投放有望温和修复。政策组合拳从总量宽松、成本压降、结构优化三方面协同发力，为银行信贷扩张提供了明确指引路径。（2）价：政策呵护，存款成本改善效果加速释放。5 月存款利率下降幅度罕见大于 LPR，银行业负债成本已进入改善通道，后续表现或更为积极。（3）质：房地产风险峰值已过，关注零售不良生成压力。
- **资金面：增量资金三路汇流，估值重塑预期转强。**资金持续流入银行板块的核心逻辑是低利率环境下的资产荒困境，银行股成为中长期资金“资产荒”下的优选。（1）入市政策持续松绑，银行高股息与险资长期配置需求深度共振，险资增配银行等高股息板块并将其计入 FVOCI 的趋势或将持续并增强。（2）被动指数基金快速扩容，我国或正迈进被动投资大时代，而其中高权重的银行板块也将继续承接被动资金的流入，其估值中枢有望随之逐步上移。（3）公募基金改革落地，银行等显著低配板块或将受益，欠配更为明显的招商、兴业、工商和农业银行或更加受益于公募基金的加速回补。
- **维持对行业的“超配”评级。**受到宏观环境以及资本市场波动的影响，上市银行今年一季度整体经营业绩边际下滑，但是与其他行业横向比较来看，银行板块 ROE 仍能维持 10% 以上，处于中上游水平，盈利与分红韧性优势明显。银行经营面或将继续受到政策托底，全方位扩大国内需求的导向有望推动信贷投放实现温和修复，而净息差也将受益于监管对银行负债端成本的呵护压力减轻。展望后市，资金向银行板块迁移的逻辑仍为确定性稀缺时代对相对安全边际的追逐，只要低利率环境和“资产荒”的核心矛盾未发生根本性扭转，险资、被动资金以及公募基金等增量资金对高股息、低估值的银行股的配置需求就会持续存在，该逻辑在强化分红、驱动长期资金入市等政策红利与稳健基本面的共振下，正推动银行股实现估值重塑。
- **银行股投资建议关注三条主线：**一是关注高股息、低估值的工商银行（601398）、农业银行（601288）、中国银行（601988）和建设银行（601939）；二是关注具备区域优势、业绩确定性强、地方债风险改

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

善的成都银行（601838）、杭州银行（600926）、江苏银行（600919）；三是关注受益于零售端业务修复、资金低配的招商银行（600036）和兴业银行（601166）。

- **风险提示：**贸易战引发全球经济衰退预期增强，银行海外业务收益受损、风险敞口扩大的风险；关税战贸易战扰乱产业链供应链，银行对相关企业的信贷投放回笼困难，资产质量恶化的风险；经济波动导致居民消费、企业投资恢复不及预期的风险；房地产恢复不及预期导致信贷需求疲软、银行资产质量承压的风险；市场利率下行导致银行资产端收益率下滑，净息差持续承压的风险。

目 录

1. 复盘：板块 ROE 处于中上游水平，各子板块全面普涨	5
1.1 业绩回顾：其他非息拖累，2025Q1 归母净利润增速转负	5
1.2 行情复盘：增量资金持续流入，银行板块表现亮眼	8
2. 基本面展望：政策呵护，负债成本已进入改善通道	10
2.1 量：全方位扩大国内需求，信贷投放有望温和修复	10
2.2 价：政策呵护，存款成本改善效果加速释放	13
2.3 质：房地产风险峰值已过，关注零售不良生成压力	16
3. 资金面：增量资金三路汇流，估值重塑预期转强	18
3.1 入市政策持续松绑，银行高股息与险资长期配置需求深度共振	20
3.2 被动基金加速扩容，高权重银行板块承接增量资金	24
3.3 公募基金改革落地，银行等显著低配板块或将受益	26
4. 投资建议	27
5. 风险提示	28

插图目录

图 1 上市银行营收同比增速（单位：%）	5
图 2 上市银行营收同比增速排名（单位：%）	5
图 3 上市银行归母净利润同比增速（单位：%）	7
图 4 上市银行归母净利润同比增速排名（单位：%）	7
图 5 上市银行 2025Q1 年化后 ROE 排名（单位：%）	8
图 6 2025 年年初至今申万一级行业涨幅（%，截至 2025/5/30）	8
图 7 今年以来银行业细分板块涨跌幅（%，截至 2025/5/30）	9
图 8 今年以来银行业涨幅前十个股（%，截至 2025/5/30）	9
图 9 2025 年至今银行板块复盘（%，截至 2025/5/30）	10
图 10 一季度社会融资规模同比多增量（亿元）	11
图 11 一季度新增人民币贷款同比多增量（亿元）	11
图 12 上市银行总资产增长情况（亿元，%）	12
图 13 上市银行贷款总额同比增速（单位：%）	12
图 14 各板块银行贷款总额同比增速（单位：%）	12
图 15 上市银行贷款同比增量分项占比（单位：%）	12
图 16 商业银行净息差（单位：%）	14
图 17 上市银行净息差、资产收益率与负债成本率（%）	14
图 18 LPR 变动情况（单位：%）	15
图 19 新发放贷款加权平均利率：个人住房贷款（%）	15
图 20 上市银行 2025Q1 不良贷款率（单位：%）	16
图 21 零售和公司不良贷款率（单位：%）	17
图 22 样本银行平均对公房地产不良率（%）	17
图 23 样本银行对公房地产贷款不良率（单位：%）	17
图 24 国有行对公房地产不良率（%）	17
图 25 样本银行按揭贷款不良率（单位：%）	18
图 26 零售贷款不良率（%）	18

图 27 10 年国债到期收益率 (%)	19
图 28 申万 31 个行业股息率排名 (%，截至 2025/5/30)	20
图 29 申万 31 个行业 PB (截至 2025/5/30)	20
图 30 2024 年末险资持仓申万一级行业占比 (%)	23
图 31 沪深 300 指数基金规模变化 (亿元，%)	25
图 32 指数基金规模分布 (%)	25
图 33 沪深 300 指数成分股行业分布 (%)	26
图 34 2024 年末主动基金持仓比例和沪深 300 行业权重对比 (%)	27

表格目录

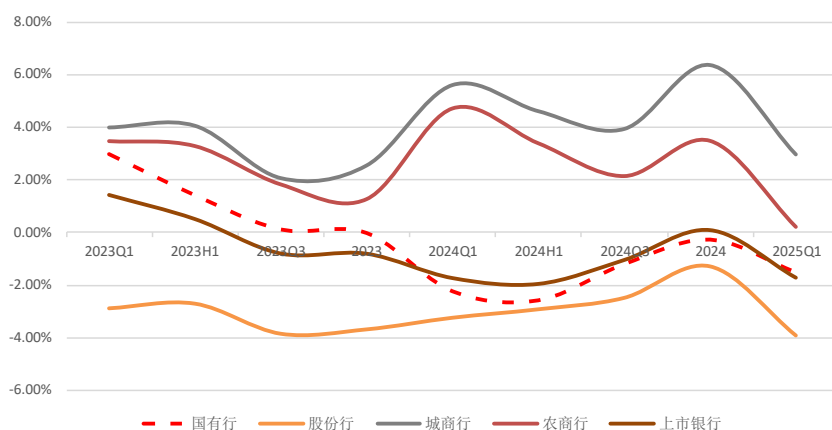
表 1 盈利要素同比增长情况 (单位：%)	6
表 2 上市银行年化后平均 ROE (单位：%)	7
表 3 2025 年政府工作报告要点	13
表 4 五大行存款利率调整情况 (%)	15
表 5 2025 年以来房地产政策梳理	17
表 6 保险业资金运用情况表 (亿元，%)	21
表 7 2025 年以来监管鼓励中长期资金入市政策梳理	22
表 8 2024 年末保险持仓前 10 个股 (%)	23
表 9 2025 年险资举牌银行梳理 (截至 2025/5/30)	24
表 10 重点公司盈利预测及投资评级 (截至 2025/6/12)	28

1. 复盘：板块 ROE 处于中上游水平，各子板块全面普涨

1.1 业绩回顾：其他非息拖累，2025Q1 归母净利润增速转负

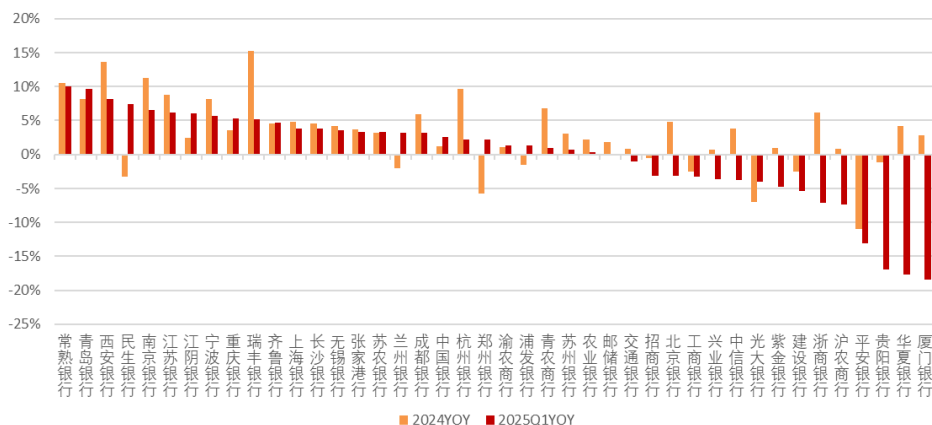
2025Q1 上市银行营收同比下滑，城商行保持韧性。2024 年，42 家上市银行实现营业收入 5.65 万亿元，同比+0.08%，城商行板块增速领跑同业，增速为+6.37%。2025Q1 上市银行营收同比-1.72%，降幅较 2023Q4 单季度扩大 5.50pcts，主要原因为 2025 年一季度债市波动导致其他非息收入负增长拖累营收。具体到子板块，国有行/股份行/城商行/农商行 2025Q1 营收同比增速分别为-1.51%/-3.91%/+2.96%/+0.21%，股份行和国有行营收增速有所承压，城商行和农商行表现相对较好。从个股上看，2024 年全年，42 家上市银行中有 32 家银行实现营收正增长。2025 年一季度，营收正增长上市银行减少至 26 家，各上市银行营收增速延续分化，常熟银行营收增速+10.04%位居上市银行首位，其次是青岛银行和西安银行，分别+9.69%和+8.14%。华夏银行和厦门银行分别-17.73%和-18.42%位于末位，银行间分化加剧。

图 1 上市银行营收同比增速（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 2 上市银行营收同比增速排名（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

2025Q1 其他非息收入增速转负，中收表现改善。具体到营收结构，**净利息收入**：2024 年利息净收入同比-2.10%，源于净息差继续下滑，叠加贷款投放速度有所放缓。2025Q1 降幅收窄 0.45 个百分点至-1.65%，受益于负债端成本改善，部分银行净息差下滑幅度收窄。**手续费及佣金净收入**：2024 年和 2025Q1 中间业务收入分别同比-9.38%和-0.72%，2024 年，资本市场波动加剧，客户风险偏好较低，投资意愿偏弱导致财富管理业务承压，叠加“报行合一”的影响，银行代理保险费率下调，代理保险收入出现较大的下滑。受益于一揽子活跃资本市场政策的提振，2025 年一季度资本市场活跃度提升，财富管理业务回暖。**其他非息收入**：2024 年和 2025Q1 其他非息收入分别同比+25.76%和-3.18%，2024 年长端利率整体震荡下行，债市表现较好，投资收益与公允价值变动收益推动其他非息收入实现较快增速，是支撑 2024 年营收的唯一正增长项。2025 年一季度，债市利率阶段性上行，债券和基金投资的公允价值下降，拖累营收增长。

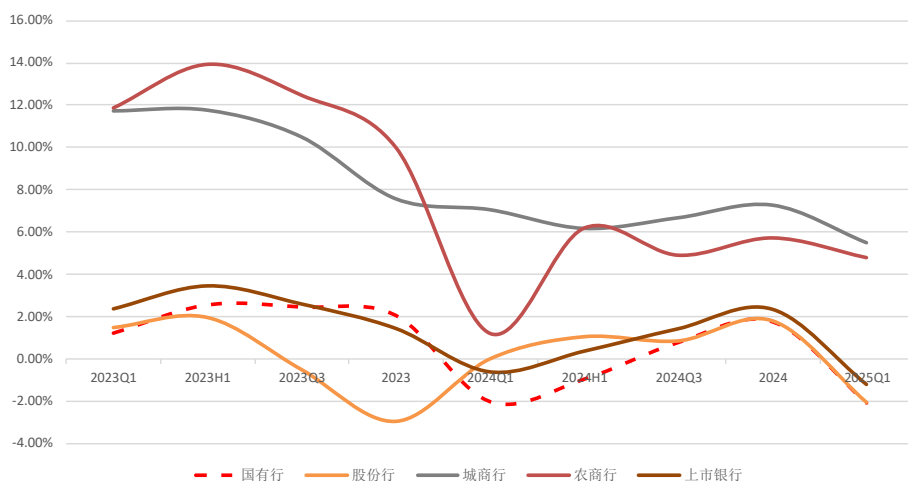
表 1 盈利要素同比增长情况（单位：%）

	2024Q1	2024H1	2024Q3	2024	2025Q1
利息净收入	-3.03%	-3.43%	-3.19%	-2.10%	-1.65%
手续费及佣金净收入	-10.32%	-12.03%	-10.75%	-9.38%	-0.72%
其他非息收入	19.41%	20.31%	25.61%	25.76%	-3.18%
营业收入	-1.73%	-1.95%	-1.05%	0.08%	-1.72%
业务及管理费	0.74%	0.09%	0.03%	1.17%	-1.06%
减值损失	-3.81%	-7.97%	-7.11%	-5.97%	-2.37%
所得税费用	-12.06%	-5.18%	-5.59%	-1.17%	-7.96%
归母净利润	-0.61%	0.37%	1.43%	2.35%	-1.20%

数据来源：iFind，东莞证券研究所

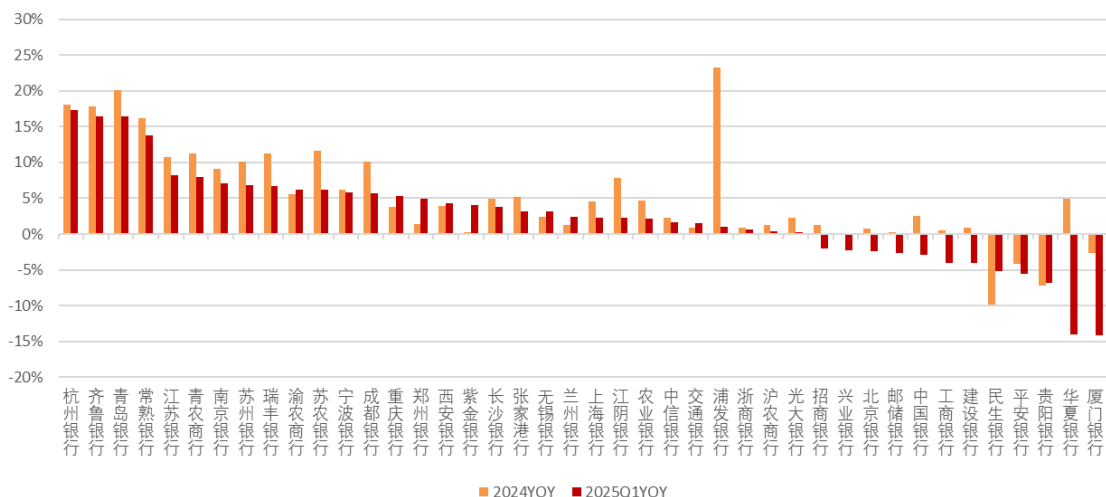
2025Q1 归母净利润增速转负。2024 年和 2025Q1，42 家上市银行分别实现归母净利润 2.14 万亿元和 0.56 万亿元，同比增速分别为+2.35%和-1.20%。2025Q1 国有行/股份行/城商行/农商行归母净利润同比增速分别为-2.09%/-2.05%/+5.49%/+4.77%。拨备继续反哺净利润，但贡献逐渐减弱。从个股来看，2025 年一季度，30 家银行实现归母净利润正增长，12 家银行负增长，个股进一步分化，其中杭州银行实现+17.30%的高增长，领跑行业。其次是齐鲁和青岛银行，增速均超 15%，经济强韧的区位优势、贷款需求高景气、资产质量优异、信用成本低均是净利润增长的重要动力。

图 3 上市银行归母净利润同比增速（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 4 上市银行归母净利润同比增速排名（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

2025Q1 上市银行 ROE 维持 10%以上，在 31 个申万行业中处于中上游水平。2024 年上市银行年化后平均 ROE 为 10.35%，同比下降 0.57 个百分点，2025Q1 为 11.46%，同比下降 0.68 个百分点。城商行 ROE 维持板块间最高水平，为 12.27%。从个股上看，2025 年一季度，杭州、江苏、南京银行 ROE 领跑同业，分别为 20.60%、16.50%和 15.20%。环比来看，银行板块 ROE 受到宏观环境的影响有所下行，但是与其他 30 个行业横向比较，银行板块超过 10%的 ROE 仍能处于中上游水平。

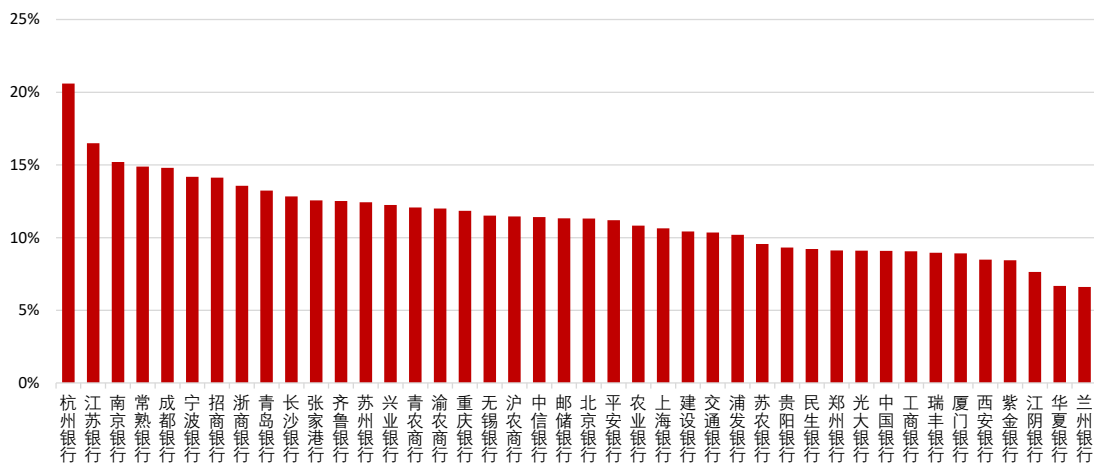
表 2 上市银行年化后平均 ROE（单位：%）

	2024Q1	2024H1	2024Q3	2024	2025Q1
国有行	11.01%	10.23%	10.33%	9.91%	10.18%
股份行	11.96%	10.06%	9.97%	9.00%	10.86%

城商行	12.83%	12.57%	11.99%	10.82%	12.27%
农商行	11.27%	11.41%	11.55%	10.55%	10.91%
上市银行	12.14%	11.56%	11.34%	10.35%	11.46%

数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 5 上市银行 2025Q1 年化后 ROE 排名（单位：%）

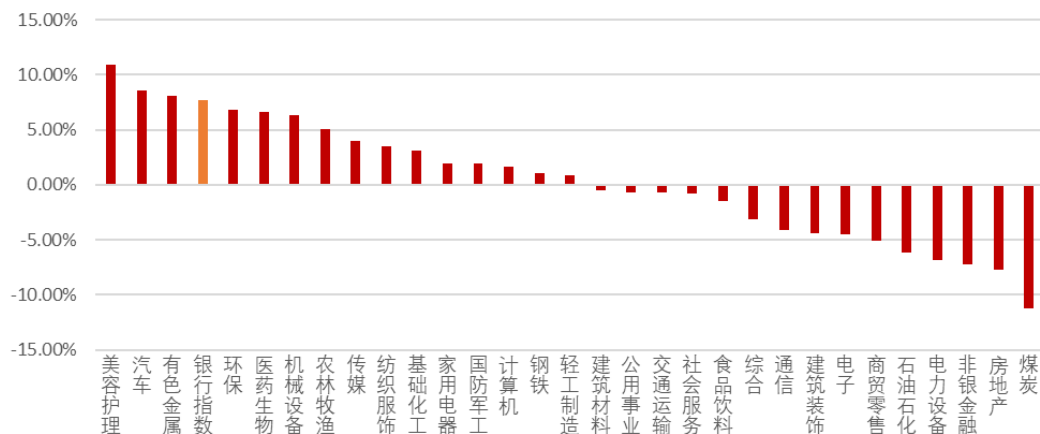


数据来源：iFind，东莞证券研究所

1.2 行情复盘：增量资金持续流入，银行板块表现亮眼

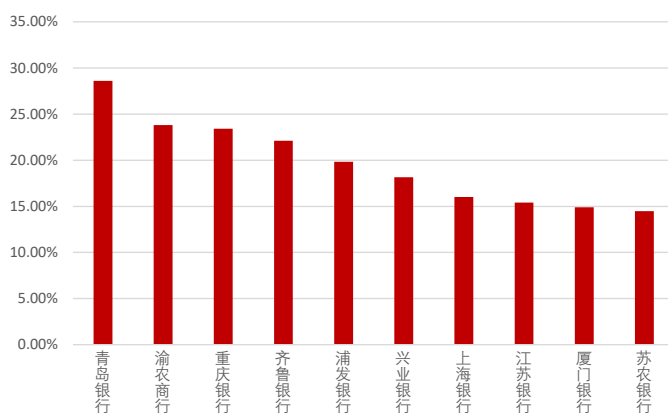
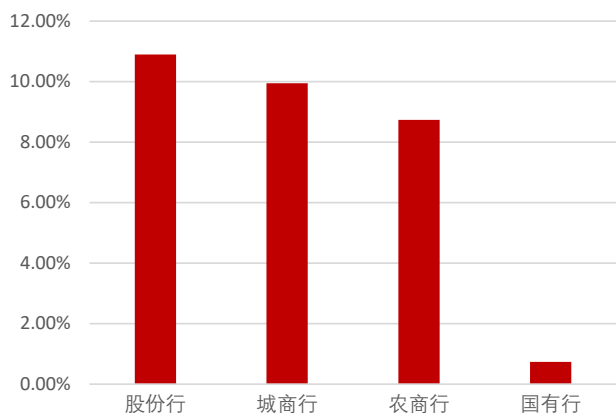
年初至今申万银行板块涨幅排名第四。今年年初至 5 月末，申万银行业上涨 7.70%，跑赢沪深 300 指数 10.11 个百分点，在申万 31 个行业中排名第 4。各子板块实现全面普涨，股份行（+10.90%）>城商行（+9.95%）>农商行（+8.74%）>国有行（+0.73%）。从个股来看，37/42 家上市银行录得正收益，其中青岛银行、渝农商行、重庆银行和齐鲁银行涨幅均超 20%。

图 6 2025 年年初至今申万一级行业涨幅（%，截至 2025/5/30）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 7 今年以来银行业细分板块涨跌幅（%，截至 2025/5/30）图 8 今年以来银行业涨幅前十个股（%，截至 2025/5/30）

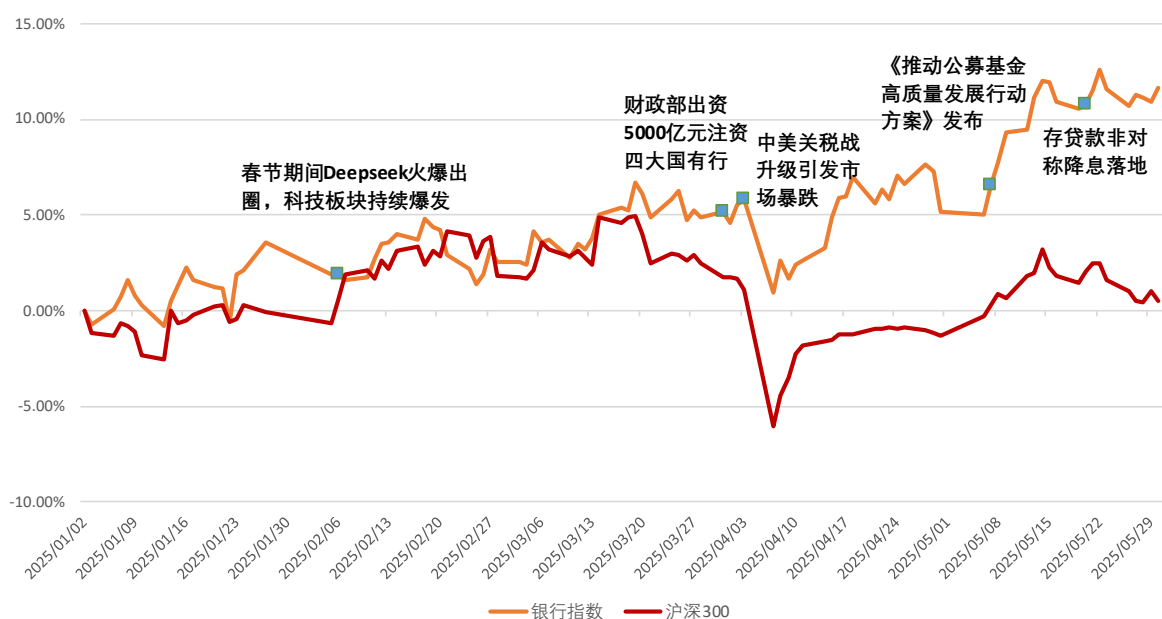


资料来源：iFinD，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

今年前五个月，A 股市场风格呈现明显的阶段性切换，银行行情贯穿始终。1 月，经济复苏预期尚未明朗，沪深 300 等大盘指数有所承压，市场呈现“价值防御+成长反弹”的分化格局，市场资金形成“哑铃结构”配置。春节期间 DeepSeek 的火爆出圈推动市场情绪及风险偏好有所提升，年后科技板块持续爆发，市场资金显著向 AI、算力、半导体等成长性方向集中，银行板块表现相对较弱。3 月，随着一季度临近尾声，年报披露季临近，加上监管规范题材炒作，资金从中小盘题材股向大盘权重切换，月末，财政部决定发行首批特别国债 5000 亿元支持国有银行补充核心一级资本，工行、建行等股价屡创历史新高。4 月中美关税战升级引发市场暴跌，市场风险偏好回落，资金转向消费和红利板块，银行板块逆势走强。5 月《公募基金高质量发展行动方案》发布，市场预期公募基金加速回补欠配行业升温，银行板块继续维持强势，结构性行情凸显，江苏银行、成都银行等高成长性区域银行接力国有银行创新高，在此期间存贷款非对称降息落地，存款端降幅大于贷款端，政策托底呵护银行净息差。总的来说，今年前五个月银行板块贯穿始终，源于低利率环境下股息率的优越性、不确定环境中的确定性以及政策托底。除此以外，险资等增量资金持续流入是重要行情支撑要素之一，截至 5 月末，今年被险资举牌的 12 家上市公司中包含了 5 家银行，其中招商银行、邮储银行、农业银行等银行 H 股均被二度举牌。

图 9 2025 年至今银行板块复盘（%，截至 2025/5/30）



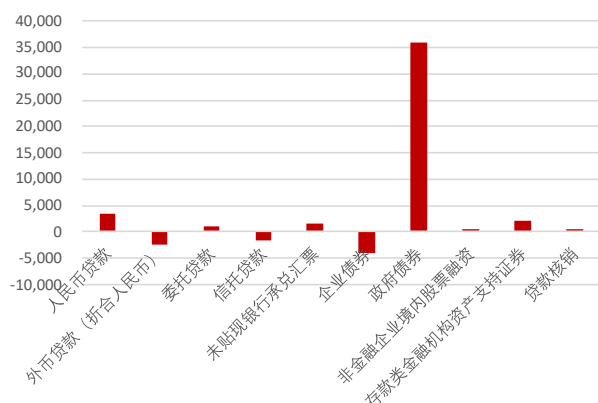
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

2. 基本面展望：政策呵护，负债成本已进入改善通道

2.1 量：全方位扩大国内需求，信贷投放有望温和修复

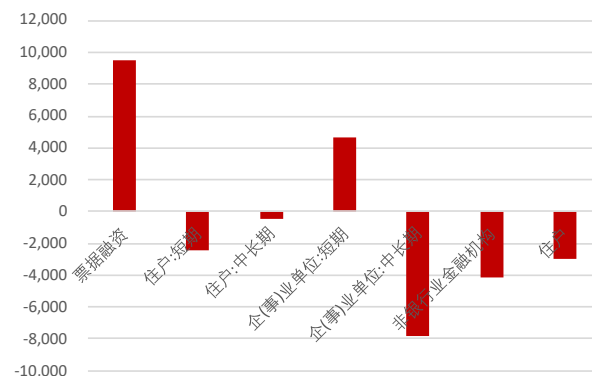
从社融数据来看，今年前 4 个月政府发债驱动社融增长，信贷结构仍偏弱，有效需求增长动力不足。2025 年前四个月社会融资规模增量累计为 16.34 万亿元，比上年同期多 3.61 万亿元。4 月末，社会融资规模存量为 424.0 万亿元，同比增长 8.7%，增速环比提升 0.3 个百分点。社融结构中，1-4 月政府债券净融资 4.85 万亿元，同比多 3.58 万亿元，是拉动社融增长的主要驱动项；对实体经济发放的人民币贷款增加 9.78 万亿元，同比多增 3397 亿元。信贷方面，总量上，2024 年前四个月人民币贷款增加 10.06 万亿元，同比少增 1300 亿元，其中 2 月和 4 月分别同比少增 4400 亿元和 4500 亿元；结构上，票据融资是最主要的多增项，前 4 月同比多增 9518 亿元，票据冲量现象较为明显，住户端贷款同比少增 2949 亿元，短期和中长期企业贷款同比少增 3100 亿元，偏弱的信贷结构反映当下内需不足的问题仍较为突出，有效需求增长动力不足，经济持续回升向好的基础仍需进一步巩固，特别是目前外部环境更趋复杂严峻，美国滥施关税带来诸多不确定性，国内经济持续回升任务比较繁重。

图10 一季度社会融资规模同比多增量（亿元）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

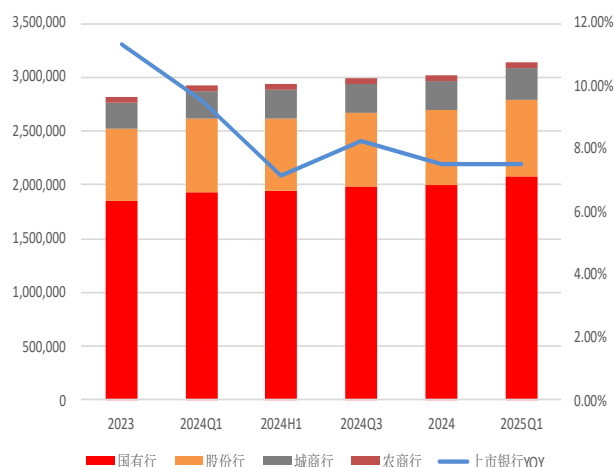
图11 一季度新增人民币贷款同比多增量（亿元）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

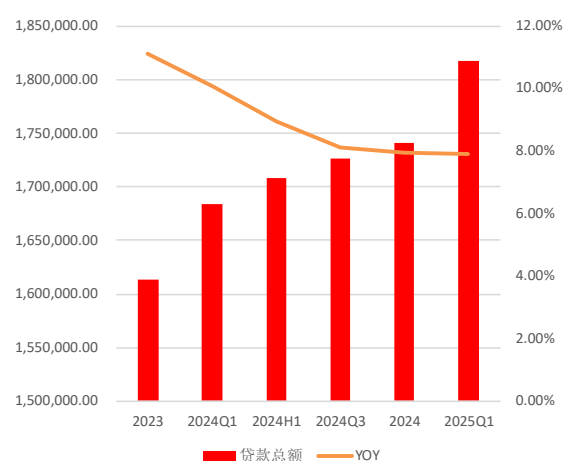
上市银行贷款对公强、零售弱格局或将延续。由于有效需求不足，今年一季度上市银行总资产规模扩张速度降至 10%以下。2024 年与 2025 年一季度上市银行贷款总额分别同比+7.94%和+7.92%，与 2023 年+11.14%增速相比增速显著放缓。除了实体融资需求较弱这个主要影响因素，金融监管机构加强了对资金空转和虚增存贷款的打击力度也是因素之一，银行体系资产负债表中的虚增部分正逐步压降，使得贷款增速回归真实水平。具体到贷款结构，2024 年上市银行同比新增贷款中，公司、个人贷款增量占比分别为 71.06%和 18.25%，呈现对公强，零售弱的发展态势。受到经济形势、居民预期等因素的影响，零售端有效需求较弱，叠加信用卡、消费贷款等部分个人贷款领域存在一定的信用风险上升趋势，银行对零售贷款的投放更加谨慎。在支持实体经济发展的政策刺激下，各银行积极对公发力补位零售，对公贷款围绕“五篇大文章”展开，加大对重点领域和薄弱环节的信贷投放，如普惠金融、绿色金融、小微企业等领域，推动经济转型升级。2025 年中央经济工作会议明确将“五篇大文章”作为培育新质生产力的战略抓手，国家发展改革委《2025 年国民经济和社会发展规划》进一步提出“加快构建现代化产业体系”的具体路径，为银行信贷投放划定重点方向，随着政策定调对对公贷款增长逻辑的重塑，“五篇大文章”贷款或将成为银行贷款增量的重要驱动力。

图 12 上市银行总资产增长情况（亿元，%）



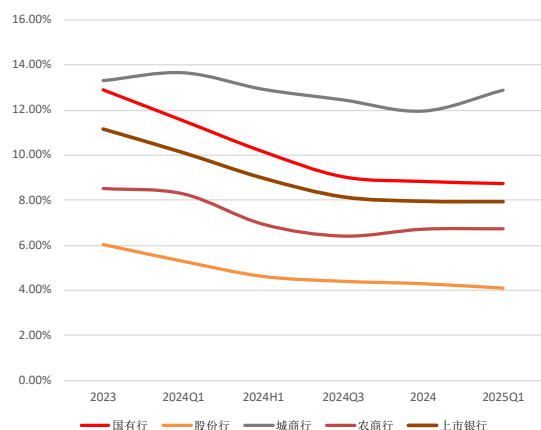
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 13 上市银行贷款总额同比增速（单位：%）



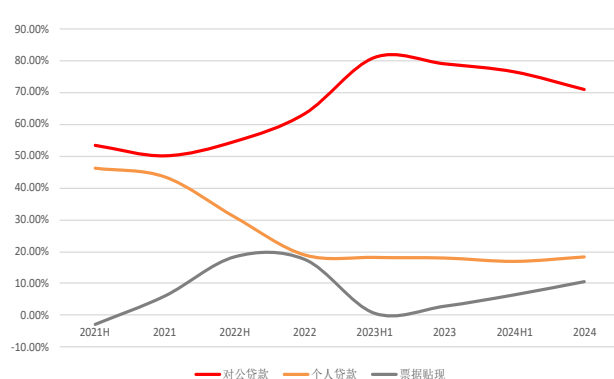
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 14 各板块银行贷款总额同比增速（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 15 上市银行贷款同比增量分项占比（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

宏观调控定调更加积极，信贷投放有望实现温和稳健复苏。从目前的宏观经济形势来看，全球贸易环境的复杂性和不确定性持续攀升，特别是在特朗普加征高额关税后，我国的产品出口和海外拓展或将面临放缓压力，在此背景下，国内政策保障有望进一步加码。从政策导向看，中央政治局会议强调，要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用，适时降准降息，保持流动性充裕，把大力提振消费、全方位扩大需求列为今年经济工作重点任务之首，增强消费对经济增长的拉动作用。政策组合拳从总量宽松、成本压降、结构优化三方面协同发力，为银行信贷扩张提供了明确指引路径。在政策操作上，货币政策方面 5 月 15 日全面降准释放长期流动性约 1 万亿元，叠加 5 月 23 日 5000 亿元 MLF 加量续作，银行体系中长期资金充裕度显著

提升。LPR 利率于 5 月 20 日同步下调 10 个基点，1 年期和 5 年期以上利率分别降至 3.00%和 3.50%，推动社会融资成本进一步下行。与此同时，财政部将发行首批 5000 亿元特别国债注资四大国有银行，建立更扎实的资本缓冲，并下调存款挂牌利率，活期存款利率下调 5bp，3 年、5 年期定期存款利率降幅达 25bp，有效缓解净息差压力。通过贷款端让利、充实资本、存款端减负多方调节，既降低实体经济融资成本、提高服务实体经济效能，又为银行维持合理利润空间创造条件，增强其信贷投放意愿。在扩大内需方面，从改善收入端提高居民消费能力、加力扩围实施“两新”政策、培育更多更新的消费产业和消费场景齐齐发力，内需市场潜力进一步释放，银行板块信贷投放以及资产质量等方面或将都有所收益。

表 3 2025 年政府工作报告要点

政策要点	详细内容
要实施更加积极的财政政策	提高财政赤字率，加大财政支出强度，增加发行超长期特别国债，增加地方政府专项债券发行使用，优化财政支出结构，提高资金使用效益。
要实施适度宽松的货币政策	适时降准降息，保持流动性充裕，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。
打好政策“组合拳”	完善部门间有效沟通、协商反馈机制，增强政策合力。把经济政策和非经济性政策统一纳入宏观政策取向一致性评估，统筹政策制定和执行全过程，提高政策整体效能。
2025 年重点任务	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。 以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。 发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效。 扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。 有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。 统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展。 加大区域战略实施力度，增强区域发展活力。 协同推进降碳减污扩绿增长，加紧经济社会发展全面绿色转型。 加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。

数据来源：金融监管总局官网整理，东莞证券研究所

2.2 价：政策呵护，存款成本改善效果加速释放

商业银行净息差已低于监管合意水平。新冠疫情开始于 2019 年 12 月初，全球经济受到了巨大的冲击，国内经济增速放缓，投资和消费需求显著减弱，商业银行净息差资负两端利率不对称下降，从 2019 年的 2.20%降至今年一季度末的 1.43%，低于监管合意水平 1.80%。资产端方面，受融资需求收缩、政策利率持续下调等因素影响，贷款加权平均利率从 2019 年末的 5.74%降至今年 3 月末的 3.44%，降幅达 230bps。负债端，经济增速放缓也导致居民储蓄意愿增强，定期化趋势延续。具体到上市银行层面，今年一季度，上市银行平均净息差降至 1.49%，同比下降 10bps。6 家上市银行净息差较 2024 年反弹，1 家持平，35 家下滑，受益于负债端成本减轻，部分银行净

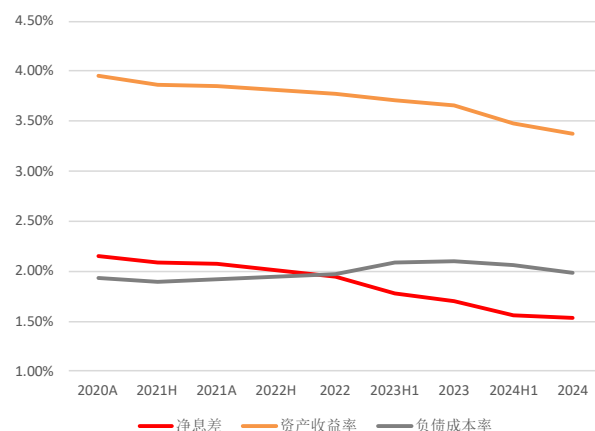
息差降幅有所收窄。

图 16 商业银行净息差（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

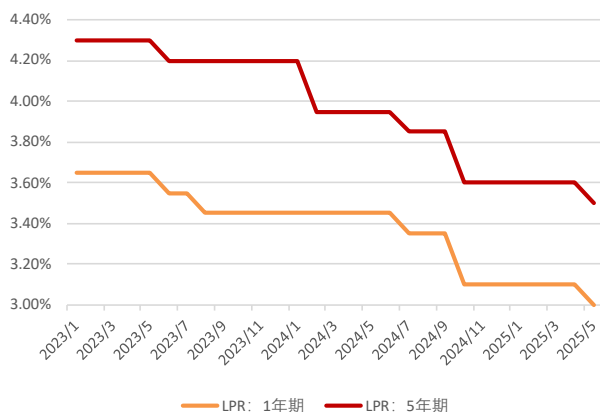
图 17 上市银行净息差、资产收益率与负债成本率（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

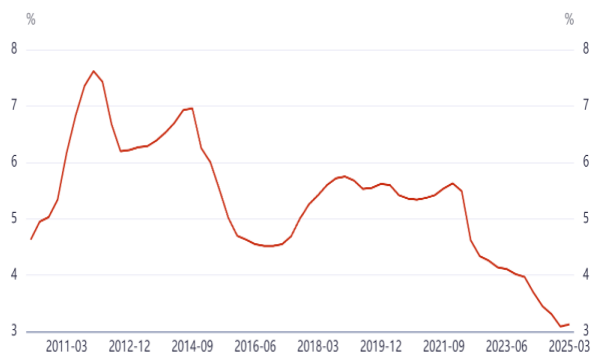
2025 年银行资产端收益率或将继续承压。2025 年银行业资产端收益率的下行，首先源于当前持续宽松的货币环境以及不断下行的市场利率。2025 年央行明确实施“适度宽松”货币政策，并在 2025 年 5 月实施降准降息双降政策，引导货币市场利率整体下行，推动 10 年期国债收益率徘徊在 1.6%关口附近，创下历史新低，我国金融市场或已正式步入“低利率时代”。考虑到我国经济结构转型，以及政策传导时滞、经济弱复苏背景，我国的低利率环境仍具备较强的持续性，成为压制银行资产端收益率的底层逻辑。其中，银行资产端核心组成部分信贷业务，一是面临着重定价系统性压力，2024 年 3 次 LPR 下调的影响或将在 2025 年集中体现，除此以外，2024 年启动的存量房贷利率下调政策也进一步削弱了银行高收益的资产存量，预计按揭贷款占比更高的国有银行受到的影响更大；二是资产荒现象加剧收益压力，在“6+4+2”万亿化债政策下，城投债供给收缩，监管趋严背景下大额存单、同业存单等现金类产品收益率下滑，银行面临可投资资产规模收缩以及优质资产供给不足的挑战，导致银行不得不接受更低收益的资产配置，拉低资产端整体回报率。2025 年 LPR 等利率政策仍有进一步向下调整的预期，银行的资产端收益率或仍继续承压。

图 18 LPR 变动情况（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 19 新发放贷款加权平均利率：个人住房贷款（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

5 月存款利率下降幅度罕见大于 LPR，银行业负债成本已进入改善通道，后续表现或更为积极。自 2022 年 9 月以来，商业银行共历经 7 轮存款利率的调降，上一次调降为今年 5 月，存贷款利率同步下调，其中 1 年期和 5 年期以上 LPR 均下降 10 个基点至 3%、3.5%，活期存款利率下降 0.05 个百分点，定期存款利率下降 0.15~0.25 个百分点，长期限挂牌利率下调幅度更大，存款利率下调幅度罕见大于 LPR。除了下调存款挂牌利率，监管部门明确禁止通过手工补息高息揽储，并引导银行下线智能通知存款产品、停售或缩减长期大额存单额度，以减轻银行业整体负债成本压力，显示监管部门从“引导金融机构向实体经济减费让利”向积极构建息差保护政策缓冲带的转变，折射出监管层对银行净息差的呵护以及对行业健康可持续发展的深度关注。2024 年，上市银行负债端已正式进入改善通道，加权平均负债成本较 2023 年下降 12bps 至 1.98%，所有披露数据的上市银行的负债成本较 2023 年全面改善。预计 2025 年下半年存款成本改善效果将持续释放，一定程度对冲资产端的下行压力，成为稳住净息差的重要抓手。

表 4 五大行存款利率调整情况（%）

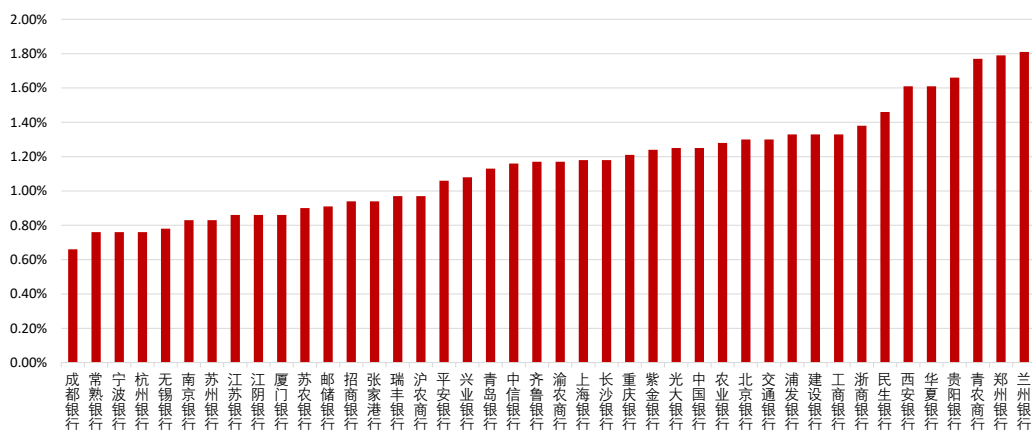
存款类型	期限	2022.9	2023.6	2023.9	2023.12	2024.7	2024.10	2025.5
活期存款		0.25	0.20	0.20	0.20	0.15	0.10	0.05
定期存款 （整存整取）	六个月	1.45	1.45	1.45	1.35	1.25	1.00	0.85
	一年	1.65	1.65	1.55	1.45	1.35	1.10	0.95
	三年	2.60	2.45	2.20	1.95	1.75	1.50	1.25
	五年	2.65	2.50	2.25	2.00	1.80	1.55	1.30

资料来源：五大行官网，东莞证券研究所

2.3 质：房地产风险峰值已过，关注零售不良生成压力

上市银行整体不良率稳步改善。2024 年，上市银行加权平均不良贷款率为 1.24%，四大板块银行的不良贷款率均同比改善。2025 年一季度，上市银行不良率较 2024 年 -0.01pct 至 1.23%，其中国有行/股份行/城商行/农商行不良率分别为 1.27%/1.20%/1.05%/1.07%。从个股上来看，42 家银行中有 17 家银行不良贷款率较 2024 年改善，16 家银行的不良率控制在 1%以下，其中成都、常熟、宁波、杭州、厦门和无锡银行不良率在行业中处于较低水平，均位于 0.80%以下。

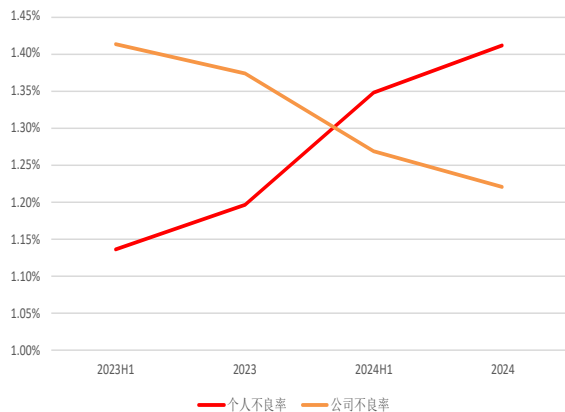
图 20 上市银行 2025Q1 不良贷款率（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

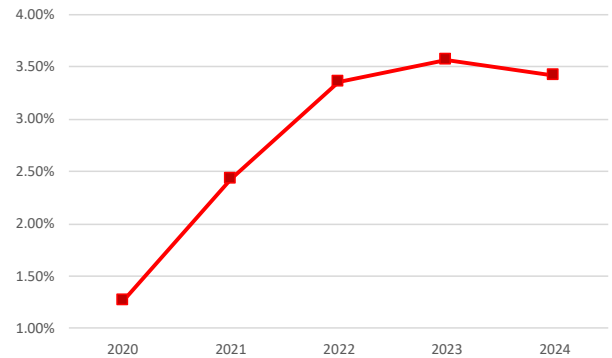
房地产风险峰值已过，2025 年对公房地产不良或延续边际改善趋势。划分不良结构，2024 年，根据已披露细项结构的银行数据，对公方面，贷款不良率持续压降至 1.22%，或得益于房地产、城投债风险的加速出清以及对公贷款产业结构的转型升级。具体到房地产领域，近两年相关部门因城施策，调减限制性措施，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性、改善性住房需求潜力，健全多主体供应、多渠道保障、购租并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式，推动房地产市场平稳健康发展。2023 年下半年“金融 16 条”、保交楼专项借款等政策逐步落地，房企融资环境边际好转，政策效果在 2024 年逐步体现，2024 年全国共有 10 家房地产债券发行人确认境内信用债券实质违约或触发交叉条款（不包括展期情形），涉及债券 17 只，比 2023 年减少 58.53%，违约涉及债券余额 211.55 亿元，比 2023 年减少 40.53%，政策托底效应开始显现。从上市银行披露数据来看，2023 年或为对公房地产风险暴露的峰值，该年末披露数据的样本银行的对公房地产不良率提升触顶至 3.57%，随后在 2024 年不良生成压力边际缓解，该不良率下降 15 个基点至 3.42%，其中国有行不良率全面改善。展望 2025 全年，随着“以购代建”、限购松绑等政策深化等增量政策落地转化，房地产市场有望初步止跌回稳，预计银行业整体对公房地产资产质量压力有望延续 2024 年边际改善的趋势。

图 21 零售和公司不良贷款率（单位：%）



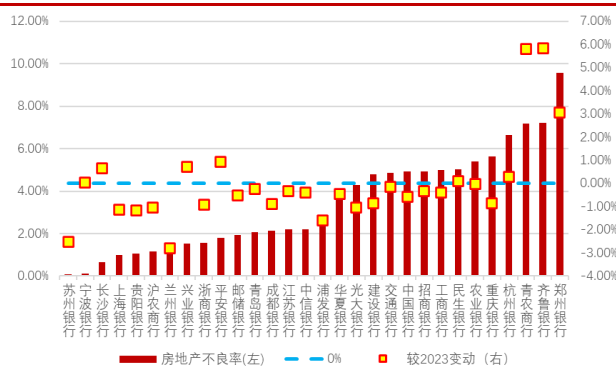
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 22 样本银行平均对公房地产不良率（%）



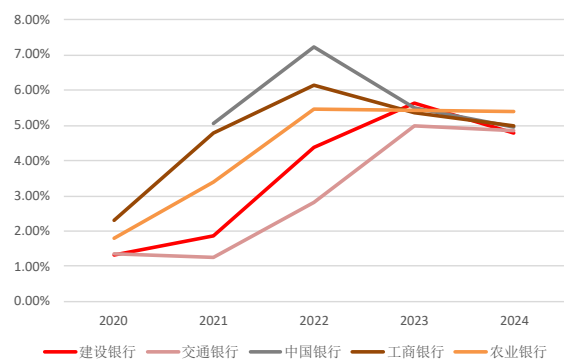
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 23 样本银行对公房地产贷款不良率（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 24 国有行对公房地产不良率（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

表 5 2025 年以来房地产政策梳理

日期	相关部门	政策内容
2025/1/10	财政部	明确 2025 年新增专项债额度内，地方可统筹用于土地储备和收购存量商品房。允许专项债用于房地产领域“两个方向”，即土地储备和收购存量商品房作为保障房，并调整契税、增值税、土地增值税等税收政策降低交易环节负担。
2025/3/5	国务院政府工作报告	提出“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，重点包括：因城施策调减限制性措施、加大实施城中村改造、盘活存量用地和商办用房、推进收购存量商品房、拓宽保障房再贷款范围、建设“好房子”等。专项债额度增至 4.4 万亿元，重点支持土地收储和存量房收购。货币政策方面明确适时降准降息，降低居民购房成本。
2025/3/16	中办、国办	降低公积金贷款利率，支持提取公积金支付首付，扩大灵活就业人员缴存试点
2025/5/7	中国人民银行	宣布降准 0.5 个百分点，释放长期流动性约 1 万亿元；下调政策利率 0.1 个百分点（7 天逆回购利率降至 1.4%）；下调公积金贷款利率 0.25 个百分点（5 年以上首套利率 2.6%）。同步调降支农支小再贷款利率、抵押补充贷款利率（PSL）

2025 年初

各地方公积金政策优化

成都：延长公积金贷款到期日；

厦门：取消省内异地购房提取公积金的户籍/工作证明；

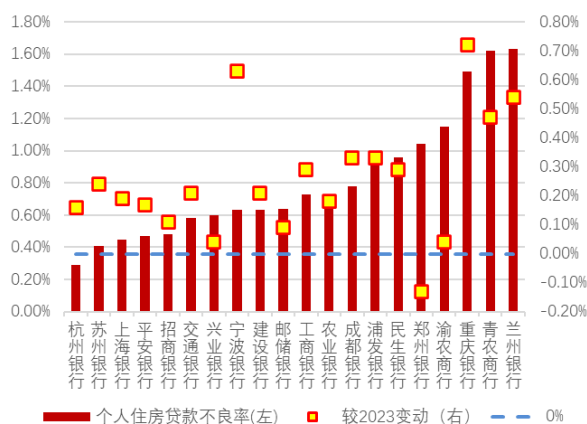
大连：首付比例降至 20%，多子女家庭提高贷款额度；

常州：法拍房可用公积金贷款。

数据来源：中央人民政府、央行官网整理，东莞证券研究所

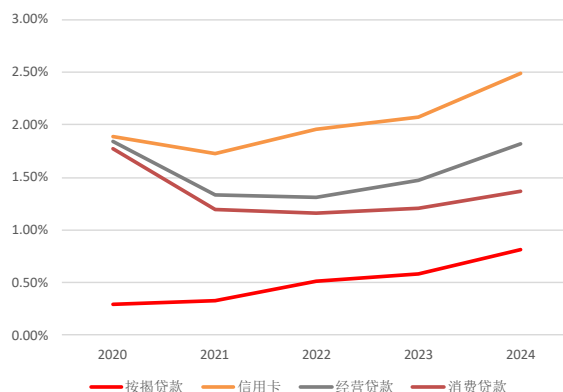
零售端不良生成短期压力延续。根据已披露数据的样本银行，零售端不良贷款率较 2023 年提升 0.21 个百分点至 1.41%，疫情以来，我国经济增长速度放缓，居民收入以及就业率受到一定影响，部分居民还款能力下降。按揭贷款方面，受部分地区房地产销售低迷、房价下跌的影响，房屋抵押物价值下降，居民还款能力和意愿有所减弱。2024 年末，披露了不良率的 20 家银行的平均值为 0.81%，较 2023 年提升 0.25pct，其中 19 家银行按揭贷款不良率较 2023 年提升。信用卡贷款、经营贷款以及消费贷款资产质量有所承压，不良率分别提升至 2.49%、1.82%和 1.37%，零售风险上升是宏观环境变化导致的周期性行业趋势，2025 年下半年零售端不良生成短期压力延续，仍需静待拐点的到来。

图 25 样本银行按揭贷款不良率（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 26 零售贷款不良率（%）



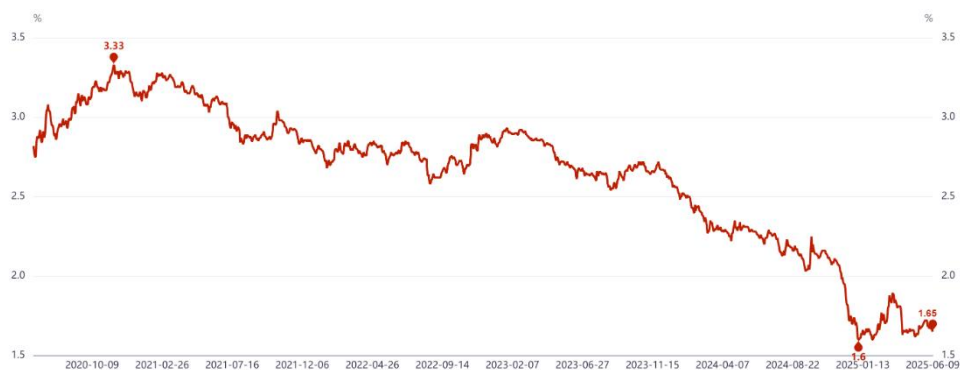
资料来源：iFind，东莞证券研究所

3. 资金面：增量资金三路汇流，估值重塑预期转强

资金持续流入银行板块的核心逻辑：低利率环境下的资产荒困境。近年来我国经济增长放缓，为进行逆周期调节，央行采取降准降息等宽松的货币政策引导市场利率下行，降低企业与个人的融资成本，鼓励投资与消费，以达到推动经济回升的目的。截至今年 5 月末，10 年期国债收益率下降至 1.67%，六大行定期存款整存整取一年期利率跌破 1%关口，银行理财产品预期收益率普遍降至 3%以下，货币基金 7 日年化收益率跌破 2%。从长期更宏观的角度来看，随着我国经济产业结构转型升级、人口结构变迁以及货币宽松的长期共振下，利率中枢下行趋势难以逆转。在此背景下，优质资产供给收缩、外围扰动加剧了资产荒困境。一方面，在我国经济增长放缓、产业结构

调整、房地产风险出清、地方政府债务管控的背景下，能够提供安全、稳定且具有吸引力的回报的资产变得稀缺。另一方面，我国宏观经济缓慢复苏，同时也面临外围频繁扰动等不确定性，险资、社保等中长期投资者风险偏好有所下滑，对资产的安全性、流动性以及稳定收益要求提高。

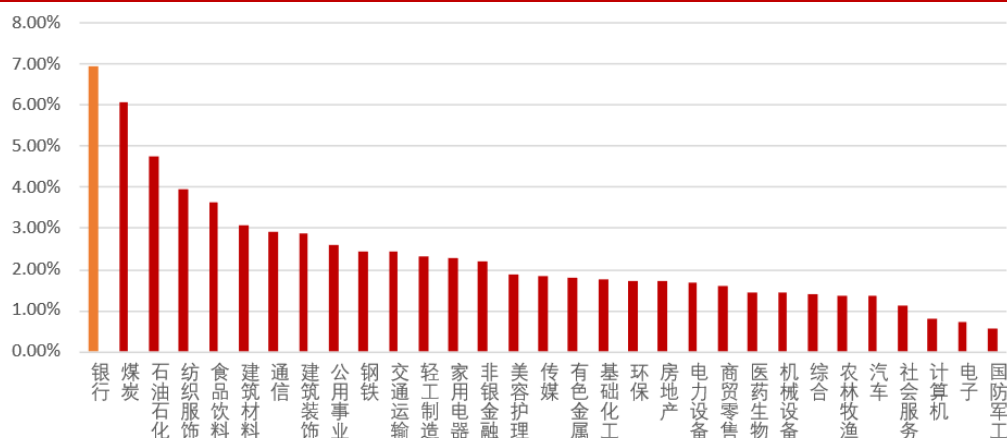
图 27 10 年国债到期收益率 (%)



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

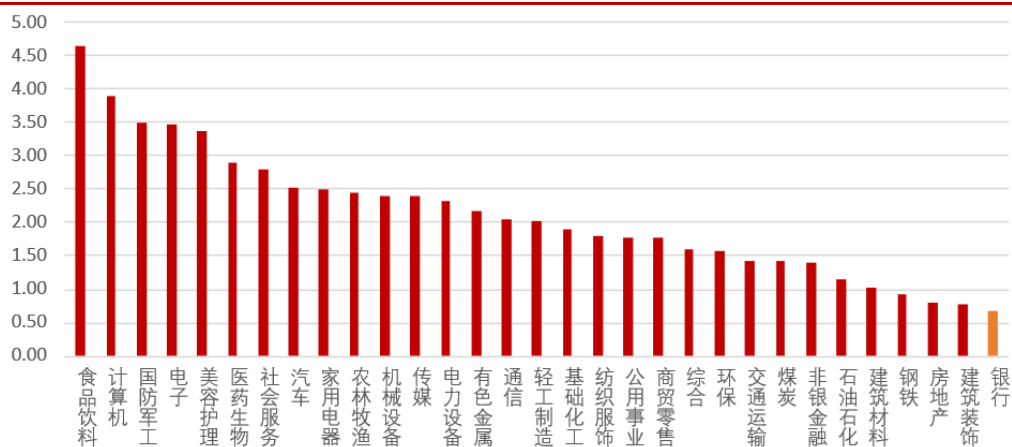
银行股成为中长期资金“资产荒”下的优选。一是高股息率的相对吸引力。截至5月末，银行板块的动态股息率为6.94%，在申万31个行业中排名第一，超出10年国债到期收益率5.29个百分点，在低利率环境下提供了显著的“股息溢价”，成为险资等追求稳定现金流资金的核心吸引力。二是低估值提供的安全边际。受宏观经济担忧、净息差收窄压力等因素的影响，银行板块估值长期处于低位，5月末板块PB为0.67，处于近10年38.58%的历史分位点，在申万31个行业中排名末尾，42家上市银行中有40家银行破净。在市场不确定高企时，低估值属性强化了银行的防御、抗跌价值，向下空间相对有限。以4月7日A股市场为例，当日上证指数跌幅达7.34%，创业板指跌幅为12.5%，而银行板块跌幅仅为4.67%。三是银行业经营的相对稳健性与刚需性。银行是金融体系的核心和经济运行的“基础设施”，其提供的存贷汇等基础金融服务具有经济“必需品”属性，需求相对刚性。尽管当下经营面临挑战，但相对于其他行业，ROE位于中上游也显示银行业的业务模式具有相对韧性，除此以外，政策的托底以及监管的要求使得银行的盈利和分红具有较强的可持续性。四是流动性容量突出，能够承接险资、社保等大体量资金的配置需求。五是当市场预期经济企稳、政策支持力度加大、地产等风险逐步化解时，银行作为典型的顺周期板块，基本面也会有所受益。

图 28 申万 31 个行业股息率排名（%，截至 2025/5/30）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 29 申万 31 个行业 PB（截至 2025/5/30）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

3.1 入市政策持续松绑，银行高股息与险资长期配置需求深度共振

从险资角度考虑，随着长端利率持续下行，险资资产端的压力进一步增大。险企的投资收益主要来源于资产配置，其中固收资产是其重要的配置方向，债券是占比最高的单一资产类别，2024 年末，人身险和财产险公司债券配置占比分别为 39.14%和 50.26%，与 2024 年 6 月末相比高位再提高。利率下行阶段，险企的净投资收益率面临下行压力，一方面，新配置的债券资产收益率降低，导致整体投资收益下滑；另一方面，市场利率下行使得险企原有的固定收益资产在到期再投资时，难以找到收益率相当的投资标的，进一步压缩了利差空间，仅靠固收资产已难以覆盖负债端成本。在新金融工具准则下，若险企直接投资权益市场，更多权益类资产公允价值变动将直接计入当期损益，利润表对权益市场波动更为敏感。为了避免利润波动过大，保险公司更倾向于配置波动率较小、分红稳定且估值合理的资产，并将其计入 FVOCI（以公允

价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产）中，分红计入利润表，基于以上考虑，稳定盈利、分红率高的高股息资产持续获得险资的青睐。

表 6 保险业资金运用情况表（亿元，%）

项目	2024Q4			2024Q2		
	账面余额	规模占比	同比增长	账面余额	占比	同比变化
资金运用余额	332580	100.00%	15.08%	308668	100.00%	10.98%
年化财务收益率	3.43%			2.87%		
年化综合收益率	7.21%			6.91%		
人身险公司						
资金运用余额	22206	100.00%	9.71%	21091	100.00%	5.24%
其中：银行存款	3857	17.37%	3.46%	3977	18.86%	2.80%
债券	8691	39.14%	14.07%	7887	37.40%	10.68%
股票	1601	7.21%	28.22%	1370	6.49%	6.69%
证券投资基金	2025	9.12%	14.45%	1861	8.82%	2.45%
长期股权投资	1389	6.25%	3.62%	1333	6.32%	5.64%
年化财务收益率	3.05%			3.20%		
年化综合收益率	5.51%			5.03%		
财产保险公司						
资金运用余额	299525	100.00%	15.83%	277113	100.00%	11.78%
其中：银行存款	25225	8.42%	10.37%	23699	8.55%	-0.04%
债券	150552	50.26%	26.31%	133614	48.22%	23.06%
股票	22679	7.57%	28.29%	19424	7.01%	4.16%
证券投资基金	14762	4.93%	1.65%	15167	5.47%	3.03%
长期股权投资	23261	7.77%	3.04%	23016	8.31%	0.93%
年化财务收益率	3.48%			2.83%		
年化综合收益率	7.45%			7.09%		

资料来源：金融监管总局，东莞证券研究所

险资入市政策持续松绑，加大入市稳市力度。中央政治局会议表示，要大力引导中长期资金入市，打通保险资金入市堵点，努力提振资本市场。今年 1 月，中央金融办等六部门 1 月 22 日联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，开展了保险资金长期投资改革试点，为股市提供了真金白银的增量资金。4 月，国家金融监督管理总局印发《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，简化档位标准，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调，进一步拓宽权益投资空间。下一步，金融监管总局还将继续支持稳定和活跃资本市场。一是进一步扩大保险资金长期投资的试点范围。近期拟再批复 600 亿元，为市场注入更多的增量资金。二是调整偿付能力监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降 10%，鼓励保险公司加大入市力度。三是推动完善长周期考核机制，调动机构的积极性，促进实现“长

钱长投”。对于险企本身而言，中长期资金加速入市不仅是政策引导的重要方向，更是险企实现稳健运营、谋求长远可持续发展的内在必然需求。根据 2024 年末保险业资金运用情况，人身险公司和财产险公司的股票投资占比分别较 2024 年上半年提升 0.72 和 0.56 个百分点至 7.21%和 7.57%，预计随着险资入市政策的持续松绑，险资中长期资金入市步伐有望加速，该比例将实现稳步提升。

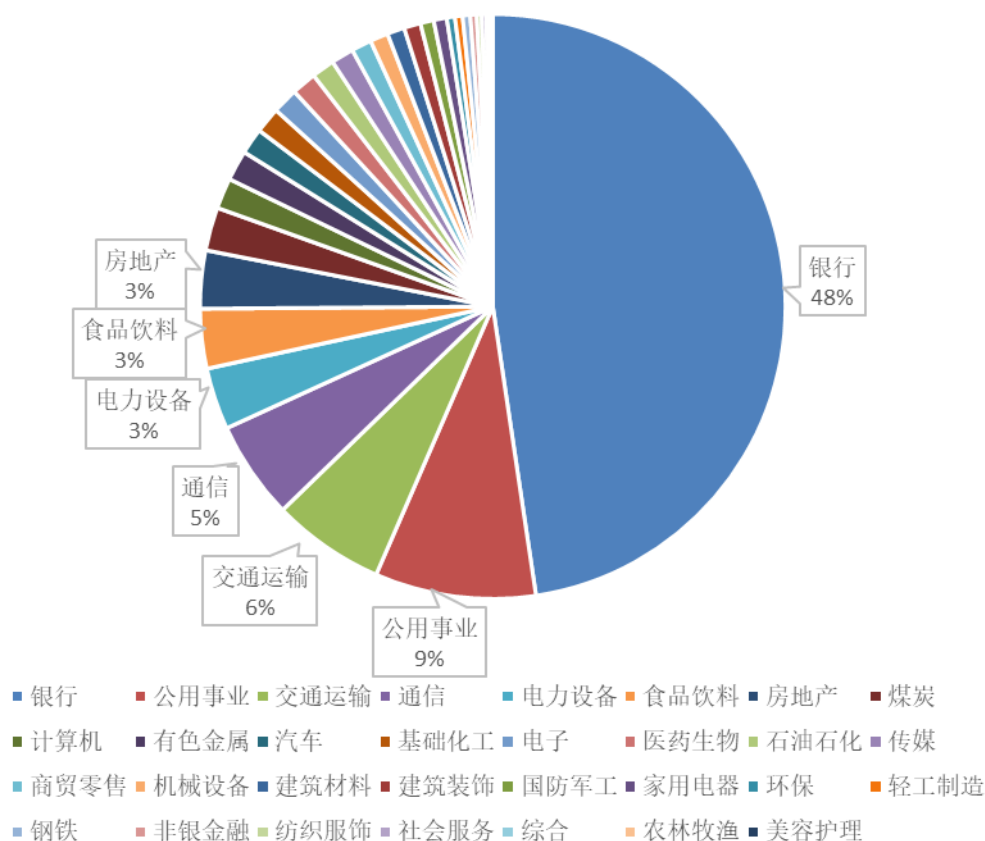
表 7 2025 年以来监管鼓励中长期资金入市政策梳理

发布时间	政策或文件名称	具体内容
2025/1/22	《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	1. 新增保费投资比例要求：引导大型国有保险公司从 2025 年起，每年新增保费的 30%用于投资 A 股（含权益类基金），预计每年为股市带来数千亿元增量资金。 2. 长周期考核机制：对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上长周期考核，净资产收益率当年度考核权重不高于 30%，三年到五年周期指标权重不低于 60%，以减少短期波动对投资行为的影响。 3. 投资方式创新：允许保险资金作为战略投资者参与上市公司定增，在新股申购、举牌认定等方面与公募基金享受同等政策待遇，优化战略投资者结构。 4. 试点扩容：推动第二批保险资金长期股票投资试点落地，后续逐步扩大参与机构范围与资金规模。
2025/4/8	《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》	1. 权益投资比例上限提升：简化偿付能力充足率档位标准，将部分档位对应的权益类资产配置比例上调 5%。例如，综合偿付能力充足率在 150%~200%的保险公司，权益投资比例上限从 25%提升至 30%；超过 350%的保险公司上限提升至 50%，预计释放超 1.66 万亿元增量资金。 2. 创业投资基金投资放宽：允许保险资金对单只创业投资基金的投资比例从 20%提高至 30%，引导资金支持国家战略性新兴产业。 3. 税延养老保险账户管理优化：税延养老保险普通账户与其他保险产品账户合并计算投资比例，提升资产配置灵活性。
2025 年 1—5 月	保险资金长期股票投资试点扩容	1. 试点规模扩大：2025 年分三批批复保险资金长期投资改革试点，总规模达 2220 亿元。其中，第一批 500 亿元（2023 年 10 月批复，2025 年继续设立二期），第二批 1120 亿元（2025 年 1 月、3 月分两批批复），第三批 600 亿元（2025 年 5 月拟批复）。 2. 试点机制优化：第二批试点允许保险公司单独或联合发起设立私募证券投资基金，投资范围扩展至港股，且机制更灵活。
2025/4/16	泰康资产获批设立私募子公司	泰康资产发起设立全资私募基金管理子公司“泰康稳行”，首期规模 120 亿元，定向投资境内及香港优质上市公司股票，追求中长期稳健增值，标志着险资通过私募证券投资基金入市的路径进一步拓宽。
2025/5/27	金融监管总局	进一步扩大保险资金长期投资的试点范围。近期拟再批复 600 亿元，为市场注入更多的增量资金； 调整偿付能力监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降 10%，鼓励保险公司加大入市力度； 推动完善长周期考核机制。

资料来源：金融监管总局官网整理，东莞证券研究所

险资增配银行等高股息板块并将其计入 FVOCI 的趋势或将持续并增强。根据险资 2024 年末持仓结构数据，银行板块占比高达 47.64%，比 2023 年末提升 2.4 个百分点，其次是公用事业，占比 8.89%。在持仓最高的前十个股中，剔除中国平安持有的平安银行，有 5 个个股属于银行板块，浦发银行为第一大持仓股，占比为 12.50%。根据保险业协会公告统计，截至 5 月末，7 家保险公司共实施 15 次举牌，接近 2024 年全年举牌数量。从行业分布上看，银行股被举牌次数最多，共有 5 家银行被举牌 8 次，包含邮储银行、招商银行、农业银行、杭州银行和中信银行。随着中长期入市的卡点堵点进一步打通，险资中长期资金入市步伐有望加速，增配银行等高股息板块并将其计入 FVOCI 的趋势或将持续并增强。

图 30 2024 年末险资持仓申万一级行业占比（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

表 8 2024 年末保险持仓前 10 个股（%）

股票简称	所属行业	占保险总持仓	股息率（%）
中国人寿	非银金融	剔除	1.65%
平安银行	银行	剔除	8.35%

浦发银行	银行	12.50%	2.60%
兴业银行	银行	11.18%	4.59%
招商银行	银行	9.29%	4.54%
长江电力	公用事业	6.10%	3.41%
华夏银行	银行	4.29%	6.43%
中国联通	通信	3.54%	2.77%
民生银行	银行	2.45%	7.95%
贵州茅台	食品饮料	1.76%	3.60%

资料来源：iFinD，东莞证券研究所（计算占比均剔除中国人寿集团持有的中国人寿和中国平安持有的平安银行）

表 9 2025 年险资举牌银行梳理（截至 2025/5/30）

举牌时间	险资主体	标的银行	举牌方式	持股比例
2025/1/8	平安资管	邮储银行 H	增持至 5.01%，成为战略投资者	5.01%
2025/3/12	瑞众人寿	中信银行 H	增持 300 万股，触发 5% 举牌线，成为重要股东	5%
2025/5/19	平安人寿	农业银行 H	年内第三次增持，持股比例升至 11.28%，累计投入超 4.8 亿港元	11.28%
2025/5/30	平安资管	招商银行 H	二级市场增持至 14.07%，年内累计增持超 8 亿港元	14.07%
2025/6/10	新华保险	杭州银行	协议受让澳洲联邦银行持有的 3.3 亿股股份，完成过户登记	5.09%

资料来源：证券时报整理，东莞证券研究所

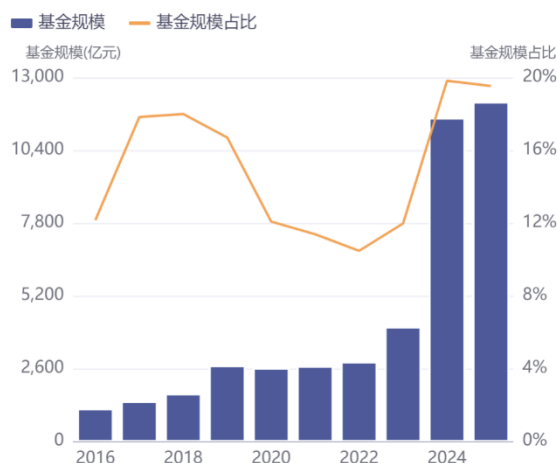
3.2 被动基金加速扩容，高权重银行板块承接增量资金

被动指数基金快速扩容，我国或正迈进被动投资大时代。截至 2024 年末，被动指数基金规模达 3.96 万亿元，首次超越主动权益类基金的 3.44 万亿元，其中 ETF 规模增长尤为显著，境内交易所挂牌上市的 ETF 数量达 1033 只，总规模达 3.7 万亿元，较 2023 年底分别增长 16%和 81%，这一变化反映出投资者对指数化投资需求的快速增长

长，同时或标志着我国正迈进被动投资大时代。被动投资的快速发展，一是离不开政策的催化。今年年初，证监会发布《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》，提出“构建公募基金主动与被动协同发展格局”，要求优化指数供给、降低 ETF 运作成本，并推动养老金、险资等中长期资金通过指数产品入市，此外，新“国九条”明确建立 ETF 快速审批通道，推动指数化投资成为“长钱长投”的核心载体。二是 A 股市场机构化程度边际提高，主动基金获取超额收益的难度增加，投资者转向低费率、披露透明的被动产品。三是中央汇金等“国家队”资金借道 ETF 入市，截至 2024 年末，中央汇金投资有限责任公司及其全资子公司中央汇金资产管理有限责任公司合计持有 23 只 ETF 产品，总市值达 1.04 万亿元，持有的 ETF 品种在沪深 300ETF、上证 50ETF、上证 180ETF、中证 500ETF、深证 100ETF 等原有基础上，进一步拓展到中证 1000ETF、科创 50ETF、中证 800ETF 等品种，发挥着资本市场稳定器作用。

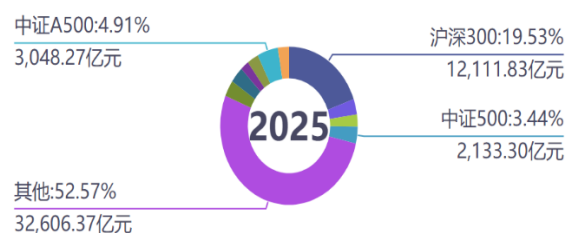
银行股的“被动资金重要载体”地位或将进一步巩固。目前沪深 300 指数基金规模为 1.21 万亿元，在所有指数基金的占比为 19.53%。从沪深 300 指数成分股的行业分布来看，占比最高的是银行 14.35%，6 月 13 日收市后，沪农商行和渝农商行将被列入沪深 300 指数调入名单，银行板块的占比将进一步提高。在资产荒与利率下行周期中，银行股凭借其在主要指数中的高权重占比、高股息回报、高流动性容量，成为被动资金有效的配置载体。随着险资、养老金、“国家队”等中长期资本进一步通过指数化工具入市，被动产品规模占比或将进一步超越主动基金，而其中高权重的银行板块也将继续承接被动资金的流入，其估值中枢有望随之逐步上移。

图 31 沪深 300 指数基金规模变化（亿元，%）



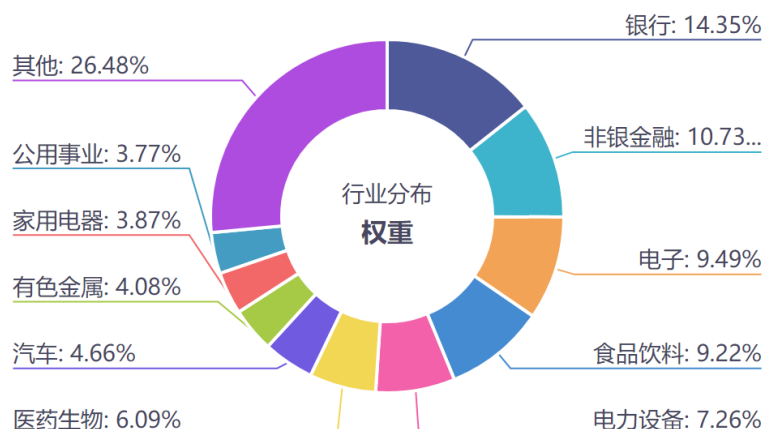
资料来源：iFind

图 32 指数基金规模分布（%）



资料来源：iFind

图 33 沪深 300 指数成分股行业分布 (%)

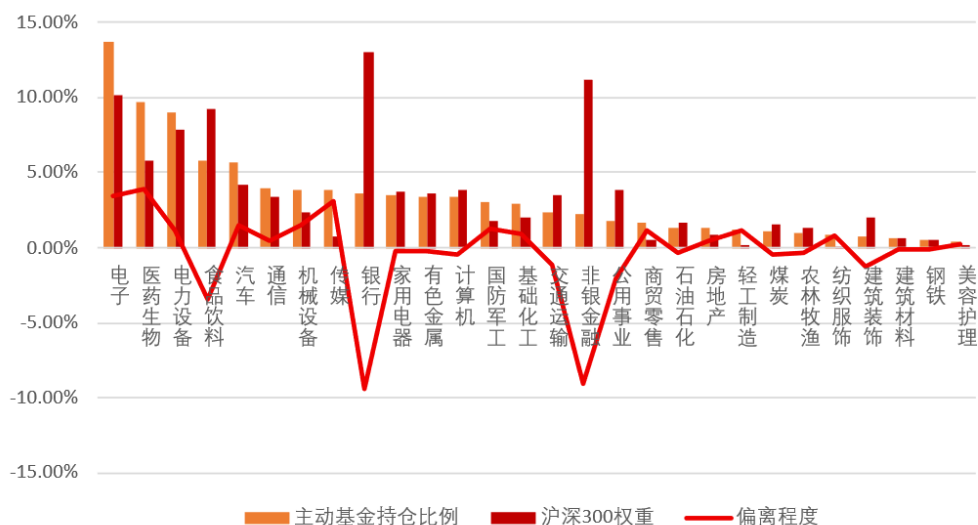


数据来源：iFinD

3.3 公募基金改革落地，银行等显著低配板块或将受益

2025 年 5 月 7 日，中国证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，明确提出改革方向，一方面是浮动费率与薪酬挂钩机制。新规要求主动权益类基金推行“业绩-费率”浮动制度：业绩低于基准时管理费下调，显著超越时可上浮。同时，基金经理薪酬 80% 与产品业绩绑定，若三年期业绩落后基准超 10 个百分点，绩效薪酬需大幅削减。这迫使基金经理严格约束偏离基准的主动博弈，转向降低跟踪误差的配置策略。另一方面，长周期考核与行业披露强化，基金投资收益实施三年以上长周期考核（权重 $\geq 80\%$ ），并强制在季报中披露行业配置与基准的差异及调整计划。对偏离基准 20% 以上的基金实施重点监控，从根源上抑制了“挂羊头卖狗肉”的风格漂移。总的来说，公募基金改革的核心在于通过制度设计扭转“规模至上”的行业惯性，迫使资产管理行为向基准收敛，重塑基金经理的投资行为逻辑。公募基金改革下，基金经理为避免考核压力，或将向比较基准如沪深 300 靠拢，加速补齐“配置缺口”。2024 年末，主动基金银行持仓占比为 3.64%，而沪深 300 指数中银行板块权重高达 13.04%，偏离度接近 10 个百分点，欠配更为明显的招商、兴业、工商和农业银行或更加受益于公募基金的加速回补。

图 34 2024 年末主动基金持仓比例和沪深 300 行业权重对比 (%)



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

4. 投资建议

受到宏观环境以及资本市场波动的影响，上市银行今年一季度整体经营业绩边际下滑，但是与其他行业横向比较来看，银行板块 ROE 仍能维持 10% 以上，处于中上游水平，盈利与分红韧性优势明显。银行经营面或将继续受到政策托底，全方位扩大国内需求的导向有望推动信贷投放实现温和修复，而净息差也将受益于监管对银行负债端成本的呵护压力减轻。展望后市，资金向银行板块迁移的逻辑仍为确定性稀缺时代对相对安全边际的追逐，只要低利率环境和“资产荒”的核心矛盾未发生根本性扭转，险资、被动资金以及公募基金等增量资金对高股息、低估值的银行股的配置需求就会持续存在，该逻辑在强化分红、驱动长期资金入市等政策红利与稳健基本面的共振下，正推动银行股实现估值重塑。

银行股投资建议关注三条主线：一是关注高股息、低估值的工商银行（601398）、农业银行（601288）、中国银行（601988）和建设银行（601939）；二是关注具备区域优势、业绩确定性强、地方债风险改善的成都银行（601838）、杭州银行（600926）、江苏银行（600919）；三是关注受益于零售端业务修复、资金低配的招商银行（600036）和兴业银行（601166）。

表 10 重点公司盈利预测及投资评级（截至 2025/6/12）

股票代码	简称	股价	BVPS（元）			PB（X）			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
601398	工商银行	7.11	10.23	10.95	11.73	0.70	0.65	0.61	买入	维持
601288	农业银行	5.63	7.40	7.91	8.52	0.76	0.71	0.66	买入	维持
601988	中国银行	5.43	8.18	8.66	9.29	0.66	0.63	0.58	买入	维持
601939	建设银行	8.89	12.65	13.47	14.47	0.70	0.66	0.61	买入	维持
601838	成都银行	19.57	19.15	21.62	24.59	1.02	0.91	0.80	买入	维持
600926	杭州银行	16.72	18.03	19.84	22.69	0.93	0.84	0.74	买入	维持
600919	江苏银行	11.61	12.73	14.45	16.06	0.91	0.80	0.72	买入	维持
600036	招商银行	45.23	41.46	45.42	49.85	1.09	1.00	0.91	买入	维持
601166	兴业银行	23.86	36.88	39.46	41.99	0.65	0.60	0.57	买入	维持

数据来源：iFinD，东莞证券研究所。

5. 风险提示

- （1）贸易战引发全球经济衰退预期增强，银行海外业务收益受损、风险敞口扩大的风险；
- （2）关税战贸易战扰乱产业链供应链，银行对相关企业信贷投放回笼困难，资产质量恶化的风险；
- （3）经济波动导致居民消费、企业投资恢复不及预期的风险；
- （4）房地产恢复不及预期导致信贷需求疲软、银行资产质量承压的风险；
- （5）市场利率下行导致银行资产端收益率下滑，净息差持续承压的风险。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn