



# 政策红利与资金裂变，把握银行股下半场

## ——银行业2025年中期投资策略

银行业分析师：张一纬

银行业分析师助理：袁世麟

# 政策红利与资金裂变，把握银行股下半场

## ——银行业 2025 年中期投资策略

2025 年 6 月 19 日

- 2025 年上半年回顾：资金裂变主导银行估值重塑：**截至 6 月 13 日，银行板块累计上涨 9.84%，跑赢沪深 300 约 12pct。增量资金持续推升银行估值，包括中长期资金入市、公募基金欠配调仓、汇金增持、被动型指数 ETF 发展。
- 2025 年下半年展望：量价险共振，基本面拐点可期：**相较于银行业绩继续承压的预期，我们认为下半年银行业有望实现量价险三因素共振，迎来业绩实质性改善，主要体现在：（1）财政货币政策协同引导银行加力信贷投放、优化信贷结构；（2）非对称降息下息差可控程度提高；（3）化债和地产政策加码推动对公资产风险预期改善。
- 量价：信贷驱动因素加码，降息空间仍存，负债成本为稳息差关键变量：**（1）量：预计 2025 年下半年信贷平稳、增量好于去年同期，财政发力、结构性工具优化、大行增资落地、按揭拖累减弱为主要驱动，化债和关税整体影响可控，局部冲击与需求修复情况仍需关注。（2）价：重定价、降息拖累息差，存款利率非对称下调+期限结构优化+到期重定价支撑负债成本持续改善。
- 风险：化债+地产政策加码利好对公风险预期改善，关注零售风险暴露：**地方化债稳妥推进，利好城投资产质量改善，当前风险溢价已大幅下行；政策加码巩固房地产止跌回稳态势，银行地产风险敞口有望持续压降。零售贷款方面，居民收入预期、财务状况和小微企业经营状况实质性拐点有待显现，需重点关注稳增长政策成效及风险边际变化。
- 中长期视角下零售银行能否受益提振消费政策：**提振消费有助于从信贷扩容、风险缓释和轻资本转型角度帮助银行应对量价下行和资本压力，改善盈利空间。就目前而言，居民收入预期-消费需求传导和结构性错配有待打通，零售信贷仍面临需求和风险双重制约。提高消费金融与场景的适配度，同时增强数字化转型在服务和风控方面的运用，有望成为零售银行长线布局的胜负手。关注场景金融和数字金融对银行经营和投资模式的重塑。
- 投资策略：**（1）公募欠配修复，优质城农商行存在结构性机会；（2）中长期资金入市+考核长周期继续强化银行板块红利价值和战略配置；（3）主要宽基指数 ETF 扩容提质，把握成分股投资价值。
- 风险提示：**经济不及预期，资产质量恶化的风险；利率持续下行，息差承压的风险；关税冲击导致需求走弱的风险。

### 重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	BVPS (元)				PB (倍)				投资评级
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600926	杭州银行	17.81	19.54	22.79	26.61	0.84	0.85	0.72	0.62	推荐
601665	齐鲁银行	8.27	9.12	10.4	11.84	0.73	0.71	0.63	0.55	推荐
601288	农业银行	7.4	7.99	8.62	9.3	0.73	0.70	0.65	0.60	推荐
600036	招商银行	41.46	45.43	49.63	53.96	0.99	0.99	0.91	0.84	推荐
601825	沪农商行	12.84	13.53	14.39	15.29	0.69	0.72	0.68	0.64	推荐

资料来源：ifind、中国银河证券研究院

### 银行

推荐 维持

### 分析师

张一纬

电：010-8092-7617

邮：zhangyiwei\_yj@chinastock.com.cn

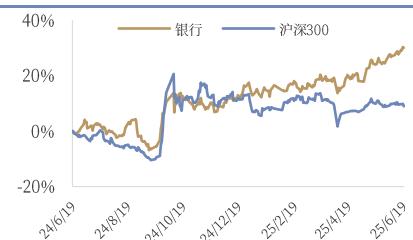
分析师登记编码：S0130519010001

研究助理 袁世麟

邮：yuanshilin\_yj@chinastock.com.cn

### 相对沪深 300 表现图

2025-06-19



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

### 相关研究

- 【银河银行】行业深度-银行业 2025 年策略：紧握红利锚，掘金转型低位区
- 【银河银行】行业深度-4 月政治局会议解读：增量政策可期，银行经营受益、价值凸显
- 【银河银行】行业点评-5 月 7 日国新办新闻发布会解读：降准降息落地、中长期资金入市，坚守红利价值
- 【银河银行】行业点评-银行股估值重塑的三重动能：政策约束、考核长周期与指数化投资

## 目录

### Catalog

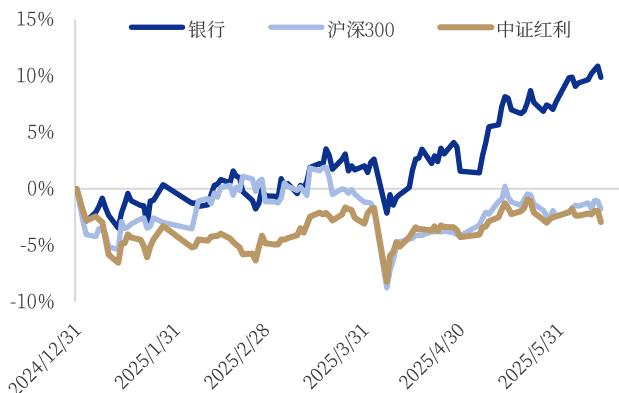
一、 2025 上半年回顾：资金裂变主导银行估值重塑 .....	4
二、 2025 下半年展望：量价险共振，基本面拐点可期 .....	8
(一) 量：政策层面稳信贷、优结构，重点领域融资有望保持高景气度 .....	8
(二) 价：降息空间仍存，负债成本优化为息差企稳关键变量.....	17
(三) 险：对公资产质量有望持续改善，关注零售不良风险.....	23
三、 中长期视角下零售银行能否受益提振消费政策 .....	31
(一) 提振消费政策持续加码，带来信贷、风险缓释和轻资本转型等多重机遇 .....	31
(二) 收入-需求传导和结构性错配有待打通，零售信贷仍面临多重制约 .....	37
(三) 场景金融和数字金融有望成为零售银行长线布局的胜负手.....	40
四、 投资策略：从公募欠配修复到长线资金战略配置 .....	42
(一) 公募欠配修复，优质城农商行存在结构性机会 .....	44
(二) 中长期资金入市+考核长周期继续强化银行股红利价值和战略配置.....	47
(三) 主要宽基指数 ETF 扩容提质，把握成分股投资价值.....	50
五、 风险提示 .....	52

## 一、2025上半年回顾：资金裂变主导银行估值重塑

2025年以来银行板块行情持续发酵。截至2025年6月13日，银行板块年初至今累计上涨9.84%，跑赢沪深300指数11.64pct，在31个申万一级行业中排名第3。细分板块来看，国有行、股份行、城商行、农商行分别上涨0.54%、14.82%、11.23%、12.37%。年初至今42家上市银行中37家收涨，其中青岛银行、中信银行、兴业银行、浦发银行、青农商行、江苏银行涨幅超过20%，另有渝农商行、重庆银行、上海银行、浙商银行等16家银行涨幅超过10%。

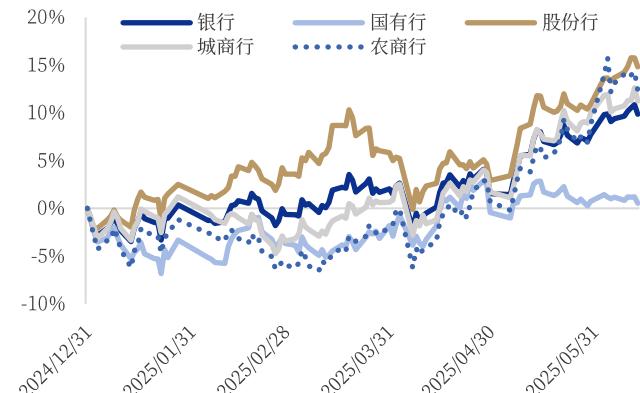
相比于2023-2024年，红利价值逻辑有所降温，政策红利下的资金裂变成为主导银行估值重塑的核心驱动。截至2025年6月13日，年初以来银行板块相对中证红利指数的超额收益为12.8pct，已不单方面受益红利因素。相比之下，增量资金流入对银行板块估值的持续提升起到推波助澜的作用且多数情况下由政策推动，包括了中长期资金入市、公募基金欠配调仓、汇金增持、被动型指数ETF的发展等。具体来看：（1）2025年1月，《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》发布，险资、社保等中长期资金增配银行；同月，《促进指数化投资高质量发展行动方案》发布，推动指数化投资规模和比例明显提升，截至6月13日，沪深300ETF规模约1.05万亿，银行作为权重板块显著受益资金流入；（2）4月初对等关税落地，市场大盘出现大幅下跌，银行板块行情也随之波动，但汇金公司发挥“平准基金”作用，积极稳定市场，增持ETF，银行作为权重板块且具有避险属性，估值实现较快修复；（3）5月《公募基金高质量发展行动方案》发布，优化业绩比较基准与考核，引发公募基金仓位调整，银行板块欠配程度较高，面临短期增量资金流入，估值迎来阶段性提升机会。

图1：银行板块与沪深300指数累计涨跌幅（截至2025/06/13）



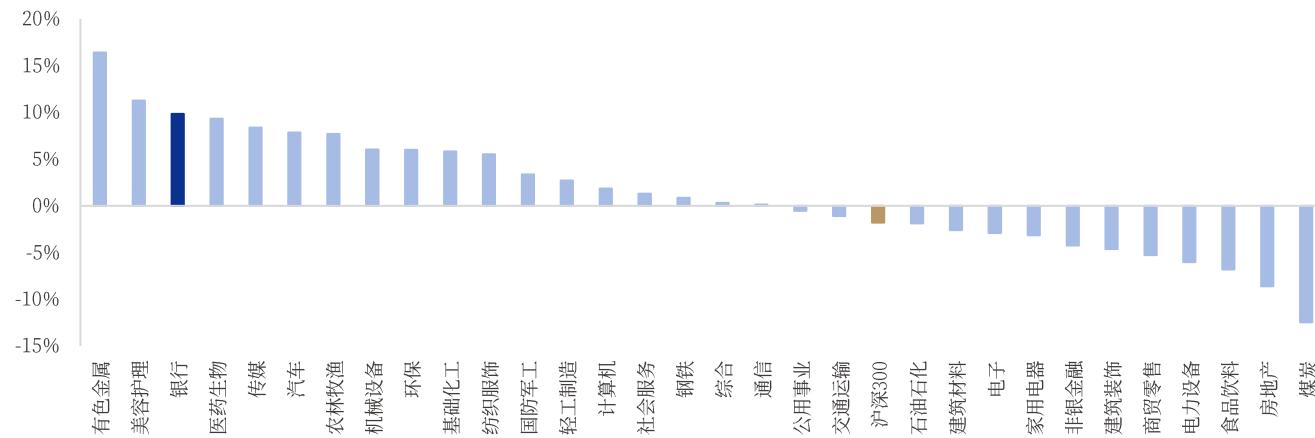
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图2：银行细分板块累计涨跌幅（截至2025/06/13）



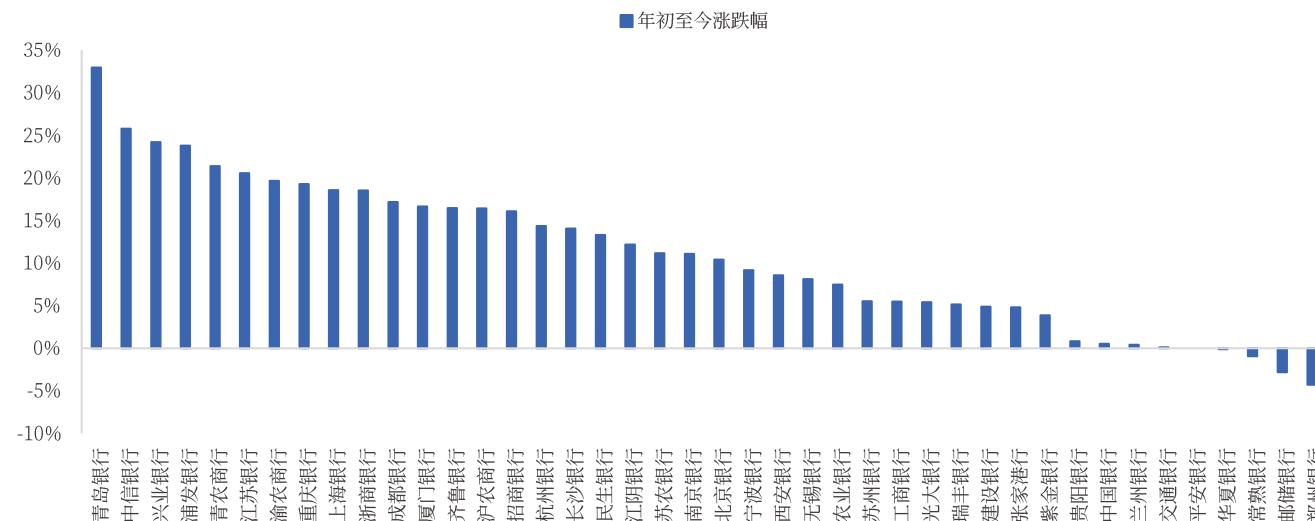
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图3: A股各行业年初至今涨跌幅 (截至 2025/06/13)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图4: 各上市银行年初至今涨跌幅 (截至 2025/06/13)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

表1: 2024年以来资金面相关政策或会议

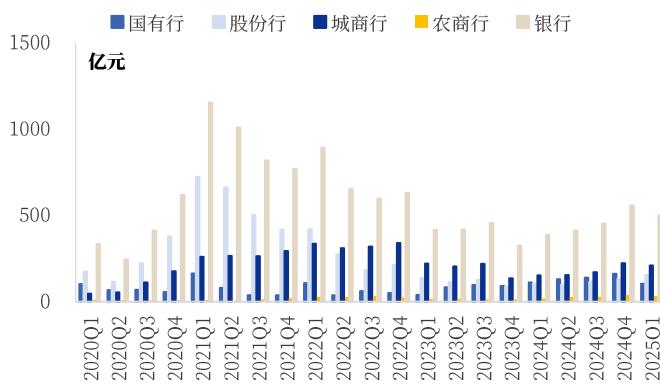
时间	政策或会议	主要内容
2024年4月	国务院《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量：建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。大力发展战略类公募基金，大幅提升权益类基金占比。建立交易型开放式指数基金（ETF）快速审批通道，推动指数化投资发展。优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资。完善保险资金权益投资监管制度，优化上市保险公司信息披露要求。完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策。提升企业年金、个人养老金投资灵活度。鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，提升权益投资规模。

2024年9月	中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》	一是建设培育鼓励长期投资的资本市场生态。二是大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展。丰富公募基金可投资资产类别，建立ETF指教基金快速审批通道，持续提高权益类基金规模和占比。三是着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。建立健全商业保险资金、各类养老金等中长期资金的三年以上长周期考核机制，推动树立长期业绩导向。培育壮大保险资金等耐心资本，督促指导国有保险公司优化长周期考核机制。完善全国社保基金、基本养老保险基金投资政策制度。鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，优化激励考核机制，畅通入市渠道，提升权益投资规模。
2025年1月	中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局联合印《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	一是提升商业保险资金A股投资比例与稳定性。二是优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制。三是提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平。四是提高权益类基金的规模和占比。五是优化资本市场投资生态。
2025年1月	证监会印发《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》	持续丰富指数基金产品体系：积极发展股票ETF，全面做强核心宽基股票ETF，支持覆盖率高、代表性强、流动性好的宽基股票ETF注册发行，更好满足中长期资金配置需求，推出更多红利、低波、价值、成长等策略指数ETF；稳步拓展债券ETF；支持促进场外指数基金发展；稳健推进指数产品创新。加快优化指数化投资发展生态：优化ETF注册发行安排；全面完善ETF运作机制等。
2025年3月	国务院《2025年政府工作报告》	深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和稳市机制建设。
2025年5月	国新办新闻发布会（央行、金融监管总局、证监会介绍一揽子金融政策支持稳市场稳预期）	金融监管总局宣布进一步扩大保险资金长期投资试点范围，为市场引入更多增量资金；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，调动机构的积极性，促进实现“长钱长投”。 证监会介绍公募基金改革重点，包括突出增强基金投资行为稳定性等。
2025年5月	证监会印发《公募基金高质量发展行动方案》	强化业绩比较基准的约束作用，制定公募基金业绩比较基准监管指引，明确基金产品业绩比较基准的设定、修改、披露、持续评估及纠偏机制。改革基金公司绩效考核机制，要求基金公司全面建立以基金投资收益为核心的考核体系，适当降低规模排名、收入利润等经营性指标的考核权重；对基金投资收益全面实施长周期考核机制，其中三年以上中长期收益考核权重不低于80%。督促行业加大薪酬管理力度，督促基金公司建立健全与基金投资收益相挂钩的薪酬管理机制，对三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过10个百分点的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降。稳步降低基金投资者成本，引导行业机构适时下调大规模指数基金、货币市场基金的管理费率与托管费率。实施股票交易型开放式指数基金快速注册机制。

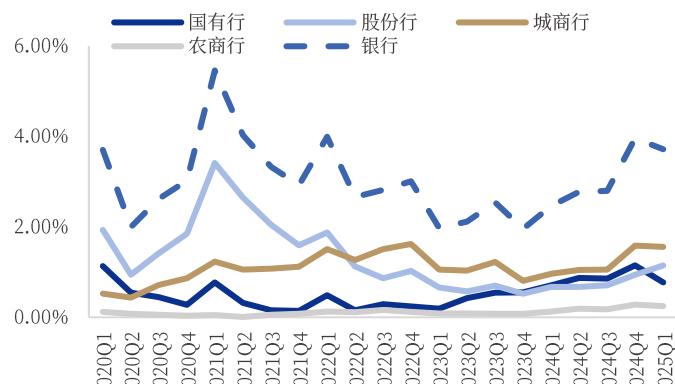
资料来源：中国政府网，中国人民银行，国家金融监管总局，证监会，国新办，中国银河证券研究院

具体到资金面数据，主动资金对银行重仓比例短期出现边际下降，长线资金对银行持仓保持高位。从主动型公募基金持仓数据来看，一季度资金风险偏好程度有所上升，对银行重仓比例下降，低配比例略有扩大。2025Q1，公募基金对银行板块重仓持仓占比3.72%，较上年末下降0.24pct。国有行、股份行、城商行、农商行重仓持仓占比分别为0.77%、1.14%、1.56%、0.25%，其中，股份行持仓占比较上年末+0.2pct，其他银行均有所下降，国有行下降较多，较上年末-0.38pct。个股层面，招商银行、宁波银行、江苏银行、成都银行、工商银行重仓持仓占比最高。整体来看，零售股份行、优质区域行和高股息、低估值、低风险的国有行仍为公募基金主要配置方向。长线资金方

面，2025Q1 社保基金、保险公司权益投资中对银行持仓占比分别为 49.23%、27.2%，仓位分别较上年末上升 0.26pct、1.93pct，银行板块受长线资金青睐程度不减。综合考虑市场避险偏好、中长期资金入市以及公募基金改革等因素，预计二季度银行板块将持续受益增量资金流入。

**图5：银行细分板块重仓市值**


资料来源：ifind，中国银河证券研究院

**图6：银行细分板块重仓持仓占比**


资料来源：ifind，中国银河证券研究院

**表2：2025Q1 个股仓位排名前 10**

序号	2024Q4		2025Q1				
	公司名称	公司名称	持股总市值(亿元)	持仓占比	持仓占比变化	重仓基金数量 (只)	重仓基金数量变化 (只)
1	招商银行	招商银行	136.10	1.01%	0.17%	358	48
2	江苏银行	宁波银行	61.28	0.46%	0.08%	105	5
3	成都银行	江苏银行	47.28	0.35%	-0.08%	142	-16
4	工商银行	成都银行	46.31	0.34%	-0.04%	84	0
5	宁波银行	工商银行	32.28	0.24%	-0.14%	179	-12
6	农业银行	杭州银行	27.69	0.21%	0.00%	45	0
7	杭州银行	建设银行	24.90	0.19%	-0.01%	84	-11
8	建设银行	农业银行	24.42	0.18%	-0.14%	121	-30
9	中国银行	中国银行	15.11	0.11%	-0.02%	68	-6
10	常熟银行	渝农商行	14.52	0.11%	-0.01%	85	-16
合计			429.89	3.20%	-0.18%	1271	-38

资料来源：ifind，中国银河证券研究院

**表3：2025Q1 个股重仓持股配置变化排名前 10**

序号	2025Q1 加仓排名			2025Q1 重仓基金数量增加排名		
	公司名称	加仓幅度	2025Q1 仓位	公司名称	重仓基金增加只数	2025Q1 重仓基金数量
1	招商银行	0.17%	1.01%	招商银行	48	358
2	宁波银行	0.08%	0.46%	兴业银行	42	91
3	浦发银行	0.02%	0.04%	上海银行	8	43
4	上海银行	0.01%	0.06%	浦发银行	6	34
5	中信银行	0.01%	0.03%	宁波银行	5	105

6	齐鲁银行	0.00%	0.02%	重庆银行	5	13
7	民生银行	0.00%	0.01%	青岛银行	4	10
8	瑞丰银行	0.00%	0.00%	中信银行	3	27
9	重庆银行	0.00%	0.01%	厦门银行	2	6
10	光大银行	0.00%	0.01%	江阴银行、 无锡银行	2	3

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图7: 社保基金对银行持仓情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 保险公司对银行持仓情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、2025下半年展望：量价险共振，基本面拐点可期

展望2025年下半年，我们认为银行业有望实现量-价-险三因素共振，迎来基本面实质性改善的拐点：（1）量：财政政策与货币政策协同发力，引导银行加大信贷投放、优化信贷结构；（2）价：重定价仍拖累息差，但非对称式降息之下，息差可控程度提高，负债成本优化成为息差企稳的关键变量；（3）险：对公领域资产质量受益重点领域化险，风险预期有望持续改善，零售领域不良加速暴露，关注政策成效与风险边际变化。

### （一）量：政策层面稳信贷、优结构，重点领域融资有望保持高景气度

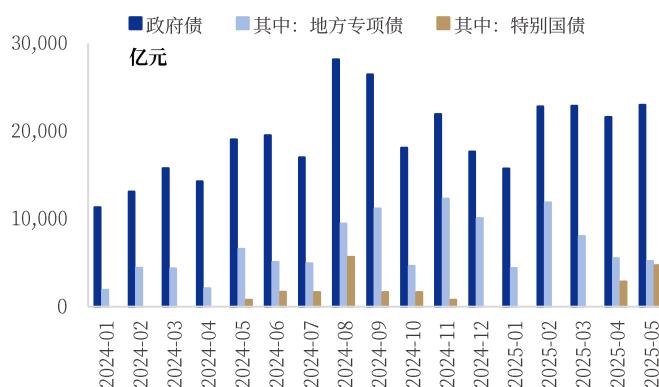
2025年下半年，信贷投放有望保持平稳，增量预计好于去年同期。根据银河证券宏观团队最新预测，2025年下半年新增信贷约6.2万亿元，其中，第三、四季度信贷增量分别为4万亿元、2.2万亿元。财政和货币相关一揽子增量金融政策支持加码，信贷增长有望受益，但也一定程度上面临化债及关税冲击带来的负面拖累。

#### 1. 财政政策更加积极，政府债发行使用加速撬动基建融资需求，支撑银行信贷基本盘

4月政治局会议提出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，加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。目前政府债发行进度加快，截至5月已累计发行10.6万亿元，其中，地方专项债发行3.5万亿元，特别国债发行7580亿元；超长期特别国债发行3630亿元，发行开启时间相较去年提前一个月。根据两会拟于2025年发行地方专项债4.4万亿元、超长期特别国债1.3万亿元的目标，2025年6-12月，专项债、超长期特别国债剩余规模分别

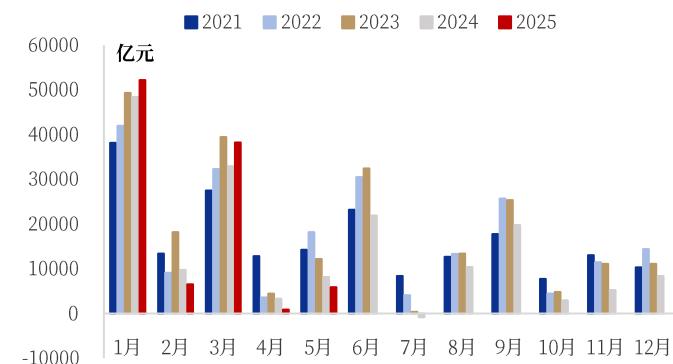
为 8960 亿元、9370 亿元。测算中性情形下，地方专项债剩余额度可撬动增量信贷需求 2778 亿元。根据财政部安排，大部分超长期特别国债将于 6-10 月集中发行，预计下半年对两重两新领域的支撑力度加大，加速促进银行信贷投放修复。

图9：2023年以来政府债发行情况



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图10：2020年以来人民币贷款月度增量变化



资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

表4：地方政府专项债用作资本金领域放宽带来的基建项目配套融资需求

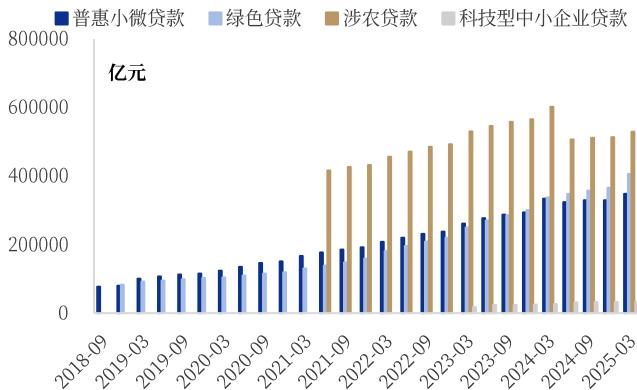
	悲观	中性	乐观
地方政府专项债额度 (亿元)	8960	8960	8960
专项债用于基建比例假设	70%	70%	70%
<b>专项债用作基建项目资本金比例假设</b>	30%	35%	40%
专项债用作基建项目资本金 (亿元)	1881.6	2195.2	2508.8
专项债用作基建项目配套资金 (亿元)	4390.4	4076.8	3763.2
基建项目资金来源中的贷款比例假设	10%	10%	10%
专项债理论上可撬动的基建投资规模 (亿元)	25088	27776	30464
<b>与上述基建项目相对应的增量信贷需求 (亿元)</b>	<b>2508.8</b>	<b>2777.6</b>	<b>3046.4</b>

资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

## 2.结构性货币政策工具升级加码，首批国有行增资落地，重点领域信贷增长将保持高景气度

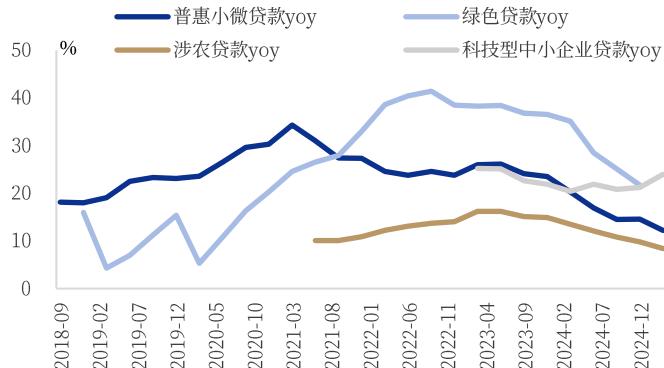
五篇大文章标准体系和基础制度持续完善，结构性货币政策工具进一步创新和优化，为下半年信贷投放持续贡献增量。目前结构性货币政策工具创新继续聚焦于加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的金融支持，涉及科技创新、五篇大文章、消费、外贸、资本市场等领域，包括新工具的设立、规模的增加、利率的降低、政策支持覆盖面的拓展以及常态化的制度安排等。具体来看：（1）**科技领域**：优化科技创新和技术改造再贷款政策，规模从目前的 5000 亿扩大到 8000 至 10000 亿，扩大再贷款支持范围，大幅提高政策的覆盖面。测算再贷款额度扩大后，理论上可撬动相关增量信贷 2.35-2.94 万亿元。（2）**消费领域**：设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”。（3）**普惠小微领域**：增加支农支小再贷款额度 3000 亿元。最新数据显示，央行结构性货币政策工具总额度将达到 8.3 万亿元，较此前增长 15.28%。截至 2025 年一季度末，普惠小微、制造业中长期、科技型中小企业贷款分别同比增长 12.2%、9.3%、24%，均高于全部贷款增速，保持较高景气度。我们持续看好政策发力带来的信贷结构优化机会，关注下半年重点领域信贷增长对银行整体表内业务扩容带来的积极影响。

图11：重点领域贷款余额



资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

图12：重点领域贷款同比增速



资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

表5：当前存续的结构性货币政策工具（截至2025年6月17日）

工具名称		支持领域	发放对象	利率(1年期)/ 激励比例	额度(亿元)	启用时间	到期时间
长期性 工具	1	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	1.50%	8100	1999
	2	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	1.50%	21000	2014
	3	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	1.50% (6个月)	7400	2008
阶段性 工具	4	抵押补充贷款	棚户区改造，地下管离、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.00%	0	2014
	5	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.50%	8000	2021-11
	6	民企债券融资支持工具 (II)	民营企业	专业机构	1.50%	500	2022-11
	7	科技创新和技术改造再贷款	科技型中小企业，重点领域技术改造及设备更新项目	21家全国性金融机构	1.50%	8000	2024-04
	8	保障性住房再贷款	收购已建成商品房用于保障性住房配售或租赁	21家全国性金融机构	1.50%	3000	2024-06
	9	证券、基金、保险公司互换便利 (SFISF)	支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性	20家证券、基金公司	参与机构招投标确定	8000	2024-10
	10	股票回购增持再贷款	上市公司回购股票和主要股东增持股票	21家全国性金融机构	1.50%	2024-10	-
	11	服务消费与养老再贷款	住宿餐饮、文体娱乐、教育等服务消费重点领域和养老产业	21家全国性金融机构、5家属于国内系统重要性银行的城商行	1.50%	5000	2025-05
							2027-12

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

与此同时，国有大型银行增资稳步推进，从资本层面打破对信贷投放的约束，后续阶段区域性中小银行补充资本的手段方式拓展尤为关键。2025年3月末，四家国有大行5200亿元增资方案发布，预计合计撬动增量信贷4.98万亿元。截至2025年6月17日，交通银行、中国银行、邮储银行已完成定增，测算核心一级资本充足率分别可提升1.25pct、0.82pct、1.43pct。考虑到应对关税冲击和支持重点领域的需求，区域性中小行银行增资的必要性也在增强。例如，以长三角、珠三角为代表的地区外向型经济占比较高，当地企业和区域性中小银行直接面临关税影响，有必要补充资本以抵御风险的可能性，同时能够更好地满足当地科创企业、小微企业旺盛的融资需求。补充资本方式上，可转债为当前阶段主要渠道，但是专项债使用亦面临较大空间。2024年末以来已有成都银行、苏州银行转债相继触发强赎后成功实现转股。2025年5月26日、6月9日，杭州银行、南京银行可转债相继触发强赎，转股进程加快，截至6月17日转股比例分别上升至95.46%、75.82%，测算全部转股后核心一级资本充足率将分别提升0.83pct、0.57pct。此外，另有8家A股上市银行的可转债处于上市状态且均已进入转股期，补充资本进程加快。专项债方面，1月国新办发布会明确提及地方专项债也是中小银行资本金补充的重要渠道。根据企业预警通数据，截至2025年5月，地方政府专项债资金使用比例仅为10.63%，用效率和方向上有进一步提升空间。综合来看，特别国债注资、可转债转股有望成为国有大行和部分中小行下半年信贷投放的重要保障，但增资手段仍有进一步拓展的可能性，建议持续关注政策进展。

表6：四家大行定增情况及影响测算

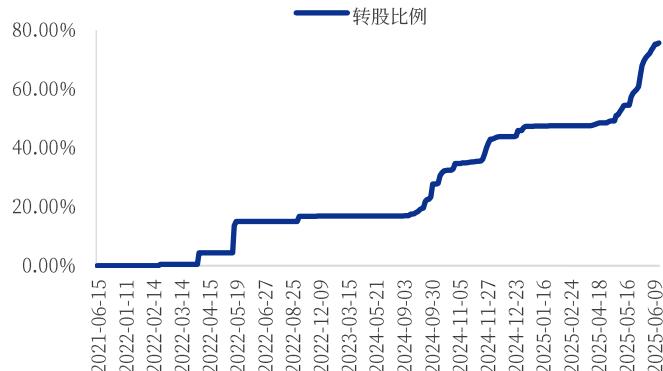
	建设银行	中国银行	交通银行	邮储银行
发行市场	A股	A股	A股	A股
定增规模（亿元）	1050	1650	1200	1300
定价（元）	9.27	5.93	8.51	6.21
对应PB（倍）	0.72	0.72	0.64	0.73
认购对象	财政部	财政部	财政部（124.2亿元）、 中国烟草（45.8亿元）、 双维投资（30亿元）	财政部（1175.8亿元）、 中国移动（78.54亿元）、 中国船舶（45.66亿元）
新增股本（亿）	113.27	278.25	141.01	209.34
监管要求核心一级资本充足下限	9.00%	9.00%	8.50%	8.00%
定增前核心一级资本充足率	13.98%	11.82%	10.25%	9.21%
距监管要求空间（pct）	4.98	2.82	1.75	1.21
定增后核心一级资本充足率	14.44%	12.64%	11.50%	10.64%
距监管要求空间（pct）	5.44	3.64	3.00	2.64
核心一级资本充足率提升（pct）	0.46	0.82	1.25	1.43
增资撬动增量信贷（亿元）	8758.89	15701.87	10853.82	14495.02

资料来源：ifind，公司公告，中国银河证券研究院

注：基于2025Q1数据静态测算。

**图13：杭银转债转股进度**


资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

**图14：南银转债转股进度**


资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

**表7：当前上市银行发行上市可转债**

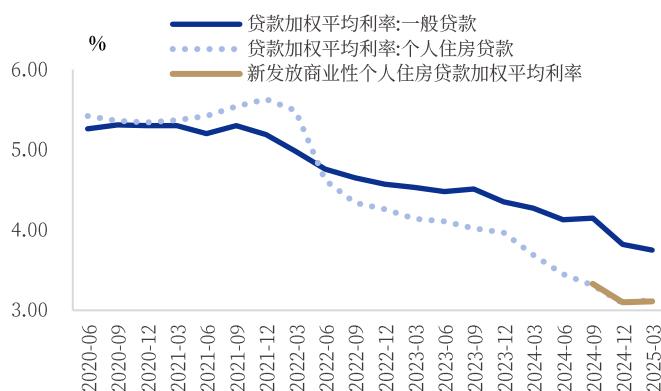
正股名称	转债名称	加权剩余年限(年)	转债发行规模(亿元)	累计转股比例	转股价格(元)	正股价格距强赎价格空间	转股溢价率	核心一级资本充足率	距监管下限空间	全部转股提升核心一级资本充足率	全部转股撬动增量信贷(亿元)
杭州银行	杭银转债	0.0548	150	95.46%	11.35	已触发	-0.10%	9.01%	1.51%	0.83%	915.95
南京银行	南银转债	0.0849	200	75.82%	8.22	已触发	-1.44%	8.89%	1.14%	0.57%	861.74
齐鲁银行	齐鲁转债	3.3792	80	19.83%	5.00	-0.15%	0.17%	10.25%	2.75%	1.69%	589.84
兴业银行	兴业转债	2.4818	500	17.30%	22.25	21.48%	15.05%	9.60%	1.35%	0.61%	3697.28
上海银行	上银转债	1.5779	200	0.01%	8.87	10.66%	8.05%	10.54%	2.79%	0.89%	1198.02
紫金银行	紫银转债	1.0808	45	0.01%	3.65	58.70%	36.68%	10.50%	3.00%	2.40%	436.27
浦发银行	浦发转债	0.3644	500	0.01%	12.92	33.94%	13.90%	8.79%	0.79%	0.68%	4303.40
重庆银行	重银转债	2.7154	130	0.01%	9.67	13.87%	10.57%	9.12%	1.62%	2.15%	1109.96
青农商行	青农转债	1.1744	50	0.01%	4.12	44.76%	29.83%	10.28%	2.78%	1.50%	400.71
常熟银行	常银转债	3.2001	90	0.01%	6.04	4.28%	3.90%	10.78%	3.28%	2.12%	490.22

资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

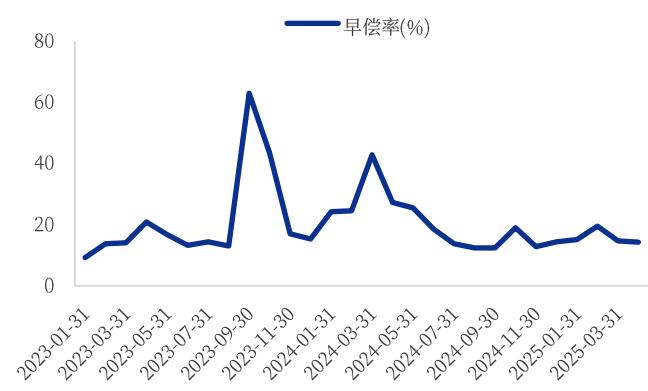
注：核心一级资本充足率为2025Q1数据。

### 3.按揭拖累减弱、消费提振政策加码利好零售信贷，需求修复成效有待观察

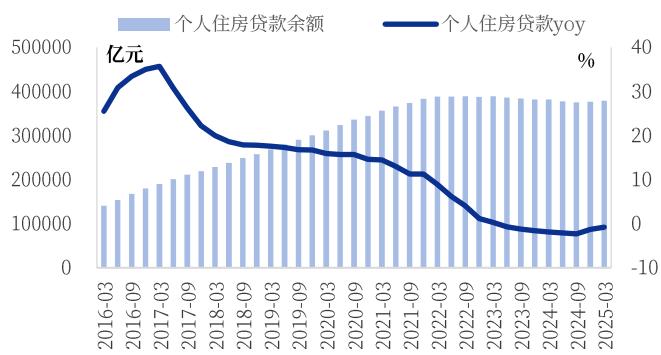
按揭对零售信贷的拖累减弱。房地产政策定调积极，增量政策加码，在去年同期低基数之上，2025年下半年按揭贷款增速改善的可能性加大。4月政治局会议强调持续巩固房地产市场稳定态势，有助稳定房市预期。与此同时，LPR降息落地，将带动房贷利率下降，存量房贷利率调整抹平利差，提前还款现象有望持续减少。2025年一季度，全国新发放商业性个人住房贷款加权平均利率为3.11%，4月单月年化早偿率为14.23%，较2024年已经显著降低。从实际效果上看，2024年9月以来，金融机构住户按揭贷款降幅呈现收窄趋势，截至2025年3月已收窄至-0.8%。2025年5月，商品房销售面积累计同比下降2.9%，基本保持自2024年初以来的修复态势，70城新房、二手房价格指数均延续边际改善，整体继续朝止跌回稳的方向迈进。随着稳预期、稳市场增量房地产政策深入落地实施，提前还款减少+购房需求改善双重驱动下，下半年按揭贷款净增速存在转正的可能性，对整体零售信贷数据的负面影响逐步出清。

**图15：新发放按揭贷款利率**


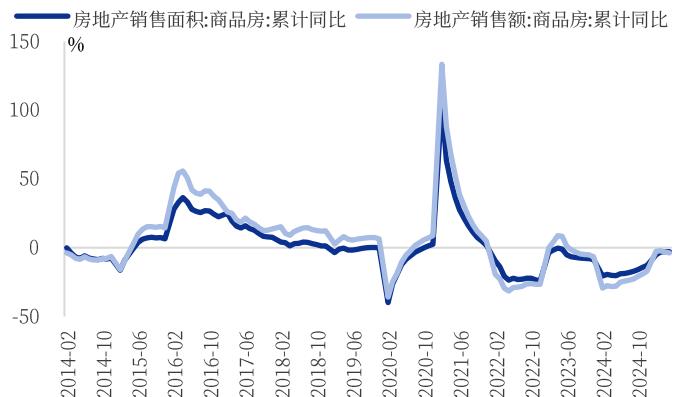
资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

**图16：单月年化加权平均早偿率**


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**图17：金融机构个人住房贷款余额及增速**


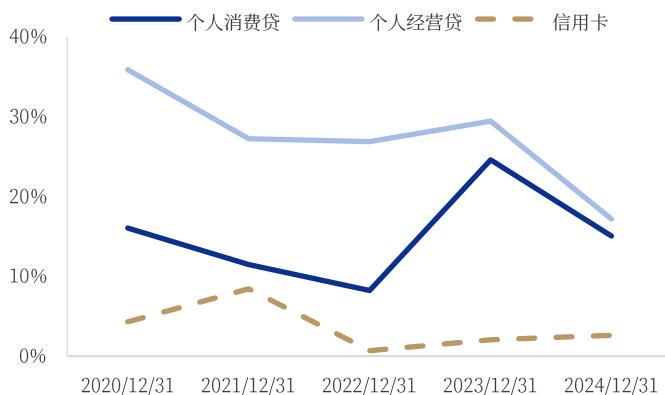
资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

**图18：商品房销售面积与销售额**


资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

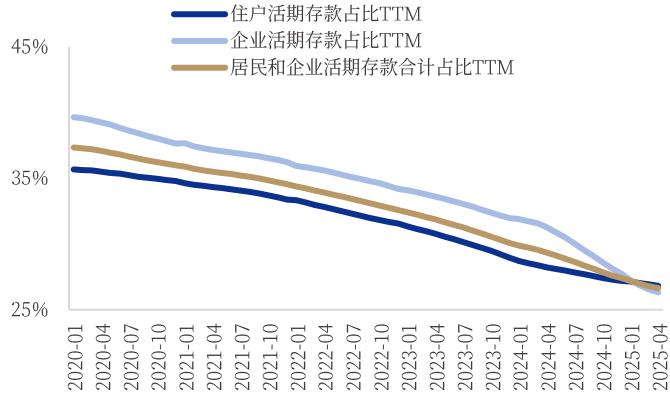
消费提振政策升级加码利好零售信贷，但需求实质性改善仍有待观察。2025年，全国两会明确安排3000亿元超长期特别国债继续用于以旧换新，并且增强财政与金融政策联动，对重点领域的个人消费贷款以及与民生密切相关领域的经营主体给予财政贴息且当前提振消费专项行动及配套的消费金融政策已经落地。4月政治局会议进一步强调要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，清理限制性措施，加大资金支持力度。在增收减负、供给升级、环境优化的趋势之下，银行零售客户风险降低、资质拓展、需求扩容，有利于拓展消费金融经营半径、丰富业务场景。与此同时，消费贷利率有望上调至不低于3%，弱化价格战，为消费金融业务良性发展创造有利条件。短期来看，财政贴息、消费券发放能带来短期零售业务需求改善，2024年四季度消费贷、经营贷增速均有显著提升，但从中长期角度零售信贷趋势性拐点最终还是取决于消费需求复苏的进展。基于居民消费与收入预期现状观察，消费活跃程度仍偏弱。截至2025年4月末，消费者预期、收入指数边际下降，但就业和消费意愿指数边际企稳抬升，但尚未超过100，实质性改善仍有待观察。2025年下半年，居民消费意愿能否转换成有效消费信贷需求，仍需关注消费提振政策实施成效。

图19：样本银行各类非按揭零售贷款增速



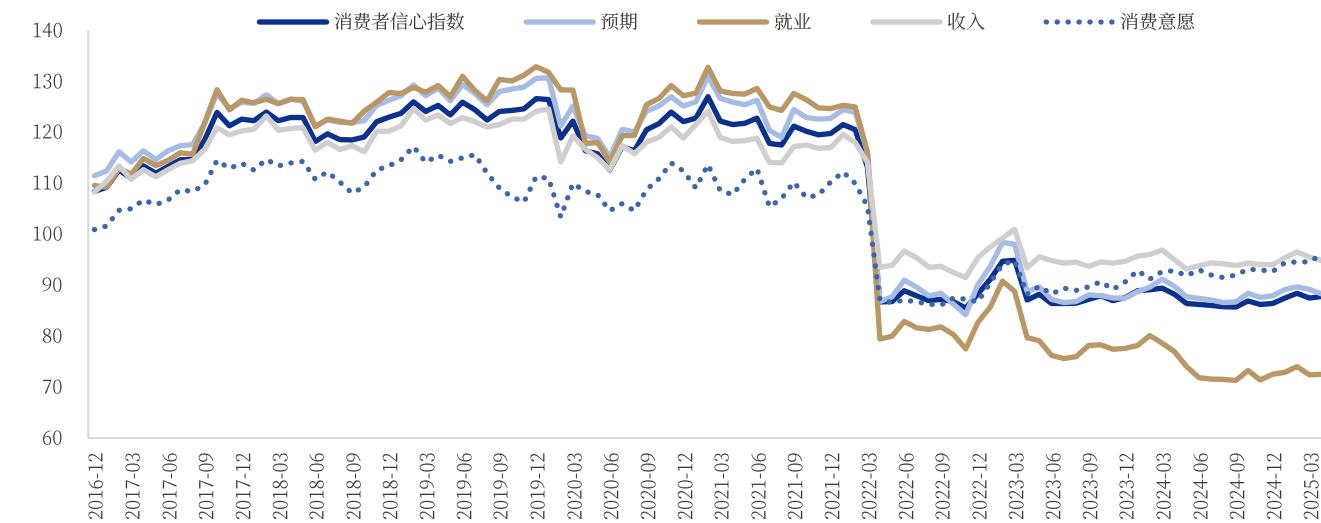
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图20：活期存款占比变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21：消费者信心指数

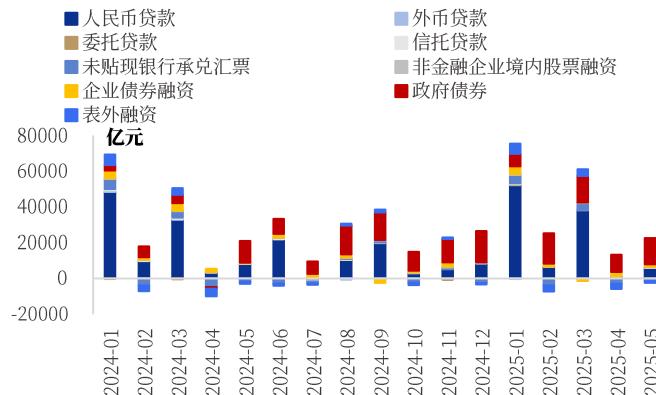


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### 4.化债扰动减少，关税的影响基本可控

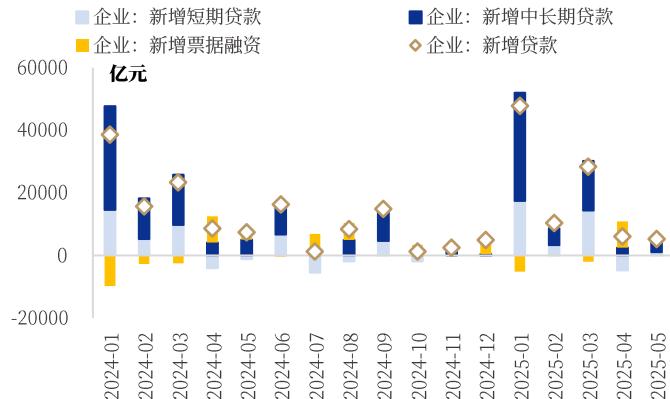
2025年上半年，化债对信贷的扰动明显。化债影响集中在2025年2月显现，当月企业中长期贷款少增7500亿元，3-5月延续少增。根据2024年一揽子化债措施安排，2025年共有化债资源2.8万亿元，包括2万亿元新增债务限额和8000亿元专项债额度。从当前地方政府特殊再融资专项债发行情况来看，截至2025年5月已累计发行1.63万亿元，进度过半。随着置换债发行高峰的结束，下半年化债对银行信贷有望减弱，但预计全年信贷增速会小于非化债情形下的增速。

图22: 2024年以来每月社融增量结构



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

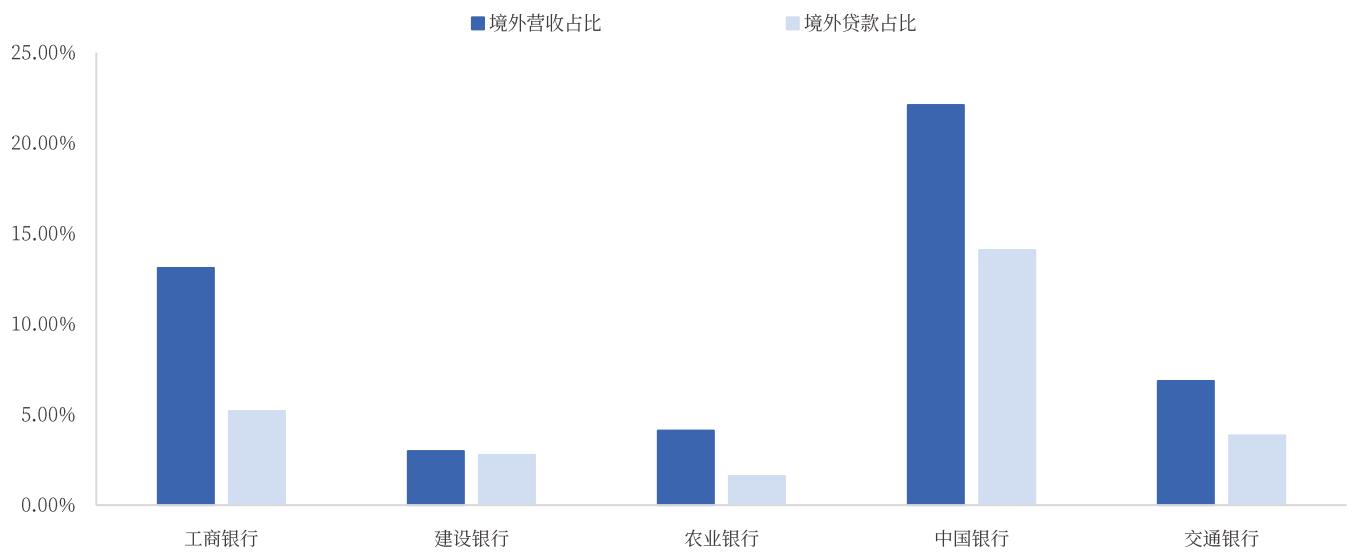
图23: 2024年以来每月企业贷款增量结构



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

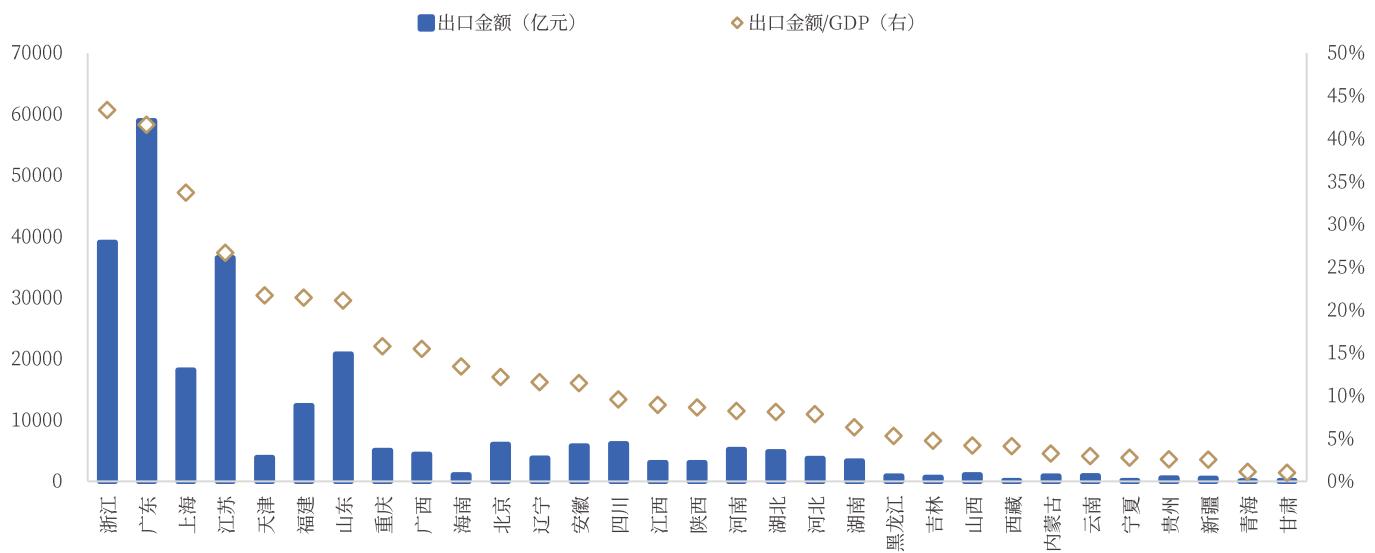
关税对信贷的影响显现，短期影响基本可控。银行境外业务目前整体敞口较低、受冲击有限，但部分出口导向型经济为主地区银行风险尚需关注，下半年有待进一步观察。从目前来看，2025年4月阶段性的关税冲击已有所反映，未来需重点关注出口占比高的东部、南部沿海地区所受影响。2025年4月，PMI回落至49%的收缩区间，企业贷款同比少增2500亿元，资金活化程度也有所下降。多数银行境外业务占比低，以国有大行为例，2024年末五大行境外贷款平均占比5.5%，境外营收平均占比9.83%，整体影响有限，然而区域产业链风险以及潜在的零售业务风险仍需关注。浙江、广东、上海、江苏等地区2024年末出口金额占GDP的比重分别为43.33%、41.6%、33.71%、26.66%，其中，江浙沪地区2025年4月末贷款余额增速均出现环比下行。展望2025年下半年，长三角、珠三角、环渤海地区外向型经济占比相对较高，受关税不确定性影响可能加大，尤其是外贸依存度较高的出口制造业企业。关税冲击可能影响重点地区的企业外需，进而影响相关产业链企业融资需求，拖累银行信贷，同时进一步影响地方就业，给消费需求和零售业务资产质量带来压力。

图24: 2024年末五大行境外营收、境外贷款占比



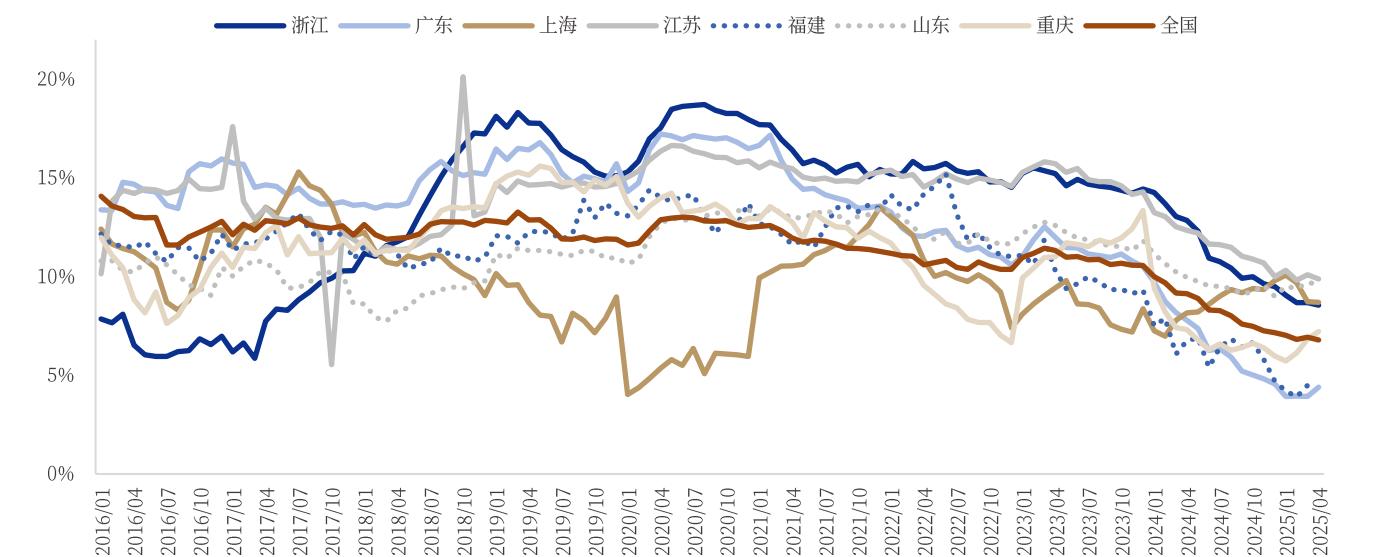
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图25: 2024年各省市自治区出口金额及占GDP比重



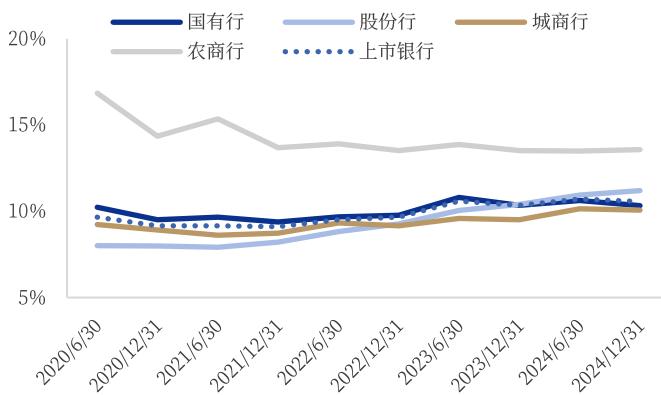
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 部分出口占比较高地区贷款增速



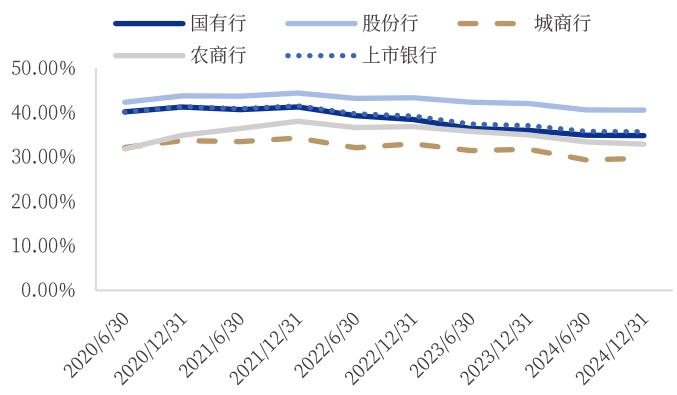
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 上市银行制造业贷款占比



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图28: 上市银行零售贷款占比



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

综合来看, 2025年下半年银行信贷投放受益于财政政策和货币政策的支撑, 对公信贷基本盘有望保持稳健增长, 银行增资为信贷投放能力提供保障。零售端按揭贷款受益利率下行和早偿率下降, 面临改善空间, 消费贷仍受制于需求薄弱。化债和关税对下半年信贷的整体影响可控, 局部冲击仍需关注。

## (二) 价: 降息空间仍存, 负债成本优化为息差企稳关键变量

货币政策适度宽松环境下, 利率下行趋势将延续, 但政策组合拳之下银行息差的可控度在上升, 负债端成本优化有望成为下半年息差改善和基本面拐点的关键变量。参考银河宏观团队预测, 2025年下半年降息幅度 20-30BP, 降准幅度 50BP, 我们测算下半年综合影响银行息差-17.13 至-10.8 BP, 结合上半年已落地的降准降息及存款挂牌利率下调, 我们测算 2025 年全年银行息差受影响-16.65 至-10.32BP, 降幅小于 2024 年。

### 1. 重定价影响延续, 降息预期下银行息差仍承压

宽松的货币政策导向延续, 5 月降准降息落地, 不排除有二次降息的可能性, 持续给息差带来下行压力。2025 年 5 月, 7 天逆回购利率年内首次下调, 降幅为 10BP, 带动 1 年期、5 年期 LPR 同步下调 10BP 至 3%、3.5%, 将进一步引导房贷及一般贷款利率下降; 同时, 政策利率下调将通过利率传导机制带动货币市场和债券市场利率调整, 影响银行其他生息资产收益率。我们测算本轮降息影响上市银行息差-5.97BP。货币政策适度宽松的整体基调不变, 推动社会综合融资成本下降仍为货币政策重要导向, 结合国内扩内需政策落地需要以及国际主要经济体货币政策调整路径的不确定性, 预计下半年仍有降息空间。参考银河宏观团队预测, 我们测算下半年降息还将影响上市银行息差-12.67BP 至-19BP。

表8: 2025 年降息对银行息差影响测算 (单位: BP)

	上半年已落地	下半年降息预测及影响测算		全年合计影响
		假设 LPR 下调 20BP	假设 LPR 下调 30BP	
工商银行	-5.88	-12.62	-18.92	(-24.8, -18.49)
农业银行	-6.18	-13.19	-19.79	(-25.97, -19.37)
建设银行	-5.70	-12.15	-18.22	(-23.92, -17.85)
中国银行	-6.42	-13.41	-20.12	(-26.55, -19.84)

邮储银行	-5.49	-11.63	-17.45	(-22.94, -17.13)
交通银行	-6.21	-12.76	-19.15	(-25.35, -18.97)
招商银行	-6.09	-12.89	-19.34	(-25.43, -18.98)
兴业银行	-5.90	-12.46	-18.68	(-24.58, -18.35)
中信银行	-6.33	-13.77	-20.65	(-26.98, -20.1)
浦发银行	-6.28	-13.37	-20.06	(-26.34, -19.65)
民生银行	-5.98	-12.58	-18.86	(-24.84, -18.55)
光大银行	-6.03	-12.55	-18.82	(-24.85, -18.57)
平安银行	-6.38	-13.51	-20.27	(-26.65, -19.9)
华夏银行	-5.88	-12.16	-18.23	(-24.12, -18.04)
浙商银行	-5.88	-12.58	-18.86	(-24.74, -18.45)
北京银行	-5.83	-12.50	-18.75	(-24.58, -18.33)
江苏银行	-6.17	-12.98	-19.46	(-25.64, -19.15)
宁波银行	-4.57	-10.10	-15.16	(-19.73, -14.68)
上海银行	-5.34	-11.42	-17.13	(-22.47, -16.76)
南京银行	-6.03	-12.65	-18.97	(-25, -18.67)
杭州银行	-5.22	-10.84	-16.26	(-21.48, -16.06)
成都银行	-6.65	-13.33	-20.00	(-26.65, -19.98)
长沙银行	-5.49	-11.16	-16.74	(-22.23, -16.65)
重庆银行	-5.43	-11.60	-17.39	(-22.83, -17.03)
贵阳银行	-5.96	-12.84	-19.26	(-25.23, -18.8)
苏州银行	-5.17	-10.66	-15.98	(-21.16, -15.83)
齐鲁银行	-5.46	-11.27	-16.90	(-22.36, -16.73)
青岛银行	-5.63	-11.97	-17.96	(-23.59, -17.6)
郑州银行	-5.37	-11.63	-17.45	(-22.82, -17.01)
兰州银行	-5.40	-12.07	-18.10	(-23.5, -17.47)
西安银行	-5.83	-11.67	-17.50	(-23.33, -17.5)
厦门银行	-5.44	-11.61	-17.41	(-22.85, -17.05)
沪农商行	-4.88	-11.30	-16.95	(-21.83, -16.18)
渝农商行	-4.65	-10.22	-15.32	(-19.98, -14.87)
青农商行	-5.78	-12.37	-18.55	(-24.33, -18.15)
常熟银行	-6.58	-14.11	-21.16	(-27.74, -20.69)
紫金银行	-6.26	-14.57	-21.86	(-28.12, -20.84)
无锡银行	-5.49	-13.00	-19.49	(-24.99, -18.49)
张家港行	-5.56	-13.15	-19.73	(-25.29, -18.71)
苏农银行	-6.05	-13.04	-19.56	(-25.61, -19.09)
瑞丰银行	-5.96	-13.77	-20.66	(-26.61, -19.73)
江阴银行	-5.80	-13.43	-20.14	(-25.95, -19.23)
<b>国有行</b>	<b>-5.99</b>	<b>-12.70</b>	<b>-19.05</b>	<b>(-25.04, -18.69)</b>
<b>股份行</b>	<b>-6.10</b>	<b>-12.92</b>	<b>-19.39</b>	<b>(-25.49, -19.02)</b>
<b>城商行</b>	<b>-5.60</b>	<b>-11.85</b>	<b>-17.77</b>	<b>(-23.37, -17.45)</b>
<b>农商行</b>	<b>-5.28</b>	<b>-11.87</b>	<b>-17.81</b>	<b>(-23.09, -17.15)</b>

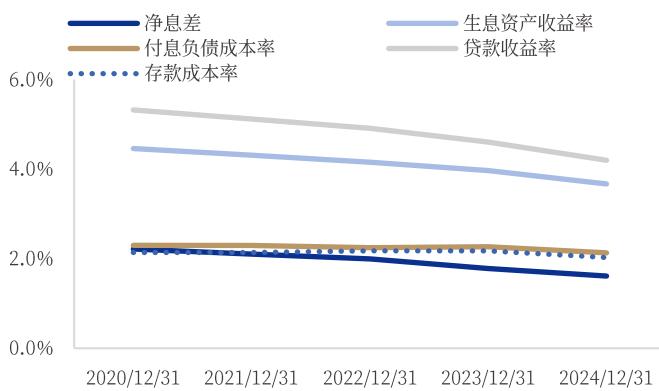
上市银行	-5.97	-12.67	-19.00	(-24.97, -18.64)
------	-------	--------	--------	------------------

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

## 2.存款利率下调+期限结构优化, 负债成本优化成为影响息差的关键变量

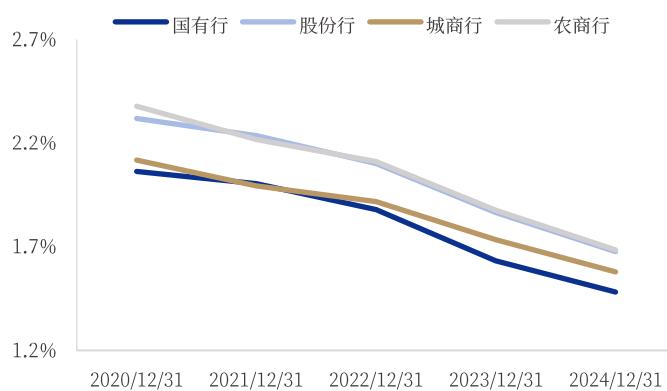
央行对银行负债成本关注度上升, 明确要降低银行负债成本、稳定净息差。从货币政策执行报告来看, 央行对于银行健康经营与支持实体经济之间的关系经历了阶段性转变。2020年疫情以来至2023Q3, 央行均提及银行向实体经济让利, 对于银行负债成本始终保持“稳定”的态度; 2023Q4以来, 央行的货币政策思路已逐步转变, 更加注重支持实体经济和保持银行体系自身健康性的平衡, 弱化让利, 2025Q1货币政策报告对于银行负债成本的表述从“稳定”转变为“降低”。货币政策思路转变体现当前阶段央行对银行息差的呵护态度, 银行负债成本优化力度有望加大, 进一步支撑银行息差企稳, 提高息差可控度。2024年-2025Q1负债端成本优化对息差的改善效应显著。2024年末, 上市银行净息差和付息负债成本率平均分别为1.61%和2.13%, 分别较2023年末下降17BP和14BP; 2025Q1, 测算上市银行净息差平均为1.49%, 同比下降10BP, 远小于去年同期。

图29: 上市银行净息差、生息资产收益率、付息负债成本率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图30: 细分板块上市银行净息差



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

从来源上看, 负债端成本持续改善受两方面因素驱动: 一是存款挂牌利率再度下调, 增量存款成本压降; 二是存款结构的优化, 1年期以下存款增加, 3年期和5年期存款减少, 叠加存量中长期存款陆续到期重定价, 进一步助推结构和成本优化。

### (1) 存款挂牌利率再度下调, 非对称式降息呵护息差

5月, LPR与国有大行存款挂牌利率同日下调, 且存款利率下调幅度高于LPR降幅。具体来看, 活期存款下调5BP至0.05%; 定期整存整取3个月、半年、1年、2年均下调15BP, 下调后利率分别为0.65%、0.85%、0.95%、1.05%, 3年、5年均下调25BP, 下调后利率分别为1.25%、1.3%。当前, 股份行和部分区域行也已陆续跟进下调。本轮存贷款利率非对称下调与央行明确指出降低银行负债成本的导向相符合, 静态测算本轮存款利率下调可提升上市银行净息差9.07BP, LPR下调降低息差5.97BP, 结合近期降准50BP为银行节约的资金成本, 综合提升上市银行息差4.96BP。其中, 定期存款占比较高、久期相对较长的农商行、城商行受益程度更高, 测算息差分别可提升7.27BP、6.05BP。考虑到当前上市银行活期及1年期以下定期存款占比较高, 测算本轮存款利率下调约半数影响将在2025年下半年兑现, 提升2025年净息差4.59BP, 叠加降准后预计能实现与LPR降息的影响基本持平, 且在后续年份继续支撑息差改善。

**表9：本轮存款挂牌利率、LPR下调、降准对息差及营收利润影响测算**

	本轮存款挂牌 利率下调影响 息差 (BP)	LPR 下降 10BP 影响息差 (BP)	降准 50BP 影响息差 (BP)	综合影响息差 (BP)	综合影响利息 净收入 (亿元)	综合影响营收	综合影响归母 净利润
工商银行	9.52	-5.88	1.78	5.42	243.81	2.97%	5.80%
农业银行	8.90	-6.18	1.80	4.52	193.18	2.72%	6.06%
建设银行	8.80	-5.70	1.71	4.80	180.47	2.41%	4.70%
中国银行	8.95	-6.42	1.85	4.37	140.40	2.23%	5.06%
邮储银行	11.45	-5.49	1.83	7.79	119.33	3.42%	12.65%
交通银行	8.55	-6.21	1.88	4.22	56.58	2.18%	5.51%
招商银行	8.95	-6.09	1.96	4.82	51.46	1.52%	2.90%
兴业银行	7.88	-5.90	1.96	3.94	36.26	1.71%	4.18%
中信银行	8.09	-6.33	2.16	3.92	32.61	1.53%	4.09%
浦发银行	8.19	-6.28	2.00	3.91	31.50	1.84%	6.60%
民生银行	7.36	-5.98	1.92	3.31	23.40	1.72%	6.96%
光大银行	8.71	-6.03	2.04	4.73	29.64	2.19%	5.79%
平安银行	9.48	-6.38	2.29	5.39	26.91	1.83%	4.92%
华夏银行	6.84	-5.88	1.70	2.67	10.38	1.07%	2.95%
浙商银行	8.94	-5.88	2.03	5.09	14.97	2.21%	8.80%
北京银行	8.92	-5.83	1.93	5.02	17.74	2.54%	6.25%
江苏银行	9.14	-6.17	2.11	5.08	16.41	2.03%	4.16%
宁波银行	9.89	-4.57	1.56	6.88	17.19	2.58%	5.51%
上海银行	7.90	-5.34	2.10	4.66	13.61	2.57%	5.04%
南京银行	11.80	-6.03	2.41	8.18	16.25	3.23%	6.65%
杭州银行	9.29	-5.22	1.91	5.99	10.36	2.70%	5.39%
成都银行	10.85	-6.65	2.35	6.55	7.28	3.17%	4.80%
长沙银行	9.28	-5.49	2.16	5.95	5.81	2.24%	6.23%
重庆银行	9.61	-5.43	2.03	6.21	4.69	3.43%	7.92%
贵阳银行	9.73	-5.96	2.09	5.86	3.86	2.58%	7.31%
苏州银行	10.73	-5.17	2.13	7.69	4.22	3.45%	6.88%
齐鲁银行	10.13	-5.46	1.95	6.62	3.96	3.17%	7.62%
青岛银行	10.73	-5.63	2.21	7.30	4.16	3.08%	8.60%
郑州银行	9.68	-5.37	1.93	6.23	3.87	3.00%	17.89%
兰州银行	11.56	-5.40	2.40	8.55	3.59	4.57%	17.09%
西安银行	11.91	-5.83	2.41	8.49	3.45	4.22%	11.77%
厦门银行	8.95	-5.44	1.91	5.42	1.92	3.33%	7.31%
沪农商行	10.85	-4.88	1.83	7.80	10.42	3.91%	7.14%
渝农商行	8.91	-4.65	1.63	5.88	8.22	2.91%	6.57%
青农商行	9.24	-5.78	2.09	5.55	2.39	2.17%	7.52%
常熟银行	12.91	-6.58	2.92	9.25	3.16	2.90%	6.96%
紫金银行	11.47	-6.26	2.25	7.46	1.93	4.33%	9.80%
无锡银行	12.77	-5.49	2.23	9.51	2.29	4.85%	9.20%
张家港行	11.88	-5.56	2.30	8.63	1.80	3.82%	8.78%

苏农银行	11.81	-6.05	2.22	7.98	1.60	3.84%	7.46%
瑞丰银行	12.50	-5.96	2.15	8.70	1.63	3.72%	7.63%
江阴银行	11.19	-5.80	2.09	7.47	1.38	3.49%	6.31%
国有行	<b>9.22</b>	<b>-5.99</b>	<b>1.79</b>	<b>5.02</b>	<b>933.77</b>	<b>2.65%</b>	<b>5.84%</b>
股份行	<b>8.27</b>	<b>-6.10</b>	<b>2.01</b>	<b>4.18</b>	<b>257.13</b>	<b>1.69%</b>	<b>4.41%</b>
城商行	<b>9.61</b>	<b>-5.60</b>	<b>2.04</b>	<b>6.05</b>	<b>138.36</b>	<b>2.72%</b>	<b>6.01%</b>
农商行	<b>10.58</b>	<b>-5.28</b>	<b>1.98</b>	<b>7.27</b>	<b>34.84</b>	<b>3.37%</b>	<b>7.43%</b>
上市银行	<b>9.07</b>	<b>-5.97</b>	<b>1.86</b>	<b>4.96</b>	<b>1364.09</b>	<b>2.41%</b>	<b>5.55%</b>

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

值得关注的是,本轮降息模式由单向让利变成同步非对称式降息,存款降息的进展较快且幅度首次超过了贷款,体现监管呵护银行息差的决心,后续不排除息差有拐头向上的可能性。利率传导机制效率提高,存款利率调整更加及时灵活,促进存款成本优化成效加速释放。一方面,2019年LPR改革、2022年存款利率市场化调整机制建立以来,存款挂牌利率与LPR调整之间的时滞逐步缩短。另一方面,存贷款利率下调幅度之间的差距也呈现扩大趋势。2022年9月以来的多轮存款挂牌利率下调中,5年期定期存款利率降幅与1年期LPR降幅之间的差距从5BP逐步扩大至15BP。

表10: 2019年8月以来历次LPR与存款挂牌利率调整

调整幅度 (BP)	1Y LPR	5Y LPR	活期存款	3M定期 存款	6M定期 存款	1Y定期 存款	2Y定期 存款	3Y定期 存款	5Y定期 存款	存款利率开启 下调与LPR 降息间隔天数 (天)
调整时间										
2019/8/20	-5									
2019/9/20	-5									
2019/11/20	-5	-5								
2020/2/20	-10	-5								
2020/4/20	-20	-10								
2021/12/20	-5									
2022/1/20	-10	-5								
2022/5/20		-15								
2022/8/22	-5	-15								
2022/9/15			-5	-10	-10	-10	-10	-15	-10	24
2023/6/8				-5			-10	-15	-15	
2023/6/20	-10	-10								
2023/8/21	-10									
2023/9/1						-10	-20	-25	-25	11
2023/12/22				-10	-10	-10	-20	-25	-25	
2024/2/20		-25								
2024/7/22	-10	-10								
2024/7/25			-5	-10	-10	-10	-20	-20	-20	3
2024/10/18			-5	-25	-25	-25	-25	-25	-25	
2024/10/21	-25	-25								

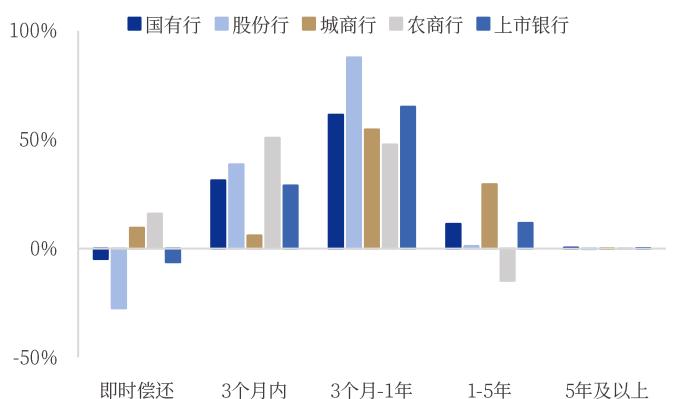
2025/5/20	-10	-10	-5	-15	-15	-15	-15	-25	-25	0 (同日)
-----------	-----	-----	----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--------

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

## (2) 存款期限结构优化, 中长期存款陆续到期重定价

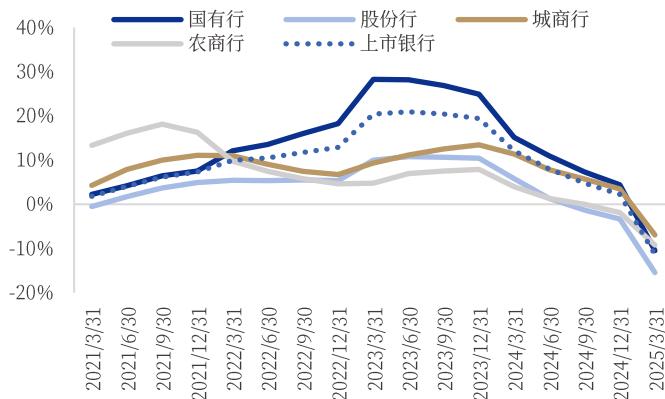
目前存款定期化趋势尚未扭转, 但期限结构有望持续优化, 也给息差改善带来积极影响。除了受益于前期存款重定价之外, 预计期限结构优化贡献也有所显现, 多家上市银行表示主动压降高成本定期存款。2024年, 上市银行增量存款主要由一年期以下定期存款贡献, 占比94.22%; 其中, 农商行存款结构优化较为显著, 增量存款中活期存款、1年期以内定存、1年期以上定存分别占比16.05%, 98.71%、-14.77%。目前, 上市银行1年期及以下定期存款占比37.44%, 较2023年上升3.09pct, 而1年期以上占比则下降0.62pct至23.48%, 其余为活期存款。期限结构优化一定程度上对冲了存款定期化的影响。2025年3月末, 上市银行定期存款占比同比上升1.59pct至58.92%, 但一季度上市银行利息支出增速延续下降趋势并转为负增, 同比大幅下降11.36%。基于存款结构的优化, 预计下半年息差会更多地受益于更短的负债期限、更低的负债成本、更快的利率调降。

图31: 上市银行2024年增量存款结构



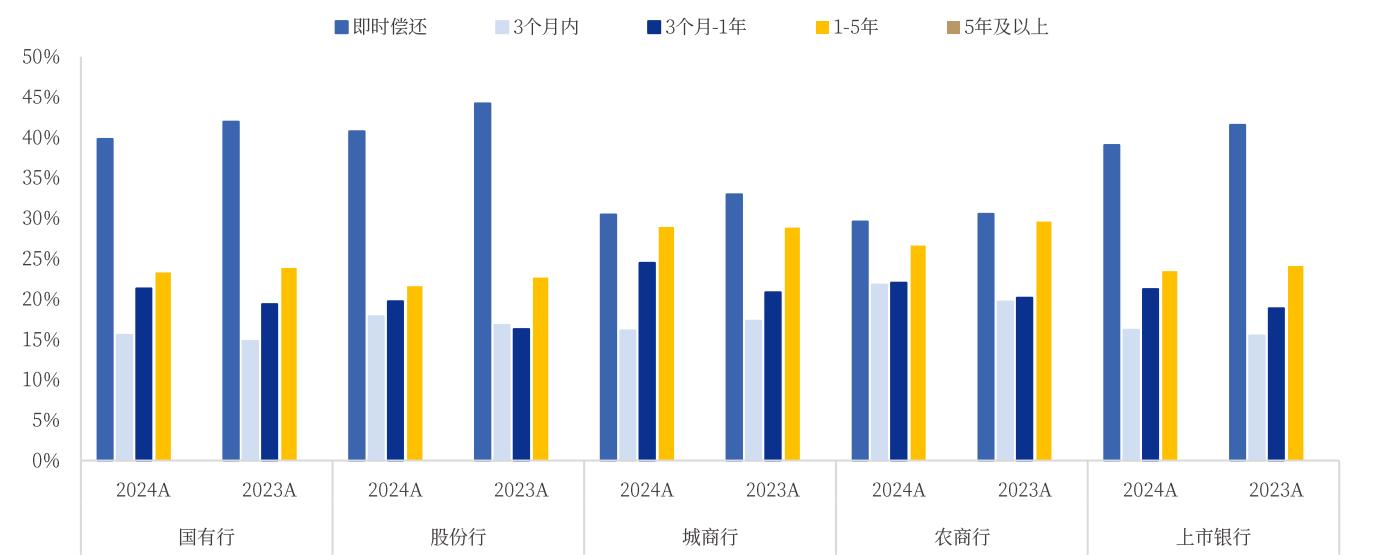
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图32: 上市银行利息支出增速



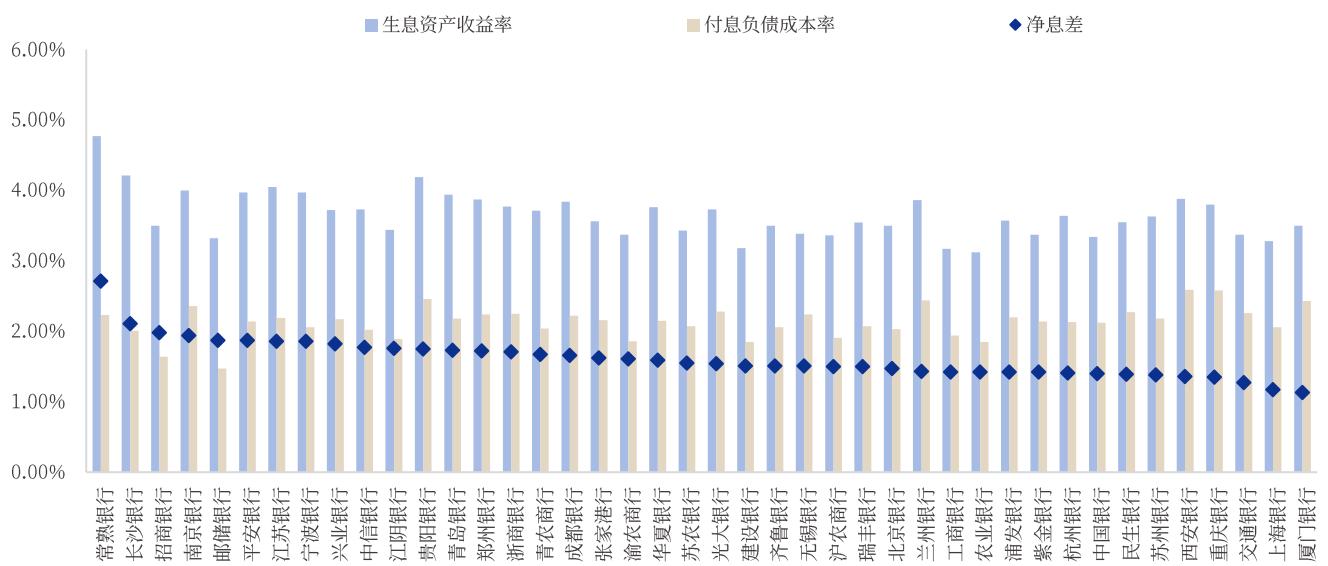
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图33: 上市银行存款期限结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图34: 各上市银行净息差、生息资产收益率、付息负债成本率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

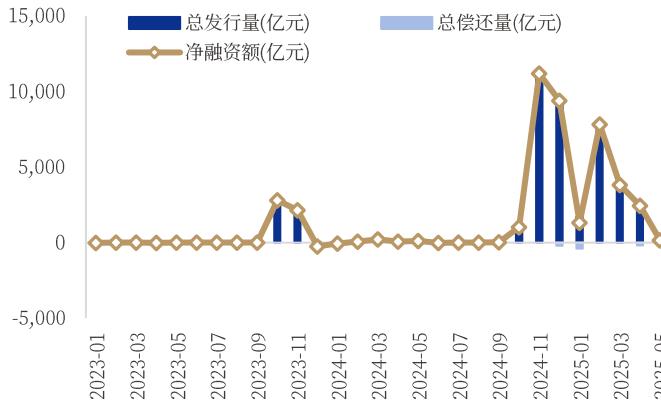
总体来看，利率下调、期限结构优化将进一步降低存款成本刚性，对冲存款定期化的影响。负债端成本优化有望成为银行下半年息差企稳回升的关键变量，对表内业务收入和整体的业绩形成提振效应。

### （三）险：对公资产质量有望持续改善，关注零售不良风险

#### 1. 对公领域资产质量有望持续受益化债和房地产市场止跌回稳

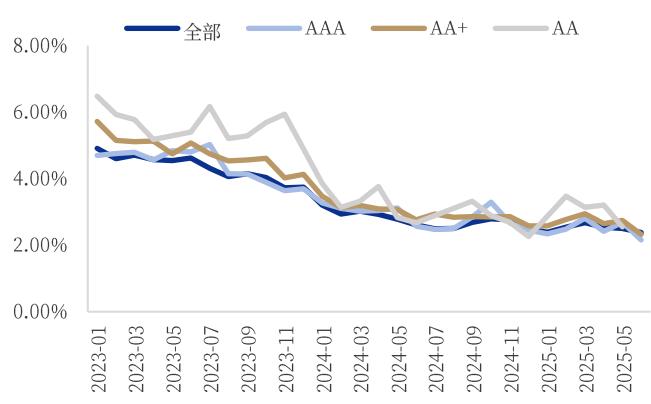
地方政府债务风险化解工作稳妥推进，继续利好银行资产质量。2024年，财政部出台近三年每年安排2万亿新增债务限额+近5年每年安排8000亿新增地方专项债的化债方案，当前融资平台债务风险已大幅收敛，2024年末约有40%的融资平台通过市场化转型退出。2025年债务置换加速和付息压力下降进一步助力风险化解。具体来看，隐债置换持续推进，2024年末、2025年初特殊再融资专项债密集发行，2025年化债额度2.8万亿元，目前特殊再融资债券已发行规模约为1.6万亿；同时，风险溢价已大幅下行，截至2025年6月17日，AA级以上城投债信用利差已收窄至70BP以内，为2023年以来低位，城投债发行利率已下降至2.38%。2025年，全国两会政府工作报告指出要动态调整高风险地区名单，支持打开新的投资空间，两会期间经济主题记者会上，财政部再次强调坚决遏制新增隐债。地方化债持续推进，将从短期和中长期维度促进银行资产质量优化。短期来看，银行城投风险敞口规模压降，减少银行对公资产不良风险暴露；中长期来看，地方偿债压力减轻、城投平台市场化转型有望加速，可持续发展能力增强，风险状况有望实质性改善。

图35: 2023年以来地方政府特殊再融资债券发行与到期偿还规模



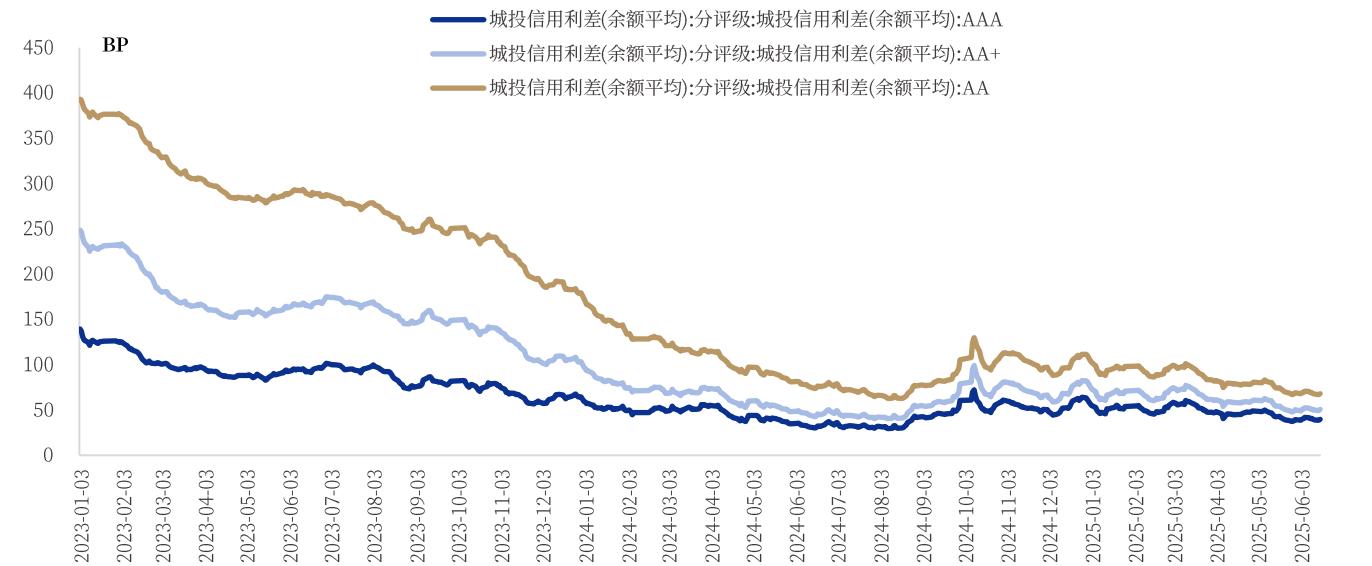
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图36: 城投债发行利率



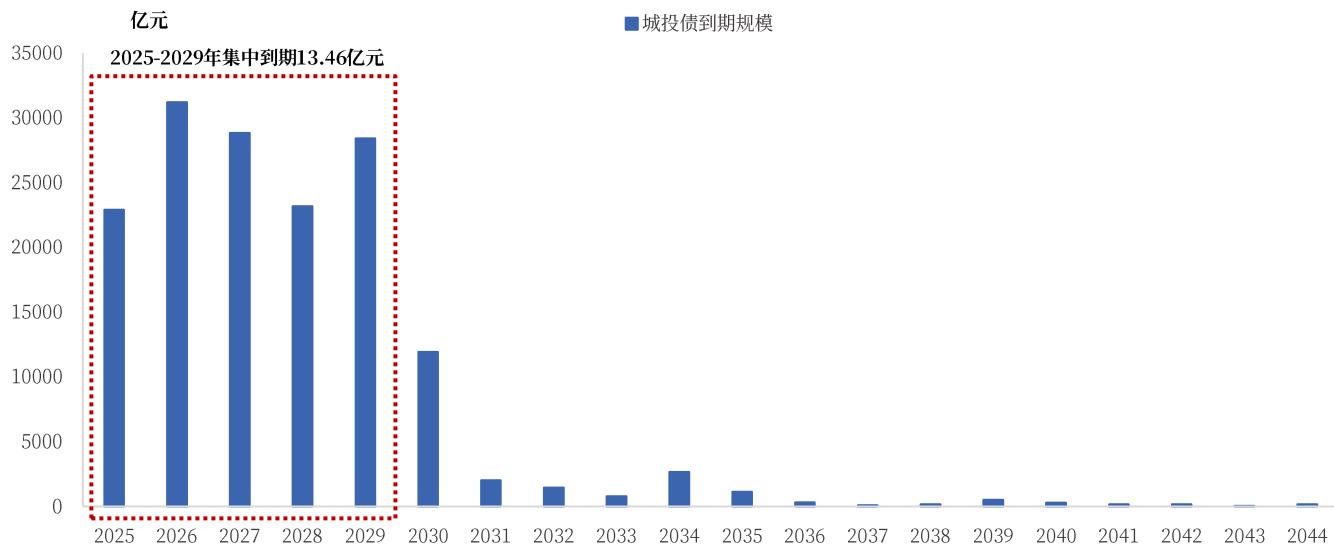
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图37: 城投债信用利差



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

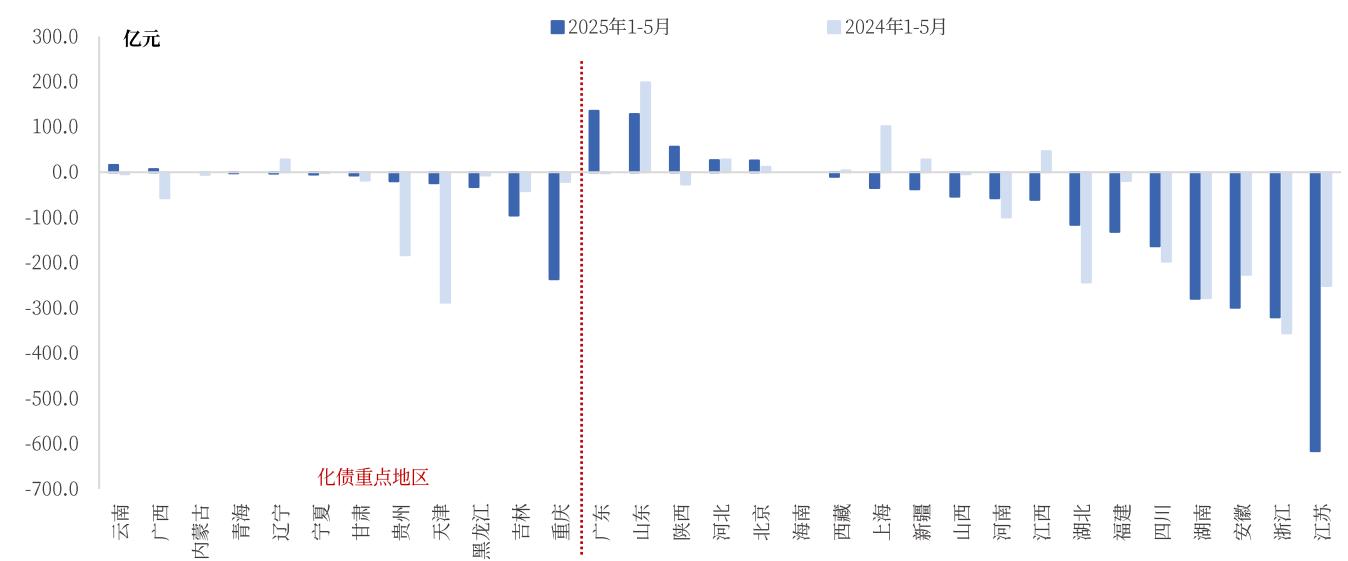
图38：未来 20 年城投债到期规模



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

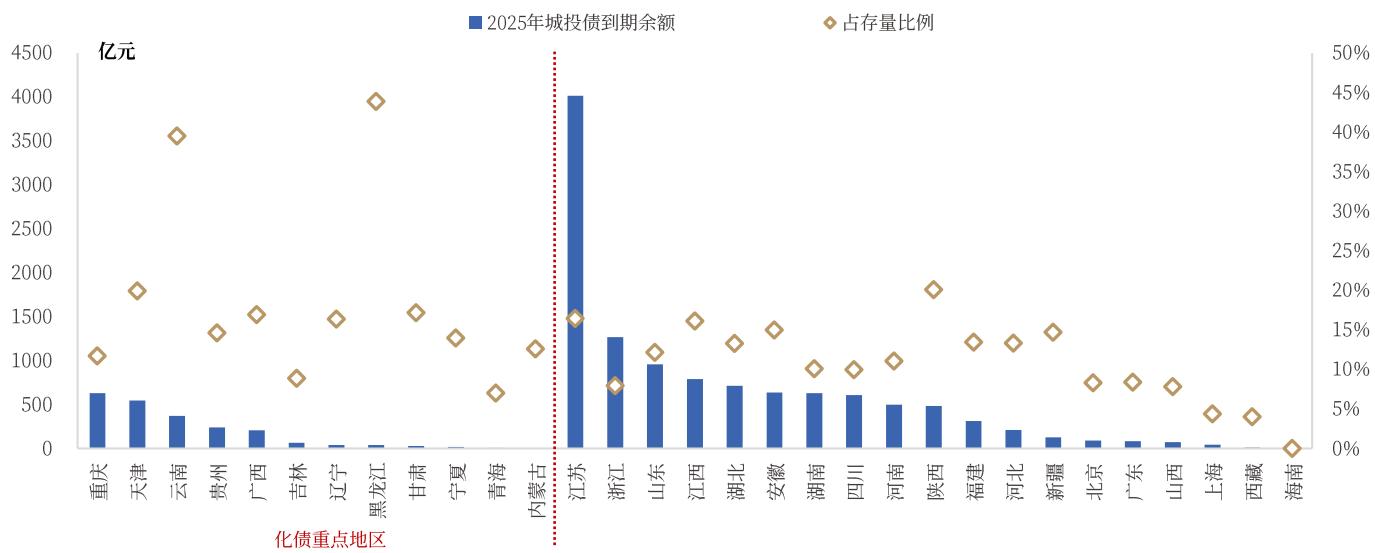
尽管城投信用债溢价已大幅压缩，仍需关注城投债发行规模下降到期兑付高峰之下的新增不良风险。2025年一季度，江苏、浙江等地区净偿还规模较大，广东、山东等地区仍有部分净融资，而到期兑付规模仍处于高位，虽然这些省份偿债能力较强，但如果发行规模继续下降，可能面临流动性压力。

图39：2025年1-5月各省份城投债净融资同比变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图40: 2025年城投债到期区域分布情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

政策加码巩固房地产止跌回稳态势，城中村改造和收储力度加大，地产风险可控。2025年，全国两会政府工作报告提出加力实施城中村和危房改造，盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房；发挥房地产融资协调机制作用，继续做好保交房工作；加快构建房地产发展新模式；此外，财政部表示将推动房企融资协调机制扩围增效。5月国新办会议延续稳房市导向，提出将加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，助力持续巩固房地产市场稳定态势；此外，中办、国办5月发布《关于持续推进城市更新行动的意见》，明确了8项重点任务，有力有效支持城中村改造落实。根据中指研究院不完全统计，截至2025年5月末，各地公示拟使用专项债收储金额超4345亿元，同时部分城市城中村改造措施进一步优化。政策落地进展加快，效果在逐步释放，同时LPR降息落地，将带动房贷利率随之下降，帮助居民节约购房成本，叠加一揽子稳预期政策成效逐步释放，居民购房需求有望边际修复，利好房地产市场止跌回稳。

表11: 部分地区拟使用专项债收购存量土地的数量（截至5月30日）

省/市	宗数(宗)	收储用地面积(万m <sup>2</sup> )	拟收储总金额(亿元)
广东	344	1698.2	655.2
重庆	311	1506.3	435.0
河南	477	1708.1	411.0
浙江	91	752.2	385.0
福建	157	626.4	354.4
四川	298	1215.2	270.1
河北	202	1049.5	247.2
湖南	289	1459.3	246.1
安徽	174	881.8	226.8
江西	231	775.2	208.6
山东	153	607.6	182.2
湖北	122	588.5	161.6
广西	142	906.7	161.0
陕西	31	162.3	132.5

云南	185	616.8	84.1
天津	41	297.4	75.1
新疆	75	392.2	24.8
辽宁	43	209.8	23.5
山西	20	83.4	19.2
贵州	4	45.8	15.9
海南	1	16.4	13.4
甘肃	15	128.6	7.8
吉林	5	47.0	4.6
内蒙古	1	5.8	0.1
<b>总计</b>	<b>3412</b>	<b>15780.7</b>	<b>4345.2</b>

资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

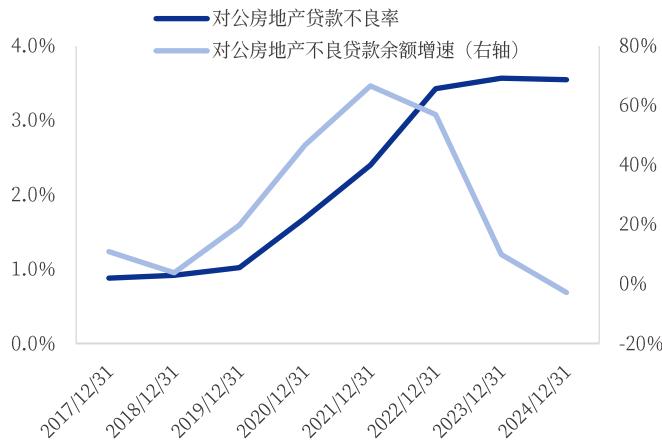
表12：部分城市城中村改造情况

时间	城市	城中村改造措施或进展
2024-11	广州	优化房票安置政策，发放的房票可购买的房源范围扩大至全市新建商品房
2025-02	厦门	2024年10月房票新政实施以来，截至今年2月25日，累计开票金额66.4亿元，4个月使用率86%，撬动购房金额100.3亿元，去化面积31.7万平方米，约占同期新建商品房销售面积四成
2025-02	郑州	自2024年10月底启动货币化安置以来，累计安置面积255万平方米，通过货币化安置销售商品房134万平方米，销售金额113亿元
2025-03	南京	扩大房票的使用范围，可跨区使用，并可购买非住宅房源
2025-03	洛阳	在前期城中村改造安置方式的基础上，引入自助购买、组织购买等模式，其中组织购买的方式类似于国企平台收购存量商品房与安置相结合

资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

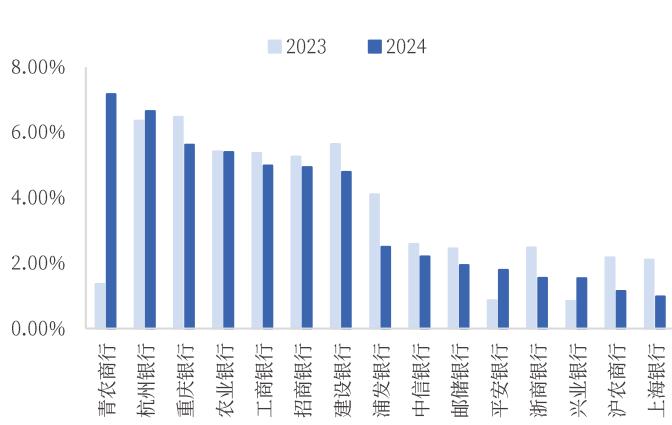
银行房地产敞口的不良风险有望持续降低。截至2025年5月，商品房销售面积、销售额分别同比下降2.9%、3.8%，降幅较前4个月略微扩大，70城新房、二手房价格指数延续边际修复，房地产市场整体仍继续迈向止跌回稳。2024年末，样本银行房地产贷款不良率平均为3.55%，同比下降2BP，不良贷款余额同比下降2.87%。目前，房地产行业平均信用利差已下降到100BP左右的较低水平。2025年，房企信用债到期规模约为2617亿元，且当前余额违约率上升幅度显著趋缓，含展期、不含展期的信用债余额违约率分别为13.11%、5.49%，较上年末分别仅上升3BP、12BP。随着政策持续推动房企销量边际修复和流动性改善，下半年市场对银行对公业务不良风险预期面临进一步改善的空间。

图41：样本银行对公房地产平均不良贷款率、不良贷款增速



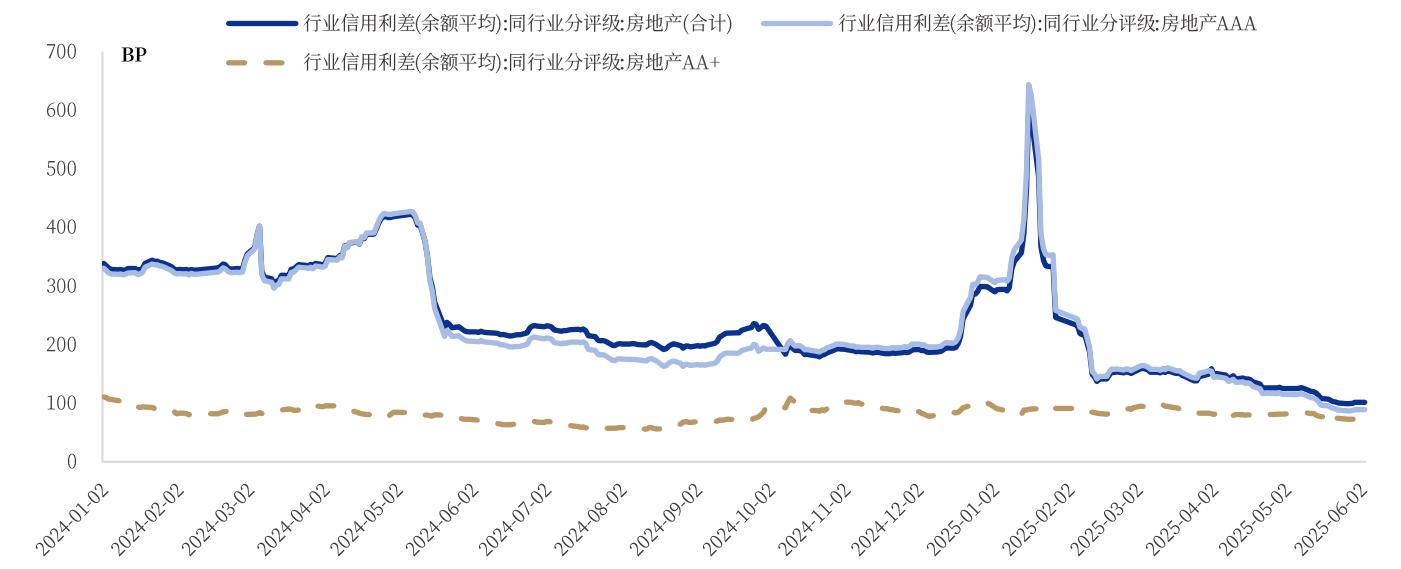
资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

图42：样本银行对公房地产不良贷款率



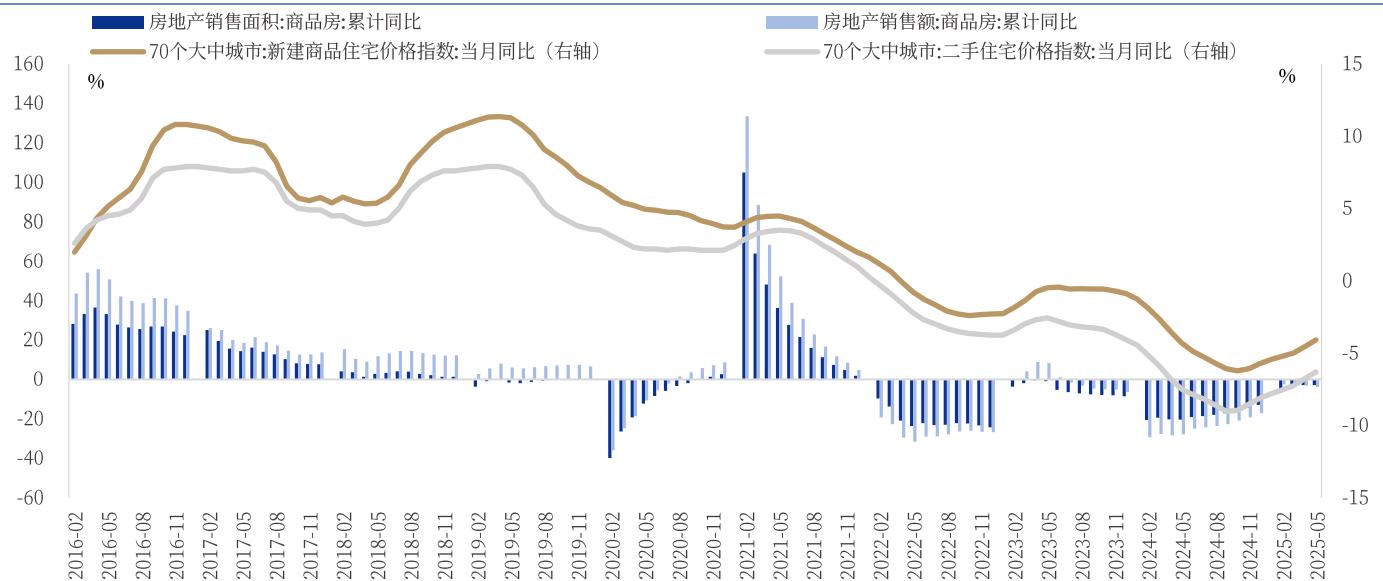
资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

图43：房地产行业信用利差



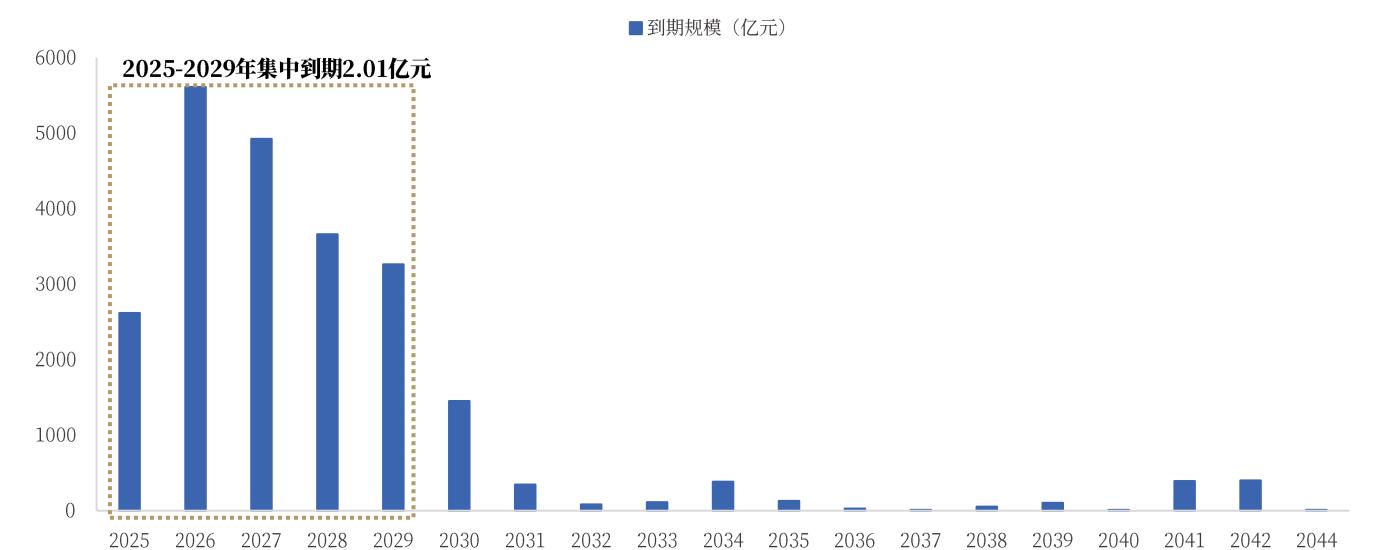
资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

图44：商品房销售情况



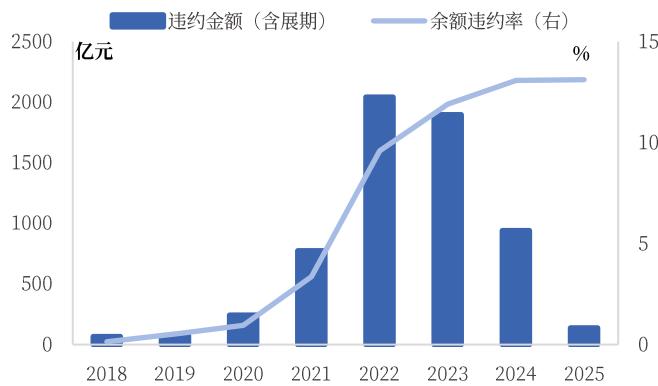
资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

图45：未来20年房企信用债到期情况



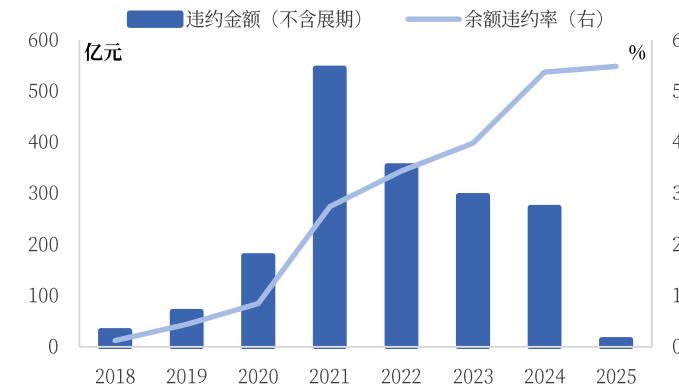
资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

图46：房企信用债违约金额及余额违约率（含展期）



资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

图47：房企信用债违约金额及余额违约率（不含展期）

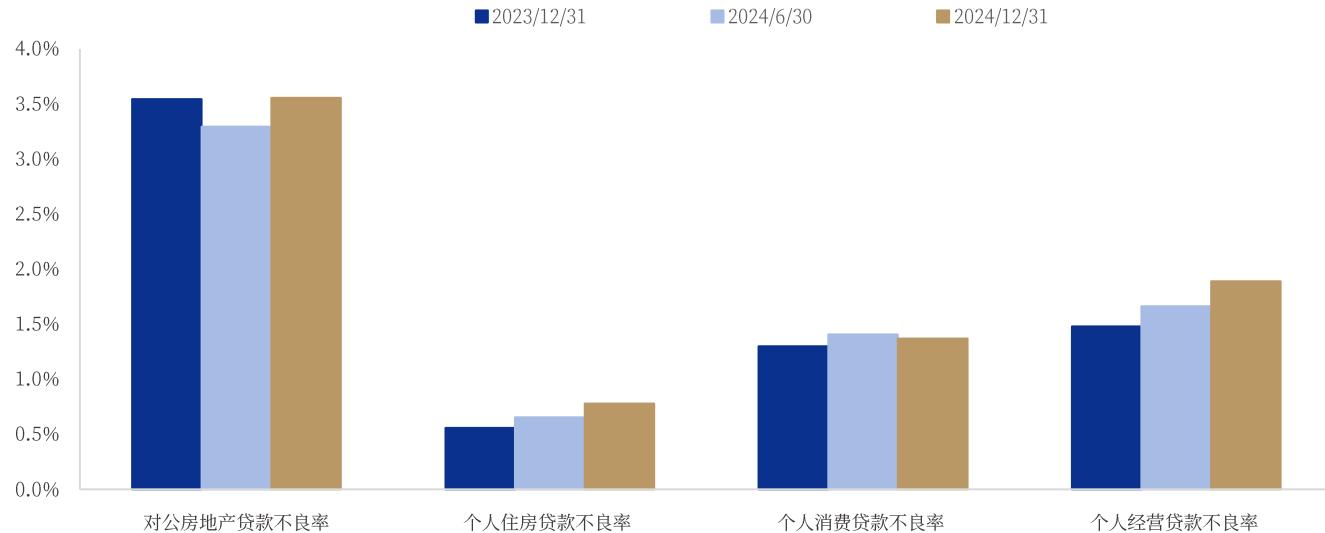


资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

## 2. 零售不良风险加速暴露，关注稳增长政策对居民还款能力的改善

零售不良风险持续上升，拐点尚未显现，还需观察政策效果。28家样本银行数据显示，2024年末零售贷款不良率同比上升23BP至1.44%，延续自2021年以来的上升趋势，预计主要由于内外部宏观经济环境仍严峻复杂，部分企业及个体户经营承压，居民就业困难仍存、收入增长较缓，零售客户还款能力减弱所致。2024年，上市银行个人消费贷、经营贷、按揭贷款不良率分别为1.37%、1.89%、0.78%，分别同比上升7BP、41BP、22BP。当前阶段来看，居民还款能力仍受制于就业状况偏弱、收入预期不稳，一系列稳就业、稳增长政策成效有待释放。此外，部分银行经营贷押品中房地产资产占比较高，可能面临押品贬值风险，加上借贷小微企业自身抗风险能力弱，下半年风险边际变化仍需跟进。

图48：样本上市银行重点领域贷款不良率



资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

基于上述因素综合考虑，银行地产和城投敞口风险可控，不确定性来自零售端。尽管消费贷和经营贷风险在2024年加速暴露，政策也更多地向扩内需、促消费领域发力，但居民收入预期、财务状况和小微企业经营状况并未出现实质性拐点，下半年政策成效和风险边际变化仍将是关注重点。

### 三、中长期视角下零售银行能否受益提振消费政策

#### (一) 提振消费政策持续加码, 带来信贷、风险缓释和轻资本转型等多重机遇

2025年以来促消费、扩内需政策持续加码。除了继续支持两重两新外, 还从增收减负、优化消费场景等多领域支持消费, 财政和货币政策成为重要抓手, 消费金融专项政策出台。具体来看: (1) 两重两新加力扩围: 2025年1月, 国家发展改革委、财政部印发《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》, 提出加力推进设备更新, 增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模, 并对设备更新进行扩围。同时, 扩围支持消费品以旧换新, 持续支持汽车、家电产品以旧换新, 对部分家电、手机、家装等领域进行政策扩围。(2) 供需两端同时发力, 消费能力和消费场景得到重视, 服务消费成为聚焦。2025年全国两会政府工作报告将大力提振消费、提高投资效益, 全方位扩大国内需求作为首要工作任务。其中, 包括实施提振消费专项行动, 制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境专项措施, 释放多样化、差异化消费潜力, 推动消费提质升级。截至目前, 《提振消费专项行动方案》、《优化消费环境三年行动方案(2025—2027年)》、《服务消费提质惠民行动2025年工作方案》、《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》《开展汽车流通消费改革试点工作8部门公布三年行动方案》等多项政策陆续出台。(3) 财政政策和货币政策向消费倾斜, 消费金融政策体系进一步完善。全国两会安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新。2025年一季度货币政策执行报告指出要充分发挥货币信贷政策导向作用。支持提振和扩大消费, 引导金融机构从消费供给和需求两端, 积极满足各类主体多样化资金需求。5月, 央行设立2000亿专项再贷款, 定向支持住宿餐饮、文体娱乐、教育、养老产业, 利率优惠1.5%-2%。此外, 消费金融助力提振消费政策发布, 同时监管持续完善, 为消费金融发展营造良好的环境。

表13: 2025年以来金融支持消费提振政策加码

时间	政策或会议	相关内容
2024年12月	中央经济工作会议	会议确定, 明年要抓好以下重点任务: 一是大力提振消费、提高投资效益, 全方位扩大国内需求。实施提振消费专项行动, 推动中低收入群体增收减负, 提升消费能力、意愿和层级。适当提高退休人员基本养老金, 提高城乡居民基础养老金, 提高城乡居民医保财政补助标准。加力扩围实施“两新”政策, 创新多元化消费场景, 扩大服务消费, 促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。加强自上而下组织协调, 更大力度支持“两重”项目。适度增加中央预算内投资。加强财政与金融的配合, 以政府投资有效带动社会投资。及早谋划“十五五”重大项目。大力实施城市更新。实施降低全社会物流成本专项行动。
2025年1月	国家发展改革委、财政部《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	加力推进设备更新: 加大重点领域设备更新项目支持力度。增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模; 加力实施设备更新贷款贴息, 发挥科技创新和技术改造再贷款政策工具作用, 对符合有关条件经营主体设备更新相关的银行贷款本金, 在中央财政贴息1.5个百分点基础上, 国家发展改革委安排超长期特别国债资金进行额外贴息。
2025年2月	市场监管总局等五部门关于印发《优化消费环境三年行动方案(2025—2027年)》的通知	实施消费供给提质行动: 提升实物消费质量, 改善服务消费品质, 创造更多消费场景。实施消费秩序优化行动: 严守消费安全底线, 整治市场交易环境, 规范市场竞争秩序, 完善综合治理机制。实施消费维权提效行动。实施消费环境共治行动。实施消费环境引领行动, 突出创新引领, 注重标杆带动, 鼓励区域先行, 深化国际合作。
2025年3月	全国两会《政府工作报告》	强化宏观政策民生导向。坚持以人民为中心, 经济政策的着力点更多转向惠民生、促消费, 以消费提振畅通经济循环, 以消费升级引领产业升级, 在保障和改善民生中打造新的经济增长点。推动更

		多资金资源“投资于人”、服务于民生，支持扩大就业、促进居民增收减负、加强消费激励，形成经济发展和民生改善的良性循环。
2025年3月	金融监管总局印发通知，要求金融机构发展消费金融，助力提振消费	金融监管总局从丰富金融产品、便利金融服务、营造良好消费环境出发，提出优化消费金融政策的具体举措。一是兼顾供需，统筹加大对居民消费需求与消费供给主体的金融支持。二是适度优惠，针对长期、大额消费需求，从消费贷款额度、期限等方面给予支持。三是合理纾困，针对信用良好、暂时遇到困难的借款人，鼓励与银行商定贷款偿还方式，有序开展续贷服务。四是专项行动，要求金融机构开展专项行动，发挥政策协同作用，积极支持消费品以旧换新、消费贷款财政贴息等工作。
2025年3月	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》	按照以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿的政策思路，部署实施七大行动，包括需求端的城乡居民增收促进行动、消费能力保障支持行动，供给端的服务消费提质惠民行动、大宗消费更新升级行动、消费品质提升行动以及外部环境端的消费环境改善提升行动、限制措施清理优化行动等。聚焦能加力、可落地、群众有实感的增量政策，全方位扩大商品和服务消费，主要体现在三个方面：一是供需两端综合发力。在需求侧加大政策力度，着力促进居民增收减负。首次在促消费文件中强调稳股市、稳楼市。二是统筹促消费和惠民生。一方面，聚焦惠民生，会同有关部门提出真金白银的政策举措。另一方面，结合百姓日常所需，提供更多元、更普惠的消费供给。三是强化消费政策协同。提振消费需要各方面政策协同发力，财税、金融、产业、投资等各项经济社会政策都要体现促消费的政策导向。
2025年3月	国家金融监管总局印发《关于发展消费金融助力提振消费的通知》	对于信用良好、有大额消费需求的客户，个人消费贷款自主支付的金额上限可阶段性从30万元提高至50万元，个人互联网消费贷款金额上限可阶段性从20万元提高至30万元。在期限方面，针对有长期消费需求的客户，商业银行用于个人消费的贷款期限可阶段性由不超过5年延长至不超过7年。
2025年5月	中国人民银行印发《关于设立服务消费与养老再贷款有关事宜的通知》	设立服务消费与养老再贷款，激励引导金融机构加大对住宿餐饮、文体娱乐、教育等服务消费重点领域和养老产业的金融支持。再贷款额度5000亿元，年利率1.5%，期限1年，可展期2次，最长使用期限不超过3年。政策执行至2027年末。对于符合政策支持领域的贷款，26家金融机构可按照贷款本金的100%，按季向中国人民银行申请再贷款。

资料来源：中国政府网，中国人民银行，国新办，金融监管总局，财联社，中国银河证券研究院

表14：2024年以来消费金融相关监管政策

时间	政策或会议	相关内容
2024年3月	国家金融监管总局修订发布《消费金融公司管理办法》	主要修订：（1）将消费金融公司主要出资人持股比例要求由不低于30%提高至不低于50%。（2）对消费金融公司的业务范围进行了优化调整，更加专注主责主业：一方面，区分基础业务和专项业务。将“发放个人消费贷款”“发行非资本类债券”等7项业务纳入基础业务，将“资产证券化业务”“固定收益类证券投资业务”等2项业务纳入专项业务；另一方面，取消非主业、非必要类业务，取消“代理销售与消费贷款相关的保险产品”业务。（3）监管指标变化：一是增加担保增信贷款业务监管指标。要求担保增信贷款余额不得超过全部贷款余额的50%。二是增加流动性比例监管指标。“流动性比例”不得低于50%。
2024年5月	国家金融监管总局印发《关于进一步规范股份制银行等三类银行互联网贷款业务的通知》	不得将核心风控环节外包给合作机构，防止过度依赖合作机构，导致互联网贷款经营管理“空心化”；要加强互联网贷款业务的各类合作机构管理等；将资产质量迁徙情况、处置前不良贷款形成率、担保增信类互联网贷款业务在代偿赔付前的逾期贷款形成率、消费者合法权益保护情况等纳入互联网贷款业务绩效考核体系。
2024年12月	国家金融监督管理总局印发《消费金融公司监管评级办法》	主要修订：一是合理调整评级要素。增加“合作机构管理”“消费者权益保护”两个评级要素，更加注重消费者权益保护工作评价。设置“公司治理、资本管理、风险管理、合作机构管理、专业服务质量、消费者权益保护、信息科技管理”七个评级维度，分别赋予15%、15%、25%、10%、10%、15%、10%的分值权重，提高评级颗粒度。二是优化监管评级级次设置。将监管评级结果从优到劣划分为1-5级和S级，其中2级和3级细分为A、B两个档次，评级结果数值越大表明风险

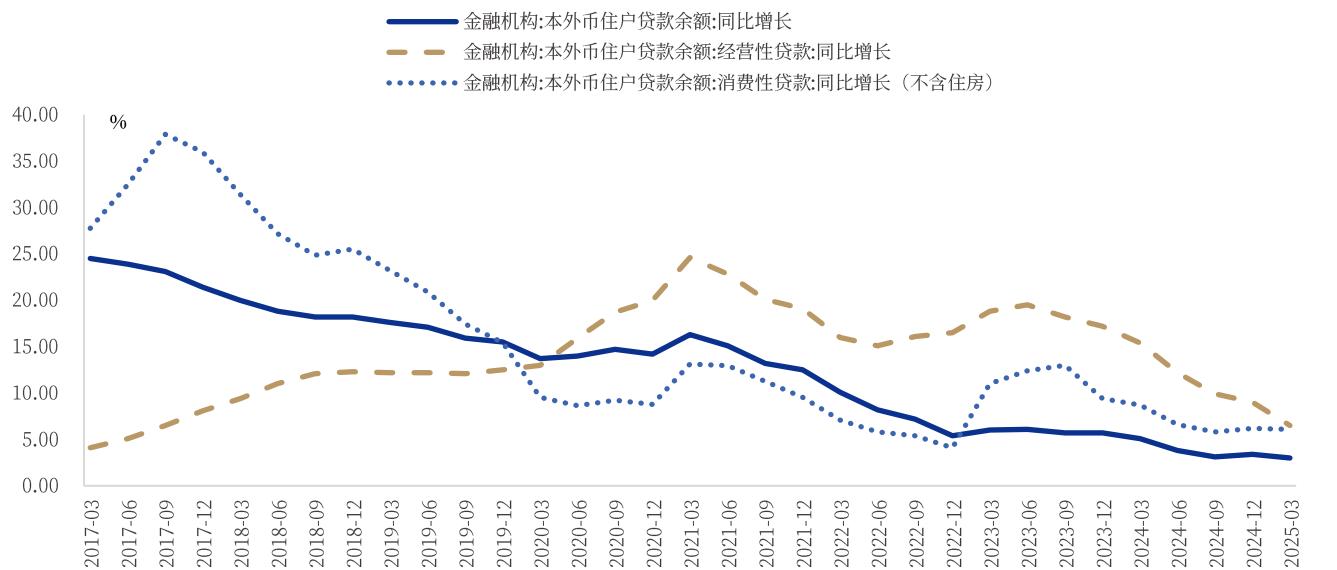
程度越高。新增加 S 级，即对处于重组、被接管、实施市场退出等的消费金融公司，经认定后可直接列为 S 级。三是明确分类监管原则与措施。监管评级结果将作为监管部门制定及调整监管规划、配置监管资源、采取监管措施的主要依据，并作为消费金融公司业务分级分类监管的审慎性条件。

资料来源：金融监管总局，财联社，中国银河证券研究院

从中长期维度来看，提振消费有利于帮助银行应对量价下行和资本压力，改善盈利空间。具体到业务层面，零售贷款、支付结算、财富管理等领域存在增量需求空间，资产质量也在逐步改善的过程中：

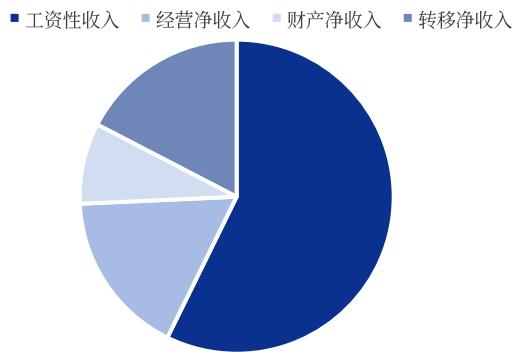
一是零售信贷扩容。以旧换新加力扩围叠加消费贷额度提升、消费与养老再贷款有望带动零售贷款尤其汽车贷、家装贷等大宗消费以及养老金融领域相关贷款增长。此外，县域信用下沉和场景拓展有望扩大银行零售业务经营半径，例如农村消费、数字消费和绿色消费等相关业务场景的产品和服务。2024 年四季度，多家上市银行的消费贷和经营贷增速出现两位数增长，体现出以旧换新政策带来的积极影响。

图49：住户经营贷、消费贷增速

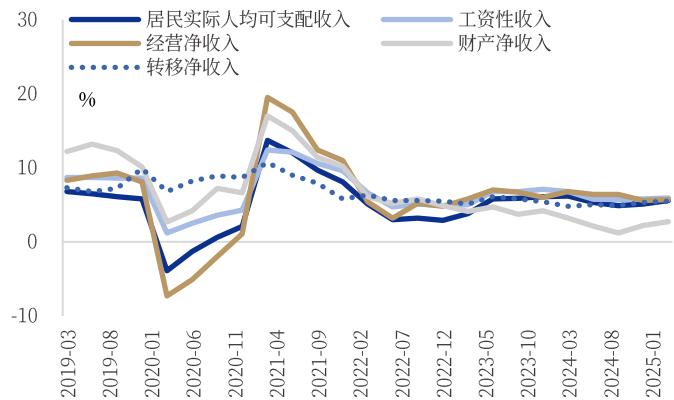


资料来源：ifind，中国银河证券研究院

二是信用风险缓释。增收减负措施一定程度上有助于改善居民财务状况，加速不良风险出清和资产质量优化。从居民端来看，收入增长直接提升偿贷能力，减少个人消费贷、房贷违约，同时存量房贷利率下调年化节约利息 1500 亿元，减少成本支出。与此同时，财产性收入渠道拓宽伴随着稳定房地产和资本市场的政策，有利于增强抵押品价值，降低信用风险。就目前而言，居民可支配收入增速仍保持较低水平，工资性收入占据主导地位，财产性收入提升对释放消费潜力具有重要意义。

**图50：2025Q1 居民收入结构**


资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

**图51：居民收入增速**


资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

**表15：2025年5月国新办新闻发布会关于股市楼市的主要政策措施**

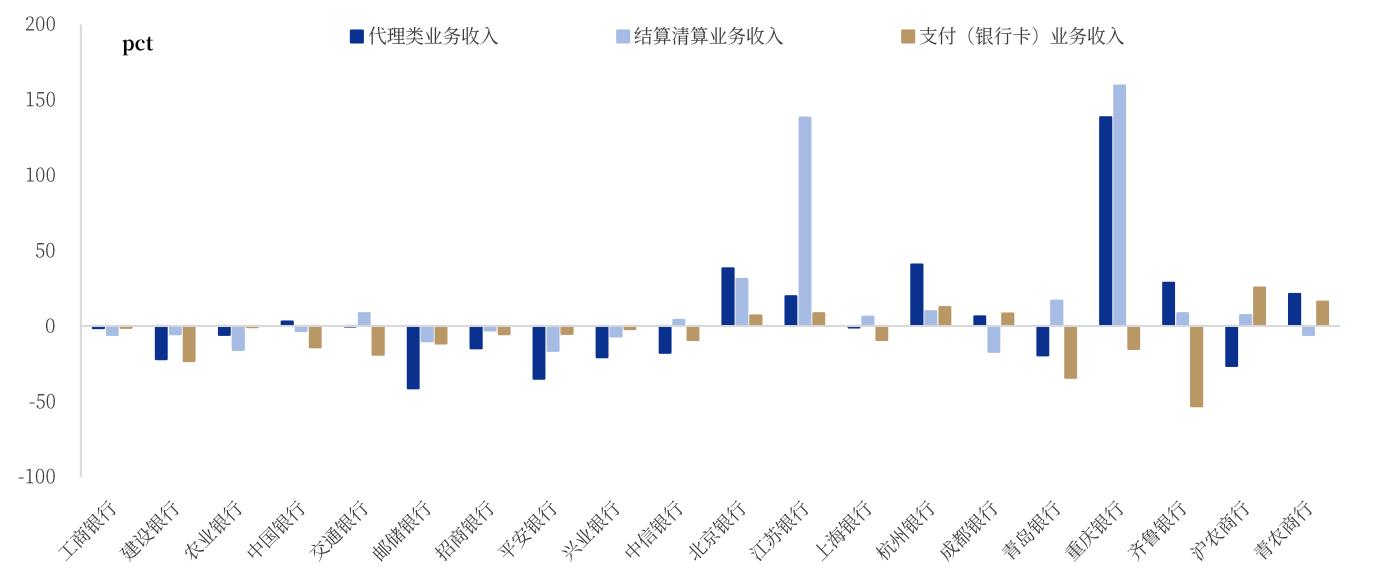
领域	相关部门	主要内容
地产	央行	降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。其中，五年期以上的首套房利率由2.85%降至2.6%，其他期限的利率同步调整，预计每年将节省居民公积金贷款利息支出超过200亿元，有利于支持居民家庭的刚性住房需求，有助于房地产市场止跌企稳。
	金融监管总局	加快完善与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，包括房地产开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法。指导金融机构继续保持房地产融资稳定，有效满足刚性和改善性住房需求，强化对高品质住房的资金供给，助力持续巩固房地产市场稳定态势。
资本市场	证监会	稳定和活跃资本市场：一是全力巩固市场回稳向好势头。全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用，配合中国人民银行健全支持资本市场货币政策工具长效机制，更好发挥市场各参与方的稳市功能。二是突出服务新质生产力发展这个重要着力点。深化科创板、创业板改革；抓紧发布新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》和相关监管指引；大力发展科技创新债券，优化发行注册流程，完善增信支持。三是大力推动中长期资金入市。更大力度“引长钱”，协同各方继续提升各类中长期资金入市规模和占比，努力形成“回报增—资金进—市场稳”的良性循环。
		推进对外开放：一是持续扩大机构开放。二是进一步丰富产品供给。三是不断深化市场开放。
	央行	应对关税冲击：一是进一步加大走访帮扶。二是优化监管安排。对于确实受关税政策影响比较大的上市公司，在股权质押、再融资、募集资金使用等方面增强监管包容度，帮助纾困解难。进一步完善信息披露豁免相关规则。三是支持转型升级、特别是支持上市公司通过并购重组转型升级。
	金融监管总局	公募基金改革：一是突出强化与投资者的利益绑定。二是突出增强基金投资行为稳定性。针对基金“风格漂移”“货不对版”等问题，要求为每只基金产品设定清晰的业绩比较基准，督导基金公司全面实施长周期考核，明确三年以上考核权重不低于80%，减少基金经理“追涨杀跌”现象，提高产品长期收益。三是突出提升服务投资者的能力。抓紧出台公募基金投资顾问管理规定，加快推出机构投资者直销服务平台。四是突出发展壮大权益类基金的工作导向。积极推动产品创新，持续丰富符合国家发展导向、更有利于为投资者创造长期收益的指数基金和主动型基金。
		一是进一步扩大保险资金长期投资的试点范围。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”。
	央行	一是将互换便利和股票回购增持再贷款两项工具总额度8000亿元合并使用。二是在互换便利方面，证监会将参与机构范围由首批20家券商基金扩大到40家的备选机构池，质押品范围纳入了港股、限售股等，并指导金融基础设施降低业务收费标准。三是回购增持再贷款方面，将贷款最长期限由1

年延长到3年，鼓励银行发放信用贷款，将上市公司回购增持股票的自有资金比例要求从30%下降到10%，同时将中国诚通控股和中国国新控股这两个国有资本运营平台纳入到支持范围。

资料来源：金融监管总局，财联社，中国银河证券研究院

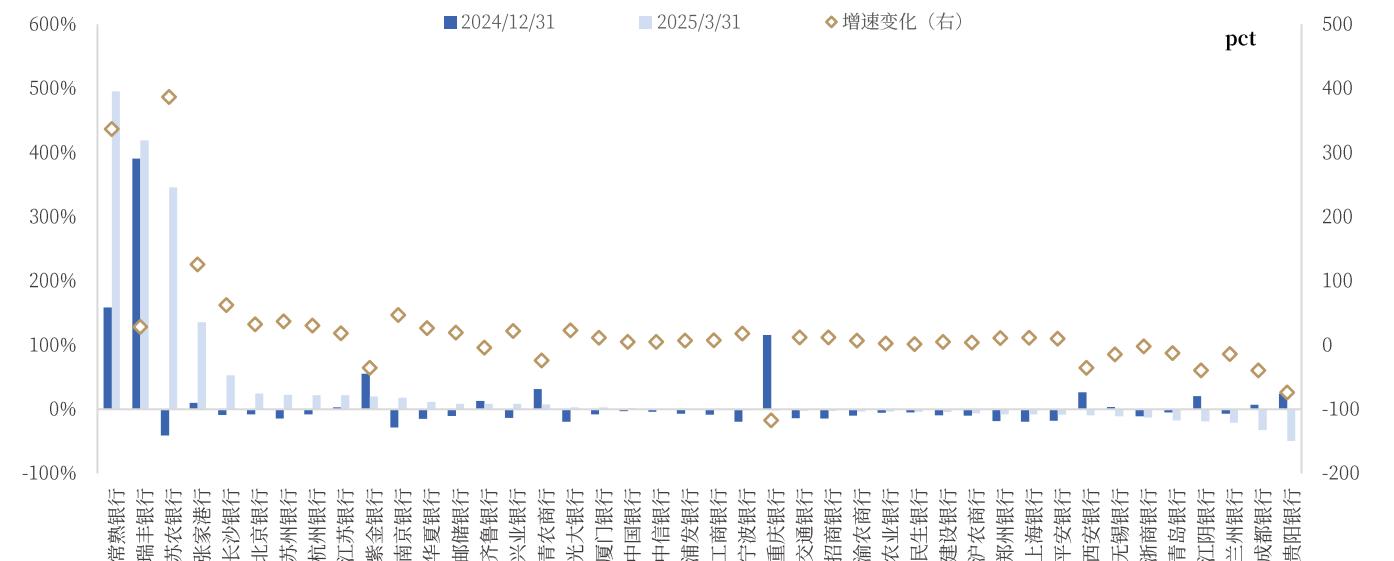
三是轻资本业务转型。支付结算+财富管理增量空间广阔，有利于降低资本消耗，拓展多元化收入渠道。随着消费券发放以及对财产性收入渠道的重视增加，银行支付结算、财富管理业务等零售业务面临增量需求，有助于增厚中间业务收入，破解资本约束对规模增长的制约，降低信用成本和对息差的依赖度，提升ROE水平，同时带动低成本负债（活期存款）的增长，反哺表内业务。2024年，即使受“报行合一”政策和理财产品降费等因素影响，也已有部分银行代理类业务同比增速较2023年有所改善，同时，支付结算类业务也出现好转，多为江浙、成渝、山东地区优质城农商行；2025Q1，多数上市银行中收同比增速均较上年末改善，考虑到多数银行中收以代理、支付结算类业务收入为主，预计这类业务对中收回暖的促进作用进一步显现。另外，以招商银行、邮储银行为代表的零售银行，零售和非息层面的优势使其ROE保持同业前列，同时沉淀大量活期存款和短期定期存款，较低的负债成本强化了息差韧性，在利率持续下行环境中仍维持在1.8%之上。此外，零售存款的增长推动多家零售银行的AUM保持高速增长，为财富管理业务的发展夯实基础，提升综合服务能力、加速存款向理财投资转化是关键。

图52：部分银行2024年代理、支付结算类业务收入同比增速较2023年变化



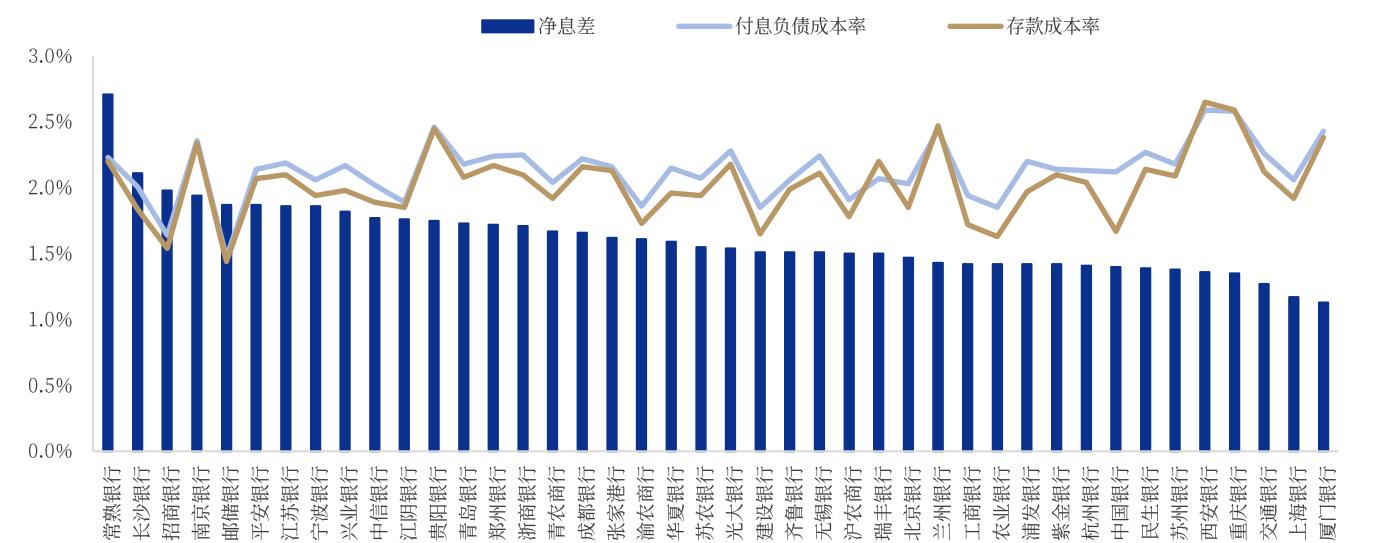
资料来源：ifind, 公司公告，中国银河证券研究院

图53：上市银行中收同比增速



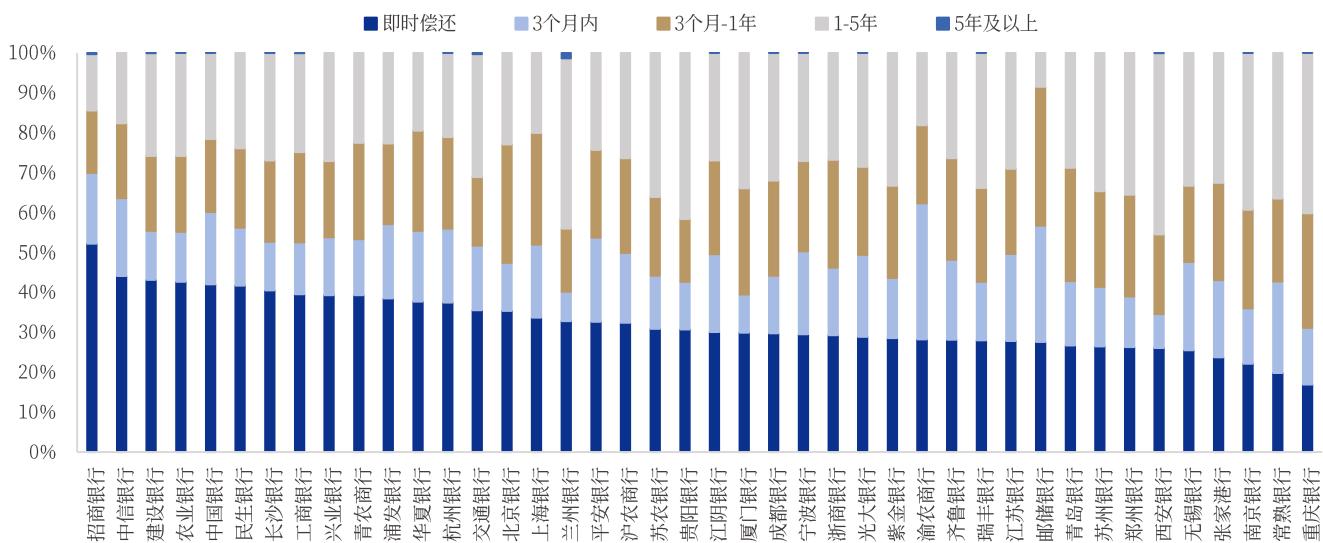
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图54：2024年上市银行息差、付息负债成本率、存款成本率



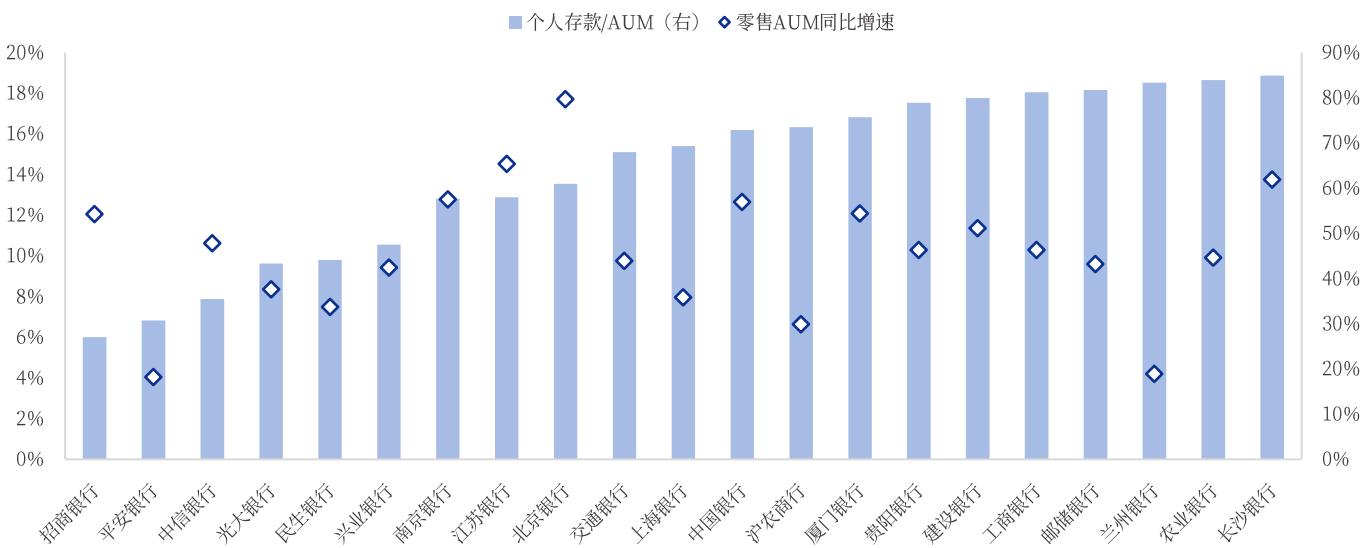
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图55: 2024年上市银行存款结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图56: 2024年部分银行AUM增速、存款占AUM比例

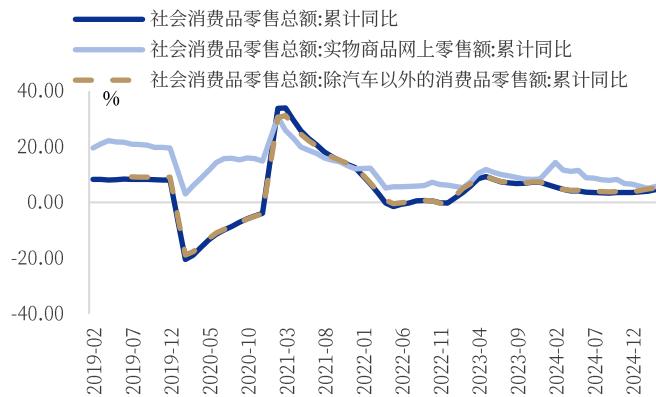


资料来源: ifind, 公司公告, 中国银河证券研究院

## (二) 收入-需求传导和结构性错配有待打通，零售信贷仍面临多重制约

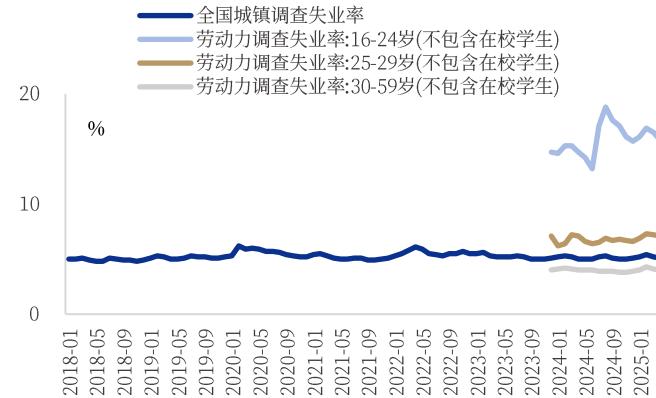
短期来看，“两新”政策加力扩围成效显著，消费呈现稳中向好趋势，但居民消费意愿和能力仍有待恢复，收入预期-消费需求传导仍有待打通。2025年一季度，社会消费品零售总额同比增长4.6%，其中，日用家电零售同比增长38.4%，汽车销量同比增长11.2%，消费品以旧换新政策继续显效，推动消费提质升级。线上消费和服务消费稳定增长。2025年一季度服务消费同比增长5.3%，服务零售额、网上零售额分别同比增长5.0%、7.9%。尽管如此，失业率仍高于去年同期，消费者信心仍保持较低水平，给需求复苏带来挑战。

图57: 社零增速



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

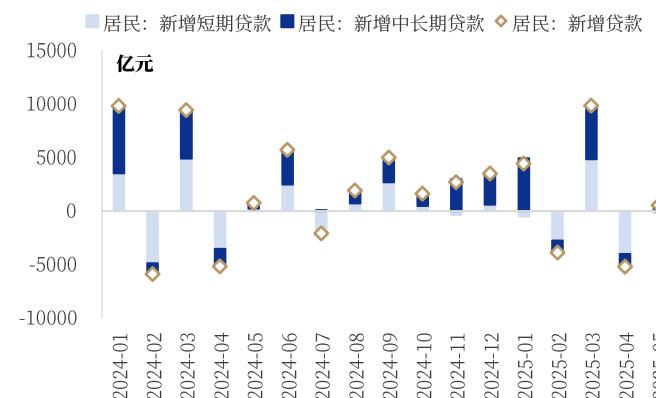
图59: 城镇调查失业率和劳动力调查失业率情况



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

经济下行、收入预期低迷、财务状况恶化从需求和风险两方面对银行零售业务的发展形成制约。需求端，居民部门贷款改善趋势尚未形成，2025年2-3月增量有所改善，4-5月或受消费需求偏弱以及关税冲击影响，转为同比少增。风险端，消费贷、经营贷不良风险暴露拐点未现，互联网消费贷ABS违约率仍在上升。

图61: 居民部门贷款增量



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图58: 汽车销量、家电销售额增速



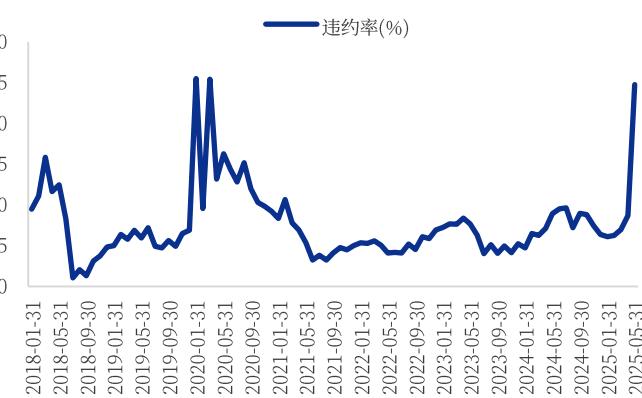
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图60: 消费者收入及收入预期指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图62: 银行互联网消费贷款ABS加权平均年化违约率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

此外，消费金融供给仍待优化，以解决结构性错配问题。当前我国银行、消费金融公司、汽车金融公司等多层次消费金融服务体系建设较为完善，为消费市场稳定发展提供了重要支撑。然而，消费领域结构性矛盾仍较为突出，例如文体旅游、养老托育、医疗健康等服务消费领域个性化、高品质供给存在缺口，县域服务消费基础设施建设和物流配送体系不完善。另外，从金融支持消费情况看，传统信贷依赖度较高，股权、债券等直接融资占比偏低，信贷产品适配性不足，需要通过构建与消费需求相匹配的金融产品和服务体系。央行 2025 年一季度货币政策执行报告指出要出台金融促消费一揽子政策举措，研究出台金融支持消费的指导性文件，指导金融机构加强消费金融服务，着重从供给侧发力，强化对旅游、住宿餐饮、文体娱乐、教育培训、居民服务等重点服务消费领域的高质量供给，加大消费基础设施建设和商贸流通体系建设金融支持力度；持续优化消费信贷产品和服务；鼓励金融机构在风险可控、覆盖成本、用途规范的前提下，围绕重点场景、重大战略和重点人群优化信贷产品和服务，做好消费信贷支持。此外，增强消费金融机构资金供给能力，支持汽车金融公司和消费金融公司发行金融债券，研究适度提升消费类信贷资产证券化注册额度，推动消费领域可证券化资产范围适度扩容，增加信贷资金供给支持。后续政策加码和创新可期。

**表16：31家消金公司注册资本及主要股东**

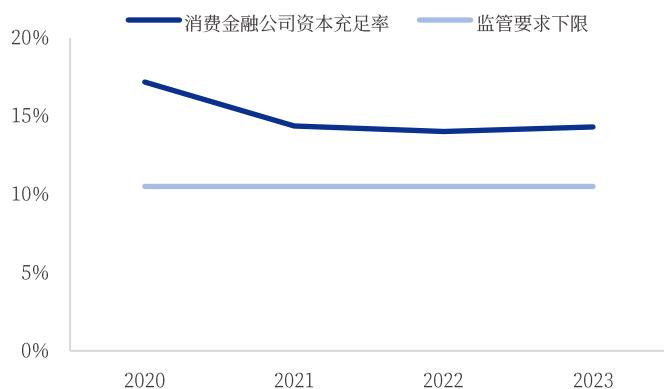
消金公司	注册资本 (亿元)	是否 银行系	第一大股东	持股比例	第二大股东	持股比例
重庆蚂蚁消费金融	230	否	蚂蚁科技集团	50.0%	杭州金投数字科技集团	10.00%
招联消费金融	100	是	招商银行	50.0%	中国联通	50.00%
建信消费金融	72	是	建设银行	83.3%	北京市国有资产经营	11.10%
捷信消费金融	70	否	Home Credit N.V	100.0%	-	-
兴业消费金融	53.2	是	兴业银行	66.0%	泉州文化旅游发展集团	24.0%
南银法巴消费金融	52.15	是	南京银行	64.2%	法国巴黎银行	30.0%
平安消费金融	50	否	中国平安保险（集团）	30.0%	融熠	28.0%
马上消费金融	40	否	重庆百货大楼	31.1%	北京中关村科金技术	29.5%
浙江宁银消费金融	36	是	宁波银行	92.8%	合肥百货大楼集团	4.7%
中邮消费金融	30	是	邮储银行	70.5%	DBSBANKLTD.	16.7%
苏银凯基消费金融	26	是	江苏银行	54.3%	台湾凯基商业银行	36.2%
杭银消费金融	25.61	是	杭州银行	43.0%	迪润（天津）科技	33.3%
海尔消费金融	20.9	否	海尔集团	49.0%	北京红星美凯龙	25.0%
河南中原消费金融	20	是	中原银行	49.3%	华平亚洲金融投资	42.0%
上海尚诚消费金融	16.24	是	上海银行	42.7%	携程旅游网络技术（上海）	42.2%
中银消费金融	15.14	是	中国银行	42.8%	百联集团	22.1%
哈尔滨哈银消费金融	15	是	哈尔滨银行	53.0%	度小满（重庆）科技	30.0%
重庆小米消费金融	15	是	小米	50.0%	重庆农村商业银行	30.0%
湖南长银五八消费金融	11.24	是	长沙银行	51.0%	北京城市网邻信息技术	33.0%
陕西长银消费金融	10.5	是	长安银行	51.0%	汇通信诚租赁	25.0%
湖北消费金融	10.06	是	湖北银行	31.9%	新疆特易数科信息技术	24.5%
北京阳光消费金融	10	是	光大银行	60.0%	中青旅控股	20.0%
中信消费金融	10	否	中国中信	70.0%	金蝶软件（中国）有限公司	30.0%
厦门金美信消费金融	10	是	中国信托商业银行	34.0%	厦门金圆金控	33.0%
四川省唯品富邦消费金融	10	否	唯品会（中国）	50.0%	特步（中国）	25.0%
北银消费金融	8.5	是	北京银行	35.3%	桑坦德消费金融有限公司	20.0%

河北幸福消费金融	6.37	是	张家口银行	47.1%	神州优车	39.3%
晋商消费金融	5	是	晋商银行	40.0%	北京奇飞翔艺商务咨询	25.0%
蒙商消费金融	5	是	蒙商银行	44.2%	微梦创科网络科技(中国)	40.0%
四川锦程消费金融	4.2	是	成都银行	38.9%	周大福	25.0%
盛银消费金融	3	是	盛京银行	75.0%	大连德旭经贸有限公司	25.0%

资料来源: Wind, 法询智库, 公司公告, 中国银河证券研究院

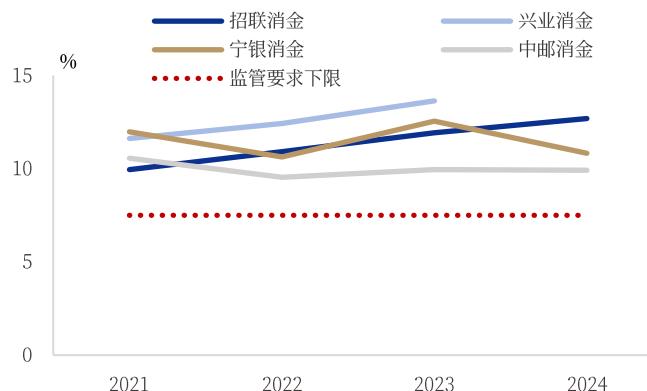
注: 注册资本数据截至 2025 年 6 月 13 日, 部分消金公司增资已计入。

图63: 消金公司平均资本充足率



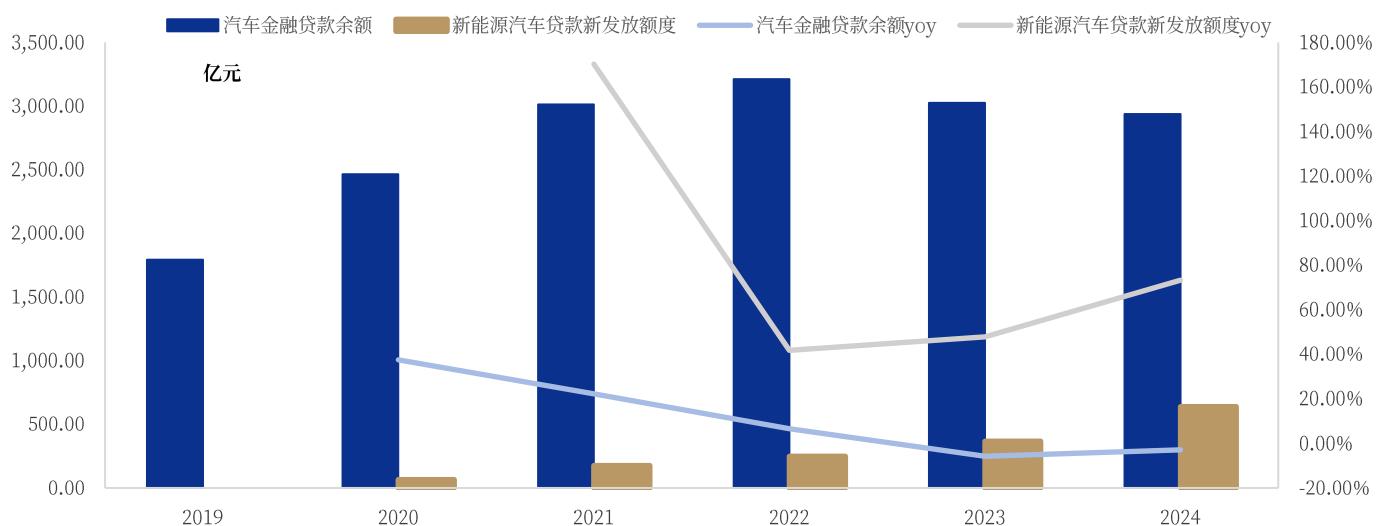
资料来源: 联合资信, 中国银河证券研究院

图64: 部分消金公司核心一级资本充足率



资料来源: 联合资信, 中国银河证券研究院

图65: 平安银行汽车金融贷款情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### (三) 场景金融和数字金融有望成为零售银行长线布局的胜负手

基于消费金融存在的风险制约以及结构性错配问题, 场景金融有望成为突破口, 而数字金融的加速发展已经作为银行开展精准营销和强化风控能力的核心手段, AIGC 领域突破成为热门方向。

场景金融方兴未艾。2025 年 3 月 14 日, 国家金融监督管理总局印发《关于发展消费金融助力

提振消费的通知》，提出要增加消费金融供给。金融机构要围绕扩大商品消费、发展服务消费和培育新型消费，丰富完善金融产品和服务。针对数字、绿色、智能等新型消费场景，量身定制金融产品，更好满足个性化、多样化金融需求，不断强化数字赋能，增强消费金融服务的适配性和便利度。加大对批发零售、住宿餐饮、文化旅游、教育培训、健康养老等消费服务行业的信贷投放。受政策影响，银行消费金融场景加速拓展。目前，邮储银行、农业银行、招商银行、平安银行、宁波银行等多家银行加速布局消费金融场景建设，从传统消费拓展至服务消费甚至新型消费例如萌宠、露营、文创等，由功能价值转向情绪价值，有助于突破传统消费需求天花板限制，拓展消费金融增量业务空间。

**表17：部分银行场景金融案例**

名称	场景金融案例
招商银行	招联消金通过中国联通线上和线下营业厅推广“信用付”业务，实现联通商城零息分期购机、充话费减免和购机直降等优惠政策，根据用户个人信用提供“信用延停”“话费自动冲”服务。招联消金利用合作平台优势，打造全场景消费金融业务服务。第二，招联消金通过微信、支付宝、云闪付、蚂蚁花呗和抖音月付等渠道，从移动支付、社交媒体等场景提高获客能力，充分挖掘互联网消费金融场景业务潜力。
平安银行	平安银行围绕属地化商圈和产业链定制金融方案，推出“场景贷”。例如，内蒙古乌兰察布的“燕麦贷”为燕麦产业链上下游企业提供2000万元授信额度，支持种植、收购及加工环节。此外，针对汽车供应链、布匹市场等场景推出定制化产品，储备项目超100个，覆盖“圈链平台”小微客户。
	平安银行北京分行推出“萌宠小窝”特色服务区，聚焦养宠家庭的社交和生活需求，提供宠物寄存、派对活动等非金融服务，通过高频生活场景（如社区活动）深化与客户的情感连接，构建差异化服务生态。
	聚焦新能源汽车领域，整合销售、售后、周边全场景，与新能源车企合作推进线上化业务，面向消费者提供购车分期和资金支持，同时分析行业数据优化服务。
邮储银行	邮储银行金牛区支行针对文化产业“轻资产、重创意”的特点，推出“知识产权质押+科创融资”组合产品，支持成都烽火数字科技策划的“山西古建筑数字艺术展”，提供专项授信解决中期资金瓶颈，助力衍生品开发抢占市场先机。同时，为四川远近文化提供中长期贷款支持《舆鉴·金牛》出版项目，通过线上线下联动传播文化IP，形成“金融+文化”的裂变效应。
	邮储银行北京分行与肯德基合作，打造“邮政绿+肯德基红”复合空间，将金融服务嵌入餐饮消费、文创体验等场景。客户在消费时可触发信用卡优惠推送，并通过互动屏幕申请金融产品。该模式使网点客流量提升5倍，45岁以下客群占比从22%跃升至67%，成为线下网点转型的典范。
	邮储银行金华市分行以乡村振兴为核心，搭建“商圈场景”“俱乐部场景”“信用村场景”三大生态。
	商圈场景：线上线下联动，联合商超、美食店等打造“移动商圈”，通过商户活动、数字人民币推广（如数币红包和满减）、工业区合作等实现精准营销，2024年3月末场景分期超2.6亿元，场景发卡超1.27万张。俱乐部场景：针对“房东客群”成立专属“房东俱乐部”，通过财富讲堂、主题相亲会、健康体检等增值服务增强客户黏性，覆盖600余户高净值客户。信用村场景：推进农村普惠金融，围绕乡村振兴提供“葡萄贷”“药材快贷”等特色农业贷款，建成信用村近2000个，涉农贷款余额超385亿元，助力农村产业链服务。
农业银行	农业银行通过搭建信用卡“智慧出行”场景，精准触达出行需求旺盛的客群，嵌入交通、停车、充电等高频消费场景，联合外部平台推出专属优惠活动（如加油返现、停车费减免等），实现批量获客。该案例以场景化为核心，结合风险防控能力优化模型，展示银行卡市场的服务创新。
宁波银行	宁波银行（以南京分行为例）围绕“新消费”升级场景生态，细分美食、亲子、萌宠、露营等场景。
	工作圈：聚焦新兴产业园区，联合咖啡店、便利店等高频消费场景，提供衣、食、行全方位服务。
	生活圈：覆盖社区“最后一公里”，打造“家门口的露营”“为宁抢鲜”等品牌活动，嵌入洗衣、商超、快递等社区高频场景。
	流量圈：瞄准年轻人及亲子群体，组织“咖啡烧烤露营大会”“非遗美食传承”等活动，融合音乐、市集等元素触达新消费需求。截至目前案例发布，已累计开展超40项活动，线下触达200万人次。

资料来源：各公司官网，中国支付清算协会，现代商业银行杂志，北京市银行业协会，城商行咨询，中国银河证券研究院

数字金融蓄势待发。得益于互联网金融的多年发展、消费场景的丰富和海量数据的积累，数字

化经营已经深入银行各个业务条线和运营流程，而以 Deepseek 为代表的 AIGC 领域的技术突破与布局加速了银行数字化、智能化的进程，有望突破原有服务和风控短板，对经营范式和盈利模式进行重构，进而实现根本性的变革，更好地服务高质量发展的需求。在服务环节，银行可凭借数字化技术和 AI 工具深度绑定政务、电商、教育等非金融生态场景，获取消费行为、地理位置、信用画像等多维度的客户数据与标签，开展精准营销与客户触达、服务流程自动化与智能化并实现个性化的产品创新和动态定价。在风控环节，银行可整合税务、社保、电商等场景化数据，优化风控模型，解决信息不对称的问题，同时利用深度学习、语音机器人等 AI 技术手段进行反欺诈和智能催收等一系列工作。随着银行对 AI 大模型的布局深化，原有依赖抵押品的定价风控模式以及人工审核、拓客的方式有望被颠覆，有利于更好地提升金融资源配置效率，盘活数据资产价值，拓展银行经营半径和盈利空间。

图66：邮储银行“邮智”大模型架构体系



资料来源：邮储银行官方微信公众号，中国银河证券研究院

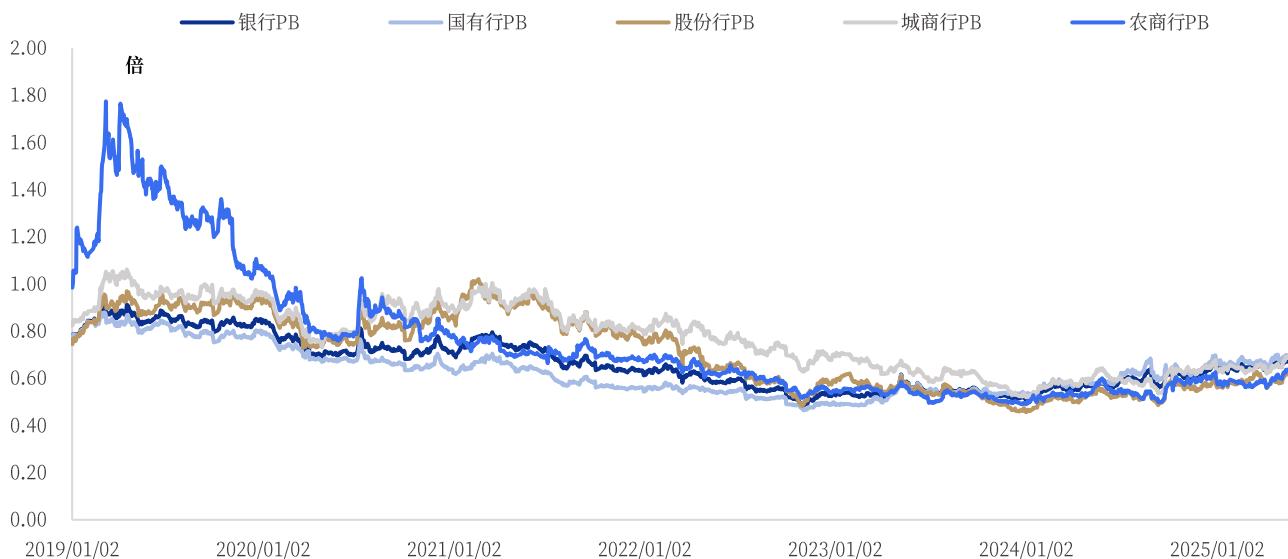
总结来说，场景金融+数字金融的有机结合有望成为银行突破消费需求、风险、结构性错配等现实制约的有效手段，对于把握新消费趋势、设计与零售消费相匹配的金融产品、重塑风控定价模式具有重要意义。基于银行经营逻辑开展的数字化转型和场景布局有望成为评估新时期、新形势下银行基本面（盈利性、成长性和经营稳健性）的关键指标以及投资中应重点关注的趋势。

## 四、投资策略：从公募欠配修复到长线资金战略配置

当前银行板块估值处于历史和市场偏低水平，中枢出现边际抬升迹象，估值性价比仍凸显，配置价值较好。截至 2025 年 6 月 13 日，银行板块 PB 为 0.67X，位于 2019 年以来 58.7% 百分位，

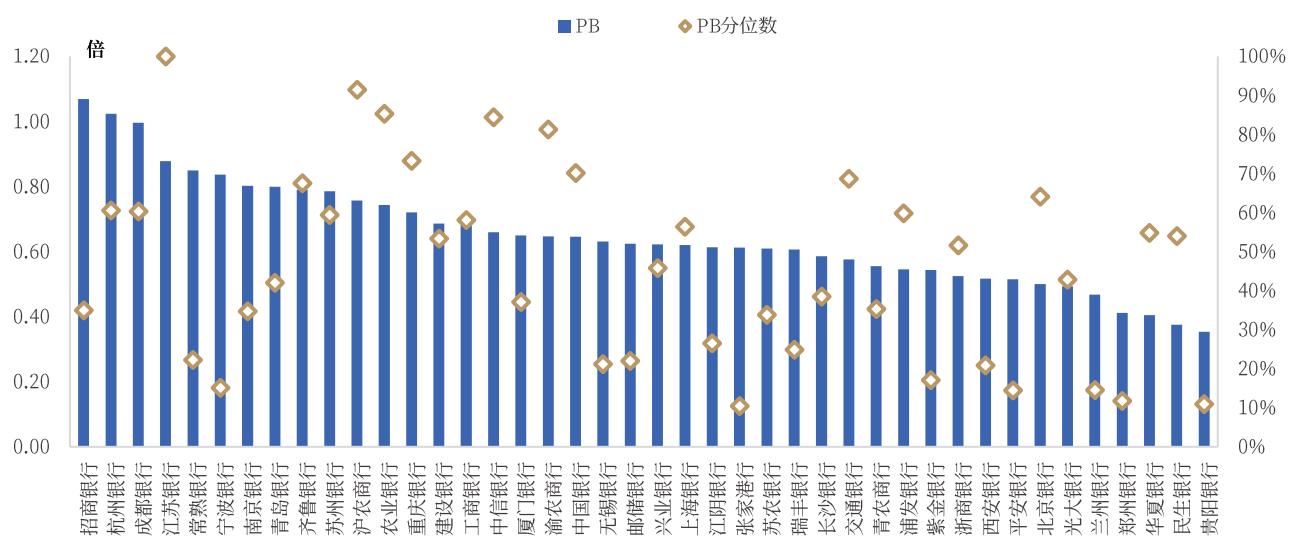
国有行、股份行、城商行和农商行 PB 分别为 0.68X、0.65X、0.72X 和 0.68X, 分别位于 2019 年以来 72.5%、46.7%、42.7% 和 51.5% 百分位, 各类银行估值中枢自 2024 年下半年以来均有上升。个股层面, 招商银行、杭州银行、成都银行、江苏银行、常熟银行 PB 领先同业, 其中部分银行已从长期破净状态中恢复。

图67: 2019 年以来银行板块历史 PB (截至 2025/6/13)



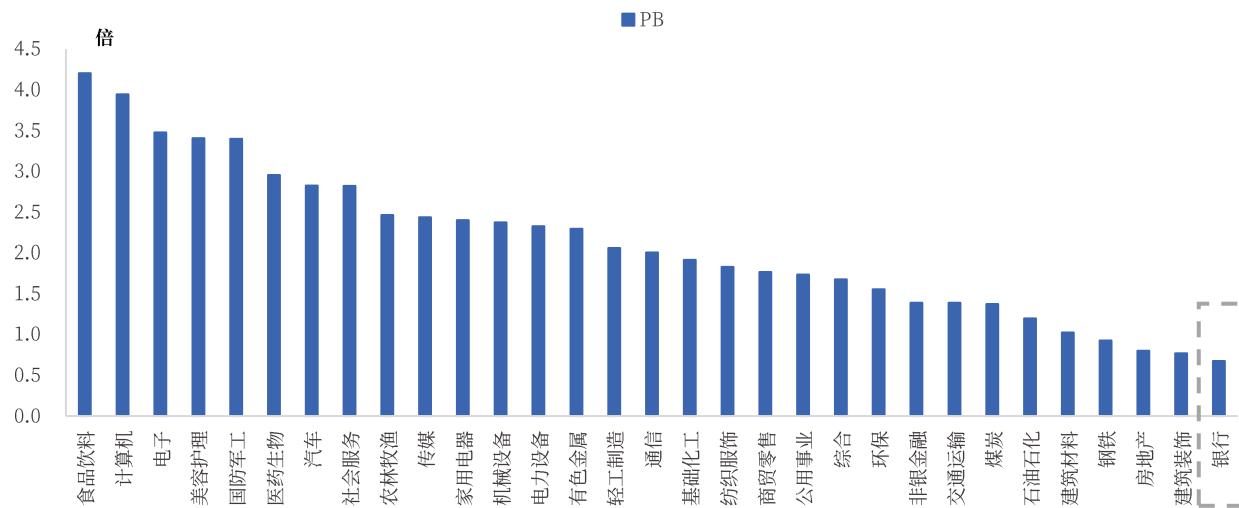
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图68: 上市银行 PB 估值水平及 2019 年以来分位数 (截至 2025/6/13)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图69：银行板块与其他行业 PB 对比（截至 2025/6/13）



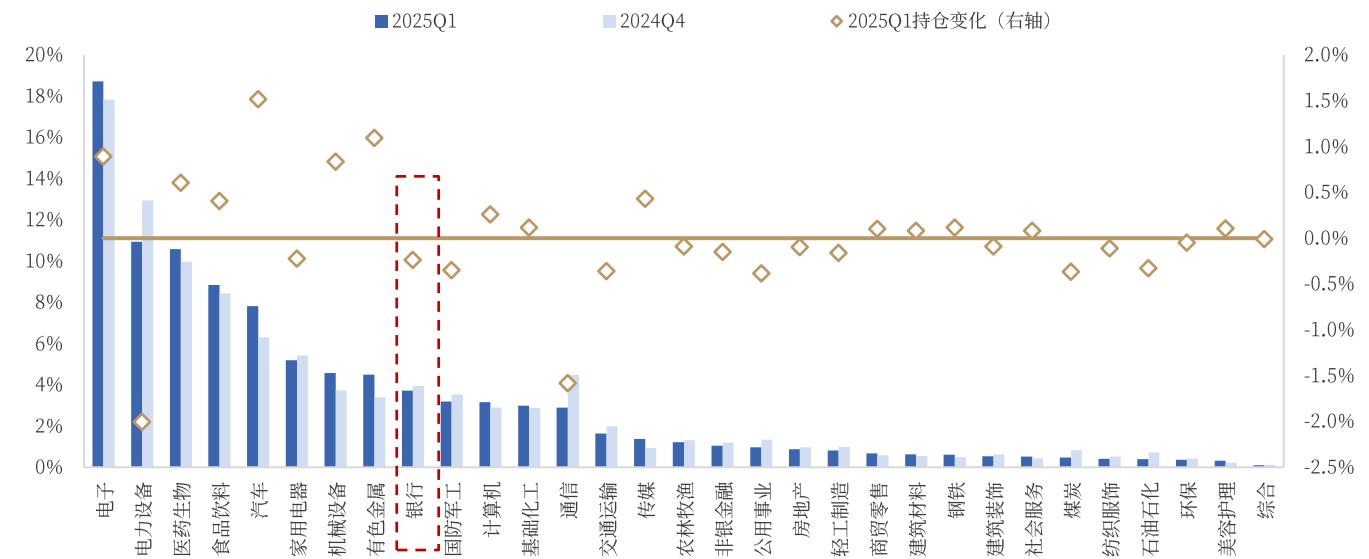
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

结合 2025 年下半年银行经营展望，我们继续看好银行配置价值和个股优选机会，立足增量资金驱动和配置偏好变化，建议关注三大主线：

### （一）公募欠配修复，优质城农商行存在结构性机会

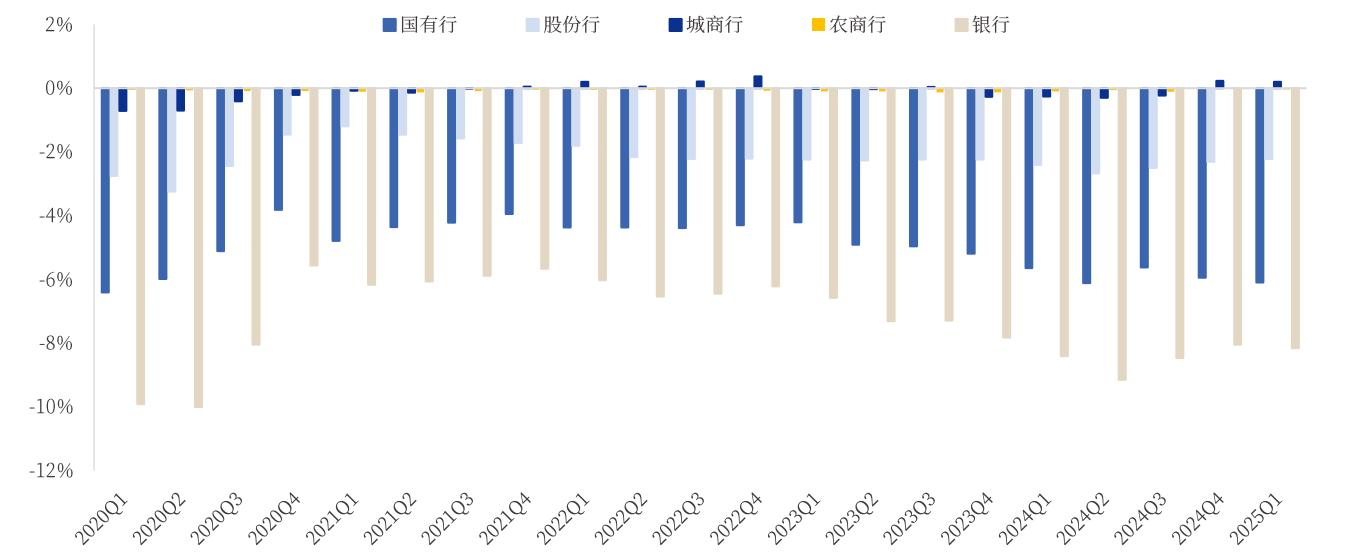
公募基金改革推动业绩比较基准和考核体系优化，低配板块迎来短期修复机遇。2025 年 5 月，《推动公募基金高质量发展行动方案》发布，提出要制定公募基金业绩比较基准的监管指引，以明确产品定位和投资风格，衡量产品业绩，约束投资行为；建立以基金投资收益为核心的考核体系，涵盖包括业绩比较基准对比指标在内的基金产品业绩，权重不低于 80%；健全与基金投资收益相挂钩的薪酬管理机制，降低三年以上产品业绩低于比较基准超过 10pct 的基金经理绩效薪酬。政策约束引发公募仓位调整，并且这一调整结果具备持续性，一定程度上有望扭转银行板块长期低配格局，带来短期增量资金流入，助力估值快速修复。从目前主动型公募产品的业绩比较基准来看，多数以规模指数为基准，例如沪深 300 和中证 800，使用比例分别高达 50% 和 16.8%，而主动型资金对银行板块的重仓比例仅有 3.72%。若以沪深 300 的银行权重 13.67% 进行调仓，预计可以带来增量资金 1338.1 亿元。从 5 月资金流入情况来看，银行板块共获净主动买入约 250 亿元，其中，招商银行、兴业银行、民生银行、平安银行、杭州银行等净买入额度居前，后续随着公募基金仓位进一步调整，仍有较大修复空间。

图70: 2025Q1 主动型基金对各行业重仓持股情况



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

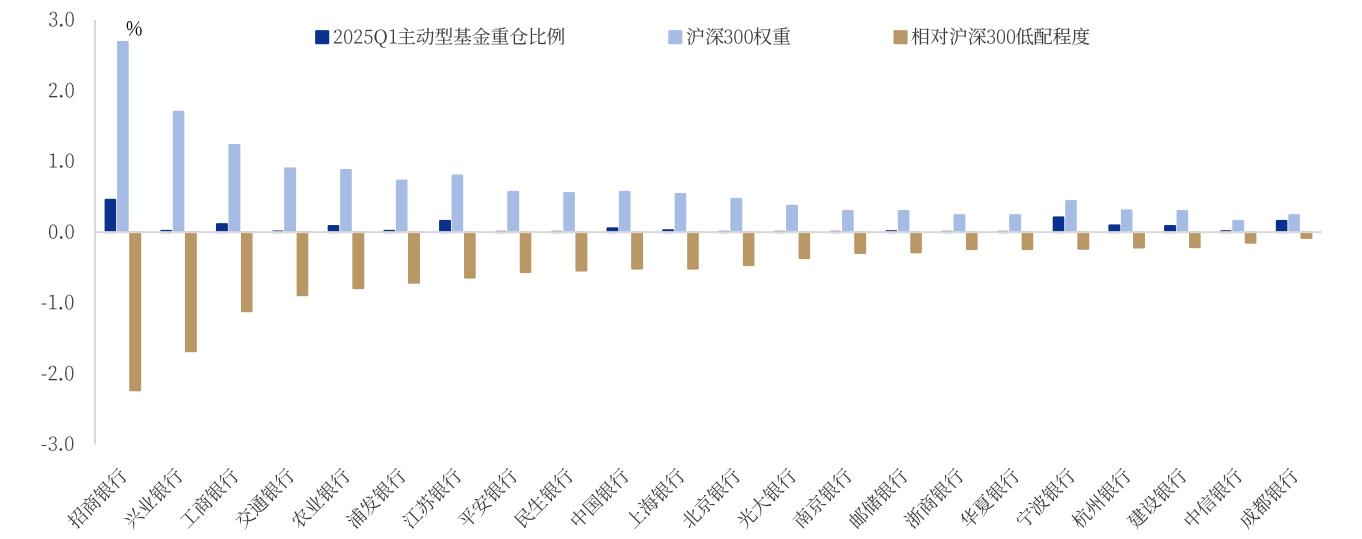
图71: 主动资金对银行各板块重仓持仓超/低配



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

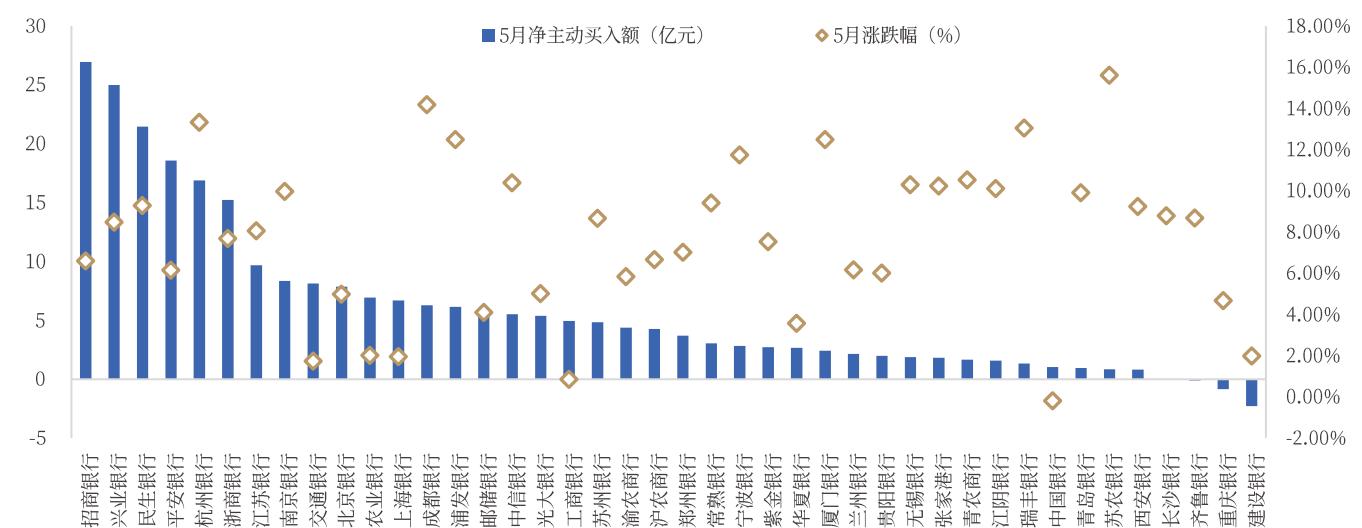
公募基金调仓并不一定完全按个股权重比例, 预计会更多地关注基本面优异的银行, 且未来主题风格策略多元化仍有较大空间, 进一步增强优质银行股的投资价值。从资金流入和个股表现来看, 2025年5月, 获净主动买入额较多的银行主要有两大类, 一是低配较多的部分股份行和大行, 将成为欠配修复的核心抓手, 估值稳定性提升; 二是部分江浙成渝地区部分优质区域行, 且涨幅也相对居前, 体现主动资金对区域经济和个股基本面的重视, 优质区域行弹性总体较好, 有望实现超额收益。此外, 行业指数、主题指数、风格指数和策略指数中银行股权重比例更高、对板块行情和个股估值的影响更大。目前这类业绩基准中A股银行的平均权重为23.95%, 并且集中在央国企、红利、ESG、长三角等热度较高的领域, 但作为业绩基准的比例偏低, 挂钩基金规模占比仅1.83%, 有待进一步丰富与拓展。

图72: 沪深300银行权重股低配情况 (2025年5月沪深300成分股调整前)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图73: 2025年5月单月上市银行获净主动买入额及单月涨幅



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

表18: 含A股银行的各类主要指数银行股权重、挂钩主动型基金产品规模及占比

指数类型	A股银行权重均值	当前挂钩主动型基金规模合计 (亿元)	规模占比合计
策略指数	21.65%	385.73	1.13%
风格指数	36.14%	18.79	0.06%
规模指数	8.43%	25228.12	74.04%
行业指数	25.66%	0.83	0.00%
主题指数	22.04%	216.80	0.64%
综合指数	9.17%	38.73	0.11%

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

注: 我们选择ifind开放式基金分类下的普通股票型、偏股混合型、股债平衡型、灵活配置型基金衡量主动型基金，数据截至2025年3月31日。筛选出业绩比较基准中含A股银行的主要指数共54个；统计规模时，未考虑多指标复合业绩比较基准中各指标的权重，只要包含即计入挂钩产品规模。数据及测算结果仅供参考。

基于公募欠配调仓和基本面考量，推荐受益区域经济发展、基本面表现优异、成长性较高的城农商行：杭州银行（600926.SH）、齐鲁银行（601665.SH）、青岛银行（002948.SZ）、江苏银行（600919.SH）、常熟银行（601128.SH）、南京银行（601009.SH）。

表19：核心个股估值指标（1）（2025/6/13）

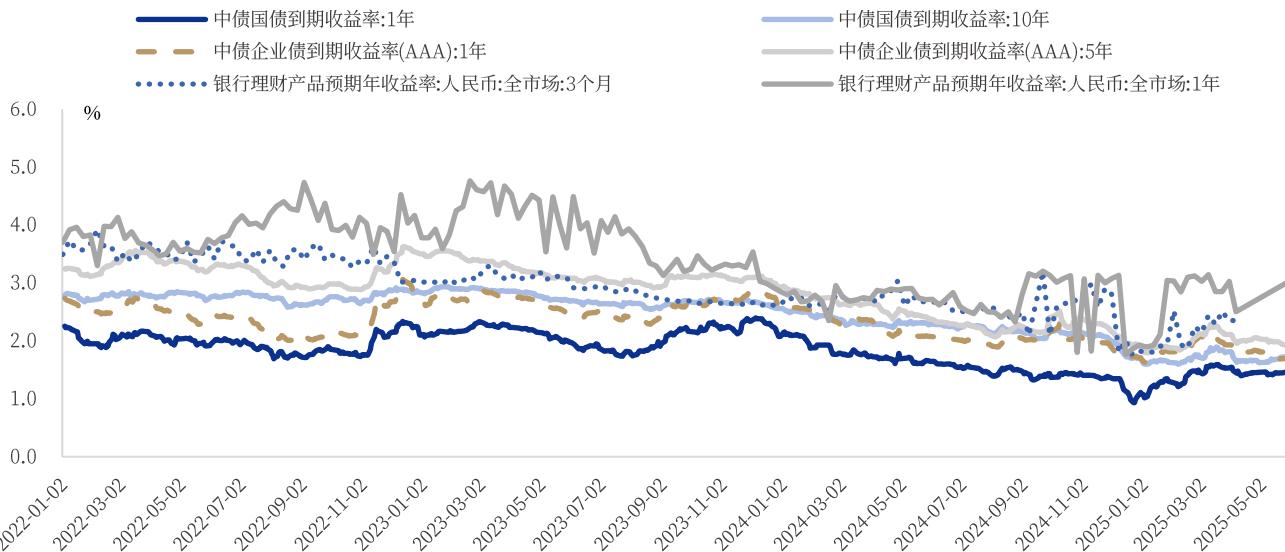
代码	简称	BVPS（元）				PB				投资评级
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600926.SH	杭州银行	17.81	19.54	22.79	26.61	0.84	0.85	0.72	0.62	推荐
601665.SH	齐鲁银行	8.27	9.12	10.4	11.84	0.73	0.71	0.63	0.55	推荐
002948.SZ	青岛银行	6.45	7.16	8.03	9.03	0.62	0.74	0.66	0.59	推荐
600919.SH	江苏银行	12.73	14.16	15.94	17.67	0.78	0.81	0.72	0.65	推荐
601128.SH	常熟银行	9.5	10.78	12.19	13.75	0.85	0.69	0.61	0.54	推荐
601009.SH	南京银行	14.24	15.76	17.65	19.72	0.80	0.74	0.66	0.59	推荐

资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

## （二）中长期资金入市+考核长周期继续强化银行股红利价值和战略配置

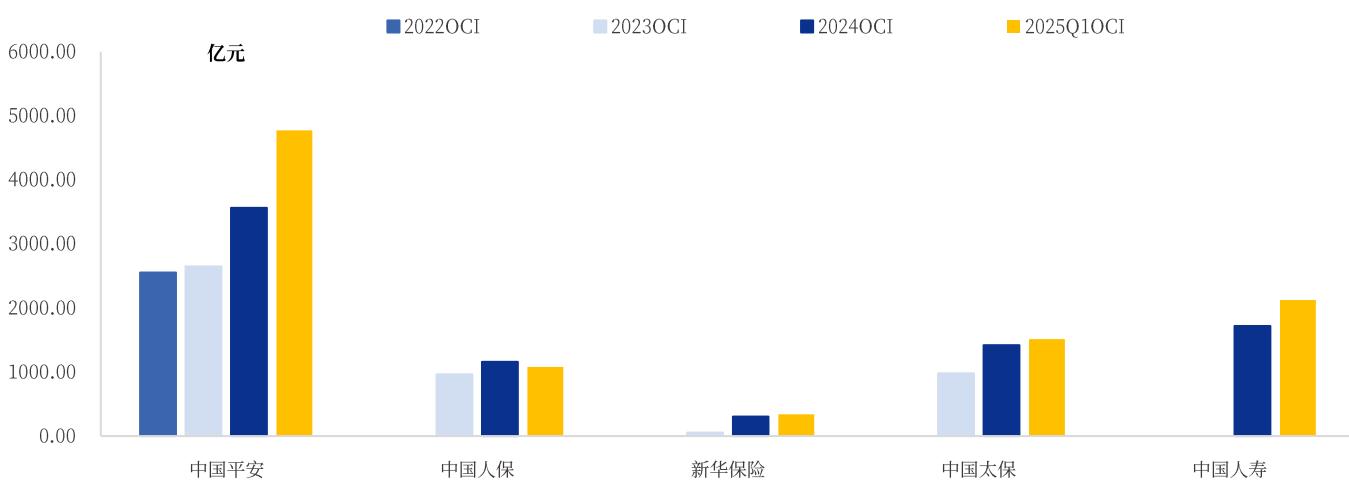
中长期资金入市导向不变，险资、社保等长线资金继续增配银行股。2025年以来，1月中央金融办、中国证监会等六部门联合印发的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中各项具体措施逐步落实；4月，中央汇金明确类“平准基金”定位，壮大中长期资金力量；5月，国新办新闻发布会强调要更大力度“引长钱”，协同各方继续提升各类中长期资金入市规模和占比，提出进一步扩大险资长期投资试点范围、将险资股票投资风险因子进一步调降10%等措施，此外，证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，进一步推动完善长周期考核。银行股凭借低波动、高股息、低估值的特点持续受到长线资金的青睐，叠加国企改革深化、市值管理力度加大和低利率环境等因素共振，红利价值进一步凸显。测算2025年上市银行股息率平均约4.1%，相比于债券、理财仍有性价比。2025Q1，社保基金和险资在权益投资中对银行的持仓比例分别高达49.2%和27.2%。对于险资而言，银行股股息率优于长债收益率，估值波动可计入OCI以应对业绩波动，同时不排除通过股权投资ROE领先优质城农商行实现并表和银保渠道业务协同、进一步改善业绩回报的空间。参照1月中长期资金入市实施方案，每年险资30%新增保费用于配置权益，考虑持仓比例，每年配置银行的增量资金约有1600亿元。

图74：债券、理财收益率



资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

图75：主要险企 OCI 规模



资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

表20：五家主要大型保险公司新增保费收入带来增量资金测算

2024年五家主要大型险企保费收入 (亿元)	22286.36
假设投资 A 股比例	30.00%
静态测算每年市场增量资金规模 (亿元)	6685.91
保险公司 A 股银行持仓占比	24.34%
静态测算每年 A 股银行增量资金 (亿元)	1627.27

资料来源：ifind, 公司公告, 中国银河证券研究院

注：保险公司 A 股银行持仓占比基于政策发布时最新数据（2024 年 9 月末）。

**表21：上市银行保险公司持股比例、股息率与 ROE**

	保险持股比例	股息率	ROE
平安银行	57.95%	5.15%	11.20%
民生银行	20.73%	4.07%	9.22%
浦发银行	19.80%	3.32%	10.20%
华夏银行	16.66%	5.18%	6.68%
兴业银行	14.31%	4.45%	12.24%
浙商银行	12.47%	4.66%	13.57%
沪农商行	10.46%	4.23%	11.46%
无锡银行	7.87%	3.54%	11.52%
招商银行	7.05%	4.48%	14.13%
杭州银行	5.09%	3.93%	20.60%
北京银行	4.70%	4.94%	11.31%
工商银行	4.40%	4.34%	9.06%
南京银行	4.09%	4.88%	15.20%
苏州银行	2.42%	4.55%	12.44%
贵阳银行	2.42%	4.83%	9.32%
中信银行	2.28%	4.25%	11.42%
邮储银行	2.20%	4.88%	11.33%
建设银行	2.09%	4.49%	10.42%
常熟银行	1.46%	3.45%	14.89%
农业银行	1.24%	4.30%	10.82%
光大银行	0.89%	4.67%	9.11%
中国银行	0.15%	4.45%	9.09%
兰州银行	0.00%	4.11%	6.60%
宁波银行	0.00%	3.38%	14.18%
江阴银行	0.00%	4.28%	7.64%
张家港行	0.00%	4.42%	12.56%
郑州银行	0.00%	0.98%	9.12%
青岛银行	0.00%	3.10%	13.23%
青农商行	0.00%	3.37%	12.08%
江苏银行	0.00%	4.59%	16.50%
西安银行	0.00%	2.55%	8.48%
渝农商行	0.00%	4.03%	12.00%
厦门银行	0.00%	4.81%	8.92%
上海银行	0.00%	4.70%	10.64%
交通银行	0.00%	4.92%	10.35%
瑞丰银行	0.00%	3.44%	8.96%
长沙银行	0.00%	4.11%	12.84%
齐鲁银行	0.00%	3.99%	12.52%
成都银行	0.00%	4.61%	14.80%
紫金银行	0.00%	3.42%	8.44%

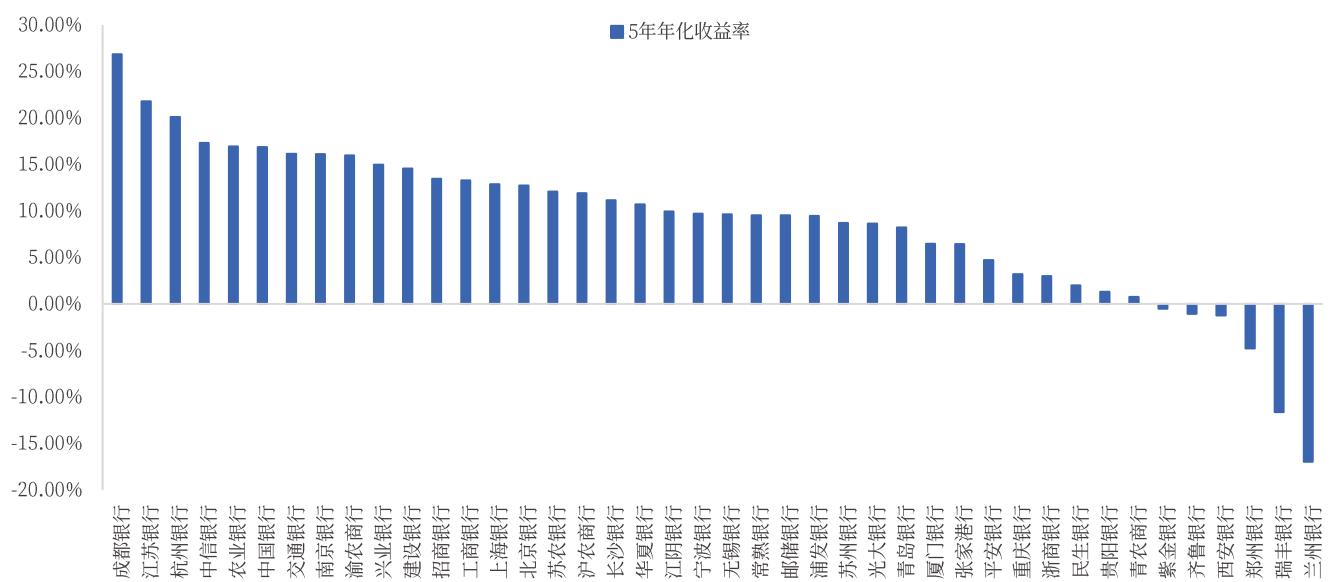
重庆银行	0.00%	3.70%	11.84%
苏农银行	0.00%	2.91%	9.56%

资料来源: Wind, ifind, 中国银河证券研究院

注: 数据截至 2025 年 6 月 10 日, 包含最新险资举牌及部分银行股份转让情况。

另外, 长周期考核有望带来公募资金长线配置需求。公募基金改革方案提出对基金投资收益全面实施长周期考核机制, 其中三年以上中长期收益考核权重不低于 80%。长周期考核带来配置偏好的转向, 进一步壮大中长期资金力量, 提升市场定价效率, 给银行估值重塑打开空间, 从主动型公募重仓情况来看, 目前电子、电力设备、医药生物行业配置比例较高, 银行配置远低于险资、社保等长线资金。公募基金对银行板块配置偏低源于对成长性和弹性的偏好。然而, 银行股近 5 年的年化收益率(股息率+资本利得)多数超过 10%。此外, 在经济增长动能放缓、权益市场波动加大的环境之下, 业绩和经营稳健性更加契合长周期导向, 对公募资金的吸引力有望提升。

图76: 上市银行近 5 年年化收益率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

从长线资金配置偏好的角度, 推荐股息率较好、分红比例相对稳定的国有大行: 工商银行 (601398.SH)、农业银行 (601288.SH)、邮储银行 (601658.SH)。

表22: 核心个股估值指标 (2) (2025/6/13)

代码	简称	BVPS (元)				PB				投资评级
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
601398.SH	工商银行	10.23	10.99	11.77	12.57	0.69	0.65	0.60	0.56	推荐
601288.SH	农业银行	7.4	7.99	8.62	9.3	0.73	0.70	0.65	0.60	推荐
601658.SH	邮储银行	8.37	8.96	9.57	10.21	0.68	0.59	0.55	0.52	推荐

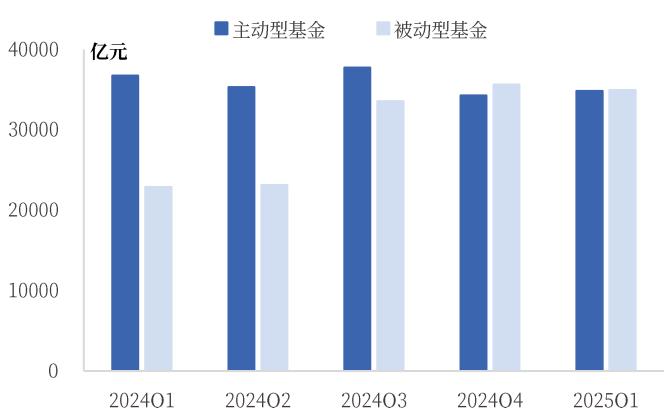
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

### (三) 主要宽基指数 ETF 扩容提质, 把握成分股投资价值

宽基指数成分股将继续受益于指数 ETF 扩容提质。从当前阶段来看，ETF 扩容已经具备良好的政策环境并且呈现加速增长的趋势。政策层面，2024 年新国九条提出建立 ETF 快速审批通道；2025 年 1 月证监会发布《促进指数化投资高质量发展行动方案》，推动指数化投资规模和比例明显提升、强化指数基金资产配置功能，方便中长期资金入市；2025 年 5 月，《推动公募基金高质量发展行动方案》再提促进指数基金发展的一系列措施，包括下调大规模指数基金费率，持续丰富符合国家战略和发展导向的主题投资股票指数基金，研究创设专门参与互换便利操作的场外宽基指数基金，实施 ETF 快速注册机制。截至 2025Q1，我国被动型基金规模接近 3.5 万亿元，已超过主动型基金；截至 5 月，股票型 ETF 市场规模近 3 万亿元，其中，沪深 300ETF 占据主导地位，规模约 1.06 万亿元。

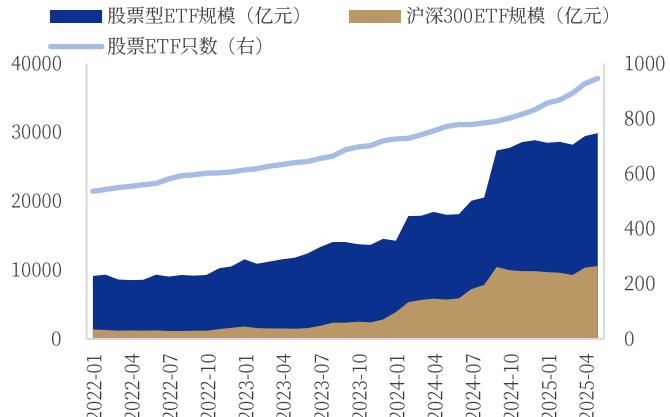
本轮改革有望进一步促进指数基金提质扩容加速，银行作为宽基指数权重板块，有望显著受益增量资金流入。以沪深 300ETF 为例，测算每年相关 ETF 规模增长为银行板块带来增量资金约 710.1 亿元。目前来看，成分股主要从两方面受益：一是权重股，如沪深 300 中权重较高的招商银行、兴业银行、工商银行、交通银行、农业银行、江苏银行等；二是新进名单，如近期沪农商行、渝农商行新调入沪深 300 成分股，且与成都银行同批调入上证 180 指数，无锡银行、西安银行、紫金银行、重庆银行、苏农银行入选上证 580 指数，迎来增量资金配置。

图77：基金市场规模



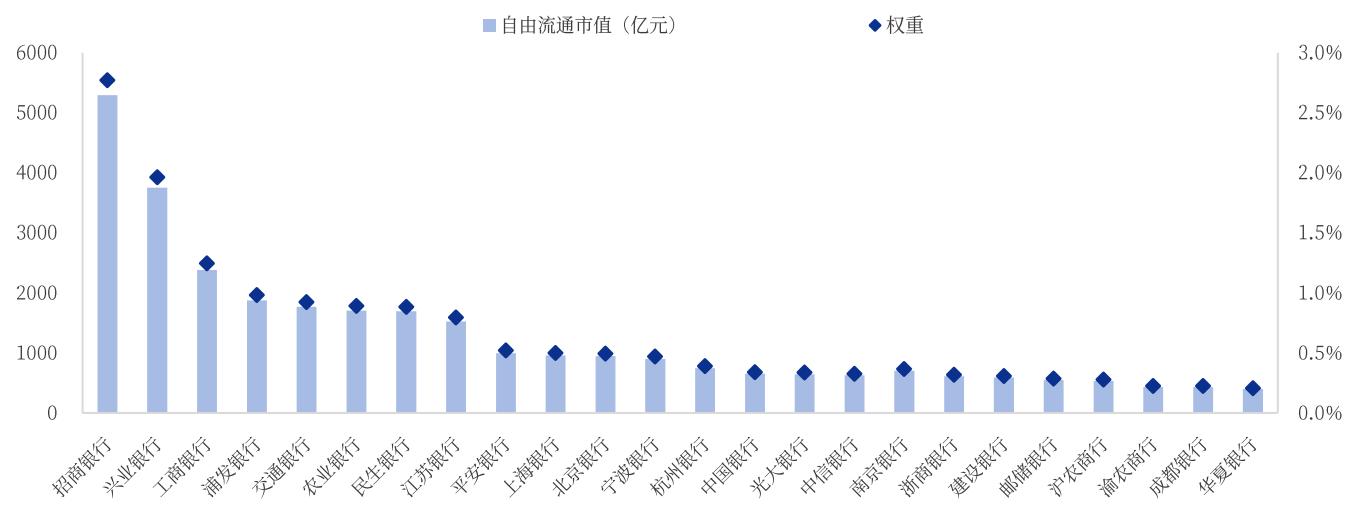
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图78：全部股票 ETF 规模及只数、沪深 300ETF 规模



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图79：2025 年 5 月末沪深 300 指数最新调整后银行成分股自由流通市值及权重（截至 2025/6/13）



资料来源：ifind, 中国银河证券研究院

建议继续关注被动型资金配置、成分股受益逻辑，推荐招商银行（600036.SH）、沪农商行（601825.SH）、渝农商行（601077.SH）、成都银行（601838.SH）。

表23：核心个股估值指标（3）（2025/6/13）

代码	简称	BVPS（元）				PB				投资评级
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600036.SH	招商银行	41.46	45.43	49.63	53.96	0.99	0.99	0.91	0.84	推荐
601825.SH	沪农商行	12.84	13.53	14.39	15.29	0.69	0.72	0.68	0.64	推荐
601077.SH	渝农商行	11.07	11.76	12.44	13.17	0.55	0.62	0.58	0.55	推荐
601838.SH	成都银行	19.15	21.62	24.59	27.98	0.98	0.90	0.79	0.69	推荐

资料来源：ifind，中国银河证券研究院

## 五、风险提示

1. 经济增速不及预期，企业和居民偿债能力不足，信贷违约发生概率上升，导致资产质量恶化，银行信用减值损失计提增加，信用成本上升的风险；
2. 利率持续下行，生息资产收益率下降，而付息负债成本率的调整存在刚性和滞后性问题，导致净息差承压，银行盈利压力加大的风险；
3. 关税超预期，冲击出口产业链企业需求，并传导至地方就业市场，影响居民收入，导致实体经济部门预期与需求走弱的风险。

## 图表目录

图 1: 银行板块与沪深 300 指数累计涨跌幅 (截至 2025/06/13) .....	4
图 2: 银行细分板块累计涨跌幅 (截至 2025/06/13) .....	4
图 3: A 股各行业年初至今涨跌幅 (截至 2025/06/13) .....	5
图 4: 各上市银行年初至今涨跌幅 (截至 2025/06/13) .....	5
图 5: 银行细分板块重仓市值 .....	7
图 6: 银行细分板块重仓持仓占比 .....	7
图 7: 社保基金对银行持仓情况 .....	8
图 8: 保险公司对银行持仓情况 .....	8
图 9: 2023 年以来政府债发行情况 .....	9
图 10: 2020 年以来人民币贷款月度增量变化 .....	9
图 11: 重点领域贷款余额 .....	10
图 12: 重点领域贷款同比增速 .....	10
图 13: 杭银转债转股进度 .....	12
图 14: 南银转债转股进度 .....	12
图 15: 新发放按揭贷款利率 .....	13
图 16: 单月年化加权平均早偿率 .....	13
图 17: 金融机构个人住房贷款余额及增速 .....	13
图 18: 商品房销售面积与销售额 .....	13
图 19: 样本银行各类非按揭零售贷款增速 .....	14
图 20: 活期存款占比变化 .....	14
图 21: 消费者信心指数 .....	14
图 22: 2024 年以来每月社融增量结构 .....	15
图 23: 2024 年以来每月企业贷款增量结构 .....	15
图 24: 2024 年末五大行境外营收、境外贷款占比 .....	15
图 25: 2024 年各省市自治区出口金额及占 GDP 比重 .....	16
图 26: 部分出口占比较高地区贷款增速 .....	16
图 27: 上市银行制造业贷款占比 .....	17
图 28: 上市银行零售贷款占比 .....	17
图 29: 上市银行净息差、生息资产收益率、付息负债成本率 .....	19
图 30: 细分板块上市银行净息差 .....	19
图 31: 上市银行 2024 年增量存款结构 .....	22
图 32: 上市银行利息支出增速 .....	22
图 33: 上市银行存款期限结构 .....	22
图 34: 各上市银行净息差、生息资产收益率、付息负债成本率 .....	23

图 35: 2023 年以来地方政府特殊再融资债券发行与到期偿还规模 .....	24
图 36: 城投债发行利率 .....	24
图 37: 城投债信用利差 .....	24
图 38: 未来 20 年城投债到期规模 .....	25
图 39: 2025 年 1-5 月各省份城投债净融资同比变化 .....	25
图 40: 2025 年城投债到期区域分布情况 .....	26
图 41: 样本银行对公房地产平均不良贷款率、不良贷款增速 .....	28
图 42: 样本银行对公房地产不良贷款率 .....	28
图 43: 房地产行业信用利差 .....	28
图 44: 商品房销售情况 .....	29
图 45: 未来 20 年房企信用债到期情况 .....	29
图 46: 房企信用债违约金额及余额违约率 (含展期) .....	30
图 47: 房企信用债违约金额及余额违约率 (不含展期) .....	30
图 48: 样本上市银行重点领域贷款不良率 .....	30
图 49: 住户经营贷、消费贷增速 .....	33
图 50: 2025Q1 居民收入结构 .....	34
图 51: 居民收入增速 .....	34
图 52: 部分银行 2024 年代理、支付结算类业务收入同比增速较 2023 年变化 .....	35
图 53: 上市银行中收同比增速 .....	36
图 54: 2024 年上市银行息差、付息负债成本率、存款成本率 .....	36
图 55: 2024 年上市银行存款结构 .....	37
图 56: 2024 年部分银行 AUM 增速、存款占 AUM 比例 .....	37
图 57: 社零增速 .....	38
图 58: 汽车销量、家电销售额增速 .....	38
图 59: 城镇调查失业率和劳动力调查失业率情况 .....	38
图 60: 消费者收入及收入预期指数 .....	38
图 61: 居民部门贷款增量 .....	38
图 62: 银行互联网消费贷款 ABS 加权平均年化违约率 .....	38
图 63: 消金公司平均资本充足率 .....	40
图 64: 部分消金公司核心一级资本充足率 .....	40
图 65: 平安银行汽车金融贷款情况 .....	40
图 66: 邮储银行“邮智”大模型架构体系 .....	42
图 67: 2019 年以来银行板块历史 PB (截至 2025/6/13) .....	43
图 68: 上市银行 PB 估值水平及 2019 年以来分位数 (截至 2025/6/13) .....	43
图 69: 银行板块与其他行业 PB 对比 (截至 2025/6/13) .....	44
图 70: 2025Q1 主动型基金对各行业重仓持股情况 .....	45
图 71: 主动资金对银行各板块重仓持仓超/低配 .....	45

图 72: 沪深 300 银行权重股低配情况 (2025 年 5 月沪深 300 成分股调整前) .....	46
图 73: 2025 年 5 月单月上市银行获净主动买入额及单月涨跌幅 .....	46
图 74: 债券、理财收益率 .....	48
图 75: 主要险企 OCI 规模 .....	48
图 76: 上市银行近 5 年年化收益率 .....	50
图 77: 基金市场规模 .....	51
图 78: 全部股票 ETF 规模及只数、沪深 300ETF 规模 .....	51
图 79: 2025 年 5 月末沪深 300 指数最新调整后银行成分股自由流通市值及权重 (截至 2025/6/13) .....	51

表 1: 2024 年以来资金面相关政策或会议 .....	5
表 2: 2025Q1 个股仓位排名前 10 .....	7
表 3: 2025Q1 个股重仓持股配置变化排名前 10 .....	7
表 4: 地方政府专项债用作资本金领域放宽带来的基建项目配套融资需求 .....	9
表 5: 当前存续的结构性货币政策工具 (截至 2025 年 6 月 17 日) .....	10
表 6: 四家大行定增情况及影响测算 .....	11
表 7: 当前上市银行发行上市可转债 .....	12
表 8: 2025 年降息对银行息差影响测算 (单位: BP) .....	17
表 9: 本轮存款挂牌利率、LPR 下调、降准对息差及营收利润影响测算 .....	20
表 10: 2019 年 8 月以来历次 LPR 与存款挂牌利率调整 .....	21
表 11: 部分地区拟使用专项债收购存量土地的数量 (截至 5 月 30 日) .....	26
表 12: 部分城市城中村改造情况 .....	27
表 13: 2025 年以来金融支持消费提振政策加码 .....	31
表 14: 2024 年以来消费金融相关监管政策 .....	32
表 15: 2025 年 5 月国新办新闻发布会关于股市楼市的主要政策措施 .....	34
表 16: 31 家消金公司注册资本及主要股东 .....	39
表 17: 部分银行场景金融案例 .....	41
表 18: 含 A 股银行的各类主要指数银行股权重、挂钩主动型基金产品规模及占比 .....	46
表 19: 核心个股估值指标 (1) (2025/6/13) .....	47
表 20: 五家主要大型保险公司新增保费收入带来增量资金测算 .....	48
表 21: 上市银行保险公司持股比例、股息率与 ROE .....	49
表 22: 核心个股估值指标 (2) (2025/6/13) .....	50
表 23: 核心个股估值指标 (3) (2025/6/13) .....	52

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张一纬，银行业分析师。瑞士圣加仑大学银行与金融硕士，2016年加入中国银河证券研究院，证券从业8年。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

李洋洋 021-20252671 [liyangyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyangyang_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

褚颖 010-80927755 [chuying\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chuying_yj@chinastock.com.cn)