

超配（维持）

股息铸盾，资金化矛

银行业 2026 年上半年投资策略

2025 年 12 月 9 日

投资要点：

分析师：李嘉俊
SAC 执业证书编号：
S0340525040001
电话：0769-23320072
邮箱：
lijiajun@dgzq.com.cn

银行指数走势



资料来源：IFind，东莞证券研究所

- **复盘：ROE 彰显盈利韧性，增量资金追逐确定性价值。**2025 年前三季度，行业年化平均 ROE 维持在 10.73%，尽管受宏观环境影响有所下行，但横向比较仍处于中上游水平，盈利韧性凸显。市场表现方面，截至 11 月末，申万银行板块上涨 9.16%，各子板块实现普涨。板块走出逆周期行情，主要得益于险资等增量资金的持续流入，以及低利率环境下银行股高股息、盈利确定性的配置吸引力。
- **基本面展望：政策协同稳增长，息差压力与结构分化并存。**（1）量：财政与货币政策协同发力，全方位扩大国内需求，有望为银行信贷投放提供支撑与方向指引。（2）价：净息差承压，货币政策在稳增长与稳银行间寻求平衡。负债端受益于存款成本改善，有望缓解资产端收益率下行压力。核心负债能力将成为银行盈利韧性的关键。（3）质：资产质量趋势向好下的结构分化，聚焦房地产出清与零售风险。
- **资金面：增量资金三路汇流，估值重塑预期转强。**在低利率与“资产荒”背景下，银行板块凭借显著的高股息、深度破净的低估值以及经营的相对刚需性，已成为险资、被动指数基金等中长期资金的优选配置。具体表现为三路增量资金的汇流：（1）险资在政策松绑与会计准则影响下，增配银行等高股息资产以平滑利润波动，并通过举牌深化银保战略协同；（2）被动资金随指数化投资扩容持续流入，银行板块凭借其在主要宽基指数中的高权重，成为重要的配置载体；（3）公募基金在改革约束下，或加速回补银行等显著低配行业。多重资金入市预期正共同强化银行板块的估值重塑逻辑。
- **维持对行业的“超配”评级。**受到宏观环境及市场风险偏好从价值股向成长股轮动，上市银行今年三季度整体表现承压，但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

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自公开信息，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。

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）。

- **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：ROE 彰显盈利韧性，增量资金追逐确定性价值	5
1.1 业绩回顾：其他非息增速收敛，2025Q3 归母净利润增速加速	5
1.2 行情复盘：增量资金持续流入，银行板块配置价值凸显	9
2. 基本面展望：政策协同稳增长，息差压力与结构分化并存	11
2.1 量：全方位扩大国内需求，信贷投放有望温和修复	11
2.2 价：货币政策协同、息差压力及负债端演变	14
2.3 质：资产质量趋势向好下的结构分化，聚焦房地产出清与零售风险	17
3. 资金面：增量资金三路汇流，估值重塑预期转强	20
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	23
3.2 被动基金加速扩容，高权重银行板块承接增量资金	26
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（单位：%）	6
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（单位：%）	8
图 5 上市银行 2025Q3 年化后 ROE 排名（单位：%）	9
图 6 2025 年年初至今申万一级行业涨幅（%，截至 2025/11/30）	9
图 7 今年以来银行业细分板块涨跌幅（%，截至 2025/11/30）	10
图 8 今年以来银行业涨幅前十个股（%，截至 2025/11/30）	10
图 9 2025 年至今银行板块复盘（%，截至 2025/11/30）	11
图 10 前十月社会融资规模同比多增量（亿元）	13
图 11 前十月新增人民币贷款同比多增量（亿元）	13
图 12 上市银行总资产增长情况（亿元，%）	14
图 13 上市银行贷款总额同比增速（单位：%）	14
图 14 各板块银行贷款总额同比增速（单位：%）	14
图 15 上市银行贷款同比增量分项占比（单位：%）	14
图 16 商业银行净息差（单位：%）	15
图 17 上市银行净息差、资产收益率与负债成本率（%）	15
图 18 LPR 变动情况（单位：%）	16
图 19 新发放贷款加权平均利率：个人住房贷款（%）	16
图 20 上市银行 2025Q3 不良贷款率（单位：%）	18
图 21 零售和公司不良贷款率（单位：%）	19
图 22 样本银行平均对公房地产不良率（%）	19
图 23 样本银行对公房地产贷款不良率（单位：%）	19
图 24 国有行对公房地产不良率（%）	19
图 25 2025 上半年样本银行按揭贷款不良率（单位：%）	20
图 26 零售贷款不良率（%）	20

图 27	10 年国债到期收益率 (%)	21
图 28	申万 31 个行业股息率排名 (%，截至 2025/11/30)	22
图 29	申万 31 个行业 PB (截至 2025/11/30)	22
图 30	上市银行 PB (截至 2025/11/30)	22
图 31	沪深 300 指数行业权重分布 (%)	26
图 32	近十年上市股票型开放式基金银行投资权重 (%)	27

表格目录

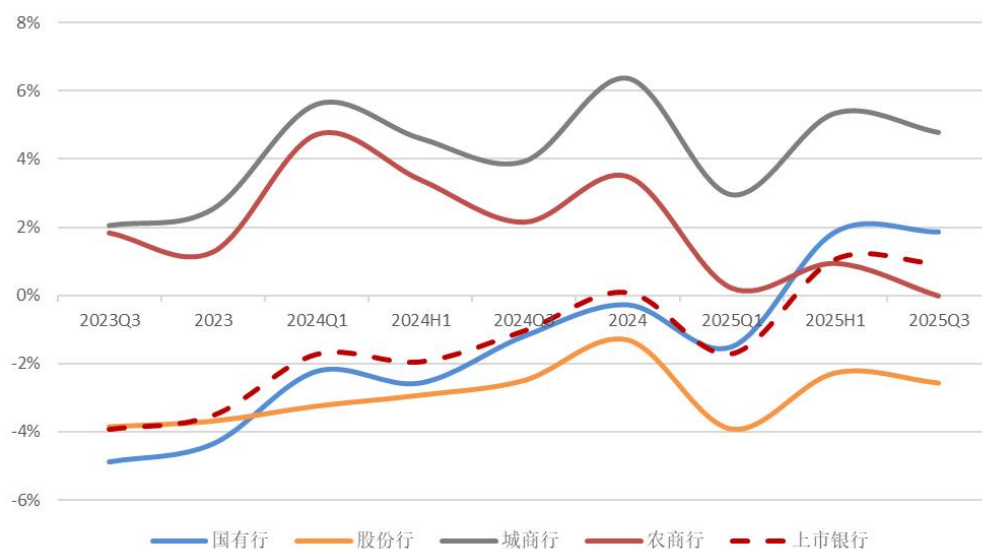
表 1	盈利要素同比增长情况 (单位: %)	6
表 2	上市银行年化后平均 ROE (单位: %)	8
表 3	2025 年重点财政政策与货币政策梳理	12
表 4	五大行存款利率调整情况 (%)	16
表 5	2025 年以来房地产政策梳理	17
表 6	: 2025 年以来监管鼓励中长期资金入市政策梳理	23
表 7	: 上市险企 2025H1 权益类资产投资权重及监管权重上限	24
表 8	2025 年险资举牌银行梳理 (截至 2025/11/30)	25
表 9	重点公司盈利预测及投资评级 (截至 2025/12/8)	28

1. 复盘：ROE 彰显盈利韧性，增量资金追逐确定性价值

1.1 业绩回顾：其他非息增速收敛，2025Q3 归母净利润增速加速

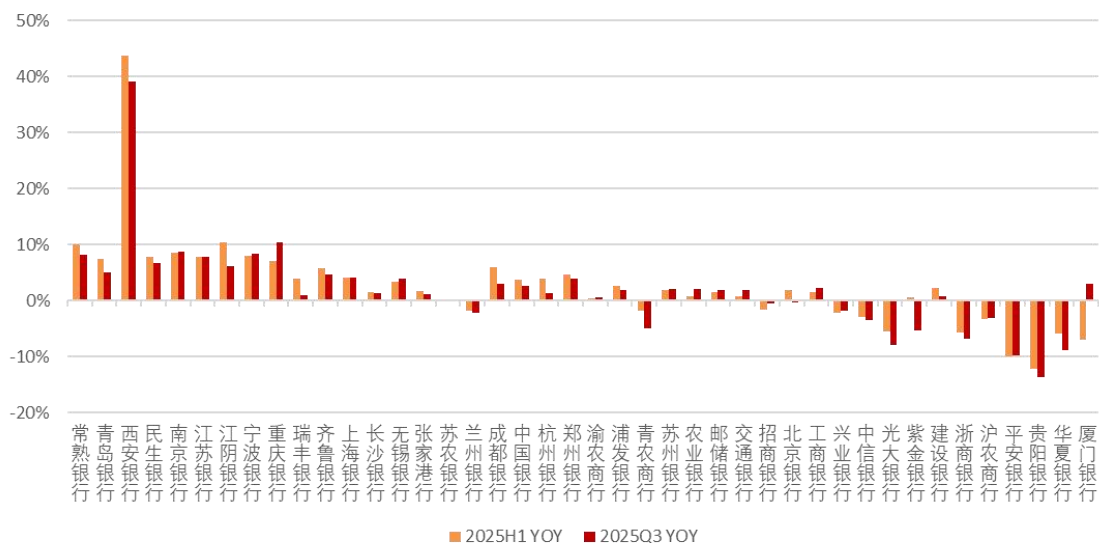
2025Q3 上市银行营收同比保持增长，城商行保持韧性。2025 年前三季度，42 家上市银行实现营业收入 4.32 万亿元，同比+0.91%，城商行板块增速领跑同业，增速为+4.78%。2025Q3 上市银行营收同比+0.63%，增幅较 2025Q2 单季度收窄 3.28pcts，主要因为 2025Q3 债市波动叠加同期高基础数影响，导致其他非息收入增长收窄。具体到子板块，国有行/股份行/城商行/农商行 2025Q3 营收同比增速分别为+1.87%/-2.56%/+4.78%/-0.03%，股份行和农商行营收增速有所承压，国有行和城商行表现相对较好。从个股上看，2025 年上半年，42 家上市银行中有 30 家银行实现营收正增长。2025 年三季度，营收正增长上市银行减少至 29 家，各上市银行营收增速延续分化，西安银行营收增速+39.11%位居上市银行首位，其次是重庆银行和南京银行，分别+10.40%和+8.79%。贵阳银行和平安银行分别-13.73%和-9.78%位于末位，银行间营收分化加剧。

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（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

2025Q3 其他非息收入增速收敛，核心表现改善。具体到营收结构，**净利息收入**：2025 年前三季度利息净收入同比-0.62%，降幅较 2025 年上半年收窄 0.67 个百分点，主要受益于贷款投放规模稳健扩张，净息差降幅企稳收窄。**手续费及佣金净收入**：2025 年上半年和 2025Q3 中间业务收入分别同比+3.06%和+4.60%，2025 年年初以来，资本市场持续活跃，客户风险偏好回暖，推动财富管理业务回升，叠加保险端银保渠道增长亮眼，代销保险产品提升银行中间业务收入。**其他非息收入**：2025 年上半年和 2025Q3 其他非息收入分别同比+10.76%和+5.40%，2025 年三季度，权益市场震荡走强，股债跷跷板效应表现明显，对债市造成一定波动，导致其他非息收入增速有所收敛拖累营收增长。

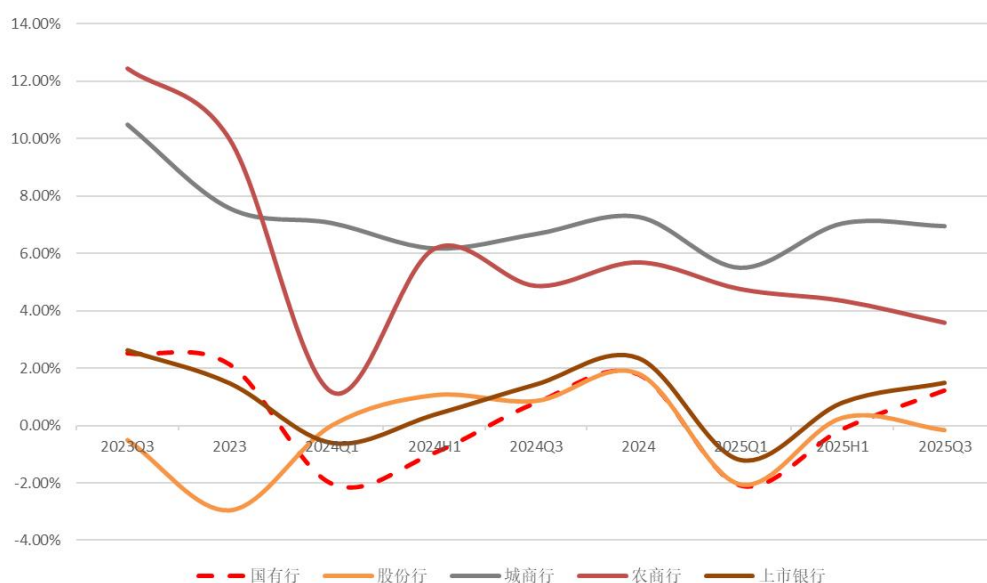
表 1 盈利要素同比增长情况（单位：%）

	2024Q3	2024	2025Q1	2025H1	2025Q3
利息净收入	-3.19%	-2.10%	-1.65%	-1.29%	-0.62%
手续费及佣金净收入	-10.75%	-9.38%	-0.72%	3.06%	4.60%
其他非息收入	25.61%	25.76%	-3.18%	10.76%	5.40%
营业收入	-1.05%	0.08%	-1.72%	1.04%	0.91%
业务及管理费	0.03%	1.17%	-1.06%	-0.45%	0.34%
减值损失	-7.11%	-5.97%	-2.37%	1.39%	-1.90%
所得税费用	-5.59%	-1.17%	-7.96%	2.28%	3.88%
归母净利润	1.43%	2.35%	-1.20%	0.80%	1.48%

数据来源：iFind，东莞证券研究所

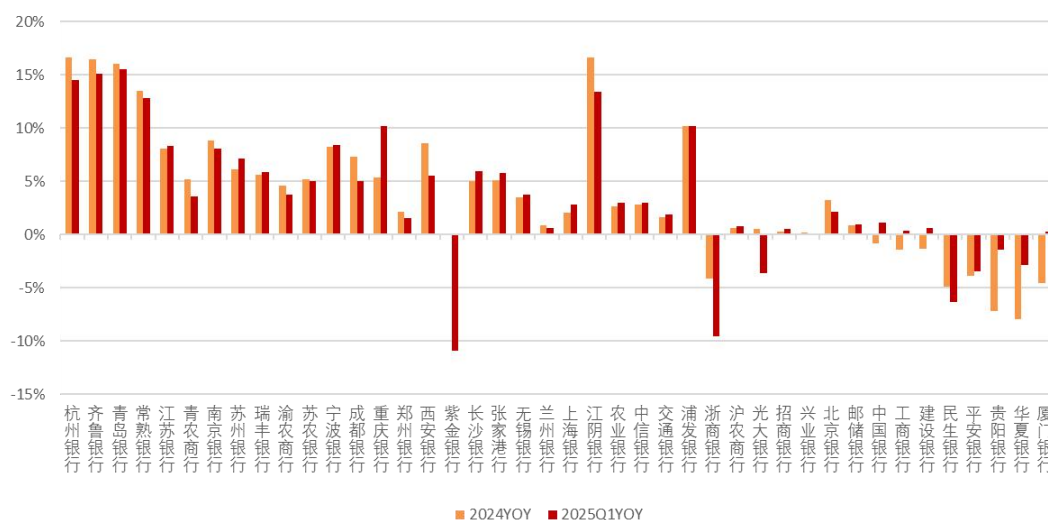
2025Q3 归母净利润增速加速。2025H1 和 2025Q3，42 家上市银行分别实现归母净利润 1.10 万亿元和 1.68 万亿元，同比增速分别为+0.8%和+1.48%。其中，2025Q3 国有行 / 股份行 / 城商行 / 农商行 归母净利润同比增速分别为 +1.22%/-0.17%/+6.94%/+3.60%。拨备继续反哺净利润，但贡献逐渐减弱。从个股来看，2025Q3，35 家银行实现归母净利润正增长，7 家银行负增长，个股表现进一步分化，其中青岛银行实现+15.54%的高增长，领跑行业。其次是齐鲁和杭州银行，增速均超 15%，经济强韧的区位优势、贷款需求高景气、资产质量优异、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（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

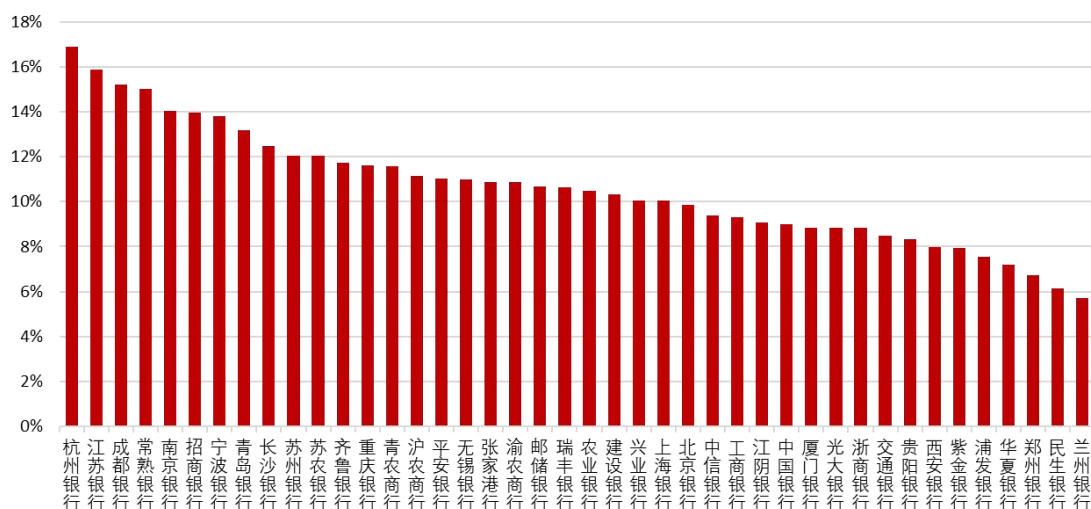
2025Q3 上市银行 ROE 维持 10% 以上，在 31 个申万行业中处于中上游水平。2025 年前三季度上市银行年化后平均 ROE 为 10.73%，同比下降 0.61 个百分点，2025H1 为 10.99%，同比上升 0.64 百分点。城商行 ROE 维持板块间最高水平，为 11.43%。从个股上看，2025 年前三季度，杭州、江苏、成都银行 ROE 领跑同业，分别为 16.91%、15.87% 和 15.20%。环比来看，银行板块 ROE 受到宏观环境的影响有所下行，但是与其他 30 个行业横向比较，银行板块超过 10% 的 ROE 仍能处于中上游水平。

表 2 上市银行年化后平均 ROE（单位：%）

	2024Q3	2024	2025Q1	2025H1	2025Q3
国有行	10.33%	9.91%	10.18%	9.71%	9.70%
股份行	9.97%	9.00%	10.86%	9.40%	9.23%
城商行	11.99%	10.82%	12.27%	11.99%	11.43%
农商行	11.55%	10.55%	10.91%	10.95%	11.02%
上市银行	11.34%	10.35%	11.46%	10.99%	10.73%

数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 5 上市银行 2025Q3 年化后 ROE 排名（单位：%）

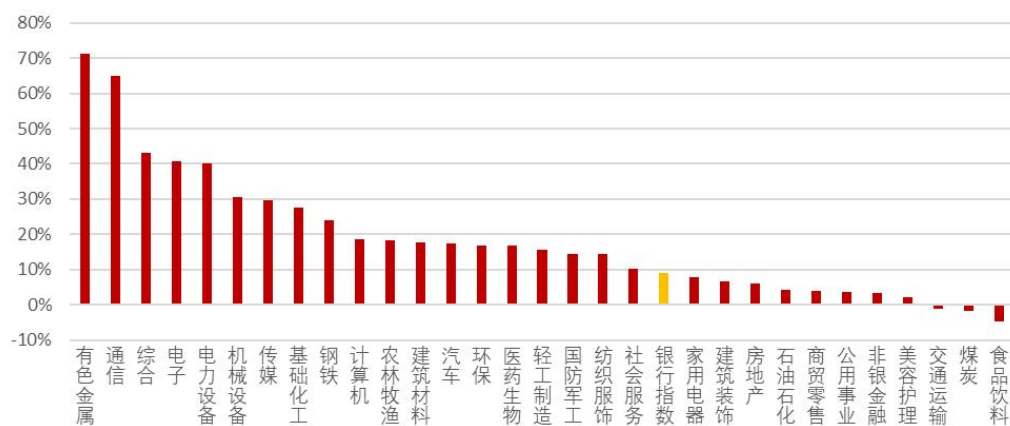


数据来源：iFind，东莞证券研究所

1.2 行情复盘：增量资金持续流入，银行板块配置价值凸显

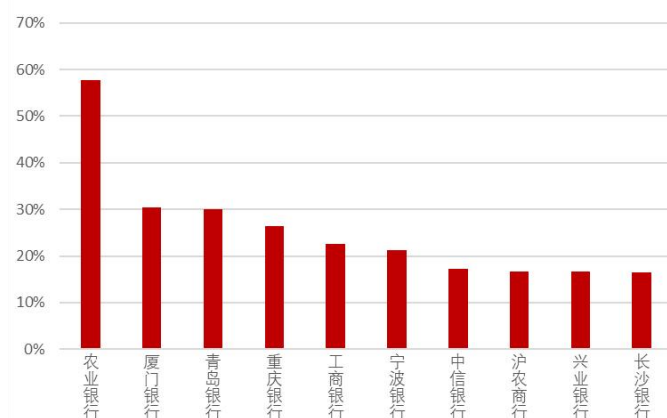
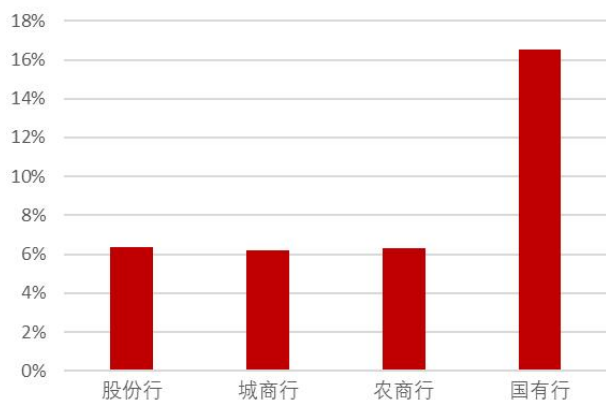
截至前 11 月申万银行板块涨幅排名第二。今年年初至 11 月末，申万银行业上涨 9.16%，跑输沪深 300 指数 5.87 个百分点，在申万 31 个行业中排名第 20。各子板块实现全面普涨，国有行（16.54%）> 股份行（+6.34%）> 农商行（+6.32%）> 城商行（+6.22%）。从个股来看，37/42 家上市银行录得正收益，其中农业银行、厦门银行、青岛银行和重庆银行涨幅均超 25%。

图 6 2025 年年初至今申万一级行业涨幅（%，截至 2025/11/30）



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 2025/11/30）图 8 今年以来银行业涨幅前十个股（%，截至 2025/11/30）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

在低利率背景下，银行板块以高股息和盈利韧性成为核心配置选择。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。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。5 月末，险资等增量资金持续流入，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。6、7 月中期分红预案强化高股息叙事，银行股延续走强趋势。9 月末，发改委推进 5000 亿元新型政策性金融工具，用于补充项目资本金，刺激信贷需求。进入 11 月，AI 等科技主题降温，银行凭借低估值和高股息属性，逆势走强，呈现“逆周期”特性。纵观前 11 月，尽管银行短期受到市场风险偏好波动的影响，但在低利率常态化背景及不确定环境中的确定性的优势下，银行业所具备的盈利确定性、估值安全边际与渐进改善的基本面预期，使其在资产配置中拥有不可或缺的配置价值。

图 9 2025 年至今银行板块复盘（%，截至 2025/11/30）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

2. 基本面展望：政策协同稳增长，息差压力与结构分化并存

2.1 量：全方位扩大国内需求，信贷投放有望温和修复

积极财政与宽松货币联动，构筑扩内需新格局。在扩大内需方面，《关于 2024 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2025 年国民经济和社会发展计划草案的报告》中提出，安排超长期特别国债 8000 亿元支持“两重”建设，进一步优化具体投向并提高项目支持比例，安排 3000 亿元超长期特别国债加力支持“两新”工作。旨在通过政府引导投资与消费，加快产业升级与释放内需潜力，形成一套扩内需、稳增长、提质量的“组合拳”。在实施更加积极的财政政策操作上，提出 2025 年赤字率拟按 4% 左右安排，比上年提高 1 个百分点。通过扩大财政支出规模，以求实现逆周期调节，熨平经济波动。货币政策方面，人民银行在 5 月 8 日公开市场 7 天期逆回购操作利率由此前的 1.50% 调整为 1.40%，下降 0.1 个百分点，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，有效缓解银行净息差压力。

破“内卷”立“新质”，政策组合拳重塑银行信贷格局。7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议中指出，“纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。”其核心在于纠正当前不合理的市场机制及低效、无效竞争，推动经济发展从量的扩张转向质的提升。对银行而言，短期供给侧“反内卷”改革有序推进，过剩产能加快出清，

短期投资扩产意愿不强，在社融数据方面将得到验证。长期将引导银行资源流向创新与高效的新质生产力领域，该领域企业成长性与盈利能力的确定性更强，从而有望降低整体信用风险，夯实银行资产质量。9 月 29 日，国家发改委表示推进新型政策性金融工具规模共 5000 亿元，全部用于补充项目资本金。通过补充项目资本金方式，整体上能创造新的信贷需求，撬动银行配套贷款，稳固企业中长期贷款增长，结构上引导资金投向新质生产力，优化贷款结构。

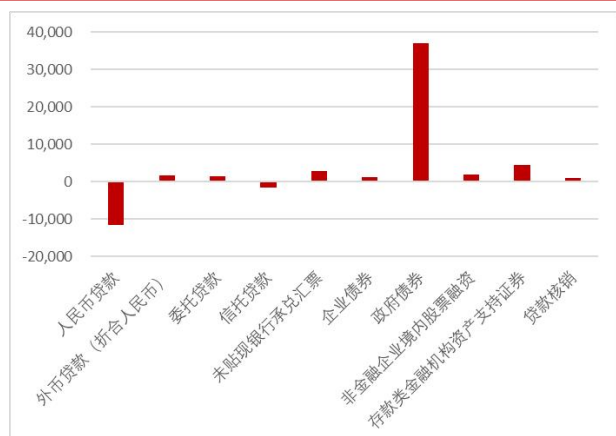
表 3 2025 年重点财政政策与货币政策梳理

日期	政策要点	详细内容
2025 年 3 月	“两重”引领投资， “两新”拉动消费	《关于 2024 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2025 年国民经济和社会发展计划草案的报告》中提出，安排超长期特别国债 8000 亿元支持“两重”建设，进一步优化具体投向并提高项目支持比例；安排 3000 亿元超长期特别国债加力支持“两新”工作。
2025 年 3 月	要实施更加积极的 财政政策	国务院总理在十四届全国人大三次会议审议的政府工作报告提出，今年赤字率拟按 4% 左右安排、比上年提高 1 个百分点。
2025 年 5 月	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，5 月 8 日公开市场 7 天期逆回购操作利率由此前的 1.50% 调整为 1.40%，下降 0.1 个百分点。
2025 年 7 月	全面推进供给侧 “反内卷”改革	中央财经委员会第六次会议中指出，“纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。”
2025 年 9 月	5000 亿元新型政策性金融 工具	为贯彻落实党中央、国务院决策部署，促进金融更好地服务实体经济，推动扩大有效投资，国家发展改革委同有关方面积极推进新型政策性金融工具有关工作。新型政策性金融工具规模共 5000 亿元，全部用于补充项目资本金。

数据来源：中国政府网整理，东莞证券研究所

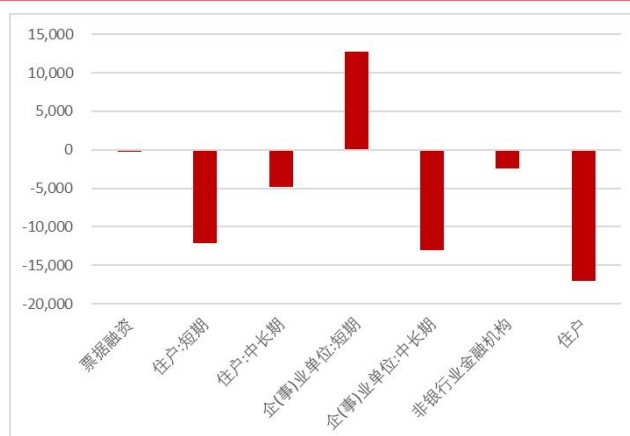
社融增长显韧性，信贷结构映射内需压力。2025 年前十个月社会融资规模增量累计为 30.9 万亿元，比上年同期多 3.83 万亿元。10 月末，社会融资规模存量为 437.72 万亿元，同比增长 8.5%，增速环比提升 0.1 个百分点。社融结构中，1-10 月政府债券净融资 11.95 万亿元，同比多 3.72 万亿元，是拉动社融增长的主要驱动项；对实体经济发放的人民币贷款增加 14.52 万亿元，同比少增 1.16 亿元。信贷方面，总量上，2024 年前十个月人民币贷款增加 14.97 万亿元，同比少增 1.55 万亿元；结构上，企业短期贷款是唯一的多增项，前十月同比多增 1.28 万亿元，住户端贷款同比少增 4832 亿元，中长期企业贷款同比少增 1.31 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。

图10 前十月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

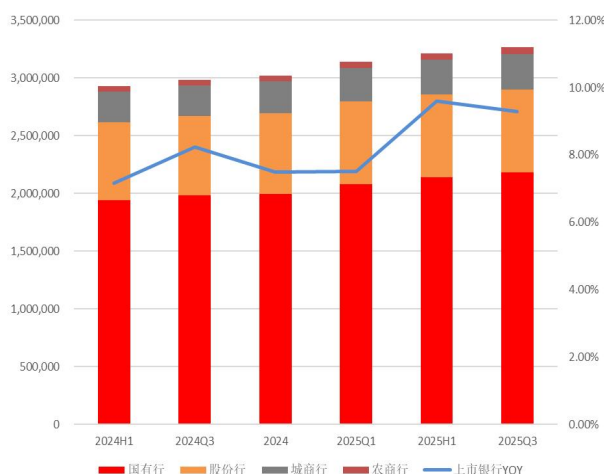
图11 前十月新增人民币贷款同比多增量（亿元）



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，今年前三季度上市银行总资产规模同比+9.30%，贷款总额同比+7.70%，与2024年同期的+10.09%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，2025上半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66.74%和15.86%，呈现对公强，零售弱的发展态势。受经济形势、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，%）



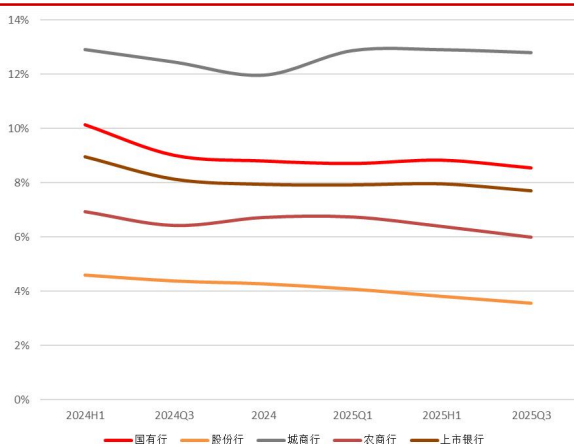
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 13 上市银行贷款总额同比增速（单位：%）



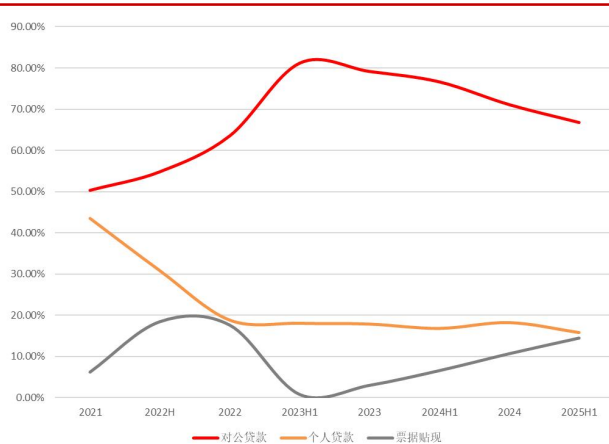
资料来源：iFind，东莞证券研究所

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

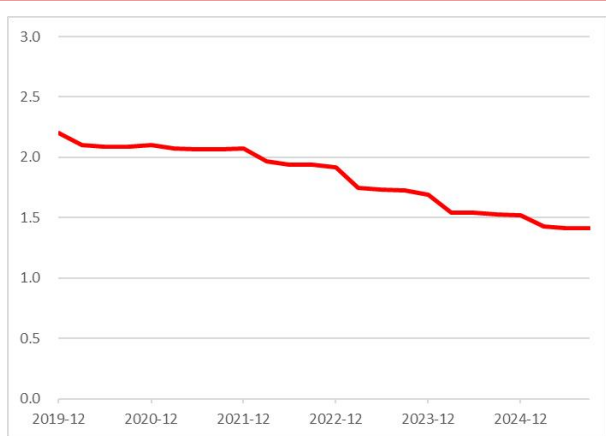
2.2 价：货币政策协同、息差压力及负债端演变

货币政策多措并举，在稳增长与稳息差之间寻求平衡。当前国内经济增速放缓，投资和消费需求有待进一步提振，商业银行净息差资负两端利率不对称下降，从 2019 年的 2.20% 降至今年三季度末的 1.42%。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 5.62% 降至今年 9 月末的 3.06%，降幅达 256bps。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，今年三季度，上市银行平均净息差降至 1.47%，同比下降 10bps。截至 2025 年 11 月末，货币政策已分别降息 10bps 和降准 50bps，本轮降准降息旨在提振市场信心，稳住经济基本盘，同时降低银行负债成本，增强银行负债稳定性。人民银行 10 月重启公开市场国债买卖操作，净投放 200 亿元。旨在强化与财政和货币

政策的协同效应，丰富基础货币投放和流动性管理的工具，绕过银行体系，主动性相对更强，有助于应对四季度的流动性需求。

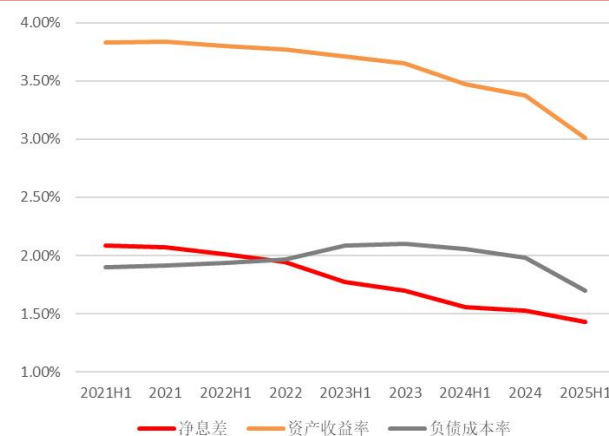
当前实体经济整体表现稳中有进的态势，但外部环境的复杂性和不确定性上升，国内有效需求有待进一步提振。展望 2026 年，作为“十五五”规划的开局之年，货币政策有望延续宽松基调，适时降息降准将为经济稳中向好注入动力。同时，伴随存款利率重定价，银行净息差压力有望缓解，这不仅为银行承接政策影响提供了空间，也为进一步的货币宽松打开了窗口。配合公开市场国债买卖操作，丰富货币政策操作工具。

图 16 商业银行净息差（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

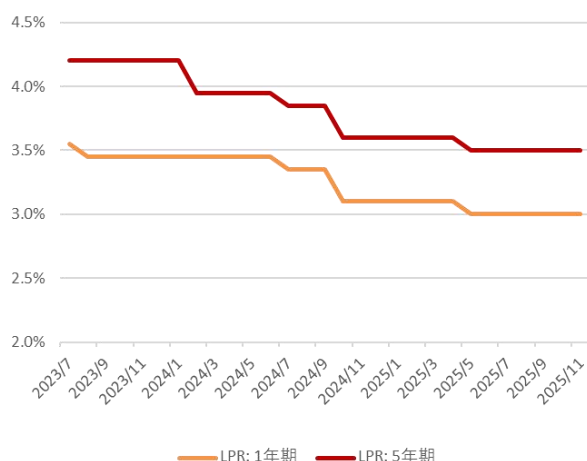
图 17 上市银行净息差、资产收益率与负债成本率（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

2026 年关注信贷需求修复。2025 年央行明确实施“适度宽松”货币政策，考虑当前我国经济弱复苏背景，政府债仍为主要的社融支撑点，企业及居民端贷款意愿有待进一步提振，反映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。2026 年需关注“反内卷”政策及后续促消费政策对信贷需求的刺激成效，“十五五”规划中涉及的新质生产力领域或将成为信贷需求修复的新增长点。此外，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。2026 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

利率下行叠加资本市场回暖，推动“存款搬家”初显。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，存款收益率吸引力减弱。叠加今年资本市场的回暖，理财、基金和资本市场产品投资热度上升，“存款搬家”现象初显，2025 年前十个月，新增非银行存款 6.66 万亿元，同比多增 1.08 万亿元，新增居民存款 11.39 万亿元，同比少增 1.1 万亿元。展望后续，在利率下行的背景下，核心负债能力的深耕及低成本、稳定性的存款来源成为决定银行盈利韧性的关键。

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：中国银行官网，东莞证券研究所

2.3 质：资产质量趋势向好下的结构分化，聚焦房地产出清与零售风险

房地产风险峰值已过，2026 年房地产不良或延续边际改善趋势。划分不良结构，2025 年上半年，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 1.13%，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，在供给侧方面，今年以来相关部门通过发行 4.4 万亿元专项债，重点支持土地收储及存量房收购，结合加力实施城市更新，部分一线城市放宽限购要求，以求充分释放刚性、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，旨在稳住房地产平稳健康发展基本盘。在需求侧方面，通过降准降息及降低公积金贷款利率，刺激潜在购房需求。7 月中央城市工作会议上定调，明确城镇化从快速增长转向稳定发展期，城市发展从大规模增量扩张转向存量提质增效为主。当前房地产风险峰值已过，在供需两侧的一系列政策支持下，2026 年房地产不良率有望延续边际改善的趋势。

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、加力实施城中村改造、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
2025/4/25	4 月政治局会议	加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。
2025/7/14	中央城市工作会议	<ul style="list-style-type: none"> 明确城市发展进入新阶段：城镇化从快速增长期转向稳定发展期，城市发展从大规模增量扩张转向存量提质增效为主 部署高质量开展城市更新、稳步推进城中村和危旧房改造等七项重点任务。 强调“加快构建房地产发展新模式”，核心在于完善“市场+保障”住房供应体系。
2025/8/25	上海	对符合本市住房购买条件的居民家庭（包括本市户籍居民家庭、在本市连续缴纳社会保险或个人所得税达到规定年限的非本市户籍居民家庭），在外环外购买住房（包括新建商品住房和二手住房）不限套数。对成年单身人士按照居民家庭执行住房限购政策。 <ul style="list-style-type: none"> 系统推进“好房子”和完整社区建设：全链条提升住房品质，满足刚性和改善性住房需求。
2025/8/28	国务院	<ul style="list-style-type: none"> 稳步推进城中村和危旧房改造，支持老旧住房自主更新。 建立可持续的城市建设运营投融资体系：吸引社会资本，强化中长期信贷供给，发挥债券市场、股票市场融资功能。
2025/9/5	深圳	<ul style="list-style-type: none"> 分区优化居民限购：在罗湖、盐田等多个区域取消或放宽商品住房限购。 调整企业购房政策：企事业单位可在全市购房，用于解决员工住房需求；在福田、南山等核心区域设置纳税、员工人数等条件，其他区域取消限制。

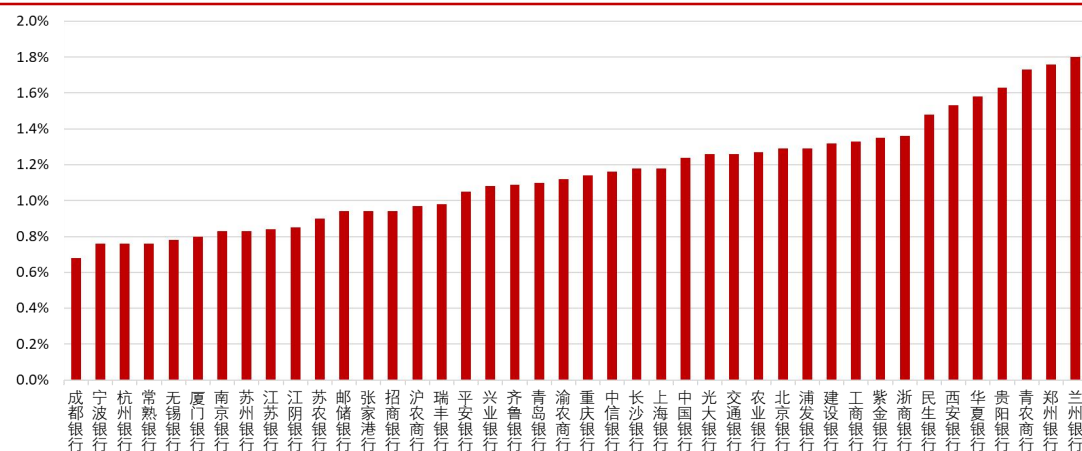
•统一住房信贷利率：商业性个人住房贷款利率不再区分首套和二套。

2025/10/11	住建部	加大公积金、信贷及税费支持；建立融资“白名单”机制保交楼；推进现房销售与资金监管；实施城市更新并建设“好房子”，通过新规提升住宅标准，推广新型建造与智能化技术。
2025/10/28	《“十五五”规划建议》	推动房地产高质量发展。加快构建房地产发展新模式，完善商品房开发、融资、销售等基础制度。优化保障性住房供给，满足城镇工薪群体和各类困难家庭基本住房需求。因城施策增加改善性住房供给。建设安全舒适绿色智慧的“好房子”，实施房屋品质提升工程和物业服务质量提升行动。建立房屋全生命周期安全管理制度。

数据来源：中央人民政府、央行官网整理，东莞证券研究所

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 年三季度，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 1.26%/1.20%/1.03%/1.07%。从个股上来看，42 家银行中有 22 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、宁波、杭州、常熟、无锡和厦门银行不良率在行业中处于较低水平，均位于 0.80%（含）以下。

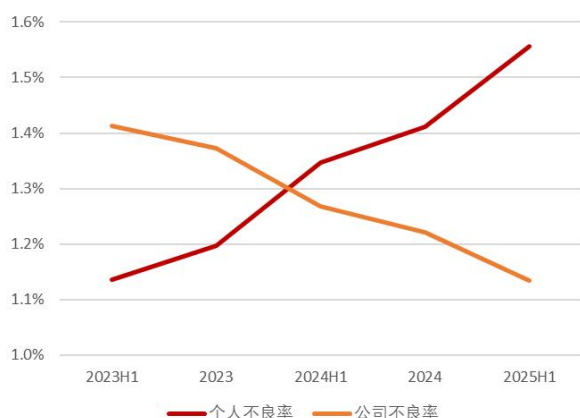
图 20 上市银行 2025Q3 不良贷款率（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

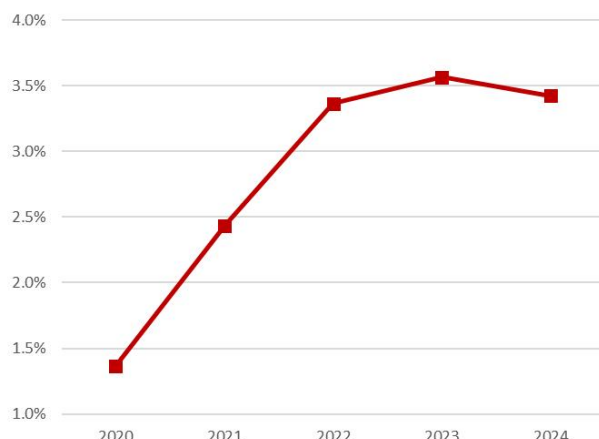
从上市银行披露数据来看，2023 年或为对公房地产风险暴露的峰值，该年末披露数据的样本银行的对公房地产不良率提升触顶至 3.57%，随后在 2024 年不良生成压力边际缓解，该不良率下降 15 个基点至 3.42%，其中国有行不良率全面改善。当前房地产基本面处于增量扩张转向存量提质增效的调整期，未来若有加码刺激政策将有助于缩短本轮调整周期，预计银行业整体对公房地产资产质量压力有望延续边际改善的趋势。

图 21 零售和公司不良贷款率（单位：%）



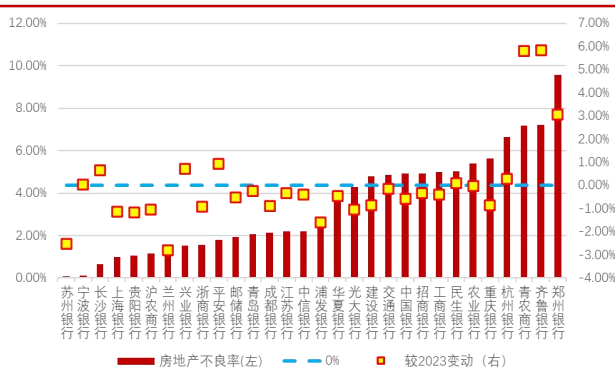
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 22 样本银行平均对公房地产不良率（%）



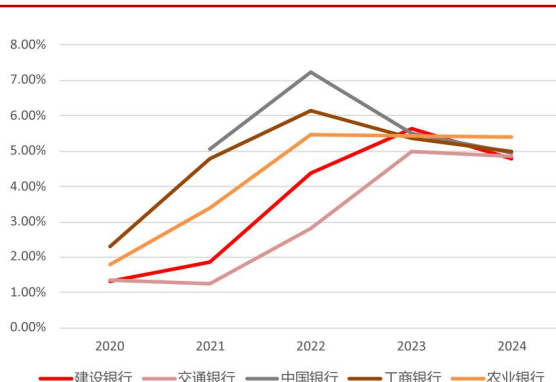
资料来源：iFind，东莞证券研究所

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

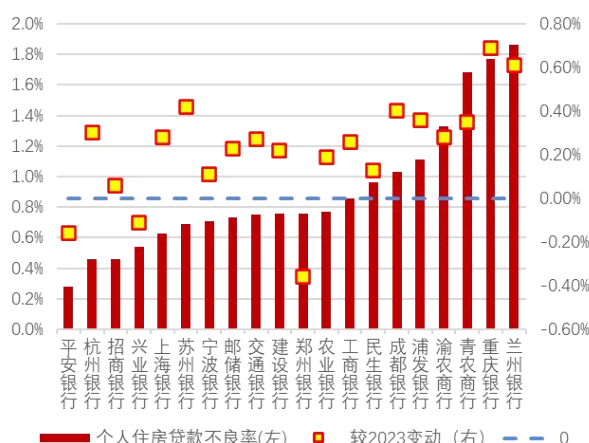
图 24 国有行对公房地产不良率（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

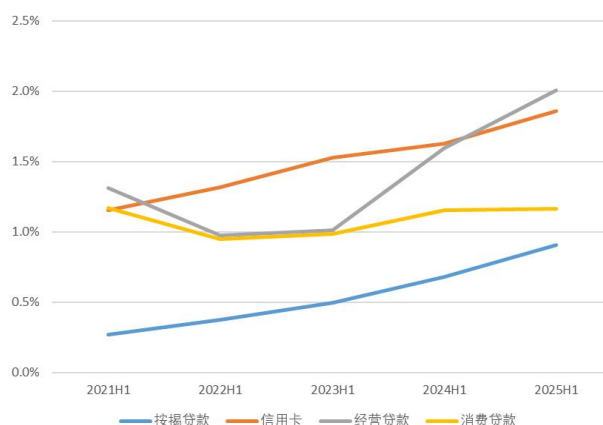
零售端不良生成短期压力延续。根据已披露数据的样本银行，2025 年上半年零售端不良贷款率较 2024 年末提升 0.15 个百分点至 1.56%。随着我国经济增长速度放缓，居民收入以及就业率受到一定影响，部分居民还款能力下降。按揭贷款方面，受部分地区房地产销售低迷、房价下跌的影响，房屋抵押物价值下降，居民还款能力和意愿有所减弱。2025 年上半年，披露了不良率的 20 家银行的平均值为 0.71%，较 2024 年同期提升 0.23pct，其中 17 家银行按揭贷款不良率较 2024 年同期有所提升。信用卡贷款、经营贷款以及消费贷款资产质量有所承压，不良率分别提升至 1.86%、2.00% 和 1.16%，零售风险上升是宏观环境变化导致的周期性行业趋势，2026 年上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 2025 上半年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 (%)

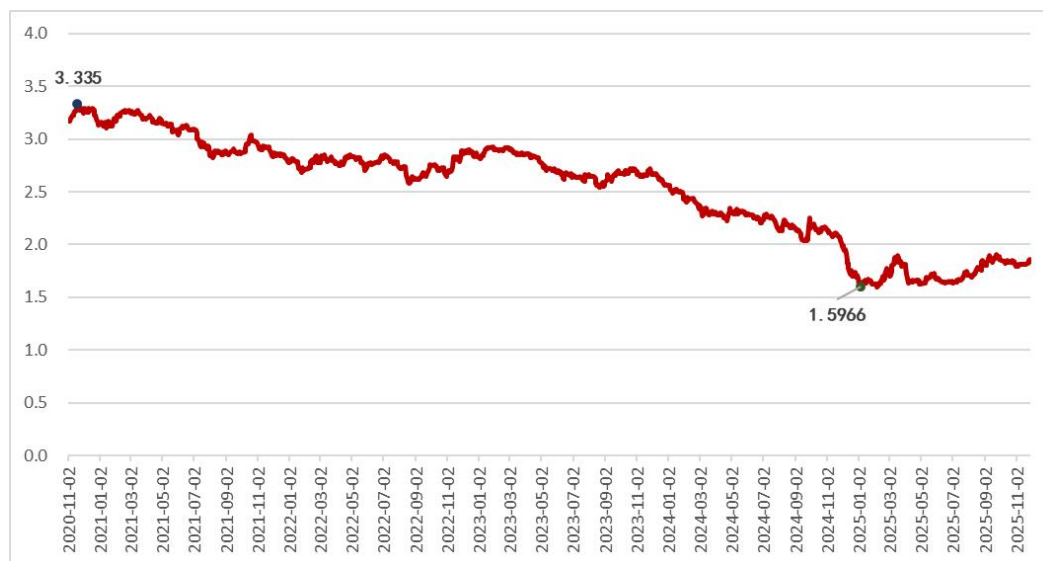


资料来源：iFind，东莞证券研究所

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 11 月末，10 年期国债收益率下降至 1.84%，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，尽管近期资本市场风险偏好有所回暖，但险资、社保等中长期投资者对资产的安全性、流动性以及稳定收益要求提高。

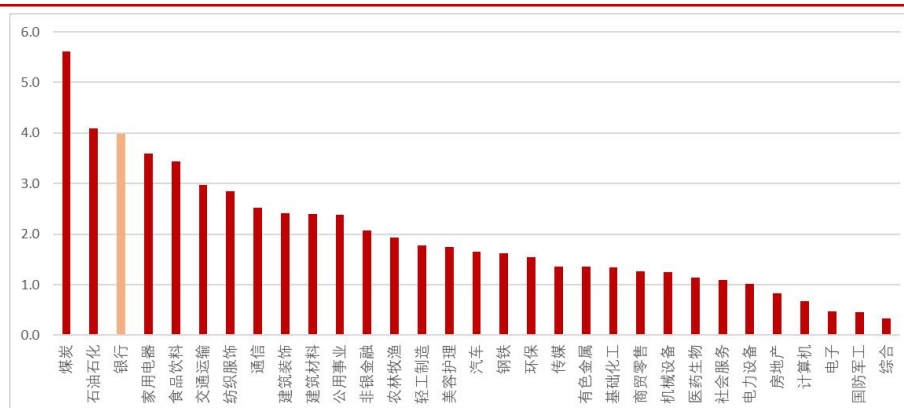
图 27 10 年国债到期收益率 (%)



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

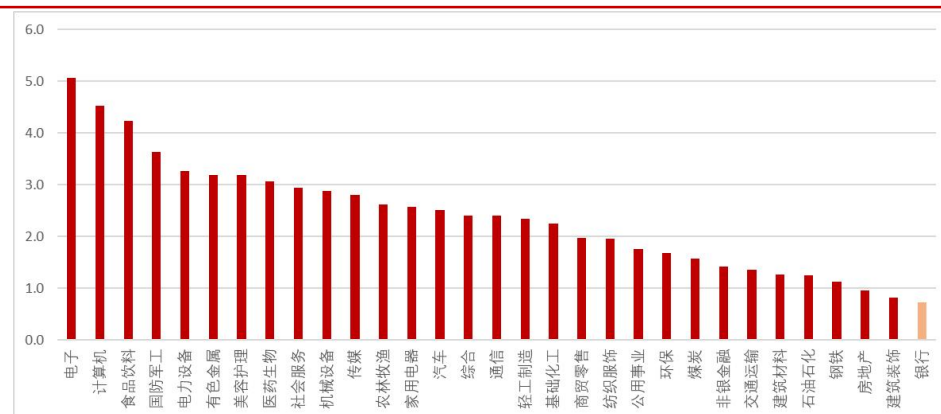
银行股成为中长期资金“资产荒”下的优选。一是高股息率的相对吸引力。截至 11 月末，银行板块的动态股息率为 3.99%，在申万 31 个行业中排名第三，超出 10 年国债到期收益率 2.14 个百分点，在低利率环境下提供了显著的“股息溢价”，成为险资等追求稳定现金流资金的核心吸引力。二是低估值提供的安全边际。受宏观经济担忧、净息差收窄压力等因素的影响，银行板块估值长期处于低位，11 月末板块 PB 为 0.72，处于近 10 年 47.80% 的历史分位点，在申万 31 个行业中排名末尾，42 家上市银行中有 41 家银行破净。在市场不确定性高企时，低估值属性强化了银行的防御、抗跌价值，向下空间相对有限。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，除此之外，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 2025/11/30）



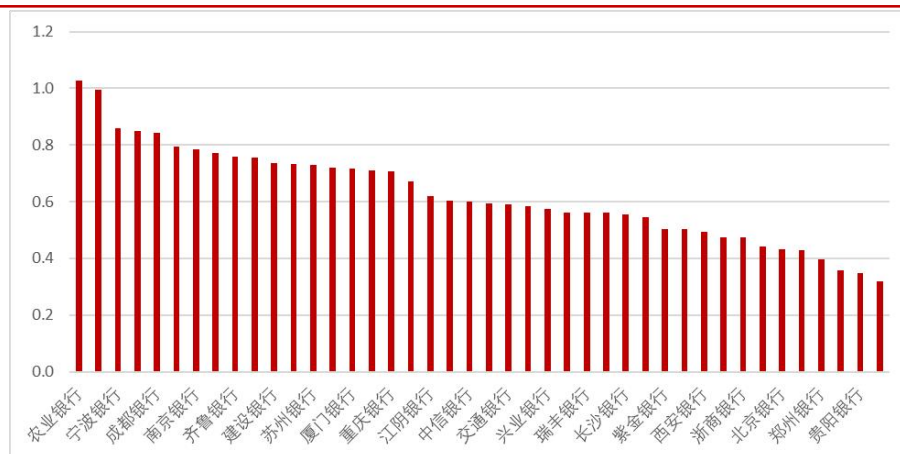
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 29 申万 31 个行业 PB（截至 2025/11/30）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 30 上市银行 PB（截至 2025/11/30）



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

政策合力引导险资入市，千亿增量资金启航在即。为优化保险资产配置结构，发挥保险资金价值投资、长期投资优势，提升保险资金服务实体经济质效，2025 年 1 月 22 日，中央金融办、中国证监会等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，提出引导大型国有保险公司每年新增保费的 30% 用于投资 A 股（含权益类基金），预计每年为股市带来千亿元级别的增量资金。2025 年 4 月 8 日，金融监督管理总局印发《国家金融监督管理总局关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，指出调整保险公司（含保险集团（控股）公司）权益类资产配置比例，其中对上季末综合偿付能力充足率超过 150%（含）低于 250% 的，权益类资产账面余额不得高于本公司上季末总资产的 30%；对上季末综合偿付能力充足率超过 250%（含）低于 350% 的，权益类资产账面余额不得高于本公司上季末总资产的 40%。对比 2025 年上半年权益类资产投资权重，A 股上市险企对权益资产的投资仍有提升空间，结合当前利率下行背景，险资入市进程有望延续。

表 6：2025 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》	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p>
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》	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p>
2025 年 1—5 月	保险资金长期股票投资试点扩容	<p>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）。</p> <p>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。</p>

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。
2025/6/6	《关于进一步贯彻落实新保险合同会计准则的通知》	1. 准则实施安排： 非上市企业自 2026 年 1 月 1 日起执行新保险合同 会计准则，确有困难需暂缓执行的保险公司应当向财政部会计司和金 融监管总局机构监管司局提交书面材料说明原因； 2. 简化处理规定： 明确非上市企业在保险合同分组和确认、计量、 列报以及衔接规定等方面可选择采用的简化处理规定，并对选择采用 及变更简化处理的相关要求作出了具体规定。
2025/12/5	《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》	(1) 对保险公司持仓时间超过三年的沪深 300 指数成分股、中证红 利低波动 100 指数成分股的风险因子从 0.3 下调至 0.27； (2) 对保险公司持仓时间超过两年的科创板上市普通股的风险因子 从 0.4 下调至 0.36； (3) 保险公司出口信用保险业务和中国出口信用保险公司海外投资 保险业务的保费风险因子从 0.467 下调至 0.42，准备金风险因子从 0.605 下调至 0.545。

资料来源：金融监管总局官网整理，东莞证券研究所

表 7：上市险企 2025H1 权益类资产投资权重及监管权重上限

证券名称	2025H1 综合偿付能力充足率	权益类资产投资 权重监管上限	2025H1 权益类资产投资权重
中国平安	164.92%	30%	13.84%
中国人保	219.97%	40%	10.69%
新华保险	165.37%	40%	18.65%
中国太保	169.56%	40%	11.96%
中国人寿	129.20%	30%	13.62%

资料来源：iFind，金融监管总局官网，东莞证券研究所

险企倾向配置高股息资产以减少利润表收益波动。在新金融工具准则下，险企在权益市场直接投资的权益类资产，多数将以 FVTPL（以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产）直接计入当期损益，利润表对权益市场波动更为敏感。为避免利润波动过大，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，将分红计入利润表，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。根据 2025 年上半年险资的持仓结构，险资投资行业分布集中在银行、公用事业和交运等高股息行业。此外，根据金融监管总局在 6 月发布的《关于进一步贯彻落实新保险合同会计准则的通知》，自 2026 年 1 月 1 日起，非上市企业将执行新保险合同会计准则，非上市险企对利润波动更为敏感，或将增持高股息资产，为权益市场带来新

动能。

险资通过战略股权合作，可实现平滑利润波动与强化战略协同的双重目标。根据保险业协会公告统计，截至 11 月末，险资举牌累计已达 31 次举牌，为 2015 年有举牌记录以来的新高。从行业分布上看，银行股被举牌次数最多，共有 6 家银行被举牌，包含杭州银行、郑州银行 H、浙商银行 H、邮储银行 H、招商银行 H 和农业银行 H。从财务角度来看，在 IFRS 9 背景下，若险资触发举牌机制（持股比例超 5%），且通过获得投资标的董事席位等方式产生“重大影响”，则该投资可被计入长期股权投资科目，并采用权益法进行核算。被投资标的按比例确认的净利润将直接计入险企的利润表，进而平滑短期股价波动的影响。此外，目前多数上市银行 PB 值小于 1，若险资采用权益法进行核算，买入银行股的价格与其每股净资产的差额可计入当年利润，增厚利润。从业务协同角度来看，险资入股银行可建立深度的战略协同关系，打通银保渠道，实现客户资源共享与交叉销售。引入险资，银行可进一步优化股权结构，获得长期稳定负债来源。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。

表 8 2025 年险资举牌银行梳理（截至 2025/11/30）

举牌时间	险资主体	标的银行	持股比例
2025/6/9	新华保险	杭州银行	5.09%
2025/6/30	弘康人寿	郑州银行 H	6.68%
2025/8/13	民生人寿	浙商银行 H	5%
2025/10/10	平安人寿	邮储银行 H	17%
2025/10/10	平安人寿	招商银行 H	17%
2025/10/20	中国平安	农业银行 H	20.06%

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

被动指数基金规模突破 5 万亿，汇金持增持 ETF 成市场“稳定器”。截至 2025 年三季度末，3722 只被动指数型股票基金规模达 5.09 万亿元，规模同比增长 44.39%，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 1015 只，总规模达 3.72 万亿元，规模同比增长 34.45%。被动投资的快速发展受益于中央汇金等“国家队”资金借道 ETF 入市，截至 2025 年三季度末，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的 ETF 产品市值达 1.55 万亿元，环比二季度增加超 2 万亿元，持有的 ETF 品种涉及沪深 300ETF、上证 50ETF、中证 500ETF、中证 1000ETF、中证 800ETF、上证 180ETF、深证 100ETF、科创 50ETF、创业板 ETF 等品种，凭借其“类平准基金”定位，通过持续增持 ETF，对 A 股市场的企稳起到重要的“稳定器”与“托底”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 1.37 万亿元。从沪深 300 指数行业权重分布来看，占比最高的是银行 13.11%，6 月 13 日收市后，沪农商行和渝农商行被列入沪深 300 指数调入名单，银行板块的占比进一步提高。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，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 指数行业权重分布 (%)



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

3.3 公募基金改革落地，银行等显著低配板块或将受益

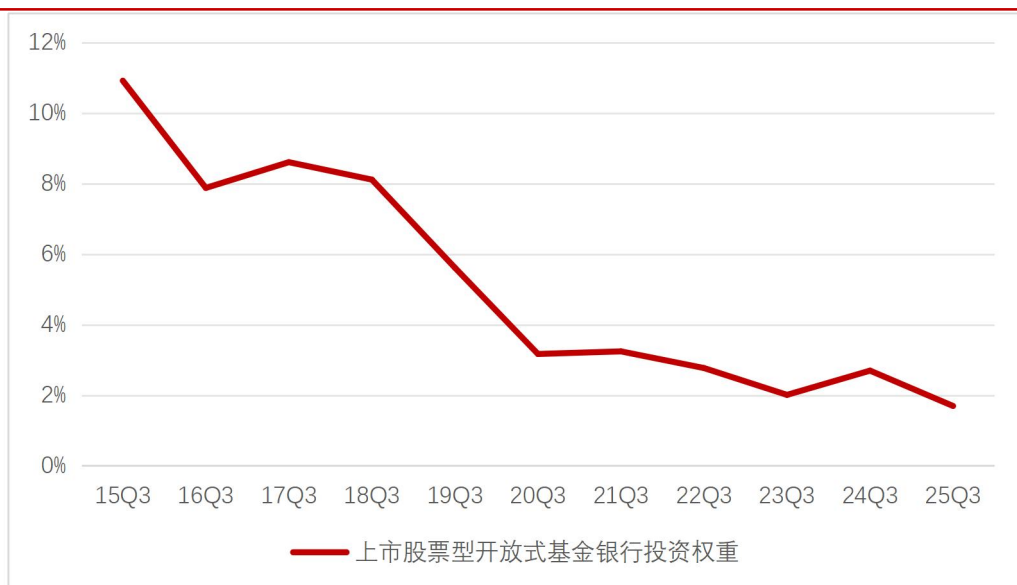
2025 年 5 月 7 日，中国证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》（以下简称《方案》），明确提出浮动费率与薪酬挂钩机制、长周期考核等改革方向，推动行业从“重规模”向“重回报”转型。《方案》强化长周期考核与行业披露，提出对

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。

12 月 6 日下发的《基金管理公司绩效考核管理指引（征求意见稿）》（以下简称《指引》），进一步细化与量化公募基金薪酬绩效考核改革。《指引》提出对过去三年跑输业绩比较基准 10%且利润率为负的基金经理降薪不得少于 30%。同时，提升跟投比例，要求高管全部绩效薪酬的 30%自购本公司基金，基金经理自购不低于 40%，且持有期不少于一年，旨在将管理人与持有人的收益深度捆绑。

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，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。为避免考核压力，基金经理或将向比较基准如沪深 300 靠拢，加速补齐“配置缺口”。受市场风险偏好切换影响，2025 年三季度股票型开放式基金所持银行股权重为近十年同期低位，在约束偏离基准的新要求下，公募基金或将加速回补银行仓位。

图 32 近十年上市股票型开放式基金银行投资权重（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

4. 投资建议

受到宏观环境及市场风险偏好从价值股向成长股轮动，上市银行今年三季度整体表现承压，但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 9 重点公司盈利预测及投资评级（截至 2025/12/8）

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	7.99	10.23	11.05	11.88	0.78	0.72	0.67	买入	维持
601288	农业银行	7.84	7.40	7.94	8.53	1.06	0.99	0.92	买入	维持
601988	中国银行	5.83	8.18	8.50	9.15	0.71	0.69	0.64	买入	维持
601939	建设银行	9.31	12.65	13.21	14.18	0.74	0.70	0.66	买入	维持
601838	成都银行	16.82	19.15	21.38	24.14	0.88	0.79	0.70	买入	维持
600926	杭州银行	15.67	18.03	18.56	21.10	0.87	0.84	0.74	买入	维持
600919	江苏银行	10.47	12.73	14.34	15.91	0.82	0.73	0.66	买入	维持
600036	招商银行	43.18	41.46	45.31	49.60	1.04	0.95	0.87	买入	维持
601166	兴业银行	20.88	36.88	38.77	41.41	0.57	0.54	0.50	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