

核心业务压力缓解，在红利韧性中 捕捉周期弹性

银行业2026年度投资策略

证券分析师：王鸿行 执业证书编号：S0630522050001

联系方式：whxing@longone.com.cn

2025年12月27日

核心观点

- **红利行情底色仍存，但逻辑向确定性收敛。**（1）虽然利率下行遇阻，但银行股息率相较10年期国债收益率的溢价仍处于高位，资产配置视角仍具备显著的相对优势。（2）重点领域风险化解与资本夯实筑牢风险底线，银行分红连续性和稳定性体现的类债资产属性仍有效。（3）政策资本市场支撑力度较大，长线配置型需求与ETF的被动流入是中长期趋势。（4）在利率下行遇阻、资本市场改善的背景下，资产荒明显缓解，红利行情将告别普涨，市场将更加重视确定性。大型银行由于资产质量更稳健、资本缓冲更充裕，其分红意愿与能力的可预见性更强。
- **经营压力预计缓解，周期弹性有望释放。**随着经济高质量发展阶段，银行业发展进入新常态：银行业竞争分层已然固化、经营分化逐步加剧，业绩驱动因素的结构特征更加突出。2026年规模、息差、非息业务及资产质量等关键业绩因子仍同时面临明显的支撑因素和压制因素。不过相对于2025年，压制因素将随着宏观稳增长压力缓解，其中，近年业绩最大拖累项的息差有望在更加友好的利率环境中明显减压。具体而言，（1）规模增长预计小幅放缓：受需求放缓及隐债置换影响，对公信贷预计仍承压；受益于稳地产、促消费政策，个人信贷压力预计缓解；财政力度较大但进一步提升空间有限，投资端规模的驱动依然较强但预计边际放缓。（2）息差压力预计明显缓解：资产端，随着稳增长压力减轻，利率由下行模式进入区间震荡模式，新投放资产的收益率下行动力不大，主要压力源于存量债权投资重定价。负债端，同业负债成本率因货币宽松继续保持低位，同时，中长期存款处于到期高峰，存款重定价有望进一步明显降低存款成本率。（3）不同非息业务方向调转：债市偏震荡，交易业务去应中小银行营收驱动放缓；资本市场改善，保险与公募降费影响淡化，中间业务收入有望持续；人民币升值势头明显，汇兑损益处于有利位置。（4）资产质量：公司类贷款不良率处于分母较快增长后期与分子较慢增长前期，有望继续保持稳定。个人信贷仍处于不良上升期，但生成端和处置端均有积极因素支撑。（5）综合而言，预计银行利润增速普遍小幅回升，部分中小银行有望释放较大弹性。
- **投资建议。**（1）在资产荒缓解的新环境下，红利属性很难再现2024年上半年的普涨行情，市场将更加看重分红的可持续性与分红比例的稳定性，优先关注大型银行。（2）银行净息差压力有望明显减轻，关注顺周期弹性。部分银行存量风险计提充分，拨备覆盖率的蓄水池效应将转化为利润释放的潜在动力。首选在本轮信用风险周期中资产质量保持领先优势的头部中小银行。
- **风险提示：个贷风险快速上升；制造业风险快速上升；贷款利率下行幅度明显大于存款利率导致息差明显收窄；中小银行风险快速上升。**



CONTENTS

一、红利属性行情仍有韧性

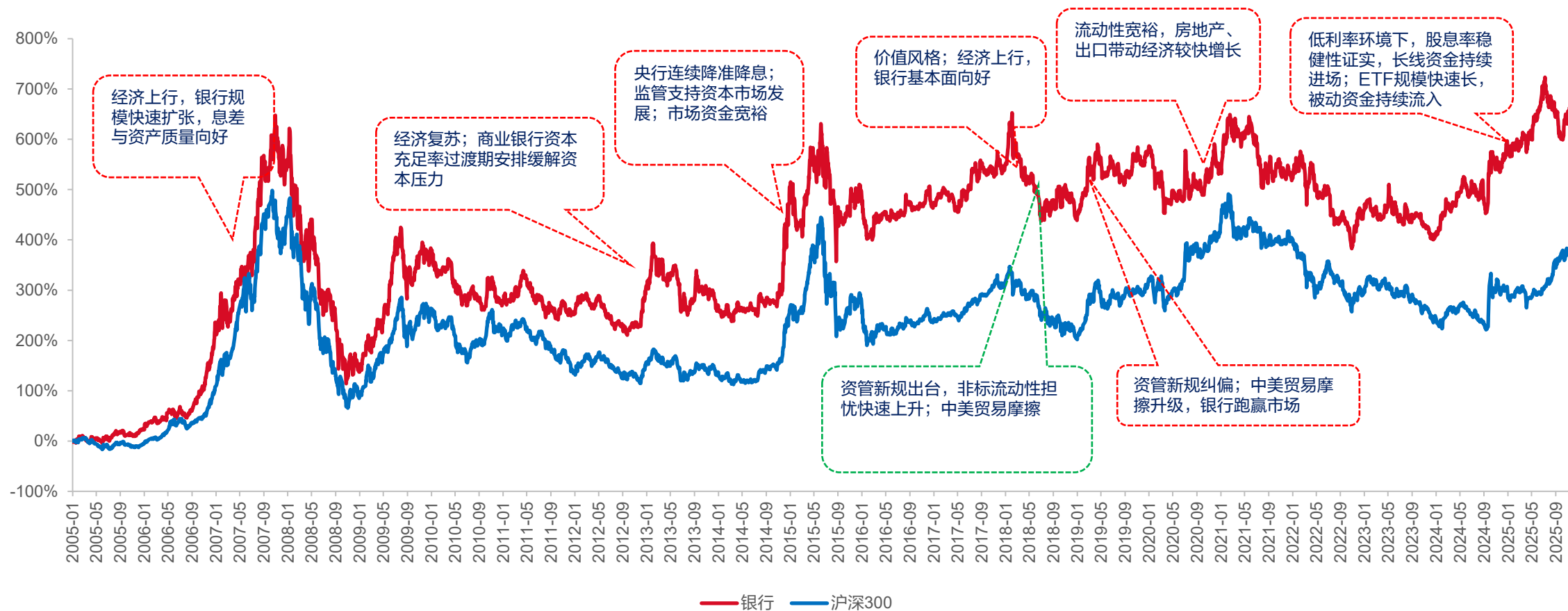
二、经营压力缓解，捕捉周期弹性

三、投资建议

四、风险提示

银行业历史行情复盘

银行指数与沪深300指数区间涨幅

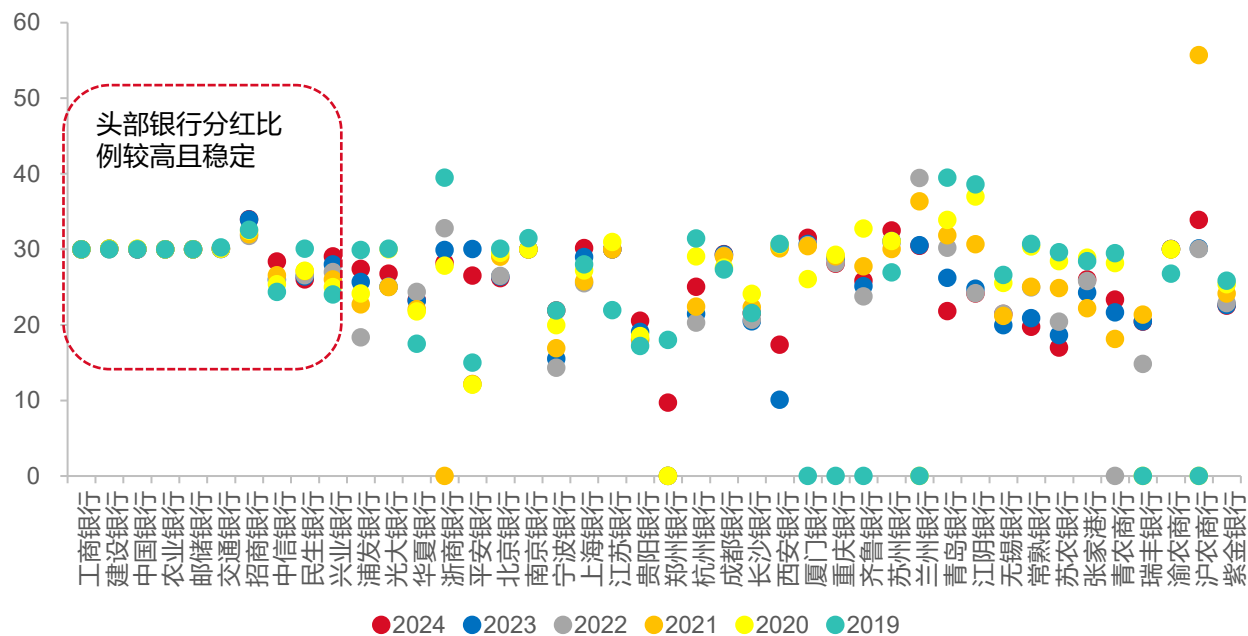


资料来源：iFinD，东海证券研究所，截至2025/12/25

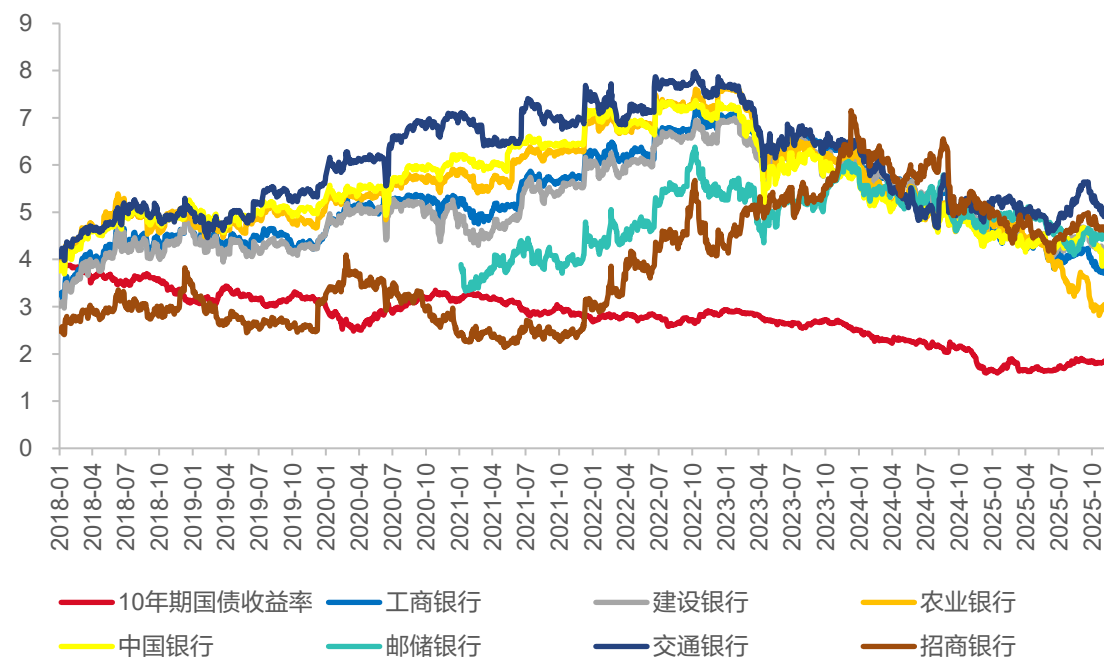
低利率阶段，股息优势依然明显

- 股息稳定：国有行分红比例长期稳定在30%；资本压力缓解，分红意愿积极，分红比例有上升空间。
- 股息率溢价：相对于10年期国债收益率，银行股息率仍具有较高的溢价。

上市银行现金分红比例，单位：%



大行股息率与10年期国债收益率，单位：%



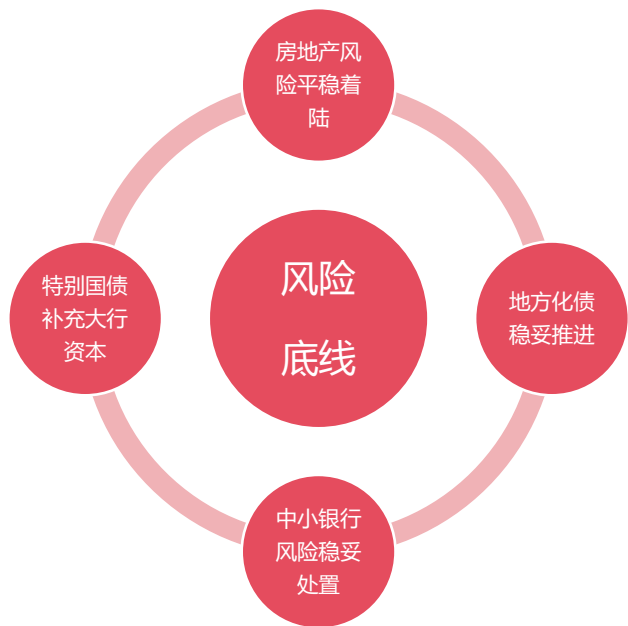
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

筑牢风险底线是稳定分红的基石

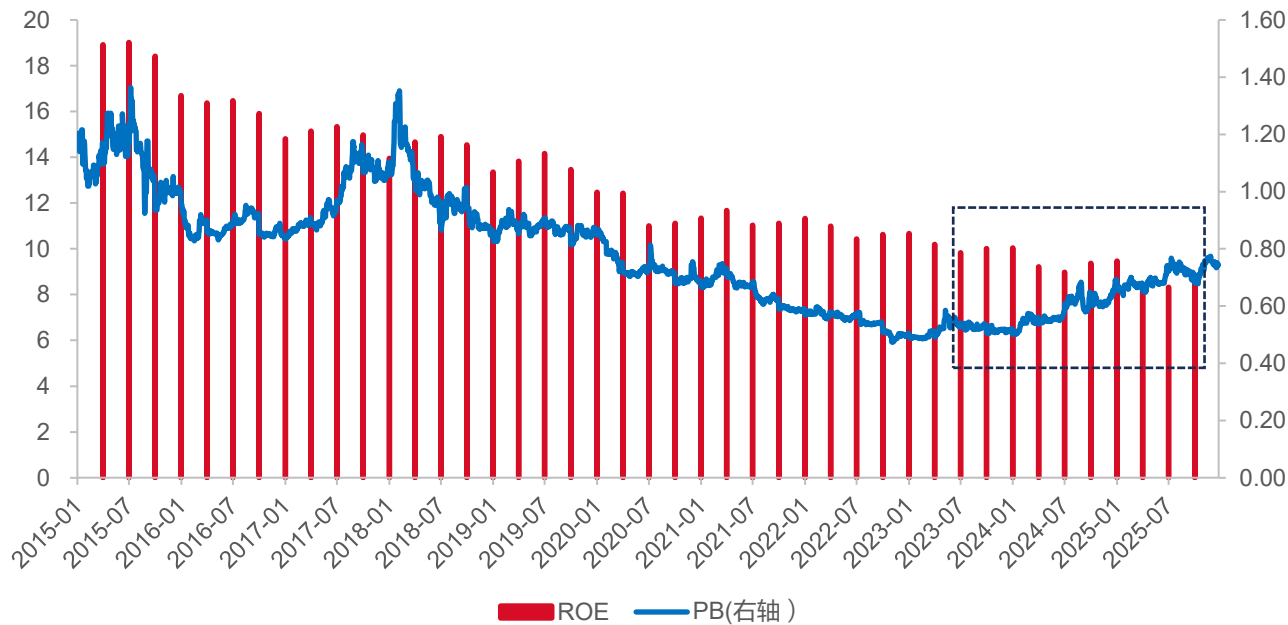
- 市场更看重分红稳定性，核心是银行的资本风险足够低（相反，若发生较强风险事件，资本冲击可能触发分红中断）。近年城投、房地产、中小金融机构等重点领域风险明显化解，叠加特别国债补充大行核心一级资本，大幅降低了资本面临减记风险。
- 本轮红利行情中，银行ROE下降但估值水平提升，原因在于息差收窄、个贷不良上升等阶段性或结构性痛点并不会影响风险底线。

风险底线逐步筑牢



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

近三年虽然工商银行ROE持续下降，但估值水平回升，单位：%，倍

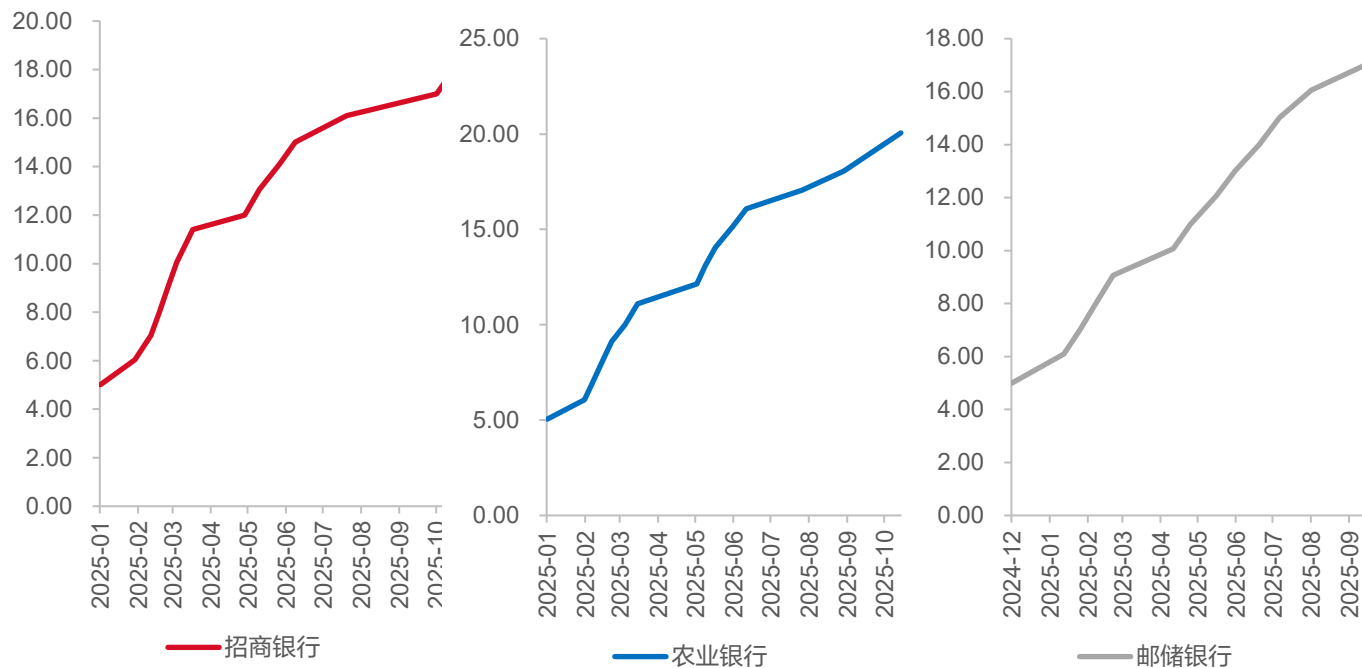


资料来源：Wind，东海证券研究所

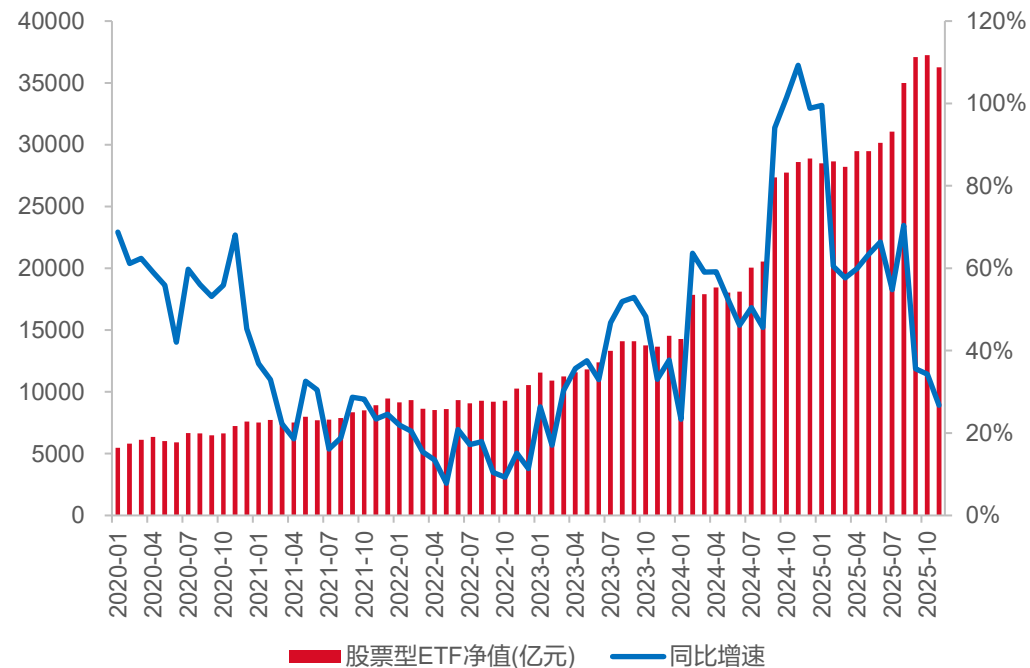
中长期配置型资金、ETF被动资金流入是中长期趋势

- 中长期资金：政策支持中长期资金入市力度大；保险等中长期资金通过锁定高息资产匹配长端负债。
- ETF：银行占A股权重较大，被动持股近年规模快速增长带动银行被动持股持续上升。

大型保险集团母公司持有银行H股比例，单位：%



股票型ETF规模及增速



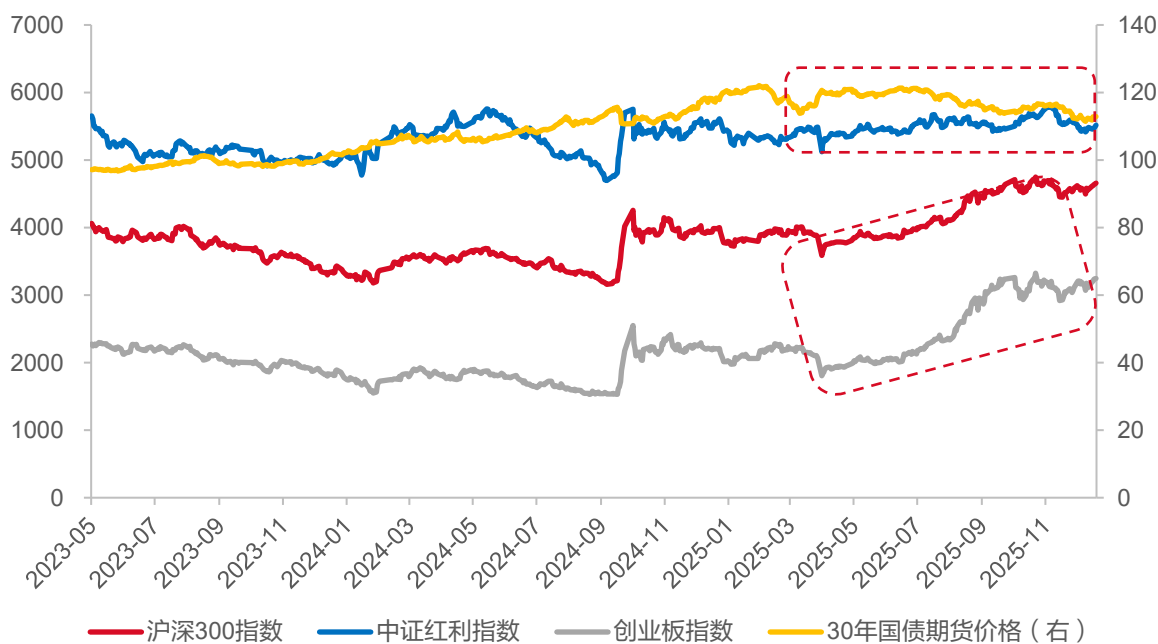
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

资产荒缓解，市场更加重视红利的确定性

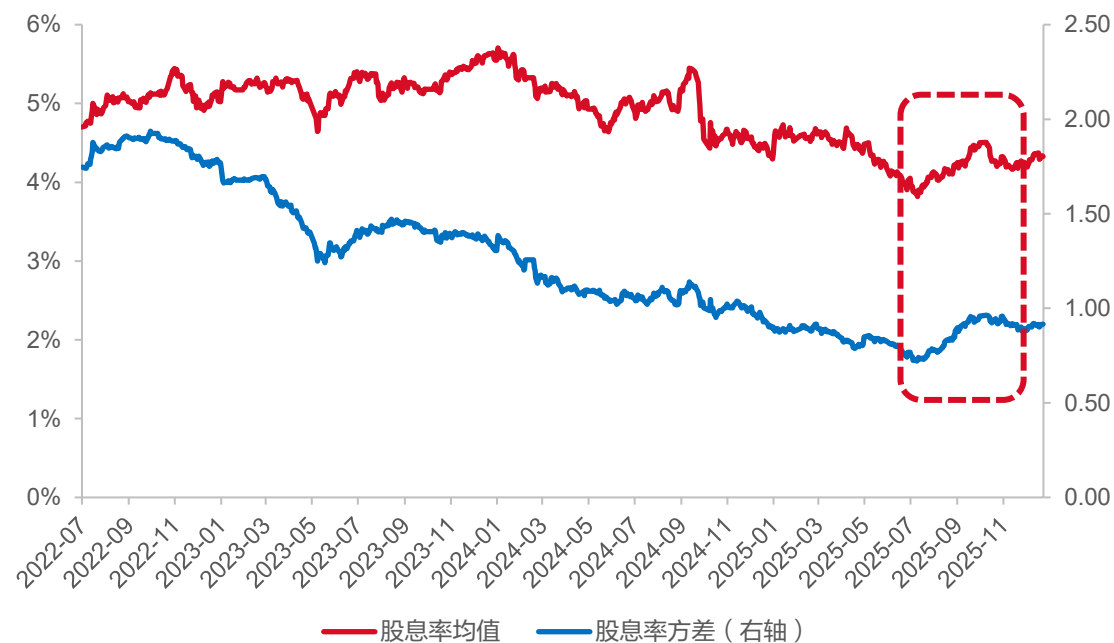
- 利率下行阶段（2024年）：资产荒特征明显，股息率收敛，板块上涨行情明显扩散，不同银行股息率收敛。
- 利率横盘或上行阶段（2025年）：资产荒缓解，银行板块资金流入放缓，普涨行情降温，不同银行股息率发散。大型银行相对中小银行股息稳定性更强。

2025年下半年以来股票价格明显上涨



资料来源：iFinD，东海证券研究所

2025年下半年以来银行股息率发散



资料来源：Wind，东海证券研究所



CONTENTS

一、红利属性行情仍有韧性

二、经营压力缓解，捕捉周期弹性

三、投资建议

四、风险提示

2026年业绩驱动因子概览：经营压力缓解，业绩有望修复

- 2026年规模、息差、非息及资产质量等关键业绩因子仍同时面临支撑因素和压制因素。不过相对于2025年，压制因素将随着宏观稳增长压力缓解，其中，近年业绩最大拖累项的息差有望在更加友好的利率环境中明显减压。
- 预计银行利润增速普遍小幅回升，部分中小银行有望释放较大弹性。

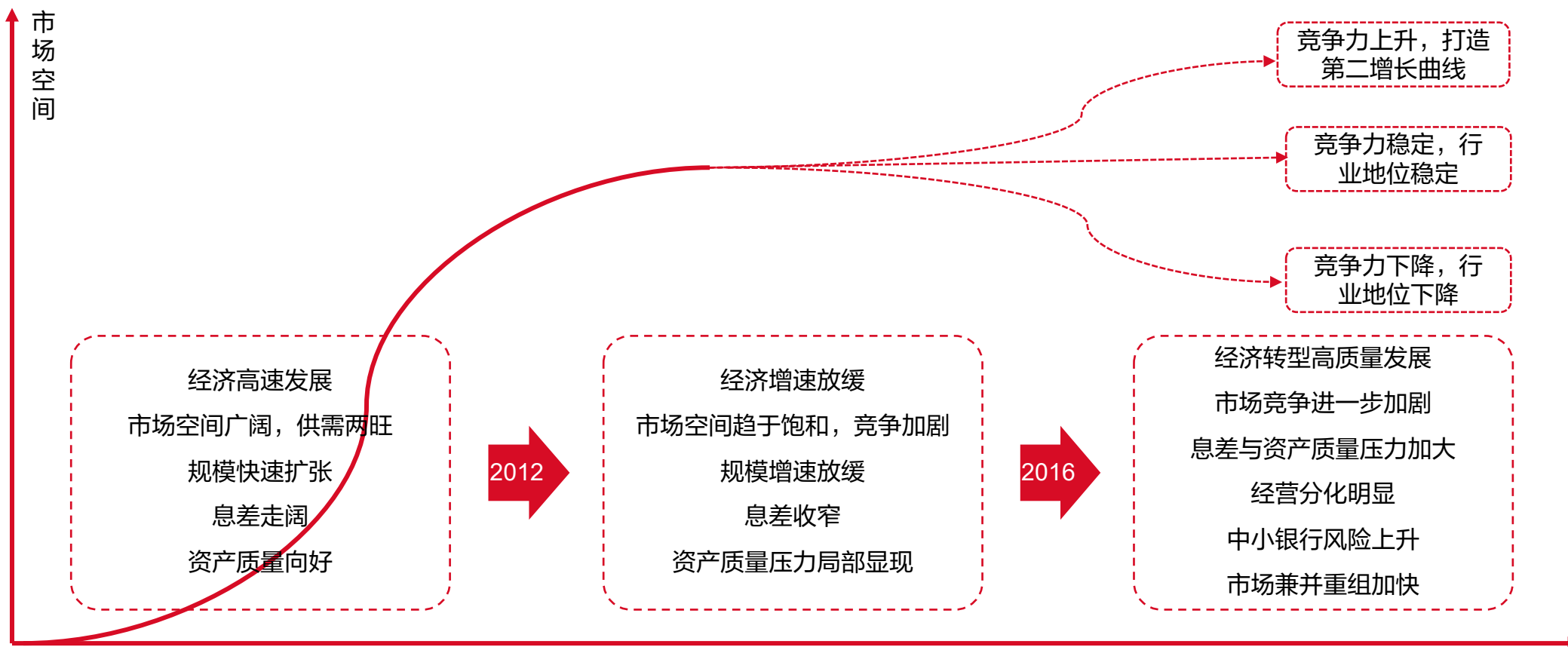
2026年银行基本面趋势判断及核心逻辑

维度	趋势预判	核心逻辑
资产规模	小幅放缓	↑ 支撑：政府债驱动仍然较强；稳地产、促消费维护个人信贷稳定；新型政策性工具的撬动；新基建开支力度较大
		↓ 压制：对公科技、绿色和普惠领域信贷从高位回落，隐债置换对中长期贷款的替代效应
息差	明显减压	↑ 支撑：存款重定价高峰降低成本率，同业负债持续低位；贷款利率下行趋于平缓
		↓ 压制：投资端重定价周期较长，金融投资收益率仍下行
非息业务	结构分化	↑ 支撑：资本市场改善，中收（保险/公募）降费影响边际淡化；人民币明显升值，汇兑损益受益
		↓ 压制：债市平缓，中小行交易性收入贡献度边际走弱
资产质量	稳中向好	↑ 支撑：公司类贷款分母扩张后期，分子增长前期，风险整体可控；较高拨备释放处置空间
		↓ 压制：仍处不良上升期，但处置空间较大，生成端压力趋稳

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

适应规模与息差换挡，银行转型高质量发展

经济高质量发展阶段，银行经营走向分化

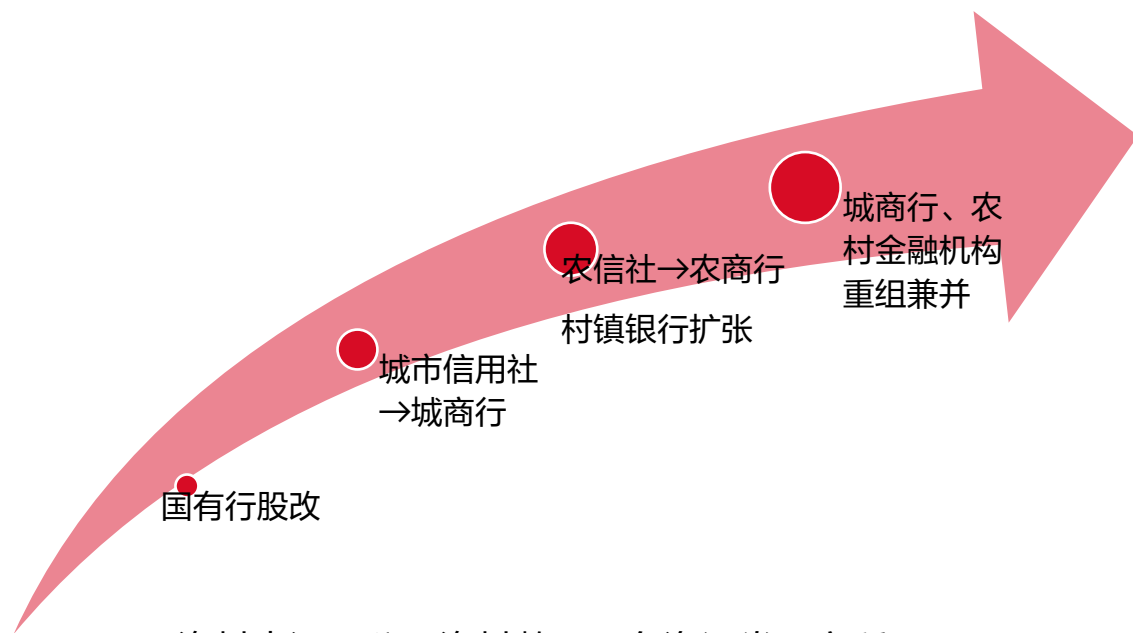


资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

中小银行改革化险提速

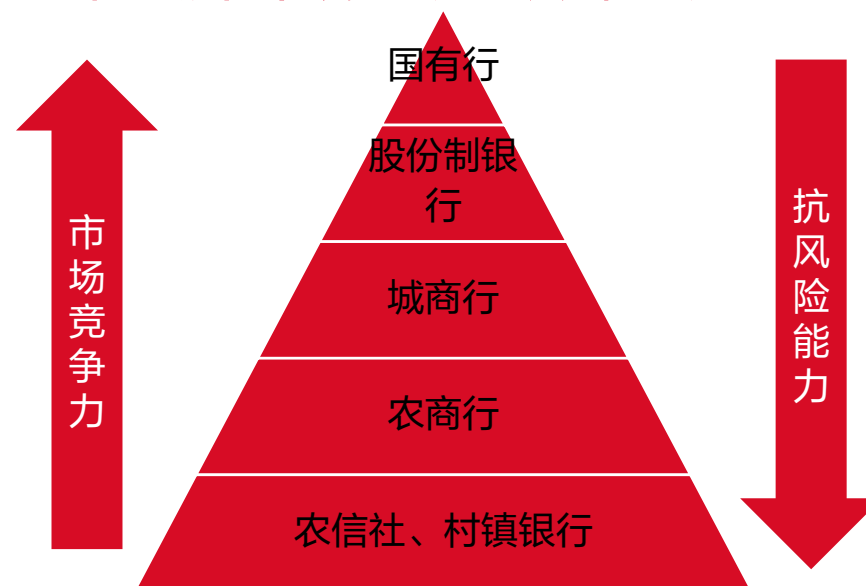
- 背景：规模放缓、息差下行，行业竞争加剧，中小银行风险上升；监管推动中小银行改革化险。
- 改革实践：2019年以来形成重组兼并潮，中西部、东北地区整合案例较多，合并为主（如城商行：中原银行、山西银行、新疆银行、四川银行、徽商银行等；农商行：秦农银行、辽宁农商行、浙江农商联合银行等）。
- 意义：发挥规模效应，整合客户资源，提升中小银行市场竞争力；消化不良资产，借助大行管理优势，防范化解风险。

商业银行改革持续深化



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

商业银行市场竞争力与抗风险能力



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

农信社管理机制改革提速

● 模式一：全省统一法人农商银行

集中省内农信金融资源合并成立单一法人机构，如海南农商行、辽宁农商行。

优点：集中管理、统一调配资源，发挥规模效应；管理标准化、规范化。

● 模式二：省级农商联合银行

下参上模式：省内农信机构共同出资设立联合银行，下级农商行能够在一定程度上参与到省级层面的决策和管理中，如浙江农商联合银行。

上参下模式：地方财政、国企出资设立省级农商联合银行，它作为上层机构对下级农商行持有股权，对下级机构的经营管理、业务发展和风险控制等方面进行直接管理和指导，如河南、山西农商联合银行。

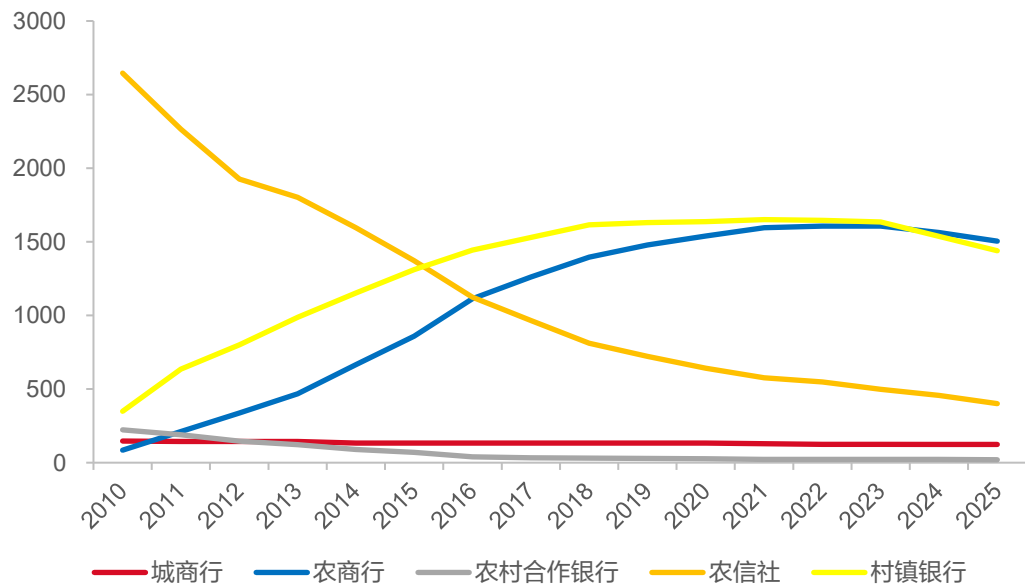
优点：保持两级法人地位不变，下级自主决策权高。该模式是目前较为受欢迎的一种模式，其中“上参下”更普遍。

● 模式三：省级机构与实力较强的农商银行并行发展

实力较强的母银行增持区域内中小银行股份，以大股东身份参与下级银行经营管理，母银行和省联社并存（如江苏省、山东省、广东省）。

优点：优势互补，协同发展，扩大金融服务的覆盖面并保证金融服务的质量。

区域性银行法人机构数量，单位：个



资料来源：金管局，iFinD，东海证券研究所，截至2025/06/30

贷款增速中枢明显放缓

- 对公贷款及垫款

包括经营贷款、固定资产贷款、票据贴现、各类垫款，占总贷款比重约69%。

对科技、绿色、普惠等新质生产力领域支持力度较大，但地产、旧基建、城投等传统领域需求明显放缓，整体增速自2023年以来下行。

- 个人贷款

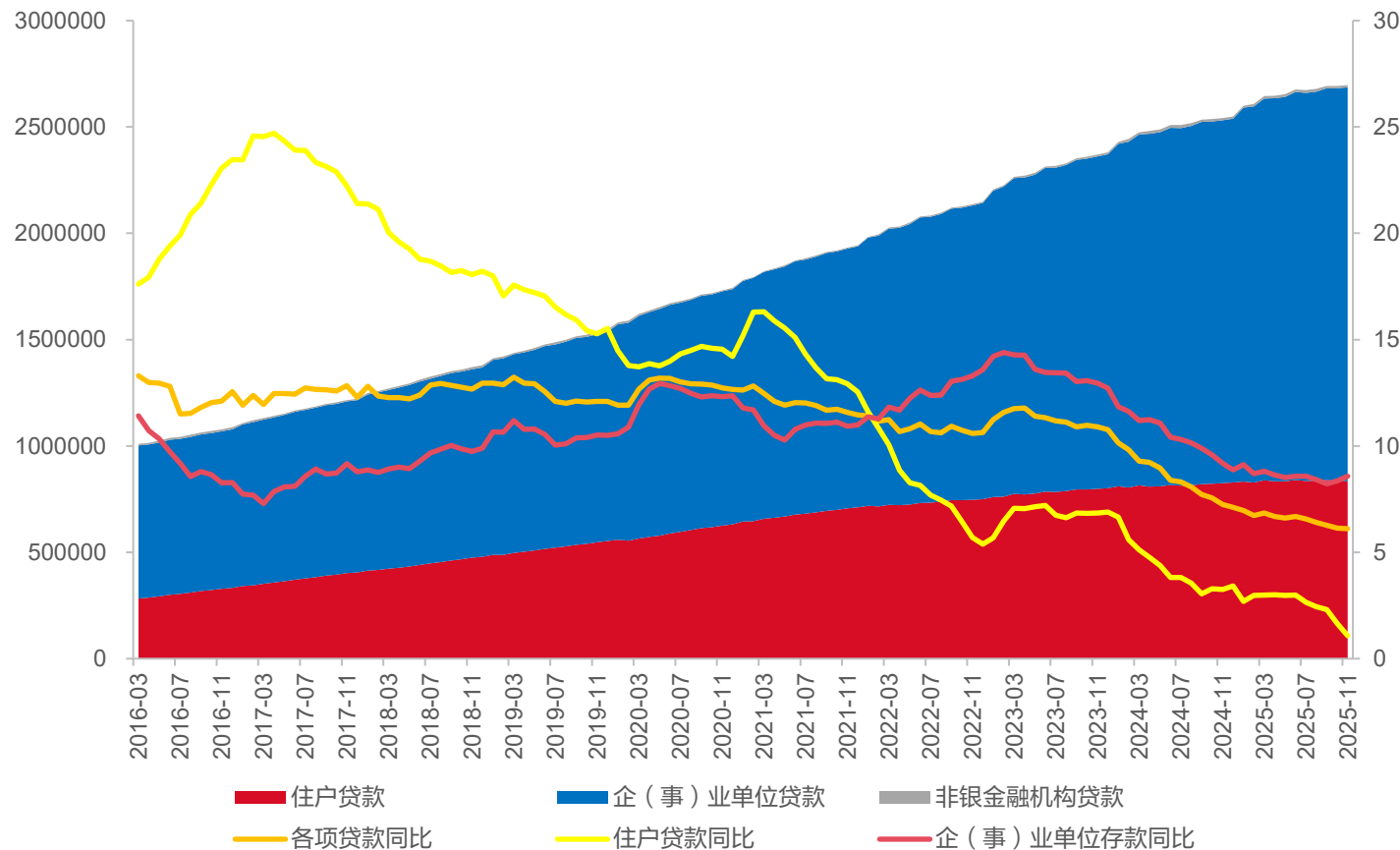
包括住房贷款、信用卡透支、消费贷款、个人经营性贷款、助学贷款，占贷款比重约31%。

2022年以来住房贷款持续拖累，另外消费领域贷款及个人经营贷2024年也明显放缓。

- 非银金融机构贷款（占比约0.4%）

注：占比截至2025/11/30

金融机构各部门贷款规模及同比增速（右轴），单位：亿元，%

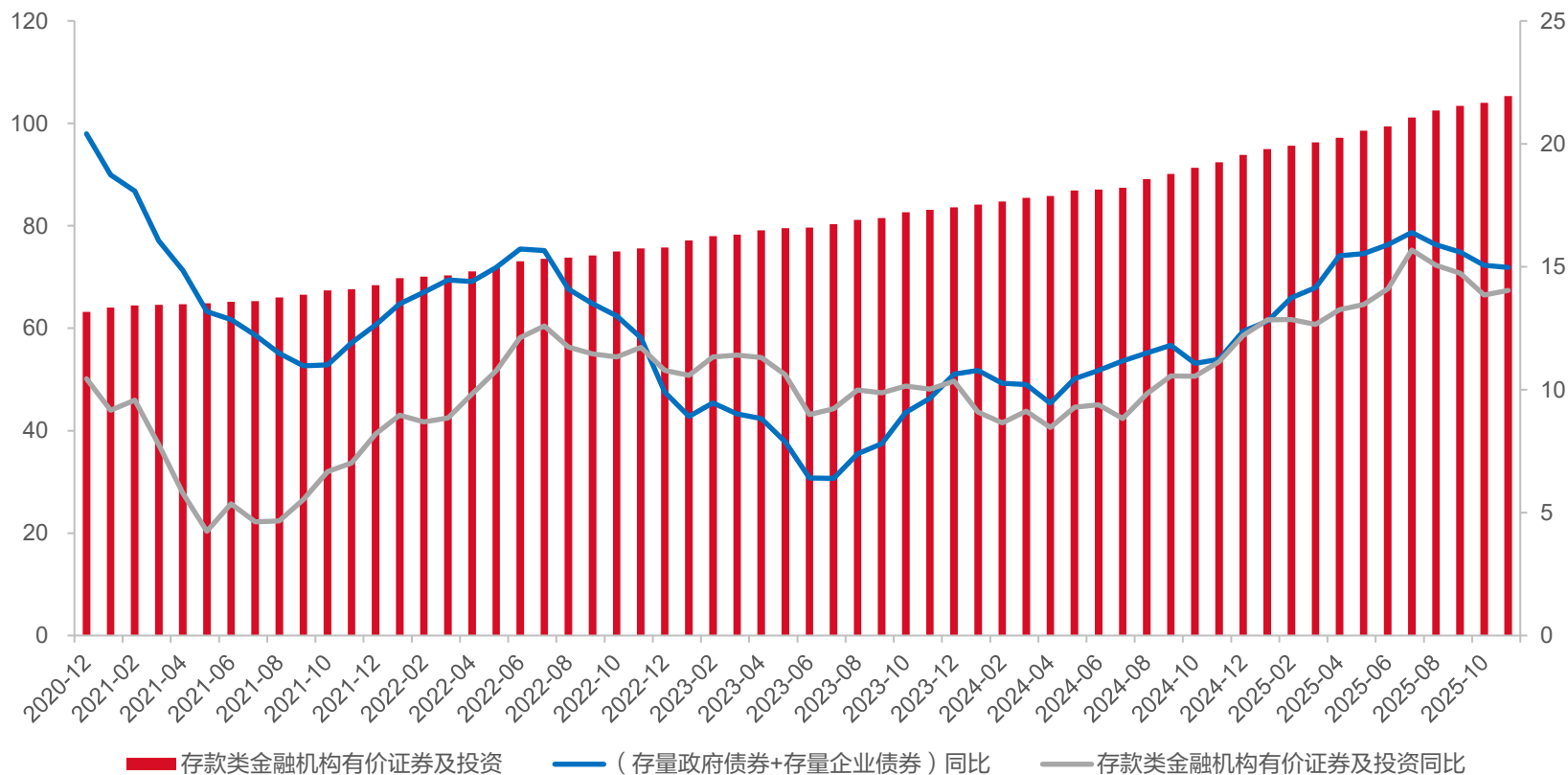


资料来源：人民银行，Wind，东海证券研究所，截至2025/11/30

积极财政政策+隐性债务化解驱动金融投资类资产实现较快增长

存款类金融机构有价证券及投资规模及其增速（右轴），单位：万亿元，%

- 投资品种包括：利率债（占主导地位）、信用债、资管计划、债券融资计划、基金。
- 金融投资规模主要取决于社融中的企业债、政府债规模。2023年以来，财政力度加大，金融投资规模增长相应增长较快。
- 银行自身投资策略对投资规模也会产生阶段性影响。如2024年信贷资产荒背景下，中小银行加大债券投资力度。



资料来源：人民银行，Wind，东海证券研究所，截至2025/11/30

存款脱媒放缓，增速回升

- 企业及住户存款(占比分别为25%与49%)

低成本存款（满足流动性需求）：活期。

高成本存款（满足增值需求）：定期存款、大额存单、结构性存款。

介于二者之间（既满足流动性需求又兼顾增值需求）：通知存款、协定存款。

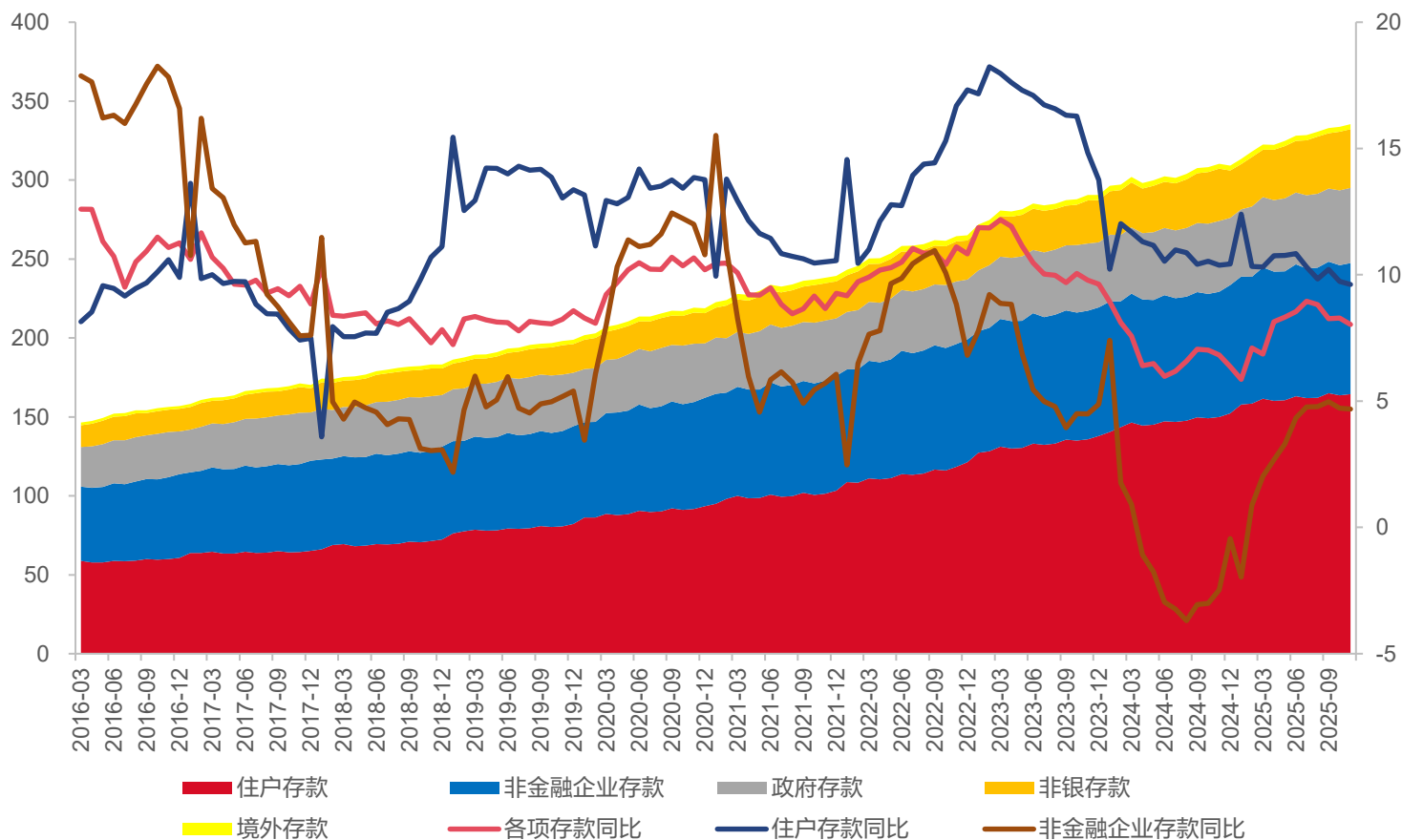
- 政府存款：占比约14%，包括财政存款，机关单位存款。

- 非银存款：占比约11%，包括证券、保险、基金、信托、私募等机构存款。

- 一方面，存款自律影响下的存款流出明显消化，另一方面，固收类资产产品赚钱效应减弱对存款分流减弱，存款增速明显修复。

注：数据截至2025/11/30

存款类金融机构各类存款规模及增速（右轴），单位：万亿元，%

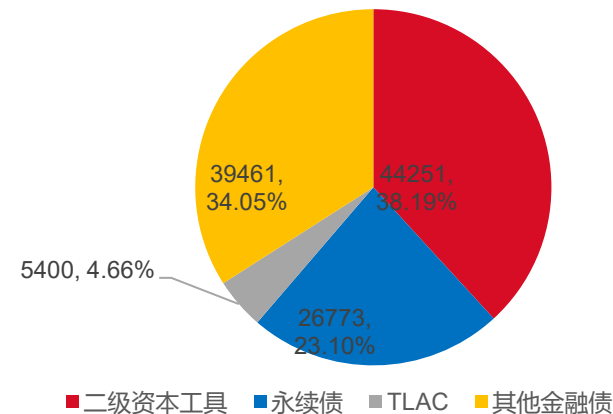


资料来源：人民银行，Wind，东海证券研究所，截至2025/11/30

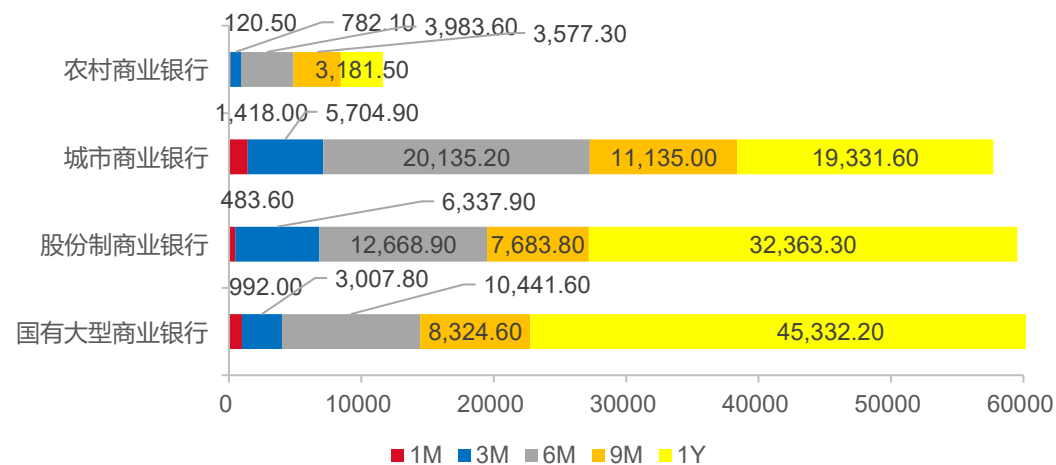
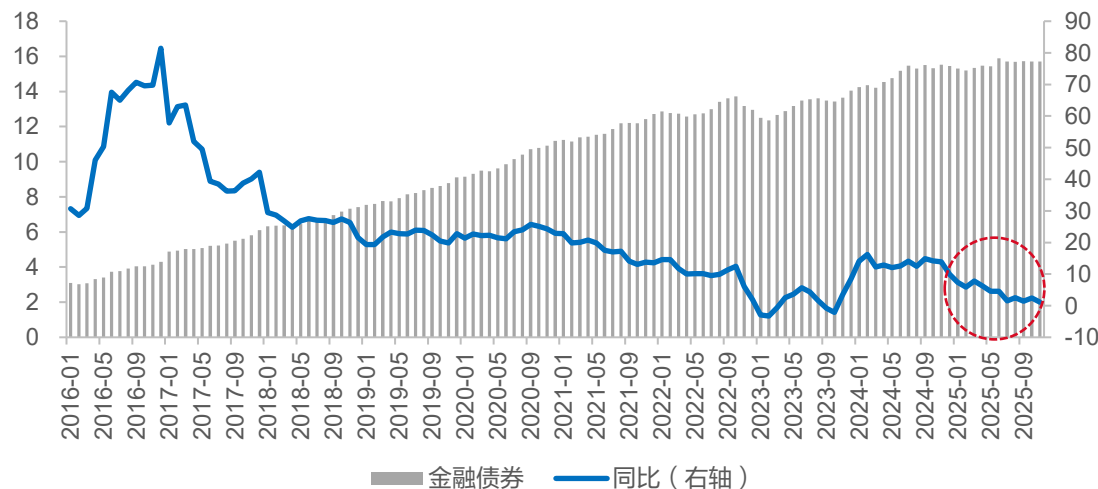
负债端较为充裕，金融债券发行需求减弱

- 同业存单满足3M-1Y的中短期流动性需求，股份制银行与城商行发行较为活跃；金融债（普通债、专项债）、资本工具（TLAC债、二级资本债、永续债、可转债），满足长期业务需求与资本监管要求，大中型银行发行规模较大。
- 在货币宽松+资产扩张放缓+存款脱媒放缓的背景下，银行负债端较为宽裕，发债需求相对较弱。

商业银行金融债券与同业存单存量，单位：亿元



存款类金融机构发行金融债券规模及增速，单位：万亿元，%



资料来源：Wind，中国人民银行，东海证券研究所，截至2025/11/30
 注：本金融债券包括同业存单。人行对该数据进行银行之间的合并处理，因此，存量规模和右图数据不可比

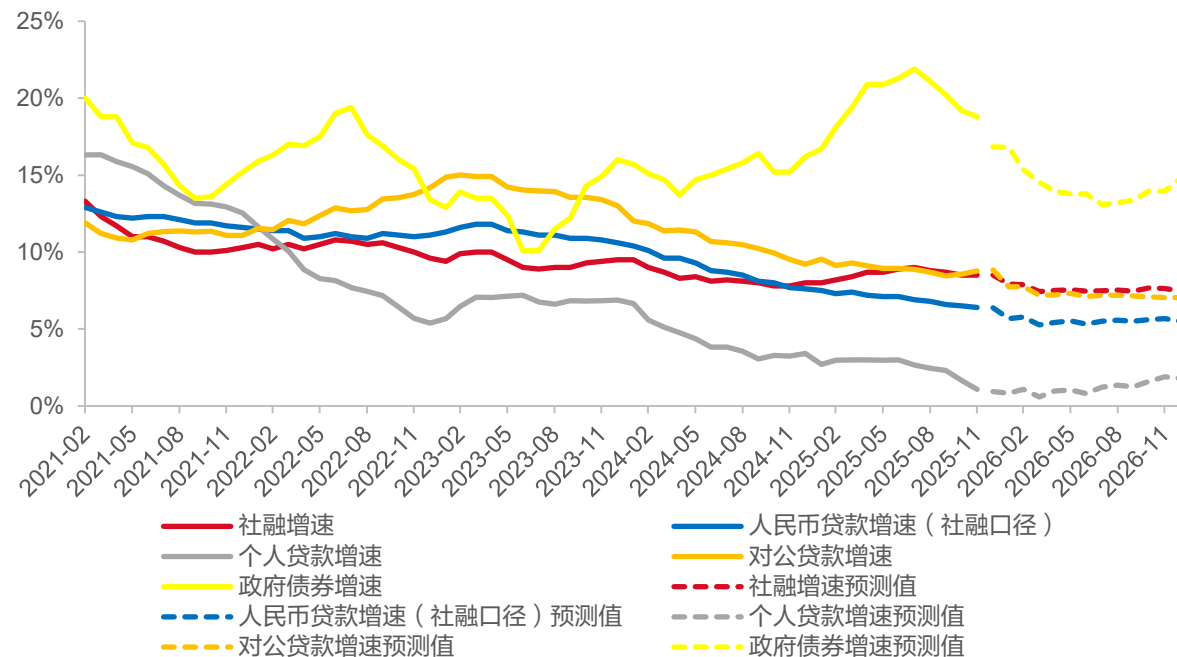
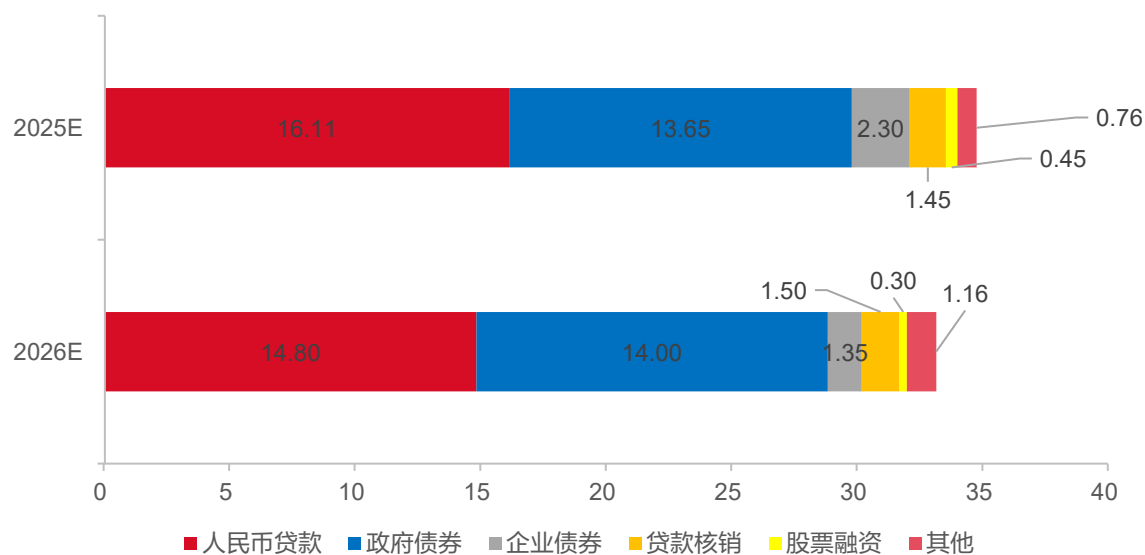
资料来源：Wind，东海证券研究所，截至2025/12/26
 注：金融债券为饼图，同业存单为条形图

资产规模展望：财政驱动边际放缓、个人贷款有望企稳、对公仍承压

- 规模情节淡化，预计银行资产增速与社融匹配，锚定预期经济增速（5%左右）+预期通胀目标（2%左右）。
- 投资端驱动预计从高位放缓：财政赤字空间较今年提升幅度不大，政府债增速放缓，但仍是社融主要驱动项。
- 个人信贷压力有望减轻：存量住房利率下降提前还款减少；地产与促消费政策空间较大；经营贷压力放缓。
- 对公信贷仍有惯性下行压力：隐债置换对城投信贷影响负面，制造业增速放缓。

社融、贷款与政府债券增速

新增社融展望，单位：万亿元



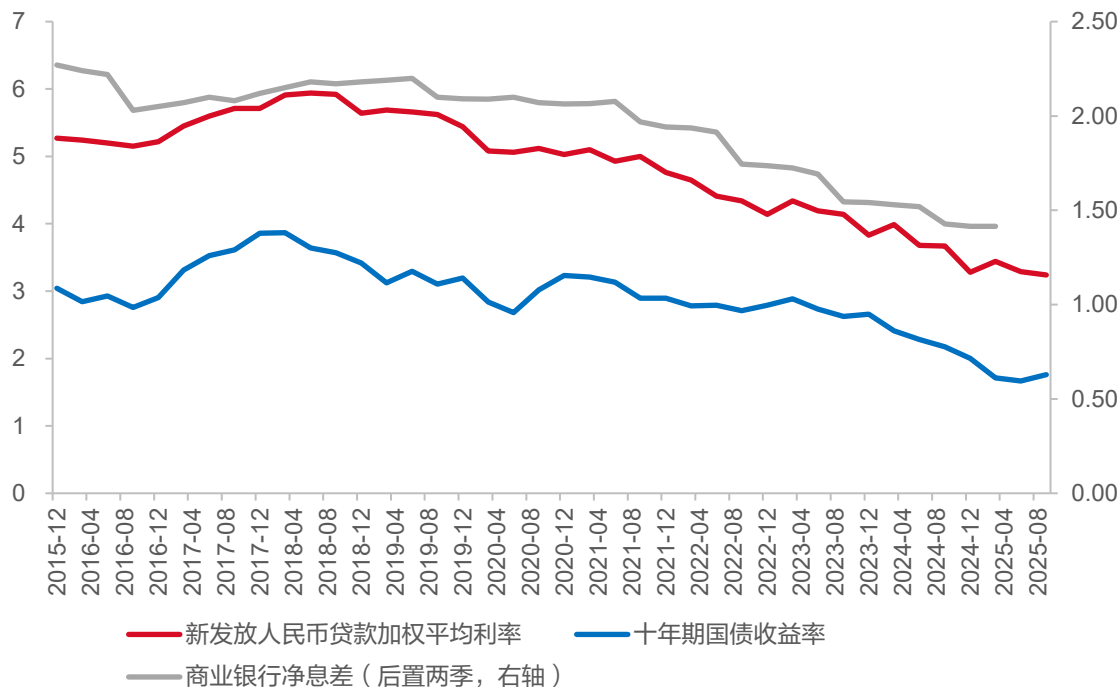
资料来源：人民银行，Wind，东海证券研究所

资料来源：人民银行，Wind，东海证券研究所

国债收益率对息差具有前瞻性参考价值

- 经济发展阶段对息差的影响：经济增速快，资产回报率高，信贷供需两旺银行息差高；经济换档，利率中枢下行，则息差收窄。
- 经济周期对息差的影响：利率上升则息差提升（资产利率上升幅度大于负债利率）、利率下降则息差收窄（资产利率下降幅度大于负债利率）。利率周期本身是经济周期的重要体现，与央行的货币政策周期重叠度极高，故息差也与经济周期和货币周期相符：经济上行与货币收紧伴随利率上行与息差走阔；经济下行与货币宽松伴随利率下行与息差收窄。
- 国债收益率是息差的先行指标，银行息差因为重定价周期滞后国债收益率约半年。2025年国债收益率由单边下行进入底部震。当前稳增长压力放缓，货币政策较为克制，息差面临的压力缓解。

银行息差与市场利率，单位：%

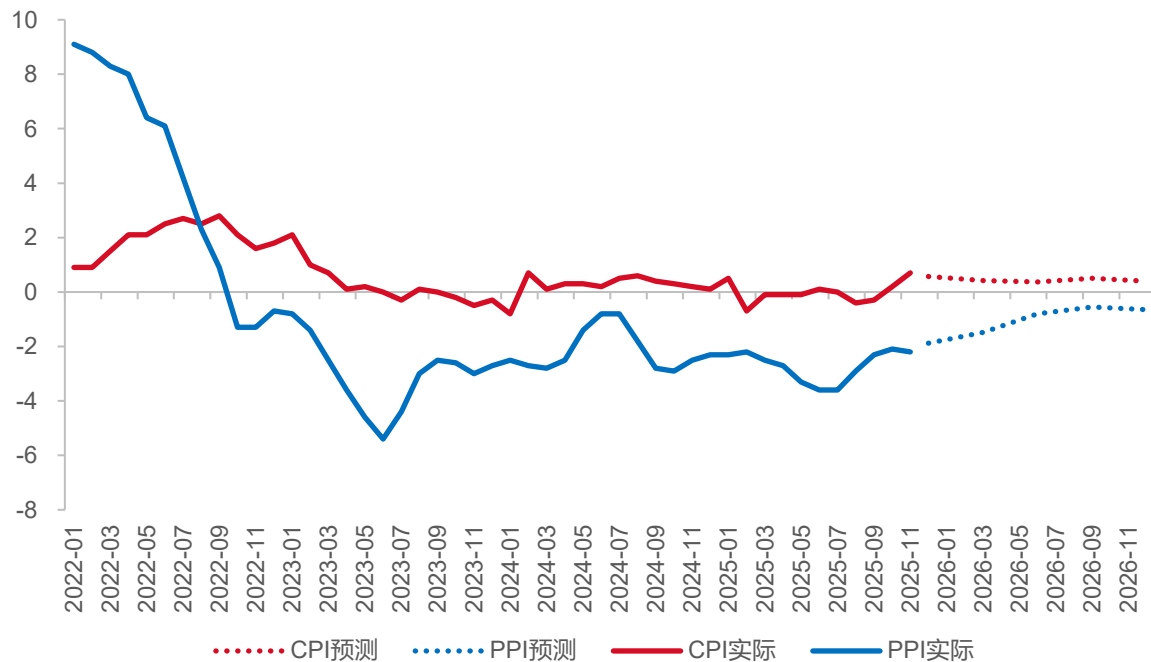


资料来源：人民银行，金管局，Wind，东海证券研究所

货币政策内外平衡，利率环境对息差较为友好

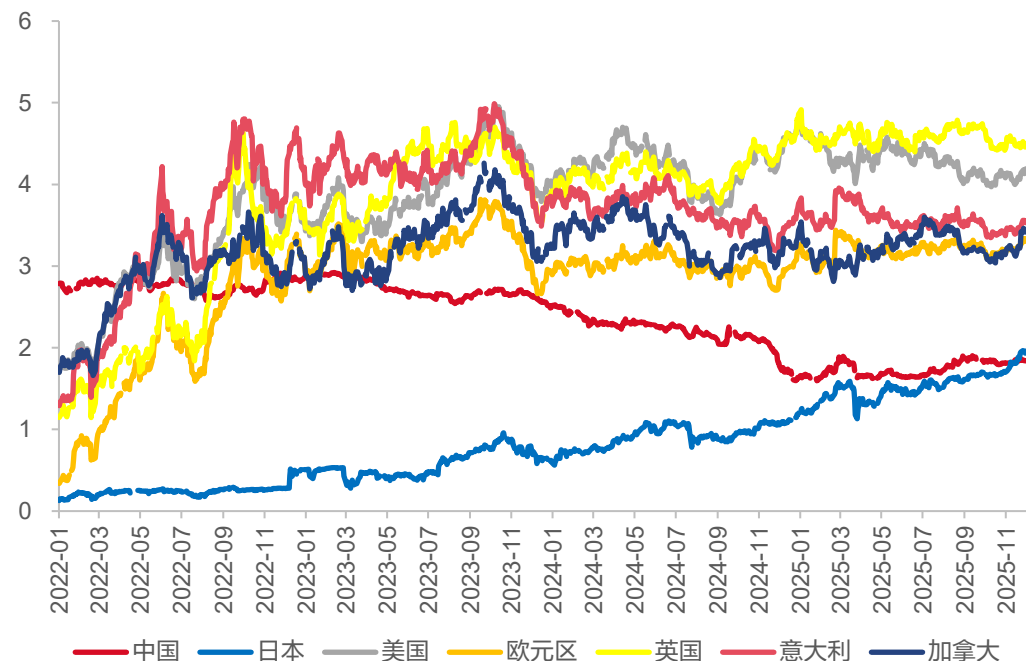
- “十五五”规划开局之年与全球货币政策“后降息时代”的交汇点。
- 国内：2026上半年受财政政策前置发力影响，利率维持低位以配合发债；下半年通胀预期可能微幅回暖，或驱动利率中枢企稳。
- 全球视角：发达经济体高频降息周期向常态化中枢切换，全球长债收益率居高不下。

国内CPI与PPI，单位：%



资料来源：公司定期报告，Wind，东海证券研究所
注：预测值为Wind一致预测，截至2025/12/26

主要经济体10年期国债收益率，单位：%

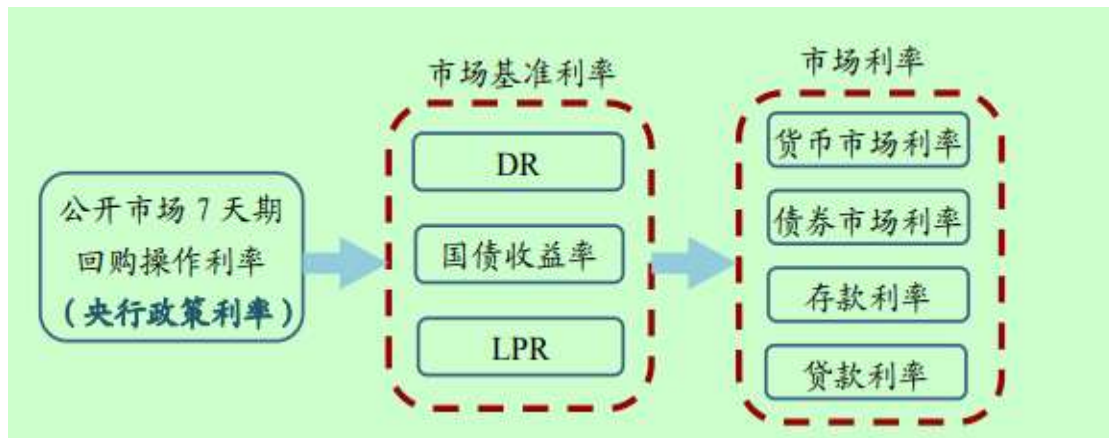


资料来源：公司定期报告，Wind，东海证券研究所

贷款利率下行斜率放缓

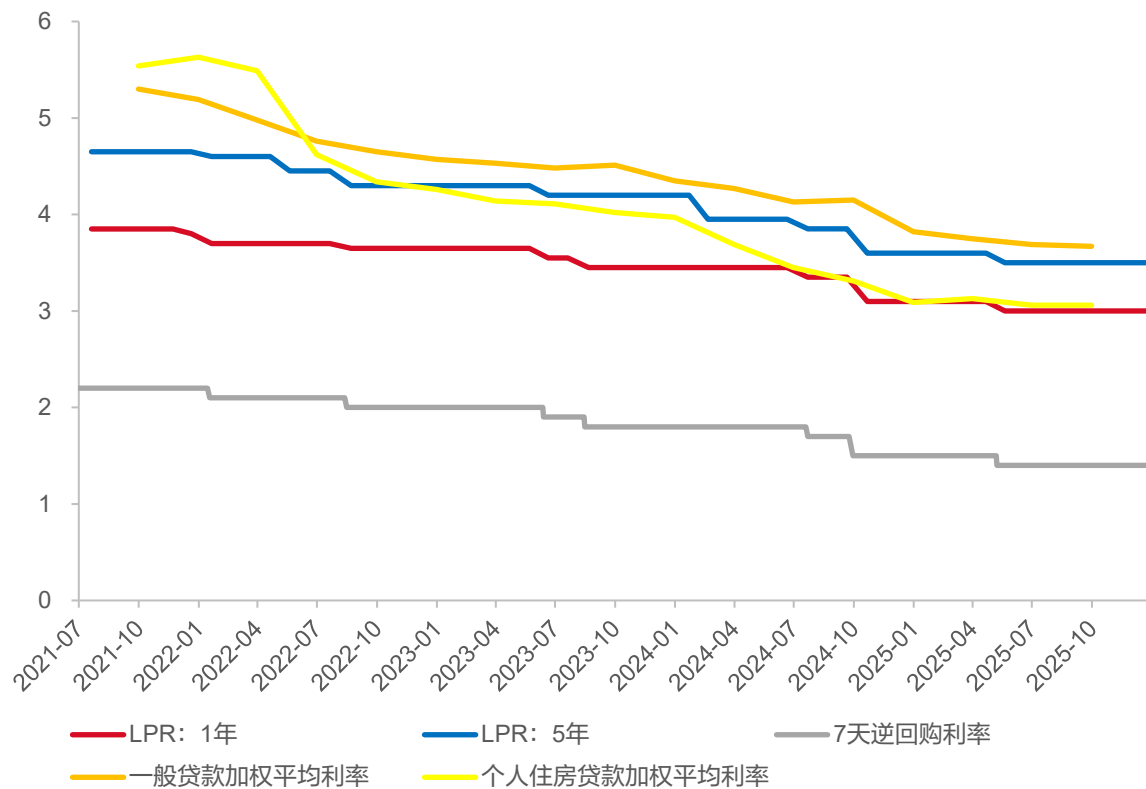
- 7天逆回购操作承担主要政策利率功能，影响LPR。2025年下调10BP，降息节奏明显放缓。
- LPR为浮动利率贷款的主要定价基准。
- 行业自律：不发放税后利率低于同期限国债收益率的贷款；完善房贷定价机制，缩窄新老房贷利差。

政策利率传导过程



资料来源：中国人民银行2024Q3货币政策执行报告，东海证券研究所

政策利率、LPR与贷款利率走势，单位：%



资料来源：人民银行，Wind，东海证券研究所，7天逆回购利率截至2025/12/26，LPR截至2025/11/20，贷款加权平均利率截至2025/09/30

重定价周期较长，金融投资利息收益率仍将下行

金融投资利率主要取决于债券收益率，具体有三种会计处理方式

- 债权投资（持有至到期、收取利息现金流）：按照摊余成本计量，主要产生利息收入，波动小。主要品种投资：利率债券、资管计划、信托计划。
- 其他债权投资（可持有获取利息现金流，也可用于出售）：市价计量，按照实际利率计算的利息计入利息收入，市价变动计入其他综合收益。主要品种：利率债、信用债。
- 债权投资利息收益率趋势：由于近年债券久期拉长，重定价周期较长，虽然2026年债市收益率企稳，但报表体现的2026年债权投资总收益率仍会反映2024年期间的利率下行。
- 交易性金融资产（交易获取价差，主要产生投资收益）：市价计量，票息、市价变动计入当期损益，对损益影响大。主要品种：各类以交易为目的的债券，基金投资。

债券到期收益率，单位：%

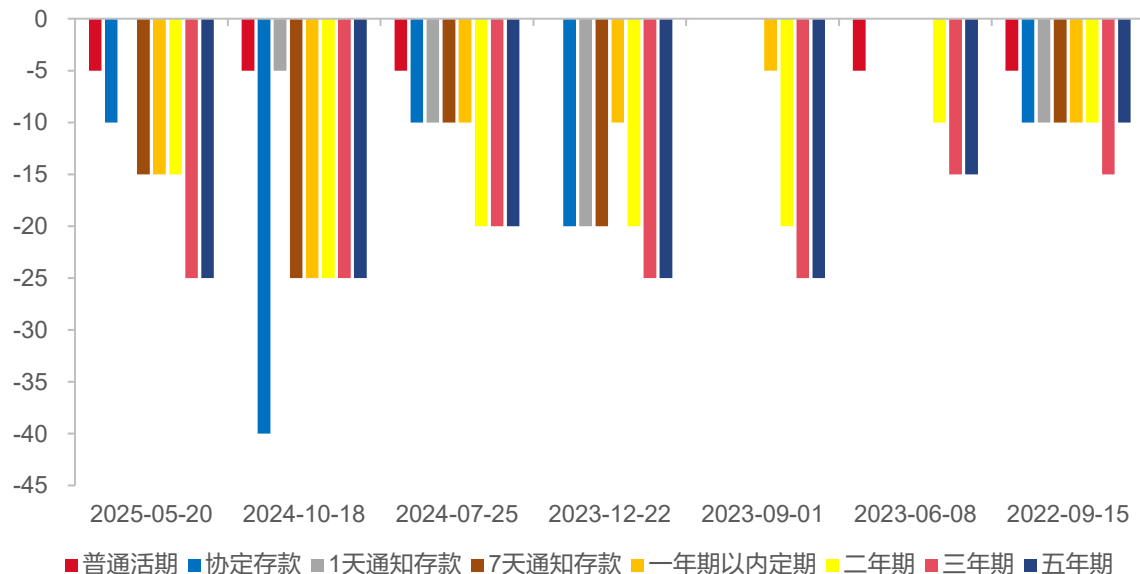


资料来源：Wind，东海证券研究所

存款利率调整与贷款利率协同性更强

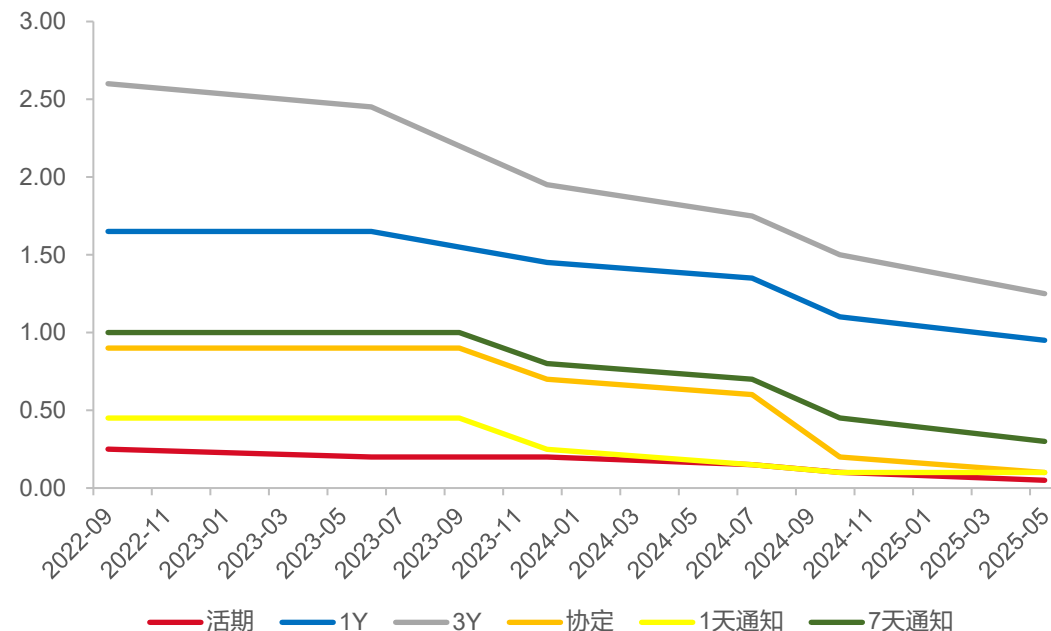
- 定价参照市场基准：参照1年期LPR与10年期国债收益率；传导机制：政策利率→市场基准→存款利率
- 存贷协同更强：大行带头调整利率，中小银行跟进，2023年12月以来与LPR协同性明显加强；自律机制规范结构性存款，协定存款、异地存款定价；治理“手工补息”；规范同业存款利率

工商银行历次存款挂牌利率调整幅度，单位：BPs



资料来源：公司公告，Wind，东海证券研究所

工商银行存款挂牌利率

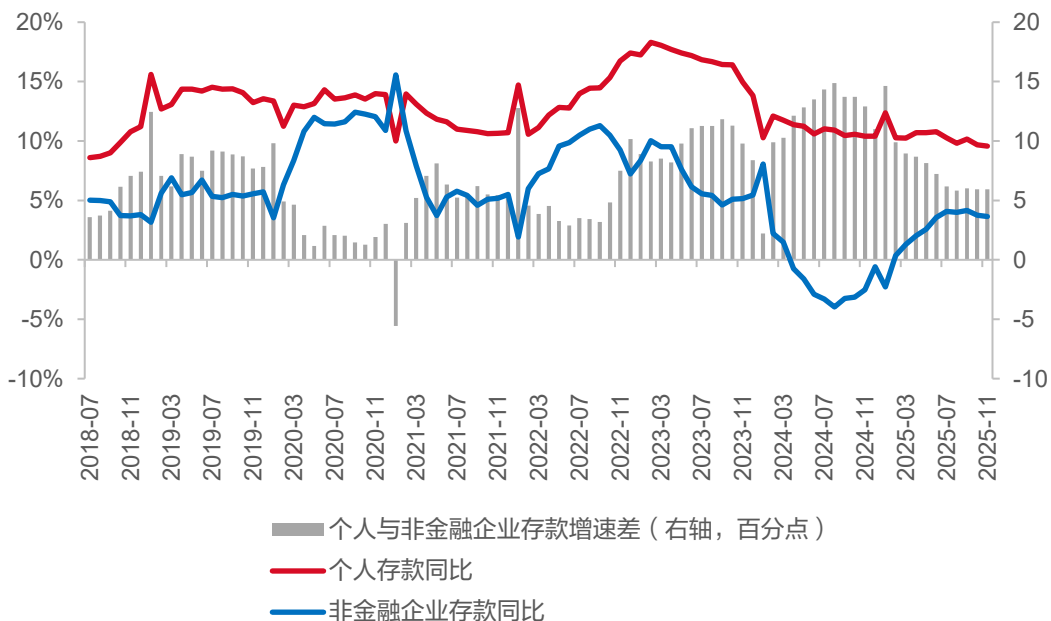


资料来源：公司官网，东海证券研究所
最新利率调整日2025/5/20

存款定期化逐步缓解

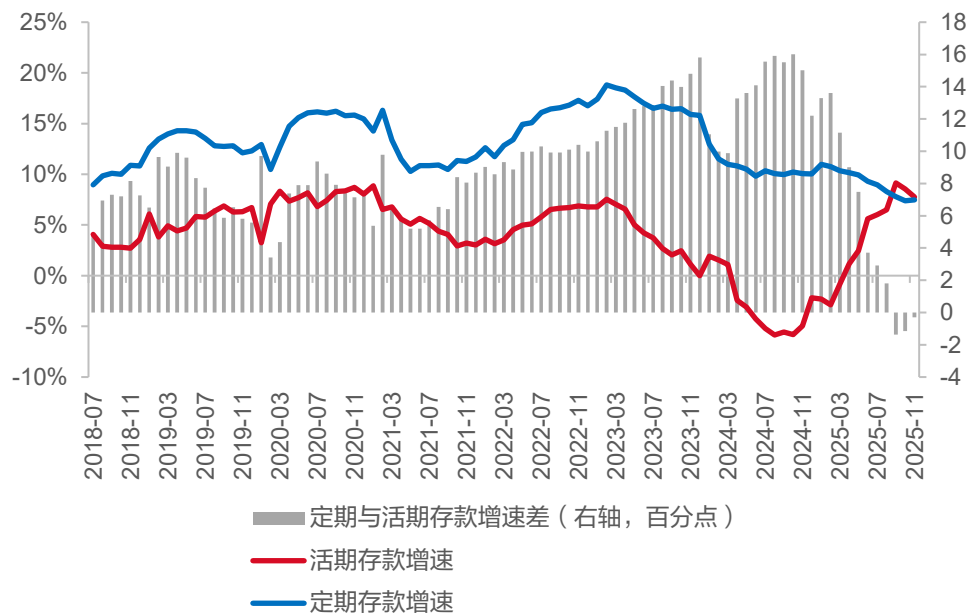
- 2022-2023年，居民消费与购房意愿、企业投融资意愿降低，导致存款定期化加剧，存款成本率逆势而上。
- 2024年，自律强化，类活期高息存款（如协定存款、通知存款）套利规模明显下降，对公存款成本刚性明显缓解。
- 2025年，存款定期化有所缓解。居民存款方面：高利率定期存款迎来到期高峰，银行为降低成本倾向于吸收短期限存款。企业存款方面，受“手工补息”整治与企业资金使用需求增加影响，企业活期存款增长较快。

2025年非金融企业存款增速回升



资料来源：人民银行，Wind，东海证券研究所，截至2025/11/30

2025年活期存款增速回升

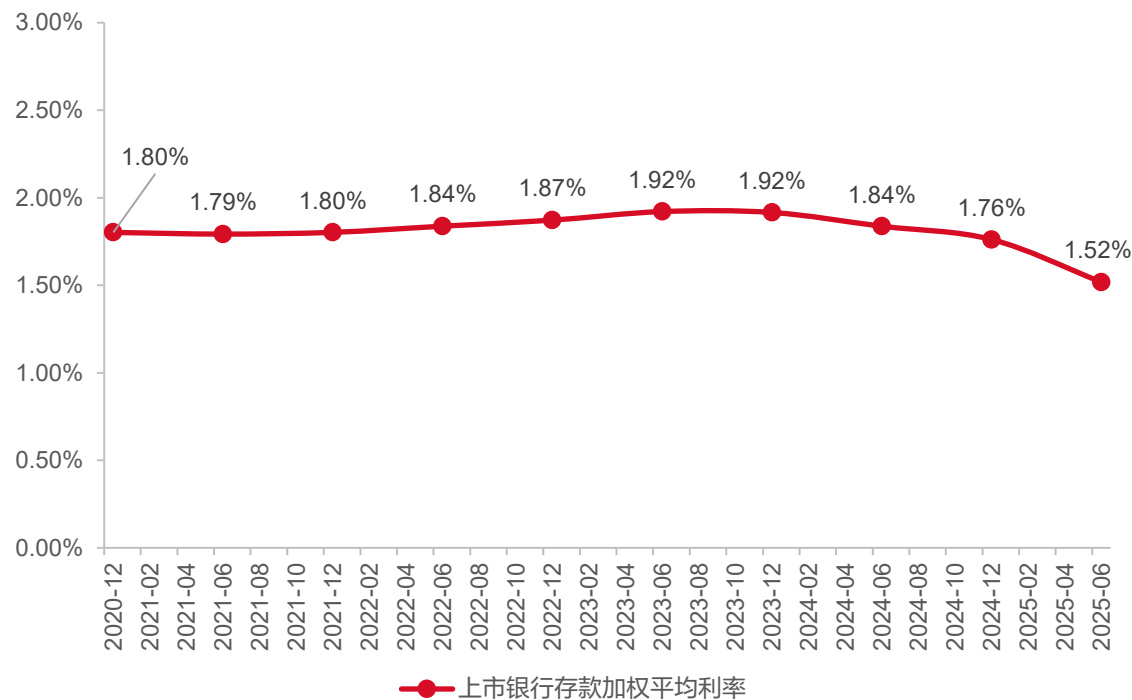


资料来源：人民银行，Wind，东海证券研究所，截至2025/11/30

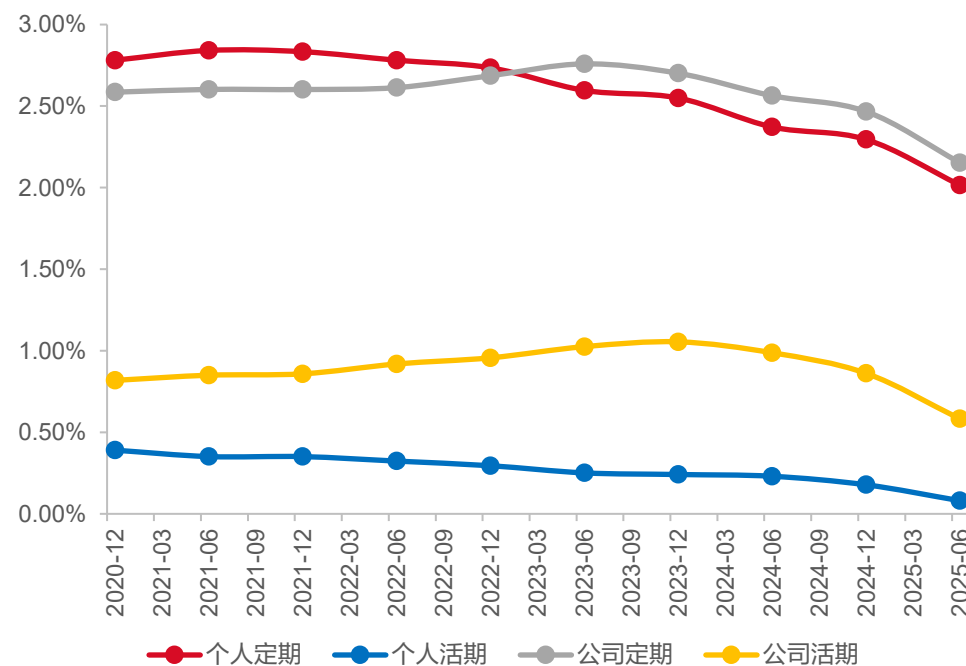
重定价迎来高峰，存款成本率加速下行

- 2023年12月以来的存款降息覆盖所有期限和品种，降息幅度大。
- 三年期以上存款迎来重定价高峰，存款成本有望继续明显下行。

上市银行平均存款成本率



国有银行不同类型存款平均成本率



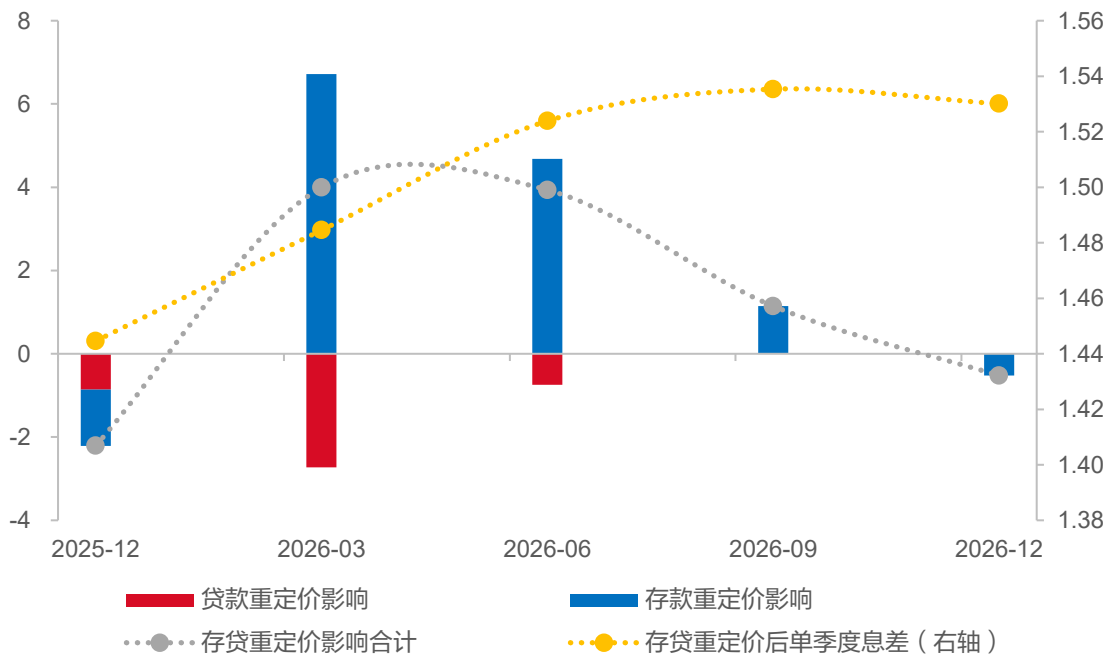
资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所

资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所

息差下行压力明显小于2024-2025年

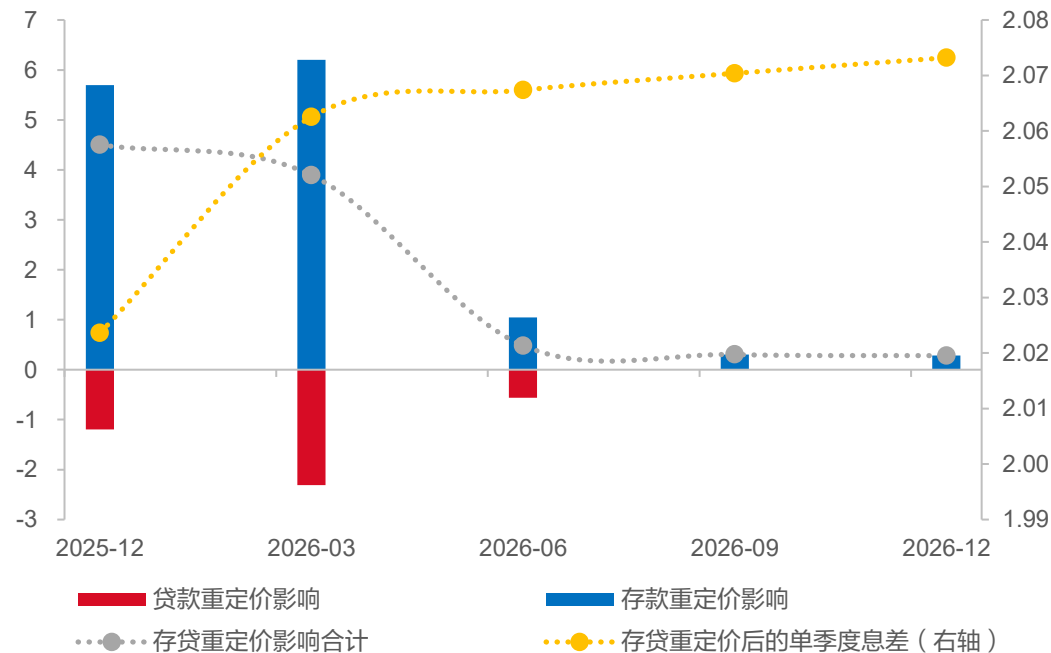
- LPR与政策利率：稳增长压力减轻，2025年降息节奏明显放缓。若经济下行压力再次加大，政策利率有望带动LPR小幅下降。
- 存款利率的后发效应：2024-2025年多轮存款挂牌利率下调的重定价影响，将在2026年继续明显体现。随着高成本定期存款陆续到期重定价，银行负债端成本的降幅有望超过资产端收益率的降幅。

工商银行存贷款重定价对息差影响测算，单位：BPs，%



资料来源：公司定期报告，Wind，东海证券研究所

邮储银行存贷款重定价对息差影响测算，单位：BPs，%

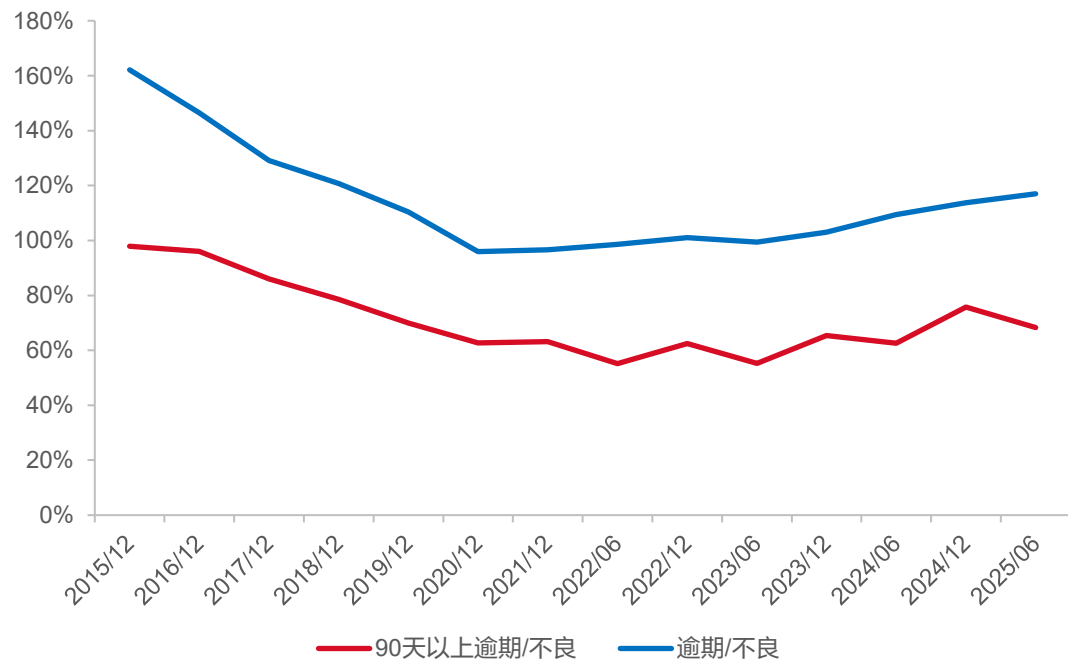


资料来源：公司定期报告，Wind，东海证券研究所

信用风险前瞻性指标从低位回升

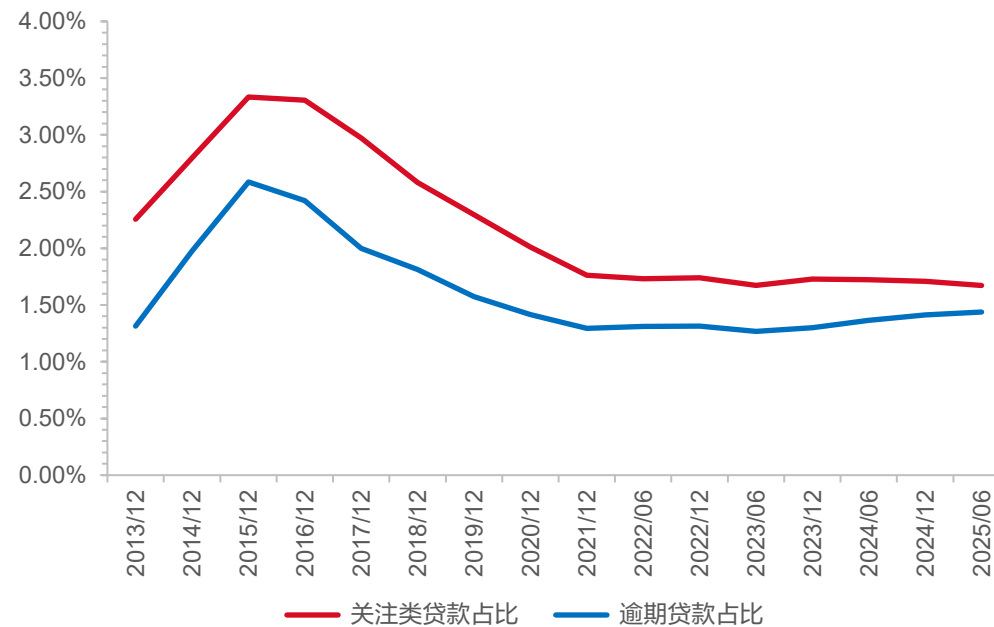
- 关注率贷款占比、逾期贷款占比越低，资产质量压力越小；逾期贷款与不良贷款之比越低，不良认定越严格。
- 近年受宏观环境影响，房地产行业贷款、经营贷及消费贷信用风险上升，前瞻性指标从低位有所反弹。

上市银行逾期与不良之比



资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所

上市银行关注类与逾期贷款占比

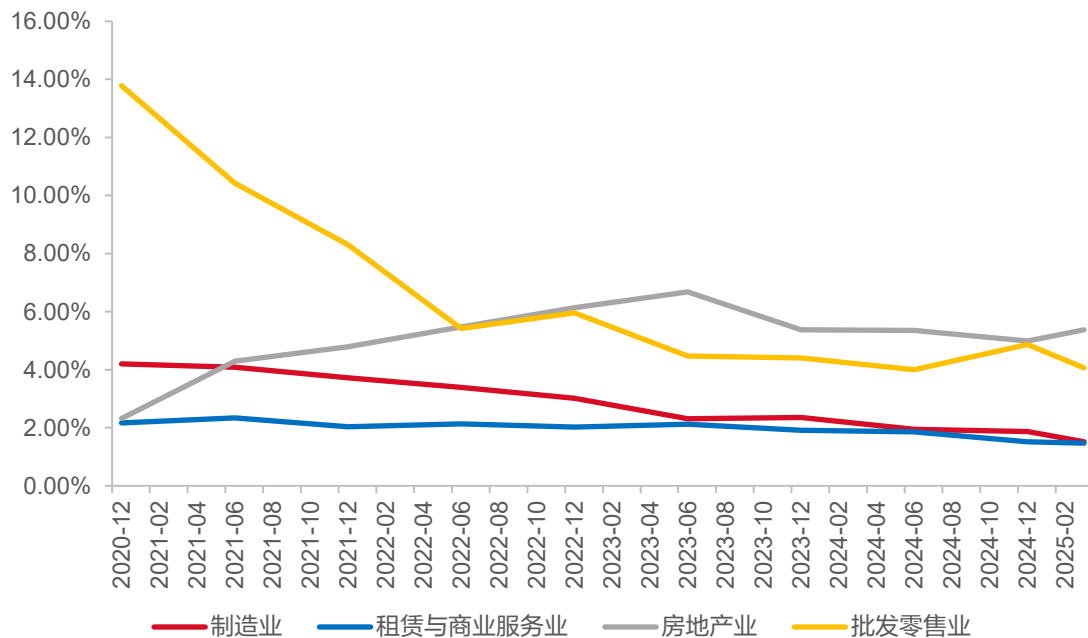


资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所

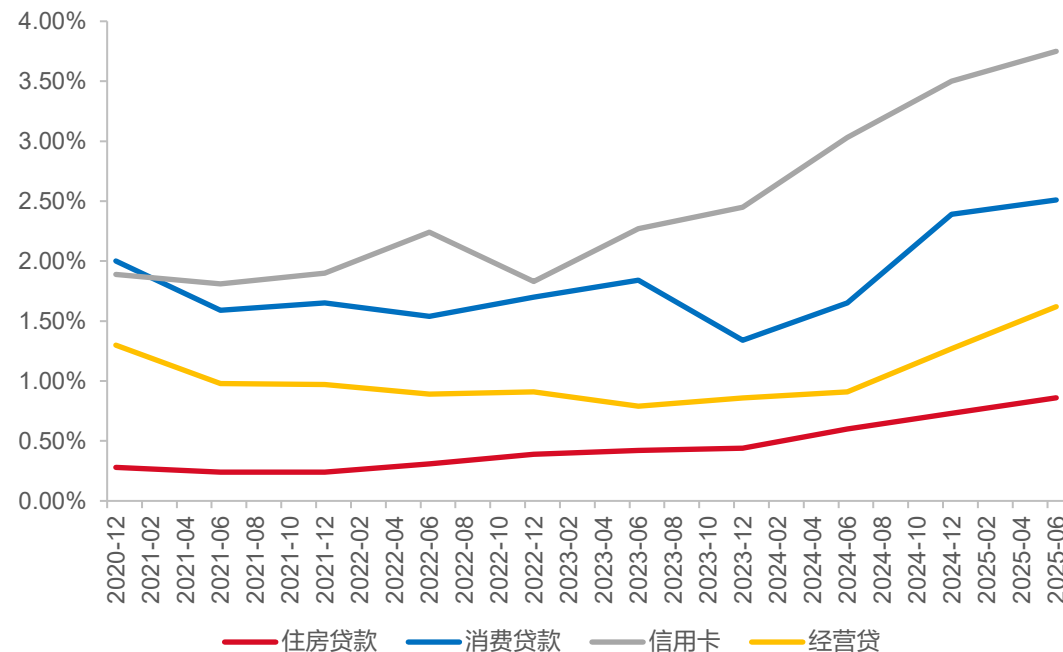
信用风险结构性分化延续

- 宏观经济下行压力加大，市场主体现金流承压，偿债能力下降，银行资产质量压力上升。
- 近年宏观层面的因素一般是结构性的，过剩产能、房地产、地方隐债、个贷等领域风险周期并不重叠：制造业风险2014-2016暴露力度大、房地产风险2021-2023年暴露力度大、个人贷款风险2024年开始上升。

工商银行不良集中行业不良率



工商银行个人贷款不良率



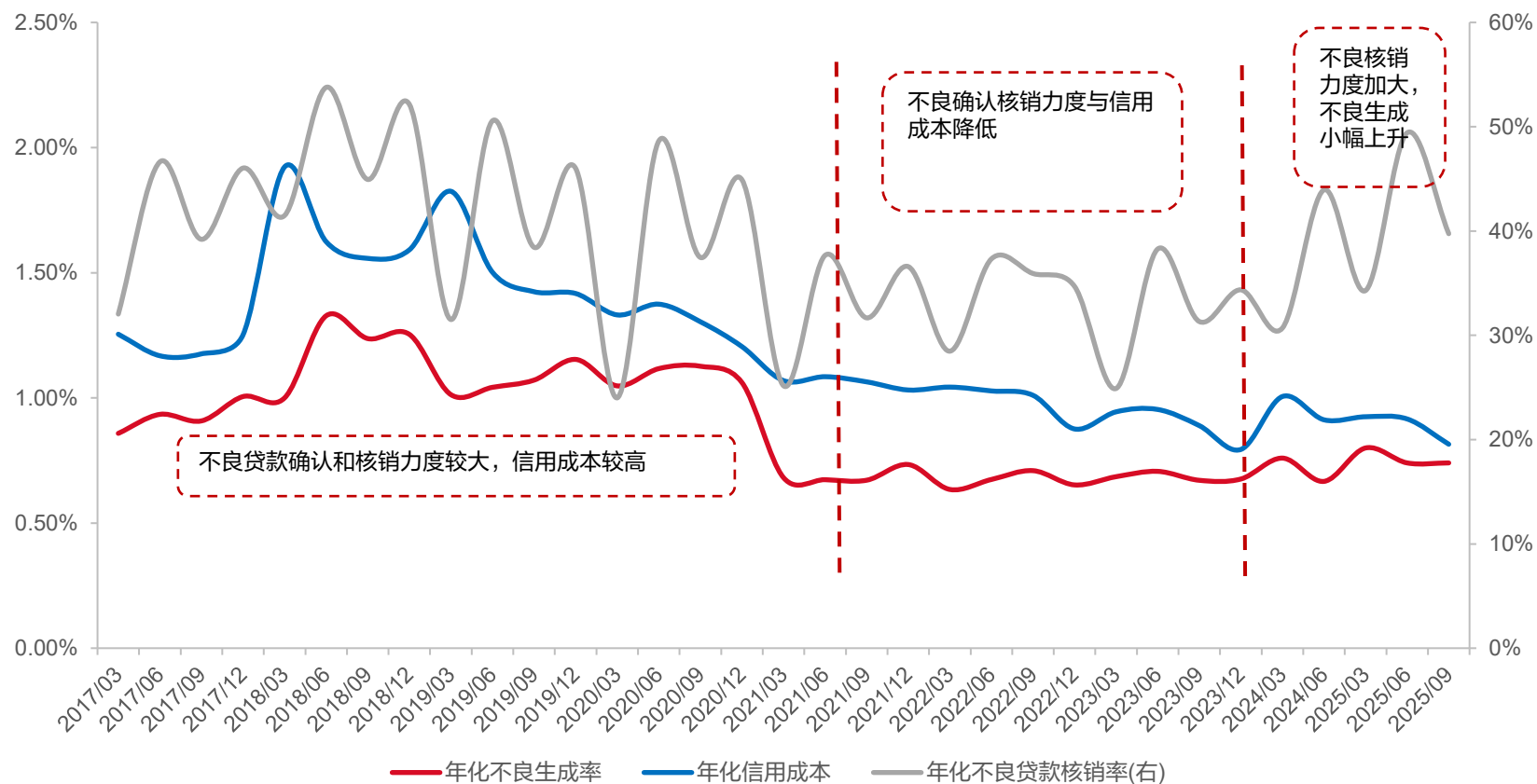
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

不良生成与核销力度边际加大

- 2018-2020年三阶段预期损失法实施；监管要求90天以上逾期贷款纳入不良。银行业主动消化存量风险，加大拨备计提、不良认定及不良核销力度，资产质量明显夯实。
- 2021-2023年，尽管经济周期向下，但受益于前期存量风险出清，银行业不良生成与不良核销回落至低位。
- 2024年以来，由于个人贷款风险持续上升，银行再度加大不良资产处置。

商业银行不良生成率与不良核销率



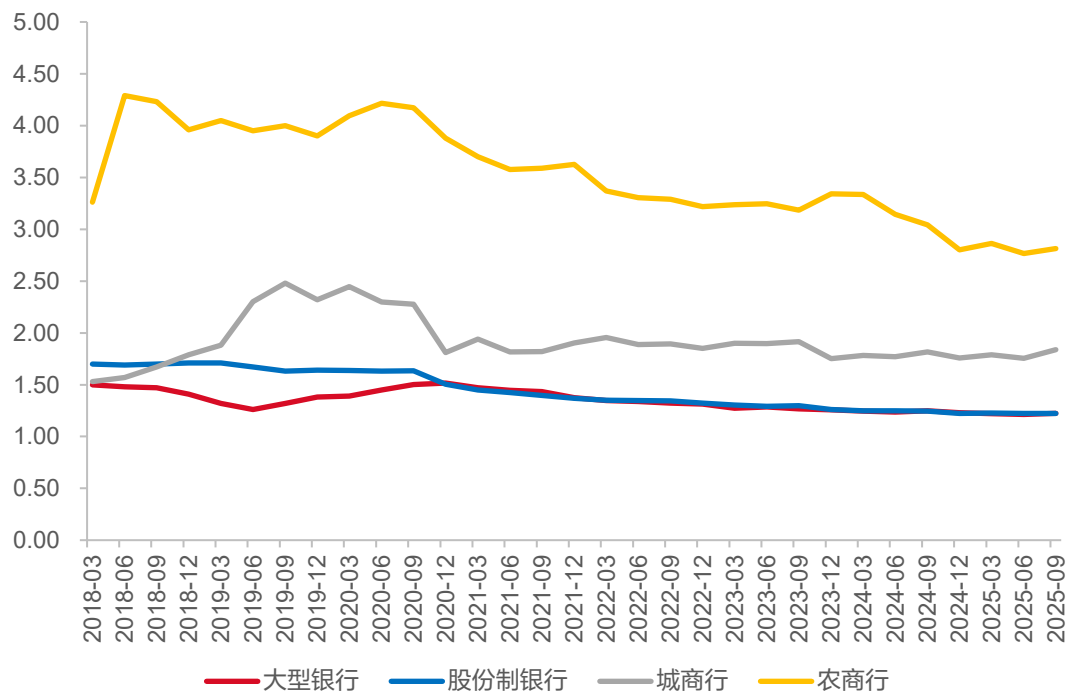
资料来源：人民银行，金管局，Wind，东海证券研究所测算

政策积极、拨备充足，风险处置空间仍然较大

生成端：保障民生、促进消费、稳定地产的政策持续发力，生成端斜率放缓值得期待。

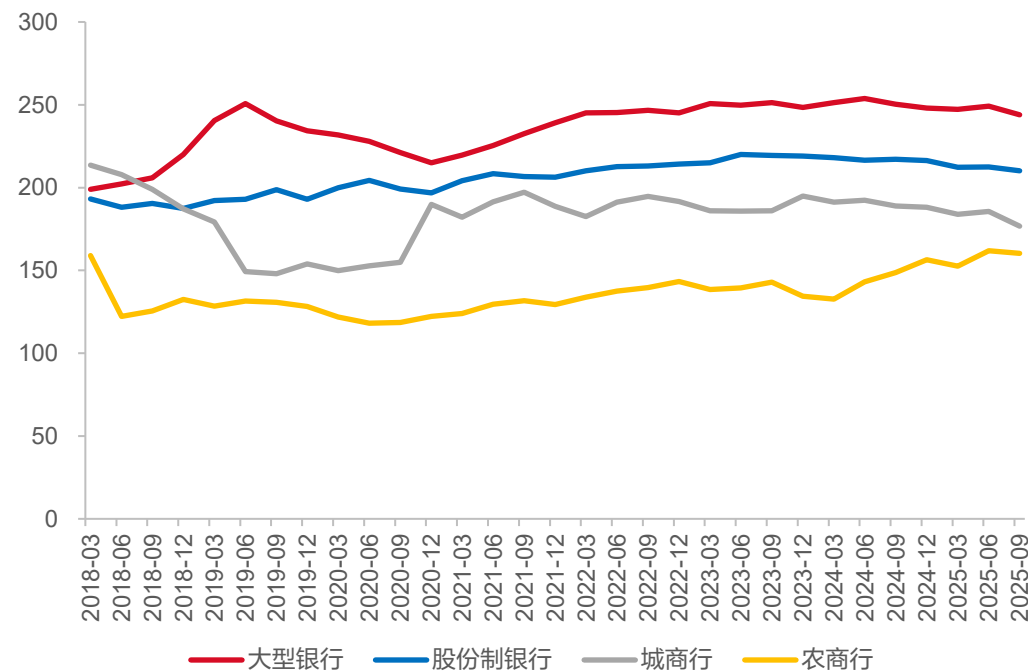
处置端：拨备仍有盈余、隐债置换、资本夯实等积极因素释放不良处置空间，部分客户基础扎实的银行风险有望率先出清。

不同类型银行不良率，单位：%



资料来源：金管局，Wind，东海证券研究所

不同类型银行拨备覆盖率，单位：%

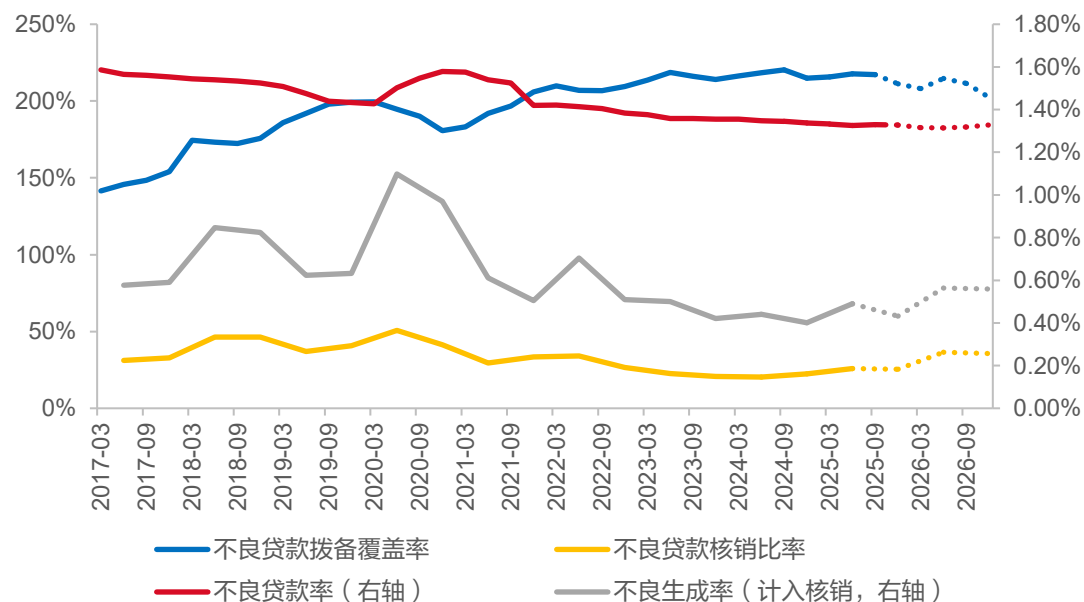


资料来源：金管局，Wind，东海证券研究所

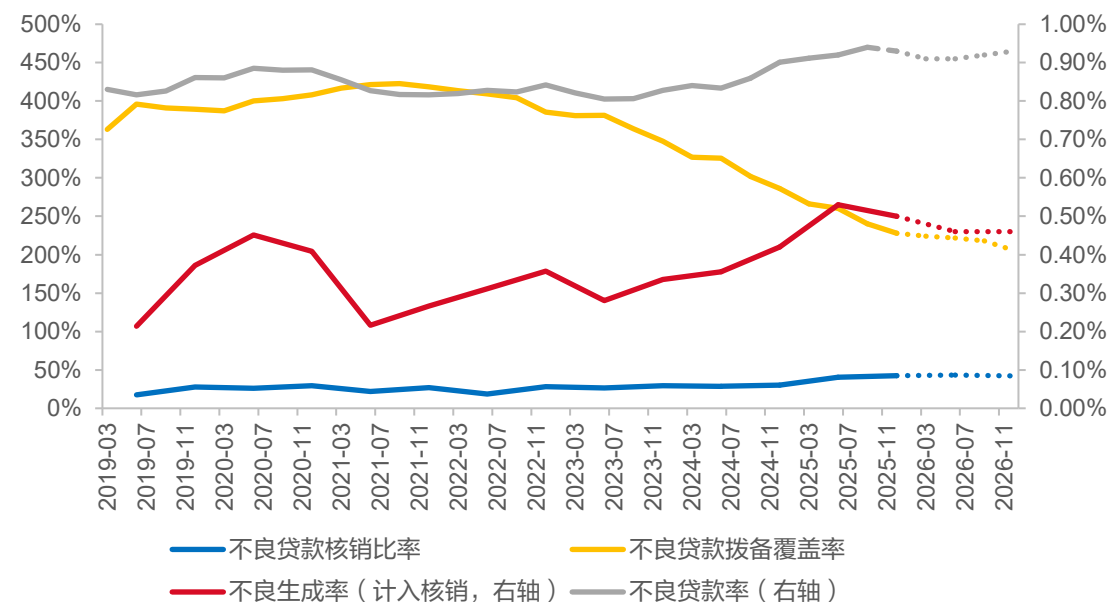
预计资产质量在动态中保持稳定

- 不良生成端或仍面临压力→拨备、资本充裕，核销保持较大力度→不良率稳定，拨备覆盖率或小幅下降。
- 个人端：住房贷款、消费贷、经营贷等信用风险压力依然存在，新生成不良仍面临压力。
- 公司端：前期出清较为彻底，房地产风险拐点向下，整体仍将低位稳定。

工商银行资产质量展望



邮储银行资产质量展望



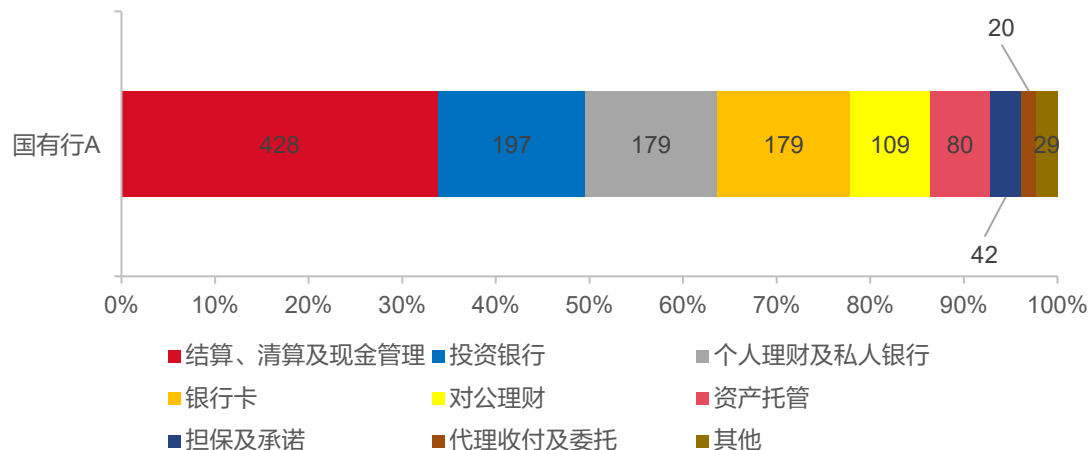
资料来源：公司定期报告，Wind，东海证券研究所
注：虚线为测算值

资料来源：公司定期报告，Wind，东海证券研究所
注：虚线为测算值

中间业务收入构成及影响因素

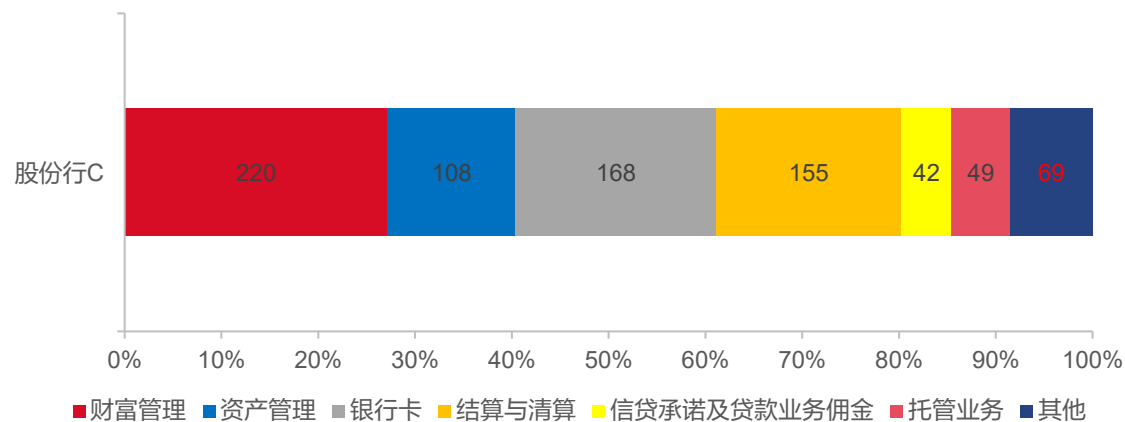
- 资产管理、托管、财富管理：受资本市场、债券市场、银行业务能力等因素影响，波动较大，2022年以来明显承压。
- 银行卡业务收入：信用卡发行量与信用卡透支额影响业务量、市场竞争与宏观利率水平影响费率，2024年因消费放缓承压。
- 结算业务：宏观经济活跃度、进出口影响结算业务量，市场竞争格局与监管导向影响价格。
- 投行业务：主要取决于企业债券融资规模，与信贷周期较为同步。
- 大型银行综合优势较强，中收市场份额高，收入贡献度较高；部分中小银行通过差异化竞争，在细分领域具有优势。

工商银行手续费佣金收入构成，规模单位：亿元



资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所，截至2024/12/31

招商银行手续费佣金收入构成，规模单位：亿元

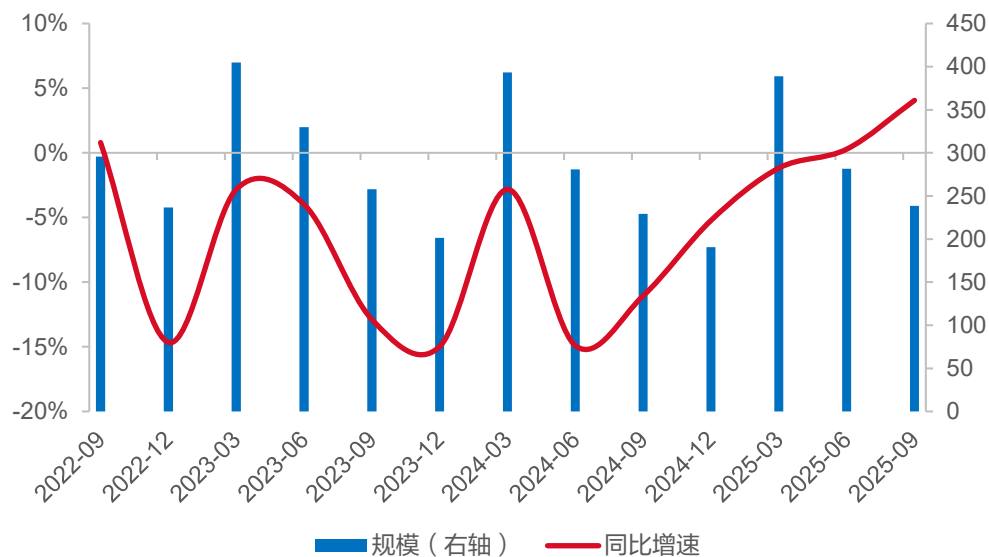


资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所，截至2024/12/31

中间业务收入预计持续改善

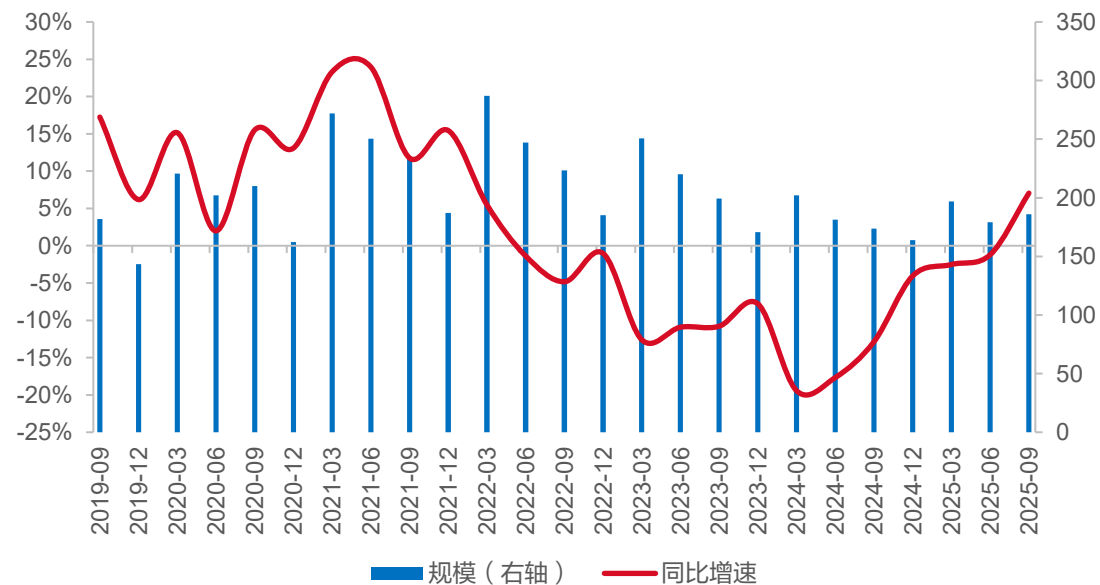
- 资产管理与财富管理转向积极：资本市场较去年明显改善，保险、资管降费影响淡化。
- 银行卡业务收入待改善：关注促消费、民生政策加码效果。
- 结算业务平稳：资产端下行趋于平衡，结算业务量与费率或趋于稳定。

工商银行单季度手续费及佣金净收入，右轴单位：亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

招商银行单季度手续费及佣金净收入，右轴单位：亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

交易业务收入面临的市场环境承压

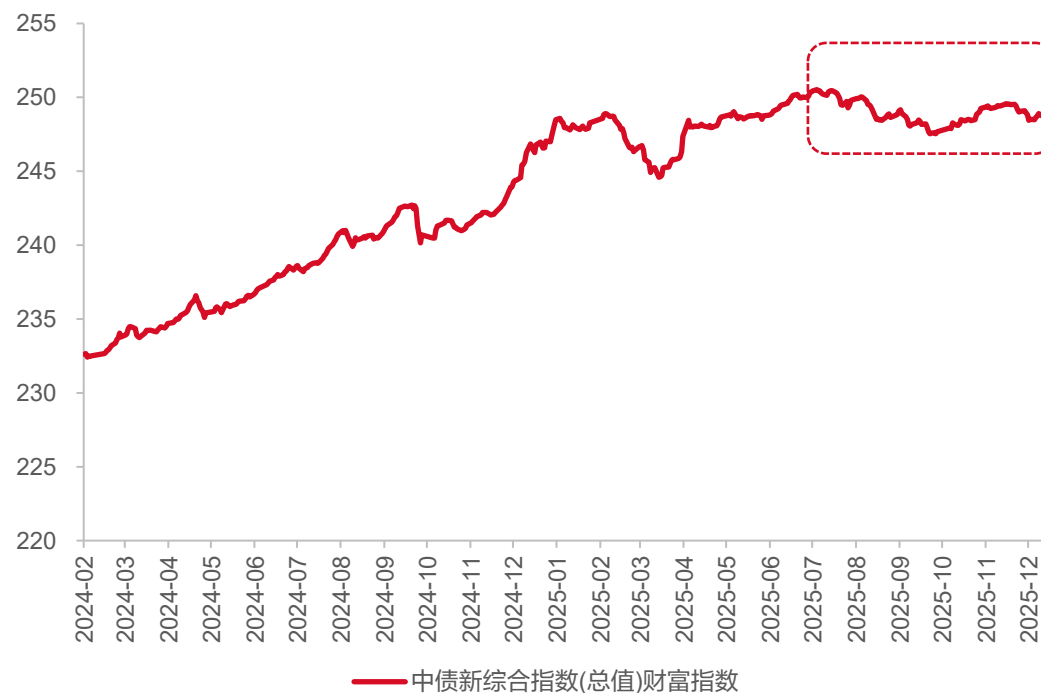
- 出口及新经济增强宏观经济稳健性，部分行业景气度上升，稳增长压力放缓，市场风险偏好回升。
- 股票市场表现良好，而银行交易业务所处的债市波动加大。

2025年沪深300指数明显上涨



资料来源：Wind，东海证券研究所

2025年债市从牛市进入震荡市

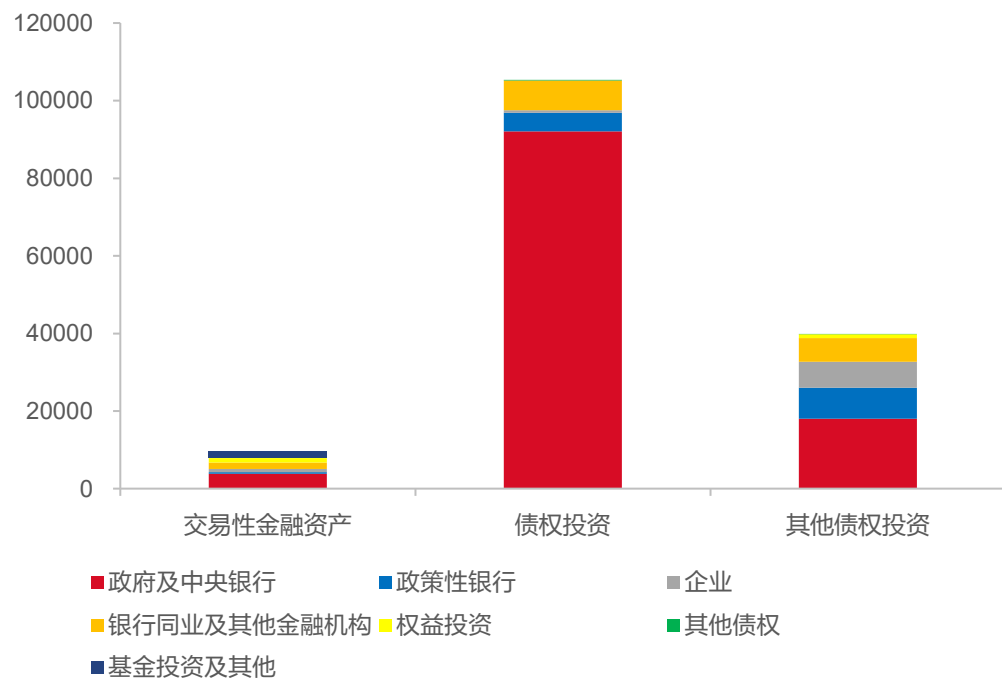


资料来源：Wind，东海证券研究所

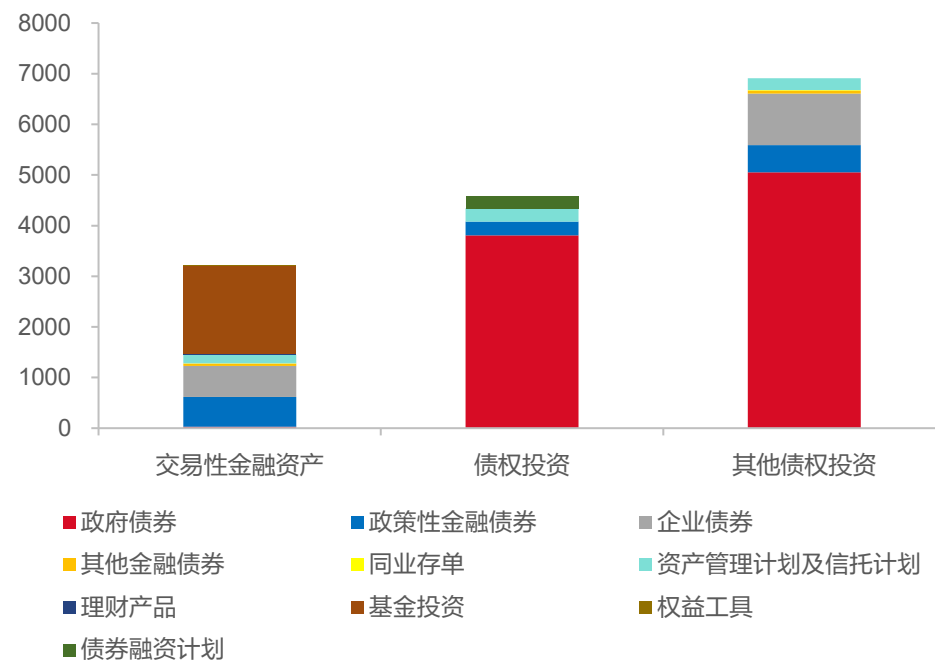
交易性业务对中小银行的贡献度明显减弱

- 中小银行：金融投资占总资产比重较高；资管计划与基金投资占比较高；交易性金融资产及其他债权投资（按照市价计量）比例高，当期损益受市场影响较大。在债市震荡行情中，投资收益及公允价值变动损益受到的负面影响较大。
- 大行：债权投资（按照实际利率摊销）比例较高，当期损益受市场影响较小。债市波动行情对总收入影响较小。

工商银行金融投资规模，单位：亿元



宁波银行金融投资规模，单位：亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所，截至2025/06/30

资料来源：Wind，东海证券研究所，截至2025/06/30

人民币升值明显，汇兑收益显著

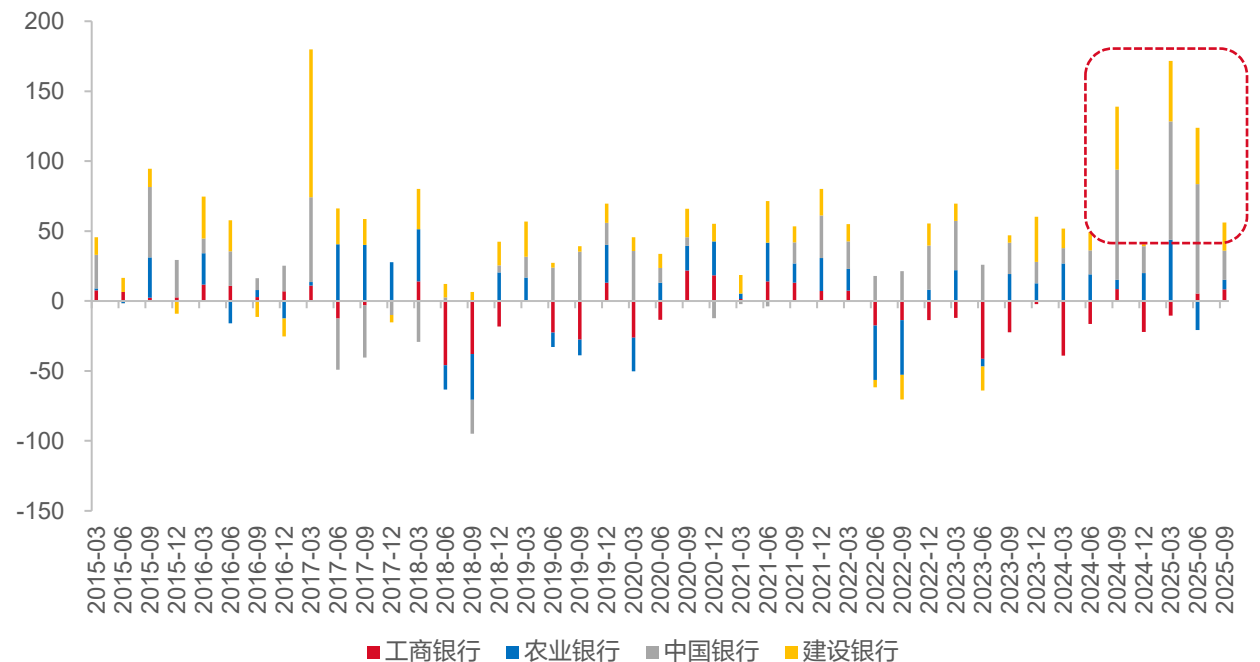
- 汇兑损益与人民币汇率有较强的关联性。人民币快速升值的行情中，外币资产及海外利润折算人民币价值回升。虽然银行会通过外汇远期、掉期等衍生工具对部分风险敞口进行对冲，这会平滑或抵消一部分汇率波动带来的影响，但不能完全对冲。
- 国有大行的外币业务规模远大于中小银行，人民币升值对国有大行的汇兑损益的正面影响更显著。在银行利息收入增长乏力的情况下，汇兑损益对收入的驱动相对较强。

离岸人民币兑美元汇率走势，单位：元



资料来源：Wind，东海证券研究所，截至2025/06/30

国有银行单季度汇兑损益规模，单位：亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所，截至2025/06/30



CONTENTS

一、红利属性行情仍有韧性

二、经营压力缓解，捕捉周期弹性

三、投资建议

四、风险提示

在红利韧性中捕捉周期弹性

- 在资产荒缓解的新环境下，红利属性很难再现2024年上半年的普涨行情，市场将更加看重分红的可持续性与分红比例的稳定性，优先关注大型银行。
- 银行净息差压力有望明显减轻，关注顺周期弹性。部分银行存量风险计提充分，拨备覆盖率的蓄水池效应将转化为利润转回的潜在动力。首选在本轮信用风险周期中资产质量保持领先优势的头部中小银行。

关注公司估值表

关注标的	最新价 (元)	总市值 (亿元)	市净率PB			每股净资产(元)				
			最新	2025E	2026E	2027E	最新	2025E	2026E	2027E
工商银行	7.81	25871.00	0.74	0.72	0.67	0.64	10.62	10.92	11.59	12.28
邮储银行	5.40	6366.95	0.64	0.63	0.63	0.58	8.44	8.51	8.63	9.26
招商银行	41.70	10745.80	0.96	0.92	0.84	0.77	43.21	45.31	49.60	54.12
宁波银行	28.00	1849.01	0.86	0.80	0.71	0.63	32.69	35.15	39.55	44.42
常熟银行	7.06	234.15	0.79	0.75	0.67	0.60	8.97	9.40	10.52	11.81
江苏银行	10.24	1879.18	0.74	0.71	0.64	0.58	13.90	14.36	15.94	17.71
苏州银行	8.35	373.30	0.76	0.74	0.68	0.63	11.01	11.28	12.23	13.21

资料来源：iFinD，东海证券研究所，截至2025/12/26

注：最新每股净资产为公告值；招商银行、江苏银行、苏州银行每股净资产预测值为iFinD一致预测



CONTENTS

一、红利属性行情仍有韧性

二、经营压力缓解，捕捉周期弹性

三、投资建议

四、风险提示

风险提示

- **个贷风险快速上升。**受居民收入及就业放缓影响，消费贷、信用卡透支、经营贷等品种资产质量持续承压。若居民收入与就业形势进一步明显恶化，个贷风险或明显上升，相应减值损失计提压力上升，侵蚀盈利水平。
- **制造业风险快速上升。**近年信贷支持制造业力度较大，推动落后产能有序退出对该领域的资产质量产生不确定性。
- **贷款利率下行幅度明显大于存款利率导致息差明显收窄。**存贷款实现同步降息消除不对称降息风险。若信贷需求不足、存量贷款利率下调等因素对贷款利率造成冲击，而存款利率未能及时调整，息差下行压力将明显加大，影响盈利稳定性。
- **中小银行风险快速上升。**中小银行数量众多，关乎金融体系稳定性。当前中小银行改革化险效果较好，高风险金融机构有序压缩。若因突发事件导致中小银行风险快速上升，可能引发风险传染的担忧情绪。

评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089

Thanks
For Watching

感谢聆听

务实 创新
规范 协同



东海证券



东海研究