海外银行借鉴系列

日本银行估值演绎：风险出清、盈利承压与ROE重估

优于大市

核心观点

日本银行2000年以来经历了“不良出清-低利率压制盈利-息差筑底回升”三阶段，定价核心由存量风险出清逐步转向远期ROE中枢上修，其估值演变为理解我国银行定价提供一定参照。首先，2002年《金融再生计划》加速不良处置，叠加经济回暖，推动东证银行指数PB由2003年约0.8倍修复至2005年底约2.8倍。我国上市银行2022~2023年也经历了类似行情，房地产及地方债务风险政策化逐步出清缓解了市场的担忧，推动估值从极度悲观水平修复，也解释了该阶段盈利承压与估值回升并存的现象。

日本红利策略在低利率及利率正常化阶段均表现占优，而日本银行股在低利率时期跑输大盘，关键在其ROE持续下行且底部不明。MSCI日本高股息收益指数长期跑赢东证指数，2016年负利率政策实施后超额收益明显扩大；即使2022年之后日本逐步走出通缩、迈向利率正常化，红利策略依然占优。相比之下，日本三大行在低利率时期受制于ROE持续下行且底部不明，并不符合MSCI高股息收益指数筛选标准，也明显跑输大盘。这表明高股息配置价值的关键是盈利与分红的可持续性。

日本银行2022年以来估值重估源于远期ROE中枢上修，不过目前估值与盈利能力已较为匹配。通胀回升及货币政策正常化预期推动银行股定价由“ROE持续下降”转向“长期回报抬升”，三大行2025财年ROE已修复至约10%~12%，叠加分红比例提升及稳定大规模的股份回购，三大行PB估值一度超过1.8x，10月市场震荡下回落至约1.5~1.7x。结合国际大行盈利能力和估值水平，我们判断PB估值若要进一步重估需要ROE超预期上修。但考虑日本老龄化、潜在增长偏低等长期约束后，日本三大行此轮估值重估或已进尾声。

我国银行盈利企稳夯实红利价值，稳增长政策若加码则赋予远期ROE上修的“看涨期权”。我国经济增长与融资需求仍有支撑，上市银行净息差企稳，我们判断银行此轮ROE下行阶段性底部已明确，其投资逻辑更接近MSCI高股息收益指数中盈利稳健、分红可持续的个股，市场有望给予其盈利确定性估值溢价。同时，规模扩张放缓也为提升分红创造条件，若后续政策进一步加码，远期ROE中枢有望上修，将迎来戴维斯双击。

投资建议：配置上建议关注两条主线：一是经营稳健、分红可预期性较强的农业银行、建设银行等国有大行；二是业绩稳健、兼具成长性与盈利改善弹性的优质区域城商行，重点推荐宁波银行、江苏银行等。

风险提示：经济复苏不及预期，监管政策变动短期冲击银行基本面等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2026E	PE 2027E
601288.SH	农业银行	优于大市	7.47	26,144	0.82	0.86	9.1	8.7
601939.SH	建设银行	优于大市	12.06	31,549	1.34	1.41	9.0	8.6
002142.SZ	宁波银行	优于大市	34.01	2,246	4.27	4.64	8.0	7.3
600919.SH	江苏银行	优于大市	12.72	2,334	1.93	2.19	6.6	5.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

银行

优于大市·维持

证券分析师：田维韦
021-60875161
tianweiwei@guosen.com.cn
S0980520030002

证券分析师：王剑
021-60875165
wangjian@guosen.com.cn
S0980518070002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《净息差企稳支撑业绩回升——银行业2026年三季报综述》——2026-11-02

《银行理财2026年10月月报-公募监管导向给理财转型的启示》——2026-10-11

《银行业四季度投资策略-股息打底，布局业绩上修预期》——2026-10-10

《银行业点评-美联储若加息，美国银行股怎么走？——六轮加息周期复盘》——2026-09-16

《银行理财2026年9月月报-存款搬家缓和，理财买基行为变化》——2026-09-05

内容目录

前沿：日本银行股逻辑演变借鉴意义 4
2000 年以来日本银行基本面三阶段演变 4
存量不良出清后的估值大反弹 6
低利率压制息差阶段：为什么跑输大盘 7
日本股市红利策略为什么长期占优 8
日本的银行为何未能在红利行情中获得超额收益？ 9
净息差筑底反弹后的戴维斯双击 11
日本银行股上涨核心：对远期 ROE 预期上修 11
日本三大行估值是否还有提升空间 12
我国银行兼具红利配置价值与盈利上修弹性 14
投资建议 15
风险提示 16

图表目录

图1： 日本政策利率 4
图2： 日本进入低通胀低增长阶段 4
图3： 日本银行业净利润 5
图4： 日本银行业按起初期末平均余额测算的净息差 5
图5： 日本银行 1992-2007 年不良处置情况 6
图6： 日本银行不良率 6
图7： 日本银行指数资本市场表现 7
图8： 日本银行指数 PB 估值 7
图9： 我国四大行 PB(LF)均值 7
图10： 六大国有行对公贷款不良率 7
图11： 日本进入低利率环境下后，红利策略持续占优 8
图12： 日本低利率环境下 PB 估值在低位震荡 10
图13： 日本银行指数在负利率环境中跑输大盘 10
图14： 日本三大金融集团 ROE 水平 10
图15： 日本三大金融集团净息差 10
图16： 日本三大行股息率水平 11
图17： 日本三大行历年股利支付率 11
图18： 2022 年以来日本银行股持续跑赢大盘 11
图19： 日本银行业贷款同比增速 12
图20： 日本银行业贷款同比增速 13
图21： 日本三大行及银行指数 PB 估值 14
图22： 国际大行估值 14
图23： 摩根大通 ROE 14

表1： MSCI 日本高股息指数前十大权重股 9
表2： 大行盈利底线测算 15

前沿：日本银行股逻辑演变借鉴意义

对中国上市银行而言，2026 年净息差筑底企稳；对公存量包袱大部分已出清、零售不良仍在暴露但整体可控，基本面已经从前几年的预期下降转向筑底企稳。在此背景下，银行股的投资逻辑也从“基本面下行交易”切换至“基本面企稳后估值重估”。基本面企稳改善后市场将如何定价，银行股估值修复的空间有多大，成为当前配置上市银行的核心问题。

从全球银行业基本面演进经验看，2000 年以来日本的银行与近年来的我国银行产业趋势有一定的相似性，都大致经历了三个阶段：存量不良包袱暴露到出清、低利率压制净息差、净息差企稳提升后盈利中枢预期上修。不过需要指出的是，中日两国在经济结构、银行经营环境和金融制度等方面存在显著差异，日本经验不能直接外推至中国；但其银行股在不同基本面阶段的估值表现及定价逻辑，仍可为理解当前我国银行业估值所处阶段提供参照。

基于此，本报告聚焦两个相互衔接的问题：

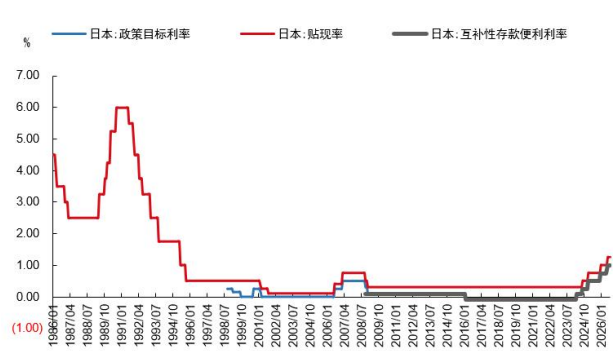
- ✓ 一是日本长期低利率压制银行盈利时期，日本的银行投资核心逻辑是什么，能否持续跑赢大盘？
- ✓ 二是当净息差筑底企稳转向上行预期过程中，ROE 远期上修带来银行股估值修复到什么水平，ROE 与估值的相关性如何。

通过复盘日本银行股在低利率时期的股息价值以及基本面筑底到逐步上修如何提振银行股估值，旨在为判断中国上市银行的估值锚与潜在空间提供海外镜鉴。

2000 年以来日本银行基本面三阶段演变

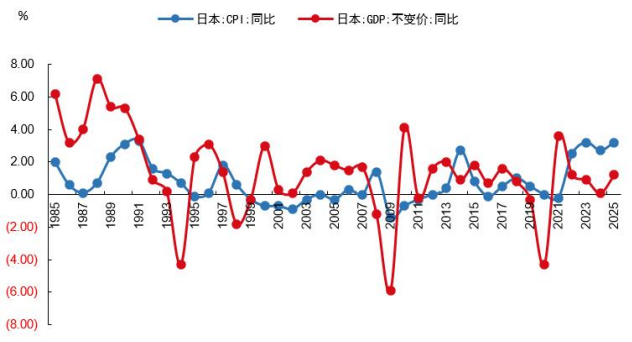
1990 年代日本房地产泡沫破灭后，日本经济长期陷入低利率、低增长、低通胀的“三低”格局。为对抗通缩，日本央行自 1999 年开启零利率政策，并在 2016 年进一步推进至负利率，货币政策宽松空间被不断压缩。

图1：日本政策利率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：日本进入低通胀低增长阶段



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

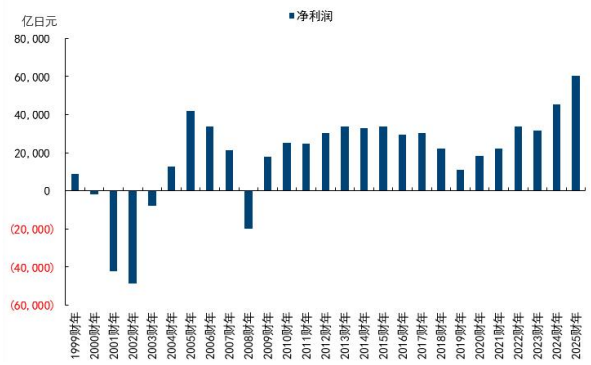
这一局面直到 2022 年才出现根本性转折，受能源价格与日元贬值推动，日本 CPI 同比增速持续稳定突破 2%目标，逐步走出通缩。2022 年底，日本央行开始调整收益率曲线控制政策，2024 年 3 月正式退出负利率并开启连续加息，至 2026 年 9

月政策目标利率已累计上调至 1.25%。2022 年以来温和通胀与利率正常化新常态的确立，为日本银行业息差修复与业绩改善奠定了宏观基础。

综合宏观环境和日本银行业基本面趋势，2000 年以来的日本银行业大致可分为三个阶段（不考虑明显受次贷危机冲击的 2007~2011 年）：

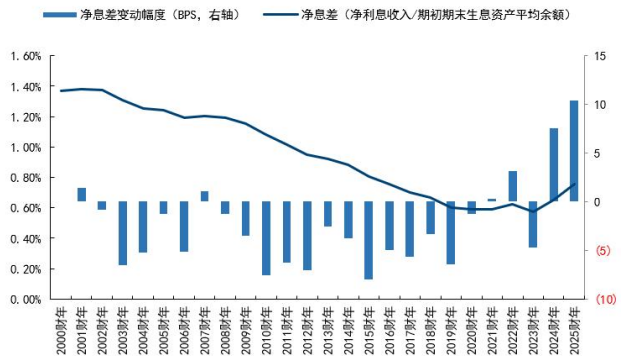
- 存量不良包袱大幅出清，盈利预期修复阶段（2003~2006 年）：房地产泡沫破灭后，1994~2004 日本银行业经历了不良大幅暴露到逐步出清的过程，直到 2004 年日本银行业净利润才实现由亏转盈。（不良暴露和处置过程详情参阅 2024 年 3 月 12 日《海外银行镜鉴系列-泡沫破灭后，日本银行如何生存？》。
- 低利率压制净息差，盈利持续下行阶段（2012~2019 年）：存量包袱出清后，日本银行经营的核心矛盾转向低利率。由于日本长期维持宽松货币环境，政策利率处于极低水平，贷款和债券等资产收益率持续承压；但负债成本在降至低位后空间则逐渐受限，因此日本银行净息差持续下行。该阶段日本银行资产质量总体稳定，但由于净息差受低利率压制持续下行，业绩也处在持续下修阶段。
- 净息差筑底企稳逐步上行，盈利能力修复提升阶段（2020 年至今）：直到 2020 年日本银行业净息差（按照期初期末平均余额测算）才结束大幅下行，真正迎来筑底企稳。此后，随着通胀回升和利率正常化预期增强，日本银行资产端收益率的改善空间逐步打开，2022 年净息差开始迎来向上拐点预期，日本银行的盈利能力持续提升。

图3：日本银行业净利润



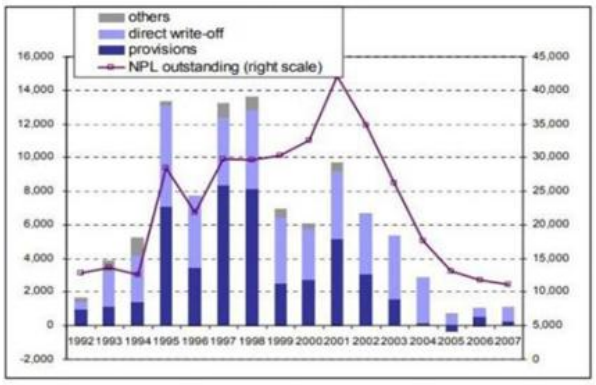
资料来源：JBA，国信证券经济研究所整理。注：日本财年数据，比如 2025 财年是 2025 年 3 月 31 日至 2026 年 3 月 31 日，下同。

图4：日本银行业按起初期末平均余额测算的净息差



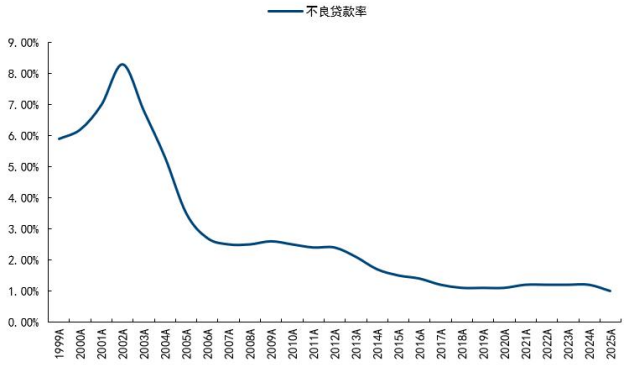
资料来源：JBA，国信证券经济研究所整理

图5：日本银行 1992-2007 年不良处置情况



资料来源：日本金融厅，国信证券经济研究所整理。注明：统计口径除了商业银行外，还包括了信用金库和信用组合等金融机构。

图6：日本银行不良率



资料来源：日本金融厅，国信证券经济研究所整理

接下来，我们将重点探讨上述日本银行基本面三阶段演进过程中，资本市场是如何给日本银行定价的，核心驱动因素是什么？

存量不良出清后的估值大反弹

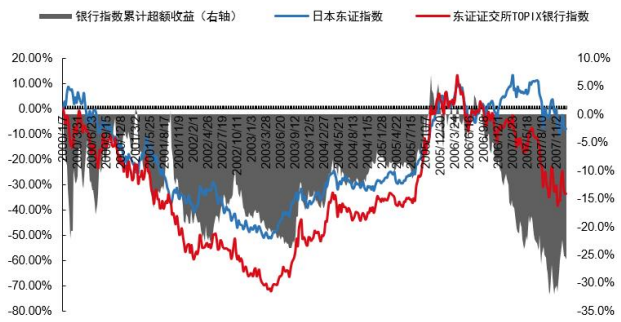
房地产泡沫破灭后，日本银行体系经历了长达十余年的不良资产暴露与处置。在此期间，日本东证银行指数（TOPIX Bank Index）PB 估值从 1994 年的 3.0x 一路震荡走低，一直到 2003 年 4 月底降至约 0.8x，才实现阶段性筑底。虽然在 1999 年注资等政策刺激下出现过短期的反弹，但受制于未彻底解决的存量不良包袱，估值整体下行的趋势并未完全逆转。

伴随存量包袱的大幅出清，市场对资产负债表风险的担忧随之缓解，银行股定价由不良资产折价转向盈利修复。2003 年 5 月开始日本东证银行指数 PB 估值迎来了大幅反弹，PB 估值从约 0.8x 一直修复到了 2005 年底的约 2.8x，完成了从不良出清到价值重估的完整周期。

- 政策攻坚加速不良处置，存量不良担忧缓解：2002 年 10 月日本政府出台《金融再生计划》，设定了“将主要银行不良贷款率减半”的硬性指标，并辅以整理回收机构（RCC）与产业再生机构（IRCJ）等手段加速坏账剥离与企业重组。随着各大银行强力提拨计备、核销坏账与资本重组，银行资产负债表实现根本性修复，市场对银行资产负债表隐性风险的担忧得到根本性缓解。

- 宏观经济回暖配合：同期日本宏观经济在出口与企业设备投资带动下迎来阶段性复苏，进一步夯实了银行基本面修复的基础。

图7：日本银行指数资本市场表现



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图8：日本银行指数 PB 估值



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

2022~2023 年我国四大行也经历过类似的存量风险担忧化解后的估值修复行情。2020 年房地产“三道红线”政策出台后市场景气度快速下行，房企违约风险蔓延，市场对银行业资产负债表潜在不良的担忧显著升温。受此影响，2022 年我国四大行 PB 估值一度下探至约 0.45 倍的历史极值，大幅折价反映了市场对资产质量的悲观预期。然而，伴随监管强力出台“组合拳”（比如：“金融 16 条”与保交楼纾困资金；一揽子化债方案等），存量不良担忧得到有效缓解，推动四大行迎来了一轮估值修复行情。

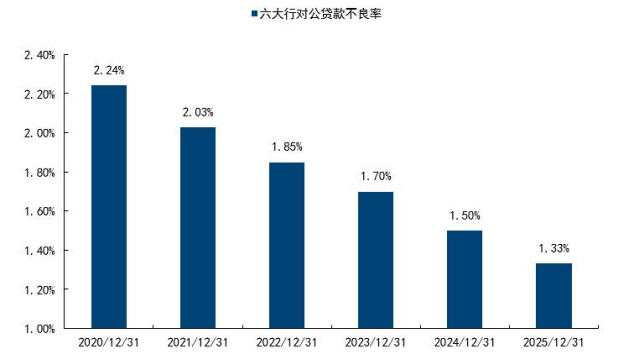
这是理解为什么 2022~2023 年我国四大行基本面持续下行，但是估值持续修复背后的核心逻辑。

图9：我国四大行 PB(LF)均值



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图10：六大国有行对公贷款不良率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

低利率压制息差阶段：为什么跑输大盘

在低利率时期，日本红利策略明显跑赢大盘。但日本三大行在这一阶段并未跑赢大盘，核心原因并非红利策略失效，而是银行自身盈利能力持续弱化。在经济长期低增长、零利率乃至负利率的极端环境下，信贷需求不足、资产收益率下降，而存款成本压降空间有限，银行净息差持续收窄，ROE 水平明显回落。同时，盈

利中枢下移还削弱了未来分红的基础，因此银行股估值受到明显压制。日本经验表明，低利率环境有利于红利资产的相对表现，但高股息并非充分条件，稳定的 ROE 和可持续的分红能力才是红利策略有效的关键。

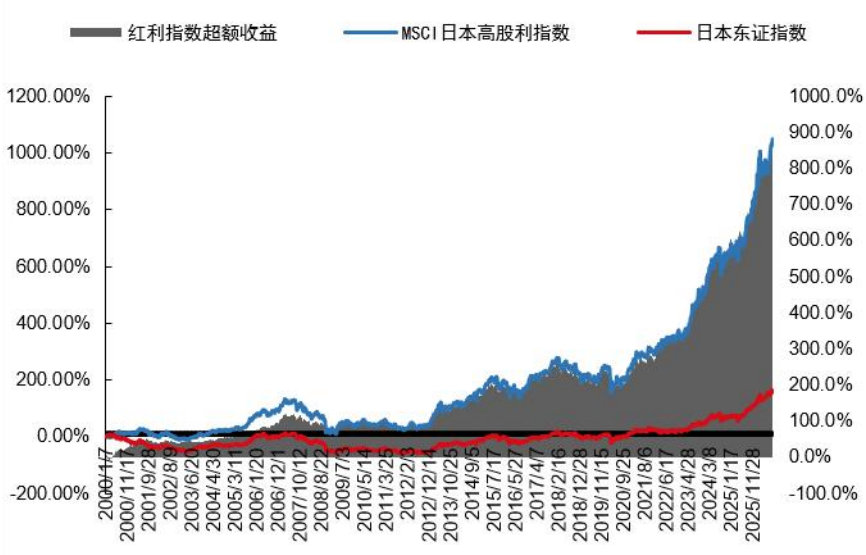
日本股市红利策略为什么长期占优

日本在陷入低利率、低通胀、低增长的宏观格局后，股票市场的风险偏好大幅下降，追求确定性现金流与稳健收益的红利策略持续占优。MSCI 日本高股息指数[1]长期跑赢东证指数，特别是在 2016 年日本央行推行负利率政策后，红利指数的超额收益呈现明显扩大趋势。

不过，更值得关注的是，2022 年以来日本逐步走出通缩并于 2024 年 3 月退出负利率，但 2022 年以来 MSCI 日本高股息指数相对东证指数的超额收益却持续扩大。我们判断，其本质是股息资产盈利能力上修叠加股东回报重塑带来的价值重估，而非简单的低利率避险，日本资本市场红利策略在利率正常化阶段依然跑赢大盘，成为低增长时代最具韧性的配置主线。

我们认为 2022 年以来日本高股息指数依然跑赢大盘，背后至少有三重支撑：一是高股息指数权重集中于具备全球竞争优势的可选消费（如丰田汽车、本田汽车等）、商社、保险等板块，恰是加息与全球通胀共振下直接受益的领域。通缩切换至温和通胀后，企业重获定价权，叠加日元贬值放大海外盈利，毛利率与 ROE 系统性上修；二是 2022 年东京证交所推行 PBR 改革，倒逼企业加大派息与股份回购，超额收益得以持续放大。

图11：日本进入低利率环境下后，红利策略持续占优



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

[1] MSCI 日本高股息收益指数（MSCI Japan High Dividend Yield Index）以 MSCI 日本指数（其母指数）为基础，涵盖其中的大盘股和中盘股。该指数旨在反映母指数（不含 REITs）中那些具备高质量特征、且股息收益率高于平均水平（且该收益率具有可持续性和持久性）的股票表现。此外，该指数还运用质量筛选机制并评估过往表现，旨在剔除那些基本面可能恶化、进而可能导致股息削减或降低的股票。

根据 MSCI 官网显示，日本三大行并不是 MSCI 日本高股息收益指数的权重股。该指数选股剔除机制(Methodology)严苛,特别是对分红可持续性(Sustainability)和财务质量（Quality）的有着严格的筛选标准。

（1）股息稳定性与增长要求（Dividend Persistence）：指数要求成分股必须在过去 5 年内具有非负的每股股息（DPS）增长率。日本三大行虽然在近年来（尤其是在东证交易所推动公司治理改革、日本央行退出负利率后）大幅提高了派息和回购力度，但在过去低利率压制时期，每股红利增长曾出现过停滞或微跌。只要 5 年复合指标未能完全达标，就会被系统性剔除。

（2）质量因子得分（Quality Screens）：指数对企业的净资产收益率（ROE）、负债率（Leverage）以及盈利稳定性进行综合评分，并直接剔除得分排名靠后的企业。作为传统金融机构，日本三大行的资产负债表规模极其庞大，杠杆率天然远高于一般工业或消费类企业；同时，在长期的低利率环境下，日本银行业的 ROE 普遍偏低。这导致它们在 MSCI 严苛的“质量因子”定量模型中得分并不占优，容易被该环节刷掉。

（3）相对股息率与极端派息率筛选（Payout Ratio Screens）：指数不仅要求股息率达到母指数的 1.3 倍以上，还会剔除派息率（Payout Ratio）过高（处于市场前 5%极端水平）的公司，以防范“股息陷阱”。部分银行在盈利波动期为了维持红利额度，派息率会阶段性飙升。在模型看来，这种高派息可能“不可持续”，因而会被安全机制排除

表1：MSCI 日本高股息指数前十大权重股

排名	成分股名称	权重(%)
1	KOMATSU	5.67%
2	DAICHI LIFE GROUP	5.41%
3	ITOCHU CORP	5.32%
4	HONDA MOTOR CO	5.27%
5	MS&AD INSURANCE GROUP	5.05%
6	SOFTBANK CORP	5.02%
7	KDDI CORP	5.01%
8	TOKIO MARINE HOLDINGS	4.84%
9	TOYOTA MOTOR CORP	4.71%
10	NTT CORP	4.47%
	前 10 大合计	**50.77%**

资料来源：MSCI 官网，国信证券经济研究所整理。注：数据截至 2026 年 9 月 30 号。

日本的银行为何未能在红利行情中获得超额收益？

尽管低利率环境下日本市场红利策略持续占优，但日本银行股表现欠佳；尤其是 2016 年进入负利率环境后，银行估值进一步承压，明显跑输大盘。我们判断核心因素是日本的银行股在极端的零增长负利率的环境下，ROE 水平出现明显回落且底部不明确。

银行股的“股息率≈分红支付率×ROE÷PB”，当 ROE 出现明显下行后，PB 也需要相应下行才能维持稳定的股息率。同时，ROE 若出现明显下行，分红比例不确定性也会大幅增加。因此，即使市场利率下降，若银行预期 ROE 下降更快，银行 PB 估值下降可能更明显。

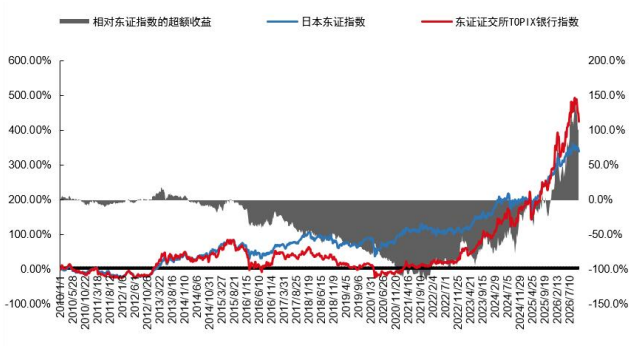
在日本极端的低利率环境下，市场对日本银行股的 ROE 预期悲观，盈利底部不确定，这也是上文我们指出的为什么日本三大行没有纳入 MSCI 日本高股息指数权重的核心因素之一。日本低利率对净息差形成明显压制，净息差呈现明显回落趋势，与此同时，融资需求偏弱限制了银行以规模扩张弥补息差损失的能力。因此，虽然该阶段资产质量稳健，但盈利能力大幅下滑，日本三大行 ROE 水平从 2011 财年的约 10%降到了 2020 财年的约 5%，更重要的是市场寻不到盈利能力的底部区间。因此，日本三大行的估值在低位震荡下行。

图12：日本低利率环境下 PB 估值在低位震荡



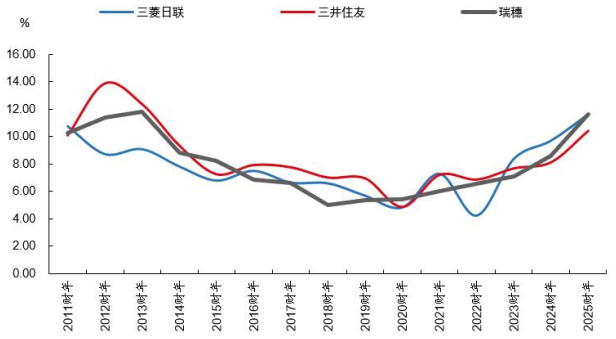
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图13：日本银行指数在负利率环境中跑输大盘



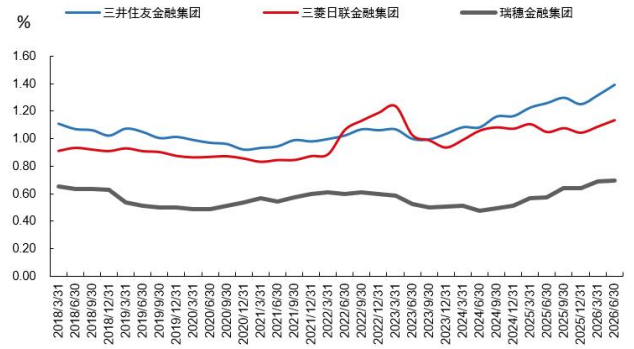
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图14：日本三大金融集团 ROE 水平



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图15：日本三大金融集团净息差

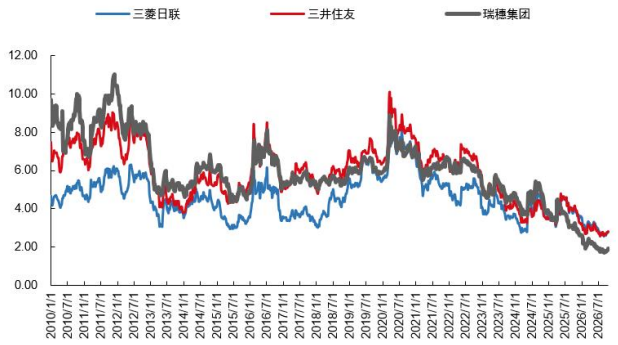


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

日本银行业的经验表明，高股息策略能否成立，关键在于盈利底线是否清晰。2012~2021 年，在极端的低利率低增长环境下，日本三大行盈利能力整体承压，市场对其盈利何时企稳缺乏明确预期，简单按照：ROE 下降到 5%，30%分红比例来测算，PB 估值 0.5x 对应的股息率为也只有 3%。

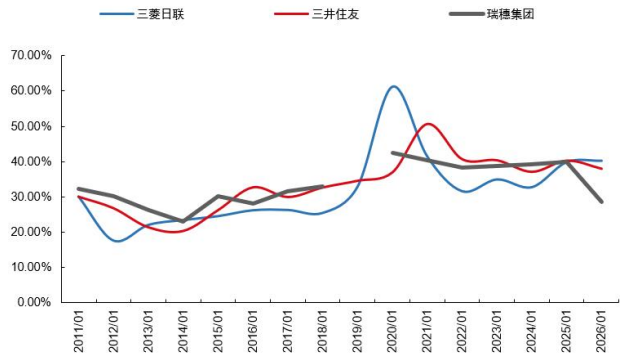
这意味着，当期高股息率本身并不足以构成可靠的估值支撑，评估股息价值，核心前提是对其可持续 ROE 的底线有较高把握，并确认相应的分红能力能够维持。

图16：日本三大行股息率水平



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图17：日本三大行历年股利支付率



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

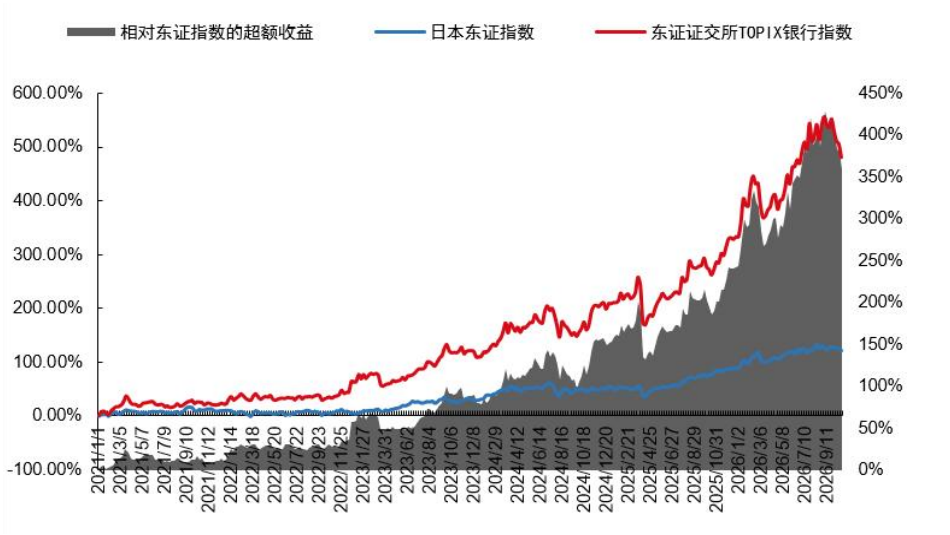
净息差筑底反弹后的戴维斯双击

日本银行股上涨核心：对远期 ROE 预期上修

日本银行股 2022 年以来持续上涨，核心在于市场对其长期 ROE 中枢预期的上修。此前，长期低利率持续压制净息差，市场因此担忧低 ROE 将长期延续，更重要的是对与 ROE 底部预期并不明确。2022 年起，日本开始提高对经济摆脱通缩、货币政策正常化的预期，2022 年底日本央行调整收益率曲线控制政策，进一步增强了这一判断，2024 年 3 月日本央行退出负利率，使这些预期逐步获得基本面验证。

因此，市场对日本银行股的定价也由“ROE 可能继续下行”转向“盈利底部清晰、长期回报有望抬升”。2025 财年日本三大行 ROE 已修复到约 10%~12%，ROE 中枢预期上修是推动此轮日本银行股估值修复的核心因素。

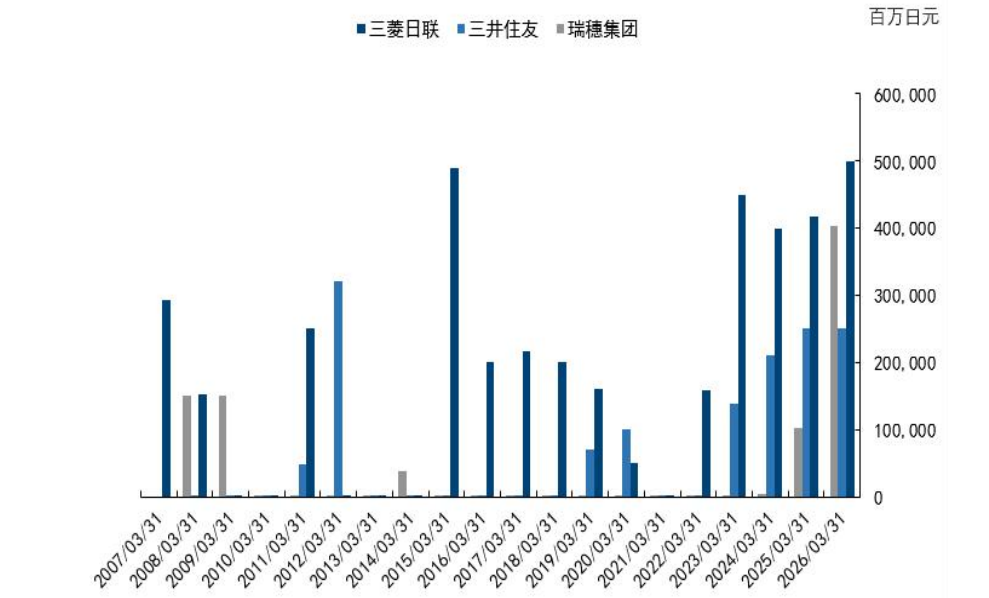
图18：2022 年以来日本银行股持续跑赢大盘



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

日本银行股的估值修复不仅受益于 ROE 回升，也得到股东回报强化的支撑。随着盈利恢复，以及在 2022 年东京证交所推行 PBR 改革推动下，日本大行整体将分红比例提升至约 40%的水平；同时，加大持续股份回购力度，增强市场对未来回报可持续性的信心，成为推动股价上涨的重要因素。

图19：日本银行业贷款同比增速



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

日本三大行估值是否还有提升空间

相较于当前日本银行的盈利能力预期，日本三大行估值提升或已较为充分，后续股价上涨将更依赖盈利增长，而非估值中枢继续抬升。2026 年 9 月底，日本三大行指数 PB 估值修复到约 1.8x，10 月份以来出现了小幅回落，截至 2026 年 10 月 22 日，日本三大行 PB 估值约 1.5~1.7x。我们判断从日本宏观环境和国际大行比较而言，日本国际大行 PB 估值或大概率已进入修复的尾声。

从宏观环境看，日本摆脱长期通缩、货币政策逐步正常化，已经推动市场重新评估银行的盈利能力，但并不意味着 ROE 可以持续快速上升。日本人口老龄化、潜在经济增速偏低等结构性因素仍约束长期信贷需求，随着加息逐步传导至负债端，存款竞争和付息成本上升也将削弱息差扩张的弹性。同时，2022 年伴随经济稳步复苏，日本贷款扩张较快，未来能否持续保持高增，以及扩张后期是否会出现信用风险仍有不稳定性。

图20：日本银行业贷款同比增速

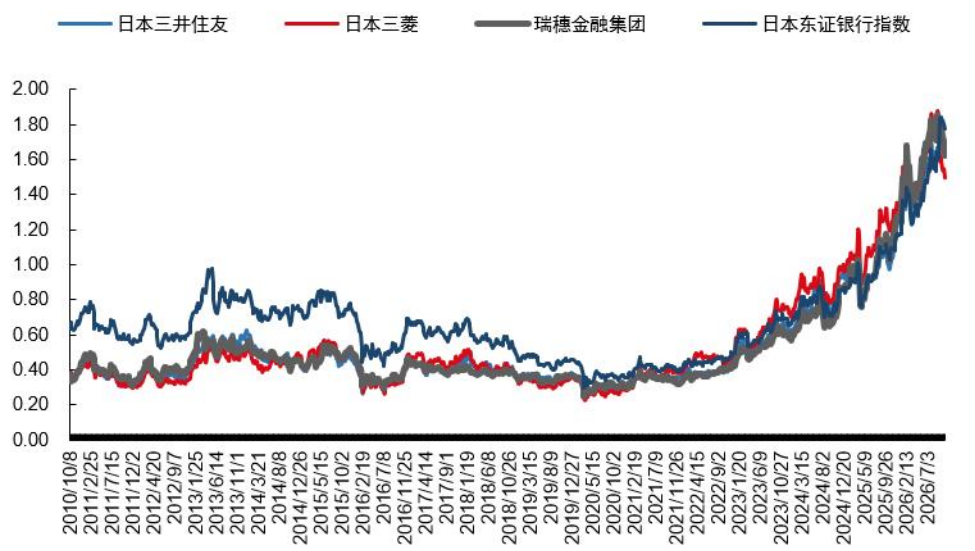


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

与国际大行对照看，日本三大行 ROE 水平和估值已经较匹配。三井住友、三菱日联和瑞穗最新 PB 估值约为 1.5~1.7 倍，对应 2025 财年 ROE 约为 10%~12%；与国际大行相比，其 ROE 水平和估值已经较匹配。摩根大通约 2.5 倍 PB 对应 2025 年约 17%的 ROE，其较高估值具有更强盈利能力的支撑；更重要的是，摩根大通 ROE 长期处在 10%以上的水平，持续处在全球同业前列。我们判断日本银行若要进一步向这一估值水平靠拢，需要证明更高 ROE 的可持续性。

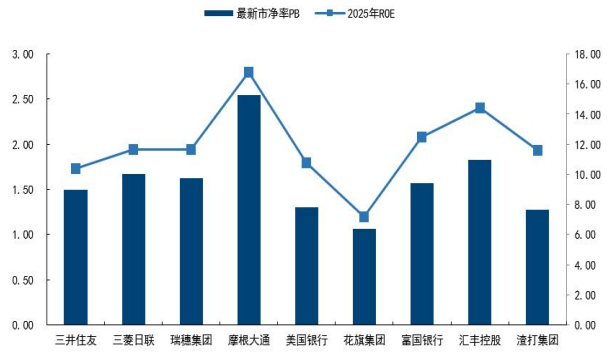
总而言之，我们判断日本三大行当前估值已反映相当程度反应盈利中枢抬升的预期。未来宏观经济环境能不能支撑 ROE 进一步超预期上行是能否支撑估值进一步抬升的关键，不过结合目前日本宏观经济而言，ROE 进一步抬升的不确定性较高。因此，我们判断日本银行股投资回报未来将更多来自盈利积累下的现金分红及回购，而不是估值的提升。

图21：日本三大行及银行指数 PB 估值



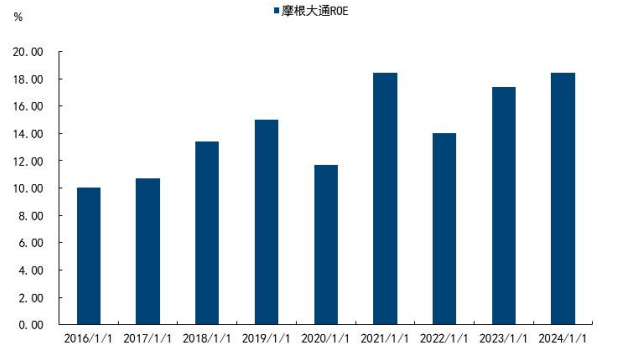
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图22：国际大行估值



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图23：摩根大通 ROE



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

我国银行兼具红利配置价值与盈利上修弹性

我们判断我国上市银行当前投资价值来自于两层：一是业绩底部明确下可持续分红的配置价值；二是政策加码改善经济和信用环境后，远期 ROE 中枢上修带来的估值弹性。前者是配置基础，后者是买入看涨期权。

（1）ROE 阶段性底部明确，盈利稳健的高确定性支撑配置价值。我们判断，低利率环境下，我国四大行的投资逻辑更接近 MSCI 日本高股息收益指数中盈利稳健、分红可持续的个股。日本三大行在长期低利率阶段未能充分体现高股息配置价值，核心在于低增长、零利率乃至负利率持续侵蚀净息差，导致 ROE 不断下行，且市场难以判断盈利底部。

相比之下，我国宏观环境与金融制度存在显著差异，经济增长与融资需求仍为银行经营提供支撑。2025 年 12 月 5 号《银行业 2026 年经营展望：价格篇-货币政策相机抉择，净息差下降尾声》已经从资本平衡线、盈亏平衡线、风险定价机制几个角度阐述了维持底线 ROE 必要性和能力。结合净息差筑底企稳、存量风险逐步化解的趋势，我们判断国有大行此轮 ROE 下行的阶段性底部已经明确。同时，规模扩张放缓有助于缓解资本消耗，2026 年半年报多家银行小幅提高分红比例，也体现出盈利稳健背景下提升股东回报的空间。

总而言之，国有大行的配置价值不仅来自当期股息率，更来自盈利底部清晰所支撑的持续分红能力，市场有望给予其业绩稳健的高确定性一定估值溢价。结合当前的股息率水平，我们判断估值仍有一定的修复空间。

表2：大行盈利底线测算

净息差	**1.20%**	**1.30%**
非息收入占比	25%	25%
成本收入比	35%	35%
资产减值计提成本	0.40%	0.60%
ROA	0.64%	0.53%
杠杆率	12.50	12.50
ROE	8.0%	**6.6%**

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和测算

（2）政策加码的力度决定远期 ROE 能否上修，相当于买入一个看涨期权价值。我们判断，在 ROE 阶段性底部明确的基础上，政策能否推动盈利中枢回升，将决定银行估值修复的高度。若稳增长政策进一步提振有效融资需求，银行盈利便有望从底部企稳转向持续改善，推动市场上修远期 ROE 预期，形成盈利与估值同步提升的戴维斯双击。日本经验验证了这一逻辑，日本三大行 ROE 由 2020 财年的约 5%回升至 2025 财年的 10%~12%，PB 估值最高修复至 1.8x 以上。结合上文国际大行 ROE 和 PB 估值比较，市场愿意为较高且可持续的 ROE 支付溢价，摩根大通长期高 ROE 使其 PB 估值提升至约 2.5x 的相对高位。

投资建议

日本经验表明，高股息配置价值的基础是盈利与分红的可持续性。日本三大行在长期低利率阶段因 ROE 持续下行、盈利底部不明而跑输大盘。随着宏观环境改善、盈利预期上修，ROE 由 2020 财年的约 5%回升至 2025 财年的 10%~12%，推动估值显著修复。我国宏观环境与金融制度不同，经济合理增长为 ROE 企稳提供支撑。我们判断，国内银行此轮盈利下行的阶段性底部已明确，稳健分红具备持续基础。同时，若政策进一步加码带动有效融资需求回暖、信用成本下降，远期 ROE 中枢有望上修，迎来戴维斯双击。

总体而言，我们判断我国银行目前兼具红利配置价值与盈利上修弹性。配置上建议关注两条主线：一是经营稳健、分红可预期性较强的农业银行、建设银行等国有大行；二是业绩稳健、兼具成长性与盈利改善弹性的优质区域城商行，重点推荐宁波银行、江苏银行等。江浙地区民营经济活跃、产业基础扎实，经济改善往往领先全国，优质城商行有望率先受益于区域融资需求回升与客户经营改善，凭借较强的客户服务和风险管理能力，将区域优势转化为盈利增长，在政策加码阶段体现更强的 ROE 韧性与重估弹性。

风险提示

稳增长不及预期，银行资产质量下行压力增大。银行是强监管行业，若后续发布的政策不利于短期银行基本面，则会对银行短期估值带来冲击。国际政治动荡，海外不确定加大，需要警惕海外局势变化对风险偏好的影响。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032