

2026年3月18日



息差企稳，把握两条投资主线

——银行业2026年投资策略

证券分析师
姓名：廖志明
资格编号：S1350524100002
邮箱：liaozhiming@huayuanstock.com



■ 商业银行经营环境：信贷增长乏力，财政支持力度不弱

- 当前商业银行信贷增长步入“重质轻量”的新常态，区别于过往“以量补价”的策略，银行信贷投放注重效益，同时聚焦于国家支持的产业，这导致了信贷增长有别于过往粗犷的模式，截至2026年2月末人民币贷款增速放缓至6%，信贷需求持续疲弱导致银行扩表乏力。但财政政策仍保持更加积极的基调，2026年广义赤字率约为8.0%。尽管广义赤字率边际有所下降，但财政效能不仅看当期而要看长期，2026年财政资金对信贷需求的撬动不弱于2025年，化债或仍持续抑制信贷增速，我们认为2026年人民币贷款增速或回落至6.0%附近。

■ 盈利水平逐步企稳，零售风险仍有压力但仍可保持乐观

- 2025年前三季度上市银行营收、归母净利润增速分别为0.9%和1.5%，营收增速较2025H1小幅回落，盈利能力延续修复。机构间分化仍明显，国有行利润增速较2025H1转正，主要源于财政相关政策（贴息、债务置换、政策性金融工具）赋予大行更强扩表动能；股份行、农商行仍面临较大的经营压力包括信贷需求不足以及风险扰动；而城商行尽管营收下滑，但依赖于较高的拨备空间，仍可维持其各类行中领先的盈利水平。
- 零售不良绝对水平仍持续上行，2025年中报仅个别银行零售资产质量略有改善（兴业、光大、平安、江苏），其余银行零售不良率边际均上升。国有行零售风险处相对低位，中小行零售不良率上行较快。但未来可对国有行零售资产质量保持乐观。2024年不良率指标的大幅抬升，背后逻辑则在于个贷风险由高风险客户向中低风险客户的扩散。部分银行零售客群结构以低风险为主，当未来个人还款能力改善时，其资产质量或将显著修复。

■ 红利逻辑下的组合持股策略

- 一方面，大型国有银行仍具红利价值，受益于“中特估”和绝对低估值，股息率有保障，是组合的压舱石。另一方面重点把握两条投资主线：1、关注财富管理业务赋能强的股份行及低估值标的；2、风险可控，盈利确定性较强的城、农商行或具有较强的增长动能。关注招商银行、农业银行、工商银行、浦发银行、华夏银行、江苏银行、杭州银行、青岛银行。

■ 风险提示：宏观经济下行风险，房价超预期下跌风险，海外经济不确定性外溢。

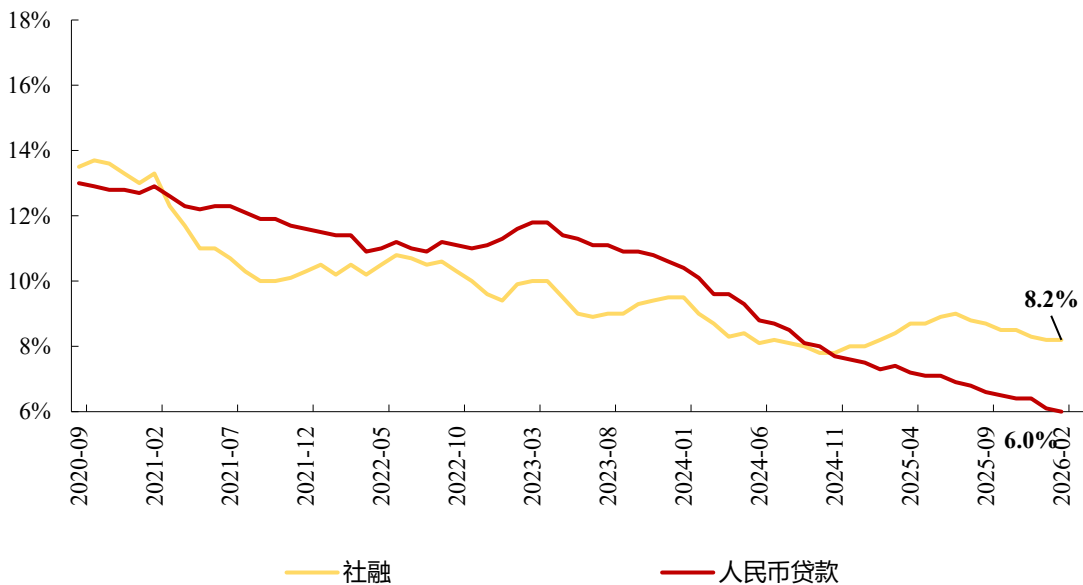
主要内容

1. 银行经营环境：财政持续发力，信贷增长承压
2. 经营回顾与展望：盈利增速逐步企稳
3. 商业银行信用风险状况：零售风险仍呈压力
4. 机构配置银行股行为：险资增配，基金阶段性减配
5. 红利逻辑下的组合持股策略
6. 风险提示



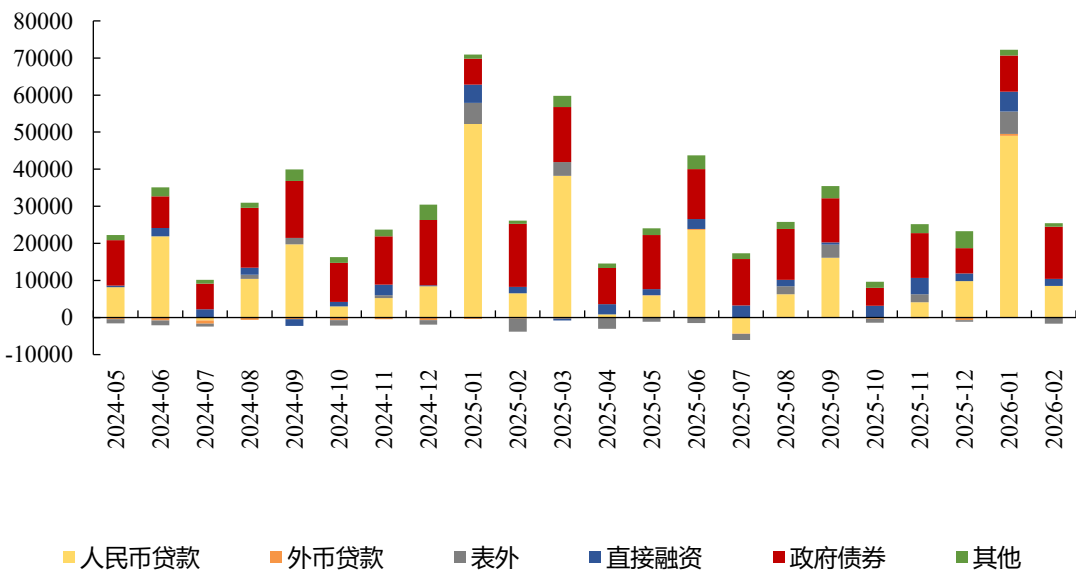
- 受实体经济需求疲弱、隐债及城投经营性债务置换以及商业银行摒弃规模情结等多因素影响，当前信贷增长步入“重质轻量”的新常态。区别于过往“以量补价”的策略，当前银行信贷投放注重效益，同时聚焦于国家支持的产业，这导致了信贷增长有别于过往粗犷的模式，截至2026年2月末人民币贷款增速放缓至6%，信贷需求持续疲弱导致银行扩表乏力。
- 社融端看，受开门红“早投放，早收益”的观念影响，年初信贷投放通常为全年高点，Q1社融增量主要由贷款贡献。伴随信贷投放回落以及化债工作的进展，Q2~Q4信贷增量放缓，社融增长主要由政府债支撑。我们认为尽管信贷端限制银行扩表动能，但仍需理性看待政府债对信贷的替代效应，源于专项债和银行贷款都可作为部分项目（如基建）的资金来源，均可对实体经济发展形成支持。

图1：信贷增速延续放缓趋势，社融增速相对平稳



资料来源：Wind，华源证券研究所

图2：年初信贷集中投放，年中社融贡献主要来自政府债券（单位：亿元）

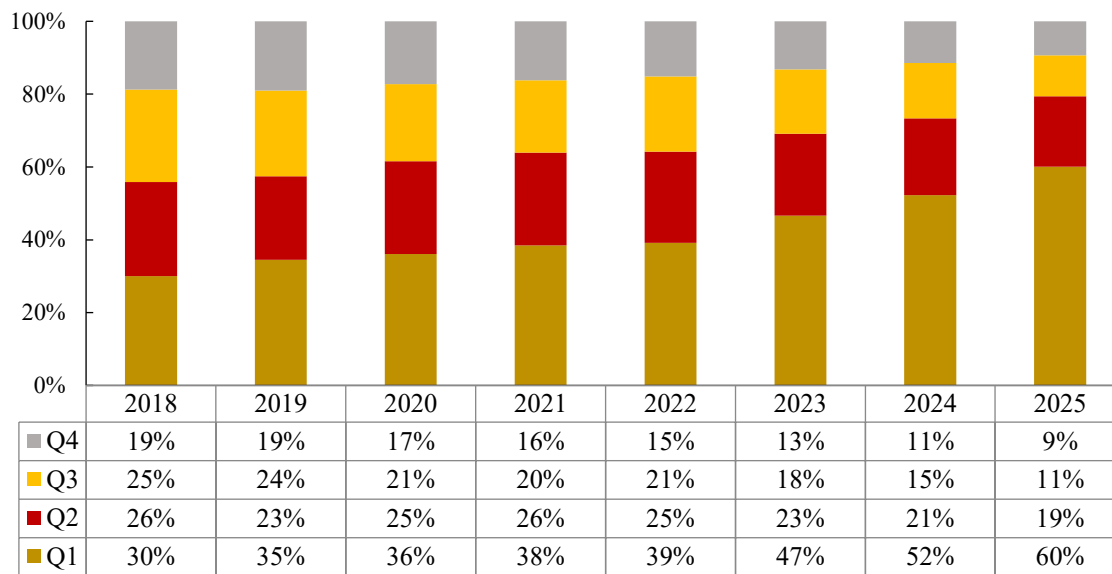


资料来源：Wind，华源证券研究所



- 银行信贷投放呈“前高后低”季节性规律：传统年份银行四个季度信贷投放比例为4:3:2:1，开门红影响下银行年初集中投放信贷，故1月通常是全年高点，但近年来商业银行信贷投放前置现象更加明显，2025年Q1投放占比接近60%，而Q3和Q4投放占比仅为11%和9%。一方面在息收入承压的环境下，早投放早获益的理念成为商业银行共识，这不仅加剧了银行抢项目内卷性竞争，同时导致了信贷靠前投放的现象；另一方面，Q4商业银行普遍“惜贷”，源于分支机构从考核角度有做低基数意愿，同时Q4投放贷款对全年息收入贡献有限，但仍需计提拨备，故从财务角度缺乏投放性价比，因此近年来信贷投放节奏“头重脚轻”的规律更加明显。
- 2026年信贷需求整体或仍偏弱，叠加LPR调降预期以及客户竞争加剧的影响，我们认为2026年信贷投放前置现象或仍明显，Q1 信贷占比或超过60%，随后三个季度整体偏弱，Q2或因报表因素而同比略有多增，Q3~Q4信贷到期与新发放量对冲，投放节奏预计将进一步放缓。

图3：2025Q1信贷投放占比接近60%，预测2026该趋势仍将延续



资料来源：Wind，华源证券研究所

- 传统地产行业信贷投放延续放缓。过往各地政府形成了土地财政的依赖，该过程中商业银行成为重要参与者，为地产企业提供了重要间接融资来源。随着房地产市场持续调整，商业银行房地产开发贷款需求亦下行，截止2025年末房地产开发贷同比增速为-3.0%，为多年来首次年度负增长。尽管央行通过房地产融资协调机制等多项政策意图确保房企融资，但银行放贷的主观意愿及房企去杠杆均抑制开发贷规模扩张。
- “五篇大文章” 产业成为信贷扩张新动能。在政策支持的产业领域，如绿色、科技中小、高新技术企业，其信贷增速显著高于人民币贷款增速。此外央行结构性货币政策工具已实现了对金融“五篇大文章”各领域的全覆盖，对相关领域贷款撬动效应明显，2025年11月末金融“五篇大文章”贷款余额107.7万亿元同比增12.8%，占人民币贷款比例为40%，总量效应之外信贷成本亦明显下降，“五篇大文章”新发放贷款利率同比下降0.42pct。

表1：2025房地产开发贷增速录得负增长，政策支持领域相关产业增速显著高于人民币贷款增速（单位：万亿元）

	人民币贷款	涉农贷款		普惠小微贷款		绿色贷款		房地产开发贷		科技型中小企业		高新技术企业	
	较年初增	较年初增	增量占比	较年初增	增量占比	较年初增	增量占比	较年初增	增量占比	较年初增	增量占比	较年初增	增量占比
2025	16.23	3.44	21.2%	3.64	22.4%	7.72	47.6%	-0.36	-2.2%	0.36	2.2%	0.72	4.5%
2025Q3	14.71	3.28	22.3%	3.16	21.5%	6.47	44.0%	0.09	0.6%	0.29	2.0%	0.78	5.3%
2025H1	12.88	3.07	23.8%	2.64	20.5%	5.35	41.5%	0.29	2.3%	0.19	1.5%	0.77	5.9%
2025Q1	9.74	2.78	28.6%	1.88	19.3%	3.56	36.6%	0.35	3.6%	0.06	0.6%	0.69	7.0%
2024	18.09	4.65	25.7%	3.53	19.5%	6.52	36.0%	0.68	3.8%	0.82	4.5%	0.48	2.7%
2024Q3	16.02	4.42	27.6%	3.50	21.8%	5.67	35.4%	0.91	5.7%	0.74	4.6%	0.58	3.6%
2024H1	13.26	3.96	29.9%	2.98	22.5%	4.68	35.3%	0.89	6.7%	0.65	4.9%	0.58	4.4%
2024Q1	9.46	3.72	39.3%	4.01	42.4%	3.69	39.0%	0.88	9.3%	0.25	2.6%	0.29	3.1%
2023	23.61	7.43	31.5%	5.60	23.7%	8.05	34.1%	0.19	0.8%				
2023Q3	20.61	6.63	32.2%	4.94	24.0%	6.55	31.8%	0.48	2.3%				
2023H1	16.59	5.47	33.0%	3.89	23.4%	5.02	30.3%	0.41	2.5%				
2023Q1	11.46	3.87	33.8%	2.36	20.6%	2.96	25.8%	0.61	5.3%				
2022	21.31	6.22	29.2%	4.59	21.5%	6.01	28.2%	0.47	2.2%				

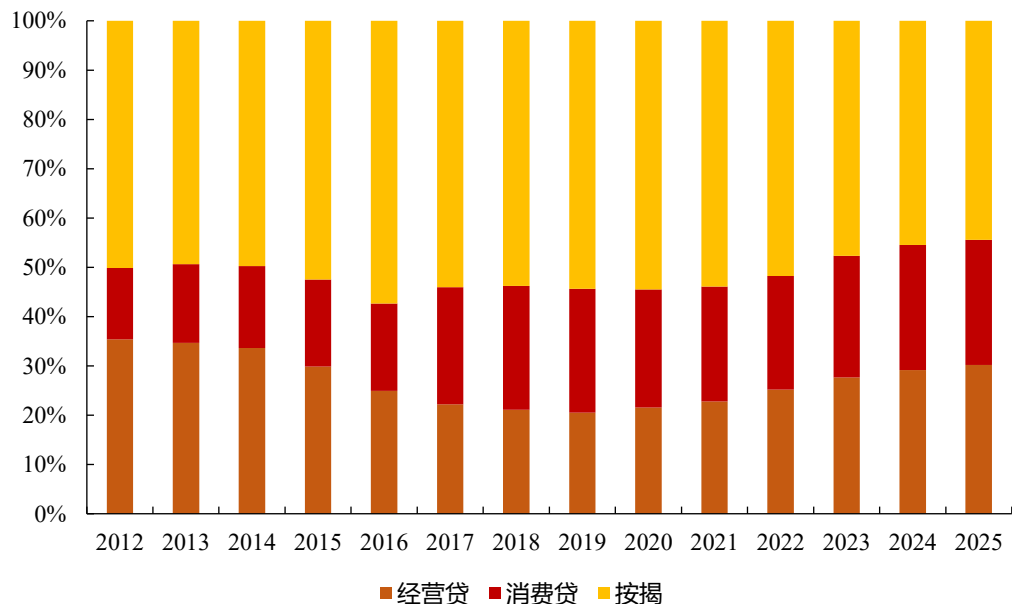
	人民币贷款	涉农贷款		普惠小微贷款		绿色贷款		房地产开发贷		科技型中小企业		高新技术企业	
	同比增速	同比增速	增速差	同比增速	增速差	同比增速	增速差	同比增速	增速差	同比增速	增速差	同比增速	增速差
2025	6.4%	6.5%	0.1%	11.1%	4.7%	20.2%	13.8%	-3.0%	-9.4%	19.8%	13.4%	7.5%	1.1%
2025Q3	6.6%	6.8%	0.2%	12.2%	5.6%	21.7%	15.1%	-1.3%	-7.9%	22.3%	15.7%	6.9%	0.3%
2025H1	7.1%	7.4%	0.3%	12.3%	5.2%	22.0%	14.9%	0.3%	-6.8%	22.9%	15.8%	8.2%	1.1%
2025Q1	7.4%	8.4%	1.0%	12.2%	4.8%	20.3%	12.9%	0.8%	-6.6%	24.0%	16.6%	8.5%	1.1%
2024	7.6%	9.8%	2.2%	14.6%	7.0%	21.7%	14.1%	3.2%	-4.4%	21.2%	13.6%	7.5%	-0.1%
2024Q3	8.1%	10.8%	2.7%	14.5%	6.4%	25.1%	17.0%	2.7%	-5.4%	20.8%	12.7%	9.0%	0.9%
2024H1	8.8%	12.1%	3.3%	16.9%	8.1%	28.5%	19.7%	2.8%	-6.0%	21.9%	13.1%	11.2%	2.4%
2024Q1	9.6%	13.5%	3.9%	20.3%	10.7%	35.1%	25.5%	1.7%	-7.9%	20.4%	10.8%	13.6%	4.0%
2023	10.6%	14.9%	4.3%	23.5%	12.9%	36.5%	25.9%	1.5%	-9.1%	21.9%	11.3%	15.3%	4.7%
2023Q3	10.9%	15.1%	4.2%	24.1%	13.2%	36.8%	25.9%	4.0%	-6.9%	22.6%	11.7%		
2023H1	11.3%	16.1%	4.8%	26.1%	14.8%	38.4%	27.1%	5.3%	-6.0%	25.1%	13.8%		
2023Q1	11.8%	16.2%	4.4%	26.0%	14.2%	38.3%	26.5%	5.9%	-5.9%	25.2%	13.4%		
2022	11.1%	14.0%	2.9%	23.8%	12.7%	38.5%	27.4%	3.7%	-7.4%				

资料来源：央行，华源证券研究所（注：1、单位为万亿元；2、增量占比为占人民币贷款新增比例；3、增速差=该项贷款增速-人民币贷款增速）



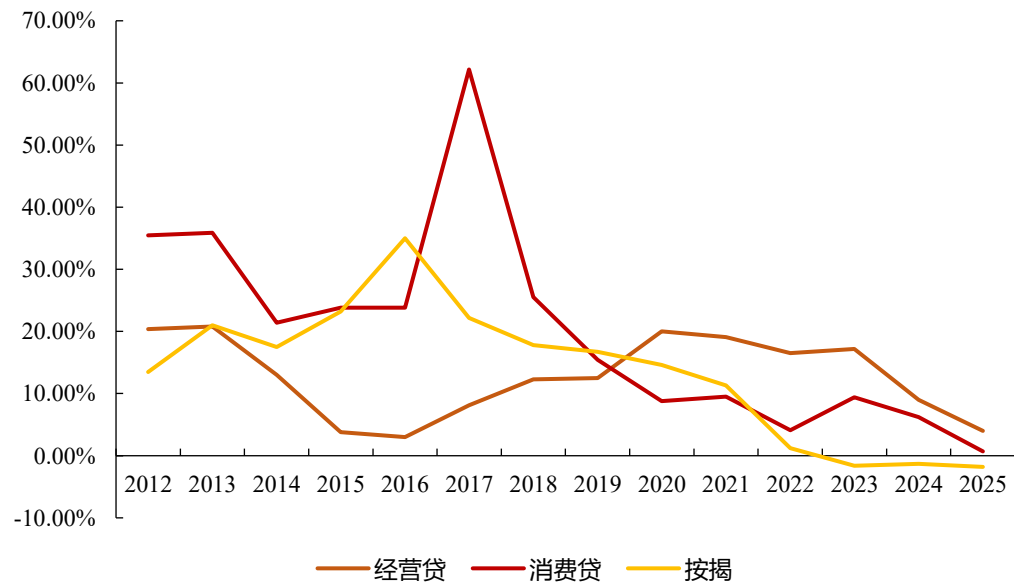
- 零售贷款中按揭与消费需求仍待修复。近年零售贷款余额中按揭占比逐渐降低，2025年已回落至44%，增速亦回落至负增长区间（-1.8%），此外消费贷增长亦未见起色。但受按揭及消费贷拖累，零售贷款增速显著低于对公贷款增速，部分零售型银行（如招行、平安）其扩表能力受限，业绩亦受影响。尽管经营性贷款增长相对较好，但部分经营贷源于银行季节性营销策略下的短期增长不具可持续性，另一方面部分客户选择通过经营贷置换按揭的方式减少利息支付，故整体上零售信贷真实需求仍处于低位。
- 政策端对按揭及消费的支持不可谓不大，在调降按揭利率同时央行亦完善个人住房贷款利率定价机制，消费贷方面财政亦予以贴息政策补助，但一方面政策落地效能有时滞，另一方面政策对居民预期的边际变化修复有限，居民住房消费的需求恢复，或仍取决于房价及物价何时企稳。

图4：2025年按揭贷款余额占零售贷款比重回落至44%



资料来源：Wind，华源证券研究所

图5：各类零售贷款增速均呈放缓趋势，按揭增长录得负区间



资料来源：Wind，华源证券研究所



- **融资平台债务风险持续化解。**地方政府融资平台获取资金主要来源于银行体系，伴随融资平台偿债能力下降、债务风险上升，商业银行首当其冲：首先，银行在融资平台债务风险上升时会收紧对平台企业的授信敞口，同时监管亦对平台企业融资行为进行限制，故过往对政信类业务依赖度较高的银行缺乏资产投向，其规模增长受限；其次，当债务风险加剧，银行或通过调整付息频率、贷款利率等方式对平台债务进行重组，造成利息收入下降、净息差收窄压力延续；最后，部分平台公司若重组后仍无法正常还本付息，则贷款将计入不良，此时银行不仅面临不良指标上行的压力，同时对平台贷款补提拨备形成资产减值损失，影响净利润增速。随着2024年人大常委会通过隐性债务化解方案，债务化解工作持续进行，过去两年债务置换政策实施成效显著，地方债务压力大幅减轻，融资平台改革转型亦加速。根据政府工作报告，2026年拟安排地方政府专项债券额度4.4万亿元，规模与2025年持平，其中2.8万亿用于债务化解，其余部分与特别国债资金协同配合，共同拉动投资。
- **债务置换对商业银行而言如同一把双刃剑。**一方面受置换影响信贷增速放缓：央行曾公布还原隐债置换后，2025年5月末人民币贷款同比增速为8%左右，据此估算化债拖累贷款增速约0.9pct。当前地方政府分类施策，推动融资平台规范有序退出。但融资平台“退名单”其市场认可度下降，银行机构对平台转型类企业授信仍呈审慎态度，部分市场化企业或仍获授信支持，剩余企业或面临续贷风险，未来若经营性债务化解力度加码，则其对贷款的挤出效应将抑制信贷增速；另一方面隐债置换活化企业现金流，显著降低信用风险：伴随再融资专项债加速发行，财政资金于季末集中拨付，财政存款回流银行体系形成活期存款，企业流动性边际改善。年内M1增速修复部分源于化债资金拨付后集中于企业活期账户推升M1。故需看到当前商业银行扩张摒弃了过往粗放式增长的理念，更加注重质效。
- **融资平台经营性债务化解或为未来工作重心。**伴随一揽子化债政策实施，政府隐性债务风险持续压降，而融资平台经营性债务风险化解工作亦同步进行。据央行数据，2024年融资平台经营性金融债务规模约为14.8万亿元，较2023年初下降25%，2024全年约有40%的融资平台通过市场化转型等方式退出融资平台序列；2025年9月末全国融资平台数量、存量经营性金融债务规模较2023年3月末分别下降71%、62%，显然2025年融资平台退出的速度大幅上升。此外2025年中央经济工作会议首次提到“督促各地主动化债，优化债务重组和置换办法，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险”，或标志政府未来或加大经营性债务的化解力度。根据我们测算，当前国有行及城商行城投贷款占比较高，故经营性债务的化解工作或进一步抑制银行扩表动能。

表2：测算上市银行中国有行及城商行城投类贷款占比较高

银行	城投贷款规模（亿元）				城投贷款/总贷款			
	2023	2024H1	2024	2025H1	2023	2024H1	2024	2025H1
工商银行	83,091	88,616	89,161	94,296	31.9%	31.8%	31.4%	31.2%
建设银行	61,621	67,092	66,753	71,507	25.9%	26.4%	25.9%	26.1%
农业银行	65,397	72,081	72,858	77,930	29.0%	29.6%	29.3%	29.2%
中国银行	62,042	67,825	70,234	77,852	31.2%	32.2%	32.6%	33.8%
邮储银行	13,586	14,800	15,133	16,924	16.7%	17.1%	17.0%	17.7%
交通银行	22,922	24,186	24,918	26,155	28.8%	29.3%	29.1%	29.1%
招商银行	9,015	9,561	9,824	10,728	13.9%	14.2%	14.3%	15.1%
浦发银行	9,905	10,852	11,123	12,060	19.7%	20.4%	20.6%	21.4%
兴业银行	11,325	12,451	12,383	13,055	20.7%	22.0%	21.6%	22.1%
中信银行	10,560	11,529	11,130	12,178	19.2%	20.6%	19.5%	21.0%
民生银行	9,081	9,161	9,042	9,773	20.7%	20.7%	20.3%	21.9%
光大银行	8,087	8,442	8,563	9,329	21.4%	21.7%	21.8%	22.8%
平安银行	4,427	5,197	4,956	5,137	13.0%	15.2%	14.7%	15.1%
华夏银行	6,520	6,809	6,966	7,178	28.2%	28.8%	29.4%	29.7%
浙商银行	3,023	3,179	3,352	3,666	17.7%	17.6%	18.1%	19.5%

银行	城投贷款规模（亿元）				城投贷款/总贷款			
	2023	2024H1	2024	2025H1	2023	2024H1	2024	2025H1
北京银行	4,648	4,990	5,052	5,596	23.1%	23.0%	22.9%	23.4%
上海银行	3,221	3,465	3,197	3,110	23.4%	24.3%	22.7%	21.6%
江苏银行	3,775	4,999	5,020	6,649	20.9%	24.3%	24.0%	27.4%
南京银行	3,973	4,498	4,688	5,301	36.1%	37.3%	37.3%	38.2%
宁波银行	2,327	2,775	3,072	4,049	18.6%	19.7%	20.8%	24.2%
杭州银行	2,989	3,467	3,483	3,924	37.0%	38.5%	37.1%	38.9%
长沙银行	1,083	1,377	1,409	1,788	22.2%	25.8%	25.9%	29.7%
成都银行	2,657	3,249	3,437	3,941	42.6%	46.0%	46.4%	47.3%
重庆银行	1,350	1,650	1,742	2,149	34.6%	39.6%	39.7%	43.1%
贵阳银行	804	813	789	783	24.8%	24.0%	23.3%	22.8%
青岛银行	672	770	810	893	22.4%	23.7%	23.8%	24.2%
齐鲁银行	921	1,023	1,078	1,255	30.7%	31.3%	32.0%	33.8%
郑州银行	1,052	1,118	1,131	1,127	29.2%	30.0%	29.2%	27.7%
苏州银行	604	690	720	940	20.6%	21.2%	21.6%	25.9%
西安银行	528	673	764	1,052	26.0%	31.3%	32.2%	36.1%
厦门银行	274	308	321	420	13.0%	14.4%	15.6%	19.0%
沪农商行	1,280	1,271	1,278	1,258	18.0%	17.3%	16.9%	16.3%
渝农商行	1,839	1,930	1,922	2,194	27.2%	27.3%	26.9%	28.7%
青农商行	495	533	557	586	19.4%	20.4%	20.9%	21.5%
紫金银行	387	415	413	466	21.8%	22.4%	21.9%	24.3%
无锡银行	329	355	366	395	23.0%	23.3%	23.4%	23.6%
苏农银行	130	150	145	151	10.6%	11.5%	11.2%	11.1%
江阴银行	154	164	167	185	13.3%	13.4%	13.5%	14.1%
瑞丰银行	98	116	111	118	8.6%	9.5%	8.5%	8.8%
常熟银行	245	297	301	336	11.0%	12.4%	12.5%	13.3%
张家港行	138	135	134	148	10.9%	10.0%	9.7%	10.2%

资料来源：Wind，华源证券研究所

- 财政政策保持更加积极的基调。2018年起我国财政赤字率在2.6%至4.0%之间波动，2025年首次达4%，较2024年提高1个百分点；此外广义赤字率亦大幅提升，2025年新增专项债限额4.4万亿，发行特别国债1.8万亿（1.3万亿超长期+0.5万亿用于国有行注资），2025年广义赤字率约为8.4%。2026年政策基调仍整体偏积极，在保障“十五五”良好开端的背景下，财政政策仍将维持“适度加力”的状态。根据政府工作报告2026年财政赤字率仍维持4%，新增地方专项债限额与2025年持平，特别国债发行1.6万亿（1.3万亿超长期+0.3万亿用于国有行注资），广义赤字率约为8.0%。尽管广义赤字率边际有所下降，但财政政策的效能不仅看当期而要看长期，如去年投放的政策性金融工具部分成效将于今年显现，同时今年规模扩容较去年多发3000亿元，有助于推动投资止跌回稳。2026年财政资金对信贷需求的撬动不弱于2025年，但化债或仍持续抑制信贷增速，我们认为2026年人民币贷款增速或回落至6.0%附近。

表3：预测2026年广义财政赤字率为8.0%，人民币贷款增速为6.0%附近（单位：万亿元）

年份	财政赤字	赤字率	专项债	特别国债	广义赤字	广义赤字率	人民币贷款 增量	人民币贷款 增速
2026E	5.9	4.0%	4.4	1.6	11.9	8.0%	16.3	6.0%
2025	5.7	4.0%	4.4	1.8	11.9	8.4%	16.3	6.4%
2024	4.0	3.0%	4.0	1	9.0	6.7%	16.8	7.6%
2023	5.0	3.9%	4.0		9.0	6.9%	19.6	10.6%
2022	3.5	2.8%	3.7		7.1	5.8%	19.9	11.1%
2021	3.8	3.2%	3.7		7.4	6.3%	21.3	11.6%
2020	3.8	3.7%	3.8	1	8.6	8.3%	22.7	12.8%
2019	2.8	2.8%	2.2		5.0	4.9%	18.1	12.3%
2018	2.4	2.6%	1.4		3.8	4.0%	16.5	13.5%

资料来源：Wind，华源证券研究所

主要内容

1. 银行经营环境：财政持续发力，信贷增长承压
2. 经营回顾与展望：盈利增速逐步企稳
3. 商业银行信用风险状况：零售风险仍呈压力
4. 机构配置银行股行为：险资增配，基金阶段性减配
5. 红利逻辑下的组合持股策略
6. 风险提示



表4：上市银行营收及盈利增长仍保持稳定，但机构间分化明显

银行	营收yoy				归母净利润yoy			
	2024	2025Q1	2025H1	2025Q3	2024	2025Q1	2025H1	2025Q3
工商银行	-2.5%	-3.2%	1.6%	2.2%	0.5%	-4.0%	-1.4%	0.3%
建设银行	-2.5%	-5.4%	2.2%	0.8%	0.9%	-4.0%	-1.4%	0.6%
农业银行	2.3%	0.4%	0.8%	2.0%	4.7%	2.2%	2.7%	3.0%
中国银行	1.2%	2.6%	3.8%	2.7%	2.6%	-2.9%	-0.9%	1.1%
邮储银行	1.8%	-0.1%	1.5%	1.8%	0.2%	-2.6%	0.8%	1.0%
交通银行	0.9%	-1.0%	0.8%	1.8%	0.9%	1.5%	1.6%	1.9%
招商银行	-0.5%	-3.1%	-1.7%	-0.5%	1.2%	-2.1%	0.3%	0.5%
浦发银行	-1.5%	1.3%	2.6%	1.9%	23.3%	1.0%	10.2%	10.2%
兴业银行	0.7%	-3.6%	-2.3%	-1.8%	0.1%	-2.2%	0.2%	0.1%
中信银行	3.8%	-3.7%	-3.0%	-3.5%	2.3%	1.7%	2.8%	3.0%
民生银行	-3.2%	7.4%	7.8%	6.7%	-9.8%	-5.1%	-4.9%	-6.4%
光大银行	-7.0%	-4.1%	-5.6%	-7.9%	2.2%	0.3%	0.6%	-3.6%
平安银行	-10.9%	-13.1%	-10.0%	-9.8%	-4.2%	-5.6%	-3.9%	-3.5%
华夏银行	4.2%	-17.7%	-5.9%	-8.8%	5.0%	-14.0%	-7.9%	-2.9%
浙商银行	6.2%	-7.1%	-5.8%	-6.8%	0.9%	0.6%	-4.2%	-9.6%

- 2025年前三季度上市银行营收、归母净利润增速分别为0.9%和1.5%，营收增速较2025H1小幅回落，盈利能力延续修复。机构间分化仍明显，国有行利润增速较2025H1转正，主要源于财政相关政策（贴息、债务置换、政策性金融工具）赋予大行更强扩表动能；股份行、农商行仍面临较大的经营压力包括信贷需求不足以及风险扰动；而城商行尽管营收下滑，但依赖于较高的拨备空间，仍可维持其各类行中领先的盈利水平。

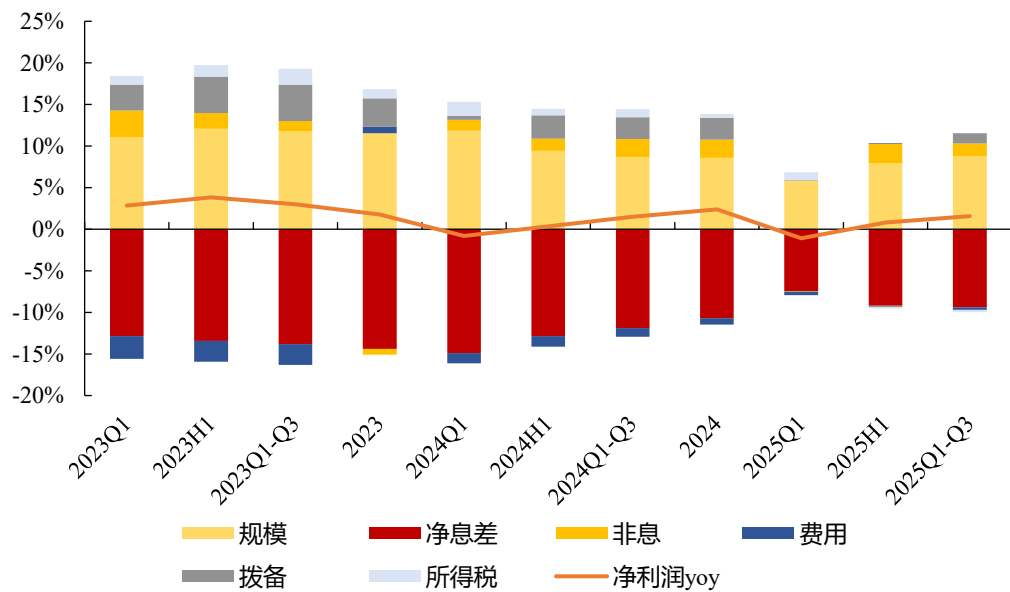
银行	营收yoy				归母净利润yoy			
	2024	2025Q1	2025H1	2025Q3	2024	2025Q1	2025H1	2025Q3
北京银行	4.8%	-3.2%	1.9%	-0.3%	0.8%	-2.4%	3.3%	2.2%
上海银行	4.8%	3.8%	4.2%	4.0%	4.5%	2.3%	2.0%	2.8%
江苏银行	8.8%	6.2%	7.8%	7.8%	10.8%	8.2%	8.0%	8.3%
南京银行	11.3%	6.5%	8.6%	8.8%	9.1%	7.1%	8.8%	8.1%
宁波银行	8.2%	5.6%	7.9%	8.3%	6.2%	5.8%	8.2%	8.4%
杭州银行	9.6%	2.2%	3.9%	1.4%	18.1%	17.3%	16.7%	14.5%
长沙银行	4.6%	3.8%	1.6%	1.3%	4.9%	3.8%	5.1%	6.0%
成都银行	5.9%	3.2%	5.9%	3.0%	10.2%	5.6%	7.3%	5.0%
重庆银行	3.5%	5.3%	7.0%	10.4%	3.8%	5.3%	5.4%	10.2%
贵阳银行	-1.1%	-16.9%	-12.2%	-13.7%	-7.2%	-6.8%	-7.2%	-1.4%
青岛银行	8.2%	9.7%	7.5%	5.0%	20.2%	16.4%	16.0%	15.5%
齐鲁银行	4.6%	4.7%	5.8%	4.6%	17.8%	16.5%	16.5%	15.1%
郑州银行	-5.8%	2.2%	4.6%	3.9%	1.4%	5.0%	2.1%	1.6%
苏州银行	3.0%	0.8%	1.8%	2.0%	10.2%	6.8%	6.2%	7.1%
西安银行	13.7%	8.1%	43.7%	39.1%	3.9%	4.3%	8.6%	5.5%
厦门银行	2.8%	-18.4%	-7.0%	3.0%	-2.6%	-14.2%	-4.6%	0.3%
沪农商行	0.9%	-7.4%	-3.4%	-3.2%	1.2%	0.3%	0.6%	0.8%
渝农商行	1.1%	1.3%	0.5%	0.7%	5.6%	6.3%	4.6%	3.7%
青农商行	6.9%	1.0%	-1.8%	-4.9%	11.2%	8.0%	5.2%	3.6%
紫金银行	1.0%	-4.8%	0.5%	-5.4%	0.3%	4.0%	0.1%	-10.9%
无锡银行	4.1%	3.5%	3.4%	3.9%	2.3%	3.1%	3.5%	3.8%
苏农银行	3.2%	3.3%	0.2%	0.1%	11.6%	6.2%	5.2%	5.0%
江阴银行	2.5%	6.0%	10.5%	6.2%	7.9%	2.2%	16.6%	13.4%
瑞丰银行	15.3%	5.1%	3.9%	1.0%	11.3%	6.7%	5.6%	5.8%
常熟银行	10.5%	10.0%	10.1%	8.2%	16.2%	13.8%	13.5%	12.8%
张家港行	3.8%	3.3%	1.7%	1.2%	5.1%	3.2%	5.1%	5.8%
国有行	-0.3%	1.5%	1.9%	1.9%	1.8%	-2.1%	-0.1%	1.2%
股份行	-1.3%	-3.9%	-2.3%	-2.6%	1.8%	-2.1%	0.3%	-0.2%
城商行	6.5%	3.0%	5.3%	4.8%	7.3%	5.5%	6.8%	6.7%
农商行	3.5%	0.2%	0.9%	0.0%	5.7%	4.8%	4.4%	3.6%
上市银行	0.1%	-1.7%	1.0%	0.9%	2.3%	-1.2%	0.8%	1.5%

资料来源：Wind，华源证券研究所



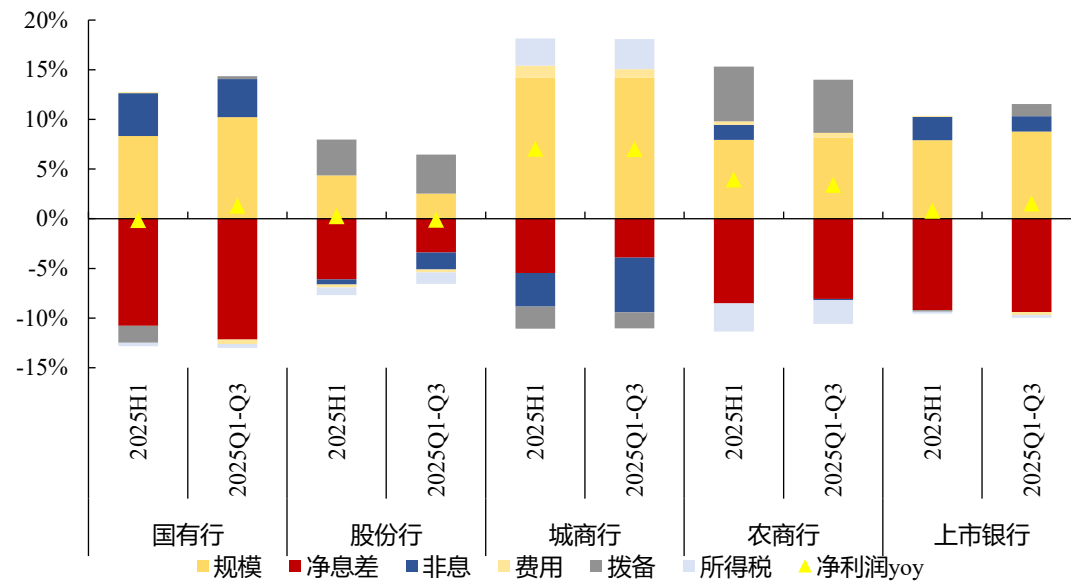
- 业绩贡献上来看，2025年前3季度规模扩张仍是主要支撑项，尤其对国有行及城商行来说是主要业绩来源；息差表现仍是负向拖累，但收窄幅度整体已经放缓，但我们认为受益于高息定存到期重定价，未来上市银行息差将出现企稳回升态势；非息收入方面，资本市场改善推动银行手续费收入增长略有回暖，但债券市场的调整使得部分银行投资相关其他非息收入受到冲击，主要反映为公允价值变动科目。此外城商行仍享受债券投资及基金分红避税效应，而股份行及农商行仍少提减值损失反哺利润。

图6：2025年前三季度上市行业绩归因：扩表支撑、息差拖累、拨备反哺



资料来源：Wind，华源证券研究所

图7：2025年前三季度大行刚性扩表，股份行、城商行其他非息拖累

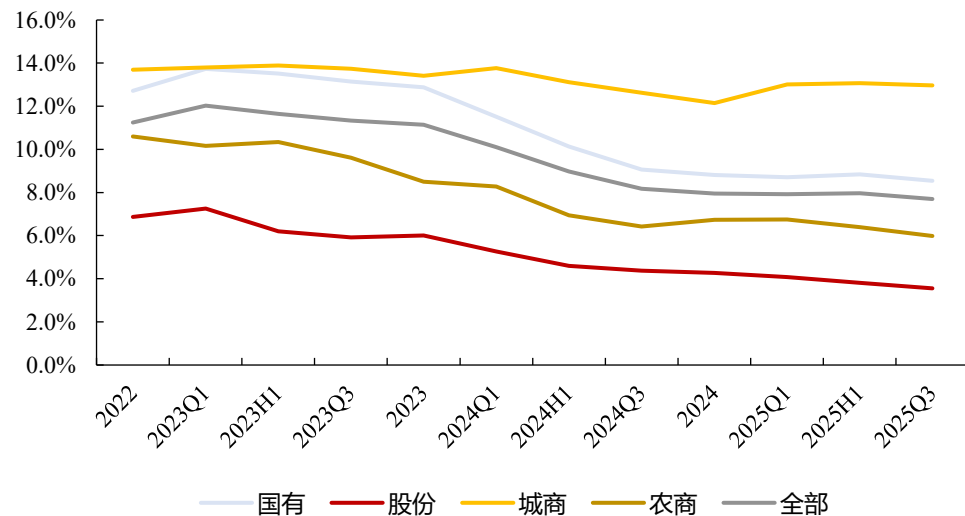


资料来源：Wind，华源证券研究所



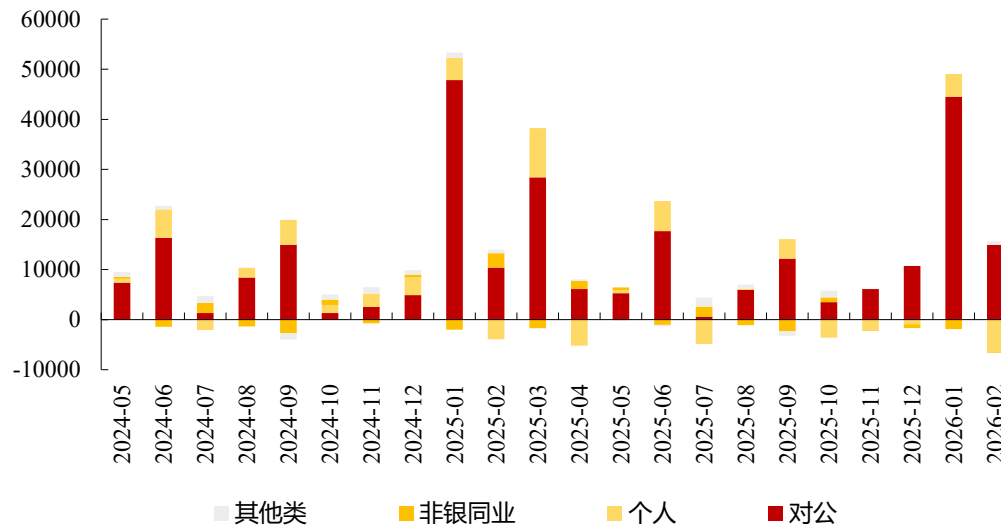
- 贷款增长格局：向国有行及优秀区域银行集中。受需求端影响上市银行信贷增速亦放缓，但分机构看国有行及城商行的增长动能显著强于股份行及农商行。我们认为国有行信贷增长主要源于财政政策的撬动作用，如国家发行超长期特别国债，其项目配套贷款投向基建领域，国有行具有基建大客户的资源禀赋，故更容易获取项目资源；而城商行信贷增长主要来自城投及国企贡献，部分江浙、成渝、山东等区域银行对政信类业务依赖程度较大，在市场化需求不足的环境下城投国企成为其对公信贷增长主要客源。
- 增长结构呈“对公强、零售弱”的特点。2025年12月央行实施一次性信用修复政策，叠加前期财政贴息消费贷等一系列措施，可见监管为个人信用修复及促需求力度持续加码，但个贷需求仍处弱复苏态势，强政策与弱需求的矛盾化解或依赖于物价及房价企稳后的居民信心修复；在此环境下对公贷款作为银行信贷“压舱石”及时补位，信贷增量贡献主要来自对公贷款。

图8：城商行信贷增长仍在各机构中领先，股份行信贷扩表承压



资料来源：Wind，华源证券研究所

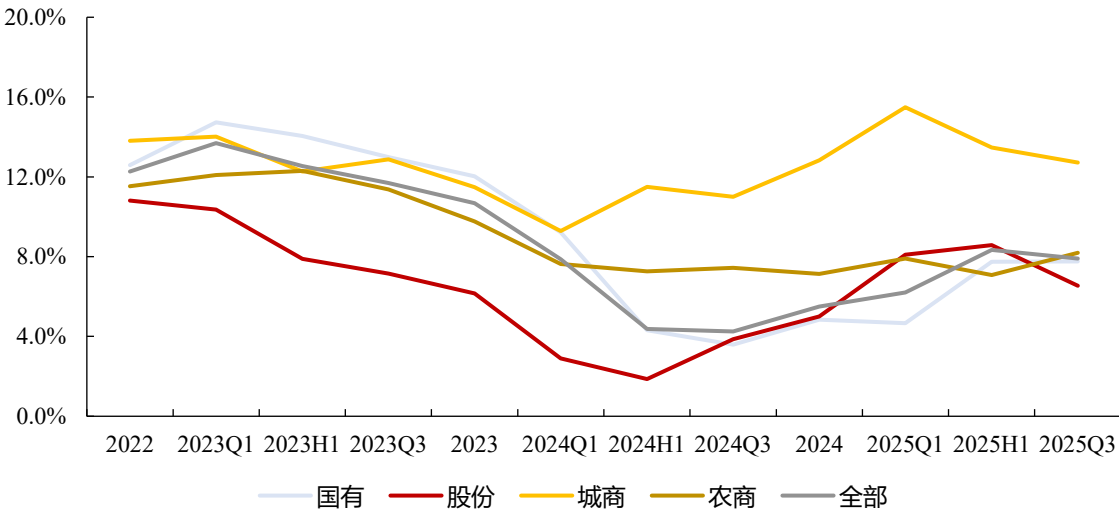
图9：零售贷款增长乏力，增量信贷主要由对公贷款支撑（单位：亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

- 个人存款定期化趋势延续。市场上曾广泛探讨存款搬家情景，但当前个人存款定期化特征仍延续，基于风险配置需求，居民仍有转高息定存的动机。存款增长放缓过程中，各机构获取资金特征分化，如国有行在网点广布和综合牌照齐全背景下，具有广义存款竞争优势（包括一般存款+同业存款），而中小行存款增长主要依赖于化债资金回流及信贷派生。该分化体现了资金在不同类型银行间的重新配置特征，即大行在不具有价格优势的情况下，更依赖于综合化经营能力，而中小行存款增长更依赖于企业的流动性改善。

图10：各类行存款增长有所放缓，大行与中小行资金属性呈现分化



资料来源：Wind，华源证券研究所

表5：个人存款定期化趋势仍延续，企业资金相对活化

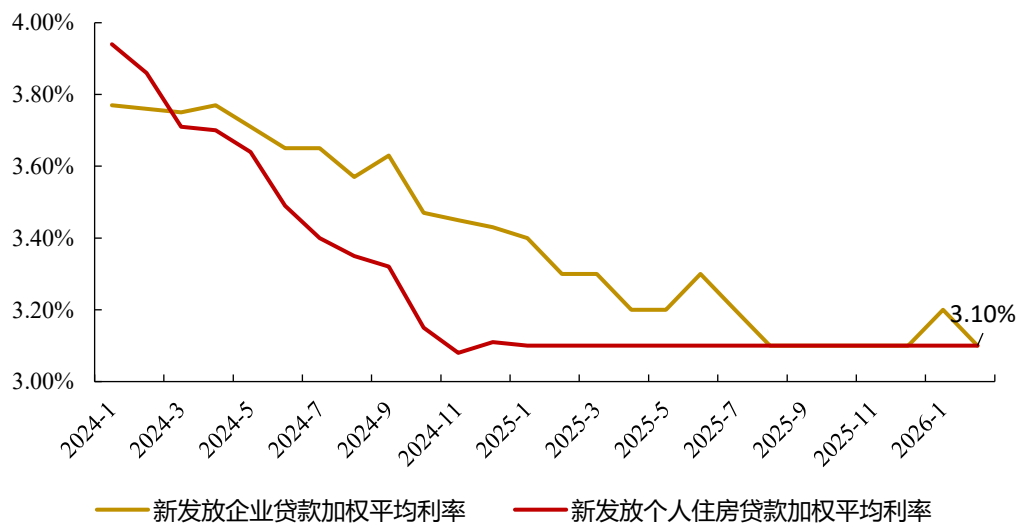
时间	个人活期	个人定期	企业活期	企业定期
2026-02	26.3%	73.7%	27.5%	72.5%
2026-01	26.3%	73.7%	28.6%	71.4%
2025-12	26.6%	73.4%	28.3%	71.7%
2025-11	26.0%	74.0%	27.3%	72.7%
2025-10	26.0%	74.0%	27.1%	72.9%
2025-09	26.5%	73.5%	26.9%	73.1%
2025-08	25.8%	74.2%	26.5%	73.5%
2025-07	26.0%	74.0%	26.5%	73.5%
2025-06	26.5%	73.5%	27.8%	72.2%
2025-05	25.6%	74.4%	26.2%	73.8%
2025-04	25.7%	74.3%	26.0%	74.0%
2025-03	26.6%	73.4%	27.4%	72.6%
2025-02	26.4%	73.6%	26.1%	73.9%
2025-01	27.7%	72.3%	25.6%	74.4%
2024-12	27.3%	72.7%	27.0%	73.0%
2024-11	26.7%	73.3%	25.7%	74.3%
2024-10	26.5%	73.5%	25.4%	74.6%
2024-09	26.8%	73.2%	25.5%	74.5%
2024-08	26.7%	73.3%	25.8%	74.2%
2024-07	26.9%	73.1%	26.4%	73.6%
2024-06	27.4%	72.6%	27.9%	72.1%
2024-05	27.1%	72.9%	27.4%	72.6%
2024-04	27.0%	73.0%	28.4%	71.6%
2024-03	27.8%	72.2%	31.3%	68.7%
2024-02	27.9%	72.1%	30.8%	69.2%
2024-01	28.4%	71.6%	31.7%	68.3%

资料来源：Wind，华源证券研究所



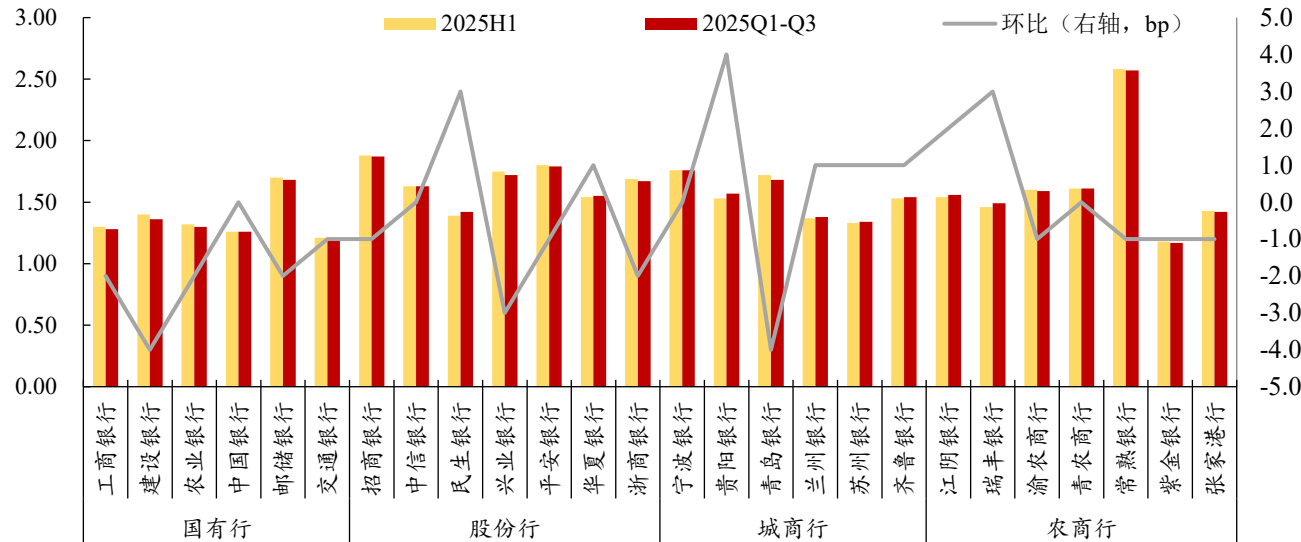
- 银行息差压力主要来自资产端。存量信贷方面，由于LPR近年来持续下调，故收益率受重定价因素影响；增量方面，新发贷款定价持续处于低位，贷款收益率筑底修复态势仍待观察，此外债券、票据、资管产品收益率亦不断下降。资产荒背景加剧银行对存量高收益优质资产的竞争，进一步挤压贷款定价上浮空间。
- 部分上市银行净息差或筑底修复。上市银行2025年前三季度净息差整体下降，但降幅较前期收窄，披露相关数据的银行降幅均在5BP以内，部分银行已企稳回升。息差修复动能主要源于负债端成本压降，在存款挂牌利率经多轮调降后，伴随高息定存年内陆续到期，大量客户仍具有存款配置需求，叠加商业银行引导分支行加大短期存款考核，故存款价格端的改善及结构上的调整均有效支撑负债成本的改善。

图11：新发放贷款收益率处于低位



资料来源：Wind，华源证券研究所

图12：上市银行Q3息差降幅收窄，部分银行呈边际改善 (%)

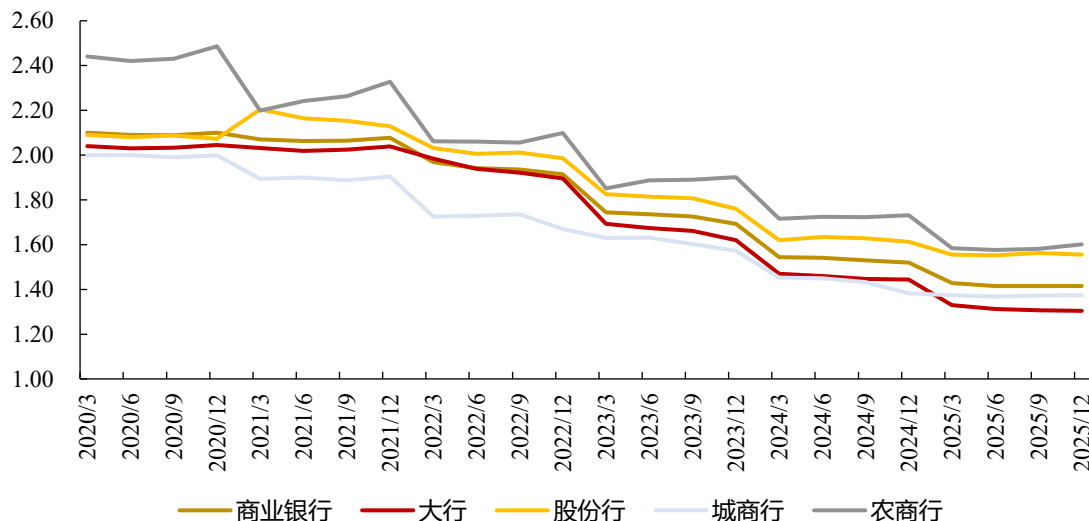


资料来源：Wind，华源证券研究所



- 我们认为2026年商业银行息差或呈筑底企稳态势，负债端成本改善为主要贡献。金融监管总局披露2025年商业银行净息差为1.42%，连续3个季度保持稳定，各类银行机构边际变化均平稳，其中农商行边际修复回升2bp。
- 该态势的延续主要源于负债端成本改善，一是源于到期定存重定价，2022~2024年间商业银行吸收大量3~5年期的定期存款陆续到期，自2025年上半年开始集中反映，而3Y和5Y长期限定存利率在挂牌利率调降后降幅较大，从价格端支撑负债成本改善；二是存款结构持续优化，主要包括存款期限缩短，高息存款占比下降等特征，这主要源于商业银行在调整负债端结构时加大考核引导，如对新吸收高息存款进行限额，或给予短期定存FTP价格激励，此外客户行为亦导致存款结构发生改变，如在资本市场回暖过程中，长期限存款对于个人客户将产生较大机会成本，且其流动性偏弱，故短期限定存具有更高的效用。我们预计2026年高息定存到期总量不弱于2025年，但各银行或略有差异，个别银行高息定存集中于2025年，故其今年的息差改善幅度或弱于定存于2026年到期的银行。
- 此外，银行负债端管理或由一般性存款扩展至广义存款，更加重视同业存款对负债改善的贡献。在银行财报统计口径中，非银同业存款不算入“各项存款”口径，因此到期定期存款若转化为非银存款，存款重定价因素对成本率的改善效果减弱，但非银存款对于商业银行而言属于低成本负债，如客户资金在银证转账的过程中，自然形成低息活期同业存款沉淀，故对于具有托管牌照以及财富管理业务具有优势的银行，在存款非银化的过程中其成本具有自然改善的特征。

图13：商业银行净息差连续三个季度企稳（单位：%）

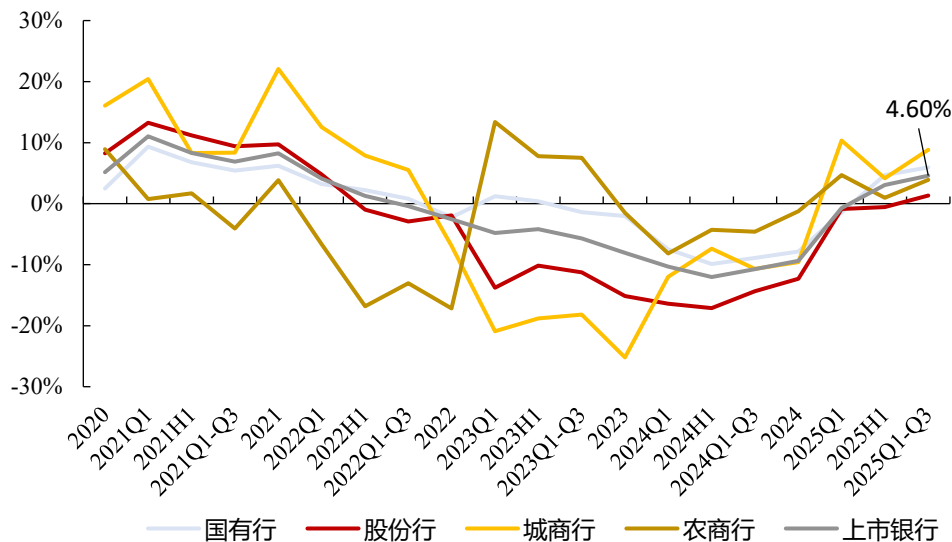


资料来源：Wind，华源证券研究所



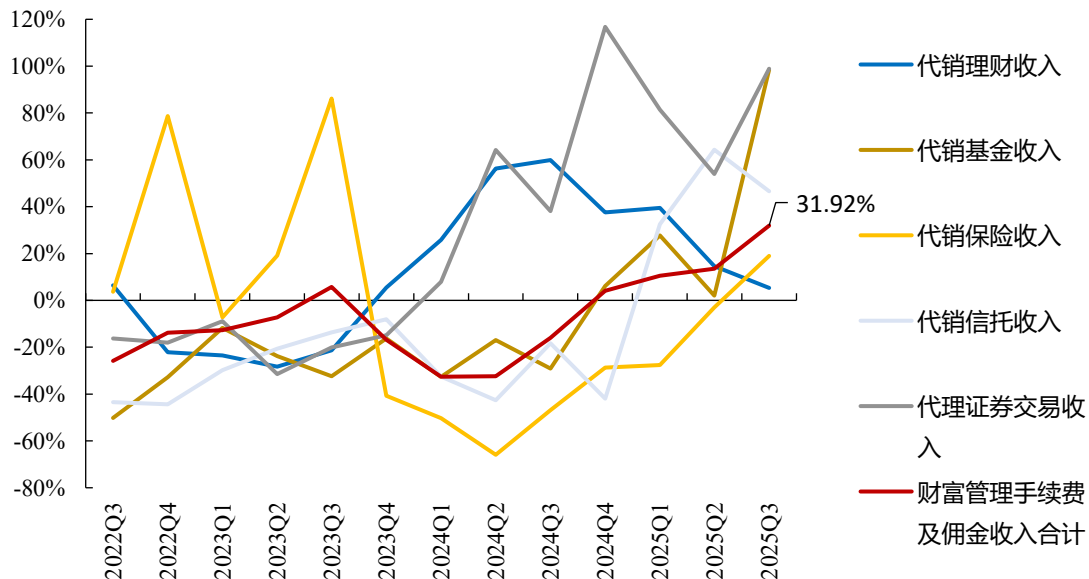
- **2025Q3手续费及佣金收入增速回暖。**在资本市场回暖及低基数影响下，2025Q3上市银行手续费及佣金净收入同比增长4.6%，各类行均有改善。一方面，2024年受代销保险等费率下调的影响中收增长较慢创造低基数，2025年分红险产品销售超预期，故代销保险收入增速上升；另一方面2025年资本市场财富效应明显，叠加一般性存款部分流向非银，资管产品、代理证券交易等收入上升较快。未来中间业务收入增长能否延续，需观察资本市场向上的持续性，以及低利率环境下“存款搬家”的逻辑是否成立。
- 以财富管理业务突出的招商银行为例，**2025Q3财富中收同比增速超30%。**可以观察到代销理财与代销基金收入增长具有比较明显的“跷跷板”效应，即在前期代销理财增速较快时，代销基金收入增长承压，而2025Q3二者增长出现反转。我们认为这反映了居民风险偏好的转变，即在资本市场表现较弱时期，居民倾向于配置风险较低的理财产品，新理财产品具有债券配置需求，故形成了债券收益率被“买下去”的配置动力；伴随资本市场转暖，债市收益率亦处于低位，居民风险偏好边际提升，代销基金收入增长同时理财收入承压。

图14：2025Q3上市银行手续费及佣金收入阶段性回暖



资料来源：Wind，华源证券研究所（注：图为累计同比）

图15：招商银行代销基金及代销理财收入具有明显的“跷跷板”效应

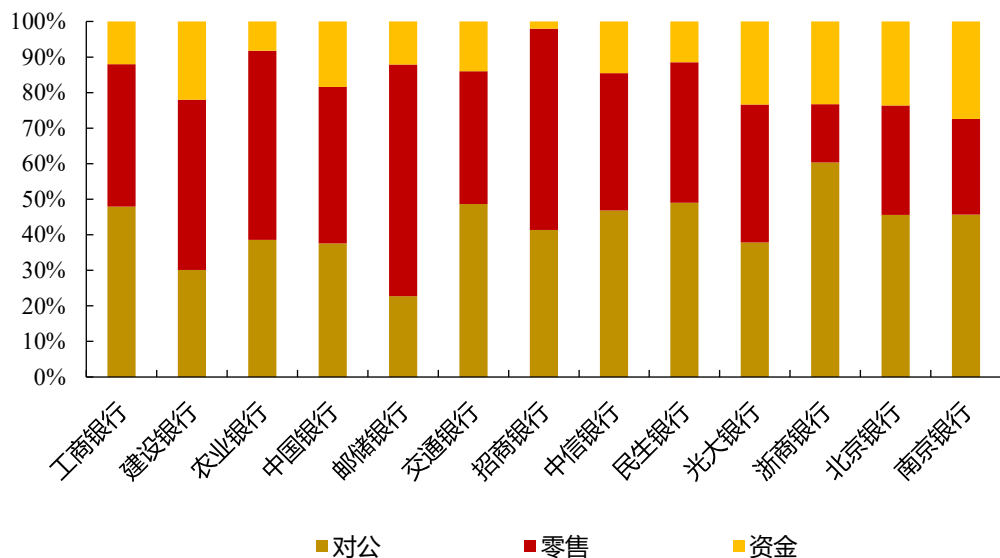


资料来源：Wind，华源证券研究所（注：图为单季同比）



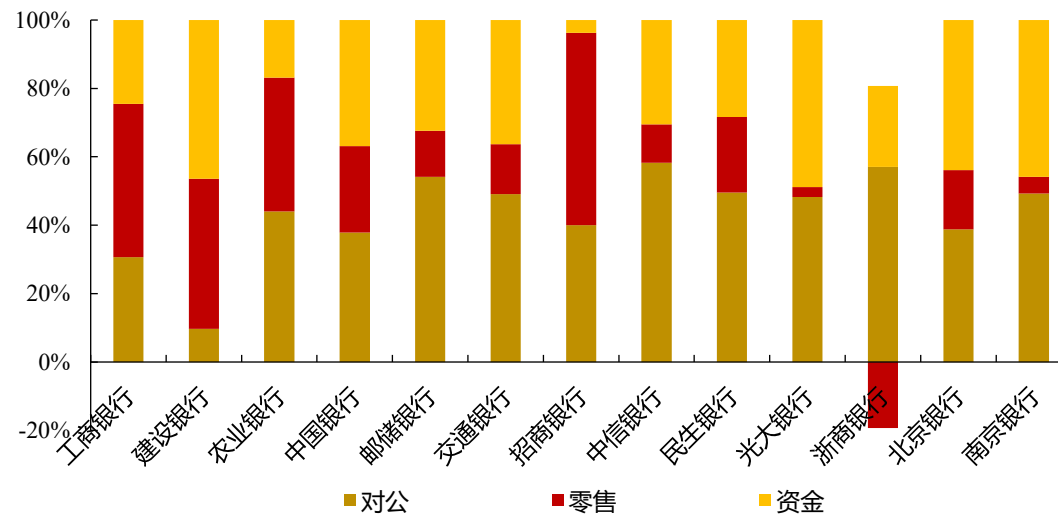
- 分部收入来看，2025H1除工行外，其他国有行的资金业务贡献度普遍提高，其中农业银行尤为突出，其资金板块营收较上年同期增加292亿元，利润总额较上年同期增加304亿元。从个体特征看，国有大行及招行体现“强零售”属性，南京银行“强资金”属性。此外从利润端看，上市银行资金属性增强，受益于过去两年债牛行情催化，银行金融投资业务动态调整能力增强，业绩贡献度不断提升，部分资金属性较强的城商行，其金融市场利润贡献率超50%。
- 但金融投资贡献利润持续性较难延续。一方面当前债券收益率向下空间有限，近期10年期国债收益率1.80%左右震荡，若债市调整则银行公允价值变动将对盈利形成冲击。此外前期商业银行为稳固营收已对部分高收益债券进行浮盈兑现操作，若进一步卖出则将对银行利息收入产生影响，商业银行对是否卖出债券兑现浮盈或需权衡。同时监管亦稳步推动商业银行回归业务本源，尤其是对于中小行其基本职能定位于立足当地服务中小企业，故在监管约束下部分强资金属性的城商行，其金融市场业务对盈利的贡献或弱于之前。

图16：2025H1上市银行营业收入结构



资料来源：Wind，华源证券研究所

图17：2025H1上市银行利润总额结构中，部分银行资金业务贡献超50%



资料来源：Wind，华源证券研究所

表6：2025Q3除城商行外各类银行拨备指标均下调，或为监管规则下常态

	拨备覆盖率			拨贷比			资产减值损失同比			贷款减值损失同比			信用成本		
	2025H1	2025Q3	变化	2025H1	2025Q3	变化 (bp)	2025H1	2025Q3	变化	2024	2025H1	变化	2024	1H25	变化 (bp)
工商银行	217.71%	217.21%	-0.50%	2.89%	2.89%	0	2.41%	-1.69%	-4.10%	-14.60%	8.13%	22.74%	0.45%	0.70%	25
建设银行	239.40%	235.05%	-4.35%	3.18%	3.11%	-7	22.85%	11.17%	-11.68%	-17.79%	33.74%	51.53%	0.48%	0.87%	39
农业银行	295.00%	295.08%	0.08%	3.77%	3.75%	-2	-3.03%	-2.84%	0.19%	-6.61%	-1.23%	5.37%	0.55%	0.76%	21
中国银行	197.39%	196.60%	-0.79%	2.44%	2.44%	0	-5.08%	-6.20%	-1.12%	13.90%	-10.67%	-24.56%	0.58%	0.58%	0
邮储银行	260.35%	240.21%	-20.14%	2.39%	2.26%	-13	34.62%	22.88%	-11.75%	11.65%	46.55%	34.89%	0.35%	0.50%	15
交通银行	209.56%	209.97%	0.41%	2.68%	2.65%	-3	-0.43%	-3.02%	-2.59%	-9.53%	-4.30%	5.23%	0.60%	0.68%	8
招商银行	410.93%	405.93%	-5.00%	3.83%	3.84%	1	-8.55%	-8.24%	0.30%	-6.49%	-8.23%	-1.73%	0.65%	0.67%	2
浦发银行	193.97%	198.04%	4.07%	2.54%	2.54%	0	-1.09%	-7.34%	-6.25%	-0.28%	11.18%	11.47%	1.07%	0.97%	10
兴业银行	228.54%	227.81%	-0.73%	2.46%	2.46%	0	-12.19%	-11.30%	0.89%	-23.08%	10.84%	33.93%	0.92%	0.97%	5
中信银行	207.53%	204.16%	-3.37%	2.40%	2.36%	-4	-14.03%	-12.73%	1.29%	5.74%	-15.04%	-20.78%	0.94%	0.88%	6
民生银行	145.06%	143.00%	-2.06%	2.14%	2.12%	-2	27.71%	29.26%	1.55%	-2.03%	29.40%	31.44%	0.88%	1.05%	17
光大银行	172.47%	168.92%	-3.55%	2.15%	2.13%	-2	-21.60%	-23.74%	-2.14%	-16.25%	-19.54%	-3.28%	0.98%	0.77%	21
平安银行	238.48%	229.60%	-8.88%	2.51%	2.41%	-10	-15.99%	-18.82%	-2.83%	-15.77%	0.50%	16.28%	1.56%	1.41%	15
华夏银行	156.67%	149.33%	-7.34%	2.51%	2.36%	-15	-10.82%	-18.15%	-7.34%	1.23%	-3.95%	-5.18%	1.10%	1.04%	7
浙商银行	169.78%	159.56%	-10.22%	2.31%	2.17%	-14	-10.90%	-10.33%	0.57%	78.35%	-24.45%	-102.80%	1.45%	1.16%	30

■ 各类银行拨备计提分化。从中报看城商行同比仍多计提，突显区域银行零售客群信用风险仍在上行，但另一方面大行拨备计提同比大多由负转正，主要受建行、邮储两家影响，但国有行仍具有资本优势及较强的不良清收能力，后续拨备反哺盈利空间充足。结合2025Q3拨备指标看，除城商行外各类银行拨备覆盖率均下降，部分高拨备覆盖率城商行拨备水平亦有下调，主要源于在经济增速放缓过程中，逆周期拨备动态调整机制持续发挥作用，故拨备调降为监管规则下的常态，上市银行风险抵补能力仍充足。

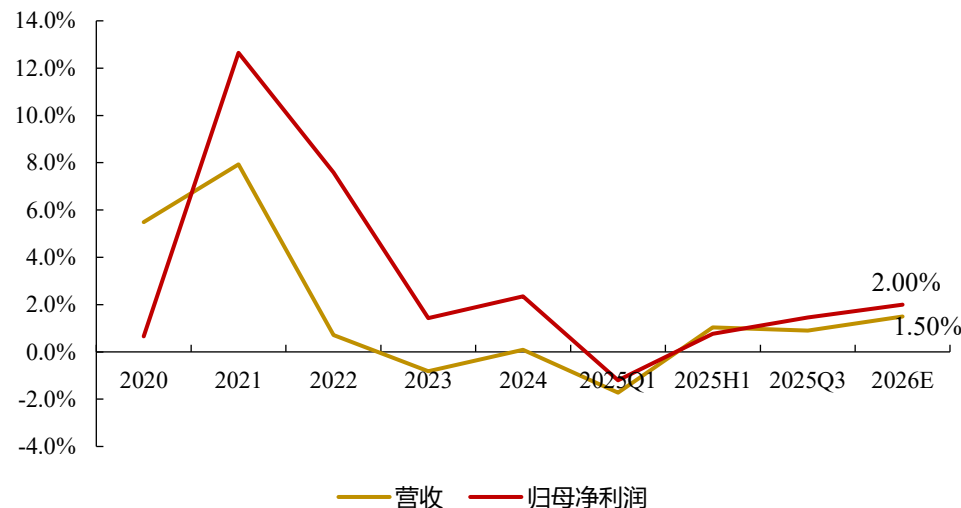
	拨备覆盖率			拨贷比			资产减值损失同比			贷款减值损失同比			信用成本		
	2025H1	2025Q3	变化	2025H1	2025Q3	变化 (bp)	2025H1	2025Q3	变化	2024	2025H1	变化	2024	1H25	变化 (bp)
北京银行	195.74%	195.79%	0.05%	2.54%	2.53%	-1	-6.01%	-9.08%	-3.07%	36.31%	-4.80%	-4.11%	0.89%	0.73%	16
上海银行	243.64%	254.92%	11.28%	2.87%	3.00%	13	9.78%	11.12%	1.35%	11.08%	30.60%	19.52%	0.84%	0.79%	5
江苏银行	331.02%	322.62%	-8.40%	2.77%	2.71%	-6	48.18%	30.44%	-17.74%	1.08%	22.56%	21.48%	1.06%	0.93%	13
南京银行	311.65%	313.22%	1.57%	2.60%	2.60%	0	12.00%	29.45%	17.44%	27.29%	9.70%	-17.59%	0.91%	0.89%	2
宁波银行	374.16%	375.92%	1.76%	2.84%	2.85%	1	30.58%	33.65%	3.07%	7.60%	28.08%	20.48%	0.85%	1.09%	24
杭州银行	520.89%	513.64%	-7.25%	3.95%	3.89%	-6	-43.93%	-38.47%	5.46%	55.36%	-27.56%	-82.92%	0.97%	0.68%	29
长沙银行	309.71%	311.88%	2.17%	3.62%	3.68%	6	2.39%	-0.76%	-3.16%	2.94%	11.39%	8.45%	1.52%	1.60%	7
成都银行	452.65%	433.08%	-19.57%	2.98%	2.94%	-4	5.79%	-14.73%	-20.52%	9.38%	-34.50%	-43.88%	0.44%	0.37%	6
重庆银行	248.27%	248.11%	-0.16%	2.91%	2.83%	-8	17.85%	16.00%	-1.85%	16.09%	-15.81%	-31.90%	0.86%	0.68%	18
贵阳银行	238.64%	239.59%	0.95%	4.05%	3.91%	-14	-25.48%	-39.14%	-13.66%	-23.99%	-10.72%	13.26%	0.96%	1.12%	17
青岛银行	252.80%	269.97%	17.17%	2.84%	2.97%	13	16.36%	1.99%	-14.37%	16.23%	19.04%	2.80%	0.74%	0.91%	16
齐鲁银行	343.24%	351.43%	8.19%	3.74%	3.83%	9	-2.79%	-6.35%	-3.56%	-20.37%	-25.37%	-4.99%	0.92%	0.79%	13
郑州银行	179.20%	186.17%	6.97%	3.16%	3.28%	12	10.86%	7.73%	-3.13%	-12.80%	39.49%	52.29%	1.37%	1.06%	31
苏州银行	437.91%	420.59%	-17.32%	3.63%	3.49%	-14	14.38%	14.22%	-0.16%	9.79%	-23.64%	-33.43%	0.54%	0.34%	20
西安银行	205.70%	218.66%	12.96%	3.28%	3.34%	6	103.03%	88.07%	-14.96%	86.02%	91.93%	5.91%	1.43%	1.81%	38
厦门银行	321.67%	304.39%	-17.28%	2.66%	2.43%	-23	-9.73%	22.78%	32.51%	8.62%	-27.11%	-35.73%	0.40%	0.35%	5
沪农商行	336.55%	340.10%	3.55%	3.26%	3.32%	6	-19.93%	-18.48%	1.45%	-7.36%	11.88%	19.24%	0.29%	0.21%	8
渝农商行	355.58%	364.82%	9.24%	4.16%	4.09%	-7	-27.58%	-13.35%	14.24%	30.75%	-33.81%	-64.56%	0.79%	0.45%	34
青农商行	249.00%	250.44%	1.44%	4.36%	4.34%	-2	-19.25%	-29.83%	-10.58%	16.09%	-23.34%	-39.43%	2.01%	1.50%	51
紫金银行	200.48%	184.81%	-15.67%	2.50%	2.50%	0	4.67%	5.03%	0.37%	-44.69%	21.30%	66.00%	0.22%	0.68%	46
无锡银行	424.87%	427.87%	3.00%	3.33%	3.35%	2	10.47%	3.59%	-6.88%	83.91%	-7.42%	-91.33%	0.51%	0.54%	2
苏农银行	386.88%	355.85%	-31.03%	3.48%	3.20%	-28	-30.38%	-61.23%	-30.84%	-22.70%	-42.11%	-19.40%	0.51%	0.48%	4
江阴银行	381.22%	371.91%	-9.31%	3.26%	3.16%	-10	-3.27%	-12.24%	-8.97%	-25.23%	-10.29%	14.94%	0.49%	1.31%	82
瑞丰银行	340.28%	345.04%	4.76%	3.34%	3.39%	5	-6.51%	-17.95%	-11.44%	66.62%	0.65%	-65.98%	0.90%	1.04%	15
常熟银行	489.53%	462.95%	-26.58%	3.74%	3.52%	-22	10.97%	4.70%	-6.27%	51.36%	-22.52%	-73.88%	1.17%	1.08%	9
张家港行	383.98%	355.05%	-28.93%	3.61%	3.35%	-26	-2.30%	-15.14%	-12.84%	3.61%	15.51%	11.90%	0.68%	1.23%	55
国有	237.35%	234.91%	-2.44%	3.01%	2.97%	-4	5.43%	0.76%	-4.67%	-7.03%	8.45%	15.48%	0.50%	0.71%	20
股份	220.04%	217.53%	-2.51%	2.64%	2.60%	-3	-7.80%	-8.65%	-0.85%	-5.46%	-1.78%	3.67%	0.99%	0.94%	5
城商	290.49%	291.97%	1.48%	2.96%	2.96%	-1	11.91%	9.37%	-2.54%	12.67%	7.74%	-4.93%	0.92%	0.87%	5
农商	337.16%	334.84%	-2.32%	3.62%	3.57%	-5	-12.16%	-14.77%	-2.61%	16.86%	-16.46%	-33.32%	0.73%	0.66%	6
全部	238.53%	236.34%	-2.19%	2.93%	2.90%	-3	1.39%	-1.90%	-3.29%	-4.34%	4.96%	9.30%	0.65%	0.77%	12

资料来源：Wind，华源证券研究所



- 量：“对公强、零售弱”的特征2026年预计仍将延续，尽管个贷增长乏力但对公业务可以维持良性扩张，如财政发力下对基建相关间接融资的撬动，以及区域性银行城投及国有企业政信类业务的贡献。2026年为“十五五”开局之年，在保障良好开端的背景下，对公信贷或仍呈“压舱石”作用，政策支持相关产业仍为重点发力方向，对公信贷需求预计将持续高于零售贷款。
- 价：我们预计资产荒背景下叠加LPR下调周期中的重定价因素，商业银行资产端收益率仍将承压；但高息定存到期重定价因素将从价格端支撑负债成本改善，存款结构亦持续优化，存量存款久期进一步缩短同时伴随资金非银化，预计2026年高息定存到期总量不弱于2025年，但各银行或略有分化。整体看核心负债成本压降将有效缓释息差压力，上市银行息差降幅将呈收窄态势，部分银行有望企稳回升。
- 非息：手续费收入中财富管理中收阶段性回暖，但其延续性仍取决于资本市场表现及“存款搬家”的逻辑成立与否；存量债券流转成为投资相关非息贡献主力，但个别银行已兑现部分浮盈，出于息收入考量未来是否卖出仍需权衡。此外当前债券收益率向下空间有限，部分资金属性较强的城商行其金融市场业务贡献或难延续。
- 拨备：零售不良拨备计提力度加大，对公风险缓释相对反哺，在经济增速放缓过程中，逆周期拨备动态调整机制持续发挥作用，预计2026年上市银行风险抵补能力仍充足，高拨备覆盖率银行预计将持续释放拨备。
- 综合来看2026年上市银行业绩或小幅改善，收入端来自息差降幅的收窄，拨备释放预计将稳固盈利增长，预计2026年上市银行营收同比回升至1.5%，归母净利润同比增速上升至2.0%。

图18：预计2026年上市银行营收及利润小幅改善



资料来源：Wind，华源证券研究所

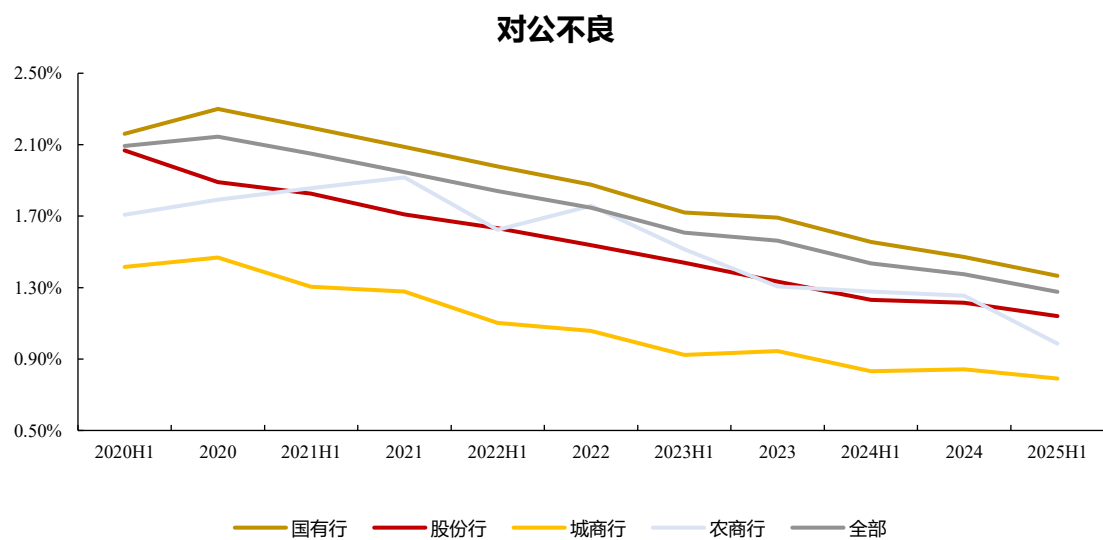
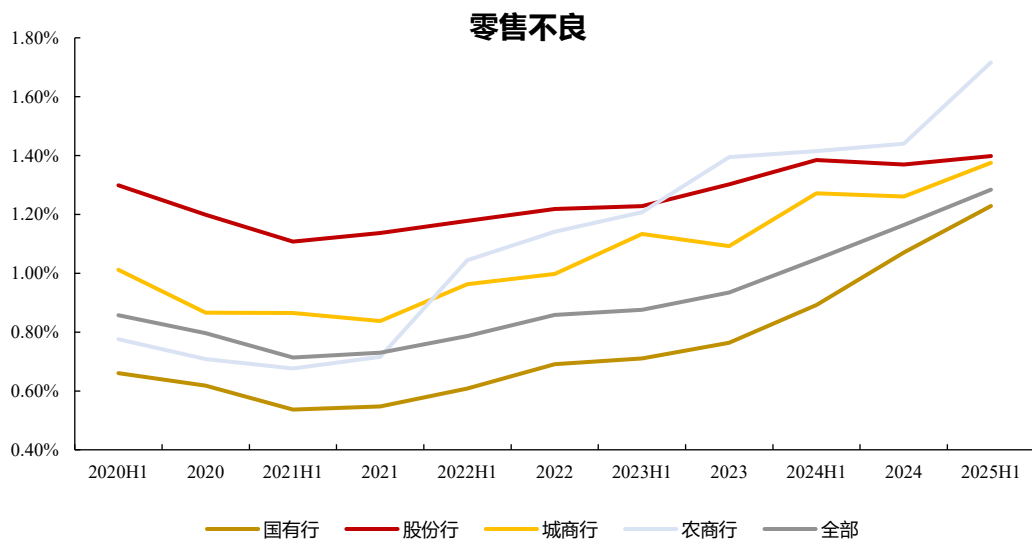
主要内容

1. 银行经营环境：财政持续发力，信贷增长承压
2. 经营回顾与展望：盈利增速逐步企稳
3. 商业银行信用风险状况：零售风险仍呈压力
4. 机构配置银行股行为：险资增配，基金阶段性减配
5. 红利逻辑下的组合持股策略
6. 风险提示



- 上市银行对公不良率呈改善趋势，零售不良率持续反弹。2025H1样本银行零售不良率为1.28%，不良水平自2021年已持续上升55bp；对公不良率绝对水平与零售同为1.28%，但风险整体呈下行趋势，不良率较2021年末下降67bp，当前零售端压力明显更大。
- 中小行或面临区域性零售风险。当前国有行零售不良率虽上行，但幅度较2024年显著放缓，同时其不良率绝对水平在各类行中最低，反映了国有行零售客户风险较低的相对优势；而城、农商行零售不良上升幅度高于国股行，反映当下零售风险呈区域化特征，即中小行本地化经营，客户区域集中度较高，无法像国股行全国经营分散区域风险。

图19：2021年起样本银行零售贷款不良率上升幅度明显，资产质量压力明显大于对公贷款



资料来源：Wind，华源证券研究所



■ 弱复苏环境下，对公贷款资产质量整体改善。尽管当前对公企业经营状况仍承压，但2025H1仅个别银行对公贷款不良率较2024年末略有上升，其余银行均有较大幅度改善。国股行中，仅兴业、平安对公不良率边际上行，其余不良率均下行，部分国股行改善幅度超10bp；城、农商行中仅宁波、郑州、厦门边际承压。上市银行主要对公行业中，交运、制造业、租赁商服不良率较2024年整体改善，但部分银行批发零售行业不良率仍有抬升，且主要集中于股份行及中小行，亦反映小微企业区域性经营压力。

■ 企业经营偏弱与对公信贷风险修复二者同时存在。当前企业经营仍处偏弱阶段，但对公信贷风险持续修复，我们认为形成该现象的原因在于：（1）受前期房地产、城投冲击影响，银行对公信贷风险政策趋紧，在压降了许多存量涉险客户同时，也限制了潜在风险客户的准入，故对公客群质量显著提升；（2）在经济复苏偏弱的过程中，对公企业尤其是央、国企等大型企业，抗击系统性风险能力较强，现金流虽边际承压但其体量仍旧雄厚，故资金仍可满足其正常经营活动及还本付息。

表7：2025H1上市银行对公贷款不良率改善幅度较大（%或BP）

银行	交运仓储邮政			制造业			租赁商服			批发零售			建筑业			房地产			对公		
	2024	2025H	变化	2024	2025H	变化	2024	2025H	变化	2024	2025H	变化	2024	2025H	变化	2024	2025H	变化	2024	2025H	变化
工商银行	0.37	0.29	(8)	1.87	1.52	(35)	1.52	1.47	(6)	4.87	4.06	(81)	2.98	2.42	(56)	4.99	3.37	38	1.58	1.47	(11)
建设银行	0.74	0.68	(6)	1.72	1.59	(13)	1.71	1.63	(7)	2.49	2.29	(20)	2.75	2.85	11	4.79	4.74	(5)	1.65	1.58	(7)
农业银行	0.66	0.69	3	1.57	1.31	(27)	1.77	1.55	(21)	2.32	2.07	(25)	2.13	1.77	(35)	5.40	3.35	(5)	1.58	1.45	(13)
中国银行	0.28	0.25	(3)	1.08	0.87	(20)	1.36	1.26	(9)				1.43	1.25	(18)	4.94	3.38	44	1.26	1.19	(7)
邮储银行	0.08	0.07	(0)	0.70	0.62	(8)	0.36	0.30	(6)	1.31	1.17	(15)	0.64	0.92	27	1.94	1.62	(32)	0.54	0.49	(5)
交通银行	0.32	0.31	(1)	1.43	1.54	11	0.71	0.59	(13)	2.97	2.63	(34)	1.18	1.20	3	4.85	4.32	(54)	1.47	1.30	(17)
招商银行	0.22	0.20	(2)	0.49	0.44	(4)	0.41	0.09	(31)	1.07	1.00	(7)	1.27	1.10	(17)	4.94	4.74	(20)	1.06	0.93	(14)
浦发银行	0.27	0.36	9	1.45	0.89	(56)	0.63	0.45	(18)	2.28	1.77	(51)	1.89	1.24	(65)	2.50	3.57	107	1.34	1.19	(15)
兴业银行	0.08	0.07	(1)	0.72	1.12	40	0.69	0.59	(10)	3.62	3.54	(7)	1.56	1.47	(9)	1.54	1.90	36	1.01	1.08	7
中信银行	0.22	0.20	(2)	1.87	1.74	(13)	1.03	0.89	(14)	2.08	1.88	(21)	0.53	0.99	46	2.21	1.89	(32)	1.27	1.14	(12)
民生银行	0.12	0.11	(1)	1.16	1.32	17	0.34	0.98	64	1.44	1.63	19	0.88	0.72	(16)	5.01	3.48	(152)	1.37	1.27	(10)
光大银行	0.84	0.54	(30)	1.28	1.23	(5)	0.85	0.74	(12)	2.56	2.06	(50)	1.12	1.24	12	4.28	4.49	22	1.24	1.21	(2)
平安银行	0.06	0.04	(2)	0.92	0.74	(18)	0.00	0.00	0	0.83	0.97	14	0.49	0.86	37	1.79	2.21	42	0.79	0.91	12
华夏银行	2.12	1.79	(33)	1.86	1.81	(5)	0.51	0.41	(10)	2.75	2.61	(14)	2.73	2.37	(36)	3.76	2.53	(123)	1.59	1.36	(23)
浙商银行	6.36	6.00	(36)	1.47	1.21	(25)	1.11	1.06	(5)	2.23	2.77	54	0.88	0.80	(8)	1.55	0.86	(69)	1.36	1.26	(10)
上海银行				1.43	1.33	(10)	0.90	0.49	(41)	2.48	2.05	(43)				0.98	2.59	161	1.37	1.36	(1)
江苏银行	0.65	0.45	(20)	1.02	0.90	(12)	0.30	0.28	(2)	2.37	1.56	(81)	0.92	0.96	4	2.20	3.95	175	0.91	0.85	(6)
南京银行	0.15	0.06	(10)	0.97	0.99	1	0.08	0.09	1	1.35	1.33	(3)	0.90	1.14	24	2.25	2.08	(17)	0.66	0.65	(1)
宁波银行	0.15	0.12	(3)	0.31	0.62	31	0.07	0.05	(2)	0.40	0.36	(4)	0.16	0.19	3	0.13	0.12	(1)	0.23	0.27	4
杭州银行	0.12	0.08	(4)	0.71	0.66	(5)	0.50	0.30	(20)	1.30	1.02	(28)	0.43	0.30	(13)	6.65	6.44	(21)	0.80	0.68	(11)
长沙银行	0.18	0.21	3	2.18	2.34	16	0.33	0.07	(26)	1.43	1.09	(33)	0.39	0.43	4	0.64	0.56	(9)	0.69	0.59	(10)
成都银行	0.00	0.02	1	1.62	1.55	(7)	0.11	0.10	(2)	1.78	2.09	32	2.12	2.11	(1)	2.15	2.44	29	0.63	0.61	(2)
重庆银行	0.50	0.25	(25)	2.19	1.99	(20)	0.15	0.33	18	2.24	1.20	(104)	1.13	0.42	(71)	5.63	7.19	156	0.90	0.75	(15)
贵阳银行	0.10	0.11	1	1.45	1.45	0	0.11	0.12	1	5.02	4.58	(44)	1.21	1.21	0	1.05	1.75	70	1.40	1.21	(19)
青岛银行	0.04	0.03	(1)	2.24	1.27	(97)	0.00	0.01	1	1.26	1.64	38	0.49	0.41	(9)	2.07	1.89	(17)	0.94	0.86	(8)
齐鲁银行	0.55	0.45	(10)	3.76	3.01	(75)	0.06	0.15	9	1.07	1.09	2	0.78	0.42	(36)	7.20	0.00	(720)	0.95	0.77	(18)
郑州银行	0.33	0.33	(0)	3.06	0.82	(224)	1.06	1.04	(1)	2.43	3.84	141	1.46	1.13	(32)	9.55	9.75	19	2.05	2.07	3
苏州银行	0.33	0.28	(6)	1.01	1.16	14	0.06	0.05	(1)	0.99	0.94	(5)	0.45	0.53	8	0.09	0.22	14	0.57	0.54	(3)
厦门银行	0.48	0.32	(16)	1.02	1.11	9	0.19	0.13	(6)	0.90	0.98	8	0.19	0.40	21	0.03	0.03	0	0.51	0.55	4
沪农商行	0.98	1.18	20	0.70	0.95	26	0.83	0.90	7	2.46	2.37	(9)	2.40	1.43	(97)	1.15	0.85	(30)	1.02	0.94	(8)
渝农商行				1.47	0.58	(89)	0.67	0.58	(10)	2.55	1.80	(74)	2.08	1.40	(69)				1.04	0.68	(36)
青农商行	3.17	0.83	(235)	1.74	1.07	(67)	1.19	0.03	(117)	1.06	1.91	85	4.50	0.58	(392)	7.17	21.32	1415	2.02	1.95	(8)
瑞丰银行	0.00	0.00	0	0.45	0.41	(4)	0.11	0.05	(6)	0.76	0.74	(2)	0.05	0.11	6				0.43	0.38	(5)
常熟银行	0.00	0.00	0	0.88	0.81	(7)	0.43	0.38	(5)	1.13	0.90	(23)							0.65	0.56	(9)

资料来源：Wind，华源证券研究所



- 对公不良压力仍集中在房地产行业。2025H1上市银行对公房地产不良率走势分化，部分银行改善幅度较大但另一部分银行边际仍承压（浦发、上海、江苏、重庆抬升幅度均超100bp），部分银行建筑业不良水平亦同步抬升。对公房地产不良率变化差异或源于：（1）规模管控：部分银行持续压降房地产敞口，分母因素导致不良率上升；（2）不良处置策略：对于积极核销清收的银行而言，其具有改善对公地产不良指标的空间，相反部分银行集中资源处置零售不良，对公风险留于表内，导致地产不良率上行；（3）各家行房地产风险暴露的节奏的差异性：部分银行前期暴露较充分，其余银行受项目进度及区域房价持续调整影响，房地产风险仍处暴露阶段，其风险仍待缓释。
- 未来房地产风险或仍存改善空间。如经营性物业贷置换债务的政策延长至2026年，故房企将高息开发贷置换为低息经营性物业贷的时间更加充裕，现金流改善下，其违约风险亦降低；此外尽管部分银行当前房地产存量风险仍未出清，在指标上体现为不良率上升。但随着时间推移，各家银行风险项目暴露程度预计将逐渐趋近，通过观测风险贷款暴露程度较高的银行房地产不良率走势（例如招商银行），叠加商业银行运用各自方式处置不良资产，我们认为房地产新生成的不良压力可逐步化解。

表8：当前房地产行业不良率绝对水平仍较高

房地产	2019	2020H1	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1
工商银行	1.71%	1.41%	2.32%	4.29%	4.79%	5.47%	6.14%	6.68%	5.37%	5.35%	4.99%	5.37%
建设银行	0.94%	1.08%	1.31%	1.56%	1.85%	2.98%	4.36%	4.76%	5.64%	5.20%	4.79%	4.74%
农业银行	1.45%	1.47%	1.81%	1.54%	3.39%	3.97%	5.48%	5.79%	5.42%	5.42%	5.40%	5.35%
中国银行	0.53%	0.41%	4.68%	4.91%	5.05%	5.67%	7.23%	5.11%	5.51%	4.94%	4.94%	5.38%
邮储银行	0.02%	0.01%	0.02%	0.01%	0.02%	1.01%	1.45%	1.01%	2.45%	2.25%	1.94%	1.62%
交通银行	0.33%	1.43%	1.35%	1.69%	1.25%	1.90%	2.80%	3.39%	4.99%	4.97%	4.85%	4.32%
招商银行	0.44%	0.34%	0.30%	1.07%	1.41%	2.82%	4.08%	5.52%	5.26%	5.12%	4.94%	4.74%
浦发银行	2.63%	4.40%	2.07%	3.03%	2.75%	3.83%	3.06%	2.88%	4.11%	2.74%	2.50%	3.57%
兴业银行	0.84%	0.76%	0.92%	0.66%	1.08%	2.15%	1.30%	0.81%	0.84%	1.08%	1.54%	1.90%
中信银行	1.19%	1.23%	3.35%	3.11%	3.63%	2.89%	3.08%	5.29%	2.59%	2.30%	2.21%	1.89%
民生银行	0.28%	0.25%	0.69%	1.04%	2.66%	2.99%	4.28%	5.13%	4.92%	5.29%	5.01%	3.48%
光大银行	0.45%	0.41%	0.73%	0.61%	1.23%	2.56%	3.89%	4.22%	5.33%	4.51%	4.28%	4.49%
平安银行	1.18%	0.32%	0.21%	0.57%	0.22%	0.77%	1.43%	1.01%	0.86%	1.26%	1.79%	2.21%
华夏银行	0.07%	0.25%	0.01%	0.17%	0.66%	0.62%	2.82%	3.77%	4.21%	2.56%	3.76%	2.53%
浙商银行	0.29%	0.23%	0.09%	0.61%	0.62%	0.90%	1.66%	2.31%	2.48%	1.26%	1.55%	0.86%
上海银行	0.10%	0.43%	2.39%	2.73%	3.05%	2.89%	2.56%	2.06%	2.11%	1.39%	0.98%	2.59%
江苏银行	0.58%	0.04%	0.04%	0.22%	1.41%	1.70%	1.92%	2.13%	2.54%	2.83%	2.20%	3.95%
南京银行	0.81%				0.08%	1.01%	0.96%	1.06%	0.61%	0.32%	2.25%	2.08%
宁波银行	1.02%	1.17%	1.37%	1.48%	0.93%	0.87%	0.41%	0.28%	0.10%	0.10%	0.13%	0.12%
杭州银行	0.27%	0.12%	2.79%	2.63%	3.78%	3.46%	3.45%	3.85%	6.36%	7.07%	6.65%	6.44%
长沙银行									0.60%	0.00%	0.64%	0.56%
成都银行	0.02%	0.02%	0.01%	0.00%	1.18%	2.70%	2.40%	2.17%	3.04%	1.82%	2.15%	2.44%
重庆银行	1.79%	1.71%	3.88%	6.28%	4.71%	6.15%	5.88%	7.14%	6.48%	5.78%	5.63%	7.19%
贵阳银行	1.46%	2.79%	6.33%	4.57%	3.77%	2.59%	2.55%	2.20%	1.83%	0.50%	1.05%	1.75%
青岛银行	0.52%	0.43%	0.49%		0.00%		0.10%	0.24%	2.30%	2.17%	2.07%	1.89%
齐鲁银行	0.24%	0.26%	0.31%	0.30%	1.45%	1.72%	2.52%	6.78%	1.37%	1.39%	7.20%	
郑州银行	0.15%	0.47%	1.25%	1.89%	3.47%	3.36%	4.06%	4.19%	6.48%	6.86%	9.55%	9.75%
苏州银行	0.00%	0.43%	1.36%	1.23%	6.65%	5.58%	4.55%	3.20%	2.60%	1.64%	0.09%	0.22%
厦门银行							4.81%	5.22%	4.70%	0.03%	0.03%	0.03%
沪农商行	0.85%	1.19%	1.50%	1.37%	1.24%	1.32%	1.39%	1.78%	2.18%	1.73%	1.15%	0.85%
渝农商行	8.62%	0.00%	0.00%	6.18%	0.00%	0.00%	7.28%	9.10%	9.27%	6.88%	0.00%	0.00%
青农商行	1.64%	1.84%	2.34%	2.39%	3.44%	1.80%	6.10%	3.02%	1.36%	4.79%	7.17%	21.32%

资料来源：Wind，华源证券研究所



- **零售贷款不良率绝对水平仍持续上行。** 2025H1仅个别银行零售资产质量略有改善（兴业、光大、平安、江苏），其余银行零售不良率边际均上升。国有行中，工行及交行不良率上升幅度较大（超20bp）；股份行中华夏、浙商明显承压；个别城、农商行零售不良增幅明显，长沙、重庆、贵阳、青岛、齐鲁、厦门银行零售不良率环比上升均超30bp。
- **国有行零售风险处相对低位，中小行零售不良率上行较快。** 各类银行2025中报零售不良率呈如下三个特点：（1）国有行零售不良率虽上行，但幅度较2024年显著放缓，建行、农行和邮储不良率抬升幅度有限（10bp左右），此外其不良率绝对水平在各类行中最低，反映了国有行零售客户风险较低的相对优势；（2）2025中报城、农商行零售不良率上升幅度高于国股行，反映当下零售风险呈区域化特征，即中小行本地化经营，客户区域集中度较高，无法像国股行全国经营分散区域风险；（3）部分股份行、城商行零售不良边际有所下降（兴业、光大、平安、江苏），一方面源于个贷的处置力度的加大，另一方面部分银行重塑其零售体系，前期对高风险客户的压降成效在如今体现，该类银行零售风险虽显修复迹象，但可持续性仍待观察。
- **未来可对国有行零售资产质量保持乐观。** 国有行风险压力主要来自经营贷及信用卡，部分银行经营贷不良率边际上升超30bp，但我们认为这主要源于各类银行对个贷不良处置逻辑存在差异，例如国有行零售客户信用下沉相对较浅，这部分客户尽管当期违约，但未来收回的可能性仍存，故国有行缺乏将这部分不良贷款以较低价格转让卖出的动力。此外，过去国有行零售不良绝对水平在各类行中处于低位（2024年中期除邮储外均低于1%），2024年不良率指标的大幅抬升，从数字上看可理解为不良率向中小行的收敛，背后逻辑则在于个贷风险由高风险客户向中低风险客户的扩散。受益于国有行零售客群结构以低风险为主，当未来个人还款能力改善时，其资产质量或将显著修复。



表9：上市银行零售贷款不良率整体上升（%）

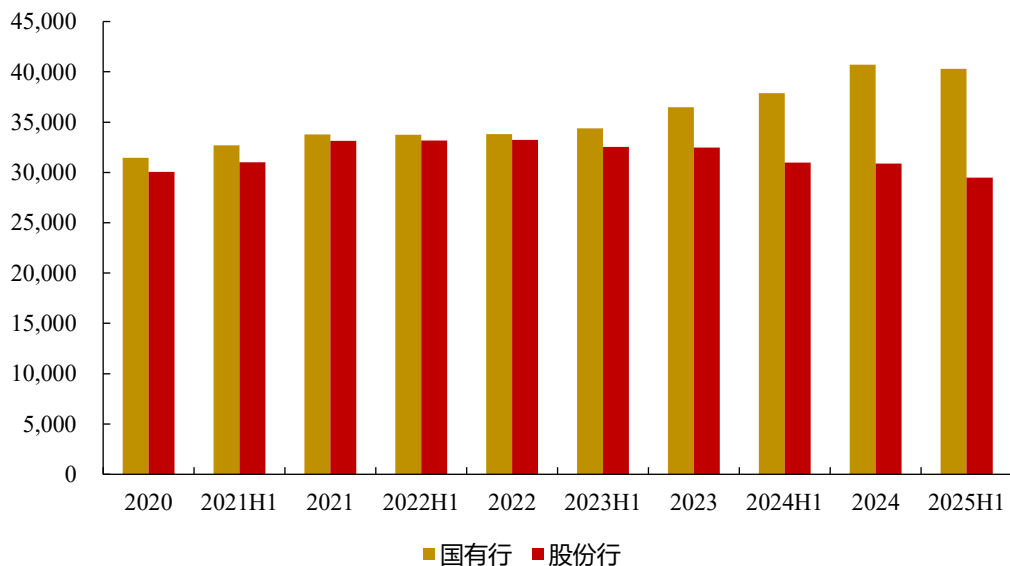
银行	经营贷			按揭			消费贷			信用卡			零售		
	2024	2025H	变化	2024	2025H	变化	2024	2025H	变化	2024	2025H	变化	2024	2025H	变化
工商银行	1.27	1.62	35	0.73	0.86	13	2.39	2.51	12	3.50	3.75	25	1.15	1.35	20
建设银行	1.59	1.51	(8)	0.63	0.76	14	1.09	1.09	1	2.22	2.35	13	0.98	1.10	11
农业银行	1.39	1.70	31	0.73	0.77	4	1.55	1.55	(0)	1.46	1.51	5	1.03	1.18	14
中国银行	1.78	2.11	33	0.61	0.74	13	1.60	1.80	20	1.73	1.93	20	0.97	1.15	18
邮储银行	2.20	2.29	9	0.64	0.73	9	1.33	1.47	14	1.48	1.55	7	1.27	1.38	10
交通银行	1.21	1.36	15	0.58	0.75	17	1.13	1.30	17	2.34	2.97	63	1.08	1.34	25
招商银行	0.79	0.95	16	0.48	0.46	(2)	1.14	1.46	32	1.75	1.75	0	0.96	1.03	6
浦发银行	1.87	1.94	7	0.95	1.11	16	2.28	2.30	2	2.45	2.29	(16)	1.61	1.65	5
兴业银行	0.80	0.86	6	0.60	0.54	(6)	2.20	2.19	(1)	3.64	3.28	(36)	1.35	1.22	(13)
中信银行	0.00	0.00	0	0.49	0.50	1	2.04			2.51	2.73	22	1.25	1.29	3
民生银行	1.54	1.56	2	0.96	0.96	(0)	0.95	1.21	26	3.28	3.68	39	1.80	1.89	9
光大银行													1.40	1.38	(2)
平安银行				0.47	0.28	(19)	1.35	1.37	2	2.56	2.30	(26)	1.39	1.27	(12)
华夏银行													1.80	2.27	46
浙商银行													1.78	1.97	20
上海银行	1.56	2.12	56	0.45	0.63	17	1.45	1.26	(19)	1.98	2.50		1.14	1.30	17
江苏银行	2.04	1.67	(37)										0.99	0.94	(5)
南京银行													1.29	1.43	14
宁波银行	2.97	3.30	33	0.63	0.71	8	1.61	1.83	23				1.68	1.86	18
杭州银行	0.93	1.28	35	0.29	0.46	17	1.20	1.46	26				0.77	1.02	25
长沙银行													1.87	2.20	33
成都银行	0.97	0.98	1	0.78	1.03	26	0.69	0.78	9				0.78	0.98	20
重庆银行	5.70	6.23	53	1.49	1.77	28	1.05	0.74	(31)	3.04	4.19	114	2.71	3.01	30
贵阳银行													2.86	3.19	33
青岛银行													2.02	2.38	36
齐鲁银行													2.00	2.31	31
郑州银行	2.25	2.65	40	1.04	0.76	(28)	0.77	0.67	(10)	2.55	2.16	(39)	1.56	1.56	(0)
苏州银行	3.18	3.30	33	0.41	0.69	28	1.23	1.24	1				1.66	1.80	14
西安银行															
厦门银行													1.25	1.56	31
沪农商行													1.32	1.50	18
渝农商行	1.67	2.46	79	1.15	1.33	18	2.00	2.15	15				1.60	2.04	43
青农商行	1.69	1.67	(2)	1.62	1.68	6	1.99	2.01	1				1.69	1.71	2
瑞丰银行													1.52	1.85	33
常熟银行	0.95	1.13	18	0.38	0.26	(12)	0.86	0.83	(3)	4.14	2.80	(134)	0.94	1.02	8

资料来源：Wind，华源证券研究所



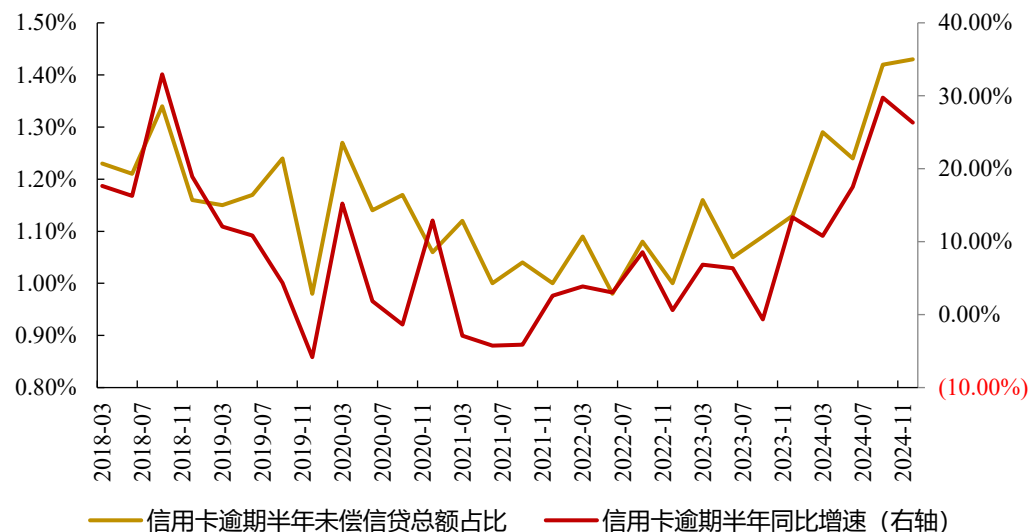
- **信用卡不良率在零售贷款中最高。**国股行信用卡贷款总量及占比均高，且信用卡贷款具有金额小、客群分散的特点，因此易产生逾期，致使信用卡不良率在各类零售贷款中最高。2025H1部分国有行信用卡风险边际上升，交行信用卡不良上升幅度超60bp，农行和邮储相对稳定。股份行中，招行仍维持较低的信用卡不良率，边际变化平稳，中信、民生信用卡压力加剧，浦发、兴业、平安大幅改善。我们认为信用卡不良上升体现了居民还款能力及意愿均有所下行，若未来居民收入端修复缓慢，则国股份行信用卡资产质量将持续承压。
- **信用卡资产质量企稳需待客群质量整体改善。**在经济增速较快、零售业务发展迅速时，部分银行追求信用卡业务规模及贷款市场份额，向部分较高风险的客户发卡放贷，这部分客群成为当前信用卡业务资产质量压力的主要来源。但在银行自身信用卡风控收紧以及监管政策（信用卡新规）作用之下，银行获客行为亦发生变化，部分银行持续化存控新，股份行信用卡贷款规模亦呈持续下降的现象，获客行为的优化虽然使银行信用卡风险指标短期承压（如短期分母下降造成不良率抬升），但长期看随着信用卡粗犷获客模式的转变，存量客户风险持续压降，未来或将看到信用卡风险企稳。

图20：股份行信用卡贷款规模下降，国有行持续上升（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图21：信用卡逾期半年未偿占比上升



资料来源：Wind，华源证券研究所

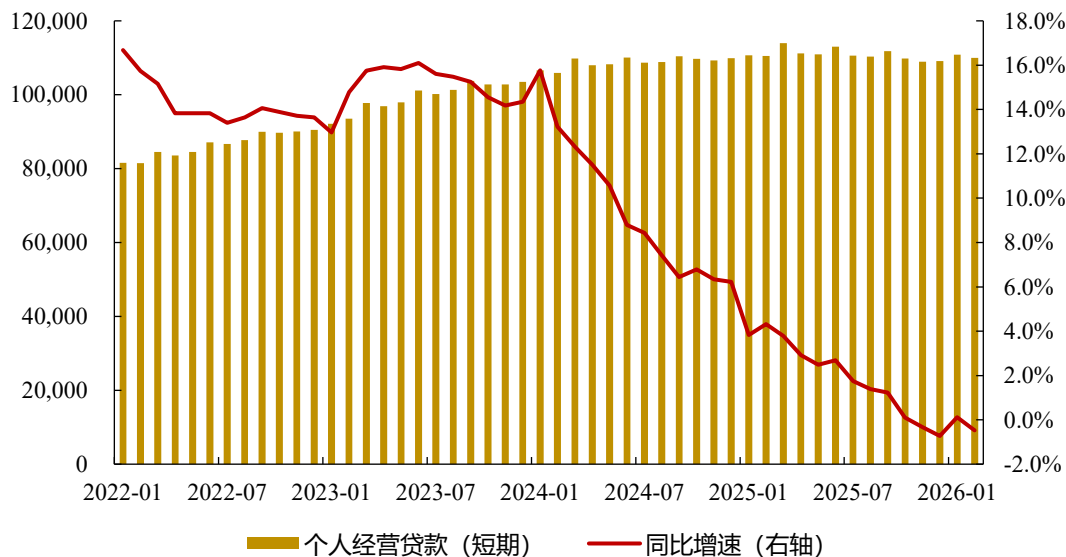


- 中小行经营贷不良率绝对水平高于国股行。客群基础决定了各类行经营贷风险状况，具有真实经营需求的偿贷客户，其还款能力及意愿显著强于以经营贷置换存量按揭的客户。需关注部分城、农商行，其面临国有行普惠金融业务竞争时，或存在风险偏好上升，客户进一步下沉，而忽视信贷用途真实性的风险。由于城、农商行深耕县域，农户抗击风险能力相对较弱，更易受到市场环境的影响（例如农产品价格波动），故城、农商行个人经营贷整体不良水平高于国股行。
- **理性看待经营贷不良率上升。**当前上市银行个人经营贷不良整体呈上升趋势，2025H1部分银行上升幅度超30bp，但并非代表经营贷风险失控。我们认为当前银行对于经营贷不良倾向于留存于表内，而非表外处置，故造成经营贷不良积累推升不良率。一方面由于经营贷通常具有抵押品，故当贷款违约时银行后续可持续对抵押物进行处置，避免当前以较低价格转让造成损失；另一方面以国有行为例，其零售客户信用下沉相对较浅，这部分客户尽管当期违约，但未来收回的可能性仍存，故国有行缺乏将这部分不良贷款以较低价格转让卖出的动力。因此尽管当前经营贷不良率上行较快，但不良贷款的留表反而使不良率对风险的反映更加真实。
- **银行出售抵债房是处置不良的常规方式。**新闻报道多家银行在京东、阿里等资产交易平台加速推进房产直售业务，市场担忧其反映银行风险压力较大，但我们认为这仅为银行处置前期不良资产的常规操作。如个人经营性贷款多有房地产抵押，当其出现不良时，银行自行清收无果后往往通过法拍处置，当两轮法拍均流拍后方由法院裁定转至银行名下，该过程或持续4~5年，此时银行取得抵押房完整产权，银行资产端房抵贷款减少，“抵债资产”科目增加。故当前银行加速处置抵债房产，或为其2020~2021时期出现的不良，其抵押品法拍流拍后在2024~2025年方转为自由资产，但由于超期未处置非自用不动产风险权重为400%，为缓解资本压力，银行方进行抵债房直售业务。故我们认为银行处置抵债房是其常规操作，目的是缓解资本压力，同时抵债资产的上升亦伴随抵押物对应贷款的下降，无需因抵债资产的波动而对银行风险担忧。



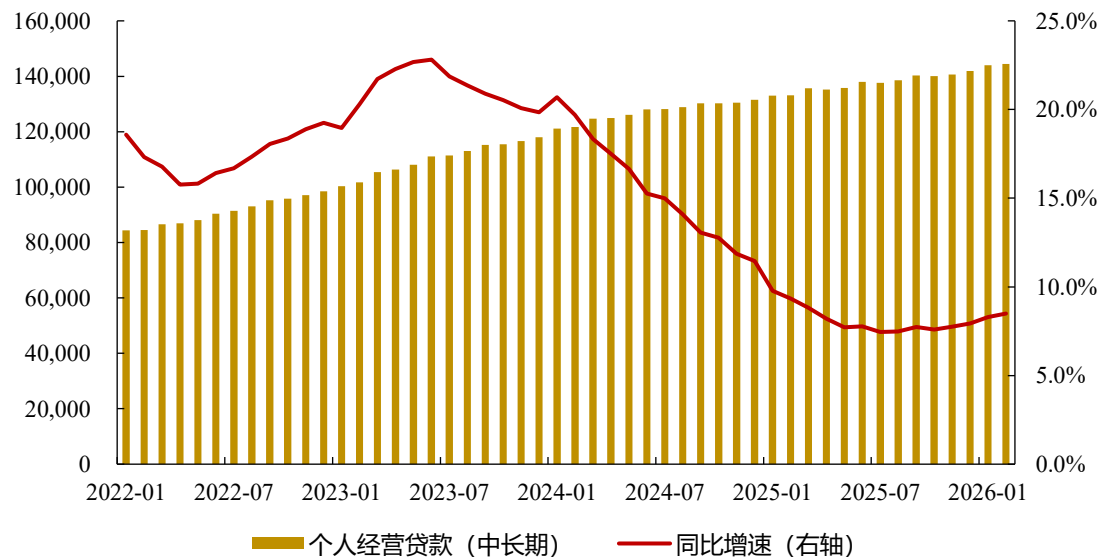
- 居民经营贷置换按揭行为或减少。短期个人经营贷增速高峰位于2024Q1，中长期位于2023H1，随后增速出现明显回落，或体现居民以经营贷置换按揭行为的减弱。一方面对于新购房者，由于央行两次调降存款按揭利率并调整个人住房贷款利率政策，致使新购房者通过置换的套利空间缩窄，抑制经营贷套利需求；另一方面对于存量购房客户，由于各类资产收益率的下行，当前置换按揭的性价比低于提前还贷，故在现金流充足的情况下，购房者倾向于提前偿还。预计未来经营贷置换按揭的行为将持续减少，经营贷增速或仍呈下降趋势。

图22：2024年以来短期经营贷同比增速下降较快（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

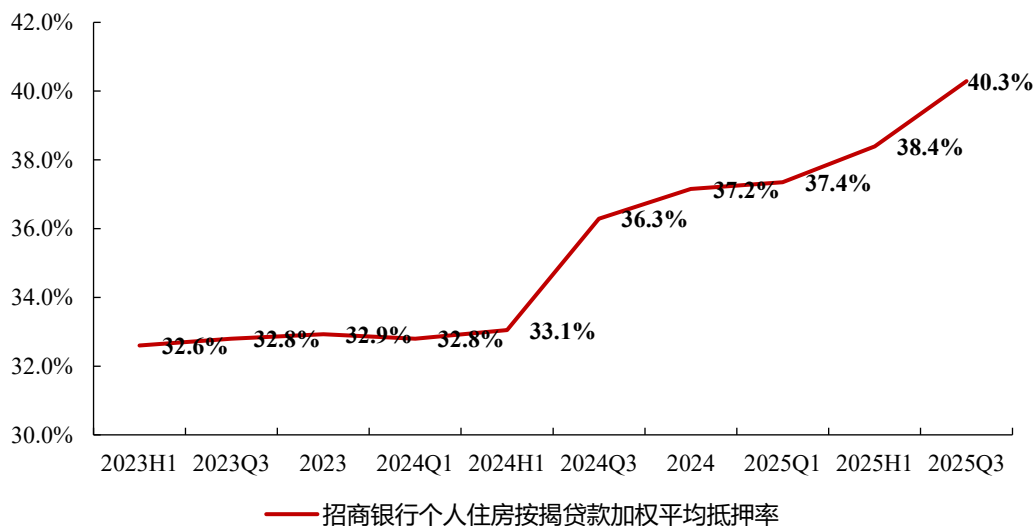
图23：中长期经营贷同比增速亦下降（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

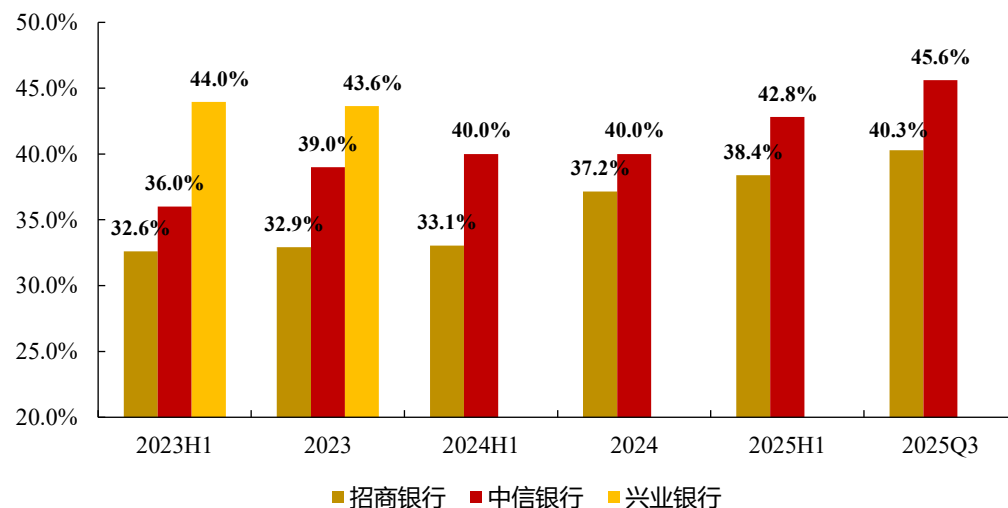
- 按揭属于商业银行优质资产，具有收益率高，风险低的特点。2025H1上市银行按揭不良整体上行，部分银行上升幅度超20bp，但我们认为按揭贷款风险仍处可控范围：
（1）部分客户受房价下降影响产生断贷动机，但相比于消费贷及信用卡，按揭贷款抵押品充足，且当前不良率仍处低位；（2）政策端持续支持，随着存量按揭调降，LPR多次下调，以及个人住房贷款利率定价机制进行改革，居民还款压力持续缓解；（3）按揭不良率上升亦和居民提前还贷及按揭投放需求不足有关，银行受制于需求有限无法通过大量投放贷款来稀释不良率，故按揭不良指标压力有所上升。
- 房价下行周期中，银行按揭LTV持续上升。房价下跌引发抵押品价格缩水，故上市银行个人按揭贷款抵押率（LTV）持续上升。截至2025Q3，招行、中信按揭LTV水平分别为40.3%和45.6%，结合兴业银行于2023年已达43.6%的水平，我们推测上市股份行按揭LTV平均水平或超40%。尽管按揭属于商业银行优质资产风险相对较低，但市场担心房价进一步下行或引发抵押品缩水→居民还款意愿降低→按揭不良率上升的连锁反应，但我们认为在40%的LTV水平下房地产价值仍可覆盖按揭贷款总额，部分房价下行幅度较大的城市，以及房价高点时买入所对应的按揭贷款风险相对较大，或引发部分居民违约意愿上升从而形成不良，但近年来新发放按揭风险整体较低。此外商业银行会持续对抵押物价值进行常态化监测和重估，从而保证抵押物保持充足稳定，按揭风险仍处可控区间。

图24：招行按揭LTV持续上升，2025Q3为40.3%



资料来源：Wind，华源证券研究所

图25：当前招行、中信、兴业按揭LTV或均超40%



资料来源：Wind，华源证券研究所

主要内容

1. 银行经营环境：财政持续发力，信贷增长承压
2. 经营回顾与展望：盈利增速逐步企稳
3. 商业银行信用风险状况：零售风险仍呈压力
4. 机构配置银行股行为：险资增配，基金阶段性减配
5. 红利逻辑下的组合持股策略
6. 风险提示



- 险资重仓银行股市值持续回升。2024Q3险资重仓A股银行市值占比降至24.3%阶段性低位，但随后持续回升，我们认为险资对银行股配置偏好或发生趋势性转变，主要源于：（1）低利率周期下保险业负债成本呈现刚性，增配高股息有利于提升投资收益；（2）政策端多措并举，偿二代规则优化及延期缓解资本压力，提升险企增配权益空间；（3）保单流入推动投资端资金运用量效双增，权益投资比例上调进一步打开配置空间；（4）银行股高股息特征，与优化后险企考核方案适配度更高。
- 关注上市和非上市险企对银行股的配置接力。财政部要求险企自2023年起陆续实施新金融工具准则（IFRS9），非上市险企最晚于2026年起实施。相较于原会计准则，投资端变化主要在于将原先AFS账户下股票重分类至FVTPL账户，公允价值变动直接影响当期利润，故新准则实施后险企净利润波动或加剧。银行股等高股息标的更适合计入FVOCI账户，上市险企中，中国人寿、中国太保、新华保险在前期已提升OCI账户占比稳定利润。伴随资本市场行情持续，2025Q3部分上市险企已通过增配交易类账户增厚盈利，我们认为随着非上市险企年内实施IFRS9的日益临近，OCI账户增配银行股的行为或由上市险企接力至非上市险企，银行股受险资增配仍具动能。

图26：2025Q3保险重仓银行市值占比保持平稳

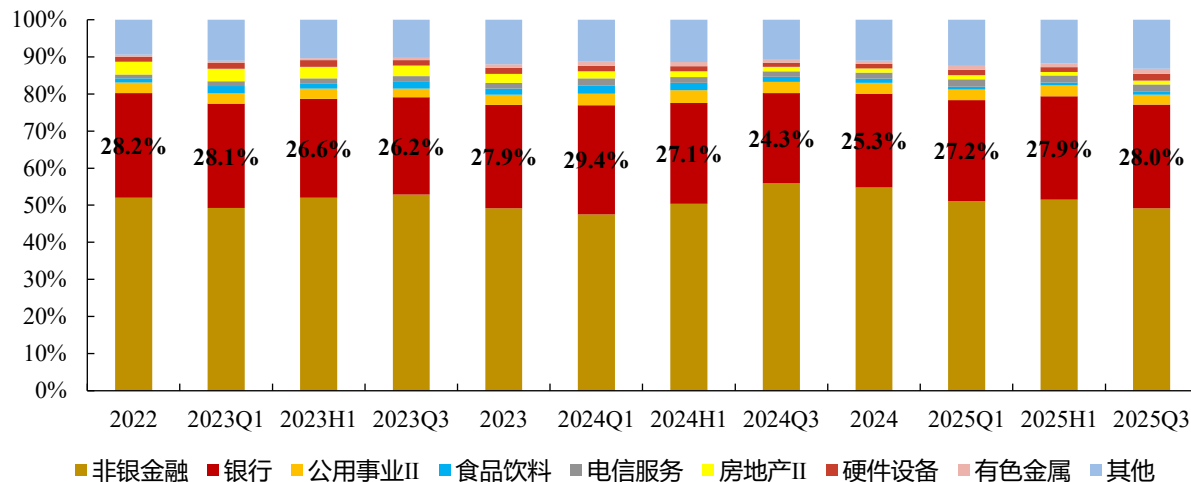
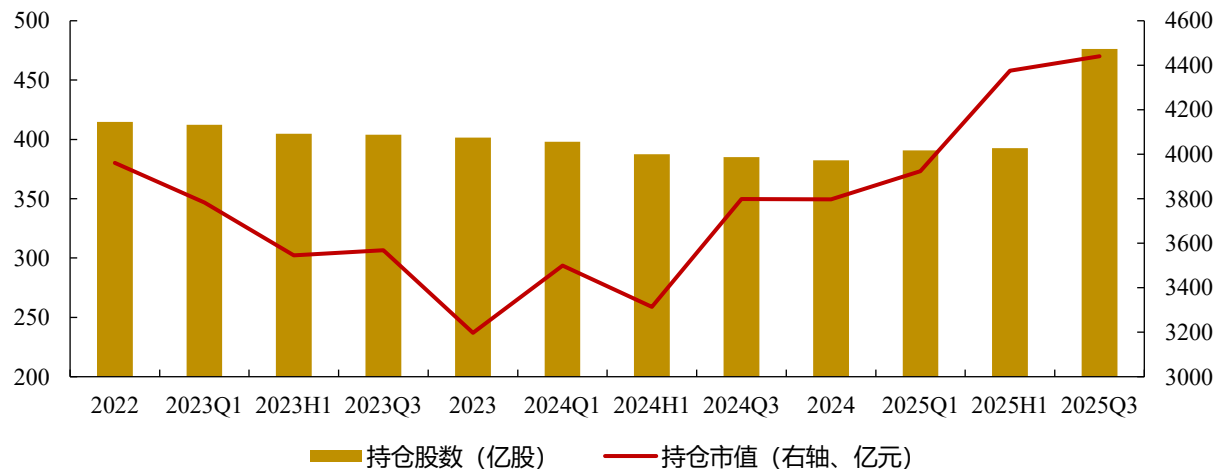


图27：2025Q3保险重仓显著增持银行股

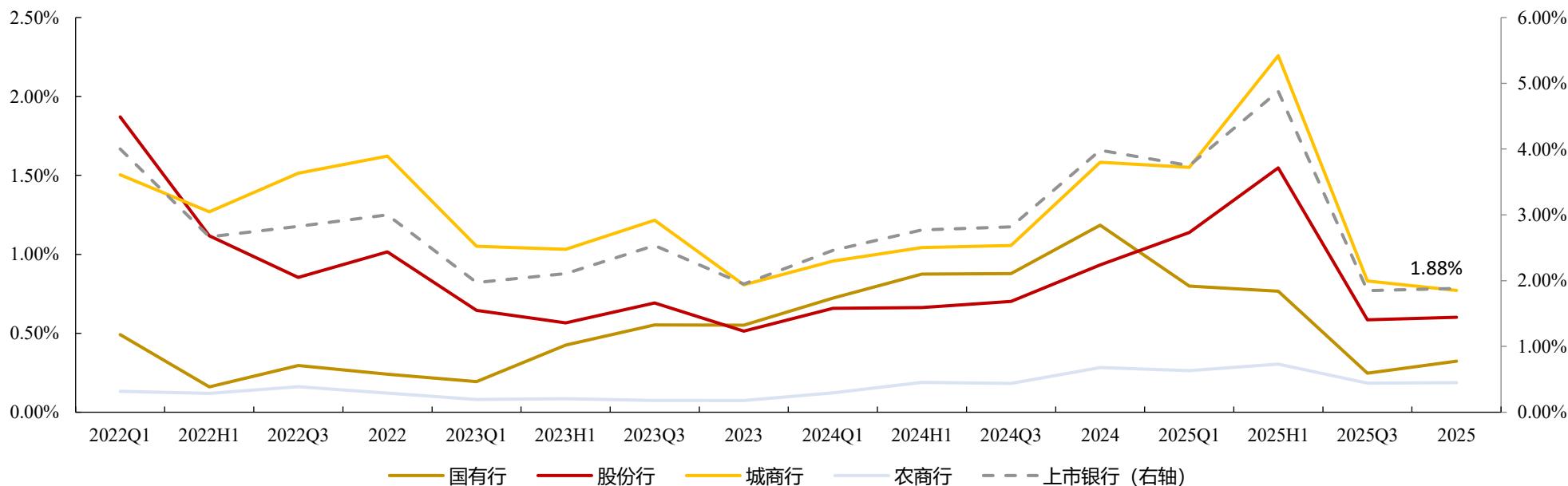


资料来源：Wind，华源证券研究所



- 2025Q3主动权益基金重仓大幅减配城商行。2025年末主动权益基金（普通股票、偏股混合、平衡混合、灵活配置基金四类）重仓A股银行市值/全部A股重仓市值占比为1.88%（中报为4.88%），较2025H1大幅下降3.00pct，重仓市值比例降至历史低位。国股行及农商行仓位较Q3虽有边际回升，但城商行边际仍下降，银行股持仓占比降至历史低位水平。我们认为这一方面源于Q3以来银行股价大幅回调影响市值，另一方面市场风格由红利切换至成长，基金减持前期涨幅较大的银行，增持电力、有色金属等板块，造成银行重仓占比大幅回调。
- 未来主动基金重仓银行占比或保持平稳。2025年5月证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，并于10月发布《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引（征求意见稿）》，基金的投资决策受到业绩比较基准考核机制的影响，基准有效使用将有助于提升公募基金投资行为的稳定性，叠加2026年2月底以来银行板块估值呈提升迹象，我们认为2026年主动基金重仓银行占比或将逐步修复，且后续占比波动将保持平稳。此外当前银行仍属低配板块，增配空间充足。

图28：2025Q3以来主动权益基金重仓银行股市值占比大幅回调，城商行降幅显著

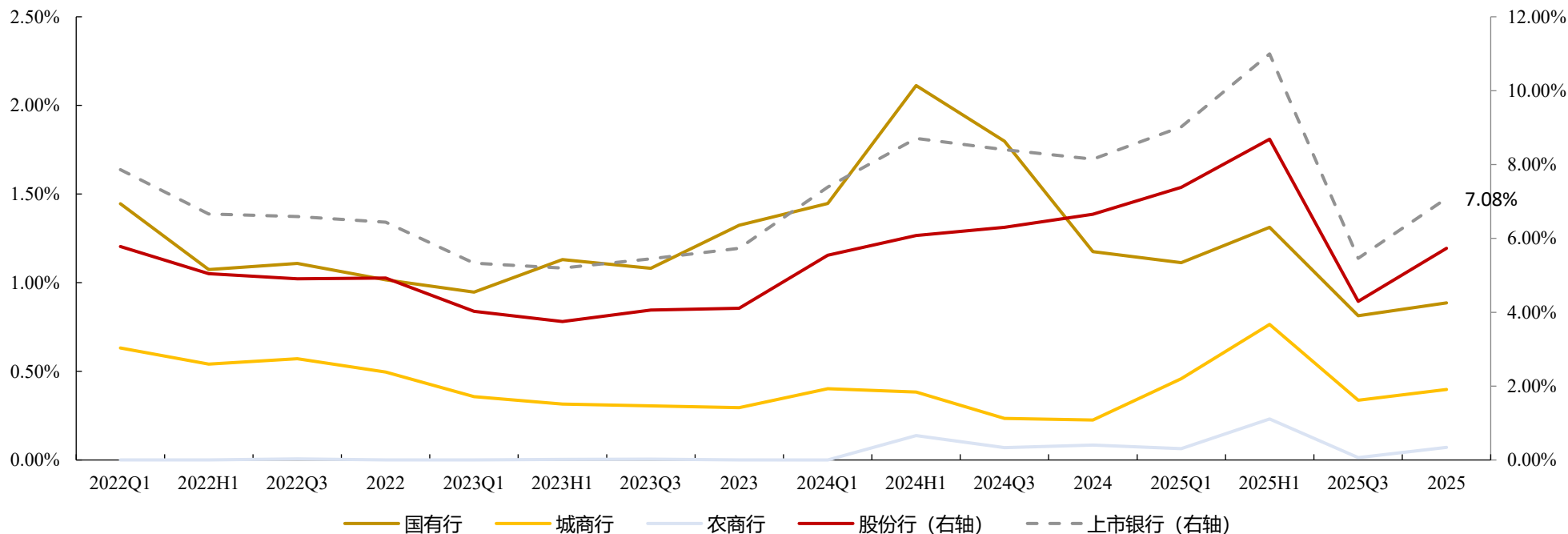


资料来源：Wind，华源证券研究所



- 被动指数基金主要配置股份行。2025Q3指数型基金（ETF）重仓A股银行市值/全部A股重仓市值占比为5.46%（2025H1为10.99%），环比大幅下降5.54pct，但2025年末持仓占比有所回升，持仓比重升至7.08%。由于招商银行、兴业银行两家股份行均为沪深300指数中前两大银行权重股，ETF基金具有配置两家银行的动能，故股份行天然在ETF基金中占据较大比重。但当市场回调时，股份行受减持影响亦最大，2025Q3股份行重仓占比为4.29%，环比下降4.39pct，2025年末回升至5.73%。我们认为这亦为银行股价回调过程中的阶段性现象，随着10月以来银行股估值修复，叠加业绩比较基准在基金考核中重要性的提高，未来ETF持仓银行占比中枢仍有望提升。

图29：ETF基金持股份行占比更高，2025Q3回调幅度亦最大





- AMC增持银行或出于以下考量：（1）提升自身投资收益。上市银行财务状况平稳，2025年内估值虽修复但大部分仍破净，当前以较低成本入场或增厚未来盈利；（2）促进业务协同，提升银行不良处置能力。AMC常年深耕不良资产处置领域，在当前零售风险上行时期，AMC入股银行可凭借其专业的不良资产处置经验协助上市银行进行不良资产预警与处置，优化信贷结构同时缓解市场对上市银行资产质量的担忧；（3）行使其政策性职能。部分面临资本压力的银行，其转债难以通过市场化方式转股，此时AMC通过政策性手段增持转债后转股，可加速银行转股进程，补充银行核心一级资本缓解其资本端压力。
- 2025年AMC主要增持股份行，中信金融资产布局迅速。2025年共有五家银行受AMC增持，其中信达投资、东方资产均通过转债转股的方式增持浦发银行，随后信达投资董事长出任浦发银行董事，东方资产高管亦被提名为董事候选人。我们认为两家AMC布局银行股，除政策性职能外，或出于战略投资的考虑。在新会计准则下对被投资单位形成重大影响 / 共同控制的长期股权投资将通过权益法核算，此时账面价值不因市值波动直接变化，故AMC可通过股权绑定深度参与银行治理行使其战略职能。
- 民生银行在股东大会上已提名长城资产高管担任其公司董事，根据公司章程持股3%以上的股东有权提出董事候选人，故推测长城资管持股民生银行比例已超3%。引入长城资产作为股东一方面以战略协同方式提升其不良处置的能力，另一方面民生银行民企股东众多且持股比例分散，AMC入场优化股权结构同时亦提升了国资话语权。
- 中信金融资产2025年于A股市场增持光大银行、H股市场增持中国银行，其分散性布局国有行、股份行，或源于优化资产配置结构的诉求，在不良处置主营业务外寻求投资端新增长点。
- 地方国有法人持续布局中小行。在财务与战略双因素考量下，2025年南京、成都、重庆、苏州、青岛银行均受地方国企增持，上述银行2025年业绩表现强势，国企增持彰显其对银行信心同时亦提升其话语权，更好发挥国资力量对银行的赋能。

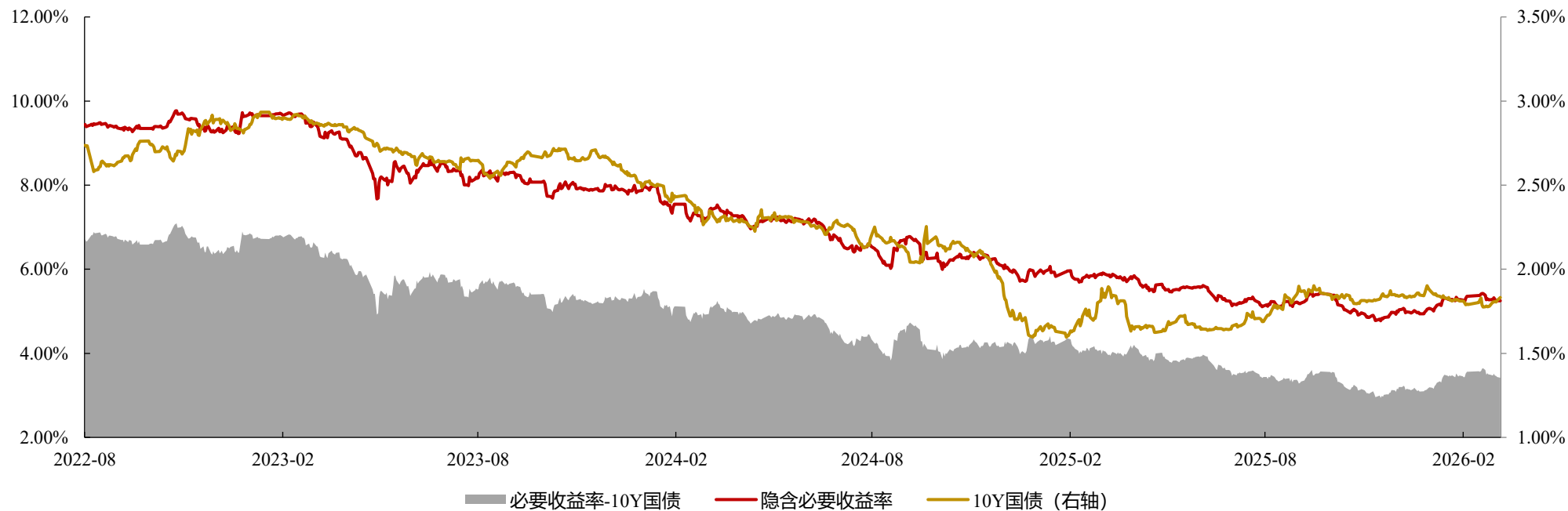
主要内容

1. 银行经营环境：财政持续发力，信贷增长承压
2. 经营回顾与展望：盈利增速逐步企稳
3. 商业银行信用风险状况：零售风险仍呈压力
4. 机构配置银行股行为：险资增配，基金阶段性减配
5. 红利逻辑下的组合持股策略
6. 风险提示



- 无风险利率保持平稳时，股息折现模型下银行估值提升仍有空间。2025年下半年来10年期国债收益率中枢上行，但银行股投资者对其投资回报率的要求并未同步上调。我们认为尽管无风险利率回调使得债券类资产配置价值提升，但红利资产仍具较高配置性价比。我们通过DDM估值衡量股息视角下当前银行股估值的合理程度，假设四大行业绩增速长期为1%，则测算当前隐含必要收益率约为5.2%，与无风险利率（10年国债）的利差约为3.4%。同时我们观察到两个现象：第一、必要收益率与无风险利率利差持续收窄，或代表在利率下行周期过程中，市场对投资回报率的要求下降幅度更大；第二、当前银行股息率整体水平已低于隐含必要收益率，差额部分或由资本利得贡献，或代表当前机构仍看好后续银行股的走势。最后在必要收益率降至4%的假设下，测算上市银行PB估值修复仍有空间。

图30：假设四大行业绩增速为1%，测算当前隐含必要收益率约为5.2%



资料来源：Wind，华源证券研究所



表10：PB若较当前提升10%，则四大行A股股息率仍在3%上方

银行	现股息率	分红比例	ROE	假设PB较当前分别提升10%、20%、30%								
				10%			20%			30%		
				PB	股息率	变化	PB	股息率	变化	PB	股息率	变化
工商银行	4.28%	30.00%	8.84%	0.74	3.59%	-0.68%	0.81	3.30%	-0.98%	0.87	3.04%	-1.24%
建设银行	4.40%	30.02%	9.87%	0.77	3.86%	-0.54%	0.84	3.54%	-0.86%	0.91	3.27%	-1.14%
农业银行	3.65%	30.01%	9.41%	0.93	3.03%	-0.62%	1.02	2.78%	-0.87%	1.10	2.57%	-1.09%
中国银行	4.50%	30.00%	8.02%	0.71	3.37%	-1.13%	0.78	3.09%	-1.41%	0.84	2.85%	-1.65%
邮储银行	5.15%	30.00%	9.31%	0.66	4.22%	-0.93%	0.72	3.87%	-1.28%	0.78	3.57%	-1.58%
交通银行	5.53%	30.07%	7.70%	0.59	3.95%	-1.58%	0.64	3.62%	-1.91%	0.69	3.34%	-2.19%
招商银行	5.03%	33.99%	12.17%	1.01	4.09%	-0.94%	1.10	3.75%	-1.28%	1.20	3.46%	-1.57%
浦发银行	4.00%	27.42%	6.60%	0.50	3.59%	-0.40%	0.55	3.29%	-0.70%	0.60	3.04%	-0.96%
兴业银行	5.63%	29.06%	9.49%	0.54	5.10%	-0.53%	0.59	4.67%	-0.95%	0.64	4.32%	-1.51%
中信银行	4.72%	28.37%	8.83%	0.64	3.91%	-0.81%	0.70	3.59%	-1.13%	0.76	3.31%	-1.41%
民生银行	4.85%	26.03%	5.72%	0.34	4.39%	-0.46%	0.37	4.02%	-0.82%	0.40	3.71%	-1.13%
光大银行	5.68%	26.78%	8.30%	0.44	5.11%	-0.57%	0.47	4.68%	-1.00%	0.51	4.32%	-1.56%
平安银行	5.56%	26.51%	10.09%	0.52	5.14%	-0.42%	0.57	4.71%	-0.85%	0.62	4.35%	-1.22%
华夏银行	5.66%	23.29%	6.56%	0.41	3.76%	-1.89%	0.44	3.45%	-2.21%	0.48	3.18%	-2.47%
浙商银行	5.03%	28.21%	7.75%	0.53	4.14%	-0.89%	0.58	3.80%	-1.23%	0.62	3.51%	-1.53%

若10年期国债收益率保持平稳，测算银行板块估值提升30%后股息率仍具优势。当前银行股息率与PB呈现反向变动，即股息率的下降和PB估值的提升，均源于股价的推升。由于股息率= ROE*分红比例/PB，假设各银行分红比例保持不变，ROE维持2025Q3水平，则当银行PB较当期整体提升10%时，银行股息率降幅整体小于1pct；当银行PB较当期整体提升30%时，上市银行股息率仍高于3%，四大行股息率仍高于2.5%，虽较无风险利率仍具配置价值，但已接近保险协议存款利率，考虑到资本及股价波动因素，此时配置大行性价比偏弱，因此我们认为1xPB以下的国有行尚仍有长期配置价值。

银行	现股息率	分红比例	ROE	假设PB较当前分别提升10%、20%、30%								
				10%			20%			30%		
				PB	股息率	变化	PB	股息率	变化	PB	股息率	变化
北京银行	5.83%	26.19%	7.56%	0.46	4.31%	-1.52%	0.50	3.95%	-1.88%	0.54	3.65%	-2.18%
上海银行	5.07%	30.15%	9.37%	0.64	4.40%	-0.67%	0.70	4.03%	-1.03%	0.76	3.72%	-1.54%
江苏银行	4.84%	30.00%	12.77%	0.85	4.50%	-0.34%	0.93	4.13%	-0.71%	1.01	3.81%	-1.05%
南京银行	4.88%	30.01%	11.99%	0.84	4.31%	-0.57%	0.91	3.95%	-0.93%	0.99	3.65%	-1.23%
宁波银行	2.89%	21.91%	12.32%	1.04	2.60%	-0.29%	1.13	2.38%	-0.51%	1.23	2.20%	-0.69%
杭州银行	3.79%	25.02%	14.17%	1.03	3.44%	-0.34%	1.12	3.16%	-0.63%	1.22	2.91%	-0.87%
长沙银行	4.29%	21.58%	11.01%	0.62	3.83%	-0.46%	0.68	3.51%	-0.78%	0.73	3.24%	-1.05%
成都银行	5.20%	29.37%	13.49%	0.94	4.20%	-0.99%	1.03	3.85%	-1.34%	1.11	3.56%	-1.64%
重庆银行	3.67%	28.11%	10.48%	0.78	3.76%	0.09%	0.85	3.45%	-0.22%	0.93	3.18%	-0.49%
贵阳银行	4.92%	20.53%	7.73%	0.38	4.23%	-0.69%	0.41	3.87%	-1.04%	0.44	3.58%	-1.54%
青岛银行	2.99%	21.84%	11.82%	0.86	2.99%	0.00%	0.94	2.74%	-0.25%	1.02	2.53%	-0.46%
齐鲁银行	4.59%	25.85%	10.49%	0.81	3.33%	-1.26%	0.89	3.05%	-1.54%	0.96	2.82%	-1.78%
郑州银行	1.04%	9.69%	5.52%	0.42	1.27%	0.23%	0.46	1.16%	0.13%	0.50	1.07%	0.04%
苏州银行	4.82%	32.50%	10.65%	0.81	4.25%	-0.57%	0.89	3.90%	-0.92%	0.96	3.60%	-1.22%
西安银行	2.67%	17.37%	7.44%	0.53	2.43%	-0.24%	0.58	2.23%	-0.44%	0.63	2.06%	-0.61%
厦门银行	4.19%	31.53%	8.09%	0.82	3.12%	-1.07%	0.89	2.86%	-1.33%	0.97	2.64%	-1.55%
沪农商行	4.90%	33.91%	11.28%	0.74	5.15%	0.25%	0.81	4.72%	-0.18%	0.88	4.36%	-0.54%
渝农商行	4.37%	30.05%	10.59%	0.66	4.81%	0.44%	0.72	4.41%	0.04%	0.78	4.07%	-0.30%
青农商行	3.79%	23.34%	10.06%	0.52	4.51%	0.72%	0.57	4.13%	0.35%	0.62	3.81%	0.03%
紫金银行	3.51%	22.55%	7.95%	0.57	3.14%	-0.37%	0.62	2.88%	-0.63%	0.67	2.66%	-0.85%
无锡银行	3.70%	21.44%	10.27%	0.64	3.43%	-0.27%	0.70	3.14%	-0.56%	0.76	2.90%	-0.80%
苏农银行	3.55%	16.98%	12.40%	0.60	3.50%	-0.05%	0.66	3.21%	-0.34%	0.71	2.96%	-0.59%
江阴银行	4.28%	24.17%	9.03%	0.66	3.31%	-0.98%	0.72	3.03%	-1.25%	0.78	2.80%	-1.48%
瑞丰银行	3.57%	20.42%	10.63%	0.63	3.47%	-0.10%	0.68	3.18%	-0.39%	0.74	2.93%	-0.64%
常熟银行	3.47%	19.77%	15.15%	0.88	3.39%	-0.08%	0.96	3.11%	-0.36%	1.04	2.87%	-0.60%
张家港行	4.34%	26.02%	10.46%	0.68	4.03%	-0.31%	0.74	3.69%	-0.64%	0.80	3.41%	-0.93%

资料来源：Wind，华源证券研究所（注：分红比例以2025年为基础，ROE为2025Q3数据。PB股价数据截至2026年3月16日）

银行分红能力主要受以下三因素影响：（1）盈利能力，银行盈利水平直接决定了当期可供分配给股东的红利基础，主要受营收及拨备因素影响，最终反映在ROE指标。绝对水平看中小行盈利能力持续高于国股行，观察到2025年内个别中小行（成都、江阴）ROE边际下降，或对其分红基础形成影响；（2）分红政策，近年来国股行分红比例相对稳定，同类行绝对水平之间接近（招行除外），或源于全国性银行制定分红比例时，会参考同类国有行、股份行水平。但城、农商行绝对水平差异较大，且部分城商行近年来分红比例亦有较大波动幅度，整体呈现全国性银行分红政策较中小行更稳定的态势；（3）资本考量，核心一级资本充足率对银行分红形成制约。分子端：当期利润均为内生资本，红利分配后将影响当期计入核心一级资本的总量；分母端：为实现当期盈利水平，银行在承担信用风险同时扩张规模，RWA增长将对核心一级资本指标形成约束。当前信贷需求尚未整体修复，商业银行亦摒弃过去粗放式增长的规模情结，导致RWA增速处于历史较低水平，这对商业银行维持较高的分红水平形成支持。但仍需看到部分银行核心一级资本缓冲边际已小于1%，叠加当前缺乏外源性补充核心一级资本渠道，这类银行未来分红能力或将持续受资本制约。综合来看，盈利水平有保证、分红比例稳定、核心一级资本充足率具有优势的头部银行，其红利属性或仍具可持续性。

表11：部分股份行资本缓冲边际低于1%，或对分红形成制约

银行	最低要求	储备资本	系统性重要 银行附加	合计	核心一级资本 充足率	缓冲边际
工商银行	5%	2.50%	1.50%	9.00%	13.57%	4.57%
建设银行	5%	2.50%	1.50%	9.00%	14.36%	5.36%
农业银行	5%	2.50%	1.00%	8.50%	11.16%	2.66%
中国银行	5%	2.50%	1.50%	9.00%	12.58%	3.58%
邮储银行	5%	2.50%	0.50%	8.00%	10.65%	2.65%
交通银行	5%	2.50%	1.00%	8.50%	11.37%	2.87%
招商银行	5%	2.50%	0.75%	8.25%	13.93%	5.68%
浦发银行	5%	2.50%	0.50%	8.00%	8.87%	0.87%
兴业银行	5%	2.50%	0.75%	8.25%	9.66%	1.41%
中信银行	5%	2.50%	0.50%	8.00%	9.59%	1.59%
民生银行	5%	2.50%	0.25%	7.75%	9.25%	1.50%
光大银行	5%	2.50%	0.25%	7.75%	9.65%	1.90%
平安银行	5%	2.50%	0.25%	7.75%	9.52%	1.77%
华夏银行	5%	2.50%	0.25%	7.75%	9.33%	1.58%
浙商银行	5%	2.50%		7.50%	8.40%	0.90%
北京银行	5%	2.50%	0.25%	7.75%	8.44%	0.69%
上海银行	5%	2.50%	0.25%	7.75%	10.52%	2.77%
江苏银行	5%	2.50%	0.25%	7.75%	8.61%	0.86%
南京银行	5%	2.50%	0.25%	7.75%	9.54%	1.79%
宁波银行	5%	2.50%	0.25%	7.75%	9.21%	1.46%
杭州银行	5%	2.50%		7.50%	9.64%	2.14%
长沙银行	5%	2.50%		7.50%	10.24%	2.74%
成都银行	5%	2.50%		7.50%	8.77%	1.27%
重庆银行	5%	2.50%		7.50%	8.57%	1.07%
贵阳银行	5%	2.50%		7.50%	12.82%	5.32%
青岛银行	5%	2.50%		7.50%	8.75%	1.25%
齐鲁银行	5%	2.50%		7.50%	11.49%	3.99%
郑州银行	5%	2.50%		7.50%	8.76%	1.26%
苏州银行	5%	2.50%		7.50%	9.79%	2.29%
西安银行	5%	2.50%		7.50%	8.69%	1.19%
厦门银行	5%	2.50%		7.50%	8.52%	1.02%
渝农商行	5%	2.50%		7.50%	14.49%	6.99%
沪农商行	5%	2.50%		7.50%	12.98%	5.48%
青农商行	5%	2.50%		7.50%	10.67%	3.17%
紫金银行	5%	2.50%		7.50%	10.82%	3.32%
无锡银行	5%	2.50%		7.50%	11.77%	4.27%
苏农银行	5%	2.50%		7.50%	10.76%	3.26%
江阴银行	5%	2.50%		7.50%	13.77%	6.27%
瑞丰银行	5%	2.50%		7.50%	12.85%	5.35%
常熟银行	5%	2.50%		7.50%	11.14%	3.64%
张家港行	5%	2.50%		7.50%	11.06%	3.56%

资料来源：Wind，华源证券研究所

表12：2025年银行各板块之间轮动效应明显

银行	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
工商银行	0.64%	0.73%	0.29%	1.74%	0.86%	7.36%	1.63%	-1.72%	-1.75%	6.58%	4.24%	-0.47%
建设银行	-0.57%	-0.35%	3.76%	2.60%	1.97%	4.54%	-0.32%	-4.36%	-4.33%	6.04%	5.81%	-1.91%
农业银行	-1.11%	-0.58%	0.97%	4.63%	2.03%	6.33%	9.40%	11.43%	-4.99%	19.34%	1.01%	-2.97%
中国银行	1.20%	-0.92%	3.70%	0.83%	-0.18%	1.81%	-1.25%	-0.54%	-6.16%	8.30%	8.20%	-3.76%
邮储银行	-2.13%	-1.66%	-2.07%	0.34%	4.10%	2.63%	4.94%	5.23%	-4.80%	0.00%	-1.22%	-4.05%
交通银行	-4.37%	-0.55%	3.33%	2.94%	1.74%	5.26%	-4.38%	-4.97%	-7.57%	6.85%	5.71%	-2.36%
招商银行	3.44%	3.44%	2.95%	-5.89%	6.60%	5.80%	0.99%	-3.57%	-5.78%	1.19%	5.04%	-1.98%
浦发银行	3.50%	-4.51%	2.56%	5.08%	12.50%	12.57%	-4.91%	6.40%	-12.69%	-3.45%	-0.09%	8.36%
兴业银行	6.00%	2.17%	4.10%	-3.38%	8.48%	7.90%	-3.00%	-1.02%	-11.42%	1.91%	4.35%	-0.24%
中信银行	-4.87%	3.92%	3.04%	1.41%	10.40%	6.78%	-1.78%	-3.54%	-8.86%	7.50%	2.65%	-0.77%
民生银行	0.48%	-0.72%	-5.34%	2.05%	9.30%	9.20%	4.10%	-5.93%	-10.59%	-1.76%	4.60%	-6.36%
光大银行	2.72%	-2.84%	0.53%	0.00%	5.03%	4.53%	-0.53%	-6.67%	-11.11%	-0.60%	8.08%	-3.32%
平安银行	-1.97%	0.52%	-2.34%	-3.11%	5.96%	7.68%	1.33%	-1.47%	-5.89%	1.94%	2.56%	-1.72%
华夏银行	-3.84%	-5.00%	8.45%	-7.15%	3.58%	8.99%	0.51%	-4.78%	-13.08%	3.50%	1.76%	-0.87%
浙商银行	-0.34%	-1.38%	2.80%	1.70%	7.69%	10.06%	0.00%	-4.42%	-8.02%	0.34%	2.68%	-0.98%

红利主逻辑下伴随板块轮动效应。2025年各机构对银行板块配置意愿边际均有提升，但不同机构的资金属性各具特征，资金差异性驱动了板块轮动效应。自2023年行情以来，国有大行率先经历了两年的普涨，相对涨幅高于其他类型银行；但在2025年4月份各银行业绩发布后，业绩高增的城、农商行在5月迎来了阶段性上涨；此后进入6月城、农商行整体涨幅趋弱，股份行和部分国有行（工行、农行）涨幅更加显著；7月后部分低估值股份银行（民生、贵阳、郑州、厦门）均相对板块录得较大涨幅。10~11月银行板块普涨，12月再次阶段性回调。结合2025年板块轮动规律，我们认为当前银行股估值仍延续红利逻辑，同时机构间资金偏好及配置时点的差异性推动了行情在不同银行板块间轮转。若后续板块轮动加速，则均衡配置各类型银行的方式更能把握住市场机会。

银行	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
北京银行	-0.61%	-2.50%	3.42%	-0.66%	5.00%	8.41%	-2.88%	-6.98%	-8.17%	1.45%	1.61%	-3.52%
上海银行	1.64%	0.65%	5.24%	5.38%	1.93%	2.39%	-3.58%	-6.74%	-6.08%	9.30%	4.11%	2.23%
江苏银行	4.40%	-8.06%	4.05%	6.95%	8.07%	8.74%	-3.72%	-4.16%	-7.39%	7.48%	-0.56%	-2.99%
南京银行	0.38%	-5.52%	2.28%	0.87%	9.98%	3.11%	-1.20%	-3.14%	-1.71%	3.48%	5.13%	-1.21%
宁波银行	8.52%	-7.96%	6.34%	-7.44%	11.76%	2.43%	5.26%	1.26%	-6.34%	7.23%	0.11%	0.08%
杭州银行	1.03%	-2.37%	0.21%	1.80%	13.33%	0.96%	-3.00%	-1.12%	-3.78%	2.82%	1.76%	-1.99%
长沙银行	3.71%	-7.05%	7.12%	-1.42%	8.40%	5.61%	-0.60%	-2.73%	-6.03%	8.38%	0.73%	0.62%
成都银行	0.47%	-6.63%	7.10%	-1.22%	14.19%	3.66%	-3.71%	0.00%	-6.61%	-2.55%	0.36%	-4.45%
重庆银行	-0.81%	-3.88%	11.87%	10.20%	4.58%	-0.77%	-6.91%	-2.67%	-9.25%	19.48%	4.97%	-3.30%
贵阳银行	-1.67%	-2.71%	2.61%	-2.04%	5.72%	7.37%	2.40%	-3.13%	-6.95%	5.56%	-1.32%	-2.17%
青岛银行	3.61%	1.49%	3.43%	7.58%	9.91%	2.97%	-4.62%	3.37%	-3.05%	8.82%	-6.56%	-7.44%
齐鲁银行	5.94%	4.15%	0.66%	0.99%	8.50%	-2.77%	-4.59%	-7.63%	3.05%	5.40%	-2.15%	-3.04%
郑州银行	-4.76%	-2.00%	-1.53%	-4.15%	7.03%	4.04%	2.38%	-0.48%	-4.81%	1.52%	-0.50%	-3.50%
苏州银行	-2.22%	-5.80%	5.49%	2.03%	8.46%	3.02%	-2.73%	-4.92%	0.49%	1.35%	1.68%	1.10%
西安银行	-2.77%	-1.71%	1.74%	-1.42%	9.25%	3.70%	0.33%	8.85%	-6.94%	0.00%	-1.54%	-3.39%
厦门银行	-1.60%	-1.26%	7.48%	-2.21%	12.50%	7.26%	0.88%	-2.19%	-6.27%	12.26%	1.42%	4.63%
沪农商行	-1.88%	-4.43%	4.51%	0.72%	6.67%	10.32%	-6.29%	-4.29%	-3.28%	4.28%	10.43%	-1.38%
渝农商行	3.12%	-6.29%	7.42%	12.66%	5.84%	-0.06%	-5.04%	-7.23%	4.77%	5.01%	-6.07%	-0.62%
青农商行	-1.64%	-0.33%	3.69%	1.29%	10.54%	4.34%	0.05%	-2.29%	-9.06%	3.54%	-2.48%	-1.27%
紫金银行	-0.65%	-2.16%	1.84%	-2.53%	7.41%	5.23%	0.00%	-0.67%	-6.04%	1.07%	-2.12%	-0.36%
无锡银行	-1.35%	-3.26%	1.42%	-3.32%	10.31%	3.44%	-1.26%	1.33%	-3.61%	3.23%	1.51%	-1.98%
苏农银行	1.13%	-4.67%	3.14%	-0.38%	15.08%	5.38%	-4.81%	-0.94%	-4.36%	4.23%	0.39%	-2.88%
江阴银行	0.00%	-4.60%	7.23%	-2.32%	10.12%	3.94%	-1.89%	3.00%	-7.29%	6.74%	1.47%	-3.22%
瑞丰银行	-1.07%	-5.92%	1.34%	-2.45%	12.98%	2.84%	-2.42%	-0.71%	-5.35%	3.20%	0.73%	3.26%
常熟银行	-2.11%	-7.69%	1.90%	4.16%	9.09%	5.59%	0.27%	1.76%	-7.20%	3.07%	1.13%	-1.26%
张家港行	-2.29%	-3.04%	2.66%	-1.18%	9.95%	2.04%	-0.44%	0.89%	-4.87%	5.65%	2.25%	0.66%

资料来源：Wind，华源证券研究所（注：数据为各月银行A股涨幅）



- **大型国有银行仍具红利价值。**受益于“中特估”和绝对低估值，股息率有保障，是组合的压舱石，从性价比上看H股领先于A股。此外在银行营收增长承压的阶段，不良资产处置成为了利润的重要增长点，清收能力较强的国有行拨备调节能力凸显，关注农业银行、工商银行。
- **股份行抓住财富管理业务赋能及低估值两条主线。**在资本市场回暖过程中，财富管理业务具有优势的银行受益于中收增长亦较低的同业存款成本带来的息差改善，叠加ETF扩容下增量资金涌入，该逻辑下关注招商银行、兴业银行；此外部分股份行PB估值显著低于同类可比行，若未来业绩改善，则其估值修复相对更具弹性，关注浦发银行、华夏银行。
- **风险可控，盈利确定性较强的城、农商行或具有较强的增长动能。**城、农商行客群集中于小微及个体工商户，零售风险上行时期仍有部分银行可通过少计提拨备来保持盈利增长，主要源于其零售客群风险策略的相对优势。此外部分城商行尽管零售资产质量承压，但对公业务的反哺使其不良指标影响相对有限。此外位于江浙、成渝、山东区域的中小行，其区位优势天生具有较高的金融活跃度，尽管化债工作致使所属区域信贷增长承压，但一方面商业银行信用风险同步下降，另一方面亦倒逼区域中小行提升自身获客能力，在资产荒过程中摒弃过往政信类客户依赖模式，积极服务中小回归业务本源，经营模式将逐步健康发展。随着经济复苏这类银行信贷增长及盈利能力有望率先修复，关注江苏银行、杭州银行、青岛银行。

主要内容

1. 银行经营环境：财政持续发力，信贷增长承压
2. 经营回顾与展望：盈利增速逐步企稳
3. 商业银行信用风险状况：零售风险仍呈压力
4. 机构配置银行股行为：险资增配，基金阶段性减配
5. 红利逻辑下的组合持股策略
6. 风险提示



- **宏观经济下行风险。**2026年2月信贷增速延续放缓，但金融数据仍具韧性，社融增速维持在8.2%的水平；2月份制造业PMI为49.0%，景气水平较上月下降，虽仍处于荣枯线以下但主要受春节假期错位所致；1-2月工业增加值同比回升至6.3%，社零增速亦回升至2.8%。但需看到当前经济仍处复苏筑底阶段，随着政策陆续出台，未来经济能否持续修复，仍取决于政策的实际成效，若后续政策落地不及预期，则经济指标或仍有波动。
- **房价超预期下跌风险。**当前银行涉房业务风险集中在房地产对公贷款及以房地产为抵押的个人经营贷款，2025年对公地产风险边际改善，但按揭及个人经营贷风险有所上升。未来若房地产价格进一步下行，则抵质押品价值下降，授信额度缩减或形成资金链断裂的风险。
- **海外经济不确定性外溢。**美国关税战持续加码，全球供应链面临重塑风险，同时美国通胀数据亦因关税承压，年内美联储降息次数仍存疑虑，叠加中东地缘政治因素，能源价格不确定性上升。若海外经济持续放缓、关税无法协商达成一致，外需下降或对我国出口企业形成压力。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES

评级说明和重要声明

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。



信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES