

全球十年复盘：哪些银行可以跑出超额收益

行业研究 · 行业专题 银行

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

证券分析师：陈俊良
021-60933163
chenjunliang@guosen.com.cn
S0980519010001

证券分析师：张绪政
021-60875166
zhangxuzheng@guosen.com.cn
S0980525040003

核心结论：不要低估我国经济韧性，银行估值修复空间大



➤ 全球视角，银行板块投资核心是宏观经济，优质银行个股具备较好中长期投资价值；精选个股往往需要结合经济结构、市场环境、政策监管等多种因素。

- 银行指数视角：（1）美国和印度的银行指数PB估值持续处在较高水平，且美国和印度的银行指数在过去十年不同阶段均取得了不错的绝对收益，主要是两国经济增长延续强劲增长态势，但2020年以来的行情中两国银行指数都没有超额收益。（2）日本和欧洲的银行指数在2015-2019年表现欠佳，但2021年以来获得了不错的绝对收益和超额收益，主要是政策刺激下日本和欧洲走出零利率/负利率时代，经济呈现出复苏态势，当前日本和欧洲银行指数PB值分别为1.08x和1.26x。（3）韩国银行指数PB值常年处在0.5x之下，2024年底以来有所修复，当前PB值约修复至0.65x。（4）申万银行指数近年来涨幅明显落后，当前PB值约0.53x，我们判断主要是我国经济在结构转型大背景下，近年来经济处在承压运行期，导致市场预期较为悲观。
- 银行个股视角：我们统计的17个市场的154家样本行中有102家跑赢了大盘指数，240家样本行中有80家银行跑赢了标普500指数。其中经济增长比较强劲国家/地区的银行个股往往表现比较好，美国、阿联酋、越南等国家银行个股涨幅领先。不过银行个股分化还是比较大的，精选个股就至关重要，但这往往需要结合各国的经济结构、市场环境、政策监管、公司治理能力等多种因素，比如，美国的优质大行以及特色化银行表现比较好，日本大型金融集团表现领先，印度私有银行表现明显好于国有银行。
- 我国银行估值较当期ROE明显低估，或反映了市场悲观预期。但不要低估中国经济中长期增长韧性，我国银行估值有较大的修复空间。
- 近几年我国经济确实进入了承压运行期，但我们建议不要低估我国经济中长期增长的韧性，创新和产业升级正在成为我国经济增长的新支撑点，并且我国仍拥有巨大的结构性潜力，城镇化率较发达国家仍有空间，经济产业结构和区域结构优化加速。

核心结论：不要低估我国经济韧性，银行估值修复空间大



➤ 投资建议：四季度至明年初向基本面拐点明朗的优质顺周期个股要超额收益。

- 中长期视角而言，建议不要低估中国经济的韧性，我国银行估值有较大的修复空间，具备很好的中长期投资价值，建议重点关注经营稳健的国有大行、招商银行等，以及特色化经营的常熟银行等。
- 短期视角而言，四季度至明年初向基本面拐点明朗的优质顺周期个股要超额收益。伴随反内卷宏观叙事强化，远期经济乐观预期有所增强，顺周期胜率已经提升。我们建议精选基本面有望率先走出拐点的优质个股，以及边际现改善迹象估值处在低位的个股，重点推荐宁波银行、招商银行，同时建议积极关注常熟银行、渝农商行等。对于追求绝对收益的稳健性资金，业绩稳健高股息个股依然具备配置价值，但下半年或难跑出超额收益，建议重点关注招商银行、江苏银行等。

➤ 风险提示

- 稳增长政策不及预期难以提振实体部门信心，宏观经济复苏缓慢，银行业信贷需求和资产质量继续承压；中美贸易冲突再次升级，冲击国内经济复苏力度。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。

01

过去十年全球银行指数表现

02

过去十年全球哪些银行跑出超额收益

03

全球视角看我国银行估值

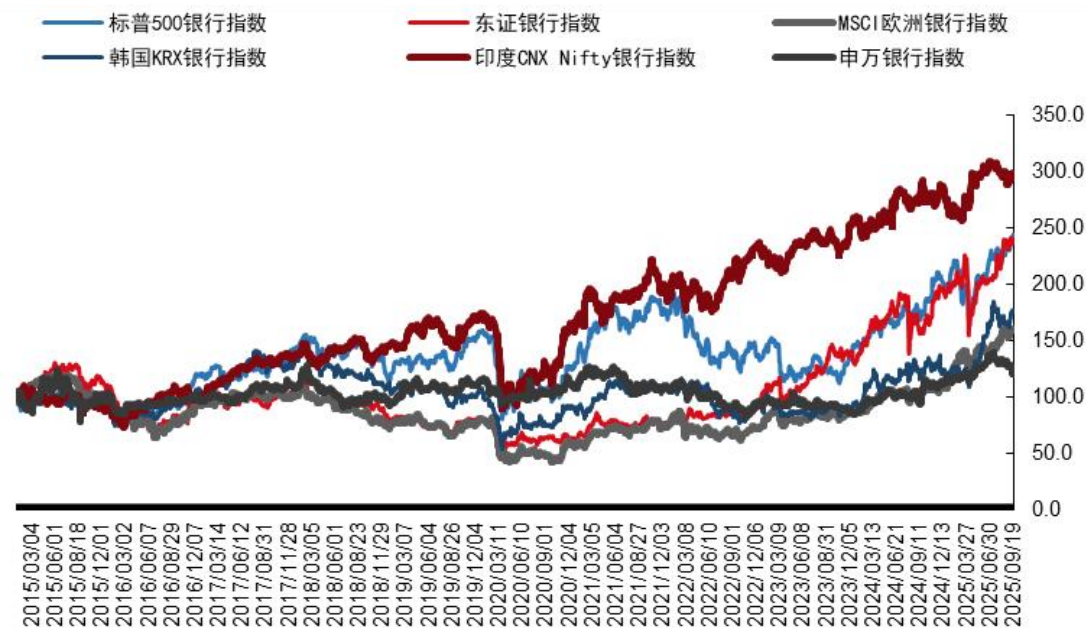
04

投资建议与风险提示

2015年以来全球银行指数资本市场表现

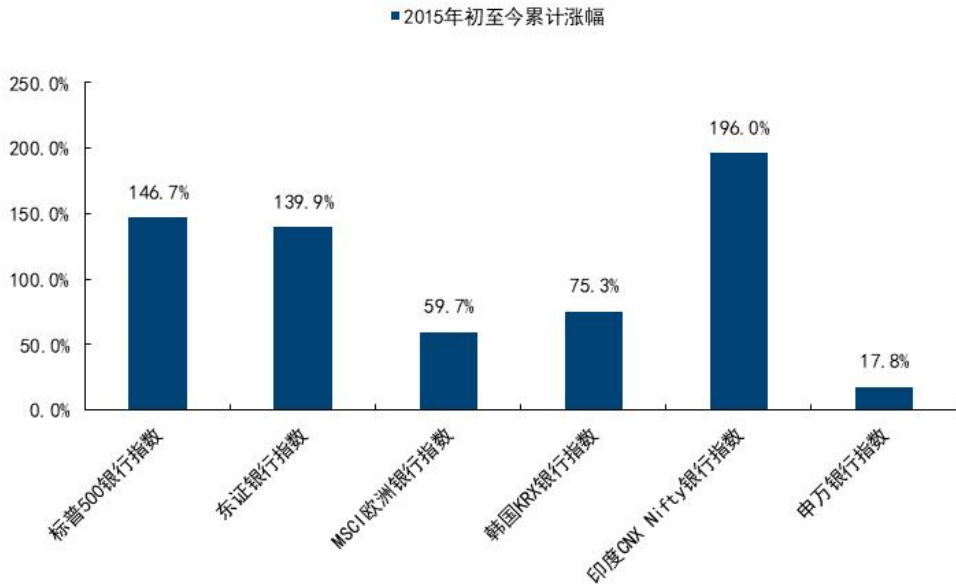
➢ 过去十年六个国家/地区银行指数涨幅：2015年初至今（截止2025年9月19日，下同），印度CNX Nifty银行指数累计涨幅为196%，标普500银行指数累计涨幅147%，东证银行指数累计涨幅140%，韩国银行指数累计涨幅75%，MSCI欧洲银行指数累计涨幅60%，申万银行指数累计涨幅18%，我国银行指数涨幅明显落后。

图：不同国家/地区银行指数走势



资料来源：Bloomberg，WIND，国信证券经济研究所整理。注：（1）2014年底指数收盘价初始化处理为100；（2）数据截止2025年9月19日，下同。

图：2015年初至今不同国家/地区银行指数累计涨幅



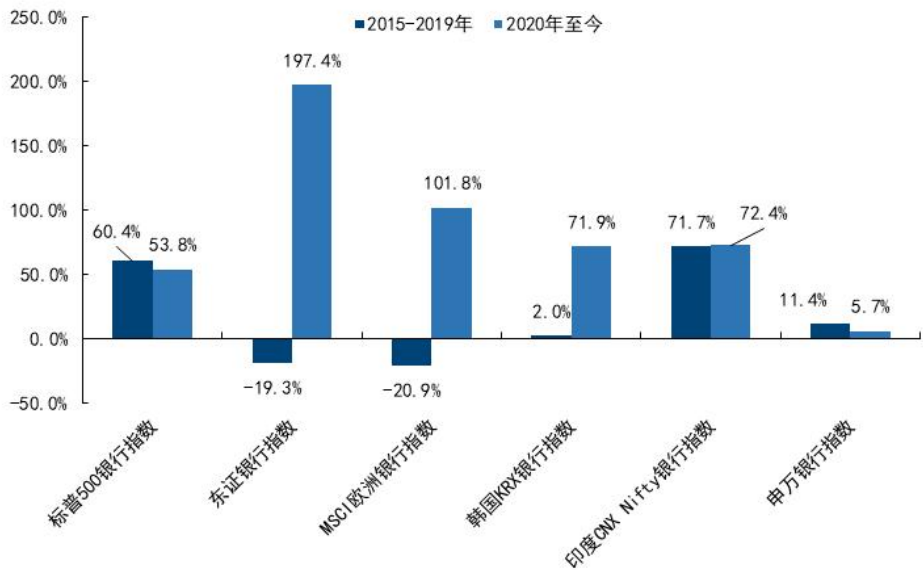
资料来源：Bloomberg，WIND，国信证券经济研究所整理

2015年以来全球银行指数资本市场表现

➤ 2015-2019年（次贷危机后经济复苏阶段）以及2020年至今（疫情暴发到疫后经济刺激阶段）银行指数表现

- 标普500银行指数和印度CNX Nifty银行指数2015-2019年以及2020年至今两阶段都获得了不错的收益。
- 东证银行指数、MSCI欧洲银行指数以及韩国KRX银行指数在2015-2019年表现均不佳，但2021-2025年大幅上涨，尤其是东证银行指数。
- 申万银行指数在两阶段都有绝对收益，但涨幅都比较小，尤其是疫情后时代全球银行指数大幅上涨背景下，申万银行指数仅小幅上涨5.7%。申万银行指数有明显收益的是2017年、2019年以及2024年，难以持续获得不错的投资收益。

图：六个国家/地区银行指数不同阶段表现



资料来源：Bloomberg，WIND，国信证券经济研究所整理

表：2015年初至今六个国家/地区银行指数年涨跌幅

	标普500银行指数	东证银行指数	MSCI欧洲银行指数	韩国KRX银行指数	印度CNX Nifty银行指数	申万银行指数
2015年	-1.1%	9.5%	-4.8%	-15.7%	-9.7%	-1.4%
2016年	21.4%	-8.3%	-3.2%	20.3%	7.4%	-4.9%
2017年	20.0%	7.4%	8.5%	30.2%	40.5%	13.3%
2018年	-18.4%	-28.0%	-26.8%	-19.1%	6.3%	-14.7%
2019年	36.5%	3.9%	8.0%	-4.5%	18.4%	22.9%
2020年	-16.8%	-21.7%	-28.1%	-15.1%	-2.8%	-3.2%
2021年	32.3%	21.8%	34.0%	20.5%	13.5%	-4.6%
2022年	-21.6%	33.1%	-3.5%	-18.1%	21.2%	-10.5%
2023年	7.1%	29.3%	19.8%	12.7%	12.3%	-7.9%
2024年	34.2%	46.8%	24.6%	22.1%	5.3%	34.4%
2025年	24.0%	23.4%	45.3%	49.1%	9.0%	3.3%

资料来源：Bloomberg，WIND，国信证券经济研究所整理

2015年以来全球银行指数资本市场表现



- 那些国家/地区银行指数跑出了超额收益？2015年至今仅东证银行指数跑出了超额收益，欧洲和中国的银行指数与大盘表现相当，韩国和印度银行指数略跑输大盘，标普500银行指数则明显跑输大盘，不过不同国家/地区银行指数在两阶段分化差距较大。
- 标普500银行指数在2015-2019年与大盘表现相当，2020年至今行情中明显跑输，我们判断主要是近几年AI浪潮以及货币政策宽松下，美国科技股和资源股大幅上涨；
 - 东证银行指数、MSCI欧洲银行指数和韩国KRX银行指数在2015-2019年跑输大盘，但2020年至今行情中明显跑赢大盘，我们判断主要是此前估值因经济低迷处在低位，疫情后强刺激政策下迎来戴维斯双击。
 - 印度CNX Nifty银行指数和申万银行指数2015-2019年跑赢大盘，2020年至今行情中跑输大盘。其中印度的银行指数在2020年以来有不错的绝对收益，但申万银行指数表现不佳，我们判断主要是2022年以来我国经济下行压力增大，市场信心转弱。

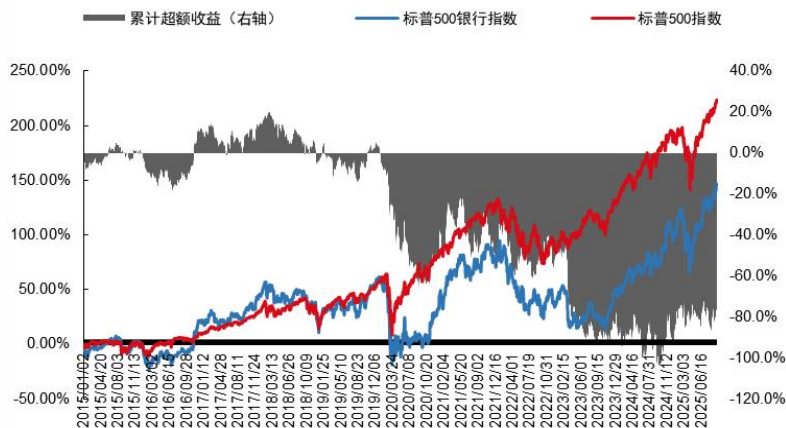
表：六个国家/地区银行指数不同阶段累计涨跌幅

	标普500银行指数				东证银行指数				MSCI欧洲银行指数		
	标普500银行指数	标普500指数	超额收益		东证银行指数	东证指数	超额收益		MSCI欧洲银行指数	MSCI欧洲指数	超额收益
2015-至今	146.7%	223.7%	-77.0%		139.9%	123.6%	16.3%		59.7%	58.8%	0.9%
2015-2019年	60.4%	56.9%	3.5%		-19.3%	22.3%	-41.6%		-20.9%	19.6%	-40.5%
2020-至今	53.8%	106.3%	-52.5%		197.4%	82.9%	114.6%		101.8%	32.7%	69.1%
	韩国KRX银行指数				印度CNX Nifty银行指数				申万银行指数		
	韩国KRX银行指数	韩国KOSPI指数	超额收益		印度CNX Nifty银行指数	印度CNX Nifty指数	超额收益		申万银行指数	上证指数	超额收益
2015-至今	75.3%	79.9%	-4.6%		196.0%	205.8%	-9.8%		17.8%	18.1%	-0.3%
2015-2019年	2.0%	14.7%	-12.7%		71.7%	46.9%	24.7%		11.4%	-5.7%	17.1%
2020-至今	71.9%	56.8%	15.1%		72.4%	108.1%	-35.7%		5.7%	25.2%	-19.6%

资料来源：Bloomberg，WIND，国信证券经济研究所整理

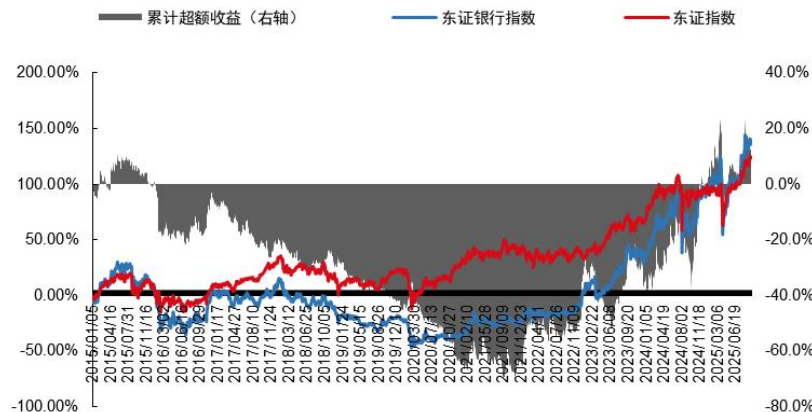
2015年以来全球银行指数资本市场表现

图：标普500银行指数超额收益走势



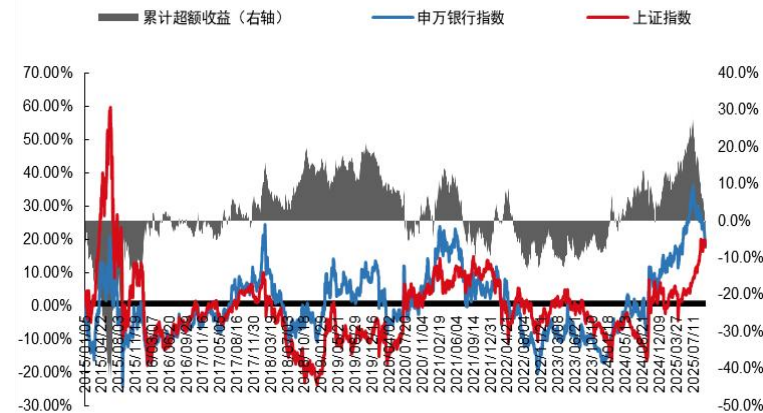
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：东证银行指数超额收益走势



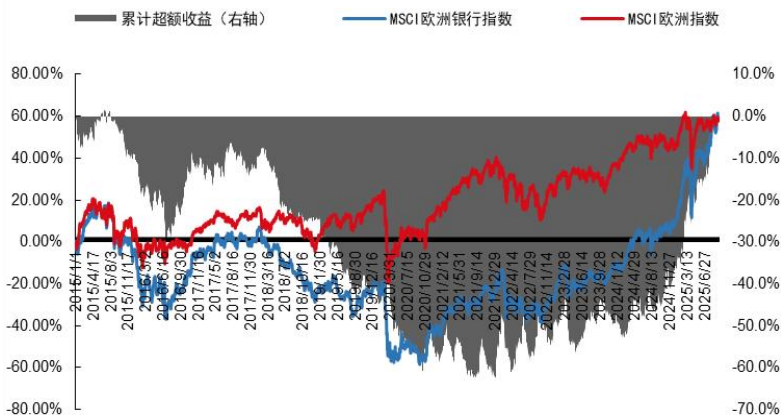
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：申万银行指数超额收益走势



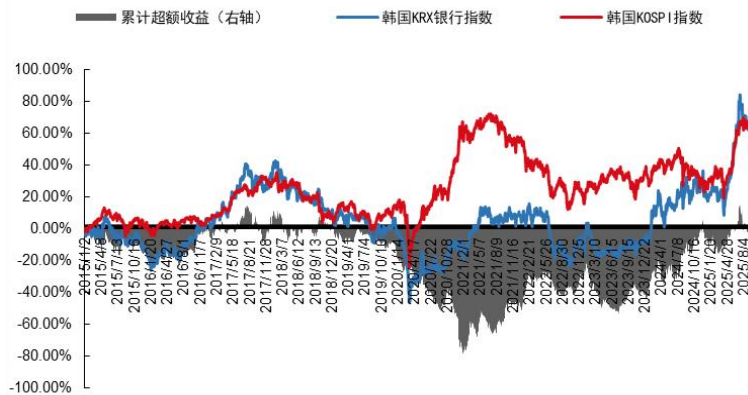
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：MSCI欧洲银行指数超额收益走势



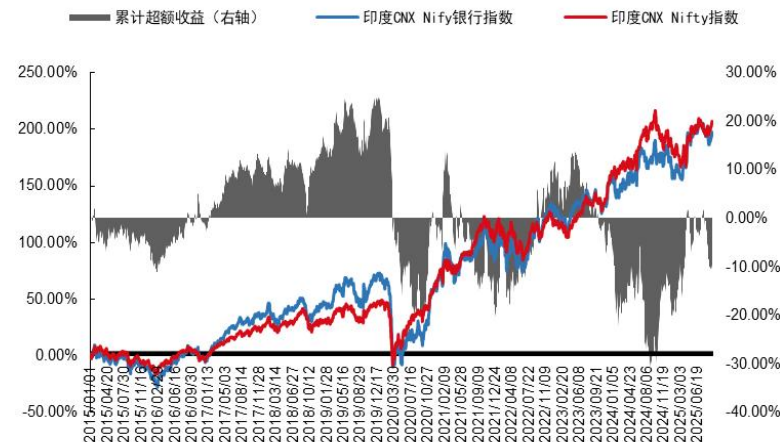
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：韩国KRX银行指数超额收益走势



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：印度银行指数超额收益走势

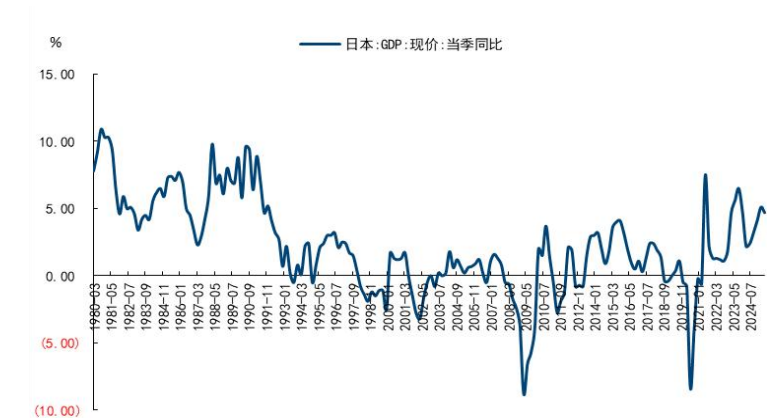


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

结论：银行投资核心驱动因素是宏观经济

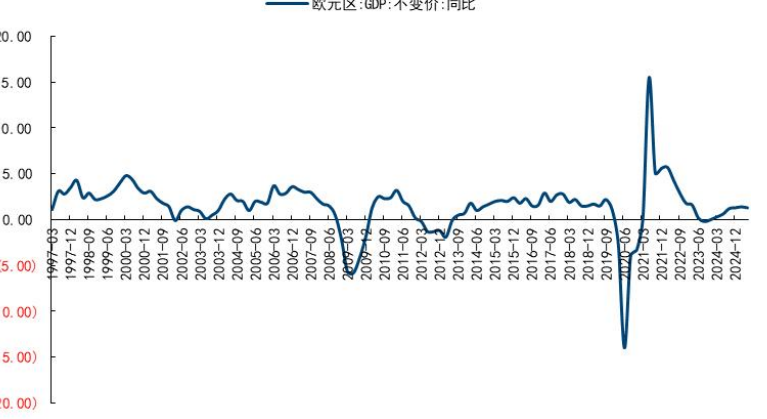
➤ 受益于疫后大力度刺激政策，日本和欧洲走出零利率/负利率时代，经济呈现出复苏态势。市场对远期经济和银行盈利能力都自然变得乐观，银行指数也迎来了戴维斯双击行情，在2020年至今的行情中跑出了明显的绝对和超额收益。

图：日本GDP同比增速



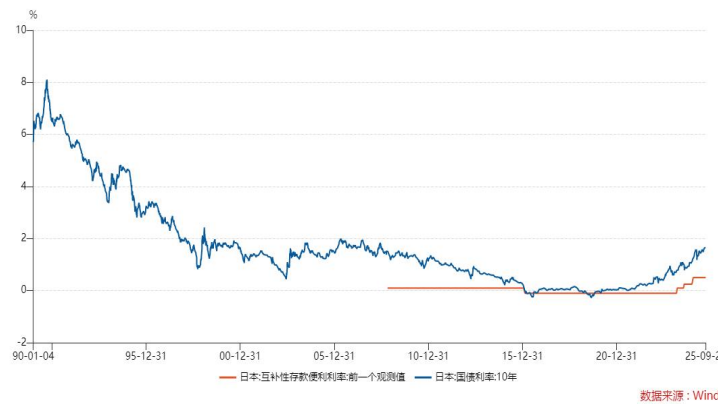
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：欧元区GDP同比增速



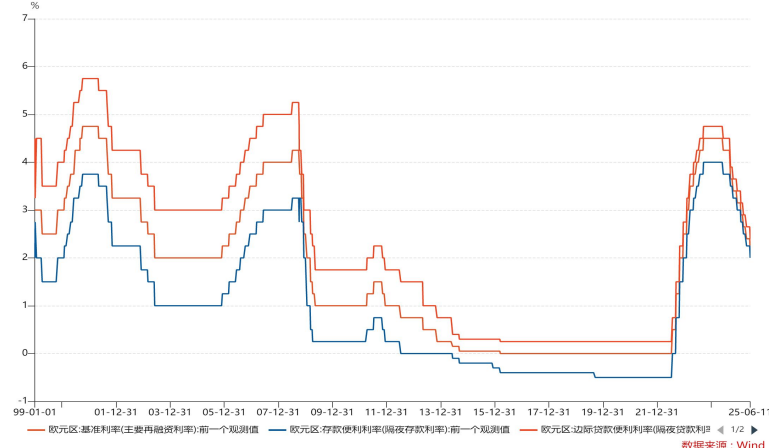
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2024年3月日本央行结束负利率政策



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2022年7月欧央行结束负利率政策

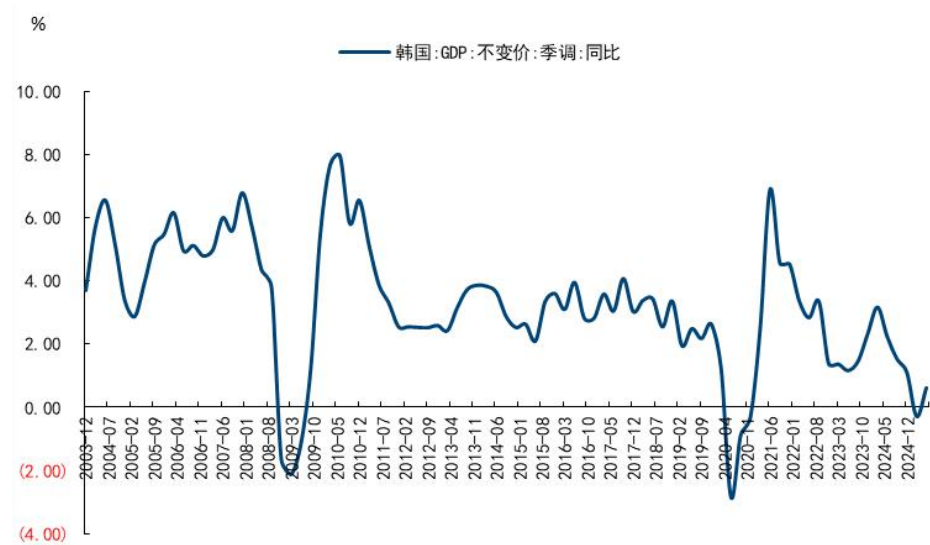


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

结论：银行投资核心驱动因素是宏观经济

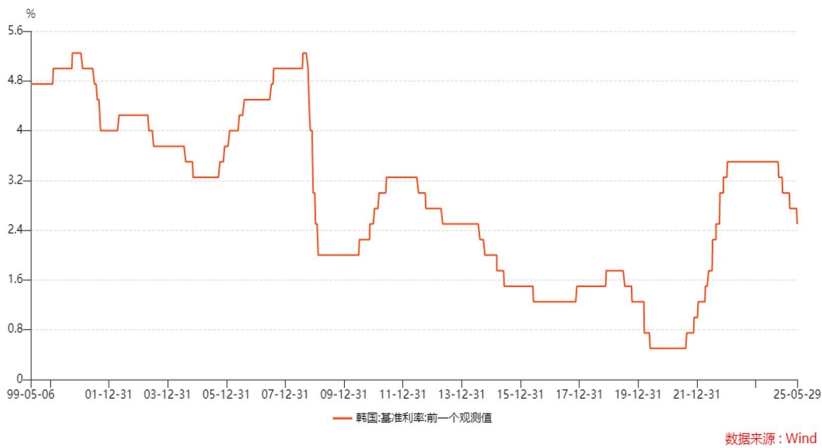
- 日本和欧洲银行指数在2020年至今的行情中有明显的超额收益，但韩国由于经济该阶段承压，韩国银行指数表现一般，一直到2024年底降息开启才迎来大幅上涨。
- 2021年韩国为应对通胀开始加息，基准利率从0.5%升至2023年初的3.50%，但加息后缺乏相应的财政政策等协同支持；同时，由于韩国对外经济依赖度很高，2022-2023年韩国出现了明显的贸易逆差，因此韩国经济出现了明显下行压力，韩国的银行指数表现欠佳；直到2024年10月开启降息周期，连续4次降息后基准利率从3.50%降至2.50%，韩国银行指数才迎来大幅上涨。

图：韩国GDP同比增速



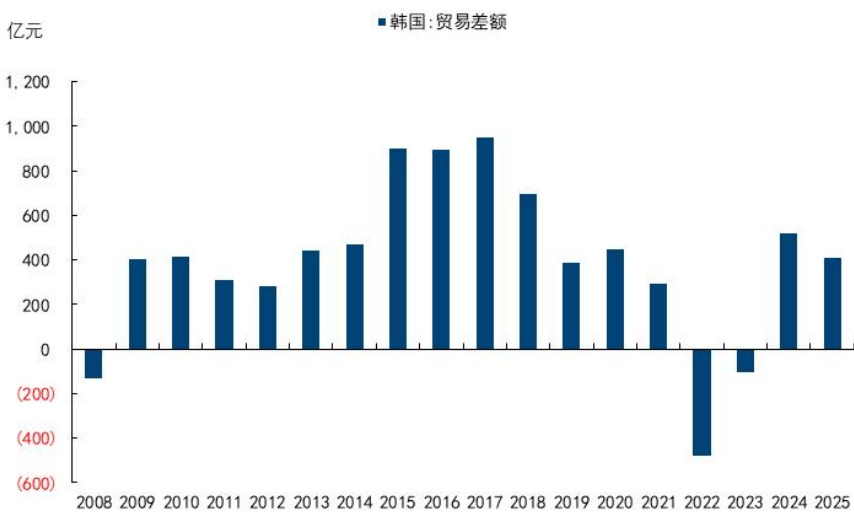
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：韩国基准利率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：韩国贸易超额



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

结论：银行投资核心驱动因素是宏观经济

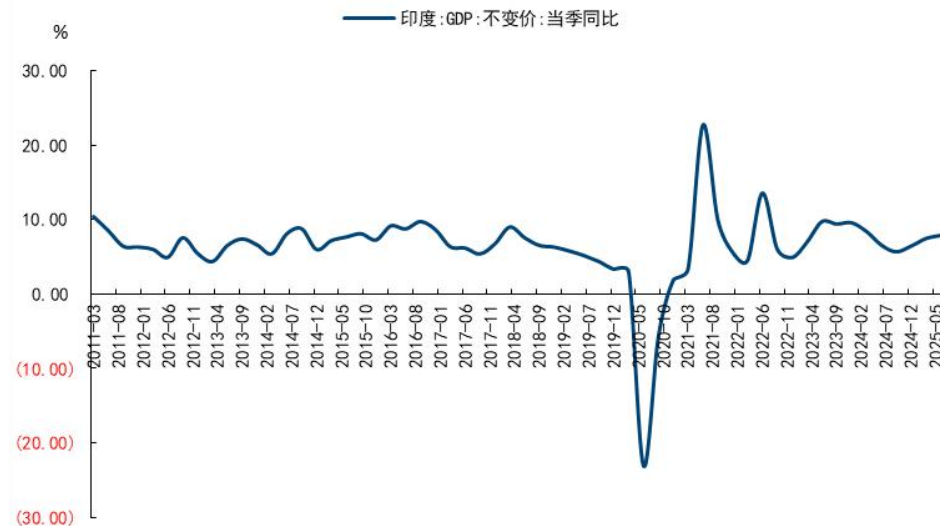
- 美国和印度的银行指数过去十年表现较好，在不同阶段都取得了不错的绝对收益，虽然在一些阶段没有跑出超额收益。
- 美国经济虽存在周期波动，但其内生增长动能强劲，并且美国银行业综合化经营能力强，全球化布局较为完善。
- 印度经济因人口红利以及处在工业化初期等因素，经济增速持续处在较好水平，这与我国1990年代至2000年代初期比较类似。

图：美国GDP同比增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：印度GDP同比增速



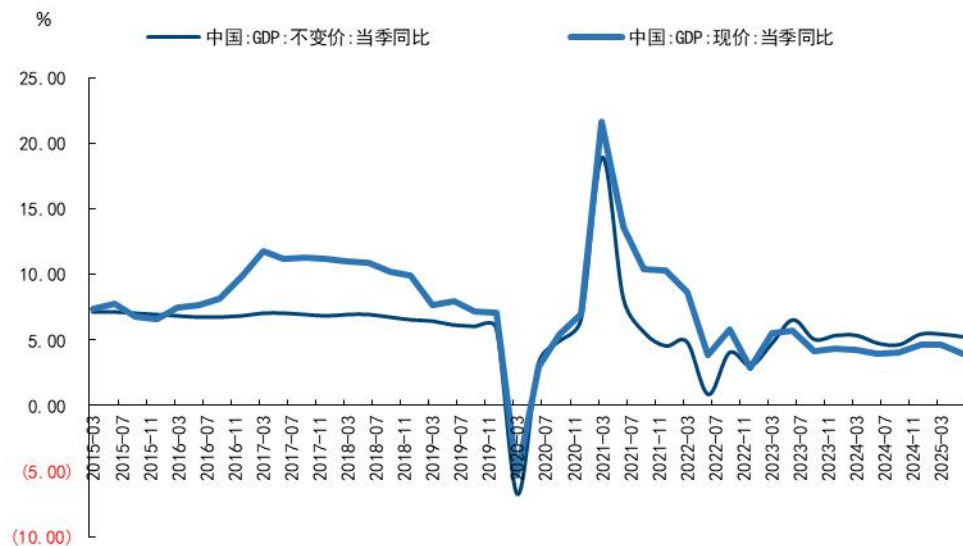
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

结论：银行投资核心驱动因素是宏观经济

➤ 2021年以来申万银行指数涨幅不及全球其他国家/地区银行指数涨幅，我们判断主要是我国经济在结构转型大背景下，2022年以来经济持续承压，市场信心转弱。

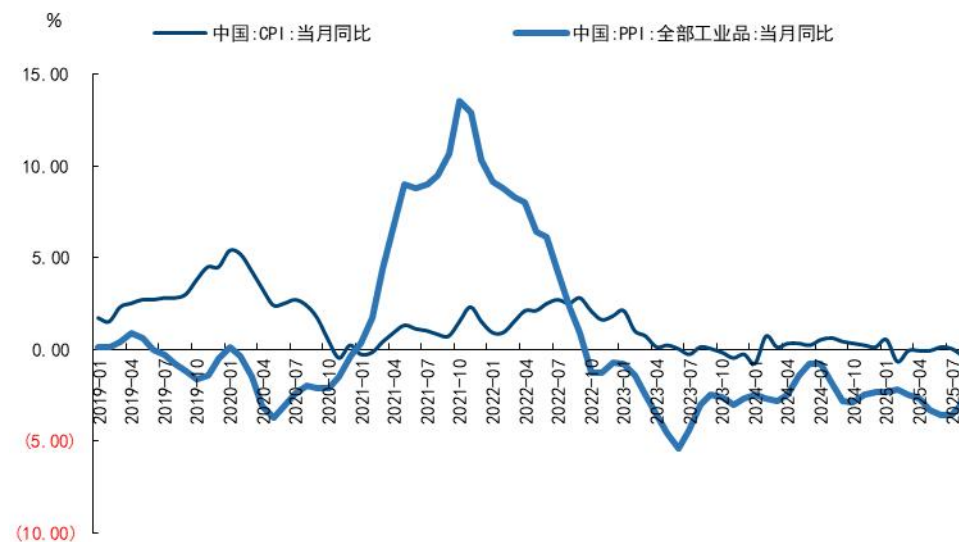
- 伴随房地产市场调整、地方政府债务约束以及国际形势变动等因素，我国经济2022年以来下行压力有所增大。但化债大背景下，银行资产质量预期改善，资产负债重塑，因此此轮行情中主要是受益于化债的国有行和部分区域行表现较好。但由于宏观经济承压，估值仍处在较低水平，且顺周期属性相对更强的银行个股估值反而有所回落。

图：我国GDP增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：我国CPI和PPI水平



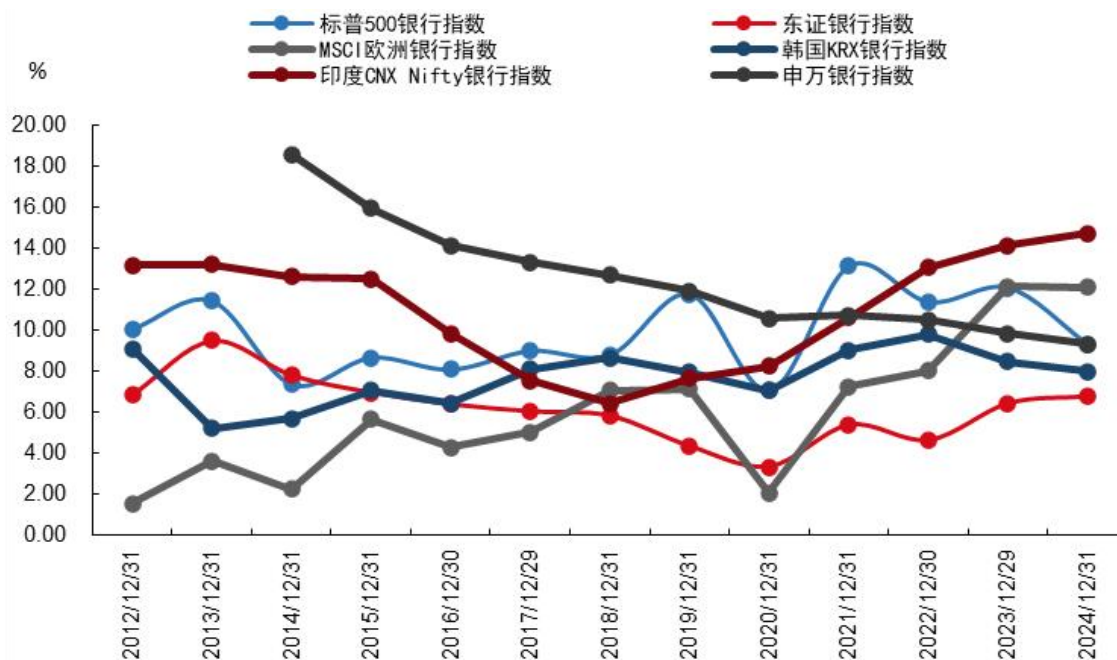
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

结论：银行投资核心驱动因素是宏观经济

➤ 银行盈利能力与宏观经济高度相关，宏观经济/基本面是银行股长期上涨核心

- 2024年印度CNX Nifty银行指数、MSCI欧洲银行指数、标普500银行指数、申万银行指数、韩国KRX银行指数和东证银行指数ROE水平分别为14.7%、12.1%、9.3%、9.3%、8.0%和6.8%。
- 标普500银行指数和印度CNX Nifty银行指数盈利能力较强；MSCI欧洲银行指数和东证银行指数ROE水平多年来处在较低水平，但2021年以来持续改善；韩国KRX银行指数ROE处在中游水平，但近几年并未呈现出明显的改善态势；申万银行指数ROE水平则处在下行趋势中。

图：不同国家/地区银行指数ROE水平



资料来源：Bloomberg，WIND，国信证券经济研究所整理

01

过去十年全球银行指数表现

02

过去十年全球哪些银行涨幅领先

03

全球视角看我国银行估值

04

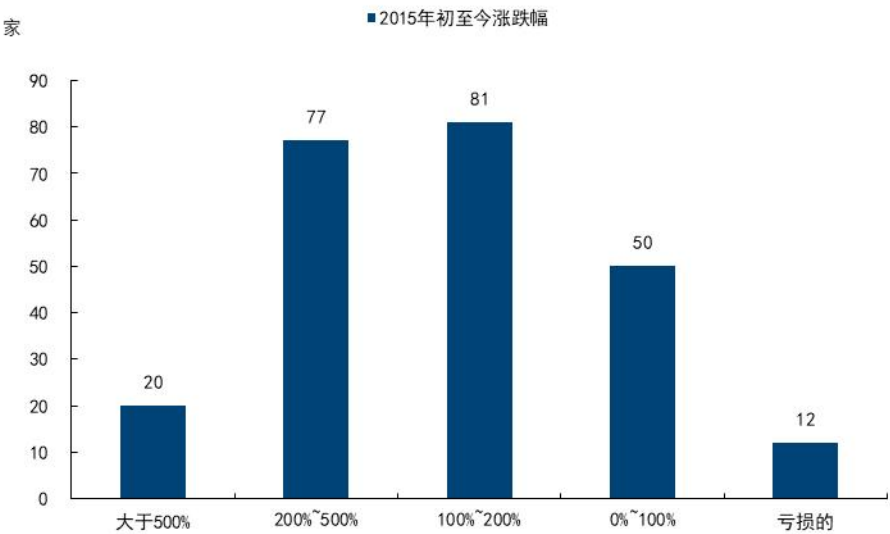
投资建议与风险提示

2015年至今全球样本行涨跌幅分布

➤ 基于Bloomberg统计，按照2024财年总资产大于500亿美元且交易数据完善的标准，全球共筛选出240家样本行。其中，累计涨幅高于200%的银行有97家，涨幅在100%~200%的有81家，涨幅在100%以内的有50家，亏损的有12家。

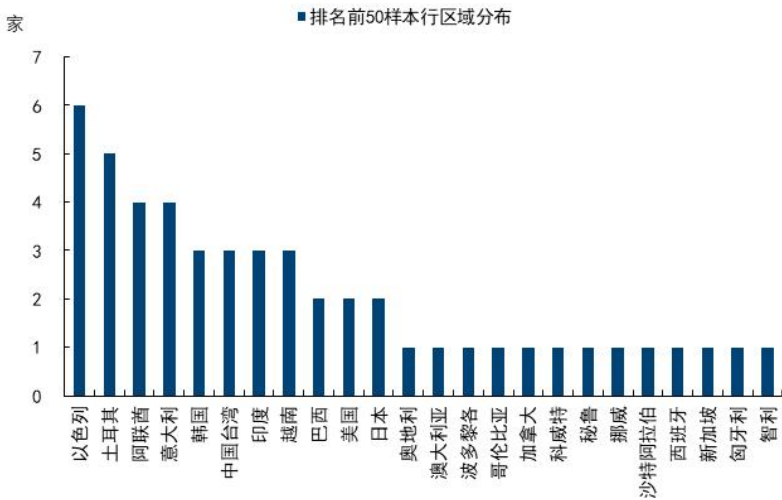
- 从绝对收益来看，土耳其、以色列、意大利、越南、阿联酋、美国等区域的银行表现相对较好。不过土耳其多家样本行累计涨幅虽超过10倍，但主要是近几年的恶性通胀带使其资本市场名义市值大增。

图：240家样本行2015年初至今涨跌幅分布



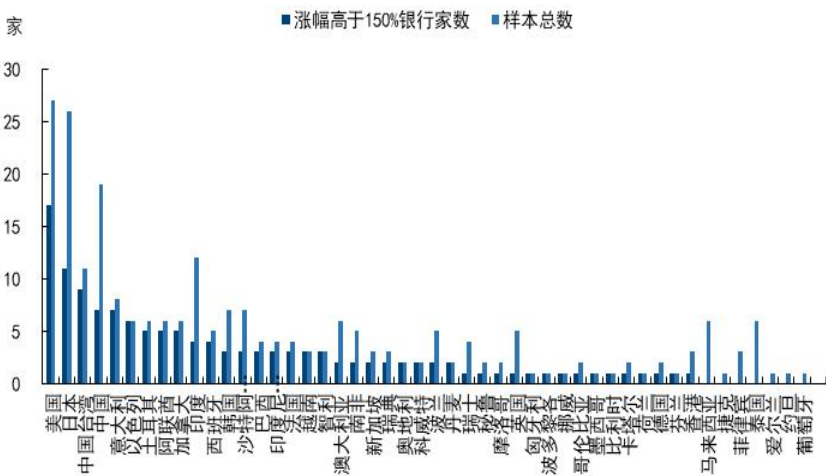
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理。注：AH上市的银行选取A股交易数据，下同。

图：涨幅排名前50的样本行区域分布



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：240家样本行区域分布



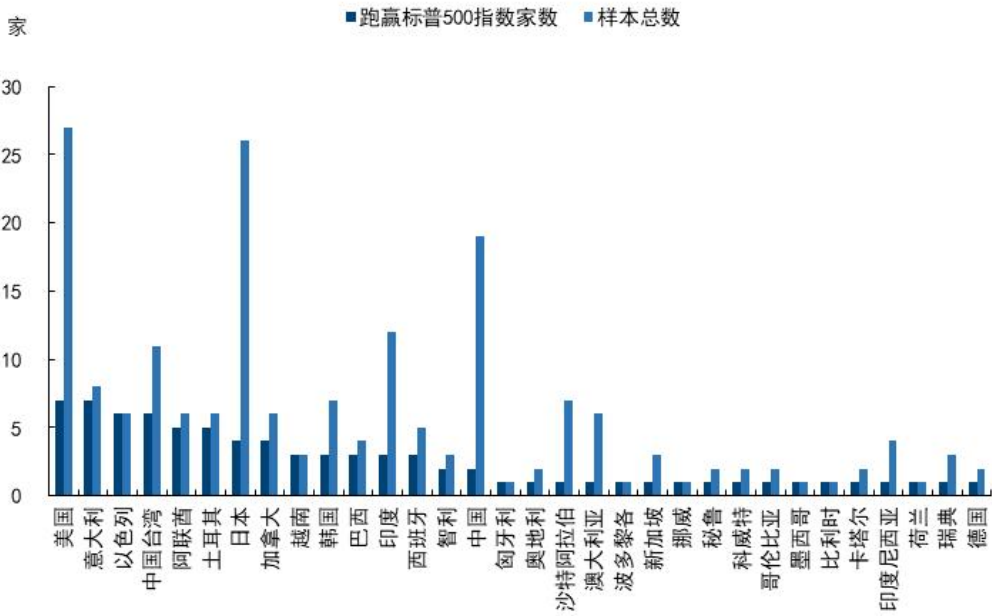
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

2015年至今哪些银行跑赢了标普500指数

➤ 2015年至今股价累计涨幅高于标普500银行指数（累计涨幅224%）的样本行共80家，占全部样本行的三分之一。

- 跑赢标普500银行指数的样本行分布：美国7家（样本行27家）、意大利7家（样本行8家）、以色列6家（样本行6家）、阿联酋和土耳其5家（样本行6家）、日本4家（样本行26家）、加拿大4家（样本行6家）。
- 越南3家样本行全部跑赢标普500指数，巴西4家样本行中3家跑赢标普500指数。
- 我国19家样本行（未统计中国香港本土银行和中国台湾的银行，下同）中2家跑赢标普500银行，招商银行和宁波银行累计涨幅分别为276.7%和252.2%。

图：2015年初至今累计跑赢标普500指数的样本行分布

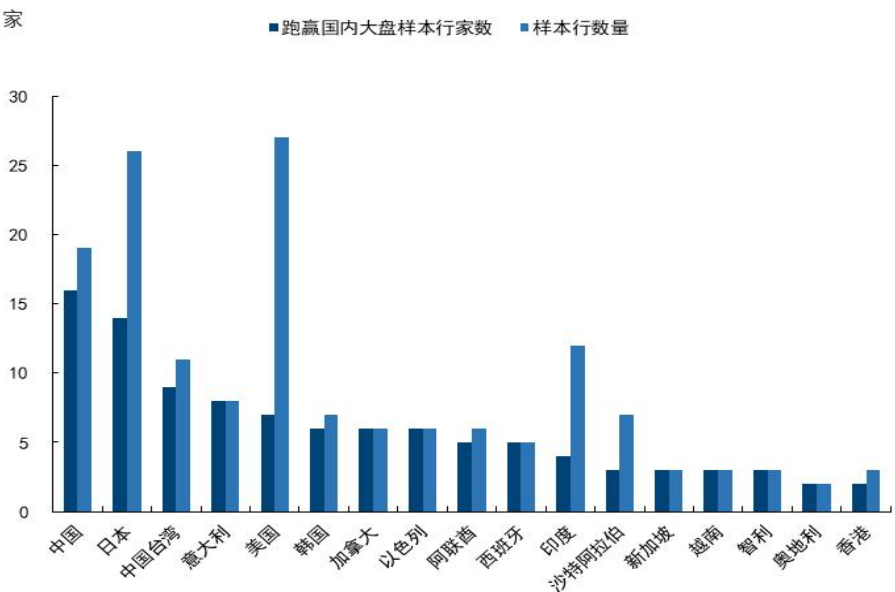


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

2015年至今哪些银行跑赢了国内大盘指数

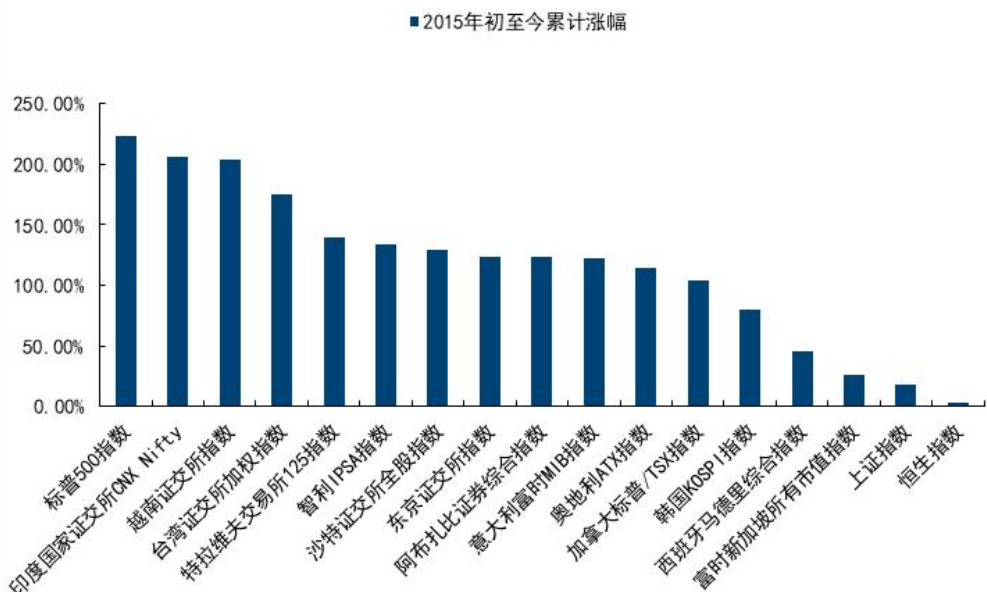
- 三分之二的样本行跑赢了国内大盘指数：统计了17个市场共154家样本行，其中102家样本行跑赢了国内主要大盘指数。
- 意大利、加拿大、以色列、西班牙、新加坡、越南、智利、奥地利所有样本行都跑赢了国内大盘指数；
- 中国、韩国、阿联酋、中国香港绝大多数银行也都跑赢了大盘指数。
- 美国银行股绝对收益往往不错，但由于大盘表现较好，27家银行中仅7家跑赢了标普500指数；日本和印度的银行分化较大，26家日本样本行中仅14家跑赢了东证指数；印度12家样本行中仅4家跑赢了印度证交所CNX Nifty指数。

图：17个市场银行样本行跑赢大盘指数的数量



资料来源：Bloomberg，WIND，国信证券经济研究所整理

图：17个市场大盘指数2015年至今累计涨幅



资料来源：Bloomberg，WIND，国信证券经济研究所整理

➤ **越南三家样本行跑出了明显的绝对和超额收益。**越南投资发展银行（BID VN Equity）、越南外贸股份商业银行（VCB VN Equity）和越南工商股份商业银行（CTG VN Equity）三大国有行2015年初至今股价累计涨幅分别为584%、567%和531%，同期越南胡志明证交所指数累计涨幅为204%。我们判断主要是越南经济处在工业化快速发展阶段，与我国2000年代初期类似，银行在经济和资本市场上都有着举足轻重的地位；同时，越南对国有行政策支持力度大，因此国有行具备高成长属性。三家样本行2024年末总资产分别是1083亿美元、818亿美元和936亿美元；2024年ROE分别为17.2%、17.3%和18.6%；最新总市值分别为106亿美元、200亿美元和104亿美元。

➤ **印度的银行分化较大，优质私有行整体上表现优于国有行。**印度私有行治理机制更完善，国有行治理机制僵化，因此私有行往往具备更好的业绩表现和较强的成长能力。ICICI Bank、HDFC Bank两家私有行2015年初至今累计涨幅分别为376%和345%，同期印度国家证交所CNX Nifty指数累计涨幅为206%。2024年末ICICI Bank和HDFC Bank资产总额分别为2836亿美元和4835亿美元，2024年ROE分别为18.8%和17.2%，目前总市值分别为1137亿美元和1685亿美元。

➤ **阿联酋的3家样本行、以色列的6家样本全部都有超额收益。**

表：部分东南亚和中东样本行

			2015年初至今涨跌幅	总资产	ROE	总市值	PB	PE
BID VN Equity	越南投资发展银行	越南	583.9%	1,083	17.16	106	1.78	10.84
VCB VN Equity	越南外商贸易股份银行	越南	567.1%	818	17.25	200	2.46	15.19
CTG VN Equity	越南工商股份银行	越南	530.9%	936	18.60	104	1.69	9.13
ICICIB IN Equity	爱西爱西爱银行	印度	375.8%	2,836	18.81	1,137	3.04	18.75
HDFCB IN Equity	印度住房开发金融银行	印度	345.3%	4,835	17.18	1,685	2.73	20.94
INBK IN Equity	印度工业银行	印度	289.9%	955	15.34	107	1.32	8.39
SBIN IN Equity	印度国家银行	印度	210.2%	8,078	17.34	904	1.48	9.69
AXSB IN Equity	Axis 银行	印度	133.6%	1,821	18.40	400	1.82	12.62
CBK IN Equity	Canara 银行	印度	60.2%	1,841	17.96	121	0.98	5.81
BOB IN Equity	印度巴鲁达银行	印度	35.1%	1,985	16.70	148	0.85	6.74
ILB IN Equity	IndusInd 银行	印度	-1.9%	618	15.19	66	0.89	57.48
UNBK IN Equity	印度联合银行	印度	-28.2%	1,682	15.66	122	0.88	5.69
PNB IN Equity	Punjab国民银行	印度	-42.9%	1,918	8.54	148	0.94	7.74
BOI IN Equity	印度银行	印度	-53.3%	1,109	10.02	62	0.68	5.78
CBOI IN Equity	印度中央银行	印度	-57.6%	537	8.66	39	0.91	7.86
FIBIH IT Equity	FIBI Holdings Ltd	以色列	654.3%	682	18.52	26	1.24	7.53
FIBI IT Equity	以色列第一国际银行	以色列	627.7%	682	18.60	67	1.58	9.53
MZTF IT Equity	米拉特和银行	以色列	569.2%	1,333	18.57	158	1.59	9.58
LUMI IT Equity	Bank Leumi Le-Israel BM	以色列	517.8%	2,157	16.87	270	1.38	9.30
DSCT IT Equity	以色列贴现银行	以色列	484.8%	1,199	14.26	112	1.14	8.63
POLI IT Equity	Hapoalim银行	以色列	371.1%	1,979	13.81	246	1.32	9.79
ADIB UH Equity	阿布扎比伊斯兰银行	阿联酋	740.8%	615	25.25	232	3.75	14.54
EMIRATES UH Equity	阿联酋迪拜国民银行	阿联酋	400.2%	2,713	20.65	444	1.32	7.68
MASQ UH Equity	马士礼格银行	阿联酋	310.1%	728	28.31	131	1.46	5.83
ADCB UH Equity	阿布扎比商业银行	阿联酋	285.9%	1,777	13.51	289	1.57	11.30
DIB UH Equity	迪拜伊斯兰银行 PJSC	阿联酋	252.1%	938	19.76	189	1.74	8.91
FAB UH Equity	阿布扎比第一银行	阿联酋	118.0%	3,303	13.91	496	1.49	9.82

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

2015年至今美国跑出超额收益的银行



- 美国优质大行和特色化银行资本市场表现较好。第一公民银行和摩根大通累计涨幅分别为668%和574%，同期标普500指数累计涨幅为224%。其中，第一公民银行次贷危机后通过收购不断扩大业务范围和市场份额，如2023年收购硅谷银行使其当年股价大涨88%。
- 另外，美国涨幅比较靠前的阿莱恩斯西部银行（Western Alliance Bancorp）在科创与酒店连锁经营融资等细分领域具有深厚的专业知识和丰富的经验；华美银行重点为南加州的华裔服务，是全美以华裔为主要市场的商业银行中规模最大的。

表：美国27家样本行基本情况

		2015年初至今涨跌幅	总资产	ROE	总市值	PB	PE
FCNCA US Equity	第一公民银行（北卡）	667. 7%	2, 237	13. 02	239	1. 14	10. 42
JPM US Equity	摩根大通	573. 8%	40, 028	18. 19	8, 656	2. 57	16. 16
WAL US Equity	Western Alliance Bancorp	273. 4%	809	12. 93	100	1. 47	11. 94
RF US Equity	Regions金融公司	272. 6%	1, 573	11. 15	242	1. 41	12. 64
BAC US Equity	美国银行公司	266. 2%	32, 615	9. 52	3, 870	1. 41	15. 10
EWBC US Equity	华美银行集团公司	257. 4%	760	15. 89	150	1. 83	12. 76
WTFB US Equity	Wintrust金融公司	237. 0%	649	12. 22	90	1. 42	12. 78
FITB US Equity	五三银行	223. 5%	2, 129	12. 46	305	1. 62	13. 45
PNC US Equity	PNC财务服务	215. 1%	5, 600	11. 82	809	1. 56	13. 89
CFG US Equity	公民金融集团股份有限公司	214. 0%	2, 175	6. 18	231	1. 00	16. 20
PNFP US Equity	Pinnacle财务合伙人股份有限公司	172. 3%	526	7. 65	74	1. 16	12. 77
ZION US Equity	锡安银行	170. 8%	888	13. 03	87	1. 33	10. 51
WBS US Equity	韦伯斯特金融公司	163. 0%	790	8. 58	102	1. 14	11. 70
SNV US Equity	Synovus 金融	161. 0%	602	9. 46	71	1. 39	9. 78
UMBF US Equity	UMB金融公司	159. 3%	504	13. 44	93	1. 35	12. 85
HBAN US Equity	俄亥俄州亨廷顿银行控股公司	157. 4%	2, 042	10. 38	258	1. 36	13. 32
C US Equity	花旗集团	153. 3%	23, 529	6. 05	1, 890	0. 96	15. 47
CFR US Equity	库伦佛寺银行股份有限公司	146. 9%	525	16. 03	82	2. 02	13. 69
FHN US Equity	第一线国民银行	139. 7%	822	8. 76	117	1. 38	16. 06
CMA US Equity	Comerica 公司	122. 4%	793	11. 05	90	1. 40	13. 26
MTB US Equity	M&T 银行	116. 8%	2, 081	9. 50	316	1. 21	13. 17
ONB US Equity	印地安那Old National银行集团	110. 8%	536	9. 14	87	1. 10	12. 40
WFC US Equity	富国银行	109. 2%	19, 298	11. 44	2, 711	1. 66	14. 93
VLN US Equity	Valley National Bancorp	80. 2%	625	5. 29	61	0. 85	14. 22
ITFC US Equity	Truist金融公司	79. 4%	5, 312	8. 11	593	1. 01	12. 37
USB US Equity	美国合众银行	61. 6%	6, 783	11. 84	784	1. 44	12. 06
COLB US Equity	哥伦比亚银行	52. 9%	516	10. 55	79	1. 04	9. 25

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

2015年至今日本跑出超额收益的银行



日本三大金融集团资本市场和盈利能力领先。三菱日联、三井住友和瑞穗金融集团2015年初至今累计涨幅分别为413%、350%和275%，同期东京证交所指数累计涨幅为124%。我们判断核心因素包括，（1）在长期低增长低利率的环境下，日本的银行主要依靠海外市场和综合化经营来保持盈利，大型银行在这方面更具优势；（2）1990年代日本房地产价格泡沫破裂后，大型银行在政策支持下开启大规模的兼并重组，“大而不倒”增强了市场信心，也使其在市场竞争中占据有利地位；相对而言，中小银行不良包袱过重以及部分银行倒闭破产等问题影响了投资者的信心。

表：日本26家样本行情况

		2015年初至今涨跌幅	总资产	ROE	总市值	PB	PE
8306 JP Equity	三菱日联金融集团	413. 4%	26, 679	8. 10	1, 911	1. 34	14. 66
8316 JP Equity	三井住友金融集团	349. 6%	19, 511	7. 04	1, 082	1. 10	13. 62
8411 JP Equity	瑞穗金融集团	274. 7%	18, 416	7. 01	824	1. 15	13. 79
8308 JP Equity	理索纳控股株式会社	262. 9%	5, 032	6. 02	233	1. 22	15. 02
5844 JP Equity	Kyoto Financial Group Inc	187. 1%	765	2. 96	62	0. 71	27. 08
7327 JP Equity	第四北越金融株式会社	187. 1%	736	4. 63	25	0. 72	11. 21
8309 JP Equity	三井住友信托控股株式会社	175. 5%	5, 014	2. 68	204	0. 96	10. 86
8334 JP Equity	群馬銀行	173. 1%	715	5. 72	43	1. 03	12. 82
8359 JP Equity	八十二銀行	162. 0%	980	3. 66	50	0. 68	13. 23
7167 JP Equity	Mebuki 金融集团株式会社	161. 3%	1, 440	4. 58	58	0. 88	14. 33
8331 JP Equity	千葉銀行	153. 6%	1, 408	5. 57	83	0. 92	14. 23
8341 JP Equity	七十七銀行	149. 7%	694	5. 39	30	0. 72	10. 73
8366 JP Equity	Shiga Bank Ltd/The	145. 5%	527	3. 42	23	0. 65	15. 19
5831 JP Equity	Shizuoka Financial Group Inc	136. 9%	1, 067	4. 91	77	0. 91	14. 11
8524 JP Equity	北洋銀行	120. 8%	875	3. 03	18	0. 69	12. 79
8377 JP Equity	Hokuhoku Financial Group Inc	111. 8%	1, 083	3. 66	31	0. 72	10. 14
8381 JP Equity	San-In Godo Bank Ltd/The	110. 9%	486	5. 27	15	0. 67	12. 08
5830 JP Equity	Iyogin Holdings Inc	101. 7%	612	4. 93	45	0. 77	9. 38
8354 JP Equity	福岡金融集团	100. 0%	2, 158	6. 37	56	0. 85	11. 12
8418 JP Equity	山口金融集团	87. 5%	829	3. 99	28	0. 59	11. 17
7380 JP Equity	十六金融株式会社	81. 7%	498	4. 62	14	0. 45	9. 50
7337 JP Equity	広島銀行	70. 7%	845	5. 36	29	0. 80	11. 45
5832 JP Equity	中銀金融集团株式会社	66. 2%	711	3. 86	27	0. 67	13. 68
8421 JP Equity	信金中央金庫	21. 3%	3, 147	2. 42	62	0. 69	45. 56
8304 JP Equity	青空銀行	3. 5%	502	NA	22	0. 71	16. 95
8570 JP Equity	永旺金融服务株式会社	-7. 9%	463	4. 68	22	0. 74	18. 41

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

总结：银行股往往具备较好的中长期投资价值

➤ 银行股具备较好的中长期投资价值，其中经济增长比较强劲国家/地区的银行个股往往表现更优。（1）统计的17个市场的154家样本行中有102家都跑赢了大盘指数，这表明对于多数市场银行股往往具备较好的中长期投资价值。（2）统计的240家银行中有80家银行跑赢了标普500指数，其中美国、阿联酋、越南等国家银行个股涨幅领先，这些国家经济增长往往比较强劲。

➤ 银行个股分化比较大，精选个股依然至关重要，但这往往需要结合各国的经济结构、市场环境、政策监管、公司治理能力等多种因素。越南、阿联酋等样本行绝对收益往往都很高，主要是区域经济高增且银行往往是在政策支持下同质化经营。美国、日本、印度等国家的银行分化往往都是比较大的，比如，（1）美国的优质大行以及特色化银行表现比较好，这符合美国经济环境，美国大行综合化经营能力比较强，能更好的满足客户多样化需求；特色化银行往往深耕某一细分领域，保持了持续的高盈利性，但这也离不开美国经济结构多元化优势。（2）日本大型金融集团资本市场表现领先，主要是日本经历了长期的低利率环境，中小银行竞争力大幅减弱，大型银行则在政策支持下开展兼并重组，使其在市场竞争中占据有利地位，并且大型银行在海外市场和综合化经营上也更具优势，因此在此轮经济现复苏迹象初期，大型银行盈利性和资本市场表现都明显领先。（3）印度私有银行表现明显好于国有银行，主要是私有行治理机制更完善，国有行治理机制僵化，私有行往往具备更好的业绩表现和较强的成长能力。

[01] 过去十年全球银行指数表现

[02] 过去十年全球哪些银行涨幅领先

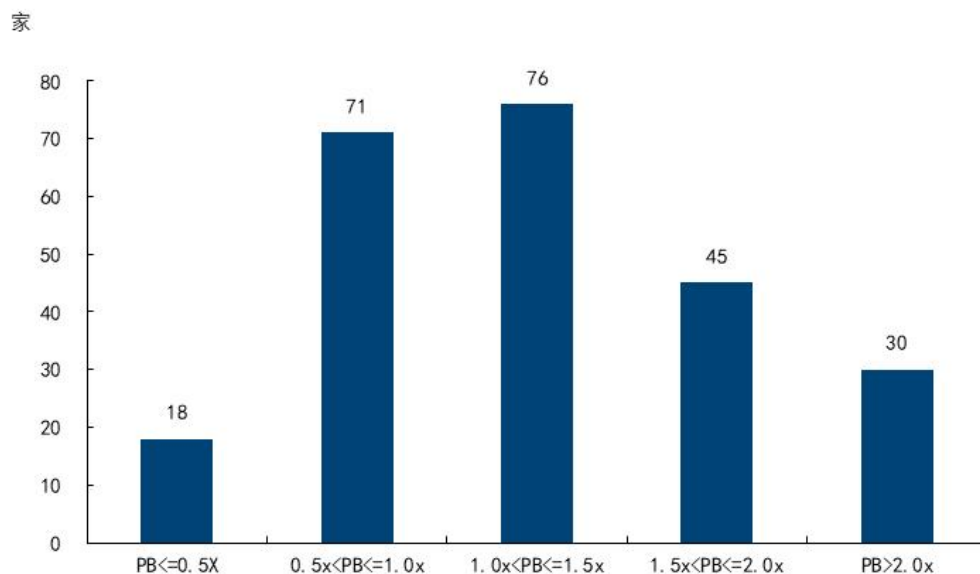
[03] 全球视角看我国银行估值

[04] 投资建议与风险提示

➤ 全球视角，我国银行估值处在低位。

- 240家全球样本行PB值（2025/9/19）算数均值为1.29x，PB值中位数为1.22x，而我国当前估值最高的招商银行PB值也仅约1.0x。
- 我们筛选出样本行数量不低于3家的29个国家/地区，其中我国19家样本行PB算数均值为0.52x，处在最低水平，然后是韩国0.55x（7家样本行）；最高的是智利2.15x（3家样本行）；美国1.38x（27家样本行）、日本0.82x（26家样本行）、印度1.38x（12家样本行）、越南1.98x（3家样本行）。

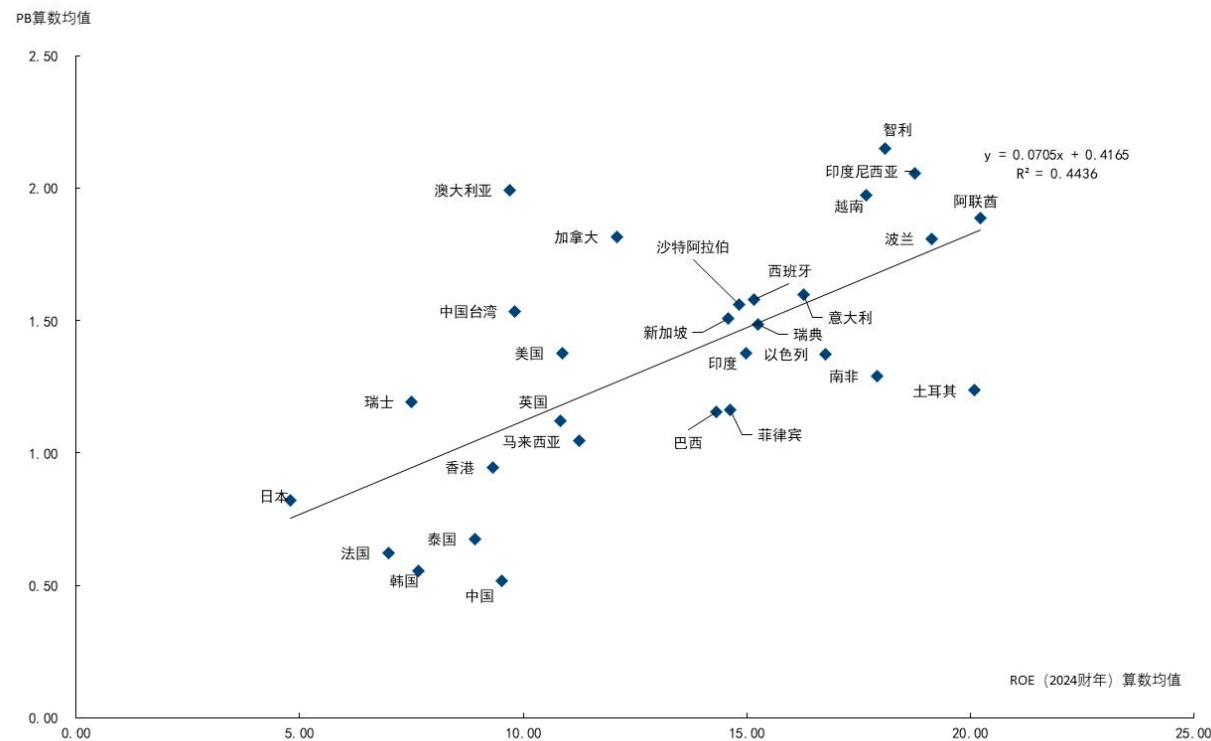
图：240家样本行PB估值分布



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

- 全球视角，我国银行估值处在低位。
- 29个国家/地区样本行PB值和当期ROE相关性并不强，PB估值或更多反映的是对未来ROE趋势预期。
 - 全球视角看，我国样本行PB值较当期ROE存在明显低估，这反映了市场对我国银行ROE趋势预期较为悲观。

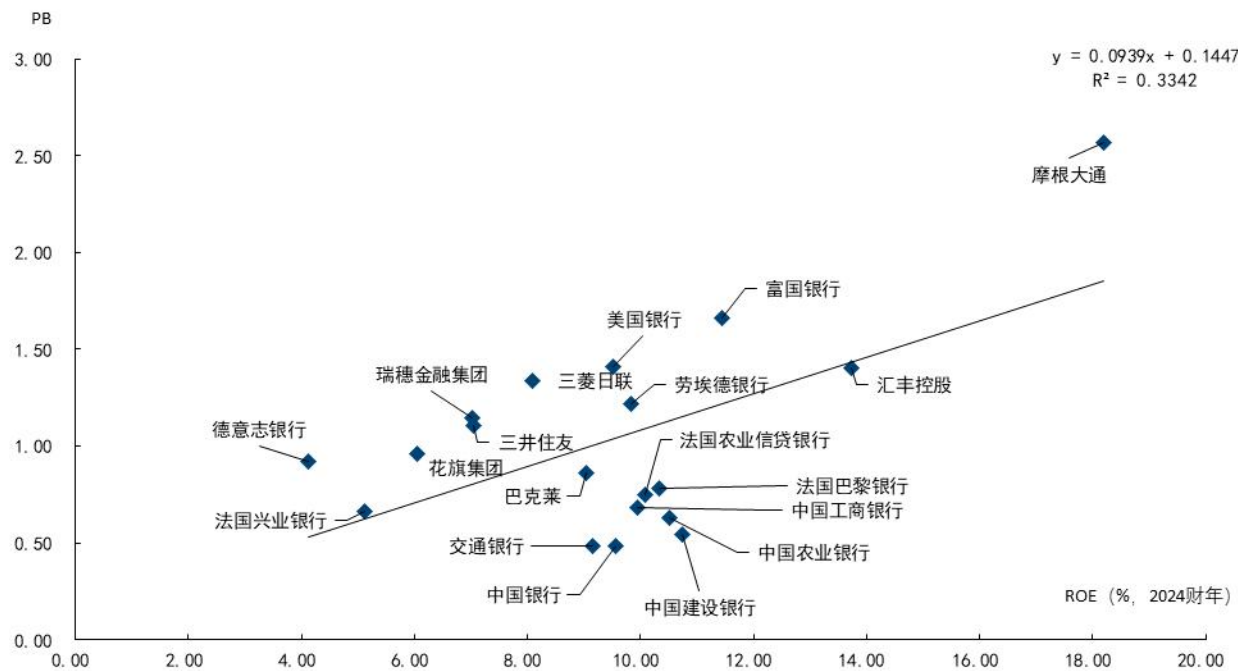
图：29个国家/地区样本行PB估值与ROE（2024财年）分布



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

- 全球视角，我国银行估值处在低位。
- 从全球国际大行来看，我国六大行PB值较当期ROE同样存在明显低估。

图：全球大型银行PB值和ROE水平



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

表：中美日样本行估值水平

			总资产	ROE	总市值	PB	PE				总资产	ROE	总市值	PB	PE
600036 CH Equity	招商银行	中国	16,648	14.95	1,467	0.97	6.96	PNFP US Equity	Pinnacle财务合伙人	美国	526	7.65	74	1.16	12.77
002142 CH Equity	宁波银行	中国	4,281	13.75	248	0.80	6.50	FCNCA US Equity	第一公民银行（北卡）	美国	2,237	13.02	239	1.14	10.42
601009 CH Equity	南京银行	中国	3,550	13.35	182	0.72	5.56	WBS US Equity	韦伯斯特金融公司	美国	790	8.58	102	1.14	11.70
601398 CH Equity	中国工商银行	中国	66,885	9.96	3,384	0.68	7.10	ONB US Equity	印地安那Old National银行	美国	536	9.14	87	1.10	12.40
601288 CH Equity	中国农业银行	中国	59,235	10.51	3,191	0.63	6.67	TFC US Equity	Truist金融公司	美国	5,312	8.11	593	1.01	12.37
601166 CH Equity	兴业银行	中国	14,396	9.89	603	0.58	5.81	CFG US Equity	公民金融集团	美国	2,175	6.18	231	1.00	16.20
600000 CH Equity	上海浦东发展银行	中国	12,963	6.31	545	0.57	8.86	C US Equity	花旗集团	美国	23,529	6.05	1,890	0.96	15.47
601939 CH Equity	中国建设银行	中国	55,581	10.75	2,617	0.54	5.47	VLV US Equity	Valley National Bancorp	美国	625	5.29	61	0.85	14.22
000001 CH Equity	平安银行	中国	7,904	11.03	312	0.50	4.99	SNV US Equity	Synovus 金融	美国	602	9.46	71	1.39	9.78
601988 CH Equity	中国银行	中国	48,033	9.56	2,239	0.48	5.00	COLB US Equity	哥伦比亚银行	美国	516	10.55	79	1.04	9.25
601328 CH Equity	交通银行	中国	20,414	9.15	821	0.48	5.26	8306 JP Equity	三菱日联金融集团	日本	26,679	8.10	1,911	1.34	14.66
3618 HK Equity	重庆农村商业银行	中国	2,076	9.70	97	0.46	5.02	8308 JP Equity	理索纳控股株式会社	日本	5,032	6.02	233	1.22	15.02
601169 CH Equity	北京银行	中国	5,780	9.71	167	0.43	4.57	8411 JP Equity	瑞穗金融集团	日本	18,416	7.01	824	1.15	13.79
601818 CH Equity	中国光大银行	中国	9,534	7.30	281	0.42	6.40	8316 JP Equity	三井住友金融集团	日本	19,511	7.04	1,082	1.10	13.62
1963 HK Equity	重庆银行	中国	1,174	8.67	39	0.37	4.74	8334 JP Equity	群马银行	日本	715	5.72	43	1.03	12.82
600015 CH Equity	华夏银行	中国	5,996	8.87	152	0.35	4.38	8309 JP Equity	三井住友信托控股株式会社	日本	5,014	2.68	204	0.96	10.86
600016 CH Equity	中国民生银行	中国	10,706	5.83	246	0.31	5.98	8331 JP Equity	千叶银行	日本	1,408	5.57	83	0.92	14.23
3698 HK Equity	徽商银行	中国	2,759	10.99	59	0.29	2.61	5831 JP Equity	Shizuoka Financial Group Inc	日本	1,067	4.91	77	0.91	14.11
2066 HK Equity	盛京银行	中国	1,538	0.78	18	0.16	21.81	7167 JP Equity	Mebuki 金融集团株式会社	日本	1,440	4.58	58	0.88	14.33
JPM US Equity	摩根大通	美国	40,028	18.19	8,656	2.57	16.16	8354 JP Equity	福冈金融集团	日本	2,158	6.37	56	0.85	11.12
CFR US Equity	库伦佛寺银行	美国	525	16.03	82	2.02	13.69	7337 JP Equity	广岛银行	日本	845	5.36	29	0.80	11.45
EWBC US Equity	华美银行	美国	760	15.89	150	1.83	12.76	5830 JP Equity	Iyogin Holdings Inc	日本	612	4.93	45	0.77	9.38
WFC US Equity	富国银行	美国	19,298	11.44	2,711	1.66	14.93	8570 JP Equity	永旺金融服务株式会社	日本	463	4.68	22	0.74	18.41
FITB US Equity	五三银行	美国	2,129	12.46	305	1.62	13.45	8377 JP Equity	Hokuhoku Financial Group Inc	日本	1,083	3.66	31	0.72	10.14
PNC US Equity	PNC财务服务	美国	5,600	11.82	809	1.56	13.89	7327 JP Equity	第四北越金融株式会社	日本	736	4.63	25	0.72	11.21
WAL US Equity	Western Alliance Bancorp	美国	809	12.93	100	1.47	11.94	8341 JP Equity	七十七银行	日本	694	5.39	30	0.72	10.73
USB US Equity	美国合众银行	美国	6,783	11.84	784	1.44	12.06	8304 JP Equity	青空银行	日本	502	(12.13)	22	0.71	16.95
WTFC US Equity	Wintrust金融公司	美国	649	12.22	90	1.42	12.78	5844 JP Equity	Kyoto Financial Group Inc	日本	765	2.96	62	0.71	27.08
BAC US Equity	美国银行	美国	32,615	9.52	3,870	1.41	15.10	8421 JP Equity	信金中央金库	日本	3,147	2.42	62	0.69	45.56
RF US Equity	Regions金融公司	美国	1,573	11.15	242	1.41	12.64	8524 JP Equity	北洋银行	日本	875	3.03	18	0.69	12.79
CMA US Equity	Comerica 公司	美国	793	11.05	90	1.40	13.26	8359 JP Equity	八十二银行	日本	980	3.66	50	0.68	13.23
FHN US Equity	第一线国民银行	美国	822	8.76	117	1.38	16.06	5832 JP Equity	中银金融集团株式会社	日本	711	3.86	27	0.67	13.68
HBAN US Equity	俄亥俄州亨廷顿银行	美国	2,042	10.38	258	1.36	13.32	8381 JP Equity	San-In Godo Bank Ltd/The	日本	486	5.27	15	0.67	12.08
UMB US Equity	UMB金融公司	美国	504	13.44	93	1.35	12.85	8366 JP Equity	Shiga Bank Ltd/The	日本	527	3.42	23	0.65	15.19
ZION US Equity	锡安银行	美国	888	13.03	87	1.33	10.51	8418 JP Equity	山口金融集团公司	日本	829	3.99	28	0.59	11.17
MTB US Equity	M&T 银行	美国	2,081	9.50	316	1.21	13.17	7380 JP Equity	十六金融株式会社	日本	498	4.62	14	0.45	9.50

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

[01] 过去十年全球银行指数表现

[02] 过去十年全球哪些银行涨幅领先

[03] 全球视角看我国银行估值

[04] 投资建议与风险提示

核心结论：宏观经济预期是银行股长期上涨核心

- 银行股往往具备较好中长期投资价值；精选个股需要结合各国的经济结构、市场环境、政策监管、公司治理水平等多种因素。
 - 我们统计的17个市场的154家样本行中有102家跑赢了大盘指数，240家样本行中有80家银行跑赢了标普500指数，其中经济增长比较强劲国家/地区的银行个股往往表现比较好美国、阿联酋、越南等国家银行个股涨幅领先。不过银行个股分化比较大，精选个股依然至关重要，这往往需要结合各国的经济结构、市场环境、政策监管、公司治理水平等多种因素，比如，美国的优质大行以及特色化银行表现比较好，日本大型金融集团表现领先，印度私有银行表现明显好于国有银行。
- 全球视角而言，银行板块投资核心是宏观经济，估值水平与当期ROE相关度较弱，主要取决于ROE远期预期及稳定性。
 - 美国和印度的银行PB估值持续处在较高水平，且美国和印度的银行指数过去十年在不同阶段均取得了不错的绝对收益，主要是美国经济内生增长动能强劲，印度经济受益于人口红利等因素仍处在强劲增长阶段。
 - 日本和欧洲的银行指数在2015-2019年表现欠佳，但2021年以来获得了不错的绝对收益和超额收益，主要是受益于强劲的经济刺激政策，日本和欧洲走出零利率/负利率时代，经济呈现出复苏态势。市场对于银行业远期ROE变得自然更加乐观，因此银行板块估值大幅修复至多年来的历史高位，当前日本和欧洲银行指数PB估值分别为1.08x和1.26x。
 - 韩国银行指数PB值常年处在0.5x之下，且2021年以来估值没有出现明显修复，主要是韩国经济面临较大的下行压力。一是韩国加息后缺乏相应的财政政策等协同支持；二是由于韩国对外经济依赖度很高，2022-2023年韩国出现了明显的贸易逆差，给韩国经济带来了较大的冲击。一直到2024年10月韩国再次启动降息周期，韩国经济下行压力才略有缓解，韩国银行指数PB估值修复至约0.65x。
 - 申万银行指数涨幅落后，PB估值处在低位，我们判断主要是我国经济在结构转型大背景下，经济进入承压运行期，市场对我国中长期经济增长以及银行ROE趋势预期较为悲观。

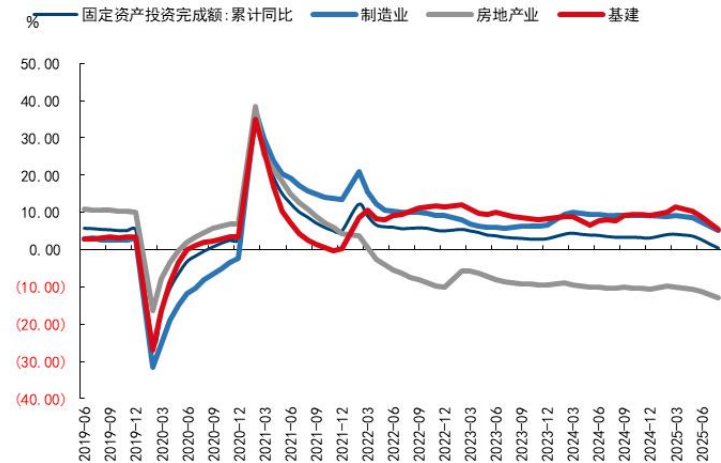
核心结论：我国银行业估值修复空间较大

➤ 前文指出银行投资核心是宏观经济，相较于其他国家/地区，我国银行估值处在低位，体现了市场对我国中长期经济增长以及银行ROE趋势的悲观预期。我国经济处在高质量发展转型的关键期，短期经济虽承压，但中长期韧性较强，因此银行业估值存在较大提升空间。

- 近几年我国房地产市场调整、地方政府债务约束、疫情冲击以及国际形势变动等因素共同导致实体部门信心转弱，经济进入承压运行期，我们判断这是2021年以来申万银行指数PB估值修复幅度远不及日本、欧洲等银行业的核心因素。
- **不要低估上层打破物价下降的决心。**2025年7月30日政治局会议明确提出“有力有序有效推进地方融资平台出清”，近几年房地产和城投债务风险在政策支持下大幅出清，防风险和稳增长政策权衡将有所调整，二季度以来频繁的反内卷政策也彰显了上层低物价的决心。
- **不要低估中国经济的韧性。**（1）创新和产业升级正在成为经济增长的新支撑点，高质量发展转型成效明显；（2）我国仍拥有巨大的结构性潜力，一是城镇化率与发达国家普遍70% - 80%的水平仍有差距；二是居民消费对经济的贡献远低于发达国家，伴随一系列改革效果逐步显现，消费提升潜力巨大；三是我国区域发展不平衡，中西部的增长潜力仍没有充分挖掘，内陆地区正在逐步承接沿海产业转移，形成新的增长动力。

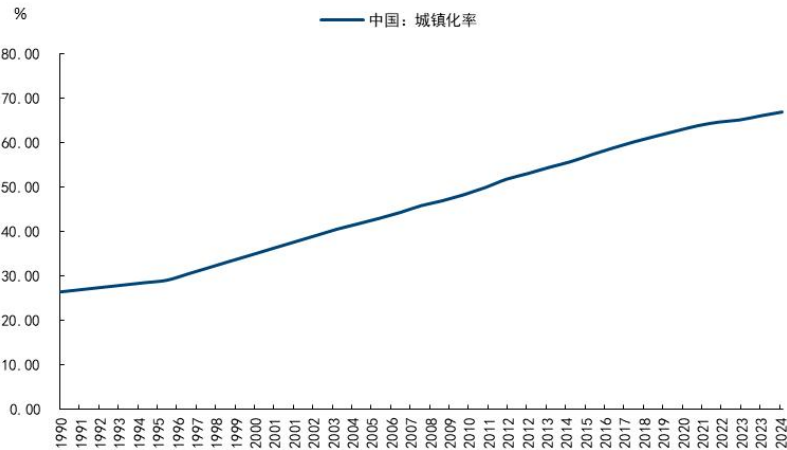
核心结论：我国银行业估值修复空间较大

图：房地产投资持续负增拖累经济



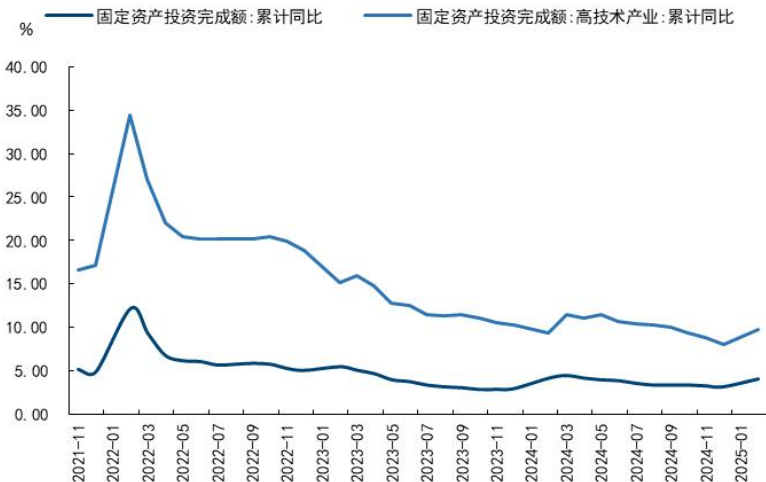
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：我国城镇化率还有空间



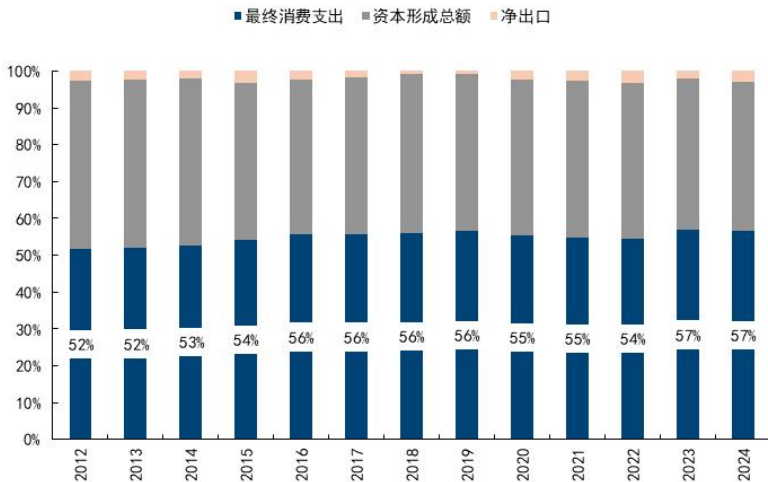
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：高技术产业投资持续高增



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：我国消费对经济的贡献有待提升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

➤ 中长期视角而言，不要低估中国经济韧性，我国银行估值有较大的修复空间，具备很好的中长期投资价值，建议重点关注经营稳健的国有大行、招商银行等，以及特色化经营的常熟银行等。全球视角而言，银行板块投资核心是宏观经济，估值水平主要取决于ROE远期预期及其稳定性。当前我国银行业指数以及银行业个股估值都处在全球低位，相较于当期ROE明显低估，这反映了市场对于我国经济远期预期较为悲观。近几年我国经济确实进入了承压运行期，但我们建议不要低估我国经济中长期增长的韧性，创新和产业升级正在成为我国经济增长的新支撑点，并且我国仍拥有巨大的结构性潜力，一是城镇化率与发达国家普遍70% - 80%的水平仍有差距；二是居民消费对经济的贡献远低于发达国家，伴随一系列改革效果逐步显现，消费提升潜力巨大；三是我国区域发展不平衡，中西部的增长潜力仍没有充分挖掘，内陆地区正在逐步承接沿海产业转移，形成新的增长动力。

➤ 短期视角，四季度至明年初向基本面拐点明朗的优质顺周期个股要超额收益。反内卷宏观叙事强化，远期经济乐观预期有所增强，顺周期胜率已经提升。我们建议精选基本面有望率先走出拐点的优质个股，以及边际现改善迹象估值处在低位的个股，重点推荐宁波银行、招商银行，同时建议积极关注常熟银行、长沙银行、渝农商行等。对于追求绝对收益的稳健性资金，业绩稳健高股息个股依然具备配置价值，建议重点关注招商银行、江苏银行等。

- 宏观经济复苏不及预期，银行资产质量下行压力增大。
- 中美贸易冲突再次升级，冲击国内经济复苏力度。
- 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

分析师承诺

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。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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