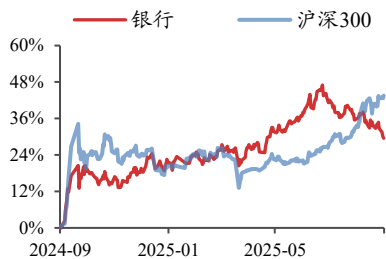


银行

2025 年 09 月 17 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《存款非银化延续，贷款投放或“价在量先”——8月金融数据点评》
-2025.9.14

《理财规模有望受益，投资基金偏好或生变——基金销售费新规征求意见稿点评》
-2025.9.10

《测算：高息定存到期规模、节奏与成本改善空间——行业点评报告》
-2025.8.21

资产反内卷与存款财富化中的银行竞争版图

——行业投资策略

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

丁黄石（分析师）

dinghuangshi@kysec.cn

证书编号：S0790524040004

朱晓云（分析师）

zhuxiaoyun@kysec.cn

证书编号：S0790524070010

● 2025H1 上市银行业绩：扩表提速及非息驱动营收增速转正

净利息收入紧抓“量价平衡”主线，“量”上去化“水分信贷”，部分银行依靠金融投资扩表提速；“价”上贷款定价边际企稳，存款成本有效释放，助力净息差收窄放缓，我们预计全年银行净息差或企稳于 1.4% 左右。投资收益贡献显著，手续费及佣金收入回暖，我们测算 2025H1 金融投资对营收贡献提高至 29.5%。

● 下阶段银行资产：资产荒下反内卷及存款财富化的挑战

资产端：优质资产难寻+反内卷，“扩表”不如“调表”。信贷对公强、零售弱或仍持续，但基建规模，低价贷款冲量的思路在淡化。国有行对公涉房信贷力度减轻，“五篇大文章”投放积极，股份行结构调整较迅速，对公压降票据贴现，零售减少经营贷，按揭恢复正增长。金融投资“卷交易”空间不大，需寻找拓收益渠道，海外债、信用债、政金债、基金投资等。投资拓收益思路（1）增加海外债券，是低利率时期国际银行的普遍经验，上半年已有银行出现类似特征；（2）资本压力缓解，增加信用债及基金。但对基金配置也出现分化，利率债基收益欠佳，部分银行或出于对收益波动容忍度的考虑，对基金持债久期做更严格约束，或者直接赎回相关产品；（3）免税收入增加，但潜在所得税及公募基金免税规则调整需关注；（4）FVOCI、AC 账户收益兑现力度加大。

负债端：存款“财富化”带来流动性挑战，大行头寸压力减轻但指标负担加重。

存款活期化：M1 增速回升暂时主因是低基数，目前存款搬家可能还处于初期，居民风险偏好尚未明显修复，存款利率如果继续下调，有催化利率敏感性的可能；定存短期化：银行主动调期限结构以及客户增加流动性的双向选择，2025H2 还有约 16.8 万亿元高息定存到期，短期化或将使存款成本降幅比理论更多。存款非银化：将使存款在各类机构重新分布，目前大行钱多但“质量差”，非银存款带来高利率敏感性、放大期限错配、加速 LCR 下滑等影响。下阶段关注同业存单的“量价期”信号作用，目前大行的流动性管理更依赖央行。

● 不良指标整体平稳，零售风险仍待修复，国股行与中小行拨备趋势分化

前瞻指标难言风险拐点，国有行逾期指标反弹，农商行关注率上升。当前 90 天以上逾期贷款偏离度上升，但并非代表银行不良认定放松，或是个贷脱期法影响。对公资产质量整体改善，零售压力仍延续，但我们对零售风险谨慎乐观，预计其对报表潜在影响有限。国有行拨备指标提升，中小行或因不良与拨备增长不匹配，使得拨备覆盖率下降。

● 投资建议：利率期权与红利价值稳固，竞争版图重构选股

（1）利率下行增厚 EVE，隐含 PB 更低，（2）稳定红利确定性强且稀缺。资产反内卷及存款财富化下的存贷竞争版图重构，及资产质量视角选个股：资金属性、竞争格局、安全边际、红利策略四维筛选，受益标的农业银行、招商银行、中信银行、兴业银行、北京银行、江苏银行、杭州银行、成都银行、渝农商行等。

风险提示：零售风险扩散；利率环境波动；股市风格切换等。

目 录

1、 2025H1 上市银行业绩总览：扩表提速及非息驱动	5
1.1、 营收增速转正，盈利能力修复	5
1.2、 收入分解：扩表和非息贡献是主要支撑	8
1.2.1、 净利息收入：“量价平衡”是 2025 年银行经营的一大主线	8
1.2.2、 非息收入：投资收益贡献显著，手续费及佣金收入回暖	11
2、 下阶段银行资产负债：资产荒下反内卷以及存款财富化的挑战	12
2.1、 资产端：优质资产难寻+反内卷，“扩表”不如“调表”	12
2.1.1、 信贷需求或难快速恢复，下阶段关注消费贷贴息等政策效果	12
2.1.2、 金融投资“卷交易”空间不大，需寻找拓收益渠道，海外债、信用债、政金债、基金投资等	15
专栏：2025H1 上市银行自营投资基金现状与影响因素分析	19
2.2、 负债端：存款“财富化”或带来流动性管理的挑战	29
2.2.1、 存款“财富化”初现端倪：活期化、短期化及非银化	29
2.2.2、 关注同业存单的“量价期”信号指示作用	33
2.2.3、 目前银行的流动性管理，对央行的依赖度在提高	35
3、 零售风险仍待修复，国股行与中小行拨备趋势分化	35
3.1、 前瞻指标反映当前风险拐点未现	35
3.1.1、 不良率整体平稳，零售风险仍存	35
3.1.2、 个贷脱期法认定下，90 天以上逾期贷款偏离度上升	37
3.2、 对公、零售贷款资产质量走势分化	40
3.2.1、 对公资产质量整体改善，房地产风险仍有反弹	40
3.2.2、 零售风险仍持续，中小行个贷不良上行幅度显著	41
3.3、 国股行与中小行拨备指标趋势分化	42
4、 投资策略：利率期权与红利价值稳固，竞争版图重构选股	44
4.1、 银行板块投资价值的双视角论证	44
4.1.1、 利率下行增厚权益价值，隐含 PB 更低	44
4.1.2、 稳定红利确定性强且稀缺，中期业绩回升打消了部分对银行利润波动的担忧	44
4.1.3、 存贷竞争版图重构，及资产质量视角选个股	49
5、 风险提示	51

图表目录

图 1： 2025H1 上市银行营业收入 yoy 为 1.04%	5
图 2： 2025H1 上市银行归母净利润 yoy 为 0.80%	5
图 3： 多数上市银行 2025H1 营收及归母净利润增速边际提升	6
图 4： 2025H1 上市行业绩归因：扩表及非息收入驱动利润回正	7
图 5： 较 Q1，2025H1 国有行非息贡献，城商行节税贡献，股份/农商行拨备反哺	7
图 6： 上市行 2025H1 净利息收入增速 -1.29%，股份行表现边际走弱	8
图 7： 2025H1 上市银行金融投资及同业资产增速提升	9
图 8： 2025H1 上市银行总资产增速 9.6%	9
图 9： 2025H1 上市银行贷款增速 8.1%	9
图 10： 2025H1 上市银行金融投资增速 14.9%	10
图 11： 2025H1 上市银行存贷增速差延续修复	10

图 12:	2025H1 上市银行净息差收窄速度放缓.....	10
图 13:	上市银行 2025H1 成本及收益概览, 存贷收益率降幅均比较明显.....	11
图 14:	2025H1 上市银行手续费及佣金净收入增速转正.....	11
图 15:	2025H1 国有行投资净收益同比增长较快.....	11
图 16:	上市银行金融投资收入贡献度继续提升.....	12
图 17:	2025H1 上市银行交易性投资业务收入占比 11.2%, 中小行达 20%以上.....	12
图 18:	企业中长贷增速仍处持续下行通道.....	13
图 19:	国股银票转贴现利率 6M-3M 倒挂.....	13
图 20:	2025H1 信贷规模同比多增行业分布——国有行地产基建同比少增、城投多增, 按揭同比改善 (亿元).....	13
图 21:	2025H1 上市行信贷增量结构呈现对公强、零售弱的状态, 地产基建同比少增, 股份行压降票据贴现 (亿元).....	14
图 22:	2025H1 贷款投向统计, 向“五篇大文章”领域发力明显 (万亿元).....	15
图 23:	2025H1 上市银行自营交易盘收益率 (年化, 测算值) 下降至 2.05%.....	16
图 24:	2025H1 某上市银行 FVOCI 账户增加境外政府债、信用债, AC 账户大量增加境外信用债 (亿元).....	17
图 25:	2025H1 上市银行持有债券品种分布——FVOCI 中金融债、信用债等较多.....	17
图 26:	2025H1 上市银行持仓基金规模约为 6.37 万亿元 (亿元).....	19
图 27:	2025H1 上市银行基金投资总资产比例为 2.03%.....	19
图 28:	2025H1 上市银行基金投资占 FVTPL 比例为 48.5%.....	20
图 29:	银行持仓基金规模变动情况与交易盘金融资产市值波动呈相关关系 (2025H1).....	20
图 30:	2025H1 上市银行持仓基金规模小幅下降.....	21
图 31:	银行基金投资资本计量方法: 以穿透法和授权基础法为主 (2024).....	22
图 32:	2025H1 样本银行 FVTPL 中即时偿还金融资产规模整体明显下降 (亿元).....	23
图 33:	2025Q2 兴业银行流动性覆盖率 (LCR) 下降较多 (%).....	23
图 34:	2025 年以来货基 FTP 考核创利收窄 (%).....	23
图 35:	2025H1 上市银行基金免税收入对利润贡献度约为 3.43%.....	24
图 36:	我们测算股份行和城商行基金免税收入对净利润贡献度较高 (亿元).....	25
图 37:	25 家银行基金投资规模变动情况 (亿元).....	26
图 38:	2025H1 上市银行投资净收益构成: 约 24%来自于提前确认摊余成本投资.....	26
图 39:	2025H1 上市银行处置 FVOCI 及 AC 投资产生收益占营收比例显著提高.....	27
图 40:	2025H1 上市银行 FVOCI 账户投资占比提升至 29.3%.....	27
图 41:	存款期限利差不断收窄 (%).....	29
图 42:	7 月银行新吸收 3Y 定存利率已降至 1.7% (%).....	29
图 43:	2025 年 8 月 M1 增速或将延续回升态势.....	29
图 44:	2025 年 7 月非银存款同比明显多增 (亿元).....	29
图 45:	1993-2011 年日本国内持牌银行的负债特征: 其中一般活存增长较快、定存不断减少 (亿元).....	30
图 46:	存款利率持续下调, 突破临界值, 可能催化利率敏感性.....	30
图 47:	2024 年以来上市银行存款平均期限在缩短 (年).....	31
图 48:	2025 年 5-7 月商业银行人定期存款增速下降, 非银存款增速抬升.....	32
图 49:	大行存贷增速差负缺口收窄.....	33
图 50:	7 月后国有行同业存单净融资转负 (亿元).....	33
图 51:	贷款需求偏弱, 同业存单净融资额维持高位.....	34
图 52:	6 月以来资金利率下行, 但同业存单利率刚性 (%).....	34
图 53:	同业存单量价指示信号, 当前比较接近缩量降价情景.....	34
图 54:	央行公开市场操作统计.....	35
图 55:	上市银行不良贷款率稳中有降.....	36

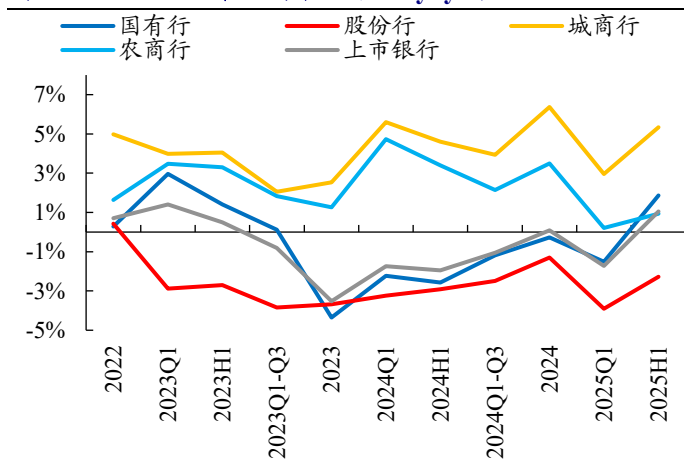
图 56: 中期不良额环比增速下降, 或源于不良处置节奏.....	36
图 57: 上市银行关注率整体平稳, 但农商行指标上行.....	36
图 58: 国有行、农商行逾期率因零售风险而整体上升.....	36
图 59: 不良指标虽平稳, 但国有行、农商行分别面临逾期及关注指标上升压力.....	37
图 60: 测算国股行不良生成率上升, 其余银行边际下降, 但并非代表风险出现拐点.....	39
图 61: 2021 年起样本银行零售贷款不良率上升幅度明显, 资产质量压力明显大于对公贷款.....	40
图 62: 中报上市银行对公贷款不良率整体呈改善态势, 房地产风险有所反弹(%, 变化为 bp).....	41
图 63: 中报上市银行零售贷款不良率整体上升, 中小行不良率抬升幅度大于国股行(%, 变化为 bp).....	42
图 64: 中报拨备覆盖率边际上升, 国有行贷款减值损失同比多计提.....	43
图 65: 2025H1 上市银行拨贷比略持平.....	44
图 66: 中报国股行拨备覆盖率略有提升.....	44
图 67: 2025 年以来保险重仓银行市值占比延续回升.....	45
图 68: 2025 年以来保险重仓银行持股数量市值均上升(单位: 亿股、亿元).....	45
图 69: 2025 年中报险资重仓持股份行比例上升.....	46
图 70: DDM 模型与国股行匹配度更高, 据此测算 PB 修复仍有空间.....	47
图 71: H 股银行股息率更高, 招行以外 A 股相对 H 股均有溢价.....	48
图 72: 部分银行零售风险改善不依赖于核销, 故无需多计提拨备.....	49
表 1: 2025H1 国有行营收增速改善幅度较大, 农商行归母净利润增速持续下滑.....	5
表 2: 2025H1 上市银行贷款占比 55.8%, 其中国有行为 57.1%, 较上年同期略有下降.....	8
表 3: 2025H1 国有行增加政府债、信用债, 减少政金债, 压降非标; 基金投资申赎行为分化(亿元).....	18
表 4: 银行自营和公募基金投资债券税收对比.....	24
表 5: 2025Q2 末上市银行 FVOCI 账户累计浮盈约 3692 亿元, 占 2024 年营收的 6.53%(亿元).....	27
表 6: 测算上市银行 2025 年下半年有约 16.8 万亿元高息定存到期(亿元).....	31
表 7: 推荐及受益标的盈利预测与估值.....	50

1、2025H1 上市银行业绩总览：扩表提速及非息驱动

1.1、营收增速转正，盈利能力修复

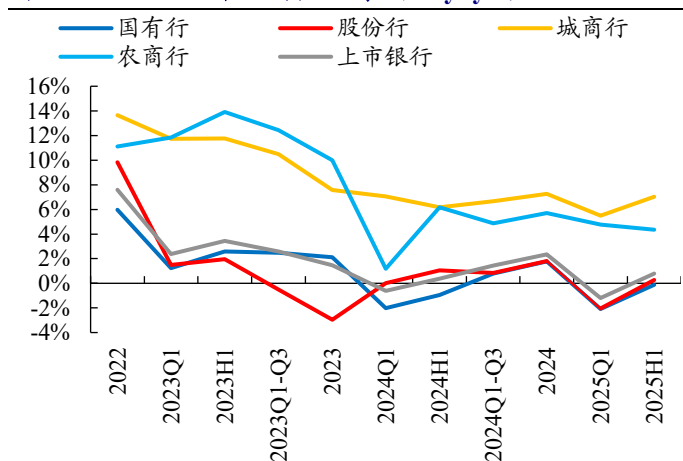
2025 年上半年，在内外经营环境仍然承压的背景下，上市银行紧抓“量价平衡”主线，稳规模、拓收益、控风险，展现出经营韧性。2025H1 上市银行营业收入 yoy 为+1.04%（2025Q1 为-1.72%），归母净利润 yoy 为+0.80%（2025Q1 为-1.20%），营收增速转正，盈利能力亦随之明显修复。

图1：2025H1 上市银行营业收入 yoy 为 1.04%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2025H1 上市银行归母净利润 yoy 为 0.80%



数据来源：Wind、开源证券研究所

其中，2025H1 国有行/股份行/城商行/农商行营收 yoy 分别为 +1.87%/-2.27%/+5.34%/+0.93%，较 2025Q1 分别+3.38/+1.64 / +2.38 / +0.72 pct；归母净利润 yoy 为-0.13%/+0.27%/+7.04%/+4.36%，较 2025Q1 分别+1.96/+2.29/ +1.55/-0.41 pct。上市银行业绩分化仍然明显，大行营收改善幅度最大，股份行业绩仍承压，城商行表现出较高景气度，农商行利润增速持续下滑。

表 1：2025H1 国有行营收增速改善幅度较大，农商行归母净利润增速持续下滑

营业收入 yoy	2023Q1	2023H1	2023Q1-Q3	2023	2024Q1	2024H1	2024Q1-Q3	2024	2025Q1	2025H1
国有行	2.97%	1.41%	0.11%	-4.35%	-2.22%	-2.56%	-1.19%	-0.27%	-1.51%	1.87%
股份行	-2.88%	-2.71%	-3.84%	-3.68%	-3.24%	-2.92%	-2.49%	-1.31%	-3.91%	-2.27%
城商行	3.99%	4.05%	2.05%	2.54%	5.61%	4.61%	3.93%	6.37%	2.96%	5.34%
农商行	3.48%	3.30%	1.83%	1.27%	4.73%	3.40%	2.15%	3.50%	0.21%	0.93%
上市银行	1.41%	0.50%	-0.81%	-3.52%	-1.73%	-1.95%	-1.05%	0.08%	-1.72%	1.04%
归母净利润 yoy	2023Q1	2023H1	2023Q1-Q3	2023	2024Q1	2024H1	2024Q1-Q3	2024	2025Q1	2025H1
国有行	1.24%	2.58%	2.48%	2.12%	-2.03%	-0.96%	0.79%	1.78%	-2.09%	-0.13%
股份行	1.48%	1.96%	-0.51%	-2.96%	0.00%	1.05%	0.85%	1.80%	-2.05%	0.27%
城商行	11.73%	11.76%	10.49%	7.57%	7.05%	6.17%	6.67%	7.27%	5.49%	7.04%
农商行	11.85%	13.91%	12.45%	9.98%	1.18%	6.16%	4.88%	5.70%	4.77%	4.36%
上市银行	2.37%	3.45%	2.59%	1.47%	-0.61%	0.37%	1.43%	2.35%	-1.20%	0.80%

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

从个体上看，多数上市银行 2025H1 营收及归母净利润增速边际回升，其中营收增速高于 10%的有西安银行（43.70%）、江阴银行（10.45%）、常熟银行（10.10%），归母净利润增速高于 10%的有杭州银行（16.66%）、江阴银行（16.63%）、齐鲁银行

(16.48%)、青岛银行(16.05%)、常熟银行(13.51%)、浦发银行(10.19%)。国有大行中，工商银行及建设银行营收增速提升幅度较大。

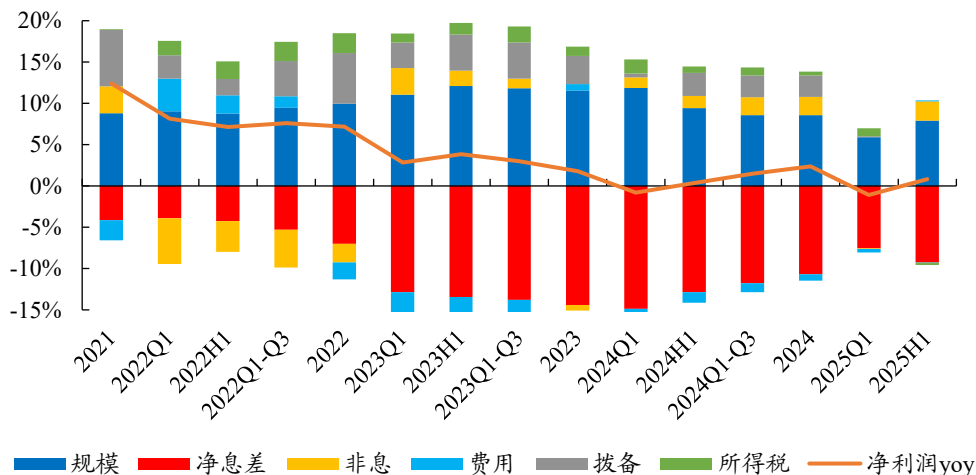
图3：多数上市银行 2025H1 营收及归母净利润增速边际提升

上市银行		营收yoy				归母净利润yoy			
		2024A	2025Q1	2025H1	较前值	2024A	2025Q1	2025H1	较前值
国有行	工商银行	-2.52%	-3.22%	1.57%	4.78%	0.51%	-3.99%	-1.39%	2.60%
	建设银行	-2.54%	-5.40%	2.15%	7.56%	0.88%	-3.99%	-1.37%	2.62%
	农业银行	2.26%	0.35%	0.85%	0.49%	4.72%	2.20%	2.66%	0.47%
	中国银行	1.16%	2.56%	3.76%	1.21%	2.56%	-2.90%	-0.85%	2.05%
	交通银行	0.87%	-1.02%	0.77%	1.79%	0.93%	1.54%	1.61%	0.07%
	邮储银行	1.83%	-0.07%	1.50%	1.58%	0.24%	-2.62%	0.85%	3.47%
股份行	招商银行	-0.48%	-3.09%	-1.72%	1.36%	1.22%	-2.08%	0.25%	2.33%
	兴业银行	0.66%	-3.58%	-2.29%	1.29%	0.12%	-2.22%	0.21%	2.43%
	浦发银行	-1.55%	1.31%	2.62%	1.31%	23.31%	1.02%	10.19%	9.17%
	中信银行	3.76%	-3.72%	-2.99%	0.73%	2.33%	1.66%	2.78%	1.13%
	民生银行	-3.21%	7.41%	7.83%	0.42%	-9.85%	-5.13%	-4.87%	0.26%
	平安银行	-10.93%	-13.05%	-10.04%	3.01%	-4.19%	-5.60%	-3.90%	1.70%
	光大银行	-7.05%	-4.06%	-5.57%	-1.51%	2.22%	0.31%	0.55%	0.25%
	华夏银行	4.23%	-17.73%	-5.86%	11.87%	4.98%	-14.04%	-7.95%	6.10%
浙商银行	6.19%	-7.07%	-5.76%	1.32%	0.92%	0.61%	-4.15%	-4.76%	
城商行	北京银行	4.81%	-3.18%	1.90%	5.08%	0.81%	-2.44%	3.25%	5.69%
	上海银行	4.79%	3.85%	4.18%	0.33%	4.50%	2.30%	2.02%	-0.28%
	江苏银行	8.78%	6.21%	7.78%	1.57%	10.76%	8.16%	8.05%	-0.11%
	宁波银行	8.19%	5.63%	7.91%	2.28%	6.23%	5.76%	8.23%	2.47%
	南京银行	11.32%	6.53%	8.64%	2.10%	9.05%	7.06%	8.84%	1.78%
	杭州银行	9.61%	2.22%	3.90%	1.67%	18.07%	17.30%	16.66%	-0.63%
	长沙银行	4.57%	3.78%	1.59%	-2.20%	4.87%	3.81%	5.05%	1.24%
	成都银行	5.89%	3.17%	5.91%	2.74%	10.17%	5.64%	7.29%	1.65%
	贵阳银行	-1.09%	-16.91%	-12.22%	4.69%	-7.16%	-6.82%	-7.20%	-0.38%
	重庆银行	3.54%	5.30%	7.00%	1.70%	3.80%	5.33%	5.39%	0.06%
	郑州银行	-5.78%	2.22%	4.64%	2.43%	1.39%	4.98%	2.10%	-2.87%
	青岛银行	8.22%	9.69%	7.50%	-2.19%	20.16%	16.42%	16.05%	-0.37%
	苏州银行	3.01%	0.76%	1.81%	1.05%	10.16%	6.80%	6.15%	-0.65%
	齐鲁银行	4.55%	4.72%	5.76%	1.04%	17.77%	16.47%	16.48%	0.02%
	西安银行	13.68%	8.14%	43.70%	35.56%	3.91%	4.30%	8.59%	4.29%
	厦门银行	2.79%	-18.42%	-7.02%	11.41%	-2.60%	-14.21%	-4.59%	9.62%
兰州银行	-2.02%	3.26%	-1.86%	-5.12%	1.29%	2.36%	0.87%	-1.49%	
农商行	渝农商行	1.09%	1.35%	0.46%	-0.88%	5.60%	6.25%	4.63%	-1.62%
	沪农商行	0.86%	-7.41%	-3.40%	4.01%	1.20%	0.34%	0.60%	0.26%
	青农商行	6.85%	0.99%	-1.83%	-2.82%	11.24%	7.97%	5.22%	-2.75%
	常熟银行	10.53%	10.04%	10.10%	0.06%	16.20%	13.81%	13.51%	-0.30%
	无锡银行	4.15%	3.53%	3.44%	-0.09%	2.35%	3.13%	3.52%	0.39%
	紫金银行	0.98%	-4.82%	0.49%	5.31%	0.30%	4.04%	0.12%	-3.93%
	苏农银行	3.17%	3.29%	0.21%	-3.08%	11.62%	6.19%	5.23%	-0.97%
	张家港行	3.75%	3.29%	1.72%	-1.58%	5.13%	3.20%	5.11%	1.91%
	瑞丰银行	15.29%	5.12%	3.91%	-1.22%	11.27%	6.69%	5.59%	-1.11%
	江阴银行	2.51%	6.00%	10.45%	4.45%	7.88%	2.22%	16.63%	14.40%

数据来源：Wind、开源证券研究所

业绩贡献度来看：规模>非息>费用，净息差仍是最主要拖累项。净利息收入方面，尽管净息差仍然承压，同比降幅较大(2024H1→2025H1，商业银行净息差1.54%→1.42%，上市银行净息差1.53%→1.40%)，但收窄速度已明显放缓。同时，上市银行2025Q2扩表提速，生息资产平均余额增速环比提升2.0 pct至7.92%，“价稳量增”驱动上市银行2025Q2利息净收入增速修复。非息收入方面，随着保险“报行合一”基数问题的度过以及资本市场活跃度提升，中收表现明显回暖，2025H1上市银行手续费及佣金净收入增速3.06%，较2025Q1提高3.78 pct。另外，2025Q2债市表现平稳，部分银行或灵活兑现存量浮盈，以投资收益为代表的其他非息收入形成支撑。

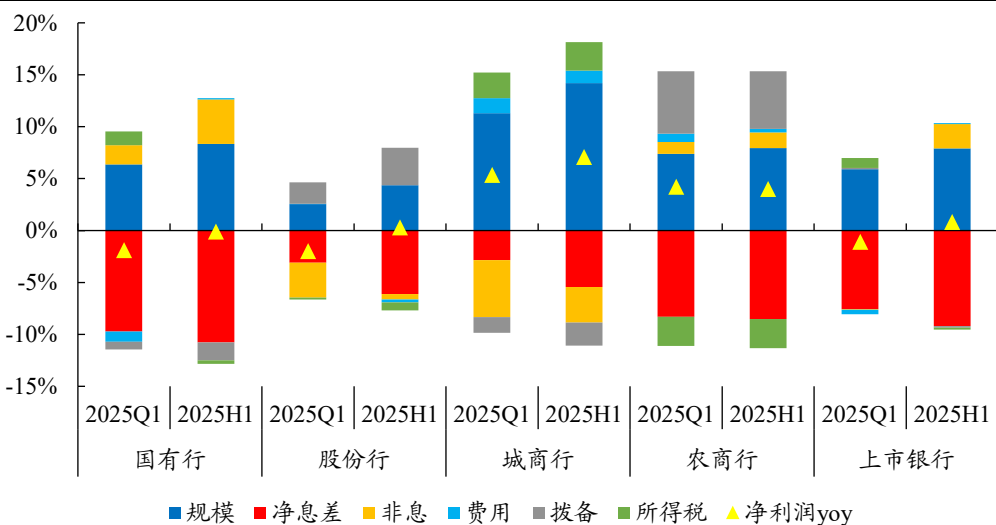
图4：2025H1上市行业绩归因：扩表及非息收入驱动利润回正



数据来源：Wind、开源证券研究所

分机构类型看，国有行非息贡献明显提高，城商行节税贡献，股份行、农商行拨备反哺。国有行非息收入在净利润增速中的贡献因子提高2.42 pct至4.29%，其投资净收益同比增幅45.88%，领先各类银行；股份行净息差拖累加重，通过规模扩张和拨备反哺保持业绩平稳；城商行或仍通过投资利率债、公募基金等方式节税；农商行扩表相对乏力，仍依靠拨备反哺利润。

图5：较Q1，2025H1国有行非息贡献，城商行节税贡献，股份/农商行拨备反哺

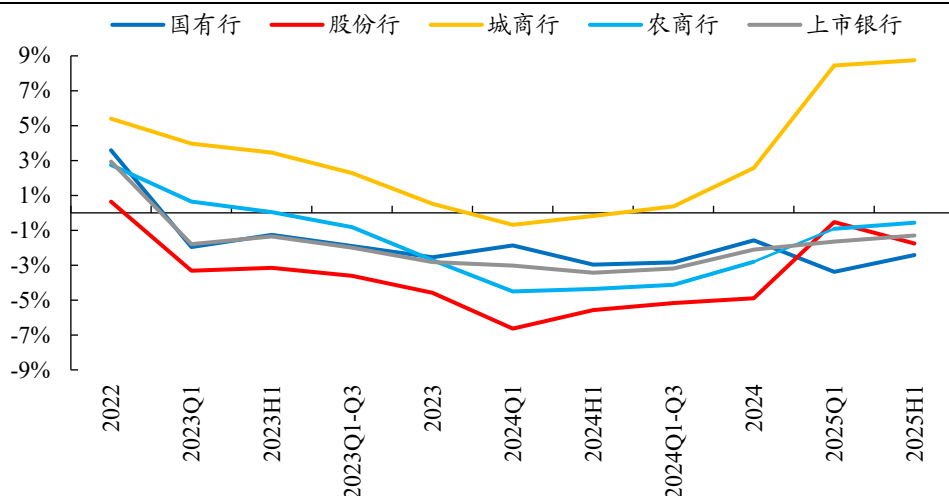


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、收入分解：扩表和非息贡献是主要支撑

1.2.1、净利息收入：“量价平衡”是 2025 年银行经营的一大主线

图6：上市行 2025H1 净利息收入增速 -1.29%，股份行表现边际走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

“量”：去化“水分信贷”，侧重实体投向、关注资产质量。2025 年上半年，面对弱需求、稳复苏的实体环境，大部分银行的信贷投放提质增效，拒绝内卷式规模扩张。我们观察到 2025 年以来信贷投放的三个特点：（1）不再过量供给低价信贷，部分银行主动压降票据贴现等贷款占比。根据央行统计，[0, LPR-1%) 区间贷款占比 6 月环比 5 月压缩 2pct；（2）部分银行针对高风险客群主动收缩信用风险敞口，不过分下沉寻找需求；（3）落实落细政策部署，信贷资源继续向“五篇大文章”倾斜。与之对应，2025H1 上市银行贷款占比略有下降至 55.8%，国有行下降至 57.1%。

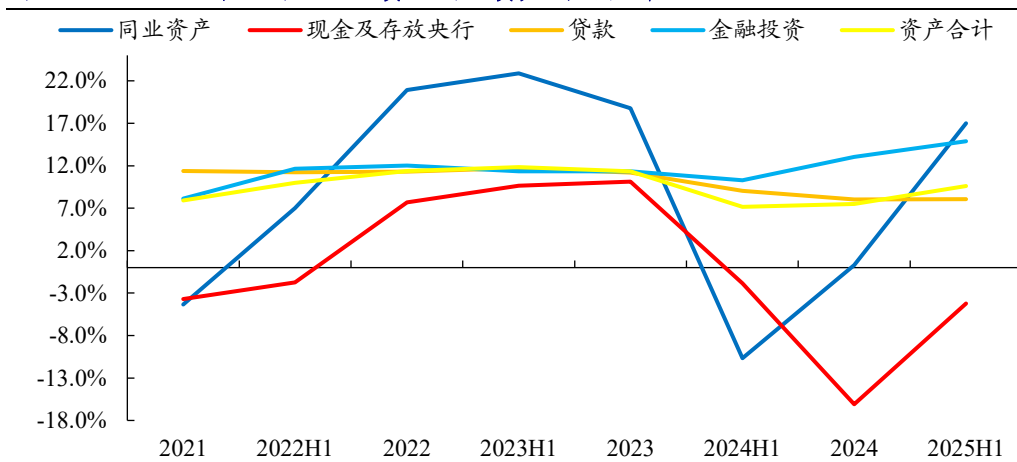
表 2：2025H1 上市银行贷款占比 55.8%，其中国有行为 57.1%，较上年同期略有下降

	国有行				股份行				城商行				农商行				上市行			
	同业资产	存放央行	贷款	金融投资	同业资产	存放央行	贷款	金融投资	同业资产	存放央行	贷款	金融投资	同业资产	存放央行	贷款	金融投资	同业资产	存放央行	贷款	金融投资
2018	5.9%	11.6%	52.9%	26.9%	5.0%	7.6%	53.0%	30.8%	5.0%	8.5%	41.3%	42.2%	11.3%	9.7%	44.7%	32.1%	5.7%	10.3%	51.9%	29.2%
2019H1	5.8%	10.9%	53.3%	27.1%	5.1%	6.7%	53.6%	30.7%	5.1%	7.7%	42.9%	41.7%	11.2%	8.8%	46.2%	31.7%	5.7%	9.5%	52.4%	29.2%
2019	6.0%	10.3%	53.9%	27.1%	4.8%	6.8%	54.8%	30.0%	5.1%	7.2%	44.4%	40.7%	8.9%	8.2%	47.6%	33.0%	5.6%	9.1%	53.2%	29.1%
2020H1	6.8%	9.4%	54.1%	26.7%	5.0%	6.1%	54.7%	30.4%	4.7%	6.9%	45.1%	40.5%	9.0%	6.7%	49.1%	32.8%	6.2%	8.3%	53.4%	28.9%
2020	5.8%	9.6%	54.8%	26.7%	5.1%	6.0%	55.6%	29.3%	4.9%	6.8%	45.7%	39.5%	8.8%	6.4%	49.3%	33.0%	5.6%	8.4%	54.1%	28.6%
2021H1	6.1%	9.2%	55.8%	26.0%	5.5%	5.8%	56.5%	28.5%	4.9%	6.4%	46.6%	39.0%	7.8%	6.0%	51.1%	32.5%	5.9%	8.0%	55.1%	27.8%
2021	4.8%	8.5%	56.9%	26.9%	5.2%	5.6%	56.7%	29.0%	5.1%	5.8%	47.1%	39.1%	7.3%	5.6%	51.7%	32.8%	5.0%	7.5%	55.9%	28.6%
2022H1	5.9%	8.2%	56.4%	26.5%	5.4%	5.2%	56.8%	29.0%	5.3%	5.5%	47.6%	38.6%	6.6%	5.4%	52.4%	33.0%	5.7%	7.2%	55.7%	28.2%
2022	5.6%	8.3%	56.9%	26.8%	4.8%	5.4%	56.5%	30.1%	5.4%	5.4%	47.4%	39.0%	6.1%	5.0%	52.5%	33.9%	5.4%	7.3%	55.9%	28.8%
2023H1	6.8%	8.1%	56.6%	25.9%	5.4%	4.9%	56.0%	30.0%	5.0%	5.0%	48.2%	38.7%	5.6%	4.8%	52.0%	35.2%	6.3%	7.0%	55.7%	28.1%
2023	6.0%	8.3%	56.9%	26.7%	5.4%	5.2%	55.7%	30.5%	5.2%	5.0%	48.2%	38.9%	5.5%	4.7%	52.2%	35.2%	5.8%	7.2%	55.8%	28.8%
2024H1	5.0%	7.4%	57.9%	27.3%	5.9%	4.4%	56.3%	29.7%	5.5%	4.7%	48.9%	38.3%	6.2%	4.5%	52.1%	34.7%	5.2%	6.4%	56.6%	28.9%
2024	5.1%	6.3%	57.5%	28.7%	6.1%	4.1%	55.5%	30.7%	5.7%	4.5%	48.2%	39.4%	6.0%	4.5%	52.3%	34.7%	5.4%	5.6%	56.1%	30.3%
2025H1	5.4%	6.4%	57.1%	28.8%	6.0%	4.0%	55.6%	30.8%	6.2%	4.2%	48.0%	39.5%	6.5%	4.3%	52.0%	34.6%	5.6%	5.6%	55.8%	30.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

扩表思路活化，财政发力+主动配置，部分银行依靠金融投资扩表。在信贷需求偏弱及银行主动压降低效信贷的策略下，部分银行的扩表思路转向金融投资，2025H1 上市银行贷款增速 8.1%，基本保持平稳，与此同时总资产增速明显抬升至 9.6%，扩表提速主要是金融投资增长较快（2025H1 增速为 14.9%）。一是大型银行配合财政政策发力在一级市场承接较多政府债券，二是在 2025Q1 利率调整后的合适时点适当增加配置规模。此外，2025H1 同业资产（主要银行间资金融出）规模恢复较多。因此当前上市银行资产扩张体现出信贷属性略有减弱，资金属性有所增强的特征。

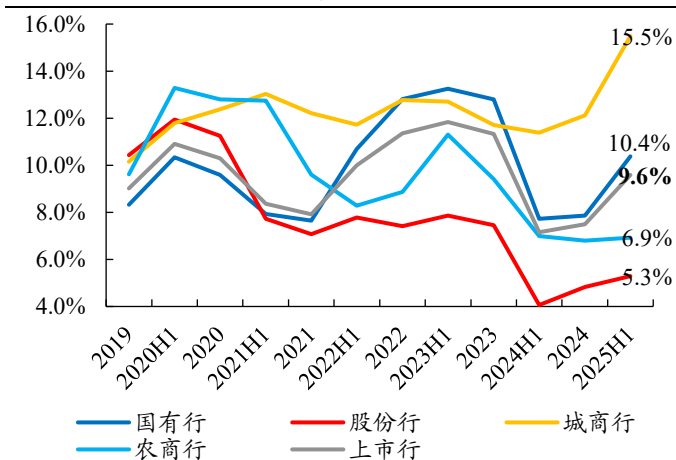
图7：2025H1 上市银行金融投资及同业资产增速提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

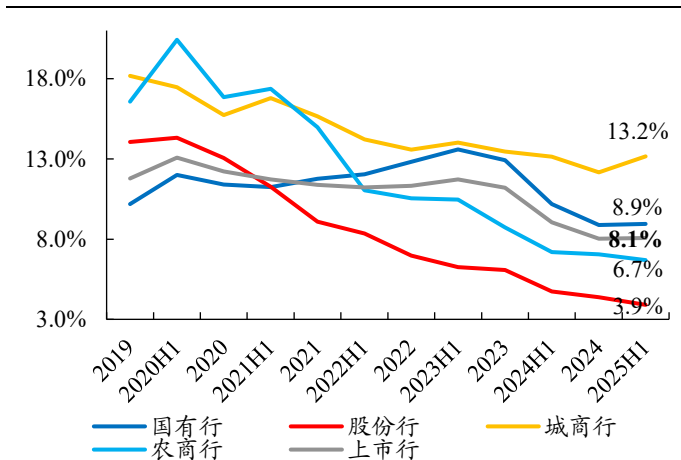
分机构类型来看，国有行继续扮演“压舱石”角色，2025H1 其总资产和贷款增速均维持在较高水平，总资产 yoy 10.4%，贷款 yoy 8.9%，高于上市银行平均。一是上年同期“手工补息”整改形成的低基数，二是金融市场投资的增加；股份行仍受限于信贷需求，总资产扩张乏力；城商行资产增速上行较多，除区域经济弹性之外，增加金市投资或是主因；农商行或因小微、零售领域的信用风险暴露，信贷节奏继续放缓，另外上年农商行介入金融市场较多，2025 年由于负债流失压力和成本负担，金融投资力度不强，使其总资产扩张较慢。

图8：2025H1 上市银行总资产增速 9.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025H1 上市银行贷款增速 8.1%

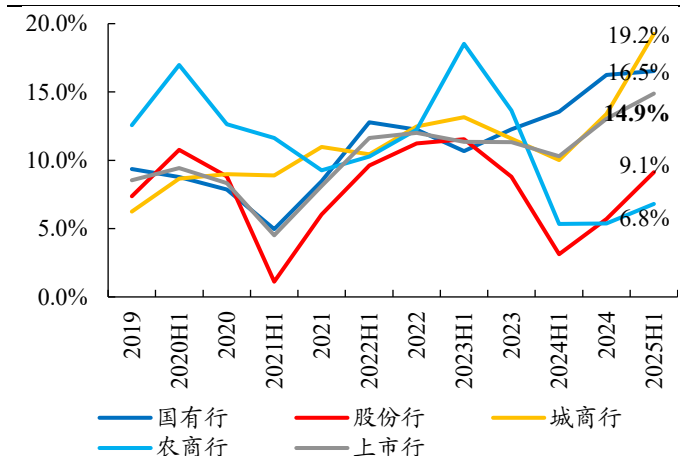


数据来源：Wind、开源证券研究所

2025H1 存贷增速差延续修复，驱动非信贷资产增长。2025H1 上市银行金融投资增速提高的一个原因可能是存贷增速差的修复，2024H1 经历“手工补息”整改后上市银行的存贷增速差快速回落至低点，除国有大行刚性扩表外，其他各类银行的

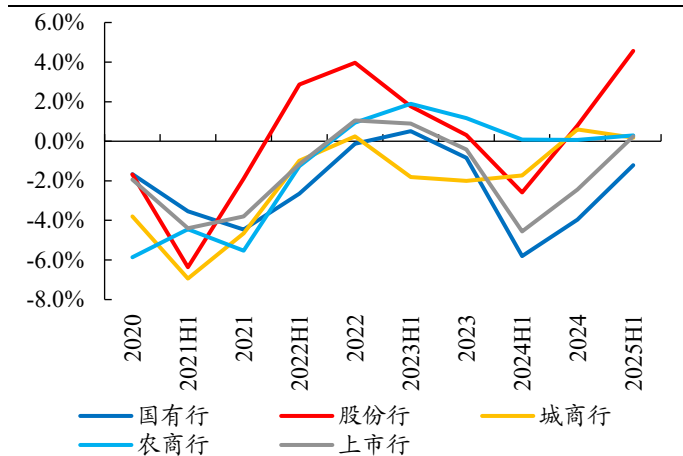
金融投资增速均随之回落。2025H1 国股行的存贷增速差有明显修复，支撑其金融投资规模扩张。此外存款分布格局的调整也带来银行资产配置策略的分化，比如城农商行的存贷增速差修复并不明显，尤其农商行的金融投资增速偏低。可能由于（1）存款成本仍偏高，新增资产配置的负 carry 压力较大；（2）存款脱媒至理财、基金、股市等，逐渐以非银存款形式回流大行；（3）农商行信贷派生不足等原因。

图10: 2025H1 上市银行金融投资增速 14.9%



数据来源: Wind、开源证券研究所

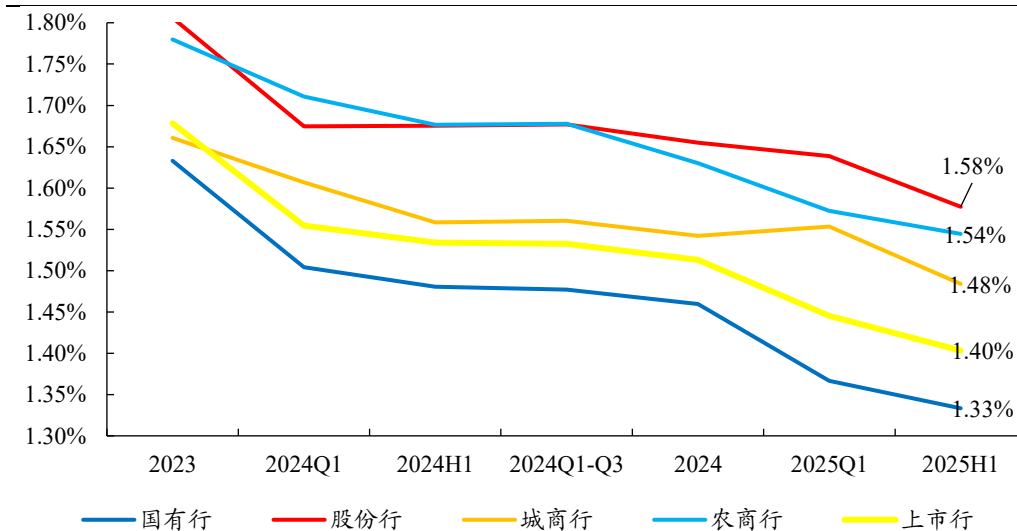
图11: 2025H1 上市银行存贷增速差延续修复



数据来源: Wind、开源证券研究所

“价”：贷款定价边际企稳，存款成本有效释放，助力净息差收窄放缓。2025Q2 商业银行净息差为 1.42%，环比 Q1 仅小幅收窄 1 BP。我们测算 2025H1 上市银行净息差 1.40%，预计下半年将企稳于这一水平。资产负债两端均有支撑因素，一是“反内卷”及成本底线约束下，贷款定价边际企稳；二是下半年仍有部分高息定存到期重定价，同时同业负债成本也开始明显下移，或逐渐向政策利率靠拢。

图12: 2025H1 上市银行净息差收窄速度放缓



数据来源: Wind、开源证券研究所（注：每年 Q1 和 Q1-Q3 净息差为测算值）

图13: 上市银行 2025H1 成本及收益概览, 存贷收益率降幅均比较明显

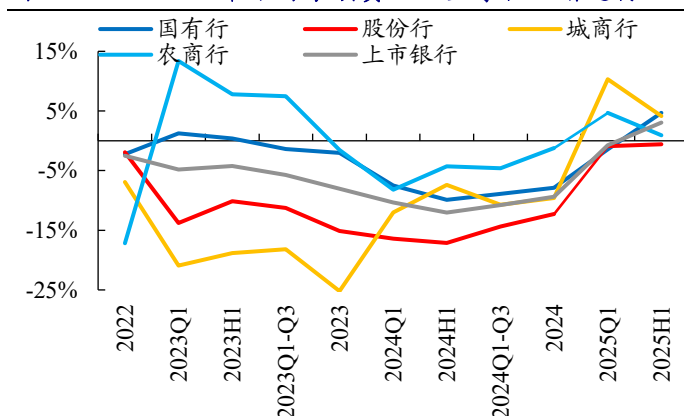
	生息资产收益率 (加权)					付息负债成本率 (加权)					净利差=生息资产收益率-付息负债成本率				
	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行
2020A	3.68%	4.45%	4.50%	4.36%	3.92%	1.74%	2.26%	2.44%	2.20%	1.94%	1.94%	2.19%	2.06%	2.17%	1.98%
2021H	3.57%	4.30%	4.39%	4.34%	3.80%	1.71%	2.19%	2.38%	2.25%	1.90%	1.86%	2.10%	2.00%	2.09%	1.90%
2021A	3.60%	4.28%	4.37%	4.34%	3.82%	1.73%	2.20%	2.40%	2.29%	1.92%	1.88%	2.09%	1.97%	2.05%	1.90%
2022H	3.58%	4.15%	4.22%	4.16%	3.76%	1.77%	2.16%	2.34%	2.24%	1.93%	1.81%	1.99%	1.89%	1.91%	1.83%
2022A	3.57%	4.13%	4.19%	4.08%	3.74%	1.83%	2.17%	2.31%	2.20%	1.97%	1.74%	1.96%	1.88%	1.88%	1.78%
2023H	3.52%	4.02%	4.05%	3.85%	3.66%	1.99%	2.21%	2.29%	2.12%	2.07%	1.53%	1.80%	1.76%	1.72%	1.59%
2023A	3.49%	3.96%	4.02%	3.79%	3.63%	2.02%	2.23%	2.32%	2.12%	2.10%	1.47%	1.74%	1.70%	1.67%	1.53%
2024H	3.30%	3.76%	3.85%	3.56%	3.43%	1.98%	2.17%	2.24%	2.04%	2.05%	1.32%	1.59%	1.60%	1.53%	1.38%
2024A	3.22%	3.67%	3.77%	3.52%	3.37%	1.91%	2.09%	2.17%	1.98%	1.98%	1.30%	1.59%	1.60%	1.53%	1.39%
2025H	2.83%	3.28%	3.39%	3.22%	2.99%	1.63%	1.76%	1.88%	1.74%	1.68%	1.21%	1.52%	1.50%	1.48%	1.30%
	贷款收益率 (加权)					存款成本率 (加权)					存贷利差=贷款收益率-存款成本率				
	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行
2020A	4.51%	5.30%	5.38%	5.26%	4.80%	1.62%	2.09%	2.27%	2.04%	1.78%	2.89%	3.20%	3.11%	3.22%	3.01%
2021H	4.33%	5.07%	5.19%	5.30%	4.60%	1.63%	1.96%	2.19%	2.05%	1.74%	2.71%	3.11%	3.00%	3.25%	2.86%
2021A	4.35%	5.04%	5.17%	5.12%	4.61%	1.65%	1.98%	2.21%	2.09%	1.77%	2.70%	3.05%	2.96%	3.03%	2.84%
2022H	4.29%	4.87%	5.02%	5.02%	4.51%	1.68%	2.01%	2.22%	2.09%	1.80%	2.61%	2.86%	2.80%	2.93%	2.71%
2022A	4.25%	4.83%	4.99%	4.90%	4.47%	1.73%	2.05%	2.23%	2.09%	1.85%	2.52%	2.78%	2.76%	2.81%	2.62%
2023H	4.08%	4.63%	4.83%	4.68%	4.28%	1.85%	2.08%	2.20%	2.05%	1.93%	2.23%	2.55%	2.63%	2.63%	2.35%
2023A	4.00%	4.57%	4.77%	4.52%	4.21%	1.87%	2.09%	2.22%	2.04%	1.95%	2.13%	2.48%	2.54%	2.48%	2.26%
2024H	3.70%	4.25%	4.52%	4.26%	3.90%	1.80%	2.00%	2.12%	1.94%	1.86%	1.90%	2.26%	2.39%	2.32%	2.04%
2024A	3.59%	4.14%	4.42%	4.10%	3.79%	1.73%	1.92%	2.08%	1.89%	1.80%	1.86%	2.22%	2.35%	2.20%	1.99%
2025H	2.99%	3.65%	4.03%	3.75%	3.23%	1.47%	1.64%	1.66%	1.66%	1.52%	1.52%	2.01%	2.36%	2.09%	1.71%
	金融投资收益率 (加权)					同业负债成本率 (加权)					投资利差=金融投资收益率-同业负债成本率				
	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行
2020A	3.42%	3.77%	4.02%	3.80%	3.57%	1.89%	2.19%	2.29%	2.16%	2.04%	1.53%	1.58%	1.73%	1.64%	1.53%
2021H	3.31%	3.62%	4.27%	3.74%	3.49%	1.67%	2.29%	2.37%	2.59%	1.98%	1.63%	1.34%	1.89%	1.15%	1.51%
2021A	3.33%	3.63%	3.87%	3.68%	3.46%	1.67%	2.25%	2.37%	2.44%	1.97%	1.65%	1.37%	1.50%	1.23%	1.49%
2022H	3.26%	3.44%	4.01%	3.43%	3.38%	1.78%	2.12%	2.17%	2.32%	1.94%	1.48%	1.32%	1.84%	1.10%	1.44%
2022A	3.30%	3.42%	3.60%	3.37%	3.36%	1.93%	2.08%	2.11%	2.17%	2.00%	1.37%	1.34%	1.49%	1.20%	1.36%
2023H	3.27%	3.32%	3.79%	3.22%	3.34%	2.40%	2.35%	2.28%	2.24%	2.37%	0.88%	0.97%	1.51%	0.98%	0.97%
2023A	3.26%	3.28%	3.39%	3.17%	3.28%	2.50%	2.37%	2.33%	2.24%	2.43%	0.76%	0.91%	1.06%	0.93%	0.84%
2024H	3.15%	3.17%	3.27%	3.01%	3.16%	2.59%	2.43%	2.35%	2.37%	2.52%	0.56%	0.74%	0.91%	0.64%	0.65%
2024A	3.10%	3.10%	3.12%	2.93%	3.10%	2.49%	2.33%	2.27%	2.31%	2.42%	0.61%	0.78%	0.86%	0.62%	0.68%
2025H	2.83%	2.89%	2.80%	2.70%	2.84%	2.00%	1.90%	1.92%	1.99%	1.97%	0.83%	0.98%	0.88%	0.71%	0.87%

数据来源: Wind、各银行财报、开源证券研究所, 部分未披露数据银行在加权计算时做剔除处理

1.2.2、非息收入: 投资收益贡献显著, 手续费及佣金收入回暖

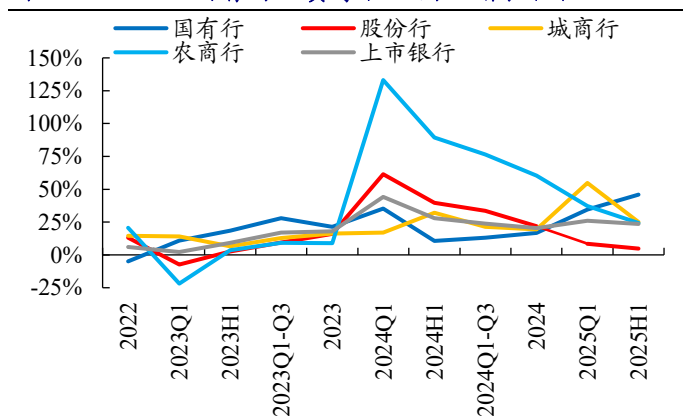
2025 年上半年上市银行非息收入增长强劲, 成为提振整体业绩的关键动力。其中投资收益贡献显著, 尤其国有行同比增长 46%, 反映银行存量资产流转加快并灵活兑现债券浮盈。此外, 手续费及佣金净收入出现回暖, 一方面是投行、顾问等中间业务向好, 另一方面是代销基金、保险等财富业务在经历调整后重回增长轨道。

图14: 2025H1 上市银行手续费及佣金净收入增速转正



数据来源: Wind、开源证券研究所

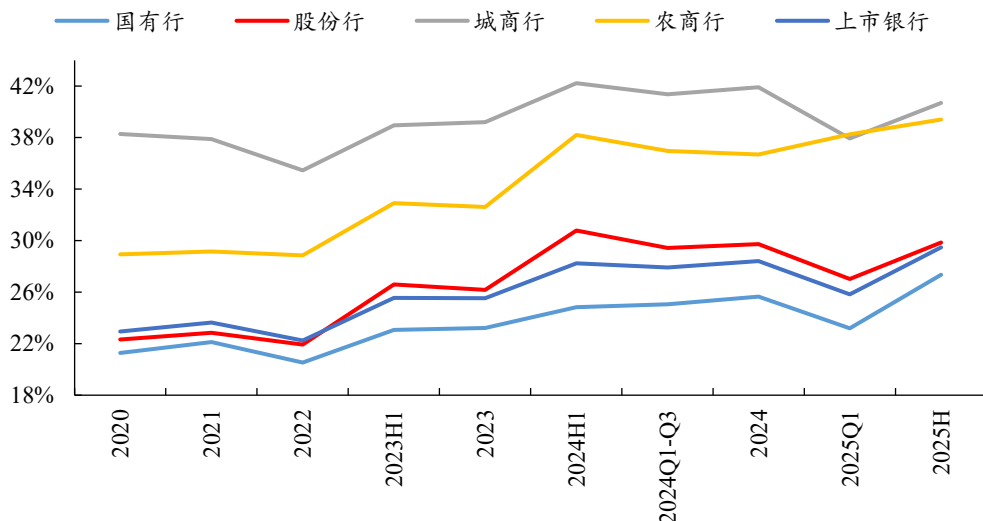
图15: 2025H1 国有行投资净收益同比增长较快



数据来源: Wind、开源证券研究所

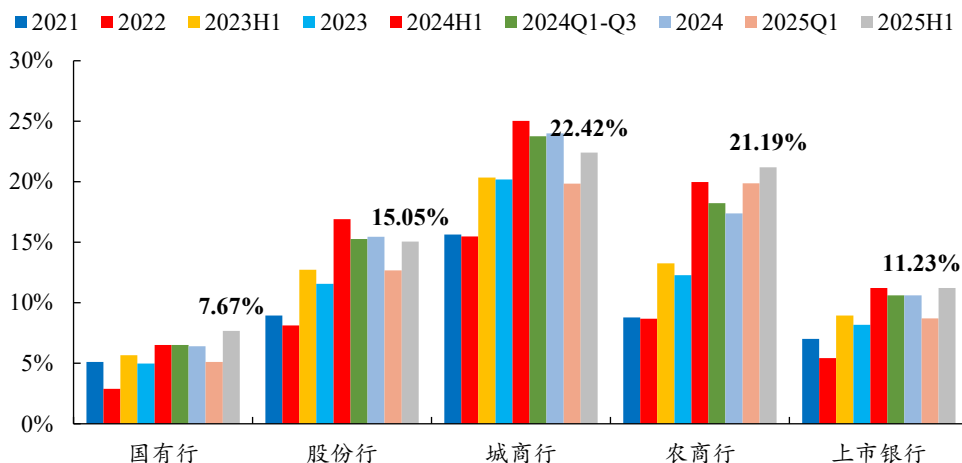
金融市场投资对上市银行的业绩贡献继续提高。据我们测算，2025H1 上市银行金融投资贡献收入占营收的 29.5%，较 Q1 有明显恢复，趋势上持续提升（金融市场投资贡献收入主要指金融资产投资利息净收入+投资净收益+公允价值变动损益）。其中，城商行、农商行的营收贡献分别为 40.7%与 39.4%，可见中小行在存贷业务拓展压力大的情况下，主动求变提高金融市场投资收益能力，其交易性投资收入占比达 20%以上。但由于上年形成的高基数，以及 2025 年利率环境的不确定性，中小行是否能保持该项收入来源的稳定持续仍有待观察。

图 16：上市银行金融投资收入贡献度持续提升



数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所（注：金融投资收入贡献度=金融投资业务收入/营业收入）

图 17：2025H1 上市银行交易性投资业务收入占比 11.2%，中小行达 20%以上



数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

2、下阶段银行资产负债：资产荒下反内卷以及存款财富化的挑战

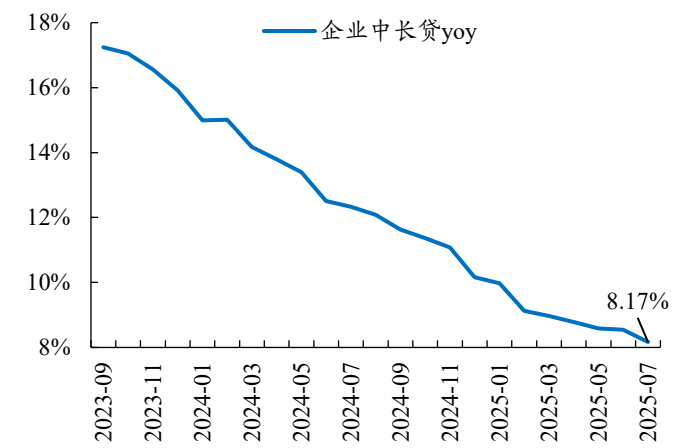
2.1、资产端：优质资产难寻+反内卷，“扩表”不如“调表”

2.1.1、信贷需求或难快速恢复，下阶段关注消费贷贴息等政策效果

2025 年上半年上市银行信贷业务扩张仍有一定阻力，主要受限于需求不足，部

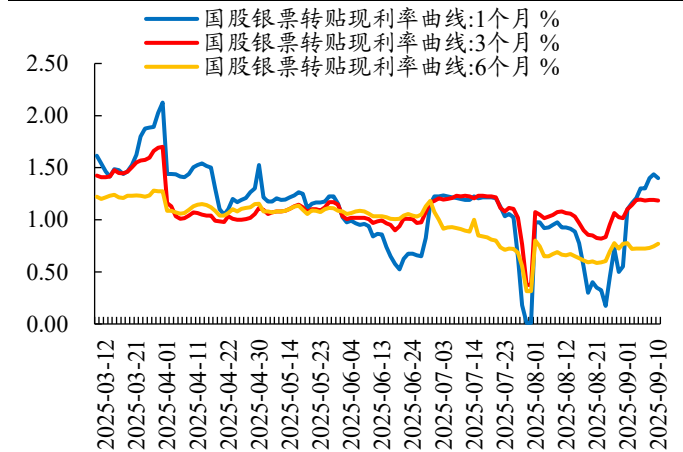
分新增规模由企业短贷及票据贴现贡献。目前观察信贷需求或尚未明显修复，一是企业中长贷增速偏低且仍处下行通道；二是票据转贴现利率，跨过半年末后快速下降，且 6M-3M 利率倒挂，或反映部分银行对完成年末信贷规模信心不足。随着大型银行 9 月 1 日起消费贷贴息政策陆续落地，零售信贷有望获得一定支撑。

图18：企业中长贷增速仍处持续下行通道



数据来源：Wind、开源证券研究所

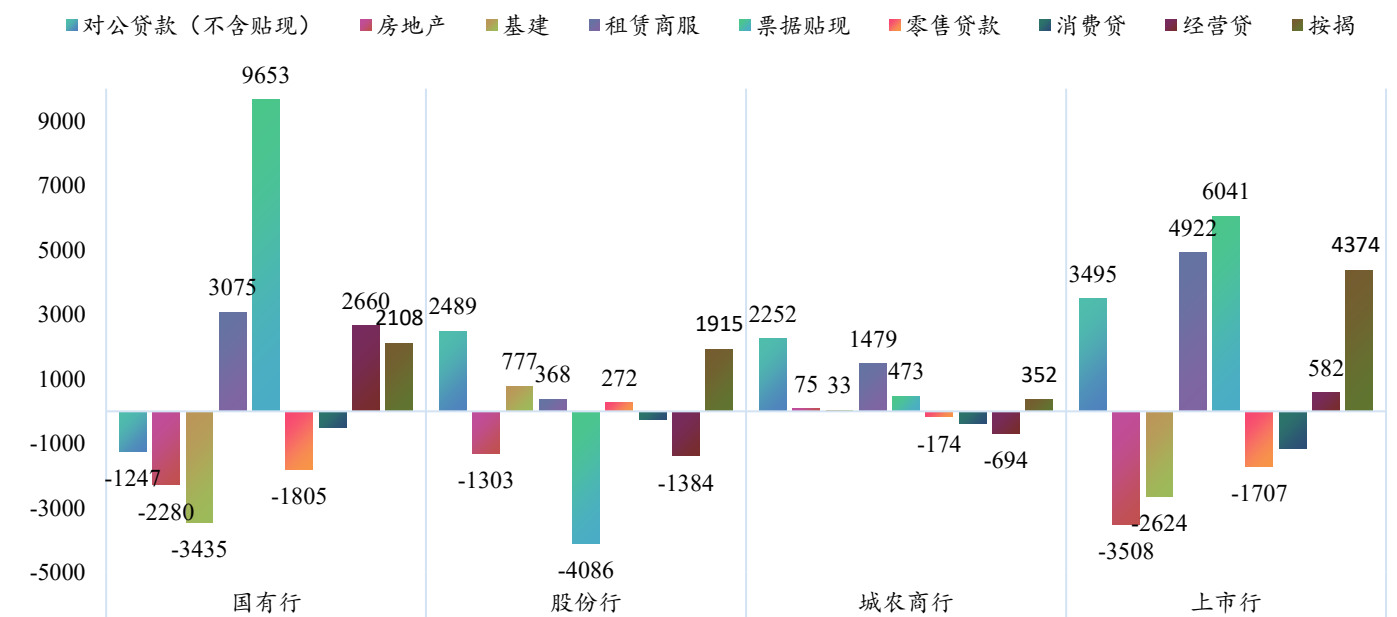
图19：国股银票转贴现利率 6M-3M 倒挂



数据来源：Wind、开源证券研究所

2025H1 上市银行对公（不含票据）、零售、票据贴现分别同比多增 3495 亿元、少增 1707 亿元、多增 6041 亿元。 国有行票据贴现明显多增主要原因是上年“手工补息”整改后同步挤出信贷水分，形成了低基数，实际上 2025 年以来大行的票据冲量行为已有所缓和，股份行或出于信贷结构优化考虑主动压降票据规模。“涉房业务”方面，国有行地产基建同比少增、城投多增，按揭同比改善。

图20：2025H1 信贷规模同比多增行业分布——国有行地产基建同比少增、城投多增，按揭同比改善（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2025H1 上市行信贷增量结构呈现对公强、零售弱的状态，地产基建同比少增，股份行压降票据贴现（亿元）

银行类型	银行名称	贷款总额 (亿元)			贷款结构																	
		2025H1	yoy	增速环比 (pct)	对公贷款 (不含贴现)		房地产		基建		租赁商服		票据贴现		零售贷款		消费贷		经营贷		按揭	
					2025H1增量	同比多增	2025H1增量	同比多增	2025H1增量	同比多增	2025H1增量	同比多增	2025H1增量	同比多增	2025H1增量	同比多增	2025H1增量	同比多增	2025H1增量	同比多增	2025H1增量	同比多增
国有行	工商银行	301857	8.4%	-0.02	13473	-232	115	-750	3115	-1640	2579	1078	2565	568	2096	287	430	-141	1816	-430	-366	865
	建设银行	273946	7.9%	-0.08	12669	2097	85	-489	2945	-353	2193	-598	1075	897	2265	1397	856	280	2082	1000	-464	298
	农业银行	266764	9.6%	-0.15	13079	2450	171	-160	3654	-839	1898	-999	229	3987	4893	1031	589	-317	4282	2164	-492	515
	中国银行	230063	9.1%	0.83	11876	373	328	-539	2819	-734	5911	2971	2370	3569	381	-1125	0	0	0	0	70	406
	邮储银行	95362	10.1%	0.35	5411	2229	278	-44	1271	293	765	426	-69	188	888	1286	157	-313	0	0	213	-23
	交通银行	89985	8.8%	0.12	3648	929	85	-304	554	-192	805	198	6	445	780	-47	0	0	254	-74	30	47
股份行	招商银行	71166	5.5%	0.92	2260	540	-70	-203	664	179	332	257	-312	51	336	-697	201	-561	0	0	209	310
	中信银行	58019	3.7%	-1.36	3175	967	120	-62	548	-14	622	62	-2244	-540	-114	-562	-222	-348	1	-276	392	206
	浦发银行	56349	6.0%	-1.57	3310	614	160	-198	298	28	721	-79	-1122	-1604	245	452	0	0	-487	-448	569	614
	民生银行	44699	1.1%	0.57	1472	548	-8	51	435	33	414	464	-999	-637	-279	-100	0	0	-221	-211	203	265
	兴业银行	59034	4.1%	-0.70	2271	-396	-180	-572	494	-39	250	-518	-323	-69	-279	52	0	0	0	0	36	143
	平安银行	34085	-0.1%	1.88	1174	-789	-154	-188	35	-54	0	0	-419	-79	-412	1152	-166	402	-45	549	201	171
	光大银行	40841	4.9%	-0.35	1976	978	73	67	393	209	509	282	-609	-880	135	340	116	174	-80	-452	138	182
	华夏银行	24171	2.3%	-0.41	809	238	26	-18	199	89	41	-217	-243	-269	-59	9	0	0	0	0	66	65
	浙商银行	18797	4.2%	-2.65	436	-211	-80	-174	96	48	260	117	6	-58	-126	-373	-26	71	-233	-547	133	-41
城商行	北京银行	23909	10.3%	-0.09	1530	236	16	-8	198	85	437	193	145	40	133	10	29	-23	57	-30	68	108
	上海银行	14370	0.9%	0.37	160	-245	42	75	-31	-206	-33	-147	396	219	-244	-136	-27	24	-207	-210	13	38
	江苏银行	24300	18.3%	-0.49	3071	253	-36	-32	756	48	1120	408	70	261	207	317	177	313	-20	-34	78	85
	宁波银行	16732	18.7%	-1.69	1665	535	129	-87	295	152	766	421	531	254	-224	-384	-123	-231	-129	-131	28	-22
	南京银行	13872	15.0%	0.27	1091	157	4	5	173	-23	453	38	100	-2	118	76	35	-2	-20	0	70	57
	杭州银行	10094	12.0%	-2.30	787	145	14	11	301	-73	206	31	-3	-134	-65	-234	-48	-119	-59	-116	43	2
	长沙银行	6027	13.0%	0.39	585	89	5	-18	93	-71	330	164	-34	44	25	-10	57	13	-1	-15	-8	0
	贵阳银行	3435	1.2%	-2.90	58	-60	42	-5	16	-6	-11	35	-38	-75	23	24	0	0	3	15	6	0
	成都银行	8334	18.0%	1.05	665	-102	-43	-27	107	28	484	-127	206	192	51	10	30	11	-7	-24	28	23
	郑州银行	4061	8.9%	-0.76	57	-93	-11	-9	-8	-25	9	-41	91	141	36	13	36	18	-1	-14	3	13
	重庆银行	4986	19.6%	3.36	646	227	-4	-6	216	52	248	57	-63	95	20	14	53	44	0	3	-11	-7
	青岛银行	3684	13.6%	0.30	275	29	15	14	74	31	20	-51	28	20	-25	-15	-17	-1	-1	-7	-8	-6
	兰州银行	2657	4.8%	-1.50	39	-6	0	-2	43	-48	-12	-16	49	-20	35	67	24	44	2	8	9	14
	苏州银行	3635	11.8%	-0.94	421	85	50	-48	35	-2	208	141	-96	-104	-23	3	18	-1	-43	10	2	-5
	西安银行	2917	35.8%	12.27	428	235	14	9	71	15	228	126	4	51	112	139	112	187	4	1	-3	-9
	厦门银行	2209	3.6%	3.46	210	130	16	15	32	43	80	30	-15	16	-41	-28	-10	-9	-21	-27	-10	8
	齐鲁银行	3714	13.7%	1.11	378	153	-36	-36	43	6	151	76	3	-8	-38	-67	0	0	0	-31	-42	
农商行	无锡银行	1675	9.8%	-0.93	92	25	2	0	5	0	27	6	25	-14	-8	2	-3	-2	1	1	-4	5
	苏农银行	1363	4.2%	0.91	49	-55	0	0	-2	-9	7	-10	19	39	2	-1	4	1	1	-2	-3	1
	江阴银行	1314	7.0%	-0.19	83	30	3	4	6	9	6	-2	-8	-37	-1	5	0	-3	4	8	-4	0
	瑞丰银行	1342	10.3%	-1.39	63	-7	3	0	2	-5	3	-9	-36	-40	5	-4	1	-3	15	-10	-7	4
	沪农商行	7742	5.2%	-1.40	224	100	214	172	-17	-38	-72	-6	1	-163	-36	9	-19	-25	-32	-21	20	53
	渝农商行	7652	8.3%	1.45	582	334	14	2	155	92	148	117	-152	-190	79	64	75	-559	3	-32	0	18
	青农商行	2722	4.4%	-1.23	54	51	-21	46	0	-25	35	11	1	-8	1	-37	10	2	2	-37	-10	-1
	常熟银行	2515	5.2%	-0.87	57	-56	0	0	9	3	13	-14	35	24	14	-27	6	-10	10	-32	2	7
	紫金银行	1918	3.3%	-1.01	98	23	2	-9	-23	-5	83	32	-34	-46	-34	-33	-29	-25	0	-12	-5	3
其他	张家港行	1461	7.6%	-0.35	89	38	5	6	7	7	9	15	-9	-84	8	47	4	29	5	12	-2	5
	国有行	1257977	8.0%	0.13	60156	1247	1062	-2280	14357	-3435	14151	3075	6176	9653	11303	1805	2032	-511	8435	2660	-1008	2108
	股份行	407161	3.8%	-0.27	16883	2489	-112	-1303	3160	777	3148	368	-6263	-4086	-552	272	-97	-262	-1066	-1384	1948	1915
	城商行	148936	12.9%	0.04	12065	1769	217	-146	2415	4	4686	1338	1374	992	100	-200	346	227	-443	-570	277	256
	农商行	28029	6.2%	-0.32	1391	484	223	223	142	29	259	141	-157	-519	29	26	49	-595	7	-124	-13	96
上市行		1843778	8.0%	0.04	90495	3495	1390	-3508	20074	-2624	22243	4922	1129	6041	10880	1707	2329	-1141	6933	582	1203	4374

数据来源：Wind、开源证券研究所

“反内卷”下的银行信贷业务将具备几个新特征：

（1）对公强、零售弱或仍持续，但基建撑规模，低价贷款冲量的思路在淡化。

政信类及“五篇大文章”是银行信贷增长基本盘。对公业务（尤其是政府相关项目）是避险选择：在经济不确定性尚存、居民消费和购房意愿偏弱的背景下，零售信贷面临有效需求不足和风险暴露的双重压力。相比之下，投向科创、绿色金融、制造业升级等对公领域，虽然有定价不高的问题，但资产质量或更可控，属于“反内卷”中追求较强确定性的逻辑。

强对公不是抢对公，基建开始由“发动机”到“压舱石”的角色转变。过去，银行可能将基建贷款作为年初“抢开门红、冲规模”的利器。而现在，它的角色更多是稳定信贷大盘、保障资产质量的“压舱石”。同样，在规模诉求很强的阶段，银

行为了抢占优质项目和客户，往往集中投放，容易推高负债成本、压降资产收益，形成“内卷”的典型特征。淡化规模诉求，银行或将更多退出伤及自身盈利的非理性竞争。

弱零售不是不做，而是针对性的拓。消费贷等领域价格战在自律约束下逐渐收敛，下阶段银行零售业务“反内卷”或从同质化的规模竞争，逐步转向基于风险定价和专业能力差异化经营的新阶段。未来的赢家不一定是客户最多、规模最大的银行，而是能更好的平衡“量价险”，并能在特定领域构建起核心竞争力的银行。

图22：2025H1 贷款投向统计，向“五篇大文章”领域发力明显（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
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
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%				

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：增量占比为占新增人民币贷款比例，增速差=该项贷款增速-金融机构人民币贷款增速

（2）部分上市银行信贷结构优化特点鲜明。一是部分传统零售/小微领域优势行快速发力对公，代表性如邮储银行、宁波银行，2025H1 对公信贷同比大幅多增；二是股份行结构调整较迅速，对公压降票据贴现，零售减少经营贷，按揭恢复正增长，2025H1 中信银行、浦发银行票据贴现规模收缩超过 1000 亿元，与此同时对公贷款仍实现同比多增，反映出相对高收益的一般性信贷发力，有效稳定了资产生息水平。零售方面，部分银行消费及经营贷收缩，按揭贷款恢复正增长（股份行上半年合计增 1948 亿元，上年同期基本为 0 增长），反映出风险策略及业务结构调整思路。三是国有行对公涉农信贷力度减轻，上半年对公房地产贷款仅新增 1062 亿元，同比少增 2280 亿元。

2.1.2、金融投资“卷交易”空间不大，需寻找拓收益渠道，海外债、信用债、政金债、基金投资等

与 2024 年的利率环境不同，2025 年面临内外多重不确定性，内卷式的博交易价差策略很难奏效。我们测算上市银行 2024 年自营交易盘收益率约为 3.82%，2025 年上半年已降至 2.05%（年化）。剔除农业银行后（其投资收益显著高于可比同业，主要是贵金属投资贡献较多，不具有代表性），上市银行自营交易盘收益率在 1.5% 左右，已落后于配置票息。

图23：2025H1 上市银行自营交易盘收益率（年化，测算值）下降至 2.05%

银行名称	金融投资占比	FVTPL/总投资	投资净收益/营收	公允价值变动/营收	FVTPL中基金投资占比	交易盘收益率（测算）					
						2024年			2025H1		
						基金分红+买卖价差	持有估值收益	合计	基金分红+买卖价差	持有估值收益	合计
工商银行	30%	6%	7.7%	-0.2%	16%	2.79%	1.34%	4.13%	2.11%	-0.13%	1.98%
建设银行	26%	6%	7.1%	-0.7%	42%	0.76%	0.88%	1.64%	1.00%	-0.53%	0.47%
农业银行	31%	4%	6.3%	1.3%	12%	12.90%	1.51%	14.40%	12.96%	1.29%	14.25%
中国银行	25%	8%	4.9%	0.9%	17%	3.38%	-0.27%	3.11%	1.61%	0.61%	2.22%
邮储银行	34%	18%	11.0%	2.0%	81%	2.74%	0.53%	3.27%	1.14%	0.47%	1.61%
交通银行	29%	14%	9.0%	0.7%	33%	1.82%	0.38%	2.19%	1.26%	0.20%	1.46%
招商银行	31%	17%	12.9%	-2.8%	56%	2.74%	1.06%	3.81%	2.41%	-1.02%	1.39%
兴业银行	33%	27%	16.6%	3.4%	62%	3.23%	0.34%	3.57%	1.69%	0.55%	2.24%
浦发银行	29%	27%	16.6%	0.7%	70%	2.87%	-0.21%	2.66%	1.51%	0.12%	1.63%
中信银行	28%	24%	14.8%	-0.3%	66%	2.38%	0.60%	2.99%	1.49%	-0.05%	1.44%
民生银行	30%	16%	12.8%	2.2%	42%	2.32%	-0.39%	1.93%	0.24%	0.58%	0.81%
光大银行	32%	19%	15.7%	-2.9%	63%	2.59%	1.21%	3.80%	1.47%	-0.57%	0.90%
平安银行	28%	43%	18.3%	-2.4%	30%	3.13%	0.57%	3.71%	1.89%	-0.34%	1.55%
华夏银行	38%	29%	19.0%	-0.4%	68%	3.02%	2.10%	5.12%	1.64%	-0.05%	1.59%
浙商银行	31%	25%	19.6%	-1.8%	77%	2.51%	1.52%	4.03%	1.38%	-0.34%	1.04%
北京银行	35%	24%	20.9%	0.2%	74%	2.61%	0.21%	2.82%	1.22%	0.03%	1.25%
上海银行	41%	21%	39.1%	-5.8%	59%	1.95%	1.12%	3.08%	2.00%	-0.72%	1.28%
江苏银行	39%	30%	17.7%	-0.5%	69%	3.08%	0.83%	3.91%	1.58%	-0.06%	1.52%
宁波银行	43%	22%	22.5%	-1.3%	59%	3.00%	0.01%	3.01%	1.89%	-0.18%	1.70%
南京银行	44%	29%	28.4%	6.0%	39%	2.06%	1.61%	3.67%	1.41%	0.52%	1.94%
杭州银行	47%	17%	28.5%	-7.0%	40%	3.15%	1.20%	4.35%	2.32%	-0.94%	1.38%
长沙银行	42%	35%	24.0%	-4.1%	74%	2.45%	0.84%	3.29%	2.08%	-0.54%	1.54%
成都银行	29%	27%	18.5%	1.6%	80%	2.28%	0.92%	3.21%	1.05%	0.27%	1.31%
重庆银行	41%	18%	20.7%	-3.0%	38%	2.45%	0.23%	2.69%	1.76%	-0.45%	1.31%
贵阳银行	41%	30%	26.8%	-7.9%	38%	2.95%	1.51%	4.46%	1.48%	-0.78%	0.71%
郑州银行	31%	18%	18.4%	-2.0%	46%	3.81%	0.36%	4.17%	1.82%	-0.50%	1.32%
青岛银行	38%	24%	19.7%	0.0%	80%	2.13%	0.53%	2.66%	2.05%	0.00%	2.06%
苏州银行	37%	31%	20.0%	-0.6%	61%	2.94%	1.12%	4.07%	1.13%	-0.06%	1.06%
齐鲁银行	43%	13%	16.4%	-3.5%	61%	2.59%	0.63%	3.23%	1.85%	-0.71%	1.13%
兰州银行	32%	22%	23.8%	-5.3%	38%	1.29%	1.10%	2.39%	2.34%	-0.68%	1.66%
西安银行	34%	18%	19.4%	1.8%	61%	4.08%	1.43%	5.51%	0.92%	0.34%	1.26%
厦门银行	34%	23%	24.9%	-7.6%	57%	2.90%	0.95%	3.84%	1.37%	-0.78%	0.59%
渝农商行	40%	16%	17.0%	-2.3%	68%	2.82%	-0.36%	2.46%	1.60%	-0.49%	1.10%
沪农商行	36%	11%	15.3%	1.2%	35%	3.12%	2.06%	5.19%	2.08%	0.38%	2.46%
青农商行	35%	29%	17.8%	7.2%	80%	3.40%	1.81%	5.21%	-0.15%	1.13%	0.98%
常熟银行	28%	13%	19.8%	-2.1%	95%	8.55%	1.24%	9.80%	2.24%	-1.43%	0.80%
紫金银行	19%	3%	27.6%	-0.5%	0%	-0.50%	3.10%	2.61%	0.68%	-1.38%	-0.70%
无锡银行	30%	14%	30.6%	-1.0%	99%	4.05%	0.65%	4.70%	1.66%	-0.31%	1.34%
张家港行	27%	19%	33.3%	3.2%	79%	10.53%	-0.94%	9.59%	4.66%	0.90%	5.56%
江阴银行	31%	39%	36.7%	0.8%	35%	2.13%	0.38%	2.51%	0.86%	0.13%	0.99%
苏农银行	30%	17%	36.5%	-0.1%	96%	6.22%	1.73%	7.94%	1.54%	-0.03%	1.51%
瑞丰银行	33%	13%	27.3%	-2.2%	53%	3.88%	1.46%	5.35%	2.47%	-0.68%	1.79%
国有行	29%	7%	7.2%	0.5%	37%	3.69%	0.75%	4.43%	2.78%	0.27%	3.04%
股份行	31%	24%	15.5%	-0.4%	59%	2.82%	0.62%	3.44%	1.61%	-0.09%	1.52%
城商行	40%	25%	23.8%	-1.4%	58%	2.61%	0.85%	3.46%	1.65%	-0.17%	1.48%
农商行	35%	16%	21.0%	0.2%	64%	3.70%	0.80%	4.50%	1.51%	0.06%	1.57%
上市银行	30%	13%	11.2%	0.1%	51%	3.10%	0.72%	3.82%	2.03%	0.02%	2.05%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2025H1 各类型银行中自营交易盘收益表现较为突出的分别是：国有行中的农业银行（14.25%）、中国银行（2.22%）；股份行中的兴业银行（2.24%）；城商行中的青岛银行（2.06%）；农商行中的张家港行（5.56%）、沪农商行（2.46%）等。

我们通过观察 2025H1 上市银行对各类债券的增减情况可以判断，部分银行已经在积极拓展收益来源：

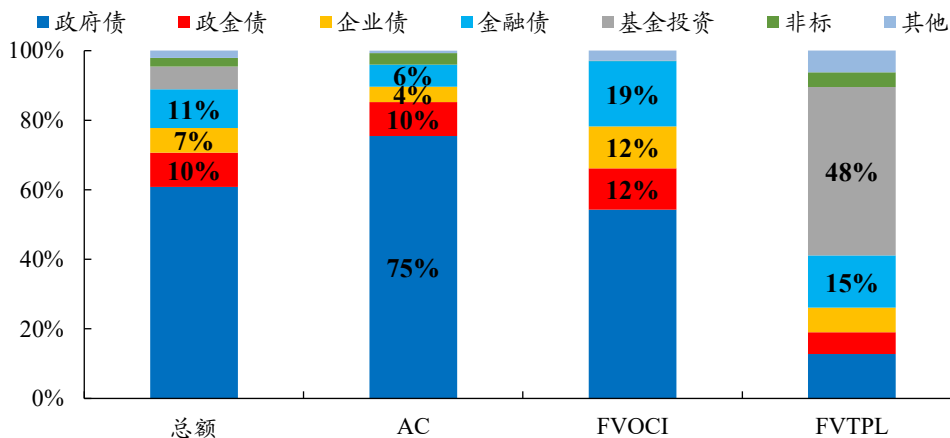
（1）参考低利率时期的海外银行经验，增加海外债券配置。我们观察部分上市银行在 2025 年开始出现类似的特征，某上市银行上半年 FVOCI 账户增加境外政府债、信用债投资，AC 账户大量增配了境外信用债。应对资产荒使得银行不得不将目光转向海外，但这需要关注几点：一是期限，我们推测银行偏好的境外债券主要是中等期限，因短债收益率较低，对提升整体收益帮助有限，而超长期债券利率风险和价格波动较大；二是汇率风险，银行在增配境外债券时，通常会使用外汇衍生品（如远期合约、货币互换）来对冲；三是账户策略，基本会以偏配置的 FVOCI 及 AC 为主，避免影响当期利润。

图24：2025H1 某上市银行 FVOCI 账户增加境外政府债、信用债，AC 账户大量增加境外信用债（亿元）

FVTPL	2025H	2024	较年初	FVOCI	2025H	2024	较年初	AC	2025H	2024	较年初
境内				境内				境内			
政府	41	32	9	政府	2355	1792	564	政府	4678	4399	279
政策性银行	370	320	49	政策性银行	1370	891	478	政策性银行	96	110	-14
金融同业	34	30	4	金融同业	242	251	-9	其他机构	216	200	16
其他机构	350	645	-295	其他机构	1523	923	601	合计	4990	4710	280
合计	795	1,028	-233	合计	5490	3856	1634				
境外				境外				境外			
政府	27	0	27	政府	212	108	104	政府	10	8	1
金融同业	3	14	-11	金融同业	45	51	-6	政策性银行	2	2	0
其他机构	2	2	0	其他机构	251	207	44	金融同业	89	88	0
合计	32	16	16	合计	507	366	141	其他机构	855	590	264
境内+境外合计	827	1044	-217	境内+境外合计	5997	4223	1775	合计	955	689	266
								境内+境外合计	5946	5399	547

数据来源：银行财报、开源证券研究所

图25：2025H1 上市银行持有债券品种分布——FVOCI 中金融债、信用债等较多



数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

（2）信贷节奏放缓+新资本办法应用，资本压力缓解使得信用债、基金等配置空间增加。当前我们评估上市银行的资本充足压力整体较轻，资本管理视角可能给予信用债等品种一定限额放松，截至 2025H1 上市银行持有信用债占比 7%，其中

FVOCI 持有占比 12%。国有行 2025H1 信用债投资余额增加 2649 亿元，除政府债外为最大增持项，部分银行对信用债的增持或处于避税考虑通过信用债基形式实现。

表 3：2025H1 国有行增加政府债、信用债，减少政金债，压降非标；基金投资申赎行为分化（亿元）

银行名称	政府债	政金债	企业债	金融债	基金投资	非标	其他	金融投资
工商银行	9396	2216	857	1464	70	15	131	14149
建设银行	8811	-1371	965	2351	64	0	44	10864
农业银行	11414	-1466	622	-4643	-37	-44	67	5913
中国银行	5523	277	511	2369	133	-30	-129	8655
邮储银行	2355	-1497	-327	1148	72	-72	-11	1667
交通银行	923	-155	21	-364	-104	-39	726	1010
国有行	38422	-1996	2649	2325	198	-170	830	42258
招商银行	3175	277	-168	323	-771	-171	115	2781
兴业银行	-358	930	-69	-552	634	-472	38	151
浦发银行	407	-953	686	-156	-209	-121	-210	-555
中信银行	-145	849	654	-226	72	-12	344	1536
民生银行	-170	362	-257	-413	-68	4	42	-498
光大银行	1366	0	0	61	-603	0	421	1245
平安银行	56	666	-705	-195	199	109	422	552
华夏银行	962	91	20	-22	-58	-311	-37	646
浙商银行	-39	-55	-150	314	-83	-44	-26	-83
股份行	5254	2169	11	-866	-887	-1018	1110	5773
北京银行	630	882	335	604	387	-550	13	2301
上海银行	-227	-87	-18	464	-290	-49	-4	-212
江苏银行	983	513	688	-8	847	-76	621	3568
宁波银行	1853	-94	79	-136	-341	-134	1	1229
南京银行	416	0	816	2066	-185	-1225	-42	1846
杭州银行	43	235	55	423	-5	-18	22	755
长沙银行	425	-161	-112	242	-8	-26	-31	329
成都银行	286	0	23	-1	37	-13	114	445
重庆银行	319	-11	302	57	-1	-45	-53	568
贵阳银行	71	63	1	-28	57	-31	12	145
郑州银行	97	52	21	68	2	-29	-2	208
青岛银行	8	-7	111	207	-34	-9	-34	244
苏州银行	121	12	38	37	58	-26	-1	238
齐鲁银行	85	17	-89	0	-2	-7	217	221
兰州银行	139	0	-35	14	-61	-2	2	58
西安银行	-3	5	-18	-35	-22	-8	-2	-81
厦门银行	16	68	37	6	-48	0	-46	32
城商行	5263	1488	2235	3979	391	-2248	787	11896
渝农商行	193	0	5	-29	55	2	12	238
沪农商行	297	0	0	50	46	-2	3	394
青农商行	-45	82	17	54	-22	0	-8	77
常熟银行	12	73	36	67	1	-22	0	168
紫金银行	-40	0	-18	43	0	-1	0	-17
无锡银行	129	-4	-7	-86	-14	0	19	38
张家港行	-80	0	-3	35	0	-1	0	-49
苏农银行	9	0	-10	22	-10	0	2	13
江阴银行	-7	5	9	-11	2	0	1	0
瑞丰银行	-6	21	13	0	-6	0	-1	22
农商行	463	177	44	145	53	-25	26	884
上市银行	49402	1837	4939	5584	-244	-3460	2752	60811

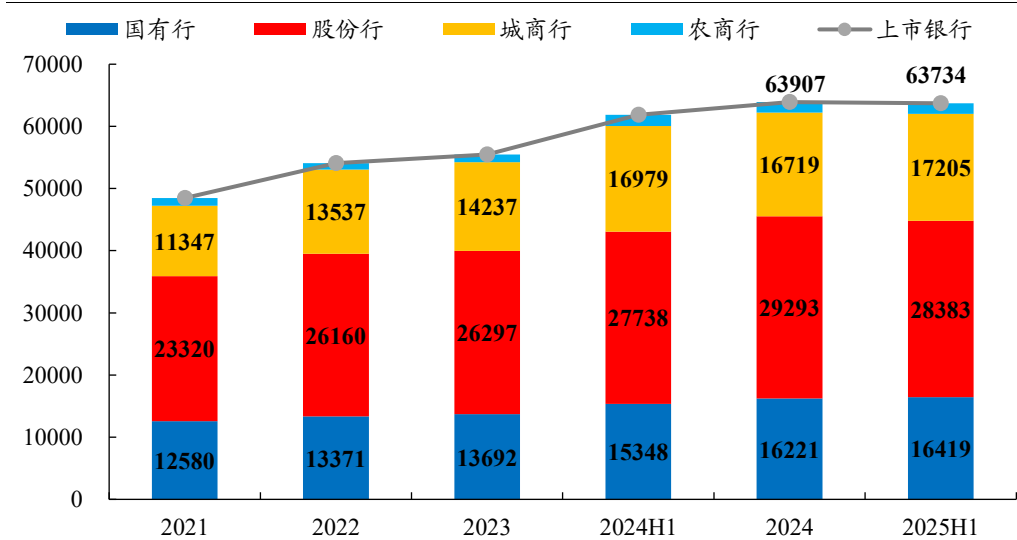
数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

但基金的配置行为也出现分化，2025 年的利率债基金收益欠佳，部分银行或出于对收益波动容忍度的考虑，对基金持仓久期做更严格约束，或者直接赎回相关产品。上半年股份行中招商银行（-771 亿元）、光大银行（-603 亿元）、浦发银行（-209 亿元）收缩基金规模较多；城商行则是宁波银行（-341 亿元）、上海银行（-290 亿元）、南京银行（-185 亿元）赎回较多。

专栏：2025H1 上市银行自营投资基金现状与影响因素分析

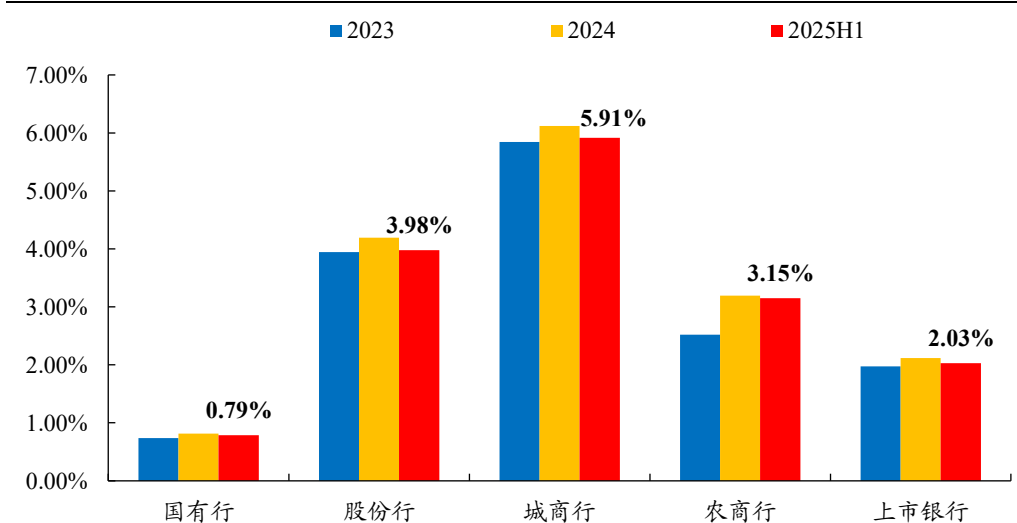
2025 年 6 月末上市银行自营持仓基金规模为 6.37 万亿元，占总资产比例为 2.03%。分银行类型来看，股份行和城商行基金投资规模大，2025H1 分别为 2.84 万亿元和 1.72 万亿元，占总资产比例分别为 3.98%和 5.91%。I9 会计准则新规下，基金投资不能通过现金流测试，因此只能分类至交易性金融资产，2025H1 上市银行基金投资占 FVTPL 比例为 48.5%，城农商行占比更高，分别为 58.8%和 56.4%。

图 26：2025H1 上市银行持仓基金规模约为 6.37 万亿元（亿元）

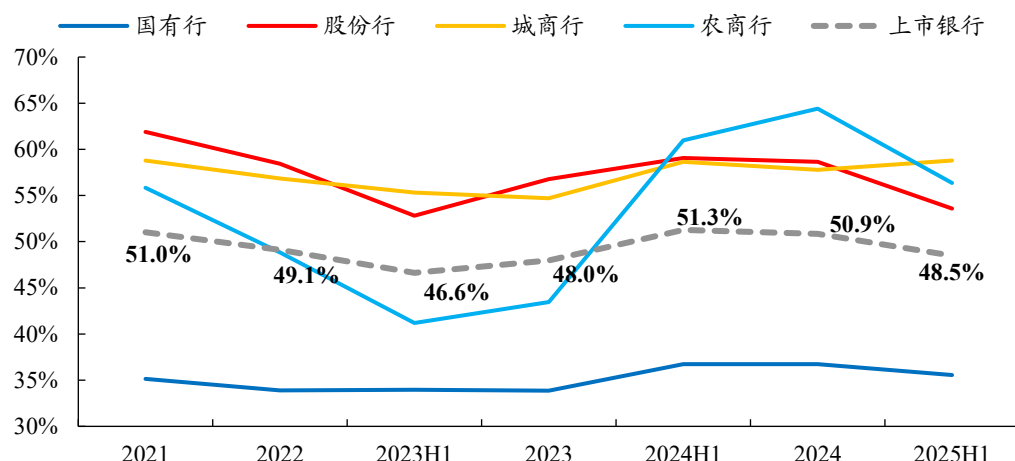


数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

图 27：2025H1 上市银行基金投资占总资产比例为 2.03%

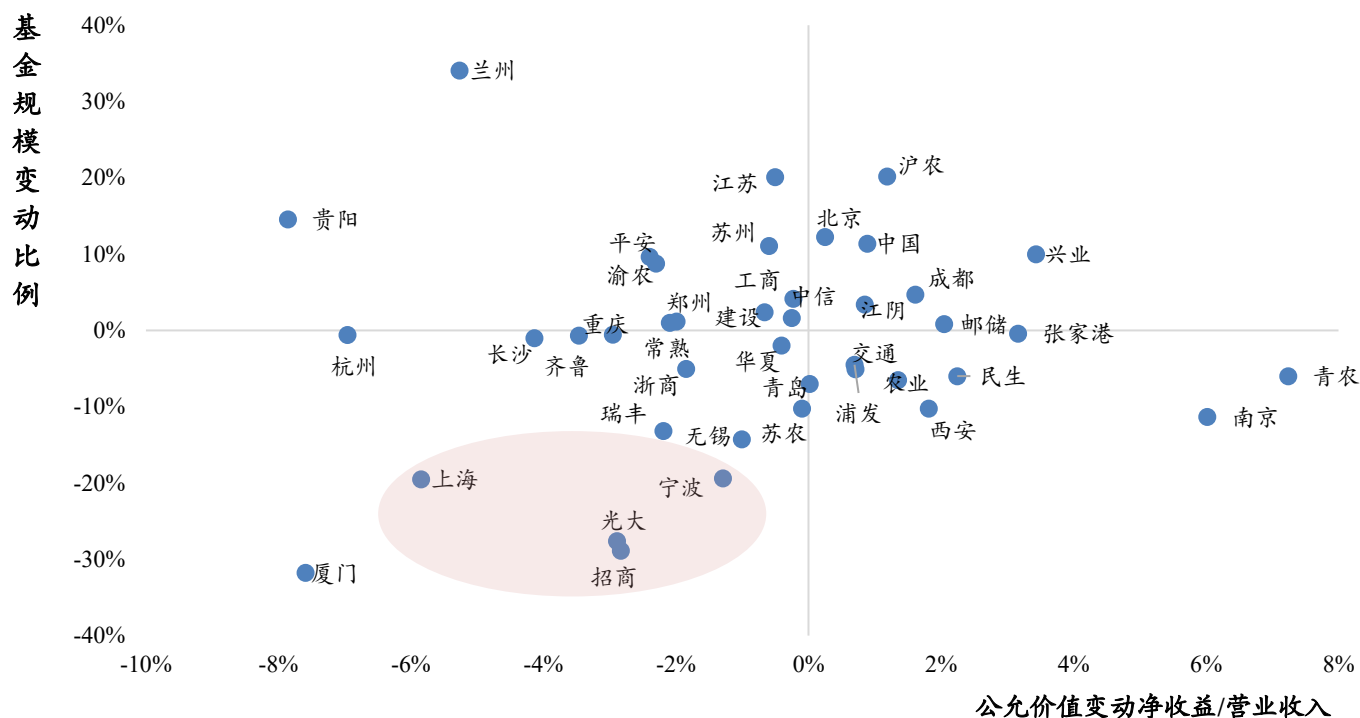


数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

图28：2025H1 上市银行基金投资占 FVTPL 比例为 48.5%


数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

2025H1 上市银行持仓基金规模小幅下降 172 亿元，主要源于股份行基金规模下降较多，其中招商银行和光大银行分别减持 771 亿元和 603 亿元，或源于 2025 年上半年债市利率回调，为控制 FVTPL 市值波动对业绩形成拖累，赎回部分基金。

图29：银行持仓基金规模变动情况与交易盘金融资产市值波动呈相关关系（2025H1）


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：基金规模变动比例=（2025H1 持仓基金余额-2024 持仓基金余额）/2025H1 基金持仓余额）

具体到各家上市银行来看：

1、2025 年 6 月末基金投资规模（>2000 亿元）较大，且占交易盘比例 40% 的上市银行有邮储银行（8326 亿元）、招商银行（2669 亿元）、兴业银行（6357 亿元）、浦发银行（4646 亿元）、中信银行（4348 亿元）、光大银行（2185 亿元）、华夏银行（2922 亿元）、北京银行（3154 亿元）、江苏银行（4214 亿元）。

图30: 2025H1 上市银行持仓基金规模小幅下降

银行名称	基金投资 (亿元)								基金投资/FVTPL				
	2021	2022	2023	2024	2025H1	2024增量	25H1增量	趋势图	2021	2022	2023	2024	2025H1
工商银行	1122	1245	1667	1597	1667	-71	70		18%	17%	21%	16%	17%
建设银行	2651	2267	2400	2579	2642	179	64		49%	40%	40%	42%	35%
农业银行	436	534	581	608	571	26	-37		9%	10%	11%	12%	11%
中国银行	907	1024	1018	1037	1171	19	133		16%	18%	18%	17%	17%
邮储银行	4412	6166	6216	8254	8326	2038	72		59%	71%	70%	81%	77%
交通银行	3052	2135	1809	2147	2043	338	-104		48%	30%	28%	33%	34%
国有行	12580	13371	13692	16221	16419	2529	198		35%	34%	34%	37%	36%
招商银行	1628	2005	2423	3440	2669	1016	-771		47%	47%	46%	56%	40%
兴业银行	5929	6310	5962	5723	6357	-239	634		65%	63%	62%	62%	68%
浦发银行	3987	4449	4346	4855	4646	509	-209		76%	63%	56%	70%	64%
中信银行	3974	4320	4212	4276	4348	64	72		80%	77%	69%	66%	65%
民生银行	1910	2355	1316	1619	1528	303	-91		64%	61%	41%	43%	41%
光大银行	2535	2140	2966	2788	2185	-178	-603		66%	53%	69%	63%	49%
平安银行	1179	1842	1652	1862	2061	210	199		30%	41%	37%	30%	29%
华夏银行	1288	1478	1948	2980	2922	1032	-58		55%	41%	62%	68%	59%
浙商银行	889	1261	1474	1751	1667	277	-83		50%	67%	63%	77%	63%
股份行	23320	26160	26297	29293	28383	2996	-910		62%	58%	57%	59%	54%
北京银行	1552	2081	2033	2767	3154	734	387		82%	72%	65%	74%	80%
上海银行	1822	2193	2125	1776	1486	-350	-290		78%	71%	59%	59%	51%
江苏银行	1442	1959	2480	3367	4214	887	847		54%	52%	59%	69%	74%
宁波银行	2270	2234	2067	2098	1757	31	-341		64%	62%	59%	59%	52%
南京银行	1220	1591	1741	1824	1639	83	-185		42%	40%	39%	39%	44%
杭州银行	994	867	867	837	832	-30	-5		65%	56%	44%	40%	47%
长沙银行	487	654	763	814	806	51	-8		49%	60%	63%	74%	44%
成都银行	210	314	313	754	791	441	37		41%	59%	56%	80%	73%
重庆银行	30	51	43	248	246	204	-1		12%	18%	16%	38%	35%
贵阳银行	185	190	297	333	389	36	57		57%	55%	67%	38%	43%
郑州银行	111	144	129	150	152	22	2		27%	32%	32%	46%	37%
青岛银行	400	350	438	512	478	74	-34		71%	74%	75%	80%	70%
苏州银行	287	392	346	467	525	121	58		62%	64%	66%	61%	60%
齐鲁银行	123	157	231	276	274	45	-2		55%	53%	63%	61%	67%
兰州银行	72	106	66	66	100	0	34		21%	29%	20%	15%	27%
西安银行	61	117	155	232	210	76	-22		31%	45%	54%	61%	62%
厦门银行	79	137	144	200	152	56	-48		48%	87%	82%	57%	44%
城商行	11347	13537	14237	16719	17205	2482	486		59%	57%	55%	58%	59%
渝农商行	316	302	361	572	627	211	55		65%	46%	33%	68%	59%
沪农商行	267	96	95	183	230	89	46		37%	22%	16%	35%	36%
青农商行	225	211	315	383	362	68	-22		47%	46%	66%	80%	70%
常熟银行	135	88	88	102	103	13	1		99%	72%	63%	95%	73%
无锡银行	80	85	84	110	96	27	-14		91%	98%	99%	99%	82%
张家港行	30	56	74	99	98	25	0		47%	81%	78%	79%	85%
苏农银行	59	76	94	106	96	12	-10		-	83%	91%	96%	85%
江阴银行	81	64	80	69	72	-10	2		98%	60%	45%	35%	28%
瑞丰银行	31	47	48	50	44	2	-6		61%	76%	75%	53%	44%
农商行	1224	1024	1238	1674	1727	435	53		56%	49%	43%	64%	56%
上市银行	48471	54091	55465	63907	63734	8442	-172		51%	49%	48%	51%	48%

数据来源: Wind、各银行财报、开源证券研究所

2、2025H1 城商行和股份行基金持仓规模变动较大，且银行投资基金策略出现一些分化。增持基金超 100 亿元的上市银行有中国银行(+133 亿元)、兴业银行(+634 亿元)、平安银行(+199 亿元)、北京银行(+387 亿元)、江苏银行(+847 亿元)。减持基金超 100 亿元的银行有交通银行(-104 亿元)、招商银行(-771 亿元)、浦发银行(-209 亿元)、光大银行(-603 亿元)、上海银行(-290 亿元)、宁波银行(-341 亿元)和南京银行(-185 亿元)。

(1) 从资本的角度来看，资本新规落地后，对于银行基金投资的资本计量精细化程度提高，风险权重较低的银行增持基金阻力更小。如邮储银行在 2024 年大幅增持基金，其风险权重仅为 27%，江苏银行在 2024 年和 2025H1 均增持基金，2024 年基金产品风险权重为 53%，低于可比同业。

图31：银行基金投资资本计量方法：以穿透法和授权基础法为主（2024）

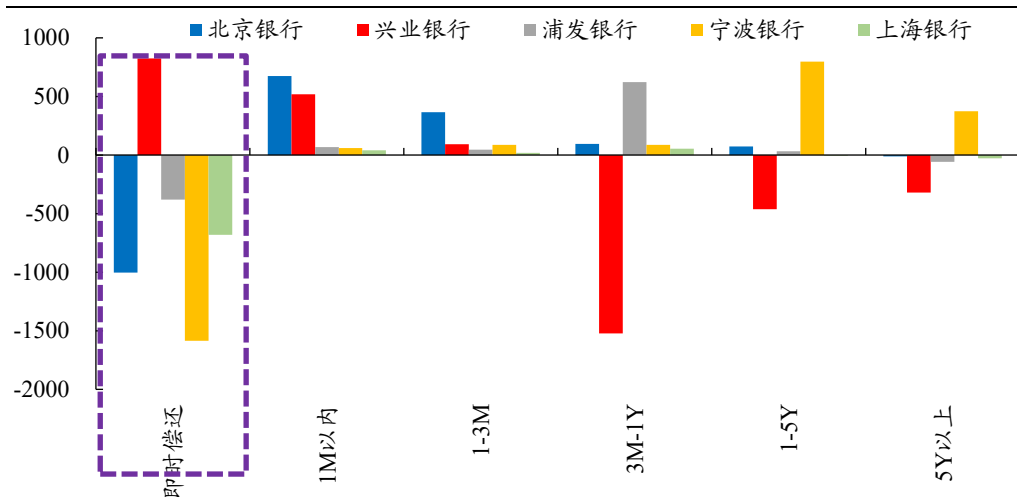
银行类型	银行名称	基金投资（2024）		风险加权资产（亿元）				占比		
		规模	风险权重	穿透法	授权基础法	1250%	合计	穿透法	授权基础法	1250%
国有行	工商银行	1597	79%	654	609	0	1258	52.0%	48.4%	0.0%
	建设银行	2579	78%	29	1929	41	1999	1.4%	96.5%	2.0%
	农业银行	608	67%	41	365	7	406	10.2%	90.0%	1.6%
	中国银行	1037	129%	372	934	37	1342	27.7%	69.6%	2.7%
	邮储银行	8254	27%	523	1578	128	2230	23.5%	70.8%	5.7%
	交通银行	2147	119%	229	1736	597	2562	8.9%	67.8%	23.3%
股份行	招商银行	3440	77%	1278	1365	-	2643	48.4%	51.6%	-
	民生银行	1619	168%	47	2155	518	2720	1.7%	79.2%	-
	中信银行	4276	119%	2256	2818	9	5084	44.4%	55.4%	0.2%
	平安银行	1862	81%	737	780	-	1517	48.6%	51.4%	-
	光大银行	2788	65%	326	1478	-	1804	18.1%	81.9%	-
	兴业银行	5723	112%	5552	750	89	6391	86.9%	11.7%	1.4%
	华夏银行	2980	76%	2137	129	-	2266	94.3%	5.7%	-
	广发银行	873	64%	554	4	-	559	99.1%	0.7%	-
城商行	宁波银行	2098	88%	1826	12	3	1842	99.2%	0.6%	-
	江苏银行	3367	53%	552	1227	-	1780	31.0%	69.0%	-
	北京银行	2767	94%		2598	-	2598	0.0%	100.0%	-
	上海银行	1776	93%	1574	72	-	1646	95.6%	4.4%	-
	南京银行	1824	108%	725	1174	65	1963	36.9%	59.8%	3.3%

数据来源：各银行财报、各银行官网、开源证券研究所

(2) 从收益的角度来看，较低的收益率或催化银行赎回行为。我们推测 2025H1 银行减仓货基，一方面，2024 年 11 月末监管对同业活期存款利率上限进行约束，以及对同业定存提前支取条款做出限制后，货基投资渠道收窄，收益率下降；另一方面，银行投资货基，货基买同业存款的资金空转渠道被限制，银行赎回部分货基。

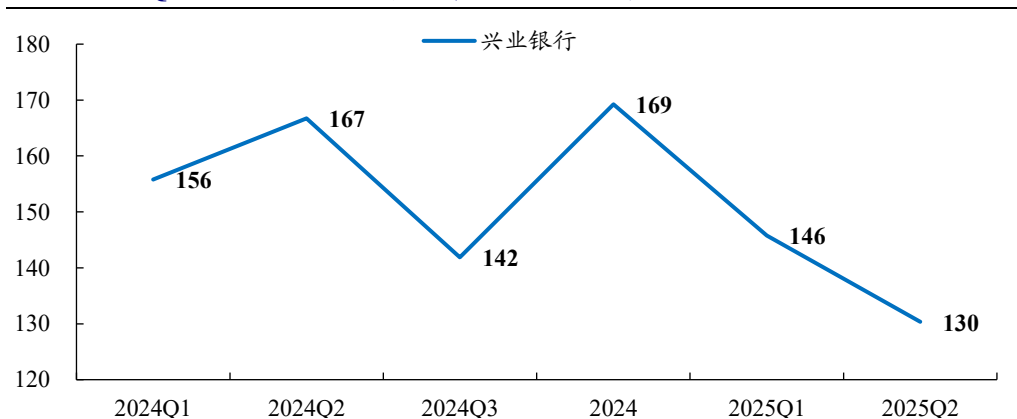
我们用基金占交易盘比例较高（>50%）、2025H1 基金投资规模变动较大的部分股份行和城商行 FVTPL 持仓金融资产期限变动数据进行分析，多数银行 FVTPL 中即时偿还的金融资产规模出现明显下降，或是源于对货基的赎回。其中兴业银行即时偿还金融资产增多，可能逆势增持了货基，或跟其流动性覆盖率指标压力相关。

图32: 2025H1 样本银行 FVTPL 中即时偿还金融资产规模整体明显下降 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

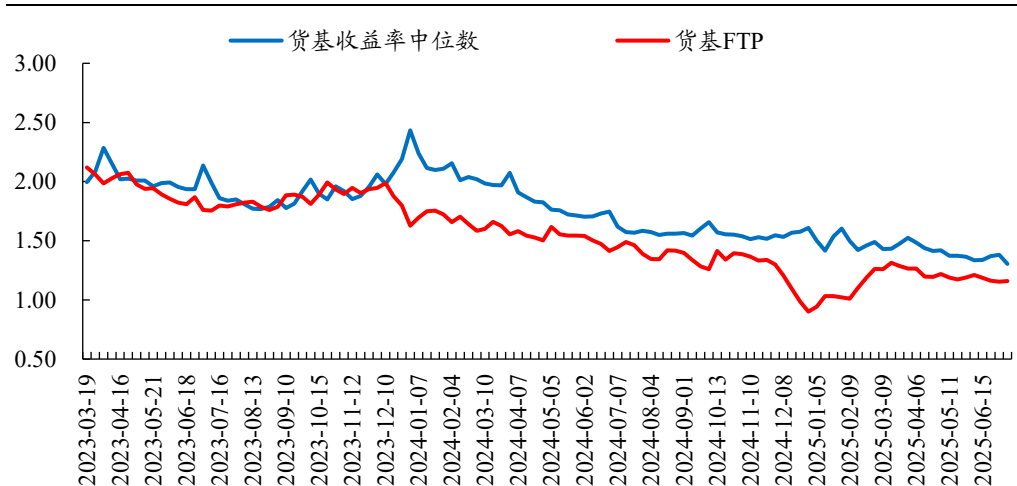
图33: 2025Q2 兴业银行流动性覆盖率 (LCR) 下降较多 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

此外, 从 FTP 考核创利的角度来说, 2025 年以来债市利率波动上行, 货基 FTP 随之提升, 货基 FTP 创利下降亦会催化银行赎回行为。

图34: 2025 年以来货基 FTP 考核创利收窄 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

2025H1 银行投资债基的“比价”底线收益率约为 1.5%左右（年化），若低于该值可能引起一定赎回。换个角度考虑，银行投资基金也会和自己去做交易“比价”，债基可能有流动性管理的用途，部分银行对收益没有过高的诉求，但债基计算税收返还及扣除费用之后，如果综合收益率不如银行自营交易盘收益（2025H1 剔除农行后为 1.5%左右）可能会赎回。

（3）新券增值税改革预计暂时对银行配债行为影响不大，但潜在所得税及公募基金免税收入是否持续值得关注。我们关注到 2025H1 不少上市银行“拓收益”的一大来源是免税收入增加，一是适度增配国债、地方债及公募基金等资产，带来所得税费用减免；二是加大了不良资产的清收处置，产生了一定节税效果。理论上，随着增值税新规于 2025.08.08 起施行，银行对新券的配置偏好将受到一定影响。实际上我们认为该项影响并不大，对于大型银行承接政府债券扩表似乎有些刚性，对于中小行目前很多金融市场部仍仅考核税前收入，FTP 并未添加税收加点调整。但未来如对所得税或公募基金税收规则调整将对银行收入产生比较大冲击。

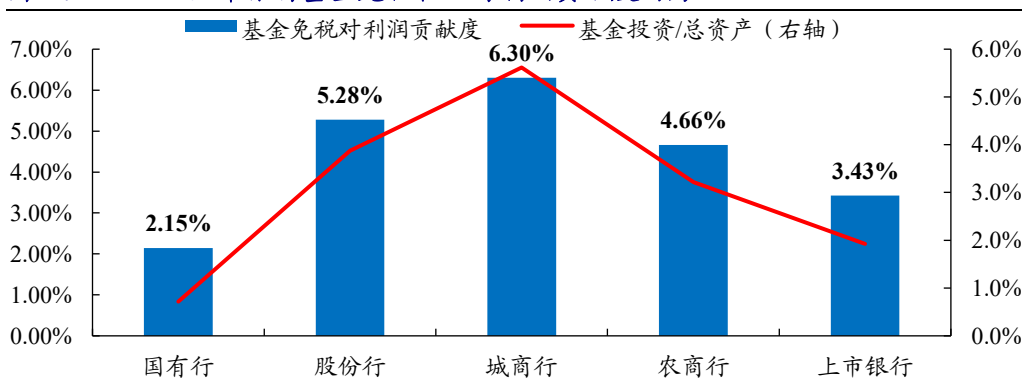
表 4：银行自营和公募基金投资债券税收对比

投资类型	银行自营投资				公募基金投资			
	增值税		所得税		增值税		所得税	
	利息收入	资本利得	利息收入	资本利得	利息收入	资本利得	利息收入	资本利得
国债	6%	6%	免	25%	3%	免	免	免
地方政府债	6%	6%	免	25%	3%	免	免	免
政策性金融债	6%	6%	25%	25%	3%	免	免	免
铁道债	6%	6%	减半	25%	3%	免	免	免
商业银行债券	6%	6%	25%	25%	3%	免	免	免
企业信用债	6%	6%	25%	25%	3%	免	免	免

资料来源：财政部、税务总局、开源证券研究所（国债、地方债及金融债等增值税规则调整于 2025.08.08 起施行）

根据我们测算，2025H1 上市银行基金投资免税收入对净利润贡献度约为 3.43%，股份行和城商行较高，分别为 5.28%和 6.30%。2025H1 基金投资规模>1000 亿元，基金免税收入对净利润贡献度在 5%以上的银行有邮储银行（8.0%）、招商银行（5.4%）、兴业银行（5.9%）、浦发银行（7.4%）、平安银行（6.1%）、浙商银行（9.6%）、北京银行（5.9%）、江苏银行（9.8%）和南京银行（8.2%）。

图 35：2025H1 上市银行基金免税收入对利润贡献度约为 3.43%



数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

测算假设：（1）基金分红收入=免税收入-政府债利息收入（债券投资利息收入*政府债占比）；（2）基金分红收入对净利润贡献度=基金免税收入*25%/净利润。

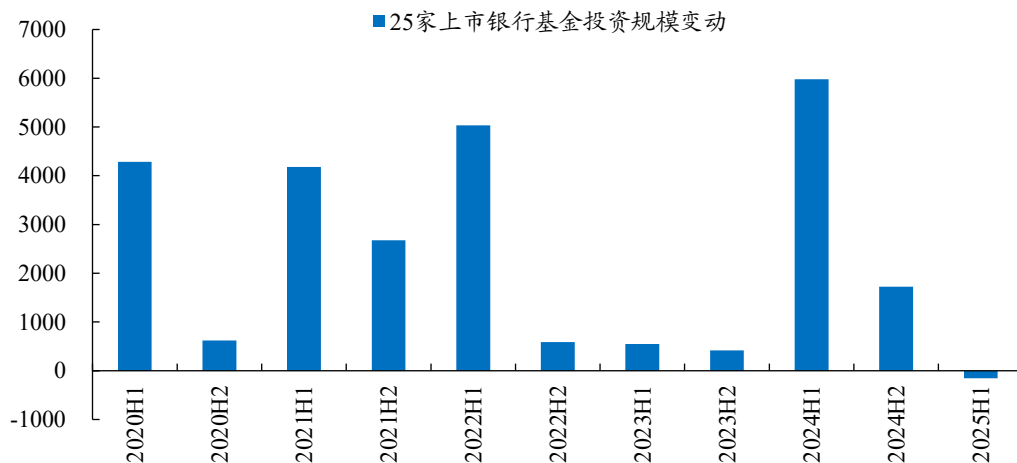
图36: 我们测算股份行和城商行基金免税收入对净利润贡献度较高(亿元)

银行名称		免税收入			其中：基金分红收入			基金免税对利润贡献度			基金投资/总资产		
		2023	2024	2025H1	2023	2024	2025H1	2023	2024	2025H1	2023	2024	2025H1
国有行	工商银行	2611	2799	1468	105	101	73	0.7%	0.7%	1.1%	0.37%	0.33%	0.32%
	建设银行	2335	2469	1257	221	264	107	1.7%	2.0%	1.6%	0.63%	0.64%	0.59%
	农业银行	2075	2427	1329	85	-	-	0.8%	-	-	0.15%	0.14%	0.12%
	中国银行	1407	1429	979	71	-	172	0.7%	-	3.4%	0.31%	0.30%	0.32%
	交通银行	950	964	495	186	154	84	5.0%	4.1%	4.5%	1.29%	1.44%	1.32%
	邮储银行	765	783	412	336	308	159	9.7%	8.9%	8.0%	3.95%	4.83%	4.58%
股份行	招商银行	755	740	431	263	272	164	4.4%	4.5%	5.4%	2.20%	2.83%	2.11%
	兴业银行	556	523	231	245	258	102	7.9%	8.3%	5.9%	5.87%	5.45%	5.99%
	浦发银行	407	392	194	177	184	88	11.8%	10.0%	7.4%	4.83%	5.13%	4.82%
	中信银行	524	548	209	203	243	70	7.5%	8.7%	4.7%	4.65%	4.49%	4.41%
	民生银行	404	378	188	73	55	32	5.1%	4.2%	3.7%	1.71%	2.07%	1.97%
	平安银行	282	288	133	102	126	61	5.5%	7.1%	6.1%	2.96%	3.23%	3.51%
	光大银行	299	300	151	90	82	36	5.5%	4.9%	3.7%	4.38%	4.01%	3.02%
	华夏银行	139	156	81	-	-	-	-	-	-	4.58%	6.81%	6.42%
	浙商银行	123	131	65	50	62	31	8.0%	9.9%	9.6%	4.69%	5.27%	4.98%
城商行	北京银行	179	187	86	73	92	36	7.1%	8.9%	5.9%	5.42%	6.55%	6.64%
	上海银行	184	197	83	83	77	26	9.2%	8.1%	4.8%	6.89%	5.50%	4.51%
	江苏银行	211	253	146	108	143	83	9.0%	10.7%	9.8%	7.29%	8.52%	8.80%
	宁波银行	239	266		102	137	-	10.0%	-	-	7.62%	6.71%	5.06%
	南京银行	148	143	67	104	96	42	13.9%	11.8%	8.2%	7.61%	7.04%	5.65%
	杭州银行	94	107	63	13	24	24	2.3%	3.6%	5.2%	4.71%	3.96%	3.72%
	长沙银行	72	84	46	31	26	18	9.9%	8.2%	10.4%	7.48%	7.09%	6.46%
	成都银行	54	63	31	9	27	13	2.0%	5.3%	4.9%	2.87%	6.03%	5.76%
	贵阳银行	46	52	26	-	13	9	-	6.2%	9.2%	4.31%	4.71%	5.25%
	重庆银行	34	39	29	-	-	5	-	-	4.0%	0.57%	2.89%	2.50%
	郑州银行	25	28	10	6	12	2	8.1%	16.6%	2.8%	2.04%	2.22%	2.11%
	青岛银行	34	26	19	21	13	13	14.2%	7.6%	10.4%	7.20%	7.42%	6.44%
	苏州银行	24	25	15	12	14	9	6.2%	6.7%	7.2%	5.74%	6.73%	6.95%
	齐鲁银行	43	51	28	7	8	7	3.9%	4.3%	6.3%	3.82%	4.01%	3.65%
	西安银行	33	37	19	2	9	5	2.0%	8.7%	7.9%	3.59%	4.82%	3.90%
	厦门银行	34	34	16	15	18	8	13.4%	16.6%	15.7%	3.69%	4.92%	3.51%
	兰州银行	19	21	11	8	9	3	10.2%	11.0%	8.2%	1.45%	1.35%	1.95%
农商行	渝农商行	79	76	49	-	-	5	-	-	1.6%	2.51%	3.77%	3.84%
	沪农商行	55	59	31	20	18	9	4.1%	3.6%	3.2%	0.68%	1.23%	1.48%
	青农商行	40	41	18	20	22	10	19.2%	19.5%	11.6%	6.74%	7.75%	7.16%
	常熟银行	16	19	10	4	3	3	3.1%	2.0%	3.9%	2.64%	2.77%	2.56%
	无锡银行	18	18	9	6	9	4	7.1%	9.5%	6.5%	3.56%	4.29%	3.53%
	紫金银行	8	7	5	1	2	3	1.6%	3.0%	6.9%	-	-	-
	苏农银行	13	13	6	5	6	2	7.1%	8.0%	5.3%	4.64%	4.94%	4.29%
	张家港行	16	15	7	5	7	4	7.2%	8.8%	9.6%	3.57%	4.51%	4.39%
	瑞丰银行	17	22	11	8	10	5	11.4%	12.4%	13.8%	2.44%	2.27%	1.92%
	江阴银行	18	16	6	2	9	3	2.9%	10.7%	7.7%	4.28%	3.47%	3.47%
国有行	10143	10872	5939	1004	826	595	1.8%	1.5%	2.1%	0.74%	0.77%	0.72%	
股份行	3489	3457	1682	1203	1282	584	6.1%	6.3%	5.3%	3.94%	3.97%	3.88%	
城商行	1473	1612	695	595	719	302	7.9%	8.9%	6.3%	5.84%	6.22%	5.62%	
农商行	280	286	152	72	85	47	4.4%	5.0%	4.7%	2.52%	3.38%	3.22%	
上市银行	15384	16227	8467	2874	2912	1528	3.4%	3.4%	3.4%	1.97%	2.05%	1.92%	

数据来源: Wind、各银行财报、开源证券研究所

出于业绩稳定性的考虑，利率波动会对银行基金投资行为产生影响。在利率快速上行时期，银行倾向于赎回基金。由于基金投资均计入 FVTPL，市值波动直接影响当期损益，在利率快速上行阶段，基金市值波动较大，银行出于业绩稳定性考虑，倾向于赎回基金。例如 2020H2 和 2022H2 均是利率上行阶段，银行基金投资规模增量明显偏小。

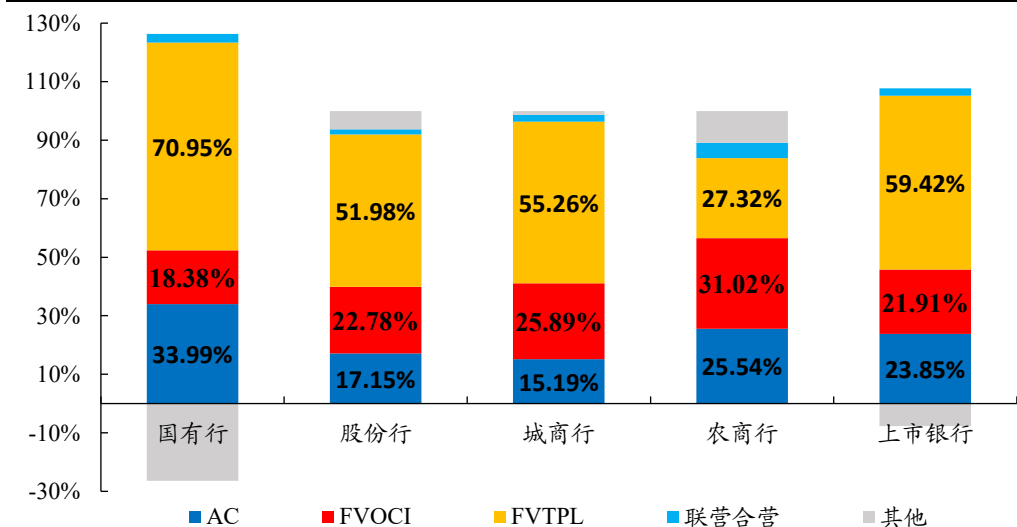
图37: 25家银行基金投资规模变动情况（亿元）



数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所（筛选 2025H1 基金投资规模>500 亿元的银行）

（4）FVOCI、AC 账户投资收益兑现力度加大。拆解上市银行投资净收益构成，2025 上半年约 24%来自于提前确认摊余成本账户（AC）投资，约 22% 来自于 FVOCI 账户的债券浮盈兑现。处置 FVOCI 及 AC 投资产生收益占营收比例从 2024 年开始快速提高，目前上市银行该两项收益占营收的 5.1%，较 2023 年提高 4 pct。我们预计在低利率+低息差的环境中，更多银行会选择通过 FVOCI 增持债券累积浮盈并加快存量资产流转贡献收入。

图38: 2025H1 上市银行投资净收益构成：约 24%来自于提前确认摊余成本投资



数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

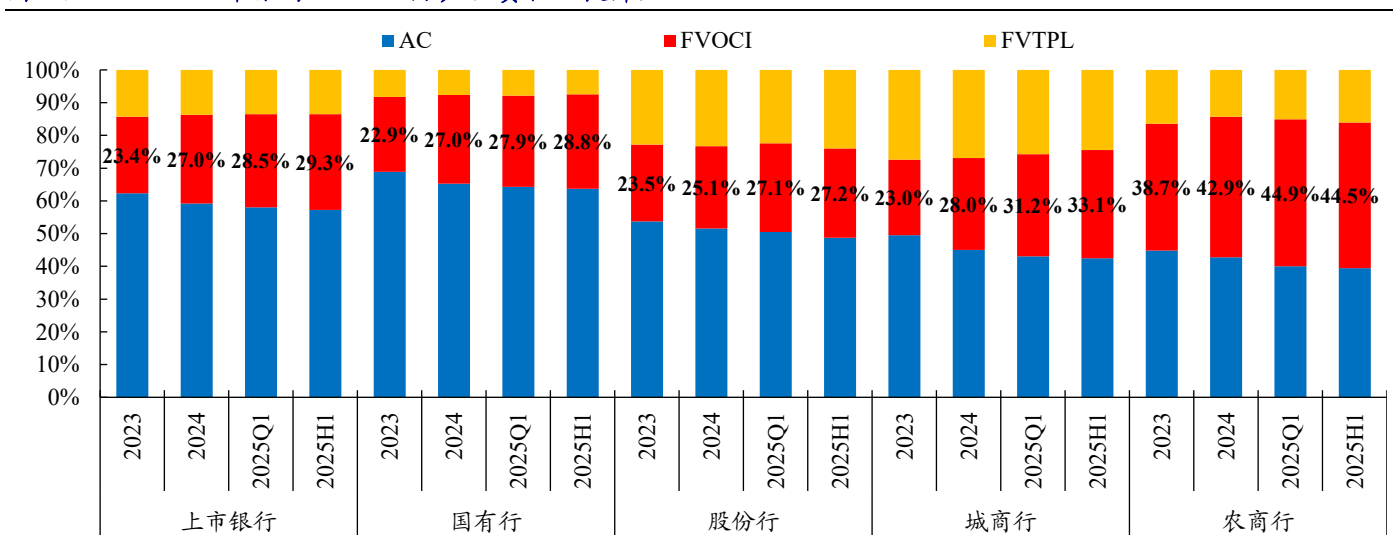
图39: 2025H1 上市银行处置 FVOCI 及 AC 投资产生收益占营收比例显著提高

银行名称	TPL 产生的投资净收益+市值波动						处置 FVOCI 产生的投资净收益						处置 AC 产生的投资净收益					
	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1
国有行	1.9%	4.9%	3.8%	5.3%	5.3%	5.6%	0.3%	0.2%	0.4%	0.7%	0.7%	1.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.7%	0.6%	2.4%
股份行	5.7%	9.5%	8.3%	11.9%	10.9%	7.6%	1.1%	0.8%	0.8%	2.6%	2.2%	3.5%	0.7%	0.7%	0.8%	1.9%	1.1%	2.7%
城商行	12.5%	16.9%	16.4%	18.8%	18.7%	11.8%	1.5%	1.4%	1.4%	2.9%	2.6%	6.2%	0.7%	0.9%	1.0%	2.1%	1.8%	3.6%
农商行	6.3%	10.9%	10.1%	12.8%	11.9%	6.0%	1.2%	0.9%	1.0%	2.3%	2.1%	6.5%	0.4%	0.6%	0.4%	3.5%	2.4%	5.4%
上市银行	3.8%	7.3%	6.2%	8.4%	8.2%	6.7%	0.6%	0.5%	0.6%	1.4%	1.3%	2.4%	0.3%	0.4%	0.5%	1.2%	0.9%	2.7%

数据来源: Wind、各银行财报、开源证券研究所

结合当前利率环境,我们提示关注银行账簿利率风险,部分中小银行在资本缓冲空间不大且风险管理能力薄弱的情况下,不宜过度放大 FVOCI 账户。目前一些银行的 FVOCI 操作空间正在变小,存量债券浮盈也已基本消耗完毕,在低利率阶段如果市场出现比较大波动,这些银行或将面临更大业绩不确定性。

图40: 2025H1 上市银行 FVOCI 账户投资占比提升至 29.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

FVOCI 存量浮盈兑现空间: 2025Q1 削弱, 2025Q2 回补。2025Q2 末上市银行 FVOCI 账户累计浮盈约 3692 亿元, 占 2024 年营收的 6.53%。经历了 2025Q1 的利率调整后, 2025Q2 利率环境基本平稳, 上市银行的债券浮盈普遍恢复增长, FVOCI 占资产比例较高的银行累积更快, 如中国银行、宁波银行等。静态来看, 截至 2025Q2 末, 股份行浮盈“储备垫”相对较薄, 其中兴业银行、平安银行浮盈占营收不足 1%, 主要是 FVOCI 投资比例不高, 且有部分浮盈已兑现; 国有行的浮盈空间厚实, 除邮储银行外, 其他均占营收 5%以上, 可能说明国有行兑现债券调节报表并不完全是收益考虑 (因 FVOCI 中长债不多, 故大行基于降久期诉求更多卖出 AC 债券)。

表 5: 2025Q2 末上市银行 FVOCI 账户累计浮盈约 3692 亿元, 占 2024 年营收的 6.53% (亿元)

银行名称	当期 FVOCI 浮盈 (亏)			当期 FVOCI 浮盈 (亏) / 营业收入			FVOCI 累积浮盈 (亏)		FVOCI 累积浮盈 ((亏) / 2024 年营收)		FVOCI 占总资产比例	
	2024	2025Q1	2025Q2	2024	2025Q1	2025Q2	2024-12	2025-06	2024 年末	2025H1 末	2024	2025Q2
工商银行	506.55	-177.41	185.28	6.16%	-8.34%	8.65%	769.65	784.80	9.37%	9.55%	6.74%	7.68%
建设银行	331.18	-170.86	101.75	4.41%	-8.99%	4.98%	541.07	395.76	7.21%	5.28%	6.51%	8.11%
农业银行	395.36	-165.07	109.22	5.56%	-8.84%	5.96%	537.82	481.97	7.57%	6.78%	7.93%	7.62%
中国银行	587.13	-223.97	211.22	9.32%	-13.58%	12.87%	923.08	861.10	14.65%	13.67%	12.52%	12.81%
邮储银行	52.56	-47.98	21.03	1.51%	-5.37%	2.33%	94.00	66.12	2.70%	1.90%	3.94%	3.79%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

交通银行	143.71	-47.72	38.26	5.53%	-7.19%	5.71%	167.07	157.61	6.43%	6.07%	7.26%	7.46%
招商银行	164.23	-139.98	97.07	4.87%	-16.71%	11.26%	190.97	148.16	5.66%	4.39%	9.17%	10.14%
兴业银行	41.09	-18.76	13.86	1.94%	-3.37%	2.53%	16.11	11.21	0.76%	0.53%	6.04%	6.16%
浦发银行	107.95	-61.92	23.62	6.32%	-13.48%	5.29%	71.50	33.20	4.19%	1.94%	8.36%	8.66%
中信银行	105.98	-67.86	23.04	4.96%	-13.11%	4.27%	103.79	58.79	4.86%	2.75%	8.96%	10.14%
民生银行	46.48	-35.14	16.54	3.41%	-9.55%	4.65%	66.02	51.46	4.84%	3.78%	6.92%	7.57%
光大银行	87.53	-60.92	18.55	6.46%	-18.41%	5.65%	102.75	108.91	7.59%	8.04%	8.64%	10.36%
平安银行	6.94	-6.85	2.19	0.47%	-2.03%	0.61%	11.12	6.46	0.76%	0.44%	3.16%	3.17%
华夏银行	53.37	-18.63	2.62	5.49%	-10.24%	0.96%	77.66	58.18	7.99%	5.99%	7.19%	8.10%
浙商银行	30.11	-30.65	30.65	4.45%	-17.92%	18.99%	38.14	24.03	5.64%	3.55%	10.75%	9.97%
北京银行	48.24	-26.63	12.85	6.90%	-15.55%	6.73%	51.04	37.26	7.30%	5.33%	8.90%	12.47%
上海银行	36.11	-16.98	14.81	6.81%	-12.49%	10.77%	15.84	13.67	2.99%	2.58%	5.09%	7.64%
江苏银行	66.34	-39.56	36.24	8.21%	-17.74%	16.07%	76.67	73.35	9.49%	9.08%	11.32%	14.29%
宁波银行	99.86	-57.21	22.70	14.99%	-30.93%	12.16%	138.28	103.77	20.75%	15.57%	20.11%	20.13%
南京银行	31.85	-21.87	4.44	6.34%	-15.41%	3.10%	21.76	4.33	4.33%	0.86%	11.30%	14.54%
杭州银行	22.71	-22.02	5.33	5.92%	-22.07%	5.27%	27.93	11.24	7.28%	2.93%	12.99%	17.99%
长沙银行	8.59	-8.43	1.82	3.31%	-12.38%	2.83%	9.38	2.77	3.62%	1.07%	9.38%	7.11%
成都银行	11.62	-11.08	0.81	5.06%	-19.06%	1.26%	15.61	5.34	6.79%	2.32%	5.65%	6.87%
重庆银行	14.28	-9.92	2.89	10.44%	-27.70%	7.07%	17.78	10.75	13.00%	7.86%	13.28%	11.45%
贵阳银行	11.25	-12.29	2.74	7.53%	-40.56%	7.89%	10.09	0.54	6.76%	0.36%	10.23%	10.38%
郑州银行	1.35	-	-	1.05%	-	-	6.27	2.15	4.87%	1.67%	3.17%	4.32%
青岛银行	14.59	-8.35	2.62	10.81%	-20.64%	7.24%	22.21	16.48	16.46%	12.21%	13.63%	12.89%
苏州银行	6.65	-7.23	2.79	5.44%	-22.25%	8.56%	10.00	5.56	8.18%	4.55%	14.63%	15.42%
齐鲁银行	21.70	-12.70	6.26	17.37%	-40.13%	17.31%	25.71	19.27	20.57%	15.42%	18.85%	19.23%
兰州银行	16.05	-7.29	4.45	20.44%	-35.80%	23.63%	23.96	21.12	30.51%	26.89%	10.09%	10.77%
西安银行	1.79	-4.15	2.37	2.18%	-20.34%	7.48%	2.12	0.34	2.58%	0.42%	3.82%	5.08%
厦门银行	6.60	-4.39	0.25	11.47%	-36.17%	1.71%	7.47	3.19	12.97%	5.54%	13.23%	12.47%
渝农商行	40.89	-20.28	7.62	14.47%	-28.07%	10.13%	49.66	37.00	17.57%	13.09%	16.25%	16.78%
沪农商行	49.51	-25.58	4.34	18.58%	-38.99%	6.31%	78.10	56.87	29.32%	21.35%	19.22%	18.83%
青农商行	5.03	-6.07	3.03	4.56%	-19.87%	11.25%	5.03	1.99	4.56%	1.80%	8.98%	11.86%
常熟银行	2.72	-2.96	1.11	2.49%	-9.96%	3.57%	3.82	1.96	3.50%	1.80%	9.13%	12.04%
紫金银行	3.27	-2.53	0.44	7.33%	-22.17%	3.48%	4.41	2.32	9.88%	5.20%	14.83%	14.88%
无锡银行	1.64	-1.57	0.43	3.48%	-11.60%	3.29%	1.80	0.66	3.80%	1.40%	10.05%	9.99%
张家港行	2.78	-2.16	0.99	5.89%	-16.31%	7.76%	3.92	2.75	8.31%	5.84%	12.36%	13.89%
江阴银行	0.75	-0.65	0.30	1.89%	-5.76%	2.32%	0.97	0.62	2.46%	1.56%	7.39%	7.70%
苏农银行	3.24	-1.64	-0.34	7.77%	-14.47%	-2.99%	4.39	2.41	10.52%	5.77%	12.85%	11.20%
瑞丰银行	7.49	-5.08	2.27	17.07%	-45.81%	19.76%	9.24	6.43	21.07%	14.66%	16.35%	15.48%
国有行	2016	-833	667	5.73%	-9.15%	7.22%	3033	2747	8.61%	7.80%	7.77%	8.29%
股份行	644	-441	228	4.24%	-11.72%	5.89%	678	500	4.47%	3.30%	7.71%	8.38%
城商行	420	-270	123	8.24%	-20.13%	8.87%	482	331	9.46%	6.50%	11.04%	13.06%
农商行	117	-69	20	11.36%	-25.38%	7.31%	161	113	15.62%	10.94%	14.90%	15.39%
上市银行	3197	-1612	1038	5.66%	-11.14%	7.03%	4354	3692	7.70%	6.53%	8.17%	8.88%

数据来源: Wind、各银行财报、开源证券研究所

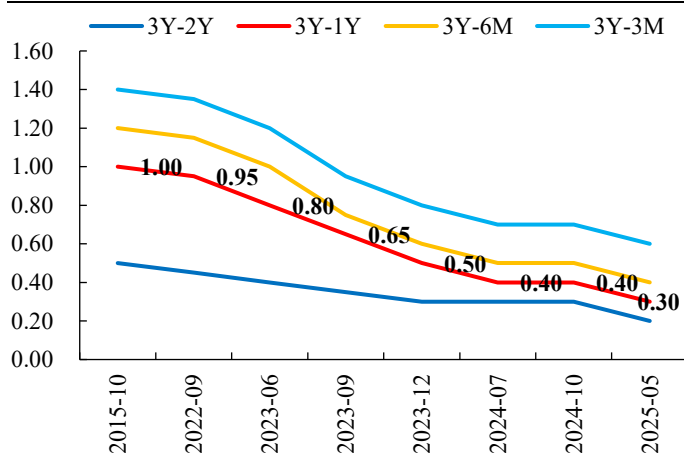
2.2、负债端：存款“财富化”或带来流动性管理的挑战

2.2.1、存款“财富化”初现端倪：活期化、短期化及非银化

(1) 存款活期化：参考海外银行，是低利率时期银行负债结构的代表性特征。

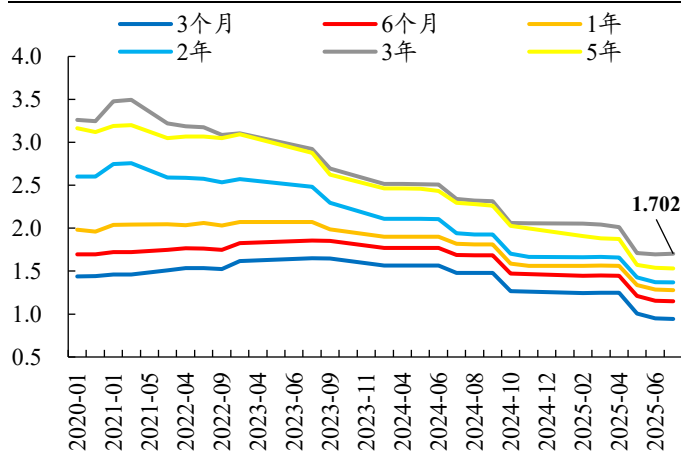
在存款降息背景下，随着 2025 年密集的高息定存到期以及资本市场回暖，存款可能正迈入“财富化”阶段。一是定存利率持续走低，陆续到期的超额储蓄被动挤出，保守的投资者会转向固收理财、保险、债券基金等产品；二是股市情绪不断提振，部分风险偏好低的投资者也在缓慢尝试红利 ETF 等产品，风险偏好高的投资者则可能提前支取定存投入市场。

图41：存款期限利差不断收窄（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：国有行存款挂牌利率）

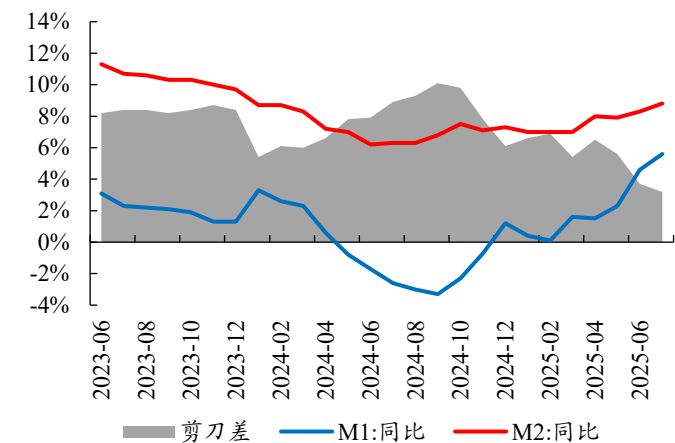
图42：7月银行新吸收3Y定存利率已降至1.7%（%）



数据来源：融 360 数字科技研究院公众号等、开源证券研究所

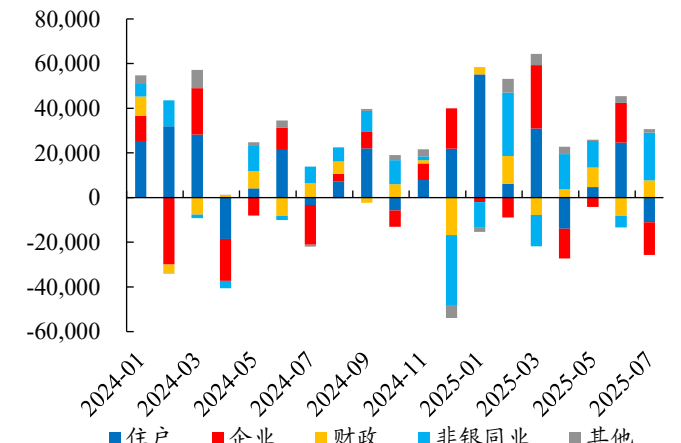
目前 M1 增速抬升主要是低基数影响，持续性有待进一步观察。近期 M1 增速回升主要有几点原因：（1）低基数，2024 年手工补息整改，大量挤出对公活期存款，我们预计基数效应在四季度才基本消退；（2）财富效应推动资金活化，存款利率持续下行，股市情绪好，企业生产活力恢复，大家更愿意持有活期存款再投资；（3）化债资金清偿欠款和财政支出加大；（4）信贷节奏不平衡导致冲量派生生活期存款，6、7 月均观察到信贷冲量特征（6 月是企业短贷、7 月是票据），侧面反映银行信贷节奏失衡，6-7 月上旬可能整体疲弱，下旬加速冲规模，使得部分贷款派生存款留存于账上。

图43：2025 年 8 月 M1 增速或将延续回升态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

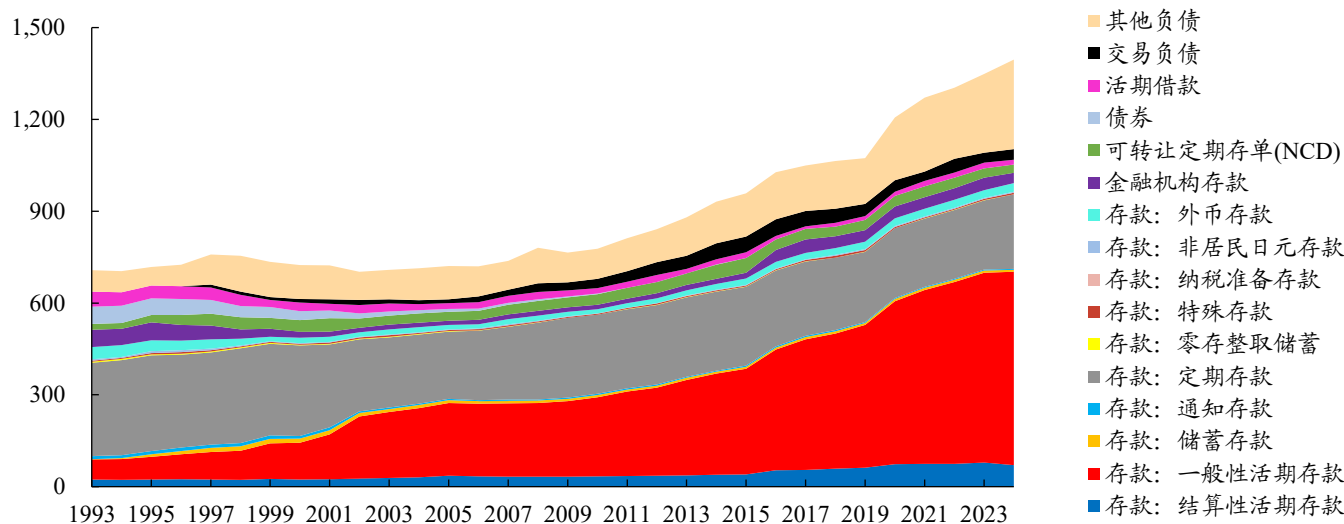
图44：2025 年 7 月非银存款同比明显多增（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

存款搬家可能还处于初期，居民风险偏好尚未明显修复。存款搬家→驱动股市上涨→财富效应→吸引存款进一步搬家，这个循环逻辑我们认为失之偏颇，主要是居民风险偏好的问题。从居民信贷加杠杆的意愿以及过去几年存款加速定期化能判断出，居民风险偏好仍较低，未来收入预期等仍有不确定性。因此即使定存到期也不一定全搬去股市，也有可能形成活期存款形式的“观望资金”。从日本银行的负债结构来看，低利率阶段定期存款不断减少但大部分转化成“现金+活期存款”的形式。

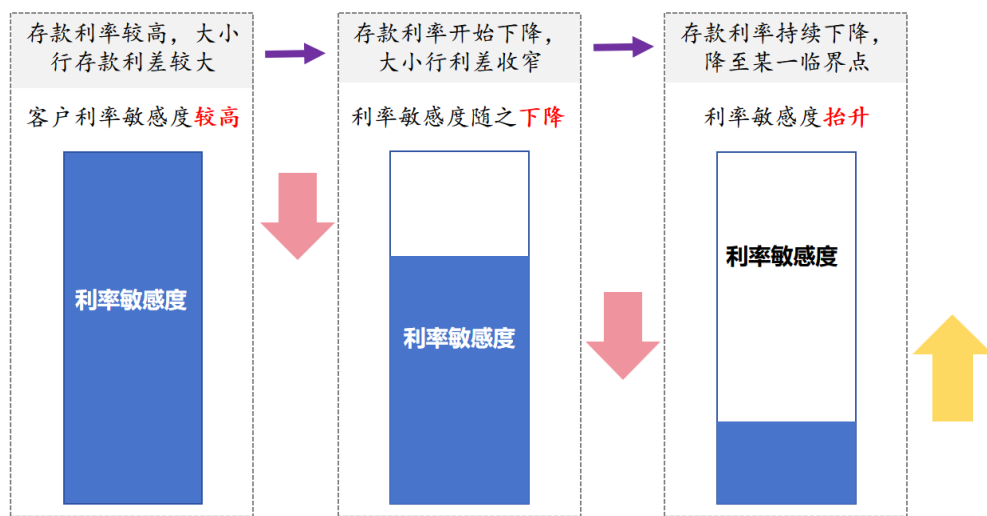
图45：1993-2011 年日本国内持牌银行的负债特征：其中一般活存增长较快、定存不断减少（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：图中结算性活期、一般性活期、储蓄、通知、特殊、纳税准备金存款均计入 M1；定期存款、零存整取储蓄存款、定期存单计入 M2 但不计入 M1；币种为日元）

存款利率如果继续下调，有催化其利率敏感性的可能，当存款付息率突破“临界点”，原本保值需求会退而其次，被动挤出超额储蓄。一般来讲，存款的利率敏感性会随着利率下降而减弱，也就是说，当存款利率越来越低，愿意继续存放在银行的客户也就大概率不取走了。但这有一个临界点，好像一瓶水的重心一样，开始会随着水位的下降而降低，但当水位降到极低时重心会快速抬升。因此时机成本已经不高。

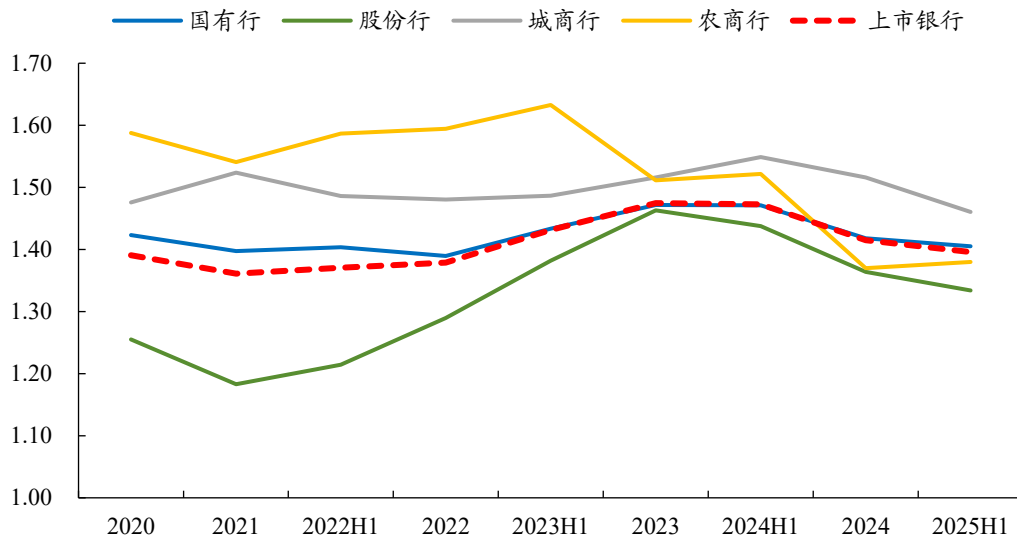
图46：存款利率持续下调，突破临界值，可能催化利率敏感性



资料来源：开源证券研究所

(2) 定存短期化：银行主动调节期限结构以及客户增加流动性的双向结果。根据国有行存款挂牌利率，2025 年 5 月调降后，3Y 和 1Y 定存利差收窄至 30BP，较 2022 年下降 65BP，存款期限利差收窄导致定存短期化。同时低利率环境下，为降低负债成本，银行也倾向主动缩短存款期限，2025H1 上市银行存款平均剩余期限为 1.40 年，较 2023 年已开始有明显下降。

图 47：2024 年以来上市银行存款平均期限在缩短（年）



数据来源：Wind、开源证券研究所

据我们估算，2025 年下半年还有约 16.8 万亿元，2026 年还有约 28 万亿元高息定存到期（原始期限 2 年以上），这些存款很难用原有同样的产品续接，部分银行的大额存单额度可能供给不足，偏好长期存款的客户可能买不到；也有的客户会主动转向一些短期存款增加流动性。

表 6：测算上市银行 2025 年下半年有约 16.8 万亿元高息定存到期（亿元）

	3M	6M	1Y	2Y	3Y	5Y	合计
2025Q1	17810	10686	160287	89048	71239	7124	356194
2025Q2		3927	58912	32729	26183	2618	124370
2025Q3			58912	32729	32729	6546	130915
2025Q4			78549	43638	43638	8728	174554
2026Q1				62951	62951	13989	139891
2026Q2				25180	25180	5596	55956
2026Q3				18885	18885	4197	41967
2026Q4				18885	18885	4197	41967
合计	17810	14613	356660	324047	299691	52994	1065815

数据来源：Wind、开源证券研究所，存款期限分布为原始期限

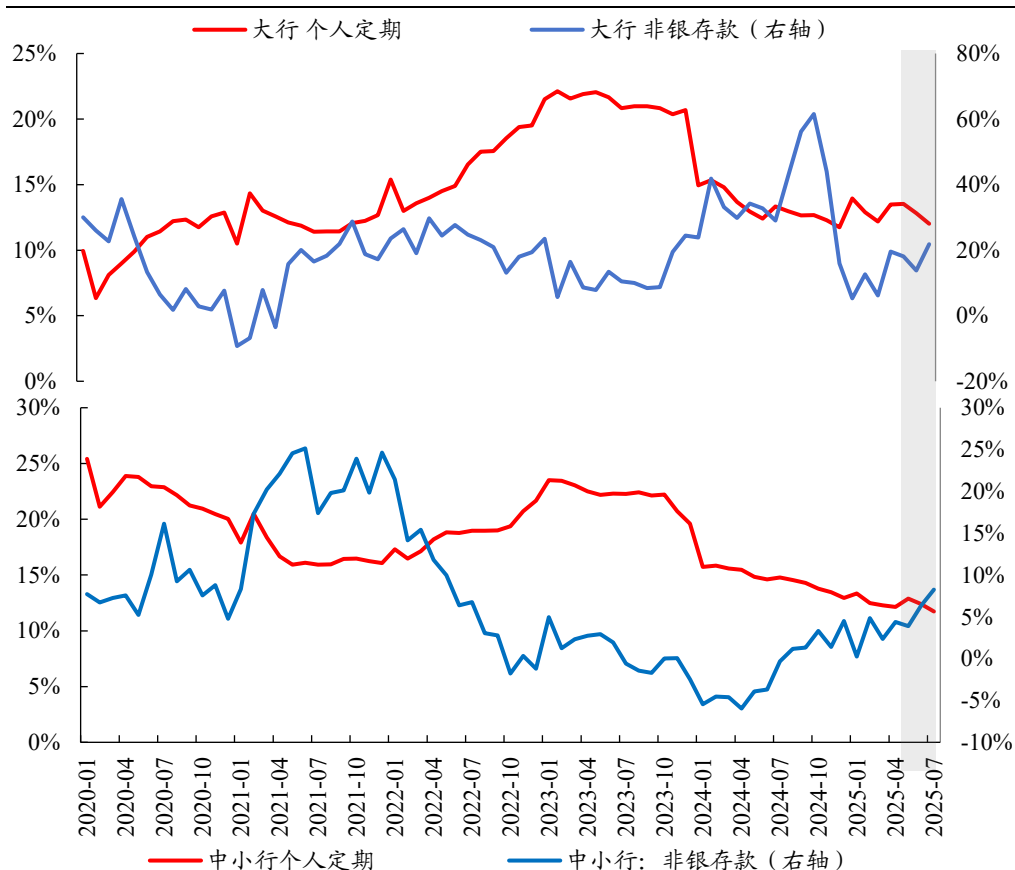
注：测算过程及假设请参见报告《测算：高息定存到期规模、节奏与成本改善空间》—2025.08.19。

(3) 存款非银化：将使存款在各类机构重新分布，目前大行不缺钱但“质量差”。

存款（超储）分布状态对银行间流动性有重要影响。竞争存款就是竞争超储，超储的总量是一定的，分布状态能极大的影响资金松紧。因为流动性主要通过央行——大行——中小行——非银传导，这个链条是相对单一的，如果分布在大行，而大行因为一些原因不能融出，或是只能高价融出，这必然影响到下游银行资金偏紧；如果分布在小行，导致大行备付不够，资金面也会偏紧；如果挤出银行体系到非银，因为非银的负债端很不稳定，资金面波动也会放大。

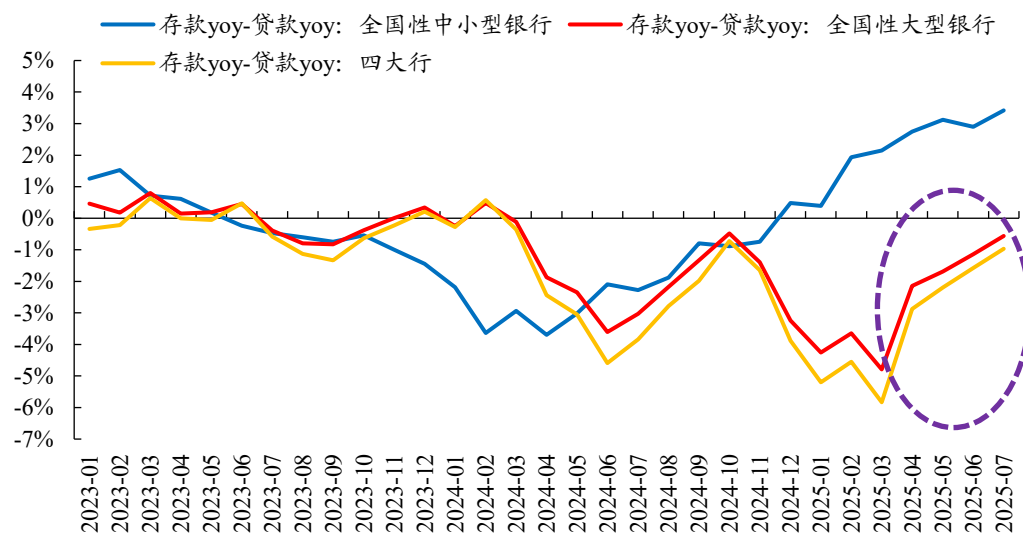
因为银行揽储资源禀赋、扩表需要、业绩考核等诉求不同，会导致银行竞争存款的策略差异。比如，此前小行可能通过超自律定价、主动负债等竞争存款，EPA在全国自律和各省级自律的要求不同，包括各省之间，利率调整的节奏也不同，有时会遇到跨省存款现象。但是有时小行存款抢多了，资产端没有特别多贷款需求，就形成冗余配债资金；大行因为存款报价没有优势，所以过去有一段时间通过“手工补息”来竞争。这些规模导向的内卷行为逐步被规范后，存款的再分布呈现自然分布的状态。由于大行托管牌照的优势，所以目前的典型变化是，小行的储户将存款转去银证存管账户、理财账户、基金产品等，就会形成大行的非银存款。

图48：2025年5-7月商业银行人定期存款增速下降，非银存款增速抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

存款再分布的影响：大行存贷增速差延续修复，小行冗余配债资金压缩。非银存款回流大行的一个效果是存贷增速差修复，“存贷匹配缺口”压力减轻，所以大行的流动性在头寸上并没有太大压力；对于小行来说，则是没有那么多冗余配债资金了，加上存量负债成本较高的负 carry 压力，后续配债力度或有下降。

图49：大行存贷增速差负缺口收窄


数据来源：Wind、开源证券研究所

但我们想补充说明的是，大行目前正处于钱多但“质量差”的阶段，“质量差”主要指稳定性、其次指成本。头寸（缺口）压力虽然减轻，但流动性风险指标压力和成本负担可能加重：

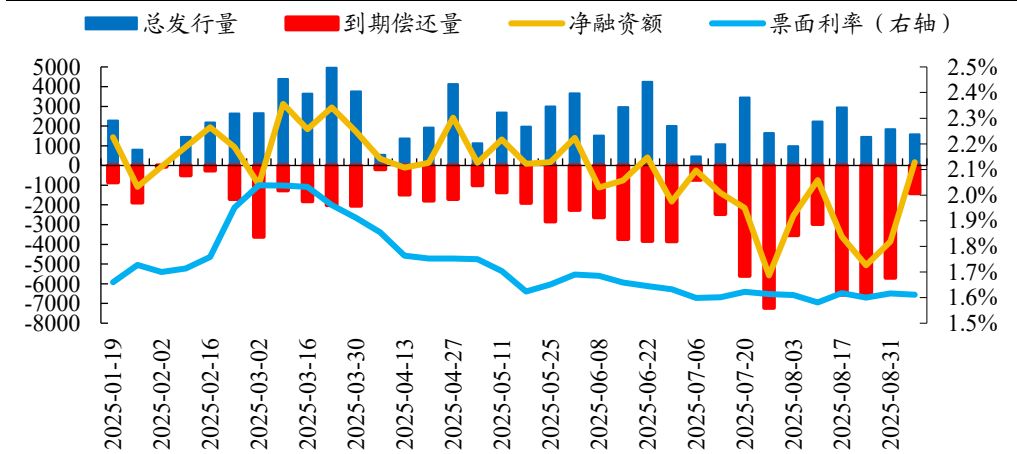
（1）非银存款的指标惩罚：高利率敏感性、放大期限错配、加速 LCR 下滑等。

非银存款大部分被认定为非核心负债，计算期限错配时视同隔夜负债，若非银活期存款过快、集中增长将使资产端无法新增长久期资产，进而影响收益。流动性风险指标上，LCR\NSFR 均对这种劣质负债带有惩罚机制，短期不稳定的特征也会影响 90 天流动性缺口率以及核心负债依存度等指标。

（2）非银存款的成本负担：较同等期限一般性存款付息溢价，如果居民储蓄大量入市，存款结构转化可能一定程度上对冲掉高息定存重定价的成本释放效果。

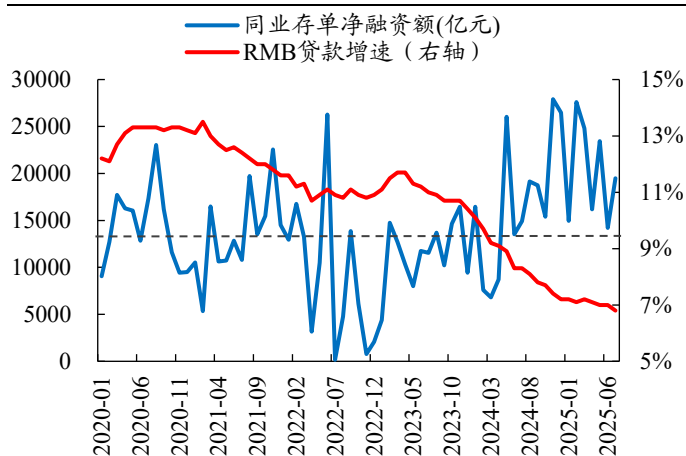
2.2.2、关注同业存单的“量价期”信号指示作用

虽然净融资收缩，但近期国有行 1Y NCD 利率相对刚性，或反映银行的中长期负债和流动性风险指标管控诉求。

图50：7 月后国有行同业存单净融资转负（亿元）


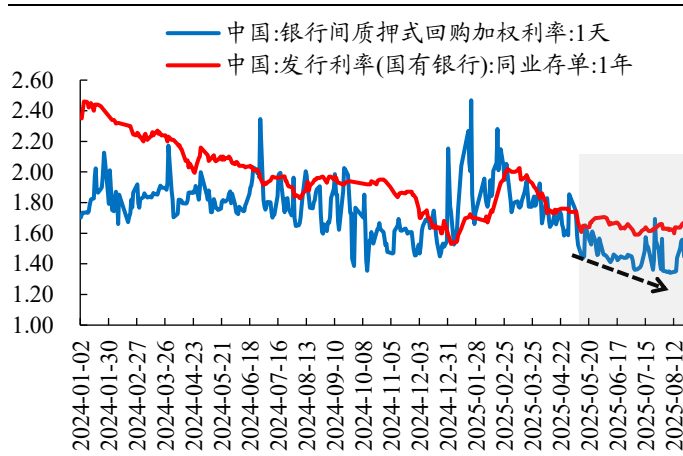
数据来源：Wind、开源证券研究所

图51: 贷款需求偏弱, 同业存单净融资额维持高位



数据来源: Wind、开源证券研究所

图52: 6月以来资金利率下行, 但同业存单利率刚性(%)

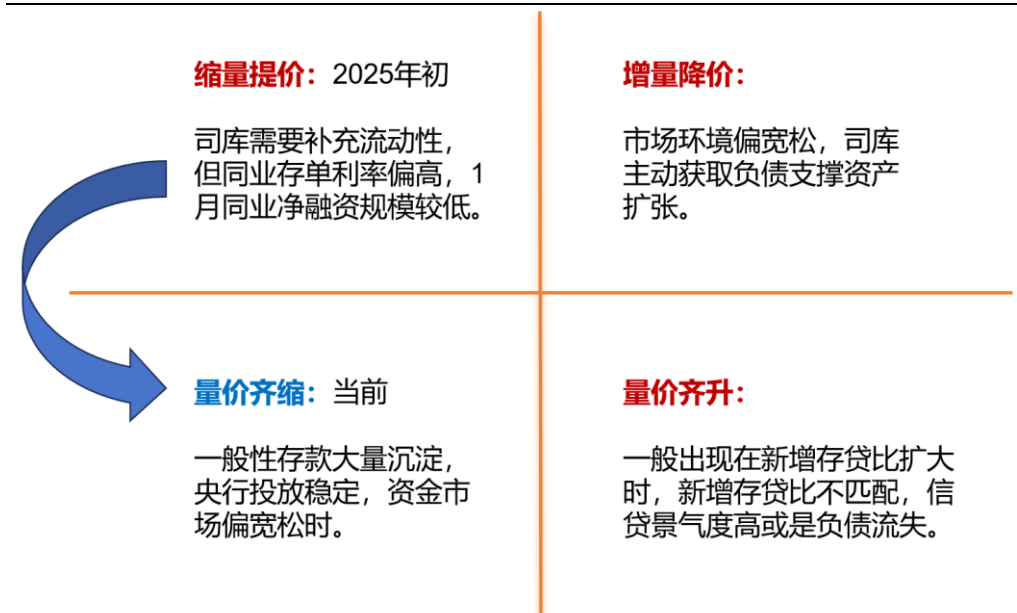


数据来源: Wind、开源证券研究所

在同业存款被自律管控后，同业存单发行的“量价期”是观察司库负债策略的最有效信号。狭义的司库负债可以理解为银行流动性管理中比较市场化、相对自主可控的资金来源，比如央行工具、同业拆借、卖出回购、发行同业存单或金融债券等。司库负债管理主要有头寸、指标和成本三方面的考虑，一般来讲平头寸（补缺口）是第一要务，需要保障资金来源与应用在量上的匹配；指标管控独立于司库处室，但需司库操作配合；成本通常不是司库重点，而由财务部门来把控，但近几年银行息差压力加重，一些银行开始做的更精细化，对司库负债成本的重视程度在提高，尤其在NCD的发行策略上更“择机、择量、择期限”。

同业存单“量价”能反映司库吸收负债在平抑缺口和成本管控之间的权衡:

图53: 同业存单量价指示信号, 当前比较接近缩量降价情景



资料来源: 开源证券研究所

同业存单的供给期限选择, 能体现出“日间流动性管理”和“流动性风险指标管理”的差异: 头寸管理和指标管理的侧重点不同, 头寸管理重视资金充裕安全, 兼顾成本和运营效率; 指标管理则重点满足监管要求, 守住风险底线。在利率下行期, 如果出于头寸管理的角度, 可能愿意发3M, 因为这样方便到期滚动续作置换更

低成本资金，也能跨季；如果处于风险指标管理的角度，因核心存款对指标最有利但其增长有很多不确定性，为了避免在季末指标管控的时候处于被动，可能更倾向发长期限 9M/1Y，这样就能把 NSFR 提前推高，留出空间。

与目前大行所处的情况比较接近的是，头寸缺口压力不大，所以 NCD 净融资在收缩。但随着居民储蓄陆续向非银存款转移，LCR、NSFR 等指标开始下降，银行对中长期资金仍有刚性偏好，因而 1Y-NCD 发行利率仍较高。在实践中，银行的指标管理并不是静态的，因为能看到未来各重要时点的同业负债到期节奏，所以一般讲究熨平波动，尽量避免大量集中到期。

2.2.3、目前银行的流动性管理，对央行的依赖度在提高

存款活化及非银化直接推升银行的中长期负债需求，央行某种程度承担了最后补缺口的职能。在结构性流动性短缺的框架下，银行体系永远“有求于”央行，因此理论上央行只要控制住了源头（大行净融出），那么对资金面的调控效果是很强的，但实际上由于存款的分布状态在“内卷”行为下比较混乱，比如大行手工补息、小行超自律等竞争，以及手工补息被整改后非银钱多，大行开始高价吸收同业存款等等，有时调控效果就会打折扣。目前已经几无高息套利性的存款漏洞，自然状态下由于小行没有托管牌照，所以存款就有源源不断“非银化”回流大行。但是，存款的活化及非银化将直接增加银行的中长期资金需要，目前基础货币对应高 OMO 余额下的“短钱”，一旦央行态度收紧，资金面波动可能放大。以及，下阶段若存款财富化效应继续加速，那么资产负债久期错配的问题可能加重，有一定必要需要央行继续每月操作多次买断式逆回购，或公开买卖国债来改善。

图54：央行公开市场操作统计

单位：亿元	MLF							PSL		OMO														买断式逆回购				国库 现金
	投放			到期			净投放	净投放	7D投放			14D投放			7D到期			14D到期			净投放	3M 投放	6M 投放	到期	净投放			
	规模	最低利率	最高利率	规模	最低利率	最高利率			规模	最低利率	最高利率	规模	最低利率	最高利率	规模	最低利率	最高利率	规模	最低利率	最高利率								
2024-01	9950	2.50%	2.50%	7790	2.75%	2.75%	2160	0	56190	1.80%	1.80%	0	-	-	48390	1.80%	1.80%	10850	1.95%	1.95%	3050	0	0	0	0	1200		
2024-02	5000	2.50%	2.50%	4990	2.75%	2.75%	10	0	19460	1.80%	1.80%	12390	1.95%	1.95%	30790	1.80%	1.80%	12390	1.95%	1.95%	-1330	0	0	0	0	0		
2024-03	3870	2.50%	2.50%	4810	2.75%	2.75%	-940	-322	9710	1.80%	1.80%	0	-	-	15220	1.80%	1.80%	0	-	-	-5510	0	0	0	0	800		
2024-04	1000	2.50%	2.50%	1700	2.75%	2.75%	-700	-432	4820	1.80%	1.80%	0	-	-	8820	1.80%	1.80%	0	-	-	-4000	0	0	0	0	700		
2024-05	1250	2.50%	2.50%	1250	2.75%	2.75%	0	750	6460	1.80%	1.80%	0	-	-	4820	1.80%	1.80%	0	-	-	-1640	0	0	0	0	700		
2024-06	1820	2.50%	2.50%	2370	2.65%	2.65%	-550	-1274	11660	1.80%	1.80%	0	-	-	10300	1.80%	1.80%	0	-	-	-1360	0	0	0	0	0		
2024-07	3000	2.30%	2.50%	1030	2.65%	2.65%	1970	925	29573	1.70%	1.80%	0	-	-	23446	1.70%	1.80%	0	-	-	-6127	0	0	0	0	700		
2024-08	3000	2.30%	2.30%	4010	2.50%	2.50%	-1010	778	41773	1.70%	1.70%	0	-	-	41382	1.70%	1.70%	0	-	-	391	0	0	0	0	1700		
2024-09	3000	2.00%	2.00%	5910	2.50%	2.50%	-2910	700	34513	1.50%	1.70%	13010	1.65%	1.85%	44590	1.70%	1.70%	0	-	-	-2933	0	0	0	0	0		
2024-10	7000	2.00%	2.00%	7890	2.50%	2.50%	-890	800	49758	1.50%	1.50%	0	-	-	36943	1.50%	1.50%	13010	1.65%	1.85%	-1195	0	5000	0	5000	0		
2024-11	9000	2.00%	2.00%	14500	2.50%	2.50%	-5500	-402	52572	1.50%	1.50%	0	-	-	54466	1.50%	1.50%	0	-	-	-1894	8000	0	0	8000	1200		
2024-12	3000	2.00%	2.00%	14500	2.50%	2.50%	-11500	0	33978	1.50%	1.50%	0	-	-	42308	1.50%	1.50%	0	-	-	-8330	7000	7000	0	14000	0		
2025-01	2000	2.00%	2.00%	9950	2.50%	2.50%	-7950	0	16828	1.50%	1.50%	26265	1.65%	1.65%	23360	1.50%	1.50%	0	-	-	-19733	12000	5000	0	17000	1200		
2025-02	3000	2.00%	2.00%	5000	2.50%	2.50%	-2000	0	53858	1.50%	1.50%	0	-	-	37266	1.50%	1.50%	26265	1.65%	1.65%	-9673	9000	5000	8000	6000	900		
2025-03	4500	-	-	3870	2.50%	2.50%	630	2000	41478	1.50%	1.50%	0	-	-	45100	1.50%	1.50%	0	-	-	-3622	5000	3000	7000	1000	1500		
2025-04	6000	-	-	1000	2.50%	2.50%	5000	0	39227	1.50%	1.50%	0	-	-	36019	1.50%	1.50%	0	-	-	3208	7000	5000	17000	5000	1000		
2025-05	5000	-	-	1250	2.50%	2.50%	3750	2700	38707	1.40%	1.50%	0	-	-	38859	1.40%	1.50%	0	-	-	-152	4000	3000	9000	2000	2400		
2025-06	3000	0.00%	0.00%	1820	2.50%	2.50%	1180	0	51084	1.40%	1.40%	0	-	-	45725	1.40%	1.40%	0	-	-	5359	10000	4000	12000	2000	0		
2025-07	4000	0.00%	0.00%	3000	2.30%	2.50%	1000	0	56667	1.40%	1.40%	0	-	-	54787	1.40%	1.40%	0	-	-	1880	8000	6000	12000	2000	1000		
2025-08	6000	0.00%	0.00%	3000	2.30%	2.30%	3000	0	63146	1.40%	1.40%	0	-	-	63680	1.40%	1.40%	0	-	-	-534	7000	5000	9000	3000	1200		

数据来源：Wind、开源证券研究所

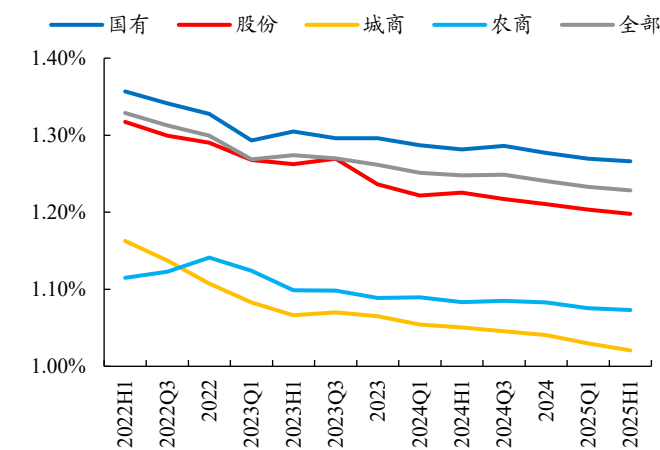
3、零售风险仍待修复，国股行与中小行拨备趋势分化

3.1、前瞻指标反映当前风险拐点未现

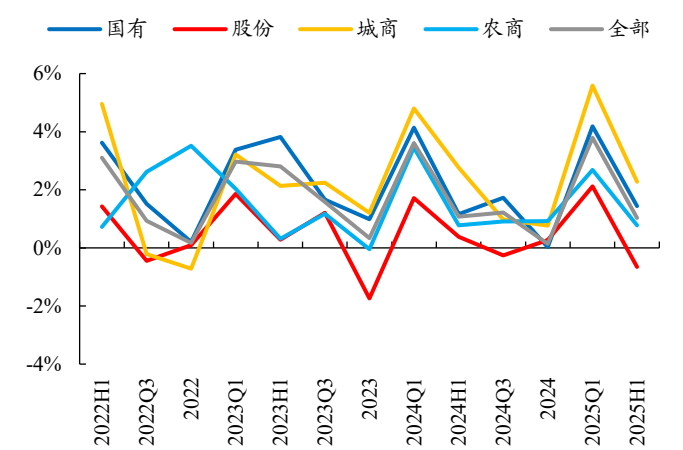
3.1.1、不良率整体平稳，零售风险仍存

上市银行不良率保持平稳。2025H1 上市银行不良率为 1.23%，环比 Q1 持平；不良额环比增长 1.03%，较 Q1 增速下降。当前不良率仍处低位，但仅通过不良率较难衡量当前银行整体风险状况。一方面，信贷规模扩张通过分母稀释不良率水平；另一方面，部分银行加大了不良贷款的清收、核销等处置力度，掩盖了不良新生压力，亦降低了不良绝对水平。分银行类型看，国有行、股份行不良率环比持平，城商行、农商行环比均下降 1bp。此外，江浙区域农商行资产质量持续优异，不良率整体低于 1%。

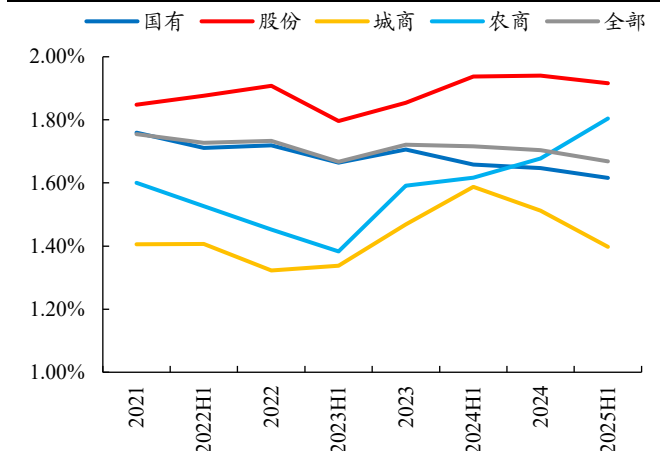
国有行逾期指标反弹，农商行关注率上升。2025H1 上市银行逾期率为 1.44%，较 2024 年上升 3bp，国有行、农商行分别上行 7bp 和 1bp，股份行和城商行均有所改善（分别降 6bp、1bp）。当前不良压力主要源于个贷小微，这类贷款不良认定参照逾期天数（逾期超 90 天认定为不良），国有行逾期率受此因素而抬升。此外，2025H1 农商行关注率上升 11bp，一方面源于零售小微业务风险仍承压；另一方面，2025 年末《金融资产风险分类管理办法》过渡期结束，部分农商行仍存整改压力。结合中报数据看，沪农、紫金、苏农、瑞丰等农商行关注率仍呈抬升趋势。

图55：上市银行不良贷款率稳中有降


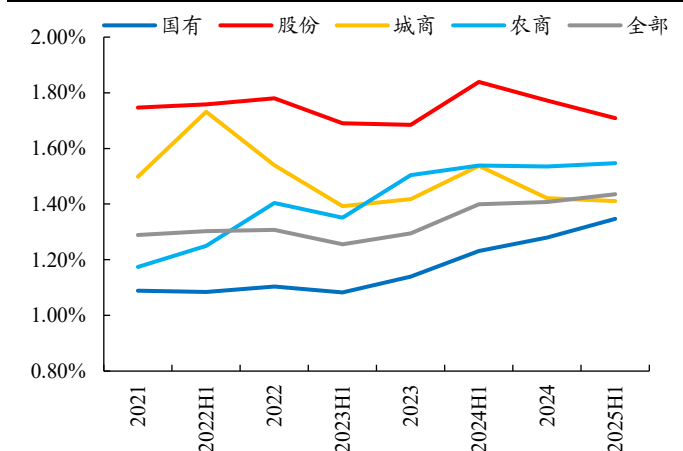
数据来源：Wind、开源证券研究所

图56：中期不良额环比增速下降，或源于不良处置节奏


数据来源：Wind、开源证券研究所

图57：上市银行关注率整体平稳，但农商行指标上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图58：国有行、农商行逾期率因零售风险而整体上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：不良指标虽平稳，但国有行、农商行分别面临逾期及关注指标上升压力

银行名称	不良率			不良额环比			关注率			逾期率			90天以上逾期/不良		
	1Q25	1H25	变化 (bp)	1Q25	1H25	变化	2024	1H25	变化 (bp)	2024	1H25	变化 (bp)	2024	1H25	变化
工商银行	1.33%	1.33%	0	4.20%	1.19%	-3.01%	2.02%	1.91%	-12	1.43%	1.52%	9	75%	81%	6.04%
建设银行	1.33%	1.33%	0	3.90%	1.72%	-2.18%	1.89%	1.81%	-8	1.28%	1.33%	4	74%	72%	-2.40%
农业银行	1.28%	1.28%	0	3.87%	1.98%	-1.89%	1.40%	1.39%	-1	1.18%	1.22%	4	60%	64%	4.07%
中国银行	1.25%	1.24%	-1	4.62%	1.23%	-3.40%	1.47%	1.44%	-3	1.19%	1.32%	13	66%	69%	2.84%
邮储银行	0.91%	0.92%	1	6.19%	2.41%	-3.78%	0.95%	1.21%	26	1.19%	1.23%	5	83%	86%	3.06%
交通银行	1.30%	1.28%	-2	3.38%	-0.36%	-3.74%	1.57%	1.59%	2	1.38%	1.41%	3	68%	79%	11.03%
招商银行	0.94%	0.93%	-1	1.73%	-0.56%	-2.29%	1.29%	1.43%	13	1.33%	1.36%	3	76%	78%	2.69%
浦发银行	1.33%	1.31%	-2	1.54%	-0.82%	-2.36%	2.35%	2.15%	-19	2.06%	1.90%	-15	86%	84%	-2.54%
兴业银行	1.08%	1.08%	0	2.20%	1.05%	-1.15%	1.71%	1.66%	-5	1.59%	1.53%	-6	85%	86%	1.21%
中信银行	1.16%	1.16%	0	2.05%	-1.05%	-3.10%	1.64%	1.65%	2	1.79%	1.49%	-30	74%	79%	4.42%
民生银行	1.46%	1.48%	2	0.66%	0.01%	-0.65%	2.70%	2.73%	2	2.09%	2.19%	11	100%	109%	9.45%
光大银行	1.25%	1.25%	0	4.14%	-0.74%	-4.88%	1.84%	1.80%	-4	2.02%	1.95%	-7	89%	90%	0.87%
平安银行	1.06%	1.05%	-1	0.85%	-0.48%	-1.34%	1.93%	1.76%	-17	1.81%	1.64%	-17	63%	67%	3.37%
华夏银行	1.61%	1.60%	-1	5.18%	-3.03%	-8.21%	2.58%	2.52%	-5	1.70%	1.70%	-1	71%	77%	6.77%
浙商银行	1.38%	1.36%	-2	1.81%	-1.58%	-3.39%	2.41%	2.50%	10	1.81%	2.12%	31	83%	94%	11.66%
北京银行	1.30%	1.30%	0	4.91%	2.19%	-2.72%	1.79%	1.50%	-30	1.62%	1.53%	-9	84%	78%	-6.54%
上海银行	1.18%	1.18%	0	1.17%	0.99%	-0.18%	2.06%	2.04%	-3	1.73%	1.60%	-13	84%	96%	12.09%
江苏银行	0.86%	0.84%	-2	3.90%	4.66%	0.75%	1.40%	1.24%	-16	1.12%	1.10%	-3	71%	77%	6.05%
南京银行	0.83%	0.84%	1	7.47%	3.86%	-3.61%	1.20%	1.06%	-15	1.27%	1.27%	0	91%	95%	4.00%
宁波银行	0.76%	0.76%	0	10.58%	1.84%	-8.74%	1.03%	1.02%	-1	0.95%	0.89%	-6	78%	80%	2.04%
杭州银行	0.76%	0.76%	0	6.58%	1.02%	-5.56%	0.55%	0.51%	-4	0.55%	0.61%	5	56%	67%	11.15%
长沙银行	1.18%	1.17%	-1	8.54%	1.70%	-6.84%	2.63%	3.31%	69	1.80%	2.22%	43	89%	95%	5.93%
成都银行	0.66%	0.66%	0	8.73%	3.12%	-5.61%	0.43%	0.44%	1	0.70%	0.77%	6	78%	83%	5.01%
重庆银行	1.21%	1.17%	-4	4.22%	2.57%	-1.66%	2.64%	2.05%	-59	1.73%	1.58%	-16	87%	88%	0.34%
贵阳银行	1.66%	1.70%	4	7.01%	1.77%	-5.24%	2.97%	3.12%	15	2.28%	2.83%	55	83%	98%	15.54%
青岛银行	1.13%	1.12%	-1	4.87%	1.73%	-3.14%	0.56%	0.54%	-2	1.42%	1.24%	-18	89%	82%	-6.91%
齐鲁银行	1.17%	1.09%	-8	4.09%	-2.95%	-7.04%	1.07%	0.96%	-11	0.98%	1.03%	6	57%	71%	14.44%
郑州银行	1.79%	1.76%	-3	3.29%	0.20%	-3.10%	2.02%	2.03%	0	5.04%	5.19%	15	91%	149%	57.90%
苏州银行	0.83%	0.83%	0	9.27%	-0.33%	-9.60%	0.88%	0.75%	-12	1.04%	0.99%	-5	82%	86%	4.67%
西安银行	1.61%	1.60%	-1	5.72%	7.92%	2.20%	2.43%	1.73%	-71	2.36%	2.78%	42	81%	99%	18.08%
厦门银行	0.86%	0.83%	-3	19.24%	1.26%	-17.99%	3.04%	2.74%	-30	1.46%	1.42%	-3	94%	82%	-12.48%
沪农商行	0.97%	0.97%	0	2.56%	0.21%	-2.35%	1.28%	1.77%	50	1.45%	1.42%	-4	92%	91%	-1.23%
渝农商行	1.17%	1.17%	0	3.88%	2.30%	-1.59%	1.46%	1.48%	2	1.32%	1.41%	8	77%	85%	8.13%
青农商行	1.77%	1.75%	-2	1.50%	-1.72%	-3.22%	5.02%	4.96%	-6	2.89%	2.87%	-2	80%	79%	-0.47%
紫金银行	1.24%	1.24%	0	0.84%	0.82%	-0.02%	1.41%	1.58%	16	1.42%	1.47%	5	82%	83%	0.83%
无锡银行	0.78%	0.78%	0	6.07%	1.25%	-4.83%	0.55%	0.53%	-2	0.89%	0.87%	-2	73%	83%	10.71%
苏农银行	0.90%	0.90%	0	2.73%	2.53%	-0.20%	1.20%	1.29%	8	1.15%	1.22%	7	74%	75%	0.86%
江阴银行	0.86%	0.86%	0	3.64%	1.32%	-2.32%	1.22%	1.03%	-19	1.35%	1.06%	-29	62%	85%	23.15%
瑞丰银行	0.97%	0.98%	1	4.94%	-0.77%	-5.71%	1.45%	1.61%	16	1.69%	1.94%	25	75%	77%	1.92%
常熟银行	0.76%	0.76%	0	-2.75%	1.16%	3.91%	1.49%	1.57%	8	1.43%	1.62%	20	75%	76%	0.90%
张家港行	0.94%	0.94%	0	5.26%	1.53%	-3.74%	1.56%	1.31%	-25	1.92%	1.64%	-28	87%	85%	-2.03%
国有	1.27%	1.27%	0	4.18%	1.44%	-2.74%	1.65%	1.62%	-3	1.28%	1.35%	7	70%	73%	3.33%
股份	1.20%	1.20%	-1	2.12%	-0.65%	-2.77%	1.94%	1.92%	-2	1.77%	1.71%	-6	82%	86%	3.53%
城商	1.03%	1.02%	-1	5.58%	2.27%	-3.31%	1.51%	1.40%	-11	1.42%	1.41%	-1	81%	87%	6.48%
农商	1.08%	1.07%	0	2.68%	0.78%	-1.90%	1.68%	1.80%	13	1.54%	1.55%	1	81%	84%	3.27%
全部	1.23%	1.23%	0	3.79%	1.03%	-2.76%	1.70%	1.67%	-4	1.41%	1.44%	3	73%	77%	3.51%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.2、个贷脱期法认定下，90天以上逾期贷款偏离度上升

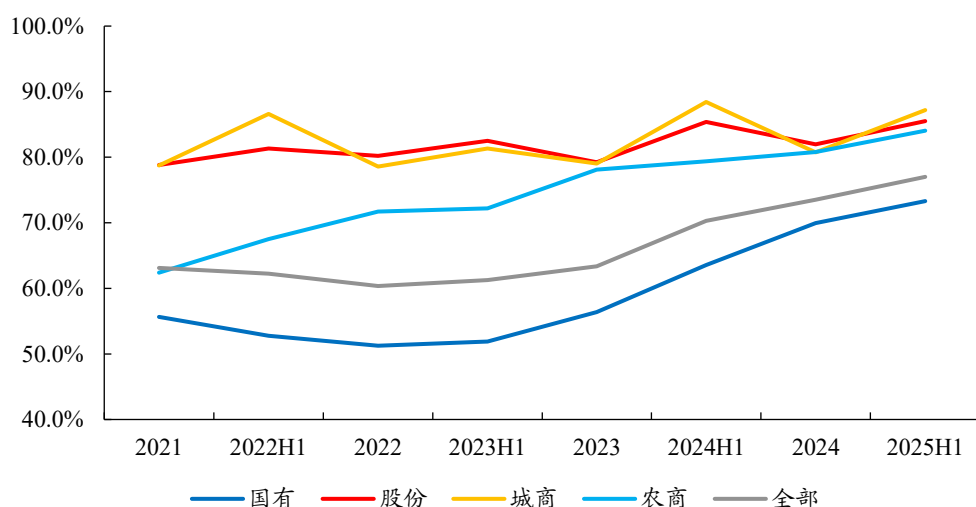
90天以上逾期/不良通常衡量商业银行对不良认定充分程度。90天以上逾期/不良（亦称作90天以上逾期贷款偏离度）越小，意味着非90天以上逾期纳入不良的比率越多，通常该指标越小，即代表银行风险分类更加严格，不良的认定标准更高。

当前90天以上逾期贷款偏离度上升，并非代表银行不良认定放松。2025H1上

市银行 90 天以上逾期贷款偏离度较 2024 年上升 3.51pct，各类行均上行（城商行上升 6.48pct 幅度更显著）。再次审视该指标，我们认为当前环境下，逾期偏离度上行与不良认定放松二者不能简单挂钩。由于当前不良新生主要来自于个贷，这部分贷款的不良认定依据脱期法，即完全参照逾期天数，故 90 天逾期偏离度的上升仅反映了零售不良占比的上升，无法由此推断银行不良认定放松。

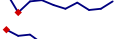
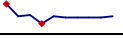
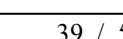
部分区域中小行不良新生压力仍存。我们测算不良生成率时，以不良贷款的净变化（期末-期初）还原核销及转出的贷款减值准备。总体上，国有行不良生成率边际上行，其余类型银行不良生成水平边际略降，但并非代表银行零售风险出现拐点。一方面部分银行在年内加大清收力度，降低了核销规模，受清收因素影响其实际不良生成水平理应更高；另一方面结合零售不良数据看，中小银行零售不良率抬升幅度更大，亦说明部分区域内零售客群还款能力及意愿均下降。

中报各类行 90 天以上逾期/不良均呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图60: 测算国股行不良生成率上升，其余银行边际下降，但并非代表风险出现拐点

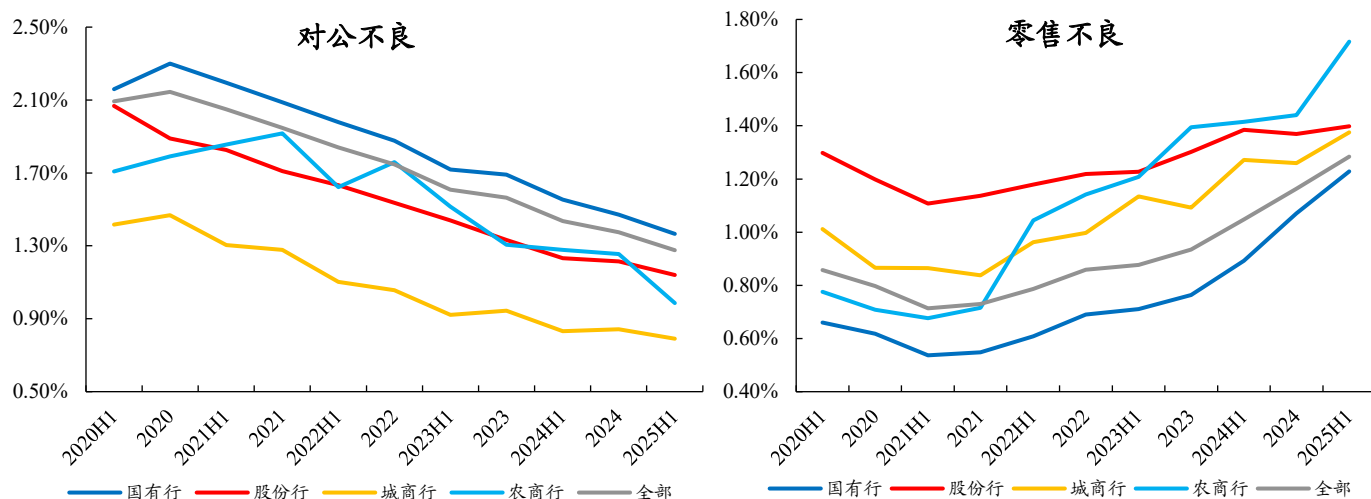
银行名称	测算不良生成率(%)										测算趋势
	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1	
工商银行	1.04	0.63	0.54	0.73	0.55	0.52	0.45	0.46	0.43	0.51	
建设银行	1.02	0.62	0.58	0.57	0.60	0.46	0.57	0.55	0.55	0.58	
农业银行	1.04	0.57	0.59	-1.63	0.55	0.55	0.47	0.52	0.44	0.60	
中国银行	0.72	0.65	0.61	0.58	0.54	0.66	0.54	0.47	0.50	0.62	
邮储银行	0.34	0.30	0.35	0.53	0.56	0.43	0.53	0.55	0.65	0.79	
交通银行	1.37	0.92	0.80	0.82	0.73	0.50	0.52	0.49	0.53	0.49	
招商银行	1.00	0.62	0.64	0.86	0.83	0.83	0.85	0.81	0.88	0.78	
浦发银行	1.69	1.60	1.75	1.14	1.32	1.06	1.15	1.11	1.16	0.99	
兴业银行	1.42	0.56	0.80	1.29	1.19	1.26	1.35	1.18	1.15	1.27	
中信银行	1.91	1.20	1.30	1.16	1.14	1.16	1.16	1.26	1.14	1.11	
民生银行	2.37	1.29	1.48	1.34	1.26	0.95	1.07	1.01	1.18	1.09	
光大银行	2.06	1.80	1.79	1.58	1.55	1.35	1.52	1.47	1.28	1.18	
平安银行	2.40	1.16	1.80	2.24	2.24	2.23	2.47	2.22	2.37	2.21	
华夏银行	1.80	1.37	1.21	1.05	1.13	1.29	1.26	1.15	1.26	1.41	
浙商银行	1.17	1.29	1.08	0.92	1.20	1.18	0.95	1.82	1.66	1.52	
北京银行	1.15	0.68	1.02	0.88	0.75	0.67	0.79	0.98	1.00	1.00	
上海银行	1.51	0.61	0.88	0.74	0.97	1.02	1.15	0.71	1.03	1.46	
江苏银行	0.98	0.67	0.80	0.85	0.88	0.96	1.10	1.41	1.51	1.10	
南京银行	1.17	0.84	0.82	1.44	1.02	0.79	0.97	1.31	1.25	1.17	
宁波银行	0.79	0.50	0.71	1.11	1.00	0.87	0.96	1.28	1.27	1.05	
杭州银行	0.30	0.18	0.17	0.17	0.26	0.28	0.45	0.62	0.80	0.66	
长沙银行	1.43	1.37	1.42	1.05	1.27	1.08	1.31	1.15	1.28	1.44	
成都银行	0.52	-0.01	0.07	0.02	0.06	0.16	0.18	0.31	0.27	0.18	
重庆银行	1.05	2.50	1.92	1.30	1.82	0.06	0.56	0.70	0.85	0.72	
贵阳银行	2.12	0.50	1.40	1.52	1.11	0.79	1.31	0.69	0.79	1.41	
青岛银行	1.53	1.13	1.27	0.72	0.83	0.37	0.57	0.54	0.52	0.58	
齐鲁银行	0.98	0.69	0.95	1.26	1.01	0.85	0.81	0.76	0.63	0.31	
郑州银行	2.89	1.39	1.71	1.42	2.07	1.47	1.60	0.13	1.17	0.98	
苏州银行	0.71	0.00	0.23	-0.20	0.05	0.24	0.32	0.47	0.60	0.72	
西安银行	0.79	0.83	1.27	1.72	1.46	0.66	0.83	1.35	1.23	0.77	
厦门银行	0.38	0.34	0.40	0.51	0.53	0.66	0.51	0.77	0.80	0.85	
沪农商行	0.57	-1.48	0.30	0.35	0.32	0.46	0.56	0.74	0.73	0.51	
渝农商行	2.57	1.20	1.73	0.68	1.29	0.74	0.72	0.84	0.91	0.78	
青农商行	1.83	1.18	2.03	2.60	2.22	1.68	2.05	3.01	2.12	1.69	
紫金银行	1.21	0.45	0.57	0.02	0.23	0.31	0.38	0.49	0.65	0.75	
无锡银行	0.59	-0.08	0.09	0.24	0.36	0.25	0.35	0.59	0.88	0.83	
苏农银行	1.23	0.38	0.42	0.38	0.55	0.40	0.67	0.97	0.86	1.23	
江阴银行	2.71	0.22	0.33	0.50	0.43	0.99	1.40	1.05	1.34	1.30	
瑞丰银行	0.86	0.91	0.66	0.74	0.56	0.62	0.48	0.60	0.59	0.53	
常熟银行	0.85	0.32	0.36	0.46	0.59	0.76	0.92	1.26	1.47	1.32	
张家港行	1.92	0.25	0.44	0.87	1.01	1.27	1.50	1.04	1.36	1.12	
国有	0.95	0.62	0.58	0.19	0.57	0.53	0.51	0.50	0.50	0.58	
股份	1.75	1.16	1.29	1.27	1.28	1.21	1.28	1.25	1.26	1.19	
城商	1.14	0.71	0.90	0.89	0.90	0.75	0.90	0.95	1.06	0.99	
农商	1.48	0.16	0.91	0.70	0.84	0.72	0.83	1.03	1.03	0.89	
全部	1.18	0.76	0.79	0.52	0.78	0.72	0.73	0.72	0.73	0.76	

数据来源: Wind、各银行财报、开源证券研究所(测算不良生成额时还原核销处置)

3.2、对公、零售贷款资产质量走势分化

上市银行对公不良率呈改善趋势，零售不良率持续向上反弹。2025 年中报样本银行对公不良率为 1.28%，不良水平较 2024 年末改善 9bp 修复趋势明显，中小行对公不良率低于国股行。对公资产质量改善的同时，零售风险持续反弹，中报样本银行零售不良率同为 1.28%与对公持平，较 2024 年抬升 12bp，零售不良斜率变化反映风险近年加速上行，而国有行零售不良绝对水平仍处低位反映其客群优势。

图61：2021 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



数据来源：Wind、开源证券研究所（样本银行为持续披露零售及对公不良数据的 6 家国有行、9 家股份行、9 家城商行及 3 家农商行）

3.2.1、对公资产质量整体改善，房地产风险仍有反弹

对公不良率整体下行，主要行业风险普降。当前企业经营仍处偏弱阶段，但对公信贷风险持续修复，这一方面源于商业银行压降涉险客户同时限制高风险客户准入，故对公客群质量显著提升；另一方面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仍具规模体量优势，资金仍可满足其正常经营及还本付息。中报上市银行主要对公行业中，交运、制造业、租赁商服、批发零售不良率较 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。

对公房地产风险有所反弹。2025 中报上市银行对公房地产不良率走势分化，部分银行边际有所改善，但亦有银行风险反弹幅度较大，浦发、上海、江苏、重庆等房地产不良率抬升幅度均超 100bp，部分银行建筑业不良水平亦同步抬升。这反映了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。

图62：中报上市银行对公贷款不良率整体呈改善态势，房地产风险有所反弹（%，变化为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	3.44	(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	1.06	(33)
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	0.00	(9)	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)

数据来源：Wind、开源证券研究所（四大行为境内口径，南京银行为母行口径）

3.2.2、零售风险仍持续，中小行个贷不良上行幅度显著

个别股份行、城商行零售资产质量边际改善，其余银行零售不良率均上升。2025中报上市银行零售不良率整体上行，城、农商行上升幅度高于国股行。关注到部分股份行、城商行零售不良边际下降（兴业、光大、平安、江苏），一方面源于个贷的处置力度的加大，另一方面部分银行零售体系重塑，前期对高风险客户的压降成效在如今体现，但风险修复可持续性仍待观察，部分城市房价下行仍冲击抵押品的估值，同步影响了按揭、房抵经营贷的违约概率及损失率。

国有行零售不良率升幅趋缓，可对其资产质量保持乐观。2025中报国有行零售不良率边际上升幅度在10~25bp，建行、农行和邮储上升幅度有限（10bp左右），不良上升幅度较2024年放缓。各家国有行零售风险压力来源存有差异，如交行压力来自信用卡，工行、农行、中行压力来自经营贷。由于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，因此国有行零售不良指标参考价值更高；此外国有行基于客群优势，零售不良率绝对水平在上市银行中仍低，故未来仍可对其零售资产质量保持乐观。

图63：中报上市银行零售贷款不良率整体上升，中小行不良率抬升幅度大于国股行（%，变化为bp）

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	0.00	(204)	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	3.50	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

数据来源：Wind、开源证券研究所（四大行为境内口径，南京银行和中信银行零售分项为母行口径，部分银行消费贷口径包含信用卡）

3.3、国股行与中小行拨备指标趋势分化

国股行拨备指标提升，中小行拨备降幅放缓。2025 中报上市银行拨备覆盖率为 238.53%，环比上升 0.46pct；拨贷比为 2.93%，环比略持平。银行中报拨备变化具有如下特点：第一、银行拨备水平自 2024Q3 以来持续下降，中报拨备覆盖率由降转升；第二、国股行拨备覆盖率环比均上升（不到 1pct），其中国有行主要源于贷款减值损失同比多计提；第三、城、农商行拨备覆盖率环比分别下降 6.13pct 和 1.53pct，部分中小行调降幅度较大（上海、江苏、南京等超 10pct，苏农超 30pct），但相比于 Q1，中小行拨备降幅整体趋缓。

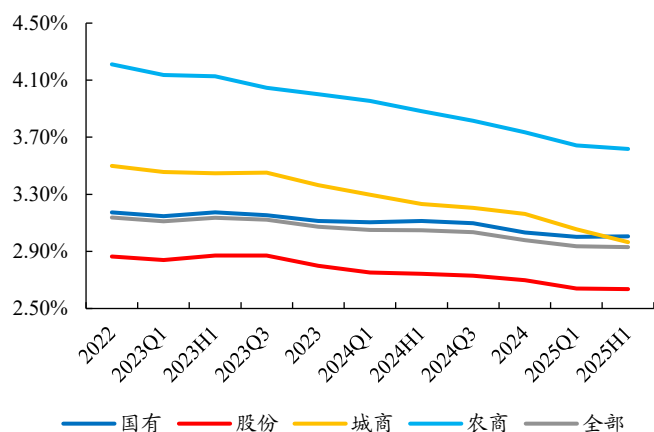
图64：中报拨备覆盖率边际上升，国有行贷款减值损失同比多计提

银行名称	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		
	1Q25	1H25	变化	1Q25	1H25	变化 (bp)	1Q25	1H25	变化	2024	1H25	变化	2024	1H25	变化 (bp)
工商银行	216%	218%	2.0%	2.87%	2.89%	2	-4.9%	2.4%	7.3%	-14.6%	8.1%	22.7%	0.45%	0.70%	25
建设银行	237%	239%	2.6%	3.14%	3.18%	4	0.0%	22.8%	22.9%	-17.8%	33.7%	51.5%	0.48%	0.87%	39
农业银行	298%	295%	-2.8%	3.81%	3.77%	-4	2.6%	-3.0%	-5.6%	-6.6%	-1.2%	5.4%	0.55%	0.76%	21
中国银行	198%	197%	-0.6%	2.47%	2.44%	-3	-7.7%	-5.1%	2.6%	13.9%	-10.7%	-24.6%	0.58%	0.58%	0
邮储银行	266%	260%	-5.8%	2.41%	2.39%	-2	53.3%	34.6%	-18.6%	11.7%	46.5%	34.9%	0.35%	0.50%	15
交通银行	200%	210%	9.1%	2.59%	2.68%	9	-13.5%	-0.4%	13.0%	-9.5%	-4.3%	5.2%	0.60%	0.68%	8
招商银行	410%	411%	0.9%	3.84%	3.83%	-1	-10.0%	-8.5%	1.5%	-6.5%	-8.2%	-1.7%	0.65%	0.67%	2
浦发银行	187%	194%	7.0%	2.49%	2.54%	5	5.3%	-1.1%	-6.4%	-0.3%	11.2%	11.5%	1.07%	0.97%	-10
兴业银行	233%	229%	-4.9%	2.52%	2.46%	-6	-11.4%	-12.2%	-0.8%	-23.1%	10.8%	33.9%	0.92%	0.97%	5
中信银行	207%	208%	0.4%	2.40%	2.40%	0	-14.4%	-14.0%	0.4%	5.7%	-15.0%	-20.8%	0.94%	0.88%	-6
民生银行	144%	145%	0.8%	2.11%	2.14%	3	42.7%	27.7%	-15.0%	-2.0%	29.4%	31.4%	0.88%	1.05%	17
光大银行	174%	172%	-2.0%	2.18%	2.15%	-3	-15.6%	-21.6%	-6.0%	-16.3%	-19.5%	-3.3%	0.98%	0.77%	-21
平安银行	237%	238%	1.9%	2.50%	2.51%	1	-20.9%	-16.0%	4.9%	-15.8%	0.5%	16.3%	1.56%	1.41%	-15
华夏银行	157%	157%	-0.2%	2.53%	2.51%	-2	-18.1%	-10.8%	7.3%	1.2%	-4.0%	-5.2%	1.10%	1.04%	-7
浙商银行	171%	170%	-1.4%	2.36%	2.31%	-5	-20.4%	-10.9%	9.5%	78.4%	-24.4%	-102.8%	1.45%	1.16%	-30
北京银行	198%	196%	-2.3%	2.57%	2.54%	-3	-4.5%	-6.0%	-1.5%	36.3%	-4.8%	-41.1%	0.89%	0.73%	-16
上海银行	271%	244%	-27.6%	3.20%	2.87%	-33	18.9%	9.8%	-9.2%	11.1%	30.6%	19.5%	0.84%	0.79%	-5
江苏银行	344%	331%	-12.5%	2.88%	2.77%	-11	28.2%	48.2%	19.9%	1.1%	22.6%	21.5%	1.06%	0.93%	-13
南京银行	324%	312%	-12.0%	2.68%	2.60%	-8	13.8%	12.0%	-1.8%	27.3%	9.7%	-17.6%	0.91%	0.89%	-2
宁波银行	371%	374%	3.6%	2.81%	2.84%	3	26.5%	30.6%	4.1%	7.6%	28.1%	20.5%	0.85%	1.09%	24
杭州银行	530%	521%	-9.2%	4.04%	3.95%	-9	-56.9%	-43.9%	13.0%	55.4%	-27.6%	-82.9%	0.97%	0.68%	-29
长沙银行	310%	310%	-0.1%	3.65%	3.62%	-3	16.4%	2.4%	-14.0%	2.9%	11.4%	8.5%	1.52%	1.60%	7
成都银行	456%	453%	-3.3%	3.01%	2.98%	-3	-3.5%	5.8%	9.3%	9.4%	-34.5%	-43.9%	0.44%	0.37%	-6
重庆银行	248%	248%	0.7%	3.00%	2.91%	-9	6.5%	17.9%	11.3%	16.1%	-15.8%	-31.9%	0.86%	0.68%	-18
贵阳银行	237%	239%	2.1%	3.93%	4.05%	12	-43.7%	-25.5%	18.3%	-24.0%	-10.7%	13.3%	0.96%	1.12%	17
青岛银行	251%	253%	1.3%	2.84%	2.84%	0	17.5%	16.4%	-1.1%	16.2%	19.0%	2.8%	0.74%	0.91%	16
齐鲁银行	324%	343%	19.2%	3.78%	3.74%	-4	-10.1%	-2.8%	7.3%	-20.4%	-25.4%	-5.0%	0.92%	0.79%	-13
郑州银行	191%	179%	-12.0%	3.42%	3.16%	-26	0.7%	10.9%	10.1%	-12.8%	39.5%	52.3%	1.37%	1.06%	-31
苏州银行	447%	438%	-9.3%	3.72%	3.63%	-9	-0.5%	14.4%	14.9%	9.8%	-23.6%	-33.4%	0.54%	0.34%	-20
西安银行	190%	206%	15.6%	3.06%	3.28%	22	20.7%	103.0%	82.3%	86.0%	91.9%	5.9%	1.43%	1.81%	38
厦门银行	314%	322%	8.1%	2.69%	2.66%	-3	-79.0%	-9.7%	69.3%	8.6%	-27.1%	-35.7%	0.40%	0.35%	-5
沪农商行	339%	337%	-2.7%	3.29%	3.26%	-3	-48.5%	-19.8%	28.7%	-7.4%	11.9%	19.2%	0.29%	0.21%	-8
渝农商行	363%	356%	-7.8%	4.25%	4.16%	-9	-19.2%	-27.6%	-8.4%	30.8%	-33.8%	-64.6%	0.79%	0.45%	-34
青农商行	247%	249%	2.2%	4.37%	4.36%	-1	-15.1%	-19.2%	-4.2%	16.1%	-23.3%	-39.4%	2.01%	1.50%	-51
紫金银行	203%	200%	-2.0%	2.51%	2.50%	-1	-14.3%	4.7%	19.0%	-44.7%	21.3%	66.0%	0.22%	0.68%	46
无锡银行	431%	425%	-5.7%	3.36%	3.33%	-3	7.7%	10.5%	2.8%	83.9%	-7.4%	-91.3%	0.51%	0.54%	2
苏农银行	420%	387%	-33.2%	3.78%	3.48%	-30	-3.1%	-30.4%	-27.2%	-22.7%	-42.1%	-19.4%	0.51%	0.48%	-4
江阴银行	350%	381%	31.2%	3.00%	3.26%	26	0.0%	-3.3%	-3.3%	-25.2%	-10.3%	14.9%	0.49%	1.31%	82
瑞丰银行	326%	340%	14.2%	3.17%	3.34%	17	16.4%	-6.5%	-22.9%	66.6%	0.6%	-66.0%	0.90%	1.04%	15
常熟银行	490%	490%	0.0%	3.74%	3.74%	0	13.4%	11.0%	-2.4%	51.4%	-22.5%	-73.9%	1.17%	1.08%	-9
张家港行	375%	384%	8.5%	3.52%	3.61%	9	5.6%	-2.3%	-7.9%	3.6%	15.5%	11.9%	0.68%	1.23%	55
国有	236%	237%	0.9%	3.00%	3.01%	0	-1.1%	5.4%	6.5%	-7.0%	8.4%	15.5%	0.50%	0.71%	20
股份	219%	220%	0.7%	2.64%	2.64%	0	-7.6%	-7.8%	-0.2%	-5.5%	-1.8%	3.7%	0.99%	0.94%	-5
城商	297%	290%	-6.1%	3.05%	2.96%	-9	7.7%	11.9%	4.2%	12.7%	7.7%	-4.9%	0.92%	0.87%	-5
农商	339%	337%	-1.5%	3.64%	3.62%	-2	-12.6%	-12.1%	0.4%	16.9%	-16.5%	-33.3%	0.73%	0.66%	-6
全部	238%	239%	0.5%	2.94%	2.93%	0	-2.4%	1.4%	3.8%	-4.3%	5.0%	9.3%	0.65%	0.77%	12

数据来源：Wind、开源证券研究所

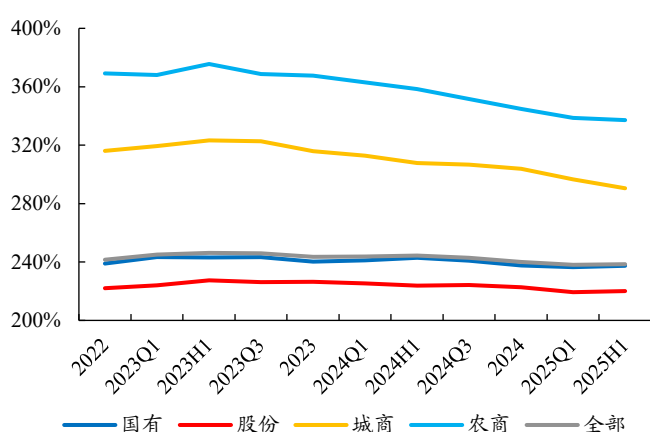
中小行拨备覆盖率下降原因：不良与拨备增长不匹配。中报各类银行拨备计提仍呈分化趋势，一方面城商行同比仍多计提，突显区域零售客群风险压力，另一方面大行拨备计提同比由负转正，主要受建行、邮储两家影响，农行、中行同比仍少计提，但国有行仍具有资本优势及较强的不良清收能力，预计后续拨备反哺能力空间充足。此外受去年同期高基数影响，农商行拨备同比大幅少计提，同步导致农商行拨备指标略降。中小行拨备覆盖率整体下降，主要源于拨备增速低于不良增速，反映当前中小行普遍面临的问题，即拨备计提力度与不良增速二者较难平衡。

图65: 2025H1 上市银行拨贷比略持平



数据来源: Wind、开源证券研究所

图66: 中报国股行拨备覆盖率略有提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、投资策略：利率期权与红利价值稳固，竞争版图重构选股

4.1、银行板块投资价值的双视角论证

4.1.1、利率下行增厚权益价值，隐含 PB 更低

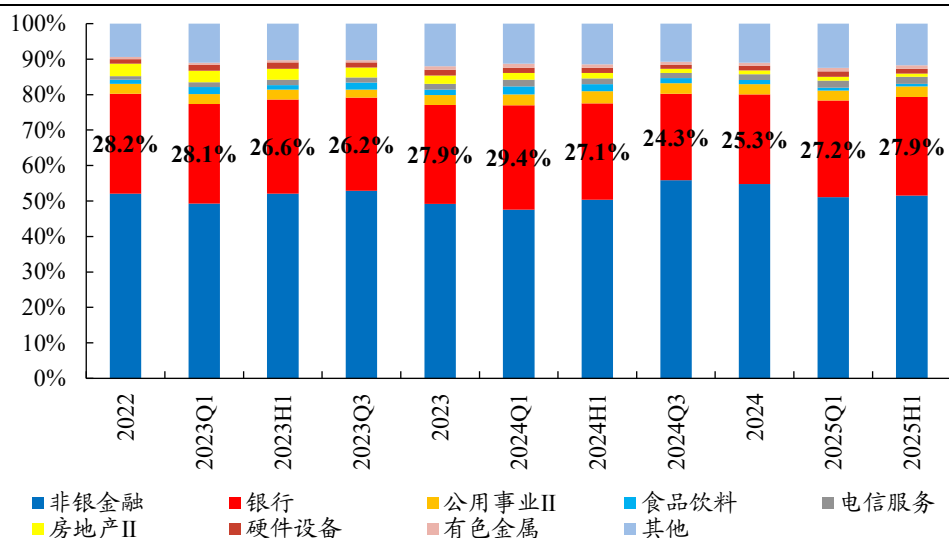
我们认为在需求暂未显著回暖，银行基本面未见明显改善前，利率环境对银行股的投资逻辑有较大影响。一是根据银行财报披露的利率敏感性分析，静态来看利率上行对银行的报表业绩冲击较大；二是在资产负债久期错配拉大的情况下，利率上行将使权益经济价值（EVE）缩水。但反过来讲，利率环境若呈低位震荡下行的态势，则银行的 EVE 将被增厚，银行的 PB 比报表静态展示的要更低，银行股虽然过去 2 年涨幅较大但并不高估。

4.1.2、稳定红利确定性强且稀缺，中期业绩回升打消了部分对银行利润波动的担忧

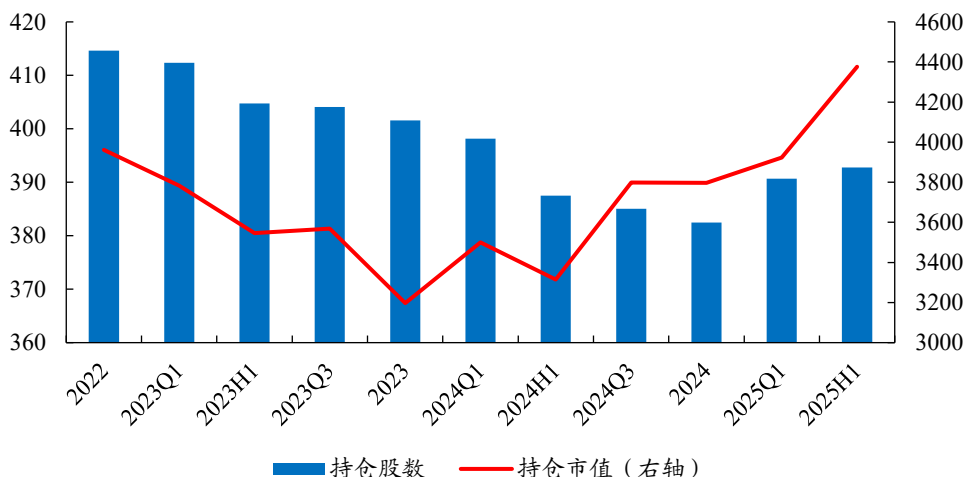
（1）资金角度，险企等增量资金配置银行具可持续性

2024Q3 以来险资重仓银行股市值持续回升。从市值占比来看，2024Q3 险资重仓 A 股银行市值占比降至 24.3%，主要源于持股数量达阶段性低位。基于前述险资增配银行股的五个原因，及险资重仓基于战略角度对银行配置的诉求，未来险资重仓银行股数量及市值有望同步提升。

险资重仓对银行股配置偏好回升。2024Q3 险资重仓 A 股银行市值 24.3% 为近年低点，随后得益于银行股行情持续走强，即持仓数量的回升，险资重仓市值占比延续上行趋势。该变化或反映险资配置银行趋势性转变，2025Q1 当季险资重仓持股数量自 2022 年以来首度环比回升，2025H1 延续回升态势至 27.9%。我们于报告《险资增配动因与 PB-ROE 估值曲线演变“新范式”》中提出险资增配银行股的五个因素，同时基于险资战略角度对银行配置的诉求，未来险资重仓银行股数量及市值有望同步提升。

图67：2025 年以来保险重仓银行市值占比延续回升


数据来源：Wind、开源证券研究所（占比=险资重仓行业市值/险资全部重仓市值）

图68：2025 年以来保险重仓银行股持股数量市值均上升（单位：亿股、亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所（对应市值截至日期为 2025.06.30）

险资重仓增配股份行，后续或仍有空间。在险资重仓银行市值占比中，股份行占比显著高于其他类型银行，一方面源于集团内股东的持股（如平安集团为平安银行大股东），另一方面则体现险资对股份行长期配置的需求（如和谐健康保险长期持股招行），2025 中报险资重仓部分股份行（浦发、中信、民生、浙商）比例显著提升。

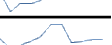
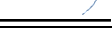
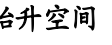
政策及市场两端驱动险企资金加速入市。**政策端：**2025 年 1 月国新办新闻发布会上，证监会主席吴清提到“力争大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股”。**市场端：**过往险企发行产品中传统险一家独大，在预定利率调降下传统险、分红险的吸引力此降彼升，2025 中报分红险产品销售持续修复，如中国太保上半年分红险新保期缴规模分红险占比提升至 42.5%，新华保险分红险中长期险首年保费增量亦显著提升。产品由传统向分红型切换过程中分红险销售持续回暖，为获取超额收益，现在在分红险产品下配置高股息银行将具有较高的可持续性。

表 6: 上市险企新增保费中，首年及新缴分红险保费增量显著提升（百万元）

险企	分红险			传统险			万能险		
	2024H1	2025H1	同比	2024H1	2025H1	同比	2024H1	2025H1	同比
中国平安	35,420	49,920	41%	125,009	135,854	9%	72,531	57,730	-20%
中国人保	28,768	11,417	-60%	41,176	70,079	70%	64	62	-3%
新华保险	14,631	18,269	25%	54,550	74,299	36%	28	31	11%
	其中：长期险首年保费								
	2	4,627	231250%	17,873	33,955	90%	-	-	-
中国太保	38,446	37,299	-3%	107,064	123,250	15%	16,399	23,046	41%
	其中：新保期缴								
	684	10,128	1381%	23,640	13,725	-42%			
中国人寿	分红险实现快速增长，占个险渠道首年期交保费比重超 50%								

数据来源：各险企财报、开源证券研究所

图69: 2025 年中报险资重仓持股份行比例上升

银行	2022	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023	2024Q1	2024H1	2024Q3	2024	2025Q1	2025H1	趋势
建设银行	0.13%	0.13%	0.10%	0.10%	0.13%	0.10%	0.09%	0.10%	0.12%	0.12%	0.12%	
中国银行	0.13%		0.14%	0.13%	0.12%	0.12%	0.13%	0.10%	0.12%	0.12%	0.08%	
邮储银行	0.44%	0.75%	0.67%	0.68%	0.72%	0.75%	0.73%	0.46%	0.41%	0.39%	0.37%	
招商银行	3.16%	4.86%	4.69%	4.62%	4.63%	5.16%	3.17%	2.73%	2.96%	3.39%	3.31%	
浦发银行	4.26%	3.11%	3.16%	3.03%	3.36%	3.48%	3.92%	3.77%	3.98%	4.20%	5.14%	
兴业银行	3.81%	3.51%	3.28%	3.34%	3.95%	3.70%	4.03%	3.45%	3.56%	4.45%	3.57%	
中信银行										0.26%	0.42%	
民生银行	2.16%	2.23%	2.45%	2.46%	2.82%	2.50%	2.28%	1.89%	2.02%	1.99%	2.22%	
光大银行	0.11%	0.09%	0.10%	0.09%	0.10%	0.11%	0.11%	0.10%	0.11%	0.11%	0.11%	
平安银行	9.37%	10.59%	9.52%	9.31%	9.26%	9.99%	9.39%	8.80%	8.75%	8.77%	8.64%	
华夏银行	1.46%	1.03%	1.04%	1.08%	1.26%	1.39%	1.34%	1.22%	1.37%	1.39%	1.29%	
浙商银行	0.56%	0.17%	0.33%	0.32%	0.37%	0.62%	0.61%	0.51%	0.52%	0.55%	0.58%	
北京银行	0.43%	0.29%	0.33%	0.40%	0.46%	0.66%	0.67%	0.37%	0.41%	0.42%	0.43%	
南京银行	0.31%	0.27%	0.24%	0.24%	0.26%	0.31%	0.35%	0.29%	0.29%	0.29%	0.30%	
杭州银行		0.10%									0.35%	
长沙银行		0.04%	0.03%									
贵阳银行	0.04%	0.04%	0.03%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.03%	0.04%	0.04%	0.04%	
苏州银行										0.06%	0.15%	
沪农商行	0.59%	0.18%	0.17%	0.18%	0.21%	0.24%	0.23%	0.46%	0.55%	0.56%	0.60%	
无锡银行	0.06%	0.04%	0.04%	0.04%	0.05%	0.07%	0.07%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	
常熟银行									0.02%	0.02%	0.03%	

数据来源：Wind、开源证券研究所（占比=险资重仓银行市值/险资全部重仓市值，对应市值截至日期为 2025.06.30）

（2）业绩角度，2025 年中报强化了稳定红利属性，类债性估值仍有抬升空间

红利策略下国有行估值仍具提升空间。当前国有行中，农业银行 PB 估值已接近 1 倍，但在 DDM 模型 4%的必要收益率假设下，测算国有行 PB 估值仍具修复空间，测算 PB/现 PB 均超 130%，理论上仍有 30%以上的估值提升空间；股份行分化明显，部分股份行测算 PB 与当前水平接近（浦发），但亦有股份行估值提升空间仍大（招行、中信）；注意到部分城、农商行 DDM 模型下测算估值与实际 PB 相差较显著，或因市场对全国性银行（国股行）更倾向于股息定价，而对区域银行（城、农商行）

定价时更看重业绩增长，故 DDM 模型与国股行匹配度更高。据此我们认为 DDM 模型较为合理衡量了国股行的 PB 估值，故部分国股行 PB 仍具向上突破的潜能。

图70: DDM 模型与国股行匹配度更高，据此测算 PB 修复仍有空间

	基本参数及假设					情景一：必要回报率8%			情景二：必要回报6%			情景三：必要回报率4%		
	每股派息 (元)	每股净资产 (元)	现股价 (元)	现PB (倍)	归母净利润 预测增速	测算股价 (元)	测算PB (倍)	测算PB/现 PB	测算股价 (元)	测算PB (倍)	测算PB/现 PB	测算股价 (元)	测算PB (倍)	测算PB/现 PB
工商银行	0.31	10.52	7.51	0.71	1.00%	4.44	0.42	59%	6.22	0.59	83%	10.37	0.99	138%
建设银行	0.40	12.86	9.16	0.71	1.00%	5.81	0.45	63%	8.14	0.63	89%	13.57	1.06	148%
农业银行	0.24	7.65	7.28	0.95	2.00%	4.11	0.54	56%	6.17	0.81	85%	12.34	1.61	169%
中国银行	0.24	8.19	5.50	0.67	1.50%	3.79	0.46	69%	5.47	0.67	99%	9.84	1.20	179%
邮储银行	0.26	8.23	6.27	0.76	1.00%	3.77	0.46	60%	5.28	0.64	84%	8.81	1.07	140%
交通银行	0.38	12.67	7.27	0.57	1.00%	5.47	0.43	75%	7.66	0.60	105%	12.76	1.01	176%
招商银行	2.00	42.10	43.30	1.03	2.00%	34.00	0.81	79%	51.00	1.21	118%	102.00	2.42	236%
浦发银行	0.41	22.50	14.12	0.63	1.00%	5.92	0.26	42%	8.28	0.37	59%	13.80	0.61	98%
兴业银行	1.06	34.65	21.84	0.63	1.00%	15.29	0.44	70%	21.41	0.62	98%	35.69	1.03	163%
中信银行	0.35	12.75	7.90	0.62	2.00%	6.03	0.47	76%	9.04	0.71	114%	18.09	1.42	229%
民生银行	0.19	12.87	4.46	0.35	1.00%	2.77	0.22	62%	3.88	0.30	87%	6.46	0.50	145%
光大银行	0.19	8.29	3.70	0.45	1.00%	2.73	0.33	74%	3.82	0.46	103%	6.36	0.77	172%
平安银行	0.61	22.68	11.85	0.52	1.00%	8.77	0.39	74%	12.28	0.54	104%	20.47	0.90	173%
华夏银行	0.41	19.21	7.31	0.38	1.00%	5.84	0.30	80%	8.18	0.43	112%	13.64	0.71	187%
浙商银行	0.16	6.38	3.13	0.49	1.00%	2.25	0.35	72%	3.15	0.49	101%	5.25	0.82	168%
北京银行	0.32	13.02	6.07	0.47	2.00%	5.44	0.42	90%	8.16	0.63	134%	16.32	1.25	269%
上海银行	0.50	17.11	9.42	0.55	2.00%	8.50	0.50	90%	12.75	0.75	135%	25.50	1.49	271%
江苏银行	0.52	13.59	10.76	0.79	3.00%	10.72	0.79	100%	17.87	1.31	166%	53.62	3.94	498%
南京银行	0.55	14.49	11.27	0.78	3.00%	11.24	0.78	100%	18.73	1.29	166%	56.19	3.88	499%
宁波银行	0.90	33.31	28.70	0.86	3.00%	18.54	0.56	65%	30.90	0.93	108%	92.70	2.78	323%
杭州银行	0.65	18.03	15.99	0.89	3.00%	13.39	0.74	84%	22.32	1.24	140%	66.95	3.71	419%
长沙银行	0.42	17.15	9.59	0.56	2.00%	7.14	0.42	74%	10.71	0.62	112%	21.42	1.25	223%
成都银行	0.89	19.47	18.61	0.96	3.00%	18.35	0.94	99%	30.59	1.57	164%	91.77	4.71	493%
重庆银行	0.41	15.73	9.65	0.61	2.00%	7.04	0.45	73%	10.56	0.67	109%	21.11	1.34	219%
贵阳银行	0.29	17.05	6.07	0.36	1.00%	4.18	0.25	69%	5.86	0.34	97%	9.76	0.57	161%
青岛银行	0.16	6.82	5.22	0.77	3.00%	3.30	0.48	63%	5.49	0.81	105%	16.48	2.42	316%
齐鲁银行	0.27	8.31	5.80	0.70	3.00%	5.48	0.66	94%	9.13	1.10	157%	27.40	3.30	472%
郑州银行	0.02	5.00	2.06	0.41	1.00%	0.29	0.06	14%	0.40	0.08	20%	0.67	0.13	33%
苏州银行	0.40	11.09	8.36	0.75	3.00%	8.24	0.74	99%	13.73	1.24	164%	41.20	3.71	493%
西安银行	0.10	7.75	4.36	0.56	1.00%	1.44	0.19	33%	2.02	0.26	46%	3.37	0.43	77%
厦门银行	0.31	9.82	6.61	0.67	1.00%	4.47	0.46	68%	6.26	0.64	95%	10.44	1.06	158%
沪农商行	0.43	13.15	8.74	0.66	2.00%	7.34	0.56	84%	11.02	0.84	126%	22.03	1.68	252%
渝农商行	0.30	11.52	6.62	0.57	2.00%	5.18	0.45	78%	7.77	0.67	117%	15.53	1.35	235%
青农商行	0.12	6.52	3.32	0.51	2.00%	2.04	0.31	61%	3.06	0.47	92%	6.12	0.94	184%
紫金银行	0.10	5.48	2.97	0.54	2.00%	1.70	0.31	57%	2.55	0.47	86%	5.10	0.93	172%
无锡银行	0.22	10.23	6.10	0.60	2.00%	3.74	0.37	61%	5.61	0.55	92%	11.22	1.10	184%
苏农银行	0.18	9.19	5.30	0.58	3.00%	3.71	0.40	70%	6.18	0.67	117%	18.54	2.02	350%
江阴银行	0.20	7.70	4.93	0.64	3.00%	4.12	0.54	84%	6.87	0.89	139%	20.60	2.68	418%
瑞丰银行	0.20	9.76	5.59	0.57	3.00%	4.12	0.42	74%	6.87	0.70	123%	20.60	2.11	369%
常熟银行	0.25	8.79	7.63	0.87	3.00%	5.15	0.59	67%	8.58	0.98	112%	25.75	2.93	337%
张家港行	0.20	7.37	4.51	0.61	2.00%	3.40	0.46	75%	5.10	0.69	113%	10.20	1.38	226%

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至日为 2025 年 9 月 11 日）

图71: H股银行股息率更高, 招行以外A股相对H股均有溢价

银行	每股派息 (元)	股价(元)		A/H股溢 价率(%)	PB(X)	股息率			ROE(%)
		A股	H股			A股	H股	H-A	
工商银行	0.31	7.51	5.47	37.26	0.71	4.10%	5.63%	1.53%	8.32
建设银行	0.40	9.16	7.19	27.48	0.71	4.40%	5.61%	1.21%	9.42
农业银行	0.24	7.28	5.12	42.05	0.95	3.32%	4.72%	1.40%	8.95
中国银行	0.24	5.50	4.07	35.23	0.67	4.41%	5.96%	1.55%	8.10
邮储银行	0.26	6.27	5.28	18.75	0.76	4.17%	4.95%	0.78%	9.08
交通银行	0.38	7.27	6.31	15.21	0.57	5.21%	6.01%	0.79%	7.55
招商银行	2.00	43.30	44.41	-2.50	1.08	4.62%	4.50%	-0.12%	11.92
浦发银行	0.41	14.12			0.64	2.90%			7.78
兴业银行	1.06	21.84			0.63	4.85%			9.78
中信银行	0.35	7.90	6.68	18.35	0.63	4.49%	5.31%	0.82%	9.10
民生银行	0.19	4.46	3.91	14.01	0.35	4.30%	4.91%	0.60%	6.42
光大银行	0.19	3.70	3.24	14.30	0.45	5.11%	5.84%	0.73%	8.33
平安银行	0.61	11.85			0.52	5.13%			9.90
华夏银行	0.41	7.31			0.38	5.54%			6.31
浙商银行	0.16	3.13	2.55	22.59	0.49	4.98%	6.11%	1.13%	7.68
北京银行	0.32	6.07			0.47	5.27%			8.13
上海银行	0.50	9.42			0.55	5.31%			10.22
江苏银行	0.52	10.76			0.80	4.84%			12.79
南京银行	0.55	11.27			0.78	4.84%			12.77
宁波银行	0.90	28.70			0.89	3.14%			12.36
杭州银行	0.65	15.99			0.90	4.07%			15.73
长沙银行	0.42	9.59			0.56	4.38%			10.96
成都银行	0.89	18.61			1.00	4.79%			15.18
重庆银行	0.41	9.65	7.04	37.08	0.61	4.29%	5.88%	1.59%	10.31
贵阳银行	0.29	6.07			0.36	4.78%			7.38
青岛银行	0.16	5.22	4.05	28.93	0.77	3.07%	3.95%	0.89%	13.62
齐鲁银行	0.27	5.80			0.75	4.59%			11.11
郑州银行	0.02	2.06	1.21	69.85	0.41	0.97%	1.65%	0.68%	5.92
苏州银行	0.40	8.36			0.75	4.78%			11.24
西安银行	0.10	4.36			0.56	2.29%			7.97
厦门银行	0.31	6.61			0.67	4.69%			7.29
沪农商行	0.43	8.74			0.66	4.94%			11.19
渝农商行	0.30	6.62	5.57	18.82	0.57	4.60%	5.47%	0.87%	11.47
青农商行	0.12	3.32			0.52	3.61%			10.35
紫金银行	0.10	2.97			0.54	3.37%			9.05
无锡银行	0.22	6.10			0.61	3.61%			11.57
苏农银行	0.18	5.30			0.58	3.40%			12.88
江阴银行	0.20	4.93			0.64	4.06%			9.01
瑞丰银行	0.20	5.59			0.57	3.58%			9.34
常熟银行	0.25	7.63			0.88	3.28%			13.46
张家港行	0.20	4.51			0.61	4.43%			10.01

数据来源: Wind、开源证券研究所(数据截至日为2025年9月11日)

4.1.3、存贷竞争版图重构，及资产质量视角选个股

存贷业务将逐渐向大型综合化或小型特色化银行集中。资产端：信贷资源或进一步向大型银行集中，下阶段的信贷定价反内卷以及消费贷贴息政策，或使全国性银行能抢占需求回暖下的先机。负债端：存款向综合化全牌照银行转移，中小行冗余流动性收缩，或影响其对债券市场的投入。我们建议关注两类银行的优势，（1）零售存款沉淀型——国有大行，具有网点广度优势，储蓄存款占比高且成本低；对公资源禀赋型——部分城商行：对公活期存款占比高，政府资源禀赋好，多为社保、医保、公积金等领域重点合作银行，如杭州银行、成都银行、北京银行等；

风险视角，选择资产质量扎实、潜在风险暴露少，且具备利润调节空间的银行。

图72：部分银行零售风险改善不依赖于核销，故无需多计提拨备

银行名称	零售不良环比 (bp)				贷款减值损失同比			
	2023	2024H1	2024	2025H1	2023	2024H1	2024	2025H1
工商银行	5	20	25	20	0.2%	-12.9%	-14.6%	8.1%
建设银行	5	18	14	11	3.5%	-6.1%	-17.8%	33.7%
农业银行	15	6	25	14	-1.5%	1.9%	-6.6%	-1.2%
中国银行	1	11	10	18	14.4%	17.2%	13.9%	-10.7%
邮储银行	3	2	14	10	-28.5%	-6.2%	11.7%	46.5%
交通银行	(15)	17	10	25	-5.1%	-7.8%	-9.5%	-4.3%
招商银行	5	2	6	6	3.3%	-6.8%	-6.5%	-8.2%
浦发银行	(5)	13	6	5	-14.5%	-17.9%	-0.3%	11.2%
兴业银行	3	0	(7)	(13)	77.4%	-25.6%	-23.1%	10.8%
中信银行	14	9	(4)	3	-10.7%	8.9%	5.7%	-15.0%
民生银行	11	17	10	9	-4.5%	-6.8%	-2.0%	29.4%
光大银行	18	11	(7)	(2)	-5.3%	-18.9%	-16.3%	-19.5%
平安银行	2	5	(3)	(12)	-2.1%	-14.1%	-15.8%	0.5%
华夏银行	14	49	(38)	46	-5.5%	-11.5%	1.2%	-4.0%
浙商银行	41	(6)	(7)	20	-16.0%	48.7%	78.4%	-24.4%
北京银行	18	20			3.2%	26.1%	36.3%	-4.8%
上海银行	(9)	22	3	17	-6.3%	-17.2%	11.1%	30.6%
江苏银行	(0)	16	(4)	(5)	8.6%	-12.7%	1.1%	22.6%
南京银行	(9)	14	(35)	14	-15.2%	21.7%	27.3%	9.7%
宁波银行	1	18	1	18	0.8%	6.9%	7.6%	28.1%
杭州银行	(15)	17	1	25	88.9%	47.5%	55.4%	-27.6%
长沙银行				33	13.5%	12.5%	2.9%	11.4%
成都银行	(4)	13	10	20	-27.4%	2.5%	9.4%	-34.5%
重庆银行	33	46	27	30	-12.6%	30.9%	16.1%	-15.8%
贵阳银行		69	(62)	33	35.6%	-6.6%	-24.0%	-10.7%
青岛银行	8	51	7	36	-22.3%	20.4%	16.2%	19.0%
齐鲁银行	20	14	68	31	0.7%	-19.9%	-20.4%	-25.4%
郑州银行	(60)	(8)	(8)	(0)	-11.4%	-39.1%	-12.8%	39.5%
苏州银行	10	31	33	14	-14.9%	-3.3%	9.8%	-23.6%
西安银行					-13.6%	28.1%	86.0%	91.9%
厦门银行	1	48	26	31	-43.5%	49.6%	8.6%	-27.1%
沪农商行	18	21	0	18	-31.0%	-47.6%	-7.4%	11.9%
渝农商行	26	(2)	2	43	-45.3%	85.1%	30.8%	-33.8%
青农商行	29	(1)	3	2	-1.9%	11.7%	16.1%	-23.3%
紫金银行					85.4%	15.4%	-44.7%	21.3%
无锡银行					-52.4%	101.8%	83.9%	-7.4%
苏农银行					-9.5%	44.3%	-22.7%	-42.1%
江阴银行					-8.0%	-8.2%	-25.2%	-10.3%
瑞丰银行	28	28	(25)	33	-15.4%	51.3%	66.6%	0.6%
常熟银行	(2)	13	3	8	-1.6%	101.6%	51.4%	-22.5%
张家港行					-39.3%	17.9%	3.6%	15.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

当前经济仍处弱复苏阶段，个贷小微业务风险尚存，但2025中报仍有部分银行展示出积极的一面。一方面部分国有行在2024年末零售不良率加速抬升，但2025H1不良率上行幅度显著放缓（建行、农行、邮储），部分股份、城商行对高风险客户的

压降的成效显著，零售不良率降幅明显。另一方面，观察到银行拨备计提趋势分化，部分银行在零售资产质量压力下，贷款减值损失同比仍少计提。

我们认为兼具以上两种特征的银行在当前经营环境下具有较高的安全边际。这类银行零售风险改善主要源于内部完善的风险机制以及较强的清收能力，而并不依赖于转让核销等处置方式，故无需计提更多的拨备资源用于核销。财务数据上体现为贷款减值损失同比少计提，拨备仍对盈利形成正向贡献。数据背后逻辑在于这类银行具有较强的零售客群基础，尽管当期违约但未来收回可能性仍存，故缺乏转让核销的动力。同时在经济复苏过程中个人还款能力改善时，这类资产质量亦有望显著修复。

总结：资金属性、竞争格局、安全边际、红利策略多维选股思路——

(1) 险企资金推动行情具有可持续性。伴随银行板块估值提升，其股息率亦同步下降，若投资者要求最低收益率（必要回报率）高于股息率，则银行板块仍具配置价值。而险企资金受政策端增配 A 股的监管指导及市场端分红险销量提升，未来长期增配银行高股息标的仍具持续性。2025H1 险资重仓增配股份行，同时**招商银行、兴业银行**（受益标的）同为沪深 300 前两大银行权重股，ETF 扩容下其资金属性进一步强化。

(2) 存贷业务将逐渐向大型综合化或小型特色化银行集中，受益标的如杭州银行、成都银行、北京银行等。

(3) 部分银行零售风险改善同时少提拨备，安全边际较高。中报部分银行零售风险上行幅度稳中趋缓，亦有银行零售不良率边际改善，同时其贷款减值损失同比少计提。这类银行风险改善主要源于内部完善的风险机制以及较强的清收能力，而并不依赖于转让核销等处置方式，零售客群的优势赋予其较高的安全边际，受益标的国有行为**农业银行**，股份行里**招商银行、中信银行**兼具上述特征。

(4) 兼具盈利较强确定性及红利逻辑的城、农银行。红利逻辑与国股行更加匹配，但在国股行之外，亦有部分城、农商行盈利的客群基础及调节能力亦突出，受益标的如**江苏银行、杭州银行、渝农商行**。此外另有银行当前估值低、股息率高，其稳定的分红能力具有较高的性价比，受益标的为**北京银行**。

表 7：推荐及受益标的盈利预测与估值

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收同比增长(%)			归母净利润同比增长(%)			EPS (元/股)			评级
		2025-09-11	2025E		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
601288.SH	农业银行	1.0	0.9	10.5	2.3	0.8	2.2	4.7	2.0	2.8	0.8	0.8	0.8	未评级
600036.SH	招商银行	1.1	0.9	14.5	-0.5	-1.8	2.2	1.2	-0.1	3.2	5.9	5.8	6.0	未评级
601166.SH	兴业银行	0.6	0.6	9.9	0.7	1.0	2.7	0.1	-0.4	3.3	3.7	3.7	3.8	未评级
601998.SH	中信银行	0.6	0.5	9.8	3.8	3.7	2.5	2.3	0.4	3.3	1.3	1.3	1.3	买入
601169.SH	北京银行	0.5	0.4	8.7	4.8	3.9	3.2	0.8	1.0	4.4	1.2	1.2	1.3	未评级
600919.SH	江苏银行	0.8	0.8	13.6	8.8	6.5	7.1	10.8	9.2	10.2	1.7	1.7	1.9	未评级
600926.SH	杭州银行	0.9	0.9	16.0	9.6	4.9	6.1	18.1	17.3	17.3	2.4	2.8	3.3	未评级
601077.SH	渝农商行	0.6	0.6	9.3	1.1	-1.9	0.5	5.6	4.4	5.2	1.0	1.0	1.1	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：已评级标的盈利预测来自开源证券研究所，未评级标的预测来自万得一致预测，ROE 为 2024 年数据）

5、风险提示

零售风险因房价下行等因素扩散至更大范围；利率环境出现波动影响银行盈利能力及所有者权益价值；股市情绪提振对偏防御性风格的板块冲击等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn