

2025年8月4日

银行业投资策略

优于大市

下半年向优质顺周期个股要超额收益

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 银行

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

执证编码：BPC378

核心结论：

优质顺周期个股基本面拐点可期是我们看好其有望跑出超额收益的关键。目前大零售投放占比较高的银行基本面依然承压，不过优质个股已呈现压力明显减弱的迹象，一是部分优质行零售不良包袱出清渐行渐进，二是净息差也将率先筑底。（1）资产质量：我们判断2025年下半年上市银行零售不良生成依然维持高位，直到2026年下半年或出现拐点，不过优质银行不良包袱会率先出清。对于优质区域银行而言，若公司自身风险管控能力较强，且近两年在持续加大零售不良处置核销力度和调整信贷投放结构，零售不良拐点或已渐行渐近。（2）净息差：部分优质区域行净息差将率先筑底，一是新发放贷款利率降幅明显收窄且有企稳迹象，贷款久期短的银行受存量贷款到期新投放冲击较小；二是部分区域行三年期及以上储蓄存款占比高，重定价贡献和存款期限优化空间都更大。近期宁波银行和常熟银行披露了2025年半年报业绩快报，验证了顺周期优质个股基本面拐点可期的结论。

反内卷宏观叙事强化，远期经济乐观预期有所增强，顺周期胜率已经提升。我们判断反内卷不是简单的短期纠偏，而是需要实现产业生态格局优化的中长期政策，因此当期经济基本面虽依然较弱，但远期经济乐观预期已经有所强化。后续预期到现实仍要需求侧政策进一步加码，这也是近期市场回调的重要因素，不过我们判断预期变化后市场风险偏好不会再次大幅回落，尤其是需求侧政策后期也有望进一步加码，只是力度和时间的问题。总体而言，我们判断目前是顺周期优质个股较好的布局时机。

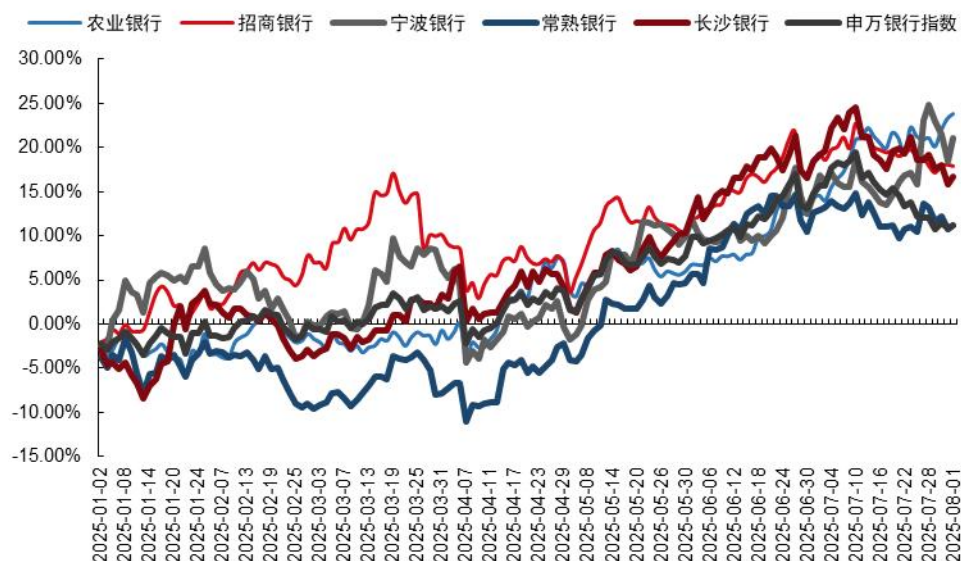
下半年精选优质顺周期个股，高股息主线依然有绝对收益。目前市场主要交易远期经济乐观预期增强，但预期到现实需待政策的进一步加码，因此个股表现分化会比较大，短期难以形成板块普涨行情，精选个股至关重要。我们建议精选基本面有望率先走出拐点的优质个股，以及边际现改善迹象估值处在低位的个股，重点推荐宁波银行、常熟银行、长沙银行、渝农商行和招商银行。对于追求绝对收益的稳健性资金，业绩稳健高股息个股依然具备配置价值，但下半年或难跑出超额收益。

基本面拐点可期是其有望跑出超额收益的关键

◆ 优质区域顺周期个股：零售不良包袱出清可期，净息差或也率先筑底

目前大零售投放占比较高的银行基本面依然承压，不过基本面拐点已经渐行渐近。近两年银行板块中的顺周期个股表现较差，主要是其基本面下行压力高于同业。（1）零售信贷领域不良加速暴露是最核心的因素；（2）零售贷款利率降幅或更大以及零售信贷需求疲软。早期零售信贷收益率处在高位，在零售信贷需求疲软且竞争激烈的环境下，零售信贷收益率下行幅度更大；同时，由于零售信贷不良暴露后银行也是主动降低了零售信贷投放力度，近两年零售信贷增速降至低位，丧失了高成长性。不过伴随经济的逐步企稳，以及银行自身不断加大不良处置等因素，大零售银行基本面下行趋势并没有持续恶化，部分优质个股下行趋势已呈现边际好转的迹象。

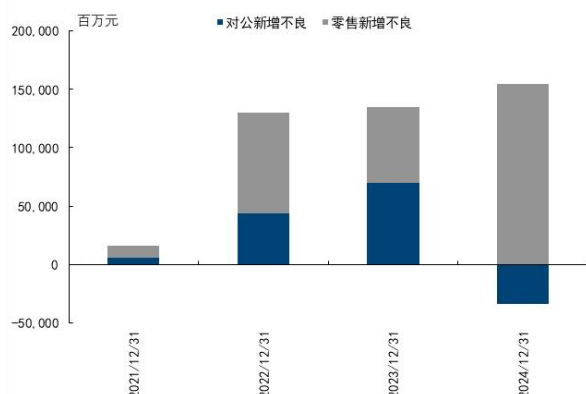
图1：优质顺周期个股行情 4 月份以来有启动迹象



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

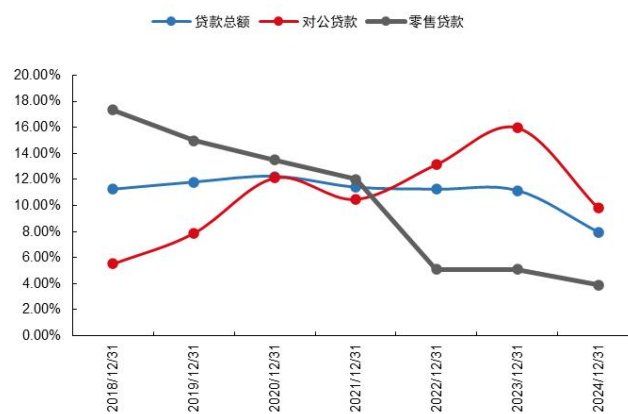
部分优质行零售信贷不良出清可期：我们判断上市银行零售不良暴露在 2026 年下半年或迎来拐点，其中部分优质行存量不良出清会早于行业。此轮上市银行不良暴露主要来自于零售信贷领域，在《银行业 2024 年年报综述-零售贷款不良生成拐点何时出现？》（2025 年 4 月 3 号）中明确指出，“诱发此轮零售不良暴露的重要因素是前几年银行大规模投放以及由此引发的风控不足，在零售不良大幅暴露的背景下，当前银行投放已经非常审慎。考虑到零售贷款出清较快，且伴随稳增长政策持续发力，经济将呈现稳步向好态势，因此结合零售贷款久期等因素，我们判断 2025 年下半年零售不良生成依然处在高位，拐点大概率需要到 2026 年下半年。”

图2：此轮不良暴露主要来自零售领域



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：数据来自于 29 家上市样本行。

图3：零售信贷增速降至低位

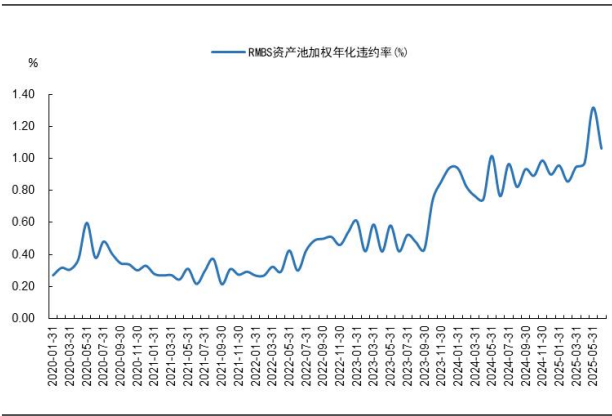


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

零售信贷 ABS 资产池违约率情况，（1）按揭和消费贷：2023 年下半年至 2024 年上半年违约率快速上行，但目前中枢没有进一步抬升的迹象；（2）信用卡：疫情期间已经经历了一轮不良暴露，各家银行也是降低了风险偏好。2024 年以来违约率有下行趋势，2025 年虽有波动但中枢并没有大幅抬升；（3）小微企业信贷：样本违约率波动较大，但整体来看依然未见明显改善迹象。不过小微企业政策力度较大，预计主要还是以时间换空间，继续高位震荡，进一步失速的概率不大。

整体而言，由于我国居民收入增速放缓，现金流量表压力确实有所增大；不过居民目前举债意愿大幅下降，且银行自身也不断降低风险偏好，新增居民信贷违约率有所收敛，因此零售不良压力主要来自于存量包袱。结合上述 ABS 资产池违约率来看，当前消费贷和个人经营性贷款不良压力较大，不过消费贷违约率有高位企稳迹象；对于个人经营性贷款，考虑到居民资产负债表相对较为健康，在经济稳步复苏背景下，可以用时间换空间消化存量风险，违约风险整体可控。因此，综合考虑零售贷款久期等因素后，我们判断 2025 年下半年上市银行零售不良生成依然处在高位，2026 年下半年大概率出现拐点。

图 4: RMBS 资产池加权违约率走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 5: 信用卡 ABS 资产池加权违约率走势



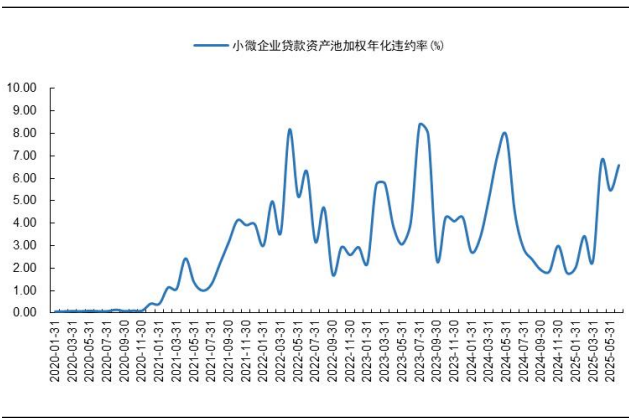
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 6: 银行/互联网 ABS 资产池加权违约率走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 7: 小微企业信贷 ABS 资产池加权违约率走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

对于优质区域上市银行，区域经济发达，且公司自身风险管控能力较强，近两年也是持续加大不良处置核销力度以及积极调整信贷投放结构，我们判断其零售不良拐点早于行业。宁波银行和常熟银行已披露 2025 年半年报业绩快报，在净利润增速高于营收增速的情况下，实现了不良率和拨备覆盖率的稳定，反映了公司不良出清的压力已经有所减轻。

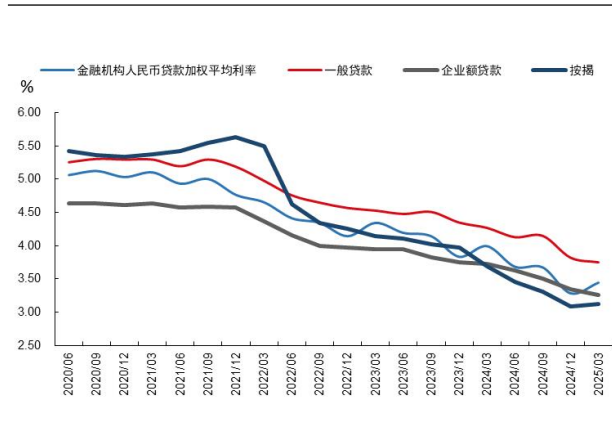
表 1：宁波和常熟银行

	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30	2024/9/30	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30
宁波银行											
营收增速	9.7%	8.5%	9.3%	5.5%	6.4%	5.8%	7.1%	7.4%	8.2%	5.6%	7.9%
归母净利润增速	18.1%	15.3%	14.9%	12.6%	10.7%	6.3%	5.4%	7.0%	6.2%	5.8%	8.2%
不良率	0.75%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%
实际不良生成率	1.00%	0.93%	0.87%	0.89%	0.95%	1.28%	1.28%	1.26%	1.26%	1.15%	na
拨备覆盖率	505%	501%	489%	481%	461%	432%	421%	405%	389%	371%	374%
常熟银行											
营收增速	15.1%	13.3%	12.4%	12.5%	12.1%	12.0%	12.0%	11.3%	10.5%	10.0%	10.1%
归母净利润增速	25.4%	20.6%	20.8%	21.1%	19.6%	19.8%	19.6%	18.2%	16.2%	13.8%	13.5%
不良率	0.81%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.76%	0.76%	0.77%	0.77%	0.76%	0.76%
实际不良生成率	0.59%	na	0.76%	na	0.92%	na	1.26%	na	1.43%	na	na
拨备覆盖率	537%	547%	551%	537%	538%	539%	539%	528%	501%	490%	490%

资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理。注：实际不良生成率是加回核销处置后的不良生成水平。

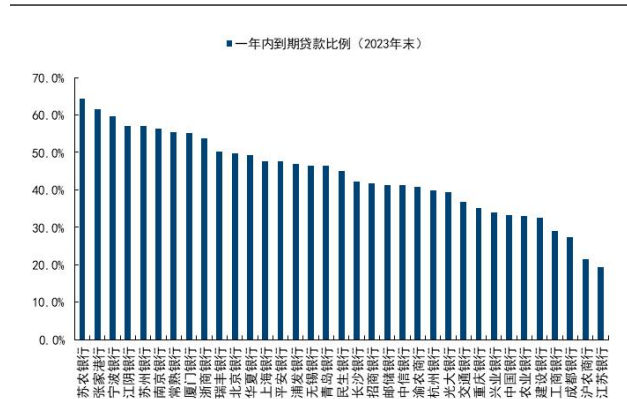
部分优质区域行净息差或也率先筑底。（1）贷款端：新发放利率有企稳迹象，不考虑信贷结构差异下，贷款久期短的银行受存量贷款到期新投放冲击较小。贷款平均利率取决于，（1）重定价因素，指存量贷款没有到期，由于挂钩 LPR，到了重定价日需要跟随 LPR 调整实际执行利率。（2）新发放贷款利率，包括贷款净增部分和存量贷款到期收回重新投放的部分，新发放贷款利率受 LPR 和加点两个因素影响，加点主要取决于最新的市场供需关系。比如，2022 年初以 5.5% 的利率投放了一笔三年期的贷款（当期 LPR 为 3.7%，则贷款定价=LPR+180bps），若 2025 年初到期重新投放的贷款利率为 3.5%（当期 LPR 为 3.1%，则贷款定价=LPR+40bps），那么加点下降的 140bps 需要一次性体现在贷款收益率。大零售信贷期限一般比较短，因此大零售投放占比的宁波银行、常熟银行等贷款久期相对要短一些。（2）负债端：部分区域行三年期及以上储蓄存款占比较高，到期重定价贡献较大，且存款结构优化空间也更充足。部分区域行，尤其是区域农商行客群聚焦县域，三年期及以上储蓄存款占比处在高位。2023-2024 年末常熟银行储蓄存款中三年期及以上定期存款占比达到了 56.8%和 53.0%。

图 8：金融机构新发放贷款利率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 9：上市银行贷款到期日结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：按照到期日/以合同到期日划分的未折现合同现金流统计。

表 2：常熟银行存款结构

	2023 年末	2024 年末
活期存款	20.47%	18.11%
其中，公司存款	11.42%	9.84%
个人存款	9.05%	8.27%
定期存款	70.05%	72.30%
其中，公司存款	9.79%	9.39%
个人存款	60.71%	62.91%
其中，三年期及以上存款	39.64%	37.76%

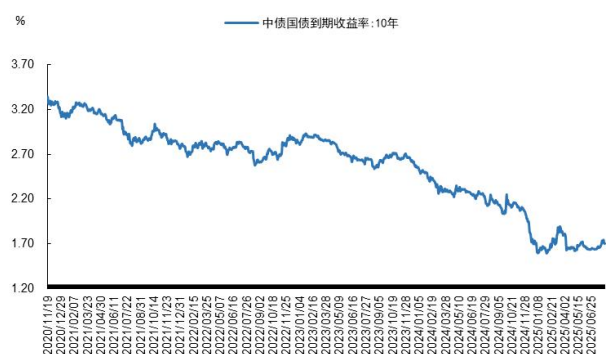
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

总结：对于部分优质区域上市银行，区域经济发达，且公司自身风险管控能力较强，近两年也是持续加大不良处置核销力度和调整信贷结构，我们判断其零售不良拐点大概率要早于同业。同时，部分优质区域行净息差或也率先筑底；一是新发放贷款利率有企稳迹象，贷款久期短的银行受存量贷款到期新投放冲击较小；二是部分区域行长期限储蓄存款占比更高，重定价贡献和存款期限结构优化空间都更大。近期宁波银行和常熟银行披露了 2025 年半年报业绩快报，也是证实了优质银行基本面下行压力下降，这或成为优质顺周期个股行情加速启动的催化剂。

反内卷宏观叙事不断强化，顺周期胜率提升

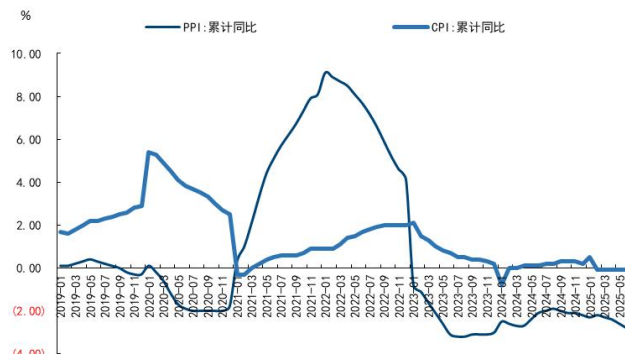
当前经济微观层面虽没有明显改善迹象，但反内卷等宏观叙事不断强化后，远期经济乐观预期有所强化，顺周期胜率正在提升。近期反内卷相关政策密集落地，我们判断反内卷不是短期纠偏，而是中长期产业格局生态的重构。当期经济基本面虽依然较弱，但远期经济乐观预期已经有所强化。我们判断后续预期到现实仍要需求侧政策进一步加码，这也是近期市场回调的重要因素，不过预期变化后市场风险偏好或难以大幅回落，并且需求侧政策后期也有望进一步加码，只是力度和时间的问题。总体而言，我们判断顺周期目前依然是较好的布局时机。

图 10：十年期国债收益率走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 11：PPI 和 CPI 走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

投资建议

下半年向低估值的优质顺周期个股要超额收益；高股息个股依然具有很高的胜率，只是大概率没有超额收益。大零售信贷占比高的银行基本面依然承压，不过已呈现压力明显下降的迹象，部分优质个股零售不良包袱出清已渐行渐近，且净息差也将率先筑底。同时，近期反内卷等宏观叙事不断强化，远期经济乐观预期有所强化，预期变化后市场风险偏好大概率难以大幅回落，顺周期胜率已经提升。因此，我们建议下半年向优质顺周期个股要超额收益。当然，在以保险为代表的绝对收益资金依然面临较为严重的资产荒的背景下，业绩稳健的个股依然具有很高的胜率，但在顺周期优质个股业绩筑底可期以及市场风险偏好有所提升的背景下，或难有超额收益。

在经济出现明显改善迹象之前，个股市场表现分化会比较大，难以形成板块普涨行情，因此精选个股至关重要。我们建议精选基本面有望率先走出拐点的优质个股，以及边际现改善迹象估值处在低位的个股，重点关注宁波银行、常熟银行、长沙银行、渝农商行和招商银行。

风险提示：

（1）稳增长不及预期，银行资产质量下行压力增大；（2）中美贸易冲突再次升级，冲击国内经济复苏力度；（3）银行是强监管行业，若后续发布的政策不利于短期银行基本面，则会对银行短期估值带来冲击。

相关研究报告：

《关注后续发行人申请情况——香港金管局稳定币发行人监管制度文件点评》 ——2025-07-30
《银行业投资策略-复盘：牛市氛围渐浓，顺周期优质个股迎较好布局时机》 ——2025-07-27
《负债期限拉长，资产品类拓宽——2025 年银行理财半年报点评》 ——2025-07-26
《银行理财 2025 年 7 月月报-理财整改为信用指数和权益市场带来增量资金》 ——2025-07-09
《64 家 AMC 经营全景图-不良资产管理行业点评》 ——2025-07-06

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股)，在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和 / 或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和 / 或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本公司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。