

银行业投资策略

下半年向优质顺周期个股要超额收益

优于大市

◆ 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： 田维韦 021-60875161
证券分析师： 王剑 021-60875165

tianweiwei@guosen.com.cn
wangjian@guosen.com.cn

执证编码：S0980520030002
执证编码：S0980518070002

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。

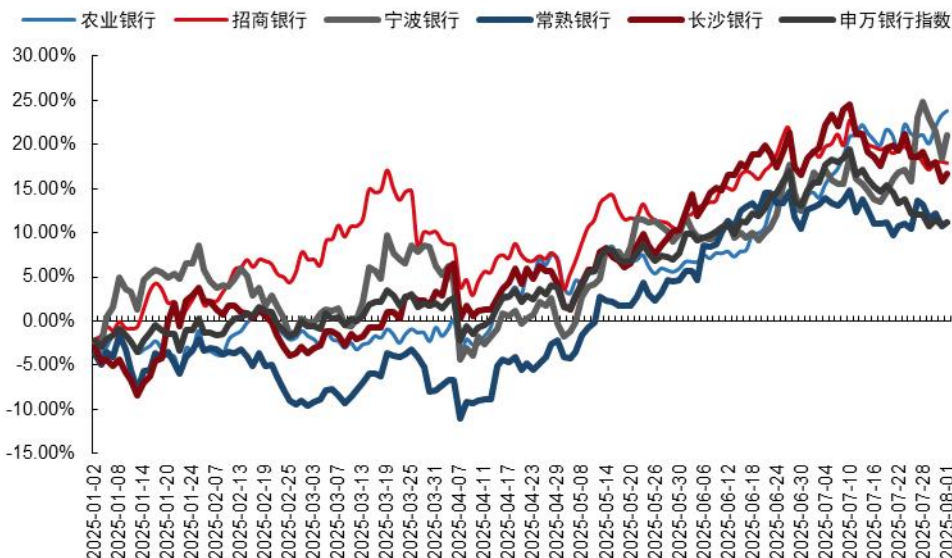
下半年精选优质顺周期个股，高股息主线依然有绝对收益。目前市场主要交易远期经济乐观预期增强，但预期到现实需待政策的进一步加码，因此个股表现分化会比较大，短期难以形成板块普涨行情，精选个股至关重要。我们建议精选基本面有望率先走出拐点的优质个股，以及边际现改善迹象估值处在低位的个股，重点推荐宁波银行、常熟银行、长沙银行、渝农商行和招商银行。对于追求绝对收益的稳健性资金，业绩稳健高股息个股依然具备配置价值，但下半年或难跑出超额收益。

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。

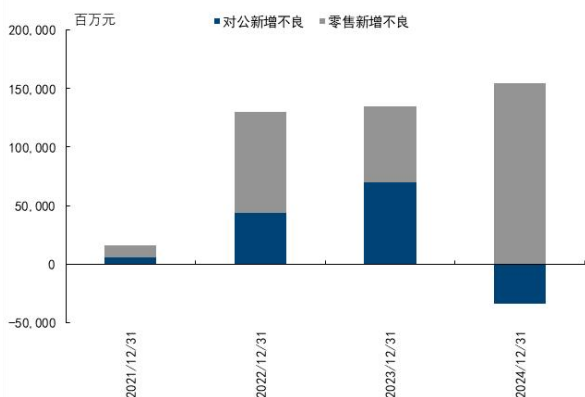
图1：优质顺周期个股行情 4 月份以来有启动迹象



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

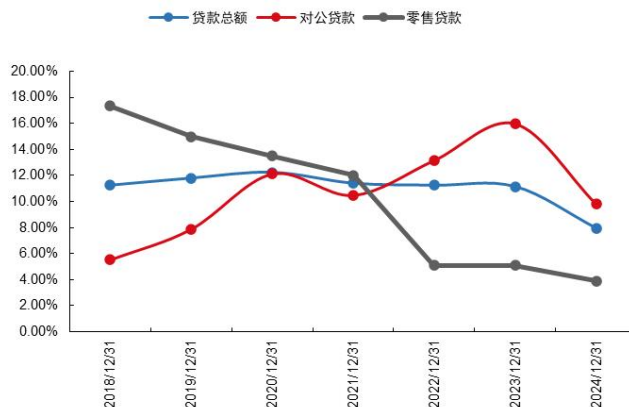
部分优质行零售信贷不良出清可期：我们判断上市银行零售不良暴露在 2026 年下半年或迎来拐点，其中部分优质行存量不良出清会早于行业。此轮上市银行不良暴露主要来自于零售信贷领域，在《银行业 2024 年年报综述-零售贷款不良生成拐点何时出现？》（2025 年 4 月 3 号）中明确指出，“诱发此轮零售不良暴露的重要因素是前几年银行大规模投放以及由此引发的风控不足，在零售不良大幅暴露的背景下，当前银行投放已经非常审慎。考虑到零售贷款出清较快，且伴随稳增长政策持续发力，经济将呈现稳步向好态势，因此结合零售贷款久期等因素，我们判断 2025 年下半年零售不良生成依然处在高位，拐点大概率需要到 2026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



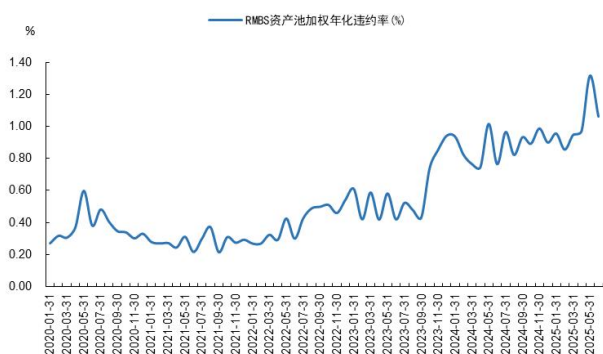
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

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



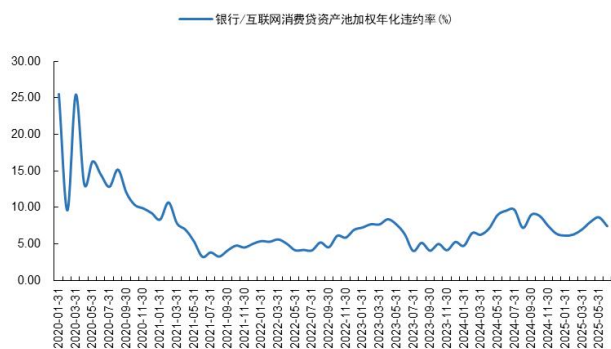
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

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。

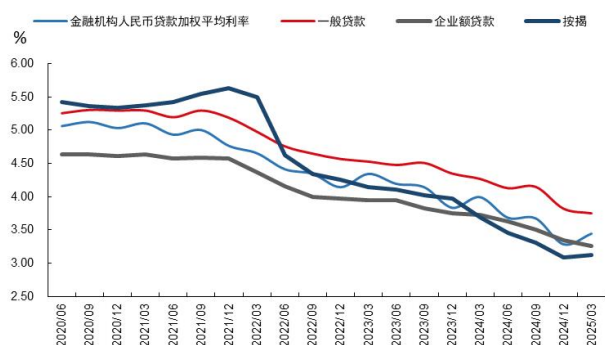
表1: 宁波和常熟银行

	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。

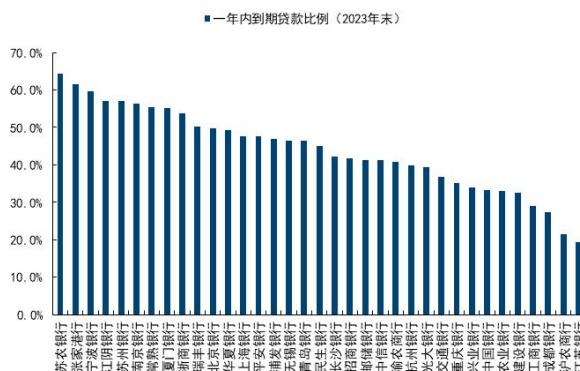
部分优质区域行净息差或也率先筑底。(1) 贷款端: 新发放利率有企稳迹象, 不考虑信贷结构差异下, 贷款久期短的银行受存量贷款到期新投放冲击较小。贷款平均利率取决于, (1) 重定价因素, 指存量贷款没有到期, 由于挂钩 LPR, 到了重定价日需要跟随 LPR 调整实际执行利率。(2) 新发放贷款利率, 包括贷款净增部分和存量贷款到期收回重新投放的部分, 新发放贷款利率受 LPR 和加点两个因素影响, 加点主要取决于最新的市场供需关系。比如, 2022 年初以 5.5% 的利率投放了一笔三年期的贷款(当期 LPR 为 3.7%, 则贷款定价=LPR+180bps), 若 2025 年初到期重新投放的贷款利率为 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

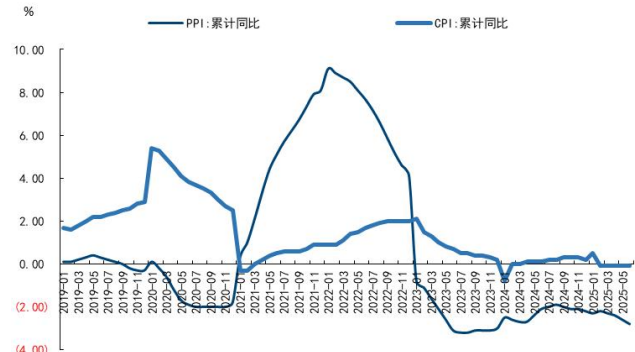
当前经济微观层面虽没有明显改善迹象, 但反内卷等宏观叙事不断强化后, 远期经济乐观预期有所强化, 顺周期胜率正在提升。近期反内卷相关政策密集落地, 我们判断反内卷不是短期纠偏, 而是中长期产业格局生态的重构。当期经济基本面虽依然较弱, 但远期经济乐观预期已经有所强化。我们判断后续预期到现实仍要需求侧政策进一步加码, 这也是近期市场回调的重要因素, 不过预期变化后市场风险偏好或难以大幅回落, 并且需求侧政策后期也有望进一步加码, 只是力度和时间的问题。总体而言, 我们判断顺周期目前依然是较好的布局时机。

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

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

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

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032