

2025 年 7 月 27 日

银行业投资策略

优于大市

复盘：牛市氛围渐浓，顺周期优质个股迎较好布局时机

◆ 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

事项：

复盘：2010 年以来三轮牛市行情中银行板块行情如何演绎？ 根据过往经验，牛市行情中银行股表现往往可以分为三个阶段，（1）牛市启动初期：市场往往是普涨行情，银行指数有不错的绝对收益，且跑输大盘并不明显；（2）牛市中后期：银行指数往往难以跑出超额收益，该阶段成长性板块表现更优；（3）牛市后期：往往是银行最好的投资机会，有绝对收益和超额收益。2010 年以来的三轮牛市行情中，除了 2014-2015 年资金驱动为主的牛市行情，另外两轮中后期银行板块都跑出了超额收益。个股方面，虽然银行指数往往要等到牛市中后期，即经济有较为明确的复苏迹象后才会进入加速上涨阶段，但优质高成长银行往往率先启动。2016-2018 年初的经济复苏的牛市行情中，银行指数跑出了超额收益，大行、招行和城商行都有绝对收益和超额收益，但多数股份行表现一般，主要期间叠加了金融严监管，股份行受冲击较大；2019-2021 稳增长政策发力经济预期改善的牛市行情中，个股分化非常大，优质高成长银行有超额收益，不存在某一细分板块占优。

银行板块近期回调何时结束？ 银行板块近期出现回调，我们认为主要是牛市氛围渐浓，追求超额收益的交易性资金在撤退；不过当前以保险为代表的绝对收益资金仍面临比较严重的资产荒，预计银行板块回调大概率已经接近尾声，但牛市氛围渐浓下大概率只有绝对收益；后续待政策发力，经济复苏预期增强，银行板块将迎来加速上涨行情，跑出超额收益。

个股上，精选大零售占比较高的优质个股，“胜率提升+高赔率”；高股息个股对于绝对收益资金依然具备吸引力。 复盘结果表明，银行板块加速上涨往往要等到经济复苏迹象显现，但优质高成长银行往往率先启动。当前牛市氛围渐浓的核心逻辑是市场对于后续稳增长政策发力的预期，因此大零售占比较高的优质个股的胜率提升。赔率上，当前大零售占比高的个股估值处在低位，赔率足够高。同时，我们也一直强调 2016 年下半年或是大零售不良生成的拐点，因此我们判断目前在牛市氛围渐浓的背景下，大零售占比较高的优质个股已迎来较好的布局时机，建议重点关注宁波银行、常熟银行、长沙银行、招商银行和渝农商行。

复盘：2010 年以来三轮牛市行情，银行板块行情如何演绎？

◆ 历轮牛市行情中，银行板块什么阶段可以跑出超额收益？

2010 年以来 A 股三轮牛市阶段，跑出超额收益（相对上证指数，下同）的只有 2016-2018 年初的牛市行情。

- ✓ 2014/7/1 至 2015/6/12：上证指数和申万银行指数和分别上涨了 152.2%和 96.8%。
- ✓ 2016/2/2 至 2018/1/26：上证指数和申万银行指数分别上涨了 32.3%和 44.8%。
- ✓ 2019/1/4 至 2021/2/19（2020 年一季度因疫情阶段性大幅回调）：上证指数和申万银行指数分别上涨了 50.0%和 37.1%。

图1：2010 年以来的大 A 的三轮牛市行情



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

虽然从牛市全阶段总体来看，银行跑出超额收益的概率不高，但每一轮牛市行情中总有一个阶段银行板块可以跑出超额收益，往往出现在牛市的中后期。（1）2014-2015 年：2014 年四季度申万银行指数涨幅 60.4%，同期上证指数涨幅 36.8%；（2）2016-2018 年初：银行板块自 2017 年二季度持续跑出超额收益。2017 年 6 月至 2018 年 1 月申万银行指数累计涨幅 24.0%，同期上证指数涨幅 10.4%；（3）2019-2021 年初：2019 年银行指数上涨 23.9%，同期上证指数上涨 23.8%，其中，2019 年四季度银行指数有绝对和相对收益；2020 年四季度至 2021 年一季度银行指数涨幅 22.2%，同期上证指数涨幅 7.0%。

总体而言，牛市行情中银行板块行情往往可以分为三个阶段，（1）牛市初期：市场往往是普涨行情，银行指数有不错的绝对收益，且跑输大盘并不明显；（2）牛市中后期：银行指数往往难以跑出超额收益，该阶段成长性板块表现更优；（3）牛市后期：往往是银行最好的投资机会，有绝对收益和超额收益。2010 年以来的三轮牛市行情中，除了 2014-2015 年资金驱动为主的牛市行情，银行板块在牛市后期都跑出了超额收益。

表 1：牛市中哪些阶段银行板块可以跑出超额收益

第一轮牛市：2014/7/1 至 2015/6/12										
	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	累计涨幅					
申万银行指数	4. 1%	60. 4%	-2. 4%	20. 7%	96. 8%					
上证指数	15. 4%	36. 8%	15. 9%	37. 8%	152. 2%					
创业板指数	9. 7%	-4. 5%	58. 7%	67. 0%	177. 6%					
第二轮牛市 2016/2/2 至 2018/1/26										
	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018 年 1 月	累计涨幅
申万银行指数	8. 1%	0. 2%	3. 1%	0. 8%	3. 7%	3. 1%	4. 0%	1. 9%	13. 5%	44. 8%
上证指数	11. 7%	-2. 5%	2. 6%	3. 3%	3. 8%	-0. 9%	4. 9%	-1. 2%	7. 6%	32. 3%
创业板指数	12. 3%	-0. 5%	-3. 5%	-8. 7%	-2. 8%	-4. 7%	2. 7%	-6. 1%	3. 7%	-8. 8%
第三轮牛市：2019/1/4 至 2021/2/19										
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021 年 2 月	累计涨幅
申万银行指数	17. 8%	1. 3%	-3. 0%	7. 1%	-14. 8%	1. 0%	1. 7%	10. 6%	14. 3%	37. 1%
上证指数	25. 4%	-3. 6%	-2. 5%	5. 0%	-9. 8%	8. 5%	7. 8%	7. 9%	6. 4%	50. 0%
创业板指数	39. 4%	-10. 7%	7. 7%	10. 5%	4. 1%	30. 3%	5. 6%	15. 2%	10. 8%	170. 5%

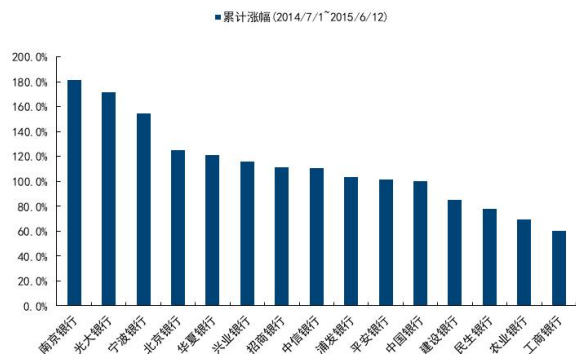
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：行情开启第一个季度和结束时最后一个季度均为行情启动和结束的具体时点。

◆ 银行板块内部如何轮动，哪些个股可以跑出超额收益？

✓ 2014-2015 年：城商行和股份行涨幅喜人，资金主导的普涨行情

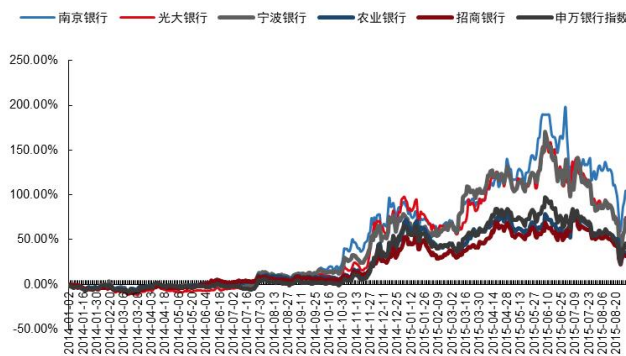
南京银行、光大银行和宁波银行领涨，期间累计涨幅分别为 181.6%、171.3%和 154.6%；工商银行和农业银行涨幅落后，分别上涨了 60.5%和 69.7%。由于本轮牛市主要由杠杆资金推动，银行板块内个股启动时间差不多，且都有不错的收益。

图2：2014-2015 年上市银行个股涨跌幅



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。

图3：2014-2015 年代表性银行累计涨幅



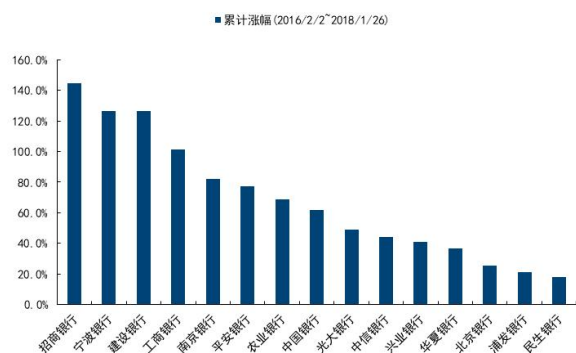
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

✓ 2016-2018 年初：招行、宁波和建行领涨，股份行表现一般

招商银行、宁波银行、建设银行和工商银行涨幅领先，期间累计涨幅分别为 144.6%、126.5%、126.4%和 101.4%。股份行表现相对较差，主要是该阶段处于金融严监管中，对同业业务占比较高的股份行带来了一定冲击。

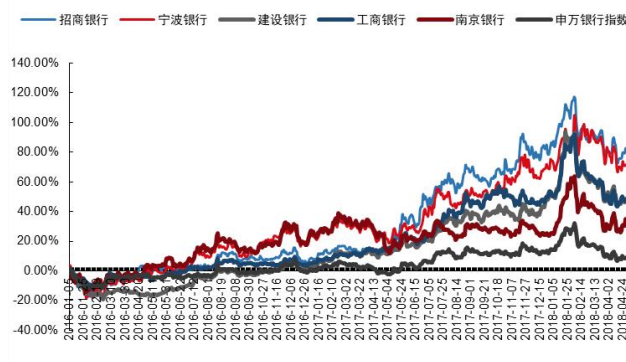
启动时点来看，申万银行指数自 2017 年二季度才进入加速阶段，不过以宁波银行和南京银行等为代表的优质区域行仔 2016 年就跑出了超额收益，招行和大行启动时间点则与申万银行指数基本同步。

图4：2016-2018 年上市银行个股涨跌幅



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：不包括上市未满一年的个股。

图5：2016-2018 年代表性银行累计涨幅



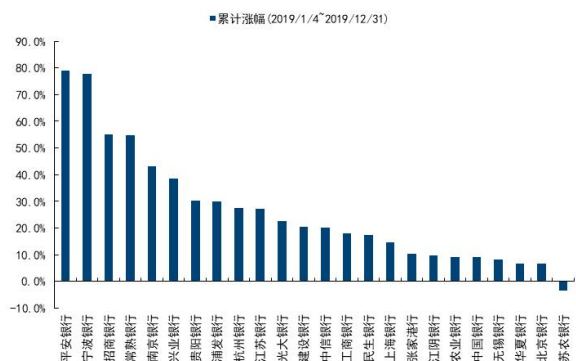
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

✓ 2019 年：平安和宁波领涨，招行和常熟紧随其后，个股分化大

平安银行和宁波银行领涨，招商银行和常熟银行其次，期间累计涨幅分别为 79.1%、77.9%、55.1%和 54.7%。此轮行情中，个股属性非常的强，并不存在某一细分板块占优。

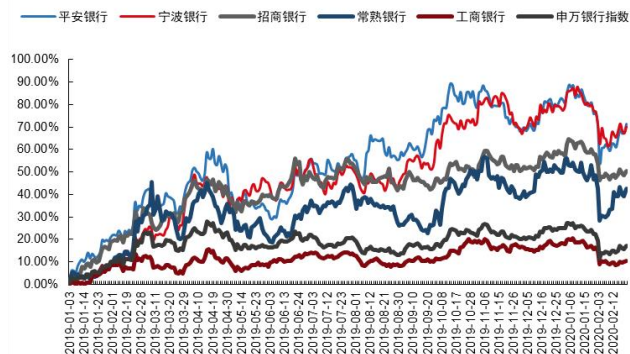
启动时点来看，2019 年前 4 月是普涨行情；下半年行情而言，申万银行指数一直到 9 月才迎来新一轮上涨，但平安银行、宁波银行、招商银行和常熟银行则自 6 月就已经启动，与上证指数启动时间基本吻合。

图6：2019 年上市银行个股涨跌幅



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：不包括上市未
满一年的个股。

图7：2019 年代表性银行累计涨幅



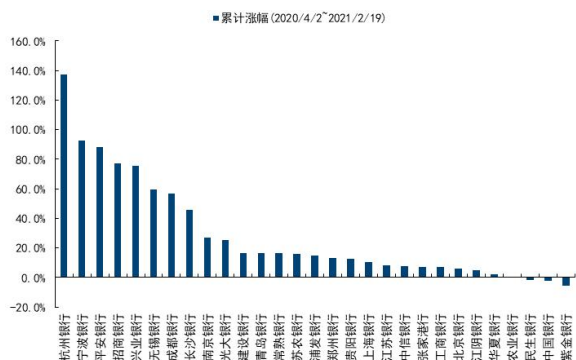
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

✓ 2020-2021 年初：优质区域行和股份行涨幅领先

杭州银行、宁波银行、平安银行、招商银行和兴业银行涨幅领先，期间累计涨幅分别为 137.0%、92.3%、88.2%、77.1% 和 75.3%。此轮行情中，个股分化很大，整体而言城商行表现相对更好，大行和农商行整体表现欠佳。

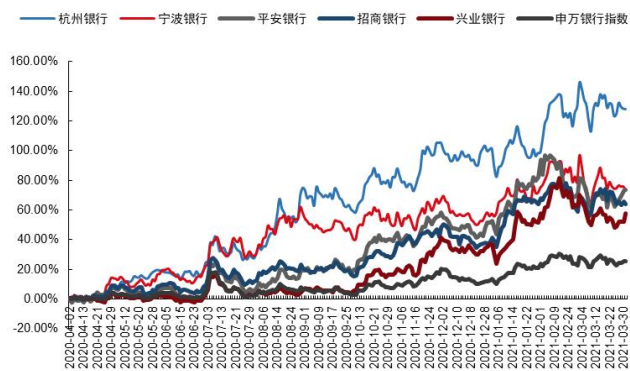
启动时点来看，申万银行指数自 2020 年四季度才进入加速上涨阶段，不过杭州银行和宁波银行为代表的优质区域行在 4 月就已伴随上证指数启动，股份行自四季度进入加速上涨阶段。

图8：2020-2021 年上市银行个股涨跌幅



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：不包括上市未
满一年的个股。

图9：2020-2021 年代表性银行累计涨幅



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

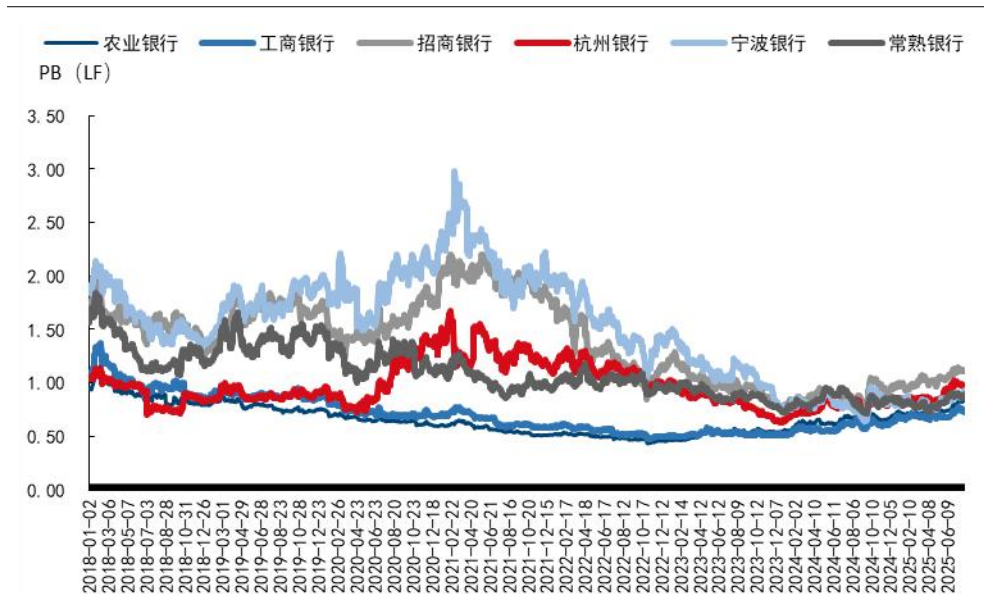
总结：2014-2015 年杠杆资金主导的普涨行情之外，其他两轮牛市行情中，精选银行个股以及把握板块内轮动至关重要，优质高成长银行行情往往早于银行指数启动。（1）领涨个股方面，2016-2018 年初的牛市行情中大行、招行和城商行有明显的绝对收益和超额收益，但多数股份行表现一般，有绝对收益但明显跑输申万银行指数；2019-2021 年的牛市行情中，优质高成长银行有超额收益，个股分化非常大，不存在某一细分板块占优。我们判断主要是背后的驱动核心逻辑不同，2016-2018 年是“供给侧结构性改革+棚改”驱动下的经济复苏行情，银行板块整体都受益，不过由于叠加了金融去杠杆，因此股份行表现不佳。（2）启动时点来看，银行指数往往要等到牛市中后期，即经济有复苏迹象后才会进入加速上涨阶段，但优质高成长银行往往率先启动。2016 年宁波银行和南京银行就跑出超额收益；平安银行、招商银行、常熟银行等在 2019 年 6 月就率先迎来新一轮上涨行情；杭州银行和宁波银行自 2020 年 4 月就伴随大盘启动。

牛市氛围渐浓，下半年银行个股如何布局？

当前牛市氛围渐浓，A股若延续牛市，银行个股如何布局？

- ✓ 银行板块近期出现回调，我们认为主要是牛市氛围渐浓，追求超额收益的交易性资金在撤退。此后若牛市行情延续，复盘结果表明短期银行或难有超额收益，对于追求超额收益的交易性资金吸引力较弱。不过当前市场利率中枢短期也难以上一个台阶，考虑到非标大量到期等因素，以保险为代表的绝对收益资金仍面临比较严重的资产荒，银行板块对这类资金依然具备吸引力，因此银行板块回调大概率已经接近尾声。不过若要超额收益，则需要等到政策发力后经济复苏预期加强，银行板块才能迎来加速上涨。即上述几轮牛市行情中复盘指出的，银行板块往往要在牛市中后期才能有超额收益。
- ✓ 个股上，牛市行情中建议精选大零售占比较高的优质个股，“胜率提升+高赔率”。根据上述复盘，银行板块加速上涨往往要等到经济复苏迹象显现，但优质高成长银行往往率先启动。当前牛市氛围渐浓，我们认为核心逻辑包括：一是中美贸易冲突有所缓和；二是近期“反内卷”政策密集且执行力较强，彰显了上层对于提升经济内生动力的决心，因此市场预期后续针对需求端的政策也有望加码。整体而言，此轮牛市氛围渐浓背后隐含的是市场对于后续稳增长政策发力的预期，因此大零售占比较高的优质个股的胜率有所提升。赔率上，由于近两年经济复苏不及预期，大零售信贷需求疲软，且不良加速暴露，因此大零售占比较高的银行个股估值处在低位，具备足够高的赔率。另外，我们也一直强调 2026 年下半年或是大零售不良生成的拐点，因此我们判断目前在牛市氛围渐浓的背景下，大零售占比较高的优质个股已迎来较好的布局时机，建议重点关注宁波银行、常熟银行、长沙银行、招商银行和渝农商行。

图 10: 2018 年以来部分代表性银行估值



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

投资建议

银行板块近期出现回调，我们认为主要是牛市氛围渐浓，追求超额收益的交易性资金在撤退；不过当前以保险为代表的绝对收益资金仍面临比较严重的资产荒，预计银行板块回调大概率已经接近尾声。不过若牛市氛围延续，则需要等到政策发力后经济复苏预期加强，银行板块才能迎来加速上涨行情，跑出超额收益。

个股上，精选大零售占比较高的优质个股，“胜率提升+高赔率”；高股息个股对于绝对收益资金依然具备吸引力。复盘结果表明，银行板块加速上涨往往要等到经济复苏迹象显现，但优质高成长银行往往率先启动。当前牛市氛围渐浓的核心逻辑是市场对于后续稳增长政策发力的预期提升，因此大零售占比较高的优质个股的胜率提升。赔率上，当前大零售占比高的个股估值处在低位，赔率足够高。同时，我们也一直强调 2016 年下半年或是大零售不良生成的拐点，因此我们判断目前在牛市氛围渐浓的背景下，大零售占比较高的优质个股已迎来较好的布局时机，建议重点关注宁波银行、常熟银行、长沙银行、招商银行和渝农商行。

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：

《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

《跨境支付体系多元化，稳定币异军突起-跨境支付通业务落地点评》——2025-06-26

《香港稳定币产业链生态解析》——2025-06-26

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。