

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

◆ 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

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，银行板块在牛市中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%

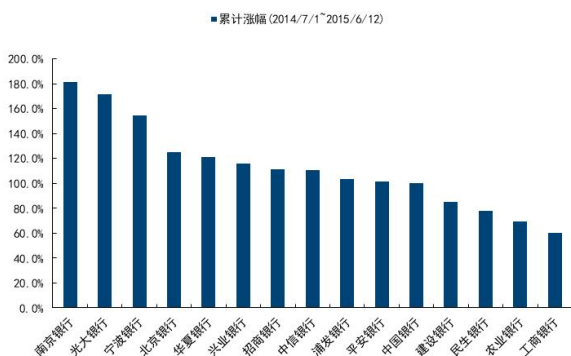
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：行情开启第一个季度和结束时最后一个季度均为行情启动和结束的具体时点。

◆ 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

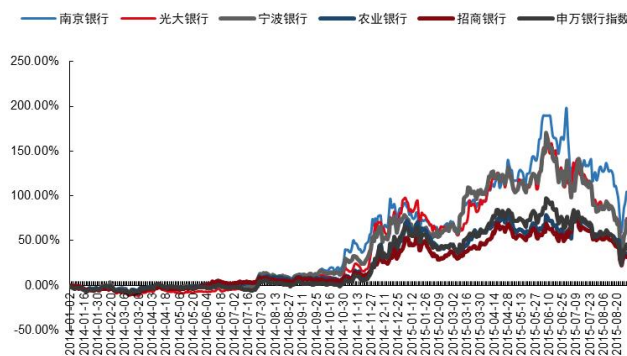
南京银行、光大银行和宁波银行领涨，期间累计涨幅分别为 181.6%、171.3%和 154.6%；工商银行和农业银行涨幅落后，分别上涨了 60.5%和 69.7%。由于本轮牛市主要由杠杆资金推动，银行板块内个股启动时间差不多，且都有不错的收益。

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



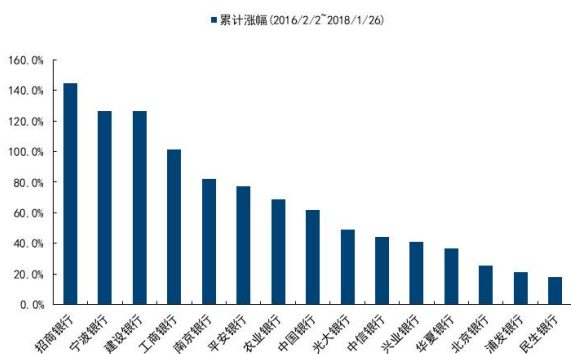
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

✓ 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。

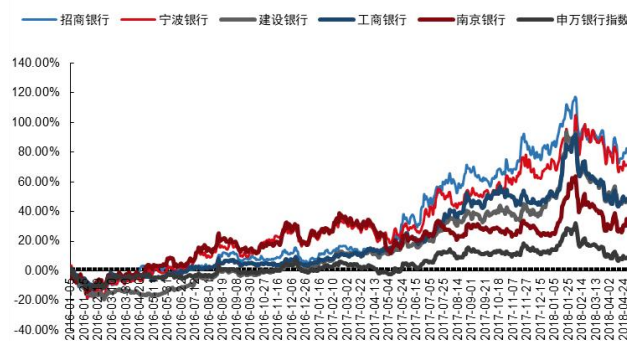
启动时点来看，申万银行指数自 2017 年二季度才进入加速阶段，不过以宁波银行和南京银行等为代表的优质区域行仔 2016 年就跑出了超额收益，招行和大行启动时间点则与申万银行指数基本同步。

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



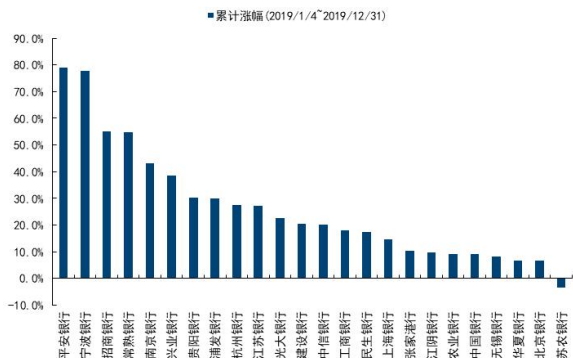
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

✓ 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。

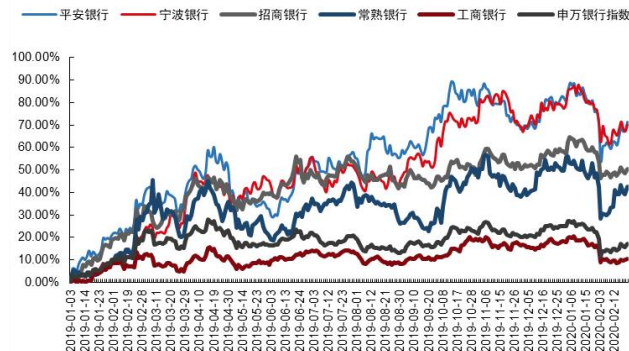
启动时点来看，2019 年前 4 月是普涨行情；下半年行情而言，申万银行指数一直到 9 月才迎来新一轮上涨，但平安银行、宁波银行、招商银行和常熟银行则自 6 月就已经启动，与上证指数启动时间基本吻合。

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



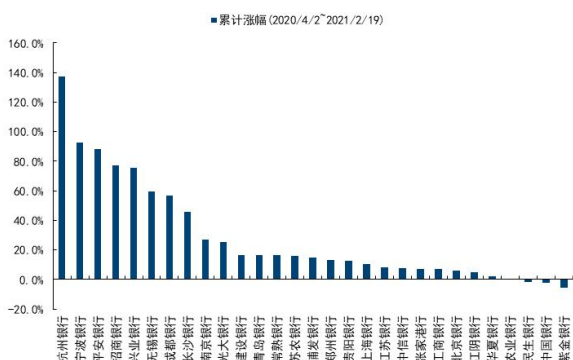
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

✓ 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。

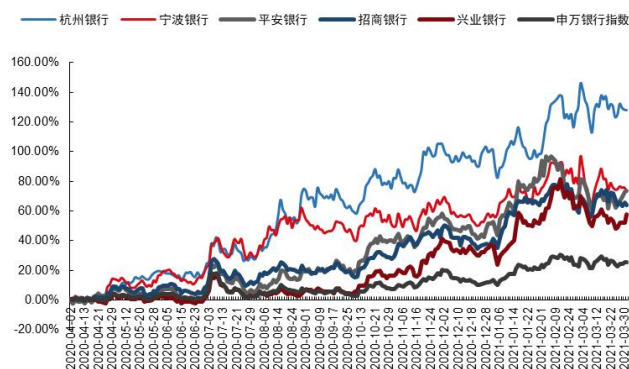
启动时点来看，申万银行指数自 2020 年四季度才进入加速上涨阶段，不过杭州银行和宁波银行为代表的优质区域行在 4 月就已伴随上证指数启动，股份行自四季度进入加速上涨阶段。

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

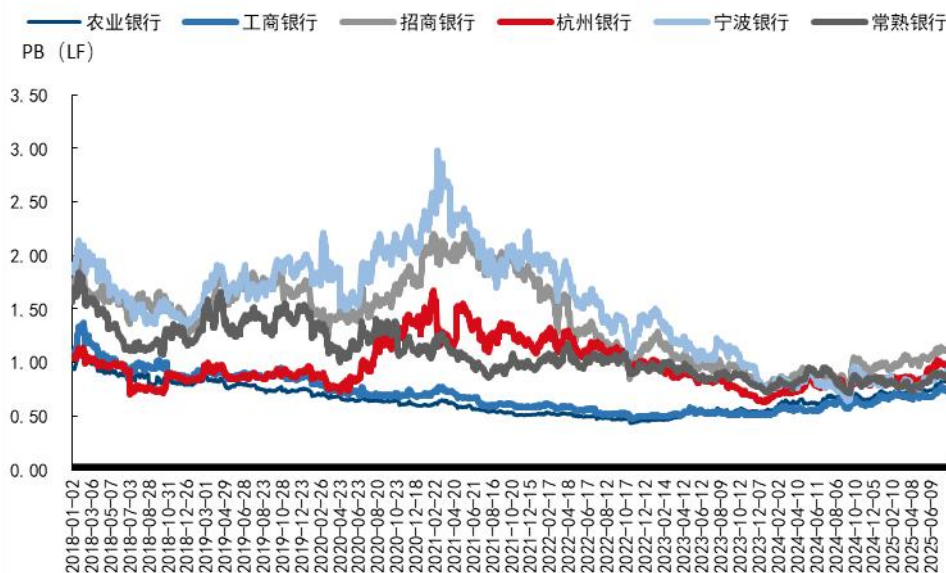
成长银行往往率先启动。2016 年宁波银行和南京银行就跑出超额收益；平安银行、招商银行、常熟银行等在 2019 年 6 月就率先迎来新一轮上涨行情；杭州银行和宁波银行自 2020 年 4 月就伴随大盘启动。

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

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