

银行股“红利价值”梳理：从基本面和投资面看其绝对收益

20260824

银行业中期 ROE 确定性与规模扩张阿尔法分析

摘要

- 银行业营收韧性源于规模稳健、非息业务逆周期对冲及 5.3 万亿元丰厚拨备，超额拨备 2 万亿元可覆盖不良率极端上升 1 个百分点。
- 中期 ROE 维持 8% 以上确定性强：规模增速挂钩名义 GDP，监管呵护息差稳定，资产质量风险通过新旧周期盈利切换实现“时间换空间”。
- 中性假设下（规模降 1pct/息差收窄 5bps/非息零增长），行业营收可实现 2%-4% 正增长，利润增速维持 1%-4%。
- 分红政策高度稳定，比例长期维持 28% 以上；大行股息率约 4%，优质城商行达 5%-6%，较十年期国债收益率溢价约 230bps。
- 投资逻辑转向“规模扩张”阿尔法：大行凭借成本优势实现降维打击，优质区域城商行受益于区域经济增速高于全国平均水平。
- 资金筹码结构优化，证金及宽基指数调整影响基本消除，估值定价回归 PB-ROE 与合意股息率区间，推荐江苏、南京、齐鲁银行。

Q&A

如何评估当前银行板块的基本面稳健性，以及其利润增速保持韧性的主要驱动因素是什么？

银行板块的基本面表现出显著的稳健性与韧性。从历史数据看，自 2013 年至今，尽管宏观经济经历起落，银行业的净利润始终维持在 0% 至 10% 区间的正增长。这种韧性主要源于以下三个核心因素：首先，规模增长具有韧性。在间接融资主导的体系下，银行客群覆盖面广，呈现“东方不亮西方亮”的特点，使得总贷款增速保持稳健。例如，在土地财政向股权财政转型的过程中，先进制造业贷款的高增长和增信类需求的稳健托底，有效弥补了房地产和个人加杠杆需求的下滑。尽管上半年部分优质企业通过低利率发债置换贷款，导致银行贷款增速边

但由于银行是债券市场的主要投资主体，其总资产增速依然保持平稳。经营业务具备内在的周期对冲属性。传统的利差业务相对顺周期，在利率



段面临量价压力。然而，非利息业务则表现出逆周期特性，利率下行时，金融市场的债券投资资本利得和公允价值浮盈会增加，从而在一定程度上对冲利差收窄的压力，保障了整体营收的稳健增长。最后，拨备储备极其丰厚。目前，整个行业的拨备总额为 5.3 万亿元，而上市银行的不良贷款余额为 2.3 万亿元。扣除监管要求后，超额拨备高达 2 万亿元，与行业 2.2 万亿元的净利润规模相当，为利润调节提供了巨大空间。测算显示，即便假设不良率极端上升 1 个百分点（历史上一轮制造业不良周期中，行业不良率仅上升 0.8 个百分点），新增的 1.95 万亿元不良贷款也能被 2 万亿元的超额拨备充分覆盖。银行业长期以来形成的“以丰补歉”经营惯性，即在行业上行期多计提拨备，在下行期释放以平滑利润，确保了盈利的稳定性。

从中期视角展望，未来三年银行业 ROE 的确定性如何，其盈利驱动因子的可持续性体现在哪些方面？

从中期（三年）维度看，银行业 ROE 维持在 8% 以上的确定性非常强。这一判断基于对各盈利驱动因子的分析：第一，规模增长有底线，不会失速。银行客群的全覆盖确保了业务的稳定性。同时，监管层面也有明确要求，如央行二季度货币政策报告强调，社会融资规模增速需与名义 GDP 增速相匹配。只要经济增长仍有目标，银行的总资产增速就不会出现断崖式下滑。第二，净息差水平有底线。息差稳定是维系金融系统稳定性的关键。若息差持续下降，将削弱银行利润，进而影响其通过内源性资本补充支持实体经济的能力。自 2022 年起，存款挂牌利率与 LPR 同步下调，以及 2025 年 LPR 降幅的大幅收敛，均表明监管层呵护息差稳定的共识已经形成。第三，资产质量风险可控，本质上是“时间换空间”。银行通过新周期业务的盈利来逐步消化旧周期的不良资产包袱。例如，早期利用房地产和个人信贷的盈利消化制造业不良，当前则利用新兴产业的增长收入来消化零售和房地产领域暴露的风险。不良周期的出现是客观经济规律，而银行目前丰厚的拨备为这一消化过程提供了充足缓冲。基于中性偏保守的假设（规模增速每年下降 1 个百分点，净息差每年收窄 5 个基点，非息收入零增长），测算结果显示，银行业营收仍能实现 2% 至 4% 的正增长。在资产质量平稳的前提下，无需动用拨备，利润增速即可达到 1% 至 4% 的水平。因此，行业 ROE 在中期内维持在 8% 以上具有高度确定性。

银行板块的分红政策稳定性如何，其股息率水平对投资者有何吸引力？

银行业的分红政策表现出高度的稳定性，主要受到多方因素的共同影响。一方面，上市银行的股东多为国资背景，有较强的分红诉求；同时，证监会也对分红比例有明确要求，低于 30% 需进行说明。另一方面，出于金融稳定考虑，金融监管总局希望银行留存利润以补充资本，倾向于分红保持稳定。在多方博弈下，银行普遍选择维持稳定的分红策略。从历史数据来看，银行的分红比例长期稳定在 28% 以上。近年来，部分核心一级资本充足的银行甚至在小幅提升分红比例。这种稳定的分红政策使得银行股的股息收益相对可观且确定性高。具体来看，优质区域性城商行及部分股份制银行的股息率可达到 5% 至 6% 的区间，而大型银行的股息

率在 4%左右，仍比十年期国债收益率高出 230 个基点，具备较强的吸引力。

从历史复盘来看，银行股在不同市场周期中的股价表现呈现何种特征，当前的资金筹码结构对其有何影响？

历史复盘显示，银行板块在不同市场周期中表现出鲜明的特征。在市场下行期，银行板块具备显著的抗跌属性，其跌幅通常小于大盘指数。即便在基金持仓比例不低（3%至 6%）的阶段，这一特性依然存在，其中基本面扎实的绩优银行股跌幅相对更小。在市场上行期，虽然板块整体涨幅可能不及大盘，但内部具备阿尔法属性的个股能够跑赢大盘，且超额收益较为明显。从资金筹码结构来看，尽管近两年存在一些扰动，但证金持股及宽基指数调整带来的影响已基本消除。短期内，银行板块可能与科技板块存在一定的“跷跷板效应”。但从长期定价逻辑看，银行股的估值最终仍将围绕其市净率（PB-ROE）和合意的股息率区间进行定价。

在当前市场环境下，筛选银行股的核心投资逻辑是什么？哪些类型的银行具备更确定的业绩增长前景？

当前筛选银行股的核心思路是沿着业绩确定性最强的主线进行布局。在“量、价、险”三个盈利驱动因子中，价格（净息差）和风险（资产质量）的贝塔属性较强，银行在 LPR 统一调降和行业性风险暴露（如房地产、个人信贷风险）的大背景下，难以形成显著的个体阿尔法。因此，规模扩张能力成为当前阶段最具阿尔法禀赋的维度。基于这一逻辑，两类银行展现出更确定的业绩增长前景：一类是大型银行。它们凭借显著的成本优势，在客户竞争中对其他银行构成“降维打击”，从而保障了规模的稳定增长。另一类是优质区域的城商行。这些银行受益于所在区域经济增速高于全国平均水平的“区域阿尔法”，能够获得更快的业务发展。综合考虑性价比，推荐关注江苏银行、南京银行和齐鲁银行等品种。