下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

银行 2026 年 08 月 31 日

银行业深度研究报告

银行股定价权的变迁：ROE 下行之后，什么决定估值？

推荐（维持）

- **过去 15 年，银行股估值经历了“成长定价→风险折价→红利重估”三轮切换，而当前正处于第四轮定价切换的起点——由“红利资产”向“稳定复利资产”过渡。**2009-2015H1，规模扩张驱动成长溢价，板块 PB 一度超过 2 倍；2015H2-2022 年，资产质量成为核心定价变量，PB 最低压缩至 0.5 倍；2023 年以来，现金回报成为主要支撑，1H25 板块 PB 修复至 0.6 倍附近。随着市场对 ROE 持续下行的预期逐步趋于稳定，银行股估值的核心变量正在由“股息率”进一步转向“稳定 ROE”。
- **ROE 下行的核心来自 ROA，而 ROA 的主要拖累是净利息收入贡献持续下降。**2019 年以来上市银行权益乘数基本稳定在 12-13 倍，ROE 变化更多取决于 ROA。2015 年以来，净利息收入/总资产由 2.41%降至 1Q26 的 1.30%，成为 ROA 下行的主要来源；其他非息收入虽对盈利形成一定补位，但部分依赖债券投资收益，持续性有限。往后看，轻资本中收业务能否持续扩张，将成为决定 ROA 和 ROE 能否企稳的关键变量。
- **海外经验表明，低息差并不意味着 ROE 必然持续下行，银行可以通过负债成本优化、信用成本稳定、降本增效和收入结构调整实现 ROA 再平衡。**欧元区通过不良资产出清、资本效率提升和非息收入拓展实现盈利修复；日本则在长期低增长和需求收缩约束下形成低 ROA、低 ROE 均衡，但 2024 年以来利率正常化重新打开传统存贷业务的盈利空间。中国银行业目前已进入类似的再平衡阶段，负债成本优化、信用成本趋稳和轻资本收入补位，有望逐步对冲资产端收益率下行压力。
- **我们预计中国 A 股上市银行 ROE 中长期合理中枢为 8%-10%，未来几年有望由趋势性下行逐步转向低位稳定。**在权益乘数维持 12.5-13 倍的假设下，基于净利息收入、净非息收入、经营成本及信用成本等杜邦分项测算，基准情景下 ROA 约 0.67%，对应 ROE 约 8.5%；若净利息收入贡献保持稳定，ROA 有望向 0.75%靠拢，ROE 接近 10%。因此，未来银行股定价的核心不再是“ROE 还能下降多少”，而是 ROA 能否止跌并形成稳定中枢。
- **投资建议：银行股正从“ROE 持续下行+高股息防御”转向“ROE 低位企稳+稳定复利重估”。**建议从单纯追求高股息转向“稳定 ROE+盈利弹性+估值修复”三条主线配置，关注 ROE 预期拐点而非静态 PB。**1）第一，底仓配置高股息、低波动的大型国有银行以及招行。**其负债成本优势、资产质量稳定性以及资本回报确定性在 ROE 低位企稳阶段仍具备较强的绝对收益属性；**2）第二，超额收益重点关注 ROE 优势和非息收入能力突出的优质城商行。**在行业 ROA 企稳后，其较高的资产收益率、区域经济禀赋和信贷投放能力有望带来更强的盈利弹性，建议关注宁波银行、江苏银行、南京银行；**3）第三，盈利修复关注基本面筑底、估值压制较深的优质股份行。**若息差企稳和财富管理业务修复兑现，其盈利预期改善的弹性可能高于大型银行。建议关注：中信银行、平安银行。
- **风险提示：**经济下行压力加大、资产质量下滑超预期、非息收入增长不及预期。考虑到假设差异，测算结果或与实际有一定偏差，仅供参考。

华创证券研究所

证券分析师：林宛慧

邮箱：linwanhui@hcyjs.com

执业编号：S0360524110001

证券分析师：徐康

邮箱：xukang@hcyjs.com

执业编号：S0360518060005

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	42	0.01
总市值(亿元)	157,747.37	12.29
流通市值(亿元)	103,462.57	10.46

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	2.8%	7.9%	-1.9%
相对表现	4.1%	10.8%	-5.0%



相关研究报告

《银行业周报（20260810-20260816）：7 月信贷延续“降速提质”，息差边际企稳》

2026-08-17

《华创金融红利资产月报（2026 年 7 月）：信贷降速不改韧性，资金切换重估银行》

2026-08-06

《银行业周报（20260727-20260802）：新旧动能切换深化，零售定价透明化落地》

2026-08-03

下载日志已记录，仅供内部参考

投资主题

报告亮点

1、构建银行股“三次定价变量切换”框架：系统梳理过去 15 年银行股估值演变，将其划分为“成长定价→风险折价→红利重估”三个阶段，并进一步提出当前正处于由“红利资产”向“稳定复利资产”切换的起点，从核心定价变量变化的角度解释银行股估值中枢的长期演变。

2、通过欧元区+日本双案例，回答低息差下 ROE 如何再平衡：对比两类成熟银行业在低息差环境下的盈利演变路径，提炼出降本增效、资本效率提升和非息收入拓展对 ROA/ROE 的作用，进一步明确中国银行业未来盈利再平衡的可能路径。

3、基于杜邦分解量化中国银行业 ROE 中长期均衡水平：从净利息收入、非息收入、经营成本和信用成本等维度拆解 ROA 变化，并结合权益乘数进行情景测算，判断中国 A 股上市银行 ROE 中长期合理中枢约为 8%-10%，为判断 ROE 何时由趋势性下行转向低位稳定，以及银行股估值修复空间提供量化依据。

投资逻辑

我们认为，银行股正在从“ROE 持续下行+高股息防御”逐步转向“ROE 低位企稳+稳定复利重估”。银行业 ROA 有望由持续下行转向低位企稳，ROE 中枢逐步进入 8%-10%的合理区间。因此，银行股后续估值驱动或将更多来自 ROE 下行预期的扭转以及稳定盈利能力的重估，而非单纯依赖高股息。当前市场对 2026-27 年行业 ROE 企稳的预期，正逐步成为板块估值修复的基础。

配置上，建议从单纯追求高股息转向“稳定 ROE+盈利弹性+估值修复”三条主线。1）第一，底仓配置高股息、低波动的大型国有银行以及招行。其负债成本优势、资产质量稳定性以及资本回报确定性在 ROE 低位企稳阶段仍具备较强的绝对收益属性；**2）第二，超额收益重点关注 ROE 优势和非息收入能力突出的优质城商行。**在行业 ROA 企稳后，其较高的资产收益率、区域经济禀赋和信贷投放能力有望带来更强的盈利弹性，建议关注宁波银行、江苏银行、南京银行；**3）第三，盈利修复关注基本面筑底、估值压制较深的优质股份行，**若息差企稳和财富管理业务修复兑现，其盈利预期改善的弹性可能高于大型银行。建议关注：中信银行、平安银行。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、 银行股核心定价变量的三次切换：从成长、风险到红利 6
1、 2009-2015H1：成长定价阶段——规模扩张驱动估值 7
2、 2015H2-2022：风险折价阶段——资产质量主导估值 8
3、 2023 年至今：红利重估阶段——现金回报驱动估值 10
二、 重解 ROE：未来 ROE 中枢水平如何? 12
（一） ROE 结构细拆：各项盈利贡献发生了什么变化？ 12
（二） 未来 ROE：从趋势下行走向新的均衡 13
1、 短期 ROE 仍有下行压力，但下降斜率有望逐步放缓 13
2、 海外经验：低息差环境下，ROE 仍可完成再平衡 15
3、 中国 A 股上市银行：中长期 ROE 中枢或落在 8%-10% 23
三、 投资建议：ROE 下行预期扭转，银行板块有望重估 24
四、 风险提示 24

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 银行股估值中枢的下移与修复，本质是核心定价变量的切换 6
图表 2 2009-2015H1：银行股估值的核心定价变量是规模扩张预期 7
图表 3 09-11 年地产和基建投资同比高增（%） 8
图表 4 09-11 年地产基建相关贷款同比高增（%） 8
图表 5 净利息收入贡献主要营收（上市银行口径） 8
图表 6 09-15 年商业银行息差较高，资产质量改善 8
图表 7 上市银行 1H15 资产质量恶化信号明显 9
图表 8 2020 年以来，房地产销售下滑 9
图表 9 2020 年以来，房企风险暴露 9
图表 10 2016-2018 年金融去杠杆相关政策 9
图表 11 银行股息率高于 10 年期国债收益率（%） 11
图表 12 地产相关纾困政策一览表 11
图表 13 地方化债相关政策一览表 12
图表 14 上市银行 ROE 结构细拆 13
图表 15 近两年商业银行资产质量保持稳定 14
图表 16 测算近两年单季不良净生成率在 0.7%-0.9% 14
图表 17 商业银行成本收入比与非息收入占比走势 15
图表 18 欧元区本土银行 ROE 及 ROA 变化趋势 15
图表 19 欧元区本土银行 2015 年后不良率改善 15
图表 20 金融危机后巴塞尔委员会与欧盟的关键资本监管政策 16
图表 21 欧元区本土银行一级资本充足率提升 16
图表 22 资本约束增强，欧元区银行 RWA/总资产占比呈下降趋势 16
图表 23 2018 年之前欧元区银行成本收入比并未下行，主要推进网点整合、人员优化与数字化转型 17
图表 24 2010 年后欧元区银行中收占比提升 17
图表 25 与欧元区相比，日本银行业面临更长期的低利率时期 18
图表 26 日本商业银行 ROA 和 ROE 走势图 18
图表 27 80 年代末日本股市泡沫破裂 19
图表 28 90 年代初日本地产泡沫破裂 19
图表 29 日本主要银行 2002-2006 财年相关财务指标（单位：亿日元，%） 19
图表 30 进入低利率时代后，日本银行国内贷款利差持续下降 20
图表 31 低利率时代，日本银行业净息差持续下行 20
图表 32 日本各类银行净利润增速情况 20

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 33 2013 年 QQE 以后，日本银行业现金类资产占比明显提升 20
图表 34 三菱日联境外资产收益率显著高于境内 21
图表 35 日本都市银行三巨头的境外可售资产占比 21
图表 36 日本银行的久期缺口 21
图表 37 日本银行业各类资产期限结构（利率风险） 21
图表 38 日本银行手续费及佣金收入占比总收入情况 21
图表 39 日本银行业兼并收购案例数量（家） 21
图表 40 日本区域性银行运营费用变化趋势（亿日元） 22
图表 41 日本银行业格局变化（家） 22
图表 42 2024 财年大型银行、地区银行和信用金库核心业务利润均改善 23
图表 43 2024 财年后日本大型银行 ROE 明显修复 23
图表 44 未来几年中国 A 股上市银行 ROE 杜邦拆解 24

下载日志已记录，仅供内部参考

一、银行股核心定价变量的三次切换：从成长、风险到红利

过去 15 年，银行股估值中枢的下移与修复，本质是**核心定价变量**的切换。市场先后围绕**成长性、资产质量和现金回报**进行了定价，而当前正处于由**“红利资产”**向**“稳定复利资产”**过渡的阶段。未来银行股估值溢价的来源，不再主要取决于规模扩张速度，而更多取决于 **ROE 的质量、稳定性和可持续性**。银行股的重估并不需要 ROE 重新回到 15%以上，而在于 ROE 是否能够进入 **8%-10%的稳定均衡区间**；一旦 ROE 止跌并具备更高的可预测性，银行股有望由“低增长周期股”逐步转向“稳定复利资产”。

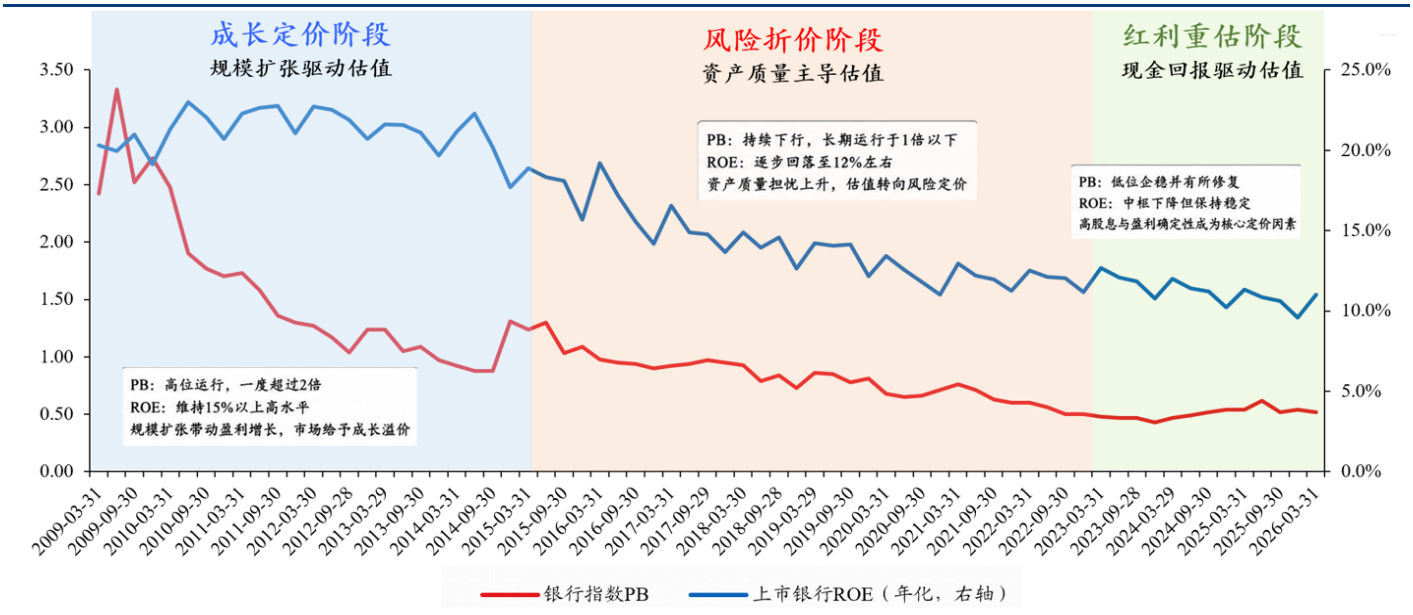
2009-2015H1：成长定价阶段。该阶段银行股估值主要由**规模扩张预期驱动**。信贷高增长、经济高增速和金融深化共同支撑资产负债表快速扩张，市场普遍认为资产增长能够持续转化为利润增长。行业 ROE 长期维持在 15%以上，银行被视为兼具成长性和确定性的核心资产，板块 PB 一度达到 2 倍以上。

2015H2-2022：风险折价阶段。该阶段银行股估值主要由**资产质量预期决定**。随着供给侧改革、非标治理以及地产周期下行，市场开始重新评估银行资产端风险，关注点从“利润增长”转向“净资产真实性”。定价逻辑由成长预期转向风险补偿，行业 ROE 中枢回落至 12%左右，板块 PB 长期运行于 1 倍以下。

2023 年至今：红利重估阶段。该阶段银行股估值主要由**现金回报确定性驱动**。在无风险利率持续下行、宏观不确定性上升的背景下，资金更偏好稳定分红和高股息资产。银行股凭借较高股息率和盈利稳定性，被定义为长久期“类债资产”，叠加汇金增持、险资举牌等增量资金推动，板块估值得到修复，但整体 PB 仍未突破 1 倍。

向前看，我们认为银行股正站在第四轮定价切换的起点。市场对银行的要求将从“高股息”进一步升级为“高质量 ROE”。未来估值溢价的核心，不是 ROE 水平本身，而是 **ROE 的稳定性、资本效率和盈利结构**——即能否通过财富管理、托管、投行等低资本消耗业务提升资本回报，并降低对净息差和信贷周期的依赖。谁能够实现更稳定、更可持续的 ROE，谁就更有可能获得估值溢价。

图表 1　银行股估值中枢的下移与修复，本质是核心定价变量的切换



资料来源：Wind，各公司公告，华创证券（注：银行指数选取 801780.SI，上市银行 ROE 为银行个股 ROE 加权平均数，时间区间为 1Q09-1Q26）

下载日志已记录，仅供内部参考

1、2009-2015H1：成长定价阶段——规模扩张驱动估值

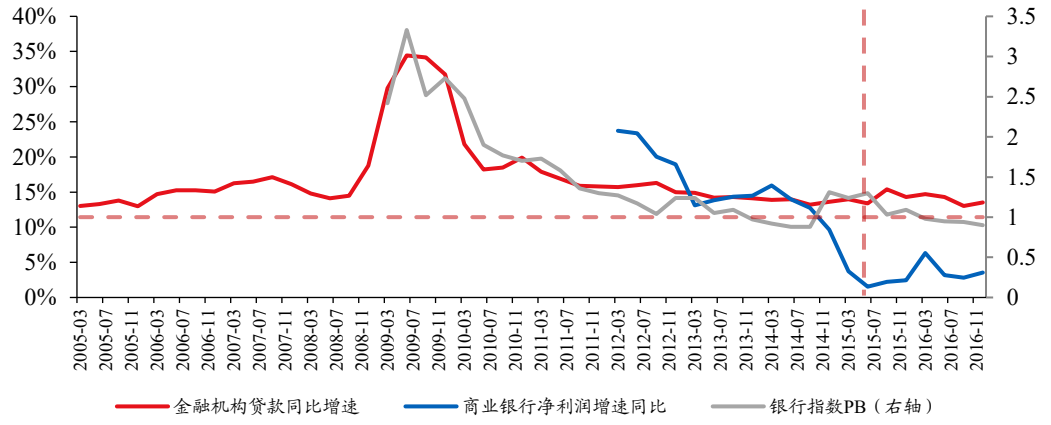
这阶段银行股估值的核心定价变量是规模扩张预期。2008 年金融危机后，为稳定经济增长，政府推出“四万亿”投资计划，货币政策和信贷环境显著宽松，基础设施投资、房地产开发和企业资本开支快速恢复，带动银行信贷需求大幅回升。2009 年金融机构人民币贷款同比增速超 30%，2010-2011 年仍保持 15%-20%高增，银行进入高速扩表阶段。同期，基础设施投资同比增长超 40%（2009 年），房地产开发投资同比增长超 30%（2010-2011 年），居民住房贷款需求持续释放，净利息收入占营业收入约 75%-80%，成为利润增长的主要来源。

规模高增长直接支撑了银行盈利能力。2009-2012 年上市银行平均 ROE 基本保持 20%左右，即使 2012 年后利率市场化改革推进、净息差开始小幅收窄，2013-2015 年平均 ROE 仍保持在 15%以上的较高水平。当时行业净息差维持在 2.5%-3.0%的较高区间，资产扩张能够持续转化为利润增长。同时，资产质量持续改善，商业银行不良贷款率由 2008 年底约 2.4%下降至 2012 年底约 0.95%，拨备覆盖率由约 118%提升至 290%以上，风险成本并未对盈利形成明显拖累。

在盈利快速增长和 ROE 维持高位的背景下，市场给予银行显著成长溢价。2009 年申万银行指数 PB 估值最高升至超 3 倍；此后随着经济增速、信贷增速和银行盈利增速逐步回落，估值中枢下移，但大部分时间仍高于 1 倍 PB：2010 年底约 1.7 倍，2011 年底约 1.3 倍，2012 年底降至约 1.2 倍，2013-2014 年多数时间在 0.9-1.2 倍附近，2015 年上半年回升至约 1.2-1.3 倍。

总体来看，2009-2015H1 银行股整体处于成长定价框架之下，但成长驱动经历了由强到弱的变化：2009-2011 年，投资需求和信贷扩张推动盈利快速增长，ROE 维持高位，市场给予银行显著成长溢价；2012-2015H1，随着利率市场化推进、息差收窄和规模增速放缓，市场逐步下调增长预期，PB 估值中枢持续回落，但银行股尚未进入以信用风险为核心的风险定价阶段。

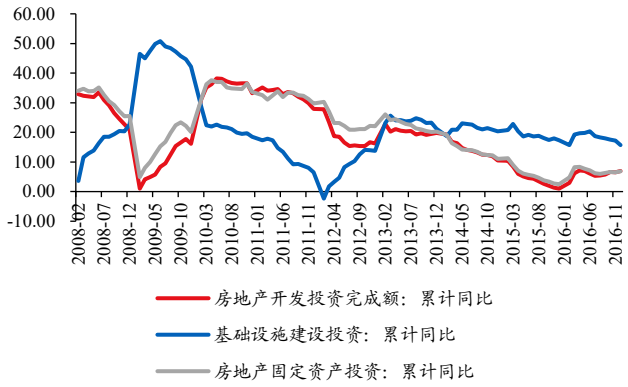
图表 2　2009-2015H1：银行股估值的核心定价变量是规模扩张预期



资料来源：Wind，华创证券

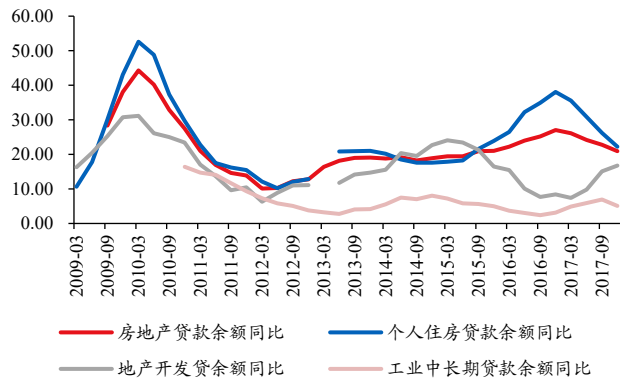
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 3 09-11 年地产和基建投资同比高增（%）



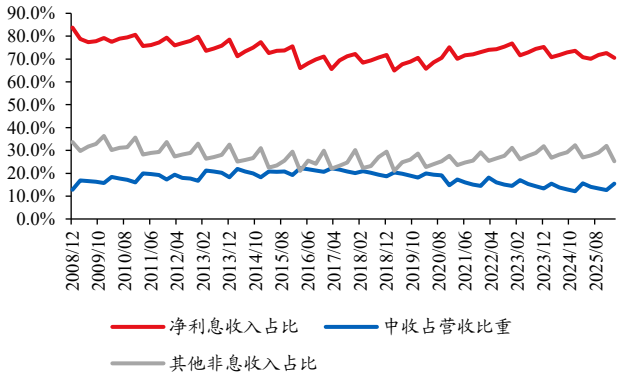
资料来源：Wind，华创证券

图表 4 09-11 年地产基建相关贷款同比高增（%）



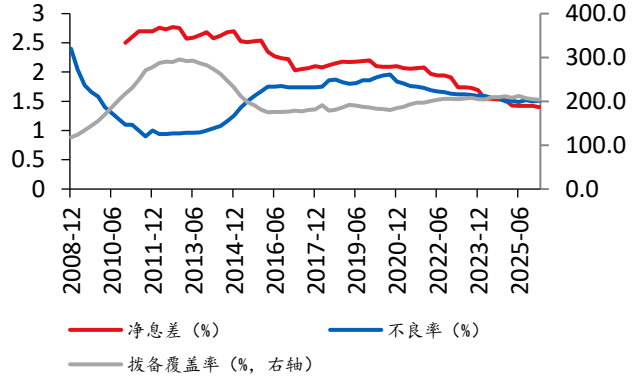
资料来源：Wind，华创证券

图表 5 净利息收入贡献主要营收（上市银行口径）



资料来源：各公司公告，华创证券

图表 6 09-15 年商业银行息差较高，资产质量改善



资料来源：金监局，华创证券

2、2015H2-2022：风险折价阶段——资产质量主导估值

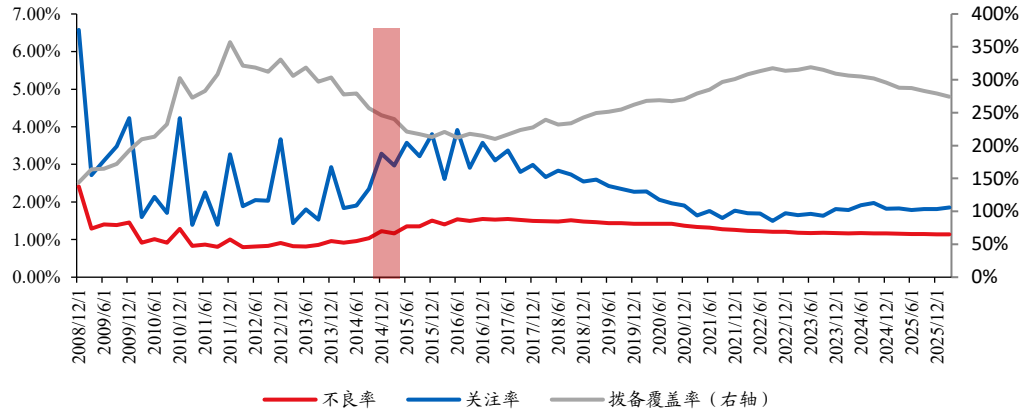
2015 年下半年成为银行股估值逻辑的重要分水岭。此前市场关注的核心问题是银行能否依靠资产规模扩张实现利润增长，而随着经济增速换挡、信用周期变化以及金融监管趋严，市场开始重新审视过去高速扩张形成的资产负债表质量，**银行股定价逻辑由成长预期逐步转向资产质量预期。**

信用风险暴露与金融去杠杆共同推动风险折价形成。供给侧改革背景下，钢铁、煤炭等传统行业盈利能力下降，部分企业偿债能力恶化，信用风险逐步向银行体系传导。2014 年底上市银行不良率/关注率升至 1.23%/3.28%，1Q15 小幅回落后，1H15 环比分别上升 19bp/60bp 至 1.35%/3.58%，拨备覆盖率同时下降，资产质量恶化信号明显。与此同时，2016 年 MPA 考核正式实施、2018 年资管新规落地，同业、理财及非标扩张模式受到约束，表外业务回表、资本消耗上升，市场开始下修银行长期 ROE 中枢预期，并对隐性不良率计价。受此影响，银行板块 PB 由 2015 年上半年约 1.2-1.3 倍回落至 2018-2019 年的 0.7-0.9 倍区间。

下载日志已记录，仅供内部参考

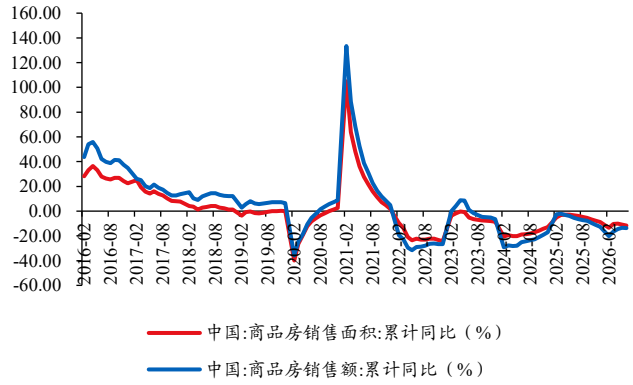
2020 年以来，疫情冲击与房地产调整进一步强化市场悲观预期。疫情冲击及地产下行周期等因素导致内需走弱，银行持续让利实体经济，净息差承压；与此同时，房地产销售下滑与房企风险暴露，引发市场对按揭贷款、开发贷及地方融资平台风险的担忧。虽然行业整体不良率并未显著失控，但投资者开始担心银行长期 ROE 中枢可能下降至个位数水平。在风险偏好持续下行背景下，银行板块 PB 进一步压缩至 2022 年底约 0.5 倍。

图表 7　上市银行 1H15 资产质量恶化信号明显



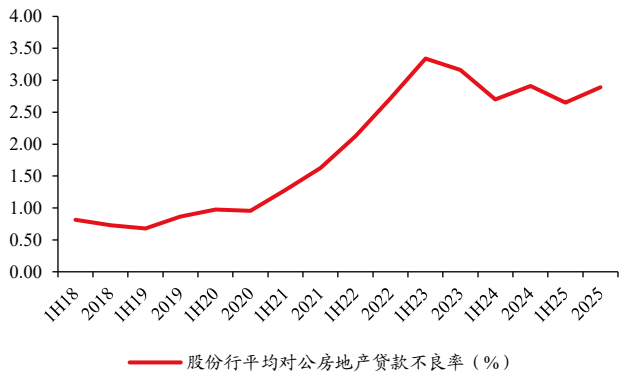
资料来源：各公司公告，华创证券

图表 8　2020 年以来，房地产销售下滑



资料来源：Wind，华创证券

图表 9　2020 年以来，房企风险暴露



资料来源：各公司公告，华创证券（股份行口径包括平安银行、浦发银行、华夏银行、民生银行、招商银行、兴业银行、浙商银行以及中信银行，其中华夏银行 1H18、1H19 未披露相关数据。）

图表 10　2016-2018 年金融去杠杆相关政策

时间	政策文件	发布主体	核心约束	对同业/理财/非标的影响
2016 年起	宏观审慎评估体系（MPA）正式实施	中国人民银行	将差别准备金动态调整机制升级为 MPA，从**资本和杠杆、资产负债、流动性**等七大方面评估金融机构；**从关注狭义贷款转向广义信贷**	通过资本约束资产扩张，并扩大宏观审慎管理覆盖范围

下载日志已记录，仅供内部参考

2017 年一季度	表外理财纳入 MPA 广义信贷	中国人民银行	将**表外理财资金**运用项目**纳入广义信贷统计范围**	表外理财纳入宏观审慎管理，银行通过表外业务规避信贷约束的空间收窄
2017 年 12 月 22 日	《关于规范银信类业务的通知》（银监发〔2017〕55 号）	中国银监会	将银行**表内外资金和收益权**纳入**银信类业务**；明确银信通道业务定义；按实质重于形式原则落实**统一授信、穿透管理、资本和拨备要求**	限制通过信托通道规避监管及虚假出表，规范银信通道业务
2018 年 4 月 27 日	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106 号）	中国人民银行、中国银保监会、中国证监会、国家外汇管理局	按产品类型统一监管标准；**打破刚性兑付、实行净值化管理**；强化非标投资管理；限制资金池、多层嵌套和通道业务	统一资管监管规则，压缩刚性兑付、通道及监管套利空间
2018 年 7 月 20 日	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（银办发〔2018〕129 号）	中国人民银行	通过在 MPA 考核时合理调整有关参数，对存量非标回表给予过渡安排；**支持有回表需求的银行发行二级资本债补充资本**	支持存量非标有序回表，缓解回表带来的资本压力
2018 年 9 月 26 日	《商业银行理财业务监督管理办法》（银保监会令 2018 年第 6 号）	中国银保监会	建立净值化管理等理财业务规则；**非标余额不得超过理财产品净资产 35%，且不得超过银行总资产 4%；单一债务人及关联企业非标余额不得超过银行资本净额 10%**	对理财资金投资非标设置明确比例约束，推动银行理财规范转型

资料来源：中国人民银行、中国银监会、中国银保监会、国家外汇管理局相关政策文件及公告，华创证券

3、2023 年至今：红利重估阶段——现金回报驱动估值

2023 年起，银行股估值逻辑由风险定价逐步转向确定性定价。此前市场长期担忧房地产风险向银行体系传导，但随着房地产支持政策持续出台、风险处置有序推进，市场逐步形成“地产风险可控、系统性风险可控”的预期。上市银行不断压降对公房地产风险敞口，对公房地产不良率稳中略降。上市银行不良贷款率由 2022 年末的 1.21%下降至 2023 年末的 1.17%，1Q26 缓慢降至 1.14%，资产质量整体保持稳定，市场对银行系统性风险的担忧明显缓解。

虽然净息差持续收窄推动银行盈利能力下行，但 ROE 中枢并未出现快速恶化。商业银行净息差由 2021 年末的 2.08%下降至 1Q26 的 1.40%，息差已进入历史低位区间。然而，银行通过资产结构调整、存款成本优化、拨备反哺以及中间业务贡献提升等方式，对冲了部分息差压力。上市银行 ROE 虽然由 2015 年的 15%以上回落，但 2024-2025 年仍维持在约 10%的水平。

在经济修复偏弱、资本市场回报率下降以及无风险利率持续下行的背景下，银行高股息价值进一步凸显。2022 年底至 2024 年底，10 年期国债收益率由约 2.9%下降至 1.8%，银行理财和存款等低风险资产收益率同步下行，而房地产投资回报率下降、权益市场整体表现偏弱，使市场可选择的高收益资产明显减少。与此同时，银行股息率普遍维持在 4%-

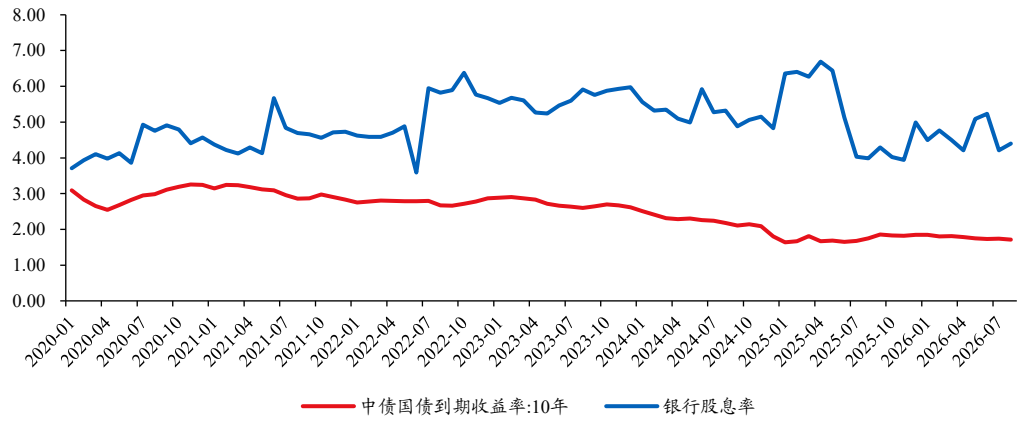
下载日志已记录，仅供内部参考

6%，显著高于同期国债收益率，并且盈利波动相对较小、分红率稳定、现金流可预测，具备较强的持续派息能力。

银行股配置属性逐渐由“低估值金融股”转向“长久期类债资产”。对于保险、社保、企业年金以及中央汇金等长期资金而言，在缺乏高收益、低波动配置资产的环境下，银行股不仅提供股息收益，更提供了能够穿越经济周期的稳定现金流和流动性。银行股开始参与利率资产定价：当无风险利率下行、长期资金配置需求上升时，其估值中枢随之抬升。汇金增持、险资举牌等增量资金进一步强化了这一逻辑，推动银行板块 PB 由 2023 年底约 0.43 倍修复至 2025 年底约 0.54 倍附近。

总体来看，2023 年以来银行股进入红利重估阶段。这一轮估值修复首先来自风险折价下降，其次来自利率下行背景下的股息价值重估；而当红利重估逐步完成后，未来银行股估值分化将更多取决于 ROE 质量和资本效率，而不仅仅是股息率。

图表 11 银行股息率高于 10 年期国债收益率（%）



资料来源：Wind，华创证券

图表 12 地产相关纾困政策一览表

时间	政策措施	核心内容
2022 年 11 月 11 日	中国人民银行、中国银保监会印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（“金融 16 条”）	从**房地产融资、保交楼、受困房企风险处置**等方面提出 16 条措施；支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，**未来半年内到期的可多展期 1 年，并可不调整贷款分类；**支持政策性银行提供“保交楼”专项借款，鼓励商业银行提供配套融资
2022 年 11 月 21 日	中国人民银行、中国银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会	**保持房地产融资平稳有序，**支持开发贷款、信托贷款等存量融资在保证债权安全的前提下合理展期；**用好民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）支持民营房企发债融资；完善“保交楼”配套融资政策支持**
2023 年 7 月 10 日	延长“金融 16 条”其中两项政策的适用期限	将**房企存量融资展期**和**专项借款支持项目配套融资**两项政策的适用期限统一**延长至 2024 年 12 月 31 日**
2024 年 1 月 5 日	建立城市房地产融资协调机制	指导各地级及以上城市建立房地产融资协调机制，**搭建政银企沟通平台、精准对接融资需求，并筛选确定可给予融资支持的房地产项目**
2024 年 9 月 24 日	统一个人住房贷款最低首付比例	商业性个人住房贷款**不再区分首套、二套，最低首付款比例统一为不低于 15%；**各地可在全国统一最低比例基础上因城施策

下载日志已记录，仅供内部参考

2024 年 9 月 24 日	延长部分房地产金融政策的适用期限	将“金融 16 条”中**开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期政策**延长至**2026 年 12 月 31 日**；**经营性物业贷款**相关有期限政策同步延长至**2026 年 12 月 31 日**
2024 年 10 月 17 日	进一步完善房地产项目“白名单”融资机制	符合“白名单”标准条件的房地产项目**“应进尽进”**；进入“白名单”的项目原则上**“应贷尽贷”**；优化贷款资金拨付，做到**“能早尽早”**；预计到 2024 年底“白名单”项目贷款审批通过金额**超过 4 万亿元**

资料来源：中国人民银行、国家金融监督管理总局、住房和城乡建设部、国务院新闻办公室相关政策文件及新闻发布会，华创证券

图表 13 地方化债相关政策一览表

时间	政策措施	核心内容
2023 年 7 月 24 日	中央政治局会议定调“一揽子化债”	要求**有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案**
2023 年 10-12 月	特殊再融资债券发行加快	地方发行特殊再融资债券，用于**置换存量隐性债务**，通过债务置换缓解地方化债压力
2024 年 10 月 12 日	国新办发布会：财政部拟较大规模增加债务限额置换存量隐性债务	2023 年财政部安排**超过 2.2 万亿元地方政府债务限额**支持地方化解存量债务风险和清理拖欠企业账款；2024 年以来已安排 **1.2 万亿元债务限额**；拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务
2024 年 11 月 8 日	增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务	2024 年至 2026 年**每年 2 万亿元、合计 6 万亿元债务限额用于置换存量隐性债务**；从 2024 年起连续 5 年**每年安排 8000 亿元新增专项债用于化债**，累计 4 万亿元；2029 年及以后到期的 **2 万亿元棚改隐性债务仍按原合同偿还。**三项政策协同后，2028 年前地方需消化的**隐性债务从 14.3 万亿元降至 2.3 万亿元。**
2024 年 12 月	加快落实一揽子隐性债务化解政策	财政部进一步强调落实一揽子化债政策；两项置换政策近三年密集安排 **8.4 万亿元**，预计五年累计可节约地方利息支出 **6000 亿元左右**；同时改善金融资产质量、增强信贷投放能力。

资料来源：中共中央政治局、财政部、全国人大常委会、国务院新闻办公室，华创证券

二、重解 ROE：未来 ROE 中枢水平如何？

（一）ROE 结构细拆：各项盈利贡献发生了什么变化？

过去 15 年，银行 ROE 下行经历了从“杠杆驱动”到“ROA 驱动”的切换，当前资产收益率已成为决定 ROE 中枢的核心变量。根据杜邦分析框架，上市银行 ROE 可拆分为 ROAA 与杠杆率两部分。上市银行平均 ROE 由 2009 年的 19.37%降至 1Q26 的 9.03%，整体呈现持续下行趋势。其中，2019 年之前主要是金融去杠杆、资本约束强化阶段，行业杠杆率由 18.21 逐渐降至 12.64，是 ROE 回落的主要来源；而 ROA 由 1.06%降至 0.94%，降幅相对有限；2019 年以后，杠杆率基本稳定在 12-13 倍区间，近三年甚至小幅回升至 12.9 倍，而 ROA 则继续由 0.94%下降至 0.70%，成为 ROE 进一步下行的核心因素。这意味着，当前银行 ROE 的变化已经更多取决于资产收益率，而非杠杆水平。

进一步拆解 ROAA 可以发现，其下行几乎全部来自净利息收入贡献的持续回落。净利息

下载日志已记录，仅供内部参考

收入占总资产的比例由 2015 年的 2.41%降至 1Q26 的 1.30%，降幅超过 1pct，是 ROA 下降的决定性因素。面对息差收窄、信贷需求走弱带来的盈利压力，银行主要通过压降业务及管理费、优化税负以及改善信用成本进行对冲，其中业务及管理费占总资产比例由 2015 年的 0.94%降至 1Q26 的 0.47%，信用成本在 2020 年见顶后整体回落。

收入结构的变化更值得关注。近年来，净利息收入对 ROA 的贡献明显下降，而未来 ROE 能否稳定，关键在于非息收入能否接棒。其他非息收入占总资产的比例由 2009 年的 0.10%提升至 1Q26 的 0.26%，一定程度上对冲了息差下行压力，但这部分收入主要来自债券投资及其他金融资产收益，其扩张空间受到市场波动、资产负债表规模、资本占用以及银行账簿利率风险等久期管理约束，盈利稳定性相对有限，难以成为长期抬升 ROE 中枢的主要来源。相比之下，**手续费及佣金收入属于典型的轻资本收入，对资本消耗较低、盈利持续性更强。**尽管近年来财富管理降费对中收形成一定扰动，但这更多反映的是行业费率体系的调整，而非需求空间的收缩。随着居民金融资产配置比例持续提升以及财富管理、养老金融等需求不断扩张，中收业务仍具备较大的长期提升空间。因此，未来银行 ROE 若能够稳定在新的均衡区间，其支撑力量更可能来自轻资本收入占比的提升。

图表 14　上市银行 ROE 结构细拆

杜邦分析对比	2009	2015	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1Q26
净利息收入	2.28%	2.41%	1.97%	2.07%	2.02%	1.84%	1.82%	1.59%	1.42%	1.31%	1.30%
利息收入	3.79%	4.44%	3.81%	3.91%	3.74%	3.56%	3.56%	3.46%	3.17%	2.73%	2.55%
利息支出	-1.50%	-2.03%	-1.83%	-1.84%	-1.72%	-1.71%	-1.74%	-1.87%	-1.75%	-1.42%	-1.24%
净非息收入	0.56%	0.70%	0.67%	0.72%	0.65%	0.60%	0.55%	0.52%	0.51%	0.50%	0.54%
净手续费收入	0.46%	0.61%	0.50%	0.41%	0.39%	0.37%	0.34%	0.28%	0.24%	0.23%	0.28%
净其他非息收入	0.10%	0.09%	0.18%	0.31%	0.26%	0.23%	0.21%	0.24%	0.28%	0.26%	0.26%
营业收入	2.85%	3.11%	2.64%	2.79%	2.68%	2.44%	2.37%	2.11%	1.94%	1.81%	1.85%
税金及附加	-0.17%	-0.19%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%
业务及管理费	-1.05%	-0.94%	-0.80%	-0.80%	-0.74%	-0.67%	-0.74%	-0.67%	-0.62%	-0.58%	-0.47%
营业外净收入	0.01%	0.01%	0.00%	-0.10%	-0.11%	-0.04%	-0.05%	-0.05%	-0.05%	-0.06%	-0.05%
拨备前利润	1.64%	1.99%	1.81%	1.86%	1.80%	1.70%	1.56%	1.36%	1.24%	1.15%	1.31%
资产减值损失	-0.28%	-0.57%	-0.68%	-0.72%	-0.77%	-0.64%	-0.55%	-0.45%	-0.39%	-0.36%	-0.50%
税前利润	1.35%	1.42%	1.14%	1.14%	1.03%	1.06%	1.01%	0.91%	0.85%	0.79%	0.81%
所得税	-0.29%	-0.32%	-0.19%	-0.19%	-0.17%	-0.16%	-0.14%	-0.12%	-0.11%	-0.10%	-0.11%
ROAA	1.06%	1.10%	0.94%	0.94%	0.86%	0.90%	0.87%	0.79%	0.74%	0.70%	0.70%
杠杆水平	18.21	14.46	13.31	12.64	12.27	12.07	12.04	12.37	12.52	12.66	12.90
ROAE（税后利润/平均所有者权益）	19.37%	15.85%	12.56%	11.88%	10.59%	10.89%	10.47%	9.82%	9.31%	8.80%	9.03%

资料来源：各公司公告，华创证券

（二）未来 ROE：从趋势下行走向新的均衡

我们认为，未来几年银行业 ROE 仍有下行压力，但下行斜率有望逐步放缓，并从“趋势性下行”走向新的均衡。当前 ROE 下降已主要由 ROA 驱动，而 ROA 下降的核心来自净利息收入贡献持续收缩。往前看，有效信贷需求不足及资产端收益率下行仍将为主要拖累，同时资本监管强化也使银行难以通过提高杠杆对冲 ROA 下降，因此 ROE 短期仍可能承压。但另一方面，负债成本优化、信用成本趋稳、成本效率提升以及轻资本收入补位，将逐步削弱 ROA 的下行幅度。**海外成熟银行已经证明，低 NIM 并不意味着 ROE 必须同步下降；当 ROA 下降至一定水平后，银行会通过收入结构、成本效率和资本效率调整，形成新的盈利均衡。我们认为，中国银行业未来或也将经历类似过程，ROE 最终有望在 8%-10%附近形成新的均衡区间。**

1、短期 ROE 仍有下行压力，但下降斜率有望逐步放缓

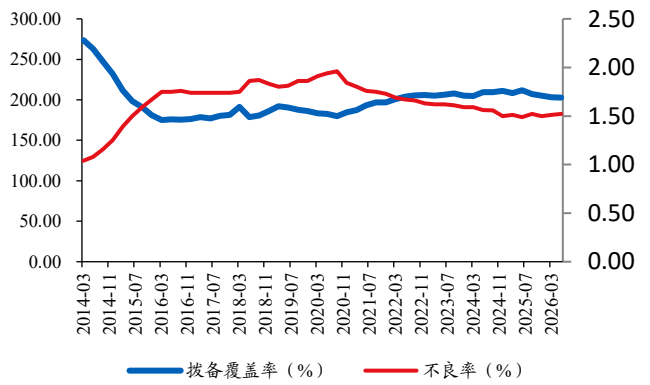
未来几年银行 ROE 仍有一定下行压力，核心拖累仍来自资产端量价下行。有效信贷需

下载日志已记录，仅供内部参考

求不足、优质资产竞争加剧，资产端增速与收益率难以重回过去水平。与此同时，在资本监管强化、资本充足率要求提高的背景下，银行权益乘数已经基本进入稳定区间，难以再通过提高杠杆率对冲 ROA 下降。但另一方面，负债成本优化、信用成本趋稳、轻资本收入补位以及成本效率提升，将逐步削弱 ROA 的下行幅度。

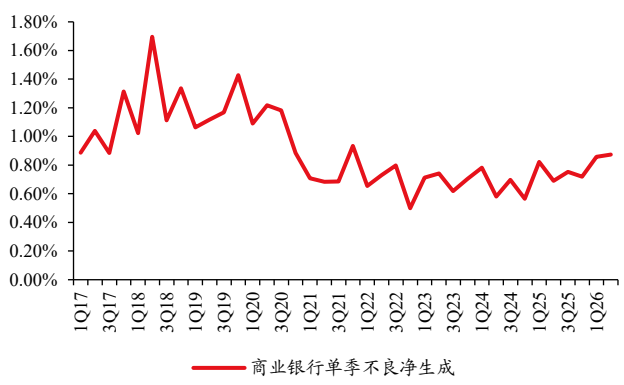
- **从负债端看，今明两年存款成本仍存在一定优化空间。**22-24 年是高息存款集中吸纳窗口，以三年期定存为主，此前居民三年期定存利率在 2.6%-3.5%的较高区间。三年期定存集中于 25-27 年到期，而新发三年期定存利率大部分已降至 2%以内，存量高息存款重定价仍将在今明两年对息差形成正向贡献。
- **从风险端看，信用成本拖累因素有望逐步消退。**25 年以来商业银行不良率整体稳定在 1.5%左右，拨备覆盖水平维持在 200%以上，测算单季不良净生成率在 0.7%-0.9%。随着房地产风险处置和地方债务化解持续推进，零售信贷不良逐步消化，若未来不良生成率维持相对稳定，信用成本进一步上升的压力有限，对 ROA 的拖累有望逐步减弱。
- **从收入端看，轻资本业务有望成为新的营收增长点。**在信贷“量价双降”背景下，单纯依靠扩表难以维持收入长期稳健增长，财富管理、托管及投行等轻资本业务的重要性提升。这类业务资本占用较低，能够提高单位资产盈利能力，从而部分对冲息差下降对 ROA 的拖累。
- **从成本端看，规模增速放缓反而提高了降本增效对 ROE 的重要性。**过去银行可以依靠资产扩张摊薄固定成本，而当前信贷增速下降后，成本收入比改善成为稳定 ROA 的重要抓手。1H26 商业银行成本收入比为 29.35%，同比下降 0.88pct，经营效率改善已经开始对盈利形成支撑。

图表 15　近两年商业银行资产质量保持稳定



资料来源：金监局，华创证券

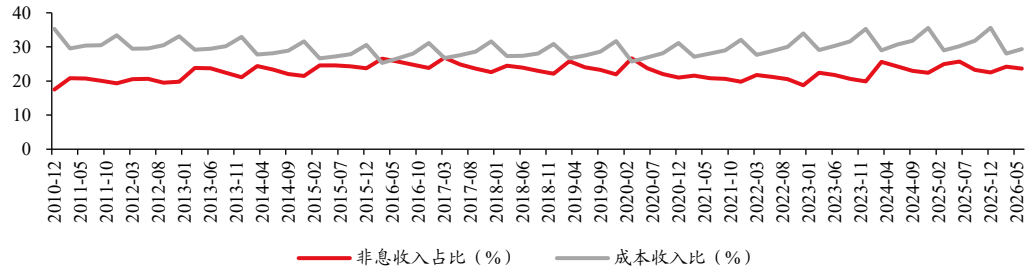
图表 16　测算近两年单季不良净生成率在 0.7%-0.9%



资料来源：Wind，金监局，华创证券测算

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 17 商业银行成本收入比与非息收入占比走势



资料来源：金监局，华创证券

2、海外经验：低息差环境下，ROE 仍可完成再平衡

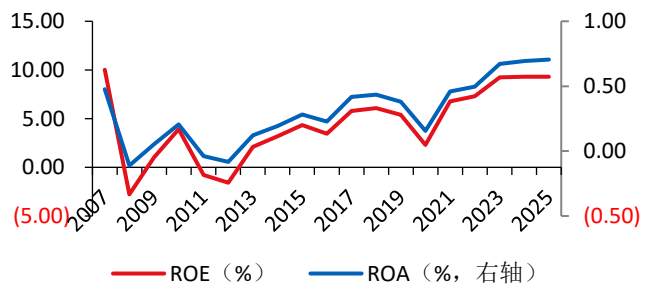
低息差并不意味着 ROE 必然持续下行，关键在于银行能否通过资产质量出清、经营效率提升和收入结构调整，降低传统息差业务收缩对 ROA 的拖累。从海外经验看，欧元区本土银行和日本银行业均经历过长期低利率和信贷需求放缓，但调整路径有所不同：欧洲主要通过资产质量出清、资本效率提升、经营降本和非息收入补位，逐步降低 ROA 的下行压力；日本则由于国内信贷需求长期收缩，降本、海外扩张和业务多元化更多起到托底作用，ROA 长期维持低位。

（1） 欧元区：资产质量出清后，通过提升资本效率、成本优化和收入结构调整逐步降低 ROA 下行压力

金融危机后的欧洲银行盈利修复经历了“资产质量出清—资本约束强化—经营效率改善—收入结构调整”几个阶段。

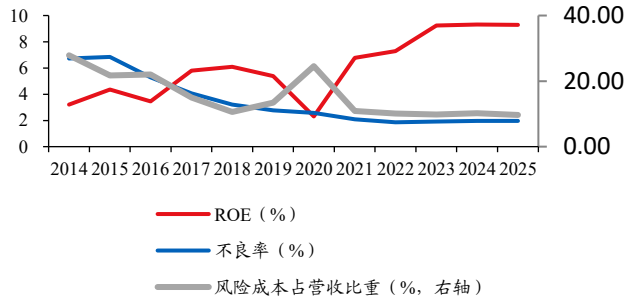
首先，资产质量出清推动信用成本由盈利拖累项转向稳定项。2008 年金融危机及随后欧债危机后，欧元区银行不良率攀升，2014 年不良率高达 6.72%，此后通过不良资产处置、核销、提高拨备及监管压力测试等方式持续修复资产负债表，2025 年不良率已降至约 1.97%，风险成本占营收比重也由 2014 年 27%以上降至 2025 年不到 10%。ECB 数据显示，2017 年欧元区重要银行 ROE 由 2016 年约 3.45%升至约 5.8%，盈利改善的重要来源即为资产减值损失下降。

图表 18 欧元区本土银行 ROE 及 ROA 变化趋势



资料来源：ECB，华创证券（注：数据为欧元区国内银行集团和独立银行口径，下同）

图表 19 欧元区本土银行 2015 年后不良率改善



资料来源：ECB，华创证券（注：数据为欧元区国内银行集团和独立银行口径，下同）

下载日志已记录，仅供内部参考

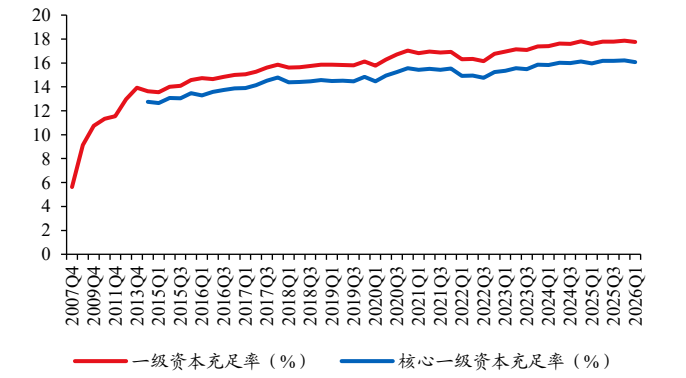
其次，资本监管强化后，银行由“加杠杆”转向“提高资本效率”。金融危机后欧元区银行资本要求持续提高，资本约束压缩了通过提高权益乘数改善 ROE 的空间，欧元区银行开始主动退出低回报、高风险及高资本占用业务，优化风险加权资产配置。ECB 数据显示，欧元区银行平均一级资本充足率由 2007 年不到 6%提升 2021 年的 16.9%，核心一级资本充足率也同步提升；与此同时，RWA/总资产由 2008 年的约 41.8%降至 2021 年的约 35.6%。在权益乘数难以继续提升的情况下，ROE 修复更多转向资产结构优化和单位资本盈利能力改善。

图表 20 金融危机后巴塞尔委员会与欧盟的关键资本监管政策

时间	政策文件	监管核心加码动作	对 ROE 与业务的影响
2010.12	巴塞尔 III 最终框架	• **CET1 底线翻倍至 4.5%** • 引入杠杆率(≥3%)与资本留存缓冲(2.5%)	**CET1 底线翻倍+独立杠杆率约束，银行无法通过单纯放大资产端杠杆提升 ROE。**
2013.06	CRD IV（指令 2013/36/EU）+ CRR（条例 575/2013）	• 转化巴塞尔 III 底线要求 • **欧盟加码：引入 O-SII 缓冲（国内系统重要性机构）、系统性风险缓冲（SRB）**，成员国可自主加征	**实际 CET1 要求被推高至 7%-10%+，倒逼银行退出高资本消耗业务。**
2017.12	巴塞尔 III 最终方案	• Output Floor（输出下限）：内部模型法 **RWA 不得低于标准法结果的 72.5%**	RWA 计量下限被硬性托底，单位资产资本占用无法再通过模型优化粉饰。
2019.05	CRD V + CRR II	• 落实 Output Floor 与 G-SIB 附加资本(1%-3.5%)	RWA 压缩空间被监管彻底封死，无法通过模型套利降资本占用。
2024.06	CRD VI + CRR III	• 全面深化审慎要求，完成巴塞尔 III 最终方案在欧盟的全面落地	资本约束进入常态化高位阶段。

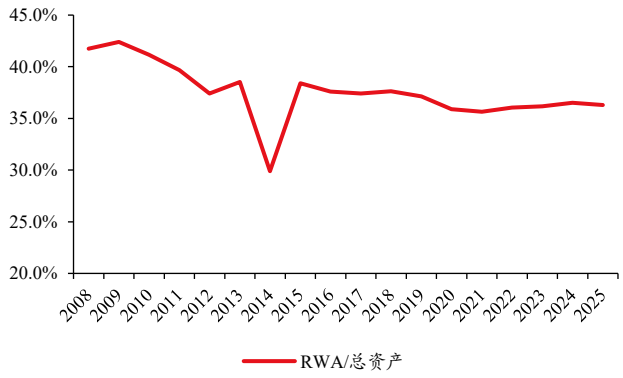
资料来源：BIS，EUR-Lex，华创证券

图表 21 欧元区本土银行一级资本充足率提升



资料来源：ECB，华创证券

图表 22 资本约束增强，欧元区银行 RWA/总资产占比呈下降趋势



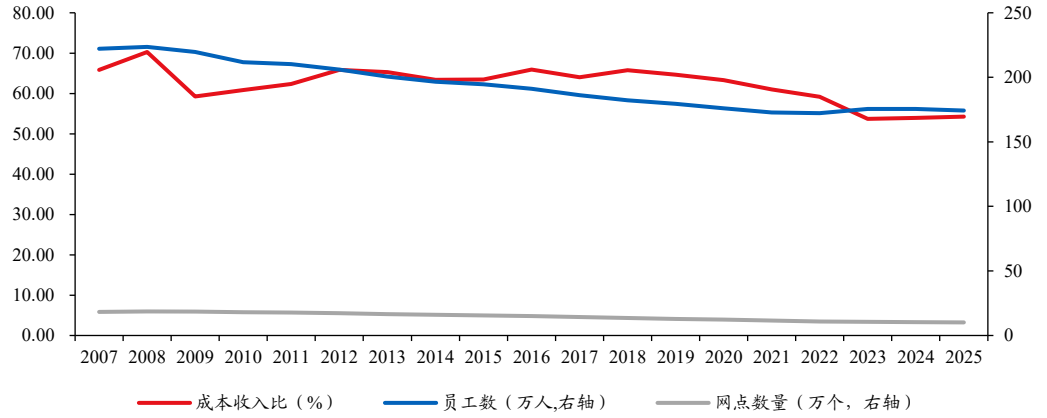
资料来源：ECB，华创证券

再次，低利率环境持续挤压 NIM，经营效率成为稳定盈利韧性的核心抓手。2014-2021 年

下载日志已记录，仅供内部参考

欧元区长期处于低利率甚至负利率环境，传统“以量补价”的息差管理模式失效，驱动银行主动推进网点整合、人员优化与数字化转型。**值得注意的是，欧洲银行的盈利修复并非依赖简单的“费用削减”：** 2018 年前后欧元区银行业平均成本收入比（CIR）仍徘徊在 65%左右，降本的核心逻辑在于“去低效产能”——即通过关停冗余网点、裁撤重叠岗位来提升人均与单点产能。

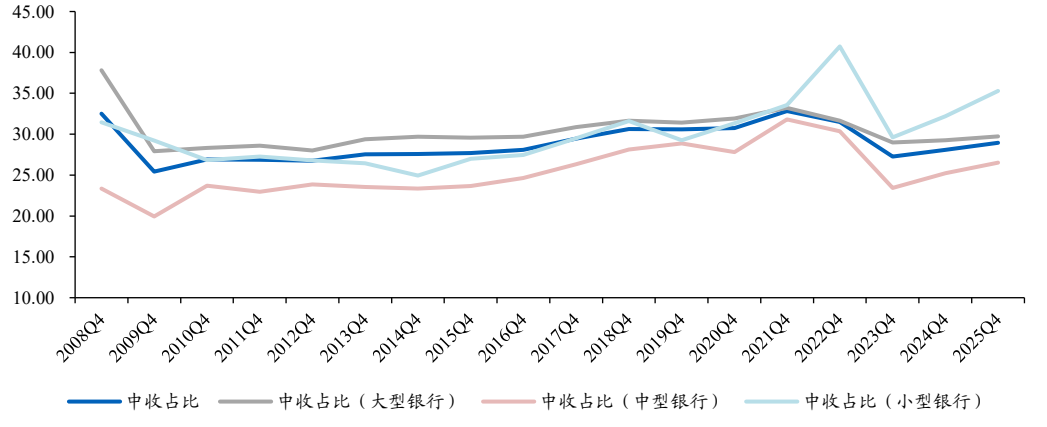
图表 23 2018 年之前欧元区银行成本收入比并未下行，主要推进网点整合、人员优化与数字化转型



资料来源：ECB，华创证券

最后，非息收入补位驱动收入结构多元化，降低对 NIM 的单一依赖。随着传统息差业务承压，以手续费及佣金、资产管理、支付结算为代表的轻资本非息业务重要性显著提升。ECB 研究显示，盈利能力较强的银行在危机后手续费及佣金收入增长明显快于其他银行，非息收入成为低利率环境下维持收入韧性的重要来源。

图表 24 2010 年后欧元区银行中收占比提升



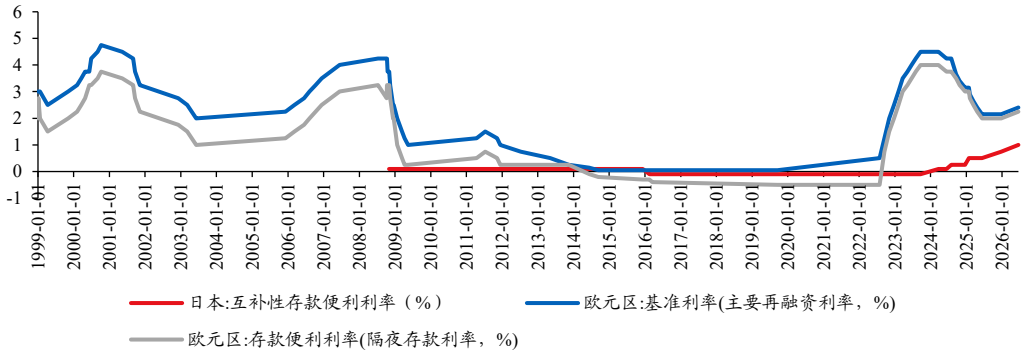
资料来源：ECB，华创证券

（2） 日本：长期低利率叠加国内需求收缩，降本只能“托底”，收入重构决定盈利中枢

下载日志已记录，仅供内部参考

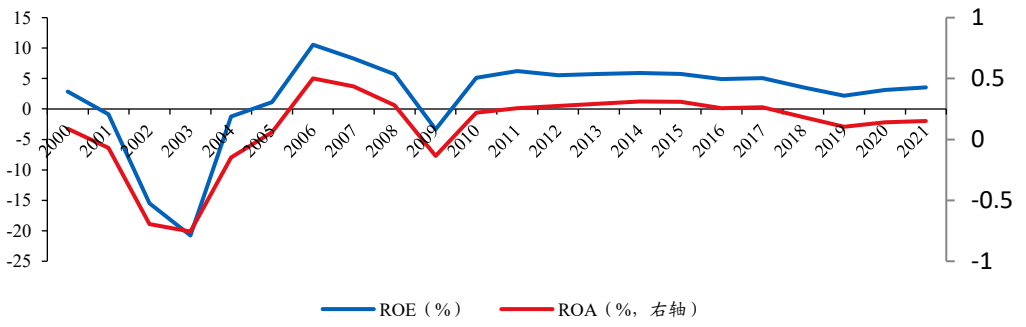
与欧元区相比，日本银行业面临的是更长期的“低利率+低增长+信贷需求收缩”，因此 ROA 和 ROE 处于长期低位均衡。日本自 1996 年进入低利率时代，利率水平基本在 2%以下，2016-2024 年更是连续 8 年负利率，是全球实施低利率政策最典型、持续时间最长的经济体。**从 ROA 和 ROE 走势看，日本银行业盈利经历了明显的两个阶段**：90 年代末至 2002 年前后，房地产和股市泡沫破裂引发的不良资产集中暴露，导致 ROA、ROE 大幅转负；2003 年后随着不良资产处置和资产负债表修复，盈利快速恢复，但此后 ROA 并未回到泡沫时期的水平，而是长期维持在较低区间。世界银行数据显示，2006 年日本商业银行 ROA 一度达到约 0.5%，但 2010 年后大部分年份仅约 0.1%- 0.3%，2021 年仍仅约 0.15%；同期 ROE 也从 2006 年的约 10.5%回落至 2019 年的约 2.2%，2021 年仅约 3.6%。

图表 25　与欧元区相比，日本银行业面临更长期的低利率时期



资料来源：Wind，华创证券（注：横坐标并非连续时间轴，该图主要反映两个地区的历史基准利率变动趋势）

图表 26　日本商业银行 ROA 和 ROE 走势图

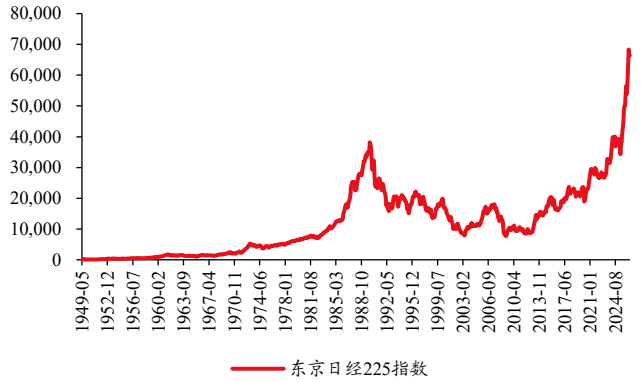


资料来源：世界银行，华创证券

第一阶段：不良资产出清和资产负债表修复，首先解决“亏损来源”。90 年代末至 2000 年代初，日本银行业盈利受到不良资产处置成本的持续拖累。不良资产的根源在于 80 年代末 90 年代初地产与股市泡沫破裂，大量以土地和股票为抵押的贷款沦为坏账；同时，日本“主银行”制度下银行长期向僵尸企业输血掩盖风险，叠加股价下跌后无法再通过持有股票的账面浮盈抵补损失，导致不良贷款集中暴露。监管部门推动银行加快 NPL 处置、提高资本充足率。随着不良资产问题逐步缓解，信用成本对利润的拖累下降。

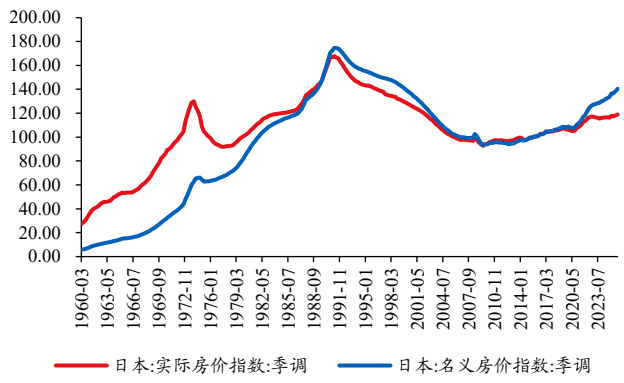
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 27 80 年代末日本股市泡沫破裂



资料来源：Wind，华创证券

图表 28 90 年代初日本地产泡沫破裂



资料来源：Wind，华创证券

图表 29 日本主要银行 2002-2006 财年相关财务指标（单位：亿日元，%）

	实质业务纯益	处置不良贷款造成的损失	与股票等相关的盈亏			营业利润	净利润	资本充足率	不良债权余额（依据《金融再生法》披露的债权）			不良贷款率
			合计	出售股票所得损益	股票相关损益--摊销				合计	需要管理债权	面临破产风险的公司	
2002 财政年	41519	(77154)	(15929)	872	(16802)	(48585)	(34540)	10.79%	268,017	113,515	154,502	8.42%
2003 财政年	39066	(48969)	(31964)	(11285)	(20679)	(44167)	(44125)	9.43%	202,442	115,014	87,428	7.23%
2004 财政年	38921	(34709)	6841	8802	(1961)	2588	(4061)	11.13%	136,163	69,522	66,641	5.18%
2005 财政年	38097	(20063)	(1040)	7424	(8464)	5852	5751	11.64%	74,095	27,393	46,702	2.93%
2006 财政年	37277	2336	4524	5675	(1151)	31694	30246	12.18%	46,303	22,512	23,790	1.79%

资料来源：日本金融厅，华创证券

注：2002-2006 年日本金融厅“主要行”统计口径随大银行合并重组动态调整：2002 财政年为 13 家，包括瑞穗集团（第一劝业、富士、日本兴业、瑞穗资产信托）、三菱东京集团（东京三菱、三菱信托）、UFJ 集团（UFJ 银行、UFJ 信托）、三井住友集团（三井住友银行、住友信托、三井信托）、理索纳集团（大和、朝日）五大金融控股集团旗下的 13 家核心银行。2002 年 4 月瑞穗集团内部分拆重组、2003 年 3 月理索纳集团内大和银行与朝日银行合并为理索纳银行，统计主体减少至 11 家；2005 年 10 月三菱信托与 UFJ 信托合并为三菱 UFJ 信托银行、2006 年 1 月东京三菱银行与 UFJ 银行合并为三菱东京 UFJ 银行，统计主体进一步减少至 9 家。

第二阶段：国内贷款利差持续收窄，日本银行业开始主动调整资产和收入结构，以对冲盈利下行压力。2000 年代后期以来，国内贷款利差不断收窄，叠加企业融资需求不足和银行间竞争加剧，银行难以通过扩大贷款规模来弥补单位资产收益率下降。因此，日本银行业逐步降低对传统国内存贷业务的依赖，并从资产、收入和成本三个维度进行经营模式调整，以对冲资产收益率下降对 ROA 的持续拖累。

1） **资产端：由单纯依赖国内信贷扩张转向资产多元化。**低利率环境下，日本银行业增

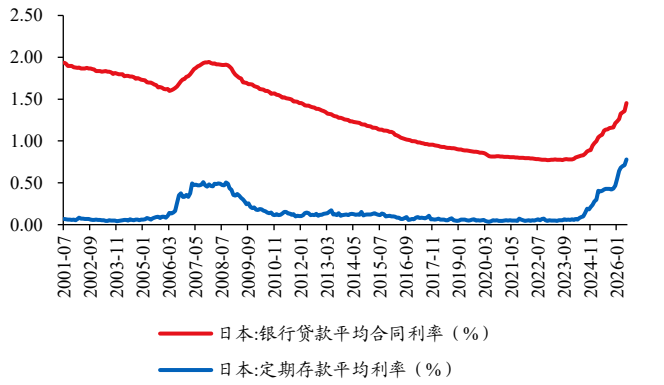
下载日志已记录，仅供内部参考

加债券投资并拉长资产久期，以获取一定的期限收益，2013 年 QQE 以后，现金类资产和超长期国债占比明显提升；大型银行则进一步扩大海外贷款和证券投资，通过国际化拓展日本国内相对稀缺的高收益资产。

2） **收入端：从单纯依赖利息收入转向手续费和综合金融服务。**随着“金融大爆炸”改革推进，日本金融业走向混业经营，投资信托、保险、财富管理等业务逐步发展，手续费及佣金收入的重要性明显提升。银行中收规模和占比较前期有明显提升，至 15~20%左右。大型银行依托客户基础和综合金融牌照优势，进一步发展私人银行、财富管理、投行及跨境金融业务，以降低盈利对传统存贷利差的依赖。

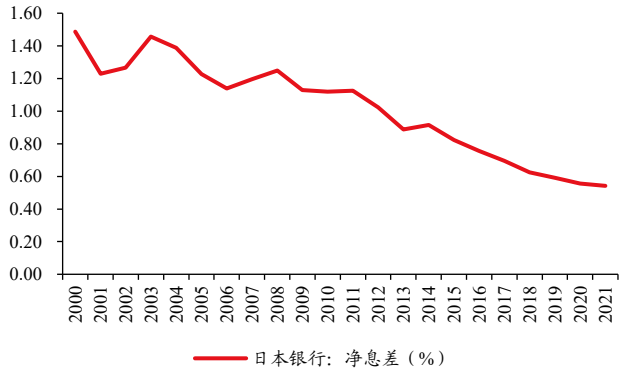
3） **成本端：由规模扩张转向降本增效，行业整合加速。**随着收入端增长空间收窄，日本银行业过去依赖大量网点和人员开展传统存贷款业务的经营模式逐渐显现成本压力。尤其是地区银行，在人口收缩、企业数量减少和低利率竞争加剧的背景下，“低收入+高固定成本”的经营模式难以持续。因此，银行持续推进网点整合、人员优化、业务流程改革和系统整合，以降低单位经营成本；与此同时，地区银行合并重组加速，通过整合网点、后台系统和客户资源实现规模经济。

图表 30 进入低利率时代后，日本银行国内贷款利差持续下降



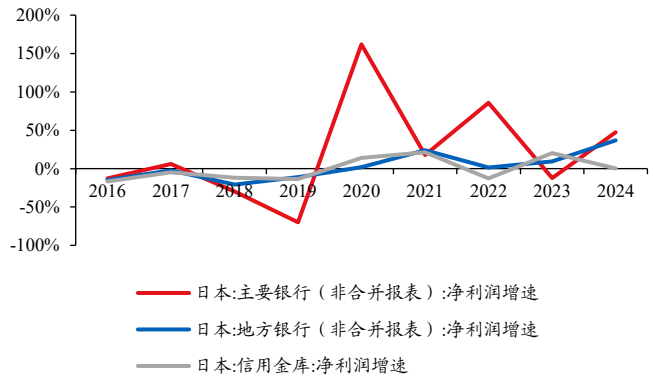
资料来源：Wind，华创证券

图表 31 低利率时代，日本银行业净息差持续下行



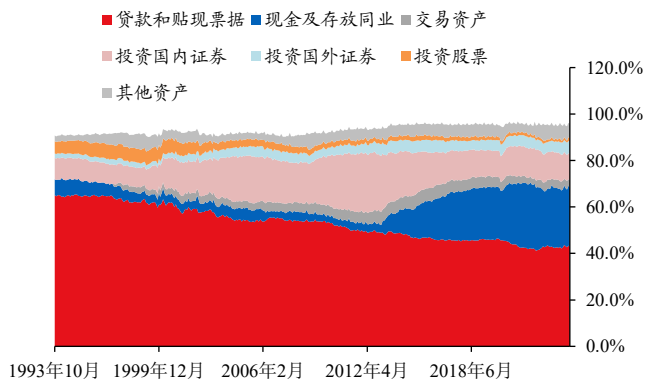
资料来源：世界银行，华创证券

图表 32 日本各类银行净利润增速情况



资料来源：Wind，华创证券

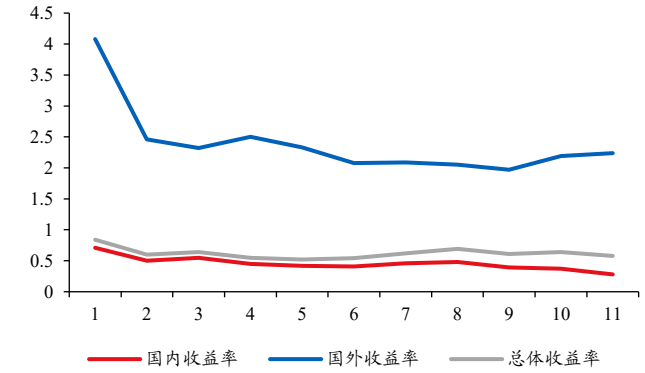
图表 33 2013 年 QQE 以后，日本银行业现金类资产占比明显提升



资料来源：彭博，华创证券

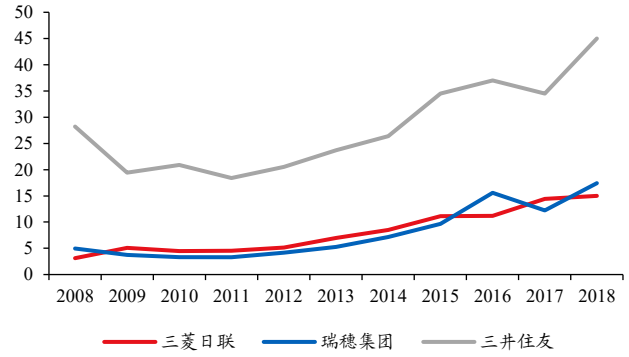
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 34 三菱日联境外资产收益率显著高于境内



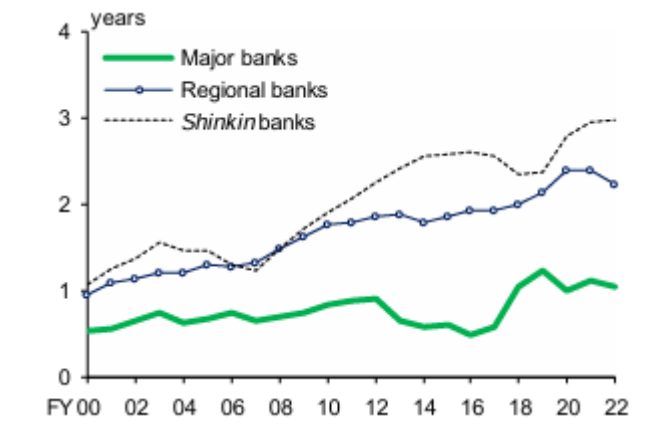
资料来源：《日本都市银行三巨头的国际经营效益及启示》（王应贵、娄世艳，《现代日本经济》2020 年第 4 期），华创证券

图表 35 日本都市银行三巨头的境外可售资产占比



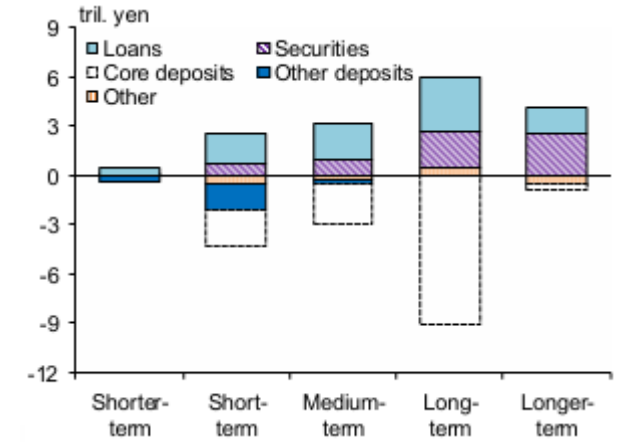
资料来源：《日本都市银行三巨头的国际经营效益及启示》（王应贵、娄世艳，《现代日本经济》2020 年第 4 期），华创证券

图表 36 日本银行的久期缺口



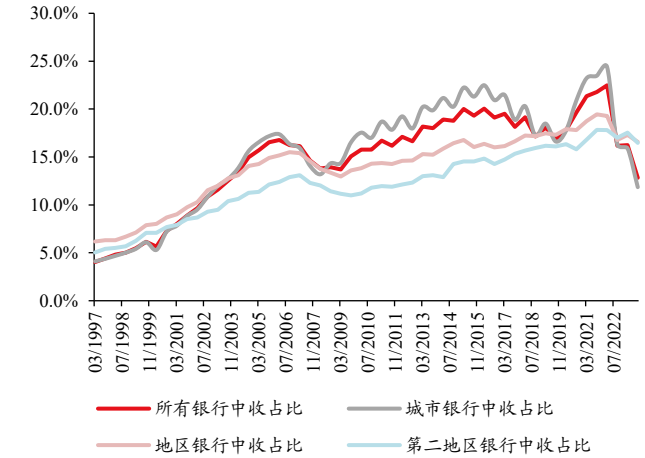
资料来源：BOJ《Financial System Report》（2023 October）

图表 37 日本银行业各类资产期限结构（利率风险）



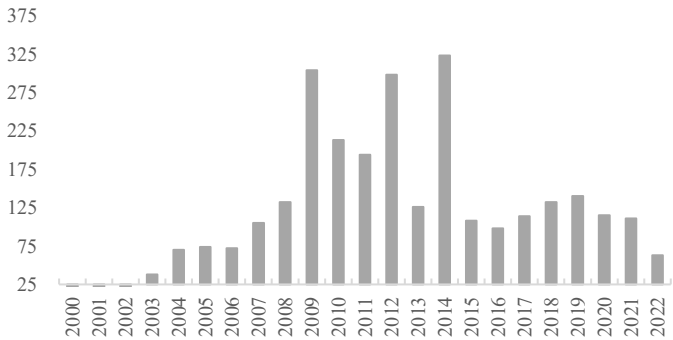
资料来源：BOJ《Financial System Report》（2023 October）

图表 38 日本银行手续费及佣金收入占比总收入情况



资料来源：日本全国银行协会，华创证券

图表 39 日本银行业兼并收购案例数量（家）



资料来源：日本全国银行协会，华创证券

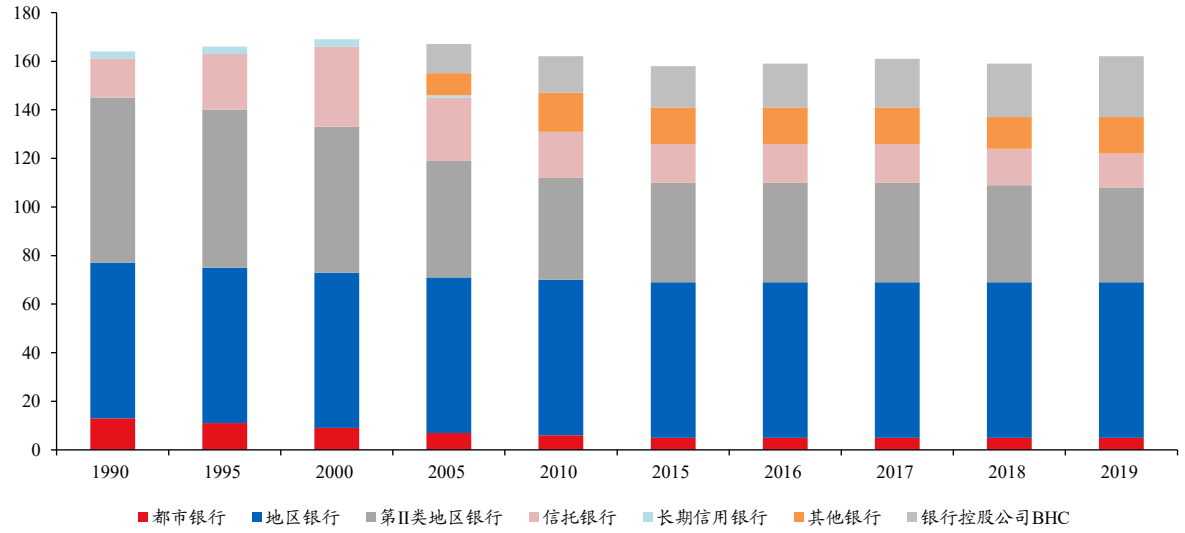
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 40 日本区域性银行运营费用变化趋势（亿日元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	17-21 年度差
运营费用	30,461	29,619	29,256	28,974	28,043	-2,418
人员费	15,665	15,034	14,638	14,564	13,591	-2,074
物件费	11,674	11,594	11,588	11,304	11,100	-574
存款保险费	1,150	1,085	1,077	1,067	1,079	-71
税金等	1,972	1,906	1,954	2,039	2,273	301

资料来源：日本全国银行协会、日本存款保险公司，华创证券

图表 41 日本银行业格局变化（家）

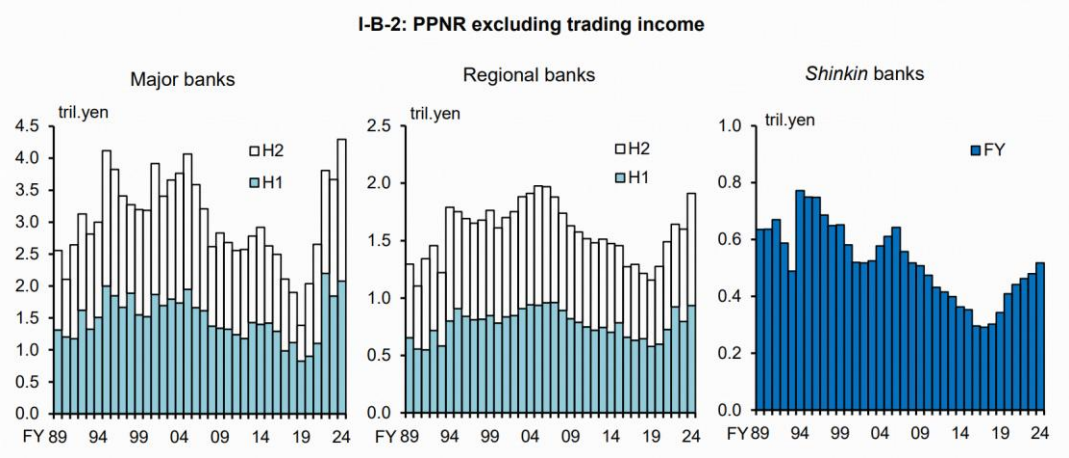


资料来源：日本全国银行协会，华创证券

2024 年以来：利率正常化重新打开传统存贷业务的盈利空间，ROA 进入阶段性修复。2024 年日本央行结束负利率政策并启动货币政策正常化，国内利率水平回升开始改变长期压制银行盈利的资产端定价环境。日本银行《Financial Results of Japan's Banks for Fiscal 2024》显示，2024 财年大型银行、地区银行和信用金库净利润均有所增长，核心业务利润（PPNR）改善主要来自日元利率上升带动净利息收入增加，以及净非利息收入改善，信用成本下降亦提供一定支撑。进入 2025 财年后，利率正常化对银行盈利的支持进一步延续，大型银行 ROE 明显回升。

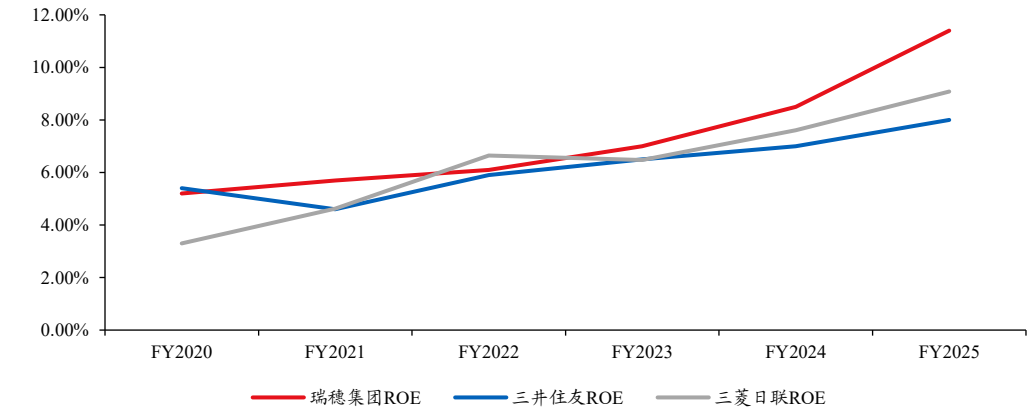
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 42 2024 财年大型银行、地区银行和信用金库核心业务利润均改善



资料来源：BOJ，《Financial Results of Japan's Banks for Fiscal 2024》

图表 43 2024 财年后日本大型银行 ROE 明显修复



资料来源：各公司公告，华创证券

3、中国 A 股上市银行：中长期 ROE 中枢或落在 8%-10%

海外经验表明，低息差并不必然对应 ROE 持续下行，关键在于银行能否通过负债成本优化、信用成本稳定、经营效率提升和收入结构调整，实现 ROA 再平衡。中国银行业目前已进入这一调整阶段：资产端量价下行仍将压制 ROA，但部分负向因素正由“趋势性恶化”转向“边际收敛”，同时行业整合、资本约束和轻资本业务发展将推动商业模式进一步重构。

由于上市银行权益乘数已由 2009 年的 18.2 倍降至目前约 12-13 倍，未来重新加杠杆的空间有限，ROE 的变化将主要取决于 ROA。假设未来几年权益乘数维持在 12.5-13 倍，根据过去三年的杜邦分析情况，以及 26 年以来息差企稳、非息收入贡献上升以及信用成本等数据较为稳定，我们预计未来几年净利息收入/总资产大致维持在 1.2%-1.3%，净非息收入/总资产有望由当前 0.5%左右逐步修复至 0.6%-0.70%，业务及管理费和资产减值损失分别维持在约-0.55%至-0.65%和-0.50%至-0.55%。**在此基础上，ROA 有望由当前低位逐步趋稳，中枢约为 0.6%-0.7%，基准情景约 0.67%。** 因此，未来几年 ROE 仍有下

下载日志已记录，仅供内部参考

行压力，但下降斜率将逐步放缓，并最终由趋势性下行转向低位稳定。**因此，我们认为中国 A 股上市银行 ROE 的中长期均衡水平更可能落在 8%-10%左右。**

图表 44 未来几年中国 A 股上市银行 ROE 杜邦拆解

	偏悲观	基准	偏乐观
净利息收入/总资产	1.20%	1.25%	1.30%
净非息收入/总资产	0.60%	0.70%	0.70%
税金及附加/总资产	-0.02%	-0.02%	-0.02%
业务及管理费/总资产	-0.65%	-0.60%	-0.55%
营业外净收入/总资产	-0.05%	-0.05%	-0.05%
资产减值损失/总资产	-0.55%	-0.50%	-0.50%
所得税/总资产	-0.11%	-0.11%	-0.11%
ROA	**0.42%**	**0.67%**	**0.77%**
权益乘数	12.5x	12.75x	13.0x
ROE	**5.25%**	**8.54%**	**10.01%**

资料来源：各公司公告，华创证券测算（注：基于 25 年以来上市银行季度平均年化 ROE 杜邦拆解数据，并在对细分项趋势性判断基础上给出各项数据假设。）

三、投资建议：ROE 下行预期扭转，银行板块有望重估

我们认为，银行股正在从“ROE 持续下行+高股息防御”逐步转向“ROE 低位企稳+稳定复利重估”。前期市场对息差下行、盈利增速放缓的预期已较为充分，而随着负债成本优化推动息差降幅收窄、非息收入逐步修复以及信用成本保持稳定，银行业 ROA 有望由持续下行转向低位企稳，ROE 中枢逐步进入 8%-10%的合理区间。因此，银行股后续估值驱动将更多来自 ROE 下行预期的扭转以及稳定盈利能力的重估，而非单纯依赖高股息。当前市场对 2026-27 年行业 ROE 企稳的预期，正逐步成为板块估值修复的基础。

配置上，建议从单纯追求高股息转向“稳定 ROE+盈利弹性+估值修复”三条主线。1）第一，底仓配置高股息、低波动的大型国有银行以及招行。其负债成本优势、资产质量稳定性以及资本回报确定性在 ROE 低位企稳阶段仍具备较强的绝对收益属性；**2）第二，**超额收益**重点关注 ROE 优势和非息收入能力突出的优质城商行。**在行业 ROA 企稳后，其较高的资产收益率、区域经济禀赋和信贷投放能力有望带来更强的盈利弹性，建议关注宁波银行、江苏银行、南京银行；**3）第三，盈利修复关注基本面筑底、估值压制较深的优质股份行，**若息差企稳和财富管理业务修复兑现，其盈利预期改善的弹性可能高于大型银行。建议关注：中信银行、平安银行。

四、风险提示

经济下行压力加大、资产质量下滑超预期、非息收入增长不及预期。考虑到假设差异，测算结果或与实际有一定偏差，仅供参考。

下载日志已记录，仅供内部参考

金融组团队介绍

组长、高级分析师：刘潇伟

意大利博科尼大学管理学硕士。2023 年加入华创证券研究所，主要覆盖证券行业及财富管理领域研究。2025 年新财富最佳分析师非银行业第四名团队成员，2023-2024 年新财富最佳分析师非银行业入围。

副所长、金融业研究主管、金融组组长、首席分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所，长期深入跟踪研究中国保险业、证券业、金融科技发展。2025 年新财富最佳分析师非银行业第四名、第十九届卖方分析师水晶球总榜单第三名、新浪财经金麒麟最佳分析师第三名、choice 最佳非银分析师第一名、21 世纪金牌分析师非银类第三名。2024 年新财富最佳分析师非银行业入围、第十八届卖方分析师水晶球总榜单和公募榜单第四名、新浪财经金麒麟最佳分析师第五名、choice 最佳非银分析师。2023 年新财富最佳分析师非银行业入围、21 世纪金牌分析师第二名、Wind 金牌分析师第三名、新浪财经金麒麟最佳分析师第五名、Choice 非银最佳分析师、《Institutional Investors》中国行业分析最佳进步团队。

联席首席研究员：曾广荣

南开大学精算学硕士，湖南大学保险学学士，7 年非银行业研究经验，曾任职于平安人寿、国泰君安、招商证券、国联证券、平安集团，具备产业和研究的复合背景，2026 年 4 月加入华创证券研究所。作为团队核心成员，获得 2020 年新财富最佳分析师第 5 名、2020 年水晶球奖第 5 名；2021 年新财富最佳分析师第 4 名。

高级分析师：陈海椰

浙江大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所，主要覆盖保险行业及养老金领域研究。2025 年新财富最佳分析师非银行业第四名团队成员，2023-2024 年新财富最佳分析师非银行业入围团队成员。

分析师：崔祎晴

杜克大学商业分析硕士。2023 年加入华创研究所，主要覆盖金融科技及资产管理领域研究。2025 年新财富最佳分析师非银行业第四名团队成员，2023-2024 年新财富最佳分析师非银行业入围团队成员。

分析师：林宛慧

厦门大学学士，对外经济贸易大学硕士。2024 年加入华创证券研究所，主要负责银行业研究，曾任职于长城证券。2025 年新财富最佳分析师非银行业第四名团队成员，2024 年新财富最佳分析师非银行业入围团队成员。

助理研究员：杜婉桢

香港中文大学经济学硕士。2024 年加入华创证券研究所，主要覆盖证券行业及多元金融研究。2025 年新财富最佳分析师非银行业第四名团队成员，2024 年新财富最佳分析师非银行业入围团队成员。

下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玓	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522