下载日志已记录，仅供内部参考

专题丨银行股“红利价值”梳理（三）：从历史复盘看银行股息率与国债的利差锚

银行

证券研究报告/行业专题报告

2026 年 10 月 23 日

评级： 增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email：daizf@zts.com.cn

分析师：邓美君

执业证书编号：S0740519050002

Email：dengmj@zts.com.cn

分析师：马志豪

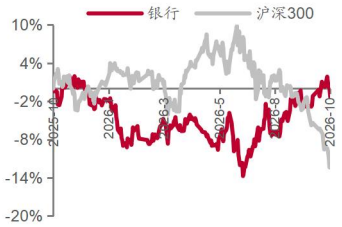
执业证书编号：S0740523110002

Email：mazh@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	42
行业总市值(亿元)	165,774.70
行业流通市值(亿元)	158,707.11

行业-市场走势对比



相关报告

1、《详解 2026 年理财三季报：单季新增 1.71 万亿元，公募基金配置占比创新高》2026-10-23

2、《银行角度看 9 月社融：政府债支撑社融改善，融资结构延续切换》2026-10-14

3、《9.29 房贷贴息点评及测算：覆盖范围及贴息规模测算；对银行三重利好》2026-09-30

报告摘要

- **核心观点：①位置：截至 10 月 16 日，六大行 A 股股息率与 10 年期国债的利差 198BP、H 股 287BP，处于 2013 年以来 33%和 42%分位。②趋势：按基本面路径，利差能否继续压缩取决于营收改善/稳健的持续性和不良生成率能否回落，核心是预期。③阈值：当前向上突破 296BP（对应股价-21%）没有条件，向下突破 162BP（对应股价+11%以上）只差零售不良生成率见顶一项。④展望：本轮定价属性由顺周期转为弱周期、国债中枢中长期下行、配置型资金持续流入，利差中枢有下移的可能，利差压缩的持续性强于历史。**

- **位置：当前六大行平均股息率与 10Y 国债之间的利差在阈值之内、中枢以下。**2013 年以来 A 股利差在-47BP 至 443BP 之间，中位数 233BP，25%/75%分位 162BP、296BP；H 股中位数 326BP。当前 A 股 198BP（股息率 3.62%、国债 1.65%）、H 股 287BP。

- **趋势：历史四轮利差方向变化都与不良生成变化一致，一二轮对应账面变化，三四轮对应预期变化。**阶阶段一（2013/04—2016/02）对公不良暴露，利差走阔+96BP；阶段二（2016/02—2018/01）不良见顶回落、营收转正、息差见底，利差压缩-367BP；阶段三（2018/01—2022/11）不良生成由下行转为波动，政信、地产与息差的悲观预期充分计入，利差走阔+490BP；阶段四（2022/11 至今）化债修复预期，资产荒与分红政策推动重估，利差压缩-245BP，2025 年起被报表验证。。

- **阈值：突破阈值靠快变量，维持在阈值之外靠基本面；当前利差向上突破阈值没有条件，向下突破阈值只差不良生成见顶一项。**2014 年 10 月以来利差明显穿越阈值只有三次，都由国债或股价的短期变动触发，向下突破后长时间停留只有 2016 年 12 月一次（阶段二），需要不良生成回落、营收转正、息差见底三项同向改善，当前后两项已具备、仅剩零售不良生成率仍在上行；向上突破并停留只有 2021 年 7 月一次，需要对公不良暴露周期或政信、地产、息差预期恶化；但当前化债已修复最大一块资产的质量预期、且息差企稳、大行 3.6%—4.5%的股息率是少数能覆盖长期资金负债成本的标准化资产。此外还有来自每股分红增长（约 6%）的不依赖利差变化的收益。

- **展望：当前与历史的三点不同使利差中枢有下移的可能。**一是弱周期定价：前三个阶段国债与股息率反向、本轮同向，大行相对沪深 300 的周度贝塔由 0.8 降至 0.1，股息率的下限由替代资产收益率决定，历史最低股息率 3.47%不构成约束。二是国债中长期震荡下行：国债降至 1.50%、利差维持当前水平对应股价+4%，降至 1.40%对应+7%。三是保险（股票余额占比由 2024 年末 7.3%升至 2Q26 的 10.0%）、南向（持有六大行 H 股比例升至 30%）等配置资金久期以年计，压缩的持续性强于前三轮。

- **投资建议：1、全年银行确定性业绩会带来银行股 2026 年的稳健收益，短期与市场风格相关；经济发展模式会持续（政策定力强），对公业务强劲和居民持续的低风险偏好会推动息差筑底回升、营收增速会持续是亮点，业绩确定性强。2、银行股两条投资主线：一是拥有区域优势、确定性强的城农商行，区域包括江苏、上海、成渝、山东和福建等（详见我们区域经济系列深度研究），重点推荐江苏银行、宁波银行、齐鲁银行、渝农商行、杭州银行、南京、成都、上海、沪农等区域银行。二是高股息稳健的逻辑，重点推荐大型银行：六大行（如农行、建行和工行）；以及股份行中招行、兴业和中信等。**

- **风险提示：宏观经济下行超预期；研报信息更新不及时；测算出现偏差。**

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

引言：股息率定价的锚点 5

一、位置：利差中枢 A 股 233BP、H 股 326BP，当前 198BP、287BP 在阈值之内 5

1.1 股息率：分红稳步增长，波动来自股价 5
1.2 利差：A 股中位数 233BP，H 股 326BP，两地拐点同步 6
1.3 银行基本面：营收两起两落，不良生成 2015 年见顶，息差 1H26 企稳 9

二、阶段：按拐点分为四个阶段，利差方向与不良生成相关性最强 12

2.1 阶段划分：按拐点分为四个阶段，阶段一内两次非常规压缩 12
2.2 利差变化的拆分：股价是主要来源，分红与国债各有主导的阶段 13

三、复盘：不良生成及其预期是核心因子 15

3.1 阶段一（2013 年 4 月—2016 年 2 月）：对公不良暴露，利差走阔，两次非常规压缩均被回吐 16
3.2 阶段二（2016 年 2 月—2018 年 1 月）：不良生成回落、营收转正、息差见底，利差唯一一次下穿阈值并停留在阈值之外 17
3.3 阶段三（2018 年 1 月—2022 年 11 月）：不良生成由下行转为波动，政信、地产与息差的悲观预期充分计入，利差升至最高 18
3.4 阶段四（2022 年 11 月至今）：化债修复预期，资产荒与分红政策推动重估，2025 年起报表验证 21
3.5 小结：利差方向与不良生成一致，账面与预期各主导两个阶段 22

四、阈值：历史来看两端均难持续突破 22

4.1 三次明显穿越都由国债或股价的短期变动触发，能否停留取决于基本面 22
4.2 向下突破 162BP 需要不良生成、营收、息差三项同向改善，当前零售风险暴露使不良生成率仍在上行 25
4.3 向上突破 296BP 需要对公不良暴露周期或预期恶化，当前都不具备 26
4.4 当前位置与股价空间：分红增长约 6%是不依赖利差变化的收益 27

五、展望：本轮的三点不同，利差中枢有下移的可能 28

5.1 定价属性：从顺周期到弱周期，国债与股息率由反向转为同向 28
5.2 利率中枢：10 年期国债中长期震荡下行，为股息率继续下行打开空间 30
5.3 资金结构：保险资金等长期资金持续流入，压缩的持续性强于前三轮 31
5.4 小结：利差中枢有下移的可能，压缩的路径由一条增加为两条 34

六、结论 34

七、投资建议与风险提示 35

图表目录

图表 1： 六大行 A 股股息率（%） 6
图表 2： 六大行 H 股股息率（%） 6
图表 3： 六大行全年每股现金分红（税前，元/股，含中期分红） 6
图表 4： 六大行股息率与 10 年期国债利差的分布（2013 年 4 月至今，BP） 7
图表 5： A 股六大行平均股息率、10 年期国债收益率与利差（阴影为利差，右轴 BP；红色底纹为两次非常规压缩） 7
图表 6： H 股六大行平均股息率、10 年期国债收益率与利差（阴影为利差，右轴 BP） 8
图表 7： A 股与 H 股利差对比（BP；底纹为阶段划分，红色为压缩、灰蓝为走阔）

下载日志已记录，仅供内部参考

.....8
图表 8： 参照：2010 年 7 月—2014 年五大行股息率、10 年期国债与 A 股利差（虚线为 2013 年 4 月样本起点）.....9
图表 9： 国有行主要经营指标（%，年度；1H26 为半年度）.....10
图表 10： 上市银行主要经营指标（%，年度；1H26 为半年度）.....10
图表 11： 营业收入累计同比（%）.....11
图表 12： 拨备前利润累计同比（%）.....11
图表 13： 净利润累计同比（%）.....11
图表 14： 净利息收入累计同比（%）.....11
图表 15： 净息差（累积年化，%）.....11
图表 16： ROE（累积年化，%）.....11
图表 17： 不良率（%）.....12
图表 18： 不良净生成率（累积年化，%）.....12
图表 19： 关注类贷款占比（半年度，%）.....12
图表 20： 拨备覆盖率（%）.....12
图表 21： 按拐点划分的四个阶段（2013 年 4 月至今）.....13
图表 22： 利差变化三项拆分的计算方法.....14
图表 23： A 股各阶段利差变化的拆分（BP；灰底为阶段一内的四段）.....14
图表 24： H 股各阶段利差变化的拆分（BP）.....14
图表 25： 各阶段利差变化的拆分（BP）.....15
图表 26： 银行指数、国有大行指数与沪深 300（2013 年 4 月 = 100；底纹为阶段划分）.....15
图表 27： 六大行每股分红同比（会计年度，简单平均，%）.....15
图表 28： 四个阶段的推动因素、拐点处的转向因素与报表方向（A 股）.....16
图表 29： 阶段一：国有行营收、拨备前利润与净利润累计同比（%）.....17
图表 30： 阶段一：国有行不良率、不良净生成率与关注类占比（%）.....17
图表 31： 阶段二：国有行营收、拨备前利润与净利润累计同比（%）.....18
图表 32： 阶段二：国有行不良净生成率与净息差（累积年化，%）.....18
图表 33： 2016 年以来各板块营业收入累计同比（%）：2017 年股份行负增长、大行转正.....18
图表 34： 阶段三：国有行营收、拨备前利润与净利润累计同比（%）.....19
图表 35： 阶段三：国有行净息差、不良净生成率与不良率（%）.....19
图表 36： 国有行贷款结构：基建类四行业是最大的一块资产（占贷款总额%，半年度）.....20
图表 37： 地方债务化解的政策脉络、城投风险事件与 A 股、H 股利差.....20
图表 38： 阶段四：国有行营收、拨备前利润与净利润累计同比（%）.....21
图表 39： 阶段四：国有行净息差、不良净生成率与不良率（%）.....21
图表 40： A 股利差与国有行不良净生成率：阶段一、二与账面一致，阶段三、四与预期一致.....22
图表 41： A 股利差与动态阈值（虚线为截至各时点的 25%、75%分位，点线为中位数）及三次明显穿越时点（标注为穿越前 13 周的主要推动因素）.....23
图表 42： 三次穿越时点前 13 周的推动因素拆分（A 股，BP）.....24
图表 43： 三次穿越时点前 13 周的推动因素拆分（A 股，BP；柱为各项贡献，点为利差 13 周变化）.....24
图表 44： 10 年期国债 13 周变化的分布与三次穿越时点（BP）.....24
图表 45： 国有大行指数 13 周涨跌的分布与三次穿越时点（%）.....24
图表 46： 三次穿越时点已披露的报表与穿越方向.....25
图表 47： H 股利差与动态阈值（虚线为截至各时点的 H 股 25%、75%分位，点线为中位数）及三次明显穿越时点.....25
图表 48： 向下突破并持续停留的条件：2016—2018 年与当前的对照.....26
图表 49： 向上突破并持续停留的条件：两次持续走阔与当前的对照.....27
图表 50： 触及两端阈值所需的股价变动测算（国债与分红不变）.....28

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 51： 四个阶段 10 年期国债与六大行 A 股股息率的变动方向：前三个阶段净变动反向，本轮同向 29
图表 52： 沪深 300 单周跌幅超过 2%的星期里国有大行指数的表现：由同跌转为不跌 30
图表 53： 不同国债中枢与利差假设下的 A 股股息率与股价空间（算术换算，分红不变） 31
图表 54： 10 年期与 1 年期国债收益率、7 天逆回购利率、1 年期存款挂牌利率与 LPR（%） 31
图表 55： 保险资金运用余额（万亿元）与股票余额占比（%）：2025 年起占比连续六个季度上升 32
图表 56： 南向资金持有六大行 H 股的比例（占 H 股总股数，%，周度）：2024 年以来由 13%升至 30% 33
图表 57： 被动基金、主动基金与北向资金持有的银行股市值占银行股自由流通市值的比例（%，季度） 33
图表 58： 2026 年各类可观测资金的方向：上半年被动基金净流出，3 季度转为净流入，杠杆资金未参与 34

下载日志已记录，仅供内部参考

引言：股息率定价的锚点

- **前两篇分别回答了板块和个股两个层面的问题。**《银行股“红利”价值梳理：从基本面和投资面看其绝对收益》从基本面与投资面确立了板块层面的红利价值；《银行股“红利价值”梳理（二）：从板块到个股，红利属性的三维筛选》以股息率划定研究对象的边界，再从分红可持续性、ROE 与盈利可持续性、资产质量支撑三个维度筛选个股。

- **本篇回答定价层面的问题：市场给银行股的红利属性的定价锚在哪里。**红利资产的定价锚是股息率相对无风险利率的溢价，前两篇都用到了这条线：板块层面，国有大行股息率高于 10 年期国债约 200BP 是股息保护厚实的直接证据；个股层面，“股息率≥10 年期国债收益率+200BP”是高股息标的池的边界。本篇以六大行 A 股、H 股平均股息率与 10 年期国债收益率的利差为对象，按利差的拐点把 2013 年以来的历史分为四个阶段，把每个阶段的利差变化拆为分红、股价、国债三项，再对照营收、息差与资产质量，回答三个问题：利差现在处于什么位置，趋势由什么决定，两端的阈值能否突破。

一、位置：利差中枢 A 股 233BP、H 股 326BP，当前 198BP、287BP 在阈值之内

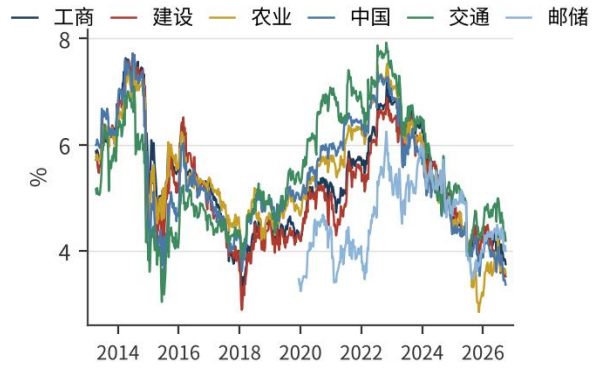
- **核心判断：2013 年以来六大行 A 股平均股息率在 3.5%—7.5%之间、H 股在 4.2%—9.2%之间，波动主要来自股价；利差 A 股中位数 233BP、H 股 326BP，两地拐点同步。截至 2026 年 10 月 16 日，A 股股息率 3.62%、10 年期国债 1.65%，利差 198BP，处于 33%分位；H 股股息率 4.51%、利差 287BP，处于 42%分位。两地均在阈值之内、中枢以下。**

1.1 股息率：分红稳步增长，波动来自股价

- **六大行股息率的走势高度一致，波动主要来自股价。**A 股平均股息率的高点在 2014 年 7 月（7.5%）和 2022 年 11 月（7.1%），低点在 2018 年 1 月（3.5%），2026 年 10 月 16 日为 3.62%，距历史最低只有约 16BP；H 股高点在 2023 年 8 月（9.2%），低点同样在 2018 年 1 月（4.2%），当前 4.51%。六家之间的差异远小于时间上的波动：2020 年以来 A 股平均股息率最高的交行（6.0%）与最低的邮储（4.6%）只相差 1.4 个百分点。

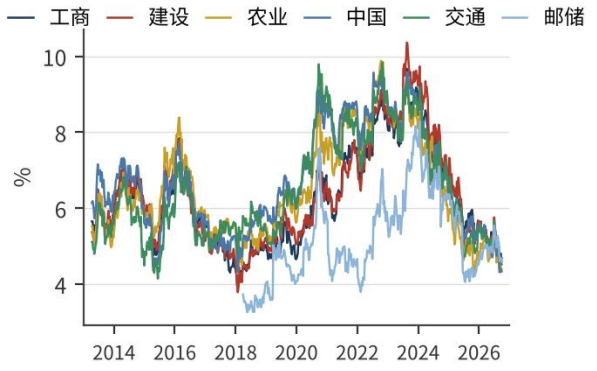
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 1：六大行 A 股股息率（%）



来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

图表 2：六大行 H 股股息率（%）



来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

注：股息率 = 最近一个已公告完整会计年度的每股现金分红（含中期分红，税前）/当日收盘价，年报公告日起切换到新年度分红，定增新股登记后按分红总额不变、股本扩大摊薄；H 股按港元兑人民币中间价折算、未扣红利税；六大行平均为简单平均，邮储银行 A 股自 2019 年 12 月上市起、H 股自 2018 年 3 月 FY2017 分红公告起纳入；周度数据（周五收盘，周五休市取当周最后一个交易日），2013 年 4 月 12 日至 2026 年 10 月 16 日。

- **每股分红变化平缓，年均增速 3%左右，十三个年度只下降过两次。**五大行 FY2012—FY2024 每股分红累计增长三到六成，只有 FY2015（四大行分红比例由约 33%下调至 30%）和 FY2025（首批注资四行股本摊薄）两次下降。2026 年中期分红比例由 30%提升至 31%，是多年来首次集体提升。

图表 3：六大行全年每股现金分红（税前，元/股，含中期分红）

会计年度	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行	邮储银行	平均同比
FY2012	0.2390	0.2680	0.1565	0.1750	0.2400	—	—
FY2013	0.2617	0.3000	0.1770	0.1960	0.2600	—	+11.0%
FY2014	0.2554	0.3010	0.1820	0.1900	0.2700	—	+0.3%
FY2015	0.2333	0.2740	0.1668	0.1750	0.2700	—	-6.8%
FY2016	0.2343	0.2780	0.1700	0.1680	0.2715	—	+0.1%
FY2017	0.2408	0.2910	0.1783	0.1760	0.2856	0.1471	+4.5%
FY2018	0.2506	0.3060	0.1739	0.1840	0.3000	0.1937	+8.0%
FY2019	0.2628	0.3200	0.1819	0.1910	0.3150	0.2102	+5.2%
FY2020	0.2660	0.3260	0.1851	0.1970	0.3170	0.2085	+1.3%
FY2021	0.2933	0.3640	0.2068	0.2210	0.3550	0.2474	+12.7%
FY2022	0.3035	0.3890	0.2222	0.2320	0.3730	0.2579	+5.3%
FY2023	0.3064	0.4000	0.2309	0.2364	0.3750	0.2610	+1.9%
FY2024	0.3080	0.4030	0.2419	0.2424	0.3790	0.2616	+1.6%
FY2025	0.3103	0.3887	0.2495	0.2263	0.3247	0.2183	-6.2%

注：FY2024 起含中期分红（工行 2024 年中期 0.1434、2025 年中期 0.1414；建行 0.197、0.1858；农行 0.1164、0.1195；中行 0.1208、0.1094；交行 0.182、0.1563；邮储 0.1477、0.123）；邮储银行 FY2016（0.0737）仅覆盖上市后期间，未列入；平均同比为六大行简单平均（邮储自 FY2018 起计入）。

来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

1.2 利差：A 股中位数 233BP，H 股 326BP，两地拐点同步

- **利差 = 六大行平均股息率−10 年期国债收益率。2013 年以来 A 股利差均值 227BP、中位数 233BP，H 股均值 330BP、中位数 326BP；25%/75%分位 A 股 162BP、296BP，H 股 206BP、453BP，是第四章的阈值。**A 股利差最低-47BP（2018 年 1 月）、最高 443BP（2022 年 11 月）；H 股最低 29BP（2018 年 1 月）、最高 668BP（2023 年 8 月）。2026 年 10 月 16 日 A 股 198BP、H 股 287BP，分别处于 33%和 42%分位，低于中位数 35BP 和 40BP。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4：六大行股息率与 10 年期国债利差的分布（2013 年 4 月至今，BP）

统计量	A 股利差	H 股利差
均值	227	330
中位数	233	326
10%分位	99	144
25%分位（下阈值）	162	206
75%分位（上阈值）	296	453
90%分位	343	532
最低（时间）	-47（2018/01/26）	29（2018/01/26）
最高（时间）	443（2022/11/04）	668（2023/08/18）
当前（2026/10/16）	198	287
当前所处分位	33%	42%
参照：2010/07—2013/03 均值	54	46

注：周度数据；分位为当前值在全样本中的位置；25%与 75%分位为第四章的阈值。
来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

- **两地利差的拐点同步，H 股利差长期高于 A 股。**两地利差的最低点都在 2018 年 1 月，高点分别在 2022 年 11 月（A 股）和 2023 年 8 月（H 股）。H 股利差 2013 年以来平均高出 A 股 102BP，差异来自 A/H 溢价、红利税和港股流动性；两地之差由 2023 年的近 300BP（均值 207BP）收窄至 2025 年以来约 112BP、当前 89BP，回到 2019 年前后的水平。国债端的波动幅度与股息率相当，2013—2022 年多数时候反向，2024 年以来两者同向下行，利差的压缩幅度小于股息率的降幅。两者由反向转为同向，对应板块定价属性的变化（5.1）。

图表 5：A 股六大行平均股息率、10 年期国债收益率与利差（阴影为利差，右轴 BP；红色底纹为两次非常规压缩）



来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6：H 股六大行平均股息率、10 年期国债收益率与利差（阴影为利差，右轴 BP）



来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

图表 7：A 股与 H 股利差对比（BP；底纹为阶段划分，红色为压缩、灰蓝为走阔）



来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8：参照：2010 年 7 月—2014 年五大行股息率、10 年期国债与 A 股利差（虚线为 2013 年 4 月样本起点）



注：2013 年 4 月之前为工、建、中、交四行平均，农业银行自 2012 年 3 月 FY2011 分红公告起纳入（FY2010 分红仅覆盖上市后期间）；口径同图表 1，配股、送股与定增按股本摊薄处理；2013 年 4 月 12 日起为正文样本。
来源：iFinD，Wind，公司公告，中泰证券研究所

1.3 银行基本面：营收两起两落，不良生成 2015 年见顶，息差 1H26 企稳

- **国有行营收增速两轮下行、两轮回升，净息差在 1H26 首次企稳，不良生成 2015 年见顶后在低位运行、1H26 因零售风险暴露小幅回升。**营收增速 2014 年和 2021 年的两个高点分别为 11.2%和 8.3%，2016 年与 2022—2024 年两轮负增长，2025 年转正、1H26 为 9.2%。净息差由 2014 年的 2.57%降至 2025 年的 1.30%，1H26 同比基本持平，是 2021 年以来首次企稳。不良净生成率 2015 年 1.20%见顶，2016—2017 年回落，2021 年后在 0.5%左右，1H26 为 0.63%、上行来自零售；拨备覆盖率 2016 年见底后回升，2021 年以来稳定在 233%—240%。上市银行整体走势一致，2017 年股份行营收负增长、2021—2023 年城商行营收增速高于大行。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9：国有行主要经营指标（%，年度；1H26 为半年度）

年度	营收同比	拨备前利润同比	净利润同比	净利息收入同比	净息差	不良率	不良净生成率	关注类占比	拨备覆盖率	信用成本	ROE	核心一级
2013	9.8	11.0	11.4	8.9	2.49	1.00	0.37	2.6	278	0.52	20.7	10.0
2014	11.2	13.4	6.6	12.6	2.57	1.22	0.75	2.9	227	0.66	19.2	10.9
2015	5.0	6.8	0.7	3.5	2.41	1.64	1.20	3.4	167	0.82	16.8	11.6
2016	-3.2	0.6	0.7	-8.2	2.01	1.66	0.86	3.4	159	0.79	14.8	11.7
2017	4.6	7.3	4.8	9.6	1.99	1.51	0.64	3.1	176	0.88	14.0	11.6
2018	8.9	10.7	4.9	9.4	2.08	1.46	0.76	2.7	208	1.03	13.5	12.2
2019	6.3	6.6	5.2	8.1	2.08	1.37	0.66	2.4	228	0.98	12.8	12.2
2020	3.8	5.1	1.9	5.9	2.06	1.50	0.89	2.1	212	0.95	12.0	12.0
2021	8.3	5.7	11.8	5.4	2.00	1.36	0.53	1.8	236	0.85	12.4	12.1
2022	-0.1	-1.5	6.0	3.6	1.87	1.33	0.54	1.7	239	0.68	12.1	12.3
2023	-0.6	-2.3	2.1	-2.5	1.61	1.30	0.48	1.7	240	0.60	11.3	12.0
2024	-0.5	-1.7	1.8	-1.6	1.44	1.28	0.52	1.6	238	0.50	10.7	12.6
2025	1.8	1.7	1.7	-1.5	1.30	1.26	0.54	1.7	233	0.51	9.9	12.6
1H26	9.2	12.2	4.4	9.0	1.31	1.25	0.63	1.7	234	0.76	9.4	12.3

注：增速为累计同比；净息差、不良净生成率、信用成本、ROE 为累积年化；关注类占比、不良率、拨备覆盖率、核心一级资本充足率为期末值；国有行为六大行合计。色阶按“红优蓝差”：增速类正红负蓝；净息差、拨备覆盖率、ROE、核心一级越高越红，不良率、不良净生成率、关注类占比、信用成本越高越蓝。
来源：公司财报，中泰证券研究所

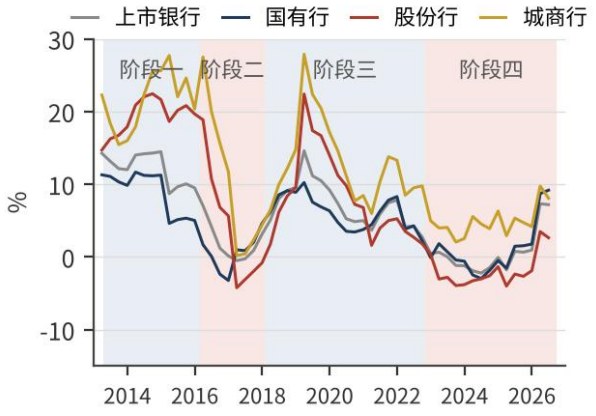
图表 10：上市银行主要经营指标（%，年度；1H26 为半年度）

年度	营收同比	拨备前利润同比	净利润同比	净利息收入同比	净息差	不良率	不良净生成率	关注类占比	拨备覆盖率	信用成本	ROE	核心一级
2013	12.0	13.2	12.9	10.3	2.96	0.97	0.45	2.3	276	0.55	21.2	9.7
2014	14.5	17.3	7.9	13.8	3.04	1.19	0.85	2.8	226	0.78	19.6	10.3
2015	9.5	12.3	2.4	6.9	2.91	1.59	1.34	3.3	174	1.07	17.2	10.8
2016	0.1	4.8	2.6	-5.0	2.35	1.65	1.13	3.3	167	1.09	15.1	10.7
2017	3.1	4.7	5.5	5.2	2.10	1.55	0.85	3.0	182	1.06	14.3	10.8
2018	9.6	11.0	5.7	9.1	2.03	1.50	1.02	2.6	207	1.21	13.6	11.2
2019	9.2	10.4	6.9	12.8	2.10	1.42	0.96	2.3	224	1.20	13.0	11.2
2020	5.0	6.0	0.7	7.3	2.13	1.48	1.14	2.0	215	1.16	12.0	11.0
2021	7.8	5.5	12.6	4.7	2.05	1.34	0.77	1.8	238	0.98	12.3	11.2
2022	0.5	-1.3	7.6	2.9	1.92	1.30	0.76	1.7	242	0.83	12.2	11.3
2023	-1.2	-2.9	1.4	-2.8	1.66	1.26	0.70	1.7	244	0.75	11.3	11.1
2024	-0.1	-0.7	2.3	-2.1	1.50	1.24	0.74	1.7	240	0.65	10.7	11.6
2025	0.9	0.9	1.4	0.0	1.38	1.22	0.74	1.7	234	0.64	10.0	11.6
1H26	7.2	9.8	3.0	8.4	1.38	1.22	0.81	1.7	233	0.84	9.8	11.4

注：口径同上表；上市银行为 42 家 A 股上市银行合计，早年样本较少、部分指标受样本变化影响。
来源：公司财报，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 11：营业收入累计同比（%）



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 12：拨备前利润累计同比（%）



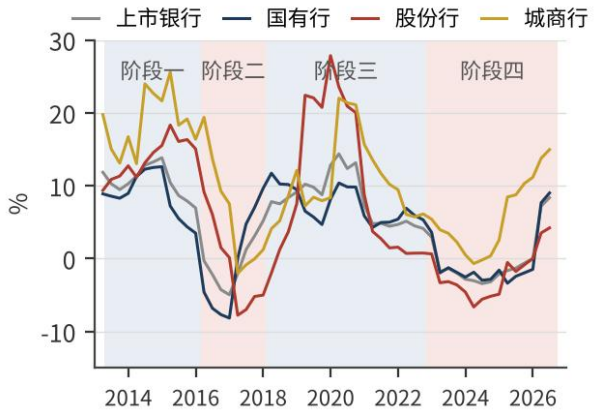
来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 13：净利润累计同比（%）



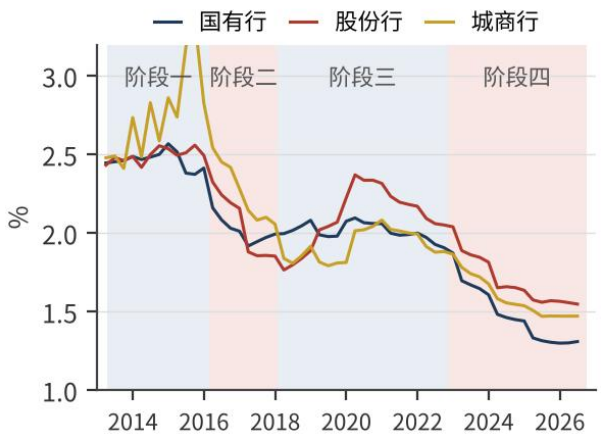
来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 14：净利息收入累计同比（%）



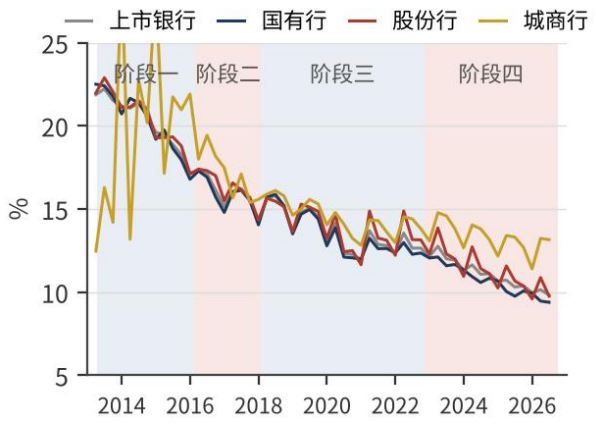
来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 15：净息差（累积年化，%）



来源：公司财报，中泰证券研究所

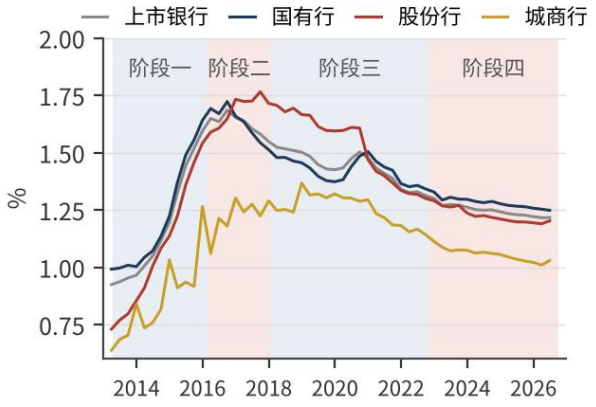
图表 16：ROE（累积年化，%）



来源：公司财报，中泰证券研究所

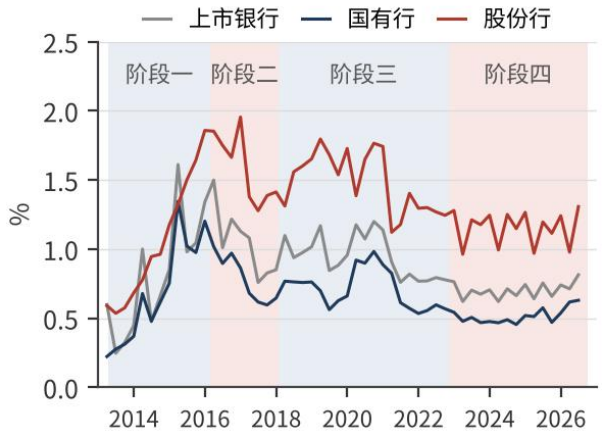
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 17：不良率（%）



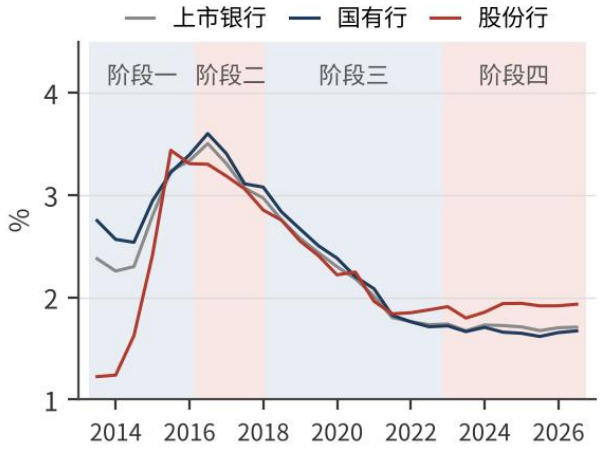
来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 18：不良净生成率（累积年化，%）



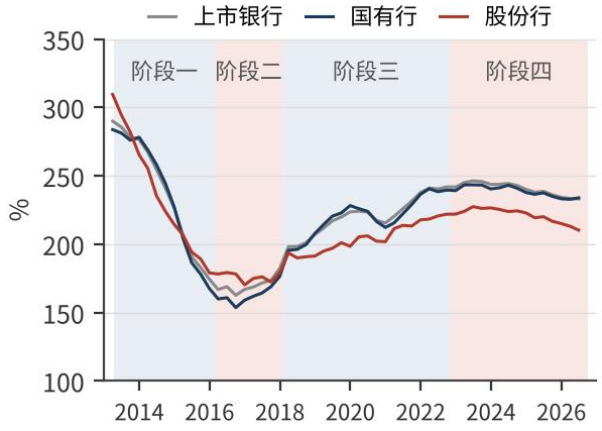
来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 19：关注类贷款占比（半年度，%）



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 20：拨备覆盖率（%）



来源：公司财报，中泰证券研究所

二、阶段：按拐点分为四个阶段，利差方向与不良生成相关性最强

- **核心判断：以利差的拐点划分（拐点为局部极值、其后反向变动超过 100BP，且拐点前后的变动在一年内都未被大部分回吐），2013 年 4 月以来确认的拐点有 2016 年 2 月、2018 年 1 月和 2022 年 11 月，形成四个阶段：阶段一走阔+96BP、阶段二压缩-367BP、阶段三走阔+490BP、阶段四压缩-245BP；阶段一内部的“钱荒”和降息牛市两次压缩都在一年内被回吐，因此并入阶段一。对照基本面，四个阶段的方向与不良生成（账面与预期）一一对应，不良生成是与利差方向相关性最强的变量。**

2.1 阶段划分：按拐点分为四个阶段，阶段一内两次非常规压缩

- **划分标准：以 A 股利差的拐点划分。候选拐点为利差的局部极值、且其后反向变动超过 100BP；确认为阶段拐点还需要拐点前后两段变动在随后一年内都没有被回吐七成以上，被回吐的反向变动视为阶段内的波动。**2013 年 4 月以来满足条件的拐点只有 2016 年 2 月（320BP）、2018 年 1 月（-47BP）和 2022 年 11 月（443BP），形成四个阶段。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **四个阶段的方向与不良生成的方向一一对应。**阶段一（2013 年 4 月—2016 年 2 月）走阔+96BP，对应对公不良暴露；阶段二（2016 年 2 月—2018 年 1 月）压缩-367BP、唯一一次为负，对应不良生成回落；阶段三（2018 年 1 月—2022 年 11 月）走阔+490BP、历时 58 个月，对应不良生成由下行转为波动并叠加政信与地产的预期恶化；阶段四（2022 年 11 月至今）压缩-245BP，对应化债修复预期。

图表 21：按拐点划分的四个阶段（2013 年 4 月至今）

阶段	起止	方向	A 股利差起→止（BP）	H 股利差起→止（BP）	不良净生成率（起→止，%）	营收增速（起→止，%）	主线
一	2013/04—2016/02	走阔	224→320 (+96)	209→492 (+283)	0.37(2013)→1.20(2015)	9.8(2013)→-3.2(2016)	对公不良暴露周期，账面不良生成上行
其中：“钱荒”	2013/04—2013/11	压缩	224→139 (-85)	209→76 (-133)	0.22→0.31(1Q13→3Q13)	11.3→10.3	国债急升，非常规压缩，三个月内回吐
其中：不良暴露	2013/11—2014/07	走阔	139→340 (+201)	76→252 (+176)	0.37→0.48(2013→1H14)	9.8→11.2	分红台阶、股价下跌与国债回落
其中：降息牛市	2014/07—2015/06	压缩	340→43 (-297)	252→116 (-136)	0.75→1.02(2014→1H15)	11.2→5.1	流动性驱动，基本面反向，非常规压缩，八个月内回吐
其中：异常波动与不良高峰	2015/06—2016/02	走阔	43→320 (+277)	116→492 (+376)	1.02→1.20(1H15→2015)	5.1→5.0	市场异常波动叠加不良高峰、分红比例下调
二	2016/02—2018/01	压缩	320→-47 (-367)	492→29 (-464)	1.20(2015)→0.64(2017)	-3.2(2016)→8.9(2018)	不良见顶回落、营收转正、息差见底，叠加债市调整
三	2018/01—2022/11	走阔	-47→443 (+490)	29→628 (+599)	0.76(2018)→0.54(2022)	8.9(2018)→-0.1(2022)	不良生成由下行转为波动，政信、地产与息差预期转弱
四	2022/11—2026/10	压缩	443→198 (-245)	628→287 (-341)	0.54(2022)→0.63(1H26)	-0.1(2022)→9.2(1H26)	化债明确、预期修复，资产荒与分红政策，2025 年起报表验证

注：拐点为利差局部极值、其后反向变动超过 100BP、且前后变动在一年内未被回吐七成以上；利差起止为六大行平均股息率口径（邮储银行按上市/分红公告时点纳入）；不良净生成率、营收增速为国有行年度（1H26 为半年度）累积口径，取阶段起止所在年度；阶段起止取周五收盘。
来源：Wind，公司财报，公司公告，中泰证券研究所

2.2 利差变化的拆分：股价是主要来源，分红与国债各有主导的阶段

- **利差变化 = 股息率变化−国债收益率变化，股息率变化再拆为分红贡献与股价贡献，股价是各阶段的主要来源。**分红贡献以期初股价计算每股分红变化，股价贡献以期末分红计算股价变化，国债贡献取相反数，正值表示国债收益率下行推高了利差。阶段一利差+96BP 来自分红（+64BP）和国债（+61BP），股价整段只贡献-29BP，因为降息牛市的上涨与随后的下跌相互抵消；阶段二-367BP 中股价贡献-217BP（约六成）、国债上行贡献-108BP（约三成），FY2015 分红下调在 2016 年 3 月末切换、贡献-42BP；阶段三+490BP 中股价贡献 290BP、分红 97BP、国债 123BP；阶段四-245BP 中股价贡献-371BP，国债下行贡献+105BP、与利差方向相反。H 股结构相同，股价贡献的幅度更大。

下载日志已记录，仅供内部参考

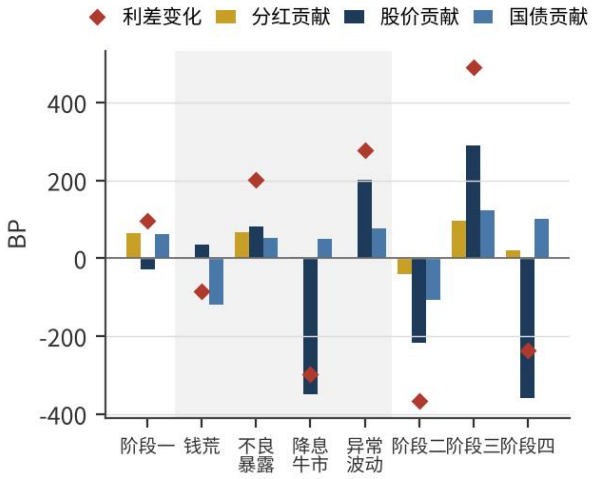
图表 22：利差变化三项拆分的计算方法

项目	公式
利差变化（BP）	(y1−r1)−(y0−r0)
分红变化贡献	(D1−D0)/P0
股价变化贡献	D1/P1−D1/P0
国债变化贡献	−(r1−r0)
三项之和	分红 + 股价 + 国债

注：P0、P1 为阶段起止的周五收盘价；D0、D1 为起止时点适用的每股分红（含中期分红与注资摊薄）；y = D/P 为股息率；r0、r1 为起止时点的 10 年期国债收益率。

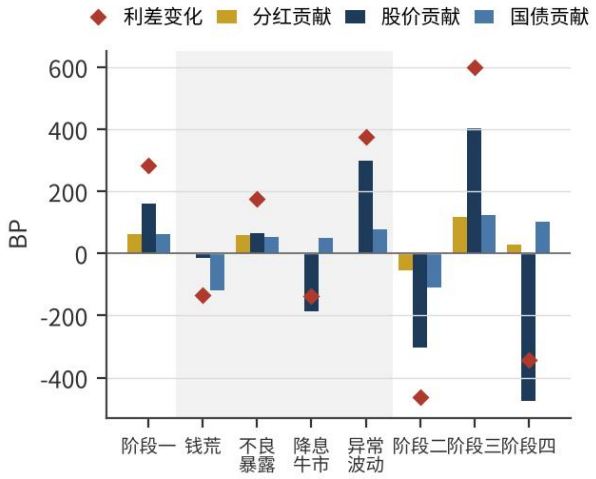
来源：中泰证券研究所

图表 23：A 股各阶段利差变化的拆分（BP；灰底为阶段一内的四段）



来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

图表 24：H 股各阶段利差变化的拆分（BP）



来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 25：各阶段利差变化的拆分（BP）

市场	阶段	利差变化	分红贡献	股价贡献	国债贡献	样本变化	每股分红变化	股价涨跌
A 股	一	+96	+64	-29	+61	0	+11.3%	+5.1%
A 股	其中：“钱荒”	-85	+0	+34	-119	0	+0.0%	-5.7%
A 股	其中：不良暴露	+201	+66	+82	+53	0	+11.0%	-10.9%
A 股	其中：降息牛市	-297	+2	-349	+50	0	+0.3%	+90.5%
A 股	其中：异常波动	+277	+0	+200	+77	0	+0.0%	-33.4%
A 股	二	-367	-42	-217	-108	0	-6.7%	+65.4%
A 股	三	+490	+97	+290	+123	-20	+28.0%	-39.7%
A 股	四	-245	+20	-371	+105	0	+2.6%	+104.9%
H 股	一	+283	+62	+160	+61	0	+11.3%	-20.5%
H 股	其中：“钱荒”	-133	+0	-15	-119	0	+0.0%	+2.8%
H 股	其中：不良暴露	+176	+59	+64	+53	0	+11.0%	-9.7%
H 股	其中：降息牛市	-136	+1	-187	+50	0	+0.3%	+40.4%
H 股	其中：异常波动	+376	+0	+299	+77	0	+0.0%	-38.6%
H 股	二	-464	-53	-303	-108	0	-6.7%	+72.9%
H 股	三	+599	+118	+402	+123	-44	+28.0%	-42.6%
H 股	四	-341	+30	-476	+105	0	+2.6%	+106.4%

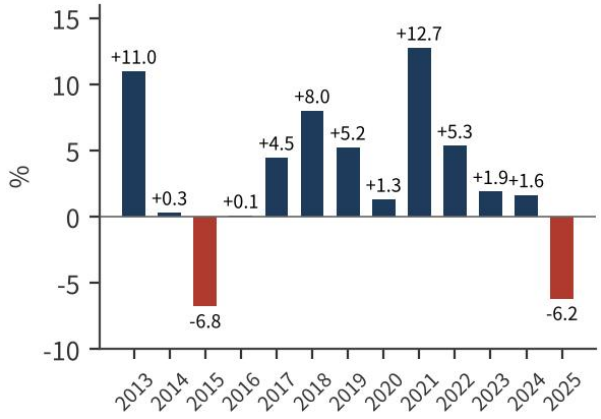
注：国债贡献=-国债收益率变化；每股分红变化为阶段内适用分红（含摊薄）的平均变化幅度，A/H 相同；股价涨跌为六大行简单平均，H 股为港元价折人民币；样本变化为邮储银行纳入平均带来的差异，阶段三按五大行同口径拆分。色阶：红色为压低利差（负值），蓝色为推高利差（正值）。
来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

图表 26：银行指数、国有大行指数与沪深 300（2013 年 4 月=100；底纹为阶段划分）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 27：六大行每股分红同比（会计年度，简单平均，%）



来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

三、复盘：不良生成及其预期是核心因子

- **核心判断：四个阶段利差的方向都与不良生成相关，阶段一、二对应账面不良生成，阶段三、四对应资产质量预期。拐点由预期的转向触发，预期通过大行自身的涨跌起作用（阶段二大行自身+32%、阶段三-35%、阶段四+100%），报表滞后 2—4 个季度确认，并决定拐点之后能否延续。阶段一内的两次非常规压缩由国债和流动性单独造成、基本面反向，因此都被回吐。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 28：四个阶段的推动因素、拐点处的转向因素与报表方向（A 股）

时间	阶段/拐点	A 股利差（BP）	阶段内的推动因素 / 拐点处的转向因素	类型	报表方向（国有行）
2013/04—2016/02	阶段一 走阔	224→320（+96）	分红+64（FY12—FY14 每股分红+11%）、国债+61、股价-29（牛市上涨与异常波动下跌相抵）；“钱荒”（国债+119BP）与降息牛市（大行+89%，贝塔+58%）造成两次非常规压缩，均被回吐	银行端（账面不良暴露）主导，国债与流动性造成短期波动	不良净生成率 0.37%→1.20%，净利润增速 11.4%→0.7%，拨备覆盖率 278%→167%，FY15 分红比例下调
2016/02	拐点	顶 320	不良见顶与供给侧结构性改革下的预期修复（大行自身+32%）、2017 年蓝筹股行情（贝塔+22%）、债市调整	银行预期+流动性+国债端	当时已披露 3Q15：不良生成 0.97%、营收+5.3%；随后 2016 年营收-3.2%、不良率 3Q16 见顶
2016/02—2018/01	阶段二 压缩	320→-47（-367）	股价-217（大行+61%）、国债-108（2.86%→3.94%）、分红-42；若国债不动利差约 61BP	银行端（基本面修复）主导，国债同向放大三成	不良生成 1.20%→0.64%，营收-3.2%→+8.9%，息差 1Q17 见底，拨备覆盖率 154%→208%
2018/01	拐点	底-47	经贸摩擦与金融严监管下对经济与资产质量的预期转弱（2018 年大行-24%：贝塔-16%、自身-10%），国债下行 83BP	银行预期+国债端	当时已披露 3Q17：营收+2.0%、不良生成 0.60%、息差回升；2018 年是 2015 年以来报表最好的一年
2018/01—2022/11	阶段三 走阔	-47→443（+490）	股价+290（大行-40%：贝塔-7%、自身-35%）、分红+97（FY16—FY21 累计+28%）、国债+123；三次冲击：经贸摩擦与严监管、疫情与让利、息差下行与地产城投风险	银行端（预期）主导，国债同向放大四分之一	不良净生成率 0.64%→0.76%→0.89%→0.54%，结束下行、转为波动；不良率 1.46%→1.33%；净息差 2.08%→1.87%、营收+8.9%→-0.1%
2022/11	拐点	顶 443	防疫政策优化后的预期修复与中国特色估值体系（自身+26%），2023 年回吐；2023 年 7 月起化债明确，2024 年起险资配置与分红政策推动（2024 年以来自身+48%）	银行预期（化债）+资金	当时已披露 3Q22：营收+2.2%、不良生成 0.57%；2023—2024 年营收负增长、息差继续下行，2025 年起转正
2022/11—2026/10	阶段四 压缩	443→198（-245）	股价-371（大行+110%：贝塔+5%、自身+100%）、国债+105 反向（2.70%→1.65%）、分红+20（含注资摊薄）	银行端（预期修复与重估）主导，国债反向	2025 年营收+1.8%、1H26 +9.2%，息差 1H26 同比持平；不良净生成率 0.5%→0.63%（零售）

注：拆分为分红/股价/国债三项贡献（BP）；“贝塔”为按 0.5 倍贝塔折算的沪深 300 同期涨跌（按全样本周度贝塔 0.52 取 0.5），“自身”为大行指数涨跌扣除贝塔部分后的部分；报表为国有行口径，不良生成为累积年化的不良净生成率。
来源：Wind，公司财报，公司公告，中泰证券研究所

3.1 阶段一（2013 年 4 月—2016 年 2 月）：对公不良暴露，利差走阔，两次非常规压缩均被回吐

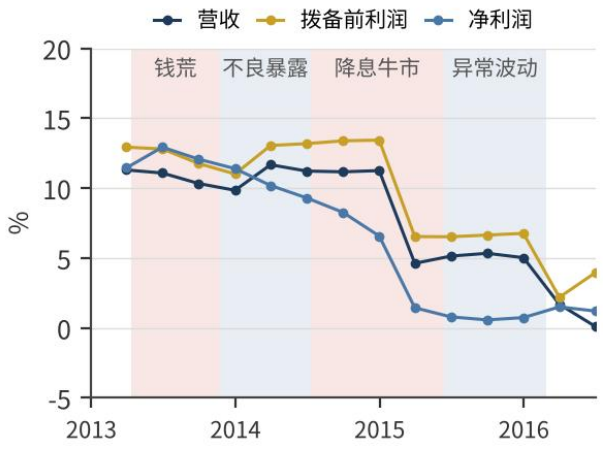
- **利差与拆分：A 股由 224BP 升至 320BP（+96BP），走阔来自分红（+64BP）和国债下行（+61BP），股价贡献为负。**分四段看：“钱荒”（2013/04—11）国债由 3.47%升至 4.65%，利差-85BP，是样本期内唯一一次由国债端单独主导的变化；不良暴露（2013/11—2014/07）分红台阶、股价下跌与国债回落共同推高利差 201BP；降息牛市（2014/07—2015/06）股价+90%，利差-297BP；市场异常波动与不良高峰（2015/06—2016/02）股价-33%、国债跌破 3%，利差+277BP。

- **银行端：一轮完整的对公不良暴露周期，利差方向与账面不良生成一致。**国有行不良净生成率由 0.37%（2013 年）升至 1.20%（2015 年）见顶，不良率由 1.00%升至 1.64%，拨备覆盖率由 278%降至 167%，净利润增速由 11.4%降至 0.7%，2016 年 3 月四大行把 FY2015 分红比例由约 33%下调至 30%；暴露集中在制造业与批发零售。两次非常规压缩的推动因素都不在银行：“钱荒”是流动性紧张推高国债，股价反而下跌；降息牛市是降息与融资融券余额扩张下的全面上涨（沪深 300+148%、大行+89%），而同期营收增速由 11.2%降至 4.6%、不良生成创出高点，压缩的幅度超出基本面可以解释的范围，市场异常波动后一年内全部回吐。

- **判断：不良暴露周期决定方向，国债与流动性只造成阶段内的短期波动。**阶段一的三年里大行股价基本持平（+4%），每股分红却增长 11%，市场不再为分红增长给予估值溢价，因为资产质量和利润增速的方向已经向下。

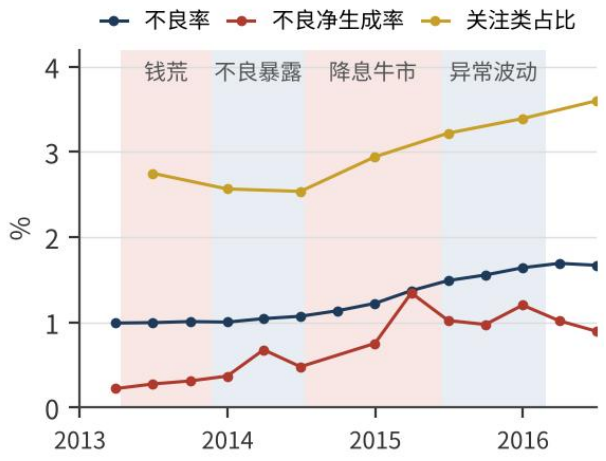
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 29：阶段一：国有行营收、拨备前利润与净利润累计同比（%）



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 30：阶段一：国有行不良率、不良净生成率与关注类占比（%）



来源：公司财报，中泰证券研究所

3.2 阶段二（2016 年 2 月—2018 年 1 月）：不良生成回落、营收转正、息差见底，利差唯一一次下穿阈值并停留在阈值之外

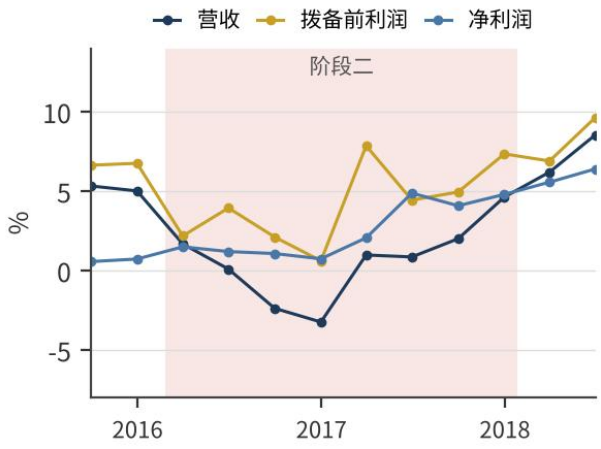
- **利差与拆分：A 股由 320BP 降至-47BP（-367BP），是样本期内幅度最大、持续最久的压缩，也是唯一一次为负；H 股由 492BP 降至 29BP。**股价+65%贡献-217BP，国债由 2.86%升至 3.94%贡献-108BP，分红比例下调贡献-42BP。若国债不动，2018 年 1 月利差约 61BP，仍在阈值之外，因此压缩主要由银行股上涨实现。

- **银行端：不良生成、营收、息差三项同向改善，是利差下穿阈值并停留在阈值之外两年多的条件。**不良净生成率由 1.20%（2015 年）降至 0.64%（2017 年），不良率 3Q16 见顶，拨备覆盖率回升；营收增速由-3.2%（2016 年）转为+4.6%、+8.9%，净息差 1Q17 见底后逐季回升；净利润增速由 0.7%升至 4.8%。供给侧结构性改革与 PPI 转正降低了对公不良的生成压力。2017 年同业监管收紧使股份行营收负增长，国有行负债端以存款为主、营收转正且高于其他板块，大行股息率的降幅也大于板块。

- **判断：这是样本期内唯一一次由基本面修复主导的压缩。**三项同向改善，叠加 2017 年蓝筹股行情与债市调整，利差才停留在阈值之外。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 31：阶段二：国有行营收、拨备前利润与净利润累计同比（%）



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 32：阶段二：国有行不良净生成率与净息差（累积年化，%）



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 33：2016 年以来各板块营业收入累计同比（%）：2017 年股份行负增长、大行转正



来源：公司财报，中泰证券研究所

3.3 阶段三（2018 年 1 月—2022 年 11 月）：不良生成由下行转为波动，政信、地产与息差的悲观预期充分计入，利差升至最高

- **利差与拆分：A 股由-47BP 升至 443BP（+490BP），从样本期最低点升至最高点，历时 58 个月；H 股由 29BP 升至 628BP，并在 2023 年 8 月创出 668BP 的高点。**股价-40%贡献 290BP，分红累计+28%贡献 97BP，国债由 3.94%降至 2.70%贡献 123BP。大行五年下跌四成，其中市场贝塔只有-7%、自身-35%，起作用的是对银行自身的预期。

- **不良生成由下行转为波动是这一阶段与阶段二的区别：2016—2017 年的下行在 2018 年结束，此后不良净生成率在 0.5%—0.9%之间反复，利润与分红仍在增长，利差却升至最高。**国有行不良净生成率 2017 年 0.64%，2018 年回升至 0.76%（经贸摩擦与严监管），2019 年 0.66%，2020 年升至 0.89%

下载日志已记录，仅供内部参考

（疫情），2021—2022 年回落至 0.53%、0.54%，没有再出现阶段二那样的趋势性下行；不良率由 1.46%降至 1.33%、拨备覆盖率由 208%升至 239%，账面并未恶化。市场定价的是波动背后的预期，三次冲击先后叠加在息差下行的趋势上：2018—2019 年中美经贸摩擦与金融严监管下的预期转弱，2018 年 1 月—2019 年 1 月大行-24%，利差由-47BP 走阔至 163BP；2020 年疫情与让利，1H20 净利润-11.2%，利差升至 275BP，四季度盈利修复确认后回落；2021—2022 年息差由 2.06%降至 1.87%、营收转负，房企风险暴露、按揭风险事件与城投风险同时发酵，利差由 183BP 走阔至 443BP。

- **政信类资产的预期是其中最大的一块：2018—2022 年化债思路不明确，市场对城投政信类贷款资产质量恶化的预期十分充分，这部分没有进入账面，但对应银行报表里最大的一块资产。**国有行贷款中基建类四行业的占比由 2013 年的 28.0%升至 1H26 的 33.6%，高于按揭（18.3%）与制造业（11.6%）之和，对公房地产只有 4.0%；加上以政府债为主的债券投资，政府相关资产是六大行资产负债表上最大的一块。这块资产的质量预期在 2018—2022 年持续恶化：2018 年 27 号文把隐性债务化解期定为 5—10 年但以地方自筹为主，2021 年 15 号文限制银行对涉隐债主体新增融资，2022 年兰州城投票据逾期、遵义道桥贷款展期 20 年，“展期不构成违约、不影响账面不良率”，但市场按潜在损失给了折价。地产风险同样先进预期、后进报表。

- **判断：银行端主导、预期先于报表，国债端同向放大（贡献四分之一）。**这一阶段的报表只有 2020 年二三季度与利差方向一致，其余时间利差按预期运行；市场定价的是政信、地产与息差三项预期，而这三项的转向要到 2023 年以后。

图表 34：阶段三：国有行营收、拨备前利润与净利润累计同比（%）



来源：公司财报，中泰证券研究所

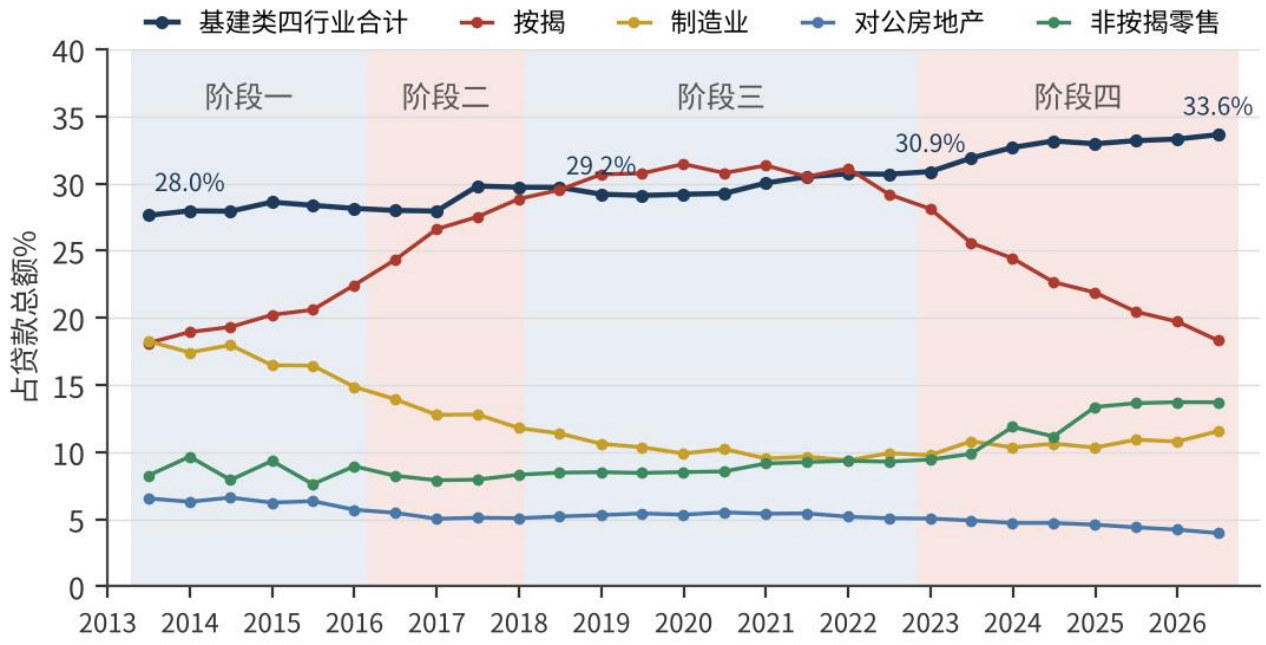
图表 35：阶段三：国有行净息差、不良净生成率与不良率（%）



来源：公司财报，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 36：国有行贷款结构：基建类四行业是最大的一块资产（占贷款总额%，半年度）



注：基建类四行业＝交通运输仓储邮政、电力燃气及水的生产供应、租赁和商务服务、水利环境和公共设施管理，是政信类融资的主要行业口径；非按揭零售＝经营贷+消费贷+信用卡；国有行为六大行合计。
来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 37：地方债务化解的政策脉络、城投风险事件与 A 股、H 股利差

时间	事件	A 股利差（BP）	H 股利差（BP）
2017/07	全国金融工作会议、政治局会议首次提出“隐性债务”，要求终身问责	99	165
2018/08	中发 27 号文：隐性债务 5—10 年内化解（2018—2028 年），以地方自筹为主	108	139
2019/06	国办函 40 号：建制县隐性债务化解试点	138	228
2021/07	银保监 15 号文：限制银行对涉隐债主体新增融资	265	437
2021/09—2022/07	房企风险暴露（2021/09）、按揭风险事件（2022/07）	412	574
2022/08	兰州城投票据逾期	425	570
2022/12/30	遵义道桥 155.94 亿元银行贷款展期 20 年、前 10 年仅付息、利率 3%—4.5%，“展期不影响账面不良率”	386	523
2023/07/24	政治局会议：制定实施一揽子化债方案	374	612
2023/09	“35 号文”（据公开报道）：12 个重点省份金融机构配合展期降息，贷款利率不低于同期限国债，调整后维持五级分类正常	343	592
2023/10	特殊再融资债重启（当年 1.39 万亿元）；中央金融工作会议提出化债长效机制；天津城投债利差三个月内由 500BP 压至 100BP	333	581
2024/11/08	全国人大批准增加 6 万亿元债务限额置换隐性债务，加五年 4 万亿元专项债、2 万亿元棚改隐债延期；隐性债务 14.3 万亿元（2023 年末）→2.3 万亿元（2028 年）	287	454
2025/09/12	财政部：隐性债务 2024 年末 10.5 万亿元、一年减少 3.8 万亿元；已发行 4 万亿元置换债、利息成本降超 2.5 个百分点；超六成融资平台退出	208	319

注：利差为取值日的周度值（周五或当周最后一个交易日）：有明确公布时点的事件取公布前最后一个交易日（2017/07/14、2022/08/26、2023/07/21），收盘后公布的取当日（2022/12/30、2024/11/08、2025/09/12）；按月标注的政策文件与风险事件取当月内的周五：2018/08/31、2019/06/28、2021/07/09、2022/07/15、2023/09/28、2023/10/27）；隐性债务规模为财政部口径。
来源：国务院、财政部、人民银行、公司公告，公开新闻，Wind，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.4 阶段四（2022 年 11 月至今）：化债修复预期，资产荒与分红政策推动重估，2025 年起报表验证

- **利差与拆分：A 股由 443BP 降至 2026 年 10 月 16 日的 198BP（-245BP），其间 2025 年 11 月最低 187BP；H 股由 628BP 降至 287BP。**股价+105%贡献-371BP，国债由 2.70%降至 1.65%贡献+105BP、与利差方向相反，分红（含注资摊薄）贡献 20BP。大行+110%，其中自身+100%、贝塔只有+5%。分段看：2022 年 11 月—2023 年 5 月防疫政策优化与中国特色估值体系的提出带来一轮上涨，基本面仍在下行、随后回吐；2024 年起化债、资产荒与分红政策推动重估，利差由 357BP 压缩至 198BP。

- **预期的修复来自化债：2023 年 7 月政治局会议提出“一揽子化债方案”后，政信类资产质量的悲观预期开始回收，与阶段三是同一条线的两个方向。**2023 年明确 12 个重点省份由金融机构配合展期降息、贷款利率不低于同期限国债收益率、调整后维持五级分类正常，10 月特殊再融资债重启，城投债利差大幅收敛；2024 年 11 月全国人大批准 6 万亿元债务限额置换隐性债务，隐性债务由 2023 年末 14.3 万亿元降至 2024 年末 10.5 万亿元，已发行 4 万亿元置换债、超六成融资平台退出。这块资产的账面不良生成本来就没有恶化（2022—2025 年国有行不良净生成率 0.48%—0.54%），修复的是预期，所以阶段四的压缩在报表验证之前就开始了。

- **资产荒与分红政策将预期修复转化为配置需求，这是 2024 年以来大行自身部分+48%的来源。**10 年期国债降至 1.65%，人身险预定利率研究值降至 1.94%（普通型上限 2.0%），一年期存款挂牌利率 0.95%，能提供 3.6%—4.5%股息率的标准化资产稀缺；2024 年新“国九条”强调分红、六大行首次中期分红，2025 年险资举牌 39 次、近四成为银行股，公募基金改革形成修正低配的预期（尚未在持仓中兑现），2026 年中期分红比例升至 31%。国债下行在拆分里是反向项，但在配置上是压缩利差的力量：2024 年国债下行 90BP，股价上涨贡献的-152BP 超过了它。

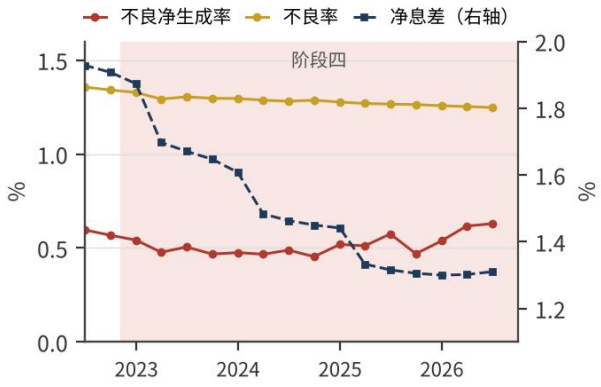
- **报表的验证从 2025 年开始：营收转正、息差企稳，不良生成率因零售风险暴露小幅上行。**2025 年国有行营收+1.8%转正，1H26 营收+9.2%、拨备前利润+12.2%、净利润+4.4%，净息差 1.31%、同比基本持平，商业银行净息差 2Q26 环比回升 1BP、是 1Q22 以来首次。不良率 1.25%、拨备覆盖率 234%稳定，但不良净生成率由 0.5%升至 0.63%，来源是零售：1H26 六大行个人贷款不良率较 2025 年末上升 0.05—0.44 个百分点，上市银行信用卡、消费贷、按揭不良率分别上升 27、22、11BP。

图表 38：阶段四：国有行营收、拨备前利润与净利润累计同比（%）



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 39：阶段四：国有行净息差、不良净生成率与不良率（%）



来源：公司财报，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.5 小结：利差方向与不良生成一致，账面与预期各主导两个阶段

- **四个阶段的利差方向都与不良生成一致，阶段一、二对应账面，阶段三、四对应预期。**把 A 股利差与国有行不良净生成率放在一起看（图表 40）：2013—2018 年两者同向，账面不良生成上行则利差走阔、回落则利差压缩；2018 年以后账面不良生成在 0.5%—0.9%之间波动、没有趋势，利差却经历了-47BP 到 443BP 再回到 198BP 的大周期，差异来自政信类、地产与息差的预期。预期的转向有先后：2018 年是经贸摩擦与严监管，2021 年是息差与地产，2023 年是化债，每一次都先反映在大行自身的涨跌上，报表 2—4 个季度之后才确认。因此利差能否按基本面路径继续压缩，取决于营收回升能否持续、不良生成率能否回落，市场会先于报表对这两件事定价。

图表 40：A 股利差与国有行不良净生成率：阶段一、二与账面一致，阶段三、四与预期一致



注：不良净生成率为国有行累积年化（3Q14 未披露）；利差为周度。
来源：Wind，公司财报，中泰证券研究所

四、阈值：历史来看两端均难持续突破

- **核心判断：阈值取截至各时点的历史分位，当前（2013 年以来）的 25%、75%分位为 162BP、296BP，目前利差 198BP 处在阈值之内。向下突破到 162BP 需要股价+11%，向上突破到 296BP 需要股价-21%（国债与分红不变）。按动态阈值识别，2014 年 10 月以来利差明显穿出当时阈值的有三次（2014 年 12 月、2016 年 12 月、2021 年 7 月），都由国债或股价的短期变动触发，其中两次在一年后仍停留在阈值之外，对应基本面的趋势性变化。向上停留需要对公不良暴露周期或政信、地产、息差的预期恶化，当前都不具备；向下停留需要不良生成回落、营收转正、息差见底三项同向改善，当前后两项已具备并已定价，只差零售不良生成率见顶一项，在它见顶之前，压缩由资金推动，其持续性取决于资金的性质与板块的定价属性。**

4.1 三次明显穿越都由国债或股价的短期变动触发，能否停留取决于基本面

- **阈值是动态的：每个时点的阈值只用该时点之前的样本计算，样本自 2013 年 4 月起、满一年半后开始定义（2014 年 10 月），此后随样本延长逐周更新，当前值即 2013 年以来的分位 162BP、296BP（图表 41）。**2014 年

下载日志已记录，仅供内部参考

10 月以来明显的穿越有三次：2014 年 12 月下穿（降息后的金融股行情）、2016 年 12 月下穿（债市调整）、2021 年 7 月上穿（息差与地产预期）；瞬时穿越有四次（2016 年 1 月熔断、2018 年 9 月、2020 年 3 月疫情、2025 年 1 月国债急降），穿出幅度 16—51BP，六到十周内回到阈值之内（2020 年 3 月断续停留两个季度）。

- **三次穿越都由国债或股价的短期变动触发。**2014 年 12 月由股价触发：降息后的金融股行情，大行 13 周上涨 35%（贝塔与自身各半），股价贡献-175BP，前 13 周利差变动-124BP、是当时历史上最大的一次。2016 年 12 月由国债触发：债市调整 13 周内上行 34BP，股息率对国债变化的即期传导系数很低，国债的变动短期内几乎全部进入利差（图表 44），利差变动-55BP 只处于当时分布的 57%分位。2021 年 7 月由大行自身的下跌触发：息差与地产预期转弱，大行 13 周下跌 5%、沪深 300 只跌 2%，股价贡献+32BP 中自身+28BP（图表 45），利差变动+44BP 处于 56%分位。后两次都发生在利差本已接近阈值的位置，一个季度内一次普通幅度的国债或股价波动就足以穿越；四次瞬时穿越的触发因素同样是国债急变（2020 年 3 月、2025 年 1 月）或股价急跌（2016 年 1 月）。报表方向与穿越方向一致的只有 2021 年 7 月一次（图表 46），报表是季度频率的滞后变量。
- **穿越不容易、停留更难，三次中一年后仍停留在阈值之外的两次，都对应基本面的趋势性变化。**2016 年 12 月下穿后利差在当时的下阈值之外停留 79 周（至 2018 年 6 月），对应阶段二不良生成回落、营收转正、息差见底的三项同向改善；2021 年 7 月上穿后停留 164 周（至 2024 年 9 月），对应息差下行与地产、政信预期恶化，直到 2024 年化债与资产荒推动的重估才回到阈值之内。2014 年 12 月下穿后停留 37 周，2015 年的不良高峰与市场异常波动使其在一年内回吐。

图表 41：A 股利差与动态阈值（虚线为截至各时点的 25%、75%分位，点线为中位数）及三次明显穿越时点（标注为穿越前 13 周的主要推动因素）



注：阈值自样本满一年半（2014 年 10 月）起定义，随样本延长逐周更新；明显穿越指穿出幅度不低于当时阈值区间宽度且连续停留超过一个季度，标记为利差穿过阈值线的位置；底纹为阶段划分，红色为压缩、灰蓝为走阔。

来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

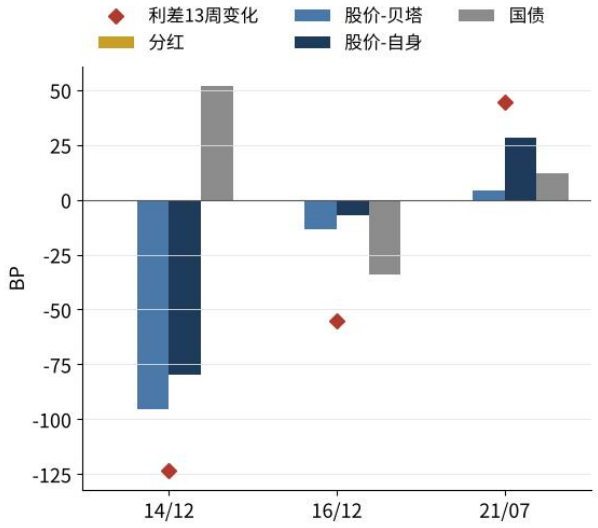
图表 42：三次穿越时点前 13 周的推动因素拆分（A 股，BP）

时点	方向	前 13 周利差变化（分位）	分红	股价（贝塔/自身）	国债	大行涨跌 / 沪深 300	10 年期国债	主要推动因素
2014/12/05	下穿 217	-124（100%）	+0	-175（-95/-80）	+52	+35% / +28%	4.29→3.78	股价（降息后的金融股行情）；停留 37 周
2016/12/09	下穿 190	-55（57%）	+0	-21（-14/-7）	-34	+4% / +5%	2.75→3.09	国债上行（债市调整）；停留 79 周
2021/07/02	上穿 241	+44（56%）	+0	+32（+4/+28）	+12	-5% / -2%	3.20→3.08	股价（息差与地产预期，大行自身）；停留 164 周

注：方向后的数字为该时点的阈值；贡献单位为 BP，正值推高利差；股价贡献按 0.5 倍贝塔折算的沪深 300 涨跌（贝塔部分）与其余部分（自身）拆分；分位为该时点前 13 周利差变动的绝对值在截至该时点的全部 13 周变动中的分位；停留周数为穿越后在阈值之外的周数（含一个季度内短暂回到阈值之内的周）。

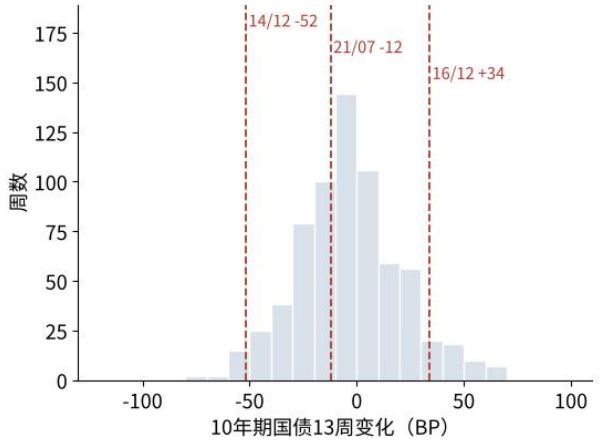
来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

图表 43：三次穿越时点前 13 周的推动因素拆分（A 股，BP；柱为各项贡献，点为利差 13 周变化）



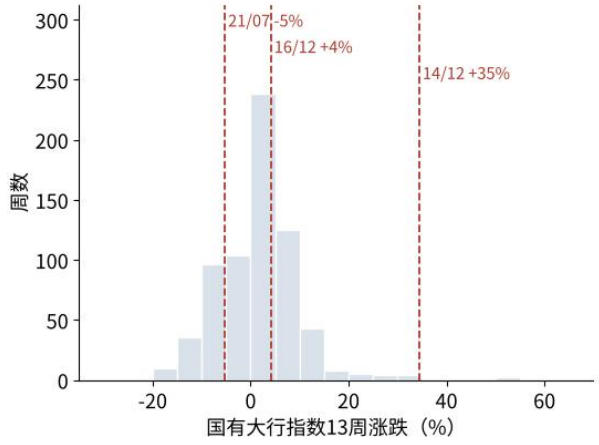
来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

图表 44：10 年期国债 13 周变化的分布与三次穿越时点（BP）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 45：国有大行指数 13 周涨跌的分布与三次穿越时点（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 46：三次穿越时点已披露的报表与穿越方向

时点	已披露报告期	营收增速	净息差同比	不良净生成率	与穿越方向
2014/12 下	3Q14	+11.2%	+4BP	0.48%（1H14）	相反（营收增速见顶、不良生成上行）
2016/12 下	3Q16	-2.4%	-34BP	0.97%	相反（资产质量已转向、营收与息差未转）
2021/07 上	1Q21	+4.5%	-10BP	0.82%	一致

注：国有行口径；“已披露”按报告期季末后 5 周计；3Q14 不良净生成率未披露、取 1H14；净息差同比为累积年化净息差与上年同期之差。
来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 47：H 股利差与动态阈值（虚线为截至各时点的 H 股 25%、75%分位，点线为中位数）及三次明显穿越时点



注：阈值定义与穿越识别规则同 A 股；标注为穿越时点与方向，标记为利差穿过阈值线的位置。
来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

4.2 向下突破 162BP 需要不良生成、营收、息差三项同向改善，当前零售风险暴露使不良生成率仍在上行

- **向下突破并持续停留只有阶段二一次，条件是不良生成回落、营收转正、息差见底三项同向改善，并有债市调整配合。**当时不良净生成率由 1.20%降至 0.64%，营收由-3.2%转为+8.9%，净息差 1Q17 见底，大行自身+32%；若国债不动，利差也会停在 61BP，所以主要由银行股上涨实现。对照当前：营收转正并加速（2025 年+1.8%、1H26 为+9.2%）、净息差同比持平，两项已经具备，并已在 2024 年以来的重估中定价（大行+68%，利差由 357BP 压缩至 198BP）；但不良净生成率由 0.5%升至 0.63%、仍在上行，来源是零售风险暴露。

- **结论：三项同向改善只差零售不良生成率见顶一项，按基本面路径，向下突破 162BP 并停留要等这一项兑现；在此之前，压缩由资金推动。**测算显示，到 162BP 需要股价+11%、股息率降至 3.27%，低于 2018 年 1 月 3.47%的历史最低；H 股到 206BP 需要+22%，同样低于历史最低股息率（4.2%）。零售不良的暴露有上限：非按揭零售（经营贷、消费贷、信用卡）占国有行贷款 13.7%、拨备覆盖率 234%，难以形成一轮 2013—2016 年式的对公周期，但在它见顶之前，市场不会按三项同向改善定价。前三个阶段里，资金

下载日志已记录，仅供内部参考

推动的压缩在基本面转向前都被回吐；本轮推动压缩的资金性质和板块的定价属性与前三个阶段不同，压缩的持续性由此决定（第五章）。

图表 48：向下突破并持续停留的条件：2016—2018 年与当前的对照

条件	2016—2018 年（阶段二）	当前（2026 年 10 月）	是否具备
不良生成回落	不良净生成率 1.20%（2015）→0.86%→0.64%（2017），关注类占比 3.60%→2.67%	不良净生成率 0.5%（2021—2025）→0.63%（1H26）仍在上行；来源为零售：六大行个贷不良率较年初+0.05—0.44 个百分点，上市银行信用卡/消费贷/按揭不良率+27/+22/+11BP，招行管理层：“零售贷款风险仍处于上升形势中”	否
营收转正	2016 年-3.2%→2017 年+4.6%→2018 年+8.9%	2025 年+1.8%转正，1H26 +9.2%（拨备前利润+12.2%）	是（已定价）
息差见底	1Q17 见底 1.92%后回升至 2.08%	1H26 1.31%、同比持平，2Q26 行业净息差环比回升 1BP（1Q22 以来首次）	是（已定价）
国债端配合	债市去杠杆，10 年期国债 2.86%→3.94%，贡献压缩的三成	10 年期国债 1.65%，没有一个季度上行 60BP 以上的条件；国债上行的压缩也不是银行股上涨	—
市场端	2017 年蓝筹股行情，贝塔+22%、大行自身+32%	2024 年以来大行+68%（自身+48%），营收与息差两项已定价	部分
所需股价变动（测算）	—	到 162BP 需要股价+11%、股息率 3.27%（历史最低 3.47%）	—

注：国有行口径；“已定价”指该条件已在 2024 年以来的重估中反映到股价。
来源：公司财报，Wind，中泰证券研究所

4.3 向上突破 296BP 需要对公不良暴露周期或预期恶化，当前都不具备

- **历史上利差持续走阔的两段，阶段一对应一轮对公不良暴露周期，阶段三对应政信、地产、息差三重预期恶化叠加债市走强；按动态阈值衡量，2021 年 7 月的上穿在阈值之外停留了三年以上，是三次穿越中停留最久的一次。**阶段一的不良净生成率由 0.37%升至 1.20%、分红比例下调；阶段三账面没有恶化，但政信类资产质量的悲观预期在化债思路不明确的五年里持续累积，叠加地产风险与息差下行（2018—2022 年下行 21BP，2021 年起连续下行），国债下行 123BP 又贡献了四分之一。逐项对照当前：第一，不良生成的来源是零售而非对公，最大的对公资产（基建类四行业，占贷款 33.6%）在化债框架内，隐性债务由 2023 年末的 14.3 万亿元降至 2024 年末的 10.5 万亿元、超六成平台退出，对公房地产占比已降至 4.0%。第二，息差由五年连续下行转为企稳，营收由连续三年负增长转为+9.2%。第三，国债 1.65%、人身险预定利率研究值 1.94%、一年期存款 0.95%，长期资金的负债成本与国债之间已经没有空间，银行股息率是少数能覆盖负债成本的标准化资产，2025 年险资举牌 39 次、近四成为银行股，这与 2018—2022 年理财、非标仍能提供 4%以上收益的格局明显不同。第四，分红比例升至 31%，注资落地后分红的可持续性没有 2015—2016 年那样的资本约束。

- **结论：向上突破 296BP 需要股价下跌 21%（股息率 4.60%），没有对应的基本面或预期条件。**国债若继续下行会被动抬高利差，但那不是银行股的下跌，而且在资产荒下会被配置资金重新压缩；H 股到 453BP 需要股价-27%，同样缺乏条件，只多出港股流动性与事件一类的扰动。短期因素仍可能把利差暂时推出阈值，2016 年 1 月的熔断、2020 年 3 月的疫情和 2025 年 1 月的国债急降造成的三次瞬时穿越就是如此，但没有不良暴露周期或预期恶化的配合，都在一到两个季度内回到阈值之内。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 49：向上突破并持续停留的条件：两次持续走阔与当前的对照

条件	2013—2016 年（阶段一）	2018—2022 年（阶段三）	当前（2026 年 10 月）	是否具备
不良生成	对公暴露周期：不良净生成率 0.37%→1.20%，制造业与批零占贷款 25%	不良生成由下行转为波动（0.66%—0.89%，经贸摩擦、疫情）；政信类（基建类四行业占贷款 29%→31%）与地产的悲观预期充分计入	0.63%、来源为零售（非按揭零售占贷款 13.7%），对公无暴露周期；基建类占 33.6%在化债框架内，对公房地产占 4.0%	否
政信类资产的预期	—	27 号文后以地方自筹为主、化债思路不明确；15 号文限制新增；兰州、遵义事件，“展期不影响账面不良率”但市场按潜在损失折价	一揽子化债：隐性债务 14.3→10.5 万亿元（2024 年末），4 万亿元置换债、利息成本降超 2.5 个百分点，超六成平台退出；35 号文展期降息、维持五级分类正常	否（已修复）
息差与营收	息差 2.57%高位但利润增速 11%→0.7%，分红比例下调	息差 2.08%→1.87%五年下行，营收+8.9%→-0.1%	息差 1H26 同比持平、2Q26 行业环比回升，营收+9.2%	否
国债与替代资产	国债 3.5%—4.7%，理财、非标收益率 5%以上	国债 3.9%→2.7%，理财、非标仍有 4%以上收益	国债 1.65%、人身险预定利率研究值 1.94%（普通型上限 2.0%）、一年期存款 0.95%，3.6%—4.5%的大行股息率是少数能覆盖负债成本的标准化资产	否
长期资金	—	险资权益配置受偿付能力与会计准则约束	2025 年险资举牌 39 次（近四成为银行股）、公募改革形成修正低配的预期（尚未兑现）；分红比例 30%→31%，注资消除资本约束	否
所需股价变动（测算）	—	—	到 296BP 需要股价-21%、股息率 4.60%（国债不变）	—

注：国有行口径；隐性债务数据为财政部 2025 年 9 月披露；险资举牌次数为公开统计。
来源：公司财报，Wind，财政部，公开信息，中泰证券研究所

4.4 当前位置与股价空间：分红增长约 6%是不依赖利差变化的收益

- **截至 2026 年 10 月 16 日，A 股六大行平均股息率 3.62%、10 年期国债 1.65%，利差 198BP、33%分位；H 股股息率 4.51%、利差 287BP、42%分位，都在阈值之内、中枢以下。**测算（国债与分红不变）：A 股向下到 162BP 需要股价+11%，向上到 296BP 需要股价-21%，回到中位数 233BP 需要-9%；H 股分别为+22%、-27%和-8%。不依赖利差压缩的收益来自每股分红增长：若全年利润增速与上半年持平（1H26 国有行净利润+4.4%）、分红比例按中期的 31%，扣除工行、农行定增摊薄（对六大行平均约 2 个百分点）后六大行平均每股分红约+6%，股价同幅上涨而利差不变。利差会停留在哪个区间，取决于本轮的定价属性、利率中枢与资金结构（第五章）。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 50：触及两端阈值所需的股价变动测算（国债与分红不变）

项目	A 股	H 股
当前利差 / 股息率 / 10 年期国债	198BP / 3.62% / 1.65%	287BP / 4.51% / 1.65%
阈值（25% / 75%分位）	162BP / 296BP	206BP / 453BP
向下到 25%分位	相差 35BP，需要股价+11%（股息率 3.27%，2018/01 历史最低 3.47%）	相差 80BP，需要股价+22%（股息率 3.71%，历史最低 4.2%）
向上到 75%分位	相差 98BP，需要股价-21%（股息率 4.60%）	相差 166BP，需要股价-27%（股息率 6.17%）
回到中位数	需要股价-9%（股息率 3.98%）	需要股价-8%（股息率 4.91%）
到“国债+200BP”	已低于“国债+200BP”2BP，对应股价-1%	相差 87BP，需要股价+24%
不依赖利差压缩的收益：每股分红增长	约+6%（利润+4.4%、分红比例 30%→31%、扣除工行农行定增摊薄约 2 个百分点）	同左
向下持续停留的条件	不良生成回落、营收转正、息差见底三项同向改善（阶段二）；当前缺不良生成回落	同左，另受港股流动性影响
向上持续停留的条件	对公不良暴露周期（阶段一），或政信、地产、息差预期恶化叠加债市走强（阶段三）；当前都不具备	同左
不计入空间的因素	国债上行带来的压缩；国债下行带来的利差被动走阔	同左

注：股价变动为分红与国债不变时的换算；每股分红增长按 1H26 利润增速、中期分红比例（31%）与工行、农行定增摊薄（对六大行平均约 2 个百分点）外推，不构成预测。
来源：Wind，公司财报，中泰证券研究所

五、展望：本轮的三点不同，利差中枢有下移的可能

- **核心判断：本轮（阶段四）与前三个阶段有三点不同：一是板块的定价属性由顺周期转为弱周期，国债与股息率由反向转为同向，ROE 的稳健性和避险价值获得持续定价，股息率的下限由替代资产的收益率决定；二是 10 年期国债中长期震荡下行，为股息率继续下行打开空间；三是以保险资金为代表的更长期、更持续的配置型资金陆续进入，压缩的持续性强于前三轮。三点不同的含义是：历史阈值对本轮的参照意义下降，利差中枢有下移的可能，利差向下突破并停留的路径由基本面一条增加为基本面与配置两条，向上突破的概率更低。**

5.1 定价属性：从顺周期到弱周期，国债与股息率由反向转为同向

- **前三个阶段国债与股息率反向，本轮同向（图表 51）。**按阶段起止的净变动，阶段一至三国债与 A 股股息率的变动方向都相反，阶段四同向；按 13 周变动统计，两者同向的周数占比由阶段二、三的三成多升至阶段四的六成，2024 年和 2026 年以来接近八成，2025 年国债阶段性上行而股息率继续下行，是本轮内部的一次例外。大行相对沪深 300 的周度贝塔由阶段一的 0.8 逐段降至阶段四的 0.1，2025 年以来为负。

- **反向对应顺周期定价，同向对应弱周期定价。**前三个阶段里，利率是经济周期的同步指标：经济回升时利率上行、不良预期改善、银行股上涨，利率与银行股价是同一个周期的两个结果，所以国债与股息率反向，国债下行时利差被动走阔。本轮利率下行反映的是资产荒与政策利率下行，市场把银行股息作为利率下行环境中的收益替代品定价，国债下行、股息率跟随下行，阶段四国债贡献的+105BP 被股价贡献的-371BP 覆盖。

- **弱周期定价的基础是盈利的低波动。**国有行净利润增速 2022 年以来全部为正，ROE 每年下降不到 1 个百分点，不良净生成率与拨备覆盖率在窄幅区间内运行；1H26 银行 ROE 8.5%，与全部 A 股的 8.1%相当、高于非金融

下载日志已记录，仅供内部参考

的 6.9%（口径不同，仅作量级对照），波动则远小于其他行业。低波动来自客群结构（政府相关资产是最大的一块，且在化债框架内）、息差底线共识（2022 年起存款挂牌利率与 LPR 同步下调）与拨备蓄水池。

- **避险价值获得持续定价：沪深 300 下跌的星期，大行由同跌转为不跌（图表 52）。**前三个阶段里，沪深 300 单周跌幅超过 2%的星期，大行八成以上同跌、平均跌 2%—3%；阶段四同跌的星期降至六成，2024 年以来平均不跌，2025 年以来平均上涨、同跌的星期只有三分之一。前三个阶段里大行是贝塔品种，本轮是对冲品种，这一属性本身就是配置资金持续流入的原因。

- **对利差框架的含义：历史阈值形成于反向定价时期，对本轮的约束力下降。**利差上一次停留在下阈值之外（2016 年 12 月—2018 年 6 月）时国债在 3.0%—4.0%，股息率的历史最低 3.47%出现在国债 3.94%的时候；当前国债 1.65%，股息率 3.62%已贴近历史最低，相对国债仍有 198BP。在反向定价下，股息率有一条由经济周期决定的下限，低于下限意味着市场对基本面过度乐观；在同向定价下，股息率的下限由替代资产的收益率（国债、长期资金的负债成本）决定，随国债下行而下移，历史最低股息率对本轮不构成约束，下阈值 162BP 可以被突破并停留，前提是国债中枢下行与长期资金流入持续。

图表 51：四个阶段 10 年期国债与六大行 A 股股息率的变动方向：前三个阶段净变动反向，本轮同向

阶段	区间	10 年期国债变动（BP）	A 股股息率变动（BP）	H 股股息率变动（BP）	A 股利差变动（BP）	13 周变动同向占比	水平相关系数	大行周度贝塔	净变动方向
阶段一	2013/04/12—2016/02/26	-61	+35	+222	+96	50%	+0.67	0.79	反向
阶段二	2016/02/26—2018/01/26	+108	-259	-356	-367	30%	-0.89	0.59	反向
阶段三	2018/01/26—2022/11/04	-123	+366	+476	+490	37%	-0.75	0.41	反向
阶段四	2022/11/04—2026/10/16	-105	-351	-446	-245	62%	+0.94	0.11	同向
其中：2024 年	2024/01/19—2025/01/03	-90	-140	-246	-51	78%	+0.81	0.34	同向
其中：2025 年	2025/01/03—2025/12/31	+24	-76	-138	-100	45%	-0.53	0.07	反向
其中：2026 年以来	2025/12/31—2026/10/16	-20	-28	-62	-8	82%	+0.55	-0.82	同向

注：变动为区间起止周五收盘的变化，区间为 2024/01/19—2025/01/03、2025/01/03—2025/12/31、2025/12/31—2026/10/16；“13 周变动同向占比”为区间内 13 周变动两者同号的周数占比，观测数依次为 137、86、232、190、37、40、28，结论依赖 13 周及以上的窗口；相关系数为区间内周度水平值的相关系数，反映趋势、证据强度低于方向统计；周度贝塔为大行指数周收益率对沪深 300 周收益率的回归系数，各阶段的贝塔/自身拆分统一按全样本周度贝塔 0.52 计算，阶段四按本阶段贝塔拆分时自身部分更大；A 股股息率、利差口径同图表 1、图表 4。
来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 52：沪深 300 单周跌幅超过 2%的星期里国有大行指数的表现：由同跌转为不跌

阶段	区间	沪深 300 周跌幅>2%的周数	沪深 300 当周平均涨跌（%）	大行指数当周平均涨跌（%）	银行指数当周平均涨跌（%）	大行同跌占比	区间内沪深 300 涨跌	区间内大行指数涨跌
阶段一	2013/04—2016/02	34	-4.8	-3.3	-3.6	97%	+20%	+4%
阶段二	2016/02—2018/01	6	-3.0	-2.1	-2.1	100%	+49%	+61%
阶段三	2018/01—2022/11	55	-3.8	-1.9	-2.8	80%	-14%	-40%
阶段四	2022/11—2026/10	27	-3.1	-0.3	-1.2	59%	+11%	+110%
其中：2024 年以来	2024/01—2026/10	18	-3.1	+0.1	-0.6	50%	+28%	+68%
其中：2025 年以来	2025/01—2026/10	9	-3.3	+0.8	+0.2	33%	+10%	+25%

注：样本为沪深 300 周跌幅超过 2%的周；“同跌占比”为该类周大行指数下跌的周数占比；区间内涨跌为区间起止的指数涨跌幅；“2024 年以来”自 2024/01/19 起，“2025 年以来”样本为 9 周。
来源：Wind，中泰证券研究所

5.2 利率中枢：10 年期国债中长期震荡下行，为股息率继续下行打开空间

- **10 年期国债由 2022 年 11 月的 2.70%降至 1.65%，中长期看仍是震荡下行的过程（图表 54）。**依据有三。一是政策利率与负债成本处于低位：7 天逆回购利率 1.40%，1 年期存款挂牌利率 0.95%，1 年期国债 1.17%已低于政策利率，市场在定价进一步的宽松；物价回升对长端利率的约束不强，2026 年 PPI 同比转正后长端利率并未上行。二是化债与降低社会融资成本的政策取向，使政府相关资产的收益率中枢下移，银行资产端收益率与无风险利率同步下行。三是人身险预定利率的动态调整机制将负债成本与国债、LPR、存款利率挂钩，研究值已降至 1.94%、距普通型上限 2.0%只有 6BP，利率下行与负债成本下行相互强化，长期资金对股息率的要求随之下移。2025 年的反弹说明过程是震荡的，没有改变中枢下行的方向。

- **国债下行对利差的作用分两步：短期被动推高，中期由配置资金压缩。**股息率对国债变化的即期传导系数很低，国债每一轮快速下行后利差先被动走阔，随后在资产荒下被配置资金重新压缩，2024 年国债下行 90BP，股价上涨对利差的贡献超过了它。在弱周期定价下，国债下行是股息率下行的推动力量，被动走阔的利差会被重新压缩。

- **测算：国债中枢下移给股价打开的空间，取决于利差停留的位置（图表 53）。**以当前股息率 3.62%为基准、分红不变，在利差不变的前提下国债每下行 10BP 对应股价约+3%，利差压缩至 162BP 是在此之上的加成，利差回到中位数 233BP 则对应股价下跌；国债降至 1.40%、利差维持 198BP 对应股价+7%，利差同时压缩至 162BP 对应+20%。换算不构成预测。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 53：不同国债中枢与利差假设下的 A 股股息率与股价空间（算术换算，分红不变）

10 年期国债假设（%）	利差回到中位数 233BP：股息率（%）	对应股价变动	利差维持 198BP：股息率（%）	对应股价变动	利差压缩至 162BP：股息率（%）	对应股价变动
1.65（当前）	3.98	-9%	3.63	0%	3.27	+11%
1.50	3.83	-5%	3.48	+4%	3.12	+16%
1.40	3.73	-3%	3.38	+7%	3.02	+20%
1.30	3.63	0%	3.28	+10%	2.92	+24%
1.20	3.53	+3%	3.18	+14%	2.82	+29%

注：以 2026 年 10 月 16 日 A 股六大行平均股息率 3.62%为基准，股价变动 = 当前股息率/目标股息率−1；目标股息率 = 国债假设+利差假设；不构成预测。
来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

图表 54：10 年期与 1 年期国债收益率、7 天逆回购利率、1 年期存款挂牌利率与 LPR（%）



注：国债为中债到期收益率的月末值；7 天逆回购利率与存款挂牌利率（工行 1 年期整存整取）取变动日；LPR 为 5 年期以上月度报价。
来源：Wind，iFinD，人民银行，全国银行间同业拆借中心，中泰证券研究所

5.3 资金结构：保险资金等长期资金持续流入，压缩的持续性强于前三轮

- **本轮推动压缩的资金是负债端驱动的配置型资金，与前三轮的资金性质不同。**前三个阶段里推动利差压缩的资金有三类：2014—2015 年降息牛市的杠杆资金，2017 年蓝筹股行情的外资与公募，2020 年下半年盈利修复确认后的交易性资金。三类资金的久期以月、季计，在基本面或预期转向后迅速撤出，所以阶段一的两次压缩在一年内回吐，阶段二形成的压缩在 2018 年经贸摩擦后一年内走阔 210BP。

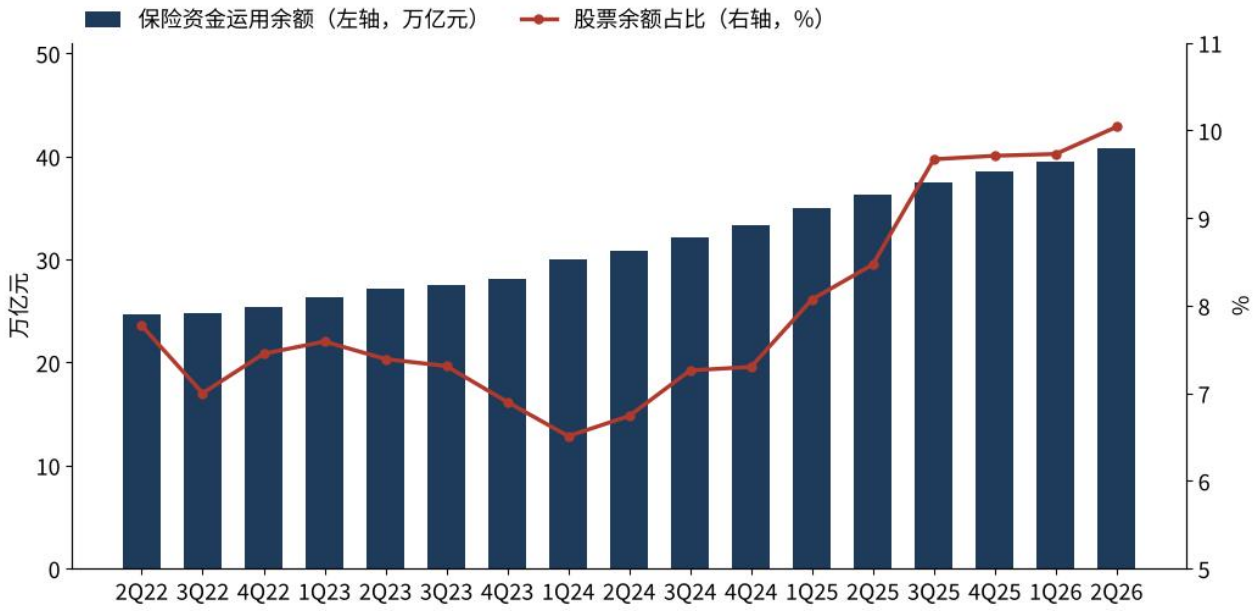
- **本轮的主力是保险资金。**人身险预定利率上限 2.0%、研究值 1.94%，10 年期国债已低于预定利率上限，3.6%—4.5%的大行股息率是少数能覆盖负债成本的标准化资产；新会计准则下以 FVOCI 计量的高股息股票，股息计入损益而价格波动不计入，匹配保险资金对报表稳定性的要求；长周期考核与中长期资金入市方案进一步延长了资金的久期。保险资金的规模与配置是间接证据（图表 55）：股票余额占资金运用余额的比例 2022—2024 年在 6.5%—7.8%之间波动，2025 年起连续六个季度上升至 10.0%，六个季度股票余额增加 1.67 万亿元；2026 年以来险资举牌延续，长期股票投资试点加快落地。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **配置型资金的行为特征决定了本轮压缩的持续性。**这类资金在股息率高于负债成本加风险补偿时持续买入，低于这一水平时停止买入而不卖出，因此压缩是逐步的、回吐的幅度小。阶段四内大行指数的最大回撤 16%（2025 年 11 月—2026 年 2 月），小于沪深 300 同期的最大回撤 24%；2026 年资金在科技板块与银行之间几次切换，利差最多走阔至 262BP 即被重新压缩，2025 年下半年以来在 187—262BP 之间运行。替代资产的收益率同步下行，理财产品收益率 2%左右，红利类指数的股息率在 3 季度整体重估，六大行的股息率始终低于红利指数，市场在红利资产内部给予了大行溢价。

- **2026 年的资金结构是一次检验：上半年宽基 ETF 大幅减持，3 季度减持结束、可观测的资金转为净流入（图表 57、58）。**上半年宽基 ETF 持有的银行股减少约 1600 亿元，主动基金与北向资金同期也是净流出，银行指数下跌、利差走阔；3 季度宽基 ETF 与北向资金转为净流入，银行指数上涨、利差回到中位数以下。3 季度净流入的两类资金都不是负债端驱动的配置资金，保险资金分行业的持仓不可观测，板块重估的主体不在可观测范围内，与保险资金股票余额持续上升的方向一致。主动基金对银行仍大幅低配，低配的修正尚未开始；杠杆资金没有参与，两融余额创历史新高而银行行业的融资余额在板块上涨时反而下降，与 2014—2015 年相反。南向资金是 H 股 2024 年以来的主要买家，持有六大行 H 股的比例由 13%升至 30%（图表 56），是 H 股与 A 股利差之差收窄的主要原因；3 季度以来增持基本停止，H 股的上涨是存量持仓的重估。

图表 55：保险资金运用余额（万亿元）与股票余额占比（%）：2025 年起占比连续六个季度上升

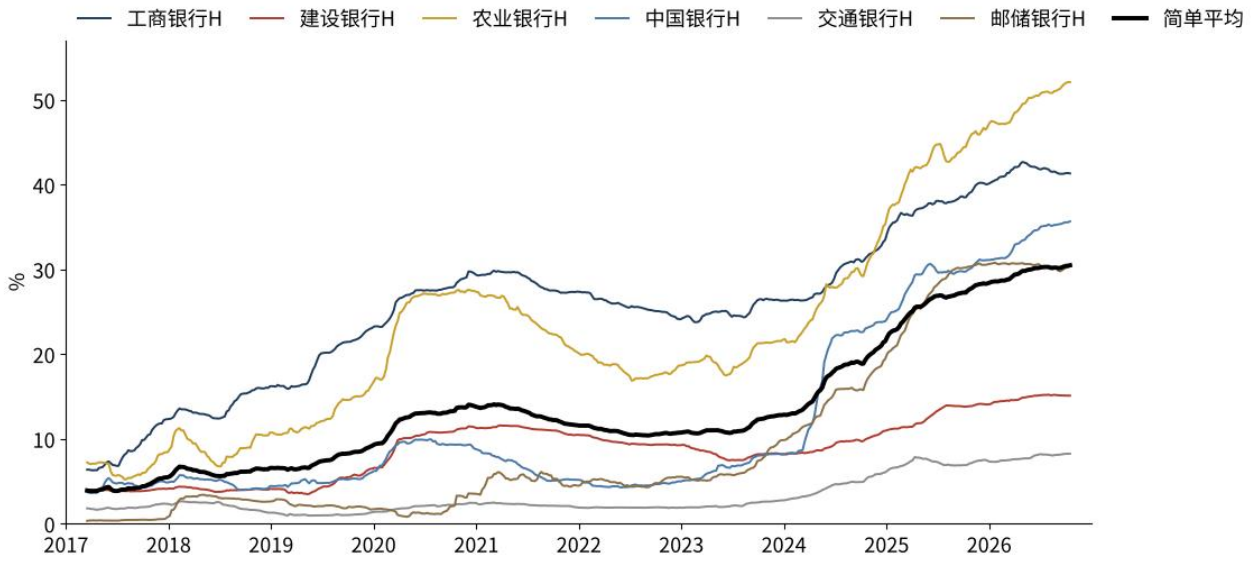


注：国家金融监督管理总局季度数据（2Q22 起新口径）；股票余额为人身险与财产险公司合计，不含证券投资基金。

来源：国家金融监督管理总局，Wind，iFinD，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

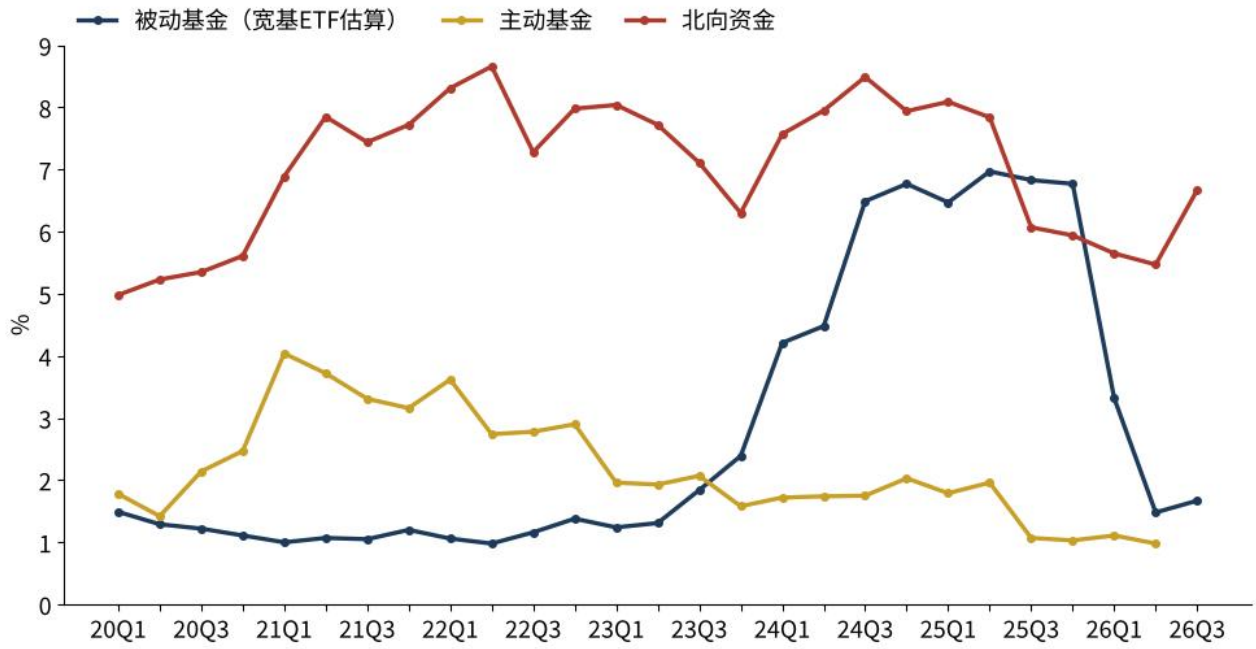
图表 56：南向资金持有六大行 H 股的比例（占 H 股总股数，%，周度）：2024 年以来由 13%升至 30%



注：沪深港通持股数据，占 H 股总股数为港交所公布口径；简单平均为六大行算术平均。

来源：Wind，港交所，中泰证券研究所

图表 57：被动基金、主动基金与北向资金持有的银行股市值占银行股自由流通市值的比例（%，季度）



注：中泰证券研究所公募基金持仓数据库口径：被动基金为沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000、中证 A500 五类宽基 ETF 按规模×指数银行股权重的估算，不含行业与红利 ETF；主动基金按基金季报重仓持股统计；北向资金按陆股通持股统计；主动基金 2026 年 3 季度季报尚未披露。

来源：Wind，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 58：2026 年各类可观测资金的方向：上半年被动基金净流出，3 季度转为净流入，杠杆资金未参与

时期	被动基金净流动（亿元）	主动基金净流动（亿元）	北向资金净流动（亿元）	南向净增持六大行 H 股（亿港元）	银行行业融资余额变化（亿元）	六大行 A 股融资余额（期末，亿元）	银行指数涨跌	A 股利差（期末，BP）
2026 年上半年	-1631	-29	-140	+650	+31（735→766）	76	-10.5%	255
2026 年 3 季度	+138	尚未披露	+434	+35	-112（766→654）	61	+12.3%	205
10 月以来	+23	尚未披露	尚未披露	+11	-12（654→642）	60	+1.5%	198

注：被动为五类主要宽基 ETF 按规模×指数权重估算的净流动，主动按基金季报（2026 年 3 季度季报尚未披露），北向按陆股通持股，均为公募基金持仓数据库口径；南向为六大行 H 股港股通持股量变动×2026/10/16 收盘价；融资余额为申万银行 42 只成分股加总；六大行融资余额为期末值；银行指数为申万银行指数，A 股利差为期末周五值。各期截止日：上半年为 6/30（利差为 6/26）；“10 月以来”被动基金、融资余额与六大行融资余额截至 10/15，南向、银行指数与利差截至 10/16。
来源：Wind，港交所，中泰证券研究所

5.4 小结：利差中枢有下移的可能，压缩的路径由一条增加为两条

- **三点不同指向同一个方向：利差中枢有下移的可能，利差向下突破并停留的路径由一条增加为两条，向上突破的概率更低。**弱周期定价下股息率的下限由替代资产收益率决定，历史最低股息率不构成约束；国债中枢下行直接对应股息率下行；配置型资金使压缩的过程可持续、回吐幅度小，2025 年下半年以来利差已在中位数附近运行，中位数以下的停留时间有望长于前三个阶段。两条路径的关系：基本面路径是零售不良生成率见顶回落后的三项同向改善，是前三个阶段唯一被验证过的路径；配置路径是股息率高于负债成本时配置型资金的持续买入，不依赖不良生成见顶，2024 年以来的压缩主要由它推动，前三个阶段里没有这类资金；零售不良生成率见顶回落后，两条路径叠加。向上突破 296BP 需要股价下跌 21%，在弱周期定价与配置资金承接下，没有不良暴露周期或预期恶化的配合，这一幅度的下跌难以持续。

- **收益结构：分红增长是基础，利差压缩是有条件的正向期权。**不依赖利差变化的收益来自每股分红增长约 6%；在此之上，国债中枢下行与长期资金流入提供了利差压缩的期权。两个需要跟踪的变量：一是 10 年期国债是否出现 2025 年那样的阶段性反弹，国债上行时利差被动压缩，股价的表现取决于资金流入能否延续，若上行幅度超过 60BP 并持续，弱周期定价会受到考验；二是零售不良生成率的见顶时点，它决定市场何时按三项同向改善定价。

六、结论

- **位置：A 股利差 198BP、H 股 287BP，处于 2013 年以来 33%和 42%分位，在阈值区间之内、中枢以下。**2013 年以来六大行 A 股利差在-47BP 至 443BP 之间，中位数 233BP，25%、75%分位为 162BP、296BP；H 股中位数 326BP，分位 206BP、453BP。A 股股息率 3.62%距 2018 年 1 月 3.47%的历史最低只有约 16BP，利差仍在阈值之内，是因为国债同步下行至 1.65%。

- **趋势：四个阶段利差的方向都与不良生成一致，阶段一、二对应账面，阶段三、四对应预期；按基本面路径，当前能否继续压缩取决于营收回升的持续性和不良生成率能否回落，核心是预期。**阶段一（2013—2016 年）对公不良暴露，利差走阔 96BP，“钱荒”与降息牛市造成的两次压缩都被回吐；阶段二（2016—2018 年）不良生成回落、营收转正、息差见底，利差压缩至-47BP；阶段三（2018—2022 年）不良生成由下行转为波动、政信、地产与息差的预期转弱，利差升至 443BP，政信类资产是银行最大的一块资产，化债思路不明确时其质量的悲观预期被充分计入；阶段四（2022 年 11 月至今）化债明确修复预期，资产荒与分红政策将修复转化为配置，2025 年

下载日志已记录，仅供内部参考

起营收转正、息差企稳的报表验证跟上，利差压缩至 198BP。拐点由预期转向触发，报表滞后 2—4 个季度确认。

- **阈值：穿越的门槛不高，停留靠基本面；向上突破 296BP（股价-21%）没有条件，向下突破 162BP（股价+11%）按基本面路径只差零售不良生成率见顶一项。**阈值取截至各时点的历史分位，2014 年 10 月以来利差明显穿出当时阈值的有三次，都由国债或股价的短期变动触发，其中两次在一年后仍在阈值之外；另有四次瞬时穿越，数周内回到阈值之内。向下停留只有 2016 年 12 月一次（阶段二），条件是不良生成回落、营收转正、息差见底三项同向改善，当前后两项已具备并已定价，零售风险暴露使不良净生成率由 0.5%升至 0.63%、仍在上行，在它见顶前的压缩由资金推动；向上停留只有 2021 年 7 月一次（阶段三后段至阶段四初），对应息差下行与地产、政信预期恶化，当前化债已修复最大一块资产的质量预期、息差企稳、资产荒下能提供类似股息率的品种稀缺且分红比例提升，条件都不具备。

- **展望：本轮与前三个阶段有三点不同，历史阈值对本轮的参照意义下降，利差中枢有下移的可能。**第一，定价属性由顺周期转为弱周期：按阶段净变动，前三个阶段国债与股息率反向，阶段四同向，13 周变动同向的周数占比由阶段二、三的 30%—37%升至阶段四的 62%，市场把银行股息作为利率下行环境中的收益替代品定价；大行相对沪深 300 的周度贝塔由阶段一的 0.8 降至阶段四的 0.1，沪深 300 单周跌幅超过 2%的星期里大行 2024 年以来平均不跌，ROE 的低波动与避险价值获得持续定价。第二，10 年期国债中长期震荡下行，为股息率继续下行打开空间：国债降至 1.50%、利差维持 198BP 对应股价+4%，降至 1.40%对应+7%。第三，以保险资金为代表的负债端驱动的配置资金久期以年计，在股息率高于负债成本时持续买入（保险资金股票余额占比由 2024 年末的 7.3%升至 2Q26 的 10.0%，六个季度增加 1.67 万亿元；南向资金持有六大行 H 股的比例由 2024 年初的 13%升至 30%），压缩的持续性强于前三轮由杠杆资金、外资和公募主导的压缩。综合来看，收益的基础是每股分红增长约 6%，利差压缩在本轮是有条件的正向期权：在零售不良生成率见顶之前由配置型资金推动，见顶之后与基本面路径叠加；向上突破 296BP 的概率低于前三个阶段的经验。

七、投资建议与风险提示

- **投资建议：**1、全年银行确定性业绩会带来银行股 2026 年的稳健收益，短期与市场风格相关；经济发展模式会持续（政策定力强），对公业务强劲和居民持续的低风险偏好会推动息差筑底回升、营收增速会持续是亮点，业绩确定性强。2、银行股两条投资主线：一是拥有区域优势、确定性强的城农商行，区域包括江苏、上海、成渝、山东和福建等（详见我们区域经济系列深度研究），重点推荐江苏银行、宁波银行、齐鲁银行、渝农商行、杭州银行、南京、成都、上海、沪农等区域银行。二是高股息稳健的逻辑，重点推荐大型银行：六大行（如农行、建行和工行）；以及股份行中招行、兴业和中信等。

- **风险提示：**宏观经济下行超预期，研报信息更新不及时，测算出现偏差。本篇股息率为历史分红口径、不含盈利预测；阶段划分依据利差方向与不良生成周期的对应关系，阈值依据截至各时点的历史分位，不同划分方法会改变各阶段的拆分结果与穿越时点的认定；穿越时点的推动因素拆分为会计恒等式下的拆分，股价的贝塔与自身之分依据历史回归系数；基本面数据为板块合计口径，个别银行的差异未在正文展开；化债进度、险资配置等为公开信息；历史穿越与当前位置的对应关系不构成对未来利差方向的判断，穿越阈值所需的股价变动仅为换算。第五章关于国债中枢、长期资金流入与利差中枢下移的讨论是基于本轮与历史阶段差异的判断，国债收益率可能反向上行，保险资金的配置节奏受偿付能力、会计准则与负债成本变化影响，零售风险

下载日志已记录，仅供内部参考

暴露的幅度也可能超出预期，上述判断可能与实际情况不符；不同国债与利差假设下的股价变动仅为算术换算，不构成预测。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。