

2025年年终报道

走在春天里的银行股

记者 马慧

“今年我的股票市值最高达到170万元，还参加了3场银行股东大会，获得了不少信息和信心。”来自西安的银行股投资者老雷在接受上海证券报记者采访时表示。

像老雷这样的银行股投资者，从未像今年这般“扬眉吐气”。分红带来的“稳稳的幸福”，加上股价上涨的增量收益，让他们感受到暖意。

中长线资金——险资、AMC、产业资本，也选择了银行股作为“避风港”。在各路资金的加持下，银行板块迎来久违的修复行情，整体估值有所回暖，“大象”也随之起舞，农业银行股价涨幅更是一骑绝尘。

不过，结合全年股价前高后低的走势来看，银行（申万）指数年内涨幅仅为6.35%，跑输沪深300指数11个百分点，总体而言，银行股仍处在深度“破净”状态。

“迟滞”的估值修复

“大象”的起舞，印证了“存银行不如买银行”的说法。长期被低估的银行股，终于等来了估值修复。

过去，银行股在很多投资者眼中，是缺乏想象空间的红利股。经过2025年的叙事重构，银行股“高股息、低估值”的特性凸显，刻板印象也被打破。

自2024年“924”行情以来，银行（申万）指数开始走高，并持续到2025年7月10日创下历史新高，随后便开始回落，直至10月开启了新一轮行情修复，年内涨幅为6.35%。

与此同时，银行板块内部出现了“黑马”逆袭。其中，农业银行以50.7%的年内涨幅位居榜首，厦门银行也高达43.4%。

“两年前，我以2元/股的价格买入农行股票，一直持有到现在。”一位“90后”投资者告诉上海证券报记者，他持有农行股票的投资收益相当不错，最近正在考虑落袋为安。

买入银行股的还有中长线资金。险资“举牌潮”下，银行股成为理想的投资标的；社保基金等“国家队”稳步增持，成为股价上涨的“压舱石”；AMC借道可转债实现增持，一举成为上市银行董事会的“座上宾”；产业资本、地方国资按下“增持键”，重要股东、高管轮番买入，彰显对未来发展的信心。

然而，在股价涨势如虹的情况下，银行股仍然处于深度“破净”状态。中金公司报告认为，这说明市场对银行长期盈利能力、资产隐性风险以及在经济转型中的角色存有惯性疑虑，这些惯性疑虑的逐步消除是推动银行价值重估的潜在起点。

不过，一丝曙光也在下半年显现——农业银行市净率（PB）一度站上1倍，这意味着其率先打开了再融资的想象空间，也极大提振了市场信心。

上海金融与法律研究院研究员杨海平对上海证券报记者表示，这反映出四大趋势，即上市银行凭借良好的公司治理表现、清晰的战略、卓越的风控，能够打破股价压制状态，预计未来可能会有更多的银行摆脱“破净”。

“大方”的红利回报

2025年以来，多家银行宣布赎回早年发行的优先股，以节约利息支出压力。这是银行降本增效的具体表现，尽管如此，银行依然将“省出来”的部分利润回馈投资者，分红的持续性、稳定性得到延续。

银行股在分红上的“落落大方”，在低利率环境下凸显了性价比。在新“国九条”的号召下，大多数银行开始增加分红频次，进行中期分红。

“我今年最关心的就是银行有没有中期分红。”在投资者老雷看来，银行增加分红频次，是回报投资者的诚意之举。越早分红派息的银行，越能获得投资者认可。

据统计，截至12月24日，已有37家A股上市银行宣布进行中期（含三季度）分红，其中20家已完成中期分红，分红总额为2154.6亿元。中期分红的“主力军”四大行在12月都已完成派息，时间也有所提前。

银行增加分红频次，是回报投资者的诚意之举。“红利到账了！今年来得比去年早一些，继续坚定持有。”近期，一位拿到中期分红的天津股民在股吧上表示。

今年，又有多家银行加入中期分红阵营，兴业银行也将进行首次中期分红。对此，兴业银行行长陈健曾在2025年第三季度业绩说明会上介绍，实施中期分红主要有两方面考虑：一是响应政策号召；二是传递价值信息。这不只是银行经营实力的直接体现，更是向市场传递价值信号，吸引更多中长期稳定资金配置。

新叙事未完待续

股价是基本面的反映，回顾2025年，银行股基本面已有所回暖。展望2026年，机构投资者仍持乐观态度。

“预计2026年仍是银行估值系统性回升的一年。”华创证券首席分析师徐康在年度展望报告中写道，2026年银行股的投资逻辑将从单纯的红利防御，转向“红利+成长”的双轮驱动。浙商证券银行首席分析师梁洁也认为，2026年银行股将重启业绩增长周期，这将驱动资本市场重新思考银行股的估值合理性。

“银行股业绩正处于黎明前的黑暗。”一位银行业资深分析师表示。他的观点与业内声音一致，预计2026年银行股整体业绩或将企稳，有望带动板块从估值修复走向盈利支撑。

影响银行股业绩的关键指标是净息差。在政策助力下，银行业净息差或将逐步筑底回升。国信证券研报认为，预计2026年银行业净息差降幅将大幅收敛，并且大概率是此轮净息差下行周期尾声，这与前两年银行净息差普遍下行且底线不确定形成了鲜明对比。

在盈利改善的同时，资本实力也得到补充。尤其是国有大行完成新一轮注资后，也为后续服务实体经济、兼并收购部分区域性中小银行补足“弹药”。

在杨海平看来，通过夯实商业银行业务，能够增强其防控风险的实质和服务实体经济的能力，形成助力稳增长与银行的可持续发展的良性互动关系。2026年宏观调控政策和地方债务化解有新举措，在一定程度上有利于银行信贷投放和资产质量稳定。

随着股价上涨，银行股息率已有所下降，年内前高后低的股价走势，也让不少投资者感到迷茫。对此，机构投资者也提示了板块分化的现象。例如，广发证券团队在研报中表示，预计银行板块间表现分化，大行主营收入回暖，而中小银行金融市场投资压力增加。

展望2026年，银行股的新叙事，未完待续。新动能，正在破土而出。



信任回归的城投债

记者 张欣欣

在化债进入常态化、城投债供给持续收缩的2025年，城投债市场正从风险缓释阶段迈向经营能力与转型考验的新周期。

多位城投平台负责人向上海证券报记者坦言，过去依靠滚动发债维持运转的模式正在被改变，不少平台开始重新审视自身作为经营主体而非单一融资载体的定位。

城投债依旧是信用债的主流。随着债务化解、信用重塑与市场化转型同步推进，业内人士认为，城投债的风险与机会将在2026年前后交织显现，城投平台也正迎来从融资载体向经营实体的深度重塑期。

步入“化债+转型”新阶段

2025年，城投债市场在延续化债主线的同时，呈现出供给收缩、利差收窄与结构分化并存的特征，平台转型步伐也明显加快。

一级市场方面，收缩态势延续。中信证券首席经济学家明明对上海证券报记者表示，2025年城投债一级市场继续贯彻“控增量存”思路，发行节奏偏紧，总量同比下降，净融资持续为负。“化债政策落地后，城投普遍以借新还旧为主，新增融资受到严格约束，2024年到2025年的收缩特征尤为突出。”他说。

中部地区某城投公司财务负责人对上海证券报记者表示，今年以来，平台多个拟启动的项目延后，“以前还能边谈项目边找融资，现在更多是先看现金流能不能覆盖，融资审批的不确定性明显上升”。

中证鹏元研发部资深研究员张琦对上

海证券报记者表示，城投债已从过去的债市扩张主力转向净偿还常态化，“传统净融资大省明显转向成为净偿还主力，弱资质主体则加速退出债市，主体评级结构向中高等级集中”。

二级市场方面，收益率震荡下行，信用利差仍处低位。张琦表示：尽管整体利差处于低位，但结构分化明显，强资质地区与强平台信用持续强化，利差压缩至极低水平；弱资质地区虽受政策支持修复较快，但仍高于全国平均，且对外部环境更敏感。

一名长期跟踪城投债的机构投资者对上海证券报记者表示，2025年市场定价逻辑出现明显变化，“过去先看区域，现在开始先看平台，经营能力和转型路径成了绕不开的一道关”。

以典型弱资质地区贵州为例，其城投利差由3年前的400个基点以上压缩至约200个基点，但仍高于中高等级平台，反映出化债推进带来修复，同时也体现区域风险差异仍然存在。

明明表示，2025年城投市场最重要的结构性变化在于化债与转型并行推进。与过去3年相比，市场关注焦点正在从区域信用风险，转向平台自身的经营能力和转型可持续性。

在此背景下，各地平台正在加速清理非主营业务，压缩贸易、商业地产等非核心板块，资源向基础设施、产业投资、科技类项目进一步集中。“与此同时，产投类、科创类平台的新设或定位调整增多，地方也正通过平台整合、优质资产划拨等方式提升整体运行效率。”明明说。

张琦认为，这不仅优化了资产结构、改善财务状况，更有助于城投在化债常态化

背景下构建新的现金流来源，从而增强长周期可持续性。

城投转型进行时

随着化债进入常态化阶段，城投平台的经营模式、战略定位与治理结构，正成为影响未来信用表现的关键变量。业内人士认为，城投信用正在经历从财政背书向经营信用的结构性迁移。

在这一过程中，平台内部的调整已开始显现。记者调研了解到，部分地区的城投已主动缩减规模、放缓扩张，甚至选择退出部分低效项目，以换取更稳定的现金流和更清晰的资产结构。

明明表示，城投转型立足区域产业优势，结合自身经营基础稳步推进。“进入‘退平台’深水后，城投不再是依赖政府信用的单一融资载体，而要成为市场化、产业化运营的实体企业。”他说。

他表示，转型并不意味着与政府完全脱离，而是在明确政企边界基础上提升协同效率。当前，多地城投正通过剥离亏损业务、压缩非核心板块改善经营现金流，并通过整合新型产业资产、上市公司股权等方式提升资产质量，逐步构建更稳定的现金流体系。

治理改革同样是决定转型能否落地的重要环节。中证鹏元副总经理袁莹对上海证券报记者表示，应推动政府信用与城投信用之间的适度隔离，让平台逐步走向自主经营、自负盈亏。应建立政府授权投资制度，对政府性项目按绩效付费，避免简单兜底，从源头遏制隐性债务新增。他建议通过债务重组、债转股等方式化解存量风险，同时严控因化债产生的非标增量，形成可持续的债务约束体系。

2026年城投债机遇与挑战并存

业内人士认为，2026年市场将呈现票息为主、分化加剧的特征——高资质平台仍是稳健型资金的主配方向，而具备转型潜力的平台则蕴含结构性机会。

一家银行理财投资负责人告诉上海证券报记者，目前配置城投债“更多是在挑平台而不是挑区域，越是在所有人都觉得没有风险的时候越要警惕，还是要做基本面研究”。

明明表示，尽管化债政策托底效应仍在，但2026年部分区域的偿债压力仍不容忽视。“过去几年依赖借新还旧形成的大规模存量到期，将在2026年集中体现，而融资端尚未出现明显放松。在地方财政收入增速放缓的背景下，弱资质地区的流动性压力仍需高度关注。”他说。

在收益层面，优质平台信用资质有望继续稳步提升，为追求稳健收益的投资者提供配置价值；风险层面，弱资质主体在政企关系重构与转型推进过程中，仍面临经营稳定性与现金流不确定性上升的压力。因此，不同投资者对收益风险比的判断差异正在扩大。

与此同时，资金结构也呈现变化迹象。明明认为，在长久期利率债持仓体偏弱、城投债票息优势相对更突出的背景下，部分银行理财与保险资金正在回流城投债。“票息补偿健康、风险预期明晰，使稳健型资金需求明显增强。”他说。

张琦表示，在化债周期托底下的兑付保障较强，使得城投债整体风险调整后收益仍具有竞争力。不过，她也提醒，仍需警惕区域分化。

“长钱”叙事下的险资

记者 何奎

今年，不少险资机构投资人员感受到险资“长钱”迎来新叙事——资产配置更精细、投资渠道更多元、投资周期更长，并且这些新叙事有望持续很长时间。

险资演绎的“长钱”叙事并非偶然，背后是监管政策引导与险资机构资产配置需求的双向奔赴：一方面，为引导长期资金入市，监管部门持续为险资投资“松绑”；另一方面，为满足负债端成本要求，多元配置、长期配置成为险资投资的必然选择。

险资投资“松绑”

上调权益资产配置比例，调降股票投资相关风险因子，扩大保险资金长期投资试点，开展黄金投资试点……2025年以来，监管部门持续为险资投资“松绑”，打开空间与拓宽渠道并行，鼓励险资“长钱长投”。

数据显示，截至2025年三季度末，人身险公司和财产险公司股票资金运用余额分别较年初增长约50%和30%。长期投资试点方面，今年监管部门开展多批次试点，多家险资机构积极成立私募基金，合计金额超千亿元。“我们的私募基金已进入平稳运作状态，未来将积极践行长期主义，发挥耐心资本优势，做好资本市场的‘稳定

器’和‘压舱石’。”一家参与长期投资试点的险资机构高管告诉上海证券报记者。

除了推动险资进入资本市场，监管部门还推动险资投资黄金业务试点，进一步丰富了险资多元配置渠道，中国人寿、人保财险、平安人寿、太保寿险等10家保险公司获得试点资格并入场购金。

黄金已成为险资配置重点关注的新领域。太保产险副总经理、证券投资委员会主任易平在接受上海证券报记者采访时表示，全球宏观不确定性上升，美元和美债作为全球储备资产的地位正在减弱，黄金等贵金属的财富储存功能和地位正在回归，其在长期战略资产配置中的价值逐步凸显。

“长钱”更长

2025年，以OCI策略为核心，险资机构不断加大对上市公司的举牌力度。据统计，今年以来，险资举牌约40次，为2016年以来新高。

所谓OCI策略，是指险资机构将被投资资产纳入以公允价值计量且其变动计入其他综合收益（FVOCI）科目的投资策略，主要目的是获取稳定的股息收益，而非注重短期的价差收益，这也意味着险资持有资产的周期偏长。

业内人士认为，今年险资坚守OCI策略，主要有三方面考虑：一是在新会计准则

下，将权益资产划入OCI账户，可降低利润表的波动性；二是利率下行，高股息资产的股息稳定，可以用股息弥补票息的不足；三是在考核“指挥棒”下，长周期考核机制要求险资“长钱长投”。

由此可见，“长钱”叙事下，险资的投资目标从“交易性价差”转向“长期分红配置价值”。安联资管总经理张光对上海证券报记者表示，在长周期考核机制及新会计准则推动下，险资更注重优质标的的长期分红回报。新“国九条”更是将分红要求从监管引导升级为刚性约束，这为险资寻找稳定分红的提供了更好的市场生态。

长期投资理念也成为险资机构选人用人的核心标尺。“我们以三年考核周期为指引，在选人用人上要求员工秉持长期投资理念。我们欢迎有共同价值观的人才，一起组建长期稳定的合作团队。”对于人才的选用，多家险资机构相关负责人表现出高度共识。

资产负债更精细

无论是从OCI投资策略，还是从配置权益和黄金资产来看，为应对利差这一悬在险企头顶的“达摩克利斯之剑”，2025年险资一致选择的投资策略是——更加多元化、精细化的资产负债匹配。

险资投资策略正从“通用型配置”转向“精细化负债匹配”。张光认为，在新会计准则和偿二代二期规则下，针对传统险、分红险、万能险等不同险种的现金流特征和资本占用，须设计更加差异化的资产配置方案。

资产负债匹配更精细还来自负债端的变化。2025年以来，多数险企都在大力发展分红险等浮动收益型产品，以此减轻险企负债端的刚性成本压力，但资产端则需要更加精细化的配置，从而获得更多收益以满足未来分红要求。

“我们建立了动态资产负债匹配机制，以满足分红险发展的需要。”一家大型保险公司高管告诉上海证券报记者，该机制可根据浮动收益型产品的特点和市场环境的变化，动态调整资产和负债的结构和期限，确保投资收益能够有效覆盖负债成本。

上述高管说，在打造差异化的账户管理策略方面：一是差异化账户管理，基于负债端客户分层策略，打造差异化资产端账户；二是差异化资产配置，基于不同账户属性、产品需求等制定差异化资产配置策略。

展望未来，推动保险资金等中长期资金入市仍将是有关部门的重要工作，资本市场稳健运行与中长期资金稳定回报的良性互动将继续深化。

