



# 高息低估值特性 內銀宜長線配置

## 中央政府支持國有大行補充資本

中央政府計劃今年發行特別國債3,000億元人民幣，主要用於支持國有大行補充核心一級資本，以增強抵禦風險及信貸投放能力。標誌着政府加大力度鞏固金融體系。市場分析估計，這筆特別國債能帶動約4萬億元人民幣資產擴張，槓桿倍數達13倍。由於內地大型銀行第一季業績普遍表現不俗，疊加內銀具備高股息、低估值特性，適合作為長線收息配置。

工商銀行(1398)、農業銀行(1288)、中國銀行(3988)及建設銀行(0939)四大國有行分別於4月底公布首季「成績表」，均實現營業收入與淨利潤「雙增」。且在信貸投放、非息收入、資產質量等方面呈現結構性亮點，顯示國有大行服務實體經濟的強勁動能與經營韌性。

瑞銀發表報告指出，內銀上季業績表現強勁，國有銀行在收入及盈利方面均大幅優於預期。國有銀行收入平均錄得8.5%增長，為2021年以來最快增速，遠高於預測增長4.6%。主要受惠淨息差反彈優於預期、手續費收入穩健，以及部分銀行交易收入基數較低。儘管撥備計提增加抵消部分增幅，但平均盈利仍增3.4%，高於預測的1.7%。

報告認為，四大國有大行是明顯的優勝者，而股份制銀行表現則較參差，整體普遍遜於市場預期。首季國有大行淨息差平均按季反彈4個基點，主要得益於定期存款到期重定價，尤其是3年期定期存款，帶動覆蓋範圍內的利息支出按季下降3%。

### 瑞銀：中國資產凸顯吸引力

瑞銀認為，雖然大部分銀行承認淨息差面臨溫和壓力，惟按年跌幅有望進一步收窄。手續費收入延續復甦態勢，普遍錄得中至高單位數增長，財富管理費用仍是主要增長動力。該行重申對防禦性、高股息內銀股的偏好，看好建設銀行、中國銀行、工商銀行、中信銀行(0998)及寧波銀行(002142.SZ)。

隨着地緣政治局勢反覆，全球投資市場不確定性加劇，中國資產更顯出抗風

險和低相關性屬性，凸顯其吸引力。該行將2026年A股盈利按年增長預測，由8%上調至11%。該行全球金融市場部中國主管房東明強調，中國資本市場擁有完整的產業鏈與多元化的能源結構，今年更是彰顯低相關性、分散風險的優勢，被愈來愈多的機構投資者稱為是全球資產的避風港。

### 富瑞：內銀恢復盈利能見度

另外，富瑞則預期2026年內地銀行業在宏觀經濟溫和復甦、政策波動性低的背景下，盈利穩步改善。估計淨息差收窄幅度放緩，帶動淨利息收入恢復增長，其涵蓋銀行今年撥備前經營利潤可望全面復甦，盈利按年增長約3.4%。

報告指出，資金流向持續對內銀板塊構成支持，尤其是保險公司在新的會計準則下，增加配置高收益股票，預期將成為持續而穩定的邊際買家。

富瑞認為，內銀板塊具吸引力，看好同時擁有資金流向持續性及恢復盈利能見度，首選H股及A股分別為中國銀行及寧波銀行，均予「買入」評級。

### 大摩：資產收益率逐步回升

摩根士丹利表示，內地出口強勁增長，出口商將更多美元兌換成人民幣，為市場帶來充裕流動性。至於貸款增長出現季節性放緩，以及人民銀行持續收回流動性，顯示政策制定者有意維持金融資產收益率穩定。

大摩認為，儘管近期中國政府債券收益率下跌，但隨着PPI(生產者物價指數)壓力減輕，以及金融業重新聚焦風險貸款



定價，雖然短期可能出現波動，但預期金融資產收益率將逐步回升。另料內地房地產市場逐步企穩，將是未來兩年提升金融資產收益率的另一關鍵催化因素，有助支持金融板塊進一步改善收入及盈利增長，並帶動板塊重估。

大摩認為，中國金融行業吸引，首選寧波銀行，亦看好四大國有銀行一工、農、中、建H股及中信銀行表現，以反映首季新貸款定價趨穩，淨息差按季反彈，加上工業信貸風險下降速度快於預期等正面因素。

另一方面，安永發表報告指，2025年度內地上市銀行平均淨息差為1.4%，同比下降13個基點。在內地下調政策利率10個基點的背景下，有效緩解息差持續收窄的壓力，上市銀行積極加大貸款投放和投資力度。

安永大中華區金融服務華南市場主管張秉賢表示，內銀首季息差持平，扭轉按季收窄的情況。在25間A股上市內銀當中，有11間首季淨息差按年有所上升，3間持平。

### 富瑞予部分內銀投資評級

股份	評級	目標價	息率*
工商銀行(1398)	買入	8.5元	4.75%
農業銀行(1288)	持有	6.6元	4.49%
中國銀行(3988)	買入	6.3元	4.77%
建設銀行(0939)	買入	10.6元	4.87%
交通銀行(3328)	買入	8.5元	4.91%
郵儲銀行(1658)	持有	5.1元	4.72%
民生銀行(1988)	持有	4.1元	5.86%

註：以5月15日收市價計

