

银行

2024年11月28日

2024年银行配债深度盘点:兼论长债承接与利率风险

——行业深度报告

投资评级: 看好 (维持)

刘呈祥 (分析师)

朱晓云 (分析师)

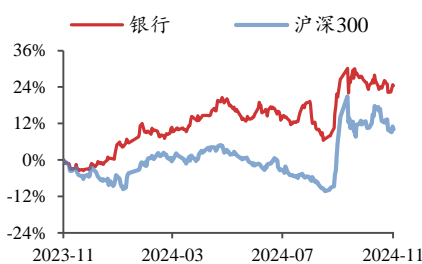
liuchengxiang@kysec.cn

zhuxiaoyun@kysec.cn

证书编号: S0790523060002

证书编号: S0790524070010

行业走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《结构变化积极, 信心修复可期—行业点评报告》-2024.11.12

《简析同业存款定价新形势—行业点评报告》-2024.11.8

《央行工具箱对流动性监管指标的影响—监管研究系列二》-2024.11.8

● 2024年银行配债行为总结: 类交易 (FVOCI) 占比扩大, 大行收缩久期

- 1、剩余流动性影响银行配债总量: 金融投资增速跟随存-贷增速差先降后升。国有行配债增速与存贷增速差背离, 源于国有行刚性扩表, 虽然存款流失较重, 但可依靠同业负债吸收的资金投债填充资产额度。
- 2、持有策略: 类交易 (FVOCI) 占比扩大, 纯配置 (AC) 占比下降。(1) 国有行: 投资短久期利率债和同业存单, 放在 FVOCI 账户以补充资产规模。(2) 城农商行二季度后或开始止盈, 金融投资主要放入 FVOCI 账户, 选择持券观望。
- 3、品种: 上市银行增持金融债 (主要为同业存单)、基金投资, 压降非标敞口。
- 4、期限: 大行开始收缩久期, 一方面是来自央行的指导卖长买短; 另一方面银行账簿利率风险指标可能承压, 主动调整。

● 金融投资对银行业绩贡献度不断提升, 主要源于交易盘业绩贡献

2024Q1-Q3 上市银行金融投资对营收贡献度为 27.8%, 较 2023 年提升 2.3pct。金融投资业绩贡献度提升主要源于交易盘的贡献, 2024Q1-Q3 自营交易盘业绩占营收比例为 10.62%, 提升 2.43pct, 其中农商行提升幅度最大。**细拆交易盘业绩贡献, 股份行、城农商行受益于 AC、FVOCI 类资产的处置。**

(1) 买卖债券价差收入+基金分红+债券和基金市值波动: 2024 年各类型银行该部分收益占营收比例普遍提升 2~4pct, 股份行提升幅度最大。

(2) 处置 FVOCI 产生的收益: 2024 年以来上市银行普遍提升了 FVOCI 账户占比, 该部分收益占营收比例提升 1.2pct。

(3) 处置 AC 产生的收益: 受益于债市行情, 部分上市银行加快了 AC 账户金融资产的流转, 2024H1 农商行处置 AC 产生收益占营收比例高达 2.8%。

● 上市银行承接长债对利率风险指标的影响和评估

2024H1 利率上升对上市银行利息净收入和权益的负面影响加重。2024H1 利率上升 100BP 约使得上市银行利息净收入下降 3%~25%, 较 2023 年降幅变大。或主要源于上市银行增加了 AC+FVOCI 金融资产的投资, 资产端重定价久期拉长。

1、根据我们测算, 2024H1 上市银行整体 ΔEVE /一级资本净额约为 8.32%。我们根据上市银行 2024H1 披露数据进行静态测算, 上市银行整体利率风险指标可控, **国有行和股份行 ΔEVE /一级资本净额分别为 6.80% 和 9.81%。**

2、根据我们测算, 上市银行承接 2 万亿元特殊再融资专项债后, 利率风险指标 (ΔEVE /一级资本净额) 约提升 1.38pct, 其中国有行提升幅度最大, 提升 1.51pct, 股份行/城商行和农商行分别提升 1.06pct/1.33pct/1.35pct。

● 2025年银行配债行为展望:

- 1、银行或加快一级承销政府债后的流转;
- 2、长久期利率债仍具较好比价;
- 3、负债降本有空间, 投资 FTP 或延续下降;
- 4、“债-贷”比价运行在历史高位, 看好贷款定价恢复弹性;
- 5、关注 SPV 上限监管。

● **风险提示:** 宏观经济增速不及预期; 政策落地不及预期。

内容目录

1、 2024 年银行配债的六大特征及背后原因.....	5
1.1、 总量：金融投资增速跟随存-贷增速差先降后升.....	5
1.2、 持有策略：类交易（FVOCI）占比扩大，纯配置（AC）占比下降.....	8
1.3、 品种选择：仍持有利率债到期为主，FVOCI 中金融债占比高.....	8
1.4、 收益表现：贷-债收益率差进一步收窄.....	9
1.5、 投资久期：大行配债期限较长且近年来持续提升，2024 年开始收缩.....	11
1.6、 年末收官动作：关注地方债供给，配置盘配债力度或走强.....	12
2、 金融投资对银行经营业绩的重要影响愈发显现.....	13
3、 基金投资：监管要求、流动性管理、收益追求等多面平衡.....	16
3.1、 上市银行增配基金，资本约束不大.....	16
3.2、 基金免税收入对净利润贡献度约为 3.10%.....	19
4、 银行承接长债影响评估，兼论银行账簿利率风险管理.....	21
4.1、 交易账簿利率风险：相对显性.....	21
4.2、 银行账簿利率风险：较为隐性.....	22
4.2.1、 重定价风险：资产和负债两端重定价不同步.....	22
4.2.2、 基差风险：定价基准利率调整不同步.....	22
4.2.3、 期权风险：利率变动时客户的潜在选择给银行造成损失的可能性.....	22
4.3、 配置盘承接长债较多，银行账簿利率风险在抬升.....	22
4.4、 评估：下阶段银行承接长债的可能影响.....	25
4.4.1、 权益经济价值（EVE）的定义与计算过程.....	25
4.4.2、 上市银行银行账簿利率风险指标（ Δ EVE/一级资本净额）测算.....	28
4.4.3、 上市银行承接新增化债资金对利率风险指标的影响测算.....	31
4.5、 利率风险管控的几种常用措施.....	33
5、 2025 年银行配债行为展望.....	34
5.1、 政府债供给：2025 年力度或不低，银行或加快一级承销后的流转.....	34
5.2、 资产比价：债-贷比价运行在历史高位，长久期利率债仍有性价比.....	35
5.3、 负债成本：高息定存集中到期，或推动自营投资 FTP 成本延续下降.....	36
5.4、 委外监管：关注 SPV 投资上限监管.....	37
6、 投资建议.....	39
7、 风险提示.....	39

图表目录

图 1： 2024Q3 末，42 家上市银行金融投资增速为 11.36%.....	5
图 2： 2024Q3 国股行存贷增速差环比提升.....	7
图 3： 2024Q3 金融投资增速环比提升.....	7
图 4： 2024 年国股行同业负债占比明显提升.....	7
图 5： 2024 年 Q2-Q3 国有行同业存单发行量较大（亿元）.....	7
图 6： 2024 年以来上市银行金融投资中 FVOCI 占比不断提升.....	8
图 7： 上市银行金融投资结构分化（2024H1）.....	9
图 8： 上市银行政府债以持有至到期为主（2024H1）.....	9
图 9： 国有行 AC 账户中利率债占比超 90%（2024H1）.....	9
图 10： 农商行 FVOCI 中金融债占比超 40%（2024H1）.....	9

图 11: 上市银行债券投资收益率不断下降 (%)	10
图 12: 上市银行贷款和投资收益率差进一步收窄	10
图 13: 2024H1, 工行 5Y 以上债券投资占比下降	11
图 14: 2024H1, 邮储 5Y 以上债券投资占比下降	11
图 15: 2024H1 上市国有行 AC 投资组合平均剩余期限为 5.24Y (年)	12
图 16: 2024 年上市银行 AC 账户投资增速下降	12
图 17: 2024 年地方债发行节奏后置	12
图 18: 2024Q1-Q3 上市银行金融投资业务对营收贡献度为 27.8%	13
图 19: 交易性金融投资业务对营收贡献度提升幅度较大	13
图 20: FVTPL 产生的投资净收益占比约 69% (2024H1)	14
图 21: 2024H1 处置 AC 账户资产产生收益贡献营收	14
图 22: 2024H1 股份行、城农商行处置 AC+FVOCI 产生投资净收益对营收贡献度变大	14
图 23: 2024H1 上市银行持仓基金规模提升 (亿元)	16
图 24: 2024H1 上市银行基金投资占 FVTPL 比例提升	17
图 25: 2024H1 上市银行基金投资/总资产约 1.89%	17
图 26: 2024H1 银行持仓货基占比提升 (关联方口径)	17
图 27: 2024H1 多数上市银行增持基金	18
图 28: 2024H1 部分上市银行核心一级资本缓冲空间不足 200BP	19
图 29: 邮储银行和江苏银行基金投资的加权平均风险权重较低	19
图 30: 上市银行基金投资免税收入对净利润贡献测算 (2024H1)	20
图 31: 股份行和城商行基金免税收入对利润贡献度较高 (2024H1)	21
图 32: 利率上升影响商业银行 NII 和 EVE	21
图 33: FVOCI 占比越高的银行, 利率上升对权益的影响越大 (2024H1)	25
图 34: 《商业银行银行账簿利率风险管理指引》明确约定了银行账簿 Δ EVE 测算过程	26
图 35: 名义重定价现金流时间区间表	27
图 36: 监管规定的六种利率冲击情景示意图	27
图 37: 上市银行整体来看利率风险指标可控 (2024H1, 测算值)	30
图 38: 承接地方债后, 上市银行利率风险指标大概提升 1.38pct	32
图 39: 承接长债对上市银行利率风险指标的影响相对可控	33
图 40: 存款越稳定、成本越低, 越有能力承受较大的期限错配 (2024H1)	34
图 41: 银行资产比价效应从 2019 年后非常明显, 债-贷综合净收益率差处于[-24BP, 72BP]区间	35
图 42: 2024H1 上市银行存款平均成本率显著下降	36
图 43: 部分上市银行同业负债成本率偏高 (2024H1)	37
图 44: 2024Q3 部分农商行 FVTPL 规模下降较多 (亿元)	37
图 45: 2024H1 上市银行基金+非标投资占总资产比例约为 3%	38
表 1: 多数上市银行存贷增速差与金融投资增速趋势一致	5
表 2: 2024 年前三季度上市银行金融投资贡献 38.6% 的总资产增量	6
表 3: 2024H1 上市股份行和城商行重点压降非标敞口(亿元)	9
表 4: 上市银行债券投资平均收益率呈下降趋势	10
表 5: 上市银行 AC 投资中 5Y 以上占比最高, FVOCI 投资中 1-5Y 占比最高	12
表 8: 2024H1 多数上市银行利率上升后利息净收入降幅变大	23
表 9: 多数上市银行 1Y 以内资产负债重定价缺口变大 (亿元)	24
表 10: 银行账簿利率敏感性头寸分为三类	26

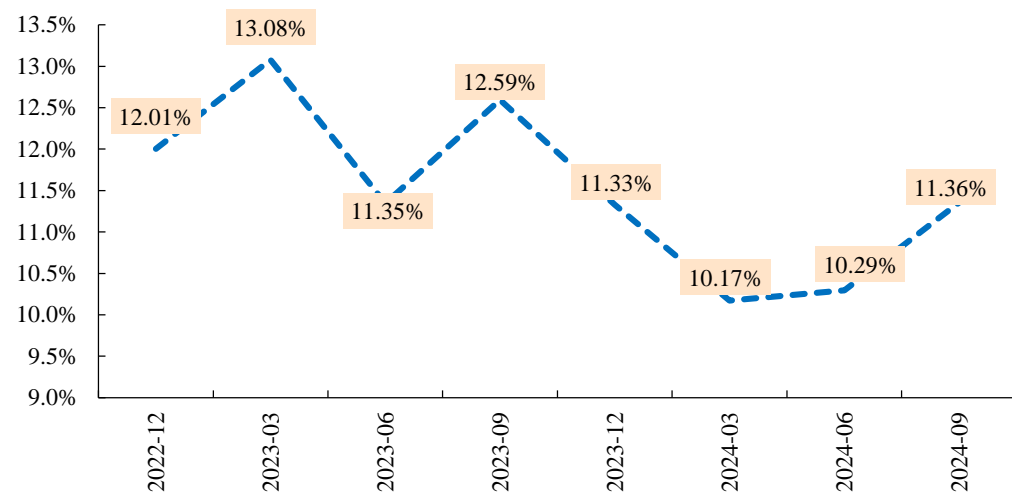
表 11: 监管规定了核心存款上限与核心存款平均期限上限.....	28
表 12: 上市银行核心存款现金流到期期限分布情况 (2024H1)	28
表 13: 上市银行 5Y 以上区间为正头寸缺口 (2024H1)	29
表 14: 上市银行利率风险指标情况分化 (2024H1), 基于压力情景为利率曲线平行上移 250BP	30
表 15: 各家上市银行承接特殊再融资专项债规模和期限测算 (亿元)	32
表 16: 2023 年以来新增特殊再融资专项债以 10Y 和 30Y 为主 (亿元)	32
表 17: 商业银行大类资产比价: 长久期利率债仍具有性价比.....	35
表 18: 部分银行持仓债基层资产中金融债、政金债和信用债占比较高 (关联方口径)	37
表 19: 受益标的估值表	39

1、2024 年银行配债的六大特征及背后原因

1.1、总量：金融投资增速跟随存-贷增速差先降后升

剩余流动性影响 2024 年银行配债总量。在银行资产配置决策的理论中，由于大部分银行都倾向于优先发放贷款，在满足贷款需求后，剩余额度再选择配债，所以可根据存款-贷款的“剩余流动性”来衡量银行可配债的额度。2024 年前三季度，上市银行的“存-贷”增速差先降后升，我们观察到其金融投资增速也经历了先下后上的过程，截至 2024Q3 末，42 家上市银行金融投资增速为 11.36%，环比上季末提高 1.07 pct。

图1：2024Q3 末，42 家上市银行金融投资增速为 11.36%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：多数上市银行存贷增速差与金融投资增速趋势一致

银行名称	存贷增速差						金融投资增速					
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
工商银行	0.8%	0.3%	-0.2%	-2.1%	-7.9%	-7.2%	10.6%	13.4%	12.6%	10.9%	15.4%	15.4%
建设银行	0.8%	-0.6%	-2.0%	-4.2%	-6.2%	-6.5%	9.8%	12.9%	12.9%	11.4%	7.2%	9.5%
农业银行	1.1%	0.4%	0.6%	-2.0%	-7.7%	-7.2%	12.3%	12.8%	17.7%	28.1%	27.7%	26.6%
中国银行	1.2%	0.2%	-0.4%	-2.4%	-4.6%	-4.0%	7.8%	9.9%	11.1%	11.0%	10.0%	14.9%
邮储银行	-2.2%	-2.1%	-3.3%	-1.3%	1.1%	1.8%	14.4%	15.2%	8.6%	8.8%	8.7%	7.5%
交通银行	-0.5%	-0.1%	-1.8%	-4.7%	-5.5%	-5.7%	9.1%	10.6%	3.8%	0.7%	-0.2%	3.8%
招商银行	7.0%	4.9%	0.7%	1.0%	1.7%	4.7%	19.3%	20.7%	15.2%	7.7%	11.2%	8.6%
中信银行	1.2%	1.3%	-0.8%	-4.8%	-4.3%	-0.2%	5.2%	2.5%	3.6%	1.1%	0.8%	1.6%
浦发银行	4.7%	4.4%	0.9%	-3.6%	-6.9%	-3.9%	12.8%	13.3%	4.7%	-3.9%	-3.5%	-0.3%
民生银行	-1.3%	-1.8%	1.4%	-2.4%	-4.9%	-2.3%	4.9%	3.1%	2.1%	-2.8%	-0.8%	5.6%
兴业银行	1.2%	1.3%	-1.1%	-3.7%	-3.7%	-4.1%	8.2%	8.4%	5.6%	-3.9%	-2.6%	-0.2%
平安银行	-2.4%	2.6%	0.5%	-1.7%	6.3%	3.5%	3.3%	3.5%	2.5%	8.6%	14.1%	18.4%
光大银行	-1.3%	-2.9%	-1.4%	-5.1%	-10.0%	-5.2%	13.2%	16.6%	9.5%	6.6%	0.3%	-4.7%
华夏银行	-2.2%	-1.2%	1.6%	-1.7%	-0.7%	1.3%	19.0%	19.1%	24.0%	18.4%	11.1%	9.7%
浙商银行	-1.0%	-8.5%	-1.5%	-0.3%	-3.6%	-0.8%	33.9%	31.3%	33.1%	18.5%	11.4%	11.9%
北京银行	0.2%	-2.8%	-4.0%	-2.4%	3.4%	5.7%	19.6%	19.4%	13.2%	9.1%	3.4%	6.3%

上海银行	-1.0%	-2.7%	-1.2%	-3.1%	2.2%	1.4%	10.2%	13.5%	13.2%	6.9%	10.2%	7.9%
江苏银行	-0.3%	3.4%	3.1%	1.4%	-4.5%	-7.9%	13.9%	13.8%	16.6%	18.3%	19.0%	24.3%
宁波银行	6.1%	7.7%	1.0%	-9.4%	-1.9%	-2.1%	15.5%	18.0%	10.4%	5.8%	10.2%	7.0%
南京银行	-6.3%	-7.6%	-5.6%	-11.7%	-9.4%	-9.2%	14.9%	13.2%	7.8%	9.8%	13.0%	13.0%
杭州银行	-5.0%	0.3%	-2.3%	-5.1%	-2.8%	0.4%	15.2%	17.2%	16.9%	16.2%	16.1%	14.0%
长沙银行	-3.3%	-1.0%	-0.8%	-2.3%	-1.0%	-2.4%	10.9%	9.7%	10.1%	8.4%	7.7%	10.1%
贵阳银行	-12.2%	-11.2%	-9.3%	-10.4%	-2.8%	-1.6%	-0.6%	-3.0%	-6.0%	-1.2%	-2.5%	0.6%
成都银行	-10.2%	-6.3%	-9.1%	-10.2%	-8.2%	-8.5%	13.5%	10.6%	7.4%	3.6%	4.4%	3.4%
郑州银行	-2.0%	-1.6%	-2.1%	-1.3%	3.1%	2.3%	-1.0%	2.4%	1.7%	2.2%	0.8%	7.6%
重庆银行	-4.1%	-6.2%	-3.6%	-1.9%	-0.9%	0.5%	13.4%	13.6%	14.2%	0.8%	-3.2%	7.9%
青岛银行	3.2%	4.2%	1.6%	-2.9%	-1.1%	1.6%	2.3%	9.0%	11.8%	10.5%	8.7%	13.7%
兰州银行	-6.9%	0.4%	-4.0%	-5.2%	0.2%	0.6%	-4.5%	-4.3%	2.8%	-2.5%	2.1%	14.5%
苏州银行	0.9%	0.5%	-2.1%	-3.4%	-1.1%	5.5%	12.6%	11.9%	16.5%	10.9%	11.0%	19.8%
西安银行	5.2%	7.9%	-2.2%	-4.2%	3.5%	-2.7%	36.3%	26.7%	-2.0%	-4.4%	0.2%	0.0%
厦门银行	-21.7%	-12.4%	-3.3%	-6.8%	5.0%	6.8%	4.0%	10.0%	14.9%	6.2%	17.5%	12.9%
齐鲁银行	1.1%	5.2%	-2.8%	-9.0%	-6.2%	-5.4%	15.7%	17.6%	22.4%	24.0%	24.2%	24.1%
无锡银行	1.8%	3.0%	1.2%	-0.3%	1.2%	1.9%	13.7%	17.3%	11.7%	3.7%	-0.1%	2.3%
苏农银行	3.3%	2.0%	0.1%	-7.1%	1.3%	4.5%	29.2%	25.8%	15.8%	9.7%	6.3%	-0.3%
江阴银行	1.2%	-1.8%	-2.0%	-0.9%	-2.0%	0.3%	9.3%	5.3%	9.4%	-5.6%	-2.1%	7.2%
瑞丰银行	6.6%	3.1%	6.4%	-0.5%	2.7%	-1.8%	21.2%	38.6%	51.0%	38.9%	26.7%	10.9%
沪农商行	2.5%	1.7%	1.6%	0.0%	1.3%	2.8%	30.2%	26.5%	22.4%	12.4%	10.6%	7.8%
渝农商行	0.7%	2.4%	1.7%	1.0%	-0.6%	-1.8%	12.7%	10.8%	4.5%	-2.0%	0.8%	0.8%
青农商行	2.8%	2.6%	0.1%	-4.3%	-2.5%	-0.8%	12.8%	17.0%	11.8%	-0.7%	1.1%	-2.7%
常熟银行	0.9%	0.9%	1.2%	3.0%	5.4%	7.3%	19.9%	17.1%	20.6%	16.0%	25.8%	13.3%
紫金银行	-0.3%	-0.6%	1.3%	-3.7%	1.4%	1.2%	18.1%	26.7%	19.2%	-1.2%	-7.8%	-7.5%
张家港行	5.8%	5.7%	2.9%	0.0%	-4.8%	-0.8%	16.1%	7.3%	12.3%	4.4%	0.8%	-3.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2024年以来上市银行金融投资占比提升。2024Q3末上市银行金融投资规模87.7万亿元，大类资产中占比为29.4%，除国有行外，其他类型银行占比均超30%。前三季度上市银行金融投资增量为6.79万亿元，占总资产增量比例为38.6%，其中中国有行和城商行占比最高，分别是41.7%和35.5%。

表2：2024年前三季度上市银行金融投资贡献38.6%的总资产增量

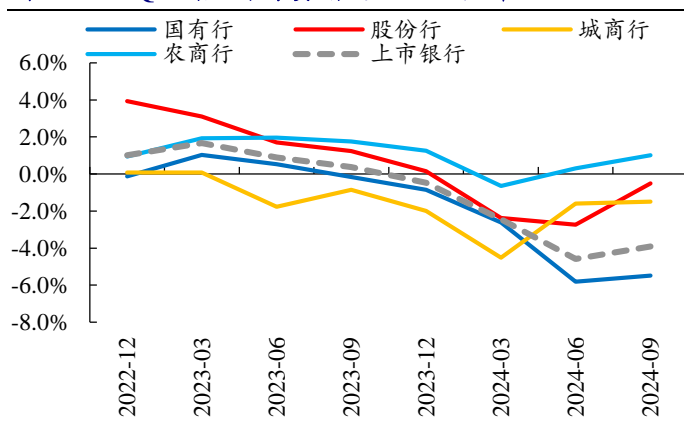
银行类型	同业资产	现金及存放央行	发放贷款及垫款	金融投资	其他资产	资产合计
国有行	5.1%	7.4%	57.3%	27.7%	2.5%	100.0%
股份行	5.8%	4.3%	56.1%	30.3%	3.6%	100.0%
城商行	5.6%	4.5%	48.8%	38.6%	2.4%	100.0%
农商行	6.5%	4.4%	52.3%	34.3%	2.6%	100.0%
上市银行	5.3%	6.4%	56.2%	29.4%	2.7%	100.0%
2024年前三季度增量（亿元）						
国有行	-9456	-5400	83212	54758	8185	131299
股份行	4038	-5048	12966	4538	2591	19085
城商行	2196	-219	12688	8121	88	22874
农商行	676	-54	1474	492	140	2729
上市银行	-2546	-10721	110340	67910	11003	175986

银行类型	同业资产	现金及存放央行	发放贷款及垫款	金融投资	其他资产	资产合计
增量结构						
国有行	-7.2%	-4.1%	63.4%	41.7%	6.2%	100.0%
股份行	21.2%	-26.4%	67.9%	23.8%	13.6%	100.0%
城商行	9.6%	-1.0%	55.5%	35.5%	0.4%	100.0%
农商行	24.8%	-2.0%	54.0%	18.0%	5.1%	100.0%
上市银行	-1.4%	-6.1%	62.7%	38.6%	6.3%	100.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

虽然剩余流动性对银行的配债总量有影响，但我们看到不同机构的投资行为存在非常明显的分化：(1) 国有大行投债高增，且增速显著领先其他机构；(2) 股份、城商行投债增速大体跟随“存-贷”增速差表现，即先下降后企稳回升；(3) 农商行金融投资明显降速。

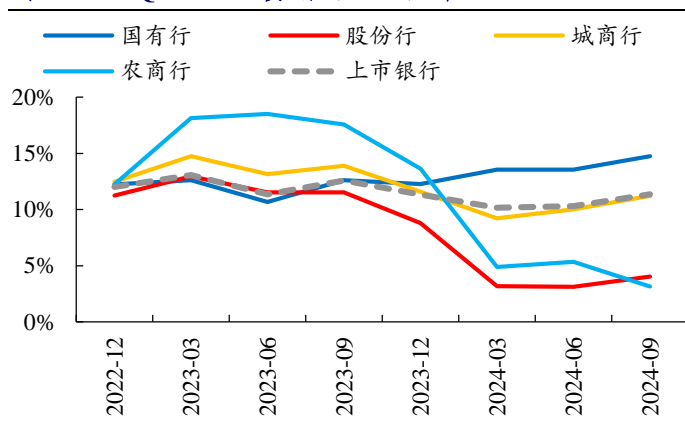
图2：2024Q3 国股行存贷增速差环比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：存贷增速差=存款同比增速-贷款同比增速

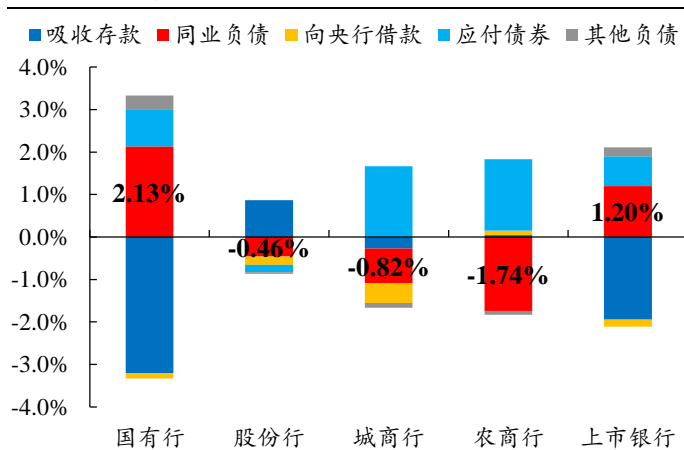
图3：2024Q3 金融投资增速环比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

国有大行：刚性扩表需求较强，但存款流失较重，可能依靠同业负债吸收的资金投债填充资产额度。主要受手工补息整改的影响，大行的存贷增速差在2024年上半年有显著的滑落，但其配债意愿并未受到太大影响，继续加大同业存款吸收和同业存单发行规模，增配债券维持稳定扩表。

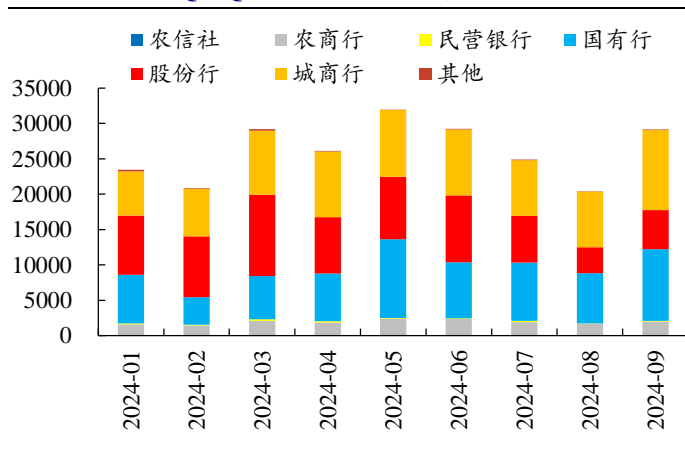
图4：2024 年国股行同业负债占比明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：图中数据为2024Q3 各类负债占比较2024Q1 变动情况

图5：2024 年 Q2-Q3 国有行同业存单发行量较大(亿元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

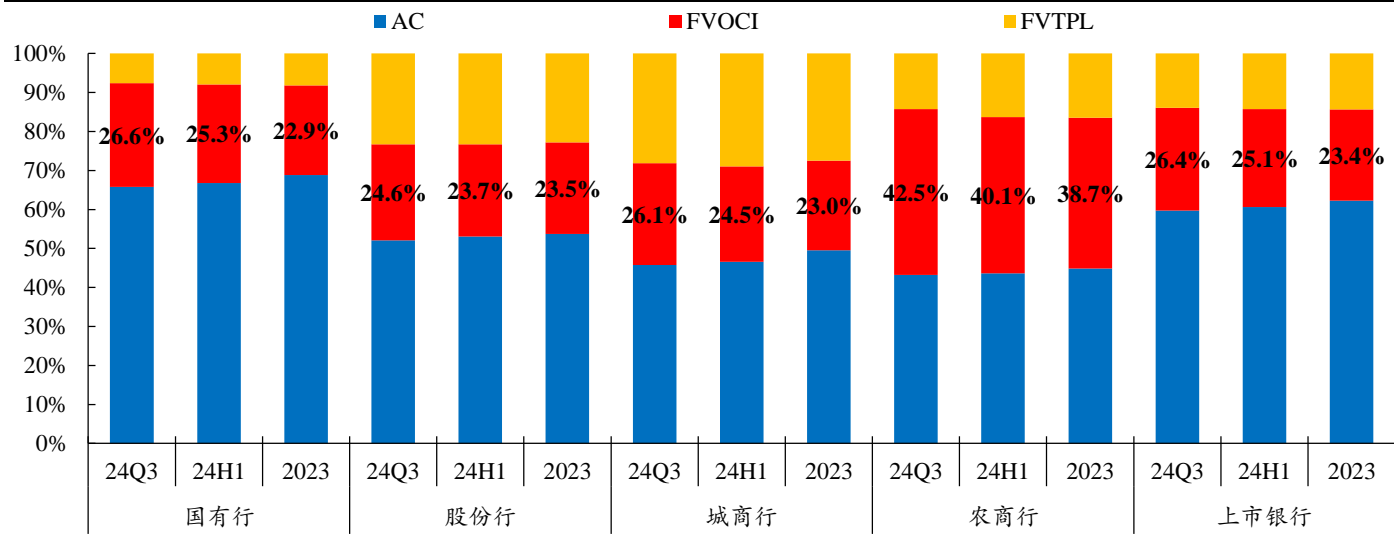
股份行和城商行：金融投资体现剩余流动性管理思路，投资增速与存贷增速差走势基本一致。股份行 2024 年存款增长承压，金融投资增速回落明显，在三季度“取消贴息”影响逐渐消退后，金融增速企稳回升。

农商行：高基数下金融投资增速回落。2023 年是农商行的配债大年，2023 年金融投资增速为 13.6%，为各类型银行最高。虽然年初以来农商行长债交易行为活跃，但配置盘加仓力度较弱，且在今年上半年债牛行情下处置了不少 AC 账户金融资产，整体来看金融投资增速不高。

1.2、持有策略：类交易（FVOCI）占比扩大，纯配置（AC）占比下降

从金融投资账户来看，2024 年比较明显的变化是，上市银行普遍提升了 FVOCI 占比。2024Q3 上市银行 FVOCI 占比为 26.4%，较 2023 年末提升 3.1pct，国有行/股份行/城商行和农商行分别提升 3.63/1.13/3.06/3.82pct。（1）国有行：在以非银存款补充负债规模的背景下，大行更多投资短久期利率债和同业存单，放在 FVOCI 账户以补充资产规模。（2）城农商行在一季度增加交易盘比例，二季度后或开始止盈，交易盘占比下降，金融投资主要放入 FVOCI 账户，选择持券观望，2024Q3 农商行 FVOCI 占比已提升至 42.5%。

图6：2024 年以来上市银行金融投资中 FVOCI 占比不断提升

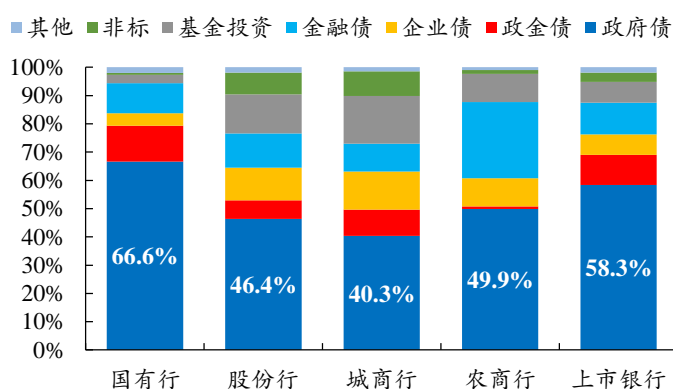


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、品种选择：仍持有利率债到期为主，FVOCI 中金融债占比高

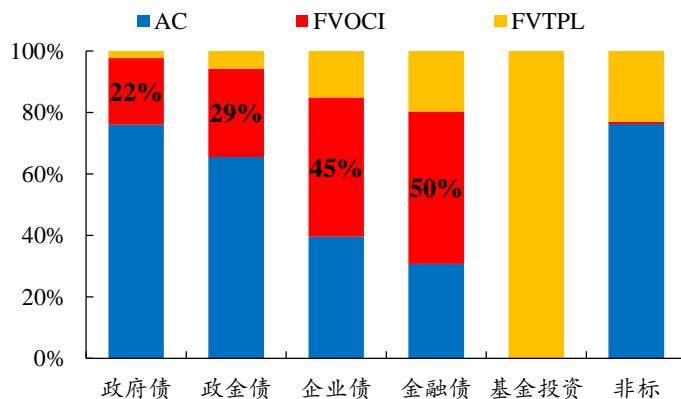
2024H1 上市银行金融投资中政府债占比为 58%。分银行类型来看，国有行利率债投资比重最高，政府债+政金债占比为 79.4%；股份行和城商行投资结构更多元，企业债和基金投资占比高于其他类型银行；农商行金融债占比（27%）高，主要是投资了较多同业存单。分账户来看，AC 账户中利率债占大头（84.6%），FVOCI 中利率债为主，金融债和企业债占比分别为 22%和 23%，FVTPL 中则主要是基金投资。

图7：上市银行金融投资结构分化（2024H1）



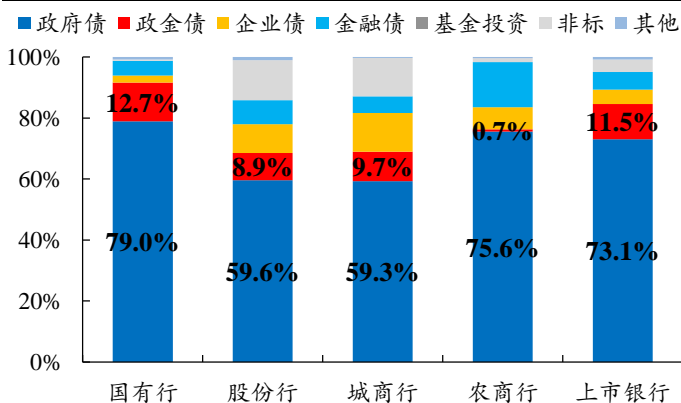
数据来源：各银行财报、开源证券研究所

图8：上市银行政府债以持有至到期为主（2024H1）



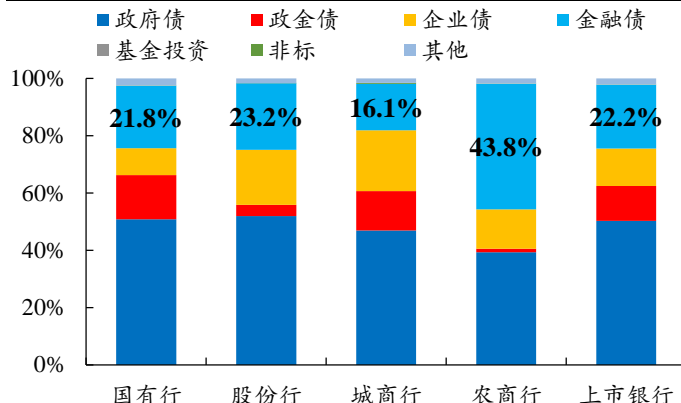
数据来源：各银行财报、开源证券研究所

图9：国有行AC账户中利率债占比超90%（2024H1）



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

图10：农商行FVOCI中金融债占比超40%（2024H1）



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

2024H1 上市银行增持金融债（主要为同业存单）、基金投资，压降非标敞口。分银行类型来看。国有行增持政府债和金融债力度较大；股份行存款规模流失压力大，减持政府债和非标，增持企业债和基金投资；城商行主要增持政府债和基金投资，压降非标敞口；农商行增持金融债和基金投资。

表3：2024H1 上市股份行和城商行重点压降非标敞口(亿元)

银行类型	政府债	政金债	企业债	金融债	基金投资	非标	其他
国有行	24135	1055	-546	8605	1656	-90	265
股份行	-2110	433	1665	607	1440	-2282	-825
城商行	2138	933	191	371	2741	-1080	12
农商行	155	-63	-175	184	535	6	-45
上市银行	24318	2358	1135	9767	6373	-3446	-594

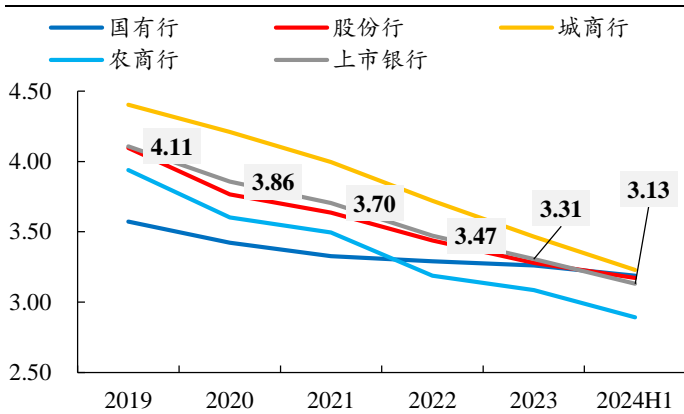
数据来源：各银行财报、开源证券研究所

1.4、收益表现：贷-债收益率差进一步收窄

从收益率来看：2022 年以来上市银行贷债收益率差持续收窄，债券投资比价效应提升。2024H1 上市银行债券投资收益率均值为 3.13%，较 2023 年下降 19BP。利率下行期，银行各类资产收益率均有不同幅度下行，伴随 LPR 多轮调降以及存量按揭利率下调，贷款收益率降幅大于债券投资，贷款-投资收益率差值收窄至 120BP，

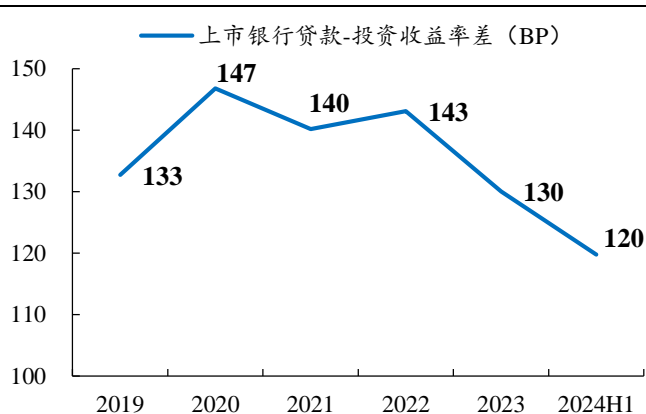
较 2023 年下降 10BP。

图11: 上市银行债券投资收益率不断下降 (%)



数据来源: 各银行财报、开源证券研究所
(注: 上市银行债券投资收益率算数平均值)

图12: 上市银行贷款和投资收益率差进一步收窄



数据来源: Wind、开源证券研究所

表4: 上市银行债券投资平均收益率呈下降趋势

银行名称	债券投资收益率 (%)						贷款平均收益率 (%)						
	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	
国有行	工商银行	3.60	3.37	3.29	3.32	3.30	3.20	4.45	4.26	4.16	4.05	3.81	3.52
	建设银行	3.62	3.53	3.41	3.39	3.25	3.14	4.49	4.39	4.25	4.17	3.82	3.55
	农业银行	3.65	3.51	3.47	3.36	3.28	3.08	4.40	4.38	4.23	4.09	3.79	3.54
	中国银行	3.20	3.10	2.94	2.95	3.16	3.25	4.57	4.49	3.83	3.90	3.97	3.70
	交通银行	3.55	3.39	3.25	3.29	3.36	3.34	4.89	4.55	4.33	4.21	3.95	3.73
	邮储银行	3.81	3.63	3.60	3.43	3.22	3.12	4.83	4.75	4.68	4.48	4.13	3.89
股份行	招商银行	3.66	3.42	3.35	3.24	3.22	3.14	5.17	4.89	4.67	4.54	4.26	4.02
	兴业银行	4.46	4.00	3.96	3.66	3.50	3.46	4.74	5.30	5.03	4.81	4.57	4.32
	浦发银行	4.00	3.69	3.63	3.54	3.46	3.37	5.31	5.09	4.69	4.55	4.26	4.03
	中信银行	4.10	3.67	3.40	3.21	3.00	2.93	5.08	5.31	4.99	4.81	4.56	4.35
	民生银行	3.99	3.66	3.39	3.17	3.11	2.98	5.38	5.35	4.96	4.53	4.32	4.07
	平安银行	3.33	3.04	3.01	2.83	3.11	3.04	6.58	6.07	6.23	5.90	5.43	4.79
	光大银行	4.26	4.00	3.72	3.48	3.32	3.21	5.64	5.37	5.11	4.98	4.75	4.36
	华夏银行	4.47	4.33	4.13	3.93	3.34	3.18	4.96	5.34	5.13	4.85	4.74	4.47
浙商银行	4.59	4.09	4.13	3.89	3.46	3.23	5.76	5.59	5.36	5.12	4.87	4.62	
城商行	北京银行	4.52	4.19	4.04	3.70	3.31	3.16	4.81	4.72	4.55	4.36	4.19	4.03
	上海银行	3.89	3.80	3.66	3.30	3.21	3.10	5.40	5.06	4.72	4.44	4.27	3.89
	江苏银行	4.28	4.15	3.97	3.66	3.32	3.23	5.32	5.43	5.36	5.36	5.18	4.98
	宁波银行	4.44	4.03	3.83	3.46	3.36	3.22	6.05	6.00	5.75	5.34	5.13	4.92
	南京银行	4.71	4.35	4.00	3.82	3.49	3.25	5.75	5.60	5.42	5.24	5.07	4.84
	杭州银行	4.50	4.24	4.02	3.69	3.58	3.37	5.54	5.37	5.11	4.96	4.60	4.35
	长沙银行	4.54	4.21	3.98	3.73	3.54	3.23	6.01	6.28	6.02	6.01	5.76	5.31
	成都银行	4.42	4.71	4.70	4.37	3.86	3.42	5.12	5.17	5.03	4.93	4.61	4.41
	贵阳银行	3.66	3.66	3.58	3.45	3.25	3.12	5.84	5.89	5.73	5.40	5.34	5.07
	重庆银行	5.51	5.57	5.22	4.58	3.96	3.78	6.04	5.98	5.54	5.09	4.74	4.54
郑州银行	5.23	4.93	4.60	4.10	3.72	3.41	5.78	5.68	5.47	5.18	4.74	4.26	

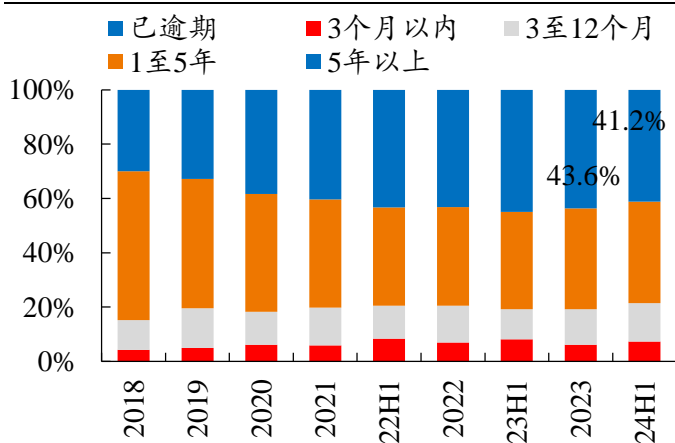
青岛银行	4.56	4.16	3.85	3.64	3.35	2.67	5.13	5.33	5.08	4.98	4.85	4.72
苏州银行	4.60	4.19	4.02	3.77	3.67	3.28	5.64	5.38	4.89	4.70	4.29	3.98
齐鲁银行	4.16	3.82	3.54	3.34	3.14	2.99	5.46	5.48	5.26	5.04	4.67	4.35
西安银行	4.03	3.98	3.84	3.65	3.43	3.20	5.61	5.59	5.38	5.02	4.84	4.62
厦门银行	3.78	3.23	3.23	3.06	2.99	2.91	-	5.47	5.05	4.74	4.36	4.10
兰州银行	4.00	4.34	3.83	3.91	3.73	3.57	6.16	5.73	5.88	5.67	5.20	4.96
农商行	4.34	4.08	3.87	3.62	3.34	3.18	5.45	5.23	5.20	4.82	4.37	4.07
渝农商行	3.83	3.61	3.51	3.35	3.17	3.06	4.58	4.67	4.65	4.53	4.24	3.93
青农商行	4.38	3.82	3.67	3.55	3.34	3.26	5.84	5.66	5.26	5.04	4.65	4.43
常熟银行	4.27	3.92	3.77	3.57	3.52	3.33	7.00	6.46	6.24	6.09	5.81	5.77
无锡银行	4.09	3.91	3.62	3.18	2.98	2.78	5.04	4.92	4.78	4.63	4.42	4.15
紫金银行	3.77	3.02	3.08	2.76	2.72	2.68	5.38	5.13	4.71	4.53	4.22	4.24
苏农银行	3.76	3.50	3.74	3.10	2.99	2.87	5.53	5.42	5.08	4.77	4.30	3.97
张家港行	3.49	3.38	3.24	2.81	2.69	2.13	6.20	6.06	5.87	5.63	5.18	4.62
瑞丰银行	3.66	3.51	3.39	2.90	2.86	2.91	6.43	5.59	5.64	5.42	4.73	4.34
江阴银行	3.80	3.26	3.07	3.04	3.24	2.72	5.46	5.23	5.11	4.98	4.47	4.00

数据来源：各银行财报、Wind、开源证券研究所

1.5、投资久期：大行配债期限较长且近年来持续提升，2024 年开始收缩

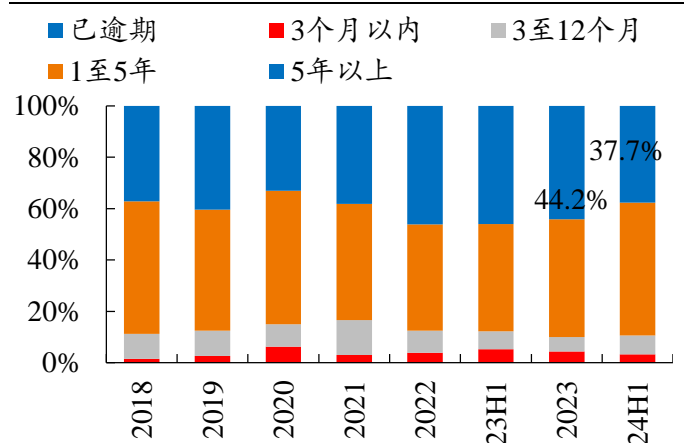
期限分布上，我们观察到的现象是大行开始收缩久期。(1) 可能有来自央行的指导卖长买短；(2) 银行账簿利率风险指标可能承压，主动调整。从工商银行和邮储银行披露的债券投资剩余期限结构来看，大行债券投资组合久期约在 5 年左右。2024H1 工行和邮储均压降了 5 年以上债券投资占比，一方面 2024 年政府债发行节奏后置，大行买入短期债券补充资产规模；另一方面根据财报披露利率敏感性分析数据，2024H1 上市银行利率上升时，净利息收入降幅变大，大行或主动缩短债券投资组合久期管控利率风险。关于利率风险的问题，我们会在下文详细展开。

图13：2024H1，工行 5Y 以上债券投资占比下降



数据来源：工商银行财报、开源证券研究所

图14：2024H1，邮储 5Y 以上债券投资占比下降



数据来源：邮储银行财报、开源证券研究所

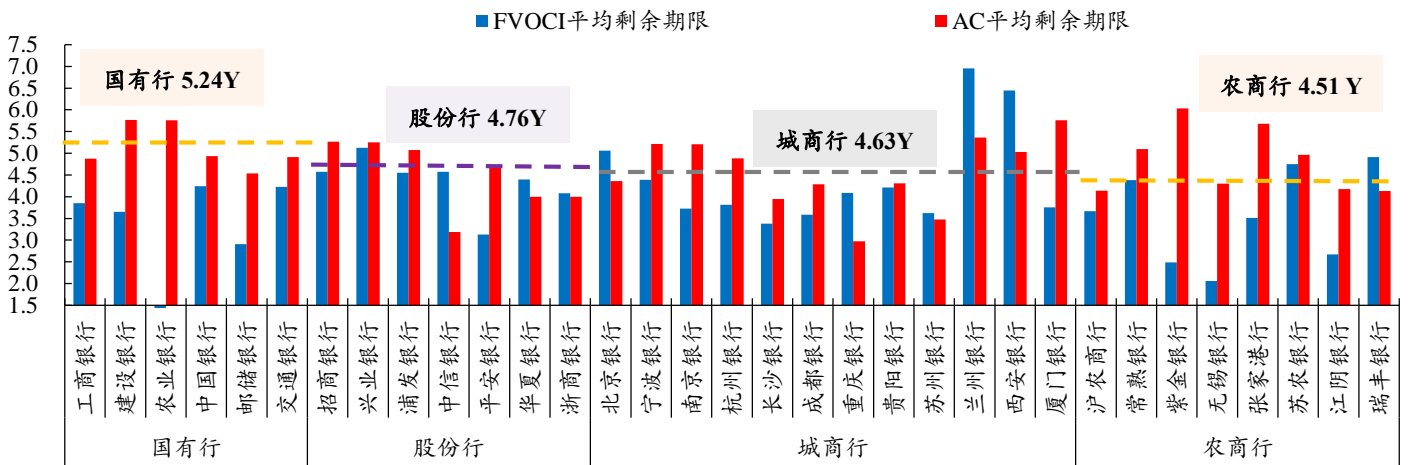
分账户来看，AC 账户投资剩余期限高于 FVOCI。2024H1 国有行 AC 账户投资 5Y 以上占比超 50%，平均剩余期限约为 5.24Y，为所有类型银行最高。上市银行 FVOCI 账户投资中 1-5Y 为主力，占比约 48%。分银行类型来看，股份行 FVOCI 投资债券期限最长，平均剩余期限约为 4.55Y，5Y 以上占比超 30%，为所有类型银行最高。国有行 FVOCI 投资中短债占比高于其他银行，3M-1Y 占比为 17.5%。

表5: 上市银行 AC 投资中 5Y 以上占比最高, FVOCI 投资中 1-5Y 占比最高

银行类型	债权投资 (AC)					其他债权投资 (FVOCI)				
	1M 以内	1-3M	3M-1Y	1-5Y	5Y 以上	1M 以内	1-3M	3M-1Y	1-5Y	5Y 以上
国有行	1.7%	2.2%	7.9%	37.4%	50.7%	4.4%	7.4%	17.5%	45.2%	24.0%
股份行	1.3%	2.9%	11.0%	39.8%	43.4%	1.6%	4.5%	14.0%	49.4%	30.3%
城商行	1.0%	2.7%	11.1%	43.9%	40.3%	1.3%	4.2%	13.8%	58.0%	22.2%
农商行	1.3%	4.0%	9.3%	47.7%	37.6%	12.9%	4.5%	13.9%	49.8%	18.9%
上市银行	1.6%	2.4%	8.8%	38.4%	48.5%	3.6%	6.2%	16.1%	47.9%	25.2%

数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

图15: 2024H1 上市国有行 AC 投资组合平均剩余期限为 5.24Y (年)

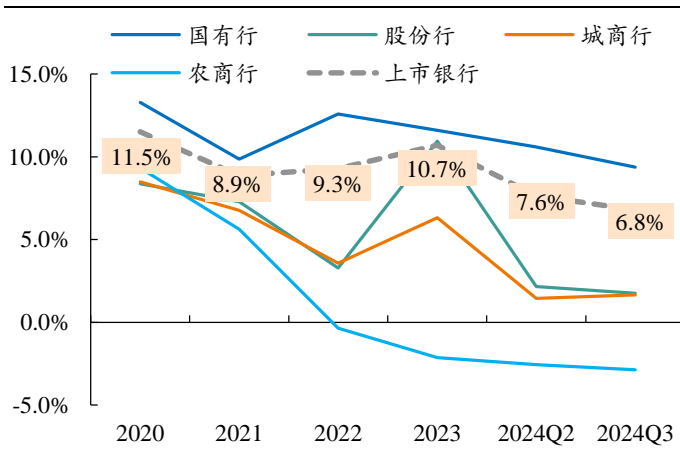


数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

1.6、年末收官动作: 关注地方债供给, 配置盘配债力度或走强

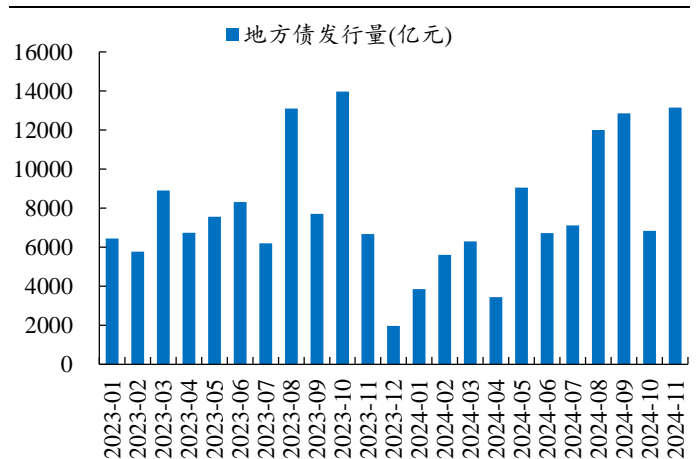
2024 年受贷款需求偏弱、政府债供给节奏滞后、债市利率快速下行等多因素影响, 银行自营债券投资交易行为成为主导, 配置力度不强, 2024Q3 上市银行 AC 账户投资增速为 6.85, 较 2023 年下降 4 个百分点。2024Q4 政府债供给上量, 叠加债市利率边际上行, 银行配置盘或进场, 加强配债力度。

图16: 2024 年上市银行 AC 账户投资增速下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2024 年地方债发行节奏后置

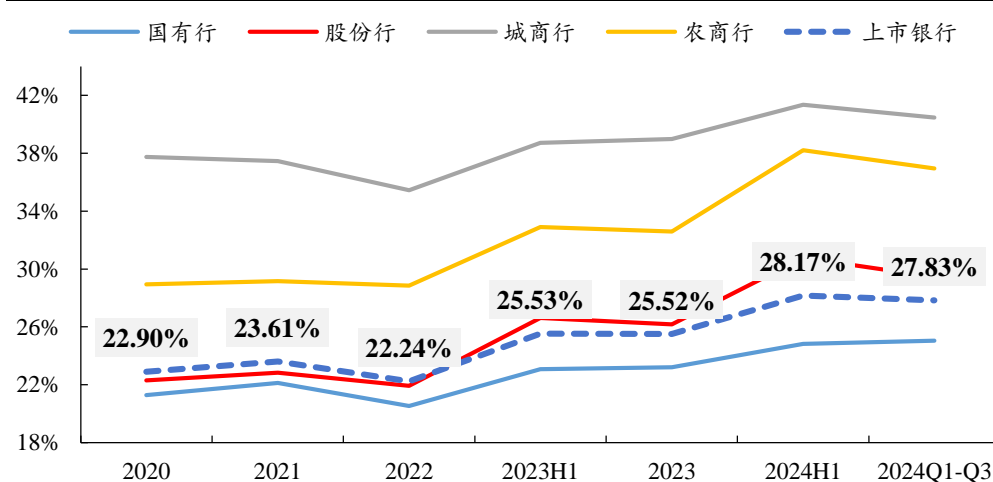


数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 2024 年 11 月为截至 11 月 24 日数据)

2、金融投资对银行经营业绩的重要影响愈发显现

反映在业绩贡献上，上市银行金融投资业务对营收的贡献度不断提升。2024Q1-Q3 上市银行金融投资对营收贡献度为 27.8%，较 2023 年提升 2.3pct。分银行类型来看，城农商行金融投资业绩贡献度最高，均在 35%以上；贡献度提升最高的是股份行和农商行，较 2023 年分别提升 3.26pct 和 4.36pct。

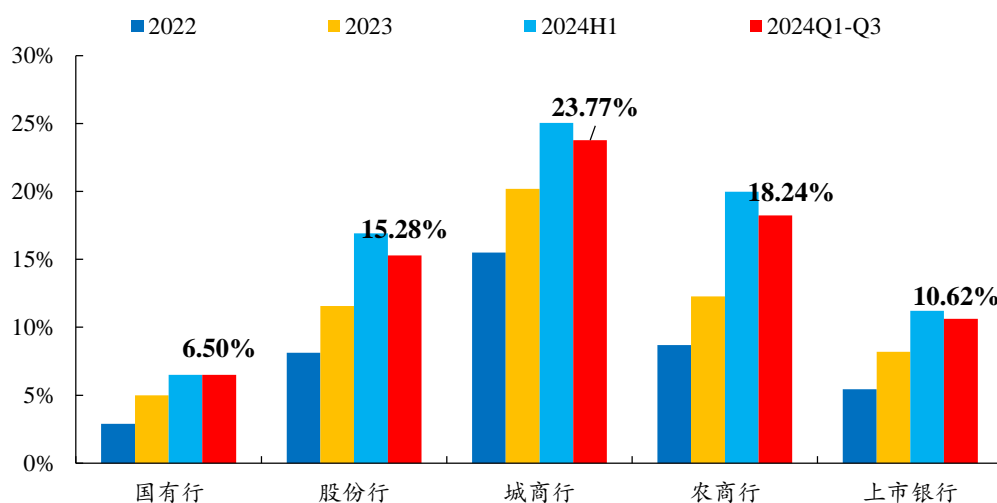
图18：2024Q1-Q3 上市银行金融投资业务对营收贡献度为 27.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

金融投资业绩贡献度提升主要源于交易盘的贡献。2024 年以来债市利率快速下行，给银行自营提供了较好的交易环境，2024Q1-Q3 上市银行自营交易盘业绩占营收比例为 10.62%，较 2023 年提升 2.43pct，国有行/股份行/城商行/农商行分别提升 1.52pct/3.72pct/3.58pct/5.96pct，今年以来农商行参与债市交易行为活跃，业绩贡献度提升幅度最大。

图19：交易性金融投资业务对营收贡献度提升幅度较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

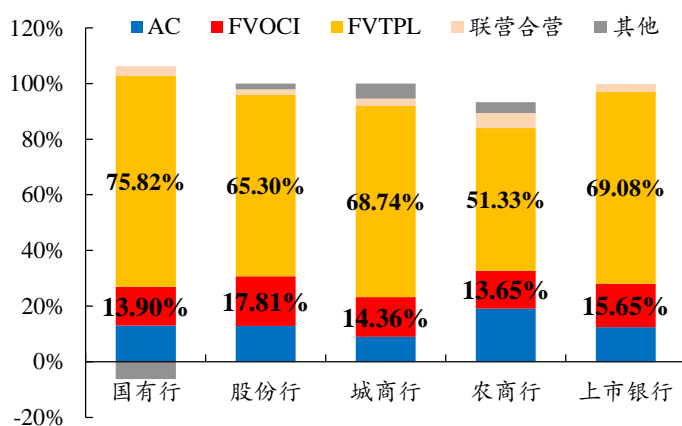
细拆投资净收益，股份行、城农商行投资净收益的增厚离不开 AC、FVOCI 类资产的处置。

(1) 买卖债券价差收入+基金分红+债券和基金市值波动：受益于债牛行情，2024 年各类型银行该部分收益占营收比例普遍提升 2~4pct，股份行提升幅度最大。

(2) 处置 FVOCI 产生的收益：2024 年以来上市银行普遍提升了 FVOCI 账户占比，该部分收益占营收比例提升 1.2pct。

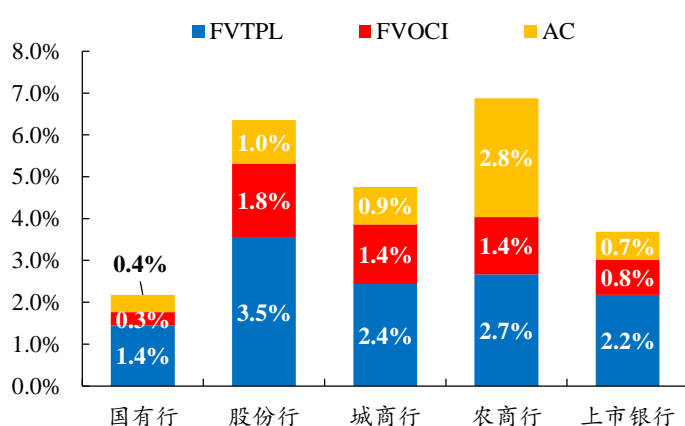
(3) 处置 AC 产生的收益：受益于债市行情，部分上市银行加快了 AC 账户金融资产的流转（处置老券），该部分收益明显提高，2024H1 农商行处置 AC 产生收益占营收比例高达 2.8%。

图20：FVTPL 产生的投资净收益占比约 69% (2024H1)



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

图21：2024H1 处置 AC 账户资产产生收益贡献营收



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：FVTPL 为 (FVTPL 产生的投资净收益+公允价值变动净收益)/营业收入变动；AC/FVOCI 为处置 AC/FVOCI 产生的投资净收益/营业收入变动

图22：2024H1 股份行、城农商行处置 AC+FVOCI 产生投资净收益对营收贡献度变大

银行名称	TPL 产生的投资净收益+市值波动				处置 FVOCI 产生的投资净收益				处置 AC 产生的投资净收益			
	2022	2023H1	2023	2024H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2022	2023H1	2023	2024H1
国有行	1.9%	4.9%	3.8%	5.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.7%	0.3%	0.2%	0.4%	0.7%
股份行	5.7%	9.5%	8.3%	11.9%	1.1%	0.8%	0.8%	2.6%	1.1%	0.8%	0.8%	2.6%
城商行	12.5%	16.9%	16.4%	18.8%	1.5%	1.4%	1.4%	2.9%	1.5%	1.4%	1.4%	2.9%
农商行	6.3%	10.9%	10.1%	12.8%	1.2%	0.9%	1.0%	2.3%	1.2%	0.9%	1.0%	2.3%
上市银行	3.8%	7.3%	6.2%	8.4%	0.6%	0.5%	0.6%	1.4%	0.6%	0.5%	0.6%	1.4%

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

2024 年上市银行 FVOCI 积累较多浮盈，农商行最显著。得益于 2024 年以来的债牛行情，银行自营投资 FVOCI 账户浮盈快速增长，根据上市银行财报披露当期其他综合收益中——其他债权投资公允价值变动一项数据，2024 年前三季度上市银行 FVOCI 投资浮盈占营收比例为 3.89%，同比提升 3.25pct，其中国有行和农商行提升幅度最大，同比分别提升 3.53pct、3.63 pct。

表6：2024Q1-Q3 上市银行 FVOCI 浮盈占营收比例环比下降

银行类型	当期其他综合收益/营业收入				
	2022	2023	2024H1	2024Q1-Q3	同比 (PCT)
国有行	-2.29%	1.91%	5.04%	4.16%	3.53
股份行	-2.28%	1.49%	3.07%	2.93%	2.69
城商行	-2.45%	2.89%	7.11%	4.42%	2.89
农商行	-1.27%	3.64%	10.03%	6.31%	3.63
上市银行	-2.28%	1.91%	4.78%	3.89%	3.25

数据来源：Wind、开源证券研究所

具体到各家银行来看：2024 年前三季度部分上市银行当期其他综合收益占营收比例超 5%，且同比大幅提升，如中国银行、宁波银行、青岛银行、齐鲁银行、兰州银行、厦门银行、渝农商行、沪农商行、瑞丰银行。

表7：部分上市银行当期 FVOCI 投资公允价值变动占营收比例超 10%

银行名称	当期其他综合收益:FVOCI 投资公允价值变动 (亿元)					当期 FVOCI 投资公允价值变动/营业收入				
	2022	2023	2024H1	2024Q1-Q3	同比增速	2022	2023	2024H1	2024Q1-Q3	同比 (PCT)
工商银行	-244.63	204.63	231.62	268.48	309%	-2.66%	2.43%	5.51%	4.29%	3.28
建设银行	-124.77	72.27	149.40	182.97	1402%	-1.52%	0.94%	3.87%	3.22%	3.01
农业银行	-120.99	116.45	190.18	203.02	521%	-1.67%	1.68%	5.18%	3.76%	3.15
中国银行	-247.35	202.43	242.06	358.05	941%	-4.00%	3.25%	7.63%	7.49%	6.75
邮储银行	-25.21	16.60	25.67	15.44	103%	-0.75%	0.48%	1.45%	0.59%	0.30
交通银行	-81.26	61.45	67.46	82.01	374%	-2.98%	2.39%	5.10%	4.18%	3.31
招商银行	-56.17	33.37	63.62	96.61	-	-1.63%	0.98%	3.68%	3.82%	4.38
兴业银行	-45.19	34.26	25.95	31.60	174%	-2.03%	1.62%	2.30%	1.92%	1.21
浦发银行	-81.45	34.61	33.07	49.53	-	-4.32%	2.00%	3.75%	3.81%	3.99
中信银行	-78.94	48.21	56.42	57.50	272%	-3.73%	2.34%	5.18%	3.54%	2.56
民生银行	-27.53	20.93	18.21	15.66	258%	-1.93%	1.49%	2.71%	1.54%	1.13
光大银行	-43.92	29.85	0.00	45.62	233%	-2.90%	2.05%	0.00%	4.46%	3.24
平安银行	-8.70	6.82	3.39	1.27	-41%	-0.48%	0.41%	0.44%	0.11%	-0.06
华夏银行	-17.91	11.26	29.31	27.57	322%	-1.91%	1.21%	6.06%	3.88%	2.96
浙商银行	-4.03	10.40	9.62	11.29	-	-0.66%	1.63%	2.73%	2.15%	3.86
北京银行	-19.49	20.06	27.28	21.26	114%	-2.94%	3.01%	7.67%	4.11%	2.11
上海银行	-5.95	2.10	13.31	16.42	-	-1.12%	0.42%	5.07%	4.15%	6.35
江苏银行	-19.74	23.77	26.42	23.48	153%	-2.80%	3.20%	6.35%	3.77%	2.19
宁波银行	-10.14	18.08	38.69	45.21	372%	-1.75%	2.94%	11.24%	8.91%	6.88
南京银行	-16.21	9.57	17.83	14.16	221%	-3.63%	2.12%	6.80%	3.67%	2.44
杭州银行	-12.13	8.25	10.81	10.44	369%	-3.68%	2.36%	5.59%	3.66%	2.85
长沙银行	-1.47	0.52	2.50	3.08	-	-0.64%	0.21%	1.91%	1.58%	1.61
成都银行	-2.55	4.43	2.77	2.47	6%	-1.26%	2.04%	2.39%	1.43%	0.04
重庆银行	-15.86	17.20	9.21	5.77	-42%	-11.78%	13.02%	12.87%	5.42%	-4.22
贵阳银行	-4.46	7.21	5.10	4.76	101%	-2.85%	4.78%	6.89%	4.35%	2.28
郑州银行	-	3.19	-	-	-	-	2.33%	-	-	-
青岛银行	-4.59	8.35	9.87	7.28	50%	-3.95%	6.69%	13.84%	6.94%	1.94
苏州银行	-2.95	5.06	3.18	-0.12	-104%	-2.51%	4.26%	4.99%	-0.13%	-3.70

齐鲁银行	-2.52	3.56	7.03	6.83	227%	-2.28%	2.98%	10.97%	7.20%	4.91
兰州银行	0.29	3.94	6.55	4.83	127%	0.39%	4.91%	16.39%	7.98%	4.57
西安银行	3.48	-0.17	0.22	-0.04	-108%	5.30%	-0.23%	0.61%	-0.08%	-1.10
厦门银行	0.00	3.27	3.74	3.77	62%	0.00%	5.83%	12.92%	9.07%	3.63
渝农商行	-4.30	11.52	17.75	16.26	160%	-1.48%	4.12%	12.10%	7.56%	4.71
沪农商行	-1.43	14.68	25.92	24.66	168%	-0.56%	5.56%	18.62%	12.04%	7.53
青农商行	-1.44	1.57	2.35	1.19	498%	-1.44%	1.52%	4.02%	1.40%	1.16
常熟银行	-0.71	0.84	0.44	0.53	-	-0.80%	0.85%	0.80%	0.64%	0.72
紫金银行	-0.38	1.28	1.54	1.49	91%	-0.84%	2.91%	6.46%	4.30%	2.00
无锡银行	-0.30	0.32	0.57	0.00	-100%	-0.67%	0.71%	2.22%	0.00%	-0.34
张家港行	-1.61	1.94	0.94	1.29	-10%	-3.34%	4.26%	3.69%	3.56%	-0.53
江阴银行	-0.60	0.28	0.60	0.53	-	-1.59%	0.72%	2.77%	1.75%	1.97
苏农银行	-1.42	1.48	1.37	2.05	-3%	-3.51%	3.67%	6.03%	6.37%	-0.53
瑞丰银行	-0.30	2.40	2.74	1.91	138%	-0.87%	6.31%	12.61%	5.74%	2.97

数据来源：Wind、开源证券研究所

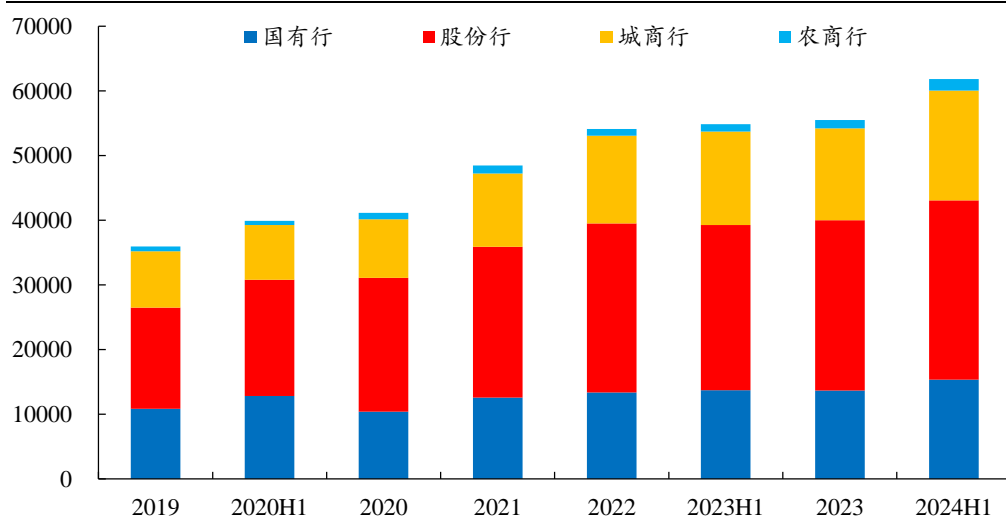
3、基金投资：监管要求、流动性管理、收益追求等多面平衡

3.1、上市银行增配基金，资本约束不大

2024H1 上市银行自营持仓基金规模为 6.18 万亿元，占总资产比例为 1.89%。分银行类型来看，股份行和城商行基金投资规模大，占总资产比例较高，分别为 3.87% 和 5.44%。

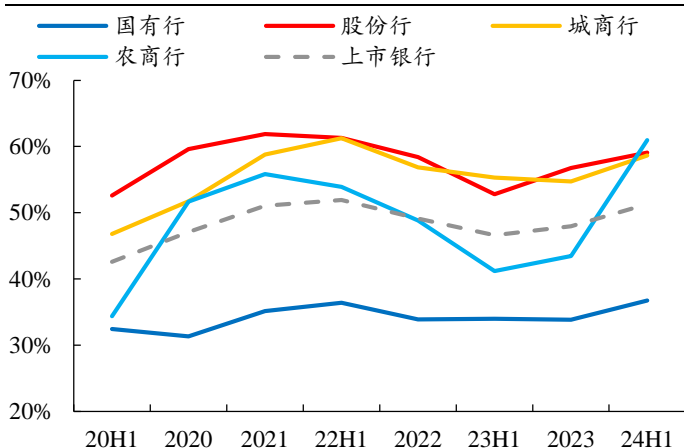
2024H1 上市银行整体增持基金投资约 6373 亿元。国有行、股份行、城商行和农商行分别增持 1656/1440/2741/535 亿元。基金投资占交易性金融资产比例较 2023 年分别提升 2.87pct、2.30pct、3.93pct、17.51pct，农商行提升幅度较大，主要是渝农商行增持了 289 亿元基金，占 FVTPL 比例提升了 32.6pct。

图23：2024H1 上市银行持仓基金规模提升（亿元）



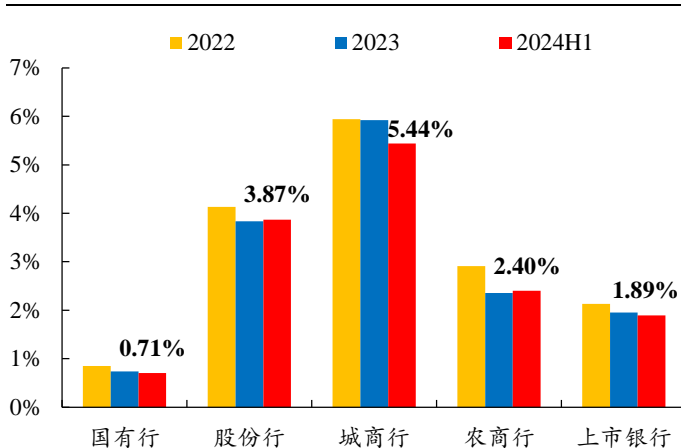
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2024H1 上市银行基金投资占 FVTPL 比例提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

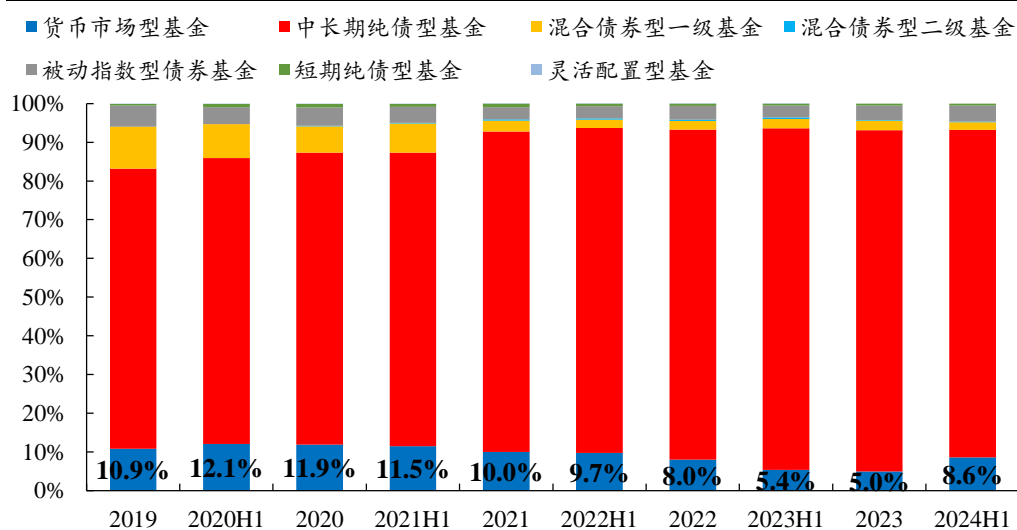
图25：2024H1 上市银行基金投资/总资产约 1.89%



数据来源：Wind、开源证券研究所

分基金类型来看，2024H1 银行自营投资货基的意愿提升。参考关联口径的基金持仓数据，2024H1 银行持仓货基占比提升 3.65pct，或源于季末资金面较为宽松，货基季末赎回压力不大。

图26：2024H1 银行持仓货基占比提升（关联方口径）



数据来源：Wind、开源证券研究所

具体到各家上市银行来看：

(1) 2024H1 基金投资规模 (>2000 亿元) 较大，且占交易盘比例超 60% 的上市银行有邮储银行、兴业银行、浦发银行、中信银行、光大银行、华夏银行、北京银行、上海银行、江苏银行、宁波银行。

(2) 2024H1 增持规模超 200 亿元，且基金投资占交易盘比例提升 3 个百分点以上的银行有：邮储银行 (+1099 亿元)、交通银行 (+320 亿元)、招商银行 (+617 亿元)、华夏银行 (+554 亿元)、浙商银行 (+245 亿元)、江苏银行 (+1164 亿元)、成都银行 (+237 亿元)、苏州银行 (+284 亿元)；

(3) 也有小部分银行减仓基金，如兴业银行 (-102 亿元)、浦发银行 (-135 亿元)、民生银行 (-65 亿元) 和上海银行 (-83 亿元)。

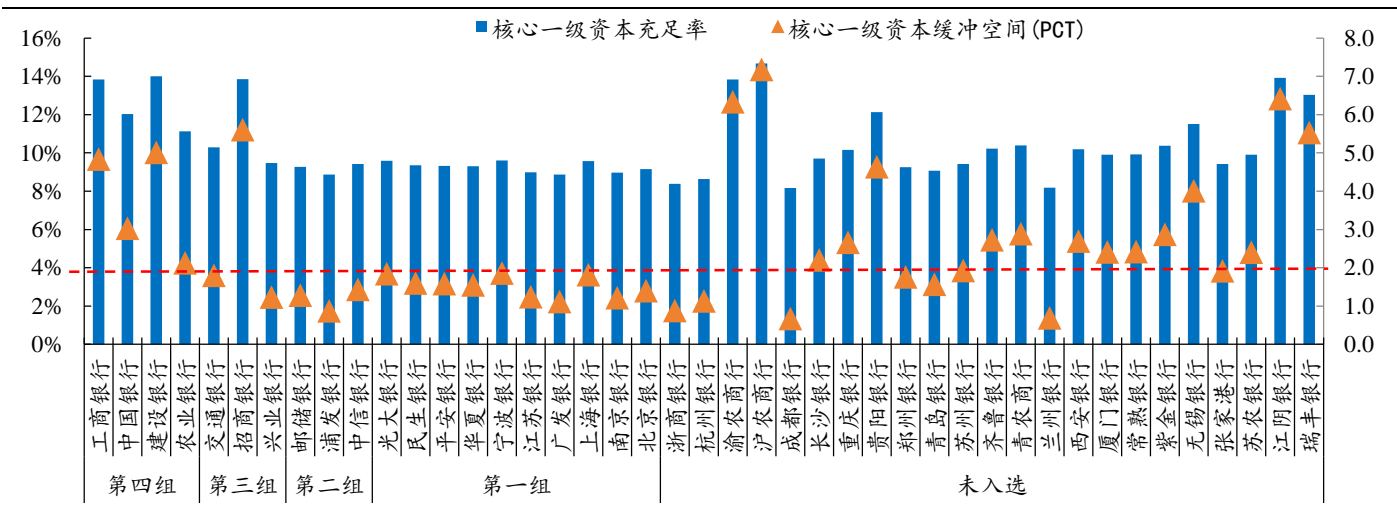
图27：2024H1 多数上市银行增持基金

银行名称	基金投资 (亿元)								趋势图	基金投资/FVTPL					
	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	24H1 增量	2021		2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	
工商银行	1122	1204	1245	1635	1667	1788	120		18%	16%	17%	20%	21%	20%	
建设银行	2651	2449	2267	2217	2400	2492	92		49%	44%	40%	39%	40%	42%	
农业银行	436	530	534	558	581	544	-38		9%	12%	10%	10%	11%	11%	
中国银行	907	1096	1024	1151	1018	1081	63		16%	20%	18%	19%	18%	18%	
邮储银行	4412	5441	6166	6035	6216	7314	1099		59%	66%	71%	71%	70%	74%	
交通银行	3052	3184	2135	2110	1809	2129	320		48%	48%	30%	32%	28%	35%	
国有行	12580	13904	13371	13705	13692	15348	1656		35%	36%	34%	34%	34%	37%	
招商银行	1628	1778	2005	1934	2423	3040	617		47%	42%	47%	40%	46%	52%	
兴业银行	5929	6256	6310	6023	5962	5860	-102		65%	64%	63%	63%	62%	66%	
浦发银行	3987	4518	4449	3622	4346	4211	-135		76%	74%	63%	49%	56%	67%	
中信银行	3974	4380	4320	4581	4212	4197	-15		80%	78%	77%	72%	69%	66%	
民生银行	1910	2687	2355	2022	1316	1251	-65		64%	70%	61%	52%	41%	38%	
光大银行	2535	2228	2140	2978	2966	2973	8		66%	57%	53%	61%	69%	65%	
平安银行	1179	1409	1842	1521	1652	1985	333		30%	39%	41%	36%	37%	35%	
华夏银行	1288	1326	1478	1673	1948	2501	554		55%	45%	41%	39%	62%	66%	
浙商银行	889	1065	1261	1223	1474	1719	245		50%	60%	67%	41%	63%	77%	
股份行	23320	25647	26160	25577	26297	27738	1440		62%	61%	58%	53%	57%	59%	
北京银行	1552	1759	2081	2080	2033	2303	270		82%	75%	72%	69%	65%	67%	
上海银行	1822	2150	2193	2125	2125	2042	-83		78%	76%	71%	64%	59%	67%	
江苏银行	1442	1922	1959	2327	2480	3644	1164		54%	60%	52%	59%	59%	67%	
宁波银行	2270	2091	2234	2566	2067	2261	194		64%	64%	62%	60%	59%	68%	
南京银行	1220	1356	1591	1780	1741	1971	229		42%	43%	40%	40%	39%	40%	
杭州银行	994	1104	867	795	867	1054	187		65%	75%	56%	42%	44%	44%	
长沙银行	487	651	654	711	763	875	112		49%	56%	60%	61%	63%	64%	
成都银行	210	155	314	233	313	549	237		41%	52%	59%	45%	56%	73%	
重庆银行	30	80	51	53	43	129	86		12%	32%	18%	19%	16%	45%	
贵阳银行	185	214	190	230	297	261	-36		57%	58%	55%	60%	67%	30%	
郑州银行	111	125	144	134	129	132	4		27%	28%	32%	32%	32%	34%	
青岛银行	400	408	350	340	438	436	-2		71%	67%	74%	74%	75%	70%	
苏州银行	287	398	392	452	346	630	284		62%	70%	64%	62%	66%	81%	
齐鲁银行	123	152	157	204	231	241	9		55%	54%	53%	59%	63%	61%	
兰州银行	72	198	106	134	66	99	33		21%	42%	29%	32%	20%	25%	
西安银行	61	77	117	130	155	182	27		31%	37%	45%	44%	54%	53%	
厦门银行	79	114	137	128	144	171	26		48%	73%	87%	88%	82%	85%	
城商行	11347	12954	13537	14422	14237	16979	2741		59%	61%	57%	55%	55%	59%	
渝农商行	316	396	302	318	361	650	289		65%	63%	46%	31%	33%	65%	
沪农商行	267	279	96	99	95	107	12		37%	34%	22%	17%	16%	20%	
青农商行	225	216	211	299	315	361	45		47%	46%	46%	56%	66%	71%	
常熟银行	135	107	88	77	88	155	67		99%	80%	72%	63%	63%	76%	
紫金银行	-	-	-	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	
无锡银行	80	82	85	87	84	94	10		91%	92%	98%	90%	99%	91%	
张家港行	30	45	56	74	74	140	66		47%	87%	81%	88%	78%	85%	
苏农银行	59	67	76	95	94	107	13		-	76%	83%	73%	91%	58%	
江阴银行	81	82	64	65	80	80	1		98%	98%	60%	42%	45%	72%	
瑞丰银行	31	31	47	43	48	79	31		61%	53%	76%	79%	75%	89%	
农商行	1224	1305	1024	1158	1238	1774	535		56%	54%	49%	41%	43%	61%	
上市银行	48471	53810	54091	54861	55465	61838	6373		51%	52%	49%	47%	48%	51%	

数据来源：各银行财报、开源证券研究所（注：交通银行统计口径为基金投资+非标）

资本缓冲空间充足较小的银行减仓基金。如兴业银行和浦发银行，资本缓冲空间充足的银行增持基金，如招商银行。

图28：2024H1 部分上市银行核心一级资本缓冲空间不足 200BP



数据来源：Wind、开源证券研究所

基金产品资本占用较少的银行增持基金。如增持规模较大邮储银行和江苏银行，根据 2024H1 数据测算，其基金产品加权平均风险权重低于 60%，低于同业。

图29：邮储银行和江苏银行基金投资的加权平均风险权重较低

银行类型	银行名称	基金投资 (2024H1)		风险加权资产 (亿元)				占比		
		规模	风险权重	穿透法	授权基础法	1250%	合计	穿透法	授权基础法	1250%
国有行	工商银行	1788	80.5%	794	644	13	1439	55.17%	44.76%	0.90%
	建设银行	2492	81.6%	42	1990	1	2033	2.06%	97.91%	0.04%
	农业银行	544	73.5%	38	367	6	400	9.56%	91.90%	1.59%
	中国银行	1081	130.2%	407	830	170	1408	28.91%	59.00%	12.09%
	邮储银行	7314	55.5%	554	3343	159	4056	13.67%	82.41%	3.93%
	交通银行	2129	124.4%	411	1776	461	2648	15.53%	67.07%	17.40%
股份行	招商银行	3040	73.2%	1257	968	-	2224	56.49%	43.51%	-
	民生银行	1251	188.9%	0	2363	-	2363	0.01%	99.99%	-
	中信银行	4197	119.1%	2172	2726	101	4999	43.44%	54.53%	2.03%
	平安银行	1985	74.0%	664	806	-	1469	45.15%	54.85%	-
	光大银行	2973	64.3%	380	1532	-	1911	19.86%	80.14%	-
	兴业银行	5860	99.9%	4861	833	158	5851	83.08%	14.24%	2.69%
	华夏银行	2501	95.3%	2269	116	-	2385	95.15%	4.85%	-
	广发银行	-	-	759	2	-	761	99.74%	0.26%	-
城商行	宁波银行	2261	77.5%	1734	19	-	1752	98.93%	1.07%	-
	江苏银行	3644	49.7%	660	1152	-	1812	36.43%	63.57%	-
	北京银行	2303	105.9%	-	2440	-	2440	0.00%	100.00%	-
	上海银行	2042	92.7%	1817	76	-	1893	95.99%	4.01%	-
	南京银行	1971	105.6%	838	1198	44	2081	40.27%	57.60%	2.13%
		19656		23182		1114	43926	45%	53%	3%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：风险加权资产统计口径为银行账簿资管产品，因此基金产品加权平均风险权重测算值偏大。）

3.2、基金免税收入对净利润贡献度约为 3.10%

根据我们测算，2024H1 上市银行基金投资免税收入对净利润贡献度为 3.10%，股份行和城商行较高，分别为 5.13%和 6.83%。

图30：上市银行基金投资免税收入对净利润贡献测算（2024H1）

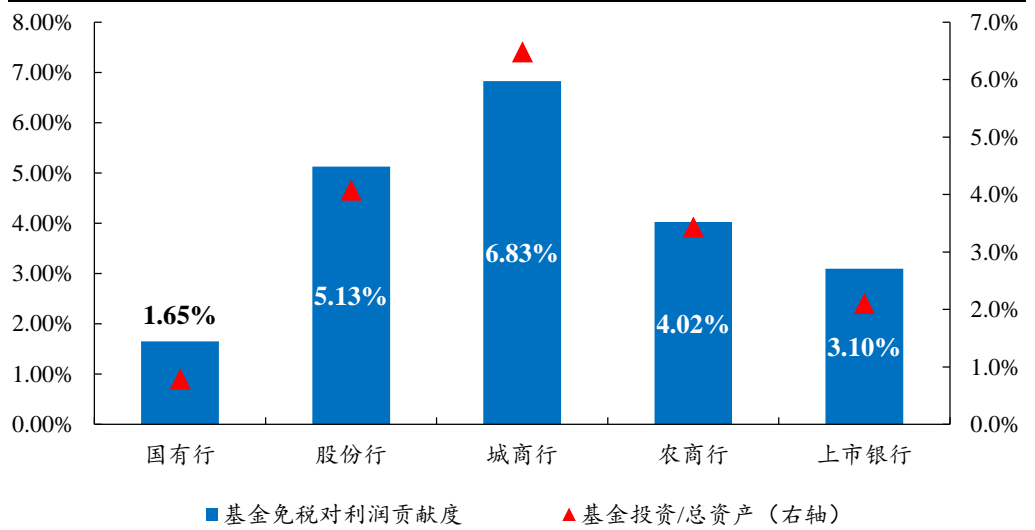
银行名称	免税收入		政府债利息收入		其中：基金分红收入		基金免税对利润贡献度		基金投资规模		基金投资/总资产		
	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	
国有行	工商银行	2611	1384	2510.07	1325.25	100.57	59.03	0.69%	0.87%	1667	1788	0.37%	0.38%
	建设银行	2335	1185	2113.44	1083.48	221.08	101.04	1.66%	1.54%	2400	2492	0.63%	0.62%
	农业银行	2075	1159	1990.54	1160.26	84.82	-	0.79%	-	581	544	0.15%	0.13%
	中国银行	1407	788	1335.78	734.29	71.34	53.55	0.77%	1.13%	1018	1081	0.31%	0.32%
	交通银行	950	473	764.33	387.91	185.51	85.21	5.00%	4.70%	1809	2129	1.29%	1.50%
	邮储银行	765	375	429.32	214.97	335.84	160.03	9.73%	8.20%	6216	7314	3.95%	4.46%
股份行	招商银行	755	376	492.22	245.75	262.66	129.93	4.48%	4.35%	2423	3040	2.20%	2.63%
	兴业银行	556	277	311.15	138.11	244.85	138.53	7.94%	8.05%	5962	5860	5.87%	5.66%
	浦发银行	407	207	229.94	108.26	176.98	98.54	12.06%	9.13%	4346	4211	4.83%	4.55%
	中信银行	524	206	320.58	151.00	203.22	55.48	7.58%	3.91%	4212	4197	4.65%	4.61%
	民生银行	404	188	330.59	166.09	73.21	21.67	5.11%	2.41%	1316	1251	1.71%	1.66%
	平安银行	282	141	180.28	84.86	102.20	56.50	5.50%	5.46%	1652	1985	2.96%	3.45%
	光大银行	299	150	208.64	106.78	90.44	42.98	5.54%	4.39%	2966	2973	4.38%	4.37%
	华夏银行	139	74	197.83	92.18	-	-	-	-	1948	2501	4.58%	5.78%
	浙商银行	123	60	73.17	38.08	49.51	22.20	8.22%	6.94%	1474	1719	4.69%	5.29%
城商行	北京银行	179	93	106.02	52.65	73.42	40.11	7.16%	6.88%	2033	2303	5.42%	5.84%
	上海银行	184	89	100.79	54.30	83.32	35.05	9.24%	6.76%	2125	2042	6.89%	6.34%
	江苏银行	211	118	103.45	48.06	107.83	70.16	9.38%	9.36%	2480	3644	7.29%	9.66%
	宁波银行	239	-	136.18	77.27	102.42	-	10.03%	-	2067	2261	7.62%	7.45%
	南京银行	148	77	44.44	23.54	103.85	53.24	14.03%	11.48%	1741	1971	7.61%	7.94%
	杭州银行	94	59	80.28	28.77	13.44	30.06	2.34%	7.52%	867	1054	4.71%	5.31%
	长沙银行	72	39	40.91	21.80	31.21	16.77	10.45%	10.17%	763	875	7.48%	7.97%
	成都银行	54	29	44.87	20.11	9.31	8.43	2.00%	3.42%	313	549	2.87%	4.58%
	贵阳银行	46	26	49.22	13.55	-	12.86	-	12.06%	297	261	4.31%	3.65%
	重庆银行	34	21	48.00	21.75	-	-	-	-	43	129	0.57%	1.60%
	郑州银行	25	11	19.14	9.43	6.00	1.35	8.11%	2.12%	129	132	2.04%	2.05%
	青岛银行	34	13	12.96	6.15	20.83	6.35	14.68%	6.01%	438	436	7.20%	6.67%
	苏州银行	24	15	11.96	4.71	11.99	10.23	6.52%	8.66%	346	630	5.74%	9.55%
	齐鲁银行	43	26	36.07	21.02	6.61	4.63	3.90%	4.93%	231	241	3.82%	3.71%
	西安银行	33	19	31.40	14.32	1.93	4.48	1.96%	8.38%	155	182	3.59%	4.09%
	厦门银行	34	18	18.78	9.77	14.77	8.00	13.86%	16.47%	144	171	3.69%	4.28%
兰州银行	19	10	11.37	5.83	7.80	4.13	10.46%	10.94%	66	99	1.45%	2.09%	
农商行	渝农商行	79	44	97.72	44.00	-	0.07	-	0.02%	361	650	2.51%	4.31%
	沪农商行	55	28	34.97	20.29	20.44	7.87	4.21%	2.82%	95	107	0.68%	0.73%
	青农商行	40	22	19.86	9.43	19.97	12.17	19.44%	15.01%	315	361	6.74%	7.59%
	常熟银行	16	9	12.13	6.25	4.28	2.36	3.26%	3.39%	88	155	2.64%	4.23%
	无锡银行	18	9	11.31	5.11	6.31	3.48	7.17%	6.52%	84	94	3.56%	3.76%
	紫金银行	8	4	7.04	2.74	1.03	1.44	1.60%	3.95%	-	-	-	-
	苏农银行	13	6	7.73	3.90	4.94	2.59	7.09%	5.77%	94	107	4.64%	4.91%
	张家港行	16	7	10.70	3.94	5.20	3.41	7.28%	9.01%	74	140	3.57%	6.47%
	瑞丰银行	17	10	9.23	6.57	7.94	3.46	11.49%	10.26%	48	79	2.44%	3.75%
	江阴银行	18	9	15.58	6.30	2.34	2.61	3.10%	8.99%	80	80	4.28%	4.31%
国有行	10143	5363	9143	4906	999	459	1.81%	1.68%	13692	15348	0.74%	0.79%	
股份行	3489	1679	2344	1131	1203	566	6.11%	5.17%	26297	27738	3.94%	4.08%	
城商行	1473	661	896	433	595	306	7.99%	6.92%	14237	16979	5.84%	6.49%	
农商行	280	148	226	109	72	39	4.55%	4.11%	1238	1774	2.52%	3.44%	
上市银行	15384	7852	12610	6579	2869	1370	3.42%	3.14%	55465	61838	1.97%	2.11%	

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

2024H1 基金投资规模>700 亿元，基金免税收入对净利润贡献度在 5% 以上的银行有邮储银行 (8.18%)、兴业银行 (8.05%)、平安银行 (5.46%)、浦发银行 (9.02%)、浙商银行 (6.73%)、上海银行 (6.76%)、北京银行 (6.86%)、杭州银行 (7.52%)、江苏银行 (9.04%)、南京银行 (11.42%)、长沙银行 (9.91%)。测算过程如下：

- (1) 基金分红收入=免税收入-债券投资利息收入*政府债占比；
- (2) 基金分红收入对净利润贡献度=基金免税收入*25%/净利润。

图31：股份行和城商行基金免税收入对利润贡献度较高（2024H1）

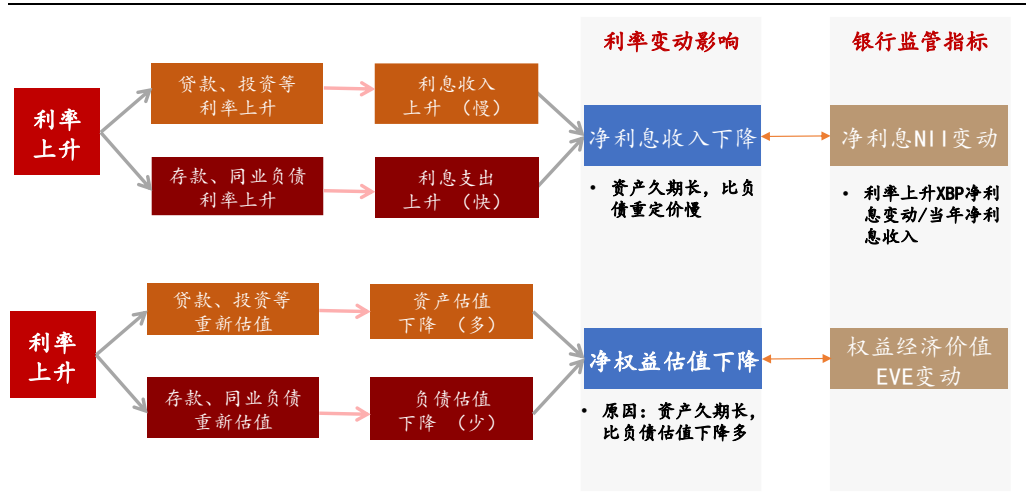


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、银行承接长债影响评估，兼论银行账簿利率风险管理

风险是收益来源，更重要的是如何管理好它。我们先说明的是“风险”对银行并不是坏事，尤其是利率风险。银行天然依靠资产与负债的期限错配来获取利差收益，即依靠短负债来支撑长资产。对于利率风险而言，管理好它的主要目的是将利率变化对银行的净利息收入（NII）和权益经济价值（EVE）的不利影响控制在可承受水平内，促进银行的价值回报可持续增长。

图32：利率上升影响商业银行 NII 和 EVE



资料来源：开源证券研究所

4.1、交易账簿利率风险：相对显性

交易账簿：银行为交易目的或规避其他项目风险而持有的、可自由交易的金融工具和商品头寸。

我们评估银行的交易账簿资产占比较低。以金融投资为例，FVTPL 仅有部分以交易为目的的资产为交易账簿。对于交易账簿利率风险，银行通常采用规模限额、市场风险价值指标（Var，覆盖交易账簿业务涉及的各种币种和期限利率风险因子），利率敏感性指标等风险指标对其进行计量、监控管理。主要利率敏感性指标为债券久期，债券及利率衍生品 PV01（在利率不利变动 1 个基点时的市值变动）。

4.2、银行账簿利率风险：较为隐性

银行账簿：指除交易账簿之外的其他业务，包括存贷款业务、非交易目的的债券投资、同业往来等资产、同业往来等资产、负债业务及表外业务。针对利率风险来说，交易账簿相对显性易观测，银行账簿更隐性。我们在本篇报告中重点研究银行账簿利率风险，银行账簿利率风险有几种表现形式：

4.2.1、重定价风险：资产和负债两端重定价不同步

由于商业银行资产端久期长，负债端久期短，当利率上升时，资产端重定价周期长，负债端重定价快，会使得负债成本提升，但资产端收益不变，银行利息净收入下降。

4.2.2、基差风险：定价基准利率调整不同步

由于我国债券市场、货币市场、存贷款市场等不同市场间的利率变化仍然存在割裂的现象，其中存贷款市场的基差风险最为突出。例如 2022 年以来 LPR 快速下行，但存款利率调整滞后，“非对称调息”使得基差风险明显增加。近年来商业银行由于 LPR 大幅下调而重定价，但存款利率保持相对刚性时，净息差大幅下降。

4.2.3、期权风险：利率变动时客户的潜在选择给银行造成损失的可能性

当利率变化时，客户行使隐含在银行资产负债表内业务中的期权可能给银行造成损失，一般体现为客户提前归还贷款本息和提前支取存款。如 2022 年以来新发放按揭贷款利率大幅下降，催化了客户提前偿还房贷行为，使得银行利息净收入下降。

4.3、配置盘承接长债较多，银行账簿利率风险在抬升

2024H1 利率上升对上市银行利息净收入和权益的负面影响加重。根据上市银行财报披露数据，2024H1 利率上升 100BP 约使得国有行利息净收入下降 3%~12%，股份行下降 2%~11%，城商行下降 1%~25%，农商行下降 0%~14%，较 2023 年降幅变大。

注：（1）利率上行对利息净收入的影响=利息净收入变动规模/当期利息净收入；

（2）利率上行对股东权益的影响=股东权益变动规模 / 当期股东所有者权益；

（3）对净利息收入的影响仅考虑了一年内重定价的资产和负债；

（4）对股东权益的影响仅考虑以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具进行重估后公允价值变动的的影响。

（5）各家上市银行假设条件或有一些不同，如建设银行额外假设存放央行款项利率不变，这使得其测算结果偏低；成都银行假设活期存款利率不变，这使得其测算结果偏高。

表8：2024H1 多数上市银行利率上升后利息净收入降幅变大

银行名称	利率变动情形假设				对利息净收入的影响				对股东权益的影响				
	2021	2022	2023	2024H1	2021	2022	2023	2024H1	2021	2022	2023	2024H1	
国有行	工商银行	100	100	100	100	-4.0%	-4.3%	-2.3%	-4.3%	-1.2%	-1.8%	-1.9%	-2.2%
	建设银行	100	100	100	100	-8.8%	-9.7%	-8.4%	-12.1%	-	-	-	-
	农业银行	100	100	100	100	-6.5%	-7.3%	-6.3%	-7.0%	-1.6%	-2.2%	-2.4%	-2.5%
	中国银行	25	25	25	25	-1.0%	-0.7%	-0.2%	-0.7%	-	-	-	-
	交通银行	100	100	100	100	6.5%	6.4%	7.1%	3.1%	-1.3%	-1.7%	-1.6%	-1.9%
	邮储银行	100	100	100	100	-5.1%	-4.8%	-5.6%	-8.7%	-	-	-	-
股份制行	招商银行	25	25	25	25	-1.8%	0.0%	-1.9%	-2.2%	-0.8%	0.0%	-0.9%	-0.9%
	兴业银行	100	100	100	100	-6.8%	-8.5%	-7.0%	-4.6%	-1.7%	-1.5%	-1.5%	-1.7%
	浦发银行	100	100	100	100	2.9%	-2.6%	-2.1%	-3.6%	-1.2%	-2.2%	-1.7%	-1.5%
	中信银行	100	100	100	100	-3.8%	-6.7%	-2.2%	-3.6%	-0.9%	-1.0%	-1.0%	-0.6%
	民生银行	100	100	100	100	-6.0%	-7.6%	-8.3%	-11.1%	-	-	-	-
	平安银行	50	50	50	50	-1.4%	-2.2%	-1.8%	-1.8%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.4%
	光大银行	100	100	100	100	-1.9%	-2.4%	-2.1%	-2.1%	-1.9%	-2.5%	-2.5%	-1.5%
	华夏银行	100	100	100	100	-7.2%	-2.8%	-6.1%	-8.3%	-2.6%	-2.5%	-3.2%	-3.1%
	浙商银行	100	25	25	25	-7.5%	-2.2%	-1.8%	-2.1%	-1.6%	-0.7%	-0.9%	-0.9%
	上海银行	100	100	100	100	-6.8%	-1.0%	-2.8%	-1.3%	-0.4%	-1.2%	-1.5%	-2.8%
股份行	江苏银行	200	200	200	200	7.9%	4.3%	4.1%	-1.9%	-2.5%	-3.1%	-4.2%	-8.2%
	宁波银行	100	25	25	25	-4.3%	-4.6%	-3.9%	-3.7%	-1.7%	-2.0%	-1.3%	-1.6%
	南京银行	100	100	100	100	1.9%	1.1%	-0.5%	-3.5%	-3.1%	-3.6%	-3.2%	-3.9%
	杭州银行	100	100	100	100	-15.2%	-15.2%	-22.1%	-24.7%	-4.0%	-3.4%	-	-
	长沙银行	100	100	100	100	-10.6%	-10.9%	-11.7%	-13.6%	-	-	-	-
	成都银行	100	100	100	100	-3.4%	-7.4%	7.6%	18.2%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	贵阳银行	100	100	100	100	-11.1%	-11.7%	-11.4%	-16.3%	-2.3%	-1.8%	-2.0%	-2.1%
	重庆银行	100	100	100	100	-3.3%	-3.4%	-5.3%	1.9%	-2.5%	-2.6%	-4.4%	-3.8%
	郑州银行	100	100	100	100	-3.8%	-8.7%	-5.0%	-3.4%	-1.9%	-3.0%	-2.6%	-2.6%
	青岛银行	100	100	100	100	-10.5%	-10.0%	-7.9%	-6.9%	-5.1%	-7.6%	-5.8%	-5.6%
	苏州银行	100	100	25	25	-4.8%	-4.4%	-0.7%	-1.7%	-	-	0.0%	0.0%
	齐鲁银行	100	100	100	100	-6.5%	-9.4%	-9.9%	-11.6%	-	-	-6.2%	-9.4%
	西安银行	100	100	100	100	13.0%	11.7%	15.2%	7.2%	-0.5%	-1.6%	-0.1%	-
厦门银行	100	100	100	100	-6.4%	-1.3%	-2.4%	-2.5%	-3.2%	-3.0%	-3.1%	-2.8%	
农商行	渝农商行	100	100	100	100	1.9%	1.9%	0.6%	-2.1%	0.3%	-2.9%	-3.0%	-2.4%
	沪农商行	100	100	100	100	11.5%	3.9%	3.1%	0.9%	-3.2%	-6.1%	-5.8%	-6.1%
	青农商行	100	100	100	100	-0.3%	-0.2%	0.3%	-0.1%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.1%
	常熟银行	100	100	100	100	2.1%	-1.0%	-4.1%	-4.1%	-0.4%	0.4%	-2.4%	-2.1%
	无锡银行	100	100	100	100	1.4%	-3.5%	11.0%	-6.8%	-	-	-	-
	紫金银行	100	100	100	100	-5.9%	-8.3%	-7.9%	-6.2%	-	-	-	-
	苏农银行	100	100	100	100	11.1%	7.9%	5.5%	6.9%	-3.8%	-8.3%	-6.4%	-4.4%
	张家港行	100	100	100	100	2.8%	2.7%	4.2%	3.3%	-3.5%	-3.7%	-3.8%	-2.0%
	瑞丰银行	100	100	100	100	-5.2%	-7.7%	-7.7%	-14.1%	-	-	-4.5%	-7.4%
	江阴银行	100	100	100	100	-11.9%	-11.5%	-12.6%	-8.4%	-	-	-	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

多数上市银行 3M 以内资产负债重定价负缺口继续拉大，是其在利率上行时利息净收入降幅变大的主要原因。具体来看，国股行和部分规模较大的城商行 3M 以内资产负债重定价缺口为负，源于活期存款规模较大，且 2024 年上半年负缺口继续拉大，当利率上行时，负债重定价更快，使得利息净收入下降。虽然 3M-1Y 区间资产负债重定价缺口为正，且正缺口拉大，但重定价更滞后，如贷款在第四个月初重定价，则只能享受三个季度的利息净收入提升。

表9：多数上市银行 1Y 以内资产负债重定价缺口变大（亿元）

银行名称	资产负债重定价缺口							利率敏感性分析变动 (PCT)
	2024H1		2023		变动 (2024H1-2023)			
	3M 以内	3M-1Y	3M 以内	3M-1Y	3M 以内	3M-1Y	1Y 以内	
工商银行	-71668	105712	-56229	89768	-15439	15944	505	-2.03
建设银行	-77340	99417	-41339	61724	-36001	37693	1691	-3.72
农业银行	-66654	67212	-61376	65513	-5278	1698	-3580	-0.72
中国银行	-40217	65205	-26838	49172	-13379	16033	2654	-0.57
邮储银行	-24309	-2102	-13810	-9678	-10499	7576	-2922	-3.13
交通银行	-31298	24785	-20131	16794	-11167	7991	-3176	-3.91
招商银行	-30929	23988	-25839	19554	-5091	4434	-656	-0.24
兴业银行	-5308	-141	-10118	4592	4810	-4732	77	2.37
浦发银行	-23170	16455	-23028	10231	-142	6225	6083	-1.54
中信银行	-14161	11835	-7228	5500	-6933	6335	-598	-1.48
民生银行	-17589	6507	-15334	5666	-2256	841	-1414	-2.86
光大银行	2590	-3152	3604	-5258	-1015	2106	1091	-0.05
平安银行	-8122	7932	-7981	7058	-141	874	733	0.01
华夏银行	-7319	3781	-4275	-934	-3044	4715	1671	-2.20
浙商银行	-6275	1429	-5105	-327	-1170	1755	585	-0.30
上海银行	-4364	108	-5450	558	1087	-450	637	1.46
江苏银行	-7913	4318	-1992	-1888	-5921	6206	285	-6.03
宁波银行	-7611	1514	-6931	1622	-680	-108	-788	0.26
南京银行	-3776	1760	-1860	-203	-1917	1964	47	-2.99
杭州银行	-6030	870	-5387	217	-643	654	11	-2.61
长沙银行	-2864	38	-2320	-469	-545	506	-39	-1.97
成都银行	2782	-364	-8	643	2790	-1007	1783	10.61
重庆银行	-32	-541	-100	-1316	68	775	843	7.28
贵阳银行	-1091	-1148	-873	-1036	-218	-113	-330	-4.88
郑州银行	-737	433	-996	244	259	189	448	1.56
青岛银行	-962	401	-1088	474	125	-73	52	0.97
苏州银行	-1406	1548	-593	591	-813	958	144	-1.00
齐鲁银行	-1002	-21	-789	119	-213	-140	-353	-1.66
西安银行	-751	1115	-102	168	-650	946	297	-8.03
厦门银行	-51	-235	-69	-205	17	-30	-13	-0.08
渝农商行	-2438	-253	-1381	-726	-1056	473	-583	-2.72
沪农商行	-1865	2025	-748	997	-1118	1028	-90	-2.24
青农商行	-275	358	-268	389	-7	-32	-39	-0.42
常熟银行	-456	485	-551	488	95	-3	93	-0.06

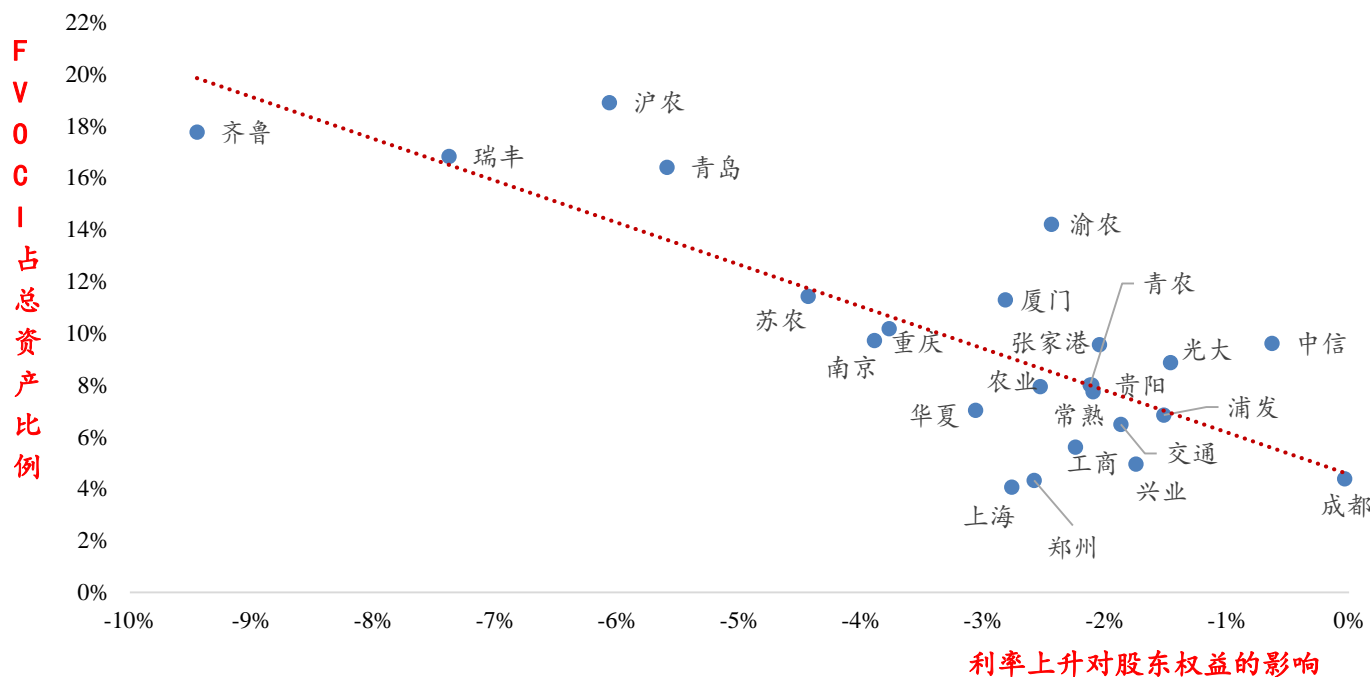
紫金银行	-235	892	28	551	-263	341	77	1.74
无锡银行	-290	137	-495	205	206	-68	137	-17.78
张家港行	117	131	-302	196	419	-66	353	-0.87
江阴银行	-278	118	-518	307	240	-189	50	4.24
苏农银行	-417	236	-487	300	70	-64	6	1.36
瑞丰银行	-424	-7	-384	194	-40	-201	-241	-6.39

数据来源：Wind、开源证券研究所

利率上行对权益的影响变大，主要是源于 2024 年上市银行普遍提升了 FVOCI 账户占比。

FVOCI 占总资产比例越高的银行，利率上升对其权益影响越大。利率上升对权益的影响主要体现在资产端公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具进行重估后公允价值变动的的影响，因此 FVOCI 占总资产比例较高的银行，利率上升时其权益降幅越大，如瑞丰银行、齐鲁银行等。

图33: FVOCI 占比越高的银行，利率上升对权益的影响越大 (2024H1)



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、FVOCI 占比为占总资产比例；2、考虑利率上升 100BP 对权益的影响）

4.4、评估：下阶段银行承接长债的可能影响

4.4.1、权益经济价值 (EVE) 的定义与计算过程

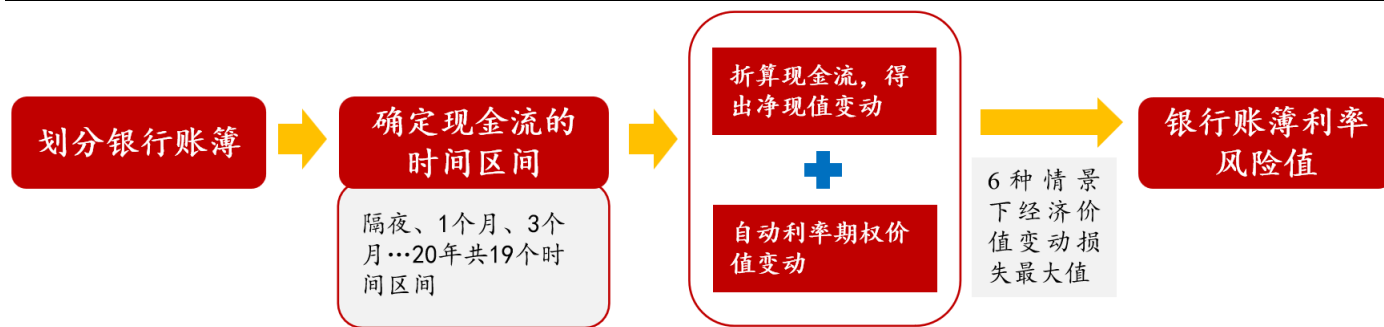
定性：由于超长债的久期较长，利率波动对其价格影响更大。若用 FVTPL 账户承接，则可能影响银行当期利润；若用 FVOCI 账户承接，虽然债券价格变化不会反应在当前利润报表上，但会通过公允价值的变动影响其他综合收益，出现“浮亏”会加剧核心一级资本充足率的紧张；若用 AC 账户承接，看起来以摊余成本计量，是一笔稳定的收息业务，但随着银行资产久期拉长，其隐性的利率风险也在积聚。

定量：颗粒度和投资组合可得性问题，测算可能有偏差。

EVE (权益经济价值) = 所有资产现金流的现值 - 所有负债现金流的现值。

我们参考《商业银行银行账簿利率风险管理指引》(修订)中的内容,按照以下步骤,对目前上市银行在压力情景下的 ΔEVE 的情况进行评估。

图34:《商业银行银行账簿利率风险管理指引》明确约定了银行账簿 ΔEVE 测算过程



资料来源:国家金融监督管理总局、开源证券研究所

STEP 1: 根据银行账簿表内外相关项目的名义重定价现金流特点,将利率敏感性头寸划分为三类:完全标准化头寸、半标准化头寸和非标准化头寸。

表10: 银行账簿利率敏感性头寸分为三类

分类	业务类型	确定到期日及现金流
完全标准化头寸	固定利率头寸 无提前还款权的固定利率贷款、无提前支取权的定期存款	合同到期前有确定现金流
	浮动利率头寸 可在下一个重定价日被重置为面值的头寸	浮动利率头寸可分解为在下一个重定价日之前的一系列利息现金流,和下一个重定价日的等同于面值的本金现金流。
半标准化头寸	自动利率期权 独立的期权衍生工具	在计算不同利率冲击情景下自动利率期权的价值时,应基于该利率冲击情景下的收益率曲线,并假设利率波动率上升25%(即当期波动率乘以125%)。与基准利率情景相比,特定利率冲击情景下所有卖出自动利率期权的价值变动,减去所有买入自动利率期权的价值变动,即为该利率冲击情景下自动利率期权的价值变动。
	无到期日存款 零售存款(交易性账户) 零售存款(非交易性账户) 批发存款	针对核心存款,商业银行可根据存款特点和历史数据,确定现金流到期期限,针对非核心存款,应将其视同隔夜存款,划至隔夜时间区间。
非标准化头寸	有提前还款权的固定利率贷款 无需对提前还款支付成本,或高于规定门槛才需支付成本的固定利率贷款	测算基准提前还款率,并在不同利率冲击情景下,使用不同的提前还款率假设,进而确定现金流。
	有提前支取权的定期存款 存款人具有提前支取存款权利,且存款人提前支取存款无需给予银行补偿的定期存款	测算基准提前支取率,并在不同利率冲击情景下,使用不同的提前支取率假设,进而确定现金流。

资料来源:国家金融监督管理总局、开源证券研究所

对于无到期日存款(活期存款),需划分核心存款和非核心存款。对于不同的存款类型,《指引》规定了核心存款比例上限和平均期限上限;核心存款视同有一定到期日的存款,非核心存款视同隔夜存款。核心存款是按照存款的稳定性认定的,存款越稳定,可以认定的核心存款比例越高,平均期限越长,折算后的名义重定价现金流越小,经济价值波动越小。

STEP 2: 确定现金流时间区间,将利率敏感性头寸的名义重定价现金流,按重定价日期划入表中规定的19个时间区间内。

图35：名义重定价现金流时间区间表

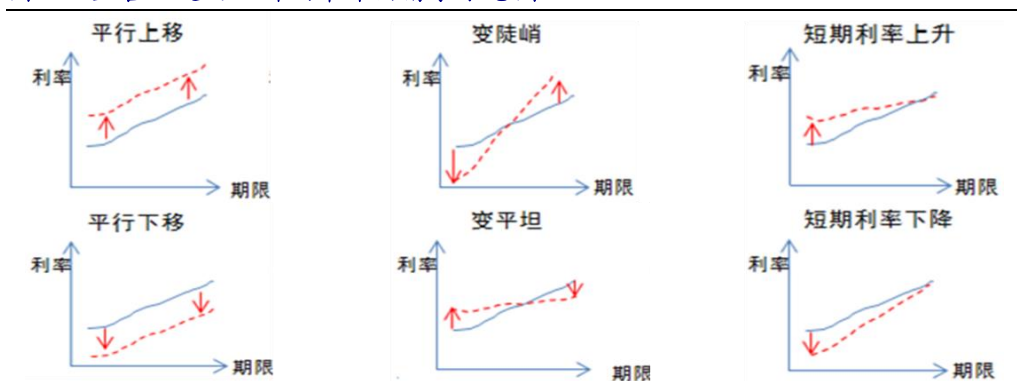
		时间区间					
短期利率	隔夜 (0.0028年)	隔夜≤1个月 (0.0417年)	1个月< t^{CF} ≤3个月 (0.1667年)	3个月< t^{CF} ≤6个月 (0.375年)	6个月< t^{CF} ≤9个月 (0.625年)	9个月< t^{CF} ≤1年 (0.875年)	
	1年< t^{CF} ≤1.5年 (1.25年)	1.5年< t^{CF} ≤2年 (1.75年)					
中期利率	2年< t^{CF} ≤3年 (2.5年)	3年< t^{CF} ≤4年 (3.5年)	4年< t^{CF} ≤5年 (4.5年)	5年< t^{CF} ≤6年 (5.5年)	6年< t^{CF} ≤7年 (6.5年)		
长期利率	7年< t^{CF} ≤8年 (7.5年)	8年< t^{CF} ≤9年 (8.5年)	9年< t^{CF} ≤10年 (9.5年)	10年< t^{CF} ≤15年 (12.5年)	15年< t^{CF} ≤20年 (17.5年)	t^{CF} > 20年 (25年)	

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

STEP 3: 按照六种利率冲击情景，对名义重定价现金流进行折现，并计算各利率冲击情景下的净现值变动（不包括自动利率期权头寸）。六种利率冲击情景（以人民币为例）分别为：

- (1) 平行上移 250BP；
- (2) 平行下移 250BP；
- (3) 变陡峭（短期利率下降 300BP，长期利率上升 150BP）；
- (4) 变平缓（短期利率上升 300BP，长期利率下降 150BP）；
- (5) 短期利率向上移动 300BP；
- (6) 短期利率向下移动 300BP。

图36：监管规定的六种利率冲击情景示意图



资料来源：开源证券研究所

STEP 4: 计算各利率冲击情景下，自动利率期权的价值变动。

STEP 5: 将各利率冲击情景下名义重定价现金流的净现值变动与自动利率期权的价值变动加总，即为该利率情景下的经济价值变动。

各币种加总后，六种利率冲击情景下经济价值变动损失最大值，即为基于经济

价值变动的银行账簿利率风险值。

4.4.2、上市银行银行账簿利率风险指标 (Δ EVE/一级资本净额) 测算

我们根据上市银行 2024H1 披露数据测算银行账簿 Δ EVE/一级资本净额，主要测算过程和假设如下：

1、确定银行账簿利率敏感性头寸：资产端需剔除交易性金融资产。

2、确定各时间区间头寸缺口：因数据可得性受限，我们在确定上市银行现金流时间区间时做出以下假设：

(1) 根据上市银行财报披露数据情况，时间区间划分为 1M 以下、1-3M、3M-1Y、1-5Y、5Y 以上五个时间区间；

(2) 活期存款：设零售活期存款中核心存款占比为 90%，对公活期存款中核心存款占比为 60%。设核心存款现金流到期期限分为 1M-3M (20%)、3M-1Y (40%)、1Y-5Y (40%)；非核心存款则划入 1M 以内的时间区间。

表11：监管规定了核心存款上限与核心存款平均期限上限

	核心存款比例上限(%)	核心存款平均期限上限(年)
零售存款(交易性账户)	90	5
零售存款(非交易性账户)	70	4.5
批发存款	50	4

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

注：零售类存款是指个人存款和小微企业存款。小微企业存款指在商业银行的存款总额（并表口径）不超过 800 万元并被视同零售存款管理的非金融机构客户的存款，如商业银行对该客户存在信用风险敞口，该客户还应当满足《商业银行资本管理办法（试行）》中关于小微企业的条件。

表12：上市银行核心存款现金流到期期限分布情况（2024H1）

银行名称	核心存款现金流到期期限分布			核心存款			核心存款占比		存款结构	
	1M-3M	3M-1Y	1-5Y	合计	个人活期	公司活期	90%	60%	个人活期	公司活期
国有行	80665	161330	161330	403324	240197	163128	90%	60%	266885	271879
股份行	21944	43888	43888	109721	40267	69454	90%	60%	44741	115757
城商行	6359	12718	12718	31794	9024	22770	90%	60%	10026	37951
农商行	1348	2695	2695	6738	3245	3437	90%	60%	3742	5919
上市银行	110315	220631	220631	551577	292732	258789	90%	60%	325394	431505

数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 确定上市银行各区间头寸缺口：采用上市银行总资产（剔除 FVTPL）以及总负债（考虑核心存款）的重定价区间数据计算，头寸缺口=总资产-总负债。根据 2024H1 数据，上市银行 1M 以内、1M-3M 区间为负头寸缺口，即短期负债规模大于短期资产规模；5Y 以上区间为正头寸缺口，长期资产规模大于长期负债规模。

表13: 上市银行 5Y 以上区间为正头寸缺口 (2024H1)

银行名称	头寸缺口 (亿元)				
	1M 以内	1M-3M	3M-1Y	1-5Y	5Y 以上
国有行	27161	-19391	192729	-299086	199075
股份行	-20156	-9144	19722	-33870	54793
城商行	-8581	-10264	-6053	-13002	28178
农商行	-1650	-286	1006	-2118	4797
上市银行	-3226	-39085	207404	-348077	286842

资料来源: Wind、开源证券研究所

3、确定折现因子: 根据《商业银行银行账簿利率风险管理指引》给定公式计算不同利率冲击下的折现因子。

(1) 折现因子计算公式为: $DF_{i,c}(t_k) = \exp(-R_{i,c}(t_k) \cdot t_k)$ 。

注: i 表示利率冲击情景, c 表示币种, k 表示特定时间区间, t_k 为第 k 组时间区间的中间点。 $R_{i,c}(t_k)$ 为在利率冲击情景 i 下, 币种 c 的收益率曲线在时间 t_k 上的值, $DF_{i,c}(t_k)$ 为对应第 k 组时间区间中点的折现因子。

(2) 采用 2024 年 6 月的中债国债到期收益率曲线。

4、对名义重定价现金流进行折现, 采用文件给出的计算公式:

$$EVE_{i,c}^{nao} = \sum_{k=1}^K CF_{i,c}(k) \cdot DF_{i,c}(t_k)$$

5、分别计算基准利率情形下的 EVE, 和利率平行上移 250BP 情形下的 EVE,

$\Delta EVE = EVE(\text{基准利率}) - EVE(\text{利率平行上移 250BP})$

6、得出利率风险指标 (ΔEVE /一级资本净额)。

注: 可能导致测算结果有偏差的因素:

(1) 名义重定价现金流时间区间划分不精细: 按照监管文件, 应划分 19 个时间区间, 但由于数据可得性, 我们仅划分 5 个时间区间;

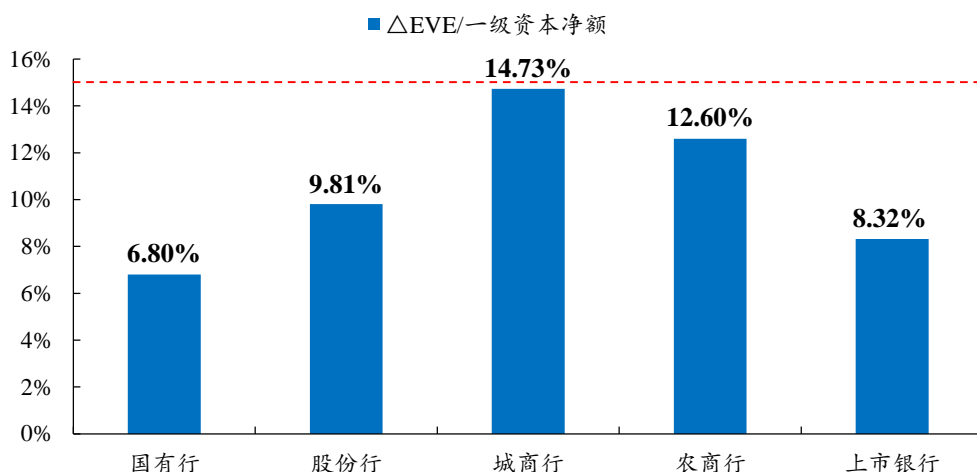
(2) 未考虑利息收入的名义现金流: 由于各区间资产和负债利率数据不可得, 利息收入和支出形成的名义现金流未考虑;

(3) 未考虑自动利率期权价值变动影响;

(4) 未考虑外币的影响;

(5) 仅考虑了一种利率冲击情形 (平行上移 250BP)。

根据我们测算, 2024H1 上市银行整体 ΔEVE /一级资本净额约为 8.32%。我们根据上市银行 2024H1 披露数据对利率风险指标 (ΔEVE /一级资本净额) 进行静态测算, 上市银行整体利率风险指标可控, 国有行和股份行 ΔEVE /一级资本净额分别为 6.80% 和 9.81%, 监管对全国性商业银行的要求为 15%。

图37：上市银行整体来看利率风险指标可控（2024H1，测算值）


数据来源：Wind、开源证券研究所

具体到各家上市银行来看，利率风险指标呈现非常明显的分化。

(1) 利率风险指标压力较大的银行：国有行中农业银行、邮储银行超 10%；股份行中民生银行、华夏银行、浙商银行超 15%，较为承压；城商行该指标没有监管上限约束，整体偏大，上海银行、江苏银行、宁波银行、杭州银行均超 15%。

(2) 利率风险指标压力较小的银行：国有行中工商银行、建设银行、中国银行压力不大，股份行中兴业银行、中信银行、光大银行、平安银行小于 10%。

注：仅为测算结果，不代表应用于监管考核的实际值，我们认为全国性银行对于ΔEVE 等利率风险指标的刚性约束较强，并不会突破一级资本净额 15% 的上限，因此测算值仅反映不同银行压力表现的分化。

表14：上市银行利率风险指标情况分化（2024H1），基于压力情景为利率曲线平行上移 250BP

银行类型	银行名称	ΔEVE/ 一级资本净额(测算)	头寸缺口 (亿元)				
			1M 以内	1M-3M	3M-1Y	1-5Y	5Y 以上
国有行	工商银行	3%	11190	-4310	63889	-86596	45026
	建设银行	6%	3333	-8017	61981	-76610	46094
	农业银行	12%	7909	-1667	29959	-71552	59049
	中国银行	1%	12915	723	36803	-53397	23923
	邮储银行	16%	4998	-3594	-16310	322	13704
	交通银行	9%	-13184	-2525	16407	-11253	11280
股份行	招商银行	11%	1577	-7369	10381	-8011	11982
	兴业银行	8%	1090	3728	-6524	-8754	9912
	浦发银行	12%	-11225	-688	10486	-6738	8606
	中信银行	3%	-220	-1155	4201	-4363	3295
	民生银行	21%	-9141	-1815	2605	3449	7080
	光大银行	0%	3801	4396	-6781	-3436	2522
	平安银行	7%	-1601	-555	3920	-5722	4658
	华夏银行	16%	-2522	-3746	1332	-123	3733
城商行	北京银行	10%	1653	-2526	-2695	-518	3152

上海银行	16%	-822	-761	-1822	-827	3519
江苏银行	18%	-3461	-1982	2115	-3937	5436
宁波银行	22%	-3567	-1186	-68	-433	3705
南京银行	5%	-1586	-840	472	-2844	1971
杭州银行	31%	-2397	-1166	-1063	883	2646
长沙银行	21%	-518	-808	-753	204	1051
成都银行	-23%	3297	854	-1133	-3489	597
重庆银行	12%	594	-356	-824	421	434
贵阳银行	34%	-391	-385	-1623	469	1585
郑州银行	12%	39	-189	70	-186	579
青岛银行	13%	-92	-259	-16	-570	695
苏州银行	-4%	-564	-165	1121	-772	109
齐鲁银行	26%	-71	-268	-422	334	731
兰州银行	30%	-704	-89	136	-383	902
西安银行	8%	-167	-178	826	-1165	658
厦门银行	12%	175	40	-374	-190	408
农商行						
渝农商行	21%	-899	-352	-1121	731	1741
沪农商行	9%	-309	-121	987	-931	1090
青农商行	7%	58	43	30	-448	411
常熟银行	9%	-119	-31	331	-518	399
紫金银行	-11%	-96	147	736	-736	118
无锡银行	16%	-6	-70	-17	-98	304
张家港行	19%	126	34	108	-138	279
江阴银行	8%	-102	57	0	-30	119
苏农银行	10%	-70	-76	97	-190	197
瑞丰银行	19%	-232	83	-144	240	139

数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

利率风险指标分化主要跟银行持有债券的久期和结构有关：债券的久期是其现金流的加权平均到期时间，反映了债券价格对利率变动的敏感度。 $\Delta P/P = -D \cdot \Delta r$ ， ΔP --债券价格的变动值， P --债券的价格， D --债券久期， Δr --利率变动值。

除了持债久期之外，债券的凸性（收益率变化 1% 所引起的久期的变化）也对债券价格变动有重要影响。也就是说相同的投资组合久期，由于其内部各期限债券的分布结构不同，其利率敏感性也会有差异。比如，债券期限较为集中的“子弹型”组合结构收益率可能较高但波动大，债券期限分散于长短两端的“哑铃型”组合凸性更大，抵御利率风险的能力更强。

注：由于数据可得性问题，本测算基于财报披露信息，与实际应用于监管考核的数据有所偏差，仅供参考。

4.4.3、上市银行承接新增化债资金对利率风险指标的影响测算

1、测算各家上市银行承接地方债规模及期限分布：2024 年 11 月监管表态“增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施。”商业银行为地方债主要投资机构，我们测算每发行 2 万亿特殊再融资专项债，**国有行、股份行、城商行和农商行承接规模分别为 1.42**

万亿元、3785 亿元、1631 亿元、361 亿元。

表15: 各家上市银行承接特殊再融资专项债规模和期限测算 (亿元)

	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	合计	承接规模占比假设
国有行	2718	1695	5017	616	242	3937	14224	71.12%
股份行	723	451	1335	164	64	1047	3785	18.92%
城商行	312	194	575	71	28	451	1631	8.16%
农商行	69	43	127	16	6	100	361	1.80%
上市银行	3821	2383	7055	866	340	5535	20000	100%
期限分布假设	19.11%	11.91%	35.27%	4.33%	1.70%	27.68%	100.00%	

数据来源: Wind、开源证券研究所

主要测算假设如下:

(1) 各家上市银行承接地方债比例: 参考 2024H1 上市银行政府债持仓比例数据, 国有行、股份行、城商行和农商行分别承接 71%、19%、8%和 2%。

(2) 新增特殊再融资专项债期限分布: 参考 2023 年以来新增债券期限分布情况, 以 10Y 和 30Y 为主, 占比分别为 35%和 28%。

表16: 2023 年以来新增特殊再融资专项债以 10Y 和 30Y 为主 (亿元)

	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	合计
2023 年	1364	831	1372	-	-	1094	5012
2024 年	17	30	1178	313	123	906	2566
合计	1381	861	2550	313	123	2000	7228
占比	19%	12%	35%	4%	2%	28%	100%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 2024 年截至日期为 2014 年 11 月 20 日。)

2、测算各家上市银行承接地方债后利率风险指标变化:

(1) 设各家上市银行均通过吸收一年期的负债来支撑地方债投资。

(2) 以 2024H1 数据静态测算, 基准利率情形下的 EVE 和利率平行上移 250BP 下的 EVE。

根据我们测算, 上市银行承接 2 万亿元特殊再融资专项债后, 利率风险指标 (Δ EVE/一级资本净额) 约提升 1.38pct, 其中国有行提升幅度最大, 提升 1.51pct。

图38: 承接地方债后, 上市银行利率风险指标大概提升 1.38pct

银行类型	Δ EVE/一级资本净额			承接地方债规模 (亿元)						
	2024H1	承接长债后	变化 (PCT)	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	合计
国有行	6.8%	8.3%	1.51	2718	1695	5017	616	242	3937	14224
股份行	9.8%	10.9%	1.06	723	451	1335	164	64	1047	3785
城商行	14.7%	16.1%	1.33	312	194	575	71	28	451	1631
农商行	12.6%	13.9%	1.35	69	43	127	16	6	100	361
上市银行	8.3%	9.7%	1.38	3821	2383	7055	866	340	5535	20000

数据来源: Wind、开源证券研究所

图39：承接长债对上市银行利率风险指标的影响相对可控

银行类型	银行名称	△EVE/一级资本净额			承接地方债规模（亿元）						
		2024H1	承接长债后	变化（PCT）	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	合计
国有行	工商银行	3.4%	5.0%	1.60	742.6	463.1	1371.0	168.3	66.0	1075.8	3887
	建设银行	6.5%	8.0%	1.47	578.5	360.7	1067.9	131.1	51.4	838.0	3028
	农业银行	12.3%	14.0%	1.76	651.4	406.2	1202.7	147.6	57.9	943.7	3410
	中国银行	1.0%	2.2%	1.25	395.8	246.8	730.8	89.7	35.2	573.4	2072
	邮储银行	16.3%	17.4%	1.10	133.8	83.4	247.0	30.3	11.9	193.8	700
	交通银行	9.5%	11.1%	1.61	215.4	134.3	397.7	48.8	19.2	312.1	1128
股份行	招商银行	11.4%	12.6%	1.15	151.9	94.7	280.4	34.4	13.5	220.0	795
	兴业银行	8.0%	8.8%	0.83	85.4	53.3	157.7	19.4	7.6	123.7	447
	浦发银行	12.1%	12.9%	0.79	70.8	44.1	130.6	16.0	6.3	102.5	370
	中信银行	2.7%	3.8%	1.08	105.5	65.8	194.8	23.9	9.4	152.9	552
	民生银行	20.9%	22.3%	1.42	102.7	64.0	189.6	23.3	9.1	148.7	537
	光大银行	0.4%	1.3%	0.94	64.5	40.2	119.0	14.6	5.7	93.4	338
	平安银行	6.7%	7.8%	1.11	63.5	39.6	117.3	14.4	5.6	92.0	332
	华夏银行	15.6%	17.0%	1.41	56.3	35.1	104.0	12.8	5.0	81.6	295
	浙商银行	21.0%	22.0%	0.98	22.5	14.0	41.5	5.1	2.0	32.5	118
城商行	北京银行	10.4%	11.3%	0.88	35.2	22.0	65.1	8.0	3.1	51.1	184
	上海银行	16.3%	17.7%	1.31	38.6	24.1	71.2	8.7	3.4	55.9	202
	江苏银行	17.5%	18.7%	1.13	39.7	24.8	73.3	9.0	3.5	57.5	208
	宁波银行	21.9%	24.0%	2.06	54.3	33.9	100.3	12.3	4.8	78.7	284
	南京银行	4.6%	5.7%	1.13	24.4	15.2	45.0	5.5	2.2	35.3	128
	杭州银行	31.3%	32.8%	1.54	24.1	15.0	44.5	5.5	2.1	34.9	126
	长沙银行	20.7%	22.7%	2.05	17.2	10.8	31.8	3.9	1.5	25.0	90
	成都银行	-23.0%	-21.8%	1.25	11.3	7.0	20.8	2.6	1.0	16.4	59
	重庆银行	12.3%	13.6%	1.37	10.0	6.2	18.5	2.3	0.9	14.5	52
	贵阳银行	34.4%	35.9%	1.48	11.6	7.2	21.4	2.6	1.0	16.8	61
	郑州银行	12.4%	13.2%	0.80	5.3	3.3	9.7	1.2	0.5	7.6	28
	青岛银行	13.2%	14.0%	0.79	4.1	2.5	7.5	0.9	0.4	5.9	21
	苏州银行	-4.2%	-3.5%	0.64	3.7	2.3	6.9	0.8	0.3	5.4	19
	齐鲁银行	26.3%	28.9%	2.55	13.6	8.5	25.1	3.1	1.2	19.7	71
	兰州银行	29.6%	30.5%	0.93	3.8	2.4	7.1	0.9	0.3	5.6	20
	西安银行	7.8%	10.0%	2.27	8.5	5.3	15.6	1.9	0.8	12.3	44
厦门银行	12.3%	14.0%	1.70	6.2	3.9	11.5	1.4	0.6	9.0	33	
农商行	渝农商行	21.0%	22.8%	1.73	26.9	16.8	49.6	6.1	2.4	39.0	141
	沪农商行	8.5%	9.5%	0.94	13.8	8.6	25.4	3.1	1.2	19.9	72
	青农商行	6.9%	8.3%	1.40	6.6	4.1	12.1	1.5	0.6	9.5	34
	常熟银行	9.0%	10.1%	1.11	3.7	2.3	6.9	0.8	0.3	5.4	19
	紫金银行	-11.3%	-10.6%	0.72	1.6	1.0	3.0	0.4	0.1	2.4	9
	无锡银行	15.8%	17.0%	1.16	3.1	1.9	5.7	0.7	0.3	4.5	16
	张家港行	18.9%	20.4%	1.45	2.9	1.8	5.3	0.6	0.3	4.1	15
	江阴银行	8.5%	10.1%	1.65	3.5	2.2	6.4	0.8	0.3	5.0	18
	苏农银行	9.9%	11.4%	1.52	2.9	1.8	5.3	0.6	0.3	4.1	15
	瑞丰银行	19.2%	21.1%	1.90	4.0	2.5	7.5	0.9	0.4	5.8	21

数据来源：Wind、开源证券研究所

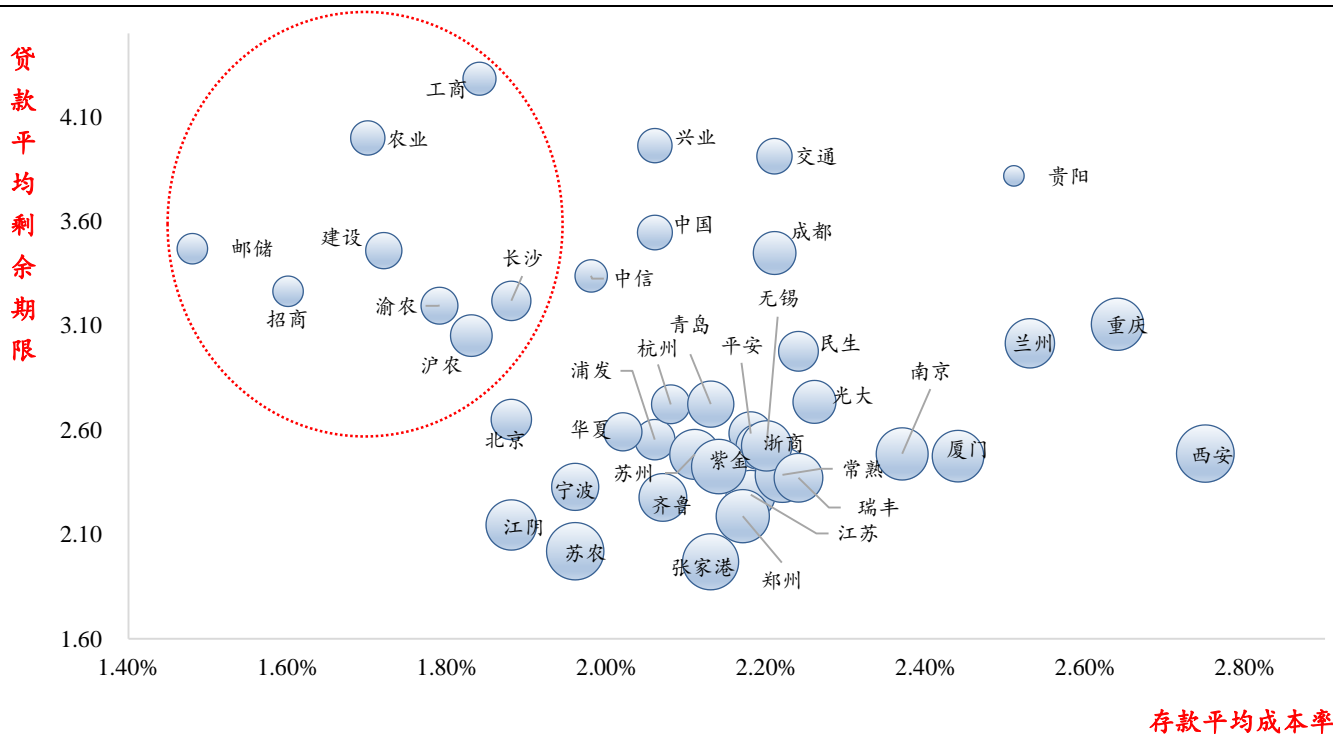
4.5、利率风险管控的几种常用措施

(1) 限额管理：针对交易账簿的市场风险，通过设置市场风险 RWA、VAR 值等限额来控制亏损；对于 FVOCI 账户中浮亏可能给资本造成的不利影响。

(2) **控制投资组合久期，设置 DV01 上限。** DV01 指的是每百元面值的债券，当收益率变动 1 个基点时，债券价格的绝对值变动，DV01 限额与债券投资组合的头寸限额和久期限额相互关联，设定组合的头寸规模和久期上限后，一般 DV01 限额也随之确定。

(3) **控制重定价缺口：**控制 1 年内/6 个月内资产负债的错配比例，有利于控制当年内的利率变动造成的净利息收入的过大变化。

图40：存款越稳定、成本越低，越有能力承受较大的期限错配（2024H1）



数据来源：各银行财报、开源证券研究所（注：气泡越大，代表存贷期限错配比越小，即存贷期限错配程度越大；存贷款错配比=存款平均到期年限÷贷款平均到期年限）

(4) **稳定核心负债：**负债的稳定程度决定了银行是否有能力承担比较大的期限错配，以存贷业务为例，一般来说存款越稳定、成本越低的银行（如国有大行），其贷款期限也会更长。我们按“存款-(贷款+金融投资)”作为银行的核心负债来评估，近年来大型国有银行的存款脱媒现象严重（如存款挂牌利率下调、高息存款整改等），但支持实体经济力度不减，贷款增速仍维持 10%以上，核心负债的缺口压力加重。加上为了配合积极的财政政策，大型银行认购长期限的地方债和超长特别国债的力度加大，资产负债久期错配程度提高。

(5) **灵活运用利率衍生工具进行对冲：**比如通过利率互换来弥补利率不利变动时债券价格的下跌。

5、2025 年银行配债行为展望

5.1、政府债供给：2025 年力度或不低，银行或加快一级承销后的流转

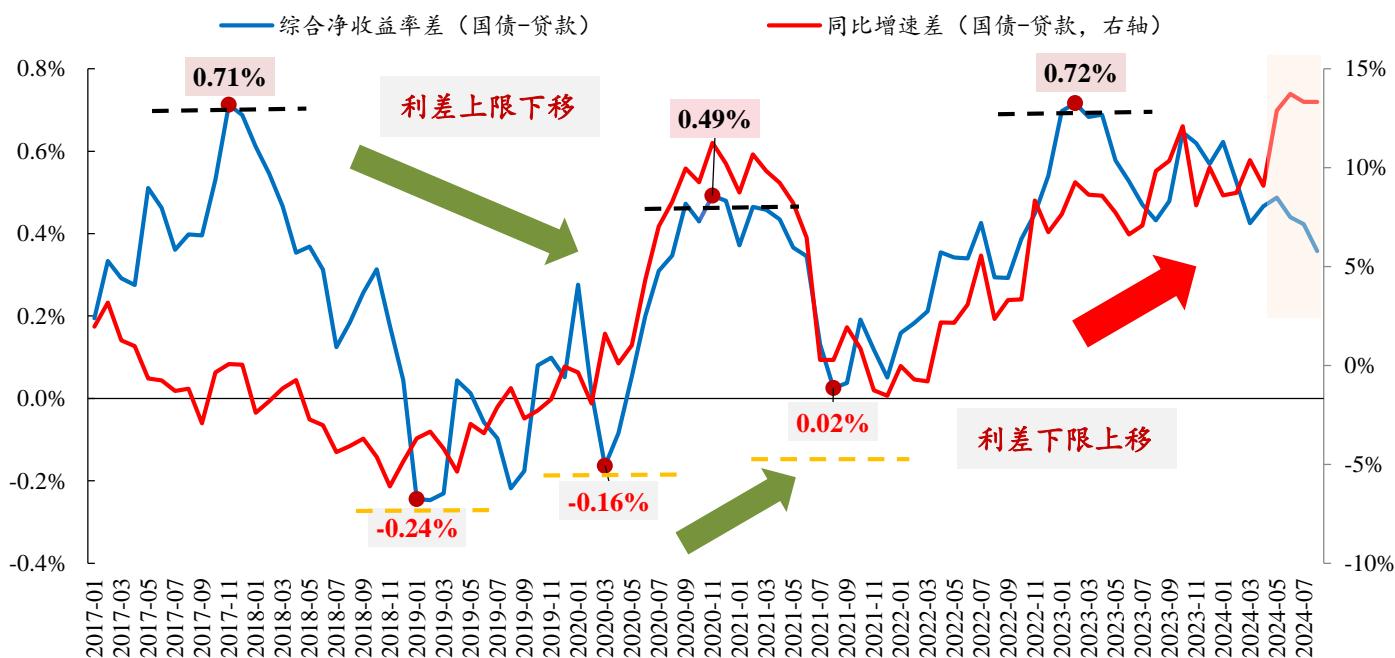
预期 2025 年地方政府债供给力度较大，国有大行有被动配置压力。一方面，化债进程加速推进，新增 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，一次报批，分三年实施；另一方面，监管表态实施更加给力的财政政策，扩大专项债券发行规

模。国有大行政府债投资占比高，且多为一级市场买入并持有至到期，2024H1 国有行 AC 账户中政府债占比约 79%，预期 2025 年大行被动承接政府债的规模提升，但为了避免利率风险指标的压力，银行可能会加快一级市场承销后的二级市场流转。

5.2、资产比价：债-贷比价运行在历史高位，长久期利率债仍有性价比

“债-贷”比价运行在历史高位，我们看好内部定价并轨后的同步。从债贷比价的历史数据动态来看，2017 年以来债贷综合净收益率差存在上下限，处于[-24BP，72BP]区间。截至 2024 年 10 月，我们测算的十年国债-一般性贷款综合收益率差为 28BP，仍处于历史较高位置。我们判断 2025 年，伴随 LPR 与 MLF 脱钩之后，FTP 定价并轨后的债贷比价效应或将恢复联动。这可能说明：贷款供需如果仍失衡，贷款收益率或有进一步下降空间；若信贷需求企稳，则贷款定价弹性较大，届时配债需求或有边际弱化。

图41：银行资产比价效应从 2019 年后非常明显，债-贷综合净收益率差处于[-24BP，72BP]区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

静态比价来看，长久期利率债仍具性价比。目前决定长端利率的核心要素仍是经济运行的状态和复苏弹性，目前虽然政策力度较大，宽货币—宽财政—宽信用路径传导顺利，但复苏仍处于稳步有序的阶段，并非一蹴而就的过程。我们认为 2025 年政策降息仍有空间，按此逻辑优质资产荒状态下银行、保险等机构的配置力度仍会较强，甚至有可能在 2024 年底前提前配置。我们以银行自营的大类资产配置为例，以现阶段贷款利率，各类债券到期收益率静态测算，考虑资本占用、税收、存款派生和信用成本等因素后，长久期利率债、债基仍具有较强比价效应。

表17：商业银行大类资产比价：长久期利率债仍具有性价比

大类资产	名义收益率	税收成本	增值税	所得税	资本成本	资本转换系数	资本成本率	风险权重	存款派生收益	信用成本	综合收益率
企业贷款	3.51%	0.51%	6%	25%	0.47%	10.5%	6.0%	75%	0.69%	1.55%	1.67%
票据贴现	1.35%	0.00%	6%	25%	0.47%	10.5%	6.0%	75%	0.00%	0.00%	0.88%
消费贷	3.15%	0.41%	6%	25%	0.47%	10.5%	6.0%	75%	0.12%	1.20%	1.18%
按揭贷款	3.31%	0.46%	6%	25%	0.19%	10.5%	6.0%	30%	0.35%	0.54%	2.47%

同业拆出 1M	1.87%	0.00%	0%	25%	0.25%	10.5%	6.0%	40%	0.00%	0.00%	1.62%
买入返售 7D	1.65%	0.00%	0%	25%	0.13%	10.5%	6.0%	20%	0.00%	0.00%	1.52%
国债 5Y	1.70%	0.00%	0%	0%	0.00%	10.5%	6.0%	0%	0.00%	0.00%	1.70%
国债 10Y	2.08%	0.00%	0%	0%	0.00%	10.5%	6.0%	0%	0.00%	0.00%	2.08%
国债 30Y	2.27%	0.00%	0%	0%	0.00%	10.5%	6.0%	0%	0.00%	0.00%	2.27%
国开债 5Y	1.84%	0.00%	0%	25%	0.00%	10.5%	6.0%	0%	0.00%	0.00%	1.84%
地方债 5Y	1.89%	0.00%	0%	0%	0.06%	10.5%	6.0%	10%	0.00%	0.00%	1.83%
同业存单(AAA)1Y	1.87%	0.00%	0%	25%	0.25%	10.5%	6.0%	40%	0.00%	0.00%	1.62%
商金债(AAA)5Y	2.20%	0.00%	0%	25%	0.25%	10.5%	6.0%	40%	0.00%	0.00%	1.95%
企业债(AAA)5Y	2.28%	0.15%	6%	25%	0.47%	10.5%	6.0%	75%	0.00%	0.00%	1.65%
二级债(AAA-)5Y	2.28%	0.03%	0%	25%	0.95%	10.5%	6.0%	150%	0.00%	0.00%	1.31%
永续债(AAA-)5Y	2.34%	0.04%	0%	25%	1.58%	10.5%	6.0%	250%	0.00%	0.00%	0.73%
债基	3.63%	0.00%	0%	0%	0.21%	10.5%	6.0%	33%	0.00%	0.00%	3.43%
货基	1.75%	0.00%	0%	0%	0.24%	10.5%	6.0%	38%	0.00%	0.00%	1.51%

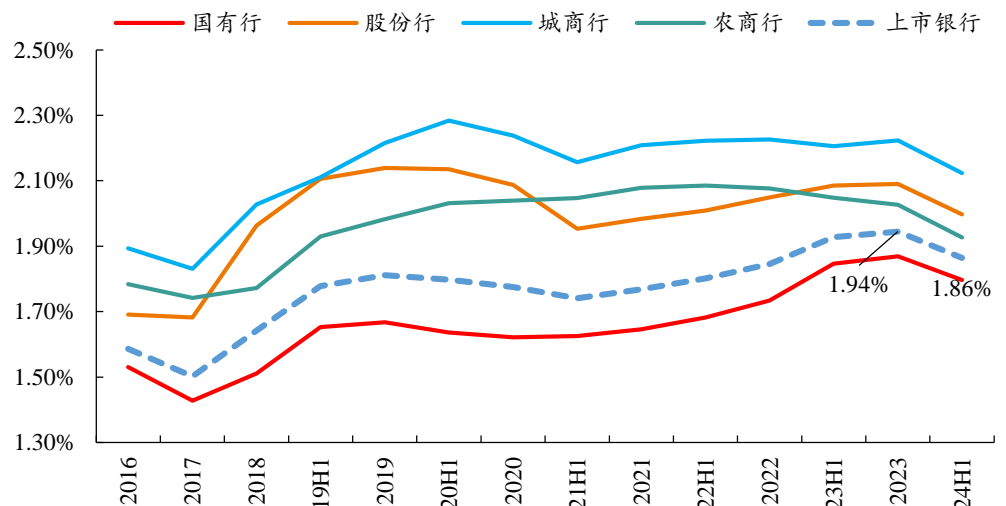
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1)企业贷款和按揭贷款利率为2024年9月新发生贷款加权平均利率；(2)各类债券利率取2024年11月22日到期收益率；(3)税收成本=(名义收益率*6%/1.06+(名义收益率/1.06-平均负债成本率)*25%)；(4)综合收益率=名义收益率-资金成本-税收成本-资本成本+存款派生收益-信用成本。

5.3、负债成本：高息定存集中到期，或推动自营投资 FTP 成本延续下降

2024年对于套利性质的高息存款限制政策频出。如规范协议存款，取消“手工补息”，叠加存款利率自律上限下调，2024H1上市银行存款成本率为1.86%，较2023年全年下降8BP，明显改善。

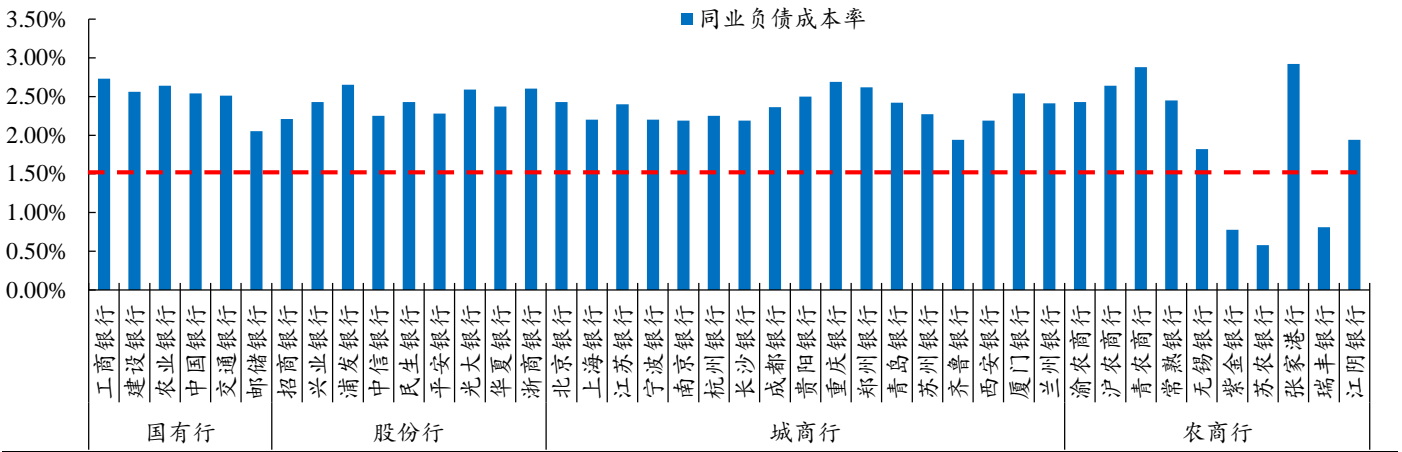
图42：2024H1上市银行存款平均成本率显著下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

2025年负债成本延续改善，银行配债利率下限下移。2024年11月市场利率定价自律机制倡议“商业银行应以公开市场7天逆回购操作利率（目前是1.5%）为定价基准，合理确定同业活期存款的利率水平”、“不得以显著高于政策利率的水平吸收同业资金”。监管进一步管控高价存款，叠加高息定存集中到期，存款挂牌利率下调红利释放，2025年银行负债成本或将延续改善，配债利率下限打开。

图43：部分上市银行同业负债成本率偏高（2024H1）

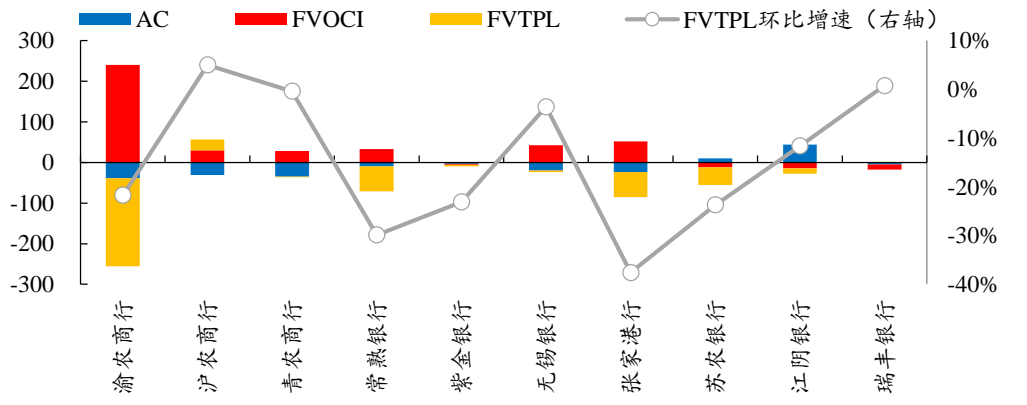


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.4、委外监管：关注 SPV 投资上限监管

2024H1 上市银行持有基金+资管计划等非标投资占总资产比约为 3%，其中部分股份及城商行占比较高，若后续监管趋严，或对其委外投资行为形成较大影响，非标一般到期后才能处置，公募基金或有一定赎回压力。2024Q3 部分基金+非标占总资产比例较高的银行如渝农商行（4.56%）、常熟银行（5.81%）和张家港行（7.22%）FVTPL 账户规模下降较多，除应对债市利率上行因素外，可能赎回了部分基金。

图44：2024Q3 部分农商行 FVTPL 规模下降较多（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

银行投资债基主要出于流动性管理诉求，投资债基主要源于免税优惠。拆解部分银行持仓债基金底层资产来看，免税优势明显的金融债、政金债和信用债占比较高，若银行赎回基金，则这几类债券面临一定抛售压力。

表18：部分银行持仓债基金底层资产中金融债、政金债和信用债占比较高（关联方口径）

	买入返售	银行存款	其他资产	国债	同业存单	金融债	政金债	信用债	可转债	ABS	其他债券
交通银行	0.51%	0.71%	0.26%	2.25%	4.97%	24.63%	31.31%	33.39%	0.00%	0.64%	1.32%
兴业银行	0.55%	1.36%	0.45%	1.92%	3.44%	13.38%	51.00%	25.65%	0.00%	0.45%	1.80%
招商银行	0.90%	0.96%	0.22%	3.81%	3.60%	20.07%	52.60%	16.91%	0.00%	0.03%	0.89%
浙商银行	1.20%	0.46%	0.27%	4.99%	2.73%	21.76%	64.54%	0.91%	0.00%	1.27%	1.87%
上海银行	0.42%	0.49%	0.19%	5.82%	0.43%	22.46%	55.06%	9.59%	0.14%	0.13%	5.28%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：筛选银行持仓份额占比 99% 以上的债基。）

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图45：2024H1 上市银行基金+非标投资占总资产比例约为 3%

银行名称	基金投资 (亿元)		非标 (亿元)		基金+非标(亿元)		(基金+非标) / 投资		(基金+非标) / 总资产	
	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1
工商银行	1667	1788	139	159	1806	1947	2%	1%	0.40%	0.41%
建设银行	2400	2492	-	-	2400	2492	2%	3%	0.63%	0.62%
农业银行	581	544	269	304	851	848	1%	1%	0.21%	0.20%
中国银行	1018	1081	238	265	1256	1346	2%	2%	0.39%	0.40%
邮储银行	6216	7314	851	830	7067	8144	13%	14%	4.49%	4.96%
交通银行	1809	2129	2119	1969	3928	4098	10%	10%	2.79%	2.89%
国有行	13692	15348	3616	3526	17308	18874	4%	4%	0.93%	0.97%
招商银行	2423	3040	871	755	3294	3795	10%	11%	2.99%	3.28%
兴业银行	5962	5860	6304	5206	12266	11065	37%	35%	12.07%	10.69%
浦发银行	4346	4211	3405	2678	7751	6890	29%	27%	8.61%	7.45%
中信银行	4212	4197	2277	2146	6489	6342	25%	25%	7.17%	6.97%
民生银行	1316	1251	519	526	1834	1777	8%	8%	2.39%	2.35%
光大银行	2966	2973	-	-	2966	2973	13%	13%	4.38%	4.37%
平安银行	1652	1985	1385	1362	3036	3347	22%	22%	5.43%	5.82%
华夏银行	1948	2501	2155	2008	4102	4509	26%	28%	9.64%	10.42%
浙商银行	1474	1719	1048	1000	2522	2719	25%	27%	8.02%	8.37%
股份行	26297	27738	17963	15681	44261	43418	22%	21%	6.64%	6.39%
北京银行	2033	2303	2367	1943	4400	4246	34%	33%	11.74%	10.76%
上海银行	2125	2042	376	317	2501	2359	19%	17%	8.11%	7.32%
江苏银行	2480	3644	536	383	3016	4027	25%	29%	8.86%	10.68%
宁波银行	2067	2261	1294	1092	3361	3353	27%	25%	12.39%	11.05%
南京银行	1741	1971	1797	1751	3538	3722	36%	35%	15.46%	14.99%
杭州银行	867	1054	695	793	1562	1847	18%	20%	8.48%	9.31%
长沙银行	763	875	475	444	1237	1318	29%	29%	12.13%	12.02%
成都银行	313	549	189	168	501	717	16%	23%	4.59%	5.98%
重庆银行	43	129	395	357	438	486	16%	19%	5.76%	6.03%
贵阳银行	297	261	560	540	856	800	32%	29%	12.45%	11.21%
郑州银行	129	132	379	357	508	489	27%	26%	8.05%	7.57%
青岛银行	438	436	109	99	547	536	24%	23%	8.99%	8.19%
苏州银行	346	630	140	103	486	733	23%	31%	8.07%	11.12%
齐鲁银行	231	241	197	113	428	353	17%	13%	7.08%	5.45%
兰州银行	66	99	101	99	166	198	13%	14%	3.67%	4.20%
西安银行	155	182	117	88	272	270	15%	15%	6.30%	6.05%
厦门银行	144	171	4	2	148	173	13%	14%	3.79%	4.33%
城商行	14237	16979	9729	8649	23966	25627	25%	26%	9.84%	9.79%
渝农商行	361	650	40	38	401	688	7%	11%	2.79%	4.56%
沪农商行	95	107	4	2	99	109	2%	2%	0.71%	0.75%
青农商行	315	361	122	123	437	484	26%	28%	9.34%	10.18%
常熟银行	88	155	21	58	109	213	12%	22%	3.26%	5.81%
紫金银行	-	-	14	13	14	13	3%	3%	0.55%	0.48%
无锡银行	84	94	0	0	84	94	11%	13%	3.56%	3.76%
张家港行	74	140	28	16	102	156	15%	24%	4.93%	7.22%
苏农银行	94	107	-	-	94	107	15%	16%	4.64%	4.91%
江阴银行	80	80	-	-	80	80	13%	15%	4.28%	4.31%
瑞丰银行	48	79	24	9	72	88	11%	13%	3.67%	4.19%
农商行	1238	1774	253	259	1491	2033	9%	11%	3.04%	3.94%
上市银行	55465	61838	31561	28115	87026	89952	11%	11%	3.10%	3.07%

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

6、投资建议

线索一：随着存量房贷利率下调、降息、存款挂牌利率下调等政策陆续出台，广谱利率再下台阶，低估值+高股息标的的投资价值凸显。推荐标的**中信银行**，受益标的**农业银行**、**北京银行**等。

线索二：随着增量政策持续出台，市场对于经济预期或转向乐观，需求复苏逻辑持续演绎，表现为部分优质区域的信贷开始放量，以及零售客群收入预期好转、风险偏好不再收敛，利好优质区域行和零售银行，推荐标的**苏州银行**，受益标的**江苏银行**、**招商银行**等。

线索三：经济基本面若有所改善，我们判断银行资产的风险将逐步缓释，市场对于银行隐性风险的担忧下降，可有助于修复净资产，从而有效提高PB。受益标的**浦发银行**、**渝农商行**等。

线索四：资产负债结构蕴藏先手棋，存贷利率同时下降或利好重定价负缺口银行，利率企稳回升，推荐标的**长沙银行**、受益标的**浙商银行**等。

表19：受益标的估值表

代码	银行名称	PB (LF)		ROE (%)	总营收同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			EPS		
		2024-11-27	2024E		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
601288.SH	农业银行	0.7	0.7	8.09	0.0	0.8	2.2	3.9	2.0	2.8	0.8	0.79	0.81
600036.SH	招商银行	0.9	0.9	11.54	-1.6	-1.7	2.0	6.2	-0.2	3.0	5.8	5.80	5.98
600000.SH	浦发银行	0.4	0.4	5.25	-8.1	-2.4	1.2	-28.3	11.7	7.1	1.3	1.40	1.50
601998.SH	中信银行	0.6	0.5	7.61	-2.6	1.9	1.7	7.9	1.5	5.3	1.4	1.22	1.29
601916.SH	浙商银行	0.5	0.5	7.75	4.3	4.3	4.9	10.5	2.2	5.1	0.5	0.56	0.59
601169.SH	北京银行	0.5	0.4	7.81	0.7	3.9	3.2	3.5	1.0	4.4	1.2	1.22	1.28
600919.SH	江苏银行	0.7	0.7	12.25	5.3	6.5	7.1	13.3	9.2	10.2	1.6	1.71	1.89
601577.SH	长沙银行	0.5	0.5	9.84	8.5	4.2	6.4	9.6	4.4	7.7	1.9	1.99	2.21
002966.SZ	苏州银行	0.7	0.7	9.64	0.9	2.3	5.1	17.4	10.8	10.8	1.3	1.39	1.57
601077.SH	渝农商行	0.5	0.5	8.37	-3.6	-2.0	0.4	6.1	4.8	5.3	1.0	1.01	1.06

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、未评级标的均采用 Wind 一致预期；2、上述盈利预测及估值数据的基准日均为 2024-11-27）

7、风险提示

宏观经济增速不及预期：高频数据仍反映有效需求处于修复阶段，若宏观经济修复不及预期，银行信贷投放受阻。

政策落地不及预期：若后续政策出台落地不及预期，则经济指标或仍有波动。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn