

行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	4267.63
52周最高	4670.31
52周最低	3652.0

行业相对指数表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：张银新
SAC 登记编号：S1340525040001
Email: zhangyinxin@cnpsec.com

近期研究报告

《银行 2025 年三季报综述：息差筑底，手续费改善，国有行全部营利双增》 - 2025. 11. 13

银行资产负债观察第五期

银行中长期负债压力仍存

● 投资要点

● 银行间流动性表现回顾：

四季度以来，银行间资金面运行波动幅度显著小于 2023 年及 2024 年同期水平。进入 10 月后，货币政策工具呵护叠加政府债券发行量不大，资金面出现季节性转松。10 月受部分银行负债稳定性下行影响同业存单净融资大幅上行、发行利率亦小幅抬升，11 月后发行利率整体回归平稳，总体维持历史低位。伴随定期存款集中到期持续对银行资产负债两端造成压力，部分银行或继续提价加大主动负债力度。

● 银行流动性指标监测：

10 月至 11 月，由于货币政策工具维持积极投放，多数全国性银行同业存单使用额度占比相对上期末有所下降。我们预计 12 月全月 1 年期国股银行同业存单发行利率中枢维持在 1.6% 左右震荡，向下突破或需要央行超预期投放流动性推动。

从监测指标来看，年内超储率在近两年同期来看处于中上水平，10 月超储率 1.18%，与 2024 年整体一致。9 月末测算核心超储率偏低，或意味着银行体系内可稳定动用的长期闲置资金不足，此外财政支出节奏加快、专项债发行与拨付周期缩短，财政资金沉淀时长缩短也是核心超储偏低原因之一；10 月大型银行 NSFR 为 107.09%，略高于 2024 年同期，推测原因为资产端信贷投放低于去年同期，央行通过买断式逆回购和 MLF 净投放改善了银行负债结构，预计 11、12 月 NSFR 读数或季节性上行；从对公活期存款增速来看，与经济高频指数走势阶段性背离。进入 12 月，预计近两月新型政策性金融工具产生的实物工作量持续推动经济回暖，银行对公活期存款增速或持续维持在正向区间。但居民和企业定期存款到期后向非银机构迁移或影响大行资金融出意愿。

● 投资建议：

今年 12 月至次年 3 月末或将仍有大量定期存款到期，居民存量资产无风险利率将进一步下行，居民存款或将继续向保险资产迁移，同时受益于新型政策性金融工具支持，重点省市固定资产投资增速或将明显改善。投资方向上，一是建议继续关注存款到期量较大，息差有望超预期改善相关标的：重庆银行、招商银行、交通银行。二是建议关注明显受益于固定资产投资改善的城商行：江苏银行、齐鲁银行、青岛银行等。

● 风险提示：

模型测算误差，假设与实际偏离，宏观经济修复不及预期，外部事件超预期恶化，不良资产大面积暴露。

目录

1 银行间流动性表现回顾.....	4
2 银行流动性主要指标监测.....	5
2.1 同业存单额度使用和运行区间情况.....	5
2.2 超储率，NSFR 和活期类资金监测.....	7
3 投资建议.....	10
4 风险提示.....	10

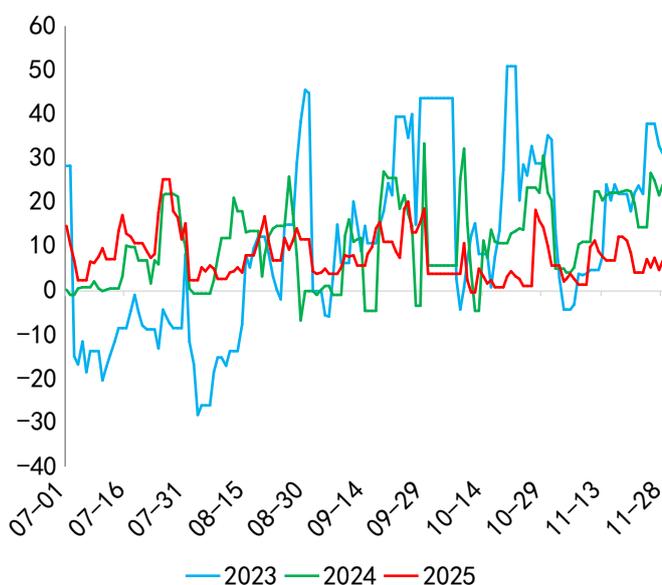
图表目录

图表 1: DR007-OMO 波动小于往年同期 (单位: BP)	4
图表 2: 四季度以来资金面波动较小 (单位: BP)	4
图表 3: 央行维持积极投放, 资金面整体平稳	5
图表 4: 中长期资金净投放后同业存单使用情况进一步下降	6
图表 5: 12 月同业存单发行利率或将震荡	7
图表 6: 超储率与 2024 年同期基本一致	8
图表 7: 大型银行 NSFR 略高于去年同期水平	8
图表 8: 大型银行对公活期类存款持续活化	9
图表 9: 大型银行企业活期存款和非银存款增速情况 (单位: 亿元)	9

1 银行间流动性表现回顾

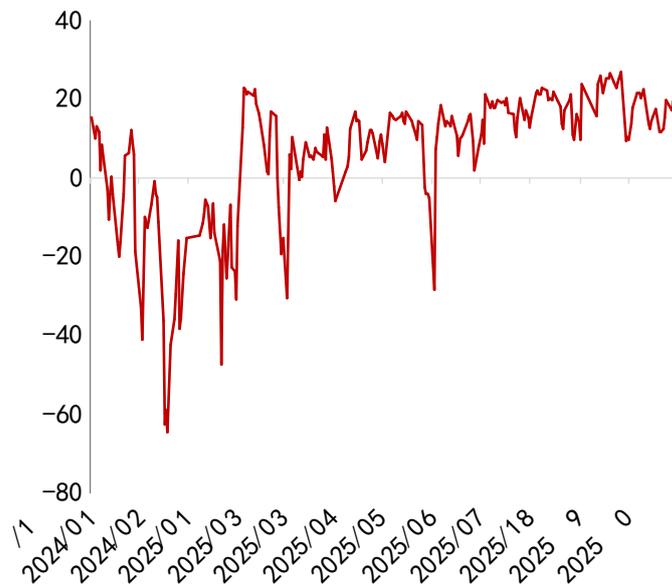
进入四季度以来，银行间资金运行波动幅度显著小于 2023 及 2024 年同期水平。从 DR007-OMO 利率来看，进入 10 月后，货币政策工具呵护投放叠加政府债券发行量不大，资金面出现季节性转松。月末税期影响之下资金面短暂承压，而后伴随着买断式和 MLF 积极净投放与央行买债重启，资金整体趋于平稳。11 月货币工具投放力度不减，货币政策对于流动性的呵护态势仍明确。至月末临近跨月时点，资金面波动小幅放大。

图表1：DR007-OMO 波动小于往年同期（单位：BP）



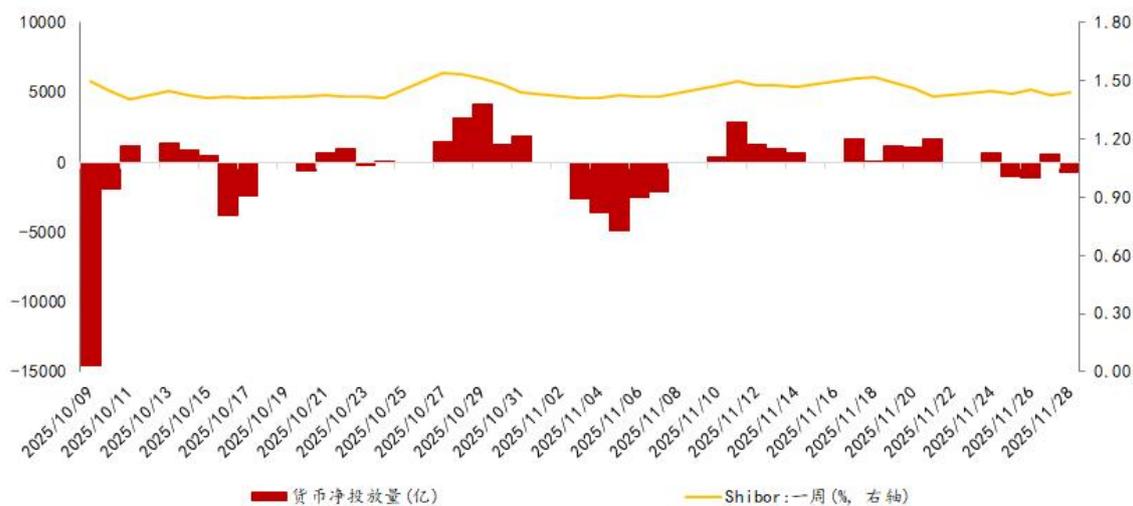
资料来源：iFinD, 中邮证券研究所

图表2：四季度以来资金面波动较小（单位：BP）



资料来源：iFinD, 中邮证券研究所

从同业存单发行来看，10 月存单净融资大幅上行以及月末资金面承压，同业存单发行利率亦有小幅抬升。11 月后存单发行利率整体回归平稳，总体仍维持历史低位。

图表3：央行维持积极投放，资金面整体平稳


资料来源：iFinD, 中邮证券研究所

央行层面，10月OMO净回笼5953亿元，MLF净投放2000亿元，买断式逆回购净投放4000亿元。十月国庆节后首日大额到期后，全月在对资金面进行呵护的同时回笼短期流动性，延续收短放长的投放节奏。临近月末，于27日开始持续大额投放以备税期及跨月，并于月末宣布重启国债买卖后净投放200亿元；11月OMO净回笼5562亿元，MLF净投放1000亿元，买断式逆回购净投放5000亿元。月初仍以到期回笼为主，本月“双十一”期间网购热度对资金面影响有限，全月总体较为平稳，跨月无忧。展望12月，伴随定期存款集中到期持续对银行资负两端造成压力，部分银行或提价加大主动负债力度。

2 银行流动性主要指标监测

2.1 同业存单额度使用和运行区间情况

国股同业存单额度使用情况统计

10月至11月，由于货币政策工具维持积极投放，多数全国性银行同业存单使用额度占比相对上期三季度末有所下降，国有行存单额度释放更为明显。考虑国有银行四季度资产投放力度或边际放缓，预计国有银行同业存单净融资增速或边际下行。

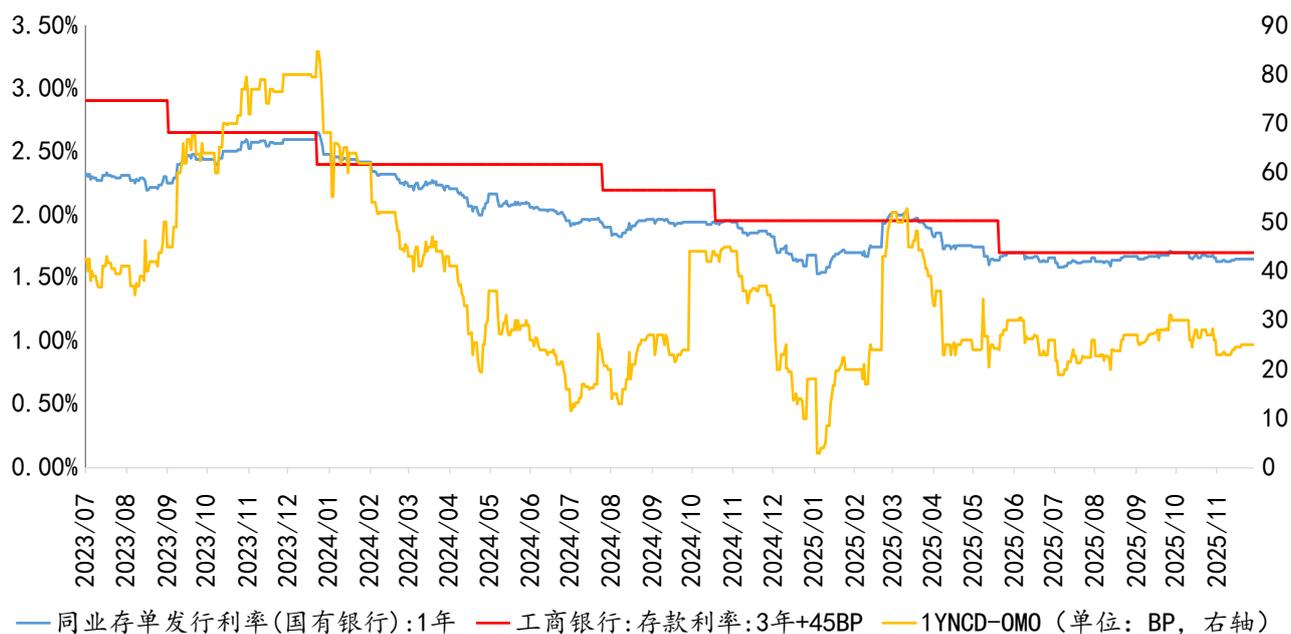
图表4：中长期资金净投放后同业存单使用情况进一步下降

发行人	同业存单备案额度(亿元)	同业存单存量(亿元)	本期使用	上一期情况	去年同期
工商银行	22359	11,867.70	53.08%	56.33%	72.04%
农业银行	21800	18,840.50	86.42%	83.51%	95.67%
建设银行	19974	13,137.80	65.77%	70.71%	92.06%
中国银行	18600	12,582.40	67.65%	70.36%	97.76%
交通银行	19500	11,841.00	60.72%	65.24%	78.61%
招商银行	8000	61.00	0.76%	1.46%	18.58%
兴业银行	14000	5,399.50	38.57%	37.91%	67.24%
中信银行	14800	9,798.20	66.20%	68.56%	74.70%
浦发银行	15000	9,113.00	60.75%	51.07%	64.14%
民生银行	10000	8,684.10	86.84%	73.24%	80.70%
光大银行	9988	8,592.10	86.02%	76.53%	81.18%
平安银行	7000	4,568.50	65.26%	59.67%	54.00%
华夏银行	6000	4,204.50	70.08%	64.36%	90.15%
广发银行	5350	3,401.70	63.58%	68.89%	57.53%
浙商银行	5400	3,076.90	56.98%	57.05%	63.40%
渤海银行	5000	2,443.60	48.87%	50.25%	98.19%
恒丰银行	2253	2,003.40	88.92%	84.73%	97.86%
北京银行	6816	5,554.00	81.48%	79.41%	72.77%
江苏银行	6938	5,633.4	81.20%	79.36%	94.39%
上海银行	4600	3,365.9	73.17%	81.52%	72.70%

资料来源：iFind, 中邮证券研究所；注：数据截至11月29日

对于国有银行同业存单未来运行区间的展望

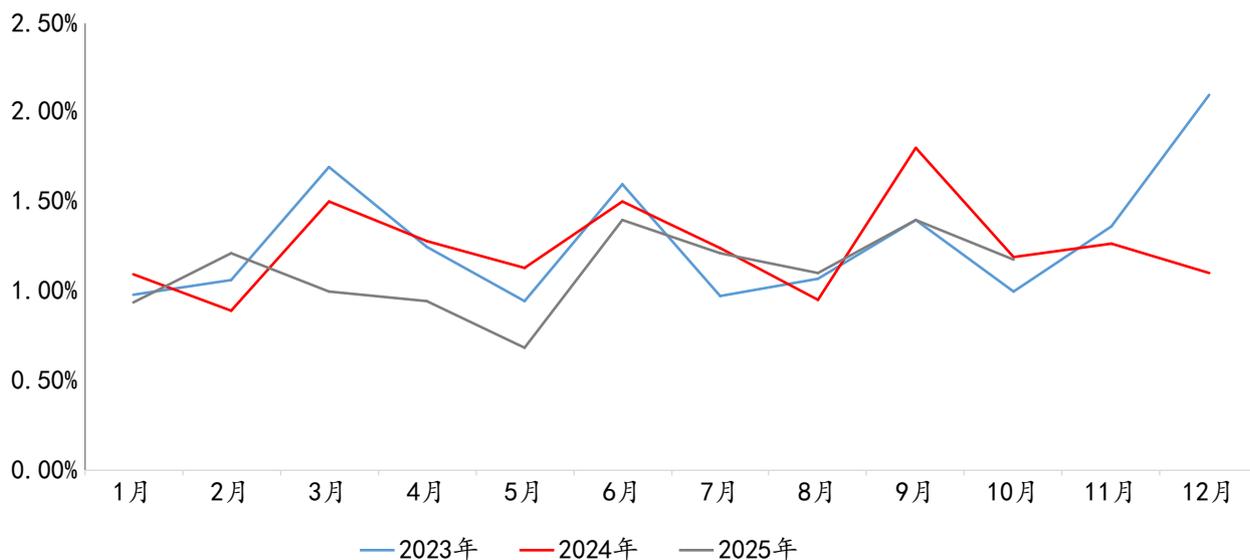
根据历史规律，12月定期存款到期量或为四季度的高峰，不排除季末时点部分银行加快投放以完成全年目标，同时12月零售业务开门红活动启动将推动到期定存向非银迁移或扰动同业存单供给量和价。11月银行负债端压力较10月环比改善，整体国股银行一级发行利率下行至1.6%—1.65%，同时结合历年12月规律来看，剔除2024年同业存款整改影响外，同业存单发行利率整体上行。我们预计12月1年期国股银行同业存单发行利率维持在1.6%左右震荡，向下突破或需要央行超预期投放流动性推动。

图表5：12月同业存单发行利率或将震荡


资料来源：iFinD, 中邮证券研究所

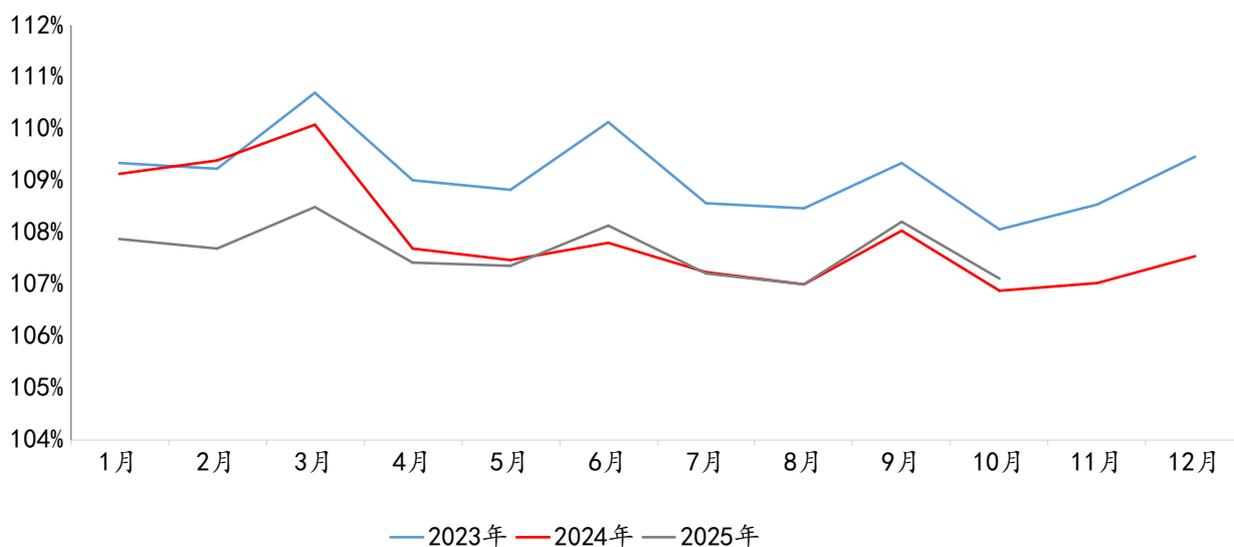
2.2 超储率，NSFR 和活期类资金监测

年内超储率表现在近两年同期来看整体处于中上水平。10月测得超储率为1.18%，与2024年整体一致，显著高于2023年水平。2025年以来出现了剔除质押式逆回购的核心超储率偏低的现象，比如9月末按官方超储率计算的核心超储率仅为0.5%，这一指标偏低意味着银行体系内可稳定动用的长期闲置资金不足，银行体系可用稳定资金不足源头或指向存款利率下降至历史低点后明显的存款“搬家”行为，另一方面财政支出节奏加快、专项债发行与拨付周期缩短，财政资金沉淀在银行的期限从平均1-2年缩短至3-6个月，稳定性下降。

图表6: 超储率与2024年同期基本一致


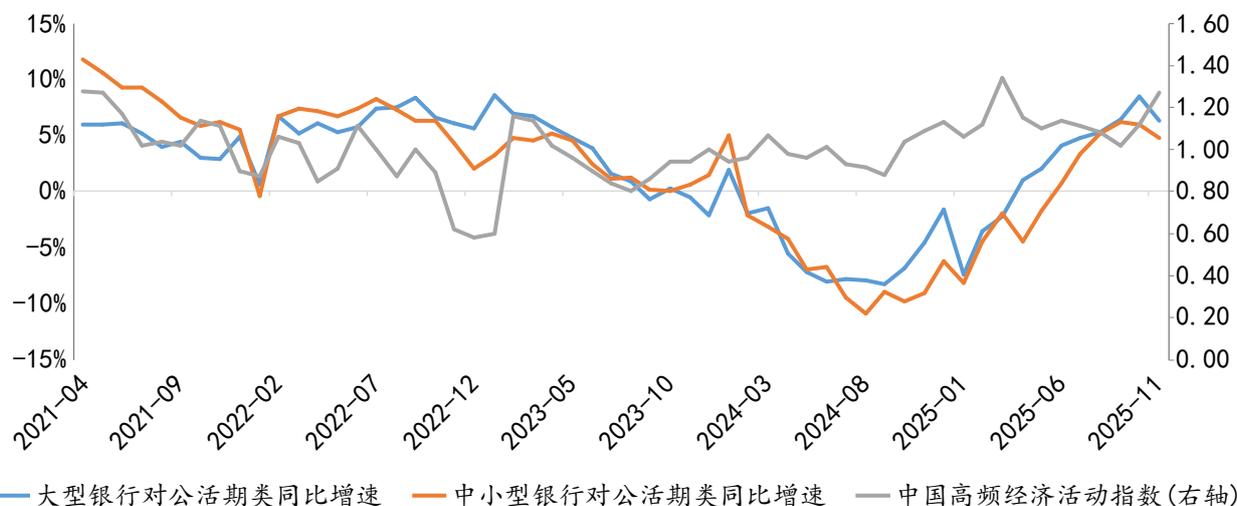
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

我们测算10月大型银行NSFR为107.09%，略高于2024年同期，推测原因是资产端信贷投放低于去年同期，央行通过买断式逆回购和MLF净投放改善了银行负债结构。11月部分银行提前进入存款开门红，预计11、12月NSFR读数或季节性上行，同时12月随着资负两端压力边际下行，预计读数可能高于去年同期。

图表7: 大型银行NSFR略高于去年同期水平


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

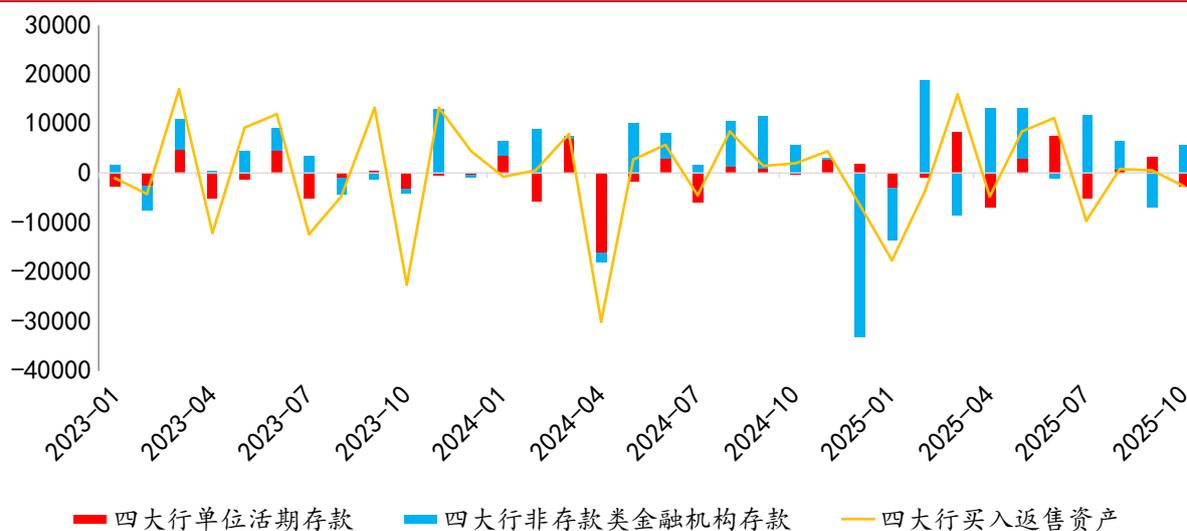
图表8：大型银行对公活期类存款持续活化



资料来源：iFinD, 中邮证券研究所

从大型银行和中小银行对公活期存款增速来看，当前其走势与经济高频指数走势阶段性背离，或与2024年9月末推出逆周期宏观政策在10月形成集中工作量产生的高基数有关。进入12月，预计10月和11月新型政策性金融工具产生的实物工作量持续推动经济回暖，银行对公活期存款增速或持续维持在正向区间。但受居民和企业定期存款到期后向非银机构迁移影响，大型银行资金融出意愿或受到一定压制。

图表9：大型银行企业活期存款和非银存款增速情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 中邮证券研究所

3 投资建议

今年 12 月至次年 3 月末或将仍有大量定期存款到期，居民存量资产无风险利率将进一步下行，居民存款或将继续向保险资产迁移，同时受益于新型政策性金融工具等工具支持，重点省市固定资产投资增速或将明显改善。

投资方向上：一是建议继续关注存款到期量较大，息差有望超预期改善相关标的：重庆银行、招商银行、交通银行。二是建议关注明显受益于固定资产投资改善的城商行：江苏银行、齐鲁银行、青岛银行等。

4 风险提示

模型测算数据与实际偏离，宏观经济修复不及预期，外部事件超预期恶化，不良资产大面积暴露。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048