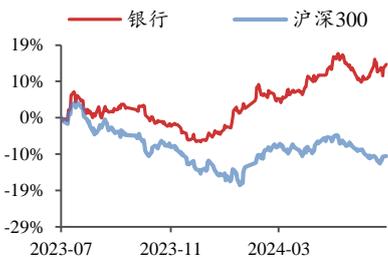


银行

2024年07月16日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《大小行存贷增速差延续分化—6月央行信贷收支表要点解读》-2024.7.15

《需求主导的货币信贷新节奏—6月金融数据点评》-2024.7.12

《简析：银行压降融出，增持短债的原因—银行季末行为解读（一）》-2024.7.1

配债思路演进与资本新规实效

——2023年上市银行经营盘点之金融投资篇（下）

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

朱晓云（分析师）

zhuxiaoyun@kysec.cn

证书编号：S0790524070010

● 银行配债思路演进，2023年金融投资对业绩贡献度持续提升

银行配债券思路从剩余流动性管理到兼顾“投与贷”比价。(1) 商业银行债券投资增速与存贷增速差走势总体相关，中小型银行更明显。(2) 债贷比价效应存在，贷款定价下行过快，会促使银行增加投资。2024年以来债贷比价向贷款倾斜，但受制于贷款需求不足，比价效应阶段性失灵。

2023上市银行金融投资业绩贡献度为36.6%，较2023H1提升2.1pct。(1) 交易盘业绩贡献度下降，主要受债券市场利率环境影响。(2) 金融投资占比提升，叠加债券收益率降幅小于贷款，配置盘利息收入贡献度提升。

● 2024Q1银行所持基金资本计量以穿透和授权基础法为主，实操层面有所差异 D-SIBs 银行账簿资管产品穿透法和授权基础法占比分别为46%和50%。基金计量或以授权基础法为主，穿透法的资管产品中包含结构化融资、定制产品等。实操层面：2024Q1基金公司或报送银行两类数据：一是经外部审计的加权平均风险权重（*1.2倍）；二是基金产品底层资产大类明细。因此，银行可根据基金产品底层资产的情况，选择第三方穿透法或授权基础法中更节约资本的方法。

● 银行投资基金现状：资本新规落地的效果观察

1、货基：2024Q1货基赎回压力不大。(1) 资本层面：多数上市银行受益于资本新规落地，核心一级资本充足率提升，银行资本压力不大。(2) 收益层面：2024Q1季末DR001利率抬升幅度不大，银行通过赎回货基，融出逆回购做收益的动力不强。(3) 流动性层面：2024Q1上市国股行LCR缓冲空间充足，但其中平安银行LCR指标略承压，仅高于监管要求6pct，或有持有货基跨季动力。

2、债基：资本承压银行影响更大，关注节税效应和收益表现。

(1) 资本角度：资本压力大的银行赎回风险权重提升较多的基金。兴业银行资本缓冲空间相对较小，2024Q1其加仓的基金在资本新规落地后风险权重抬升幅度为1.54pct，减仓基金抬升9.50pct。从杠杆率来看，减仓的基金杠杆率均值为134.55%，加仓基金为125%。

(2) 收益角度：当基金收益率<4.70%时，银行倾向赎回基金。2024Q1上市银行交易盘投资净收益率均值为5.36%，2024Q1份额下降的政金债指数型基金平均收益率为4.32%，份额增长基金为5.28%。根据我们测算，考虑免税效应后，当基金收益率为4.70%时，银行投资基金产生的收益与自营交易盘收益率相同。

(3) 节税角度：基金节税效应变小。2023年多数上市银行基金免税收入对净利润贡献度下降2024年债市利率快速下行，银行自营通过基金投资债券的节税效应进一步变小，2024Q1企业债的税收节约效应约为26BP，好于金融债。

● 投资建议

看好金融市场业务布局早，投资能力强、金融投资业绩贡献度高的银行，受益标的有宁波银行、南京银行、北京银行、杭州银行、成都银行。

● 风险提示：宏观经济增速下行；银行转型不及预期。

目录

1、	银行配债思路演进：剩余流动性到兼顾“投与贷”比价	5
1.1、	剩余流动性再分配：存贷增速差与金融投资增速高度相关	5
1.2、	“投与贷”比价：贷款定价下行过快，会促使银行增加投资	5
1.3、	当前阶段：被动管理流动性+主动要效益	8
2、	2023年自营金融投资，对上市银行愈发重要	9
2.1、	规模：2023年末上市银行金融投资余额81万亿元，占总资产29%	9
2.2、	业绩：近年来，上市银行金融投资业绩贡献持续提高	11
2.3、	经营：多面平衡，提前应对，主动调整	13
3、	资本新规落地前后关注要点：基金和ABS投资的变化	13
3.1、	资本新规对银行2024Q1基金投资行为影响有限	13
3.2、	基金投资计量方法：穿透和授权基础法为主，少数银行1250%计量比例较高	14
3.3、	ABS资本计量方法：外评法为主	16
4、	银行投资基金现状：资本新规落地的效果观察	18
4.1、	货基：2024Q1银行基金投资规模稳定	19
4.1.1、	银行季末货基投资行为：资本、流动性和收益多重因素扰动	19
4.1.2、	2024Q1货基赎回压力不大	20
4.1.3、	货基或缩短同业存单久期，增加交易所回购	20
4.2、	债基：资本承压银行影响更大，关注节税效应和收益表现	23
4.2.1、	资本角度：关注资本缓冲空间较小的银行	23
4.2.2、	收益角度：银行倾向赎回收益率不高的基金	26
4.2.3、	节税角度：基金节税效应减弱	28
4.2.4、	利率环境：2024Q1利率下行，对银行投资基金扰动不大	30
5、	2024年的一些启示	31
5.1、	银行自营投资：被动配置力量仍存，主动配置节奏或放缓	31
5.2、	债券市场与流动性：关注一些规则变化	33
5.3、	基金产品设计：银行持有基金需求不会消失，但可能转移	34
6、	投资建议	34
7、	风险提示	36

图表目录

图 1：	大型商业银行债券投资增速受存贷增速差扰动相对较小	5
图 2：	中小型商业银行债券投资增速与存贷增速差走势密切相关	5
图 3：	2022年以来上市银行贷款平均收益率下降，存款平均成本率抬升，净息差下降	6
图 4：	上市银行投资收益率降幅小于贷款降幅（BP）	7
图 5：	商业银行债贷比价效应明显，2017年至今综合净收益率差处于[-24BP, 72BP]区间	8
图 6：	城农商行金融投资占总资产比例高	10
图 7：	2024Q1城商行和农商行交易盘占比提升	10
图 8：	上市银行金融投资结构分化（2023）	10
图 9：	2023年上市银行金融投资业绩贡献度提升	11
图 10：	2023H2上市银行金融投资交易盘业绩贡献度下降	11
图 11：	2023H2债券市场利率上行（%）	12

图 12: 2023 年上市银行配置盘 (AC+FVOCI) 占生息资产比例提升	12
图 13: 2023 年多数上市银行配置盘投资收益率下降 (%)	13
图 14: 2024Q1 国有行风险权重下降较多	14
图 15: 2024Q1 多数上市银行核心一级资本充足率同比提升 (%)	14
图 16: D-SIBs 银行多采用穿透法和授权基础法计量资管产品资本 (2024Q1)	15
图 17: ABS 风险权重影响因素	17
图 18: D-SIBs 银行多采用外评法计量 ABS 资本 (2024Q1, 亿元)	17
图 19: 符合 STC 标准的 ABS 长期评级基础风险权重更小	18
图 20: 2023 年末上市银行持有 5.5 万亿基金 (亿元)	18
图 21: 股份行和城商行基金投资占交易盘比例高	19
图 22: DR001 季末利率波动大 (%)	19
图 23: 2024Q1 多数国股行流动性覆盖率缓冲空间充足 (%)	20
图 24: 机构持仓货币基金底层资产中买入返售和同业存单占比高	21
图 25: 部分同业存单占比高的货币基金投资组合剩余期限变短 (天)	21
图 26: 2023 年末货基买入返售中, 交易所回购占比普遍提升	23
图 27: 部分上市银行资本缓冲空间不足 150BP (2024Q1)	24
图 28: 部分银行关联方口径持仓基金占基金投资比例较高 (2023, 亿元)	24
图 29: 2024Q1 兴业银行减仓高杠杆基金 (%)	25
图 30: 兴业加仓基金的信用债投资占比高 (2024Q1)	25
图 31: 2024Q1 基金持仓二级资本债规模下降	26
图 32: 2024Q1 基金持仓银行永续债规模基本持平	26
图 33: 2024Q1 政金债指数型基金份额下降	26
图 34: 2024Q1 银行自营交易盘投资收益率明显提升	27
图 35: 2024Q1 银行自营投资债券的收益率高于基金产品收益率	27
图 36: 2023 年多数上市银行基金免税收入对净利润贡献度下降	29
图 37: 公募基金投资信用债税收节约更明显	30
图 38: 利率上行阶段银行倾向于赎回基金 (亿元)	30
图 39: 2024 年以来商业银行主要增配利率债和同业存单 (亿元)	31
图 40: 2024 年 6 月末国有行表外理财回表规模低于往年同期 (亿元)	32
图 41: 多数时间段交易盘占比与债市利率走势反向变动	33
图 42: 银行自营投资基金诉求边际变化	34
附图 1: 2019 年以来上市银行基金投资规模变化	37
表 1: 商业银行大类资产比价表: 按揭贷款和利率债比价效应较强	7
表 2: 2024Q1 多数上市银行存贷增速差收窄, 金融投资增速放缓	8
表 3: 基金产品 A 通过第三方穿透法计量加权平均风险权重为 29%	15
表 4: 情形一授权基础法计量下基金产品 A 的风险权重为 35%	16
表 5: 情形二授权基础法计量下基金产品 A 的风险权重为 26%	16
表 6: 银行申赎货币基金对 LCR 的影响	20
表 7: 资本新规下回购业务的风险权重底线要求	22
表 8: 满足下述要求, 质押物不足 1.25 倍核心市场参与者适用 0% 风险权重底线	22
表 9: 兴业银行减仓的基金资本新规落地后风险权重抬升幅度较大 (2023)	25
表 10: 当基金产品收益率 > 4.70% 时, 银行倾向于增持基金	28
表 11: 2024Q1 机构赎回的短久期政金债指数型基金收益率不高	28
表 12: 银行基金投资规模变化 (亿元)	30

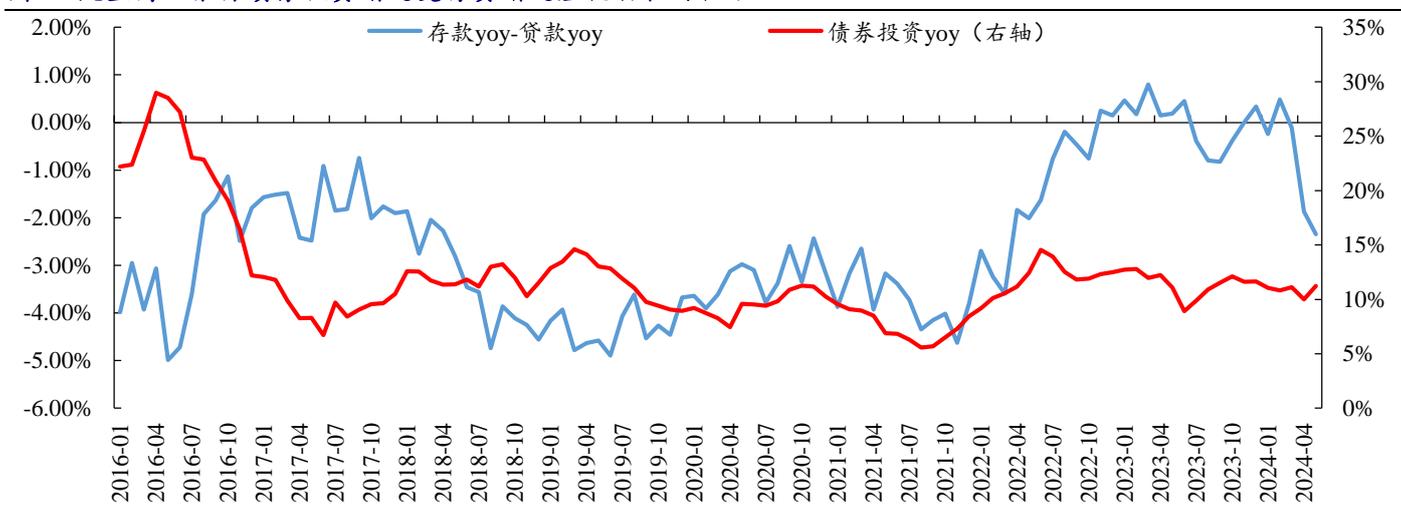
表 13: 受益标的估值表	35
表 14: 上市银行投资能力评估表 (2023)	35
附表 1: 上市银行金融投资业务收入占比情况.....	38
附表 2: 上市银行金融投资结构 (2023, 亿元)	39

1、银行配债思路演进：剩余流动性到兼顾“投与贷”比价

1.1、剩余流动性再分配：存贷增速差与金融投资增速高度相关

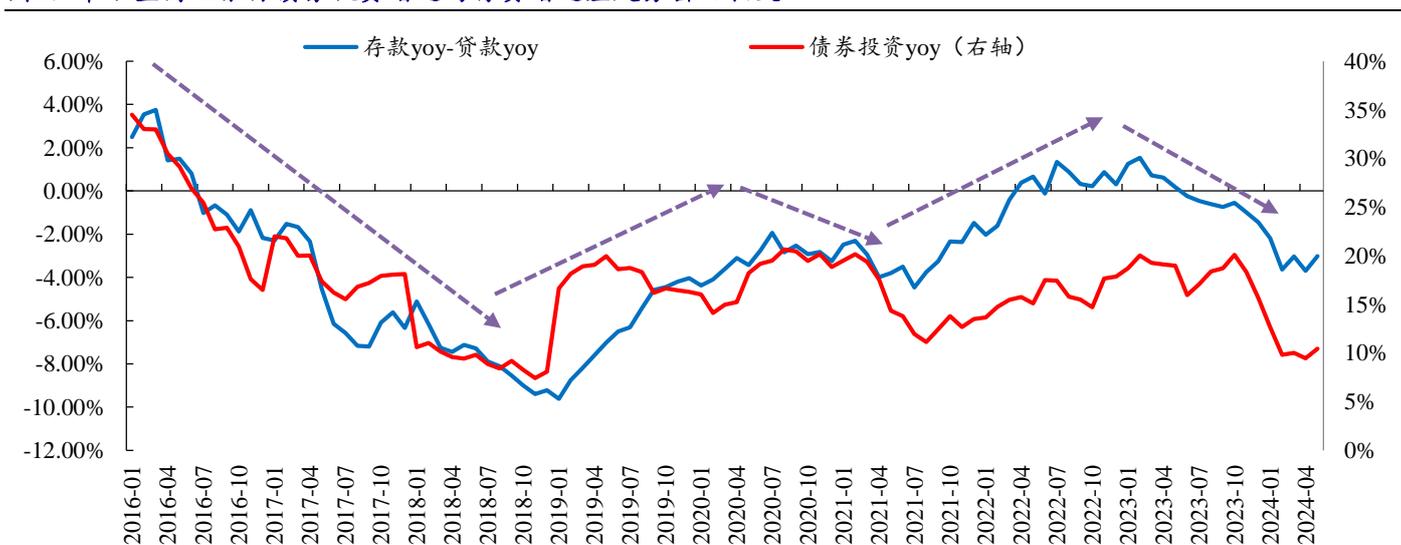
我们曾在框架性研究报告《银行自营投资研究攻略:全景透视与逻辑详解》中探讨过，银行的大类资产配置逻辑为优先发放信贷，对于金融投资的安排倾向是剩余流动性的再分配，被动属性明显。从存贷增速差（余额同比增速，存款-贷款）来观察，银行债券投资增速与之总体正相关。比如，2016年开始监管政策收紧，同业投资等业务派生的存款减少，存贷增速差走低，债券投资增速跟随下降；2021年以来，居民储蓄意愿走强，但贷款需求偏弱，银行存贷增速差走阔，债券投资增速提升。分银行类型来看，中小型银行二者走势密切相关，大型银行债券投资增速更平稳，受供给因素影响更大。

图1：大型商业银行债券投资增速受存贷增速差扰动相对较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

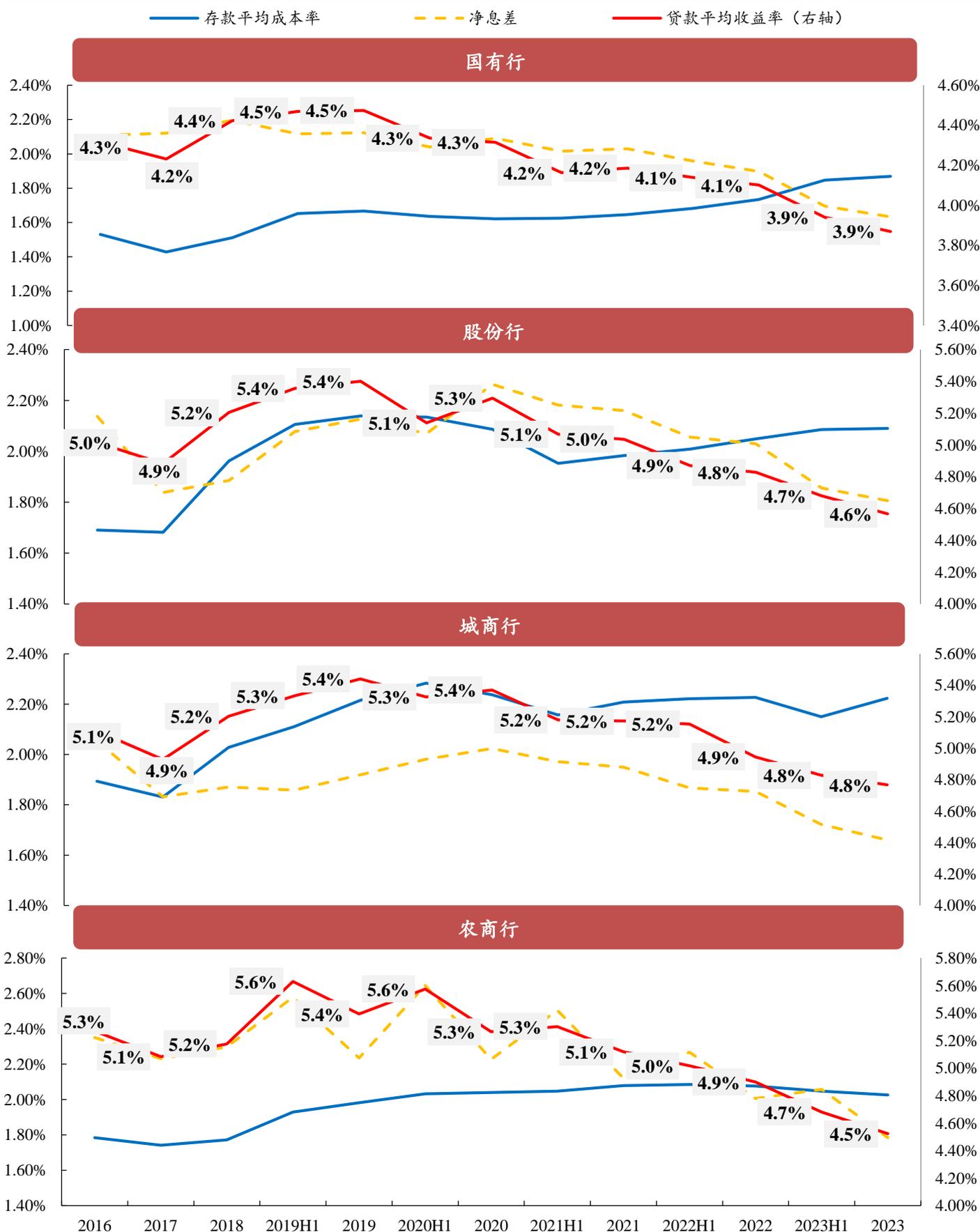
图2：中小型商业银行债券投资增速与存贷增速差走势密切相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

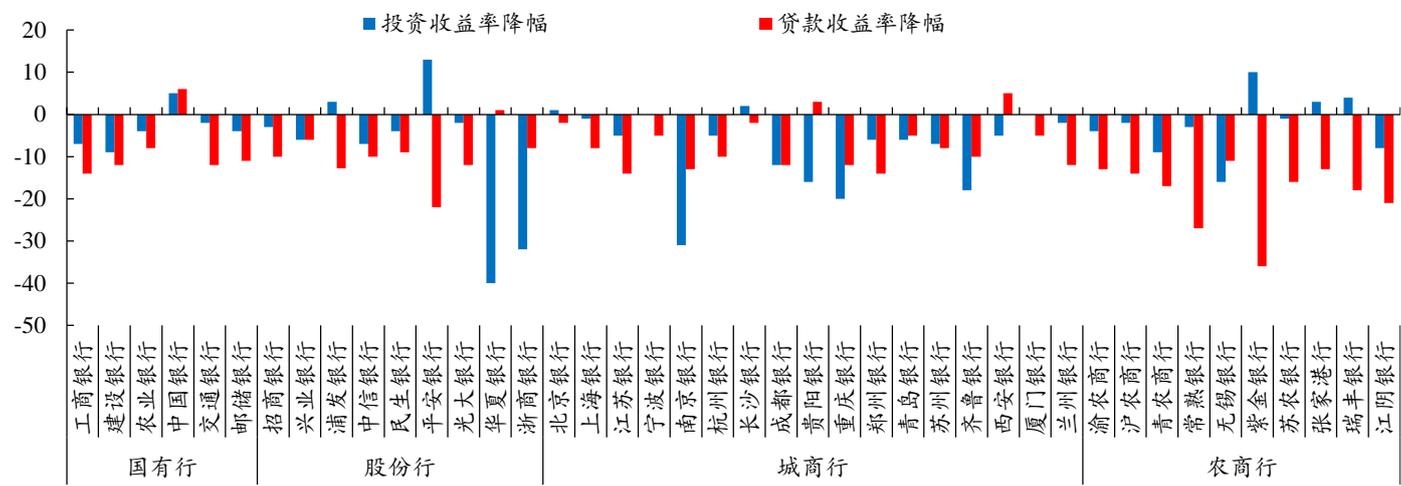
1.2、“投与贷”比价：贷款定价下行过快，会促使银行增加投资

图3：2022年以来上市银行贷款平均收益率下降，存款平均成本率抬升，净息差下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

但我们也同时发现，2023年初以来存贷增速差由高位不断回落，与之同时并没有出现债券投资增速明显下降。我们认为此时银行金融投资的基础逻辑有一点小变化，由剩余流动性的再分配切换到衡量贷款与投资两大类业务的综合性价比，即如果某个阶段贷款收益率下行幅度过大，可能会催生银行增加债券配置的需求。

图4：上市银行投资收益率降幅小于贷款降幅（BP）


数据来源：各银行公司公告、开源证券研究所（注：收益率降幅=2023年全年收益率-2023H1收益率。）

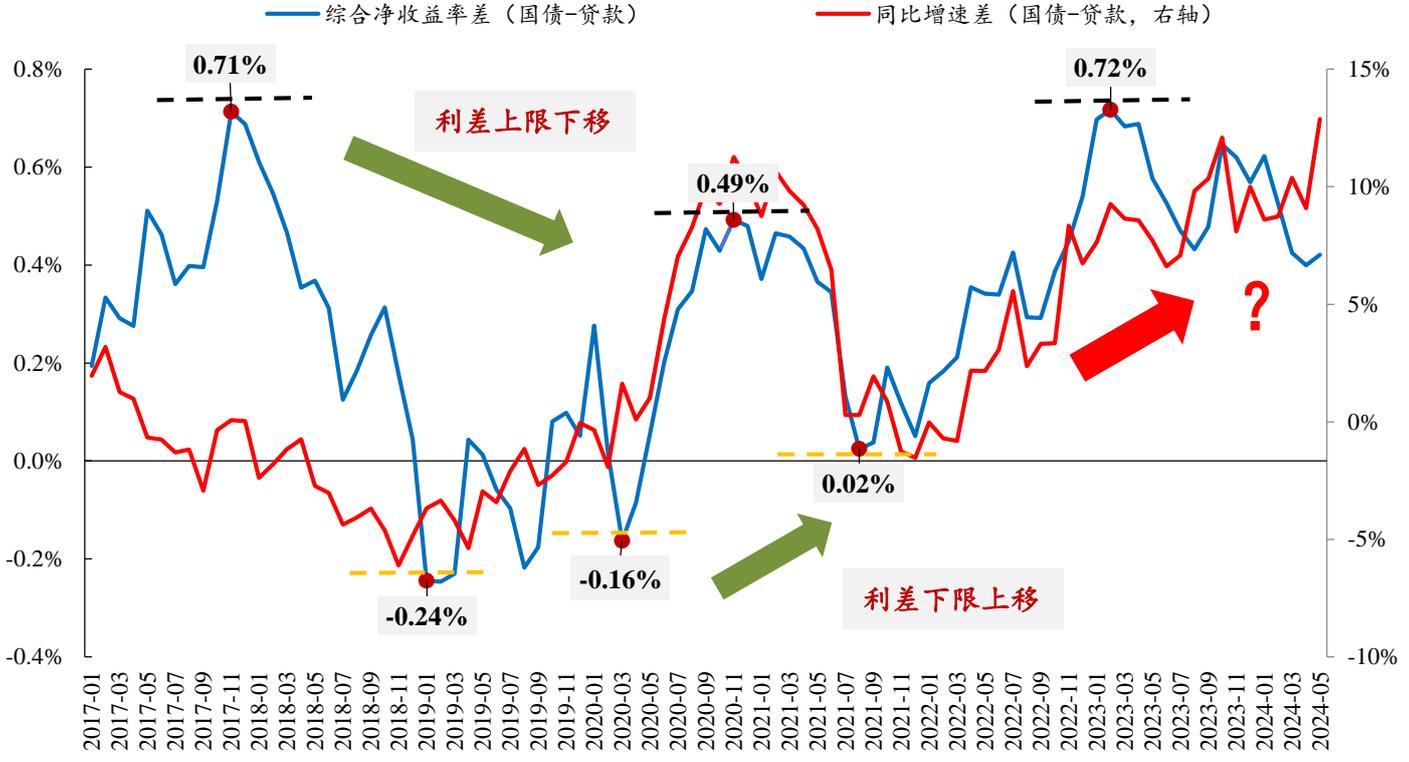
表1：商业银行大类资产比价表：按揭贷款和利率债比价效应较强

资产类别	名义收益率	平均负债成本	税收成本	资本成本	存款派生收益	信用成本	综合收益率
企业贷款	3.73%	2.04%	0.58%	0.47%	0.69%	1.55%	1.83%
票据贴现	2.26%	2.04%	0.15%	0.47%	0.00%	0.00%	1.64%
消费贷	3.15%	2.04%	0.41%	0.47%	0.12%	1.20%	1.18%
按揭贷款	3.69%	2.04%	0.57%	0.19%	0.35%	0.54%	2.74%
同业拆出 1M	1.98%	2.04%	0.00%	0.25%	0.00%	0.00%	1.73%
买入返售 7D	1.89%	2.04%	0.00%	0.13%	0.00%	0.00%	1.77%
国债 5Y	2.02%	2.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.02%
国债 10Y	2.25%	2.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.25%
国债 30Y	2.49%	2.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.49%
国开债 5Y	2.07%	2.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.07%
地方债 5Y	2.14%	2.04%	0.00%	0.06%	0.00%	0.00%	2.08%
同业存单 (AAA) 1Y	2.00%	2.04%	0.00%	0.25%	0.00%	0.00%	1.75%
银行普通债 (AAA) 5Y	2.18%	2.04%	0.00%	0.25%	0.00%	0.00%	1.93%
企业债 (AAA) 5Y	2.29%	2.04%	0.16%	0.47%	0.00%	0.00%	1.66%
二级资本债 (AAA-) 5Y	2.30%	2.04%	0.03%	0.95%	0.00%	0.00%	1.32%
银行永续债 (AAA-) 5Y	2.36%	2.04%	0.05%	1.58%	0.00%	0.00%	0.74%
债基	2.78%	2.04%	0.00%	0.40%	0.00%	0.00%	2.38%
货基	1.68%	2.04%	0.00%	0.28%	0.00%	0.00%	1.40%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、贷款利率为2023年3月新发生贷款加权平均利率；2、各类债券到期收益率为近一个月均值；3、基金产品收益率为近三个月年化收益率；4、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%；5、资本成本=风险权重*资本转换系数（10.5%）*资本成本率（6%）；6、存款派生收益=净息差*（1-25%）*存款派生率。）

债贷比价效应确实存在。我们定义大类资产的综合净收益率=名义收益率-平均负债成本-税收成本-资本成本+存款派生收益-信用成本。在大多数时间，当国债与贷款的综合净收益率利差走阔时，银行配置国债与贷款的增速差也上行，反之则下降。

图5：商业银行债贷比价效应明显，2017年至今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（注：国债选取十年期国债到期收益率）

1.3、当前阶段：被动管理流动性+主动要效益

(1) 从个体上看，存贷增速差仍是影响银行债券配置的重要因素。2024Q1 多数上市银行存贷增速差收窄，金融投资增速亦放缓。如股份行中的中信银行、浦发银行、民生银行、兴业银行等。

表2：2024Q1 多数上市银行存贷增速差收窄，金融投资增速放缓

银行名称	存贷增速差						金融投资增速					
	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
工商银行	0.5%	0.7%	0.8%	0.3%	-0.2%	-2.1%	13.7%	15.7%	10.6%	13.4%	12.6%	10.9%
建设银行	-0.9%	1.0%	0.8%	-0.6%	-2.0%	-4.2%	11.8%	12.0%	9.8%	12.9%	12.9%	11.4%
农业银行	-0.5%	1.3%	1.1%	0.4%	0.6%	-2.0%	15.8%	14.9%	12.3%	12.8%	17.7%	28.1%
中国银行	-0.4%	1.7%	1.2%	0.2%	-0.4%	-2.4%	4.6%	6.8%	7.8%	9.9%	11.1%	11.0%
邮储银行	0.3%	-0.9%	-2.2%	-2.1%	-3.3%	-1.3%	14.0%	11.3%	14.4%	15.2%	8.6%	8.8%
交通银行	1.4%	2.5%	-0.5%	-0.1%	-1.8%	-4.7%	12.3%	12.2%	9.1%	10.6%	3.8%	0.7%
招商银行	10.1%	6.3%	7.0%	4.9%	0.7%	1.0%	27.4%	25.4%	19.3%	20.7%	15.2%	7.7%
中信银行	1.5%	2.6%	1.2%	1.3%	-0.8%	-4.8%	7.8%	5.3%	5.2%	2.5%	3.6%	1.1%
浦发银行	7.2%	5.6%	4.7%	4.4%	0.9%	-3.6%	10.2%	15.7%	12.8%	13.3%	4.7%	-3.9%
民生银行	3.4%	3.0%	-1.3%	-1.8%	1.4%	-2.4%	9.4%	12.4%	4.9%	3.1%	2.1%	-2.8%
兴业银行	-2.6%	0.0%	1.2%	1.3%	-1.1%	-3.7%	5.3%	11.4%	8.2%	8.4%	5.6%	-3.9%
平安银行	3.2%	1.2%	-2.4%	2.6%	0.5%	-1.7%	5.7%	2.1%	3.3%	3.5%	2.5%	8.6%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

光大银行	-1.7%	-0.3%	-1.3%	-2.9%	-1.4%	-5.1%	11.5%	11.3%	13.2%	16.6%	9.5%	6.6%
华夏银行	5.7%	3.2%	-2.2%	-1.2%	1.6%	-1.7%	12.0%	15.8%	19.0%	19.1%	24.0%	18.4%
浙商银行	5.5%	1.2%	-1.0%	-8.5%	-1.5%	-0.3%	15.3%	15.9%	33.9%	31.3%	33.1%	18.5%
北京银行	5.2%	-0.3%	0.2%	-2.8%	-4.0%	-2.4%	14.1%	20.0%	19.6%	19.4%	13.2%	9.1%
上海银行	1.7%	3.2%	-1.0%	-2.7%	-1.2%	-3.1%	11.1%	11.6%	10.2%	13.5%	13.2%	6.9%
江苏银行	-2.6%	-1.4%	-0.3%	3.4%	3.1%	1.4%	14.8%	17.1%	13.9%	13.8%	16.6%	18.3%
宁波银行	1.9%	4.2%	6.1%	7.7%	1.0%	-9.4%	15.7%	18.3%	15.5%	18.0%	10.4%	5.8%
南京银行	-4.2%	-3.5%	-6.3%	-7.6%	-5.6%	-11.7%	13.4%	12.9%	14.9%	13.2%	7.8%	9.8%
杭州银行	-4.8%	-3.6%	-5.0%	0.3%	-2.3%	-5.1%	14.0%	18.4%	15.2%	17.2%	16.9%	16.2%
长沙银行	-1.0%	-1.8%	-3.3%	-1.0%	-0.8%	-2.3%	7.1%	11.1%	10.9%	9.7%	10.1%	8.4%
贵阳银行	-5.2%	-5.1%	-12.2%	-11.2%	-9.3%	-10.4%	1.8%	2.6%	-0.6%	-3.0%	-6.0%	-1.2%
成都银行	-5.2%	-11.0%	-10.2%	-6.3%	-9.1%	-10.2%	13.2%	11.5%	13.5%	10.6%	7.4%	3.6%
郑州银行	-8.6%	-2.2%	-2.0%	-1.6%	-2.1%	-1.3%	-7.3%	-3.2%	-1.0%	2.4%	1.7%	2.2%
重庆银行	1.6%	1.7%	-4.1%	-6.2%	-3.6%	-1.9%	12.2%	26.4%	13.4%	13.6%	14.2%	0.8%
青岛银行	-1.3%	5.0%	3.2%	4.2%	1.6%	-2.9%	6.4%	0.4%	2.3%	9.0%	11.8%	10.5%
兰州银行	0.4%	-4.6%	-6.9%	0.4%	-4.0%	-5.2%	5.8%	4.6%	-4.5%	-4.3%	2.8%	-2.5%
苏州银行	-0.9%	2.3%	0.9%	0.5%	-2.1%	-3.4%	9.5%	7.1%	12.6%	11.9%	16.5%	10.9%
西安银行	18.1%	17.5%	5.2%	7.9%	-2.2%	-4.2%	40.2%	49.1%	36.3%	26.7%	-2.0%	-4.4%
厦门银行	-3.0%	-3.6%	-21.7%	-12.4%	-3.3%	-6.8%	7.3%	10.0%	4.0%	10.0%	14.9%	6.2%
齐鲁银行	0.6%	3.6%	1.1%	5.2%	-2.8%	-9.0%	18.1%	14.9%	15.7%	17.6%	22.4%	24.0%
无锡银行	1.0%	0.7%	1.8%	3.0%	1.2%	-0.3%	-2.7%	5.9%	13.7%	17.3%	11.7%	3.7%
苏农银行	-0.5%	6.2%	3.3%	2.0%	0.1%	-7.1%	21.3%	24.7%	29.2%	25.8%	15.8%	9.7%
江阴银行	-2.0%	2.5%	1.2%	-1.8%	-2.0%	-0.9%	9.4%	16.6%	9.3%	5.3%	9.4%	-5.6%
瑞丰银行	2.3%	3.2%	6.6%	3.1%	6.4%	-0.5%	22.8%	29.1%	21.2%	38.6%	51.0%	38.9%
沪农商行	3.3%	2.2%	2.5%	1.7%	1.6%	0.0%	25.3%	26.9%	30.2%	26.5%	22.4%	12.4%
渝农商行	0.0%	0.4%	0.7%	2.4%	1.7%	1.0%	9.9%	14.4%	12.7%	10.8%	4.5%	-2.0%
青农商行	2.9%	5.0%	2.8%	2.6%	0.1%	-4.3%	-2.0%	13.1%	12.8%	17.0%	11.8%	-0.7%
常熟银行	-2.0%	-0.5%	0.9%	0.9%	1.2%	3.0%	20.7%	23.0%	19.9%	17.1%	20.6%	16.0%
紫金银行	-9.0%	12.6%	-10.6%	-0.6%	11.9%	0.0%	-6.2%	16.9%	18.1%	26.7%	19.2%	-1.2%
张家港行	-2.2%	15.2%	-11.4%	5.7%	13.4%	0.0%	11.9%	10.6%	16.1%	7.3%	12.3%	4.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

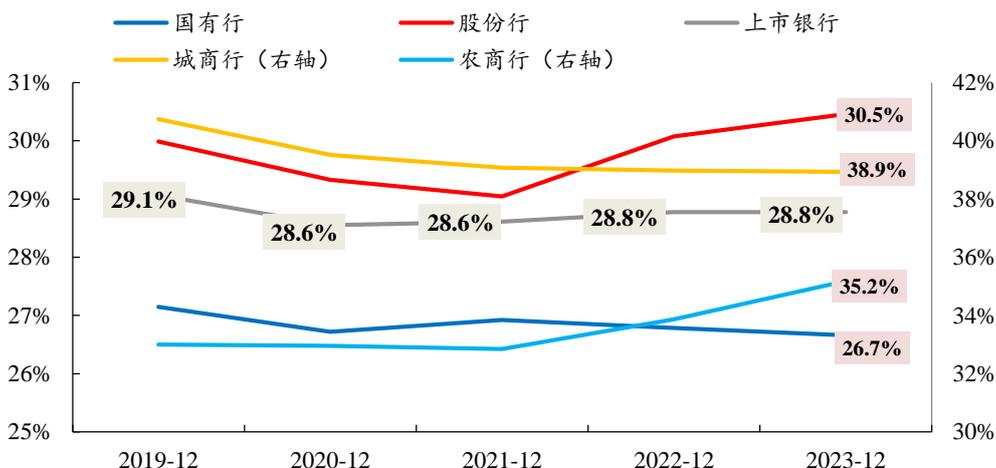
(2) 比价效应天平重新倾斜，但阶段性失效。2024 年债券利率开始加速下行，比价天平重新向贷款倾斜，但由于实体信贷需求偏弱，银行信贷投放受阻，“投与贷”比价效应阶段性失效，在债贷综合净收益率差下降后，银行配债增速仍在抬升。

2、2023 年自营金融投资，对上市银行愈发重要

2.1、规模：2023 年末上市银行金融投资余额 81 万亿元，占总资产 29%

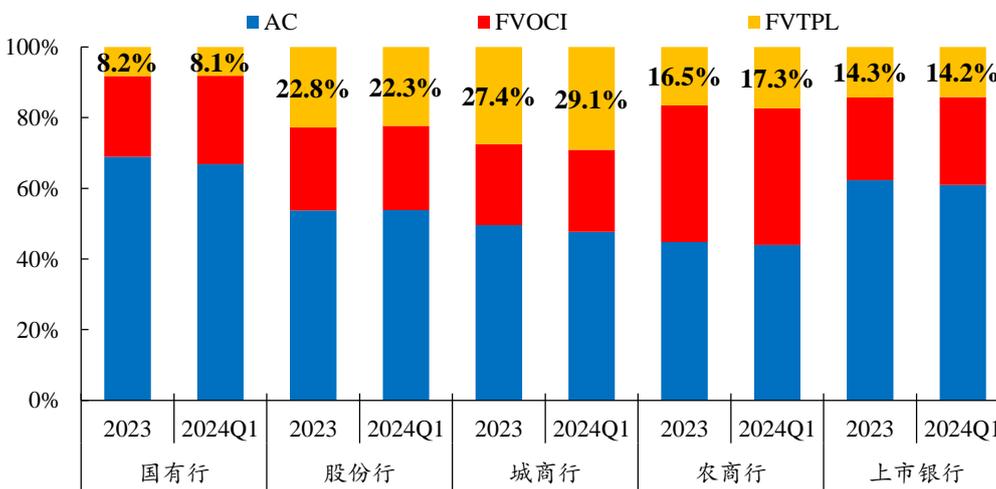
各类型银行金融投资结构有所分化。截至 2023 年末，上市银行金融投资余额为 81 万亿元，其中政府债券 47 万亿元，占金融投资比例为 58%。分银行类型来看，2023 年末城商行和农商行金融投资占比相对较高，2021 年以来股份行和农商行金融投资占比提升明显，反映这两类银行信贷投放景气度偏弱。从金融投资结构来看，上市银行整体以政府债投资为主，国有行政府债占比最高为 66.5%，股份行和城商行基金投资占比相对较高，农商行金融债占比偏高，主要是投资了较多的同业存单。

图6：城农商行金融投资占总资产比例高



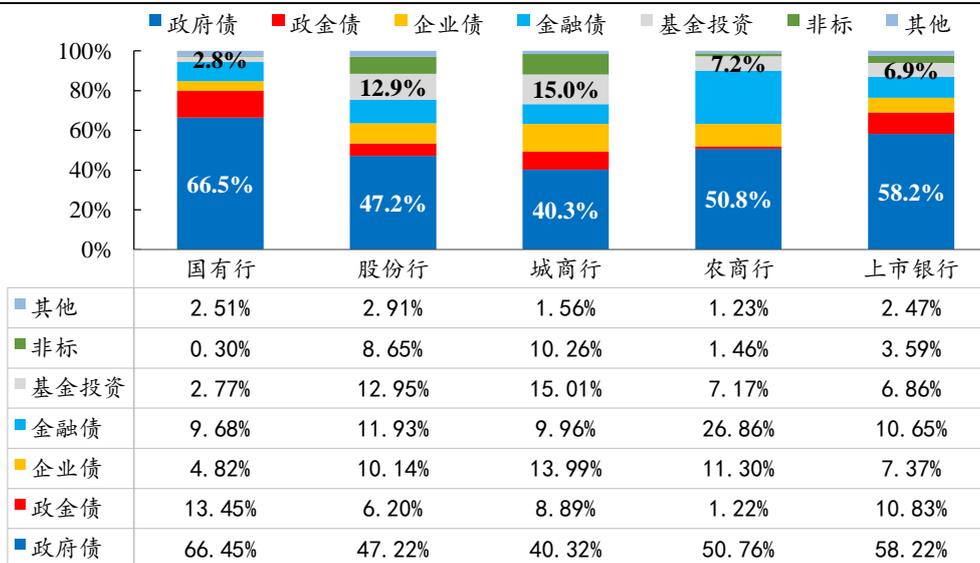
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024Q1 城商行和农商行交易盘占比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：上市银行金融投资结构分化 (2023)



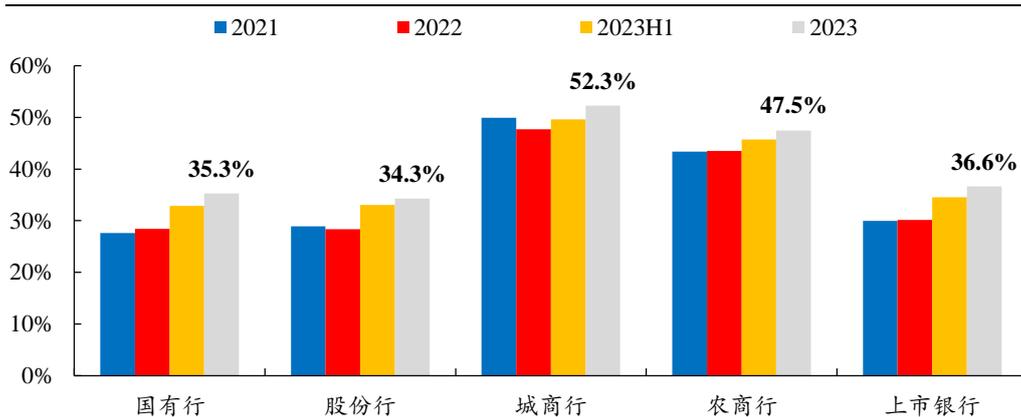
数据来源：各银行公司公告、开源证券研究所 (金融债统计口径含同业存单; 企业债口径含 ABS。)

2.2、业绩：近年来，上市银行金融投资业绩贡献持续提高

2023年上市银行金融投资对业绩贡献度持续提升。2023年上市银行金融投资业务业绩贡献度为36.6%，较2023H1提升2.0个百分点。分银行类型来看，国有行/股份行/城商行/农商行占比分别为35.2%、34.2%、52.2%和47.4%，较2023H1分别提升2.3pct、1.2pct、2.6pct、1.7pct，其中城商行金融投资业务业绩贡献度最高，提升幅度也最大。

注：金融投资业绩贡献度 = $(\text{债券投资利息收入} / \text{利息收入}) * \text{利息净收入} + \text{投资净收益} + \text{公允价值变动净收益} / \text{营业收入}$ 。

图9：2023年上市银行金融投资业绩贡献度提升

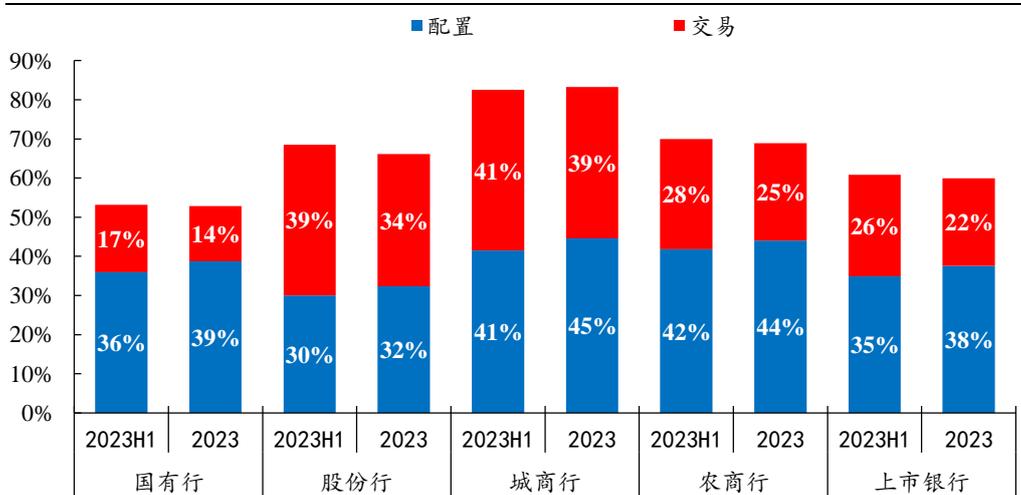


数据来源：Wind、开源证券研究所

2023H2分账户业绩贡献：交易盘下降，配置盘提升。

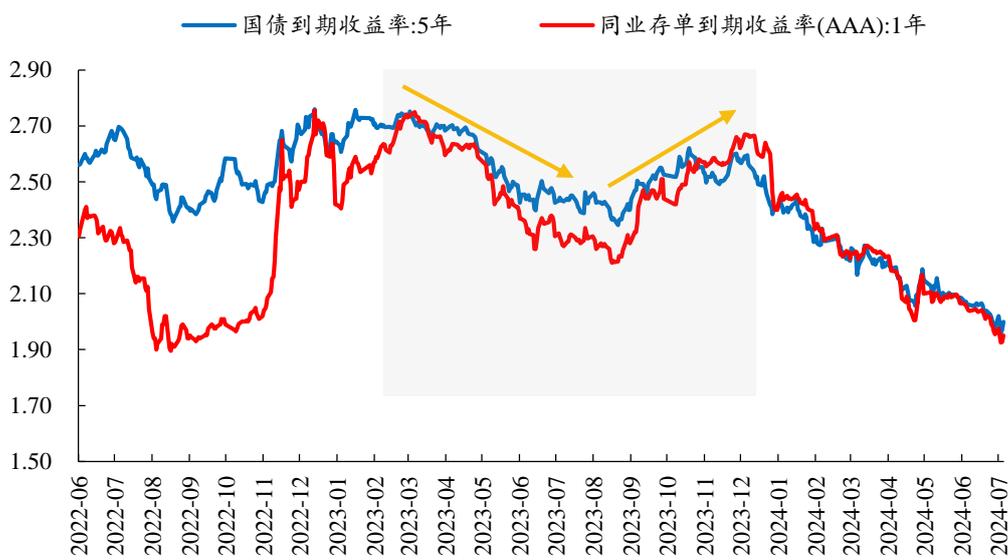
(1)交易盘：2023年上市银行交易盘投资收益贡献度较2023H1下降4pct。2023年国有行/股份行/城商行/农商行交易投资收益业绩贡献度分别为14%/34%/39%/25%，较2023H1均有不同程度地下降，主要受债券市场利率环境的影响。2023年上半年债市利率持续下行，给银行提供了一个较好的抓波段做收益的环境，且交易盘债券市值波动直接计入当期损益，贡献业绩。下半年债市利率开始上行，叠加银行上半年投资收益较好，有止盈动力；此外资本新规正式稿落地，银行赎回部分基金。

图10：2023H2上市银行金融投资交易盘业绩贡献度下降



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：配置盘业绩贡献度=债券投资利息收入/利息收入；交易盘业绩贡献度=(净收益+公允价值变动净收益)/营业收入。）

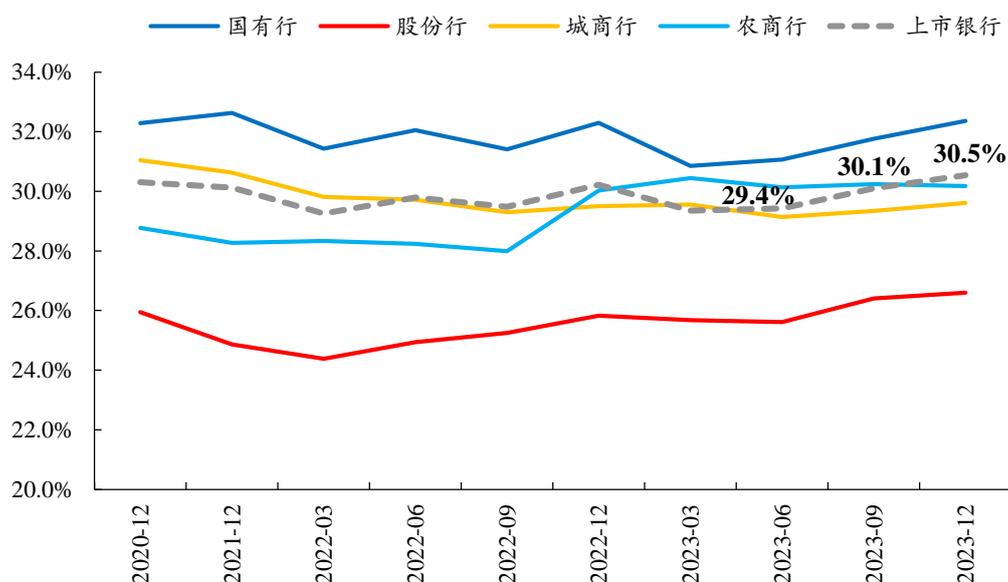
图11: 2023H2 债券市场利率上行 (%)



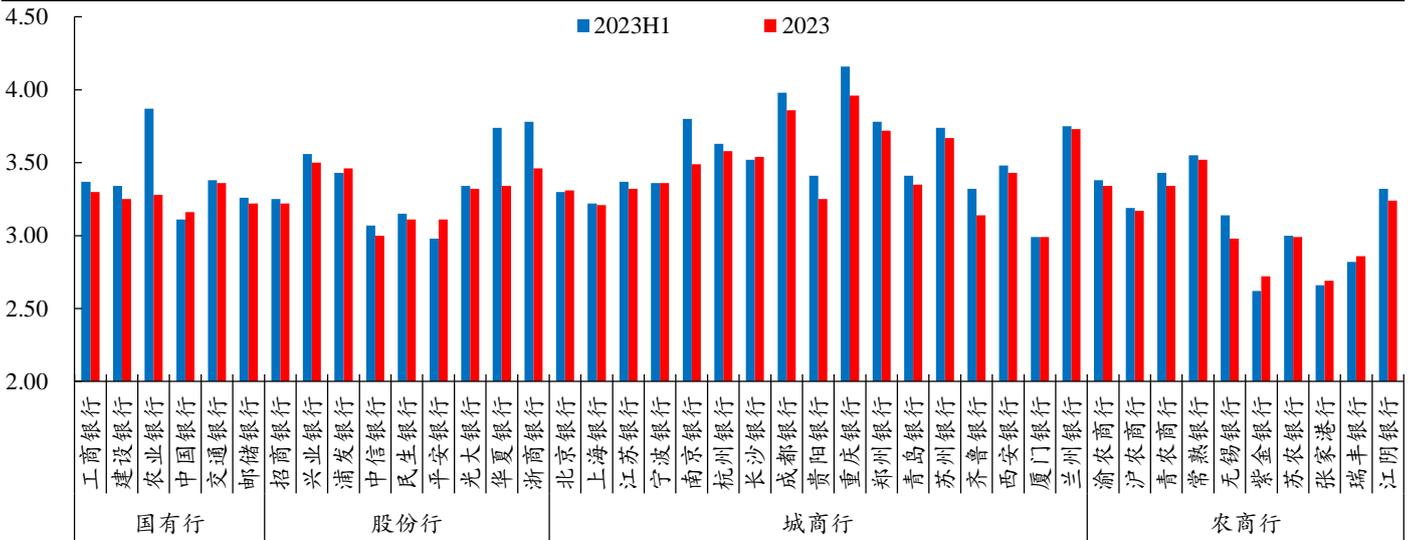
数据来源: Wind、开源证券研究所

(2) 配置盘: 上市银行配置盘利息收入贡献度提升。2023 年上市银行配置盘利息收入占比提升 3 个百分点。2023 年国有行/股份行/城商行/农商行配置盘投资利息收入占比分别为 39%/32%/45%/44%，较 2023H1 均有不同程度的提升，主要受银行资产投放节奏影响。一方面，银行信贷投放偏前置，上半年贷款占比高，2023 年配置盘金融投资占生息资产比例提升；另一方面。2023Q4 受按揭贷款重定价和新发放贷款利率下降影响，银行贷款收益率大幅下降，债券投资收益率虽然也有所下降，但降幅小于贷款。

图12: 2023 年上市银行配置盘 (AC+FVOCI) 占生息资产比例提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13：2023年多数上市银行配置盘投资收益率下降（%）


数据来源：各银行公司公告、开源证券研究所

2.3、经营：多面平衡，提前应对，主动调整

商业银行自营投资过程中面临流动性指标、资本充足率等多方面严格的监管约束；在满足监管要求的基础上，银行自营投资尽可能追求稳定的高收益。各家银行经营情况有差异，投资策略分化。我们在报告《2023年上市银行经营盘点之金融投资篇（上）：多面平衡中的调整与布局》中有所总结：

(1) 资本压力大的银行增持政府债，压降高风险权重资产。2023H2 中信银行和民生银行低风险权重的政府债增量占比较高，同时压降企业债、非标等高风险权重资产。

(2) 流动性管理诉求强的银行增持较多利率品种。如平安银行流动性覆盖率阶段性承压，2023Q3 降至 101%，2023 其政府债占比为 57.9%，在股份行中仅次于招商银行。

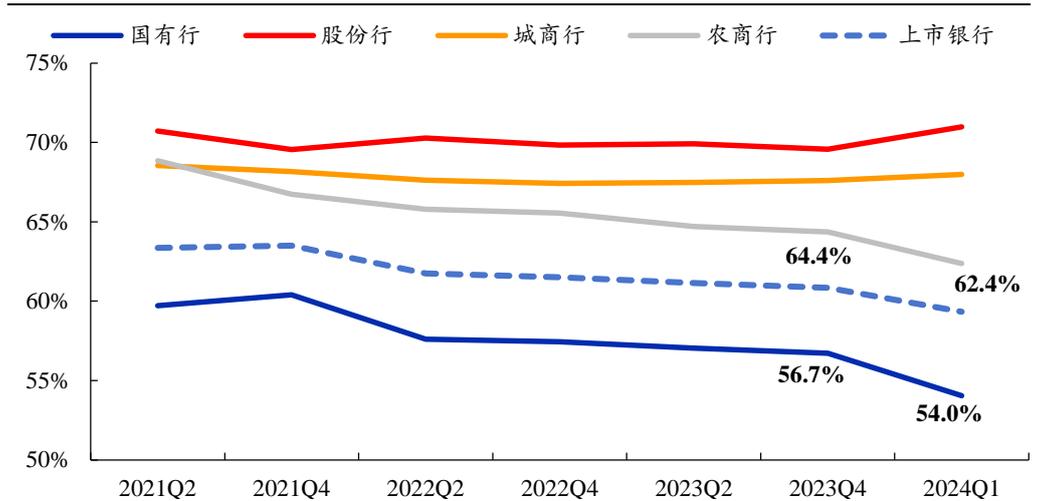
(3) 负债成本抬升的银行适当品种下沉。股份行中平安负债成本率上升，2023H2 逆势增配非标，在上市银行债券投资收益率下行的背景下，其 2023 年全年收益率较 2023H1 抬升 13BP。

3、资本新规落地前后关注要点：基金和 ABS 投资的变化

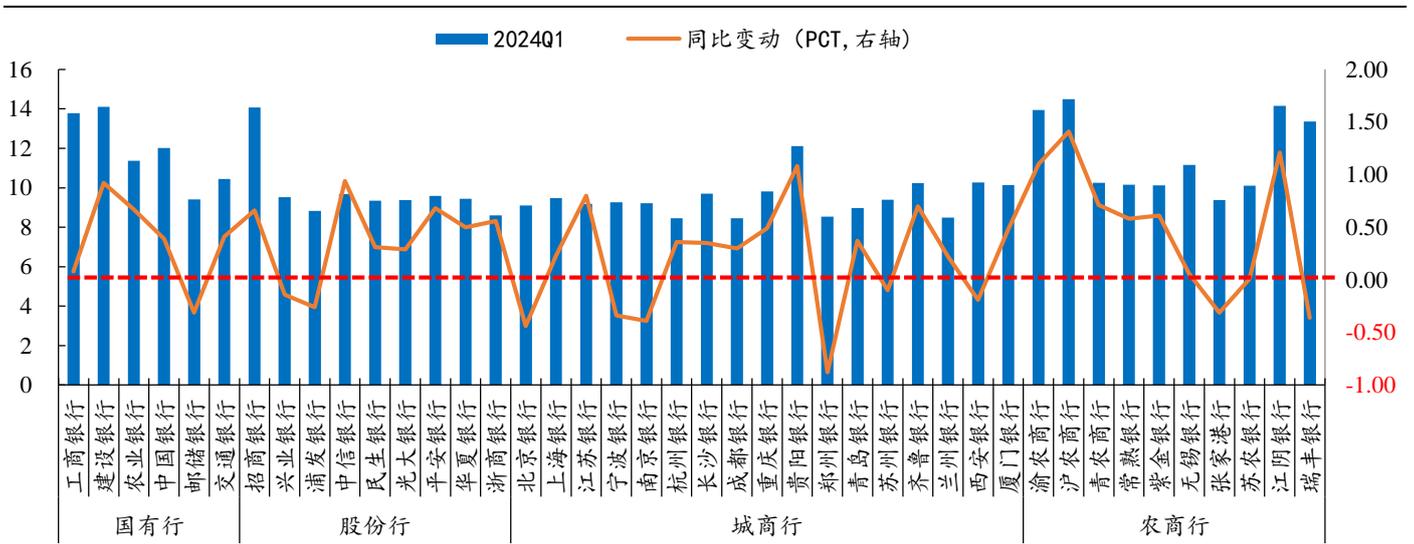
3.1、资本新规对银行 2024Q1 基金投资行为影响有限

一方面，2024Q1 银行资本考核压力不大。多数上市银行受益于资本新规落地，核心一级资本充足率提升。总资产加权平均风险权重下降，其中国有行按揭贷款占比高，政府债投资比例高，风险权重下降幅度较大，2024Q1 环比下降 2.7pct 至 54%。

另一方面，2024Q1 资本新规落地执行或相较于预期偏宽松。银行普遍采用穿透法或授权基础法计量基金产品资本，加权平均风险权重抬升幅度可能并不大。

图14：2024Q1 国有行风险权重下降较多


数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2024Q1 多数上市银行核心一级资本充足率同比提升（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、基金投资计量方法：穿透和授权基础法为主，少数银行 1250% 计量比例较高

2024Q1 上市银行基金投资资本计量方法以穿透法和授权基础法为主。根据 D-SIBs 银行 2024Q1 第三支柱信息披露报告数据，**银行账簿资管产品穿透法和授权基础法占比分别为 46% 和 50%**。实践中基金投资或以授权基础法为主，穿透法计量的资管产品中包含结构化融资、定制产品投资等。各家银行计量方法有所分化，多数银行以授权基础法为主，兴业银行、华夏银行、宁波银行、上海银行穿透法占比超 80%。

银行可选择第三方穿透法或授权基础法进行计量。2024Q1，在实践执行过程中基金公司报送给银行两类数据：一是经外部审计盖章的加权平均风险权重(*1.2 倍)；二是基金产品的底层资产大类明细。因此，商业银行可根据基金产品底层资产的情况，选择更节约资本的计量方式。部分银行风险权重为 1250% 的资管产品占比高，主要是由于包含了不可穿透的 ABS 产品。

图16: D-SIBs 银行多采用穿透法和授权基础法计量资管产品资本 (2024Q1)

银行类型	银行名称	风险加权资产 (亿元)				占比		
		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	766	463	189	1408	54.41%	32.86%	13.43%
	建设银行	34	1946	0	1980	1.74%	98.24%	0.02%
	农业银行	49	370	0	406	12.15%	91.28%	0.00%
	中国银行	568	821	0	1389	40.92%	59.08%	0.00%
	邮储银行	561	3414	123	4098	13.69%	83.31%	3.00%
	交通银行	519	1379	439	2337	22.20%	59.01%	18.79%
股份行	招商银行	1337	813	0	2150	62.18%	37.81%	0.00%
	民生银行	0	2415	459	2875	0.01%	84.01%	15.97%
	中信银行	2257	2388	100	4744	47.57%	50.33%	2.10%
	平安银行	672	1005	6	1683	39.91%	59.72%	0.37%
	光大银行	293	1516		1810	16.21%	83.79%	0.00%
	兴业银行	4989	815	241	6045	82.53%	13.48%	3.99%
	华夏银行	2300	121	13	2434	94.49%	4.99%	0.52%
	广发银行	806			808	99.75%	0.00%	0.00%
城商行	宁波银行	1789	45	1	1834	97.51%	2.43%	0.06%
	江苏银行	643	884	0	1527	42.12%	57.88%	0.00%
	北京银行		2486		2486	0.00%	100.00%	0.00%
	上海银行	1849			1849	100.00%	0.00%	0.00%
	南京银行	861	1082	31	1973	43.62%	54.84%	1.55%

数据来源: 各银行公司公告、开源证券研究所

部分情况下, 授权基础法或比第三方穿透法更节约资本。若基金产品底层资产明细信息颗粒度清晰, 详细披露发行人、久期等情况, 投向范围上限约束精准, 授权基础法可能比第三方穿透法更节约资本。例如商业银行投资某基金产品 A, 该基金产品底层资产投向为现金 (20%)、一般政府债券 (20%)、A 级银行发行的 3M 以下同业存单 (20%)、A 级商业银行发行的 3M 以上普通金融债 (40%), 基金产品的杠杆率为 110%。

1、穿透法计量: 当基金产品向商业银行报送详细底层资产明细, 银行直接通过穿透法计量时加权平均风险权重为 24%, 通过第三方使用穿透法计量需附加 1.2 系数, 加权平均风险权重为 29%。

表3: 基金产品 A 通过第三方穿透法计量加权平均风险权重为 29%

	直接穿透法	第三方穿透法	穿透法风险权重
现金	20%	20%	0%
地方政府债	20%	20%	10%
同业存单	20%	20%	20%
金融债	40%	40%	40%
加权风险权重	24%	29%	

数据来源: 国家金融监督管理总局、开源证券研究所

2、授权基础法计量：(1) 情形一：当基金产品约定了底层资产投向、发行人情况但未对久期做详细说明时，加权平均风险权重为 35%，高于通过第三方采用穿透法测算的权重；(2) 情形二：进一步说明久期时，加权平均风险权重为 26%，低于第三方穿透法测算的权重。

表4：情形一授权基础法计量下基金产品 A 的风险权重为 35%

	报送底层资产占比	授权基础法采用的占比	授权基础法采用的风险权重
国债	0-10%	10%	0%
地方政府债	0-20%	20%	20%
同业存单 (A 级商业银行)	10%-30%	30%	40%
金融债 (A 级商业银行)	10%-40%	40%	40%
加权风险权重		35%	

数据来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

表5：情形二授权基础法计量下基金产品 A 的风险权重为 26%

产品说明	报送底层资产占比	授权基础法采用的占比	授权基础法采用的风险权重
现金	0-10%	10%	0%
地方政府债 (一般债券)	0-20%	20%	10%
同业存单 (3M 以下, A 级商业银行)	10%-30%	30%	20%
金融债 (3M 以上, A 级商业银行)	10%-40%	40%	40%
加权风险权重		26%	

数据来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

3.3、ABS 资本计量方法：外评法为主

资本新规重新确定 ABS 风险权重的三种计量方法：**内部评级法、外部评级法、标准法**。银行需要根据基础资产特征，和数据的可获取程度确定计量方法。

1、内评法资产池——多数银行不适用。对资产证券化交易的全部基础资产，商业银行均经国家金融监督管理总局或其派出机构验收通过使用信用风险内部评级法计量信用风险，并具备报告日计量所需数据。

2、标准法资产池——适用于大多数银行。未通过验收或不具备数据条件。这种情况下，优先使用外部评级法（存在外部评级或推测评级），否则采用标准法。

3、混合资产池：基础资产中部分资产经验收通过使用信用风险内部评级法并商业银行具备报告日计量所需数据，部分资产未经验收通过使用信用风险内部评级法或商业银行不具备计量所需数据，则该资产证券化交易的基础资产池称为“混合资产池”。(1) 如果信用风险内部评级法部分占比超过 95% (含)，则按照“内评法资产池”相关规定，适用资产证券化内部评级法。(2) 如果信用风险内部评级法部分占比低于 95%，则按照“标准法资产池”的相关规定。

3、若以上三种方法均不适用，则 1250% 计量。

此外，资本新规引入了“简单、透明、可比”标准 (STC)，适用于传统型资产支持证券，合成型不适用，对于符合 STC 标准的风暴暴露，商业银行可采用 STC 标准规则计量风险加权资产，并享受相关资本优惠。

图17: ABS 风险权重影响因素

1.外部评级	2.档次优先级	3.剩余期限	4.档次厚度调整	5.是否符合STC标准
<ul style="list-style-type: none"> 同一资产支持证券有两个不同评级结果，应当运用所对应的较高风险权重； 同一ABS有三个或三个以上评级结果时，应从所对应的两个较低的风险权重中选用较高风险权重。 	<ul style="list-style-type: none"> 如果次级档证券以上的多档证券都有评级，则评级最高的是优先档次； 如果多档证券的评级级别相同，则受偿顺序最优先的为优先档次； 如果多档证券的评级级别和受偿顺序均相同（比如：优先A1 优先A2），仅剩余期限不同，则同为优先档次。 	<ul style="list-style-type: none"> 合约现金流加权法 最终法定到期日法 商业银行可自行确定使用哪种方法计算。计算出来的档次剩余期限最低为1年，最高为5年（不足1年按1年，超出5年按5年），档次期限在1-5年之间的，应用线性插值法计算。 	<ul style="list-style-type: none"> 仅针对非优先档次证券 对期限调整后的风险权重再进行调整，档次厚度越厚，风险权重折扣越多。档次厚度调整范围为0-50%，档次厚度达到50%或以上，可获得的风险权重折扣不再增加。 	<p>商业银行需进行尽职调查以评估确认风险暴露是否符合标准。</p> <p>此外，ABS风险权重下限15%，对于符合STC标准产品的优先档次风险权重可以下调为10%，不良资产证券化适用的风险权重下限为100%。</p>

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

2024Q1 上市银行主要采用外评法对 ABS 进行资本计量，用 2023 年末银行持仓 ABS 规模测算，银行投资 ABS 加权平均风险权重为 20%~40%左右。如果 ABS 无法穿透，需按照 1250%最高风险权重对 ABS 进行资本计量。（银行账簿资产证券化风险加权资产合计值不等于外评法数值的银行，或涉及到 1250%权重计量的 ABS）。

图18: D-SIBs 银行多采用外评法计量 ABS 资本 (2024Q1, 亿元)

银行类型	银行名称	银行账簿资产证券化风险加权资产 (亿元)				ABS加权平均风险权重
		内评法	外评法	标准法	合计	
国有行	工商银行	-	11	-	142	
	建设银行	-	1	666	366	
	农业银行	-	28	24	50	
	中国银行	-	483	-	483	
	邮储银行	-	201	72	272	23.5%
	交通银行	-	-	-	150	
股份行	招商银行	-	8	40	492	
	民生银行	-	179	-	335	
	中信银行	-	299	-	299	
	平安银行	-	141	-	141	33.4%
	光大银行	-	210	-	281	
	兴业银行	-	391	-	391	
	华夏银行	-	11	-	109	
	广发银行	-	37	-	37	
城商行	宁波银行	-	35	-	35	
	江苏银行	-	46	-	46	20.6%
	北京银行	-	42	68	110	
	上海银行	-	-	37	37	21.7%
	南京银行	-	2	-	6	

数据来源：各银行公司公告、开源证券研究所

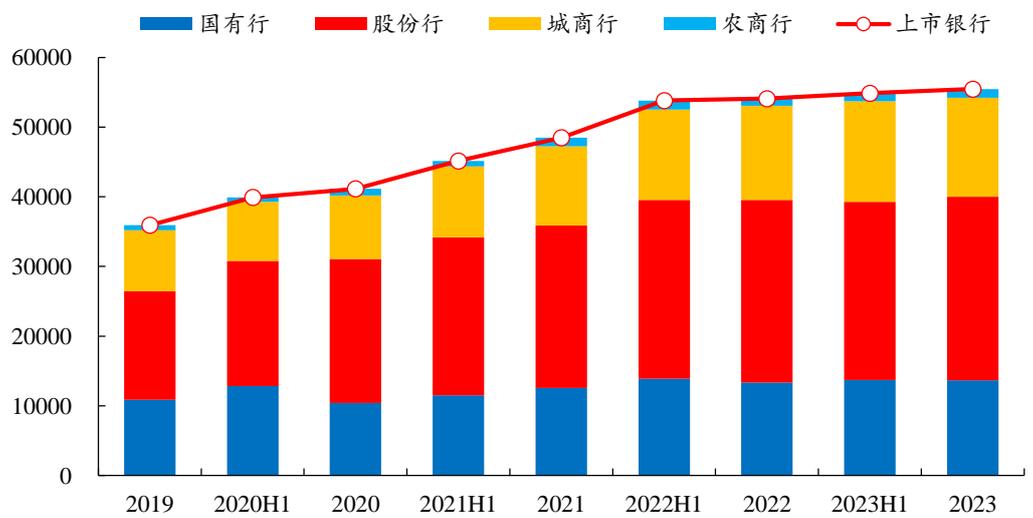
图19：符合STC标准的ABS长期评级基础风险权重更小

评级	长期评级基础风险权重表				符合STC标准的长期评级基础风险权重表				符合STC标准基础风险权重降幅			
	优先档次		非优先档次		优先档次		非优先档次		优先档次		非优先档次	
	1年	5年	1年	5年	1年	5年	1年	5年	1年	5年	1年	5年
AAA	15%	20%	15%	70%	10%	10%	15%	40%	-5%	-10%	0%	-30%
AA+	15%	30%	15%	90%	10%	15%	15%	55%	-5%	-15%	0%	-35%
AA	25%	40%	30%	120%	15%	20%	15%	70%	-10%	-20%	-15%	-50%
AA-	30%	45%	40%	140%	15%	25%	25%	80%	-15%	-20%	-15%	-60%
A+	40%	50%	60%	160%	20%	30%	35%	95%	-20%	-20%	-25%	-65%
A	50%	65%	80%	180%	30%	40%	60%	135%	-20%	-25%	-20%	-45%
A-	60%	70%	120%	210%	35%	40%	95%	170%	-25%	-30%	-25%	-40%
BBB+	75%	90%	170%	260%	45%	55%	150%	225%	-30%	-35%	-20%	-35%
BBB	90%	105%	220%	310%	55%	65%	180%	255%	-35%	-40%	-40%	-55%
BBB-	120%	140%	330%	420%	70%	85%	270%	345%	-50%	-55%	-60%	-75%
BB+	140%	160%	470%	580%	120%	135%	405%	500%	-20%	-25%	-65%	-80%
BB	160%	180%	620%	760%	135%	155%	535%	655%	-25%	-25%	-85%	-105%
BB-	200%	225%	750%	860%	170%	195%	645%	740%	-30%	-30%	-105%	-120%
B+	250%	280%	900%	950%	225%	250%	810%	855%	-25%	-30%	-90%	-95%
B	310%	340%	1050%	1050%	280%	305%	945%	945%	-30%	-35%	-105%	-105%
B-	380%	420%	1130%	1130%	340%	380%	1015%	1015%	-40%	-40%	-115%	-115%
CCC+/CCC/CCC-	460%	505%	1250%	1250%	415%	455%	1250%	1250%	-45%	-50%	0%	0%
CCC-以下	1250%	1250%	1250%	1250%	1250%	1250%	1250%	1250%	0%	0%	0%	0%

数据来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

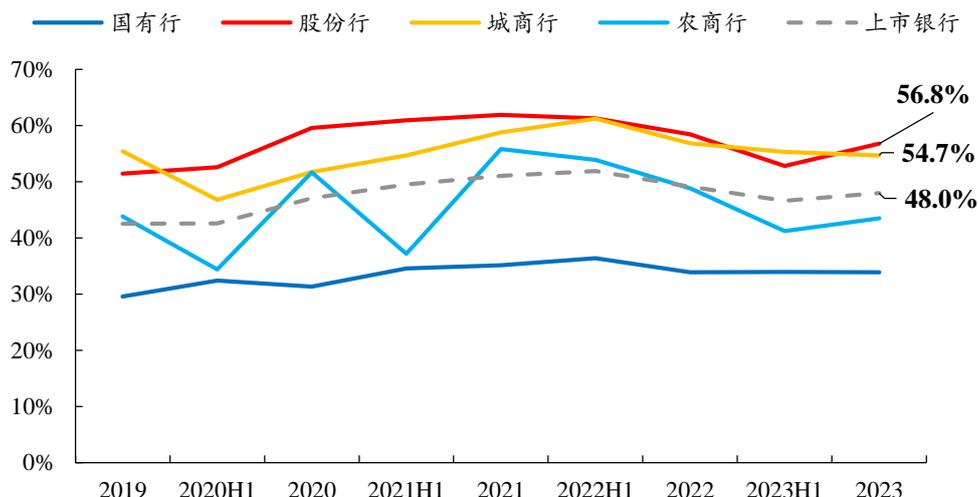
4、银行投资基金现状：资本新规落地的效果观察

2023年末上市银行自营持有基金规模5.5万亿元，占交易盘比例为48%。分银行类型来看，股份行和城商行基金投资规模最大，占交易盘比例较高，2023年末分别持有2.63万亿和1.42万亿基金，占交易盘比例分别为56.8%和54.7%。

图20：2023年末上市银行持有5.5万亿基金（亿元）


数据来源：各银行公司公告、开源证券研究所

图21：股份行和城商行基金投资占交易盘比例高



数据来源：各银行公司公告、开源证券研究所

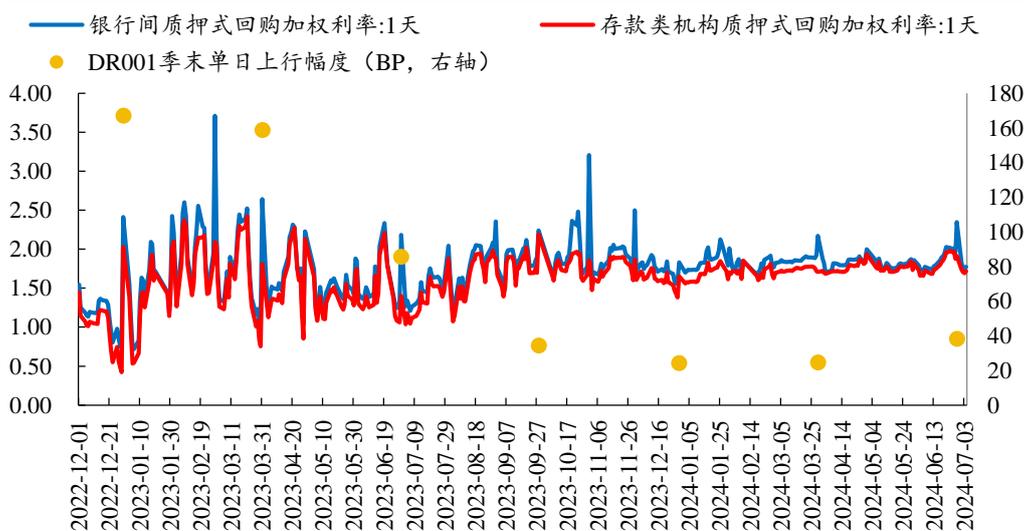
4.1、货基：2024Q1 银行基金投资规模稳定

4.1.1、银行季末货基投资行为：资本、流动性和收益多重因素扰动

银行季末通常有赎回货基行为，我们认为这主要受到资本、流动性、收益诉求等多重因素的扰动。

1、赎回基金的动力：增厚收益和节约资本。(1) 赎回货基，出1天逆回购增厚收益。季末银行往往有冲存贷款的需求，资金面阶段性收紧，银行间市场回购利率大幅抬升，DR001 利率单日上行幅度可达 100BP 以上，部分银行金融市场部会赎回流动性较好、收益率较低的货基，出 1 天逆回购增厚投资收益。**(2) 季末银行面临资本考核，赎回资本占用较多的货基可提高资本充足率水平。**

图22：DR001 季末利率波动大 (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、增持货基的动力：快速改善 LCR，LCR 承压时会选择持仓货基跨季。从长期来看，银行拉长负债久期，增持国债、政金债等合格优势流动性资产是改善 LCR

较为有效的方式。但若银行需在季末快速改善 LCR，短期内银行负债结构难以快速调整，因此改善 LCR 需从资产端入手，用现金投资货基是最快的途径：分子端货基不计入合格优质流动性资产，现金减少，LCR 分子下降；由于货基可随时赎回的特征，未来三十天内被赎回则会产生现金流入，“来自融机构与央行的现金流入”增加，分母现金净流出下降。当 LCR>1 时，投资货基使得 LCR 上升；反之下降。

表6：银行申赎货币基金对 LCR 的影响

经营行为	期限	LCR 公式	分子/分母变动原因	LCR 变动方向
货币基金	申购	合格优质流动性资产-现金*100%	分子：现金减少，分子下降	当 LCR>1 时,LCR 上升； 反之下降。
		未来三十天现金净流出-货基规模*100%	分母：现金流入↑，现金净流出↓	
货币基金	赎回	合格优质流动性资产+现金*100%	分子：现金增加，分子上升	当 LCR>1 时,LCR 下降； 反之上升。
		未来三十天现金净流出+货基规模*100%	分母：现金流入↓，现金净流出↑	

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

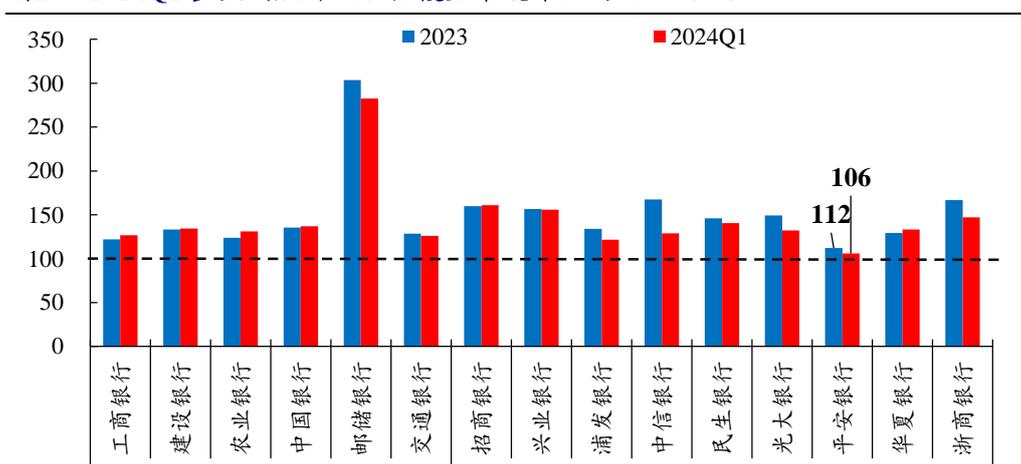
4.1.2、2024Q1 货基赎回压力不大

(1) **资本层面**：多数上市银行收益于资本新规落地，核心一级资本充足率提升，总资产加权平均风险权重下降，银行资本压力不大。

(2) **收益层面**：2024Q1 季末资金面较为宽松，大行受监管指导信贷冲量诉求减弱，资金融出并未明显收紧，DR001 利率抬升幅度不大，银行通过赎回货基，出 1 年逆回购做收益的动力不强。

(3) **流动性层面**：2024Q1 多数上市国股行 LCR 距离监管要求有充足缓冲空间，但其中平安银行 LCR 指标略有压力，仅高于监管要求 6pct，或有持有货基跨季动力。

图23：2024Q1 多数国股行流动性覆盖率缓冲空间充足（%）

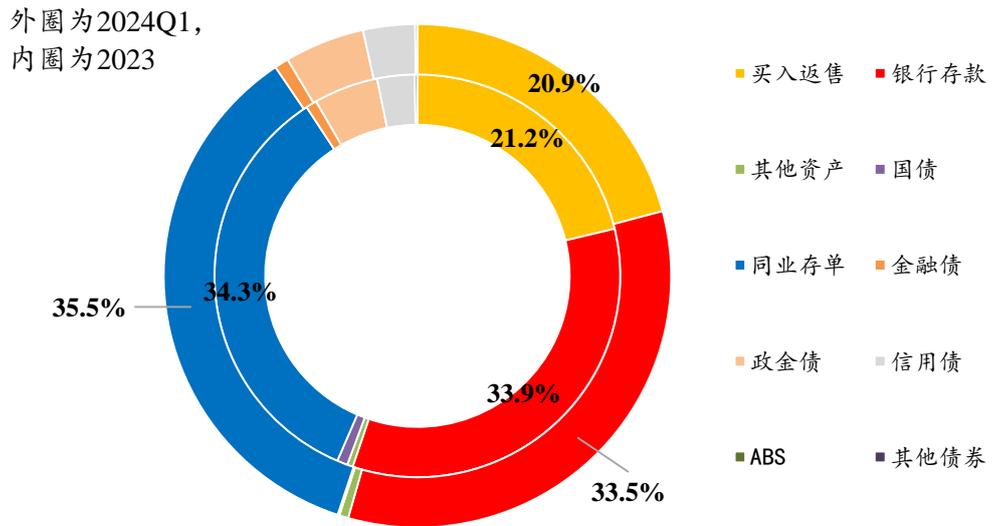


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.3、货基或缩短同业存单久期，增加交易所回购

机构持仓货基底层资产中买入返售和同业存单占比高。我们筛选 2023 年机构持仓占比 90%以上，持仓份额在 30 亿份以上的货币基金，统计其底层资产投向和边际变化。2024Q1 货基底层资产中同业存单占比最高为 35.5%，较 2023 年末提升 1.1 pct，买入返售占比为 20.87%，较 2023 年末下降 0.4pct。

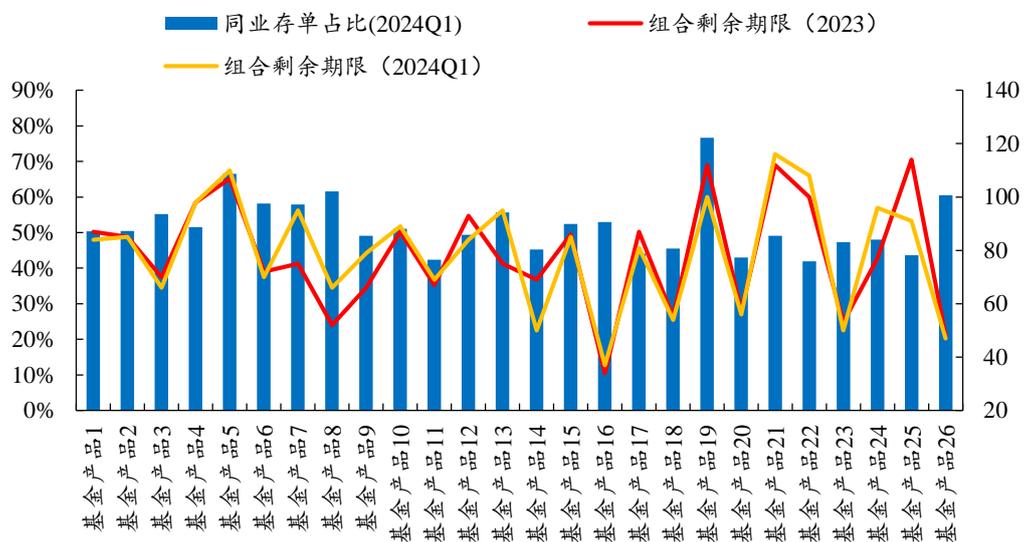
图24：机构持仓货币基金底层资产中买入返售和同业存单占比高



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：样本为2023年机构持仓占比90%以上，持仓份额在30亿份以上的货币基金。）

(1) 货基季末或有缩短同业存单久期动力。资本新规落地后，3M以上同业存单风险权重抬升，部分同业存单持仓占比高的货基或缩短同业存单久期，整体来看影响不大，主要源于2024Q1同业存单利率下行，债券市值上涨，收益增厚或可对冲资本成本抬升。

图25：部分同业存单占比高的货币基金投资组合剩余期限变短（天）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：样本为2023和2024Q1同业存单占比均超40%的货基。）

(2) 货基或增加交易所回购规模。（合格中央交易对手信用风险权重较低）

资本新规对银行间市场回购业务新增风险权重底线要求，商业银行融出资金时，质押物小于风险暴露的1.25倍的情况下，交易对手更偏好核心市场参与者，交易期限更偏好7天及以下的品种。银行投资的货基，其回购行为偏好与商业银行相同。

(1) 若银行回购业务质押物为银行存单、现金、国债，且质押物市值为风险暴

露的 1.25 倍以上，则无论交易对手是核心市场参与者还是非核心市场参与者，其风险权重都为 0%。

(2) 若银行回购业务质押物市值小于风险暴露的 1.25 倍，同时“满足质物为现金/银行存单/国债/政金债”、“交易是 7 天（含）以内”等一系列监管规定要求的情况下，交易对手为核心市场参与者则风险权重底线为 0%，交易对手为非核心市场参与者则风险权重底线为 10%。

(3) 当以上条件均不能满足时，银行回购业务的风险权重底线要求为 20%。

表7：资本新规下回购业务的风险权重底线要求

具体规定	风险暴露的风险权重底线	
	核心市场参与者	非核心市场参与者
证券的市场价值 \geq 风险暴露的 1.25 倍	0%	0%
证券的市场价值 $<$ 风险暴露的 1.25 倍		
满足一定要求	0%	10%
其他情况（7 天以上正回购）	20%	20%

数据来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

表8：满足下述要求，质押物不足 1.25 倍核心市场参与者适用 0% 风险权重底线

具体要求
1. 质物为现金或是权重法下适用 0% 风险权重的主权、我国开发性金融机构和政策性银行、视同我国主权的公共部门实体发行的证券。
2. 风险暴露和质物以相同币种估值。
3. 交易是 7 天（含）以内的，或风险暴露和质物都是逐日盯市和逐日调整保证金。
4. 若交易对手未能调整保证金，在交易对手未调整保证金之前的最后一次盯市与质物清算之间所需要的期限不超过 4 个交易日。
5. 交易应通过该类型交易适用的结算体系交割。
6. 合同文件是关于证券回购交易的标准市场文件。
7. 交易文件具体说明，如交易对手不能按规定给付现金、证券、保证金或违约，交易能够立即终止。
8. 如出现违约事件，不受交易对手无力清偿或破产的影响，商业银行拥有绝对的、法律上可实施的处置和清算质物的权力。

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

资本新规影响货基资金融出行为。2024 年 3 月末货基资金融出规模有所下降，从 2023 年末部分机构投资者占比高、规模较大、买入返售占比高的货基融出行为来看，交易所回购占比提升，源于资本新规落地后，交易所回购比银行间市场回购更节约资本（合格的中央交易对手信用风险权重较低）。如银华活钱宝 F 前十大持仓机构中银行占比为 42.11%，2023 年末买入返售中交易所占比提升 50.9pct 至 55.4%。

图26：2023年末货基买入返售中，交易所回购占比普遍提升

基金名称	机构投资者占比%	银行占比% (前十大持仓机构)	买入返售占比 (2023)	2023H1 (亿元)		2023 (亿元)		交易所占比		2023年变动 (pct)
				交易所	银行间	交易所	银行间	2023H1	2023	
建信现金增利货币B	100.00	19.41	15.31%	194	233	150	41	45.5%	78.4%	33.0
鹏华添利宝B	98.44	35.40	22.18%	38	331	45	171	10.4%	20.8%	10.4
易方达天天发B	99.95	32.52	22.38%	105	5	204	-	95.5%	100.0%	4.5
建信天添益C	100.00	35.10	25.06%	217	10	149	16	95.6%	90.4%	-5.2
鹏华金元宝	95.80	35.99	19.72%	-	206	-	118	-	-	-
工银如意B	100.00	34.58	19.79%	-	165	-	131	-	-	-
平安日鑫A	98.19	39.51	29.64%	97	158	27	155	38.0%	14.8%	-23.2
兴银现金增利	99.69	34.40	23.51%	3	58	0	112	4.5%	0.0%	-4.5
国泰货币B	97.69	38.00	15.51%	80	73	53	39	52.5%	57.8%	5.4
华富天益B	99.92	51.40	28.48%	86	18	68	89	82.7%	43.4%	-39.4
银华活钱宝F	92.19	42.11	30.30%	10	211	104	84	4.5%	55.4%	50.9
鑫元安鑫宝货币A	98.98	34.77	30.70%	-	47	-	130	-	-	-
博时现金宝B	90.40	27.21	27.67%	13	168	13	158	7.2%	7.4%	0.2
华安现金宝B	91.90	47.50	17.82%	-	116	-	94	-	-	-
富国安益A	92.55	45.04	22.06%	49	156	92	62	23.8%	59.8%	36.0
易方达龙宝B	99.38	31.49	15.25%	134	5	75	9	96.4%	89.3%	-7.0
万家现金增利B	96.77	29.44	27.36%	-	78	0	74	0.0%	0.1%	0.1
合计	-	-	22.42%	1025	2039	979	1481	33.5%	39.7%	6.2

数据来源：各基金公司公告、开源证券研究所

4.2、债基：资本承压银行影响更大，关注节税效应和收益表现

4.2.1、资本角度：关注资本缓冲空间较小的银行

2024Q1 多数上市银行资本缓冲空间充足，股份行中兴业银行、浦发银行资本缓冲空间较小。我们以兴业银行持仓基金为例，观察资本承压的银行基金投资行为变化，2023 年兴业银行关联方口径基金占基金持仓规模为 86.9%，关联方口径的基金规模变化具有一定代表性。

图27：部分上市银行资本缓冲空间不足 150BP（2024Q1）

系统重要性银行分组 (2023)			附加资本要求及资本缓冲空间					
分组	银行类型	银行名称	核心一级资本充足率	监管要求	缓冲空间 (PCT)	资本充足率	监管要求	缓冲空间 (PCT)
第四组	国有行	工商银行	13.78%	9.00%	4.78	19.21%	12.00%	7.21
	国有行	中国银行	12.02%	9.00%	3.02	18.52%	12.00%	6.52
	国有行	建设银行	14.11%	9.00%	5.11	19.34%	12.00%	7.34
	国有行	农业银行	11.37%	9.00%	2.37	18.40%	12.00%	6.40
第三组	国有行	交通银行	10.44%	8.50%	1.94	16.09%	11.50%	4.59
	股份行	招商银行	14.07%	8.25%	5.82	18.20%	11.25%	6.95
	股份行	兴业银行	9.52%	8.25%	1.27	13.70%	11.25%	2.45
第二组	国有行	邮储银行	9.41%	8.00%	1.41	14.33%	11.00%	3.33
	股份行	浦发银行	8.83%	8.00%	0.83	12.35%	11.00%	1.35
	股份行	中信银行	9.69%	8.00%	1.69	13.61%	11.00%	2.61
第一组	股份行	光大银行	9.38%	7.75%	1.63	13.70%	10.75%	2.95
	股份行	民生银行	9.35%	7.75%	1.60	12.38%	10.75%	1.63
	股份行	平安银行	9.59%	7.75%	1.84	13.79%	10.75%	3.04
	股份行	华夏银行	9.44%	7.75%	1.69	12.55%	10.75%	1.80
	城商行	宁波银行	9.26%	7.75%	1.51	14.26%	10.75%	3.51
	城商行	江苏银行	9.18%	7.75%	1.43	12.82%	10.75%	2.07
	股份行	广发银行	9.11%	7.75%	1.36	13.05%	10.75%	2.30
	城商行	上海银行	9.48%	7.75%	1.73	13.22%	10.75%	2.47
	城商行	南京银行	9.22%	7.75%	1.47	13.18%	10.75%	2.43
	城商行	北京银行	9.11%	7.75%	1.36	13.12%	10.75%	2.37
未入选	股份行	浙商银行	8.60%	7.50%	1.10	12.54%	10.50%	2.04

数据来源：Wind、开源证券研究所

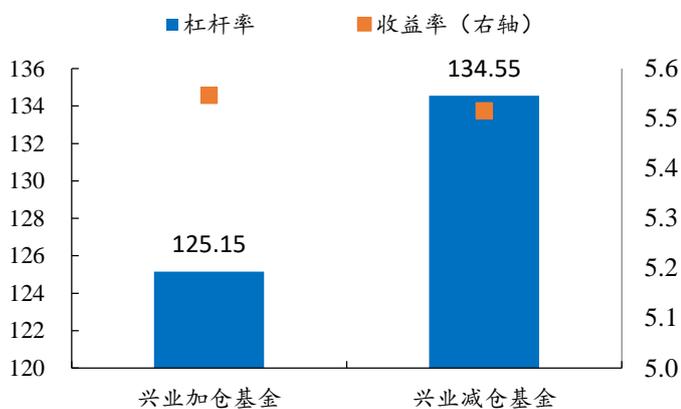
图28：部分银行关联方口径持仓基金占基金投资比例较高（2023，亿元）

银行名称	被动指数型	短期纯债型	混合债券型一级	货币市场型	中长期纯债型	总计	关联方口径占比
工商银行					650.2	650.2	39.0%
建设银行	99.4			168.9	80.1	348.4	14.5%
中国银行	19.0			0.0	2153.1	2172.2	
邮储银行	148.9		55.0	53.8	1724.5	1982.2	31.9%
交通银行			24.1	265.4	1115.3	1404.8	77.6%
平安银行	7.5			129.5	491.2	628.3	38.0%
浦发银行	35.5		40.0	92.3	2094.7	2262.4	52.1%
兴业银行	172.3	49.0	76.7	241.6	4641.8	5181.4	86.9%
招商银行	13.7		69.9	47.8	2081.4	2212.8	91.3%
浙商银行	34.2		113.4		823.8	971.4	65.9%
渤海银行					105.8	105.8	19.3%
广发银行					363.7	363.7	35.7%
光大银行	93.4	41.1	56.0	104.5	701.6	996.7	33.6%
民生银行	37.5	42.5	19.7	76.9	390.2	566.8	43.1%
中信银行	21.6		179.8	11.2	1190.0	1402.7	33.3%
华夏银行	15.9	10.6			629.9	656.4	33.7%
恒丰银行	1.9			5.1	202.4	209.4	34.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方统计口径；关联方定义为基金公司股东、托管行、代销行等。）

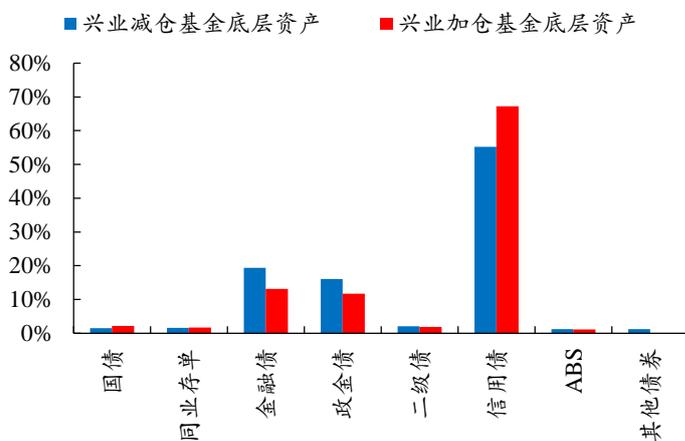
2023 年以来兴业银行赎回基金。我们统计 2023 年关联方口径兴业银行持仓基金规模的变化，筛选出兴业银行持有比例>90%的基金，共 92 支基金产品，观察其规模变化，2024Q1 兴业银行持仓基金整体规模下降，其中 48 支基金产品规模增长，44 支基金产品规模回落，对比其杠杆率、底层资产、基金加权平均风险权重的变化。

图29：2024Q1 兴业银行减仓高杠杆基金（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：统计样本平均值）

图30：兴业加仓基金的信用债投资占比高（2024Q1）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024Q1 兴业银行减仓高杠杆基金。观察兴业银行加仓基金和减仓基金的杠杆率和收益率情况，二者收益率差距不大，2024Q1 年化收益率均在 5.5% 以上，加仓基金的平均收益率略高于减仓基金。从杠杆率情况来看，减仓的基金杠杆率均值为 134.55%，加仓基金杠杆率均值为 125%，资本新规落地后，出于节约资本的考虑，兴业银行减仓了高杠杆的基金产品。

2024Q1 兴业银行加仓的基金产品底层资产中信用债占比高，金融债占比低。从底层资产的情况来看，由于资本新规落地后，投资级信用债风险权重下降，金融债、同业存单风险权重抬升，兴业银行加仓了信用债占比高的基金产品，资本新规落地后加仓基金风险权重抬升幅度为 1.54pct，减仓基金风险权重抬升 9.50pct。

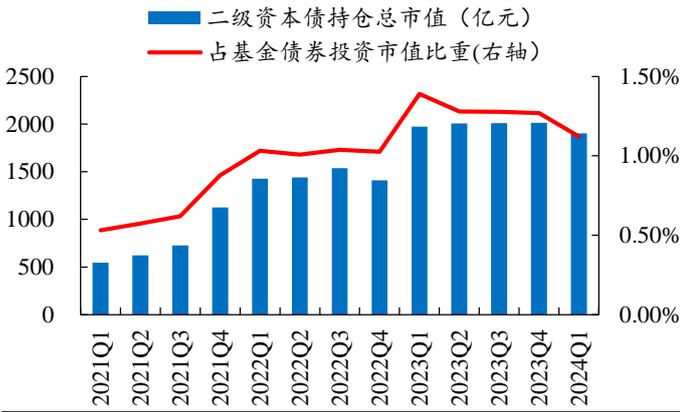
表9：兴业银行减仓的基金资本新规落地后风险权重抬升幅度较大（2023）

	买入返售	银行存款	其他资产	国债	同业存单	金融债	政金债	二级债	信用债	ABS	其他债券	杠杆率 (%)
减仓基金底层资产	0.6%	0.7%	0.4%	1.5%	1.6%	19.4%	16.1%	2.1%	55.2%	1.2%	1.2%	134.55
加权平均风险权重	原：65.19%		现：74.69%		变动：+9.50pct							
加仓基金底层资产	0.2%	0.6%	0.2%	2.1%	1.7%	13.1%	11.7%	1.9%	67.3%	1.1%	0.1%	125.15
加权平均风险权重	原：73.70%		现：75.24%		变动：+1.54pct							
风险权重（原资本办法）	100%	25%	100%	0%	25%	25%	0%	100%	100%	20%	100%	
风险权重（现资本办法）	75%	40%	100%	0%	40%	40%	0%	150%	75%	20%	100%	

数据来源：国家金融监督管理总局、Wind、开源证券研究所（注：二级债持仓规模统计口径为前五大重仓债券规模，统计数据偏小。）

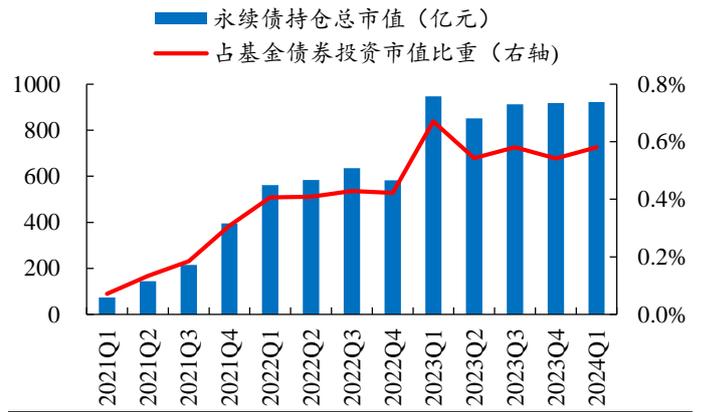
2024Q1 基金持仓二级资本债规模下降。2024Q1 基金持仓二级资本债规模为 1902 亿元，较 2023 年末有所下降，或源于资本新规落地后二级资本债风险权重抬升，基金为应对银行赎回，减仓部分二级资本债。

图31：2024Q1 基金持仓二级资本债规模下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2024Q1 基金持仓银行永续债规模基本持平

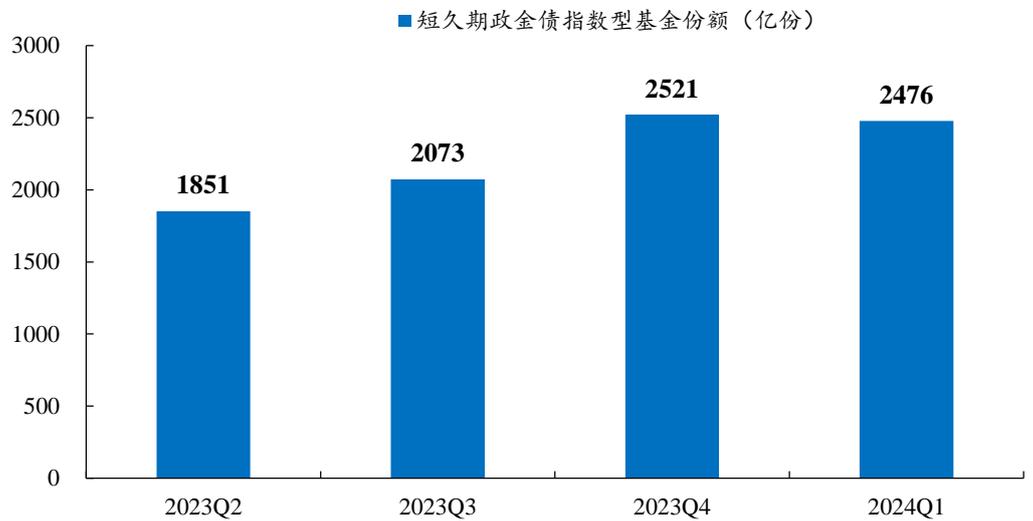


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2.2、收益角度：银行倾向赎回收益率不高的基金

2024Q1 多数短久期（0-3 年）政金债指数型基金份额下降，2023 年 11 月以来新成立的该类型基金均有不同程度的赎回。一方面受资本新规正式稿落地影响，2023Q4 政金债指数型基金份额快速增长，原因在于市场普遍认为指数型基金可享受“穿透法”带来的资本节约红利。但从资本新规实际执行情况来看，2024Q1 商业银行执行环境较为宽松，多数银行采用穿透法和授权基础法计量，政金债指数型基金的资本节约优势不明显，造成基金赎回。另一方面，我们认为是在盈利压力下，更加注重对基金投资的收益考核。

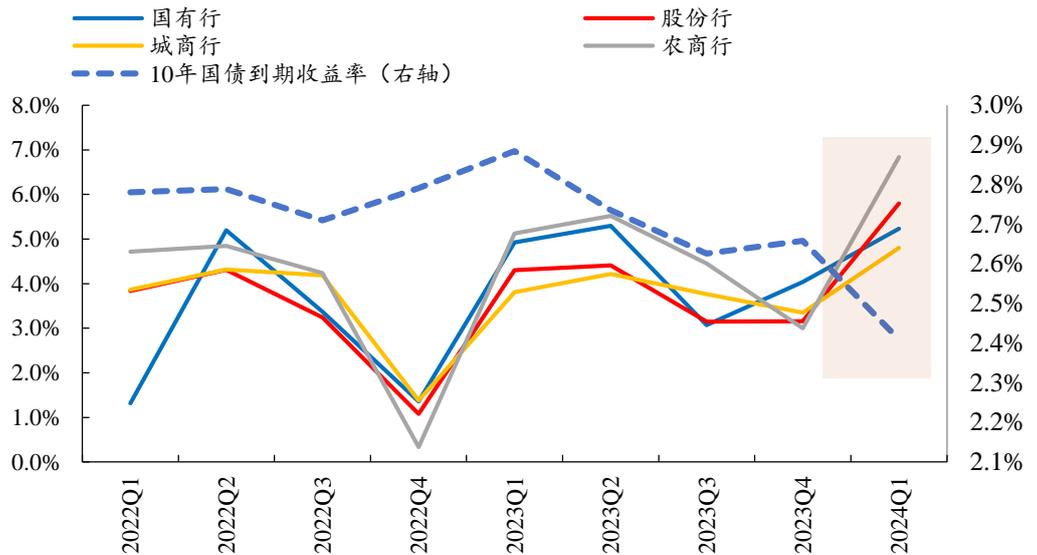
图33：2024Q1 政金债指数型基金份额下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024Q1 银行自营交易盘投资收益率明显抬升。2024 年开年以来，债券市场利率快速下行，给银行自营交易盘提供了较好的投资环境，多数银行取得较好的投资收益率，国有行/股份行/城商行/农商行分别为 5.24%/5.80%/4.80%/6.84%，同比增加 0.31pct/1.49pct/0.99pct/1.71pct，在银行直接投资债券即可取得较高收益率的背景下，基金投资诉求或减弱。

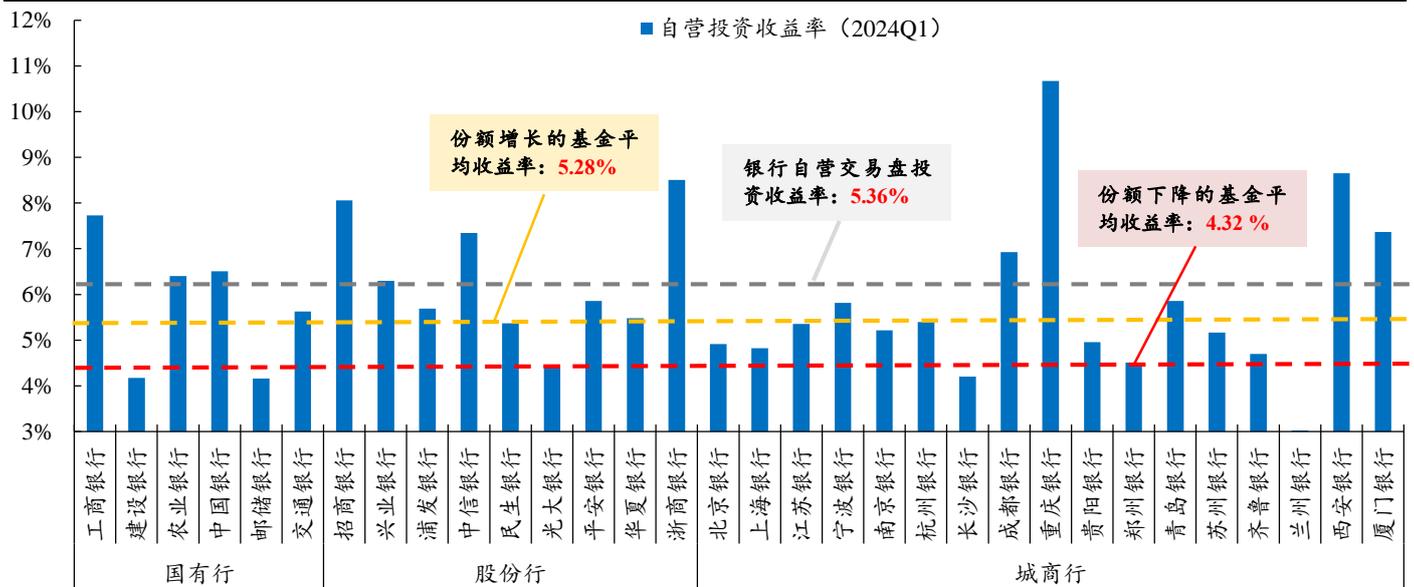
图34：2024Q1 银行自营交易盘投资收益率明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：交易盘投资收益率=（投资净收益+公允价值变动净收益）/交易性金融资产季初季末均值）

仅从收益率角度出发，当基金产品收益率<4.70%时，银行倾向于赎回基金。2024Q1 多数上市银行取得不错的投资收益率，上市银行交易盘投资净收益率均值为5.36%，2024Q1 份额下降的政金债指数型基金平均收益率为 4.32%，份额增长的基金平均收益率为 5.28%。根据我们测算，考虑免税效应后，当基金产品的收益率为4.70%时，银行投资基金产生的收益与自营交易盘收益率相同，因此，当基金产品收益率<4.70%时，银行或有赎回意愿。

图35：2024Q1 银行自营投资债券的收益率高于基金产品收益率



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、基金收益率统计样本为短久期政金债指数型基金产品；2、银行自营交易盘投资收益率为国有行、股份行、城商行加权均值。）

表10：当基金产品收益率>4.70%时，银行倾向于增持基金

银行投资行为分类	基金名义收益率	资金成本	税收优惠	基金收益率(考虑免税)
赎回 50%以上	3.79%	2.04%	0.44%	4.22%
赎回	4.32%	2.04%	0.57%	4.89%
无差别	4.70%	2.04%	0.66%	5.36%
增持	5.28%	2.04%	0.81%	6.09%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：5.36%为2024Q1上市银行自营交易盘投资收益率。）

表11：2024Q1 机构赎回的短久期政金债指数型基金收益率不高

	代码	名称	基金份额(亿份)			年化收益率		成立时间	机构持仓占比
			2024Q1	2023	增速	2024Q1	考虑免税		
赎回	007010.OF	国寿安保 1-3 年国开债 A	71.6	156.4	-54.2%	4.12%	4.64%	2019-03-06	100%
	007147.OF	博时中债 1-3 年国开行 A	141.1	190.4	-25.9%	4.29%	4.85%	2019-04-22	99%
	007180.OF	华安中债 1-3 年政策金融债 A	91.2	134.1	-32.0%	3.98%	4.47%	2019-05-21	100%
	008652.OF	长城中债 1-3 年政策性金融债 A	64.2	98.4	-34.8%	4.13%	4.66%	2020-08-11	100%
	020207.OF	华安中债 0-3 年政策性金融债 A	52.0	75.0	-30.7%	3.90%	4.36%	2023-12-18	-
增持	005623.OF	广发中债 1-3 年农发债 A	128.3	118.2	8.5%	5.37%	6.20%	2018-04-24	99%
	007165.OF	华夏中债 1-3 年政策金融债 A	52.8	49.2	7.3%	5.40%	6.24%	2019-04-25	100%
	007124.OF	工银中债 1-3 年农发债 A	46.2	41.5	11.3%	4.94%	5.67%	2019-05-21	97%
	008583.OF	西部利得中债 1-3 年 A	42.4	30.2	40.3%	5.94%	6.92%	2021-01-27	100%
	009560.OF	上银中债 1-3 年国开债 A	119.6	107.5	11.3%	8.44%	10.04%	2020-06-11	100%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2.3、节税角度：基金节税效应减弱

2023 年多数上市银行基金投资免税收入对净利润贡献度下降。受资本新规落地影响，2023 年银行基金投资敞口有所下降，基金免税收入对业绩贡献度下降。根据我们测算，2023 年末基金投资规模>700 亿元，基金免税收入对净利润贡献度在 10% 以上的银行有邮储银行（10.8%）、兴业银行（10.8%）、浦发银行（16.2%）、浙商银行（11.0%）、上海银行（12.8%）、宁波银行（11.4%）、南京银行（13.0%）、长沙银行（10.1%）。测算过程如下：

$$(1) \text{ 基金免税收入} = \text{免税收入} - \text{债券投资利息净收入} * \text{政府债占比};$$

$$(2) \text{ 基金免税收入对净利润贡献度} = \text{基金免税收入} * 25\% / \text{净利润}.$$

图36：2023年多数上市银行基金免税收入对净利润贡献度下降

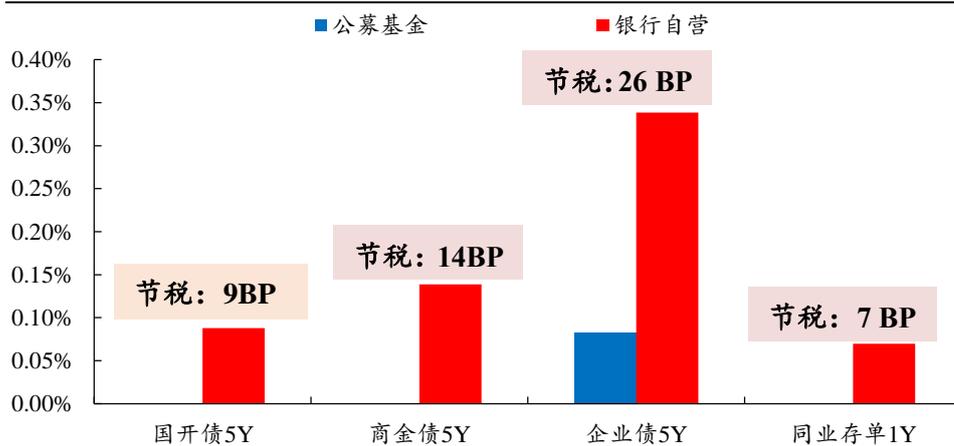
银行名称	基金免税收入（亿元）		基金免税收入对净利润贡献度			基金投资（亿元，2023）		
	2022	2023	2022	2023	变动（pct）	规模	占比	
国有行	工商银行	1002	397	6.9%	2.7%	-4.2	1667	1.4%
	建设银行	811	497	6.3%	3.7%	-2.5	2400	2.5%
	农业银行	648	226	6.3%	2.1%	-4.2	581	0.5%
	中国银行	567	277	6.0%	2.8%	-3.2	1018	1.4%
	交通银行	546	352	14.8%	9.4%	-5.4	1809	4.4%
	邮储银行	440	374	12.9%	10.8%	-2.0	6216	11.5%
股份行	招商银行	513	373	9.2%	6.3%	-2.9	2423	7.6%
	兴业银行	378	337	10.2%	10.8%	0.6	5962	17.9%
	浦发银行	258	243	12.4%	16.2%	3.8	4346	16.2%
	中信银行	330	222	13.1%	8.1%	-5.0	4212	16.2%
	民生银行	187	137	13.1%	9.5%	-3.5	1316	5.8%
	平安银行	194	125	10.7%	6.7%	-4.0	1652	11.9%
	光大银行	173	88	9.6%	5.3%	-4.3	2966	13.2%
	华夏银行	23	-	2.2%	-	-	1948	12.1%
浙商银行	58	68	10.4%	11.0%	0.5	1474	14.7%	
城商行	北京银行	103	85	10.3%	8.2%	-2.1	2033	15.9%
	上海银行	114	115	12.7%	12.8%	0.0	2125	16.3%
	江苏银行	142	114	13.4%	9.5%	-4.0	2480	20.2%
	宁波银行	164	116	17.7%	11.4%	-6.4	2067	16.7%
	南京银行	125	97	16.8%	13.0%	-3.8	1741	17.9%
	杭州银行	54	26	11.5%	4.4%	-7.0	867	10.0%
	长沙银行	38	32	13.2%	10.1%	-3.0	763	18.0%
	成都银行	22	18	5.4%	3.8%	-1.6	313	9.7%
	贵阳银行	27	24	10.7%	10.5%	-0.2	297	11.0%
	重庆银行	4	-	1.7%	-	-	43	1.5%
	郑州银行	10	5	9.5%	6.6%	-2.9	129	6.9%
	青岛银行	16	24	13.0%	16.4%	3.5	438	19.4%
	苏州银行	15	19	9.1%	10.2%	1.1	346	16.0%
	齐鲁银行	19	2	13.4%	0.9%	-12.5	231	9.3%
西安银行	16	6	16.6%	6.0%	-10.6	155	8.8%	
厦门银行	20	12	19.5%	10.8%	-8.7	144	12.5%	
兰州银行	10	11	14.2%	14.0%	-0.2	66	4.9%	
农商行	渝农商行	-	-	-	-	-	361	6.0%
	沪农商行	33	19	7.3%	3.9%	-3.4	95	1.9%
	青农商行	24	21	26.0%	20.0%	-6.0	315	18.6%
	常熟银行	8	4	6.7%	2.7%	-4.0	88	10.1%
	无锡银行	9	7	11.5%	7.5%	-4.0	84	11.4%
	紫金银行	3	1	5.1%	1.5%	-3.6	0	-
	苏农银行	6	3	10.5%	4.0%	-6.5	94	15.1%
	张家港行	8	6	11.6%	8.7%	-2.9	74	11.1%
	瑞丰银行	10	7	15.6%	10.4%	-5.2	48	7.5%
	江阴银行	9	6	13.4%	7.4%	-6.0	80	13.1%

数据来源：各银行公司公告、Wind、开源证券研究所

信用债占比高的基金避税效应更明显。从节税效应来看，2024年以来各类债券到期收益率持续下行，银行自营通过基金投资债券的税收节约效应在变小，对比来看，2024Q1通过基金投资企业债的税收节约效应约为26BP，好于国开债、商金债、同业存单等。

此外，银行营收尤其是净利息收入压力加剧，或有更多金市部门注重考核税前收入，因此基金的免税吸引力有所降低。

图37：公募基金投资信用债税收节约更明显

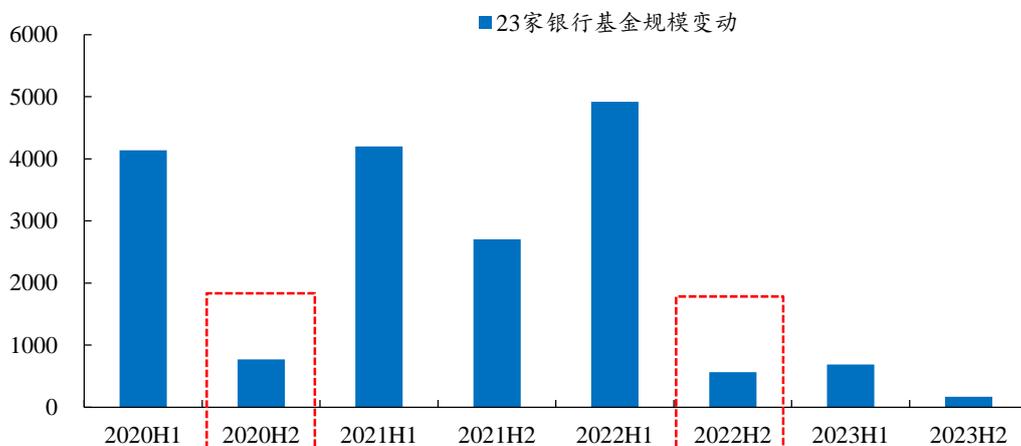


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：各类债券收益率为2024Q1到期收益率均值。）

4.2.4、利率环境：2024Q1 利率下行，对银行投资基金扰动不大

在利率快速上行时期，银行倾向于赎回基金。由于基金投资均计入FVTPL，市值波动直接影响当期损益，在利率快速上行阶段，基金市值波动较大，银行出于业绩稳定性考虑，倾向于赎回基金。例如2020H2和2022H2均是利率上行阶段，银行基金投资规模增量明显偏小。而2024年以来债券市场利率持续下行，对银行基金投资行为扰动不大。

图38：利率上行阶段银行倾向于赎回基金（亿元）



数据来源：各银行公司公告、开源证券研究所（注：样本为2023年基金持仓规模>500亿元银行）

表12：银行基金投资规模变化（亿元）

银行名称	基金投资规模变动							
	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
工商银行	-67	-2916	-753	-374	82	41	391	32
建设银行	158	222	237	247	-201	-183	-50	183
农业银行	57	69	88	-86	94	5	24	23
中国银行	-49	65	161	55	189	-72	126	-133
邮储银行	844	362	434	1614	1029	725	-131	181
交通银行	1044	-227	926	-395	132	-1049	-25	-300

国有行	1988	-2425	1092	1061	1324	-533	334	-13
招商银行	371	280	196	64	150	228	-71	489
兴业银行	479	762	763	-343	327	53	-287	-61
浦发银行	-89	758	-726	428	531	-70	-827	724
中信银行	-148	831	779	327	406	-61	261	-369
民生银行	598	52	489	-486	776	-332	-333	-706
光大银行	602	-71	197	209	-307	-88	838	-12
平安银行	384	0	21	165	230	433	-321	130
华夏银行	166	110	300	217	38	152	195	275
浙商银行	-4	-30	-23	85	176	196	-38	251
渤海银行	67	120	64	75	22	38	135	-233
股份行	2426	2813	2058	741	2350	551	-448	488
北京银行	366	106	28	-111	207	322	-1	-47
上海银行	-456	-162	160	162	328	44	-69	1
江苏银行	-113	196	39	51	480	36	368	153
宁波银行	-485	676	213	178	-180	144	331	-499
南京银行	267	-391	282	392	136	236	189	-39
杭州银行	93	7	276	200	110	-237	-73	72
长沙银行	50	-53	49	27	164	3	57	51

数据来源：各银行公司公告、开源证券研究所

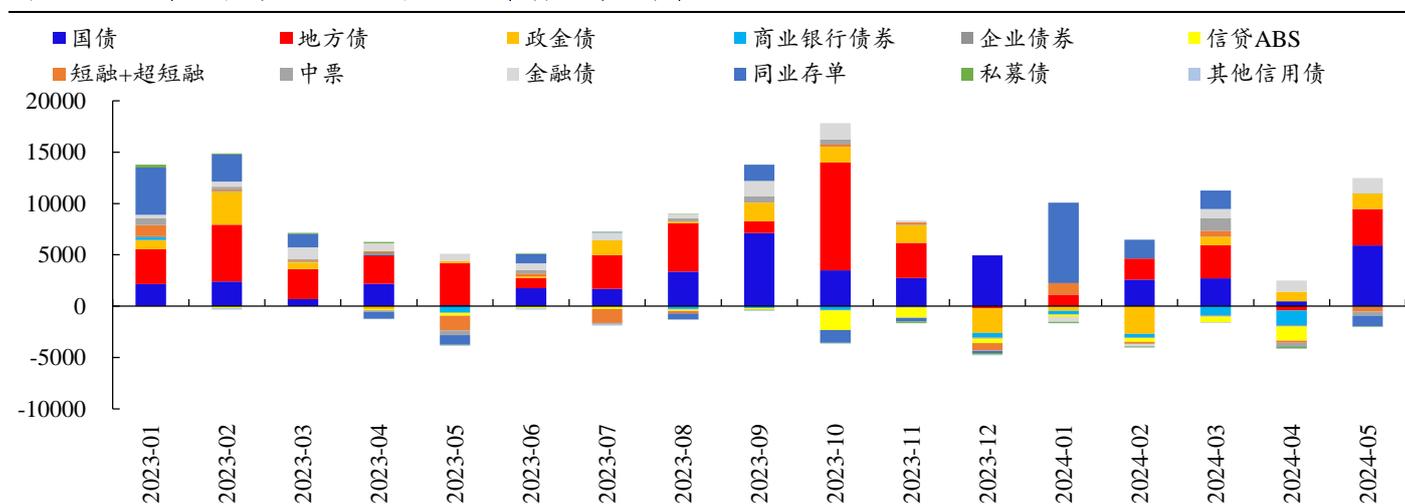
5、2024 年的一些启示

5.1、银行自营投资：被动配置力量仍存，主动配置节奏或放缓

1、贷款投资的替代效应：资产荒延续，仍有被动配置诉求。

2024 年以来实体融资有效需求修复不足，优质生息资产匮乏。一方面，财政政策发力之后，对公信贷增长偏弱；另一方面零售信用风险反弹，银行主动压降高风险非房零售信贷。此外，按揭提前还贷压力仍存，预期后续按揭贷款收益率仍将大幅下行。因此，从资产投放的角度来看，银行被动配债力量仍存。

图39：2024 年以来商业银行主要增配利率债和同业存单（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：单月增加规模）

2、从存贷平衡看配债力度：大小两端银行配置力度强，股份行或受限于阶段性缩表。

(1) 国有大行：低价冲量信贷减少+存款流出扰动，冗余流动性的配置需求减少，但仍有较强跟随政府债发行节奏的配置需要。实体有效需求仍显乏力，预估2024H1 国有大行仅完成全年信贷计划的约 60%，显著低于 2023 年同期。存款端，一是信贷派生力度减弱，二是手工补息整改带来较大扰动，大行 2024Q2 开始出现一定负债压力。据信贷收支表数据，5 月大行存贷增速差拉大至-2.35%(4 月为-1.87%)。

图40：2024年6月末国有行表外理财回表规模低于往年同期（亿元）

银行理财子公司	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
招银理财	-630	-342	-683	-1308	-465	-97	-1270	-732
兴银理财	-17	-445	-936	-465	-679	-188	-1136	-794
工银理财	-1392	-190	-1041	-1402	-1346	-515	-1474	-1710
信银理财	-69	-110	-473	-609	-333	-545	-486	-261
农银理财	-2451	-1425	-1999	-2175	-2303	-736	-2150	-654
中银理财	-891	-335	-1365	-1137	-672	-581	-1507	-640
建信理财	-1194	-80	-1867	-1449	-987	-385	-1493	-1128
光大理财	-243	-32	-345	-531	-352	-161	-615	-400
交银理财	-93	102	-390	-471	-321	-345	-531	-343
浦银理财	58	-282	-215	-261	17	39	-446	-398
平安理财	-84	-123	-306	-115	-332	-118	-585	-556
民生理财	-10	-252	-320	-263	-89	-254	-314	-400
中邮理财	-157	-445	-300	-34	-95	-51	-165	-37
华夏理财	-41	-41	-53	-80	63	-118	-209	-262
苏银理财	62	-1	877	32	73	73	17	23
南银理财	-29	-40	-5	-15	37	-20	-309	-43
宁银理财	32	40	-101	-57	-10	-65	-77	-110
杭银理财	-4	-43	-30	-32	-30	-12	-89	-35
上银理财	67	-93	-23	-78	-69	-33	-45	18
北银理财	-	-65	-42	-22	-10	42	47	23
青银理财	15	-16	14	-4	-44	-21	-39	-45
徽银理财	-71	-64	-47	-65	-32	-65	-57	-7
广银理财	-25	-8	-40	-63	-54	15	-68	-68
渤海理财	-	-	8	19	-3	-25	-82	-59
恒丰理财	6	9	-4	-5	9	-53	-26	-58
渝农商理财	33	-33	30	5	5	6	8	-3
汇华理财	-3	-56	-77	10	-10	-9	-5	-9
施罗德交银理财	13	-2	-1	-9	-3	4	-4	-1
贝莱德建信理财	-1	0	2	0	1	1	-1	-8
高盛工银理财	-	0	0	0	0	1	-2	-1
法巴农银理财	-	-	-	-	-	0	-1	-15

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：季末最后一周全市场理财规模变化。）

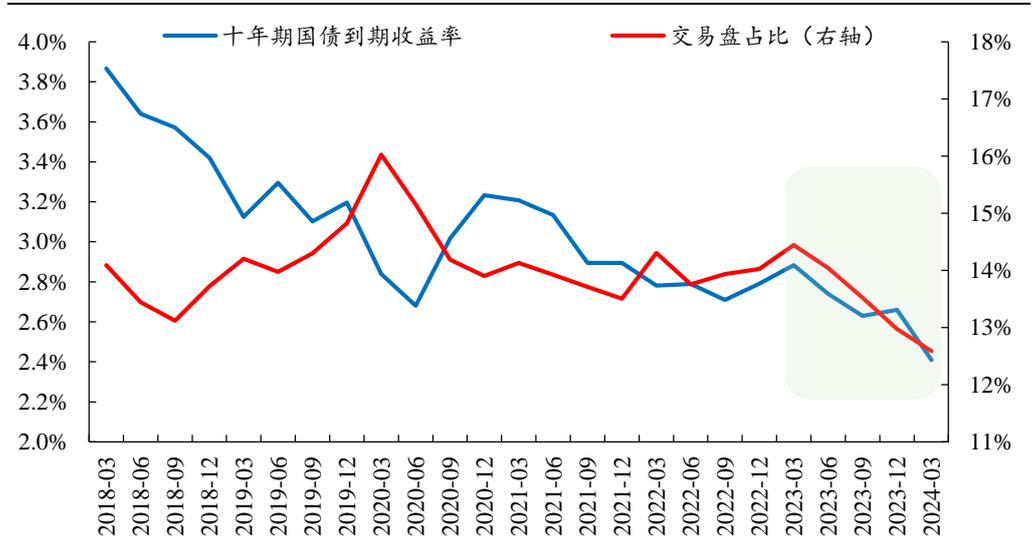
此外，银行主动扩表动力较弱，2024年6月末表外理财回表规模显著低于往年同期，同时银行并没有提价发行存单补充流动性。

(2) **股份行：存贷双弱，高息存款整改后存款增长承压，或对配债力度形成约束。**股份行对公存款占比高，且存款平均成本率较高，在监管规范高息存款的背景下，股份行存款增长或有一定压力。此外，股份行负债成本较高，现阶段债券利率处于低位，对配置盘吸引力不足。

(3) **农商行：负债端受贴息整改影响小，下阶段配债力度或延续。**贴息整改后农商行存款流失压力不大，资产投放受制于实体信贷需求偏弱，仍有较强配债诉求。

3、投资目的受利率环境影响，2024H2 银行或适当寻求买卖价差机会。复盘银行自营交易盘占比和国债利率走势，二者在多数时间段走势相反，即银行倾向于在利率下行期多做交易。但2023年以来二者呈现同向变动，一方面是由于交易盘中基金占比高，受资本新规落地影响银行赎回基金，另一方面则反映银行预期因素，即使现在利率处于低位，但银行预期后续利率继续下降，也会增加配置比例力度。

图41：多数时间段交易盘占比与债市利率走势反向变动



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：统计口径为老16家上市银行）

5.2、债券市场与流动性：关注一些规则变化

(1) **资本新规：规则在实操层面或将逐渐统一。**2024Q1 资本新规开始执行，商业银行和公募基金处于规则适应探索阶段，实际执行和规则要求存在一定偏差，预期后续伴随商业银行、公募基金针对资本新规的各项配套逐渐完善，在实操层面或将逐渐统一。

(2) **理财市场新变化：非银钱多是否可持续，关注潜在的理财净值波动。**理财做高收益的途径如委外信托、通过保险资管产品买协议存款、手工贴息存款等均受到监管制约，理财收益率或将下降，需关注潜在理财净值波动带来负反馈的可能性。

(3) **央行态度：构建新的利率走廊。**7月8日，央行公告即日起工作日 16:00-16:20 开展临时正回购和临时逆回购操作，利率分别为 OMO-20BP、OMO+50BP。原利率走廊 [超额存款准备金利率(0.35%)，隔夜 SLF 利率 (2.65%)] 或被新的利率走廊 [1.60%,2.30%] 替代，短期利率下限上抬。

5.3、基金产品设计：银行持有基金需求不会消失，但可能转移

银行自营持有基金的几大目的：合理节税、信用下沉+加杠杆做收益、日间流动性管理和优化 LCR 指标。

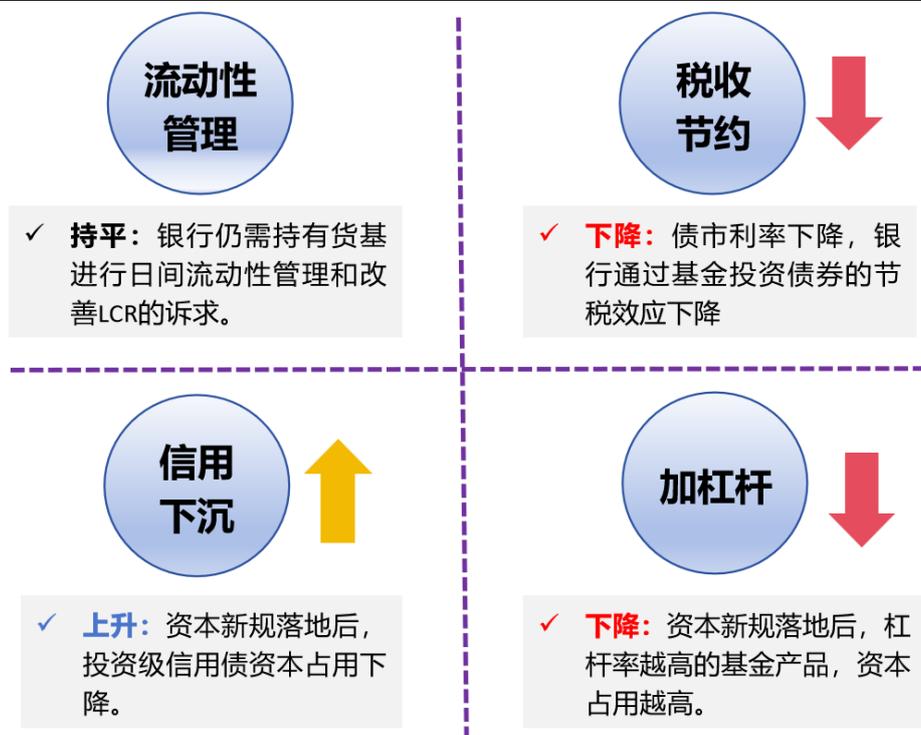
(1) **合理节税：税盾作用减弱。** 2024 年以来债券利率下行，银行通过基金配债的免税效应在减弱。

(2) **间接加杠杆：**资本新规落地后，杠杆率越高的基金资本占用越高，银行投资高杠杆基金的意愿减弱。

(3) **下沉信用做收益：**资本新规落地后，投资级信用债风险权重降低，高等级信用债产品受益，预期银行通过基金下沉信用做收益的动力变强。

(4) **流动性管理：**从日间流动性管理和优化流动性指标的角度来看，银行仍有必要持有一定体量开放式基金，尤其是货基。

图42：银行自营投资基金诉求边际变化



资料来源：开源证券研究所

高息存款整改和信托平滑叫停后，银行理财投资基金有拓展空间。2023 年全市场理财底层的公募基金约 0.61 万亿元，占比 2.10%，占比同比下降主要是受到现金及银行存款的挤压，后者占比由 2022 年末的 17.5% 升至 2023 年末的 26.7%。2024 年以来，伴随协议存款报价走低、高息存款整改，通道类委外的监管红利大幅减少，理财需更多依靠主动管理类委外筑牢收益安全垫，公募基金信息披露完善、流动性好、并且有节税优势，或迎来理财增配。

6、投资建议

实体融资需求修复节奏偏慢，银行盈利压力加大，金融投资对业绩贡献度不断提升。看好金融市场业务布局早，投资能力强、金融投资业绩贡献度高的银行，受

益标的有宁波银行、南京银行、北京银行、杭州银行、成都银行。

表13: 受益标的估值表

代码	银行名称	PB		ROE (2023, %)	总营收同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			EPS (元)			评级
		2024-07-15	2024E		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601169.SH	北京银行	0.5	0.5	9.3	0.7	1.3	3.2	3.5	1.8	4.6	1.21	1.23	1.29	未评级
002142.SZ	宁波银行	0.8	0.7	15.1	6.4	6.1	8.3	10.7	8.4	10.0	3.87	4.19	4.61	未评级
601009.SH	南京银行	0.8	0.7	13.1	1.2	4.3	5.5	0.5	4.8	8.3	1.5	1.9	2.0	未评级
600926.SH	杭州银行	0.8	0.7	15.6	6.3	4.7	6.4	23.2	18.1	18.1	2.0	2.9	3.4	未评级
601838.SH	成都银行	0.9	0.8	18.8	7.2	6.8	9.9	16.2	11.7	12.6	2.8	3.4	3.8	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 盈利预测来自 Wind 一致预期, 估值数据均基于 2024-07-15 收盘价。)

注: 投资能力评估测算过程及假设如下

- 名义收益率:** 配置盘收益率取银行财报披露的债券投资收益率; 交易盘投资收益率 = (投资净收益 + 公允价值变动净收益 - 对联营企业和合营企业的投资收益) / 交易性金融资产期初期末均值。
- 综合净收益率 = 名义收益率 - 税收成本 ((名义收益率 - 计息负债成本率) * 平均税率) - 资本成本 (平均风险权重 * 资本转换系数 * 资本成本率)**

表14: 上市银行投资能力评估表 (2023)

银行名称	金融投资业		交易盘	名义收益率			综合净收益率		
	绩贡献	占比		占比	交易盘	配置盘	综合	交易盘	配置盘
工商银行	37%	27%	7%	5.7%	3.3%	3.5%	4.6%	3.2%	3.3%
建设银行	31%	25%	6%	2.1%	3.3%	3.2%	1.6%	3.1%	3.0%
农业银行	41%	28%	5%	5.7%	3.3%	3.4%	4.1%	3.1%	3.2%
中国银行	27%	22%	8%	4.2%	3.2%	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%
邮储银行	43%	34%	16%	3.6%	3.2%	3.3%	3.1%	2.9%	2.9%
交通银行	38%	29%	16%	4.0%	3.4%	3.5%	3.0%	3.2%	3.2%
招商银行	22%	29%	16%	4.5%	3.2%	3.4%	4.0%	3.0%	3.2%
兴业银行	43%	33%	29%	3.6%	3.5%	3.5%	3.0%	3.1%	3.1%
浦发银行	44%	30%	29%	4.1%	3.5%	3.6%	3.3%	3.1%	3.2%
中信银行	32%	29%	24%	4.4%	3.0%	3.3%	4.0%	2.8%	3.1%
民生银行	40%	30%	14%	3.8%	3.1%	3.2%	2.9%	2.9%	2.9%
光大银行	37%	33%	19%	2.8%	3.3%	3.2%	2.4%	3.0%	2.9%
平安银行	23%	25%	32%	3.5%	3.1%	3.2%	3.0%	2.9%	2.9%
华夏银行	46%	38%	20%	3.6%	3.3%	3.4%	2.9%	3.0%	3.0%
浙商银行	43%	32%	23%	4.3%	3.5%	3.7%	3.7%	3.0%	3.2%
北京银行	52%	34%	25%	3.9%	3.3%	3.5%	3.4%	2.9%	3.0%
上海银行	60%	42%	28%	3.1%	3.2%	3.2%	2.5%	2.9%	2.8%
江苏银行	45%	36%	34%	4.0%	3.3%	3.6%	3.3%	3.0%	3.1%
宁波银行	52%	46%	28%	4.0%	3.4%	3.5%	3.4%	3.1%	3.2%
南京银行	55%	42%	46%	3.7%	3.5%	3.6%	2.8%	3.2%	3.0%
杭州银行	64%	47%	23%	3.8%	3.6%	3.6%	3.1%	3.2%	3.2%
长沙银行	43%	41%	29%	3.1%	3.5%	3.4%	2.5%	3.2%	3.0%
成都银行	52%	30%	17%	5.9%	3.9%	4.2%	5.0%	3.5%	3.8%

重庆银行	72%	37%	10%	6.3%	4.0%	4.2%	4.5%	3.5%	3.6%
贵阳银行	38%	39%	17%	2.8%	3.3%	3.2%	2.5%	3.0%	2.9%
郑州银行	43%	30%	22%	3.0%	3.7%	3.6%	2.3%	3.3%	3.1%
青岛银行	46%	37%	26%	3.1%	3.4%	3.3%	2.6%	2.9%	2.8%
苏州银行	48%	36%	24%	3.4%	3.7%	3.6%	3.0%	3.1%	3.1%
齐鲁银行	51%	41%	15%	4.5%	3.1%	3.3%	3.7%	3.0%	3.1%
兰州银行	53%	29%	25%	5.3%	3.7%	4.1%	3.7%	3.4%	3.5%
西安银行	75%	41%	16%	5.9%	3.4%	3.8%	4.8%	3.2%	3.5%
厦门银行	48%	29%	15%	3.2%	3.0%	3.0%	2.9%	2.8%	2.9%
渝农商行	58%	42%	19%	2.5%	3.3%	3.2%	2.0%	3.1%	2.9%
沪农商行	44%	35%	12%	5.8%	3.2%	3.5%	4.2%	2.8%	3.0%
青农商行	45%	36%	28%	4.0%	3.3%	3.5%	3.4%	3.1%	3.2%
常熟银行	34%	26%	16%	9.2%	3.5%	4.4%	8.7%	3.1%	4.0%
紫金银行	33%	21%	1%	45.3%	2.7%	3.2%	34.2%	2.5%	2.8%
无锡银行	48%	31%	11%	5.9%	3.0%	3.3%	5.7%	2.8%	3.1%
张家港行	43%	32%	14%	4.9%	2.7%	3.0%	4.5%	2.5%	2.8%
苏农银行	49%	31%	17%	8.6%	3.0%	3.9%	8.4%	2.7%	3.7%
江阴银行	55%	33%	29%	4.5%	3.2%	3.6%	4.5%	3.2%	3.6%
瑞丰银行	46%	32%	10%	8.3%	2.9%	3.4%	7.4%	2.7%	3.2%

数据来源：Wind、各银行公司公告、开源证券研究所

7、风险提示

宏观经济增速不及预期：若经济增速不及预期，银行信贷投放价格难以企稳回升，叠加存款成本刚性，银行净息差仍承压。

银行存款流失超预期：若打击高息存款使得银行存款出现超预期流失，银行资产端被动缩表，或被动折价卖出债券。

附图 1：2019 年以来上市银行基金投资规模变化

银行名称	基金投资 (亿元)									
	2019	2020H1	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	趋势图
工商银行	5232	5166	2249	1496	1122	1204	1245	1635	1667	
建设银行	1787	1945	2166	2403	2651	2449	2267	2217	2400	
农业银行	307	364	434	522	436	530	534	558	581	
中国银行	676	627	692	852	907	1096	1024	1151	1018	
邮储银行	1158	2002	2364	2798	4412	5441	6166	6035	6216	
交通银行	1704	2748	2521	3447	3052	3184	2135	2110	1809	
国有行	10864	12852	10426	11518	12580	13904	13371	13705	13692	
招商银行	717	1088	1368	1564	1628	1778	2005	1934	2423	
兴业银行	4268	4747	5509	6272	5929	6256	6310	6023	5962	
浦发银行	3617	3528	4286	3560	3987	4518	4449	3622	4346	
中信银行	2185	2037	2868	3647	3974	4380	4320	4581	4212	
民生银行	1258	1856	1907	2397	1910	2687	2355	2022	1316	
光大银行	1598	2200	2129	2327	2535	2228	2140	2978	2966	
平安银行	609	994	994	1015	1179	1409	1842	1521	1652	
华夏银行	495	661	771	1071	1288	1326	1478	1673	1948	
浙商银行	861	857	827	803	889	1065	1261	1223	1474	
广发银行	952	-	924	-	986	-	1018	-	638	
恒丰银行	48	-	22	-	691	-	621	-	602	
渤海银行	255	321	442	505	581	603	641	776	543	
股份行	16863	18289	22048	23160	25577	26250	28440	26353	28080	
北京银行	1163	1529	1635	1664	1552	1759	2081	2080	2033	
上海银行	2117	1662	1500	1660	1822	2150	2193	2125	2125	
江苏银行	1269	1156	1352	1391	1442	1922	1959	2327	2480	
宁波银行	1688	1203	1879	2093	2270	2091	2234	2566	2067	
南京银行	670	937	547	828	1220	1356	1591	1780	1741	
杭州银行	418	511	519	794	994	1104	867	795	867	
长沙银行	414	464	411	460	487	651	654	711	763	
成都银行	358	447	340	261	210	155	314	233	313	
重庆银行	-	-	59	20	30	80	51	53	43	
贵阳银行	123	125	154	141	185	214	190	230	297	
郑州银行	62	75	94	104	111	125	144	134	129	
青岛银行	90	161	244	355	400	408	350	340	438	
苏州银行	110	151	162	270	287	398	392	452	346	
齐鲁银行	107	-	124	120	123	152	157	204	231	
兰州银行	74	-	49	-	72	198	106	134	66	
西安银行	62	22	7	9	61	77	117	130	155	
厦门银行	10	-	9	24	79	114	137	128	144	
城商行	8736	8445	9084	10194	11347	12954	13537	14422	14237	
渝农商行	55	137	210	227	316	396	302	318	361	
沪农商行	180	-	193	-	267	279	96	99	95	
青农商行	216	208	207	195	225	216	211	299	315	
常熟银行	73	99	102	80	135	107	88	77	88	
紫金银行	12	7	4	1	-	-	0	0	0	
无锡银行	77	73	81	84	80	82	85	87	84	
张家港行	6	8	19	22	30	45	56	74	74	
苏农银行	30	41	50	45	59	67	76	95	94	
江阴银行	75	73	71	79	81	82	64	65	80	
瑞丰银行	-	-	24	41	31	31	47	43	48	
农商行	723	645	961	773	1224	1305	1024	1158	1238	

数据来源：各银行公司公告、开源证券研究所

附表 1：上市银行金融投资业务收入占比情况

银行名称	投资利息收入/利息收入				金融投资业务收入（亿元）				金融投资业务收入占比			
	2021	2022	2023H1	2023	2021	2022	2023H1	2023	2021	2022	2023H1	2023
工商银行	28%	28%	33%	40%	2212	2410	2544	3114	25%	26%	28%	37%
建设银行	28%	27%	31%	36%	1787	1963	2033	2366	24%	24%	25%	31%
农业银行	36%	35%	38%	44%	2044	2260	2486	2844	31%	31%	34%	41%
中国银行	27%	25%	27%	31%	1288	1446	1373	1685	23%	24%	22%	27%
邮储银行	44%	40%	38%	41%	1310	1337	1311	1459	46%	42%	39%	43%
交通银行	37%	33%	36%	43%	708	756	734	984	29%	28%	27%	38%
招商银行	18%	17%	19%	24%	505	565	595	752	17%	17%	17%	22%
兴业银行	40%	35%	34%	39%	770	814	794	914	38%	37%	36%	43%
浦发银行	32%	34%	33%	38%	652	678	599	755	33%	36%	32%	44%
中信银行	31%	29%	28%	28%	598	610	626	660	31%	30%	30%	32%
民生银行	35%	35%	40%	42%	635	536	494	564	34%	32%	35%	40%
光大银行	37%	34%	35%	40%	469	507	497	542	33%	33%	33%	37%
平安银行	15%	13%	14%	19%	242	301	321	380	16%	18%	18%	23%
华夏银行	38%	38%	38%	44%	337	369	369	428	35%	38%	39%	46%
浙商银行	38%	35%	36%	38%	192	214	232	274	40%	39%	38%	43%
北京银行	53%	47%	44%	45%	337	327	299	344	52%	49%	45%	52%
上海银行	47%	50%	51%	56%	265	270	266	301	52%	48%	50%	60%
江苏银行	46%	41%	36%	34%	258	282	293	337	50%	44%	42%	45%
宁波银行	41%	38%	41%	44%	194	248	282	322	47%	47%	49%	52%
南京银行	64%	52%	30%	32%	202	237	217	247	59%	58%	49%	55%
杭州银行	66%	64%	62%	65%	154	181	193	223	62%	62%	59%	64%
长沙银行	32%	34%	46%	36%	69	85	116	107	38%	41%	51%	43%
成都银行	61%	56%	49%	44%	95	106	105	112	65%	59%	52%	52%
重庆银行	62%	62%	69%	71%	80	93	87	95	61%	64%	65%	72%
贵阳银行	30%	33%	34%	34%	55	56	60	58	34%	37%	38%	38%
郑州银行	66%	57%	40%	40%	92	83	58	59	63%	56%	38%	43%
青岛银行	52%	47%	45%	44%	55	53	48	57	52%	47%	41%	46%
苏州银行	40%	44%	41%	43%	47	51	50	56	45%	47%	42%	48%
齐鲁银行	54%	48%	49%	49%	43	48	52	60	54%	47%	47%	51%
兰州银行	39%	39%	44%	41%	34	38	38	43	46%	48%	51%	53%
西安银行	48%	53%	63%	72%	33	38	41	54	47%	53%	62%	75%
厦门银行	52%	47%	43%	50%	30	27	24	27	54%	50%	41%	48%
渝农商行	53%	55%	61%	60%	137	158	166	163	49%	51%	57%	58%
沪农商行	37%	34%	36%	42%	84	88	96	117	38%	36%	37%	44%
青农商行	33%	35%	37%	38%	36	44	43	47	38%	42%	43%	45%
常熟银行	28%	24%	21%	24%	20	23	25	33	30%	30%	28%	34%
紫金银行	39%	39%	27%	31%	20	19	14	15	44%	42%	31%	33%
无锡银行	64%	57%	41%	42%	25	26	21	22	65%	61%	46%	48%
张家港行	33%	34%	33%	37%	17	19	20	20	41%	42%	41%	43%
江阴银行	45%	42%	33%	47%	18	15	14	21	54%	45%	38%	55%
苏农银行	29%	30%	30%	36%	14	14	16	20	38%	37%	39%	49%
瑞丰银行	36%	30%	30%	38%	12	13	13	17	40%	38%	38%	46%

银行类型	31%	30%	33%	39%	9348	10170	10481	12451	28%	28%	28%	35%
国有行	31%	30%	33%	39%	9348	10170	10481	12451	28%	28%	28%	35%
股份行	30%	28%	29%	32%	4401	4594	4529	5269	29%	29%	28%	34%
城商行	50%	47%	44%	45%	2042	2221	2228	2503	52%	50%	48%	52%
农商行	42%	41%	41%	44%	384	418	427	474	43%	43%	43%	48%
上市银行	32%	31%	33%	38%	16176	17404	17665	20698	30%	30%	30%	37%

数据来源：Wind、各银行公司公告、开源证券研究所

附表 2：上市银行金融投资结构（2023，亿元）

银行名称	政府债	政金债	企业债	金融债	基金投资	非标	其他	金融投资
工商银行	87929	8121	7216	10672	1667	139	2752	118497
建设银行	73135	9075	3769	6690	2400	0	1314	96383
农业银行	72433	22967	2013	10891	581	269	2983	112137
中国银行	49729	7249	4952	6707	1018	238	1694	71587
邮储银行	16630	18603	3895	7752	6216	851	-71	53876
交通银行	28097	365	1962	5074	1809	0	3735	41041
国有行	327953	66379	23807	47785	13692	1497	12408	493521
招商银行	19448	5035	1436	2528	2423	871	199	31939
兴业银行	12742	497	4606	3125	5962	6304	119	33355
浦发银行	9439	3339	1557	2209	4346	3008	2863	26761
中信银行	14599	525	1150	3044	4212	2277	121	25929
民生银行	12698	1433	3664	2470	1316	519	622	22721
光大银行	8123	0	3860	6607	2966	0	858	22415
平安银行	8050	761	1175	789	1652	1385	97	13909
华夏银行	7799	593	2577	851	1948	2155	130	16053
浙商银行	2995	413	558	2612	1474	1048	906	10006
股份行	95894	12597	20583	24235	26297	17566	5915	203088
北京银行	4547	1455	1129	1377	2033	2367	-149	12758
上海银行	4611	1064	2741	2085	2125	376	51	13053
江苏银行	5071	1217	2015	457	2480	536	514	12290
宁波银行	6237	1075	1461	125	2067	1294	91	12349
南京银行	2991	0	912	2213	1741	1797	66	9721
杭州银行	3058	1659	1494	971	867	695	-34	8710
长沙银行	1945	168	547	94	763	475	238	4230
成都银行	1498	462	389	184	313	189	188	3222
重庆银行	1447	39	688	104	43	395	91	2807
贵阳银行	1320	293	146	74	297	560	5	2695
郑州银行	657	349	93	82	129	379	174	1864
青岛银行	535	242	467	439	438	109	29	2260
苏州银行	510	349	486	277	346	140	45	2154
齐鲁银行	1519	0	180	356	231	197	7	2490
兰州银行	457	0	112	450	66	101	141	1326

西安银行	1066	22	230	157	155	117	14	1761
厦门银行	773	39	180	6	144	4	5	1151
城商行	38242	8434	13271	9450	14237	9729	1477	94841
渝农商行	3502	0	527	1611	361	40	-53	5988
沪农商行	1576	0	696	2497	95	4	73	4941
青农商行	860	120	130	132	315	122	21	1699
常熟银行	451	40	130	17	88	21	127	874
紫金银行	263	0	76	157	0	14	-1	508
无锡银行	436	13	99	87	84	0	17	735
张家港行	423	0	99	36	74	28	4	664
苏农银行	334	0	96	42	94	0	56	622
江阴银行	521	0	0	0	80	0	8	609
瑞丰银行	403	38	98	62	48	24	-37	637
农商行	8770	210	1952	4640	1238	253	213	17277
上市银行	470859	87620	59613	86112	55465	29045	20013	808727

数据来源：各银行公司公告、开源证券研究所

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