

银行

2024年12月03日

非银存款降息，利率中枢下移

——非银同业存款新规点评

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（分析师）

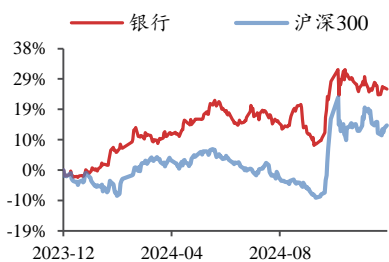
liuchengxiang@kysec.cn

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790524060002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《详解理财估值方法—兼论“自建估值”》-2024.12.2

《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》-2024.11.28

《结构变化积极，信心修复可期—行业点评报告》-2024.11.12

● 事件概述：明确将“非银同业活期存款利率”纳入自律管理

2024年11月29日晚，自律机制发布《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》《关于在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”的自律倡议》，将非银同业活期存款利率纳入自律管理，规定非结算性的非银同业活期存款参考公开市场7天期逆回购操作利率；同时规定了提前支取利率和“利率调整兜底条款”。

● 影响测算：非银同业活期存款利率-30BP→上市行净息差+1BP

全市场非银同业活期存款约20万亿元，若利率下降30BP，或提振净息差1BP。“非银同业存款”指银行与非银之间的同业存款，不包括银银同业存款。我们测算，上市银行高息同业活期存款约9.4万亿元。假设同业高息活期存款从1.8%若降至1.5%，意味着需下降30BP，我们初步测算有望正向支撑银行净息差1BP。近年同业存款利率上升较大幅度的为国股行，整改压力相对较大。我们统计了2024年上半年，国有行/股份行/城商行/农商行同业存款成本率分别为2.51%/2.42%/2.34%/2.32%，分别较2023年全年+8BP/+7BP/-1BP/-2BP。再考虑到同业活期存款占总存款的比例，国股行占比明显高于城农商行，故此次同业活期存款整改对于国股行的负债成本提振作用较大。

● 银行表内：非银存款短期或挤出，但中长期仍以被动接受为主

纳入EPA考核，“定价行为”为一票否决项，执行或较为严格。对于银行负债端来看，存款稳定性或有所波动，短期存在非银存款挤出，但由于计入EPA“定价行为”考核，过渡期后执行或较为严格，长期来看多数非银资金将被动接受更低的利率。考虑到EPA和MPA为季度考核，银行实际执行层面可能存在差异，可能有部分非银存款“抢跑”，在过渡期内抢抓最后一波较高利率的同业活期存款。设定提前支取利率&利率调整兜底条款，意在理顺存款利率传导。(1)规定提前支取只能按较低利率支付，同业活期转向定期的规模或较有限；(2)引入“利率调整兜底条款”，相当于含权性质的存款重定价条款，或加速存款重定价，分段计息或约期类存款或受较大影响。

● 资管产品：非银同业活期存款利率-30BP→货基&现金理财-9BP

同业活期利率-30BP或使货基、现金理财收益率均下降约9BP。我们测算货基、现金管理类理财持有同业活期存款分别为4万亿元、2万亿元，同业活期利率下降30BP或使货基、现金理财产品收益率均下降约9BP。银行自营比价角度，货基性价比或下降，但考虑到银行持有货基很大一部分是出于司库维持流动性的需要，并不会单纯因为收益率降低而大规模赎回货基。

对债市：同业存款利率调降，利率中枢下移，利好同业存单和中短债。2024-12-02，10Y国债利率罕见降至2%以下，各期限的同业存单收益率单日降幅也较大，达9BP左右。后续资管产品可选择的高息存款品种已较少，同业存单和中短债的拥挤度或仍将提升。

● 风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

目 录

1、 银行表内：非银存款短期或挤出，中长期被动接受为主.....	3
1.1、 涉及规模：全市场非银同业活期存款约 20 万亿元.....	3
1.1.1、 价：非银活期利率-30BP→上市行净息差+1BP	3
1.1.2、 量：执行或较严格，长期有望以被动接受为主.....	5
1.2、 两大细节：意在理顺存款利率传导机制.....	6
1.2.1、 提前支取行为受限，或减少同业活期转定期的规模.....	6
1.2.2、 引入“利率调整兜底条款”，或加速存款重定价.....	6
2、 资管产品：货基和现金理财收益率或受一定影响.....	7
2.1、 货基：同业活期约 4 万亿元，-30BP 或使产品收益率-9BP	7
2.1.1、 银行自营比价角度，货基性价比或下降.....	7
2.2、 现金管理类：同业活期约 2 万亿元，-30BP 或使产品收益率-9BP	8
3、 债券市场：利率中枢下移，利好同业存单和中短债.....	9
4、 风险提示.....	9
附表：上市银行计息负债成本率&负债结构一览	10

图表目录

图 1：“手工补息”行为被纳入 EPA 和 MPA 打分体系	6
图 2：2024Q3 末货基中的存款占 42.53%	7
图 3：2024 年以来银行自营投资货基 FTP 利差走阔（%）	8
图 4：截至 2024-12-01 最新一周现金管理类理财产品 7 日年化收益率为 1.65%.....	9
图 5：2024-12-02，10Y 国债利率降至 2%以下，各期限同业存单收益率降幅约 9BP	9
表 1：截至 2024 年 10 月末存款类金融机构非银存款约 32 万亿元，测算其中同业活期存款约 20 万亿元（亿元）	3
表 2：假设目前同业高息活期存款利率为 1.8%，若下降 30BP，有望正向支撑银行息差 1BP.....	4
表 3：2023 年全年和 2024 年上半年同业存款利率上升较大幅度的为国有行、股份行	5
表 4：货基持有的同业活期存款规模约 3.88 万亿元.....	7
表 5：银行自营投资比价来看，货基的综合收益率或显著下降.....	7
表 6：假设同业存款利率下降 30BP，则理财产品收益率平均或下降 4BP，其中现金管理类产品下降 9BP.....	8
附表 1：上市银行计息负债成本率一览：同业存款成本率多数上升、存款成本率多数下降	10
附表 2：上市银行 2024Q2 末负债结构一览：国股行同业存放占比较高（占比为各项负债/总负债）	11

事件概述：2024年11月29日晚，自律机制发布《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》《关于在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”的自律倡议》：

(1) 将非银同业活期存款利率纳入自律管理，规定非结算性的非银同业活期存款参考公开市场7天期逆回购操作利率；提前支取的同业定期存款利率原则上不应高于超额存款准备金利率。**(2) 银行应在协议中加入“利率调整兜底条款”**，确保协议存续期间，银行存款利率的调整，能及时体现在按协议发生的实际存款业务中。

1、银行表内：非银存款短期或挤出，中长期被动接受为主

1.1、涉及规模：全市场非银同业活期存款约20万亿元

“非银同业存款”指银行与非银之间的同业存款，不包括银银同业存款。自律机制此次倡议所称“非银同业存款”，是指商业银行吸收的非银行金融机构（含非法人产品）的同业存款。其中，非银金融机构是除银行外持有金融机构牌照的金融机构，包括但不限于金融基础设施机构、证券公司、基金公司、保险公司、商业银行理财子公司、财务公司以及保险资产管理公司等。

同业活期存款规模：全市场约20万亿元。截至2024年6月末，42家上市银行披露的同业存款共计25万亿元，其中同业活期约15万亿元，占61%；根据金融机构信贷收支表，10月末非银存款约32万亿元，若占比按61%（上述42家上市行同业活期存款占同业存款的比例）模拟，非银活期存款约20万亿元。

表1：截至2024年10月末存款类金融机构非银存款约32万亿元，测算其中同业活期存款约20万亿元（亿元）

中国：存款类金融机构：人民币：资金来源：（余额）												
	境内存款合计	境内存款									境外存款	
		个人存款合计	个人存款细项		非金融企业存款合计	非金融企业存款细项		政府存款	政府存款细项			非银金融机构存款
			活期	定期及其他		活期	定期及其他		财政	机关团体		
2024-10	3,004,844	1,482,726	393,623	1,089,103	755,850	191,609	564,241	444,950	71,149	373,801	321,318	17,132
2024-09	2,997,825	1,488,433	398,742	1,089,691	763,190	194,840	568,350	436,048	65,185	370,863	310,155	17,994
2024-08	2,958,283	1,466,411	391,493	1,074,918	755,669	194,624	561,045	435,070	67,543	367,527	301,132	20,334
2024-07	2,934,066	1,459,297	392,005	1,067,293	752,151	198,720	553,431	429,097	61,956	367,141	293,521	20,949
2024-06	2,943,686	1,462,617	400,812	1,061,805	770,103	215,066	555,037	424,061	55,503	368,558	286,905	20,317
2024-05	2,919,608	1,441,202	390,152	1,051,051	760,277	208,173	552,104	428,639	63,696	364,943	289,490	20,926
2024-04	2,902,843	1,437,034	387,529	1,049,504	768,389	218,568	549,821	419,800	56,063	363,737	277,620	20,622
2024-03	2,941,596	1,455,453	403,890	1,051,563	787,097	246,411	540,686	419,216	55,082	364,134	279,830	20,042
2024-02	2,893,586	1,427,227	398,070	1,029,157	766,257	236,143	530,114	418,838	62,744	356,095	281,264	19,869
2024-01	2,884,793	1,395,216	396,695	998,521	796,064	252,093	543,971	423,146	66,541	356,606	270,367	19,616
2023-12	2,831,815	1,369,892	390,266	979,626	785,780	248,247	537,533	411,198	57,937	353,261	264,945	18,531
2023-11	2,829,039	1,350,166	380,040	970,126	782,817	244,577	538,240	426,369	67,118	359,250	269,687	20,076
2023-10	2,802,126	1,341,077	377,405	963,672	780,381	243,846	536,536	428,072	70,411	357,661	252,595	20,394
2023-09	2,797,732	1,347,446	383,736	963,711	788,874	244,753	544,121	412,481	56,750	355,731	248,930	19,584
2023-08	2,774,745	1,322,168	373,901	948,267	786,889	248,648	538,240	412,222	58,877	353,345	253,467	17,972
2023-07	2,763,252	1,314,291	375,019	939,272	777,854	248,244	529,610	409,366	58,965	350,401	261,742	17,655
2023-06	2,774,081	1,322,384	384,261	938,123	793,172	259,017	534,155	401,125	49,887	351,237	257,401	17,823
2023-05	2,736,516	1,295,655	370,076	925,579	772,628	247,435	525,194	408,038	60,383	347,654	260,195	17,889
2023-04	2,723,404	1,290,291	371,355	918,936	774,157	249,968	524,189	401,475	58,014	343,461	257,480	17,025
2023-03	2,727,144	1,302,277	386,220	916,058	775,530	256,939	518,591	394,865	52,986	341,880	254,472	17,761
2023-02	2,669,198	1,273,198	379,554	893,644	749,652	245,055	504,597	396,274	61,397	334,876	250,075	17,525
2023-01	2,641,525	1,265,272	396,349	868,924	736,741	240,260	496,481	383,764	56,840	326,925	255,748	17,584

数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

1.1.1、价：非银活期利率-30BP→上市行净息差+1BP

非银活期存款利率或下降30BP，正向支撑银行净息差约1BP。我们曾在2024-11-08《简析同业存款定价新形势》一文中测算，上市银行高息同业活期存款约9.4万亿元。假设同业高息活期存款从1.8%若降至1.5%，意味着需下降30BP，我们初步测算有望正向支撑银行净息差约1BP。

表2：假设目前同业高息活期存款利率为1.8%，若下降30BP，有望正向支撑银行息差1BP

2024H1	量 (亿元)				价				假设：同业活期中		假设：实际成本率		假设高息活期存款压降30BP			
	同业存款	其中：同 业活期	同业活期/ 同业存款	同业活期/ 总存款	同业负债 成本率	披露口径	存款成本 率	计息负债 成本率	一般活期	高息活期	一般活期	高息活期	利息支出	负债成本 率(BP)	净息差 (BP)	
国有行	工商银行	35,561	30,920	87%	9%	2.73%	同业三项	1.84%	2.04%	38%	62%	0.72%	1.80%	-57.89	-1.45	1.31
	建设银行	34,208	21,537	63%	8%	2.56%	同业两项	1.72%	1.92%	38%	62%	0.72%	1.80%	-40.32	-1.16	1.05
	农业银行	46,645	29,719	64%	10%	2.64%	同业三项	1.70%	1.92%	38%	62%	0.72%	1.80%	-55.64	-1.50	1.38
	中国银行	27,831	12,303	44%	5%	2.54%	同业三项+央行	2.06%	2.19%	38%	62%	0.72%	1.80%	-23.03	-0.79	0.73
	交通银行	10,544	8,626	82%	10%	2.51%	同业三项	2.21%	2.36%	38%	62%	0.72%	1.80%	-16.15	-1.32	1.23
	邮储银行	1,218	1,168	96%	1%	2.05%	同业三项	1.48%	1.51%	38%	62%	0.72%	1.80%	-2.19	-0.15	0.15
股份行	招商银行	5,188	4,735	91%	5%	2.21%	同业三项	1.60%	1.72%	38%	62%	0.72%	1.80%	-8.87	-0.91	0.85
	兴业银行	18,774	9,914	53%	18%	2.43%	同业三项	2.06%	2.25%	38%	62%	0.72%	1.80%	-18.56	-2.07	2.03
	浦发银行	9,251	7,645	83%	15%	2.65%	同业三项	2.06%	2.29%	38%	62%	0.72%	1.80%	-14.31	-1.85	1.81
	中信银行	8,400	5,164	61%	9%	2.25%	同业两项	1.98%	2.12%	38%	62%	0.72%	1.80%	-9.67	-1.21	1.17
	民生银行	10,742	4,653	43%	11%	2.43%	同业一项	2.24%	2.38%	38%	62%	0.72%	1.80%	-8.71	-1.30	1.23
	平安银行	5,614	4,777	85%	13%	2.28%	同业三项+央行	2.28%	2.25%	38%	62%	0.72%	1.80%	-8.94	-1.82	1.77
	光大银行	6,314	3,521	56%	9%	2.59%	同业三项+央行	2.26%	2.37%	38%	62%	0.72%	1.80%	-6.59	-1.09	1.05
	华夏银行	6,195	531	9%	2%	2.37%	同业三项	2.02%	2.23%	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.99	-0.25	0.25
	浙商银行	3,529	916	26%	5%	2.60%	同业三项	2.19%	2.33%	38%	62%	0.72%	1.80%	-1.71	-0.60	0.59
	北京银行	4,052	1,310	32%	6%	2.43%	同业三项	1.88%	2.09%	38%	62%	0.72%	1.80%	-2.45	-0.70	0.71
城商行	上海银行	4,207	911	22%	5%	2.20%	同业三项	2.00%	2.16%	38%	62%	0.72%	1.80%	-1.71	-0.61	0.62
	江苏银行	3,216	741	23%	4%	2.40%	同业两项	2.18%	2.29%	38%	62%	0.72%	1.80%	-1.39	-0.41	0.44
	宁波银行	996	942	95%	5%	2.20%	同业三项	1.96%	2.12%	38%	62%	0.72%	1.80%	-1.76	-0.69	0.71
	南京银行	1,532	416	27%	3%	2.19%	同业一项	2.37%	2.42%	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.78	-0.36	0.40
	杭州银行	2,268	232	10%	2%	2.25%	同业三项	2.08%	2.21%	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.43	-0.25	0.26
	长沙银行	213	10	5%	0%	2.19%	同业一项	1.88%	2.07%	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.02	-0.02	0.02
	成都银行	91	18	20%	0%	2.36%	同业两项	2.21%	2.28%	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.03	-0.03	0.03
	贵阳银行	297	54	18%	1%	2.50%	同业一项	2.51%	2.55%	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.10	-0.16	0.16
	重庆银行	30	3	10%	0%	2.69%	同业三项	2.64%	2.65%	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.01	-0.01	0.01
	郑州银行	132	14	11%	0%	2.62%	同业三项	2.17%	2.30%	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.03	-0.05	0.05
	青岛银行	193	107	55%	3%	2.42%	同业三项	2.13%	2.25%	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.20	-0.36	0.37
	苏州银行	175	62	35%	1%	2.27%	同业三项	2.11%	2.20%	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.12	-0.20	0.21
	齐鲁银行	135	25	18%	1%	1.94%	同业三项	2.07%	2.15%	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.05	-0.08	0.08
	西安银行	11	0	4%	0%	2.19%	同业三项	2.75%	2.68%	38%	62%	0.72%	1.80%	0.00	0.00	0.00
	厦门银行	107	1	1%	0%	2.54%	同业三项	2.44%	2.48%	38%	62%	0.72%	1.80%	0.00	-0.01	0.01
	兰州银行	167	63	38%	2%	2.41%	同业三项	2.53%	2.50%	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.12	-0.28	0.28
农商行	渝农商行	152	11	7%	0%	2.43%	同业一项	1.79%	1.95%	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.02	-0.02	0.02
	沪农商行	54	38	70%	0%	2.64%	同业三项	1.83%	1.98%	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.07	-0.06	0.05
	青农商行	63	3	5%	0%	2.88%	同业一项	1.99%	2.14%	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.01	-0.01	0.01
	常熟银行	15	0	3%	0%	2.45%	同业一项	2.22%	2.26%	38%	62%	0.72%	1.80%	0.00	0.00	0.00
	无锡银行	13	4	30%	0%	2.53%	仅披露同业拆入	2.20%	-	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.01	-0.03	0.03
	紫金银行	35	35	100%	2%	2.26%	仅披露同业拆入	2.14%	-	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.06	-0.30	0.29
	苏农商行	15	0.11	1%	0%	2.30%	仅披露同业拆入	1.96%	-	38%	62%	0.72%	1.80%	0.00	0.00	0.00
	张家港行	9	9	100%	1%	2.92%	同业三项+央行	2.13%	2.24%	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.02	-0.09	0.08
	瑞丰银行	2	2	100%	0%	0.81%	同业一项	2.24%	-	38%	62%	0.72%	1.80%	0.00	-0.02	0.02
江阴银行	0.27	0.27	100%	0%	1.94%	同业三项+央行	1.88%	1.94%	38%	62%	0.72%	1.80%	0.00	0.00	0.00	
国有行	156,008	104,272	67%	8%	2.51%	-	1.84%	1.99%	38%	62%	0.72%	1.80%	-195.21	-1.16	1.07	
股份行	74,007	41,855	57%	10%	2.42%	-	2.07%	2.22%	38%	62%	0.72%	1.80%	-78.36	-1.33	1.28	
城商行	17,823	4,909	28%	3%	2.34%	-	2.23%	2.32%	38%	62%	0.72%	1.80%	-9.19	-0.40	0.41	
农商行	358	103	29%	0%	2.32%	-	2.04%	2.09%	38%	62%	0.72%	1.80%	-0.19	-0.04	0.04	
上市银行	248,196	151,138	61%	8%	2.38%	-	2.09%	2.21%	38%	62%	0.72%	1.80%	-282.95	-1.11	1.04	

数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

近年同业存款利率上升较大幅度的为国股行。2024 年上半年，国有行/股份行/城商行/农商行同业存款成本率分别为 2.51%/2.42%/2.34%/2.32%，分别较 2023 年全年+8BP/+7BP/-1BP/-2BP。再考虑到同业活期存款占总存款的比例，国股行占比明显高于城农商行，故此次同业活期存款整改对于国股行的负债成本提振作用较大。

表3：2023年全年和2024年上半年同业存款利率上升较大幅度的为国有行、股份行

	同业和其他金融机构存拆放款项 (%)			边际变化 (BP)		披露口径	
	2022A	2023A	2024H	2023A	2024H		
国有行	工商银行	1.86	2.55	2.73	69	18	同业三项
	建设银行	1.95	2.50	2.56	55	6	同业两项
	农业银行	2.16	2.63	2.64	47	1	同业三项
	中国银行	1.71	2.35	2.54	64	19	同业三项+央行
	交通银行	2.11	2.53	2.51	42	-2	同业三项
	邮储银行	1.84	1.97	2.05	13	8	同业三项
股份行	招商银行	1.64	2.09	2.21	45	12	同业三项
	兴业银行	2.12	2.37	2.43	25	6	同业三项
	浦发银行	2.02	2.50	2.65	48	15	同业三项
	中信银行	2.11	2.18	2.25	7	7	同业两项
	民生银行	2.34	2.39	2.43	5	4	同业一项
	平安银行	1.94	2.31	2.28	37	-3	同业三项+央行
	光大银行	2.14	2.46	2.59	32	13	同业三项+央行
	华夏银行	2.16	2.33	2.37	17	4	同业三项
	浙商银行	2.26	2.56	2.60	30	4	同业三项
城商行	北京银行	2.10	2.39	2.43	29	4	同业三项
	上海银行	1.99	2.21	2.20	22	-1	同业三项
	江苏银行	2.17	2.37	2.40	20	3	同业两项
	宁波银行	2.05	2.14	2.20	9	6	同业三项
	南京银行	1.90	2.16	2.19	26	3	同业一项
	杭州银行	1.84	2.27	2.25	43	-2	同业三项
	长沙银行	2.18	2.20	2.19	2	-1	同业一项
	成都银行	2.23	2.52	2.36	29	-16	同业两项
	贵阳银行	2.51	2.46	2.50	-5	4	同业一项
	重庆银行	2.80	2.66	2.69	-14	3	同业三项
	郑州银行	2.68	2.68	2.62	0	-6	同业三项
	青岛银行	2.33	2.32	2.42	-1	10	同业三项
	苏州银行	2.31	2.31	2.27	0	-4	同业三项
	齐鲁银行	1.91	2.04	1.94	13	-10	同业三项
	西安银行	1.73	2.08	2.19	35	11	同业三项
	厦门银行	2.17	2.55	2.54	38	-1	同业三项
兰州银行	2.37	2.53	2.41	16	-12	同业三项	
农商行	渝农商行	2.18	2.16	2.43	-2	27	同业一项
	沪农商行	2.12	2.29	2.64	17	35	同业三项
	青农商行	2.35	3.36	2.88	101	-48	同业一项
	常熟银行	2.64	3.33	2.45	69	-88	同业一项
	无锡银行	2.55	2.24	2.53	-31	29	仅披露同业拆入
	紫金银行	2.42	1.94	2.26	-48	32	仅披露同业拆入
	苏农银行	2.45	2.42	2.30	-3	-12	仅披露同业拆入
	张家港行	3.13	3.12	2.92	-1	-20	同业三项+央行
	瑞丰银行	1.60	0.50	0.81	-10	31	同业一项
	江阴银行	2.03	2.00	1.94	-3	-6	同业三项+央行
国有行	1.94	2.42	2.51	48	8	-	
股份行	2.08	2.35	2.42	27	7	-	
城商行	2.19	2.35	2.34	15	-1	-	
农商行	2.35	2.34	2.32	-1	-2	-	
上市银行	2.17	2.36	2.38	19	2	-	

数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

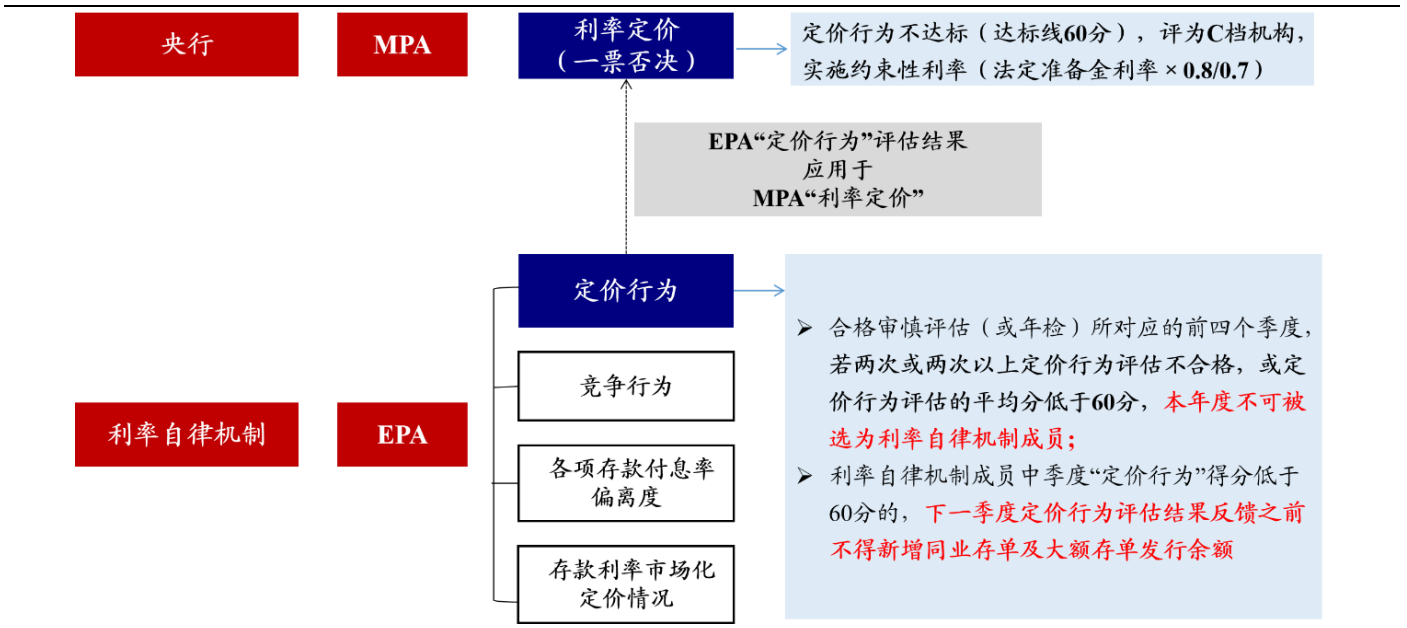
1.1.2、量：执行或较严格，长期有望以被动接受为主

纳入 EPA 考核，“定价行为”为一票否决项，执行或较为严格。非银活期存款纳入自律机制后，将纳入 EPA 与 MPA 考核，且“定价行为”属于一票否决项，若违规未整改或影响商业银行评级。因此我们认为多数银行将严格执行，非银存款或大多选择观望，少部分资金或挤出，转向同业存单和债券的配置，短期可能导致银行同业负债稳定性有所波动。但考虑到 EPA 和 MPA 均为季度考核，银行实际执行层面可能存在差异，可能有部分非银存款“抢跑”，在过渡期内抢抓最后一波较高利率的同业活期存款。

非银存款挤出偏短期，长期来看多数非银资金将被动接受更低的利率。我们认为更多非银机构将选择被动接受低价的活期，因为非银存款有诸多限制，比如非法人产品对于活期存款等流动性资产有一定比例要求，对于定期存款有上限要求；

此外，部分小银行或仍提供利率较高的同业存款，但受到非银机构的准入限制，或无法进行大规模的合作。故我们判断长期而言，对银行整体负债稳定性影响不大。

图1: “手工补息”行为被纳入 EPA 和 MPA 打分体系



资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

1.2、两大细节：意在理顺存款利率传导机制

1.2.1、提前支取行为受限，或减少同业活期转定期的规模

规定提前支取只能按较低利率支付，同业活期转向定期的规模或较有限。倡议提到，若银行与非银金融机构（含非法人产品）约定同业定期存款可提前支取，提前支取利率原则上不应高于超额存款准备金利率。由于实操中存在基金等资管产品提前支取定期存款但仍以较高的定存利率支付利息的现象（远高于超额准备金利率0.35%），此次倡议限制了定存的流动性，再加上部分资管产品对于定存的规模有比例上限，我们判断新规之下同业活期转向同业定期的规模也较为有限。

1.2.2、引入“利率调整兜底条款”，或加速存款重定价

何为“利率调整兜底条款”？相当于含权性质的存款重定价条款。由于部分银行与对公客户签订期限较长的存款服务协议，锁定存款利率并缺乏“利率调整兜底条款”，一定程度上阻碍了利率传导，也不利于银行管理利率风险。“利率调整兜底条款”相当于添加含权性质的存款重定价条款，能够将政策引导的挂牌及内部授权上限调整反映在实际存款定价上，可有效疏通政策利率传导机制。

存量协议应在一年内整改完毕，存款下调传导更为顺畅。倡议提出，对不符合本倡议的存量协议，原则上应自本倡议发布之日起，一年内完成新协议或补充协议的签订工作。“存款服务协议”是“银行与对公客户签订关于框架性服务内容的协议，其中包含利率等多个存款关键要素。客户可在协议期内任意时间办理协定存款、定期存款等业务，并提前锁定未来一定时间的利率”。在锁定存款利率的情形下，即便实际存款并未发生，但客户依然可以以“服务协议”约定的价格进行存款。此次倡议以“利率调整兜底条款”的形式叫停了“存款服务协议”，本意是管控银行负债端

的利率风险，并推动成本下降，协定存款、分段计息、约期类存款或受较大影响。

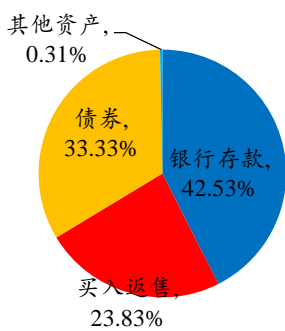
2、资管产品：货基和现金理财收益率或受一定影响

我们测算货基、现金管理类理财持有同业活期存款分别为 4 万亿元、2 万亿元，由于这两类产品的流动性要求较高，同业活期占比较其他类基金、理财产品更高，故受到的收益率影响或较大。

2.1、货基：同业活期约 4 万亿元，-30BP 或使产品收益率-9BP

货基持有同业活期存款约 4 万亿元，同业活期利率-30BP 或使货基收益率-9BP。截至 2024Q3 末，全市场货基持有的银行存款约占 42.53%，假设其中同业活期存款占 70%，则根据 2024Q3 末货基规模 13 万亿元可测算出持有的同业活期存款约 3.88 万亿元。

图2：2024Q3 末货基中的存款占 42.53%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：货基持有的同业活期存款规模约 3.88 万亿元

测算过程	
货基规模（2024Q3 末，亿元）	130,334
存款占比	42.53%
假设其中同业活期占比	70.00%
同业活期存款/总规模	29.77%
货基中的同业活期存款（亿元）	38,800
若同业活期存款利率下降	0.30%
货基收益率将下降	0.09%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：持仓占比为 2024Q3 末）

2.1.1、银行自营比价角度，货基性价比或下降

银行自营投资货基的性价比虽有下降，但流动性管理的作用仍显著。仅从扣成本之后的综合净收益率来比较，货基收益率下行后，在自营配置资产中的性价比或进一步下降。但我们认为，银行持有货基很大一部分是出于司库维持流动性的需要，并不会单纯因为收益率降低而大规模赎回货基。

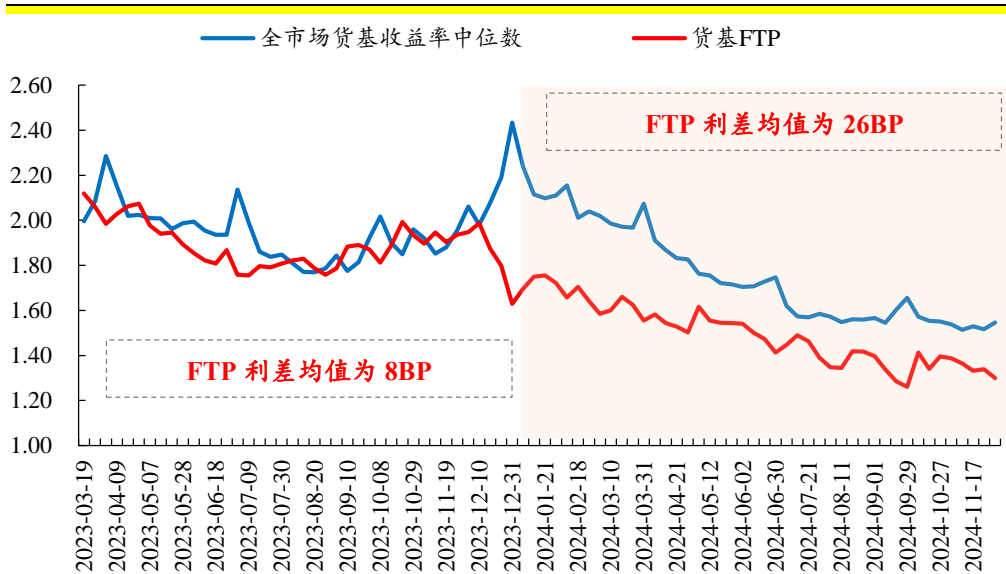
表5：银行自营投资比价来看，货基的综合收益率或显著下降

	同业拆出 1M	买入返售 7D	国债 1Y	国债 3Y	同业存单 (AAA)1Y	货基	货基： -10BP	货基： -20BP
名义收益率	1.90%	1.61%	1.35%	1.38%	1.71%	1.51%	1.41%	1.31%
税收成本	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
增值税	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0	0%
所得税	25%	25%	0%	0%	25%	0%	0	0%
资本成本	0.25%	0.13%	0.00%	0.00%	0.25%	0.24%	0.24%	0.24%
资本转换系数	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
资本成本率	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
风险权重	40%	20%	0%	0%	40%	38%	38%	38%
综合收益率	1.65%	1.48%	1.35%	1.38%	1.45%	1.27%	1.17%	1.07%

数据来源：银行财报、Wind、开源证券研究所

另外从考核成本 FTP 的角度来看，由于 2024 年以来债券利率下行较快，使得使得投资货基的 FTP 利差明显放大，即名义收益率的下滑并不一定带来实际持有意愿的显著收缩。

图3：2024 年以来银行自营投资货基 FTP 利差走阔（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：货基收益率取全市场货基 7 年年化收益率中位数）

2.2、现金管理类：同业活期约 2 万亿元，-30BP 或使产品收益率-9BP

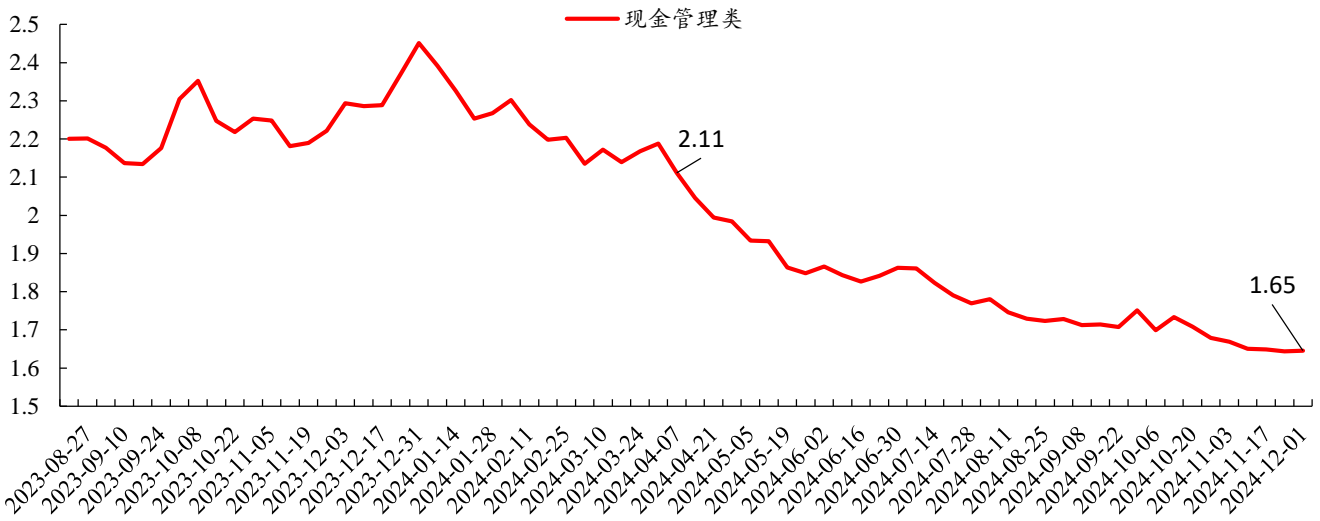
现金管理类理财持有同业活期存款约 2 万亿元，产品收益率或下降 9BP。我们通过拆解全市场前十大持仓，测算全市场理财产品、现金管理类产品持有的同业活期存款占比分别为 15%（约 4 万亿元）、29%（约 2 万亿元）。若同业活期存款利率下降 30BP，则全市场理财收益率平均或下降 4BP，其中受影响最大的现金管理类产品收益率约下降 9BP，或由目前 7 日年化收益率 1.65% 降至 1.56% 左右。

表6：假设同业存款利率下降 30BP，则理财产品收益率平均或下降 4BP，其中现金管理类产品下降 9BP

测算过程	全部理财产品	现金管理类	固收类		混合类	权益类	商品及金融衍生品类	
			开放式	封闭式				
已知： 各类存款占比	通知存款	0.24%	0.69%	0.11%	0.01%	0.03%	0.00%	0.00%
	同业存款	21.08%	35.59%	20.64%	6.15%	4.88%	1.56%	0.00%
	其中：同业活期存款	14.72%	29.11%	12.50%	3.73%	3.29%	1.56%	0.00%
	协议存款	6.39%	5.47%	8.61%	2.59%	1.96%	0.02%	0.12%
假设：利率下降	同业活期存款	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%
则各类理财产品收益率变动		-0.04%	-0.09%	-0.04%	-0.01%	-0.01%	0.00%	0.00%

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：持仓占比为 2024Q1 末）

图4：截至 2024-12-01 最新一周现金管理类理财产品 7 日年化收益率为 1.65%

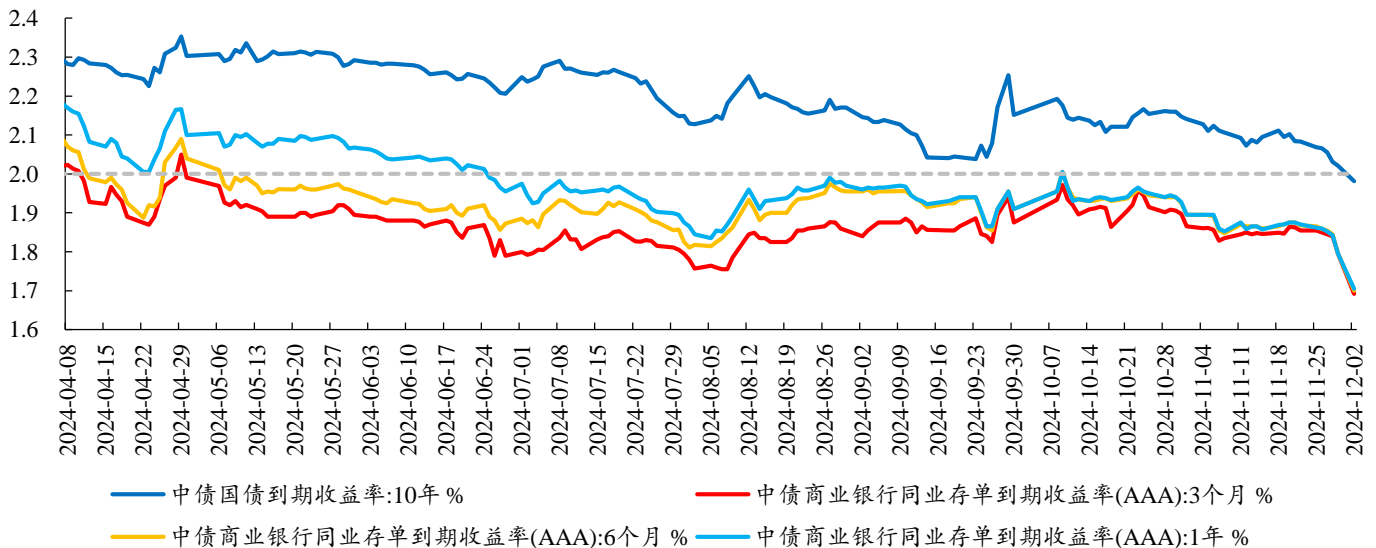


数据来源：普益标准、开源证券研究所

3、债券市场：利率中枢下移，利好同业存单和中短债

同业存款利率调降，挤出效应直接利好同业存单和中短债。受同业存款利率整改的影响，2024-12-02，10Y 国债利率罕见降至 2% 以下，各期限的同业存单收益率单日降幅也较大，达 9BP 左右，或主要由于非银存款挤出、流入同业存单和中短债，同时打开长债利率下行空间。回顾 2024 年 4 月 8 日“手工补息”叫停后，国债和同业存单利率亦明显下降，存款降息背景下，债市利率中枢进一步下降。后续资管产品可选择的高息存款品种已较少，同业存单和中短债的拥挤度或仍会提升。

图5：2024-12-02，10Y 国债利率降至 2% 以下，各期限同业存单收益率降幅约 9BP



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

附表：上市银行计息负债成本率&负债结构一览
附表 1：上市银行计息负债成本率一览：同业存款成本率多数上升、存款成本率多数下降

负债成本率	计息负债				其中：同业和其他金融机构存拆放款				其中：存款				
	2022A	2023A	2024H	边际变化(BP)	2022A	2023A	2024H	边际变化(BP)	2022A	2023A	2024H	边际变化(BP)	
国有行	工商银行	1.82%	2.04%	2.04%	0	1.86%	2.55%	2.73%	18	1.75%	1.89%	1.84%	-5
	建设银行	1.85%	1.95%	1.92%	-3	1.95%	2.50%	2.56%	6	1.73%	1.77%	1.72%	-5
	农业银行	1.84%	1.96%	1.92%	-4	2.16%	2.63%	2.64%	1	1.70%	1.78%	1.70%	-8
	中国银行	1.75%	2.18%	2.19%	1	1.71%	2.35%	2.54%	19	1.65%	2.09%	2.06%	-3
	交通银行	2.26%	2.45%	2.36%	-9	2.11%	2.53%	2.51%	-2	2.19%	2.33%	2.21%	-12
	邮储银行	1.63%	1.57%	1.51%	-6	1.84%	1.97%	2.05%	8	1.61%	1.53%	1.48%	-5
股份行	招商银行	1.61%	1.73%	1.72%	-1	1.64%	2.09%	2.21%	12	1.52%	1.62%	1.60%	-2
	兴业银行	2.31%	2.34%	2.25%	-9	2.12%	2.37%	2.43%	6	2.26%	2.24%	2.06%	-18
	浦发银行	2.24%	2.33%	2.29%	-4	2.02%	2.50%	2.65%	15	2.10%	2.16%	2.06%	-10
	中信银行	2.19%	2.20%	2.12%	-8	2.11%	2.18%	2.25%	7	2.06%	2.12%	1.98%	-14
	民生银行	2.40%	2.43%	2.38%	-5	2.34%	2.39%	2.43%	4	2.29%	2.31%	2.24%	-7
	平安银行	2.16%	2.27%	2.25%	-2	1.94%	2.31%	2.28%	-3	2.09%	2.20%	2.18%	-2
	光大银行	2.33%	2.39%	2.37%	-2	2.14%	2.46%	2.59%	13	2.30%	2.32%	2.26%	-6
	华夏银行	2.21%	2.25%	2.23%	-2	2.16%	2.33%	2.37%	4	2.03%	2.06%	2.02%	-4
	浙商银行	2.35%	2.35%	2.33%	-2	2.26%	2.56%	2.60%	4	2.29%	2.24%	2.19%	-5
	城商行	北京银行	2.14%	2.15%	2.09%	-6	2.10%	2.39%	2.43%	4	2.02%	1.97%	1.88%
上海银行		2.17%	2.21%	2.16%	-5	1.99%	2.21%	2.20%	-1	2.12%	2.08%	2.00%	-8
江苏银行		2.42%	2.40%	2.29%	-11	2.17%	2.37%	2.40%	3	2.34%	2.33%	2.18%	-15
宁波银行		2.05%	2.15%	2.12%	-3	2.05%	2.14%	2.20%	6	1.77%	2.01%	1.96%	-5
南京银行		2.39%	2.49%	2.42%	-7	1.90%	2.16%	2.19%	3	2.37%	2.45%	2.37%	-8
杭州银行		2.32%	2.28%	2.21%	-7	1.84%	2.27%	2.25%	-2	2.26%	2.19%	2.08%	-11
长沙银行		2.28%	2.20%	2.07%	-13	2.18%	2.20%	2.19%	-1	2.12%	2.02%	1.88%	-14
成都银行		2.24%	2.29%	2.28%	-1	2.23%	2.52%	2.36%	-16	2.15%	2.23%	2.21%	-2
贵阳银行		2.61%	2.57%	2.55%	-2	2.51%	2.46%	2.50%	4	2.57%	2.55%	2.51%	-4
重庆银行		2.85%	2.74%	2.65%	-9	2.80%	2.66%	2.69%	3	2.88%	2.79%	2.64%	-15
郑州银行		2.47%	2.38%	2.30%	-8	2.68%	2.68%	2.62%	-6	2.37%	2.25%	2.17%	-8
青岛银行		2.37%	2.32%	2.25%	-7	2.33%	2.32%	2.42%	10	2.21%	2.23%	2.13%	-10
苏州银行		2.30%	2.28%	2.20%	-8	2.31%	2.31%	2.27%	-4	2.22%	2.21%	2.11%	-10
齐鲁银行		2.24%	2.18%	2.15%	-3	1.91%	2.04%	1.94%	-10	2.17%	2.11%	2.07%	-4
西安银行		2.63%	2.65%	2.68%	3	1.73%	2.08%	2.19%	11	2.66%	2.72%	2.75%	3
厦门银行	2.47%	2.50%	2.48%	-2	2.17%	2.55%	2.54%	-1	2.50%	2.47%	2.44%	-3	
兰州银行	2.96%	2.81%	2.50%	-31	2.37%	2.53%	2.41%	-12	3.09%	2.90%	2.53%	-37	
农商行	渝农商行	2.13%	2.03%	1.95%	-8	2.18%	2.16%	2.43%	27	1.97%	1.88%	1.79%	-9
	沪农商行	2.09%	2.05%	1.98%	-7	2.12%	2.29%	2.64%	35	2.01%	1.95%	1.83%	-12
	青农商行	2.22%	2.17%	2.14%	-3	2.35%	3.36%	2.88%	-48	2.09%	2.04%	1.99%	-5
	常熟银行	2.30%	2.30%	2.26%	-4	2.64%	3.33%	2.45%	-88	2.31%	2.30%	2.22%	-8
	无锡银行	-	-	-	-	2.55%	2.24%	2.53%	29	2.30%	2.29%	2.20%	-9
	紫金银行	2.26%	2.27%	-	-	2.42%	1.94%	2.26%	32	2.24%	2.26%	2.14%	-12
	苏农银行	-	-	-	-	2.45%	2.42%	2.30%	-12	2.01%	2.04%	1.96%	-8
	张家港行	2.48%	2.48%	2.24%	-24	3.13%	3.12%	2.92%	-20	2.35%	2.33%	2.13%	-20
	瑞丰银行	-	-	-	-	1.60%	0.50%	0.81%	31	2.29%	2.28%	2.24%	-4
	江阴银行	2.18%	2.07%	1.94%	-13	2.03%	2.00%	1.94%	-6	2.13%	2.02%	1.88%	-14
国有行	1.86%	2.03%	1.99%	-4	1.94%	2.42%	2.51%	8	1.77%	1.90%	1.84%	-6	
股份行	2.20%	2.25%	2.22%	-4	2.08%	2.35%	2.42%	7	2.10%	2.14%	2.07%	-8	
城商行	2.41%	2.39%	2.32%	-7	2.19%	2.35%	2.34%	-1	2.34%	2.32%	2.23%	-9	
农商行	2.24%	2.20%	2.09%	-11	2.35%	2.34%	2.32%	-2	2.17%	2.14%	2.04%	-10	
上市银行	2.24%	2.27%	2.21%	-6	2.17%	2.36%	2.38%	2	2.17%	2.18%	2.09%	-9	

数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所（注：“同业和其他金融机构存拆放款”各家披露口径或有差异）

附表 2：上市银行 2024Q2 末负债结构一览：国股行同业存放占比较高（占比为各项负债/总负债）

2024-06 负债结构	向央行借款	同业负债	其中：			存款	应付债券	其他负债	负债合计	
			同业存放	拆入资金	卖出回购					
国有行	工商银行	0.50%	13.32%	8.22%	1.29%	3.81%	77.72%	3.67%	4.79%	100.00%
	建设银行	2.98%	10.67%	9.24%	1.30%	0.14%	76.34%	5.96%	4.05%	100.00%
	农业银行	2.84%	13.30%	11.98%	1.03%	0.29%	74.50%	6.63%	2.73%	100.00%
	中国银行	3.28%	10.65%	8.94%	1.35%	0.35%	74.93%	6.63%	4.51%	100.00%
	交通银行	3.40%	13.89%	8.07%	3.29%	2.53%	65.08%	4.59%	13.04%	100.00%
邮储银行	0.20%	1.74%	0.79%	0.40%	0.55%	96.48%	0.86%	0.72%	100.00%	
股份行	招商银行	2.16%	8.25%	4.96%	2.30%	0.99%	82.84%	2.64%	4.11%	100.00%
	兴业银行	2.26%	24.58%	19.78%	2.90%	1.90%	56.75%	12.73%	3.68%	100.00%
	浦发银行	2.67%	19.26%	10.88%	3.84%	4.53%	58.78%	15.88%	3.41%	100.00%
	中信银行	3.32%	13.20%	10.13%	0.90%	2.17%	66.53%	14.13%	2.82%	100.00%
	民生银行	4.27%	19.57%	15.48%	1.56%	2.54%	58.56%	12.33%	5.27%	100.00%
	平安银行	2.40%	12.33%	10.65%	0.93%	0.76%	67.73%	11.53%	6.01%	100.00%
	光大银行	1.36%	14.67%	10.14%	2.88%	1.65%	61.77%	18.87%	3.33%	100.00%
	华夏银行	4.68%	24.06%	15.49%	5.30%	3.26%	53.46%	15.75%	2.05%	100.00%
	浙商银行	2.29%	16.42%	11.56%	3.58%	1.27%	62.48%	15.43%	3.38%	100.00%
城商行	北京银行	4.79%	14.16%	11.23%	1.95%	0.97%	64.95%	12.61%	3.49%	100.00%
	上海银行	4.13%	19.06%	14.13%	0.91%	4.02%	58.79%	15.54%	2.48%	100.00%
	江苏银行	6.07%	16.22%	9.25%	4.27%	2.70%	60.12%	13.48%	4.11%	100.00%
	宁波银行	3.86%	13.44%	3.54%	6.63%	3.28%	65.47%	14.17%	3.06%	100.00%
	南京银行	6.76%	10.41%	6.65%	2.04%	1.71%	61.60%	17.82%	3.41%	100.00%
	杭州银行	4.53%	15.02%	12.22%	0.87%	1.92%	62.05%	15.67%	2.73%	100.00%
	长沙银行	3.50%	6.56%	2.07%	2.87%	1.62%	66.54%	20.91%	2.49%	100.00%
	成都银行	4.91%	3.64%	0.81%	0.82%	2.02%	74.53%	14.19%	2.73%	100.00%
	贵阳银行	9.19%	11.77%	4.58%	4.13%	3.05%	63.23%	13.52%	2.29%	100.00%
	重庆银行	8.32%	9.24%	0.41%	6.53%	2.30%	59.10%	20.94%	2.40%	100.00%
	郑州银行	4.86%	9.83%	2.25%	5.15%	2.44%	65.56%	17.96%	1.79%	100.00%
	青岛银行	4.00%	11.09%	3.16%	3.55%	4.38%	67.34%	14.39%	3.18%	100.00%
	苏州银行	4.15%	14.36%	2.87%	8.09%	3.40%	68.07%	11.16%	2.26%	100.00%
	齐鲁银行	7.99%	7.25%	2.24%	0.63%	4.37%	70.14%	12.25%	2.37%	100.00%
	西安银行	1.36%	3.57%	0.27%	0.35%	2.94%	75.30%	16.13%	3.64%	100.00%
	厦门银行	3.33%	15.48%	2.91%	6.62%	5.95%	55.90%	22.33%	2.96%	100.00%
兰州银行	2.57%	10.89%	3.83%	0.48%	6.58%	78.74%	4.99%	2.81%	100.00%	
农商行	渝农商行	7.67%	11.58%	1.10%	4.17%	6.32%	68.21%	10.81%	1.73%	100.00%
	沪农商行	3.99%	7.97%	0.41%	5.28%	2.28%	78.60%	6.79%	2.65%	100.00%
	青农商行	3.31%	7.28%	1.44%	1.86%	3.98%	69.92%	16.86%	2.63%	100.00%
	常熟银行	2.48%	6.00%	0.46%	2.72%	2.82%	83.43%	3.44%	4.65%	100.00%
	无锡银行	3.02%	0.95%	0.56%	0.00%	0.39%	92.41%	1.24%	2.38%	100.00%
	紫金银行	3.09%	4.96%	1.38%	1.95%	1.63%	86.02%	3.75%	2.18%	100.00%
	苏农银行	1.51%	4.35%	0.74%	1.89%	1.71%	82.98%	7.37%	3.79%	100.00%
	张家港行	2.39%	5.57%	0.33%	0.82%	4.41%	83.82%	4.97%	3.25%	100.00%
	瑞丰银行	5.72%	5.77%	0.12%	0.93%	4.72%	82.57%	3.32%	2.62%	100.00%
江阴银行	5.68%	1.68%	0.02%	1.66%	0.00%	87.44%	2.71%	2.49%	100.00%	

数据来源：Wind、银行财报、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

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

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

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