

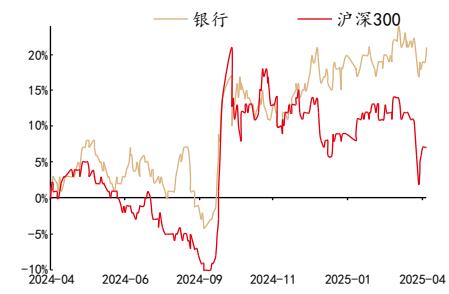
行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	3972.79
52周最高	4048.07
52周最低	3132.76

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

《国有银行增资方案落地：提升风险抵御能力、助力更好服务实体经济》 -
2025.04.03

银行业行业报告（2025.03.16-2025.04.15）

银行资产负债观察第一期：如何理解银行体系低超储高融出

● 投资要点

● 银行间流动性回顾：

3月15日至4月15日银行间资金走势与2023年基本一致，较2024年3月末波动性更大，DR007-OMO利率呈松-紧-松走势，3月中下旬资金转紧或因银行理财回表和月末信贷投放好，4月资金面因财政资金支用等边际转松，资金曲线形态逐步修复。央行OMO从3月至今维持基础货币净回笼，预计4月MLF或仍维持净回笼，买断式逆回购操作或视信贷投放和债券供给情况相机抉择。

● 银行流动性指标监测：

同业存单：不同全国性银行同业存单额度使用节奏差异明显，国有银行（除中行）和全国性城商行普遍额度使用高于去年同期，或因信贷投放较快，预计其或维持较高规模同业存单净融资；国股银行同业存单定价合理区间或为 $0\text{MO} \leq \text{同业存单利率} \leq \text{存款最高成本}$ 。

超储率等：2025年3月超储率1.00%显著低于过去两年同期；3月大型银行NSFR低于2023、2024年同期，或因信贷投放致负债端压力，4、5月或季度性下行，融出规模有望边际上行；对公活期类存款与资金融出规模高度相关，3月大型银行资金净融出边际上升或因企业经营活动改善带来资金活化；理财回表下大行存款同比少增，或因资金追求较高存款利率迁移至中小银行。

● 投资建议：

央行端MLF改革、买断式逆回购和未来结构性货币政策工具降息等有望降低银行向央行借款成本；银行端：中小银行存款利率调降有望缓解资金迁移压力，同业存单利率有望下行；国有银行补充资本维持稳定分红下，无风险利率下降过程中其估值定价或持续修复。

建议关注国有大型银行：工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行。

● 风险提示：

存在模型测算误差、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等风险。

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.....	9
4 风险提示.....	10

图表目录

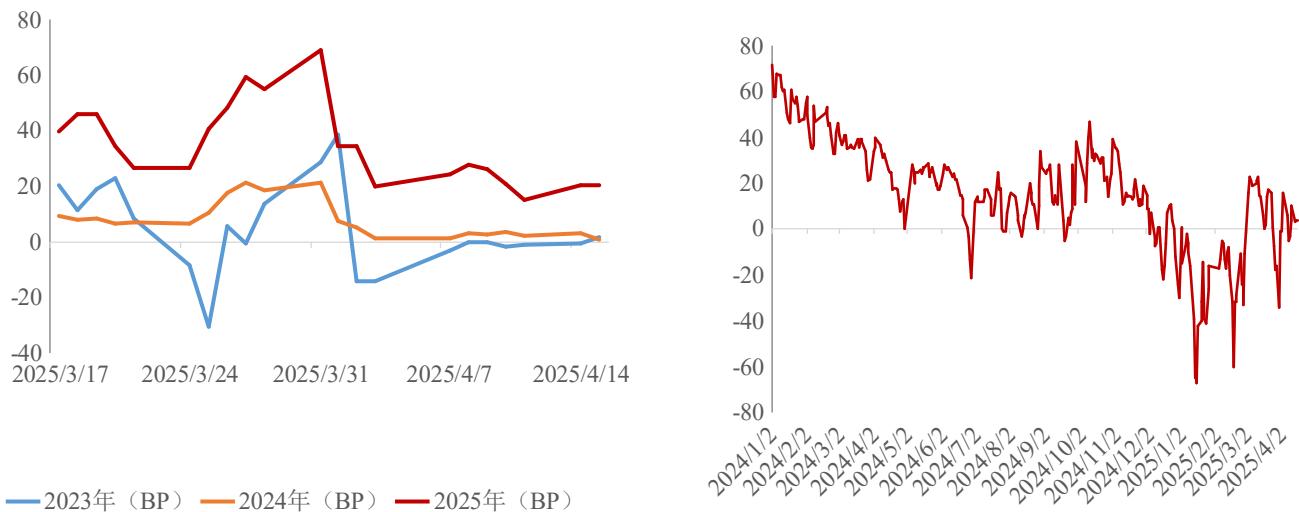
图表 1: DR007-OMO 走势与 2023 基本一致 (单位: BP)	4
图表 2: 1Y NCD-DR007 结束倒挂 (单位: BP)	4
图表 3: 央行 OMO 整体呈现净回笼	5
图表 4: 今年以来国有行和全国性城商行同业存单额度超去年同期.....	6
图表 5: OMO 和存款或为同业存单的锚.....	7
图表 6: 银行系统超储率低于同期水平.....	7
图表 7: 大型银行 NSFR 低于同期水平	8
图表 8: 对公活期类存款与融出具有高度相关性	9

1 银行间流动性表现回顾

3月15日-4月15日，银行间资金整体走势与2023年基本一致，相较于2024年3月末波动性更大。从DR007-OMO利率来看，呈现了明显的松-紧-松的走势，3月中下旬资金转紧或是受银行理财回表叠加月末信贷投放较好影响，跨季后受财政资金支用和银行指标硬约束转松影响，4月以来资金边际转松。

图表1: DR007-OMO 走势与2023基本一致(单位: BP)

图表2: 1Y NCD-DR007 结束倒挂(单位: BP)



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

从银行同业NCD发行利率来看，受2024年12月《关于优化非银同业存款利率自律管理的自律倡议》落地影响，1Y-NCD发行利率与DR007呈现倒挂，4月以来资金转松，资金曲线形态逐步修复。

图表3：央行OMO整体呈现净回笼



资料来源：iFind, 中邮证券研究所

央行层面，OMO 投放从 3 月至今来看仍维持基础货币净回笼。3 月 OMO 净回笼资金 3622 亿元，25 日续作 MLF4500 亿元，3 月末买断式逆回购净投放 1000 亿元，继续暂停买卖国债操作，截至 4 月 15 日 OMO 仍维持货币净回笼状态。4 月在贷款小月背景下，4 月 MLF 或仍维持净回笼状态，买断式逆回购操作或结合银行信贷投放和债券供给相机抉择。

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

受信贷投放节奏和揽储情况差异影响，不同全国性银行同业存单额度使用节奏或出现较为明显差异。除中国银行外，其他国有银行普遍同业存单使用额度高于去年同期，而股份制银行普遍同业存单额度使用低于去年同期，3 家全国性城商行使用额度均明显高于去年同期。或指向国有银行和全国性城商行普遍信贷投放较快。假设信贷节奏基本持平去年，预计国有银行和全国性城商行或仍维持较高规模同业存单净融资。

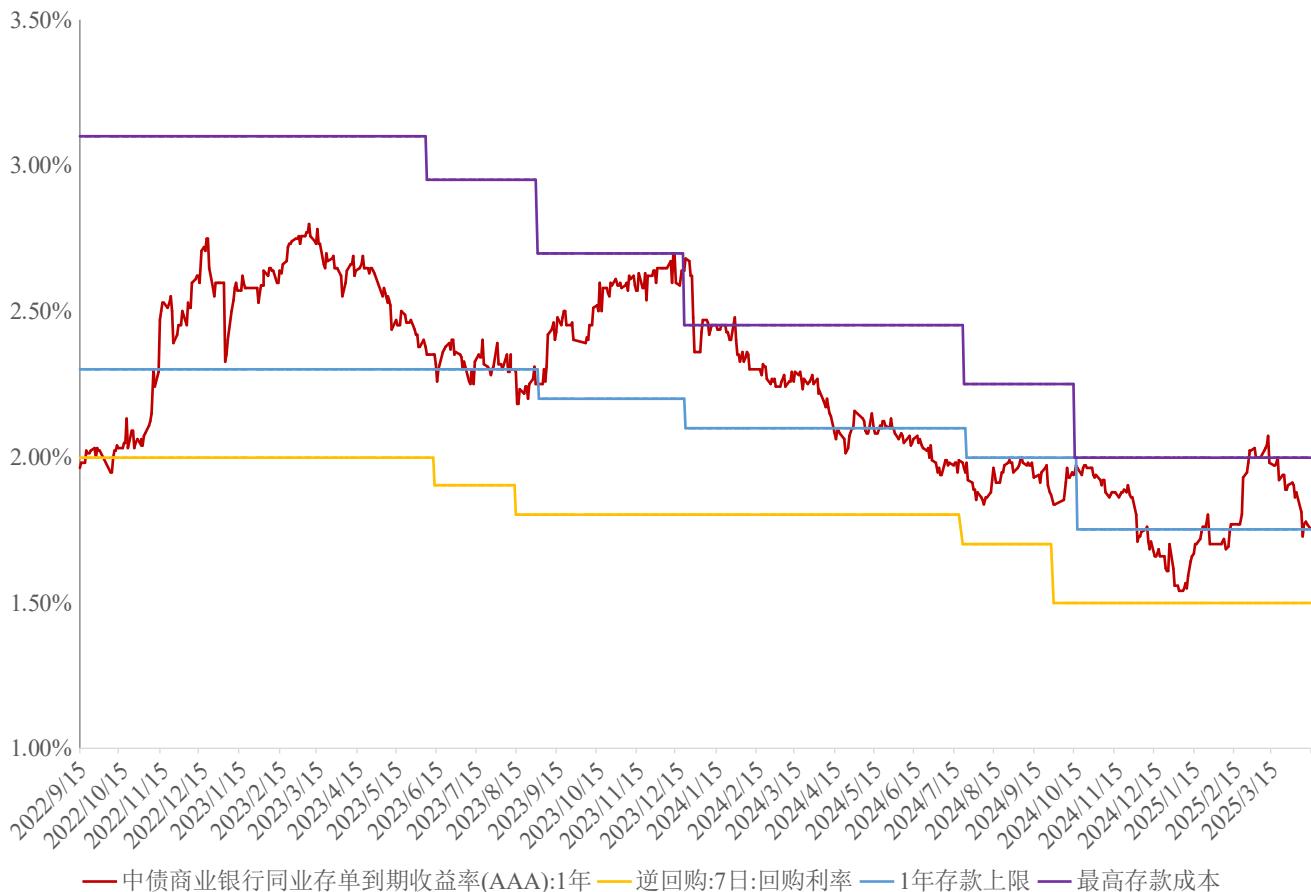
图表4：今年以来国有行和全国性城商行同业存单额度超去年同期

发行人	同业存单备案额度(亿元)	同业存单存量(亿元)	使用情况	2024年同期使用情况
工商银行	22359	14353	64.19%	38.36%
农业银行	21800	19589	89.86%	85.56%
建设银行	19974	16681	83.51%	53.54%
中国银行	18600	9428	50.69%	86.01%
邮政储蓄银行	8700	621	7.14%	5.46%
交通银行	19500	13615	69.82%	73.14%
招商银行	8000	327	4.09%	26.94%
兴业银行	14000	7958	56.84%	65.55%
中信银行	14800	10175	68.75%	88.88%
浦东发展银行	15000	11367	75.78%	69.98%
民生银行	10000	7813	78.13%	65.84%
光大银行	9988	8440	84.50%	87.00%
平安银行	7000	4034	57.63%	65.98%
华夏银行	6000	4371	72.85%	77.85%
广发银行	5350	4401	82.26%	77.97%
浙商银行	5400	4085	75.64%	54.98%
渤海银行	5000	2443	48.85%	99.08%
恒丰银行	2253	1817	80.66%	90.88%
北京银行	6816	5271	77.33%	66.88%
上海银行	4600	3560	77.39%	56.66%
江苏银行	6938	6167	88.89%	61.46%

资料来源：iFind, 中邮证券研究所；注：数据截至 4 月 15 日

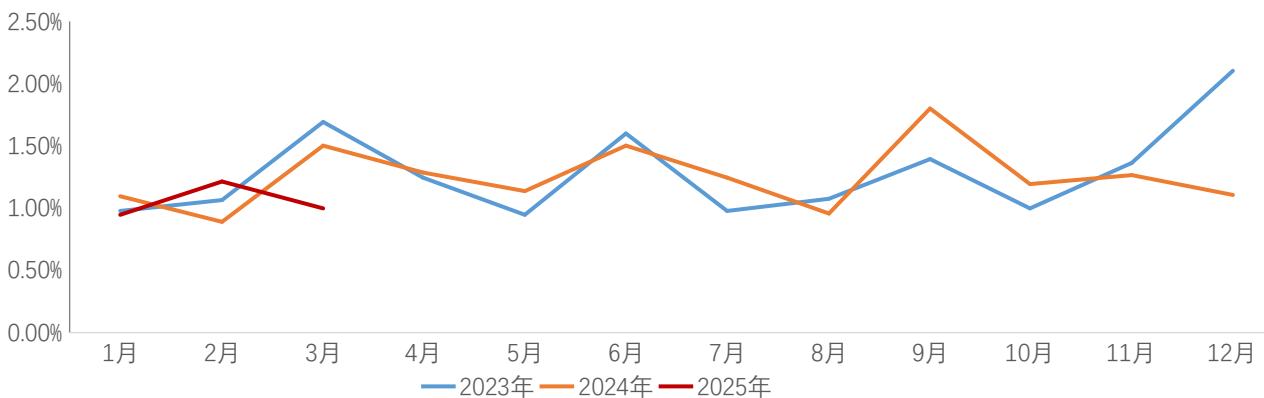
对于国有银行同业存单运行区间的估计

从银行资产负债操作实务来看，同业存单定价需要参考 OMO、MLF 以及相应的一般存款利率。随着 MLF 政策利率性质的退出，后续国股银行同业存单定价或为 $OMO \leqslant \text{同业存单利率} \leqslant \text{存款最高成本}$ 。历次超过利率上沿或均为外部超预期冲击，2025 年初均为银行信贷开门红超预期挤压银行负债端，2023 年四季度则为新增特殊再融资债和 1 万亿特别国债集中发行造成银行负债承压。

图表5：OMO 和存款或为同业存单的锚


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

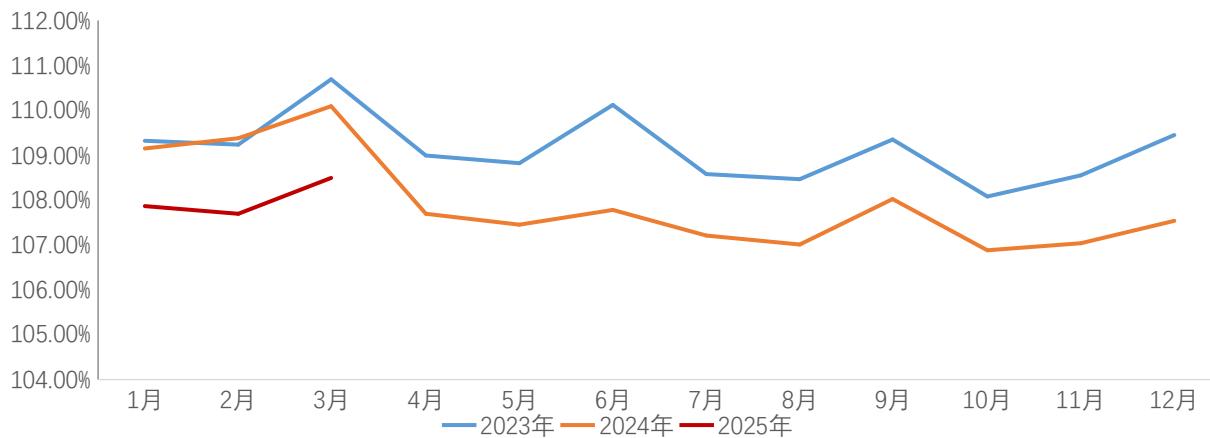
图表6：银行系统超储率低于同期水平


资料来源：iFind, 中邮证券研究所

我们测得 2025 年 3 月超储率 1.00%，显著低于过去两年同期水平。推测超储偏低原因有二，一是 3 月金融数据显示信贷投放超预期；二是债市波动驱使银

行理财超季节性回表，非银同业存款当前享受零存款准备金政策，从非银同业存款转化为一般存款会增加法定存款准备金规模，导致超储下降。

图表7：大型银行 NSFR 低于同期水平



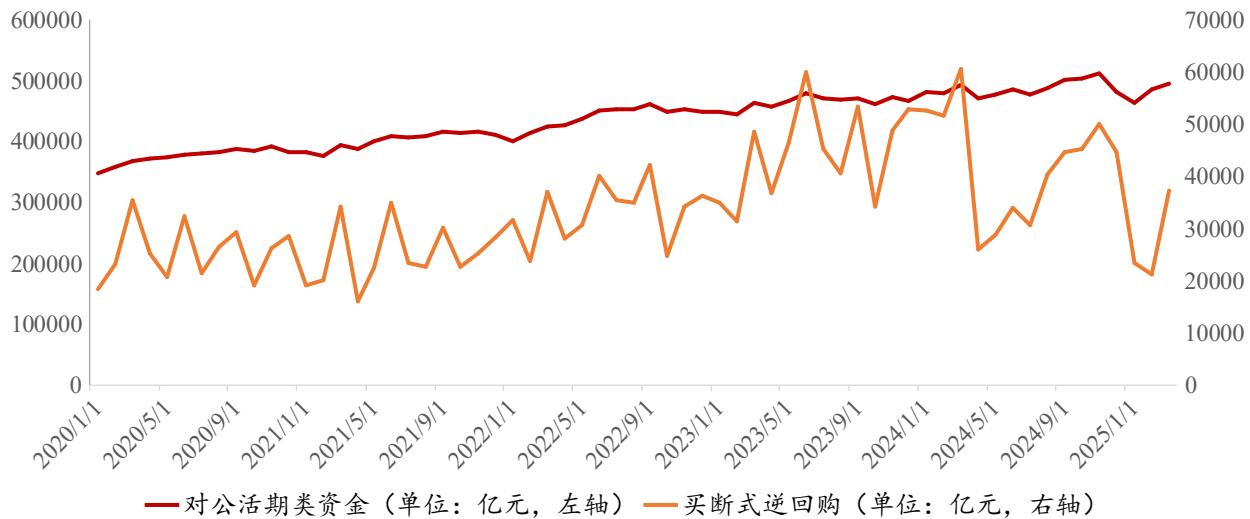
资料来源：iFind, 中邮证券研究所

我们录得 3 月大型银行 NSFR 为 108.49%，低于 2023 年和 2024 年同期，推
测原因为超预期信贷投放导致负债端呈现较为明显压力。考虑到 NSFR 为季度考
核，4 月和 5 月 NSFR 或呈现季度性下行，大型银行资金融出规模有望边际上行。

居民活期类存款主要为满足支付刚需与交易等需要，具有高度稳定性，根据
原银保监会《商业银行银行账簿利率风险管理指引（修订）》（银保监发〔2018〕
25 号），零售无到期日存款（活期存款）核心存款系数上限相对更高，而对公类
活期核心存款系数上限更低，具有高度不确定性。从操作规律来看，居民活期存
款呈现较强稳定性，而对公活期类存款稳定性相对较差，其与资金融出规模具有
高度关联性。我们可通过观测银行对公活期类存款走势来观测银行资金融出规模。

从 3 月情况来看，在整体银行超储率偏低情况下，同时叠加理财回表或导致
资金从头部国股银行非银存款向中小银行一般存款迁移大环境下，国股银行资金
净融出呈现边际上升或主要源于 PMI 和 BCI 等指标表现的企业经营活动改善带
来的资金活化。

图表8：对公活期类存款与融出具有高度相关性



资料来源：iFind，中邮证券研究所

在理财回表背景下，大行为何存款同比少增。理财等托管账户主要开在国有大型银行和部分股份制银行。在理财回表前提下，或存在国股银行非银存款→国股银行一般存款→中小银行一般存款的资金流动顺序。另一方面，从信贷收支表来看，四大行或者大型银行仍承担了重要的信贷投放职责，同时3月短贷明显多增，考虑到部分中小银行存款利率较高，不排除部分企业将短期流动资金转存至中小行。

3 投资建议

1. 央行端：MLF改革和买断式逆回购及未来结构性货币政策工具降息有望降低银行向央行借款成本；
2. 市场端，中小银行存款利率调降有望缓解大行贷款→大行存款→中小行存款迁移压力，负债端改善背景下整体同业存单利率有望趋于下行；
3. 在四家国有银行补充资本前提下，假设国有银行能稳定分红规模，根据股利折现模型，国有银行估值定价或得到明显提升。股票当前价值=第一年预期股利 $\div(1+必要回报率)+第二年预期股利\div(1+必要回报率)^2+第三年预期股利\div(1+必要回报率)^3+\dots+第n年预期股利\div(1+必要回报率)^n$ ，我们假设未来股利维持稳定，则股票当前价值=n*股利* $(1-1\div(1+必要回报率)^n)\div(1-1\div(1+必$

要回报率)) ≈股利÷必要回报率，考虑到市场资本回报率与以 10 年期国债到期收益率为代表无风险利率高度正相关，则在无风险利率趋于下降过程中，国有银行估值定价或得到持续性修复；

4. 建议关注：工商银行、农业银行、中国银行、建设银行和交通银行等国有大型银行红利投资价值。

4 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。

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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券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。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

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