

# 银行

## 银行赎回压力大吗？

近期，市场对于银行金市自营行为的关注点，主要集中在三个方面：年内银行赎回压力、银行账簿利率风险，以及季末兑现浮盈诉求。本篇报告将从银行自营投资基金的“三要素”出发，重点分析年内的赎回压力。

### 1、税盾效应

尽管公募基金享有免税优势，但由于今年债券市场表现不佳，基金资产 EVA 相较于国债、回购、存放同业等资产普遍低 50-100bp。

回顾过去几年行情，在 2020 年下半年、2023 年上半年，以及 2025 年上半年债券市场大幅调整之际，银行基金投资规模均出现明显缩量。

对于年内银行的赎回情况，我们判断：

第一，银行近 1-2 个月已持续赎回基金，而国有大行今年上半年无论是存贷板块，还是金市板块，营收的序时完成进度都不错，也有助于降低年内赎回压力。

第二，中小行可能有所不同，特别是农商行甚至一些民营银行：一是今年存贷板块较为疲软，盈利贡献度低；二是去年债券市场行情较好，金市盈利基数较高，导致净其他非息收入的序时完成情况不佳，这一类机构后续无论是卖老债兑现浮盈，还是赎回基金，诉求可能会相对高一点。

第三、目前市场情绪依然偏弱，后续即便基金净值不再进一步下跌，甚至阶段性回调，不排除部分银行在回调之际出现一定止盈操作。

第四、在具体的操作时点上，银行可能考虑两个点：一是重启买卖国债何时落地，以及 11 月份中美谈判，这将是又一影响基金净值表现的关键节点；二是季节性规律。一般而言，银行在季末月份，无论是存贷板块还是金市板块，都有一定扩表诉求。季中月份（5、8、11 月份）可能是赎回相对集中的时点。

总体来看，我们认为，预计年内银行赎回压力总体可控，但各机构之间会有一定分化，其中中小银行诉求相对大一些。

### 2、流动性管理

头寸方面，以国有大行为例。在司库资产中，净融出规模在 4 万亿以上，显著高于存放同业和基金投资。这意味着，在日常调剂头寸余缺过程中，司库资产工具使用力度较大、频度较高的，大多是净融出。唯有在流动性压力较大时，才可能涉及到基金资产的卖出（例如今年 Q1）。而当前国有大行司库资产储备较为充裕，净融出仍在 4 万亿以上，能够较好的应对资负缺口，无需通过赎回基金平抑流动性压力。

指标方面。以开放式公募基金为例，对于 LCR 和 NSFR 而言，银行的基金投资均属于对指标消耗较小的资产品种。且当前银行各类流动性监管指标安全垫较为充足，尚不会成为银行流动性管理的硬约束。

综合来看，我们认为，无论是头寸余缺调剂，还是指标达标管控，银行司库一般不倾向于大规模处置基金资产来实现流动性管理目标。

### 3、高频做交易

根据 IFRS9 会计准则，基金资产划分为以公允价值计量且其变动计入当前损益的金融投资（TPL），主要包括两类：

一是交易类金融资产，主要是为了近期出售持有的资产。

二是指定类金融资产，主要是为了消除会计错配，或者银行基于特定的经营策略而指定的资产。从 2025 年半年末数据看，基金投资中以交易目的持有的比例较低，其中工行、建行占比不到 5%，预计股份制银行占比也不高。这说明，银行金市自营投资基金的久期结构中，大部分可能为中长期债基，新规中对于持有期在 6 个月以内的赎回操作采取分档计费，并不会显著影响银行自营基金投资行为。

从中长期来看，新规落地后，银行自营投资中，以交易和流动性管理为目的的基金配置，我们认为可能会逐步分散到货币基金、债券 ETF，以及自营债券上。

**风险提示：**经济景气度恢复偏慢、货币政策呵护力度不够、市场大幅调整。

证券研究报告

2025 年 09 月 18 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘杰

分析师

SAC 执业证书编号：S1110523110002

liujiea@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《银行-行业专题研究:为何存单供给弱》 2025-09-10

2 《银行-行业专题研究:9 月信贷：收缩 or 冲量》 2025-09-08

3 《银行-行业专题研究:六问存款到期》 2025-09-03

## 内容目录

1. 税盾效应.....	3
2. 流动性管理.....	5
3. 高频做交易.....	6
4. 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1：银行基金投资在过去债券市场大幅调整期间，均有明显缩量（亿元） .....	4
图 2：今年上半年国有大行营业收入增速超季节性高增（%） .....	4
图 3：今年上半年国有大行净其他非息收入增速超季节性高增（%） .....	5
图 4：大行三类司库资产中，净融出规模最大（亿元） .....	6
图 5：代表性大行的基金投资中，以交易目的持有的比例较低（亿元） .....	7
表 1：银行自营投资债券与投资公募基金的税收政策 .....	3
表 2：在国有大行的金市业务中，今年基金投资的性价比偏低.....	3

近期，市场对于银行金市自营行为的关注点，主要集中在三个方面：年内银行赎回压力、银行账簿利率风险，以及季末兑现浮盈诉求。本篇报告重点分析年内银行赎回情况。

9月5日，证监会发布的《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》（下文简称“新规”）牵动市场的神经。征求意见稿中影响较大的条款，是对赎回费的规定，即要求“对于股票型基金、混合型基金、债券型基金和基金中基金（FOF），应当按照以下费用标准收取赎回费：对持续持有期少于七日的投资者，收取不低于赎回金额1.5%的赎回费；对持续持有期满七日、少于三十日的投资者，收取不低于赎回金额1%的赎回费；对持续持有期满三十日、少于六个月的投资者，收取不低于赎回金额0.5%的赎回费。”

对于该条款的全面影响，市场已做了大量解读，核心思想在于鼓励长期投资，可能会对市场交易活跃度产生一定负面影响，这里不做重复赘述，我们仅从银行自营角度展开分析。

从“新规”的影响，以及年内银行赎回压力看，需要结合银行自营投资基金诉求进行综合研判。一般而言，银行自营投资基金，主要是考虑免税、流动性、高频交易，以及自身投研能力（尤其是中小行）不足等，我们重点分析前三点，具体而言：

## 1. 税盾效应

根据2008年发布的《财政部、国家税务总局关于企业所得税若干优惠政策的通知》规定，投资者从证券投资基金分配中取得的收入，暂不征收企业所得税。2017年发布的《关于资管产品增值税有关问题的通知》则规定，公募基金暂适用简易计税方法，按照3%的税率缴纳增值税。因此，对于银行自营投资而言，公募基金相较于各类债券，都具有较强的节税效应。

表 1：银行自营投资债券与投资公募基金的税收政策

品种	银行自营投资				基金投资			
	所得税		增值税		所得税		增值税	
	持有期利息收入	价差收入	持有期利息收入	价差收入	持有期利息收入	价差收入	持有期利息收入	价差收入
国债	免税	25%	免税	6%	免税	免税	免税	免税
地方债	免税	25%	免税	6%	免税	免税	免税	免税
政金债	25%	25%	免税	6%	免税	免税	免税	免税
商金债	25%	25%	免税	6%	免税	免税	免税	免税
信用债	25%	25%	6%	6%	免税	免税	3%	免税

资料来源：财政部，国家税务总局，天风证券研究所

尽管公募基金享有免税优势，但由于今年债券市场表现明显弱于去年，导致基金资产在银行司库与金市业务中（以国有大行为例，包括3Y国债、隔夜回购、存放同业以及基金投资）的性价比偏低。

表 2：在国有大行的金市业务中，今年基金投资的性价比偏低

	3Y国债	隔夜回购	存放同业	基金投资
平均资产收益率	1.43%	1.40%	2.31%	0.90%
税收成本率	0.00%	0.43%	0.71%	0.03%
增值税率	0.00%	6.00%	6.00%	3.00%
所得税率	0.00%	25.00%	25.00%	0.00%
资本占用成本	0.00%	0.00%	0.24%	0.34%
风险权重	0.00%	0.00%	40.00%	56.60%
ROE	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
CAR	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
信用风险成本	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EVA	1.43%	0.97%	1.36%	0.53%

资料来源：wind，天风证券研究所

注：

（1）隔夜回购的平均资产收益率为DR001，根据近期表现大体设定为1.4%。假定回购多以国债、国开债质押，风险权重系数为0。非银机构也可以用信用、存单去质押借回购，但大行可能更倾向于接受利率债。

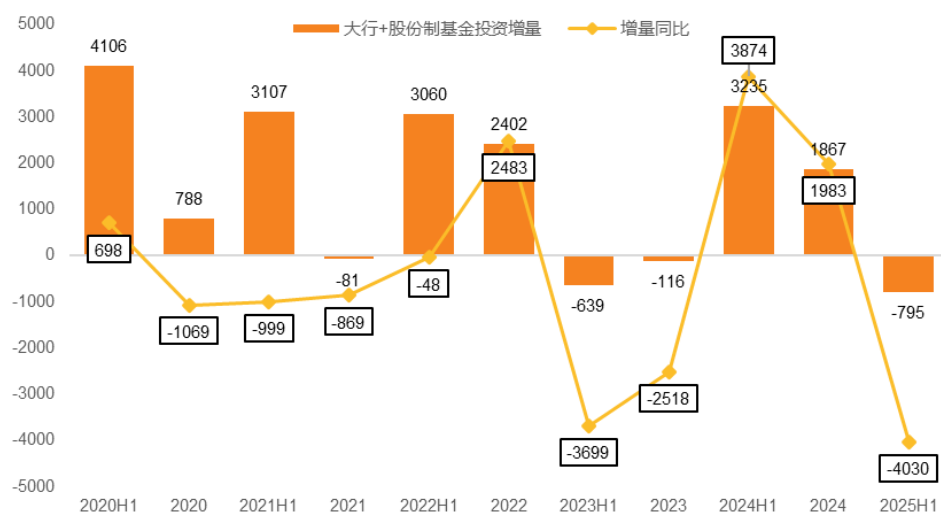
(2) 存放同业平均资产收益率则取自国有大行 2025 半年报存放同业款项，基于余额与利息收入，求得年化的加权平均收益率为 2.31%。

(3) 基金投资平均资产收益率则参考中国银河证券基金研究中心披露的 2025 年上半年各类基金平均业绩数据，其中纯债基金（短期与中长期）收益率大体位于 0.8-1.0%，不妨假定银行基金投资的平均收益率为 0.9%。当然，下半年以来，伴随着债券市场大幅下行，纯债基金的净值也出现明显回撤，收益率水平也大幅下滑。

(4) 基金投资的风险权重系数，取自 2025 年基金中报披露的债券基金底仓结构，求的加权平均值约 56.6%。

从过去几年银行基金投资规模变化来看，2020 年下半年、2023 年上半年，以及 2025 年上半年债券市场大幅调整之际，银行的基金投资规模均出现明显缩量。特别是进入 2025 年，截止半年末，国有大行和股份制银行持有的基金资产规模约 4.36 万亿，较年初下降近 800 亿，增量同比下滑超过 4000 亿，且预计赎回时点主要集中在今年一季度。

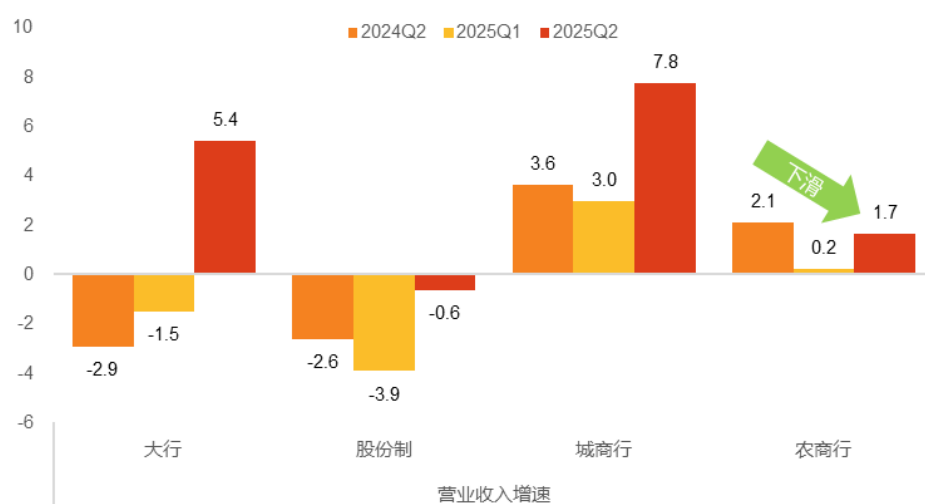
图 1：银行基金投资在过去债券市场大幅调整期间，均有明显缩量（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

因此，考虑到今年银行基金投资的表现弱于其他资产，特别是 8 月份以来，伴随着债券市场大幅调整，大部分利率纯债基金收益率已跌入负增长区间，若银行对年内债券市场走势依然偏审慎，就会有止损和赎回基金的诉求。

图 2：今年上半年国有大行营业收入增速超季节性高增（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

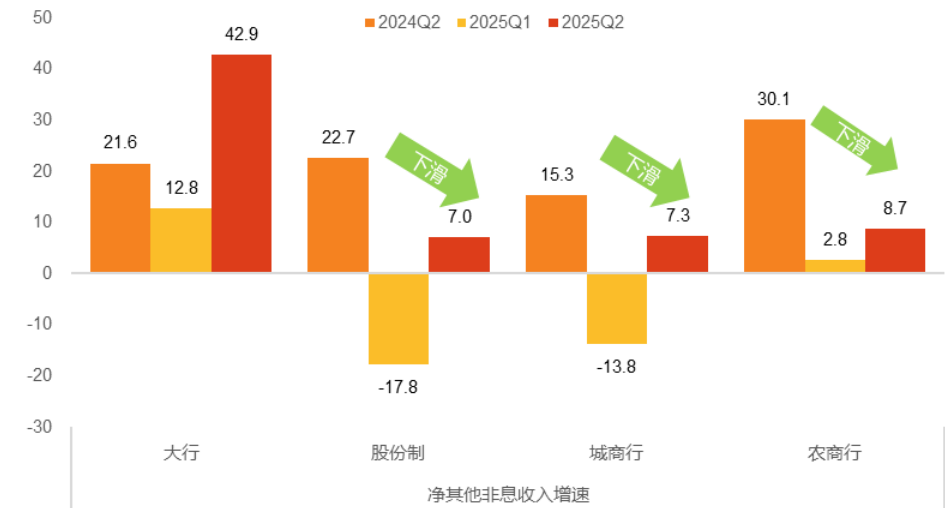
不过，在具体细节上，我们有点考虑：

第一，银行近 1-2 个月已持续赎回基金，而国有大行今年上半年无论是存贷板块，还是金

市板块，营收的序时完成进度都不错，也降低了年内赎回压力。

第二，对于中小行而言，特别是农商行，甚至一些民营银行：一是今年存贷板块较为疲软，盈利贡献度低；二是去年债券市场行情较好，金市盈利基数较高，导致净其他非息收入的序时完成情况不佳，这一类机构后续无论是卖老债兑现浮盈，还是赎回基金，诉求可能会相对高一点。

图 3：今年上半年国有大行净其他非息收入增速超季节性高增（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

第三、目前市场情绪依然偏弱，后续即便基金净值不再进一步下跌，甚至阶段性回调，不排除在回调之际银行出现止盈操作。

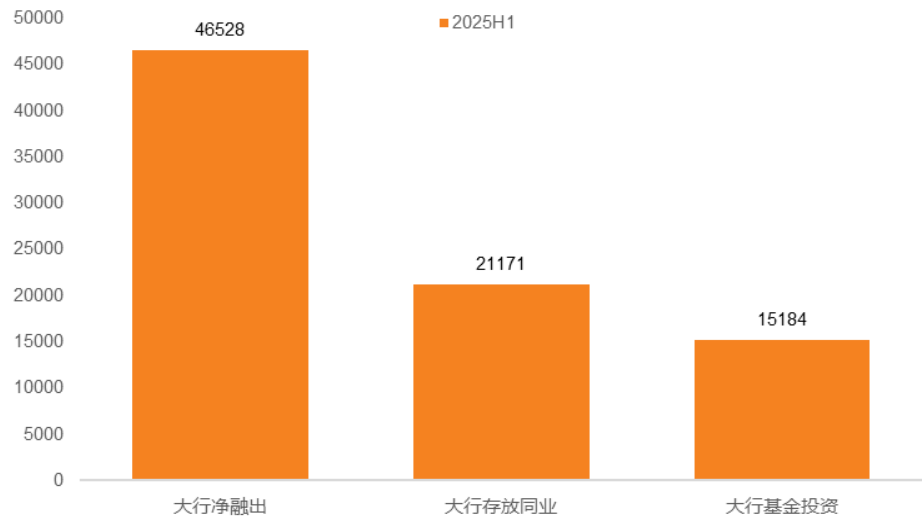
第四、在具体的操作时点上，银行可能考虑两个点：一是重启买卖国债何时落地，以及 11 月份可能的中美谈判，这将是又一影响基金净值表现的关键节点；二是季节性规律。一般而言，银行在季末月份，无论是存贷板块还是金市板块，都有一定扩表诉求。季中月份（5、8、11 月份）可能赎回是相对集中的时点。

因此从盈利角度来看，我们认为，预计年内银行赎回压力总体可控，但各机构之间会有一定分化，其中中小银行诉求相对大一些。

## 2. 流动性管理

头寸方面，开放式公募基金申赎灵活，能够满足银行对于高流动性资产随时变现应对临时头寸波动的需求，是司库资产工具之一。在司库资产负债体系中，资产端工具主要包括三类：净融出、存放同业、司库基金（部分银行司库与金市均可投资基金，但基于数据可得性，无法对不同部门的基金投资进行拆分，姑且合计假定均为司库资产）。

图 4：大行三类司库资产中，净融出规模最大（亿元）



资料来源：CFETS，wind，各公司财报，天风证券研究所

注：净融出为 2025 年 6 月均值，存放同业和基金投资，均为大行 2025 半年报中披露的规模

从实操层面看，以国有大行为例。在司库资产中，净融出规模约 4.7 万亿，显著高于存放同业和基金投资。这意味着，在日常调剂头寸余缺过程中，司库资产工具使用力度较大、频度较高的，大多是净融出。唯有在流动性压力较大时，才可能涉及到基金资产的卖出。例如今年 Q1，资金较为紧张，大行净融出一度压降至 1.5 万亿的历史较低水平之际，司库存在通过出售基金资产、甚至卖出债券调剂头寸的需求。而当前国有大行司库资产储备较为充裕，净融出仍在 4 万亿以上，能够较好的应对资负缺口，无需通过赎回基金平抑流动性压力。

指标方面。以开放式公募基金为例：对于 LCR 而言，分子端并不属于合格优质流动性资产（HQLA），不改善指标。分母端则按 2-7 天内可变现资产计量纳入未来 30 天内现金流入，可以改善指标。即开放式公募基金对于 LCR 的影响偏中性。对于 NSFR 而言，分母端所需稳定资金计入剩余期限在 6M 以内的同业资产，权重系数 15%，低于国债和政金债（权重系数为 5%），属于对指标消耗较小的资产品种。

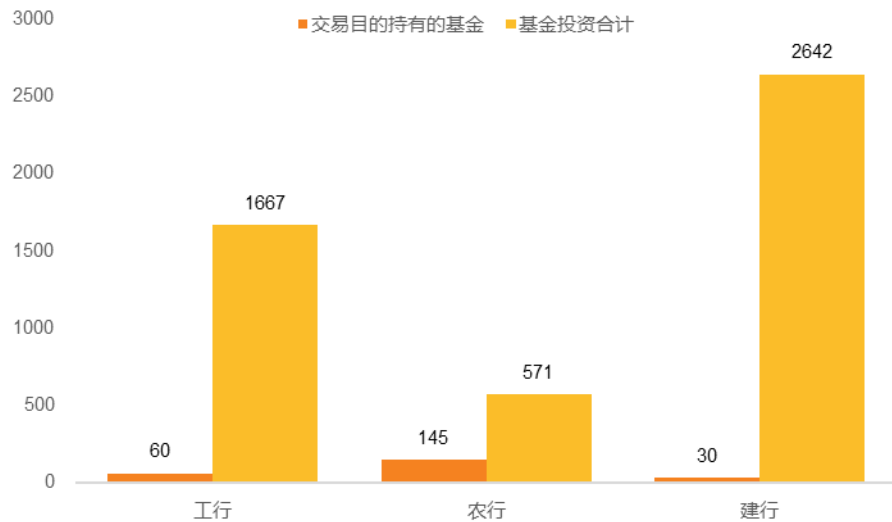
综合来看，我们认为，无论是头寸余缺调剂，还是指标达标管控，**银行司库一般不倾向于大规模处置基金资产来实现流动性管理目标。**

### 3. 高频做交易

根据 IFRS9 会计准则，基金资产无法通过金融工具的现金流量测试（SPPI），一般会划分为以公允价值计量且其变动计入当前损益的金融投资（TPL）。而在该账户中，主要包括两类：



图 5：代表性大行的基金投资中，以交易目的持有的比例较低（亿元）



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

一是交易类金融资产，主要是为了近期出售持有的资产。

二是指定类金融资产，主要是为了消除会计错配，或者银行基于特定的经营策略而指定的资产。

在上市银行报告中，工行、农行和建行披露了 TPL 的分类结构，从 2025 年半年末数据看，基金投资中以交易目的持有的比例比较低，其中工行、建行占比不到 5%。这说明银行金市自营投资基金的久期结构中，大部分可能为中长期债基，新规中对于持有期在 6 个月以内的赎回操作采取分档计费，并不会显著影响银行自营基金投资行为。

从中长期来看，新规落地后，银行自营投资的以交易和流动性管理为目的的短债基金，可能会面临一定压力。在替代方案上，用以配置短债基金的资金，我们认为可能会逐步分散到货币基金、债券 ETF，以及自营债券上。

综合上述三点，对于银行年内的赎回压力，我们有如下判断：

第一，从盈利角度来看，预计年内银行赎回压力总体可控，但各机构之间会有一定分化，其中中小银行诉求相对大一些。

第二，9 月份作为季末月份，赎回压力不大，无论是从市场层面，还是银行的季节性规律看，季中月份（如 5、8、11 月）可能是相对集中时点；

第三、银行金市自营投资基金的久期结构中，大部分可能为中长期债基，以交易为目的的基金规模占比偏低，基金赎回费新规对于银行自营基金投资行为的影响并不大。

## 4. 风险提示

（1）经济景气度恢复偏慢：若经济复苏不及预期，银行信贷需求修复、资产质量改善仍然承压。

（2）货币政策呵护力度不够：若货币政策呵护力度不足，将不利于支持实体经济修复、财政政策发力，银行经营可能持续承压。

（3）市场大幅调整：若市场大幅调整，可能加剧赎回压力引发负反馈。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com