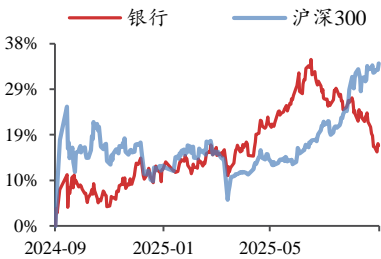


## 银行

2025 年 09 月 25 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

《存款“财富化”加速，债券利率或进入合意配置区间——8 月央行信贷收支表要点解读》-2025.9.18

《资产反内卷与存款财富化中的银行竞争版图——行业投资策略》-2025.9.17

《存款非银化延续，贷款投放或“价在量先”——8 月金融数据点评》-2025.9.14

## 银行投资基金：现状洞察、费改破局与逻辑重塑

——行业深度报告

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

### ● 参与银行基金投资的部门主要有司库、金融市场部和同业机构部

2025H1 末上市银行自营持仓基金规模为 6.37 万亿元，占总资产比例为 2.03%。

（1）司库：流动性管理。主要投资货基对冗余资金进行高效流转，同时改善 LCR。

（2）金市：增厚收益，合理节税。根据我们测算，不考虑资金成本，银行通过基金投资 5Y 国债、5Y 地方债、5Y 国开债、5Y 金融债、5Y 信用债和 1Y 同业存单的免税效应分别为 4.4BP/5.0BP/49.4BP/52.7BP/55.6BP/41.7BP。此外，金市按一定频率（季度/月度）对持仓债基进行收益率、业绩排名考核，收益率偏低的债基或会赎回。

（3）同业：拓展同业合作机会。一些银行金市也会从本行托管的基金中筛选投资。

### ● 产品角度：2025H1 银行或赎回货基和低收益利率债基，管控基金投资久期

1、货基：2025H1 银行持仓比例较 2024 下降，赎回压力或主要集中于 Q1。（1）大行 Q1 存贷增速差负缺口持续走阔，或赎回货基兑换流动性；（2）小行金市盈利考核压力较大，资金利率和货基收益率倒挂严重催化小行赎回行为。

2、债基：（1）银行持仓债基以利率债基为主，2025H1 占比为 48.5%。各家银行偏好有所分化，兴业银行信用债基占比高、浙商银行和交通银行更偏好金融债基。（2）2025H1 银行或赎回低收益利率债基，增持信用债基：以兴业银行为例，2025H1 其赎回 14 只债基，新认购 16 只债基，平均年化收益率分别为 0.97%/1.90%。赎回债基主要为利率债基，增持信用债基和信用债 ETF。（3）久期：2025H1 银行持仓债基重仓债券加权平均久期约为 3.48 年，较 2024 年提升 0.55 年，银行在利率风险指标约束下或对债基久期做出管控。

### ● 银行角度：流动性管理、业绩稳定和节税诉求导致基金投资行为分化

2025H1 国有行和农商行持仓规模平稳，股份行/城商行分别-910 亿元/+486 亿元。

（1）资产负债缺口：北京银行和宁波银行存贷增速差回落明显，或赎回货基。

（2）流动性管理指标：兴业银行 LCR 下降，或增持货基。（3）市值波动：2025H1 招商银行、光大银行、上海银行等 FVTPL 账户市值波动拖累业绩，触发基金赎回。（4）节税：江苏银行增持基金或主要为获取免税收入。2025H1 江苏银行所得税率较 2024 年大幅下降 9 个百分点，降至 10.17%。

● 赎回率费改革影响：短期内银行或预防性赎回，长期偏好定制债基和债券 ETF 银行持有债基主要为免税收入，投资规模相对稳定，但近年来对基金盈利考核较重，除定制债基外，银行持仓时间难以超过 6 个月，收益考核、季末市值波动和止盈诉求或触发银行赎回行为，赎回费新规落地后：

1、产品端：（1）短期或催化银行预防性赎回低收益利率债基和用作流动性管理的短久期利率债基。（2）长期来看，银行偏好持有期更长的定制债基、市值稳定的摊余成本法定开债基、免赎回费的债券 ETF。

2、银行影响：（1）兴业银行、浦发银行、邮储银行等摊余成本法债基持仓较多的银行市值波动相对可控，赎回压力偏小。（2）免税额度已达到上限的中小行，基金投资波段操作多，赎回费率落地后，赎回诉求更强。

● 风险提示：债市利率大幅波动；监管政策趋严等。

## 目 录

1、 银行投资基金：参与部门、投资诉求与规模现状.....	4
1.1、 2025H1 上市银行自营持仓基金规模约为 6.37 万亿元.....	4
1.2、 基金投资参与部门：司库、金市、同业.....	5
1.2.1、 司库：主要投资货基以满足流动性管理诉求.....	6
1.2.2、 金融市场部：增厚收益，合理节税，同时需考虑业绩稳定性.....	6
1.2.3、 同业机构部：推动银基合作（托管、代销）.....	8
2、 银行基金投资变化：收益诉求主导兼顾指标管理.....	9
2.1、 产品角度：赎回货基和低收益利率债基，增持信用债基.....	9
2.1.1、 货基：部分银行出于流动性管理和收益诉求赎回货基.....	9
2.1.2、 债基：信用债投资比例提升，银行或对重仓债券久期进行管控.....	10
（1）持仓类型：利率债基为主，各银行产品偏好略有分化.....	10
（2）收益率：2025H1 利率债基收益率偏低.....	12
（3）底层资产：2025H1 减仓政金债、增持信用债.....	13
（4）久期：持续拉长，2025H1 银行赎回久期较长的定制债基.....	15
——案例：兴业银行赎回低收益利率债基，增持信用债基.....	16
2.2、 银行角度：基金投资行为分化.....	18
3、 未来基金拓展空间及赎回费率改革落地影响.....	22
3.1、 小行拓展空间大，筛选冗余资金多、免税收入诉求强的银行.....	22
3.2、 赎回费率改革：或催化银行预防性赎回，更偏好定制债基、债券 ETF.....	27
3.2.1、 银行赎回基金的一般情形：收益考核、季末市值波动、金市止盈.....	27
3.2.2、 短期银行或有预防性赎回，长期偏好定制债基、摊余成本法债基和债券 ETF.....	28
4、 投资建议.....	29
5、 风险提示.....	30

## 图表目录

图 1： 2025H1 上市银行持仓基金规模约为 6.37 万亿元（亿元）.....	4
图 2： 2025H1 上市银行基金投资占总资产比例为 2.03%.....	4
图 3： 2025H1 上市银行基金投资占 FVTPL 比例为 48.5%.....	5
图 4： 2025H1 银行自营投资货基比例为 9.10%（关联方口径）.....	5
图 5： 银行自营投资基金主要出于流动性管理、节税和银基合作等诉求.....	6
图 6： 兴业银行、浦发银行和邮储银行持仓摊余成本法债基规模较大（亿份）.....	8
图 7： 25 家银行基金投资规模变动情况（亿元）.....	8
图 8： 2025H1 机构投资者持仓货基净值下降.....	9
图 9： 2025 年上半年货基赎回压力或主要集中于 Q1.....	9
图 10： 2025Q1 剔除非银存款后，大型银行存贷增速负缺口持续走阔.....	9
图 11： 2025H1 城农商行金融投资配置盘收益率较低.....	10
图 12： 城农商行金融投资收益率与负债成本利差较窄.....	10
图 13： 2025Q1 货基 FTP 创利收窄（%）.....	10
图 14： 2025Q1 货基收益率与 DR001 严重倒挂（%）.....	10
图 15： 2025H1 银行持仓债基以利率债基为主（关联方口径）.....	11
图 16： 2025H1 利率债基收益率表现不佳.....	12

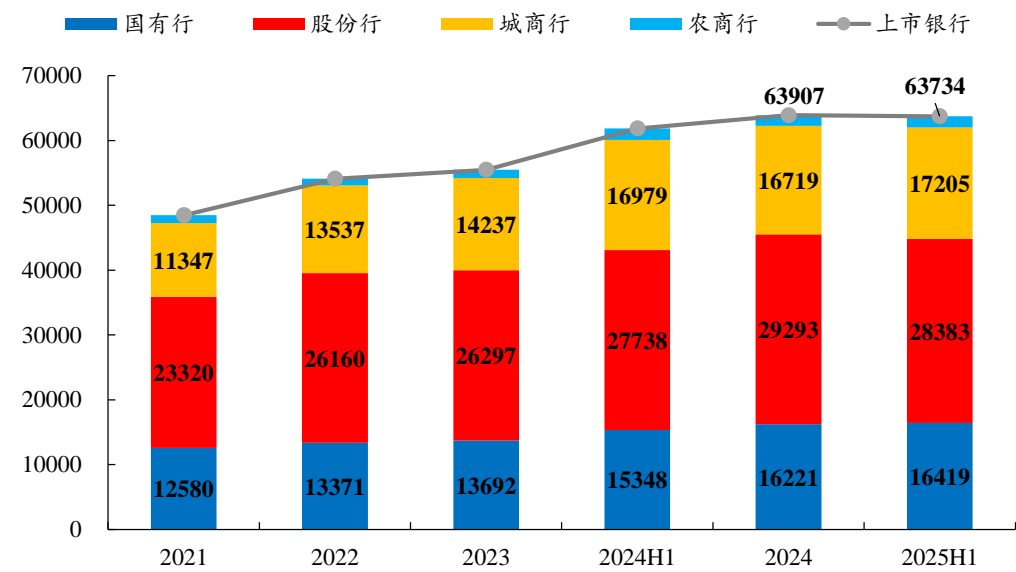
图 17: 2025H1 银行持仓债基金底层资产中政金债占比下降, 信用债占比提升 .....	13
图 18: 2025H1 银行持仓定制债基金份额小幅回落 .....	13
图 19: 2025H1 银行持仓定制债基金中信用债和金融债占比更高 .....	14
图 20: 部分银行关联方持仓占总基金持仓比例超 60% (2025H1) .....	14
图 21: 2025H1 银行持仓债基金重仓债券久期为 3.48 年 .....	15
图 22: 2025H1 银行定制债基金重仓债券加权平均久期为 3.53 年 .....	16
图 23: 2025H1 银行赎回定制债基金的重仓债券平均久期较长 .....	16
图 24: 2025H1 兴业银行赎回部分收益率偏低的基金产品 .....	17
图 25: 2025H1 上市银行持仓基金规模小幅下降 .....	19
图 26: 2025H1 北京银行和宁波银行或赎回货基 (亿元) .....	20
图 27: 2025Q2 兴业银行流动性覆盖率 (LCR) 下降较多 (%) .....	20
图 28: 银行持仓基金规模变动情况与交易盘金融资产市值波动呈相关关系 (2025H1) .....	21
图 29: 银行基金投资资本计量方法: 以穿透法和授权基础法为主 (2025H1) .....	21
图 30: 2025H1 江苏银行所得税率较 2024 年下降 9pct .....	22
图 31: 我们测算股份行和城商行基金免税收入对净利润贡献度较高 (亿元) .....	26
图 32: 银行持有基金多为非交易目的 (2025H1) .....	27
图 33: 银行持仓关联方债基时间>6M 份额占比高 .....	28
图 34: 银行持仓债基 7 日免赎和 30 日免赎占比超 70% (关联方口径, 亿份) .....	28
图 35: 2025H1 部分城农商行所得税率已低于 5% .....	29
表 1: 银行申赎货币基金对 LCR 的影响 .....	6
表 2: 银行自营和公募基金投资债券税收对比 .....	7
表 3: 银行自营通过基金投资各类债券的免税效应测算 (所得税考虑资金成本) .....	7
表 4: 银行自营通过基金投资各类债券的免税效应测算 (所得税未考虑资金成本) .....	7
表 5: 2025H1 银行增持被动指数型基金和短期纯债型基金 (持有份额, 亿份, 关联方口径) .....	11
表 6: 2025H1 中信银行持有两只二级债基 .....	11
表 7: 银行持仓债基类型有所分化 (2025H1, 关联方口径) .....	11
表 8: 样本银行持仓债基金底层资产以免税效应较强的金融债、政金债、信用债为主 (2025H1) .....	15
表 9: 2025H1 部分样本银行持仓债基金减仓政金债, 增持国债、金融债、信用债 .....	15
表 10: 2025H1 兴业银行赎回基金底层资产政金债占比高, 新增持仓基金信用债占比高 .....	17
表 11: 2025H1 兴业银行增持信用债基金、信用债 ETF (亿元) .....	17
表 12: 2025H1 兴业银行赎回部分收益率偏低的利率债基金 (关联方口径) .....	18
表 13: 85 家发债银行 2024 年基金投资规模梳理 (亿元) .....	22
表 14: 2025H1 部分上市银行备付率水平较 2024 年提升 .....	24
表 15: 2025H1 银行持仓债券 ETF 情况 .....	29
表 16: 推荐及受益标的盈利预测与估值 .....	30

## 1、银行投资基金：参与部门、投资诉求与规模现状

### 1.1、2025H1 上市银行自营持仓基金规模约为 6.37 万亿元

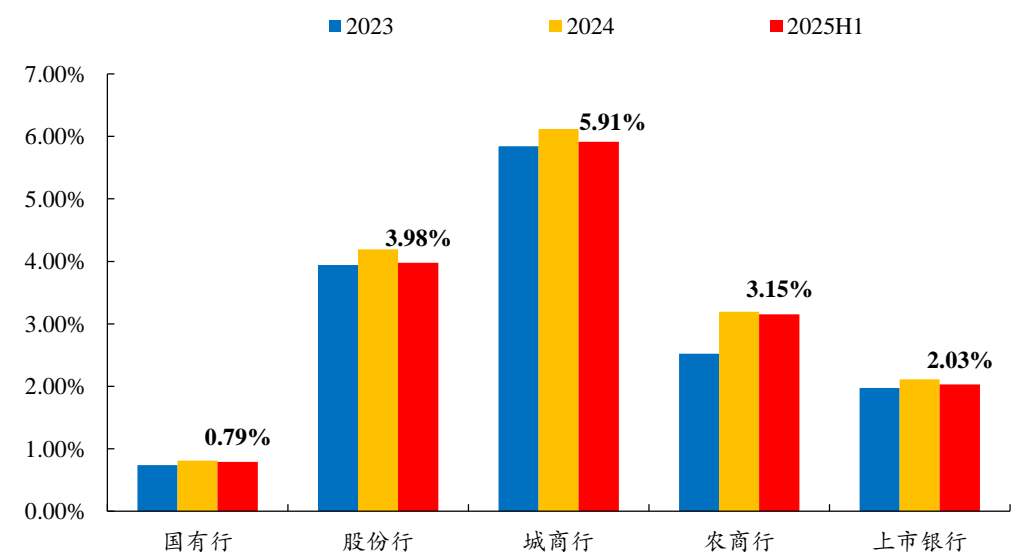
2025 年 6 月末上市银行自营持仓基金规模为 6.37 万亿元，占总资产比例为 2.03%。分银行类型来看，股份行和城商行基金投资规模大，2025H1 分别为 2.84 万亿元和 1.72 万亿元，占总资产比例分别为 3.98%和 5.91%。I9 会计准则新规下，基金投资不能通过现金流测试，因此只能分类至交易性金融资产，2025H1 上市银行基金投资占 FVTPL 比例为 48.5%，城农商行占比更高，分别为 58.8%和 56.4%。

图1：2025H1 上市银行持仓基金规模约为 6.37 万亿元（亿元）

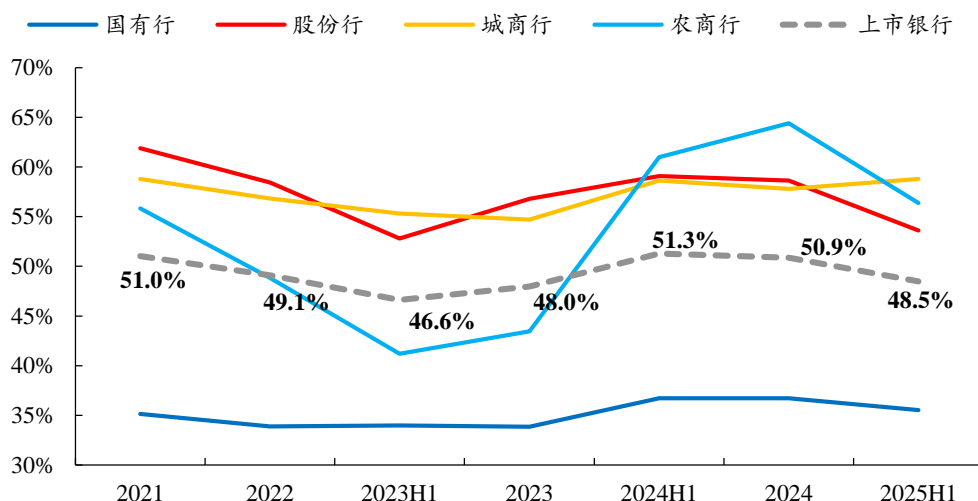


数据来源：各银行财报、开源证券研究所

图2：2025H1 上市银行基金投资占总资产比例为 2.03%



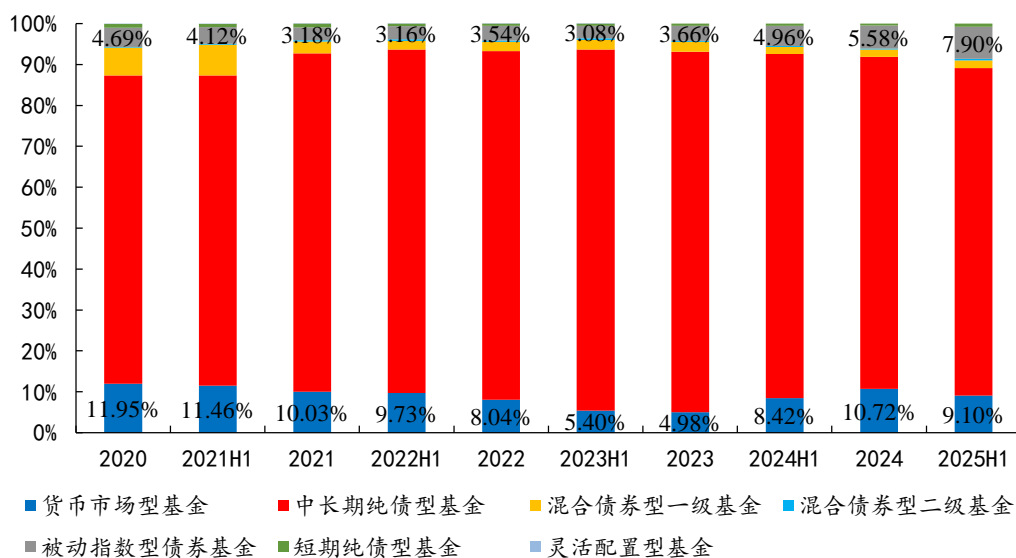
数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

**图3：2025H1 上市银行基金投资占 FVTPL 比例为 48.5%**


数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

## 1.2、基金投资参与部门：司库、金市、同业

银行自营投资基金主要为货基和债基，2025H1 增持被动指数型债基。根据关联方统计口径，中长期纯债型基金占比较高，2025H1 银行持仓中长期纯债型基金比例为 80%，货基占比为 9.10%，较 2024 年末下降 1.62pct，被动指数型债基占比为 7.90%，较 2024 年末提升 2.32pct。

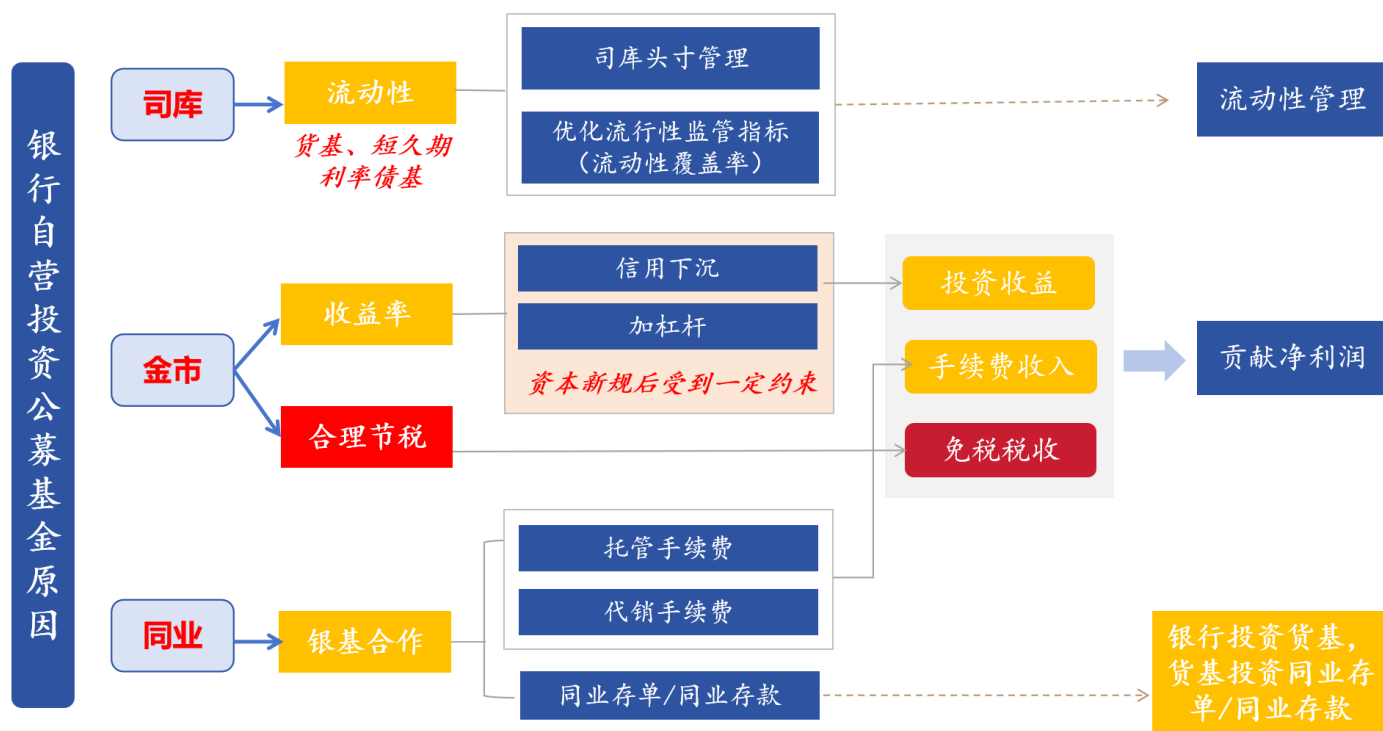
**图4：2025H1 银行自营投资货基比例为 9.10%（关联方口径）**


数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

银行投资公募基金主要涉及到三个部门：司库、金融市场部和同业机构部。司库出于流动性管理的诉求主要投资货基；金市出于增厚收益的诉求投资债基和货基，同业部则出于一些同业合作的诉求如托管、代销投资货基和债基，很多银行金融市场部也会在本行托管的基金中进行筛选投资。



图5：银行自营投资基金主要出于流动性管理、节税和银基合作等诉求



资料来源：开源证券研究所

### 1.2.1、司库：主要投资货基以满足流动性管理诉求

司库作为全行的资金运营中心，在流动性冗余时会投资一些高流动性、低风险资产如货基、利率债等在风险可控的前提下提高资金流转效率，增厚收益，货基(T+0)随时申购赎回的特征有利于司库进行资产负债头寸管理，应对日间流动性紧张。

此外，银行投资货基还能起到改善 LCR 的作用。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，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，“来自金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1：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↓	
	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

### 1.2.2、金融市场部：增厚收益，合理节税，同时需考虑业绩稳定性

(1) 通过委外基金投资间接实现信用下沉和加杠杆增厚收益。银行自营投资风

险偏好较低，对于信用下沉和加杠杆较为谨慎，通过委外基金投资的方式可间接实现信用下沉和加杠杆，不过资本新规落地后，对基金投资底层资产要求穿透计量，且对杠杆率进行资本附加，一定程度约束了银行通过委外加杠杆和下沉的行为。

**(2) 合理节税是银行自营投资基金最重要的考量。**一方面，基金分红收入可免征所得税与增值税；另一方面，与银行自营直接投资债券相比，通过基金投资间接投资债券也可享受税收优惠，如银行自营直接投资金融债需缴纳所得税，但基金投资金融债免所得税。

**表2：银行自营和公募基金投资债券税收对比**

投资类型	银行自营投资				公募基金投资			
	增值税		所得税		增值税		所得税	
	利息收入	资本利得	利息收入	资本利得	利息收入	资本利得	利息收入	资本利得
国债	6%	6%	免	25%	3%	免	免	免
地方政府债	6%	6%	免	25%	3%	免	免	免
政策性金融债	6%	6%	25%	25%	3%	免	免	免
铁道债	6%	6%	12.5%	25%	3%	免	免	免
商业银行债券	6%	6%	25%	25%	3%	免	免	免
企业信用债	6%	6%	25%	25%	3%	免	免	免

资料来源：财政部、税务总局、开源证券研究所

根据我们测算，与银行自营直接投资相比，通过公募基金间接投资国债（5Y）、地方债（5Y）、国开债（5Y）、金融债（5Y）、信用债（5Y）和同业存单（1Y）的免税效应分别为 4.44BP/4.98BP/4.83BP/7.99BP /10.67BP/0.00BP，不考虑资金成本的情况下，免税效应则分别为 4.44BP/4.98BP/49.39BP/52.72BP/55.55BP/41.72BP。

测算假设和具体过程如下：

(1) 银行自营/公募基金投资债券综合税率=债券到期收益率\*增值税率/（1+增值税率）+（债券到期收益率-银行计息负债平均成本率）\*所得税率；

(2) 节税效果=银行自营投资综合税率-公募基金投资综合税率。

**表3：银行自营通过基金投资各类债券的免税效应测算（所得税考虑资金成本）**

	国债（5Y）	地方债（5Y）	国开债（5Y）	金融债（5Y）	信用债（5Y）	同业存单（1Y）
票息收入	1.62%	1.81%	1.78%	1.90%	2.00%	1.67%
综合税率	公募基金	0.05%	0.05%	0.05%	0.06%	0.00%
	银行自营	0.09%	0.10%	0.10%	0.14%	0.00%
	节税效果（BP）	4.44	4.98	4.83	7.99	10.67

数据来源：Wind、开源证券研究所

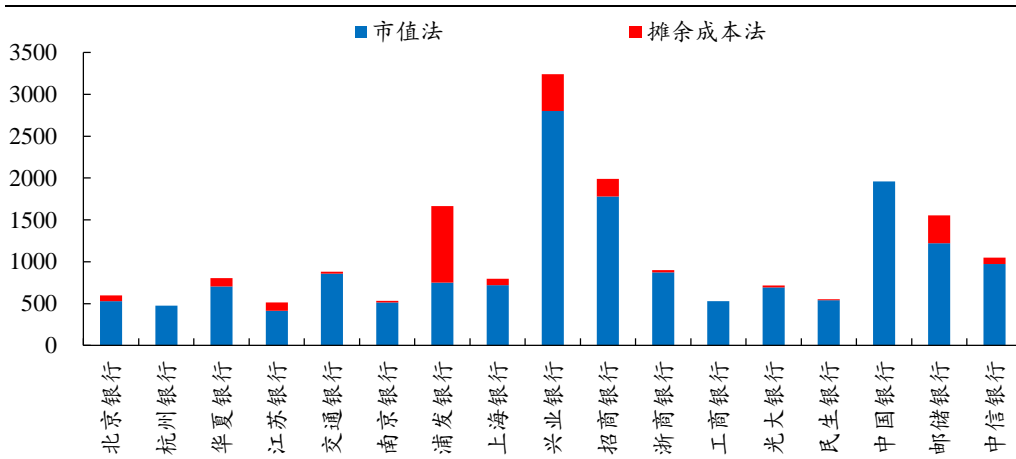
**表4：银行自营通过基金投资各类债券的免税效应测算（所得税未考虑资金成本）**

	国债（5Y）	地方债（5Y）	国开债（5Y）	金融债（5Y）	信用债（5Y）	同业存单（1Y）
票息收入	1.62%	1.81%	1.78%	1.90%	2.00%	1.67%
综合税率	公募基金	0.05%	0.05%	0.05%	0.06%	0.00%
	银行自营	0.09%	0.10%	0.55%	0.58%	0.61%
	节税效果（BP）	4.44	4.98	49.39	52.72	55.55

数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 市值波动的影响需考虑在内，基金持仓规模较大，占 FVTPL 比例较高的银行更偏好摊余成本法债基。在 I9 新规下，基金投资只能分类至 FVTPL 账户，市值波动直接影响当期损益，出于业绩稳定性的考虑，银行更偏好摊余成本法估值的基金，但监管规定每家基金公司只能发行 2 只摊余成本法债基，且每只基金规模上限为 80 亿元，存量规模有限，根据 2025H1 关联方数据统计，浦发银行、兴业银行和邮储银行持仓摊余成本法债基规模较大，分别为 916 亿元、442 亿元和 332 亿元，这三家银行基金持仓规模均超 4000 亿元，占交易盘比例均超 60%。

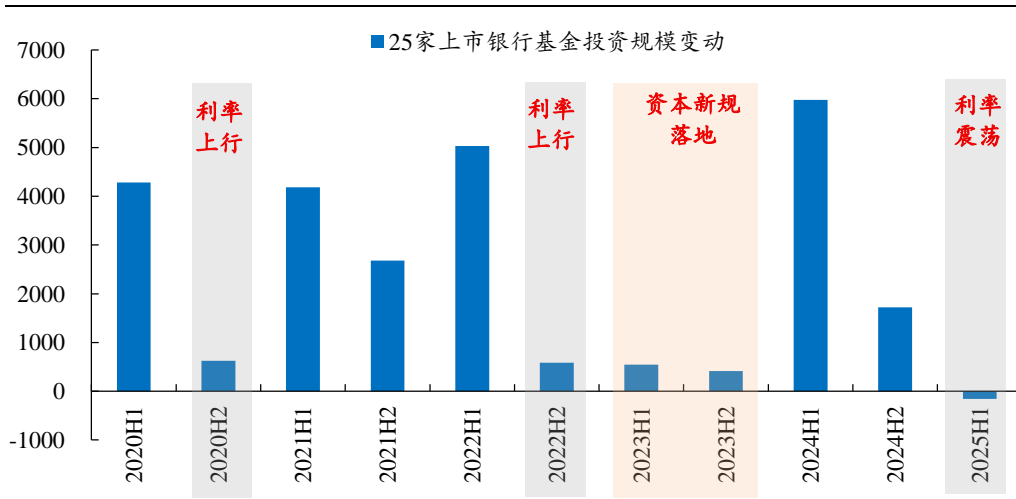
图6：兴业银行、浦发银行和邮储银行持仓摊余成本法债基规模较大（亿份）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方统计口径）

债市利率下行幅度较大时触发银行赎回基金。目前银行持仓债基仍以市值法估值为主，因此出于业绩稳定性的考虑，在利率快速上行时期，银行倾向于赎回基金。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整体下行，对银行基金投资行为扰动不大。

图7：25 家银行基金投资规模变动情况（亿元）



数据来源：各银行财报、开源证券研究所（注：筛选 2025H1 基金投资规模>500 亿元的银行）

### 1.2.3、同业机构部：推动银基合作（托管、代销）

同业机构部投资基金的主要诉求为推动银基合作，如获取托管和代销手续费收入，大部分银行金融市场部也会从本行托管的基金产品中进行筛选投资。此外，股份行和城商行基金投资规模较大，一部分原因在于这两类银行同业行为活跃，一般性存款占比相对偏低，对同业负债如同业存款和同业存单依赖程度较高，可能通过



投资货基，货基投资银行发行的同业存单、购买银行同业存款等方式获取负债。

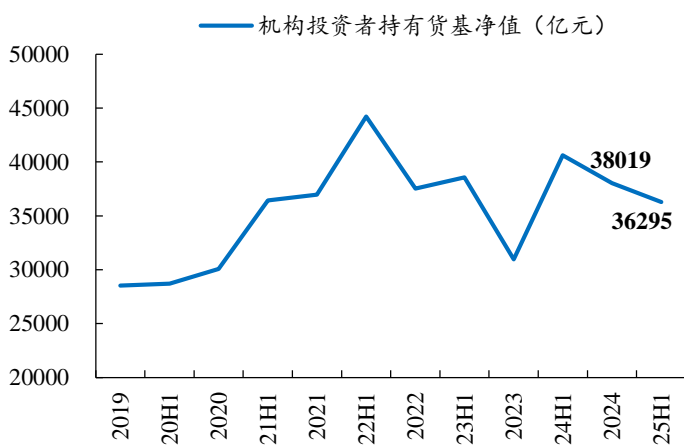
## 2、银行基金投资变化：收益诉求主导兼顾指标管理

### 2.1、产品角度：赎回货基和低收益利率债基，增持信用债基

#### 2.1.1、货基：部分银行出于流动性管理和收益诉求赎回货基

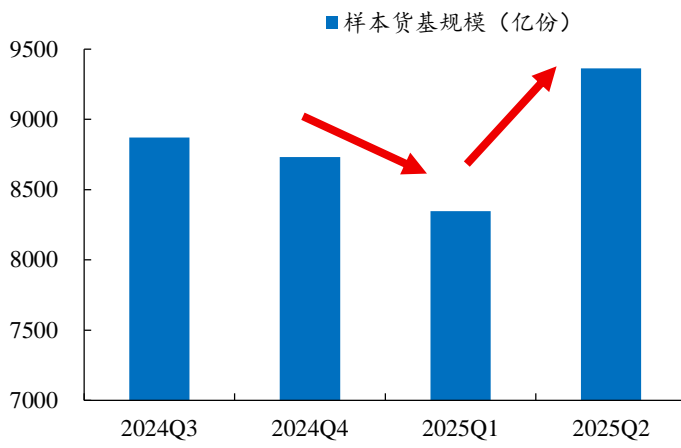
**2025H1 银行持仓货基比例下降，或有一定赎回，赎回压力主要集中于 Q1。**我们从两个数据来观察，一是机构投资者持仓货基净值，2025H1 较 2024 年末下降 1725 亿元，银行为货基的主要机构投资者，判断银行或有赎回货基行为。二是筛选机构投资者占比在 85% 以上，前十大持仓机构主要为银行类机构，基金净值在 700 亿元以上的货基作为样本，观察其规模变化，2025Q1 呈现较大的赎回压力，Q2 则规模回升，我们认为这主要与银行的头寸缺口和收益诉求有关。

图8：2025H1 机构投资者持仓货基净值下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025 年上半年货基赎回压力或主要集中于 Q1

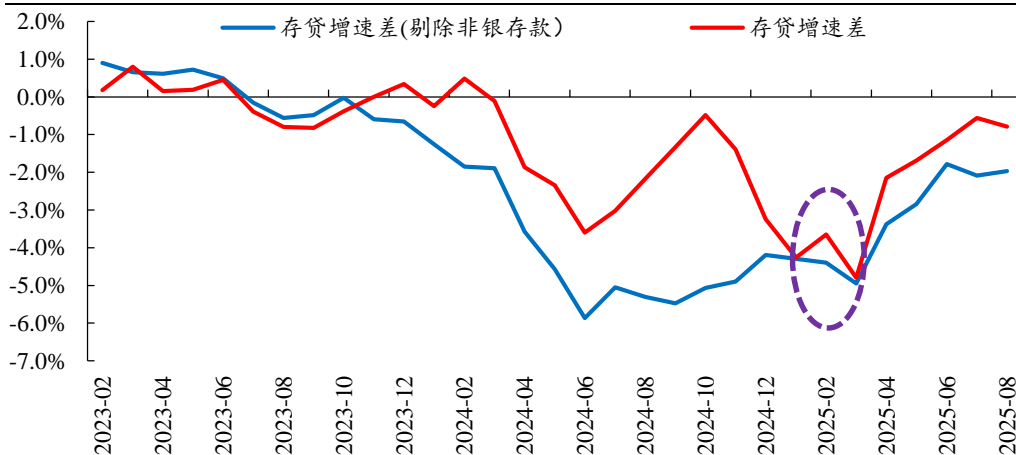


数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 2025Q1 货基被赎回的背后：大行资产负债压力较大，小行盈利诉求抬升。

(1) 大行持有货基主要出于流动性管理诉求，Q1 剔除非银存款后，大行存贷增速差负缺口持续走阔，头寸缺口压力抬升，赎回货基兑换流动性，Q2 大行资产负债压力明显缓解，货基赎回压力减轻。

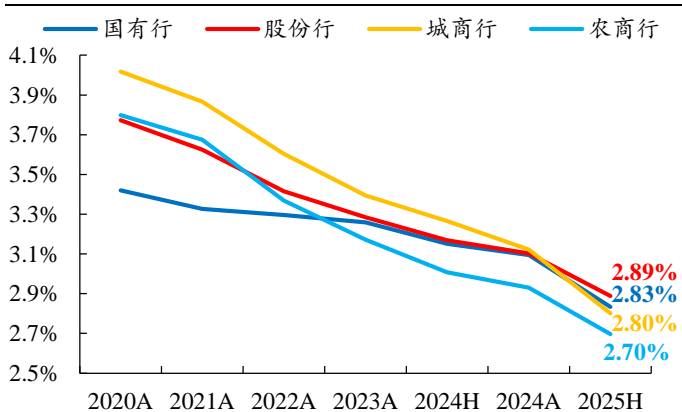
图10：2025Q1 剔除非银存款后，大型银行存贷增速负缺口持续走阔



数据来源：Wind、开源证券研究所

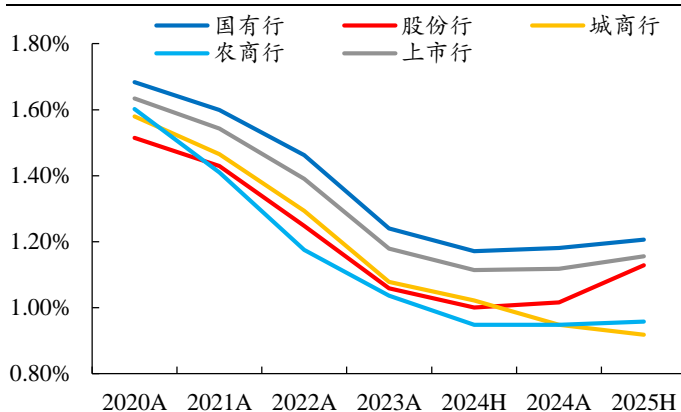
(2) 盈利压力下，小行金融投资收益诉求增强。2025H1 城农商行配置盘收益率降幅较大，配置盘收益率分别为 2.80% 和 2.70%，低于国股行，较 2020 年降幅已超 100BP。从金融投资收益率与负债成本利差来看，2025H1 城农商行分别为 92BP 和 96BP，已不足 100BP，低于国股行。因此小行对货基的低收益容忍度并不高。

图11：2025H1 城农商行金融投资配置盘收益率较低



数据来源：iFind、开源证券研究所

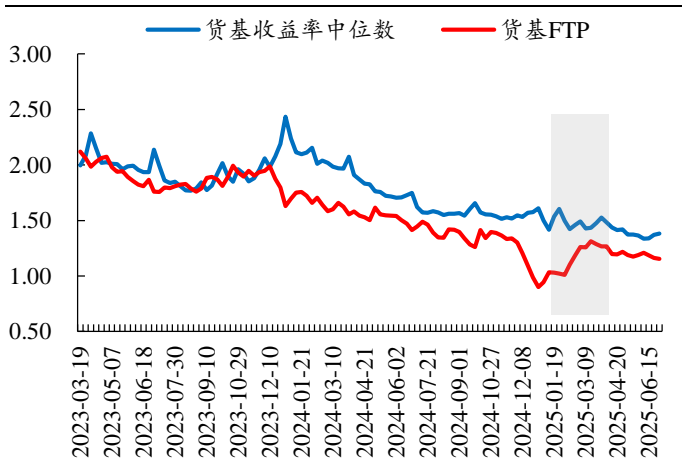
图12：城农商行金融投资收益率与负债成本利差较窄



数据来源：iFind、开源证券研究所

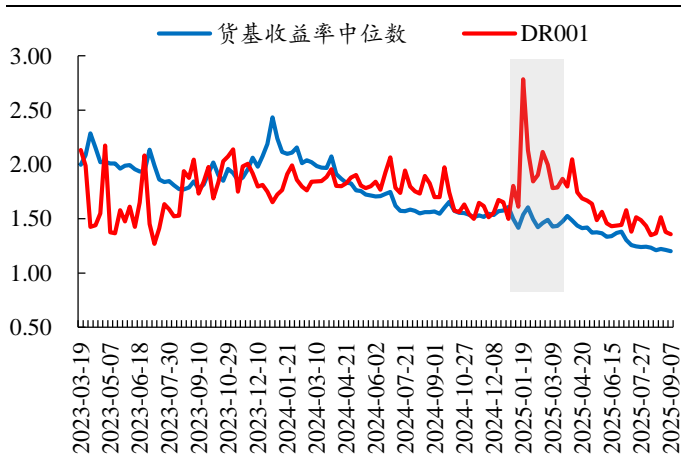
从 FTP 考核创利的角度来说，2025 年债市利率波动上行，货基 FTP 随之提升，货基 FTP 创利下降亦会催化银行货基赎回行为。2025Q1 资金面偏紧，货基收益率与 DR001 严重倒挂，中小行赎回货基。此外，一些小行 FTP 定价更新频率滞后，相对刚性，未能有效反映银行负债成本下降和市场利率调整，导致金市 FTP 成本偏好，约束基金投资。

图13：2025Q1 货基 FTP 创利收窄 (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2025Q1 货基收益率与 DR001 严重倒挂 (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.1.2、债基：信用债投资比例提升，银行或对重仓债券久期进行管控

### (1) 持仓类型：利率债基为主，各银行产品偏好略有分化

银行持仓债基以中长期纯债型基金为主，2025H1 增持被动指数型债基和短期纯债型基金。从关联方口径来看，银行投资债基风险偏好稳健，以中长期纯债型基金为主，二级债基涉及较少，2025H1 中信银行持仓两只混合债券型二级基金，底层资产中布局可转债投资，获取较高的收益率。

**表5：2025H1 银行增持被动指数型基金和短期纯债型基金（持有份额，亿份，关联方口径）**

基金类型	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1
中长期纯债型基金	16634	16126	17088	20239	26678	19663
混合债券型一级基金	442	439	473	426	585	458
混合债券型二级基金	71	70	40	54	94	87
被动指数型债券基金	692	562	710	1193	1834	1941
短期纯债型基金	115	94	109	123	168	183

数据来源：Wind、开源证券研究所

**表6：2025H1 中信银行持有两只二级债基**

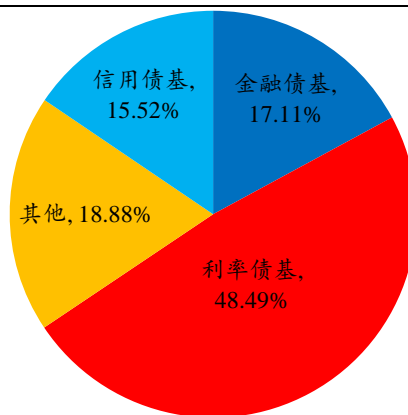
基金名称	持有银行	持有份额 (万份)	收益率 (年化)	持有比例 (%)	持仓规模 (亿元)	杠杆率 (%)	可转债 占比
国联安信心增长 A	中信银行	46931	10.40%	74.78	5.68	107.03	48.19%
交银强化回报 AB	中信银行	44876	15.68%	93.32	5.75	105.13	62.88%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

**2025H1 银行持仓债基以利率债基为主，各家银行基金偏好略有分化。**根据关联方口径数据,2025H1 银行持仓债基、金融债基和信用债基的比例分别为 48.5%、17.1% 和 15.5%,利率债基占比最高。具体到各家银行来看,基金产品偏好略有分化,观察关联方占比超 45% 的银行,浦发银行利率债基占比明显偏高,或与其资本缓冲空间相对较小相关;兴业银行信用债基占比超 40%,反映其收益诉求更强;浙商银行和交通银行则更偏好金融债基,占比分别为 41.2%和 39.5%;招商银行和上海银行持仓债基底层资产布局相对更均衡。

注：我们统计债基底层资产中利率债、信用债、金融债占比>50%的为利率债基；信用债基和金融债基。

**图15：2025H1 银行持仓债基以利率债基为主（关联方口径）**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**表7：银行持仓债基类型有所分化（2025H1，关联方口径）**

银行名称	金融债基	利率债基	信用债基	其他	关联方口径占比
北京银行	36.9%	20.9%	18.1%	24.1%	20.8%
杭州银行	28.0%	54.2%	4.0%	13.8%	62.9%
华夏银行	12.8%	70.3%	5.5%	11.4%	30.1%
江苏银行	11.9%	73.0%	4.0%	11.1%	19.1%
交通银行	39.5%	4.4%	23.7%	32.4%	54.8%

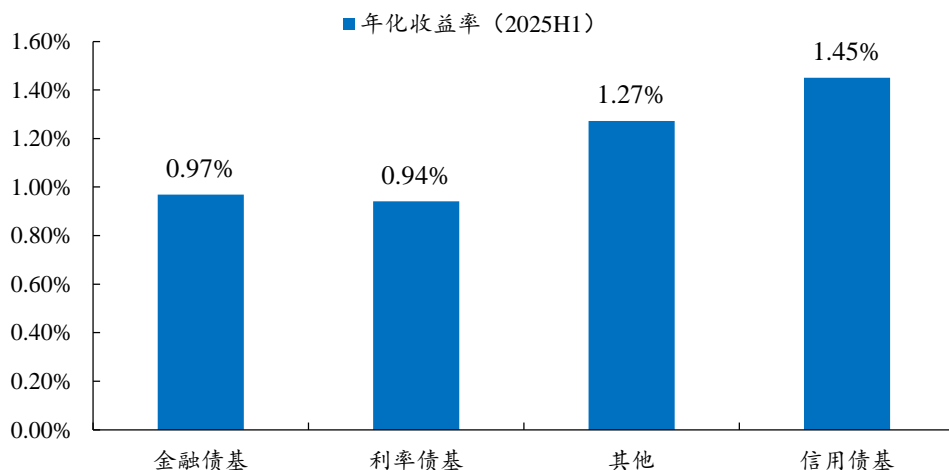
银行名称	金融债基	利率债基	信用债基	其他	关联方口径占比
南京银行	35.9%	39.2%	9.4%	15.6%	36.3%
宁波银行	0.0%	21.4%	0.0%	78.6%	6.8%
平安银行	35.4%	25.4%	13.4%	25.8%	17.3%
青岛银行	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	25.6%
沪农商行	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	6.5%
浦发银行	27.1%	66.9%	3.3%	2.7%	47.7%
上海银行	7.2%	27.0%	8.7%	57.2%	64.0%
苏州银行	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	27.6%
兴业银行	14.5%	25.3%	40.5%	19.6%	60.3%
招商银行	15.6%	31.9%	8.9%	43.5%	80.4%
浙商银行	41.2%	41.8%	0.0%	17.0%	58.4%
工商银行	44.5%	11.3%	0.0%	44.2%	35.9%
光大银行	0.0%	53.8%	34.9%	11.3%	39.8%
建设银行	6.3%	93.7%	0.0%	0.0%	21.4%
民生银行	0.0%	42.2%	37.5%	20.3%	43.9%
农业银行	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	1.7%
中国银行	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	-
邮储银行	17.1%	71.5%	0.6%	10.8%	23.4%
中信银行	6.9%	5.7%	56.8%	30.5%	25.7%
徽商银行	6.0%	70.2%	23.4%	0.4%	-
渤海银行	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	-
广发银行	62.5%	14.8%	22.7%	0.0%	-
广州农商行	9.5%	67.7%	0.0%	22.8%	-
恒丰银行	0.0%	99.7%	0.3%	0.0%	-
珠海华润银行	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

### (2) 收益率：2025H1 利率债基收益率偏低

从收益率表现来看，2025H1 利率债基、金融债基、信用债基分别为 0.94%、0.97% 和 1.45%，利率债基收益表现不佳。

图16：2025H1 利率债基收益率表现不佳



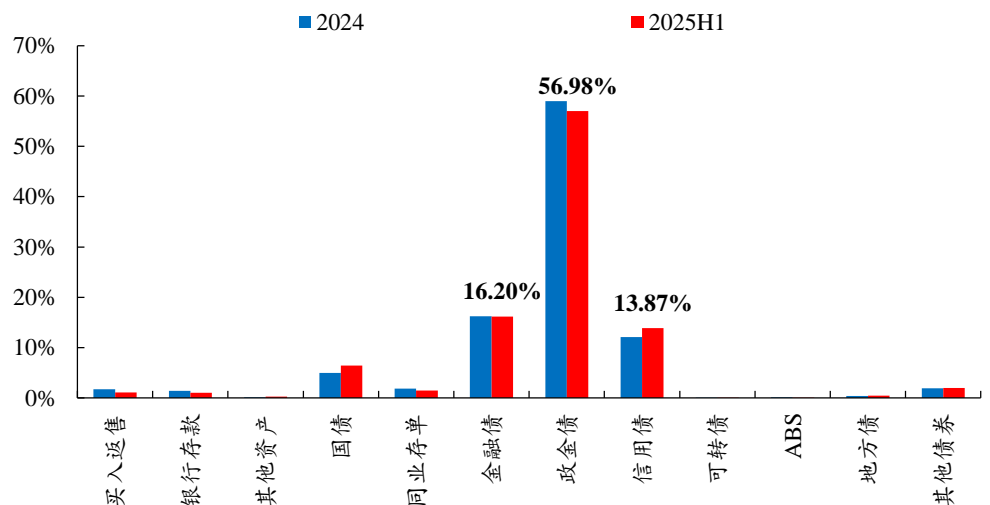
数据来源：Wind、开源证券研究所

### (3) 底层资产：2025H1 减仓政金债、增持信用债

从银行持仓债基（关联方口径）底层资产来看，政金债、金融债和信用债等免税效应较强的债券占比较高，2025H1 分别为 56.98%、16.20%和 13.87%。政金债占比较 2024 年下降 2.01pct 至 56.98%，信用债占比提升 1.77pct 至 13.87%。银行资本压力缓解，资本新规后高等级信用债风险权重下降，收益导向下，银行通过基金实现信用下沉的诉求边际变强。

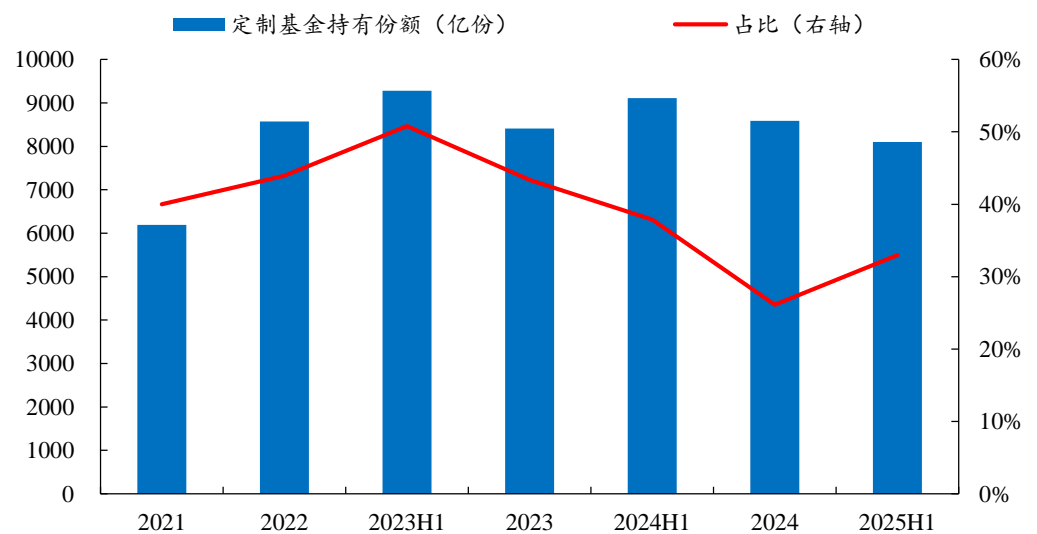
从定制债基（筛选银行持仓比例>99%的债基）底层资产来看，金融债和信用债的占比高于全部债基，2025H1 分别为 31.35%和 28.66%，较全部债基高 13.70pct 和 13.52pct。

图17：2025H1 银行持仓债基底层资产中政金债占比下降，信用债占比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方统计口径）

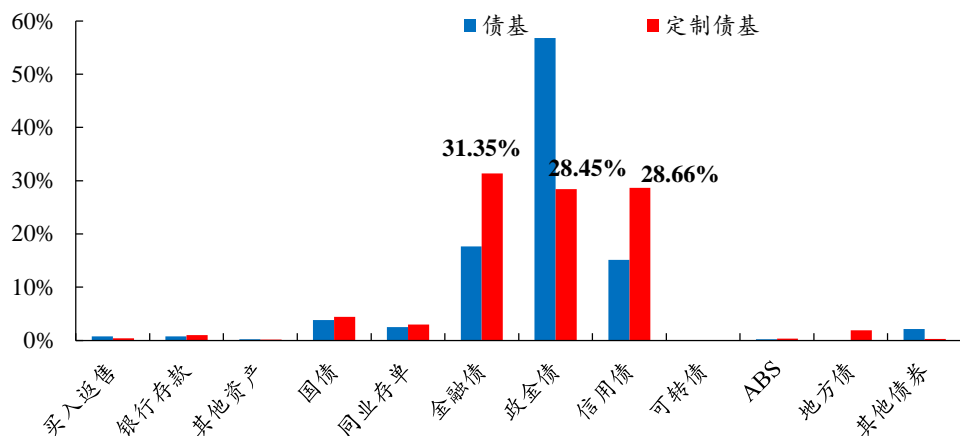
图18：2025H1 银行持仓定制债基份额小幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方统计口径，筛选银行持仓占比 99%以上的债基）



图19：2025H1 银行持仓定制债基中信用债和金融债占比更高



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方统计口径，筛选银行持仓占比 99% 以上的债基）

部分银行关联方口径持仓基金占比较高，可作为观察银行投资债基行为的有效参考，如兴业银行（60%）、招商银行（80%）、浦发银行（48%）、上海银行（64%）、杭州银行（63%）关联方持仓占比超 45%。

图20：部分银行关联方持仓占总基金持仓比例超 60%（2025H1）

银行名称	被动指数型债基	短期纯债型	混合债券型二级	混合债券型一级	货基	中长期纯债型	关联方占比
北京银行	3.8%				5.0%	91.2%	21%
杭州银行	3.2%		5.6%			91.2%	63%
华夏银行	8.5%	1.1%				90.3%	30%
江苏银行	2.2%	0.7%			33.8%	63.3%	19%
交通银行				1.1%	21.1%	77.9%	55%
南京银行	10.5%	0.9%		0.7%	0.4%	87.6%	36%
宁波银行	7.8%				12.1%	80.1%	7%
平安银行	2.9%				46.7%	50.4%	17%
浦发银行	6.9%			0.2%	18.3%	74.6%	48%
上海银行	4.8%	0.9%			11.2%	83.0%	64%
兴业银行	3.2%	0.4%		1.8%	12.1%	82.5%	60%
招商银行	7.1%	0.7%		1.5%	0.9%	89.8%	80%
浙商银行	7.6%			9.8%		82.6%	58%
工商银行	11.3%			4.9%		83.8%	36%
光大银行	16.3%	0.3%		2.8%	1.1%	79.5%	40%
建设银行	20.7%			0.0%	47.3%	31.9%	21%
民生银行	4.9%	2.5%		1.3%	12.8%	78.4%	44%
中国银行	0.9%					99.1%	-
邮储银行	12.8%	1.2%		2.4%	5.5%	78.1%	23%
中信银行	1.5%	0.6%	0.8%	11.8%	0.5%	84.4%	26%
农业银行						100.0%	2%
青岛银行	9.6%	0.0%	23.5%			66.8%	26%
沪农商行						100.0%	7%
苏州银行	8.0%	51.8%				40.2%	28%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方统计口径）

从样本银行持仓债基底层资产来看，略有分化，但差异不大。兴业银行持仓债基投向信用债比例较其他样本银行更高，且 2025H1 进一步提升，浦发银行持仓债基投向政金债比例明显高于其他样本银行，占比高达 70%。

表8：样本银行持仓债基底层资产以免税效应较强的金融债、政金债、信用债为主（2025H1）

银行名称	买入返售	银行存款	债券投资	其他资产	国债	同业存单	金融债	政金债	信用债	可转债	ABS	其他债券	地方债
杭州银行	2.6%	0.5%	96.9%	0.0%	7.2%	1.3%	15.6%	68.4%	2.7%	0.0%	0.0%	1.7%	0.0%
浦发银行	1.3%	0.7%	97.7%	0.3%	5.3%	1.0%	14.1%	70.0%	1.7%	0.0%	0.0%	4.4%	1.2%
上海银行	0.7%	1.1%	98.1%	0.1%	7.5%	0.2%	16.5%	58.4%	12.0%	0.0%	0.3%	3.2%	0.0%
兴业银行	1.9%	2.4%	95.1%	0.5%	3.9%	1.6%	17.1%	40.5%	29.8%	0.0%	0.1%	2.0%	0.0%
招商银行	0.6%	0.4%	99.0%	0.1%	5.4%	1.8%	18.7%	58.0%	12.5%	0.0%	0.0%	2.0%	0.5%
浙商银行	0.0%	0.5%	99.3%	0.1%	8.7%	1.9%	28.2%	57.3%	0.6%	0.0%	0.5%	1.9%	0.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方统计口径）

表9：2025H1 部分样本银行持仓债基减仓政金债，增持国债、金融债、信用债

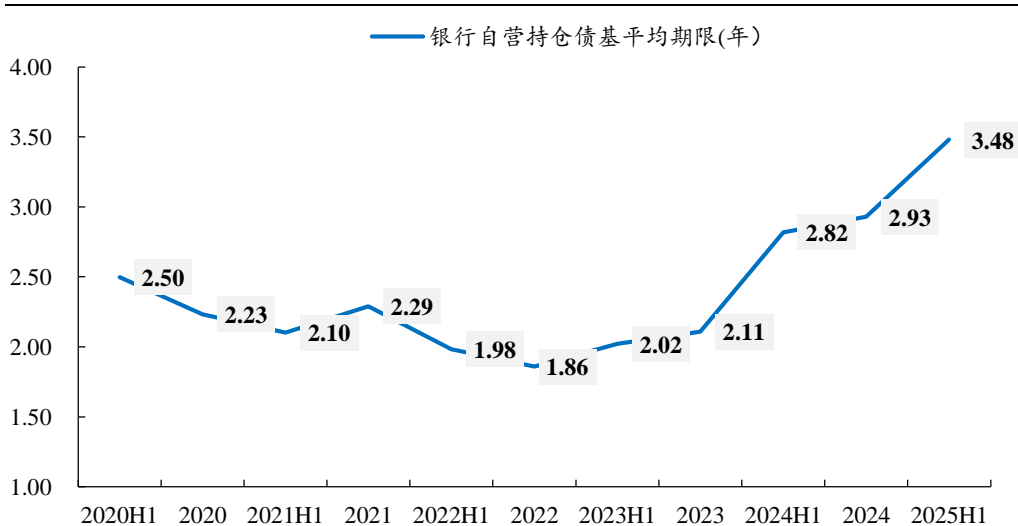
银行名称	买入返售	银行存款	债券投资	其他资产	国债	同业存单	金融债	政金债	信用债	ABS	其他债券	地方债
杭州银行	1.11%	0.34%	-1.21%	-0.24%	-0.39%	-1.49%	-0.43%	2.35%	-2.42%	0.00%	1.17%	0.00%
浦发银行	-0.60%	-0.22%	0.59%	0.23%	-0.36%	-0.46%	1.56%	-1.94%	1.15%	0.00%	0.45%	0.20%
上海银行	-1.11%	-0.14%	1.25%	0.01%	2.69%	-0.14%	-2.77%	1.97%	0.61%	0.01%	-1.12%	0.00%
兴业银行	1.10%	1.06%	-2.51%	0.34%	0.79%	0.03%	-1.06%	-10.21%	8.14%	-0.13%	-0.08%	0.00%
招商银行	0.27%	-1.62%	1.38%	-0.02%	1.29%	-1.07%	0.55%	0.48%	-0.12%	-0.02%	0.33%	-0.06%
浙商银行	-0.78%	0.09%	0.71%	-0.03%	1.42%	-0.47%	4.77%	-5.57%	-0.24%	-0.25%	0.97%	0.09%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2025H1 底层资产占比较 2024 年末变化）

#### （4）久期：持续拉长，2025H1 银行赎回久期较长的定制债基

2025H1 银行持仓债基重仓债券加权平均久期约为 3.48 年，较 2024 年提升 0.55 年。2023 年以来，伴随债市利率不断下行，债基为增厚收益普遍拉长久期，2025H1 银行持仓债基中已有 20 只基金重仓债券平均久期超 10 年，其中 6 只基金为定制债基，而 2024 年仅有 6 只基金久期超 10 年。2024 年国股行承接长期限特殊地方政府再融资债后，利率风险指标有所承压，出于利率风险管理角度考虑，银行或对基金投资债券久期做出约束。

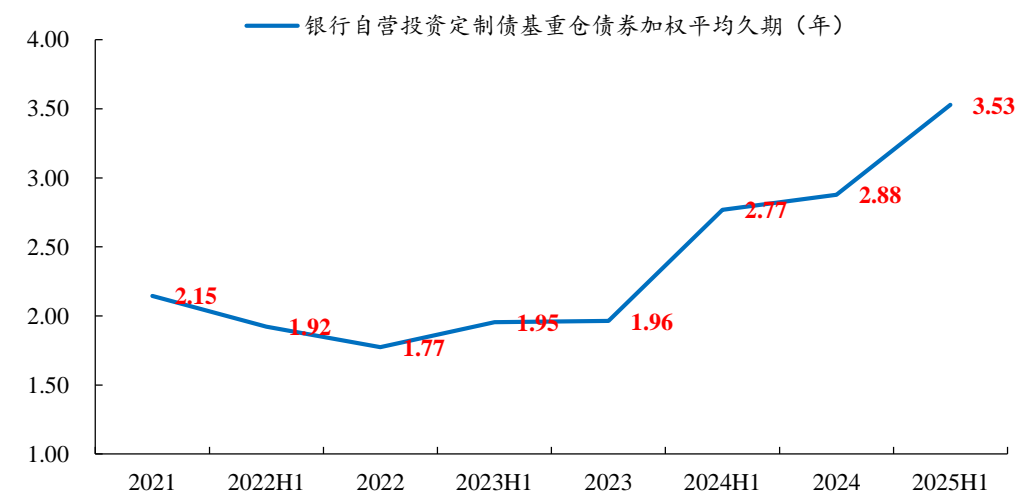
图21：2025H1 银行持仓债基重仓债券久期为 3.48 年



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方统计口径）

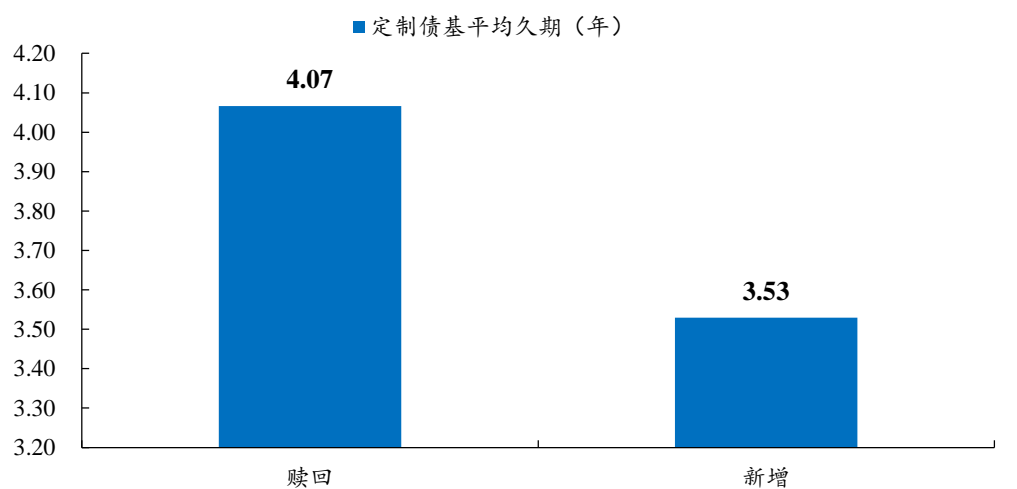
**2025H1 银行赎回久期较长的定制债基。**2025H1 银行定制债基重仓债券加权平均久期为 3.53 年，较全部债基久期更长。我们根据关联方统计口径数据，对比 2025H1 银行赎回和新增定制债基的久期，赎回定制债基平均久期为 4.07 年，新增平均久期为 3.53 年，反映债基久期拉长为基金增厚收益策略，或非银行偏好，银行在利率风险指标约束下赎回部分久期较长的定制债基。

**图22：2025H1 银行定制债基重仓债券加权平均久期为 3.53 年**



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方统计口径，筛选银行持仓比例 99% 以上的债基）

**图23：2025H1 银行赎回定制债基的重仓债券平均久期较长**



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方统计口径，筛选银行持仓比例 99% 以上的债基）

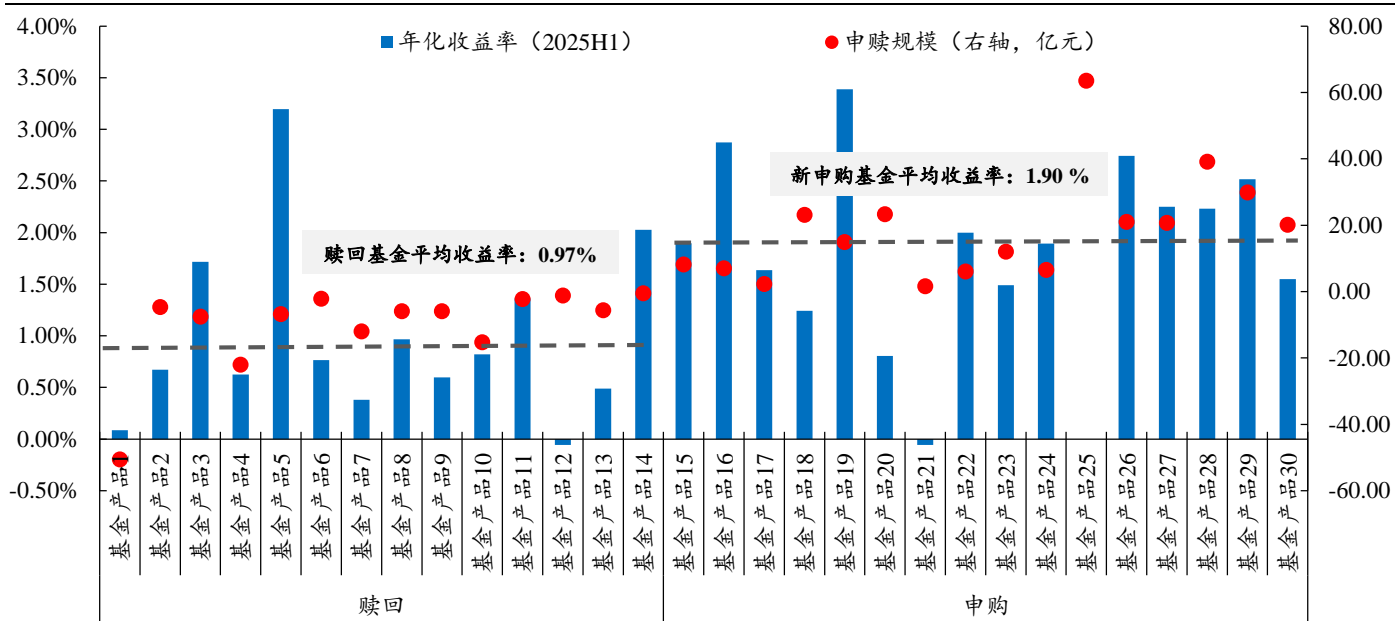
### ——案例：兴业银行赎回低收益利率债基，增持信用债基

我们以兴业银行为例，拆解其 2025H1 基金投资行为的变化。2025H1 兴业银行增持货基，一方面从关联方统计口径来看持仓货基规模较 2024 年末提升，另一方面，兴业银行 FVTPL 中即时偿还金融资产规模大幅提升 816 亿元，或指向货基规模增加。

拆解其债基投资行为，2025H1 兴业银行赎回部分低收益的利率债基，增加信用债基、信用债 ETF 投资。2025 年上半年债市利率震荡上行，债基收益率承压，兴业银行赎回了部分低收益的利率债基，根据关联方统计口径数据，2025H1 兴业银行赎回 14 只债基，新认购 16 只债基，赎回/新认购基金产品的平均年化收益率分别为

0.97%/1.90%。从基金产品的底层资产分布来看，兴业银行赎回的基金以利率债基为主，政金债占比超 85%，新认购基金则主要为信用债基，信用债占比超 70%。

图24：2025H1 兴业银行赎回部分收益率偏低的基金产品



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：申赎规模截至 2025H1 末）

表10：2025H1 兴业银行赎回基金底层资产政金债占比高，新增持仓基金信用债占比高

	买入返售	银行存款	其他资产	国债	同业存单	金融债	政金债	信用债	ABS	其他债券
赎回	1.59%	2.72%	0.10%	4.96%	0.42%	1.02%	86.08%	2.96%	0.05%	0.11%
新增	7.73%	2.12%	1.63%	0.63%	1.90%	9.55%	5.92%	70.33%	0.00%	0.17%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方统计口径）

**兴业银行增持信用债 ETF，兼具收益性和流动性。**根据关联方口径，2025H1 兴业银行新增 16 只基金，包含 2025 年新成立的 4 只信用债 ETF，较信用债基来说，信用债 ETF 费率更低、流动性更好（T+0），底层信用债等级更高，且本轮基金赎回费率改革对 ETF 无影响。

表11：2025H1 兴业银行增持信用债基、信用债 ETF（亿元）

基金名称	基金管理人	成立时间	收益率年化	持有份额(亿份)	持有规模	杠杆率(%)	基金托管机构	组合久期
民生加银和鑫定开	民生加银基金	2016-03-23	1.90%	7.42	8.21	100.69	兴业银行	7.53
兴业中高等级信用债 A	兴业基金	2016-11-04	2.87%	5.90	7.07	100.05	中国银行	4.33
银华添润 A	银华基金管理	2017-03-07	1.64%	1.97	2.29	113.76	兴业银行	1.85
天弘荣享定期开放	天弘基金	2018-06-25	1.24%	19.58	23.13	115.36	兴业银行	2.66
国寿安保安弘纯债一年定开	国寿安保基金	2021-12-10	3.39%	9.60	14.95	148.15	兴业银行	2.06
山证资管裕泽 A	山证(上海)资产	2022-12-21	0.81%	19.73	23.32	110.09	兴业银行	2.10
圆信永丰中债 0-3 年政策性金融债 A	圆信永丰基金	2024-11-13	-0.06%	1.55	1.59	100.04	兴业银行	2.26
渤海汇金 1 个月持有 A	渤海汇金证券资产	2025-04-17	2.00%	5.00	6.08	119.20	兴业银行	1.02
富国中债优选投资级信用债指数 A	富国基金	2024-12-16	1.49%	10.99	12.02	105.61	兴业银行	2.32
中航中债-投资级公司绿色精选指数 A	中航基金	2025-05-20	1.89%	6.50	6.51	100.02	兴业银行	2.68
兴业中债 1-3 年政策金融债 D	兴业基金	2025-06-23	-	10.88	63.59	100.01	交通银行	1.88

基金名称	基金管理人	成立时间	收益率 年化	持有份额 (亿份)	持有 规模	杠杆率 (%)	基金托管 机构	组合 久期
大成深证基准做市信用债 ETF	大成基金	2025-01-16	2.74%	0.19	21.06	108.32	兴业银行	0.74
广发深证基准做市信用债 ETF	广发基金	2025-01-22	2.25%	0.21	20.78	100.07	兴业银行	2.90
易方达上证基准做市公司债 ETF	易方达基金	2025-01-16	2.23%	0.39	39.19	100.07	兴业银行	6.24
华夏上证基准做市公司债 ETF	华夏基金	2025-01-16	2.52%	0.30	29.89	100.06	兴业银行	7.95
海富通中证短融 ETF	海富通基金	2020-08-03	1.55%	0.18	20.13	102.70	兴业银行	0.22

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：组合久期单位为年）

表12：2025H1 兴业银行赎回部分收益率偏低的利率债基（关联方口径）

基金名称	基金管理人	年化收 益率	持有份额（亿份）			持有规模 (亿元)	杠杆率 (%)	基金托管 机构	组合久期 (年)
			2025H1	2024	变化				
兴业天融 A	兴业基金	0.08%	-	40.92	-40.92	50.55	100.03	招商银行	3.15
兴业中债 1-3 年政策金融债 A	兴业基金	0.67%	-	3.92	-3.92	4.60	102.11	交通银行	1.80
兴银长盈三个月定开 A	兴银基金	1.72%	-	5.98	-5.98	7.50	122.33	兴业银行	2.77
国寿安保 1-3 年国开债 C	国寿安保基金	0.63%	-	9.39	-9.39	22.05	100.02	兴业银行	1.62
景顺长城景泰宝利一年定开	景顺长城基金	3.19%	-	5.00	-5.00	6.74	132.85	兴业银行	1.72
宏利润利一年定开	宏利基金	0.76%	-	1.97	-1.97	2.14	106.54	兴业银行	3.43
富国汇享三个月定开 A	富国基金	0.38%	-	8.71	-8.71	11.94	127.24	兴业银行	3.73
安信永泽一年定开	安信基金	0.97%	-	4.87	-4.87	5.86	118.10	兴业银行	3.83
建信中债 1-3 年政金债指数 A	建信基金	0.60%	-	4.78	-4.78	5.89	117.51	兴业银行	1.70
景顺长城景泰通利纯债 A	景顺长城基金	0.82%	-	14.62	-14.62	15.28	100.04	兴业银行	5.19
华宝中债 0-3 年政策性金融债 A	华宝基金	1.36%	-	1.91	-1.91	2.24	108.55	兴业银行	1.87
平安惠嘉纯债 A	平安基金	-0.06%	-	1.00	-1.00	1.20	117.70	兴业银行	1.47
财通资管中债 1-3 年国开行 E	财通证券资产	0.49%	-	4.87	-4.87	5.58	109.97	兴业银行	2.02
泉果泰岩 3 个月定开 A	泉果基金	2.03%	-	0.50	-0.50	0.51	100.20	兴业银行	4.35

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2、银行角度：基金投资行为分化

2025 年 6 月末基金投资规模（>2000 亿元）较大，且占交易盘比例 40%的上市银行有邮储银行（8326 亿元）、招商银行（2669 亿元）、兴业银行（6357 亿元）、浦发银行（4646 亿元）、中信银行（4348 亿元）、光大银行（2185 亿元）、华夏银行（2922 亿元）、北京银行（3154 亿元）、江苏银行（4214 亿元）。

2025H1 上市银行基金持仓规模较 2024 年末小幅回落 172 亿元，国有行和农商行持仓规模平稳，股份行整体赎回 910 亿元，城商行整体增持 486 亿元。










































### 银行间基金投资行为呈现明显分化：

（1）部分银行赎回基金如招商银行（-771 亿元）、浦发银行（-209 亿元）、光大银行（-603 亿元）、上海银行（-290 亿元）、宁波银行（-341 亿元）和南京银行（-185 亿元）。

（2）部分银行增持基金如兴业银行（+634 亿元）、平安银行（+199 亿元）、北京银行（+387 亿元）、江苏银行（+847 亿元）。



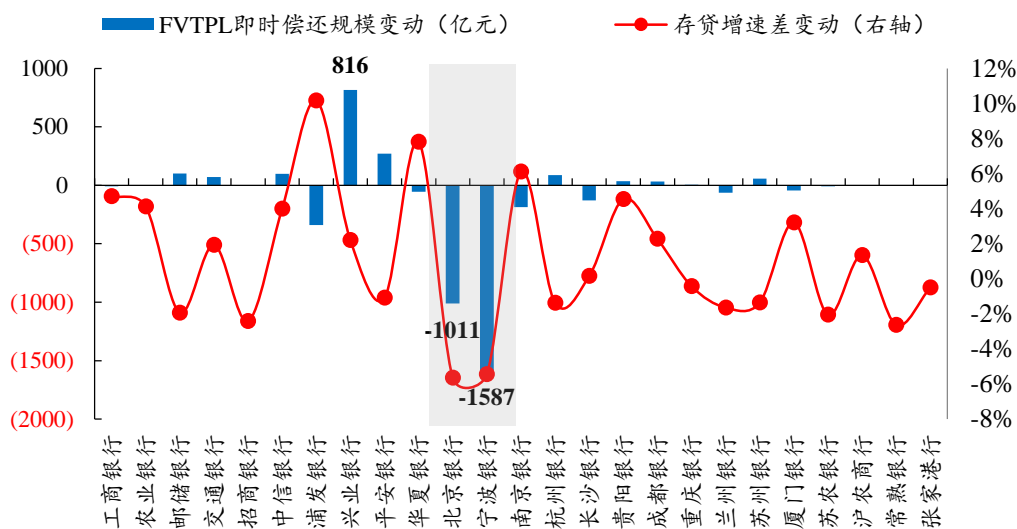
图25：2025H1 上市银行持仓基金规模小幅下降

银行名称	基金投资（亿元）								基金投资/FVTPL				
	2021	2022	2023	2024	2025H1	2024	25H1增量	趋势图	2021	2022	2023	2024	2025H1
工商银行	1122	1245	1667	1597	1667	-71	70		18%	17%	21%	16%	17%
建设银行	2651	2267	2400	2579	2642	179	64		49%	40%	40%	42%	35%
农业银行	436	534	581	608	571	26	-37		9%	10%	11%	12%	11%
中国银行	907	1024	1018	1037	1171	19	133		16%	18%	18%	17%	17%
邮储银行	4412	6166	6216	8254	8326	2038	72		59%	71%	70%	81%	77%
交通银行	3052	2135	1809	2147	2043	338	-104		48%	30%	28%	33%	34%
国有行	12580	13371	13692	16221	16419	2529	198		35%	34%	34%	37%	36%
招商银行	1628	2005	2423	3440	2669	1016	-771		47%	47%	46%	56%	40%
兴业银行	5929	6310	5962	5723	6357	-239	634		65%	63%	62%	62%	68%
浦发银行	3987	4449	4346	4855	4646	509	-209		76%	63%	56%	70%	64%
中信银行	3974	4320	4212	4276	4348	64	72		80%	77%	69%	66%	65%
民生银行	1910	2355	1316	1619	1528	303	-91		64%	61%	41%	43%	41%
光大银行	2535	2140	2966	2788	2185	-178	-603		66%	53%	69%	63%	49%
平安银行	1179	1842	1652	1862	2061	210	199		30%	41%	37%	30%	29%
华夏银行	1288	1478	1948	2980	2922	1032	-58		55%	41%	62%	68%	59%
浙商银行	889	1261	1474	1751	1667	277	-83		50%	67%	63%	77%	63%
股份行	23320	26160	26297	29293	28383	2996	-910		62%	58%	57%	59%	54%
北京银行	1552	2081	2033	2767	3154	734	387		82%	72%	65%	74%	80%
上海银行	1822	2193	2125	1776	1486	-350	-290		78%	71%	59%	59%	51%
江苏银行	1442	1959	2480	3367	4214	887	847		54%	52%	59%	69%	74%
宁波银行	2270	2234	2067	2098	1757	31	-341		64%	62%	59%	59%	52%
南京银行	1220	1591	1741	1824	1639	83	-185		42%	40%	39%	39%	44%
杭州银行	994	867	867	837	832	-30	-5		65%	56%	44%	40%	47%
长沙银行	487	654	763	814	806	51	-8		49%	60%	63%	74%	44%
成都银行	210	314	313	754	791	441	37		41%	59%	56%	80%	73%
重庆银行	30	51	43	248	246	204	-1		12%	18%	16%	38%	35%
贵阳银行	185	190	297	333	389	36	57		57%	55%	67%	38%	43%
郑州银行	111	144	129	150	152	22	2		27%	32%	32%	46%	37%
青岛银行	400	350	438	512	478	74	-34		71%	74%	75%	80%	70%
苏州银行	287	392	346	467	525	121	58		62%	64%	66%	61%	60%
齐鲁银行	123	157	231	276	274	45	-2		55%	53%	63%	61%	67%
兰州银行	72	106	66	66	100	0	34		21%	29%	20%	15%	27%
西安银行	61	117	155	232	210	76	-22		31%	45%	54%	61%	62%
厦门银行	79	137	144	200	152	56	-48		48%	87%	82%	57%	44%
城商行	11347	13537	14237	16719	17205	2482	486		59%	57%	55%	58%	59%
渝农商行	316	302	361	572	627	211	55		65%	46%	33%	68%	59%
沪农商行	267	96	95	183	230	89	46		37%	22%	16%	35%	36%
青农商行	225	211	315	383	362	68	-22		47%	46%	66%	80%	70%
常熟银行	135	88	88	102	103	13	1		99%	72%	63%	95%	73%
无锡银行	80	85	84	110	96	27	-14		91%	98%	99%	99%	82%
张家港行	30	56	74	99	98	25	0		47%	81%	78%	79%	85%
苏农银行	59	76	94	106	96	12	-10		-	83%	91%	96%	85%
江阴银行	81	64	80	69	72	-10	2		98%	60%	45%	35%	28%
瑞丰银行	31	47	48	50	44	2	-6		61%	76%	75%	53%	44%
农商行	1224	1024	1238	1674	1727	435	53		56%	49%	43%	64%	56%
上市银行	48471	54091	55465	63907	63734	8442	-172		51%	49%	48%	51%	48%

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

**(1) 资产负债缺口影响：北京银行和宁波银行存贷增速差回落明显，或赎回货基。**2025H1 北京银行和宁波银行存贷增速差明显收窄，或反映一定头寸管理压力，同时我们观察其 FVTPL 账户中即时偿还金融资产规模的变动，2025H1 北京银行和宁波银行较 2024 年末分别下降 1011 亿元和 1587 亿元，或源于赎回了部分货基。

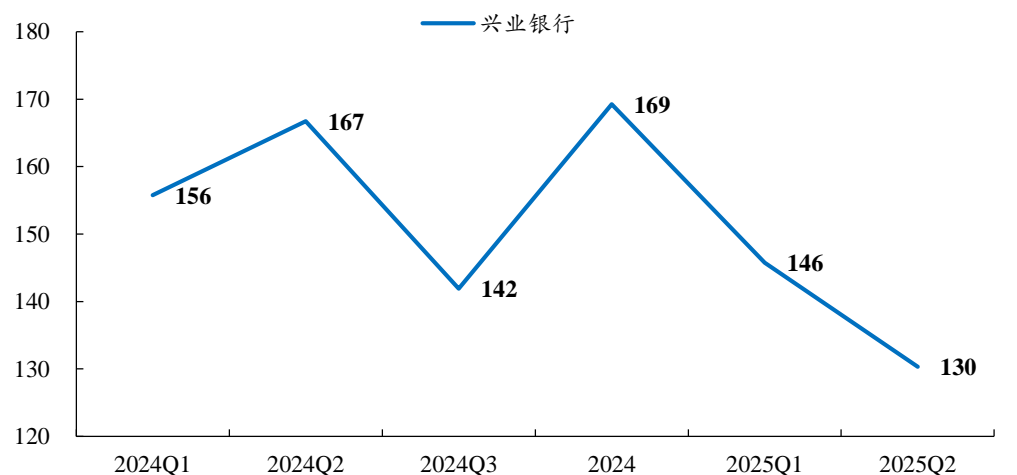
**图26：2025H1 北京银行和宁波银行或赎回货基（亿元）**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**(2) 流动性管理指标影响：兴业银行流动性覆盖率 (LCR) 下降，或增持货基。**从 FVTPL 账户即时偿还金融资产规模来看，兴业银行 2025H1 增加 816 亿元，或是在 LCR 指标管理诉求下增持货基。

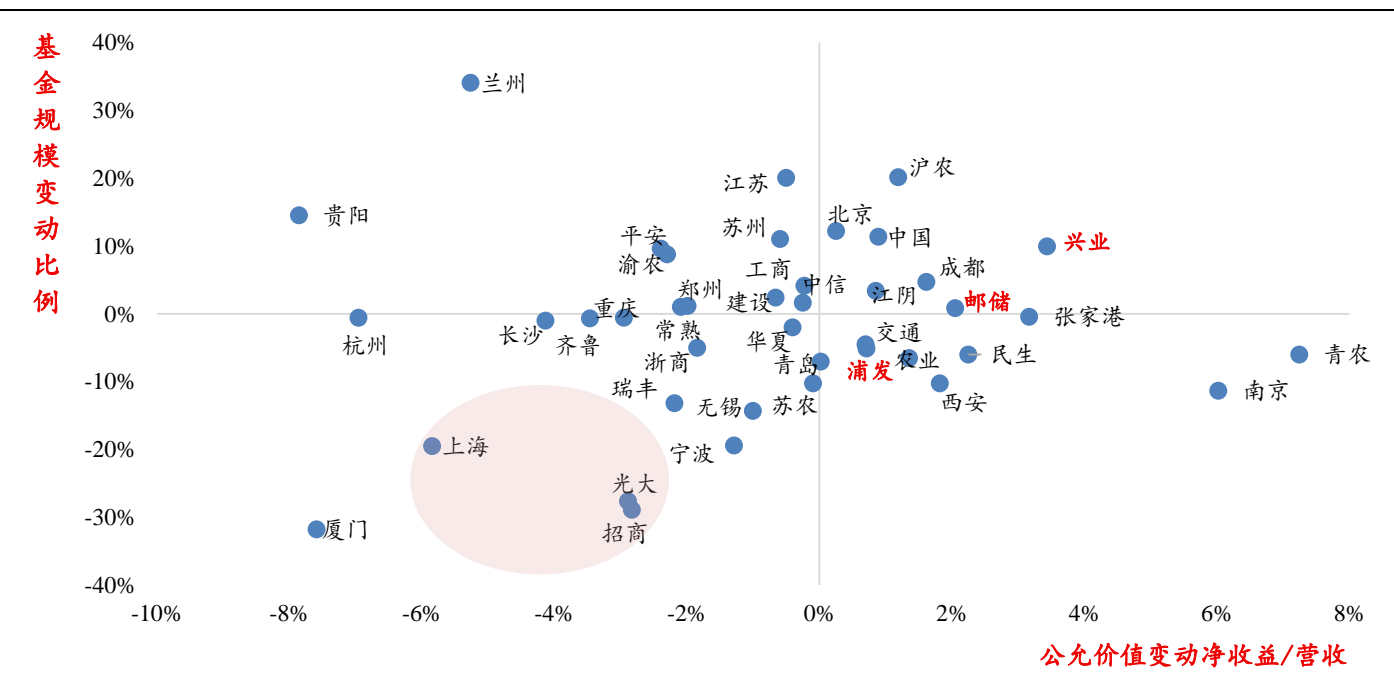
**图27：2025Q2 兴业银行流动性覆盖率 (LCR) 下降较多 (%)**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**(3) 市值波动影响：出于业绩稳定性的考虑，一些银行 FVTPL 市值波动较大，引发基金赎回。**2025H1 上市银行公允价值变动净收益/营收与基金规模变动比例呈现正相关关系，招商银行、光大银行、上海银行等 FVTPL 账户市值波动拖累业绩，触发赎回部分基金。兴业银行、浦发银行、邮储银行等摊余成本法债基持仓较多的银行市值波动相对可控。

图28：银行持仓基金规模变动情况与交易盘金融资产市值波动呈相关关系（2025H1）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：基金规模变动比例=（2025H1 持仓基金余额-2024 持仓基金余额）/2025H1 基金持仓余额）

（4）从资本的角度来看，资本新规落地后，对于银行基金投资的资本计量精细化程度提高，风险权重较低的银行增持基金阻力更小。如邮储银行在 2024 年大幅增持基金，其风险权重仅为 27%，江苏银行在 2024 年和 2025H1 均增持基金，2025H1 基金产品风险权重为 45%，低于可比同业。

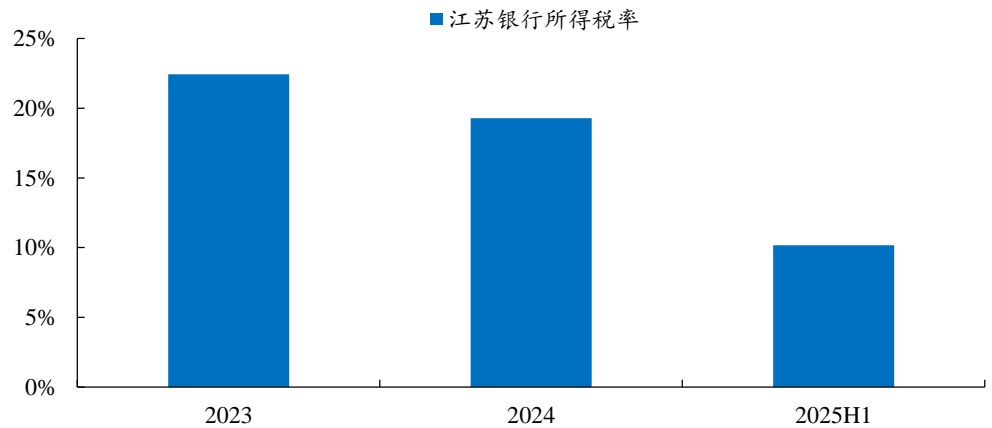
图29：银行基金投资资本计量方法：以穿透法和授权基础法为主（2025H1）

银行类型	银行名称	基金投资（亿元）		风险加权资产（亿元）				占比		
		规模	风险权重	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	1667	80%	718	617	-	1331	53.94%	46.38%	-
	建设银行	2642	80%	41	1985	85	2112	1.96%	94.02%	4.02%
	农业银行	571	65%	37	336	-	372	9.96%	90.29%	-
	中国银行	1171	123%	460	950	33	1442	31.87%	65.85%	2.28%
	邮储银行	8326	27%	509	1577	124	2210	23.04%	71.33%	5.63%
	交通银行	2043	134%	135	1843	767	2745	4.93%	67.14%	27.93%
股份行	招商银行	2669	65%	1297	447	-	1743	74.38%	25.62%	-
	民生银行	1528	184%	68	2205	535	2808	2.43%	78.52%	-
	中信银行	4348	123%	2245	3079	10	5334	42.09%	57.73%	0.18%
	平安银行	2061	110%	945	1285	46	2277	41.51%	56.46%	-
	光大银行	2185	78%	292	1408	-	1700	17.19%	82.81%	-
	兴业银行	6357	105%	5380	1235	83	6698	80.32%	18.44%	1.24%
	华夏银行	2922	69%	1896	121	-	2017	93.98%	6.02%	-
城商行	宁波银行	1757	101%	1757	16	3	1775	98.97%	0.88%	-
	江苏银行	4214	45%	448	1461	-	1909	23.45%	76.55%	-
	北京银行	3154	82%		2590	-	2590	0.00%	100.00%	-
	上海银行	1486	96%	1370	61	-	1431	95.74%	4.26%	-
	南京银行	1639	107%	682	1047	31	1760	38.77%	59.47%	1.76%

数据来源：各银行财报、各银行官网、开源证券研究所

(5) 节税：江苏银行增持基金或主要为获取免税收入。2024 年和 2025H1 江苏银行均增持较大规模基金，2025H1 其基金产品风险权重为 45%，较同业偏低，推测其主要加仓利率债基和金融债基，获取免税收入，2025H1 江苏银行所得税率较 2024 年大幅下降 9 个百分点，降至 10.17%。

图30：2025H1 江苏银行所得税率较 2024 年下降 9pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、未来基金拓展空间及赎回费率改革落地影响

#### 3.1、小行拓展空间大，筛选冗余资金多、免税收入诉求强的银行

部分小行基金投资仍有较大拓展空间。由于基金投资在会计准则要求下只能计入 FVTPL，市值波动会直接影响当期损益，在利率波动较大的时期，持仓较多基金会影响银行业绩的稳定性，因此基金投资规模较大、占交易盘比例较高的银行增量空间有限，会谨慎加仓。而部分中小行基金投资规模、以及占金融投资比例仍较低，可积极拓展。

表13：85 家发债银行 2024 年基金投资规模梳理（亿元）

银行名称	总资产	FVTPL	金融投资	基金投资	基金投资/FVTPL	基金投资/金融投资
工商银行	488217	10104	141536	1597	15.80%	1.13%
建设银行	405711	6125	106840	2579	42.10%	2.41%
农业银行	432381	5133	138491	608	11.84%	0.44%
中国银行	350613	6003	83603	1037	17.28%	1.24%
邮储银行	170849	10242	60041	8254	80.59%	13.75%
交通银行	149007	6562	43201	2147	32.72%	4.97%
招商银行	121520	6170	36730	3440	55.74%	9.36%
兴业银行	105079	9232	34542	5723	61.99%	16.57%
浦发银行	94619	6910	28091	4855	70.26%	17.28%
中信银行	95327	6474	26209	4276	66.05%	16.32%
民生银行	78150	3775	23987	1619	42.89%	6.75%
光大银行	69590	4431	22087	2788	62.92%	12.62%
平安银行	57693	6296	15971	1862	29.57%	11.66%
华夏银行	43765	4380	16511	2980	68.03%	18.05%
广发银行	36450	1361	10404	873	64.12%	8.39%

银行名称	总资产	FVTPL	金融投资	基金投资	基金投资/FVTPL	基金投资/金融投资
北京银行	42215	3753	14386	2767	73.73%	19.23%
江苏银行	39520	4885	15265	3367	68.92%	22.06%
上海银行	32267	2992	13729	1776	59.34%	12.94%
浙商银行	33255	2289	10555	1751	76.50%	16.59%
宁波银行	31252	3572	13742	2098	58.74%	15.27%
南京银行	25914	4720	10796	1824	38.65%	16.90%
渤海银行	18438	1929	4717	709	36.74%	15.02%
杭州银行	21124	2113	9712	837	39.61%	8.62%
渝农商行	15149	846	6280	572	67.61%	9.10%
中原银行	13647	849	4139	524	61.75%	12.67%
沪农商行	14878	516	5241	183	35.49%	3.50%
广州农商银行	13624	751	4459	353	47.05%	7.92%
厦门国际银行	11411	715	3916	405	56.56%	10.33%
盛京银行	11228	1049	4625	366	34.86%	7.91%
成都银行	12501	945	3553	754	79.79%	21.21%
长沙银行	11467	1105	4903	814	73.61%	16.59%
广州银行	8548	766	2998	321	41.87%	10.70%
天津银行	9260	1071	3634	517	48.27%	14.23%
成都农商行	9143	596	3363	492	82.61%	14.64%
哈尔滨银行	9162	816	3778	414	50.66%	10.95%
重庆银行	8566	647	3479	248	38.27%	7.11%
深圳农商行	8170	514	3215	409	79.58%	12.73%
东莞农商银行	7459	426	3136	251	58.92%	8.00%
贵阳银行	7057	866	2877	333	38.41%	11.56%
郑州银行	6764	325	2013	150	46.27%	7.47%
吉林银行	7458	599	1809	358	59.69%	19.76%
东莞银行	6727	695	2456	451	64.86%	18.34%
贵州银行	5900	723	2033	436	60.34%	21.45%
青岛银行	6900	640	2557	512	79.99%	20.02%
苏州银行	6937	764	2541	467	61.08%	18.36%
江西银行	5736	474	1640	338	71.35%	20.61%
齐鲁银行	6895	455	3008	276	60.76%	9.18%
桂林银行	5764	439	1668	264	60.16%	15.84%
河北银行	5696	400	4765	254	63.61%	5.34%
九江银行	5165	367	1508	161	43.87%	10.68%
大连银行	5203	533	1683	201	37.70%	11.94%
湖南银行	5653	680	2029	365	53.72%	18.01%
兰州银行	4863	424	1592	66	15.48%	4.12%
青农商行	4950	480	1714	383	79.91%	22.38%
杭州联合农商行	5603	342	1663	58	17.00%	3.50%
广东华兴银行	4655	346	1707	178	51.39%	10.40%
西安银行	4804	379	1919	232	61.06%	12.07%
甘肃银行	4147	285	1375	209	73.38%	15.23%
台州银行	4119	147	1321	139	94.93%	10.54%



银行名称	总资产	FVTPL	金融投资	基金投资	基金投资/FVTPL	基金投资/金融投资
厦门银行	4078	349	1456	200	57.45%	13.77%
富滇银行	4065	413	1448	242	58.65%	16.74%
晋商银行	3763	222	1068	204	91.69%	19.07%
龙江银行	3736	456	1783	237	51.95%	13.28%
常熟银行	3666	107	944	102	95.34%	10.76%
浙江萧山农商行	3918	194	1468	135	69.55%	9.19%
南海银行	3349	329	1216	146	44.32%	12.00%
重庆三峡银行	3361	273	1204	106	38.70%	8.79%
唐山银行	3523	530	1305	387	72.87%	29.61%
辽沈银行	2396	57	1745	48	84.07%	2.75%
无锡银行	2568	111	783	110	99.44%	14.06%
张家港行	2189	125	663	99	78.69%	14.87%
苏农银行	2140	110	653	106	95.95%	16.16%
佛山农商行	1919	28	593	24	87.03%	4.11%
江阴银行	2002	197	650	69	35.26%	10.68%
乐山市商业银行	2064	139	646	132	94.47%	20.37%
瑞丰银行	2205	95	741	50	52.76%	6.75%
昆山银行	1898	99	626	63	63.55%	10.03%
云南红塔银行	1482	104	736	81	78.26%	11.06%
泸州银行	1710	350	579	97	27.81%	16.80%
临商银行	1695	22	332	17	78.42%	5.08%
宁波通商银行	1737	68	701	4	5.20%	0.51%
富邦华一银行	1408	15	470	0	2.85%	0.09%
厦门农商行	1333	5	361	2	35.57%	0.50%
合肥科技农商行	1545	218	418	128	58.42%	30.52%
海南银行	1180	87	391	35	40.81%	9.07%
85家发债银行	3293098	146128	1008721	75039	51.35%	7.44%

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

筛选冗余资金较多的银行，但也需关注银行负债稳定性情况。冗余资金的高效流转是银行司库投资货基的主要诉求，因此可以通过观察银行备付率（现金+超额准备金）/存款总额，判断银行货基需求。但需考察银行负债端稳定性，如 2025H1 农行和建行冗余资金较多，但仍会保持较高的备付率水平，源于存款非银化导致其负债稳定性弱化。

表14：2025H1 部分上市银行备付率水平较 2024 年提升

银行名称	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1
工商银行	2.36%	1.54%	1.80%	1.98%	2.01%	3.09%	2.06%	1.36%	0.93%
建设银行	1.77%	2.58%	2.19%	3.33%	3.47%	2.20%	2.97%	1.08%	2.63%
农业银行	0.59%	0.81%	1.80%	0.96%	2.03%	1.44%	2.26%	0.38%	2.98%
中国银行	4.31%	4.54%	3.61%	4.16%	3.44%	5.94%	3.95%	4.15%	3.19%
邮储银行	0.56%	0.58%	0.48%	0.53%	0.44%	0.64%	0.37%	0.65%	0.57%
交通银行	1.93%	1.49%	0.89%	1.50%	1.15%	2.41%	0.83%	0.90%	1.41%
招商银行	0.84%	1.25%	1.14%	0.88%	0.59%	1.73%	0.90%	0.52%	0.77%
兴业银行	0.96%	2.37%	0.59%	1.78%	1.06%	1.17%	0.74%	1.27%	0.87%

银行名称	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1
浦发银行	1.05%	1.79%	1.96%	2.30%	1.38%	4.27%	2.29%	2.20%	1.57%
中信银行	1.00%	1.50%	0.52%	2.15%	1.15%	1.05%	1.11%	0.20%	1.36%
民生银行	1.96%	1.23%	1.19%	0.66%	1.25%	2.28%	0.93%	1.01%	1.38%
光大银行	1.87%	2.60%	1.06%	1.85%	1.20%	1.71%	2.19%	1.26%	2.30%
平安银行	3.25%	2.96%	2.41%	1.35%	3.05%	1.38%	2.70%	1.82%	2.12%
华夏银行	1.56%	1.85%	1.29%	1.12%	1.28%	2.81%	2.42%	0.00%	2.04%
浙商银行	0.75%	2.04%	1.78%	3.34%	1.37%	1.92%	0.97%	0.85%	0.81%
北京银行	1.52%	1.60%	1.23%	1.28%	0.54%	1.08%	0.90%	0.81%	0.70%
上海银行	2.30%	2.22%	2.13%	2.10%	2.33%	1.37%	1.61%	1.87%	2.17%
江苏银行	1.09%	1.18%	0.80%	1.32%	0.98%	1.39%	1.89%	0.57%	2.26%
宁波银行	0.86%	0.90%	1.30%	1.38%	0.94%	1.22%	1.93%	1.66%	1.65%
南京银行	1.01%	1.20%	1.77%	1.80%	1.31%	1.37%	1.29%	2.41%	1.69%
杭州银行	2.33%	2.36%	2.11%	3.52%	2.20%	3.87%	2.17%	3.17%	2.18%
长沙银行	1.14%	2.97%	2.41%	2.49%	1.14%	1.74%	1.90%	1.23%	0.92%
成都银行	1.32%	2.17%	4.98%	2.80%	3.54%	3.57%	2.50%	1.63%	1.84%
重庆银行	1.43%	3.02%	1.37%	3.40%	1.70%	2.94%	1.73%	1.46%	0.97%
贵阳银行	3.04%	1.87%	1.55%	2.45%	2.28%	3.35%	1.56%	1.54%	1.40%
郑州银行	2.51%	4.89%	3.11%	2.53%	2.45%	2.49%	1.86%	2.20%	1.92%
青岛银行	7.99%	11.15%	6.13%	2.98%	1.91%	3.14%	6.39%	6.40%	2.11%
苏州银行	1.97%	1.36%	1.16%	1.58%	0.86%	1.06%	1.02%	1.40%	0.91%
齐鲁银行	2.88%	4.77%	2.49%	3.56%	2.22%	2.99%	2.63%	2.96%	2.51%
兰州银行	0.59%	1.02%	1.12%	2.55%	2.02%	1.36%	1.87%	1.36%	0.69%
西安银行	2.76%	5.20%	3.48%	3.93%	3.99%	3.53%	2.51%	2.65%	5.12%
厦门银行	10.80%	10.44%	9.64%	7.45%	4.74%	7.83%	7.01%	3.65%	2.94%
渝农商行	1.25%	1.64%	1.49%	0.71%	0.95%	1.02%	0.78%	0.42%	0.56%
沪农商行	8.93%	1.98%	2.83%	1.84%	1.62%	1.68%	1.55%	1.68%	1.17%
青农商行	2.14%	2.05%	2.25%	2.00%	2.06%	2.15%	2.63%	3.71%	2.75%
常熟银行	1.48%	3.18%	2.24%	2.59%	2.59%	2.61%	2.96%	3.14%	3.98%
紫金银行	0.46%	1.14%	0.38%	1.19%	0.57%	0.29%	1.04%	0.76%	0.34%
无锡银行	0.80%	1.19%	0.63%	1.09%	0.38%	0.70%	0.29%	0.66%	0.26%
张家港行	1.22%	0.77%	1.33%	2.14%	1.04%	1.44%	1.01%	0.77%	1.01%
苏农银行	2.09%	2.46%	1.95%	1.94%	0.99%	2.48%	2.27%	1.47%	0.73%
江阴银行	1.94%	1.15%	1.24%	1.18%	0.77%	0.69%	1.00%	0.62%	0.45%
瑞丰银行	1.22%	2.63%	0.56%	2.15%	4.55%	2.99%	2.00%	0.98%	0.29%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**业绩诉求较强的银行。**近年来伴随利率整体下行银行净息差收窄、零售信用风险暴露等外部因素，银行盈利压力加剧，基金投资的免税收入对银行吸引力或有所提升，若银行有较强的业绩诉求，或会考虑加大免税资金投放力度。

图31：我们测算股份行和城商行基金免税收入对净利润贡献度较高（亿元）

银行名称		免税收入			其中：基金分红收入			基金免税对利润贡献度			基金投资/总资产		
		2023	2024	2025H1	2023	2024	2025H1	2023	2024	2025H1	2023	2024	2025H1
国有行	工商银行	2611	2799	1468	105	101	73	0.7%	0.7%	1.1%	0.37%	0.33%	0.32%
	建设银行	2335	2469	1257	221	264	107	1.7%	2.0%	1.6%	0.63%	0.64%	0.59%
	农业银行	2075	2427	1329	85	-	-	0.8%	-	-	0.15%	0.14%	0.12%
	中国银行	1407	1429	979	71	-	172	0.7%	-	3.4%	0.31%	0.30%	0.32%
	交通银行	950	964	495	186	154	84	5.0%	4.1%	4.5%	1.29%	1.44%	1.32%
	邮储银行	765	783	412	336	308	159	9.7%	8.9%	8.0%	3.95%	4.83%	4.58%
股份行	招商银行	755	740	431	263	272	164	4.4%	4.5%	5.4%	2.20%	2.83%	2.11%
	兴业银行	556	523	231	245	258	102	7.9%	8.3%	5.9%	5.87%	5.45%	5.99%
	浦发银行	407	392	194	177	184	88	11.8%	10.0%	7.4%	4.83%	5.13%	4.82%
	中信银行	524	548	209	203	243	70	7.5%	8.7%	4.7%	4.65%	4.49%	4.41%
	民生银行	404	378	188	73	55	32	5.1%	4.2%	3.7%	1.71%	2.07%	1.97%
	平安银行	282	288	133	102	126	61	5.5%	7.1%	6.1%	2.96%	3.23%	3.51%
	光大银行	299	300	151	90	82	36	5.5%	4.9%	3.7%	4.38%	4.01%	3.02%
	华夏银行	139	156	81	-	-	-	-	-	-	4.58%	6.81%	6.42%
	浙商银行	123	131	65	50	62	31	8.0%	9.9%	9.6%	4.69%	5.27%	4.98%
城商行	北京银行	179	187	86	73	92	36	7.1%	8.9%	5.9%	5.42%	6.55%	6.64%
	上海银行	184	197	83	83	77	26	9.2%	8.1%	4.8%	6.89%	5.50%	4.51%
	江苏银行	211	253	146	108	143	83	9.0%	10.7%	9.8%	7.29%	8.52%	8.80%
	宁波银行	239	266		102	137	-	10.0%	-	-	7.62%	6.71%	5.06%
	南京银行	148	143	67	104	96	42	13.9%	11.8%	8.2%	7.61%	7.04%	5.65%
	杭州银行	94	107	63	13	24	24	2.3%	3.6%	5.2%	4.71%	3.96%	3.72%
	长沙银行	72	84	46	31	26	18	9.9%	8.2%	10.4%	7.48%	7.09%	6.46%
	成都银行	54	63	31	9	27	13	2.0%	5.3%	4.9%	2.87%	6.03%	5.76%
	贵阳银行	46	52	26	-	13	9	-	6.2%	9.2%	4.31%	4.71%	5.25%
	重庆银行	34	39	29	-	-	5	-	-	4.0%	0.57%	2.89%	2.50%
	郑州银行	25	28	10	6	12	2	8.1%	16.6%	2.8%	2.04%	2.22%	2.11%
	青岛银行	34	26	19	21	13	13	14.2%	7.6%	10.4%	7.20%	7.42%	6.44%
	苏州银行	24	25	15	12	14	9	6.2%	6.7%	7.2%	5.74%	6.73%	6.95%
	齐鲁银行	43	51	28	7	8	7	3.9%	4.3%	6.3%	3.82%	4.01%	3.65%
	西安银行	33	37	19	2	9	5	2.0%	8.7%	7.9%	3.59%	4.82%	3.90%
	厦门银行	34	34	16	15	18	8	13.4%	16.6%	15.7%	3.69%	4.92%	3.51%
	兰州银行	19	21	11	8	9	3	10.2%	11.0%	8.2%	1.45%	1.35%	1.95%
农商行	渝农商行	79	76	49	-	-	5	-	-	1.6%	2.51%	3.77%	3.84%
	沪农商行	55	59	31	20	18	9	4.1%	3.6%	3.2%	0.68%	1.23%	1.48%
	青农商行	40	41	18	20	22	10	19.2%	19.5%	11.6%	6.74%	7.75%	7.16%
	常熟银行	16	19	10	4	3	3	3.1%	2.0%	3.9%	2.64%	2.77%	2.56%
	无锡银行	18	18	9	6	9	4	7.1%	9.5%	6.5%	3.56%	4.29%	3.53%
	紫金银行	8	7	5	1	2	3	1.6%	3.0%	6.9%	-	-	-
	苏农银行	13	13	6	5	6	2	7.1%	8.0%	5.3%	4.64%	4.94%	4.29%
	张家港行	16	15	7	5	7	4	7.2%	8.8%	9.6%	3.57%	4.51%	4.39%
	瑞丰银行	17	22	11	8	10	5	11.4%	12.4%	13.8%	2.44%	2.27%	1.92%
	江阴银行	18	16	6	2	9	3	2.9%	10.7%	7.7%	4.28%	3.47%	3.47%
国有行	10143	10872	5939	1004	826	595	1.8%	1.5%	2.1%	0.74%	0.77%	0.72%	
股份行	3489	3457	1682	1203	1282	584	6.1%	6.3%	5.3%	3.94%	3.97%	3.88%	
城商行	1473	1612	695	595	719	302	7.9%	8.9%	6.3%	5.84%	6.22%	5.62%	
农商行	280	286	152	72	85	47	4.4%	5.0%	4.7%	2.52%	3.38%	3.22%	
上市银行	15384	16227	8467	2874	2912	1528	3.4%	3.4%	3.4%	1.97%	2.05%	1.92%	

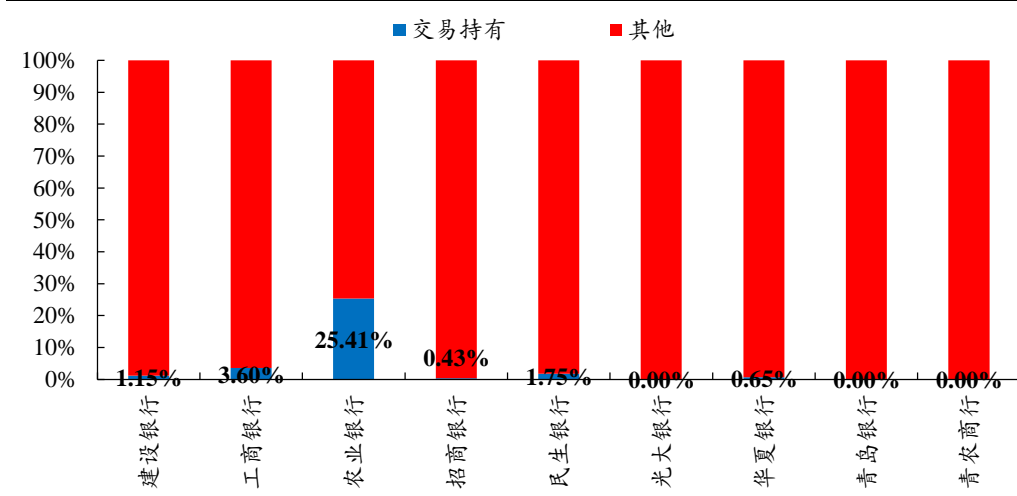
数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

### 3.2、赎回费率改革：或催化银行预防性赎回，更偏好定制债基、债券 ETF

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）》，对赎回费做出最新规定，对于股票型基金、混合型基金、债券型基金和基金中基金（FOF），对持有期<7天、7天≤持有期<30日、30日≤持有期<6个月的投资者，分别收取不低于赎回金额1.5%、1%、0.5%的赎回费。此外，对于交易型开放式指数基金（ETF）、同业存单基金、货币市场基金以及中国证监会认可的其他基金，基金管理人可以根据产品投资运作特点另行约定赎回费收取标准。

从银行持有基金策略来看，银行持有货基主要作为流动性管理工具，持有债基则是出于增厚收益和节税的考量。2025H1 部分上市银行披露了基金投资目的，农业银行交易目的持有的基金占比相对偏高为 25.4%，其他银行均低于 5%。

图32：银行持有基金多为非交易目的（2025H1）



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

#### 3.2.1、银行赎回基金的一般情形：收益考核、季末市值波动、金市止盈

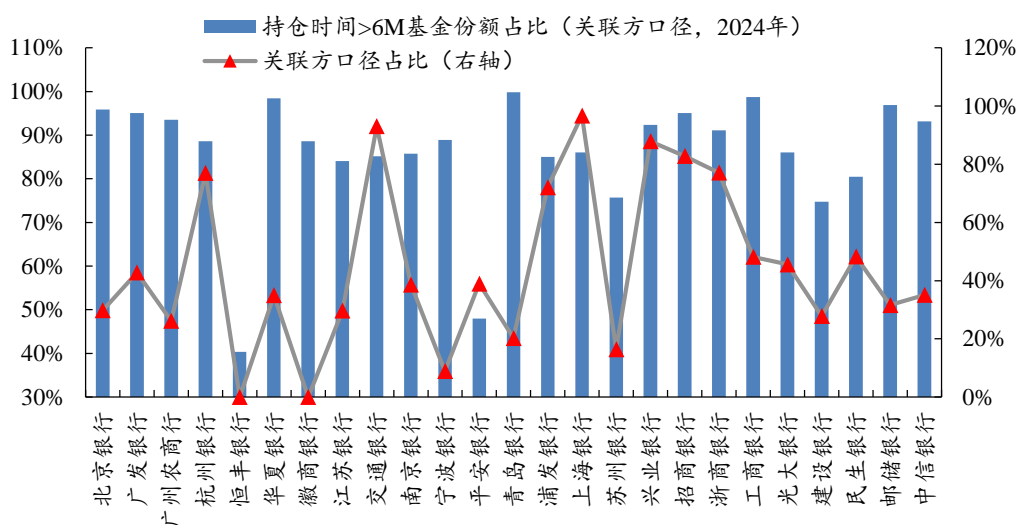
(1) **收益考核**：盈利压力下银行对基金收益考核加重，部分银行按照季频/月频考核基金收益率及市场排名情况，收益率较低的基金会被赎回。

(2) **季末基金市值波动**：季末债市利率大幅波动引发基金市值波动时，银行出于业绩稳定性的考虑赎回基金。

(3) **止盈诉求**：由于金市当年完成的营收/利润会作为第二年考核的基数，因此在金市考核完成时会考虑止盈，赎回部分基金。

我们根据关联方口径统计，对比 2025H1 末和 2024 年末银行持仓债基情况，银银持仓时间超 6 个月的基金份额占比超 90%，持仓规模相对稳定。具体来看，筛选 2024 年关联方口径占总基金持仓比例超 70% 的银行，持仓>6 个月的基金份额占比在 85%~95% 之间，如杭州银行（89%）、交通银行（85%）、浦发银行（85%）、上海银行（86%）、兴业银行（92%）、招商银行（95%）和浙商银行（91%），预计实际数据低于该值，构成业务关系的基金，银行持仓时间更长。

图33：银行持仓关联方债基时间>6M 份额占比较高

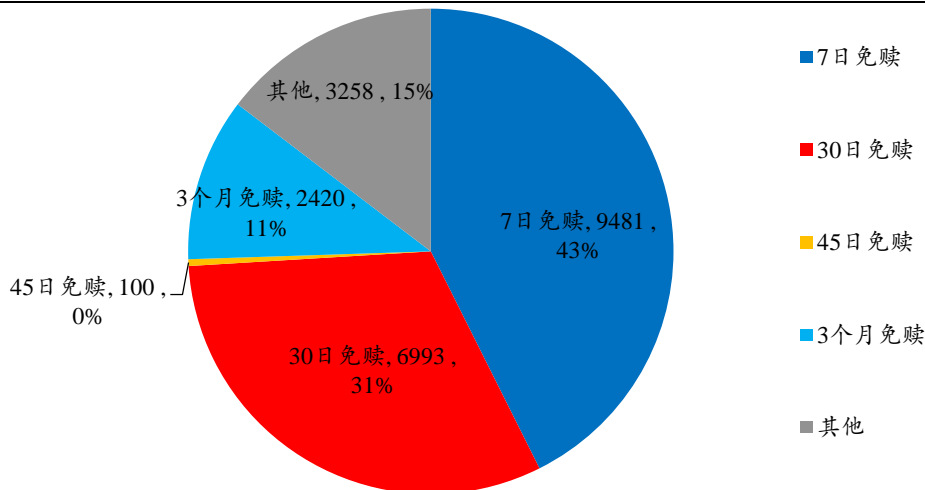


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2.2、短期银行或有预防性赎回，长期偏好定制债基、摊余成本法债基和债券 ETF

短期内，银行或赎回部分用于流动性管理的短久期利率债基和收益率较低的利率债基。2025H1 银行持仓债基中含 7 日免赎和 30 日免赎条款基金占比超 70%，即赎回费率改革后，银行若赎回持仓超过 7 天但不足 30 天、持仓超 30 天但不足 6 个月的基金将分别需额外支付 1%和 0.5%的赎回费。

图34：银行持仓债基 7 日免赎和 30 日免赎占比超 70%（关联方口径，亿份）



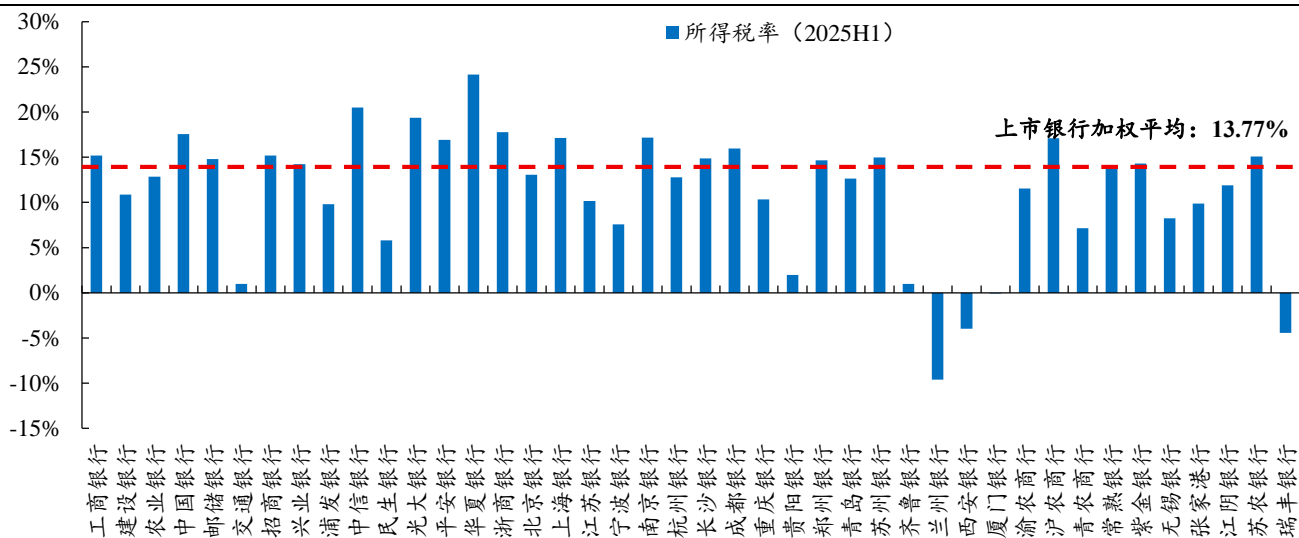
数据来源：Wind、开源证券研究所

**产品端：**（1）司库亦持有部分短久期利率债基作为流动性管理工具，这部分债基或被提前赎回。（2）虽然银行基金投资的主要诉求是获取免税的分红收入，但在基金收益率过低、利率波动太大、银行有止盈诉求的时候，也会赎回基金，针对当下收益率本就不高的利率债基，银行或有预防性赎回行为。

**银行影响：**（1）摊余成本法债基持仓规模大的银行赎回压力更小，利率波动不影响基金市值，对业绩稳定性的干扰较弱。（2）部分中小行免税额度或已达上限，持有基金收益考核诉求重，对基金波段操作较多，赎回压力更大。



图35：2025H1 部分城农商行所得税率已低于 5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

长期来看，定制债基、摊余成本法债基诉求或有抬升，ETF 有望扩容。(1) 节税诉求仍存，银行或更多通过委外定制基金的形式投资，享受基金的免税优势，同时规避赎回费率落地的影响。(2) 债市利率大幅调整引发的基金市值波动是银行季末赎回基金的原因之一，通过投资摊余成本法债基可减少利率波动引发的赎回行为。(3) ETF 不受本次费率改革影响，后续银行投资偏好有望提升，截至 2025 年 9 月 24 日，存量债券 ETF 仅有 53 只产品，存量规模有限，未来有望扩容。

表15：2025H1 银行持仓债券 ETF 情况

基金名称	持有人	成立日期	收益率(年化)	持有份额(万份)	持股比例(%)	持仓规模(亿元)	杠杆率(%)	重仓债券组合久期
大成深证基准做市信用债 ETF	兴业银行	2025-01-16	2.74%	1920	16.18	21.06	108.32	0.74
广发深证基准做市信用债 ETF	兴业银行	2025-01-22	2.25%	2057	14.76	20.78	100.07	2.90
鹏华中证 0-4 年期地方政府债 ETF	兴业银行	2020-07-30	0.60%	292	16.80	3.33	100.16	1.81
鹏华中证 5 年期地方政府债 ETF	招商银行	2019-08-23	0.51%	2028	57.45	23.59	100.03	4.33
海富通上证 5 年期地方政府债 ETF	招商银行	2019-11-07	0.62%	0.36	0.04	0.00	100.03	4.23
华夏上证基准做市国债 ETF	招商银行	2023-12-13	0.46%	0.09	0.03	0.00	100.04	6.04
易方达上证基准做市公司债 ETF	兴业银行	2025-01-16	2.23%	3877	18.40	39.19	100.07	6.24
华夏上证基准做市公司债 ETF	兴业银行	2025-01-16	2.52%	2954	13.82	29.89	100.06	7.95
海富通上证 10 年期地方政府债 ETF	中国银行	2018-10-12	1.18%	0.76	0.04	0.01	100.45	8.12
海富通中证短融 ETF	兴业银行	2020-08-03	1.55%	1750	4.00	20.13	102.70	0.22

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、投资建议

目前银行板块仍具有较强稳定红利属性的资金吸引力，保险中长期资金、公募低配资金、指数型基金及固收+产品仍构成稳定资金驱动。从性价比看，H 股仍领先于 A 股。(1) 资金属性——低配的权重股，受益标的招商银行、兴业银行等；(2) 稳定红利及扩散逻辑，受益标的农业银行、中信银行、北京银行等；(3) 兼具较强盈利确定性及客群优势，受益标的江苏银行、杭州银行等。

表16：推荐及受益标的盈利预测与估值

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收同比增长(%)			归母净利润同比增长(%)			EPS (元/股)			评级
		2025-09-24	2025E		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
601288.SH	农业银行	0.9	0.9	10.5	2.3	0.8	2.2	4.7	2.0	2.8	0.8	0.8	0.8	未评级
600036.SH	招商银行	1.0	0.9	14.5	-0.5	-1.8	2.2	1.2	-0.1	3.2	5.9	5.8	6.0	未评级
601166.SH	兴业银行	0.6	0.6	9.9	0.7	1.0	2.7	0.1	-0.4	3.3	3.7	3.7	3.8	未评级
601998.SH	中信银行	0.6	0.5	9.8	3.8	3.7	2.5	2.3	0.4	3.3	1.3	1.3	1.3	买入
601169.SH	北京银行	0.4	0.4	8.7	4.8	3.9	3.2	0.8	1.0	4.4	1.2	1.2	1.3	未评级
600919.SH	江苏银行	0.8	0.8	13.6	8.8	6.5	7.1	10.8	9.2	10.2	1.7	1.7	1.9	未评级
600926.SH	杭州银行	0.9	0.9	16.0	9.6	4.9	6.1	18.1	17.3	17.3	2.4	2.8	3.3	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：已评级标的盈利预测来自开源证券研究所，未评级标的预测来自万得一致预测，ROE为2024年数据）

5、风险提示

债市利率大幅波动：银行持仓基金多为市值法计量，债市利率大幅波动将加剧银行业绩波动。

监管政策趋严：银行投资基金主要为获取免税收入，若后续监管趋严如取消免税等，或将负向影响银行业绩。

## 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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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