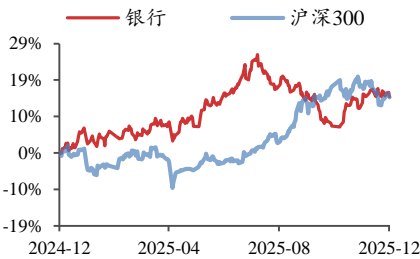


银行

2025 年 12 月 04 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

- 《理财投资权益的当下与未来—理财持仓全景扫描系列（七）》-2025.11.27
- 《存款非银化增长，波动率加大—行业点评报告》-2025.11.19
- 《2025Q4 上市银行 AC 潜在兑现及回补债券评估—行业深度报告》-2025.11.18

存款偏离与指标问题对当前司库策略的影响

——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

● 司库负债策略讲究头寸、指标与成本的三面平衡

平头寸（补齐流动性缺口）：1、当期缺口：总行需根据经营机构报备的每日走回款情况，对全行当日资金余缺进行调剂。2、预期缺口——基于银行对资产负债两端现金流预判，评估未来一段时间内可预见的流动性缺口，有以下几种模式：（1）负债稳健，长期资产投放型，国有行为主。（2）中期融资压力型：3M-1Y 负缺口突出，对市场利率波动敏感。（3）滚动融资压力型：1M 以内负缺口占比较大。**流动性风险指标：**需满足 LCR、NSFR、LR、LMR 和存款准备金率等指标要求。**负债成本管理是“效益线”：**通过 FTP 等定价工具引导综合负债成本优化。

● 当前司库策略简析：长资金、短存款、控成本、抬指标

现阶段形势：银行成本压力阶段缓解，预期缺口扩大，流动性风险指标承压。

- 成本压力缓解：**资产端反内卷，部分银行逐笔管控一般性贷款税后收益率不得低于同期限国债收益率；负债端高息定期到期重定价支撑存款成本改善。
- 预期缺口负担加重：**一是银行存款偏离度扩大：一般性存款非银化、银行主动吸收期限更短的存款以及政府债集中发行、资本市场行情调整等因素，均会在特定时点显著放大存款的波动。二是高息定存集中到期，我们测算 2025H2 原始期限 2 年以上高息定存预计到期 17 万亿元，2026H1 为 26 万亿元。
- 流动性风险指标管控压力抬升，**部分股份行 NSFR 下滑较快。虽然央行态度偏呵护，但补缺口不补指标，除降准外央行其他工具对改善指标作用均不显著。我们判断下阶段司库流动性调节缺口与指标的方式更多依赖于负债端，资产端以优质流动性资产储备为主，对存款和市场化资金重点执行“短存款、长资金”的策略。（1）存款：配合长期限定存的集中到期，通过 FTP 引导新起息存款结构短期化。（2）同业负债：兼顾风险指标、资金缺口和消化过去较高的流动性成本，适当拉长同业定存及 NCD 期限。

● 同业存单定价或更多反映银行内部管理诉求，关注 2026Q1 配置机会

同业存单的资金属性或逐渐减弱，定价更多反映银行内部管理诉求。下阶段，因司库的成本管控诉求增强，其用于调控缺口和指标的市场化资金来源几乎仅剩于央行投放及 NCD 供给，发行 NCD 对维护预期缺口及拉升 LCR 都有重要作用。**关注 2026Q1 同业存单配置机会。**（1）信贷节奏较大概率前置，存款偏离问题或难匹配贷款强度，预计 2026 年上市银行 Q1 信贷增量占全年比例超 60%；（2）高息定存集中到期，存款流失可能导致预期缺口扩大。（3）发行长期限 NCD 可不同程度改善多个流动性风险指标。

● 投资建议

（1）底仓配置：大型国有银行。受益标的**农业银行、工商银行**；（2）核心配置：头部综合龙头。受益标的**招商银行、兴业银行**，推荐标的**中信银行**；（3）弹性配置：受益标的**江苏银行、重庆银行、渝农商行**。

● 风险提示：宏观经济增速下行；债市利率大幅波动。

目 录

1、司库负债策略讲究头寸、指标与成本的三面平衡	4
1.1、司库策略理论概述	4
1.2、头寸缺口——解决“够不够”的问题	4
1.3、流动性风险指标——解决“稳不稳”的问题	6
1.4、负债成本——解决“贵不贵”的问题	12
2、当前司库策略简析：长资金、短存款、控成本、抬指标	14
2.1、形势：成本压力阶段缓解，预期缺口扩大，流动性风险指标承压	14
2.2、司库平滑缺口与改善指标的方法不多，费改新规后基金流转受限	19
2.3、同业存单的资金属性或逐渐减弱，定价更多反映银行内部管理诉求	20
2.4、IRRBB 指标压力或催化司库在利率合意位置增发长期金融债	22
3、关注 2026Q1 同业存单配置机会	22
4、投资建议	23
5、风险提示	24

图表目录

图 1：商业银行流动性风险监管及监测指标体系	7
图 2：国有行 Q2 和 Q4 LCR 缓冲空间一般更充足（%）	8
图 3：股份行 Q2 和 Q4 LCR 缓冲空间一般更充足（%）	8
图 4：国有行 LCR 缓冲空间高（PCT）	9
图 5：国有行 A —LCR 各分项环比上季度增减变化（亿元）	9
图 6：同业存单利率运行在存款成本率-MLF（1Y）利率区间内	13
图 7：2025.08 以来，央行 MLF 和买断式逆回购合计净投放单月维持在 6000 亿元	13
图 8：2025 年 5 月以来，同业存单月度加权平均发行利率低于 1.70%	14
图 9：2025H1 上市银行净息差为 1.40%	14
图 10：2025Q3 商业银行净息差环比持平于 1.42%（%）	14
图 11：根据我们测算，仅考虑定存重定价，2026H1 上市银行存款成本降幅为 12.4BP	15
图 12：剔除非银存款后，8 月以来大行存贷增速差负缺口持续收窄	15
图 13：剔除非银存款后，8 月以来中小行存贷增速差持续回落	15
图 14：2025 年 6 月以来，除 10 月外商业银行 NCD 净融资额均为负（亿元）	15
图 15：上市银行 1 年内（含）流动性敞口/总资产	16
图 16：上市银行 1 年（含）以上流动性敞口/总资产	16
图 17：2025H1 各类型银行存款偏离度同比扩大（测算值）	16
图 18：2025H1 四大行存款偏离度抬升明显（测算值）	17
图 19：2025Q3 上市银行 LCR/NSFR 环比变动情况：NSFR 波动较小（%，BP）	18
图 20：2025H1 银行持仓货基和短期纯债型基金占比合计 9.8%（关联方口径）	20
图 21：2025H1 上市银行同业负债成本为 1.97%	20
图 22：11 月银行 NCD 发行期限拉长（年）	20
图 23：存单利率与资金利率背离反映银行需要中长钱（%）	21
图 24：央行可通过公开市场操作为银行体系注入中长期流动性	21
图 25：上市银行贷款投放节奏不断前置：2024Q1 贷款增量占比为 56%	23

表 1: 2025H1 多数上市国股行备付率较 2024 年提升 (测算值)	5
表 2: 上市银行预期流动性缺口/总资产统计, 国有行为典型“借短放长”模式 (2024-2025H1)	5
表 3: LCR 的分子——合格优质流动性资产 (无变现障碍资产)	7
表 4: LCR 的分母——未来 30 天净现金流出	7
表 5: 国有行 A/B LCR 指标各分项对比, A 银行 Q1 指标边际承压 (环比增量。亿元)	10
表 7: 净稳定资金比例 (NSFR) 分子——可用稳定资金系数	12
表 8: 净稳定资金比例 (NSFR) 分母——所需稳定资金系数	12
表 9: 根据我们测算, 2026H1 上市银行到期 2Y 以上高息定存规模为 26 万亿元	17
表 10: 预计 2025、2026 年理财将分别有 0.61 万亿元、1.16 万亿元 3Y 协议存款到期	18
表 11: 央行操作对银行流动性风险监管指标影响不大	19
表 12: 国内系统重要性银行 IRRBB 定量测算: 部分银行 Δ EVE 贴近-15%监管上限 (亿元)	22
表 13: 发行 9M 及 1Y 同业存单可改善多项流动性指标	23
表 14: 受益标的一览	24

1、司库负债策略讲究头寸、指标与成本的三面平衡

1.1、司库策略理论概述

司库策略是银行流动性管理的核心，其统筹资金获取与分配，实现多面平衡。什么是司库呢？顾名思义，它承担着司理银行库房的重要职能，因为银行是经营资金的金融机构，这个库房相当于全行的资金池，资金的一进一出就反映着司库的工作状态。司库平时要统筹好资金的来源和去向，既要平衡长短又要兼顾收益，高阶的司库还要做好市场预判，在利率低位时积极储备市场化资金，在利率高位时引导增加高收益资产配置。优秀的司库还要调动分支机构，使得全行协同运转。所以一个理想的司库应实现“量价险”以及“流动性、安全性和盈利性”的动态平衡。在机构设置上，一般司库放在资产负债管理部，也有的放在金融市场部，早期还有一些银行成立专门的“库务部”。

做好司库并不是一份简单的工作，它试图解决银行流动性、安全性和盈利性的“不可能”三角。因为资金业务的量（限额）和价（FTP）都把控在这里，有时司库还会成为行里的矛盾焦点，比如司库的传统角色是保障流动性和监管指标，但持有大量低收益的流动性资产、进行对冲操作（如利率互换）都需要成本，这些成本如果平摊给各业务条线，业务部门会认为司库“拖了后腿”，增加了他们的运营成本。现代银行司库也承担着一定盈利职能，即通过自营资金交易（如债券投资、外汇交易等）为银行赚钱，一旦交易亏损，司库会遭受严厉的指责；如果盈利，业务部门又可能觉得司库占用了本该属于他们的资金。所以“成本中心”和“利润中心”这种角色的双重性，让司库怎么做都容易招致批评。尤其 FTP 这个工具向业务部门“出售”资金，FTP 定价的高低直接决定了业务部门的利润空间，自然成为争论和矛盾的焦点。

司库负债的含义：对于司库负债，狭义理解可以将其定义为：银行主要基于流动性管理诉求，能自主可控、相对市场化的一些资金来源，比如央行工具/同业融入/发行同业存单/发行金融债等。广义上讲，司库负债是银行资产负债管理部需要为其成本、结构和稳定性承担最终管理责任的所有资金来源。它不仅包括司库主动发起的市场化融资工具（MLF、同业存单、金融债等），也包括更核心的客户存款，司库通过内部资金转移定价（FTP）间接同时有力掌握存款规模和期限结构。

1.2、头寸缺口——解决“够不够”的问题

平头寸（补齐流动性缺口）是第一要务，司库管理的第一目标是保障资金来源与运用上的匹配。在缺口管理上体现为两种形式：当期缺口和预期缺口。当期缺口指日间流动性缺口，主要是当日全行走回款形成的头寸差额。总行需根据经营机构通过资金管理系统报备的每日走回款情况，对全行当日资金余缺进行调剂。这对系统建设和分支行层面的监测考核都有很高的要求。如果分支行的头寸预报与实际情况偏差较大，将对司库的资金使用形成干扰。有的银行日间头寸波动较大，因此其流动性策略相对保守，需确保账上有足够的备用金。但由于冗余资金运用的回报率并不高（趴在央行仅有 0.35% 的利率），从重视效益追求精细化管理的角度，也有银行愿意适度将备付水平保持低一些。

表1：2025H1 多数上市国股行备付率较 2024 年提升（测算值）

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%
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%

数据来源：Wind、开源证券研究所

预期缺口——基于银行对未来资产负债两端的现金流预判，评估未来一段时间内可预见的流动性缺口（未来一段时间到期的资产规模-到期的负债规模）。按上市银行的缺口特征，可以分为以下几种模式：

（1）负债稳健，长期资产投放型。工商银行、建设银行、农业银行、招商银行等，5 年以上正缺口占比>30%；

（2）中期融资压力型：3 个月-1 年负缺口突出。邮储银行（-21.8%）、重庆银行（-24.0%）、贵阳银行（-14.5%）等，这些银行在半年到一年时间段有较大的资金到期缺口，需要频繁进行中期融资，对市场利率波动非常敏感；

（3）滚动融资压力型：1 个月内负缺口占比较大。宁波银行（-10.3%）、光大银行（-7.2%）、上海银行（-7.3%）、兴业银行（-5.0%）等；

（4）结构优化/收益导向型：1-5 年正缺口占比在 2025H1 显著提升（增长 5pct 或以上）有宁波银行、南京银行、厦门银行、西安银行等。可能是主动调整期限结构，增加了中期资产配置，以匹配负债，或旨在提高收益同时增加风险偏好。其中，宁波银行同时具备滚动融资（1 个月内：-10.3%）和收益导向（1-5 年：19.3%）特征，错配能够稳定息差但同时带来流动性管理的挑战，对市场信心和融资渠道的稳定性要求较高。

表2：上市银行预期流动性缺口/总资产统计，国有行为典型“借短放长”模式（2024-2025H1）

银行名称	1 个月内		1 至 3 个月		3 个月至 1 年		1 至 5 年		5 年以上		流动性敞口	
	2024	2025H1	2024	2025H1	2024	2025H1	2024	2025H1	2024	2025H1	2024	2025H1
工商银行	0.2%	-0.5%	-2.8%	-3.5%	-4.6%	-3.3%	2.0%	2.6%	37.6%	36.4%	8.2%	7.9%
建设银行	-1.7%	0.1%	-1.9%	-3.6%	0.2%	-2.3%	4.2%	5.9%	31.3%	30.4%	8.2%	8.1%
农业银行	2.2%	1.7%	-5.2%	-4.3%	-3.2%	-4.5%	2.6%	2.3%	40.4%	36.6%	6.9%	6.3%
中国银行	-1.7%	-3.9%	-4.1%	-3.2%	-0.2%	0.3%	10.0%	11.5%	27.8%	27.8%	8.4%	8.5%
邮储银行	-4.7%	-0.5%	-14.2%	-2.9%	-7.7%	-21.8%	17.3%	17.0%	30.3%	29.0%	5.2%	5.4%
交通银行	-3.1%	-2.8%	-5.5%	-4.6%	-2.6%	-6.8%	7.3%	8.9%	28.2%	28.5%	7.8%	8.5%

招商银行	3.6%	0.8%	-2.7%	-2.0%	7.7%	8.1%	19.1%	20.2%	31.7%	31.8%	20.5%	20.6%
兴业银行	0.4%	-5.0%	-3.8%	-4.6%	-2.1%	1.5%	11.0%	8.8%	46.8%	46.8%	28.4%	26.8%
浦发银行	-2.3%	-4.2%	-4.1%	-1.8%	0.4%	-1.2%	13.3%	15.3%	24.6%	24.1%	15.6%	16.7%
中信银行	0.5%	-2.4%	-6.2%	-6.6%	-3.4%	-2.6%	16.2%	18.3%	23.4%	23.7%	8.5%	8.4%
民生银行	1.3%	-2.2%	-7.0%	-7.7%	-5.5%	-0.3%	16.1%	17.2%	22.5%	22.8%	8.4%	9.0%
光大银行	-5.1%	-7.2%	-5.9%	-5.4%	-4.6%	-4.0%	10.7%	12.1%	18.5%	19.4%	8.5%	8.2%
平安银行	-4.1%	-4.3%	-1.0%	-2.5%	1.2%	3.0%	15.2%	17.9%	20.9%	20.3%	15.9%	15.6%
华夏银行	-4.2%	-4.6%	-10.6%	-12.9%	-7.0%	-3.5%	17.5%	17.8%	19.0%	18.4%	6.5%	6.3%
浙商银行	-0.9%	-1.9%	-4.6%	-4.9%	-4.6%	-2.4%	8.5%	7.2%	18.3%	19.1%	8.5%	7.6%
北京银行	0.7%	1.8%	2.4%	-2.8%	2.1%	-3.3%	10.0%	14.0%	23.5%	22.1%	24.6%	17.3%
上海银行	-5.9%	-7.3%	-7.8%	-4.1%	-3.7%	-6.2%	10.4%	10.2%	22.4%	22.7%	7.2%	7.1%
江苏银行	-4.4%	-4.0%	-4.9%	-4.0%	-6.7%	-9.4%	6.5%	6.4%	21.8%	22.2%	7.6%	6.7%
宁波银行	-7.7%	-10.3%	-3.9%	-8.4%	1.4%	5.8%	10.3%	19.3%	19.9%	21.8%	14.2%	14.7%
南京银行	1.4%	-3.9%	-4.4%	-1.4%	-4.5%	7.5%	2.4%	9.9%	20.5%	18.5%	13.7%	12.7%
杭州银行	-1.5%	-1.5%	-2.6%	-5.6%	-6.3%	-3.3%	21.1%	21.4%	22.6%	21.5%	15.6%	16.0%
长沙银行	2.9%	-1.5%	-7.1%	-5.9%	-4.7%	-3.5%	13.9%	12.8%	21.4%	21.6%	6.4%	6.0%
成都银行	-5.9%	-7.0%	-5.3%	-4.2%	-10.5%	-5.5%	16.0%	11.1%	21.3%	21.4%	6.4%	6.0%
重庆银行	5.0%	5.3%	-2.5%	-7.2%	-23.5%	-24.0%	19.1%	19.9%	23.1%	27.5%	16.6%	16.5%
贵阳银行	-0.7%	-1.4%	-6.8%	-3.8%	-11.7%	-14.5%	18.1%	18.6%	34.7%	34.7%	28.3%	30.9%
郑州银行	0.1%	1.3%	-1.1%	-2.1%	-7.1%	-6.8%	4.9%	3.1%	16.4%	14.8%	6.5%	6.1%
青岛银行	0.0%	0.1%	-3.1%	-4.8%	-10.5%	-9.3%	9.2%	10.9%	20.7%	20.4%	6.5%	6.3%
苏州银行	-7.7%	-9.6%	-4.3%	-1.7%	7.6%	2.2%	10.7%	15.6%	14.7%	16.7%	15.4%	16.0%
齐鲁银行	-1.9%	-1.1%	-5.9%	-5.9%	-4.6%	-5.9%	10.6%	12.7%	20.0%	19.0%	7.0%	6.7%
兰州银行	-7.9%	-6.7%	1.3%	4.0%	4.9%	-4.5%	-3.0%	0.6%	27.2%	34.3%	10.7%	14.4%
西安银行	-2.6%	-5.9%	-2.0%	-1.3%	-1.7%	-5.0%	-4.4%	9.3%	23.2%	19.2%	5.8%	6.3%
厦门银行	0.0%	0.0%	-5.6%	-7.2%	-1.9%	-6.0%	5.3%	13.5%	21.5%	21.4%	12.9%	14.6%
渝农商行	-6.9%	-3.9%	-11.4%	-4.3%	-7.1%	-18.3%	18.8%	17.7%	26.4%	26.6%	8.1%	7.7%
沪农商行	1.4%	2.5%	-2.4%	0.3%	-0.2%	-6.2%	14.3%	13.4%	23.6%	25.6%	18.3%	18.0%
青农商行	4.7%	3.3%	-2.6%	-2.0%	-4.9%	-2.0%	8.8%	11.0%	18.2%	16.3%	8.3%	8.3%
常熟银行	-2.3%	-7.9%	-4.6%	-3.3%	12.3%	-3.1%	-4.8%	0.8%	22.3%	22.3%	17.6%	14.6%
紫金银行	0.0%	0.0%	12.4%	12.8%	1.4%	-7.7%	-0.6%	7.6%	15.3%	15.7%	7.4%	7.5%
无锡银行	-4.1%	3.7%	-6.5%	5.2%	17.4%	-6.8%	6.4%	12.2%	20.1%	20.5%	17.8%	14.3%
张家港行	-2.6%	2.4%	-1.5%	4.1%	7.1%	-4.6%	-0.5%	3.0%	20.4%	18.4%	15.9%	16.5%
江阴银行	-6.8%	-2.5%	-0.5%	3.8%	14.0%	7.4%	9.5%	8.0%	11.4%	10.0%	13.2%	12.0%
苏农银行	0.3%	-0.1%	0.7%	2.0%	12.4%	5.9%	-3.7%	2.2%	17.1%	15.4%	13.2%	12.1%
瑞丰银行	-5.4%	-6.6%	-3.3%	-0.8%	0.8%	-1.9%	16.9%	9.9%	22.5%	27.5%	18.6%	18.5%
国有行	-0.8%	-0.6%	-4.5%	-3.7%	-2.7%	-4.5%	5.7%	6.4%	33.9%	32.5%	7.7%	7.5%
股份行	-0.5%	-3.2%	-4.8%	-4.8%	-1.0%	0.6%	14.6%	15.5%	27.2%	27.2%	15.0%	14.9%
城商行	-2.5%	-3.5%	-3.6%	-4.2%	-3.9%	-3.8%	10.0%	12.6%	21.9%	21.9%	13.1%	11.9%
农商行	-2.1%	-0.8%	-4.4%	-0.4%	0.6%	-8.0%	11.1%	12.0%	22.3%	22.8%	13.3%	12.6%
上市银行	-0.9%	-1.5%	-4.5%	-3.9%	-2.3%	-3.4%	8.2%	9.1%	31.0%	30.2%	10.0%	9.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、流动性风险指标——解决“稳不稳”的问题

五大指标为主体的监管指标体系：

流动性覆盖率（LCR），优质流动性资产/未来 30 天现金净流出，2018 年起≥100%，侧重短期资金和优质流动性资产储备；——有时银行在季末等关键时点有意融出短钱或增加短债、货基等，旨在增加未来 30 天现金净流入；同理，有时银行在季末会约束卖出回购获取资金的规模，因质押券被冻结后无法计入 HQLA，影响指标；

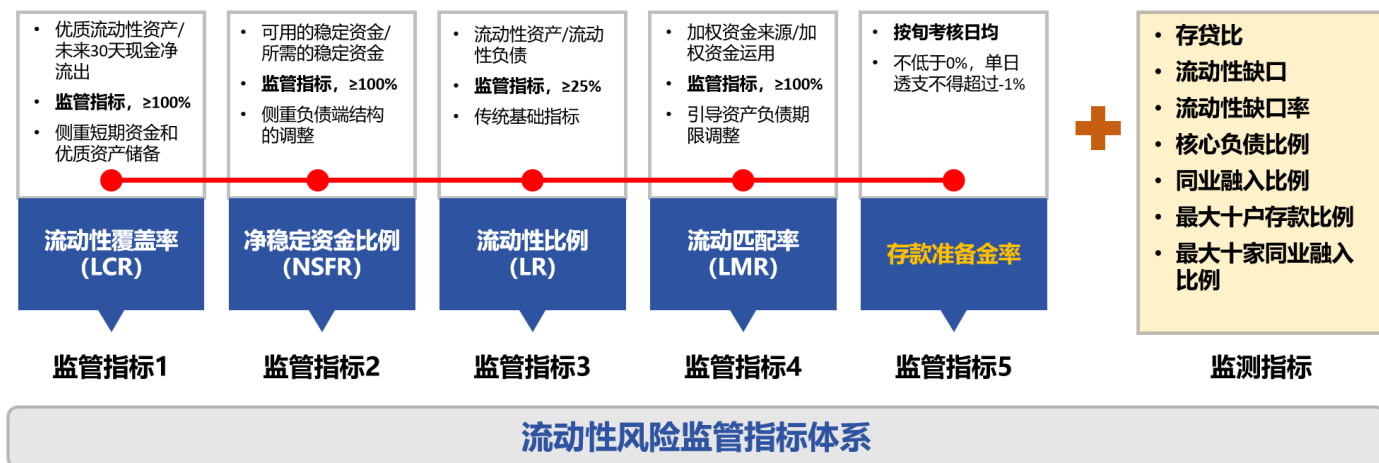
净稳定资金比例 (NSFR)，可用稳定资金/所需稳定资金 $\geq 100\%$ ，侧重中长期资产负债结构，通常波动幅度较小，股份行压力相对较大；

流动性比例 (LR)，流动性资产/流动性负债 $\geq 25\%$ ，传统基础指标；

流动性匹配率 (LMR)，加权资金来源 / 加权资金运用。2020 年起 $\geq 100\%$ ，对于中小行的简化版 NSFR，引导资产负债期限调整；

存款准备金率，按旬考核日均，不低于 0%，单日透支不超过-1%。

图1：商业银行流动性风险监管及监测指标体系



资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

表3：LCR 的分子——合格优质流动性资产（无变现障碍资产）

合格优质流动性资产（无变现障碍资产）			折算率
一级资产		现金	100%
		超额准备金	
		存款流失可释放的法定准备金	
		风险权重为 0% 的主权实体、央行及部分国际组织发行或担保的证券(国债、政金债、资产管理公司债、汇金债、财政部担保的地方政府债)	
二级资产	2A 级资产 (不超过 HQLA 的 40%)	信用评级 AA-及以下的非金融公司债	85%
		风险权重为 20% 的主权实体、央行及部分国际组织发行或担保的证券(地方政府债等)	
	2B 级资产 (不超过 HQLA 的 15%)	信用评级 BBB-至 A+的非金融公司债	50%

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

表4：LCR 的分母——未来 30 天净现金流出

项目	分类	提取率
未来 30 天内预期现金流出项目	零售存款（活期与剩余期限 30 天内的定期）	稳定存款
		5%（满足相关条件的为 3%）
	无抵（质）押批发融资	欠稳定存款
		10%
		小企业活期与剩余期限 30 天内的定期
		归为稳定存款的 5%（符合条件的为 3%），欠稳定为 10%
	业务关系存款（清算、托管与现金管理业务）	25%（符合条件的为 5%或 3%）
		由非金融机构、主权实体、央行、多边开发银行和公共部门实体提供的非业务关系存款
	其他法人客户提供的融资	40%（符合条件的为 20%）
	抵（质）押融资	其他法人客户提供的融资
		100%
	以一级资产作为抵质押品	0

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

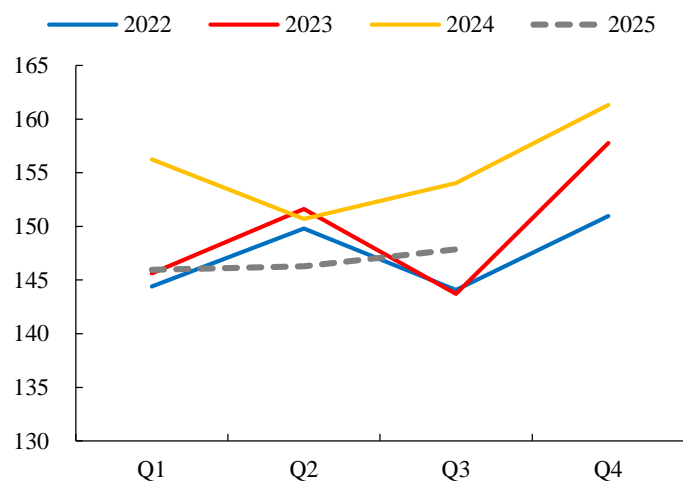
7 / 26

未来 30 天内 预期现金流 入项目		以 2A 资产作为抵质押品	一般为 15%，央行作为交易对手方时为 0
		以 2B 资产作为抵质押品	一般为 50%
		以其他资产作为抵质押品	100%
	逆回购与借入证券	抵质押品未用于再抵质押融资	一级资产：0
			2A 资产：50%
			2B 资产：50%
			其他抵质押品担保的保证金贷款：50%
			其他抵质押品：100%
		抵质押品用于再抵质押融资	0
	来自不同交易对手的其他现金流入	零售、小企业、非金融机构等的现金流入	50%
		来自金融机构与央行的现金流入	100%
		30 天内到期的、未纳入合格优质流动性资产的证券产生的现金流入	100%
		存放于其他金融机构的业务关系存款	0%
	信用、流动性与或有融资便利	/	0%
	其他现金流入项	衍生产品交易的净现金流入	100%
		其他 30 天内到期的契约型现金流入（不含非金融业务收入产生的现金流入）	由银行业监督管理机构视情形确定

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

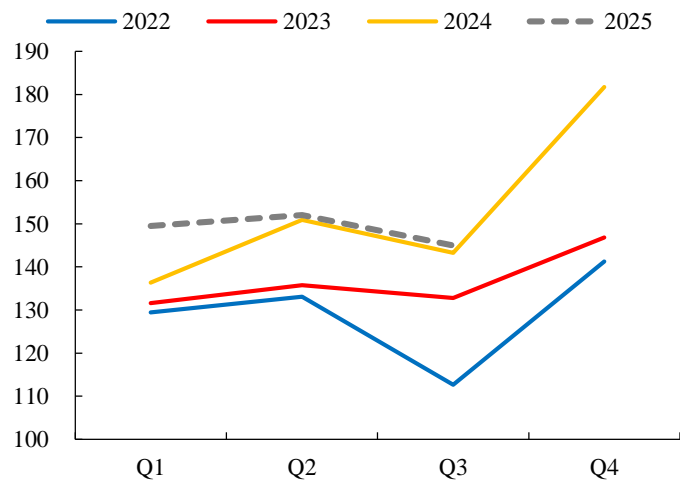
LCR 呈现季节性规律，半年末、年末时点通常高于季度末。我们观察部分按时点披露 LCR 指标的国有行和股份行表现，半年和年末通常会保有更充分的缓冲空间。虽然同是季末，但 Q1 和 Q3 的考核压力要显著低于半年和年末，因为半年和年末是监管考核、内外部审计和信息披露的最关键时点，所以银行可能会花费额外的成本来保持指标美观。在指标达标后，可能会迅速将之前囤积的流动性资产用于收益更高的资产配置（如放贷、投资等），导致 LCR 从峰值回落。因此 Q1 及 Q3 的披露值反映的是考核后、业务扩张期的相对低点。

图2：国有行 Q2 和 Q4 LCR 缓冲空间一般更充足（%）

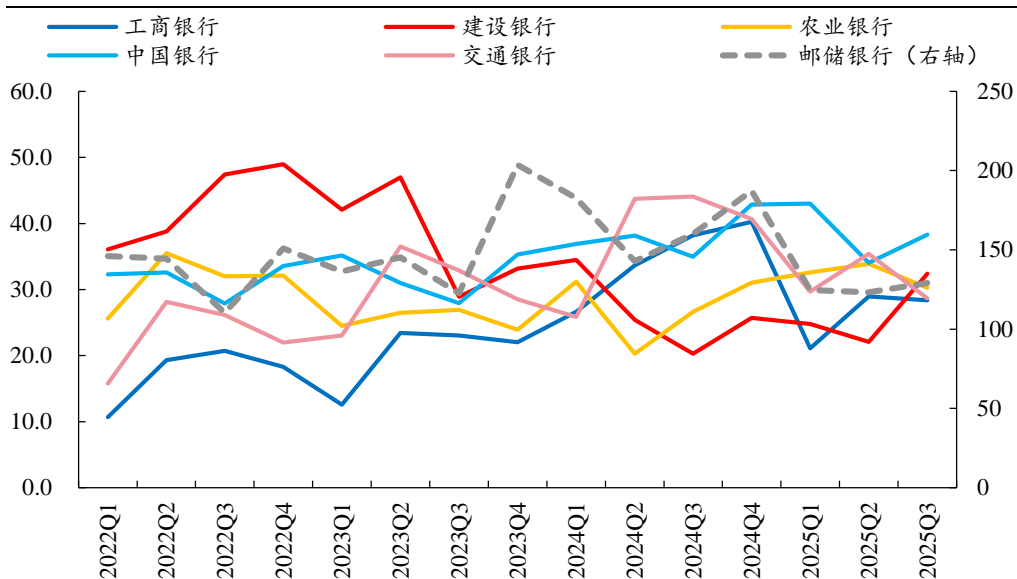


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：国有行 LCR 算数平均值）

图3：股份行 Q2 和 Q4 LCR 缓冲空间一般更充足（%）

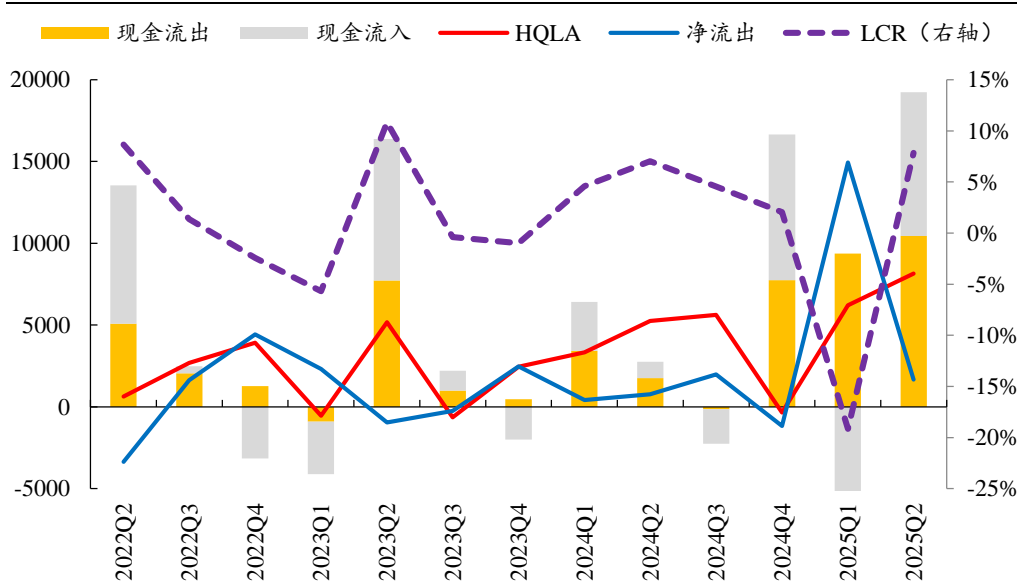


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：股份行 LCR 算数平均值）

图4：国有行 LCR 缓冲空间高（PCT）


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：高级法银行披露 LCR 数据为最近一个季度内 92 个自然日数值的简单算术平均值，非时点数。）

不同银行的策略和指标稳定性差异较大。国有大行普遍保持在 120%-140% 区间，波动率较低，这反映了其强大的核心存款基础、稳定的负债来源以及与央行的紧密关系。股份行波动较大，且部分时点较接近监管底线（如平安银行 2023Q3 为 101%），反映其对批发融资依赖度更高，必须进行更主动和频繁的流动性管理，导致 LCR 在部分时点冲高。我们以国有行 A 为例，来说明 2025Q1 为了稳定 LCR 指标，银行司库的策略调整。

图5：国有行 A —LCR 各分项环比上季度增减变化（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

(1) 2025Q1 国有行 A 的 LCR 大幅下降，主要因未来 30 天现金净流出显著增加，即现金流入减少（同业融出收缩）的同时，预期现金流出大幅增加，或主要是受同业存款自律影响，大量同业活存转短定存所致。

(2) 2025Q1 非业务关系存款折算前后的增加比例背离，折算前环比增加 4065

亿元，折算后则更加 6125 亿元，说明这新增的 4065 亿元存款中，包含了更高比例的、适用于更高流出折算率的存款类型（手工补息整改后，部分企业绕道财务公司做的同业高息存款又被同业自律要求挤出）注：同业活期（具有结算、托管、现金服务协议等业务背景）可构成业务关系存款，对流动性风险指标有一定帮助，这也是部分银行在季末高价吸收同业活期存款的原因之一。

（3）我们观察到为了维持指标稳定，国有行 A 在 Q1 增加较多 HQLA（+6218 亿元），但由于 30 天内现金流出幅度较大（+9363 亿元），LCR 指标最终下降 19.16pct。

表5：国有行 A/B LCR 指标各分项对比，A 银行 Q1 指标边际承压（环比增量。亿元）

项目	国有行 A				国有行 B			
	2025Q1		2025Q2		2025Q1		2025Q2	
	折算前	折算后	折算前	折算后	折算前	折算后	折算前	折算后
合格优质流动性资产		6218		8152		746		619
现金流出								
零售存款、小企业客户存款，其中：	13425	1335	3088	311	10611	941	-381	7
稳定存款	103	3	-22	-1	2395	120	-902	-45
欠稳定存款	13322	1332	3110	311	8216	822	521	52
无抵（质）押批发融资，其中：	-5155	3805	12099	7601	-11083	-5802	8097	6258
业务关系存款（不包括代理行业务）	-9291	-2390	2737	684	-6582	-1651	967	243
非业务关系存款（所有交易对手）	4065	6125	8538	6092	-4639	-4289	5819	4704
无抵（质）押债务	71	71	825	825	138	138	1311	1311
抵（质）押融资		-24		-4		-13		-2
其他项目，其中：	4375	4222	2864	2532	424	85	581	95
与衍生产品及其他抵（质）押品要求相关的现金流出	4226	4226	2480	2480	100	100	28	28
与抵（质）押债务工具融资流失相关的现金流出					0	0	23	23
信用便利和流动性便利	149	-4	383	52	325	-15	531	45
其他契约性融资义务	45	45	37	36	-38	-39	-1	-1
或有融资义务	1119	-21	3125	-28	-335	304	1029	-650
预期现金流出总量		9363		10447		-4523		5708
现金流入								
抵（质）押借贷（包括逆回购和借入证券）	-5197	-5537	4264	4211	-5198	-5198	3062	3062
完全正常履约付款带来的现金流入	-6699	-4600	2542	2088	-588	-451	1634	1163
其他现金流入	4572	4559	2490	2484	76	85	-230	-204
预期现金流入总量	-7324	-5578	9296	8784	-5709	-5564	4466	4021
合格优质流动性资产		6218		8152		746		619
现金净流出量		14941		1663		1040		1687
流动性覆盖率（%）		-19.16%		7.85%		-0.94%		-2.73%

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

存款结构不佳导致 LCR 承压，银行短期较快能调回指标的方式主要就是发行同业存单（剩余期限>1M），因 LCR 对未来 30 天内到期的同业存单较为敏感，所以为了同时满足头寸（跨季）和指标需要，司库愿意将发行期限保持在 3M，这样我们看到国有行在 2025.03 密集供给 3M 同业存单，除了配合贷款冲量外可能也有改善指标这方面的考虑。

表6：国有行在 2025.03 密集供给 3M 同业存单（亿元）

时间	国有行					股份行					城商行					农商行				
	1M	3M	6M	9M	1Y	1M	3M	6M	9M	1Y	1M	3M	6M	9M	1Y	1M	3M	6M	9M	1Y
2025-01-05	0	0	0	0	3	2	2	0	0	7	522	172	21	3	25	1	2	7	0	2
2025-01-12	24	46	6	70	1214	6	53	83	27	739	769	149	624	44	217	151	61	65	24	38
2025-01-19	10	54	188	40	1990	80	32	37	200	1270	256	28	731	171	599	15	38	95	37	32
2025-01-26	8	10	6	3	767	100	33	254	44	526	195	144	819	134	504	120	53	77	25	82
2025-02-02	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	23	11	4	36	3	1	1	0	0	2
2025-02-09	4	79	822	31	521	2	82	813	90	363	506	351	901	278	249	25	64	28	32	29
2025-02-16	118	59	444	141	1420	4	326	505	938	1114	295	324	1032	251	536	18	34	119	40	26
2025-02-23	252	693	142	1471	74	74	796	286	1517	34	288	182	432	604	34	55	55	25	92	1
2025-03-02	817	479	53	436	870	237	836	110	250	724	594	360	737	186	152	43	114	79	33	41
2025-03-09	212	1785	74	27	2286	112	1555	9	59	760	354	532	516	107	185	56	122	138	10	50
2025-03-16	462	2807	17	0	365	344	1587	549	52	506	556	1155	1784	293	397	73	190	120	59	26
2025-03-23	27	1734	1090	100	2001	262	755	519	158	1070	591	581	930	600	403	52	47	183	61	24
2025-03-30	86	1626	303	411	1334	340	800	96	82	486	322	530	621	197	634	58	140	90	36	38
2025-04-06	20	91	0	4	433	0	364	4	51	658	143	195	21	104	356	17	93	4	39	28
2025-04-13	0	10	51	7	1301	0	681	169	70	1570	80	659	349	213	1029	12	214	112	65	137
2025-04-20	0	950	8	1	967	0	699	359	67	797	113	517	1196	383	444	31	290	100	11	25
2025-04-27	157	1571	517	3	1888	1	777	692	27	763	40	428	1314	232	557	41	194	316	29	86
2025-05-04	0	232	594	12	293	0	245	42	110	25	60	39	259	50	308	7	46	46	10	34
2025-05-11	0	597	263	121	1707	0	878	548	650	800	129	295	818	275	568	17	195	192	57	119
2025-05-18	50	1459	8	0	460	0	552	37	15	70	114	473	553	10	470	39	321	197	3	176
2025-05-25	188	1280	600	0	933	0	831	10	6	187	354	309	788	92	743	31	153	271	44	164
2025-06-01	208	263	410	0	2781	20	420	200	6	276	86	132	724	71	769	41	73	94	2	96
2025-06-08	0	431	504	11	574	19	552	757	56	232	18	311	858	696	352	3	34	244	117	48
2025-06-15	33	614	393	369	1556	208	1267	162	359	1093	46	821	1004	898	797	14	226	174	208	98
2025-06-22	0	553	820	1203	1660	316	1033	241	500	565	548	1196	747	690	323	31	171	170	48	88
2025-06-29	102	476	694	462	275	506	839	599	173	162	615	660	473	233	445	13	204	125	86	56
2025-07-06	0	1	0	35	429	65	25	5	21	855	214	22	15	91	366	42	22	1	18	96
2025-07-13	40	8	1	77	951	60	210	3	139	550	183	199	391	39	708	17	86	101	105	243
2025-07-20	138	2	397	234	2676	472	491	172	50	968	368	605	948	132	996	32	60	344	208	98
2025-07-27	110	24	144	50	1311	305	273	330	108	276	380	429	551	107	275	27	25	90	186	89
2025-08-03	313	170	243	7	254	301	147	145	9	448	371	301	556	51	317	24	1	91	66	6
2025-08-10	572	163	644	182	665	170	278	425	108	603	601	346	1017	429	533	38	109	278	204	41
2025-08-17	224	21	234	773	1699	165	158	305	417	572	264	485	758	361	555	34	121	58	239	99
2025-08-24	310	379	2	96	667	259	70	216	540	271	193	740	443	239	299	44	86	121	147	133
2025-08-31	281	230	951	255	119	271	264	557	626	377	192	538	411	109	205	11	16	56	29	10
2025-09-07	50	585	28	530	390	123	788	291	175	266	2	856	861	354	144	4	77	149	90	31
2025-09-14	175	1100	285	202	631	330	548	1016	242	299	160	723	847	470	215	16	77	154	92	43
2025-09-21	94	2015	371	366	1672	171	342	957	98	352	57	1088	1278	294	168	17	75	108	173	55
2025-09-28	179	540	312	451	1574	101	415	559	517	415	365	839	699	216	209	22	130	111	62	36
2025-10-05	0	26	0	0	0	0	25	3	181	0	44	15	17	15	6	0	16	2	3	0
2025-10-12	10	60	10	45	118	23	1073	107	39	176	79	147	10	101	54	28	48	2	1	4
2025-10-19	333	100	258	85	243	244	773	861	92	680	232	507	1614	148	415	55	66	466	22	30
2025-10-26	328	319	596	101	503	55	690	1521	128	1747	356	514	1170	705	363	55	64	161	163	33
2025-11-02	21	0	224	0	2	80	326	42	152	382	214	151	113	34	81	20	8	63	25	1

数据来源：Wind、开源证券研究所

NSFR 指标：中长期维度资金来源与应用的匹配程度。可用稳定资金/所需稳定资金（NSFR） $\geq 100\%$ ，对负债的逻辑：NSFR 为不同类型的负债赋予了不同的“稳定系数”。期限越长、越稳定的负债（如 1 年以上的定期存款、资本金），其 ASF 系数越高（最高 100%）。司库负债管理的逻辑由此转变为：尽可能获取高 ASF 系数的“核心负债”，以支持银行的长期资产（如贷款、长期债券投资等，这些资产的 RSF 系数更高）。

表7：净稳定资金比例（NSFR）分子——可用稳定资金系数

项目		小于 6 个月	6-12 个月	大于 1 年
监管资本		100%	100%	100%
零售和小企业客户	稳定存款	95%	95%	100%
	欠稳定存款	90%	90%	100%
非金融企业客户融资		50%	50%	100%
央行和金融机构融资	业务关系存款（同业活期）	50%	50%	100%
	非业务关系存款	0%	50%	100%

数据来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

表8：净稳定资金比例（NSFR）分母——所需稳定资金系数

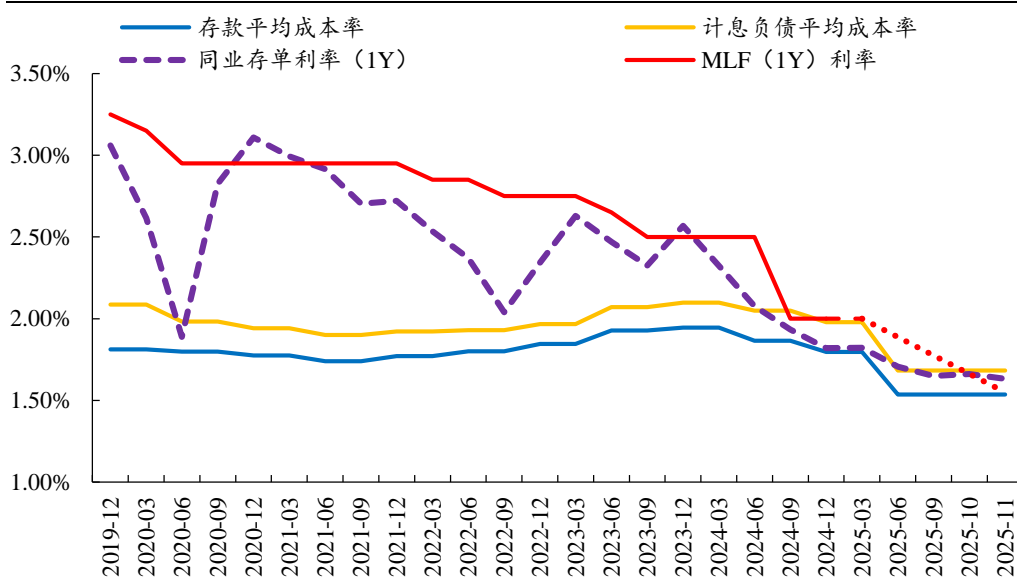
所需稳定资金系数		<6M		6M-1Y	1Y 及以上
现金		0%			
准备金		0%			
债券投资	国债	5%			
	地方政府债	15%			
	AA-及以上非金融公司债	15%			
	BBB-至 A+的非金融公司债	50%			
	同业存单、商金债	50%			85%
同业资产	以国债质押	10%	50%	100%	
	其他	15%	50%	100%	
贷款	风险权重不超过 35%	50%			65%
	风险权重>35%				85%

数据来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

单纯从计算公式来看，NSFR 对同业存单定价不太友好，一方面供给端银行倾向于增加长期限（9M\1Y）供给改善指标；另一方面需求端同业存单的所需稳定资金系数显著高于国债（50%>5%），部分指标压力大的阶段会减弱银行的配置意愿，倾向于卖出 NCD 转而持有短国债。

1.4、负债成本——解决“贵不贵”的问题

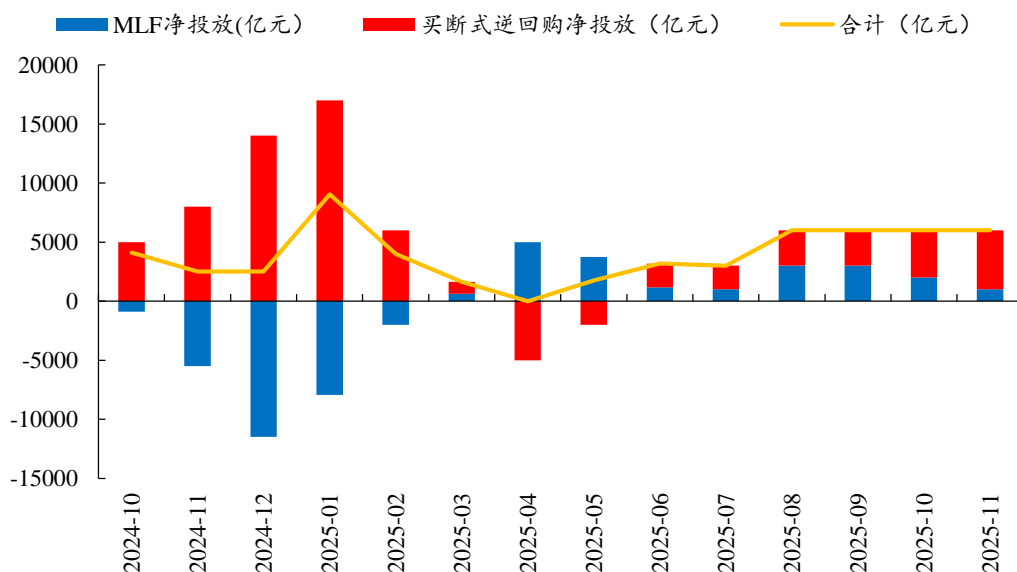
负债成本管理是司库的“效益线”。其逻辑是通过 FTP 等定价工具，在全行范围内优化成本，在满足流动性和监管要求的前提下，追求综合负债成本的最小化。以往在息差较高时期，财务部门对司库的流动性管控成本较少关注，实施成本考核的更是有限。但近年来银行整体息差压力加大，司库对于优化流动性成本的诉求在提高，因此我们也观察到越来越多的司库预期管理动作，即预期利率下行时同业存单发行期限偏短，预期利率上行时则在低点主动拉长同业负债期限，增加市场化资金运用。

图6：同业存单利率运行在存款成本率-MLF（1Y）利率区间内


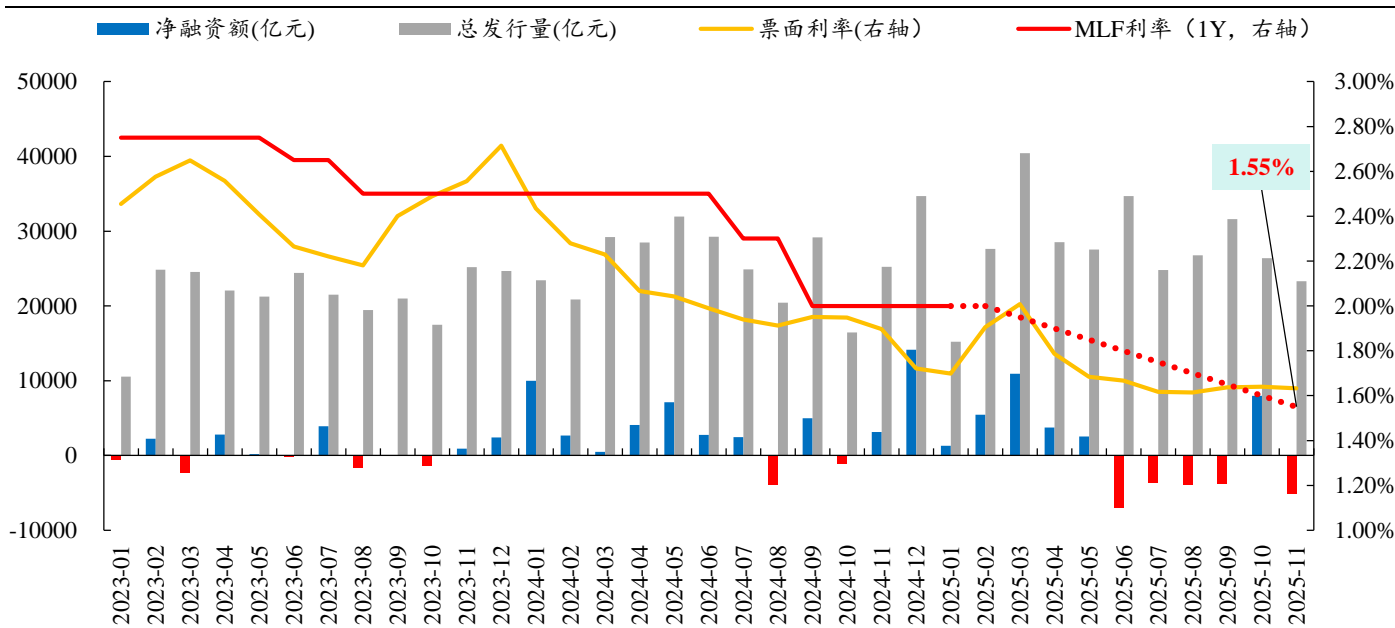
数据来源：Wind、开源证券研究所

（注：存款平均成本率和计息负债平均成本率统计口径为上市银行）

现阶段缺口及指标诉求阶段性满足，成本管控限制了NCD的提价空间。当前央行态度偏呵护，连续对银行体系进行中长期基础货币的净投放。大型银行在押品不紧缺的情况下倾向于获取MLF，即便是难以获取MLF的中小行也较难偏离平均存款成本过多去吸收同业负债，我们认为年内大部分银行缺口与指标压力尚可，因此可能控制NCD发行利率在1.7%以下，即司库对同业部给出高出MLF(1Y)利率10BP、高出平均存款成本20BP左右的点差激励（若超出MLF利率+10BP，同业部门发行同业存单则无FTP收益），若提价过高司库“头寸、指标、成本”的核心矛盾又会重新切换至成本管控。

图7：2025.08以来，央行MLF和买断式逆回购合计净投放单月维持在6000亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

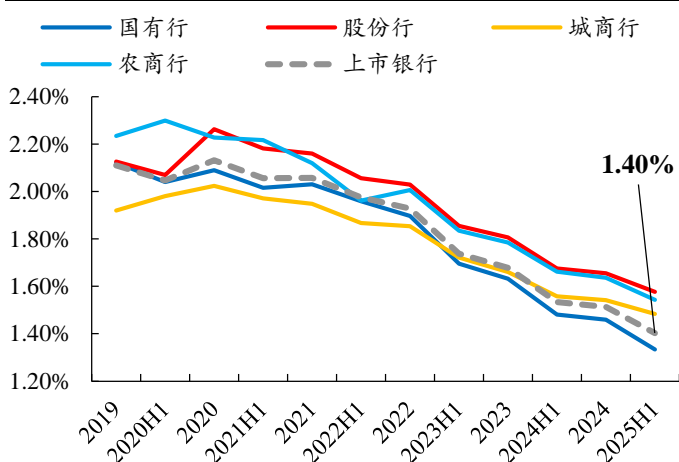
图8：2025年5月以来，同业存单月度加权平均发行利率低于1.70%


数据来源：Wind、开源证券研究所

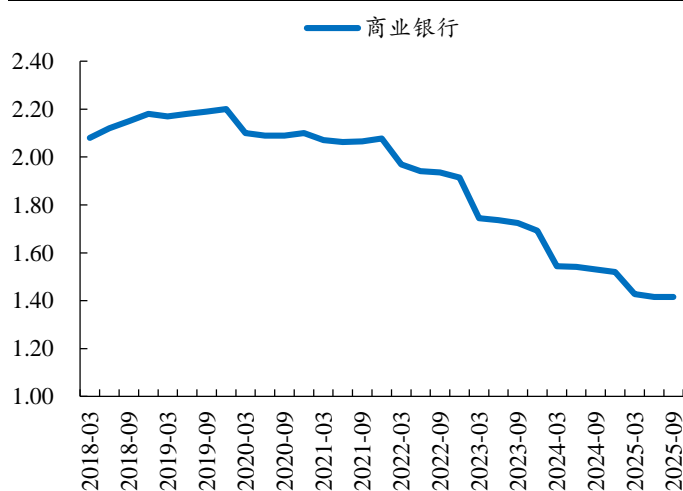
2、当前司库策略简析：长资金、短存款、控成本、抬指标

2.1、形势：成本压力阶段缓解，预期缺口扩大，流动性风险指标承压

(1) 成本压力阶段缓解：一是资产端定价强调“反内卷”，部分银行逐笔管控一般性贷款税后收益率不得低于同期限国债收益率；二是随着高息定存的到期重定价，存款成本在2025年取得比较理想的降幅，净息差已经初步展现企稳态势，我们预计2026年上市银行净息差仍能保持在1.4%左右。

图9：2025H1上市银行净息差为1.40%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2025Q3 商业银行净息差环比持平于1.42% (%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

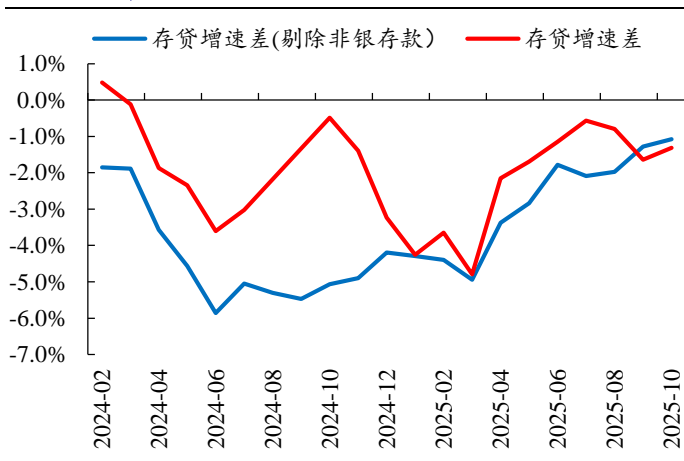
图11: 根据我们测算, 仅考虑定存重定价, 2026H1 上市银行存款成本降幅为 12.4BP

时间	存款成本降幅 (BP)				
	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行
2025Q3	-5.2	-8.4	-13.1	-10.4	-6.6
2025Q4 (E)	-0.5	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5
2026H1 (E)	-13.3	-10.0	-11.3	-8.9	-12.4
2026H2 (E)	-1.9	-1.7	-1.7	-1.1	-1.9
2027H1 (E)	-5.3	-5.1	-4.7	-3.1	-5.1
2027H2 (E)	-0.8	-0.5	-0.7	-0.4	-0.7

数据来源: Wind、开源证券研究所

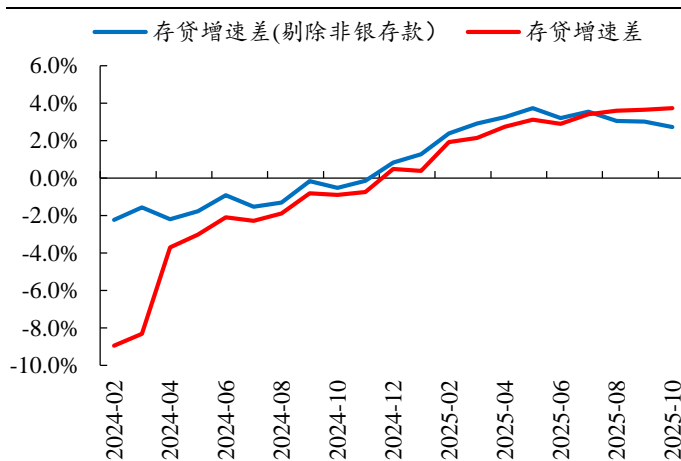
(2) 银行“不缺钱、但钱质量差”，当期缺口压力不大，但预期流动性缺口负担在加重。从存贷增速差持续上行以及 NCD 净融资连续几个月转负来看，银行现在是不缺存款的，没有当期缺口问题。但预期缺口可能存有隐患。

图12: 剔除非银存款后, 8 月以来大行存贷增速差负缺口持续收窄



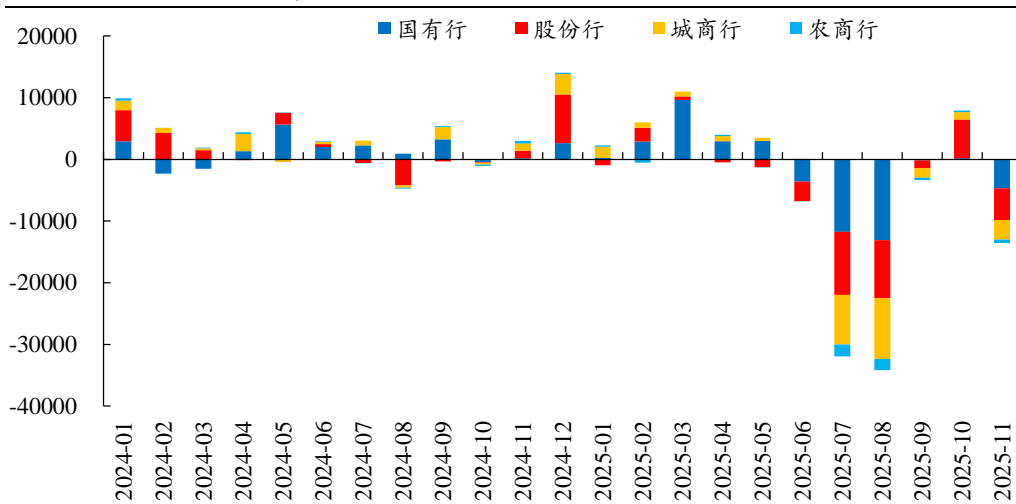
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 剔除非银存款后, 8 月以来中小行存贷增速差持续回落



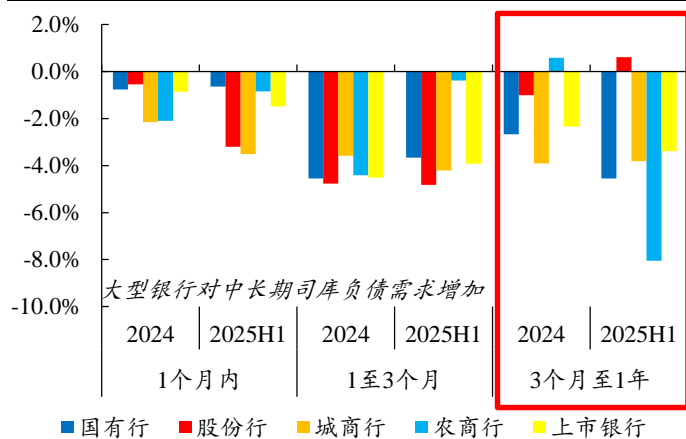
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2025 年 6 月以来, 除 10 月外商业银行 NCD 净融资额均为负 (亿元)

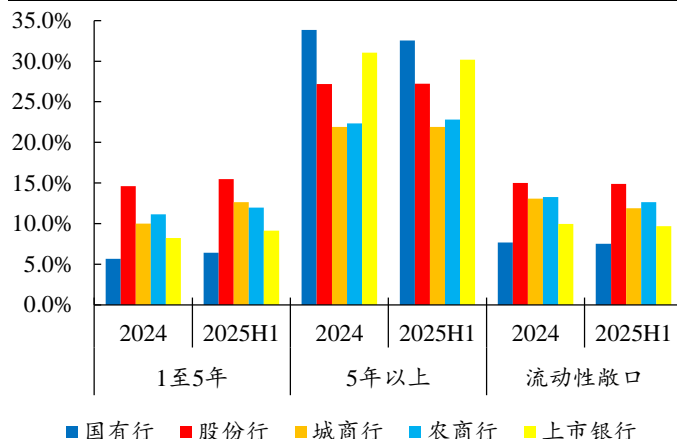


数据来源: Wind、开源证券研究所

我们观察上市银行流动性缺口/总资产的变动，发现国有行的短期缺口较小，1个月以内的流动性基本平衡，但中期限（3个月-1年）流动性缺口在放大，反映大行对同业资金以及央行投放的中长期基础货币依赖度增加，也侧面说明银行存款的稳定性不佳，这背后可能是两个原因：

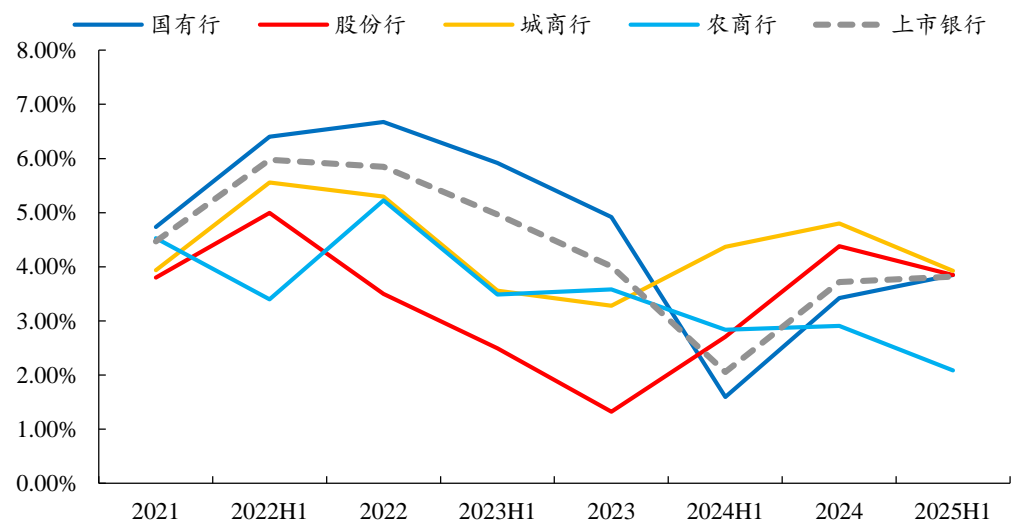
图15：上市银行1年内（含）流动性缺口/总资产


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：上市银行1年（含）以上流动性缺口/总资产


数据来源：Wind、开源证券研究所

一是存款偏离度问题，因为股市情绪及理财高收益的脱媒，部分存款转化为“观望资金”随时准备入市，在银行负债端频繁进出，这种非银存款替代一般性存款的波动，使得真正留存在银行的日均存款并不多，我们推测2025年部分银行存款时点余额正常增长但日均余额可能已出现负增长。

图17：2025H1各类型银行存款偏离度同比扩大（测算值）


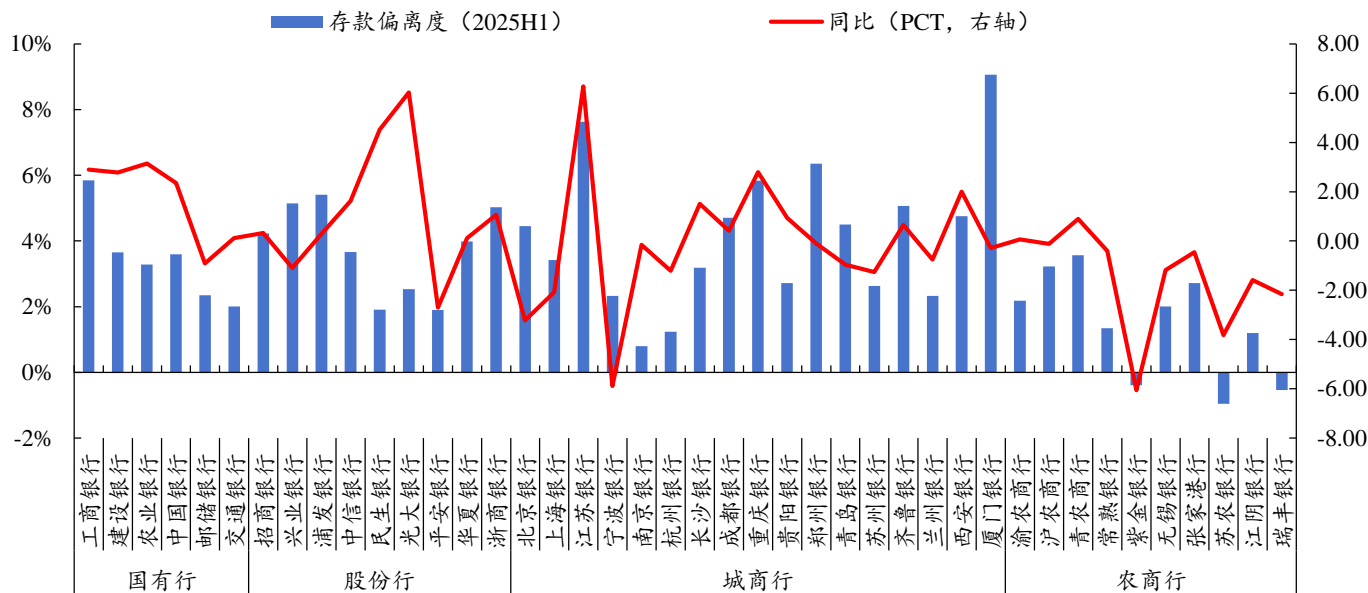
数据来源：Wind、开源证券研究所

存款偏离度是监管机构为了约束银行在月末、季末“冲时点”揽储而设立的一项监管指标，旨在维护金融市场的稳定，并降低银行负债成本。计算公式：(月末最后一日各项存款 - 本月日均存款) / 本月日均存款 × 100%，要求≤4%。注：存款偏离度监管指标计算不包含同业存款。

2025年，在以下多重因素的作用下，银行存款的稳定性面临挑战，导致偏离度扩大：(1) 存款流向变化：存款从银行体系向理财、基金等非银金融产品“搬家”，

这些资金的波动性本身较大；（2）银行的主动应对：为缓解负债成本压力，银行可能倾向于吸收期限更短的存款，这类资金稳定性较差；（3）季节性与市场因素：政府债集中发行、资本市场行情调整等，都会在特定时点显著放大存款的波动。

图18：2025H1 四大行存款偏离度抬升明显（测算值）



数据来源：Wind、开源证券研究所

二是高息定存到期比较集中，存款分流也会对预期缺口管理造成扰动。我们测算 2025 年下半年，原始期限 2 年以上高息定存预计到期 17 万亿元，2026 年上半年为 26 万亿元。其中，考虑 2022 年底的债券市场大幅调整引起的理财赎回潮，当时有较多理财用保险资管通道存放 3Y 协议存款，预计 2025 年及 2026 年这部分高息协议存款分别到期 0.61 万亿元和 1.16 万亿元。

表9：根据我们测算，2026H1 上市银行到期 2Y 以上高息定存规模为 26 万亿元

时间	2Y 以上高息定存到期规模（亿元）				
	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行
2025Q3	77187	30961	23289	5310	136747
2025Q4 (E)	25010	4863	2595	666	33135
2026Q1 (E)	162857	24563	16896	3016	207332
2026Q2 (E)	34898	17194	3621	646	56359
2026Q3 (E)	49824	5956	3786	536	60103
2026Q4 (E)	16608	11912	3786	536	32843
2027Q1 (E)	129542	26802	14767	2092	173203
2027Q2 (E)	29894	18762	3408	483	52546
2027Q3 (E)	29894	2680	2272	322	35168
2027Q4 (E)	9965	5360	2272	322	17919

数据来源：Wind、开源证券研究所

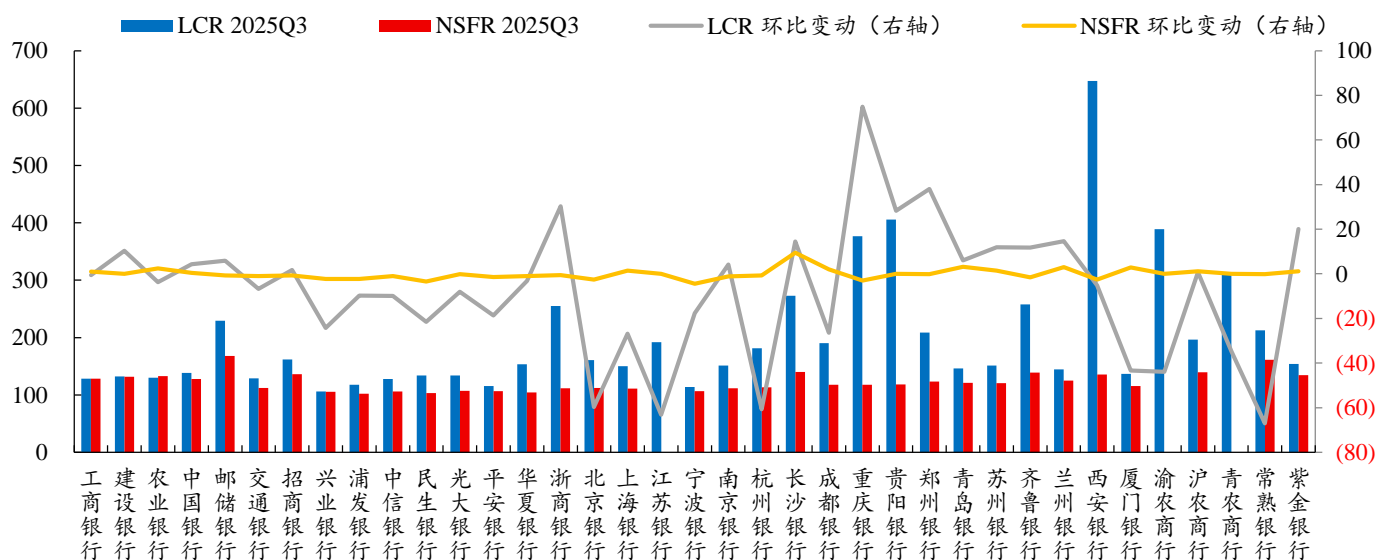
表10：预计 2025、2026 年理财将分别有 0.61 万亿元、1.16 万亿元 3Y 协议存款到期

负债端（万亿元）	2020	2021	2022	2023	2024
系统内保险资金	0.50	0.63	0.71	0.7469	1.0143
第三方保险资金	0.58	0.76	0.93	1.0474	1.028
理财资金（银行及理财子）a	0.84	1.35	2.46	4.36	3.83
其他资金	0.31	0.35	0.29	0.2254	0.2512
组合类产品合计	2.22	3.09	4.38	6.38	6.12
yoy	-	39.07%	41.85%	45.70%	-4.10%
资产端（万亿元）	2020	2021	2022	2023	2024
存款占比 b	-	53%	60%	67%	57%
假设其中：协议存款占比 c	-	80%	80%	80%	80%
估算理财中的协议存款余额 a×b×c	-	0.57	1.18	2.34	1.74
当年净新增	-	-	0.61	1.16	-0.59

数据来源：国保险资产管理运行调研报告、中国保险资产管理业发展报告、开源证券研究所

（3）流动性风险指标的管控压力在“存款搬家”背景下抬升，尤其是部分股份行的 NSFR 下滑较快。其实，存款总量并没有搬家，而是结构在转化，存款从居民/企业储蓄账户向非银存款转移的过程中，以 LCR / NSFR 为代表的流动性风险指标均会出现下滑。我们曾在报告《存款非银化对流动性风险指标的影响与测算》中详细讨论过这个问题，并且以大行为例测算：个人定存非银化（其中非银定期占比 50%）对大行 LCR 影响区间为[-3.69 pct,-0.36pct]，对大行 NSFR 影响区间为[-6.63pct,-2.18 pct]。对于股份行来说，部分 NSFR 缓冲空间已不足 5 个百分点，或在未来一段时间持续面临指标调节的诉求。

图19：2025Q3 上市银行 LCR/NSFR 环比变动情况：NSFR 波动较小（%，BP）



数据来源：Wind、开源证券研究所

虽然央行态度偏呵护，但补缺口不能补指标。除降准外，央行其他投放“中长钱”工具对改善指标作用均不显著。我们简要说明 MLF、买断式逆回购与公开市场买债对 LCR / NSFR 指标的影响：

（1）MLF，以国债为押品进行申请时，对 LCR 及 NSFR 影响均中性

LCR 国债与置换回的现金均属 HQLA，分子不变；由于 MLF 期限大于 30 天，分母（未来 30 天现金净流出）不变，指标影响中性。

NSFR：分子：“来自央行和金融机构的融资”，期限为 6M~1Y 以内时，折算系数为 50%，可用的稳定资金增加，分子增加。分母：对于存在变现障碍的期限为 6 个月到 1 年的资产，如果该资产无变现障碍后的所需稳定资金系数为 50% 或以下，则该资产适用 50% 的所需稳定资金系数，以国债质押，折算率从 5%→50%，分母增加。分母和分子增加规模的比例为 45:50，当 NSFR<110% 时，银行申请 MLF 对 NSF 起到优化作用，反之影响略负面，国有行 NSFR 均大于 110%。

(2) 买断式逆回购 (6M 以内)：以冗余地方债作为回购标的进行申请，可起到优化 LCR 的作用，对 NSFR 的影响中性

LCR：分子增加，冗余地方债不计入 HQLA，现金以 100% 折算率计入。由于买断式逆回购期限均大于 30 天，分母不变，因此 LCR 变大。

NSFR：分子：“来自央行和金融机构的融资”，期限为 6 个月以内时，折算系数为 0%，可用的稳定资金不变，分子不变。分母：买断式逆回购多以冗余地方债作为回购标的，由于操作期限主要为 3M 和 6M，根据《净稳定资金比例计算方式》，当资产存在变现障碍的期限少于 6 个月时，该资产的所需稳定资金系数与同类无变现障碍资产相同，因此质押地方债折算系数不变，分母不变。

(3) 央行公开市场买入国债：LCR 影响中性，NSFR 小幅改善

LCR 不变：分子不变，现金增加，国债减少。分母不变，因此 LCR 不变。

NSFR 小幅改善：分子不变；分母变小：银行持有国债规模下降，现金规模上升，现金所需稳定资金系数 (0%) 小于国债 (5%)，分母变小。

表11：央行操作对银行流动性风险监管指标影响不大

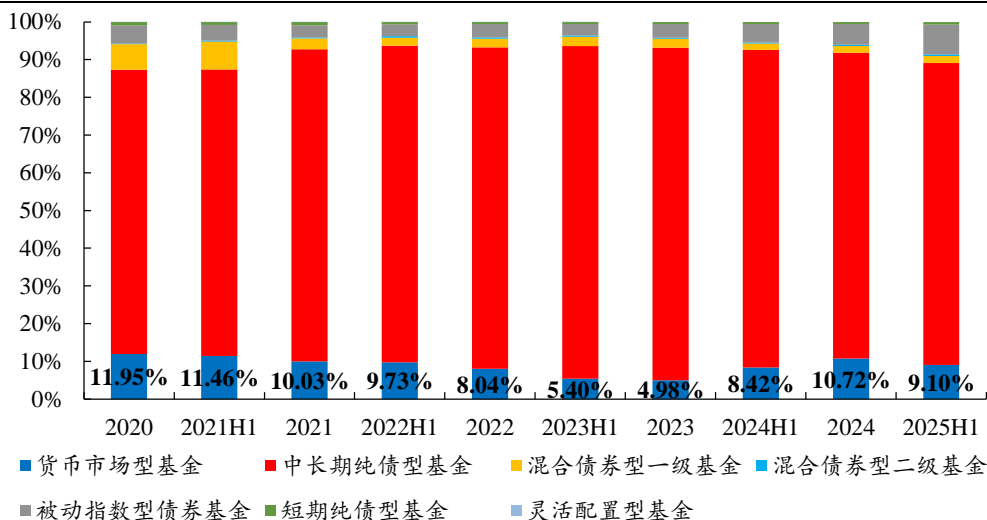
央行操作	LCR	NSFR
OMO	中性	中性
MLF	中性	当 NSFR>110% 时，下降；反之上升
买断式逆回购	优化	中性
买入国债	中性	小幅优化

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

所以近期我们观察到部分银行的 NCD 利率相对刚性，似乎和资金面“脱节”，部分原因可能在于指标承压阶段，司库给予同业部门发行 NCD 的点差激励不会轻易下调，但基于成本管控提价也无空间。

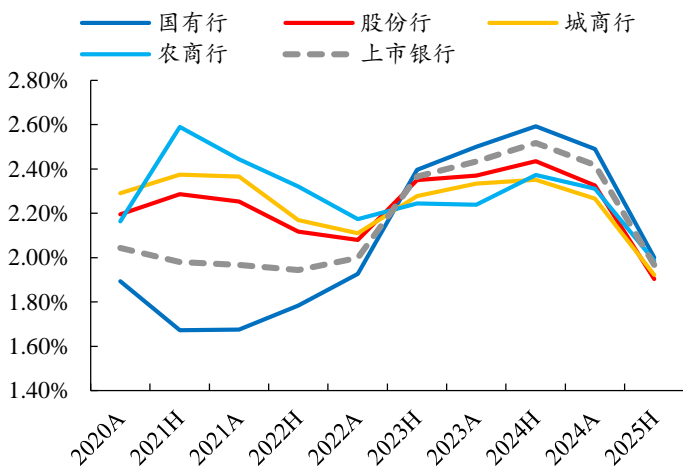
2.2、司库平滑缺口与改善指标的方法不多，费改新规后基金流转受限

司库基金因赎回费新规被限制，债基流转安排受影响。持有货基或短期开放的利率债基对 LCR 指标有帮助，以往持有货基做流动性管理的机会成本较高（收益率低），所以有不少银行司库尝试用短期开放的债券基金来做流动性管理，考虑到其免税效应后有较高收益。但在费改新规下，短期赎回行为被约束，推测此部分司库利率债基体量不大，大部分或已经于 9、10 月赎回。

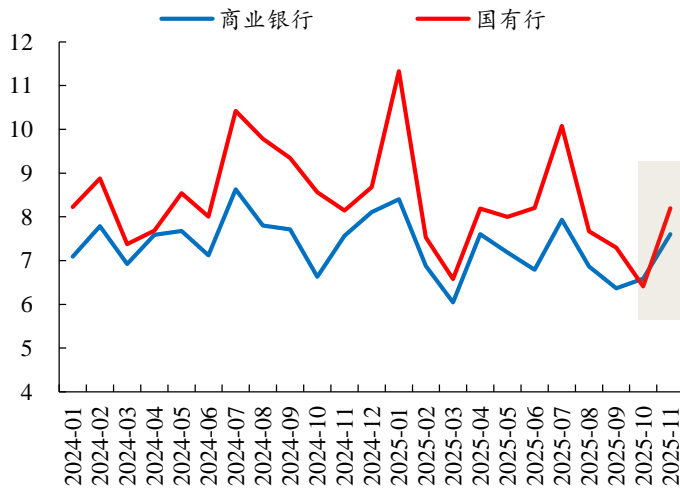
图20：2025H1 银行持仓货基和短期纯债型基金占比合计 9.8%（关联方口径）


数据来源：Wind、开源证券研究所

我们判断下阶段司库流动性调节缺口与指标的方式更多依赖于负债端，资产端以优质流动性资产（HQLA）储备为主，对存款和市场化资金重点执行“短存款、长资金”的策略。存款方面，配合长期限定存的集中到期，通过 FTP 引导新起息存款结构短期化。同业融资兼顾（1）风险指标：控制一个月内到期的同业负债敞口、适当拉长同业定存及 NCD 的期限、控制质押式融入规模（押券影响 HQLA）等；（2）资金缺口削峰填谷，灵活安排资金吸收的窗口和期限，保障到期均匀平滑。适当增加关键时点的短期融出进行对冲，在存款增长不确定的情况下，预计大行继续增加短债的持有。（3）消化过去较高的流动性成本——当前司库对于锁定长期限较高负债成本意愿不强。

图21：2025H1 上市银行同业负债成本为 1.97%


数据来源：Wind、开源证券研究所

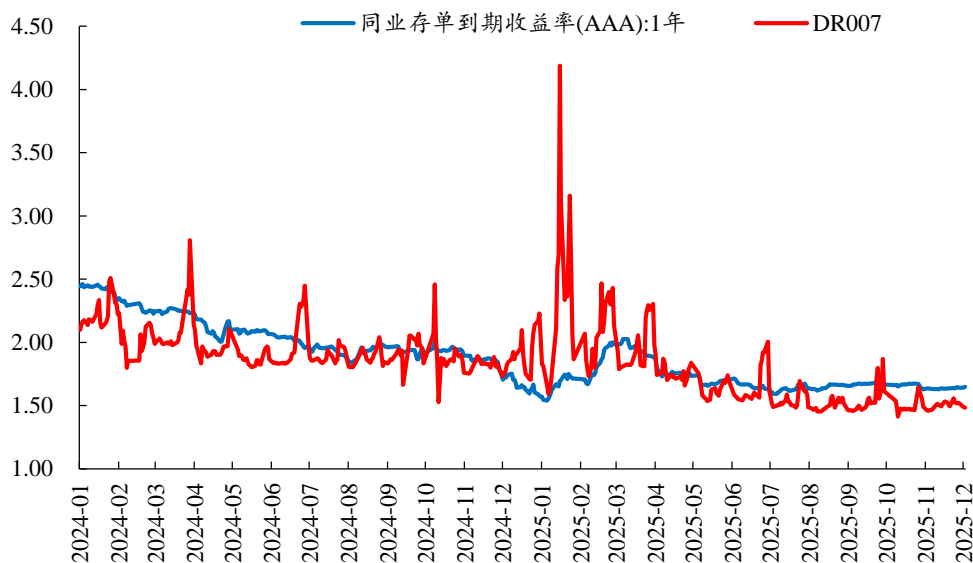
图22：11 月银行 NCD 发行期限拉长（年）


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：同业存单加权平均发行期限）

2.3、同业存单的资金属性或逐渐减弱，定价更多反映银行内部管理诉求

存款财富化进程中，银行容易出现“钱多但质量差”的问题，即当期流动性缺口匹配难度不大但预期缺口和风险指标比较脆弱。

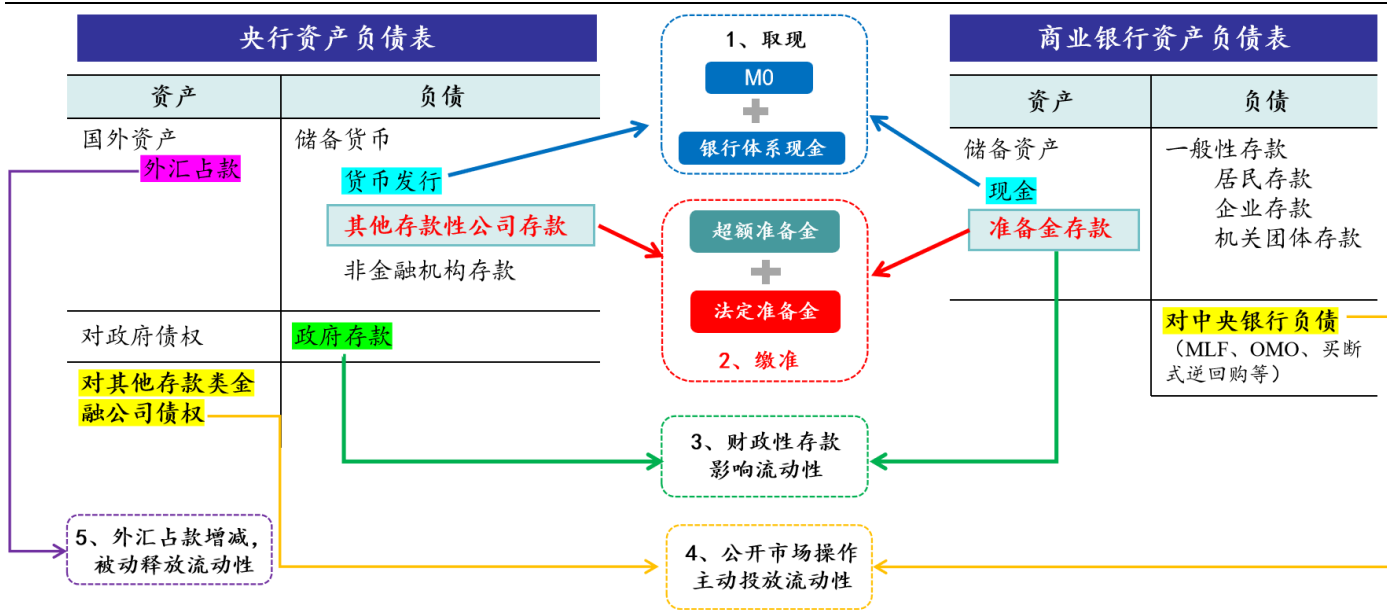
图23：存单利率与资金利率背离反映银行需要中长钱（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

同业存单的“资金属性”或逐渐减弱，尤其是长期限 NCD 的价格刚性可能偏常态化。下阶段，因司库的成本管控诉求增强，其用于调控缺口和指标的市场化资金来源几乎仅剩于央行投放及同业存单供给，LCR 的下滑客观上导致银行体系更加有求于央行的中长期基础货币投放，但从投放工具上看，降准（释放超储 HQLA）和买断式逆回购（冗余地方债置换）相对有效，MLF 与公开市场买债相对中性。因此银行通过同业存单维护预期缺口（存款流失率提升，NCD 是确定性资金来源），以及拉升 LCR 指标都有重要作用，我们认为中长期 NCD 的资金属性将减弱，未来定价或更多反映银行内部管理诉求。

图24：央行可通过公开市场操作为银行体系注入中长期流动性



资料来源：开源证券研究所

NCD 价格一定程度也能反映央行态度。结构性流动性短缺的框架下，央行短期通过控制大行融出，影响 DR007；中长期通过 MPA 监管框架下的 LCR 等流动性指标控制银行体系中长期资金需求。

2.4、IRRBB 指标压力或催化司库在利率合意位置增发长期金融债

资产端银行承接政府债期限拉长，负债端银行的存款非银化、短期化和活化，资产负债久期错配程度加重。目前以大型银行为代表的部分机构（ ΔEVE ）/一级资本指标显著下滑，据我们评估，静态测算下阶段每承接 2 万亿元政府债发行，大约使得国股行“（ ΔEVE ）/一级资本净额”指标进一步下降 2-3 pct，以增量政府债券衡量大行的承接空间，目前对应 30Y 约为 4000 亿元。对于司库负债策略，有可能在下阶段利率合意位置增发金融债，降低资产负债错配。

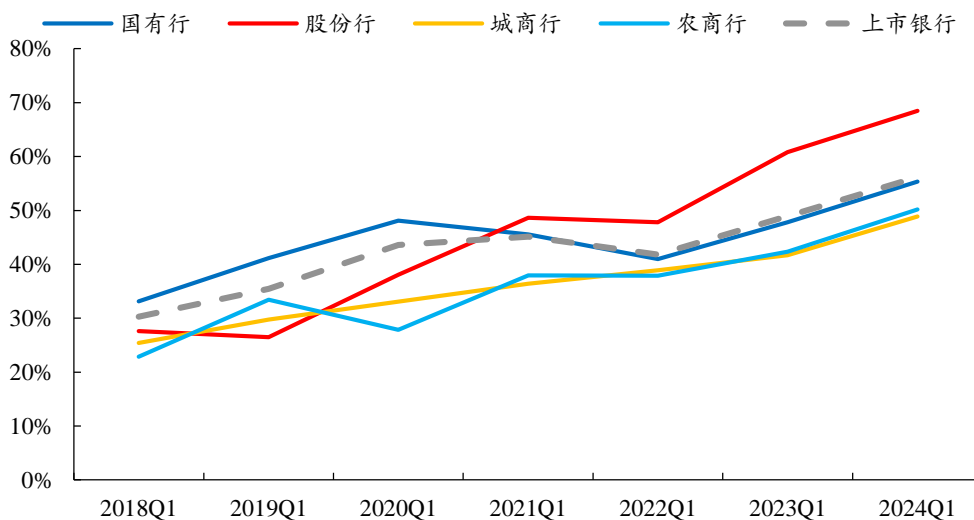
表12：国内系统重要性银行 IRRBB 定量测算：部分银行 ΔEVE 贴近-15%监管上限（亿元）

银行分类	经济价值变动 (ΔEVE)							$(\Delta EVE) /$ 一级资本	净利息收入变动		净利息最大不利变动/营业收入	净利息最大不利变动/一级资本
	平行向上	平行向下	变陡峭	变平缓	短期利率上行	短期利率下降	最大值		平行向上	平行向下		
国有行	工商银行 (5240)	6611	(3900)	3057	388	(312)	(5240)	-14.71%	360	(4091)	-49.8%	-11.49%
	建设银行 (4540)	5781	(3834)	3083	713	(750)	(4540)	-14.73%	1156	(4532)	-60.4%	-14.71%
	农业银行 (4281)	5688	(3873)	3150	802	(879)	(4281)	-14.31%	859	(3811)	-53.6%	-12.74%
	中国银行 (2330)	2622	(1572)	984	(166)	(304)	(2330)	-9.89%	133	(2555)	-40.5%	-10.85%
	邮储银行 (1127)	831	(374)	181	(235)	225	(1127)	-11.27%	(123)	(1918)	-55.0%	-19.17%
	交通银行 (883)	1272	(787)	673	179	82	(883)	-9.11%	24	(851)	-32.8%	-8.78%
股份行	招商银行 (1205)	1491	(699)	512	(88)	(72)	(1205)	-11.16%	(94)	(982)	-29.1%	-9.09%
	兴业银行 (984)	1193	(780)	697	168	(79)	(984)	-11.17%	206	(829)	-39.1%	-9.41%
	中信银行 (611)	430	(251)	114	(108)	100	(611)	-8.56%	(57)	(653)	-30.6%	-9.16%
	浦发银行 (578)	631	(376)	275	(7)	(11)	(578)	-8.73%	35	(626)	-36.7%	-9.46%
	民生银行 (562)	728	(361)	303	(24)	(59)	(562)	-9.25%	1	(428)	-31.4%	-7.04%
	光大银行 (539)	458	(312)	185	(59)	0	(539)	-9.73%	(39)	(477)	-35.2%	-8.60%
	平安银行 (312)	419	(264)	222	63	(90)	(312)	-6.76%	12	(434)	-29.6%	-9.41%
	华夏银行 (220)	262	(144)	126	28	(5)	(220)	-6.47%	(71)	(197)	-20.2%	-5.78%
	广发银行 15	18	(38)	43	43	(68)	(68)	-2.36%	(26)	(202)	-29.2%	-7.00%
城商行	北京银行 (754)	632	(279)	158	(142)	159	(754)	-22.46%	(66)	(297)	-42.4%	-8.8%
	江苏银行 (1187)	1109	(599)	428	(78)	166	(1187)	-41.29%	6	(300)	-37.2%	-10.4%
	上海银行 (758)	629	(283)	154	(145)	156	(758)	-31.69%	(39)	(217)	-41.0%	-9.1%
	宁波银行 (886)	669	(309)	164	(189)	186	(886)	-43.55%	138	123	18.5%	6.1%
	南京银行 (513)	545	(306)	235	(13)	37	(513)	-27.05%	4	176	35.1%	9.3%

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

3、关注 2026Q1 同业存单配置机会

信贷节奏较大概率前置，存款偏离问题或难匹配贷款强度。伴随市场资产荒加剧，贷款项目竞争激烈，以及银行盈利压力加剧，秉持着早投放早收益的原则，上市银行贷款投放节奏不断前置，2024 年上市银行 Q1 贷款增量占全年比例为 56%，较 2023 年提升 7.2pct。其中股份行 2024 年 Q1 占比最高为 68%，较 2023 年提升 7.7pct。我们预计 2026 年贷款投放节奏会进一步前置，上市银行 Q1 投放比例或达到 60%，但负债端或难以匹配贷款强度，源于居民存款财富化趋势下，存款活化、非银化使得存款稳定性边际变弱。

图25：上市银行贷款投放节奏不断前置：2024Q1 贷款增量占比为 56%


数据来源：Wind、开源证券研究所

高息定存集中到期，存款流失可能导致预期缺口扩大。2021 年以来银行吸收的高息定存在 2025-2026 年陆续到期，但存款挂牌利率多轮调降，叠加权益市场回暖，预计高息定存到期后会有部分流失至股市和资管产品，长期限定期存款转化为非银存款，预期缺口或将扩大。

指标压力需由降准解决，其他投放工具影响偏中性。除降准外，央行其他工具对流动性风险指标（LCR 和 NSFR）作用有限，但发行长期限同业存单对各项流动性风险指标如流动性覆盖率、净稳定资金比例、流动性缺口率和核心负债依存度均有不同程度的优化作用。

表13：发行 9M 及 1Y 同业存单可改善多项流动性指标

发行期限	流动性覆盖率（LCR）	NSFR（净稳定资金比例）	流动性缺口率	核心负债依存度
1M	当 LCR>1 时，下降，反之上升	不变	恶化	恶化
3M	改善			
6M				
9M		改善	改善	改善
1Y				

资料来源：开源证券研究所

2026Q1 或存在较佳 NCD 配置机会。在资负头寸缺口压力、未来预期缺口拉大、流动性风险指标边际承压多重因素影响下，2026Q1 同业存单供给力度或较强，关注供给冲击下的 NCD 配置机会。

4、投资建议

（1）底仓配置：大型国有银行。受益于“中特估”和低估值，股息率有保障，是组合的压舱石。从性价比上看 H 股领先于 A 股，受益标的**农业银行、工商银行**。

（2）核心配置：头部综合龙头。兼具稳健的基本面和强大的财富管理能力，是“能力定价”的典型代表，能享受业绩与估值的双击。受益标的**招商银行、兴业银行**，推荐标的**中信银行**。

（3）弹性配置：具备细分领域特色的优质区域性银行。在特定区域（如成渝、长三角）或特定业务（如小微金融、绿色金融）上拥有极深的护城河和高成长性。受益标的江苏银行、重庆银行、渝农商行。

表14：受益标的一览

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(摊薄, 元)			评级
		2025-12-02	2025E		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
601398.SH	工商银行	0.75	0.73	9.30	-2.52	0.20	2.40	0.5	-0.4	2.0	1.03	1.02	1.04	未评级
601288.SH	农业银行	1.02	1.01	10.47	2.26	1.34	3.62	4.7	0.9	4.0	0.81	0.81	0.85	未评级
600036.SH	招商银行	1.00	0.95	13.96	-0.48	0.13	2.79	1.2	0.1	3.1	5.88	5.89	6.07	未评级
601166.SH	兴业银行	0.55	0.55	10.07	0.66	-0.31	2.51	0.1	-0.4	2.5	3.72	3.63	3.72	未评级
601998.SH	中信银行	0.61	0.59	9.40	3.76	3.71	2.45	2.33	0.36	3.30	1.26	1.27	1.31	买入
600919.SH	江苏银行	0.79	0.77	15.87	8.78	6.75	7.85	10.8	6.5	9.9	1.74	1.85	2.03	未评级
601963.SH	重庆银行	0.72	0.69	11.61	3.54	9.80	9.83	3.8	7.7	9.1	1.47	1.59	1.73	未评级
601077.SH	渝农商行	0.58	0.56	10.86	1.09	1.79	3.87	5.6	4.9	6.7	1.01	1.06	1.13	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、未评级标的均采用 Wind 一致预期；2、上述盈利预测及估值数据的基准日均为 2025-12-02；3、ROE 为 2025Q1-Q3 年化数据。）

5、风险提示

- 宏观经济增速下行。随着政策陆续出台，未来经济修复进度仍取决于政策的实际成效，若后续政策落地不及预期，则经济指标或仍有波动。
- 债市利率大幅波动。银行 FVTPL 账户市值波动计入当期损益，若季末债市利率波动较大，或对银行业绩稳定性形成负面影响。

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