

银行

2026年03月10日

同业存款自律加强的可能影响

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（分析师）

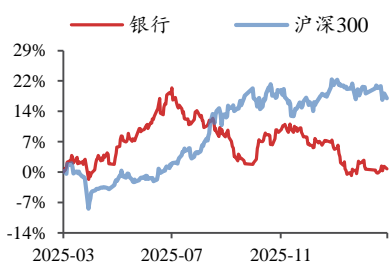
liuchengxiang@kysec.cn

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790524060002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《存贷节奏错位下的银行配债持续性探讨—行业深度报告》-2026.3.9

《扩表延续分化，利润增速转正—2025Q4 商业银行监管数据点评》-2026.2.18

《存款开门更红，债券融资靠前—1月金融数据点评》-2026.2.14

● 监管强调利率传导，同业存款加强自律有其必要性

3月6日，在十四届全国人大四次会议经济主题记者会上，中国人民银行行长潘功胜明确表示“强化利率政策执行和监督，对于一些不合理的、容易削弱货币政策传导的市场行为加强规范”。从近年的监管动作来看，手工补息、同业存款、利率兜底条款等套利空转行为整改，均有效推动了银行负债/存款成本下降，为呵护净息差、支持实体经济融资成本低位运行创造了条件。同业存款体量大，在存款财富化趋势下易引起银行非理性竞争，或是下阶段自律关注重点。

● 同业存款自律 2.0 版或纳入 EPA，与 MPA 挂钩

若同业存款自律 2.0 版落地，有望纳入 EPA 定价行为考核。EPA 中“定价行为”考核频率为季度，考评结果直接应用于 MPA。具体考核规则上，我们认为会延续 1.0 版本的日均限价思路，对当季超 OMO 利率的存款占比设定上限（如 10%、20%），对超出部分分档扣分。若自律加强版落地，虽进入“定价行为”考核，但大概率非一票否决项，不会产生集中冲击；若最终和 MPA 考核挂钩，但对银行的约束力可能有差异，部分 MPA 考评诉求较低的银行影响并不大。

● 涉及规模：涉及全行业同业活存 16 万亿元，预计净息差+0.7BP

假设：（1）上市银行同业活期存款实际加权利率为 1.4%；（2）利率低于 1.4% 的部分为结算活期存款，利率平均为 0.4%；利率高于 1.4% 的存款，利率平均为 1.6%。（注：银行存款报告期为 2025H1 末，理财和基金的报告期为 2025Q4 末）

测算结果：（1）不高于 1.4%、高于 1.4% 的同业活期存款分别占 17%、83%；（2）上市银行高于 1.4% 的同业活期存款共计约 11.69 万亿元，占同业存款 44.44%；由于存款类金融机构（不限于上市银行）2025 年末非银存款共计 35.85 万亿元，其中高于 1.4% 的同业活期存款共计约 16 万亿元（按 44.44% 比例计算）；

影响：（1）对银行：若将高息同业活期存款从 83% 压降至 10%，预计上市银行负债成本率、净息差分别-0.75BP、+0.7BP；大型银行：对存贷差阶段性扰动，直接造成的缺口冲击有限。但大行的流动性风险指标调节工具进一步受限，未来长期限同业存单定价将逐渐去化资金属性，更多反映银行管理诉求。中小行：可能面临收缩资产或主动负债以价换量的两种策略抉择，部分中小行或被动缩表。

（2）对资管产品：若理财和公募基金获取的同业活存利率从 1.6% 降至 1.4%，则全部理财产品收益率-1.47BP，其中现金管理类-2.56BP；全部公募基金收益率-1.43BP，其中债基-3BP。预计同业存单、同业定存、3Y 以内中短债有望增配。

● 投资建议：

当前银行股行情来自于基本面与资金面双重因素的催化，随着多家上市银行 2025 年业绩预喜，市场对行业最悲观判断正在被修正，建议关注集团协同优势、产品创新能力强、资产获取能力强的银行。推荐**中信银行、苏州银行**，受益标的有**农业银行、工商银行、江苏银行、杭州银行、重庆银行**等。

● 风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等

目录

| | |
|--|----|
| 1、 同业存款加强自律的必要性 | 3 |
| 2、 同业存款自律 2.0 版的可能落地方式 | 5 |
| 2.1、 当前关注重点或是同业活期存款，未来同业定存也有纳入管理可能 | 5 |
| 2.2、 新规或纳入 EPA “定价行为”考核并与 MPA 挂钩 | 6 |
| 3、 规模：涉及银行业同业活存 16 万亿元，预计净息差+0.7BP | 8 |
| 4、 影响：银行资产负债&资管产品投资行为变化 | 9 |
| 4.1、 预计不会造成银行体系缺口压力，但加剧大小行主动负债策略分化 | 9 |
| 4.2、 测算：现管&货基影响最大，收益率或下降 3BP | 11 |
| 5、 投资建议：关注 3 月存贷节奏修复和广义存款竞争分化 | 12 |
| 6、 风险提示 | 12 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1： 2026 年上市银行平均存款成本率有望下行至 1.35%左右 | 4 |
| 图 2： 商业银行存款定价行为面临 MPA 和 EPA 双重约束 | 6 |
| 图 3： 2026.01 大行存贷增速差加速向上修复至 3.3%，中小行小幅上升至 4.4% | 10 |
| 图 4： 国有行同业存单净融资额连续为负（亿元） | 10 |
| 表 1： 2020 年至 2025 年上半年，上市银行生息资产收益率降幅远大于负债成本率降幅 | 3 |
| 表 2： 《市场利率定价自律机制工作指引（2025 年版）》自律成员范围扩大 | 4 |
| 表 3： 存款口径梳理：协议存款、同业定存、国库招标存款及结构性存款（期权部分）暂不受利率自律上限约束 | 5 |
| 表 4： EPA 对商业银行定价行为设置了清晰的考核指标 | 7 |
| 表 5： 定价行为中竞争行为具体扣分项 | 7 |
| 表 6： 存款付息率偏离度得分标准 | 7 |
| 表 7： 若所有上市行利率高于 1.4%的同业活期存款占比均不超 10%，预计负债成本率/净息差分别-0.75BP/+0.7BP | 9 |
| 表 8： 应对资产负债缺口，银行权衡成本收益和风险的决策矩阵 | 11 |
| 表 9： 测算若同业活期存款利率-20BP，则全部理财产品收益率-1.47BP，其中现金管理类-2.56BP，影响最大（亿元） | 11 |
| 表 10： 测算若同业活期存款利率-20BP，则全部公募基金收益率-1.43BP，其中货基-3BP，影响最大（亿元） | 12 |
| 表 11： 受益标的一览 | 12 |

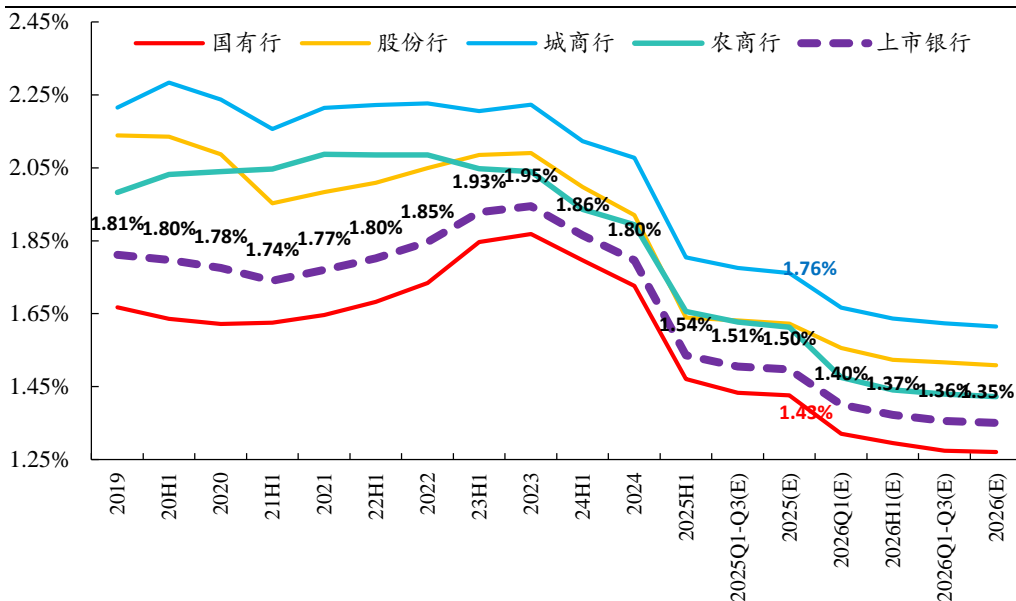
1、同业存款加强自律的必要性

规范存款定价能有效改善银行负债成本。3月6日，在十四届全国人大四次会议经济主题记者会上，中国人民银行行长潘功胜明确表示“强化利率政策执行和监督，对于一些不合理的、容易削弱货币政策传导的市场行为加强规范”。从近年的监管动作来看，手工补息、同业存款、利率兜底条款等套利空转行为整改，均有效推动了银行负债/存款成本下降，为呵护净息差、支持实体经济融资成本低位运行创造了条件。截至2025H，上市银行平均负债/存款成本率分别为1.68%/1.54%，较2024年下降30BP/26BP。从绝对定价水平看，同业付息率仍显著高出一般性存款40BP以上，若该部分价格刚性或向上波动将一定程度对冲掉“负债降本”的效果。

表1：2020年至2025年上半年，上市银行生息资产收益率降幅远大于负债成本率降幅

| | 生息资产收益率（加权） | | | | | 付息负债成本率（加权） | | | | | 净利差=生息资产收益率-付息负债成本率 | | | | |
|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 国有行 | 股份行 | 城商行 | 农商行 | 上市银行 | 国有行 | 股份行 | 城商行 | 农商行 | 上市银行 | 国有行 | 股份行 | 城商行 | 农商行 | 上市银行 |
| 2020A | 3.68% | 4.45% | 4.50% | 4.36% | 3.92% | 1.74% | 2.26% | 2.44% | 2.20% | 1.94% | 1.94% | 2.19% | 2.06% | 2.17% | 1.98% |
| 2021H | 3.57% | 4.30% | 4.39% | 4.34% | 3.80% | 1.71% | 2.19% | 2.38% | 2.25% | 1.90% | 1.86% | 2.10% | 2.00% | 2.09% | 1.90% |
| 2021A | 3.60% | 4.28% | 4.37% | 4.34% | 3.82% | 1.73% | 2.20% | 2.40% | 2.29% | 1.92% | 1.88% | 2.09% | 1.97% | 2.05% | 1.90% |
| 2022H | 3.58% | 4.15% | 4.22% | 4.16% | 3.76% | 1.77% | 2.16% | 2.34% | 2.24% | 1.93% | 1.81% | 1.99% | 1.89% | 1.91% | 1.83% |
| 2022A | 3.57% | 4.13% | 4.19% | 4.08% | 3.74% | 1.83% | 2.17% | 2.31% | 2.20% | 1.97% | 1.74% | 1.96% | 1.88% | 1.88% | 1.78% |
| 2023H | 3.52% | 4.02% | 4.05% | 3.85% | 3.66% | 1.99% | 2.21% | 2.29% | 2.12% | 2.07% | 1.53% | 1.80% | 1.76% | 1.72% | 1.59% |
| 2023A | 3.49% | 3.96% | 4.02% | 3.79% | 3.63% | 2.02% | 2.23% | 2.32% | 2.12% | 2.10% | 1.47% | 1.74% | 1.70% | 1.67% | 1.53% |
| 2024H | 3.30% | 3.76% | 3.85% | 3.56% | 3.43% | 1.98% | 2.17% | 2.24% | 2.04% | 2.05% | 1.32% | 1.59% | 1.60% | 1.53% | 1.38% |
| 2024A | 3.22% | 3.67% | 3.77% | 3.52% | 3.37% | 1.91% | 2.09% | 2.17% | 1.98% | 1.98% | 1.30% | 1.59% | 1.60% | 1.53% | 1.39% |
| 2025H | 2.83% | 3.28% | 3.39% | 3.22% | 2.99% | 1.63% | 1.76% | 1.88% | 1.74% | 1.68% | 1.21% | 1.52% | 1.50% | 1.48% | 1.30% |
| | 贷款收益率（加权） | | | | | 存款成本率（加权） | | | | | 存贷利差=贷款收益率-存款成本率 | | | | |
| | 国有行 | 股份行 | 城商行 | 农商行 | 上市银行 | 国有行 | 股份行 | 城商行 | 农商行 | 上市银行 | 国有行 | 股份行 | 城商行 | 农商行 | 上市银行 |
| 2020A | 4.51% | 5.30% | 5.38% | 5.26% | 4.80% | 1.62% | 2.09% | 2.27% | 2.04% | 1.78% | 2.89% | 3.20% | 3.11% | 3.22% | 3.01% |
| 2021H | 4.33% | 5.07% | 5.19% | 5.30% | 4.60% | 1.63% | 1.96% | 2.19% | 2.05% | 1.74% | 2.71% | 3.11% | 3.00% | 3.25% | 2.86% |
| 2021A | 4.35% | 5.04% | 5.17% | 5.12% | 4.61% | 1.65% | 1.98% | 2.21% | 2.09% | 1.77% | 2.70% | 3.05% | 2.96% | 3.03% | 2.84% |
| 2022H | 4.29% | 4.87% | 5.02% | 5.02% | 4.51% | 1.68% | 2.01% | 2.22% | 2.09% | 1.80% | 2.61% | 2.86% | 2.80% | 2.93% | 2.71% |
| 2022A | 4.25% | 4.83% | 4.99% | 4.90% | 4.47% | 1.73% | 2.05% | 2.23% | 2.09% | 1.85% | 2.52% | 2.78% | 2.76% | 2.81% | 2.62% |
| 2023H | 4.08% | 4.63% | 4.83% | 4.68% | 4.28% | 1.85% | 2.08% | 2.20% | 2.05% | 1.93% | 2.23% | 2.55% | 2.63% | 2.63% | 2.35% |
| 2023A | 4.00% | 4.57% | 4.77% | 4.52% | 4.21% | 1.87% | 2.09% | 2.22% | 2.04% | 1.95% | 2.13% | 2.48% | 2.54% | 2.48% | 2.26% |
| 2024H | 3.70% | 4.25% | 4.52% | 4.26% | 3.90% | 1.80% | 2.00% | 2.12% | 1.94% | 1.86% | 1.90% | 2.26% | 2.39% | 2.32% | 2.04% |
| 2024A | 3.59% | 4.14% | 4.42% | 4.10% | 3.79% | 1.73% | 1.92% | 2.08% | 1.89% | 1.80% | 1.86% | 2.22% | 2.35% | 2.20% | 1.99% |
| 2025H | 2.99% | 3.65% | 4.03% | 3.75% | 3.23% | 1.47% | 1.64% | 1.66% | 1.66% | 1.54% | 1.52% | 2.01% | 2.36% | 2.09% | 1.69% |
| | 金融投资收益率（加权） | | | | | 同业负债成本率（加权） | | | | | 投资利差=金融投资收益率-同业负债成本率 | | | | |
| | 国有行 | 股份行 | 城商行 | 农商行 | 上市银行 | 国有行 | 股份行 | 城商行 | 农商行 | 上市银行 | 国有行 | 股份行 | 城商行 | 农商行 | 上市银行 |
| 2020A | 3.42% | 3.77% | 4.02% | 3.80% | 3.57% | 1.89% | 2.19% | 2.29% | 2.16% | 2.04% | 1.53% | 1.58% | 1.73% | 1.64% | 1.53% |
| 2021H | 3.31% | 3.62% | 4.27% | 3.74% | 3.49% | 1.67% | 2.29% | 2.37% | 2.59% | 1.98% | 1.63% | 1.34% | 1.89% | 1.15% | 1.51% |
| 2021A | 3.33% | 3.63% | 3.87% | 3.68% | 3.46% | 1.67% | 2.25% | 2.37% | 2.44% | 1.97% | 1.65% | 1.37% | 1.50% | 1.23% | 1.49% |
| 2022H | 3.26% | 3.44% | 4.01% | 3.43% | 3.38% | 1.78% | 2.12% | 2.17% | 2.32% | 1.94% | 1.48% | 1.32% | 1.84% | 1.10% | 1.44% |
| 2022A | 3.30% | 3.42% | 3.60% | 3.37% | 3.36% | 1.93% | 2.08% | 2.11% | 2.17% | 2.00% | 1.37% | 1.34% | 1.49% | 1.20% | 1.36% |
| 2023H | 3.27% | 3.32% | 3.79% | 3.22% | 3.34% | 2.40% | 2.35% | 2.28% | 2.24% | 2.37% | 0.88% | 0.97% | 1.51% | 0.98% | 0.97% |
| 2023A | 3.26% | 3.28% | 3.39% | 3.17% | 3.28% | 2.50% | 2.37% | 2.33% | 2.24% | 2.43% | 0.76% | 0.91% | 1.06% | 0.93% | 0.84% |
| 2024H | 3.15% | 3.17% | 3.27% | 3.01% | 3.16% | 2.59% | 2.43% | 2.35% | 2.37% | 2.52% | 0.56% | 0.74% | 0.91% | 0.64% | 0.65% |
| 2024A | 3.10% | 3.10% | 3.12% | 2.93% | 3.10% | 2.49% | 2.33% | 2.27% | 2.31% | 2.42% | 0.61% | 0.78% | 0.86% | 0.62% | 0.68% |
| 2025H | 2.83% | 2.89% | 2.80% | 2.70% | 2.84% | 2.00% | 1.90% | 1.92% | 1.99% | 1.97% | 0.83% | 0.98% | 0.88% | 0.71% | 0.87% |

数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

图1：2026年上市银行平均存款成本率有望下行至1.35%左右


数据来源：Wind、开源证券研究所

保持合理的利率比价关系，需要强化定价自律工作。由于金融机构在基础客群、区域环境、经营策略的差异，仍在部分领域存在价格“内卷”行为，这很大程度上会削弱政策利率向市场利率传导的效果，我们发现近年来的自律工作有两个趋势：

(1) 不在自律组织成员单位的银行机构越来越少。在2025年9月发布的《市场利率定价自律机制工作指引（2025年版）》中，在原有核心成员、基础成员和观察成员的基础上新增“参与成员”，参与成员包括但不限于未通过或未参加合格审慎评估的银行业存款类金融机构，应履行遵守利率自律机制各项制度、执行利率机制有关决议、完成利率自律机制交办的工作等义务，这意味着自律的约束范围有所扩大，未来所有的银行机构可能都要满足相关定价要求。

表2：《市场利率定价自律机制工作指引（2025年版）》自律成员范围扩大

| | 2025年 | 较2024年 |
|------|---|-------------------------------------|
| 核心成员 | 1. 工商银行 2. 国家开发银行 3. 农业银行 4. 中国银行 5. 建设银行 6. 交通银行 7. 邮储银行 8. 招商银行 9. 中信银行 10. 浦发银行 11. 兴业银行 12. 光大银行 13. 民生银行 14. 平安银行 15. 浙商银行 | 无变化 |
| 基础成员 | 农业发展银行等1536家金融机构 | 由去年的1599家减少至2025年的1536家 |
| 观察成员 | 安徽霍山农商行等313家金融机构 | 由2024年的263家增加至313家，说明部分机构“降级”进入观察成员 |
| 参与成员 | 2025年新增。自律机制通过自律倡议等方式开展管理，要求所有成员单位严格执行相关规定，这代表大部分金融机构都将被纳入利率自律机制的约束范围，即便不参与EPA考核也要受到自律约束。 | |

资料来源：市场利率定价自律机制

(2) 不在自律管控范围的存款类型越来越少，目前不受定价自律上限约束的存款仅剩余保险协议存款、同业定期存款、国库招标存款以及结构性存款（期权高利率部分）等少数类型，或是下阶段的自律关注重点。

表3：存款口径梳理：协议存款、同业定存、国库招标存款及结构性存款（期权部分）暂不受利率自律上限约束

| 存款类型 | | 银行财报披露方式 | 各项存款 (财报口径) | 各项存款 (央行口径) | M2 | 利率自 律上限 | 存款 保险 | 缴纳 准备金 |
|---------------|----------|--------------|----------------|----------------|----|------------|----------|-----------|
| 一般 性存 款 | 核心 存款 | 活期存款 | 个人/公司活期存款 | √ | √ | √ | √ | √ |
| | | 定期存款 | 个人/公司定期存款 | √ | √ | √ | √ | √ |
| | | 通知存款 (1D/7D) | | √ | √ | √ | √ | √ |
| | | 协定存款 | 公司活期存款 | √ | √ | √ | √ | √ |
| | | 保证金存款 | 保证金存款/公司定期存款 | √ | √ | √ | √ | √ |
| | 主动 存款 | 大额存单 | 个人/公司定期存款 | √ | √ | √ | √ | √ |
| | | 大额存单 (可转让) | | √ | √ | × | √ | √ |
| | | 结构性存款 | 结构性存款 | √ | √ | √ | √ | √ |
| | | 保险协议存款 | 公司定期存款 | √ | √ | √ | × | √ |
| | | 国库定期存款 | 国库存款/公司定期存款 | √ | √ | √ | × | √ |
| | | 地方国库现金定存 | 公司定期存款 | √ | √ | √ | √ | √ |
| 同业存款 | 非银活期存款 | 同业存放 | × | √ | √ | √ | × | 0.00% |
| | 非银定期存款 | | × | √ | √ | × | × | 0.00% |
| | 银行同业存款 | | × | × | × | × | × | × |
| 同业负债 | 同业存单 | 同业存单 | × | × | × | × | × | × |
| | 同业拆借 | 同业拆借 | × | × | × | × | × | × |

资料来源：央行、国家金融监督管理总局、开源证券研究所

2、同业存款自律 2.0 版的可能落地方式

2.1、当前关注重点或是同业活期存款，未来同业定存也有纳入管理可能

(1) 同业自律 1.0 版有必要升级打补丁。同业存款自律 1.0 版本是 2024 年 11 月发布的《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》，“倡议”于 2024 年 12 月 1 日起生效，从 2025Q1 开始纳入 MPA 考核。当中对同业活期存款的定价约束为参考 7 天 omo (1.4%) 进行上限管理，但因价格管控方式为金融基础设施结算存款（中债登、银登中心等）与非银存款（基金托管、三方存管等）加权计算，因而部分银行高价吸收非银活期存款或突破 1.4% 上限达到 1.7-1.8% 甚至更高。

(2) 同业活存与定存的定价逻辑不同，结算性同业活期存款 FTP 固定、非银活期存款调整频率也相对较低；而同业定存 FTP 更随行就市，价格留有一定波动空间，当前从压降银行负债成本角度说，调降同业活期利率更有效且不易产生流动性风险。这主要是：① 同业活期存款的定价思维是机会成本定价，而不是随市场利率高频波动；② 传导考核上，一是活期存款交易笔数极多，如果每天重定价，内部系统计量和管理成本过高，固定利率便于分支机构理解和报价；二是司库通过设定一个相对稳定且通常偏低的固定 FTP，可以明确地向经营机构传达一个信号：不要盲目花力气去拉高成本的同业活期，应该把精力放在更核心的结算性存款或企业活期上；③ 区分期限价值，同业存单、同业借款等负债 FTP 通常随市场波动，因为它们

承担了期限错配风险，而活期部分几乎不存在期限风险，只有服务价值，因此没必要市场化波动。

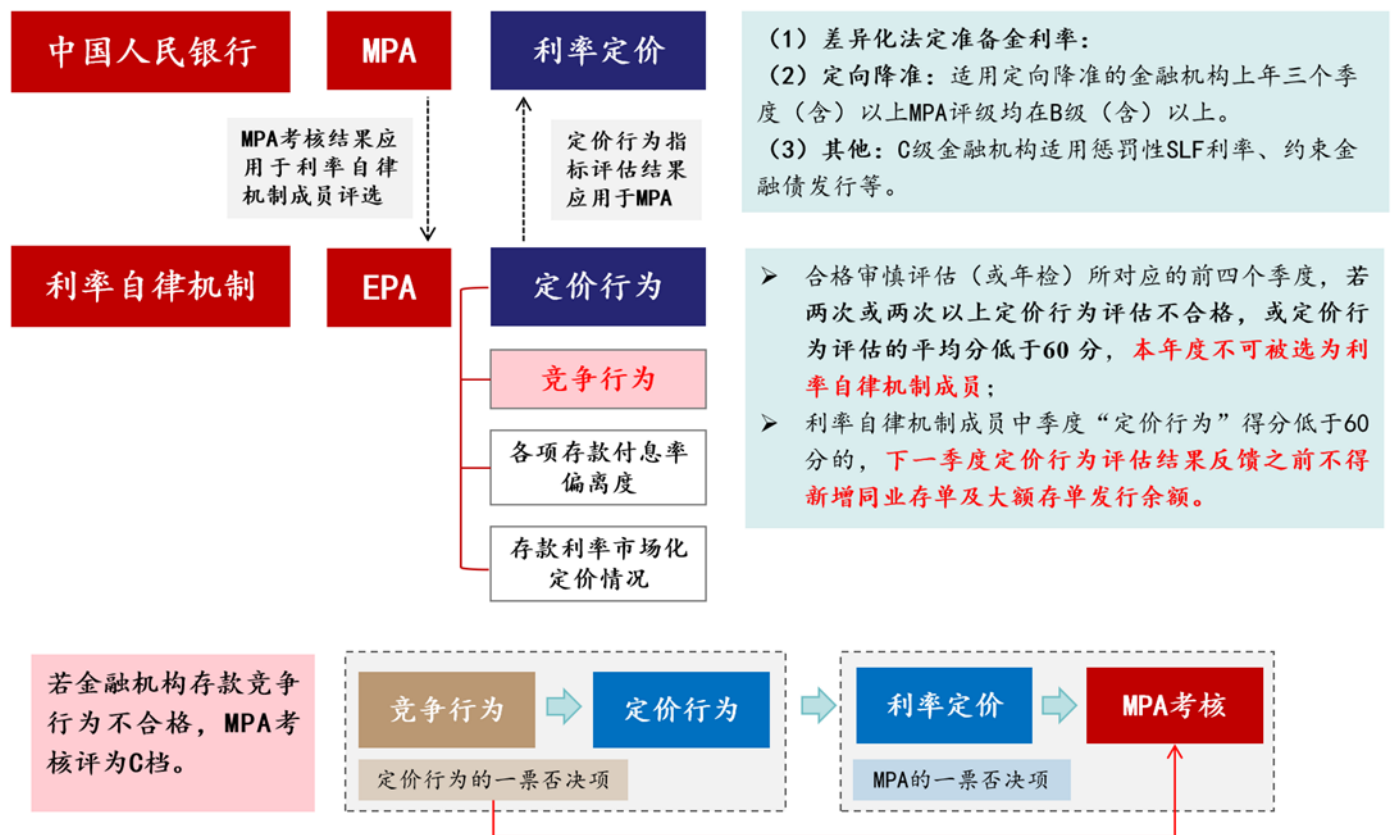
但是，随着存款财富化的趋势开启，银行对非银机构的存款竞争也更激烈了，同业活期存款的 FTP 逐渐拆解成两类：低息结算存款参考法定准备金利率固定（0.35%），非银高息存款银行会根据客户关系、资金体量、日均留存比例、趴账时间等设计成某基准利率+点差形式如 DR001+（10-20BP），点差根据以上因素动态调整，或是按期限切分，虽然是活期，但司库可以通过大数据测算出这部分资金的平均留存期限，如果平均能留 7 天，FTP 可能直接参考 7 天同业存单发行利率。我们认为当前约束的重点是同业活期 FTP 中过多加点反映的非理性竞争行为，而同业定存 FTP 设计方式为：

$$\text{同业定期存款的 FTP} = \text{对应期限的市场利率} + \text{银行自身的信用溢价} \pm \text{流动性管理调节项}$$

其对调节期限缺口和流动性管理的重要性更强，若加以定价约束，短期内部分银行的资负匹配或面临负担，但长期来看随着银行负债的稳定性恢复，价格重新成为关注重点时，同业定存也有纳入自律管理的可能。

2.2、新规或纳入 EPA “定价行为”考核并与 MPA 挂钩

图2：商业银行存款定价行为面临 MPA 和 EPA 双重约束



资料来源：中国外汇交易中心、IMI 财经观察公众号、开源证券研究所

需要先透彻理解 EPA→MPA 的考核方式，才能更好评估自律升级之后的潜在影响。我们曾在专题《厘清：定价自律与 EPA 考核》中系统介绍过这套考核体系，EPA “定价行为”考核项目目前分为：竞争行为、各项存款付息率偏离度、存款利率市场

化定价情况（扣分项）三方面。

表4: EPA 对商业银行定价行为设置了清晰的考核指标

| EPA 评估指标 | 评估对象 | 评估内容 | 考核过程 | 考核结果运用 |
|---------------|---|----------------------|--|--|
| 定价行为 (40分) | 为配合宏观审慎评估, 所有经营存款或贷款业务的金融机构均需参加定价行为指标的评估, <u>评价结果同时运用于宏观审慎评估。</u> | 竞争行为 (20分) | 参评机构评估得分=100分-累计所扣分数。 其中, 累计所扣分数为, 评估期内金融机构在利率定价过程中, 因存在各类不当竞争行为所扣的分数总和。累计所扣分数扣满100分为止。 | 每季度定价行为评估中, <u>若竞争行为不合格, 则该季度定价行为评估直接定为不合格。</u> |
| | | 各项存款付息率偏离度 (20分) | 按照参评机构的各项存款付息率偏离度从小到大进行排序, 并计算所有金融机构各项存款付息率偏离度的标准差。 | (1) 年度四个季度定价行为评估2次或2次以上不合格的; (2) 或定价行为评估平均分低于60分; (3) 或宏观审慎评估的结果有两次或以上被评为C档; |
| | | 存款利率市场化定价情况 (扣分项) | 若银行各关键期限定期存款和大额存单利率季度月均值较上年第二季度月均值调整幅度低于合意调整幅度的, 在“定价行为”得分(总分100分)基础上扣分。评分标准为: 1年、2年、3年、5年期定期存款和大额存单加权平均利率降幅低于合意调整幅度的, 每个期限扣5分。各期限加分累加计算, 最多扣20分。 | <u>本年度不可被选为利率自律机制成员。</u> |

资料来源: 中国外汇交易中心、开源证券研究所

表5: 定价行为中竞争行为具体扣分项

| 竞争行为扣分项 | 扣分标准 |
|---|---------------|
| 违反各级利率自律机制约定的(包括一般业务、招标业务及大额存单业务等); | 视情节轻重扣10分-30分 |
| 违反央行存款计结息相关规定的行为; | 视情节轻重扣10分-30分 |
| 结构性存款保底收益率上限不高于普通存款自律管理上限; | 视情节轻重扣10分-30分 |
| 新开办违反自律约定及相关要求的存款创新产品的(含活期存款、提前支取靠档计息、周期付息型存款和大额存单等) | 扣100分 |
| 地方法人机构开办异地存款 | 经核实后: 扣100分。 |

资料来源: 中国外汇交易中心、开源证券研究所

表6: 存款付息率偏离度得分标准

| 存款付息率偏离度标准 | 得分 |
|--------------------------|--------------|
| 各项存款付息率偏离度小于或等于0 | 100分 |
| 各项存款付息率偏离度大于0, 且不高于2个标准差 | 60分(含)至100分。 |
| 各项存款付息率偏离度高于2个标准差 | 0分 |

资料来源: 中国外汇交易中心、开源证券研究所

若同业存款自律 2.0 版落地，我们认为有望纳入 EPA 中的定价行为考核，并视情况作为扣分项体现。EPA 中“定价行为”考核频率为季度，考评结果直接应用于 MPA。具体考核规则上，我们认为会延续 1.0 版本的日均限价思路，对当季超出政策利率上限的非银同业活期存款日均余额 / 全部非银同业活期存款日均余额设计占比上限如 10%/20%等，对超出占比上限的机构应用分档扣分规则。比如，

占比 10%以下不扣分；

占比 10%-20%的每增加 1%扣 1 分；

占比 20%-40%的每增加 1%扣 1.5 分；

占比超 40%不合格。

这里，我们想提示几个关注点：

(1) 若本次自律 2.0 落地，虽进入“定价行为”考核，但大概率非一票否决项，不会产生集中冲击。同业存款自律 2.0 版大概率会和存款付息偏离度要求类似，赋予一定考评权重，但并非像“竞争行为”的一票否决，所以即便有部分机构超出政策上限的活期存款占比较高，短期难以满足要求，对于 EPA 来讲只要“定价行为”全部项目平均分 > 60 分就不会产生太大影响。

(2) 虽然可能最终和 MPA 考核挂钩，但对银行的约束力可能有差异，部分 MPA 考评诉求较低的银行影响并不大。在 MPA 考评中稳定进入 A 档极难，需要“资本与杠杆”、“定价行为”等七大项指标全部考评优秀 (90 分以上)，如农业银行披露，其是可比同业中唯一连续 13 个季度获评 A 档的银行，可想而知即便是资负运行体系成熟的大型银行也难以确保每季度均评级为 A。对于部分负债紧缺的中小银行来讲，有可能策略性的放弃，不会追求满分，达到 60~90 分都能接受。

(3) 落地时点：作为政策降息前的制度完善，较大概率在近期正式出台相关规则，并于 Q2 开始执行考核，为配合下一步政策利率调降打好基础。

3、规模：涉及银行业同业活存 16 万亿元，预计净息差+0.7BP

以下测算基于 2025 年中报数据，其中同业活期存款规模来源于“流动性风险”一表中同业存款“即时偿还”项。另假设：

(1) 同业活期存款实际加权利率：所有上市银行均为加权平均 1.4%；

(2) 同业活期存款结构：假设利率低于 1.4%的部分为结算活期存款，利率平均为 0.4%；利率高于 1.4%的存款，利率平均为 1.6%；

测算得出：

(1) 不高于 1.4%、高于 1.4%的同业活期存款分别占 17%、83%；

(2) 上市银行高于 1.4%的同业活期存款共计约 11.69 万亿元，占同业存款 44.44%；由于存款类金融机构（不限于上市银行）2025 年末非银存款共计 35.85 万亿元，其中高于 1.4%的同业活期存款共计约 16 万亿元（按 44.44%比例计算）；

(3) 若将高息同业活期存款从 83%压降至 10%，预计上市银行负债成本率、净息差分别-0.75BP、+0.7BP。

表7：若所有上市行利率高于1.4%的同业活期存款占比均不超10%，预计负债成本率/净息差分别-0.75BP/+0.7BP

| 2025H1 | 量(亿元) | | | 假设：同业活期加权实际利率 | 假设：实际付息率 | | 算出：同业活期结构(占比) | | 算出：同业活期结构(规模) | | 若规定高于1.4%的占比须不超过10% | | | |
|--------|---------|---------|-----------|---------------|----------|--------|---------------|--------|---------------|---------|---------------------|-----------|---------|------|
| | 同业存款 | 其中：同业活期 | 同业活期/同业存款 | | 不高于1.4% | 高于1.4% | 不高于1.4% | 高于1.4% | 不高于1.4% | 高于1.4% | 利息支出 | 负债成本率(BP) | 净息差(BP) | |
| 国有行 | 工商银行 | 45,813 | 27,060 | 59% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 4,510 | 22,550 | -39.69 | -0.89 | 0.81 |
| | 建设银行 | 37,876 | 20,213 | 53% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 3,369 | 16,844 | -29.65 | -0.79 | 0.72 |
| | 农业银行 | 56,701 | 22,496 | 40% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 3,749 | 18,747 | -32.99 | -0.83 | 0.77 |
| | 中国银行 | 26,437 | 14,229 | 54% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 2,371 | 11,857 | -20.87 | -0.67 | 0.61 |
| | 交通银行 | 10,571 | 7,558 | 71% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 1,260 | 6,298 | -11.08 | -0.83 | 0.78 |
| | 邮储银行 | 2,343 | 2,339 | 100% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 390 | 1,949 | -3.43 | -0.21 | 0.21 |
| 股份行 | 招商银行 | 7,456 | 6,816 | 91% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 1,136 | 5,680 | -10.00 | -0.94 | 0.88 |
| | 兴业银行 | 16,711 | 9,157 | 55% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 1,526 | 7,631 | -13.43 | -1.45 | 1.41 |
| | 浦发银行 | 7,196 | 4,385 | 61% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 731 | 3,654 | -6.43 | -0.79 | 0.77 |
| | 中信银行 | 7,050 | 5,477 | 78% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 913 | 4,564 | -8.03 | -0.93 | 0.91 |
| | 民生银行 | 7,296 | 5,819 | 80% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 970 | 4,849 | -8.53 | -1.26 | 1.20 |
| | 平安银行 | 5,451 | 4,953 | 91% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 826 | 4,128 | -7.26 | -1.48 | 1.45 |
| | 光大银行 | 5,182 | 3,458 | 67% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 576 | 2,882 | -5.07 | -0.81 | 0.77 |
| | 华夏银行 | 5,878 | 546 | 9% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 91 | 455 | -0.80 | -0.20 | 0.20 |
| | 浙商银行 | 2,795 | 691 | 25% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 115 | 576 | -1.01 | -0.33 | 0.33 |
| 城商行 | 北京银行 | 4,245 | 1,354 | 32% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 226 | 1,128 | -1.99 | -0.50 | 0.50 |
| | 上海银行 | 3,401 | 783 | 23% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 131 | 653 | -1.15 | -0.40 | 0.40 |
| | 江苏银行 | 4,616 | 709 | 15% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 118 | 591 | -1.04 | -0.26 | 0.27 |
| | 宁波银行 | 1,012 | 967 | 96% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 161 | 806 | -1.42 | -0.48 | 0.48 |
| | 南京银行 | 1,572 | 392 | 25% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 65 | 327 | -0.58 | -0.23 | 0.25 |
| | 杭州银行 | 2,050 | 509 | 25% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 85 | 424 | -0.75 | -0.38 | 0.38 |
| | 长沙银行 | 105 | 7 | 6% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 1 | 6 | -0.01 | -0.01 | 0.01 |
| | 成都银行 | 68 | 15 | 22% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 2 | 12 | -0.02 | -0.02 | 0.02 |
| | 贵阳银行 | 85 | 2 | 2% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 0 | 2 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | 重庆银行 | 171 | 2 | 1% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 0 | 2 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | 郑州银行 | 127 | 5 | 4% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 1 | 4 | -0.01 | -0.01 | 0.01 |
| | 青岛银行 | 171 | 146 | 86% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 24 | 122 | -0.21 | -0.34 | 0.34 |
| | 苏州银行 | 81 | 36 | 45% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 6 | 30 | -0.05 | -0.08 | 0.08 |
| | 齐鲁银行 | 113 | 25 | 22% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 4 | 21 | -0.04 | -0.06 | 0.06 |
| | 西安银行 | 61 | 3 | 6% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 1 | 3 | 0.00 | -0.01 | 0.01 |
| 厦门银行 | 25 | 0 | 1% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 0 | 0 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 兰州银行 | 217 | 58 | 27% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 10 | 49 | -0.09 | -0.20 | 0.19 | |
| 农商行 | 渝农商行 | 23 | 13 | 57% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 2 | 11 | -0.02 | -0.01 | 0.01 |
| | 沪农商行 | 14 | 4 | 30% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 1 | 4 | -0.01 | 0.00 | 0.00 |
| | 青农商行 | 31 | 1 | 2% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 0 | 1 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | 常熟银行 | 3 | 1 | 21% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 0 | 1 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | 无锡银行 | 5 | 0 | 9% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 0 | 0 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | 紫金银行 | 15 | 10 | 68% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 2 | 9 | -0.02 | -0.07 | 0.07 |
| | 苏农银行 | 0 | 0.08 | 32% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 0 | 0 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | 张家港行 | 3.40 | 3.40 | 100% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 1 | 3 | 0.00 | -0.03 | 0.02 |
| | 瑞丰银行 | 2.28 | 2.28 | 100% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 0 | 2 | 0.00 | -0.02 | 0.02 |
| | 江阴银行 | 0.09 | 0.09 | 100% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 0 | 0 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 国有行 | 179,740 | 93,894 | 52% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 15,649 | 78,245 | -137.71 | -0.75 | 0.69 | |
| 股份行 | 65,015 | 41,301 | 64% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 6,884 | 34,418 | -60.58 | -0.98 | 0.95 | |
| 城商行 | 18,119 | 5,015 | 28% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 836 | 4,179 | -7.36 | -0.29 | 0.29 | |
| 农商行 | 99 | 36 | 36% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 6 | 30 | -0.05 | -0.01 | 0.01 | |
| 上市银行 | 262,972 | 140,246 | 53% | 1.40% | 0.40% | 1.60% | 17% | 83% | 23,374 | 116,872 | -205.69 | -0.75 | 0.70 | |

数据来源：Wind、上市银行财报、开源证券研究所

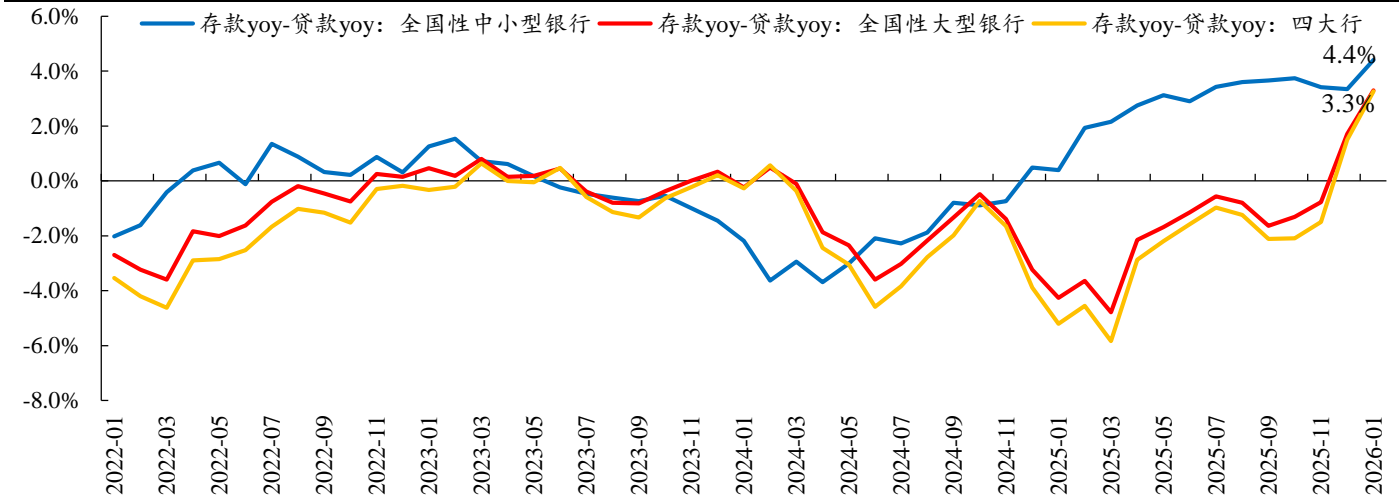
4、影响：银行资负&资管产品投资行为变化

4.1、预计不会造成银行体系缺口压力，但加剧大小行主动负债策略分化

大型银行：对存贷差阶段性扰动，直接造成的缺口冲击有限。我们认为大型银行由于其牌照优势，天然易沉淀非银存款，其高息非银存款即便超出1.4%上限但偏离幅度也不多，大概率定价在1.45%-1.55%左右，非银客户很少会因几个BP的价差大规模转向其他品种。所以我们认为，若本次自律2.0落地，会造成大行非银存

款一定程度的流失，对存-贷增速差能否持续向上造成扰动，但影响的范围及幅度均不及上一轮自律冲击，不会产生太大缺口。

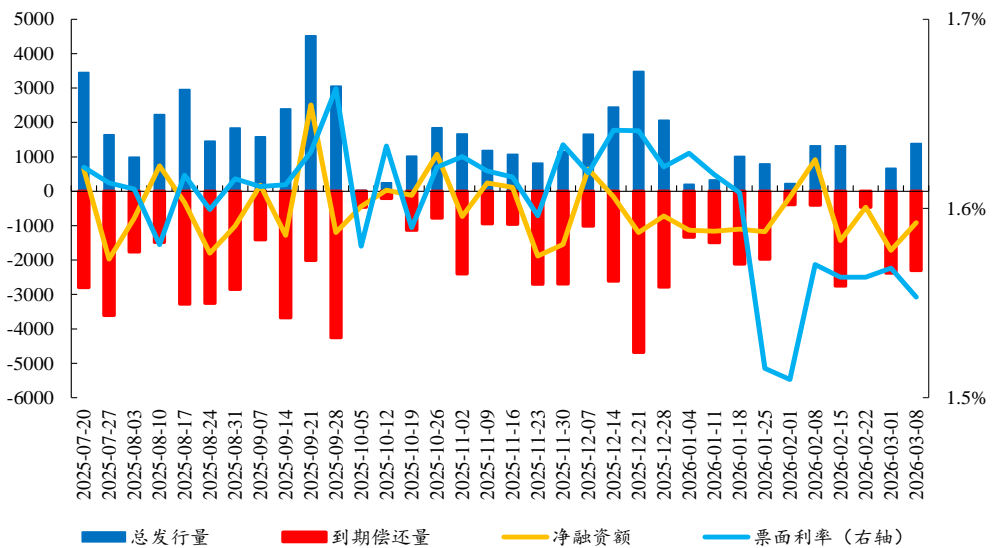
图3: 2026.01 大行存贷增速差加速向上修复至3.3%，中小行小幅上升至4.4%



数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 大型银行为 2008 年末本外币资产总量大于等于 2 万亿元的银行; 中小型企业银行为 2008 年末本外币资产总量小于 2 万亿元的银行, 不包括农村金融机构。

大行的流动性风险指标调节工具进一步受限，未来长周期同业存单定价将逐渐去化资金属性，更多反映银行管理诉求。同业业务关系活期存款在 NSFR 调节上具有重要作用，居民风险偏好虽然暂时没有显著抬升，但存款财富化是大势所趋，随着非银存款占比提高，银行的存款稳定性和流动性风险指标都会下降，由于司库利率债和同业活期存款都被限制，未来同业存单在指标调节工作中的戏份会增加。

图4: 国有行同业存单净融资额连续为负 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

未来在同业存单供给策略上，我们判断司库部门权重增加、专营部门权重下降。若自律加强后能有效驱动同业融资成本下降，同业存单发行 FTP 有望继续小幅压缩，进而驱动银行配债利差打开空间。

中小行：可能面临收缩资产或主动负债以价换量的两种策略抉择，部分中小行或被动缩表。部分中小行基于维持总资产负债规模的考虑，即使一般性存款普遍有

流失压力，但也会让渡部分利息支出，通过同业渠道补充。我们认为部分中小行的非银活期存款报价或偏离1.4%的政策利率上限较多，部分甚至有可能达到2.0%以上，若限价到和大行差不多水平，可能有一定资金流失问题，届时是收缩资产还是提价同业存单或滚动短期限同业定存补充缺口，或面临主管策略调整。

表8：应对资产负债缺口，银行权衡成本收益和风险的决策矩阵

| 措施 | 见效速度 | 名义成本 | 对盈利影响 | 适用场景 | 操作顺位 |
|-------------------|-------|------|-------------|----------------|------|
| 同业拆借、存款 (含NCD) | 1-3天 | 中 | 利息支出增加 | 市场信心稳定时 | 1 |
| 压缩融出 | 1天 | 低 | 减少利息收入 | 负债流失或不稳定时 | 2 |
| 赎回基金 | 即时 | 低 | 损失投资收益 | 持有货基或开放式基金一定规模 | 3 |
| 抛售HQLA | 即时 | 低 | 损失投资收益或利息收入 | 小额缺口或紧急流动性需求 | 4 |
| 发行金融债券 | 1-3个月 | 高 | 长期负债成本锁定 | 结构性缺口需要长期资金 | 5 |
| 资产证券化 | 3-6个月 | 高 | 释放资本但可能损失利差 | 大量长期资产需出表 | 6 |
| 央行借贷工具 (含法储透支) | 即时 | 低 | 依赖政策利率 | 系统性风险或市场冻结时 | 7 |

资料来源：开源证券研究所

4.2、测算：现管&货基影响最大，收益率或下降3BP

假设新规落地后，银行普遍不愿给出利率超1.4%的同业活期存款，意味着理财和公募基金获取的利率从1.6%降至1.4%，我们测算对产品收益率的影响：

(1) 全部理财产品收益率-1.47BP，其中现金管理类-2.56BP；

(2) 全部公募基金收益率-1.43BP，其中货基-3BP。

由于理财和公募基金的同业活期存款持仓占比近似，受影响的幅度基本接近；其中现金管理类、货基由于流动性要求较高，同业活期存款占比较高，受影响也最大；此外固收类理财也受一定影响，而债基的存款占比较低，影响有限。

预计同业存单、同业定存、3Y以内中短债均有望增配。出于收益率要求，理财将加大对同业定存、同业存单、中短债的配置力度，非现管的固收产品对3Y以内债券品种有增配动力；而货基受到债券久期限制，主要增配1Y以内品种，考虑同业存单流动性好、免增值税(3%)，较同业定存、1Y内短债更具性价比。同业定存尚未纳入自律机制，仍有一定空间，预计将受到资管产品的青睐，银行存款总量仍将较为充裕。

表9：测算若同业活期存款利率-20BP，则全部理财产品收益率-1.47BP，其中现金管理类-2.56BP，影响最大(亿元)

| 测算过程(2025Q4末) | | 全部理财 | 现金管理类 | 固定收益类 | 混合类 | 权益类 |
|---------------|-----------|----------|----------|----------|---------|--------|
| 前十持仓中 | 存款 | 21841.74 | 5290.62 | 16427.78 | 122.79 | 0.54 |
| | 其中：同业活期存款 | 6800.28 | 2154.39 | 4589.08 | 56.33 | 0.48 |
| | 占比 | 7.34% | 12.82% | 6.16% | 4.14% | 0.98% |
| | 定期存款 | 15041.46 | 3136.23 | 11838.70 | 66.46 | 0.06 |
| | 占比 | 16.23% | 18.66% | 15.90% | 4.89% | 0.12% |
| 前十持仓合计 | | 92665.85 | 16803.72 | 74453.19 | 1359.76 | 49.17 |
| 假设：同业活期存款利率降幅 | | -0.20% | -0.20% | -0.20% | -0.20% | -0.20% |
| 则产品收益率变动(BP) | | -1.47 | -2.56 | -1.23 | -0.83 | -0.20 |

数据来源：普益标准、开源证券研究所

表10：测算若同业活期存款利率-20BP，则全部公募基金收益率-1.43BP，其中货基-3BP，影响最大（亿元）

| 测算过程（2025Q4末） | | 全部基金 | 货币基金 | 债券型基金 | 混合型基金 | 股票型基金 |
|---------------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 全部持仓中的占比 | 存款 | 14.27% | 30.22% | 1.01% | 10.28% | 4.29% |
| | 假设：同业活期存款（占一半） | 7.14% | 15.11% | 0.51% | 5.14% | 2.15% |
| 假设：同业活期存款利率降幅 | | -0.20% | -0.20% | -0.20% | -0.20% | -0.20% |
| 则产品收益率变动（BP） | | -1.43 | -3.02 | -0.10 | -1.03 | -0.43 |

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、投资建议：关注3月存贷节奏修复和广义存款竞争分化

2026年开年以来以大型银行为代表的存强贷弱格局持续，相较于往年配债强度提早释放，我们认为3月信贷节奏有望小幅回暖，且第二波高息定存留存率或有所下降，存贷节奏过于错配的情况有望一定程度修正。

另外，同业融资成本刚性制约了配置盘FTP下行，影响配债利差，在同业存款自律升级后，同业存单利率有望向基础货币价格（1.4-1.5%）靠拢，届时债券有望重新恢复配置性价比。按此逻辑，我们继续看1Y NCD及10Y国债利率方向下行，但对空间判断相对保守。

当前银行股行情来自于基本面与资金面双重因素的催化，随着多家上市银行2025年业绩预喜，市场对行业最悲观判断正在被修正，营收与利润增速企稳、息差逐步筑底、资产质量改善，共同构成基本面的支撑。同时，在成长风格降温的环境下，资金开始回流估值更低、确定性更强的银行板块。中长期建议关注财富管理领先的银行。这类银行具备集团协同优势、产品创新能力强，能够在居民资产配置多元化趋势中抢占先机；以及区域资产获取能力强的银行。这类银行在本土市场有深厚的客户基础和资产获取能力，能够形成差异化竞争。推荐**中信银行、苏州银行**，受益标的有**农业银行、工商银行、江苏银行、杭州银行、重庆银行**等。

表11：受益标的一览

| 股票代码 | 银行名称 | PB (LF) | | ROE(%) | 总营收同比增长 (%) | | | 归母净利润同比增长 (%) | | | EPS | | | 评级 |
|-----------|------|------------|--------|--------|-------------|-------|-------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| | | 2026-03-09 | 2026E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2024A | 2025E | 2026E | 2024A | 2025E | 2026E | |
| 601398.SH | 工商银行 | 0.7 | 0.6347 | 6.98 | -2.5 | 0.2 | 2.6 | 0.5 | -0.4 | 2.1 | 1.0 | 1.02 | 1.04 | 未评级 |
| 601288.SH | 农业银行 | 0.86 | 0.84 | 7.85 | 2.26 | 1.38 | 3.41 | 4.73 | 0.74 | 3.97 | 0.81 | 0.81 | 0.84 | 未评级 |
| 601998.SH | 中信银行 | 0.56 | 0.51 | 7.05 | 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 | 0.77 | 0.75 | 11.90 | 8.78 | 6.68 | 7.44 | 10.76 | 7.44 | 8.67 | 1.74 | 1.86 | 2.03 | 未评级 |
| 600926.SH | 杭州银行 | 0.9 | 0.8 | 12.68 | 9.6 | 7.6 | 7.2 | 18.1 | 12.8 | 11.9 | 2.8 | 2.96 | 3.31 | 未评级 |
| 601963.SH | 重庆银行 | 0.7 | 0.7 | 8.71 | 3.5 | 10.5 | 10.4 | 3.8 | 8.1 | 9.6 | 1.5 | 1.59 | 1.74 | 未评级 |
| 002966.SZ | 苏州银行 | 0.74 | 0.73 | 9.02 | 3.01 | 3.41 | 3.60 | 10.16 | 9.14 | 9.49 | 1.32 | 1.30 | 1.35 | 买入 |

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，已评级公司盈利预测来自开源证券研究所；2、盈利预测及估值数据均基于2026-03-09收盘价）

6、风险提示

- 宏观经济增速不及预期，信贷需求复苏不及预期；
- 政策落地不及预期等，银行负债成本未有效下降。

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

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

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

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