

银行

2026年04月28日

FTP的时差：金市司库博弈与配债窗口

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

朱晓云（分析师）

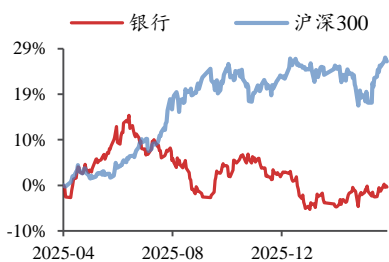
liuchengxiang@kysec.cn

zhuxiaoyun@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790524070010

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《理财客群数量高增，存款&基金仓位再创新高——理财登 2026Q1 季报解读》-2026.4.20

《2025 年国股行流动性、利率及汇率风险综述——行业深度报告》-2026.4.17

《大型银行存贷差强势上行或告一段落——行业点评报告》-2026.4.15

● 2026 年 4 月大行负债成本下行与配债意愿出现阶段性背离

1、年初大行配债逻辑：可配资金增多与负债成本下降的双重催化。(1) 2026 年初大行可配资金增多，且负债成本于 2025 年显著改善，配置利差打开，大行债券投资增速上行，2026 年 3 月达到 20.3% 的高位。(2) 1.80% 或为大行现阶段 10Y 国债的合意配置点位。从银行债贷比价的角度，我们测算使得 10Y 国债和企业贷款综合净收益率一致的利率为 1.81%。此外当 10Y 国债利率高于 1.80% 时，大行二级市场国债净买入力度较大，2026 年 1-3 月国债净买入超 6000 亿元。

2、4 月银行间流动性整体充裕，但大行反而在二级市场净卖出国债。

3、我们从大行配债逻辑出发去看配债行为的转变：(1) 可配资金：4 月大行资金净融出仍维持高于往年的较高规模。(2) 负债成本：根据我们测算，2026Q1 国有行约 23.7 万亿元 1Y 及以上定存到期，负债成本下降 7.8BP。因此，大行配债的长期逻辑（剩余流动性+负债成本改善）并未改变。

● 大行短期卖债行为或为金市和司库的动态博弈所致

1、金市配合司库消化冗余头寸的阶段已过。2026 年初大行为推动存款增长靠营销补贴沉淀了部分居民活期存款，形成司库日间冗余头寸，委托金市投资于流动性较好的国债，进入 4 月这部分存款自然流失后，金市配合司库卖出国债回补头寸，同时利用市场行情赚取了利差。此过程亦伴随了部分金市交易盘的止盈。

2、司库对于 FTP 的调整时点影响金市配债节奏。

(1) 大行 FTP 成本=同期限国债/国开债收益率曲线+战略性加点。基础曲线随市场波动，但加点部分调整滞后（按月/季），是金市和司库损益博弈的主要部分。

(2) 金市与司库博弈：考核容忍度与市场踏空风险权衡。由于负债成本下降、边际筹资成本的改善传导至金市 FTP 的下降有时滞。因此金市对于 FTP 成本的预期也会影响其配债节奏。在 2026Q1 负债成本显著下降后，金市预期 Q2 配债 FTP 会有大幅调降，同时判断债市利率处于区间震荡，那么金市在 FTP 成本降幅落地前的配债行为会偏谨慎，落地后再择时加大配债力度，最大程度优化 FTP 考核创利。而此时多余的可配资金市倾向出逆回购（其 FTP 成本锚定 DR001）。

● 2026Q2/Q3 银行对中长债配置有望迎渐进式增强

1、可配资金稳定性强，中小行居民定存流向大行趋势延续。2、FTP 即将下调的信号出现时，可适当领先金市抢配。负债端：同业存单发行利率连续偏低，且银行开始拒收高息同业存款。资产端：资金融出持续放大，但金市债券配置意愿弱。反映司库运作下的低效资产在增加，金市容易通过 ALCO 倒逼司库调价。

● 投资建议

建议关注项目储备充足、区域景气度高的城商行，受益标的如江苏银行、杭州银行、成都银行、重庆银行等。中长期看，大型综合化银行及特色财富管理银行占优，推荐中信银行，受益标的如工商银行、招商银行等。

● 风险提示：宏观经济增速下行，监管政策趋严，债市利率大幅波动。

目 录

1、 负债成本下行与银行配债意愿阶段性背离.....	3
1.1、 年初大行配债逻辑：可配资金增多与负债成本下降的双重催化.....	3
1.2、 4月大行减配：长期逻辑未变，或为金市和司库的短期博弈所致.....	4
2、 金市配合司库消化冗余头寸的阶段已过.....	6
3、 FTP成本调整时点影响金市配债节奏.....	7
3.1、 债券FTP成本的双锚定机制，及潜在配债影响.....	7
3.1.1、 NCD加点模式（中小行居多），传导较快但也有时差.....	7
3.1.2、 国开债/国债加点模式（大中型银行主流），传导滞后存在内部博弈.....	8
3.2、 金市与司库博弈：考核容忍度与市场踏空风险权衡.....	8
3.2.1、 情景一：全价考核严格，但踏空风险更大（牛陡初期）.....	8
3.2.2、 情景二：司库损益的博弈增加（震荡市），金市偏躺平.....	10
4、 2026Q2\Q3 银行对中长债配置有望迎渐进式增强.....	11
4.1、 可配资金稳定性强：一般性存款基本盘扎实.....	11
4.2、 FTP即将下调的信号出现时，可适当领先金市抢配.....	11
4.3、 Q2/Q3的利率风险指标（EVE）约束不大.....	12
5、 投资建议.....	13
6、 风险提示.....	13

图表目录

图 1： 2024年7月以来，大型银行存贷差和债券投资增速整体呈上行趋势.....	3
图 2： 当10Y国债到期收益率高于1.80%时，大型银行在二级市场国债净买入力度加大（亿元）.....	4
图 3： 大型银行3月增加NCD买入，4月持续净卖出债券（亿元）.....	5
图 4： 大型银行4月各期限债券均有卖出（亿元）.....	5
图 5： 2026年以来大型银行资金净融出（质押式）持续维持高位（亿元）.....	6
图 6： 2026年4月国有行同业存单净融资额转正（亿元）.....	6
图 7： 2023年以来国有行配置盘利差不断收窄.....	9
图 8： 2023年以来国有行FVOCI占比提升，AC占比下降.....	9
图 9： 农商行负债成本与市场资金利率拉大时，资金融入规模往往抬升.....	10
图 10： 大型银行资金净融出和国债净买入多数时间呈一致变动趋势（亿元）.....	10
图 11： 个人定存从中小行流向大行趋势延续（亿元）.....	11
图 12： 2026年以来大行资金净融出规模维持高位（亿元）.....	12
图 13： 2026年货基净融入规模较高（亿元）.....	12
表 1： 2025Q3和Q4国有行配置盘利差改善后加大了债券配置力度.....	3
表 2： 商业银行大类资产静态比价：10Y国债综合净收益率暂时落后于企业贷款.....	4
表 3： NCD加点模式下，同业成本率下降传导至FTP的时效与机制.....	7
表 4： 2025年末国股行同业定期存款规模约为17万亿元（亿元）.....	12
表 5： 受益标的一览.....	13

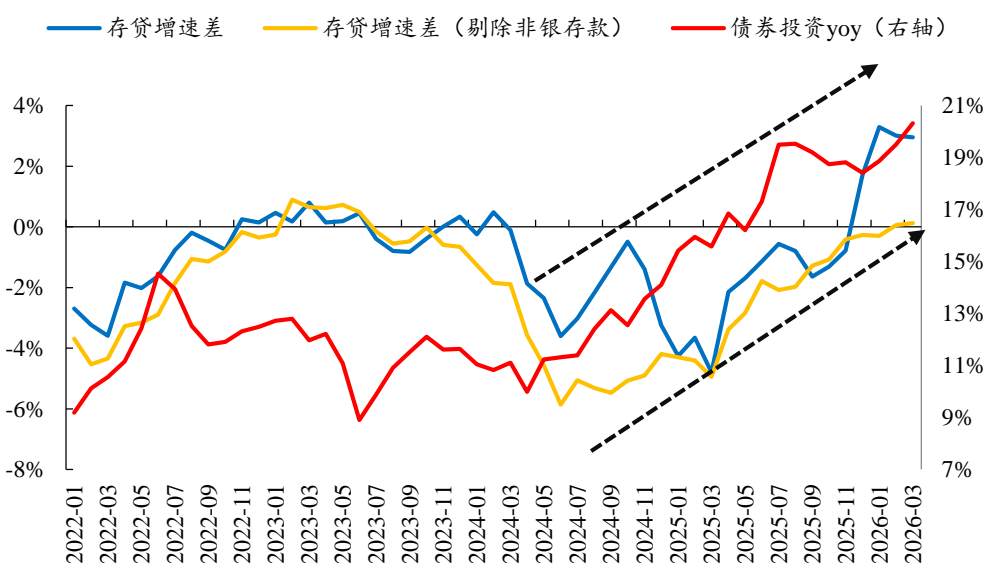
1、 负债成本下行与银行配债意愿阶段性背离

1.1、 年初大行配债逻辑：可配资金增多与负债成本下降的双重催化

2025年7月以来，大行配债行为的主要逻辑为：存贷增速差走阔下的可配资金增多，以及负债成本下降后配置盘利差空间打开的双重利好，催化银行纯配置账户AC配债力度走强。

(1) **可配资金**：2024年7月以来，剔除非银存款影响后的大行存贷增速差整体呈上行趋势，反映银行剩余流动性充裕，债券投资增速也随之不断上行，2026年3月达到20.32%的高位。

图1：2024年7月以来，大型银行存贷差和债券投资增速整体呈上行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) **负债成本**：票息与负债成本倒挂一度成为银行配债的主要制约因素，从国有行金融投资行为结果来看，体现在AC占比的不断下降。在2025年银行负债成本明显下降，同时2025Q3债市利率调整上行后，配置盘利差的走阔，使得国有行配债力度明显加大，AC账户占比在连续7个季度下降后，2025Q3和Q4均有所上升。

表1：2025Q3和Q4国有行配置盘利差改善后加大了债券配置力度

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
AC单季增量(亿元)	6463	8332	10530	10024	4089	9196	7595	13651	9219	8617	21440	19660
利差(pct)	0.90	0.75	0.61	0.64	0.43	0.30	0.26	0.09	0.08	0.04	0.21	0.28
10Y国债收益率(%)	2.88	2.74	2.63	2.66	2.41	2.28	2.17	2.00	1.71	1.67	1.76	1.83
负债成本(%)	1.99	1.99	2.02	2.02	1.98	1.98	1.91	1.91	1.63	1.63	1.55	1.55
AC占比	68.6%	68.6%	69.0%	68.9%	66.8%	66.8%	65.8%	65.3%	64.3%	63.7%	64.0%	65.0%
AC占比环比变动(pct)	-0.68	-0.01	0.43	-0.16	-2.05	-0.01	-1.01	-0.54	-1.00	-0.58	0.34	0.97

数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 从合意配置点位来看，当10Y国债到期收益率超过1.80%时，大行倾向于加大配债力度。一方面，从商业银行债贷比价的角度，在1.55%（2025年国有行

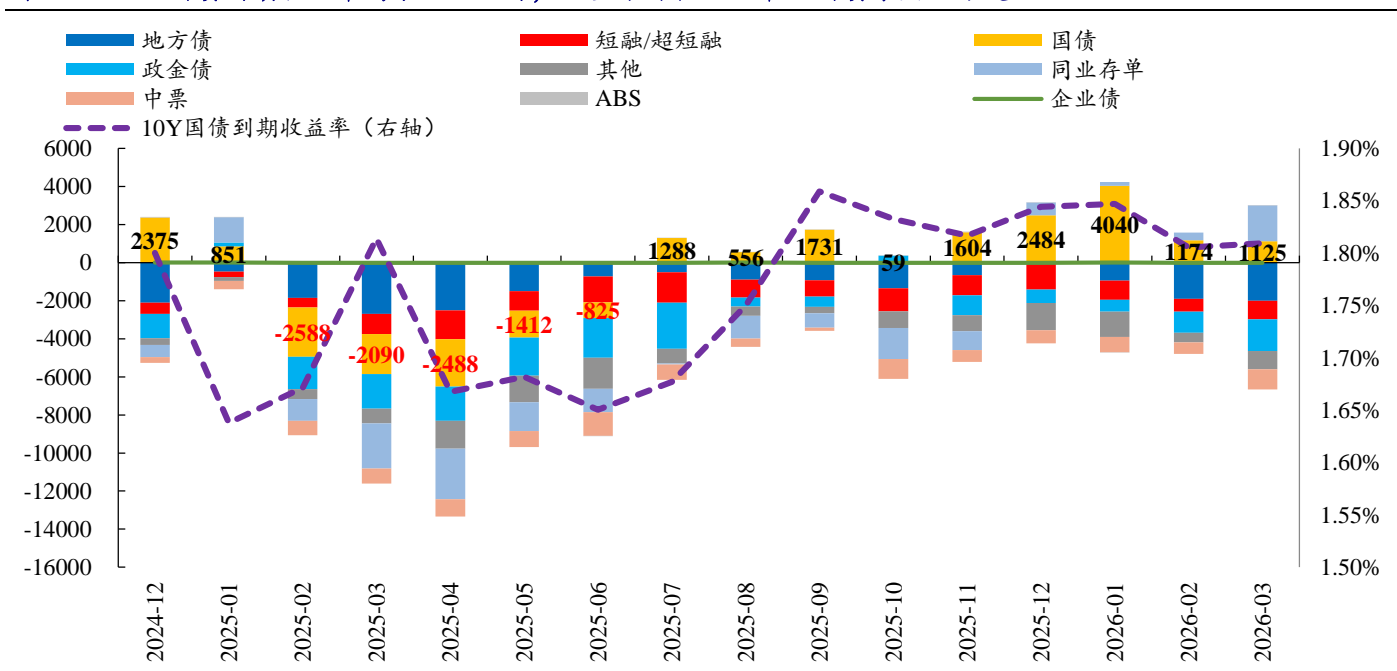
负债成本)的负债成本, 3.10%的新发放企业贷款利率的背景下, 我们测算使得 10Y 国债和企业贷款综合净收益率一致的 10Y 国债到期收益率为 1.81%。另一方面, 从大行二级市场国债交易行为来看, 当 10Y 国债到期收益率高于 1.80%时, 国债净买入力度往往较大, 2026 年 1-3 月国债净买入超 6000 亿元。

表2: 商业银行大类资产静态比价: 10Y 国债综合净收益率暂时落后于企业贷款

大类资产	名义收益率	税收成本	增值税	所得税	资本成本	风险权重	存款派生收益	信用成本	综合收益率	综合净收益率
企业贷款	3.10%	0.52%	6%	25%	0.47%	75%	0.64%	1.04%	1.71%	0.16%
票据贴现	1.14%	0.06%	6%	25%	0.47%	75%	0.00%	0.00%	0.60%	-0.95%
消费贷	3.00%	0.49%	6%	25%	0.47%	75%	0.11%	1.45%	0.69%	-0.86%
按揭贷款	3.06%	0.51%	6%	25%	0.19%	30%	0.32%	0.88%	1.80%	0.25%
国债 1Y	1.14%	0.06%	6%	0%	0.00%	0%	0%	0%	1.08%	-0.47%
国债 3Y	1.28%	0.07%	6%	0%	0.00%	0%	0%	0%	1.21%	-0.35%
国债 5Y	1.48%	0.08%	6%	0%	0.00%	0%	0%	0%	1.40%	-0.16%
国债 10Y	1.76%	0.10%	6%	0%	0.00%	0%	0%	0%	1.66%	0.11%
国债 30Y	2.25%	0.13%	6%	0%	0.00%	0%	0%	0%	2.12%	0.57%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 贷款利率为 2025 年新发放贷款加权平均利率, 债券到期收益率为 2026.04.24 数据)

图2: 当 10Y 国债到期收益率高于 1.80%时, 大型银行在二级市场国债净买入力度加大 (亿元)

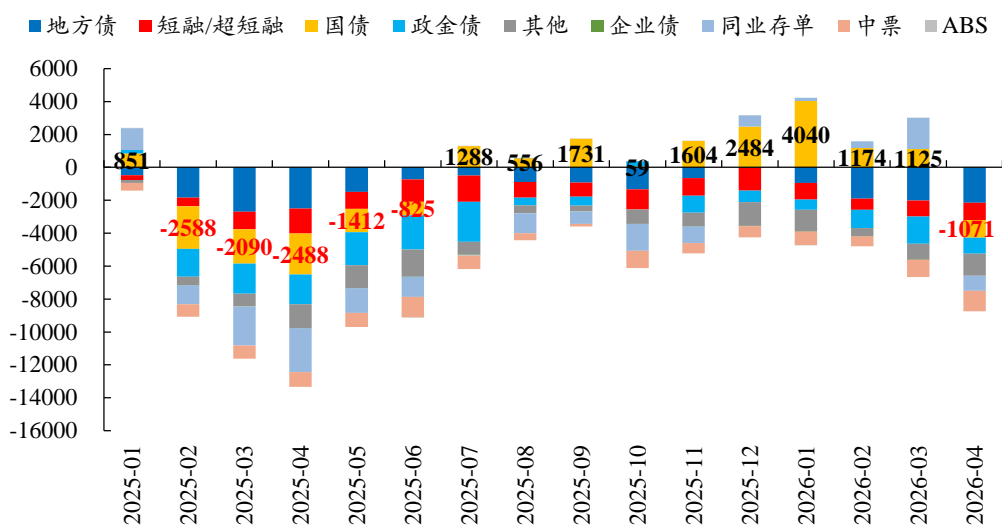


数据来源: CFETS、开源证券研究所

1.2、4 月大行减配: 长期逻辑未变, 或为金市和司库的短期博弈所致

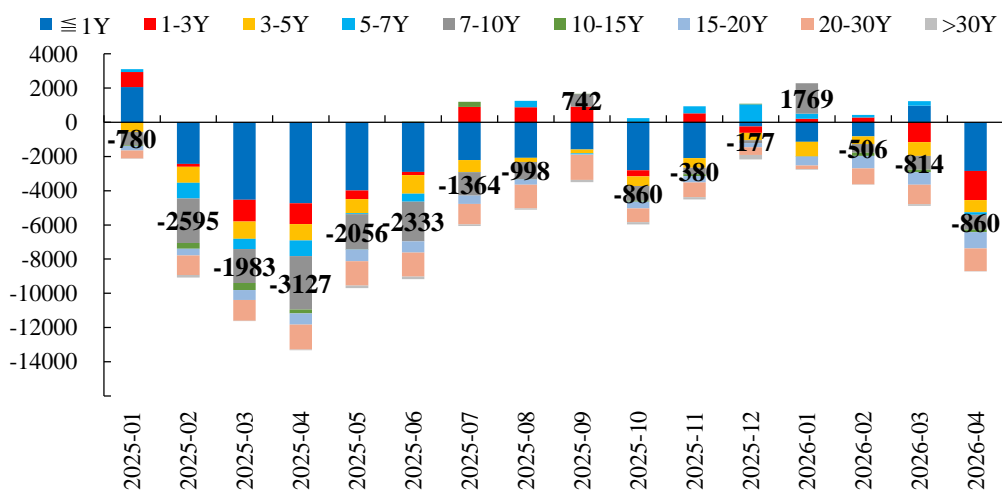
4 月以来银行同业负债成本出现较快下行, 3M 及 1Y 国股 NCD 发行利率均跌破关键点位, 银行间流动性总体充裕。然而, 从资产端行为观察, 金融市场部的主动配置意愿并未同步抬升, 大行反而在二级市场持续卖出债券。

图3：大型银行3月增加NCD买入，4月持续净卖出债券（亿元）



数据来源：CFETS、开源证券研究所（注：2026年4月统计数据截至2026.04.22）

图4：大型银行4月各期限债券均有卖出(亿元)



数据来源：CFETS、开源证券研究所（注：2026年4月统计数据截至2026.04.22）

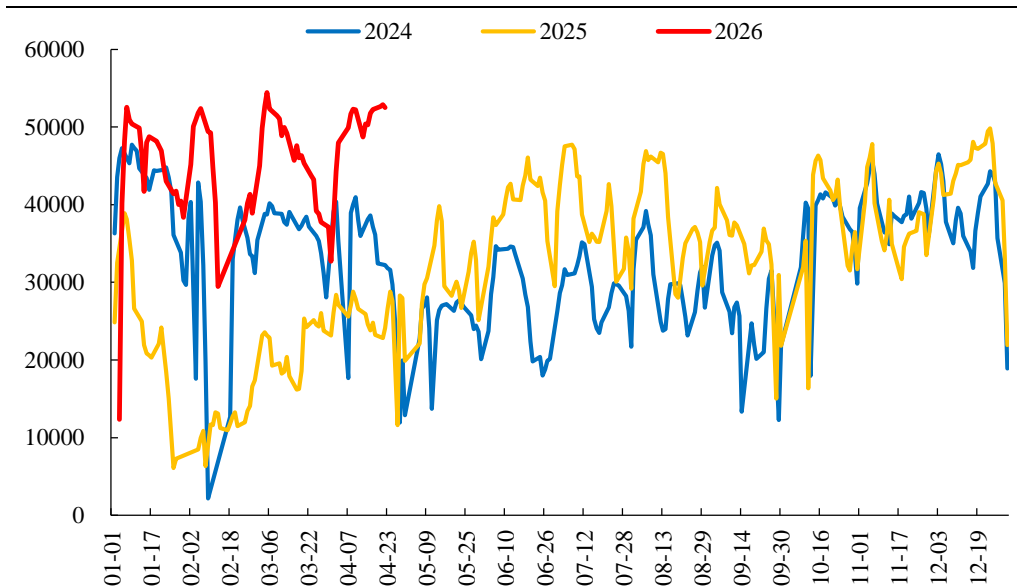
我们从大行配债逻辑出发去看大行配债行为的转变，可配资金和负债成本。

(1) 从可配资金的角度来看，3月大行存贷增速差略有回落，但降幅可控，此外，从大行资金净融出规模来看，4月仍维持高于往年的资金净融出规模，反映银行仍有较多冗余流动性。

(2) 从负债成本的角度出发，2026Q1 国有行仍有大量居民高息定存到期重定价，支撑负债成本显著下降。根据我们测算，2026Q1 国有行约 23.7 万亿元 1Y 及以上定存到期，负债成本下降 7.8BP。

(3) 此外从债券市场表现来看，4月 10Y 国债收益率维持在 1.75%~1.83% 区间内，整体仍在大行合意配置区间内。

因此，我们从大面上看支撑大行配债的因素（剩余流动性、负债成本改善）未发生实质性扭转，但 4 月实际运行的结果是大行在净卖出国债等债券，我们需从微观实操层面进一步理解大行配债行为的变化。

图5：2026 年以来大型银行资金净融出（质押式）持续维持高位（亿元）


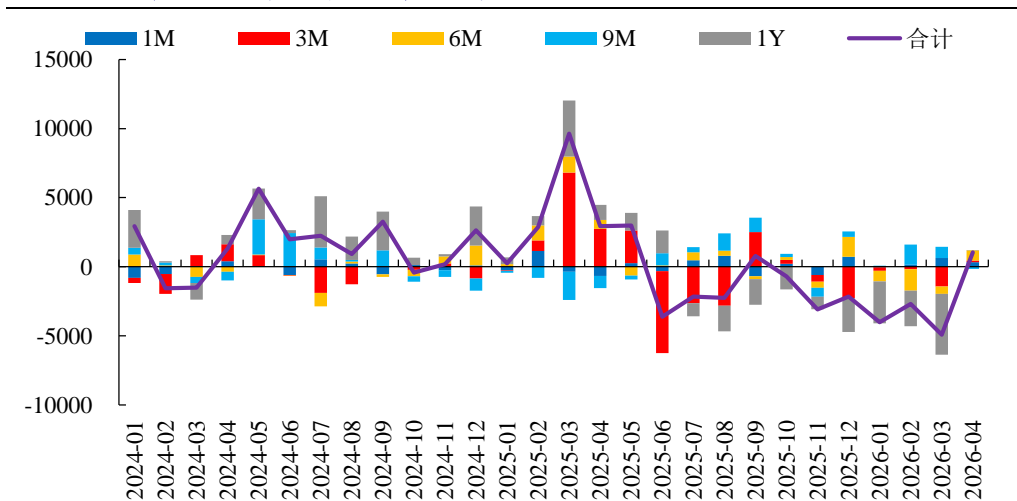
数据来源：CFETS、开源证券研究所

2、金市配合司库消化冗余头寸的阶段已过

我们需关注到商业银行进行债券投资的两个部门司库和金市，其中金市为主导，但司库的配债行为也值得关注。司库作为全行的资金营运中心，负责日间头寸的管理，将日间冗余的流动性投向利率债、货基等高流动性资产。因部分银行司库没有独立交易台，需要委托金市代投，所以形式上体现都是金融市场部的买债行为，但背后的考核要求、配置品种和期限都有明显不同。

(1) 司库的主要功能是流动性管理，不太考虑收益：当头寸出现冗余时第一要务是把钱花掉，这时买债会忽略成本，因为总比趴在央行收取超额准备金利率 0.35% 要好。

(2) 司库投债不承担信用风险，基本以国债、NCD、货币基金调剂方式。

图6：2026 年 4 月国有行同业存单净融资额转正（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2026 年 4 月统计数据截至 2026.04.26）

在大行从 2026 年 1-3 月净买入国债到 4 月净卖出的转向过程中，司库冗余头寸的变化或起到了一定作用。2025 年末至 2026 年初，大行存款超预期增长，其中部分

存款为理财的阶段性回表，以及营销补贴获取的居民活期存款短期留存。这部分短期沉淀的存款形成年初司库的冗余头寸，委托金市投资于国债等流行性较好的品种。但在 1 月过后大行就发现了存款过量增长的问题，减缓存款增长节奏，此类靠阶段性营销补贴沉淀的居民活期存款流失后，司库冗余头寸减少，相应地委托金市买入的国债在 4 月利率下行的阶段卖出，回补头寸的同时还赚取了波段利差。

从国有行同业存单净融资规模来看，自 2025 年 10 月以来，2026 年 4 月首次实现了同业存单净融资，侧面反映年初司库流动性过剩的情况得到了改善。

3、FTP 成本调整时点影响金市配债节奏

制约配置意愿的另一层因素来自内部资金成本，即中长债 FTP 尚未进入金融市场部认为的“合意”水平。尽管负债成本率已边际下行，但在“国开/国债+加点”的考核框架下，司库设定的战略加点部分相对负债成本依然偏高，在 2026Q1 国有行负债成本显著下行的实际背景下，金市对于 2026Q2 的配债 FTP 成本有下降预期，在债市利率波动不大的情形下，金市会适当调整配债节奏，以更低的 FTP 成本买入债券，有利于其内部 FTP 创利考核。

这一现象的核心问题在于：FTP 利差何时会出现实质性修复，从而催化银行配债意愿？这需要从债券投资 FTP 的设定规则与传导机理进行讨论。

3.1、债券 FTP 成本的双锚定机制，及潜在配债影响

在现行的商业银行内部资金转移定价体系中，根据流动性和期限特征，债券投资或有两套并行的内部计价规则：

3.1.1、NCD 加点模式（中小行居多），传导较快但也有时差

中小型银行：锚定边际筹集资金成本，短端直接传导模式。债券 FTP 成本≈同期限同业存单（NCD）收益率曲线+流动性溢价。特点是锚定司库的边际融资成本，传导速度较快。常见于中小城农商行，其金市可自主加杠杆，有的银行会设置杠杆率上限约束，有的银行则是只要保证同业负债占比低于 33% 的 MPA 考核要求即可，这决定了同业资金成本会直接影响银行金市的配债成本。

对于金融市场部来说，同业负债成本下降向配债 FTP 传导，边际利率很重要。比如，市场出现 NCD 利率快速下行的信号，司库需要观察一级市场发行利率持续低位运行 1-3 个交易日之后，确认这不是瞬时波动，然后手动或半自动的下调 FTP 曲线上对应期限的点位，最后金融市场前台交易系统次日刷新 FTP 报价正式生效。

表3：NCD 加点模式下，同业成本率下降传导至 FTP 的时效与机制

期限	传导速度	机制细节
1Y 以内短债、存单	T+1 至 T+3	司库直接看当日 NCD 二级估值，只要流动性宽松确认，最快次日买 1 年国债的 FTP 成本就降了。
3-5Y 中长债	1 周至 2 周	需要 NCD 利率下行形成趋势（中长期参考利率互换 IRS），司库会滞后一点，避免曲线倒挂。
10Y 以上长债	1 个月甚至更慢	长债 FTP 通常锚定资金业务线综合融资成本（包含同业存款）。除非同业存款也大幅到期置换，否则长债 FTP 下调粘性较强。

资料来源：开源证券研究所

同业成本向 FTP 传导较快，但也有“确认期”带来的时间差。金融市场部有时会认为司库 FTP 调降的太慢了，比如“市场利率下行 20BP，但司库给金市的投债 FTP 降幅仅有 10BP”可能有二：一是司库的保守观察期：司库担心 NCD 利率是虚低（例如月末财政支出导致短暂宽松），为了防止金市在 FTP 低点大量锁仓买债（一旦市场反转，司库将承担期限错配亏损），因此司库通常需要看到连续 5-7 个交易日的低利率才会动手调参数；二是存量的负 carry 保护，如果之前发的同业存单较贵，司库为了防止息差下行较快，会人为抬高买债 FTP 曲线，直到高息同业存单到期这个溢价才会消失。

所以可以看到，这种模式下同业负债成本下降传导至债券投资 FTP，速度主要取决于司库对于 NCD 利率持续性的确认。**1Y 以内的品种：传导快，盯住 NCD 一级发行价即可；长债品种：传导慢（1 个月以上），因为司库怕期限错配风险。**

3.1.2、国开债/国债加点模式（大中型银行主流），传导滞后存在内部博弈

大型银行：锚定基础曲线加调整项，长端战略加点模式。债券 FTP 成本=同期限国债/国开债收益率曲线+战略性利差加点。基础曲线随市场波动，但加点部分的调整滞后（按月/季），是金市和司库损益博弈的主要部分。大行的金市往往不能加杠杆，配债资金的唯一来源是司库，接受司库的资金定价。这个模式下同业负债成本的下降并不直接改变那条基础曲线，而是通过压缩加点来完成的。

(1) 基础曲线的含义：代表的是“如果不买这只债，银行在市场上做无风险配置”的机会成本，这部分 FTP 收入是被动且刚性的，随着市场利率波动。

(2) 加点的含义：它代表司库向金融市场部收取的“资金成本+流动性溢价+风险指标溢价+税点等调整项”，同业负债成本的下降主要就体现在这个“加点”的下调上。

因此同业负债成本下降的红利，对配债行为的传导，在短端体现为曲线的即时下移，在长端则体现为加点的缓慢压缩，这一速度差异可能会导致金融市场部“短端先配、长端抢跑”的阶梯式配置行为。

注：当前短债收益率极低的状态下，5Y 以内债券很有可能是全部成本倒挂，这时的金市配债更多来自于司库“把钱花掉”的冗余头寸消化需求，通常会先买入短债、NCD 等，后续择机转配长债。

3.2、金市与司库博弈：考核容忍度与市场踏空风险权衡

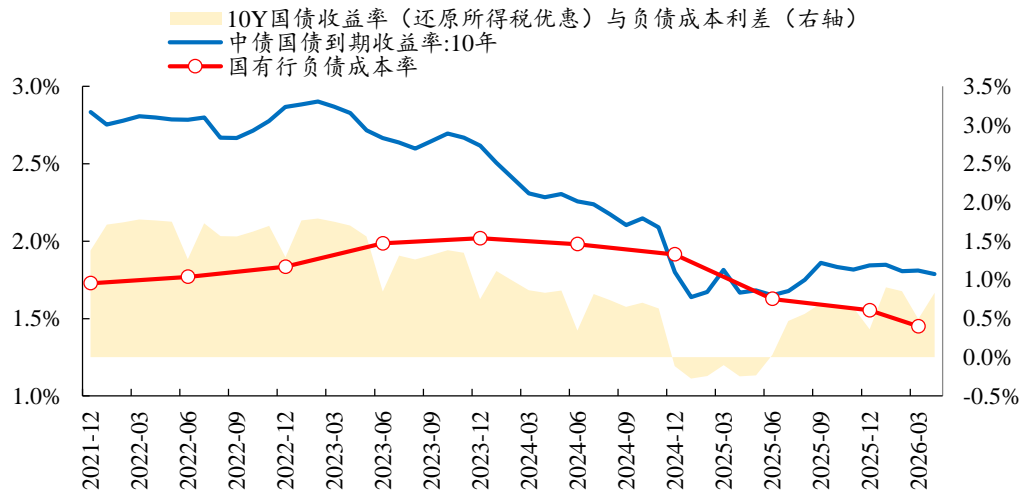
由于金市 FTP 成本受银行负债成本、边际筹资成本（NCD 利率、同业存款利率）、基础曲线（国债/国开债利率）等多重因素影响，且负债成本下降、边际筹资成本的改善传导至金市 FTP 的下降有一定的时滞，**因此，有时候对于 FTP 成本的预期也会影响金市的配债节奏。**例如：金融市场部判断 Q2 配债 FTP 会有明显的调降，同时判断债市利率不会有明显的波动，金市在 Q1 的配债行为会偏谨慎，等到 FTP 成本下降在 Q2 落地后再加大配债力度。

3.2.1、情景一：全价考核严格，但踏空风险更大（牛陡初期）

(1) 交易户替代配置户，反映在金融投资三账户策略上为 AC 占比下降，FVOCI 占比提升。在利率快速下行的阶段，如 2023-2024 年，即使配债 FTP 成本刚性使得配置利差不断收窄，但利率下行预期使得金市仍需加大配置力度锁定票息，此时为尽量减少 AC 账户的考核亏损，金市倾向于提升 FVOCI 占比，提高债券投资灵活性，

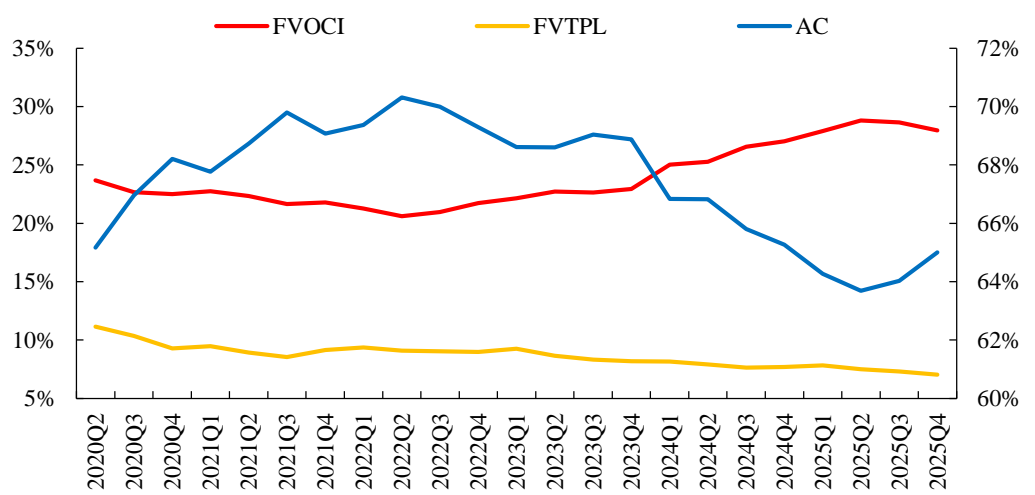
在有市场机会时择机卖出兑现投资净收益。

图7：2023 年以来国有行配置盘利差不断收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023 年以来国有行 FVOCI 占比提升，AC 占比下降

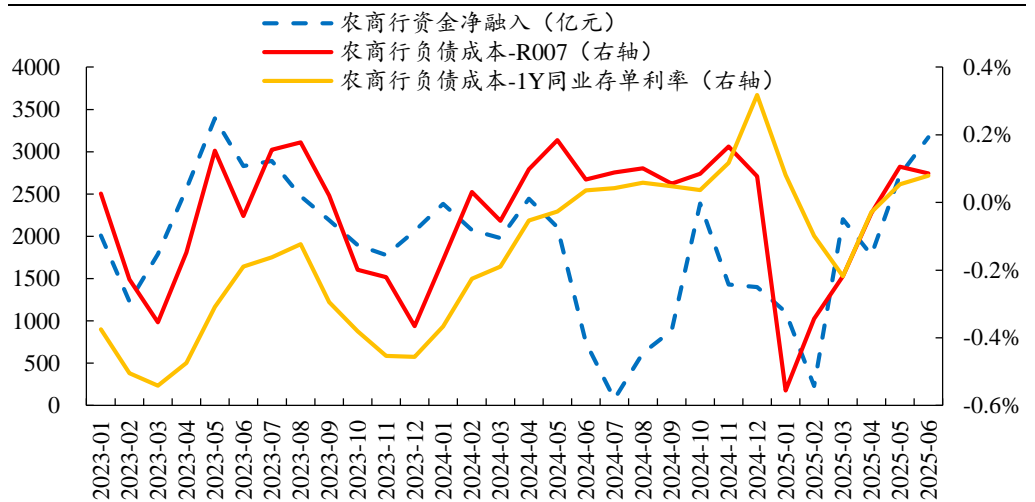


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) **左侧长债底仓**。如果判断牛市持续，交易团队会用时间换空间的逻辑少量买入 10Y 长债，此时买入的长债，在 FTP 账上会显示“浮动亏损”(负 carry)。但只要市场收益率再下 3-5BP，市价浮盈就能覆盖掉暂时的亏损。而且我们认为，这时的长债买入更倾向于放入 FVOCI 账户，不一定持有至到期，待卖出时司库会对 FTP 做考核调整(比如 10Y 债先按对应期限 FTP 计价，只持有 1Y 卖出，再按持有期对 FTP 更新下调，给予收益返还)，实际上还是有利可图的。

(3) **司库 FTP 和专营 FTP 价差拉大，部分中小行可能会提高杠杆**。我们曾在报告《深度解析：FTP 与银行资产配置决策》介绍过大小司库的概念，以及部分银行存在两个 FTP (司库和专营) 的问题，会存在内部询价，一些中小银行能在市场上找到更便宜的钱就不要司库的，可能在资产负债安排的限额范围内主动提高杠杆。

图9：农商行负债成本与市场资金利率拉大时，资金融入规模往往抬升



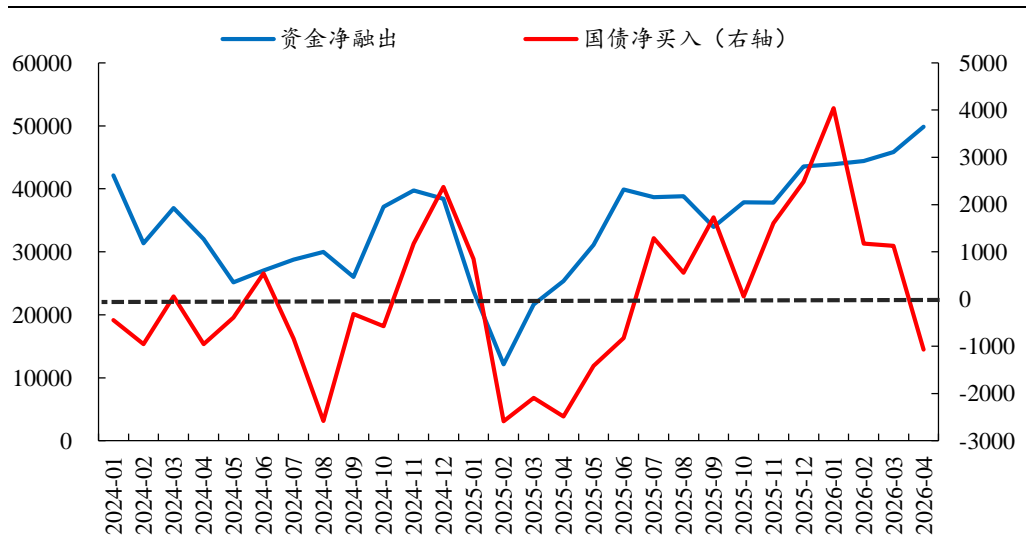
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2.2、情景二：司库损益的博弈增加（震荡市），金市偏躺平

金融市场部此时向外要收益难，容易转向“对内要收益”。2026年4月大行的行为或体现这一特征。一方面，金市有配债FTP成本下降的预期，现阶段倾向于“躺平”，甚至卖出部分在Q1以较高FTP成本买入的债券，等FTP成本下调后再买入可优化FTP考核创利。另一方面，资金融出的FTP成本锚定隔夜利率（DR001），此时金市倾向于增加资金融出消化剩余流动性。

一般情况下，资金融出和投资国债是管理剩余流动性最主要的两种方式，因此大多数时间呈现一致的趋势变动。2024年以来出现过两次大行资金净融出规模维持稳定，但在二级市场大量卖出国债的特殊案例。（1）2024年7-8月，大行在二级市场净卖出国债，且在期限上呈现出买短卖长的特征，主要是源于配合央行调整利率曲线，以及优化自身利率风险指标的考虑。（2）2025年4月，大型银行在连续9个月净买入国债后，首次净卖出国债，或主要源于金市与FTP成本调整博弈。

图10：大型银行资金净融出和国债净买入多数时间呈一致变动趋势（亿元）



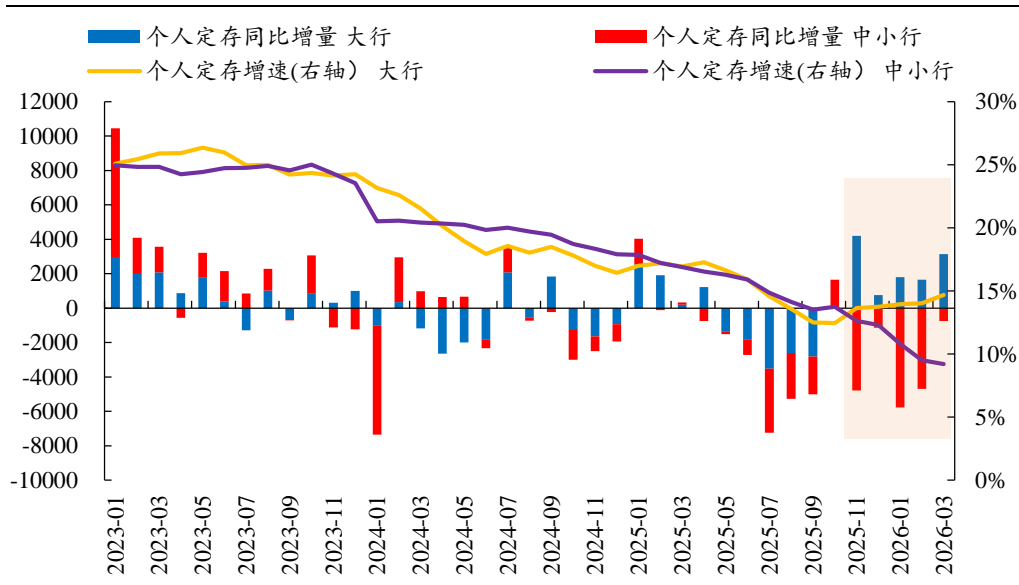
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、2026Q2\Q3 银行对中长债配置有望迎渐进式增强

4.1、可配资金稳定性强：一般性存款基本盘扎实

一般性存款基本盘稳定，待冗余头寸消化差不多，大行卖债力度或逐渐下降。2025年12月以来，大行存款增速赶超中小行，尤其从稳定性较强的居民定存来看，2025年11月以来，居民定存从中小行流向大行趋势稳定。

图11：个人定存从中小行流向大行趋势延续（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、FTP 即将下调的信号出现时，可适当领先金市抢配

信号 1 (负债端)：同业存单发行利率连续偏低，且银行开始拒收高息同业存款，可关注大额存款、结构性存款报价。

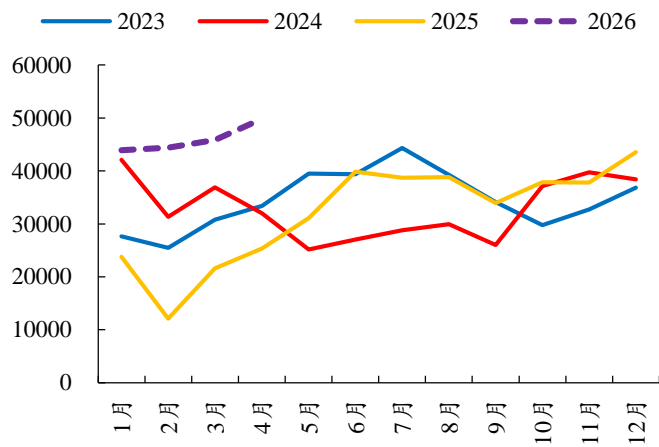
信号 2 (资产端)：信贷投放下滑，资金融出持续放大，同时金市债券配置意愿较弱。说明司库运作下的低效资产在增加，这时容易被金市通过 ALCO 倒逼司库调价。这两个信号我们在近期都有观察到：

(1) 2026年4月大行资金净融出规模维持高位，但配债力度减弱，反映资产配置效率不高。

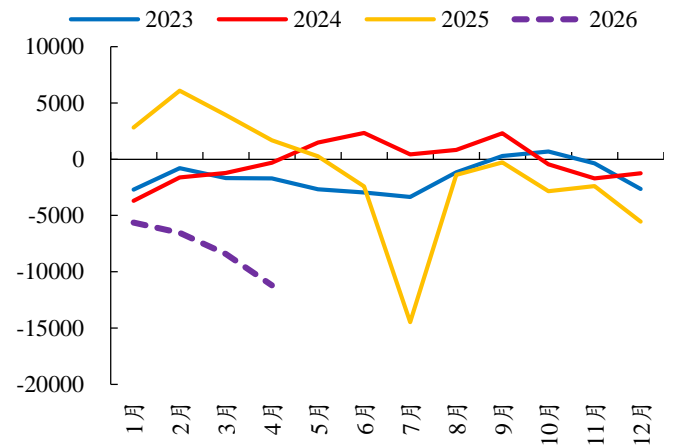
(2) 监管或对同业存款进一步加强约束。

①**同业活期：**R001 与同业活期存款利差催化了市场套利行为，尤其自 4 月以来 R001 降至 1.30% 以下，中小行和非银机构拆入 1.30% 的资金转手存入大行同业活期（1.50% 利率）即可赚取 20BP 利差，2026 年 4 月货币基金融入规模高于往年。因此监管或对大行同业活期利率进行进一步的约束。

②**同业定期存款**亦有望纳入存款利率自律管理。利率上限或为基准利率+加点的方式。

图12: 2026年以来大行资金净融出规模维持高位(亿元)


数据来源: CFETS、开源证券研究所

图13: 2026年债基净融入规模较高(亿元)


数据来源: CFETS、开源证券研究所

表4: 2025年末国股行同业定期存款规模约为17万亿元(亿元)

银行名称	2025H1			2025		
	同业存款	其中:活期	其中:定期	同业存款	其中:活期	其中:定期
工商银行	45813	27060	18753	77099	26784	50315
建设银行	37876	20213	17664	47872	26389	21483
农业银行	56701	22496	34204	60378	23756	36621
中国银行	26437	14229	12208	31873	19503	12370
交通银行	10571	7558	3013	11655	8520	3135
邮储银行	2343	2339	4	1893	1887	5
招商银行	7456	6816	640	13661	8055	5606
兴业银行	16711	9157	7554	22581	11149	11431
浦发银行	7196	4385	2811	16651	6819	9832
中信银行	7050	5477	1574	9367	5918	3449
民生银行	7296	5819	1477	8745	4038	4707
平安银行	5451	4953	498	6938	4969	1969
光大银行	5182	3458	1723	5065	3963	1102
华夏银行	5878	546	5331	6490	1201	5289
浙商银行	2795	691	2104	3464	885	2579
国有行	179740	93894	85846	230768	106841	123928
股份行	65015	41301	23713	92960	46997	45963
国股行	244755	135196	109559	323728	153837	169891

数据来源: Wind、开源证券研究所

4.3、Q2/Q3的利率风险指标(EVE)约束不大

2026年EVE指标对大行配债行为的约束减轻,一方面平行上行幅度有所调整,释放大行长债配置空间;另一方面,EVE指标目前仅做年末时点考核,季末考核阶段性放松,Q2和Q3的约束压力不大。

5、投资建议

当前银行板块受益于基本面与资金面双重因素的催化，多家上市银行 2025 年业绩表现回暖，市场对行业最悲观判断正在被修正，营收与利润增速企稳、资产质量改善，共同构成基本面的支撑。建议关注项目储备充足、区域景气度高的城商行，受益标的如**江苏银行、杭州银行、成都银行、重庆银行**等。中长期看，大型综合化银行及特色财富管理银行占优，推荐**中信银行**，受益标的如**工商银行、招商银行**等。

表5：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
		2026-04-24	2026E		2024A	2025A	2026E	2024A	2025A	2026E	2024A	2025A	2026E	
601398.SH	工商银行	0.70	0.65	9.45	-2.52	2.00	6.84	0.51	1.01	4.08	1.03	1.03	1.04	未评级
600036.SH	招商银行	0.91	0.82	13.44	-0.48	0.01	6.98	1.22	1.16	5.18	5.88	5.95	6.02	未评级
601998.SH	中信银行	0.64	0.51	9.39	3.76	-0.55	2.18	2.33	2.98	3.59	1.26	1.27	1.29	买入
600919.SH	江苏银行	0.83	0.80	15.87	8.78	7.04	8.06	10.76	7.66	8.76	1.74	1.87	1.87	未评级
600926.SH	杭州银行	0.89	0.80	14.65	9.61	1.09	15.09	18.07	11.01	23.58	2.74	2.63	2.91	未评级
601838.SH	成都银行	0.85	0.78	15.39	5.90	2.70	14.41	10.17	5.46	6.75	3.08	3.13	3.31	未评级
601963.SH	重庆银行	0.69	0.41	9.50	3.54	10.48	22.70	3.80	7.68	18.71	1.47	1.63	1.68	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，已评级盈利预测来自开源证券研究所；2、上述盈利预测及估值数据的基准日均为 2026-04-24；3、2025 年业绩数据除江苏银行外均为年报披露值，ROE 数据江苏银行为 2025Q1-Q3 年化数据，其他银行为 2025 年数据。）

6、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。

监管政策趋严。若监管对于商业银行流动性风险指标，利率风险指标监管趋严，或对银行资产配置行为形成约束，从而影响业绩表现。

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。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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的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（北交所基准指数为北证 50 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。

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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn