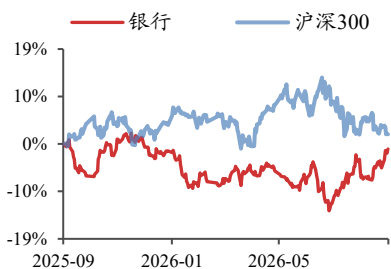


银行

2026 年 09 月 05 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

《扩表减量提质，息差企稳回升——2026Q2 商业银行监管数据点评》-2026.8.17

《票据冲贷收紧，直接融资拉动社融——7 月金融数据点评》-2026.8.17

《银行 ALM 视角看 2026Q2 货政报告新变化——行业点评报告》-2026.8.13

负债欠稳定下的银行扩表动能与行为特征

——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

● 7 月银行存贷匹配压力不大，但体感上稳定资金需求迫切

当前银行体系存贷增速差高位运行，超储水平处于合理状态。但观察到一些负债压力信号，银行补充确定性长钱的需求迫切。①同业存单净融资规模大、提价且期限拉长，9M 和 1Y 期限占比超 90%。②7 月以来大行陆续重启 5Y 大额存单发行。③司库开始消耗储备资产，8 月大行同业存单转向净卖出。④月末买入返售时点余额连续压降，与存贷增速差的背离愈发明显。我们判断存款非银化和一般性存款稳定性减弱是近期大行负债压力的主因。

● 核心存款增长乏力，负债有效久期收缩加剧 EVE 指标压力

核心存款通常指银行负债中来源稳定、对利率变动不敏感、客户黏性较强的存款部分。我们测算 7 月大行核心存款占比降低至 25.7%，为 2026 年以来最低水平。2026 年以来存款非银化、到期定存续作使得 EVE 测算过程中存款有效久期缩短。一是居民财富化过程中居民定存转化为非银活期，非银活期在计算 EVE 指标时划至隔夜区间，不能为资产久期提供有效支撑。二是定期存款中有提前支取风险的部分，应被划入到隔夜时间区间，刚刚存入不久、剩余期限长的定期一般提前支取风险更大，因此到期定存续作也会使得更多的定存划至隔夜区间。我们测算在活期存款增加 10%“非核心存款”、续作定存 20%划入隔夜区间的假设背景下，为维持负债久期不变，国有行需发行 9100 亿元左右的 1Y 同业存单。

● 资产荒支持买债扩表，但负债不稳影响长债承接

1、贷款以价换量空间有限，实体需求和到期节奏影响增长强度。7 月人民币贷款减少 3400 亿元，同比多减 2900 亿元。一是实体融资需求仍未有效修复，二是到期节奏也对信贷增长形成扰动，2022-2023 年高利率环境下集中借入的中长期贷款进入到到期高峰，续作利率较原合同大幅下行（普遍下降 100-150BP），“到期再投放”在规模上未必能完全覆盖到期量，进一步加剧了贷款增长的压力。

2、债券投资缺乏久期支撑，持有到期策略受到约束。1-8 月大型银行 20-30Y 债券净卖出 1.16 万亿元，同比多卖 1900 亿元；15-20Y 期限净卖出约 5582 亿元，同样呈现持续净卖出态势。但大行在 7-10Y 期限上操作更灵活，部分月份为净买入，反映大行并非全面收缩债券配置，而是针对性缩短组合久期。因此我们判断大行持续卖长买短的核心约束是负债久期收缩，资产端久期被动修是资产负债约束下的理性选择。

● 投资建议：负债稳定性减弱下的行业扩表趋势与选股思路

在负债稳定性减弱、资产荒延续的背景下，银行板块的选股逻辑应聚焦“负债端护城河”和“资产端定价权”两大核心维度。第一，优先配置负债成本优势明确、核心存款稳定的全国性银行，受益标的有招商银行。第二，精选区域景气度高、信贷定价权强的优质城商行，受益标的有江苏银行、杭州银行、成都银行。第三，中长期推荐在对公业务和资金业务方面具备综合化经营优势的中信银行。

● 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、 7月银行存贷匹配压力不大，但体感上稳定资金需求迫切.....	4
1.1、 2026年7月银行存贷增速差高位运行，超储率略高于上年同期.....	4
1.2、 银行补充确定性长钱的需求迫切，存单是较存款更“确定”的工具.....	5
2、 核心存款增长乏力，负债端有效久期收缩.....	9
3、 资产端：资产荒支持买债扩表，但负债不稳影响长债承接.....	14
3.1、 贷款以价暂难换量，实体需求和到期节奏影响增长强度.....	14
3.2、 金融投资：缺乏久期支撑，持有到期策略受到约束.....	16
4、 负债稳定性减弱下，行业扩表趋势与银行选股思路.....	20
4.1、 银行整体资金属性增强，存贷属性减弱.....	20
4.2、 银行体系扩表节奏推演，债贷增量测算.....	22
4.3、 负债稳定性是影响银行债券策略的重要因素，中小行参与度降低.....	24
4.4、 新形势下的银行选股思路.....	26
5、 风险提示.....	27

图表目录

图 1： 2026年7月各类型银行存贷增速差保持高位运行.....	4
图 2： 7月大型银行剔除非银存款后存贷差为0.5%.....	4
图 3： 7月中小行剔除非银后存贷差为1.7%.....	4
图 4： 2026年7月测算银行体系超储率为1.28%，略高于上年同期水平（%）.....	5
图 5： 2026年7-8月大型同业存单净融资仍有增量、提价趋势（亿元）.....	5
图 6： 近期同业存单净融资期限向1Y集中（亿元）.....	6
图 7： 2025年以来大额存单发行量较高（万亿元）.....	7
图 8： 2026年8月大型银行同业存单转为净卖出434亿元（亿元）.....	7
图 9： 7月测算银行体系核心超储率为0.66%.....	8
图 10： 大行买返余额增速与存贷差的背离愈发明显.....	8
图 11： 2025年以来大行非银存款占比震荡上行至13.6%，为近年来最高值（亿元）.....	8
图 12： 7月大行资金来源中，核心存款占比降低至25.7%，为2026年以来最低水平（亿元）.....	10
图 13： 存款剩余期限缩短，也意味着“可提支定存”范围扩大（年）.....	12
图 14： 利率曲线平行上行或短端上抬，会放大定存的提前支取情景系数（最高为1.2倍）.....	13
图 15： 7月大行票据同比少增1446亿元（亿元）.....	14
图 16： 7月中小行中长贷同比多增1319亿元（亿元）.....	14
图 17： 8月国股/城商转贴利率持平于0.5%.....	14
图 18： 7月起6M二级福费廷利率快速下行.....	14
图 20： 7月企业新发放贷款加权平均利率略低于3.0%，较2025年同期低0.2pct.....	15
图 21： 测算上市银行2026H2约29.2万亿元贷款到期，同比多3.2万亿元（万亿元）.....	16
图 22： 2026年7月中小行债券投资增速下滑至6.48%，债市参与度进一步降低.....	17
图 23： 测算2025年国有行资产负债净久期缺口0.84（年）.....	17
图 24： 测算2025年国有行贷款重定价期限0.58（年）.....	17
图 25： 测算2025年国有行投资重定价期限5.47（年）.....	17
图 26： 测算2025年国有行存款重定价期限0.94（年）.....	17
图 27： 为维持负债久期不变，国有行需发行约9100亿元1Y同业存单（亿元）.....	20

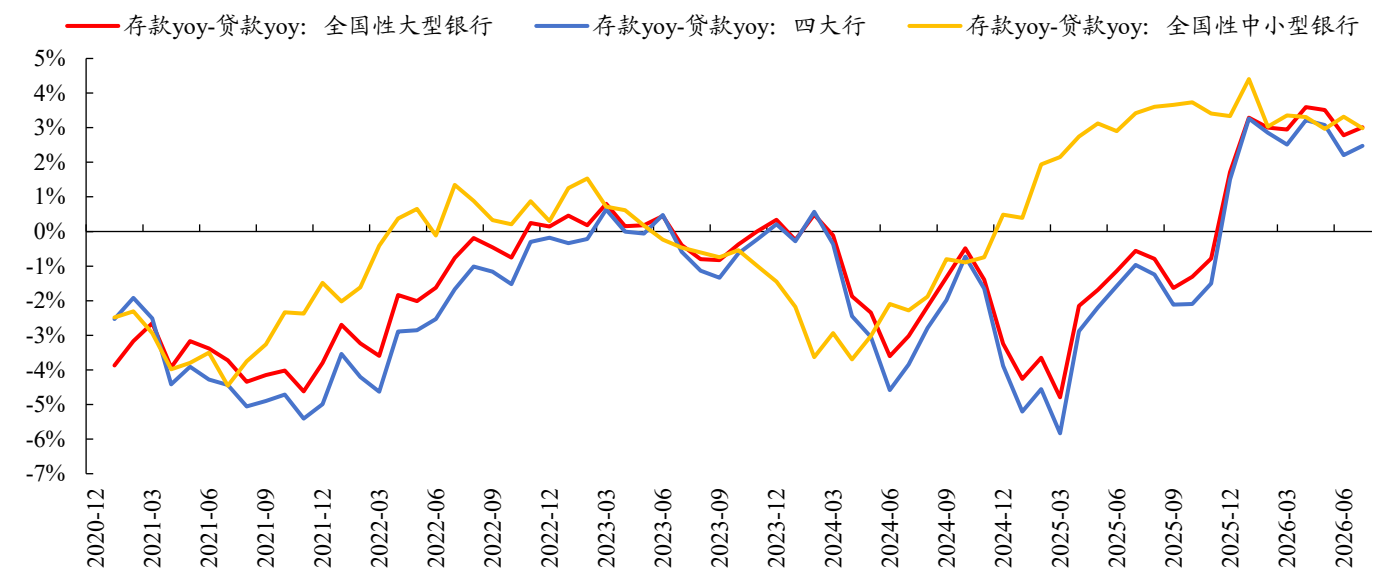
图 28: 部分上市银行分部营收占比 (2025 年)	21
图 29: 债券投资成为扩表动力源, 预计 2026-2030 年每年新增 17.0-18.6 万亿元	22
图 30: 2026 年多数城商行增加同业存单备案额度	24
图 31: 大行债券投资增速持续上行, 农商行低于总资产增速	25
图 32: 6-8 月中小行对外融出转正, 侧面反映其负债形势有所缓和 (亿元)	25
图 33: 中小行个人定存同比增量连续多月负增后, 7 月同比增长 2178 亿元 (亿元)	26
图 34: 4-7 月中小行单位保证金存款累计新增 7478 亿元, 大行为负增 (亿元)	26
表 1: 近期大行重启 5Y 大额存单发行进程, 邮储银行暂未重启 (截至 20260814)	6
表 2: 7 月大行单位结构性存款同比多增 1976 亿元, 非银存款同比少增 3904 亿元 (亿元)	8
表 3: 7 月中小行单位保证金存款延续增长, 非银存款同比大幅少增 5988 亿元 (亿元)	9
表 4: 监管规定了核心存款上限与核心存款平均期限上限	10
表 5: 2025 年末国股行同业存款中活期占比为 47.5%, 同业存款占总负债比例为 12.0% (亿元)	11
表 6: 2025 年末国有行零售存款平均重定价期限不超 4.5 年, 批发存款不超 2 年	11
表 7: 2026 年 1-8 月大型银行 20-30Y 债券净卖出 1.16 万亿元, 较上年同期多 1900 亿元 (亿元)	16
表 8: 考虑一级资本增长后, 维持 2025 年末 ΔEVE /一级资本指标不变, 释放大行 ΔEVE 额度为 712 亿元	18
表 9: 我们测算 2025 年末国有行持仓地方债规模为 30.6 万亿元 (亿元)	19
表 10: 我们假设 2027 年地方债发行久期较 2026 年缩短 1 年	19
表 11: 我们测算地方债发行量下降和发行久期缩短释放大行 ΔEVE 额度 1369 亿元	19
表 12: 我们测算 2027 年大行长债卖出规模可下降 9700 亿元左右	20
表 13: 2025 年部分银行零售条线业绩贡献度较上年明显下降	21
表 14: 2026-2030 年银行扩表下债券增量测算 (亿元)	23

1、7月银行存贷匹配压力不大，但体感上稳定资金需求迫切

1.1、2026年7月银行存贷增速差高位运行，超储率略高于上年同期

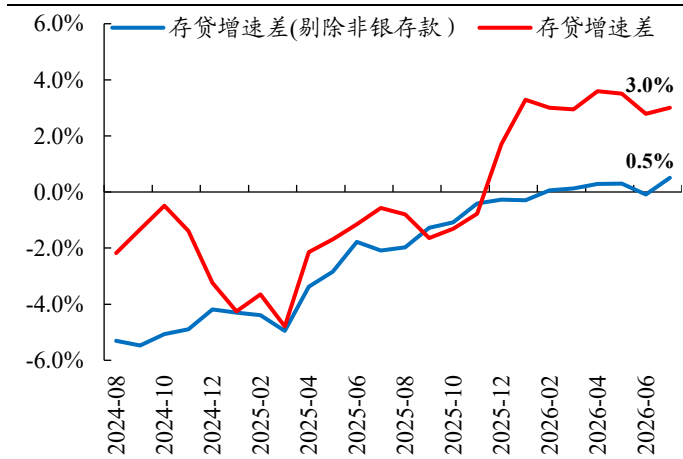
从总量上来看，当前银行体系并未产生很重的存贷缺口负担。7月大行、中小行存贷增速差均为3.0%，剔除非银存款后二者分别为1.7%和趋势上均企稳向上，或反映存款搬家的力度阶段放缓。加上7-8月为传统贷款淡季，以及财政发债进度滞后，银行资产端扩张需求不强，负债端似乎并未产生较大的缺口压力。

图1：2026年7月各类型银行存贷增速差保持高位运行



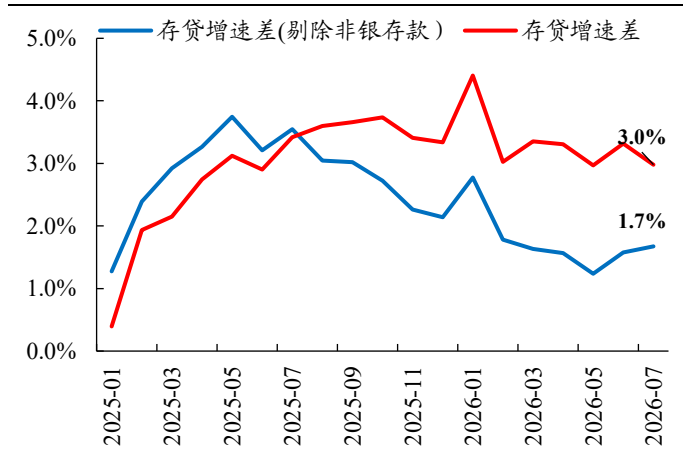
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：7月大型银行剔除非银存款后存贷差为0.5%



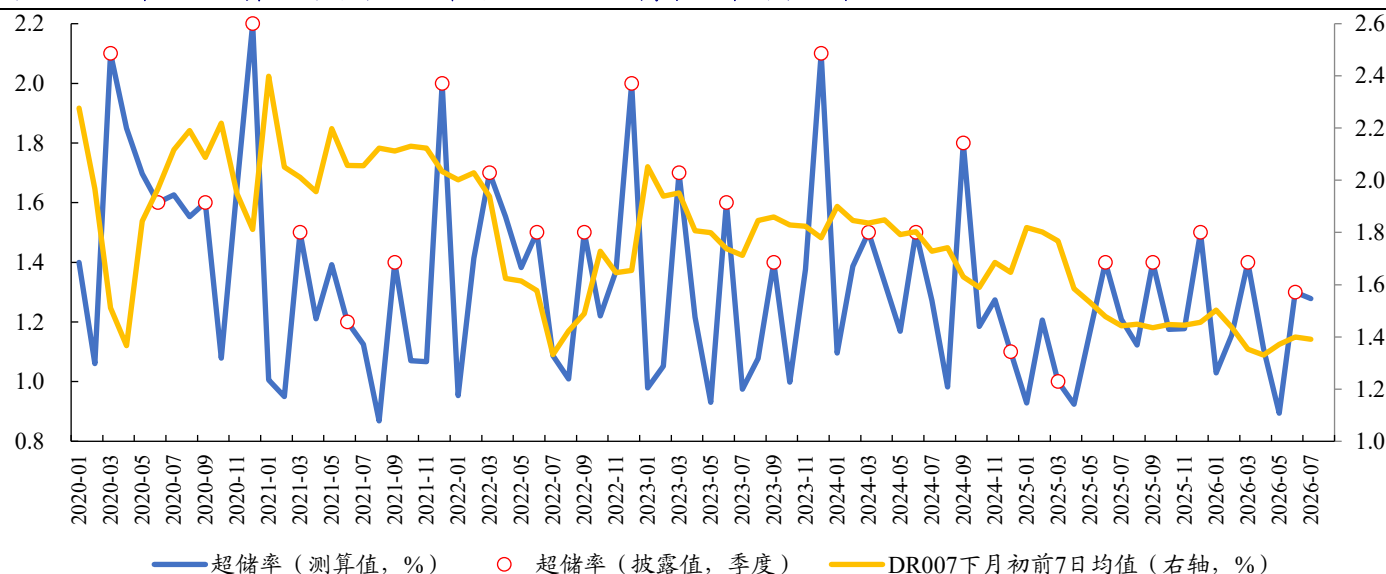
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：7月中小行剔除非银后存贷差为1.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

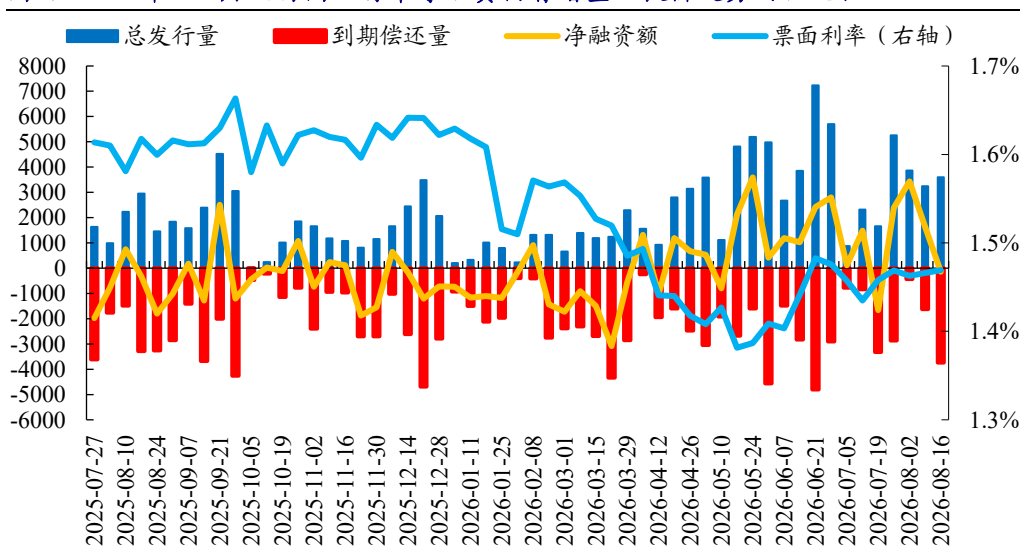
从日间头寸管理角度来看，当前绝对超储水平虽然不高，但仍处于较合理状态。我们测算7月银行体系超储率为1.28%，略高于上年同期水平，且DR007自8月以来也逐渐回落至1.40%以下，理论上反映银行的流动性处于均衡状态，但我们近期确实也观察到银行系统（尤其是大型银行）的一些负债压力信号。

图4：2026年7月测算银行体系超储率为1.28%，略高于上年同期水平（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、银行补充确定性长钱的需求迫切，存单是较存款更“确定”的工具

压力信号①：同业存单净融资增量、提价且期限拉长 自2025年7月1日以来四周内，国有行同业存单净融资规模达7310亿元，其中9M、1Y期分别净融资2348亿元和4302亿元，合计占比91%，期限拉长特征十分显著。价格方面，1Y国有行NCD发行利率维持刚性，甚至小幅上行。通常而言，银行选择在利率相对高位锁定9M至1Y的同业负债，往往反映其流动性指标承压，或对中长期负债的增长与接续存在较强顾虑。

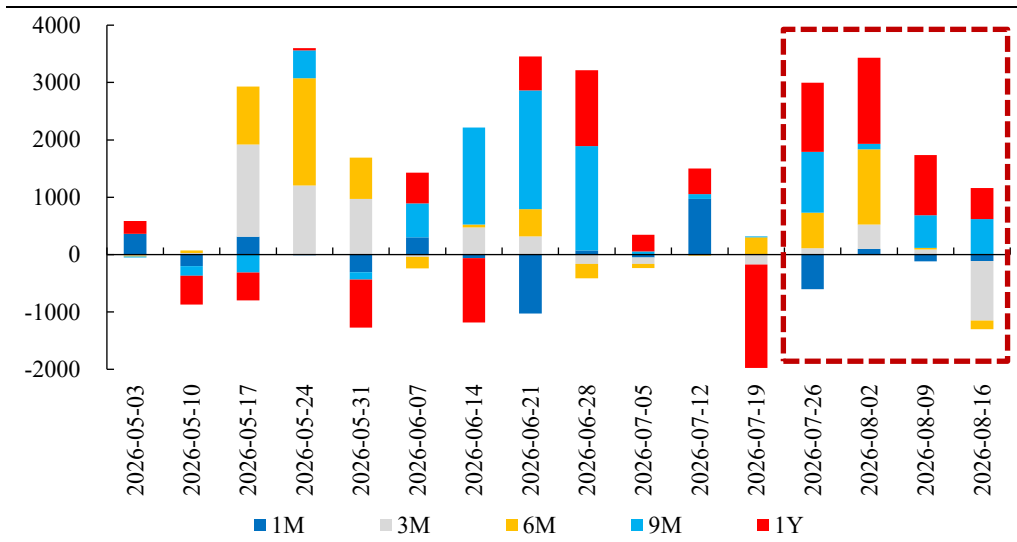
图5：2026年7-8月大行同业存单净融资仍有增量、提价趋势（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

存单相较于存款的核心优势在于期限的确定性。 同业存单一经发行不可提前支取，银行在发行时即锁定了负债的到期时点与规模，现金流可预测性强；而同业存款即便约定为定期，对手方仍可通过支付罚息的方式提前支取，尤其在季末、年末等流动性紧张时点，同业存款的实际久期往往短于合同久期，银行难以据此稳定安

排资产端久期。在当前一般性存款波动加大、非银存款占比抬升的背景下，银行对负债端“确定性”的溢价意愿显著提升。这也解释了近期 NCD 净融资放量、期限拉长且价格刚性的逻辑——银行并非单纯缺负债规模，而是缺“确定到期、不可赎回”的稳定负债。

图6：近期同业存单净融资期限向 1Y 集中（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

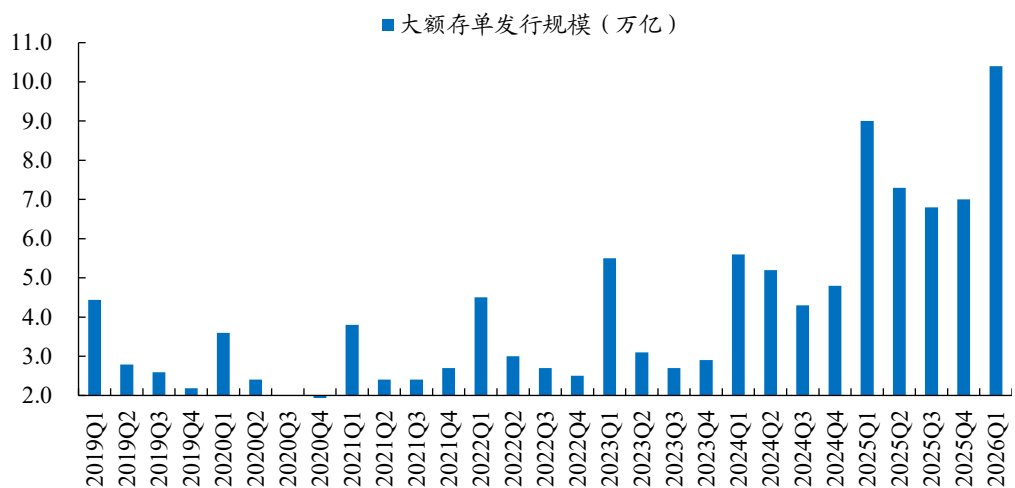
压力信号②：7 月开始大行陆续重启 5Y 大额存单发行。7 月以来，中行、农行、建行、工行、交行先后重启 5 年期个人大额存单发行，利率集中在 1.55%—1.62% 区间，起存金额统一为 20 万元，部分产品上线后额度快速售罄。5 年期作为大额存单最长期限品种，此前因负债成本管控已被多数大行暂停或缩量，此次集中重启具有明确的信号意义：一方面或反映银行核心存款稳定性下降，一般性存款中稳定活期占比持续走低，大行需要通过拉长负债久期来锁定中长期稳定资金；另一方面，5Y 大额存单是大行能提供的最高利率一般存款品种，银行愿意承担更高的负债成本，反映其对中长期负债接续压力的预期偏谨慎，与 NCD 期限拉长形成“同业 + 居民”双渠道锁定长钱的共振。值得注意的是，邮储银行暂未跟进 5Y 大额存单发行，与其储蓄存款占比高、负债端天然稳定的结构特征一致，侧面印证重启 5Y 品种的核心驱动是补充长期稳定负债而非单纯冲规模。

表1：近期大行重启 5Y 大额存单发行进程，邮储银行暂未重启（截至 20260814）

银行	重启时间	5 年期年化利率	起存金额	产品特点 / 渠道	状态
中国银行	7 月 1 日	1.60%	20 万元	2026 年第一期个人大额存单，覆盖 1 个月至 5 年共 7 个期限；支持转让与质押；线上额度部分售罄	已发行
农业银行	7 月 8 日	1.60%	20 万元	金穗 2026 年第 33 期个人大额存单；仅限柜面渠道办理	已发行
建设银行	7 月 10 日	1.55%、1.60%	20 万元	两款产品，手机银行上架，1.60% 档仍有额度	已发行
工商银行	8 月 1 日	1.55%、1.60%	20 万元	品，支持部分提前支取和转让；额度紧张	行
交通银行	8 月 5 日	1.62%	20 万元	总行统一发行，首批额度上架 6 天售罄，后续追加	已发行
邮储银行	—	—	—	年内仅上架 1 年期大额存单，暂未跟进 5 年期	未重启

数据来源：证券时报等媒体报道、开源证券研究所

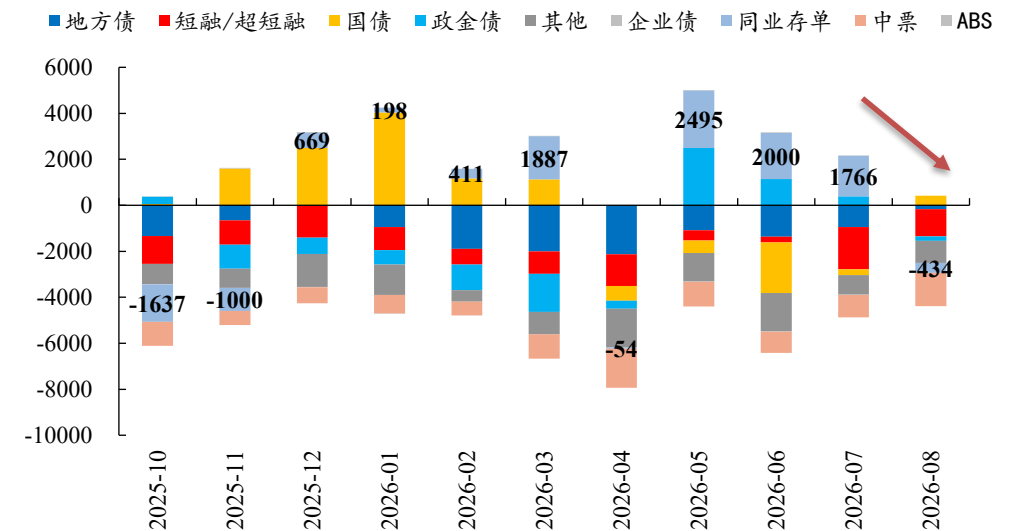
图7：2025 年以来大额存单发行量较高（万亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

压力信号③：司库开始消耗储备资产，8 月大行同业存单转向净卖出。我们在报告《银行流动性管理的逻辑与资金行为研究方法》中论述过，当银行出现流动性压力时，通常是补负债优先、收资产其次，而且资产端变现债券的顺位在压缩融出和赎回基金之后，司库动用债券储备来平衡流动性，或反映已进入压力比较大的阶段。8 月大行持有的同业存单转为净卖出 557 亿元，尽管绝对规模尚不算大，且仅为半月数据，但方向上由此前持续净买入逆转为净卖出，信号意义更为关键。结合大行买入返售余额已连续压降、同业融出同比收缩，司库的资产端操作已从最前端的“压缩融出”向后端的“变现资产”迁移。

图8：2026 年 8 月大型银行同业存单转为净卖出 434 亿元（亿元）

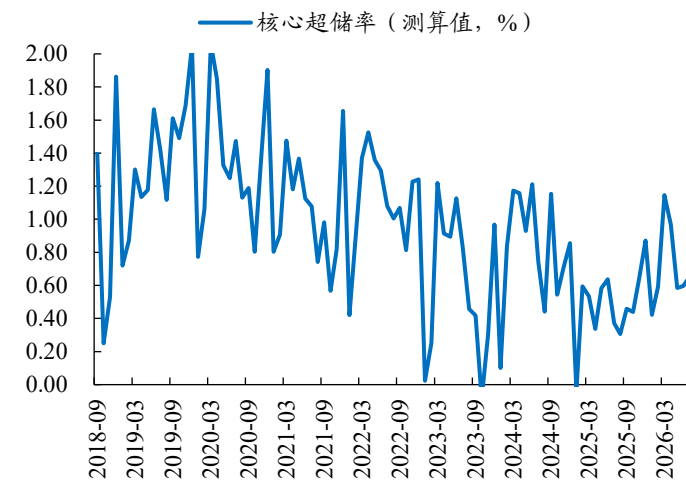


数据来源：iData、开源证券研究所

压力信号④：月末买入返售时点余额连续压降，与存贷增速差的背离愈发明显。买入返售作为银行同业融出的主要形式，其规模反映体系内剩余流动性的配置方向，历史上与存贷增速差呈正相关——存贷差走阔意味着存款相对贷款更充裕，银行可融出资金增加，买返余额相应上升。但观察大型银行行为，自 3 月以来二者出现明显背离：存贷增速差保持高位，买入返售时点余额却逐月下降，同比增速由正转负。这一背离反映司库对月末时点的负债波动更加谨慎，备付需求显著提高；背后亦有

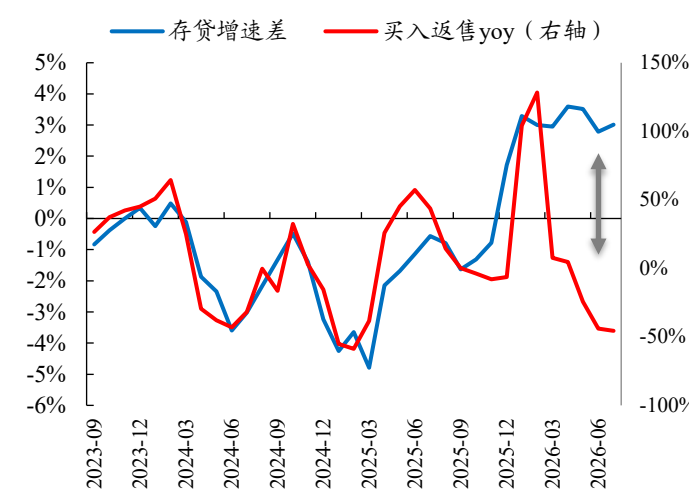
核心超储偏低的约束，7月我们测算剔除央行逆回购后的银行体系核心超储率仅为0.66%，央行态度不确定的情况下，银行可自由支配的超额流动性有限，优先保障支付清算而非融出获利。

图9：7月测算银行体系核心超储率为0.66%



数据来源：Wind、开源证券研究所

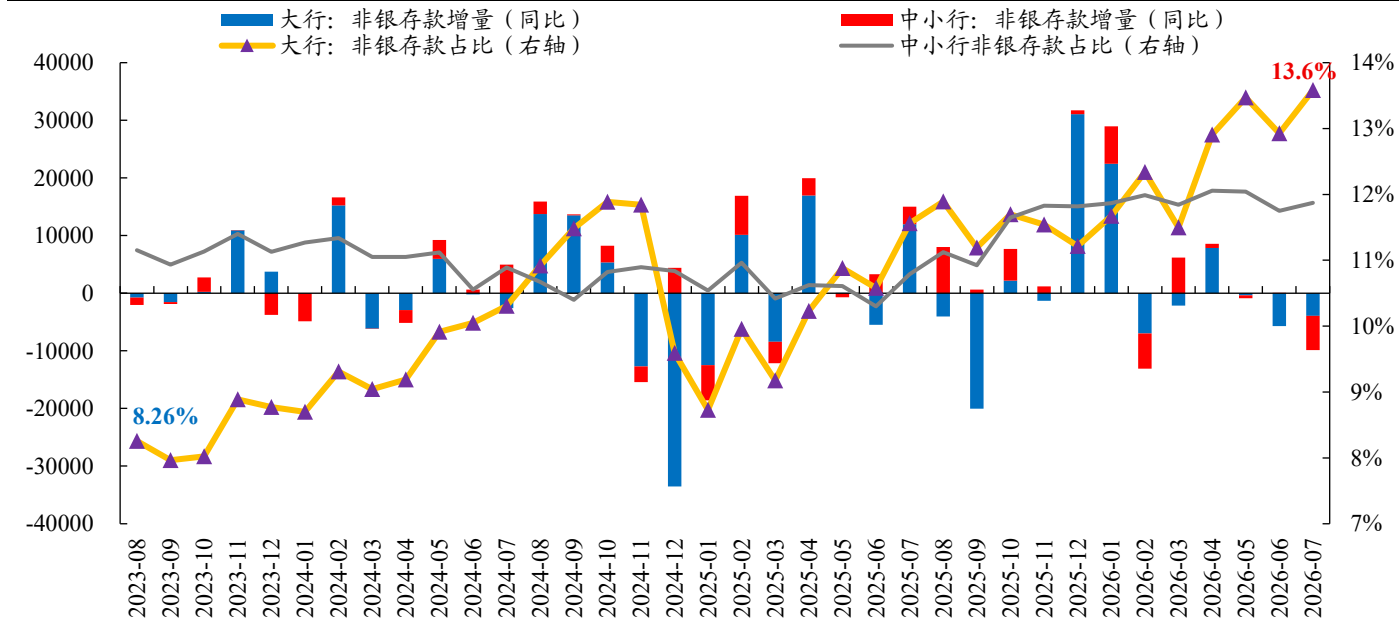
图10：大行买返余额增速与存贷差的背离愈发明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

存款非银化和一般性存款稳定性减弱是以上负债压力的主要背景，也可归纳为核心存款的增长不理想，下部分我们会针对核心存款进行一些探讨，分析其对于银行的资产负债平衡将起到怎样的作用，当前又产生了哪些变化？

图11：2025年以来大行非银存款占比震荡上行至13.6%，为近年来最高值（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：7月大行单位结构性存款同比多增1976亿元，非银存款同比少增3904亿元（亿元）

日期	各项存款合计	个人存款合计	个人存款细项				单位存款合计	单位存款细项					非银存款
			活期存款	定期存款	结构性存款	其他存款		活期存款	定期存款	保证金存款	结构性存款	其他存款	
同比变动	2064	4257	2519	3610	-587	-1285	2535	4416	2215	162	1976	-6236	-3904
2026-07	-3198	-5924	-5869	4320	545	-4920	-7584	-2768	1193	-284	2189	-7913	10504

2026-06	11383	11701	8259	3099	-1153	1496	6564	3611	956	-362	-1900	4259	-7539
2026-05	8407	-2735	-3053	2213	-530	-1365	558	1750	-152	-34	-772	-234	10466
2026-04	-1505	-17295	-12162	2583	-312	-7404	-8530	-6527	1754	-28	3075	-6805	23095
2026-03	21680	15062	2271	8846	-18	3964	17431	9365	2615	269	-2782	7964	-11256
2026-02	17686	15304	4974	11220	339	-1229	-11597	-7544	2675	112	1495	-8334	12968
2026-01	41721	14957	1462	9824	1661	2009	13724	5935	-869	1598	4467	2594	12027
2025-12	15443	17807	11964	3886	234	1723	3339	2188	-48	1510	-1712	1401	-3297
2025-11	13539	8577	629	6005	566	1377	5917	3520	1571	1659	557	-1390	-833
2025-10	-6662	-11787	-9409	2143	162	-4682	-1460	-1623	-4972	885	-77	4328	7008
2025-09	20692	21979	12998	2327	67	6586	6992	4164	342	107	161	2218	-8352
2025-08	7903	371	-1695	1597	169	300	2290	1944	-13	88	148	123	5919
2025-07	-5262	-10181	-8388	710	1132	-3635	-10118	-7185	-1023	-446	213	-1677	14408

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：7月中小行单位保证金存款延续增长，非银存款同比大幅少增 5988 亿元（亿元）

日期	各项存款合计	个人存款合计	个人存款细项				单位存款合计	单位存款细项					非银存款
			活期存款	定期存款	结构性存款	其他存款		活期存款	定期存款	保证金存款	结构性存款	其他存款	
同比变动	-7083	1127	-1268	2178	169	49	-2778	-1613	1471	-341	-207	-2088	-5988
2026-07	-6206	119	-3131	3953	-143	-560	-8017	-8292	2215	1491	165	-3596	1257
2026-06	15864	7534	5659	2631	-438	-317	11412	7438	465	1469	-1880	3921	-2719
2026-05	2005	1539	-368	2205	-122	-177	-8	348	461	2523	-655	-2685	-3
2026-04	-24	-242	-4412	4170	-44	45	-3258	-7347	2152	1995	1664	-1721	3337
2026-03	32137	8944	-318	7784	78	1400	19548	12544	130	-1201	508	7566	1549
2026-02	-1184	15246	3329	9596	-13	2334	-18705	-11055	150	-1879	12	-5933	1715
2026-01	24654	6366	-165	5191	205	1135	14168	8604	383	-1767	3301	3647	3669
2025-12	11927	8182	5046	1590	97	1449	4572	4421	2485	545	-1879	-1000	1277
2025-11	3555	-1868	628	-2511	25	-10	1484	1363	501	237	-586	-32	3116
2025-10	8668	2715	-1359	5300	-494	-732	-5664	735	154	-701	-598	-5254	11786
2025-09	9175	7392	4676	1669	169	877	3489	3271	-834	-456	-107	1615	-1913
2025-08	7354	677	-711	1780	-138	-255	1907	-407	-2000	1002	470	2842	5741
2025-07	877	-1009	-1863	1775	-312	-608	-5239	-6679	744	1832	372	-1508	7245

数据来源：Wind、开源证券研究所

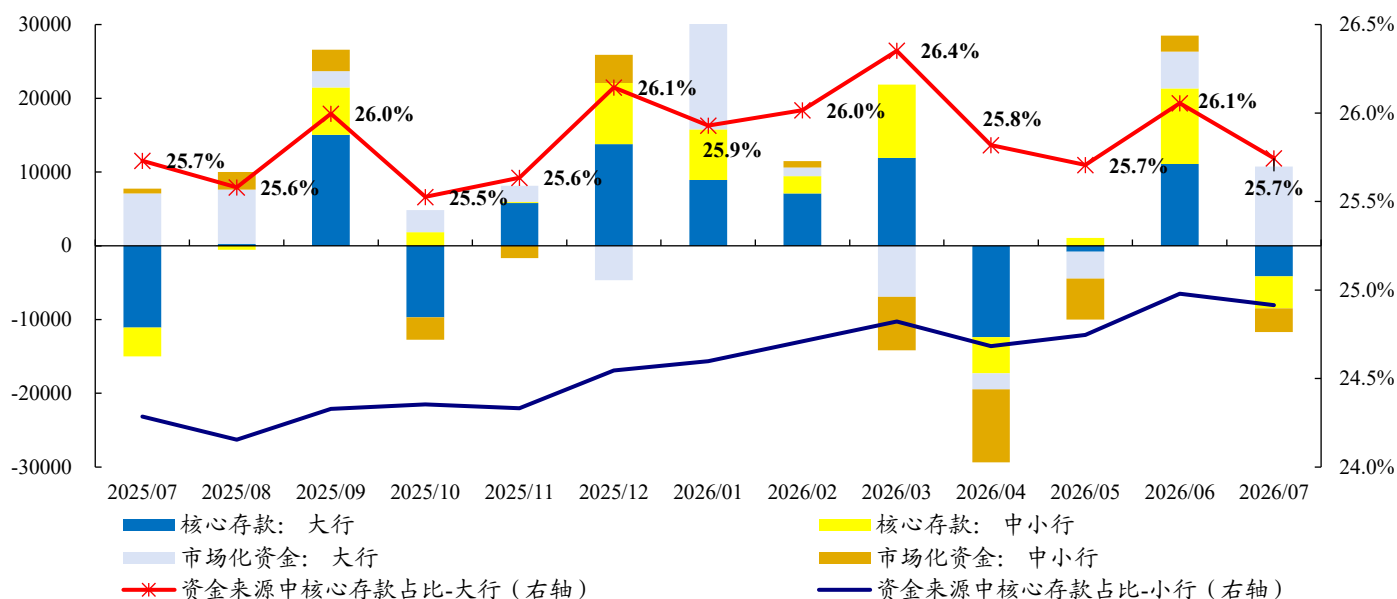
2、核心存款增长乏力，负债端有效久期收缩

核心存款通常是指银行负债中来源稳定、对利率变动不敏感、客户黏性较强的存款部分。这里我们想纠正一个误区，部分投资者认为活期存款因为没有合同期限锁定，因而这笔资金是不稳定的，但实际上活期存款没有到期日是“合同概念”，但其是否稳定取决于客户行为，其因承载支付结算、工资代发与企业日常经营等刚性需求，资金会在账户体系内持续循环沉淀，呈现“名义无固定期限、实际有稳定久期”的特征。从经验数据看，活期存款的客户黏性与转换成本远高于同业存款，历

史流失率显著低于非银存款和大额协议存款，恰恰是银行核心存款中最稳定的组成部分之一。

我们参考监管给定的无到期日存款中核心存款的比例上限，同时假设定期存款中也有一部分利率敏感性低、相对稳定的部分，粗略将核心存款统计为：零售活期*90%+对公活期*50%+ 个人定期*50%+ 对公定期*30%。测算 7 月大行核心存款占比降低至 25.7%，为 2026 年以来最低水平。

图12：7 月大行资金来源中，核心存款占比降低至 25.7%，为 2026 年以来最低水平（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

对于无到期存款（活期存款），《商业银行银行账簿利率风险管理指引（修订）》中说明，银行应使用十年历史数据来识别存款是否稳定。稳定存款中，不因市场利率环境显著变化而引发重定价的存款被视为核心存款，同时对核心存款的占比及期限设置了上限。零售类存款包括个人存款和小微企业存款（单家银行存款总额≤800万元的非金融机构客户存款），零售类存款应区分交易性账户和非交易性账户，其中交易性账户如日常结算账户（工资账户），如不能区分，则按非交易性账户处理。

表4：监管规定了核心存款上限与核心存款平均期限上限

	核心存款比例上限(%)	核心存款平均期限上限(年)
零售存款(交易性账户)	90	5
零售存款(非交易性账户)	70	4.5
批发存款	50	4

数据来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

无到期日存款中的非核心部分，应将其视作隔夜存款，实操中大部分非银活期存款计入非核心。非银活期之所以很难达到 50%的比例上限，主要在于非银客户行为特征与核心存款特征相悖：一是利率高度敏感，非银机构对同业利差变化反应极快，货币基金、券商备付金等会在银行间快速搬家；二是波动季节性强，季末、年末、长假前因清算和备付需求大幅起伏；三是集中度高，单户大额进出直接扰动存量稳定性；四是交易/清算属性主导，资金留存时间短，本身就不具备长期稳定特征。因此在银行内部计量和监管检查中，非银活期的核心存款比例往往被压到很低水平，

不少银行实务中仅认定个位数比例甚至接近 0。非核心部分全部视同隔夜负债，因此这类存款难以对资产提供久期支撑。

从上市国股行的披露情况来看，2025 年末国股行同业存款规模达 32.4 万亿元，占总负债比例为 12.0%，其中活期占比高达 47.5%，意味着近一半同业存款缺乏期限锁定、大概率按隔夜负债计量；股份行活期占比（50.6%）略高于国有行（46.3%），部分银行同业活期占比超 70%，负债端波动性或更为突出。

表5：2025 年末国股行同业存款中活期占比为 47.5%，同业存款占总负债比例为 12.0%（亿元）

银行名称	2025H1					2025				
	同业存款	其中：活期	同业活期占比	同业存款占比存款	同业存款占比负债	同业存款	其中：活期	同业活期占比	同业存款占比存款	同业存款占比负债
工商银行	45813	27060	59.1%	11.0%	9.5%	77099	26784	34.7%	17.1%	15.7%
建设银行	37876	20213	53.4%	11.1%	9.3%	47872	26389	55.1%	13.4%	11.4%
农业银行	56701	22496	39.7%	15.1%	13.0%	60378	23756	39.3%	15.6%	13.3%
中国银行	26437	14229	53.8%	9.3%	7.9%	31873	19503	61.2%	10.9%	9.1%
交通银行	10571	7558	71.5%	10.3%	7.5%	11655	8520	73.1%	11.1%	8.2%
邮储银行	2343	2339	99.8%	1.4%	1.4%	1893	1887	99.7%	1.1%	1.1%
招商银行	7456	6816	91.4%	7.3%	6.6%	13661	8055	59.0%	12.1%	11.6%
兴业银行	16711	9157	54.8%	21.9%	17.2%	22581	11149	49.4%	27.3%	22.2%
浦发银行	7196	4385	60.9%	11.3%	8.1%	16651	6819	41.0%	22.8%	18.0%
中信银行	7050	5477	77.7%	10.2%	7.8%	9367	5918	63.2%	13.3%	10.1%
民生银行	7296	5819	79.8%	14.3%	10.3%	8745	4038	46.2%	16.7%	12.3%
平安银行	5451	4953	90.9%	12.7%	10.2%	6938	4969	71.6%	16.0%	12.9%
光大银行	5182	3458	66.7%	10.9%	7.8%	5065	3963	78.2%	11.0%	7.7%
华夏银行	5878	546	9.3%	20.0%	14.1%	6490	1201	18.5%	21.2%	15.0%
浙商银行	2795	691	24.7%	11.9%	8.9%	3464	885	25.6%	14.5%	10.6%
国有行	179740	93894	52.2%	10.7%	9.1%	230768	106841	46.3%	13.1%	11.3%
股份行	65015	41301	63.5%	12.8%	9.9%	92960	46997	50.6%	17.4%	13.8%
国股行	244755	135196	55.2%	11.2%	9.3%	323728	153837	47.5%	14.1%	12.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：2025 年末国有行零售存款平均重定价期限不超 4.5 年，批发存款不超 2 年

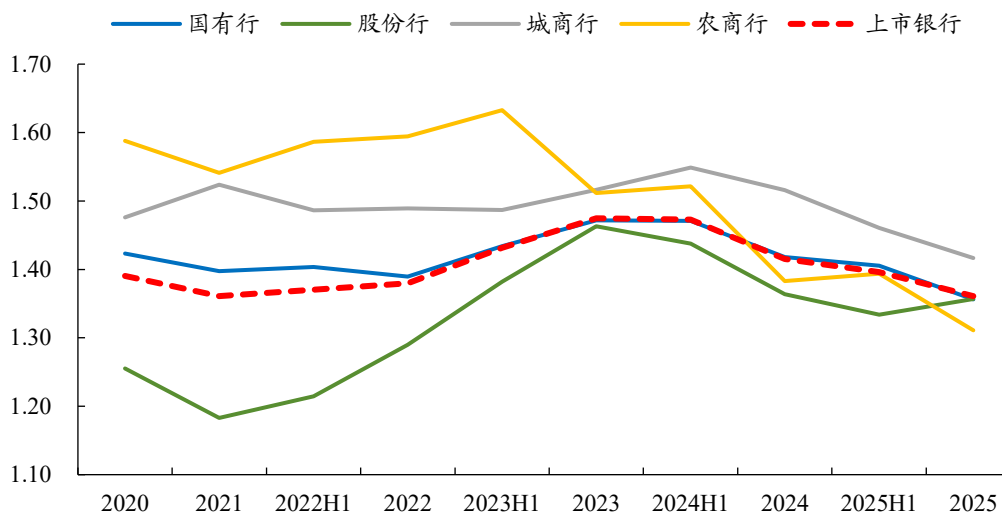
银行分类		无到期日存款平均重定价期限（年）			可用稳定资金（无期限部分，亿元）			
		零售存款		批发存款	零售	其中：稳定	批发	其中：业务关系
		交易性	非交易性					
国有行	工商银行	≤4.5	≤3.15	≤2	83,379	400	85,151	80,605
	建设银行	≤4.5	≤3.15	≤2	76,509	35,007	77,146	75,708
	农业银行	≤4.5	≤3.15	≤2	87,056	20,811	63,945	39,463
	中国银行	≤4.5	≤3.15	≤2	55,992	28,142	65,397	57,232
	邮储银行	≤4.5	≤3.15	≤2				
	交通银行	≤4.5	≤3.15	≤2	10,544	4,656	26,752	26,319
股	招商银行		≤3.15	≤2	27,717	11,322	30,068	27,495

份	兴业银行		2.23	
行	中信银行	≤4.5	≤3.15	≤2
	浦发银行		2	
	民生银行		2.9	
	光大银行		2.12	
	平安银行		≤2	
	华夏银行	≤5	≤4.5	≤4
	广发银行	≤5	≤4.5	≤4

数据来源：各银行三支柱信息披露报告、开源证券研究所

定期存款中有提前支取风险的部分，应被划入到隔夜时间区间。有提前支取权的定期存款，是指存款人具有提前支取存款权利，且存款人提前支取存款无需给予银行补偿，或给予的补偿不能弥补支取日至到期日之间的利息损失和经济成本的定期存款。目前市面上的“靠档计息”产品和同业定存提支行为已陆续被监管规范，几乎不存在定期存款提前支取而没有利息损失（可理解为补偿给银行）的情况，那么判定是否为可提支定存的关键就看银行获得的补偿是否充分。

图13：存款剩余期限缩短，也意味着“可提支定存”范围扩大（年）



数据来源：Wind、开源证券研究所

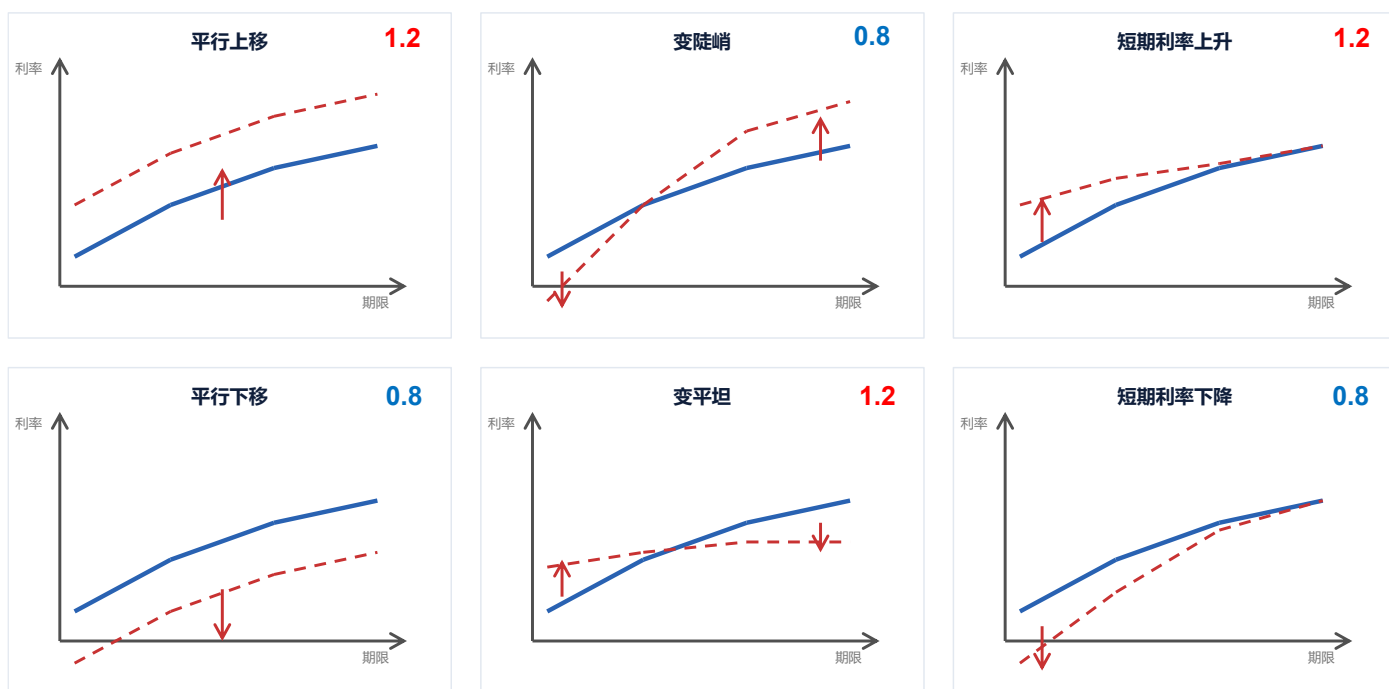
“补偿是否充分”和存款的剩余期限密切相关，逻辑上剩余期限越短（越临近到期），客户提前支取的损失越大、银行补偿越充分，越不需要纳入提前支取模型；反而是刚刚存入不久、剩余期限长的定期，客户损失小、提前支取动力强、银行补偿少，才更可能落入“补偿不足”的范畴。这也与客户行为一致：临近到期的定存，客户往往选择继续持有（损失大且等待时间短），实际提前支取率本身就低；刚存入的定期，客户反悔成本低，有更大提支概率。

2025-2026 年的存款结构特殊性：大量定存到期续作，“刚刚存入”的客户很多，会放大 IRRBB 计量中“可提支定存”的范围。近两年银行业正好面临到一个形势，即 2022-2023 年客户集中存入的长期定期存到期，虽然客户的到期续作比例非常高，但新起息的这批存款和存量相比客户提支损失小、反悔成本低，在 IRRBB 计量中将更大比例划入隔夜区间，使得银行负债端的有效久期被动收缩。

另外需关注，利率曲线平行上行或短端利率上抬，会放大提前支取利率情景乘

数（最高为 1.2 倍），使得更多的定期存款（尤其是非银），划入隔夜负债区间，也就是进一步拉大久期缺口。

图14：利率曲线平行上行或短端上抬，会放大定存的提前支取情景系数（最高为 1.2 倍）



数据来源：《商业银行银行账簿利率风险管理指引（修订）》、开源证券研究所

“短存款、长资金”的策略延续，以上我们分析可得，前文提及的银行大量将 NCD 供给期限向 1Y 倾斜，当前可能并不全是流动性风险指标 NSFR 等的需要，更多还是补充“长期限、确定性”的钱，将隔夜区间的资金来源（非银活期、可提支定期等）快速修正至 1Y 有效期。按此思路，我们判断下阶段银行将延续存款短期化控成本（大额存单供给仅是阶段行为），同时拉长市场化资金的使用，同业存单、央行工具、发行金融债等会更积极向长期限吸收。以应对中长期预期缺口和资产端久期需要。

至此我们也能理解一个问题，为什么 2026 年的 IRRBB 指标“ $\Delta EVE / \text{一级资本净额}$ ”，在计量上已经有压力情景放松（曲线上行 250BP→225BP），但感受上大行还是在“卖长买短”而且持续性比上年更久，如果从负债端来理解，那么就是：

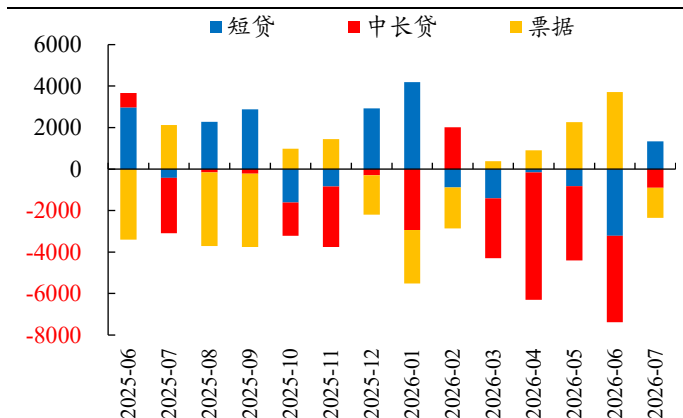
- ① 存款非银化，核心存款增长偏慢；
- ② 定存短期化，负债期限缩短；
- ③ 对于同业存款中近一半比例的同业活期存放，当趴账利率和融出回购接近时，会有更多非银活期划入“非核心”视同隔夜负债；
- ④ 存款到期后的续作，形式上体现为客户“刚刚存入”，更大比例会放到“可提支定存”范畴，视同隔夜负债。

3、资产端：资产荒支持买债扩表，但负债不稳影响长债承接

3.1、贷款以价暂难换量，实体需求和到期节奏影响增长强度

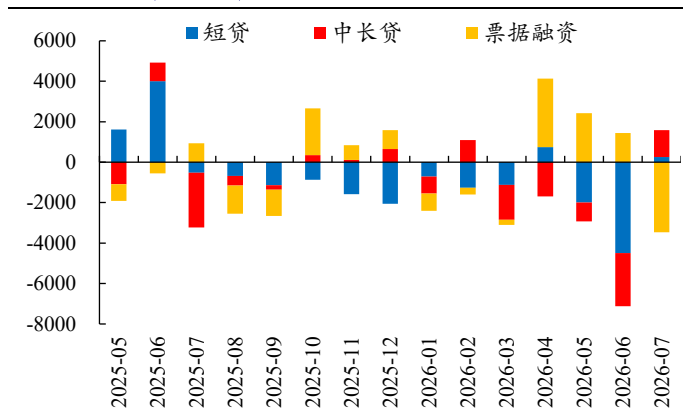
7月人民币贷款减少3400亿元，同比多减2900亿元，贷款余额增速降至5.1%，环比下降0.1pct。分机构看，大行与中小行贷款同比增速均延续下行趋势，7月大行贷款同比增速6.65%（环比-0.06pct），中小行4.36%（环比-0.15pct），中小行由于负债端压力更大、风险偏好更谨慎，贷款增速回落幅度更为明显。从同比增量来看，大行各项贷款合计同比少增584亿元，中小行同比少增3491亿元，中小行是行业贷款增长放缓的主要拖累。

图15：7月大行票据同比少增1446亿元（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

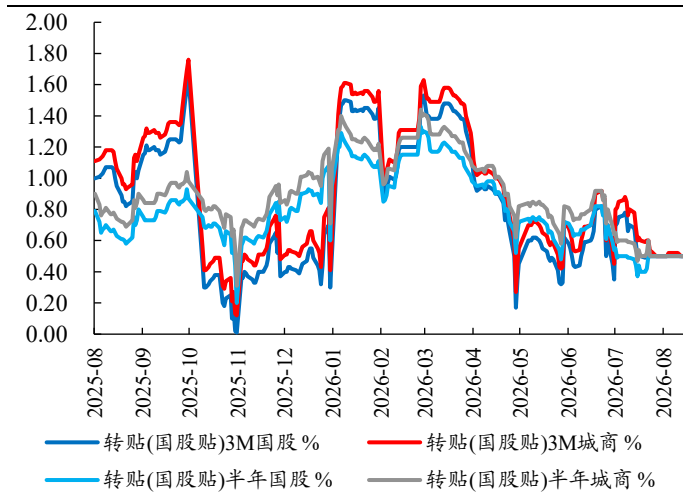
图16：7月中小行中长贷同比多增1319亿元（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

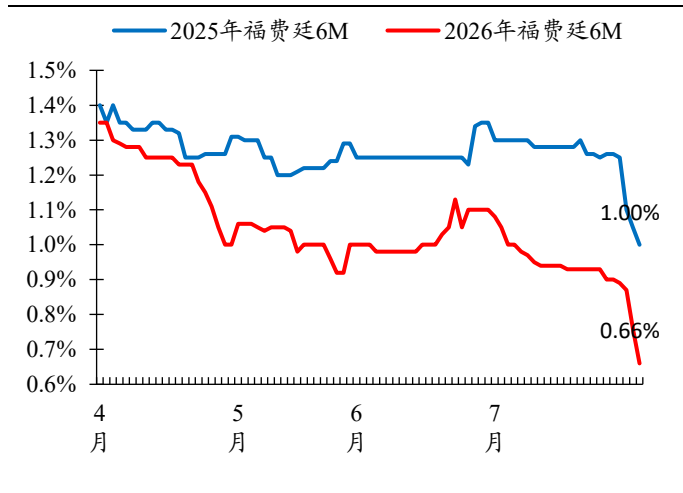
7月信贷增长仍显弱势，居民部门加杠杆意愿低，企业部门可能出于融资成本考虑选择直接发债来代替信贷。在转贴现的价格被约束后，大行的票据冲量行为有所减少，7月大行的票据贷款同比少增1446亿元，但缺乏有效投放抓手的情况下，这又会催化银行购买信用证做福费廷贷款，我们观察到7月期6M福费廷二级利率出现快速下行。

图17：8月国股/城商转贴利率持平于0.5%

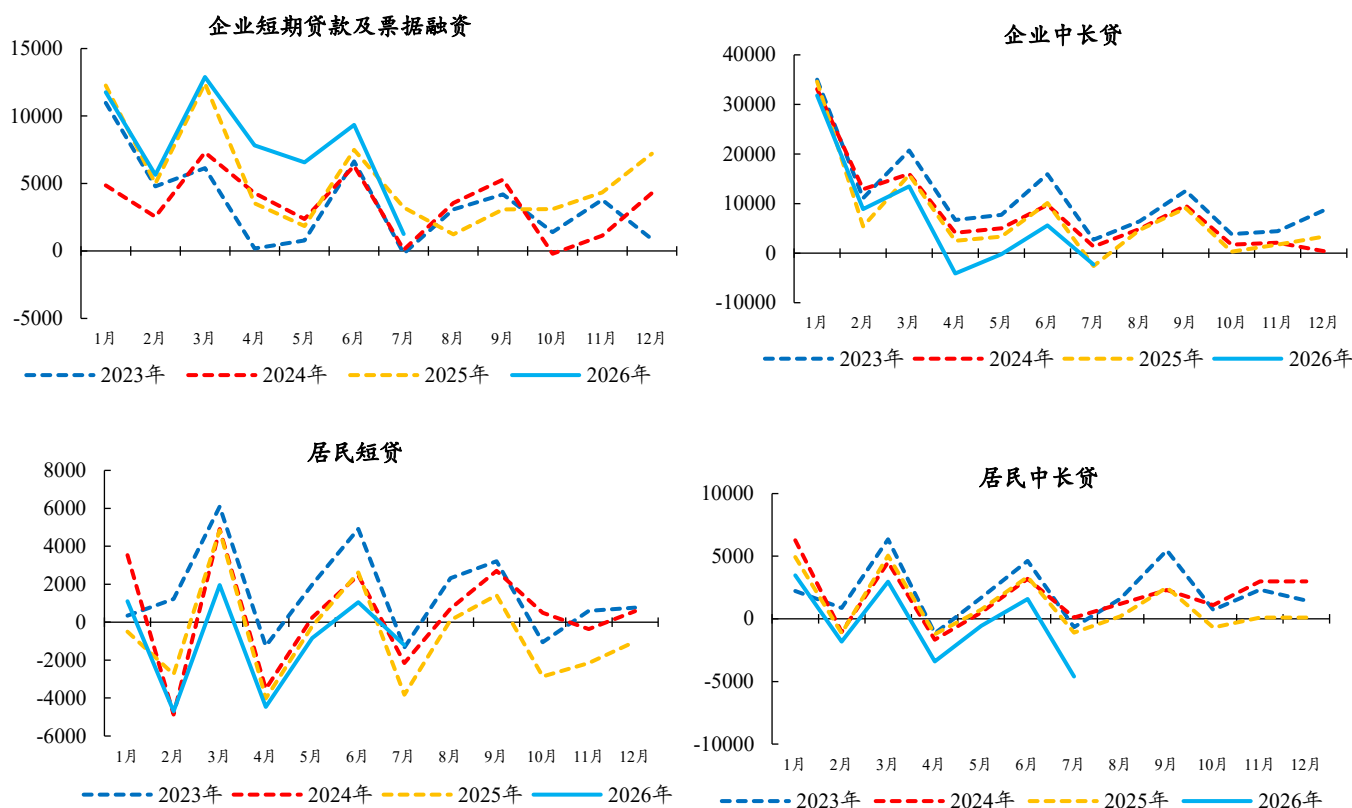


数据来源：普兰金服、开源证券研究所

图18：7月起6M二级福费廷利率快速下行

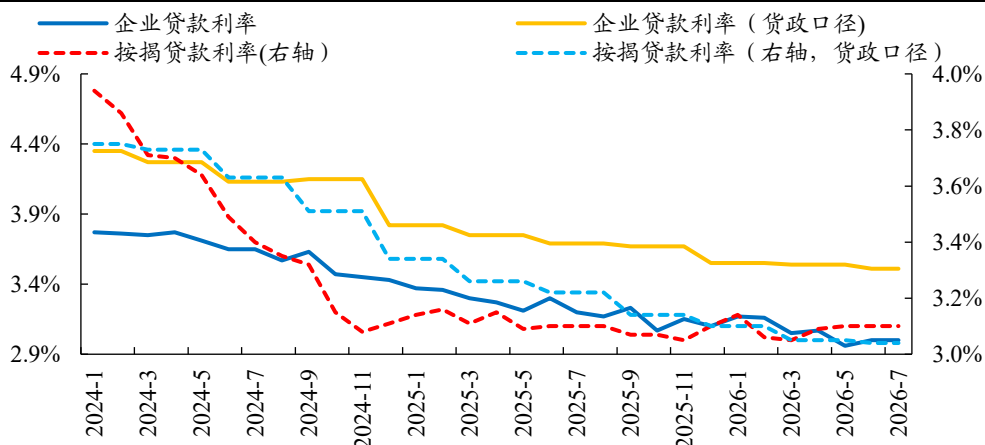


数据来源：普兰金服、开源证券研究所

图19：企业中长贷和居民贷款表现偏弱，主要依靠企业短贷和票据补充贷款增量（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

价格方面，7 月企业新发放贷款加权平均利率略低于 3.0%，较上年同期低约 20BP，与当前 1 年期 LPR（3.0%）基本持平，部分优质客户实际执行利率已低于 LPR，银行“以价换量”的空间已极为有限。

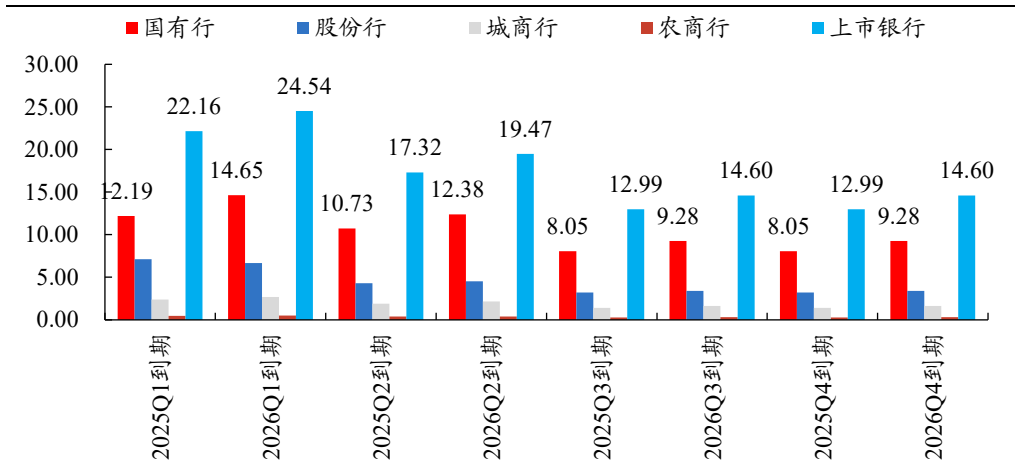
图20：7 月企业新发放贷款加权平均利率略低于 3.0%，较 2025 年同期低 0.2pct


数据来源：Wind、中国人民银行、开源证券研究所

贷款利率的持续下行并未有效撬动实体融资需求，核心原因在于：一是企业端预期偏弱，在产能利用率不足、PPI 低位运行的背景下，企业扩产意愿不强，资金更多用于偿还存量债务而非新增投资；二是居民端资产负债表仍在修复过程中，7 月个人住房新发放贷款利率约 3.1%，与上年同期基本持平，量价均未出现拐点。此外，到期节奏也对信贷增长形成扰动——2022-2023 年高利率环境下集中借入的中长期贷款进入到到期高峰，续作利率较原合同大幅下行（普遍下降 100-150BP），“到期再

投放”在规模上未必能完全覆盖到期量，进一步加剧了贷款增长的压力。

图21: 测算上市银行 2026H2 约 29.2 万亿元贷款到期，同比多 3.2 万亿元（万亿元）



数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、金融投资：缺乏久期支撑，持有到期策略受到约束

长债持有能力的核心约束在于负债端缺乏久期支撑，2026 年大行的“卖长买短”动作持续性比往年更久，2026 年 1-8 月大型银行 20-30Y 债券净卖出 1.16 万亿元，较上年同期多 1900 亿元。

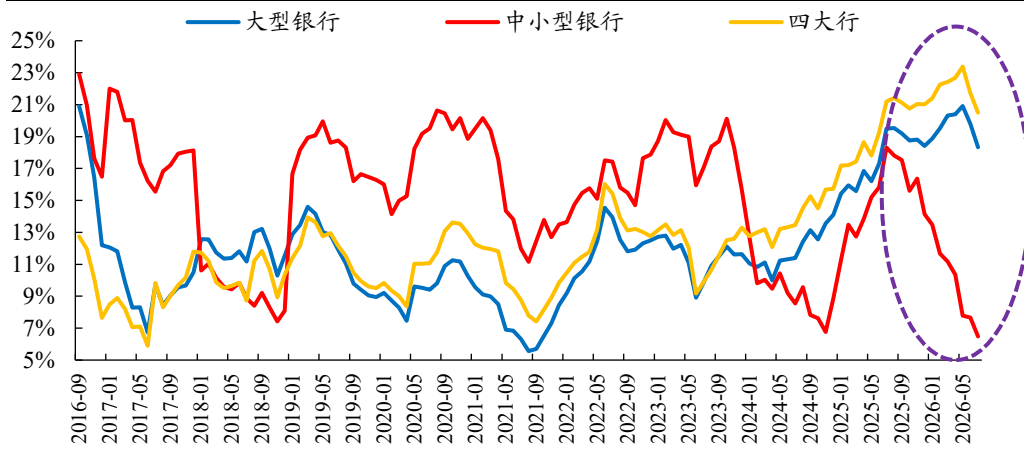
表7: 2026 年 1-8 月大型银行 20-30Y 债券净卖出 1.16 万亿元，较上年同期多 1900 亿元（亿元）

日期	≤1Y	1-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	10-15Y	15-20Y	20-30Y	>30Y	合计
2025-01	2061	873	-564	177	-780	-30	-269	-466	-3	999
2025-02	-2435	-166	-944	-912	-2595	-336	-396	-1150	-142	-9077
2025-03	-4525	-1281	-1006	-605	-1983	-414	-576	-1212	-10	-11613
2025-04	-4728	-1231	-954	-914	-3127	-223	-655	-1468	-30	-13329
2025-05	-3990	-503	-817	-65	-2056	-7	-691	-1416	-146	-9691
2025-06	-2890	-192	-1092	-463	-2333	40	-648	-1395	-149	-9123
2025-07	-2200	894	-715	-9	-1364	309	-486	-1200	-92	-4864
2025-08	-2073	887	-254	371	-998	-10	-321	-1383	-73	-3854
2025-09	-1582	915	-228	-51	742	7	-40	-1476	-121	-1833
2025-10	-2813	-346	-565	245	-860	-60	-393	-795	-136	-5724
2025-11	-2093	529	-565	402	-380	-96	-383	-863	-135	-3585
2025-12	-233	-384	-421	1055	-177	39	-248	-452	-255	-1076
2026-01	-1146	204	-859	314	1769	-4	-513	-205	-35	-476
2026-02	-820	292	-454	142	-506	-187	-734	-930	-13	-3211
2026-03	979	-1156	-804	254	-814	-137	-735	-1138	-90	-3642
2026-04	-2180	-1753	-516	-1	-339	-145	-1121	-1798	-71	-7924
2026-05	2857	-407	-291	-88	1400	59	-866	-1986	-85	592
2026-06	1394	111	-1007	580	-793	29	-800	-2643	-121	-3250
2026-07	766	-10	-934	211	-479	-85	-473	-1604	-104	-2711
2026-08	-1279	274	-1124	287	-423	89	-339	-1295	-152	-3961

数据来源: iData、开源证券研究所

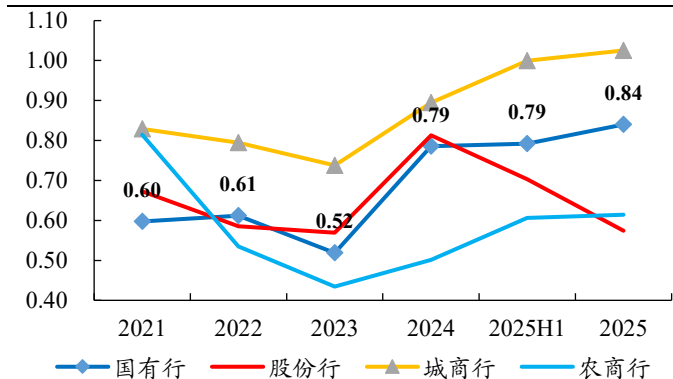
从分月数据来看，大行“卖长”行为在 2026 年呈现出持续性强、力度阶段性放大的特征。4 月、5 月、6 月单月净卖出规模分别达 1798 亿元、1986 亿元和 2643 亿元，为全年卖出力度最大的时段，7 月随着债市利率回落，卖出力度阶段性收敛。不仅 20-30Y 超长期限债券被持续减持，15-20Y 期限债券 1-8 月累计净卖出约 5582 亿元，同样呈现持续净卖出态势。与之形成对比的是，大行在 7-10Y 期限上操作更为灵活，部分月份出现净买入，反映出银行并非全面收缩债券配置，而是有针对性地缩短组合久期。中小行方面，债券投资同比增速从年初的 13.48% 快速回落至 7 月的 6.48%，虽未出现大行式的集中“卖长”，但配置力度的边际放缓同样十分显著。

图22：2026 年 7 月中小行债券投资增速下滑至 6.48%，债市参与度进一步降低



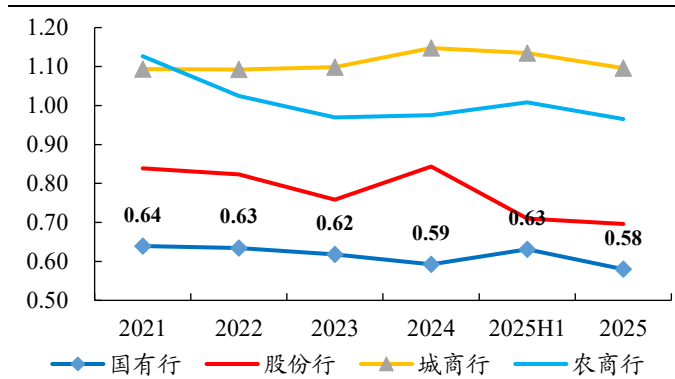
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：测算 2025 年国有行资产负债净久期缺口 0.84（年）



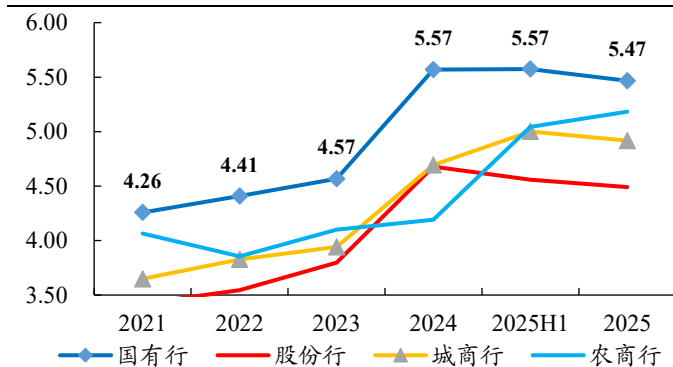
数据来源：iFind、开源证券研究所

图24：测算 2025 年国有行贷款重定价期限 0.58（年）



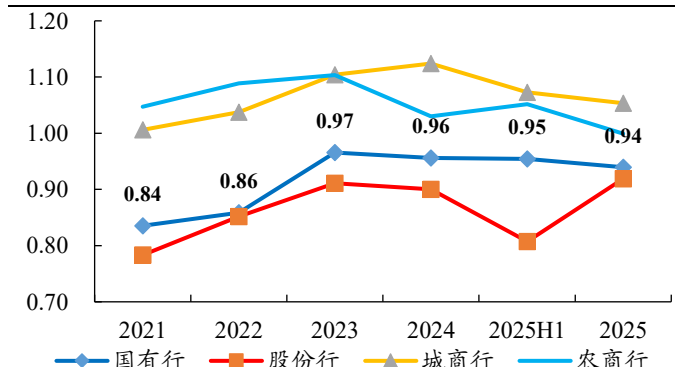
数据来源：iFind、开源证券研究所

图25：测算 2025 年国有行投资重定价期限 5.47（年）



数据来源：iFind、开源证券研究所

图26：测算 2025 年国有行存款重定价期限 0.94（年）



数据来源：iFind、开源证券研究所

大行持续“卖长买短”的核心约束在于负债端缺乏久期支撑。我们测算 2025 年国有行资产负债久期缺口约为 0.84 年，投资端平均重定价期限约 5.47 年，而负债端由于核心存款增长乏力、非银存款占比上升、定期存款短期化等因素，有效久期持续收缩。前文分析指出，2022-2023 年集中存入的长期限定存到期后续作，形式上体现为客户“刚刚存入”，在 IRRBB 计量中更大比例被划入“可提支定存”范畴、视同隔夜负债；同时非银活期存款在趴账利率与融出回购接近时，更多被划入“非核心”视同隔夜负债。负债端有效久期的被动收缩，意味着银行若维持长久期资产配置，久期缺口将进一步扩大，在利率上行情景下面临更大的 EVE 波动压力。因此，“卖长”本质上是银行在负债久期收缩背景下，对资产端久期进行的被动修正，是资产负债约束下的理性选择。

我们测算在一级资本增长和地方债供给缩量降久期的假设下，2027 年大行长债卖出力度会有所下降，30Y 期限卖出规模或比 2026 年下降 9700 亿元左右。具体假设和测算逻辑如下：

1、一级资本变化：考虑农行&工行注资、永续债净融资、净利润增速提升对一级资本的影响，主要假设如下：

(1) 注资：考虑特别国债发行分别为农行和工行注资 1200 亿元和 1800 亿元，于 2026Q4 到账。

(2) 永续债净融资：考虑六大行 2027 年分别净融资 300 亿元。

(3) 利润增速提升：考虑 2027 年净利润增速同比+2PCT。

表8：考虑一级资本增长后，维持 2025 年末 ΔEVE /一级资本指标不变，释放大行 ΔEVE 额度为 712 亿元

银行名称	2025 年末			一级资本增长				释放 ΔEVE
	一级资本	ΔEVE	$(\Delta\text{EVE}) / \text{一级资本}$	注资	永续债融资	利润增速 +2PCT	合计	
工商银行	38188	(5503)	-14.41%	1800	300	75	2175	313
建设银行	34133	(4968)	-14.56%		300	69	369	54
农业银行	31310	(4665)	-14.90%	1200	300	49	1549	231
中国银行	25768	(2779)	-10.78%		300	60	360	39
邮储银行	11323	(1615)	-14.27%		300	19	319	46
交通银行	10803	(1004)	-9.29%		300	18	318	30

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、地方债供给规模和久期变化：考虑 2027 年地方债发行量较 2026 年减少 5000 亿元，发行久期缩短 1 年。

第一步：六大行承接地方债比例假设：参考 2025 年末六大行持仓地方债占国有行比例。即工行、建行、农行、中行、邮储和交行承接比例分别为 25.7%、20.7%、23.8%、17.5%、5.7%、6.7%。由于工行、农行和中行财报会披露持仓国债规模，根据这三家银行持仓国债占政府债比例均值 36.1%测算其他三家大行的国债持仓规模，最终得出六家国有行的地方债持仓规模和比例。

表9：我们测算 2025 年末国有行持仓地方债规模为 30.6 万亿元（亿元）

银行名称	政府债	其中：国债	地方债	国债占政府债比例	地方债承接比例
工商银行	125971	47345	78627	37.6%	25.7%
建设银行	98900	35675	63225	36.1%	20.7%
农业银行	126137	53413	72724	42.3%	23.8%
中国银行	68398	14854	53544	21.7%	17.5%
邮储银行	27148	9793	17355	36.1%	5.7%
交通银行	32058	11564	20494	36.1%	6.7%
国有行	478613	172643	305969	36.1%	100.0%

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

第二步：地方债发行后国有行承接比例设为 60%。2025 年末国有行持仓地方债规模为 30.6 万亿元，中债登托管地方债规模为 54.7 万亿元，国有行占比约为 56%，参考此比例，我们假设地方债发行后国有行承接比例为 60%。

第三步：假设 2027 年地方债发行久期较 2026 年缩短 1 年。参考 2026H1 地方债发行久期比例，我们设 2026 年 5Y/7Y/10Y/15Y/20Y 地方债发行比例分别为 10%/15%/25%/30%/20%，加权平均久期为 12.55Y，设 2027 年发行比例为 15%/20%/25%/30%/15%，加权平均久期为 11.40Y。

表10：我们假设 2027 年地方债发行久期较 2026 年缩短 1 年

久期	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y
2026H1 规模	59	111	360	6151	7952	17514	21293	12565
2026H1 占比	0.1%	0.2%	0.5%	9.3%	12.0%	26.5%	32.3%	19.0%
2026E 占比	-	-	-	10%	15%	25%	30%	20%
2027E 占比	-	-	-	15%	20%	25%	25%	15%

数据来源：Wind、开源证券研究所

第四步：测算地方债发行量下降 5000 亿元和发行久期缩短 1Y 释放的 ΔEVE 额度。

表11：我们测算地方债发行量下降和发行久期缩短释放大行 ΔEVE 额度 1369 亿元

银行名称	地方债供给： ΔEVE 变化（亿元）		
	发行量减少 5000 亿	发行久期缩短 1Y	合计
工商银行	123	229	352
建设银行	99	184	283
农业银行	114	211	325
中国银行	84	156	240
邮储银行	27	50	78
交通银行	32	60	92

数据来源：Wind、开源证券研究所

第五步：综合考虑一级资本增长和地方债发行缩量降久期的影响，我们测算 2027 年大行 30Y 长债卖出规模下降 9700 亿元左右。

表12: 我们测算 2027 年大行长债卖出规模可下降 9700 亿元左右

银行名称	(ΔEVE) / 一级资本(2025)	释放ΔEVE (亿元)				对应新增地方债规模 (亿元)			
		一级资本增长	地方债发行量减少 5000 亿	地方债久期缩短 1Y	合计	30Y	20Y	15Y	10Y
工商银行	-14.4%	313	123	229	665	3117	3497	4072	4934
建设银行	-14.6%	54	99	184	337	1577	1770	2060	2496
农业银行	-14.9%	231	114	211	556	2606	2924	3404	4125
中国银行	-10.8%	39	84	156	278	1304	1464	1704	2065
邮储银行	-14.3%	46	27	50	123	577	648	754	914
交通银行	-9.3%	30	32	60	121	568	637	742	899
合计	-	712	479	890	2081	9749	10939	12736	15432

数据来源: Wind、开源证券研究所

2、我们测算为维持负债久期不变, 2026 年需发行 9100 亿元左右 1Y 同业存单。
测算主要假设如下:

- (1) 2026 年到期的定存: 续作率为 80%, 其中 20%划入 “可提支” 隔夜区间;
- (2) 由于资本市场表现活跃, 设居民和企业活期存款增加 10%划入 “非核心” 存款, 即隔夜区间。
- (3) 设活期存款中的 “核心存款”、续作的定期存款加权平均久期为 1.40 年, 2025 年末国有行定存加权平均剩余期限为 1.36 年。

图27: 为维持负债久期不变, 国有行需发行约 9100 亿元 1Y 同业存单 (亿元)

银行名称	活期存款		2026Q2-Q4到期定存		加权平均久期1	到期定存*80%		占比		加权平均久期2	久期变化	1Y同业存单发行量	总负债
	活期*10%	占比	规模	占比		划至隔夜	其他	划至隔夜	其他				
	①	②=①/⑬	③	④=③/⑬ ④*0.67	⑤=②*1.40+ *80%*20%	⑥=⑤ *80%-⑥	⑦=③	⑧=⑥/⑬	⑨=⑦/⑬	⑩=⑨*1.40	⑪=⑩-⑤	⑫=⑨*⑦	⑬
工商银行	14454	3%	81237	17%	0.1512	12998	51992	2.64%	10.57%	0.1479	-0.0033	1605	492057
建设银行	12654	3%	61100	15%	0.1393	9776	39104	2.33%	9.32%	0.1305	-0.0088	3704	419457
中国银行	10093	3%	56017	16%	0.1464	8963	35851	2.55%	10.20%	0.1428	-0.0037	1284	351500
农业银行	12614	3%	65927	14%	0.1353	10548	42193	2.32%	9.26%	0.1297	-0.0056	2540	455413
交通银行	2869	2%	29925	21%	0.1680	4788	19152	3.36%	13.42%	0.1879	0.0199	-	142681
邮储银行	4260	2%	57313	33%	0.2521	9170	36680	5.23%	20.94%	0.2931	0.0410	-	175197

数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

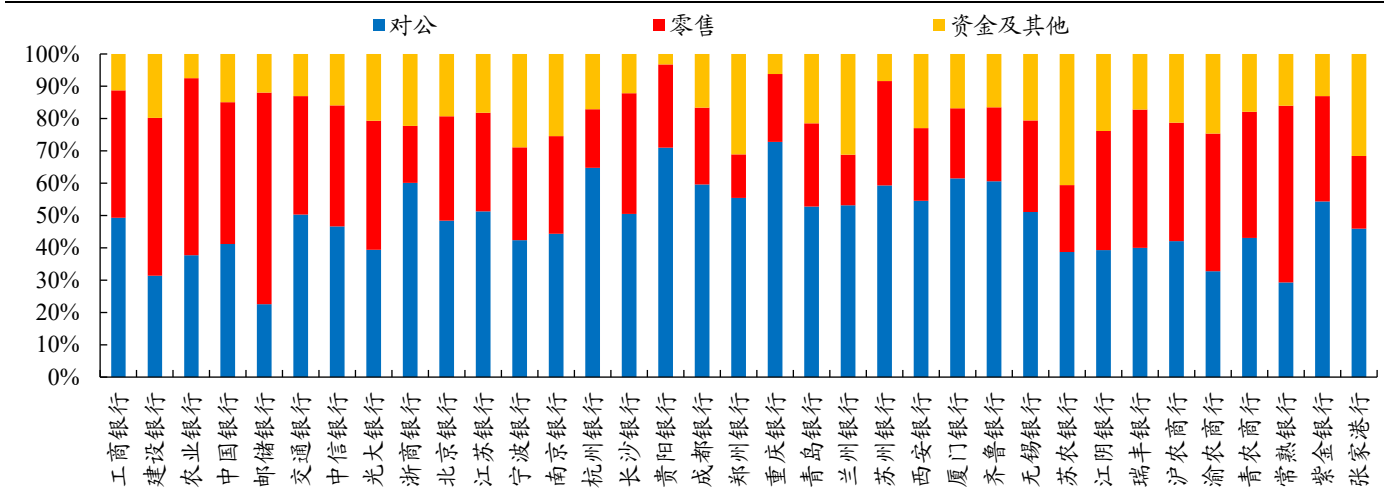
4、负债稳定性减弱下, 行业扩表趋势与银行选股思路

4.1、银行整体资金属性增强, 存贷属性减弱

2025 年上市银行的盈利结构出现明确的再平衡过程: 资金业务成为对冲全行业息差压力的核心增长点, 营收及利润贡献度系统性抬升。从 35 家样本银行的数据来看, 2025 年资金业务分部实现税前利润 4788 亿元, 同比增长 18.9%; 资金业务对全行税前利润贡献度从 2024 年的 20.5%提升至 24.1%。与之相对, 对公、零售分部利润均同比下滑: 对公分部全年实现税前利润 9016 亿元, 同比微降 2.6%, 利润占比从 47.2%回落至 45.4%; 零售分部全年实现利润 6039 亿元, 同比下降 4.7%, 利润占比

从 32.3%回落至 30.4%。

图28：部分上市银行分部营收占比（2025 年）



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

表13：2025 年部分银行零售条线业绩贡献度较上年明显下降

银行名称	营业收入占比（2025 年）			营业收入占比（较上年）			利润总额占比（2025 年）			利润总额占比（较上年）		
	对公	零售	资金	对公	零售	资金	对公	零售	资金	对公	零售	资金
工商银行	49.3%	39.4%	11.3%	1.0%	-0.5%	-0.5%	49.3%	33.8%	16.9%	-9.2%	10.2%	-1.0%
建设银行	31.3%	48.9%	19.7%	-0.5%	-2.7%	3.2%	23.0%	42.1%	34.8%	-3.8%	-3.9%	7.8%
农业银行	37.7%	54.8%	7.4%	-2.8%	-1.9%	4.7%	40.1%	51.5%	8.4%	-8.9%	-5.1%	14.0%
中国银行	41.2%	43.9%	15.0%	-0.4%	-1.1%	1.5%	45.5%	29.4%	25.2%	-2.0%	-0.7%	2.7%
邮储银行	22.5%	65.5%	12.0%	2.9%	-5.0%	2.1%	59.4%	19.3%	21.3%	16.9%	-19.4%	2.5%
交通银行	50.3%	36.7%	13.0%	1.6%	-3.0%	1.4%	58.9%	12.5%	28.6%	0.5%	-7.0%	6.5%
中信银行	46.6%	37.5%	15.9%	1.9%	-2.8%	0.9%	62.8%	6.1%	31.1%	2.6%	-5.0%	2.4%
光大银行	39.4%	40.0%	20.7%	2.0%	-0.6%	-1.4%	54.9%	-5.7%	50.8%	4.9%	-6.2%	1.4%
浙商银行	60.1%	17.7%	22.2%	1.2%	-1.7%	0.6%	91.7%	-34.3%	42.6%	23.4%	-18.4%	-5.1%
北京银行	48.4%	32.3%	19.2%	7.6%	-3.5%	-4.1%	71.6%	21.1%	7.3%	44.2%	-9.8%	-34.3%
江苏银行	51.3%	30.4%	18.2%	4.0%	-0.6%	-3.4%	56.0%	10.9%	33.2%	3.6%	0.0%	-3.5%
宁波银行	42.4%	28.7%	28.9%	5.4%	-2.9%	-2.4%	48.2%	11.7%	40.1%	-0.5%	1.1%	-0.5%
南京银行	44.4%	30.2%	25.4%	-1.3%	3.3%	-2.0%	47.8%	8.4%	43.8%	-6.5%	3.0%	3.5%
杭州银行	64.8%	18.1%	17.1%	8.4%	2.8%	-11.3%	64.1%	6.0%	29.9%	16.5%	1.6%	-18.1%
长沙银行	50.5%	37.4%	12.2%	0.8%	-1.9%	1.1%	69.9%	-4.0%	34.2%	-5.4%	-10.1%	15.4%
贵阳银行	71.0%	25.7%	3.2%	1.1%	5.2%	-6.3%	83.1%	29.6%				
成都银行	59.6%	23.8%	16.6%	2.7%	1.7%	-4.4%	67.7%	14.4%	17.9%	16.1%	-3.1%	-12.9%
郑州银行	55.5%	13.5%	31.0%	-9.0%	2.4%	6.6%	40.2%	11.5%	48.3%	20.1%	0.0%	-20.1%
重庆银行	72.8%	21.1%	6.2%	2.3%	-1.1%	-1.3%	98.7%	-1.4%	2.7%	21.4%	-8.4%	-13.0%
青岛银行	52.8%	25.7%	21.4%	4.6%	-3.3%	-1.3%	52.2%	11.1%	36.7%	-9.5%	-3.9%	13.3%
兰州银行	53.2%	15.6%	31.2%	2.9%	-1.4%	-1.5%	17.4%	6.6%	76.0%	9.1%	-21.3%	12.2%
苏州银行	59.4%	32.3%	8.4%	6.6%	0.9%	-7.4%	77.6%	9.9%	12.5%	21.1%	-0.3%	-20.8%
西安银行	54.5%	22.5%	22.9%	13.4%	-2.8%	-10.6%	56.9%	-4.7%	47.7%	61.4%	-14.1%	-47.3%
厦门银行	61.5%	21.7%	16.8%	4.3%	-2.0%	-2.3%	58.3%	20.5%	21.2%	3.0%	-0.8%	-2.1%
齐鲁银行	60.6%	22.9%	16.5%	3.9%	-1.9%	-2.0%	56.8%	13.3%	29.9%	4.7%	-5.9%	1.2%

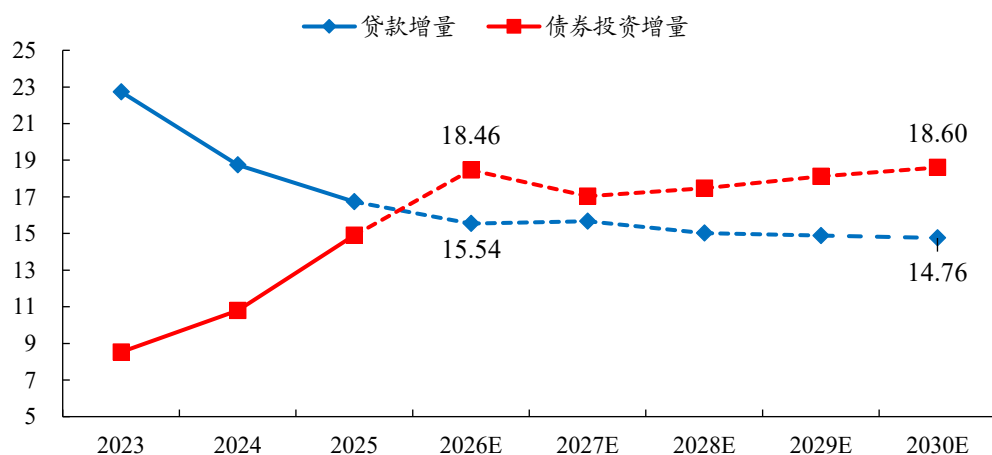
无锡银行	51.1%	28.3%	20.6%	0.7%	-2.0%	1.3%	54.0%	9.8%	36.2%	9.2%	-6.0%	-3.3%
苏农银行	38.8%	20.6%	40.6%	-1.2%	-2.6%	3.8%	49.5%	14.0%	36.5%	7.9%	-6.0%	-1.9%
江阴银行	39.4%	36.9%	23.8%	-4.8%	3.5%	1.3%	53.4%	19.8%	26.8%	18.4%	-4.5%	-13.9%
瑞丰银行	40.0%	42.9%	17.2%	-0.6%	2.3%	-1.6%	67.1%	13.2%	19.7%	19.1%	-16.4%	-2.8%
沪农商行	42.1%	36.6%	21.2%	-4.0%	-2.2%	6.3%	45.3%	26.3%	28.4%	-5.2%	-2.2%	7.4%
渝农商行	32.8%	42.6%	24.6%	2.1%	0.6%	-2.7%	35.3%	31.0%	33.7%	18.3%	-13.1%	-5.2%
青农商行	43.1%	39.0%	17.9%	-10.1%	7.8%	2.3%	24.7%	46.9%	28.5%	1.4%	-0.3%	-1.1%
常熟银行	29.3%	54.6%	16.0%	1.8%	-3.1%	1.3%	31.5%	45.7%	22.8%	3.5%	-6.3%	2.7%
紫金银行	54.4%	32.6%	13.0%	16.5%	-7.7%	-8.8%	53.2%	36.3%	10.5%	-3.9%	3.5%	0.4%
张家港行	45.9%	22.6%	31.5%	7.0%	-10.5%	3.5%	51.8%	3.6%	44.6%	22.9%	-31.3%	8.3%

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

4.2、银行体系扩表节奏推演，债贷增量测算

银行扩表对债券诉求增加，而政府债发行受财政预算约束，形成二级市场上的“资产荒”。从银行体系角度，偏宏观视角来看，银行负债端可粗略理解成 M2，负债端的增长要满足央行要求“货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”。忽略现金回流银行体系，基于信用创造理论，银行体系负债端增长依赖于资产端的扩张。在贷款增量缺位时，债券资产成为主要填补方。而债券供给受每年财政预算安排约束，因此银行未来满足资产端的增速目标，将会在二级市场向非银机构去买入，也就是所谓资产荒。

图29：债券投资成为扩表动力源，预计 2026-2030 年每年新增 6 万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

银行体系扩表节奏下债、贷增量测算过程：

1、政府债方面

(1) 一般政府债预算规模基于当年名义 GDP 和赤字率安排，根据预算报告 2026 年赤字率为 4%，后续 2027-2030 年我们假设上调至 5%；GDP 增速粗略按照 5% 的目标完成。

(2) 地方专项债，预算报告披露 2026 年新增 4.4 万亿限额，后续我们假设 2027-2028 年每年新增 4.8 万亿，2029-2030 年每年新增 5 万亿。

(3) 超长期特别国债方面，预算报告披露 2026 年新增 1.3 万亿，后续假设每年

均新增 1.3 万亿。

最终大概测算 2026-2030 年每年政府债新增 13.89 亿元、13.84 亿元、14.25 亿元、14.87 亿元、15.31 亿元。

2、社融角度

(1) 假设 2026-2030 年社融存量增速分别为 7.2%、6.7%、6.2%、5.9% 和 5.6%，进而测算出每年增量为 31.83、31.75、31.35、31.69 和 31.85 亿元。

(2) 政府债增量假设与每年政府债预算发行一致；其他项增量与 2026 年增量保持一致

(3) 进而，测算出每年人民币贷款增量、人民币贷款增速。

3、银行体系角度

(1) 假设 2026-2030 年每年银行体系扩表增速为 7.5%、7%、6.5%、6.2% 和 5.9%。

(2) 银行体系数据由大型银行与中小型银行的信贷收支表合并汇总而成。尽管其历史贷款增速与社融口径下的人民币贷款增速总体趋同，但在部分年份仍存在偏离，主要系非银贷款等项目的统计口径差异所致。基于此，我们首先测算历年两个口径的贷款增速差之均值，随后将该修正项叠加至人民币贷款预测增速之上，进而推导出银行体系贷款增速。

(3) 其他资产规模历史年份变化程度不大，假设 2026-2028 年其他资产规模为 2023-2025 年其他资产规模的平均值。

(4) 在上述基础上，可以测算 2026-2030 年每年银行体系总资产规模、贷款规模、其他资产规模，将其轧差，可得到每年债券投资资产规模。

表14: 2026-2030 年银行扩表下债券增量测算 (亿元)

政府预算发行	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
赤字率	3.8%	3%	4%	4%	5%	5%	5%	5%
GDP 增速	5.42%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
名义 GDP	129.43	134.81	140.19	147.20	154.85	162.90	171.37	180.29
赤字规模(一般政府债)	4.88	4.06	5.66	5.89	7.74	8.15	8.57	9.01
新增地方专项债	3.8	3.9	4.4	4.4	4.80	4.80	5.00	5.00
人行注资特别国债	-	-	0.5	0.3	-	-	-	-
超长期特别国债	-	1	1.3	1.3	1.30	1.30	1.30	1.30
置换存量隐性债务	-	2	2	2	-	-	-	-
新增政府债务限额安排	8.68	10.96	13.86	13.89	13.84	14.25	14.87	15.31
地方政府债务结存限额安排	-	0.4	0.5	-	-	-	-	-
合计	8.68	11.36	14.36	13.89	13.84	14.25	14.87	15.31
社融角度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
社融存量	384.32	415.19	449.11	481.45	513.70	545.55	577.74	610.09
社融增速	9.50%	8.00%	8.20%	7.20%	6.70%	6.2%	5.9%	5.6%
社融增量	33.39	30.87	33.92	32.34	32.26	31.85	32.19	32.35
其中：人民币贷款增量	22.13	17.39	15.59	14.24	14.20	13.39	13.11	12.83
政府债增量	9.49	11.69	14.12	13.89	13.84	14.25	14.87	15.31

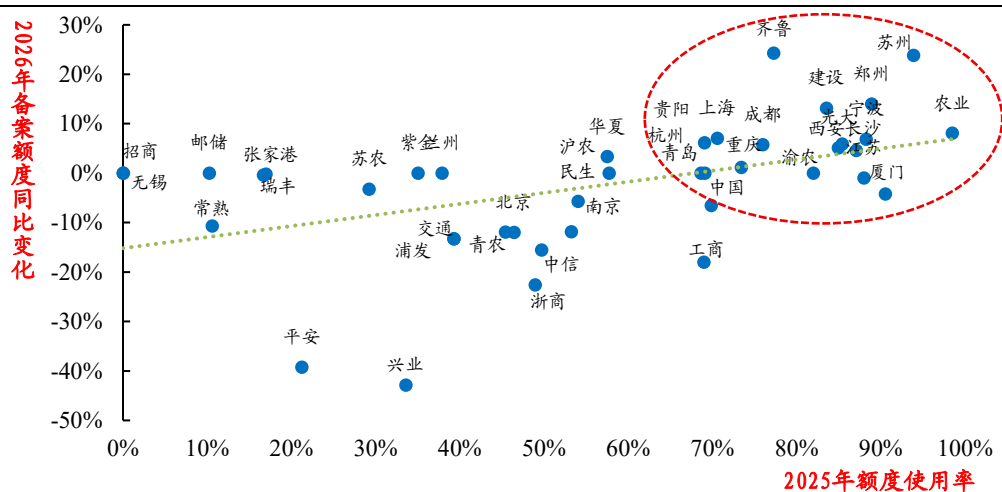
政府预算发行	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
其他项增量	1.77	1.79	4.21	4.21	4.21	4.21	4.21	4.21
人民币贷款存量	240.32	257.71	273.30	287.54	301.74	315.13	328.24	341.07
人民币贷款增速	10.10%	7.20%	6.10%	5.21%	4.94%	4.44%	4.16%	3.91%
银行体系扩表角度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总资产规模	374.04	398.04	434.55	467.15	499.85	532.34	565.34	598.70
贷款规模								
债券投资规模	80.61	91.41	106.30	124.77	141.80	159.27	177.39	195.99
其他资产规模	59.06	53.52	58.41	57.00	57.00	57.00	57.00	57.00
总资产增速	11.01%	6.42%	9.17%	7.50%	7.00%	6.50%	6.20%	5.90%
贷款增速	10.74%	7.99%	6.61%	5.76%	5.49%	4.99%	4.71%	4.46%
债券投资增速	11.83%	13.40%	16.30%	17.37%	13.65%	12.32%	11.38%	10.49%
贷款增量	22.73	18.74	16.73	15.54	15.67	15.02	14.89	14.76
债券投资增量	8.52	10.80	14.90	18.46	17.03	17.47	18.12	18.60

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2023 年 10 月新增 1 万亿国债发行；政府预算发行与社融政府债增量差异在于统计口径差异）

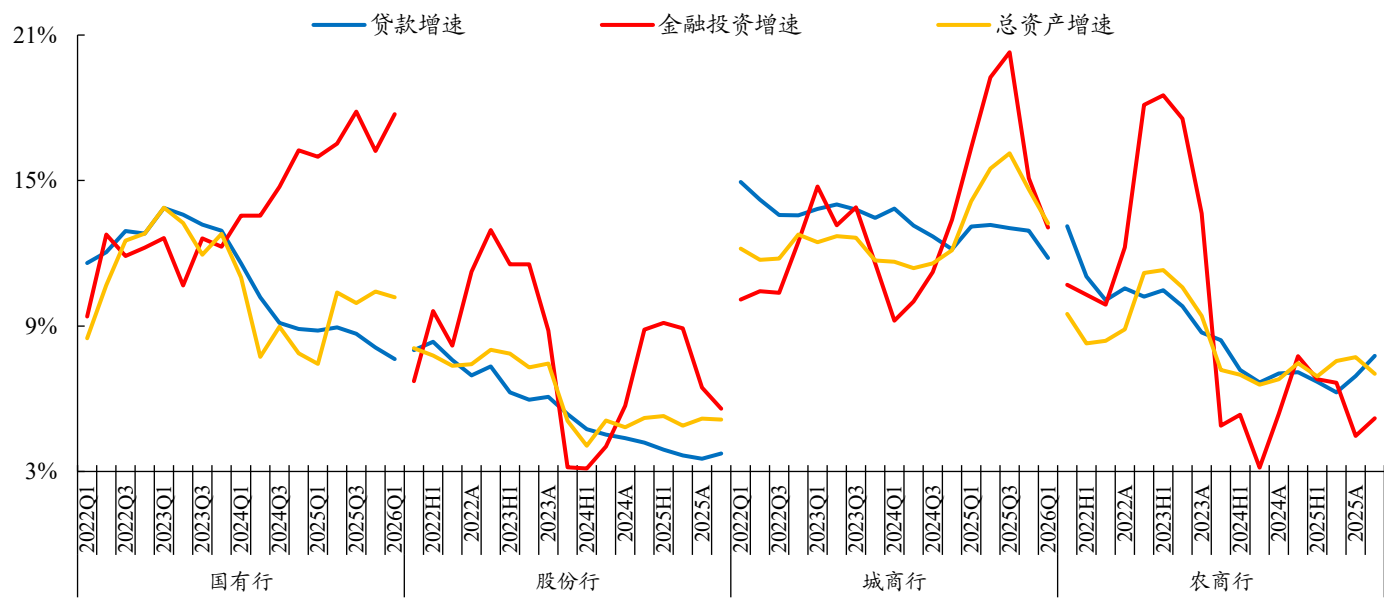
4.3、负债稳定性是影响银行债券策略的重要因素，中小行参与度降低

大行负债端“长钱”属性支撑配置盘主导，形成债市稳定器；中小行负债端“短钱”属性倒逼交易盘增强，形成债市放大器。大行与中小行在债券市场上的角色分化，本质上是负债稳定性差异在资产端的投射。大行依托广泛的网点布局和雄厚的零售客户基础，核心存款占比高、负债成本低且稳定性强，能够支撑长久期债券的持有到期策略，因而在债市中扮演“配置盘稳定器”的角色——即便利率波动，大行也较少出现集中抛售，反而在利率上行时逆势增配，对债市形成支撑。反观中小行，近年来负债优势快速削弱，存款“财富化”趋势下，部分居民存款通过理财、基金等非银渠道回流至大行，中小行的买债资金冗余度出现系统性压缩。我们观察到 2026 年农商行债券投资增速已低于总资产增速（部分地区存在监管指导），而多数城商行选择增加同业存单备案额度以补充市场化负债，这本身就反映出中小行对稳定负债的渴求。

图30：2026 年多数城商行增加同业存单备案额度

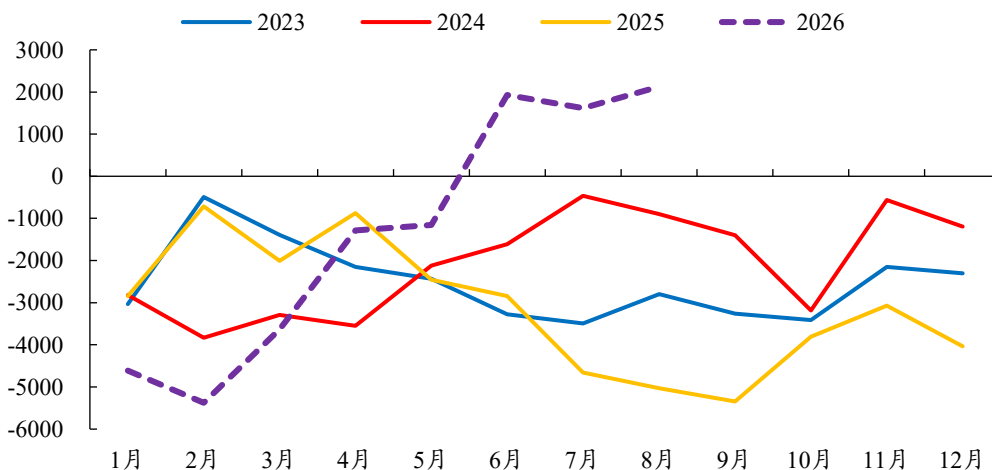


数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：大行债券投资增速持续上行，农商行低于总资产增速


数据来源：Wind、开源证券研究所

7月中小行阶段性负债端发力“稳表”，但长期来看较难留存沉淀财富客户的存款。6-8月中小行的对外融出转正，侧面反映其负债形势有所缓和，我们推测中小行更多还是靠价格去吸引客户。

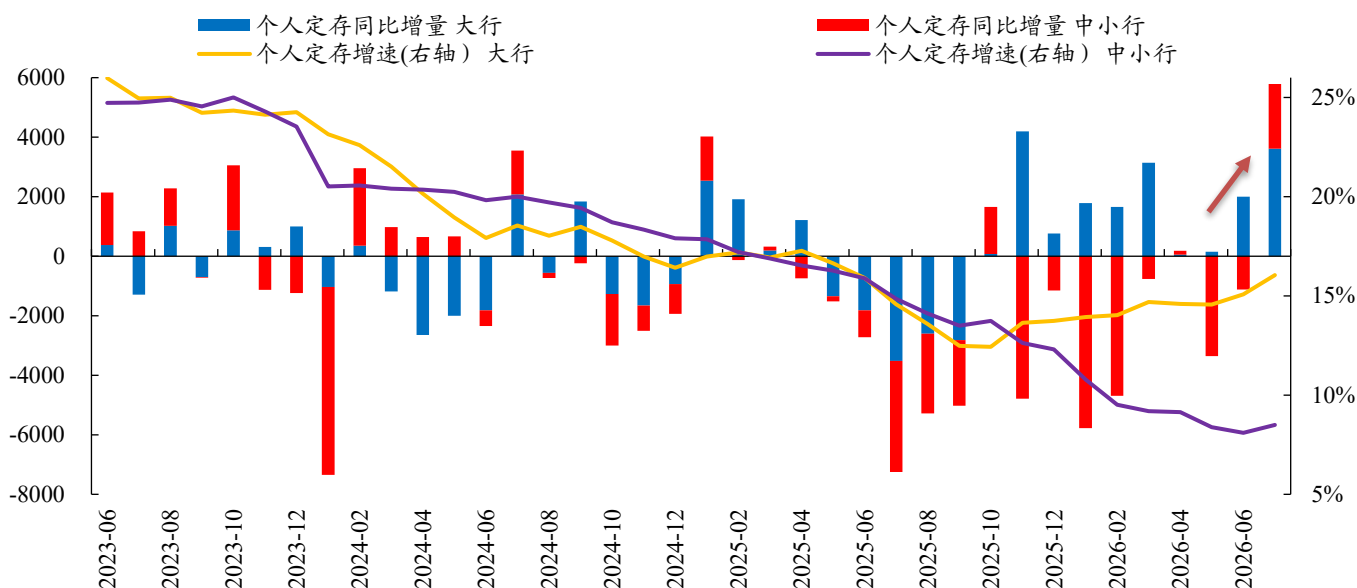
图32：6-8月中小行对外融出转正，侧面反映其负债形势有所缓和（亿元）


数据来源：iData、开源证券研究所

零售客户端，部分中小银行选择逆势上调存款利率以“以价换量”行持续

引导存款利率下行的背景下，中小行通过维持相对较高的存款利率来吸引价格敏感型客户，7月中小行个人定期存款同比多增2178亿元，结束了此前连续多月的同比少增态势。然而，这种“以价换量”的模式可持续性存疑：一方面，上调存款利率将进一步抬升中小行的负债成本，压缩本已狭窄的净息差空间；另一方面，价格敏感型客户的黏性较低，一旦大行利率回升或其他银行给出更高报价，存款仍可能再次流出，难以形成稳定的核心存款。

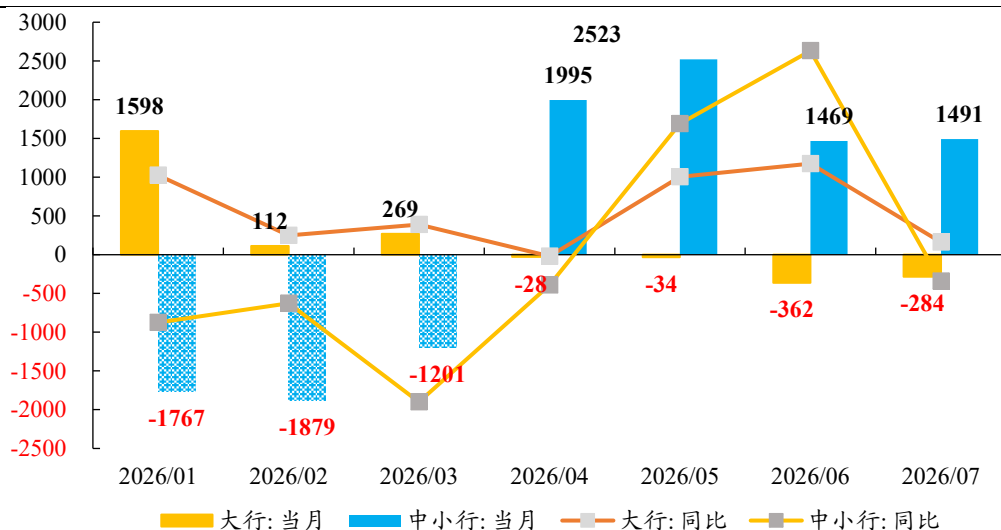
图33: 中小行个人定存同比增量连续多月负增后, 7月同比增长2178亿元(亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

企业客户端,“开票揽存”的现象仍然存在,成为中小行获取对公存款的重要手段。4-7月中小行单位保证金存款累计新增7478亿元,而同期大行为负增,两者形成鲜明对比。保证金存款主要来源于企业开具银行承兑汇票时缴存的保证金,中小行通过降低承兑门槛、放宽保证金比例等方式吸引企业开票,从而带动保证金存款增长。但这类存款的稳定性同样较弱——票据到期后保证金自动解冻,企业可随时划转,且开票行为与贸易背景真实性挂钩,在实体需求偏弱的环境下增长空间有限。

图34: 4-7月中小行单位保证金存款累计新增7478亿元,大行为负增(亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

4.4、新形势下的银行选股思路

在负债稳定性减弱、资产荒延续的背景下,银行板块的选股逻辑应从单纯追求规模扩张转向聚焦“负债端护城河”和“资产端定价权”两大核心维度。负债端的稳

定性决定了银行在低利率环境下的息差韧性和扩表能力，资产端的定价权则决定了银行能否在信贷需求偏弱时保持营收增长。

第一，优先配置负债成本优势明确、核心存款稳定的全国性银行。 在存款非银化、核心存款增长乏力的大趋势下，拥有广泛网点布局和深厚零售客户基础的大行，其负债端护城河优势将进一步凸显。除国有行外，招商银行依托领先的财富管理能力和高净值客户基础，零售存款稳定性强、AUM 持续增长，能够有效对冲存款搬家的压力。这类银行在负债端的优势使其有能力支撑长久期资产配置，在债券投资和信贷投放上均具备更强的战略定力。

第二，精选区域景气度高、信贷定价权强的优质城商行。 尽管全行业信贷需求偏弱，但区域分化依然显著，长三角、珠三角等经济活跃地区的信贷需求和贷款定价能力明显优于全国平均水平。江苏银行依托长三角区域优势，对公贷款投放力度大、定价能力强，资产质量持续优异；杭州银行深耕浙江市场，零售和对公业务均衡发展，不良率保持行业低位；成都银行作为西部区域龙头，在基建贷款和对公存款方面具备独特优势，盈利增速领先同业。这类银行凭借区域高景气度，能在行业整体信贷增长乏力的背景下实现相对优势。

第三，中长期推荐中信银行。 中信银行在对公业务和资金业务方面具备综合化经营优势，近年来持续优化资产负债结构，资金业务对利润的贡献度稳步提升，在负债稳定性减弱的环境下展现出较强的经营韧性。

表15: 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
		2026-08-25	2026E		2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
600036.SH	招商银行	0.90	0.86	13.44	0.01	3.49	4.42	1.21	2.69	3.99	5.95	6.04	6.28	未评级
601998.SH	中信银行	0.66	0.62	9.39	-0.55	2.18	2.81	2.98	3.59	4.70	1.27	1.31	1.38	买入
600919.SH	江苏银行	0.83	0.82	13.14	8.82	17.97	9.78	8.35	6.20	10.15	1.88	2.00	2.20	未评级
600926.SH	杭州银行	0.87	0.85	14.65	1.09	8.38	7.85	12.05	9.42	10.94	2.63	2.87	3.18	未评级
601838.SH	成都银行	0.89	0.83	15.39	2.70	9.28	6.82	3.31	5.00	6.40	3.13	3.29	3.50	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 2026-09-02。）

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。

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。本报告清晰准确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

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