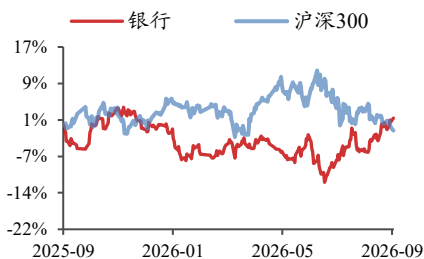


银行

2026 年 09 月 15 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

《稀缺红利重估时刻，前瞻资产负债能力致胜——从 2026H1 业绩分化看银行投资机会》-2026.9.8

《负债欠稳定下的银行扩表动能与行为特征——行业深度报告》-2026.9.5

《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

司库同业存单策略的新局与选择

——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

● 司库管理优先级明确，2026Q4 同业存单供给格局将边际改善

当前银行司库主动负债管理呈现“缺口管理>指标约束>成本管控”的目标排序，同业存单作为灵活的司库工具，当前发行策略核心围绕中长期流动性缺口、修复有效久期的思路布局。展望 2026 年四季度，随着财政支出--核心存款稳定性修复、替代型负债工具（商金债等）供给放量，同业存单供需压力将边际缓解，发行定价中枢趋于下行，大行同业存单配置价值凸显。

● 短期流动性压力可控，中长期缺口和期限错配比是核心矛盾

央行高频隔夜逆回购已有效平抑税期等时点资金波动，DR 利率波动率显著收窄，叠加同业存单到期规模回落，短期到期滚续压力整体温和，以及资产端中长期贷款需求偏弱、政府债承接力度有限。整体看，银行体系不具有头寸缺口恶化的压力。但从预期管理角度看，负债端定存利率下行可能推高提前支取概率，非银存款占比提升、波动率提高，央行对长端流动性投放态度不明确，银行稳定长钱供给不足，中长期流动性缺口承压，成为同业存单发行的核心驱动因素。2026H1 样本行在 3M-1Y 的流动性敞口占比总资产-3.7%，趋势上负向扩大，而同时 1-5Y、5Y 流动性敞口占比均为提升状态，反映其期限错配比进一步提高。

● 流动性监管约束平缓，银行账簿利率风险指标约束仍强

当前国股行 LCR、NSFR 指标均保持平稳，流动性风险指标监管对同业存单发行不构成重大干扰。但存款非银化趋势叠加定期存款有效久期收缩，推升银行账簿利率风险， ΔEVE 对一级资本的侵蚀压力持续存在，构成长期限同业存单需求的核心支撑（金融债未获批文时，修复错配的需求）。经测算，为维持负债久期稳定，2026Q4 国有行同业存单发行规模约 1.6 万亿元~2.0 万亿元，考虑商金债、次级债的替代效应后，净融资规模大概率转负。

● 负债端压力有望缓释，司库存单策略将转向成本优化

后续财政支出节奏加快将沉淀企业活期存款，股市情绪回落推动居民资金回流储蓄体系，核心存款稳定性有望逐步修复；同时普通金融债发行放量、财政部注资释放负债久期空间，银行拉长同业负债期限的必要性下降。预计 2026Q4 国有行同业存单发行期限趋于收缩，发行定价将沿 1.50%向 1.48%~1.45% 区间渐次回落，成本管控将成为司库策略主线。

投资建议：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。（1）优先配置负债成本优势明确、核心存款稳定的全国性银行，受益标的国有大行+招商银行等；（2）精选区域景气度高、信贷定价权强的优质城商行，受益标的杭州银行、江苏银行、苏州银行、成都银行等；（3）中长期推荐中信银行，强集团协同背景，具备综合化经营优势，近年来持续优化资产负债结构，展现出较强的经营韧性。

● **风险提示：**资金面波动超预期，政府债发行节奏超预期，存款稳定性下降等。

目 录

1、 现阶段司库三方面管理目标排序：缺口 > 指标 > 成本	4
1.1、 缺口管理：削峰填谷、到期滚续以及规划中长期	4
1.2、 指标管理：流动性风险约束有限，银行账簿利率风险约束力仍强	8
1.2.1、 现阶段 LCR 对银行同业存单发行策略不构成重大干扰	8
1.2.2、 NSFR 影响银行对长期限存单的供给偏好，但现阶段也不是核心因素	9
1.2.3、 银行账簿利率风险指标：ΔEVE 仍构成较强约束	10
1.3、 成本管理：同业负债成本还具有一定优化空间	13
2、 负债久期角度测算 2026Q4 国有行同业存单供给量	14
3、 展望：银行缺稳定长钱不会持续很久，2026Q4 有望缓解	16
3.1、 核心存款增长或可随财政支出加快修复	16
3.2、 银行自身资产负债摆布：拉长同业负债期限的必要性下降	18
4、 投资建议：优选“负债护城河+资产定价权”银行	19
5、 风险提示	20

图表目录

图 1： 同业存单具有一定平滑银行头寸波动的作用（亿元）	4
图 2： 2025 年 6 月、12 月 3M 同业存单发行均为承接 3M 到期续作量（亿元）	4
图 3： 近期 DR001/DR007 波动率明显降低（%）	5
图 4： 央行 6 月起增加隔夜净投放（亿元）	5
图 5： 近期国有行 NCD 处于小幅净融资、价格刚性阶段，年内到期压力温和（亿元）	5
图 6： 2026 年 10 月国有行中长期限（9M、1Y）同业存单到期续发压力减轻（亿元）	6
图 7： 2026H1 样本行在 3M-1Y 的流动性敞口占比总资产-3.7%，趋势上负向扩大，流动性期限错配比提高	6
图 8： 2026 年 7 月新增中长期贷款转负（亿元）	7
图 9： 中长期贷款同比增速持续放缓	7
图 10： 2026 年新增专项债发行进度慢于同期	7
图 11： 大型银行卖出长债动作有所放缓（亿元）	7
图 12： 国股行流动性监管风险指标概览，2026H1 基本保持平稳水平	8
图 13： 以工行 LCR 变动为例，2026Q2 HQLA 环比增长同时现金流出减缓（亿元）	9
图 14： 在 NSFR 计算规则中，剩余期限 > 6M NCD 能提供 50% 可用稳定资金	9
图 15： 测算 2026H1 国有行资产负债净久期缺口 0.91（年）	10
图 16： 2026H1 国有行贷款加权重定价期限 0.62（年）	10
图 17： 2026H1 国有行投资重定价期限 5.51（年）	10
图 18： 2026H1 国有行存款重定价期限 0.97（年）	10
图 19： 2026H1 国股行同业存款增长，其中大部分增量来自于同业活期（亿元）	11
图 20： 2026H1 上市银行剩余期限在 1-5Y 的存款增量高于去年同期（亿元）	12
图 21： 2026H1 国有行定存“平均剩余期限-重定价期限”剪刀差有企稳回升态势，或反映提前支取概率提高（年）	12
图 22： 测算 2026H1 国股行“ΔEVE/ 一级资本净额”普遍进一步下降	13
图 23： 我们测算为维持负债久期不变，2026Q4 国有行需发行 1.12 万亿元同业存单（亿元，基于 2026H1 数据测算）	14
图 24： 2024 年单位活期存款同比转正后，国有行长期限存单占比减少（亿元）	17
图 25： 2026.07 财政存款环比增长 13%、同比增长 8%	17

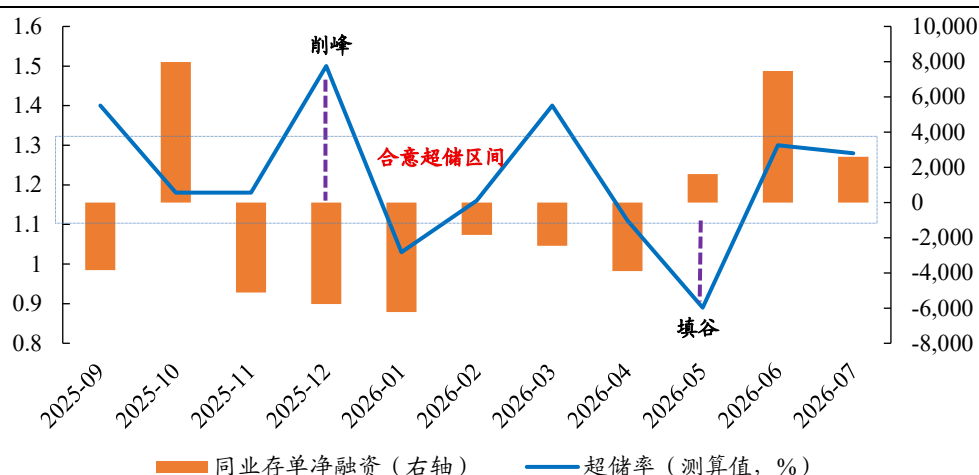
图 26: 财政存款全年峰值多集中于 10 月 (亿元)	17
图 27: 7 月以来 A 股成交金额减少, 股市情绪略有走弱 (亿元)	18
图 28: 近期货币基金净融出规模转负 (亿元)	18
图 29: 国有行普通金融债余额整体提升 (亿元)	19
图 30: 1 年期普通金融债-同业存单 (AAA) 利差收窄	19
表 1: 测算 2026H1 上市银行定存加权平均剩余期限 1.39 年, 较年初提高 0.03 年 (年)	11
表 2: 2026H1 上市银行同业负债成本率 1.64%, 高出各项存款成本率 42 BP	13
表 3: 财政部注资后, 释放出工行和农行 1Y 负债规模合计为 6783 亿元 (亿元, 基于 2025 年末数据测算)	15
表 4: 维持久期不变逻辑下, 2026Q4 国有行同业存单净融资需求规模为 4466 亿元	15
表 5: 我们测算 2026Q4 国有行商金债金净融资规模为 2153 亿元 (亿元)	15
表 6: 我们测算 2026Q4 国有行次级债净融资规模为 845 亿元 (亿元)	16
表 7: 基于负债久期角度, 我们综合测算 2026Q4 国有行同业存单发行规模为 1.6 万亿元~2.0 万亿元 (亿元)	16
表 8: 司库主动负债工具箱	19

1、现阶段司库三方面管理目标排序：缺口 > 指标 > 成本

1.1、缺口管理：削峰填谷、到期滚续以及规划中长期

首先，削峰填谷、熨平波动是司库缺口管理的基本要求。类似于央行对银行体系的流动性平滑，银行也会前瞻性调节未来到期负债的结构和节奏，同业存单是较灵活的司库负债工具。把银行内部资头寸缺口的变化比作水位，主动负债集中到期、贷款投放加快、季末考核等负债端资金短缺的时点形成谷，财政支出下拨、资产荒加剧、备付淤积形成峰，在谷点增加存单发行以填谷、在峰点减少存单发行以削峰。

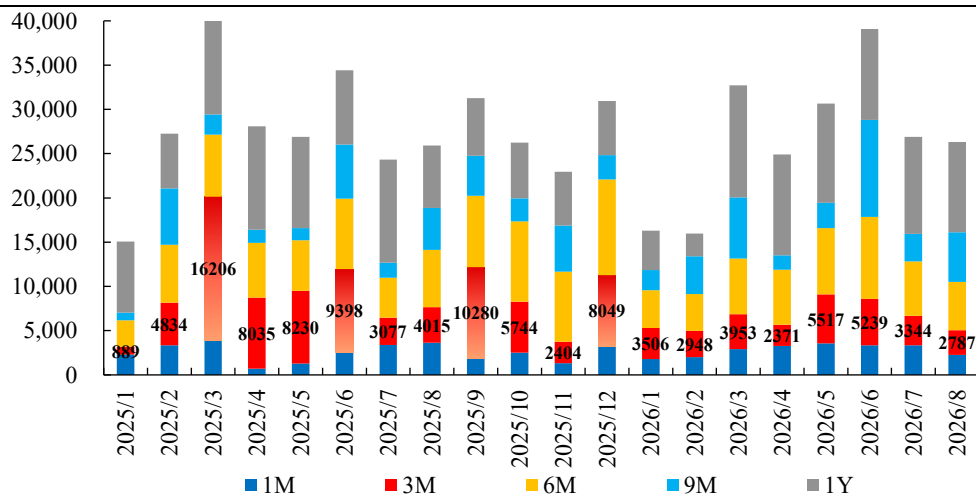
图1：同业存单具有一定平滑银行头寸波动的作用（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

其次，同业存单的发行优先满足到期续发的刚性需求。比如 2025 年 6 月、12 月同业存单发行量的增加，均体现出承接此前 3 月、9 月集中发行的 3M 存单的到期滚续影响。

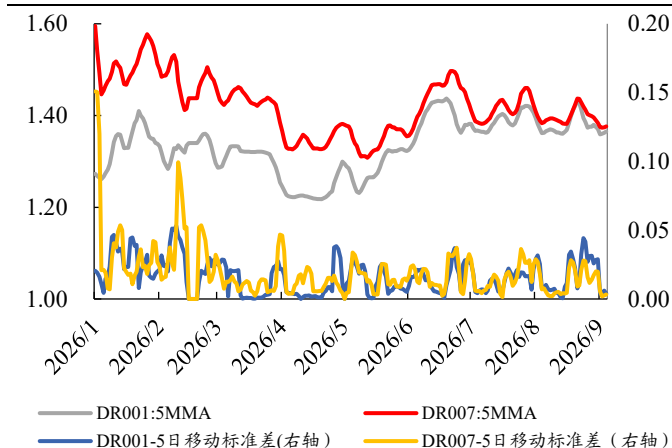
图2：2025 年 6 月、12 月 3M 同业存单发行均为承接 3M 到期续作量（亿元）



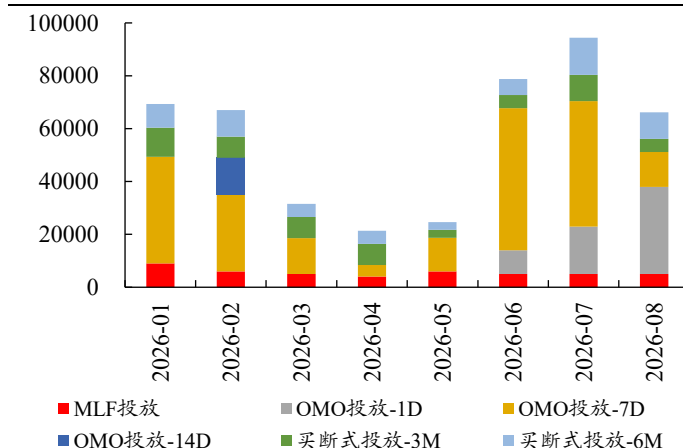
数据来源：Wind、开源证券研究所

从现阶段来看，央行对临时性确定的平滑效果已经很好，同业存单的到期滚续压力也并不很大，那么银行将 NCD 发行价保持刚性的原因，可能更多在于对中长期流动性缺口的规划上，即反映其对中长期“稳定”负债的需求增强。

(1) 央行隔夜逆回购工具操作频率加快，在税期等时间有效平抑资金波动。8月隔夜逆回购操作次数达8次，这种高频、灵活的小额操作模式，可精准对冲税期、政府债集中缴款等临时性因素带来的资金面波动，确保银行体系流动性始终处于合理充裕水平。随着隔夜逆回购逐步成为日常流动性管理的常态化工具，DR001 等核心货币市场利率的波动中枢趋于收敛，政策利率向市场利率的传导效率也得到进一步强化。

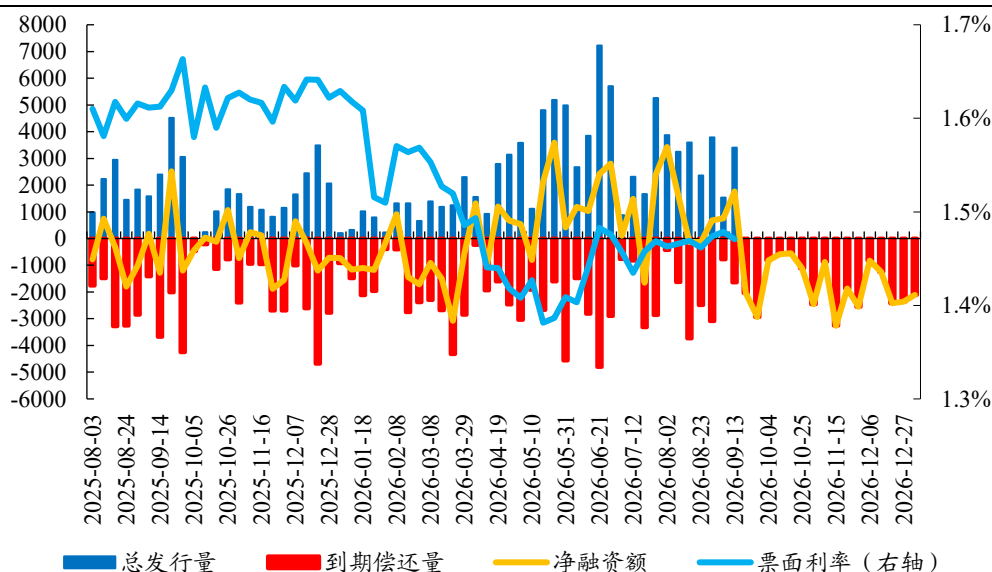
图3：近期 DR001/DR007 波动率明显降低（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

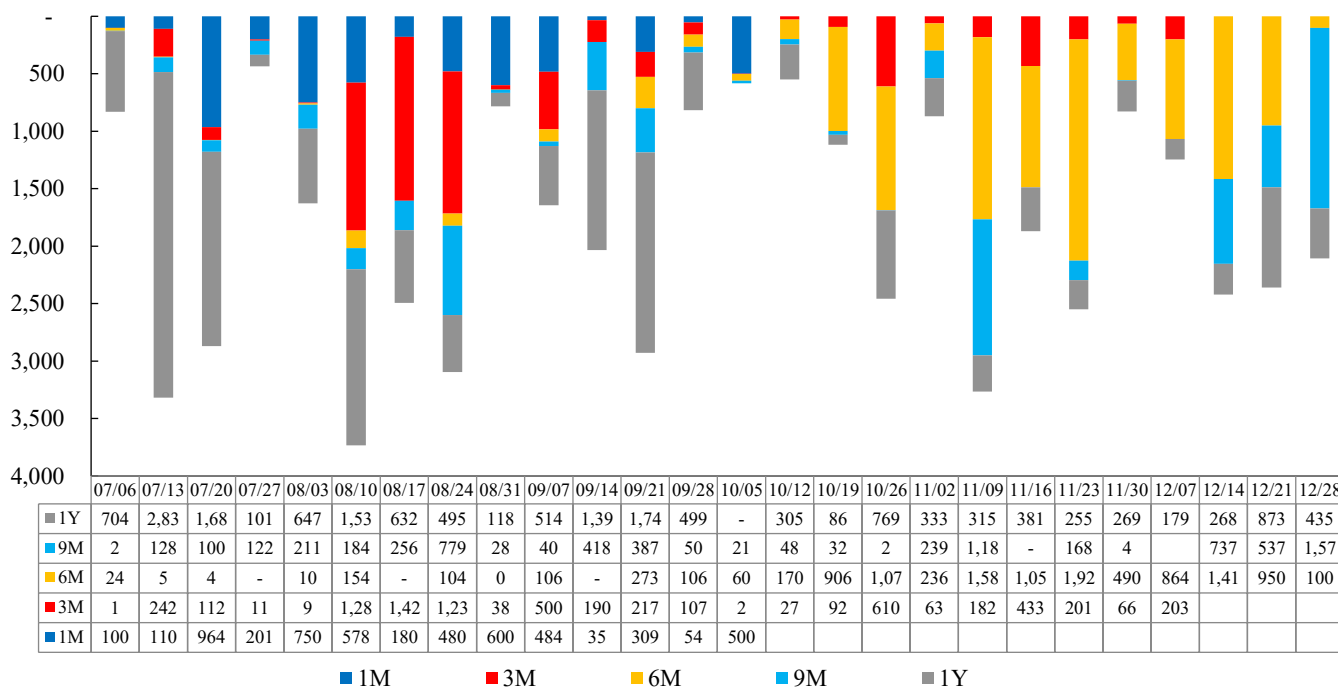
图4：央行6月起增加隔夜净投放（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 由于前期同业存单净融资持续为负，银行近期到期滚续压力一般。尤其是9M+1Y 中长期限国有行存单在10月仅到期1263亿元，较9月减少3780亿元，那么，这时的同业存单发行策略会更多反预期流动性缺口的管理，这恰恰是现阶段银行（尤其国有行）比较承压的地方。

图5：近期国有行NCD处于小幅净融资、价格刚性阶段，年内到期压力温和（亿元）


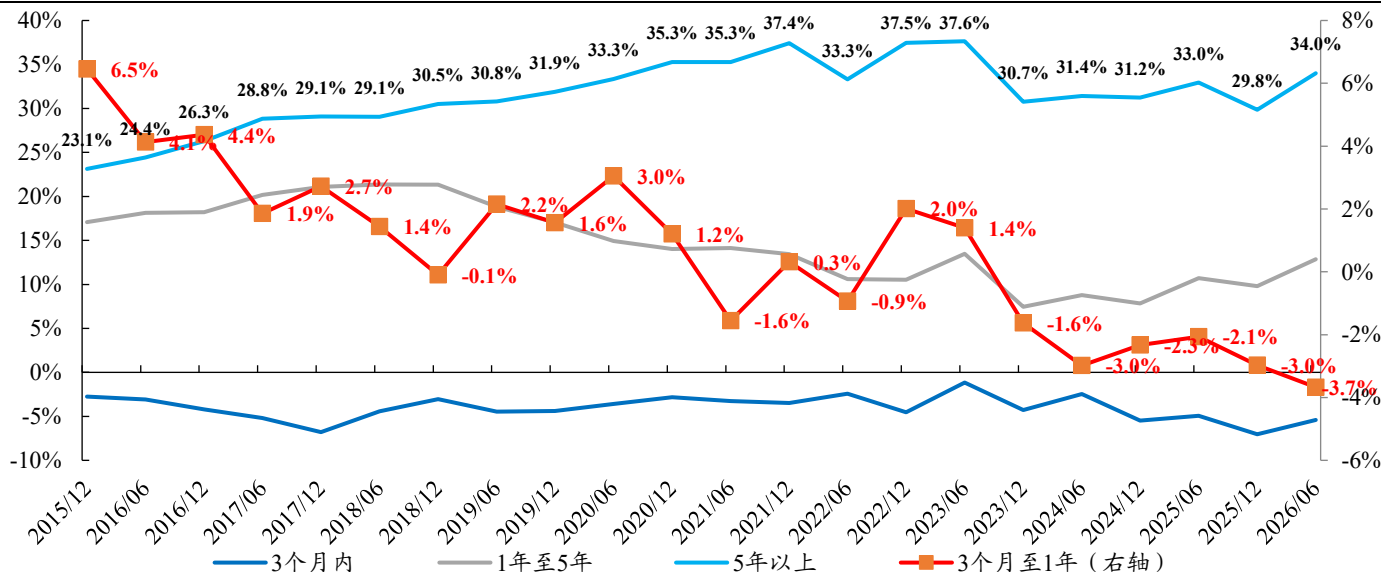
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2026年10月国有行中长期限（9M、1Y）同业存单到期续发压力减轻（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2026H1 大型银行流动性敞口的期限错配比普遍提高，反映其更依赖短期负债滚动支持资产投放。 接下来我们看看银行的流动性敞口期限错配情况，样本行为 20 家上市系统重要性银行，2026H1 样本行在 3M-1Y 的流动性敞口占比总资产-3.7%，趋势上负向扩大，而同时 1-5Y、5Y 流动性敞口占比均为提升状态，反映其期限错配比进一步提高，也说明银行现阶段比较依赖央行投放与同业融资，缺少稳定长钱支持资产端。

注：以上流动性敞口为未来一段时间到期的资产规模 - 到期负债规模。

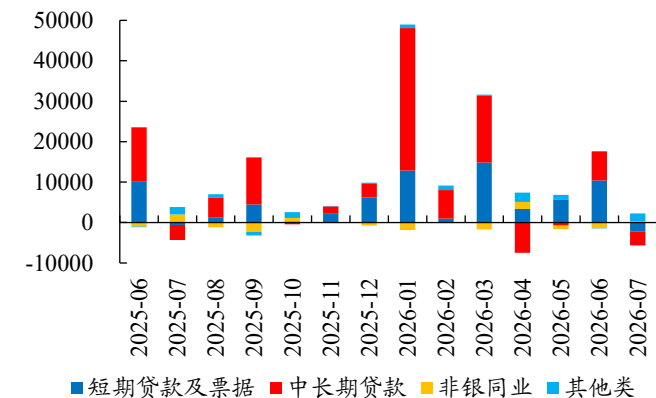
图7：2026H1 样本行在 3M-1Y 的流动性敞口占比总资产-3.7%，趋势上负向扩大，流动性期限错配比提高


数据来源：iFind、开源证券研究所

这个问题是来自于哪里呢？资产端来看：

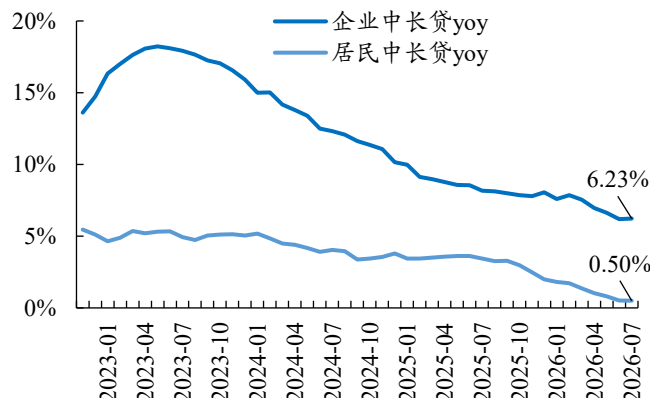
（1）在实体融资需求较弱的背景下，银行中长期贷款的增量压力有限。2026 年 4 月以来，新增贷款依靠票据和短贷冲量，中长期融资需求不足，2026 年 7 月中长期贷款减少 3502 亿元。存量中长期贷款同比增速持续放缓，2026 年 7 月，企业和居民同比增速分别降至 6.23%和 0.50%。

图8：2026 年 7 月新增中长期贷款转负（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

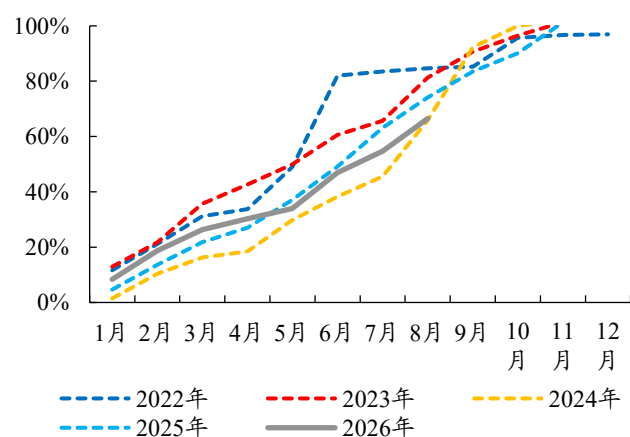
图9：中长期贷款同比增速持续放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

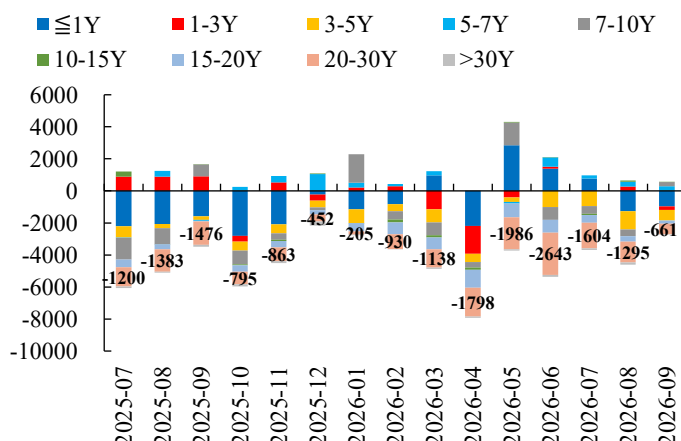
（2）受供需两端及二级市场交易行为共同作用，当前银行体系债券承接力度整体有限。供给端来看，政府债发行节奏偏慢，国债与地方政府债供给进度均弱于往年同期：新增专项债截至 2026 年 6 月发行进度仅 47%，显著落后于时序进度，8 月末虽回升至 67%，但仍低于历年同期水平。需求端受供给收缩传导，银行债券承接规模同比少增，截至 2026 年 6 月末，存款类金融机构对政府债权余额 80.81 万亿元，较 2025 年末新增 5.87 万亿元；但自 2026 年 4 月起对政府债权持续同比少增，7 月单月同比少增规模达 8681 亿元。此外，二级市场上大行采取“卖长买短”的操作策略，持续卖出长端债券及地方政府债、增配同业存单。

图10：2026 年新增专项债发行进度慢于同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：大型银行卖出长债动作有所放缓（亿元）



数据来源：iData、开源证券研究所（截至 2026.09.11）

看来 2026 年中长贷投放偏弱，债券发行的承接力度也并不高，那么问题应该还是出在负债端。

（1）2025-2026 年有大量长期限定存到期，虽然续作率很高，但可能稳定性不如上一批存款（刚刚续存的存款提前支取的机会成本较低）。

(2) 大行对央行投放的依赖度在增加，央行从 2025H2 开始持续投向银行体系基础货币，银行已经习惯在这种呵护状态下，维持稳定续作的负债预期；一旦这种预期被打破，司库态度会转向防御性动作——留出更多备付、对远期负债缺口用长负债工具“填谷”，不再指望央行工具的滚续。

(3) 随着存款非银化，形成同业存款代替同业存单的趋势。从司库的角度看，NCD 相较于同业定存的很大优势是“确定性”（不到期不可以取走），过于依赖同业定存或是活存趴账，那么在利率环境不确定的时候将面临较大的提前支取风险。

在《G21 流动性期限缺口表》（算流动性缺口率的基础）的统计中，计算的是合同到期日，但在内部流动性压力测试和现金流缺口监测中，会把可能提前支取的部分挪到更短期限档；以及在利率风险经济价值（EVE）计量中，有提前支取权的定期存款部分要划入更短区间（甚至隔夜）。

1.2、指标管理：流动性风险约束有限，银行账簿利率风险约束力仍强

1.2.1、现阶段 LCR 对银行同业存单发行策略不构成重大干扰

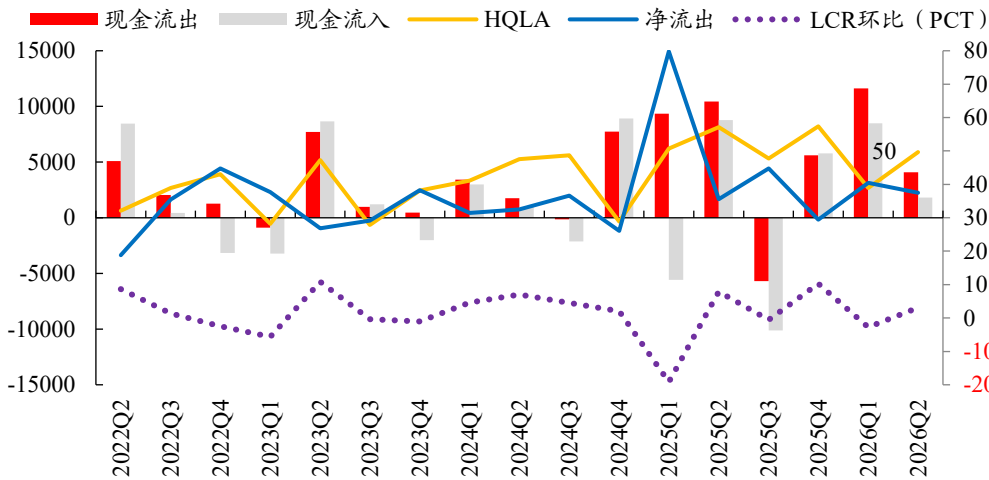
图12：国股行流动性监管风险指标概览，2026H1 基本保持平稳水平

银行分类		流动性覆盖率 (LCR,%), 监管要求≥100%							净稳定资金比例 (NSFR,%), 监管要求≥100%							流动性比例 (LR,%), 监管要求≥25%						
		2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	同比 (ppt)	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	同比 (ppt)	24H1	2024	25H1	2025	26H1	同比 (ppt)	
国有行	工商银行	121	129	128	139	136	139	10	127	127	128	126	126	127	0.2	56	58	61	63	67	6.7	
	建设银行	125	122	132	135	138	127	5	134	132	132	132	129	130	-2.0	72	77	85	85	84	-0.8	
	农业银行	133	134	130	134	132	130	-4	132	131	133	132	134	132	1.4	80	85	99	97	88	-10.7	
	中国银行	143	134	138	151	145	139	5	128	127	128	128	128	127	-0.6	57	55	50	50	51	1.0	
	邮储银行	225	223	229	302	228	208	-16	169	169	168	172	174	171	2.0	98	94	104	104	116	12.0	
	交通银行	130	135	129	123	120	116	-19	112	113	112	110	111	114	0.5	65	73	77	76	75	-2.2	
股份行	招商银行	166	160	162	176	178	180	20	134	137	136	142	141	142	3.2	59	60	59	61	62	3.1	
	兴业银行	146	130	106	175	134	169	39	108	108	106	109	110	113	4.7	60	66	60	66	62	1.5	
	浦发银行	121	128	118	141	123	125	-3	104	104	102	104	106	107	2.5	50	56	55	54	60	5.3	
	中信银行	138	137	128	144	125	161	24	106	107	106	105	106	109	2.0	60	72	67	67	67	0.5	
	民生银行	147	155	134	136	142	134	-21	105	107	103	105	106	106	-0.7	68	83	74	75	72	-2.3	
	光大银行	139	142	134	143	129	157	15	108	107	107	108	108	107	0.2	80	83	77	84	85	8.0	
	平安银行	111	134	116	133	135	132	-2	110	108	106	107	106	105	-2.4	66	69	62	63	56	-5.8	
	华夏银行	143	156	153	155	130	124	-33	106	106	105	103	103	102	-3.4	79	85	86	89	78	-8.9	
	广发银行	119	125	115	120	165	112	-13	105	103	106	103	106	103	-0.2	-	-	-	-	-	-	
	浙商银行	235	225	255	174	369	3360	109	112	111	110	110	110	104	-8.3	72	89	84	80	93	8.7	
	渤海银行	147	129	158	157	140	125	-4	108	108	113	115	108	115	6.4	75	75	88	85	70	-18.5	

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：（1）流动性覆盖率（LCR）：高级法银行（工行、建行、中行、农行、交行、招行）披露口径为季度日均值；其他银行为季末时点值。（2）流动性比例（LR）：工行、建行、农行、中行、招行、光大、浙商、渤海采用本币口径，其他银行口径为本外币。）

LCR 对未来一个月内到期的同业融资比较敏感，银行会关注下月到期情况，尽量避免形成某个月集中到期，导致预期现金流出放大，若无法避免则会通过加大短资产投放来加以对冲。目前来看，集中到期压力可控，同时资产端“以债补贷”的格局也能增厚 HQLA，国股行 LCR 基本保持平稳水平。以工行为例，2026Q2 HQLA 环比增长同时现金流出放缓，LCR 从 Q1 平均 136% 提高至 139%。

图13: 以工行 LCR 变动为例, 2026Q2 HQLA 环比增长同时现金流出减缓 (亿元)



数据来源：工商银行第三支柱信息披露报告、开源证券研究所

1.2.2、NSFR 影响银行对长期限存单的供给偏好，但现阶段也不是核心因素

虽然存款非银化会减少可用稳定资金，但中长贷是占用所需资金最重的项目，这一项表现不佳，指标消耗速度就不快。以及大量定存到期续作后，其实剩余期限是在拉长的，NSFR 并不会有很严重的恶化，2025 年以来四大行 NSFR 指标均保持在 130%左右，未出现显著波动。

图14: 在 NSFR 计算规则中，剩余期限>6M NCD 能提供 50%可用稳定资金

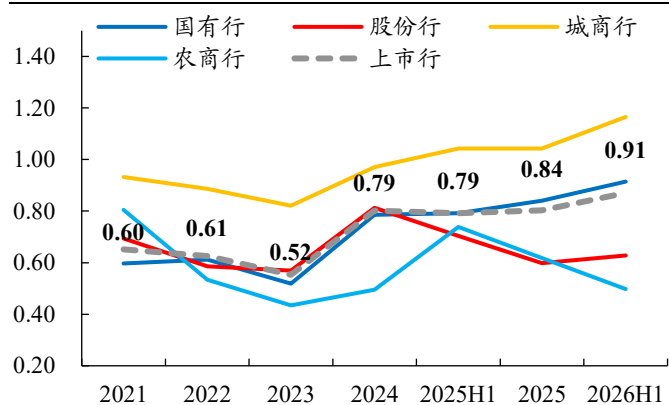
分子：可用的稳定资金		<6M	6M-1Y	1Y及以上
监管资本		100%		
零售和小企业客户存款				
稳定存款	活期存款	95%		
	定期存款	95%	95%	100%
欠稳定存款	活期存款	90%		
	定期存款	90%	90%	100%
对公客户存款		50%	50%	100%
同业负债		0%	50%	100%
同业活期（业务关系存款）		50%	50%	100%
分母：所需用的稳定资金		<6M	6M-1Y	1Y及以上
现金/准备金		0%		
债券投资	国债	0%		
	地方债	5%		
	AA-及以上非金融公司债	15%		
	BBB-至A+的非金融公司债	50%		
	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≤35%	50%		65%
	风险权重>35%			85%

数据来源：《商业银行流动性风险管理办法》、开源证券研究所

1.2.3、银行账簿利率风险指标： ΔEVE 仍构成较强约束

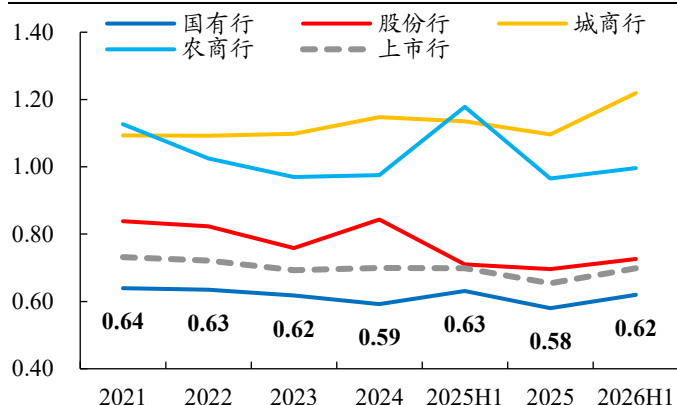
前文我们提及在流动性视角期限错配比提高，本质上是银行缺乏“稳定长钱”增长渠道，利率风险管理角度也类似，我们在报告《负债欠稳定下的银行扩表动能与行为特征》中讨论过，银行的资产负债净久期缺口还在提升趋势，在核心存款增长放缓、存款非银化、央行投放长钱态度不明确以及金融债未或批文等情况下，有必要通过发行长期限 NCD 实现有效久期缺口的修复。

图15：测算 2026H1 国有行资产负债净久期缺口 0.91（年）



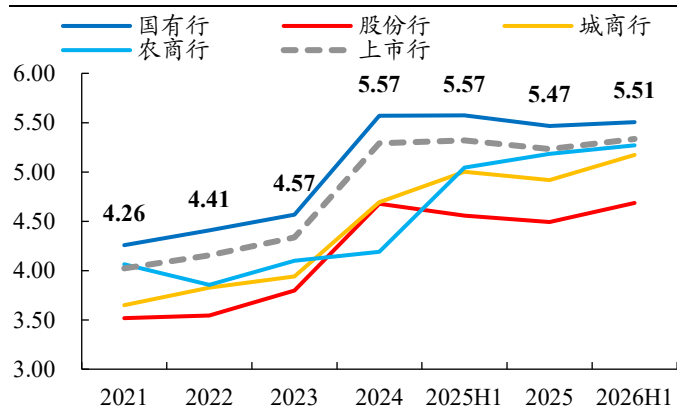
数据来源：iFind、开源证券研究所

图16：2026H1 国有行贷款加权重定价期限 0.62（年）



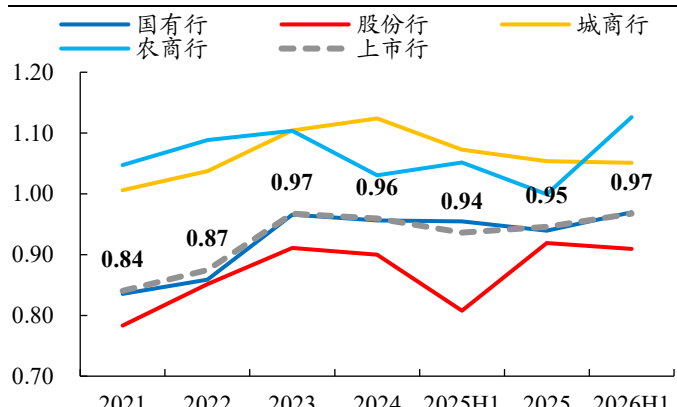
数据来源：iFind、开源证券研究所

图17：2026H1 国有行投资重定价期限 5.51（年）



数据来源：iFind、开源证券研究所

图18：2026H1 国有行存款重定价期限 0.97（年）



数据来源：iFind、开源证券研究所

2026H1 上半年非银存款占比提升，以及同业活期存款的增长削弱了有效负债久期。 2026H1 上市国股行同业存款占比总存款 17.9%，较年初提高 3.8pct。同业存款上半年增加 4.32 万亿，其中 3.23 万亿元为同业活期。但由于同业活期存款的业务特性，高利率敏感性和集中度，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。计算 ΔEVE 中的净久期缺口时，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。

图19：2026H1 国股行同业存款增长，其中大部分增量来自于同业活期（亿元）

银行名称	2025					2026H1				
	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	77099	26784	34.7%	17.1%	15.7%	89512	30147	33.7%	21.4%	17.0%
建设银行	47872	26389	55.1%	13.4%	11.4%	47742	29021	60.8%	13.9%	11.0%
农业银行	60378	23756	39.3%	15.6%	13.3%	68124	30419	44.7%	18.7%	14.3%
中国银行	31873	19503	61.2%	10.9%	9.1%	40680	23199	57.0%	14.1%	11.0%
交通银行	11655	8520	73.1%	11.1%	8.2%	12721	10851	85.3%	11.8%	8.5%
邮储银行	1893	1887	99.7%	1.1%	1.1%	3139	2919	93.0%	1.8%	1.7%
招商银行	13661	8057	59.0%	12.1%	11.6%	15748	11163	70.9%	14.3%	12.7%
兴业银行	22581	11149	49.4%	27.3%	22.2%	23082	13199	57.2%	31.1%	22.0%
浦发银行	16651	6819	41.0%	22.8%	18.0%	19056	11736	61.6%	28.8%	19.9%
中信银行	9367	5918	63.2%	13.3%	10.1%	12267	7543	61.5%	17.7%	12.9%
民生银行	8745	4038	46.2%	16.7%	12.3%	9603	4057	42.2%	19.8%	13.6%
平安银行	6938	4969	71.6%	16.0%	12.9%	8637	5819	67.4%	20.6%	15.8%
光大银行	5065	3963	78.2%	11.0%	7.7%	5987	4824	80.6%	13.0%	9.0%
华夏银行	6490	1201	18.5%	21.2%	15.0%	6631	1080	16.3%	24.4%	14.5%
浙商银行	3464	885	25.6%	14.5%	10.6%	4025	1120	27.8%	17.8%	11.6%
国有行	230768	106841	46.3%	13.1%	11.3%	261919	126557	48.3%	15.4%	12.2%
股份行	92960	46999	50.6%	17.4%	13.8%	105035	60541	57.6%	20.7%	15.2%
国股行	323728	153839	47.5%	14.1%	12.0%	366954	187098	51.0%	17.9%	12.9%

同业存款 +43226亿元

同业活期 +32259亿元

数据来源：Wind、开源证券研究所

然后我们再看看一般性存款的情况，也体现出一定的有效久期压力。

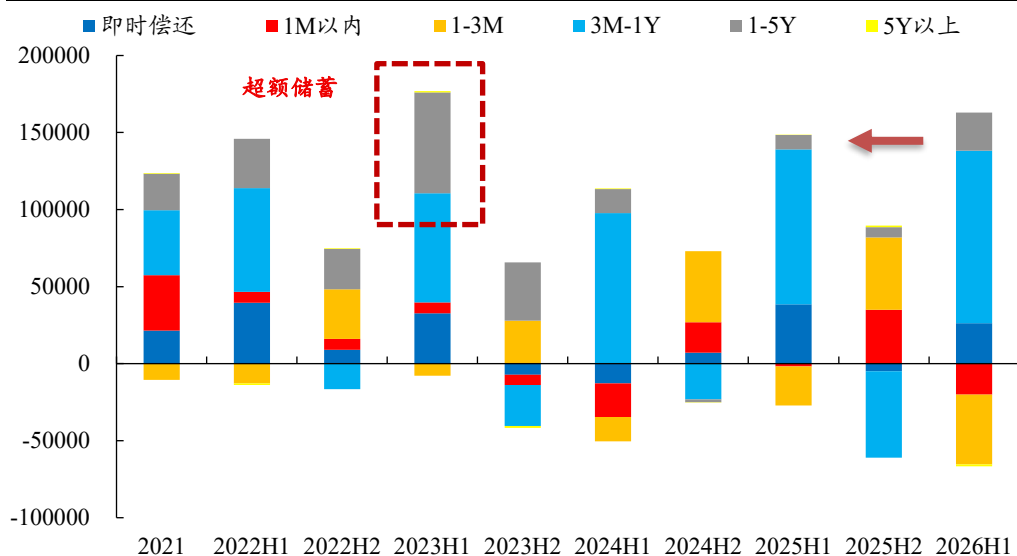
理论上，存款的剩余期限会随着到期续作拉长。2026 年半年末，测算上市银行定期存款加权平均剩余期限 1.39 年，较年初提高 0.03 年，存款短期化的趋势略有放缓。从增量结构上看，剩余期限 1-5 年存款贡献主要增长动能，反映利率下行预期、风险偏好偏保守的状态下锁息续作意愿仍具有韧性。

表1：测算 2026H1 上市银行定存加权平均剩余期限 1.39 年，较年初提高 0.03 年（年）

定期存款加权平均剩余期限（Y）					
日期	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行
2018	1.14	0.96	1.28	1.36	1.12
2019	1.26	1.06	1.43	1.56	1.23
2020	1.42	1.26	1.48	1.59	1.39
2021	1.40	1.18	1.52	1.54	1.36
22H1	1.40	1.21	1.49	1.59	1.37
2022	1.39	1.29	1.48	1.59	1.38
23H1	1.43	1.38	1.49	1.63	1.43
2023	1.47	1.46	1.52	1.51	1.47
24H1	1.47	1.44	1.55	1.52	1.47
2024	1.42	1.36	1.52	1.38	1.42
25H1	1.41	1.33	1.46	1.39	1.40
2025	1.36	1.36	1.42	1.31	1.36
26H1	1.39	1.34	1.43	1.45	1.39

数据来源：Wind、开源证券研究所

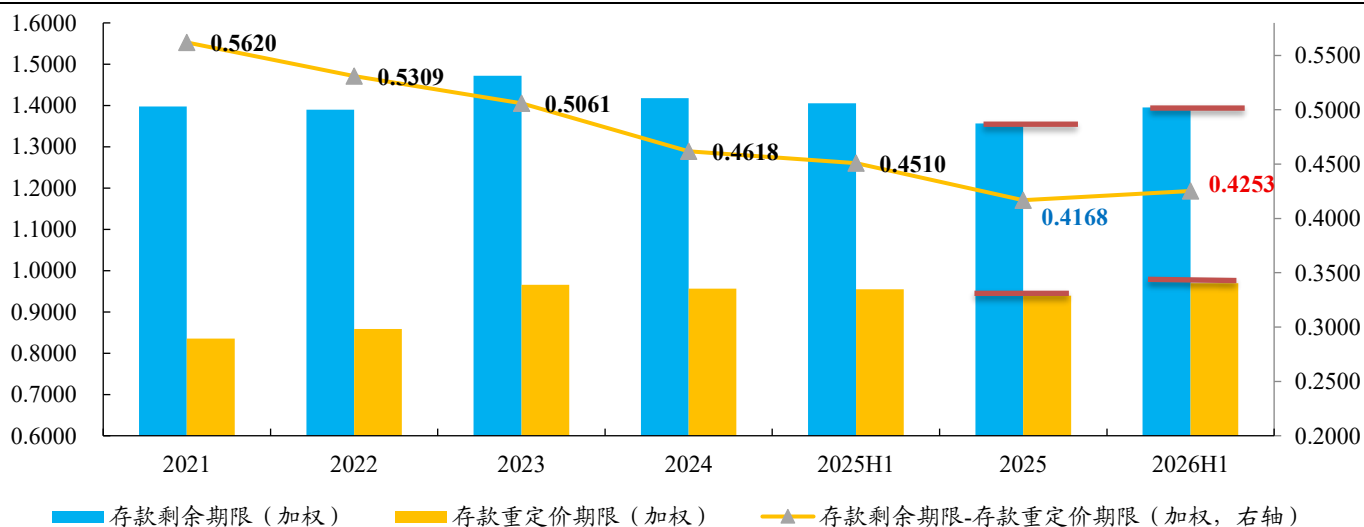
图20: 2026H1 上市银行剩余期限在 1-5Y 的存款增量高于去年同期 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

但实操上，负债的有效久期增长并不十分乐观，当前定存的利率敏感性或被动提升，提前支取的概率或增加。一方面，当前续作的存款利率水平相较于上一批次存款已经大幅下降，根据融 360 统计 7 月银行 3Y 定期存款平均利率约为 1.68%，较 2023 年同期下降 124BP。这代表着机会成本大幅下降，客户更容易受股市情绪、理财竞品等影响。另一方面，在定存利率中枢下移的环境下，部分企业更倾向于以中短期定期形式存放资金、同时保留灵活支取权限，这使得存款合同期限看似拉长，但实际有效久期提升的幅度非常有限。我们用定存“平均剩余期限-重定价期限”剪刀差来刻画，一般来说，到期期限不变、重定价期限越短代表定存被提前支取情况越多，2026H1 国有行定存“平均剩余期限-重定价期限”剪刀差有企稳回升态势，或许能反映这一现象。

图21: 2026H1 国有行定存“平均剩余期限-重定价期限”剪刀差有企稳回升或反映提前支取概率提高 (年)



数据来源: Wind、开源证券研究所 (以上为银行财报披露的剩余到期期限结构与重定价期限结构, 按规模加权测算值)

我们根据 2026 年中报各行披露的重定价期限结构, 以及模型误差修正后测算“ Δ EVE/一级资本净额”指标, 普遍有下降趋势。

图22: 测算 2026H1 国股行“ Δ EVE/ 一级资本净额”普遍进一步下降

银行分类	银行名称	国内系统重要性银行分组	(ΔEVE) / 一级资本净额						模型误差
			2024 (披露值)	2025 (披露值)	2026H1 (测算值)	较2025变化 (pct)	2025 (模型测算值)	2026H1 (模型测算值)	
国有行	工商银行	第四组	-14.71%	-14.41%	-17.12%	-2.71	-13.09%	-15.80%	-1.32%
	建设银行	第四组	-14.73%	-14.56%	-16.43%	-1.87	-12.84%	-14.71%	-1.72%
	农业银行	第四组	-14.31%	-14.90%	-18.77%	-3.87	-15.09%	-18.96%	0.19%
	中国银行	第四组	-9.89%	-10.78%	-13.85%	-3.06	-8.63%	-11.69%	-2.16%
	邮储银行	第二组	-11.27%	-14.27%	-17.32%	-3.06	-12.52%	-15.58%	-1.74%
	交通银行	第三组	-9.11%	-9.29%	-10.07%	-0.78	-9.47%	-10.26%	0.19%
股份行	招商银行	第三组	-11.16%	-12.77%	-15.44%	-2.68	-10.78%	-13.45%	-1.99%
	兴业银行	第二组	-11.17%	-9.98%	-7.91%	2.07	-9.59%	-7.52%	-0.39%
	中信银行	第二组	-8.56%	-10.49%	-13.01%	-2.52	-6.23%	-8.75%	-4.26%
	浦发银行	第二组	-8.73%	-6.34%	-9.54%	-3.19	-11.44%	-14.63%	5.09%
	民生银行	第一组	-9.25%	-7.93%	-13.16%	-5.23	-12.36%	-17.59%	4.43%
	光大银行	第一组	-9.73%	-10.82%	-7.20%	3.61	11.50%	-7.20%	-22.32%
	平安银行	第一组	-6.76%	-5.41%	-10.80%	-5.39	-7.49%	-12.88%	2.08%
	华夏银行	第一组	-6.47%	-8.47%	-14.59%	-6.11	-13.08%	-19.20%	4.61%
城商行	北京银行	第一组	-22.46%	-29.15%	-32.99%	-3.83	-15.00%	-18.83%	-14.15%
	江苏银行	第一组	-41.29%	-47.77%	-62.99%	-15.22	-28.54%	-43.76%	-19.23%
	上海银行	第一组	-31.69%	-27.27%	-36.08%	-8.81	-20.95%	-29.75%	-6.32%
	宁波银行	第一组	-43.55%	-69.65%	-75.50%	-5.85	-37.63%	-43.48%	-32.02%
	南京银行	第一组	-27.05%	-32.38%	-34.65%	-2.27	-17.23%	-19.51%	-15.15%

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 以上测算参考《商业银行银行账簿利率风险管理指引》, 无风险收益率曲线取截至 2026.06.30 中债国债到期收益率曲线, 静态测算值未考虑银行风险对冲及其他动态调整因素, 仅做趋势参考, 实际上国股行目前均符合监管“ Δ EVE/ 一级资本净额 $\leq -15\%$ ”的要求。

1.3、成本管理: 同业负债成本还具有一定优化空间

2026H1 长期限定存的集中到期置换驱动上市银行负债成本有力下行, 这一阶段成本改善主要来自存量高息存款重定价的集中释放, 红利释放力度大但持续性有限。下阶段定存到期的红利有所减弱, 存款端对整体负债成本的边际贡献将逐步收窄, 主动负债端的成本管控重要性随之凸显。当前市场利率中枢维持低位、同业存单到期压力整体温和, 为银行通过期限结构调整、存量高息同业负债置换优化同业负债成本提供了充足的操作窗口。也就是说, 当司库面临的缺口和指标压力有所缓解, 其管理诉求又会回归成本管控, 可以遇见发行策略的成本预算线会向下调整。

表2: 2026H1 上市银行同业负债成本率 1.64%, 高出各项存款成本率 42 BP

	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1	2025	2026H1
计息负债	1.93%	1.97%	2.07%	2.10%	2.05%	1.98%	1.68%	1.60%	1.37%
各项存款	1.80%	1.85%	1.93%	1.95%	1.86%	1.80%	1.54%	1.46%	1.22%
——对公活期	0.98%	1.02%	1.09%	1.12%	1.02%	0.89%	0.60%	0.54%	0.39%
——对公定期	2.65%	2.71%	2.75%	2.73%	2.59%	2.51%	2.19%	2.07%	1.89%
——个人活期	0.33%	0.30%	0.26%	0.25%	0.23%	%	0.08%	0.07%	0.06%
——个人定期	2.83%	2.80%	2.65%	2.63%	2.45%	2.39%	2.09%	1.99%	1.74%
同业负债	1.94%	2.00%	2.36%	2.43%	2.52%	2.42%	1.97%	1.85%	1.64%
应付债券	2.88%	2.85%	2.84%	2.88%	2.84%	2.72%	2.32%	2.26%	2.23%
向央行借款	2.74%	2.72%	2.54%	2.53%	2.43%	2.39%	2.03%	1.93%	1.81%

数据来源: Wind、开源证券研究所

2、负债久期角度测算 2026Q4 国有行同业存单供给量

一方面，居民存款财富化、定存到期续作都会使得银行负债在测算 EVE 时的有效久期下降，为维持负债久期不变，银行有发行长期限 1Y 同业存单的诉求。另一方面，注资改善 EVE 指标释放负债久期，商金债 Q4 放量发行对同业存单供给形成替代。我们综合考虑以上因素，从负债久期出发测算 2026Q4 国有行同业存单供给量。

1、居民存款财富化进程中，部分活期存款为观望资金，对利率敏感性高，我们假设活期存款中核心存款比例下降 5pct。

2、到期定存续作使得定期存款在 IRRBB 计量中将更大比例划入隔夜区间，银行负债端的有效久期被动收缩。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。“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。因此，

第一步：我们测算活期存款中核心存款比例下降 5PCT，到期定存续作后，为维持负债有效久期不变，大行需发行 1Y 同业存单 1.12 万亿元。测算逻辑和主要假设如下：

（1）活期存款中核心存款比例下降 5PCT，即有效久期由 1.40 年下降为 0；

（2）2026Q4 到期定存：续作率为 80%，其中 20%划入“可提支”隔夜区间，到期定存续作后的加权平均久期设为 1.40 年，续作前剩余期限为 0.50 年。

（3）2026Q4 到期定存规模：基于 2026H1 财报披露的【3M-1Y】重定价区间存款数据，设其中 20%于 2026Q4 到期。

图23：我们测算为维持负债久期不变，2026Q4 国有行需发行 1.12 万亿元同业存单（亿元，基于 2026H1 数据测算）

银行名称	活期存款		2026Q4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*5%	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		⑥=⑤*80%*20%	⑦=③*80%-⑥	⑧=⑥/⑬	⑨=⑦/⑬				
工商银行	7338	1.4%	20810	3.9%	0.0392	3330	13319	0.63%	2.53%	0.0354	-0.0039	2032	527147
建设银行	6435	1.5%	13553	3.1%	0.0363	2168	8674	0.50%	1.99%	0.0279	-0.0084	3642	434944
中国银行	5273	1.4%	11719	3.2%	0.0358	1875	7500	0.51%	2.03%	0.0284	-0.0074	2742	369460
农业银行	6507	1.4%	15850	3.3%	0.0357	2536	10144	0.53%	2.13%	0.0298	-0.0059	2833	477240
交通银行	1492	1.0%	6486	4.3%	0.0357	1038	4151	0.69%	2.78%	0.0389	0.0032	-	149562
邮储银行	2120	1.1%	18442	9.9%	0.0655	2951	11803	1.58%	6.34%	0.0888	0.0233	-	186173

数据来源：Wind、开源证券研究所

第二步：我们测算财政部为工行和农行注资后，释放出 1Y 负债规模分别为 2556 亿元和 4227 亿元。注资后，大行 ΔEVE 指标压力缓解，考虑资产端久期不变的情况

下，维持 ΔEVE /一级资本指标不变，可释放一定负债久期额度。

表3：财政部注资后，释放出工行和农行 1Y 负债规模合计为 6783 亿元（亿元，基于 2025 年末数据测算）

银行名称	注资规模	一级资本 (注资后)	(ΔEVE) / 一级资本	改善幅度 (PCT)	释放 ΔEVE 空间	释放 1Y 负债规模
工商银行	1000	39188	-14.04%	0.37	-144	2556
农业银行	1600	32910	-14.17%	0.72	-238	4227

数据来源：Wind、开源证券研究所

第三步：综合考虑有效负债久期缩短和注资的影响，2026Q4 大行 1Y 同业存单净融资规模需求为 4466 亿元。

表4：维持久期不变逻辑下，2026Q4 国有行同业存单净融资需求规模为 4466 亿元

银行名称	1Y 同业存单净融资规模（亿元）		
	有效久期缩短	财政部注资	合计
工商银行	2032	-2556	-523
建设银行	3642		3642
中国银行	2742		2742
农业银行	2833	-4227	-1394
交通银行	-		
邮储银行	-		
合计	11249	-6783	4466

数据来源：Wind、开源证券研究所

第四步：考虑商金债和次级债的替代效应。

（1）商金债发行节奏滞后，预计 2026Q4 规模放量。2026 年 1-8 月国有行商金债净融资规模为 -1110 亿元，远低于往年同期。我们设 2026 年全年国有行商金债净融资规模为 2022-2025 年均值 1260 亿元，8 月为 2022-2025 年 8 月均值 215 亿元，测算得出 2026Q4 净融资规模为 2155 亿元。

表5：我们测算 2026Q4 国有行商金债金净融资规模为 2155 亿元（亿元）

商金债净融资	2022Y	2023Y	2024Y	2025Y	2026Y
1 月	0	0	-200		0
2 月	300	0	200		0
3 月	0	400	0	0	-500
4 月	0	130	-600	300	-330
5 月	100	300	300	1000	-250
6 月	800	300	0	-620	-300
7 月	0	380	-300	300	-130
8 月	220	-600	-20	-90	400
9 月	0	200	360	300	215
10 月	200	-100	610	-150	
11 月	-500	200	50	600	2155
12 月	400	0	200	-630	
1-8 月	1420	910	-620	1590	-1110
全年	1520	1210	600	1710	1260

数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 2026 年国有行次级债发行节奏靠前, 伴随 Q4 商金债发行放量, 我们判断 2026Q4 国有行次级债净融资规模在 0~845 亿元之间, 全年净融资规模在 9155~10000 亿元区间内。

表6: 我们测算 2026Q4 国有行次级债净融资规模为 845 亿元 (亿元)

次级债净融资	2022Y	2023Y	2024Y	2025Y	2026Y
1 月	1000	0	200	0	-300
2 月	800	0	1200	800	0
3 月	200	1500	-250	-400	-450
4 月	700	150	610	100	2700
5 月	0	200	800	150	2350
6 月	1000	300	600	1300	1905
7 月	0	300	800	2650	2100
8 月	800	950	550	1050	850
9 月	700	670	-1050	-1550	845
10 月	200	1400	400	500	
11 月	-260	700	0	1250	
12 月	-200	300	750	700	
1-8 月	4500	3400	4510	5650	9155
全年	4940	6470	4610	6550	10000

数据来源: Wind、开源证券研究所

第五步: 考虑商金债和次级债的替代效应, 但由于两者期限更长, 我们用 2026Q4 商金债净融资规模*3, 次级债净融资规模*5 计算二者的规模替代效应, 最终得出, 2026Q4 国有行同业存单发行规模约为 1.6 万亿元~2 万亿元, 净融资规模约为-6000 亿元~-2000 亿元左右。

表7: 基于负债久期角度, 我们综合测算 2026Q4 国有行同业存单发行规模为 1.6 万亿元~2.0 万亿元 (亿元)

	同业存单净融资规模					同业存单 到期量	同业存单 发行量
	有效久期缩短	财政部注资	商金债替代	次级债替代	合计		
测算 1	11249	-6783	-6465	-4225	-6224	22242	16018
测算 2	11249	-6783	-6465	0	-1999	22242	20243

数据来源: Wind、开源证券研究所

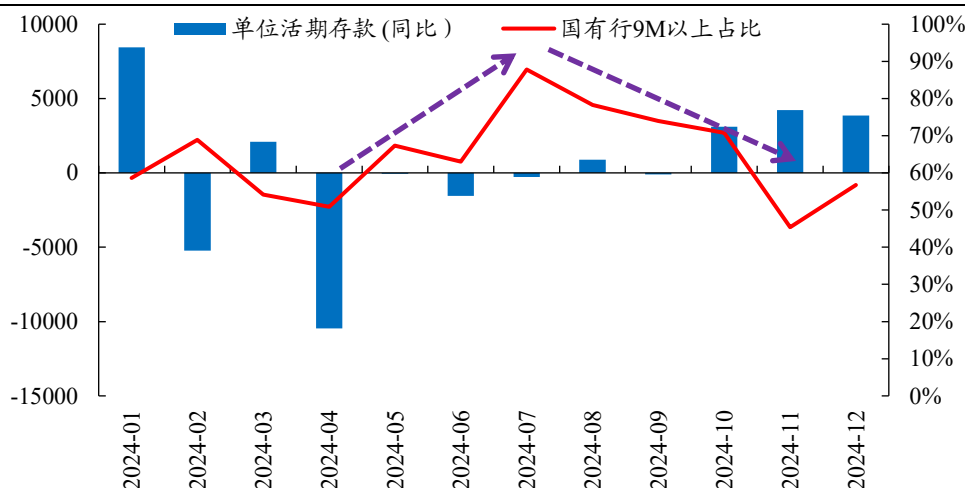
注: 在以上测算中, 我们仅考虑导致负债有效久期收缩的负面因素, 若用发行 NCD 的形式修复所需的发行规模。但到期存款等比例续作同期限也有一定的拉长效果, 动态来看所需发行规模或更少。

3、展望: 银行缺稳定长钱不会持续很久, 2026Q4 有望缓解

3.1、核心存款增长或可随财政支出加快修复

针对下阶段的存单期限供给决策, 核心是存款稳定性, 如果稳定的、预期合同期内的不被提取存款增加, 银行同业存单的发行动机将大幅减弱。

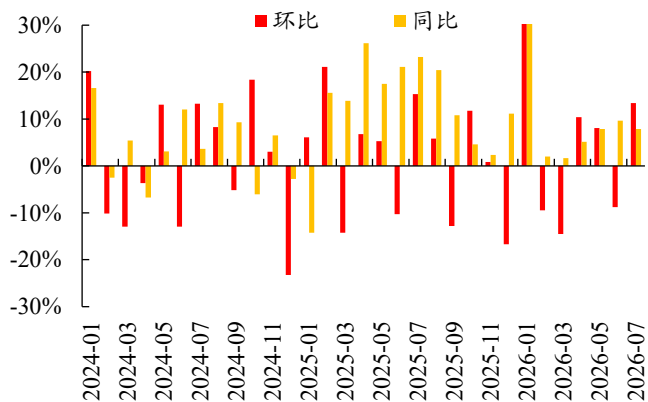
图24：2024 年单位活期存款同比转正后，国有行长期限存单占比减少（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

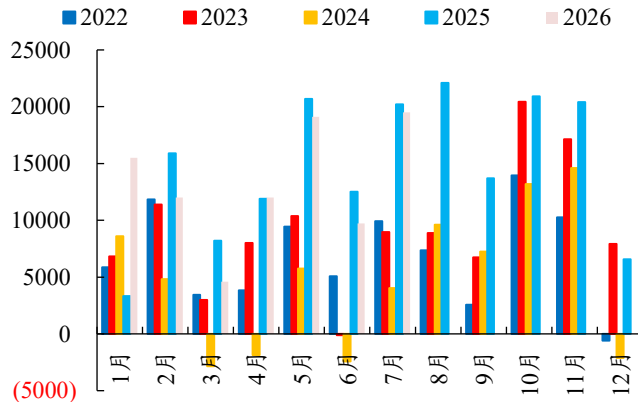
（1）企业端：下阶段财政支出贡献稳定存款的概率较高，当前财政支出节奏偏慢，沉淀企业活期存款较慢。中央和地方发行国债和地方政府债后，财政拨款资金从国库转入银行形成单位活期存款，目前财政存款环比和同比增速均较高，反映支出偏慢，对银行沉淀企业存款形成拖累。此外，历史上10月往往是当年财政存款峰值，随后11、12月连续投放。9月已进入季末投放期，随后11、12月是确定性的连续投放期，后续投放空间更大。

图25：2026.07 财政存款环比增长13%、同比增长8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

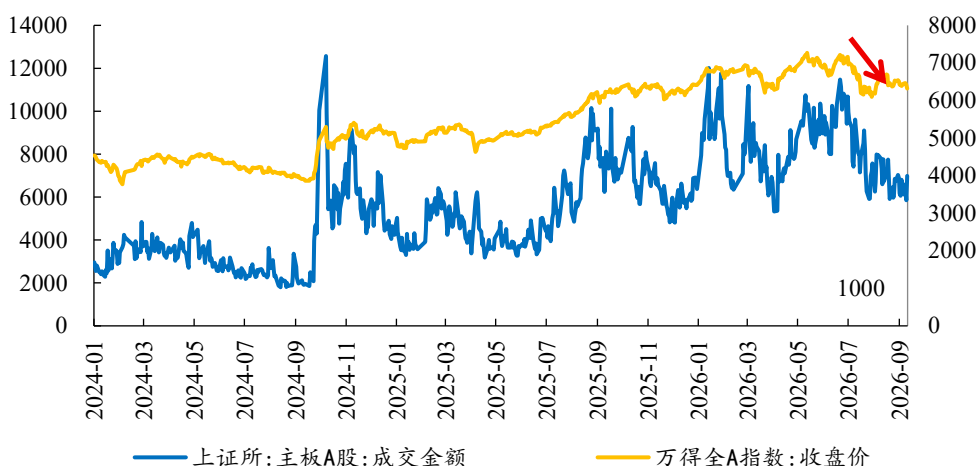
图26：财政存款全年峰值多集中于10月（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

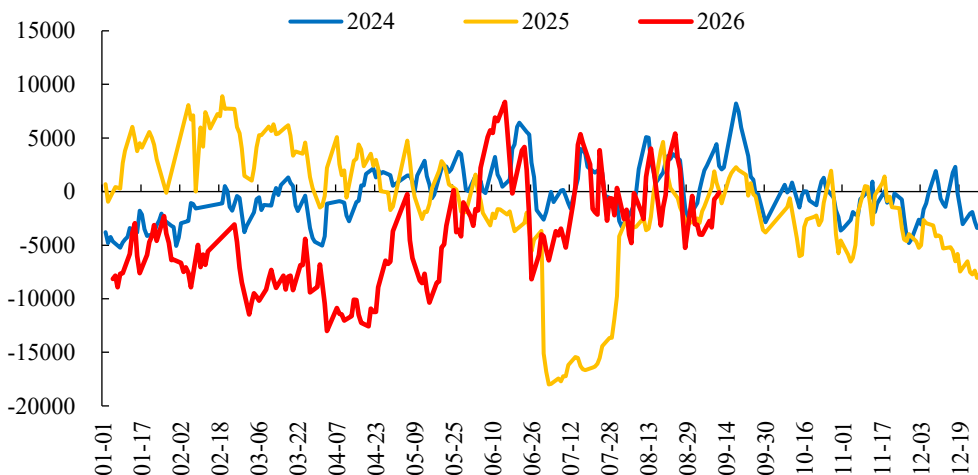
（2）中小行靠价格竞争大行存款的不可持续。2026Q2 开始大行核心存款增长不佳也有中小行逆势上调存款报价，和部分开银行承兑汇票吸收保证金存款的行为有关，但其缺乏资产端高效扩表途径，这种行为难以持续。

（3）居民端：股市情绪回落，存款若回流有助于稳定性提升 2026 年 7 月下旬以来，上证 A 股成交额回落至 8000 亿元以内，居民资产配置的重心由权益类向储蓄端迁移，权益市场赚钱效应减弱使得居民继续持有股票资产的意愿下降。赎回权益类资产后，资金倾向于回流银行体系，转化为个人活期或定期储蓄存款。

图27：7月以来A股成交金额减少，股市情绪略有走弱（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

（4）非银端：资金面若延续平稳偏宽松，同业存款提支概率或降低。短端 DR 利率持续低于 1.4% 的低位运行，货币基金等非银机构的短期资金再投资收益将维持窄幅区间，其持有同业存款的机会成本显著降低，提前支取腾挪的动力随之减弱。当前货基整体趴账存款意愿仍处较高水平，更倾向于将资金以同业存款形式留存银行体系而非频繁切换资产，这也将同步提升银行批发负债端的资金稳定性，减轻非银存款的流动性消耗压力。

图28：近期货币基金净融出规模转负（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

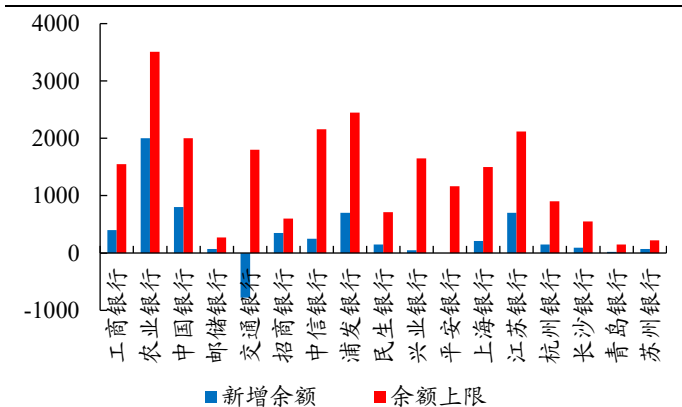
3.2、银行自身资产负债摆布：拉长同业负债期限的必要性下降

展望下阶段银行的负债策略，“短存款、长资金”的趋势会延续，商金债供给增加会替代部分 NCD 功能，大行注资也释放了一些有效久期空间，继续保持刚性吸收长期限同业资金的必要性降低。

一是进入 9 月，发行 6M 存单即可跨年，参考 2025 年下半年，国有行存单发行期限从 1Y 向 3M、6M 转移。由于考核、存贷款冲量、季节性因素等影响，银行普遍希望提前锁定能够跨越年末时点的负债，避免在 12 月资金紧张的窗口期被动滚续。

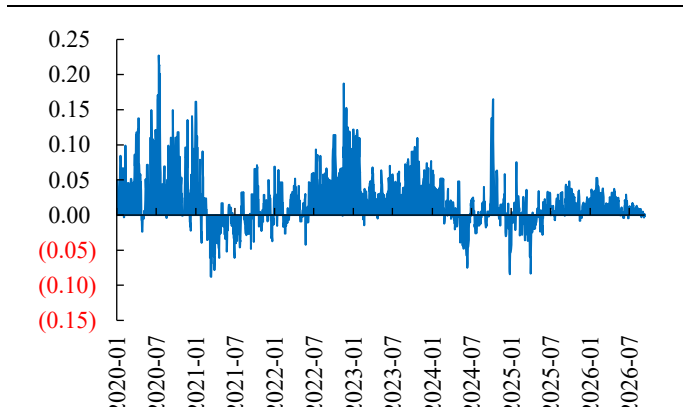
二是商金债供给将替代部分存单发行需求，受批文落地时间偏晚影响，商业银行普通金融债发行节奏滞后。7月中批文下发后，银行发行迅速落地并同比显著提速，截至8月末，发行量达到5205亿元，但累计发行量仅占2025年同期的半数。从比价上看，当前商金债-存单利差收窄；相较于1年期以内、滚动续作的同业存单，商金债能够直接拉长负债久期，降低资产端长久期资产对应的期限错配压力，减少银行对长存单的依赖。银行司库会结合使用获批商金债额度筹措中长期资金，替代部分长存单发行。

图29：国有行普通金融债余额整体提升（亿元）



数据来源：中国人民银行、开源证券研究所

图30：1年期普通金融债-同业存单（AAA）利差收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：司库主动负债工具箱

工具	发行与审批	成本与定价锚	额度约束
同业存单	非定向标准化发行，节奏自主	以1Y MLF=1.5%为预算上限；当前AAA 1Y约1.48%	限额管理
同业存款	一对一协商	活期上限1.4%；当DR>1.4%，留存收益<融出收益，资金外流	纳入自律，严禁变相抬价规避
普通金融债	发行审批周期长，不能对冲短期负债缺口	成本稍高，当前AAA 3Y约1.57-1.59%	限额管理
大额存单	面向个人，限额发行、分批上架	1.55%-1.60%	限额管理

资料来源：开源证券研究所

结论：展望2026Q4司库存单发行策略，平稳跨年、维护指标、优化成本是主要目标，我们判断国有行NCD在Q4净融资转负、发行期限收缩、同时一级降价。核心在于下阶段成本管控诉求仍较强，较大概率发行预算线（1.50%）会向1.48%--1.45%--1.40%渐次回落，看好大行同业存单现阶段配置价值。

4、投资建议：优选“负债护城河+资产定价权”银行

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。（1）优先配置负债成本优势明确、核心存款稳定的全国性银行，受益标的国有大行+招商银行等；（2）精选区域景气度高、信贷定价权强的优质城商行，受益标的杭州银行、江苏银行、苏州银行、成都银行等；（3）中长期推荐中信银行，强集团协同背景，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，展现出较强的经营韧性。

表9: 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
		2026-09-11	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 2026-09-11。)

5、风险提示

资金面波动超预期。若后续货币政策收紧的幅度、节奏超预期, 短端资金利率中枢大幅上行, 将推高同业负债成本, 同时加剧存款分流与提前支取压力, 银行同业存单的发行策略与成本管控效果可能偏离当前预判;

政府债发行节奏超预期。若专项债、国债发行进度大幅提速, 供给放量超市场预期, 银行体系债券承接压力将显著上升, 流动性头寸消耗加大, 或带动同业存单发行需求反弹;

存款稳定性下降。若股市、理财等替代资产品种收益修复, 或居民与企业收支预期变化导致存款提前支取率大幅提升, 负债有效久期收缩幅度将超当前测算水平, 银行对长期限同业存单的依赖度可能高于预期。

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

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