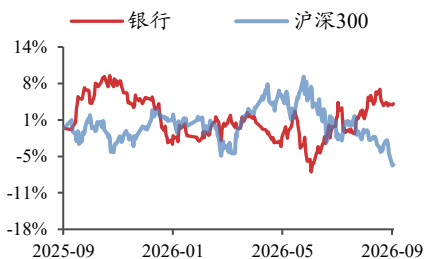


银行

2026 年 09 月 30 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

《信贷投放优结构、债券配置留空间——行业点评报告》-2026.9.28

《扩容摊余债基首发，理财参与热度或较高——理财观察之“摊余债基”》-2026.9.27

《DR 贷款新篇：FTP 体系重构与债贷比价新平衡——行业深度报告》-2026.9.22

中小行配债走弱：成因与趋势判断

——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

● 中小行配债走弱：主动降久期防御与被动缩表压力并存

“大行放贷、小行买债”逻辑重构，2026 年 8 月末中小行配债增速回落至 4.87%，与大行 18.05%高位形成鲜明对比。资产端卖长债、买 NCD、增融出，负债端同业资金收缩、逆势揽存。这其中既有主动收缩长端的防御成分，也叠加了核心存款流失的被动缩表压力。背后是存款定价优势消退、监管约束久期与集中度、FTP 考核倒挂、以及利率低位下“落袋为安”式盈利兑现等多重因素共同作用。

● 负债端收缩叠加监管约束，中小行配债中枢趋势性下移

三重约束致使中小行无法有效增加债券配置。（1）负债端，大行与中小行存款利差经多轮下调后收窄至 35—45BP，传统高息揽存优势消失，叠加居民财富向理财、货基迁移而多数中小行缺乏承接牌照、异地存款窗口指导收回揽储半径，核心存款增长面临趋势性压力，短暂提价竞争来的存款缺乏合意中长资产投向，只能过渡在 NCD 和同业融出等流动性储备。（2）监管约束，中小行债券投资的利率风险，或持续受到省联社/联合银行、地方金融监管部门等的关注指导；加之多数中小行缺乏利率衍生品对冲资格，只能靠“不买”防御利率上行。（3）收益考核角度，部分中小行 FTP 为年初打包锁价、年内缺乏调整，配置难有考核利差。而利率下行也会催化部分机构提前兑现收益，弥补前期踩反行情的损失。这些结构性因素将决定中小行配债增速难回此前双位数高增，从“交易+配置双轮驱动、主动加久期博收益”退化为票息锁定与流动性管理的被动配置。

● 轻仓欠配之下，岁末年初或现阶段性补仓窗口，但金市贡献难回趋势高增

当前中小行已处轻仓欠配状态，6—9 月日均融出维持 2000 亿元以上，冗余资金以 NCD 和同业融出形式停泊并未离场。岁末年初至开门红阶段，在 FTP 重定价预期、年末考核压力、发债供给节奏与中小行信贷晚于大行的时间差下，不排除出现阶段性补仓，但性质为“欠配回补”而非趋势加仓，品种集中于中短端、超长债仍难介入。对银行经营而言，随着配债力度的趋势性下移，金市条线对利润表的贡献难回 2023—2024 年债牛时期的高增状态，各家银行投资能力的真实差距将更直接地体现在业绩分化上。

● 谨慎看待金市一次性高贡献，前瞻投资能力应被价值重估

部分银行金市收益是债牛中集中兑现 FVOCI 浮盈、交易盘赌对利率方向的一次性结果，缺乏可持续性；具备前瞻久期判断、动态账户摆布和精细化操作能力的银行，投资贡献穿越周期、相对稳定，在低利率环境下夯实确定红利价值，业绩波动放大的银行则应给予估值折价。当前板块估值处于历史低位，存款利率多轮下调后负债成本进入下行通道，净息差压力最大的阶段或已过去。受益标的：工商银行、建设银行、宁波银行、江苏银行、苏州银行、青岛银行等；从中长期综合化经营维度，推荐中信银行：强集团协同、股息率具备吸引力、资产质量改善下估值修复空间可观。

● 风险提示：宏观经济复苏不及预期，债券市场大幅波动，存款流失加剧等。

目 录

1、现状：中小银行近期的“反常”行为组合	4
1.1、资产端：配债走弱，卖长债、买 NCD、增加融出	4
1.2、负债端：市场化资金收缩，发力修复存款	7
2、成因：中小行配债走弱的几层原因	9
2.1、负债端：存款定价优势消失，难以沉淀财富化存款	9
2.2、监管约束债券投资集中度及期限错配风险	10
2.3、成本收益倒挂及盈利兑现回补诉求	14
2.3.1、FTP 年初锁价且缺乏市场化调整机制，负债成本下行未能传导至考核端	14
2.3.2、部分中小行有利率下行期，“落袋为安”的兑现收益诉求	15
3、展望：中小行配债难回高增，岁末年初或有阶段抢配窗口	16
3.1、高增时代结束，配债增速中枢趋势下移	17
3.2、轻仓欠配之下，岁末年初或存阶段性补仓窗口	17
3.3、对债市的指示意义	18
4、投资建议：谨慎看待金市高贡献，投资能力也需价值重估	19
5、风险提示	21

图表目录

图 1：2026 年中小行债券投资增速持续回落，8 月降至 4.87%	4
图 2：2026 年中小银行债券卖出力度加大，持续买入同业存单（亿元）	5
图 3：2026Q2 起中小行卖出长期限债券力度较大（亿元）	5
图 4：中小行对外融出高于往年同期水平（亿元）	5
图 5：2026H1 城商行交易盘增加长债偏审慎（亿元）	6
图 6：2026H1 农商行在 FVOCI 账户上压缩长端（亿元）	6
图 7：2026Q2 起中小行市场化资金来源显著收缩（亿元）	7
图 8：大行相较中小行的揽储优势近期有所回落，融出同步下降（亿元）	8
图 9：2026 年 4-8 月中小行单位保证金存款增加，大行几无增长（亿元）	8
图 10：中小行个人定存 7-8 月恢复同比多增（亿元）	9
图 11：2026 年半年末农村金融机构负债增速下降至 3.7%，为各类机构中最低	9
图 12：各类银行定存自律上限示意：城农商行仅高出大行 35-45BP	10
图 13：上市银行中，城农商行金融投资增速从此前较高水平回落至贷款增速以下	10
图 14：2026 年半年末部分上市城农商行金融投资期限结构，农商行 FVTPL 以 1Y 以内债券为主（年）	11
图 15：上市城农商行金融投资占比较高，2026 年半年末农商行 FVOCI 账户投资占比提高至 48.6%	12
图 16：部分中小行 FVOCI 账户累积浮盈占比营收偏低，部分机构累积浮亏	12
图 17：部分中小行广义基金投资占交易性金融资产比例较高	13
图 18：2026H1 上市银行平均负债成本降至 1.37%，城商行相对较高	14
图 19：部分中小行或在 2025Q1\Q3 踩反行情，致交易盘出现较大损失（亿元）	15
图 20：2026H1 上市银行处置 FVOCI 产生投资收益占比营收普遍下降	15
图 21：2025 年城农商行交易盘公允价值变动表现不佳	16
图 22：2025 年农商行 FVOCI 账户当期实现浮亏较重	16
图 23：中小行配债走弱逻辑总结	16
图 24：国有行一季度信贷增量占比 50%以上，农商行贷款“开门红”力度相对低，或存债券抢配可能	17

图 25: 2026 年地方债发行节奏偏慢 (亿元)	18
图 26: 2026 年国债累计净融资规模 4.6 万亿元 (亿元)	18
表 1: 2026 年上半年, 上市城农商行普遍收缩 FVTPL 投资	5
表 2: 2026 年市场化资金来源对比, 中小行压降卖出回购与其他同业负债 (亿元)	7
附表 1: 2026H1 上市银行配置盘票息收益率为 2.51%, 测算交易盘收益率为 2.22% (年化)	20

1、现状：中小银行近期的“反常”行为组合

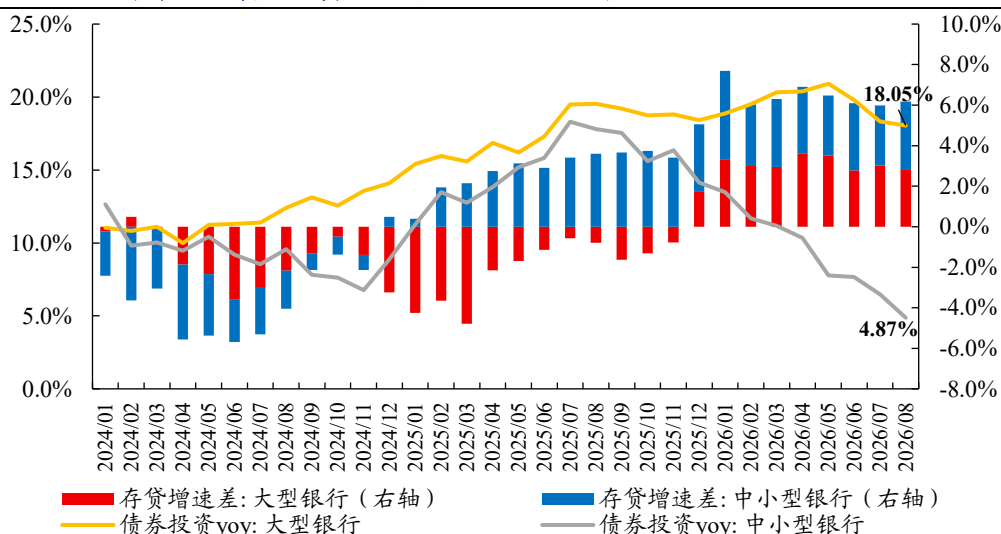
2026 年以来，中小行出现了一组看似“反常”的行为组合：存贷增速差保持在 3-4% 的水平，但配债增速从 2025 年末的 14% 以上断崖回落至 2026 年 8 月的 4.87%。资产端，从长久期债券转向短久期同业存单(NCD)，资金净融出规模高于往年同期；负债端，发力“开票揽存”吸收对公保证金存款，多地中小行逆势上调个人定存挂牌利率，与此同时市场化资金（卖出回购+商金债+央行借款+其他同业往来）收缩，同比增速从 2026 年 2 月的+1.5% 一路下滑至 8 月的-5.5%。

“大行放贷、小行买债”的逻辑似乎正在被终结，中小行行为体现出“资产降久期、消化流动性，负债缩同业、发力稳存款”的特点，我们认为背后是存款流失倒逼负债重构、监管约束债券久期与额度、FTP 曲线倒挂、盈利考核转向确定性收益兑现等多重因素共同影响。

1.1、资产端：配债走弱，卖长债、买 NCD、增加融出

中小行配债增速持续回落。截至 2026 年 8 月末，中小行配债增速下降至 4.87%，与大行 18.05% 的高位形成鲜明对比。关键背离在于：中小行存贷增速差（高于大行 2.84%），逻辑上冗余流动性更多，但配债反而放缓——说明部分机构不是无钱可配，而是有钱也不买债。

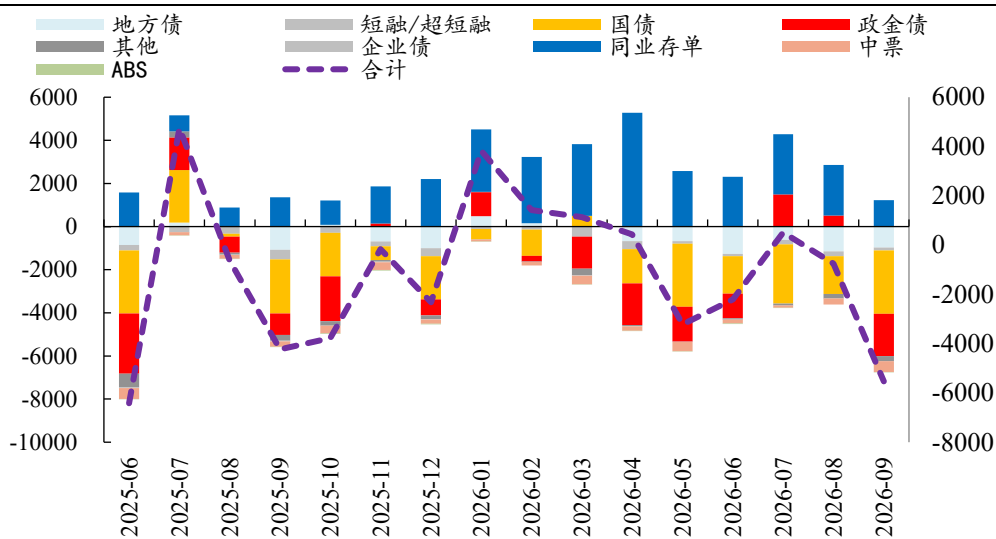
图1：2026 年中小行债券投资增速持续回落，8 月降至 4.87%



数据来源：Wind、开源证券研究所（大型银行包括四大行+交行+邮储+国开，中小行为 2008 年末本外币资产规模 < 2 万亿元的机构）

长久期债券卖出，增加 NCD 配置和资金融出。这反映中小行卖出债券并非简单的缩表，而是资产端内部持仓置换。2026 年 6-9 月中小行平均对外融出资金 2000 亿元以上，NCD 持仓规模持续增加，呈现短期闲置资金通过司库排布的过渡特征。另外，这种行为也明显体现出对久期错配的容忍度降低，7 年以上的长利率债被减持，新增配置主要集中在 3 年以内的短端品种，中小行配债思路可能从前期博取资本利得，开始转向锁定票息、控制组合波动，优先保留组合灵活性，等待更确定的配置窗口。

图2：2026 年中小银行债券卖出力度加大，持续买入同业存单（亿元）



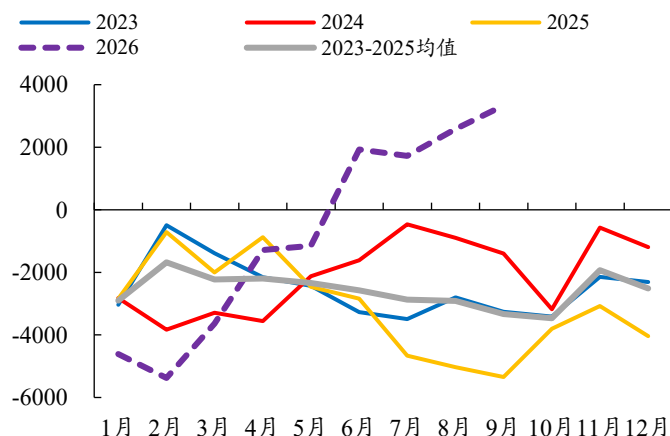
数据来源：iData、开源证券研究所

图3：2026Q2 起中小行卖出长期限债券力度较大（亿元）

	≤1Y	1-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	10-15Y	15-20Y	20-30Y	>30Y
2025-09	-610	-1726	-580	38	-431	-217	-81	-473	-154
2025-10	286	-970	-224	-520	-1962	40	-20	-300	-102
2025-11	680	-1199	602	-95	30	-121	59	-51	-72
2025-12	1009	-1233	-760	-706	-861	-48	334	-101	46
2026-01	2686	-596	854	207	28	124	214	288	23
2026-02	3085	-934	7	-227	-932	91	300	6	26
2026-03	2537	-1296	-219	-7	-120	8	229	68	-70
2026-04	5251	-12	-636	-500	-2583	-180	-116	-819	29
2026-05	2324	-761	-644	-231	-2201	-158	-84	-1284	-175
2026-06	2792	-988	-1020	-714	-507	-185	-204	-1244	-134
2026-07	1986	-379	-29	-33	495	26	-10	-1498	-48
2026-08	1982	-960	-442	50	-431	-46	-34	-813	-60
2026-09	474	-1163	-573	-468	-1350	-151	-246	-1885	-168

数据来源：iData、开源证券研究所

图4：中小行对外融出高于往年同期水平（亿元）



数据来源：iData、开源证券研究所（截至 2026.09.24）

从 2026H1 上市银行金融投资的账户变动情况来看，中小行在三类账户上的收缩方向与人行形成鲜明对比。2026Q2 国有行金融投资 AC、FVOCI、FVTPL 分别环比增加 1.77 万亿元、5438 亿元、2363 亿元；股份行 FVOCI 与 FVTPL 分别增加 1290 亿元、1906 亿元；但城商行 FVTPL 账户环比减少 172 亿元，为各类机构中唯一下降的板块，其中北京银行、上海银行、郑州银行 Q2 单季 FVTPL 分别减持 278 亿元、227 亿元、185 亿元，交易盘收缩明显。

表1：2026 年上半年，上市城农商行普遍收缩 FVTPL 投资

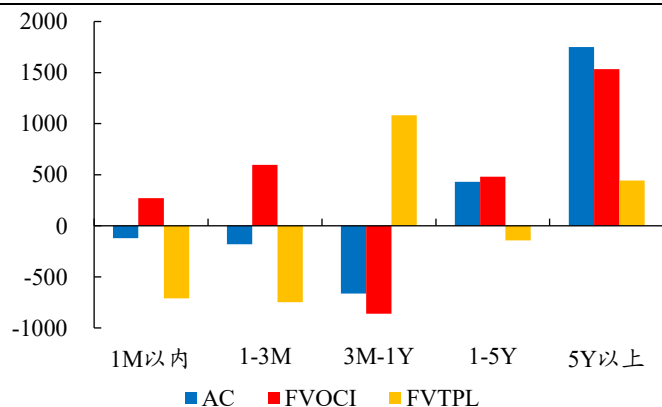
银行名称	金融投资		规模（2026Q2，亿元）			规模变动（2026Q1，亿元）		
	规模（亿元）	占总资产比例	AC	FVOCI	FVTPL	AC	FVOCI	FVTPL
北京银行	16651	35%	-114	-297	-278	-367	189	-26
上海银行	13199	39%	92	-333	-227	317	123	-848
江苏银行	23024	41%	70	1000	-123	809	1750	239
宁波银行	17203	44%	236	36	138	255	460	10
南京银行	13908	43%	28	235	267	-121	486	-86

杭州银行	10883	44%	80	-275	222	290	170	66
长沙银行	5433	41%	-52	164	-8	-157	-31	259
成都银行	4347	29%	177	120	-26	199	64	-186
重庆银行	3966	36%	44	43	-74	-38	-15	-27
贵阳银行	3170	41%	-8	-4	58	12	36	130
郑州银行	2338	30%	-95	81	-185	-86	187	94
青岛银行	3422	40%	25	-21	52	134	97	40
苏州银行	3333	38%	39	119	-53	197	48	-32
齐鲁银行	3787	44%	135	-60	52	137	6	-19
兰州银行	1837	34%	133	-15	-84	-9	-14	4
西安银行	1994	36%	-48	25	95	-40	69	72
厦门银行	1513	31%	41	21	1	10	-75	28
渝农商行	7370	41%	178	78	-115	21	473	299
沪农商行	5915	36%	7	54	137	-5	199	-36
青农商行	1655	33%	-16	-77	94	-12	-15	-22
常熟银行	1143	27%	2	-7	-15	-30	108	16
紫金银行	643	22%	-3	49	-1	-2	-60	35
无锡银行	888	30%	-22	60	15	-20	32	-1
张家港行	650	27%	9	-4	12	-8	9	13
苏农银行	679	28%		20	-24	-9	1	10
江阴银行	753	33%	105	18	-66	-28	19	-11
瑞丰银行	850	33%	9	16	-11	2	62	-10
国有行	728401	31%	17730	5438	2363	26620	7811	1721
股份行	233096	31%	38	1290	1906	-869	1654	516
城商行	130010	39%	781	838	-172	1542	3551	-284
农商行	20545	35%	265	207	25	-91	827	293
上市银行	1112051	32%	18814	7773	4122	27202	13843	2246

数据来源：Wind、开源证券研究所

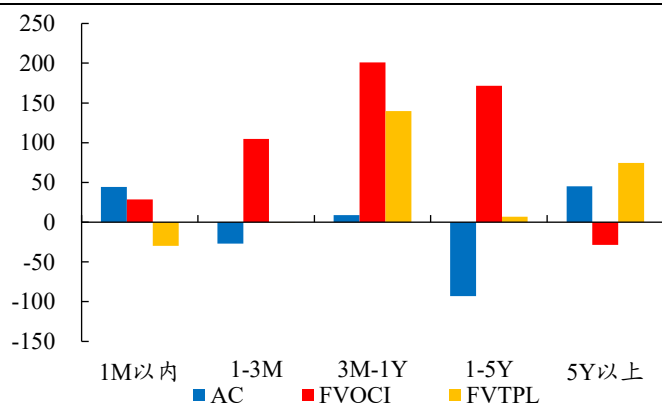
分期限来看，城商行基本未通过 FVTPL 账户加配 5 年以上长久期利率债，对长端交易性仓位的态度趋于审慎。农商行则主要在 FVOCI 账户上压缩长端，Q2 农商行 FVOCI 整体环比仍增加 207 亿元，但分期限结构显示 5 年以上长久期债券已被净卖出，增量主要集中在 1 年以内短端品种；AC 账户环比增加 265 亿元，反映部分长久期持仓从 FVOCI 向 AC 账户迁移，以规避市值波动对净资产的冲击。整体看，城商行收缩交易盘、农商行压缩 FVOCI 长端持仓，两类机构对长久期利率债的配置意愿同步走弱。

图5: 2026H1 城商行交易盘增加长债偏审慎 (亿元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6: 2026H1 农商行在 FVOCI 账户上压缩长端 (亿元)



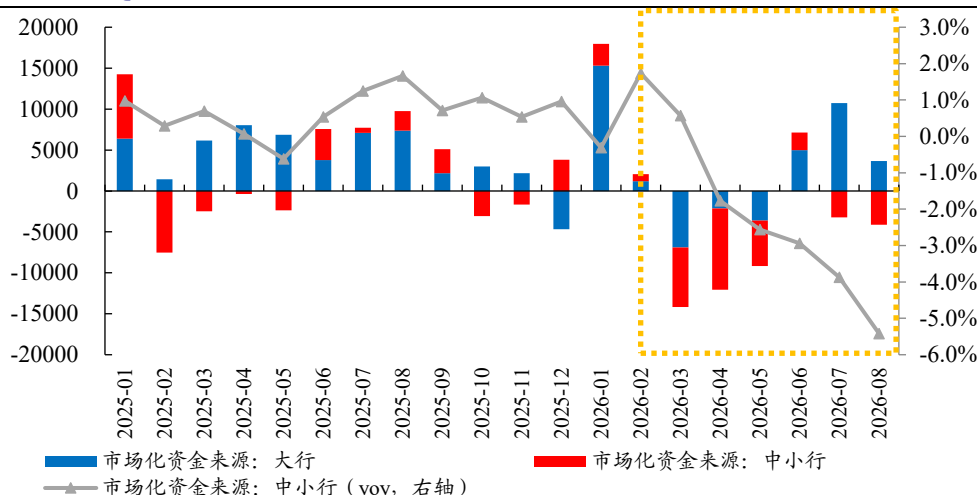
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以上为金融投资剩余期限，样本行为上市银行中披露相关期限结构的银行，其中城商行 11 家、农商行 6 家。

1.2、负债端：市场化资金收缩，发力修复存款

2026 年 1-8 月中小行市场化资金（卖出回购+商金债+央行借款+其他同业往来）收缩 2.4 万亿元，同比增速从 2 月的+1.5%一路下滑至 8 月的-5.5%，**收缩速度和幅度均显著高于大行**。分项来看，卖出回购的收缩最为明显，一方面中小行当前处于卖出利率债、回补同业存单（NCD 不属于 HQLA）的操作状态，优质流动性资产较快消耗，而卖出回购中提供的抵质押券因存在变现障碍，需从 HQLA 中剔除，或进一步加重对流动性指标的压力，部分银行或有限制考虑。另外一方面，我们认为这恰好反映中小行偏被动的调整，即资金冗余度尚可，但资产端缺乏有效投放机会，加杠杆需求被削减掉。

图7：2026Q2 起中小行市场化资金来源显著收缩（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

市场化资金的收缩与资产端调整互为表里，卖出回购本质是债券投资的加杠杆工具，2026 年以来中小行压缩债券持仓、降低组合久期，对应的回购融资自然同步压降，属于去杠杆的直接结果。更深层的原因在于，债券收益率下行至历史低位后，同业资金成本（部分银行的 FTP）与配债收益之间的 carry 已经转负——继续以回购、同业拆入等批发性资金支撑债券投资，边际上是在亏钱。

表2：2026 年市场化资金来源对比，中小行压降卖出回购与其他同业负债（亿元）

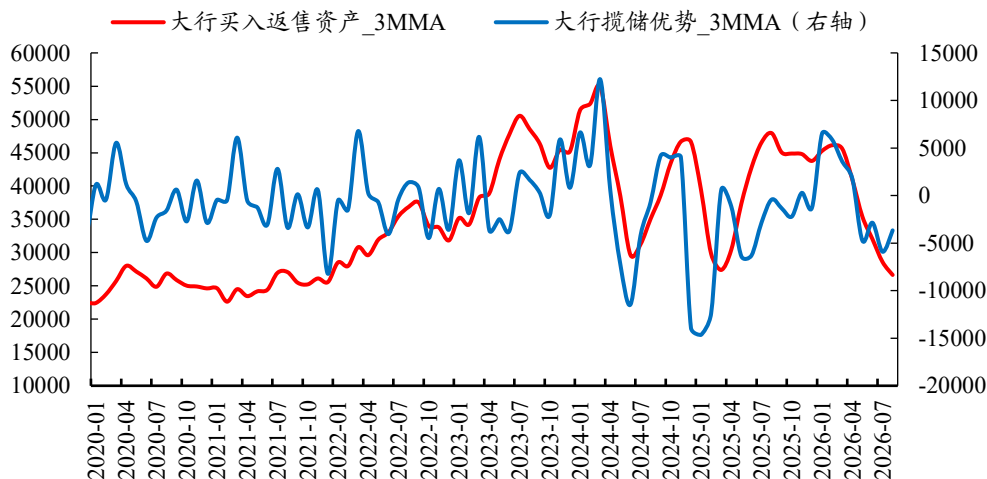
时间	大型银行				中小型银行			
	金融债券	卖出回购	央行借款	其他同业	金融债券	卖出回购	央行借款	其他同业
2026-08	176	-149	196	3428	3246	-5256	-990	-1119
2026-07	2312	6425	631	1383	2262	-2038	1149	-4602
2026-06	3847	-1102	336	1920	-2911	5848	-170	-613
2026-05	3291	-4077	-142	-2695	-1457	-2735	450	-1818
2026-04	22	-880	-395	-880	-2253	-2038	-22	-5612
2026-03	-46	-4242	1639	-4256	-1087	-11085	1443	3448
2026-02	328	120	1684	-956	-2166	2416	1462	-814
2026-01	-896	7981	5511	2719	1518	-3402	3650	883
合计	9033	4075	9462	663	-2848	-18289	6972	-10247

数据来源：Wind、开源证券研究所

值得注意的是，2026 年 7-8 月中小行对于金融债融资的使用加快，或是拿到额度批复后，在同业定存自律加强、核心存款流失的背景下，开始有一定修复负债质量的主动安排。

与市场化资金收缩形成对比的是，中小行持续“开票揽保证金”并提价竞争储蓄存款。7-8 月多地城商行、农商行逆势上调个人定存或特色存款产品利率，个人定存从连续多月同比少增转为修复式增长。一个自然的问题是：既然贷款放不出去、长久期债券也不配了，资产端并不需要增量资金，为什么还要逆势拉存款？这并非资产端的扩张需求，而是负债端维持规模的防守行为。2026 年以来中小行核心存款持续流向理财、货基和大行网点，若不逆势揽存，存款余额将自然下滑、负债端萎缩。压同业负债对客户关系影响有限，但存款是银行的客户基础和市场份额所在，宁可付出更高成本也要保住规模。拉来的存款暂时没有合意的中长期资产投向——贷款需求不足、长久期债券减配，多余资金只能过渡在 NCD 与同业融出上。

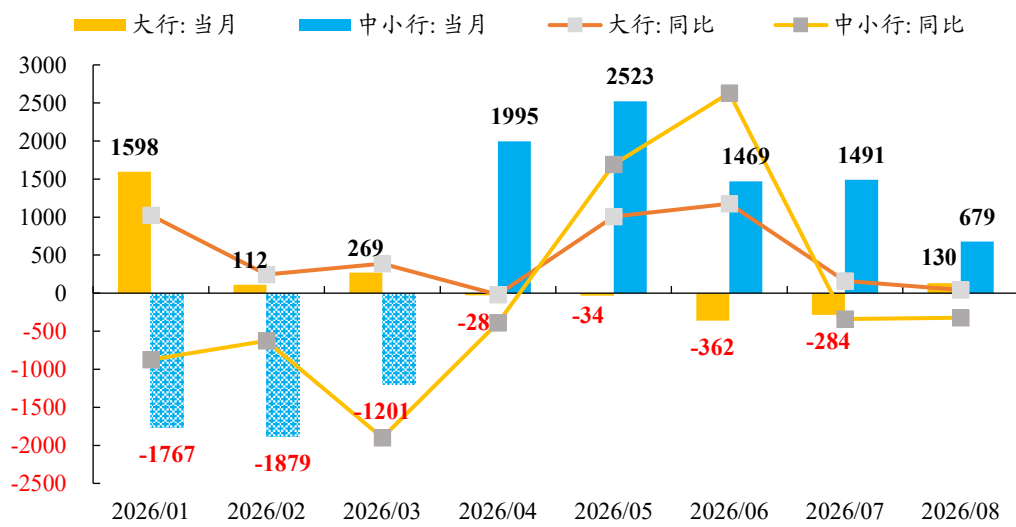
图8：大行相较中小行的揽储优势近期有所回落，融出同步下降（亿元）



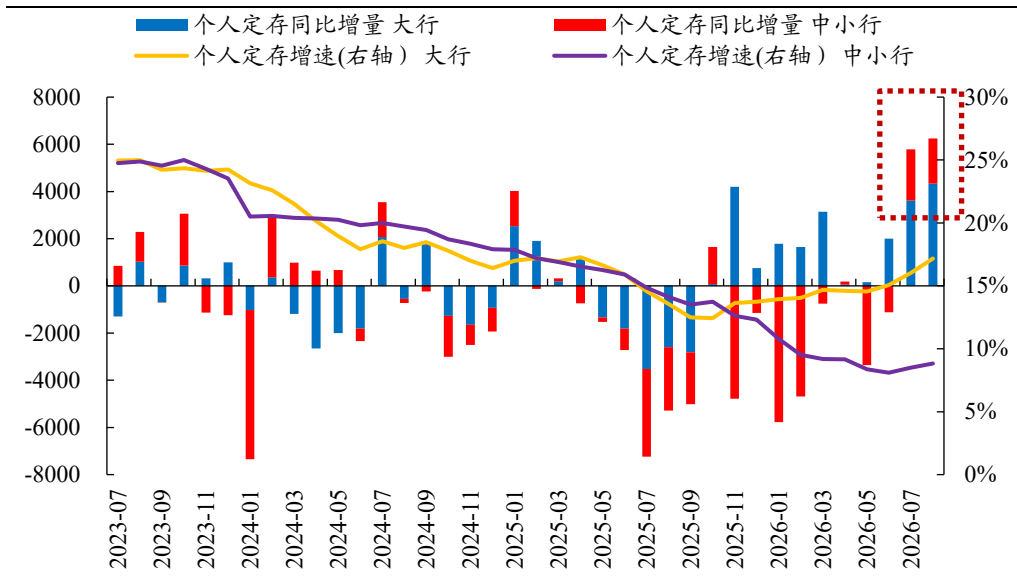
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：我们用大小行冗余存款差值反映揽储优势，冗余存款规模=新增存款-新增贷款-一般性存款增量*法定存款准备金率，详见报告《银行流动性管理的逻辑与资金行为研究方法》。

图9：2026 年 4-8 月中小行单位保证金存款增加 8157 亿，大行几无增长（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

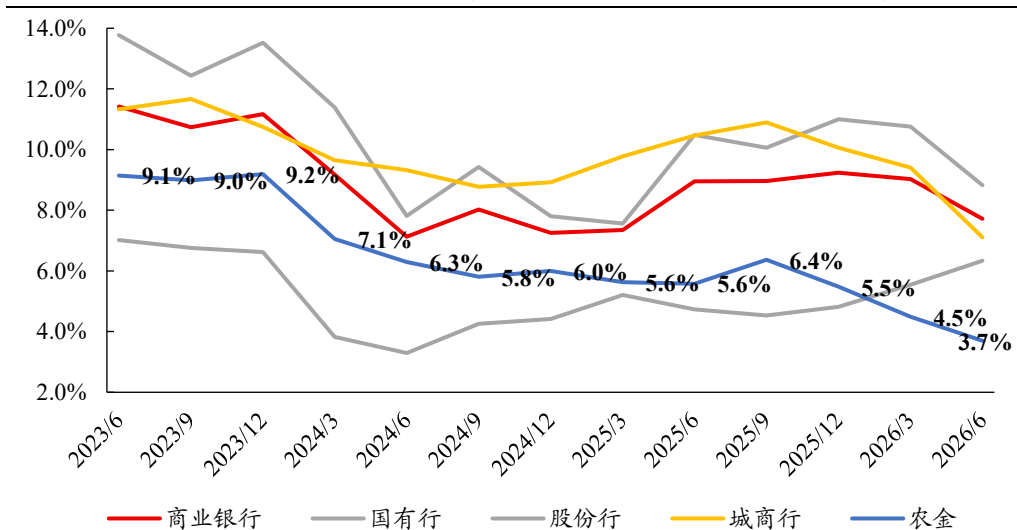
图10: 中小行个人定存 7-8 月恢复同比多增 (亿元)


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、成因：中小行配债走弱的几层原因

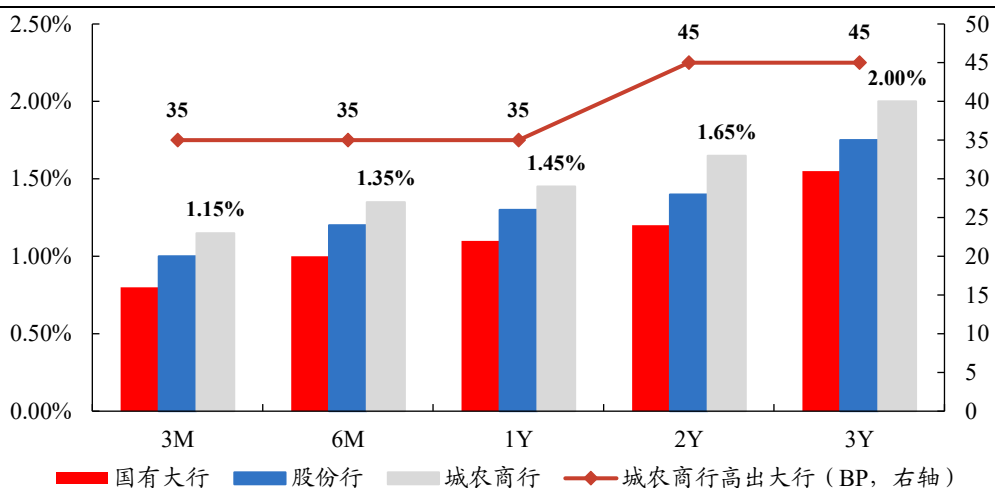
2.1、负债端：存款定价优势消失，难以沉淀财富化存款

2026 年半年末，农村金融机构负债增速下降至 3.7%，为各类机构中最低。由于国有大行与农商行的网点覆盖范围接近，客群重合度高，农商行传统策略依靠高利率揽存，但 2022 年以来存款利率多轮下调，大行与农商行的利差显著收窄，定价优势消失。与此同时，居民财富从存款向理财、货基、保险等资管产品迁移，而多数农商行缺乏理财牌照和财富管理能力，搬家出去的存款无法沉淀，负债来源持续承压。

图11: 2026 年半年末农村金融机构负债增速下降至 3.7%，为各类机构中最低


数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 各类银行定存自律上限示意: 城农商行仅高出大行 35-45BP



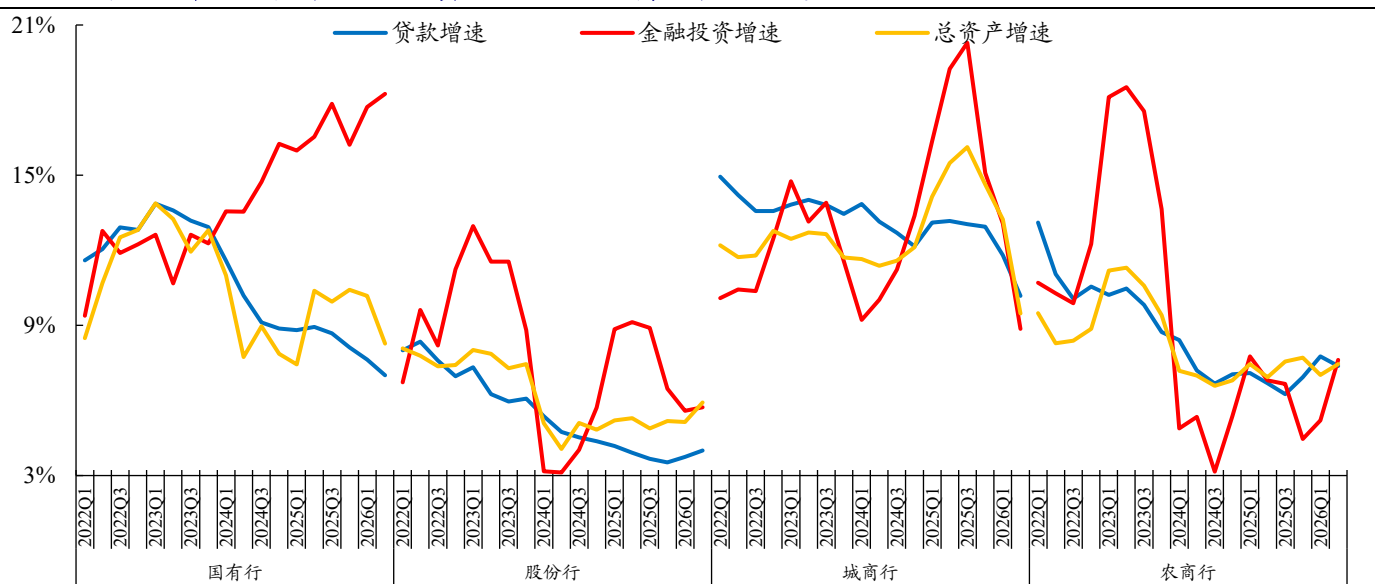
数据来源: Wind、中国人民银行、开源证券研究所

此外,部分中小行近期可能还受到异地存款监管收紧的影响。据贝壳财经报道,2026年7月,监管对部分地方性银行及民营银行窗口指导,明确本地客户认定标准:身份证地址、常住地、主要经营地、手机号归属地、设备定位五项中至少符合三项,并要求不得新增异地业务,存量异地存款须在2027年底前自然到期结清。对依赖互联网异地揽储的中小行而言,这意味着此前突破物理网点半径、通过高利率吸收全国存款的路径被堵住,负债来源被强制收回属地。在本地存款本就被大行下沉分流的背景下,异地存款这一补充渠道同步收缩,进一步加剧了核心存款增长的压力。

2.2、监管约束债券投资集中度及期限错配风险

中小行债券投资的利率风险,或持续受到省联社/联合银行、地方金融监管部门等的关注指导。部分地区不排除设置“金融投资增速不得高于贷款增速”、“新增组合久期需低于存量组合久期等”等类似要求加以约束。

图13: 上市银行中,城农商行金融投资增速从此前较高水平回落至贷款增速以下



数据来源: Wind、开源证券研究所

首先是 IRRBB 管理指引的软约束,《商业银行银行账簿利率风险管理指引(修订)》要求所有商业银行(包括中小行)建立银行账簿利率风险管理体系、计量利率

风险、进行压力测试、向监管报告。监管在非现场监管、监管评级、现场检查中，仍然会关注中小行的利率风险管理情况。如果久期错配过于极端，监管可能通过窗口指导、监管谈话、监管评级扣分等方式间接约束。

其次，降低债券投资组合久期、削弱错配也是银行自身资产负债管理的需要。以往“短同业负债+长债券”的错配模式在利率下行或稳定时可以赚 carry，但利率环境不稳定时会显著放大交易盘市值波动和银行账簿利率风险。虽然 ΔEVE /一级资本净额 15% 的监管阈值主要适用于国股行，城商行和农商行暂不受约束，但中小行自身的 ALM 部门仍会关注久期错配问题。

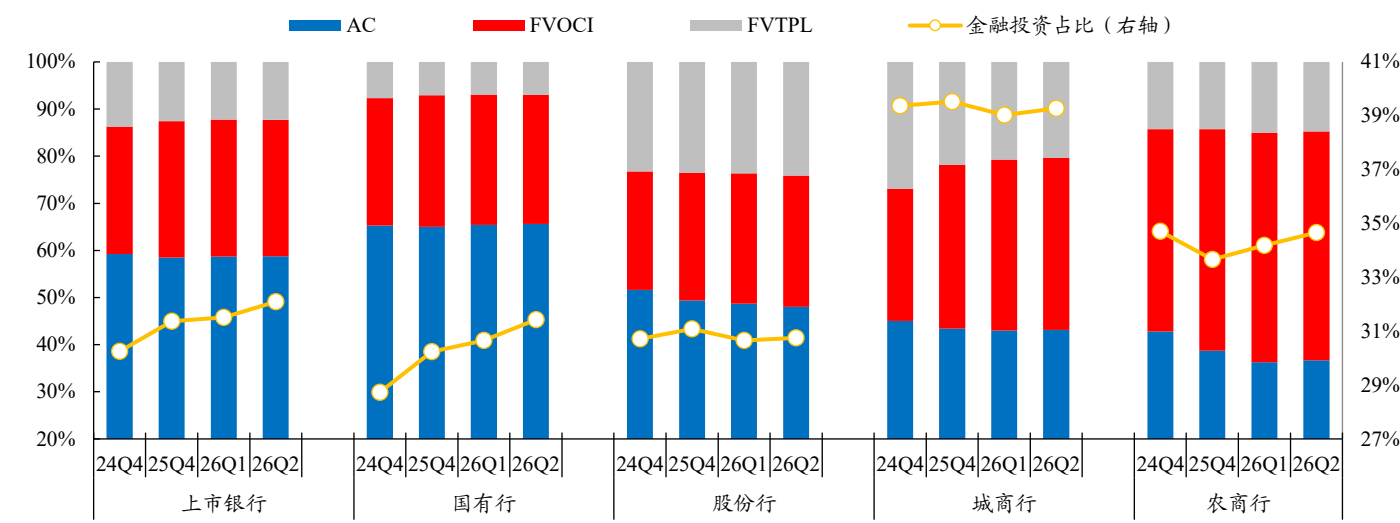
部分中小行不具备有效的利率风险对冲及管理能力。过去中小行买长债赚两笔钱：票息+利率下行的资本利得，当前利率在历史低位震荡，资本利得空间几乎被榨干，反而面临利率上行的浮亏风险，更重要的是很多中小行是没有能力对冲这个风险的。普通类衍生品资格门槛极高（专人专岗、前中后台系统、5 年以上主管），绝大多数中小行只有基础类资格（只能套保、操作不灵活）或完全没有资格，锁久期持有长债的策略行不通，只能靠“不买”来防御。于是债券的风险收益比恶化了：收益只剩薄薄一层票息，风险却是利率上行时的浮亏（FVOCI 账户浮亏直接侵蚀核心一级资本），这个不对称的风险收益结构，是中小行主动收缩长债的核心理由。

图14：2026 年半年末部分上市城农商行金融投资期限结构，农商行 FVTPL 以 1Y 以内债券为主（年）

银行名称	加权平均期限 (测算)	AC				FVOCI				FVTPL				金融投资占比		
		1Y以内	1-5Y	5Y以上	加权期限	1Y以内	1-5Y	5Y以上	加权期限	1Y以内	1-5Y	5Y以上	加权期限	AC	OCI	TPL
北京银行	3.66	18%	47%	34%	4.60	18%	41%	41%	4.17	92%	6%	2%	0.54	45%	36%	19%
宁波银行	4.42	6%	35%	58%	6.35	14%	58%	28%	3.77	47%	25%	28%	2.74	33%	46%	20%
南京银行	3.38	9%	36%	54%	5.99	36%	46%	18%	2.79	77%	16%	7%	1.12	32%	42%	26%
杭州银行	3.53	15%	43%	42%	5.11	38%	40%	22%	2.84	88%	7%	4%	0.68	44%	41%	14%
长沙银行	3.99	12%	43%	45%	5.41	14%	56%	30%	3.85	62%	22%	16%	1.95	45%	26%	29%
成都银行	4.78	16%	32%	52%	5.74	21%	34%	45%	4.27	94%	1%	5%	0.36	61%	29%	10%
重庆银行	4.90	8%	41%	51%	5.87	12%	44%	44%	4.47	79%	15%	6%	0.99	62%	25%	13%
贵阳银行	3.47	8%	43%	45%	5.42	21%	50%	29%	3.62	82%	15%	3%	0.73	41%	28%	31%
苏州银行	3.62	12%	32%	56%	6.02	21%	62%	17%	3.13	63%	24%	14%	1.71	29%	45%	25%
兰州银行	4.85	6%	46%	49%	5.76	1%	23%	76%	6.00	88%	11%	0%	0.37	54%	28%	18%
厦门银行	3.80	7%	45%	48%	5.71	19%	55%	26%	3.56	79%	19%	2%	0.84	43%	32%	25%
沪农商行	3.31	15%	40%	46%	5.36	39%	48%	13%	2.45	83%	7%	10%	1.13	35%	53%	12%
常熟银行	4.66	7%	42%	51%	5.91	18%	40%	43%	4.25	78%	2%	20%	1.47	41%	48%	10%
紫金银行	3.89	6%	14%	78%	7.47	39%	34%	27%	3.11	99%	0%	1%	0.56	21%	73%	6%
张家港行	4.01	12%	35%	53%	5.86	15%	45%	40%	4.22	86%	3%	11%	0.89	28%	51%	20%
苏农银行	4.10	8%	53%	39%	5.15	22%	42%	36%	3.91	83%	2%	15%	1.18	46%	40%	14%
江阴银行	1.96	58%	40%	2%	1.56	10%	54%	36%	4.18	100%	0%	0%	0.00	36%	33%	30%
国有行	4.75	11%	40%	49%	5.63	27%	45%	27%	3.35	63%	18%	19%	2.03	66%	27%	7%
股份行	4.02	14%	43%	42%	5.14	16%	41%	42%	4.27	70%	17%	13%	1.51	48%	28%	24%
城商行	3.97	12%	40%	47%	5.52	23%	48%	29%	3.57	73%	16%	11%	1.37	43%	36%	20%
农商行	3.53	16%	40%	44%	5.26	33%	45%	22%	3.01	86%	4%	10%	0.93	37%	49%	15%
上市银行	4.50	12%	40%	48%	5.55	24%	45%	30%	3.55	67%	17%	15%	1.71	59%	29%	12%

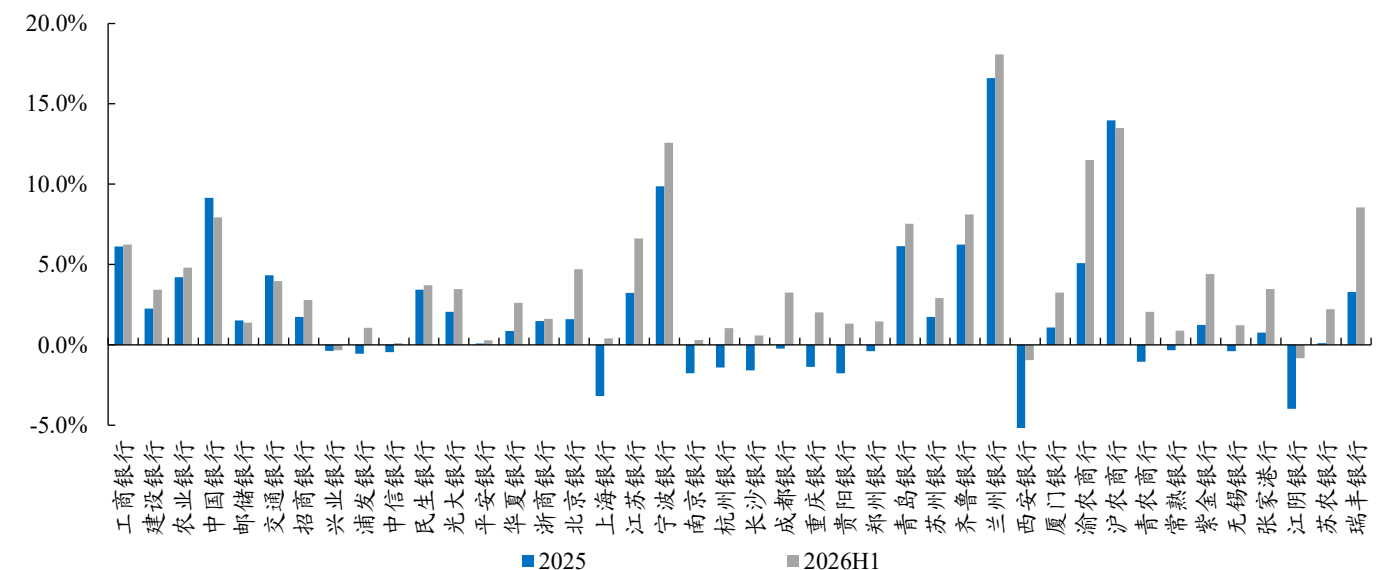
数据来源：iFind、开源证券研究所（注：金融投资加权平均期限为测算值，其中 AC 账户 5Y 以上债券期限设为 9Y，FVOCI 和 FVTPL 账户 5Y 以上债券期限设为 7Y）

图15: 上市城农商行金融投资占比较高, 2026 年半年末农商行 FVOCI 账户投资占比提高至 48.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 部分中小行 FVOCI 账户累积浮盈占比营收偏低, 部分机构累积浮亏



数据来源: Wind、开源证券研究所

那么, 为了规避久期投资约束, 中小行绕道通过基金投资等形式实现是否可行?

理论上, 申购基金并非有效的规避渠道。在银行账簿利率风险 (IRRBB) 计量中, 经济价值变动 (ΔEVE) 与净利息收入变动 (ΔNII) 需覆盖银行账簿全部生息资产与计息负债, 通过申购基金等资管产品间接持有的债券敞口, 需穿透底层纳入久期与重定价错配计量。部分中小行的资产负债管理部门在内部久期限额中, 亦已将基金组合的底层债券久期合并考量, 或直接对基金持仓的组合久期设置上限。若划入交易账簿, 其利率风险另受市场风险资本要求约束。但实操中, 部分中小银行或存在非现场监管报表报送颗粒度不统一、穿透不严格、季末赎回等现象形成一定规避作用。

MPA 监管框架或进一步升级完善, 宏观审慎评估的穿透力度与约束性趋于增强。

2025 年 10 月人民银行行长潘功胜在金融街论坛年会上明确提出，宏观审慎评估（MPA）正研究拆分为两部分，一部分聚焦货币政策执行情况评估，另一部分聚焦宏观审慎和金融稳定评估。我们判断，随着 MPA 框架改革落地、宏观审慎评估更强调穿透与合并口径，通过基金等通道在统计列报层面规避久期监测的空间将被进一步压缩。

图17：部分中小行广义基金投资占交易性金融资产比例较高

银行名称	基金投资（亿元）			非标（资管/信托计划等，亿元）			广义基金投资：基金+非标（亿元）			广义基金投资/交易性金融资产		
	2024	2025	2026H1	2024	2025	2026H1	2024	2025	2026H1	2024	2025	2026H1
北京银行	2767	2953	2772	0	0	0	2767	2953	2772	74%	84%	87%
上海银行	1776	1391	886	56	177	82	1832	1567	968	59%	50%	52%
江苏银行	3367	3761	4109	9	10	5	3377	3771	4114	69%	69%	73%
宁波银行	2098	1473	1600	237	89	43	2335	1562	1643	59%	44%	46%
南京银行	1824	1606	1461	1547	397	225	3371	2002	1686	39%	47%	40%
杭州银行	837	706	861	3	0	0	840	706	861	40%	55%	55%
长沙银行	814	753	773	4	8	7	818	761	780	74%	56%	48%
成都银行	754	455	391	0	0	0	754	455	391	80%	71%	91%
重庆银行	248	251	256	81	62	59	328	313	316	38%	41%	51%
贵阳银行	333	384	597	4	4	4	337	388	601	38%	48%	61%
郑州银行	150	222	128	57	49	35	207	271	163	46%	49%	35%
青岛银行	512	491	435	11	3	2	523	494	437	80%	66%	52%
苏州银行	467	570	536	0	0	0	467	570	536	61%	61%	63%
齐鲁银行	276	322	319	25	18	17	302	340	337	61%	70%	65%
兰州银行	66	148	148	98	94	94	164	242	242	15%	36%	45%
西安银行	232	222	382	78	59	59	310	281	442	61%	58%	70%
厦门银行	200	173	209	0	0	0	200	173	209	57%	49%	55%
城商行	16719	15878	15865	2211	970	632	18930	16849	16496	58%	59%	60%
渝农商行	572	471	581	12	14	13	584	486	594	68%	58%	58%
沪农商行	183	265	325	0	0	0	183	265	325	35%	45%	47%
青农商行	383	340	357	80	57	58	464	397	416	80%	73%	66%
常熟银行	102	104	98	0	0	0	102	104	98	95%	90%	84%
无锡银行	110	80	78	0	0	0	110	80	78	99%	93%	77%
张家港行	99	104	113	0	0	0	99	105	113	79%	97%	86%
苏农银行	106	91	69	0	0	0	106	91	69	96%	84%	73%
江阴银行	69	64	67	0	0	0	69	64	67	35%	21%	29%
瑞丰银行	50	53	46	0	0	0	50	53	46	53%	44%	48%
农商行	1674	1572	1734	93	72	72	1767	1644	1806	64%	58%	57%
上市银行	63907	61114	62643	6703	6511	6495	70610	67626	69138	51%	47%	46%

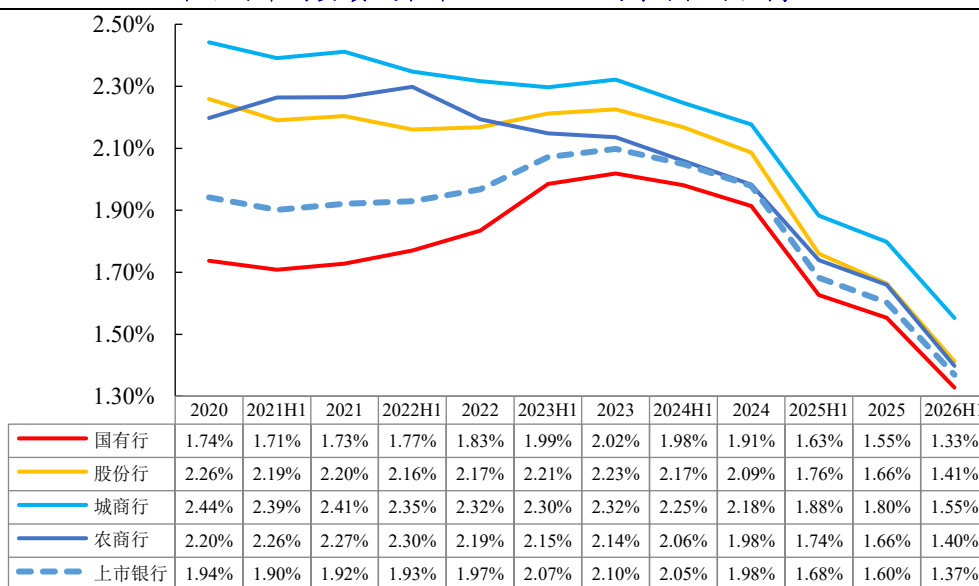
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据统计口径为集团口径，非标投资规模仅考虑了 FVTPL 账户。）

2.3、成本收益倒挂及盈利兑现回补诉求

2.3.1、FTP 年初锁价且缺乏市场化调整机制，负债成本下行未能传导至考核端

中小行实际负债成本与考核资金成本之间的剪刀差拉大。2026 年以来，随着前期高息定存到期集中重定价，中小行的实际负债成本已明显下行。上市城商行、农商行平均负债成本率分别为 1.55%、1.40%，分别较 2025 年下降 25BP、26BP。但与全国性银行 FTP 随市场利率动态重定价不同，很多中小行的 FTP 采用年初一次性定价、年内少有调整，缺乏市场化调降机制，其结果是：实际资金成本已明显下行，但金市部考核所用的 FTP 仍停留在年初高位，与已经大幅下行债券收益率形成内部成本倒挂——按年初 FTP 计价，新配债券票息扣减内部资金成本后 carry 为负，配债在考核口径上不赚钱。

图 18：2026H1 上市银行平均负债成本降至 1.37%，城商行相对较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

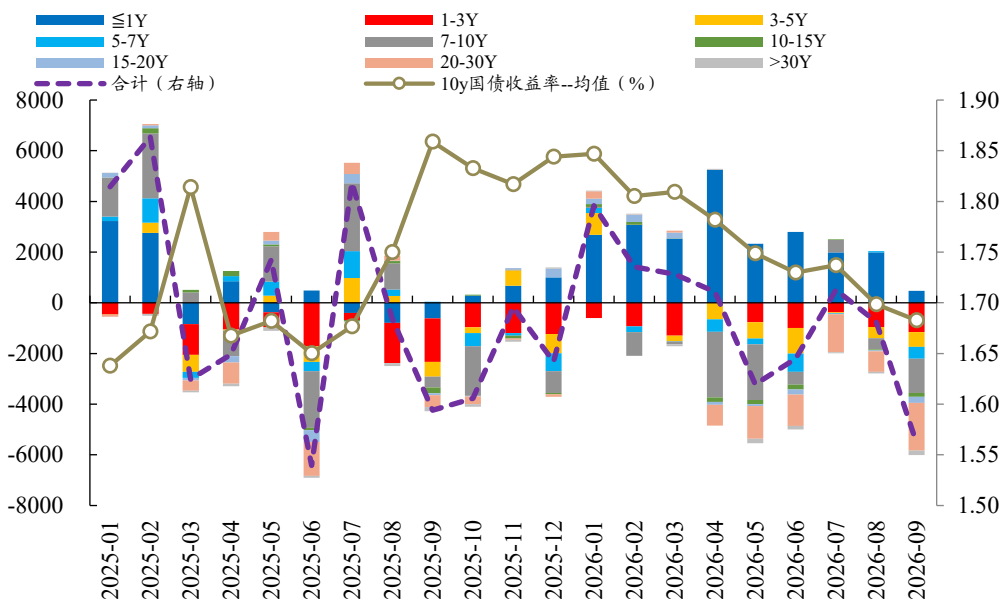
部分中小行 FTP 机制为“打包定价”，即司库对金市部门的资金需求不区分债券品种、期限，也不区分是直接持债还是申购基金，统一按一个内部转移价格(FTP)计价，事前锁价、事后核算。在这一机制下，金市部门实际承担的是“内部询价”角色：从司库拿钱按统一 FTP 计价，从金融市场融资（回购、同业拆入、NCD 等）则随行就市，二者成本孰低就用哪个。在市场资金成本已显著低于年初 FTP 的背景下，金市部理性选择是倾向于从市场上融资、将司库额度节省下来。司库也一般不卡单笔资金价格，而是通过债券回购杠杆率上限、久期限额等额度约束控制金市部门的风险敞口。

但 2026 年以来中小行市场化资金（尤其是卖出回购）大幅收缩，恰恰说明这一套“借便宜市场钱加杠杆”的套利并未落地，约束从价格转向额度与风险偏好。其一，按年初高位 FTP 计价，新增配债的考核 carry 为负，即便市场资金便宜，叠加债券收益率降至历史低位、久期利率风险不对称，做了亦难体现收益；其二，在监管对同业杠杆、金融投资增速与久期的窗口指导下，司库与风控或直接下调了金市部门的杠杆率与久期限额，即便市场融资成本更低，也无额度可用；其三，杠杆仓位集中于 FVTPL 账户，利率一旦反弹，亏损直接计入当期损益，金市部门在利润考核压力下主动降杠杆、降久期。部分银行主动将资金从回购杠杆和长久期债券撤出，转向流动性更好、久期更短的同业存单过渡。

2.3.2、部分中小行有利率下行期，“落袋为安”的兑现收益诉求

2026H1 中小行 FVOCI 兑现浮盈偏克制，部分机构当累积浮亏时没有变现动力，待重新累积浮盈后再做卖出。2025 年债市波动加剧，部分中小行在利率上行阶段错配长久期债券、出现净值亏损，被迫通过卖出 FVOCI 账户中仍有浮盈的债券、兑现投资收益来抵补当期业绩。这一阶段的盈利兑现有明显的“被动补亏”特征——卖出并非主动止盈，而是用 FVOCI 累积浮盈对冲交易盘浮亏对利润表的冲击。

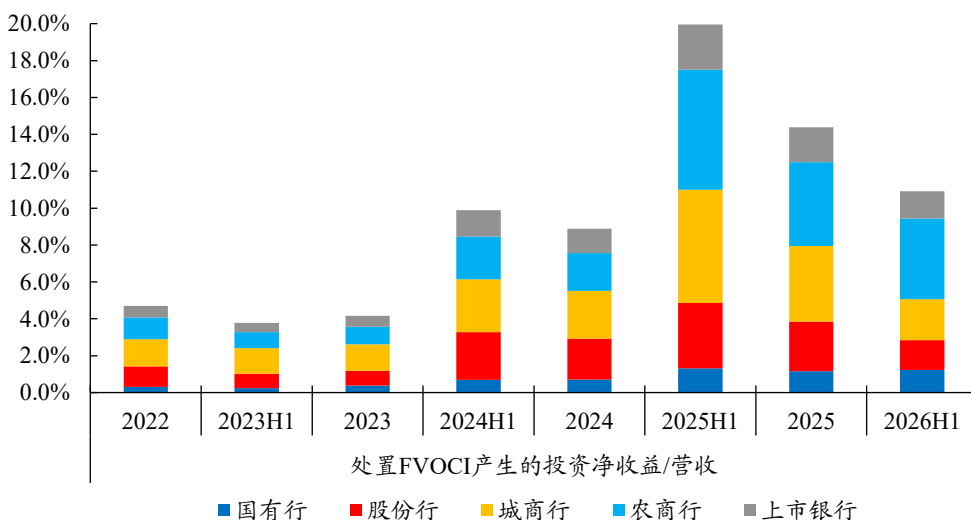
图19：部分中小行2025Q1-Q3 踩反行情，致交易盘出现较大损失（亿元）



数据来源：iData、开源证券研究所

经过 2025 年的集中兑现，中小行 FVOCI 账户的累积浮盈已明显消耗。截至 2026 年半年末，部分上市城农商行 FVOCI 累积浮盈占营业收入比例偏低，个别机构甚至已转为累积浮亏，意味着可供“以丰补歉”的利润垫并不厚实。从这个角度看，2026 年中小行本不具备像 2025 年那样靠大额兑现浮盈来弥补损失的基础，被动补亏的诉求已明显减弱。

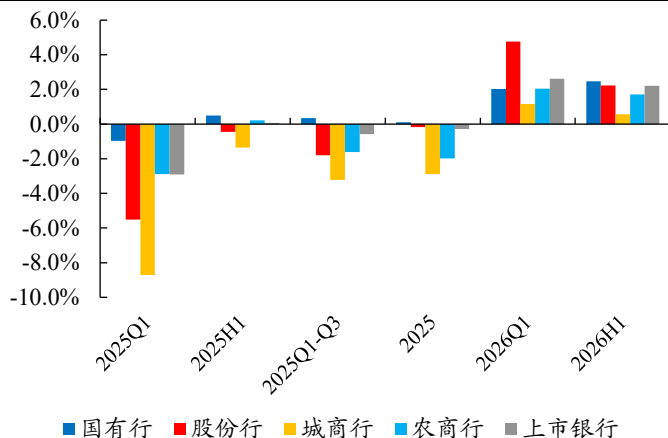
图20：2026H1 上市银行处置 FVOCI 产生投资收益占比营收普遍下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

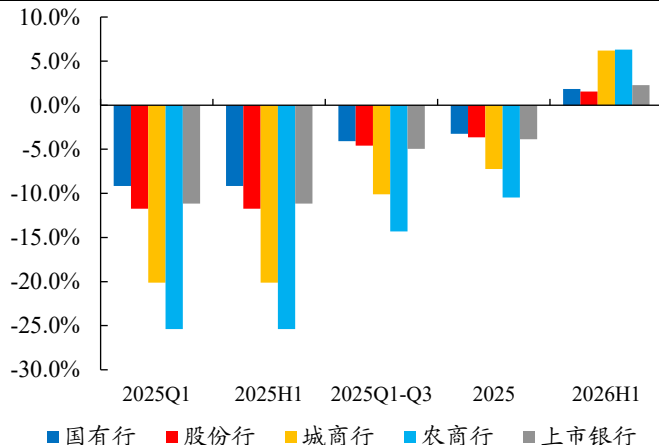
但 2026 年以来，只要市场利率阶段性下行、债券价格反弹，中小行仍倾向于尽快卖出长久期债券、落袋为安。这一行为背后有双重动机：一是**规避波动**，在利率处于历史低位、后续走势不确定性上升的背景下，账面浮盈随时可能因利率反弹而回吐，卖出长债、转为短端或兑现，是主动收缩久期、降低净值波动的防御选择；二是**兑现盈利完成考核**，在 FTP 成本刚性、新增配债 carry 为负的环境下，卖出存量长债所实现的价差收益，是当期利润表为数不多的确定性来源。换言之，中小行“逢利率下行即卖长债”，既是浮盈垫变薄后经不起波动的谨慎，也是在考核压力下把账面浮盈转为已实现收益的理性选择。

图21：2025 年城农商行交易盘公允价值变动表现不佳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2025 年农商行 FVOCI 账户当期实现浮亏较重



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以上分别为 FVTPL 公允价值变动及 FVOCI 当期实现浮盈占当期营业收入比例。

3、展望：中小行配债难回高增，岁末年初或有阶段抢配窗口

图23：中小行配债走弱逻辑总结

中小行“有钱不买债”，资产降久期，负债调结构

资产端：降久期、消化流动性

- 卖出 7Y 以上长利率债，新增集中 3Y 以内期限
- 增配同业存单，加大融出力度（6-9 月日均对外融出 2000 亿以上）
- 城商行 FVTPL 账户 Q2 环比 -172 亿元

负债端：缩同业、发力稳存款

- 市场化资金：1-8 月收缩 2.4 万亿
- 卖出回购：压降为主，主动去 carry 倒挂的杠杆
- 核心存款：4-8 月开票揽保证金 8157 亿，7-8 月逆势上调个人定存利率

负债压力、监管约束、考核机制、盈利诉求多重因素下的结果

①存款流失倒逼

- 一般存款定价优势收窄
- 非银存款缺乏牌照沉淀
- 异地存款窗口指导

②监管约束久期

- 窗口指导关注久期错配
- 投资增速 ≤ 贷款增速，新增久期 < 存量
- 委外基金空间收窄
- 无衍生品对冲资格，只能靠“不买”防御

③ FTP 成本倒挂

- FTP 年初一次性锁价、年内少调
- 负债成本有效压降，但考核 FTP 仍高位，新配债 carry 转负
- 杠杆率、久期限额同步下调

④盈利兑现诉求

- 2025 年集中兑现后 FVOCI 浮盈垫已消耗，部分机构 FVOCI 转为累计浮亏，缓冲变薄
- 逢利率下行卖长债：兑现确定性利润
- 资金暂存 NCD/融出，等待更确定窗口

结论：中小行配债难回高增速，岁末年初欠配及考核诉求，或迎阶段性抢配窗口。

资料来源：开源证券研究所

3.1、高增时代结束，配债增速中枢趋势下移

综合前文分析，我们认为此轮中小行配债走弱并非单纯的周期性缩表，而是 2022 年以来“信贷弱、债券强”资产替代模式走到尽头后的中枢下移。将前述四层成因拆解来看，负债端存款定价优势消退、债券投资占比受监管约束、长端风险收益结构不对称等因素具有中长期、结构性特征，决定了年度维度中小行配债增速难以回到 2023—2024 年的双位数高增状态；而 FTP 年初锁价、年内未随市场利率重定价，以及利率低位下“落袋为安”式的浮盈兑现，则更多是阶段性、周期性因素，会放大短期波动，但不改变方向。

从负债端看，大行与中小行存款利差经多轮下调后已显著收窄，叠加居民财富向理财、货基迁移而多数中小行缺乏相应牌照承接、大行县域下沉分流，以及 2026 年 7 月异地存款窗口指导将揽储半径强制收回属地，核心存款增长面临趋势性压力，这一过程难以随季度波动逆转。

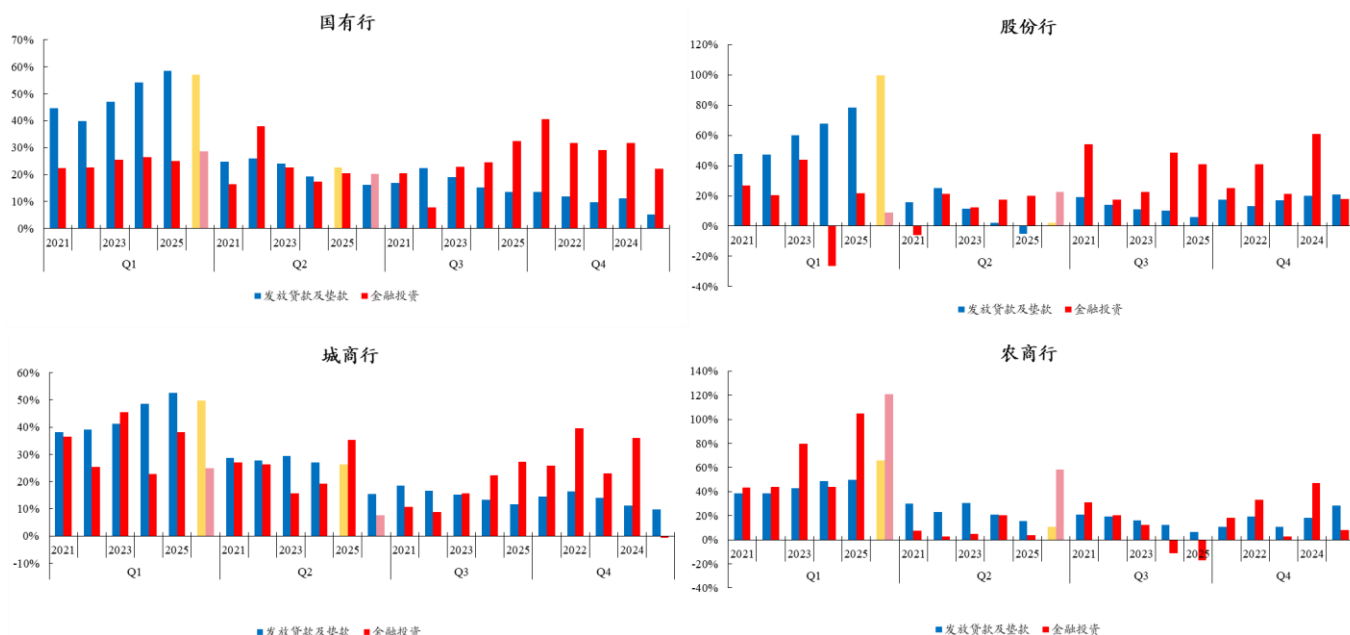
从资产端看，部分中小行债券投资占比已接近贷款占比或面临监管约束，MPA 框架升级后，通过基金等通道规避久期管理的空间被压缩；而在利率历史低位、多数机构不具备衍生品对冲能力的背景下，持有长端债券的收益仅剩薄息，风险收益不对称进一步压制长久期配置意愿。

因此我们判断，中小行配债将从过去“交易+配置双轮驱动、主动加久期博收益”，退化为以票息锁定和组合流动性管理为主的被动配置，配债增速中枢趋势性下移，其在长端利率债中的边际定价权也将下降。

3.2、轻仓欠配之下，岁末年初或存阶段性补仓窗口

当前中小行的谨慎并非建立在高仓位之上，而是已处于轻仓、欠配状态。6—9 月中小行平均对外融出维持在 2000 亿元以上，NCD 持仓规模持续上升，反映冗余资金并未离场，而是以司库融出和短端同业资产的形式暂时停泊，等待更明确的配置窗口。换言之，中小行“有钱未配”，一旦约束边际松动，存在回补的资金基础。

图24：国有行一季度信贷增量占比 50%以上，农商行贷款“开门红”力度相对低，或存债券抢配可能



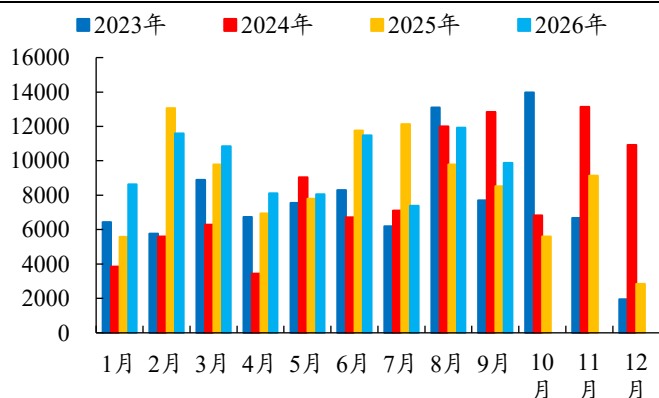
数据来源：Wind、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

岁末年初至明年开门红阶段有望出现阶段性补仓窗口，触发条件主要有四：（1）中小行实际吸收负债成本进一步下行，若年内 FTP 随之下调或重定价，新配债券的考核 carry 将由负转正，息差空间打开；（2）年末盈利考核压力加大，在 FVOCI 累积浮盈已明显消耗、交易盘收缩的背景下，银行对确定性投资收益的诉求上升，存在重新配置以稳定利润的动力，不排除部分机构的金市以量补价，在年底做大投资基数，争取明年获得更多投资额度；（3）发债供给节奏错位，四季度发行节奏或仍偏缓，供需缺口或阶段性扩大；（4）信贷及配置盘开门红的节奏差创造提前布局窗口——经验上中小行信贷开门红普遍晚于大行 1—2 个月，大行年初即集中投放贷款并同步配置长债，而中小行在自身信贷发力前的这段空窗期，可以提前布局债券，形成“先配债、后放贷”的时间差。

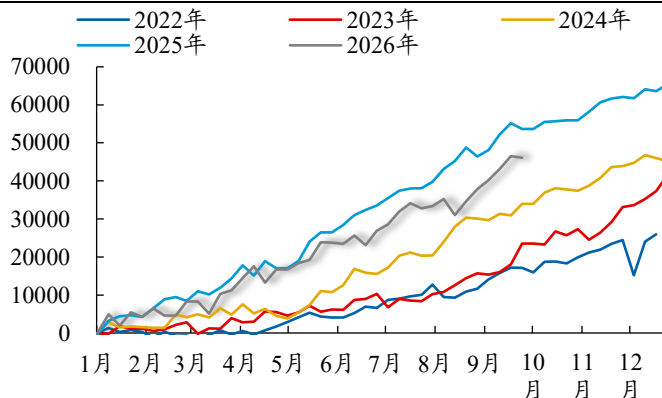
但这一窗口的性质是“欠配回补”，而非趋势性加仓。受负债结构、久期约束和风险偏好制约，回补品种将集中于短端和中短端利率债，对于超长债或仍难以介入太多。

图25：2026 年地方债发行节奏偏慢（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2026 年国债累计净融资规模 4.6 万亿元（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、对债市的指示意义

长端定价主力切换：中小行不再是长端核心边际买盘，长端更多看大行配置、保险资金和非银行为；

暂时难看到银行配置盘上量，但净卖出力度或有望减轻：大行受限于资产负债久期缺口扩大，在核心负债未有效补充前，主动增长债较难；中小行则是前述存款流失、监管久期与集中度窗口指导、FTP 年初锁价导致考核 carry 倒挂、以及浮盈兑现诉求等矛盾短期难有根本缓解，同样缺乏主动加仓长端的动力。不过，中小行经过此前持续的卖长债、降久期操作，FVOCI 长端持仓已被压缩至低位，进一步净卖出的动能正在衰减，卖压对长端利率的边际冲击趋于缓和。叠加年末盈利考核压力上升、部分机构 FTP 重定价预期，以及“先配债、后放贷”的开门红节奏差，不排除已有机构开始在年底前抢跑布局中长端，银行自营从“持续净卖出”转向“低量观望”乃至小幅回补的窗口正在临近。

赎回基金节奏或阶段放缓，由于前期银行一直卖出长债、买 NCD，所以自营收益表现普遍落后于债基，部分银行或处于考核原因阶段性放缓赎回基金节奏。但需关注后续 MPA 考核的强化，可能还会使部分基金投资占比过高的银行压降。

4、投资建议：谨慎看待金市高贡献，投资能力也需价值重估

近年来银行金市条线对业绩的贡献度提高,但其中相当部分是 2022-2024 年债牛中 FVOCI 账户集中兑现浮盈、交易盘赌对利率方向的一次性结果，而非可持续的经营性收益。如前文分析，中小行配债力度趋势性下行、组合久期主动收缩，靠资本利得反哺利润的模式难以为继，各家银行金市投资能力的真实差距将在这一过程中进一步拉开。

金市投资能力强的银行具备前瞻的久期判断、动态的账户摆布和精细化的操作水平，其投资收益贡献穿越周期、相对稳定，在低利率环境下有助于夯实确定性红利价值；而依赖一次性兑现、久期被动暴露的银行，业绩波动将明显放大，估值也应给予折价。

当前银行板块估值仍处历史低位，随着存款利率多轮下调、负债成本进入下行通道，净息差压力最大的阶段或已过去，资产质量整体保持稳健。在这一背景下，金市投资能力作为银行盈利的“第二曲线”，其稳定性与可持续性差异应被市场重新定价——具备成熟司库体系、票息获取能力稳定的银行，其利润确定性应享受估值溢价。

标的层面，国有大行+高景气区域行仍是优选：国有大行负债成本低、核心存款基础稳固、投资体量大且账户管理成熟，在利率下行期能持续锁定配置盘票息；高景气区域行（江浙区域为代表）资产质量扎实、存量债券浮盈垫厚实、金市操作灵活，投资收益的确定性更强。受益标的如：**工商银行、建设银行、宁波银行、江苏银行、苏州银行、青岛银行**等。另外，从中长期综合化经营维度，我们推荐**中信银行**，强集团协同（对公客户共享、投商行一体化、财富管理分销协同优势突出），以及股息率具备吸引力，在资产质量改善、利润释放预期下，估值修复空间较大。

表3：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
		2026-09-24	2026E		2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
601398.SH	工商银行	0.73	0.71	8.63	2.00	3.69	5.25	0.74	2.09	3.65	1.03	1.06	1.09	未评级
601939.SH	建设银行	0.80	0.77	9.52	1.88	6.14	4.85	0.99	2.52	3.44	1.30	1.33	1.37	未评级
601998.SH	中信银行	0.67	0.63	9.61	-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	15.72	8.82	17.97	9.78	8.35	6.20	10.15	1.88	2.00	2.20	未评级
002142.SZ	宁波银行	0.97	0.92	14.24	8.01	19.87	11.00	8.13	10.13	12.07	4.44	4.89	5.48	未评级
002948.SZ	青岛银行	0.80	0.75	16.99	7.97	17.01	9.00	21.66	17.38	15.32	0.89	1.05	1.21	未评级
002966.SZ	苏州银行	0.78	0.76	12.24	1.08	7.58	7.94	5.53	7.42	9.40	1.20	1.50	1.64	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 2026-09-24。）

附表 1: 2026H1 上市银行配置盘票息收益率为 2.51%， 测算交易盘收益率为 2.22%（年化）

银行名称	投资综合收益率（未考虑市值波动）				配置盘票息收益率				交易盘投资收益率			
	2024	2025H1	2025	2026H1	2024	2025H1	2025	2026H1	2024	2025H1	2025	2026H1
工商银行	2.99%	2.96%	2.64%	2.51%	3.12%	2.81%	2.70%	2.48%	1.31%	5.17%	1.61%	3.03%
建设银行	2.92%	2.79%	2.65%	2.49%	3.09%	2.89%	2.79%	2.57%	0.18%	1.35%	0.66%	1.38%
中国银行	3.06%	3.17%	2.72%	2.69%	3.18%	2.94%	2.86%	2.68%	1.44%	5.96%	1.13%	2.89%
邮储银行	2.70%	3.20%	2.44%	2.27%	3.06%	2.82%	2.71%	2.44%	0.93%	4.96%	0.90%	1.29%
交通银行	2.90%	3.19%	2.75%	2.73%	3.27%	3.10%	3.02%	2.85%	0.84%	3.75%	0.96%	2.02%
招商银行	2.82%	3.23%	2.66%	2.62%	3.08%	2.89%	2.82%	2.66%	1.50%	4.91%	1.80%	2.41%
兴业银行	2.85%	4.06%	2.60%	2.69%	3.28%	3.15%	3.07%	2.85%	1.68%	6.53%	1.27%	2.35%
浦发银行	2.98%	3.88%	2.40%	2.93%	3.31%	3.14%	2.92%	2.65%	1.96%	5.94%	1.06%	3.64%
中信银行	2.41%	3.09%	2.22%	2.28%	2.88%	2.62%	2.56%	2.34%	0.97%	4.56%	1.11%	2.09%
民生银行	2.65%	3.01%	2.31%	2.39%	2.93%	2.76%	2.70%	2.47%	1.17%	4.30%	0.18%	1.80%
光大银行	2.85%	3.32%	2.47%	2.43%	3.14%	2.90%	2.80%	2.63%	1.70%	5.11%	1.09%	1.43%
平安银行	2.47%	3.79%	2.16%	2.34%	3.04%	2.85%	2.82%	2.68%	1.60%	5.03%	1.34%	1.93%
华夏银行	2.75%	3.46%	2.40%	2.41%	3.11%	2.88%	2.85%	2.62%	1.73%	4.88%	1.23%	1.81%
浙商银行	2.55%	3.33%	2.43%	2.41%	3.00%	2.87%	2.81%	2.76%	0.90%	4.69%	1.09%	1.32%
北京银行	2.63%	3.20%	2.26%	2.25%	3.09%	2.74%	2.59%	2.39%	1.33%	4.69%	0.96%	1.66%
上海银行	2.59%	3.10%	2.46%	2.67%	2.97%	2.75%	2.69%	2.36%	1.25%	4.38%	1.53%	4.77%
江苏银行	2.63%	3.54%	2.27%	2.34%	3.14%	2.78%	2.71%	2.53%	1.54%	5.32%	1.17%	1.74%
宁波银行	2.67%	3.53%	2.41%	2.61%	3.15%	2.78%	2.67%	2.41%	1.29%	6.13%	1.43%	3.42%
南京银行	2.20%	3.25%	2.25%	2.15%	3.15%	2.75%	2.65%	2.41%	0.99%	4.47%	1.14%	1.40%
杭州银行	2.99%	3.59%	2.71%	2.49%	3.30%	2.97%	2.81%	2.52%	1.86%	6.64%	2.04%	2.33%
长沙银行	2.66%	3.15%	2.38%	2.29%	3.11%	2.76%	2.61%	2.16%	1.13%	3.87%	1.71%	2.61%
成都银行	2.70%	3.08%	2.50%	2.37%	3.36%	2.96%	2.79%	2.43%	0.86%	3.39%	0.98%	1.81%
重庆银行	3.17%	3.07%	2.66%	2.46%	3.61%	3.02%	2.88%	2.56%	1.25%	3.31%	1.41%	1.75%
贵阳银行	2.54%	3.14%	2.17%	2.19%	3.09%	2.61%	2.54%	2.34%	1.26%	4.38%	1.18%	1.86%
郑州银行	2.85%	3.72%	2.41%	2.39%	3.11%	2.84%	2.69%	2.28%	1.50%	7.61%	1.24%	2.98%
青岛银行	2.58%	3.12%	2.44%	2.52%	3.14%	2.86%	2.75%	2.50%	0.92%	3.94%	1.45%	2.57%
苏州银行	2.58%	3.27%	2.00%	2.24%	3.12%	2.64%	2.54%	2.23%	1.34%	4.65%	0.80%	2.26%
齐鲁银行	2.60%	2.91%	2.39%	2.21%	2.88%	2.62%	2.55%	2.35%	1.03%	4.94%	1.34%	1.28%
兰州银行	2.95%	2.96%	2.71%	2.59%	3.50%	3.10%	3.01%	2.62%	1.42%	2.46%	1.70%	2.47%
西安银行	2.70%	3.76%	2.41%	2.98%	3.18%	2.90%	2.87%	2.67%	0.74%	7.57%	0.66%	3.81%
厦门银行	2.56%	3.04%	2.20%	2.01%	2.88%	2.64%	2.57%	2.38%	1.55%	4.39%	1.02%	0.90%
渝农商行	2.90%	3.33%	2.55%	2.45%	3.08%	2.86%	2.73%	2.52%	1.73%	5.77%	1.33%	1.96%
沪农商行	2.88%	3.17%	2.60%	2.42%	3.00%	2.81%	2.72%	2.47%	1.81%	6.04%	1.56%	2.01%
青农商行	2.56%	3.94%	1.97%	2.08%	3.16%	2.89%	2.75%	2.59%	1.03%	6.56%	-0.12%	1.03%
常熟银行	3.42%	4.58%	2.60%	2.85%	3.25%	2.78%	2.70%	2.45%	4.80%	16.99%	1.78%	6.40%
紫金银行	2.56%	2.28%	2.16%	2.02%	2.59%	2.36%	2.17%	1.98%	1.17%	-0.70%	0.90%	2.68%
无锡银行	2.61%	3.05%	2.15%	2.03%	2.69%	2.40%	2.23%	1.95%	2.15%	6.91%	1.43%	2.64%
张家港行	2.73%	5.19%	2.17%	2.42%	2.07%	1.93%	1.86%	1.74%	5.54%	19.20%	3.67%	5.08%
江阴银行	2.19%	2.60%	1.42%	1.84%	2.73%	2.00%	2.06%	1.90%	0.95%	3.54%	0.56%	1.72%
苏农银行	2.99%	4.18%	2.30%	2.13%	2.87%	2.59%	2.51%	2.16%	3.57%	11.91%	1.17%	1.96%
瑞丰银行	2.62%	3.13%	2.48%	2.38%	2.68%	2.65%	2.62%	2.45%	2.20%	6.27%	1.69%	1.85%
国有行	2.93%	2.95%	2.64%	2.47%	3.10%	2.83%	2.76%	2.51%	0.97%	4.37%	1.08%	2.10%
股份行	2.74%	3.46%	2.44%	2.52%	3.10%	2.89%	2.83%	2.60%	1.53%	5.28%	1.19%	2.27%
城商行	2.63%	3.32%	2.40%	2.41%	3.12%	2.80%	2.71%	2.43%	1.29%	4.94%	1.28%	2.33%
农商行	2.79%	3.41%	2.39%	2.32%	2.93%	2.70%	2.59%	2.36%	1.96%	7.13%	1.18%	2.12%
上市银行	2.85%	3.12%	2.56%	2.47%	3.10%	2.84%	2.76%	2.51%	1.30%	4.95%	1.17%	2.22%

数据来源: Wind、开源证券研究所（注: 交易盘收益率为来自 FVTPL 投资净收益/ 交易性金融资产均值, 未考虑公允价值变动）

5、风险提示

宏观经济复苏不及预期。若实体经济融资需求持续疲软，信贷投放和息差压力加剧，银行核心收入增长将承压；

债券市场大幅波动，利率超预期上行。若货币政策转向或供给冲击导致长端利率快速反弹，银行债券持仓（尤其 FVOCI 账户）浮亏将扩大，既侵蚀净资产，也可能迫使交易盘进一步减仓，放大净值波动；

中小行存款流失与负债成本下行不及预期。若居民财富持续向理财、货基迁移，或存款竞争再度加剧，中小行核心存款修复受阻、负债成本刚性，净息差压力将超预期；

房地产及地方债务风险再度暴露。若相关领域风险反复，中小行不良生成反弹、拨备计提增加，将直接侵蚀当期利润。

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