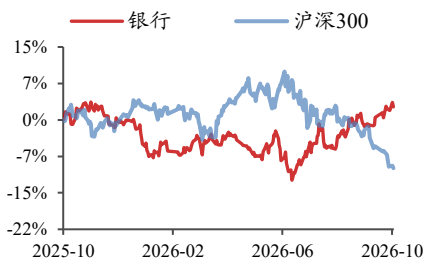


银行

2026 年 10 月 21 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

《季末回表显著弱于季节性的几点原因——理财观察之“募集抢跑”》

-2026.10.18

《价值银行甄选宝典：RAROC 五因子分析框架——行业深度报告》

-2026.10.16

《政府债发行提速，关注政策工具落地成效——9 月金融数据点评》

-2026.10.15

银行资产负债形势年末收官展望

——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

张意宣（联系人）

zhangyixuan1@kysec.cn

证书编号：S0790126070044

● 2026 年末银行资产负债收官：资产荒前瞻摆布，量价平衡新考验

资产端贷款需求仍乏力，“以债补贷”约束显现，部分机构或存欠配回补需求。负债端大行压力缓解、中小行提价揽储亦将降温，资金面合理充裕下 NCD 利率有望继续下行，司库向成本管控目标回归。

● 资产端：全年贷款预计少增约 3.5 万亿元，“以债补贷”延续但约束显现

贷款定价自律下限与 AAA 级 5 年期企业债（1.65% 左右）的利差持续催化企业“以债替贷”，信贷结构呈“对公强、零售弱，政信强、实体弱”格局。2026H1 上市银行金融投资增量占比 47.5%，大行累计卖出 20-30Y 国债 5430 亿元、中小行卖出 3100 亿元，操作上以“卖长买短、止盈兑现”为主；测算大行 ΔEVE 指标静态 1% 空间对应净新增政府债 1.38 万亿元（10y），年末达标压力可控，既无必要继续大量卖债，也缺乏大举买债打满久期的驱动。中小行在负债压力、监管约束、考核机制、盈利诉求四重约束下配债难回 2023-2024 年高增，但年末受自然回补与考核做高年末基数驱动，或迎阶段性补仓窗口。

● 负债端：大行“缺长钱”缓解，中小行提价揽储预计减弱，结构分化持续

负债端整体看，9 月 M2 同比 7.2%、M1 同比 3.2%，M2-M1 剪刀差走阔至 4.0%，存款活化程度减弱，2026Q3 结汇动能边际减弱，企业活期存款沉淀支撑下降、非银存款当月减少 1.91 万亿元、同比多减 8500 亿元，理财未现大规模回表。大行负债压力显著缓解，财政支出、非银回流、金融债供给（六大行资本工具+TLAC 债已发 1.59 万亿元、年内剩余额度 5397 亿元）及央行呵护多重因素下，9 月 3M 国库定存中标价 1.47%，较上期下行 20BP，资金融出恢复高位，侧面印证大行“缺长钱”现象已改善。中小行 Q4 提价揽储动力或减弱，前期中小行主动压降市场化资金（1-8 月收缩 2.4 万亿元），本质是在同业融资成本偏高时，将负债资源向存款客群倾斜的成本优化选择；而进入 Q4，随着银行间资金面转松、NCD 发行利率回落，市场化资金的相对性价比重新回升，中小行无需再靠高息揽储补充负债。叠加揽储对应的“正利差”资产消失、自律机制约束提价空间，Q4 中小行整体处于“控成本、蓄客群”阶段，关注 2027 年 1 月开门红定价竞争程度。

● 央行呵护下资金面合理充裕，NCD 净融资或转负，利率有望下行至 1.40%

央行态度是近期资金面偏松的核心驱动，10 月税期走款、政府债发行以及银行主动负债到期等压力时点，央行或削峰填谷进行平滑，不会形成收紧预期。同业存单：判断 Q4 净融资转负、发行期限收缩、1Y 利率有望继续下行至 1.40% 左右，或放大金市考核利差，催化银行抢配债券。具体看司库三方面诉求：流动性指标压力不大、中长期缺口正在修复，成本管控角度需要司库做前瞻性更灵活的安排，没有必要刚性吸收同业资金。前瞻看，2027 年 OMO 换锚后利率市场化“最后一公里”加速，DR 贷款推广将加大贷款利率下行弹性；保险协议存款等高息品类存在加强自律的可能，使其持有者（理财、保险等）资金向债券、债基迁移。

● 风险提示：政策落地不及预期；净息差收窄超预期；利率大幅波动冲击等。

目 录

1、资产端运行情况回顾与展望	4
1.1、 贷款：需求承压，“以价换量”受限，全年预计少增约 3.5 万亿元	4
1.2、 银行资产端“以债补贷”延续，但配债面临一定约束	6
1.2.1、 大行配债：久期限额约束，承接发债压缩主动买盘空间，但卖出力度或减轻	7
1.2.2、 中小行配债：四重约束下买债趋势减弱，年末或存阶段补仓窗口	10
2、 负债端运行情况回顾与展望	12
2.1、 广义存款：总量增长稳定，非银存款增长放缓，中小行相对承压	12
2.2、 结汇动能边际减弱，沉淀活期存款力度下降	13
2.3、 一般性存款增长放缓，主动负债发力，部分机构存款提价	13
2.4、 大行负债压力已有改善，中小行竞争存款行为不可持续	15
3、 资金面与同业存单：央行呵护下 NCD 利率延续下行	18
4、 定价策略，关注 2027 年 DR 贷款推进与高息存款整改	21
5、 风险提示	22

图表目录

图 1： 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）	4
图 2： 10 月国股、城商转贴现利率又回落至 0.5%	5
图 3： 2026 年 6-9 月二级福费廷利率低于 2025 年同期	5
图 4： 估算 2026Q4 上市银行贷款到期 8.5 万亿元，同比多出 1.2 万亿元（万亿元）	5
图 5： 2026Q2 票据贴现发生额显著高于历史同期（万亿元）	6
图 6： 测算 2026 年 10-12 月，票据贷款分别到期 3.92、3.46、3.15 万亿元（万亿元）	6
图 7： 各类型机构对 20-30Y 国债累计净买入规模，银行自营持续卖出（亿元）	7
图 8： 测算 2026H1 国股行“ΔEVE/ 一级资本净额”普遍处于压力区间	8
图 9： 测算 2026H1 国有行资产负债净久期缺口 0.91（年）	8
图 10： 2026H1 上市银行同业负债占比提升至 17.7%	8
图 11： 2026 年政府债当月净融资规模（亿元）	9
图 12： 超长期（>10Y）政府债发行节奏预测（亿元）	9
图 13： 2026 年上市银行 AC 账户投资同比增速提高，FVOCI 账户增速回落较快，银行从交易浮盈转向确定票息	10
图 14： 9 月中小行存贷增速差为 3.16%	10
图 15： 9 月中小行债券投资增速回落至 4.45%	10
图 16： 中小行配债走弱逻辑总结	11
图 17： 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	11
图 18： 9 月 M1、M2 增速下降，剪刀差提高至 4.0%	12
图 19： 2026Q3 非银存款增长放缓（亿元）	12
图 20： 2026 年 9 月大行非银存款占比下降至 13.0%，但仍处于较高水平（亿元）	12
图 21： 2026 年以来大型银行存款增速持续高于中小行	13
图 22： 2026Q3 结汇差额与外汇占款同步下降（亿元）	13
图 23： 结售汇差额与企业活期存款增速较相关	13
图 24： 2026 年以来大行一般性存款增速下滑，Q3 中小行存款竞争力有所恢复	14
图 25： 2026H1 大额存单发行 19.4 万亿，较 2025 年同期多发 3.1 万亿（万亿元）	14
图 26： 9 月存款利率普遍上调，1Y、5Y 存款分别较 8 月提高 0.3、0.7BP（%）	14

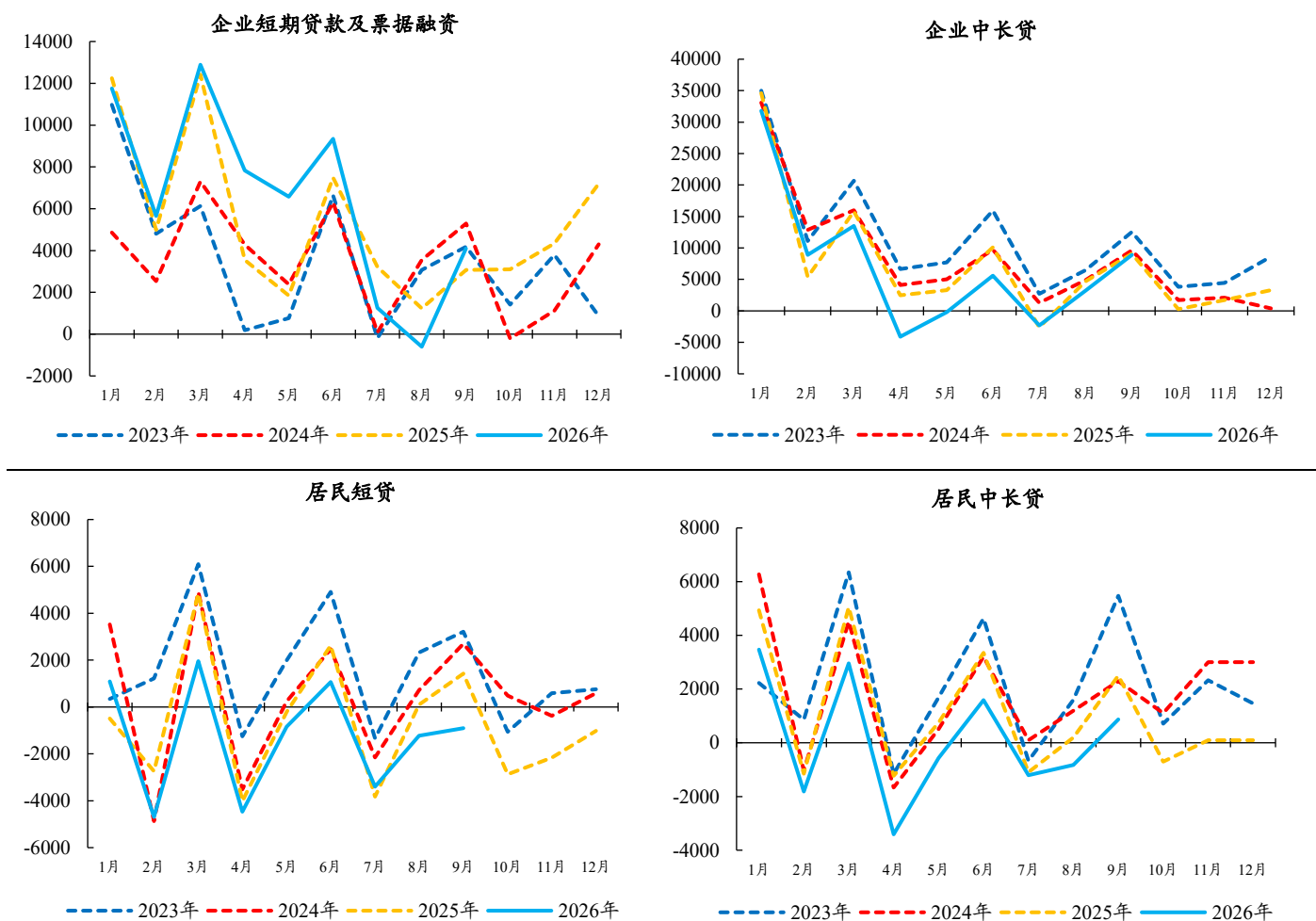
图 27: 9 月国库定存中标利率与 NCD 利差大幅下降, 或反映负债压力缓解 (亿元)	15
图 28: 2026 年 9 月理财回表规模约 2300 亿元, 显著低于历史同期 (万亿元)	15
图 29: 中小行 4-9 月单位保证金存款增长约 1 万亿元	17
图 30: 2026Q3 中小行个人定存恢复同比多增 (亿元)	17
图 31: 2026 年 9 月中小行市场化资金来源在持续收缩后略有恢复 (亿元)	17
图 32: 2026 年 1-2 月大行个人定存增长反超小行 (亿元)	18
图 33: 央行 9 月国债买入规模超预期, 可作为其态度的侧面参考 (亿元)	18
图 34: 10 月央行延续偏积极投放的公开市场操作思路 (亿元)	19
图 35: 10 月大行资金融出明显恢复 (亿元)	19
图 36: 10 月中下旬 NCD 到期压力边际提升 (亿元)	20
图 37: 10 月国有行 NCD 净融资转负 (亿元)	20
图 38: 2026Q4 国有行中长期限 (9M、1Y) 同业存单到期续发压力平稳 (亿元)	20
表 1: 上市银行 2026H1 金融投资增量占比 47.5% (亿元)	7
表 2: 静态测算 1% Δ EVE 约对应六大行净新增政府债券 (10Y 久期) 规模 1.38 万亿元 (亿元)	9
表 3: 2026 年六大行资本工具+TLAC 债已发行 1.59 万亿元, 年内剩余额度 5397 亿元, 发行进度较快 (亿元)	16
表 4: 7 月起 DR 挂钩贷款在各省陆续有试点, 但基本以短期限贷款为主, 总量较小	21
表 5: 受益标的一览	22

1、资产端运行情况回顾与展望

1.1、贷款：需求承压，“以价换量”受限，全年预计少增约 3.5 万亿元

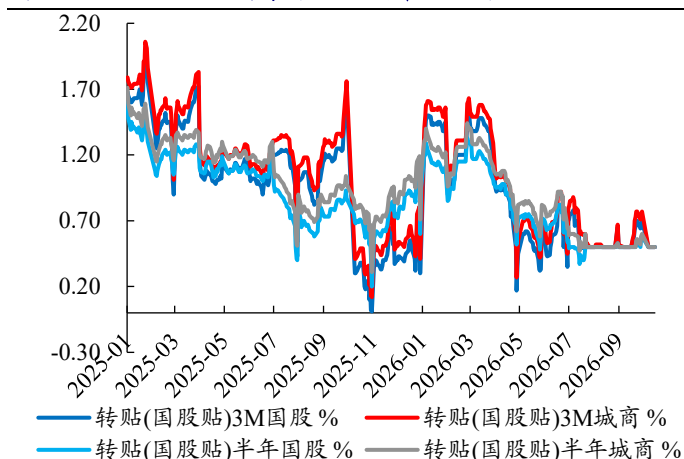
信贷需求短期难显著改善，尽管房贷贴息、结构性货币政策工具托底，但供给端“以价换量”的空间被定价自律和净息差压力约束——贷款定价自律下限 2.2-2.3%，而 AAA 级 5 年期企业债利率已降至 1.65%，融资成本差距催化企业“以债替贷”的选择。2026 年前 9 月人民币贷款累计新增 11.52 万亿元，同比少增 3.23 万亿元，季度节奏为 Q1 少增 1.18 万亿元、Q2 少增 1.02 万亿元、Q3 少增 0.82 万亿元，少增幅度逐季收敛但绝对量仍在累积。

图1：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）

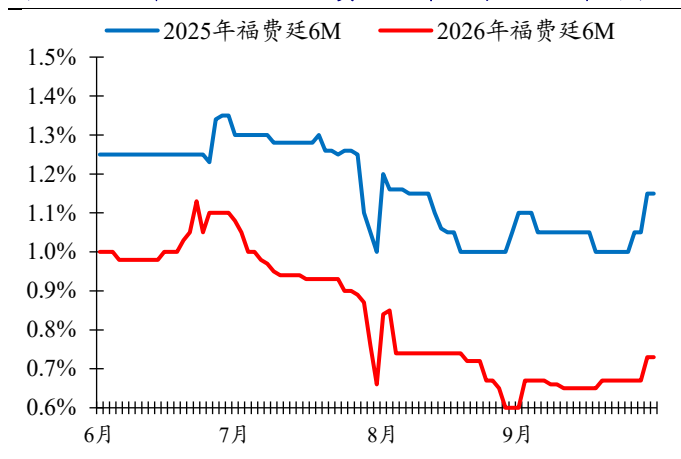


数据来源：Wind、开源证券研究所

结构上呈现“对公强、零售弱，政信强、实体弱”的特点，尤其对于零售和小微客群，加杠杆意愿仍偏低。到期存款的续作率较高、仍有比较重的提前还贷行为等，可以反映居民端风险偏好整体审慎。对公端缺乏有效的新增投放抓手，我们观察票据和福费廷利率 9 月阶段性反弹，指示信贷强度环比改善，但 10 月延续回落，后续需进一步观察地产及政策性配套贷款的增长情况。加之进入 Q4 收官阶段，银行出于收益考核与拨备计提不平衡的考虑，也难有贷款大幅增量（贷款拨备计提按预期信用损失，但利息收入仅获取一季度）。

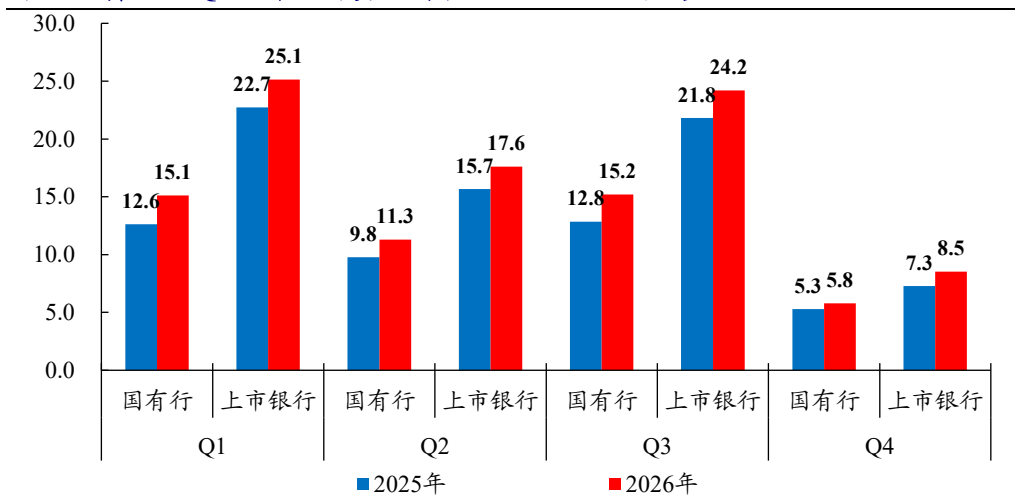
图2：10月国股、城商转贴现利率又回落至0.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2026年6-9月二级福费廷利率低于2025年同期


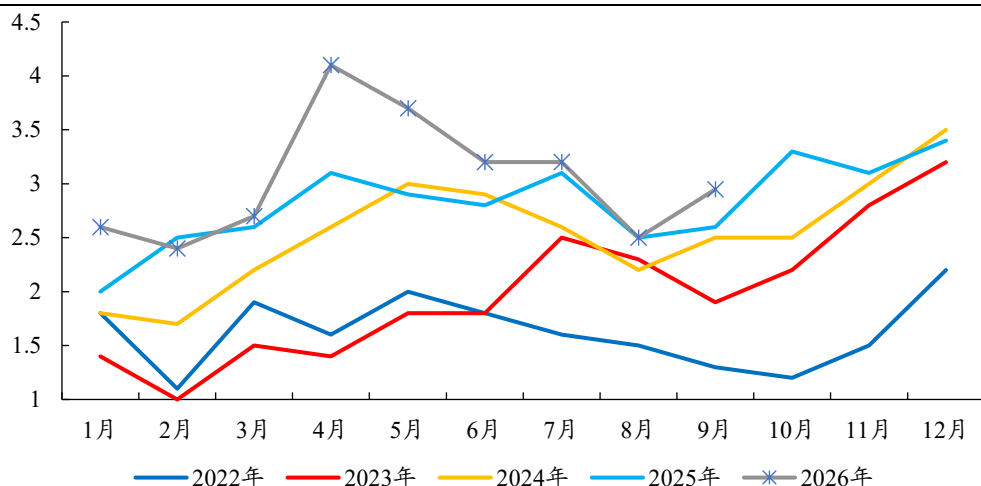
数据来源：普兰金服、开源证券研究所

除此以外，2026Q4 贷款到期压力亦需关注。据上市银行财报剩余期限分布测算，2026 年上市银行贷款到期约 75.5 万亿元，同比多到期约 8 万亿元。节奏上，Q4 到期规模较前三季度有所放缓，但同比仍多到期约 1.2 万亿元；企业中长贷续作意愿偏弱背景下，到期未续作部分将直接形成信贷净增缺口。结构上，票据端另有后置拖累：Q2 票据融资投放超历史年份季节性，银行半年末冲量时买入的 6M 期票据集中于 Q4 到期，将形成票据融资的自然回笼，与企业贷款续作偏弱叠加，或共同压制 Q4 信贷净增量。

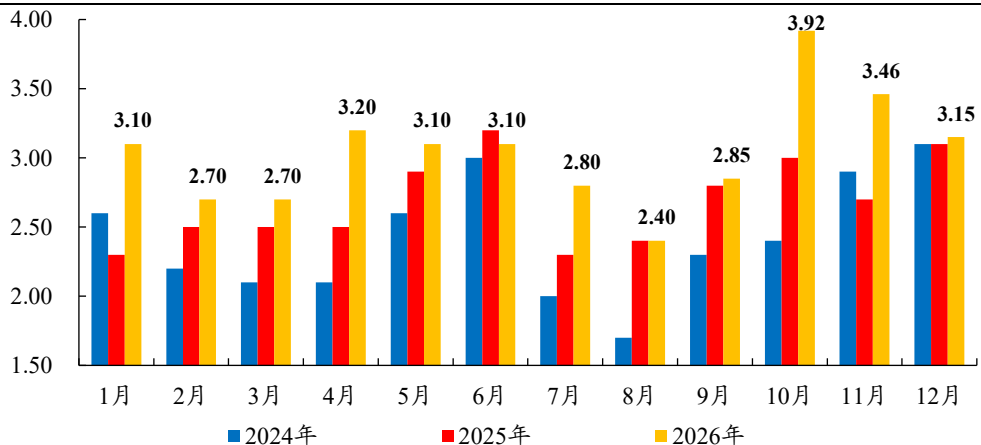
图4：估算 2026Q4 上市银行贷款到期 8.5 万亿元，同比多出 1.2 万亿元（万亿元）


数据来源：iFind、开源证券研究所

测算 2026Q4 票据贴现贷款到期约 10.53 万亿元，到期量同比多 1.73 万亿元。我们假设票据贴现中 6M、3M 占比为 80%、20%，参考 2026Q2、Q3 的贴现新发生额推算，2026 年 10-12 月票据贷款分别到期 3.92、3.46、3.15 万亿元，分别较 2025 年同期多 0.92、0.76、0.05 万亿元。

图5：2026Q2 票据贴现发生额显著高于历史同期（万亿元）


数据来源：qeubee、开源证券研究所

图6：测算 2026 年 10-12 月，票据贷款分别到期 3.92、3.46、3.15 万亿元（万亿元）


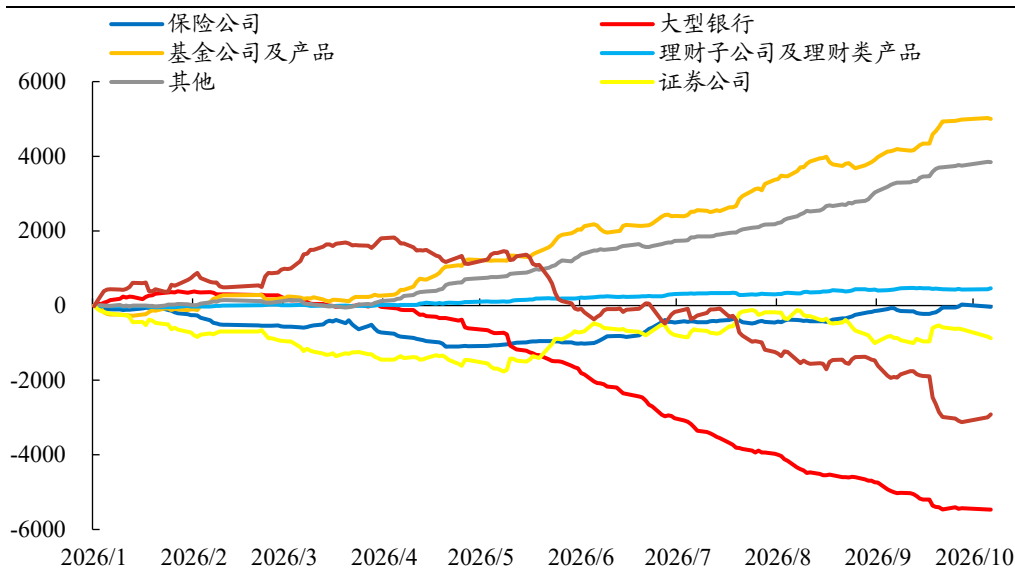
数据来源：Wind、开源证券研究所

展望后续，考虑到需求端需求恢复平缓、价格端受自律机制较强约束、贷款到期可能带来一定投放压力，预计 2026Q4 信贷仍将延续少增态势，全年增量较 2025 年 2.5 万亿元的基数少增约 3.5 万亿元，投放节奏大体按 6211 分布。资产荒格局延续下，银行负债端成本管控和资产端收益压制的博弈仍将是贯穿全年的主线。

1.2、银行资产端“以债补贷”延续，但配债面临一定约束

上市银行 2026H1 金融投资增量占比 47.5%，高出 2025 年同期 15.8 pct，大类资产继续向债券倾斜。但与此同时，银行在二级市场上对债券（尤其是中长期限）卖出力度较大。截至 9 月末，大型银行累计卖出 20-30Y 国债 5430 亿元，中小行累计卖出 3100 亿元。二者并不矛盾，一是期限上银行卖长买短，卖出 20-30Y 超长端国债，增配中短端债券，金融投资总量仍在扩张；二是账户行为分化：交易盘止盈兑现浮盈，摊余成本配置盘持续增债，扩表逻辑未变。长端买盘主力切换为保险、基金、理财等交易属性资金，对资金面、政策预期的敏感度显著提高。

图7：各类型机构对 20-30Y 国债累计净买入规模，银行自营持续卖出（亿元）



数据来源：iData、开源证券研究所

表1：上市银行 2026H1 金融投资增量占比 47.5%（亿元）

		同业资产		现金及存放央行		贷款		金融投资	
		增量	增量占比	增量	增量占比	增量	增量占比	增量	增量占比
国有行	2026H1	-19836	-12.7%	-5144	-4.6%	68275	60.8%	61683	54.9%
	2025H1	13475	9.4%	11708	8.2%	75652	52.7%	42258	29.5%
股份行	2026H1	-976	-4.3%	5188	22.8%	12252	53.9%	4535	20.0%
	2025H1	522	3.2%	-183	-1.1%	10014	60.5%	5773	34.9%
城商行	2026H1	-663	-3.7%	895	5.0%	11140	62.2%	6256	35.0%
	2025H1	3296	11.3%	260	0.9%	13403	45.9%	11896	40.7%
农商行	2026H1	-204	-7.3%	-18	-0.7%	1457	52.5%	1527	55.0%
	2025H1	427	15.8%	5	0.2%	1245	46.0%	884	32.6%
上市行	2026H1	-19836	-12.7%	921	0.6%	93124	59.8%	74001	47.5%
	2025H1	17720	9.2%	11791	6.1%	100313	52.3%	60811	31.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.1、大行配债：久期限额约束，承接发债压缩主动买盘空间，但卖出力度或减轻

2026 年银行配置盘释放靠前，部分原因在于前期政府债供给节奏缓慢，主动配置盘有空间，Q4 这部分空间可能随政府债的供给放量有所压缩，与此同时 2026 年大型银行的资产负债久期错配问题并未显著改善。我们根据 2026 年中报各行披露的资产负债重定价期限结构，以及模型误差修正后测算“ $\Delta EVE / \text{一级资本净额}$ ”指标，大型银行普遍仍处于压力区间，因此我们认为年底前大型银行难有主动增加债券配置（尤其是长期限）的需求，但卖出强度可能也会较前三季度有所减弱。

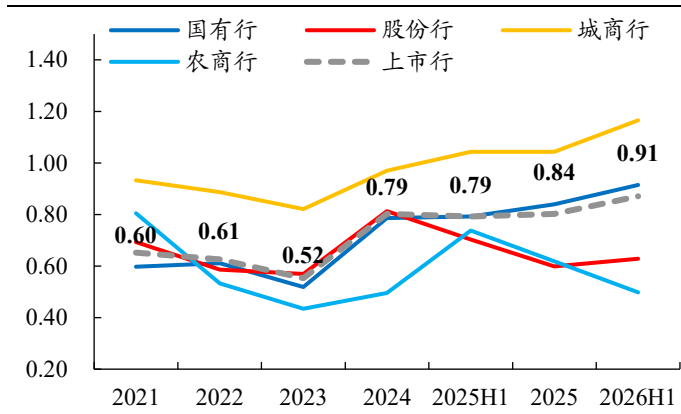
图8: 测算 2026H1 国股行“ Δ EVE/ 一级资本净额”普遍处于压力区间

银行名称	国内系统重要性银行分组	(AEVE) / 一级资本净额									
		2024 (披露值)	2025 (披露值)	2026H1 (测算值)	2026H1 (考虑注资)	较2025变化 (pct)	2025 (模型测算值)	2026H1 (模型测算值)	模型误差	利率冲击 下调影响	注资影响
工商银行	第四组	-14.71%	-14.41%	-15.88%	-15.52%	-1.11	-14.34%	-17.32%	-0.07%	1.52%	0.36%
建设银行	第四组	-14.73%	-14.56%	-15.24%	-15.24%	-0.68	-14.03%	-16.11%	-0.53%	1.40%	
农业银行	第四组	-14.31%	-14.90%	-17.40%	-16.52%	-1.62	-16.46%	-20.72%	1.56%	1.76%	0.87%
中国银行	第四组	-9.89%	-10.78%	-13.05%	-13.05%	-2.27	-9.42%	-12.80%	-1.36%	1.11%	
邮储银行	第二组	-11.27%	-14.27%	-14.72%	-14.72%	-0.46	-13.74%	-15.59%	-0.52%	1.39%	
交通银行	第三组	-9.11%	-9.29%	-9.18%	-9.18%	0.11	-10.36%	-11.23%	1.07%	0.97%	
招商银行	第三组	-11.16%	-12.77%	-13.14%	-13.14%	-0.38	-11.85%	-13.45%	-0.92%	1.23%	
兴业银行	第二组	-11.17%	-9.98%	-6.32%	-6.32%	3.66	-10.52%	-7.51%	0.54%	0.65%	
中信银行	第二组	-8.56%	-10.49%	-11.59%	-11.59%	-1.10	-6.85%	-8.74%	-3.65%	0.79%	
浦发银行	第二组	-8.73%	-6.34%	-6.99%	-6.99%	-0.65	-12.59%	-14.58%	6.25%	1.34%	
民生银行	第一组	-9.25%	-7.93%	-10.24%	-10.24%	-2.31	-13.62%	-17.56%	5.69%	1.63%	
光大银行	第一组	-9.73%	-10.82%	-6.55%	-6.55%	4.27	12.72%	-7.20%	-23.53%	0.65%	
平安银行	第一组	-6.76%	-5.41%	-8.83%	-8.83%	-3.42	-8.25%	-12.85%	2.83%	1.18%	
华夏银行	第一组	-6.47%	-8.47%	-11.43%	-11.43%	-2.95	-14.42%	-19.16%	5.94%	1.79%	
北京银行	第一组	-22.46%	-29.15%	-31.47%	-31.47%	-2.32	-16.51%	-20.75%	-12.64%	1.92%	
江苏银行	第一组	-41.29%	-47.77%	-60.11%	-60.11%	-12.34	-31.42%	-48.20%	-16.35%	4.44%	
上海银行	第一组	-31.69%	-27.27%	-33.94%	-33.94%	-6.67	-23.08%	-32.80%	-4.19%	3.05%	
宁波银行	第一组	-43.55%	-69.65%	-71.63%	-71.63%	-1.98	-41.51%	-47.93%	-28.15%	4.45%	
南京银行	第一组	-27.05%	-32.38%	-32.92%	-32.92%	-0.54	-18.97%	-21.48%	-13.41%	1.98%	

数据来源: 各银行三支柱信息披露报告、Wind、开源证券研究所

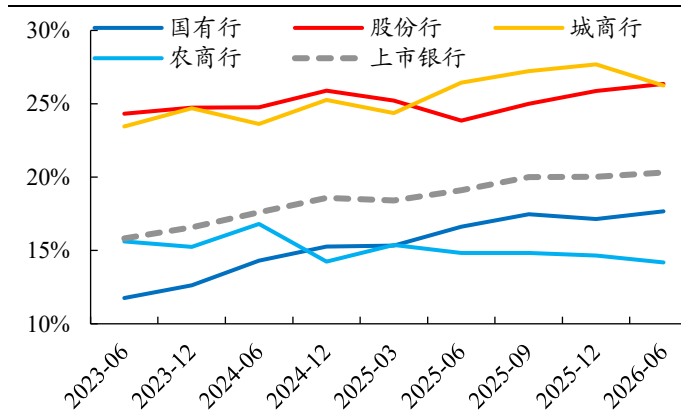
2026 年造成银行资负久期缺口扩大的原因, 更多在负债端, 即同业负债占比提高、存款稳定性下降等削弱了负债有效久期, 导致大行“缺长钱”, 无法支撑长期债券配置, 但我们认为这一现象在 Q4 大概率改善, 下文会详细展开。

图9: 测算 2026H1 国有行资负净久期缺口 0.91 (年)



数据来源: iFind、开源证券研究所

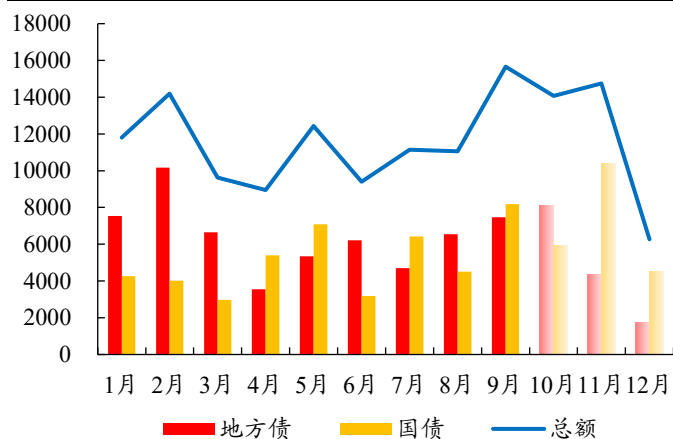
图10: 2026H1 上市银行同业负债占比提升至 17.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所 (同业负债含 NCD)

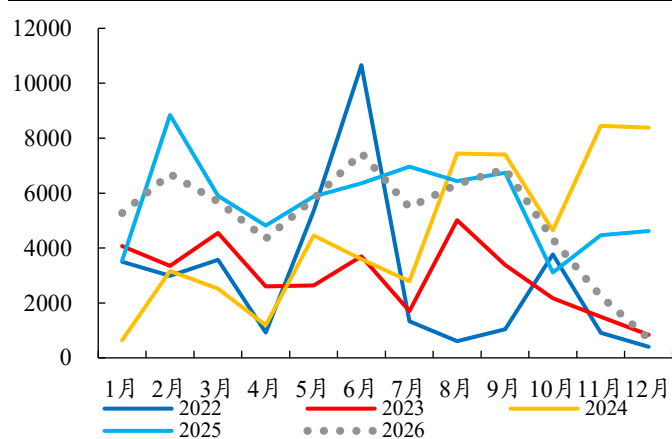
Δ EVE 指标空间: 年末虽余量偏紧, 但达标压力可控。测算 1% Δ EVE 指标空间, 静态对应六大行承接政府债 1.38 万亿元 (净新增 10Y 久期)。粗略估计, 假设大行承接政府发债的 50%, 那么 1% 的空间对应债券总体量为 2.76 万亿元。假设国有行指标普遍处于 13.5%~14.5% 区间, 这样看剩余待发行部分, 即使考虑到动用结存限额, 预计银行在 2026 年末指标达标压力并不很大。

图11: 2026 年政府债当月净融资规模 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 超长期 (>10Y) 政府债发行节奏预测 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

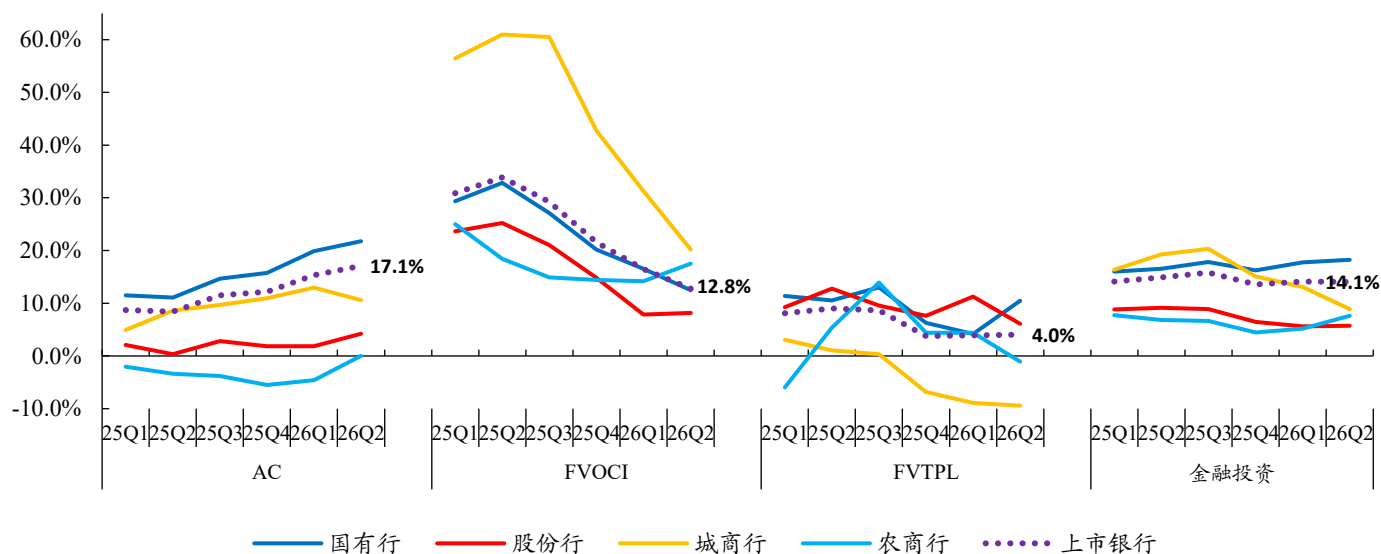
表2: 静态测算 1% ΔEVE 约对应六大行净新增政府债券 (10Y 久期) 规模 1.38 万亿元 (亿元)

银行名称	(ΔEVE) / 一级资本					对应新增地方债规模			
	一级资本	ΔEVE	2025 年末	每增加 1% 指标空间	对应 ΔEVE	30Y	20Y	15Y	10Y
工商银行	38188	(5503)	-14.41%	1.00%	(382)	1751	1979	2565	3488
建设银行	34133	(4968)	-14.56%	1.00%	(341)	1565	1769	2293	3118
农业银行	31310	(4665)	-14.90%	1.00%	(313)	1436	1623	2103	2860
中国银行	25768	(2779)	-10.78%	1.00%	(258)	1182	1335	1731	2354
邮储银行	11323	(1615)	-14.27%	1.00%	(113)	519	587	761	1034
交通银行	10803	(1004)	-9.29%	1.00%	(108)	495	560	726	987
合计						6949	7853	10178	13841

数据来源: 各银行第三支柱信息披露报告、Wind、开源证券研究所

因此,在前期银行已经较大规模卖出债券的背景下,既然指标压力可控,银行基于资产荒的展望,也不会寅吃卯粮,过度为了兑现业绩而卖债,尤其是在2026年利息收入普遍恢复增长的情况下。而是提前做明年的资产储备,若继续大举卖出,反而将面临资产缩表负担或回补债券后的息差管控难题。

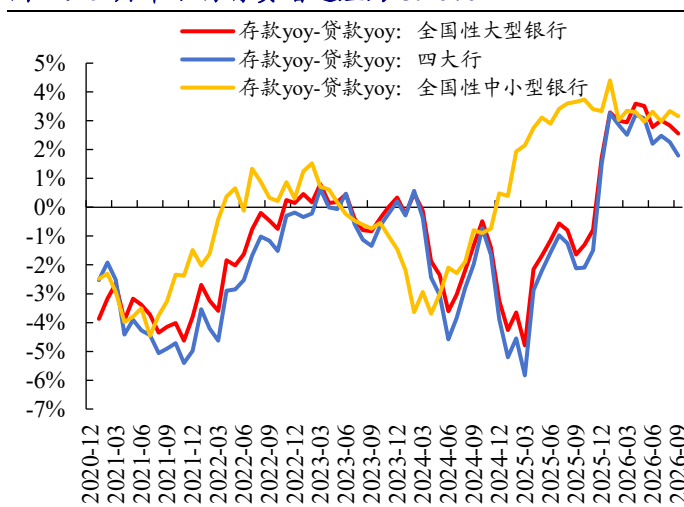
综上,我们认为2026年银行既无必要继续大量卖债,也缺乏大举买债打满久期额度的驱动。

图13：2026 年上市银行 AC 账户投资同比增速提高，FVOCI 账户增速回落较快，银行从交易浮盈转向确定票息


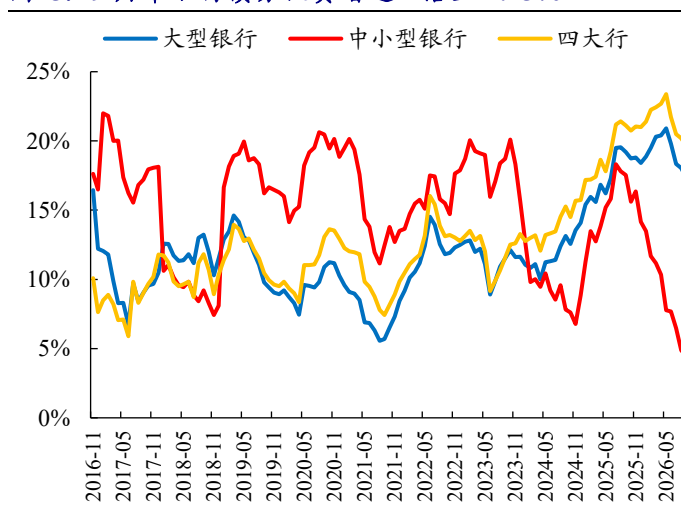
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、中小行配债：四重约束下买债趋势减弱，年末或存阶段补仓窗口

2026 年中小行的资产负债行为是在负债压力、监管约束、考核机制、盈利诉求多重因素影响下的结果。我们在报告《中小行配债走弱：成因与趋势判断》解析过中小行 2026 年资产端配债偏弱、增加流动性储备以及负债端压降同业资金、提价竞争存款行为背后的原因，其中负债流失压力和监管约束都是偏长期的影响因素，随着定价自律和高息存款进一步加强管控，这种“负利差”的行为较难持续，我们也认为中小行配债很难回到 2023-2024 年高增速的状态，资金条线的业绩贡献度或减弱。

图14：9 月中小行存贷增速差为 3.16%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：9 月中小行债券投资增速回落至 4.45%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16: 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

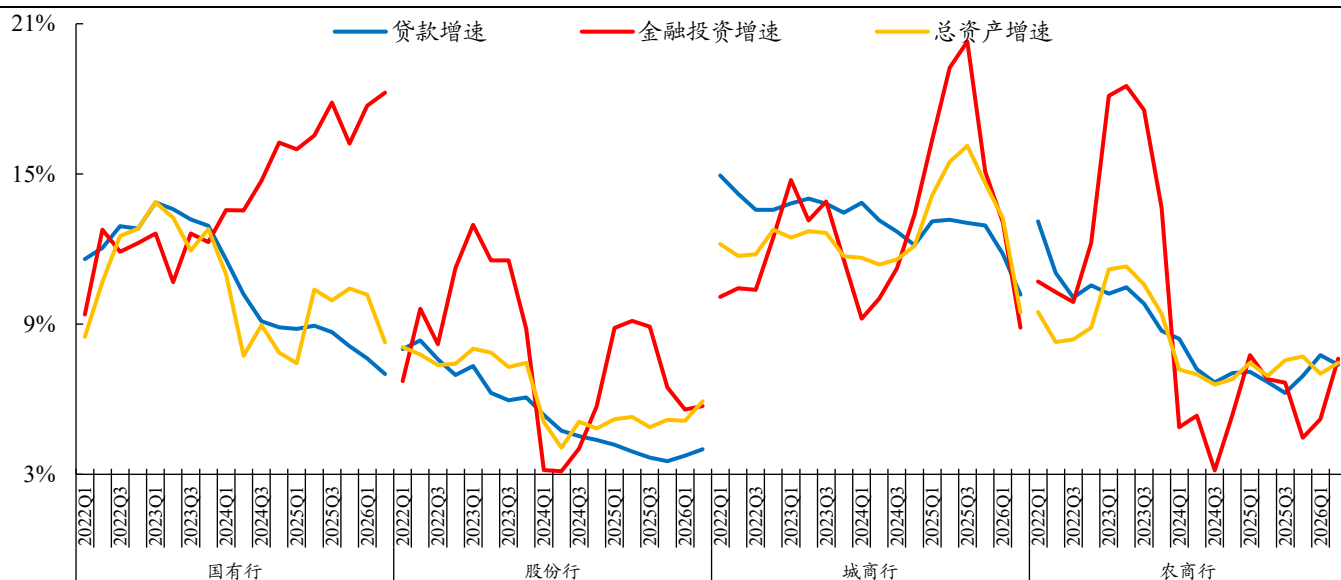
- 2025 年集中兑现后 FVOCI 浮盈垫已消耗，部分机构 FVOCI 转为累计浮亏，缓冲变薄
- 逢利率下行卖长债：兑现确定性利润
- 资金暂存 NCD/融出，等待更确定窗口

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

岁末阶段，部分中小行或迎来抢配债窗口，驱动来自两方面：一是自然回补诉求。前期中小行卖债力度较大，部分银行金融投资增速已回落至贷款增速以下；在兑现前期浮盈后，仓位存在补回需要。二是考核驱动。部分中小行金市条线考核以营收和创利为主，不排除年底填充额度、做大年末基数，以便明年核定更高的配置额度，实质是低利率环境下的“以量补价”。

图17: 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

2、负债端运行情况回顾与展望

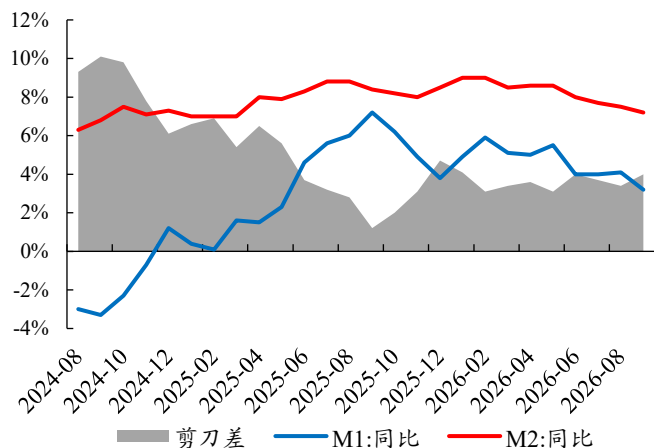
2.1、广义存款：总量增长稳定，非银存款增长放缓，中小行相对承压

9月广义存款总量维持平稳增长，结构分化与机构分层特征进一步凸显。货币供应量层面，M2同比增速小幅回落至7.2%，M1同比下降0.9个百分点至3.2%，M2-M1剪刀差提高至4.0%，存款活化程度有所减弱。

存款增量结构上，9月当月非银存款减少1.91万亿元，同比多减少8500亿元，非银存款增长节奏明显放缓，理财在9月末并未出现大规模回表，这更多受股市情绪波动、存款搬家降速、理财减配存款等影响。住户存款增长持续偏弱，居民预防性储蓄动能放缓；企业存款受信贷派生不足拖累同比少增，同时单位存款呈现明显的活期向定期迁移特征，反映企业盈利预期与资本开支意愿仍待修复。

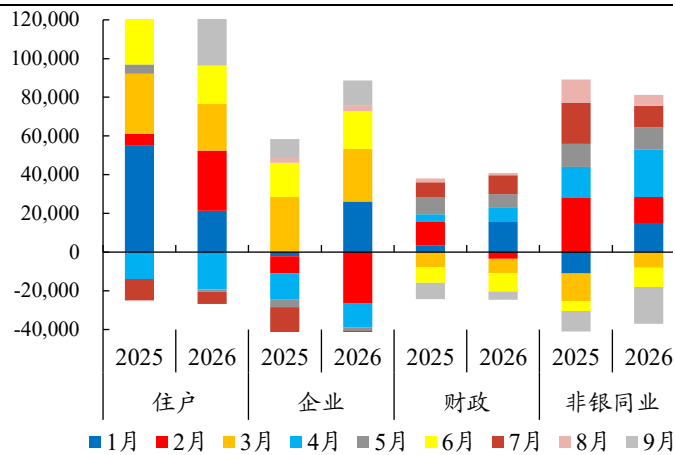
机构维度看，大型银行存款增长韧性显著强于中小银行，依托核心客户基础保持稳定增速；中小银行存款增长动能偏弱，部分机构转向提价竞争，或“开票揽存”。

图18：9月M1、M2增速下降，剪刀差提高至4.0%



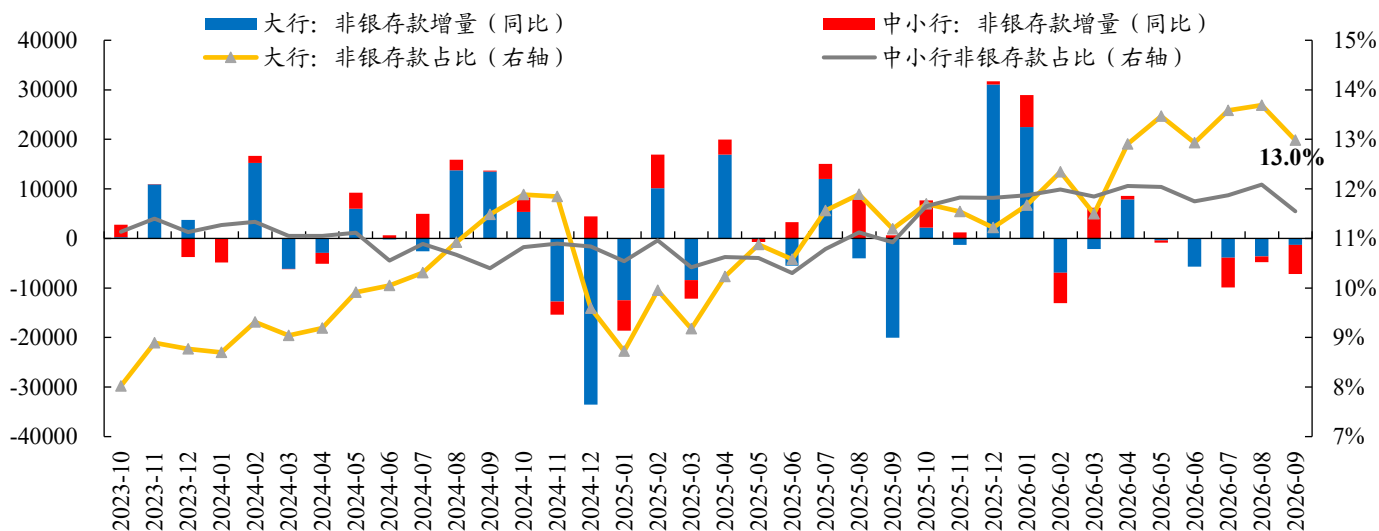
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2026Q3非银存款增长放缓（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

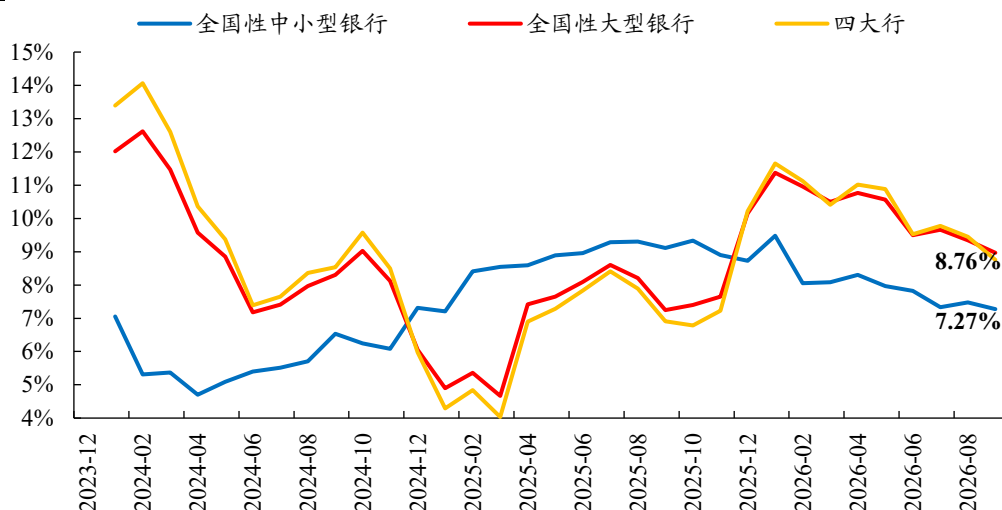
图20：2026年9月大行非银存款占比下降至13.0%，但仍处于较高水平（亿元）



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

图21: 2026 年以来大型银行存款增速持续高于中小行

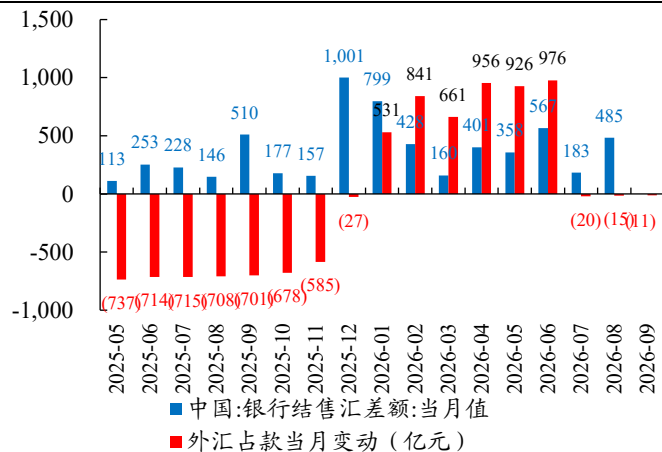


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、结汇动能边际减弱，沉淀活期存款力度下降

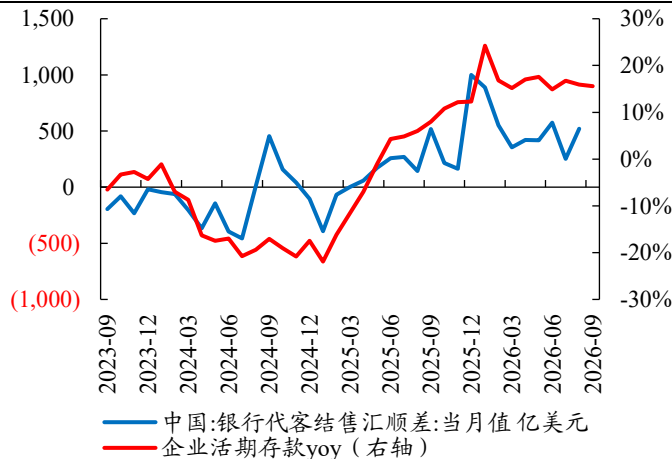
2026Q3 结汇动能边际减弱，外汇占款投放同步明显收窄并阶段性转负，结汇渠道的流动性投放效应显著收敛。同时企业活期存款增速随结汇节奏同步回落，银行体系低成本活期存款的沉淀支撑力度有所下降。

图22: 2026Q3 结汇差额与外汇占款同步下降 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 结售汇差额与企业活期存款增速较相关



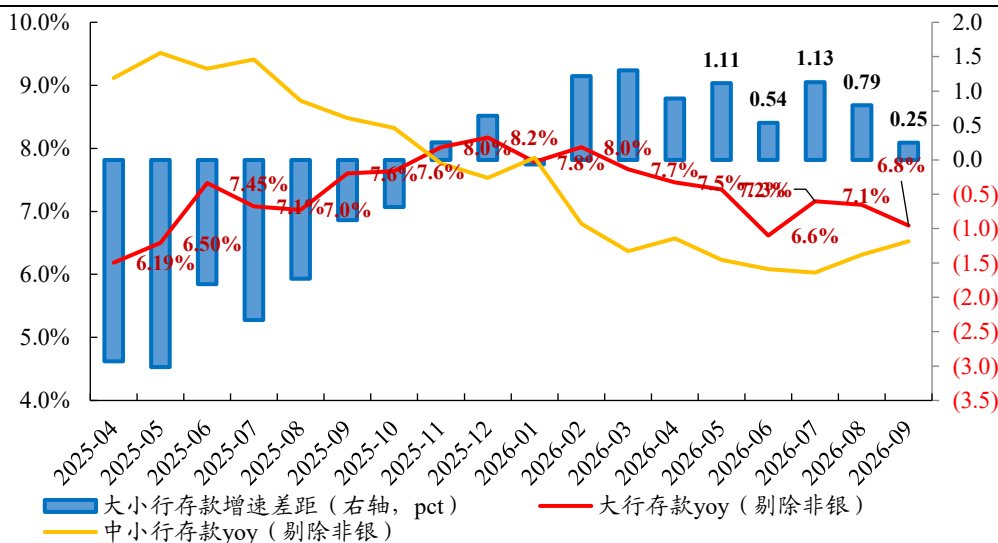
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、一般性存款增长放缓，主动负债发力，部分机构存款提价

2026 年前三季度银行体系一般性存款增长动能偏弱，核心存款稳定性不足，大小行分化持续。为对冲核心存款增长压力，行业呈现主动负债放量 + 局部存款提价的双重特征：一方面主动负债工具发力明显，2026 年上半年大额存单累计发行 19.4 万亿元，同比多增 3.1 万亿元，成为银行补充中长期稳定资金的重要支撑；另一方面负债端定价分化加剧，部分中小机构逆势上调各期限存款挂牌利率，5 年期等长期存款利率边际走升，反映出中小行在核心存款承压下，通过价格手段争抢稳定

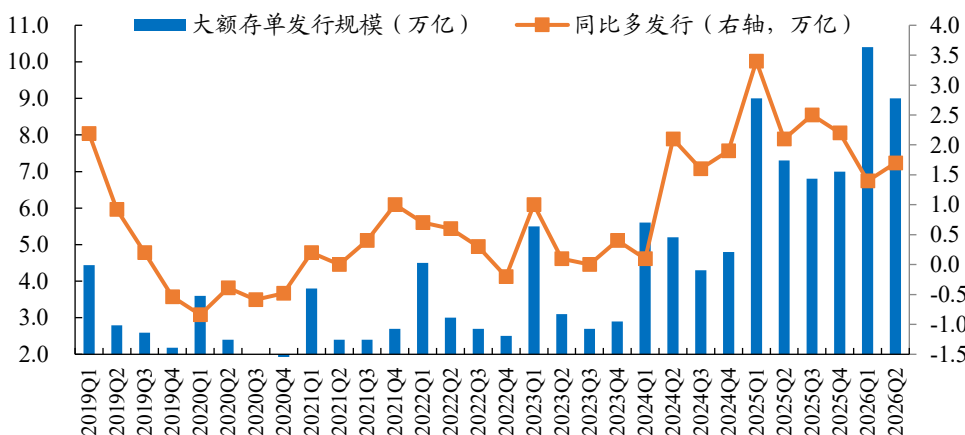
负债的揽存竞争升级，负债成本管控压力同步加大。

图24：2026年以来大行一般性存款增速下滑，Q3中小行存款竞争力有所恢复



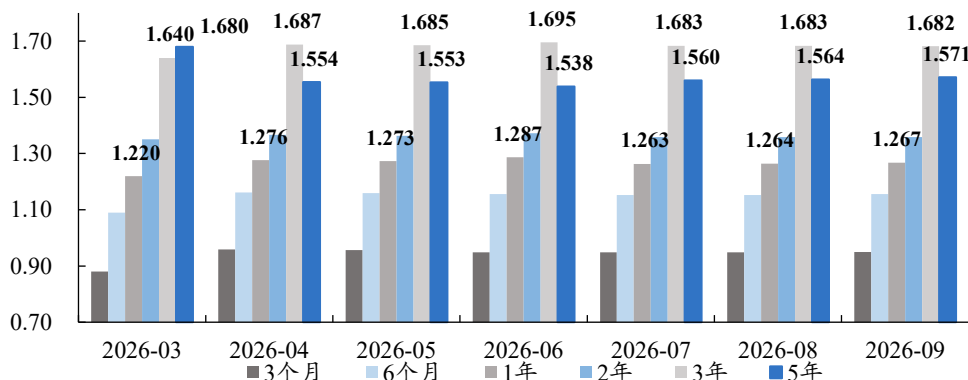
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2026H1 大额存单发行19.4万亿，较2025年同期多发3.1万亿（万亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：9月存款利率普遍上调，1Y、5Y存款分别较8月提高0.3、0.7BP（%）

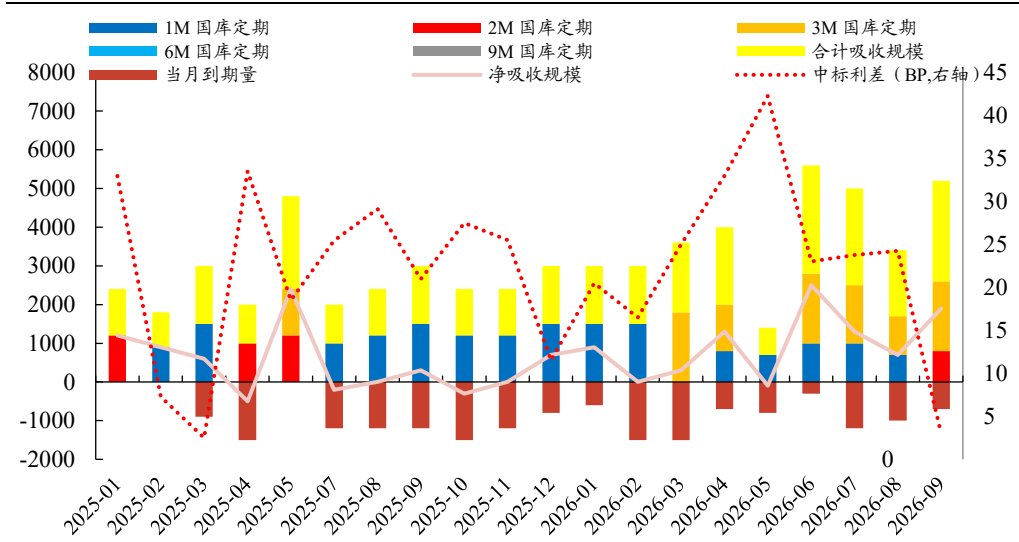


数据来源：融360、开源证券研究所

2.4、大行负债压力已有改善，中小行竞争存款行为不可持续

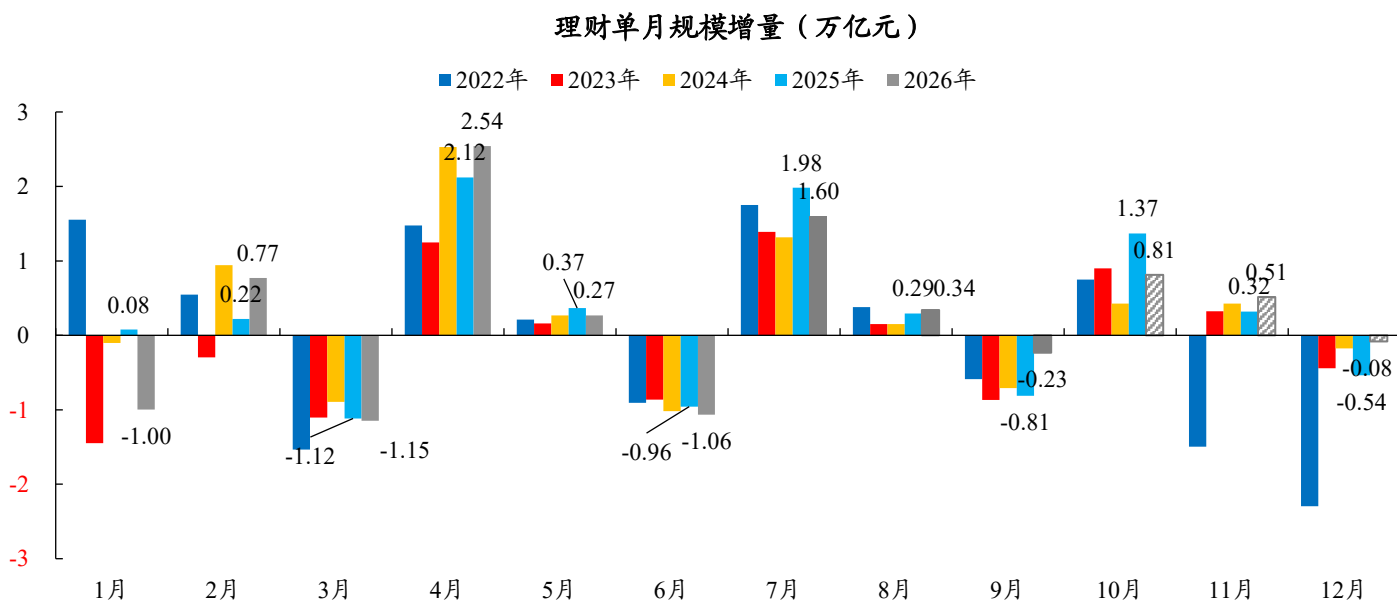
财政支出、非银回流、金融债发行以及央行呵护多重因素，已显著缓解大行“缺长钱”的现象。从国库定存的中标情况来看，9月最新一期 3M 定存中标价为 1.47%，较上一期大幅下降 20BP，侧面反映银行已经没那么缺钱，9 月理财回表体量较少也加以印证。Q4 是财政支出旺季，加之央行货币政策延续偏呵护取向，通过多种工具协同操作保持流动性合理充裕，我们对大行年末的负债形势保持乐观，负债久期问题也有望随核心存款恢复、金融债供给等修复，预计负债对资产配置策略的制约在年底并不很大。

图27：9月国库定存中标利率与 NCD 利差大幅下降，或反映负债压力缓解（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2026 年 9 月理财回表规模约 2300 亿元，显著低于历史同期（万亿元）



数据来源：普益标准、银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：2026 年 10~12 月为预测值，假设 yoy 分别为 8.0%、8.5%、10.0%）

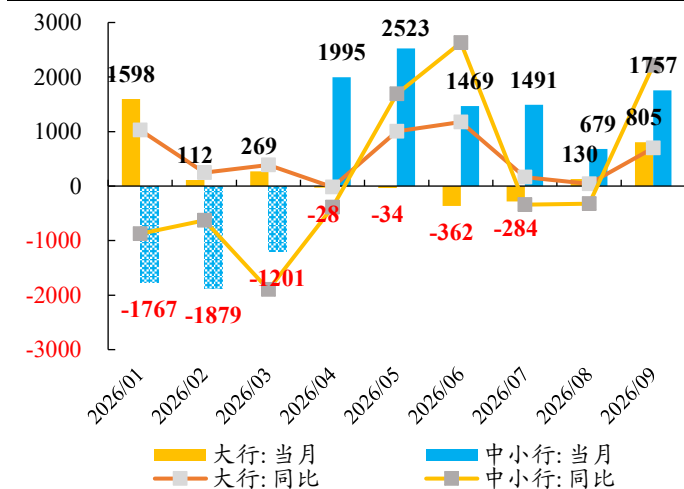
表3：2026 年六大行资本工具+TLAC 债已发行 1.59 万亿元，年内剩余额度 5397 亿元，发行进度较快（亿元）

银行简称	2026 年备案额度（发行规模，金监局）				2026 年备案额度（资本工具+TLAC，人行）			2026 年发行规模（截至 10.15）					剩余额度（金监局，截至 10.15）			剩余额度（人行）
	资本工具	TLAC 债	合计	有效期	新增额度	2026 到期规模	发行额度	资本工具	二级债	永续债	TLA C 债	合计	资本工具	TLA C 债	合计	资本债+TLAC 债
工商	7500	500	8000	28-02	4422	1300	5722	4350	3450	900	500	4850	3150	0	3150	872
建设	4500	2500	7000	28-03	2580	1000	3580	1900	1200	700	1100	3000	2600	1400	4000	580
农业	3000	2000	5000	28-08	4600	400	5000	1550	1350	200	1500	3050	1450	500	1950	1950
中国	4500	2000	6500	27-10	2645	1250	3895	1800	1000	800	800	2600	2700	1200	3900	1295
交通	2000	3000	5000	27-04	1385	715	2100	1200	800	400	500	1700	800	2500	3300	400
邮储	1900		1900	28-03	200	800	1000	700	400	300		700	1200		1200	300
六大行	23400	10000	33400		15832	5465	21297	11500	8200	3300	4400	15900	11900	5600	17500	5397
兴业	1500			27-12	300	300	600	1000	700	300			500			-400
平安	1000			27-10	100	300	400						1000			400
浙商	450			28-06	180	250	430	300		300			150			130
广发	350			27-10	0	0	0						350			0
招商	730			27-06	300	430	730	500		500			230			230
中信	1600			27-09	350	400	750	600		600			1000			150
光大	750			27-05	550	0	550	350		350			400			200
恒丰	230			27-09	110	80	190	110		110			120			80
兰州	50			27-06	-	0	-						50			
西安	110				0	0	0						110			0
承德	35			27-03	15	5	20	20		20			15			0
甘肃	100				50	0	50	50	50				50			0
赣州	45			27-09	5	10	15	15		15			30			0
桂林	50			28-03	22	28	50	50		50			0			0
泉州	20			27-11	3	7	10	10		10			10			0
汉口	50			28-06	0	30	30	30		30			20			0
北京	600			28-05	0	600	600	500		500			100			100
江苏	600			28-08	200	0	200						600			200
宁波	450			27-01	65	95	160	160		160			290			0
杭州	400			27-10	-	0	-						400			
长沙	120			27-10	-	20	-						120			
成都	110			27-05	64	0	64						110			64
重庆	40			27-12	0	0	0						40			0
青岛	60			28-02	0	60	60	60	20	40			0			0
齐鲁	65			27-01	25	65	90	50		50			15			40
厦门	90			27-08	0	35	35	60	45	15			30			-25
江西	110			28-07	40	40	80	40		40			70			40
宁波通商	20			27-12	5	15	20	20	5	15			0			0
徽商	150			27-11	-10	60	50	50	50	0			100			0
东莞	100			27-12	20	50	70	70	50	20			30			0
临商	25			28-06	5	20	25	25		25			0			0
河北	20			28-06	2	20	22	20		20			0			2
青农商	50			27-09	-	30	-						50			-
紫金	20			27-12	20	0	20						20			20
无锡	15			27-12	15	5	20						15			20
江南农商行	60			27-11	10	30	40	30		30			30			10
东莞农商行	60			28-03	10	0	10	10		10			50			0
张家界农商行	2			28-04	0.4	1.6	2	1	1				0.72			0.72
瑞丰	25			27-12	15	0	15	15	15				10			0
辛集农商行	5			27-12	4.5	0	4.5						5			4.5
星展	30			28-03	0	0	0	20	20				10			-20
浙江网商	40			27-05	0	15	15	15		15			25			0

数据来源：中国人民银行、国家金融监督管理总局、Wind、开源证券研究所

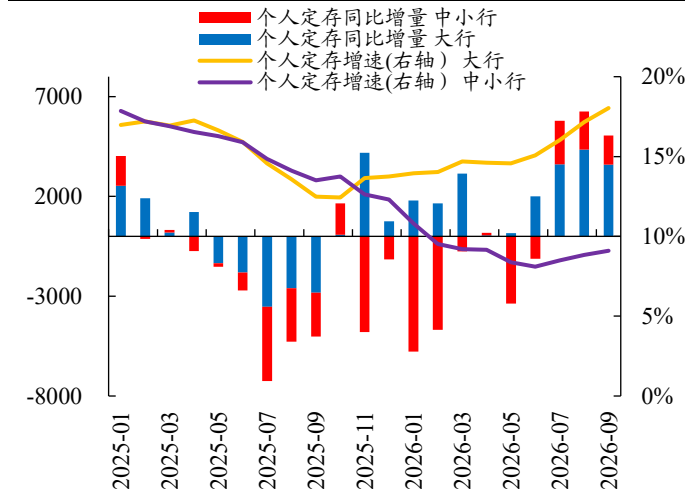
中小行 Q4 提价揽储动力或边际减弱，接下来我们讨论一下近期中小银行的存款竞争行为，本质上还是有被动缩表压力但主观上不愿流失存款客群，进入实际缩表状态的一种选择。但无论是“开票”揽对公保证金存款还是提价揽个人储蓄存款，我们认为都较难延续太久。主要基于以下几点理由：

图29：中小行 4-9 月单位保证金存款增长约 1 万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所（图示单位：亿元）

图30：2026Q3 中小行个人定存恢复同比多增（亿元）



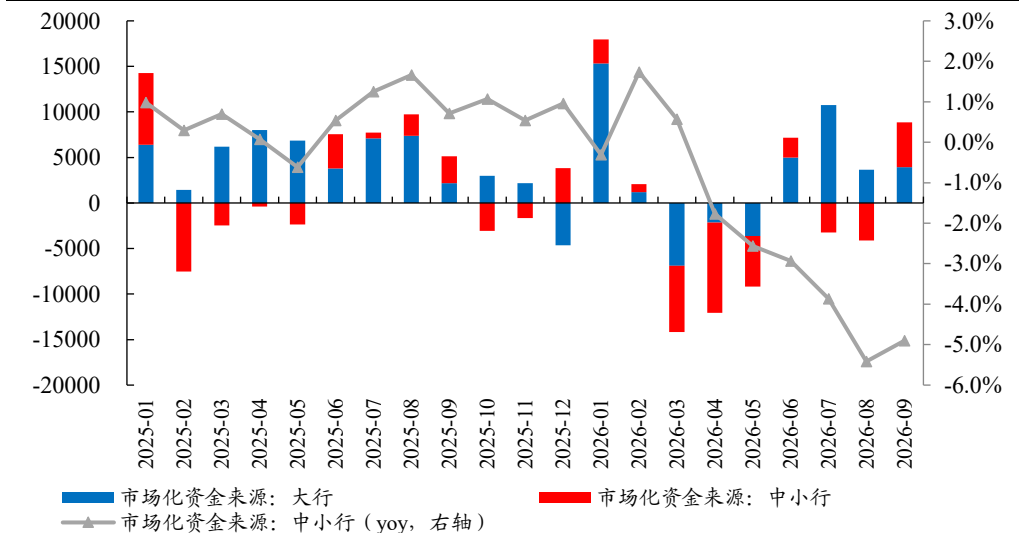
数据来源：Wind、开源证券研究所

(1) 资产端：大量额度用于流动性储备，揽储对应的“正利差”资产消失；

(2) 监管与定价自律，提价空间有上限，自律机制对高息揽储（尤其异地存款、互联网渠道、靠档计息）窗口指导趋严；

(3) 同业资金替代：市场化资金性价比回升。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。其中一项重要原因是成本优化，将资源向存款客群倾斜，随着市场流动性转松，同业融资性价比提高，对高息揽储的依赖进一步下降；

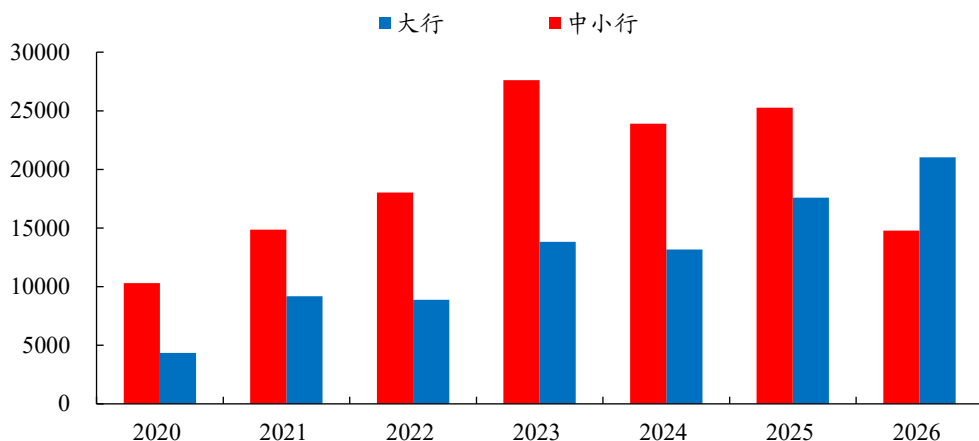
图31：2026 年 9 月中小行市场化资金来源在持续收缩后略有恢复（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（市场化资金包括金融债、卖出回购、向央行借款及其他同业）

(4) 季节性节奏：Q4 控成本蓄客，利率竞争或集中在 Q1 开门红。中小行高息揽储的传统主战场在 2027 年 1 月开门红——Q1 是全年信贷投放最集中的窗口，银行需要提前做厚存款基数以支撑全年资产负债匹配，同时恰逢居民年终奖到账、理财到期回流的零售存款供给窗口期，各家行会真正出手竞争挂牌利率和产品定价。反观 Q4，年末时点考核更多靠短期产品临时冲量和理财回表来维护，而非永久性抬高挂牌利率拉存；Q4 提前把价格打满，既会透支开门红的定价筹码，又会在贷款投放尚未启动时就锁定全年负债成本，反而拖累全年息差表现。

图32：2026 年 1-2 月大行个人定存增长反超小行（亿元）

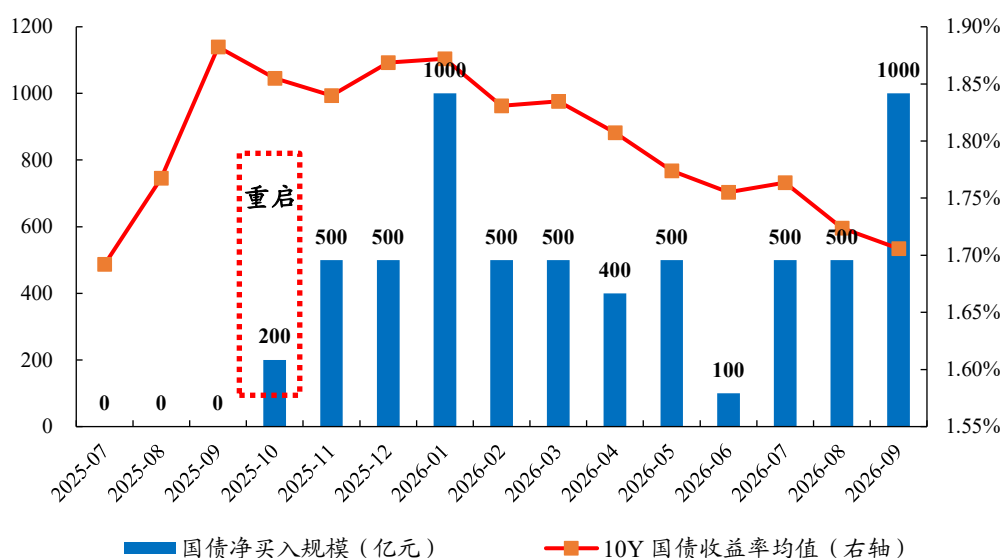


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、资金面与同业存单：央行呵护下 NCD 利率延续下行

央行态度是近期资金面偏松的核心驱动，一是公开市场操作体现出偏呵护的思路，隔夜 OMO 加大操作频次，9 月公开市场买债恢复至 1000 亿元、MLF 净投放 2000 亿元，10 月 8 日与 10 月 15 日分别对 3MMDS 和 6MMDS 加量续作 2000 亿元，DR001 近期也持续运行在 1.30% 以下。

图33：央行 9 月国债买入规模超预期，可作为其态度的侧面参考（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：10月央行延续偏积极投放的公开市场操作思路（亿元）

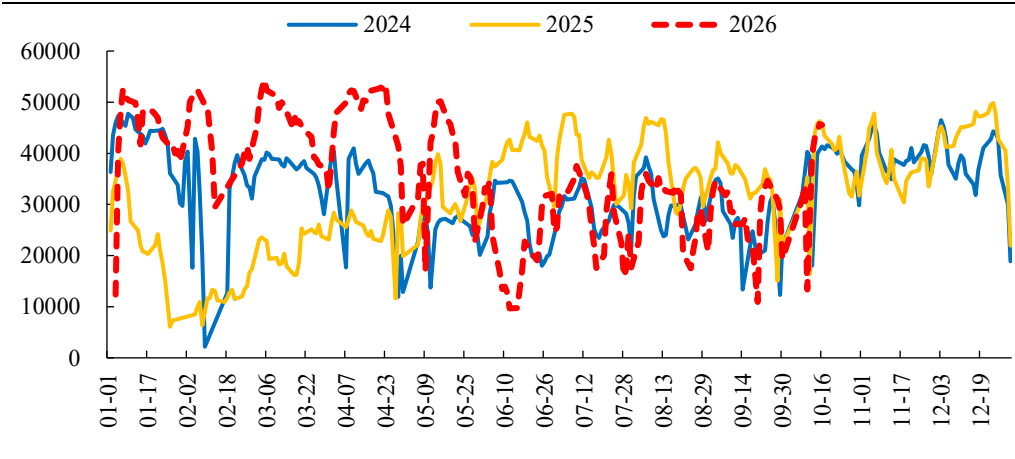
(亿元)	MLF			PSL	OMO					买断式逆回购				国债净买入	国库现金
	投放	到期	净投放	净投放	7D投放	14D投放	7D到期	14D到期	净投放	3M	6M	到期	净投放		
	规模	规模			规模	规模	规模	规模		投放	投放				
2025-01	2000	9950	-7950	0	16828	26265	23360	0	19733	12000	5000	0	17000	0	1200
2025-02	3000	5000	-2000	-1000	53858	0	37266	26265	-9673	9000	5000	8000	6000	0	900
2025-03	4500	3870	630	-2000	41478	0	45100	0	-3622	5000	3000	7000	1000	0	1500
2025-04	6000	1000	5000	0	39227	0	36019	0	3208	7000	5000	17000	-5000	0	1000
2025-05	5000	1250	3750	-2700	38707	0	38859	0	-152	4000	3000	9000	-2000	0	2400
2025-06	3000	1820	1180	0	51084	0	45725	0	5359	10000	4000	12000	2000	0	0
2025-07	4000	3000	1000	0	56667	0	54787	0	1880	8000	6000	12000	2000	0	1000
2025-08	6000	3000	3000	0	63146	0	63680	0	-534	7000	5000	9000	3000	0	1200
2025-09	6000	3000	3000	0	64396	9000	69494	0	3902	10000	6000	13000	3000	0	1500
2025-10	9000	7000	2000	0	47453	0	44406	9000	-5953	11000	6000	13000	4000	200	1200
2025-11	10000	9000	1000	0	48056	0	53618	0	-5562	7000	8000	10000	5000	500	2000
2025-12	4000	3000	1000	0	35361	2000	34542	0	2819	10000	6000	14000	2000	500	2100
2026-01	9000	2000	7000	0	40327	0	38649	2000	-322	11000	9000	17000	3000	1000	1500
2026-02	6000	3000	3000	0	28989	14000	30194	14000	-1205	8000	10000	12000	6000	500	1500
2026-03	5000	4500	500	0	13566	0	22469	0	-8903	8000	5000	16000	-3000	500	2500
2026-04	4000	6000	-2000	0	4396	0	7712	0	-3316	8000	5000	17000	-4000	400	2000
2026-05	6000	5000	1000	0	12699	0	7801	0	4898	3000	3000	16000	-10000	500	1000
2026-06	5000	3000	2000	0	53735	0	47909	0	5826	5000	6000	14000	-3000	100	2800
2026-07	5000	4000	1000	0	47395	0	49890	0	-2495	10000	14000	17000	7000	500	2500
2026-08	5000	6000	-1000	0	13230	0	18115	0	-4885	5000	10000	13000	2000	500	1700
2026-09	8000	6000	2000	0	12698	4000	17423	0	-725	5000	5000	10000	0	1000	2500
2026-10	0	0	0	0	2780	0	2830	4000	-4050	12000	7000	15000	4000	0	0

数据来源：Wind、开源证券研究所（统计截至 2026.10.16）

央行偏呵护的原因我们认为可能有维护金融稳定以及根据汇率情况相机抉择的考虑，当前为稳定经济增长及资本市场预期，我们认为政策思路大概率延续，10月税期走款、政府债发行以及银行主动负债到期等压力时点，央行也会削峰填谷进行平滑，不会形成收紧预期。

更重要的是，央行态度稳定，能弱化大行司库的心理防御预期，在冗余头寸累积后更敢出钱。结合前文提及大行负债压力缓解，也会对资金面形成有利支撑。

图35：10月大行资金金融出明显恢复（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

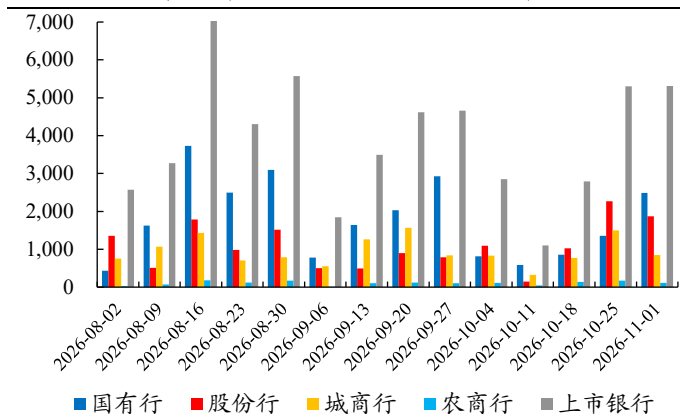
同业存单：判断 Q4 净融资转负、发行期限收缩、利率有望继续下行至 1.40% 左右，或放大金市考核利差，催化银行抢配债券。从司库负债策略的选择来看，在缺口和指标压力不大的情况下，成本管控将逐渐回归重点。对于大型银行来说，前期急迫补充负债“确定性”和修复久期缺口的诉求正被解决。

（1）流动性风险指标对 2026 年大型银行资产负债安排影响不大，主要是中长贷表现乏力，指标消耗不快。目前大行 LCR、NSFR 均保持足够冗余空间且波动不大。

（2）中长期资金缺口，随财政支出带来的存款派生，以及前期金融债供给有效补充。

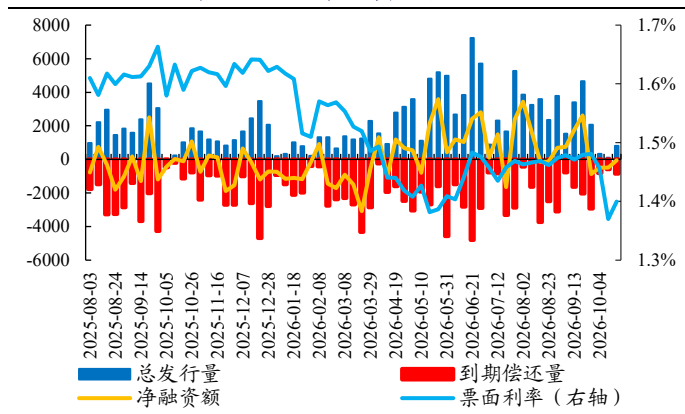
（3）到期续发压力整体可控，尤其中长期供给温和。部分银行全年 NCD 备案额度使用率已达 90% 以上，发行以到期滚续为主，10 月中下旬 NCD 到期量虽边际抬升，但国有行中长期限（9M、1Y）续发压力整体平稳，并未出现集中到期高峰。

图36：10 月中下旬 NCD 到期压力边际提升（亿元）



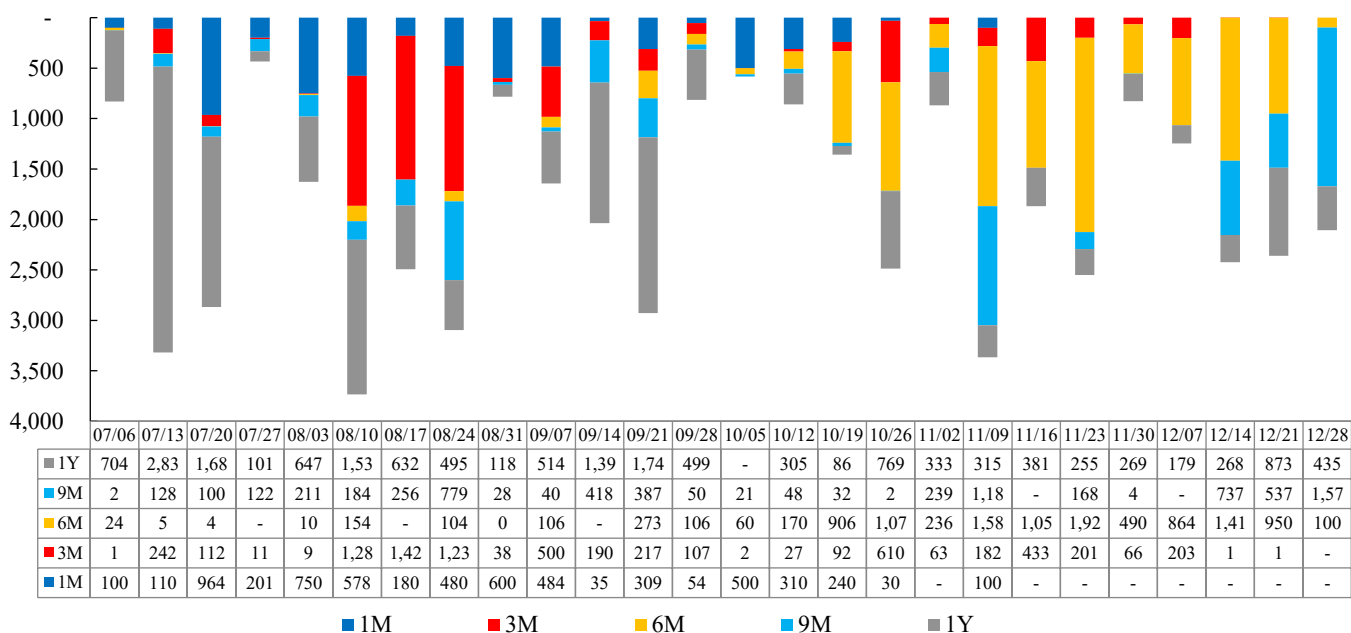
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：10 月国有行 NCD 净融资转负（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：2026Q4 国有行中长期限（9M、1Y）同业存单到期续发压力平稳（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2026.10.16）

(4) 成本管控角度需要司库做前瞻性更灵活的安排，资产负债给予同业专营部门发行 NCD 的预算价格 (FTP) 大概率随资金面宽松而向下调价，在银行资金来源充分且成本展望乐观时，不宜将 NCD 与 MLF 比价。前期资金面偏紧时，司库常以 MLF 利率作为 NCD 发行的价格锚——因为 MLF 是银行间中长期资金的政策底，NCD 发行利率若明显低于 MLF 则被视为“划算”。但在当前资金面合理充裕、买断式逆回购连续加量续作的背景下，NCD 二级市场利率已低于 MLF 利率，若 FTP 预算仍锚定 MLF，等于在市场价格之下主动抬价发行，徒增负债成本。司库更合理的做法是：以 DR007 或同期限 NCD 二级市场收益率为基准，加点确定发行价，把“是否发、发多少、发多久”的决策权交给市场价格，而非政策利率锚。我们认为即使 MLF 实际中标利率不做调整，NCD 也有继续下行的动力。

4、定价策略，关注 2027 年 DR 贷款推进与高息存款整改

OMO 政策利率完成从 7 天逆回购向隔夜中心的换锚后，利率市场化定价的“最后一公里”有望加速打通——DR 贷款可能在 2027 年逐步推广，贷款端定价基准从 LPR 进一步向市场化短端利率切换，贷款利率跟随市场利率下行的弹性加大，银行资产端收益率承压，净息差压力边际加重。与此同时，负债端的高息整改仍有深化空间：当前部分存款品类尚不在自律机制严格约束范围内，或约束力度不足，典型如保险协议存款、部分结构性存款（假结构、真高息）、同业定期存款等，后续存在被纳入自律加强、压降利率的可能。

针对目前市面上不在自律范围或并未完全约束的高息存款类型，仍存在纳入自律加强的可能，比如保险协议存款、结构性存款、同业定期存款等。高息存款的到期及收紧，可能进一步加重其持有者（理财、保险等）的资产荒，进而转向债券、债基等投资。

表4：7 月起 DR 挂钩贷款在各省陆续有试点，但基本以短期限贷款为主，总量较小

发放时间	银行主体	贷款类型	规模 (万元)	定价模式	企业性质	资金用途
7 月 20 日	工商银行海南省分行	对公	7670	区间浮动 DR	区间浮动	外资企业
7 月 20 日	招商银行海口分行	对公	800	DR001	浮动	省属国企
7 月 20 日	浦发银行海口分行	对公	700	DR001	固定	央企
7 月 21 日	招商银行武汉分行	对公	2000	前 3 个月 DR001 均值+87BP， 每 3 个月重定价	浮动	民营科技企业
7 月 29 日	工商银行上海张江支行	对公	990	DR001	浮动	科技企业
7 月 29 日	上海银行	对公	5000	DR001	浮动	国内化学制品制造行业龙头
7 月 30 日	浦发银行横琴分行	对公	500	DR001，3 个月重定价	浮动	民营科技企业
7 月 30 日	农业银行东莞分行	对公	450	DR001	固定	国家级高新技术企业
7 月 30 日	农业银行佛山分行	对公	500	DR001	浮动	外资企业
7 月 31 日	工商银行北京分行	对公	-	DR001	浮动	中小型科技企业
8 月 2 日	中国银行上海市分行	对公	500	DR001	按日浮动	民营企业
8 月 3 日	招商银行泉州分行	对公	500	定价日前 3 个月的 DR001 均值， 每 3 个月重定价	浮动	民营企业
8 月 3 日	民生银行	对公	1000	DR001	浮动	上海自贸区内工业气体供应商
8 月 4 日	建设银行海南省分行	对公	1000	DR001	浮动	央企
8 月 4 日	上海银行苏州分行	对公	1000	DR001	浮动	科技企业
8 月 4 日	招商银行兰州分行	对公	500	DR001	浮动	科技型中小企业

8月4日	成都银行	对公	700	DR001	浮动	-	流贷
8月4日	兴业银行福州分行	对公	-	DR001	浮动	-	-
8月4日	招商银行南阳分行	对公	200	DR001	浮动	电气制造业企业	流贷
8月5日	中国银行河北分行	对公	100	前3个月DR001均值 +164.32BP，每3个月重定价	浮动	科技型民营企业	-
8月6日	工商银行深圳分行	对公	5000	DR001	浮动	民营战略性新兴产业企业	-
8月6日	工商银行云南省分行	对公	500	DR001	浮动	高新技术制药企业	流贷
8月7日	工商银行、农业银行、浦发银行	对公	6800	选取1个月、3个月DR001 平均值作为定价基准，重定价周期涵盖1个月、3个月、6个月	浮动/固定	省属大型国企、上市企业产业链配套企业、地方优质民企	-
8月7日	潍坊银行	对公	305	DR001，3个月重定价	浮动	民营科技型企业（潍坊本地）	流贷
8月11日	邮储银行山西省分行	对公	-	DR001		山西省能源行业民营企业	流贷
8月11日	富滇银行	对公	560	DR001 三个月均值为定价基准，期限1年、按3个月周期重定价	浮动	涉农经营主体	普惠涉农经营周转
8月28日	工商银行昌吉分行	对公	200	DR001		农业产业化龙头企业	流贷

资料来源：人民网、中国新闻网、开源证券研究所

表5：受益标的一览

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收同比增长(%)			归母净利润同比增长(%)			EPS(摊薄, 元)			评级
		2026-10-19	2026E		2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
601398.SH	工商银行	0.77	0.74	8.63	2.00	5.37	5.40	0.74	2.56	4.24	1.03	1.06	1.11	未评级
601939.SH	建设银行	0.84	0.82	9.52	1.88	8.49	6.36	0.99	3.94	4.40	1.30	1.35	1.41	未评级
601288.SH	农业银行	0.91	0.85	5.07	2.08	10.48	7.15	3.18	3.18	6.88	0.83	0.86	0.92	未评级
600926.SH	杭州银行	0.87	0.84	17.74	1.09	7.26	7.63	12.05	9.72	10.98	2.63	2.87	3.19	未评级
601838.SH	成都银行	0.90	0.81	14.98	2.70	8.75	6.62	3.31	4.65	6.26	3.13	3.28	3.49	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、未评级标的均采用 Wind 一致预期；2、ROE 为 2026 年 H1 年化口径；3、上述盈利预测及估值数据的基准日均为 2026-10-20。）

5、风险提示

政策落地不及预期：财政发力及央行流动性呵护等政策若节奏偏慢或力度不足，将延缓负债成本改善与资金面宽松的持续性；

银行净息差收窄超预期：贷款“以价换量”超预期、存款定期化延续或高息负债续作刚性，可能使资产端收益下行快于负债端成本压降，净息差收窄幅度超出预期。

利率大幅波动冲击投资收益：政府债供给放量、通胀预期回升或海外政策转向触发利率快速上行，可能放大银行债券组合估值损失等。

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