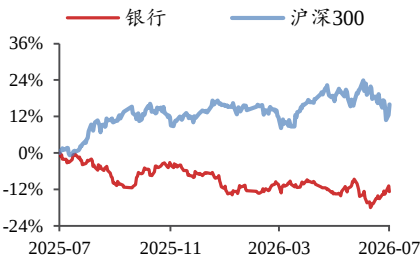


银行

2026 年 07 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

- 《银行投资基金动向与机构营销指南（2026 年版）——行业深度报告》-2026.7.17
- 《信贷切换延续，信贷需求仍待改善——6 月金融数据点评》-2026.7.16
- 《核心存款压力开始向大行传导——6 月央行信贷收支表解读》-2026.7.16

大行负债压力来源与资产决策扰动

——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

● 多重约束下当前非长债配置最佳窗口，但全年银行买债逻辑未变

6 月大行负债压力为结构性、阶段性矛盾，不改变“贷款偏弱→银行买债扩表”的全年总量逻辑，但受负债成本阶段上行、FTP 调整延后影响，当前并非长债配置最优窗口，或需等待多维度信号共振后再择机加仓。

● 大行负债端压力的来源：派生减弱+小行竞争转移+存款偏离指标承压

1、核心流动性抽水：（1）非税财政存款新政导致约 4100 亿元超储从大行体系上收国库；（2）中小行通过“存单质押开票—贴现—保证金回存”无风险套利模式，4-6 月月均新增保证金存款约 2000 亿元，持续转移大行一般存款；（3）政府债发行后置，6 月末专项债发行进度仅 47%、超长期特别国债仅 44%，财政派生存款不足，直接冲击大行对公存款来源。

2、主动负债能力走弱：结构性存款实际收益与普通存款利差收窄至 0.5pct 以内，7 月样本大行最高收益达标率仅 5%，黄金挂钩类产品连续 3 个月达标率低于 10%，5-6 月全行业结构性存款合计减少 7450 亿元，产品吸引力大幅下降。

3、短期存款补日均缺口的扰动：6 月末存款“冲时点”导致存款偏离度压力抬升，7 月大行存在补日均缺口需求，部分银行重启 5 年期大额存单；1Y 国股 NCD 利率受 1.5%发行 FTP 上限约束，呈“上有顶、下有底”的区间震荡格局。

● 资产端配债影响：总量逻辑不变，结构与节奏调整

1、总量逻辑：有效信贷需求不足，买债扩表方向未变。6M 国股银票转贴现利率仅 1.2%，Q2-Q4 上市银行贷款到期规模同比多增 5.4 万亿元（国有行多增 4.1 万亿元），贷款对资产的承接能力有限；2026H1 商业银行增持利率债 6.2 万亿元，同比多增 2.1 万亿元，6 月负债压力最大阶段银行也未出现大幅卖债行为；大类资产比价显示 30Y 国债综合收益率达 2.13%，仍显著优于多数信贷资产。

2、结构约束：长债配置空间阶段性受限。负债稳定性下降导致银行预防性增配短期限 NCD 等流动性资产，叠加 LCR、IRRBB（非银存款视同隔夜负债恶化久期缺口）监管硬约束，长债配置空间被挤压。我们测算 3000 亿特别国债注资可为工行、农行合计释放约 2000 亿元 30Y 利率债承接空间。

3、节奏判断：FTP 调整延后，当前尚非最优窗口。6 月资金面紧平衡导致 NCD 利率从 1.35%反弹至 1.45%，司库对负债成本下行判断转向谨慎，长债 FTP 暂时维持高位，扣减考核成本后长债利差不足；政金债所得税免税政策暂保留以避免资产端收缩过快，配债窗口打开需等待两大信号：（1）7 月补日均阶段结束后大行负债稳定性恢复；（2）央行通过降准/加大 OMO 投放引导资金利率中枢回落。

● 下阶段关注：央行态度、信贷强度与发债节奏、负债结构

央行态度：资金面和监管导向可能影响负债成本趋势；信贷强度与发债节奏：资产荒延续性决定配债需求释放力度；大行负债稳定性修复的微观信号，包括融出规模、NCD 量价、主动负债型存款策略等。

● 风险提示：宏观经济下行，监管政策趋严，债市利率大幅波动。

目 录

1、 负债端：从“降成本”到“补日均”的边际扰动	4
1.1、 大行近期负债压力显化的几层原因	4
1.2、 结构性存款收益表现不佳，主动负债渠道吸引力下降	9
1.3、 存款偏离问题或加重，7月或有补日均缺口需求	11
1.4、 同业负债策略仍处观望期，NCD 利率阶段性震荡	12
2、 资产端：受负债扰动流动性储备需求增加，长债空间受限	12
2.1、 总量层面，贷款偏弱下的买债扩表逻辑不变	12
2.2、 结构层面，流动性储备需求增加，主动配置盘长债空间阶段受限	15
2.3、 节奏层面，FTP 下调延后，税前考核或未变，最佳窗口仍需等待	17
3、 下阶段关注：央行态度、信贷强度与发债节奏、负债结构	18
3.1、 央行态度：资金面和监管导向可能影响负债成本趋势	18
3.2、 信贷强度与发债节奏：资产荒延续性决定配债需求释放力度	19
3.3、 大行负债稳定性修复的微观信号	19
4、 投资建议：沿基本面改善主线布局	20
5、 风险提示	20

图表目录

图 1： 6 月大行一般性存款增速相较中小行出现更快下降（%，pct）	4
图 2： 6-7 月中小行对外融出规模转正，或指示其负债压力缓和（亿元）	4
图 3： 我们测算 6 月银行体系超储率 1.29%，较 5 月提高 0.4 pct（%）	5
图 4： 我们测算 6 月银行体系新增超储大多分布在中小行（亿元）	5
图 5： 6 月大行冗余存款规模低于季节性（亿元）	6
图 6： 6 月中小行冗余存款规模高于季节性（亿元）	6
图 7： 6 月大行揽储优势边际回落，同业资产随之下降（亿元）	6
图 8： 6 月央行政府存款与存款类金融机构财政性存款变动差额大幅转负（亿元）	7
图 9： 中小行单位保证金存款 4-6 月连续实现高增（亿元）	7
图 10： 票据套利“存-质-开-贴-再存”五步循环示意图	8
图 11： 2026H1 国债累计净融资额落后于上年（亿元）	8
图 12： 2026H1 地方债累计净融资额落后于上年（亿元）	8
图 13： 截至 6 月末，新增一般债发行进度为 48%	9
图 14： 截至 6 月末，新增专项债发行进度为 47%	9
图 15： 2026 年 5-6 月结构性存款增量明显回落，或受收益表现影响（亿元）	9
图 16： 某国有行结构性存款产品，7 月最高收益达标率下降至 5.0%	10
图 17： 某大行挂钩黄金类结构性存款收益率中位数，连续数月仅为 0.60%（%）	11
图 18： 2025 年以来大行非银存款占比震荡抬升，削弱负债整体稳定性	11
图 19： 2026 年 6 月开始国有行 9M/1Y NCD 供给明显增加（当周，亿元）	12
图 20： 进入 7 月，6M 国股银票转贴利率仍保持偏低运行（%，pct）	13
图 21： 2026 年后三季度上市银行贷款到期规模同比多出约 5.4 万亿元（亿元）	13
图 22： 国有行剩余期限 5Y 以上贷款占比较高（2025 年）	14
图 23： 上市银行贷款平均剩余期限降至 2.68（年）	14
图 24： 负债不稳定→资产端被动增配短资产储备传导逻辑	15

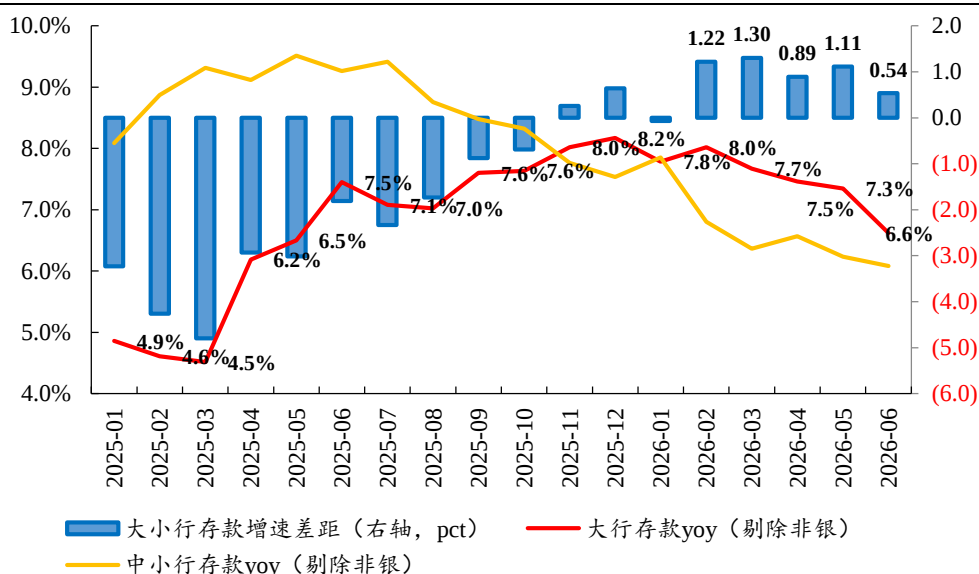
图 25: 6 月中小行增加 15-20Y 债券买入 (亿元)	16
图 26: 债券配置 FTP 调整示意图, 6 月资金紧平衡使调整窗口期延后	18
图 27: 目前大型银行融出仍处于偏低水平 (亿元)	19
表 1: 商业银行大类资产比价表: 利率债仍具有比价优势 (截至 07.20)	14
表 2: 2026 年以来大型银行持续增加同业存单买入 (亿元)	15
表 3: 到期定存转化为非银存款对 LCR 影响静态测算	16
表 4: 10%到期定存转化为非银存款 (约 6500 亿元) 时, 大行需增持 1200 亿元左右国债维持 LCR 不变 (亿元)	17
表 5: 到期定存非银化, 使得银行维持 LCR 不变的增持国债规模敏感性测算 (亿元)	17
表 6: 注资 3000 亿或为两家大行提供 30Y 债券承接空间约 2000 亿元 (亿元)	17
表 7: 受益标的一览	20

1、负债端：从“降成本”到“补日均”的边际扰动

1.1、大行近期负债压力显化的几层原因

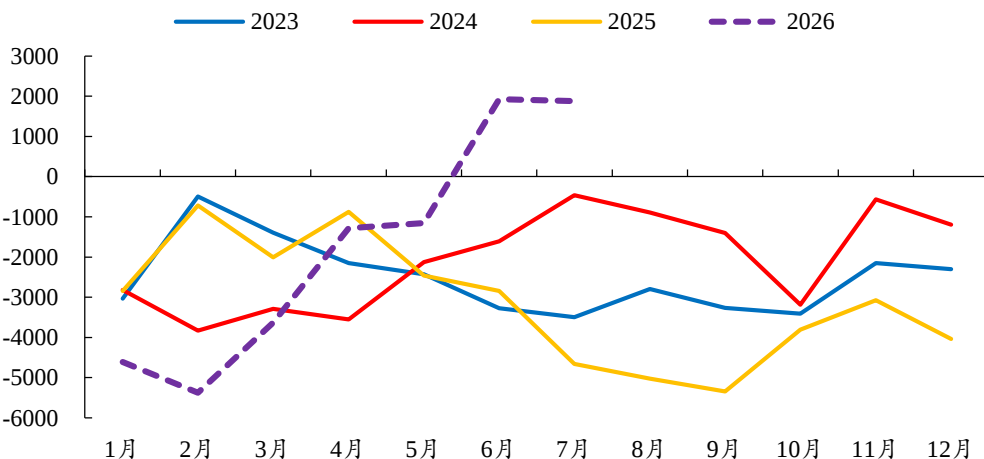
2026 年以来大行存贷增速差保持高位，但近期存款稳定性压力开始显化。2026 年上半年，受益于广义存款高续做率、企业结汇红利、中小行存款回流等因素，大行的存款相较于贷款始终是偏强的增长态势，存贷增速差保持高位运行，“剩余流动性”视角提供了买债基础，但实际上进入 2026Q2 大行的配债意愿非常一般，甚至在 6 月出现对外融出快速回落、同业负债提价等现象，除了央行紧资金带来的基础货币回笼、同业资金流失压力以外，我们认为大行在一般性存款增长上也出现了一定问题。2026 年 2 月-5 月，大行一般性存款保持 7.3% 以上增长，增速高出中小行 1.0 pct 左右。但 6 月大行一般性存款增速下降至 6.6%，仅高出中小行 0.54pct。

图1：6 月大行一般性存款增速相较中小行出现更快下降（%，pct）



数据来源：Wind、开源证券研究所

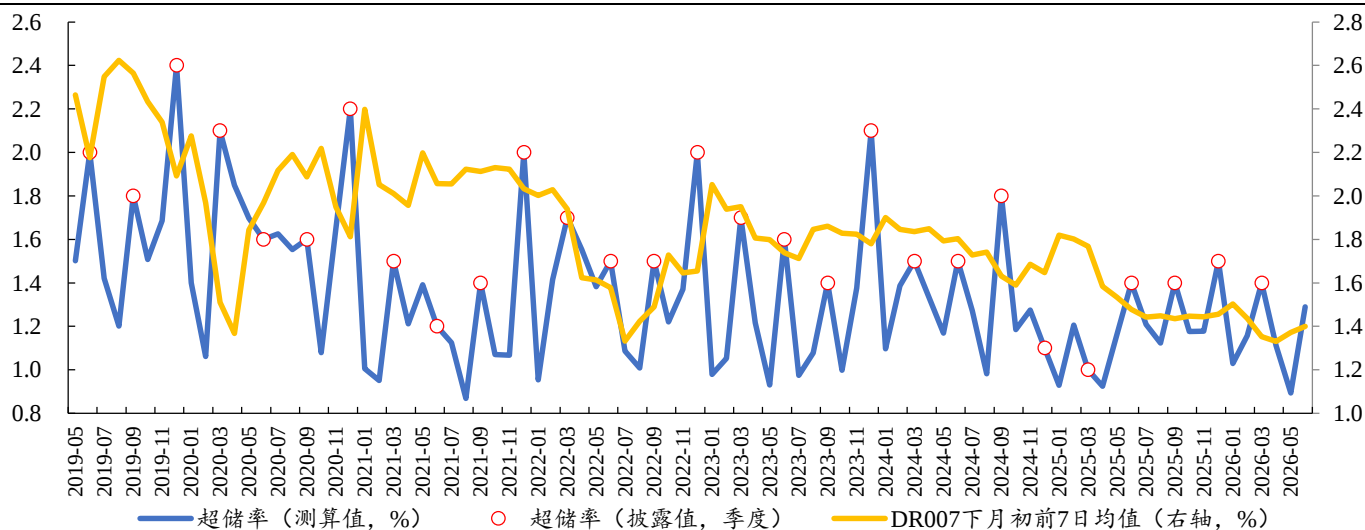
图2：6-7 月中小行对外融出规模转正，或指示其负债压力缓和（亿元）



数据来源：idata、开源证券研究所

存款搬家不搬出大行体系，但改变负债结构，影响稳定性和成本改善空间。为适应存款财富化的趋势，在客户营销策略上，不少银行开始将各项存款考核改为广义存款（AUM）考核，通过理财等资管产品将客户留在行内，这使负债端结构由一般性存款向同业存款转移，看似存款总量是留住了，但这一转化过程存在不小的摩擦成本。一是同业负债利率相对较高，且稳定性依赖于资金面，可能隐含一些套利行为；二是非银存款不缴纳准备金，当其在银行报表内“一进一出”高度波动时会影响银行的备付策略。人民银行在7月15日国新办新闻发布会上指出：“资管产品规模增速、从非金融企业募集资金增速、持有同业存款和存单回流银行体系的资金增速，都在不同程度上明显高于社会融资规模、广义货币供应量、金融机构存贷款等金融总量增速，下阶段将对削减货币政策传导效果的不合理市场行为加强规范。”

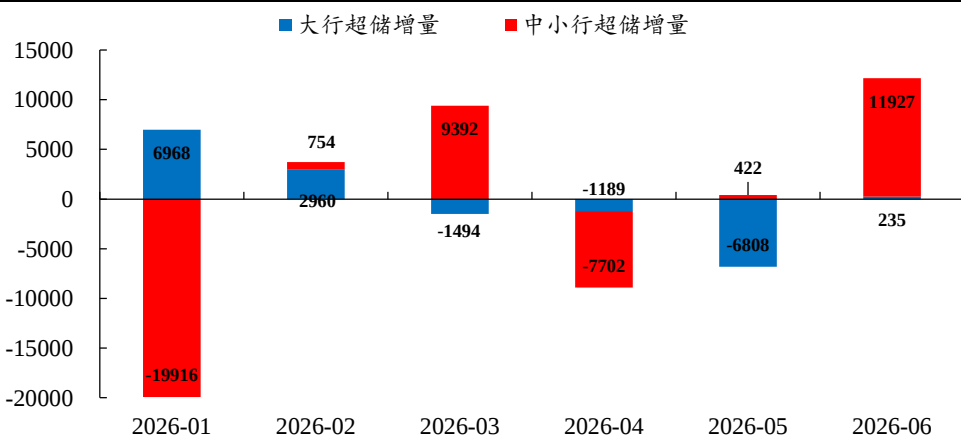
图3：我们测算6月银行体系超储率1.29%，较5月提高0.4pct（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

6月银行体系新增超储大多分布在中小行。我们测算6月银行体系超储率为1.29%，较5月提高0.4pct，但大行资金融出大幅回落同时中小行融出规模转正，这种趋势分化直接能说明超储在大小行之间的分布是不均衡的，从6月银行体系新增超储绝对规模来看，中小行新增超储约1.2万亿元，但大行仅新增235亿元，说明央行在6月净投放的基础货币，大部分分流去了中小银行。

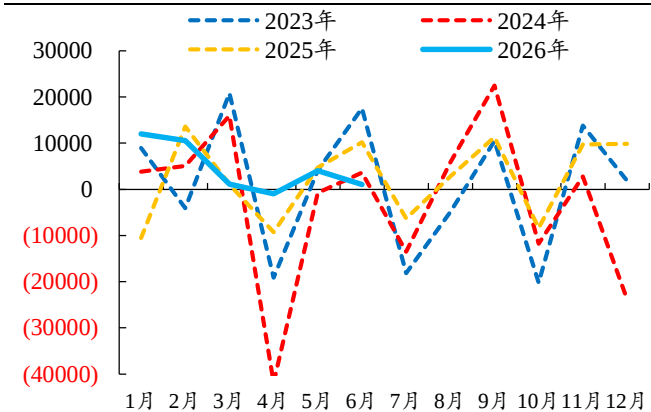
图4：我们测算6月银行体系新增超储大多分布在中小行（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

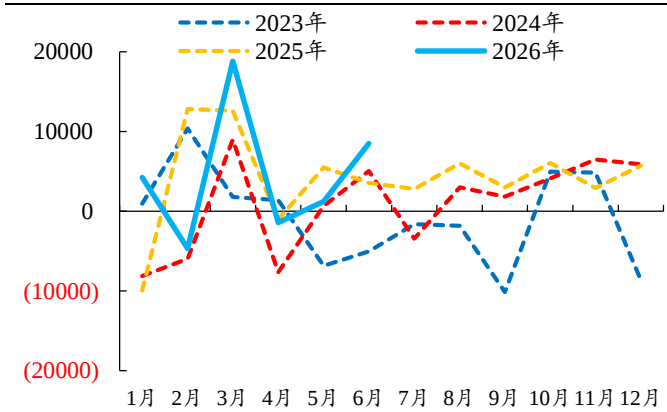
我们用冗余存款增长情况来做验证，也是一样的结论：6月大行揽储优势边际回落，导致同业资产随之压缩。冗余存款规模=（新增存款-新增贷款）-（一般性存款增量*法定存款准备金率），6月大行冗余存款新增1078亿元，显著低于季节性，甚至落后于2024年手工补息整改后的阶段。而6月中小行冗余存款规模新增8496亿元，为近年来的最高值。

图5：6月大行冗余存款规模低于季节性（亿元）



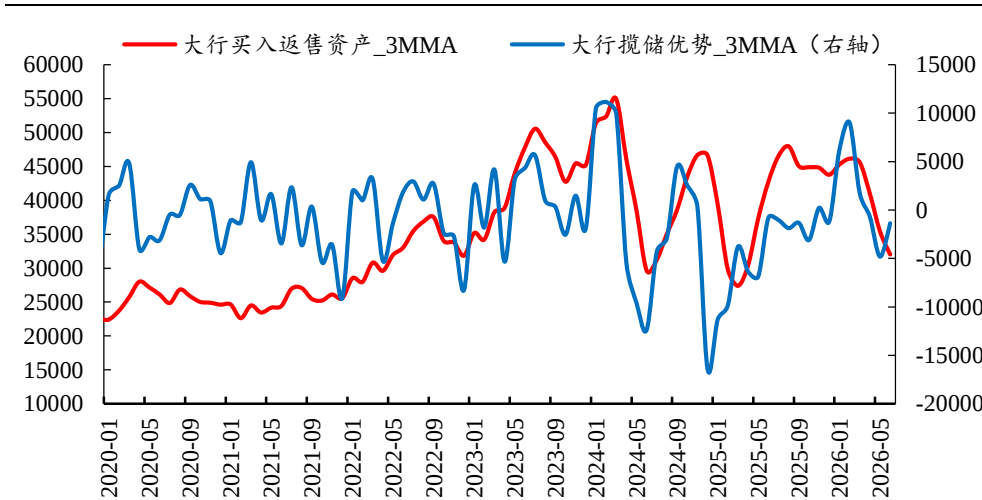
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：6月中小行冗余存款规模高于季节性（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：6月大行揽储优势边际回落，同业资产随之下降（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

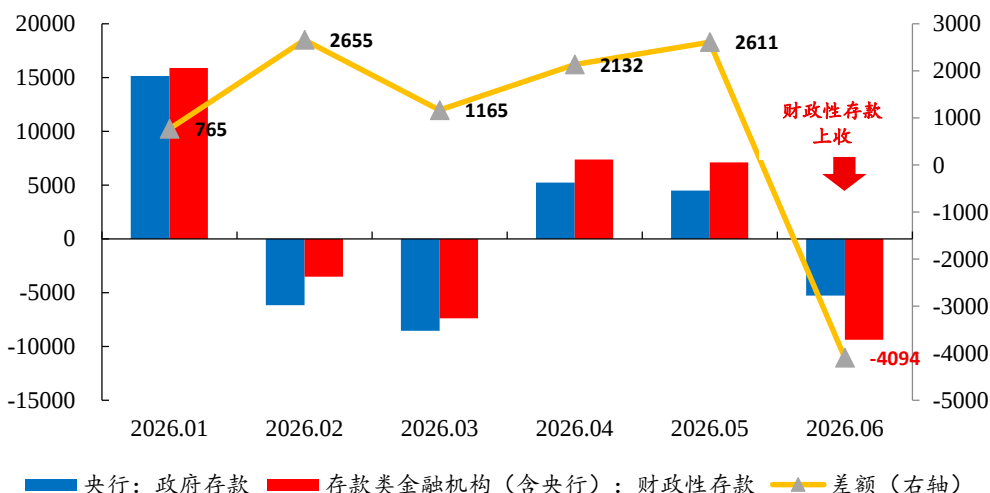
以上这些现象给我们带来了问题：大行的超储好像突然就消失了一部分，而与此同时中小行的存款竞争力一下子增强了，背后的原因是什么呢？除了央行回收基础货币、大行理财回表推高缴准基数、结汇红利边际减弱以外，我们认为有两点因素有重要影响：

（1）财政性存款的上收，“锁住了”部分大行的超储，即非税类财政存款（银行账户）上缴至国库（央行账户）的影响。自6月起，各类非税类财政存款不再留存商业银行财政专户，不再纳入银行一般性存款核算范畴，需全额上缴国库统一归集管理，这一政策调整直接导致6月大行超储规模缩水。

存款类金融机构（含央行）信贷收支表中的财政性存款包括两部分：一是商业银行代理的中央、地方常规国库周转存款（季节性正常波动），二是本次改革整改的财政专户非税沉淀存款；而央行资产负债表中政府存款为国库存量资金，仅用于财

政支出。因此，6月银行财政性存款整体降幅为常规国库库款上收+非税存量清缴的叠加结果。从6月核心数据测算政策冲击量级：一是银行端财政性存款单月大幅减少9369亿元，为两类资金变动的总抽水规模；二是央行政府存款减少5275亿元，代表当月财政常规净投放流动性规模。二者轧差后的约4100亿元，大概是本次非税新政带来的结构性、超预期流动性收紧量级。

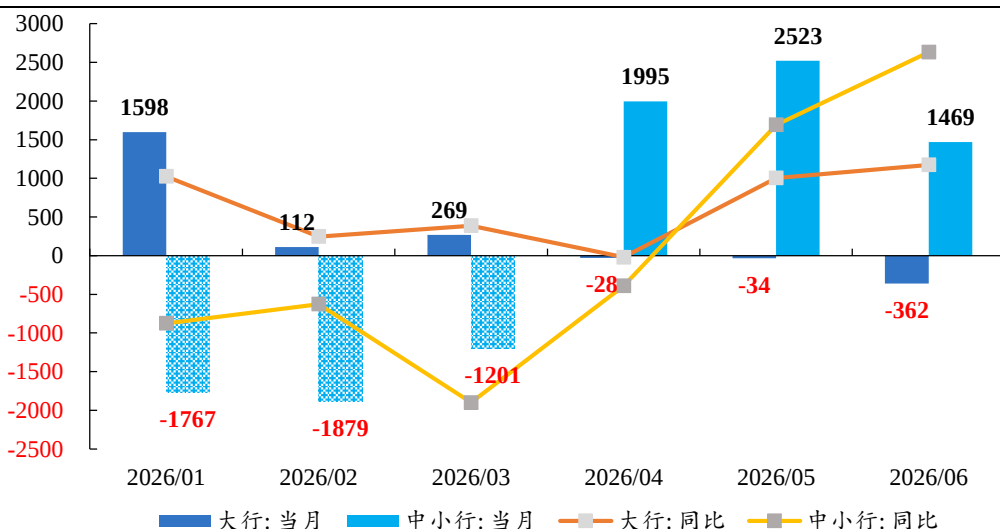
图8：6月央行政府存款与存款类金融机构财政性存款变动差额大幅转负（亿元）



数据来源：中国人民银行、开源证券研究所

(2) 中小行存在某种揽存渠道，将大行的超储竞争转移走，而且效率很高——开银行承兑汇票——吸收保证金存款。我们在信贷收支表中发现端倪，即在“单位保证金存款”这一项目上，近期中小行增长强势，而大行表现一般。4-6月中小行单位存款保证金分别新增1995亿元、2523亿元、1469亿元，同期大行分别减少28亿元、34亿元、362亿元。

图9：中小行单位保证金存款4-6月连续实现高增（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

这一增一减的直接背离，正是该揽存渠道运作的明确信号：中小行通过“定期存单全额质押开票—票据贴现—资金回存为保证金”的标准化闭环，将大行体系内闲置的对公超储快速转化为自身表内存款。企业将原本存放于大行的低息闲置资金

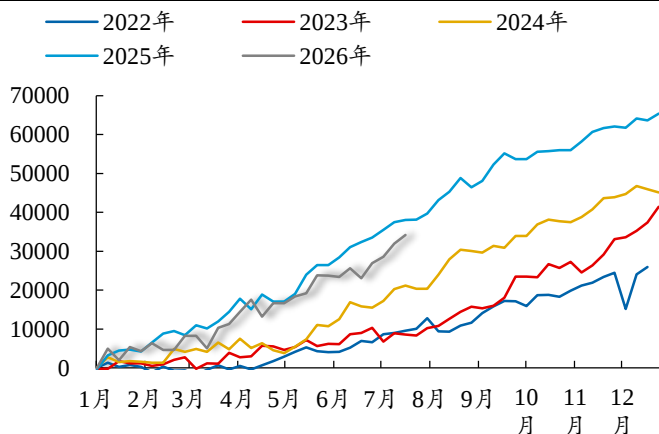
转存至中小行，办理 1.3%-1.5% 的半年期定期存款，以此为质押开立银行承兑汇票后在票据市场以 0.4%-0.6% 的利率贴现，套取近 100BP 的无风险利差，贴现所得资金可再次作为保证金进入下一轮开票循环，无需拓展新客户、无需额外风控成本即可多倍放大存款规模。

图10：票据套利“存-质-开-贴-再存”五步循环示意图



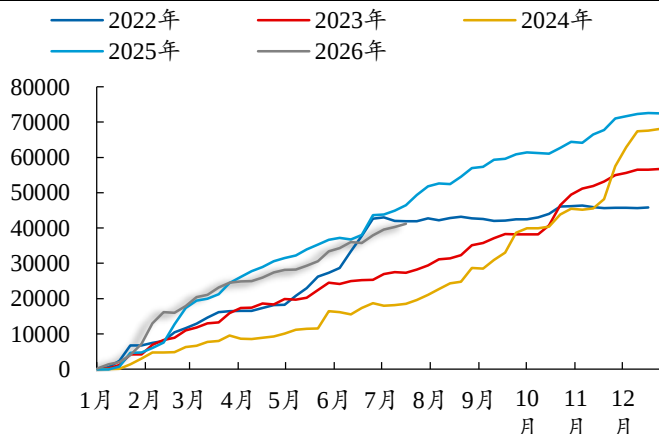
资料来源：开源证券研究所

图11：2026H1 国债累计净融资额落后于上年（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2026H1 地方债累计净融资额落后于上年（亿元）

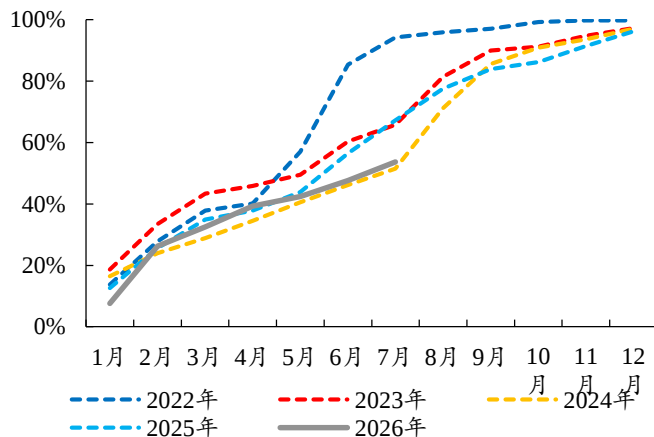


数据来源：Wind、开源证券研究所

另外大行的存款派生也受到政府债券发行偏慢的影响，截至 2026 年 6 月末，新增专项债发行进度仅 47%，超长期特别国债仅完成全年发行计划的 44%。发行节奏后置直接导致财政资金拨付形成的存款派生不足，由于国库集中支付、重大项目资金归集的账户特性，这部分财政派生存款会优先沉淀在大行体系，是大行对公存款、

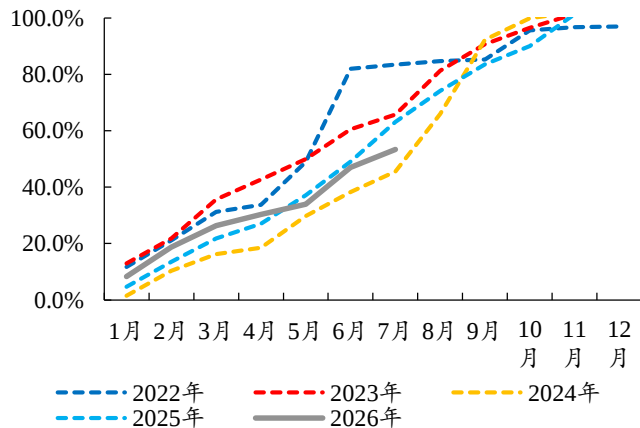
机关团体存款的重要来源，因此对大行的负债端影响更大。

图13：截至6月末，新增一般债发行进度为48%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：截至6月末，新增专项债发行进度为47%

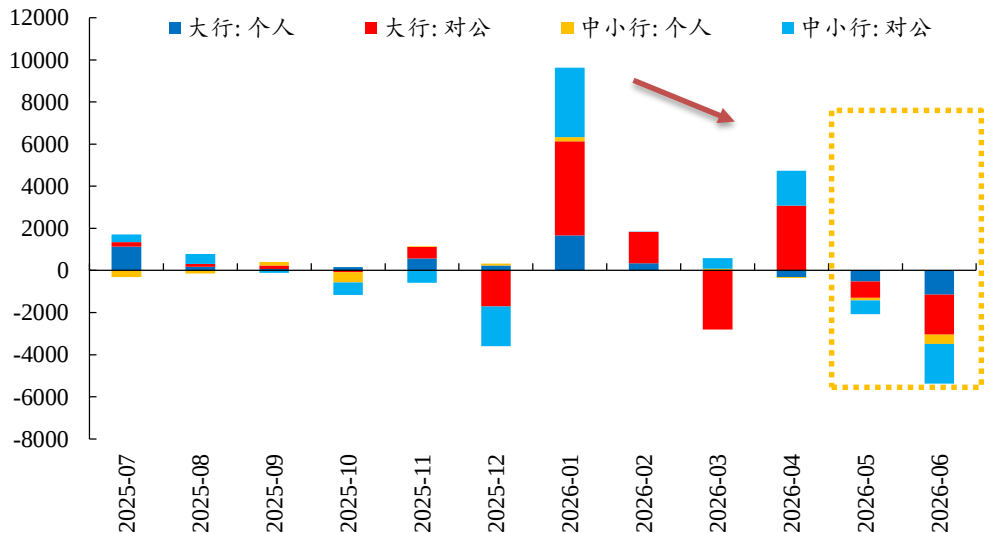


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、结构性存款收益表现不佳，主动负债渠道吸引力下降

近期银行结构性存款增量均有明显回落，5月+6月大行和中小行结构性存款合计减少7450亿元，其中零售结构性存款减少2243亿元，对公结构性存款减少5207亿元。

图15：2026年5-6月结构性存款增量明显回落，或受收益表现影响（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

实际兑付收益与普通存款利差大幅收窄，性价比消失。目前真结构性存款的实际年化收益率普遍仅1.0%-1.5%，和大量存单、普通定期存款的差距大幅缩小。部分挂钩标的走势不及预期的产品，最终仅能拿到0.5%左右的保底收益，收益水平接近活期存款。对于客户而言，承担了产品复杂度、流动性差（大多不可提前支取）的代价，却无法获得显著的收益溢价，购买意愿自然下降。

“最高收益难达成”的体验落差，放大了负面感受。结构性存款宣传的“最高收益率”本质上是小概率的乐观情景，在低波动市场环境下触发概率较低。比如此前热门的黄金挂钩结构性存款，2026年金价从单边上涨转为震荡下行后，高收益触

发条件难以满足，多数产品仅能兑付保底收益，和客户预期形成明显落差。部分挂钩股指、汇率的产品，甚至出现收益趋于 0 的情况，进一步强化了“收益率不达标”的市场认知。

我们以某国有大行为例，说明结构性存款产品的收益达成情况：

数据取自银行官网 2026 年 1 月 5 日至 7 月 13 日发布的全部 24 期《人民币/外币结构性存款产品起到期公告》，覆盖 2026 年 1 月 1 日至 7 月 12 日所有到期个人结构性存款产品

指标计算规则：

(1) 预期年化最高收益率匹配规则：

FR007 利率类：期限 ≥ 180 天 $\rightarrow 2.10\%$ ；90-179 天 $\rightarrow 2.00\%$ ；30-89 天 $\rightarrow 1.90\%$ ； < 30 天 $\rightarrow 1.80\%$ ；

黄金挂钩类 (XAU/USD)：期限 ≥ 90 天 $\rightarrow 2.05\%$ ； < 90 天 $\rightarrow 1.90\%$ ；

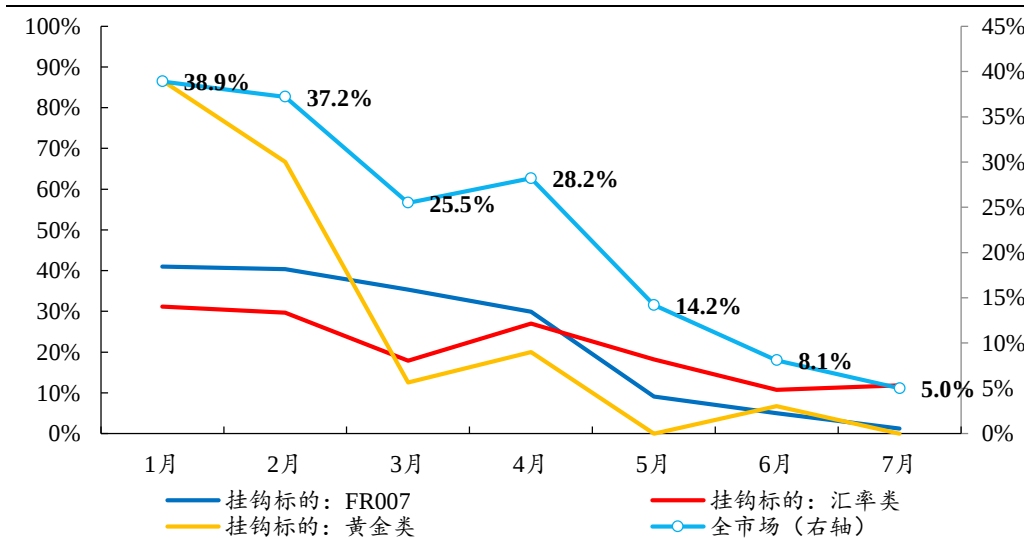
汇率挂钩类 (USD/JPY、AUD/USD、EUR/USD、GBP/USD、USD/CAD、NZD/USD)：期限 ≥ 180 天 $\rightarrow 2.50\%$ ；90-179 天 $\rightarrow 2.20\%$ ； < 90 天 $\rightarrow 2.00\%$ 。

(2) 达标判定：实际兑付年化收益率 $\geq$ 对应期限预期最高年化收益率，即判定为达标最高收益。

(3) 最高收益达标率：达标产品只数/同月份同品类到期总只数 $\times 100\%$ 。

(4) 实际收益中位数：同月份同品类产品实际兑付收益率的中位数，反映当期收益中枢。

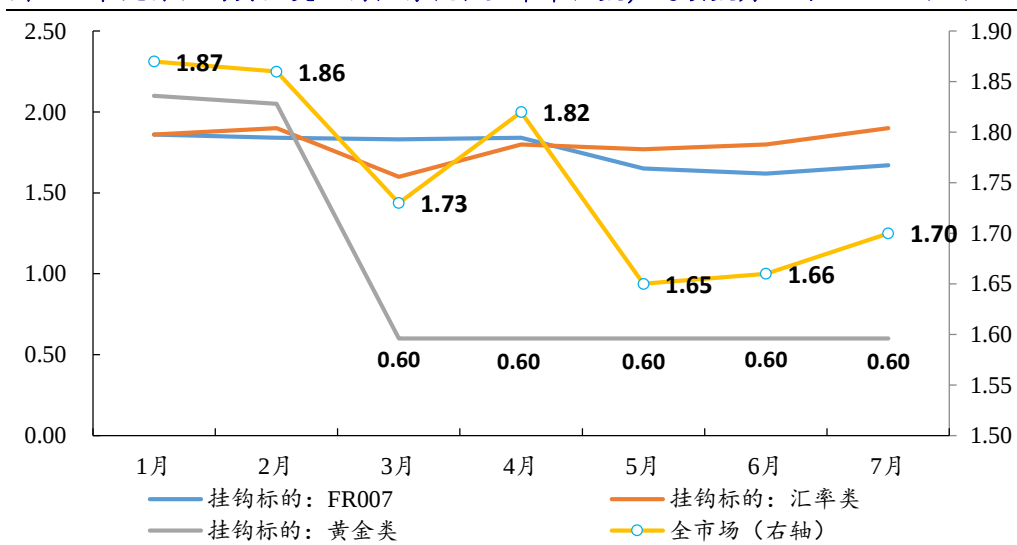
图16：某国有行结构性存款产品，7月最高收益达标率下降至5.0%



数据来源：银行官网、开源证券研究所

7 月汇率类达标率短期反弹由 USD/JPY 单边行情驱动，FR007 利率类、黄金类达标率仍维持下行趋势，黄金类产品 5-7 月连续 3 个月达标率低于 10%。

图17：某大行挂钩黄金类结构性存款收益率中位数，连续数月仅为 0.60%（%）

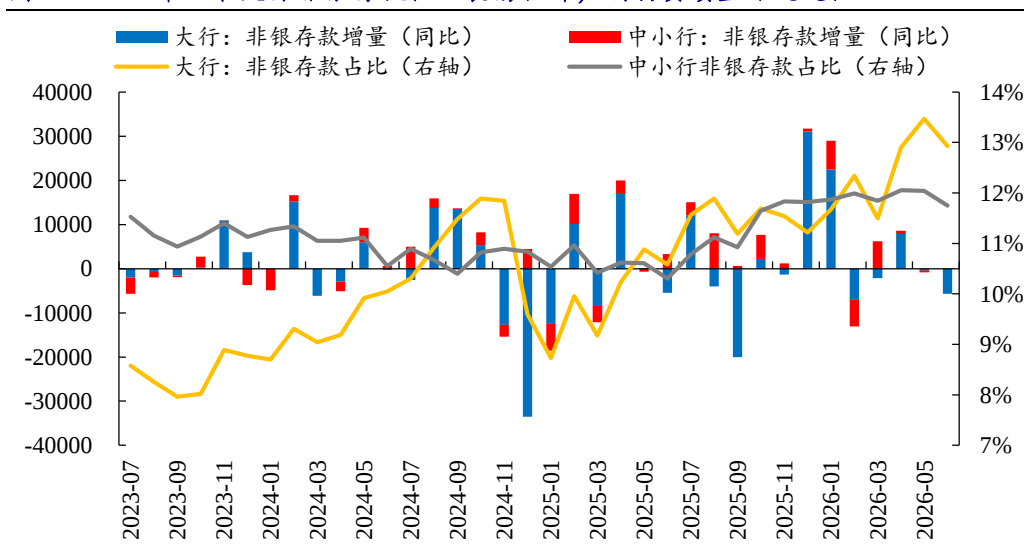


数据来源：银行官网、开源证券研究所

1.3、存款偏离问题或加重，7月或有补日均缺口需求

存款季末“一日游”特征延续，行业整体呈现高时点、低日均的偏离格局。6月末存款冲高主要由理财阶段性回表、法人账户透支、票据冲量趴账等短期行为驱动，时点存款虚高、真实日均沉淀不足，使得部分大行存款偏离度约束显著抬升。进入7月，个别银行重启五年期大额存单，虽非行业普适动作，但折射出银行负债策略的阶段性切换：存款偏离度合规压力前置，负债降成本诉求阶段性让位于日均缺口修复需求。银行通过锁定超长期稳定负债，快速夯实日均存款、平滑时点波动，为后续资产投放解绑指标约束。

图18：2025年以来大行非银存款占比震荡抬升，削弱负债整体稳定性



数据来源：Wind、开源证券研究所

从负债端逻辑来看，年初以来行业整体延续“压降高息存款、优化负债结构、严控付息成本”的主线并没有改变，核心目标还是缓解净息差压力。但存款波动的状态确实也会对短期行为产生干扰，一是为补回日均存款缺口，预计7月银行在基层营销层面会结合当前资本市场环境适当给固收+理财、证券三方存管等“入市”观

望客户降温，吸收储蓄活期回流；二是负债不稳定势必会传导到资产端，不少银行信贷额度、资产扩表节奏亦与日均存款指标深度挂钩。在日均缺口未修复前，银行整体扩表意愿将趋于审慎，尤其是长债等配置仍不是最佳窗口。三是同业资金作为市场化资金补充，仍需要央行态度呵护。

1.4、同业负债策略仍处观望期，NCD 利率阶段性震荡

当前同业存单（NCD）利率呈阶段性震荡格局，银行同业负债策略整体仍处观望期。6月央行收紧资金面叠加同业存款大幅流失后，大行司库预防性流动性储备需求显著抬升，叠加一般性存款稳定性持续下降，银行体系对中长期限 NCD 的刚性吸收需求阶段性存在，对利率形成较强底部支撑。但负债成本管控约束下，当前司库对同业负债的发行 FTP 普遍卡在 1.5% 的上限，高成本负债吸纳意愿较弱，明显制约利率上行空间；同时存款非银化趋势下，银行 LCR、NSFR 等流动性风险指标仍存阶段性波动压力，叠加资金利率尚未出现明确下行信号，NCD 利率短期向下突破的动力同样不足，整体呈现“上有顶、下有底”的区间震荡特征。后续需重点关注 7 月理财规模增量带来的配置需求催化，这将是短期可能打破当前震荡平衡的核心变量。

图19：2026 年 6 月开始国有行 9M / 1Y NCD 供给明显增加（当周，亿元）

	国有行					股份行					城商行				
	1M	3M	6M	9M	1Y	1M	3M	6M	9M	1Y	1M	3M	6M	9M	1Y
2026-01-11	0	16	24	37	248	3	18	35	40	95	123	40	163	68	377
2026-01-18	150	142	5	62	655	20	176	29	152	384	148	287	1,283	871	538
2026-01-25	694	81	4	2	13	0	296	758	171	592	226	757	1,042	506	263
2026-02-01	171	37	0	2	12	18	1,184	54	2	811	173	280	416	132	257
2026-02-08	500	0	10	805	6	73	253	25	173	455	132	241	932	617	162
2026-02-15	550	0	155	615	0	284	814	537	337	358	126	420	1,342	952	184
2026-03-01	105	142	103	172	142	6	663	202	313	935	182	236	487	113	311
2026-03-08	354	78	0	0	955	13	214	27	52	2,175	84	677	861	365	688
2026-03-15	340	23	106	409	310	2	621	190	400	2,243	150	446	1,050	814	752
2026-03-22	120	45	0	627	454	20	245	302	548	1,247	288	439	1,539	274	847
2026-03-29	590	382	298	1,001	28	19	133	50	1,103	1,320	173	268	904	290	872
2026-04-05	390	52	81	863	167	15	55	22	99	341	261	86	316	53	307
2026-04-12	200	0	113	3	612	111	79	85	19	155	63	147	447	93	819
2026-04-19	660	341	413	138	1,244	168	135	92	20	507	51	283	856	193	1,030
2026-04-26	800	13	846	32	1,448	119	609	360	74	799	50	182	712	705	915
2026-05-03	840	19	1,077	4	1,642	34	24	139	62	541	21	19	387	37	665
2026-05-10	0	28	505	0	578	0	15	196	4	257	67	27	379	30	688
2026-05-17	770	1,610	1,363	471	595	0	178	179	71	988	101	234	557	133	918
2026-05-24	820	1,203	1,899	582	689	150	160	212	213	366	471	280	503	382	976
2026-05-31	700	1,109	800	132	2,240	180	256	181	317	988	187	152	239	173	1,009
2026-06-07	300	38	679	1,042	615	148	185	135	526	244	71	147	650	585	887
2026-06-14	180	500	676	1,888	602	380	262	142	292	224	132	358	470	569	667
2026-06-21	30	316	2,135	2,488	2,257	48	637	361	76	734	138	583	1,364	207	480
2026-06-28	1,065	198	330	2,287	1,822	313	521	299	243	280	162	617	1,040	407	400
2026-07-05	250	0	38	71	518	272	528	92	14	90	74	96	222	19	236
2026-07-12	1,072	3	8	86	1,148	2	133	85	37	268	59	226	143	37	420
2026-07-19	106	70	306	145	1,032	377	316	139	56	356	34	251	824	250	733

数据来源：Wind、开源证券研究所

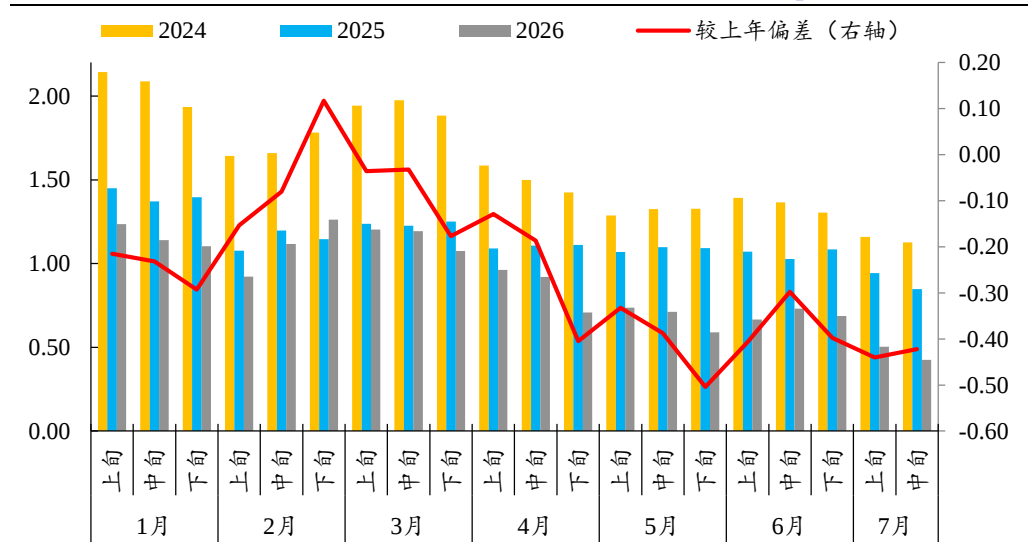
2、资产端：受负债扰动流动性储备需求增加，长债空间受限

2.1、总量层面，贷款偏弱下的买债扩表逻辑不变

2026 年全年贷款总量或出现较明显的同比少增，但以国有大行为代表的机构总资产增速或难出现大幅下降，买债扩表的大逻辑依然不变。从信贷端的现实来看，

有效融资需求不足的格局未发生根本转变，贷款对资产的承接能力有限，一方面票据利率信号意义明确，上半年 6M 国股银票转贴现利率中枢仅 0.9%，显著低于 2025 年同期的 1.2%，6 月中上旬同比价差的上行趋势并未延续到 7 月，“以票冲量”压力仍在。

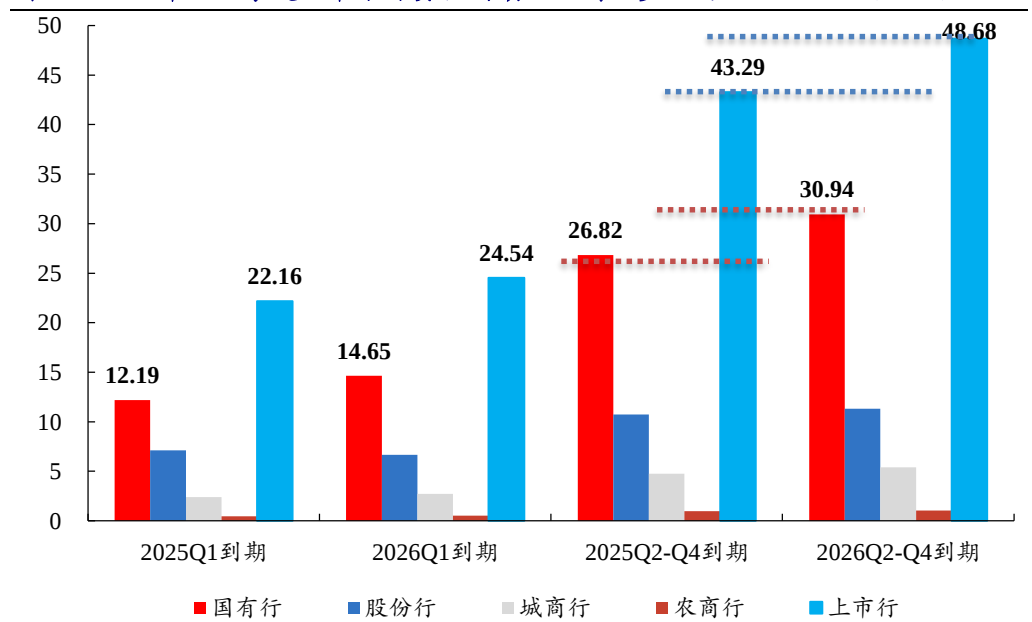
图20：进入 7 月，6M 国股银票转贴现利率仍保持偏低运行（%，pct）



数据来源：Wind、普兰金服、开源证券研究所

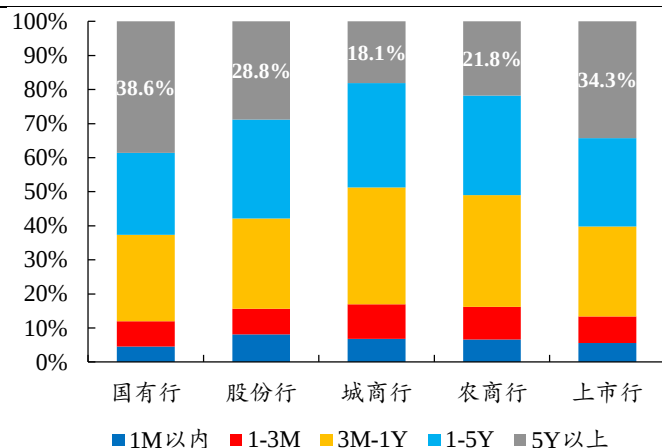
另一方面，贷款到期再配置的缺口持续扩大：2026 年后三季度上市银行贷款到期规模达到 48.7 万亿元，同比多增 5.4 万亿元。其中国有行到期规模同比多增 4.1 万亿元，占比超过 75%。国有行的贷款剩余期限更长，中长贷的到期拖累或更明显。

图21：2026 年后三季度上市银行贷款到期规模同比多出约 5.4 万亿元（亿元）



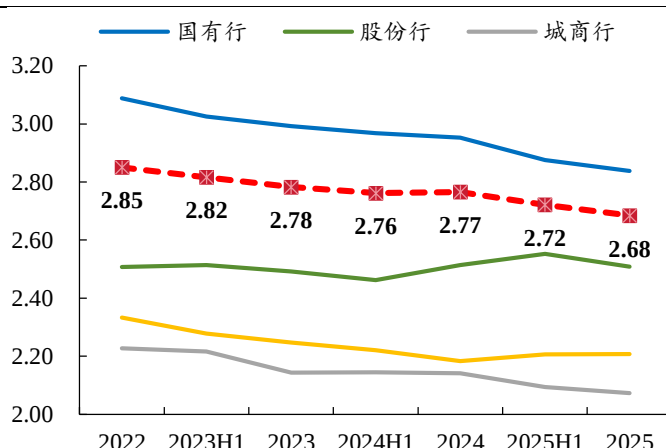
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：国有行剩余期限5Y以上贷款占比较高（2025年）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：上市银行贷款平均剩余期限降至2.68（年）



数据来源：Wind、开源证券研究所

银行扩表有刚性约束，即使负债端有阶段性扰动，也不会出现主动缩表的现象。

一是当前银行负债成本处于低位，且债券综合比价领先贷款，现阶段买债扩表并非是无利可图的；二是当前银行的负债压力是结构性的，而非总量的，我们认为全行大行的存贷增速差仍能保持高位，现阶段大行融出偏低更多是超储分布不均衡，待日均存款回补、财政支出加力，资金结构会重新回归均衡，不改变全年买债扩表的大方向。

表1：商业银行大类资产比价表：利率债仍具有比价优势（截至 07.20）

大类资产	名义收益率	税收成本	增值税	所得税	资本成本	资本转换系数	资本成本率	风险权重	存款派生收益	信用成本	综合收益率
企业贷款	3.05%	0.50%	6.00%	25.00%	0.47%	10.50%	6.00%	75.00%	0.63%	1.04%	1.67%
票据贴现	1.46%	0.08%	6.00%	25.00%	0.47%	10.50%	6.00%	75.00%	0.00%	0.00%	0.90%
消费贷	3.00%	0.49%	6.00%	25.00%	0.47%	10.50%	6.00%	75.00%	0.11%	1.45%	0.69%
按揭贷款	3.06%	0.51%	6.00%	25.00%	0.19%	10.50%	6.00%	30.00%	0.32%	0.88%	1.80%
国债 5Y	1.45%	0.08%	6.00%	0.00%	0.00%	10.50%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.37%
国债 10Y	1.75%	0.10%	6.00%	0.00%	0.00%	10.50%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.65%
国债 30Y	2.25%	0.13%	6.00%	0.00%	0.00%	10.50%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.12%
国开债 5Y	1.56%	0.09%	6.00%	25.00%	0.00%	10.50%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.47%
地方债 5Y	1.53%	0.09%	6.00%	0.00%	0.06%	10.50%	6.00%	10.00%	0.00%	0.00%	1.38%
地方债 10Y	1.82%	0.10%	6.00%	0.00%	0.06%	10.50%	6.00%	10.00%	0.00%	0.00%	1.65%
同业存单(AAA)1Y	1.47%	0.00%	0.00%	25.00%	0.25%	10.50%	6.00%	40.00%	0.00%	0.00%	1.22%
商金债(AAA)5Y	1.64%	0.09%	6.00%	25.00%	0.25%	10.50%	6.00%	40.00%	0.00%	0.00%	1.29%
企业债(AAA)5Y	1.74%	0.12%	6.00%	25.00%	0.47%	10.50%	6.00%	75.00%	0.00%	0.00%	1.15%
二级债(AAA-)5Y	1.89%	0.17%	6.00%	25.00%	0.95%	10.50%	6.00%	150.00%	0.00%	0.00%	0.78%
永续债(AAA-)5Y	1.91%	0.17%	6.00%	25.00%	1.58%	10.50%	6.00%	250.00%	0.00%	0.00%	0.16%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：（1）企业贷款、按揭贷款、票据贴现名义收益率为 2026 年 03 月新发放贷款加权平均利率；

（2）各类债券名义收益率最新一天（07.20）到期收益率；

（3）资本成本=风险权重*资本成本率（取决于各行资本使用效率要求，设为 6%）*资本转换系数（10.5%）；

（4）平均负债成本率：2025 年上市银行平均负债成本率；

（5）税收成本=（名义收益率*6%/1.06+（名义收益率/1.06-平均负债成本率）*25%）；

（6）存款派生收益=净息差*存款派生率*（1-所得税率），设企业贷款存款派生率为 60%，按揭贷款为 30%，消费贷为 10%。

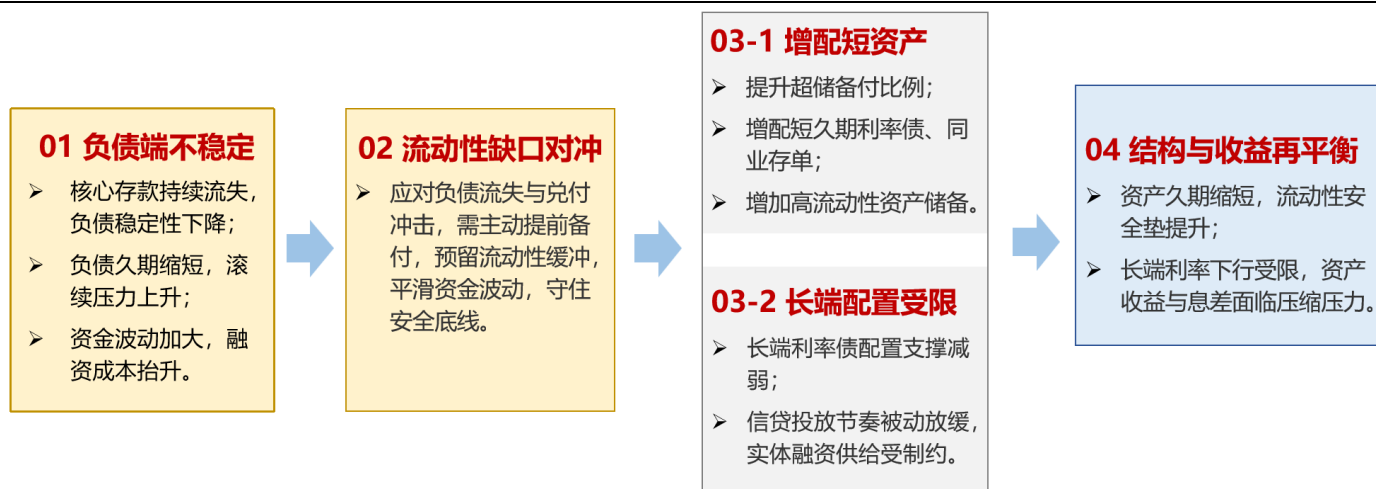
（7）综合收益率=名义收益率-税收成本-资本成本+存款派生收益-信用成本。

2026 年上半年商业银行增持利率债 6.2 万亿元，同比多增 2.1 万亿元，即使在 6 月负债压力最大的阶段，银行也未出现大幅卖债的情况，只是放缓了长债配置节奏。需要说明的是，负债端的扰动不会改变配债总量，但会显著影响配债的久期结构和品种选择，长债的配置空间会阶段性受限，这一点我们在下一节详细分析。

2.2、结构层面，流动性储备需求增加，主动配置盘长债空间阶段受限

从银行资产负债匹配的基本原则来看，长久期持有至到期资产必须由稳定的核心负债支撑。6 月大行核心负债增长不佳，加上 7 月预期上量的非银存款利率敏感性高、波动大，那么银行资产端为了对冲预期缺口，只能增加短期期限的 NCD 及随时可赎回的货基等对冲，但代价是资产收益可能有短期负面影响，我们也观察到 2026 年以来大行持续增加同业存单的买入。

图24：负债不稳定→资产端被动增配短资产储备传导逻辑



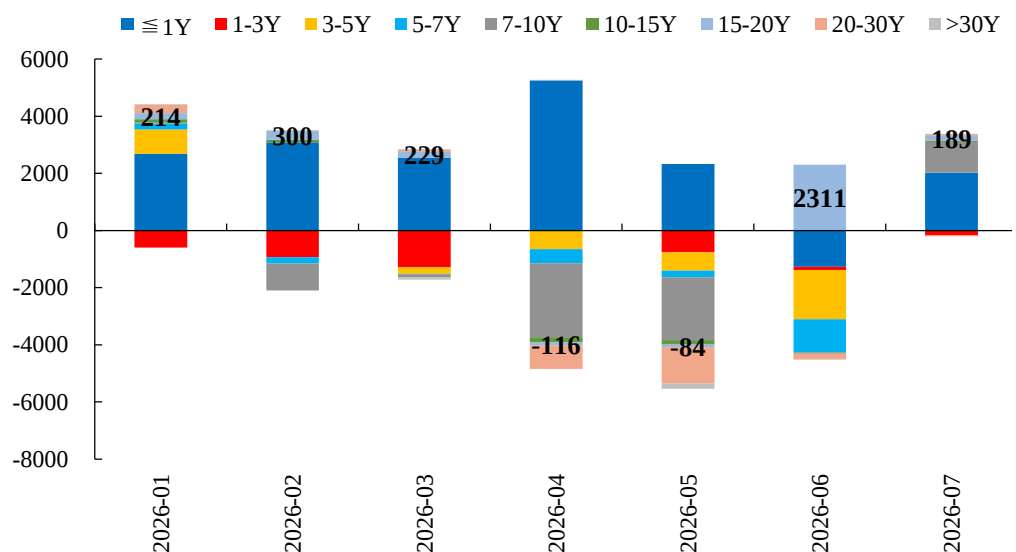
资料来源：开源证券研究所

表2：2026 年以来大型银行持续增加同业存单买入（亿元）

时间	地方债	短融/超短融	国债	政金债	其他	企业债	同业存单	中票	ABS	合计
2025-01	-475	-284	851	199	-194	6	1331	-450	16	999
2025-02	-1845	-512	-2588	-1702	-523	-4	-1137	-766	0	-9077
2025-03	-2687	-1073	-2090	-1817	-769	-10	-2383	-786	2	-11613
2025-04	-2503	-1516	-2488	-1802	-1466	-7	-2661	-895	8	-13329
2025-05	-1495	-1025	-1412	-2013	-1392	-6	-1505	-853	11	-9691
2025-06	-720	-1366	-825	-2077	-1646	-17	-1214	-1254	-4	-9123
2026-01	-949	-1003	4040	-627	-1326	-1	198	-805	-4	-476
2026-02	-1894	-685	1174	-1111	-501	-6	411	-600	0	-3211
2026-03	-2010	-975	1125	-1656	-967	-9	1887	-1050	12	-3642
2026-04	-2137	-1366	-641	-355	-1689	-2	-54	-1691	11	-7924
2026-05	-1090	-439	-549	2496	-1239	-6	2495	-1077	3	592
2026-06	-1364	-252	-2195	1141	-1680	-8	2000	-918	26	-3250
2026-07	-880	-919	-777	392	-310	-2	1481	-437	5	-1446

数据来源：idata、开源证券研究所

图25：6月中小行增加 15-20Y 债券买入（亿元）



数据来源：idata、开源证券研究所

除了自发的流动性储备需求，监管指标的硬约束进一步强化了银行控久期行为。大行负债稳定性下降直接冲击流动性风险（LCR）和银行账簿利率风险（IRRBB）核心指标：

一是流动性风险（LCR）：非银活期存款以 25% 的折算率计入未来三十天现金流出，高于零售定期存款 0%，存款非银化会使得 LCR 指标恶化。我们以 2026Q1 大行 LCR 数据静态测算，到期居民定存 10% 转化为非银活期存款，涉及非银活期存款规模为 6500 亿元左右，LCR 下降 0.71~0.94pct，为保持 LCR 不变，大行需增持国债/政金债等 HQLA 一级资产规模约为 1200 亿元左右。10 年期以上长债虽然属于 HQLA 范畴，但估值波动大、极端环境下变现成本高，银行会优先选择短国债、政金债等一级 HQLA 填充考核要求（NCD 虽不属于合格 HQLA，不计入 LCR 分子，但因交易活跃、变现速度快，是银行常用的流动性管理工具）。

表3：到期定存转化为非银存款对 LCR 影响静态测算

2026Q2 影响	测算过程	中国银行	建设银行	工商银行	农业银行	交通银行
3M-1Y 到期定存规模	①	56017	61100	81237	65927	29925
其中：零售占比	②	49.5%	59.5%	54.9%	64.5%	44.4%
2026Q2 到期个人定存规模	③=①*②*40%	11092	14547	17838	17008	5314
预期现金流出总量	④	100020	80783	139357	102644	39992
预期现金流入总量	⑤	53803	27683	53385	28605	22007
合格优质流动性资产	⑥	66825	73220	117462	97872	21602
现金净流出量	⑦=④-⑤	46218	53100	85972	74038	17985
流动性覆盖率（2026Q1）	⑧	144.59%	137.89%	136.63%	132.19%	120.11%
个人定存转为非银存款规模	⑨=③*10%	1109	1455	1784	1701	531
预期现金流出总量变动	⑩=⑨*25%	277	364	446	425	133
流动性覆盖率（测算值）	⑪=⑥/（⑦+⑩）	143.73%	136.95%	135.92%	131.44%	119.23%
变动（PCT）	⑫=（⑪-⑧）*100	-0.86	-0.94	-0.71	-0.75	-0.88

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

表4：10%到期定存转化为非银存款（约 6500 亿元）时，大行需增持 1200 亿元左右国债维持 LCR 不变（亿元）

定存 10%非银化情形	测算过程	中国银行	建设银行	工商银行	农业银行	交通银行	合计
HQLA (2026Q1)	①	66825	73220	117462	97872	21602	-
现金净流出量 (存款非银化后)	②	46495	53464	86418	74464	18118	-
LCR (2026Q1)	③	144.59%	137.89%	136.63%	132.19%	120.11%	-
HQLA (测算)	④=③*②	67226	73722	118071	98434	21762	-
增持国债	⑤=④-①	401	501	609	562	160	2233
增持国债 (考虑二级资产 上限提升)	⑤= (④-①) /1.85	217	271	329	304	86	1207

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

表5：到期定存非银化，使得银行维持 LCR 不变的增持国债规模敏感性测算（亿元）

	转化比例	中国银行	建设银行	工商银行	农业银行	交通银行	合计
增持国债	10%	401	501	609	562	160	2233
	20%	802	1003	1219	1124	319	4467
	30%	1203	1504	1828	1686	479	6700
增持国债 (考虑二级资产 上限提升)	10%	217	271	329	304	86	1207
	20%	433	542	659	608	173	2414
	30%	650	813	988	911	259	3622

数据来源：Wind、开源证券研究所

二是银行账簿利率风险 ΔEVE 指标在计算资产负债净久期缺口时，因为非银存款大多不属于核心存款，视同隔夜负债，严重恶化了指标表现，而今年特别注资国债发行延后，而且可以预期到 8、9 月政府债发行提速，届时被动配置盘上量，留给主动配置盘的空间不大，需要在二级卖出长债给一级发行承销腾额度，这是现在大行难以增加长端配置的主要逻辑。

我们测算工商银行、农业银行若分别注资 1800 亿元、1200 亿元，那么“ ΔEVE /一级资本净额”指标分别静态改善 0.65pct 和 0.55pct，合计提供 30Y 债券承接空间约 2000 亿元。

表6：注资 3000 亿或为两家大行提供 30Y 债券承接空间约 2000 亿元（亿元）

银行名称	释放 ΔEVE 空间	ΔEVE /一级 资本净额改 善 (PCT)	一级资本 (法人口径, 注资后)	释放长债承接规模			
				10Y	15Y	20Y	30Y
工商银行	-259	0.65	39988	1923	1587	1363	1215
农业银行	-179	0.55	32510	1325	1094	940	837

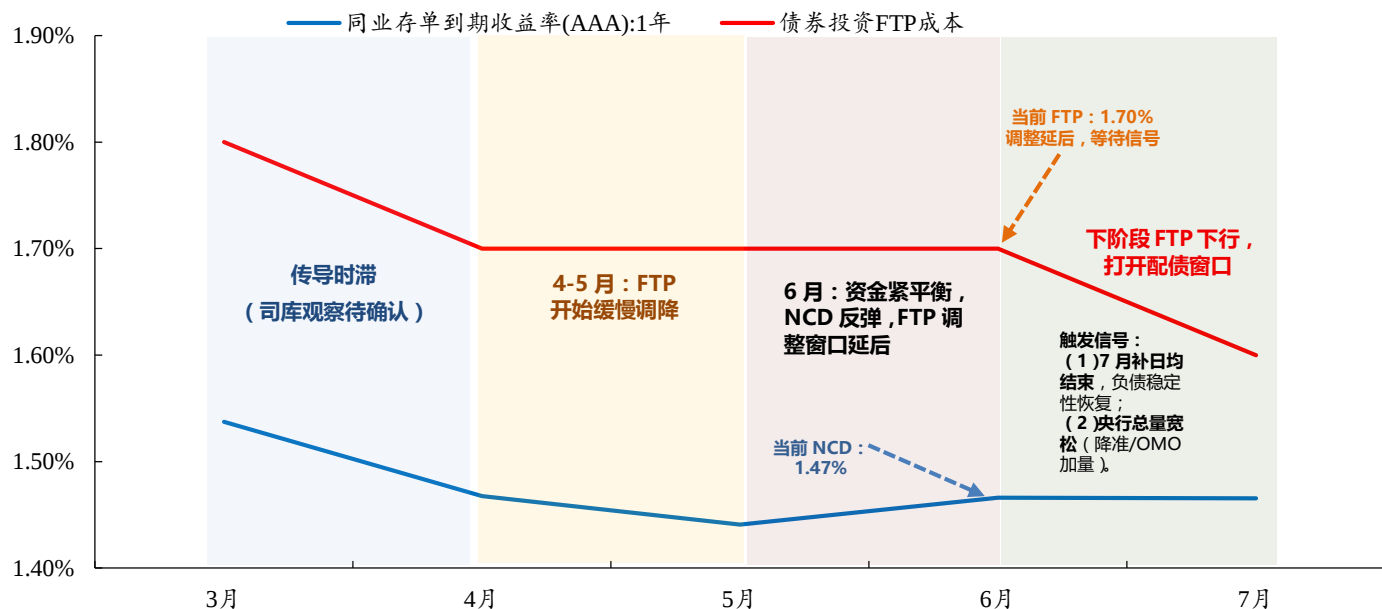
数据来源：三支柱信息披露报告、开源证券研究所

2.3、节奏层面，FTP 下调延后，税前考核或未变，最佳窗口仍需等待

从配债节奏来看，当前银行配债的内部考核性价比尚未到最优阶段，核心原因是 6 月央行收紧资金面后，负债成本上行导致 FTP 调整窗口延后。按照大行内部资金转移定价机制，债券 FTP 成本调整存在明显时滞：司库需要观察资金成本的趋势性变化，确认同业负债成本稳定下行后，才会下调长债 FTP 的战略加点。6 月以来央行维持资金面紧平衡，DR007 中枢抬升至 1.5% 附近，1Y 国股 NCD 利率从

1.35%反弹至 1.45%，同业负债成本阶段性上行，司库对负债成本下行的判断转向谨慎，因此长债 FTP 暂时维持高位，当前长端利率债扣减考核成本后的利差不足，并非银行主动配债的最优窗口。

图26：债券配置 FTP 调整示意图，6 月资金紧平衡使调整窗口期延后



数据来源：Wind、开源证券研究所

为避免银行资产端收缩过快，政金债的所得税免税优惠暂时未做调整。调整政金债的税前考核规则，将直接收窄政金债相对国债的性价比，进一步压缩银行可配高收益资产范围；但在当前有效信贷需求偏弱、“资产荒”延续的背景下，若取消政金债税收优惠，会加剧银行可配资产不足的矛盾，导致资产端收缩过快，因此政金债的所得税免税政策或暂时保留。

后续 FTP 下调窗口打开、配债强度提升，需要等待两个核心信号：一是 7 月补日均阶段结束后，大行负债稳定性恢复；二是央行通过降准、加大公开市场投放等方式实施总量宽松，引导资金利率中枢回落。当司库确认负债成本进入平稳下行通道后，将逐步下调长债 FTP，打开债券配置的考核利差，届时银行配债强度会明显提升。

3、下阶段关注：央行态度、信贷强度与发债节奏、负债结构

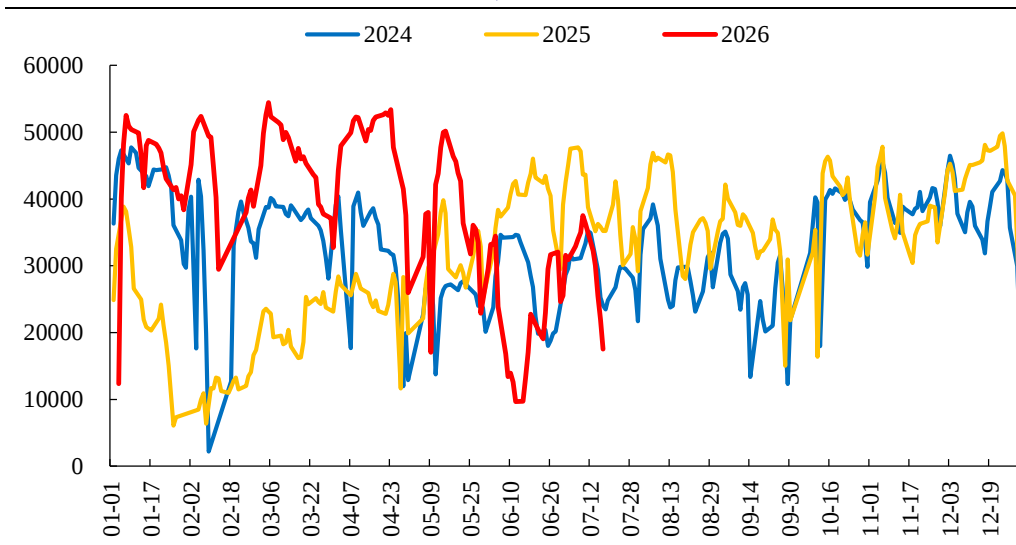
3.1、央行态度：资金面和监管导向可能影响负债成本趋势

一是资金面操作信号。6 月央行维持资金面紧平衡，DR007 中枢抬升至 1.5%附近，是导致同业负债成本反弹、FTP 调整延后的直接原因。后续需重点观察公开市场操作力度：若 7 月下旬央行加大 OMO 投放、或后续落地降准操作，引导 DR007 中枢回落至 1.4%及以下，将确认银行间流动性回到合理充裕状态，为同业负债成本下行打开空间；若资金面持续维持紧平衡，NCD 利率易上难下，FTP 调整窗口将继续后移。

二是不规范业务监管导向。央行 7 月 15 日明确提出将对“削弱货币政策传导效果的不合理市场行为加强规范”，直指当前中小行票据空转套利、资管资金“存款非银化”等问题。若后续监管出台针对性措施约束虚假存款、票据套利等行为，将一

定程度缓解大行存款流失压力，推动一般存款稳定性回升，改善大行负债端结构。

图27：目前大型银行融出仍处于偏低水平（亿元）



数据来源：iData、开源证券研究所

3.2、信贷强度与发债节奏：资产荒延续性决定配债需求释放力度

一是信贷需求与利率自律约束的变化。当前贷款投放偏弱除了实体融资需求不足，还存在利率自律约束下的贷款定价刚性问题：银行贷款利率受自律下限限制难以下行，部分优质企业选择通过发债替代高成本贷款，形成“债强贷弱”的替代效应。需重点跟踪7月信贷数据：若7月信贷再度出现负增长，不排除监管阶段性放开贷款利率自律下限的可能；**二是政府债发行节奏与集中程度。**需重点关注发行节奏的平滑程度：若政府债发行过于集中，将阶段性占用银行大量配置额度，同时缴款带来流动性抽水，银行将难有多余额度主动增配长债；**三是政策性开发性金融工具的带动效果。**后续若政策性开发性金融工具加码落地，需重点跟踪其对配套贷款的实际撬动效果：若工具落地能有效带动项目配套贷款、制造业中长期贷款增长，将一定程度上提振信贷需求。

3.3、大行负债稳定性修复的微观信号

一是7月补日均进度，6月末存款“冲时点”带来的存款偏离度压力是7月大行负债端核心矛盾。需观察7月大行一般存款增速是否企稳回升、非银存款增量占比情况，若7月中旬后大行日均存款缺口逐步修复，其预防性流动性储备需求将下降，为长债配置腾挪空间；

二是NCD量价信号。1Y国股NCD利率是银行同业负债成本的最直接领先指标，若后续1Y国股NCD利率回落至1.4%以下，且大行NCD净融资额从高位回落，说明大行同业负债需求下降、负债压力边际缓解，司库将逐步确认负债成本下行趋势，启动FTP调整；

三是存款产品量价变化。若后续结构性存款规模企稳、最高收益达标率回升，说明银行主动负债能力修复；同时观察5年期等高息大额存单的发行范围是否收窄，若高息存款产品逐步退出，说明银行揽储压力下降，负债成本管控回到主线，为FTP下调创造条件；

四是超储分布修复情况。6月超储率整体回升但大部分集中在中小行，大行超储

仅新增 235 亿，是大行融出偏低、资金面结构性紧张的核心原因。后续观察大行资金融出规模是否回到季节性水平，若大行融出修复，说明超储分布不均问题缓解，大行流动性压力减轻。

整体来看，当前仍处于信号观察期，建议等待央行进一步宽松、负债稳定性修复、FTP 下调信号明确后，再择机加大长债配置力度。

4、投资建议：沿基本面改善主线布局

主线一：基础客群优势行或潜在负债成本优化空间大的银行。在存款挂牌利率下调与存量定期存款集中到期的双重作用下，银行业负债成本正迎来拐点。不同银行由于存款结构、客户基础和定价能力差异，成本下行的节奏与幅度截然不同。具备低成本活期存款沉淀能力、负债结构优化空间大的银行，将率先实现负债成本触底，从而在息差整体磨底阶段获得相对优势。这类银行的典型特征是：零售与对公结算性存款占比较高，存款定期化趋势缓和，且具备主动管理负债久期的能力。受益标的：**招商银行**——零售客户基础深厚，活期存款占比长期领先；以及**渝农商行**等 2026 年到期定存比例较高的银行。

主线二：对公项目储备丰富、掌握资产定价权的银行。当前信贷增量几乎全部由对公端贡献，能够获取优质对公项目、并在定价上保有主动权的银行，可实现在资产端“量价协调”。这类银行通常深耕经济活跃区域，或在大中型企业、基建、制造业等领域有深厚客户基础。受益标的：国有行中工商银行、建设银行，城商行中**成都银行**、**江苏银行**、**杭州银行**等。

主线三：低资产风险+盈利高增长驱动的“红利扩张”型银行——兼具防御与弹性市场已从单纯追逐高股息转向寻找“股息可持续增长”的标的。这类银行资产质量长期优异，拨备充足，且盈利增长能够支撑分红比例稳步提升，在红利策略基础上叠加成长弹性。受益标的：**邮储银行**、**中信银行**、**南京银行**等。

表7：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
		2026-07-20	2026E		2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
601658.SH	邮储银行	0.61	0.57	8.67	1.99	5.89	4.74	1.07	0.87	3.16	0.73	0.73	0.76	未评级
600036.SH	招商银行	0.89	0.82	13.44	0.01	2.82	4.23	1.21	2.60	3.86	5.95	6.03	6.27	未评级
601998.SH	中信银行	0.57	0.53	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	0.81	0.78	13.14	8.82	17.91	9.94	8.35	7.10	10.32	1.88	2.01	2.22	未评级
601009.SH	南京银行	0.75	0.71	12.05	10.48	23.30	10.33	8.08	8.15	9.31	1.76	1.91	2.09	未评级
600926.SH	杭州银行	0.83	0.78	14.65	1.09	8.74	7.88	12.05	10.17	11.55	2.63	2.89	3.23	未评级
601838.SH	成都银行	0.89	0.80	15.39	2.70	9.65	7.13	3.31	5.14	6.75	3.13	3.30	3.52	未评级
601077.SH	渝农商行	0.57	0.55	9.18	1.37	2.24	4.84	5.35	6.20	7.07	1.07	1.13	1.21	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 2026-07-20。）

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

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