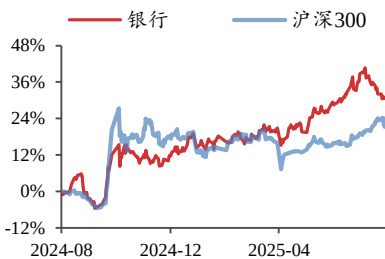


银行

2025 年 08 月 03 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

《企业短贷高增与票据利率的窄幅波动——行业点评报告》-2025.8.1

《坚守“绝对收益”的现实与未来——理财 2025H1 半年报解读》-2025.8.1

《险资增配动因与 PB-ROE 估值曲线演变“新范式”——行业深度报告》-2025.7.31

增值税调整对银行配债行为及业绩影响

——行业点评报告

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

● 增值税新规落地，对政府债、金融债利息收入恢复征收增值税

财政部、税务总局公告，自 2025 年 8 月 8 日起，对在该日期之后（含当日）新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。

（1）新老划断：老券及含续发机制债券依然享受增值税减免，新券发行理论上需加回增值税率补偿。

（2）银行、保险、券商等自营机构投资增值税率为 6%，公募基金等资管产品按照 3% 简易税率征收。

（3）同业存单不属于金融债类别，预计继续免征增值税。

● 银行配债策略调整：配置意愿降低，浮盈兑现节奏放缓，催化基金投资诉求

（1）持有到期策略需调整，交易能力强的银行相对受益。政府债票息额外增加税收成本，配置盘债券利差倒挂矛盾加重，银行自营投资持有至到期的意愿走弱，交易行为或更加活跃。FVTPL 占比高且交易价差能力强的银行相对受益，因资本利得税收规则不变，相较于票息的税收劣势减小。

（2）老券变得稀缺，银行更“惜卖”。FVOCI 释放浮盈与 AC 债券提前兑现的机会成本增加，由于卖老买新会增加一项税收成本，银行持有的老券变得更加稀缺，提前兑现投资收益的行为可能放缓。

（3）阶段性催化银行增加委外基金投资，增量需求或来自政府债到期量大且对收入有较强诉求的银行。一方面，银行自营直接抢配“老券”的空间有限，可通过投资基金间接增持。另一方面，增值税新规落地后，由于增值税率的差异，银行通过基金投资利率债、金融债的税盾效应强化，现阶段银行通过基金投资利率债和金融债的避税效应在 2-5BP 左右。

（4）银行大类资产比价向信贷业务倾斜，自营投资对信用债、同业存单的偏好提升。其中农商行作为同业存单的主要配置机构之一，可能恢复部分新增需求，但受限于负债增速可能整体配债强度弱于上年。

● 新规或对银行业绩形成负向影响，下阶段重点关注所得税规则调整可能性

我们根据 2024 年数据粗略测算，上市银行配置盘每年新增利率债、金融债产生的增值税约占营收的 0.17%，归母净利润的 0.44%，其中对国有行影响更大，占营收比例为 0.22%。下阶段需关注债券投资利息收入所得税规则、基金分红收入免税条款调整的可能。2024 年上市银行所得税减免占归母净利润比例为 18.9%，国有行/股份行/城商行/农商行分别为 19.4%/17.3%/20.2%/17.0%。

● 投资建议

从大类资产上看，低风险债券的性价比降低，利好红利性质股票。1、零售风险可控，拨备调节盈利能力突出的国有行；2、安全边际高、存量风险有出清迹象的股份行；3、盈利增长有空间，拨备反哺能力强的城、农商行，推荐中信银行，受益标的建设银行、农业银行、招商银行、江苏银行、杭州银行、渝农商行。

● 风险提示：宏观经济增速下行，债市利率大幅波动。

目 录

1、 增值税新规的要点	3
2、 国债等恢复利息增值税，银行配债或增加交易及委外	5
2.1、 持有到期策略需调整，做交易价差能力强的银行受益	5
2.2、 阶段性催化银行委外公募基金需求	8
2.3、 影响大类资产比价向信贷倾斜，需求若不佳则可能被动“缩表”	9
2.4、 可能带来银行 FTP 基准定价曲线切换：国开债→国债	10
3、 增值税新规的业绩影响：削弱免税收入，增加发债成本	10
4、 下阶段关注重点及潜在影响	12
5、 投资建议	13
6、 风险提示	13

图表目录

图 1： 国债与国开债税后收益率差距或能反映流动性溢价	3
图 2： 当前上市银行配置政府债逐渐进入利差倒挂状态	5
图 3： 2024 年末上市银行金融投资中信用债占比 6.9%	5
图 4： 2024 年上市银行处置 FVOCI 产生投资收益占营收 1.3%，处置 AC 产生投资收益占营收 0.9%	6
图 5： 上市银行自营交易盘（FVTPL）持有债券结构	6
图 6： 上市银行交易盘（FVTPL）投资能力对比（2024 年）	7
图 7： 2025 年以来农商行同业存单买入力度下降（亿元）	8
图 8： 银行持仓债基底层资产中政金债、金融债和信用债占比较高	9
表 1： 新规对国债、地方债、金融债的利息收入恢复缴纳增值税，机构自营 6%、广义资管（含公募基金）3%	4
表 2： 样本银行自营持仓债基底层资产中政金债、金融债、信用债占比较高（2024，关联方口径）	8
表 3： 公募基金投资利率债和金融债的避税效应在 2-5BP 左右	9
表 4： 增值税政策变化后，利率债和金融债比价效应下降	10

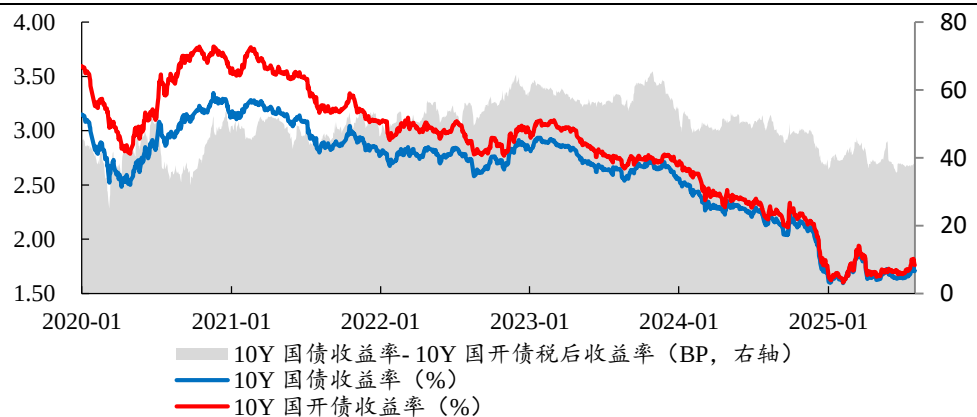
1、增值税新规的要点

事件：财政部、税务总局公告，自 2025 年 8 月 8 日起，对在该日期之后（含当日）新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。对在该日期之前已发行的国债、地方政府债券、金融债券（包含在 2025 年 8 月 8 日之后续发行的部分）的利息收入，继续免征增值税直至债券到期。

国债等品种恢复缴纳增值税的缘由：完善债券市场定价机制，稳定财政税收等。此前不同券种的税收差异一定程度影响债券市场的定价效率和机构选择偏好，从定价基准上看，理论上国债被视为无风险收益率的基准，但国债利息免税其收益率会低于“纯粹”的无风险利率（即假设所有债权都不征税情况下的无风险利率），这会影响收益率曲线的构建和风险资产的定价。从投资者行为上看，国债利息免税可能对其流动性有所削弱，投资者或倾向于将其持有到期。对比国开债的税后收益率与国债收益率能发现，国开债长期低于国债 30-50BP，或反映国债收益率隐含流动性溢价。2025Q1 货币政策执行报告也提及“公募基金和理财资管产品交易价差有税收减免优势，短期交易意愿也会更强”，“一些不免税的公司债等还可能对标免税的国债利率水平，进一步加大债券市场收益率的短期波动。”因此，税收规则差异使低税率投资者（公募基金、资管等）更关注税前收益，倾向于配置高收益应税债券（信用债、金融债等），同时在利得免税情况下去“卷交易”，而高税率投资者（银行自营等）则大量持有政府债到期，获取免税收入。

此外，恢复增值税也能补充一部分财政收入，缓解今年以来税收压力。

图1：国债与国开债税后收益率差距或能反映流动性溢价



数据来源：Wind、开源证券研究所

新老划断：老券及含续发机制债券依然享受增值税减免，或增加资金吸引力；新券发行理论上需加回增值税率补偿，若按发行利率 1.7%，则银行自营购买对应成本约上升 $1.7\% \times 6\% (1+6\%) = 9.6 \text{ BP}$ 。

政策依据及公募缴税规则的不确定性：《营业税改征增值税试点的通知》（财税〔2016〕36号文）指出“下列项目免征增值税：……证券投资基金（封闭式、开放式）管理人运用基金买卖股票、债券取得的收入。”《关于资管产品增值税有关问题的通知》（财税〔2017〕56号）说明“资管产品管理人运营资管产品过程中发生的增值税应税行为，暂适用简易计税方法，按照3%的征收率缴纳增值税”且资管产品包括**公开募集证券投资基金**。若按公募基金继续享受免税优惠政策理解，则本次规则调整无影响，但我们评估政策逻辑，认为此前票息免增值税更多来自于债券品种差异，而非机构类型差异，公募基金应纳入资管产品，利息收入或不再完全享受免税。

表 1：新规对国债、地方债、金融债的利息收入恢复缴纳增值税，机构自营 6%、广义资管（含公募基金）3%

银行、保险、券商的自营(增值税：利息及资本利得-征 6%，所得税：利息及资本利得-征 25%)				
债券品种	增值税		所得税	
	持有期利息收入	资本利得	持有期利息收入	资本利得
国债	免 (6%)	6%	免	25%
地方政府债	免 (6%)	6%	免	25%
政策性金融债	免 (6%)	6%	25%	25%
铁道债	6%	6%	减半	25%
金融债	免 (6%)	6%	25%	25%
同业存单	免	6%	25%	25%
信用债等	6%	6%	25%	25%
股票	不应税	6%	免	25%
公募基金(增值税利息-征，资本利得-免，所得税-免)				
债券品种	增值税		所得税	
	持有期利息收入	资本利得	持有期利息收入	资本利得
国债	免 (3%)	免	免	免
地方政府债	免 (3%)	免	免	免
政策性金融债	免 (3%)	免	免	免
铁道债	3%	免	免	免
金融债	免 (3%)	免	免	免
同业存单	免	免	免	免
信用债等	3%	免	免	免
股票	不应税	免	免	免
资管类机构(增值税利息-征，资本利得-征，所得税-免)				
债券品种	增值税		所得税	
	持有期利息收入	资本利得	持有期利息收入	资本利得
国债	免 (3%)	3%	免	25%
地方政府债	免 (3%)	3%	免	25%
政策性金融债	免 (3%)	3%	25%	25%
铁道债	3%	3%	减半	25%
金融债	免 (3%)	3%	25%	25%
同业存单	免	3%	25%	25%
信用债等	3%	3%	25%	25%
股票	不应税	3%	免	25%
社保、养老金(增值税利息-免，资本利得-免，所得税-免)				
债券品种	增值税		所得税	
	持有期利息收入	资本利得	持有期利息收入	资本利得
国债	免	免	免	免
地方政府债	免	免	免	免
政策性金融债	免	免	免	免
铁道债	免	免	免	免
金融债	免	免	免	免
同业存单	免	免	免	免
信用债等	免	免	免	免
股票	不应税	免	免	免

简易税率 3%，不可抵扣。包括各类资管类机构非保本理财、基金专户、券商资管、保险资管、信托等非法人机构；非保本资管产品需按照规定由管理人缴纳增值税，穿透后根据具体的投资品种来缴纳，所得税因目前尚未提及可免。

社保、养老金(增值税利息-免，资本利得-免，所得税-免)

债券品种	增值税		所得税	
	持有期利息收入	资本利得	持有期利息收入	资本利得
国债	免	免	免	免
地方政府债	免	免	免	免
政策性金融债	免	免	免	免
铁道债	免	免	免	免
金融债	免	免	免	免
同业存单	免	免	免	免
信用债等	免	免	免	免
股票	不应税	免	免	免

对社保基金会及养老基金投资管理机构提供贷款服务取得的全部利息及利息性质的收入和金融商品转让收入，免征增值税；运用养老基金投资取得的归属于养老基金的投资收入，作为企业所得税不征税收入。

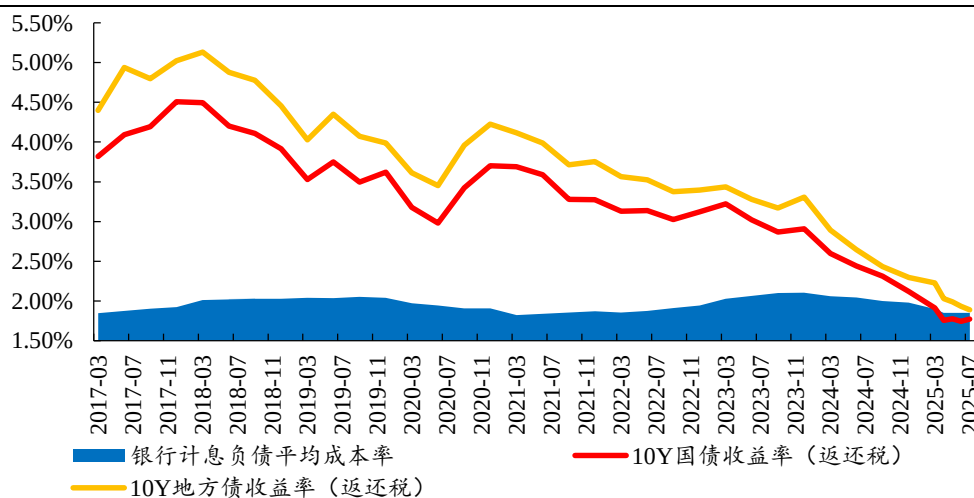
资料来源：财政部、税务总局、开源证券研究所

2、国债等恢复利息增值税，银行配债或增加交易及委外

2.1、持有到期策略需调整，做交易价差能力强的银行受益

政府债票息额外增加税收成本，债券利差倒挂矛盾加重。在负债成本刚性，收息水平较快下降的情况下，不少银行通过 AC 账户配债逐渐进入利差倒挂状态，本次税收规则调整或将加重这一负担。我们预计至 2025H1 上市银行平均负债成本下降至 1.8%-1.85% 区间，按此水平推算当前配置 10Y 国债名义收益率至少为 1.7%-1.75% 才可获得返还税收后的利差，税收规则调整后，新配置债券的 10BP 增值税返还收益也被消除，银行更难覆盖负债成本。

图2：当前上市银行配置政府债逐渐进入利差倒挂状态

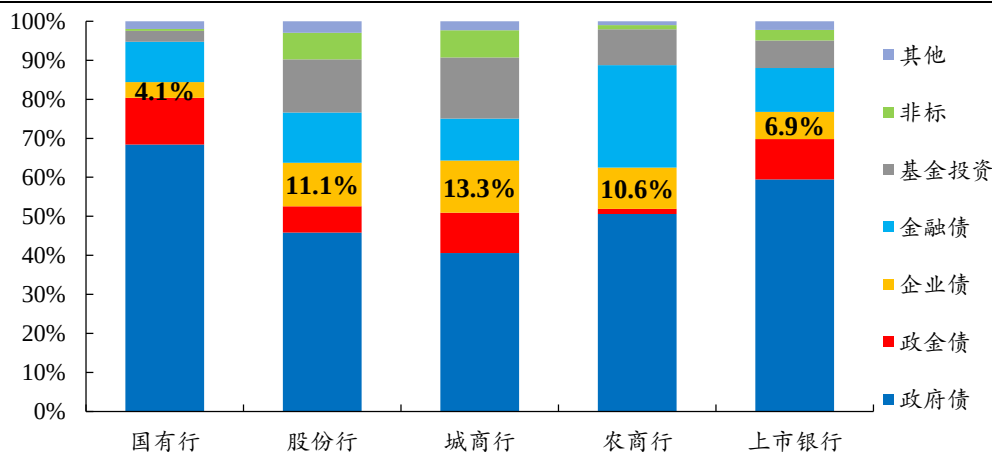


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：计息负债成本率取上市银行财报披露数据，按加权统计，2025 年为估测值。

银行或提高信用债的持有意愿，尤其是现阶段资本并不紧缺的情况下。我们认为下阶段新增债券的配置偏好或受影响，在营收压力大且政府债税后收益下降的情况下，银行自营可能增加信用债的配比。当然，考虑税盾、杠杆、利率风险管理等因素，部分新增需求会体现为定制信用债基的形式。

图3：2024 年末上市银行金融投资中信用债占比 6.9%



数据来源：银行财报、开源证券研究所

老券变得稀缺，银行更“惜卖”，FVOCI 释放浮盈与 AC 债券提前兑现的机会

成本增加，投资收益来源或向 FVTPL 回归。我们观察到上市银行在 2024 年开始加快 FVOCI 账户浮盈释放及存量 AC 债券流转，增厚投资收益，这在低息差+利率向下的环境中是一种普遍策略。但提前处置这些配置盘的债券也面临一定机会成本，比如未来新配资产很难找到高息的品种，对息差管理不利。现在新配债券又增加了一项税收成本，这样银行持有的老券会变得更加稀缺，提前兑现投资收益的行为可能放缓。

图4：2024 年上市银行处置 FVOCI 产生投资收益占营收 1.3%，处置 AC 产生投资收益占营收 0.9%

银行名称	FVTPL产生的投资净收益+市值波动					处置FVOCI产生的投资净收益					处置AC产生的投资净收益				
	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2022	2023H1	2023	2024H1	2024
国有行	1.9%	4.9%	3.8%	5.3%	5.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.7%	0.7%	0.1%	0.2%	0.2%	0.7%	0.6%
股份行	5.7%	9.5%	8.3%	11.9%	10.9%	1.1%	0.8%	0.8%	2.6%	2.2%	0.7%	0.7%	0.8%	1.9%	1.1%
城商行	12.5%	16.9%	16.4%	18.8%	18.7%	1.5%	1.4%	1.4%	2.9%	2.6%	0.7%	0.9%	1.0%	1.8%	1.8%
农商行	6.3%	10.9%	10.1%	12.8%	11.9%	1.2%	0.9%	1.0%	2.3%	2.1%	0.4%	0.6%	0.4%	3.2%	2.4%
上市银行	3.8%	7.3%	6.2%	8.4%	8.2%	0.6%	0.5%	0.6%	1.4%	1.3%	0.3%	0.4%	0.5%	1.1%	0.9%

数据来源：银行财报、开源证券研究所

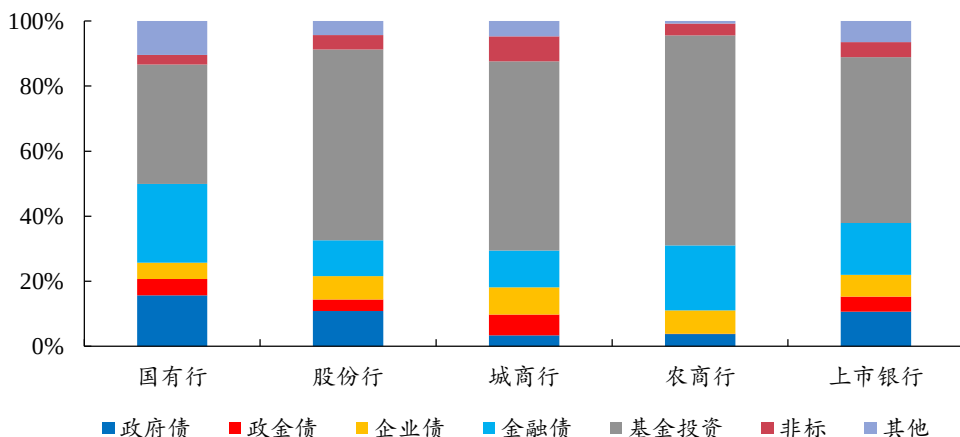
FVTPL 占比高且交易价差能力强的银行相对受益，因资本利得税收规则不变，相较于票息的税收劣势减小。统计 2024 年上市银行自营交易盘的收益表现（含基金分红、债券买卖价差及持有债券的估值收益等），加权平均值为 3.82%，农商行较高为 4.5%。上市银行中有代表性的银行有：

（1）南京银行，金融投资占比高且 FVTPL 比例大，创收能力强（3.67%），投向上非标占比高（32.8%）、基金投资比例低（38.6%，城商行平均 58.1%），侧面反映自营做价差能力较强，行内资源也向这方面倾斜；

（2）杭州银行，虽然 FVTPL 占比并不高，但交易盘中政金债比例大（21.3%），交易盘收益率表现突出（4.35%）；

（3）宁波银行，交易品种信用债、金融债占比高，利率债占比低，且平均剩余期限短（0.35 年），除基金贡献外交易盘业绩几乎全部来自于买卖价差，侧面反映交易机制灵活。

图5：上市银行自营交易盘（FVTPL）持有债券结构



数据来源：银行财报、开源证券研究所

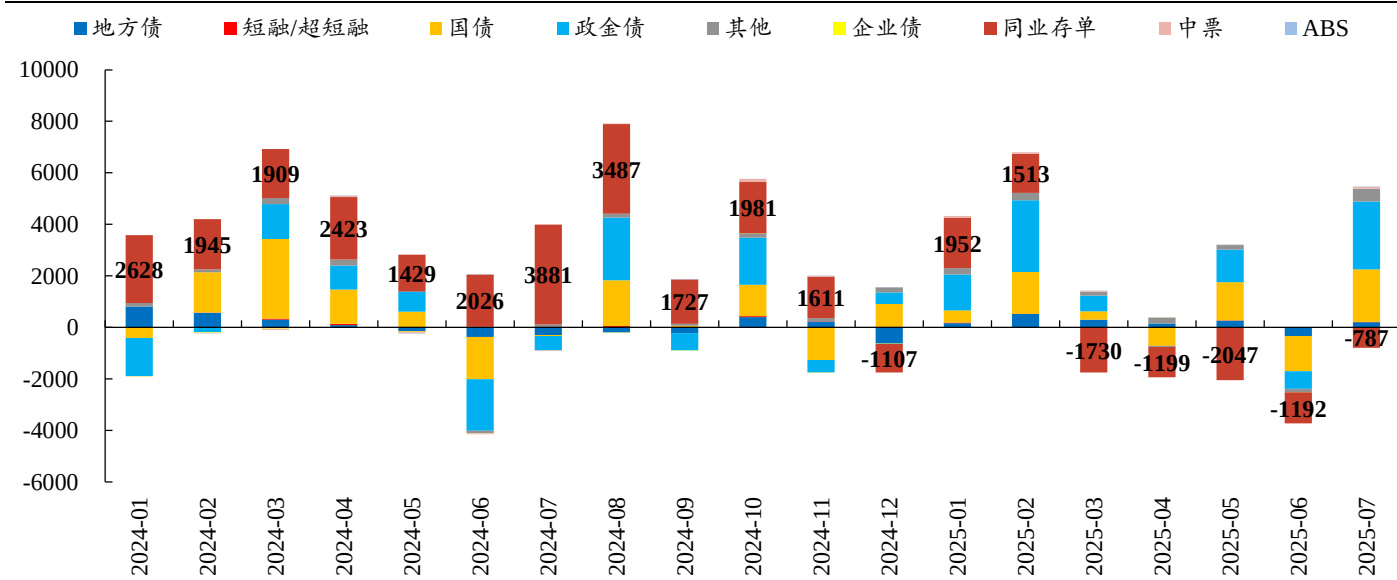
图6：上市银行交易盘（FVTPL）投资能力对比（2024 年）

银行名称	金融投资占比	FVTPL/总投资	投资净收益/营收	公允价值变动/营收	FVTPL中基金投资占比	FVTPL中平均剩余期限	交易盘收益率（测算）		
							基金分红+买卖价差	持有估值收益	合计
工商银行	29%	7%	5.0%	1.5%	16%	2.74	2.79%	1.34%	4.13%
建设银行	26%	6%	2.9%	0.7%	42%	2.60	0.76%	0.88%	1.64%
农业银行	32%	4%	4.4%	1.1%	12%	3.50	12.90%	1.51%	14.40%
中国银行	24%	7%	6.6%	-0.2%	17%	2.08	3.38%	-0.27%	3.11%
邮储银行	35%	17%	9.1%	1.5%	81%	2.01	2.74%	0.53%	3.27%
交通银行	29%	15%	10.4%	0.9%	33%	1.18	1.82%	0.38%	2.19%
招商银行	30%	17%	8.9%	1.8%	56%	1.95	2.74%	1.06%	3.81%
兴业银行	33%	27%	17.1%	1.5%	62%	2.00	3.23%	0.34%	3.57%
浦发银行	30%	25%	17.1%	-0.9%	70%	0.50	2.87%	-0.21%	2.66%
中信银行	27%	25%	13.7%	1.8%	66%	0.92	2.38%	0.60%	2.99%
民生银行	31%	16%	11.3%	-1.0%	42%	-	2.32%	-0.39%	1.93%
光大银行	32%	20%	9.4%	3.9%	63%	2.57	2.59%	1.21%	3.80%
平安银行	28%	39%	16.8%	2.1%	30%	-	3.13%	0.57%	3.71%
华夏银行	38%	27%	16.2%	8.1%	68%	1.31	3.02%	2.10%	5.12%
浙商银行	32%	22%	16.8%	5.2%	77%	0.89	2.51%	1.52%	4.03%
北京银行	34%	26%	19.3%	1.0%	74%	0.60	2.61%	0.21%	2.82%
上海银行	43%	22%	24.8%	7.0%	59%	1.25	1.95%	1.12%	3.08%
江苏银行	39%	32%	18.1%	4.6%	69%	-	3.08%	0.83%	3.91%
宁波银行	44%	26%	20.6%	0.0%	59%	0.35	3.00%	0.01%	3.01%
南京银行	42%	44%	27.1%	14.7%	39%	1.84	2.06%	1.61%	3.67%
杭州银行	46%	22%	19.1%	6.4%	40%	1.24	3.15%	1.20%	4.35%
长沙银行	43%	23%	12.0%	3.7%	74%	0.96	2.45%	0.84%	3.29%
成都银行	28%	27%	15.8%	3.0%	80%	0.67	2.28%	0.92%	3.21%
重庆银行	41%	19%	17.3%	0.8%	38%	1.06	2.45%	0.23%	2.69%
贵阳银行	41%	30%	14.9%	6.6%	38%	1.64	2.95%	1.51%	4.46%
郑州银行	30%	16%	14.2%	1.0%	46%	-	3.81%	0.36%	4.17%
青岛银行	37%	25%	12.7%	2.4%	80%	-	2.13%	0.53%	2.66%
苏州银行	37%	30%	19.0%	5.9%	61%	1.59	2.94%	1.12%	4.07%
齐鲁银行	44%	15%	14.0%	2.1%	61%	-	2.59%	0.63%	3.23%
兰州银行	33%	27%	15.2%	5.3%	38%	0.46	1.29%	1.10%	2.39%
西安银行	40%	20%	22.3%	5.8%	61%	-	4.08%	1.43%	5.51%
厦门银行	36%	24%	17.8%	4.3%	57%	0.95	2.90%	0.95%	3.84%
渝农商行	41%	13%	14.9%	-1.2%	68%	-	2.82%	-0.36%	2.46%
沪农商行	35%	10%	9.2%	4.3%	35%	0.73	3.12%	2.06%	5.19%
青农商行	35%	28%	17.0%	7.9%	80%	-	3.40%	1.81%	5.21%
常熟银行	26%	11%	13.7%	1.4%	95%	0.22	8.55%	1.24%	9.80%
紫金银行	20%	2%	12.1%	0.6%	0%	0.81	-0.50%	3.10%	2.61%
无锡银行	30%	14%	21.1%	1.3%	99%	-	4.05%	0.65%	4.70%
张家港行	30%	19%	27.4%	-2.2%	79%	1.04	10.53%	-0.94%	9.59%
江阴银行	32%	30%	22.2%	1.8%	35%	-	2.13%	0.38%	2.51%
苏农银行	31%	17%	26.8%	4.4%	96%	0.41	6.22%	1.73%	7.94%
瑞丰银行	34%	13%	21.5%	2.6%	53%	-	3.88%	1.46%	5.35%
国有行	29%	8%	5.5%	0.9%	37%	2.32	3.69%	0.75%	4.43%
股份行	31%	23%	13.5%	2.0%	59%	1.55	2.82%	0.62%	3.44%
城商行	39%	27%	19.4%	4.6%	58%	1.08	2.61%	0.85%	3.46%
农商行	35%	14%	15.3%	2.1%	64%	0.67	3.70%	0.80%	4.50%
上市银行	30%	14%	9.1%	1.5%	51%	1.76	3.10%	0.72%	3.82%

数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

农商行或恢复一定对 NCD 需求，整体配债强度仍低于 2024 年。根据政策理解，金融机构开展同业存款、同业借款、同业存单等同业往来业务取得的利息收入可继续适用相关增值税免税政策，因此新增资产配置上同业存单的性价比提高。农商行作为偏好同业存单的机构之一，可能恢复部分新增需求，但受限于负债增速可能整体配债强度弱于上年。

图7：2025 年以来农商行同业存单买入力度下降（亿元）



数据来源：idata、开源证券研究所

大型银行是政府债券承接主力，国债、地方债仍具性价比，新增资产配置不会影响很大。配置政府债仍具有低资本占用和减免所得税的优势，大型银行又是配合财政政策承接政府债券的主要机构，因此我们认为对其新增配置策略不会产生太大影响，但我们提示关注大型银行逐渐面临的久期限额问题，部分大行“ $\Delta EVE /$ 一级资本净额”指标贴近监管上限，在报告《资产负债结构转化中的银行利率风险重估》中我们详细讨论过银行调节该指标的几种方式，下阶段在取消增值税减免后，短债面临的利差倒挂更加严重，依靠大量储备短债做组合久期管理的方式或需调整。

2.2、阶段性催化银行委外公募基金需求

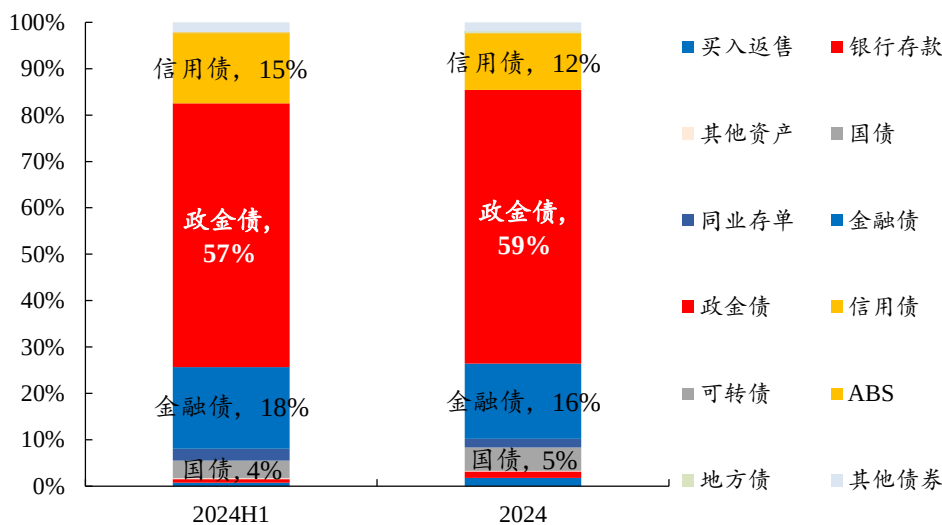
新的税收规则落地后，公募基金较银行自营投资的税盾效应进一步增强，此前银行自营投资债基底层资产中政金债和信用债占比较高，税收也是主要因素之一。

表 2：样本银行自营持仓债基底层资产中政金债、金融债、信用债占比较高（2024，关联方口径）

银行名称	买入返售	银行存款	债券投资	其他资产	国债	同业存单	金融债	政金债	信用债	可转债	ABS	地方债	其他债券
杭州银行	1%	0%	98%	0%	8%	3%	16%	66%	5%	0%	0%	0%	1%
浦发银行	2%	1%	97%	0%	6%	1%	13%	72%	1%	0%	0%	1%	4%
上海银行	2%	1%	97%	0%	5%	0%	19%	56%	11%	0%	0%	0%	4%
兴业银行	1%	1%	98%	0%	3%	2%	18%	51%	22%	0%	0%	0%	2%
招商银行	0%	2%	98%	0%	4%	3%	18%	58%	13%	0%	0%	1%	2%
浙商银行	1%	0%	99%	0%	7%	2%	23%	63%	1%	0%	1%	0%	1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：银行持仓债基底层资产中政金债、金融债和信用债占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们认为下阶段银行选择公募基金，可能有几个方向：

- (1) 负债不稳定、流动性指标承压时，增加货币基金申购；
- (2) 对收入波动性容忍度降低时，会严格限制基金持债期限；

(3) 增量基金需求来自于国债、地方债到期量较大，且对收入有较强诉求的银行。相较于银行自营直接投资，通过公募基金投资政府债具有节税优势。旧税收政策下，银行自营投资金融债所得税率为 25%，增值税率 0%，综合税率=（到期收益率-负债成本）*25%，公募基金投资的综合税率为 0%，当金融债到期收益率等于或小于负债成本时，公募基金的避税效应消失。新税收政策下，银行自营投资金融债增值税率为 6%，公募基金为 3%，由于增值税率的差异，公募基金投资金融债的避税效应持续存在，同理公募基金投资利率债的避税效应也持续存在。

表 3：公募基金投资利率债和金融债的避税效应在 2-5BP 左右

		国债（5Y）	地方债（5Y）	国开债（5Y）	金融债（5Y）	企业债（5Y）	同业存单（1Y）
票息收入		1.54%	1.63%	1.63%	1.79%	1.88%	1.63%
综合税率	公募基金	0.04%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.00%
	银行自营	0.09%	0.09%	0.09%	0.05%	0.08%	0.00%
	节税效果（BP）	4.24	4.47	4.47	4.91	2.61	0.00

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：各类债券到期收益率为近一个月均值，综合税率=名义收益率*增值税率/（1+增值税率）+（名义收益率-负债成本）*所得税率

2.3、影响大类资产比价向信贷倾斜，需求若不佳则可能被动“缩表”

增值税新规后，银行自营投资政府债、金融债的比价效应减弱，信用债、同业存单投资的比价效应被动抬升。根据各类债券 2025 年 8 月 1 日的到期收益率进行测算，增值税政策变化后，银行投资各期限国债比价效应下降 8-11BP，5Y 国开债/地方债下降 9BP 左右，5Y 商金债下降 5.6BP，二级债和永续债下降 11BP 左右。因此，从比价角度来说，大类资产摆布或向贷款、资金业务倾斜。

表 4：增值税政策变化后，利率债和金融债比价效应下降

大类资产	名义收益率	税收成本	增值税	所得税	资本成本	存款派生收益	信用成本	综合收益率（新）	综合收益率（旧）	变动（BP）
企业贷款	3.26%	0.46%	6%	25%	0.47%	0.69%	0.60%	2.42%	2.42%	-
票据贴现	1.55%	0.00%	6%	25%	0.47%	0.00%	0.00%	1.08%	1.08%	-
消费贷	3.15%	0.43%	6%	25%	0.47%	0.12%	1.36%	1.00%	1.00%	-
按揭贷款	3.13%	0.42%	6%	25%	0.19%	0.35%	0.82%	2.05%	2.05%	-
同业拆出 1M	1.65%	0.00%	0%	25%	0.25%	0%	0%	1.40%	1.40%	-
买入返售 7D	1.42%	0.00%	0%	25%	0.13%	0%	0%	1.30%	1.30%	-
国债 5Y	1.57%	0.09%	6%	0%	0.00%	0%	0%	1.48%	1.57%	-8.9
国债 10Y	1.71%	0.10%	6%	0%	0.00%	0%	0%	1.61%	1.71%	-9.7
国债 30Y	1.95%	0.11%	6%	0%	0.00%	0%	0%	1.84%	1.95%	-11.0
国开债 5Y	1.67%	0.09%	6%	25%	0.00%	0%	0%	1.57%	1.67%	-9.4
地方债 5Y	1.65%	0.09%	6%	0%	0.06%	0%	0%	1.49%	1.58%	-9.3
同业存单(AAA)1Y	1.64%	0.00%	0%	25%	0.25%	0%	0%	1.38%	1.38%	-
商金债(AAA)5Y	1.80%	0.10%	6%	25%	0.25%	0%	0%	1.44%	1.54%	-10.2
企业债(AAA)5Y	1.93%	0.11%	6%	25%	0.47%	0%	0%	1.35%	1.35%	-
二级债(AAA-)5Y	1.95%	0.11%	6%	25%	0.95%	0%	0%	0.90%	1.01%	-11.1
永续债(AAA-)5Y	2.01%	0.11%	6%	25%	1.58%	0%	0%	0.32%	0.44%	-11.4

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、可能带来银行 FTP 基准定价曲线切换：国开债→国债

目前商业银行 FTP 曲线大部分挂钩国开债收益率曲线，增值税新规落地后，银行自营对国债的交易行为或更加活跃，促进各期限国债流动性增强，则国债作为基准的能力恢复后可能带来银行 FTP 曲线的切换。

3、增值税新规的业绩影响：削弱免税收入，增加发债成本

我们根据 2024 年数据粗略测算，上市银行配置盘每年新增利率债、金融债产生的增值税约占营收的 0.17%，归母净利润的 0.44%，其中对国有行影响更大，占营收比例为 0.22%。主要测算过程和假设如下：

- （1）金融投资增量及结构：采用 2024 年上市银行配置盘投资增量结构数据；
- （2）政府债中国债的比例假设：国股行占比为 30%，城农商行占比为 45%。

具体来看，配置盘新增政府债、金融债投资较多的银行相对影响会更大一些，如国有行中的工商银行、农业银行，城商行中的长沙银行、齐鲁银行、上海银行、江苏银行、宁波银行等。

表 5：债券投资利息收入取消增值税免税后，对国有行业绩影响更大（亿元）

银行名称	2024 年金融投资配置盘增量					增量投资产生收入	增量投资需缴纳增值税（2024）		
	政府债	其中：国债	地方债	政金债	金融债		规模	占营收比例	占净利润比例
工商银行	14481	4344	10137	2840	3337	365	20.67	0.25%	0.56%
建设银行	8264	2479	5785	673	624	170	9.64	0.13%	0.29%
农业银行	23666	7100	16566	-3765	6597	477	26.97	0.38%	0.96%
中国银行	8834	2650	6184	1360	1110	200	11.34	0.18%	0.48%

邮储银行	3504	1051	2453	1128	798	96	5.41	0.16%	0.63%
交通银行	2769	831	1938	460	-832	43	2.42	0.09%	0.26%
国有行	61517	18455	43062	2696	11634	1351	76.45	0.22%	0.55%
招商银行	1138	341	796	408	1289	50	2.81	0.08%	0.19%
兴业银行	-534	-160	-373	1102	679	21	1.17	0.06%	0.15%
浦发银行	561	168	393	136	163	15	0.86	0.05%	0.19%
中信银行	-248	-74	-173	-227	1810	23	1.32	0.06%	0.19%
民生银行	851	255	596	-5	404	22	1.26	0.09%	0.39%
光大银行	500	150	350	0	-1124	-11	-0.60	-0.04%	-0.14%
平安银行	-26	-8	-18	68	474	9	0.51	0.03%	0.11%
华夏银行	-217	-65	-152	-266	168	-5	-0.31	-0.03%	-0.11%
浙商银行	332	99	232	174	52	10	0.55	0.08%	0.36%
股份行	2357	707	1650	1391	3914	134	7.57	0.05%	0.15%
北京银行	243	110	134	337	765	23	1.32	0.19%	0.51%
上海银行	991	446	545	444	-166	22	1.25	0.24%	0.53%
江苏银行	1446	651	795	203	9	29	1.65	0.20%	0.52%
宁波银行	902	406	496	562	4	25	1.44	0.22%	0.53%
南京银行	98	44	54	0	678	14	0.77	0.15%	0.38%
杭州银行	366	165	201	410	24	14	0.78	0.20%	0.46%
长沙银行	547	246	301	-8	556	19	1.09	0.42%	1.39%
成都银行	52	24	29	17	52	2	0.12	0.05%	0.09%
重庆银行	261	117	143	52	32	6	0.34	0.25%	0.67%
贵阳银行	-120	-54	-66	-12	-17	-3	-0.15	-0.10%	-0.29%
郑州银行	30	14	17	43	90	3	0.16	0.12%	0.85%
青岛银行	24	11	13	63	96	3	0.18	0.13%	0.42%
苏州银行	74	33	41	67	44	3	0.18	0.15%	0.36%
齐鲁银行	358	161	197	112	-107	6	0.36	0.29%	0.72%
兰州银行	149	67	82	0	26	3	0.18	0.22%	0.93%
西安银行	77	35	43	82	-56	2	0.10	0.12%	0.39%
厦门银行	13	6	7	-14	-3	0	0.00	-0.01%	-0.01%
城商行	5511	2480	3031	2358	2028	172	9.76	0.19%	0.49%
渝农商行	180	81	99	0	466	11	0.64	0.23%	0.56%
沪农商行	224	101	123	0	31	5	0.26	0.10%	0.21%
青农商行	12	6	7	53	-76	0	-0.01	-0.01%	-0.05%
常熟银行	157	71	86	11	37	4	0.20	0.19%	0.54%
紫金银行	-53	-24	-29	0	79	0	0.03	0.06%	0.15%
无锡银行	-37	-17	-20	5	98	1	0.06	0.14%	0.29%
张家港行	-27	-12	-15	0	7	0	-0.02	-0.04%	-0.11%
苏农银行	-17	-8	-9	0	23	0	0.01	0.01%	0.03%
江阴银行	11	5	6	2	1	0	0.01	0.03%	0.07%
瑞丰银行	151	68	83	-38	-62	1	0.05	0.12%	0.28%
农商行	602	271	331	32	605	22	1.23	0.12%	0.29%
上市银行	69986	21913	48074	6476	18181	1679	95.01	0.17%	0.44%

数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

此外，商业银行作为金融债发行人的角度来讲，由于由于投资者需要承担增值税成本，会要求发行人提高票面利率进行收益补偿，因此银行发行金融债和二永债的成本也随之抬升。

4、下阶段关注重点及潜在影响

下阶段需关注债券投资利息收入所得税规则、基金分红收入免税条款调整的可能。2024 年上市银行所得税减免占归母净利润比例为 18.9%，免税收入主要由国债、地方债利息收入和基金分红收入构成。分银行类型来看，国有行/股份行/城商行/农商行分别为 19.4%/17.3%/20.2%/17.0%，国有行（政府债配置力度大）和城商行（基金投资规模多）免税收入对业绩支撑力度更大，若税收规则调整进一步波及至所得税，则部分银行业绩或受到冲击。

表 6：2024 年上市银行减免所得税占归母净利润比例为 18.9%

银行名称	免税收入减免的所得税（亿元）				占归母净利润比例			
	2022	2023	2024H1	2024	2022	2023	2024H1	2024
工商银行	586.88	652.66	346.07	699.66	16.3%	17.9%	20.3%	19.1%
建设银行	547.85	583.63	296.13	617.32	16.9%	17.5%	18.0%	18.4%
农业银行	465.87	518.84	289.67	606.83	18.0%	19.3%	21.3%	21.5%
中国银行	319.38	351.78	196.96	357.37	14.0%	15.2%	16.6%	15.0%
交通银行	209.82	237.46	118.28	240.96	22.8%	25.6%	26.1%	25.7%
邮储银行	181.93	191.29	93.75	195.84	21.3%	22.2%	19.2%	22.6%
招商银行	171.14	188.72	93.92	185.05	12.4%	12.9%	12.6%	12.5%
兴业银行	138.26	139.00	69.16	130.73	15.1%	18.0%	16.1%	16.9%
浦发银行	100.35	101.72	51.70	97.96	19.6%	27.7%	19.2%	21.6%
中信银行	111.31	130.95	51.62	137.08	17.9%	19.5%	14.5%	20.0%
民生银行	94.45	100.95	46.94	94.60	26.8%	28.2%	20.9%	29.3%
平安银行	63.45	70.62	35.34	71.94	13.9%	15.2%	13.7%	16.2%
光大银行	60.36	74.77	37.44	75.01	13.5%	18.3%	15.3%	18.0%
华夏银行	34.73	35.16	18.58	39.11	13.9%	13.3%	14.9%	14.1%
浙商银行	28.13	30.67	15.07	32.87	20.7%	20.4%	18.8%	21.6%
北京银行	41.18	44.86	23.19	46.82	16.6%	17.5%	15.9%	18.1%
上海银行	46.32	46.03	22.34	49.18	20.8%	20.4%	17.2%	20.9%
江苏银行	46.72	52.82	29.55	63.35	18.4%	18.4%	15.8%	19.9%
宁波银行	51.72	59.65	-	66.48	22.4%	23.4%	-	24.5%
南京银行	30.48	37.07	19.19	35.75	16.6%	20.0%	16.6%	17.7%
杭州银行	19.83	23.43	14.71	26.66	17.0%	16.3%	14.7%	15.7%
长沙银行	16.23	18.03	9.64	20.89	23.8%	24.2%	23.4%	26.7%
成都银行	13.61	13.55	7.14	15.75	13.5%	11.6%	11.6%	12.2%
贵阳银行	11.60	11.51	6.60	13.02	19.0%	20.7%	24.8%	25.2%
重庆银行	6.11	8.52	5.37	9.86	12.5%	17.3%	17.7%	19.3%
郑州银行	5.33	6.28	2.70	6.91	22.0%	34.0%	16.9%	36.8%
青岛银行	8.45	7.04	3.13	6.41	27.4%	19.8%	11.8%	15.0%
苏州银行	7.01	5.99	3.73	6.13	17.9%	13.0%	12.6%	12.1%
齐鲁银行	7.09	10.67	6.41	12.78	19.8%	25.2%	27.3%	25.6%
西安银行	7.27	8.33	4.70	9.23	30.0%	33.8%	35.2%	36.1%

厦门银行	6.61	8.39	4.44	8.42	26.4%	31.5%	36.6%	32.5%
兰州银行	4.59	4.79	2.49	5.37	26.4%	25.7%	26.4%	28.4%
渝农商行	18.07	19.67	11.02	19.03	17.6%	18.0%	15.0%	16.5%
沪农商行	11.72	13.85	7.04	14.82	10.7%	11.4%	10.1%	12.1%
青农商行	8.74	9.96	5.40	10.26	37.7%	38.8%	26.6%	35.9%
常熟银行	3.57	4.10	2.15	4.68	13.0%	12.5%	12.4%	12.3%
无锡银行	3.82	4.40	2.15	4.40	19.1%	20.0%	16.1%	19.5%
紫金银行	1.82	2.02	1.05	1.68	11.4%	12.5%	11.5%	10.3%
苏农银行	2.63	3.17	1.62	3.23	17.5%	18.2%	14.5%	16.6%
张家港行	3.84	3.98	1.84	3.80	22.8%	22.3%	19.4%	20.2%
瑞丰银行	3.67	4.29	2.51	5.51	24.0%	24.8%	29.8%	28.7%
江阴银行	4.51	4.48	2.23	4.11	27.9%	23.7%	30.7%	20.2%
国有行	2312	2536	1341	2718	17.1%	18.4%	19.6%	19.4%
股份行	802	873	420	864	15.8%	17.7%	15.3%	17.3%
城商行	330	367	165	403	19.1%	19.7%	15.0%	20.2%
农商行	62	70	37	72	17.2%	17.5%	15.4%	17.0%
上市银行	3506	3845	1963	4057	17.0%	18.4%	18.0%	18.9%

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

5、投资建议

从大类资产上看，低风险债券的性价比降低，利好红利性质股票。我们推荐标的仍延续前期红利逻辑：1、零售风险可控，拨备调节盈利能力突出的国有行；2、安全边际高、存量风险有出清迹象的股份行；3、盈利增长有空间，拨备反哺能力强的城、农商行，推荐中信银行，受益标的建设银行、农业银行、招商银行、江苏银行、杭州银行、渝农商行。

6、风险提示

宏观经济增速下行；债市利率大幅波动。

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）》已于2017年7月1日起正式实施。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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、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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告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。

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”）的机构或个人客户（以下简称“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，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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