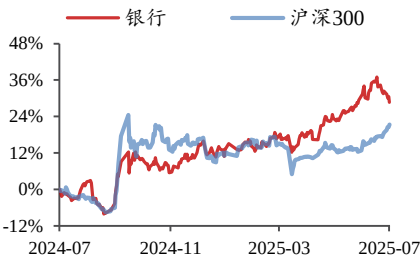


银行

2025 年 07 月 24 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

《短贷提振货币派生，中小行腾退高息存款影响配债——6 月央行信贷收支表要点解读》-2025.7.15

《信贷季节性回暖，存款“活期化”初现——6 月金融数据点评》-2025.7.15

《稳增长与防空转，政策空间关注银行“降成本”效果——央行 2025Q2 货币政策例会学习》-2025.6.29

资产负债结构转化中的银行利率风险重估

——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

● 当前我国银行业资产负债结构转化的趋势及影响

资产端：信贷需求偏弱，金融投资占比提高，且期限拉长；**负债端：**核心存款增长放缓，大量依靠同业及主动负债，非银存款的波动进一步影响银行负债稳定性；**资产负债期限错配加重，**久期限额逐渐构成资产配置的制约，国有行净久期缺口约为 1 年、股份行 1.3 年；**利率下行+低息差：**存量资产兑现收益，但加重未来息差负担；**资本消耗减缓，**部分银行放松市场风险限额，积极参与金融市场。

● 上市银行利率风险重估：潜在业绩影响不容忽视，大行久期约束长期存在

交易账簿利率风险：整体稳健，VaR 在合理范围内波动；**银行账簿利率风险：**资产负债重定价缺口变大，利率上行 100BP 使得利息收入下滑 3-8%。大行 ΔEVE 贴近上限，评估大行承接长期债券能力，方法一：大行注资使得 ΔEVE 恢复 0.5-1.3 pct，静态测算未来每年承接 2 万亿政府债发行大约使 ΔEVE 下降 2-3 pct；方法二：通过净久期缺口的变动值推算，1%的 ΔEVE 空间大概对应国有行承接 10 年债券体量为 1.59 万亿元，若期限为超长 30 年，则对应空间仅为 3000 亿元。

● 低利率时期海外银行特征，以及我国银行债券收益可得性、息差及行为判断

海外银行：资产端减少贷款，增配低风险债券并拉长久期，增加海外投资；**负债端**存款占比提升、利率下行，活期化趋势明显。**我国银行：（1）债券收益可得性与业绩影响：① FVTPL 占比高的银行，在利率波动环境下，不一定其经营业绩就受到较大冲击。2025Q1 我们推测大行并未怎么处置 FVOCI，主要以处置 AC 填补 FVTPL 的亏损，农行、邮储提前确认收益贡献显著；若为对冲利率上行 100BP 时 FVTPL 的损失，大行拨备覆盖率大约下降 12-15 pct，目前看仍有充足的空间；② 截至 2025Q1 FVOCI 存量浮盈约为营收 5%，大行可抵御约 50BP 利率上行；③ 静态测算，资产负债重定价因素大概负向影响 2026 年银行净息差 2-4BP。（2）从加强利率风险管理视角，下阶段的银行行为：**大行接长债同时买短债做组合久期管理或许是新常态；合理搭配债券结构；做实核心负债管理；大行进一步强化其市场稳定器功能，中小行或适当控制类交易属性债券敞口；谨慎评估 FVOCI 账户的潜在估值损益影响；投资基金控制市场风险敞口和业绩波动。提示关注浮盈薄弱且依赖同业负债的银行，在利率波动中易陷入“浮亏→资本吃紧→融资成本上升”负循环的可能性。我们认为，在考核层面未来 IRRBB 有望替代部分 EVA 功能，中小银行应选择合适的风险偏好，加快风险计量人才建设。

● 投资建议：低利率时代稳定红利资产价值重估

低利率大资管时代，居民财富或向稳定股息方向转移，继续看好经济动能的回升以及银行估值抬升。2025 年银行经营业绩将基本保持稳定，基于资产负债结构优化、息差降幅收窄、零售风险可控、债券流转贡献业绩等几方面考虑，随着下阶段无风险收益率下行，银行红利属性获得加持，保险中长期资金、公募低配资金等或将推动板块行情持续。受益标的农业银行、招商银行、中信银行、北京银行等。

● 风险提示：宏观经济增速下行，利率大幅波动影响业绩等。

目 录

1、IRRBB 从市场风险中剥离：风险特征与监管逻辑不同.....	5
2、当前我国银行业资产负债结构转化的趋势及影响.....	7
2.1、资产端：信贷需求偏弱，金融投资占比提高且期限拉长.....	7
2.2、负债端：核心存款增长放缓，大量依靠同业及主动负债.....	17
2.3、资产负债期限错配加重，久期限额逐渐构成资产配置的制约.....	22
2.4、利率下行+低息差：存量资产兑现收益，但加重未来息差负担.....	23
2.5、资本消耗减缓，部分银行放松市场风险限额，积极参与金融市场.....	27
3、当前上市银行利率风险重估.....	29
3.1、交易账簿利率风险：整体稳健，VaR 在合理范围内波动.....	29
3.2、银行账簿利率风险：资产负债定价缺口变大，大行 ΔEVE 贴近上限.....	30
4、低利率时期海外银行资产负债结构转化的典型特征.....	36
4.1、资产端：减少贷款，增配低风险债券并拉长久期，增加海外投资.....	36
4.2、负债端：存款占比提升、利率下行，活期化趋势明显.....	38
5、强化利率风险监管，对下阶段银行业绩及经营行为的影响.....	39
5.1、低利率时期银行债券投资收益可得性与业绩影响.....	39
5.1.1、FVTPL 占比高，在利率波动环境下，不一定其经营业绩就受到较大冲击.....	41
5.1.2、截至 2025Q1 FVOCI 存量浮盈约为营收 5%，大行可抵御约 50BP 利率上行.....	43
5.1.3、静态测算，资产负债定价因素大概负向影响 2026 年银行净息差 2-4BP.....	46
5.2、强化利率风险监管，对银行经营行为的影响.....	48
5.3、IRRBB 或重构银行考核逻辑：长期收益与短期增量再平衡.....	49
5.3.1、当前银行重视 EVA 考核，但资本成本难以充分反映利率风险.....	49
5.3.2、海外经验：用 IRRBB 替代部分 EVA 功能.....	50
5.4、IRS 在银行的应用.....	50
6、观点：评估风险管理能力，选择合适的风险偏好是关键.....	52
7、投资建议：低利率时代稳定红利资产价值重估.....	52
8、风险提示.....	53

图表目录

图 1：银行持有金融资产以银行账簿为主.....	5
图 2：2025.06 人民币贷款同比增速降至 7.1%（%）.....	7
图 3：股份行贷款增速较低，2025Q1 农商行显著降速.....	7
图 4：2024 年上市银行金融投资占比提升至 30.3%.....	8
图 5：2024 年上市银行金融投资对营收贡献提高至 28%.....	8
图 6：2024H2 上市银行增加金融投资规模 6.5 万亿元，近年半年度最大增量（亿元）.....	8
图 7：2025 年长期限地方债供给增加（亿元）.....	12
图 8：2025 年商业银行承接地方债力度加大（亿元）.....	12
图 9：2024H2 上市银行 AC 和 FVOCI 账户新增政府债均超 2 万亿元（亿元）.....	12
图 10：2024 年上市银行存量金融投资结构.....	14
图 11：2024 年上市银行配置盘各账户分期限买卖债券增量占比.....	15
图 12：FVOCI 账户投资期限结构（2024 年）.....	16
图 13：AC 账户投资期限结构（2024 年）.....	16
图 14：国有行分账户投资期限变动，AC 账户平均剩余期限提高至 5 年以上（年）.....	16

图 15: 存款越稳定、成本越低, 越有能力承受较大的期限错配 (2024, 年)	17
图 16: 估算国有行核心存款占总负债比例较高, 但近年来下滑明显	19
图 17: 2023 年以来上市银行核心存款增速放缓	19
图 18: 2023 年以来上市银行核心存款占总负债比例下降	19
图 19: 2025.06 大行个人定期存款同比增速 15.9%	20
图 20: 2025.06 大行个人活期存款同比增速 6.9%	20
图 21: 近年来上市银行存款结构, 储蓄存款定期化明显	20
图 22: 2024 年上市银行定期存款中 1Y 以上占比下降	20
图 23: 2024 年上市银行定期存款平均剩余期限下降 (年)	20
图 24: 2024 年底非银存款自律后, 大行存贷增速差快速回落 (亿元)	21
图 25: 2022-2025 年上市银行 NCD 备案额度逐年增加 (亿元)	21
图 26: 2023-2025 年国有行、城商行 NCD 额度使用率逐年递增 (统计至每年的 7 月 18 日)	21
图 27: 稳定存款占比越高的银行, 在流动性风险指标上获得更大支撑 (亿元)	22
图 28: 上市国有行资产负债净久期缺口约为 1 年, 股份行约为 1.3 年 (2024 年报)	23
图 29: 上市行 AC 账户配置债券逐渐进入利差倒挂状态	24
图 30: 上市行债券收益-存款成本利差压缩至 135 BP	24
图 31: 近年来上市银行 FVOCI 账户投资比例持续提高, 城农商行尤为明显	24
图 32: 近年来上市行普遍压降 AC 投资 (占比变动)	25
图 33: 2025Q1 上市股份行、农商行大幅减少 AC 投资, 股份行交易盘止损	25
图 34: 2025 年农商行配债进度较上年放缓 (亿元)	26
图 35: 2025 年农村金融机构负债增速放缓 (%)	26
图 36: 2024 年上市银行投资净收益主要由 FVTPL 贡献	26
图 37: 2024 年投资收益同比增量中, FVOCI 增加 (亿元)	26
图 38: 农业银行财报披露风险价值, 利率风险 var 整体平稳, 主要受汇率风险影响	30
图 39: 投资期限拉长 0.2 年, 即 1% 的 ΔEVE 空间大概对应国有行承接 10 年债券体量为 1.59 万亿元 (亿元)	35
图 40: 2008-2015 年和 2019-2021 年为美国低利率时期	36
图 41: 20 世纪 90 年代后日本国债利率长期下行 (%)	36
图 42: 2008-2015 年期间美国四大行贷款占比下降	36
图 43: 日本三大银行贷款占比下降, 现金占比提升	36
图 44: 日本商业银行资产负债久期缺口拉长	37
图 45: 日本商业银行外币贷款占比提升	37
图 46: 日本商业银行增加外国另类资产投资	37
图 47: 日本商业银行不断增加外国债券投资	38
图 48: 2008 年以来美国商业银行息差平稳 (%)	38
图 49: 日本商业银行存贷利率双降, 利差收窄 (%)	38
图 50: 低利率时期美国和日本商业银行存款占比提升	39
图 51: 日本定期存款利率持续下降, 期限利差收窄	39
图 52: 日本商业银行存款活期化趋势明显	39
图 53: 上市银行交易盘 (FVTPL) 投资能力对比 (2024 年)	40
图 54: 2025Q1 大部分上市银行交易性金融投资收入 (投资净收益+公允价值变动损益) 同比负增长	41
图 55: 单季度业绩贡献分解, 2025Q1 农行、中行、邮储在非息收入上获得较大支撑	42
图 56: 2025Q1 大行通过处置 AC 支撑投资收益 (亿元)	42
图 57: 农行和邮储投资收益中处置 AC 占比提升较多	42
图 58: 农行和邮储交易盘业绩提振营收表现 (2025Q1)	43
图 59: 国有行在 2017 年下半年股价表现亮眼 (以 2025-12-31 为 0 点计算)	46

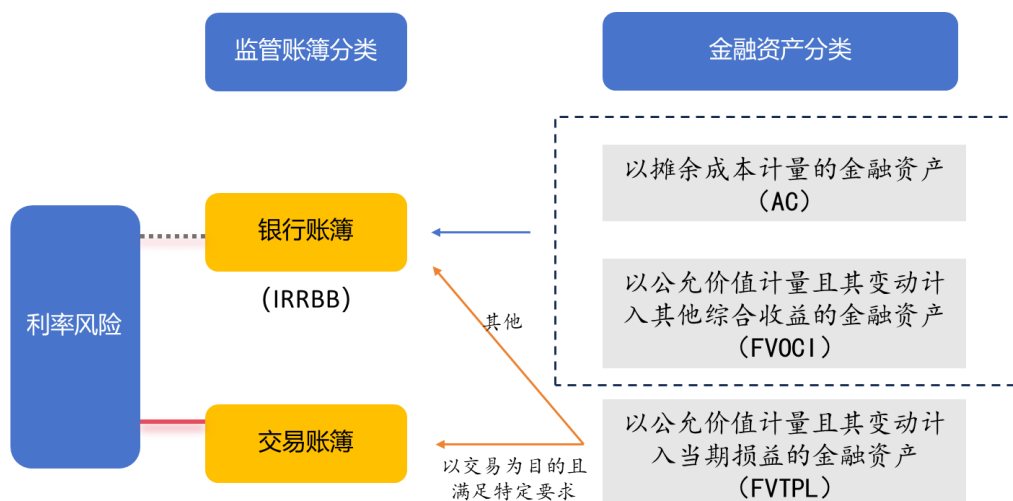
图 60: 资产负债定价因素大概影响 2026 年银行净息差 2-4BP.....	47
图 61: 利率变动对银行净利息收入的影响可能与测算值不一致.....	48
图 62: 截至 2024 年末, 上市银行持有基金约 6.4 万亿元, 约占总资产的 2.1%.....	49
表 1: 银行账簿与交易账簿利率风险业务本质与风险逻辑不同.....	6
表 2: 某国有行总行层面风险管理分工示意.....	6
表 3: 2024 年上市银行存贷利差显著收窄至 205BP, 存款成本相对刚性.....	7
表 4: 2018→2024 年上市银行金融投资占比: 国有行 +1.8pct, 农商行 +2.6pct.....	9
表 5: 上市银行满足资本及流动性监管指标压力整体不大 (2025Q1, %).....	10
表 6: 央行 2023-2025 年多次提及硅谷银行及中小银行利率风险问题.....	11
表 7: 上市银行投资结构以持有长期限政府债到期为主, 国有行剩余期限 5 年以上投资占比 40% (2024 年, 亿元) ...	13
表 8: 上市银行配置盘各账户投资分期限增减情况: 2024H2 国有行 FVOCI 增配 1-5 年, AC 增配 5 年以上 (亿元) ...	14
表 9: 国有行分账户平均投资剩余期限 (测算值, 年)	15
表 10: 监管规定了核心存款上限与核心存款平均期限上限.....	18
表 11: 无到期日存款重定价期限—三支柱披露 (2024 年, 亿元)	18
表 12: 2024 年投资收益增量来源以 FVOCI / AC 为主的银行有上海、成都、紫金、江阴、瑞丰等 (亿元)	26
表 13: 上市银行风险加权资产 (RWA) 分布中, 2025Q1 部分银行市场风险占比提高 (亿元)	27
表 14: 我国大型银行交易账簿风险价值 (VaR) 整体保持在合理范围波动 (百万元)	29
表 15: 大部分上市银行 1 年以内的资产负债定价缺口扩大, 不利于利率上行时的利息收入 (亿元)	31
表 16: 2024 年上市银行利率敏感性分析, 国有大行利率上行时对股东权益的负面影响加大	32
表 17: 国内系统重要性银行 IRRBB 定量测算 (2024 年度三支柱信息披露), 部分银行 ΔEVE 贴近监管上限 (-15%)	33
表 18: 静态测算, 国有行承接 2 万亿元地方政府债后 (ΔEVE) / 一级资本指标进一步下降 2~3pct	33
表 19: 1% ΔEVE 的空间可供国有行的平均投资剩余期限拉长 0.2 年左右	34
表 20: 银行配置盘主要影响利息收入, 交易盘影响投资: 收益和公允价值变动收益	41
表 21: 2025Q1 大型银行卖出长债, 买入短债	42
表 22: 2025Q1 大型银行主要卖出地方债和国债	43
表 23: 为对冲利率上行 100BP 时 FVTPL 的损失, 大行拨备覆盖率大约下降 12-15 pct (亿元)	43
表 24: 2025Q1 末上市银行 FVOCI 账户累计浮盈约 2736 亿元, 占全年营收约 4.84% (亿元)	44
表 25: 截至 2025Q1, 国有行 FVOCI 账户累计浮盈可以抵御约 50BP 利率上行	45
表 26: 传统 EVA 的缺陷和 IRRBB 的创新	50
表 27: 部分上市银行利率掉期名义金额与公允价值情况 (亿元)	51
表 28: 受益标的一览	53

1、IRRBB 从市场风险中剥离：风险特征与监管逻辑不同

事件：2025.06.20 国家金融监督管理总局印发《商业银行市场风险管理办法》（以下简称《办法》），修订后《办法》所称“市场风险”不再包含**银行账簿利率风险**（以下简称“**IRRBB**”），而是聚焦利率、汇率、股票价格、商品价格等发生不利变动引发银行损益波动的风险。由于银行持有的外汇、商品、股权等头寸相对较小，因此本篇报告我们重点讨论银行的利率风险管理，当前为什么要将 IRRBB 从市场风险中剥离，以及后续的可能影响。

此前，市场风险中的利率风险通常包括交易账簿利率风险与银行账簿利率风险，首先要明确**交易账簿与银行账簿的划分规则**：按照新版《商业银行资本管理办法》（简称“资本新规”）的标准，交易账簿为交易目的或对冲交易账簿内其他项目风险而持有的金融工具、外汇、商品头寸及监管认定的其他产品；需满足三大条件（1）可交易性：无法律障碍，可随时平盘或完全对冲风险；（2）估值要求：每日按公允价值计量且变动计入损益（FVTPL）；（3）管理方式：可进行积极的头寸管理。银行账簿为交易账簿之外的业务，以存贷款、持有至到期投资为主。

图1：银行持有金融资产以银行账簿为主



资料来源：开源证券研究所

二者的风险来源有明显差异：由于交易账簿头寸的持有意图是短期交易，赚取价差收益，因而其侧重盯市计量的短期市价波动风险；而银行账簿头寸，注重防范极端利率情形下对利息收入和经济价值的不利影响。从风险的时间维度上看，银行账簿利率风险偏向中长期，而交易账簿利率风险侧重超短期（1天/10天）。次贷危机（2007-2009年）深刻暴露了传统银行风险管理框架的缺陷，尤其是对银行账簿利率风险（IRRBB）的忽视。银行将次级房贷打包为 MBS、CDO 等衍生品，相当于将长期贷款“伪装”进交易账簿，仅通过 VaR（风险价值）模型很难充分覆盖风险；另外，硅谷银行风险事件更为典型，在期限错配同时面临负债端挤兑的情况下，被迫出售 HTM 债券会导致大幅亏损，也暴露出银行对于利率风险识别、计量和压力测试的不到位。所以，那些看上去稳定收息的长期限资产，在利率环境不确定的情况下其潜在隐患不容小觑，当然如果能管理好，银行的风险收益平衡将更进一步。

表 1：银行账簿与交易账簿利率风险业务本质与风险逻辑不同

维度	银行账簿利率风险（IRRBB）	交易账簿利率风险
业务性质	存贷款等持有至到期业务（核心银行业务）	交易性金融工具（证券、衍生品等）
持有意图	长期持有，赚取净息差	短期交易，赚取价差收益
风险因素	结构性利率风险（收益率曲线平坦/扭曲、基准利率切换、客户行为风险等）	短期价格波动（市场情绪、流动性冲击）
风险影响	净利息收入（NII）波动+银行经济价值（EVE）变动	交易账户即时收益
时间维度	中长期（数年甚至数十年）	超短期（1 天 VaR）

资料来源：开源证券研究所

资本计量要求：IRRBB 没有单独资本要求，用二支柱去覆盖。其资本计量具有特殊性，它不直接对应巴塞尔协议第一支柱的最低资本要求，而是通过第二支柱（监管审查与评估程序，SREP）转化为潜在的附加资本要求。

管理部门分工不同：在大型银行的风险管理分工中，银行账簿利率风险的计量管理主要在资产负债管理部，而其他市场风险主要由风险管理部负责，二者的管理团队也相对独立。

表 2：某国有行总行层面风险管理分工示意

部门	风险类别
授信管理部	信用风险/气候风险
风险管理部	市场风险/国别风险/外包风险/集中度风险/交易对手信用风险
内控合规部	操作风险/合规风险/洗钱风险
资产负债管理部	银行账簿利率风险、汇率风险/流动性风险
金融科技部	信息科技风险
办公室	声誉风险
战略发展部	战略风险

资料来源：银行财报、开源证券研究所

管理方法论不同：交易账簿主要采用规模指标、市场风险价值指标（VaR）、利率情景压力测试损失指标、利率敏感性指标、累计损失指标等风险指标对利率风险进行计量、监控管理。主要利率敏感性指标为债券久期、债券及利率衍生品 PV01（在利率不利变动 1 个基点时的市值变动）等。银行账簿主要采用重定价缺口分析、久期分析、利率基准关联分析、情景模拟等方法定期计量并分析，通过对利率变动场景的模拟计算出净利息收入（NII）及权益经济价值（EVE）的变动，将部分场景的 NII 变动和 EVE 变动纳入利率风险限额指标体系。^[注]

[注]：上市银行对利率风险管理方法论类似，本部分以招商银行为例。

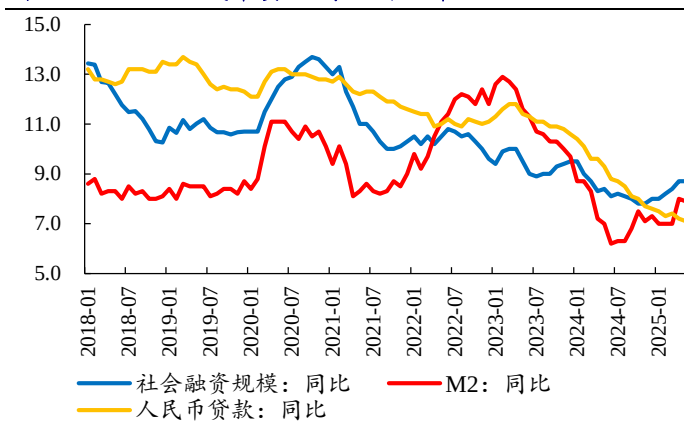
综上，交易账簿利率风险相对显性，银行账簿更为隐性，二者在风险来源、计量要求、管理团队和方法论上都有不同，因此 IRRBB 从市场风险中剥离有一定必要。

2、当前我国银行业资产负债结构转化的趋势及影响

2.1、资产端：信贷需求偏弱，金融投资占比提高且期限拉长

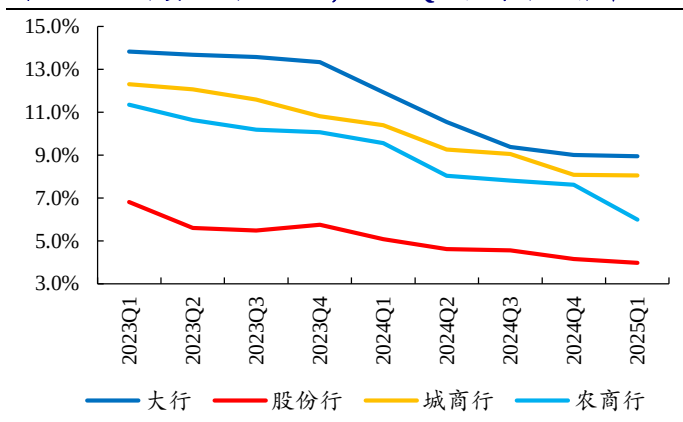
实体融资需求恢复偏慢，负债成本刚性一定程度制约了有效信贷供给。近年来，金融机构人民币贷款增速持续回落，由 2024 年初的 10.6% 逐渐降至 2025 年 6 月的 7.1%，这主要反映实体经济的复苏进程相对缓慢，融资需求不佳。分机构类型来看，股份行信贷增速自 2024 年起基本运行在 5% 以下，也说明和国有行及地方区域行在政信项目资源上的优势不同，没有地产信用扩张的抓手后，股份行依靠实体部门贷款上量比较困难。另外，资金空转等问题使得银行负债成本降幅有限，客观上也挤压了传统信贷业务的盈利空间。

图2：2025.06 人民币贷款同比增速降至 7.1%（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：股份行贷款增速较低，2025Q1 农商行显著降速



数据来源：Wind、开源证券研究所

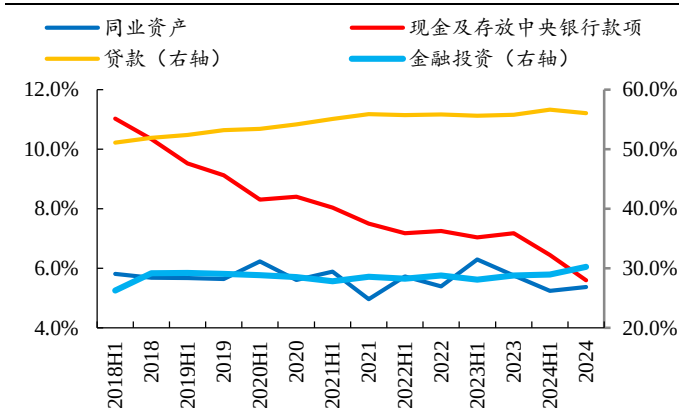
上市银行存款付息率直到 2024 年才开始明显改善，存贷利差继续收窄至 205BP。在需求偏弱、负债成本“居高不下”的背景下，银行如果持续扩大信贷通常两种选择，一是投放国央企等低价贷款，但会进一步损害息差；二是下沉风险偏好，寻找一些过去不愿投放的高风险客户，这些客群仍有一定信贷需求，贷款定价也相对较高，但要承担未来可能的信用风险暴露。在这种两难的局面下，银行很难继续依赖信贷扩张来盈利，因此是否要“缩表”的讨论就多了起来，也有的银行开始将扩表的思路从信贷逐步转向金融投资。

表 3：2024 年上市银行存贷利差显著收窄至 205BP，存款成本相对刚性

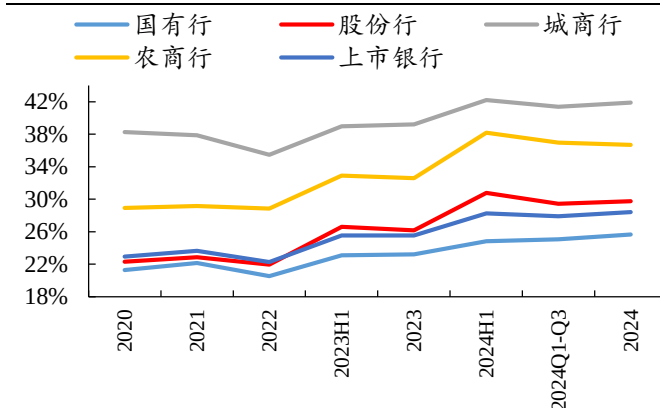
	贷款收益率（加权）					存款成本率（加权）				
	国有行	股份行	城商行	农商行	上市行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市行
2020A	4.51%	5.30%	5.38%	5.26%	4.80%	1.62%	2.09%	2.27%	1.97%	1.78%
2021H	4.33%	5.07%	5.19%	5.30%	4.60%	1.63%	1.96%	2.19%	1.97%	1.75%
2021A	4.35%	5.04%	5.17%	5.12%	4.61%	1.65%	1.98%	2.21%	2.02%	1.77%
2022H	4.29%	4.87%	5.02%	5.02%	4.51%	1.68%	2.01%	2.22%	2.05%	1.81%
2022A	4.25%	4.83%	4.99%	4.90%	4.47%	1.73%	2.05%	2.23%	2.04%	1.85%
2023H	4.08%	4.63%	4.83%	4.68%	4.28%	1.85%	2.08%	2.20%	1.98%	1.89%
2023A	4.00%	4.57%	4.77%	4.52%	4.21%	1.87%	2.09%	2.22%	1.97%	1.90%
2024H	3.70%	4.25%	4.52%	4.26%	3.90%	1.80%	2.00%	2.12%	1.86%	1.82%
2024A	3.59%	4.14%	4.42%	4.10%	3.79%	1.73%	1.92%	2.08%	1.79%	1.74%

数据来源：Wind、开源证券研究所

信贷需求弱往往对应客户的加杠杆能力和意愿下滑，因此提前还款的行权风险也比较突出，贷款重定价加快。与贷款对比，债券资本占用低、具有免税优势，在利率下行的环境中能扩大投资收益同时累积浮盈。截至2024年末，上市银行金融资产投资规模达91.4万亿元，较年初增加10.5万亿元；在大类资产中占比30.3%，较年初提升1.5pct。由于利率正处于下行通道，银行持有的交易盘（FVTPL）敞口的债券及基金能显著贡献报表业绩。据我们测算，金融投资对上市银行的营收贡献由2022年的22%提高至2024年的28%，其中来自于交易盘的贡献从5.4%提高至10.6%。另外，银行通过FVOCI账户持有的债券也受益于利率下行增厚资本公积，形成未来可以兑现的“浮盈”。我们预计在低息差、慢扩表的经营环境中，银行增加债券投资、贡献收入的趋势可能还会延续。

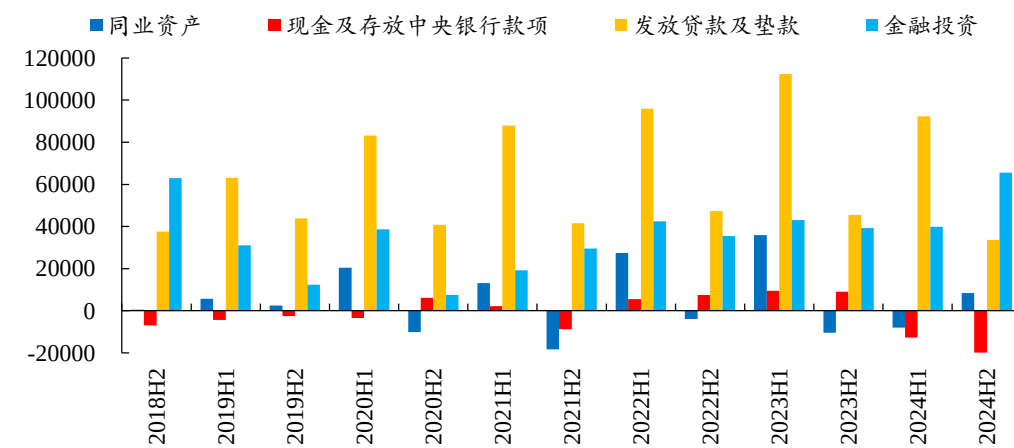
图4：2024年上市银行金融投资占比提升至30.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024年上市银行金融投资对营收贡献提高至28%


数据来源：Wind、开源证券研究所

金融投资工具还可用于资产额度储备、流动性调节等方面。债券投资的另一用途是灵活填充资产额度，保障扩表节奏符合规划。有时我们会观察到银行“资产荒”或负债不稳定时，会集中增持一些短久期债券。这可能是贷款投放较慢，但存款增长不错，“冗余”的差额部分可以先用债券填充着，等后续贷款需求好起来再做替换。随着近年存款定期化加重，银行也会担心不断到期的定存客户愿不愿意续做，如果存款流出压力大的话，银行需要保证手里有可以灵活变现的资产，流动性好的债券刚好可以满足这个需要。另外我们也观察到，2024年下半年上市银行明显增加债券投资，除供给因素外，可能也是冲高年末基数为下一年的考核预算做准备。

图6：2024H2上市银行增加金融投资规模6.5万亿元，近年半年度最大增量（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

综上，银行通过债券投资可以实现资产扩张、管理流动性、贡献业绩、调节考核基数等多方面目的。尤其是在当前存贷业务不太赚钱的背景下，一些银行似乎发现了新的“商机”：增加债券规模投机套利、拉长久期博弈利差等等。但这样是可持续的么，或者说银行开展债券投资的外部约束及理论边界是什么？

表 4：2018→2024 年上市银行金融投资占比：国有行 +1.8pct，农商行 +2.6pct

	国有行				股份行				城商行				农商行				上市行			
	同业资产	存放央行	贷款	金融投资	同业资产	存放央行	贷款	金融投资	同业资产	存放央行	贷款	金融投资	同业资产	存放央行	贷款	金融投资	同业资产	存放央行	贷款	金融投资
2018	5.9%	11.6%	52.9%	26.9%	5.0%	7.6%	53.0%	30.8%	5.0%	8.5%	41.3%	42.2%	11.3%	9.7%	44.7%	32.1%	5.7%	10.3%	51.9%	29.2%
2019H1	5.8%	10.9%	53.3%	27.1%	5.1%	6.7%	53.6%	30.7%	5.1%	7.7%	42.9%	41.7%	11.2%	8.8%	46.2%	31.7%	5.7%	9.5%	52.4%	29.2%
2019	6.0%	10.3%	53.9%	27.1%	4.8%	6.8%	54.8%	30.0%	5.1%	7.2%	44.4%	40.7%	8.9%	8.2%	47.6%	33.0%	5.6%	9.1%	53.2%	29.1%
2020H1	6.8%	9.4%	54.1%	26.7%	5.0%	6.1%	54.7%	30.4%	4.7%	6.9%	45.1%	40.5%	9.0%	6.7%	49.1%	32.8%	6.2%	8.3%	53.4%	28.9%
2020	5.8%	9.6%	54.8%	26.7%	5.1%	6.0%	55.6%	29.3%	4.9%	6.8%	45.7%	39.5%	8.8%	6.4%	49.3%	33.0%	5.6%	8.4%	54.1%	28.6%
2021H1	6.1%	9.2%	55.8%	26.0%	5.5%	5.8%	56.5%	28.5%	4.9%	6.4%	46.6%	39.0%	7.8%	6.0%	51.1%	32.5%	5.9%	8.0%	55.1%	27.8%
2021	4.8%	8.5%	56.9%	26.9%	5.2%	5.6%	56.7%	29.0%	5.1%	5.8%	47.1%	39.1%	7.3%	5.6%	51.7%	32.8%	5.0%	7.5%	55.9%	28.6%
2022H1	5.9%	8.2%	56.4%	26.5%	5.4%	5.2%	56.8%	29.0%	5.3%	5.5%	47.6%	38.6%	6.6%	5.4%	52.4%	33.0%	5.7%	7.2%	55.7%	28.2%
2022	5.6%	8.3%	56.9%	26.8%	4.8%	5.4%	56.5%	30.1%	5.4%	5.4%	47.4%	39.0%	6.1%	5.0%	52.5%	33.9%	5.4%	7.3%	55.9%	28.8%
2023H1	6.8%	8.1%	56.6%	25.9%	5.4%	4.9%	56.0%	30.0%	5.0%	5.0%	48.2%	38.7%	5.6%	4.8%	52.0%	35.2%	6.3%	7.0%	55.7%	28.1%
2023	6.0%	8.3%	56.9%	26.7%	5.4%	5.2%	55.7%	30.5%	5.2%	5.0%	48.2%	38.9%	5.5%	4.7%	52.2%	35.2%	5.8%	7.2%	55.8%	28.8%
2024H1	5.0%	7.4%	57.9%	27.3%	5.9%	4.4%	56.3%	29.7%	5.5%	4.7%	48.9%	38.3%	6.2%	4.5%	52.1%	34.7%	5.2%	6.4%	56.6%	28.9%
2024	5.1%	6.3%	57.5%	28.7%	6.1%	4.1%	55.5%	30.7%	5.7%	4.5%	48.2%	39.4%	6.0%	4.5%	52.3%	34.7%	5.4%	5.6%	56.1%	30.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们会反复重申一个观点：所有银行当前取得的收益都是以承担风险换来的，金融投资也是一样。只不过因为业务特征不同，贷款我们更关注信用风险，而参与金融市场更关注债券等工具价格变动。当一家银行的投资策略明显偏离既定风险偏好，或是风险定价难以覆盖相关敞口，这种模式注定是难以维持的。和完全市场化的投资机构不同，实际上银行参与债券市场会面临非常严格的监管约束。

金融投资主要面临来自资本、流动性及利率风险等层面的约束，当前利率风险值得关注。我们在报告《解码银行资产负债规划：结构调整与季末行为探索》中详细讨论过银行做大类资产摆布的逻辑，资本充足率相当于给银行的资产扩张设置了理论上限，杠杆率又进一步约束了低风险权重的债券资产；流动性风险监管体系鼓励银行持有优质的高流动性资产，匹配负债端的资金来源。从目前上市银行的指标表现上看，由于近年来的中长期贷款投放节奏的放缓，满足资本与流动性监管的压力并不大。资本监管方面，考虑系统重要性银行的附加要求后，2025Q1 四大行的核心一级资本充足率缓冲空间均在 2 pct 以上，上市银行中仅浦发、浙商、江苏、兰州银行缓冲空间低于 1 pct，而农商行整体呈“冗余”状态，这也给其参与债券市场提供了一定理论基础（FVOCI 账户持债的主要约束是核心一级资本）；流动性风险监管方面，除股份行 NSFR 略承压外，其他类型银行均有相对富裕的空间。正是因为这些外部约束条件的宽松，有越来越多银行在过去两年加大参与金融市场，但过于集中的债券投机敞口，渐渐地开始引发一些市场担忧，甚至是来自央行层面的关注，利率风险逐渐成为影响我国银行业未来经营的重要因素。

表 5：上市银行满足资本及流动性监管指标压力整体不大（2025Q1，%）

银行名称		核心一级资本充足率	监管要求	缓冲空间	杠杆率	监管要求	缓冲空间	流动性覆盖率 (LCR)		净稳定资金比例 (NSFR)	
								2024	2025Q1	2024	2025Q1
国有行	工商银行	13.89	9	4.89	7.47	4.75	2.72	140.25	121.09	128.16	127.05
	建设银行	13.98	9	4.98	7.52	4.75	2.77	125.73	124.79	133.91	133.87
	农业银行	11.23	9	2.23	6.66	4.75	1.91	131.03	132.57	130.27	131.86
	中国银行	11.82	9	2.82	7.33	4.75	2.58	142.88	143.00	128.18	127.51
	交通银行	10.25	8.5	1.75	6.93	4.5	2.43	140.69	129.66	113.51	111.64
	邮储银行	9.21	8	1.21	5.34	4.25	1.09	287.28	224.63	171.80	169.16
股份行	招商银行	14.86	8.25	6.61	8.35	4.375	3.975	173.85	165.68	133.15	133.78
	兴业银行	9.6	8.25	1.35	7.45	4.375	3.075	169.24	145.76	107.07	107.78
	浦发银行	8.79	8	0.79	6.25	4.25	2	153.19	121.32	103.71	104.08
	中信银行	9.45	8	1.45	7.01	4.25	2.76	218.13	138.22	106.90	105.80
	民生银行	9.34	7.75	1.59	7.24	4.125	3.115	161.99	147.26	108.31	105.22
	平安银行	9.41	7.75	1.66	6.73	4.125	2.605	136.15	110.89	106.89	109.90
	光大银行	9.4	7.75	1.65	7	4.125	2.875	151.17	138.97	108.76	108.39
	华夏银行	9.57	7.75	1.82	6.86	4.125	2.735	149.16	142.66	105.24	105.67
	浙商银行	8.38	7.5	0.88	4.99	4	0.99	322.75	234.77	108.22	108.97
城商行	北京银行	8.64	7.75	0.89	6.8	4.125	2.675	138.06	141.97	114.68	116.00
	上海银行	10.54	7.75	2.79	7.01	4.125	2.885	167.73	152.81	109.89	110.07
	江苏银行	8.36	7.75	0.61	6.32	4.125	2.195	113.89	161.03	108.19	105.20
	宁波银行	9.32	7.75	1.57	5.38	4.125	1.255	190	209.72	118.08	117.31
	南京银行	8.89	7.75	1.14	5.93	4.125	1.805	192.98	121.82	110.85	112.64
	杭州银行	9.01	7.5	1.51	5.56	4	1.56	244.42	301.42	118.12	113.81
	长沙银行	9.74	7.5	2.24	6.2	4	2.2	438.98	400.69	133.54	128.85
	成都银行	8.84	7.5	1.34	6.44	4	2.44	211.09	183.59	115.55	113.83
	贵阳银行	12.64	7.5	5.14	8.83	4	4.83	356.99	325.85	113.45	116.50
	重庆银行	9.12	7.5	1.62	6.23	4	2.23	553.64	279.03	123.90	118.61
	郑州银行	8.73	7.5	1.23	6.93	4	2.93	305.04	260.65	117.65	121.45
	青岛银行	8.96	7.5	1.46	5.74	4	1.74	203.02	159.25	120.31	118.47
	苏州银行	9.8	7.5	2.3	7.27	4	3.27	192.11	145.69	119.27	121.90
	齐鲁银行	10.25	7.5	2.75	5.89	4	1.89	277.9	224.72	140.68	139.34
	西安银行	9.36	7.5	1.86	5.84	4	1.84	1110.87	914.77	157.14	150.78
	厦门银行	9.56	7.5	2.06	6.59	4	2.59	153.11	145.87	116.73	114.22
兰州银行	8.37	7.5	0.87	6.61	4	2.61	144.8	136.05	123.46	125.61	
农商行	渝农商行	13.16	7.5	5.66	8.09	4	4.09	562.36	451.72	130.73	131.34
	沪农商行	14.36	7.5	6.86	7.78	4	3.78	185.89	148.61	138.26	133.89
	青农商行	10.28	7.5	2.78	6.89	4	2.89	367.68	260.57	141.83	141.77
	常熟银行	10.78	7.5	3.28	6.64	4	2.64	225.65	220.28	160.78	162.25
	无锡银行	11.53	7.5	4.03	7.93	4	3.93				
	紫金银行	10.5	7.5	3	6.41	4	2.41	150.43	119.42	135.05	134.30
	苏农银行	10.77	7.5	3.27	6.65	4	2.65	132.18	111.96	162.56	159.45
	张家港行	10.91	7.5	3.41	7.08	4	3.08	194.73	177.00	153.07	153.16
	瑞丰银行	12.85	7.5	5.35	7.8	4	3.8	190.6	129.23	134.09	126.87
	江阴银行	13.73	7.5	6.23	8.27	4	4.27		104.43		143.97

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：（1）流动性覆盖率指各季度内每日数值的简单算术平均值，计算该平均值所依据的每日数值为 90 个；（2）净稳定资金比例为季末时点值；（3）核心一级资本充足率及杠杆率缓冲空间为考虑系统重要性银行附加要求后。

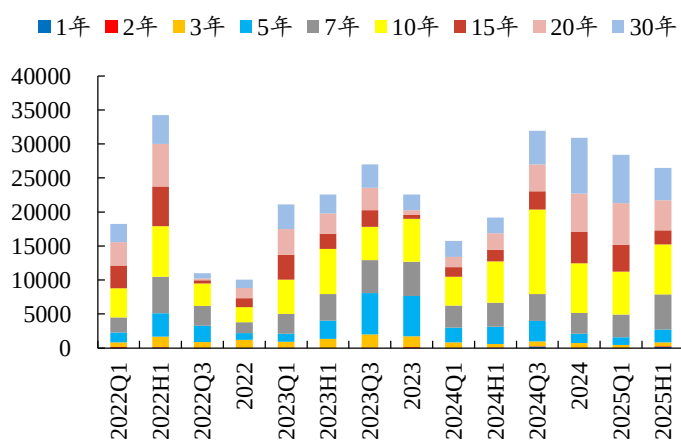
表 6：央行 2023-2025 年多次提及硅谷银行及中小银行利率风险问题

时间	事件或公告	主要内容
2023.03	全球财富管理论坛，宣昌能	过去长期低利率环境使部分金融机构习惯于在利率低波动性环境下摆布资产负债，硅谷银行的资产负债特征使其对利率变化更为敏感并最终引发风险
2023.05	《2023 年第一季度中国货币政策执行报告》专栏	对硅谷银行风险事件完整分析。 事件归因： • 美联储激进加息导致硅谷银行证券资产浮亏转为实亏，引发挤兑破产； • 美国中小银行风险传导（签名银行、第一共和银行相继倒闭）。 中国评估： • 我国金融机构对硅谷银行风险敞口小，影响可控；银行业总体稳定。 政策启示： 1. 货币政策避免大放收，坚持稳健基调； 2. 加强中小金融机构监管，防范风险传导； 3. 风险处置须迅速（借鉴 FDIC“五一机制”）； 4. 优化银行资产负债结构（负债端客户同质化、资产端证券投资占比过高）。
2023.04	一季度金融统计数据新闻发布会，货币政策司司长邹澜	中小银行利率风险：存款利率市场化调整机制引导中小银行补充下调存款利率，优化负债成本，维护银行息差和经营稳健性
2024.06	陆家嘴论坛，潘功胜	主权货币国金融监管问题会以风险形式向全球溢出； 当前特别要关注一些非银主体大量持有中长期债券的期限错配和利率风险，保持正常向上倾斜的收益率曲线
2024.09	国新办新闻发布会，潘功胜	利率风险是金融机构风险管理的重要内容，美国硅谷银行这个案例是非常有意义的，启示我们中央银行需要从宏观审慎的角度，观察、评估市场风险，并采取适当的措施弱化和阻碍风险积累； 批评中小金融机构“风险意识淡薄、羊群效应”，需强化利率风险监管和预期引导
2025.01	《关于阶段性暂停买入国债的公告》	因“10 年期国债收益率一度跌破 1.6% 的历史低位”，暂停公开市场国债买入操作，后续“视供求状况择机恢复”
2025.03	央行一季度货币政策委员会例会	新增表述 • “从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”。 • 加强利率政策“执行和监督”。
2025.05	《2025 年第一季度货币政策执行报告》专栏 4	系统性风险剖析： 1. 利率风险警示：长期限国债因利率敏感性高，价格波动放大损益，并以“2023 年硅谷银行事件”为例； 2. 市场结构问题： - 中小金融机构及理财资管产品（风控较弱）交易占比较高； - 长期国债交易集中引发“羊群效应”； - 税收制度扭曲短期交易行为（如免税优势）； 3. 政策方向：完善一级交易商考核、加强投资者利率风险管理、优化债券市场制度

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

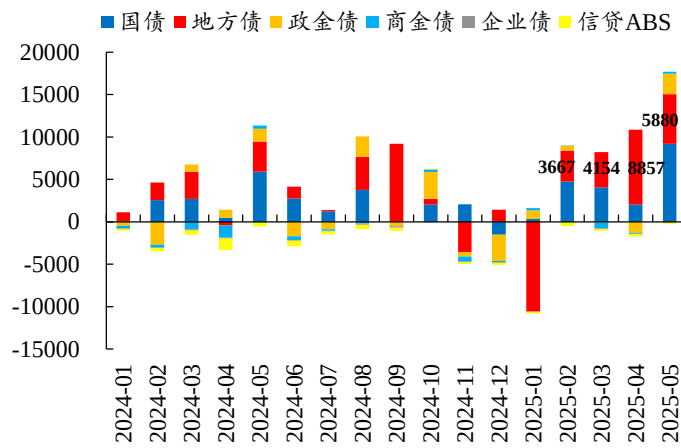
商业银行承接政府债力度加大，同时期限拉长。商业银行是政府债券的主要持有者，银行持有的政府债券约占全部政府债券的 70%。按信贷收支表统计，截至 2025 年 6 月末中资大型银行债券投资余额达 50.50 万亿元（年内新增 3.61 万亿元），中资中小银行债券投资余额达 46.44 万亿元（年内新增 3.63 万亿元）。2025 年上半年配合财政政策发力，政府债发行量达 13.3 万亿元，同时超长债供给扩容，2025 年上半年新发行 10 年及以上地方债占比 76.6%，商业银行尤其是国有大行是这些债券的承接主力。

图7：2025 年长期限地方债供给增加（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025 年商业银行承接地方债力度加大（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024H2 上市银行 AC 和 FVOCI 账户新增政府债均超 2 万亿元（亿元）

AC								
银行类型	政府债	政金债	企业债	金融债	基金投资	非标	其他	金融投资
国有行	18464	-1049	67	4109	0	-249	-145	21198
股份行	2536	495	85	782	0	-1653	1336	3581
城商行	1386	460	-180	506	0	-719	310	1763
农商行	42	17	-31	-22	0	-4	-6	-4
上市银行	22429	-77	-59	5375	0	-2625	1495	26537
FVOCI								
银行类型	政府债	政金债	企业债	金融债	基金投资	非标	其他	金融投资
国有行	20096	2107	481	-2022	0	-4	865	21523
股份行	1990	486	1077	1864	0	-3	667	6081
城商行	2124	892	975	1319	0	46	284	5639
农商行	357	73	217	-12	0	-6	17	646
上市银行	24567	3559	2750	1149	0	32	1832	33889
FVTPL								
银行类型	政府债	政金债	企业债	金融债	基金投资	非标	其他	金融投资
国有行	1613	255	-486	614	873	-750	271	2389
股份行	280	165	-754	622	1532	641	520	3005
城商行	-213	392	74	-38	-165	-469	398	-20
农商行	-113	-5	-36	-12	-100	-58	15	-310
上市银行	1566	807	-1203	1185	2141	-637	1203	5064

数据来源：Wind、开源证券研究所（表中为 2024 年下半年银行分账户各类债券增减情况）

表 7：上市银行投资结构以持有长期限政府债到期为主，国有行剩余期限 5 年以上投资占比 40%（2024 年，亿元）

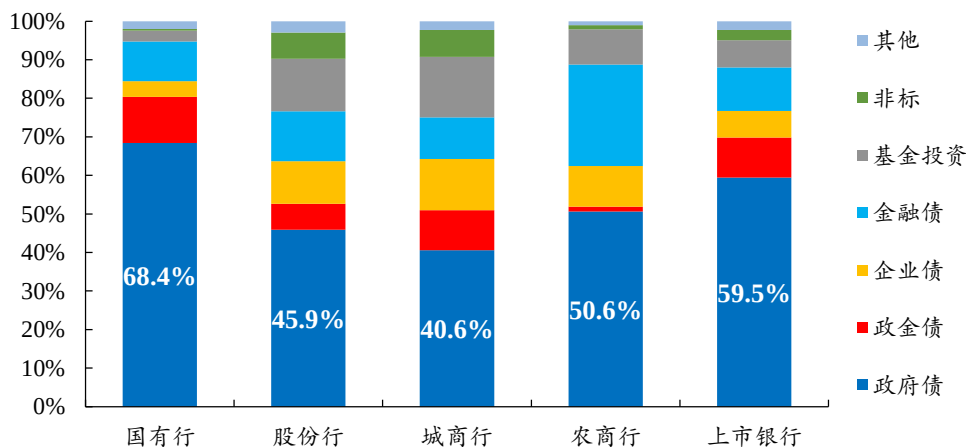
银行名称	金融投资				政府债		政府债账户分布			剩余期限>5 年		剩余期限 5 年以上投资账户分布			各账户中剩余期限>5 年投资占比		
	合计	FVTPL	FVOCI	AC	总计	占比	FVTPL	FVOCI	AC	总计	占比	FVTPL	FVOCI	AC	FVTPL	FVOCI	AC
工商	141536	7%	23%	70%	104563	73.9%	3.9%	16.0%	80.1%	55917	39.5%	3.7%	13.6%	82.7%	20.7%	23.1%	46.9%
建设	106840	6%	25%	70%	81307	76.1%	0.2%	17.5%	82.3%								
农业	138491	4%	25%	72%	96105	69.4%	0.1%	19.7%	80.2%	67749	48.9%	2.6%	10.4%	87.0%	34.6%	20.5%	59.5%
中国	83603	7%	52%	40%	58914	70.5%	1.9%	49.6%	48.5%	30581	36.6%	3.4%	44.3%	52.3%	17.2%	30.9%	47.4%
邮储	60041	17%	11%	72%	20151	33.6%	0.1%	15.3%	84.6%	17912	29.8%	2.2%	8.2%	89.6%	3.9%	21.8%	37.3%
交通	43201	15%	25%	60%	31223	72.3%	4.6%	18.8%	76.6%	15311	35.4%	2.5%	22.2%	75.2%	5.9%	31.5%	44.6%
国有	573711	8%	27%	65%	392262	68.4%	1.8%	22.4%	75.8%	187470	40.2%	3.0%	17.6%	79.3%	14.9%	25.7%	49.6%
招商	36730	17%	30%	53%	20262	55.2%	4.8%	34.0%	61.2%								
兴业	34542	27%	18%	55%	12016	34.8%	2.4%	13.0%	84.6%	12408	35.9%	13.0%	14.0%	73.1%	17.4%	27.3%	47.8%
浦发	28091	25%	28%	47%	9662	34.4%	4.1%	40.2%	55.7%	9202	32.8%	2.5%	28.0%	69.5%	3.3%	32.9%	48.2%
中信	26209	25%	33%	43%	14718	56.2%	9.5%	42.9%	47.5%	4993	19.0%	12.0%	37.3%	50.7%	9.2%	21.8%	22.4%
民生	23987	16%	23%	62%	13617	56.8%	1.1%	14.1%	84.9%								
光大	22087	20%	27%	53%	8638	39.1%	3.6%	38.4%	58.0%								
平安	15971	39%	11%	49%	8435	52.8%	19.5%	4.0%	76.5%	4744	29.7%	23.8%	4.2%	71.9%	18.0%	11.0%	43.5%
华夏	16511	27%	19%	54%	7810	47.3%	3.3%	19.8%	76.9%	4190	25.4%	10.7%	20.4%	68.9%	10.2%	27.2%	32.1%
浙商	10555	22%	34%	44%	3332	31.6%	0.7%	28.9%	70.4%	2736	25.9%	6.7%	33.1%	60.2%	8.0%	25.3%	35.1%
股份	214682	23%	25%	52%	98489	45.9%	5.5%	27.1%	67.3%	38273	29.0%	11.0%	21.2%	67.8%	11.8%	26.0%	39.9%
北京	14386	26%	26%	48%	4633	32.2%	0.9%	35.0%	64.2%	3088	21.5%	3.6%	30.5%	65.9%	3.0%	25.1%	29.6%
上海	13729	22%	12%	66%	5571	40.6%	2.3%	7.8%	89.9%	4634	33.8%	7.3%	19.8%	72.9%	11.3%	55.9%	37.1%
江苏	15265	32%	29%	39%	6340	41.5%	0.5%	30.0%	69.5%								
宁波	13742	26%	46%	28%	7041	51.2%	0.5%	58.0%	41.5%	2954	21.5%	0.9%	57.6%	41.5%	0.8%	27.1%	31.6%
南京	10796	44%	27%	29%	3131	29.0%	3.1%	16.3%	80.6%	2157	20.0%	6.5%	11.9%	81.6%	3.0%	8.8%	55.9%
杭州	9712	22%	28%	50%	3433	35.4%	2.5%	39.7%	57.8%	2916	30.0%	5.8%	16.8%	77.4%	8.0%	17.9%	46.5%
长沙	4903	23%	22%	56%	2498	50.9%	3.3%	29.8%	66.9%	1034	21.1%	6.6%	9.0%	84.4%	6.2%	8.6%	32.1%
成都	3553	27%	20%	54%	1550	43.6%	0.0%	23.1%	76.8%	847	23.8%	1.8%	32.1%	66.1%	1.6%	38.5%	29.4%
重庆	3479	19%	33%	49%	1715	49.3%	0.8%	19.8%	79.4%	915	26.3%	2.2%	43.4%	54.5%	3.1%	34.9%	29.4%
贵阳	2877	30%	25%	45%	1555	54.1%	23.3%	30.9%	45.8%	688	23.9%	3.0%	24.1%	72.9%	2.4%	23.0%	38.9%
郑州	2013	16%	11%	73%	611	30.3%	0.8%	21.1%	78.0%								
青岛	2557	25%	37%	38%	557	21.8%	0.1%	34.8%	65.1%								
苏州	2541	30%	40%	30%	585	23.0%	0.6%	31.1%	68.4%	379	14.9%	8.3%	32.7%	59.0%	4.1%	12.2%	29.3%
齐鲁	3008	15%	43%	42%	1908	63.4%	2.1%	40.4%	57.5%								
兰州	1592	27%	31%	43%	619	38.9%	7.3%	33.0%	59.8%	773	48.5%	3.1%	49.2%	47.7%	5.7%	77.5%	54.4%
西安	1919	20%	9%	71%	1152	60.1%	0.8%	6.2%	93.0%								
厦门	1456	24%	37%	39%	776	53.3%	0.3%	31.3%	68.4%	433	29.7%	0.7%	14.5%	84.9%	0.8%	11.6%	64.7%
城商	107529	27%	28%	45%	43677	40.6%	2.2%	31.2%	66.5%	20819	25.2%	4.7%	27.9%	67.5%	4.4%	25.2%	37.5%
渝农	6280	13%	39%	47%	3614	57.5%	0.3%	33.7%	66.0%								
沪农	5241	10%	55%	36%	1806	34.5%	0.8%	37.1%	62.1%	1139	21.7%	0.9%	46.7%	52.4%	2.0%	18.6%	32.0%
青农	1714	28%	26%	46%	855	49.9%	0.7%	18.6%	80.7%								
常熟	944	11%	35%	53%	576	61.0%	0.0%	36.3%	63.7%	93	9.9%	3.2%	90.6%	6.3%	2.8%	25.2%	1.2%
紫金	536	2%	75%	23%	209	39.1%	0.0%	58.9%	41.1%	154	28.7%	0.0%	46.8%	53.2%	0.0%	18.0%	66.6%
无锡	783	14%	33%	53%	399	51.0%	0.0%	29.0%	71.0%								
张家	663	19%	41%	40%	413	62.3%	6.3%	31.4%	62.2%	263	39.7%	2.6%	33.4%	64.0%	5.4%	32.5%	63.1%
苏农	653	17%	42%	41%	312	47.8%	1.4%	38.7%	59.9%	195	29.8%	1.5%	42.9%	55.5%	2.7%	30.4%	40.3%
江阴	650	30%	23%	47%	469	72.1%	7.4%	28.0%	64.6%	80	12.3%	1.0%	2.9%	96.1%	0.4%	1.6%	25.1%
瑞丰	741	13%	49%	39%	556	75.0%	0.3%	53.9%	45.8%								
农商	18205	14%	43%	43%	9210	50.6%	1.1%	34.5%	64.4%	1924	22.1%	1.2%	44.8%	53.9%	2.2%	20.1%	31.1%
上市	914128	14%	27%	59%	543638	59.5%	2.5%	24.2%	73.3%	248486	36.0%	4.4%	19.2%	76.4%	11.2%	25.5%	46.7%

数据来源：银行财报、开源证券研究所

分账户来看，新增长期限债券或主要配置在 FVOCI / AC 等受银行账簿利率风险影响的账户。我们统计了上市银行存量债券投资结构以及 2024 年各账户分期限的增减情况，有几点特征：

(1) 大行偏持有至到期，中小行参加债券交易的活跃度提高。央行 2025Q1 货币政策报告专栏文章《加强债券市场建设 支持债券市场健康发展》明确指出：从市场投资者结构看，目前国有大型银行持有全市场 30%左右的债券，但绝大部分为持有到期，其债券交易量仅占全市场的 5%左右，债券持有量比重较低和风控管理能力相对较弱的中小金融机构和理财资管产品交易量占比超过 80%。

图10：2024 年上市银行存量金融投资结构



数据来源：Wind、开源证券研究所

表 8：上市银行配置盘各账户投资分期限增减情况：2024H2 国有行 FVOCI 增配 1-5 年，AC 增配 5 年以上（亿元）

FVOCI	国有行		股份行		城商行		农商行		上市行	
	2024H1	2024H2	2024H1	2024H2	2024H1	2024H2	2024H1	2024H2	2024H1	2024H2
合计	19067	18810	-793	3442	769	5436	-8	-355	19035	27334
1 个月内	1731	1088	40	-2	0	-9	49	-50	1820	1027
1-3 个月	363	761	41	203	-175	-113	-4	-19	225	832
3 个月内	3664	1350	-762	234	-247	-16	101	-151	2755	1416
3 个月到 1 年	8326	-820	-339	736	14	1553	47	-5	8049	1464
1-5 年	4452	10855	-891	1116	381	1883	-179	-314	3763	13541
5 年以上	2495	7203	1211	1341	626	1974	26	123	4358	10640
不计息	130	222	-11	16	-5	43	-3	-8	110	273

AC	国有行		股份行		城商行		农商行		上市行	
	2024H1	2024H2	2024H1	2024H2	2024H1	2024H2	2024H1	2024H2	2024H1	2024H2
合计	11681	16564	-1125	2260	-678	8256	242	-588	10121	26492
1 个月内	499	-1979	-225	-758	14	221	13	-9	302	-2525
1-3 个月	-124	-3628	51	-14	79	110	30	-21	36	-3553
3 个月内	9	-7599	-145	-701	29	1550	50	117	-56	-6633
3 个月到 1 年	-431	13057	-185	945	501	1237	-37	250	-151	15489
1-5 年	10270	-1339	-1976	-224	144	2089	146	-507	8584	19
5 年以上	1810	12353	1185	2266	20	3332	88	-439	3103	17512
不计息	24	91	-4	-25	-1373	47	-6	-9	-1359	105

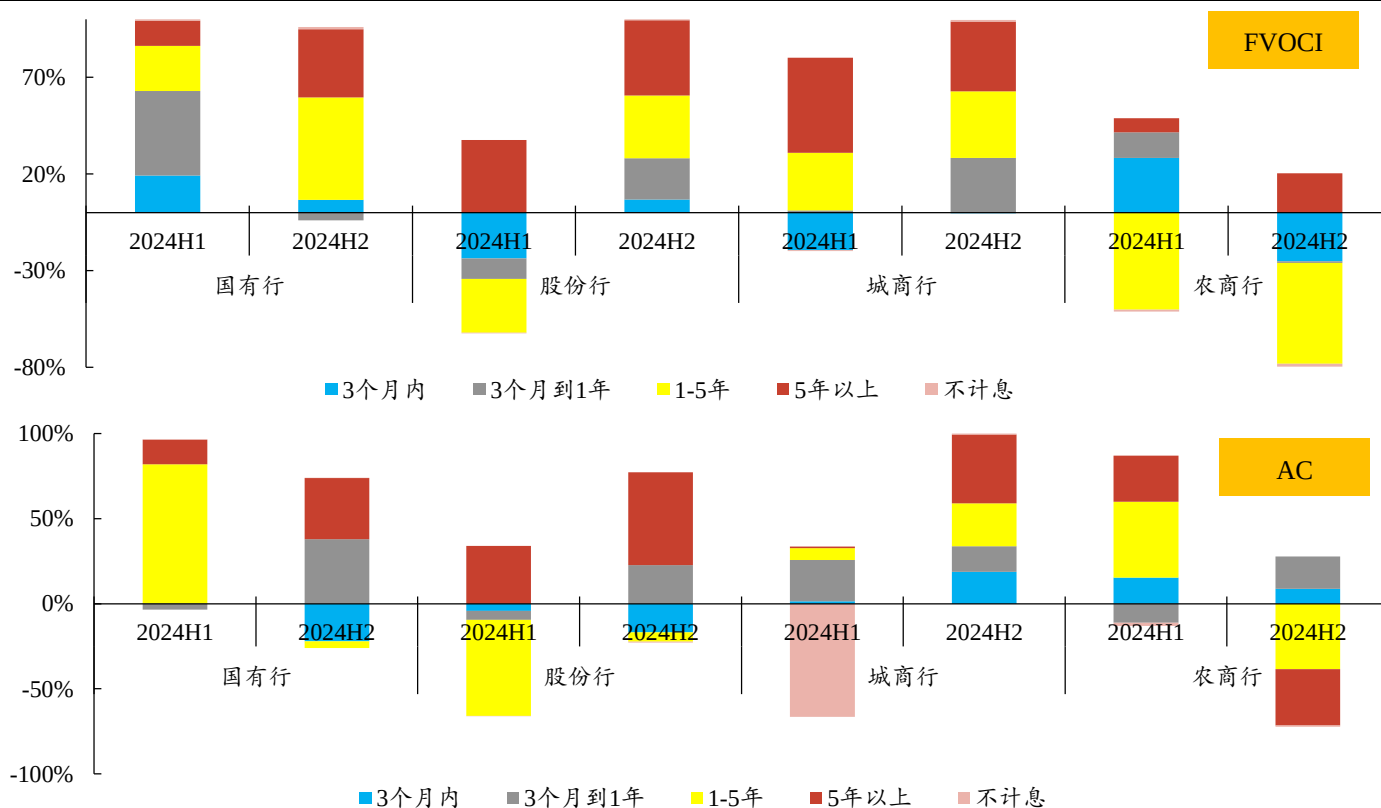
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：部分上市银行未披露分账户投资的剩余期限结构，为保持对比口径一致，做剔除处理。

(2) 各账户分期限买卖债券特征：2024H2 国有行 AC 账户承接长债同时买短债，农商行加速流转存量资产。2024H2 国有行 AC 账户主要新增 3M-1Y (+1.3 万亿

元)与5Y以上(+1.2万亿元)债券,呈现组合久期平衡管理的特点,可能是在承接长期限政府债发行的同时买入短债来平滑;国有行通过FVOCI新增超长期限债券并不多(+7203亿元),可能还受限于资本管理的要求;农商行主动加速提前确认摊余成本计量的投资收益,AC账户1-5Y(-507亿元)及5Y以上(-439亿元)投资均大幅收缩,或是基于利率大幅下行后释放收益的考虑。

图11: 2024年上市银行配置盘各账户分期限买卖债券增量占比



数据来源: Wind、开源证券研究所

(3) 上市银行 AC 账户剩余期限 5 年以上投资占比提高至 46.8%, 国有行为 49.6%。我们测算国有行 2024 年 AC 账户平均剩余期限提高至 5.1 年, 较 2018 年拉长约 0.6 年; FVOCI 账户平均剩余期限为 3.67 年, FVTPL 账户平均剩余期限为 2.32 年。从银行个体来看, 建行(5.55 年)、农行(5.42 年) AC 平均投资剩余期限相对较高。同时我们观察到 2023-2024 年大行的投资剩余期限略有回落, 可能是自身调节久期及配合央行卖债等影响。

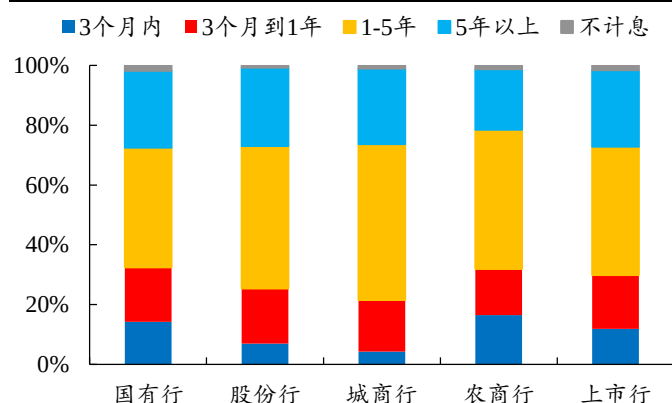
表 9: 国有行分账户平均投资剩余期限(测算值, 年)

AC	2018	2019	2020H	2020	2021H	2021	2022H	2022	2023H	2023	2024H	2024
工商银行	4.55	4.49	4.64	4.73	4.87	4.88	4.93	4.96	5.09	4.92	4.84	4.84
建设银行	4.64	4.77	4.92	5.13	5.30	5.41	5.52	5.56	5.62	5.59	5.54	5.55
农业银行	4.61	4.59	4.69	4.90	4.90	4.97	5.01	5.37	5.51	5.50	5.48	5.42
中国银行	4.37	4.24	4.24	4.52	4.70	4.75	4.75	6.43	4.78	4.85	4.89	4.89
邮储银行	4.64	4.20	4.53	4.33	4.47	4.47	4.45	4.77	4.81	4.77	4.65	4.53
交通银行	4.22	4.33	4.41	4.46	4.64	4.67	4.78	4.48	4.81	4.97	4.97	4.97
国有行	4.53	4.47	4.61	4.74	4.86	4.92	4.98	5.23	5.20	5.17	5.13	5.11
FVOCI	2018	2019	2020H	2020	2021H	2021	2022H	2022	2023H	2023	2024H	2024

工商银行	3.68	3.61	3.48	3.45	3.38	3.26	3.38	3.44	3.48	3.75	3.57	3.59
建设银行	4.30	4.27	4.33	4.32	4.24	4.21	4.13	4.02	3.60	3.68	3.47	3.50
农业银行	3.29	3.46	3.52	3.80	3.80	3.87	3.88	3.82	3.90	3.32	2.76	3.29
中国银行	3.49	3.47	3.47	3.58	3.49	3.51	3.51	3.69	3.87	3.90	3.96	3.97
邮储银行	3.05	3.08	2.99	3.21	2.83	2.83	3.27	3.52	2.99	3.18	2.87	3.61
交通银行	3.34	3.71	4.00	3.83	3.71	3.84	4.18	3.29	3.95	4.11	4.25	4.34
国有行	3.65	3.68	3.70	3.78	3.69	3.68	3.73	3.68	3.70	3.70	3.48	3.67
FVTPL	2018	2019	2020H	2020	2021H	2021	2022H	2022	2023H	2023	2024H	2024
工商银行	3.32	2.43	2.51	2.87	2.02	2.68	2.39	2.71	2.69	2.81	2.71	2.74
建设银行	1.73	1.82	1.95	2.29	2.07	2.40	2.69	2.74	3.05	2.94	2.58	2.60
农业银行	2.74	1.98	1.80	3.04	3.04	3.19	3.40	3.69	3.66	3.41	3.59	3.50
中国银行	2.74	2.72	2.72	2.89	2.69	2.66	2.66	2.35	2.50	2.15	1.96	2.08
邮储银行	1.95	2.24	1.79	3.75	3.29	2.75	2.58	2.58	2.75	2.93	2.41	2.01
交通银行	1.82	1.65	1.35	1.41	1.18	1.09	1.36	1.40	1.41	1.53	1.27	1.18
国有行	2.46	2.16	2.06	2.69	2.31	2.43	2.45	2.52	2.64	2.64	2.40	2.32

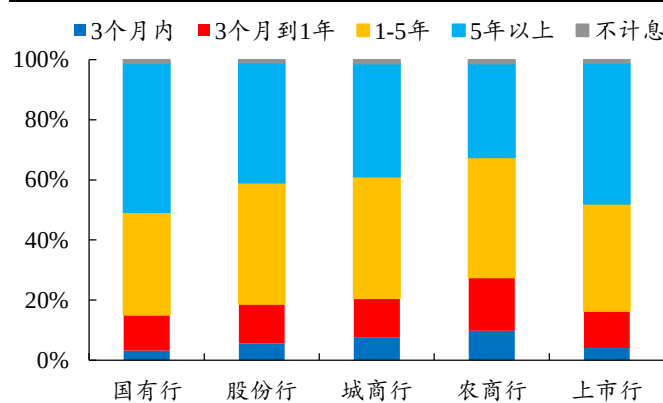
数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

图12: FVOCI 账户投资期限结构 (2024 年)



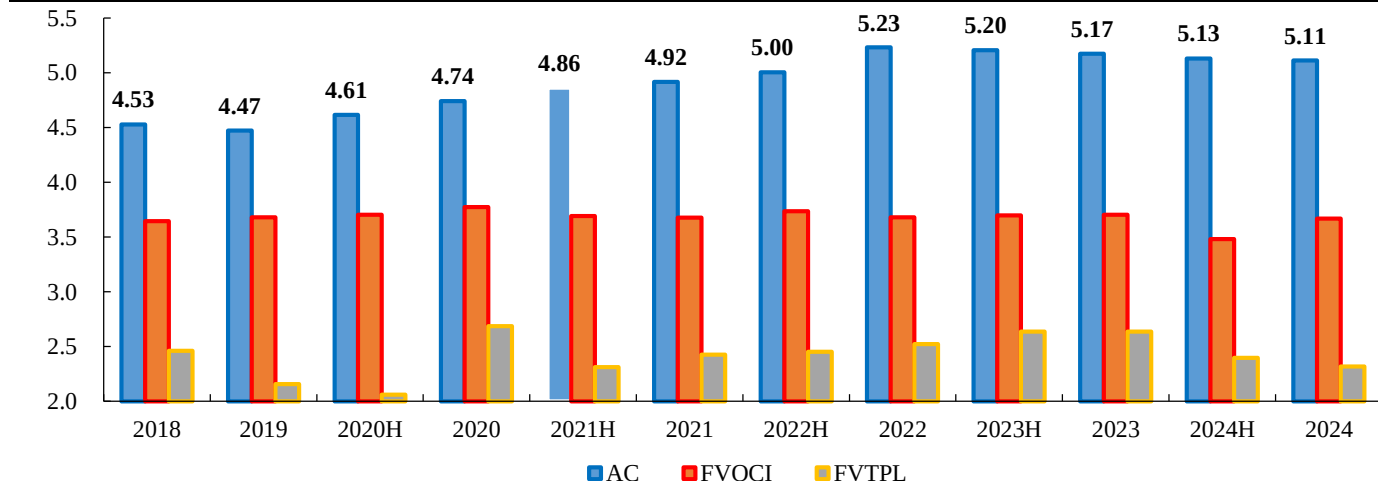
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13: AC 账户投资期限结构 (2024 年)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14: 国有行分账户投资期限变动, AC 账户平均剩余期限提高至 5 年以上 (年)

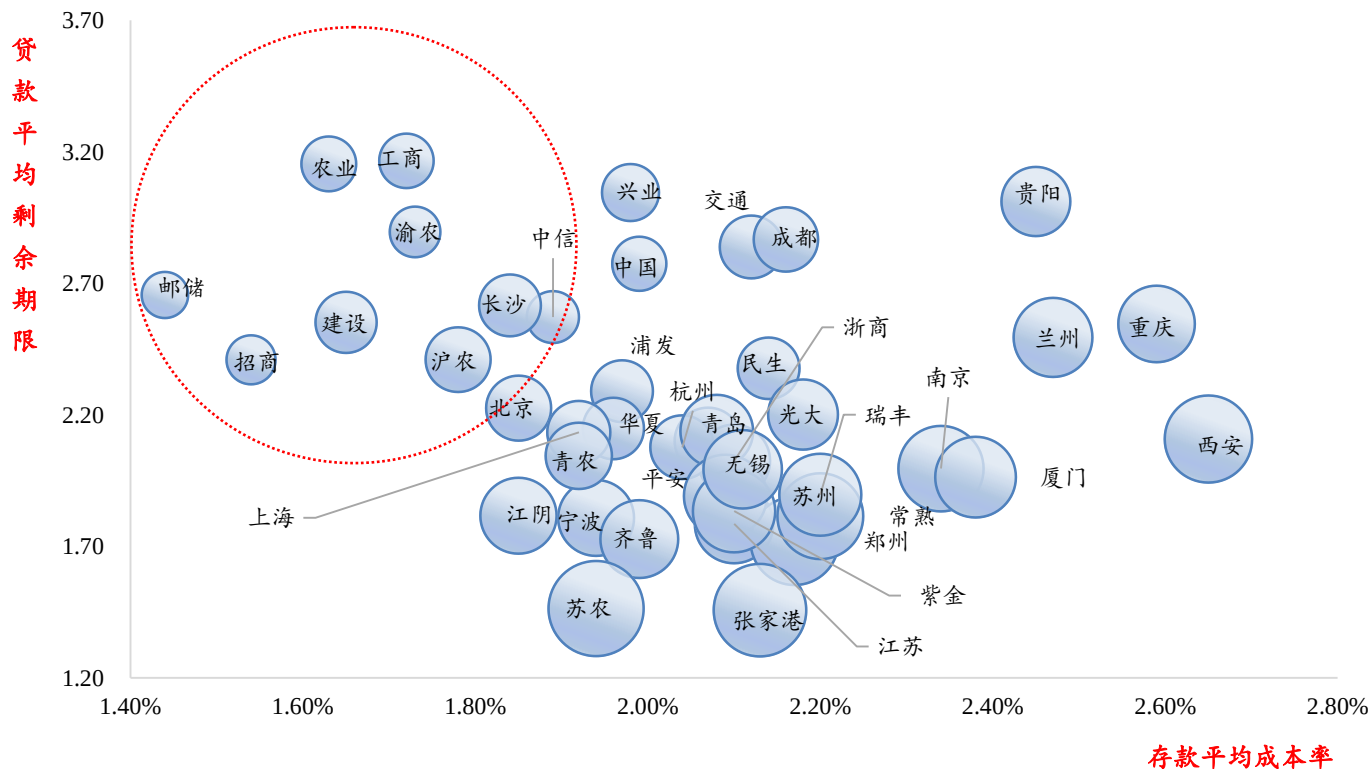


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、负债端：核心存款增长放缓，大量依靠同业及主动负债

核心负债是银行支撑银行长期资产和非流动性资产的主要资金来源。通常银行的负债越稳定，其承担期限错配的能力就越强。银行的负债构成中，存款是最主要的资金来源，虽然存款余额总是处于不断波动之中，但是其中存在一部分利率敏感性低、能够稳定客户关系的活期和定期存款，通常我们把这部分定义为核心存款。

图15：存款越稳定、成本越低，越有能力承受较大的期限错配（2024，年）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：气泡越大，代表存贷期限错配比越小，即存贷期限错配程度越大；存贷款错配比=存款平均到期年限÷贷款平均到期年限）

核心存款利率敏感性低，对于银行利率风险管理具有重要意义。相比于主动负债，核心存款主要有以下特点：一是成本较低；二是余额相对稳定，利率敏感性弱，市场利率的小幅波动不会改变客户的存款倾向；三是利率调整具有不对称性，当市场利率上升时，核心存款利率具有相对刚性；当市场利率下降时，核心存款利率随之下降。

计算利率敏感性头寸时，非银同业存款一般被认为是非核心存款，视同隔夜存款，其过度增长将恶化银行资产负债久期缺口，不利于利率风险指标。在《银行账簿利率风险管理指引（修订）》中，对于无到期日存款需划分核心存款和非核心存款，核心存款视同有一定到期日的存款，非核心存款视同隔夜存款。核心存款是按照存款的稳定性认定的，存款越稳定，可以认定的核心存款比例越高，平均期限越长，折算后的名义重定价现金流越小，经济价值波动越小。反之，非银存款增长过快（隔夜期限），则资产端将无法拉长期限，尤其对长久期债券的承接形成约束。此外为了防止银行过于依赖核心存款去放大资产端期限错配，监管也设置了核心存款的占比及重定价期限的上限。

表 10：监管规定了核心存款上限与核心存款平均期限上限

	核心存款比例上限(%)	核心存款平均期限上限(年)
零售存款(交易性账户)	90	5
零售存款(非交易性账户)	70	4.5
批发存款	50	4

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

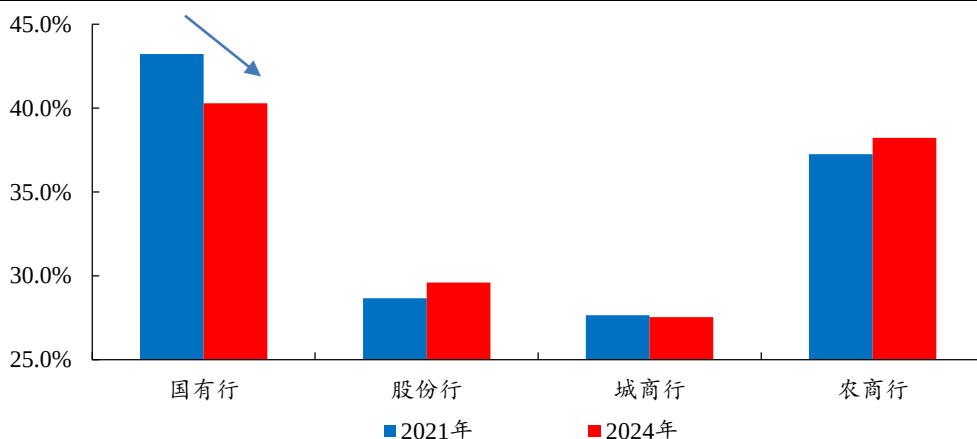
核心存款是指“稳定存款中，不因市场利率环境显著变化而引发重定价的存款”，银行需根据存款性质分类：零售类存款包括个人存款和小微企业存款（单家银行存款总额≤800 万元的非金融机构客户存款），零售类存款应区分交易性账户和非交易性账户，其中交易性账户如日常结算账户（工资账户），如不能区分，则按非交易性账户处理。

表 11：无到期日存款重定价期限—三支柱披露（2024 年，亿元）

银行分类		无到期日存款平均重定价期限 (年)			可用稳定资金（无期限部分）				同业负债 (含 NCD)	其中：同 业活期	同业负债 占比（含 NCD）
		零售存款		批发 存款	零售	其中： 稳定	批发	其中： 业务关系			
		交易性	非交易性								
国 有 行	工商银行	≤4.5	≤3.15	≤2	77,607	381	85,634	81,873	71145	30649	15.9%
	建设银行	≤4.5	≤3.15	≤2	71,903	32,646	17,503	15,923	53040	16519	14.2%
	农业银行	≤4.5	≤3.15	≤2	80,637	20,314	66,471	41,896	72678	24810	18.1%
	中国银行	≤4.5	≤3.15	≤2	51,865	25,927	62,985	55,813	45381	16678	14.1%
	邮储银行	≤4.5	≤3.15	≤2					4840	1353	3.0%
	交通银行	≤4.5	≤3.15	≤2	9,948	2,418	27,731	27,241	33801	8473	24.6%
股 份 行	招商银行	≤3.15		≤2	24,628	9,845	29,271	24,972	11090	6561	10.2%
	兴业银行	2.23							32599	11039	33.9%
	中信银行	≤4.5	≤3.15	≤2					22600	5053	25.9%
	浦发银行	2							27077	7474	31.1%
	民生银行	2.9							21305	1072	29.8%
	光大银行	1.6							16989	2579	26.7%
	平安银行	≤2							11705	4017	22.2%
	华夏银行	≤5	≤4.5	≤4					13695	478	34.1%
	广发银行	≤3							4407	595	13.2%

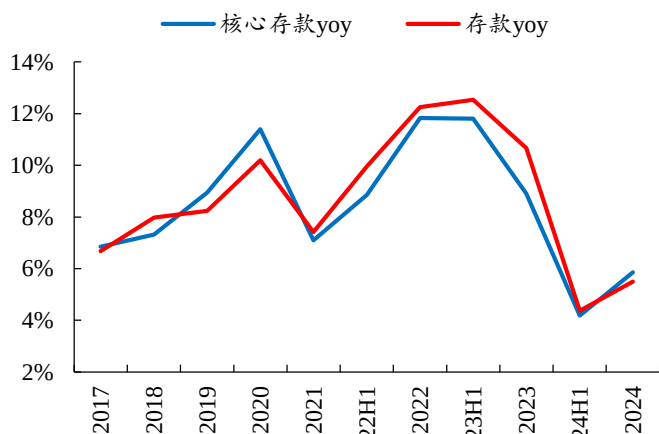
数据来源：各银行财报、开源证券研究所

国有大行核心存款占比较高，但近年来下滑明显，反映其揽储能力一定程度下降。我们参考监管给定的无到期日存款中核心存款的比例上限，同时假设定期存款中也有一部分利率敏感性低、相对稳定的部分，粗略将核心存款统计为：零售活期*90%+对公活期*50% + 个人定期*50% + 对公定期*30%，看一下上市银行的趋势：国有行和农商行属于个人储蓄型的资金来源，核心存款占比相对较高，2024 年分别为 40.3%和 38.2%，但由于大行存款利率的不断下调，其核心存款占比较 2021 年下降 2.9 pct。

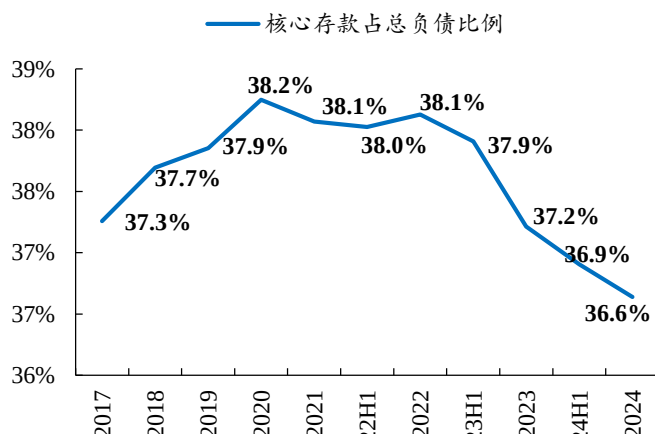
图16：估算国有行核心存款占总负债比例较高，但近年来下滑明显


数据来源：Wind、开源证券研究所

2024 年上市银行核心存款占总负债比例降至 36.6%，趋势上从 2023 年以来持续下滑，从同比增速上看，2022 年之后核心存款即落后于总存款增长。近年来银行核心存款增长放缓的原因主要有：

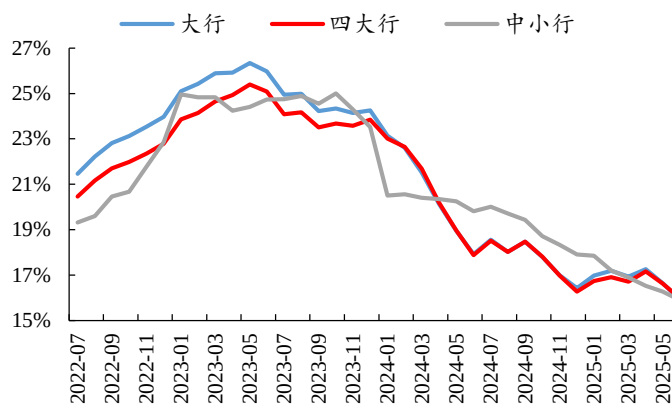
图17：2023 年以来上市银行核心存款增速放缓


数据来源：Wind、开源证券研究所

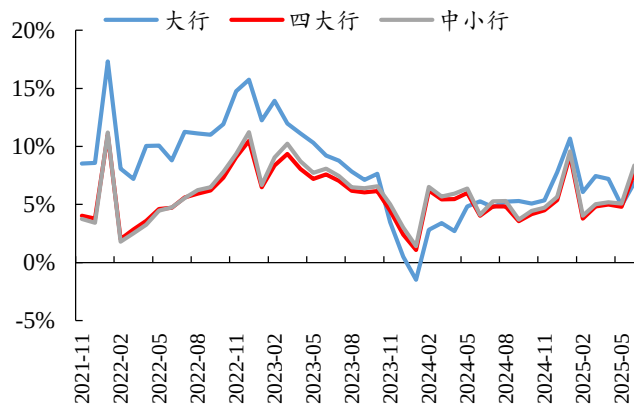
图18：2023 年以来上市银行核心存款占总负债比例下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

(1) 活期存款增长较慢。银行账簿利率风险主要有重定价风险、基差风险、收益率曲线风险和期权风险四种典型的表现形式，其中期权风险指利率变化时客户行使隐含在银行资产负债表业务中的期权给银行造成损失的可能性。在近年存款不断降息的背景下，客户对储蓄的偏好和选择权会有调整，比如存款利率下调前夕，居民提前存入长期限定存锁定高收益，这一定程度上也推动存款定期化的趋势。截至 2025.06，大行个人定期存款同比增长 15.9%，增速显著高于个人活期存款（yoy +6.9%）。

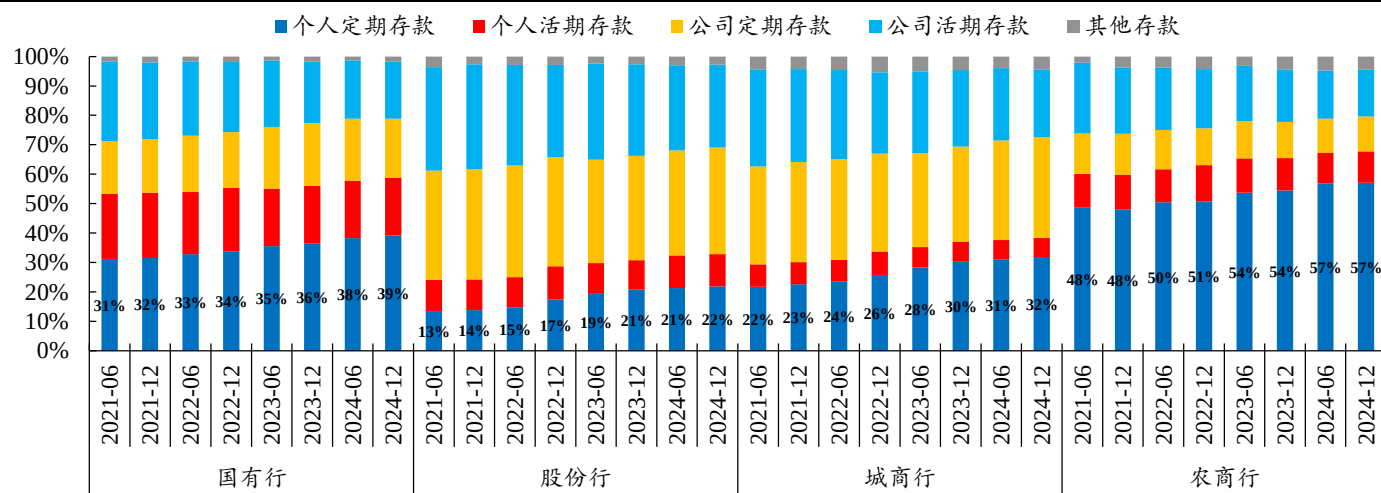
图19：2025.06 大行个人定期存款同比增速 15.9%


数据来源：Wind、开源证券研究所

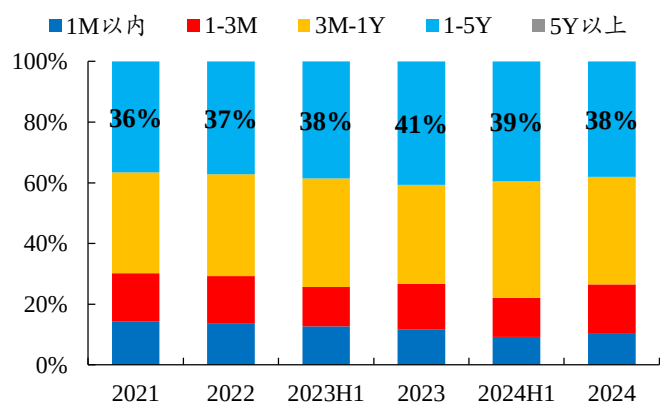
图20：2025.06 大行个人活期存款同比增速 6.9%


数据来源：Wind、开源证券研究所

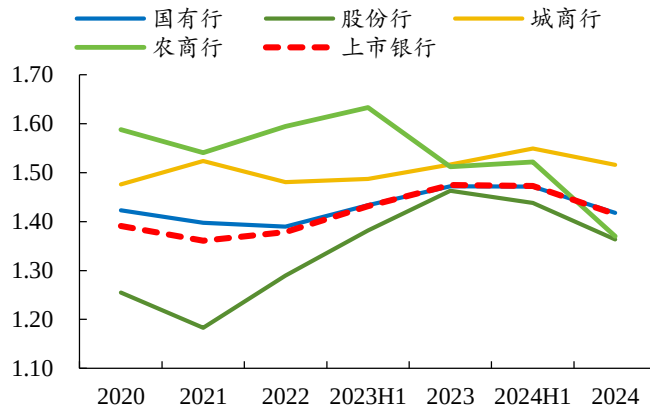
(2) **存款定期化和定期存款短期化同时存在**，在存款定期化的同时，定期存款的平均期限也在缩短。银行也因预期未来利率继续走低，主动压降长期定存利率，甚至部分银行出现利率的期限倒挂（3年期利率高于5年期），变相引导资金转向中短期定存，2024年上市银行定期存款中剩余期限1年以上占比下降至38%，与此同时定存平均剩余期限同步缩短至1.41年。

图21：近年来上市银行存款结构，储蓄存款定期化明显


数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

图22：2024年上市银行定期存款中1Y以上占比下降


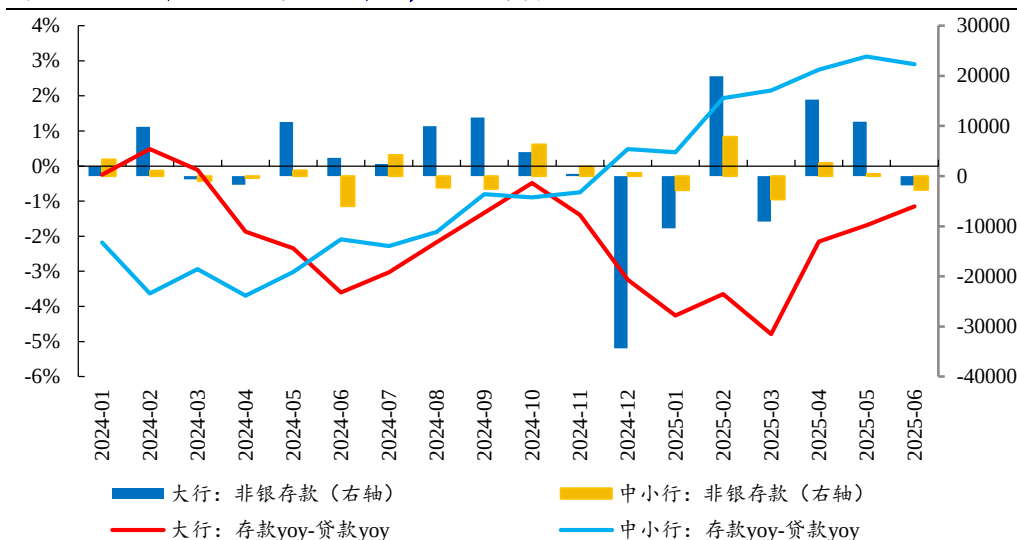
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2024年上市银行定期存款平均剩余期限下降(年)


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 非银存款波动加剧，给银行负债稳定性造成困扰。非银机构存款（理财、基金、券商等）具有强交易属性和利率敏感性，易随市场波动（如股债收益变化、货基申赎）短期大额进出银行账户。可以看到 2024 年监管对部分高息非银存款自律整改后，大行的存贷增速差快速回落，2025 年股市风险偏好回升、存款分流至理财等因素再度催化非银存款高增。非银存款利率（参考 1Y 同业存单约 1.7%）通常高于零售储蓄存款（大行 1Y 自律上限约 1.3%），其占比提升易推高综合负债成本，同时波动性传导使银行易面临“低成本+低稳定”的负债困境。

图24：2024 年底非银存款自律后，大行存贷增速差快速回落（亿元）

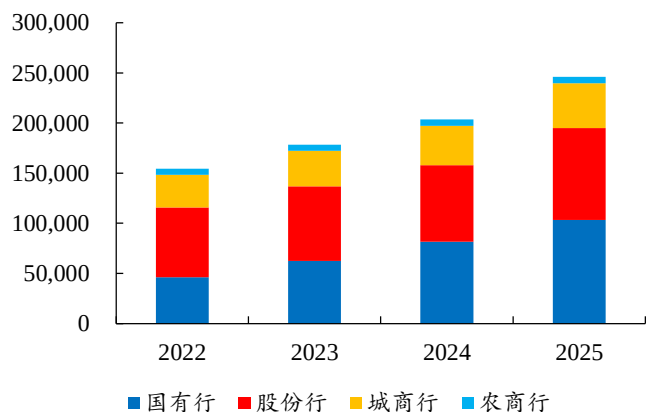


数据来源：Wind、开源证券研究所

(4) 同业存单的额度使用较快，尤其在非银存款自律后的银行对其依赖度提高。

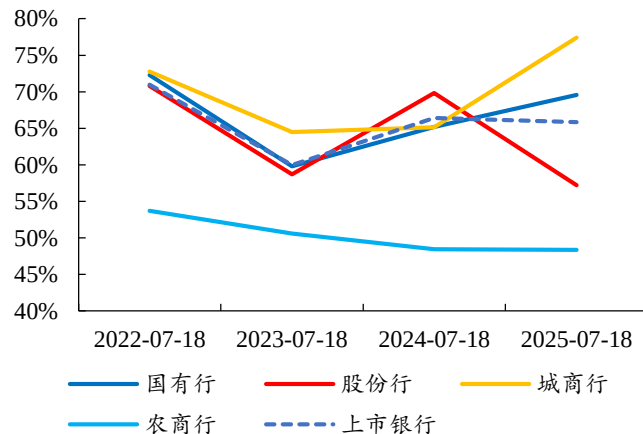
近年高息存款收紧后，国有行和城商行的 NCD 额度使用较快。特别是在非银存款自律机制实施后，银行对 NCD 的依赖度进一步增加。2022-2025 年上市银行 NCD 备案额度从 2022 年的 11 万亿元升至 2024 年的 16 万亿元。其中，2023-2025 年间国有大行和城商行的 NCD 额度使用率（统计截至每年 7 月 18 日）均保持逐年上升态势，对于存单的依赖度持续提升。

图25：2022-2025 年上市银行 NCD 备案额度逐年增加（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2023-2025 年国有行、城商行 NCD 额度使用率逐年递增（统计至每年的 7 月 18 日）



数据来源：Wind、开源证券研究所

银行理想的负债结构应以稳定、分散的核心存款为主，减少对波动大、成本高的批发融资（如同业负债、大额存单）的依赖。从 LCR 分母，未来现金流出评估：稳定存款占比高的银行，在流动性风险指标的计算上获得更大支撑。

图27：稳定存款占比越高的银行，在流动性风险指标上获得更大支撑（亿元）

	工商银行		建设银行		农业银行		中国银行		交通银行		招商银行	
	2024	2025Q1	2024	2025Q1	2024	2025Q1	2024	2025Q1	2024	2025Q1	2024	2025Q1
零售、小企业客户存款	187252	200677	153483	164094	193279	201977	119290	124999	35566	37479	42474	44451
其中：稳定存款	645	748	30213	32608	18337	21102	66576	69858	2253	2385	9100	9917
欠稳定存款	186607	199929	123270	131486	174942	180875	52715	55141	33313	35094	33374	34534
稳定存款占比	0.3%	0.4%	19.7%	19.9%	9.5%	10.4%	55.8%	55.9%	6.3%	6.4%	21.4%	22.3%
欠稳定存款占比	99.7%	99.6%	80.3%	80.1%	90.5%	89.6%	44.2%	44.1%	93.7%	93.6%	78.6%	77.7%
无抵（质）押批发融资	183087	177932	132797	121714	143075	126303	122877	125745	51083	48436	46127	46843
其中：业务关系存款	89802	80512	76504	69922	50974	35238	57031	56471	29129	25936	24955	25465
非业务关系存款	91796	95861	54389	49750	91436	90442	65637	69013	21925	22442	20952	21080
业务关系存款占比	49.0%	45.2%	57.6%	57.4%	35.6%	27.9%	46.4%	44.9%	57.0%	53.5%	54.1%	54.4%
非业务关系存款占比	50.1%	53.9%	41.0%	40.9%	63.9%	71.6%	53.4%	54.9%	42.9%	46.3%	45.4%	45.0%
流动性覆盖率（LCR）	140%	121%	126%	125%	131%	133%	143%	143%	141%	130%	174%	166%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、资产负债期限错配加重，久期限额逐渐构成资产配置的制约

银行的资产负债净久期缺口（Net Duration Gap）是利率风险管理的核心指标，用于衡量利率变动对银行净资产（经济价值）的影响。净久期缺口=资产加权久期-（负债加权久期*负债市值/资产市值）。净久期缺口为正，说明资产加权久期大于经资产负债率调整后的负债加权久期，即资产组合对于利率变化的敏感度高于负债组合，当利率上升时资产价值下跌的幅度大于负债价值下跌的幅度（因久期更长，对利率上升更敏感），结果会使得银行的净资产（股东权益）下降。所以从策略视角来看，银行处于“资产敏感型”或“正缺口”状态时，更倾向于利率向下的环境。

上市国有行资产负债净久期缺口约为 1 年，股份行约为 1.3 年。国有行中农行（1.3 年）、邮储（1.45 年）久期缺口较高，主要是债券投资占比高以及邮储的存款重定价偏短；股份行中浦发（1.95 年）久期缺口较高，主要是贷款的重定价周期较长，5 年以上重定价贷款占比约为 12%。

图28：上市国有行资产负债净久期缺口约为 1 年，股份行约为 1.3 年（2024 年报）

银行名称	贷款		金融投资		存款		同业负债		净久期缺口 (测算, 年)
	重定价期限 (年)	占比	剩余期限 (AC)	占比	重定价期限 (年)	占比	重定价期限 (假设,年)	占比	
工商银行	0.48	57%	4.84	29%	0.91	77%	0.20	14%	0.90
建设银行	0.48	62%	5.55	26%	0.96	77%	0.20	11%	0.99
农业银行	0.59	55%	5.42	32%	0.94	77%	0.20	13%	1.30
中国银行	0.51	60%	4.89	24%	0.83	78%	0.20	9%	0.79
交通银行	0.69	56%	4.53	29%	1.11	64%	0.20	16%	1.00
邮储银行	0.57	51%	4.97	35%	0.54	96%	0.20	2%	1.45
国有行	0.53	57%	5.11	29%	0.88	78%	0.20	11%	1.04
招商银行	0.66	55%	5.00	30%	0.63	83%	0.20	10%	1.27
兴业银行	0.53	53%	5.19	33%	0.93	59%	0.20	26%	1.40
浦发银行	1.85	56%	4.82	30%	0.81	63%	0.20	17%	1.95
中信银行	0.45	59%	3.90	27%	0.72	68%	0.20	15%	0.84
民生银行	0.97	56%	4.50	31%	0.89	62%	0.20	17%	1.39
平安银行	0.67	57%	4.73	28%	0.89	71%	0.20	12%	1.06
光大银行	0.35	55%	4.50	32%	1.03	64%	0.20	12%	1.02
华夏银行	0.82	53%	4.20	38%	0.79	56%	0.20	24%	1.59
浙商银行	1.31	55%	3.92	32%	1.01	62%	0.20	16%	1.36
股份行	0.82	55%	4.70	31%	0.82	67%	0.20	16%	1.34

数据来源：Wind、开源证券研究所

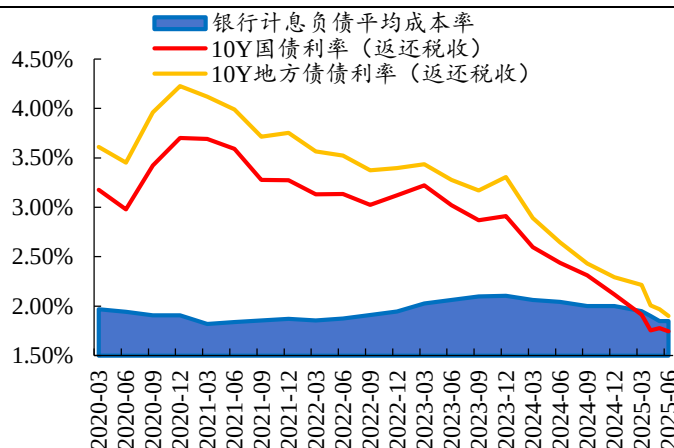
注：民生、光大未披露分账户投资剩余期限情况，我们参考其他股份行假设其 AC 投资剩余期限为 4.5 年。

债券投资占比提高，在资产摆布上会给银行带来更多久期约束，主要是债券相对贷款更占久期限额。“久期限额”指银行对各类资产设置的久期上限，避免过度承担利率风险。债券投资更占久期限额意味着同样金额下，债券比贷款消耗更多久期额度。原因有三点：一是现金流结构差异，贷款通常分期还本付息（如房贷），实际久期短于名义期限；而持有至到期的债券久期接近到期时间，比如 10 年期国债可能消耗 9 年久期，而 10 年按揭贷款因提前还款实际久期只有 4-5 年；二是利率敏感性特征，债券价格对利率波动更敏感，久期计算时包含凸性调整；三是监管资本约束，巴塞尔协议对银行账簿利率风险（IRRBB）有严格要求，债券久期直接计入监管指标计算，而贷款久期可通过内部模型调整。举例来说，如果某银行久期限额是 10 年，配置 1 亿 10 年期国债几乎用完全部额度，但配置 1 亿 10 年期企业贷款可能只消耗 5 年额度，剩余额度可配置其他资产。这解释了为何存款不稳时银行更倾向缩短债券久期而非贷款久期——前者释放额度更快，贷款重定价本身就很短，调节久期效率不高。

2.4、利率下行+低息差：存量资产兑现收益，但加重未来息差负担

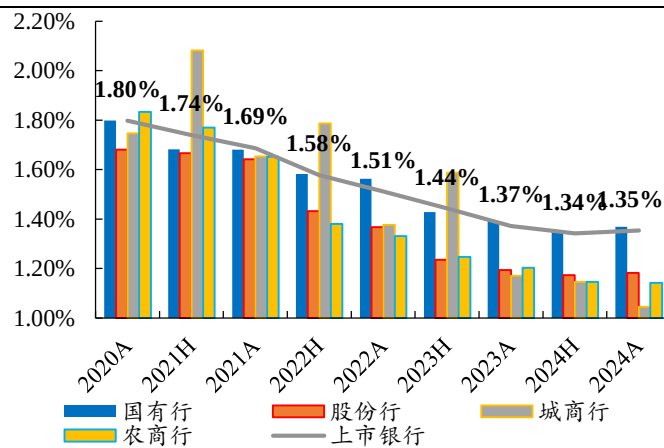
配置账户（AC）利差倒挂，城农商负债成本高，可能更为严重。经历了 2024 年债市利率大幅下行后，银行新增债券收益（返还税后）接近新吸收的负债成本，使得配置盘难以获得利差，部分负债成本更高的城农商行可能已经倒挂，一定程度影响了其 2025 年来的配置意愿。随着存量资产到期，高息资产的稀缺性也逐渐反应在银行息差表现上，2025Q1 商业银行净息差下降至 1.43% 的历史低位。上市银行的债券收益-存款成本利差压缩至 135 BP,城商行仅有 104 BP。

图29：上市行 AC 账户配置债券逐渐进入利差倒挂状态



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：上市行债券收益-存款成本利差压缩至 135 BP

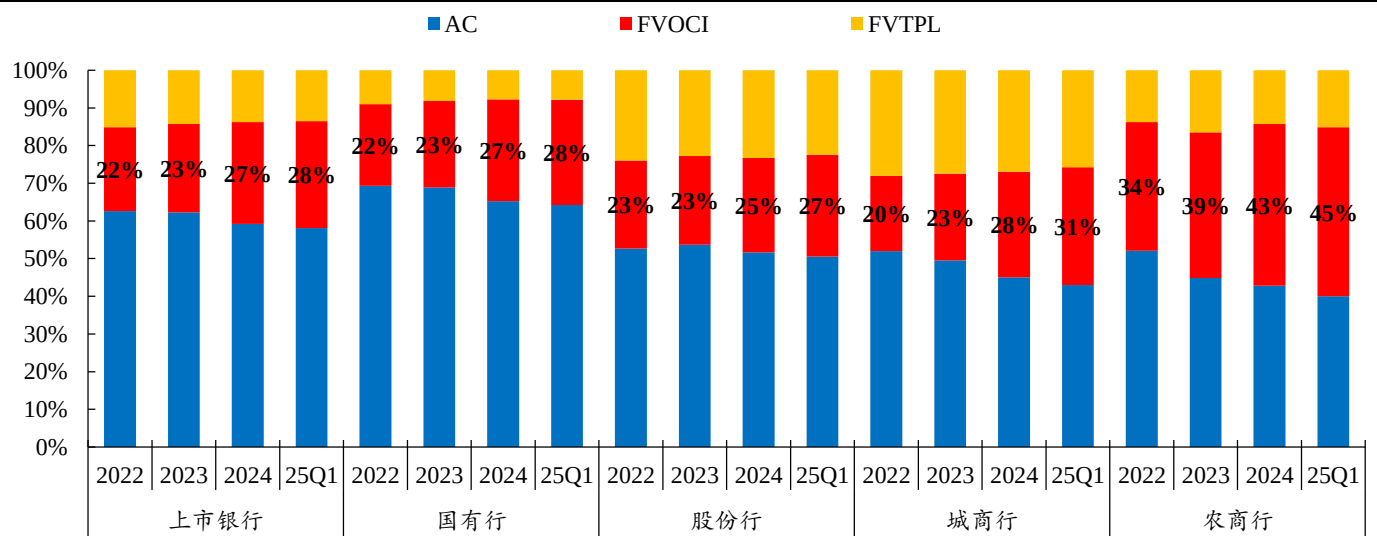


数据来源：Wind、开源证券研究所

银行配债当前面临的几项约束：① 流动性风险指标要求必须持有一定体量国债、地方债等 HQLA；② 资本不太紧张（给 FVOCI 账户持债提供了空间）；③ 缺收入但怕市场波动（自营通过 FVTPL 卷交易价差空间不大）；④ 银行账簿利率风险指标逐渐影响资产久期限额（降低银行持有到期长债意愿）。我们可以把这几项约束理解成一个方程式，在流动性风险指标、资本充足要求、银行账簿利率风险指标、营业收入几个变量的约束下，银行普遍选择的最优解是：**增加 FVOCI 账户的投资，控制 FVTPL 债券敞口、增加一些债券基金的流转，提前兑现 AC 账户投资的收益补偿收入并释放久期限度。**

（1）近年来上市银行 FVOCI 账户投资比例持续提高，城农商行尤为明显。2025Q1 城商行 FVOCI 投资占比 31%，较 2022 年提高 11pct；农商行同样提高 11 pct 至 45%。

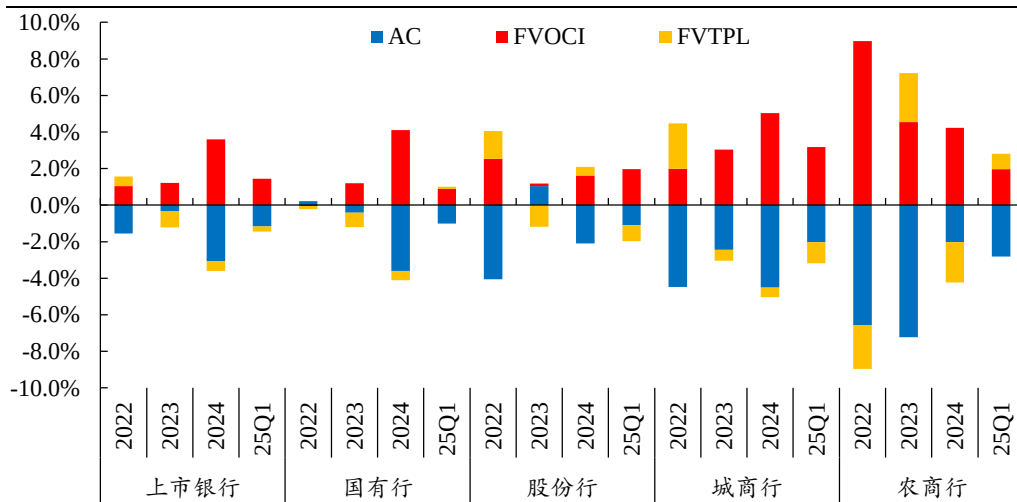
图31：近年来上市银行 FVOCI 账户投资比例持续提高，城农商行尤为明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 近年上市行普遍压降 AC 投资占比, 2025Q1 除大行保持相对稳定配置外, 其他类型银行 AC 账户投资的增量占比均较上个季度大幅下降, 股份行、农商行单季负增长, 增量占比超 -20%。同时股份行在 2025Q1 同步压缩了 FVTPL 的敞口, 或是在利率波动时, 主动做了赎回基金和自营盘的止损。

图32: 近年来上市行普遍压降 AC 投资 (占比变动)



数据来源: Wind、开源证券研究所

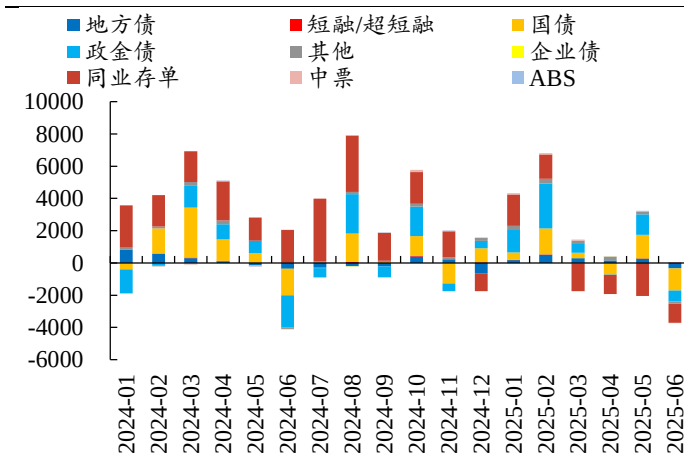
农商行 2025 年配债进度减慢或与负债增速放缓及成本压力有关。与 2024 年激进参与债券市场不同, 2025 年农商行配债强度有所减弱, 一方面原因是市场利率环境具有更大不确定性, 确定性的交易机会不多; 另外一方面原因可能出在负债端, 2025 年以来部分农商行迫于成本压力跟进下调存款挂牌利率, 因为其客户和大行比较重叠, 之前存款报价比大行有明显溢价, 被动吸收了很多储蓄存款, 但现在价差已经缩小很多, 相较于大行没有特别大竞价优势, 可能落后于理财等资管产品, 所以负债增速有明显放缓, “冗余”配债资金就没那么多了, 以及负债成本带来的负 carry 问题暂时还没有明显改善, 主观上不愿配置太多 AC 长债。

图33: 2025Q1 上市股份行、农商行大幅减少 AC 投资, 股份行交易盘止损

单季增量 (亿元)	AC		FVOCI		FVTPL		金融投资	
	2024Q4	2025Q1	2024Q4	2025Q1	2024Q4	2025Q1	2024Q4	2025Q1
国有行	13651	9219	9446	11549	2335	2541	25432	23309
股份行	2698	-846	2804	5042	1554	-1176	7057	3020
城商行	1293	482	3323	5345	-50	349	4566	6176
农商行	107	-170	261	741	69	281	436	852
上市银行	17748	8686	15835	22676	3908	1995	37491	33356
增量占比	AC		FVOCI		FVTPL		金融投资	
	2024Q4	2025Q1	2024Q4	2025Q1	2024Q4	2025Q1	2024Q4	2025Q1
国有行	53.7%	39.6%	37.1%	49.5%	9.2%	10.9%	100.0%	100.0%
股份行	38.2%	-28.0%	39.7%	166.9%	22.0%	-38.9%	100.0%	100.0%
城商行	28.3%	7.8%	72.8%	86.5%	-1.1%	5.6%	100.0%	100.0%
农商行	24.4%	-20.0%	59.8%	87.0%	15.7%	33.0%	100.0%	100.0%
上市银行	47.3%	26.0%	42.2%	68.0%	10.4%	6.0%	100.0%	100.0%

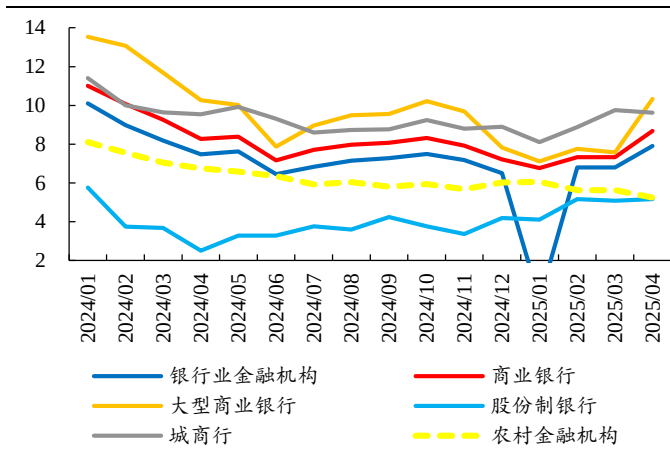
数据来源: Wind、开源证券研究所

图34：2025 年农商行配债进度较上年放缓（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

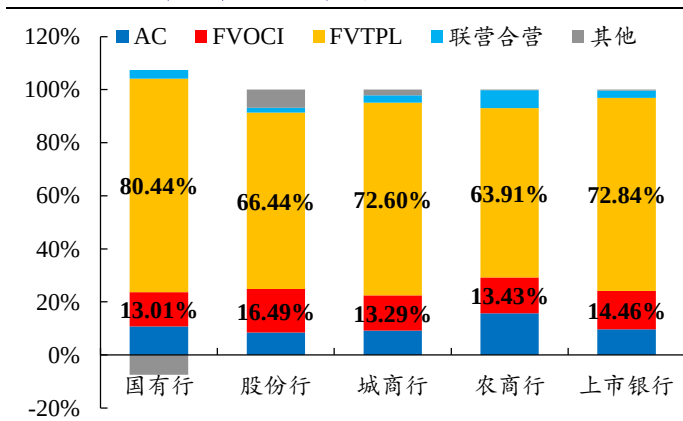
图35：2025 年农村金融机构负债增速放缓（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

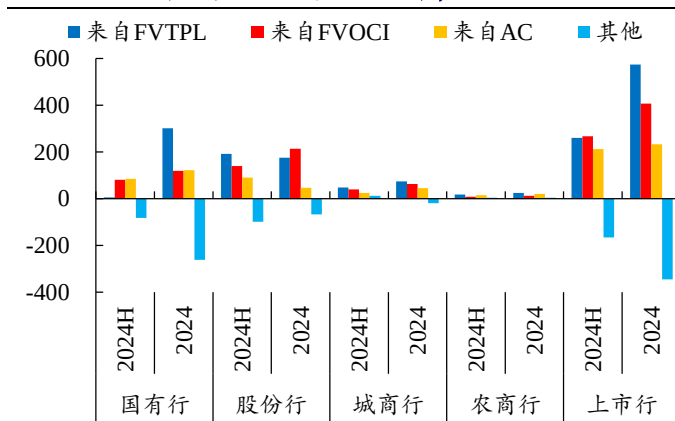
2024 年银行加大力度处置 FVOCI 与 AC 账户投资，提前兑现收益。2024 年上市银行投资净收益中大约有 72.8%由 FVTPL 账户贡献，FVOCI 账户大约贡献 14.5%，投资收益相较于 2023 年的同比增量中，来自于 FVOCI 有明显增加，说明银行积极利用市场利率下行的环境兑现收益。

图36：2024 年上市银行投资净收益主要由 FVTPL 贡献



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：2024 年投资收益同比增量中，FVOCI 增加(亿元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

从上市银行 2024 年投资收益的同比增量来看，FVTPL 多有分化，部分银行或未选择卖出债券因而业绩反映在“公允价值变动”中，农业银行投资收益大增或是由贵金属业务贡献。另外，上市银行普遍 FVOCI/AC 对当前业绩贡献增加。

表 12：2024 年投资收益增量来源以 FVOCI/AC 为主的银行有上海、成都、紫金、江阴、瑞丰等（亿元）

银行名称	投资净收益构成-2024					投资净收益（同比增量）			其中：来自 FVTPL		其中：来自 FVOCI		其中：来自 AC	
	AC	FVOCI	FVTPL	联合合营	其他	2024H	2024	2025Q1	2024H	2024	2024H	2024	2024H	2024
工商银行	8%	14%	62%	11%	5%	(20)	(49)	41	(32)	(26)	8	(23)	4	9
建设银行	19%	14%	21%	3%	43%	(3)	45	25	(29)	(14)	7	16	20	30
农业银行	23%	12%	220%	0%	-155%	32	34	35	119	281	23	13	41	61
中国银行	6%	23%	47%	2%	23%	85	163	(9)	(7)	35	32	97	15	8
邮储银行	10%	7%	83%	0%	0%	10	75	56	4	63	2	4	4	8
交通银行	2%	5%	43%	2%	48%	(18)	11	(7)	(50)	(39)	8	11	1	4
招商银行	14%	24%	52%	9%	1%	71	77	22	17	11	30	36	26	31
兴业银行	12%	1%	84%	0%	3%	51	55	(31)	32	56	11	(6)	15	3
浦发银行	13%	7%	73%	1%	6%	(8)	12	(45)	58	40	13	27	25	15
中信银行	9%	24%	51%	2%	14%	40	34	7	(14)	(33)	33	63	8	(13)

民生银行	12%	16%	52%	0%	19%	14	(7)	35	(0)	9	12	12	2	1
光大银行	2%	5%	90%	0%	3%	32	21	54	23	0	5	11	5	8
平安银行	0%	21%	69%	0%	11%	50	86	21	37	50	5	24	7	(0)
华夏银行	1%	26%	73%	0%	0%	47	63	(2)	43	50	9	21	1	1
浙商银行	0%	42%	51%	0%	7%	24	25	(7)	(5)	(7)	22	25	0	0
北京银行	7%	8%	67%	2%	16%	16	21	7	6	13	0	5	8	2
上海银行	42%	8%	49%	1%	0%	59	64	36	31	24	5	4	18	41
江苏银行	0%	6%	96%	0%	-2%	22	25	12	13	24	6	9	(1)	(0)
宁波银行	0%	27%	78%	0%	-5%	2	6	10	(3)	(2)	8	11	0	0
南京银行	6%	16%	69%	7%	1%	(15)	(12)	13	(22)	(25)	2	7	0	5
杭州银行	-4%	6%	88%	6%	4%	16	17	22	18	22	4	6	(4)	(2)
长沙银行	0%	8%	91%	0%	1%	(1)	(10)	9	(2)	(10)	1	1	(0)	(1)
成都银行	38%	16%	47%	3%	-4%	6	4	3	0	2	5	5	1	(1)
重庆银行	23%	12%	48%	18%	0%	4	4	(3)	0	(0)	2	2	2	2
贵阳银行	2%	11%	87%	0%	0%	5	11	7	3	9	1	2	0	0
郑州银行	0%	24%	76%	0%	0%	(0)	8	6	(0)	3	1	5	0	0
青岛银行	0%	26%	76%	0%	-2%	1	4	7	2	4	(1)	0	(0)	(0)
苏州银行	2%	17%	82%	3%	-3%	2	6	2	(0)	4	2	3	0	(0)
齐鲁银行	0%	30%	61%	9%	0%	3	2	3	1	1	3	3	0	0
兰州银行	1%	15%	41%	-1%	44%	(1)	(1)	1	(1)	(7)	(0)	1	0	0
西安银行	3%	4%	74%	18%	0%	0	7	0	(0)	8	(1)	(2)	1	1
厦门银行	0%	26%	74%	0%	0%	4	6	1	3	4	1	2	0	0
渝农商行	30%	3%	66%	1%	0%	17	20	4	8	9	(0)	(1)	9	12
沪农商行	0%	22%	71%	9%	-3%	7	9	(1)	4	5	1	3	0	0
青农商行	0%	5%	87%	0%	8%	(2)	3	4	(4)	(1)	1	2	0	0
常熟银行	14%	9%	70%	6%	0%	4	5	1	2	4	0	1	1	2
紫金银行	55%	28%	-1%	17%	0%	2	3	1	(0)	(0)	0	0	2	3
无锡银行	26%	15%	40%	19%	0%	3	3	1	0	(1)	1	1	2	2
张家港行	0%	0%	90%	10%	-35%	4	8	1	4	8	0	0	0	0
江阴银行	46%	5%	45%	9%	7%	(0)	1	2	(2)	(2)	0	0	2	3
苏农银行	1%	30%	59%	9%	1%	4	2	2	3	2	2	1	(1)	(1)
瑞丰银行	2%	55%	33%	12%	-2%	4	5	1	0	(1)	3	4	0	0
国有行	11%	13%	80%	3%	-7%	86	278	142	5	301	80	119	84	121
股份行	8%	16%	66%	2%	7%	321	367	54	191	175	140	214	90	46
城商行	9%	13%	73%	3%	2%	123	162	136	47	74	40	63	24	45
农商行	16%	13%	64%	7%	0%	43	59	17	17	24	8	12	14	21
上市银行	10%	14%	73%	3%	0%	574	866	348	260	573	267	407	212	232

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

2.5、资本消耗减缓，部分银行放松市场风险限额，积极参与金融市场

在风险加权资产（RWA）构成中，市场风险通常占比很低，大行仅为 1-2%，部分中小行为 3-5%。“资本新规”后银行的 RWA 增速普遍放缓，部分银行或出于盈利诉求，适当放松了市场风险资本限额，多增加一些金融市场投资。

表 13：上市银行风险加权资产（RWA）分布中，2025Q1 部分银行市场风险占比提高（亿元）

银行名称	2025Q1								2024							
	信用	占比	市场	占比	操作	占比	账簿转换	RWA	信用	占比	市场	占比	操作	占比	账簿转换	RWA
工商银行	241653	90.92%	4813	1.81%	18405	6.92%	929	265800	233860	90.96%	3806	1.48%	18405	7.16%	1037	257109
建设银行	209501	90.60%	2839	1.23%	17444	7.54%	1,448	231233	198149	90.67%	2506	1.15%	17444	7.98%	447	218546
农业银行	217406	92.81%	1972	0.84%	14878	6.35%	0	234256	209586	92.72%	1575	0.70%	14878	6.58%	0	226039
中国银行	185196	92.32%	2490	1.24%	12791	6.38%	133	200610	176783	91.99%	2594	1.35%	12791	6.66%	7	192176
交通银行	89394	92.93%	1981	2.06%	4558	4.74%	259	96192	87322	92.73%	2087	2.22%	4558	4.84%	202	94169
邮储银行	85137	93.49%	1216	1.34%	4713	5.18%	0	91066	80575	93.50%	889	1.03%	4713	5.47%	0	86177

股份行	招商银行	59758	85.18%	3241	4.62%	7158	10.20%	0	70157	59733	86.75%	1968	2.86%	7158	10.39%	0	68858
	兴业银行	75441	92.14%	2303	2.81%	4132	5.05%	0	81875	72007	91.75%	2343	2.99%	4132	5.26%	0	78481
	浦发银行	69304	93.98%	945	1.28%	3496	4.74%	0	73745	67752	94.20%	672	0.93%	3496	4.86%	0	71920
	中信银行	69512	92.78%	1174	1.57%	4234	5.65%	0	74920	65485	92.64%	968	1.37%	4234	5.99%	0	70687
	民生银行	56004	94.29%	831	1.40%	2558	4.31%	0	59393	55142	94.38%	727	1.24%	2558	4.38%	0	58427
	平安银行	39471	88.97%	1937	4.37%	2957	6.67%	0	44365	39123	88.01%	2371	5.33%	2957	6.65%	0	44451
	光大银行	47144	93.04%	868	1.71%	2656	5.24%	0	50669	45182	92.91%	793	1.63%	2656	5.46%	0	48631
	华夏银行	29767	92.69%	503	1.57%	1845	5.74%	0	32115	28970	92.96%	351	1.13%	1845	5.92%	0	31166
城商行	浙商银行	19466	92.97%	293	1.40%	1180	5.63%	0	20939	19248	93.20%	226	1.09%	1180	5.71%	0	20653
	北京银行	28900	94.81%	243	0.80%	1339	4.39%	0	30483	27496	94.44%	279	0.96%	1339	4.60%	0	29114
	上海银行	21375	94.77%	204	0.90%	944	4.19%	31	22554	21165	95.03%	125	0.56%	944	4.24%	39	22272
	江苏银行	26969	91.58%	920	3.12%	1561	5.30%	0	29449	23706	90.56%	912	3.48%	1561	5.96%	0	26178
	宁波银行	20849	93.64%	165	0.74%	1251	5.62%	0	22266	19420	92.96%	220	1.05%	1251	5.99%	0	20891
	南京银行	17197	93.38%	337	1.83%	882	4.79%	0	18416	15872	93.07%	300	1.76%	882	5.17%	0	17054
	杭州银行	11916	92.87%	261	2.04%	654	5.09%	0	12831	11203	91.23%	423	3.45%	654	5.32%	0	12280
	长沙银行	6408	91.09%	178	2.52%	449	6.38%	0	7034	6065	91.42%	121	1.82%	449	6.76%	0	6634
	成都银行	8916	94.57%	105	1.12%	407	4.32%	0	9429	8409	94.69%	65	0.73%	407	4.58%	0	8881
	贵阳银行	4563	91.77%	149	3.00%	260	5.23%	0	4972	4462	92.25%	114	2.37%	260	5.38%	0	4836
	重庆银行	5788	95.65%	36	0.60%	227	3.75%	0	6052	5240	95.31%	31	0.56%	227	4.13%	0	5497
	郑州银行	4689	93.42%	93	1.85%	238	4.74%	0	5019	4706	94.35%	44	0.88%	238	4.77%	0	4988
	青岛银行	4047	94.13%	40	0.93%	213	4.95%	0	4299	3892	94.19%	28	0.67%	213	5.14%	0	4132
	苏州银行	4806	95.22%	41	0.81%	200	3.97%	0	5048	4314	94.39%	56	1.23%	200	4.38%	0	4570
	齐鲁银行	3711	94.94%	7	0.19%	190	4.87%	0	3909	3514	94.25%	24	0.65%	190	5.10%	0	3729
	西安银行	3211	94.53%	52	1.52%	134	3.95%	0	3397	2993	94.40%	43	1.36%	134	4.23%	0	3170
	厦门银行	2466	93.70%	65	2.48%	100	3.82%	0	2631	2371	94.09%	48	1.92%	100	3.98%	0	2520
	兰州银行	3452	95.89%	2	0.06%	146	4.05%	0	3600	3359	95.83%	1	0.02%	146	4.16%	0	3505
农商行	渝农商行	9106	93.44%	121	1.24%	518	5.31%	0	9745	8304	93.50%	59	0.67%	518	5.83%	0	8881
	沪农商行	8110	92.49%	179	2.04%	479	5.47%	0	8768	7862	92.84%	127	1.50%	479	5.66%	0	8468
	青农商行	3021	90.73%	111	3.34%	193	5.80%	4	3329	2869	89.56%	128	4.00%	193	6.03%	13	3204
	常熟银行	2623	92.50%	20	0.69%	185	6.52%	8	2835	2451	92.43%	6	0.22%	185	6.98%	10	2652
	无锡银行																
	紫金银行	1797	95.67%	1	0.08%	80	4.25%	0	1878	1736	95.49%	2	0.12%	80	4.39%	0	1818
	苏农银行	1477	93.70%	25	1.56%	75	4.74%	0	1576	1451	94.54%	9	0.59%	75	4.86%	0	1535
	张家港行	1489	94.33%	7	0.45%	82	5.22%	0	1578	1427	93.96%	9	0.62%	82	5.42%	0	1519
	瑞丰银行	1399	94.81%	6	0.42%	70	4.77%	0	1475	1320	94.68%	4	0.28%	70	5.05%	0	1394
	江阴银行	1244	90.64%	56	4.08%	68	4.94%	5	1373	1182	89.78%	58	4.43%	68	5.15%	8	1317

数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

3、当前上市银行利率风险重估

3.1、交易账簿利率风险：整体稳健，VaR 在合理范围内波动

风险价值（VaR）：一种用以估算在某一特定时间范围，相对于某一特定的置信区间，由于市场利率、汇率或者价格变动而引起的最大可能的持仓亏损的度量指标。银行通常采用历史模拟法，选取 250 天的历史市场数据按日计算并监测交易性组合的风险价值（置信区间为 99%，持有期为 1 天）。

大行对市场风险的把控整体稳健，日均 VaR 约为核心一级资本净额的 0.01%-0.03%，但风格上存在显著差异：（1）交通银行在 2022 年有最高的 VAR（年末 631、平均 565），或反映其更强的市场风险偏好；而农业银行在 2024 年有最低年末值（99），但平均值较高（373），说明其波动可能较大；中国银行 VaR 在 2022-2024 年呈下降趋势。（2）汇率风险是主要贡献，其次是利率风险，商品风险较小。

注：VaR 模型有局限性，如历史数据可能不预测未来，99%置信水平不覆盖极端事件等。

表 14：我国大型银行交易账簿风险价值（VaR）整体保持在合理范围波动（百万元）

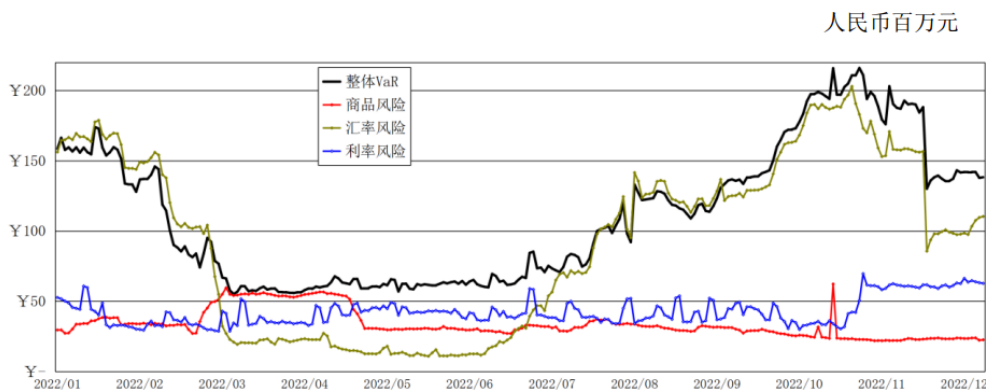
		工商银行				建设银行				农业银行				中国银行				交通银行			
		VAR	利率	汇率	商品	VAR	利率	汇率	商品	VAR	利率	汇率	商品	VAR	利率	汇率	商品	VAR	利率	汇率	商品
2024	年末值	466	301	305	22	300	75	311	1	99	60	96	12					252	224	99	
	平均值	317	171	279	19	265	37	261	1	373	53	377	22	194	121	163	1	267	190	186	
	最大值	470	336	475	40	331	88	343	6	508	136	516	37	360	170	358	12	418	359	420	
	最小值	232	83	124	11	199	22	201		83	30	59	11	102	90	49	0	155	141	65	
2023	年末值	245	87	258	38	272	22	269	1	249	37	252	14					199	184	106	
	平均值	312	112	256	37	265	43	257	1	246	63	236	32	214	87	224	2	390	338	131	
	最大值	412	209	406	44	427	68	427	10	347	102	327	42	362	131	361	5	681	572	275	
	最小值	180	43	131	26	176	22	154		142	8	120	14	108	65	84	0	196	171	36	
2022	年末值	411	121	297	32	190	56	182	1	138	63	110	23					631	558	107	
	平均值	179	67	160	12	144	30	139	3	112	43	93	34	279	96	247	11	565	570	90	
	最大值	411	121	297	33	198	63	193	24	216	70	203	62	528	189	506	50	771	790	154	
	最小值	89	30	83	7	100	19	103		55	29	11	22	96	47	79	1	298	282	43	
2021	年末值	144	72	95	14	151	35	155	1	150	53	149	44					261	269	133	
	平均值	198	88	172	37	160	53	163	9	210	67	190	83	269	114	210	23	381	306	209	
	最大值	347	153	288	105	196	89	203	45	307	99	289	136	335	156	271	69	746	453	743	
	最小值	80	46	71	12	127	30	110		87	36	35	21	124	72	62	4	256	197	100	

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

注：每一个风险因素的风险价值是指仅因该风险因素的波动而可能产生的最大潜在损失。由于各风险因素之间会产生风险分散效应，对于同一时点的各风险因素的风险价值累加并不等于总体风险价值。

图38：农业银行财报披露风险价值，利率风险 var 整体平稳，主要受汇率风险影响

2022 年交易账簿风险价值 (VaR) 变动图



资料来源：银行财报、开源证券研究所

注：新版资本办法已用预期缺口 (ES, Expected Shortfall) 替代 VaR, 用来更好捕捉尾部风险。ES= 给定置信水平 (97.5%) 以上所有损失的均值, 原 VaR 框架国内银行过渡期至 2025 年。

3.2、银行账簿利率风险：资产负债重定价缺口变大，大行 Δ EVE 贴近上限

银行账簿利率风险策略目标是根据风险管理能力和偏好，在可承受利率风险容忍度内，尽量减少因利率变动引发的净利息收入或经济价值下降。我们从资产负债重定价缺口、利率敏感性分析、“ Δ EVE / 一级资本”指标评估目前上市银行的表现：

(1) 资产负债重定价缺口：大部分上市银行 1 年以内的资产负债重定价缺口扩大，不利于利率上行时的利息收入。短期重定价缺口显著为负，大部分银行在“3 个月”内期限重定价缺口为负值，（如工行：-62457 亿元；农行：-70766 亿元），表明银行短期负债（存款、同业负债等）需重定价的规模远超短期资产，也侧面反映大行对于同业负债的依赖度提高；股份行策略分化，招商、平安等股份行：3 个月内缺口负值扩大（招行：-28567 亿元 $\rightarrow$ 同比扩大 2729 亿元），但通过 3 个月-1 年正缺口（招行：21213 亿元）平衡风险，体现主动负债期限管理。光大银行 3 个月内保持正缺口，受益于利率上行，但在目前利率下行期负债重定价或偏慢。

(2) 利率敏感性分析：国有大行在全曲线利率上行时同步面临收入和资本/经济价值压力。其资产负债结构对利率上行的敏感度提高，其中邮储银行收入对利率敏感性指标降幅较大 (-4.0pct)，估算利率上行 100BP 使得大行利息收入下滑 3-8%，最大影响潜在营收（利息收入下降+浮盈被对冲）约 12-15%。部分中小行因交易盘 (FVTPL) 占比更高或资产久期较短，利率上行对股东权益的影响相对较小。

(3) “ Δ EVE / 一级资本”指标：按照 2024 年度第三支柱信息披露报告，工行 (-14.7%)、建行 (-14.7%) 和农行 (-14.3%) 三家大行紧贴监管上限 (-15%)，其他全国性银行邮储、招行、兴业 < -10%，反映出利率风险指标已经客观形成了制约。目前大行已通过“买短卖长”组合管理（如 2025Q1 增配短债）平衡久期缺口，但长期承接能力仍受 Δ EVE 空间硬约束。

表 15：大部分上市银行 1 年以内的资产负债重定价缺口扩大，不利于利率上行时的利息收入（亿元）

银行名称		资产负债重定价缺口（亿元）						占生息资产比例				利率敏感
		2024		2023		变动（2024-2023）		2024		2023		性分析变
		3M 以内	3M-1Y	3M 以内	3M-1Y	3M 以内	3M-1Y	3M 以内	3M-1Y	3M 以内	3M-1Y	动（PCT）
国有行	工商银行	-62457	84724	-56229	89768	-6228	-5044	-18.8%	25.4%	-17.3%	27.6%	-1.90
	建设银行	-37875	57349	-41339	61724	3464	-4375	-13.1%	19.8%	-14.5%	21.7%	0.50
	农业银行	-70766	66928	-61376	65513	-9390	1415	-24.8%	23.5%	-21.9%	23.4%	-1.30
	中国银行	-32713	53424	-26553	49246	-6160	4178	-12.8%	21.0%	-10.7%	19.9%	-0.60
	交通银行	-16970	14447	-20131	16794	3161	-2347	-16.9%	14.4%	-19.8%	16.5%	0.60
	邮储银行	-29813	-2056	-13810	-9678	-16003	7622	-18.8%	-1.3%	-8.9%	-6.2%	-4.00
股份行	招商银行	-28567	21213	-25839	19554	-2729	1659	-31.0%	23.0%	-28.9%	21.9%	-0.30
	兴业银行	-7772	1298	-10118	4592	2345	-3294	-8.5%	1.4%	-10.3%	4.7%	0.80
	浦发银行	-27950	5243	-23028	10231	-4922	-4987	-33.3%	6.2%	-26.4%	11.7%	5.00
	中信银行	-2276	-1461	-7228	5500	4953	-6961	-2.7%	-1.7%	-8.2%	6.2%	-0.10
	民生银行	-8841	-1699	-15334	5666	6492	-7365	-17.5%	-3.4%	-28.6%	10.6%	1.90
	平安银行	-8608	6149	-7981	7058	-627	-910	-17.4%	12.4%	-14.8%	13.1%	-0.50
	光大银行	4955	-4247	3604	-5258	1350	1011	11.1%	-9.5%	7.6%	-11.1%	4.20
	华夏银行	-2923	-1649	-4275	-934	1353	-715	-7.7%	-4.3%	-10.3%	-2.3%	1.10
	浙商银行	-3441	-1404	-5105	-327	1663	-1078	-11.8%	-4.8%	-17.1%	-1.1%	0.30
城商行	北京银行	-3799	38	-3796	-1527	-3	1565	-10.2%	0.1%	-10.4%	-4.2%	-
	上海银行	-6036	1113	-5455	561	-581	552	-21.2%	3.9%	-18.1%	1.9%	-
	江苏银行	-4516	-3544	-1992	-1888	-2524	-1657	-13.2%	-10.4%	-6.1%	-5.8%	0.70
	宁波银行	-7555	1552	-6931	1622	-624	-70	-28.0%	5.7%	-30.1%	7.0%	-7.30
	南京银行	-1198	-391	-1860	-203	662	-187	-5.8%	-1.9%	-8.3%	-0.9%	0.40
	杭州银行	-4955	-438	-5387	217	432	-655	-26.6%	-2.4%	-29.8%	1.2%	1.30
	长沙银行	-2788	39	-2320	-469	-468	508	-27.2%	0.4%	-23.0%	-4.7%	0.10
	成都银行	2106	-1785	-8	643	2114	-2428	18.5%	-15.6%	-0.1%	6.0%	-0.80
	贵阳银行	-914	-862	-873	-1036	-40	173	-15.9%	-15.0%	-13.5%	-16.0%	4.50
	重庆银行	239	-1936	-100	-1316	339	-620	3.1%	-24.9%	-1.3%	-17.6%	-3.00
	郑州银行	-438	85	-996	244	558	-159	-10.3%	2.0%	-25.3%	6.2%	0.70
	青岛银行	-1099	183	-1088	474	-11	-291	-27.0%	4.5%	-26.4%	11.5%	2.20
	苏州银行	-986	374	-593	591	-393	-217	-17.2%	6.5%	-10.6%	10.5%	-1.80
	齐鲁银行	-1212	102	-789	119	-423	-18	-19.1%	1.6%	-13.3%	2.0%	-1.10
	西安银行	-370	473	-102	168	-268	305	-8.5%	10.9%	-3.7%	6.1%	-2.70
	厦门银行	-588	-207	-69	-205	-519	-2	-16.1%	-5.7%	-1.8%	-5.3%	1.70
	兰州银行	-1072	411	-934	466	-137	-55	-24.9%	9.5%	-21.2%	10.6%	-
农商行	渝农商行	-1748	-990	-1381	-726	-366	-264	-12.4%	-7.0%	-9.7%	-5.1%	-0.50
	沪农商行	-859	1069	-748	997	-112	71	-6.3%	7.8%	-5.6%	7.5%	-
	青农商行	-537	482	-268	389	-270	93	-12.3%	11.1%	-5.9%	8.5%	-0.90
	常熟银行	-325	633	-551	488	226	145	-9.4%	18.2%	-16.9%	15.0%	-0.60
	无锡银行	-515	397	-495	205	-20	192	-21.5%	16.5%	-22.4%	9.3%	-2.70
	紫金银行	-67	202	28	551	-95	-348	-2.6%	7.7%	1.2%	22.7%	8.30
	苏农银行	-400	328	-487	300	88	28	-20.3%	16.7%	-26.1%	16.1%	1.60
	张家港行	-251	123	-302	196	51	-73	-12.5%	6.1%	-15.0%	9.7%	5.00
	瑞丰银行	-490	93	-384	194	-106	-101	-23.6%	4.5%	-19.9%	10.0%	2.70
	江阴银行	-500	313	-518	307	18	6	-28.5%	17.9%	-28.5%	16.9%	1.00

数据来源：Wind、开源证券研究所

表 16：2024 年上市银行利率敏感性分析，国有大行利率上行时对股东权益的负面影响加大

银行名称		利率变动情形假设（上行）				对利息净收入的影响				对股东权益的影响			
		2022	2023	2024H1	2024	2022	2023	2024H1	2024	2022	2023	2024H1	2024
国有行	工商银行	100	100	100	100	-4.3%	-2.3%	-4.3%	-4.2%	-1.8%	-1.9%	-2.2%	-2.6%
	建设银行	100	100	100	100	-9.7%	-8.4%	-12.1%	-7.9%	-	-2.1%	-	-3.2%
	农业银行	100	100	100	100	-7.3%	-6.3%	-7.0%	-7.6%	-2.2%	-2.4%	-2.5%	-3.1%
	中国银行	25	25	25	25	-0.7%	-0.2%	-0.7%	-0.8%	-	-	-	
	交通银行	100	100	100	100	6.4%	7.1%	3.1%	7.7%	-1.7%	-1.6%	-1.9%	-1.9%
	邮储银行	100	100	100	100	-4.8%	-5.6%	-8.7%	-9.6%	-	-	-	0.0%
股份行	招商银行	25	25	25	25	0.0%	-1.9%	-2.2%	-2.2%	0.0%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
	兴业银行	100	100	100	100	-8.5%	-7.0%	-4.6%	-6.2%	-1.5%	-1.5%	-1.7%	-2.1%
	浦发银行	100	100	100	100	-2.6%	-2.1%	-3.6%	2.9%	-2.2%	-1.7%	-1.5%	-1.0%
	中信银行	100	100	100	100	-6.7%	-2.2%	-3.6%	-2.3%	-1.0%	-1.0%	-0.6%	-0.8%
	民生银行	100	100	100	100	-7.6%	-8.3%	-11.1%	-6.4%	-	-	-	0.0%
	平安银行	50	50	50	50	-2.2%	-1.8%	-1.8%	-2.3%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
	光大银行	100	100	100	100	-2.4%	-2.1%	-2.1%	2.1%	-2.5%	-2.5%	-1.5%	-2.0%
	华夏银行	100	100	100	100	-2.8%	-6.1%	-8.3%	-5.0%	-2.5%	-3.2%	-3.1%	-2.8%
	浙商银行	25	25	25	25	-2.2%	-1.8%	-2.1%	-1.5%	-0.7%	-0.9%	-0.9%	-1.3%
城商行	上海银行	100	100			-2.1%	-2.0%	-	0.0%	-	-	-	0.0%
	江苏银行	100	100	100	200	-1.0%	-2.8%	-1.3%	-2.1%	-1.2%	-1.5%	-2.8%	-3.7%
	宁波银行	200	200	200	200	4.3%	4.1%	-1.9%	-3.2%	-3.1%	-4.2%	-8.2%	-12.6%
	南京银行	25	25	25	25	-4.6%	-3.9%	-3.7%	-3.5%	-2.0%	-1.3%	-1.6%	-1.6%
	杭州银行	100	100	100	100	1.1%	-0.5%	-3.5%	0.8%	-3.6%	-3.2%	-3.9%	-4.0%
	长沙银行	100	100	100	100	-15.2%	-22.1%	-24.7%	-22.0%	-3.4%	-	-	-4.3%
	成都银行	100	100	100	100	-10.9%	-11.7%	-13.6%	-12.5%	-	-	-	0.0%
	贵阳银行	100	100	100	100	-7.4%	7.6%	18.2%	12.1%	-0.009%	-0.009%	-0.038%	0.0%
	重庆银行	100	100	100	100	-11.7%	-11.4%	-16.3%	-14.4%	-1.8%	-2.0%	-2.1%	-2.7%
	郑州银行	100	100	100	100	-3.4%	-5.3%	1.9%	-4.6%	-2.6%	-4.4%	-3.8%	-7.4%
	青岛银行	100	100	100	100	-8.7%	-5.0%	-3.4%	-2.8%	-3.0%	-2.6%	-2.6%	-0.6%
	苏州银行	100	100	100	100	-10.0%	-7.9%	-6.9%	-9.7%	-7.6%	-5.8%	-5.6%	-4.2%
	齐鲁银行	100	25	25	25	-4.4%	-0.7%	-1.7%	-1.8%	-	0.0%	0.0%	0.0%
	西安银行	100	100	100	100	-9.4%	-9.9%	-11.6%	-12.6%	-	-6.2%	-9.4%	-10.5%
	厦门银行	100	100	100	100	11.7%	6.5%	7.2%	8.2%	-1.6%	-0.1%	-	-3.0%
农商行	渝农商行	100	100	100	25	-1.3%	-2.4%	-2.5%	-2.9%	-3.0%	-3.1%	-2.8%	-0.8%
	沪农商行	100	100	100	100	12.0%	-	-	0.0%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	青农商行	100	100	100	100	1.9%	0.6%	-2.1%	-0.3%	-2.9%	-3.0%	-2.4%	-3.1%
	常熟银行	100	100	100	100	3.9%	3.1%	0.9%	2.5%	-6.1%	-5.8%	-6.1%	-4.6%
	无锡银行	100	100	100	100	-0.2%	0.3%	-0.1%	-2.4%	-2.0%	-2.0%	-2.1%	-3.1%
	紫金银行	100	100	100	100	-1.0%	-4.1%	-4.1%	4.2%	0.4%	-2.4%	-2.1%	-1.6%
	苏农银行	100	100	100	100	-3.5%	-11.0%	-6.8%	-9.4%	-	-	-	-2.0%
	张家港行	100	100	100	100	-8.3%	-7.9%	-6.2%	-2.9%	-	-	-	0.0%
	瑞丰银行	100	100	100	100	7.9%	5.5%	6.9%	8.2%	-8.3%	-3.7%	-4.4%	-3.7%
	江阴银行	100	100	100	100	2.7%	2.1%	3.3%	3.1%	-3.7%	-2.1%	-2.0%	-3.4%

数据来源：Wind、各银行财报、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

表 17: 国内系统重要性银行 IRRBB 定量测算 (2024 年度三支柱信息披露), 部分银行 ΔEVE 贴近监管上限 (-15%)

银行分类			系统重要性银行分组	一级资本	经济价值变动 (ΔEVE)						(ΔEVE) / 一级资本	营业收入 (2024年)	净利息收入变动		净利息最大不利变动 / 营业收入	净利息最大不利变动 / 一级资本
					平行向上	平行向下	变陡峭	变平缓	短期利率上行	短期利率下降			最大值	平行向上		
国有行	工商银行	第四组	35617	(5240)	6611	(3900)	3057	388	(312)	(5240)	-14.71%	8218	360	(4091)	-49.8%	-11.49%
	建设银行	第四组	30816	(4540)	5781	(3834)	3083	713	(750)	(4540)	-14.73%	7502	1156	(4532)	-60.4%	-14.71%
	农业银行	第四组	29911	(4281)	5688	(3873)	3150	802	(879)	(4281)	-14.31%	7106	859	(3811)	-53.6%	-12.74%
	中国银行	第四组	23552	(2330)	2622	(1572)	984	(166)	(304)	(2330)	-9.89%	6301	133	(2555)	-40.5%	-10.85%
	邮储银行	第二组	10005	(1127)	831	(374)	181	(235)	225	(1127)	-11.27%	3488	(123)	(1918)	-55.0%	-19.17%
	交通银行	第三组	9688	(883)	1272	(787)	673	179	82	(883)	-9.11%	2598	24	(851)	-32.8%	-8.78%
股份行	招商银行	第三组	10801	(1205)	1491	(699)	512	(88)	(72)	(1205)	-11.16%	3375	(94)	(982)	-29.1%	-9.09%
	兴业银行	第三组	8811	(984)	1193	(780)	697	168	(79)	(984)	-11.17%	2122	206	(829)	-39.1%	-9.41%
	中信银行	第二组	7131	(611)	430	(251)	114	(108)	100	(611)	-8.56%	2136	(57)	(653)	-30.6%	-9.16%
	浦发银行	第二组	6618	(578)	631	(376)	275	(7)	(11)	(578)	-8.73%	1707	35	(626)	-36.7%	-9.46%
	民生银行	第一组	6078	(562)	728	(361)	303	(24)	(59)	(562)	-9.25%	1363	1	(428)	-31.4%	-7.04%
	光大银行	第一组	5540	(539)	458	(312)	185	(59)	0	(539)	-9.73%	1354	(39)	(477)	-35.2%	-8.60%
	平安银行	第一组	4614	(312)	419	(264)	222	63	(90)	(312)	-6.76%	1467	12	(434)	-29.6%	-9.41%
	华夏银行	第一组	3399	(220)	262	(144)	126	28	(5)	(220)	-6.47%	971	(71)	(197)	-20.2%	-5.78%
	广发银行	第一组	2887	15	18	(38)	43	43	(68)	(68)	-2.36%	692	(26)	(202)	-29.2%	-7.00%
城商行	北京银行	第一组	3356	(754)	632	(279)	158	(142)	159	(754)	-22.46%	699	(66)	(297)	-42.4%	-8.8%
	江苏银行	第一组	2875	(1187)	1109	(599)	428	(78)	166	(1187)	-41.29%	808	6	(300)	-37.2%	-10.4%
	上海银行	第一组	2391	(758)	629	(283)	154	(145)	156	(758)	-31.69%	530	(39)	(217)	-41.0%	-9.1%
	宁波银行	第一组	2035	(886)	669	(309)	164	(189)	186	(886)	-43.55%	666	138	123	18.5%	6.1%
	南京银行	第一组	1897	(513)	545	(306)	235	(13)	37	(513)	-27.05%	503	4	176	35.1%	9.3%

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

注：(1) 计量经济价值变动时，在现金流计算中包括商业利差，折现时采用的无风险收益率为国债即期收益率。对于经济价值变动，以负值表示损失。(2) 净利息收入变动为连续 12 个月期间未来利息收入的差额，平行向下情景中，审慎假设存款利率不变。(3) 法人监管口径 (4) 本表情景采用《商业银行银行账簿利率风险管理指引(修订)》规定的标准化计量框架中的 6 种利率冲击情景。

2025.06 四家大行注资落地后，大概能释放 ΔEVE 的监管空间 0.5-1.3 pct，对应承接债券为 4000-7000 亿元。静态测算下阶段每承接 2 万亿元政府债发行，大约使得“(ΔEVE) / 一级资本”指标进一步下降 2-3 pct。

表 18: 静态测算，国有行承接 2 万亿元地方政府债后 (ΔEVE) / 一级资本指标进一步下降 2~3pct

银行分类	系统重要性银行分组	承接地方债规模 (每发行 2 万亿)	一级资本 (法人)		经济价值变动 (ΔEVE)		(ΔEVE) / 一级资本		
			2024 年	注资后	最大值	每承接 2 万亿地方债	2024 年	注资后提升	上市银行每承接 2 万亿地方债
国有行	工商银行	第四组	3847	35617	(5240)	(1057)	-14.71%		-2.97%
	建设银行	第四组	2991	30816	(4540)	(822)	-14.73%	0.49%	-2.67%
	农业银行	第四组	3536	29911	(4281)	(971)	-14.31%		-3.25%
	中国银行	第四组	2167	23552	(2330)	(595)	-9.89%	0.65%	-2.53%
	邮储银行	第二组	741	10005	(1127)	(204)	-11.27%	1.30%	-2.04%
	交通银行	第三组	1149	9688	(883)	(316)	-9.11%	1.00%	-3.26%
股份行	招商银行	第三组	745	10801	(1205)	(205)	-11.16%		-1.90%
	兴业银行	第三组	442	8811	(984)	(121)	-11.17%		-1.38%
	中信银行	第二组	541	7131	(611)	(149)	-8.56%		-2.09%
	浦发银行	第二组	355	6618	(578)	(98)	-8.73%		-1.48%

民生银行	第一组	501	6078	(562)	(138)	-9.25%	-2.26%
光大银行	第一组	318	5540	(539)	(87)	-9.73%	-1.58%
平安银行	第一组	310	4614	(312)	(85)	-6.76%	-1.85%
华夏银行	第一组	287	3399	(220)	(79)	-6.47%	-2.32%
北京银行	第一组	170	3356	(754)	(47)	-22.46%	-1.40%
城 江苏银行	第一组	233	2875	(1187)	(64)	-41.29%	-2.23%
商 上海银行	第一组	205	2391	(758)	(56)	-31.69%	-2.35%
行 宁波银行	第一组	259	2035	(886)	(71)	-43.55%	-3.50%
南京银行	第一组	115	1897	(513)	(32)	-27.05%	-1.67%

数据来源：Wind、开源证券研究所

以上 ΔEVE 的测算基于银行的现金流期限分布，实操应用偏复杂，为快速评估 ΔEVE 指标对应承接债券的体量，这里我们也可以使用资产负债净久期缺口，教大家一个简化算法：

6 / 一级资本杠杆倍数 $\approx$ 资产负债净久期缺口最大值。①

① 核心就是解这个不等式： $|\text{Net Duration Gap} \times (A/EVE) \times 2.5\%| \leq 15\%$ 。

举例：如果某家银行一级资本充足率为 14%，则粗略估计在 ΔEVE /一级资本 $\leq 15\%$ 的监管要求下，其资产负债净久期缺口最大值为 $6 / (1/14\%) = 0.84$ 年

根据《商业银行银行账簿利率风险管理指引》要求，银行经济价值变动（EVE）超过一级资本 15% 需触发监管干预。结合利率上行 250BP ($\Delta y=2.5\%$) 的压力场景，最大允许净久期缺口的计算如下：

1. EVE 变动上限 $\Delta EVE / EVE \leq 15\% = 0.15$
2. 利率冲击幅度 $\Delta y = 250\text{BP} = 0.025$
3. EVE 变动公式 $\Delta EVE / EVE \approx -\text{Net Duration Gap} \times A/EVE \times \Delta y$
4. 约束不等式 $\text{Net Duration Gap} \times A/EVE \times 0.025 \leq 0.15$

即 $\text{Net Duration Gap} \leq (0.15/0.025) / (A/EVE)$ ，其中 A 为银行账簿总资产。

然后用这个算法粗略估计一下，1% 的 ΔEVE 空间大概对应多少资产久期限额，进而推论其资产端承接 10 年以上债券的空间。

$\text{Net Duration Gap} \leq (0.01/0.025) / (A/EVE)$ ，大型银行的一级资本杠杆水平大概在 6.7-7.7 倍，我们取 7 倍，则对应的新增净久期缺口平均约为 0.057（年）。具体到 6 家国有行，可测算得出 1% ΔEVE 对应的净久期缺口为 0.048~0.061 年。假设新增长债全部用 AC 账户去承接，且资产负债结构不变，则以 2024 年末数据为基准，我们测算 1% ΔEVE 的空间可供国有行的平均投资剩余期限拉长 0.2 年左右。

表 19：1% ΔEVE 的空间可供国有行的平均投资剩余期限拉长 0.2 年左右

银行名称	一级资本充足率 (2024, %)	一级资本杠杆倍数	1% EVE 对应净久 期缺口 (年)	金融投资	
				剩余期限 (原)	剩余期限 (新)
工商银行	15.36	6.51	0.0614	4.84	5.06
建设银行	15.21	6.57	0.0608	5.55	5.78
农业银行	13.63	7.34	0.0545	5.42	5.59

中国银行	14.38	6.95	0.0575	4.89	5.13
交通银行	12.11	8.26	0.0484	4.53	4.69
邮储银行	11.89	8.41	0.0476	4.97	5.11
国有行	13.76	7.27	0.0551	5.11	5.30

数据来源：Wind、开源证券研究所

投资期限拉长 0.2 年左右，即 1% 的 ΔEVE 空间大概对应国有行的债券承接能力：10 年债 1.59 万亿元 / 30 年债 3000 亿元左右。因各行的资本充足情况及资产负债结构、债券期限结构有差异，我们观察到同样是 1% 的 ΔEVE 空间，工行、建行、农行这三家大行承接长期限债券的能力更强，单家银行可承接 10 年期债券约 4000 亿元，而邮储、交行相对较弱，同等条件下承接量为 1000 亿元左右。

图39：投资期限拉长 0.2 年，即 1% 的 ΔEVE 空间大概对应国有行承接 10 年债券体量为 1.59 万亿元（亿元）

AC (静态)	以摊余成本计量的金融投资/债权投资							以摊余成本计量的金融投资/债权投资							测算剩余 期限
	1M以内	1-3M	3M-1Y	1-5Y	5Y以上	10年	合计	1M以内	1-3M	3M-1Y	1-5Y	5Y以上	10年		
工商银行	1115	2208	14677	33884	46632		98516	1.1%	2.2%	14.9%	34.4%	47.3%			4.84
建设银行	222	627	4781	24493	44167		74290	0.3%	0.8%	6.4%	33.0%	59.5%			5.55
农业银行	634	1757	9672	27465	59521		99049	0.6%	1.8%	9.8%	27.7%	60.1%			5.42
中国银行	365	557	5024	11590	16167		33703	1.1%	1.7%	14.9%	34.4%	48.0%			4.89
邮储银行	687	1016	6351	18953	16057		43065	1.6%	2.4%	14.7%	44.0%	37.3%			4.53
交通银行	160	314	2554	11263	11518		25809	0.6%	1.2%	9.9%	43.6%	44.6%			4.97
国有行	3183	6479	43059	127650	194062		374432	0.9%	1.7%	11.5%	34.1%	51.8%			5.11

AC (承接10年)	以摊余成本计量的金融投资/债权投资							以摊余成本计量的金融投资/债权投资							测算剩余 期限
	1M以内	1-3M	3M-1Y	1-5Y	5Y以上	10年	合计	1M以内	1-3M	3M-1Y	1-5Y	5Y以上	10年		
工商银行	1115	2208	14677	33884	46632	4200	102716	1.1%	2.1%	14.3%	33.0%	45.4%	4.1%		5.06
建设银行	222	627	4781	24493	44167	4100	78390	0.3%	0.8%	6.1%	31.2%	56.3%	5.2%		5.78
农业银行	634	1757	9672	27465	59521	3800	102849	0.6%	1.7%	9.4%	26.7%	57.9%	3.7%		5.59
中国银行	365	557	5024	11590	16167	1700	35403	1.0%	1.6%	14.2%	32.7%	45.7%	4.8%		5.13
邮储银行	687	1016	6351	18953	16057	1300	44365	1.5%	2.3%	14.3%	42.7%	36.2%	2.9%		4.69
交通银行	160	314	2554	11263	11518	750	26559	0.6%	1.2%	9.6%	42.4%	43.4%	2.8%		5.11
国有行	3183	6479	43059	127650	194062	15850	390282	0.8%	1.7%	11.0%	32.7%	49.7%	4.1%		5.31

AC (承接30年)	以摊余成本计量的金融投资/债权投资							以摊余成本计量的金融投资/债权投资							测算剩余 期限
	1M以内	1-3M	3M-1Y	1-5Y	5Y以上	30年	合计	1M以内	1-3M	3M-1Y	1-5Y	5Y以上	30年		
工商银行	1115	2208	14677	33884	46632	850	99366	1.1%	2.2%	14.8%	34.1%	46.9%	0.9%		5.06
建设银行	222	627	4781	24493	44167	700	74990	0.3%	0.8%	6.4%	32.7%	58.9%	0.9%		5.78
农业银行	634	1757	9672	27465	59521	700	99749	0.6%	1.8%	9.7%	27.5%	59.7%	0.7%		5.59
中国银行	365	557	5024	11590	16167	330	34033	1.1%	1.6%	14.8%	34.1%	47.5%	1.0%		5.13
邮储银行	687	1016	6351	18953	16057	280	43345	1.6%	2.3%	14.7%	43.7%	37.0%	0.6%		4.69
交通银行	160	314	2554	11263	11518	140	25949	0.6%	1.2%	9.8%	43.4%	44.4%	0.5%		5.11
国有行	3183	6479	43059	127650	194062	3000	377432	0.8%	1.7%	11.4%	33.8%	51.4%	0.8%		5.31

数据来源：银行财报、开源证券研究所

为满足监管上限，银行需动态调整：

- (1) 缩短资产久期：增配浮动利率贷款、缩短债券久期、出售长期限资产等；
- (2) 拉长负债久期：发行 5 年以上金融债、将短期同业负债置换为中长期存款；
- (3) 对冲工具：使用利率互换（支付固定-收取浮动）、国债期货空头对冲等；

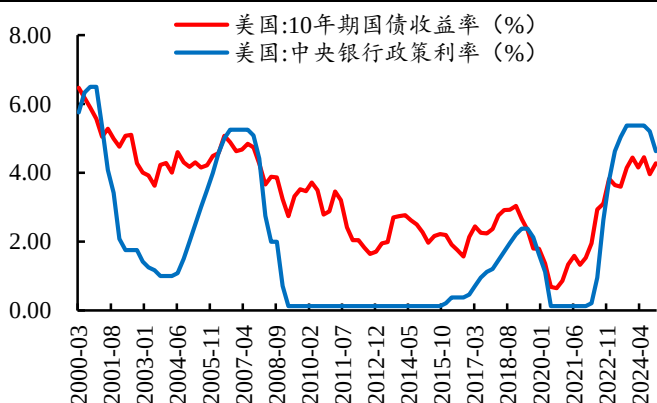
需注意久期缺口分析有很大局限性，比如含权资产（如房贷提前还款）需用有效久期修正等。

4、低利率时期海外银行资产负债结构转化的典型特征

总体来看，全球利率水平自 20 世纪 90 年代以来持续下降，我们以美国和日本为例，观察低利率时期海外银行资产负债结构的变化趋势。

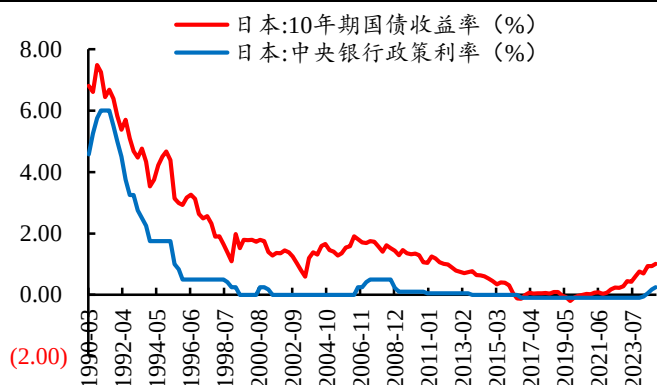
美国的低利率时期大概是在 2008-2015 年和 2019-2021 年。2008 年金融危机后，美国联邦基金目标利率快速下行至 0~0.25% 的区间。并维持低利率水平至 2015 年底。2019 年下半年新冠疫情爆发，美联储为应对经济下行于 2019 年 9 月开启降息，2020 年进一步将基准利率下调至 0.25%，并维持了 2 年左右的时间。日本从上世纪 90 年代初经济泡沫破裂之后，进入了长达 30 年左右的低利率时代，十年期国债收益率持续下行，到 2016 年甚至出现了负利率。

图40：2008-2015 年和 2019-2021 年为美国低利率时期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：20 世纪 90 年代后日本国债利率长期下行（%）

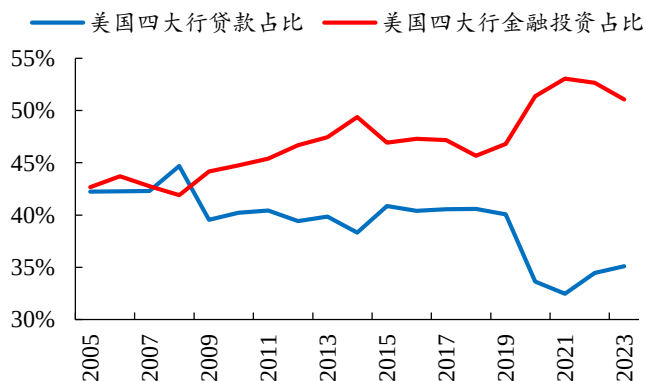


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1、资产端：减少贷款，增配低风险债券并拉长久期，增加海外投资

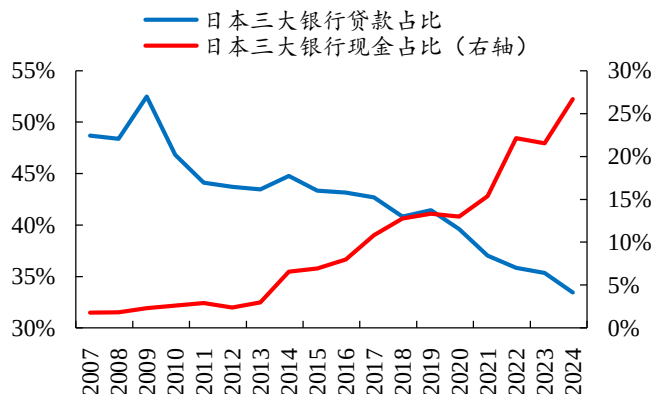
贷款占比下降，现金占比提升。在经济下行期，实体融资需求降低，贷款投放受阻，同时通缩使得现金的投资价值提升。美国四大行贷款占比在 2008 年-2015 年和 2019-2021 年均呈现明显下降趋势，到 2021 年下降至 32.46%。日本三大商业银行贷款占比持续下降，从 2007 年的 48.70% 下降至 2024 年的 33.43%；现金占比则大幅上升，从 2007 年的 1.78% 上升至 2024 年的 26.70%。

图42：2008-2015 年期间美国四大行贷款占比下降



数据来源：Wind、Fed、开源证券研究所（注：美国四大行为摩根大通、美国银行、花旗集团、富国银行）

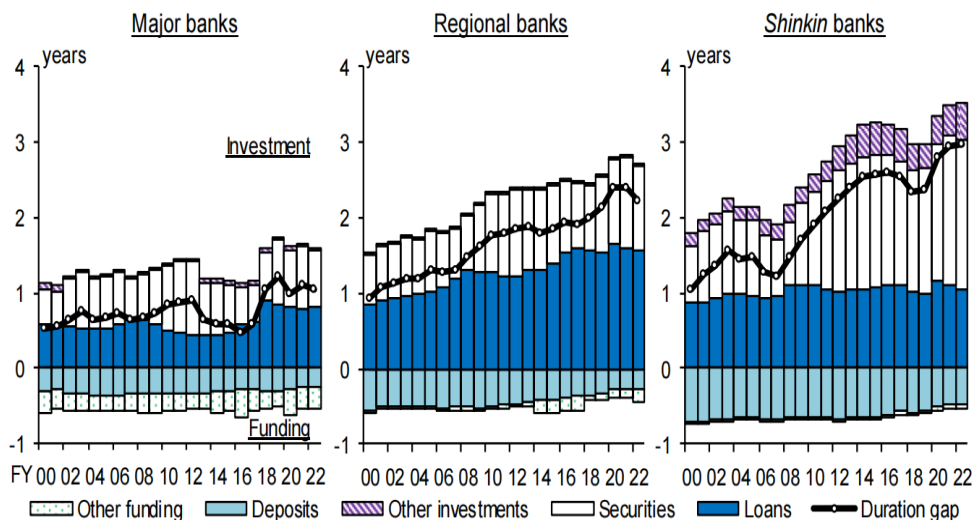
图43：日本三大银行贷款占比下降，现金占比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：日本三大银行为瑞穗银行、三井住友银行、三菱日联银行）

增配低风险债券，拉长债券久期。日本商业银行在低利率时期倾向于拉长资产久期，缩短负债久期，从而加大资产负债久期缺口。一方面，在利率下行时期投资长期限债券可提前锁定高收益，另一方面负债久期短，重定价更快，利好负债成本下降。

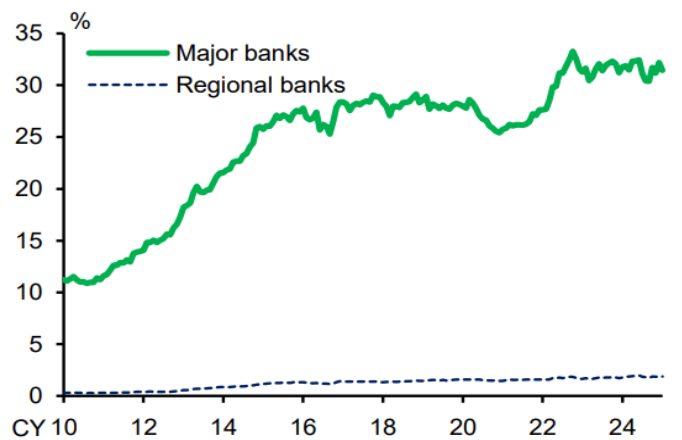
图44：日本商业银行资产负债久期缺口拉长



数据来源：BOJ、开源证券研究所

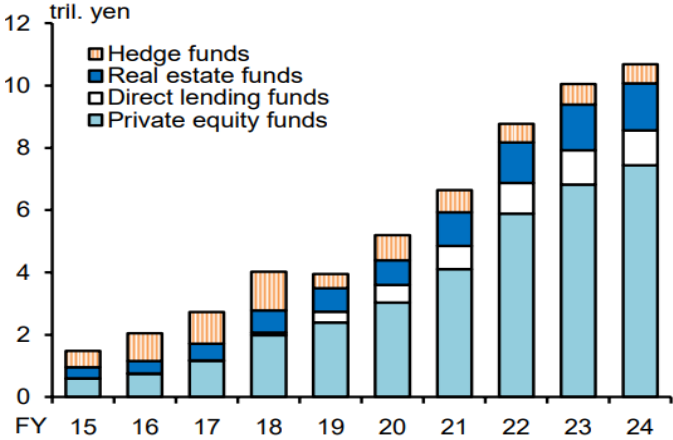
增加海外投资，提升资产收益率。在低利率环境下，国内高收益率资产不足，日本商业银行通过增加海外资产配置来提高资产收益率。贷款投放方面，外币贷款占总贷款的比例大幅提升，2010年占比仅为10%左右，到2024年已经超过30%。证券投资方面，日本商业银行不断增加外国债券投资，尤其是主要银行（Major banks）。2024年日本商业银行外国债券投资金额达到约80万亿日元，其中主要银行（Major banks）投资金额约为60万亿日元。此外，为了有效分散风险，近年来日本商业银行对外国另类资产尤其是私募股权基金的投资明显增加，2024年日本商业银行外国另类资产投资金额达到约10万亿日元，其中私募股权基金投资金额约为7万亿日元。

图45：日本商业银行外币贷款占比提升

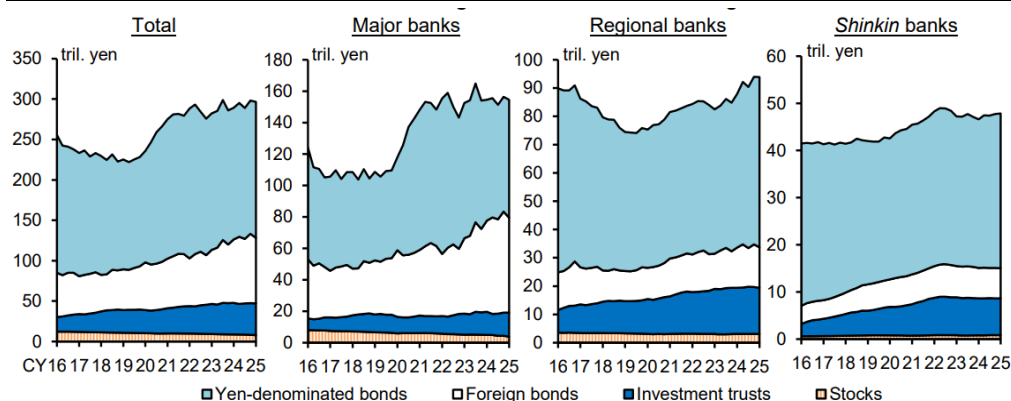


数据来源：BOJ、开源证券研究所

图46：日本商业银行增加外国另类资产投资



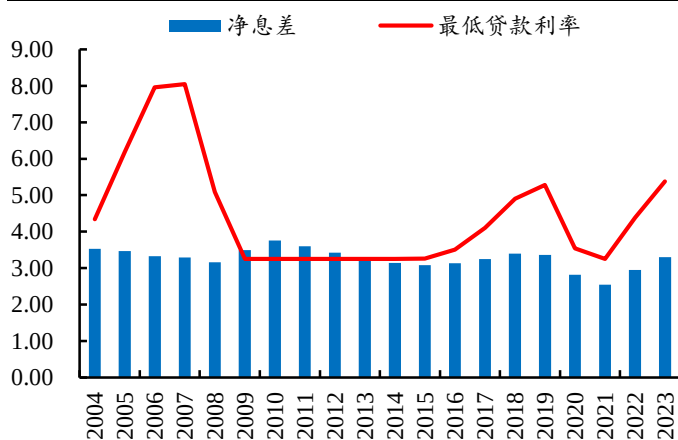
数据来源：BOJ、开源证券研究所

图47：日本商业银行不断增加外国债券投资


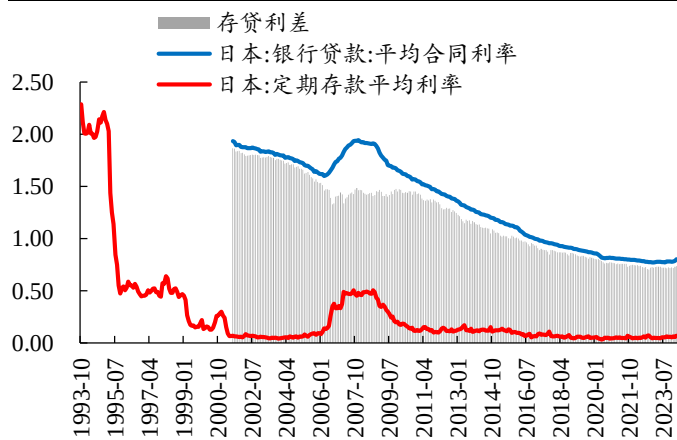
数据来源：BOJ、开源证券研究所

4.2、负债端：存款占比提升、利率下行，活期化趋势明显

低利率时期美国和日本商业银行存款利率下降。美国商业银行贷款利率在低利率时期快速下降，但由于美国存款利率市场化程度高，存款利率同步快速下降实现对冲，净息差持续稳定在 3% 以上的水平。日本商业银行存款利率也呈现下降趋势，但降幅不及贷款利率，存贷利差在 2016 年之后收窄至 1% 以下。

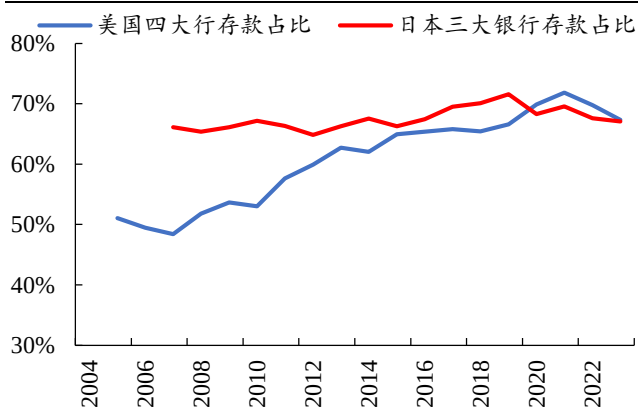
图48：2008 年以来美国商业银行息差平稳（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

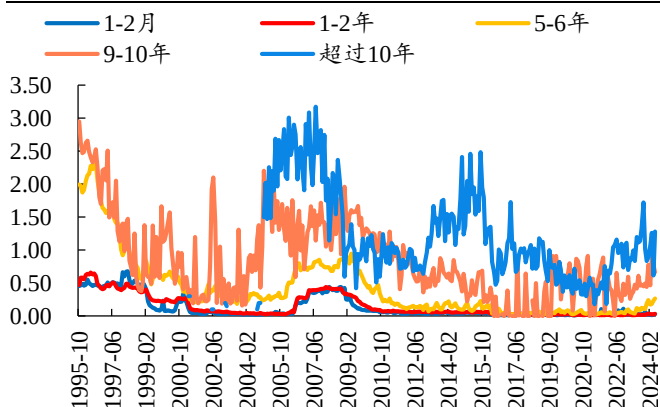
图49：日本商业银行存贷利率双降，利差收窄（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

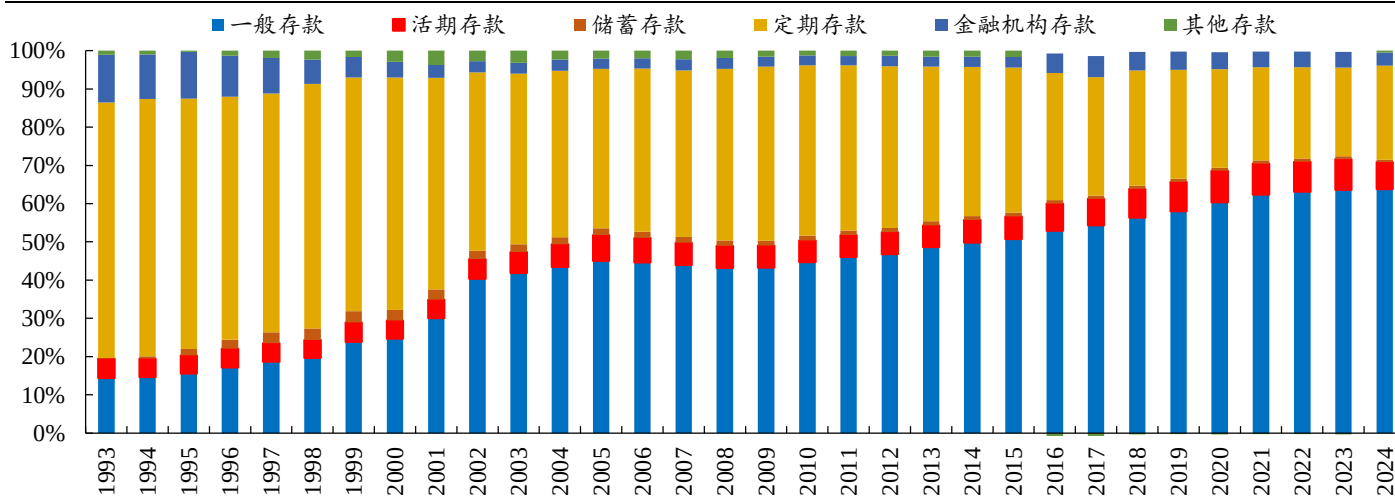
存款占比提升，活期化趋势明显。2015 年末美国四大行存款占比达到 65%，较 2008 年末提升 13 个百分点。日本商业银行存款占比维持较高比例，2018 年末达到最高值为 71.6%，此外，随着利率市场化完成和政策利率多次下调，日本商业银行定期存款利率快速下降，到 21 世纪初时 5 年以内定期存款利率基本接近于 0%，存款期限利差较小，活期存款占比显著提升。截至 2024 年末，日本商业银行中定期存款占比为 25%，远低于 1993 年末的 67%，期间一般存款等活期存款占比从 20% 左右扩张至 70% 以上。

图50：低利率时期美国和日本商业银行存款占比提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图51：日本定期存款利率持续下降，期限利差收窄


数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：日本商业银行存款活期化趋势明显


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、强化利率风险监管，对下阶段银行业绩及经营行为的影响

5.1、低利率时期银行债券投资收益可得性与业绩影响

图53：上市银行交易盘（FVTPL）投资能力对比（2024年）

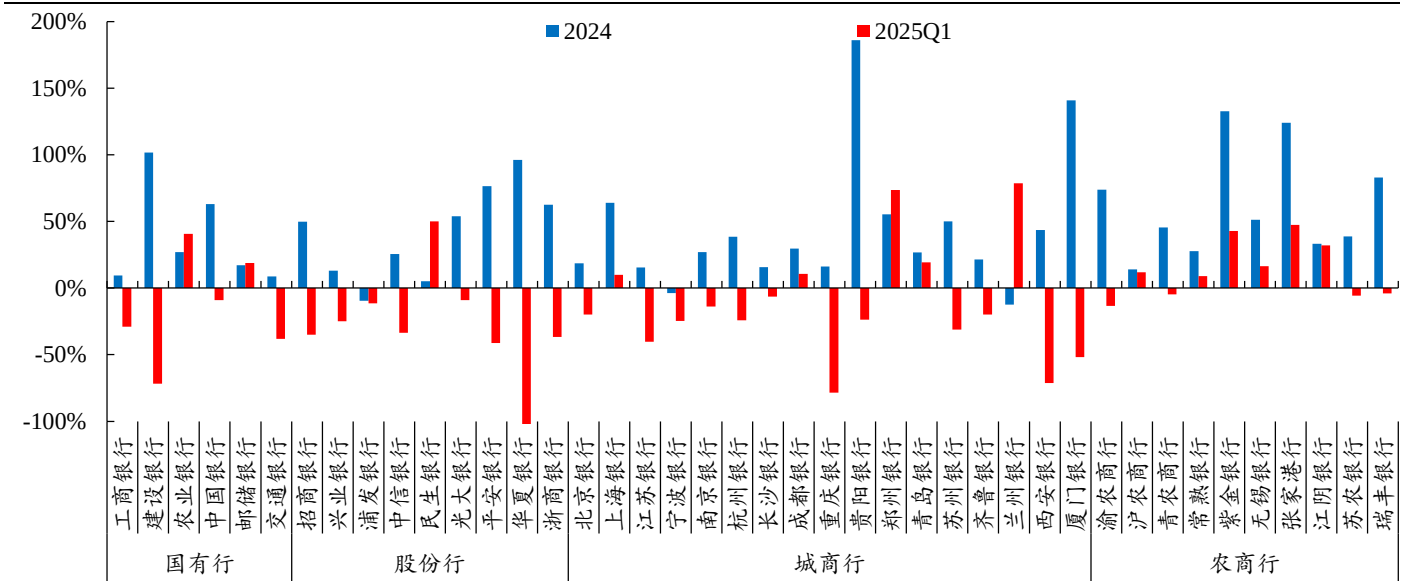
银行名称	金融投资占比	FVTPL/总投资	投资净收益/营收	公允价值变动/营收	FVTPL中基金投资占比	FVTPL中平均剩余期限	交易盘收益率（测算）		
							基金分红+买卖价差	持有估值收益	合计
工商银行	29%	7%	5.0%	1.5%	16%	2.74	2.79%	1.34%	4.13%
建设银行	26%	6%	2.9%	0.7%	42%	2.60	0.76%	0.88%	1.64%
农业银行	32%	4%	4.4%	1.1%	12%	3.50	12.90%	1.51%	14.40%
中国银行	24%	7%	6.6%	-0.2%	17%	2.08	3.38%	-0.27%	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%
苏农商行	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

5.1.1、FVTPL 占比高，在利率波动环境下，不一定其经营业绩就受到较大冲击

银行会做灵活对冲和波段式操作，那么 2025Q1 的市场利率上行实际对银行业绩产生多大影响呢？银行的交易性金融投资收入主要是投资净收益+公允价值变动损益，其中投资净收益来自 FVTPL\FVOCI\AC 以及部分对联营企业投资收益。可以看到，2025Q1 无风险利率上行约 20 BP，大部分上市银行的交易性金融投资收入同比负增长，但也有部分银行保持相对稳定，比如国有行中的农行、邮储，股份行中的民生，城商行中的郑州、兰州、青岛等，另外农商行交易性金融投资收入表现要整体优于其他类型银行，相较于上年同期并未出现下滑。造成这种分化背后的原因是什么？我们认为这和银行通过债券投资调节收益的机制有关。

图54：2025Q1 大部分上市银行交易性金融投资收入（投资净收益+公允价值变动损益）同比负增长



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

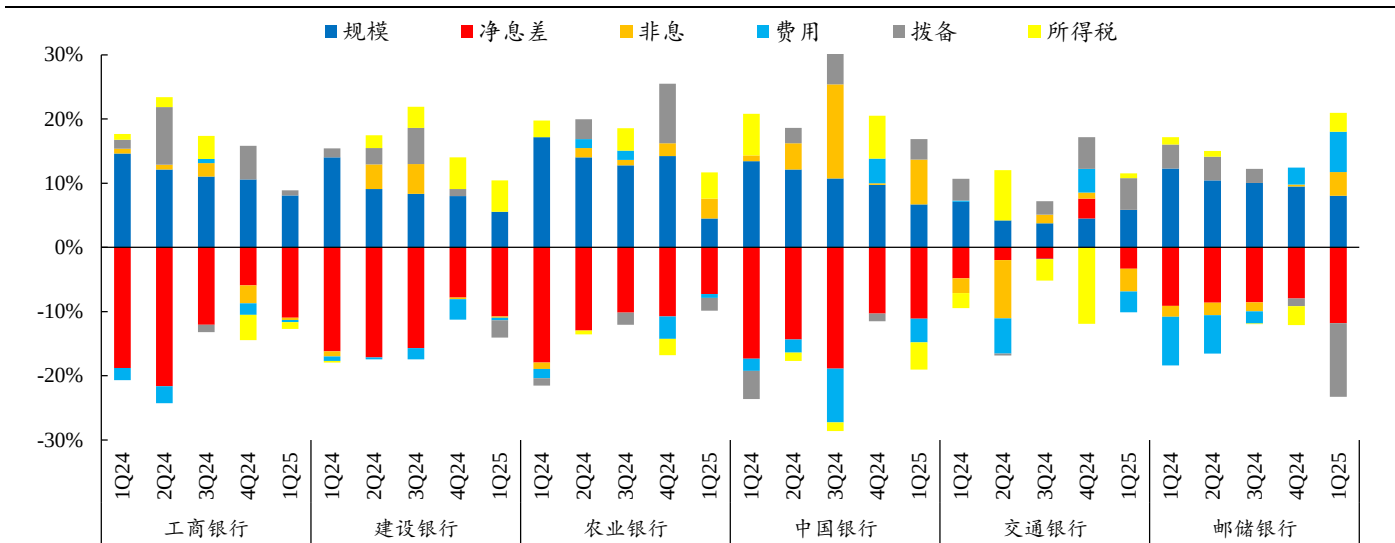
表 20：银行配置盘主要影响利息收入，交易盘影响投资:收益和公允价值变动收益

金融资产分类	利息收入	投资收益	公允价值变动净收益
配置盘	AC	持有期间票息收入	买卖价差（特殊情况）
	FVCOI	持有期间公允价值变动计入“其他综合收益”，处置时从“其他综合收益”转入“投资收益”科目	-
	FVTPL	持有期间的票息收入、分红收入；买卖价差	持有期间账面价值变动

资料来源：财政部、开源证券研究所

因国有行 2025Q1 受房贷重定价影响大且其利率风险指标 (EVE) 具监管上限较接近，业绩和指标层面均有调节的诉求，我们首先以国有行为例研究一下债券投资的收益调节机制。从 2025Q1 的业绩贡献因子来看，农行、中行、邮储在非息收入上获得较大支撑，其中中行或是汇兑损益影响较大。

图55：单季度业绩贡献分解，2025Q1 农行、中行、邮储在非息收入上获得较大支撑

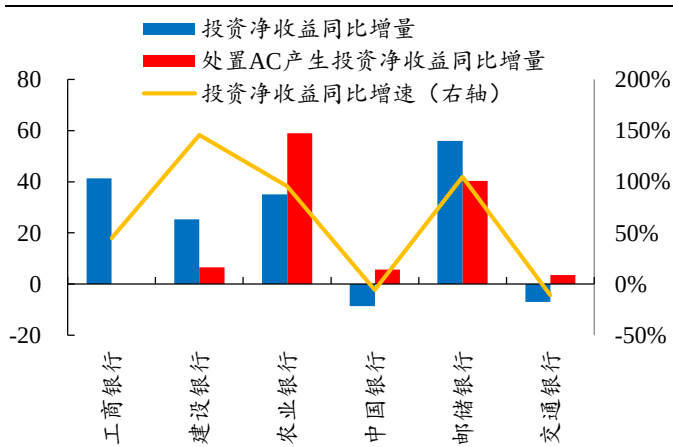


数据来源：Wind、开源证券研究所

FVTPL 的亏损可能用两种办法去补偿业绩：

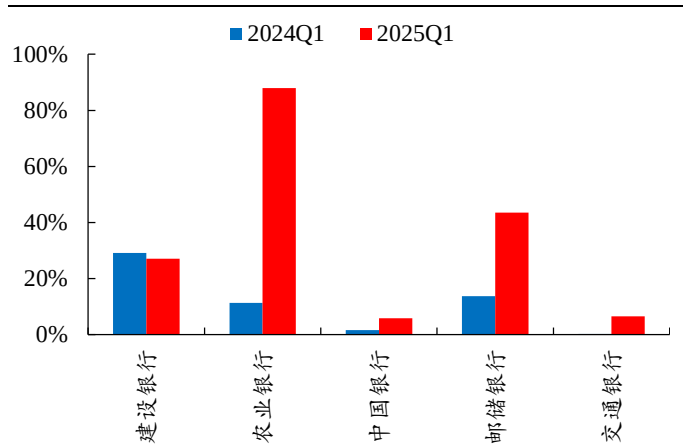
(1) 兑现 OCI 的浮盈或 AC 债券提前卖出，补充收入。2025Q1 我们推测大行并未怎么处置 FVOCI，主要以处置 AC 填补 FVTPL 的亏损，一方面 2025Q1 大行主要卖出政府债，期限集中在 5Y 以上，说明不单是业绩因素，利率风险指标要求必须卖出长债、降久期，而大行 70%以上的政府债投资是放在 AC 账户的。

图56：2025Q1 大行通过处置 AC 支撑投资收益（亿元）



数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

图57：农行和邮储投资收益中处置 AC 占比提升较多



数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

表 21：2025Q1 大型银行卖出长债，买入短债

时间	≤1Y	1-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	10-15Y	15-20Y	20-30Y	>30Y
2025-01	3978	1143	172	182	-747	-188	-188	-414	-2
2025-02	-249	119	-672	-762	-1327	-101	-101	-837	-67
2025-03	-1327	-645	-669	-622	-1375	-367	-367	-888	-2

数据来源：idata、开源证券研究所

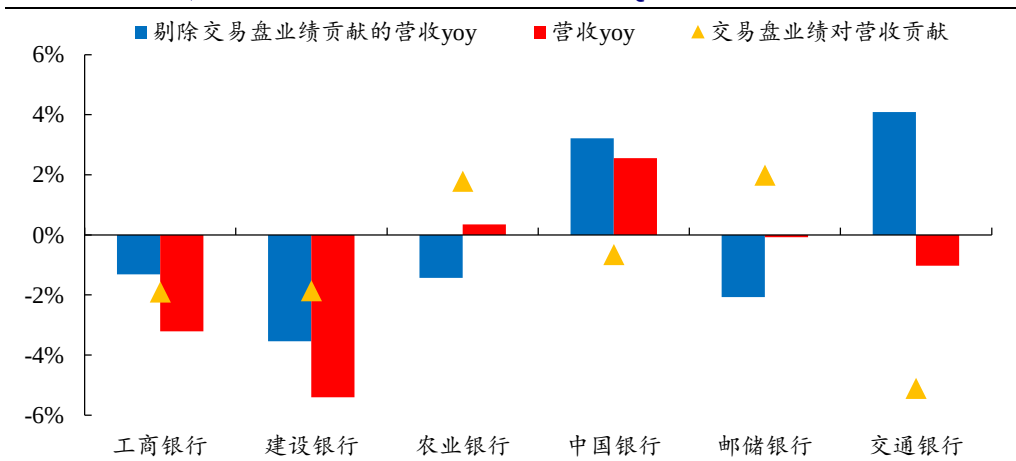
表 22：2025Q1 大型银行主要卖出地方债和国债

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
2025-01	-521	110	1735	346	-130	0	2370	27	5
2025-02	-1244	7	-1207	-789	-555	0	-34	-304	0
2025-03	-2228	-115	-1823	-1071	-613	-1	-293	-225	1

数据来源：idata、开源证券研究所

另外一方面，银行对处置存量债券的态度不尽相同，银行在中长期利息收入和当期收益之间或有不同的偏好。比如工行、建行在 2025Q1 出现负增长，但并未选择大比例提前释放交易盘业绩做补充。

图58：农和邮储交易盘业绩提振营收表现（2025Q1）



数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）释放拨备，调节利润。我们参考利率敏感性测试中的 FVOCI 价值亏损，100BP 利率上行约使得 FVOCI 持有的金融工具亏损 2-3%的净权益，对于单家大行约为 1000 亿元。我们假定 FVTPL 投资久期为 FVOCI 的 63%（2.32 年/3.67 年）则按照久期估算利率上行 100BP，直接带来单家 FVTPL 的亏损大概是 630 亿元，大概为营收的 8%，假设为了维持利润稳定，需要少计提减值准备，使得拨备覆盖率下降 12-15 pct，目前大行仍有充分的空间。

表 23：为对冲利率上行 100BP 时 FVTPL 的损失，大行拨备覆盖率大约下降 12-15 pct（亿元）

银行	营业收入			贷款减值准备			不良额			拨备覆盖率		
	2024	降 8%	变化	2024	2025E (正常计提)	2025E (弥补亏损)	2024	2025E	同比	2024	2025E	变化
工商银行	8,218	7,561	-657	8,155	8,921	8,264	3,795	4,089	7.76%	214.91%	202.09%	-12.82%
建设银行	7,502	6,901	-600	8,052	8,677	8,077	3,447	3,699	7.33%	233.60%	218.33%	-15.27%
农业银行	7,106	6,537	-568	9,652	10,675	10,106	3,222	3,517	9.16%	299.61%	287.38%	-12.23%
中国银行	6,301	5,797	-504	5,392	5,938	5,434	2,688	2,882	7.22%	200.60%	188.55%	-12.05%

数据来源：银行财报、开源证券研究所，2025E 各项指标测算值，具体参考报告“谨慎乐观看待零售风险，新规过渡尚存调整空间”；

5.1.2、截至 2025Q1 FVOCI 存量浮盈约为营收 5%，大行可抵御约 50BP 利率上行

表 24：2025Q1 末上市银行 FVOCI 账户累计浮盈约 2736 亿元，占全年营收约 4.84%（亿元）

银行名称	当期 FVOCI 浮盈		FVOCI 当期浮盈占营收比例		FVOCI 累计浮盈		FVOCI 累计浮盈占 2024 年营收比例		FVOCI 占总资产比例	
	2024	2025Q1	2024	2025Q1	2024 年末	2025Q1 末	2024 年末	2025Q1 末	2024	2025Q1
工商银行	507	-177	6.16%	-8.34%	770	592	9.37%	7.21%	6.74%	7.49%
建设银行	331	-171	4.41%	-8.99%	541	370	7.21%	4.94%	6.51%	7.13%
农业银行	395	-165	5.56%	-8.84%	538	373	7.57%	5.25%	7.93%	7.42%
中国银行	587	-224	9.32%	-13.58%	923	699	14.65%	11.10%	12.52%	12.74%
邮储银行	53	-48	1.51%	-5.37%	94	46	2.70%	1.32%	3.94%	4.25%
交通银行	144	-48	5.53%	-7.19%	167	119	6.43%	4.59%	7.26%	7.14%
招商银行	164	-140	4.87%	-16.71%	191	51	5.66%	1.51%	9.17%	9.82%
兴业银行	41	-19	1.94%	-3.37%	16	-3	0.76%	-0.12%	6.04%	6.89%
浦发银行	108	-62	6.32%	-13.48%	72	10	4.19%	0.56%	8.36%	8.53%
中信银行	106	-68	4.96%	-13.11%	104	36	4.86%	1.68%	8.96%	9.75%
民生银行	46	-35	3.41%	-9.55%	66	31	4.84%	2.27%	6.92%	7.24%
光大银行	88	-61	6.46%	-18.41%	103	42	7.59%	3.09%	8.64%	9.26%
平安银行	7	-7	0.47%	-2.03%	11	4	0.76%	0.29%	3.16%	3.10%
华夏银行	53	-19	5.49%	-10.24%	78	59	7.99%	6.08%	7.19%	7.70%
浙商银行	30	-31	4.45%	-17.92%	38	7	5.64%	1.11%	10.75%	11.55%
北京银行	48	-27	6.90%	-15.55%	51	24	7.30%	3.49%	8.90%	10.99%
上海银行	36	-17	6.81%	-12.49%	16	-1	2.99%	-0.21%	5.09%	5.83%
江苏银行	66	-40	8.21%	-17.74%	77	37	9.49%	4.59%	11.32%	13.41%
宁波银行	100	-57	14.99%	-30.93%	138	81	20.75%	12.17%	20.11%	19.81%
南京银行	32	-22	6.34%	-15.41%	22	0	4.33%	-0.02%	11.30%	13.56%
杭州银行	23	-22	5.92%	-22.07%	28	6	7.28%	1.54%	12.99%	16.66%
长沙银行	9	-8	3.31%	-12.38%	9	1	3.62%	0.37%	9.38%	5.68%
成都银行	12	-11	5.06%	-19.06%	16	5	6.79%	1.97%	5.65%	5.56%
重庆银行	14	-10	10.44%	-27.70%	18	8	13.00%	5.75%	13.28%	13.93%
贵阳银行	11	-12	7.53%	-40.56%	10	-2	6.76%	-1.47%	10.23%	10.23%
郑州银行	1	-	1.05%	-	6		4.87%	-	3.17%	4.48%
青岛银行	15	-8	10.81%	-20.64%	22	14	16.46%	10.27%	13.63%	13.69%
苏州银行	7	-7	5.44%	-22.25%	10	3	8.18%	2.27%	14.63%	14.61%
齐鲁银行	22	-13	17.37%	-40.13%	26	13	20.57%	10.41%	18.85%	19.85%
兰州银行	16	-7	20.44%	-35.80%	24	17	30.51%	21.22%	10.09%	10.23%
西安银行	2	-4	2.18%	-20.34%	2	-2	2.58%	-2.48%	3.82%	4.25%
厦门银行	7	-4	11.47%	-36.17%	7	3	12.97%	5.34%	13.23%	12.68%
渝农商行	41	-20	14.47%	-28.07%	50	29	17.57%	10.40%	16.25%	16.79%
沪农商行	50	-26	18.58%	-38.99%	78	53	29.32%	19.71%	19.22%	18.93%
青农商行	5	-6	4.56%	-19.87%	5	-1	4.56%	-0.95%	8.98%	10.55%
常熟银行	3	-3	2.49%	-9.96%	4	1	3.50%	0.79%	9.13%	10.60%
紫金银行	3	-3	7.33%	-22.17%	4	2	9.88%	4.21%	14.83%	19.85%
无锡银行	2	-2	3.48%	-11.60%	2	0	3.80%	0.49%	10.05%	10.23%
张家港行	3	-2	5.89%	-16.31%	4	2	8.31%	3.73%	12.36%	13.78%
江阴银行	1	-1	1.89%	-5.76%	1	0	2.46%	0.82%	7.39%	10.12%
苏农银行	3	-2	7.77%	-14.47%	4	3	10.52%	6.60%	12.85%	12.57%
瑞丰银行	7	-5	17.07%	-45.81%	9	4	21.07%	9.48%	16.35%	15.53%
国有行	2016	-833	5.73%	-9.15%	3033	2200	8.61%	6.25%	7.77%	8.01%
股份行	644	-441	4.24%	-11.72%	678	237	4.47%	1.56%	7.71%	8.27%
城商行	420	-270	8.24%	-20.13%	482	206	9.46%	4.04%	11.04%	12.20%
农商行	117	-69	11.36%	-25.38%	161	93	15.62%	8.99%	14.90%	15.61%
上市银行	3197	-1612	5.66%	-11.14%	4354	2736	7.70%	4.84%	8.17%	8.59%

数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

据我们统计测算，截至 2025Q1 上市银行 FVOCI 账户累计浮盈约 2736 亿元，占全年营收约 4.84%，按目前浮盈状态国有大行大约能抵御 50BP 左右的利率上行幅度。总结当前上市银行金融投资浮盈特征与业务影响：

(1) 银行在“资产荒”下增配长久期债券（尤其是地方政府债），导致 FVOCI 账户利率敏感性攀升。2025Q1 利率上行周期中，浮亏快速消耗存量浮盈，直接冲击其他综合收益与净资产；

(2) 银行策略分化：国有大行凭借稳定的负债端和浮盈储备，在利率上行时抗风险能力较强，但需警惕错配加剧（净久期缺口拉大到 1-1.3 年）；中小银行 部分区域银行（如江苏、宁波银行）通过高收益债券积累浮盈；另一部分（兴业、上海银行等）浮盈基本耗尽，可能面临利率风险与资本补充双重挑战。

(3) 监管与经营调整：我们预计 IRRBB（银行账簿利率风险）监管趋严， Δ EVE 贴近 15%红线的银行需压缩久期缺口；收益平衡：银行需在“持有至到期（AC）”和“交易获利（FVTPL）”间重构策略：浮盈充足的银行可择机兑现收益，浮盈薄弱者或被迫转向短久期资产，牺牲收益稳资本

(4) 提示关注：中小银行利率风险传导至流动性风险的隐患，浮盈薄弱且依赖同业负债的银行，在利率波动中易陷入“浮亏→资本吃紧→融资成本上升”负循环。

表 25：截至 2025Q1，国有行 FVOCI 账户累计浮盈可以抵御约 50BP 利率上行

银行类型	银行名称	利率变动对权益影响（2024）		累计浮盈对冲利率上行空间（2025Q1）	
		变动幅度（BP）	影响权益（亿元）	累计浮盈（亿元）	抵御利率上行空间（BP）
国有行	工商银行	100	-1029	592.24	58
	建设银行	100	-745	370.21	50
	农业银行	100	-955	372.75	39
	中国银行	100	-1238	699.11	56
	交通银行	100	-217	119.35	55
	邮储银行	100	-190	46.02	24
股份行	招商银行	25	-108	50.99	12
	兴业银行	100	-185	-2.65	-
	浦发银行	100	-77	9.58	12
	中信银行	100	-64	35.93	56
	民生银行	100	-126	30.88	25
	平安银行	50	-21	4.27	10
	光大银行	100	-120	41.83	35
	华夏银行	100	-104	59.03	57
	浙商银行	25	-27	7.49	7
城商行	北京银行	100	-131	24.41	19
	上海银行	100	-94	-1.14	-
	江苏银行	200	-396	37.11	5
	宁波银行	100	-219	81.07	37
	南京银行	100	-77	-0.11	-
	杭州银行	100	-96	5.91	6
	长沙银行	100	-37	0.95	3
	成都银行	100	0	4.53	-
	贵阳银行	100	-19	-2.20	-
	重庆银行	100	-47	7.86	17
	郑州银行	100	-3	0.00	0
	青岛银行	100	-19	13.86	73
	苏州银行	100	-35	2.77	8

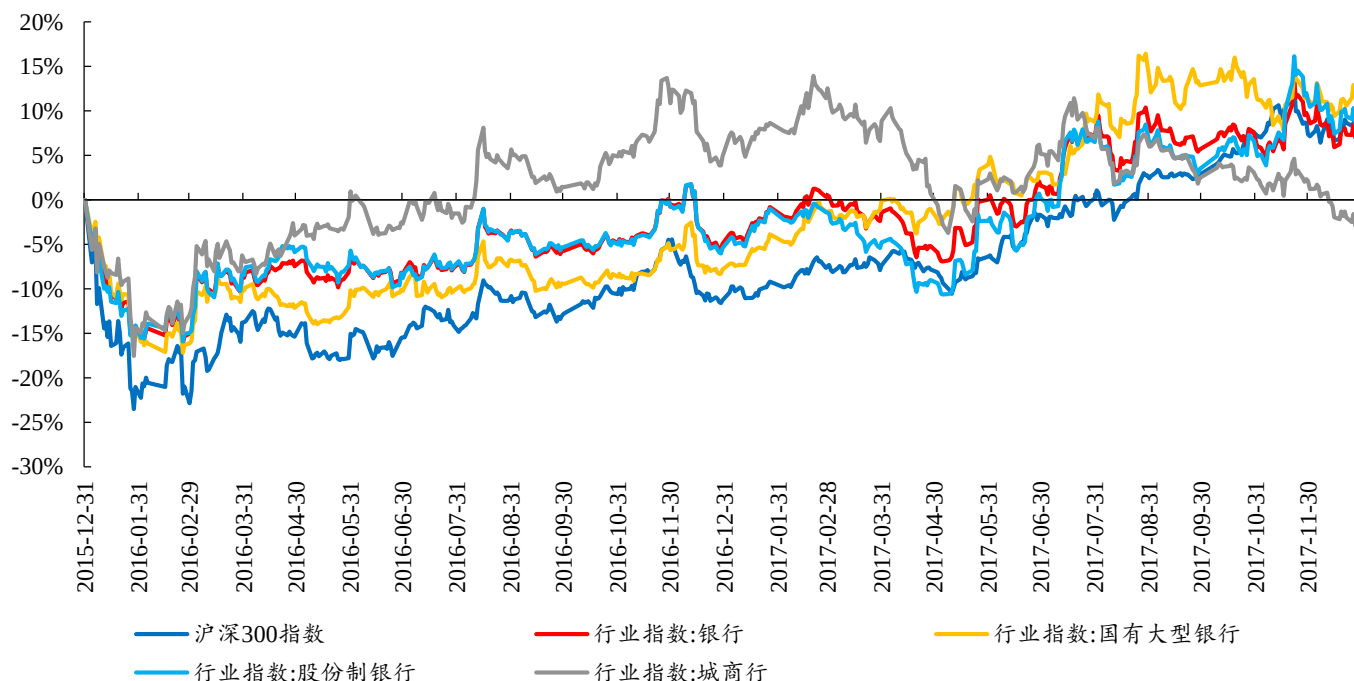
	齐鲁银行	100	-51	13.01	26
	西安银行	100	-6	-2.03	-
	厦门银行	25	0	3.08	-
	兰州银行	100	-17	16.67	97
农商行	渝农商行	100	-42	29.38	70
	沪农商行	100	-59	52.52	89
	青农商行	100	-13	-1.04	-
	常熟银行	100	-5	0.86	18
	无锡银行	100	-6	0.23	4
	紫金银行	100	-9	1.88	21
	苏农银行	100	-11	2.75	25
	张家港行	100	-7	1.76	26
	瑞丰银行	100	-19	4.16	22
	江阴银行	100	-3	0.32	10

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.1.3、静态测算，资产负债定价因素大概负向影响 2026 年银行净息差 2-4BP

理论上讲，同业负债占比高的银行更受益于利率下行环境，NII 是正的。反之，利率大幅上行时存款占比高的大行更收益——我们看到 2017 年银行股行情，主要分化出在负债端，大行的息差率先回升。

图59：国有行在 2017 年下半年股价表现亮眼（以 2015-12-31 为 0 点计算）



数据来源：Wind、开源证券研究所

接下来我们从资产负债到期自然重定价的角度，讨论 2026 年上市银行净息差，对于存款利率调整分三种情形：① 存款利率不变（大部分银行在财报披露的利率敏感性评估中采用），② 新吸收存款利率下降 10BP，③ 新吸收存款利率下降 20BP，其他假设 AC 债券、贷款、同业负债新起息价格均下降 20BP。各类资产和负债的期限结构采用 2024 年报披露的集团口径“利率风险”数据，假设（1）2026 年各月重定价

的资产和负债是均匀分布的；(2) 2026 年生息资产平均余额 yoy 与 2024 年一致。

由此测得，在乐观情形下，重定价因素对银行净息差影响并不很大，大约使得银行净息差下降 2 BP 左右；在保守情形下，银行净息差约下降 4 BP，其中国有大行影响幅度会更高一些。

图60：资产负债重定价因素大概影响 2026 年银行净息差 2-4BP

2026		负债端 (BP)				资产端 (BP)		合计对NIM的影响 (BP)		
		存款 (保守/中性/乐观)			同业负债	贷款	AC债券	保守	中性	乐观
		0	-10	-20	-20	-20	-20			
国有行	工商	0.0	1.1	2.2	-0.4	-3.9	-0.5	-4.9	-3.8	-2.7
	建设	0.0	1.0	2.0	-0.4	-3.6	0.0	-3.8	-2.8	-1.8
	农业	0.0	0.9	1.7	-0.3	-3.2	-0.4	-3.9	-3.0	-2.1
	中国	0.0	0.9	1.8	-0.3	-3.7	-0.2	-4.2	-3.2	-2.3
	交通	0.0	0.9	1.8	-0.3	-3.6	-0.4	-4.3	-3.4	-2.5
	邮储	0.0	2.0	4.0	-0.2	-3.0	-0.7	-3.9	-1.9	0.1
股份行	招商	0.0	0.9	1.8	-0.2	-3.5	0.0	-3.7	-2.8	-1.9
	兴业	0.0	0.9	1.7	-0.3	-2.4	-0.4	-3.7	-2.8	-2.0
	浦发	0.0	1.0	1.9	-0.2	-3.5	-0.4	-4.0	-3.1	-2.1
	中信	0.0	1.0	1.9	-0.2	-2.1	-0.4	-2.8	-1.8	-0.9
	民生	0.0	1.0	1.9	-0.3	-3.2	0.0	-3.9	-3.0	-2.0
	平安	0.0	1.2	2.4	-0.1	-3.9	-0.4	-4.4	-3.2	-2.0
	光大	0.0	1.1	2.2	-0.4	-2.0	0.0	-2.3	-1.2	-0.1
	华夏	0.0	1.1	2.1	-1.0	-3.2	-0.7	-4.9	-3.8	-2.7
浙商	0.0	1.1	2.2	-0.3	-2.8	-0.4	-4.1	-3.0	-1.9	
城商行	北京	0.0	1.2	2.3	-0.5	-2.7	-0.6	-3.8	-2.6	-1.4
	上海	0.0	1.1	2.2	-0.4	-2.8	-0.7	-3.9	-2.8	-1.7
	江苏	0.0	0.9	1.9	-0.5	-2.2	0.0	-2.8	-1.9	-0.9
	宁波	0.0	1.0	2.0	-0.4	-2.9	-0.3	-3.6	-2.6	-1.6
	南京	0.0	1.3	2.6	-0.5	-3.5	-0.2	-4.4	-3.1	-1.8
	杭州	0.0	1.1	2.1	-0.3	-3.2	-0.5	-4.5	-3.4	-2.3
	长沙	0.0	1.0	2.0	-0.4	-2.6	-0.7	-3.6	-2.6	-1.7
	成都	0.0	1.2	2.4	0.0	-0.8	-0.5	-1.3	-0.1	1.1
	贵阳	0.0	1.0	2.1	-0.5	-2.2	-0.6	-3.3	-2.3	-1.3
	重庆	0.0	1.2	2.4	-0.5	-2.1	-0.6	-3.4	-2.2	-1.0
	郑州	0.0	1.3	2.5	-0.5	-4.0	0.0	-4.5	-3.2	-2.0
	青岛	0.0	1.3	2.6	-0.2	-3.6	0.0	-3.9	-2.6	-1.3
	苏州	0.0	1.2	2.3	-0.5	-2.9	-0.4	-3.9	-2.8	-1.6
	齐鲁	0.0	1.1	2.2	-0.1	-3.1	0.0	-3.2	-2.1	-1.1
	西安	0.0	1.4	2.7	-0.1	-4.4	0.0	-4.4	-3.1	-1.7
	厦门	0.0	1.2	2.5	-0.5	-3.2	-0.3	-4.0	-2.8	-1.5
	兰州	0.0	1.1	2.2	-0.5	-2.6	-0.4	-3.7	-2.6	-1.5
农商行	渝农	0.0	0.9	1.9	-0.5	-2.1	0.0	-2.6	-1.7	-0.7
	沪农	0.0	1.3	2.6	-0.4	-3.2	-0.4	-3.9	-2.6	-1.3
	青农	0.0	1.3	2.6	-0.2	-4.7	0.0	-4.9	-3.6	-2.3
	常熟	0.0	1.2	2.4	-0.2	-3.3	-0.3	-4.4	-3.2	-2.0
	无锡	0.0	1.3	2.6	0.0	-3.5	0.0	-3.5	-2.2	-0.9
	紫金	0.0	1.3	2.9	-0.1	-4.2	0.0	-4.3	-2.8	-1.4
	苏农	0.0	1.3	2.7	-0.2	-4.5	-0.2	-4.9	-3.6	-2.2
	张家港	0.0	1.4	2.8	-0.1	-3.2	-0.1	-3.4	-2.0	-0.6
	瑞丰	0.0	1.2	2.5	-0.1	-3.4	0.0	-3.5	-2.2	-1.0
	江阴	0.0	1.4	2.8	-0.1	-3.8	-0.6	-4.5	-3.1	-1.7
合计	国有行	0.0	1.1	2.1	-0.3	-3.6	-0.3	-4.2	-3.1	-2.1
	股份行	0.0	1.0	2.0	-0.5	-2.9	-0.3	-3.7	-2.7	-1.7
	城商行	0.0	1.1	2.2	-0.5	-2.8	-0.4	-3.6	-2.5	-1.4
	农商行	0.0	1.2	2.4	-0.3	-3.2	-0.2	-3.7	-2.5	-1.3
	上市银行	0.0	1.1	2.1	-0.3	-3.4	-0.3	-4.0	-3.0	-1.9

数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

注：本测算为静态情景，未考虑存款搬家及其他资产配置结构调整的影响，也未添加进一步降息等因素

因为有结构调整的影响，利率敏感性测算值可能和实际表现有比较大的偏差。

图61：利率变动对银行净利息收入的影响可能与测算值不一致

	利息净收入（亿元）				
	2016	2017	同比变动	2016年报中的利率变动分析（利率上行100BP时利率净收入变动）	
工商银行	4,718	5,221	502	-88.85	
建设银行	4,178	4,525	347	-485	
农业银行	3,981	4,419	438	-370.95	
中国银行	3,060	3,384	323	-30.01	
交通银行	1,349	1,274	-75	141.98	
邮储银行	1,576	1,881	305	-76.95	
招商银行	1,346	1,449	103	-16.14	
兴业银行	1,123	885	-239	13.46	
浦发银行	1,081	1,069	-12	13.27	
中信银行	1,061	996	-65	-78.45	
民生银行	947	866	-81	-15.58	
平安银行	764	740	-24	-18.35	
光大银行	653	610	-43	-24.42	
华夏银行	490	473	-17	-30.99	
浙商银行	252	244	-8	-8.73843	

数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

5.2、强化利率风险监管，对银行经营行为的影响

低利率时期的风险和收益似乎很难平衡：低息差+利率下行，理论上要拉大错配，放大资产负债定价缺口，这样在利率下行的时候能保护利息收入。但是，拉大错配同样会使银行净久期缺口增加，在不利的利率环境下对于资本（净权益）的负面影响会加重。参考海外银行的经验，存款活期化、增加长期债券资产配置可能是普遍趋势，我们判断下阶段银行在资产负债安排上可能有以下动作：

- **组合久期管理：接长+买短或许是新常态。**组合期限结构管理是下阶段银行债券投资的重点，需动态调节债券组合的利率敏感度，大行承接长债同时，买短债调节组合久期可能成为新常态；
- **合理搭配债券品种结构：**在搭配不同债券品种时，考虑收益也关注利率风险差异；
- **核心存款管理：**做扎实基础客群，控制非银存款波动；
- **大行或进一步强化其市场稳定器功能；**
- **中小行或适当控制类交易属性（FVTPL+FVOCI）投资敞口，**央行认可中小银行在监管范围内适当增持债券以优化资产配置（如增加安全资产、平滑利润波动），但明确反对突破“合理度”的激进投资行为，尤其强调需平衡收益与利率、信用风险；
- **统筹利率风险与流动性、资本管理，合理使用账户策略，**对于 FVOCI 账户的潜在估值损益影响需谨慎评估；
- **投资基金行为：控制市场风险敞口及业绩波动。**

- (1) VaR 较高的银行会审慎持用交易账簿持有基金，在风险权重相近的情况下更多用银行账簿持有；
- (2) 对业绩波动更敏感，会直接作用在银行赎回基金行为上；
- (3) 信用债券的承接可能部分会转向信用债基。

图62：截至 2024 年末，上市银行持有基金约 6.4 万亿元，约占总资产的 2.1%

银行名称	基金投资 (亿元)										基金投资/FYTP								基金投资/总资产							
	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	24H2增量	趋势图		2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024		
工商银行	1122	1204	1245	1635	1667	1788	1597	-191		18%	16%	17%	20%	21%	20%	16%	0.32%	0.31%	0.31%	0.37%	0.37%	0.38%	0.33%			
建设银行	2651	2449	2267	2217	2400	2492	2579	86		49%	44%	40%	39%	40%	42%	42%	0.88%	0.73%	0.66%	0.58%	0.63%	0.62%	0.64%			
农业银行	436	530	534	558	581	544	608	64		9%	12%	10%	10%	11%	11%	12%	0.15%	0.16%	0.16%	0.15%	0.15%	0.13%	0.14%			
中国银行	907	1096	1024	1151	1018	1081	1037	-44		16%	20%	18%	19%	18%	18%	17%	0.34%	0.39%	0.35%	0.37%	0.31%	0.32%	0.30%			
邮储银行	4412	5441	6166	6035	6216	7314	8254	939		59%	66%	71%	71%	70%	74%	81%	3.51%	4.05%	4.38%	3.99%	3.95%	4.46%	4.83%			
交通银行	3052	3184	2135	2110	1809	2129	2147	18		48%	48%	30%	32%	28%	35%	33%	2.62%	2.53%	1.64%	1.53%	1.29%	1.50%	1.44%			
国有行	12580	13904	13371	13705	13692	15348	16221	873		35%	36%	34%	34%	34%	37%	37%	0.86%	0.87%	0.81%	0.76%	0.74%	0.79%	0.81%			
招商银行	1628	1778	2005	1934	2423	3040	3440	399		47%	42%	47%	40%	46%	52%	56%	1.76%	1.83%	1.98%	1.80%	2.20%	2.63%	2.83%			
兴业银行	5929	6256	6310	6023	5962	5860	5723	-137		65%	64%	63%	63%	62%	66%	62%	6.89%	6.96%	6.81%	6.09%	5.87%	5.66%	5.45%			
浦发银行	3987	4518	4449	3622	4346	4211	4855	644		76%	74%	63%	49%	56%	67%	70%	4.90%	5.31%	5.11%	4.05%	4.83%	4.55%	5.13%			
中信银行	3974	4380	4320	4581	4212	4197	4276	79		80%	78%	77%	72%	69%	66%	66%	4.94%	5.29%	5.05%	5.19%	4.65%	4.61%	4.49%			
民生银行	1910	2687	2355	2022	1316	1251	1619	368		64%	70%	61%	52%	41%	38%	43%	2.75%	3.67%	3.25%	2.65%	1.71%	1.66%	2.07%			
光大银行	2535	2228	2140	2978	2966	2973	2788	-185		66%	57%	53%	61%	69%	65%	63%	4.30%	3.56%	3.40%	4.41%	4.38%	4.37%	4.01%			
平安银行	1179	1409	1842	1521	1652	1985	1862	-123		30%	39%	41%	36%	37%	35%	30%	2.40%	2.76%	3.46%	2.77%	2.96%	3.45%	3.23%			
华夏银行	1288	1326	1478	1673	1948	2501	2980	478		55%	45%	41%	39%	62%	66%	68%	3.50%	3.45%	3.79%	4.08%	4.58%	5.78%	6.81%			
浙商银行	889	1065	1261	1223	1474	1719	1751	32		50%	60%	67%	41%	63%	77%	77%	3.89%	4.22%	4.81%	4.20%	4.69%	5.29%	5.27%			
股份行	23320	25647	26160	25577	26297	27738	29293	1556		62%	61%	58%	53%	57%	59%	59%	4.04%	4.24%	4.22%	3.92%	3.94%	4.08%	4.19%			
北京银行	1552	1759	2081	2080	2033	2303	2767	464		82%	75%	72%	69%	65%	67%	74%	5.07%	5.50%	6.14%	5.73%	5.42%	5.84%	6.55%			
上海银行	1822	2150	2193	2125	2125	2042	1776	-267		78%	76%	71%	64%	59%	67%	59%	6.87%	7.64%	7.62%	7.00%	6.89%	6.34%	5.50%			
江苏银行	1442	1922	1959	2327	2480	3644	3367	-276		54%	60%	52%	59%	59%	67%	69%	5.51%	6.70%	6.57%	7.06%	7.29%	9.66%	8.52%			
宁波银行	2270	2091	2234	2566	2067	2261	2098	-163		64%	64%	62%	60%	59%	68%	59%	11.26%	9.33%	9.44%	9.87%	7.62%	7.45%	6.71%			
南京银行	1220	1356	1591	1780	1741	1971	1824	-147		42%	43%	40%	40%	40%	39%	40%	6.98%	7.09%	7.73%	8.01%	7.61%	7.94%	7.04%			
杭州银行	994	1104	867	795	867	1054	837	-217		65%	75%	56%	42%	44%	44%	40%	7.15%	7.20%	5.37%	4.56%	4.71%	5.31%	3.96%			
长沙银行	487	651	654	711	763	875	814	-61		49%	56%	60%	61%	63%	64%	74%	6.12%	7.57%	7.23%	7.13%	7.48%	7.97%	7.09%			
成都银行	210	155	314	233	313	549	754	204		41%	52%	59%	45%	56%	73%	80%	2.74%	1.74%	3.42%	2.27%	2.87%	4.58%	6.03%			
重庆银行	30	80	51	53	43	129	248	118		12%	32%	18%	19%	16%	45%	38%	0.49%	1.21%	0.74%	0.73%	0.57%	1.60%	2.89%			
贵阳银行	185	214	190	230	297	261	333	72		57%	58%	55%	60%	67%	30%	38%	3.04%	3.41%	2.95%	3.44%	4.31%	3.65%	4.71%			
郑州银行	111	125	144	134	129	132	150	18		27%	28%	32%	32%	32%	34%	46%	1.94%	2.14%	2.43%	2.17%	2.04%	2.05%	2.22%			
青岛银行	400	408	350	340	438	436	512	76		71%	67%	74%	74%	75%	70%	80%	7.65%	7.60%	6.60%	5.98%	7.20%	6.67%	7.42%			
苏州银行	287	398	392	452	346	630	467	-163		62%	70%	64%	62%	66%	81%	61%	6.34%	7.87%	7.47%	7.79%	5.74%	9.55%	6.73%			
齐鲁银行	123	152	157	204	231	241	276	36		55%	54%	53%	59%	63%	61%	61%	2.83%	3.21%	3.10%	3.70%	3.82%	3.71%	4.01%			
兰州银行	72	198	106	134	66	99	66	-33		21%	42%	29%	32%	20%	25%	15%	1.81%	4.58%	2.42%	2.91%	1.45%	2.09%	1.35%			
西安银行	61	77	117	130	155	182	232	50		31%	37%	45%	44%	54%	53%	61%	1.76%	2.17%	2.88%	3.09%	3.59%	4.09%	4.82%			
厦门银行	79	114	137	128	144	171	200	30		48%	73%	87%	88%	82%	85%	57%	2.40%	3.25%	3.69%	3.61%	3.69%	4.28%	4.92%			
城商行	11347	12954	13537	14422	14237	16979	16719	-259		59%	61%	57%	55%	55%	59%	58%	5.87%	6.21%	6.21%	6.14%	5.84%	6.49%	6.12%			
渝农商行	316	396	302	318	361	650	572	-79		65%	63%	46%	31%	33%	65%	68%	2.50%	3.01%	2.23%	2.21%	2.51%	4.31%	3.77%			
沪农商行	267	279	96	99	95	107	183	77		37%	34%	22%	17%	16%	20%	35%	2.30%	2.33%	0.75%	0.73%	0.68%	0.73%	1.23%			
青农商行	225	216	211	299	315	361	383	23		47%	46%	46%	56%	66%	71%	80%	5.22%	4.87%	4.85%	6.43%	6.74%	7.59%	7.75%			
常熟银行	135	107	88	77	88	155	102	-54		99%	80%	72%	63%	63%	76%	95%	5.49%	3.90%	3.05%	2.44%	2.64%	4.23%	2.77%			
无锡银行	80	82	85	87	84	94	110	16		91%	92%	98%	90%	99%	91%	99%	3.97%	3.91%	4.01%	3.85%	3.56%	3.76%	4.29%			
张家港行	30	45	56	74	74	140	99	-42		47%	87%	81%	88%	78%	85%	79%	1.84%	2.53%	2.99%	3.69%	3.57%	6.47%	4.51%			
苏农银行	59	67	76	95	94	107	106	-1		-	76%	83%	73%	91%	58%	96%	3.70%	3.92%	4.20%	4.79%	4.64%	4.91%	4.94%			
江阴银行	81	82	64	65	80	80	69	-11		98%	98%	60%	42%	45%	72%	35%	5.30%	5.12%	3.77%	3.70%	4.28%	4.31%	3.47%			
瑞丰银行	31	31	47	43	48	79	50	-29		61%	53%	76%	79%	75%	89%	53%	2.25%	2.04%	2.95%	2.26%	2.44%	3.75%	2.27%			
农商行	1224	1305	1024	1158	1238	1774	1674	-100		56%	54%	49%	41%	43%	61%	64%	2.97%	3.01%	2.28%	2.24%	2.52%	3.44%	3.19%			
上市银行	48471	53810	54091	54861	55465	61838	63907	2069		51%	52%	49%	47%	48%	43%	51%	2.14%	2.20%	2.14%	2.01%	1.97%	2.11%	2.12%			

因为短期逐利而忽视利率风险。如我们前文所强调的一样，银行当前取得的收益都是以承担风险换来的。比如，大量增持国债或是将原有 1 年期贷款换成 15 年期限，当期收益虽然没有额外承担信用风险，但却是承担更高的利率风险带来的，只评价创利或者传统 EVA 有失公允，容易引起条线和业务部门过度追求短期规模。

IRRBB 提供更直接的管控抓手：通过设定针对经济价值变动（如 EVE - Economic Value of Equity 变动）和净利息收入变动（如 NII - Net Interest Income 变动）的风险限额，银行可以直接约束业务部门的行为，要求其资产负债结构必须满足特定的利率风险容忍度，这比通过影响 EVA 间接控制风险更直接、更有效。

5.3.2、海外经验：用 IRRBB 替代部分 EVA 功能

欧洲银行用 IRRBB 替代 EVA 考核的部分功能。欧盟 2018 年就强制要求银行实施 IRRBB（银行账簿），与交易账簿风险分离管理。这比中国现行监管更靠前，其核心创新在于将利率风险从 EVA 的后台调整项变为独立的前置约束指标。

欧洲银行通过银行账簿利率风险（IRRBB）管理框架部分替代传统 EVA 考核，核心是将利率风险从利润约束转向资本约束，实现长期稳定性和短期盈利的再平衡。

表 26：传统 EVA 的缺陷和 IRRBB 的创新

维度	EVA 考核机制	IRRBB 替代路径	功能替代性
目标导向	短期利润覆盖资本成本	控制利率变动对经济价值的冲击	从盈利考核转向资本保值
风险计量	静态资本成本率（如 10%）	动态经济价值敏感性	嵌入利率冲击情景（±200BP）
考核载体	部门/产品线 EVA 数值	风险限额内的 NII（净利息收入）波动率	约束极端损失而非绝对收益
资本约束	模糊化“风险资本”概念	直接计提 IRRBB 风险资本	资本占用可视化

资料来源：开源证券研究所

典型案例：欧洲央行曾实证考察了 2018 年瑞典银行将第二支柱要求转变为风险加权资产附加项所产生的影响，发现市场对资本充足率的敏感度显著提升，CDS（信用违约互换）利差扩大，表明投资者更关注监管资本比率而非 EVA 衡量的经济利润。

对我国的银行借鉴意义：欧洲实践表明，IRRBB 不是简单替代 EVA，而是通过风险边界约束重构考核逻辑。在净息差持续收窄的背景下，中国的银行急需将 IRRBB 从“监管合规项”升级为“战略管理工具”，否则 EVA 考核可能成为风险积累的催化剂。将 IRRBB 纳入核心考核（通常与资本分配、业务授权、绩效薪酬挂钩），能确保全行上下，尤其是业务前台，在开展业务时主动考虑并管理其引入的利率风险，追求风险调整后的、可持续的价值创造，而非不计风险的短期利润最大化。

5.4、IRS 在银行的应用

利率互换（Interest Rate Swap, IRS），是指交易双方约定在未来的一定期限内，根据约定的本金和利率计算利息并按约定时间进行现金流交换的金融合约。利率互换本质上是一种金融衍生合约，每次只交换利息的轧差，并不发生名义本金的交换。

原理：利率互换可以看作一笔固息债和一笔反向浮息债的组合，以“收浮动、

付固定”的 IRS 多头为例，可以等价拆分成一笔以 IRS 名义本金为面值、以参考利率为浮动利率的浮息债多头和一笔以 IRS 名义本金为面值、以固定利率为票面利率的固息债空头组合。

主要作用：一是投机：利率互换无须交割本金，而采用利息轧差进行结算，天然自带较大杠杆，利用利率互换杠杆特性赌利率方向，可在不占用资金的情况下获取较大收益；**二是套利，**人民币 IRS 参考利率以 FR007、Shibor3M 等回购、拆解利率为主，可以通过参与 IRS 锁定长期资金成本在资产端进行套利，这种方式较滚动拆借的风险更小；对于银行而言，负债端可以通过利率互换切换负债成本，如在预期利率上行期间，通过利率互换多头锁定资金拆借成本；**三是套保/对冲，**持仓债券搭配合适的利率互换能有效对冲掉债券估值波动的风险—压缩 DV01.资产端则可以对冲持仓固收类资产的估值风险，如在预期利率上行期间，通过利率互换多头对冲持仓不活跃债券的利率风险。

上市银行通常使用利率掉期工具对人民币贷款组合和同业资产或负债的利率风险进行现金流套期；对以公允价值计量且当期损益计入其他综合收益的债券投资的利率风险进行公允价值套期。

表 27：部分上市银行利率掉期名义金额与公允价值情况（亿元）

银行名称	2024 年			2023 年		
	名义金额	公允价值		名义金额	公允价值	
		资产	负债		资产	负债
工商银行	53123	131	(150)	42314	151	(163)
建设银行	9439	106	(85)	13522	105	(80)
农业银行	5405	35	(26)	3628	25	(14)
中国银行	64870	494	(459)	56058	418	(360)
交通银行	51470	349	(205)	33492	275	(115)
招商银行	20716	110	(115)	18068	53	(53)

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

注：衍生金融工具的名义金额是指上述特定金融工具对应的基础资产的金额，仅反映衍生交易的数额，不代表所面临的风险。

(1) 对冲策略场景举例：当交易账户持有流动性较差的债券时，若在利率上行时期出售变现，可能面临较大损失。由于银行委外投资基金通常按公允价值计量且其变动计入当期损益（FVTPL），其净值波动会影响财务报表。为对冲此类债券的利率风险敞口（DV01），银行可选择自行支付利率互换（IRS），或利用委外基金专户进行对冲操作。目前新增的基金专户已具备开展 IRS 交易的权限。若银行自身缺乏相关牌照或操作经验，可开设此类基金专户，并委托专业基金经理在专户内直接进行相应的 IRS 对冲交易。该专户仅持有用于对冲的 IRS 头寸，从而有效实现对债券组合利率风险的对冲。

(2) 交易策略场景举例：做多 Shibor-Repo 基差。Shibor-3M 利率与银行同业存单的定价关联性较高，通常被视为反映银行体系中长期同业融资成本的指标。相比之下，Repo 利率则更侧重于体现银行间市场（特别是银行与非银机构之间）的短期资金成本。当银行面临流动性监管指标（如 LCR、NSFR）的压力，需要通过大量发行较长期限存单来改善指标时，往往会推升 SHIBOR3M 利率。而此时短期资金成本（Repo）可能保持相对稳定，导致 SHIBOR3M 与 Repo 之间的利差（基差）走阔。这种基差扩大的环境为做多基差策略提供了机会。

策略具体操作：

1. 买入一份 5 年期，以 3M-SHIBOR 为浮动利率基准的利率互换（IRS）——即支付固定利率、收取 3M-SHIBOR 浮动利率。
2. 卖出一份 5 年期、以 FR007（代表 Repo 市场）为浮动利率基准的利率互换（IRS）——即收取固定利率、支付 FR007 浮动利率。

策略收益来源：

收益端： 组合获取的是两项 IRS 浮动端的息差，即收取的 3M-SHIBOR 与支付的 FR007 之间的差额。

成本端： 组合的净成本体现在两项 IRS 固定端的息差（支付固定利率与收取固定利率的差值）。

该策略的盈利点在于，当 SHIBOR3M 与 Repo 之间的基差（体现为上述两项 IRS 固定端息差）扩大时，投资者将获得资本利得。

6、观点：评估风险管理能力，选择合适的风险偏好是关键

正确看待风险的双向性，风险是损失同时是收益的来源。 风险控制、防范、规避、消除这些都不是合适表述，带有风险厌恶的特征。对于利率风险无需过度恐惧，而是应充分评估银行自身的业务特征、客群禀赋和风险管理能力，选择合适的风险偏好是关键。有大量的分析将硅谷银行最终走向破产的核心症结归结于资产负债的期限错配，我们并不认为这是主因，银行天然依赖期限错配获取利息收入，主要是其对银行账簿利率风险的识别、计量和对利率风险管理能力的认知有一定问题。由此我们认为中小银行提升利率风险管理水平有两条路径：

一是利用数字化转型契机，加强对客户行为分析，提升管理精细化；

二是转变理念，深刻认识资金类业务的收益来源，加强科学的 FTP 体系建设。

行业层面，当前对于利率风险管理可能有一些共性的难点，一是控制利率风险目前主要靠资产负债期限结构的调整，但速度较慢，主要是存量业务规模较大，存量业务形成的重定价缺口与利率变动的周期相比具有刚性；二是国内利率衍生品市场容量很小，相对银行上千亿的存贷款利率风险缺口，没有基准利率合适的对冲产品，交易量小，所有银行面临的是同一对冲方向的需求；三是对于客户行为模型和隐含期权的计量，需要大量的有效数据支持，对于中小银行来讲还是需要尽快加强这方面的人才队伍建设。

7、投资建议：低利率时代稳定红利资产价值重估

低利率大资管时代，居民财富或向稳定股息权益方向转移，继续看好经济动能的稳步回升以及银行估值抬升。我们认为 2025 年银行经营业绩将基本保持稳定，主要基于资产负债结构优化、息差降幅收窄、零售风险可控、债券流转贡献业绩等几方面考虑，随着下阶段无风险收益率的下行，银行红利属性将获得加持，保险中长期资金、公募低配资金等或将继续推动板块行情持续。受益标的农业银行、招商银行、中信银行、北京银行等。

表 28：受益标的一览

代码	银行名称	PB (LF)		ROE(%)	总营收同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			EPS			评级
		2025-07-23	2025E		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
601288.SH	农业银行	0.8	0.8	10.82	2.3	1.4	3.5	4.7	1.7	3.8	0.8	0.82	0.85	未评级
600036.SH	招商银行	1.1	1.0	14.13	-0.5	0.4	2.8	1.2	0.7	3.5	5.9	5.93	6.13	未评级
601998.SH	中信银行	0.7	0.6	11.42	3.8	3.7	2.5	2.3	0.4	3.3	1.3	1.27	1.31	未评级
601169.SH	北京银行	0.5	0.5	11.31	4.8	3.7	4.5	0.8	-1.7	4.6	1.2	1.20	1.26	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：中信银行预测值为开源证券研究所估计，其余银行预测值采用 Wind 一致预期）

8、风险提示

宏观经济下行。宏观数据反映经济仍处复苏筑底阶段，伴随系列政策陆续出台，未来经济能否持续修复，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。

利率大幅波动影响银行业绩。上市银行金融投资业务贡献的收入占营收比重不断提升，债市利率波动会对上市银行业绩稳定性形成影响。

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