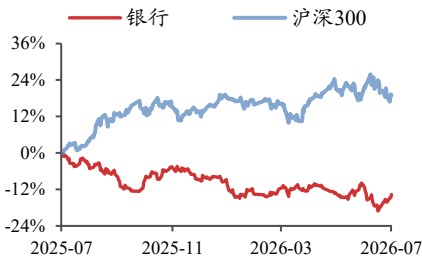


银行

2026 年 07 月 17 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

《众邦银行接管事件的可能影响—行业点评报告》-2026.7.7

《对《同业存单管理办法（征求意见稿）》的几点理解—行业点评报告》-2026.6.29

《稳负债与等资产的逻辑溯源—2026Q2 银行资产负债运行回顾》-2026.6.25

银行投资基金动向与机构营销指南（2026 年版）

——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

● 2025 银行基金投资变化：规模收缩、风偏提升、直接配债代替基金投资

1、上市银行自营整体赎回 2800 亿元，收益诉求明显提升。赎回规模较大的银行如邮储、光大、浙商等赎回较多负收益债基。2、避税效应收窄背景下，部分银行自营直接投资债券代替基金投资。3、银行自营基金投资风偏提升：（1）增持混合债券型基金，部分银行布局二级债基投资可转债获取超额收益；（2）2025 年银行持仓债基投向信用债比例较 2025H1 提升 6.8PCT，减仓国债和政金债。

● 银行自营基金投资风格剖析与分类

1、部分银行偏好货基：建行、交行、浦发等。主要出于流动性管理诉求（改善 LCR 指标+应对临时头寸缺口），此外，同业合作（如银行投资货基，货基贡献银行同业存款）也是部分银行投资货基的重要考量。

2、部分银行重点布局摊余成本法定开债基：邮储、浦发。该类银行基金投资规模大占比高，为避免季末债市调整扰动业绩，对基金产品的估值稳定性要求高。

3、定制债基投资较多的银行：中行、招行、兴业、浙商、上海、杭州等。除了满足合理避税诉求外，（1）定制债基负债端稳定，往往可获取超额收益；（2）持有者结构单一，可精准匹配银行自营投资风格，如中国银行偏好利率债基，兴业银行偏好信用债基，浙商银行偏好金融债基。

● 定制债基监管趋严：存量赎回+增量受限，银行释放可配资金用于直接配债

1、2025 年末中行通过中银基金和中银证券投资定制债基余额分别为 1278 亿元和 906 亿元，合计 2184 亿元。以利率债基为主，底层资产投向政金债，占比 65%，涉及规模约 1500 亿元左右。中行持仓定制债基规模占中银基金/中银证券管理债基总规模比例为 50%和 85%。后续中行需赎回存量定制债基。

2、关联方口径统计，银行自营持仓定制债基（单一持有银行比例>99%）规模约 1.37 万亿元，较 2024 年已下降 2000 亿元左右，2025 年末监管即要求整改，单一比例不得超过 50%，过渡整改期三年。银行整体持仓定制债基底层资产主要投向政金债（30%）、金融债（29%）和信用债（32%），2025 年末投资规模分别为 3983 亿元、4128 亿元和 4393 亿元。

3、长期影响：定制债基监管趋严，叠加中行事件催化，银行或陆续赎回存量定制债基，存量赎回+增量受限，释放出的银行可配资金大概率用于债券投资，但银行自营直接投资和通过公募基金投资的品种偏好有所不同，考虑税收成本、资本成本后，利率债仍具有较高比价优势，银行对政金债接盘意愿更高，信用债投资偏谨慎，信用债利差有走阔压力。

● 后定制债基时代，基金产品布局银行自营资金的七大核心方向

分层流动性管理工具（“货基+债券 ETF+期限匹配短债”组合）、合规“半定制”产品、全谱系标准化产品（重点布局高流动性信用债 ETF）、低波收益增强产品（控回撤、增厚收益）、摊余成本定开债基、资本节约型产品、政策主题型产品。

● 风险提示：宏观经济增速下行；监管政策趋严；债市利率大幅波动。

目 录

1、 银行财报中的基金投资口径梳理	6
2、 2025 银行基金投资变化：规模收缩，增持货基、风偏提升	11
2.1、 持仓规模：2025 年上市银行基金投资规模下降 2800 亿元左右	11
2.2、 类型偏好：赎回低收益利率债基，增持信用债基	15
2.3、 久期变化：2025 年银行持仓债基久期高位下降	18
3、 银行视角：选择基金产品的主要考虑因素	19
3.1、 部分银行增加货基：流动性管理诉求+同业合作互换	19
3.2、 部分银行布局摊余成本法定开债基：避免市值波动干扰业绩	22
3.3、 选择定制债基：主要满足超额收益诉求，精准匹配投资风格	23
3.3.1、 兴业银行：偏好信用债基，积极布局信用债 ETF	25
3.3.2、 上海银行：定制债基底层投向从金融债转向信用债	26
3.3.3、 浙商银行&杭州银行：呈现自营直接投资债券代替基金投资趋势	26
4、 中行债基税收事件的影响与推演	27
4.1、 对中国银行的可能影响：补交税款，赎回存量定制债基	27
4.2、 定制债基合规成本抬升，银行自营直接配债代替基金投资	28
5、 基金公司视角：从重点公司动态看自营资金的拓展方向	31
5.1、 银行系基金子公司获得了较多的银行自营资金	31
5.2、 工银瑞信：以工行持仓为主，2025 年赎回低收益利率债基	33
5.3、 嘉实基金：2025 年浦发银行全面增持货基和各类债基	35
5.4、 银华基金：银行系资金来源较分散，2025 年建行增持货基	38
5.5、 中欧基金：2025 年银行持仓债基有一定程度赎回	40
5.6、 交银施罗德：2025 年交行赎回货基，增持债基	42
5.7、 兴全基金：2025 年兴业银行增持货基，赎回信用债基	44
5.8、 小结：当前基金产品营销银行自营资金需调整思路	46
6、 银行自营资金机构营销指南（2026 年版）	46
6.1、 后定制债基时代，基金产品布局银行自营资金的七大核心方向	46
6.1.1、 分层流动性管理工具：“货基+债券 ETF+持有期匹配短债”组合	46
6.1.2、 合规“半定制”产品：满足监管要求的联合定制模式	48
6.1.3、 全谱系标准化产品：重点布局高流动性信用债 ETF，替代低效利率债工具	48
6.1.4、 低波收益增强产品：严控回撤、增厚收益，适配大行 IRRBB 管理诉求	48
6.1.5、 摊余成本法定开债基：精准匹配大体量银行稳估值诉求	48
6.1.6、 资本节约型产品：精准对接中小银行资本约束诉求	49
6.1.7、 政策导向主题基金：合规配置与结构性利差双赋能	50
6.2、 银行投基税盾的核心逻辑与营销策略	50
6.3、 不同银行类型基金产品适配表与中小行拓展方案	52
6.4、 非银行系基金公司突破银行自营资金的路径建议	54
7、 投资建议：沿基本面改善主线布局	54
8、 风险提示	55

图表目录

图 1: 工行财报披露示例: 发起设立但未纳入合并范围的理财产品和投资基金规模对应理财和基金子公司管理规模	6
图 2: 中信银行财报披露示例	7
图 3: 以兴业银行为例, 梳理银行财报披露的基金投资口径	8
图 4: 基金披露口径辨析: 兴业银行财报披露案例	9
图 5: 2025 年末邮储银行证券投资基金(公募)余额 5257.78 亿元, 对应公允价值计量第二层级	9
图 6: 2025 年上市银行自营基金投资规模为 5.9 万亿元	11
图 7: 2025 年上市银行基金投资/FVTPL 为 51.3%	11
图 8: 2025 年上市银行基金投资规模下降 2800 亿元(亿元)	11
图 9: 2025 年上市银行基金投资占总资产比例为 1.9%	11
图 10: 部分股份行和城商行基金投资规模较大(本行口径, 亿元)	12
图 11: 银行自营基金投资增量与利率走势相关性明显	14
图 12: 2025H2 银行赎回收益率表现不佳的债基(关联方口径, 亿份)	15
图 13: 2025 年银行自营货基投资比例提升	15
图 14: 2025 年银行持仓货基收益率高于多数债基	16
图 15: 2025H2 银行投资债基的重仓债券加权平均久期下降	19
图 16: 上市银行持有基金大部分以非交易为目的(2025 年)	19
图 17: 2025H2 银行投资货基份额占比提高	20
图 18: 2024 年以来建行非银存款占比提升, 波动加剧	21
图 19: 浦发、兴业和邮储持有摊余成本法定开债基份额较多(2025)	22
图 20: 2020-2022 年期间邮储基金投资代替债券投资	22
图 21: 银行通过基金投资各类债券避税效应测算(BP)	22
图 22: 浦发银行核心一级资本充足率缓冲空间较低	23
图 23: 摊余成本法定开债基主要投向政金债(2025)	23
图 24: 部分银行持仓定制债基份额和占比较高(2025)	23
图 25: 偏好定制债基的银行对交易盘投资收益率要求较高	24
图 26: 兴业银行自营债券投资中信用债占比高	25
图 27: 上海银行自营债券投资中信用债占比高	26
图 28: 上海银行定制债基投向由金融债主导转为信用债	26
图 29: 浙商银行自营投资中金融债占比较高	27
图 30: 杭州银行自营债券投资中政金债占比高	27
图 31: 2025 年中行持仓定制债基主要投向政金债	28
图 32: 2025 年中行定制债基投向政金债规模约 1500 亿元	28
图 33: 2025 年末定制债基余额约 1.37 万亿元(亿元)	28
图 34: 2025 年末定制债基份额占比降至 54%(亿份)	28
图 35: 定制债基主要投向金融债、政金债和信用债	29
图 36: 定制债基投向信用债规模约 4400 亿元(亿元)	29
图 37: 关联方统计口径中, 多数银行系基金的母行持仓份额占比超过 60%(2025)	31
图 38: 2025 年银行自营资金持仓工银瑞信债基和货基份额均有所提升(亿份)	34
图 39: 2025 年银行自营申赎基金与基金收益率表现相关性明显	34
图 40: 兴业银行 2025 年收缩信用债投资(亿元)	40
图 41: 兴业银行 2025 年收缩信用债基投资(亿元)	40
图 42: 交通银行持仓定制债基结构: 增持金融债基, 赎回信用债基	43
图 43: 银行持仓兴全基金份额稳中有升(亿份)	45

图 44: 大行非银存款占比波动提升 (亿元)	47
图 45: 2026 年以来大行同业存单买入力度加大 (亿元)	47
图 46: 银行持仓基金规模变动情况与交易盘金融资产市值波动呈相关关系 (2025)	49
图 47: 银行基金投资资本计量方法: 以穿透法和授权基础法为主 (2026Q1)	49
图 48: 上市银行基金投资免税收入业绩贡献度测算	51
图 49: 2025 年上市银行中部分实际所得税率为负	52
表 1: 银行财报中涉及到 5 个基金投资披露口径	6
表 2: 没有基金子公司的股份行, 两个口径数据规模一致; 有基金子公司的股份行, 口径 2 均大于口径 1	7
表 3: 本行较集团口径偏大的银行或投资更多并表定制债基 (亿元)	8
表 4: 国有行基金分类至公允价值计量第三层级较多 (非公募), 浦发等机构全部基金投资计入第一层级 (亿元)	10
表 5: 2025H2 股份行和城商行基金投资规模分别下降 1346 亿元和 1076 亿元	12
表 6: 邮储银行持仓摊余成本法定开债基金份额稳定 (关联方口径, 2025)	14
表 7: 2025H2 混合债券型一级基金和二级基金银行自营持仓份额提升 (亿份)	16
表 8: 中信银行持仓二级债基金底层资产投向可转债获取较高投资收益率 (亿份)	16
表 9: 2025 年银行自营持仓债基减仓国债和政金债, 增持信用债 (关联方口径)	17
表 10: 2025 年银行持仓货基增持银行存款, 减仓同业存单 (关联方口径)	17
表 11: 2025H2 银行自营减仓利率债基, 增持信用债基 (关联方口径)	17
表 12: 建设银行、交通银行、浦发银行和平安银行部分阶段 LCR 承压	20
表 13: 2025 年建设银行持仓货基份额稳中有增 (关联方口径)	21
表 14: 杭州银行、上海银行、兴业银行和浙商银行持仓定制债基收益率表现总体好于非定制债基	24
表 15: 银行持仓定制债基金底层资产中金融债和信用债比例较高 (2025)	24
表 16: 相较于非定制债基, 定制债基金底层资产中政金债占比较低 (2025)	25
表 17: 2025 年银行持仓定制债基与其自营债券投资偏好较为一致 (关联方口径, 亿份)	25
表 18: 兴业银行积极布局科技创新公司债 ETF 和基准做市公司债 ETF	26
表 19: 2025 年末中行持仓定制债基金份额占中银基金/中银证券比例为 45%/76%	27
表 20: 2025 年末中行持仓定制债基金占中银基金/中银证券比例为 50%/85%	27
表 21: 银行通过基金子公司投资定制债基情况 (关联方口径)	29
表 22: 商业银行大类资产比价表: 利率债仍具有比价优势 (截至 07.12)	30
表 23: 银行系基金子公司获得了较多的银行自营资金 (2025)	31
表 24: 银行持仓债基前五大基金公司统计: 银行系基金子公司和头部基金公司占比高	32
表 25: 工银瑞信: 2025 年末银行自营持有基金规模为 995 亿元 (关联方口径)	33
表 26: 工商银行持仓工银瑞信基金规模最大 (亿元, 2025)	34
表 27: 2025 年银行自营持仓的基金中, 混合债券型一级基金和货基增持规模最多 (亿元)	34
表 28: 2025 年工商银行增持三只定制债基份额	35
表 29: 工商银行增持的三只债基中, 底层资产主要投向金融债, 2025 年占比为 49%	35
表 30: 嘉实基金: 2025 年末银行自营持有基金规模为 788 亿元	36
表 31: 银行自营资金持仓嘉实基金的货基和中长期纯债型基金规模较大 (亿元)	36
表 32: 2025 年浦发、江苏和兴业银行整体增持, 邮储银行赎回 (亿元)	37
表 33: “嘉实快线 A”的部分银行存款存放于浦发银行	37
表 34: 2025 年浦发银行增持嘉实基金的货基和、混合债券型一级基金和政金债指数型基金	38
表 35: 银华基金: 银行系资金来源较为分散	38
表 36: 银华基金公募产品中, 邮储、兴业、华夏和建行持仓份额较多 (2025, 亿份)	39
表 37: 2025 年兴业和光大赎回银华基金的债基, 建行增持货基 (亿份)	39
表 38: 建行持仓货基“银华日利 C”投资的银行存款由建行托管	39

表 39: 兴业银行赎回中长期纯债型基金（信用债基），增持短期纯债型基金（利率债基）	40
表 40: 浦发银行持仓货基，兴业和邮储银行持仓债基较多（2025，亿份）	40
表 41: 中欧基金：2025 年末银行持仓规模为 298 亿元.....	41
表 42: 2025 年浦发银行、兴业银行和招商银行赎回基金份额较多（亿份）	41
表 43: 2025 年招商银行赎回收益率表现不佳的信用债基.....	41
表 44: 交银施罗德：交行为主要持仓银行，2025 年末银行自营持仓规模为 200 亿元	42
表 45: 交通银行持仓基金份额最多（2025,亿份）	43
表 46: 2025 年交行赎回货基，增持债基（亿份）	43
表 47: 2025 年光大银行增持政金债指数型债基，赎回市场波动时回撤较大的信用债基	44
表 48: 2025 年中信银行增持二级债基，赎回利率债基.....	44
表 49: 兴全基金：2025 年主要银行持仓机构为兴业银行，持仓规模为 551 亿元	44
表 50: 2025H2 兴业银行增持一只货基：收益率占优势，且机构持仓占比高	45
表 51: 2025H2 兴业银行赎回两只信用债基，回撤或为主要考量.....	45
表 52: 银行自营通过基金投资各类债券的免税效应测算（所得税未考虑资金成本）	50
表 53: 不同银行类型基金产品适配表	53
表 54: 受益标的一览	55

1、银行财报中的基金投资口径梳理

我们观察银行财报披露的基金投资规模数据，通常有 5 个口径：本集团发行及管理的结构化主体、本集团持有投资的第三方机构发起设立的结构化主体、纳入合并范围的结构化主体、交易性金融资产项目（本集团、本行），首先我们需要做一些基础的口径厘清工作。

表1：银行财报中涉及到 5 个基金投资披露口径

银行财报中的基金投资口径			银行定位	收入贡献
纳入合并范围的结构化主体		集团口径	表内业务：银行作为投资人	投资净收益、分红收入
未纳入合并范围内的结构化主体	本集团发行及管理的结构化主体		表外业务：银行作为管理人	手续费收入
	本集团持有投资的第三方机构发起设立的结构化主体			投资净收益、分红收入
交易性金融资产-基金投资	本集团		表内业务：银行作为投资人	投资净收益、分红收入
	本行	银行口径		投资净收益、分红收入

资料来源：开源证券研究所

1、本集团未纳入合并范围内的结构化主体。

（1）本集团作为发起人的结构化主体：如理财子公司发行的非保本理财，基金子公司发行的基金产品等。以工商银行 2025 年末财报披露情况为例，本集团发起设立但未纳入合并范围的非保本理财产品及投资基金规模分别为 2.09 万亿元和 2.37 万亿元，对应 2025 年末工银理财理财产品余额和和工银瑞信管理总资产规模。

图1：工行财报披露示例：发起设立但未纳入合并范围的理财产品和投资基金规模对应理财和基金子公司管理规模

（2）在本集团作为发起人但未纳入合并范围的结构化主体中享有的权益

本集团发起设立的未纳入合并范围的结构化主体，主要包括本集团发行的非保本理财产品及投资基金。这些结构化主体的性质和目的主要是管理投资者的资产并收取管理费，其融资方式是向投资者发行投资产品。本集团在这些未纳入合并范围的结构化主体中享有的权益主要包括直接持有投资或通过管理这些结构化主体赚取管理费收入。于 2025 年 12 月 31 日及 2024 年 12 月 31 日，本集团持有的投资以及应收手续费账面价值金额不重大。本集团赚取的管理费收入已包含在个人理财及私人银行和对公理财相关手续费及佣金收入中，见附注四、31。

于 2025 年 12 月 31 日，本集团发起设立但未纳入合并范围的非保本理财产品及投资基金的规模余额分别为人民币 20,912.40 亿元（2024 年 12 月 31 日：人民币 21,210.75 亿元）及人民币 23,723.42 亿元（2024 年 12 月 31 日：人民币 21,111.49 亿元）。

理财业务

✧ 2025 年末，理财产品余额 20,912.40 亿元，全部由工银理财经营管理。有关工银理财的业务发展情况请参见“业务综述—综合化经营及子公司管理”。

✧ 2025 年末，工银瑞信管理公募基金 272 只，管理年金、专户、专项组合 653 个，管理资产总规模 2.37 万亿元。

数据来源：工商银行财报、开源证券研究所

（2）投资于其他机构发行或管理的未纳入合并的结构化主体——投资基金：该口径不包含银行投资基金子公司管理的产品的，比如兴业银行投资【兴业基金管理的债基】规模不算在内，对于没有基金子公司的银行来说，该口径往往与集团口径下 FVTPL-基金投资规模相同。如根据 2025 年中信银行披露数据，本集团投资于其他机构发行或管理的未纳入合并的结构化主体——投资基金规模为 4213.14 亿元，集团口径下，交易性金融资产中投资基金规模同样为 4213.14 亿元。

图2：中信银行财报披露示例

本集团投资于部分其他机构发行或管理的未纳入合并的结构化主体，并确认其产生的投资收益。这些结构化主体主要包括理财产品、专项资产管理计划、信托投资计划、资产支持融资债券以及投资基金。

于 2025 年 12 月 31 日，本集团通过直接持有投资而在第三方机构发起设立的结构化主体中享有的权益的账面价值及其在本集团的资产负债表的相关资产负债项目列示如下：

	2025 年 12 月 31 日				最大风险敞口
	交易性金融资产	债权投资	其他债权投资	合计	
理财产品	2,893	-	-	2,893	2,893
非银行金融机构管理的专项资产管理计划	-	27,092	-	27,092	27,092
信托投资计划	5,467	177,036	-	182,503	182,503
资产支持融资债券	37,736	109,230	16,664	163,630	163,630
投资基金	421,314	-	-	421,314	421,314
合计	467,410	313,358	16,664	797,432	797,432

11 金融投资

(1) 按产品类别

附注	本集团	
	2025 年 12 月 31 日	2024 年 12 月 31 日
交易性金融资产		
投资基金	421,314	427,597
债券投资	210,844	153,564
权益工具	19,885	5,213
存款证及同业存单	18,375	57,626
资金信托计划	5,467	1,267
理财产品及其他	2,893	2,131

数据来源：中信银行财报、开源证券研究所

表2：没有基金子公司的股份行，两个口径数据规模一致；有基金子公司的股份行，口径 2 均大于口径 1

银行名称	投资于其他机构发行或管理的未纳入合并的结构化主体——基金投资（集团口径 1）		交易性金融投资——基金投资（集团口径 2）	
	2024	2025	2024	2025
招商银行	3349	2555	3440	2652
兴业银行	5502	5883	5723	6267
浦发银行	4855	4959	4855	4986
中信银行	4276	4213	4276	4213
民生银行	1596	1315	1619	1346
光大银行	2788	1876	2788	1876
平安银行	1862	1715	1862	1715
华夏银行	2980	2813	2980	2813
浙商银行	882	606	1751	1368

资料来源：各银行财报、开源证券研究所

2、本集团纳入合并范围的结构化主体。

根据中信银行财报定义，该部分包括本集团发起设立、管理和/或投资的部分资产管理计划及信托计划。如银行投资的定制债基，往往持仓比例高达 99%以上，部分定制债基或满足并表要求。参考杭州银行定义：纳入合并范围内的结构化主体主要为本集团委托第三方机构发行管理的基金投资、资金信托计划及资产管理计划以及资产支持证券等。

3、FVTPL-基金投资：本行口径 VS 本集团口径。

(1) 本集团口径包含子公司自营资金投资的基金产品，这部分规模体量较小，暂且可以忽略不计。

(2) 本行口径：比集团口径多的部分是需要并表的基金投资（多为定制债基），因此本行口径较集团口径更大的银行如招行、兴业、浦发、中信、民生和北京、杭州银行或投资了更多的定制债基。

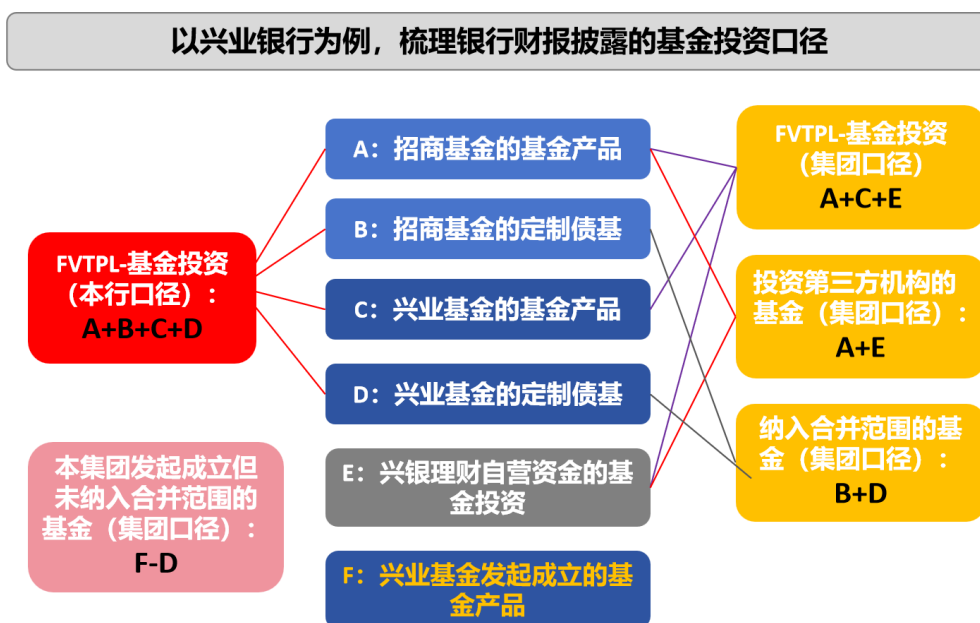
表3: 本行较集团口径偏大的银行或投资更多并表定制债基 (亿元)

银行名称	FVTPL-基金投资 (集团)		FVTPL-基金投资 (本行)		基金投资 (本行-集团)	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025
招商银行	3440	2652	3947	3301	507	649
兴业银行	5723	6267	6104	6573	381	305
浦发银行	4855	4986	5416	5301	561	315
中信银行	4276	4213	4625	4592	349	379
民生银行	1619	1346	1876	1570	257	223
光大银行	2788	1876	2762	1849	-26	-27
平安银行	1862	1715	1815	1668	-47	-48
华夏银行	2980	2813	2970	2806	-9	-7
浙商银行	1751	1368	1745	1281	-6	-87
北京银行	2767	2953	2661	3216	-106	264
上海银行	1776	1391	1693	1329	-83	-62
江苏银行	3367	3761	2935	3339	-433	-421
宁波银行	2098	1473	2098	1473	0	0
南京银行	1824	1606	1824	1606	0	0
杭州银行	837	706	1397	1101	560	396

数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

综合来看, 银行财报的基金口径关系如下图所示:

图3: 以兴业银行为例, 梳理银行财报披露的基金投资口径



注: 本图假设所有定制债基均满足并表条件

资料来源: 开源证券研究所

图4：基金披露口径辨析：兴业银行财报披露案例

银行财报中的基金投资口径			2025年余额 (亿元)
纳入合并范围的结构化主体		集团口径	—
未纳入合并范围内的结构化主体	本集团发行及管理的结构化主体		4405.93
	本集团投资的其他机构发起设立的结构化主体		5883.15
交易性金融资产—基金投资	本集团		6267.47
	本行	6572.60	
兴业基金管理的公募基金产品余额			4624.48

</

数据来源：兴业银行财报、开源证券研究所

另外，我们希望在这里明确的是银行财报披露“证券投资基金”与“基金投资”的不同，前者主要是公募基金产品，后者可能含有私募基金、政策性基金等项目，并不是我们讨论的主要范围。以邮储银行为例，集团口径 7910.09 亿元基金投资中，仅 5257.78 亿元为公募基金投资（证券投资基金），分类至公允价值计量第二层级，其余 2652.31 亿元基金投资分类至公允价值计量第三层级，或是私募类工具、非上市政策类 / 股权类特殊目的基金。

图5：2025 年末邮储银行证券投资基金（公募）余额 5257.78 亿元，对应公允价值计量第二层级

按产品划分的投资分布情况					下表示了在资产负债表中以公允价值计量的金融资产和金融负债的公允价值：				
人民币百万元，百分比除外					2025年12月31日				
项目	2025年12月31日		2024年12月31日		合并	第一层级	第二层级	第三层级	合计
	金额	占比(%)	金额	占比(%)					
债券	5,072,347	79.78	4,637,963	77.25	金融资产				
证券投资基金	525,778	8.27	658,786	10.97	以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的发放贷款和垫款	—	917,894	—	917,894
同业存单	378,365	5.95	419,760	6.99	小计	—	917,894	—	917,894
资产管理计划	290,311	4.57	200,820	3.34	交易性金融资产				
信托投资计划	83,681	1.32	78,530	1.31	— 债券	—	75,532	—	75,532
其他	7,671	0.11	8,268	0.14	— 同业存单	—	74,221	—	74,221
金融投资合计	6,358,153	100.00	6,004,127	100.00	— 资产支持证券	—	7,766	194	7,960
					— 基金投资	—	525,778	265,231	791,009
					— 信托计划及资产管理计划	—	—	8,877	8,877
					— 金融机构理财产品	—	1,239	—	1,239
					— 权益工具	5	—	811	816
					小计	5	684,536	275,113	959,654

资料来源：邮储银行财报、开源证券研究所

那么，公允价值计量的不同层级分别是什么含义呢，为什么银行口径会呈现差异？

（1）第一层次：场内上市基金+宽松口径下的场外开放式公募

在证券交易所上市交易的基金（债券 ETF、LOF、封闭式基金、场内货币基金），有连续竞价形成的公开交易价格，属于标准第一层次输入值，所有银行都会将其划入第一层次，但这类产品在银行持仓中占比较低（多数银行第一层次仅几十到几百亿）。

会计口径差异部分：浦发银行、江苏银行、成都银行、重庆银行等银行可能认为，场外开放式公募（普通货币基金、债券基金）每日公开的单位净值可自由申赎、市场活跃，满足第一层次「活跃市场报价」定义，因此将所有场外公募也划入第一层次，这也是浦发 2025 年第一层次高达 4954 亿、第二层次为 0 的核心原因。

表4：国有行基金分类至公允价值计量第三层级较多（非公募），浦发等机构全部基金投资计入第一层级（亿元）

银行名称	2023 年				2024 年				2025 年			
	第一层次	第二层次	第三层次	合计	第一层次	第二层次	第三层次	合计	第一层次	第二层次	第三层次	合计
工商银行	374	879	414	1667	377	780	440	1597	389	583	1032	2005
建设银行	156	890	1354	2400	138	1771	1458	3367	222	2463	1479	4163
农业银行	86	282	213	581	24	350	234	608	30	384	275	690
中国银行	255	105	658	1018	262	97	678	1037	319	226	818	1363
邮储银行		5222	994	6216		6588	1666	8254		5258	2652	7910
招商银行	0	2411	12	2423	0	3431	9	3440	1	2646	6	2652
浦发银行	4337	6	2	4346	4826	7	21	4855	4954	0	31	4986
中信银行	1055	2713	443	4212	1281	2910	84	4276	1187	2946	80	4213
民生银行	1190	111	15	1316	909	694	16	1619	929	402	15	1346
北京银行		2020	13	2033		2750	17	2767		2933	19	2953
江苏银行	1741	739		2480	2498	869		3367	2809	951		3761
杭州银行	459	408		867	744	92		837	609	97		706
成都银行	313			313	754			754	455			455
重庆银行	43			43	248			248	251			251
郑州银行		129		129		150		150		222		222
青岛银行		438		438		512		512	325	166		491
苏州银行		346		346		467		467		570		570
齐鲁银行		216		216		276		276		322		322
青农商行		315		315		383		383		340		340

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

（2）第二层次：保守口径下的场外开放式公募基金

邮储、招行、中信、建行、北京银行等多数银行采用保守口径，认为场外开放式基金的净值是管理人估值结果，并非市场竞价形成的交易价格，因此将所有普通场外公募基金（开放式债基、定制公募债基等）划入第二层次。这类产品的净值是公开可观察的，符合第二层次输入值定义，是当前银行基金持仓的绝对主力（邮储 5258 亿元、招行 2646 亿元、中信 2946 亿元、建行 2463 亿元，均为这类产品）。

（3）第三层次：非上市政策类 / 股权类特殊目的基金，以及少量私募基金

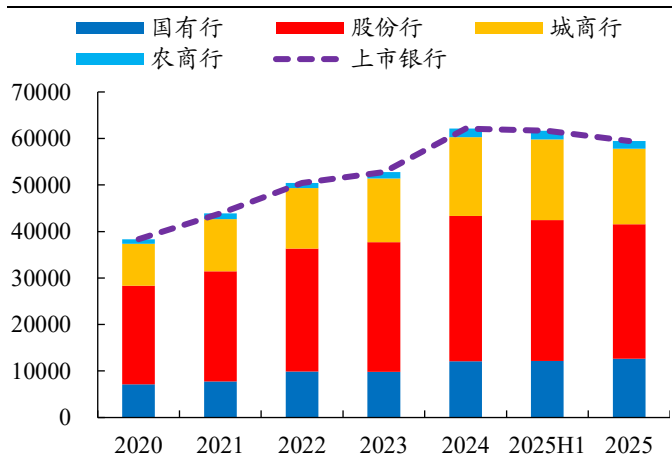
仅五家国有大行大规模持有，包括债转股基金、住房租赁基金、产业引导基金、不良资产处置基金、政府引导基金等非公开募集的特殊目的基金，这类基金多为有限合伙制，不上市交易、不公开披露净值，底层以非上市股权为主，估值需要使用不可观察输入值（如底层资产折现率、未来现金流预测、流动性折扣等），因此划分为第三层次。股份行、城商行、农商行几乎不参与这类政策性、股权类基金投资，因此第三层次余额普遍在 100 亿元以下或为 0，符合业务逻辑。

2、2025 银行基金投资变化：规模收缩，增持货基、风偏提升

2.1、持仓规模：2025 年上市银行基金投资规模下降 2800 亿元左右

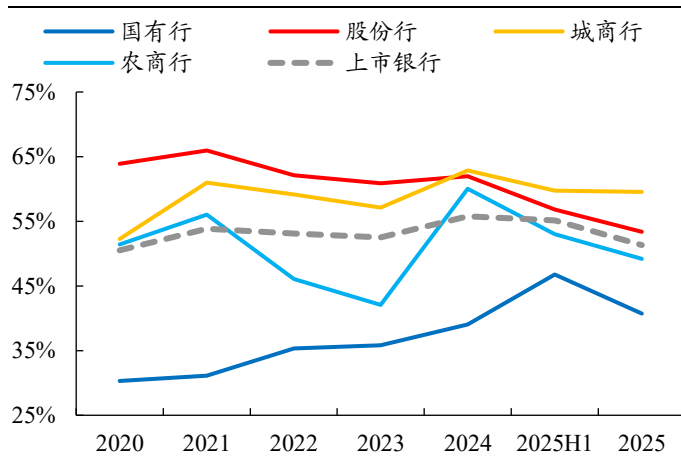
2025 年末上市银行自营基金投资规模约为 5.9 万亿元，占 FVTPL 比例为 51.3%。分银行类型来看，股份行和城商行基金投资规模大，占比高，2025 年末分别为 2.9 万亿元和 1.6 万亿元，占 FVTPL 比例分别为 53.4%和 59.6%。

图6：2025 年上市银行自营基金投资规模为 5.9 万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所（上图单位为亿元）

图7：2025 年上市银行基金投资/FVTPL 为 51.3%

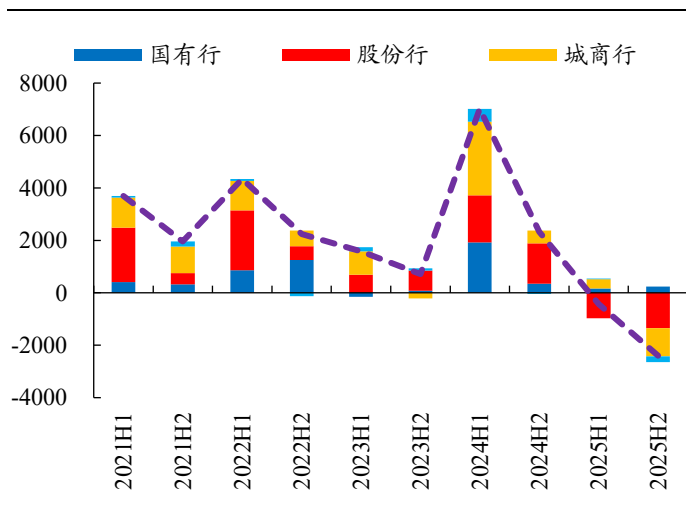


数据来源：Wind、开源证券研究所

2025 年末基金投资规模>3000 亿元，占 FTPL 比例>50%的上市银行：邮储银行（6996 亿元）、招商银行（3301 亿元）、兴业银行（6573 亿元）、浦发银行（5301 亿元）、中信银行（4592 亿元）、北京银行（3216 亿元）和江苏银行（3339 亿元）。

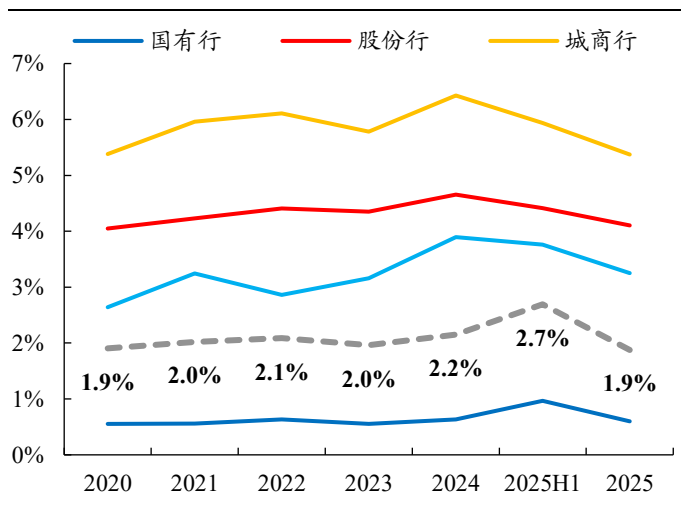
2025 年上市银行赎回基金明显，全年基金投资规模下降 2800 亿元左右。2025H1 和 2025H2 分别下降 400 亿元和 2400 亿元左右。其中部分银行赎回规模较大如邮储银行（-1176 亿元）、光大银行（-913 亿元）、宁波银行（-625 亿元）、浙商银行（-464 亿元）、民生银行（-307 亿元）、上海银行（-364 亿元）、南京银行（-219 亿元）、杭州银行（-296 亿元）、成都银行（-304 亿元）。

图8：2025 上市银行基金投资规模下降 2800 亿元(亿元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025 年上市银行基金投资占总资产比例为 1.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10: 部分股份行和城商行基金投资规模较大（本行口径，亿元）

银行名称	基金投资规模(亿元)							基金/FVTPL						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	2025	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	2025
工商银行	2130	648	638	564	665	729	985	37.1%	16.4%	13.7%	11.2%	9.6%	11.6%	17.8%
建设银行	254	245	100	333	1032	906	1763	8.1%	10.3%	3.8%	11.8%	31.3%	19.4%	31.1%
农业银行	122	12	6	6	10	-	113	3.1%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	-	3.0%
中国银行	27	43	35	41	41	-	90	1.0%	1.5%	1.2%	2.2%	2.1%	-	3.1%
邮储银行	2364	4412	6165	6213	8172	8041	6996	56.4%	58.8%	71.4%	70.0%	80.5%	76.0%	80.7%
交通银行	2248	2421	2934	2653	2156	2512	2684	57.4%	47.7%	50.8%	52.6%	41.9%	55.5%	60.2%
国有行	7145	7781	9878	9809	12075	12188	12630	30.3%	31.1%	35.3%	35.8%	39.0%	46.8%	40.7%
招商银行	1822	1959	2333	2867	3947	3230	3301	40.3%	67.3%	63.2%	61.6%	72.2%	55.2%	57.3%
兴业银行	5880	6325	6649	6390	6104	6718	6573	76.0%	74.6%	71.2%	71.4%	65.0%	68.5%	67.4%
浦发银行	4072	3753	4258	4914	5416	5078	5301	79.1%	76.9%	66.9%	66.4%	70.5%	63.2%	59.4%
中信银行	2822	3915	4255	4122	4625	4765	4592	71.7%	80.0%	76.8%	67.9%	72.1%	71.8%	68.0%
民生银行	1876	1877	2316	1634	1876	1774	1570	59.3%	63.7%	60.9%	56.4%	57.8%	55.6%	48.7%
光大银行	2108	2501	2113	2935	2762	2159	1849	70.3%	66.1%	53.1%	65.2%	63.5%	49.8%	40.5%
平安银行	994	1169	1822	1629	1815	2022	1668	32.2%	30.2%	41.2%	38.1%	30.9%	29.7%	24.0%
华夏银行	768	1279	1468	1940	2970	2912	2806	62.2%	54.8%	41.0%	42.5%	53.6%	49.5%	49.7%
浙商银行	822	886	1252	1495	1745	1629	1281	63.8%	49.5%	66.6%	58.2%	70.9%	58.6%	48.6%
股份行	21164	23662	26466	27926	31260	30287	28940	63.9%	66.0%	62.1%	60.9%	62.0%	56.8%	53.4%
北京银行	1635	1552	2081	2031	2661	3028	3216	82.1%	81.8%	72.4%	64.7%	73.0%	79.5%	85.3%
上海银行	1498	1723	2082	2018	1693	1428	1329	49.9%	80.5%	75.2%	67.0%	79.4%	51.4%	44.0%
江苏银行	1352	1438	1497	1986	2935	3747	3339	56.8%	67.6%	57.2%	64.9%	75.7%	81.7%	76.4%
宁波银行	1879	2270	2234	2067	2098	1757	1473	61.9%	64.7%	67.5%	62.1%	65.5%	58.4%	52.8%
南京银行	547	1220	1591	1741	1824	1639	1606	34.5%	43.8%	41.0%	42.2%	40.2%	36.4%	37.2%
杭州银行	519	994	867	867	1397	1353	1101	48.6%	63.8%	54.7%	43.3%	58.4%	66.5%	72.0%
长沙银行	411	487	654	763	802	788	749	47.7%	49.4%	59.7%	63.0%	60.5%	38.3%	47.8%
成都银行	340	210	314	333	805	842	501	45.8%	41.4%	58.5%	60.7%	86.6%	76.0%	70.1%
重庆银行	59	30	51	43	329	337	322	18.9%	12.3%	17.6%	16.2%	53.0%	48.8%	53.6%
贵阳银行	154	185	190	297	333	389	384	42.5%	56.7%	54.8%	66.5%	38.4%	43.2%	48.3%
郑州银行	89	105	137	124	156	158	159	19.5%	26.0%	31.5%	30.9%	47.3%	38.3%	33.2%
青岛银行	244	400	350	438	512	478	491	65.4%	71.4%	74.0%	75.2%	74.0%	65.3%	61.6%
苏州银行	162	287	392	346	559	643	699	42.8%	61.7%	63.6%	55.4%	68.6%	74.3%	79.8%
齐鲁银行	124	123	157	231	276	274	322	54.0%	55.0%	53.4%	62.7%	57.3%	62.5%	66.8%
兰州银行	49	72	106	66	160	100	148	14.1%	21.5%	28.6%	19.9%	37.8%	27.2%	36.1%
西安银行	7	61	117	142	203	180	205	7.0%	30.9%	45.0%	54.7%	60.7%	59.9%	57.4%
厦门银行	9	79	137	144	200	152	173	6.3%	49.5%	89.1%	83.4%	57.4%	44.2%	49.2%
城商行	9076	11238	12957	13636	16943	17293	16217	52.3%	61.0%	59.1%	57.1%	62.9%	59.8%	59.6%
渝农商行	210	316	296	360	568	625	470	67.5%	63.4%	38.2%	29.6%	61.3%	54.0%	43.5%
沪农商行	193	267	244	259	320	342	317	27.9%	36.8%	32.1%	26.6%	34.6%	33.3%	32.1%
青农商行	207	225	211	315	383	362	340	49.1%	46.9%	45.9%	65.7%	79.9%	70.4%	72.9%
常熟银行	102	135	88	88	102	103	104	94.3%	98.8%	72.3%	63.3%	95.3%	72.8%	89.8%
紫金银行	4	0	0	0	0	0	0	11.5%						
无锡银行	81	80	85	84	110	96	80	85.4%	91.0%	97.6%	98.9%	99.4%	81.7%	92.8%
张家港行	19	30	56	74	99	98	104	49.6%	47.1%	81.2%	78.1%	81.1%	84.6%	97.2%
苏农银行	50	59	76	94	106	96	91	95.0%	97.3%	82.6%	90.5%	96.0%	84.6%	83.8%
江阴银行	71	81	64	80	69	72	64	94.0%	98.0%	60.0%	44.9%	35.3%	28.4%	20.8%
瑞丰银行	24	31	47	48	84	78	86	60.6%	60.6%	75.5%	75.4%	92.5%	86.5%	80.7%
农商行	961	1224	1166	1402	1841	1872	1656	51.4%	56.0%	46.1%	42.1%	60.0%	53.0%	49.2%
上市银行	38347	43904	50468	52772	62119	61639	59443	50.5%	53.9%	53.1%	52.5%	55.8%	55.1%	51.3%

数据来源: Wind、开源证券研究所

表5: 2025H2 股份行和城商行基金投资规模分别下降 1346 亿元和 1076 亿元

银行名称	基金投资规模增量（本行口径，亿元）									
	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1	2025H2
工商银行	-840	-642	-5	-4	-36	-39	62	40	63	256
建设银行	-17	8	-162	17	-10	243	484	215	-125	857
邮储银行	434	1614	1027	725	-133	181	1097	862	-131	-1045
交通银行	828	-655	1	512	24	-305	273	-771	356	172

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

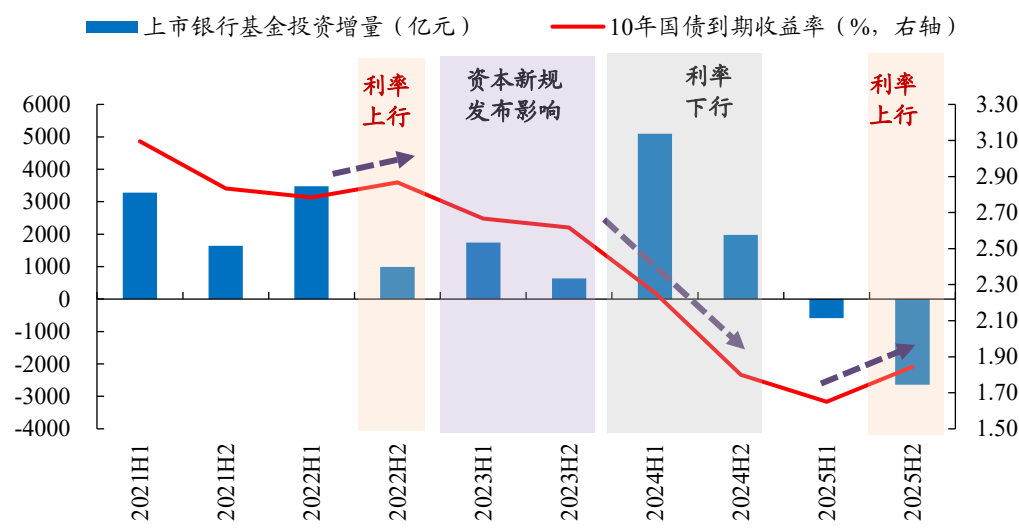
国有行	405	325	861	1250	-155	80	1916	346	163	240
招商银行	154	-17	162	212	-14	547	613	466	-716	71
兴业银行	837	-392	273	52	-215	-44	-86	-200	614	-145
浦发银行	-641	322	540	-34	37	619	-120	621	-338	223
中信银行	770	322	382	-42	254	-386	376	126	140	-173
民生银行	488	-487	783	-344	-66	-616	-66	309	-102	-204
光大银行	185	208	-300	-88	833	-11	6	-180	-603	-310
平安银行	12	163	227	427	-325	132	311	-124	207	-354
华夏银行	291	220	36	153	194	278	543	487	-59	-106
浙商银行	-19	82	174	192	-4	247	222	28	-116	-348
股份行	2076	421	2276	528	694	766	1799	1535	-973	-1346
北京银行	28	-111	207	322	-4	-47	267	363	367	189
上海银行	161	65	320	39	-70	6	-66	-259	-265	-99
江苏银行	23	63	6	53	364	124	1194	-245	812	-408
宁波银行	213	178	-180	144	331	-499	194	-163	-341	-284
南京银行	282	392	136	236	189	-39	229	-147	-185	-33
杭州银行	276	200	110	-237	-73	72	186	344	-45	-251
长沙银行	49	27	164	3	57	51	112	-73	-14	-39
成都银行	-79	-51	-55	159	-59	79	262	209	37	-342
重庆银行	-39	10	50	-30	3	-10	86	200	8	-15
贵阳银行	-13	44	29	-24	40	66	-36	72	57	-6
郑州银行	10	6	13	19	-8	-6	3	29	2	1
青岛银行	111	45	8	-58	-10	98	-2	76	-34	13
苏州银行	109	17	111	-6	60	-106	284	-71	84	56
齐鲁银行	-5	3	29	5	47	28	9	36	-2	48
兰州银行	6	18	126	-93	29	-69	33	62	-61	49
西安银行	2	52	16	40	4	21	30	31	-23	25
厦门银行	15	55	35	23	-10	17	26	30	-48	21
城商行	1149	1013	1125	595	891	-213	2813	494	350	-1076
渝农商行	17	89	70	-90	20	43	289	-81	57	-155
沪农商行	52	22	13	-36	17	-2	-34	95	22	-25
青农商行	-12	30	-8	-6	88	16	45	23	-22	-22
常熟银行	-22	56	-28	-20	-10	11	67	-54	1	2
紫金银行	-3	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
无锡银行	3	-4	2	3	2	-4	10	16	-14	-16
张家港行	3	8	15	11	18	0	66	-42	0	6
苏农银行	-4	13	8	9	20	-1	13	-1	-10	-5
江阴银行	7	3	1	-18	2	14	1	-11	2	-8
瑞丰银行	17	-10	0	16	-4	5	31	5	-6	8
农商行	58	206	72	-130	153	83	489	-49	31	-216
上市银行	3687	1965	4335	2242	1583	716	7017	2326	-428	-2399

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

银行自营基金投资规模增量与利率走势密切相关，季末利率上行时会催化银行赎回基金。一方面基金投资只能计入 FVTPL，利率调整时基金估值的波动对银行业

绩形成扰动；另一方面在核心营收（利息净收入）愈发承压的背景下，银行对金融投资的收益诉求提高，而利率上行环境中债基收益率往往表现不佳。

图11：银行自营基金投资增量与利率走势相关性明显



数据来源：各银行财报、Wind、开源证券研究所（注：本行口径，剔除国有行后的上市银行）

（1）基金投资只能计入 FVTPL，季末利率上行时，银行会赎回基金避免业绩大幅波动。但由于摊余成本法定开债基估值稳定，银行持仓行为稳定。关联方统计口径下，2025 年末邮储银行持有的 14 只摊余成本法定开债基份额自 2020 年以来就保持稳定，2023 年多只产品进入开放期后还有一些增持。仅在 2025H2 赎回了 7.5 亿份民生加银聚鑫三年定开，2025H2 年化收益率 2.10%为持仓摊余成本法定开债基中最低，收益因素或为赎回主因。

表6：邮储银行持仓摊余成本法定开债基份额稳定（关联方口径，2025）

基金代码	基金名称	赎回起始日	收益率（2025）	持有份额（亿份）						
				2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	2025
004567.OF	新华安享惠泽 39 个月定开 A	2023-06-12	2.91%	8.0	8.0	8.0	31.7	31.7	31.7	31.7
007619.OF	中欧润逸 63 个月定开	2025-10-29	2.11%	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
007736.OF	民生加银聚鑫三年定开	2022-09-05	2.10%	20.0	20.0	23.0	23.0	23.0	23.0	15.5
008027.OF	工银泰和 39 个月定开 A	2023-10-09	3.17%	22.5	22.5	22.5	25.5	25.5	25.5	25.5
008489.OF	华商鸿畅 39 个月定开 A	2023-12-25	2.15%	12.0	12.0	12.0	15.5	15.5	15.5	15.5
008560.OF	中邮淳悦 39 个月定开 A	2023-10-31	3.02%	10.0	10.0	10.0	16.0	16.0	16.0	16.0
008613.OF	浙商汇金安享 66 个月定开 A	2026-03-23	4.13%	-	-	-	23.9	23.9	23.9	23.9
008759.OF	摩根瑞泰 38 个月定开债 A	2023-05-18	2.70%	6.0	6.0	6.0	20.4	20.4	20.4	20.4
009523.OF	宝盈聚福 39 个月定开 A	2023-11-29	3.07%	17.3	17.3	17.3	22.5	22.5	22.5	22.5
009738.OF	格林泓安 63 个月定开	2026-02-02	3.55%	-	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
009770.OF	英大安鑫 66 个月	2026-03-24	3.83%	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
009894.OF	前海开源惠盈 39 个月定开	2023-11-24	2.65%	15.0	15.0	15.0	19.0	19.0	19.0	19.0
010463.OF	鹏扬淳稳 66 个月定开 A	2026-04-29	4.78%	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
010580.OF	长盛稳鑫 63 个月定开	2026-03-02	3.54%	-	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0

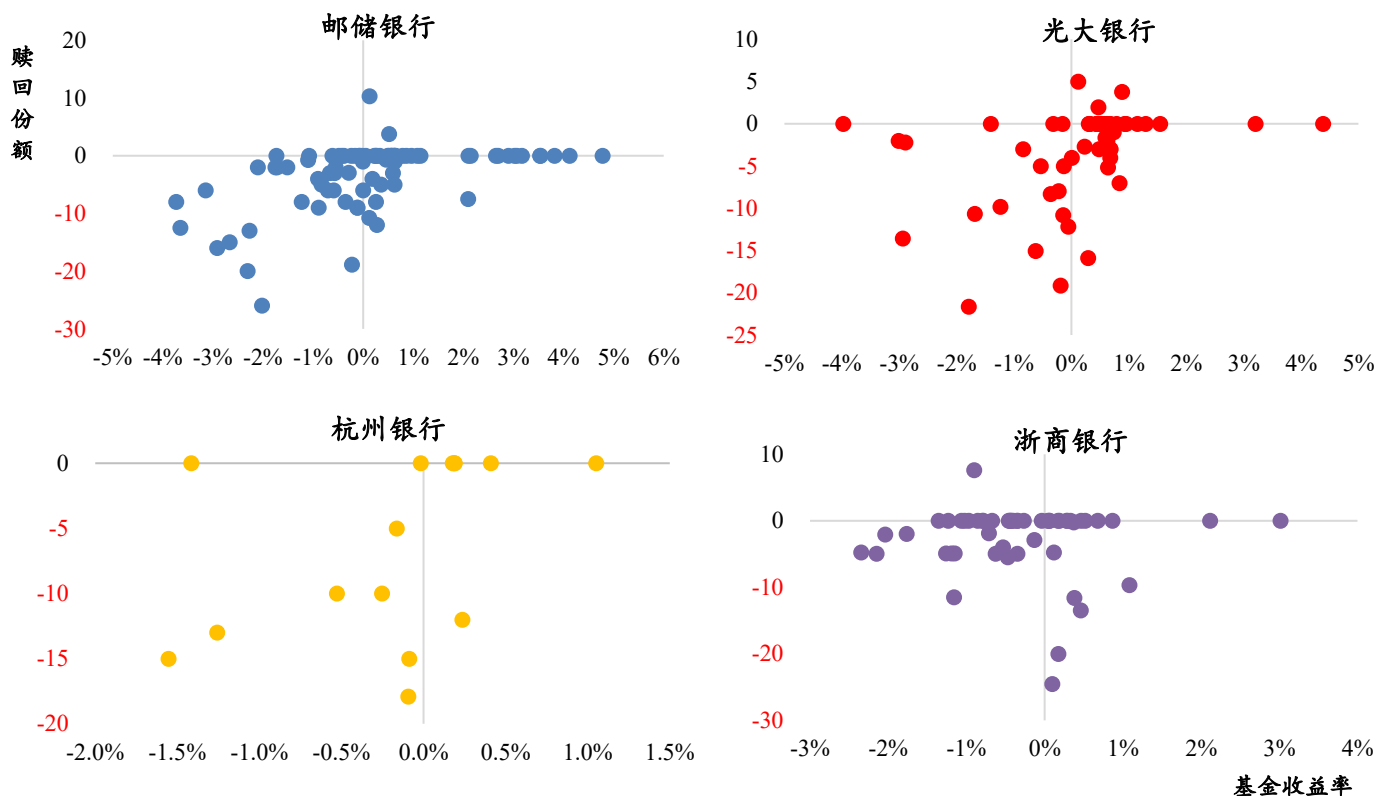
数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）利率上行时债基收益率往往表现不佳，部分产品净值回撤较多。我们以 2025H2 基金赎回规模较大的邮储银行、光大银行、浙商银行和杭州银行为例，其赎回

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

回的债基多为区间收益率为负的产品。

图12：2025H2 银行赎回收益率表现不佳的债基（关联方口径，亿份）

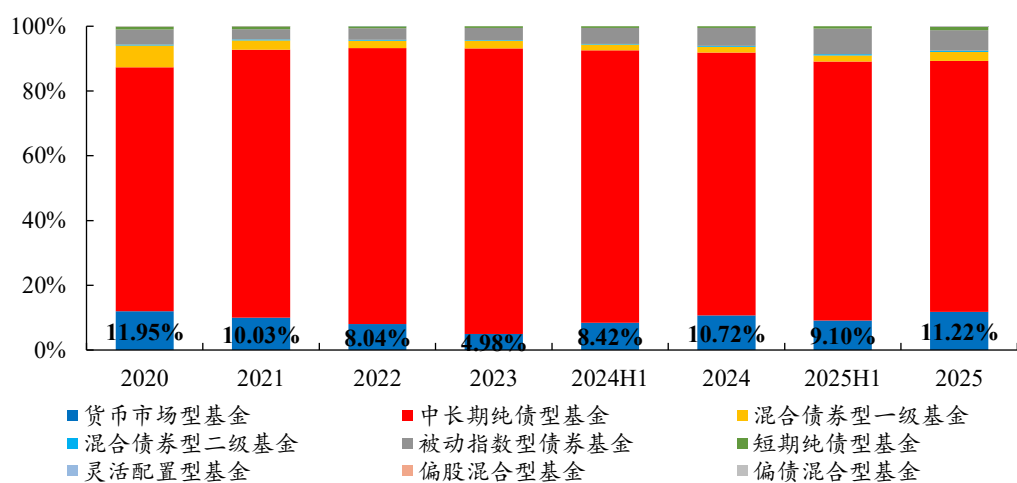


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：纵轴为 2025H2 银行赎回基金份额，横轴为基金产品 2025H2 的区间年化收益率。）

2.2、类型偏好：赎回低收益利率债基，增持信用债基

从基金持仓类型来看，货基投资比例提升明显。关联方口径统计，2025 年末银行自营持仓货基比例为 11.2%，较 2025H1 提升 2.1pct。

图13：2025 年银行自营货基投资比例提升

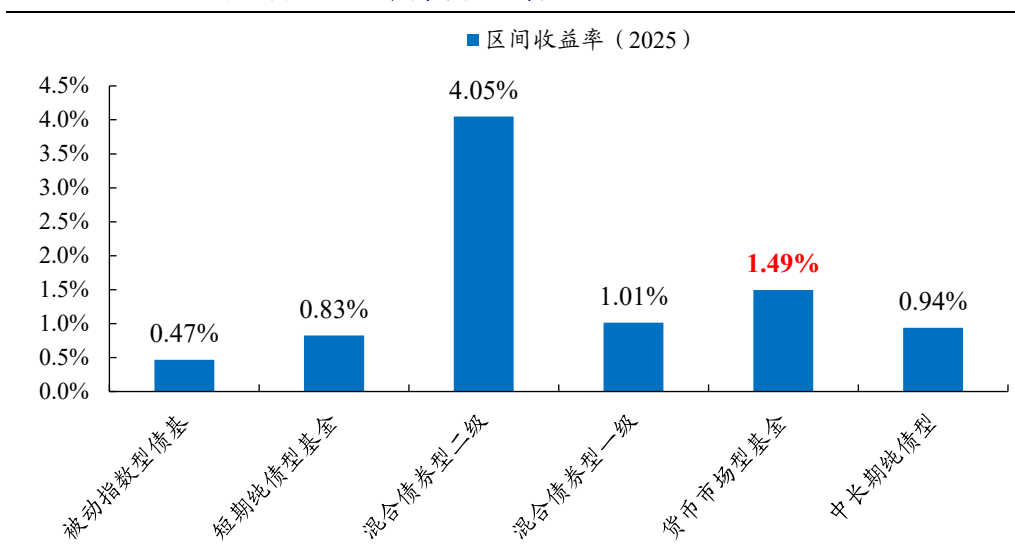


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

2025 年货基较债基更具优势。（1）收益稳定，估值不受市场利率调整影响；（2）2025 年银行持仓货基收益率均值在 1.5% 左右，高于多数债基收益表现；（3）货基具

有随时申赎，优化 LCR 指标的特征，是比较好的流动性管理工具。

图14：2025 银行持仓货基收益率高于多数债基



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

银行自营债基投资风险偏好提升明显：增持混合债券型基金和信用债基。

（1）主要赎回中长期纯债型基金，增持混合债券型一级基金和二级基金。关联方口径下，2025 年银行持仓债基整体规模收缩，但混合债券型一级基金和二级基金获增持，或源于收益率表现好于一般债基因素。中信银行持仓的 3 只二级债基投向可转债并获取显著超额收益，2025 年中信银行持续增持。

表7：2025H2 混合债券型一级基金和二级基金银行自营持仓份额提升（亿份）

基金类型	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1	2025
中长期纯债型基金	16634	16126	17088	20239	26678	19663	18107
混合债券型一级基金	442	439	473	426	585	458	645
混合债券型二级基金	71	70	40	54	94	87	94
被动指数型债券基金	692	562	710	1193	1834	1941	1465
短期纯债型基金	115	94	109	123	168	183	284

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

表8：中信银行持仓二级债基底层资产投向可转债获取较高投资收益率（亿份）

基金代码	基金名称	持有银行	2025 年收益率	持有份额 (2025)	持有份额 (2024)	2025 份额变动	持股比例 (%)	投向可转债比例
005019.OF	国投瑞银和泰 6 个月	杭州银行	0.32%	19.31	29.31	-10.00	99.48	-
010803.OF	天弘庆享 A	徽商银行	0.87%	20.01	20.01	0.00	87.00	-
011656.OF	天弘京津冀主题 A	南京银行	1.00%	5.77	-	5.77	58.59	-
020736.OF	国新国证汇铭 A	青岛银行	0.02%	22.83	22.93	-0.09	53.30	-
023692.OF	诺德安悦	青岛银行	0.98%	7.99	-	7.99	38.13	-
253060.OF	国联安信心增长 A	中信银行	11.51%	6.82	4.69	2.13	50.16	41.7%
519733.OF	交银强化回报 AB	中信银行	15.13%	8.32	4.49	3.83	41.78	21.3%

基金代码	基金名称	持有银行	2025 年 收益率	持有份额 (2025)	持有份额 (2024)	2025 份额 变动	持股比例 (%)	投向可转债 比例
016327.OF	农银汇理双利回报 A	中信银行	3.53%	3.03	3.03	0.00	99.11	15.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

从银行持仓债基的底层资产投向看，信用债投资比例提升明显，2025 年末超过 20%，较 2025H1 提升 6.8pct，减仓国债和政金债等利率债明显，占比分别下降 3.0pct 和 4.1pct。货基：相较于 2025H1，银行存款占比提升，同业存单的投资占比下降。

表9：2025 年银行自营持仓债基减仓国债和政金债，增持信用债（关联方口径）

日期	买入 返售	银行 存款	其他 资产	国债	同业 存单	金融债	政金债	信用债	可转债	ABS	地方债	其他 债券
24H1	0.7%	0.7%	0.2%	3.8%	2.5%	17.6%	56.8%	15.1%	0.0%	0.2%	-	2.1%
2024	1.7%	1.4%	0.2%	5.0%	1.9%	16.2%	59.0%	12.1%	0.0%	0.1%	0.4%	1.9%
25H1	1.1%	1.0%	0.3%	6.4%	1.5%	16.2%	57.0%	13.9%	0.0%	0.1%	0.5%	2.0%
2025	2.4%	1.5%	0.2%	3.5%	1.2%	15.7%	52.9%	20.6%	0.0%	0.1%	0.7%	1.3%
变动	1.3%	0.4%	-0.1%	-3.0%	-0.3%	-0.5%	-4.1%	6.8%	0.0%	0.0%	0.2%	-0.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

表10：2025 年银行持仓货基增持银行存款，减仓同业存单（关联方口径）

日期	买入 返售	银行 存款	其他 资产	国债	同业 存单	金融债	政金债	信用债	可转债	ABS	地方债	其他 债券
24H1	21.2%	37.1%	0.3%	0.1%	33.2%	0.9%	3.7%	3.3%	0.0%	0.2%	-	0.0%
2024	23.9%	26.9%	0.7%	0.1%	38.3%	1.4%	4.1%	4.6%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
25H1	18.0%	25.4%	0.4%	0.4%	47.0%	1.2%	4.1%	3.5%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
2025	16.8%	26.8%	0.2%	0.0%	45.5%	1.6%	5.4%	3.6%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
变动	-1.18%	1.34%	-0.22%	-0.33%	-1.49%	0.44%	1.24%	0.18%	0.00%	0.02%	0.00%	0.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

银行自营持仓债基以利率债基为主，2025 年末占比为 47%，符合银行稳健的投资风险偏好。一方面，免税是银行自营投资基金的主要诉求之一，从 2025 年末银行持仓债基底层资产来看，政金债、信用债和金融债等就有税收优惠的债券占比较高。另一方面，主要投向政金债的摊余成本法定开债基由于估值优势得到银行偏好。

2025H2 银行增持信用债基明显（+1400 亿元），其中招商银行、中信银行、上海银行、北京银行信用债基增持规模较多，均超 100 亿元，反映其基金投资风偏提升趋势。

注：根据债基底层资产分布情况，利率债（国债+政金债）占比>50%的债基定义为利率债基，金融债（不含政金债）占比>50%的债基定义为金融债基，信用债占比>50%的债基定义为信用债基。

表11：2025H2 银行自营减仓利率债基，增持信用债基（关联方口径）

银行名称	2025 年末银行持仓基金类型（亿份）					占比				2025H2 增量（亿份）				
	金融 债基	利率 债基	信用 债基	其他	合计	金融 债基	利率 债基	信用 债基	其他	金融 债基	利率 债基	信用 债基	其他	合计
兴业银行	384	882	1279	290	2835	13.6%	31.1%	45.1%	10.2%	-105	28	-86	-371	-535
中国银行	-	2066	0	0	2066	-	100.0%	0.0%	0.0%	-	89	0	0	89

招商银行	347	570	499	516	1932	18.0%	29.5%	25.9%	26.7%	14	-108	309	-410	-194
浦发银行	376	1297	95	101	1869	20.1%	69.4%	5.1%	5.4%	-116	85	35	53	56
邮储银行	358	986	27	130	1501	23.9%	65.7%	1.8%	8.7%	45	-329	15	-68	-337
中信银行	100	50	779	137	1067	9.3%	4.7%	73.1%	12.9%	23	-13	149	-201	-42
上海银行	15	201	642	35	893	1.7%	22.5%	71.9%	3.9%	-45	-27	568	-448	49
华夏银行	155	640	48	28	871	17.7%	73.5%	5.5%	3.2%	42	23	0	-73	-8
工商银行	303	150	59	255	768	39.4%	19.6%	7.7%	33.3%	36	83	59	-9	169
交通银行	298	16	272	170	757	39.4%	2.1%	36.0%	22.5%	-50	-23	63	-116	-126
浙商银行	410	157	0	181	748	54.8%	21.0%	0.0%	24.2%	9	-249	0	15	-225
南京银行	219	311	75	103	708	30.9%	43.9%	10.6%	14.6%	6	79	20	11	115
北京银行	158	139	347	37	682	23.2%	20.4%	50.9%	5.5%	-71	9	235	-112	61
光大银行	25	305	299	40	670	3.7%	45.6%	44.7%	6.0%	25	-158	-1	-57	-191
建设银行	161	279	33	0	473	34.1%	59.0%	6.9%	0.0%	143	1	33	0	176
民生银行		218	210	35	463	0.0%	47.2%	45.3%	7.5%	0	-29	-10	-84	-122
江苏银行	20	320	24	65	429	4.6%	74.5%	5.7%	15.2%	-44	-69	3	6	-103
杭州银行	70	281	21	19	391	18.0%	71.7%	5.4%	4.9%	-76	-3	0	-53	-132
徽商银行	16	179	75	3	273	5.8%	65.5%	27.5%	1.1%	0	-6	13	2	9
广发银行	165	39	60		264	62.5%	14.8%	22.7%	0.0%	0	0	0	0	0
平安银行	21	53	25	66	166	12.7%	32.0%	15.4%	40.0%	-46	5	0	17	-24
苏州银行		155			155	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0	10	0	0	10
渤海银行		99	23		122	0.0%	81.2%	18.8%	0.0%	0	0	23	0	23
青岛银行		119			119	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0	-3	0	0	-3
宁波银行				83	83	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	0	-22	0	0	-22
广州农商行		61			61	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	-9	-6	0	-23	-38
农业银行		58			58	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0	49	0	0	49
华润银行	8	39			47	17.3%	82.7%	0.0%	0.0%	8	-8	0	0	0
沪农商行		30			30	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0	15	0	0	15
江苏农商行		0			0	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0	0	0	0	0
合计	3608	9703	4895	2295	20502	17.6%	47.3%	23.9%	11.2%	-212	-578	1430	-1921	-1281

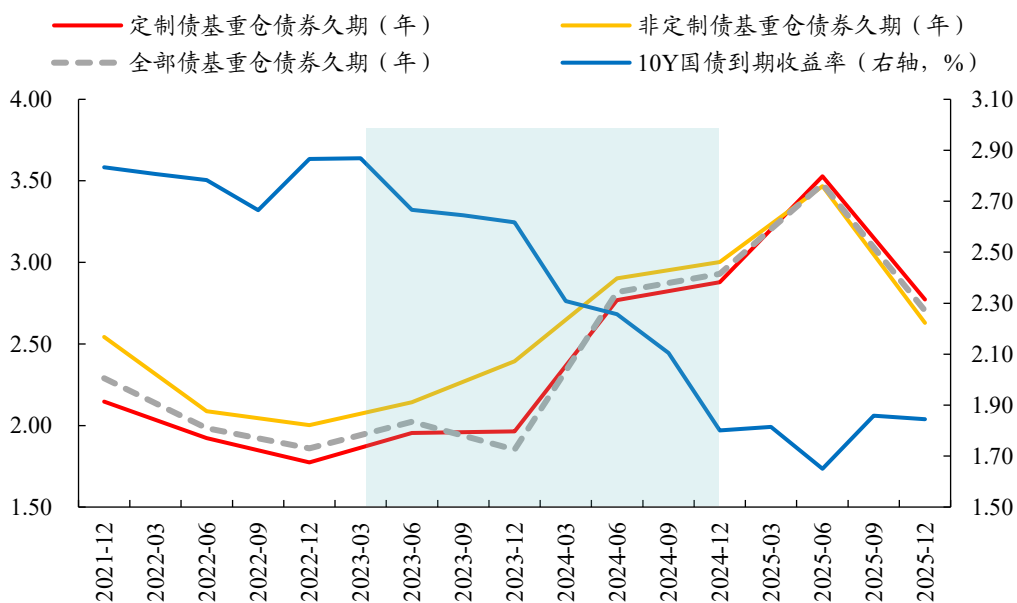
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

2.3、久期变化：2025 年银行持仓债基久期高位下降

从银行投资债基的重仓债券加权平均久期（简称为久期）来看：

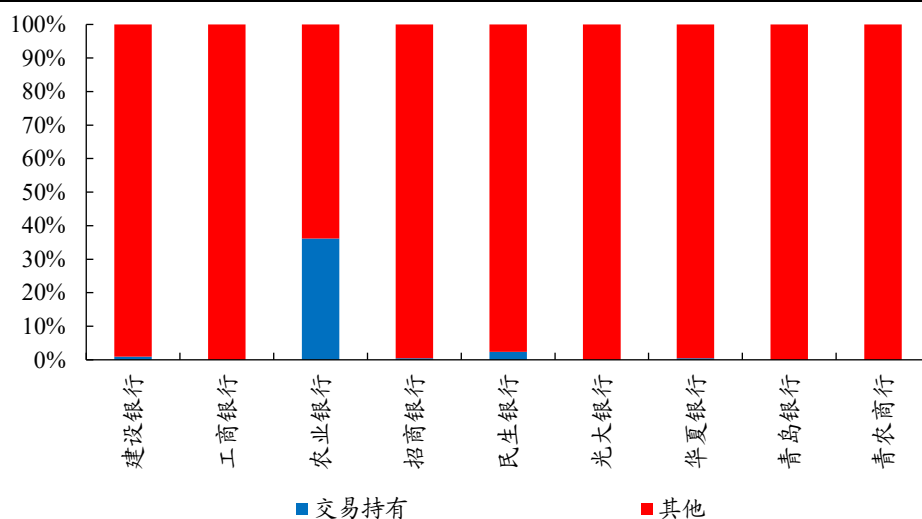
（1）债基拉长久期过程中，定制债基久期小于非定制债基。2023 年以来，伴随利率的快速下行，债基拉长久期做收益，在这个过程中，银行自营投资的定制债基（持仓占比 99%以上的债基）久期小于非定制债基，反映银行对利率风险管理更为谨慎。

（2）2025 年债基久期高位回落，2025 年 6 月末银行持仓债基久期为 3.48 年，处于历史较高位置，三季度后债市调整，为管控市值波动，债基久期下降，同时国股行由于承接超长期地方债导致 ΔEVE 指标承压，2025 年末债基久期高位回落至 2.70 年。

图15: 2025H2 银行投资债基的重仓债券加权平均久期下降


数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 关联方口径)

目前银行持有的基金大部分仍计入银行账簿, 在计算 ΔEVE 等 IRRBB 指标时, 须穿透至底层, 按基金持有债券组合久期代入净久期缺口。

图16: 上市银行持有基金大部分以非交易为目的 (2025 年)


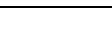
数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

3、银行视角：选择基金产品的主要考虑因素

3.1、部分银行增加货基：流动性管理诉求+同业合作互换

2025 年末关联方口径持仓货基份额超过 200 亿元的银行有：兴业银行（629 亿份）、浦发银行（548 亿份）、建设银行（452 亿份）、交通银行（274 亿份）、江苏银行（227 亿份），其中占比超过 20% 的有建设银行（49%）、交通银行（27%）、浦发银行（23%）和江苏银行（35%）。

图17: 2025H2 银行投资货基份额占比提高

银行名称	2022	2023	2024	2025H1	2025	2025年货基占比	走势图
兴业银行	266	200	412	464	629	18%	
浦发银行	507	123	506	405	548	23%	
建设银行	-	180	372	267	452	49%	
交通银行	149	140	869	236	274	27%	
江苏银行	145	203	264	272	227	35%	
民生银行	105	62	38	86	137	23%	
招商银行	14	43	288	20	116	6%	
上海银行	150	113	228	107	108	11%	
平安银行	185	160	220	166	102	38%	
邮储银行	46	45	150	107	84	5%	
宁波银行	22	22	24	14	15	15%	
光大银行	82	67	50	10	10	1%	
中信银行	22	11	14	5	9	1%	
北京银行	9	12	21	33	-	-	
南京银行	33	80	5	2	-	-	

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 关联方口径)

货基的优势在于: (1) **收益稳定:** 货基也必须计入 FVTPL 账户, 但多采用摊余成本法估值, 其收益和市值都较为稳定, 不会对业绩形成扰动。(2) **较好的流动性管理工具:** 随时申赎+收益稳定, 此外还兼具改善 LCR 指标的功能。(3) **同业合作互换:** 货基主要的资产投银行存款和同业存款, 银行投资货基, 货基可贡献银行同业存款。

1、部分银行偏好货基是出于改善 LCR 的诉求, 如建行、交行、平安和浦发。
 国股行流动性覆盖率合意水平一般在 120% 以上, 当 LCR 临近 120% 时, 银行有改善 LCR 的动力, 货基收益率稳定, 流动性好, 增持货基是改善 LCR 效率最高的方式。

表12: 建设银行、交通银行、浦发银行和平安银行部分阶段 LCR 承压

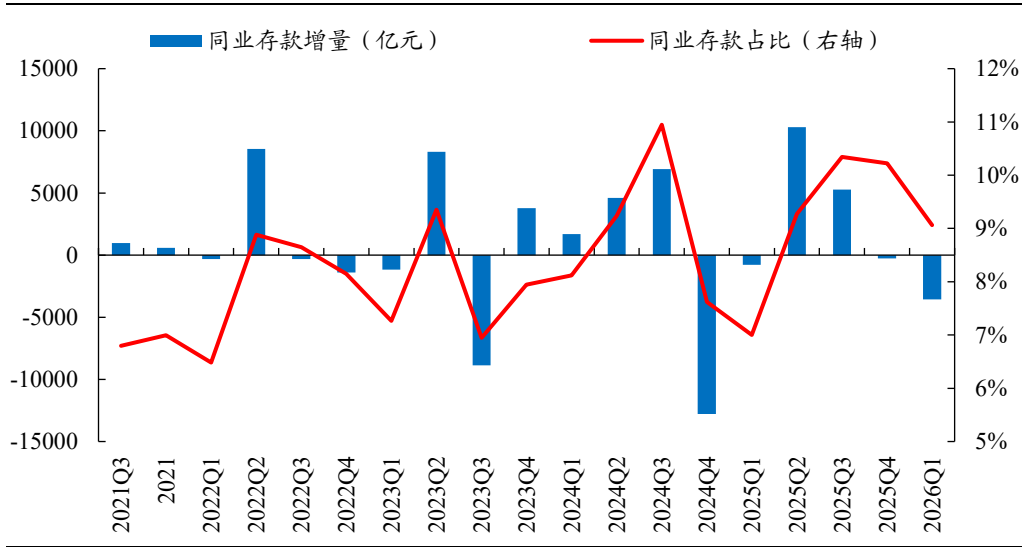
银行名称	流动性覆盖率 (LCR, %)									
	2021Q4	2022Q4	2023Q4	2024Q2	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
工商银行	112	118	122	134	140	121	129	128	139	136
建设银行	135	149	133	125	126	125	122	132	135	138
农业银行	121	132	124	120	131	133	134	130	134	132
中国银行	128	134	135	138	143	143	134	138	151	145
邮储银行	249	251	304	243	287	225	223	229	302	228
交通银行	116	122	129	144	141	130	135	129	123	120
招商银行	165	165	160	172	174	166	160	162	176	178
兴业银行	139	110	156	167	169	146	130	106	175	134
浦发银行	140	149	134	161	153	121	128	118	141	123
中信银行	147	168	167	152	218	138	137	128	144	125
民生银行	133	135	146	141	162	147	155	134	136	142
光大银行	136	130	149	132	151	139	142	134	143	129
平安银行	104	116	112	130	136	111	134	116	133	135

华夏银行	138	150	129	139	149	143	156	153	155	130
浙商银行	164	148	167	166	323	235	225	255	174	369

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、货基高流动性（T+1）且收益稳定的特征，是银行应对日间头寸缺口非常好的工具。根据关联方口径统计，建设银行在 2024H1 和 2025H2 增持货基份额分别为 87 亿份和 185 亿份，一部分原因可能也在于，居民财富化进程中其非银存款占比提升，非银存款利率敏感性高，波动性大，大行负债稳定性下降，因此资产端更偏好一些高流动性资产，预防日间流动性缺口。

图18: 2024 年以来建行非银存款占比提升，波动加剧



数据来源：Wind、开源证券研究所

表13: 2025 年建设银行持仓货基份额稳中有增（关联方口径）

基金名称	基金公司	基金总资产	持股比例 (%)	持仓份额 (亿份)					收益率 (2025)
				2023	2024H1	2024	2025H1	2025	
上银慧财宝 B	上银基金	326	8.10	-	-	-	-	25	1.59%
中金现金管家 B	中金基金	1629	15.36	-	10	10	4	32	1.44%
英大现金宝 A	英大基金	230	6.54	-	-	-	-	15	1.51%
华夏收益宝 B	华夏基金	861	7.10	25	30	31	31	51	1.58%
鹏华金元宝	鹏华基金	736	8.19	25	30	31	31	51	1.57%
长城收益宝 B	长城基金	1310	2.72	25	30	31	35	35	1.63%
博时合晶货币 B	博时基金	111	12.73	-	20	20	13	13	1.51%
民生加银现金宝 B	民生加银基金	107	14.15	-	10	10	4	14	1.46%
建信现金增利货币 B	建信基金	1473	4.73	40	40	41	41	51	1.59%
国泰瞬利 D	国泰基金	551	7.86	25	25	26	26	36	1.62%
银华日利 C	银华基金	1001	43.12	-	-	-	-	20	1.37%
华泰柏瑞交易货币 D	华泰柏瑞基金	202	18.54	-	20	20	20	31	1.54%
南方收益宝 B	南方基金	807	7.05	40	40	41	41	51	1.58%
中信保诚货币 B	中信保诚基金	293	3.86	-	-	-	10	10	1.58%
华商现金增利 B	华商基金	172	10.03	-	10	10	10	15	1.56%

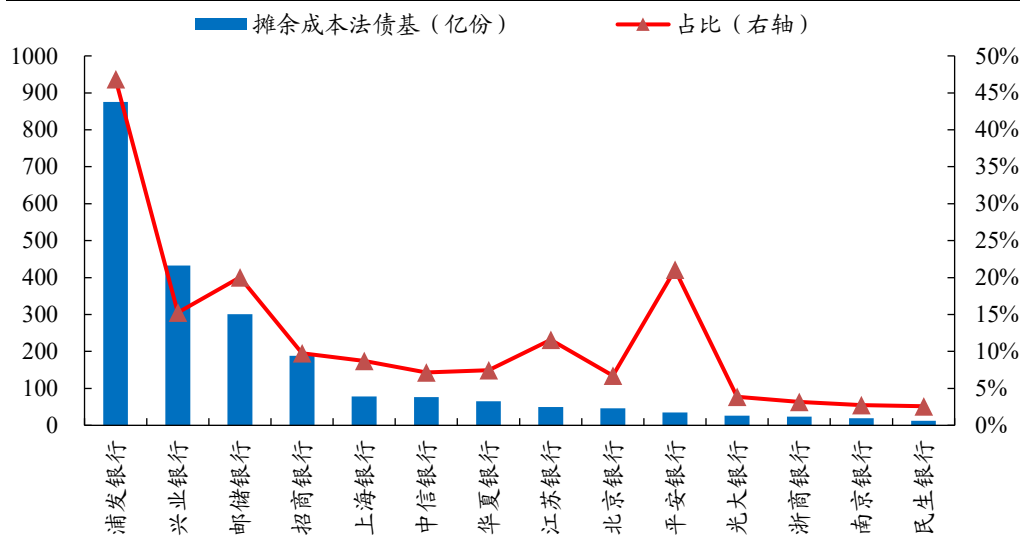
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

3.2、部分银行布局摊余成本法定开债基：避免市值波动干扰业绩

我们通过关联方口径观察，2025 年末浦发银行、兴业银行和邮储银行持仓摊余成本法债基份额较多，分别为 875 亿份、433 亿份、301 亿份，占比相对也较高。

1、基金投资规模大，占总资产比例高，摊余成本法债基可规避市场波动影响业绩稳定性。2025 年末邮储银行、兴业银行和浦发银行自营基金投资规模分别为 6996 亿元、6573 亿元、5301 亿元，居上市银行前三，占总资产比例分别为 3.78%（国有行为 0.60%）、6.10%、5.44%（股份行为 4.10%）。

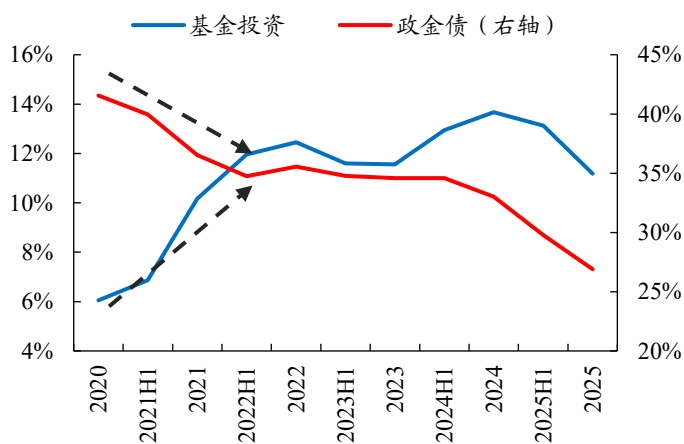
图19：浦发、兴业和邮储持有摊余成本法定开债基份额较多（2025）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

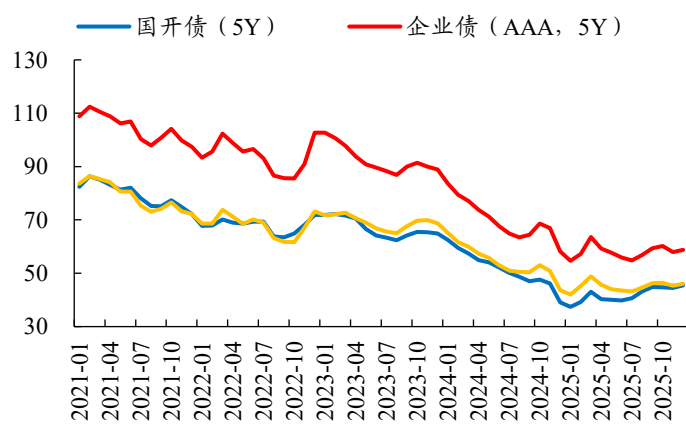
2、摊余成本法定开债基底层资产多为政金债，符合银行自营的风险偏好，且实现合理避税。2020 年以来，伴随邮储银行基金投资比例的提升，自营投资政金债的比例下降，呈现出一定的替代效应。2020-2022 年期间，以国开债（5Y）到期收益率测算，通过基金投资实现的避税效应均值为 75BP。

图20：2020-2022 年期间邮储基金投资代替债券投资



数据来源：Wind、开源证券研究所

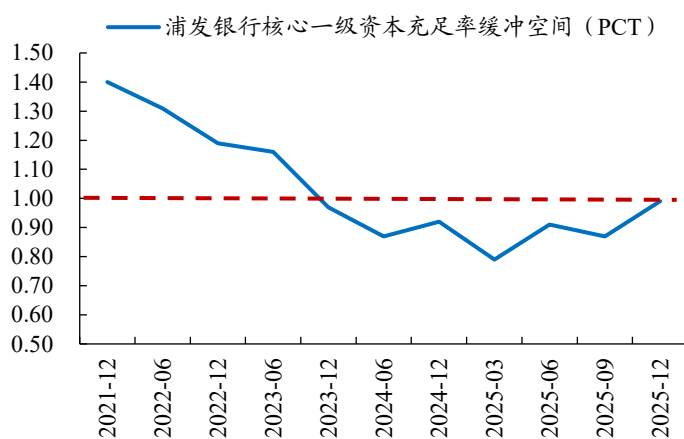
图21：银行通过基金投资各类债券避税效应测算（BP）



数据来源：Wind、开源证券研究所

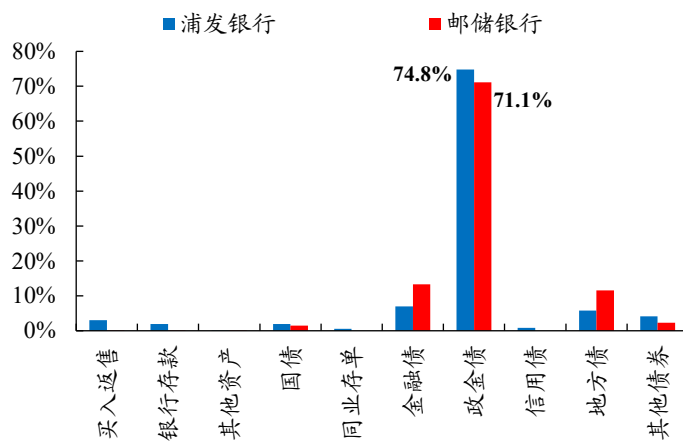
3、摊余成本法定开债基还具有资本节约优势。浦发银行核心一级资本缓冲空间紧张，其持仓摊余成本法定开债基底层资产中政金债比例（75%）也较邮储银行（71%）更高。

图22: 浦发银行核心一级资本充足率缓冲空间较低



数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 摊余成本法定开债基主要投向政金债 (2025)

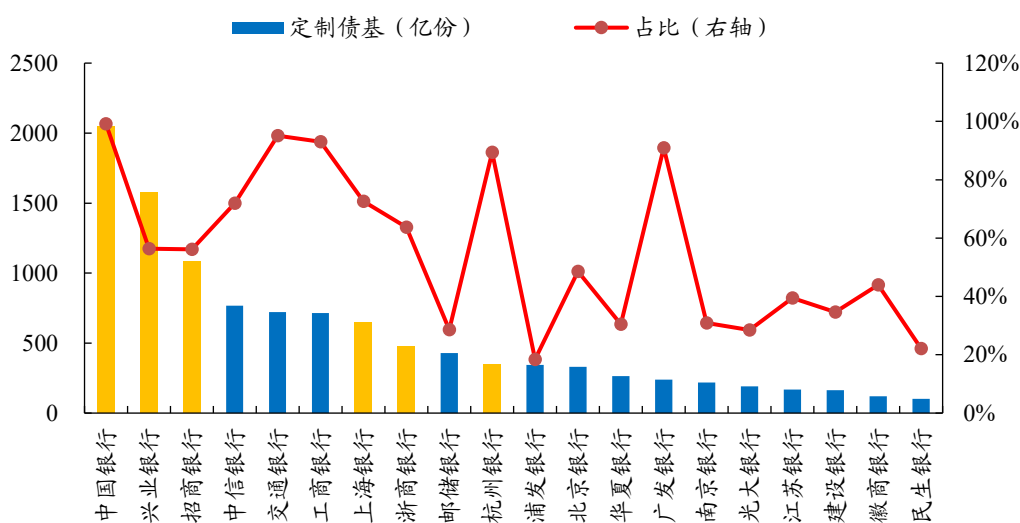


数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 关联方口径)

3.3、选择定制债基: 主要满足超额收益诉求, 精准匹配投资风格

中国银行、兴业银行、招商银行、浙商银行、杭州银行、上海银行定制债基持仓份额和占比较高, 且关联方口径数据具有一定代表性。

图24: 部分银行持仓定制债基份额和占比较高 (2025)

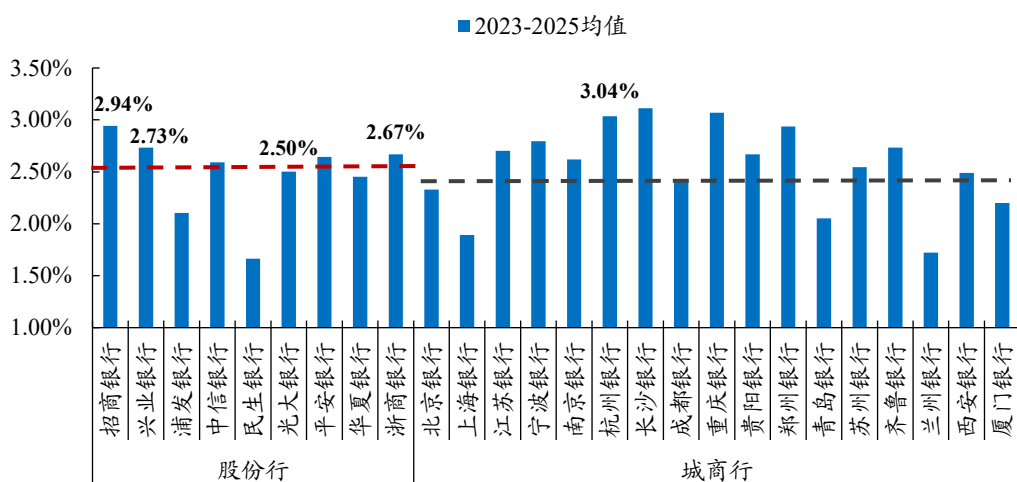


数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 关联方口径)

1、定制债基负债端稳定, 往往有利于其取得稳定的超额收益, 因此一些对收益率有诉求的银行可能会更偏好定制债基。

我们统计 2023-2025 年上市银行交易盘投资净收益率均值, 招商银行 (2.94%)、兴业银行 (2.73%)、浙商银行 (2.67%) 均高于股份行平均值 2.51%, 杭州银行 (3.04%) 也明显高于城商行均值 2.39%。

图25：偏好定制债基的银行对交易盘投资收益率要求较高



数据来源：Wind、开源证券研究所（交易盘投资投资收益率测算=FVTPL 产生的投资净收/交易性金融资产期初期末均值）

从样本银行持仓债基的收益率表现来看，大多数阶段定制债基可取得超额收益。根据 2022-2025 年收益率均值表现，杭州银行、上海银行、兴业银行和浙商银行持仓定制债基收益率较非定制债基分别高出 20BP、15BP、57BP 和 46BP，兴业银行定制债基取得更明显的超额收益，在 2022 年和 2023 年超过 100BP。

表14：杭州银行、上海银行、兴业银行和浙商银行持仓定制债基收益率表现总体好于非定制债基

银行名称	2022 年 (%)			2023 年 (%)			2024 年 (%)			2025 年 (%)			2022-2025 均值 (%)		
	非定制	定制	总计	非定制	定制	总计	非定制	定制	总计	非定制	定制	总计	非定制	定制	总计
杭州银行	2.44	2.82	2.76	1.36	2.58	2.16	5.42	4.52	4.89	0.33	0.45	0.43	2.39	2.59	2.56
上海银行	3.47	3.64	3.54	2.94	2.70	2.85	4.31	5.23	4.65	0.97	0.73	0.90	2.92	3.08	2.99
兴业银行	3.44	4.59	3.98	3.24	4.28	3.81	4.62	4.72	4.67	1.21	1.21	1.21	3.13	3.70	3.42
招商银行	3.20	3.37	3.26	3.09	3.03	3.07	4.36	4.10	4.27	0.84	0.82	0.83	2.87	2.83	2.86
浙商银行	3.33	4.01	3.67	2.62	3.39	2.96	4.99	5.54	5.22	0.51	0.36	0.43	2.86	3.32	3.07

数据来源：Wind、开源证券研究所（关联方口径）

2、定制债基持有者结构单一，可以更好的满足银行的投资风格偏好。

样本银行持仓定制债基层资产投向金融债和信用债比例高于非定制债基。如上海银行定制债基层资产中信用债占比为 62.8%，较非定制债基高 58.2pct，浙商银行定制债基投向金融债占比为 53.1%，较非定制债基高 19pct。

表15：银行持仓定制债基层资产中金融债和信用债比例较高（2025）

银行名称	买入返售	银行存款	其他资产	国债	同业存单	金融债	政金债	信用债	ABS	地方债	其他债券
招商银行	0.1%	0.3%	0.0%	3.0%	5.6%	35.2%	15.5%	40.1%	0.0%	0.0%	0.2%
兴业银行	0.1%	3.0%	0.0%	1.6%	1.9%	36.5%	11.1%	44.9%	0.3%	0.0%	0.5%
浙商银行	0.2%	0.3%	0.0%	3.0%	4.9%	53.1%	35.7%	0.6%	0.4%	0.0%	2.0%
上海银行	0.0%	0.2%	0.0%	2.0%	10.5%	11.9%	6.8%	62.8%	1.4%	0.0%	4.4%
杭州银行	1.4%	0.3%	0.0%	0.9%	0.0%	30.5%	51.2%	14.2%	0.0%	0.0%	1.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

表16: 相较于非定制债基, 定制债基金资产中政金债占比较低 (2025)

银行名称	买入返售	银行存款	其他资产	国债	同业存单	金融债	政金债	信用债	ABS	地方债	其他债券
招商银行	-1.7%	-2.3%	0.0%	-2.6%	4.0%	19.6%	-32.7%	17.1%	0.0%	-1.3%	-0.2%
兴业银行	-3.3%	1.2%	-0.3%	-0.3%	0.9%	25.3%	-28.8%	7.0%	0.3%	-1.6%	-0.5%
浙商银行	-1.3%	-0.2%	-0.3%	-0.7%	3.3%	19.0%	-12.7%	-7.2%	0.2%	0.0%	-0.2%
上海银行	-5.2%	-0.3%	0.0%	-5.2%	9.4%	3.6%	-63.6%	58.2%	1.4%	0.0%	1.8%
杭州银行	1.1%	-0.8%	0.0%	-0.5%	0.0%	13.5%	-19.2%	5.2%	0.0%	0.0%	0.7%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 关联方口径)

各家银行基金投资风格偏好不同。2025 年末兴业银行和上海银行定制债基主要为信用债基, 占比分别为 63%和 98%, 浙商银行偏好金融债基 (57%), 杭州银行偏好利率债基 (68%)。

表17: 2025 年银行持仓定制债基与其自营债券投资偏好较为一致 (关联方口径, 亿份)

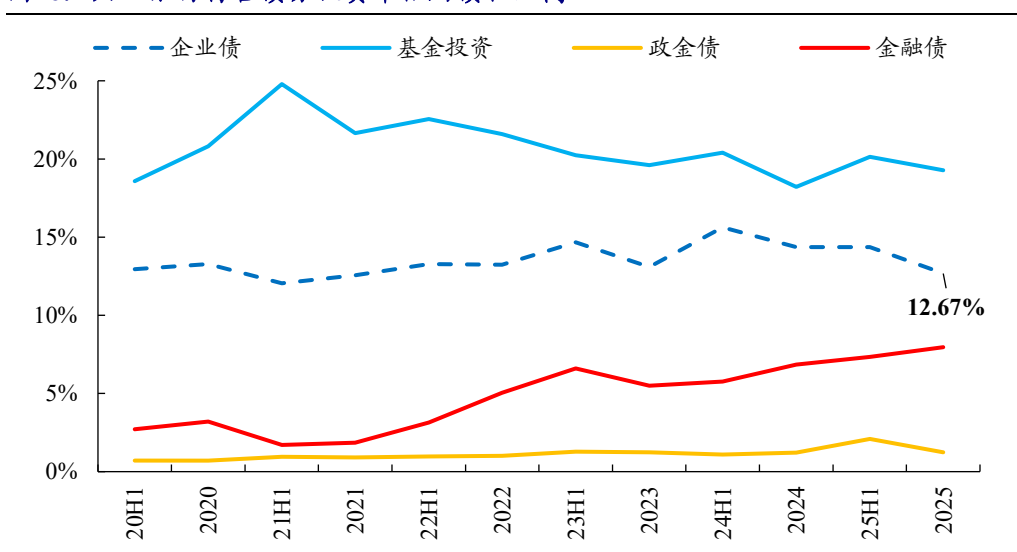
银行名称	金融债基	利率债基	信用债基	其他	合计	金融债基	利率债基	信用债基	其他
兴业银行	266	111	1001	199	1577	17%	7%	63%	13%
招商银行	146	31	485	423	1085	13%	3%	45%	39%
上海银行	10	1	637		648	2%	0%	98%	0%
浙商银行	269	65		140	474	57%	14%	0%	30%
杭州银行	70	239	21	19	350	20%	68%	6%	6%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (关联方口径)

3.3.1、兴业银行: 偏好信用债基, 积极布局信用债 ETF

兴业银行定制债基中信用债占比高, 2025 年末为 63%。与其自营债券投资品种偏好一致, 2025 年末兴业银行自营投资中信用债占比为 12.67%, 反映其品种下沉的风险偏好。此外, 兴业银行还积极布局 2025 年新成立的科技创新公司债 ETF 和基准做市公司债 ETF, 2025 年末持仓份额分别为 2.67 亿份和 1.32 亿份。

图26: 兴业银行自营债券投资中信用债占比高



数据来源: Wind、开源证券研究所

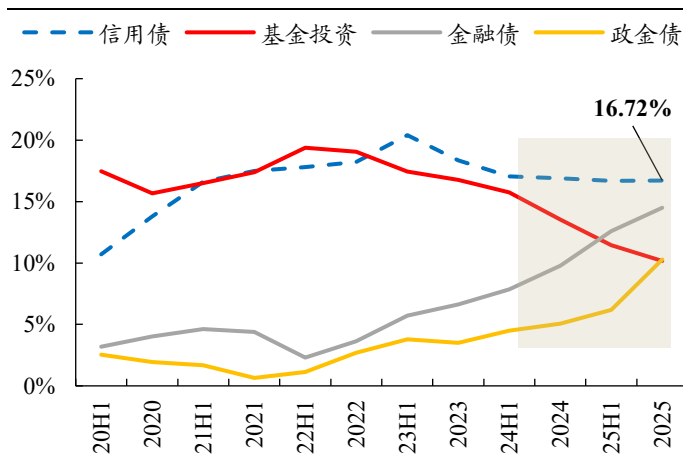
表18: 兴业银行积极布局科技创新公司债 ETF 和基准做市公司债 ETF

基金代码	基金名称	基金公司	成立时间	2025 收益率 (%)	持有份额 (亿份)	持股比例 (%)
159110.SZ	万家深证科技创新公司债 ETF	万家基金	2025-09-17	1.55	0.06	25.26
159115.SZ	华安中证科技创新公司债 ETF	华安基金	2025-09-17	0.88	0.13	24.74
159400.SZ	景顺长城深证科技创新公司债 ETF	景顺长城基金	2025-07-10	0.76	0.09	17.63
159600.SZ	嘉实中证科技创新公司债 ETF	嘉实基金	2025-07-10	-0.18	0.72	16.57
551500.SH	易方达中证科技创新公司债 ETF	易方达基金	2025-07-10	0.69	0.29	22.14
551560.SH	兴业中证科技创新公司债 ETF	兴业基金	2025-09-17	0.49	0.50	29.00
551800.SH	国泰中证科技创新公司债 ETF	国泰基金	2025-09-17	1.26	0.34	22.78
551900.SH	招商中证科技创新公司债 ETF	招商基金	2025-07-10	-0.07	0.55	22.67
159395.SZ	大成深证基准做市信用债 ETF	大成基金	2025-01-16	1.47	0.19	16.45
159397.SZ	广发深证基准做市信用债 ETF	广发基金	2025-01-22	1.30	0.18	14.28
159398.SZ	天弘深证基准做市信用债 ETF	天弘基金	2025-01-21	1.41	0.19	15.73
511110.SH	易方达上证基准做市公司债 ETF	易方达基金	2025-01-16	1.21	0.48	19.73
511200.SH	华夏上证基准做市公司债 ETF	华夏基金	2025-01-16	1.19	0.27	16.11
511360.SH	海富通中证短融 ETF	海富通基金	2020-08-03	1.54	0.20	3.23

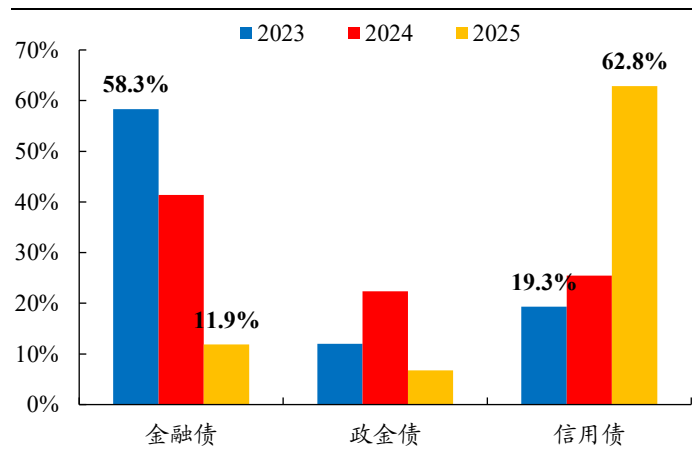
数据来源: Wind、开源证券研究所

3.3.2、上海银行: 定制债基底层投向从金融债转向信用债

2025 年上海银行基金投资有两个明显变化: (1) 定制债基底层资产投向由金融债主导转向信用债主导。定制债基底层资产中金融债占比从 2023 年的 58% 下降到 2025 年的 12%, 信用债占比大幅提升至超过 60%, 通过基金投资的债券品种下沉趋势明显。(2) 自营直接投资债券代替基金投资。2025 年基金投资比例下降, 自营投资金融债的比例在提升, 从 2023 年末的 6.62% 提升至 2025 年末的 14.49%, 提升了 7.87pct。

图27: 上海银行营债券投资中信用债占比高


数据来源: Wind、开源证券研究所

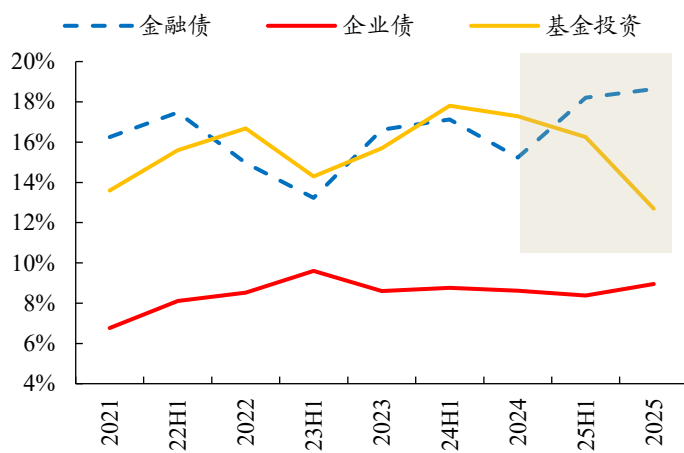
图28: 上海银行定制债基投向由金融债主导转为信用债


数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 关联方口径)

3.3.3、浙商银行&杭州银行: 呈现自营直接投资债券代替基金投资趋势

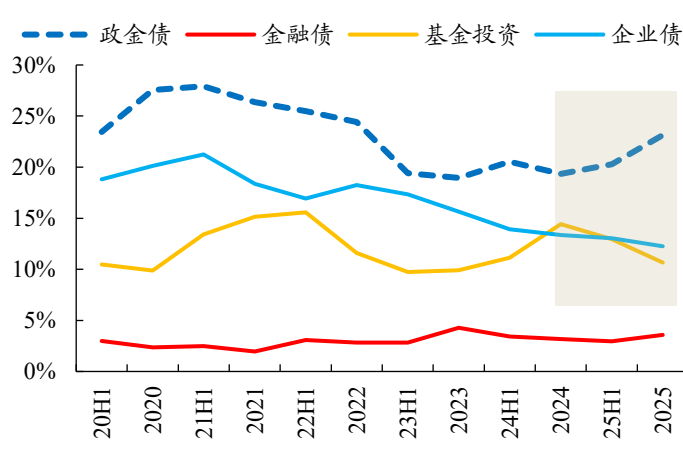
浙商银行和杭州银行 2025 年基金投资下降, 自营直接投资金融债和政金债比例提升, 代替了其通过金融债、利率债基投资。

图29：浙商银行自营投资中金融债占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：杭州银行自营债券投资中政金债占比高



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、中行债基税收事件的影响与推演

根据审计署披露，中行通过中银基金/中银证券做通道，员工 1-100 元小额“凑人头”满足公募 ≥ 200 户持有人门槛，实质单一银行资金持有、底层纯债的私募产品，违规套取公募基金投资收益免征所得税红利，2023.4-2025.8 累计少缴 23.67 亿元税款。

中行 2025 年末通过中银基金和中银证券持仓的定制债基规模分别为 1278 亿元和 906 亿元，合计 2184 亿元。以利率债基（底层资产投向政金债）为主。中行持仓定制债基规模占中银基金/中银证券管理债基总规模比例为 50%和 85%。

表19：2025 年末中行持仓定制债基份额占中银基金/中银证券比例为 45%/76%

基金公司	债基（2025,亿份）		基金管理规模（亿份）		
	中行持仓	其中：定制	2025 年	中行持仓占比	其中：定制占比
中银基金	1161	1149	2552	45.5%	45.0%
中银证券	811	811	1064	76.2%	76.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表20：2025 年末中行持仓定制债基占中银基金/中银证券比例为 50%/85%

基金公司	债基（2025,亿元）		基金管理规模（亿元）		
	中行持仓	其中：定制	2025 年	中行持仓占比	其中：定制占比
中银基金	1295	1278	2958	50.7%	50.1%
中银证券	906	906	1180	85.2%	85.2%

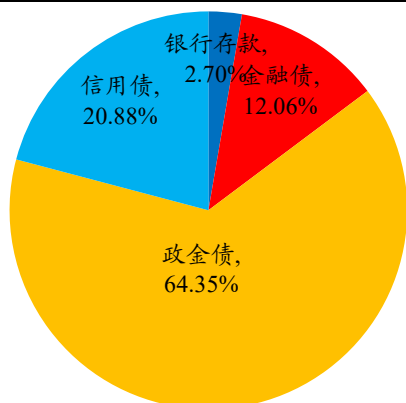
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1、对中国银行的可能影响：补交税款，赎回存量定制债基

对于中行本身而言，如监管认定持有人结构造假、产品属性实质为私募，那么可能存在两种处置方式：

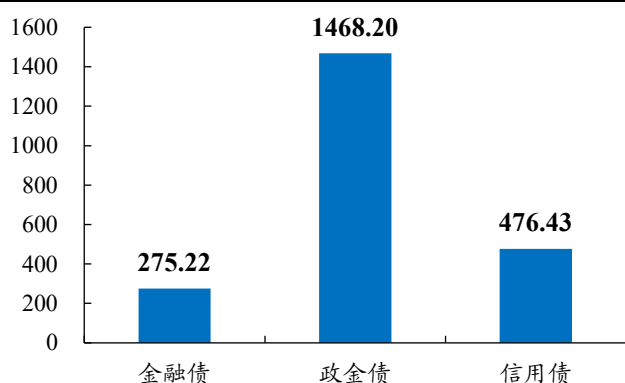
一是限期赎回清算。中行自营大额赎回，定制债基被动抛售底层债券，短期政金债承压，中行定制债基底层资产主要投向政金债。

图31：2025 年中行持仓定制债基主要投向政金债



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2025 中行定制债基投向政金债规模约 1500 亿元



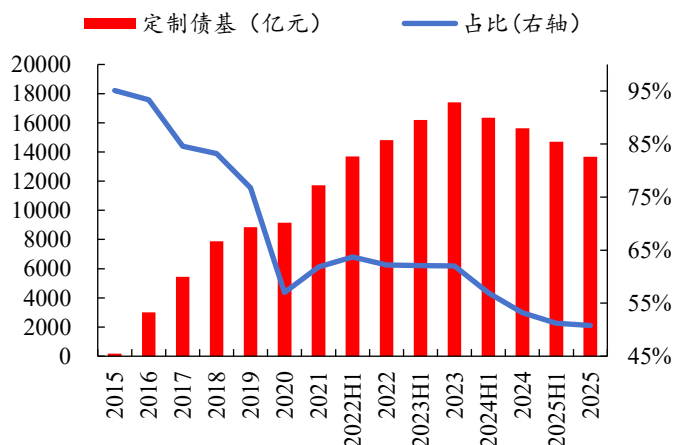
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：单位为亿元）

二是整改重构持有人：引入真实第三方机构稀释单一持有比例，中行被动减仓、压缩定制规模。对于涉事 11 只“伪公募定制债基”过去 2 年享受免税红利，现在或需一次性补缴企业所得税+滞纳金，税款若从基金资产扣除，将直接摊薄单位净值，持有该产品的中行自营资金账面浮亏。

4.2、定制债基合规成本抬升，银行自营直接配债代替基金投资

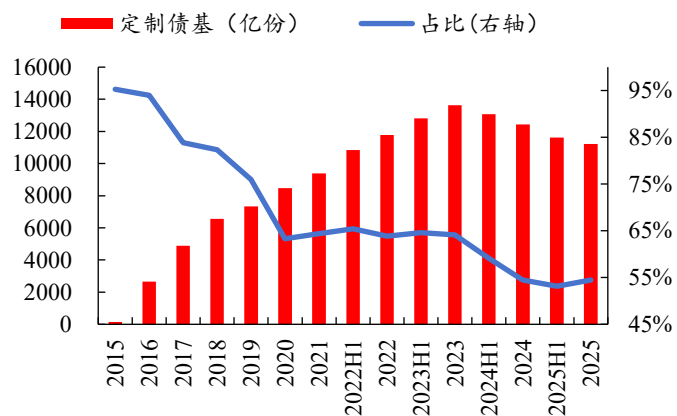
我们认为这一事件不会造成大范围冲击。一是市场绝大多数银行定制债基是合规单一机构持有公募债基（真实少量散户/同业凑户数、无代持人头）。

图33：2025 年末定制债基余额约 1.37 万亿元（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（关联方口径）

图34：2025 年末定制债基份额占比降至 54%（亿份）



数据来源：Wind、开源证券研究所（关联方口径）

二是此前定制债基已按监管要求有所压降，根据中国基金报报道，2025 年底即有传出定制债基的整改要求，降低单一机构持有比例至不超过 50%。根据我们统计，截至 2025 年末，定制债基份额约 1.12 万亿份，对应规模 1.37 万亿元，占全部债基比例分别下降至 54%和 51%。

各家银行来看，2025 年末中国银行、兴业银行、招商银行、工商银行和上海银行委外定制债基规模较大，关联方口径统计规模超 800 亿元，中国银行、工商银行和上海银行通过基金子公司投资定制债基规模占比高，超 80%。

表21：银行通过基金子公司投资定制债基情况（关联方口径）

银行名称 (亿元)	基金 子公司	定制债基规模，2024 年				定制债基规模，2025 年			
		基金 子公司	其他基金 公司	总计	子公司 占比	基金 子公司	其他基金 公司	总计	子公司 占比
中国银行	中银基金， 中银证券	2224		2224	100%	2184	97	2281	96%
工商银行	工银瑞信	659		659	100%	845	64	908	93%
上海银行	上银基金	766	451	1217	63%	726	171	897	81%
招商银行	招商基金	487	896	1383	35%	566	704	1270	45%
兴业银行	兴业基金	553	1990	2543	22%	431	1462	1894	23%
北京银行	中加基金	283	97	379	74%	316	100	416	76%
建设银行	建信基金	190	0	190	100%	182	16	198	92%
浦发银行	浦银安盛	150	612	761	20%	120	342	462	26%
宁波银行	永赢基金	113		113	100%	104		104	100%
交通银行	交银施罗德	37	987	1024	4%	95	788	883	11%
南京银行	鑫元基金	104	215	319	33%	81	196	277	29%

数据来源：Wind、开源证券研究所(关联方口径)

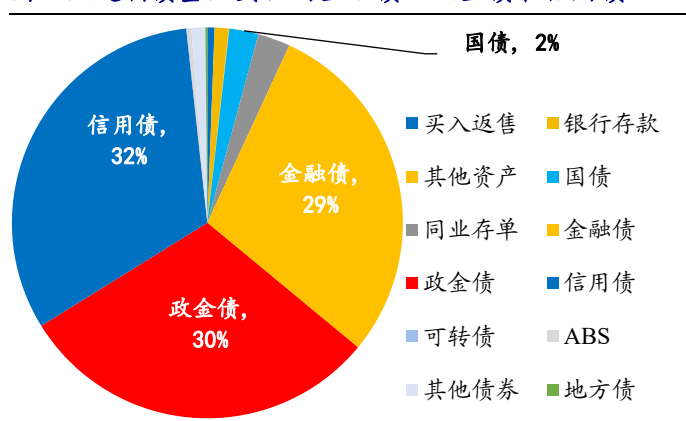
中长期看，全行业定制债基合规成本或抬升：

（1）存量定制债基或有一定规模压降/赎回。中行事件的新闻发酵易使得其他行排查存量问题，尤其是国有行、股份行对持有人结构不合规的产品或分批赎回，委外资金重新分配给自营盘直接买债。

（2）新发定制债基需求大幅走弱。定制债基的核心价值就是节税收益， 税收红利虽然突出，但一旦叠加合规成本不少银行都会变得更谨慎，银行宁愿放弃定制改为自营直接配利率债、持有多只普通公募债基、转向公募专户投资等。

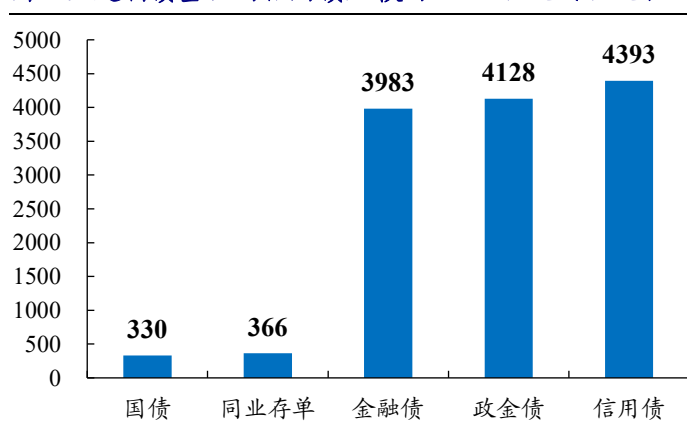
（3）长期来看，若公募节税政策有调整削弱，那么可能有定制债基赎回+新增配置需求下降带来的债券供需、利差、税收定价重构，短期对政金债、信用债和金融债品种形成冲击。由于银行自营资金投资定制债基的核心诉求是免税，因此其底层资产主要投向政金债（30%）、金融债（29%）和信用债（32%）等免税效应较好的品种。2025 年末，定制债基投向政金债、金融债和信用债的规模分别为 3983 亿元、4128 亿元和 4393 亿元，国债和同业存单规模体量较小，分别为 330 亿元和 366 亿元。

图35：定制债基主要投向金融债、政金债和信用债



数据来源：Wind、开源证券研究所（2025 年，关联方口径）

图36：定制债基投向信用债规模约 4400 亿元（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（2025 年，关联方口径）

银行自营新增可配资金或用于直接投资债券，考虑税收成本、资本成本后，利率债仍具有较高比价优势。

(1) 国债：本身享受票息所得税免征政策，无税收套利红利损失，自营直配性价比相对稳固，成为银行配债最优避险选择，相对价值显著抬升。

(2) 国开及政策性金融债：此前依托公募通道免征所得税、套利空间最大；整改后自营直配需缴纳 25%企业所得税，税后收益大幅缩水，品种性价比系统性下行，长期配置需求持续弱化。

(3) 信用债：原本依靠公募免税下沉资质、增厚票息收益的逻辑失效；自营直配不仅承担全额税收，还叠加更高资本占用、风控准入约束，资金接盘能力大幅下降，信用债整体需求承压、利差存在走阔压力。

表22：商业银行大类资产比价表：利率债仍具有比价优势（截至 07.12）

大类资产	名义收益率	税收成本	增值税	所得税	资本成本	资本转换系数	资本成本率	风险权重	存款派生收益	信用成本	综合收益率
企业贷款	3.05%	0.50%	6.00%	25.00%	0.47%	10.50%	6.00%	75.00%	0.63%	1.04%	1.67%
票据贴现	1.46%	0.08%	6.00%	25.00%	0.47%	10.50%	6.00%	75.00%	0.00%	0.00%	0.90%
消费贷	3.00%	0.49%	6.00%	25.00%	0.47%	10.50%	6.00%	75.00%	0.11%	1.45%	0.69%
按揭贷款	3.06%	0.51%	6.00%	25.00%	0.19%	10.50%	6.00%	30.00%	0.32%	0.88%	1.80%
国债 5Y	1.44%	0.08%	6.00%	0.00%	0.00%	10.50%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.36%
国债 10Y	1.74%	0.10%	6.00%	0.00%	0.00%	10.50%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.64%
国债 30Y	2.25%	0.13%	6.00%	0.00%	0.00%	10.50%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.13%
国开债 5Y	1.55%	0.09%	6.00%	25.00%	0.00%	10.50%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.46%
地方债 5Y	1.54%	0.09%	6.00%	0.00%	0.06%	10.50%	6.00%	10.00%	0.00%	0.00%	1.39%
地方债 10Y	1.83%	0.10%	6.00%	0.00%	0.06%	10.50%	6.00%	10.00%	0.00%	0.00%	1.66%
同业存单(AAA)1Y	1.46%	0.00%	0.00%	25.00%	0.25%	10.50%	6.00%	40.00%	0.00%	0.00%	1.21%
商金债(AAA)5Y	1.65%	0.09%	6.00%	25.00%	0.25%	10.50%	6.00%	40.00%	0.00%	0.00%	1.30%
企业债(AAA)5Y	1.76%	0.13%	6.00%	25.00%	0.47%	10.50%	6.00%	75.00%	0.00%	0.00%	1.16%
二级债(AAA-)5Y	1.89%	0.16%	6.00%	25.00%	0.95%	10.50%	6.00%	150.00%	0.00%	0.00%	0.78%
永续债(AAA-)5Y	1.89%	0.16%	6.00%	25.00%	1.58%	10.50%	6.00%	250.00%	0.00%	0.00%	0.15%

数据来源：Wind、开源证券研究所

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

（2）各类债券名义收益率最新一天（07.12）到期收益率；

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

（4）平均负债成本率：2025 年上市银行平均负债成本率；

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

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

(7) 综合收益率=名义收益率-税收成本-资本成本+存款派生收益-信用成本

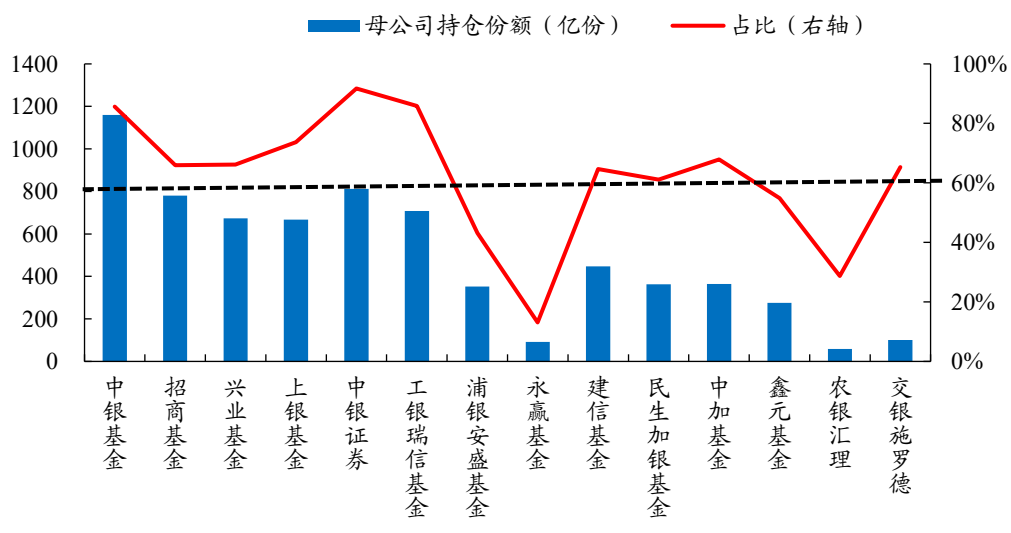
5、基金公司视角：从重点公司动态看自营资金的拓展方向

5.1、银行系基金子公司获得了较多的银行自营资金

根据关联方口径，银行自营投资的基金产品中，规模前三的基金公司是中银基金、招商基金、兴业基金的规模，均超过 1000 亿份，其次上银基金、中银证券、工银瑞信、博时基金和浦银安盛，均超过 800 亿份。

银行持仓基金份额超过 500 亿份但非银行系基金的有博时基金（820 亿份）、嘉实基金（557 亿份）、兴证全球基金（551 亿份）、国寿安保基金（526 亿份）。

图37：关联方统计口径中，多数银行系基金的母行持仓份额占比超过 60%（2025）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表23：银行系基金子公司获得了较多的银行自营资金（2025）

基金公司	银行持仓基金规模（亿份）			基金管理规模（亿份）		银行自营持仓占比	
	货基	债基	总计	货基	债基	货基	债基
中银基金	0	1355	1355	3962	2552	0%	53%
招商基金	27	1156	1182	3724	3090	1%	37%
兴业基金	263	754	1017	1940	2140	14%	35%
上银基金	154	752	906	864	1512	18%	50%
中银证券		884	884	121	1064	0%	83%
工银瑞信基金	46	779	825	4221	2199	1%	35%
博时基金	57	764	820	4645	2825	1%	27%
浦银安盛基金	4	812	816	2003	1319	0%	62%
永赢基金	30	673	703	2003	2456	1%	27%
建信基金	149	544	693	7670	1432	2%	38%
民生加银基金	85	510	594	541	1047	16%	49%
嘉实基金	257	300	557	3651	2558	7%	12%
兴证全球基金	207	343	551	4458	1354	5%	25%
中加基金		537	537	207	1270	0%	42%
国寿安保基金	25	501	526	1641	1528	2%	33%
鑫元基金	16	488	504	1066	1254	1%	39%
华夏基金	100	386	486	7114	2111	1%	18%

鹏华基金	61	412	473	4780	2645	1%	16%
华安基金	70	384	454	2840	1472	2%	26%
南方基金	135	306	441	6385	1921	2%	16%
广发基金		421	421	6480	3250	0%	13%
国泰基金	36	355	391	3231	1569	1%	23%
天弘基金		391	391	8277	2062	0%	19%
富国基金		347	347	4636	2819	0%	12%
大成基金	62	261	323	1793	964	3%	27%
兴银基金	96	214	310	514	647	19%	33%
平安基金	58	252	310	4381	1289	1%	20%
景顺长城基金		265	265	1945	2939	0%	9%
国联基金	42	214	256	334	1055	13%	20%
华富基金	175	57	232	517	478	34%	12%
国投瑞银基金		226	226	1024	907	0%	25%
农银汇理基金		195	204	892	972	0%	20%
长城基金	35	159	194	2236	1075	2%	15%
万家基金	130	44	174	4435	628	3%	7%
银华基金	20	150	170	3466	1092	1%	14%
海富通基金	29	136	165	460	472	6%	29%
汇添富基金	15	144	159	4466	2319	0%	6%
交银施罗德基金	31	123	154	2773	1103	1%	11%
苏新基金		141	141		214		66%
华泰柏瑞基金	37	101	138	834	442	4%	23%
中欧基金	38	99	137	2644	1458	1%	7%
中信保诚基金	10	118	128	817	647	1%	18%
英大基金	15	105	120	230	439	7%	24%
中航基金		119	119	48	297	0%	40%
宏利基金	0	116	116	392	411	0%	28%
蜂巢基金		116	116		396		29%
鹏扬基金		111	111	233	778	0%	14%
惠升基金		110	110		453		24%

数据来源：Wind、开源证券研究所（统计银行自营持份额超过 100 亿份的基金公司，关联方口径）

我们进一步拆分不同银行基金产品的市占率，来看看对于各类银行分别是哪些公司赢得了市场份额。

银行系基金子公司：银行自营投资第一大持仓基金公司多为基金子公司。典型如工商银行、中国银行、民生银行、上海银行、北京银行，基金子公司产品占比超 50%。

集团兄弟基金公司也获得较多银行资金。如兴业银行投资较多兴银基金产品，中信银行投资较多中信保诚产品。

头部基金公司如嘉实基金、博时基金的银行自营投资规模也排名比较靠前。

表24：银行持仓债基前五大基金公司统计：银行系基金子公司和头部基金公司占比高

银行名称	总规模	基金公司 1	占比	基金公司 2	占比	基金公司 3	占比	基金公司 4	占比	基金公司 5	占比
兴业银行	4202	兴业基金	15.83%	兴证全球	11.49%	兴银基金	5.30%	天弘基金	4.32%	浦银安盛	3.57%
浦发银行	2804	浦银安盛	15.46%	嘉实基金	5.10%	兴业基金	4.93%	国联基金	3.70%	广发基金	3.54%
招商银行	2513	招商基金	38.07%	博时基金	9.95%	华夏基金	8.25%	鹏华基金	5.87%	广发基金	3.99%
中国银行	2304	中银基金	56.21%	中银证券	39.34%	招商基金	2.00%	平安基金	1.31%	大成基金	0.91%
邮储银行	1918	国联基金	6.28%	国投瑞银	5.27%	嘉实基金	5.16%	博时基金	4.73%	国泰基金	4.55%
中信银行	1518	中信保诚	8.17%	华安基金	6.45%	富国基金	5.25%	建信基金	5.00%	国寿安保	4.70%
上海银行	1197	上银基金	69.89%	永赢基金	7.66%	苏新基金	5.05%	浦银安盛	3.74%	富国基金	2.56%
工商银行	996	工银瑞信	93.60%	华夏基金	3.28%	汇添富基金	3.13%				

银行名称	总规模	基金公司 1	占比	基金公司 2	占比	基金公司 3	占比	基金公司 4	占比	基金公司 5	占比
华夏银行	974	民生加银	10.28%	国寿安保	10.02%	富国基金	8.11%	浦银安盛	7.60%	国泰基金	7.31%
浙商银行	939	永赢基金	7.20%	中银基金	6.58%	财通资管	6.32%	华安基金	5.92%	南华基金	4.76%
交通银行	928	交银施罗德	10.24%	华夏基金	9.06%	海富通基金	7.63%	浦银安盛	6.82%	博时基金	6.21%
光大银行	927	永赢基金	9.06%	南方基金	7.19%	博时基金	6.20%	广发基金	5.83%	工银瑞信	5.70%
北京银行	859	中加基金	56.36%	兴业基金	12.48%	京管泰富	11.21%	宏利基金	7.53%	招商基金	5.36%
南京银行	847	鑫元基金	36.26%	博时基金	17.37%	天弘基金	9.07%	诺安基金	6.05%	南方基金	4.03%
建设银行	638	建信基金	82.56%	农银汇理	3.66%	银华基金	3.38%	鹏扬基金	2.53%	博时基金	1.60%
民生银行	535	民生加银	62.10%	国寿安保	9.75%	南方基金	6.68%	富国基金	5.85%	广发基金	3.21%
江苏银行	510	永赢基金	13.37%	华夏基金	7.45%	天弘基金	6.48%	国泰基金	5.94%	招商基金	5.45%
杭州银行	414	广发基金	14.50%	上银基金	11.98%	鹏华基金	10.39%	博时基金	9.63%	中加基金	8.45%
徽商银行	405	浦银安盛	27.91%	华安基金	9.35%	华夏基金	8.69%	天弘基金	7.12%	长盛基金	6.39%
广发银行	348	国寿安保	48.11%	永赢基金	23.42%	浦银安盛	15.82%	鑫元基金	8.20%	蜂巢基金	4.45%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

5.2、工银瑞信：以工行持仓为主，2025 年赎回低收益利率债基

2025 年，在银行自营赎回基金的大背景下，银行自营资金持仓工银瑞信的货基和债基份额均有所增加，分别增加 17.2 亿份和 141.3 亿份。

表25：工银瑞信：2025 年末银行自营持有基金规模为 995 亿元（关联方口径）

基金代码	基金名称	基金类型	持有银行	持股比例 (2025, %)	持有份额（亿份）				收益率 (2025)	持有总资产 (亿元)
					2024	2025H1	2025	2025 变化		
000677.OF	工银现金快线 A	货币市场型基金	兴业银行	0			0.0	0.0	1.19%	0.00
000716.OF	工银薪金 B	货币市场型基金	交通银行	34	8.4	9.4	22.6	14.2	1.54%	116.17
003753.OF	工银如意 B	货币市场型基金	兴业银行	7	20.0		23.0	3.0	1.51%	31.67
002603.OF	工银瑞丰半年定开	中长期纯债型基金	工商银行	100	137.2	137.2	183.6	46.4	0.88%	216.72
005525.OF	工银瑞祥定开	混合债券型一级基金	工商银行	100			96.9	96.9	1.22%	148.21
005772.OF	工银瑞景定开	中长期纯债型基金	工商银行	100	139.8	139.8	129.8	-10.0	0.30%	179.69
007078.OF	工银中债 3-5 年国开行 A	被动指数型债券基金	工商银行	28	5.3	5.3	5.3	0.0	0.25%	8.00
007122.OF	工银中债 1-3 年国开行 A	被动指数型债券基金	工商银行	33	38.5	38.5	28.5	-10.0	0.64%	41.82
007124.OF	工银中债 1-3 年农发债 A	被动指数型债券基金	工商银行	38	22.2	12.2	12.2	-10.0	0.72%	24.85
007284.OF	工银中债 1-5 年进出口行 A	被动指数型债券基金	江苏银行	2	11.7	11.7	0.4	-11.3	0.38%	0.65
007284.OF	工银中债 1-5 年进出口行 A	被动指数型债券基金	工商银行	36	11.7	11.7	7.7	-4.0	0.38%	13.14
007585.OF	工银瑞弘 3 个月定开	中长期纯债型基金	工商银行	100	95.6	95.6	125.6	29.9	0.72%	153.54
007852.OF	工银瑞安 3 个月定开债	中长期纯债型基金	工商银行	100	129.0	129.0	119.0	-10.0	0.01%	146.50
008027.OF	工银泰和 39 个月定开 A	中长期纯债型基金	邮储银行	32	25.5	25.5	25.5	0.0	2.90%	41.55
008539.OF	工银开元利率债 A	中长期纯债型基金	邮储银行	40	1.0	10.0	8.0	7.0	0.13%	11.29
010632.OF	工银瑞达一年定开	中长期纯债型基金	中信银行	100	20.0	20.0	20.0	0.0	0.70%	28.33
012172.OF	工银中债 1-3 年国开行 E	被动指数型债券基金	光大银行	41		3.9	5.8	5.8	0.47%	52.85
016144.OF	工银瑞诚一年定开 A	中长期纯债型基金	邮储银行	44	0.5	0.5	10.8	10.3	0.55%	14.53

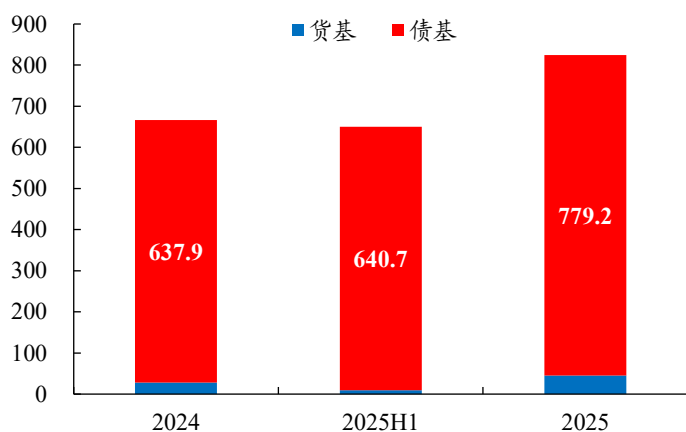
159116.SZ	工银中证 AAA 科技创新公司债 ETF	被动指数型债券基金	中信银行	27			0.3	0.3	1.19%	29.57
-----------	----------------------	-----------	------	----	--	--	-----	-----	-------	-------

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

货基：主要持有银行为兴业银行和交通银行，2025 年末持有规模分别为 116 亿元和 32 亿元。

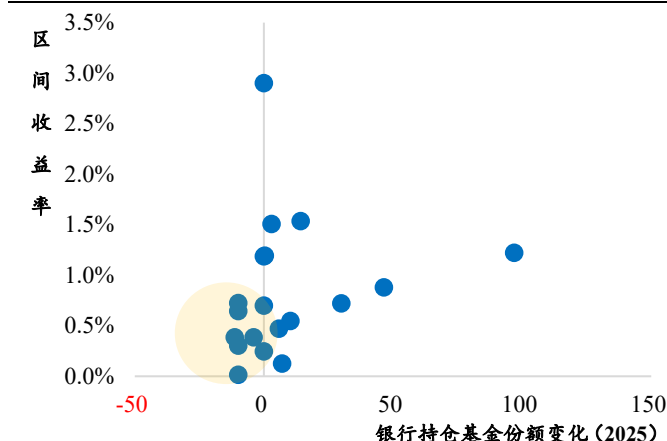
债基：银行持仓基金份额变动与收益率表现有直接关系，银行自营赎回的工银瑞信产品收益率多低于 0.70%

图38：2025 年银行自营资金持仓工银瑞信债基和货基份额均有所提升（亿份）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

图39：2025 年银行自营申赎基金与基金收益率表现相关性明显



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

表26：工商银行持仓工银瑞信基金规模最大（亿元，2025）

银行名称	被动指数型债基	混合债券型一级	货币市场型基金	中长期纯债型	合计
工商银行	87.82	148.21		696.46	932.49
交通银行			116.17		116.17
邮储银行				67.37	67.37
中信银行	29.57			28.33	57.90
光大银行	52.85				52.85
兴业银行			31.67		31.67
江苏银行	0.65				0.65

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

母行（工商银行）2025 年赎回政金债指数型基金 22.6 亿元左右，新增一只定制混合债券型一级基金 148.2 亿元。整体来看，母行债基投资风险偏好有所上升，对政金债指数型基金的收益容忍度下降，2025 年区间收益率多低于 0.70%。增持的三只债基均为持股比例 100% 的定制型债基，持仓份额较大，2025 年区间收益率表现均高于 0.70%。

表27：2025 年银行自营持仓的基金中，混合债券型一级基金和货基增持规模最多（亿元）

银行名称	被动指数型债基	混合债券型一级	货币市场型基金	中长期纯债型	合计
工商银行	-22.57	148.21		37.82	163.46
交通银行			95.82	-6.71	89.11
邮储银行				24.07	24.07

中信银行	29.57		4.51	34.08	
光大银行	52.85			52.85	
兴业银行		6.82		6.82	
江苏银行	-8.47			-8.47	
浙商银行	0.00		-3.24	-3.24	
合计	51.38	148.21	102.64	56.45	358.68

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

从工行增持的三只定制债基底层资产来看，主要投向金融债，相较于政金债指数型基金有一些品种下沉，但对于信用债投资仍相对谨慎，占比只有 10%左右。

表28：2025 年工商银行增持三只定制债基份额

基金代码	基金名称	基金类型	持股比例 (2025)	持有份额（亿份）				收益率 (2025)
				2024	2025H1	2025	2025 年 变化	
002603.OF	工银瑞丰半年定开	中长期纯债型基金	100	137.2	137.2	183.6	46.4	0.88%
005525.OF	工银瑞祥定开	混合债券型一级基金	100			96.9	96.9	1.22%
005772.OF	工银瑞景定开	中长期纯债型基金	100	139.8	139.8	129.8	-10.0	0.30%
007078.OF	工银中债 3-5 年国开行 A	被动指数型债券基金	28	5.3	5.3	5.3	0.0	0.25%
007122.OF	工银中债 1-3 年国开行 A	被动指数型债券基金	33	38.5	38.5	28.5	-10.0	0.64%
007124.OF	工银中债 1-3 年农发债 A	被动指数型债券基金	38	22.2	12.2	12.2	-10.0	0.72%
007284.OF	工银中债 1-5 年进出口行 A	被动指数型债券基金	36	11.7	11.7	7.7	-4.0	0.38%
007585.OF	工银瑞弘 3 个月定开	中长期纯债型基金	100	95.6	95.6	125.6	29.9	0.72%
007852.OF	工银瑞安 3 个月定开债	中长期纯债型基金	100	129.0	129.0	119.0	-10.0	0.01%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

表29：工商银行增持的三只债基中，底层资产主要投向金融债，2025 年占比为 49%

基金代码	基金名称	买入返售	银行存款	国债	同业存单	金融债	政金债	信用债	其他债券
002603.OF	工银瑞丰半年定开	2%	0%	6%	0%	64%	19%	10%	0%
007585.OF	工银瑞弘 3 个月定开	0%	1%	15%	0%	49%	26%	9%	0%
005525.OF	工银瑞祥定开	0%	0%	0%	3%	29%	55%	13%	0%
合计		1%	0%	7%	1%	49%	31%	10%	0%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

5.3、嘉实基金：2025 年浦发银行全面增持货基和各类债基

作为非银行系基金公司，嘉实基金的银行资金来源也较为分散，2025 年末关联方数据口径下，银行自营持仓嘉实基金的货基和债基产品规模合计为 788 亿元。其中浦发银行、江苏银行、兴业银行和邮储银行持仓嘉实基金的产品规模>100 亿元。货基主要是浦发银行和江苏银行持仓，债基主要是浦发银行、兴业银行和邮储银行持仓。

表30：嘉实基金：2025 年末银行自营持有基金规模为 788 亿元

基金代码	基金名称	持有银行	持有份额（亿份）				收益率 (2025)	持有基金 资产 (亿元)	持股 比例 (%)	基金类型
			2024	2025H1	2025	2025 变化				
007589.OF	嘉实致元 42 个月定开	光大银行	1.0	1.0	1.0	0.00	3.09%	1.41	1.25	中长期纯债型基金
007670.OF	嘉实商业银行精选 A	徽商银行	9.4	16.0	16.0	6.59	-0.33%	21.36	99.86	中长期纯债型基金
009772.OF	嘉实彭博国开债 1-5 年 A	建设银行	5.2	5.2	7.1	1.87	0.47%	9.48	14.73	被动指数型债券基金
007696.OF	嘉实融享浮动净值型	江苏银行	107.6	170.1	160.0	52.40	1.55%	179.65	97.95	货币市场型基金
016512.OF	嘉实长三角 ESG 纯债	交通银行	18.3	18.3	17.3	-1.00	0.80%	22.66	89.63	中长期纯债型基金
007319.OF	嘉实汇达中短债 A	民生银行	16.8	16.8	7.3	-9.50	0.78%	10.54	49.39	短期纯债型基金
008620.OF	嘉实致宁 3 个月定开	南京银行	3.9	3.9	3.9	0.00	0.38%	3.92	17.29	中长期纯债型基金
008338.OF	嘉实安元 39 个月定开纯债 A	浦发银行	30.0	30.0	30.0	0.00	2.92%	47.83	18.18	中长期纯债型基金
000917.OF	嘉实快线 A	浦发银行	55.5	104.5	91.7	36.16	1.54%	110.62	22.77	货币市场型基金
023716.OF	嘉实致盈 D	浦发银行		4.8	19.7	19.65	1.27%	47.23	97.05	混合债券型一级基金
021348.OF	嘉实中债绿色普惠主题金融 优选指数 A	浦发银行	24.0	24.0	24.0	0.00	0.57%	30.19	63.51	被动指数型债券基金
021935.OF	嘉实中债 1-3 政策金融债 D	浦发银行		3.9	9.8	9.76	1.05%	17.65	29.03	被动指数型债券基金
005670.OF	嘉实致兴定开纯债	兴业银行	28.1	28.1	4.8	-23.27	0.99%	5.80	35.83	中长期纯债型基金
006841.OF	嘉实致享纯债	兴业银行	24.3	28.7	38.4	14.05	-0.67%	43.56	44.06	中长期纯债型基金
159600.SZ	嘉实中证 AAA 科技创新公 司债 ETF	兴业银行			0.7	0.72	-0.18%	85.81	16.57	被动指数型债券基金
014392.OF	嘉实致乾纯债	邮储银行	40.4	40.4	20.4	-20.00	-0.79%	24.14	30.39	中长期纯债型基金
017129.OF	嘉实致泰一年定开纯债	邮储银行	59.9	59.9	59.9	0.00	0.89%	74.72	99.83	中长期纯债型基金
003460.OF	嘉实现金宝 A	邮储银行	14.0	14.1	5.2	-8.82	1.42%	5.96	34.92	货币市场型基金
013544.OF	嘉实致远 3 个月定开	招商银行	2.8	2.8	2.8	0.00	-0.74%	3.50	49.35	中长期纯债型基金
008015.OF	嘉实中债 3-5 年国开行 A	招商银行	1.9	4.7	2.7	0.85	0.24%	3.71	8.70	被动指数型债券基金
011079.OF	嘉实致泓一年定开	浙商银行	29.6	29.6	24.7	-4.93	0.33%	27.64	100.00	中长期纯债型基金
018169.OF	嘉实致诚纯债	浙商银行	9.8	9.8	9.8	0.00	0.11%	10.39	21.02	中长期纯债型基金
070008.OF	嘉实货币 A	中国银行			0.0	0.00	1.23%	0.00	0.00	货币市场型基金
000618.OF	嘉实薪金宝 A	中信银行		0.0	0.0	0.00	1.20%	0.00	0.00	货币市场型基金

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

表31：银行自营资金持仓嘉实基金的货基和中长期纯债型基金规模较大（亿元）

银行名称	被动指数型 债基	短期纯债 型基金	混合债券型 一级	货币市场型 基金	中长期 纯债型	总计
浦发银行	47.84		47.23	110.62	47.83	253.53
江苏银行				179.65		179.65
兴业银行	85.81				49.35	135.16
邮储银行				5.96	98.86	104.83
浙商银行					38.04	38.04
交通银行					22.66	22.66
徽商银行					21.36	21.36
民生银行		10.54				10.54
建设银行	9.48					9.48
招商银行	3.71				3.50	7.22

银行名称	被动指数型 债基	短期纯债 型基金	混合债券型 一级	货币市场型 基金	中长期 纯债型	总计
南京银行					3.92	3.92
光大银行					1.41	1.41
中国银行				0.00		0.00
中信银行				0.00		0.00
合计	147	11	47	296	287	788

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

2025 年银行整体增持嘉实基金产品规模 135 亿元。结构上看，中长期纯债型基金和短期纯债型基金被赎回，增持被动指数型基金、混合债券型基金和货基。

表32：2025 年浦发、江苏和兴业银行整体增持，邮储银行赎回（亿元）

银行名称	被动指数型 债基	短期纯债 型基金	混合债券型 一级	货币市场型 基金	中长期 纯债型	总计
浦发银行	20.26		47.23	45.69	0.53	113.70
江苏银行				50.92		50.92
兴业银行	85.81				-28.22	57.59
邮储银行				-9.02	-39.29	-48.31
浙商银行					-10.59	-10.59
交通银行					0.76	0.76
徽商银行					9.40	9.40
民生银行		-15.39				-15.39
建设银行	2.50					2.50
招商银行	1.71				0.03	1.74
南京银行					-0.07	-0.07
光大银行					-0.31	-0.31
中国银行				0.00		
中信银行				0.00		
宁波银行					-27.38	-27.38
合计	110	-15	47	88	-95	135

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

2025 年，浦发银行增持货基、一级债基和政金债指数型基金。2025 年末，关联方口径数据，浦发银行持仓 5 只嘉实基金产品，包含货基、摊余成本法定开债基、一级债基和被动指数型债基。

（1）浦发银行增持货基“嘉实快线 A”，除改善 LCR 指标，稳定的收益和估值外，也有同业合作互换的原因。2025 年该货基存放浦发银行同业活期存款 40 亿元，同业定期存款 5 亿元，较 2024 年分别增加 15 亿元和 5 亿元。

表33：“嘉实快线 A”的部分银行存款存放于浦发银行

	2024	2025	2025 变动
同业活期存款	25.01	40.04	15.03
同业定期存款		5.00	5.00

数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 债基来看, 浦发银行增持的政金债指数型基金和混合债券型一级基金 2025 年收益率>1%, 好于债基整体, 且底层资产均以政金债品种为主, 符合浦发银行的风险偏好以及资本紧张的特征, 此外, “嘉实致盈 D” 底层投向的银行存款中, 2025 年新增 10 亿元左右托管在浦发银行。

表34: 2025 年浦发银行增持嘉实基金的货基和、混合债券型一级基金和政金债指数型基金

基金代码	基金名称	持有份额 (亿份)				收益率 (2025)	持有基金总资产 (亿元)	持股比例 (%)	基金类型
		2024	2025H1	2025	2025 变化				
008338.OF	嘉实安元 39 个月定开纯债 A	30.0	30.0	30.0	0.00	2.92%	47.83	18.18	中长期纯债型基金
000917.OF	嘉实快线 A	55.5	104.5	91.7	36.16	1.54%	110.62	22.77	货币市场型基金
023716.OF	嘉实致盈 D		4.8	19.7	19.65	1.27%	47.23	97.05	混合债券型一级基金
021348.OF	嘉实中债绿色普惠主题金融优选指数 A	24.0	24.0	24.0	0.00	0.57%	30.19	63.51	被动指数型债券基金
021935.OF	嘉实中债 1-3 政策金融债 D		3.9	9.8	9.76	1.05%	17.65	29.03	被动指数型债券基金

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 关联方口径)

5.4、银华基金: 银行系资金来源较分散, 2025 年建行增持货基

与银行系基金子公司的银行资金来源较为集中不同, 银华基金的资金来源较为分散。从持仓份额统计来看, 邮储银行、兴业银行、华夏银行和建设银行持仓占比较高。

表35: 银华基金: 银行系资金来源较为分散

基金代码	基金名称	持有银行	持有份额 (亿份)				收益率 (2025)	持有总资产 (亿元)	持股比例 (%)	基金类型
			2024	2025H1	2025	2025H2 变化				
002491.OF	银华添益 A	光大银行	6.6	6.6	5.6	-1.0	1.40%	7.2	27.4	中长期纯债型基金
018632.OF	银华顺和	光大银行	24.0	17.8	7.0	-10.8	0.26%	9.3	32.7	中长期纯债型基金
013498.OF	银华永丰	华夏银行	21.0	21.0	21.0	0.0	1.06%	21.9	56.7	中长期纯债型基金
015771.OF	银华绿色低碳	华夏银行	8.7	8.7	8.7	0.0	1.07%	9.1	94.6	中长期纯债型基金
008677.OF	银华 1-3 年国开债 A	建设银行	9.0	9.0	9.0	0.0	0.77%	21.6	51.1	被动指数型债券基金
015557.OF	银华日利 C	建设银行			20.0	20.0	1.37%	-	43.1	货币市场型基金
008002.OF	银华稳晟 39 个月定开	江苏银行	10.0	10.0	10.0	0.0	2.96%	15.0	9.7	中长期纯债型基金
006415.OF	银华中短期政金债定开	江苏银行	1.9	1.9	0.0	-1.9	0.61%	0.0	0.0	短期纯债型基金
020144.OF	银华致淳	民生银行	12.9	12.9	6.9	-6.0	0.34%	8.7	12.3	中长期纯债型基金
008211.OF	银华永盛	南京银行		3.7	3.7	0.0	1.34%	4.9	27.3	中长期纯债型基金
021402.OF	银华顺璟 6 个月定开 D	浦发银行	4.9	2.9	2.9	0.0	0.10%	6.1	100.0	中长期纯债型基金
004087.OF	银华添润 A	兴业银行		2.0	2.0	0.0	1.54%	2.7	97.5	中长期纯债型基金
005286.OF	银华岁丰定期开放	兴业银行	28.8	28.8	14.4	-14.4	1.39%	20.7	48.8	中长期纯债型基金
006645.OF	银华安丰中短期政金债 A	兴业银行	3.4	1.5	1.5	0.0	0.52%	3.5	3.8	短期纯债型基金
019369.OF	银华安丰中短期政金债 D	兴业银行			18.9	18.9	0.52%	52.8	56.5	短期纯债型基金
009541.OF	银华 1-3 年农发债 A	邮储银行	17.8	17.8	16.8	-1.0	0.72%	24.5	31.7	被动指数型债券基金
012856.OF	银华顺益一年定开	邮储银行	21.5	21.5	21.5	0.0	0.42%	28.8	50.0	中长期纯债型基金
159112.SZ	银华中证 AAA 科技创新公司债 ETF	中信银行			0.4	0.4	0.92%	46.3	15.3	被动指数型债券基金

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 关联方口径)

表36: 银华基金公募产品中, 邮储、兴业、华夏和建行持仓份额较多 (2025, 亿份)

持有银行	被动指数型债基	短期纯债型基金	货币市场型基金	中长期纯债型基金	总计	占比
邮储银行	16.79			21.48	38.27	22.5%
兴业银行		20.40		16.38	36.78	21.6%
华夏银行				29.71	29.71	17.4%
建设银行	9.00		20.04		29.04	17.0%
光大银行				12.60	12.60	7.4%
江苏银行		0.00		10.00	10.00	5.9%
民生银行				6.94	6.94	4.1%
南京银行				3.65	3.65	2.1%
浦发银行				2.91	2.91	1.7%
中信银行	0.45				0.45	0.3%
合计	26.24	20.40	20.04	103.68	170.35	100.0%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 关联方口径)

2025 年银行自营投资银华基金产品变化:

表37: 2025 年兴业和光大赎回银华基金的债基, 建行增持货基 (亿份)

持有银行	被动指数型债基	短期纯债型基金	货币市场型基金	中长期纯债型基金	总计
邮储银行	-1.00			0.00	-1.00
兴业银行		18.93		-14.40	4.53
华夏银行				0.00	0.00
建设银行	0.00		20.04		20.04
光大银行				-11.79	-11.79
江苏银行		-1.93		0.00	-1.93
民生银行				-5.97	-5.97
南京银行				0.00	0.00
浦发银行				0.00	0.00
中信银行	0.45				0.45
合计	-0.55	17.00	20.04	-32.17	4.31

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 关联方口径)

(1) 建行增持货基较多: 建行增持“银华日利 C”20 亿份, 该货基投资的银行存款由建行托管, 即 2025 年建行增持货基吸收同业存款 30 亿元。

表38: 建行持仓货基“银华日利 C”投资的银行存款由建行托管

日期	期末余额 (亿元)	利息收入 (亿元)
2025	45.68	0.49
2024	15.21	0.53
2025 变动	30.47	

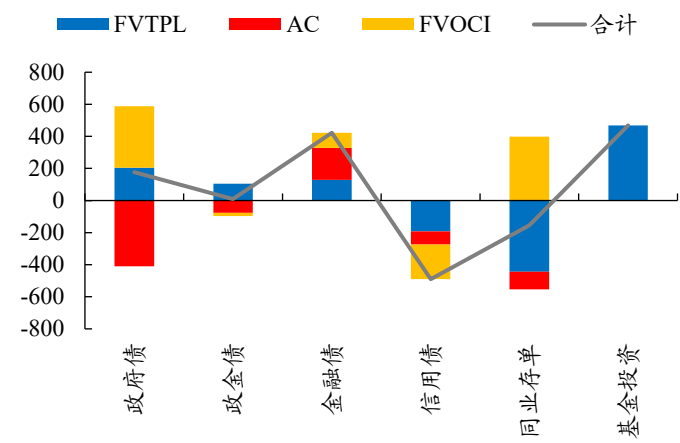
数据来源: Wind、开源证券研究所

(2) 光大银行: 赎回收益率表现不佳的债基 (“银华顺和” 2025 年年化收益率为 0.26%, 落后于光大银行自营交易盘收益率)。

(3) 中信银行: 增持信用债 ETF。

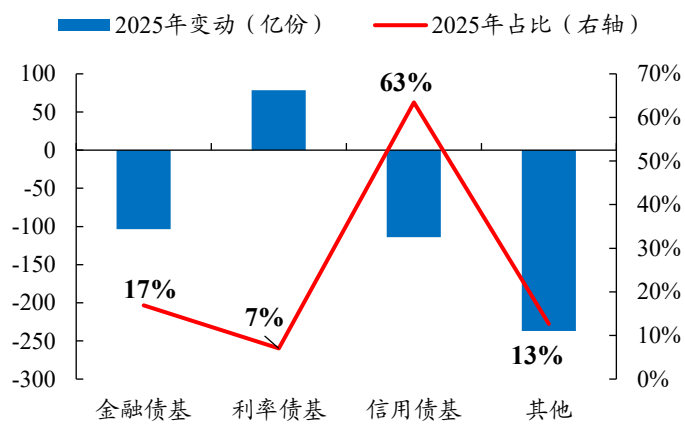
(4) 兴业银行：2025 年金融业投资风偏下降，信用债和信用债基投资规模均有所收缩，但余额占比仍维持高位。2025 年末信用债占金融投资比例为 12.6%，信用债基占定制债基比例为 63%。

图40：兴业银行 2025 年收缩信用债投资（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：兴业银行 2025 年收缩信用债基投资（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

2025 年兴业银行赎回银华基金的中长期纯债型基金（信用债基），增持短期纯债型基金（利率债基），赎回债基重仓债券加权平均久期为 3.66 年，可能有出于利率风险管理角度，赎回久期偏长债基的考虑。

表39：兴业银行赎回中长期纯债型基金（信用债基），增持短期纯债型基金（利率债基）

基金代码	基金名称	持有份额（亿份）				收益率（2025）	持有总资产（亿元）	持股比例（%）	基金类型	基金类型按持仓	重仓债券久期（年）
		2024	2025H1	2025	2025H2变化						
004087.OF	银华添润 A		2.0	2.0	0.0	1.00%	2.7	97.5	中长期纯债型基金		2.83
005286.OF	银华岁丰定期开放	28.8	28.8	14.4	-14.4	1.39%	20.7	48.8	中长期纯债型基金	信用债基	3.66
006645.OF	银华安丰中短期政金债 A	3.4	1.5	1.5	0.0	0.52%	3.5	3.8	短期纯债型基金	利率债基	1.83
019369.OF	银华安丰中短期政金债 D			18.9	18.9	0.52%	52.8	56.5	短期纯债型基金	利率债基	1.83

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

5.5、中欧基金：2025 年银行持仓债基有一定程度赎回

中欧基金的持仓银行较为分散。其中浦发银行持仓较多货基，债基以浦发银行、兴业银行、邮储银行持仓为主。

表40：浦发银行持仓货基，兴业和邮储银行持仓债基较多（2025，亿份）

银行名称	被动指数型债基	混合债券型一级	货币市场型基金	中长期纯债型基金	总计
浦发银行			38.01	23.60	61.61
兴业银行				34.64	34.64
邮储银行				28.41	28.41
光大银行	6.50				6.50
浙商银行	4.00				4.00
招商银行		1.96			1.96
总计	10.50	1.96	38.01	86.64	137.11

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

2025 年银行持仓中欧基金的债基均有一定程度的赎回，收益率表现或是主因。浦发银行、兴业银行和招商银行分别赎回基金份额为 40 亿份、44 亿份和 22 亿份。2025 年全年债基收益率表现基本都低于 1%，部分债基处于负收益率区间。

表41：中欧基金：2025 年末银行持仓规模为 298 亿元

基金代码	基金名称	持有银行	持有份额（亿份）				收益率 2025	持有总资产（亿元）	持股比例（%）	基金份额（亿份）	基金类型	基金类型按持仓
			2024	2025H1	2025	2025 变化						
021839.OF	中欧中债 3-5 年政策性金融债 A	光大银行	11.50	11.50	6.50	-5.0	0.31%	7.23	12	52.86	被动指数型债券基金	利率债基
004039.OF	中欧骏泰 B	浦发银行	20.00	46.27	38.01	18.0	1.51%	177.36	19	201.65	货币市场型基金	-
004728.OF	中欧瑾泰 A	浦发银行	18.81	18.81	13.76	-5.1	0.10%	18.33	49	27.91	中长期纯债型基金	利率债基
016614.OF	中欧尊悦一年定开	浦发银行	39.83	39.83	9.83	-30.0	-0.27%	10.88	99	9.94	中长期纯债型基金	金融债基
001776.OF	中欧兴利 A	兴业银行	38.32	28.32	14.32	-24.0	0.89%	20.79	100	14.33	中长期纯债型基金	信用债基
005736.OF	中欧兴华定开	兴业银行	38.83	38.83	0.99	-37.8	1.14%	1.22	100	0.99	中长期纯债型基金	信用债基
013283.OF	中欧兴盈一年定开	兴业银行	24.33	19.33	19.33	-5.0	-0.82%	23.68	67	28.71	中长期纯债型基金	信用债基
007619.OF	中欧润逸 63 个月定开	邮储银行	23.00	23.00	23.00	0.0	2.94%	24.00	29	80.01	中长期纯债型基金	利率债基
019123.OF	中欧诚悦 A	邮储银行	19.41	19.41	5.41	-14.0	-4.06%	8.22	19	27.95	中长期纯债型基金	利率债基
005419.OF	中欧聚瑞 A	招商银行	23.57	32.85	1.96	-21.6	0.31%	2.12	99	1.99	混合债券型一级基金	信用债基
020372.OF	中欧中债 0-3 年政策性金融债 A	浙商银行	10.00	8.00	4.00	-6.0	0.09%	4.53	25	16.02	被动指数型债券基金	利率债基

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

表42：2025 年浦发银行、兴业银行和招商银行赎回基金份额较多（亿份）

银行名称	被动指数型债基	混合债券型一级	货币市场型基金	中长期纯债型基金	总计
浦发银行			38.01	-77.88	-39.87
兴业银行			-20.00	-24.01	-44.02
邮储银行				-14.00	-14.00
光大银行	-5.00				-5.00
浙商银行	-6.00				-6.00
招商银行		-21.61			-21.61
总计	-11.00	-21.61	18.01	-115.89	-130.49

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

招商银行为代表的机构或收益考核严格，以招行持仓的信用债基为例，其中赎回基金行为跟收益率直接相关，2025 年负收益的信用债基均被赎回，新增的信用债基收益率表现则明显好于其他债基。

浦发银行基金持仓规模大，占 FVTPL 比例高，且资本紧张，其偏好估值稳定的货基、利率债基。

表43：2025 年招商银行赎回收益率表现不佳的信用债基

基金代码	基金名称	基金公司	收益率（2025）	基金总资产	持股比例（%）	持有份额(亿份)	
						2025	2025 变化
016411.OF	招商添文 1 年定开	招商基金	-0.18%	98.8	99.89	87.33	-2.83
003571.OF	招商招琪纯债 A	招商基金	1.13%	82.8	100.00	75.52	0.00

001578.OF	博时裕瑞纯债	博时基金	0.81%	92.7	99.99	67.20	0.00
005594.OF	招商添润3个月定开A	招商基金	1.10%	70.7	100.00	60.05	0.00
017812.OF	华安鼎盛一年定开	华安基金	0.89%	61.2	99.83	59.91	0.00
019217.OF	永赢腾利A	永赢基金	0.71%	50.8	100.00	43.98	-43.79
013213.OF	兴业嘉鸿一年定开	兴业基金	-0.20%	41.7	99.74	38.12	-9.53
019654.OF	天弘招享三个月定开	天弘基金	1.32%	34.5	99.65	28.15	28.15
008904.OF	华安安腾一年定开债	华安基金	0.81%	26.6	100.00	24.69	0.00
009083.OF	华夏鼎佳C	华夏基金	1.07%	22.0	94.26	10.70	0.00
005419.OF	中欧聚瑞A	中欧基金	0.31%	2.1	98.86	1.96	-21.61

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

5.6、交银施罗德：2025 年交行赎回货基，增持债基

2025 年末银行自营持仓交银施罗德产品规模约 200 亿元，其中交行为主要持仓银行。除母行外，光大银行和中信银行也持有一定体量的债基。

表44：交银施罗德：交行为主要持仓银行，2025 年末银行自营持仓规模为 200 亿元

基金代码	基金名称	持有银行	持有份额（亿份）				收益率（2025）	持有总资产	基金总资产	持股比例（%）	基金类型
			2024	2025H1	2025	2025 变化					
020342.OF	交银中债 1-3 年农发债 D	光大银行		9.79	9.77	9.77	0.43%	11.07	117.71	9.40	被动指数型债券基金
020887.OF	交银中债 0-3 年政策性金融债 C	光大银行			4.93	4.93	0.20%	5.00	32.02	15.63	被动指数型债券基金
006745.OF	交银中债 1-3 年农发债 A	光大银行	4.91	0.00	0.00	-4.91	0.36%	0.00	117.71	0.00	被动指数型债券基金
016396.OF	交银稳益短债 A	光大银行			6.67	6.67	1.68%	7.51	43.53	17.25	短期纯债型基金
008352.OF	交银裕坤纯债 A	光大银行	19.16	13.16	13.16	-6.00	1.34%	18.82	34.54	54.50	中长期纯债型基金
002890.OF	交银天利宝货币 E	交通银行	3.06	3.08	3.10	0.05	1.52%	3.37	151.74	2.22	货币市场型基金
003483.OF	交银天鑫宝 E	交通银行	7.50	13.39	13.49	5.99	1.52%	14.38	196.92	7.30	货币市场型基金
003969.OF	交银天益宝 E	交通银行	20.75	15.91	11.02	-9.73	1.53%	11.21	87.72	12.78	货币市场型基金
003043.OF	交银活期通 E	交通银行	15.35	6.45	0.00	-15.35	1.39%	0.00	1429.99	0.00	货币市场型基金
519740.OF	交银丰盈收益 A	交通银行	9.65	40.14	40.14	30.49	0.76%	52.39	52.44	99.90	中长期纯债型基金
519786.OF	交银裕利纯债 A	交通银行	33.63	33.63	32.63	-1.00	1.30%	42.63	42.63	99.99	中长期纯债型基金
013419.OF	交银裕景纯债一年定开	邮储银行	12.96	12.96	0.00	-12.96	1.18%	0.00	0.01	0.00	中长期纯债型基金
519784.OF	交银境尚收益 A	招商银行	17.60	17.60	0.00	-17.60	0.62%	0.00	6.50	0.00	中长期纯债型基金
519733.OF	交银强化回报 AB	中信银行	4.49	4.49	8.32	3.83	15.13%	10.94	26.19	41.78	混合债券型二级基金
002890.OF	交银天利宝货币 E	中信银行	3.06	3.08	3.30	0.24	1.52%	3.58	151.74	2.36	货币市场型基金
519746.OF	交银丰享收益 A	中信银行	7.19	7.19	7.19	0.00	1.62%	20.25	21.44	94.44	中长期纯债型基金
519745.OF	交银丰润收益 C	中信银行	4.69	0.00	0.00	-4.69	-0.02%	0.00	16.79	0.00	中长期纯债型基金

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

表45: 交通银行持仓基金份额最多 (2025,亿份)

银行名称	被动指数型债基	短期纯债型基金	混合债券型二级基金	货币市场型基金	中长期纯债型基金	总计
交通银行				27.61	72.76	100.37
光大银行	14.70	6.67			13.16	34.53
中信银行			8.32	3.30	7.19	18.81
邮储银行					0.00	0.00
招商银行					0.00	0.00
总计	14.70	6.67	8.32	30.90	93.12	153.71

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 关联方口径)

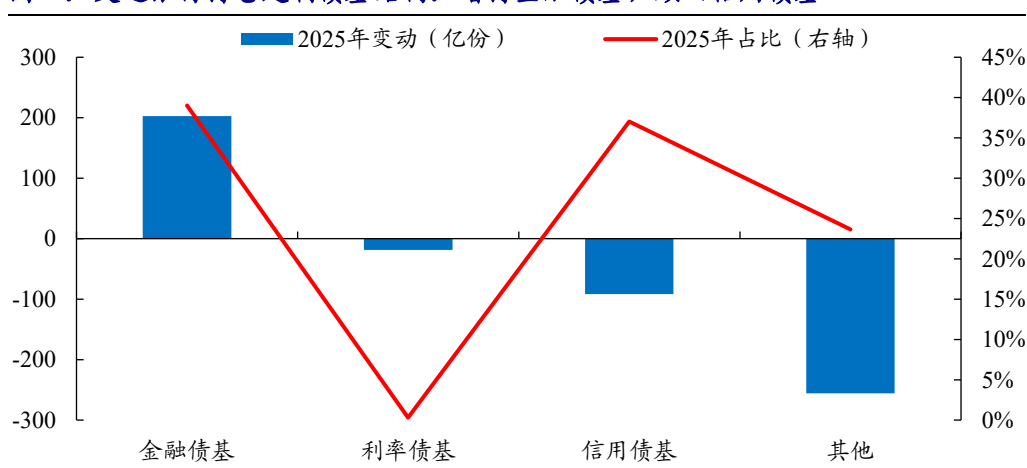
2025年交行赎回货基,增持中长期纯债型基金。2025年交行主要赎回两只货基,其中“交银活期通E”赎回份额较多,一方面是收益率表现不佳(1.36%),其他货基均在1.50%以上;另一方面该货基的机构持有比例太低,不足1%,银行自营一般偏好机构投资者占比高的货基。

表46: 2025年交行赎回货基,增持债基 (亿份)

银行名称	被动指数型债基	短期纯债型基金	混合债券型二级基金	货币市场型基金	中长期纯债型基金	总计
交通银行				-19.05	29.49	10.44
光大银行	9.79	6.67			-6.00	10.46
中信银行			3.83	0.24	-4.69	-0.62
邮储银行					-17.60	-17.60
招商银行					-12.96	-12.96
总计	9.79	6.67	3.83	-18.81	-11.76	-10.28

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 关联方口径)

债基层面, 交行增持交银施罗德一只定制金融债基 30.5 亿份, 与交行 2025 年持仓定制债基结构的变化一致。

图42: 交通银行持仓定制债基结构: 增持金融债基, 赎回信用债基


数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 关联方口径)

除母行交行外,光大银行也持有较多交银施罗德基金产品,2025年增持被动指数型债基和短期纯债型基金,赎回中长期纯债型基金。光大银行基金投资对控制回撤要求较高,避免对营收造成扰动,增持政金债指数型基金、短期纯债型信用债基(重仓债券久期短,最大回撤可控),赎回市场调整时回撤较大的信用债基(交银裕

坤纯债 A)。

表47：2025 年光大银行增持政金债指数型债基，赎回市场波动时回撤较大的信用债基

基金代码	基金名称	持有银行	持有份额（亿份）				收益率（2025）	持有总资产	持股比例（%）	基金类型	重仓债券久期（年）	最大回撤（2025H2）
			2024	2025H1	2025	2025 变化						
020342.OF	交银中债 1-3 年农发债 D	光大银行		9.79	9.77	9.77	0.43%	11.07	9.40	被动指数型债券基金	2.80	-0.55%
020887.OF	交银中债 0-3 年政策性金融债 C	光大银行			4.93	4.93	0.20%	5.00	15.63	被动指数型债券基金	1.67	-0.57%
006745.OF	交银中债 1-3 年农发债 A	光大银行	4.91	0.00	0.00	-4.91	0.36%	0.00	0.00	被动指数型债券基金	2.80	-0.55%
016396.OF	交银稳益短债 A	光大银行			6.67	6.67	1.68%	7.51	17.25	短期纯债型基金	0.62	-0.09%
008352.OF	交银裕坤纯债 A	光大银行	19.16	13.16	13.16	-6.00	1.34%	18.82	54.50	中长期纯债型基金	2.28	-1.03%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

中信银行基金投资份额平稳，风偏提升，收益诉求高，赎回负收益利率债基，增持二级债基。基金申赎行为与收益率相关性明显，对高收益债基回撤有一定容忍度。如二级债基收益率超 15%时，可容忍超过-2%的最大回撤。但对于收益率普通的中长期纯债型基金偏好市值波动小的产品。

表48：2025 年中信银行增持二级债基，赎回利率债基

基金代码	基金名称	持有份额（亿份）				收益率（2025）	持有总资产	持股比例（%）	基金类型	基金类型（按持仓）	重仓债券久期（年）	最大回撤（2025H2）
		2024	2025H1	2025	2025 变化							
519733.OF	交银强化回报	4.49	4.49	8.32	3.83	15.13%	10.94	41.78	混合债券型二级基金	-	1.12	-2.22%
002890.OF	交银天利宝货币	3.06	3.08	3.30	0.24	1.52%	3.58	2.36	货币市场型基金	-	-	-
519746.OF	交银丰享收益	7.19	7.19	7.19	0.00	1.62%	20.25	94.44	中长期纯债型基金	信用债基	0.69	-0.37%
519745.OF	交银丰润收益	4.69	0.00	0.00	-4.69	-0.02%	0.00	0.00	中长期纯债型基金	利率债基	3.91	-0.72%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

5.7、兴全基金：2025 年兴业银行增持货基，赎回信用债基

2025 年末关联方口径统计，兴全基金的银行自营资金全部来源于兴业银行，兴业银行持仓 13 只基金，以货基和中长期纯债型基金为主。2025 年兴业银行增持货基，赎回中长期纯债型基金，同时新增持一只政金债指数型基金。

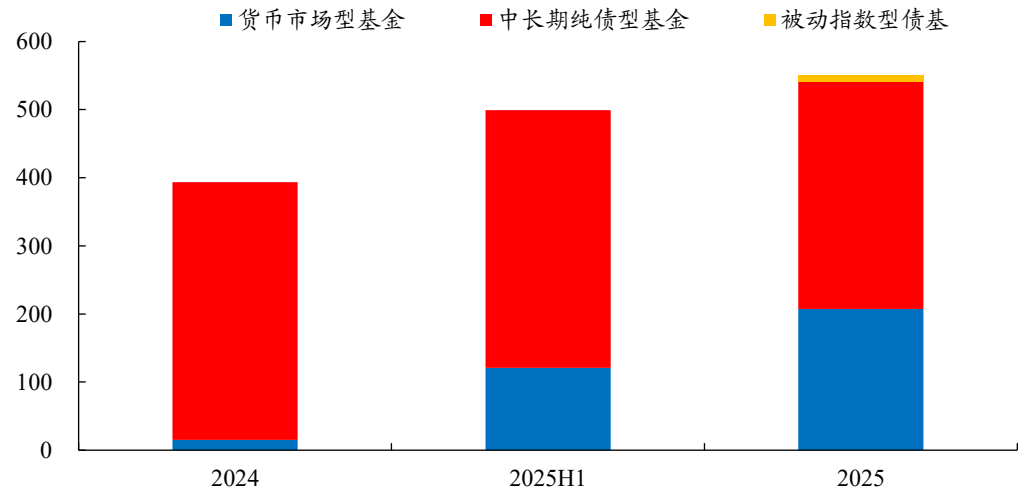
表49：兴全基金：2025 年主要银行持仓机构为兴业银行，持仓规模为 551 亿元

基金代码	基金名称	收益率（2025）	持有银行	持有份额（亿份）				持有总资产（亿元）	基金总资产	持股比例（%）	基金类型
				2024	2025H1	2025	2025 变化				
001819.OF	兴全稳益定期开放	1.68%	兴业银行	35.9	35.9	11.0	-24.9	17.77	36	49.24	中长期纯债型基金
004919.OF	兴全兴泰定期开放	1.42%	兴业银行	98.8	98.8	98.5	-0.3	123.07	123	100.00	中长期纯债型基金
005712.OF	兴全祥泰定期开放	1.77%	兴业银行	66.9	66.9	66.9	0.0	110.04	113	96.98	中长期纯债型基金
006984.OF	兴全恒瑞三个月定开	1.69%	兴业银行	49.6	49.6	49.6	0.0	67.79	68	99.02	中长期纯债型基金
006985.OF	兴全恒裕 A	1.29%	兴业银行	9.1	9.1	9.1	0.0	14.22	115	12.34	中长期纯债型基金
009666.OF	兴全恒祥 88 个月定开	4.61%	兴业银行	20.0	20.0	20.0	0.0	35.43	142	25.03	中长期纯债型基金
012948.OF	兴全恒利一年定开	0.90%	兴业银行	4.7	4.7	4.7	0.0	7.33	15	49.86	中长期纯债型基金
015811.OF	兴全恒泰一年定开	1.47%	兴业银行	79.1	79.1	59.6	-19.5	82.26	82	100.00	中长期纯债型基金
018196.OF	兴全恒远 A	1.23%	兴业银行	11.4	11.4	14.1	2.7	15.11	79	19.00	中长期纯债型基金
020764.OF	兴全中债 0-3 年政策性金融债 A	0.86%	兴业银行			9.8	9.8	10.00	72	13.91	被动指数型债券基金
000575.OF	兴全添利宝	1.25%	兴业银行	0.0	0.0	0.0	0.0	0.00	2103	0.00	货币市场型基金

001821.OF	兴全天添益 B	1.59%	兴业银行	15.1	120.9	207.4	192.3	227.8	1667	13.67	货币市场型基金
017269.OF	兴全货币 E	1.36%	兴业银行	0.0	0.0	0.0	0.0	0.00	1096	0.00	货币市场型基金
019063.OF	兴全恒荣 A	-0.11%	招商银行	3.0	3.0	0.0	-3.0	0.00	15	0.00	中长期纯债型基金

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

图43：银行持仓兴全基金份额稳中有升（亿份）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

（1）货基：2025 年大幅增持“兴全添益 B”192 亿份，增持货基较其他两只基金收益率更高，且对于银行自营来说，更偏好机构持仓比例高的货基，其他两只货基机构持仓比例不足 1%。

表50：2025H2 兴业银行增持一只货基：收益率占优势，且机构持仓占比高

基金代码	基金名称	收益率 (2025)	持有银行	持有份额（亿份）				持有总资产 (亿元)	机构持仓 比例
				2024	2025H1	2025	2025 变化		
000575.OF	兴全添利宝	1.25%	兴业银行	0.0	0.0	0.0	0.0	0.00	0.19%
001821.OF	兴全天添益 B	1.59%	兴业银行	15.1	120.9	207.4	192.3	227.8	82.91%
017269.OF	兴全货币 E	1.36%	兴业银行	0.0	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

2025 年兴业银行赎回兴全基金两只信用债基，赎回份额合计约 45 亿份，回撤可能为主要考量。兴业银行基金投资规模大，占 FVTPL 比例高，在利率调整时，赎回市值波动可能较大的债基，赎回的两只信用债基最大回撤高于其他债基，且“兴全恒泰一年定开”在收益率表现上也不占优势。

表51：2025H2 兴业银行赎回两只信用债基，回撤或为主要考量

基金代码	基金名称	收益率 (2025)	持有银行	持有份额（亿份）				持有总资产 (亿元)	持股 比例 (%)	最大回撤 (2025H2)	基金类型 (按持仓)
				2024	2025H1	2025	2025H2 变化				
001819.OF	兴全稳益定期开放	1.68%	兴业银行	35.9	35.9	11.0	-24.9	17.8	49.24	-0.71%	信用债基
004919.OF	兴全兴泰定期开放	1.42%	兴业银行	98.8	98.8	98.5	-0.3	123.1	100.00	-0.68%	信用债基
005712.OF	兴全祥泰定期开放	1.77%	兴业银行	66.9	66.9	66.9		110.0	96.98	-0.25%	信用债基

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

006984.OF	兴全恒瑞三个月定开	1.69%	兴业银行	49.6	49.6	49.6		67.8	99.02	-0.46%	金融债基
009666.OF	兴全恒祥 88 个月定开	4.61%	兴业银行	20.0	20.0	20.0		35.4	25.03	-	利率债基
015811.OF	兴全恒泰一年定开	1.47%	兴业银行	79.1	79.1	59.6	-19.5	82.3	100.00	-0.66%	信用债基

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：关联方口径）

5.8、小结：当前基金产品营销银行自营资金需调整思路

低利率环境下，银行核心营收增长承压，即使大行如工行对基金投资的收益率也更为关注，且在信贷偏弱的背景下，银行资本相对充裕。因此：

（1）政金债指数型基金：资本优势（低风险权重+可清晰穿透）不是当下银行的核心矛盾，同时伴随利率下降，免税效应也在收窄，该类对银行资金的吸引力或下降，部分银行已开始自营直接投资政金债代替通过基金投资政金债。

（2）银行更倾向于通过基金投资金融债/信用债等更为下沉的品种来增厚收益，需关注各家银行品种偏好，大行对信用债投资更为谨慎，股份行如兴业银行和城商行如上海银行会更倾向通过基金投资信用债；

（3）信用债 ETF 受到银行自营资金关注：2025 年中信银行增持工银瑞信新成立的工银中证 AAA 科技创新公司债 ETF，信用债 EFT 流动性好，底层资产信用等级高，股份行投资策略较为灵活，对该类产品关注度高。

（4）货基：关注大行诉求，非银存款占比提升后，加剧了大行负债端的不稳定性，资产端对高流动性资产的储备需求或提升，如交行、建行等。

（5）摊余成本法定开债基：开放期密切关注银行自营投资诉求，如邮储银行、浦发银行和兴业银行这类基金投资规模体量大，对估值稳定诉求高的银行。

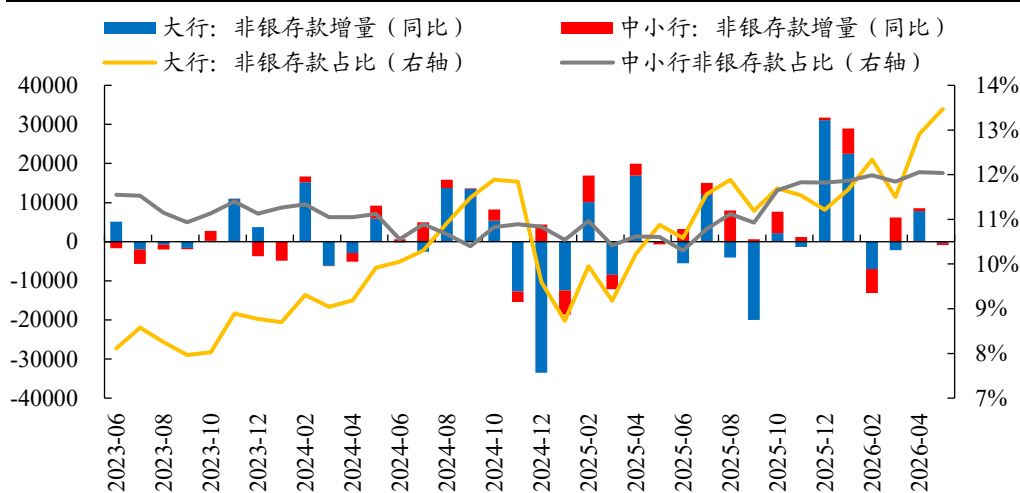
6、银行自营资金机构营销指南（2026 年版）

6.1、后定制债基时代，基金产品布局银行自营资金的七大核心方向

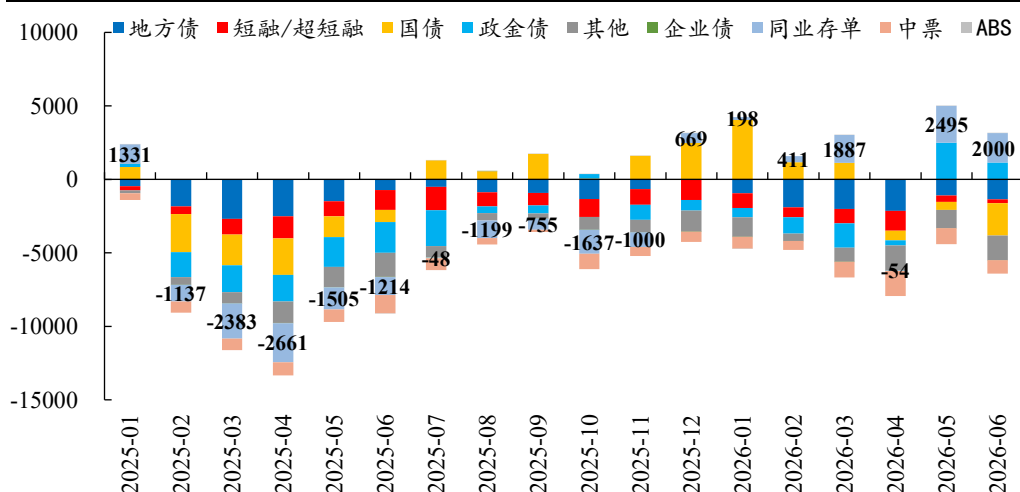
定制债基监管趋严后，传统单一机构定制模式的合规成本抬升，银行自营对基金产品的需求从“定制化通道”转向“标准化工具+差异化服务”，核心产品方向可分为七类：

6.1.1、分层流动性管理工具：“货基+债券 ETF+持有期匹配短债”组合

在存款财富化的大趋势下，大型银行负债端的非银存款占比持续抬升，但非银存款的利率敏感性高，且资金面高度依赖于央行态度，在央行态度不很明朗的阶段，司库的预防性行为会增加。那么在资产端保有随时可申赎、流动性好的资产就尤为重要，货币基金、同业存单等就是典型的此类工具。尤其在费改新规落地后，由于添加了赎回费成本，司库的利率债基流转条件被大幅收紧，这部分需求大概率平移至货基、同业存单等工具，我们也观察到部分银行在压降债基规模后，反而增加货基和同业存单投资来增强流动性储备。

图44： 大行非银存款占比波动提升（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图45： 2026 年以来大行同业存单买入力度加大（亿元）


数据来源：iData、开源证券研究所

针对大行 LCR 管理、日常头寸管理的核心需求，结合 2026 年实施的公募赎回费新规，我们建议构建梯度流动性产品矩阵：

一是 T+0/T+1 高等级货币基金。要求机构持仓占比高（避免申赎冲击）、规模超百亿、收益率稳定在合理区间，用于日间头寸管理和 7 天以内超短期流动性需求，无申赎成本，同时配套同业存款互换合作，满足银行负债端需求；

二是高流动性利率债/AAA 级信用债 ETF。场内交易 T+1 可用，交易成本仅为佣金（万 0.1-万 0.5），无场外赎回费限制，久期 1-3 年可选，用于 7 天-1 个月的短期流动性储备，可灵活买卖调整仓位；

三是短债/中短债基金。久期 0.5-1 年，底层以 AAA 同业存单、高等级商金债为主，最大回撤不超过 0.3%，收益较货基高，作为 1-6 个月的中期流动性储备，匹配银行确定持有期在 30 天以上的闲置资金，规避赎回成本。

6.1.2、合规“半定制”产品：满足监管要求的联合定制模式

在单一机构持有基金比例不得超过 50% 的监管要求下，开发“联合定制”产品：引入 2-3 家风险偏好、配置需求相近的银行共同持有产品，分散持有人结构，满足监管合规要求，避免“凑人头”的合规风险；底层资产根据共同需求定制，可分为高等级信用债组合、金融债组合、政金债组合等不同类型，保留定制产品精准匹配银行配置需求的优势，同时通过分散持有人降低单一机构申赎对产品运作的冲击。该产品重点对接股份行、头部城商行的信用债基、金融债基配置需求。

6.1.3、全谱系标准化产品：重点布局高流动性信用债 ETF，替代低效利率债工具

此前银行大规模配置政金债 ETF，核心诉求集中于四点：节约资本、零信用风险、免税收益增厚、流动性优势。

但当前银行的经营环境已发生变化，信贷节奏放缓，当前行业整体的资本压力有所减轻，低风险权重、可穿透的政金债指数产品已不再是市场核心需求，且利率持续下行背景下，利率债免税效应持续收窄、超额收益微薄，观察到多家银行已选择自营直接配置政金债，替代基金通道投资模式，传统利率债 ETF 吸引力有所下降。

在此背景下，需优化产品布局重心，重点发力高流动性、高等级信用类工具产品，完善覆盖短债、中短债、AAA 信用债、科创债、绿色债等全品种、0-10 年全久期指数/ETF 产品线。其中 AAA 信用债 ETF 成为当下银行自营核心配置方向，以 2025 年中信银行增持科创 AAA 信用债 ETF 为代表，该类产品底层资质优质、交易流动性优异、调仓灵活、费率低廉，完美适配股份行、城商行灵活的交易盘策略，可快速实现信用仓位布局与调整，是未来银行交易盘的核心标准化工具。

6.1.4、低波收益增强产品：严控回撤、增厚收益，适配大行 IRRBB 管理诉求

行业营收压力持续加大，银行自营对资产收益增厚诉求显著提升，同时严格约束 FVTPL 账户净值波动，布局纯固收低波动增强产品：以 80%-90% 高等级政金债、AAA 信用债、同业存单为稳健底仓，搭配 10%-20% 合规固收类增厚资产。同时根据底层资产久期、信用敞口梯度划分产品风险等级，匹配大行极致低波动、股份行适度收益增强的差异化风险偏好，在完全合规、零权益敞口的前提下，突破传统纯债资产收益瓶颈，解决银行自营固收组合增收难题。

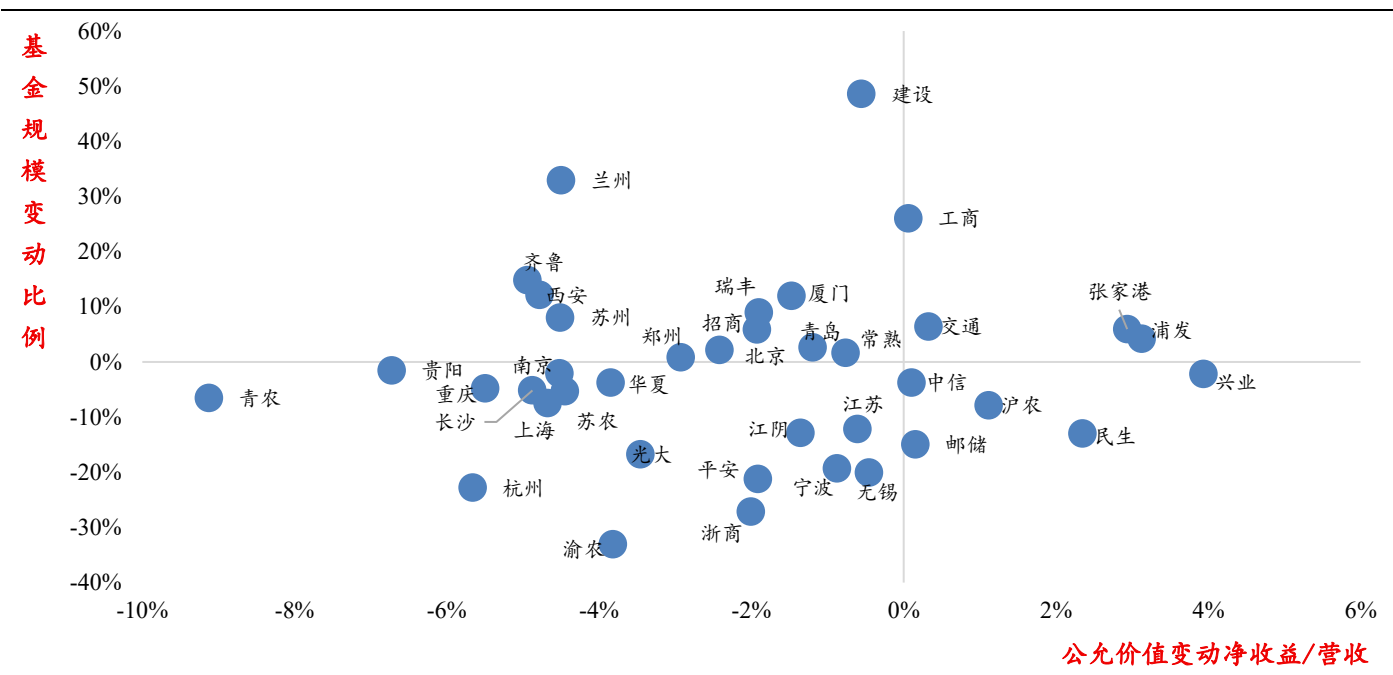
除此之外，针对部分大行、股份行资产负债期限错配加重、 ΔEVE 指标压力较大的核心痛点，可根据银行负债结构和 EVE 缺口特征，在组合中灵活内嵌 IRS 利率互换等标准化利率对冲工具，主动调整固浮比例、平滑久期波动，在不显著牺牲组合票息收益的前提下，专项优化银行 EVE 指标，实现“收益增厚+利率风险合规管控”的双重诉求。

6.1.5、摊余成本法定开债基：精准匹配大体量银行稳估值诉求

头部大体量银行仍存在刚性的估值稳定、利润表平滑需求。重点布局久期精准匹配、资产可完全穿透的摊余成本法定开债基，底层聚焦高等级政金债、AAA 金融债，产品开放期与资产剩余期限严格匹配，从根源上消除净值波动，同时保留债券利息免税优势，适配银行持有至到期的配置需求。

该产品重点对接邮储银行、浦发银行、兴业银行等基金投资规模百亿级、对估值稳定性要求极高的机构，可承接大行大额配置资金，在不扰动银行账面利润的前提下，实现稳健利息收益，是头部银行底仓配置的核心稳健工具。

图46：银行持仓基金规模变动情况与交易盘金融资产市值波动呈相关关系（2025）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：基金规模变动比例=（2025 持仓基金余额-2025H1 持仓基金余额）/2025 基金持仓余额）

6.1.6、资本节约型产品：精准对接中小银行资本约束诉求

资本分化也是当前银行配置的核心差异点：部分股份行、中小行资本缓冲空间薄弱、RAROC 提升压力较大，针对此类机构，重点布局低资本占用产品，聚焦底层为 0%/10%/20%风险权重的国债、政金债、地方债等基金产品。这类产品对资本压力较大的中小银行具备不可替代的配置价值，形成与大行收益增厚产品的差异化布局。

图47：银行基金投资资本计量方法：以穿透法和授权基础法为主（2026Q1）

银行类型	银行名称	风险加权资产（亿元）				占比		
		穿透法	授权基础法	1250%	合计	穿透法	授权基础法	1250%
国有行	工商银行	1836	5611	0	7385	24.86%	75.97%	0.00%
	建设银行	2	3779	17	3797	0.04%	99.52%	0.44%
	农业银行	50	371	8	425	11.69%	87.18%	1.94%
	中国银行	502	1234	79	1815	27.65%	68.01%	4.35%
	邮储银行	405	3048	187	3640	11.12%	83.75%	5.13%
	交通银行	25	2701	719	3445	0.74%	78.39%	20.87%
股份行	招商银行	1382	1770	-	3152	43.84%	56.16%	-
	民生银行	181	2090	551	2822	6.43%	74.06%	19.51%
	中信银行	4521	3499	10	8030	56.30%	43.57%	0.13%
	平安银行	1008	1601	11	2619	38.48%	61.11%	0.41%
	光大银行	243	1518	9	1770	13.71%	85.77%	0.51%
	兴业银行	5355	1174	487	7016	76.32%	16.74%	6.94%
	华夏银行	1994	144	-	2138	93.27%	6.73%	-
	广发银行	436	3	0	439	99.32%	0.68%	0.00%
城商行	宁波银行	1557	12	3	1572	99.08%	0.74%	0.17%
	江苏银行	283	1202	-	1485	19.06%	80.94%	-
	北京银行	-	2406	-	2406	-	100.00%	-
	上海银行	1463	49	-	1512	96.76%	3.24%	-
	南京银行	549	1013	61	1623	33.83%	62.43%	3.74%

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

6.1.7、政策导向主题基金：合规配置与结构性利差双赋能

围绕实体经济支持政策与监管导向，布局科创债、绿色债、普惠金融债等主题债基及公募 REITs 产品。一方面，产品底层资产均为监管鼓励配置的合规品种，可精准匹配银行政策性考核、普惠金融、绿色金融等合规指标要求；另一方面，主题债券存在阶段性政策利差与结构性超额收益，可在合规前提下进一步增厚组合收益。该类产品适配全类型银行配置需求，可作为常规固收组合的补充增厚品种。

6.2、银行投基税盾的核心逻辑与营销策略

银行自营投资公募基金的税盾价值仍是当前阶段基金向银行营销的核心抓手之一，其逻辑和合规边界在中行定制债基补税事件后已经非常清晰：

（1）企业所得税（核心）：公募基金分红免征 25% 企业所得税，银行直接配债的票息收益须全额缴纳所得税，而通过基金获取的分红部分无须纳税，节税幅度约为票息的 25%，对应同评级同久期资产，买基金相比直接配债税后收益可增厚 40-50BP，是当前低利率环境下非常可观的收益增强来源。

（2）增值税（交易盘额外增厚）：公募基金运用基金买卖债券的价差收入免征 6% 增值税，而银行直接买卖债券的价差须全额缴纳增值税，对于交易活跃的银行交易盘而言，这部分也能实现额外收益增厚。

表52：银行自营通过基金投资各类债券的免税效应测算（所得税未考虑资金成本）

		国债（5Y）	地方债（5Y）	国开债（5Y）	金融债（3Y）	企业债（5Y）	同业存单（1Y）
票息收入		1.45%	1.53%	1.56%	1.52%	1.76%	1.47%
综合税率	公募基金	0.04%	0.04%	0.05%	0.04%	0.05%	0.00%
	银行自营	0.08%	0.09%	0.48%	0.47%	0.54%	0.37%
	节税效果（BP）	3.98	4.21	43.22	42.16	48.96	36.81

数据来源：Wind、开源证券研究所

后中行事件的合规红线：原“100% 持有定制债基+大额分红”的一对一通道模式或被认定为违规避税，监管要求单一机构持有基金比例不得超过 50%，违规产品面临补税、强制赎回风险。当前合规税盾产品必须满足：集合运作（单一持有 ≤ 50%）、主动管理、底层资产透明、分红机制合规，不存在通道属性。

“税盾产品”重点营销机构类型排序：

第一优先级：高盈利头部城商行/优质农商行（税盾需求最迫切）

代表机构：江苏银行、南京银行、宁波银行、成都银行，以及常熟银行等优质农商行。这类银行利润增速快、盈利质量高，应纳税所得额规模大，所得税负担最重，节税需求最强。营销策略：重点对接金融市场部/司库，主打多机构联合半定制产品，直接给银行算清税后收益账，同时强调合规性，打消补税顾虑。

图48：上市银行基金投资免税收入业绩贡献度测算

银行名称		免税收入减免的税收规模				基金分红收入（测算后调整值）				基金分红收入贡献的免税规模				基金免税对利润贡献度				基金投资/总资产			
		2023	2024	2025H1	2025	2023	2024	2025H1	2025	2023	2024	2025H1	2025	2023	2024	2025H1	2025	2023	2024	2025H1	2025
国有行	工商银行	653	700	367	756	101	101	73	135	25.1	25.1	18.3	33.8	0.7%	0.7%	1.1%	0.9%	0.37%	0.33%	0.32%	0.37%
	建设银行	584	617	314	658	60	46	49	121	15.0	11.5	12.3	30.2	0.5%	0.3%	0.8%	0.9%	0.63%	0.64%	0.59%	0.57%
	农业银行	519	607	332	696	85	-	-	-	21.2	-	-	-	0.8%	-	-	-	0.15%	0.14%	0.12%	0.14%
	中国银行	352	357	245	414	71	-	76	-	17.8	-	19.1	-	0.7%	-	1.5%	-	0.31%	0.30%	0.32%	0.36%
	交通银行	237	241	124	249	157	118	60	126	39.2	29.5	15.1	31.6	4.2%	3.1%	3.2%	3.3%	1.29%	1.44%	1.32%	1.18%
	邮储银行	191	196	103	217	199	262	89	215	49.7	65.5	22.3	53.8	5.8%	7.6%	4.5%	6.1%	3.95%	4.83%	4.58%	4.23%
股份行	招商银行	189	185	108	221	145	157	114	191	36.3	39.2	28.5	47.9	2.5%	2.6%	3.8%	3.2%	2.20%	2.83%	2.11%	2.03%
	兴业银行	139	131	58	111	245	258	102	173	61.2	64.4	25.6	43.2	7.9%	8.3%	5.9%	5.6%	5.87%	5.45%	5.99%	5.65%
	浦发银行	102	98	48	95	172	184	80	86	42.9	45.9	20.0	21.5	11.5%	10.0%	6.7%	4.3%	4.83%	5.13%	4.82%	4.95%
	中信银行	131	137	52	100	184	150	70	129	45.9	37.6	17.4	32.3	6.7%	5.4%	4.7%	4.5%	4.65%	4.49%	4.41%	4.16%
	民生银行	101	95	47	90	72	55	7	24	18.0	13.9	1.7	6.0	5.0%	4.2%	0.8%	2.0%	1.71%	2.07%	1.97%	1.72%
	平安银行	71	72	33	66	102	126	61	134	25.6	31.6	15.2	33.6	5.5%	7.1%	6.1%	7.9%	2.96%	3.23%	3.51%	2.89%
	光大银行	75	75	38	75	90	82	36	77	22.6	20.5	9.0	19.3	5.5%	4.9%	3.7%	4.9%	4.38%	4.01%	3.02%	2.62%
	华夏银行	35	39	20	39	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.58%	6.81%	6.42%	5.94%
浙商银行	31	33	16	30	50	58	25	45	12.4	14.5	6.3	11.2	8.0%	9.2%	7.8%	8.3%	4.69%	5.27%	4.98%	3.93%	
城商行	北京银行	45	47	21	43	73	90	35	66	18.4	22.5	8.7	16.5	7.1%	8.7%	5.8%	8.2%	5.42%	6.55%	6.64%	5.98%
	上海银行	46	49	21	43	40	65	26	73	10.0	16.1	6.4	18.2	4.4%	6.8%	4.8%	7.5%	6.89%	5.50%	4.51%	4.20%
	江苏银行	53	63	36	65	108	140	61	110	27.0	35.1	15.2	27.5	9.0%	10.5%	7.2%	7.6%	7.29%	8.52%	8.80%	7.63%
	宁波银行	60	66	-	66	102	106	0	80	25.6	26.6	0.0	20.1	10.0%	9.8%	0.0%	6.8%	7.62%	6.71%	5.06%	4.06%
	南京银行	37	36	17	34	104	94	42	82	26.0	23.6	10.4	20.6	13.9%	11.6%	8.2%	9.3%	7.61%	7.04%	5.63%	5.31%
	杭州银行	23	27	16	32	13	24	24	46	3.4	6.1	6.0	11.6	2.3%	3.6%	5.2%	6.1%	4.71%	3.96%	3.72%	2.99%
	长沙银行	18	21	12	22	31	26	18	24	7.8	6.5	4.5	6.1	9.9%	8.2%	10.4%	7.4%	7.48%	7.09%	6.46%	5.94%
	成都银行	14	16	8	17	9	17	8	17	2.3	4.3	1.9	4.2	2.0%	3.3%	2.9%	3.2%	2.87%	6.03%	5.76%	3.26%
	贵阳银行	12	13	6	12	-	13	9	20	-	3.3	2.3	5.1	-	6.2%	9.2%	9.6%	4.31%	4.71%	5.25%	5.16%
	重庆银行	9	10	7	15	-	-	5	10	-	-	1.4	2.6	-	-	4.0%	4.3%	0.57%	2.89%	2.50%	2.43%
	郑州银行	6	7	2	6	6	12	2	9	1.5	3.1	0.5	2.3	8.1%	16.6%	2.8%	12.2%	2.04%	2.22%	2.11%	2.99%
	青岛银行	8	6	5	7	9	13	10	16	2.1	3.3	2.5	3.9	5.8%	7.4%	8.0%	7.4%	7.20%	7.42%	6.44%	6.03%
	苏州银行	6	6	4	7	12	14	7	15	3.0	3.5	1.7	3.8	6.2%	6.7%	5.2%	6.9%	5.74%	6.73%	6.95%	7.22%
	齐鲁银行	11	13	7	15	7	8	6	12	1.7	2.1	1.5	2.9	3.9%	4.3%	5.6%	5.1%	3.82%	4.01%	3.65%	4.00%
	西安银行	8	9	5	9	2	9	3	5	0.5	2.2	0.6	1.1	2.0%	8.7%	4.3%	4.3%	3.59%	4.82%	3.90%	4.12%
	厦门银行	8	8	4	7	4	8	4	4	1.0	1.9	0.9	1.1	3.7%	7.0%	7.3%	4.0%	3.69%	4.92%	3.51%	3.82%
兰州银行	5	5	3	6	8	5	3	2	1.9	1.2	0.8	0.4	10.2%	6.3%	8.2%	2.0%	1.45%	1.35%	1.95%	2.80%	
农商行	渝农商行	20	19	12	22	-	-	5	-	-	-	1.2	-	-	-	-	-	2.51%	3.77%	3.84%	2.83%
	沪农商行	14	15	8	16	12	17	9	18	3.1	4.3	2.2	4.6	2.5%	3.4%	3.0%	3.7%	0.68%	1.23%	1.48%	1.67%
	青农商行	10	10	4	10	17	16	-	13	4.4	4.1	-	3.1	16.8%	14.3%	-	10.0%	6.74%	7.75%	7.16%	6.75%
	常熟银行	4	5	2	5	4	3	2	3	1.1	0.8	0.5	0.8	3.1%	2.0%	2.3%	1.8%	2.64%	2.77%	2.56%	2.59%
	无锡银行	4	4	2	5	4	4	1	2	1.1	1.0	0.4	0.5	5.1%	4.4%	2.5%	2.3%	3.56%	4.29%	3.53%	2.86%
	紫金银行	2	2	1	2	0	0	0	0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.5%	-	0.2%	0.4%	-	-	-	0.00%
	苏农银行	3	3	1	3	5	6	1	4	1.2	1.5	0.3	1.0	6.9%	8.0%	2.7%	4.8%	4.64%	4.94%	4.29%	3.94%
	张家港行	4	4	2	3	3	7	4	6	0.8	1.7	1.0	1.6	4.7%	8.8%	9.6%	8.2%	3.57%	4.51%	4.39%	4.60%
	瑞丰银行	4	6	3	6	4	3	2	3	1.0	0.8	0.4	0.6	5.6%	4.0%	5.0%	3.2%	2.44%	2.27%	1.92%	2.18%
	江阴银行	4	4	2	3	2	4	1	3	0.6	1.0	0.3	0.7	2.9%	4.9%	4.2%	3.5%	4.28%	3.47%	3.47%	2.91%
国有行	2536	2718	1485	2990	672	526	349	598	168	132	87	149	1.2%	0.9%	1.3%	1.0%	0.74%	0.81%	0.77%	0.74%	
股份行	872	864	420	827	1060	1070	494	860	265	268	124	215	5.3%	5.3%	4.5%	4.3%	3.94%	4.19%	3.97%	3.70%	
城商行	368	403	174	408	528	645	262	592	132	161	65	148	7.0%	8.0%	5.5%	7.0%	5.84%	6.12%	5.69%	5.07%	
农商行	70	72	38	73	53	61	25	52	13	15	6	13	3.3%	3.5%	2.5%	3.0%	2.52%	3.19%	3.13%	2.78%	
上市银行	3846	4057	2117	4299	2314	2303	1130	2102	578	576	283	526	2.7%	2.7%	2.5%	2.4%	1.97%	2.12%	1.98%	1.85%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

第二优先级：FVTPL 占比高、交易活跃的股份行（税盾+交易双重需求）

代表机构：兴业银行、浦发银行、中信银行、平安银行等。这类银行 FVTPL 账户规模大、交易盘活跃，一方面票息需要所得税税盾，另一方面交易盘需要基金买卖价差免增值税的优惠；其中浦发等资本缓冲较薄的银行，对“税盾+资本节约”双重属性产品需求较强；招行、兴业等交易盘收益率考核要求高的银行，对增值税节税的敏感度更高。营销策略：主打“高分红债基+债券 ETF”组合：高分红债基满足票息节税需求，债券 ETF 满足交易盘灵活交易+增值税优惠需求；对资本压力大的银行重点叠加资本节约属性，算清 RAROC 提升幅度。

第三优先级：无基金子公司的中小城商行/农商行（标准化税盾产品需求）

代表机构：中西部地区省域城商行、县域农商行；这类银行自身没有基金公司，无法通过关联方定制产品实现节税，盈利稳定但投研能力弱，不需要复杂的定

制流程，核心需求是“操作简单、分红稳定、信用风险低”的标准化产品，批量配置即可实现节税。重点推荐标准化高分红短债 / 中短债基、1 年期摊余成本法定开债基，强调产品免定制、申赎灵活、分红稳定，适合中小银行一键配置。

第四优先级：国有大行（容量型税盾需求）

代表机构：邮储银行、交通银行、建设银行；这类银行体量大，基金规模超千亿，对产品容量要求极高，估值稳定需求强，本身有长期配置摊余成本法定开债基的历史，税盾是附加增强需求，核心要求是产品容量大、合规无风险。营销策略：主打百亿级规模的摊余成本法定开债基、多机构联合的高等级利率债基，强调产品容量充足、净值稳定、合规性强，匹配其大规模配置需求。

不建议营销机构：前期资产质量问题较重，坏账核销规模大，形成较多递延所得税抵补的银行，这类银行没有所得税负担，税盾对其无价值，无需投入过多资源。

图49：2025 年上市银行中部分实际所得税率为负

银行名称	实际所得税率(%)			银行名称	实际所得税率(%)		
	2024	2025	同比变动(pct)		2024	2025	同比变动(pct)
工商银行	13.01	12.64	-0.37	长沙银行	16.08	18.64	2.57
建设银行	12.51	10.73	-1.78	成都银行	15.27	15.22	-0.05
农业银行	11.44	9.79	-1.66	重庆银行	13.65	9.59	-4.06
中国银行	14.32	14.39	0.07	贵阳银行	2.16	5.07	2.91
邮储银行	8.33	10.79	2.46	郑州银行	-4.31	-0.47	3.85
交通银行	8.94	6.99	-1.95	青岛银行	11.82	14.21	2.39
招商银行	16.28	15.57	-0.72	苏州银行	17.29	15.52	-1.77
兴业银行	11.05	13.47	2.42	齐鲁银行	4.11	1.05	-3.05
浦发银行	5.23	5.56	0.33	兰州银行	-10.32	-8.79	1.53
中信银行	14.09	14.94	0.84	西安银行	-6.20	-6.61	-0.41
民生银行	4.00	5.20	1.20	厦门银行	1.08	0.65	-0.43
光大银行	18.58	21.22	2.65	渝农商行	8.02	9.41	1.38
平安银行	18.69	16.67	-2.02	沪农商行	15.80	15.52	-0.28
华夏银行	21.41	18.79	-2.62	青农商行	-14.50	-4.11	10.38
浙商银行	10.73	15.92	5.19	常熟银行	15.93	16.01	0.08
北京银行	8.98	2.82	-6.15	紫金银行	17.71	12.87	-4.84
上海银行	12.81	14.54	1.73	无锡银行	9.63	7.65	-1.98
江苏银行	19.29	11.65	-7.65	张家港行	8.49	11.96	3.48
宁波银行	12.99	8.18	-4.81	江阴银行	7.00	14.46	7.46
南京银行	17.40	15.37	-2.03	苏农银行	9.49	13.03	3.55
杭州银行	11.67	10.19	-1.48	瑞丰银行	-2.62	0.43	3.06

数据来源：Wind、开源证券研究所

6.3、不同银行类型基金产品适配表与中小行拓展方案

中小银行基金拓展要抓住其核心痛点——自营投研团队规模小、跨区域信用研究能力不足、优质高等级资产获取渠道有限、自主交易风控能力弱，免税收益只是附加价值而非核心吸引力，产品端要围绕“省人力、控风险、补资产缺口、收益稳”搭建体系。

拓展端走“批量覆盖、价值先行、服务托底”的高效路径，优先对接省联社、城商行联盟等区域中小银行枢纽平台，将产品纳入官方合作白名单，借助平台的公信力和统筹能力实现区域内机构的批量覆盖，减少逐户拓展的低效投入。营销对接时直接算清配置产品的实际价值，明确告知配置对应规模可获得的免税收益、资本节约额度、对监管指标的优化效果，用可量化的收益数据打动决策层；服务端输出

轻量化、结论化的投研支持。

表53: 不同银行类型基金产品适配表

银行类型	代表机构	机构特征	核心诉求	适配产品	营销切入点
国有大行	工行、农行、中行、建行、交行、邮储	1、配置属性强: AC 账户占比高、FVTPL 占比低; 2、监管指标要求高: 资本与 LCR 考核压力大; 3、负债波动性上升: 高流动性资产储备需求提升; 4、邮储存量基金投资规模体量大。	以流动性管理、估值稳定、合规安全、资本节约为核心,追求稳健收益,不要求高弹性	① 百亿级货基: 服务 LCR 改善与日间头寸管理; ② 3 年以内期摊余成本法定开债基: 底层为政金债、AAA 级金融债, 无净值波动, 兼顾节税与资本节约; ③ 久期 0.5-1 年高等级短债/中短债基: 底层为 AAA 同业存单、高等级商金债/政金债, 最大回撤<0.3%, 作为 30 天以上闲置资金增强; ④ 利率债 ETF: 规模大、流动性好、交易成本低, 用于灵活调整久期仓位、短期流动性管理。	从总行资管/金融市场部的流动性管理、资本考核、利润稳定需求切入, 通过同业、托管合作建立联系, 优先提供大容量、风格稳定的标准化产品, 规避高波动高风险品类。
全国性股份行	招行、兴业、中信、浦发、民生等	1、收益要求高: 投资策略灵活多元, 交易属性强, FVTPL 占比高。 2、头部股份行交易盘净收益率考核要求较高, 对回撤有一定容忍度但要求收益匹配。 2、资本约束中等: 部分银行资本缓冲偏薄, 如浦发。	追求收益增强、灵活交易, 匹配自身品种偏好, 要求可控回撤下的弹性收益, 看重产品超额收益能力	① 半定制信用债/金融债基: 匹配各行信用准入标准, 目标超额收益较同期限政金债 30-50BP; ② 细分品种债券 ETF: 含科创公司债、利率债等品类, 无场外赎回费限制, 用于灵活调整信用敞口与久期、赚取品种利差; ③ 低波二级债基: 可转债仓位 10%-20%, 最大回撤 2% 以内, 年化收益目标 3%-5%, 满足弹性收益需求; ④ 短债/中短债基: 作为 1 个月以上中期配置工具, 收益高于货基、波动极低; ⑤ 资本节约型摊余成本产品: 对接资本缓冲偏薄银行需求。	从交易盘收益考核切入, 突出产品超额收益与回撤控制能力, 匹配各行信用下沉/品种偏好, 提供灵活交易工具与定制化方案, 配套交易服务支持。
头部城商行	北京、上海、江苏、宁波、南京、杭州等	1、FVTPL 账户占比高, 投资操作灵活, 区域深耕优势明显; 2、自有信用研究能力强, 风险偏好高于国有大行, 有信用下沉意愿但风控严格, 3、收益诉求强: 头部机构交易盘收益率要求 3% 以上; 4、资本约束中等, 利率风险指标约束低于国股行, 不在 EVE 指标监管考核范围内。	通过信用下沉增强收益, 匹配区域信用偏好, 需要跨区域信用品种弥补自身跨区域信用研究短板, 追求收益弹性	① 主动管理高等级信用债基: 以 AAA-AA+ 级跨区域信用债为主, 超额收益较政金债高 50-70BP, 补充跨区域研究能力; ② 区域主题信用债基: 如长三角、珠三角等发达区域主题, 匹配银行区域研究优势, 信用风险可控; ③ 主题债券 ETF: 含科创债、绿色债等, 交易灵活、底层透明, 用于调整行业与品种敞口; ④ 中短债基、低波“固收+”产品: 平衡流动性与收益作为底仓	突出基金公司信用研究能力与跨区域信用品种获取能力, 提供匹配风险偏好的信用下沉产品, 配套定期信用策略报告、个券推荐等研究服务。

中小城商行/农商行	非上市城商行、县域农商行等	1、FVOCI 账户占比最高，风格介于大行与头部城商行之间； 2、投研尤其是信用研究能力薄弱，对外部管理人依赖度高，风险偏好低、重视本金安全； 3、单家配置规模小但客户基数。	要求产品操作简单、透明度高、风险低、收益稳健，依托基金公司投研能力稳定覆盖负债成本，规避信用风险	①30%-40%高等级货基：保流动性； ②40%-50%高等级信用增强摊余债基：仅配置 AAA 央企债等，无弱资质主体，无净值波动，年化 2.8%-3.2%，为覆盖资金成本主力； ③10%-20%可转债仓位≤5%的极低波“固收+”：最大回撤≤1%，年化 3.3%-3.8%，用于收益增厚； ④高等级指数基金/ETF：底层透明、分散投资，避免信用风险。	突出产品稳健性、透明度、低风险特征，配套基础市场观点、配置建议与信用风险预警服务，解决中小银行投研能力不足痛点，可通过城商行联盟、省联社等渠道批量下沉覆盖。
-----------	---------------	---	---	---	---

资料来源：开源证券研究所

6.4、非银行系基金公司突破银行自营资金的路径建议

银行系基金公司依托股东优势，在传统定制债基、货基领域具备天然优势，非银行系基金公司可通过差异化路径突破银行自营资金：

一是差异化产品定位，避开银行系基金擅长的传统定制债基、货基领域，聚焦银行系覆盖不足的细分赛道，如高等级信用债 ETF、可转债基金、公募 REITs、特色主题债基（科创、绿色）等，打造差异化产品优势；

二是强化工具型产品能力建设，发挥非银机构在交易、指数编制、产品创新上的灵活性，打造流动性好、跟踪误差小、费率低的全谱系债券 ETF/指数产品，满足银行交易盘的灵活配置需求，如鹏华、华夏等基金的债券 ETF 产品已获得银行资金的认可；

三是下沉服务中小银行，重点覆盖银行系服务不足的中小城商行、农商行客户，提供简单透明的稳健产品，配套投研服务（信用研究、市场观点、配置建议），解决中小银行投研能力不足的痛点，通过批量服务中小客户做大规模；

四是强化业绩与回撤控制能力，银行自营对业绩稳定性、回撤控制要求极高，非银系基金需打造长期稳健的业绩记录，纯债产品连续 3 年业绩位于同类前 1/2，最大回撤控制在同类最低水平，用稳定的业绩和严格的风控获取银行信任；

五是深化同业合作，通过同业存款互换、基金托管、代销合作等方式与银行建立业务联系，逐步切入银行自营配置体系。

7、投资建议：沿基本面改善主线布局

主线一：基础客群优势行或潜在负债成本优化空间大的银行

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

主线二：对公项目储备丰富、掌握资产定价权的银行

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

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

表54：受益标的一览

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收同比增长(%)			归母净利润同比增长(%)			EPS(摊薄,元)			评级
		2026-07-14	2026E		2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
601658.SH	邮储银行	0.59	0.56	8.67	1.99	5.89	4.74	1.07	0.87	3.16	0.73	0.73	0.76	未评级
600036.SH	招商银行	0.85	0.78	13.44	0.01	2.82	4.23	1.21	2.60	3.86	5.95	6.03	6.27	未评级
601998.SH	中信银行	0.56	0.52	9.39	-0.55	2.18	2.81	2.98	3.59	4.70	1.27	1.31	1.38	买入
600919.SH	江苏银行	0.80	0.77	13.14	8.82	17.91	9.94	8.35	7.10	10.32	1.88	2.01	2.22	未评级
601009.SH	南京银行	0.73	0.69	12.05	10.48	23.30	10.33	8.08	8.15	9.31	1.76	1.91	2.09	未评级
600926.SH	杭州银行	0.82	0.77	14.65	1.09	8.74	7.88	12.05	10.17	11.55	2.63	2.89	3.23	未评级
601838.SH	成都银行	0.86	0.77	15.39	2.70	9.65	7.13	3.31	5.14	6.75	3.13	3.30	3.52	未评级
601077.SH	渝农商行	0.56	0.54	9.18	1.37	2.24	4.84	5.35	6.20	7.07	1.07	1.13	1.21	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、未评级标的均采用 Wind 一致预期，已评级盈利预测来自开源证券研究所；2、上述盈利预测及估值数据的基准日均为 2026-07-14。）

8、风险提示

宏观经济增速下行。随着政策陆续出台，未来经济修复进度仍取决于政策的实际成效，若后续政策落地不及预期，则经济指标或仍有波动。

监管政策趋严。若监管对于商业银行流动性风险指标，利率风险指标监管趋严，或对银行资产配置行为形成约束，从而影响业绩表现。

债市利率大幅波动。银行 FVTPL 账户市值波动计入当期损益，若季末债市利率波动较大，或对银行业绩稳定性形成负面影响。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

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

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

法律声明

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

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

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn