

银行

证券研究报告
2026 年 08 月 05 日

“揭密”基金投资——银行资负系列研究之二

八大维度“揭开”银行基金投资现状

近年来，银行基金投资呈现八大特征，具体来看：

- 1、2021 年至 2025 年，上市银行基金投资规模整体先持续扩张、后小幅回落。
- 2、上市银行基金投资分化明显，其中，股份制和城商行基金投资占金融投资比重较大，近几年保持 10%以上。2025 年，仅国有大行基金投资规模实现正增长。
- 3、银行司库部门依托货币基金开展流动性管理，金市部门通过投资公募基金增厚收益、优化资产结构，金融同业部门借助基金投资推进同业业务协同。
- 4、银行基金投资偏好债基，其中，中长期纯债基金占比最大。近年来，货币市场型基金投资占比大幅提升。此外，定制基金是银行自营基金投资的重要组成部分。
- 5、银行基金投资底层资产以政金债为主，其配置高度集中于债券型基金。同业存单是第二大底层资产，近年占比提升最为显著，其配置高度集中于货币市场基金。
- 6、近年来，银行投资基金久期整体大幅提升，杠杆率整体下降。
- 7、公募基金免税收益对上市银行整体利润具备一定增厚作用，且对利润贡献度与银行基金投资规模占比呈现较为明显的正相关关系。
- 8、基金投资虽然享有税收优惠，但仍需要承担资本占用成本，性价比弱于 3 年期国开债等债券。

与银行基金投资相关的政策及其影响

监管陆续出台一系列与基金相关的政策，进一步规范银行基金投资行为：

- 1、公募基金流动性管理办法加强产品持有人集中度管控、大额赎回处置机制及货币市场基金流动性管理。
- 2、金融资产三分类重塑计量与配置逻辑，绝大多数公募基金品类均需纳入公允价值计量且其变动计入当期损益的科目核算，无法通过其他综合收益缓冲净值波动。
- 3、公募基金凭借增值税、企业所得税的双重免税优势，可为银行带来稳定的税收溢价，有效增厚收益。
- 4、资本新规细化金融资产风险权重计量规则，相较于其他资产而言，公募基金既可享受资产管理产品管理人作为独立第三方的风险计量政策，又无需强制穿透底层资产，或可大幅简化银行风控与核算流程。
- 5、赎回费新规规范基金申赎行为，短期流动性调剂操作会受到明显约束。若银行采取长期持有策略，每年可降低固定持有成本，叠加直销渠道免认申购费的规则，部分基金综合持有性价比或将小幅提升。

银行基金投资面临的主要压力点

当前银行开展基金投资业务面临多维度经营压力：①定制化债基按监管要求推进整改，原有业务模式或需做出调整；②相关税收优惠政策逐步收紧，投资税务层面的红利有所缩减；③纯债类基金本身收益水平偏低，增厚投资收益的难度加大；④基金管理费率处于偏高区间，抬升了银行投资的成本支出；⑤同时基金投资在会计核算上多以公允价值计量，债市波动容易引发基金净值波动，对银行利润稳定性形成挑战。

未来银行基金投资的发展方向

展望未来，银行基金投资发展或有如下几个方向：

- 1、总量趋势：受长端利率低位运行、流动性监管规则限制、资本新规穿透计量要求限制，银行基金投资规模难回高增态势。
- 2、结构分化：国有大行保持平衡。中小银行资金体量偏小、资本补充渠道相对狭窄、面临投研短板，其基金配置规模或将延续持续去化的趋势。
- 3、稳步推进多资产布局。未来银行或将“稳健优先、小幅扩容”，增配基础设施 REITs 等多元化资产。
- 4、增加 ETF 配置需求。近年来，银行持仓被动指数型债券基金占比已从 3.07%提升至 9.08%，扩容趋势已初步显现。结合监管政策与银行经营现状来看，这一趋势后续有望持续强化。
- 5、定制基金或将向轻量化策略化转型。多重政策约束共同推动定制基金规范发展，未来定制基金不会完全退出银行配置组合，但运作模式或将向策略定制转型，纯通道类产品有望持续出清。

风险提示：资本市场波动剧烈，监管政策持续收紧，样本数据可能不完整，测算分析与现实不符。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

刘杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110002
liujie@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《银行-行业专题研究:银行视角看“双降”》 2026-07-31
- 2 《银行-行业专题研究:大行金市久期——银行资负系列研究之一》 2026-07-30
- 3 《银行-行业专题研究:对近期资金和CD的看法》 2026-07-29

内容目录

1. 银行基金投资的四大诉求	5
1.1. 税收诉求	5
1.2. 流动性诉求	6
1.3. 收益诉求	7
1.4. 投研诉求	8
2. 银行基金投资相关数据的获取方法、统计口径、指标选择介绍	9
2.1. 银行财报中基金投资数据	9
2.2. 关联方口径银行基金投资数据	11
3. 八大维度“揭开”银行基金投资现状	12
3.1. 总体持仓规模小幅回落	12
3.2. 机构分化明显	13
3.3. 组织架构	15
3.3.1. 司库部门：立足全行流动性统筹，以货币基金实现头寸管理与指标调节	15
3.3.2. 金融市场部：通过公募基金提高投资收益、优化资产结构	16
3.3.3. 金融同业部：围绕同业客户经营，配套开展协同型基金投资	17
3.4. 产品偏好	18
3.4.1. 银行投资偏好债券型基金	18
3.4.2. 货币市场型基金投资占比大幅提升	19
3.4.3. 定制基金占比呈下滑趋势	20
3.5. 底层资产以政金债为主	21
3.5.1. 政金债配置高度集中于债券型基金	21
3.5.2. 同业存单配置高度集中于货币市场基金	22
3.6. 久期和杠杆	23
3.6.1. 银行投资基金久期整体大幅提升	23
3.6.2. 2024 年以来银行投资基金杠杆率整体下降	23
3.7. 利润贡献	24
3.8. 比价效应	25
4. 与银行基金投资相关的政策及其影响	26
4.1. 流动性：公募基金流动性管理办法	26
4.2. 会计准则：金融资产三分类重塑计量与配置逻辑	27
4.3. 税收政策：税制差异增厚基金投资收益	28
4.4. 资本新规：细化金融资产风险权重计量规则	29
4.5. 赎回费新规：规范申赎行为	30
5. 银行基金投资面临的主要压力点	31
5.1. 定制化债基面临整改	31
5.2. 税收优势收窄	32
5.3. 纯债收益率偏低	33
5.4. 管理费率偏高	34
5.5. 会计与业绩波动	34

6. 未来银行基金投资的发展方向.....	35
6.1. 总量趋势：规模难回高增态势	35
6.2. 结构分化：国有大行保持平衡，中小银行持续去化	36
6.3. 稳步推进多资产布局	37
6.4. 增加 ETF 配置需求	37
6.5. 定制基金将向专业化策略化转型	38
7. 风险提示.....	38

图表目录

图 1：银行投资公募基金处于收益诉求	7
图 2：银行投资公募基金出于收益诉求	8
图 3：公募基金具有投研优势	8
图 4：集团为投资而持有的未纳入合并范围的结构化主体中与集团口径基金投资规模对比	10
图 5：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产中集团与银行口径基金投资规模对比	11
图 6：通过基金定期报告获取银行基金投资数据（关联方口径）	11
图 7：通过 wind 获取银行基金投资数据（关联方口径）	12
图 8：上市银行持仓基金规模（亿元）	12
图 9：上市银行持仓基金占金融投资比重	13
图 10：银行司库部门或投资货基的动因	16
图 11：银行金市部门投资公募基金动因	17
图 12：银行自营部门分工	17
图 13：银行持仓基金类型（关联方口径）	18
图 14：银行投资货币市场型基金占总基金投资比例（关联方口径）	20
图 15：银行投资定制基金占总基金投资比例（关联方口径，亿元）	20
图 16：银行投资各类基金久期（年，关联方口径）	23
图 17：银行投资各类基金杠杆率（关联方口径）	24
图 18：“私转公”可能的操作流程	32
图 19：债券收益率维持较低区间	33
图 20：债市波动引起基金净值波动	35
图 21：上市银行基金投资规模增速放缓	36
图 22：上市银行基金投资规模占金融投资比例下降	36
图 23：银行持仓被动指数型债券基金占比提升（关联方口径）	37
图 24：银行投资定制基金比重下降（关联方口径）	38
表 1：上市银行投资基金免税贡献测算	5
表 2：公募基金税收政策	6
表 3：银行财报中基金投资披露口径	9
表 4：上市银行基金投资占金融投资比重	14
表 5：上市银行基金投资（亿元）	15

表 6：银行投资债券型基金占总基金投资比例（关联方口径）	19
表 7：上市银行定制债基规模（关联方口径）	21
表 8：银行投资基金底层资产占比（关联方口径）	22
表 9：银行投资债基、货基底层资产占比（关联方口径）	22
表 10：上市银行投资基金免税贡献测算	25
表 11：银行投资债券及债券型基金（关联方口径）的比价效应	26
表 12：流动性管理相关要求	27
表 13：金融工具确认和计量	28
表 14：税收政策差异	29
表 15：金融资产风险权重计量规则	29
表 16：基金认购费	30
表 17：基金赎回费	31
表 18：公募基金税收优势收窄	33
表 19：基金运作费率	34

1. 银行基金投资的四大诉求

商业银行自营投资，是银行运用自有资金开展的标准化资产投资业务，是银行资产配置的重要组成部分，主要用于盘活闲置资金、补充经营收益、调节整体资产流动性与结构，和信贷业务共同构成银行主要的资产投放渠道。从国内上市银行整体配置结构来看，自营金融投资以标准化固收资产为主。

相较于银行直投债券、同业存单、非标等传统资产，公募基金具备标准化程度高、申赎灵活、策略丰富、税收优势明显等特点，是银行优化自营资产结构、改善盈利、调节流动性指标的重要配置工具。

1.1. 税收诉求

税收红利是商业银行配置公募基金的重要动因，也是银行增厚固收组合收益的常规低风险手段。

从现行税收政策来看，银行自营投资债券取得的常规利息收入，需按 6% 税率缴纳增值税，除国债、地方债利息收入可免征企业所得税外，金融债、信用债等债券利息收入均需缴纳 25% 企业所得税，同时债券交易价差收入也需按规定计税，整体税负成本偏高。

表 1：上市银行投资基金免税贡献测算

银行名称	基金免税对利润贡献度					基金投资/总资产				
	2023	2024H1	2024	2025H1	2025	2023	2024H1	2024	2025H1	2025
国有大行	工商银行	0.7%	0.9%	0.7%	1.1%	0.9%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%
	农业银行	-	-	-	-	-	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
	建设银行	0.5%	0.2%	0.3%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%
	中国银行	1.6%	1.6%	1.9%	1.5%	-	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
	邮储银行	5.8%	4.6%	7.6%	4.5%	6.1%	4.0%	4.5%	4.8%	3.5%
	交通银行	4.2%	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%	1.3%	1.5%	1.4%	1.3%
股份制	招商银行	2.5%	2.9%	2.6%	3.8%	3.2%	2.2%	2.6%	2.8%	2.1%
	兴业银行	8.0%	9.2%	9.8%	6.8%	7.3%	5.9%	5.7%	5.4%	6.0%
	中信银行	6.7%	4.2%	5.4%	4.9%	4.9%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%
	浦发银行	11.5%	9.0%	10.0%	6.7%	4.3%	4.8%	4.6%	5.1%	4.8%
	民生银行	5.0%	2.4%	4.2%	0.8%	2.0%	1.7%	1.7%	2.1%	2.0%
	光大银行	5.8%	4.5%	5.1%	3.8%	5.1%	4.4%	4.4%	4.0%	3.0%
	平安银行	5.5%	5.7%	7.1%	6.1%	7.9%	3.0%	3.4%	3.2%	3.5%
	华夏银行	-	-	-	-	-	4.6%	5.8%	6.8%	6.4%
	浙商银行	8.0%	6.3%	8.2%	7.8%	8.3%	4.7%	5.3%	5.3%	5.0%
	北京银行	7.1%	6.9%	8.7%	5.8%	8.2%	5.4%	5.8%	6.6%	6.6%
城商行	江苏银行	9.0%	9.0%	10.5%	7.2%	7.6%	7.3%	9.7%	8.5%	8.8%
	宁波银行	10.0%	-	9.8%	-	6.8%	7.6%	7.5%	6.7%	5.1%
	上海银行	4.4%	6.8%	6.8%	4.8%	7.5%	6.9%	6.3%	5.5%	4.5%
	南京银行	16.0%	9.7%	11.6%	9.2%	13.8%	7.6%	7.9%	7.0%	5.6%
	杭州银行	7.3%	9.5%	9.5%	7.4%	8.0%	4.7%	5.3%	4.0%	3.7%
	成都银行	2.0%	2.6%	3.3%	2.9%	3.2%	2.9%	4.6%	6.0%	5.8%
	长沙银行	5.7%	7.3%	7.1%	9.3%	7.4%	7.5%	8.0%	7.1%	6.5%
	重庆银行	-	-	5.1%	4.0%	4.3%	0.6%	1.6%	2.9%	2.5%
	贵阳银行	4.6%	7.6%	9.1%	9.7%	9.6%	4.3%	3.7%	4.7%	5.3%
	苏州银行	6.2%	7.1%	6.7%	5.2%	6.9%	5.7%	9.6%	6.7%	7.0%
	齐鲁银行	3.9%	4.5%	4.3%	5.6%	5.1%	3.6%	3.7%	4.0%	3.7%
	青岛银行	5.8%	5.2%	7.4%	8.0%	7.4%	7.2%	6.7%	7.4%	6.4%
	郑州银行	8.1%	2.0%	16.6%	2.8%	12.2%	2.0%	2.1%	2.2%	2.1%
	西安银行	2.0%	4.6%	8.7%	4.3%	4.3%	3.6%	4.1%	4.8%	3.9%
	兰州银行	11.5%	13.8%	6.3%	9.5%	2.0%	1.4%	2.1%	3.3%	2.0%
农商行	厦门银行	3.7%	8.1%	7.0%	7.3%	4.0%	3.7%	4.3%	4.9%	3.5%
	渝农商行	-	5.6%	-	1.6%	-	2.5%	4.3%	3.8%	3.8%
	沪农商行	2.5%	2.8%	3.4%	3.0%	3.7%	0.7%	0.7%	1.2%	1.5%
	青农商行	16.8%	6.1%	14.3%	-	10.0%	6.7%	7.6%	7.7%	7.2%
	常熟银行	4.4%	7.8%	6.5%	2.3%	1.8%	0.3%	0.2%	2.8%	2.6%
	紫金银行	0.5%	0.3%	-0.1%	0.2%	0.4%	-	-	-	-
	无锡银行	5.1%	3.9%	4.4%	2.5%	2.3%	3.6%	3.8%	4.3%	3.5%
	瑞丰银行	5.6%	5.1%	4.0%	5.0%	3.2%	2.4%	3.7%	2.3%	1.9%
	张家港行	4.7%	9.4%	9.7%	10.1%	8.3%	3.6%	6.5%	4.5%	4.4%
	苏农银行	6.9%	8.5%	8.5%	2.7%	4.8%	4.6%	4.9%	4.9%	4.3%
上市银行	江阴银行	2.9%	6.1%	4.9%	4.2%	3.5%	4.3%	4.3%	3.5%	3.5%
	国有大行	1.2%	1.1%	1.3%	1.3%	1.0%	0.7%	0.8%	0.9%	0.7%
	股份制	5.4%	5.0%	5.5%	4.7%	4.6%	3.9%	4.1%	4.2%	4.0%
	城商行	7.6%	6.4%	8.6%	5.7%	7.7%	5.9%	6.5%	6.2%	5.7%
	农商行	3.4%	5.0%	4.0%	2.5%	3.0%	2.4%	3.1%	3.2%	3.1%

资料来源：各公司财报，iFind，天风证券研究所

相较于银行直投模式，公募基金享有专属的制度性税收优惠，形成了稳定的相对收益优势。

根据《中华人民共和国企业所得税法》，对公募基金从证券市场中取得的收入，暂不征收企业所得税。同时商业银行作为机构投资者，持有公募基金获得的分红收益同样享受免税待遇。

这意味着银行通过公募基金间接布局同类底层固收资产，可在底层资产风险基本一致的前提下，减少直投模式下的税负损耗，形成一定的税收溢价。

表 2：公募基金税收政策

收入类型	税收规定		税收政策	政策内容
基金分红收入	增值税（免）		《关于明确金融 房地产开发 教育辅助服务等增值税政策的通知》	纳税人购入基金、信托、理财产品等各类资产管理产品持有至到期，不属于《销售服务、无形资产、不动产注释》（财税〔2016〕36号）第一条第（五）项第4点所称的金融商品转让。
	所得税（免）		《关于企业所得税若干优惠政策的通知》	对投资者从证券投资基金分配中取得的收入，暂不征收企业所得税。
买卖或赎回基金价差收入	买卖	增值税（6%）	《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》	应税行为的具体范围包括：金融商品转让，其中其他金融商品转让包括基金、信托、理财产品等各类资产管理产品和各种金融衍生品的转让。
	赎回	增值税（免）	《关于明确金融 房地产开发 教育辅助服务等增值税政策的通知》	纳税人购入基金、信托、理财产品等各类资产管理产品持有至到期，不属于《销售服务、无形资产、不动产注释》（财税〔2016〕36号）第一条第（五）项第4点所称的金融商品转让。
	所得税（25%）		《关于开放式证券投资基金有关税收问题的通知》	对企业投资者申购和赎回基金单位取得的差价收入，应并入企业的应纳税所得额，征收企业所得税。

资料来源：国家税务总局等，天风证券研究所

1.2. 流动性诉求

商业银行流动性管理分两个维度：指标管理、头寸管理。

指标管理方面，《商业银行流动性风险管理办法》中规定的流动性风险监管指标包括流动性覆盖率（LCR）、净稳定资金比例（NSFR）、流动性比例、流动性匹配率和优质流动性资产充足率。

以流动性覆盖率（LCR）为例，该指标旨在确保商业银行具有充足的合格优质流动性资产，能够在规定的流动性压力情景下，通过变现这些资产满足未来至少 30 天的流动性需求，最低监管标准为不低于 100%。计算公式为：

流动性覆盖率=合格优质流动性资产÷未来 30 天现金净流出量。合格优质流动性资产由一级资产和二级资产构成。

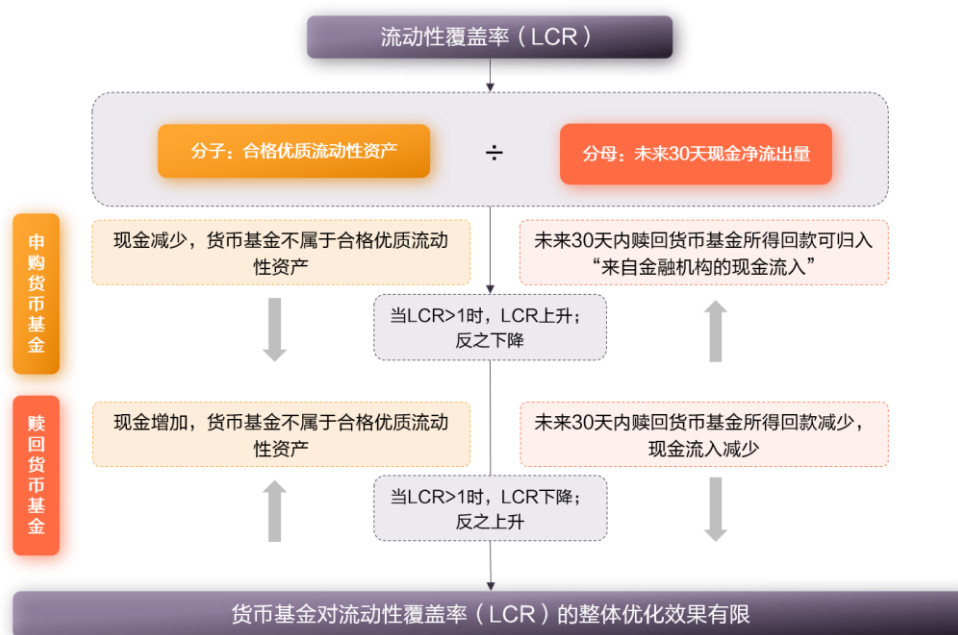
从 LCR 分子端来看，政策未将基金纳入 HQLA 范畴，配置货币基金或消耗原本可计入一级资产的现金，会对分子形成小幅拖累。

从分母端来看，货币基金管理人属于持牌金融机构，30 天内赎回货币基金所得回款可归入“来自金融机构的现金流入”，能够抵减现金流出、缩小现金净流出规模。

综合两端效应，投资货币基金对 LCR 存在双向作用：

分子端无法带来合格流动性资产增量，还会消耗存量优质资产形成负面压制，分母端赎回现金流可压降净流出形成正向支撑，最终 LCR 指标变动取决于两种力量的强弱对比，整体优化效果有限。

图 1：银行投资公募基金处于收益诉求



资料来源：国家金融监督管理总局，天风证券研究所

尽管投资公募基金不一定能够改善流动性覆盖率监管指标，但在银行日常经营层面仍具备显著的流动性调节价值：

第一，开放式公募基金支持常态化申赎，当银行遭遇阶段性资金缺口时，可快速赎回回笼资金，作为日常流动性缓冲池。

第二，公募基金品类丰富。货币基金适配短期小额资金存放，中长期纯债基金可匹配中长期闲置资金，银行能够根据资产负债久期缺口灵活搭配不同久期基金，调整整体资产流动性分布。

第三，相比直接参与二级市场债券交易，公募基金由管理人统一运作，银行无需自行处理债券交割、持仓分散、久期调整等操作，降低流动性管理的操作成本。

1.3. 收益诉求

效益性（盈利性）是商业银行经营管理的三大核心原则之一，稳定且可持续的收益水平是银行持续经营、抵御经营风险、扩充资本实力的重要保障。

在利率市场化持续推进、行业竞争加剧的背景下，银行传统存贷利差空间持续收窄，固有盈利模式承压。为践行收益性经营原则、优化资产收益结构、弥补传统业务收益缺口，银行积极投资公募基金。其中，摊余成本法债基和定制债基受到银行青睐：

一方面摊余成本法债基净值更加稳定。

银行自营资金风险偏好较低，对资产净值回撤、价格波动的容忍度有限，并且重视资产净值的稳定性。摊余成本法债基采用摊余成本估值模式，区别于市值法产品，受二级市场利率波动、债券价格涨跌的影响程度更低，可有效平滑阶段性净值波动，投资收益更加稳定。

另一方面通过定制债基增厚收益。

相较于标准化普通公募债基，部分定制债基可根据银行自身资金体量、久期规则、风险准入标准和收益目标量身定制，投资运作模式高度适配机构配置需求。在严格把控信用风险、合规风险的前提下，定制债基可灵活优化资产结构，获取相对更可观的投资收益，有效增厚银行资产组合收益。

图 2：银行投资公募基金出于收益诉求



资料来源：国家金融监督管理总局等，天风证券研究所

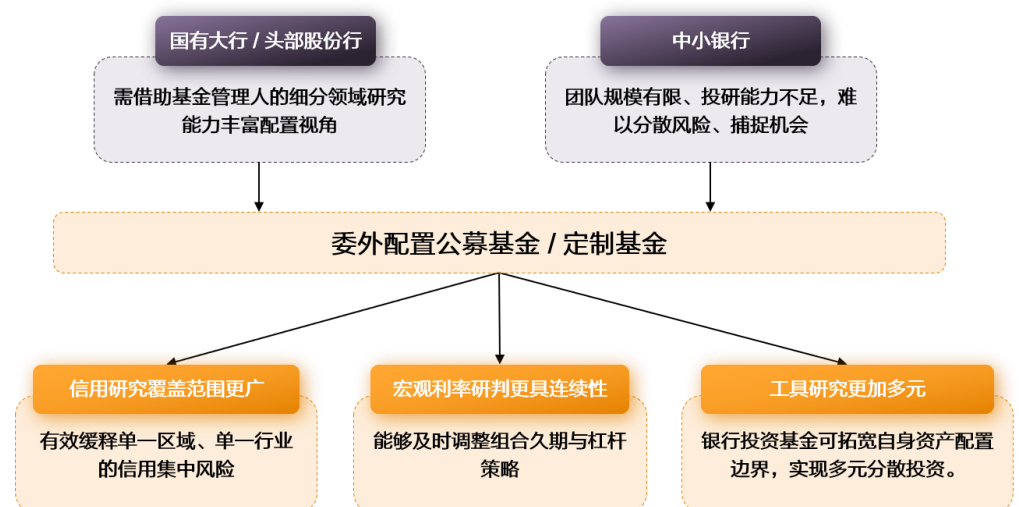
1.4. 投研诉求

公募基金成熟完善的专业投研体系，是银行主动配置基金的重要考量因素之一。尤其是中小银行，金市投研能力不足，委外配置基金还可以弥补其短板。

国有大行、头部股份行虽可搭建完整内部投研团队，但也会借助基金管理人的细分领域研究能力丰富配置视角。

而多数中小银行受人才储备、编制预算等限制，固收投研团队人员规模有限，存在投研能力短板。单纯依靠表内直投难以分散持仓风险、捕捉波段机会，通过配置公募基金、定制基金的委外模式，能够直接弥补自身投研体系的不足。

图 3：公募基金具有投研优势



资料来源：中国金融公众号，天风证券研究所

公募基金的投研优势体现在多方面：

一是信用研究覆盖范围更广，基金公司专职信用研究员团队可常态化跟踪全市场数千家发

债主体，覆盖中小银行无力实地尽调的产业债、异地域投标的，持续跟踪主体经营与偿债变化，有效缓释单一区域、单一行业的信用集中风险。

二是宏观利率研判更具连续性，基金投研团队高频跟踪宏观政策、资金面、供需数据，能够及时调整组合久期与杠杆策略，弥补部分银行宏观预判、动态调仓能力偏弱的问题。

三是工具研究更加多元，基金可灵活运用同业存单、ABS、REITs、各类ETF等多品类工具搭建分层组合。银行投资基金可拓宽自身资产配置边界，以轻量化模式实现多元分散投资。

2. 银行基金投资相关数据的获取方法、统计口径、指标选择介绍

2.1. 银行财报中基金投资数据

银行财报中针对基金投资数据披露通常有三大类口径：**集团纳入合并范围内的结构化主体、集团未纳入合并范围内的结构化主体、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL）。**

表 3：银行财报中基金投资披露口径

基金投资口径		包含产品	合并报表处理规则	口径
集团纳入合并范围内的结构化主体		集团对此类结构化主体拥有权力，通过参与相关活动享有可变回报，并且有能力运用对被投资方的权力影响其可变回报。	基金纳入合并范围，与银行单体报表“基金投资”内部抵消，集团口径不再单列对该基金的投资	集团口径
集团未纳入合并范围内的结构化主体	集团发行及管理的未纳入合并范围的结构化主体	集团作为基金管理人发起设立， 不构成控制 ，集团自持部分份额的基金产品	不纳入合并范围，自持份额确认为基金投资	
	集团为投资而持有的未纳入合并范围的结构化主体	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权益。	不纳入合并范围，持有的份额确认为对外基金投资	
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL）	集团口径	集团合并范围内各主体持有、会计分类划分为FVTPL的全部基金份额	按准则进行金融资产分类，内部基金投资抵消后列报	银行口径
	银行口径	银行单体报表中，持有的、会计分类划分为FVTPL的基金份额，不含集团下属子公司持有的基金	仅针对银行单体账务，独立开展金融资产分类判断	

资料来源：各公司财报，天风证券研究所

（一）集团纳入合并范围内的结构化主体

纳入合并范围的结构化主体，指由本集团发起设立、负责管理，且根据《企业会计准则第33号——合并财务报表》，集团能够实施控制的基金、资管计划等结构化载体。

中国邮政银行 2025 年年报中定义：本集团纳入合并范围的结构化主体包括本集团发起设立、管理和/或投资的部分资产管理计划、理财产品。由于本集团对此类结构化主体拥有权力，通过参与相关活动享有可变回报，并且有能力运用对被投资方的权力影响其可变回报，因此本集团对此类结构化主体存在控制。

（二）集团未纳入合并范围内的结构化主体

（1）集团发行及管理的未纳入合并范围的结构化主体

集团发行及管理的未纳入合并范围的结构化主体主要包括非保本理财产品、基金、资产管理计划以及资产证券化产品等。该类结构化主体由集团下属机构（理财子、基金子公司等）发起设立、承担日常管理职能，但集团不构成控制。

（2）集团为投资而持有的未纳入合并范围的结构化主体

招商银行 2025 年年报中定义：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权益。这些结构化主体未纳入本集团的合并财务报表范围，主要包括理财产品、资产管理计划、信托受益权、资产支持证券以及基金。本集团持有这些结构化主体的目的是获取投资收益、资本增值或两者兼具。

图 4：集团为投资而持有的未纳入合并范围的结构化主体中与集团口径基金投资规模对比

无基金子公司的银行：
该口径基金投资等于集团合并口径

例：平安银行

(b) 本集团投资的未纳入合并范围内的结构化主体

为了更好地运用资金获取收益，于2025年度本集团投资的未纳入合并范围内的结构化主体主要包括由独立第三方发行并管理的基金、信托计划、资产管理计划和资产支持证券。信托计划和资产管理计划系本集团投资的由非银行金融机构作为管理人发行并管理的信托计划和资产管理计划。该类产品的基础资产主要为贷款或金融机构债权、银行存单及资产支持证券。于2025年12月31日，本集团未对该类结构化主体提供流动性支持(2024年12月31日：无)。

于2025年12月31日及2024年12月31日，本集团投资的未纳入合并范围的结构化主体的权益所形成的资产的账面余额(包含应计利息)及最大损失风险敞口如下：

	本集团		结构化主体总规模
	2025年12月31日	2024年12月31日	
账面余额	最大损失风险敞口		
交易性金融资产			
基金	171,544	171,544	注
信托计划	1,784	1,784	注
资产支持证券	1,716	1,716	16,557
小计	175,044	175,044	

有基金子公司的银行：
该口径基金投资小于集团合并口径

例：招商银行

(a) 在第三方机构发起设立的结构化主体中享有的权益

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权益。这些结构化主体未纳入本集团的合并财务报表范围。主要包括理财产品、资产管理计划、信托受益权、资产支持证券以及基金。本集团持有这些结构化主体的目的是获取投资收益、资本增值或两者兼具。

截至2025年12月31日及2024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余额及其在本集团的资产负债表的相关资产负债列示如下：

2025年12月31日					
	账面余额			合计	最大损失风险敞口
	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融投资	以摊余成本计量的债务工具投资	以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具投资		
资产管理计划	9,073	67,642	200	76,915	76,915
信托受益权	181	7,311	-	7,492	7,492
资产支持证券	850	464	46,903	48,217	48,217
基金	255,474	-	-	255,474	255,474
理财产品	880	-	-	880	880
合计	266,458	75,417	47,103	388,978	388,978

7. 交易性金融资产

	本集团	
	2025年12月31日	2024年12月31日
债券		
政府	157,411	164,336
政策性银行	122,299	55,880
同业和其他金融机构	66,865	88,479
企业	19,222	35,921
基金	171,544	186,186
资产管理计划	220,796	92,451
信托计划	1,784	3,729
资产支持证券	1,716	1,719
权益投资及其他	3,464	870
合计	765,101	629,571

(ii) 持续以公允价值计量的金融资产和金融负债

下表列示了本集团在每个资产负债表日持续以公允价值计量的资产和负债于本报告期末的公允价值信息及其公允价值计量的层次：

	本集团				本行			
	第一层次	第二层次	第三层次	总额	第一层次	第二层次	第三层次	总额
资产								
分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融投资	21,396	610,143	4,789	636,328	15,671	558,805	1,446	575,922
- 债券投资	14,087	330,563	153	344,803	9,244	218,865	-	228,109
- 贵金属合同	5,817	-	-	5,817	5,817	-	-	5,817
- 股权投资	1,492	1,432	3,846	6,770	610	-	1,265	1,875
- 基金投资	50	264,585	586	265,222	-	330,091	-	330,091
- 理财产品	-	4,416	-	4,416	-	703	-	703

资料来源：各公司财报，天风证券研究所

根据银行是否设立基金子公司，该指标与集团口径基金投资规模呈现不同关系：

- 1、未设立基金子公司的银行不存在集团内部发行的基金产品，集团口径基金投资几乎全部为对外认购第三方机构设立的基金，对应纳入“集团为投资而持有的未纳入合并范围的结构化主体内基金投资”统计范畴。

两类指标之间仅存在极小规模差异，可忽略不计，基金投资规模通常相等。

- 2、设有基金子公司的银行，集团口径基金投资包含两部分，一部分是投资第三方机构发行的基金，即“集团为投资而持有的未纳入合并范围的结构化主体内基金投资”；另一部分是集团自有资金认购旗下基金子公司发行、但未达到控制条件的基金产品，即“集团发行及管理的未纳入合并范围的结构化主体”。

因此“集团为投资而持有的未纳入合并范围的结构化主体内基金投资”基金投资规模通常小于集团口径。

(三) 以公允价值计量且其变动计入的金融资产（FVTPL）

FVTPL 中银行口径仅包含母行自营持有的 FVTPL 资产，不纳入集团下属子公司投资。集团口径汇总母行及全部纳入合并范围子公司的相关资产，并对集团内部交易予以合并抵销，最终反映集团对外净投资敞口。

集团与银行基金投资口径差异存在以下两种情况：

- 1、集团口径规模大于银行口径：集团下属子公司自有资金对外配置基金产品，且外部投资规模高于内部交易抵销金额时，集团口径规模大于银行口径。
- 2、集团口径规模小于银行口径：母行持有纳入合并范围子公司发行的基金产品，该部分投资在母行单体报表确认为 FVTPL，但在合并报表中属于集团内部投资，需实施合并抵销。且集团内部交易抵销金额超过子公司对外自营基金投资规模。

图 5：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产中集团与银行口径基金投资规模对比

部分银行集团合并口径基金投资规模大于本行口径 ——子公司自有资金对外配置基金规模高于集团内部交易抵销金额 例：平安银行				部分银行集团合并口径基金投资规模小于本行口径 ——母行大量认购集团子公司发行、未纳入合并范围的基金产品规模大于子公司自营配置基金 例：招商银行			
例：平安银行 交易性金融资产				例：招商银行 持续以公允价值计量的金融资产和金融负债			
本集团		本行		2025年		本行	
2025年12月31日	2024年12月31日	2025年12月31日	2024年12月31日	第一层次	第二层次	第三层次	总额
债券				资产			
政府	157,411	164,336	157,350	15,671	558,805	1,446	575,922
政策性银行	122,299	55,880	122,134	55,767			
同业和其他金融机构	66,865	88,479	66,865	88,479			
企业	19,222	35,921	19,222	35,921			
基金	171,544	186,186	166,773	181,533			
资产管理计划	220,796	92,451	156,225	58,076			
信托计划	1,784	3,729	1,784	3,729			
资产支持证券	1,716	1,719	1,716	1,719			
权益投资及其他	3,464	870	3,464	870			
合计	765,101	629,571	695,533	588,204			

资料来源：各公司财报，天风证券研究所

2.2. 关联方口径银行基金投资数据

银行财务报表仅披露基金投资总体账面价值，并未列示底层具体持仓基金清单，难以支撑底层资产穿透、持仓结构精细化研究。在此背景下，关联方持有口径成为重要的交叉验证与穿透分析工具。

关联方持有口径的数据主要有两类获取路径：

第一类为原始信息渠道，通过资本市场电子化信息披露平台查阅单只基金定期报告，提取持有人章节披露的关联方持有基金情况。数据具备权威性，但仅适用于小范围样本研究，批量汇总工作量较大。

图 6：通过基金定期报告获取银行基金投资数据（关联方口径）

中银丰和定期开放债券型发起式证券投资基金 2025 年年度报告

关联方名称	与本基金的关系
中银基金管理有限公司	基金管理人、注册登记机构、基金销售机构
中国建设银行股份有限公司（“建设银行”）	基金托管人
中国银行股份有限公司（“中国银行”）	基金管理人的控股股东、基金销售机构
中银国际证券股份有限公司	受中国银行重大影响
贝莱德投资管理（英国）有限公司	基金管理人的股东
中银资产管理有限公司	基金管理人的全资子公司
中银（新加坡）资产管理有限公司	基金管理人的全资子公司
大丰银行股份有限公司（“大丰银行”）	受中国银行重大影响

7.4.10.5.2 报告期末除基金管理人之外的其他关联方投资本基金的情况

份额单位：份

关联方名称	本期末 2025 年 12 月 31 日		上年度末 2024 年 12 月 31 日	
	持有的基金份额	持有的基金份额占基金总份额的比例	持有的基金份额	持有的基金份额占基金总份额的比例
中国银行股份有限公司	43,540,573,854.85	99.98%	43,540,573,854.85	99.98%

资料来源：资本市场电子化信息披露平台，天风证券研究所

第二类为标准化数据库渠道，依托 Wind 终端基金专题板块下的机构研究模块，调取关联方持有基金数据库，通过持有人筛选条件锁定目标银行主体，批量提取基金产品关联机构持有基金的明细数据。适合开展大规模样本统计、横向对比与底层资产研究。

图 7：通过 wind 获取银行基金投资数据（关联方口径）



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 八大维度“揭开”银行基金投资现状

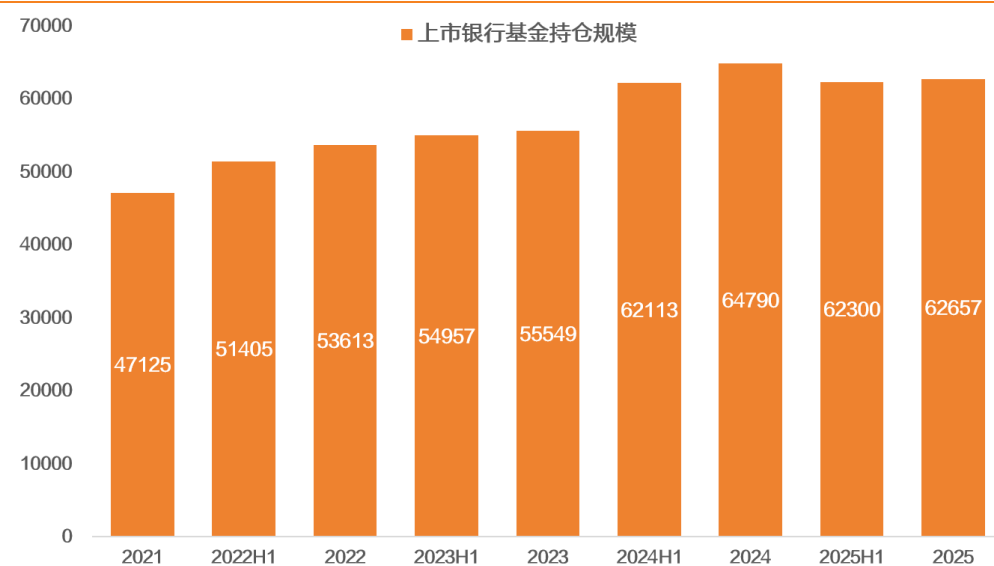
3.1. 总体持仓规模小幅回落

上市银行基金投资规模整体呈现先持续扩张、后小幅回落的特征。

2021 年上市银行基金持仓规模约 4.71 万亿元，此后连续三年保持上行，2024 年末到达阶段性峰值 6.48 万亿元，相较 2021 年规模增幅超 37%，较 2023 年同比增长 16.64%，高于银行整体金融投资同比增长率 13.03%。

进入 2025 年，配置节奏有所放缓，年末整体规模回落至 6.27 万亿元，同比 2024 年收缩 3.29%。而上市银行整体金融投资规模同比增长 13.56%，基金投资占金融投资比重由 2021 年的 7.27% 波动下降至 6.04%，上市银行整体对基金资产的配置力度略有收缩。

图 8：上市银行持仓基金规模（亿元）



资料来源：各公司财报，iFind，天风证券研究所

拉长周期观察，2021 至 2024 年的持续扩容：

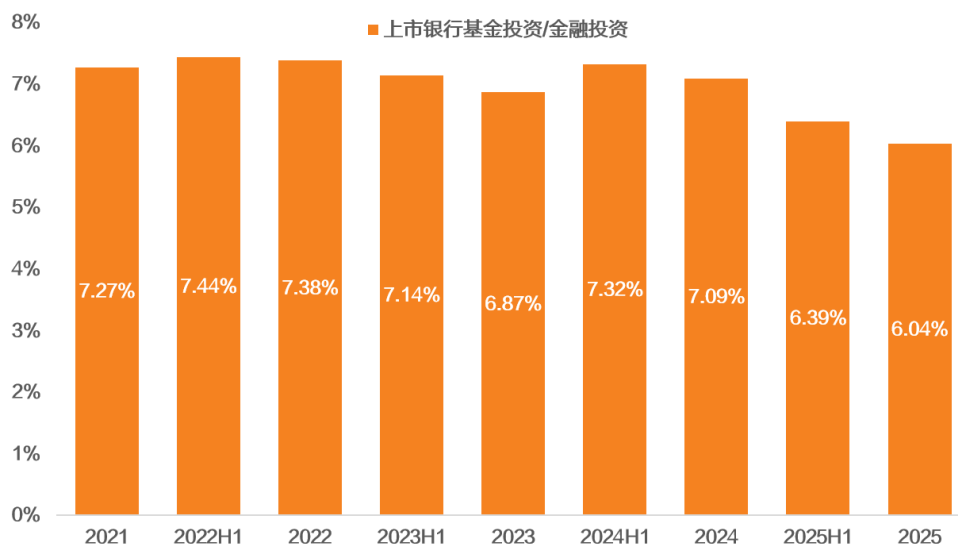
一方面，市场利率持续下行，银行净息差逐年压缩，债券收益空间不断收窄，自营资产盈利承压。公募债基可适度信用下沉、灵活调整久期，成为银行对冲息差下行、稳定投资收

益的重要手段。

另一方面，市场持续资产荒，标准化优质资产供给紧缺，同时，非标持续压降，城投等部分债券供给收缩，银行可配置的中高收益资产大幅减少。公募基金供给充足、申赎灵活，能够承接银行富余头寸，或成为银行自营缓解持续资金欠配压力的核心配置选择。

与此同时，银行金融投资总规模也在同步扩张，使得基金投资占比并未出现大幅抬升，整体维持在相对均衡的水平。

图 9：上市银行持仓基金占金融投资比重



资料来源：iFind，天风证券研究所

2025 年，上市银行金融投资总规模仍保持增长态势，但基金投资规模与占比却出现同步回落。究其原因：

- 1、Q1 市场资金环境收紧，银行司库或出于流动性安全考量开展资产缩表操作，阶段性赎回部分基金产品，直接带动基金持仓规模下行。
- 2、资本市场波动有所加大，提升了净值波动与投资不确定性，在银行自营资金风险偏好整体偏审慎的背景下，配置基金的意愿或有所降温。
- 3、年内政府债券供给规模处于较高水平，具备票息稳定、资本占用相对友好等优势，银行或加大政府债配置力度，在有限投资额度内对基金投资形成一定的替代效应。

3.2. 机构分化明显

上市银行基金投资分化明显，其中，股份制和城商行基金投资占金融投资比重较大，近几年保持 10%以上。2025 年，仅国有大行基金投资规模实现正增长。

国有大行六家机构整体基金持仓规模稳步抬升，同时金融投资规模高速增长，基金投资占比呈现低比例、稳中有降的特征，2021 年至 2025 年整体占比从 2.87%提升至 3.12%，又逐步回落至 2.7%。

从个体差异来看，邮储银行基金配置比例较高，2025 年基金投资占金融投资比重达 12.44%，其投资规模也达到 7910 亿元，显著高于其他国有大行。但邮储银行的配置比例波动较大，2024 年曾高达 13.75%，此后呈现下滑趋势。

农业银行基金配置则维持较低水平，2025 年占比仅为 0.42%，投资规模仅 690 亿元，但近年来整体维持上升趋势。整体而言，国有大行基金配置的分化或更多源于资产基数差异与阶段性策略调整。

表 4：上市银行基金投资占金融投资比重

	名称	2021	2022	2023	2024	2025
国有大行	工商银行	1.60%	1.49%	1.41%	1.13%	1.19%
	农业银行	0.53%	0.56%	0.52%	0.44%	0.42%
	建设银行	3.57%	2.75%	2.59%	3.15%	3.23%
	中国银行	1.67%	1.59%	1.42%	1.24%	1.41%
	邮储银行	8.98%	12.43%	11.54%	13.75%	12.44%
	交通银行	4.73%	5.29%	4.41%	4.97%	4.06%
股份制	招商银行	7.44%	7.23%	7.59%	9.36%	6.41%
	兴业银行	19.77%	19.98%	17.87%	16.57%	17.65%
	中信银行	17.11%	17.26%	16.24%	16.32%	14.39%
	浦发银行	17.19%	14.02%	16.24%	17.28%	16.83%
	民生银行	9.39%	10.58%	5.79%	6.75%	5.55%
	光大银行	13.81%	10.46%	13.23%	12.62%	7.91%
	平安银行	9.19%	13.58%	11.88%	11.66%	10.00%
	华夏银行	11.14%	11.41%	12.13%	18.05%	16.38%
城商行	浙商银行	13.64%	16.78%	14.73%	16.59%	13.01%
	北京银行	15.71%	18.46%	15.93%	19.23%	16.83%
	江苏银行	15.71%	18.58%	20.18%	22.06%	19.51%
	宁波银行	23.47%	19.97%	16.74%	15.27%	9.16%
	上海银行	17.56%	19.02%	16.28%	12.94%	9.88%
	南京银行	15.34%	17.64%	17.91%	16.90%	12.26%
	杭州银行	15.21%	11.64%	9.95%	8.62%	6.83%
	成都银行	7.93%	10.47%	9.70%	21.21%	11.38%
	长沙银行	13.58%	17.02%	18.03%	16.59%	14.32%
	重庆银行	1.38%	2.06%	1.53%	7.11%	6.22%
	贵阳银行	6.58%	6.64%	11.01%	11.56%	13.02%
	苏州银行	17.00%	21.17%	16.04%	18.36%	18.90%
	齐鲁银行	7.12%	8.14%	8.69%	9.18%	9.11%
	青岛银行	21.04%	17.29%	19.38%	20.02%	15.87%
	郑州银行	5.64%	7.84%	6.90%	7.47%	9.48%
	西安银行	4.74%	6.50%	8.82%	12.07%	12.17%
农商行	兰州银行	5.95%	8.19%	4.95%	10.07%	8.15%
	厦门银行	8.47%	13.69%	12.53%	13.77%	11.63%
	渝农商行	6.06%	5.27%	6.03%	9.10%	7.32%
	沪农商行	8.27%	2.38%	1.91%	3.50%	4.77%
	青农商行	14.48%	13.87%	18.56%	22.38%	19.93%
	常熟银行	22.53%	12.10%	10.09%	10.76%	9.75%
	紫金银行	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	无锡银行	11.84%	12.90%	11.37%	14.06%	9.75%
	瑞丰银行	8.96%	11.15%	7.54%	6.75%	6.71%
农商行	张家港行	5.74%	9.48%	11.14%	14.87%	16.87%
	苏农银行	13.28%	17.47%	15.12%	16.16%	13.30%
	江阴银行	15.97%	11.43%	13.08%	10.68%	8.89%
国有大行		2.87%	3.12%	2.79%	2.96%	2.70%
股份制		13.89%	13.55%	12.95%	13.64%	11.92%
城商行		15.01%	15.94%	15.00%	15.64%	12.83%
农商行		9.04%	6.86%	7.17%	9.19%	8.27%
上市银行基金投资/金融投资		7.27%	7.38%	6.87%	7.09%	6.04%

资料来源：各公司财报，iFind，天风证券研究所

股份制银行 2025 年基金投资比例达 11.92%，显著高于上市银行整体水平。

其中，兴业银行 2025 年基金投资占比高达 17.65%，投资规模 6267 亿元，且多年来始终维持高位配置。与之形成对比的是民生银行，其基金配置比例从 2022 年的 10.58%大幅下降至 2025 年的 5.55%，投资规模也从 2355 亿元收缩至 1346 亿元。

城商行的基金投资分化程度在四类银行中最为突出，2025 年整体配置比例为 12.83%，但个体间差距悬殊。江苏银行和苏州银行 2025 年基金投资占比分别达到 19.51%和 18.90%，其中江苏银行投资规模高达 3761 亿元，在城商行中遥遥领先，且多年来呈现持续上升的配置趋势。

而成都银行的基金配置占比波动较大，从 2021 年的 7.93%快速攀升至 2024 年的 21.21%，2025 年又回落至 11.38%，大幅震荡的背后反映出区域性银行在投资策略上的阶段性调整特

征。

表 5：上市银行基金投资（亿元）

	名称	2021	2022	2023	2024	2025
国有大行	工商银行	1482	1565	1667	1597	2005
	农业银行	436	534	581	608	690
	建设银行	2725	2351	2500	3367	4163
	中国银行	1029	1024	1018	1037	1363
	邮储银行	3904	6166	6216	8254	7910
	交通银行	1667	2092	1809	2147	1838
股份制	招商银行	1620	2005	2423	3440	2652
	兴业银行	5929	6310	5962	5723	6267
	中信银行	3974	4320	4212	4276	4213
	浦发银行	3987	3582	4346	4855	4986
	民生银行	1910	2355	1316	1619	1346
	光大银行	2535	2140	2966	2788	1876
	平安银行	1179	1842	1652	1862	1715
	华夏银行	1288	1478	1948	2980	2813
城商行	浙商银行	889	1261	1474	1751	1368
	北京银行	1552	2081	2033	2767	2953
	江苏银行	1442	1959	2480	3367	3761
	宁波银行	2270	2234	2067	2098	1473
	上海银行	1822	2193	2125	1776	1391
	南京银行	1220	1591	1741	1824	1606
	杭州银行	994	867	867	837	706
	成都银行	210	314	313	754	455
	长沙银行	487	654	763	814	753
	重庆银行	30	51	43	248	251
	贵阳银行	185	190	297	333	384
	苏州银行	287	392	346	467	570
	齐鲁银行	123	166	216	276	322
	青岛银行	400	350	438	512	491
	郑州银行	111	144	129	150	222
	西安银行	61	117	155	232	222
	兰州银行	72	106	66	160	148
	厦门银行	79	137	144	200	173
农商行	渝农商行	316	302	361	572	471
	沪农商行	267	96	95	183	265
	青农商行	225	211	315	383	340
	常熟银行	135	88	88	102	104
	紫金银行	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	无锡银行	80	85	84	110	80
	瑞丰银行	31	47	48	50	53
	张家港行	30	56	74	99	104
	苏农银行	59	94	94	106	91
	江阴银行	81	64	80	69	64
国有大行		11242	13732	13791	17009	17969
股份制		23312	25293	26297	29293	27238
城商行		11347	13546	14223	16814	15878
农商行		1224	1042	1238	1674	1572
42家上市银行		47125	53613	55549	64790	62657

资料来源：各公司财报，天风证券研究所

农商行在基金投资上规模较小，2025 年整体配置比例为 8.27%，但内部同样存在明显分化。青农商行 2025 年基金投资占金融投资比例高达 19.93%，且近年来始终维持在较高水平。沪农商行 2025 年基金投资占比仅为 4.77%，从 2021 年的 8.27%持续下降，波动较大。

从绝对规模看，渝农商行以 471 亿元的投资规模位居农商行首位，瑞丰银行则以 53 亿元处于末位，规模差距近 9 倍。

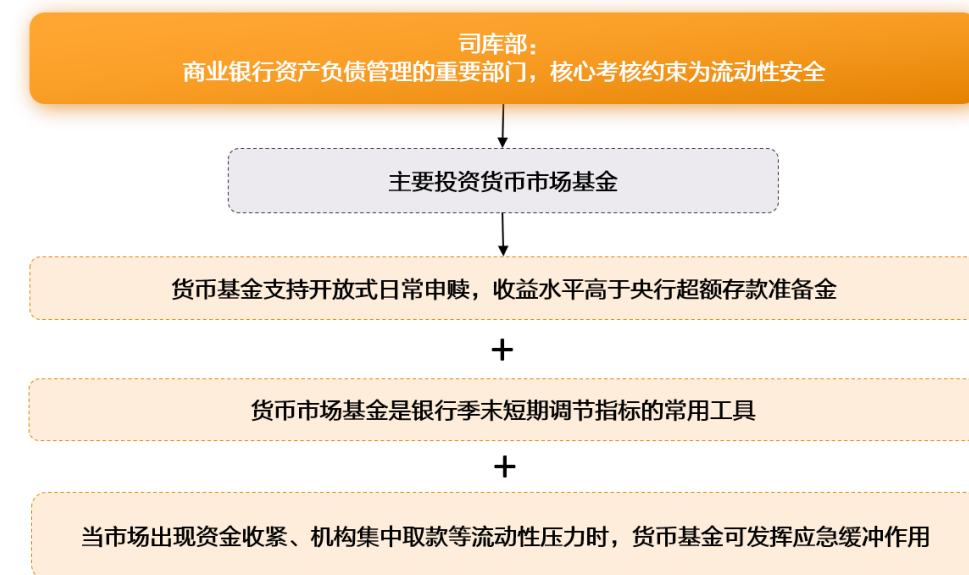
3.3. 组织架构

3.3.1. 司库部门：立足全行流动性统筹，以货币基金实现头寸管理与指标调节

作为商业银行资产负债管理的重要部门，司库日常负责日间清算头寸管理、全行现金流滚

动预测、FTP 内部资金定价等等，同时承担流动性管理工作。相较于其他业务部门，司库的核心考核约束为流动性安全。

图 10：银行司库部门或投资货基的动因



资料来源：天风证券研究所

在基金选择上，司库或偏好投资货币市场基金。主要源于：

1、货币基金支持开放式日常申赎，收益水平基本高于央行超额存款准备金，能够承接信贷投放阶段性放缓、存款集中沉淀形成的闲置资金，在保障资金随时可支取的基础上小幅提升闲置头寸收益。

2、货币市场基金是银行季末短期调节指标的常用工具。长期维度下，增持国债、政策性金融债等一级合格优质流动性资产，或是拉长存款负债久期，是持续稳定抬升 LCR 的有效方式，两类操作能够直接扩充分子端合规流动性储备，从底层拓宽指标安全边际。

但当银行临近季末、年末出现 LCR 短期承压时，负债结构调整存在周期约束，难以在短期内完成优化，资产端配置货币基金便成为见效更快的临时调节手段。

申购货币基金不计入合格优质流动性资产但现金减少，LCR 分子下降。未来 30 天内预计货币基金赎回款项可计入现金流入，则预期现金流出总量减少，LCR 分母也下降。当银行 LCR 指标满足要求时（即 $LCR > 1$ ），投资货币基金有助于提升 LCR 指标，赎回货币基金基金或降低 LCR 指标。

3、当市场出现资金收紧、机构集中取款等流动性压力时，货币基金可发挥应急缓冲作用。对比中长期现券资产，债券急售往往面临成交折价偏高等问题，短期变现可能会产生显著账面浮亏。而货币基金可快速赎回回笼现金，成为银行应对流动性冲击的备用资产。

3.3.2. 金融市场部：通过公募基金提高投资收益、优化资产结构

银行金融市场部是商业银行统筹自有资金标准化投资、金融市场交易、市场风险对冲的核心自营业务部门，金市部聚焦投资盈利与资产组合管理。

开展基金投资，是金融市场部优化固收组合、对冲经营压力的重要手段之一：

其一，依托公募基金税收优惠实现节税增效。现行财税规则下，公募基金持有债券产生的利息、价差收益享有增值税、企业所得税减免，对比银行直接二级市场投资信用债，同等底层资产可稳定增厚税后收益。

其二，借助基金管理人投研能力弥补自身研究短板。部分银行金市团队投研人员配置有限，难以覆盖全行业、多区域信用主体尽调，通过配置公募债基能够借助基金管理人投研能力

分散持仓，降低单一主体违约带来的集中风险，同时省去银行自主调研、跟踪存量债券的人力与时间成本。

其三，简化久期调整流程，压缩整体交易运营成本。银行直接调整债券组合久期，需要逐笔对不同期限、不同发行主体的现券开展询价、交易等操作，若多笔买卖操作叠加，会产生较高手续费、结算成本，同时对交易员操作精力占用较大。

而公募基金已完成底层资产久期打包划分，金融市场部仅通过单一基金的申购、赎回就能快速抬升或压低组合平均久期。部分定制债基还可根据银行资产负债久期缺口调整底层资产配比、杠杆比例，进一步降低常态化久期管理带来的综合运营成本。

图 11：银行金市部门投资公募基金动因

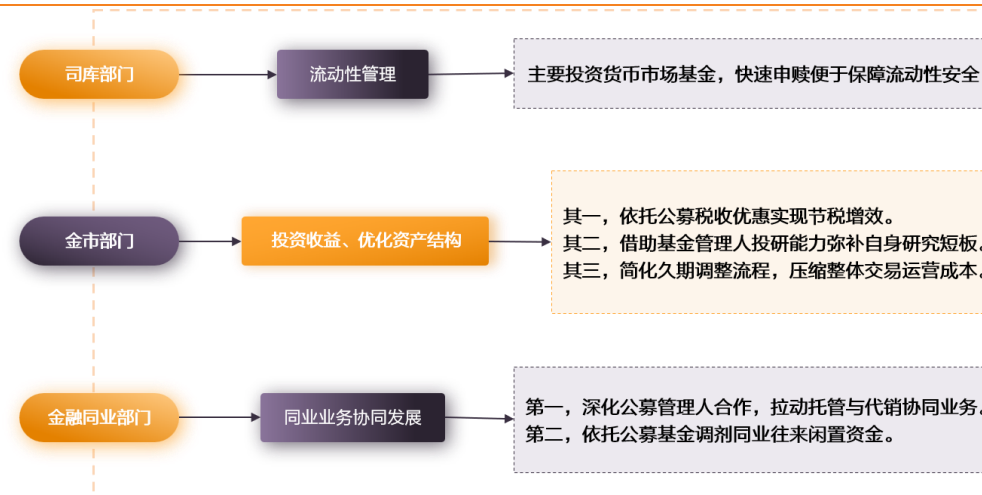


资料来源：天风证券研究所

3.3.3. 金融同业部：围绕同业客户经营，配套开展协同型基金投资

金融同业部主要负责银行同业客户经营管理，业务覆盖信托公司、公募基金公司、证券公司、其他商业银行等机构客户的同业存款、渠道合作等同业业务。

图 12：银行自营部门分工



资料来源：天风证券研究所

该部门参与基金投资主要服务于同业业务协同发展：

第一，深化公募管理人合作，拉动托管与代销协同业务。部分银行同业机构部与基金公司开展托管、代销、投资或其他资金业务合作，自营适度配置合作基金公司发行的产品，也是维系机构客户粘性的常规经营手段。

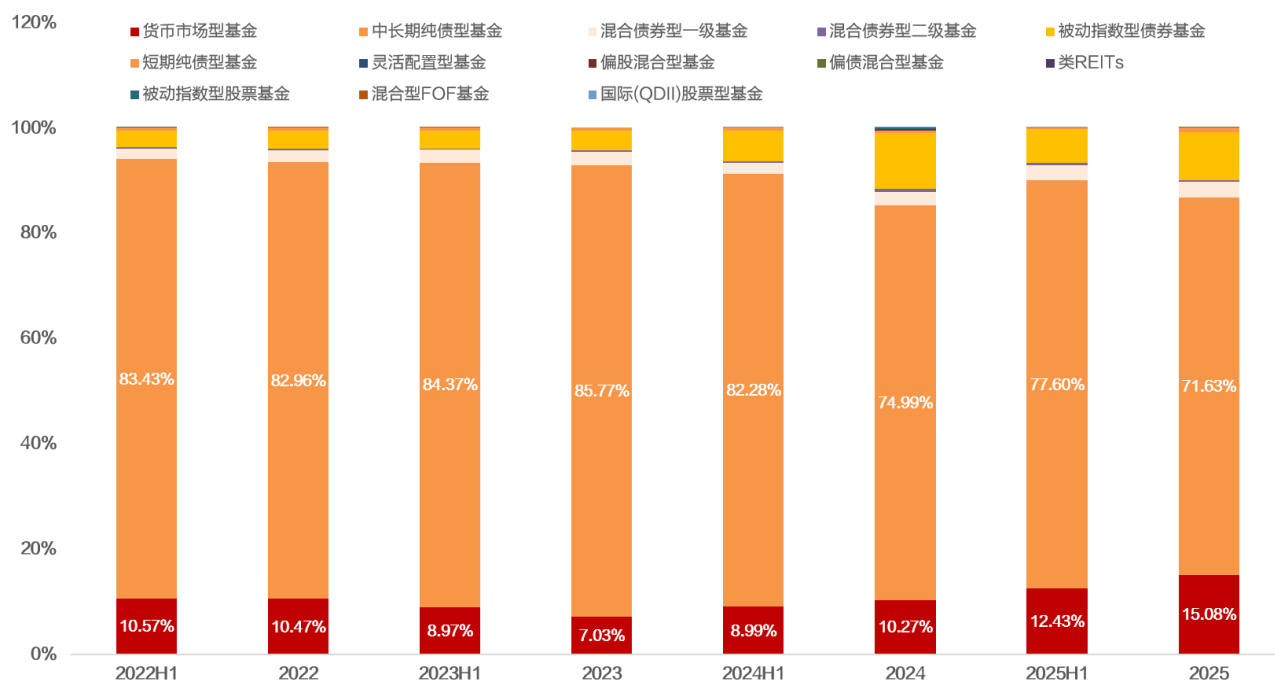
第二，依托公募基金调剂同业往来闲置资金。同业业务日常会沉淀临时性闲置往来资金，该部分资金存放同业收益偏低，且资金调拨存在业务约束。货币市场基金具备无锁定期、申赎便捷的特征，可承接同业清算、托管业务产生的阶段性富余资金，在不影响同业日常结算需求的前提下小幅提升闲置资金收益。

3.4. 产品偏好

从关联方口径来看，银行基金投资呈现出极为鲜明的固收偏好特征，债券型基金与货币市场型基金合计占比长期维持在 99% 以上。

整体结构上，债基始终占据绝对主导地位，但占比呈现见顶回落态势，从 2023 年 92.97% 的高点持续降至 2025 年的 84.88%。货币市场型基金则反向走强，占比从 2023 年的 7.03% 稳步攀升至 2025 年的 15.08%，成为银行基金配置中增长最快的品类。

图 13：银行持仓基金类型（关联方口径）



资料来源：wind，iFind，天风证券研究所。注：“关联方口径”指与基金有关联的机构持有基金的数据

3.4.1. 银行投资偏好债券型基金

债券型基金是银行基金投资的第一大核心品类，整体呈现总量占比居高、内部结构高度集中的配置特征。

从整体投资格局来看，2022-2025 年债券型基金合计占银行总基金投资比例始终维持在 84% 以上，远超其他各类基金品类。其中，中长期纯债型基金占据绝对主导地位，2025 年其占总基金投资比例达 71.63%。

银行基金投资高度聚焦债基，主要源于：

其一，债基风险特征与银行自营资金风险偏好较为契合。银行自营资金主要来源于自有资金与各项存款，资金经营以安全性、流动性为主要原则，兼顾效益性。债基底层资产以利率债、高等级信用债等固定收益品种为主，净值波动幅度显著低于权益类产品，与银行审慎经营的风险偏好相匹配。

其二，监管资本占用相对更优。商业银行经营受资本充足率约束，不同类别资产对应的风险权重存在显著差异，直接影响资本消耗水平。

根据商业银行资本管理相关规则，银行投资标准化债券型基金的风险权重通常低于权益类资产与非标准化债权资产，与银行资本集约经营的导向相匹配。权益类投资风险权重普遍较高，而非标资产也面临相对严格的资本计提要求。

表 6：银行投资债券型基金占总基金投资比例（关联方口径）

	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1	2025
中长期纯债型基金	83.43%	82.96%	84.37%	85.77%	82.28%	74.99%	77.60%	71.63%
混合债券型一级基金	1.96%	2.25%	2.43%	2.63%	2.07%	2.55%	2.82%	2.97%
混合债券型二级基金	0.33%	0.34%	0.29%	0.28%	0.20%	0.59%	0.38%	0.35%
被动指数型债券基金	3.07%	3.36%	3.43%	3.65%	5.91%	10.65%	6.43%	9.08%
短期纯债型基金	0.64%	0.62%	0.50%	0.64%	0.54%	0.45%	0.29%	0.85%
债券型基金	89.43%	89.53%	91.03%	92.97%	90.99%	89.23%	87.53%	84.88%

资料来源：wind，iFind，天风证券研究所。注：“关联方口径”指与基金有关联的机构持有基金的数据

在债基配置中，银行主要聚焦中长期纯债型基金：

一方面，中长期纯债基金由于久期更长，票息收入水平显著高于短期纯债基金，在利率环境相对稳定的阶段，能够为银行提供相对稳定的收益增厚。

另一方面，中长期纯债基金仅投资于债券市场，不参与新股申购与二级市场权益投资，相较于一级债基、二级债基不存在权益关联风险敞口，与银行自营资金的低风险偏好更为契合。

此外，主动管理型中长期纯债基金可通过灵活调整久期、筛选优质信用债优化组合收益，适应不同利率周期下的配置需求，策略灵活性相对较强。

2023 年以来债基投资占比波动下降。一方面是债券市场收益率波动下行，纯债基金收益空间被压缩，配置吸引力或边际弱化；另一方面是市场波动有所加剧，银行或主动优化资产结构，适度收缩长久期债基敞口，同时加大高流动性货币基金配置，对债基形成一定的资产替代效应。

3.4.2. 货币市场型基金投资占比大幅提升

货币市场型基金是银行基金投资的第二大品类，2025 年占总基金投资的比重达 15.08%，规模仅次于中长期纯债型基金。

银行自营资金配置货币市场基金，主要基于流动性管理、收益比价与风险合规三方面考量：

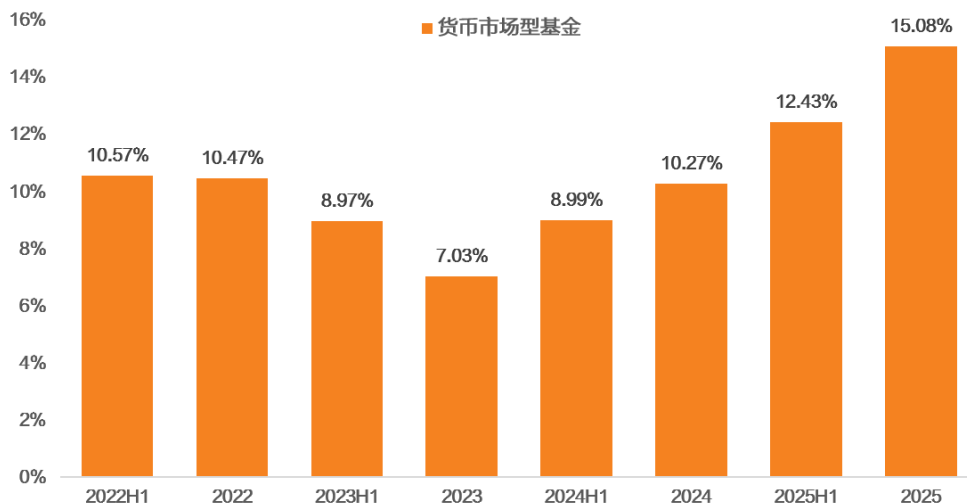
- 1、货币基金具备较强的流动性管理工具属性。**商业银行经营需满足流动性覆盖率、净稳定资金比例等监管指标要求，日常运营中也存在短期资金头寸调节需求，货币基金申赎便捷、变现能力强，可帮助银行灵活应对短期资金波动，保障支付清算的平稳运行。
- 2、收益层面具备相对优势。**货币基金底层以买入返售、银行存款、同业存单等高流动性、低风险资产为主，收益率通常高于超额存款准备金利率与活期存款利率，银行将闲置的短期头寸配置于货基，可在基本不牺牲流动性的前提下，提升短期资金的使用效率与收益水平。
- 3、风险属性与监管要求较为适配。**货币基金久期短、信用资质整体偏高，净值波动幅度较低，对应的风险权重与资本占用水平相对可控。

2022 年至 2025 年货基配置比例呈现清晰的“V 型”走势：2022 年整体维持在 10.5%上下，波动相对平缓；2023 年持续下行，年末降至 7.03%的阶段低点；2024 年起进入回升通道，年末修复至 10.27%；2025 年攀升节奏明显加快，全年占比提升近 5pct 至 15.08%。

货基配置比例先降后升的走势，与不同阶段的市场利率环境及债券行情高度相关：

2023 年债券市场整体处于牛市行情，中长期纯债基金净值表现向好，收益水平显著高于货币基金，银行出于收益增强目的加大长久期债基配置力度，对货基形成一定替代。

图 14：银行投资货币市场型基金占总基金投资比例（关联方口径）



资料来源：wind，iFind，天风证券研究所。注：“关联方口径”指与基金有关联的机构持有基金的数据

2024 年以来货基配置比例持续回升：

一方面，2024 年以来债券市场波动加剧，利率下行空间收窄，纯债基金收益空间被压缩，资本利得机会趋于减少，银行增持货基以降低组合久期风险、提升资产流动性。

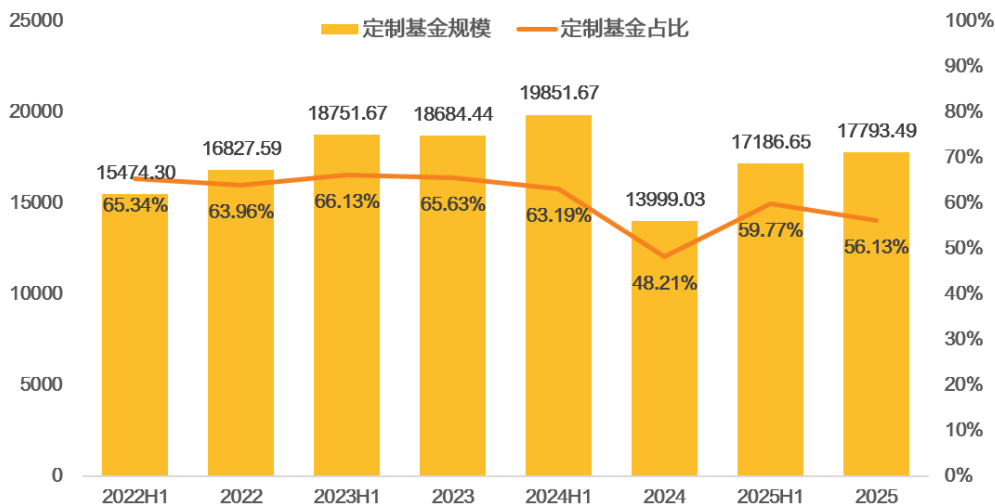
另一方面，2024 年《商业银行资本管理办法》正式施行，对银行投资基金的风险权重计量规则做出调整。新规要求银行优先采用穿透法计量基金投资的风险权重，无法穿透的可采用授权基础法，均不满足的适用 1250% 的高风险权重。

货币基金由于投资范围受严格监管限定、底层资产透明度高，穿透难度较低且穿透后风险权重普遍偏低，相较部分信用债结构复杂的中长期纯债基金，资本消耗优势有所凸显，推动银行在基金配置结构中适度提升货基权重。

3.4.3. 定制基金占比呈下滑趋势

定制基金是银行自营基金投资的重要组成部分。2022 年至 2023 年上半年，定制基金持仓规模占银行全部基金投资的比例维持在 65% 左右，是银行开展基金投资的主要载体；2024 年下半年起占比出现显著回落，降至 48% 左右，后续小幅波动，反映出银行正逐步调整基金投资结构。

图 15：银行投资定制基金占总基金投资比例（关联方口径，亿元）



资料来源：wind，iFind，天风证券研究所。注：“定制基金”筛选条件为单一银行持有比重大于等于 50%。

银行自营资金选择定制基金，主要源于：

一方面，在税收层面具备制度性红利。根据现行税收规则，公募基金产品的分红收入免征企业所得税，银行通过定制基金配置固定收益类资产，获得的基金分红无需缴纳企业所得税。

另一方面，定制债基流动性管理约束小于货币型基金。若银行大额持有定制货币基金，集中持仓会触发一系列强制性流动性约束，管理人被迫持续抬高高流动性短端资产占比、压缩组合久期，定制货基带来的增值空间更小。债券型基金对集中持仓的流动性约束相对宽松，更加适配银行中长期资产配置与收益增厚需求。

表 7：上市银行定制债基规模（关联方口径）

银行名称	定制债基规模（亿元）				增长率		
	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
中信银行	1188	1346	1274	1193	13%	-5%	-6%
邮储银行	578	729	229	652	26%	-69%	185%
中国银行	2138	2153	822	2281	1%	-62%	177%
民生银行	68	546	299	235	708%	-45%	-22%
建设银行	163	80	216	450	-51%	170%	108%
光大银行	397	592	705	411	49%	19%	-42%
工商银行	685	650	206	908	-5%	-68%	341%
浙商银行	656	801	1239	781	22%	55%	-37%
招商银行	1417	1603	1008	1864	13%	-37%	85%
兴业银行	3553	4015	3303	2649	13%	-18%	-20%
上海银行	591	755	227	909	28%	-70%	301%
浦发银行	852	643	568	895	-25%	-12%	57%
平安银行	386	299	266	59	-23%	-11%	-78%
宁波银行	109	98	174	104	-10%	77%	-40%
南京银行	378	374	159	368	-1%	-58%	132%
交通银行	1235	1245	1523	928	1%	22%	-39%
江苏银行	375	422	216	395	12%	-49%	83%
华夏银行	289	428	433	665	48%	1%	54%
杭州银行	481	503	399	369	5%	-21%	-8%
北京银行	524	562	140	691	7%	-75%	392%

资料来源：wind，iFind，天风证券研究所。注：受数据获取渠道约束，相关数据难以做到完整全面，仅覆盖 wind 披露的部分样本上市银行关联方口径定制基金数据，分析结论存在一定局限性。

2022 至 2023 年多数上市银行定制基金规模呈上行态势；2024 年大量银行出现规模明显回落，进行阶段性调整；进入 2025 年，行业走势再度分化，不少银行重新加大定制基金配置，但也有部分银行延续收缩态势。

从个体表现来看，机构之间操作差异较为突出。部分国有大行与股份行在 2024 年压降定制基金规模后，2025 年大幅回补持仓，增长率显著走高。例如：中国银行 2025 年投资关联方口径定制基金规模同比增长 177%，持仓规模与增速均位于前列。

另有部分银行则呈现持续压降的态势，连续多年收缩定制基金敞口。例如：平安银行投资关联方口径定制基金规模连续三年大幅下降，2025 年持仓规模仅 59 亿元，位于样本银行中最低值，或源于该行未设立基金子公司、定制基金业务布局意愿偏弱。

3.5. 底层资产以政金债为主

整体来看，银行投资基金底层资产集中于低风险、高流动性的固定收益品种，政金债、同业存单、银行存款、信用债四类资产合计占比接近八成，而可转债、ABS、地方债等品类占比极低，反映出银行通过基金通道投资时仍保持极强的风险审慎性。

3.5.1. 政金债配置高度集中于债券型基金

政金债是银行基金投资的第一大底层资产，2025 年整体占比达 29.6%，其配置高度集中于债券型基金。债基底层资产中政金债占比高达 52.9%，是债基的第一大持仓品种；而货币基金中政金债占比仅为 5.4%，配置权重相对有限。

政金债之所以成为债基的核心底仓，主要源于其三方面优势：

- 1、信用资质优异，由国家开发银行等政策性银行发行，具备准政府信用属性，违约风险极低，契合银行自营资金的风险偏好。
- 2、市场流动性好，政金债是债券市场的主流交易品种，整体流动性较强。
- 3、收益相对可观，票息水平普遍高于同期限国债，能够提供稳定的收益增厚。

表 8：银行投资基金底层资产占比（关联方口径）

	买入返售	银行存款	其他资产	国债	同业存单	金融债（不含政金债）	政金债	信用债	可转债	ABS	地方债	其他债券
22H1	13.6%	15.6%	0.9%	1.3%	16.9%	8.5%	30.8%	10.6%	0.0%	0.7%	0.1%	1.0%
2022	11.9%	15.0%	0.4%	1.2%	16.3%	9.1%	34.6%	9.4%	0.1%	0.5%	0.2%	1.2%
23H1	11.4%	15.1%	0.4%	1.0%	14.5%	10.4%	34.7%	10.6%	0.0%	0.4%	0.2%	1.3%
2023	8.0%	15.1%	0.3%	2.0%	14.9%	11.2%	35.9%	10.7%	0.0%	0.3%	0.3%	1.3%
24H1	10.6%	17.8%	0.7%	2.0%	16.7%	9.2%	32.5%	9.1%	0.0%	0.2%	0.3%	1.1%
2024	11.3%	12.4%	0.8%	2.8%	17.5%	9.8%	35.1%	8.8%	0.0%	0.1%	0.2%	1.1%
25H1	8.6%	11.9%	0.7%	3.7%	21.7%	9.5%	33.3%	9.2%	0.0%	0.1%	0.3%	1.1%
2025	9.4%	13.8%	0.2%	1.8%	22.9%	8.8%	29.6%	12.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.9%

资料来源：wind，iFind，天风证券研究所。注：“关联方口径”指与基金有关联的机构持有基金的数据

此外，2025 年金融债（不含政金债）整体占比为 8.8%，同样主要分布于债基之中，2025 年债基金金融债占比达 15.7%，与政金债共同构成利率债配置的主体，主要发挥收益补充与流动性调节的作用。

3.5.2. 同业存单配置高度集中于货币市场基金

同业存单是银行基金投资的第二大底层资产，也是近年占比提升最为显著的品类，其配置高度集中于货币市场基金。从整体数据看，同业存单占比从 2022 年上半年的 16.9%持续上升至 2025 年的 22.9%，增长趋势明确。

表 9：银行投资债基、货基金底层资产占比（关联方口径）

基金类型		买入返售	银行存款	其他资产	国债	同业存单	金融债（不含政金债）	政金债	信用债	可转债	ABS	地方债	其他债券
2025	债基	2.4%	1.5%	0.2%	3.5%	1.2%	15.7%	52.9%	20.6%	0.0%	0.1%	0.3%	1.7%
	货基	16.8%	26.8%	0.2%	0.0%	45.5%	1.6%	5.4%	3.6%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
2024	债基	1.7%	1.4%	0.2%	5.0%	1.9%	16.2%	59.0%	12.1%	0.0%	0.1%	0.4%	1.9%
	货基	23.9%	26.9%	0.7%	0.1%	38.3%	1.4%	4.1%	4.6%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
2023	债基	1.6%	0.8%	0.3%	3.0%	1.8%	17.8%	56.1%	15.7%	0.0%	0.3%	0.5%	2.2%
	货基	17.9%	36.9%	0.3%	0.6%	35.1%	1.1%	5.0%	2.9%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%
2022	债基	2.0%	0.9%	0.5%	1.2%	1.8%	16.2%	59.2%	14.7%	0.3%	0.6%	0.3%	2.2%
	货基	23.9%	32.1%	0.3%	1.1%	33.9%	0.6%	4.7%	3.0%	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%

资料来源：wind，iFind，天风证券研究所。注：“关联方口径”指与基金有关联的机构持有基金的数据

2025 年，货基金底层资产中同业存单占比高达 45.5%，是货基的第一大持仓品种；而债基中同业存单占比仅为 1.2%，配置极少。这一结构特征与两类基金的产品定位高度匹配：

货币基金以短期流动性管理为核心目标，同业存单期限短、信用资质整体偏高、流动性强，天然契合货基的投资范围与久期约束。

同业存单整体占比的持续攀升，与货币基金配置比例提升的趋势形成相互印证，反映出 2024 年以来银行加大流动性资产配置、优化组合久期的策略导向。

其余底层资产的分布同样呈现鲜明的债基、货基分化特征。2025 年，货基中银行存款占比达 26.8%，债基中仅为 1.5%。银行存款主要集中于货基，是货基流动性储备的重要组成部分。

2025 年，买入返售整体占比 9.4%，同样以货基配置为主，主要用于调节短期流动性。信用债整体占比 12.3%，则主要分布于债基，债基中信用债占比达 20.6%，货基中仅 3.6%，是债

基获取票息收益的重要来源。

3.6. 久期和杠杆

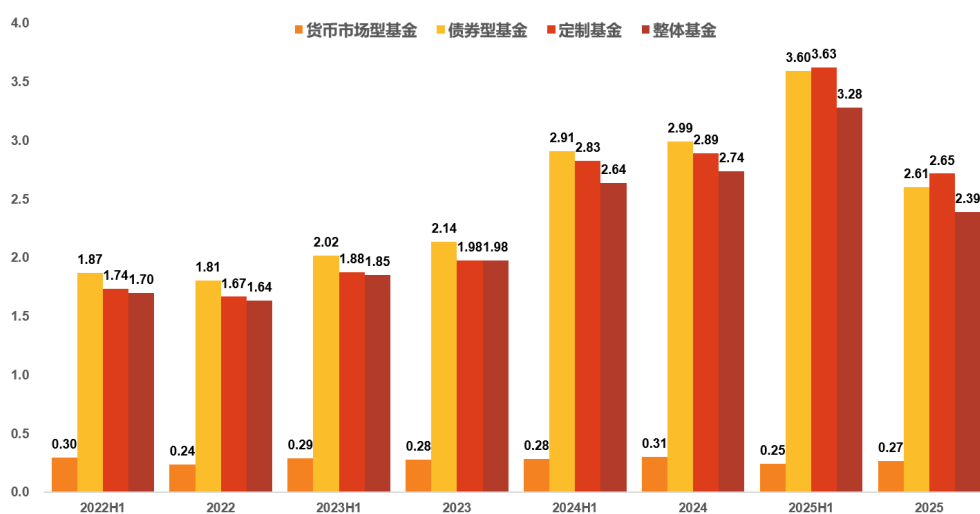
3.6.1. 银行投资基金久期整体大幅提升

2024 年之前，银行投资各类基金久期整体处于相对平稳的区间。货币市场型基金久期稳定在 0.3 年左右，波动极小，这与货币基金的监管约束直接相关：

《货币市场基金监督管理办法》明确要求货币基金投资组合平均剩余期限不得超过 120 天，货基久期始终运行在监管红线以内，且几乎不受市场利率波动影响。

债券型基金与定制基金久期则维持在 1.7 至 2.1 年之间，2022 至 2023 年虽有小幅抬升但整体幅度有限，这一阶段银行通过基金配置债券的久期策略相对审慎，定制基金久期略低于普通债基，也体现出机构定制产品对流动性的更高要求。

图 16：银行投资各类基金久期（年，关联方口径）



资料来源：wind，iFind，天风证券研究所。注：“关联方口径”指与基金有关联的机构持有基金的数据

2024 年起银行投资基金久期显著拉长，主要受两方面因素驱动：

一是市场层面，利率下行预期持续强化，债券牛市行情下拉久期成为增厚收益的重要手段。二是银行负债端存款定期化趋势加深，负债久期拉长带动资产端相应延展久期以匹配期限结构。

2025 年上半年久期进一步大幅跳升，债券型基金久期从 2024 年末的 2.99 年攀升至 3.6 年，定制基金达到 3.63 年。债券供给相对有限而银行配置需求旺盛，机构普遍通过拉长久期获取期限利差以弥补票息不足，定制基金久期高于普通债基也反映出银行主动通过定制化产品拉长组合久期的配置意图。

2025 年末久期回落至 2.6 年左右，则主要源于债券收益率经过持续下行后已处于历史低位，利率反弹风险累积，叠加债市出现阶段性调整，机构主动缩短久期以控制利率风险，久期策略从进攻转向防御。

3.6.2. 2024 年以来银行投资基金杠杆率整体下降

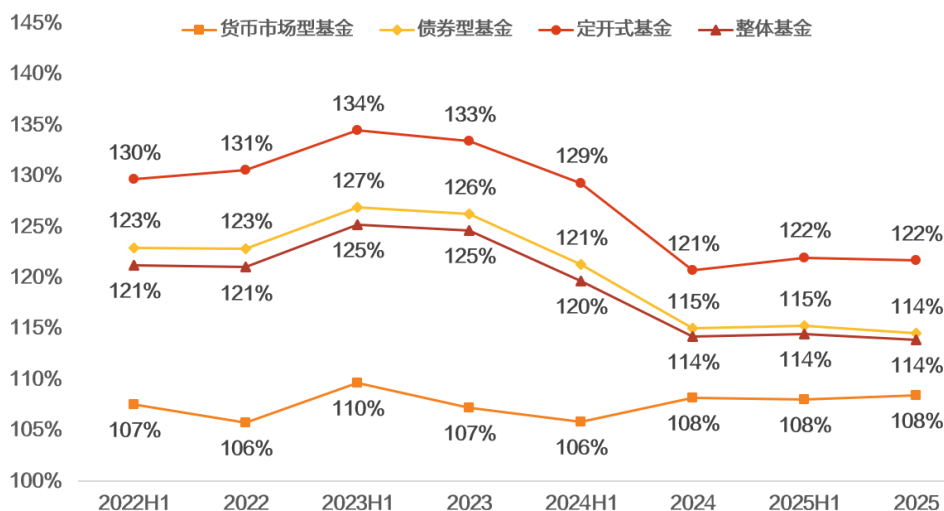
2024 年之前，银行配置的各类基金杠杆率整体处于相对偏高的水平，且不同品类间差异明显。杠杆水平从高到低依次为定开式基金、债券型基金、货币市场型基金，这一分化格局与公募基金监管规则及各类基金的产品特性高度匹配：

政策规定，开放式债券基金杠杆率上限为 140%，货币基金不得超过 120%，定期开放式债券基金则在封闭期内可放宽至 200%。

银行配置货币基金杠杆率长期维持在 106%至 110%的低位，距离监管上限仍有较大空间，主要因其以流动性管理为核心目标，本身缺乏加高杠杆的动力。

债券型基金与定开式基金杠杆率则处于较高区间。2023 年上半年分别达到 127%和 134%的阶段高点，这与 2022 至 2023 年债券牛市环境直接相关，银行通过基金加杠杆套息能够有效增厚收益，而定开式基金因封闭期内无需应对赎回压力，加杠杆空间相对更大。

图 17：银行投资各类基金杠杆率（关联方口径）



资料来源：wind，iFind，天风证券研究所。注：“关联方口径”指与基金有关联的机构持有基金的数据

2024 年起，基金杠杆率出现系统性下行，债券型基金与定开式基金降幅尤为突出，2025 年继续小幅走低。这一转折主要源于 2024 年正式施行的《商业银行资本管理办法》强化了穿透监管要求，高杠杆基金底层风险暴露相应放大，资本占用成本上升，银行从资本效率角度更倾向于选择低杠杆产品。

此外，市场层面，债券收益率持续下行压缩了票息空间，加杠杆的收益成本比有所恶化，叠加债市波动加剧，杠杆操作的风险收益比下降，银行倾向于选择较低杠杆基金以控制净值波动。

3.7. 利润贡献

公募基金免税收益对上市银行整体利润具备一定增厚作用，且对利润贡献度与银行基金投资规模占比呈现较为明显的正相关关系。

据我们测算，2025 年上市银行基金免税对利润的整体贡献度为 2.5%，其中，城商行贡献度相对最高，达 7.7%，对应其基金投资占总资产比重 5.1%，为四类银行中最高，较大的基金配置规模使其能够充分享受公募基金分红免税的制度红利。

国有大行、股份制银行、农商行基金免税贡献度分别为 1%、4.6%、3%，基金投资总资产占比分别为 0.8%、3.7%、2.8%。

整体而言，基金配置规模的差异，或是各类银行免税利润贡献分化的核心原因。

2023-2025 年，上市银行基金免税利润贡献整体呈现平稳运行、小幅波动的态势，并未出现大幅异动。近三年各类银行免税贡献度中枢基本保持稳定，或得益于公募基金分红免税政策的持续性与稳定性，银行也将免税收益纳入常态化配置考量，持仓策略整体稳健。整体来看，基金免税红利对银行利润的支撑具备持续性。

表 10：上市银行投资基金免税贡献测算

银行名称		基金免税对利润贡献度					基金投资/总资产				
		2023	2024H1	2024	2025H1	2025	2023	2024H1	2024	2025H1	2025
国有大行	工商银行	0.7%	0.9%	0.7%	1.1%	0.9%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%
	农业银行	—	—	—	—	—	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
	建设银行	0.5%	0.2%	0.3%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.9%
	中国银行	1.6%	1.6%	1.9%	1.5%	—	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
	邮储银行	5.8%	4.6%	7.6%	4.5%	6.1%	4.0%	4.5%	4.8%	3.5%	4.2%
	交通银行	4.2%	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%	1.3%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%
股份制	招商银行	2.5%	2.9%	2.6%	3.8%	3.2%	2.2%	2.6%	2.8%	2.1%	2.0%
	兴业银行	8.0%	9.2%	9.8%	6.8%	7.3%	5.9%	5.7%	5.4%	6.0%	5.7%
	中信银行	6.7%	4.2%	5.4%	4.9%	4.9%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%	4.2%
	浦发银行	11.5%	9.0%	10.0%	6.7%	4.3%	4.8%	4.6%	5.1%	4.8%	4.9%
	民生银行	5.0%	2.4%	4.2%	0.8%	2.0%	1.7%	1.7%	2.1%	2.0%	1.7%
	光大银行	5.8%	4.5%	5.1%	3.8%	5.1%	4.4%	4.4%	4.0%	3.0%	2.6%
	平安银行	5.5%	5.7%	7.1%	6.1%	7.9%	3.0%	3.4%	3.2%	3.5%	2.9%
	华夏银行	—	—	—	—	—	4.6%	5.8%	6.8%	6.4%	5.9%
	浙商银行	8.0%	6.3%	8.2%	7.8%	8.3%	4.7%	5.3%	5.3%	5.0%	3.9%
城商行	北京银行	7.1%	6.9%	8.7%	5.8%	8.2%	5.4%	5.8%	6.6%	6.6%	6.0%
	江苏银行	9.0%	9.0%	10.5%	7.2%	7.6%	7.3%	9.7%	8.5%	8.8%	7.6%
	宁波银行	10.0%	—	9.8%	—	6.8%	7.6%	7.5%	6.7%	5.1%	4.1%
	上海银行	4.4%	6.8%	6.8%	4.8%	7.5%	6.9%	6.3%	5.5%	4.5%	4.2%
	南京银行	16.0%	9.7%	11.6%	9.2%	13.8%	7.6%	7.9%	7.0%	5.6%	5.3%
	杭州银行	7.3%	9.5%	9.5%	7.4%	8.0%	4.7%	5.3%	4.0%	3.7%	3.0%
	成都银行	2.0%	2.6%	3.3%	2.9%	3.2%	2.9%	4.6%	6.0%	5.8%	3.3%
	长沙银行	5.7%	7.3%	7.1%	9.3%	7.4%	7.5%	8.0%	7.1%	6.5%	5.9%
	重庆银行	—	—	5.1%	4.0%	4.3%	0.6%	1.6%	2.9%	2.5%	2.4%
	贵阳银行	4.6%	7.6%	9.1%	9.7%	9.6%	4.3%	3.7%	4.7%	5.3%	5.2%
	苏州银行	6.2%	7.1%	6.7%	5.2%	6.9%	5.7%	9.6%	6.7%	7.0%	7.2%
	齐鲁银行	3.9%	4.5%	4.3%	5.6%	5.1%	3.6%	3.7%	4.0%	3.7%	4.0%
	青岛银行	5.8%	5.2%	7.4%	8.0%	7.4%	7.2%	6.7%	7.4%	6.4%	6.0%
	郑州银行	8.1%	2.0%	16.6%	2.8%	12.2%	2.0%	2.1%	2.2%	2.1%	3.0%
	西安银行	2.0%	4.6%	8.7%	4.3%	4.3%	3.6%	4.1%	4.8%	3.9%	4.1%
	兰州银行	11.5%	13.8%	6.3%	9.5%	2.0%	1.4%	2.1%	3.3%	2.0%	2.8%
	厦门银行	3.7%	8.1%	7.0%	7.3%	4.0%	3.7%	4.3%	4.9%	3.5%	3.8%
农商行	渝农商行	—	5.6%	—	1.6%	—	2.5%	4.3%	3.8%	3.8%	2.8%
	沪农商行	2.5%	2.8%	3.4%	3.0%	3.7%	0.7%	0.7%	1.2%	1.5%	1.7%
	青农商行	16.8%	6.1%	14.3%	—	10.0%	6.7%	7.6%	7.7%	7.2%	6.8%
	常熟银行	4.4%	7.8%	6.5%	2.3%	1.8%	0.3%	0.2%	2.8%	2.6%	2.6%
	紫金银行	0.5%	0.3%	−0.1%	0.2%	0.4%	—	—	—	—	0.0%
	无锡银行	5.1%	3.9%	4.4%	2.5%	2.3%	3.6%	3.8%	4.3%	3.5%	2.9%
	瑞丰银行	5.6%	5.1%	4.0%	5.0%	3.2%	2.4%	3.7%	2.3%	1.9%	2.2%
	张家港行	4.7%	9.4%	9.7%	10.1%	8.3%	3.6%	6.5%	4.5%	4.4%	4.6%
	苏农银行	6.9%	8.5%	8.5%	2.7%	4.8%	4.6%	4.9%	4.9%	4.3%	3.9%
	江阴银行	2.9%	6.1%	4.9%	4.2%	3.5%	4.3%	4.3%	3.5%	3.5%	2.9%
国有大行	1.2%	1.1%	1.3%	1.3%	1.0%	0.7%	0.8%	0.9%	0.7%	0.8%	
股份制	5.4%	5.0%	5.5%	4.7%	4.6%	3.9%	4.1%	4.2%	4.0%	3.7%	
城商行	7.6%	6.4%	8.6%	5.7%	7.7%	5.9%	6.5%	6.2%	5.7%	5.1%	
农商行	3.4%	5.0%	4.0%	2.5%	3.0%	2.4%	3.1%	3.2%	3.1%	2.8%	
上市银行	2.8%	2.7%	3.0%	2.6%	2.5%	2.0%	2.1%	2.1%	1.9%	1.9%	

资料来源：各公司财报，iFind，天风证券研究所

3.8. 比价效应

经济增加值（EVA）是一种衡量企业创造经济价值能力的指标，计算公式为：

经济增加值 = 税后净营业利润 - 平均资本占用 × 加权平均资本成本

从测算结果来看，3年期国开债 EVA 为 1.56%，是四类资产中最高水平，创造经济价值的能力表现最优，而基金投资 EVA 仅为 0.92%，低于其他三类资产，比价优势较弱。

基金投资虽然享有企业所得税免征的政策优势，但仍需要承担资本占用成本。而国债、国开债风险权重为零，不存在资本消耗。

综合来看直投利率债在经济价值创造层面具备更突出的比价优势，因此银行自营投资或更加倾向于选择直接配置债券，基金投资更多作为补充配置工具，整体持仓占比相对有限。

表 11：银行投资债券及债券型基金（关联方口径）的比价效应

	3Y国债	3Y国开债	存放同业	基金投资
平均资产收益率	1.45%	1.66%	1.71%	1.15%
税收成本率	0.08%	0.10%	0.02%	0.03%
增值税率	6.00%	6.00%	0.00%	3.00%
所得税率	0.00%	25.00%	25.00%	0.00%
资本占用成本	0.00%	0.00%	0.24%	0.20%
风险权重	0.00%	0.00%	40.00%	33.45%
ROE	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
CAR	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
信用风险成本	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EVA	1.37%	1.56%	1.45%	0.92%

资料来源：wind，iFind，天风证券研究所。

注：（1）基金投资平均资产收益率参考 iFind 统计的 2025 年各类基金平均业绩数据，其中长期纯债债券型基金收益率为 0.94%，普通债券型基金收益率为 2.29%，通过银行持仓基金类型（关联方口径）中两类基金规模占比加权计算平均收益率为 1.15%。

（2）基金投资的风险权重系数取自 2025 年银行基金投资债券型基金底仓结构（关联方口径），求的加权平均值约 33.45%。

4. 与银行基金投资相关的政策及其影响

4.1. 流动性：公募基金流动性管理办法

银行自营资金需要满足 LCR、NSFR 等流动性监管指标，头寸调剂、季末年末资金备付均依赖资产灵活变现，而公募基金的申赎、持仓等受《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》严格约束：

- 针对产品持有人集中度管控，政策规定：基金管理人新设基金，拟允许单一投资者持有基金份额超过基金总份额 50%的，应当采用封闭或定期开放运作方式且定期开放周期不得低于 3 个月（货币市场基金除外），并采用发起式基金形式，不得向个人投资者公开发售。
- 针对大额赎回配套处置机制，政策规定：①**管理人可综合运用延期办理巨额赎回申请、延缓支付赎回款项、收取短期赎回费、摆动定价等流动性工具。**
②针对除货币市场基金与交易型开放式指数基金以外的开放式基金，对持续持有期少于 7 日的投资者收取不低于 1.5%的赎回费，并将上述赎回费全额计入基金财产。
③此前《公开募集证券投资基金运作管理办法》中规定：发生巨额赎回时，管理人当日接受赎回比例不低于上一开放日基金总份额 10%，剩余赎回可延期至后续开放日办理，赎回价格为下一个开放日的价格。
- 针对货币市场基金流动性管理，政策规定：
 - ①单只货币市场基金主动投资于流动性受限资产的市值合计不得超过该基金资产净值的 10%。
 - ②货币基金前 10 名持有人合计占比超 20%时，平均剩余期限不得超过 90 天，高流动性资产占比不低于 20%；合计占比超 50%时，平均剩余期限压缩至 60 天，高流动性资产占比提升至 30%。
 - ③新设货币基金若允许单一投资者持有份额超 50%，要么不得采用摊余成本法核算，要么 80%以上资产需投资于现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及 5 个交易日到期工具。

表 12：流动性管理相关要求

管控维度		核心监管条款
持有人集中度管控（货基除外）		新设基金若单一投资者持有份额超 50%： 1. 仅限封闭 / 定开运作 ，开放周期≥3 个月；2. 必须为发起式基金；3. 禁止向个人投资者公开发售
大额赎回	基金管理人流动性风险管理工具	1.延期办理巨额赎回申请； 2.暂停接受赎回申请； 3.延缓支付赎回款项； 4.收取短期赎回费； 5.暂停基金估值； 6.摆动定价； 7.中国证监会认定的其他措施。
	短期赎回费约束（货基、ETF 除外）	持有 不足 7 日 赎回，收取 ≥1.5% 赎回费 ，赎回费全额归入基金财产
	开放式基金巨额赎回比例限制	发生巨额赎回，管理人当日接受赎回比例不低于上一开放日基金总份额 10%，剩余赎回可延期处理
货币基金	流动性管理	前十大持有人合计占比 > 20%；平均剩余期限 ≤ 90 天，高流动性资产 ≥ 20%；
		前十大持有人合计占比 > 50%；平均剩余期限 ≤ 60 天，高流动性资产 ≥ 30%
		单只货币市场基金主动投资于流动性受限资产的市值合计不得超过该基金资产净值的 10%。
	单一持有人超 50% 的新设货币基金特殊约束	二选一执行：① 不使用摊余成本法估值。② 80% 以上资产投向现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及 5 日内到期工具

资料来源：中国证券监督管理委员会，天风证券研究所

整体来看，《规定》对于银行投资公募基金主要影响如下：

- 1、过往适配头寸调节需求的开放式定制债基供给大幅收缩。若银行单只定制基金持仓接近或超过 50%，产品只能设置长封闭期，无法随时大额申赎，削弱银行灵活调度资金的能力。若银行希望扩大基金配置规模，只能拆分资金分散多只产品，提升日常投管与头寸统筹成本，单只基金配置规模存在明确上限，资金投放效率有所下降。
- 2、对于存在固定时点流动性考核压力的银行，若市场波动阶段触发巨额赎回，资金无法按期足额回笼，有可能造成流动性监管指标阶段性承压。若银行出于头寸周转进行短期持有，短期惩罚性赎回费会侵蚀公募分红免税带来的利润增厚，摆动定价机制也会让大额赎回产生额外估值损耗，降低基金配置的综合收益性价比。
- 3、货基本是银行核心流动性缓冲资产，集中度越高，组合久期约束越严苛、高流动性短端资产配置比例越高，长期压低货基票息收益。若银行高比例单只持有摊余成本货基，只能切换至市值法估值或大幅缩减久期，银行需要在流动性安全与投资收益之间持续权衡，进一步增加组合平衡管理难度。

4.2. 会计准则：金融资产三分类重塑计量与配置逻辑

国际财务报告准则体系下的 IFRS9 新金融工具准则，重构了金融资产分类、计量与减值的核心框架，我国也完成准则更新，出台《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》，取代原有金融资产四分类规则，全面实施三分类管理体系。

准则规定企业应当根据管理金融资产的业务模式和金融资产的合同现金流量特征，将金融资产划分为三类：以摊余成本计量的金融资产、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。其中：

- 1、分类为以摊余成本计量的金融资产应同时满足：①企业管理该金融资产的业务模式是以收取合同现金流量为目标。
②该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。
- 2、分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产应同时满足：①企业管理该金融资产的业务模式既以收取合同现金流量为目标又以出售该金融资产为目标。

②该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。

3、其他金融资产则分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。

表 13：金融工具确认和计量

规定	AC—以摊余成本计量的金融资产	FVOCI—公允价值计量且变动入其他综合收益	FVTPL—公允价值计量且变动计入当期损益
分类判定标准	1.企业管理该金融资产的业务模式是以收取合同现金流量为目标。 2.该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。	1.企业管理该金融资产的业务模式既以收取合同现金流量为目标又以出售该金融资产为目标。 2.该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。	1. 不满足 AC/FVOCI 的判定条件。 2.持有该金融资产的目的是交易性的。
初始计量规则	公允价值+交易费用计入初始确认金额		公允价值计量，交易费用直接计入当期损益
后续计量规则	调整后的摊余成本计量	公允价值计量且变动入其他综合收益	公允价值计量且变动计入当期损益
减值计提规则	适用预期信用损失 ECL，减值计入当期损益		不计提减值

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

从准则认定细则来看，公募基金通常投资于动态管理的资产组合，无标准化、固定化的本金偿付与利息兑付条款，现金流依托底层资产净值波动、分红收益，不满足“仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付”的现金流特征。因此银行配置的绝大多数公募基金品类均需纳入公允价值计量且其变动计入当期损益的科目核算，不再适用旧准则下可供出售金融资产的灵活计量方式，无法通过其他综合收益缓冲净值波动。

基金持有期间产生的净值涨跌波动计入银行当期损益，直接影响银行当期净利润。在债市波动放大、净值出现回撤的阶段，基金持仓可能会直接造成银行当期账面利润缩水，加大银行自营盈利稳定性压力。

4.3. 税收政策：税制差异增厚基金投资收益

银行自营投资主要涵盖公募基金、利率债、信用债及同业存单等核心板块，不同品类对应差异化的财税征管规则，税负差异直接拉开各类资产的税后收益差距，是影响银行资产配置结构与投资偏好的核心制度变量。

1、**公募基金税收优惠优势突出：**①企业所得税层面，依据财税[2008]1 号，对投资者从证券投资基金分配中取得的收入，暂不征收企业所得税。

②增值税层面，依据《关于明确金融房地产开发教育辅助服务等增值税政策的通知》，公募基金属于非保本资管产品，持有期间取得的分红以及基金赎回不属于利息或利息性质的收入，无需缴纳增值税。

2、**银行自营直投国债、地方政府债存在部分税收优惠：**①企业所得税层面，依据《企业所得税法》明确规定，企业持有国债、地方政府债取得的利息收入免征企业所得税，但其转让国债取得的收益（损失）应作为企业应纳税所得额计算纳税。

②增值税层面，实行新老划断规则，2025 年 8 月 8 日前发行的国债、地方政府债券、金融债券（包含在 2025 年 8 月 8 日之后续发行的部分）的利息收入，继续免征增值税直至债券到期。2025 年 8 月 8 日及之后新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。税收优惠较以往有所收窄。

3、**银行自营直投普通信用债、同业存单、私募基金等资产，无税收减免政策，均需全额按 25%税率计企业所得税，无豁免空间。**

表 14：税收政策差异

投资品类	收入类型	增值税	企业所得税
利率债	持有期间利息收入	2025年8月8日及之后新发行债券的利息收入，恢复征收增值税	免征企业所得税
	二级市场买卖价差	属于金融商品转让，按 6% 缴增值税	无免税优惠，按 25% 计企业所得税
政策性金融债、普通信用债	持有期间利息收入	需缴纳增值税	
	二级市场买卖价差	属于金融商品转让，按 6% 缴增值税	
公募基金	持有分红收入	免征增值税	
	向基金公司赎回价差	免征增值税	
	二级市场买卖价差	属于金融商品转让，按 6% 缴增值税	
私募基金	持有分红 / 收益分配	免征增值税	无免税优惠，按 25% 计企业所得税
	向基金公司赎回价差	免征增值税	
	二级市场买卖价差	属于金融商品转让，按 6% 缴增值税	

资料来源：国家税务总局等，天风证券研究所

各类资产的税收差异，对银行自营资产配置结构产生了重要影响。公募基金凭借增值税、企业所得税的双重免税优势，可为银行带来稳定的税收溢价，有效增厚收益。

尽管近年来监管持续整治各类结构性套利行为，压缩了公募基金非合规套利空间，但相较于私募基金、普通信用债等资产，公募基金合规、稳定的税收优势依然具备不可替代性，持续引导银行将公募固收基金作为优化固收组合收益、平滑自营盈利压力的重要配置选择。

4.4. 资本新规：细化金融资产风险权重计量规则

2024 年正式落地的商业银行资本新规，细化了金融资产风险权重计量规则：商业银行应根据可获取信息的程度，采用穿透法、授权基础法计量资产管理产品的风险加权资产。商业银行无法使用穿透法、授权基础法计量的，应采用 1250% 的风险权重计量资产管理产品的风险加权资产。

表 15：金融资产风险权重计量规则

计量方法	适用前置条件	核心权重计算规则	公募基金特殊规定	杠杆调整规则
穿透法	应当符合： 1.商业银行应获取足够、充分的基础资产信息，用于计算基础资产的风险加权资产。 2.商业银行所获取的基础资产信息能够被独立第三方确认。	第三方所采用的风险权重应为商业银行直接持有资产管理产品基础资产适用的风险权重的1.2倍	资产管理人中仅公募基金管理人可被认定为独立第三方	对资产管理产品的平均风险权重进行杠杆调整，但调整后的平均风险权重应不高于1250%
授权基础法	不满足采用穿透法计量资产管理产品风险加权资产的实施条件，但可以利用资产管理产品募集说明书、定期报告、资产管理产品披露的其他信息或管理此类资产管理产品的国家法律法规，计量资产管理产品的风险加权资产	商业银行应采用权重法计量资产管理产品的信用风险加权资产。	无	
采用 1250% 风险权重计量	1. 无法满足穿透法、授权基础法任一条件； 2. 资管产品嵌套层级≥3 层	直接对全部投资本金固定适用 1250% 风险权重，无底层资产区分		不适用杠杆调整，固定 1250%

资料来源：中国政府网等，天风证券研究所

1、商业银行采用穿透法计量资产管理产品风险加权资产，应当符合：①商业银行应获取足够、充分的基础资产信息，用于计算基础资产的风险加权资产。②商业银行所获取的基础资产信息能够被独立第三方确认。

其中，仅投资公募基金情况下，资产管理产品管理人可作为独立第三方机构单独计算资产组合风险权重。且第三方所采用的风险权重应为商业银行直接持有资产管理产品基础资产适用的风险权重的 1.2 倍，这一模式或可节省风险资本计提。

- 2、若商业银行不满足采用穿透法计量资产管理产品风险加权资产的实施条件，但可以利用资产管理产品募集说明书、定期报告、资产管理产品披露的其他信息或管理此类资产管理产品的国家法律法规，计量资产管理产品的风险加权资产，则可以使用授权基础法。
- 3、商业银行采用穿透法或授权基础法计算资产管理产品的风险加权资产的，应对资产管理产品的平均风险权重进行杠杆调整，但调整后的平均风险权重应不高于 1250%。
- 4、此外，商业银行直接投资的资产管理产品嵌套其他资产管理产品，应采取如下方法计量：①商业银行仅采用穿透法计量的，应逐层使用穿透法计量。
②商业银行无法仅使用穿透法的，应采用授权基础法、1250%的风险权重或综合使用多种方法计量。对于嵌套的第三层以上层级，仅可采用 1250%的风险权重计量。而《资管新规》规定实行穿透式监管，对于多层嵌套资产管理产品，向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产（公募证券投资基金除外）。

相较于其他资产而言，公募基金既可享受资产管理产品管理人作为独立第三方的风险计量政策，又无需强制穿透底层资产，或可大幅简化银行风控与核算流程。

4.5. 赎回费新规：规范申赎行为

2025 年 12 月 31 日中国证券监督管理委员会公告《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》，明确基金销售费用包括基金的认（申）购费、赎回费、销售服务费。

（1）针对基金认购费及销售服务费规定：

- 1、基金管理人销售其管理的基金，不得收取认（申）购费、销售服务费。基金销售机构办理基金份额的认（申）购，可以收取认（申）购费。
- 2、对于不收取认（申）购费的基金或基金份额，基金销售机构可以收取一定比例的销售服务费。
- 3、除货币市场基金以及中国证监会认可的其他基金外，对于投资者持续持有期限超过一年的基金份额，不得继续收取销售服务费。同时，合理调降公募基金认（申）购费、销售费率水平。

表 16：基金认购费

基金类型	新规后最高认（申）购费率	新规后最高销售服务费
主动偏股型基金	0.8%	0.4%/ 年
其他混合型基金	0.5%	0.4%/ 年
指数型、债券型基金	0.3%	0.2%/ 年
货币市场基金	未明确规定（一般不收取认、申购费）	0.15%/ 年

资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

（2）针对基金赎回费规定：

- 1、对于投资者持续持有期限少于 7 日的基金份额，应当收取不低于赎回金额 1.5% 的赎回费。
- 2、对于投资者持续持有期限满 7 日、少于 30 日的基金份额，收取不低于赎回金额 1% 的赎回费。
- 3、对于投资者持续持有期限满 30 日、少于 180 日的基金份额，收取不低于赎回金额 0.5% 的赎回费。

新规设置差异化阶梯费率，重点约束投资者短期申赎行为，而长期持有份额可享受费率减

免优惠。同时新规明确赎回费需全额计入基金财产，强化对存量持有人利益的保护。

（3）政策还规定了两类无需按照上述阶梯式付赎回费的情况：

对于个人投资者持续持有期限满 7 日的指数型基金、债券型基金份额，以及对于机构投资者持续持有期限满 30 日的债券型基金份额，基金管理人可以另行约定赎回费收取标准。

（4）此外，对于交易型开放式基金（ETF）、同业存单基金、货币市场基金以及中国证监会认可的其他基金或基金份额，基金管理人可以根据产品投资运作特点另行约定赎回费收取标准。

表 17：基金赎回费

规则分类	条款内容	条款说明
通用强制阶梯赎回费规则	1. 投资者持续持有期限 < 7 日：收取不低于赎回金额 1.5% 的赎回费	赎回费需全额计入基金财产
	2. 7 日 ≤ 持有期限 < 30 日：收取不低于赎回金额 1% 的赎回费	
	3. 30 日 ≤ 持有期限 < 180 日：收取不低于赎回金额 0.5% 的赎回费	
豁免阶梯费率的特定场景	1. 个人投资者：持续持有期限满 7 日的指数型基金、债券型基金份额	
	2. 机构投资者：持续持有期限满 30 日的债券型基金份额	
可自主约定费率的特殊基金类型	交易型开放式基金（ETF）、同业存单基金、货币市场基金以及中国证监会认可的其他基金或基金份额	基金管理人可以根据产品投资运作特点另行约定赎回费收取标准

资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

对银行自营投资基金而言，新规带来双重影响：

- 1、**长期维度下，债券基金、货币基金销售服务费上限下调。**若银行采取长期持有策略，每年可降低固定持有成本，叠加直销渠道免认申购费的规则，标准化 ETF、长期定制债基的综合持有性价比或将小幅提升。
- 2、**但短期流动性调剂操作会受到明显约束。**银行出于月末、季末头寸考核需要、波段止盈需求进行短期申赎时，若持有基金未满足 30 日赎回，需承担最低 1% 的惩罚性赎回费，该成本大概率会侵蚀公募基金分红免税带来的利润增厚收益，大幅压缩短期交易的收益空间。

5. 银行基金投资面临的主要压力点

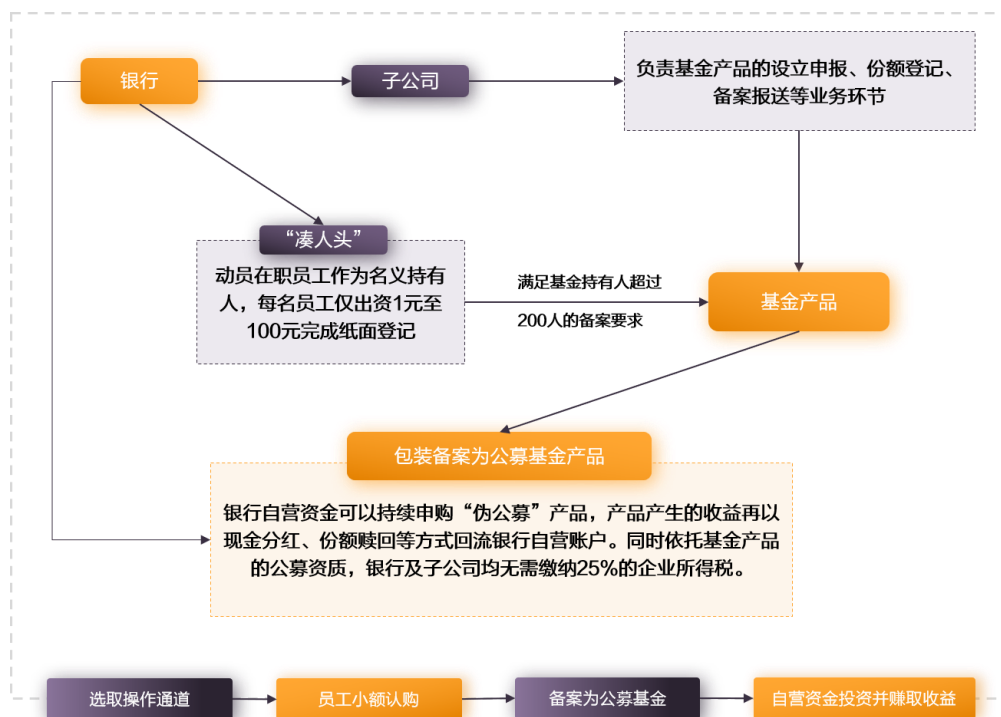
5.1. 定制化债基面临整改

由于公募基金存在制度性免税优势，部分银行衍生出“私转公”的定制基金套利操作：

按照公募基金备案监管要求，产品设立需满足不少于 200 名投资者的准入门槛，同时对单一机构持仓比例存在约束。为顺利完成公募备案，部分银行对私募基金进行包装，通过组织内部员工以 1 元至 100 元小额认购的方式凑足投资者人数标准，最终将实质为私募属性的专户产品备案为公募基金，以此利用公募免税政策，实现投资收益增厚。

2026 年审计署发布的专项审计报告中，点名指出某银行存在此类套利避税问题，揭示了该类模式存在的避税隐患，或推动监管加大对公募基金备案及运作的核查力度。在此监管导向下，行业存量不合规的“私转公”产品或逐步进入规范整改阶段，部分存量业务面临有序清退、合规调整的情况。

图 18：“私转公”可能的操作流程



资料来源：中华人民共和国审计署，天风证券研究所

目前，一般认为单一投资者持有份额占比高于 50%的公募基金为定制基金。现有监管规则已明确要求：产品应当采用封闭或定期开放运作方式且定期开放周期不得低于 3 个月（货币基金除外），并采用发起式基金形式，同时基金管理人应当保持投资决策独立。

但在近年实际执行过程中，部分定制债基未能持续满足上述要求，仍然采用普通开放式或者未采用发起式运作。当前市场对于定制基金规范化发展的讨论持续升温，后续监管层面或进一步强化对定制债基的约束力度。

若相关监管约束进一步落地，或将对银行投资定制债基带来以下影响：

- 1、**高度集中持仓的定制模式运作空间或持续收窄。**过往部分银行依托主要持有人身份，推动产品投资策略贴合自身资产配置需求。一旦监管执行力度加大，高集中度定制产品需要满足更为严格的运作要求，部分产品或将引入多家机构共同持仓，投资策略需要兼顾不同投资者的配置诉求，产品定制化程度或将有所下降。
- 2、**银行依托公募基金配置增厚超额收益的空间可能有所压缩。**符合要求的定制基金大多采用定期开放运作安排，资金申赎窗口受限，银行头寸调度灵活性有所减弱，对银行基金配置的策略灵活性与收益增厚能力形成一定约束。
- 3、**存量高集中度定制产品面临调整压力。**倘若监管收紧执行标准，部分存量持仓结构不达标的定制债基需要逐步优化持有人结构，银行或有序压降超额持仓规模。

5.2. 税收优势收窄

2025 年 8 月 8 日落地的债券利息增值税新规实行新老划断安排，对该日期之后（含当日）新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入恢复征收增值税，对该日期之前已发行的国债、地方政府债券、金融债券（含后续续发行部分）的利息收入，继续免征增值税直至债券到期。

银行作为一般纳税人自营直投债券取得应税利息收入，适用 6%增值税一般计税方式。公募基金管理人运营资管产品过程中发生的增值税应税行为，暂适用简易计税方法，按照 3% 的征收率缴纳增值税。公募基金运营环节产生的增值税由基金管理人申报，税款直接从基

金资产中扣除，最终税负由作为基金持有人的银行承担。

表 18：公募基金税收优势收窄

增值税			企业所得税		债券基金（新）		债券基金（老）
银行自营投资					平均资产收益率	1.15%	1.15%
债券品种	持有期利息收入	价差收入	持有期利息收入	价差收入	平均负债成本率	1.63%	1.63%
国债	免→6%	6%	免	25%	税收成本率	0.03%	0.00%
地方政府债	免→6%	6%	免	25%	增值税率	3.00%	0.00%
政策性金融债	免→6%	6%	25%	25%	所得税率	0.00%	0.00%
信用债	6%	6%	25%	25%	资本占用成本	0.20%	0.20%
公募基金投资					风险权重	33.45%	33.45%
国债	免→3%	免	免	免	ROE	8.00%	8.00%
地方政府债	免→3%	免	免	免	CAR	7.50%	7.50%
政策性金融债	免→3%	免	免	免	信用风险成本	0.00%	0.00%
信用债	3%	免	免	免	EVA	0.92%	0.95%

资料来源：国家税务总局，中国政府网，wind，iFind，天风证券研究所

本次增值税新规落地后，公募债基依托存量免税老券形成的税收优惠持续收窄。

此前，债基持仓的大量免税老券，叠加公募债券交易价差免征增值税政策，形成良好税盾效应。随着存量免税老券陆续到期，债基再投资只能配置应税新券，底层资产利息收入对应的增值税负担有所抬升，持续压缩债基税后票息收益。

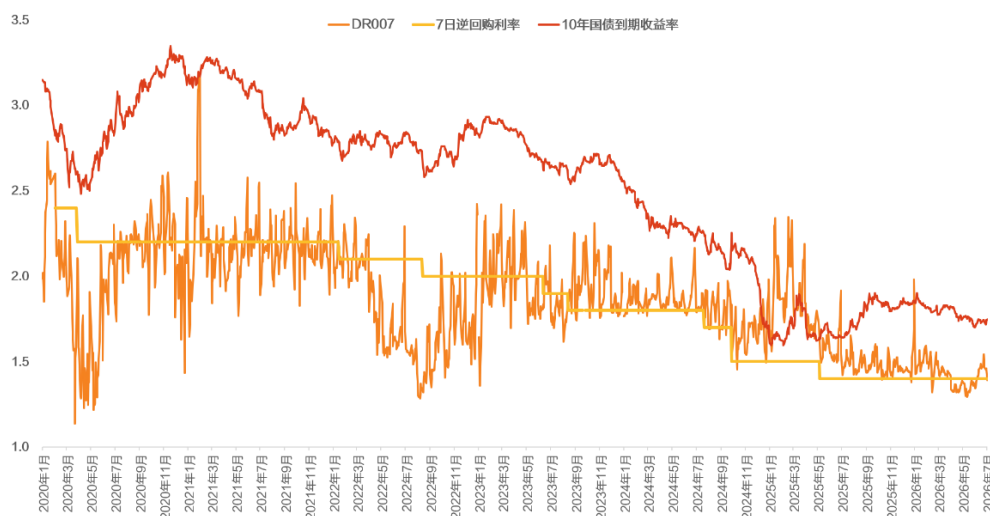
若债基持仓应税新券，EVA 由 0.95% 回落至 0.92%，投资价值下降。银行会动态评估各类资产税后收益水平，当债基投资性价比持续下行时，存在赎回相关基金、切换至自营直投债券的配置调整动机。

5.3. 纯债收益率偏低

当前债券市场利率整体偏弱，多重宏观基本面与货币环境因素共同压低市场收益率中枢。

- 1、从货币政策层面来看，国内整体维持稳健偏宽松调控基调，央行阶段性下调 MLF、逆回购等政策操作利率，通过各类流动性投放工具维持市场资金总量充裕，从定价底层压低全市场资金成本。

图 19：债券收益率维持较低区间



资料来源：iFind，天风证券研究所

- 2、从实体需求端来看，实体经济中长期信贷修复节奏平缓，企业与居民中长期融资需求相对较弱，富余资金难以通过信贷渠道进入实体经济，持续在金融体系内流转并涌入

债券市场，DR007 等银行间短期资金利率长期低位运行。

供需叠加政策环境共同推高二级市场债券成交价格，债券价格与到期收益率呈反向变动关系，带动 1 年期、10 年期国债等到期收益率同步下移，2025 年以来 10 年期国债收益率长期运行在 1.6%-1.9% 区间，相较往年出现明显回落，各类债券底层资产的基础票息收益空间持续收窄。

随着债券市场利率持续下行、信用利差持续压缩，作为银行核心配置品类的纯债基金收益水平稳步回落。

2024 年纯债基金平均收益率为 4.77%，具备相对稳定的收益空间。进入 2025 年后，收益率出现明显下降，纯债基金平均收益率为 0.79%，今年以来纯债基金平均收益率为 2.9%，虽较上年有所提升，但仍远低于 2024 年。

5.4. 管理费率偏高

基金管理费是银行持有公募产品过程中持续性刚性运营成本，该费用按照基金资产净值年化比例每日从基金总资产计提、按月结算支付给基金管理人，相关支出直接体现在基金净值扣减环节，只要银行持续持有对应基金份额，就会不间断承担成本支出。

2023 年 7 月证监会发布公募基金费率改革工作安排，要求从 2023 年 7 月 7 日起，新注册产品管理费率、托管费率分别不超过 1.2%、0.2%。

2025 年，监管试点浮动管理费模式，对新设立的主动管理权益类基金大力推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式，对符合一定持有期要求的投资者，根据其持有期间产品业绩表现确定具体适用管理费率水平。

但上述费率约束仅针对主动权益类产品，债券基金、货币基金等银行自营主力配置品类暂无统一法定费率上限要求。

尽管监管持续出台政策引导行业压降基金综合费率，但站在银行自营资金配置视角，公募基金管理费率仍相对偏高。

表 19：基金运作费率

基金类型	管理费率	托管费率	运作费率
货币市场型基金	0.28%	0.06%	0.34%
中长期纯债型基金	0.30%	0.09%	0.39%
混合债券型一级基金	0.42%	0.12%	0.54%
混合债券型二级基金	0.59%	0.14%	0.73%
被动指数型债券基金	0.17%	0.05%	0.22%
短期纯债型基金	0.27%	0.07%	0.34%
灵活配置型基金	1.08%	0.19%	1.27%
偏股混合型基金	1.20%	0.20%	1.40%
偏债混合型基金	0.76%	0.16%	0.92%
债券基金	0.42%	0.11%	0.53%

资料来源：iFind，天风证券研究所

银行直接在银行间市场配置债券仅产生小额一次性交易佣金，无持续管理成本。而市场中中长期纯债基金平均管理费率为 0.3%，叠加托管费后年化固定运营成本平均约 0.39%，较高的固定费率可能会持续损耗底层资产投资收益。

5.5. 会计与业绩波动

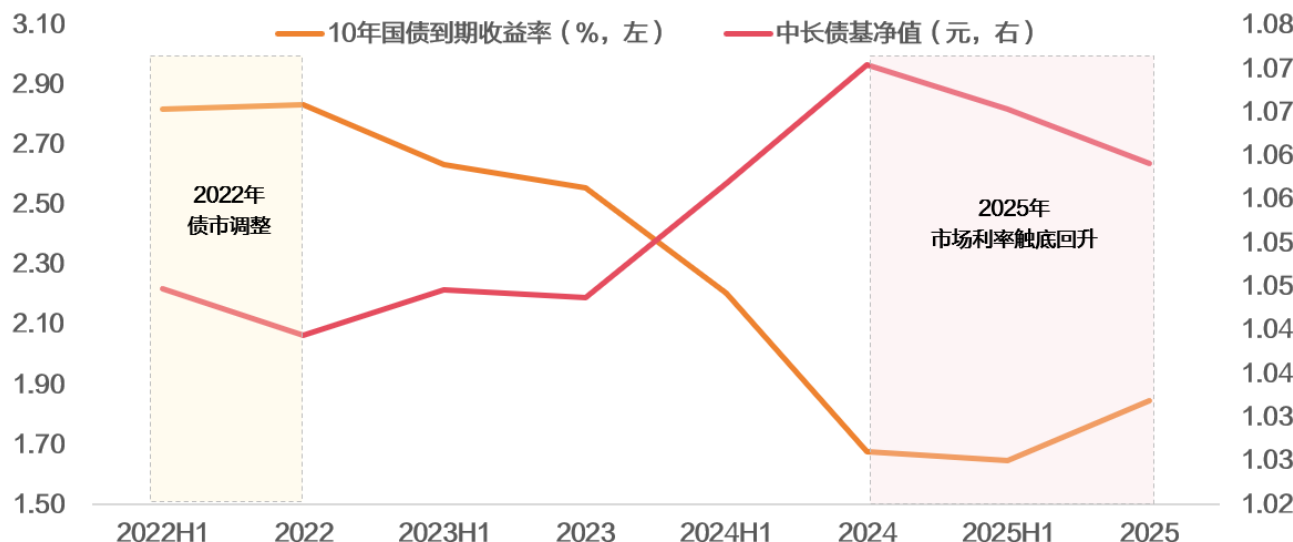
银行持有的中长期纯债基金大多归入 FVTPL 核算，基金公允价值变动直接计入当期损益，能够直接影响银行当期利润。

结合 2022 年上半年至 2025 年走势可以观察到，债券价格与市场收益率呈反向变动关系：

2022 年市场出现一轮明显债市调整，10 年期国债收益率阶段性上行，中长期纯债基金净值同步回落。2022 年末至 2024 年，资金环境整体宽松，10 年期国债收益率持续下行，中长期纯债基金净值持续走高，并在 2024 年达到阶段高点。2024 年之后市场利率触底回升，10 年期国债收益率震荡上行，债基净值随之进入下行通道。

由此可见，债券收益率的显著变动会直接影响底层债券估值，进而驱动中长期纯债基金净值变动，在利率快速上行的市场阶段，债基净值容易出现回撤，银行持有的基金头寸随之产生账面浮亏。

图 20：债市波动引起基金净值波动



资料来源：各公司财报，天风证券研究所。

当债市调整引发基金净值持续回撤、形成账面浮亏时：

一方面，浮亏会通过公允价值变动计入当期损益拖累当期利润，对银行内部业绩考核形成压力。

另一方面，若账面浮亏持续扩大，银行存在主动减仓债基、压低组合最大回撤的操作动力。若多家机构同步赎回债基，可能会形成负反馈循环，倒逼基金抛售底层债券应对赎回，进一步加剧债券价格调整与基金净值下行。

6. 未来银行基金投资的发展方向

6.1. 总量趋势：规模难回高增态势

结合 2022-2025 年银行基金持仓数据、经营与市场约束来看，我们认为银行整体基金投资规模的扩张动能或将弱化，难以回到前期高速增长的行情。

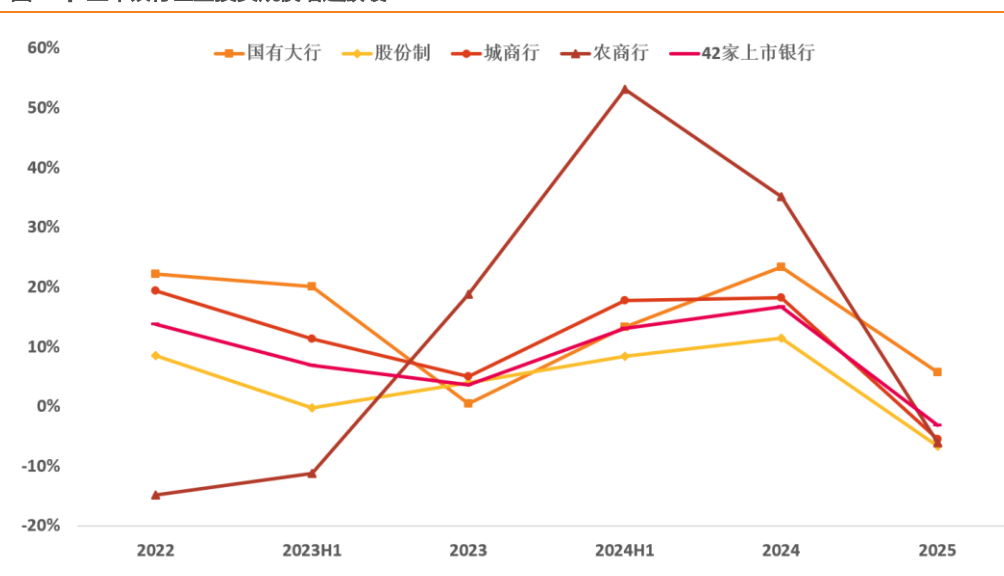
从收益端约束来看，当前长端利率持续处于低位运行区间，纯债基金票息收益持续收窄，叠加公募阶梯赎回费、流动性管控规则抬高短期交易成本，依靠基金增厚投资收益的性价比相较前几年有所回落。

同时基金免税红利虽然持续存在，但受银行基金投资持仓集中度等限制约束，免税利润增厚空间存在“天然天花板”，难以持续驱动银行加大资金投放。

从负债与流动性约束来看，银行存款定期化趋势持续加深，负债久期拉长倒逼资产端优化期限匹配，而公募基金受流动性监管规则限制，长久期策略操作空间收缩，难以精准匹配银行中长期负债的收益需求。

同时基金大额赎回存在延期兑付、费率惩罚等流动性掣肘，银行在统筹 LCR、NSFR 等流动性指标时，会主动控制基金整体配置体量，避免单一资产类别流动性风险集中暴露。

图 21：上市银行基金投资规模增速放缓



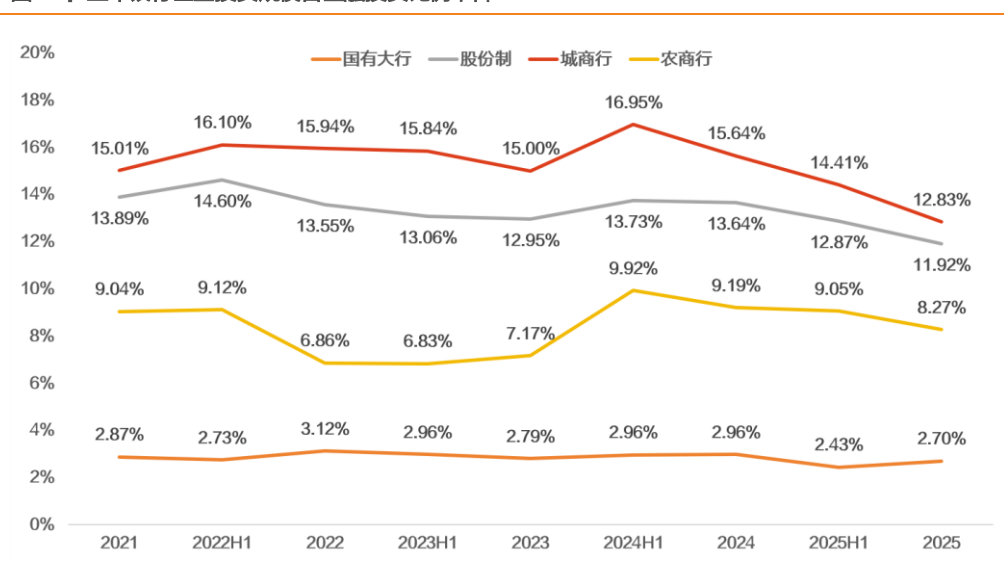
资料来源：各公司财报，天风证券研究所

从资本约束角度，现行资本新规穿透计量要求严格，即便采用基金管理人提供的风险系数，仍需要额外乘以 1.2 倍系数，相比银行直接配置债券，同等底层资产下资本占用更高。同时新规引入资管产品杠杆调整机制，基金持仓杠杆会进一步放大风险加权资产计提，过去市场中部分机构依靠公募产品间接运作、优化资本占用的路径受到显著限制。

6.2. 结构分化：国有大行保持平衡，中小银行持续去化

未来不同类型银行基金配置行为或将出现显著结构性分化，国有大行与中小银行的持仓规模走势或将持续背离。

图 22：上市银行基金投资规模占金融投资比例下降



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

对于国有大行而言，其基金配置规模大概率维持平稳均衡的中枢水平，不会出现大幅扩张也不会显著去化。

国有大行内部投研体系完善，对外部公募投研的依赖度偏低，配置基金更多作为大类资产分散配置的补充工具。同时国有大行资金体量充足、负债稳定性强，可分散布局多只公募产品，能够规避单一基金集中度、流动性风险，兼顾流动性调剂与小幅收益增厚需求。国有大行整体基金持仓占比波动幅度或相对有限。

对于中小银行，我们认为其基金配置规模或将延续持续去化的趋势。一方面中小银行资金体量偏小，分散多只基金配置的管理成本偏高，同时自身头寸调剂需求频繁，短期申赎容易触发惩罚性赎回费，流动性与成本矛盾更加突出。

另一方面中小银行资本补充渠道相对狭窄，资本耗用约束对定制基金配置的压制作用更强，叠加投研短板下难以通过基金实现稳定超额收益，资产端更倾向于回归高等级信贷、直投利率债等操作更简便、风险可控性更强的底层资产，逐步压降公募基金持仓占比。

6.3. 稳步推进多资产布局

2022-2025 年银行基金持仓高度集中于固收品类，纯债基金占总基金投资比重长期维持 85%以上，底层资产以政金债、同业存单为主，资产结构同质化、利率风险集中较为突出。

近年来长端利率持续下行，中长期纯债票息收益空间持续收窄，优质利率债、高等级信用债供给稀缺，单一固收资产难以持续支撑银行稳健的投资收益需求，资产多元化配置具备现实必要性。

政策层面，六部委《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》明确：在交易端，不断丰富适合中长期投资的产品和工具供给。在参与新股申购、上市公司定增、举牌认定标准等方面，给予保险资管、银行理财与公募基金同等政策待遇，积极支持相关资金投资入市。

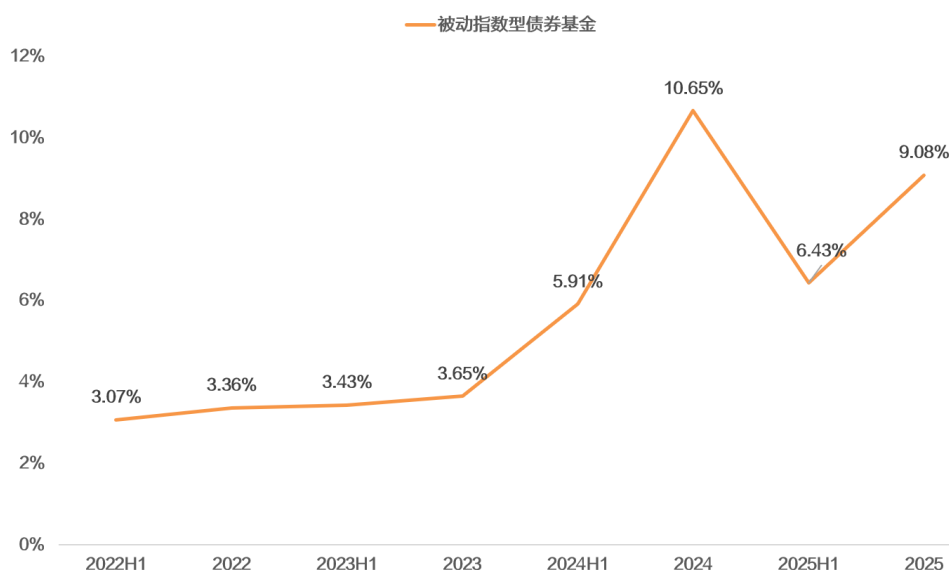
证监会等部门《关于推动不动产投资信托基金（REITs）市场高质量发展有关工作的通知》支持经营规范、治理健全、资产管理经验丰富的银行保险业资产管理公司等金融机构参与商业不动产 REITs 业务，为多元布局提供了政策支撑。

我们认为，未来银行或将“稳健优先、小幅扩容”，依托公募基金小幅增配基础设施 REITs 等资产。其中现金流稳定、抗周期属性突出的基建类 REITs，有望成为核心新增配置品类，可有效对冲传统纯债资产的利率波动风险、优化收益结构。

6.4. 增加 ETF 配置需求

近年来，银行基金持仓中被动指数型债券基金占比已从 3.07%提升至 9.08%，扩容趋势已初步显现。结合监管政策与银行经营现状来看，这一趋势后续有望持续强化。

图 23：银行持仓被动指数型债券基金占比提升（关联方口径）



资料来源：wind，iFind，天风证券研究所

政策层面，2024 年正式施行的《商业银行资本管理办法》强化资管产品穿透监管要求，未充分穿透的资管产品需计提 1250%高额风险权重，而 ETF 基金具备持仓公开、底层透明、估值标准化的特征，可完整实现底层资产穿透识别，资本占用效率显著优于底层不透明的

定制通道基金。

同时，2025 年公募基金费率改革及《推动公募基金高质量发展行动方案》持续引导行业降费提质，低成本标准化工具成为政策鼓励方向。

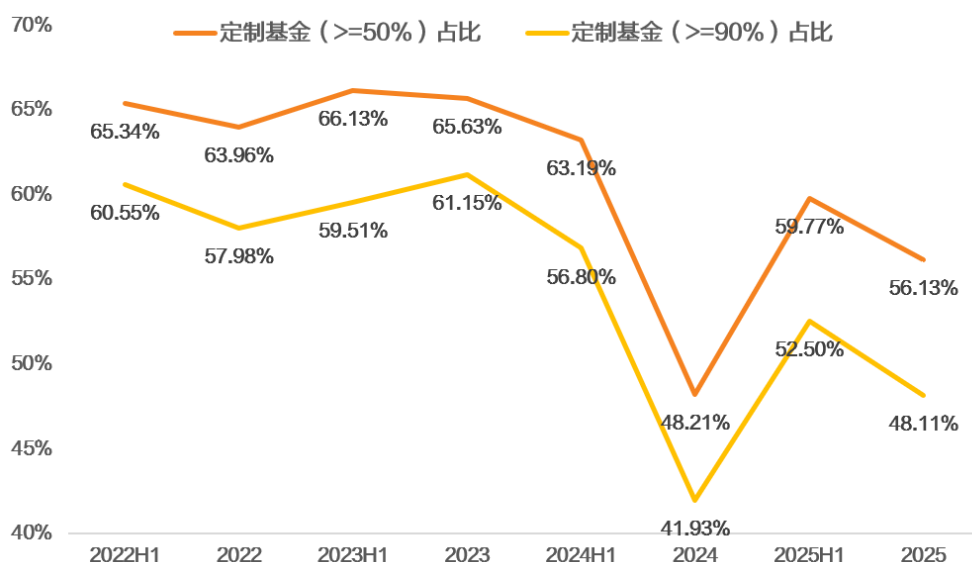
从银行经营现状来看，2024 年以来银行存款定期化趋势持续加深，负债成本刚性抬升，而 ETF 基金费率较低、调仓灵活、场内流动性充足，可有效降低投资运作成本，适配利率波动环境下的动态调仓需求。

我们认为，未来银行或将持续提升标准化 ETF 基金配置权重，重点增配利率债 ETF、高等级信用债 ETF 等固收类 ETF，实现合规、资本效率与流动性的多重优化。

6.5. 定制基金将向专业化策略化转型

从历史配置数据来看，银行定制基金占比已从 2022-2023 年 66%左右的高位回落至 2025 年末的 56%，呈现压降趋势。

图 24：银行投资定制基金比重下降（关联方口径）



资料来源：wind, iFind, 天风证券研究所

政策层面，多重约束共同推动定制基金规范发展。其一，《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》明确要求基金管理人确保公平对待公司管理的不同基金财产和客户资产，禁止向单一机构提供费率、信息披露等方面的特殊优待。

其二，2024 年《商业银行资本管理办法》落地施行后，穿透计量规则下定制基金传统的资本套利空间被大幅压缩，纯通道模式的性价比显著下降。

我们认为，未来定制基金不会完全退出银行配置组合，但运作模式或将向专业策略化转型，纯通道类产品有望持续出清。

7. 风险提示

资本市场波动剧烈：银行自营投资基金以债券型基金为主要配置标的，且多数债基为市值法计量，债券市场利率、信用环境波动将直接传导至基金净值；基金净值波动会影响银行账面损益，若叠加流动性冲击，可能引发持仓估值下行与再配置压力。

监管政策持续收紧：银行自营投资公募基金对应的资本计量、穿透认定、集中度管理等监管框架持续优化，政策调整持续压缩结构性套利空间、提升实质合规要求。相关规则变动可能会影响存量持仓的资本消耗水平与配置约束，对投资策略的收益边界形成持续压力。

样本数据可能不完整：受数据获取渠道约束，相关数据难以做到完整全面，如关联方口径

数据取自 wind，仅覆盖部分商业银行，分析结论存在一定局限性。

测算分析与现实不符：基金投资免税效应、EVA 等测算依赖穿透状态、风险权重等假设，实际投资中存在交易摩擦、估值调整、集中度限额、赎回冲击等约束，模型假设无法完全复刻真实经营状态，测算结果仅为参考，不能直接等同于实际经营效果。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	楼	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	邮编：200082	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com