仅供内部参考，请勿外传

Q4 银行股走势展望

——金融风向标 2026-W39

本周，万得全 A 指数变动幅度-1.43%，节后首日科创板出现明显调整，次日超跌回升，银行板块随存量资金切换而出现大幅波动。10 月下旬，银行三季报将陆续披露，如果利息净收入和风险指标等核心变量向好，将为优质银行在四季度的估值改善提供基础。

❑ **【周观察·动向】**

监管动态：2026 年 10 月 9 日，金融监管总局发布《财产保险公司保险产品开发管理规定》。

板块表现：本周，万得全 A 指数变动幅度-1.43%，申万银行指数和 H 股的银行 HK 指数变动幅度分别为-0.05%和-0.26%。其中，国有大行、股份行、城商行、农商行变动幅度分别为-0.11%，0.22%，-0.25%，-0.56%。年初以来，A 股上市银行中，青岛银行、宁波银行和成都银行涨幅排名前三位。

投资建议：本周跨期十一长假，银行板块于节前平稳收市；长假期间，美债收益率维持高位，美债 10 年期收益率一度冲高并突破 5.3%水平，权益市场的风险偏好承压。节后首日，科创板出现明显调整，次日超跌回升，银行板块随存量资金切换而出现大幅波动。10 月下旬，银行三季报将陆续披露，如果利息净收入和风险指标等核心变量向好，将为优质银行在四季度的估值改善提供基础。

❑ **【周综述·数据】**

公开市场操作与资金利率：本周，公开市场操作净回笼 10125 亿元。下周共有 20 亿元 7 天期逆回购到期，周一至周五分别到期 0 亿元、0 亿元、0 亿元、0 亿元和 20 亿元。下周共有 3000 亿元 14 天期逆回购到期，周一至周五分别到期 3000 亿元、0 亿元、0 亿元、0 亿元和 0 亿元。下周共有 5000 亿元买断式逆回购到期，周一至周五分别到期 0 亿元、0 亿元、0 亿元、5000 亿元和 0 亿元。本期银行间回购利率调整，DR001 和 DR007 分别较上期下行 8.0BP 和 4.2BP。Shibor 曲线维持稳定。AAA 级同业存单收益率多现小幅下行。国债收益率曲线下移，1 年期下行幅度 0.5BP，超长期限下行 1.3BP。**银行资负跟踪：**资产端，利率债净融资 103937 亿，较上年同期明显少增，政府债仍为主要支撑；票据利率下行，票据融资在信贷偏弱背景下继续发挥支撑作用。负债端，同业存单发行规模下降、净融资额下降。

❑ **【周评论·热点】**

过去的第三季度，中证银行指数上涨 14.5%，沪深 300 指数下跌 12.5%，反映市场不只是在寻找防御资产，也在提前交易政策改善与落地预期。进入第四季度，我们倾向于把银行板块定义为政策落地驱动的震荡偏强行情，板块获得相对收益的概率，仍高于获得绝对收益；风格会从单纯的高股息防御，开始向政策落地和信用预期修复过渡，暂时还看不到全行业的周期性拐点。以下几条主线预计较为重要：

1.有效信贷需求能否在政策激励下释放？今年前 8 个月各项贷款新增约 10 万亿，同比少增约 3 万亿。我们在之前的报告中反复阐述，信贷投放的乏力，不仅是融资需求不足，这单一因素导致，“债替贷”也是一项重要原因。数据表明，政府债和企业债的增速明显高于银行对实体的贷款增速，宏观流动性并未收紧。9·29 一揽子政策叠加九月国常会，释放出了政策将从谋划推进进入到加

推荐（维持）

总量研究/银行

行业规模

		占比%
股票家数（只）	42	0.8
总市值（十亿元）	11385.0	10.4
流通市值（十亿元）	10695.4	11.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.7	9.7	13.6
相对表现	6.3	15.1	21.9

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《社融增速预计 7%——九月金融数据预测》2026-10-09

2、《人民币破 6.7 之后——金融风向标 2026-W38》2026-09-27

3、《美债的加息定价已经打满——金融风向标 2026-W37》2026-09-20

马瑞超 S1090522100002
maruichao@cmschina.com.cn
戴甜甜 S1090523070003
daitiantian@cmschina.com.cn
张岸天 S1090522070002
zhangantian@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

速落地的明确信号。这对银行股的意义很直接：如果财政支出能形成实物工作量，对公项目储备将会改善；如果央行结构性工具带来低成本资金，银行负债端会受益。因此，Q4 决定银行股走势的一项关键是：财政资金、重大项目以及 9·29 新政，能否把宽松的金融条件转化为新增贷款。

2.净息差有条件继续保持稳定。9 月，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别为 3.0%和 3.5%，已经连续 16 个月不变；同期 DR001 和 DR007 月均值分别为 1.38%和 1.40%，银行间流动性保持宽松。9·29 新政中，PSL 利率的下调预示央行当前无意下调总量政策利率（即：7 天逆回购利率），LPR 因此缺乏下行条件。此外，Q4 存款重定价将继续释放银行红利，息差企稳态势将得以延续。对于银行股而言，降准或“结构性降息”好于直接下调 LPR，因为前者能降低资金成本，后者会先压低贷款收益率。这里需要补充一句，10 月 1 日起实施的住房贷款贴息，是本季度最直接的边际催化。我们认为，该政策并不会对按揭贷款增量带来直接帮助，影响或主要集中在贷款违约减少所产生的资产质量改善，对银行基本面的影响较为间接。

3.业绩主要观察可持续性。这个月银行会披露第三季财报，我们会重点观察以下三项：利息净收入增长能否延续，新增风险能否得到控制，以及利润增长之后资本是否同步积累。其中，即便三季报银行利润增速不错，也要回答一个更具体的问题：这样的利润，能否在正常拨备计提和合理资本约束下延续到明年？如果答案是肯定的，四季度估值切换才有基础，优质银行也更有机会获得进一步重估。

4.估值关注动态变化。截至 9 月 30 日，中证银行 PB 约 0.70 倍，其位于近十年约 48%分位，PE 却处于约 96%分位。这说明相对于当前盈利，板块并非处于历史最便宜的位置。下一步，PB 要持续修复，最终仍要看到 ROE 和信用成本改善。Q3，工商银行、农业银行在内的 8 家中央金融机构获得了资本补充，这一举动理论上会增强银行资本约束下的扩表能力，但考虑到当前有效信贷需求不足的特点，注资短期还可能引发 ROE 摊薄。

基于以上判断，我们认为 Q4 的银行板块结构仍然是两端占优。一端是国有大行。它们负债成本低、财政项目承接能力强，资本补充和中期分红提高了确定性，适合作为组合底仓；另一端是资产质量好、所在区域有效融资需求较强的优质城商行。它们对信用扩张和存款成本下降更敏感，盈利弹性更高。

本月的基准情景是，Q4 数据温和改善，三季报验证银行营收继续修复、利润增速大体稳定，板块将维持震荡偏强，国有大行和优质区域行领涨，但绝对涨幅不会很大。综合来看，我们对 10 月银行股保持积极但不追高。具体股票推荐上，我们仍然推荐工行。其中逻辑，并非基于公司短期有多大的业绩弹性，而是经营基本面稳定、资本补充推进、中期分红落地，以及市场波动环境下的低波动价值。风险方面，一是工行股价已经创出历史新高，约 0.75 倍 PB 仍然破净，但已不是自身历史上的极端低位，资本补充和分红利好可能已经部分反映；二是房地产和零售风险仍需消化，上半年对公房地产贷款不良率和个人住房贷款不良率均有所上升；三是定增摊薄、除息后的获利兑现，以及市场风格重新转向成长板块，都可能压制短期股价。

- **风险提示：美联储超预期连续加息；中东局势升级推升油价；中美谈判不及预期；出口增速超预期回落。**

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：各指数涨跌幅（2024 年 VS2025 年 VS2026 年以来）.....5
图 2：5Y 国债综合收益率 VS 一般贷款收益率 10
图 3：30Y 国债综合收益率 VS 按揭贷款收益率 10
图 4：国债单月日度累计净融资（亿元）.....11
图 5：政策性银行债单月日度累计净融资（亿元）.....11
图 6：国债收益率曲线（%）.....12
图 7：各类机构转贴现净买入量(不含托收、直贴)-单月累计，亿元.....12
图 8：1M 票据利率月内走势（%）.....13
图 9：3M 票据利率月内走势（%）.....13
图 10：6M 票据利率月内走势（%）.....14
图 11：大行存款平均挂牌利率（%）.....14
图 12：同业存单日度累计净融资（亿元）.....15

表 1：行业动态.....4
表 2：各银行股涨跌幅及股息率数据.....5
表 3：央行公开市场操作一览（亿元）.....7
表 4：各项市场利率一览（%）.....8
表 5：调整后增值税下银行贷债收益比价-20260731 9

仅供内部参考，请勿外传

周观察·动向

➢ 监管动态

1. 10 月 9 日，金融监管总局发布《财产保险公司保险产品开发管理规定》。

➢ 行业动态

农业银行和工商银行发布向特定对象发行 A 股股票募集说明书的公告。

表 1：行业动态

公告日期	银行名称	公告标题	细则
2026/10/8	农业银行	向特定对象发行 A 股股票募集说明书	为贯彻落实国家支持国有大型商业银行补充核心一级资本的政策安排，中国农业银行拟通过向特定对象发行 A 股股票，募集资金总额不超过人民币 1,600 亿元，全部用于补充核心一级资本，以夯实资本实力、提升风险抵御能力。
2026/10/8	工商银行	向特定对象发行 A 股股票募集说明书	为贯彻落实国家关于稳妥有序支持国有大型商业银行增加核心一级资本的政策安排，中国工商银行拟通过向特定对象发行 A 股股票，进一步夯实资本基础，提升资本充足水平与风险抵御能力。本次发行募集资金总额不超过人民币 1,000 亿元，全部用于补充核心一级资本，以增强信贷投放能力，更好服务实体经济高质量发展。

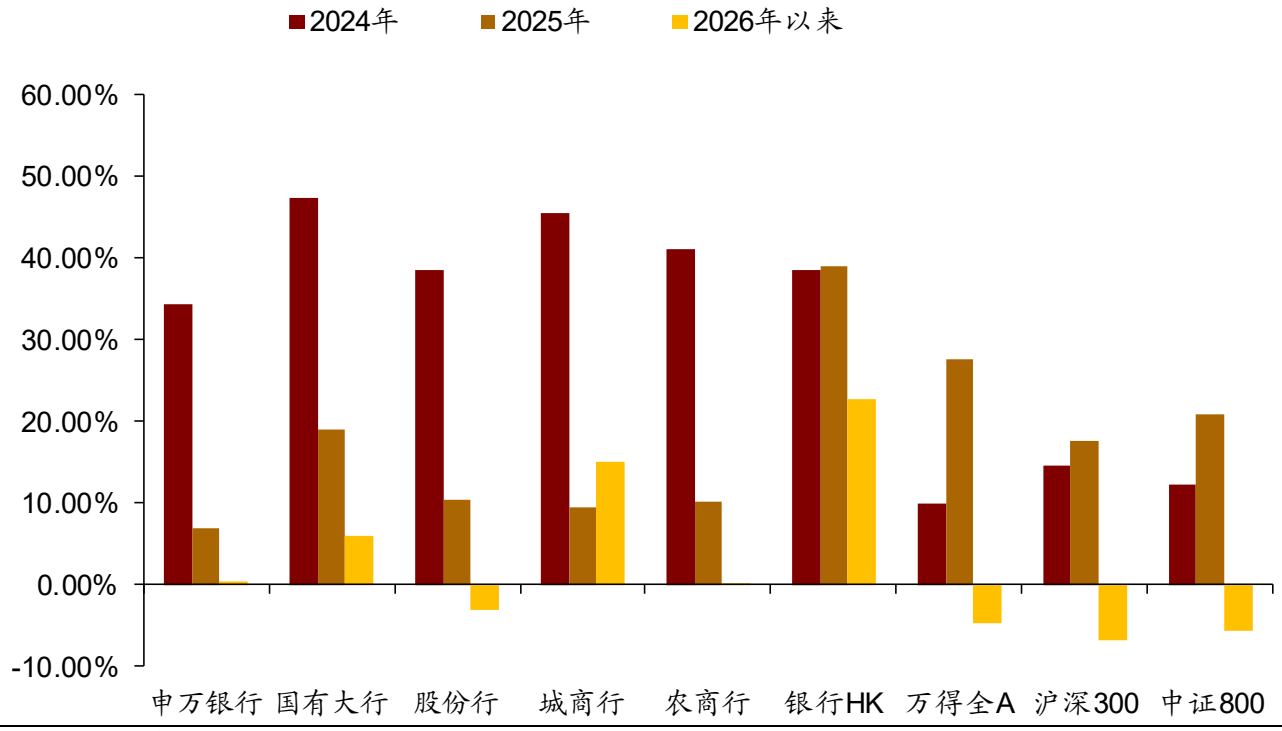
资料来源：Wind，招商证券

➢ 市场动态

本周，万得全 A 指数变动幅度-1.43%，申万银行指数和 H 股的银行 HK 指数变动幅度分别为-0.05%和-0.26%。其中，国有大行、股份行、城商行、农商行变动幅度分别为-0.11%，0.22%，-0.25%，-0.56%。年初以来，A 股上市银行中，青岛银行、宁波银行和成都银行涨幅排名前三位。

从投资建议的角度，本周跨期十一长假，银行板块于节前平稳收市；长假期间，美债收益率曲线维持高位，美债 10 年期收益率一度冲高并突破 5.3%水平，权益市场的风险偏好承压。节后首日，科创板出现明显调整，次日超跌回升，银行板块随存量资金切换而出现大幅波动。10 月下旬，银行三季报将陆续披露，如果利息净收入和风险指标等核心变量向好，将为优质银行在四季度的估值改善提供基础。

图 1：各指数涨跌幅（2024 年 VS2025 年 VS2026 年以来）



资料来源：Wind，招商证券

表 2：各银行股涨跌幅及股息率数据

简称	分红率	动态股息率	PE(TTM)	PB	近一周涨跌幅	近一月涨跌幅	年初以来涨跌幅	25 年涨跌幅
华夏银行	25.9%	6.12%	4.24	0.31	0.5%	-0.2%	-2.4%	-9.8%
北京银行	30.4%	5.21%	5.84	0.41	0.0%	0.5%	7.5%	-6.5%
光大银行	30.3%	4.77%	6.35	0.36	0.7%	0.7%	-7.6%	-5.6%
成都银行	30.0%	4.88%	6.15	0.91	-0.1%	-0.2%	28.9%	-1.3%
上海银行	31.6%	5.38%	5.87	0.53	-1.2%	0.8%	-2.3%	16.3%
兴业银行	31.0%	5.63%	5.51	0.46	0.0%	-0.7%	-9.3%	15.0%
平安银行	28.8%	5.31%	5.43	0.49	0.2%	0.6%	7.2%	2.7%
江苏银行	32.1%	4.81%	6.67	0.84	-0.1%	0.9%	25.3%	11.2%
沪农商行	34.1%	5.11%	6.66	0.63	-0.7%	-2.4%	-3.0%	14.4%
招商银行	35.3%	4.94%	7.15	0.91	0.4%	1.3%	3.7%	11.8%
民生银行	30.1%	4.79%	6.29	0.27	-0.6%	-0.6%	-4.4%	-3.1%
浙商银行	30.1%	4.92%	6.11	0.44	1.0%	-1.7%	0.1%	9.2%
南京银行	31.6%	4.59%	6.88	0.76	-0.6%	-1.0%	6.2%	12.2%
张家港行	28.6%	5.19%	5.50	0.55	-0.2%	-2.5%	-3.3%	12.0%
贵阳银行	21.1%	4.92%	4.29	0.31	0.4%	0.4%	1.0%	2.7%
中信银行	31.7%	4.30%	7.37	0.67	-1.1%	1.0%	19.9%	15.1%
长沙银行	22.0%	4.55%	4.83	0.52	0.1%	-0.9%	5.1%	16.3%
渝农商行	30.7%	2.24%	13.66	0.54	-0.6%	-1.9%	8.6%	11.9%
江阴银行	26.4%	4.83%	5.47	0.56	-0.5%	-0.9%	3.5%	12.3%
重庆银行	30.0%	4.29%	6.99	0.65	-2.6%	-1.8%	5.2%	21.6%
交通银行	32.3%	4.26%	7.57	0.59	0.4%	6.9%	10.1%	0.4%
苏州银行	36.4%	4.58%	7.95	0.80	1.4%	3.6%	16.0%	7.2%
厦门银行	27.8%	3.79%	7.32	0.66	-1.0%	-6.2%	-5.5%	35.8%
建设银行	30.5%	3.55%	8.58	0.80	-0.7%	2.8%	20.7%	12.9%
兰州银行	24.4%	3.60%	6.78	0.39	0.5%	-2.8%	-5.3%	-1.8%
中国银行	31.8%	3.34%	9.51	0.80	0.6%	5.9%	20.6%	10.8%

仅供内部参考，请勿外传

工商银行	31.3%	3.83%	8.16	0.74	-0.7%	3.5%	6.1%	21.5%
杭州银行	26.4%	4.06%	6.52	0.88	0.2%	2.4%	17.3%	8.9%
无锡银行	23.8%	4.16%	5.73	0.54	-0.5%	0.5%	1.4%	5.8%
青农商行	21.3%	4.20%	5.07	0.43	-1.0%	-4.0%	-2.0%	5.2%
瑞丰银行	21.0%	4.12%	5.09	0.50	-0.4%	0.4%	-4.6%	5.2%
邮储银行	32.7%	4.27%	7.66	0.62	-0.9%	-0.2%	3.6%	0.7%
常熟银行	21.2%	4.14%	5.13	0.69	-0.5%	-3.3%	-1.0%	7.7%
浦发银行	30.2%	4.47%	6.76	0.42	0.6%	2.8%	-19.7%	24.6%
青岛银行	21.1%	3.26%	6.49	0.82	-0.2%	-0.8%	41.5%	19.1%
宁波银行	28.0%	3.62%	7.73	0.98	-0.5%	1.7%	29.0%	20.7%
苏农银行	20.7%	4.34%	4.79	0.50	-0.2%	-2.2%	0.2%	10.1%
紫金银行	29.4%	3.97%	7.41	0.45	0.0%	-3.0%	-3.0%	0.3%
农业银行	31.9%	3.69%	8.63	0.85	0.1%	3.3%	-7.3%	52.7%
齐鲁银行	28.5%	3.81%	7.48	0.84	-0.7%	0.0%	28.6%	7.5%
西安银行	16.8%	2.85%	5.89	0.43	0.0%	-1.7%	-1.2%	5.0%
郑州银行	0.0%	0.00%	10.74	0.34	-0.6%	-3.9%	-10.4%	-7.3%

资料来源：Wind，招商证券，注：动态股息率=分红率/PE（TTM）。

仅供内部参考，请勿外传

周综述·数据

➢ 资金运行态势

公开市场操作：

本周，公开市场操作净回笼 10125 亿元。下周共有 20 亿元 7 天期逆回购到期，周一至周五分别到期 0 亿元、0 亿元、0 亿元、0 亿元和 20 亿元。下周共有 3000 亿元 14 天期逆回购到期，周一至周五分别到期 3000 亿元、0 亿元、0 亿元、0 亿元和 0 亿元。下周共有 5000 亿元买断式逆回购到期，周一至周五分别到期 0 亿元、0 亿元、0 亿元、5000 亿元和 0 亿元。

表 3：央行公开市场操作一览（亿元）

日期	7 天期逆回购		隔夜逆回购		14 天期逆回购		MLF 操作		资金投放情况
	操作量	到期量	操作量	到期量	操作量	到期量	操作量	到期量	净回笼/投放
2026/10/8	0	2810	6060	8335	0	1000	12000	10000	-4085
2026/10/9	20	0	0	6060	0	0	0	0	-6040
2026/10/10	0	0	0	0	0	0	0	0	0
合计	**20**	**2810**	**6060**	**14395**	**0**	**1000**	**12000**	**10000**	**-10125**

资料来源：Wind，招商证券

资金利率：

本期银行间回购利率调整，DR001 和 DR007 分别较上期下行 8.0BP 和 4.2BP。Shibor 曲线维持稳定。AAA 级同业存单收益率多现小幅下行。国债收益率曲线下移，1 年期下行幅度 0.5BP，超长期限下行 1.3BP。

DR：本期末 DR001、DR007、DR014 分别为 1.28%、1.32%、1.35%，分别较上期变动-8.0BP、-4.2BP、-4.9BP。

Shibor:1M、3M、6M、9M、1Y 分别为 1.42%、1.43%、1.45%、1.47%、1.48%，分别较上期变动-0.3BP、0.0BP、0.0BP、0.0BP、0.0BP。

NCD:期末 1M、3M、6M、9M、1Y AAA 级 NCD 到期收益率分别为 1.37%、1.40%、1.44%、1.45%、1.46%，分别较上期变动-1.5BP、+0.9BP、-0.4BP、-0.3BP、-1.4BP。

国债:本期末 1Y、3Y、5Y、10Y、30Y 分别为 1.21%、1.28%、1.41%、1.68%、2.09%，较上期末分别变动-0.5BP、-0.2BP、-0.2BP、+0.3BP、-1.3BP。

仅供内部参考，请勿外传

表 4：各项市场利率一览（%）

指标名称	DR001	DR007	DR014	DR021	DR1M
环比变化（单位 BP）	-7.99	-4.24	-4.93	-5.70	
2026/10/10	1.28	1.32	1.35	1.35	
2026/9/30	1.36	1.37	1.40	1.41	
2026/9/23	1.36	1.38	1.43	1.44	1.44
2026/9/16	1.45	1.44	1.43	1.43	1.43
2026/9/9	1.37	1.39	1.39		1.41
指标名称	SHIBOR:1M	SHIBOR:3M	SHIBOR:6M	SHIBOR:9M	SHIBOR:1Y
环比变化（单位 BP）	-0.32	0.00	0.00	0.00	0.00
2026/10/10	1.42	1.43	1.45	1.47	1.48
2026/9/30	1.42	1.43	1.45	1.47	1.48
2026/9/23	1.43	1.43	1.45	1.47	1.48
2026/9/16	1.42	1.43	1.45	1.47	1.48
2026/9/9	1.42	1.43	1.45	1.47	1.48
指标名称	NCD(AAA):1M	NCD(AAA):3M	NCD(AAA):6M	NCD(AAA):9M	NCD(AAA):1Y
环比变化（单位 BP）	-1.53	0.94	-0.39	-0.26	-1.37
2026/10/10	1.37	1.40	1.44	1.45	1.46
2026/9/30	1.39	1.40	1.44	1.46	1.47
2026/9/23	1.44	1.44	1.46	1.48	1.49
2026/9/16	1.44	1.44	1.46	1.48	1.49
2026/9/9	1.42	1.44	1.46	1.47	1.48
指标名称	国债收益率:1Y	国债收益率:3Y	国债收益率:5Y	国债收益率:10Y	国债收益率:30Y
环比变化（单位 BP）	-0.50	-0.15	-0.21	0.27	-1.30
2026/10/10	1.21	1.28	1.41	1.68	2.09
2026/9/30	1.22	1.28	1.41	1.68	2.10
2026/9/23	1.23	1.29	1.41	1.68	2.11
2026/9/16	1.23	1.25	1.41	1.69	2.14
2026/9/9	1.23	1.25	1.41	1.68	2.14

资料来源：Wind，招商证券

➢ 银行资负跟踪

资产端

1. 银行核心资产比价

仅供内部参考，请勿外传

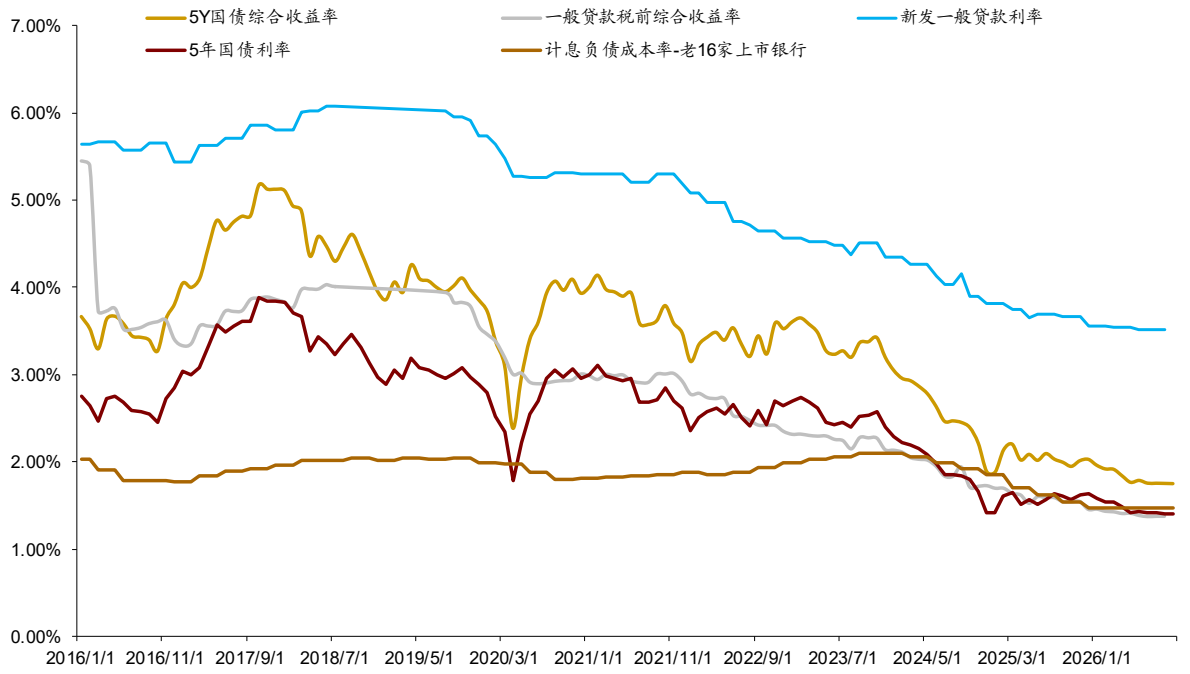
表 5：调整后增值税下银行贷债收益比价-20261010

期限	债券类型	综合收益	最新利率	增值税前利率	增值税附加	纳税所得	税盾收益	税前利率	风险权重	资本占用	信用成本	税前收益	存款收益	综合收益
1Y 以内	同业存单（AAA）：3M	1.24%	1.40%	1.40%	0.00%	1.40%	0.00%	1.40%	20%	0.17%	0.00%	1.24%		1.24%
	同业存单（AAA）：1Y	1.12%	1.46%	1.46%	0.00%	1.46%	0.00%	1.46%	40%	0.33%	0.00%	1.12%		1.12%
1Y	国债：1Y	1.52%	1.21%	1.15%	0.72%	1.14%	0.38%	1.52%	0%	0.00%	0.00%	1.52%		1.52%
	国开债：1Y	1.31%	1.40%	1.32%	0.72%	1.31%	0.00%	1.31%	0%	0.00%	0.00%	1.31%		1.31%
	地方政府债（AAA）：1Y	1.47%	1.28%	1.21%	0.72%	1.20%	0.40%	1.60%	15%	0.12%	0.00%	1.47%		1.47%
	城投债（AAA）：1Y	0.49%	1.50%	1.41%	0.72%	1.40%	0.00%	1.40%	100%	0.83%	0.25%	0.32%	0.16%	0.49%
	企业债（AAA）：1Y	0.36%	1.50%	1.41%	0.72%	1.40%	0.00%	1.40%	85%	0.70%	0.50%	0.20%	0.16%	0.36%
	商金债（AAA）：1Y	1.05%	1.47%	1.39%	0.72%	1.38%	0.00%	1.38%	40%	0.33%	0.00%	1.05%		1.05%
	二级资本债（AAA-）：1Y	0.17%	1.51%	1.42%	0.72%	1.41%	0.00%	1.41%	150%	1.24%	0.00%	0.17%		0.17%
3Y	国债：3Y	1.60%	1.28%	1.21%	0.72%	1.20%	0.40%	1.60%	0%	0.00%	0.00%	1.60%		1.60%
	国开债：3Y	1.36%	1.45%	1.37%	0.72%	1.36%	0.00%	1.36%	0%	0.00%	0.00%	1.36%		1.36%
	地方政府债（AAA）：3Y	1.59%	1.37%	1.29%	0.72%	1.28%	0.43%	1.71%	15%	0.12%	0.00%	1.59%		1.59%
	城投债（AAA）：3Y	0.60%	1.61%	1.52%	0.72%	1.51%	0.00%	1.51%	100%	0.83%	0.25%	0.43%	0.16%	0.60%
	企业债（AAA）：3Y	0.46%	1.61%	1.51%	0.72%	1.50%	0.00%	1.50%	85%	0.70%	0.50%	0.30%	0.16%	0.46%
	商金债（AAA）：3Y	1.12%	1.55%	1.46%	0.72%	1.45%	0.00%	1.45%	40%	0.33%	0.00%	1.12%		1.12%
	二级资本债（AAA-）：3Y	0.29%	1.64%	1.55%	0.72%	1.54%	0.00%	1.54%	150%	1.24%	0.00%	0.29%		0.29%
5Y	国债：5Y	1.76%	1.41%	1.33%	0.72%	1.32%	0.44%	1.76%	0%	0.00%	0.00%	1.76%		1.76%
	国开债：5Y	1.43%	1.52%	1.44%	0.72%	1.43%	0.00%	1.43%	0%	0.00%	0.00%	1.43%		1.43%
	地方政府债（AAA）：5Y	1.73%	1.49%	1.40%	0.72%	1.39%	0.46%	1.85%	15%	0.12%	0.00%	1.73%		1.73%
	城投债（AAA）：5Y	0.68%	1.71%	1.61%	0.72%	1.60%	0.00%	1.60%	100%	0.83%	0.25%	0.52%	0.16%	0.68%
	企业债（AAA）：5Y	0.51%	1.65%	1.56%	0.72%	1.55%	0.00%	1.55%	85%	0.70%	0.50%	0.35%	0.16%	0.51%
	商金债（AAA）：5Y	1.14%	1.57%	1.48%	0.72%	1.47%	0.00%	1.47%	40%	0.33%	0.00%	1.14%		1.14%
	二级资本债（AAA-）：5Y	0.43%	1.78%	1.68%	0.72%	1.67%	0.00%	1.67%	150%	1.24%	0.00%	0.43%		0.43%
10Y	国债：10Y	2.10%	1.68%	1.59%	0.72%	1.58%	0.53%	2.10%	0%	0.00%	0.00%	2.10%		2.10%
	国开债：10Y	1.64%	1.75%	1.65%	0.72%	1.64%	0.00%	1.64%	0%	0.00%	0.00%	1.64%		1.64%
	地方政府债（AAA）：10Y	2.04%	1.73%	1.64%	0.72%	1.62%	0.54%	2.17%	15%	0.12%	0.00%	2.04%		2.04%
	城投债（AAA）：10Y	0.94%	1.98%	1.87%	0.72%	1.86%	0.00%	1.86%	100%	0.83%	0.25%	0.78%	0.16%	0.94%
	企业债（AAA）：10Y	0.78%	1.95%	1.84%	0.72%	1.82%	0.00%	1.82%	85%	0.70%	0.50%	0.62%	0.16%	0.78%
	商金债（AAA）：10Y	1.41%	1.86%	1.75%	0.72%	1.74%	0.00%	1.74%	40%	0.33%	0.00%	1.41%		1.41%
	二级资本债（AAA-）：10Y	0.58%	1.95%	1.84%	0.72%	1.82%	0.00%	1.82%	150%	1.24%	0.00%	0.58%		0.58%
30Y	国债：30Y	2.61%	2.09%	1.97%	0.72%	1.95%	0.65%	2.61%	0%	0.00%	0.00%	2.61%		2.61%
	国开债：30Y	2.06%	2.20%	2.07%	0.72%	2.06%	0.00%	2.06%	0%	0.00%	0.00%	2.06%		2.06%
贷款	一般贷款	1.53%	3.51%	3.31%	0.72%	3.29%	0.00%	3.29%	75%	0.62%	1.52%	1.15%	0.39%	1.53%
	按揭贷款	2.28%	3.05%	2.88%	0.72%	2.86%	0.00%	2.86%	30%	0.25%	0.76%	1.85%	0.43%	2.28%
	企业贷款	1.37%	3.04%	2.87%	0.72%	2.85%	0.00%	2.85%	85%	0.70%	1.10%	1.05%	0.32%	1.37%
	票据贴现	0.96%	0.94%	0.89%	0.72%	0.88%	0.00%	0.88%	30%	0.25%	0.00%	0.63%	0.32%	0.96%

资料来源：Wind，招商证券；注：信用成本和存款收益参考银行业均值数据

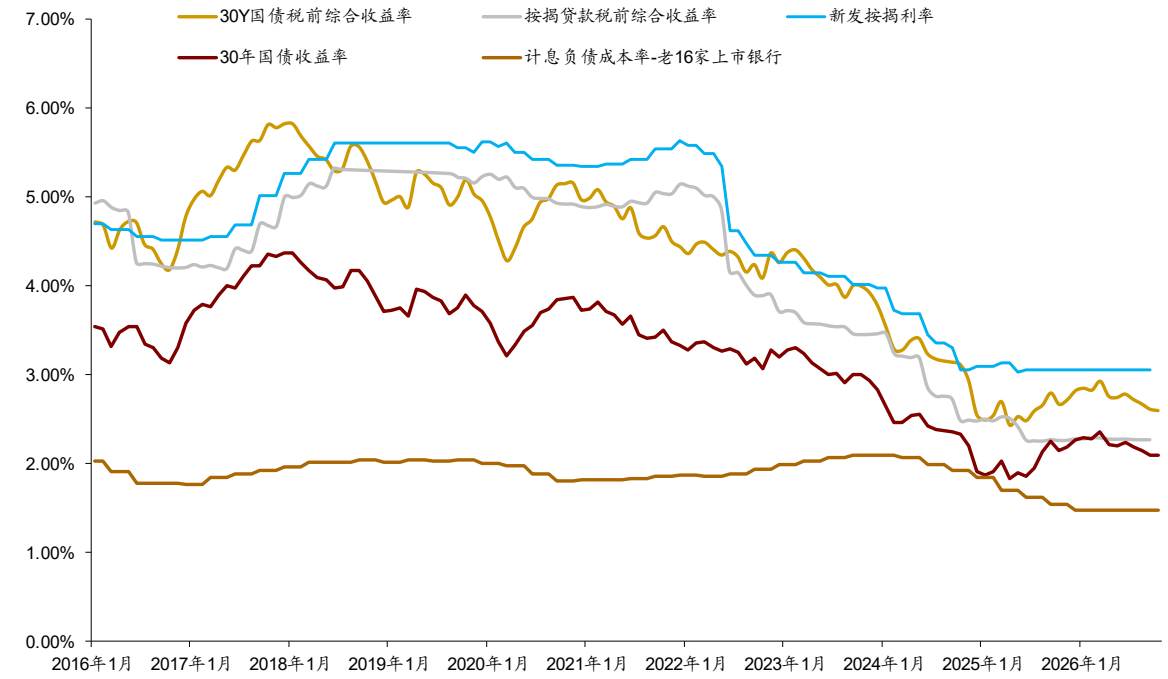
仅供内部参考，请勿外传

图 2：5Y 国债综合收益率 VS 一般贷款收益率



资料来源：Wind，招商证券；老 16 家上市银行计息负债成本率数据为基于截止日前可获得最新财报的测算值，下同

图 3：30Y 国债综合收益率 VS 按揭贷款收益率



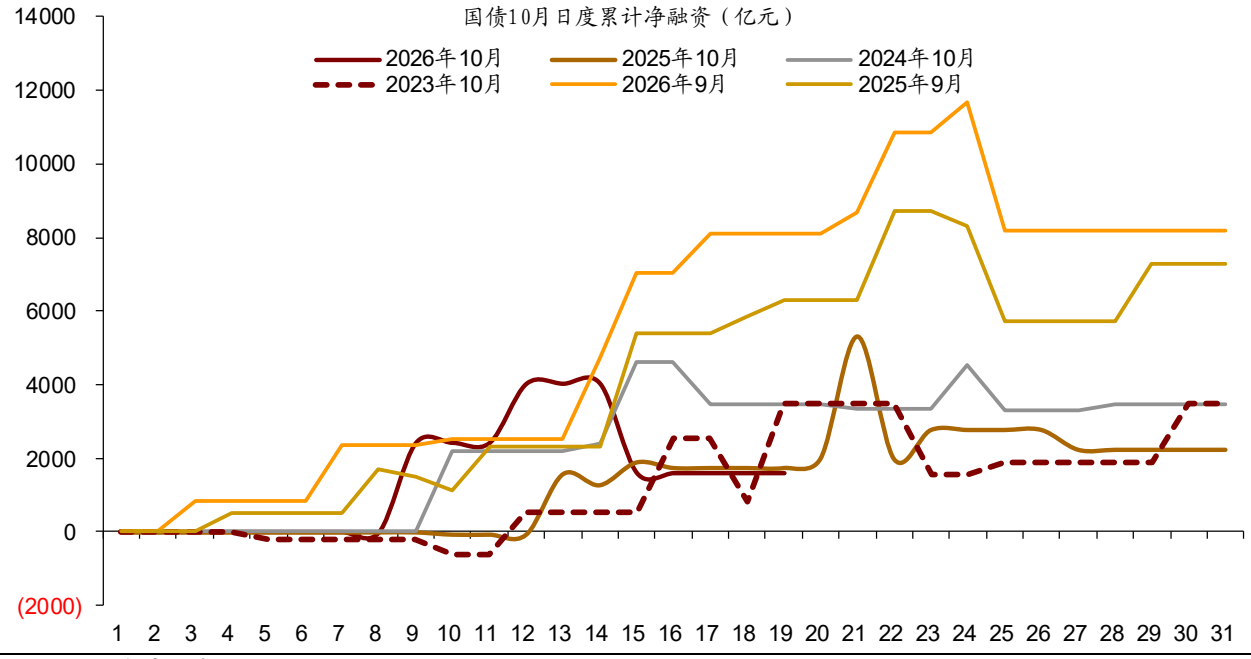
资料来源： Wind，招商证券

2. 利率债

量： 利率债净融资 103937 亿，较上年同期（135305 亿）明显少增。其中，政府债净融资 105533 亿元（上年同期 116461 亿元），国债净融资 47046 亿元（上年同期 55689 亿元），地方债净融资 58487 亿元（上年同期 60772 亿元），政金债净融资-1596 亿元，上年同期（18843 亿元）。

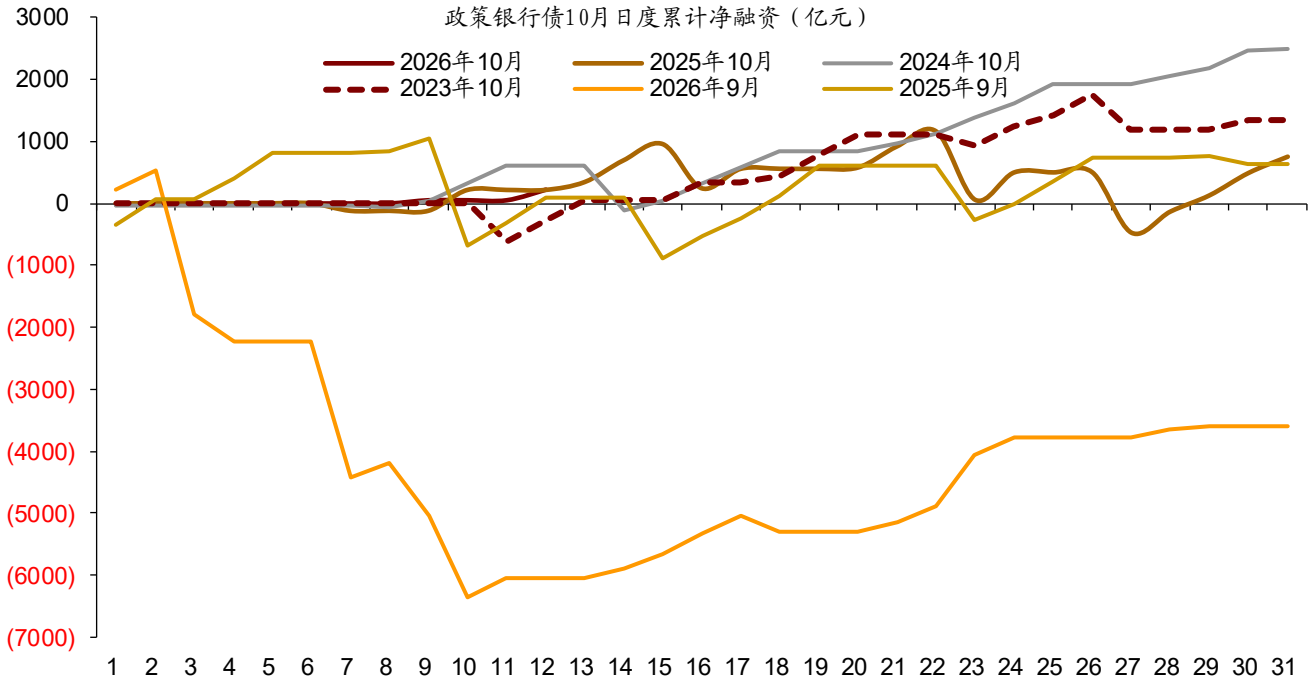
仅供内部参考，请勿外传

图 4：国债单月日度累计净融资（亿元）



资料来源：Wind，招商证券

图 5：政策性银行债单月日度累计净融资（亿元）

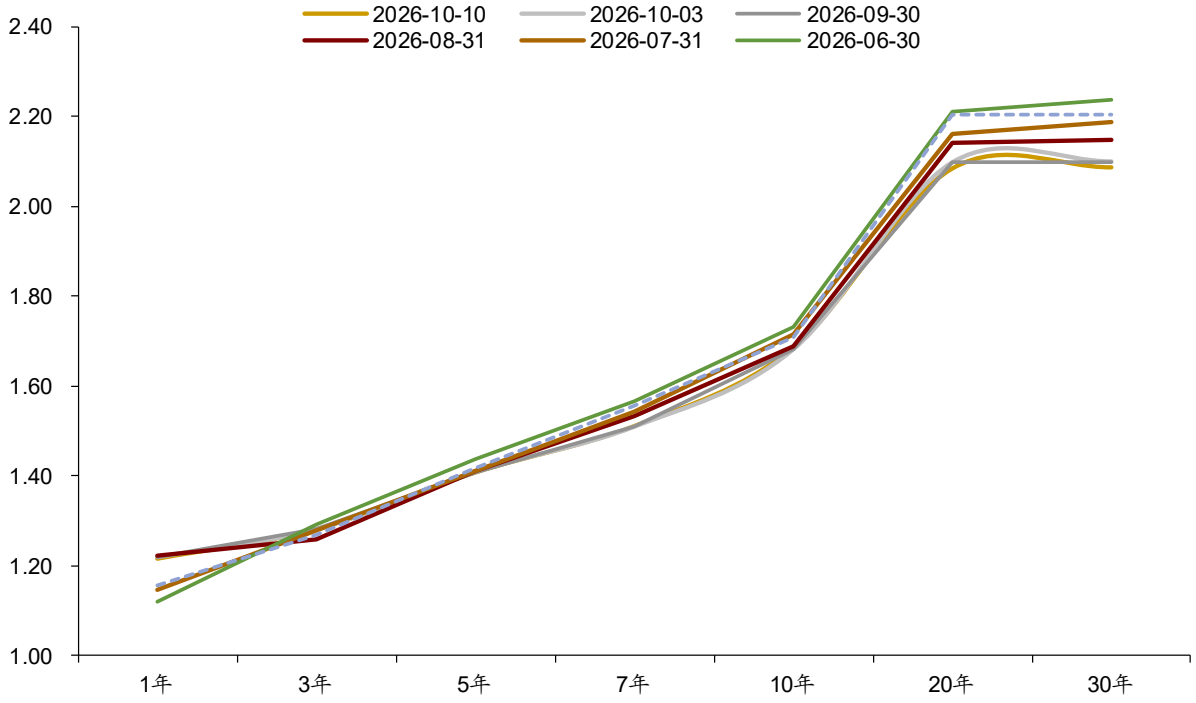


资料来源：Wind，招商证券

本期末，1Y、5Y、10Y、30Y 国债到期收益率分别较上周末变化-0.50BP、-0.21BP、0.27BP、-1.30BP 至 1.21%、1.41%、1.68%、2.09%。

仅供内部参考，请勿外传

图 6：国债收益率曲线（%）

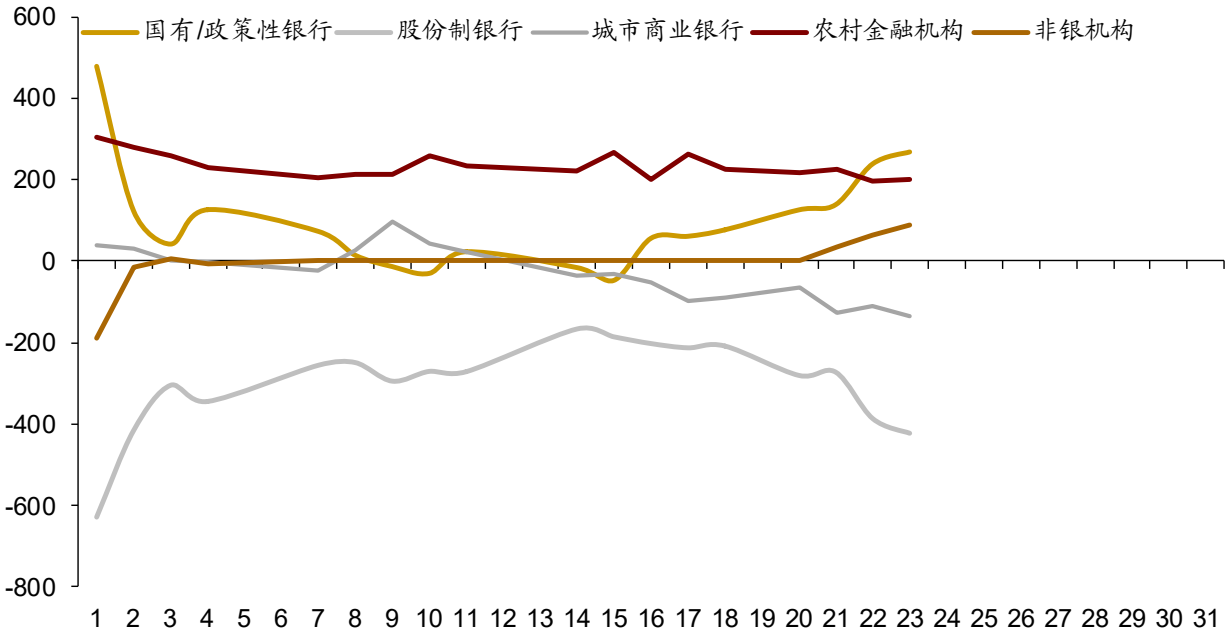


资料来源：Wind，招商证券

3. 票据贴现

量：截至 2026 年 10 月 10 日，国有行、股份行、城商行、农商行票据转贴现累计净买入规模分别为 630 亿元（去年同期 478 亿元）、-275 亿元（去年同期 0 亿元）、6 亿元（去年同期 11 亿元）、348 亿元（去年同期 104 亿元）。

图 7：各类机构转贴现净买入量(不含托收、直贴)-单月累计，亿元

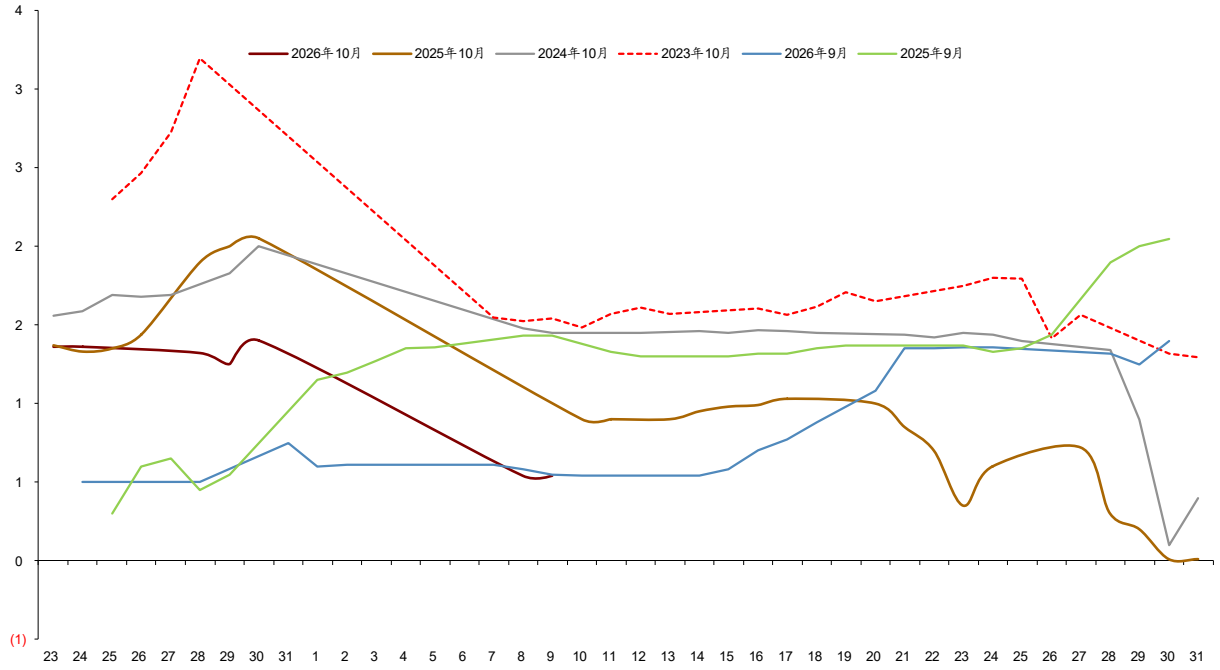


资料来源：Wind，招商证券；注：横轴为日期

仅供内部参考，请勿外传

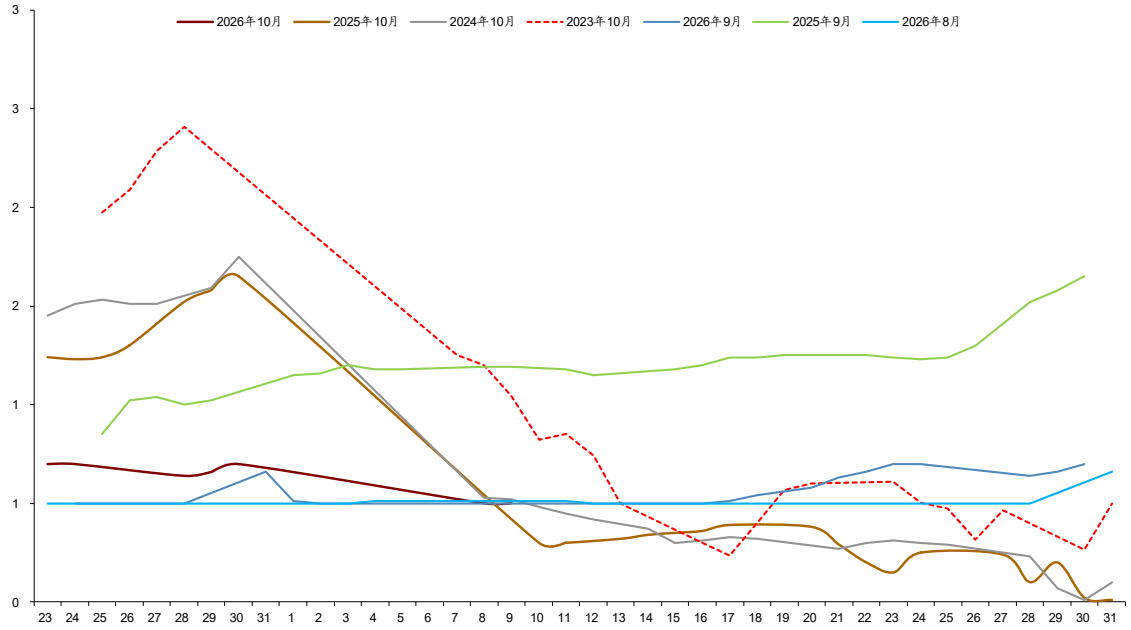
价：本期末 1M、3M 和半年票据利率分别为 0.54%、0.5%、0.5%，分别较上期末变动-82bp、-20bp、-4bp。

图 8：1M 票据利率月内走势（%）



资料来源：Wind，招商证券；注：横轴为日期，下同

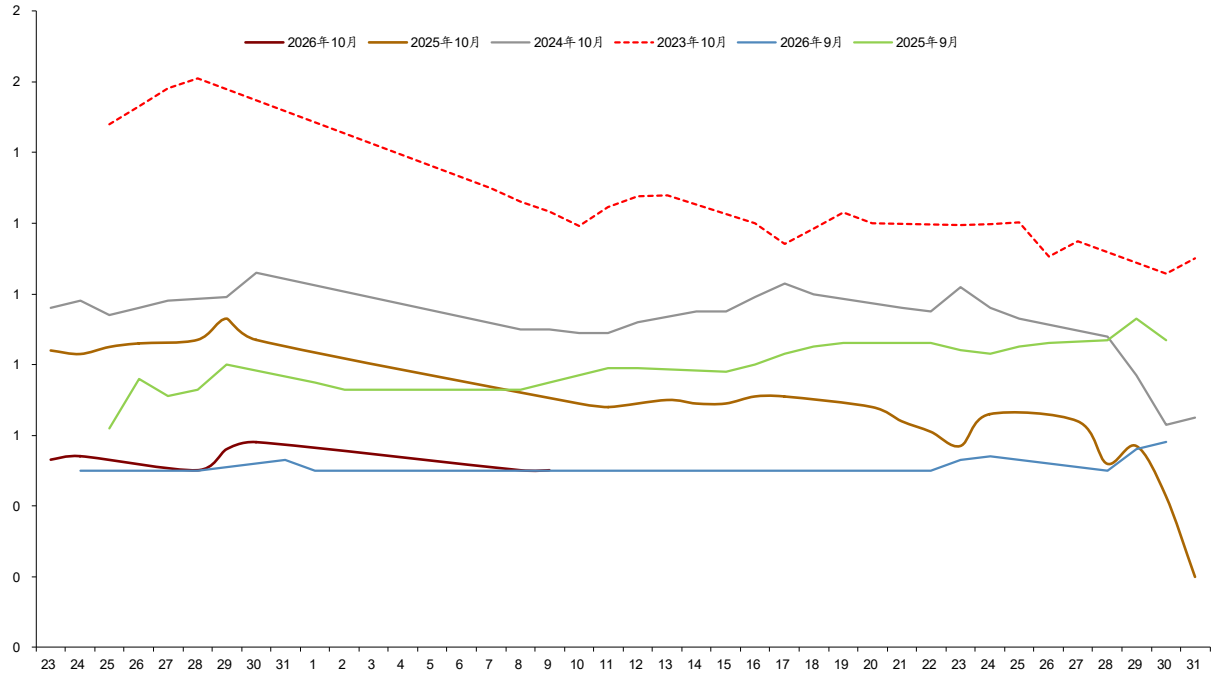
图 9：3M 票据利率月内走势（%）



资料来源：Wind，招商证券

仅供内部参考，请勿外传

图 10：6M 票据利率月内走势（%）

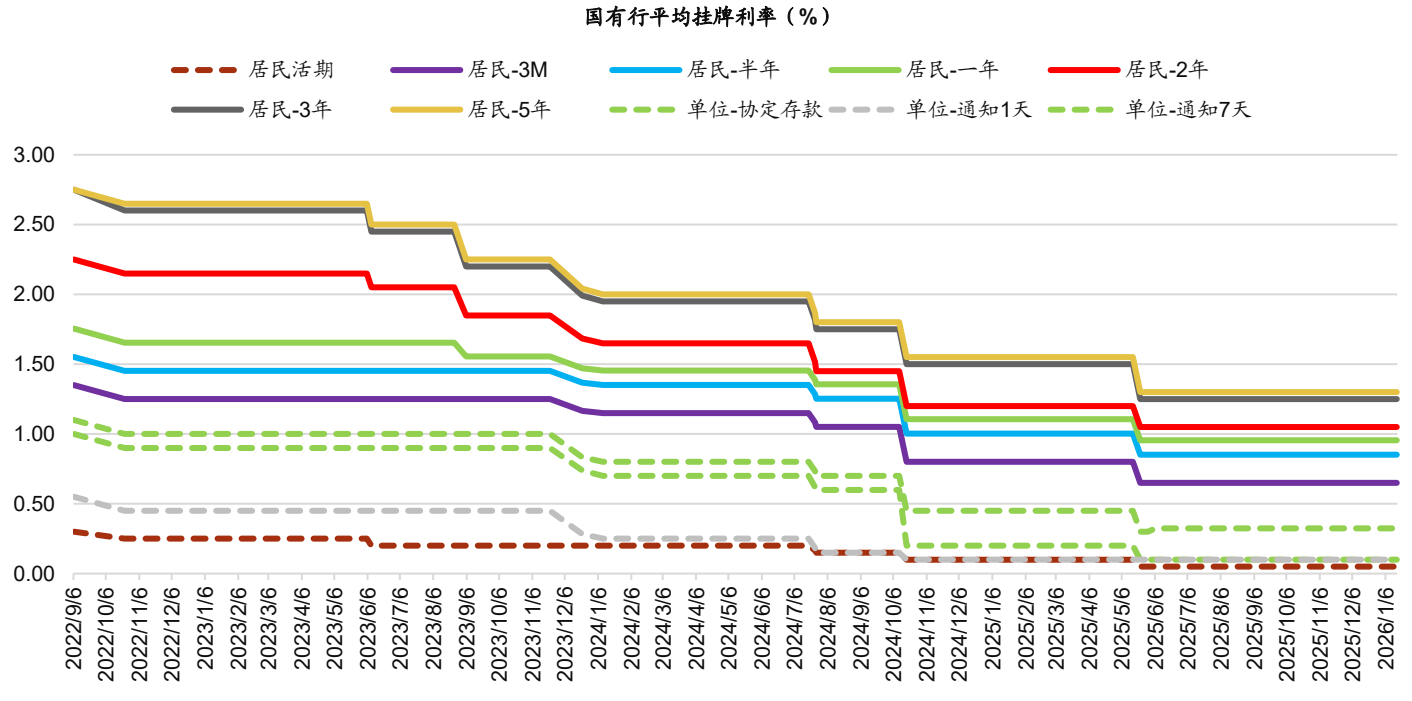


资料来源：Wind，招商证券

负债端

截至 2026 年 10 月 10 日，国有行活期存款挂牌利率为 0.05%，3M 定期、6M 定期、1Y 定期、2Y 定期、3Y 定期、5Y 定期挂牌利率分别为 0.65%、0.85%、0.96%、1.05%、1.25%、1.30%，协定存款、1 天通知存款、7 天通知存款挂牌利率分别为 0.10%、0.10%、0.33%。

图 11：大行存款平均挂牌利率（%）



资料来源：Wind，招商证券

仅供内部参考，请勿外传

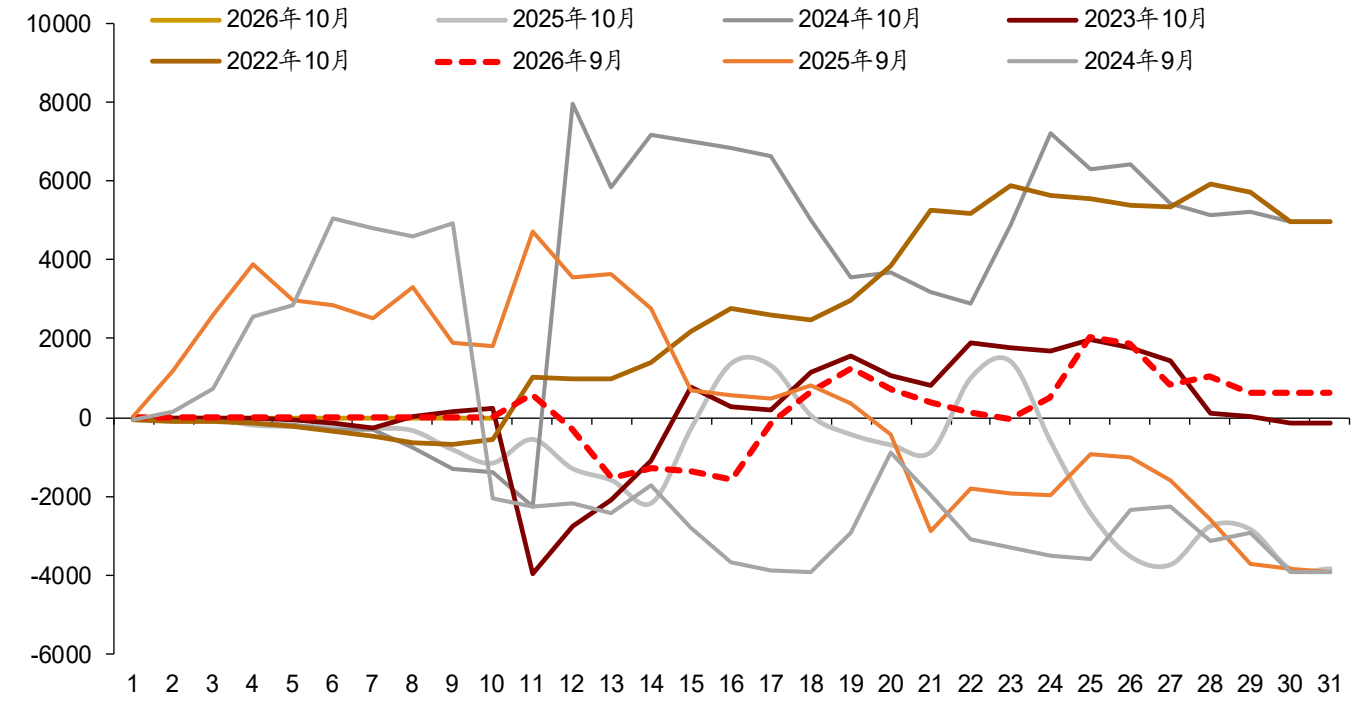
同业存单

（1）发行：9 月 28 日至 10 月 10 日，同业存单发行总额为 2325 亿元，净融资额为-2989 亿元，相较上周发行总额为 6915 亿元，净融资额为 971 亿元，发行规模下降，净融资额下降。

（2）价格：9 月 28 日至 10 月 10 日，二级市场上，存单收益率下行。期末，1M、3M、6M、9M、1Y 期限 AAA 等级存单收益率分别变动-4.0、-0.6、-1.9、-1.1、-1.7BP 至 1.37%、1.40%、1.44%、1.45%、1.46%。

各等级 1Y 存单收益率调整。AAA、AAA-、AA+、AA、AA-等级 1Y 存单收益率分别变动-1.7、-1.7、-1.7、-1.7、-1.7BP 至 1.46%、1.46%、1.47%、1.50%、1.68%。

图 12：同业存单日度累计净融资（亿元）



资料来源：Wind，招商证券；注：横坐标表示日

周评论·热点

过去的第三季度，中证银行指数上涨 14.5%，沪深 300 指数下跌 12.5%，反映市场不只是在寻找防御资产，也在提前交易政策改善与落地预期。进入第四季度，我们倾向于把银行板块定义为政策落地驱动的震荡偏强行情，板块获得相对收益的概率，仍高于获得绝对收益；风格会从单纯的高股息防御，开始向政策落地和信用预期修复过渡，暂时还看不到全行业的周期性拐点。以下几条主线预计较为重要：

1.有效信贷需求能否在政策激励下释放？今年前 8 个月各项贷款新增约 10 万亿，同比少增约 3 万亿。我们在之前的报告中反复阐述，信贷投放的乏力，不仅是融资需求不足，这单一因素导致，“债替贷”也是一项重要原因。数据表明，政府债和企业债的增速明显高于银行对实体的贷款增速，宏观流动性并未收紧。9·29

仅供内部参考，请勿外传

一揽子政策叠加九月国常会，释放出了政策将从谋划推进进入到加速落地的明确信号。这对银行股的意义很直接：如果财政支出能形成实物工作量，对公项目储备将会改善；如果央行结构性工具带来低成本资金，银行负债端会受益。因此，Q4 决定银行股走势的一项关键是：财政资金、重大项目以及 9·29 新政，能否把宽松的金融条件转化为新增贷款。

2.净息差有条件继续保持稳定。9 月，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别为 3.0%和 3.5%，已经连续 16 个月不变；同期 DR001 和 DR007 月均值分别为 1.38%和 1.40%，银行间流动性保持宽松。9·29 新政中，PSL 利率的下调预示央行当前无意下调总量政策利率（即：7 天逆回购利率），LPR 因此缺乏下行条件。此外，Q4 存款重定价将继续释放银行红利，息差企稳态势将得以延续。对于银行股而言，降准或“结构性降息”好于直接下调 LPR，因为前者能降低资金成本，后者会先压低贷款收益率。这里需要补充一句，10 月 1 日起实施的住房贷款贴息，是本季度最直接的边际催化。我们认为，该政策并不会对按揭贷款增量带来直接帮助，影响或主要集中在贷款违约减少所产生的资产质量改善，对银行基本面的影响较为间接。

3.业绩主要观察可持续性。这个月银行会披露第三季财报，我们会重点观察以下三项：利息净收入增长能否延续，新增风险能否得到控制，以及利润增长之后资本是否同步积累。其中，即便三季报银行利润增速不错，也要回答一个更具体的问题：这样的利润，能否在正常拨备计提和合理资本约束下延续到明年？如果答案是肯定的，四季度估值切换才有基础，优质银行也更有机会获得进一步重估。

4.估值关注动态变化。截至 9 月 30 日，中证银行 PB 约 0.70 倍，其位于近十年约 48%分位，PE 却处于约 96%分位。这说明相对于当前盈利，板块并非处于历史最便宜的位置。下一步，PB 要持续修复，最终仍要看到 ROE 和信用成本改善。Q3，工商银行、农业银行在内的 8 家中央金融机构获得了资本补充，这一举动理论上会增强银行资本约束下的扩表能力，但考虑到当前有效信贷需求不足的特点，注资短期还可能引发 ROE 摊薄。

基于以上判断，我们认为 Q4 的银行板块结构仍然是两端占优。一端是国有大行。它们负债成本低、财政项目承接能力强，资本补充和中期分红提高了确定性，适合作为组合底仓；另一端是资产质量好、所在区域有效融资需求较强的优质城商行。它们对信用扩张和存款成本下降更敏感，盈利弹性更高。

本月的基准情景是，Q4 数据温和改善，三季报验证银行营收继续修复、利润增速大体稳定，板块将维持震荡偏强，国有大行和优质区域行领涨，但绝对涨幅不会很大。综合来看，我们对 10 月银行股保持积极但不追高。具体股票推荐上，我们仍然推荐工行。其中逻辑，并非基于公司短期有多大的业绩弹性，而是经营基本面稳定、资本补充推进、中期分红落地，以及市场波动环境下的低波动价值。风险方面，一是工行股价已经创出历史新高，约 0.75 倍 PB 仍然破净，但已不是自身历史上的极端低位，资本补充和分红利好可能已经部分反映；二是房地产和零售风险仍需消化，上半年对公房地产贷款不良率和个人住房贷款不良率均有所上升；三是定增摊薄、除息后的获利兑现，以及市场风格重新转向成长板块，都可能压制短期股价。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

（1）经济基本面改善偏慢：消费、房地产销售等恢复不及预期，影响信贷需求等；

（2）政策力度低于预期：各项政策未兑现，或低于预期，影响宏观经济改善效果；

（3）存款竞争及定期化加剧：负债成本改善不及预期，息差承压；

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。