下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 8 月 13 日

新一轮利率改革的逻辑与影响

评级及分析师信息

大类资产首席分析师：孙 付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050004
联系电话：021-50380388

投资要点：

本轮利率市场化改革将对**“政策利率—货币市场利率-存贷款利率”传导链**进行系统性重塑。政策端引入隔夜逆回购操作并收窄利率走廊，提升调控精度；银行负债端通过存款利率市场化与同业负债规范化打破成本刚性；银行资产端构建 DR、国债收益率和 LPR 等多元定价基准。三大环节协同调整和优化，完善利率体系，打通利率传导堵点，有望在稳定银行净息差下推动银行综合负债成本与贷款利率同步下行。构建现代价格型货币政策框架。[1]

▸ 一）政策利率端：提升调控精度，稳定市场波动

改革举措：明确 7 天逆回购操作利率的主要政策利率地位，淡化了 MLF 政策利率色彩；创设隔夜逆回购，提高基础流动性投放与市场资金需求匹配度；收窄利率走廊宽度。这些改革旨在使政策利率短期化、清晰化、更具预期引导性，降低 DR001 等货币市场利率的波动性，提升央行对短端利率的调控精度，为市场提供更加稳定的价格信号。

▸ 二）银行负债端：打破成本刚性

实施“存款+同业”成本约束机制。存款端，在自律机制下完善存款利率上限的确定方式，引入利率调整兜底条款，允许银行在市场利率重大变化时协商调整存量存款利率；同业端则将非银同业活期存款和银行同业存款纳入自律管理。这些措施将打破存款利率的隐形下限和治理同业高息揽储，稳定银行净息差。

▸ 三）银行资产端：贷款定价基准多元化

打破 LPR 单一定价基准，引入 DR 和国债收益率等作为定价基准，**贷款利率与市场资金成本直接关联，政策利率变动向信贷端的传导时滞将压缩**。多元并行的定价结构，使政策信号可通过不同期限、不同类型基准共同作用于信贷端，提升贷款利率市场化程度和政策传导效率。

▸ 展望：利率体系更趋完备高效，利率中枢有所下移

政策工具更加完备和合理：隔夜逆回购有望从配合角色走向主要政策利率。随着**隔夜逆回购**操作的常态化和机制成熟，其有望承担起主要短端政策利率的职能。**这将引导 DR001 等市场利率中枢下移。**

银行负债端机制优化，在“货币市场利率—存款利率”较快联动下，**银行综合负债成本有望稳步下行，对冲资产端收益率下行压力，缓解商业银行净息差持续收窄局面**。

银行资产端定价重构，银行自主权扩大，贷款定价基准多元化将走向常态化。在流动性相对宽裕下，实体经济有望享受到更低的融资成本，利于增加经济恢复弹性。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

[1] 感谢实习生王子伊同学对本篇报告的数据和资料等支持工作。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1. 政策利率端改革：隔夜逆回购工具的推出与政策锚演进 3
1.1. 当前政策利率体系架构与隔夜逆回购的引入 3
1.1.1. 央行政策利率体系现状 3
1.1.2. 隔夜逆回购工具的推出与操作特征 3
1.2. 利率走廊运行机制与隔夜逆回购的作用 4
1.2.1. 利率走廊基本框架与运行逻辑 4
1.2.2. 临时隔夜正/逆回购工具创设与走廊宽度收窄 4
1.2.3. 隔夜逆回购在走廊内的调控功能 5
1.3. 政策利率锚切换：经验借鉴与改革方向 6
1.3.1. 海外经验与中国货币市场结构 6
1.3.2. 展望：政策利率锚切换的路径 7
2. 银行负债端改革：打通利率传导的成本约束 7
2.1. 存款利率市场化机制的深化 8
2.2. 同业负债利率传导的分化与规范 9
2.2.1. 同业负债的结构特征与定价分化 9
2.2.2. 利率自律改革的路径与效率改进 10
2.3. 银行负债成本下降与传导 10
2.3.1. 银行综合负债成本下行趋势 10
2.3.2. 负债成本向信贷定价的传导逻辑 10
3. 银行资产端：贷款定价机制改革 11
3.1. LPR：单一定价基准的局限 11
3.2. 贷款定价基准的多元化 12
3.2.1. 改革路径：国际经验与多元定价框架探索 12
3.2.2. 实践探索：DR 与国债收益率基准的试点 13
3.2.3. 多元化定价带来效率提升 13
4. 总结与展望 14
4.1. 改革逻辑：疏通利率传导链条堵点 14
4.2. 改革前瞻：利率体系更趋完备和高效 14
5. 风险提示 15

图表目录

图 1 利率走廊框架与政策利率体系（%） 4
图 2 收窄的利率走廊与 DR001（%） 5
图 3 DR 系列日成交量对比（亿元） 6
图 4 其他存款性公司资产负债端项目占比（%） 8
图 5 工商银行存款利率随政策利率的变动走势（%） 9
图 6 商业银行净息差与新发放贷款加权平均利率(%) 11
图 7 贷款利率区间占比（%） 12

表 1 主要经济体货币政策操作框架 6

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 政策利率端改革：隔夜逆回购工具的推出与政策锚演进

政策操作利率是中央银行向市场传递货币政策意图的核心信号，也是整个利率传导链条的起点。近年来，随着中国利率市场化改革的深入推进，央行政策操作利率框架经历了持续的调整与完善。

1.1. 当前政策利率体系架构与隔夜逆回购的引入

1.1.1. 央行政策利率体系现状

自 2016 年起，央行通过常态化操作和市场沟通，逐步确立并明确了 7 天期逆回购操作利率作为政策利率的地位，使其成为市场判断货币政策取向的主要参考指标。在此后的较长时期内，中国货币政策框架形成了以 7 天逆回购利率和 MLF 利率为代表的“短端+中端”政策利率体系，分别对应短期流动性管理和中期基础货币投放。这种“双锚”格局虽在特定历史阶段发挥了作用，但也带来了政策信号不够集中、市场对基准利率认知模糊的问题。

2024 年 6 月 19 日，中国人民银行行长潘功胜在第十五届陆家嘴论坛发表主题演讲，明确指出“7 天期逆回购操作利率已基本承担起主要政策利率的功能”，并提出“适度收窄利率走廊的宽度”，标志着政策利率体系进入精简重构阶段。此次改革实质上是对政策利率体系做减法：**明确 7 天逆回购利率为主要政策利率，淡化中期借贷便利（MLF）的政策利率色彩，使其逐步回归为单纯的中期流动性投放工具。**这一调整意味着央行选择通过调控和引导短端利率，借助市场传导机制，打造更加市场化的利率体系。截至 2026 年 8 月，7 天逆回购利率维持在 1.40%的水平，作为官方明确界定的主要政策利率，承担着引导短期市场利率的基本功能。

1.1.2. 隔夜逆回购工具的推出与操作特征

隔夜逆回购操作的引入是央行完善短端利率调控的重要举措。2026 年 6 月 29 日，央行推出公开市场隔夜逆回购操作新工具，以固定利率、数量招标方式开展了 3000 亿元隔夜逆回购操作。据路透社援引知情人士消息报道，此次操作利率为 1.25%，较 7 天逆回购利率低 15 个基点，这一利差结构有助于引导市场更多使用隔夜融资。2026 年 6 月 17 日潘功胜行长在陆家嘴论坛宣布“适时增加隔夜逆回购操作品种”后该工具迅速落地，**旨在通过引入更短期限的工具、完善利率走廊机制，提升央行对货币市场利率的精细化调控能力。**

首次操作后，央行于 7 月 29 日至 31 日每日开展 6000 亿元、8 月 3 日开展 3000 亿元隔夜逆回购操作，操作量合计 2.1 万亿元。当前，隔夜逆回购工具的核心功能在于为市场提供隔夜流动性的精准投放和回收机制，主要用于平抑 DR001 在月末、季末等特殊时点的阶段性波动，达到削峰填谷的效果。央行副行长邹澜在相关表态中也明确，隔夜逆回购的首要功能是流动性调节。

未来该工具操作量和操作频次有望逐步增加，将成为公开市场操作的重要组成部分。主要表现在以下几方面：1）**操作频率逐步提升。**预计未来央行将逐步增加隔夜逆回购操作频率，从初期的阶段性操作向更加常态化操作过渡。2）**操作规模可灵活调整。**央行可以根据市场流动性需求的边际变化动态调整操作规模，在流动性宽松时回笼资金、在流动性紧张时增加投放资金，避免隔夜利率的大幅波动。**从中长期演进视角看，随着操作规模与频次的持续提升，该工具具备成长为新政策基准利率的潜力，但这一转变需要经历渐进式的过渡过程。**

与 7 天逆回购相比，隔夜逆回购在调控精度上具有天然优势。货币市场交易以隔夜品种为主，隔夜品种占货币市场回购交易成交规模已逾 90%，央行通过隔夜逆回购

下载日志已记录，仅供内部参考

操作可以直接影响成交量最大的利率品种，从而以最小的操作规模实现最大的市场影响力，这正是隔夜逆回购工具的核心价值所在。

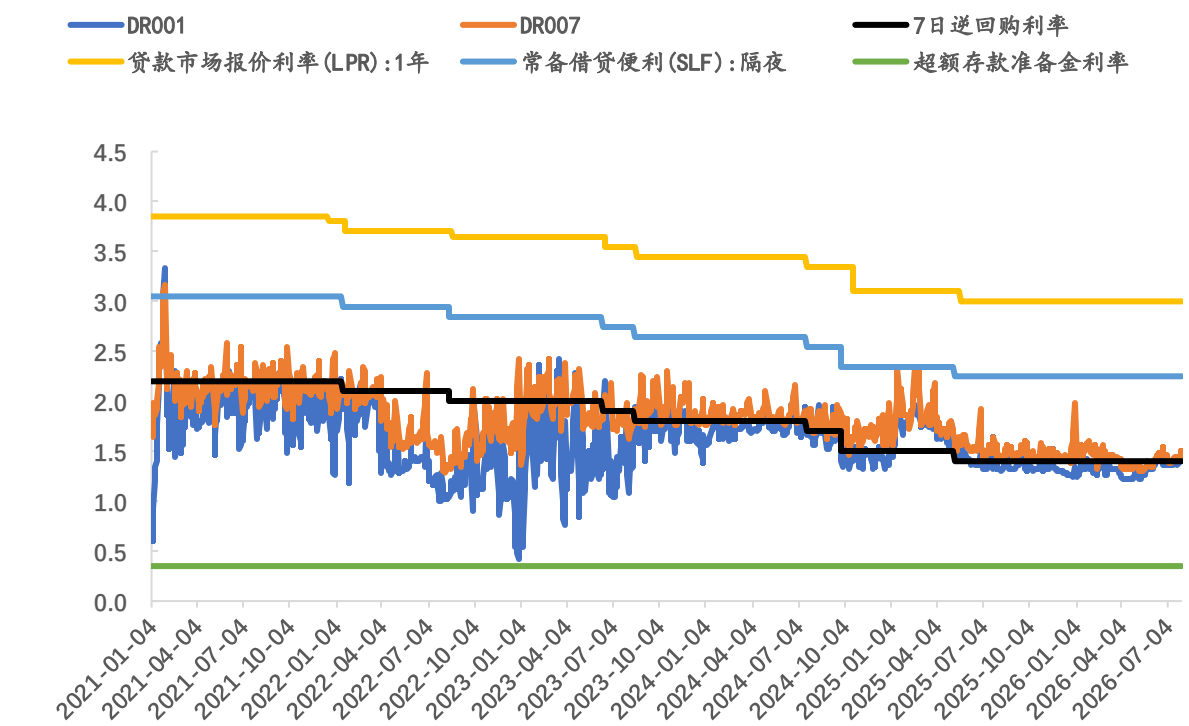
1.2. 利率走廊运行机制与隔夜逆回购的作用

1.2.1. 利率走廊基本框架与运行逻辑

中国利率走廊的基本框架以隔夜常备借贷便利（SLF）利率为上限、超额存款准备金利率为下限。隔夜 SLF 利率 2.25%作为走廊上限，为市场利率设定了隐性天花板，当货币市场利率触及这一水平时，金融机构可以通过 SLF 工具从央行获得流动性，从而对利率上行形成有效约束。超额存款准备金利率 0.35%作为走廊下限，设定了市场利率的底部，银行在无更好投资渠道时至少可以获得这一收益。

利率走廊的核心运行逻辑在于，通过设定利率波动的上下边界，将市场利率约束在合理的区间内运行，从而降低利率的过度波动对金融体系的冲击。从实际运行效果看，近年来 DR007 大部分时间运行在走廊中部的 1.2%至 1.5%区间内，显示出走廊机制对市场利率的有效约束作用。然而，该走廊宽度约 190 个基点，相对于美联储的约 25 个基点、欧央行的约 40 个基点而言明显偏宽。

图 1 利率走廊框架与政策利率体系(%)



资料来源：iFinD，华西证券研究所

走廊的有效运行取决于上下限的可信度以及央行在走廊内部的利率引导能力。过宽的走廊虽然给予了市场较大的自主定价空间，但也增加了利率波动的不确定性。中国央行在维持较宽走廊的同时，通过 7 天逆回购等公开市场操作在走廊内部对利率进行引导，形成了一种“宽走廊+引导”的调控模式。这一模式在改革过渡期具有合理性，但是伴随实际经验的积累和框架完善的必要，需要进一步调整，因为过宽的走廊使得短端市场利率的波动区间过大，政策利率的锚定效应被稀释。

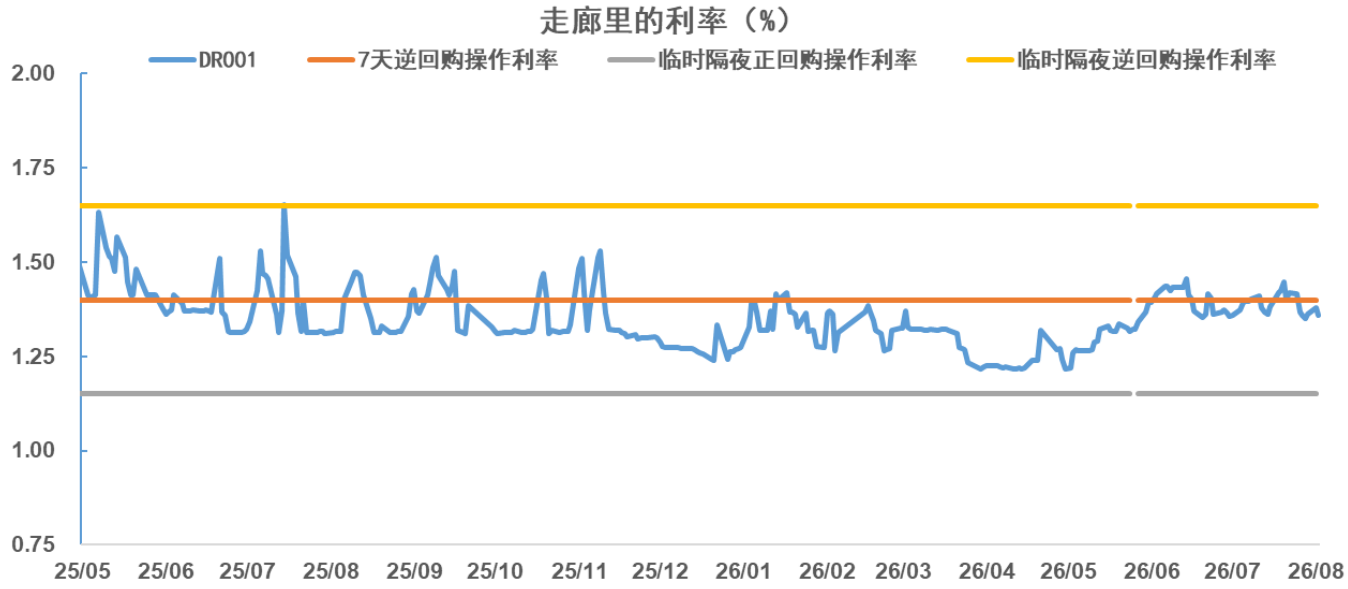
1.2.2. 临时隔夜正/逆回购工具创设与走廊宽度收窄

下载日志已记录，仅供内部参考

2024 年 7 月 8 日，央行设立临时隔夜正/逆回购操作工具，操作利率分别为 7 天逆回购利率减 20 个基点、加 50 个基点，构建了宽度为 70 个基点的利率走廊。**临时隔夜正/逆回购工具的创设，实质上是在原有走廊内部嵌套了一个更窄的子走廊，**将 DR001 等市场短期利率的波动区间压缩至 70 个基点以内，显著提升了短端利率的稳定性。这一设计的非对称性（下限仅减 20bp、上限加 50bp）反映了当时央行对流动性“易松难紧”的结构性判断：下限收得更紧，意在防止利率过度下行；上限留出更多余地，以应对突发流动性紧张。

2026 年 6 月 17 日，央行宣布将临时隔夜正/逆回购操作利率调整为 7 天逆回购利率加减 25 个基点，走廊宽度由 70 个基点进一步收窄至 50 个基点，同时由非对称结构转为对称结构。这是利率走廊的第二次重大调整。**从 70bp 收窄至 50bp，表明央行诉求更加平稳的短端利率，政策利率的锚定力将进一步增强。从非对称转为对称，则意味着央行对流动性双向波动的应对更趋均衡，不再预设单向的偏松或偏紧倾向，这一转变本身就是利率市场化深化的体现。**

图 2 收窄的利率走廊与 DR001（%）



资料来源：WIND，华西证券研究所

1.2.3. 隔夜逆回购在走廊内的调控功能

隔夜逆回购工具的引入为利率走廊的内部运行增加了一个全新的调控支点，使央行能够在走廊上下限之间实施更加精准的利率引导。在隔夜逆回购工具推出之前，央行主要通过 7 天逆回购操作来引导市场利率，但由于操作期限与隔夜市场存在天然的期限错配，引导效率受到一定制约。隔夜逆回购操作直接作用于隔夜市场，消除了期限错配问题，大大提升了央行对隔夜利率的引导精度。

从调控机制看，如若市场预计的隔夜逆回购利率设定在 1.25%，较 7 天逆回购利率低 15 个基点，在走廊内部形成了辅助性的定价参照。市场参与者可以将这一利率作为隔夜资金定价的重要参考。当 DR001 显著偏离隔夜逆回购利率时，央行通过操作可引导其回归目标附近。

隔夜逆回购对走廊运行的另一个重要贡献在于提升了央行流动性管理的灵活性。在传统的 7 天逆回购操作模式下，当央行需要应对短期流动性波动时，7 天期限的操作可能会在流动性需求消退后产生过度投放的副作用。而隔夜逆回购操作期限仅为一天，央行可以每日根据市场状况灵活调整操作方向和规模，避免了期限错配带来的调

下载日志已记录，仅供内部参考

控滞后。这种日频、灵活的调控能力，对于应对季末、税期、政府债券发行等短期流动性扰动因素尤为关键。

1.3. 政策利率锚切换：经验借鉴与改革方向

1.3.1. 海外经验与中国货币市场结构

从全球主要央行的实践看，隔夜利率在货币政策操作中扮演着核心角色。尽管各国具体实施框架不尽相同，但政策利率的期限选择高度一致，均锚定隔夜：美联储以联邦基金利率（银行间隔夜拆借利率）目标区间作为政策利率；日本央行以无担保隔夜拆借利率作为操作目标；加拿大央行公布隔夜利率目标，澳大利亚央行公布隔夜现金利率目标；欧央行以隔夜存款便利利率（DFR）作为政策利率，引导市场隔夜利率€STR 运行；英国央行以隔夜准备金存款利率（Bank Rate）作为政策利率，锚定英镑隔夜基准利率 SONIA。上述经验表明，无论采用目标利率模式还是操作利率模式，隔夜利率作为政策利率锚具有广泛的国际共识和实践基础。

表 1 主要经济体货币政策操作框架

模式	经济体	政策利率	政策利率性质	市场基准利率
目标利率模式（目标锚）	美国	联邦基金利率目标区间	市场隔夜利率目标	EFFR
	日本	无担保隔夜拆借利率目标	市场隔夜利率目标	TONAR（无担保）
	加拿大	隔夜利率目标	市场隔夜利率目标	CORRA（抵押）
	澳大利亚	现金利率目标	市场隔夜利率目标	AONIA（无担保）
操作利率模式（工具锚）	英国	Bank Rate	央行准备金存款利率（隔夜）	SONIA
	欧元区	存款便利利率（DFR）	央行准备金存款利率（隔夜）	€STR
	中国	7 天逆回购利率	公开市场逆回购操作利率	DR001/DR007

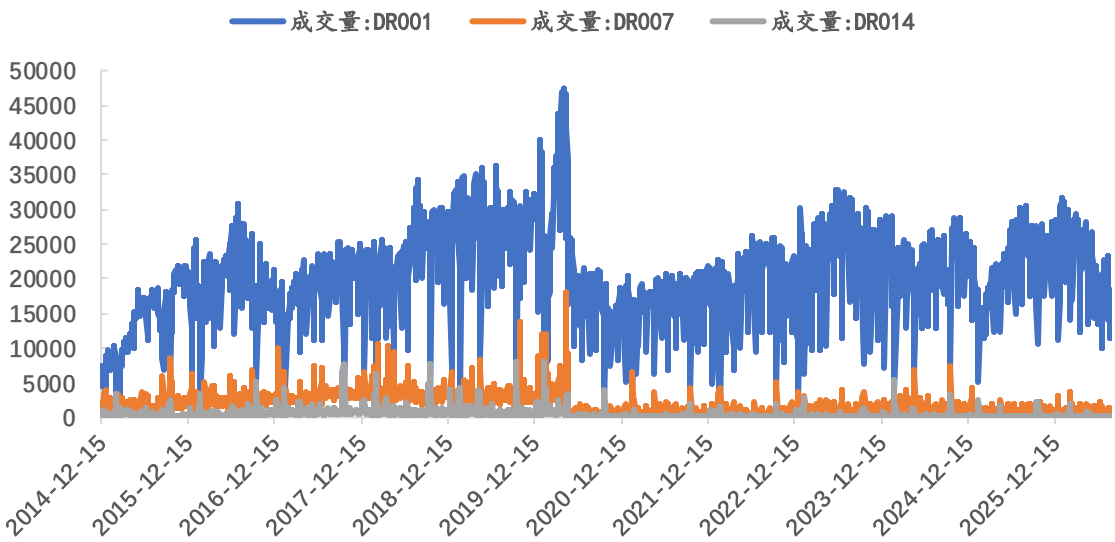
资料来源：货币政策执行报告（2026 年一季度、二季度）、华西证券研究所

中国货币市场的交易结构具有显著的隔夜集中特征。根据中国外汇交易中心（全国银行间同业拆借中心）2026 年 7 月月度统计数据计算，隔夜品种占银行间同业拆借成交规模约 80%；银行间货币市场回购中，隔夜品种（R001、OR001）成交占比达 87.49%，其中质押式回购隔夜占比 87.47%，买断式回购隔夜占比 90.09%。这一交易结构意味着 DR001 作为隔夜基准利率具有最广泛的市场代表性。从成交规模看，DR001 每日的成交金额远超 DR007 及其他期限品种，使其对市场资金面变化的反映最为灵敏和及时。

然而，高占比的隔夜交易也带来了一定的市场风险。当市场出现流动性紧张预期时，隔夜品种的集中交易可能导致 DR001 的波动幅度被放大。这一结构特征进一步凸显了将隔夜利率作为调控重心的必要性——通过对隔夜端的精准引导，央行可以最小的操作成本实现最大的市场影响力。隔夜逆回购工具的引入，通过提供明确的隔夜利率参考和流动性支持，有助于平抑 DR001 的异常波动，确保货币市场利率的平稳运行。

图 3 DR 系列日成交量对比（亿元）

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：iFinD，华西证券研究所

1.3.2. 展望：政策利率锚切换的路径

政策利率锚从 7 天向隔夜的切换不可能一蹴而就，而是一个渐进式的过渡过程。从央行的操作实践看，当前阶段采取的是“核心锚+引导利率”的并行模式：7 天逆回购利率仍承担官方主要政策利率职能，隔夜逆回购利率则作为辅助性的市场引导利率。这一安排兼顾了政策连续性和改革前瞻性，既维持了市场对现有政策框架的预期稳定性，又为未来的锚切换预留了改革空间。

从演进方向看，政策利率锚的切换可能逐步过渡：初期维持当前格局，7 天逆回购利率保持主要锚地位，隔夜逆回购操作逐步积累市场引导经验；中期，随着市场对隔夜利率接受度的提高，央行可在政策沟通中逐步增加对隔夜利率的关注权重；最终条件成熟时，隔夜利率正式承担主要政策利率职能，7 天逆回购利率退化为参考利率。**整个过程将是一个基于市场发育程度的渐进式调整。**

从操作层面看，锚切换的顺利进行需要满足几个前提条件。一是隔夜逆回购操作机制充分成熟，包括操作频率的常态化、规模确定方式的规则化和市场参与范围较广。二是 DR001 作为市场基准利率的地位需要得到广泛认可，体现于金融产品定价、合同利率设定和风险管理中的深度应用。三是利率走廊宽度设置合理，与隔夜利率锚一起引导市场基准利率平稳运行。四是相关的市场化定价机制需进一步完善，确保从政策利率到终端利率的传导链条畅通无阻。这些条件的满足是一个系统性的工程，需要政策部门和市场机构的协同推进。

2. 银行负债端改革：打通利率传导的成本约束

根据央行发布的《其他存款性公司资产负债表》2026 年 6 月数据显示，**银行体系资产负债结构呈现以下特征：**资产端以信贷资产为主导，对非金融机构债权占比最高，达 42.28%，是银行体系最主要的资产类别；对其他居民部门债权占 16.45%，反映对个人和家庭的信贷投放；对政府债权占 16.29%，全部为对中央政府债权；对其他存款性公司债权占 8.63%，体现银行间资金往来。负债端则以存款为核心，对非金融机构及住户负债占比最高，达 61.16%；同业负债合计占比 11.78%，包括对其他存款性公司负债(2.41%)和对其他金融性公司负债(9.37%)；债券发行占 9.90%，反映银行通过债券市场融资。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4 其他存款性公司资产负债端项目占比（%）

资产		负债	
对非金融机构债权	42.28%	对非金融机构及住户负债	61.16%
对其他居民部门债权	16.45%	其他负债	11.35%
对政府债权	16.29%	债券发行	9.90%
对其他存款性公司债权	8.63%	对其他金融性公司负债	9.37%
对其他金融机构债权	5.82%	对中央银行负债	4.32%
储备资产	4.82%	对其他存款性公司负债	2.41%
其他资产	3.31%	实收资本	1.23%
国外资产	2.38%	国外负债	0.26%
对中央银行债权	0.01%		

资料来源：中国人民银行，华西证券研究所

银行负债端是利率传导链中的关键环节，也是长期以来制约传导效率的重要堵点。政策利率的变动能否有效传导至贷款利率，在很大程度上取决于银行负债成本能否随之调整。如果负债成本具有刚性，下行缓慢，那么银行就缺乏下调贷款利率的动力，利率传导就会受阻。预计本轮改革将着力推进银行负债端市场化，通过存款利率市场化引导、同业负债规范管理等措施，推动银行综合负债成本稳步下行，为贷款利率下行和利率传导畅通创造条件。

2.1. 存款利率市场化机制的深化

存款利率市场化是利率市场化改革的重要组成部分，也是难度最大、最具挑战性的环节。存款是银行最主要的资金来源，存款利率的变动直接关系到银行的经营成本和稳定性，也关系到广大储户的切身利益。因此，存款利率市场化不能一蹴而就，需要在保持金融稳定的前提下稳步推进。

2015 年央行放开存款利率浮动上限后，存款利率的确定主要由市场利率定价自律机制进行引导和约束。其核心职能是对金融机构的利率定价行为进行自律管理，维护市场竞争秩序，促进利率市场化改革的平稳推进。在存款领域，自律机制组织金融机构自主协商形成存款利率自律约定上限，以此规范银行存款定价行为，防范高息揽储等非理性恶性竞争，在赋予银行存款市场化定价空间的同时，平抑存款市场利率的非理性大幅波动。

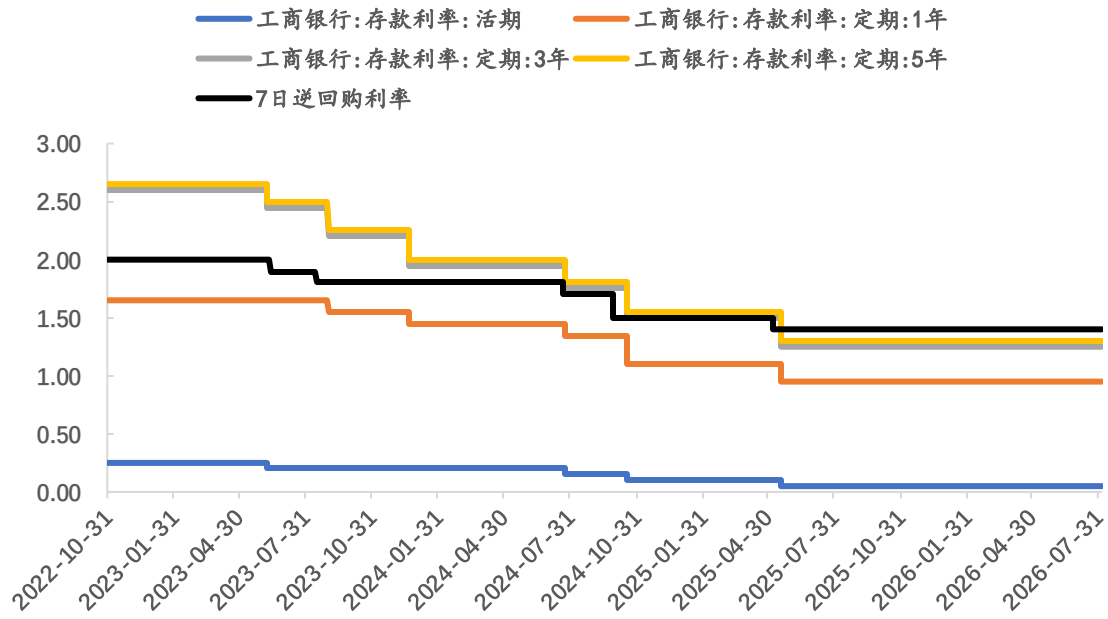
近年来，存款利率自律上限的确定方式经历了从“存款基准利率浮动倍数”到“参考 10 年期国债收益率和 LPR”的重要转变[2]。这一转变使存款利率的上限与市场利率建立了更直接的联动关系，当市场利率下行时，存款利率的上限也会相应下调，从而推动存款利率的下行。**更具突破性的是，2024 年自律机制引入利率调整兜底条款，允许银行在市场利率发生重大变化时与客户协商调整存量存款利率。**对银行而言，存量高息存款得以随市场利率下行而调整，负债成本下降有了制度抓手；对客户而言，存款利率的市场化意味着利率风险的市场化分担。

[2] 根据《2021 年第三季度中国货币政策执行报告》和《2022 年第一季度中国货币政策执行报告》，2021 年 6 月起，存款利率自律上限由存款基准利率浮动倍数改为加点确定；2022 年 4 月起，改为参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率。

下载日志已记录，仅供内部参考

机制的灵活性在实践中得到了充分验证。2025 年 5 月，在政策利率下调的引导下，商业银行集体下调存款挂牌利率，活期存款利率降至 0.05%至 0.10%的历史低位，3 年期和 5 年期定期存款利率迈入“1%”时代，银行负债成本加快下行。从下调结构看，长期限存款利率下调幅度更大，反映了银行压降长期负债成本的明确意图。这种快速跟进，验证了市场挂钩机制的有效性——存款利率能够随行就市地响应政策信号。

图 5 工商银行存款利率随政策利率的变动走势（%）



资料来源：iFinD，华西证券研究所

然而，存款利率市场化仍面临结构性挑战。一是居民对存款利率的刚性预期难以迅速改变，特别是老年群体对利率下行的接受度较低。二是中小银行在存款竞争中的弱势地位可能因利率市场化而加剧，大型银行凭借品牌和渠道优势能够以更低的利率吸收存款，中小银行则需要付出更高的利率成本。三是存款利率下行与理财市场竞争的叠加效应，可能加剧银行存款流失的压力，对银行流动性管理提出更高要求。

2.2. 同业负债利率传导的分化与规范

2.2.1. 同业负债的结构特征与定价分化

同业负债是银行负债的重要组成部分，是银行补充流动性、调节资产负债结构的重要工具。与存款相比，同业负债的市场化程度更高，利率形成更加灵活，对政策利率的变化也更加敏感。因此，同业负债在利率传导中发挥着重要作用，其定价的合理性直接影响到利率传导的效率。

从结构特征来看，同业负债具有以下几个特点。**第一，品种丰富。**同业负债包括同业存款、同业拆借、同业存单、卖出回购等多个品种，其中同业存单和同业存款是规模最大的两个品种。**第二，期限较短。**同业负债以短期融资为主，隔夜、7 天等超短期品种占比最高，能够灵活匹配银行日间及短期流动性缺口，但也带来了一定的流动性风险。**第三，分布不均。**不同银行对同业负债的依赖程度存在分层。大型银行受益于稳固的存款基础，同业融资占比有限；中小银行吸储能力偏弱，资金来源更依赖同业市场，其对市场利率波动引致的负债成本变动也更为敏感。

定价机制的分化是影响传导效率的核心。一方面，同业拆借、质押式回购及同业存单等标准化工具，在场内市场以实时竞价方式形成利率，与央行政策利率及 DR 系列基准利率高度联动，政策利率调整能够快速、充分反映至资金价格，传导效率较高。

下载日志已记录，仅供内部参考

另一方面，非银金融机构（如财务公司、金融租赁公司、信托公司等）存放于银行的活期存款，多采用线下协商定价，利率确定后调整频率低、幅度小，呈现明显的价格刚性，难以随市场利率中枢变动。2022 年至 2024 年第三季度，央行政策利率从 2.2%降至 1.5%，而同业活期存款利率基本不随央行政策利率变化，始终维持在 1.75%左右，与政策利率调整幅度显著背离。这一现象的根源，在于非银同业存款利率缺乏明确的定价基准，银行间存在“抢存款”的隐性竞争，导致利率刚性居高不下。

2.2.2. 利率自律改革的路径与效率改进

针对同业负债市场存在的定价不规范、高息揽存等问题，近年来监管部门持续加强同业利率的规范化管理，推动同业负债定价更加市场化、更加理性，从而改善利率传导效率。

2024 年 11 月，市场利率定价自律机制将非银同业活期存款纳入自律管理体系，设置定价约束规则，并纳入 MPA 定价行为考核。本轮改革直面传导堵点，重点约束长期脱离市场的非银同业存款高息现象，推动该类存款利率向政策利率中枢回归。

2026 年，自律机制将管理范围拓展至银行同业存款，形成“价格约束+规模管控”双重规则，要求将高于 7 天逆回购政策利率（1.4%）的同业活期存款规模控制在合理区间，相关指标纳入 MPA 考核。同时，自律机制明确禁止银行借助各类创新产品变相抬高同业存款利率，以防止监管规避。

配套措施层面，监管部门持续推进同业存单、标准化回购等场内工具的发展，引导银行提升标准化同业负债占比。此类产品定价公开、交易连续，可充分反映政策利率信号，长期有助于降低银行对线下高息同业存款的结构性依赖。

同业利率规范化的积极影响体现在三个方面：一是矫正非银同业活期存款的非理性溢价，弱化银行负债端成本刚性；二是缩窄同业市场内部定价差异，拓宽负债端利率传导通道；三是维护同业市场竞争秩序，遏制高息揽储行为，为贷款利率下行创造更有利的负债成本条件。

伴随金融产品的持续创新，自律机制需动态调整规则边界，及时消除新形成的定价摩擦，以构建传导连贯、分层有序的同业负债利率体系。

2.3. 银行负债成本下降与传导

2.3.1. 银行综合负债成本下行趋势

存款利率市场化调整机制、同业利率规范化管理等负债端改革举措持续落地，共同推动商业银行负债成本稳步下行，为畅通货币政策利率传导形成有力支撑。从负债结构贡献度来看，存款作为银行核心负债，存款利率市场化下调是银行综合负债成本下降的核心驱动力。常态化的存款利率自律机制引导利率下行，逐步打破存款利率长期固化的格局，持续缓解负债成本压力。与此同时，同业负债规范化改革形成有效补充，通过整治非银同业活期存款高息乱象、完善价格与规模双重约束，矫正了同业负债定价偏离问题，弥合了同业市场定价分化，推动同业利率整体回归政策利率中枢，有效降低了银行短期边际融资成本。

两类负债成本改革同步推进、各司其职：存款改革解决核心负债的长期成本刚性问题，同业改革矫正市场化负债的利率传导失灵问题。二者共同促使银行负债端利率下行，并为银行资产端（贷款）利率下行，以及实体经济融资成本下降释放了空间。

2.3.2. 负债成本向信贷定价的传导逻辑

银行负债成本的下降是贷款利率下行的前提和基础。负债成本向资产端定价的传导是利率传导链中的核心环节。这一传导是否顺畅，直接关系到货币政策能否有效降低实体融资成本。

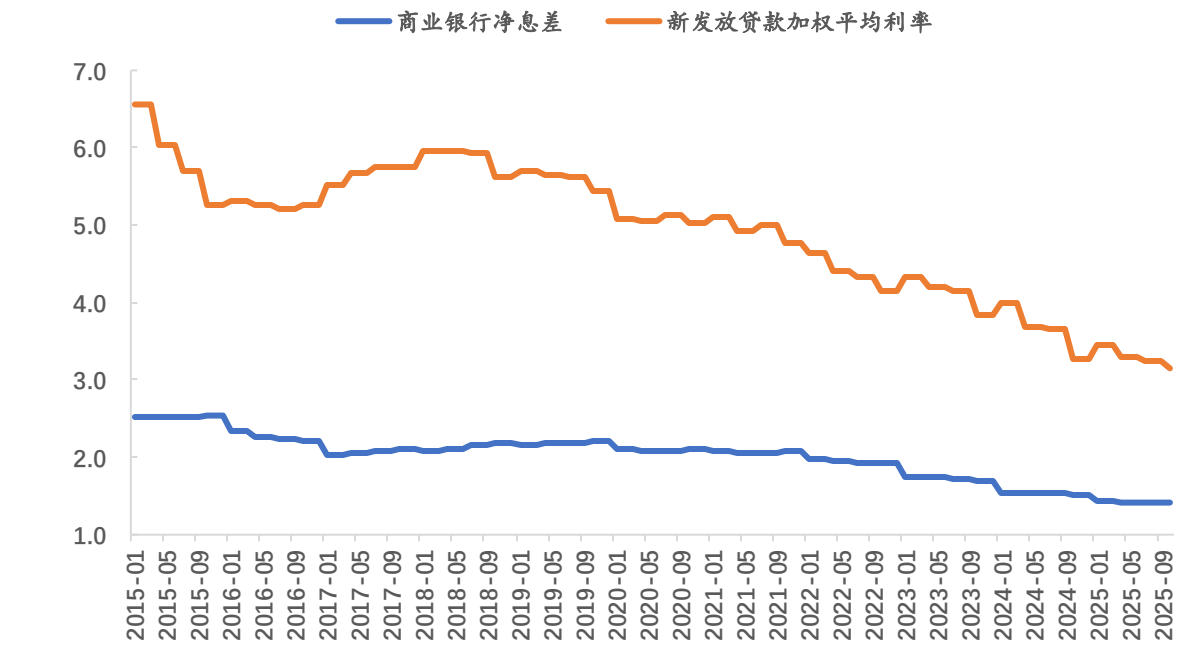
下载日志已记录，仅供内部参考

负债成本向贷款利率的传导主要通过以下机制实现。**第一，成本加成机制。**银行贷款定价通常以资金成本为基准，叠加运营成本、风险成本与目标利润形成最终利率。资金成本降低后，在其他因素不变时，贷款利率具备同向下行的基础。**第二，竞争机制。**负债成本下降意味着银行让利空间扩大，在同业竞争压力下，部分银行会主动下调贷款利率以争取优质客户，将负债端的成本红利向资产端传导。**第三，资产配置调整机制。**负债成本走低使银行可动用资金增加，贷款供给上升，在需求相对稳定时推动利率下行；银行也可能调整资产结构，增加贷款配置，从而对贷款利率产生影响。

2024 年以来，伴随存款利率市场化持续推进、同业负债定价规范落地，银行综合负债成本稳步回落，新发放贷款加权平均利率也持续走低。2026 年一季度，LPR 减点发放贷款占比已接近 50%，越来越多新增贷款实际利率低于名义 LPR 水平。

当前，尽管银行负债端成本逐步下降，但商业银行净息差压力仍较大。2026 年一季度商业银行净息差降至约 1.4%的历史低位。这反映出银行资产和负债两端利率非对称下行特征：资产端信贷竞争较为剧烈，贷款利率下行速度更快；负债端仅新增存款利率实现下调，存量高息存款受置换周期制约，整体负债成本调整存在滞后性。这表明，负债端改革仍需在存量利率调整、同业负债规范等方面持续深化，方能实现银行息差的企稳。

图 6 商业银行净息差与新发放贷款加权平均利率(%)



资料来源：iFinD，华西证券研究所

3. 银行资产端：贷款定价机制改革

3.1. LPR：单一定价基准的局限

自 2019 年改革以来，贷款市场报价利率（LPR）有效推动了贷款利率并轨，已经成为中国银行贷款定价的核心参考基准。

LPR 报价机制变化。过去，LPR 报价主要挂钩中期借贷便利（MLF）利率，但目前 MLF 的政策利率色彩已然淡化。当前，LPR 报价由 20 家报价行以公开市场操作利率（主要为 7 天期逆回购利率）加点形成，去掉最高最低后算术平均。

下载日志已记录，仅供内部参考

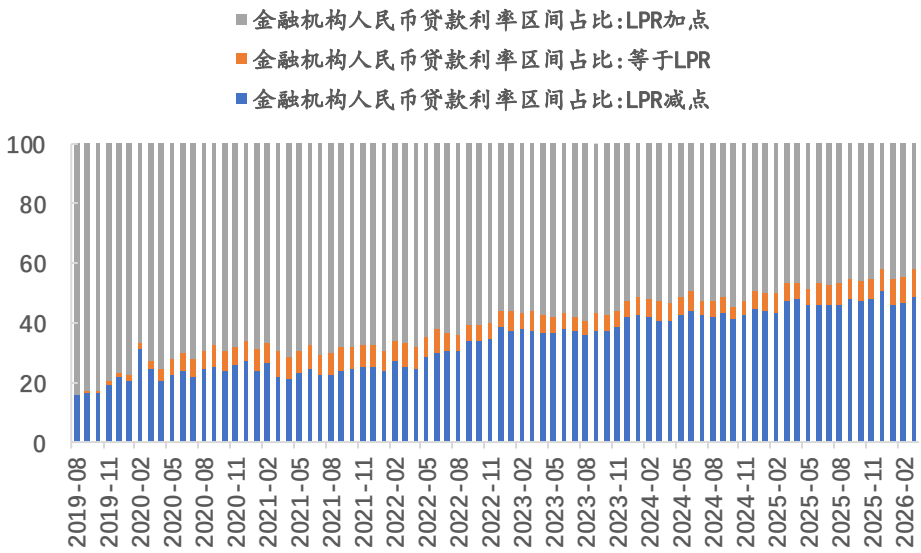
但随着利率市场化改革进入深水区，单一锚定 LPR 的定价模式逐渐显露出其局限性，制约了政策传导效率与银行精细化定价能力的提升。

首先，定价频率与灵敏度错配。LPR 月度报价机制具有天然的滞后性，难以捕捉 DR007 等市场资金利率的高频波动特征。当市场流动性出现短期剧烈波动时，贷款定价基准仍在按月更新，导致贷款利率无法及时反映市场资金供求变化。这种低频基准难以灵敏反映短端利率的实时变化，降低了银行资产负债管理的匹配效率。

其次，资产负债定价错配。商业银行负债端由存款、同业拆借、发行债券等多元化渠道构成，成本结构复杂且粘性各异。LPR 作为单一贷款定价基准难以覆盖多元化负债成本的动态变化，导致资产端定价与负债端成本管理脱节。同时，在负债成本刚性较强时，LPR 引导的贷款利率整体下行往往较显著压缩银行净息差，难以通过市场化定价机制进行风险与成本的匹配。

最后，单一定价基准已引发基准失灵。当前贷款利率低于 LPR（即减点）的贷款占比已攀升至接近 50%，当近半数贷款需以低于 LPR 的利率投放才能达成交易时，LPR 作为定价基准的约束力已弱化。这种异化本质上是市场对单一锚定模式效率不足的自发修正。若继续维持单一定价基准，不仅导致定价基准与市场现实脱节，更将阻碍政策利率的有效传导。

图 7 贷款利率区间占比（%）



资料来源：iFinD，华西证券研究所

3.2. 贷款定价基准的多元化

3.2.1. 改革路径：国际经验与多元定价框架探索

从国际经验看，主要经济体贷款定价基准普遍经历了从单一基准向多元化基准体系的演变，以适配不同类型的借款主体与融资场景。以美国为例，在 LIBOR 退出历史舞台后，市场构建起以担保隔夜融资利率（SOFR）为核心，辅以期限 SOFR（Term SOFR）的多元基准体系，兼顾了短期利率的市场敏感性与中长期信贷定价的稳定性。英国则以英镑隔夜指数均值（SONIA）与英格兰银行政策利率（Bank Rate）共同构成英国浮动利率贷款两大定价基准。

单一基准往往难以同时兼顾“反映短期市场波动”与“提供稳定期限定价”的双重需求，国际经验为解决 LPR 作为贷款单一定价基准的缺陷提供了重要的理论参照。

下载日志已记录，仅供内部参考

对中国而言，LPR 作为中长期贷款定价的基准仍有其独特价值——报价稳定、便于形成稳定的融资预期。但仅靠 LPR 一个基准，无法满足整个信贷市场差异化定价的需求。培育多元化定价基准体系，是利率市场化走向成熟阶段的合理选择。

在路径设计上，中国正在探索构建**分层互补的多元基准框架：保留 LPR 作为中长期贷款定价的基准，发挥其稳定性优势；同时引入货币市场利率和债券市场利率作为补充基准，形成覆盖不同期限和场景的定价体系。**

在这一框架下，银行可根据贷款期限、客户类型和风险特征差异化选择定价锚：中长期贷款继续以 LPR 为主导，维持期限溢价的稳定性；短期流动资金贷款可选用 DR 等货币市场利率，更灵敏地反映银行体系流动性变化；中长期对公贷款则可逐步引入国债收益率作为定价参照，匹配同期限的市场资金成本。

多元基准模式实现了贷款定价从“单一化”向“精细化”的转变，进一步提高货币政策利率向信贷市场传导的效率，同时促进信贷市场的繁荣。

3.2.2. 实践探索：DR 与国债收益率基准的试点

在改革实操层面，多元化定价已从理论构想迈向区域性试点，并快速拓展。

DR 基准利率贷款率先落地海南。2026 年 7 月，工商银行、招商银行、浦发银行等 3 家银行成功在海南自贸港落地全国首批 DR（银行间存款类机构质押式回购利率）基准利率贷款，标志着货币市场利率正式进入贷款定价基准体系。此次试点突破 LPR 单一基准定价模式，允许银行基于 DR001、DR007 等货币市场利率开展贷款定价。DR 系列利率源自银行间真实交易，是市场活跃度最高的短期利率指标，能够逐日反映银行体系流动性松紧。相较于按月报价的 LPR，DR 利率对资金面变化的响应更为灵敏，可弥补贷款锚住 LPR 定价对短期市场波动响应滞后的不足。

试点较为快速扩围。继海南首单后，湖北、上海、广东、深圳、浙江、四川等地纷纷落地“地区首单”DR 基准利率贷款。例如，湖北首单贷款采用“定价日前 3 个月 DR001 均值+87BP”方式确定执行利率；上海银行落地城商行首笔 DR001 基准利率贷款。这表明 DR 基准正从区域性试点向多点开花格局演进。

定价基准多元化进程已从 DR 扩展至国债收益率。2026 年 8 月 4 日，中国农业银行湖南省分行成功发放全国首笔以国债收益率为定价基准的一年期流动资金贷款，标志着国债收益率正式被引入信贷定价体系。此举将国债收益率——这一代表国家信用和市场资金成本的重要指标——纳入贷款定价参考，其特点在于期限结构完整、基于真实交易，能够灵活匹配短期流贷、中期固贷及超长期项目贷款等多元需求，为疏通利率传导机制提供了新的实践路径。

多元定价机制的深层改革价值，在于打破单一 LPR 传导模式，构建以 LPR 为基础、多种市场化基准协同的多通道传导体系。预判：LPR 仍将作为中长期信贷、零售贷款、普惠融资的定价锚，承担稳定市场融资预期的职能；在此基础上拓展多层次传导路径：隔夜逆回购利率引导 DR001 作用于超短期流动资金贷款，7 天逆回购利率变动通过 DR007 传导至短期经营性贷款；国债收益率则可能为中长期贷款提供定价基准，特别是项目融资和固定利率贷款。多通道并行的传导结构，使政策信号可通过不同期限、不同类型基准同步作用于信贷端，提高政策传导效率。

3.2.3. 多元化定价带来效率提升

多元定价机制对贷款利率传导效率的提升，体现在传导速度、定价弹性和体系韧性三个维度。

传导速度：定价基准频率从月度提升至日度，政策信号响应时滞大幅缩短。传统模式下，LPR 每月报价一次，贷款利率对货币政策微调和短期流动性变化存在天然的月度时滞。DR001、DR007 为日度利率，国债收益率为连续交易利率，能够实时反映

下载日志已记录，仅供内部参考

银行体系资金面松紧。多元基准的引入，使贷款定价基准从月度更新提升至日度甚至连续定价，政策利率变动向信贷端的传导时滞大幅压缩。

定价弹性：市场化基准赋予银行更大的定价自主权，信贷市场竞争效率提升。单一 LPR 基准模式下，银行贷款定价高度依赖统一的报价基准，不同银行之间定价差异有限，竞争集中于价格之外的客户关系和渠道因素。多元基准体系下，银行可以根据自身负债结构、资金成本和风险偏好，在不同基准之间进行选择和组合，形成差异化的定价策略。这种定价自主权的扩大，有助于推动信贷市场从同质化竞争转向差异化竞争，提升金融资源配置效率。

体系韧性：多元基准降低对单一基准的过度依赖，利率传导体系更加稳健。单一 LPR 基准模式下，若 LPR 报价因市场扰动或机制问题出现偏离，整个信贷定价体系都将受到影响，缺乏替代和纠偏机制。多元基准体系下，LPR、DR 系列、国债收益率等形成互备格局：当某一基准因临时性市场扰动出现异常波动时，银行可依据业务场景切换定价参照，避免定价失真的系统性蔓延。

当然，多元定价机制全面落地从银行和客户端均面临一些约束，改革将保持渐进推进节奏。从银行端看，现有信贷定价系统、合同范式、风险模型多围绕 LPR 设计，切换至多元基准需要系统升级和流程再造。从客户端看，市场主体长期适应稳定的 LPR 定价模式，对 DR 等波动型定价基准需要适应过程，在利率高频波动环境下易产生对融资成本不确定性的顾虑，市场认知与接受度培育仍需时间。因此，本轮定价机制改革**将遵循先试点后推广、先对公后零售、先新贷后存量、先大行后中小行的渐进路径稳步推进。**

4. 总结与展望

4.1. 改革逻辑：疏通利率传导链条堵点

本轮利率市场化改革的核心逻辑，在于对利率传导链进行系统性疏通。以政策利率下调带动货币市场、信贷市场利率下行为例，改革将疏通**“政策利率下调 → DR001/DR007 下行 → 同业负债成本下行 + 存款利率下行 → 银行综合负债成本下行 → 贷款利率下行 → 实体融资成本下行”**路径的堵点，提高政策传导效率和市场定价效率。

政策端，在当前以 7 天逆回购利率为核心、隔夜逆回购为补充的短端政策利率框架下，逐步提升隔夜逆回购的操作频次和规模，基础流动性投放与市场资金需求匹配度将更高。同时，配合利率走廊宽度的收窄，将 DR001 等货币市场利率框在政策利率附近，让货币市场利率更加平稳。

银行负债端，针对成本刚性这一传导阻滞，改革在自律机制下引入存款利率市场化调整机制，并规范同业负债定价行为。通过打破存款利率的隐形下限和治理同业高息揽储，推动银行负债成本与市场利率建立联动关系。这一机制旨在解决“市场利率降、银行成本不降”的结构性矛盾，为信贷端利率下行扫清障碍。

银行资产端，贷款定价基准的多元化改革打破了单一 LPR 定价的局限。引入 DR 和国债收益率作为定价基准，旨在打通从货币市场利率到信贷终端利率的直接传导通道。特别是 DR 基准贷款的试点，理论上使得贷款利率能够实时反映银行边际资金成本的变化，缩短了从货币市场利率到实体经济融资利率的时滞。

在全路径的疏通下，政策利率向实体融资成本的传导效率将较为显著提升，这正是本轮改革的核心目标所在。

4.2. 改革前瞻：利率体系更趋完备和高效

随着一系列改革落地，政策框架将更加完善和成熟，利率体系将更趋完备和高效。

下载日志已记录，仅供内部参考

第一，政策工具更加完备和合理：隔夜逆回购有望从配合角色走向主要政策利率。当前，隔夜逆回购主要作为流动性补充工具，用于平抑短期资金面波动。展望未来，随着其操作的常态化和机制成熟，隔夜逆回购利率有望实质上承担起主要短端政策利率的职能。这一转变将引导 DR001 等市场利率中枢下移，货币市场利率的波动更加平稳，央行对短期利率的调控将更加精准。

第二，负债端机制的优化：缓解银行净息差收窄压力。存款利率市场化调整机制的深化，意在建立“货币市场利率—存款利率”快速联动机制。随着存款利率刚性堵点的打通，银行综合负债成本有望稳步下行，这将有效对冲资产端收益率下行的压力，缓解商业银行净息差持续收窄的局面，为银行稳健运营和支持实体经济发展提供保障。

第三，资产端定价的重构：银行自主权扩大与实体融资成本下行。伴随 DR 基准贷款及国债收益率基准贷款的试点，贷款定价基准多元化将逐步走向常态化。银行将具有更大的定价自主权，能够根据客户特征灵活选择定价锚，打破单一 LPR 定价的僵局。对于实体经济部门（企业和居民）而言，定价基准的丰富意味着融资成本能更直接地挂钩市场资金面，在流动性相对宽裕时期，实体经济有望享受到更低的融资成本，利于增加经济的恢复弹性。

展望未来，中国利率市场化改革将沿着完善利率体系和畅通传导机制的主线持续推进。隔夜逆回购利率有望发挥政策利率锚的职能，利率走廊将使得市场利率波动更加稳定，DR001 的市场基准地位将得到进一步巩固和提升。存款利率市场化将向更加直接的市场化定价机制演进，贷款定价基准多元化将在更多信贷品种和更多银行机构中推广实施。对于市场参与者而言，深刻理解新一轮改革的逻辑与深意是把握利率走势和制定投资策略的重要前提。

5.风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

下载日志已记录，仅供内部参考

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。