仅供内部参考，请勿外传

银行

证券研究报告
2026 年 08 月 28 日

大行金市 FTP——银行资负系列研究之三

一、FTP 的基本介绍

内部资金转移定价（FTP）是商业银行内部资金中心与业务经营单位按照一定规则以全额有偿的方式转移资金，达到核算业务资金成本和收益等目的的一种内部经营管理模式。FTP 价格则是按照业务特性和银行管理要求，以一定的定价方法确定，并由司库提供给业务经营单位的、转移资金的价格，通常以年利率的形式表示。

FTP 的定价模型是：FTP 价格 = 基础 FTP 价格 + FTP 调整项。其定价原理可以概括为“一原则”+“三要素”+“五步法”。具体而言：“一原则”是指 FTP 定价的基本原则是期限匹配，按照业务的期限特性、利率类型和支付方式逐一确定每笔业务的 FTP 价格。“三要素”是指 FTP 基准曲线、FTP 定价方法、FTP 调整项。“五步法”是指 FTP 定价步骤为：①确定 FTP 基准曲线→②确定 FTP 定价规则→③确定基础 FTP 价格→④确定最终 FTP 价格→⑤确定 FTP 利差。

二、大行金市 FTP 与配债决策的一般规律

我们构建大行金市 FTP 定价模型的最终目的，是检验金市 FTP 利差和大行配债需求之间是否存在、存在何种规律，若规律成立，便可对金市 FTP 利差进行高频跟踪，对大行配债行为进行展望。当然，大行配债决策的影响因素颇多，包括头寸充裕程度、久期指标压力、市场债券供给等等，金市 FTP 利差则是从盈利考核的角度切入。

为构建实用的大行金市 FTP 定价模型，需要有以下四个步骤：第一，拟合市场收益率曲线作为金市 FTP 基准曲线，选取具有代表性的利率品种，按照短期中期长期分段构建。第二，确定金市业务的 FTP 定价方法，AC 账户采用原始期限匹配法，OCI 和 TPL 账户采用指定期限法。第三，设置 FTP 调整项，包括负债成本调整项、税负调整项、战略调整项等。第四，计算金市 FTP 利差，即债券资产收益率和金市 FTP 之差。

经过上述构建得到的金市 FTP 利差，我们发现：**（1）静态视角看，目前短端品种（5Y 及以内）已出现明显的金市 FTP 利差倒挂，7Y 及以上的中长端仍有一定正利差。（2）拉长维度看，金市 FTP 利差作为观察大行配债行为的视角之一，在不同期限上的有效性差异显著。**对 7-10Y 等中长端品种，利差走阔一定程度上可以引导增配；但对短端（尤其 3Y 及以内）和超长端（10Y 以上），利差信号常被流动性管理需求、久期约束等更强的因素所覆盖。

三、FTP 视角下大行金市配债展望

第一，下半年大行存量负债成本改善放缓，边际不排除略有上行，FTP 调整项改善有限。预计 2026 下半年、2027 上半年大行负债成本下行将明显放缓，边际不排除小幅上行。这主要是因为：1、高息定期存款到期高峰已过，负债成本改善红利弱化。2、2026 下半年银行负债有“拉久期”诉求，会对负债成本产生边际负向影响，但对存量成本影响或较小。我们测算，2026Q3、Q4 大行负债成本将分别降至 1.37%、1.36%，单季降幅 1bp，FTP 负债成本调整项变动不大。

第二，短端 FTP 利差或延续倒挂趋势，7Y 以上仍具有小幅正利差，但久期约束下对 30Y 难有参与空间，当下或并非配置盘入场的“合意”时点。一方面，Q2 受益于资金面宽松，配置盘利差曾阶段性走阔，但 6 月以来资金面回归均衡、近期广谱利率快速下行，配置盘利差有边际收窄迹象。测算显示，截止 8/18，10Y 及以上国债 FTP 利差均在 10bp 左右，较 6 月末下滑 5bp 左右。更重要的是，下半年负债端久期压力浮现、政府债供给冲击会对△EVE 指标造成一定负向影响，进而限制大行配债行为。这意味着，即便超长债相对于其他期限品种仍有一定利差优势，大行配置意愿可能也不会太强，甚至不排除“买短卖长”以调控久期。

第三，“早配置早收益”诉求驱动下，大行金市配置盘合意入场时点或在“岁末年初”。一是岁末年初时点，银行全年规划落地、头寸相对充裕、指标压力较小，大行二级配债力度往往会季节性抬升。二是 2027 年银行金市“早配置、早收益”诉求可能会进一步强化，甚至不排除出现年末“抢跑”行为。这主要是因为，除信贷降速外，2027 年政府债供给可能面临收缩，毕竟 2026 年是 6 万亿置换债和 8000 亿注资特别国债的计划收官之年。因此，为尽早锁定票息收益和抢占优质资产，金市扩表力度可能和信贷一样，同样呈现前置倾向，且为了规避后续资金集中入场导致的利差收窄压力，不排除部分机构会“抢跑”配置，在年末寻求入场机会。

第四，未来金市 FTP 定价锚或更应挂钩全行负债成本或司库负债成本，使金市资金成本计量与资金实际来源相匹配。目前多数银行金市 FTP 的定价逻辑是“市场利率+调整项”，这种方式虽然能及时、灵敏地反映资金市场边际变化，但也存在一个较为突出的问题，即金市头寸来源（司库资金池）与定价基准（外部收益率）“不匹配”。我们认为，未来金市 FTP 定价锚，也许更应挂钩全行负债成本或至少是司库负债成本。这样做，一是可以及时、综合地反映全行资金成本，便于金市更快地调整配债策略。二是有助于全行 FTP 实现“并轨”，债券投资和贷款投放的 FTP 基准统一为同一负债成本，可以更公允地衡量债贷比价效应，降低因 FTP 定价方法不同导致的比价失真。

风险提示：金市 FTP 利差持续收窄、资金面超预期收敛、测算假设与现实不符。

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
liujiea@tfzq.com

曹旭冉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525090005
caoxuran@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:关于“含农率”的思考》 2026-08-28
2 《银行-行业专题研究:8 月份 MLF 展望》 2026-08-23
3 《银行-行业专题研究:银行“资产荒”压力如何?》 2026-08-20

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. FTP 的基本介绍 4
1.1. FTP 的含义 4
1.2. FTP 的定价原理 5
1.2.1. FTP 定价总览：“一原则”+“三要素”+“五步法” 5
1.2.2. FTP 基准曲线：“由面到线”，确定定价基准 6
1.2.3. FTP 定价方法：“由线到点”，匹配对应价格 8
1.2.4. FTP 调整项：“对点微调”，提升定价效果 12
1.3. FTP 的实践应用 12
2. 大行金市 FTP 与配债决策的一般规律 13
2.1. 如何构建“实用”的大行金市 FTP 定价模型? 13
2.2. 金市 FTP 如何“指挥”大行配债行为? 18
3. FTP 视角下大行金市配债展望 21
4. 风险提示 25

图表目录

图 1：FTP 运行机制 4
图 2：FTP 部门分工 4
图 3：FTP 价格的结构 5
图 4：FTP“五步法”定价步骤 6
图 5：FTP 曲线的构建原则 6
图 6：原始期限匹配法和重定价期限匹配法的基础 FTP 定价案例 9
图 7：指定期限法的基础 FTP 定价案例 10
图 8：FTP 的四大功能 13
图 9：大行金市 FTP 定价模型的实用测算步骤 14
图 10：大行金市 FTP 基准曲线（2026/8/18） 15
图 11：大行金市债券投资 FTP 定价方法 15
图 12：各季度金市 FTP 的负债成本调整项 16
图 13：投资国债的 FTP 税负调整项 17
图 14：投资国债的金市 FTP 曲线 18
图 15：金市 FTP 利差未必完全映射大行二级净买入力度（右轴亿元） 19
图 16：国内银行执行司库职能的三种模式 21
图 17：2026H2 和 2027H1 大行高息存款到期规模明显减少（万亿元） 22
图 18：2026 下半年大行负债成本下行趋缓 22
图 19：2026 下半年大行金市久期约束依然偏紧 23
图 20：岁末年初大行配置力度会季节性抬升（亿元） 24

表 1：FTP 曲线类型 7
表 2：存贷 FTP 基准曲线构建方法 7

仅供内部参考，请勿外传

表 3：FTP 定价方法矩阵图 8
表 4：偿还曲线法的基础 FTP 定价案例（以活期存款为例） 10
表 5：现金流法的基础 FTP 定价案例（以固定利率贷款为例） 11
表 6：现金流法的基础 FTP 定价案例（以浮动利率贷款为例） 11
表 7：常用的 FTP 调整项 12
表 8：投资国债的金市 FTP 利差（2026/8/18） 18
表 9：金市常用的利率风险限额指标体系 20
表 10：2027 年政府债规模或明显下降（亿元） 24

仅供内部参考，请勿外传

1. FTP 的基本介绍

1.1. FTP 的含义

内部资金转移定价（FTP）是商业银行内部资金中心与业务经营单位按照一定规则以全额有偿的方式转移资金，达到核算业务资金成本和收益等目的的一种内部经营管理模式。其中：

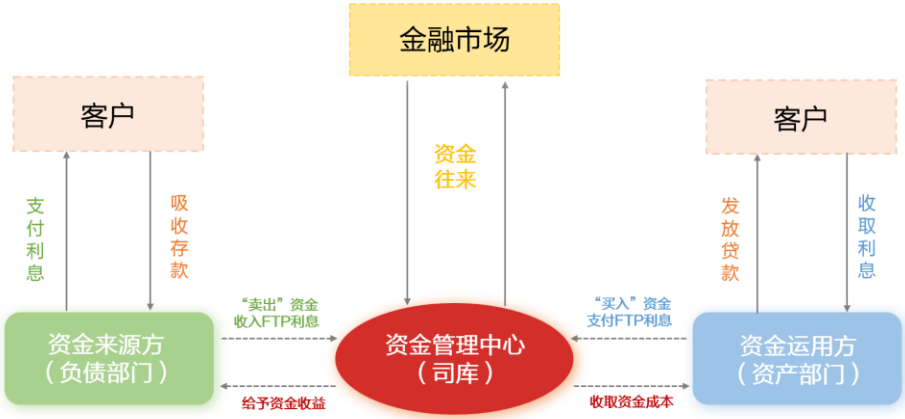
a、“资金中心”是银行内部虚拟的资金计价中心，而非实体资金交易部门，一般为司库。

b、“一定规则”是指根据资金的期限和利率属性确定的定价方法。

c、“全额有偿”指对每一笔附息业务或占用资金的业务，在其发生的当天，根据其期限和利率属性逐笔计价。

由此可见，FTP 本质上是一条“资金来源部门→资金管理部门（司库）→资金运用部门”的虚拟资金转移闭环。

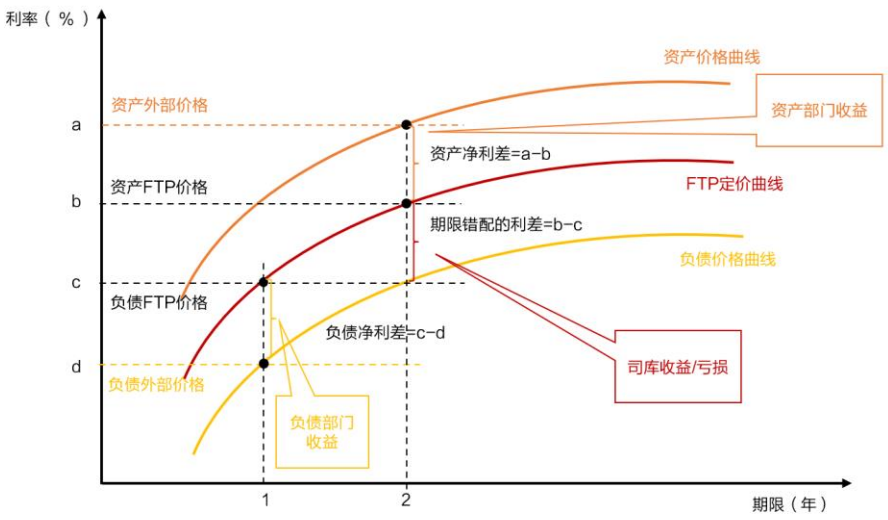
图 1：FTP 运行机制



资料来源：天风证券研究所。注：虚线表示虚拟资金交易。

FTP 价格是按照业务特性和银行管理要求，以一定的定价方法确定，并由司库提供给业务经营单位的、转移资金的价格，通常以年利率的形式表示。对于资产业务，FTP 价格是资金成本，业务经营单位需要支付 FTP 利息；对于负债业务，FTP 价格是资金收益，业务经营单位从中获取 FTP 利息收入。

图 2：FTP 部门分工



资料来源：天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.2. FTP 的定价原理

1.2.1. FTP 定价总览：“一原则”+“三要素”+“五步法”

在进行 FTP 定价之前，需要明晰其基本原则，即“期限匹配”，指根据 FTP 曲线，按照业务的期限特性、利率类型和支付方式逐一确定每笔业务的 FTP 价格。期限匹配原则包含三个层面的具体要求：

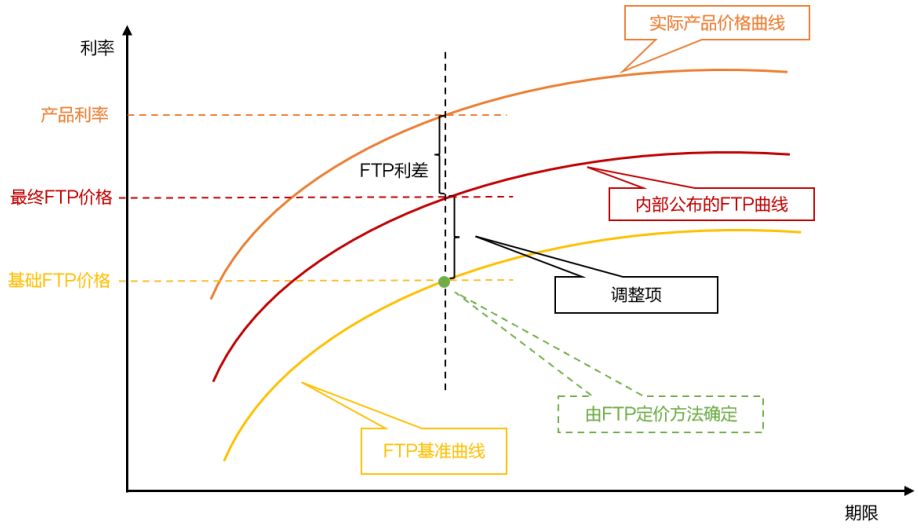
1、新老划断：新业务使用新的 FTP 价格，旧业务使用旧的 FTP 价格。这样才能保证新旧业务考核的公允性和连续性。

2、金额匹配：每笔负债或资产业务均可以全额按照 FTP 价格进行转移定价，无需按照经营单位资产与负债的轧差数。这是“全额资金管理模式”下的运行结果，经营单位不需要自行平衡资金头寸。

3、利率特征匹配：每笔业务均按照与自身期限一致且利率特征相同的资金实行 FTP，利率特征不匹配导致的利率风险则转移至司库统一管理。

由此可见，执行“期限匹配”原则，FTP 可以将每笔业务的流动性风险、利率风险从经营单位转移至司库。

图 3：FTP 价格的结构



资料来源：天风证券研究所

FTP 的定价模型是：FTP 价格 = 基础 FTP 价格 + FTP 调整项

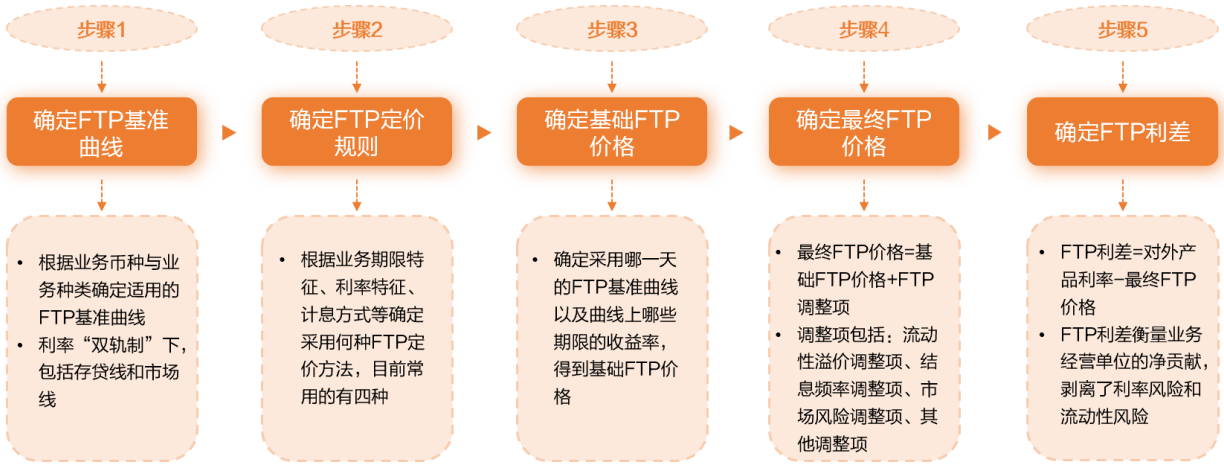
其中，基础 FTP 价格是在合适的 FTP 基准曲线上，根据选定的 FTP 定价方法，按期限匹配得到 FTP 价格。最终 FTP 价格则是在考虑各种调整项后对基础 FTP 价格加点得到的。**因此，FTP 基准曲线、FTP 定价方法、FTP 调整项是 FTP 定价的“三要素”，均需经高级管理层及资负管理部门审批决定。**

因此，为了获得定价模型中的各参数，FTP 定价需遵循“五步法”，即：①确定 FTP 基准曲线→②确定 FTP 定价规则→③确定基础 FTP 价格→④确定最终 FTP 价格→⑤确定 FTP 利差。

为了方便分支机构和业务部门参照操作，最终 FTP 价格往往以一系列表格的形式展示。司库通常会选取 1D、7D、14D、1M、3M、6M、9M、1Y、2Y、3Y、5Y、10Y、15Y 等关键期限，并呈现对应期限的 FTP 价格，其他期限价格则采用插值法进行推算。

仅供内部参考，请勿外传

图 4：FTP“五步法”定价步骤



资料来源：王良、薛斐《商业银行资产负债管理实践》，天风证券研究所

1.2.2. FTP 基准曲线：“由面到线”，确定定价基准

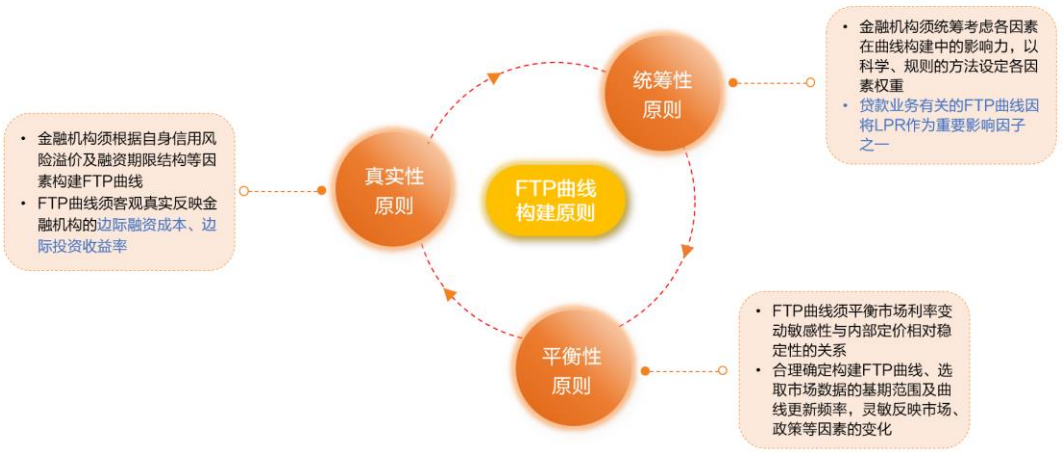
FTP 基准曲线是反映资金转移价格和资金期限之间函数关系的曲线，一般向上倾斜，是确定基础 FTP 价格的前提。

（1）FTP 曲线的构建原则

2020 年 3 月 5 日，市场利率定价自律机制下发《关于将贷款市场报价利率纳入金融机构内部资金转移定价体系的实施指引》（以下简称《实施指引》），其中明确了金融机构建立 FTP 曲线的原则，即真实性、统筹性、平衡性。这一原则同样适用于 FTP 基准曲线。

FTP 曲线的构建原则，有助于形成相对客观的曲线构建标准，避免主观判断，这样才能使 FTP 曲线真实反映银行在市场上的实际融资成本，而非理论成本或不活跃交易成本等。

图 5：FTP 曲线的构建原则



资料来源：内蒙古农商银行公众号，天风证券研究所

（2）FTP 曲线的类型

FTP 曲线的有两种分类标准：

一是按照币种，可以分为人民币曲线和外币曲线，其中外币曲线为每个币种对应一条。

二是按照资金来源，可以分为存贷线和市场线，分别适用于传统存贷业务、金融市场业务（债券买卖、同业业务、转贴现等）。这一区分主要源于我国利率市场化尚未完成，不同业务、产品参考的定价基准利率不同。实际中，由于市场利率每天波动，**市场线也随之每**

仅供内部参考，请勿外传

日更新，而根据央行 LPR 的调整频率，**存贷线一般是每月更新**。

表 1：FTP 曲线类型

FTP曲线类型	具体定价曲线	适用产品
市场收益率曲线	人民币市场收益率曲线	人民币投融资业务、同业业务、国内信用证议付业务、国内福费廷市场买入业务、票据业务等
	外币市场利率基准曲线	所有境外外币业务、在岸外币贷款业务等
人民币存贷款定价曲线	人民币存贷款FTP曲线	人民币自营存款、一般性贷款等
缴存市场收益率曲线	考虑缴存后的人民币市场收益率曲线	利率定价已经市场化且需要缴存准备金的自营存款：结构性存款、协议存款、国库定期存款等
	考虑缴存后的外币市场利率基准曲线	在岸所有外币自营存款等

资料来源：王良、薛斐《商业银行资产负债管理实践》，天风证券研究所

实际中，不同商业银行内部会使用不同数量的 FTP 基准曲线。例如：

a、单条：使用一条 FTP 基准曲线，通过调整项来适配不同的条线、业务和产品。

b、两条：使用两条 FTP 基准曲线，即存贷线和金市线，这是目前的主流做法。

c、多条：针对不同条线、业务和产品构建多条 FTP 基准曲线。

（3）FTP 基准曲线的构建

由于我国金融市场尚未完全市场化，货币市场和存贷市场依然存在割裂。**因此，银行多采取“双曲线”模式，即金市业务和存贷业务需要分别构建不同的 FTP 基准曲线：**

a、金市 FTP 基准曲线一般直接采用市场收益率曲线。

司库与金市部门之间的博弈决定了 FTP 价格不应与市场价格存在过大偏离，因此，银行一般直接将市场收益率曲线作为金市 FTP 基准曲线。

市场收益率曲线是将市场上每一个时间期限所对应的资金价格连接而成的线（一般向右上方倾斜），由于资金的期限不同，市场价格也不尽相同。这条曲线的每一个点，都是对应期限资金通过市场报价或交易形成的公允价格，往往也代表着该期限资金的机会成本或机会收益。因此，公允的、体现银行管理意图的 FTP 基准曲线，一般就在市场收益率曲线的基础上，通过加减点上下移动得到的。

b、存贷 FTP 基准曲线一般需要重新构建，方法繁多。

尽管市场收益率曲线能够反映利率变化，但其利率水平和银行存贷款利率依然存在较大差异，故商业银行多选择重新构建专门的存贷 FTP 基准曲线。

表 2：存贷 FTP 基准曲线构建方法

方法类别	核心原理	优点	缺点
利差切割法（基于央行基准利率）	以央行存贷款基准利率为基础，将存贷利差按一定比例在存款端和贷款端之间切割，再基于不同的存款执行利率，得到存贷FTP曲线。 核心公式：存贷款FTP=（贷款基准利率−存款执行利率）×（切割系数+存款执行利率）	原理简单，易于理解和操作	与市场脱节，不能及时反映市场利率变化
历史数据加成法	参考央行基准利率并结合本行历史数据（历史收/付息率、准备金率、费用率、目标利润率等）内部因素，结合市场溢价进行加减点修正	充分考虑了本行实际经营数据，与银行自身情况贴合度高	对历史数据质量和系统要求较高
市场利率拟合法（基于市场收益率曲线）	以市场收益率曲线（Shibor、质押式回购、存单、国债、金融债等），结合自身融资特点和业务导向，构建存贷FTP曲线	与市场利率结合紧密，可及时传导市场利率变化	曲线波动性较大，需降噪处理；对系统数据要求较高

资料来源：张爱红等《基于商业银行 FTP 定价视角的市场利率传导机制研究》，天风证券研究所

三种方法并非互斥，而是银行在利率市场化进程中的不同阶段选择。早期银行多采用利差

仅供内部参考，请勿外传

切割法，随着利率市场化推进和自身数据系统完善，逐步向市场利率拟合法过渡。目前，监管已明确要求贷款 FTP 曲线要挂钩 LPR，还将在 FTP 中运用 LPR 的情况纳入 MPA 考核。但是，LPR 目前也存在报价质量偏低的问题，因此后续存贷 FTP 曲线构建方法，有望朝着市场利率拟合法持续深化演进。

1.2.3. FTP 定价方法：“由线到点”，匹配对应价格

银行业务种类繁多，每笔业务也具有不同的利率要素（币种、期限、利率类型、支付方式、业务类型等），为了让每笔业务匹配合理的 FTP 价格，我国目前常用的定价方法主要有四种，包括期限匹配法、指定利率法、现金流法、锁定利差法。选择何种方法，与业务的本金属性和利率属性密切相关。

表 3：FTP 定价方法矩阵图

基础FTP定价方法		利率属性		
		固定利率	浮动利率（定期浮动）	浮动利率（不定期浮动）
本金属性	一次性还本	原始期限匹配法	重定价期限匹配法	指定利率法
	分期还本	现金流法	现金流法	指定利率法
	不确定还本	指定利率法	指定利率法	指定利率法
不采用FTP曲线		锁定利差法	锁定利差法	锁定利差法
各定价方法适用业务				
期限匹配法		原始期限匹配法：固定利率贷款、整存整取定期存款、AC账户债券投资等 重定价期限匹配法：浮动利率存贷款、浮息债等		
指定利率法		指定期限法：以交易为目的的票据贴现、TPL账户和OCI账户债券投资等 指定利差法：清算类的存放同业活期、法定存款准备金、超额存款准备金等 偿还曲线法：活期存款、信用卡透支等		
现金流法		按揭贷款、零存整取存款等		
锁定利差法		逾期贷款、内部战略扶持的绿色信贷等		

资料来源：王良、薛斐《商业银行资产负债管理实践》，天风证券研究所

（1）期限定价法

期限定价法是指按照业务的原始期限或重定价周期在 FTP 曲线上找到对应期限的点，并以该点收益率作为基础 FTP 价格的定价方法。期限定价法通常适用于具有确定期限、本金一次性支付、利率类型为固定利率或定期调整利率的业务。

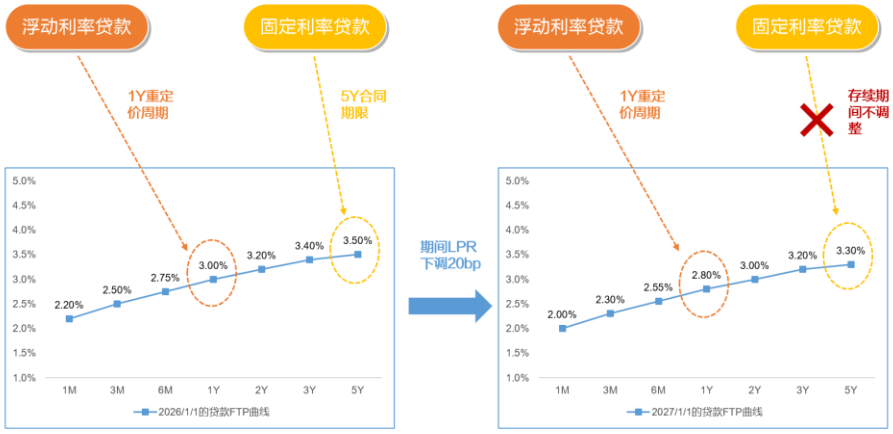
根据期限确定方式的不同，又可以进一步划分为原始期限匹配法、重定价期限匹配法。

①原始期限匹配法，是按照业务的原始合同期限，在 FTP 收益率曲线上匹配对应的利率作为 FTP 价格，且在业务到期之前 FTP 价格保持不变。该方法主要适用于定期存贷款、银行贴现票据、持有至到期债券等到期支付全部本息的固定利率类型的资金。

②重定价期限匹配法，是在原始期限匹配法的基础上，按照资金重定价期限，在 FTP 收益率曲线上匹配对应的利率作为 FTP 价格，且该价格在重定价周期内保持不变。在重定价期限到期后，需要根据资金的下一个重定价期限确定 FTP 价格。该方法主要适用于浮动利率类型的资金。

仅供内部参考，请勿外传

图 6：原始期限匹配法和重定价期限匹配法的基础 FTP 定价案例



资料来源：天风证券研究所。注：图中数据为案例模拟值，不代表银行实际情况。

例如：假设某分行发放了两笔贷款，利率要素基本一致（本金 1000 万、合同期限 5 年、付息频率 6 个月，起息日为 2026 年 1 月 1 日，到期日为 2031 年 1 月 1 日），但利率类型不同。A 贷款为固定利率定价，B 贷款为浮动利率定价（重定价周期为 1 年）且 FTP 挂钩 LPR。

那么，在起息日当天，固定利率贷款按照合同期限（5Y）确定基础 FTP 价格，而浮动利率贷款按照重定价期限（1Y）确定。1 年之后，浮动利率贷款迎来重定价，则按照最新 FTP 收益率曲线上的 1 年期确定基础 FTP 价格，而固定利率贷款存续期间 FTP 价格不会改变。

但这会延伸出一个问题，即浮动利率贷款和固定利率贷款的资金占用期限同样为 5 年，浮动利率贷款基础 FTP 价格却因根据重定价周期确定，而没有完全真实反映资金占用期限成本，因此后续还要设置一个流动性溢价调整项，来确定最终 FTP 价格。

（2）指定利率法

指定利率法是根据业务特性直接指定某个收益率为其基础 FTP 价格的方法。当商业银行无法为某一特殊产品设置转移计价时，可以将其他一个或多个产品的 FTP 价格作为此产品的 FTP 价格。指定利率法通常适用于无确定期限、利率类型为不定期变动利率的业务，以及需要由经营单位承担利率风险的业务。

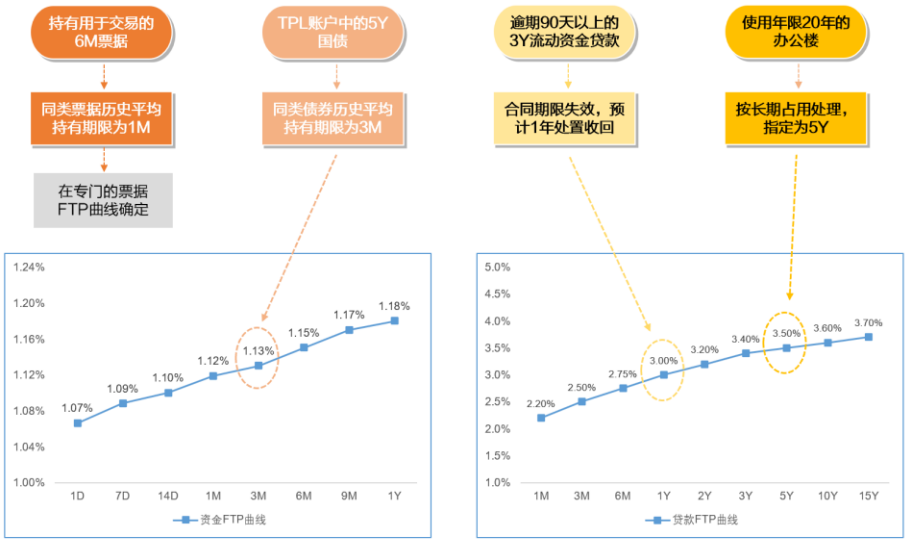
根据业务特征的不同，指定利率法一般可以细分为三种子方法：

①指定期限法，即指定某条 FTP 曲线上某个期限的资金价格作为业务 FTP 价格，适用于无业务期限或者有业务期限但不是以摊余成本计量的业务。

例如，以交易为目的的票据贴现、划分至 TPL 账户的债券投资等业务，根据市场价格波动情况择机买卖，占用资金时间无法确定，一般根据历史平均持有期限对应收益率作为 FTP 价格。又比如，固定资产、逾期资产等一般指定某个期限的收益率作为 FTP 价格。

仅供内部参考，请勿外传

图 7：指定期限法的基础 FTP 定价案例



资料来源：天风证券研究所。注：图中数据为案例模拟值，不代表银行实际情况。

②指定利差法，即直接指定某一数值作为 FTP 价格，适用于非营利性或缺少主动定价能力的业务，如清算类的存放同业活期，以及法定存款准备金、超额存款准备金等。

例如，直接指定法定存款准备金利率（1.62%）作为法定存款准备金的 FTP 价格，FTP 利差即为 0。因为法准是银行按监管要求强制缴存的资金，银行无法主动选择其用途，也不具备“机会成本”的替代选择，所以不考核法准的 FTP 利差。

③偿还曲线法，即通过合理确定各期限的权重，在指定 FTP 曲线上对各期限资金价格加权平均得到 FTP 价格，专门用于处理没有明确到期日的产品，比如活期存款、信用卡透支等。

由于该方法主要适用于活期存款，又名活期存款沉淀率法。活期存款虽然名义期限为隔夜，可以随时支取，但实际中总有一部分资金长期留存在账户中，形成稳定的“核心存款”。因此，沉淀率即为活期存款中能够长期稳定留存的部分所占的比例，可以以此为权重进行 FTP 加权定价，短期限占比越高，FTP 价格越低。

表 4：偿还曲线法的基础 FTP 定价案例（以活期存款为例）

沉淀期限	隔夜	3M	6M	1Y	FTP价格
沉淀率	15%	25%	30%	30%	0.80%
FTP曲线对应利率	0.05%	0.65%	1.00%	1.10%	

资料来源：天风证券研究所。注：图中数据为案例模拟值，不代表银行实际情况。

（3）现金流法

现金流法，即以各期清偿的本金金额与该期本金实际占用期限的乘积为权重，对 FTP 曲线上每期本金占用期限对应的收益率进行加权平均，并将加权结果作为 FTP 价格。该方法适用于本金按固定周期和确定金额分期支付，利率类型为固定利率或定期调整利率的资产业务。

简单理解就是，现金流法不把一笔业务当成一个整体去定价，而是将其拆成不同期限的“子现金流”，每一笔按各自的实际占用期限在 FTP 曲线上找到对应利率，最后加权平均。当只有一笔本金现金流时，现金流法和期限匹配法的计算结果一致。

因此，现金流法下的基础 FTP 价格计算公式为：

仅供内部参考，请勿外传

$$基础\ FTP\ 价格 = \frac{\sum(P_i \times M_i \times R_i)}{\sum(P_j \times M_j)}$$

其中，P_i表示业务期限或重定价期限内每期分期偿还的本金，M_i表示所占用的期限，R_i表示起息日或重定价日该期限在 FTP 曲线上对应的收益率，P_j表示分期偿还的本金，M_j表示P_j所占用的期限。

a、对于执行固定利率的业务，根据整个业务期内的本金现金流计算基础 FTP 价格，并且 FTP 价格固定不变。

例如：某分行有一笔本金 100 万元的 5 年期固定利率贷款，分 5 年等额偿还。那么，则需要在起息日当月的 FTP 曲线上分别找到从 1 年到 5 年期限对应的 FTP 价格，然后加权平均。计算得到的加权平均 FTP 价格（2.72%），在贷款到期前保持不变。

表 5：现金流法的基础 FTP 定价案例（以固定利率贷款为例）

还款年	资金占用期限（年）	还款金额（万元）	权重=还款金额×资金占用期限	FTP价格	FTP×权重
第1年	1	20	20	2.0%	40%
第2年	2	20	40	2.5%	100%
第3年	3	20	60	2.7%	162%
第4年	4	20	80	2.8%	224%
第5年	5	20	100	2.9%	290%
合计		100	300	加权FTP价格	2.72%

资料来源：天风证券研究所。注：图中数据为案例模拟值，不代表银行实际情况。

b、对于执行定期调整利率的业务，根据两个重定价日之间的本金现金流计算基础 FTP 价格，FTP 价格逢重定价日重新确定。

例如：某分行在 2026/1/1 发放了一笔本金 120 万元的 1 年期浮动利率贷款（2027/1/1 到期），分 12 个月等额本金还款，但重定价周期为半年（2026/7/1 重定价）。那么：

发放当天，利用期限匹配法查询每笔现金流对应的 FTP 价格，并且由于到期日晚于下次重定价日，最后一期需要计算所有剩余的本金现金流，例如第 6 个月的现金流为 70 万元。

表 6：现金流法的基础 FTP 定价案例（以浮动利率贷款为例）

还款月	资金占用期限（月）	还款金额（万元）	权重=还款金额×资金占用期限	FTP价格	FTP×权重
1月份	1	10	10	2.0%	20%
2月份	2	10	20	2.5%	50%
3月份	3	10	30	2.7%	81%
4月份	4	10	40	2.8%	112%
5月份	5	10	50	2.9%	145%
6月份	6	70	420	3.0%	1260%
合计		120	570	加权FTP价格	2.93%

资料来源：天风证券研究所。注：图中数据为案例模拟值，不代表银行实际情况。

（4）锁定利差法

锁定利差法，即不使用 FTP 曲线，而是直接给定 FTP 利差（锁定利差），然后根据业务实际利率倒算出 FTP 价格，适用于需要银行特别定价的业务，或者银行不惜成本力推的业务。具体公式为：

$$FTP\ 价格 = 产品利率 \pm 锁定利差（可正可负）$$

由于 FTP 价格，对资产部门是成本，对负债部门是收益，因此锁定利差设定方向不同，也代表了银行不同的管理意图。

仅供内部参考，请勿外传

例如：某分行发放了一笔 3 年期浮动利率贷款，重定价周期为 1 年，对该笔贷款设定了 20bp 的锁定利差，也就是说，无论实际利率如何变动，分行始终可以获得 20bp 的业务收益。假设当前、1 年后和 2 年后的贷款利率分别为 3.0%、3.2%、3.1%，则 FTP 价格分别为 2.8%、3.0%、2.9%。

又例如：某分行存在一笔已逾期的 3 年期贷款，利率为 5%，假设对该贷款设定-50bp 的锁定利差，则对应 FTP 为 5.5%，惩罚性点差的设定，是为了让经营单位积极主动处置逾期资产。

1.2.4. FTP 调整项：“对点微调”，提升定价效果

FTP 调整项是用于微调基础 FTP 的工具，以使最终 FTP 价格更精确地反映资金的真实成本与收益，并传导总行的战略导向和管理意图。

FTP 调整项一般有两种表现形式：

a、正负百分点形式（常用），即 FTP 价格 = 基础 FTP 价格±FTP 调整项。

b、正负百分比形式，即 FTP 价格 = 基础 FTP 价格×（1±FTP 调整项）。

目前，常用的调整项主要包括流动性溢价调整项、结息频率调整项、市场风险调整项、其他调整项。其中，重要程度较高的是流动性溢价调整项、利率类型调整项、重定价周期调整项，涉及行内流动性风险和利率风险的调节。

表 7：常用的 FTP 调整项

FTP调整项		具体内容
流动性溢价调整项		针对浮动利率业务，由于资金的实际占用期限（合同期限）与重定价周期之间存在差异（一般合同期限长于重定价期限），仅按重定价期限确定基础FTP价格会低估资金的流动性占用成本，因此需增设此项以弥补该流动性成本缺失。适用于所有具有明确期限且利率类型为浮动利率的业务。
结息频率调整项		对于期限和利率类型相同但结息频率不同的业务，其实际利率与名义利率之间存在差异（例如按季结息与按年结息，实际付息水平不同），为反映这种差异而设置的调整项。
市场风险调整项	**利率类型调整项**	针对不同利率类型（固定利率、浮动利率）的业务，其利率风险暴露特征不同。固定利率业务利率风险全部由银行承担，浮动利率业务则部分转移给客户，需通过调整项区分定价，引导经营单位优化资产负债的利率类型结构，降低整体利率风险。
	重定价周期调整项	浮动利率业务的重定价频率（如按月、按季、按半年、按年等）不同，利率风险集中程度不同。重定价周期越短，利率风险暴露越小，反之则越大。通过此项调整，将不同重定价周期的利率风险差异反映到FTP价格中，引导经营单位优化久期配置。
	汇率风险调整项	适用于外币业务，主要对冲全行可结汇而未结汇的外汇风险敞口，调节外币资产负债结构。
	流动性管理调整项	根据总行司库计量并综合考虑市场资金价格变化、全行业务发展需求及流动性管理需求进行外部投融资，产生的成本在指定期限中的存贷款业务上进行分摊。
其他调整项	**客户行为调整项**	客户的隐含选择权行为（如存款提前支取、贷款提前还款、活期存款沉淀等）会对业务的实际利率和资金占用产生影响。通过构建客户行为模型，测算提前还款率、存款沉淀率等参数，设置调整项以反映客户行为带来的期权性风险成本。
	战略/政策调整项	根据银行自身战略发展目标或国家宏观经济政策导向，对特定产品、行业或业务设置调整项，通过价格传导机制引导业务结构优化。例如：对绿色信贷、普惠金融、小微企业等鼓励类业务给予FTP优惠（减点），对高耗能等限制类业务给予加点抑制。
	税负调整项	税负调整项（一般应用于金市业务的FTP定价）即在FTP曲线中附加税收差异调整，以真实反映投资资产的税后净收益，引导经营单位合理进行债券投资与资产配置。例如：对免税品种（国债、地方债）的FTP价格做减点调整，降低FTP成本，体现其税后收益优势。

资料来源：王良、薛斐《商业银行资产负债管理实践》，天风证券研究所

1.3. FTP 的实践应用

FTP 具有科学评价绩效、优化资源配置、指导产品定价、集中市场风险四大管理功能。

1、科学评价绩效。FTP 为每笔业务提供了资金成本或资金收益，每笔业务均可以计算出净利息收入，银行可按产品、部门、客户衡量其对全行整体净利息收入的贡献，并以此作为绩效考核的参考指标。

仅供内部参考，请勿外传

2、优化资源配置。银行可以根据 FTP 利差收益的不同，客观地比较不同产品、不同客群、不同地区等的盈利性，从而将资源优先配置到收益最大的产品、客群或地区。

3、指导产品定价。银行可以通过调整 FTP，引导经营单位重点营销符合全行战略导向的产品、行业与客群。由于客户经理清楚地知道每笔业务的资金成本或资金收益，从而可以在综合考虑成本因素、获利因素的基础上制定科学的定价策略。

4、集中市场风险。银行可以通过 FTP 剥离业务经营单位的利率风险，将全行利率风险统一集中到总行管理。判断 FTP 是否将业务单位的利率风险剥离至总行司库的标准是，该业务的 FTP 利差是否被锁定。值得注意的是，由于 FTP 只是银行内部的资金转移，它并不改变银行整体的利率风险，业务经营单位被剥离的利率风险并没有消失，只是通过 FTP 计价转移到了司库，所以司库需要统一对市场风险进行管理。

图 8：FTP 的四大功能



资料来源：王良、薛斐《商业银行资产负债管理实践》，天风证券研究所

2. 大行金市 FTP 与配债决策的一般规律

2.1. 如何构建“实用”的大行金市 FTP 定价模型?

我们构建大行金市 FTP 定价模型的最终目的，是检验金市 FTP 利差和大行配债需求之间是否存在、存在何种规律，若规律成立，便可对金市 FTP 利差进行高频跟踪，对大行配债行为进行展望。当然，大行配债决策的影响因素颇多，包括头寸充裕程度、久期指标压力、市场债券供给等等，金市 FTP 利差则是从盈利考核的角度切入。

在前文中，我们已经对一般化的 FTP 定价步骤做了详细介绍，大行金市 FTP 定价也基本遵循于此。不过，结合大行金市业务特征、公开数据可得性等因素考虑，需要对一般化的步骤做实用测算调整，并对金市 FTP 用常见代理变量予以近似替代。

在银行内部，金市业务所使用的 FTP 市场线一般为每日更新发布。例如，如果司库选择在每天早上公布金市 FTP 曲线，那么就用前一日的数据拟合生成；如果选择在每天收盘后公布 FTP 曲线，那么可以用当天数据拟合生成。

基于以上考虑，对于大行金市 FTP 定价模型，我们设定：①按照日度频率构建相应的 FTP 基准曲线。②按照月度频率设置相应的 FTP 调整项。

仅供内部参考，请勿外传

图 9：大行金市 FTP 定价模型的实用测算步骤



资料来源：天风证券研究所

大行金市 FTP 的定价步骤具体如下：

1、拟合市场收益率曲线作为金市 FTP 基准曲线。为了确保市场收益率曲线的公允性，对于短中长的不同期限段，我们需要选择市场上具有代表性的利率品种。基于此：

a、短期：选取 1D、7D、14D 三个标准期限，用对应期限的 Shibor 表示。实际上，DR 系列利率也可以用于拟合短端收益率曲线，但我们依然倾向于 Shibor，原因在于：

①Shibor 虽为报价利率，但报价行是以大行和股份制为主的 18 家信用等级较高的银行，具有较好的市场代表性，报价机制成熟、稳定，且可以代表国股行的信用融资水平。

②尽管央行已明确“调控的目标利率逐步转向货币市场隔夜利率”，DR 系列重要性明显抬升，平稳性也有所改善，在实务中 Shibor 依然是广泛使用的 FTP 定价参考。

b、中期：选取 1M、3M、6M、9M 四个标准期限，用对应期限的 AAA 级同业存单即期收益率表示。选取 3A 存单品种，主要是考虑到存单成交活跃度高、大行信用等级高，而使用即期收益率，是因为其不包含再投资假设，契合 FTP 反映资金边际机会成本的本质属性。

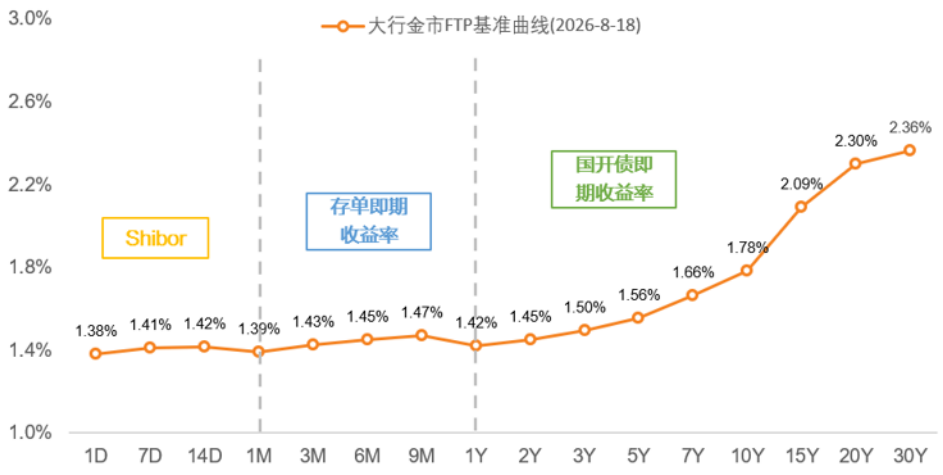
c、长期：选取 1Y、2Y、3Y、5Y、7Y、10Y、15Y、20Y、30Y 九个标准期限，用对应期限的国开债即期收益率表示，主要是考虑其信用等级接近无风险、不受免税效应干扰。

此外，基于降噪平滑的考虑，对各期限的市场收益率做 30 日移动平均处理。

经过上述处理，我们每天收盘后都能得到一条当日最新的关键期限市场收益率曲线，可以较好地反映大行在金融市场的边际融资成本，故将其直接作为金市 FTP 基准曲线。在实务中，如果遇到非标准期限的产品，一般采用线性插值法计算对应基础 FTP 价格。

仅供内部参考，请勿外传

图 10：大行金市 FTP 基准曲线（2026/8/18）



资料来源：wind，天风证券研究所

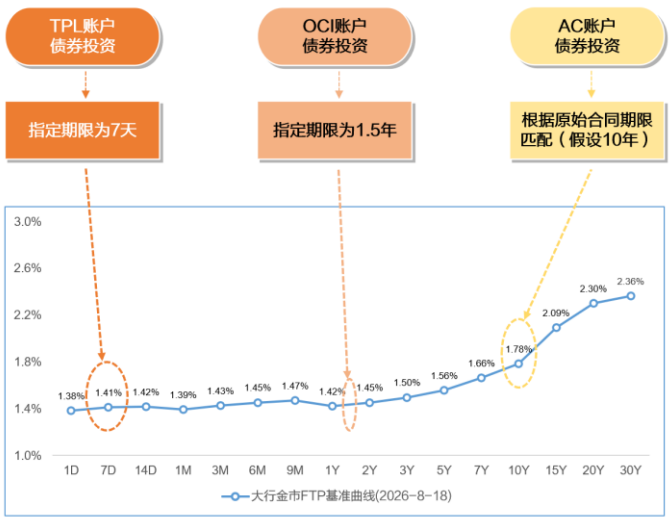
2、确定金市业务的 FTP 定价方法。大行金市债券投资业务的 FTP 定价同样遵循期限匹配原则，但不同账户债券投资因现金流特征、业务模式不同，确定“期限”的 FTP 定价方法也有所不同，具体而言：

a、AC 账户债券投资采用原始期限匹配法。原因在于，划分至该账户的债券以持有至到期获取本息为目的，且绝大部分为固定利率的政府债，预计主要来源于一级承接。2025 年末大行 AC 账户中近 90%为政府债，而我国现存国债和地方债全部为固定利率债券，仅少量政金债和商金债为浮息债。对于 FTP 定价，例如，2026/8/18 大行配置的 10Y 国债，若划分至 AC 账户，对应金市 FTP 基础价格为 1.78%。

b、OCI 账户债券投资采用指定期限法，假设平均持有期限为 1.5 年。划分至该账户的债券，虽然有业务期限，但也可能中途出售，不具有确定的持有至到期期限，因此需要指定期限以匹配 FTP 价格。由于我们无法获取大行平均持有期限的真实数据，因此选取 16 个关键期限里的中位数，即 1 年和 2 年的均值 1.5 年。例如，2026/8/18 大行配置的 10Y 国债，若划分至 OCI 账户，则对应金市 FTP 基础价格为 1.44%。

c、TPL 账户债券投资采用指定期限法，假设平均持有期限为 7 天。划分至该账户的债券以交易为目的，随时可能卖出以获取资本利得，受短端利率波动影响较大，我们直接采用金市 FTP 基准曲线上对应的 7 天基础 FTP 价格。例如，2026/8/18 大行配置的 10Y 国债，若划分至 TPL 账户，则对应金市 FTP 基础价格为 1.41%。

图 11：大行金市债券投资 FTP 定价方法



资料来源：wind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3、设置金市 FTP 调整项。

银行 FTP 调整项种类繁多，但大多是针对存贷业务的。对金市而言，FTP 调整项权重低，即便设置，调整频率也不高。这主要是因为：①市场收益率曲线本身已经能够较好地反映金市业务的边际融资成本，因此不需要像存贷业务那样依赖大量调整项来修正。②金市 FTP 曲线每日更新，但调整项往往为“慢变量”，难以每日调整，传导存在滞后。

如果需要设置调整项，考虑到大行债券投资以固定利率类型的政府债为主，诸如流动性溢价调整项、市场风险调整项等，对金市 FTP 的关联和影响都较小。而影响较大的因素可能包括：全行负债成本改善幅度、不同债券投资产品的税收政策差异、总行对于金市的战略定位等。

a、负债成本调整项。银行资产负债配置执行“全行一盘棋”策略，金市配债头寸来源于司库而非市场。这意味着，当全行综合负债成本改善时，仅凭市场收益率曲线（外部曲线）进行金市 FTP 定价，可能会因忽略行内成本改善导致金市 FTP 偏高。

因此，我们考虑两个因素来量化金市 FTP 的负债成本调整项，假设：

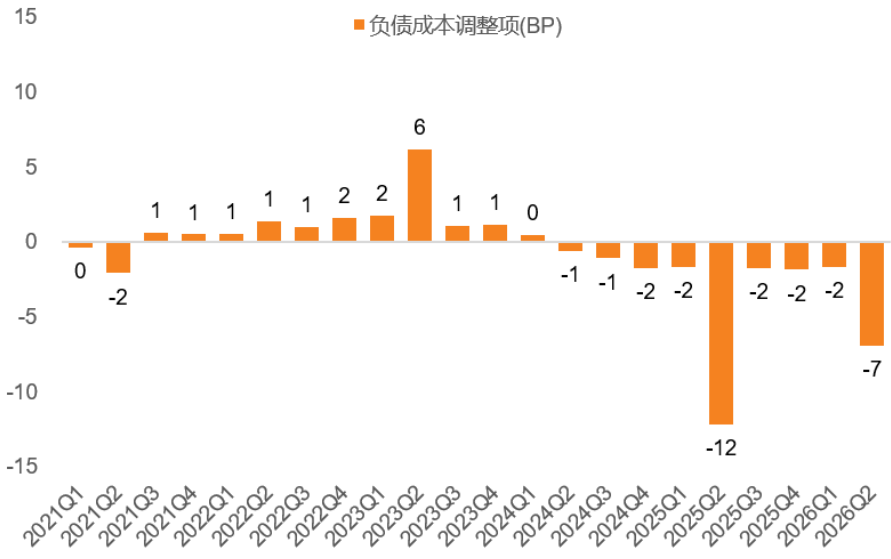
①传导会打折扣，即每月、每季负债成本的改善幅度，不太可能导致金市 FTP 调整项等额下降，而可能存在一个传导系数，由于缺乏可量化数据，我们假设为 50%；

②传导存在时滞，即本月、本季的负债成本改善，会体现在次月、次季的 FTP 调整项中。

基于前述假设，例如，2026Q1 大行负债成本改善 14bp，那么预计 2026Q2 金市 FTP 调整项中会减点 7bp 来体现这一改善。

根据大行每季度披露的财报数据，我们可以测算每季度的全行负债成本。考虑到调整项设定为月度调整，我们用插值法将每季度负债成本转换为每月负债成本，然后再测算每月的环比变化幅度，匹配时做滞后一期处理。测算显示，2025Q2/2026Q2 受益于 Q1 高息定期存款集中到期，负债成本调整项会有明显下行。

图 12：各季度金市 FTP 的负债成本调整项



资料来源：wind，天风证券研究所。注：图中仅展示按季滞后一期的季度调整幅度，若月度则按月滞后一期。

b、税负调整项。税负调整项专门针对国债、地方债设定，其作用是将国债、地方债的利息收入免税优势（利息收入免征 25%所得税）量化为 FTP 减点，修正与应税资产的内部定价偏差。针对投资国债，不同期限的税负调整项相对不同，我们假设：

税负调整项 = 国债发行利率 × 所得税率（25%）× 调节系数

其中：

仅供内部参考，请勿外传

①国债发行利率×25%用于还原银行自营投资国债的理论最大免税红利。但实际中，这一理论红利未必适合全额地传导为 FTP 减点，原因在于：

一是银行投资国债未必全部持有至到期，若部分持仓基于交易目的卖出，资本利得仍需缴纳 25%所得税。

二是 FTP 调整项旨在对基础价格进行“微调”，若完全传导理论极值，可能过度放大国债内部考核收益。

基于此，我们对不同期限品种设定差异化的调节系数，避免过度高估 FTP 定价中的国债免税优势。

②不同期限品种的调节系数不同，但均基于税收利差兑现率计算：

税收利差兑现率=（国开债到期收益率−国债到期收益率）/（国债发行利率×25%）

其中，分子（国开债收益率−国债收益率）近似衡量实际税收利差，反映实际交易中投资者对国债免税属性所愿支付的真实溢价；分母（国债发行利率×25%）为投资国债的理论最大节税额度。两者之比即为国债免税红利的市场兑现程度。

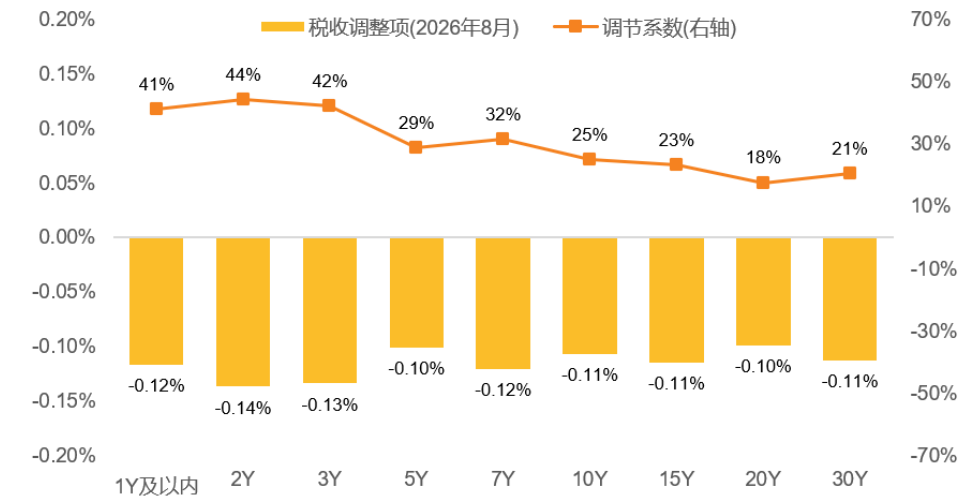
理论上，国债和国开债利率均为无风险利率，二者利差主要反映了市场对国债免税优势的真实定价，不失为税负调整项的一种量化方式。但对银行的 FTP 定价而言，这一方式存在两个问题：

一是国开债税收政策则存在机构差异，即银行自营投资国开债需缴纳 25%利息收入所得税，而定价影响力较大的公募基金，投资国债、国开债的利息收入均无需缴纳所得税，所以不会为国债的免税属性支付溢价。

二是国开和国债利差存在“牛窄熊阔”的特性，受行情波动影响较大，若将某一时点的即期利差直接作为税负调整项，可能导致 FTP 价格随行情频繁震荡，削弱内部定价的稳定性与可预期性。

综上所述，在金市 FTP 基准曲线中，我们测算 FTP 税负调整项时以国开债为参考系。具体测算逻辑是，在考虑银行自营投资国债免税优势的基础上（国债发行利率×25%），结合市场实际兑现情况（调节系数，取近五年税收利差兑现率月均值），对各期限品种进行差异化调整。

图 13：投资国债的 FTP 税负调整项



资料来源：wind，天风证券研究所

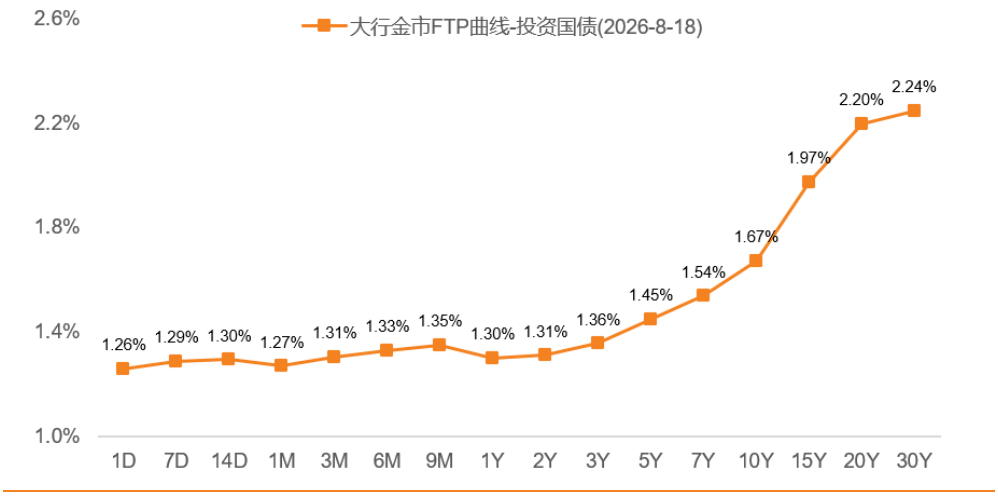
c、战略调整项，设定为 0bp。尽管随着我国融资结构转型、大行表内扩张“财政化”趋势加强，预计未来金市业务的重要性会逐渐增强，但大行作为服务实体主力军，依然需要重视传统信贷服务，目前来看应该不会对金市设置专门的 FTP 加点以鼓励金市扩张。

仅供内部参考，请勿外传

4、计算金市 FTP 利差。

经过前述构建步骤，我们可以得到一条大行金市投资国债的 FTP 曲线，根据期限匹配原则选取对应点即为 FTP 价格。银行实务中，金市投资国债或可以根据划分账户、期限特征逐笔定价，并计算 FTP 利差（债券资产收益率−金市 FTP）。

图 14：投资国债的金市 FTP 曲线



资料来源：wind，天风证券研究所

如果要日常跟踪各期限品种的金市 FTP 利差，根据公开可得数据，计算公式要适度调整，即：

加权金市 FTP 利差 = 国债到期收益率 − 加权金市 FTP

具体假设如下：

a、遵循期限匹配原则，若假设划分至 AC 账户则按原始期限匹配，若假设划分至 OCI 账户、TPL 账户，则分别按指定期限 1.5 年、7 天匹配。

b、不同期限的加权金市 FTP，其权重为该期限对应的各账户占比。参考财报披露的金融投资各账户的重定价期限结构，包括 3M 及以内/3M−1Y/1−5Y/5Y 以上，可以将各账户划分为 5Y 及以内和 5Y 以上两个分段。其中：1−5Y 国债参考 5Y 及以内的账户占比，7−10Y 和 10Y 以上国债均参考 5Y 以上的账户占比。

以 2026/8/18 投资国债的加权金市 FTP 利差为例，测算结果如下所示。目前来看，短端品种出现明显的金市 FTP 利差倒挂，10Y 及以上的中长端仍有一定正利差。

表 8：投资国债的金市 FTP 利差（2026/8/18）

2026/8/18	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y
国债到期收益率	1.20%	1.23%	1.25%	1.38%	1.51%	1.69%	1.96%	2.10%	2.15%
加权金市FTP	1.30%	1.31%	1.33%	1.39%	1.49%	1.60%	1.85%	2.03%	2.07%
金市FTP利差	-0.10%	-0.08%	-0.08%	0.00%	0.02%	0.08%	0.11%	0.07%	0.08%

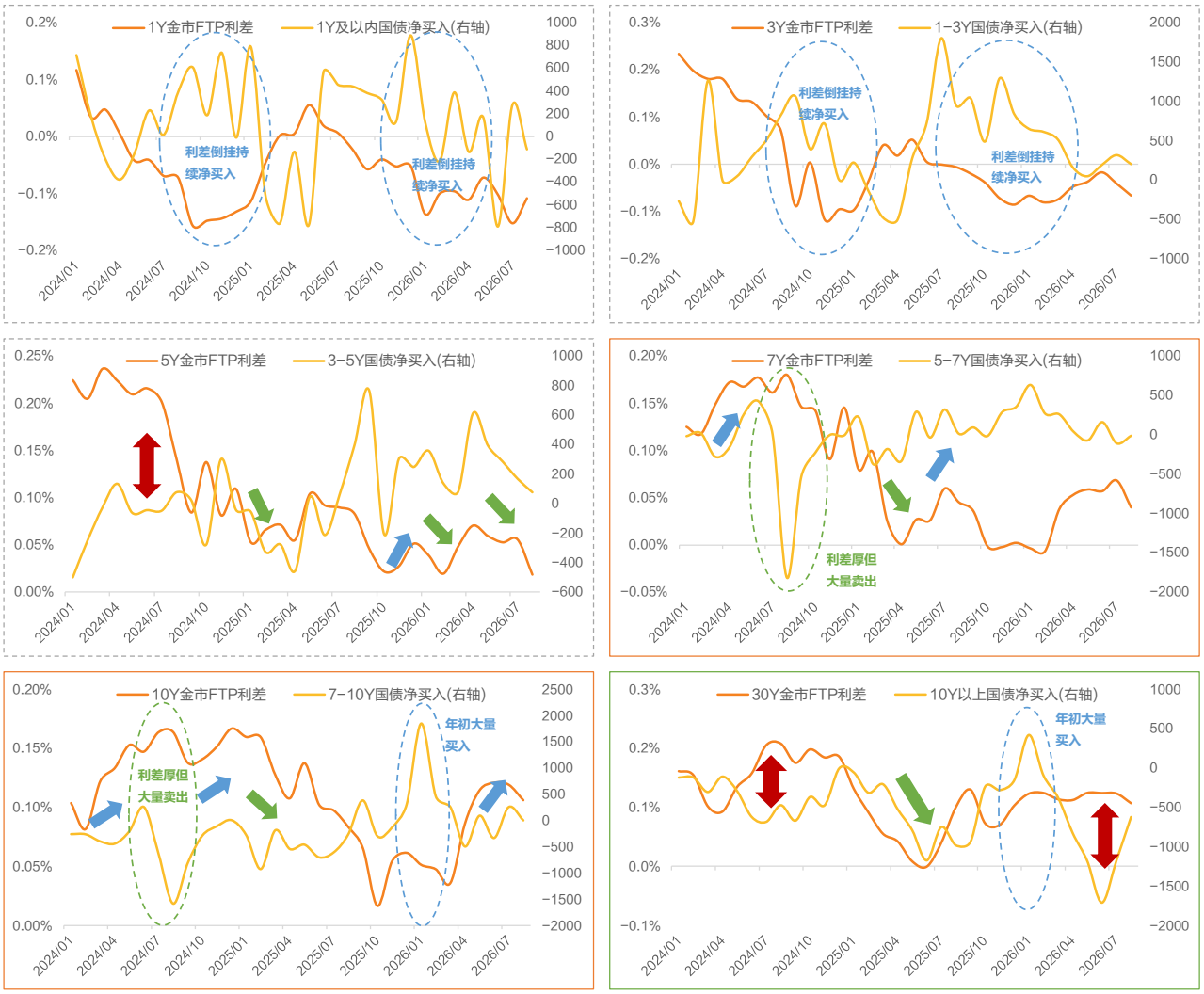
资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 金市 FTP 如何“指挥”大行配债行为？

对于大行而言，金市选择配置何种期限、何种类型的债券，划分至何种账户，均有不同考量。因此，从金市 FTP 利差视角观察大行配债行为，不宜采取“一刀切”的判断方式，即不能简单默认金市 FTP 利差走阔，大行二级配债力度便会随之提升。

仅供内部参考，请勿外传

图 15：金市 FTP 利差未必完全映射大行二级净买入力度（右轴亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

从测算结果来看，金市 FTP 利差作为配债的“价格信号”，其有效性受到各期限品种定位、大行阶段性目标等多重因素的干扰，不能完全映射大行配债力度。具体而言：

（1）中短端（1-5Y）：功能性品种特征突出，常用于头寸和指标管理

对于 1-5Y 等中短端品种，尤其是 3Y 及以内品种，经常出现金市 FTP 利差与大行国债净买入力度背离的现象。比较典型的时期包括：

a、2024 下半年配合央行买入短债形成的背离。2024 下半年，3Y 及以内品种的金市 FTP 利差大幅倒挂，但大行净买入力度维持较高强度，二者出现明显背离。这主要是因为，为推动收益率曲线陡峭化，当时央行启用国债买卖工具，大行也配合央行操作在二级市场大量买入短债。

b、2026Q2 配合司库消化冗余头寸形成的背离。今年前五个月，受益于“存贷错位”引发的流动性宽松，大行司库具有较强的流动性管理诉求，在资产端通过加大净融出、加大短债买入力度等举措消化冗余头寸，因此呈现短债金市 FTP 利差深度倒挂而短债净买入力度依然维持高位的现象。

c、年末时点配合久期管理形成的背离。复盘来看，无论对应金市 FTP 利差是否上行，年末时点短债净买入力度均会出现季节性抬升。这或与大行金市为满足△EVE 指标的年度监管考核要求而系统性控久期有关，金市 FTP 利差也再度让位于指标管控诉求。

（2）中长端（5-10Y）：金市 FTP 利差的指示效果相对较强

仅供内部参考，请勿外传

对于 5-10Y 中长端品种，金市 FTP 利差对大行净买入力度的正向指示效果相对明显，但也存在阶段性背离。

一方面，5-10Y 的期限结构决定了其配置逻辑或相对“纯粹”，更重视盈利导向。5-10Y 品种期限偏长，不属于司库流动性管理偏好品种，同时久期适中，对△EVE 的消耗可控，受指标管理的影响较弱。

另一方面，阶段性背离往往也与当期目标优先级有关。例如 2024Q3，金市 FTP 收益或让位于配合央行的阶段性目标，大行大量卖出 5-10Y 国债以维持倾斜向上的收益率曲线。又例如 2026 年初，即便 10Y 金市 FTP 利差未出现明显上行，但相比于其他中短端品种仍有一定利差优势，大行同样增加了相应期限的配置。

（3）超长端（10Y 以上）：受△EVE 约束，择机配置特征突出

10Y 以上超长端品种，其金市 FTP 利差与二级净买入力度同样呈现不规律状态，时而同步（例如 2025Q2-Q3、2026 年初），时而出现背离（例如 2024Q2、2026 上半年）。

这实际上体现了大行在配置超长端时面临的“鱼与熊掌不可兼得”问题，即超长端 FTP 利差走阔，大行拉久期可以显著提升金市收益，但也会加大利率风险指标压力，在久期持续成为“硬约束”的情况下，收益考核优先级再度滞后。但当指标约束相对较轻时，金市也会在超长端 FTP 利差走阔时择机配置，以适当增厚收益。

表 9：金市常用的利率风险限额指标体系

单只券种利率敏感性		投资组合敞口限额		债券品种投资久期	
利率情景	价格变动限额	投资期限	累计占比	债券品种	久期限额
-300bp	**%	1Y以内重定价	≥**%	国债	**年
-200bp	**%	2Y以内重定价	≥**%	地方政府债	**年
-100bp	**%	5Y以内重定价	≥**%	信用债	**年
+100bp	**%	10Y以内重定价	≥**%		
+200bp	**%	15Y以内重定价	100%		
+300bp	**%				

资料来源：天风证券研究所

对银行而言，金市业务存在严格的限额管理要求，限额指标不仅包括整体的投资账户组合久期，可能还会进一步细化至具体品种、利率情景、投资期限等多个维度。如果超限额开展投资，资产负债管理部甚至可能会对超限额规定且未经批准的债券投资产品采取加计 FTP 的举措，直至该类业务回到限额以内。

因此，超长端 FTP 利差和大行净买入力度的正向相关性，一般存在于非考核时点。临近考核时点或久期管理严格时，哪怕 FTP 利差再丰厚，大行净买入力度也未必抬升甚至可能下降。

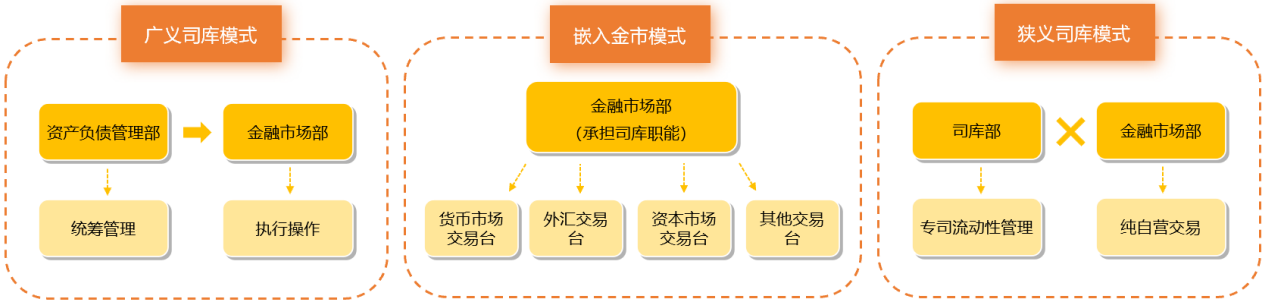
综上所述，金市 FTP 利差作为观察大行配债行为的视角之一，在不同期限上的有效性差异显著。对 7-10Y 等中长端品种，利差走阔一定程度上可以引导增配；但对短端（尤其 3Y 及以内）和超长端（10Y 以上），利差信号常被流动性管理需求、久期约束等更强的因素所覆盖。因此，在运用金市 FTP 利差走势预测大行配债行为时，必须避免“金市 FTP 利差走阔→配置力度加大”的线性框架。

那么，为什么会存在这一现象？我们认为，这可能与大行普遍采取的广义司库模式有关，即司库作为“规则制定方”，统筹全行资金管理，司库 KPI 往往优先于金市 KPI。

目前，国内银行执行司库职能的部门架构大概可以划分为三种模式：

仅供内部参考，请勿外传

图 16：国内银行执行司库职能的三种模式



资料来源：现代金融研究公众号，天风证券研究所

一是广义司库模式，即资产负债管理部、金融市场部共同承担司库职能，国内大行多采取这一模式。资负部作为中台统筹管理，金市部作为前台负责司库业务操作，二者均向资产负债管理委员会报告。这种模式决策与执行分离，制衡机制完善，但也易导致部门壁垒和利益分割。

二是嵌入金市模式，即司库职能归属于金融市场部，国内大多数中小银行采用此种模式。金市部内设有固定收益或者货币市场、外汇、资本市场、金融衍生品等交易台和资产负债管理台等功能组，通过多个金融市场灵活管理银行资金。资产负债管理委员会负责制定风险偏好、FTP 及资产负债策略，司库向其汇报。这种模式效率高，但也难以保持制定 FTP 价格和绩效考核的公正性，即金融市场部“既当裁判员又当运动员”。

三是狭义司库模式，即将司库业务从金融市场部业务中分离出来独立运作。比如，中国银行集团将其原金融市场总部拆分为司库、投行部、全球市场部（2025 年更名为金融市场部）、托管业务部、金融机构部等部门。司库承接了原金融市场总部的债券投资业务，负责流动性组合管理以及本外币的资金池运作。这种模式权责清晰，考核独立，但也因部门设置较多存在一定的协调成本问题。

因此，在广义司库模式下，资负部与金市部的考核目标不同，资负部考核优先流动性风险、利率风险、资本充足等监管指标达标，而金市部作为利润中心优先考核 FTP 创利。然而，资负部可以统筹全行资金配置、制定 FTP 价格，而金市部仅能被动执行。这就导致，当两个部门 KPI 存在冲突时，在下达指令和执行指令方面也会存在博弈，而资负部往往占优。

具体到大行配债决策上，这意味着：金市 FTP 利差对配债行为的“指挥权”是有条件的，即基于金市 FTP 利差的配债行为，需要在满足资负部头寸管理、指标管理的框架之下进行。

3. FTP 视角下大行金市配债展望

从 FTP 利差视角出发，我们对后续大行金市配债行为展望如下：

第一，下半年大行存量负债成本改善放缓，边际不排除略有上行，FTP 调整项改善有限。

2026 上半年，受益于高息存款集中到期、存款降久期策略延续、同业自律升级等因素，大行负债成本实现大幅改善，自然也会传导至金市 FTP 调整项。我们测算，2026 上半年大行平均负债成本或已降至 1.38%，较 2025 年改善 16bp。

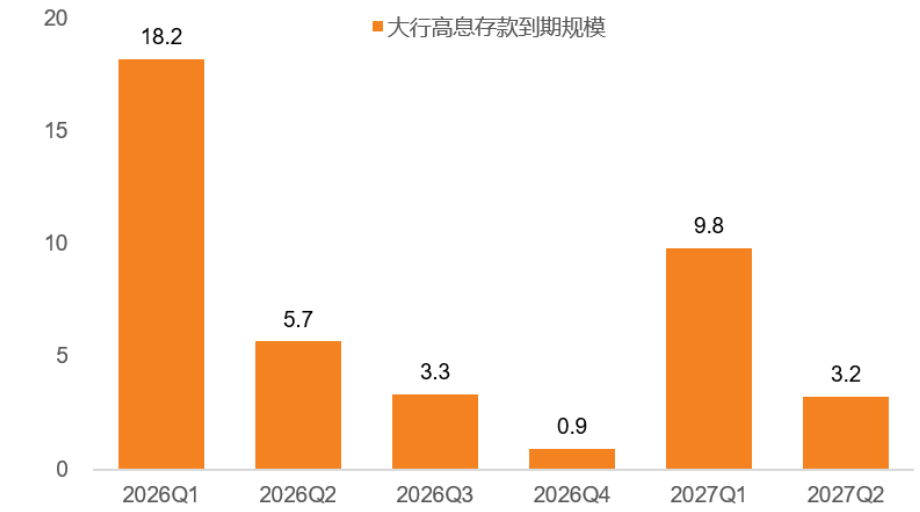
往后展望，预计 2026 下半年、2027 上半年大行负债成本下行将明显放缓，边际不排除小幅上行，具体而言：

a、高息定期存款到期高峰已过，负债成本改善红利弱化。2026 下半年和 2027 上半年的到期高息存款，分别对应 2023 下半年吸收的 3Y 定期（下半年存款吸收力度小）和 2024 上半年吸收的 3Y 定期（2024 年 4 月手工补息整改已落地），意味着高息存款到期规模将

仅供内部参考，请勿外传

会“降档”，对银行负债成本的改善自然趋弱。我们测算，2026 下半年、2027 上半年大行高息存款到期规模分别为 4.2 万亿、13 万亿，远低于 2026 上半年的 23.9 万亿。

图 17：2026H2 和 2027H1 大行高息存款到期规模明显减少（万亿元）



资料来源：各公司财报，wind，天风证券研究所

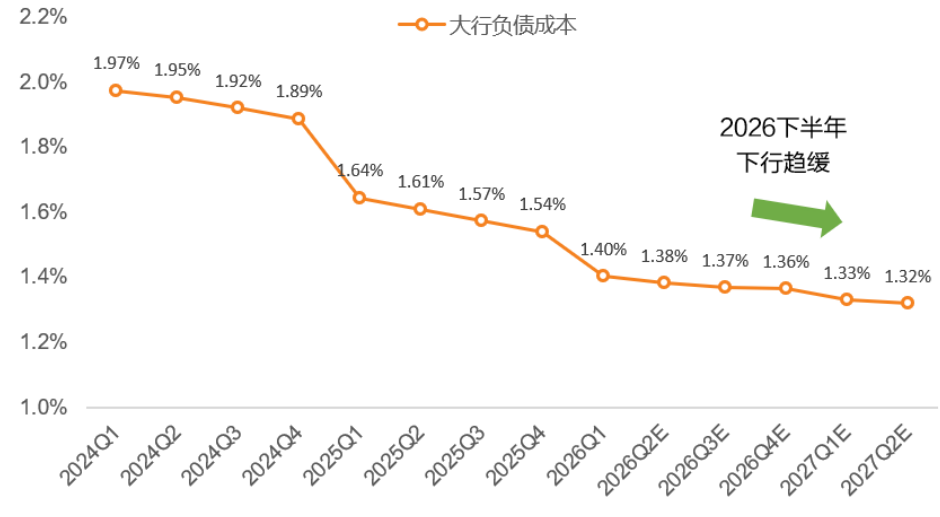
b、2026 下半年银行负债有“拉久期”诉求，会对负债成本产生边际负向影响。下半年为应对负债久期压力，银行负债摆布会做适当调整：

一是目前四大行 5 年期大额存单均重新上架，年化利率最高 1.6%。不过在可预期的利率下行周期中，银行即便选择增量吸收 5Y 大额存单，预计供给额度不会太大，否则会恶化银行负债成本，负债端也将面临较大的利率风险敞口，即银行吸收大额存单对存量负债成本或影响较小。

二是 7 月商金债和存单备案额度皆已下达，司库会适度加大 3Y 商金债和 9M-1Y 存单发行，而其定价基本维持在 1.48-1.60%，均高于大行平均负债成本，对司库边际负债成本会有一定影响。

综合考虑上述因素，我们预计 2026Q2、Q3、Q4 大行负债成本将分别降至 1.38%、1.37%、1.36%，单季降幅 1bp，对金市 FTP 负债成本调整项影响较小。

图 18：2026 下半年大行负债成本下行趋缓



资料来源：wind，天风证券研究所

第二，短端 FTP 利差或延续倒挂趋势，7Y 以上仍具有小幅正利差，但久期约束下对 30Y 难有参与空间，当下或并非配置盘入场的“合意”时点。

仅供内部参考，请勿外传

一方面，Q2 受益于资金面宽松，配置盘利差曾阶段性走阔，但 6 月以来资金面回归均衡、近期广谱利率快速下行，配置盘利差有边际收窄迹象。测算显示，截止 8/18，10Y 及以上国债 FTP 利差均在 10bp 左右，较 6 月末下滑 5bp 左右。

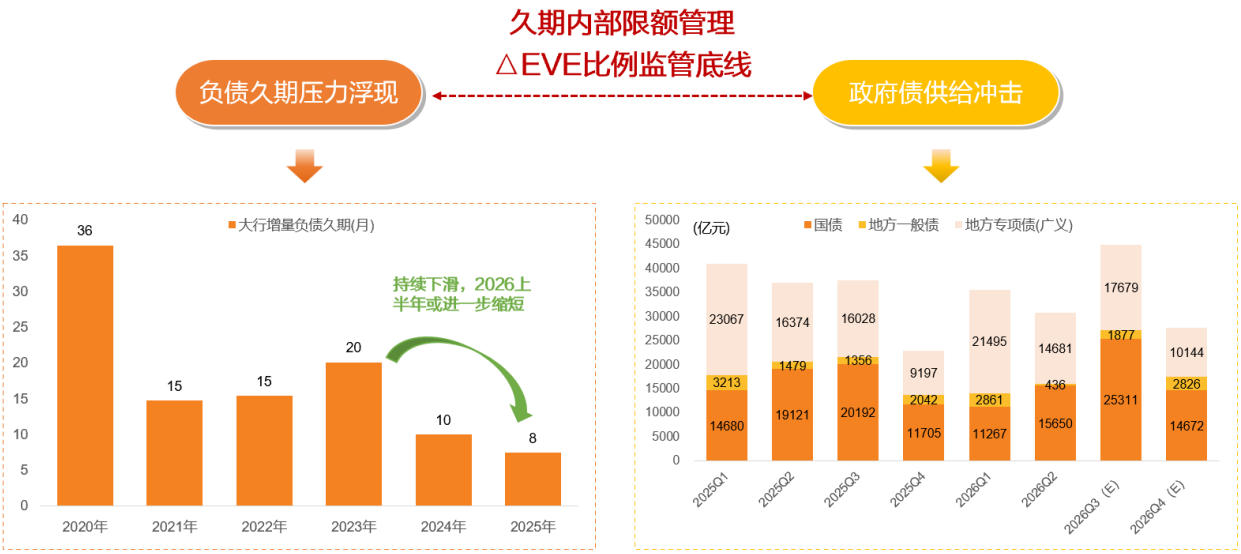
更重要的是，下半年负债端久期压力浮现、政府债供给冲击会对△EVE 指标造成一定负向影响，进而限制大行配债行为。具体而言：

1、负债久期压力浮现。上半年一般性存款依赖短期限品种续作、商金债发行滞后、基础货币“收长放短”等因素影响下，负债久期存在一定隐忧。伴随着下半年一般性存款增长放缓，且央行一年多未降准补充长期流动性，负债久期压力已逐渐浮现。

2、政府债供给冲击。今年政府债发行节奏相对滞后，主要集中在下半年，导致大行刚性承接压力抬升。我们预计，下半年政府债净供给规模或在 7.3 万亿左右，较上半年增加约 6000 亿，其中 Q3 规模或在 4.5 万亿左右，为全年高峰。

因此，面对年末△EVE 指标不超过 15%的硬性监管要求，即便超长债相对于其他期限品种仍有一定利差优势，大行配置意愿可能也不会太强，甚至不排除“买短卖长”以调控久期。

图 19：2026 下半年大行金市久期约束依然偏紧



资料来源：wind，天风证券研究所

第三，“早配置早收益”诉求驱动下，大行金市配置盘合意入场时点或在“岁末年初”。

从收益考核角度看，今年下半年大行金市加码二级配债的意愿可能不会太强，毕竟今年债券利率呈现下行趋势，预计上半年大行金市盈利的序时完成进度较好，甚至不排除超额完成了任务。

往后展望，配置盘的合意入场时点或在“岁末年初”，原因在于：

一是岁末年初时点，银行全年规划落地、指标压力较小，大行二级配债力度会季节性抬升。

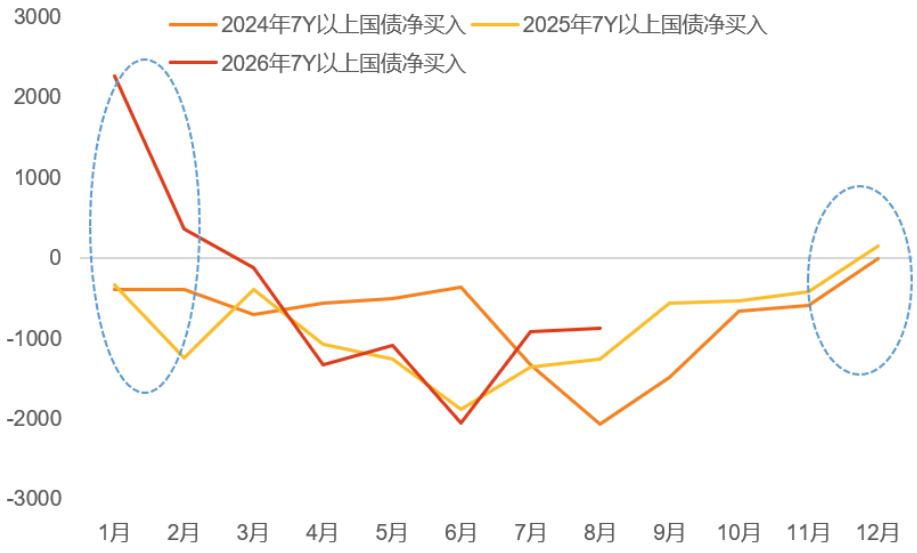
a、岁末年初是各类机构敲定年度经营指标、落地资产配置计划的关键节点，会直接催生集中配债需求。

b、年初开门红背景下，无论是信贷派生存款、还是揽储力度加大，存款增长往往明显高于信贷增长，银行头寸较为充裕。

c、年初△EVE 指标约束较轻，大行金市具备拉长久期、增厚收益的操作空间。

仅供内部参考，请勿外传

图 20：岁末年初大行配置力度会季节性抬升（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所。注：2026 年 8 月数据截止 8/26。

二是 2027 年银行金市“早配置、早收益”诉求可能会进一步强化，甚至不排除出现年末“抢跑”行为。

在信贷增速放缓的背景下，银行普遍存在“欠配”需求，需要持续寻找合意资产填补缺口。目前来看，2026 全年信贷增速降至 5%以下或是大概率事件，预计 2027 年或将延续放缓趋势，且未来季初月份不排除出现“常态化”单月负增长。

除信贷持续降速外，2027 年政府债供给收缩可能进一步加大银行资产欠配压力，主要源于置换债、注资特别国债的发行收官。对于置换债，一揽子化债方案中明确 2024-2026 年每年安排 2 万亿再融资专项债额度用于置换存量隐性债务，今年是该安排的收官之年。对于注资特别国债，2025 年已发行 5000 亿用于支持中行、建行、交行、邮储补充核心一级资本，2026 年则发行 3000 亿（或用于支持工行和农行），年内同样结束计划。因此，若假设 2027 年其他常规政府债额度与 2026 年持平，则 2027 年政府债供给将为 11.59 万亿，为近三年最低值。

因此，为尽早锁定票息收益和抢占优质资产，金市扩表力度可能和信贷一样，同样呈现前置倾向，且为了规避后续资金集中入场导致的利差收窄压力，不排除部分机构会“抢跑”配置，在年末寻求入场机会。

表 10：2027 年政府债规模或明显下降（亿元）

亿元	一般国债	超长期特别国债	注资特别国债	地方一般债	地方专项债（狭义）	置换债	政府债规模
2024	33400	10000	0	7200	39000	20000	109600
2025	48600	13000	5000	8000	44000	20000	138600
2026	50900	13000	3000	8000	44000	20000	138900
2027E	50900	13000	0	8000	44000	0	115900

资料来源：wind，天风证券研究所

第四，未来金市 FTP 定价锚或更应挂钩全行负债成本或司库负债成本，使金市资金成本计量与资金实际来源相匹配。

目前多数银行金市 FTP 的定价逻辑是“市场利率+调整项”，这种方式虽然能及时、灵敏地反映资金市场边际变化，符合金市“市场类业务”的属性，但也存在一个较为突出的问题，即金市头寸来源与定价基准“不匹配”。

市场利率反映的是边际融资成本，例如实时的同业存单或回购利率。但是，金市买债的资金来源并非实时的货币市场拆借或债券市场融资，而是存量司库资金池，包括一般性存款、同业负债等，其综合成本与外部市场利率存在一定偏差。这意味着，高度依赖于市场收益

仅供内部参考，请勿外传

率曲线的金市 FTP，或无法很好地反映行内经营实际，即便可以通过负债成本调整项传导变化，也会因调整频率偏低而存在传导时滞。

因此，我们认为，未来金市 FTP 定价锚，也许更应挂钩全行负债成本或至少是司库负债成本。这样做：

一是可以及时、综合地反映全行资金成本。存款、同业负债或货币政策工具的边际成本变化，均能较快反映至金市 FTP，司库和金市的摩擦成本降低后，金市可以更快地调整配债策略。

二是有助于全行 FTP 实现“并轨”。挂钩全行负债成本后，债券投资和贷款投放的 FTP 基准将统一为同一负债成本，可以更公允地衡量债贷比价效应，降低因 FTP 定价方法不同导致的比价失真。

4. 风险提示

金市 FTP 利差持续收窄、资金面超预期收敛、测算假设与现实不符。

仅供内部参考，请勿外传

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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com