下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 9 月 4 日

行业研究

当 DR 成为贷款定价基准锚之后，兼论利率调控框架改革

——银行经营专题报告之三

要点

7 月以来，各地首批以 DR 为定价基准的贷款先后落地，国股行及部分地方法人银行均已布局。DR 对公贷款的推出将贷款定价从 LPR 单一定价锚推向“LPR+DR”双锚并行时代。基于我国基准利率改革的当前阶段，本文回顾利率调控框架与传导机制演进过程，参照海外基准利率改革的相关经验，对我国基准利率体系建设与下阶段改革方向提出一些思考。

现阶段改革聚焦市场基准利率优化，DR 逐步成为利率谱系新锚点。从易纲行长时期到潘功胜行长时期，央行利率调控机制与传导体系建设进入结构性迭代阶段。易行长主导构建了“短端 OMO+中端 MLF”多锚并行的利率调控框架与传导体系。这一框架假设市场分割，“双轨并行”依然存在，是利率改革的过渡阶段。潘行长任职以来聚焦全面重构价格型货币政策调控框架，通过重塑 DR 短端定价锚，推动贷款定价基准多元化等方式，理顺“由短及长”的利率调控与传导链条，与国际普遍方向更为接轨。

操作目标聚焦 DR001，通过系列改革强化 DR 基准利率地位。6 月以来，央行通过收窄隔夜利率走廊、增设隔夜期逆回购操作工具，引导 DR 在政策利率附近平稳运行。未来 DR 作为货币市场基准利率仍有优化空间，一是交易基础仅覆盖银行等存款类金融机构，不包含券商、基金等非银机构；二是 DR 相关利率衍生品仍在培育阶段，尚未形成完整实盘交易曲线，除 DR001 和 DR007 外，更多期限的 DR 品种代表性偏少；三是前期挂钩 Shibor 的存单等浮息产品面临基准切换问题。

优化国债收益率曲线形态，发挥金融市场基准利率功能。对比海外经济体主权债券市场，我国国债收益率已初步具备金融市场基准利率功能，但仍存在改进空间，如：①债市交易结构有待完善，配置盘与交易盘力量失衡，缺少定价稳定机制；②短端国债供给偏少，与 DR 衔接存在断点；③超长端供需错配，活跃券与非活跃券流动性分化。

推动贷款利率定价基准多元化，传导效率角度看需要进一步强化自律机制约束。一方面，LPR 报价质量待提升，供需失衡导致 LPR 定价基准作用弱化；另一方面，无论是早期的“MLF-LPR”利率传导机制还是当前的“OMO-LPR”传导机制，从货币市场到存贷款市场的传导效率都面临较大阻滞，传导效率不高，现阶段仍需要持续强化自律机制约束。

DR 基准利率地位强化或对债券市场带来衍生影响。一是 DR 利率的波动性将明显下降，货币市场稳定性或大幅提升。**二是**短端 DR 平稳性提高后，通过 DR 利率传递央行政策意图的作用将下降，不再构成市场博弈基础，或助推收益率曲线平坦化运行，央行流动性投放频次或被动提升。**三是**贷款定价基准多元并行，可改善政策利率向贷款定价的传导效率，但利率自律机制仍将继续发挥作用。

参考海外经验，我国下阶段利率改革的关注点或在于：① 推动政策利率调控框架重心适度前移至隔夜期，完善当前隔夜走廊运行机制；淡化 MDS、MLF 等工具中标利率的准政策性信号属性；将流动性投放渠道适度拓宽至非银机构。② 推动 DR 相关利率衍生品，推出完整 IRS、OIS 曲线；推动 LPR 报价机制改革，提升国债市场流动性，优化长端收益率曲线形态。③ 推动银行建立健全内部资金成本定价体系，发挥市场利率自律机制的约束作用，兼顾市场竞争秩序维护。

风险提示：经济复苏节奏慢于预期，货币政策超预期宽松；利率市场化改革进程推进相对缓慢，利率改革方向研判有偏；风险暴露超预期，资产质量持续恶化等。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

分析师：赵晨阳

执业证书编号：S0930524070005

010-57378030

zhaochenyang@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1、 近十年利率市场化进程与调控框架演进复盘 6
1.1 2018 年以前：存贷款利率管制放开，央行工具矩阵初步搭建 6
1.2 易纲行长时期（2018~2023）：利率“并轨”过渡阶段，调控框架初步搭建 8
1.3 潘功胜行长时期（2024 年以来）：利率调控框架转型优化，自律机制管理加强 10
1.4 两次陆家嘴论坛传递利率改革思路，DR 逐步成为利率谱系新锚点 12
2、 操作目标聚焦 DR001，通过系列改革强化 DR 基准利率地位 14
2.1 政策利率期限或从 7 天期逐步过渡至隔夜期 14
2.2 引导 DR 系统性降波，强化市场基准利率地位 15
3、 优化国债收益率曲线形态，发挥金融市场基准利率功能 17
3.1 配置盘与交易盘配比失衡，投资者结构有待完善 17
3.2 短端与超长端供需错配，活跃券与非活跃券流动性分化 18
3.3 不同市场主体税收制度差异影响定价基准功能 19
4、 推动贷款定价基准多元化，进一步强化存贷款自律机制约束 20
4.1 LPR 报价质量待提升，增加 DR 为定价参考基准 20
4.2 贷款利率：LPR 基准作用弱化，自律机制约束强化 22
4.3 存款利率：稳定在挂牌与自律上限之间，同市场利率联动较弱 24
5、 海外利率调控与传导机制经验参考 24
5.1 海外依托走廊机制调控基准利率，联动银行成本核算影响存贷款定价 24
5.2 美国：充裕准备金框架下的“双地板”利率体系 25
5.3 欧元区：利率调控从走廊体系转向“软”地板体系 28
5.4 日本：长短期兼顾的利率走廊 30
6、 本轮利率调控框架改革的影响与未来展望 31
6.1 DR 基准利率强化的衍生影响 31
6.2 下一阶段利率框架改革的方向展望 32
7、风险提示 33

下载日志已记录，仅供内部参考

图目录

图 1：2018 年以前存款贷款利率市场化改革与央行流动性工具创新两大主线同步推进 7
图 2：贷款利率上限放开后从锚定贷款基准利率转向锚定 LPR 7
图 3：前期短端利率走廊宽度较大，约束不足 7
图 4：2018-2023 年重点推进存贷款利率与市场利率“并轨”，初步搭建政策利率传导框架 8
图 5：易纲行长时期利率体系和调控框架 9
图 6：除特殊时段外同业存单利率基本绕 MLF 政策中枢运行 9
图 7：2024 年以来利率框架转型主线下存贷款定价自律机制约束强化 10
图 8：短、中、长期货币政策工具矩阵持续丰富 11
图 9：现阶段政策利率传导过程 11
图 10：26 年 6 月临时隔夜正逆回购操作机制优化，隔夜走廊宽度由 70bp 收窄至 50bp 12
图 11：央行通过每日逆回购滚动续作调控资金面余缺 14
图 12：资金面偏紧时段流动性分层压力显现 14
图 13：DR007-001 利差在季末、节前等特定时点显著收窄 15
图 14：2024 年 7 月短端利率走廊优化以来 DR 波动性显著降低 15
图 15：短端利率稳定性受节假日和重要考核时点扰动较大 15
图 16：Shibor 仍是 NCD 主流定价锚，基准切换仍需时间 16
图 17：FR007-IRS 为实盘曲线，关键点均具备实盘交易支撑 16
图 18：国债投资者主要集中在商业银行 17
图 19：美债投资者结构相对均衡，境外投资者占比较大 17
图 20：1Y 国债收益率同 DR001 偏离度较大 18
图 21：1Y 美债收益率大体领先 SOFR 一个季度，二者走势贴合 18
图 22：国股行国债交易量明显低于城农商行及非银机构 19
图 23：美国国债二级市场交易结构 19
图 24：我国 1Y 期以内国债发行占比较低 19
图 25：国债收益率相较国开债而言包含所得税税收优惠 19
图 26：LPR 相较市场利率而言调整相对粘滞 21
图 27：LPR 减点占比逐步提升至 51% 21
图 28：贷款利率受 LPR、自律底、税收还原国债收益率“三条线”约束 23
图 29：企业贷款利率同 DR、国债收益率联动较弱 23
图 30：个人住房贷款利率基本稳定，同市场利率相对脱节 23
图 31：存款利率基本限定在挂牌利率与自律上限之间，后续聚焦高息产品点状管控 24
图 32：金融危机前 EFFR 基本锚定 FFR 目标利率运行 26
图 33：金融危机后美联储形成“双地板”利率体系 26
图 34：金融危机前欧元区利率调控机制为对称形态的走廊体系 28
图 35：金融危机后 ESTR 降至走廊下限 DFR 附近运行 28
图 36：贴现率/CLF 利率是市场基准无担保利率的上限 30
图 37：宽货币环境下利率框架从走廊体系转向地板体系 30
图 38：加息过程中短期限存款利率调整相对滞后 31

下载日志已记录，仅供内部参考

图 39：短期浮动利率贷款重定价周期短于长期固定利率贷款..... 31

下载日志已记录，仅供内部参考

表目录

表 1：2024、2026 年两次陆家嘴论坛利率体系改革相关内容对比 13
表 2：不同类型投资者国债利息收入、买卖价差收入税收制度对比 20
表 3：截至 8 月全国各地已披露挂钩 DR 贷款相关情况梳理 22
表 4：美国不同类型存款账户定价机制梳理 27
表 5：美国不同类型贷款定价基准及定价机制梳理 27
表 6：欧元区银行不同类型贷款定价机制梳理 29

下载日志已记录，仅供内部参考

1、 近十年利率市场化进程与调控框架演进复盘

回顾我国利率市场化改革与利率调控框架演进过程，根据不同改革主线可大体划分为三个阶段：

第一阶段聚焦利率市场化改革，先放开货币市场利率管制，再推进债券定价市场化，最后放开存贷款定价管制，整体按照“先贷款后存款”、“先外币后本币”、“先大额后小额”、“先长期后短期”顺序推进。这一阶段初步取消存贷款利率上下限约束，建立了 LPR 集中报价机制，但存贷款基准利率对实际定价仍具有较强指导作用，存贷款利率与市场利率仍是双轨并行模式。

第二阶段在于推动利率“两轨”合“一轨”。期间易纲行长主导构建了“短端 OMO+中端 MLF”多锚并行的利率调控框架与传导体系，从优化定价机制出发进一步推动存贷款利率的市场化改革。但这一框架假设市场分割，“双轨并行”问题依然存在。

第三阶段聚焦全面重构价格型货币政策调控框架。这一阶段改革由潘功胜行长主导，明确 7D 逆回购利率为政策利率，重塑 DR 作为短端定价基准，与海外主要经济体调控范式更为趋近。同时，通过强化行业自律机制管理，实现有序竞争下的存贷款利率市场化定价。

1.1 2018 年以前：存贷款利率管制放开，央行工具矩阵初步搭建

利率市场化改革初期聚焦货币、债券市场利率管制放开。1996 年央行放开银行间同业拆借利率，次年放开银行间债券回购利率，后于 1998~1999 年逐步实现国债、政金债的市场化发行定价，为国债收益率曲线构建打下基础。2000 年后分步推进外币利率市场化改革，先后放开境内外币贷款、大额外币存款、部分币种小额外币存款利率管制，2012 年基本完成外币利率市场化改革。同年，扩大贷款利率下浮空间、放开存款利率上浮区间，推动存贷款利率管制进一步松动。

2013~2015 年间我国存贷款利率定价管制有序放开，其中：**①贷款定价下限于 2013 年 7 月率先取消，**9 月成立市场利率定价自律机制，以行业自律的方式对行政管制放开后的定价管理进行补位。同年 10 月推出 LPR 报价机制，报价行采取贷款基准利率上浮比例方式集中报价，作为银行对优质客户的贷款定价参考。

②存款端采取渐进松绑模式，通过逐级扩大存款利率浮动区间的方式过渡，存款利率浮动上限自 1 倍逐步上调至 2015 年 5 月的 1.5 倍，5 月同步实施《存款保险条例》，防范存款利率上限放开后可能引发的银行高息揽储、市场风险上升等问题。同年 6 月央行推出《大额存单管理暂行办法》，期限包括 1M、3M、6M、1Y、2Y、5Y 等 9 个品种，对于个人投资者 30 万元以上、机构投资者 1000 万元以上的大额存单利率采取市场化方式确定，不受存款利率上限约束。10 月取消商业银行等机构的活期、1Y 及以内定期、协定及通知存款利率上限，定价参考对应期限存款基准利率自主确定，标志人民币存贷款利率定价的行政管制基本放开。

央行流动性工具箱逐步丰富。外汇占款驱动的基础货币投放模式弱化，叠加货币市场利率稳定机制缺失，银行间资金面稳定性较差，短端利率易于在季末、年末、税期等时点出现大幅波动甚至“钱荒”现象。这一背景下，央行在 2013~2017

下载日志已记录，仅供内部参考

年间集中创设了 SLO、SLF、PSL、MLF、TLF 等流动性投放工具，初步搭建了涵盖短、中、长期的分层流动性投放体系。

以 7D 逆回购利率为中枢的短端利率走廊初步成形。在 2016 年 2 月建立了公开市场操作的常态化机制，根据政策调控需要原则上每个工作日均开展公开市场操作，稳定市场预期的同时逐步熨平市场利率的大幅波动。同年 11 月在三季度货政报告中明确“DR007 可降低交易对手信用风险和抵押品质量对利率定价的扰动，能够更好地反映银行体系流动性松紧状况，对于培育市场基准利率有积极作用”，指出“DR007 贴近公开市场 7 天期逆回购操作利率平稳运行”，对应以 DR007 为市场基准利率，7D 逆回购为中枢，SLF 利率为上限，超额存款准备金利率为下限的短端利率走廊雏形基本确立。

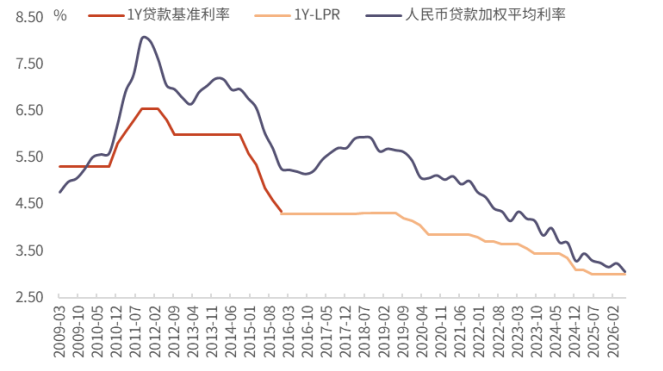
整体来看，这一阶段基本放开了存贷款利率上下限的行政管制，初步构建了市场化定价和行业自律管理机制；创设了一系列流动性投放工具，形成了自主可控的流动性投放体系和利率调控走廊；但也存在诸如存贷款定价仍以基准利率为锚，与市场利率双轨并行，利率走廊较宽缺乏约束效力等遗留问题。

图 1：2018 年以前存款贷款利率市场化改革与央行流动性工具创新两大主线同步推进



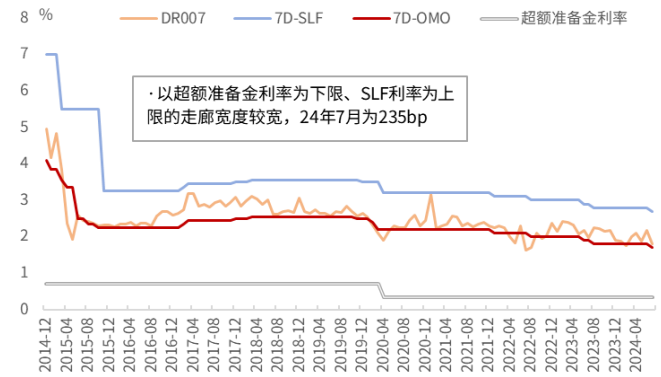
资料来源：政府官网，央行官网等，光大证券研究所整理

图 2：贷款利率上限放开后从锚定贷款基准利率转向锚定 LPR



资料来源：Wind，央行，光大证券研究所；数据时间 2009Q1-2026Q2

图 3：前期短端利率走廊宽度较大，约束不足



资料来源：Wind，央行，光大证券研究所；数据时间 2014 年 12 月-2024 年 7 月

下载日志已记录，仅供内部参考

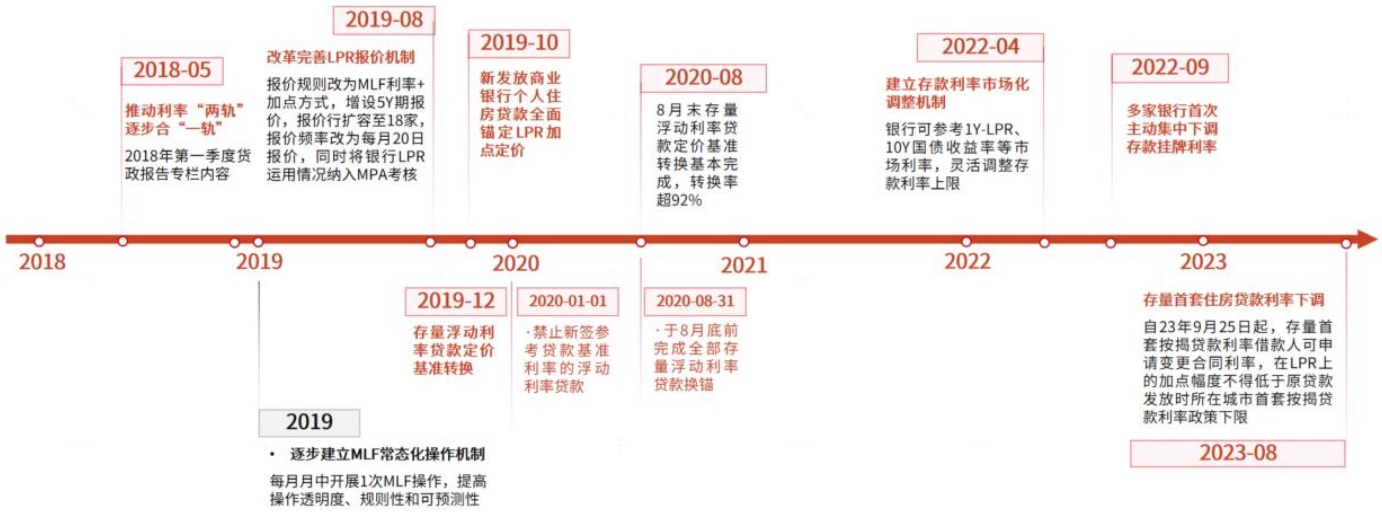
1.2 易纲行长时期（2018~2023）：利率“并轨”过渡阶段，调控框架初步搭建

存贷款利率定价市场化机制进一步完善，推动“两轨”合“一轨”。①贷款利率通过 LPR 形成机制改革实现同政策利率与市场利率连通。2019 年 LPR 改革前，其报价机制为“贷款基准利率*倍数/折扣”，即实际贷款利率仍间接跟踪央行设定的基准利率，部分银行通过协同报价低于贷款基准利率设定隐性下限，致使实体经济贷款成本与资金市场利率走势分化，形成“利率双轨”问题。

这一情况下，2019 年 8 月央行推动 LPR 形成机制改革，将报价调整为“MLF 利率+点差”模式，同央行中期政策利率联动，加点方式则体现报价的市场化、灵活性特征。同时，改革增设 5Y 期及以上品种为银行发放住房抵押贷款等长期贷款的利率定价提供参考，同步将报价行在原有 10 家全国性银行的基础上增加城商行、农商行、外资银行、民营银行各 2 家，增强报价代表性。随后通过推动银行新发放及存量贷款定价强制挂钩 LPR、将 LPR 应用情况及贷款定价竞争行为纳入 MPA 考核等方式，推动存量及新发放贷款定价锚的转换。

②存款利率联动贷款及债券市场利率调整。贷款利率市场化定价机制完善后，改革重心向存款端延伸，2022 年 4 月央行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，引导银行参考以 10Y 期国债收益率为代表的债市利率和以 1Y-LPR 为代表的贷款利率动态调整存款利率，提高银行存款利率的市场化程度。广谱利率波动下行背景下，引导银行合理压降存款成本，弱化存款利率定价刚性。

图 4：2018-2023 年重点推进存贷款利率与市场利率“并轨”，初步搭建政策利率传导框架



资料来源：政府官网，央行官网等，光大证券研究所整理

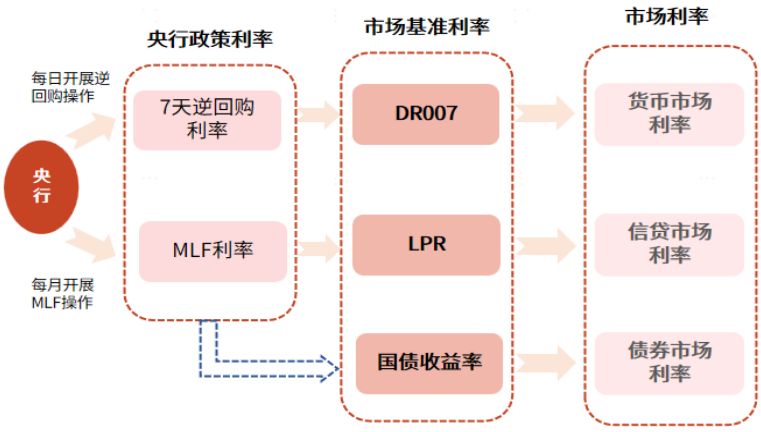
“政策利率→市场基准利率→市场利率”的利率体系与调控框架基本确立。这一阶段，央行主要在既有的政策工具箱基础上进行精细化调整，如 2019 年开始央行逐步建立 MLF 常态化操作机制，每月月中开展 1 次 MLF 操作。通过相对固定的时间和频率开展操作，提高操作透明度、规则性和可预测性，强化其中期政策利率定位，进而引导中期市场利率。伴随 SLO、TLF 等工具退出常规使用，央行流动性调控告别依靠临时性工具投放，转向“逆回购+MLF”公开市场操作组合的常态化模式，形成 7D 逆回购+1Y MLF 的政策利率体系。在利率走廊的辅助下，

下载日志已记录，仅供内部参考

DR007、LPR 等市场基准利率分别围绕 7D 逆回购、1Y-MLF 政策中枢运行，进一步通过银行体系将价格信号传导至货币、信贷等终端市场的资金定价。

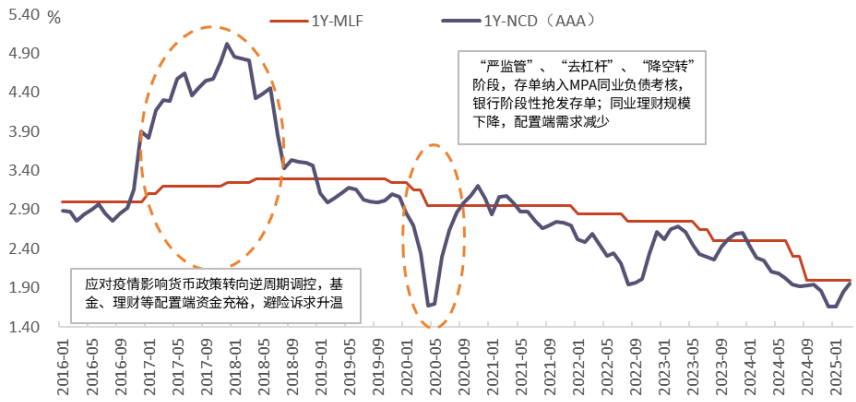
这一阶段核心主线在于推动存贷款利率与市场利率并轨，改革存贷款利率定价机制，将其与政策利率、市场基准利率联动，初步实现存贷款定价的动态市场化调整。但同时也要看到由于政策利率体系层级差异、跨市场利率传导摩擦等影响，贷款利率与市场利率之间联动相对弱；存款利率调整相对滞后，且机构间调整频次、幅度均存在差异，实际情况中存贷利率与市场利率分割问题依旧存在。

图 5：易纲行长时期利率体系和调控框架



资料来源：《中国的利率体系与利率市场化改革》，光大证券研究所

图 6：除特殊时段外同业存单利率基本绕 MLF 政策中枢运行



资料来源：Wind，央行，光大证券研究所；数据时间：2016 年 1 月-2025 年 3 月

下载日志已记录，仅供内部参考

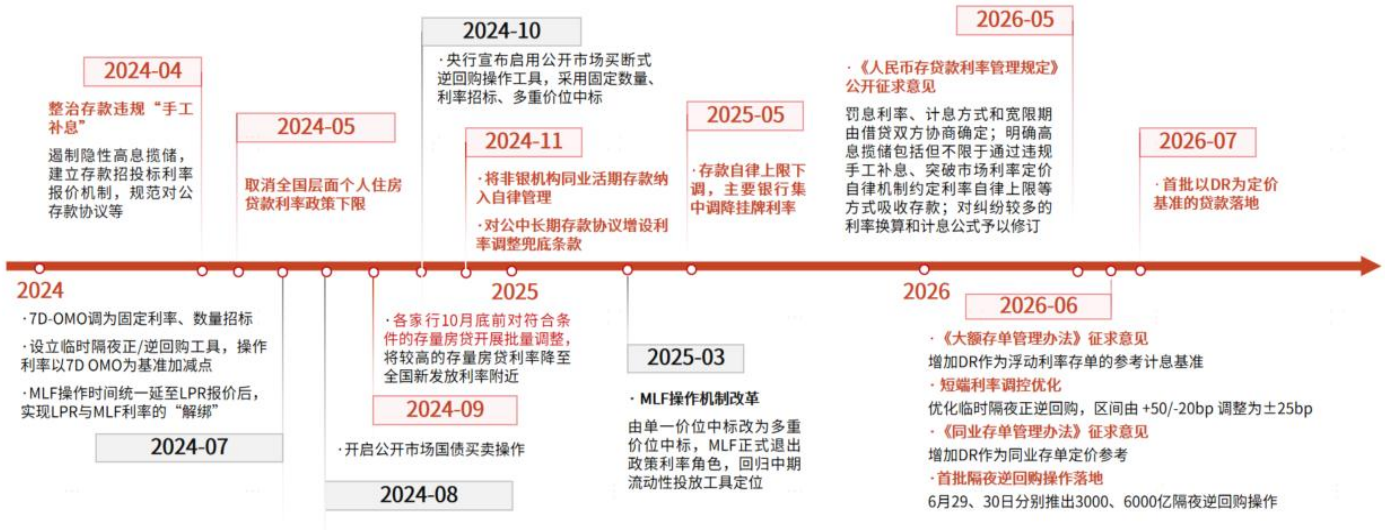
1.3 潘功胜行长时期（2024 年以来）：利率调控框架转型优化，自律机制管理加强

存贷款定价自律机制管理强化，利率市场化纵深推进。取消存贷款利率上下限后的较长时间内，利率自律机制约束相对柔性，部分机构存在变相突破自律机制进行高息揽储、低息放贷情况，存贷款实际利率与市场利率联动性较弱。2024 年以来，存贷款定价的自律管理强化，具体来看：

存款端侧重于市场化调整机制理顺以及高息揽储等违规行为纠偏。①常态化运用“OMO-LPR-存款利率”的联动机制，推动挂牌利率及自律上限调降。②规范银行定价行为，整治存款手工补息，叫停违规智能存款、异地揽储等违规业务，持续收紧中小行区域自律的差异化监管，消除存款市场定价扭曲。③加强同业存款定价管理，逐步将非银存款利率纳入自律管理，抹平存款利率曲线上“凸点”。

贷款端侧重于依托自律机制约束整治定价“内卷式”竞争。2024 年 5 月取消房贷利率下限后，部分银行通过“价格战”方式抢占市场份额，部分贷款利率一度低于当期国债利率。《2024 年第三季度货币政策执行报告》中明确指出“不发放税后利率低于同期限国债收益率的贷款”，贷款定价自律管理强化“利率底”约束，防范银行定价“内卷式”竞争。

图 7：2024 年以来利率框架转型主线下存贷款定价自律机制约束强化

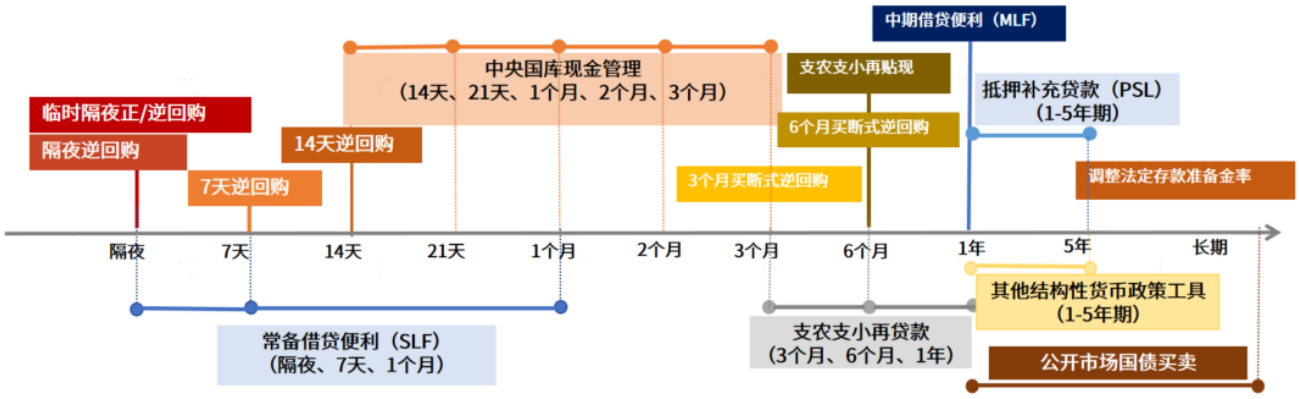


资料来源：政府官网，央行官网等，光大证券研究所整理

央行利率调控框架系统性升级，政策利率聚焦短端，向国际范式接轨。前期政策利率体系期限分层，对应短端货币市场与中长端债贷市场定价相对分割，加剧跨市场间利率传导摩擦，降低政策利率到市场利率的传导效率。2024 年陆家嘴论坛上潘行长指出要“进一步健全市场化的利率调控机制”，明确以短期 7D 逆回购操作利率为主要政策利率，向海外主要经济体模式靠拢。2024 年 7 月央行调整 7D 逆回购操作方式由利率招标调整至数量招标，明示操作利率，强化其政策利率定位；8 月将 MLF 操作时间延至 LPR 报价后，推动 LPR 与 MLF 利率的“解绑”。后陆续开启公开市场国债买卖、买断式逆回购等操作，丰富央行流动性投放工具箱；2025 年 3 月 MLF 操作机制改革，利率招标模式由单一价位中标调整为多重价位中标，退出政策利率角色，回归到中期流动性工具定位。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：短、中、长期货币政策工具矩阵持续丰富

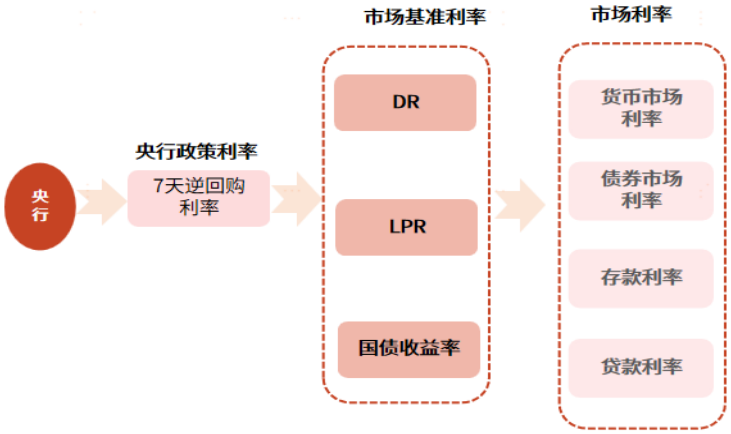


资料来源：央行，光大证券研究所整理

短端利率走廊机制优化，走廊宽度明显收窄。2024 年 7 月创设临时隔夜正/逆回购操作，用于日间精细化管理银行体系流动性，这一工具采用数量招标模式，正/逆回购操作利率分别为 7D 逆回购-20bp/+50bp，即创设隔夜期资金走廊，走廊宽度 70bp，相较前期 SLF 为上限、超额存款准备金利率为下限的走廊宽度显著收窄。2026 年 6 月，潘行长在陆家嘴论坛上宣布完善临时正/逆回购工具使用机制，将其操作利率调整为 7D 逆回购利率±25bp，隔夜利率走廊宽度由 70bp 进一步收窄至 50bp。利率走廊宽度收窄与隔夜逆回购“削峰填谷”等举措，旨在熨平货币市场利率大幅波动，引导 DR 利率的平稳运行，提升市场基准利率的可靠性。

综合来看，2024 年来利率市场化改革重心由放开利率管制、推动利率并轨转向完善市场化定价秩序、理顺由短及长的利率传导框架机制，央行通过调整 7D 逆回购这一政策利率影响 DR、国债收益率等市场基准利率，最终落脚到货币市场债券市场与存贷款市场利率，形成实体经济中投融资价格。

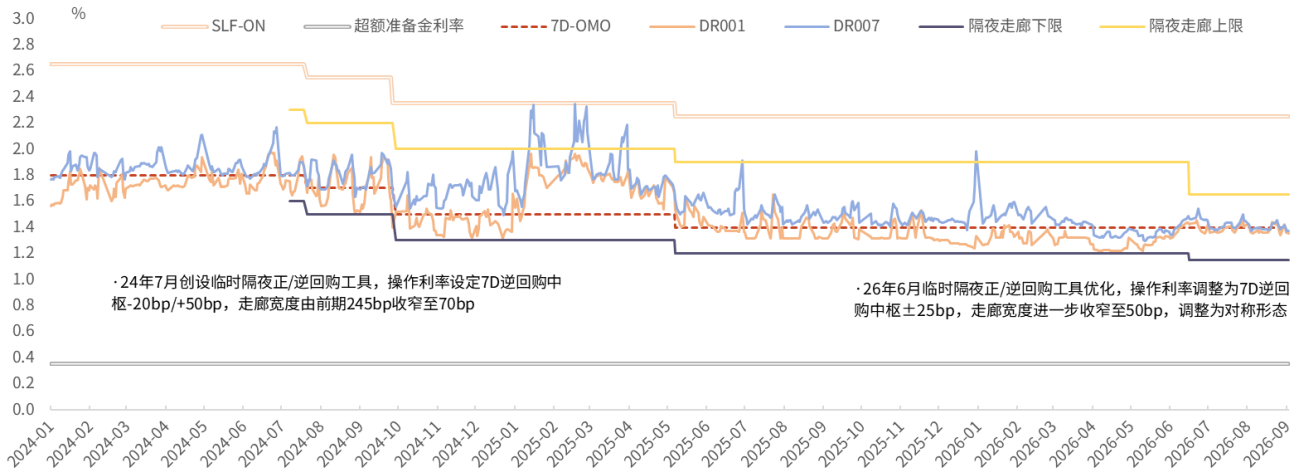
图 9：现阶段政策利率传导过程



资料来源：《2024 年第三季度货币政策执行报告》专栏 3，光大证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：26 年 6 月临时隔夜正逆回购操作机制优化，隔夜走廊宽度由 70bp 收窄至 50bp



资料来源：央行官网，Wind，光大证券研究所；数据时间：2024 年 1 月 1 日-2026 年 9 月 3 日

1.4 两次陆家嘴论坛传递利率改革思路，DR 逐步成为利率谱系新锚点

从易纲时期到潘功胜时期，央行利率传导体系建设进入结构性迭代阶段。

① 易纲行长任职阶段侧重打通存贷款利率市场化堵点。存贷款利率管制全面放开后，存贷款利率定价仍存在隐性约束，与货币、债券市场利率形成“双轨并行”格局。2018~2023 年易纲行长任期内主导构建了多锚并行的利率调控框架与传导体系。短端以 7 天逆回购利率为起点，牵引 DR007 这一市场基准，从而对货币市场利率走势进行引导与调控；中长端以 MLF 作为核心政策利率，搭建“MLF-LPR-存贷款利率”的直接传导通路，同时政策利率所释放的信号经由国债收益率间接影响债市利率定价。

但这一框架存在市场分割的天然缺陷。7D-OMO 与 1Y-MLF 均为政策利率，货币市场、债券市场、存贷款市场彼此独立，分别对应不同市场基准，锚定不同政策利率，整体联动性较弱。同时，短端 DR 更多作为资金面松紧的观测指标，并未进入利率政策核心调控系统，且无法引导市场曲线中长端定价。整体来看，市场利率与存贷款利率之间双轨运行情况仍然存在。

② 潘功胜行长任职以来聚焦全面重构价格型货币政策调控框架。改革核心逻辑在于打破市场分割，建立“短端统一、由短及长、全链传导”的传导体系。政策端淡化 MLF 的中期政策利率色彩，推动 MLF-LPR 链条脱钩，通过调整中标模式、操作时间等要素，强化 7D 逆回购政策中枢地位。市场基准端明确 DR001 的基准利率地位，通过收窄隔夜走廊宽度、增加隔夜逆回购投放等方式降低 DR 波动性。同时，推动建设多元化的基准利率体系，首批锚定 DR 的贷款已落地。

整体来看，易纲行长任期内改革重点在于重塑存贷款利率定价机制，将终端利率同政策利率相连接，但并未实质性解决利率“双轨制”问题。潘行长上任以来则聚焦于明确政策利率、统一市场基准、畅通“由短及长”的传导链条，通过重塑短端核心定价锚，推动贷款定价基准多元化等方式，重构自上而下的一体化利率传导体系。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：2024、2026 年两次陆家嘴论坛利率体系改革相关内容对比

2024 年陆家嘴会议后相关举措		2026 年陆家嘴会议后相关举措	
要点	具体内容	要点	具体内容
总体表述	*货币政策框架从数量型为主向价格型为主转型，是现代货币政策框架的重要标志。*“未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率，*7 天期逆回购操作利率已基本承担了这个功能。其他期限货币政策工具的利率可淡化政策利率的色彩*，逐步理顺由短及长的传导关系。”	总体表述	陆家嘴论坛潘行长公布*临时正逆回购工具使用机制优化、适时增加隔夜逆回购操作品种*。
强化 7D-OMO 政策利率地位	将 7D 逆回购从固定数量、利率招标调整为固定利率、数量招标，增强政策利率地位，提高操作效率稳定市场预期。25 年 9 月将 14 天逆回购操作调整为固定数量、利率招标、多重价位中标模式。	收窄隔夜利率走廊宽度	操作利率区间更窄，*从宽度 70 bp 收窄为政策利率± 25 bp 的对称区间*；操作更加机制化，包括明确*工具的触发条件，由此前的央行视情开展操作，改为 DR001 持续突破临时正/逆回购操作利率时启动*；提前操作时间窗口，*从此前的下午 4:00-4:20 优化为 3:00-3:30，给金融机构留出更多应对时间，并与市场交易习惯更好衔接。*
设立临时隔夜正逆回购工具，收窄走廊宽度	视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，时间为工作日 16：00-16：20，期限为隔夜，采用固定利率、数量招标，*临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为 7 天期逆回购操作利率减点 20bp 和加点 50bp，走廊宽度由早期 245bp 收窄到 70bp*。	开展隔夜逆回购操作	6 月 29、30 日季末两天开展隔夜逆回购操作，沿用固定利率、数量招标模式，合计 9000 亿投放，但并未公布操作利率，现阶段主要强调其数量调控意义而非价格调控意义，*目前隔夜逆回购工具定位还是对 7D-OMO 的补充，旨在提高流动性管理效率、降低金融机构成本。*
淡化 MLF 政策利率色彩	*24 年 8 月将 MLF 续作时间延后至 LPR 报价时间之后*，实现了 LPR 与 MLF 的解绑。25 年 3 月将 MLF 操作从原有的单一利率招标模式转变为固定数量、利率招标、多重价位中标方式。		
LPR 报价改革	*提高 LPR 报价质量，畅通货币政策传导。*LPR 报价本身并不必然需要挂钩或参考 MLF 利率。未来改革方向应努力生成一个借贷双方都觉得公平的报价，并以此作为贷款定价参考。也有研究提出，可参考国际经验，探索将类似 SOFR 等市场基准利率作为浮动贷款的利率定价基准。	推出境外机构回购工具	推出境外央行类机构回购工具（FIMA RMB Repo），面向境外央行或货币当局、国际金融组织、主权财富基金，*通过回购方式向其提供短期人民币流动性支持，顺应了中国债券市场对外开放的需要。*
国债买卖	24 年 8 月，*央行开展公开市场国债买卖操作，*向部分公开市场一级交易商买入短期限国债并卖出长期限国债。在公开市场操作中逐步增加国债买卖，更多还是将其定位于基础货币投放渠道和流动性管理工具，通过在二级市场买卖国债投放基础货币，搭配逆回购、中期借贷便利等操作主动加强流动性管理。	研究特定情境非银流动性支持工具	将研究设立特定情景非银流动性支持宏观审慎工具，这项工具旨在*“特定情景”使用，即债券等市场出现系统性压力、正常流动性渠道受阻、可能引发系统性风险时，而非用来满足非银机构的日常流动性需要。*
启用买断式逆回购工具	24 年 10 月，*央行宣布在公开市场操作中启用买断式逆回购工具*，操作对象为公开市场一级交易商，设定 3M、6M 两个期限，填补 1M-1Y 中短期流动性投放工具空白，采用固定数量、利率招标、多重价位中标模式。		

资料来源：陆家嘴论坛潘行长讲话稿、《2026 年第二季度货币政策执行报告》，央行官网，国务院官网，光大证券研究所整理

基准利率改革向国际范式靠拢，DR 逐步成为利率谱系新锚点。经过多轮利率市场化改革，我国已搭建起“政策利率→市场基准利率→市场利率”的分层利率体系，但受制于市场分割、定价机制短板等影响，跨市场利率传导存在一定摩擦，短端传导相对畅通但中长端传导存在阻滞，货币、债券市场利率联动性较强，而存贷款市场定价仍较为依赖自律机制管理，市场化程度有待提升。当前利率调控框架改革聚焦于市场基准利率这一中间变量，将具备真实交易基础的隔夜资金价格 DR001 作为政策操作目标利率和基准利率体系的根基，向美欧日等海外经济体通行模式靠拢。通过优化短端利率走廊机制、增加隔夜逆回购操作频次等方式降低 DR 波动性，同时扩大挂钩 DR 定价的金融产品范围，引导部分贷款、同业存单、大额存单等定价增加 DR 作为参考基准，强化 DR 基准利率地位。

往后看，借鉴海外相关经验，预计未来将：①培育发展利率衍生品市场，构建以 DR 为基础的实盘利率互换曲线，打通短端基准向中长端的传导链路。②通过增加短端国债发行、提升中长期券种交易活跃度等方式，优化国债收益率曲线形态，更好发挥其作为债券、存贷款、衍生品的定价锚作用。③提升 LPR 报价质量，构建贷款定价多元化基准体系，适配不同客群、贷种的差异化需求；推动全国性银行建立统一市场化 FTP 成本曲线，引导银行提升自主理性报价能力。

下载日志已记录，仅供内部参考

2、 操作目标聚焦 DR001，通过系列改革强化 DR 基准利率地位

2.1 政策利率期限或从 7 天期逐步过渡至隔夜期

利率政策框架的核心在于构建边界清晰、运行稳定的常态化利率走廊/地板机制，实现政策利率向市场基准利率的无偏传导。参考海外经济体通行制度安排，央行普遍将准备金利率或存款便利利率设定为货币市场利率下限，同时将贷款/回购便利利率设定为走廊上限，防止流动性收紧阶段利率过大波动。在工具设计或市场基准选择层面，将非银机构行为纳入考量，提高利率政策传导效果。当前我国政策中枢为 7 天期逆回购利率，借助多元化工具箱进行流动性投放，熨平资金面波动。**但这一机制存在两方面短板：**

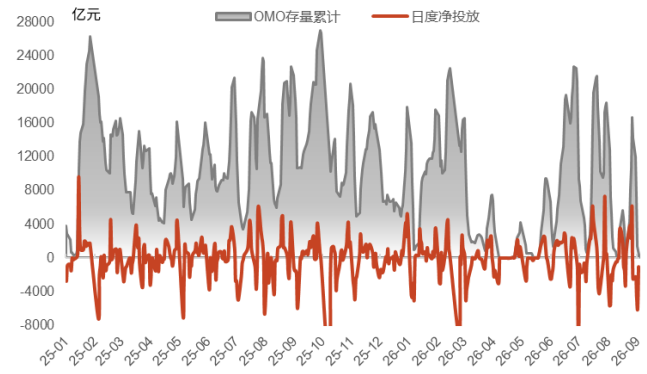
一是 7D 期限政策利率与隔夜期限市场基准存在天然期限错配，超短期政策利率定价锚缺位。

近年来的货币市场回购交易中，近 90%占比集中在隔夜品种，隔夜期融资也是金融机构流动性管理的重要手段，DR001 发挥银行间资金交易定价锚的角色。《2026 年第二季度货币政策执行报告》专栏 2 中也明确提到“2025 年起，短端利率调控目标从过去的 DR007 逐步转向 DR001，2026 年以来进一步向市场明确传递了目标利率转隔夜的信号”。现阶段核心政策利率为 7D 期逆回购利率，政策工具期限与市场主流交易期限并不完全匹配，交易层面期限利差的存在也会削弱 DR001 对政策利率的直接锚定效果。现阶段隔夜逆回购操作仅作为特定时点超短期流动性补充工具，尚未转为常态化操作，并不具备稳定引导隔夜资金价格的能力。

二是公开市场业务一级交易商多为银行，缺少直达非银机构的流动性投放渠道。

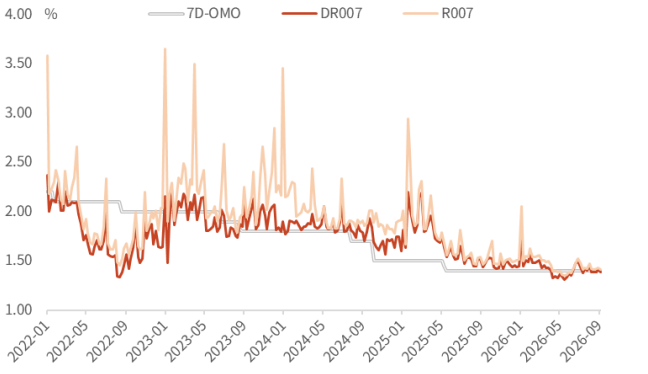
当前公开市场业务一级交易商共 51 家，包括 41 家中资银行、5 家外资机构、4 家中资非银机构以及 1 家特殊交易商。非银金融机构在一级交易商中占比较低，多数机构无法通过央行直接获取流动性，而需经由银行体系二次传导，形成流动性分层，政策利率信号难以顺畅传导至全市场。

图 11：央行通过每日逆回购滚动续作调控资金面余缺



资料来源：央行，Wind，光大证券研究所；数据时间：2025 年 1 月 2 日-2026 年 9 月 3 日

图 12：资金面偏紧时段流动性分层压力显现



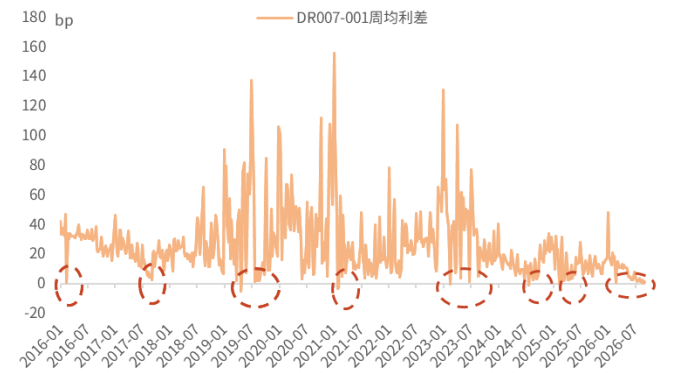
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2022 年 1 月 1 日-2026 年 9 月 3 日

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 引导 DR 系统性降波，强化市场基准利率地位

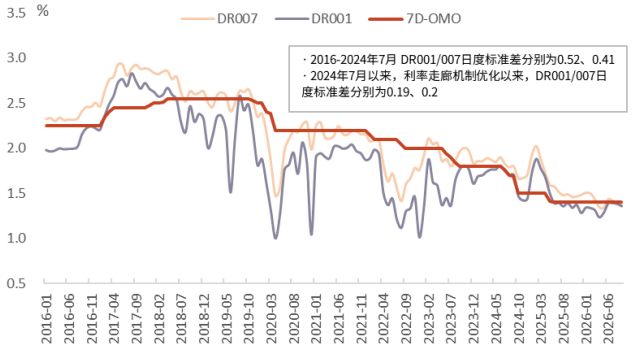
强化 DR 市场基准利率定位，优化短端利率走廊机制，系统性降低 DR 波动性。2024 年 7 月短端利率走廊优化之前，DR 运行波动性较高，隔夜与 7 天期利差稳定性较差，尤其临近税期、月末、季末、节前等特殊时点，超短期利率冲高回落幅度较大，整体呈现“上窄下跳”状态。伴随临时隔夜正/逆回购机制设立，短端利率走廊优化收窄，DR 波动性显著下降。2026 年 6 月以来，央行通过收窄隔夜利率走廊、增设隔夜期逆回购操作工具，引导 DR 围绕政策利率平稳运行，巩固 DR 货币市场基准利率的定位。

图 13：DR007-001 利差在季末、节前等特定时点显著收窄



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2016 年 1 月 1 日-2026 年 9 月 3 日，周度数据

图 14：2024 年 7 月短端利率走廊优化以来 DR 波动性显著降低



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2016 年 1 月-2026 年 9 月，其中 9 月截至 9 月 3 日

图 15：短端利率稳定性受节假日和重要考核时点扰动较大



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2025 年 1 月 1 日-2026 年 9 月 3 日；周度数据

现阶段 DR 作为市场基准在交易基础、衍生品应用、曲线完善方面仍有优化空间。

① **交易基础仅覆盖银行等存款类金融机构，不包含券商、基金等非银机构，基准代表性不足。**银行间质押式回购利率 R 同 DR 利差波动幅度虽有收窄，但利差运行稳定性有待观察。季末、节前等资金面偏紧时点 R-DR 利差显著走阔，年初以来隔夜/7 天期 R-DR 利差分别在 17~74bp/15~47bp 区间运行，DR 难以代表全市场资金成本。

下载日志已记录，仅供内部参考

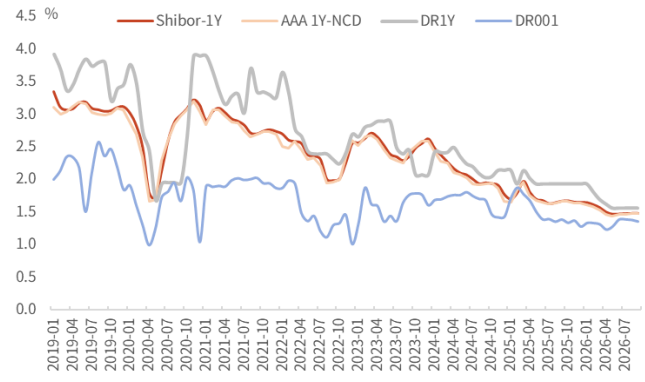
② **DR 曲线形态不完整，FDR-OIS 实盘交易曲线待搭建。**当前利率互换市场最活跃交易品种为挂钩 7D 回购定盘利率（FR007），2025 年这一品种占成交名义本金 97.9%，且已形成完整成熟的实盘交易曲线。而目前 FDR007-IRS 虽有完整的期限估值曲线，但实际成交量较少，以插值法为主，并不具备大量实盘交易基础。参考海外基准利率改革相关经验，其核心在于发展无风险利率的 OIS 曲线，目前国内鲜有实际成交案例，仅有理论估值曲线，尚无有效交易曲线。

③ **金融衍生品应用渗透率不足。**衍生品发展需要相关现货浮息产品供给充裕，但当前浮息债、浮息存单等仍主要参考曲线形态相对成熟的 Shibor，DR 尚未成为市场通用定价基准。26 年 6 月央行先后发布了《大额存单管理办法》和《同业存单管理办法》的征求意见稿，其中均提及“增加 DR 或其他央行认可的利率作为同业存单定价参考”，鼓励银行增加挂钩 DR 的大额存单及同业存单发行。后续可探索挂钩 DR 的浮息债发行，推动以 DR 为基准的现货产品市场扩容，带动 DR-IRS 等相关衍生品发展。

需要注意，仅依靠挂钩 DR 相关现货产品规模扩张还不足以激活 FDR-IRS 实盘交易曲线。一方面，现货流动性较低会抑制衍生品交易需求。即便扩大以 DR 为定价基准的浮息债、浮息存单等发行规模，若机构以持有到期配置为主，二级交易活跃度低，也会抑制相关衍生品交易需求。另一方面，市场主体已对 FR007-IRS 形成路径依赖，FDR-IRS 市场基础需要培育。当前市场机构已习惯通过 FR007-IRS 进行资金利率对冲，而 DR 仅反馈银银间资金成本，并不包含非银机构，因此 FDR-IRS 难以较好适配部分非银机构风险对冲需求。此外，衍生品交易结算相关基础设施与交易生态也要同步完善，通过引入做市商、集中清算机制，完善机构会计估值规则，推出 FDR-OIS 官方定盘曲线等方式，推动实盘交易起量，提升衍生品流动性。

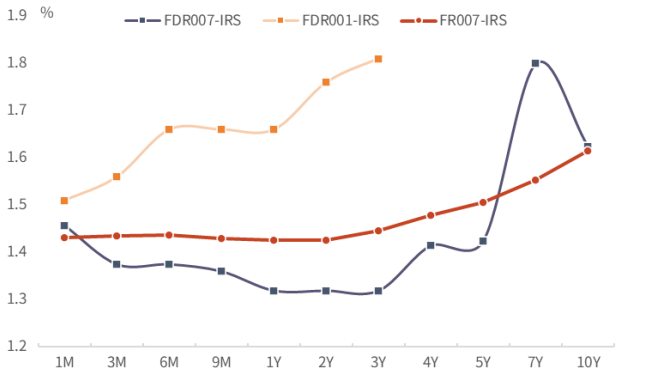
后续挂钩 Shibor 的同业存单等产品面临基准切换。根据央行 2020 年发布的《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系》白皮书，并未设置 Shibor 终止相关时间节点，只是淡出政策重点培育的基准利率序列。预计 Shibor 到 DR 的基准切换或以“新老划断、渐进并行”方式推进，原有以 Shibor 为基准的浮息同业存单、大额存单等存量产品自然到期，新发行产品优先参考 DR 定价。但目前 DR 中长期限实际成交量低，且 Shibor 与 DR 之间存在系统性信用利差，基准替换需要配套利差调整，增加基准转换摩擦。此外，存量合约的敞口消化需要经历完整的产品存续周期，基准体系切换重构需要经历中长期过程。

图 16：Shibor 仍是 NCD 主流定价锚，基准切换仍需时间



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2019 年 1 月-2026 年 9 月，其中 9 月截至 9 月 3 日

图 17：FR007-IRS 为实盘曲线，关键点均具备实盘交易支撑



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2026 年 9 月均值（截至 9 月 3 日）

下载日志已记录，仅供内部参考

3、 优化国债收益率曲线形态，发挥金融市场基准利率功能

国债收益率作为无风险利率，发挥金融市场定价基准作用。国债收益率走势受多重因素驱动，短端主要反映货币政策与市场资金面松紧预期，中长端定价则包含宏观经济基本面预期、通胀预期、市场供需结构、政策面预期以及各机构交易行为等因素。

国债收益率曲线承担无风险利率锚的职能，应用场景持续拓展。债券市场中，地方政府债、政金债、信用债等定价普遍采用“国债收益率+流动性、信用利差”框架；衍生品方面，国债期货价格同现券联动，国债利率互换挂钩特定期限国债收益率，部分场外结构性产品定价亦挂钩关键期限国债收益率；存贷款方面，2022 年 4 月存款利率市场化调整机制建立，存款利率参考 1Y-LPR、10Y 国债收益率合理调整；2024 年以来贷款定价的自律管理强化，贷款利率不得低于税收还原后同期限的国债收益率。

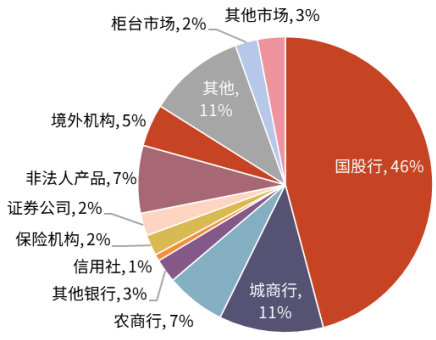
现阶段国债收益率曲线作为市场基准而言仍存在一些问题。对比海外经济体主权债券市场，我国国债收益率已初步具备金融市场基准利率功能，但仍存在一些问题和短板。

3.1 配置盘与交易盘配比失衡，投资者结构有待完善

债市交易结构有待完善，配置盘与交易盘力量失衡，缺少定价稳定机制。当前国债投资者结构中银行等存款类机构占比近七成，且绝大部分为持有到期，交易量占比相对较小，较难起到价格发现、逆周期交易对冲等做市作用。而债券持有比重较低、风控能力较弱的中小机构、理财资管等产品交易量超 80%。中小机构普遍面临考核期限短、净值波动约束强、风险管理能力相对薄弱等问题，交易行为容易趋同，放大市场波动。

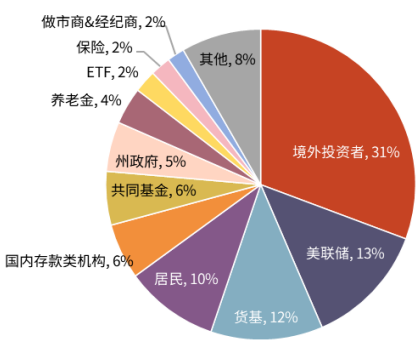
对比看美债投资者结构分布则相对均衡，境外投资者、美联储、货基和居民部门是配置盘主力，存款类机构占比仅 6%。同时，美债现券市场具备成熟交易机制，市场分为交易商间（DTD）和交易商对客户（DTC）两部分，二者成交量各占全市场一半。其中交易商、对冲基金主导 DTD 市场，提供新券做市流动性，而货币基金、共同基金、养老金等则主要通过 DTC 渠道完成配置及调仓诉求，对于美联储及海外央行而言，更多以持有到期为主，参与二级市场交易程度较低。

图 18：国债投资者主要集中在商业银行



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2026 年 7 月

图 19：美债投资者结构相对均衡，境外投资者占比较大



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间 2025Q4

下载日志已记录，仅供内部参考

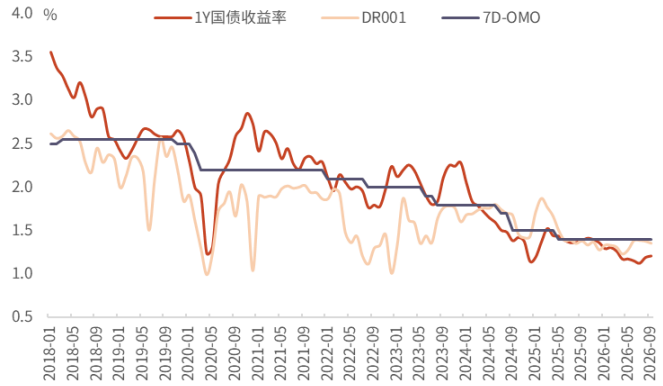
3.2 短端与超长端供需错配，活跃券与非活跃券流动性分化

短端供给偏弱，与 DR 衔接存在断点。我国 1Y 以内国债发行量较少，2023-25 年国债年均发行结构中 3M 以内、3M-6M 期占比分别为 4%、21%，明显低于同期美债 44%、36%的占比水平。对比而言，美国短端国库券供给相对充裕，各期限利率与 SOFR-OIS 紧密联动，二者之间存在稳定利差，即互换基差，也是市场判断美债估值高低的重要标尺。我国短端国债发行频次、规模较低，供给不足情况下，机构集中配置会导致价格阶段性失真，同货币市场基准 DR 偏离程度较大。此外，目前国内尚未发行过挂钩 DR 的浮息国债，国债收益率与货币市场基准 DR 之间存在传导断点。

超长端供需错配压力较大，流动性偏弱。长端国债换手率低于海外国家，10 年期以上超长债品种成交量较低，以持有到期为主，收益率易受少量成交扰动，且期限利差包含较高流动性溢价，较难纯粹体现无风险资金成本。超长端曲线估值更多依靠插值法测算形成，而非连续真实交易生成。

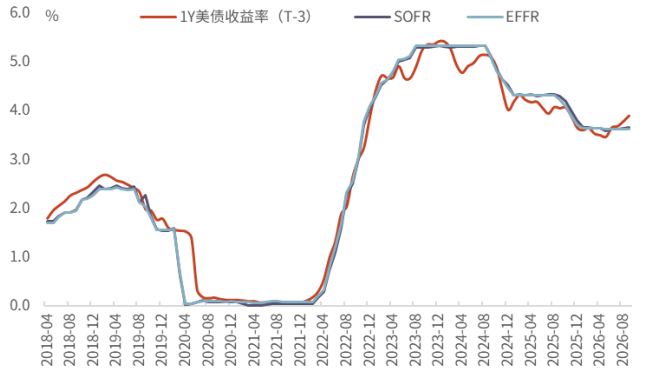
券种方面，活跃券与非活跃券流动性分化。央行数据显示，截至 1Q25 末，全市场存续债券超过 5 万只，其中 10 只左右活跃国债、政金债成交量占全市场成交比重达 30%，交易高度集中于新发行的关键期限活跃券，老券、超长期品种交易频次较低，存在较高流动性折价，与活跃券之间形成显著利差。这一情况下，基于活跃券形成的市场基准，难以代表全期限实际利率水平；且当资金集中涌入少数长端活跃券，易催生单边行情，加剧长债利率波动，影响其作为基准利率的稳定性。

图 20：1Y 国债收益率同 DR001 偏离度较大



资料来源：Wind，光大证券研究所；月度数据；数据时间：2018 年 1 月-2026 年 9 月

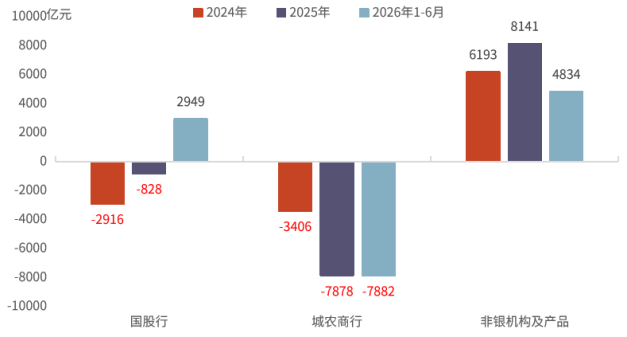
图 21：1Y 美债收益率大体领先 SOFR 一个季度，二者走势贴合



资料来源：Wind，光大证券研究所；月度数据；数据时间；数据时间：2018 年 4 月-2026 年 9 月

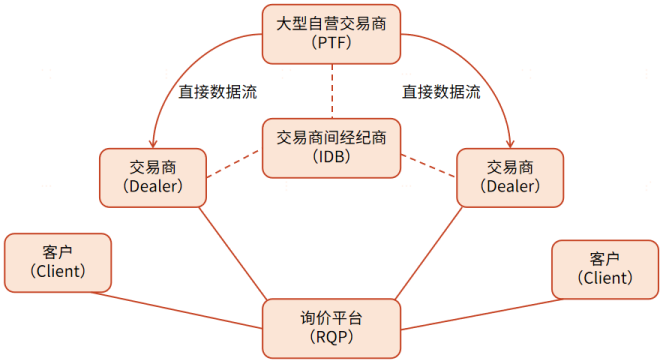
下载日志已记录，仅供内部参考

图 22：国股行国债交易量明显低于城农商行及非银机构



资料来源：CFETS-分机构现券交易，光大证券研究所；数据为 2024-2026 年 1-6 月各类机构国债合计净买入规模，非银包括券商、保险、基金、理财子等

图 23：美国国债二级市场交易结构

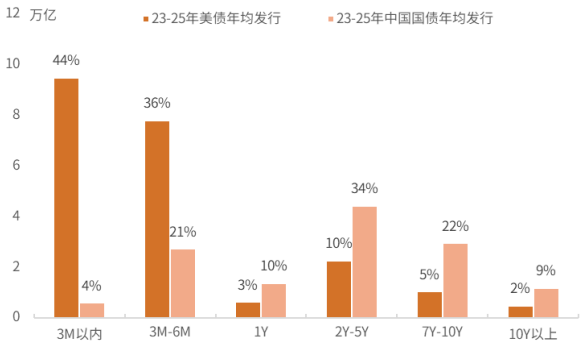


资料来源：美国财政部，A Financial System That Creates Economic Opportunities: Capital Markets

3.3 不同市场主体税收制度差异影响定价基准功能

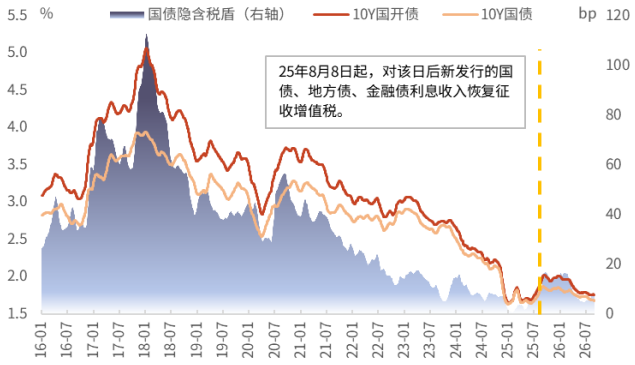
税收制度差异对国债收益率定价基准作用的发挥形成一定制约。相较其他券种而言，国债利息收入可免所得税，2025 年 8 月前发行的老券利息收入亦可免增值税。对于不免税的信用债等产品而言，定价对标国债利率需考虑税收成本，增加基准比价难度。鉴于国开债主体信用等同于国债，但其利息收入无税收减免，信用债定价多参考同期限国开债。同时，机构间国债利息收入、交易利差的税收规则也不一致，致使不同机构税后收益不同，实际交易报价中也会纳入自身税收成本考虑，扰动国债收益率曲线作为统一无风险定价基准的有效性。此外，税收减免优势会抬升公募基金、理财等资管产品短期交易的相对收益，提升其交易意愿，进而放大债市利率短期波动。

图 24：我国 1Y 期以内国债发行占比较低



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：美债发行额单位为万亿美元，中国国债发行单位为万亿人民币

图 25：国债收益率相较国开债而言包含所得税税收优惠



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2016 年 1 月 4 日-2026 年 9 月 3 日

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：不同类型投资者国债利息收入、买卖价差收入税收制度对比

	利息收入			资本利得	
机构类型	所得税	老券增值税	新券增值税	所得税	增值税
银行/保险自营	免征	免征	6%+附加	25%	6%
券商自营	免征	免征	6%+附加	25%	6%
银行理财/信托等资管产品	免征	免征	3%	25%	3%
公募基金	免征	免征	3%	免征	免征
境外机构（境内银行间）	免征利息所得税	免征	免征	免征	免征
个人投资者	免征个税	免征	免征	20%	免征

资料来源：中国政府网，国家税务总局官网，光大证券研究所整理

4、 推动贷款定价基准多元化，进一步强化存贷款自律机制约束

4.1 LPR 报价质量待提升，增加 DR 为定价参考基准

LPR 挂钩 7D 逆回购政策中枢，作为贷款利率主流定价参考。2019 年 8 月 LPR 报价机制改革，1Y-LPR 主要挂钩 MLF 利率，调整时点、幅度基本同 MLF 一致，而 5Y 期以上 LPR 由于其具备产业政策属性，调整相对独立。2024 年 7 月后货币政策框架转型，强化逆回购利率政策中枢地位，弱化 MLF 政策利率色彩，形成“OMO-LPR-贷款利率”定价传导机制。

现阶段 LPR 存在主要问题：

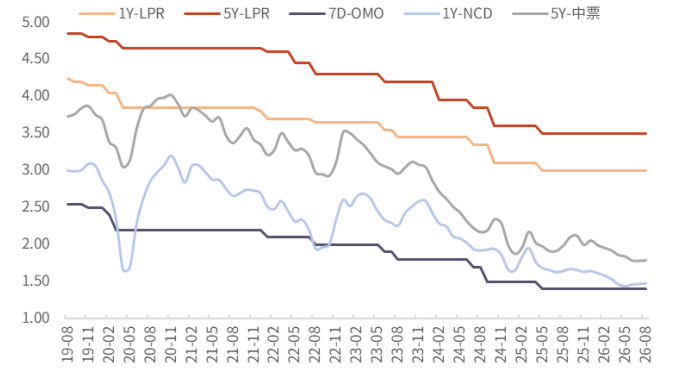
① **报价调整频率较低，对市场利率反应相对滞后。**报价行报价更多参考 7D 逆回购利率，政策利率若保持不变，LPR 大概率不会单独调降。这一情况下，LPR 报价与市场利率联动性弱，较难灵敏反映银行边际负债成本变化。2019 年 8 月以来 7D 逆回购累计下调 115bp，1Y/5Y 期及以上 LPR 分别累计下调 125bp、135bp，而期间 AAA 级 1Y-NCD、3Y-中短期票据利率分别累计下行 152bp、175bp，LPR 报价调整相对于市场利率而言粘滞。

② **贷款利率 LPR 减点占比高，报价有效性不足。**有效融资需求不足背景下，新发放贷款定价存在自发下行驱动，部分优质企业实际贷款执行利率为 LPR 深度减点；2024 年 5 月取消个人住房贷款利率政策下限以来，5Y-LPR 作为按揭贷款定价锚的意义弱化。贷款利率 LPR 减点占比提升，LPR 作为“最优惠贷款利率”中枢和定价标尺作用削弱，报价有效性不足。央行数据显示，26 年 6 月 LPR 减点贷款利率占比 50.8%，较 2019 年 8 月提升 35.3pct；其中减点幅度 50bp 以内、50-100bp 占比分别为 17.6%、27.4%，较 2019 年 8 月分别提升 7、25.6pct。

③ **期限品种仅 1Y、5Y 期及以上两类，曲线中段利率缺位。**目前 LPR 报价仅设置 1Y、5Y 以上两个期限档次，缺少 2Y、3Y 关键中期品种。消费贷、经营贷、项目贷款等中长期信贷缺少匹配基准，银行内部定价依赖 FTP 曲线插值，增加定价不稳定性。

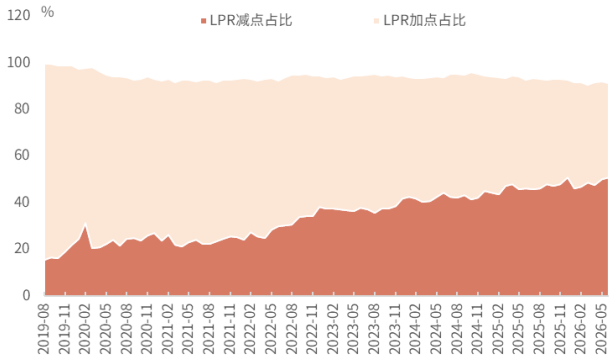
下载日志已记录，仅供内部参考

图 26：LPR 相较市场利率而言调整相对粘滞



资料来源：央行，Wind，光大证券研究所；数据时间：2019 年 8 月-2026 年 8 月；单位：%

图 27：LPR 减点占比逐步提升至 51%



资料来源：央行，Wind，光大证券研究所；数据时间：2019 年 8 月-2026 年 6 月

首批挂钩 DR 贷款落地，推动贷款定价基准多元化。26 年 7 月工行、招行、浦发分别在海南自贸港集中落地全国首批三笔 DR 基准利率贷款，合计规模 9170 万，标志着贷款利率定价挂钩 LPR 单一锚向挂钩 LPR、DR 等多元锚转变。首批三笔业务覆盖外资企业、省属国企、央企等不同主体，采用区间浮动、浮动利率、固定利率三种计息模式。其中，工行的 7670 万 EF 账户区间浮动 DR 贷款为全国首单，设定利率上下限，定价在区间内跟随 DR 波动；浦发 700 万固定利率 DR 贷款，以合同签订日或首次提款日 DR 为基准加点方式定价，合约期内不设重定价安排。

挂钩 DR 贷款多为浮动计息，在 DR001 均值基础上加点形成。目前已落地业务多以 DR001 为基准利率，采用定价日前几个月 DR001 均值加点差方式确定，重定价周期有每日/1M/3M/6M 等多个维度。截至 8 月中旬，DR 基准利率贷款已在北京、上海、海南等十余省市落地，国有行、股份行、部分地方法人银行均已布局，已披露规模合计约 3 亿。DR 贷款的推出将贷款定价从“唯 LPR”单一定价锚推向“LPR+DR”双锚并行，打通由短端市场基准向中长端存贷款定价的传导路径。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：截至 8 月全国各地已披露挂钩 DR 贷款相关情况梳理

地区	发行银行	借款主体/企业类型	贷款类型/用途	规模(万元)	期限	计息方式	如何挂钩 DR(定价公式/重定价周期)
海南自贸港	工商银行	外资企业	外贸跨境融资	7670	1 年期	区间浮动	以 DR 为基准，设利率区间浮动；EF 账户
海南自贸港	招商银行	省属国企	基础设施	800	-	浮动利率	以 DR 为基准加点浮动
海南自贸港	浦发银行	央企	央企周转	700	-	固定利率	以 DR 为基准确定固定利率
湖北武汉	招商银行	优质民营科技企业	流动资金贷款	2000	1 年期	浮动利率	定价日前 3 个月 DR001 均值+87BP；按 3 个月周期重定价
广东珠海	浦发银行	科创企业	"浦研贷"/研发支持	500	-	浮动利率	参考 DR001 定价，按季度调整
上海	上海银行	国家高新技术企业	流动资金贷款	5000	-	浮动利率	以 DR001 为贷款定价基准
上海	工商银行	科技企业	流动资金贷款	990	-	浮动利率	以 DR 为基准定价
广东佛山	农业银行	外资科技型企业	流动资金贷款	500	1 年期	浮动利率	以 DR001 为基准浮动，利率按半年度调整
广东东莞	农业银行	国家级高新技术企业	流动资金贷款	450	-	固定利率	以 DR001 定价固定利率
广东肇庆	农业银行	当地水产企业	流动资金贷款	100	1 年期	浮动利率	贷款合同签订日前 1 个月 DR001 均值
广东深圳	工商银行	本土优质民营企业	-	5000	-	浮动利率	DR 市场化浮动利率定价
北京	工商银行	中小型科技企业	流动资金贷款	-	-	浮动利率	以 DR 为基准定价
四川成都	工商银行	专精特新"小巨人"企业	流动资金贷款	800	-	浮动利率	以 DR001 为基准利率定价
四川成都	招商银行	本土链主企业	流动资金贷款	-	-	浮动利率	以 DR001 为定价基准；重定价周期 6 个月
福建福州	兴业银行	国家级高新技术民营企业	流动资金贷款	-	-	浮动利率	DR001 按日浮动定价
上海	中国银行	中型民企	流动资金贷款	500	-	浮动利率	以 DR001 为定价基准，按日浮动计息
福建泉州	招商银行	民营物流企业	流动资金贷款	500	1 年期	浮动利率	定价日前 3 个月 DR001 均值
上海	民生银行	国内领先工业气体供应商	流动资金贷款	1000	-	浮动利率	以 DR 为基准定价
四川成都	成都银行	-	流动资金贷款	700	2 年	浮动利率	以 DR 为基准定价
甘肃兰州	招商银行	科技型中小企业	流动资金贷款	500	-	浮动利率	以 DR 为基准定价
海南	建设银行	央企	流动资金贷款	1000	-	浮动利率	以 DR 为基准定价
江苏苏州	上海银行	本地制造类企业	流动资金贷款	1000	-	浮动利率	以 DR001 为定价基准
河北石家庄	中国银行	科技型民营企业	流动资金贷款	100	-	浮动利率	定价日前 3 个月 DR001 均值+164.32BP；按 3 个月周期重定价
山东潍坊	潍坊银行	本地科技型企业	流动资金贷款	305	15 个月	浮动利率	以 DR001 为定价基准；按季度重定价

资料来源：各行官网、经济日报、证券时报、经济参考网、上证报、新华网、新华财经等媒体报道，光大证券研究所整理；截至日期：2026 年 8 月 20 日

4.2 贷款利率：LPR 基准作用弱化，自律机制约束强化

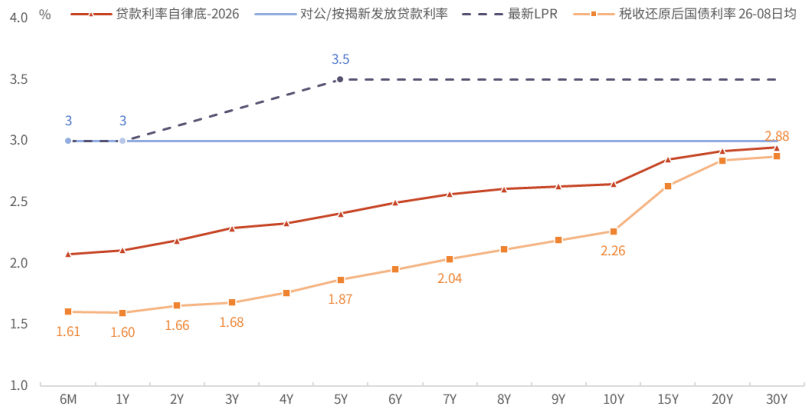
LPR 是贷款利率的表象基准，FTP 成本和行业自律构成定价的实质约束。当前贷款利率报价以 LPR 为基准，存款利率参考 1Y-LPR、10Y 国债收益率动态调整。但在实际定价操作上看，银行内部 FTP 决定存贷款实际定价成本，监管通过 EPA、MPA 定价行为考核强化对存贷款利率上下限的自律约束，FTP 成本与自律机制约束的实际影响显著高于 LPR、国债收益率等基准本身。

贷款利率受 LPR、自律底、税收还原国债收益率“三条线”约束。对公端，自律管理强化“利率底”约束，修正部分畸低定价，要求企业贷款定价：①不低于税收还原后的国债利率；②不低于相同主体同期限的信用债利率；③强化 MPA 定价偏离度考核，对于 LPR 减点幅度超出行业均值情况进行减分；④落实利率政策执法检查，对于定价紧贴自律下限的贷款规模进行约束等。

零售端，定价更多基于成本加成法的 EVA 和 RAROC 测算，考虑到零售端风险成本上行，银行进一步压降贷款利率的商业合理性不足。① 新发放按揭利率基本稳定在 3%以上，存量利率自 2024 年 10 月集中调降后与新发放利率间价差持续收敛；② 非房消费贷利率不得低于按揭贷款利率，定价亦在 3%以上。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：贷款利率受 LPR、自律底、税收还原国债收益率“三条线”约束



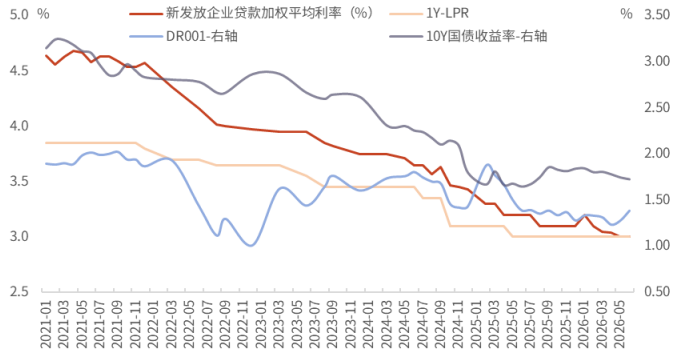
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2026 年 8 月

现阶段贷款利率运行的主要问题在于：

① **贷款利率较为依赖行业自律管理，主流产品并未同 DR、国债收益率等市场化基准锚定。**贷款利率自律下限构成实际执行利率的刚性“定价底”，这一边界由行业自律机制协商确定，并不直接挂钩 DR、国债收益率等市场化基准，整体调整相对滞后且缺乏弹性，对市场基准利率向存贷款定价传导形成一定制约。

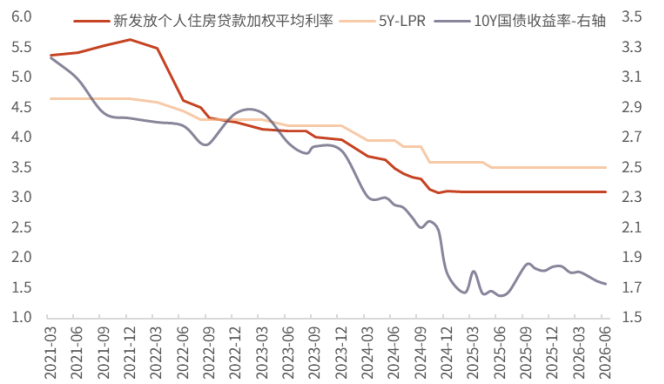
② **银行 FTP 内部定价机制存在缺陷，成为政策利率向实体传导的内部堵点。**一是 FTP 双轨运行，存贷业务资金池与市场化资金池分割。货币市场、债券市场利率变动，难以充分传导至信贷端，出现金融市场流动性宽松，但贷款端成本下行幅度不足现象。二是 FTP 调整存在时滞，不同类型银行分化明显。国股行 FTP 体系相对成熟，可跟随政策利率、市场利率及时调整；大量中小行 FTP 模型精细化程度不足，参数更新滞后，当外部市场利率下行，内部资金成本难以及时下调，制约贷款执行利率调整。三是 FTP 同时承载经营考核、战略导向目标，不完全反映市场资金成本，部分银行会通过 FTP 倾斜引导信贷规模、行业投向，对价格信号形成扰动。

图 29：企业贷款利率同 DR、国债收益率联动较弱



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2021 年 1 月-2026 年 6 月

图 30：个人住房贷款利率基本稳定，同市场利率相对脱节



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2021 年 1 月-2026 年 6 月；单位%

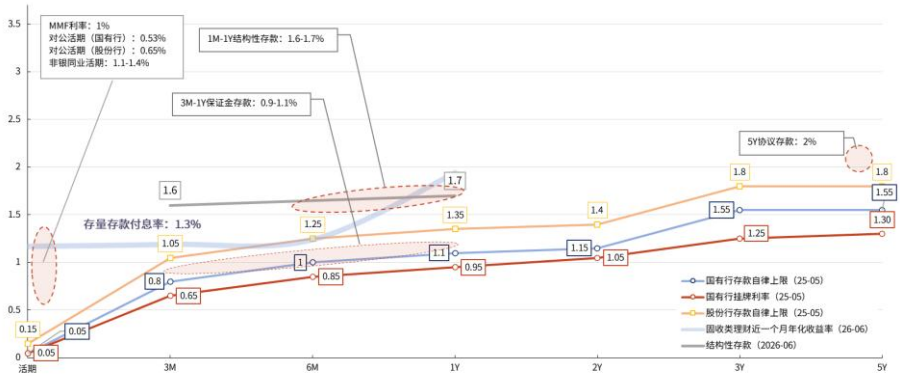
下载日志已记录，仅供内部参考

4.3 存款利率：稳定在挂牌与自律上限之间，同市场利率联动较弱

存款实际执行利率基本限定在挂牌利率与自律上限之间。挂牌利率为公开展示基准，自律上限依靠 EPA、MPA 考核形成强行为约束，在区间内保留银行自主定价空间。2022 年 4 月以来主要银行挂牌利率、行业存款自律上限均已经历多轮调降，目前国有行活期存款挂牌利率、自律上限分别为 0.05%、0.15%，1Y、3Y 期挂牌利率/自律上限分别为 0.95%/1.1%、1.25%/1.55%。大行新增存款利率基本落在挂牌与自律两条曲线之间，地方中小行区域自律规则制定及执行存在差异，存款利率调整节奏及幅度整体低于大行。

后续若无外力介入，存款利率曲线下移空间有限，更多聚焦高息负债的点状管理。考虑到存款到期滚动重定价叠加结构活化带来的成本下行效果持续生效，当前挂牌利率亦处在较低水平，曲线整体下移空间有限。后续成本管控或聚焦于自律点状管理，如推动协定存款利率进一步下降、对结构性存款及大额存单等主动高成本负债实施量价管控、推动线上同业存单置换线下高价同业存款、推动金融债发行置换协议存款等。

图 31：存款利率基本限定在挂牌利率与自律上限之间，后续聚焦高息产品点状管控



资料来源：各银行官网，Wind，光大证券研究所；单位：%

5、 海外利率调控与传导机制经验参考

5.1 海外依托走廊机制调控基准利率，联动银行成本核算影响存贷款定价

依托走廊机制调控政策目标利率，通过联动银行成本核算影响最终存贷款定价。充裕准备金框架下，美欧日均形成了以隔夜基准利率为核心的利率走廊机制，依托存贷款便利工具形成利率上下边界，实现政策利率对货币市场利率的有效约束。从存贷款定价方面的实践看，海外银行具有较高自主定价权，部分实施 RAROC 等定价考核，大型银行普遍建立 FTP 体系，依托 SOFR 等基准、国债收益率曲线等市场基准完成内部成本核算；中小银行更多参考同业融资成本、市场利率等进行简易核算。外部报价方面，贷款端形成分层的多元化基准体系，居民、中小企业、大型企业/银团贷款等不同客群类型，区分浮息、固息不同计息方式，

下载日志已记录，仅供内部参考

分别锚定最优贷款利率（PR）、SOFR/ESTR/TONA 等曲线、主权债收益率曲线等不同基准，实现各类基准与贷款风险、期限的精细化匹配。

参考海外经验，我国下阶段利率改革或聚焦三个方面。一是隔夜利率走廊机制进一步健全。当前我国隔夜利率走廊刚性约束仍有待强化，短期内 7 天逆回购仍是短端主要常态化工具，非银机构较难直接触达央行流动性投放，市场分层现象客观存在。借鉴海外国家经验，后续可适当丰富央行操作工具与对手方、抵押品范围。

二是扩大挂钩 DR 产品规模，培育相关衍生品市场，完善基准利率曲线。目前挂钩 DR 的浮息存单、浮息债券、贷款等规模相对较少，二级市场交易活跃度低，较难推动相关衍生品发展。参考海外情况，美欧日均有各自基于市场基准利率的实盘 OIS 曲线，作为债券、银行存贷款定价参考的基准曲线。下阶段改革或从扩大挂钩 DR 的浮息产品发行为起点，逐步培育 FDR-IRS、FDR-OIS 等相关衍生品发展，进而建立起相关实盘曲线。

三是鼓励银行提升自主合理定价能力，推动头部银行构建基准统一的 FTP 曲线。欧美监管对于系统重要性银行强制要求建立完整 FTP 框架，要求 FTP 曲线要反映市场边际融资成本，且要求必须纳入期限溢价、流动性溢价等因素，如对于活期存款不可直接对标 FTP 隔夜点，需要对其做行为建模，拆分核心存款与波动存款，其中波动部分按市场利率赋值 FTP，核心存款测算行为有效久期后赋值。

对比欧美监管而言，我国监管仅要求商业银行建立内部资金转移定价管理机制，并未在规章层面强制所有银行搭建标准化 FTP 曲线及定价模型，也未统一规定 FTP 曲线所锚定的外部市场基准。目前国股行普遍自主搭建完整 FTP 曲线，主要参考同业存单、国债/国开债收益率等曲线核算，对存款区分期限、流动性溢价，和欧美银行相对接近；部分中小行仅有简化 FTP 曲线或没有完整期限 FTP 曲线，主要采用成本加成、对标同业等简易定价模式。

5.2 美国：充裕准备金框架下的“双地板”利率体系

“双地板”机制将市场基准利率框定在较窄波动区间内。金融危机后，充裕准备金框架体系下，美联储逐步构建起“双地板”的利率走廊机制，不再依靠数量工具调控流动性松紧，而是依靠价格工具牵引市场利率走势。

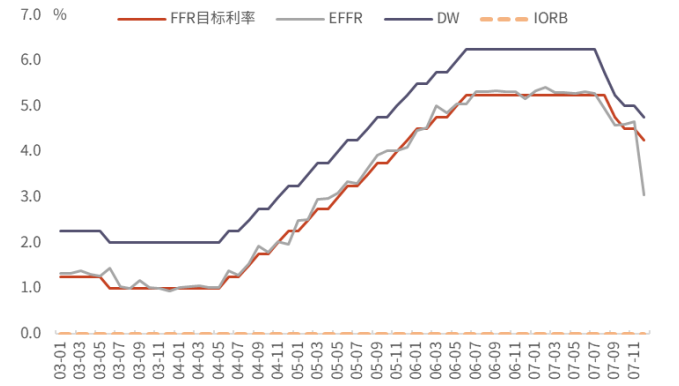
其中，① 利率走廊双重下限，一是准备金利率（IORB），构成银行体系资金利率下限，但由于 IORB 仅适用于存款类机构，流动性充裕环境下非银机构多以低于 IORB 价格向银行融出资金，因此 IORB 形成实际货币市场利率的隐性上限。二是隔夜逆回购利率（ON-RRP），2013 年美联储推出这一工具，其交易对手从银行类机构扩展至货币市场基金、券商、GSE 等非银机构。鉴于期限为隔夜期且以美联储为交易对手、以国债为交易标的，ON-RRP 利率基本可视为机构向美联储拆出资金的无风险利率。“双地板”模式解决了准备金利率作为“单一地板”时非银资金过度宽松形成货币市场分层情况，形成货币市场利率的统一刚性下限。

② 走廊上限由贴现窗口利率迭代为常备回购便利利率。贴现窗口（DW）是美联储对商业银行投放的紧急流动性工具，期限多为隔夜期，且需要国库券、政府债、商业贷款、银行承兑票据等高流动性资产做抵质押，利率带有一定惩罚性特征，金融危机前作为利率走廊上限发挥作用。2021 年 7 月，美联储创设常备回购便利（SRF），利率设定为 FFR 目标区间上限，且这一工具仅在资金阶段性紧张时段使用，交易对手涵盖一级交易商及存款类机构，成为联邦基金利率（FFR）的实质上限。

下载日志已记录，仅供内部参考

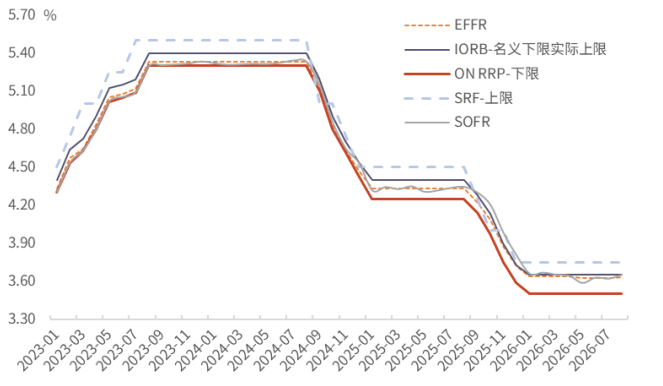
“双底+双顶”走廊机制助力资金利率锚定政策目标平稳运行。流动性过剩框架下，“双地板”体系为市场利率形成刚性下限；走廊上限的强化也对资金面出现冲击情况下设定了利率稳定器，保障资金利率持续平稳运行。充裕准备金环境下，SOFR、EFFR 大多运行于 IORB 与 ON-RRP 之间，上限利率 SRF 数值上锚定 FFR 目标区间上限，下限 ON-RRP 则锚定 FFR 区间下沿。央行仅调整政策利率目标区间即可完成市场利率牵引联动，公开市场操作主要用于维持准备金充裕状态，而非逐日调控市场利率走势。这一机制下，央行流动性投放对象涵盖银行及非银机构，利率上下限均被设定，且走廊宽度较窄，市场利率波动被有效压降，整体运行更为平稳。

图 32：金融危机前 EFFR 基本锚定 FFR 目标利率运行



资料来源：美联储，Wind，光大证券研究所；数据时间：2003 年 1 月-2007 年 12 月

图 33：金融危机后美联储形成“双地板”利率体系



资料来源：美联储，Wind，光大证券研究所；数据时间：2023 年 1 月-2026 年 8 月

美国存贷款利率均为完全市场化定价，政策导向经由基准利率向存贷款定价传导。不同机构、产品类型存款定价形成机制存在差异。1986 年 Q 条例废除后，存款利率上限约束解除，完全由商业银行自主定价，但不同产品、机构间定价机制存在差异。**具体来说：**

① **大型银行通过 FTP 成本设定存款利率报价。**监管要求资产规模 2500 亿美元以上大型银行需建立 FTP 定价体系，FTP 曲线需要涵盖资金成本、利率风险成本、流动性风险成本等因素。实际操作层面，大型银行多数采用 SOFR+国债收益率曲线作为 FTP 基准，并通过 FTP 框架设定存款报价，针对不同类型存款产品设定差异化的流动性溢价。

对于无固定期限的存款来说，需要评估其实际行为久期，并在 FTP 基础上进行流动性折价后形成终端利率。这一类型存款定价粘性较高，调整频次低，尤其加息周期上调较为滞后。**对于定期存款等有固定合约期限产品而言，**其定价直接匹配合约期限 FTP 成本，并在这一基础上进行市场竞争溢价调整。此类存款利率高度跟随货币市场、国债收益率变动，利率敏感度高，加息、降息周期调整灵活。

② **中小行更多采用同业对标、跟踪 FHLB 利率方式确定存款定价。**部分中型银行搭建简化 FTP 曲线作为定价参考，而 FTP 的基准曲线选择并不完全依赖 SOFR+国债收益率，而是参考沿用 FHLB 垫款利率、Ameribor 等银行无担保资金利率作为其批发资金成本。对于小型社区银行而言，其并不具备完整 FTP 曲线，主要对标同业、跟踪 FHLB 批发资金利率确定存款定价大体水平，并基于净息差、存款结构等目标设定，给出各类存款利率上限要求。同时，中小行存款定价也会受到区域内竞争格局、客户议价能力等现实情况影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4：美国不同类型存款账户定价机制梳理

存款类型	合约期限	市场化程度	利率粘性	大型银行 FTP 调整定价	中小银行同业对标定价
活期支票（DDA）	无到期日	低	高，重定价周期约 37 周	行为久期 3-6 年，高流动性折价	对标区域内同业，大多接近零利率
普通储蓄（SA）	无到期日	较低	较高	行为久期较长，流动性折价较高	对标区域内同业利率，参考 FDIC 全国储蓄利率
货币市场存款（MMDA）	无到期日	中等	中，重定价周期约 20 周	行为久期较短，流动性折价中等	参考同业报价
定期存款（TDA）	固定合约期限	较高	较低	直接匹配合约期限 FTP 点位，无行为久期或流动性折价	参考 CD 市场利率、FHLB 全成本利率
存单（CD）	固定合约期限	高	低，重定价周期 6~7 周	直接匹配合约期限 FTP 点位，高度锚定 SOFR/国债到期收益率，无行为久期或流动性折价	参考 Bankrate/CD Valet 市场 CD 利率、FHLB 全成本利率

资料来源：FRB of Kansas City，FHLBank Boston，FRB-SR-16-3 / OCC Bulletin 2016-7，FDIC 等，光大证券研究所整理

贷款定价形成多元化基准并存格局。贷款利率底层定价形成机制基本一致，即“贷款利率=内部资金成本+信用成本+期限/流动性溢价+运营成本+目标利差”，但不同类型银行内部资金成本测算存在较大差异。其中：

① **大型银行贷款定价纳入 FTP 成本作为底线约束。**监管要求对于 2500 亿美元规模以上的大型银行，其贷款定价必须纳入 FTP 成本作为内部底线约束，用于评估贷款经济价值。**分产品类型看，对于固定利率贷款，**按贷款实际久期或合约期限，对应 SOFR+国债收益率构成的 FTP 曲线的资金成本，叠加信用风险成本、流动性溢价、运营成本与目标利差，形成贷款终端利率。

浮动利率贷款，虽然银行内部仍以 FTP 成本加成方式形成利率底线，但不同客群贷款利率报价方式存在差异。银团或大企业贷款利率通常以“SOFR+点差”方式报价，而中小企业、消费贷、信用卡等零售贷款利率则以“PR+点差”方式作为对外报价。

② **中小行贷款定价资金成本更多参考 FHLB 利率。**中小行贷款利率对外仍以挂钩 SOFR、国债收益率、PR 模式定价，而内部定价中资金成本并不要求严格构建 FTP 曲线，部分中小银行直接使用 FHLB 垫款利率替代 FTP 成本曲线，并在此基础上增加信用风险成本、运营成本、目标利差，同时抵扣部分关联存款综合价值，形成最终内部定价。

表 5：美国不同类型贷款定价基准及定价机制梳理

贷款类型	贷款品种	贷款性质	定价基准	定价模式
零售贷款	信用卡循环贷	浮动利率	PR	PR+固定高额利差
	房屋净值信用额度（HELOC）	浮动利率	PR	PR+利差
	可调整利率抵押贷款（ARM）	浮动利率	30 天平均 SOFR	SOFR+利差
	固定利率住房按揭	固定利率	10Y 国债收益率（参考）	基准+利差（FTP 定价）
	汽车贷款	固定利率（多数）	2Y-5Y 国债收益率（参考）	基准+利差（FTP 定价）
	个人无抵押消费贷	固定利率（多数）	PR/国债收益率（参考）	基准+利差（FTP 定价）
中小微企业贷款	中小企业循环授信	浮动利率	PR	PR+信用利差
	政府担保小企业贷款	浮动利率	PR	PR+上限管制利差
	中小企业定期贷款	浮动利率	PR/Term-SOFR	PR/Term-SOFR+信用利差
	中小企业固定期限贷款	固定利率	国债收益率/SOFR 互换（参考）	基准+利差（FTP 定价）
大型企业/银团贷款	大企业银团贷款	浮动利率	Term-SOFR（1M/3M/6M）	Term-SOFR+信用利差
	大企业贷款	浮动利率	Term-SOFR/Ameribor（少量）	基准+信用利差
	商业地产浮息贷款	浮动利率	Term-SOFR	Term-SOFR+信用利差
	商业地产固息贷款	固定利率	国债收益率/SOFR 互换（参考）	基准+利差（FTP 定价）

资料来源：《2026 年第一季度货币政策执行报告》专栏 2，ARRC，FRB，Primerates.com，Mortgage Bankers Association 等，光大证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

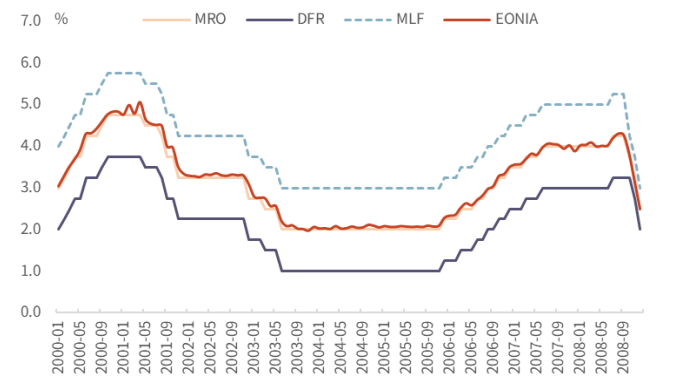
5.3 欧元区：利率调控从走廊体系转向“软”地板体系

金融危机前，欧央行走廊体系同我国现行体系较为相似。金融危机前，欧央行利率调控机制是基于准备金短缺框架下的走廊体系，走廊上限是边际贷款便利（MLF）利率，欧央行向银行提供的隔夜抵押贷款利率；走廊下限是存款便利利率（DFR），即银行在欧央行的隔夜存款利率，走廊宽度基本稳定在 200bp。欧央行通过公开市场操作向银行定期投放流动性，政策目标利率是主要再融资利率（MRO），利率水平稳定在走廊中枢附近，走廊整体呈对称形态。欧元区隔夜银行间平均利率（EONIA）作为货币市场基准利率在走廊内运行。流动性短缺框架下，欧央行通过主要再融资工具投放流动性调节银行间资金面余缺，使得 EONIA 围绕 MRO 政策中枢运行。

金融危机后，利率调控逐步转向“软”地板体系。为应对金融危机带来的流动性冲击，欧央行公开市场操作转向流动性全额分配模式。此后，为应对欧债危机和通缩压力，欧央行先后实施了大规模长期再融资操作（LTRO）和资产购买计划（APP），向银行体系大规模注入流动性，使得银行体系逐步转向充裕准备金框架。货币市场利率贴近 DFR 走廊下限运行，利率调控从走廊体系转向地板体系。期间欧央行推动市场基准利率改革，由原有报价制基准 EONIA 转换至基于真实交易数据生成的欧元短期利率（ESTR），代表银行从非银机构融入的隔夜无担保资金价格。2019 年 10 月 ESTR 正式发布，2022 年初 EONIA 废止，ESTR 成为欧元隔夜无风险基准利率。

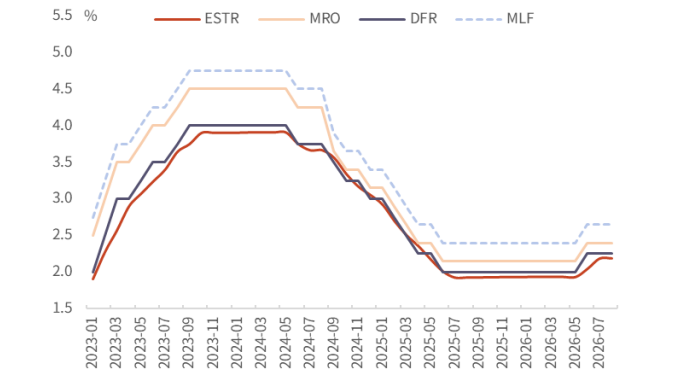
近年来，为应对俄乌冲突和通胀压力，欧央行采取加息、缩表等操作逐步收紧货币政策，伴随冗余流动性回笼货币政策利率波动性加大。2024 年欧央行进一步优化利率调控框架，明确流动性供给数量由银行实际需求决定，同时将 MRO 与 DFR 利差由 50bp 收窄至 15bp，缓释市场利率上行压力，强化 MRO 利率上限定位，引导市场基准利率 ESTR 在 MRO 与 DFR 之间窄幅波动，利率传导框架进而转向“软”地板体系。考虑到欧央行公开市场操作对象仅限于持牌银行，基金、保险等非银机构无法直接同欧央行进行资金融入或融出。因此，银行间担保回购市场利率相较 ESTR 而言更贴近 DFR，而货币基金、保险等非银机构的资金利率会在 ESTR 基础上叠加一定利差，整体来看货币政策向非银体系传导仍存在一定阻滞。

图 34：金融危机前欧元区利率调控机制为对称形态的走廊体系



资料来源：欧央行，Wind，光大证券研究所；数据时间：2000 年 1 月-2008 年 12 月

图 35：金融危机后 ESTR 降至走廊下限 DFR 附近运行



资料来源：欧央行，Wind，光大证券研究所；数据时间：2023 年 1 月-2026 年 8 月

下载日志已记录，仅供内部参考

欧元区银行存款均自主报价或谈判定价，ESTR 等市场基准主要用于银行内部 FTP 成本对标参考。欧元区存款利率完全由商业银行自主定价，同美国情况类似，欧元区不同类型银行、不同产品之间存款定价也存在一定差异。具体来看：

① **对于大型银行而言，**EBA、欧央行等相关监管部门要求其具备 FTP 框架，尤其是业务复杂度、资产负债规模较高的银行需要构建精细化的分期限 FTP 成本曲线，作为各业务单元产品定价、RAROC 考核的参考。大行内部 FTP 一般参考 ESTR 为基础的 OIS 互换曲线设定，具体到产品定价方面，零售存款定价一般在内部 FTP 定价基础上，进一步叠加流动性、同业竞争强度、期限等溢价；企业存款定价的 FTP 直接锚定对应期限 ESTR-OIS 利率，同时基于客户议价能力商定加点幅度。

② **对于中小银行而言，**多数并不搭建内部精细化的 FTP 曲线，其零售存款定价主要在同业报价、DFR 政策利率基础上做对标调整；企业存款定价也多数参考 ESTR、DFR 等利率，并在此基础上增加部分关系定价。

欧元区贷款定价参考基准相对多元。浮动利率贷款较多挂钩 Euribor 作为合同定价，固定利率贷款合同定价则无外部基准，基于银行内部 FTP 核算资金成本，叠加信用溢价、流动性溢价、资本成本等因素后确定最终报价。不同类型银行贷款内部定价方式也存在差异，大行具有较为完整的 FTP 曲线，主要参考对应期限 ESTR-OIS 互换曲线核算内部资金成本；中小银行缺少完整的精细化 FTP 曲线，主要基于对应期限 Euribor 基准，叠加风险溢价、客户关系等确定贷款利率底线。综合来看，浮动利率贷款定价的市场利率敏感度高于固定利率贷款，短期大额企业贷款定价跟随政策利率、市场利率的调整频次高于小额居民贷款，对应政策利率传导效能更高。

表 6：欧元区银行不同类型贷款定价机制梳理

贷款类型	贷款品种	贷款性质	合约定价基准	内部 FTP/资金成本参考	利率敏感度
零售贷款	可变利率住房按揭（ARM）	浮动利率	3M-Euribor / 6M-Euribor	同期限 ESTR-OIS 曲线/Euribor	中高，3/6 个月重定价
	长期固定利率住房按揭	固定利率	无	对应期限 ESTR-OIS 互换曲线；部分德国银行参考同期限 BUND 收益率	中低，存量不跟随市场利率变动
	初始固定期按揭	混合性质	固定锁定期内无；锁定期结束后转为 3M/6M-Euribor	锁定期内对应期限 ESTR-OIS 曲线/BUND 收益率/同业报价对标；浮动期同 ARM 产品	低，锁定期内不跟随市场利率变动，浮动期后中高敏感度
	居民消费贷、信用卡	固定利率（多数）	浮动版本挂钩 3M-Euribor；固定版本无	短端 ESTR-OIS 曲线/参考同业报价、客户信用	低，存量不跟随市场利率变动
中小企业贷款（SME）	循环授信/周转信贷额度	浮动利率	3M-Euribor；少量 6M-Euribor	同期限 ESTR-OIS 互换曲线/3M-Euribor	高，3 个月重定价，政策利率传导效率高
	短期浮动定期贷款	浮动利率	3M-Euribor / 6M-Euribor	同期限 ESTR-OIS 互换曲线/Euribor	中高，3/6 个月重定价，市场利率敏感度略低于循环授信
	中长期固定利率贷款	固定利率	无	对应期限 ESTR-OIS 互换曲线/主权债收益率曲线	中低，存量不跟随市场利率变动
大企业/银团贷款	银团贷款（大额对公）	浮动利率	1M/3M/6M-Euribor；新合同逐步推广 ESTR	同期限 ESTR-OIS 互换曲线/Euribor/ESTR	高，1 个月重定价，市场利率敏感度高
	大企业双边定期贷款	浮动利率	3M/6M-Euribor；少量 ESTR	同期限 ESTR-OIS 互换曲线/Euribor	高，3/6 个月重定价，利率敏感度高
	商业地产（CRE）浮动贷款	浮动利率	3M/6M-Euribor	同期限 ESTR-OIS 互换曲线/Euribor	高，3/6 个月重定价，利率敏感度高
	中长期固定利率对公 / CRE 贷款	固定利率	无	对应期限 ESTR-OIS 互换曲线	中低，存量不跟随市场利率变动

资料来源：ECB，CEBS，Euribor rates.eu，Janus Henderson 等，光大证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

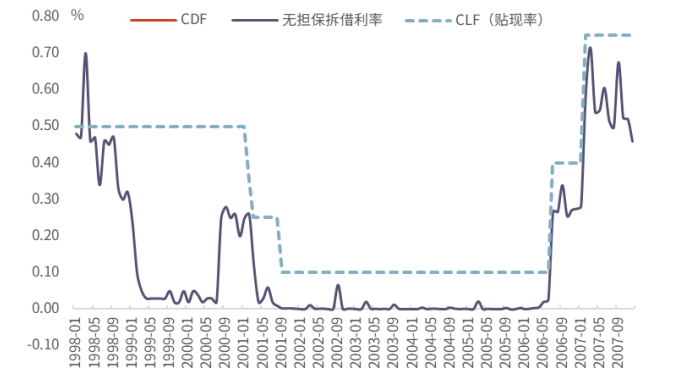
5.4 日本：长短期兼顾的利率走廊

准备金盈余框架下从走廊体系转向地板体系。日本利率走廊机制同欧元区相似，走廊上下限分别为补充贷款便利利率（CLF）和补充存款便利利率（CDF），而贴现率是日央行公开市场操作利率，通过公开市场操作将无担保隔夜拆借利率这一市场基准稳定在走廊内运行。其中走廊上限 CLF 是日央行于 2001 年 2 月推出的超短期限再贷款工具，其利率同贴现率，申请的商业银行需提供合格资产作抵押，一般为隔夜期限，可视实际情况延长。走廊下限 CDF 是日央行 2008 年 10 月推出的工具，类似于超额准备金利率，需由银行自主申请。

伴随银行体系从准备金稀缺向准备金过剩环境转变，市场利率持续下行贴近走廊下限，利率调整机制逐步从走廊体系向地板体系过渡。1991 年日本经济泡沫破裂后，日央行开启快速降息，1999 年后逐步实施零利率（ZIRP）和量化宽松政策，后为应对金融危机等外部冲击和长期通缩的内部压力，2010 年日央行加强宽货币力度，开启全面货币宽松（CME），2013 年实施 QQE 非常规货币政策。期间日央行通过大规模购买国债、公司债、基金等方式，向货币市场投放大量基础货币，使得基准利率维持在较低水平。

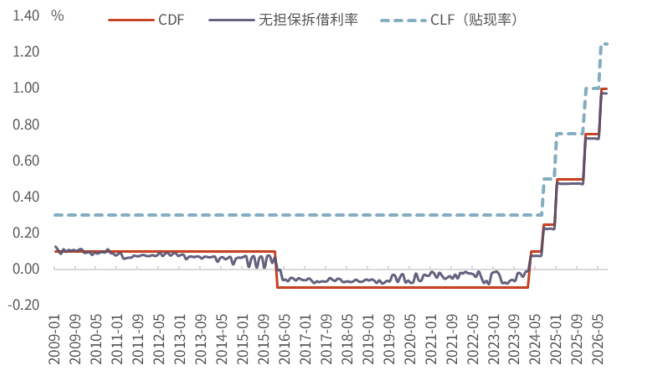
负利率时期形成长短端兼顾的双维度利率调控框架。为缓解通缩压力，刺激经济增长，2016 年 1 月日央行在 QQE 框架下引入负利率政策，将 CDF 和政策目标利率降至-0.1%，鼓励银行加大资金投放力度。同年 9 月推出收益率曲线控制政策（YCC），核心在于设定针对 10Y 国债的目标收益率，通过买债方式将曲线长端控制在央行目标范围内，进而降低市场长期限融资成本。这一政策机制下，短端、长端利率均受央行控制，形成了以 CDF 为下限、10Y 国债目标收益率为上限的隐性走廊，对收益率曲线形态实施全线把控。伴随通胀水平逐步回温，2024 年 3 月日央行开启加息操作，结束负利率与 YCC 政策，货币政策向正常化回归，利率走廊再度回归地板模式。

图 36：贴现率/CLF 利率是市场基准无担保利率的上限



资料来源：日央行，Wind，光大证券研究所；数据时间：1998 年 1 月-2007 年 12 月

图 37：宽货币环境下利率框架从走廊体系转向地板体系



资料来源：日央行，Wind，光大证券研究所；数据时间：2009 年 1 月-2026 年 8 月

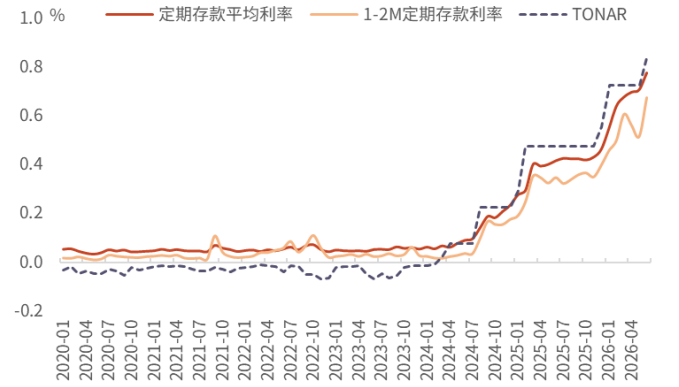
日本银行业贷款端同样形成了差异化基准的分层定价体系。零售贷款、中小微企业贷款与大企业/银团贷款的外部基准与内部定价逻辑存在较大差异。分贷种看，① 居民浮动按揭、中小企业短期贷款主要挂钩银行短期最优贷款利率（PR），重定价频次较高，对市场利率的敏感度较强。② 居民及企业中长期固定利率贷款合约利率不挂钩外部基准，大型银行依托 TONA-OIS 互换曲线进行 FTP 成本定价，地方银行则参考日本国债收益率曲线作为无风险定价基准。③ 大企业/

下载日志已记录，仅供内部参考

银团浮动利率贷款合约基准多为日元东京银行间报价利率（TIBOR），部分新增合约逐步引入 TONA 作为参考基准，整体定价的利率市场化程度较高。

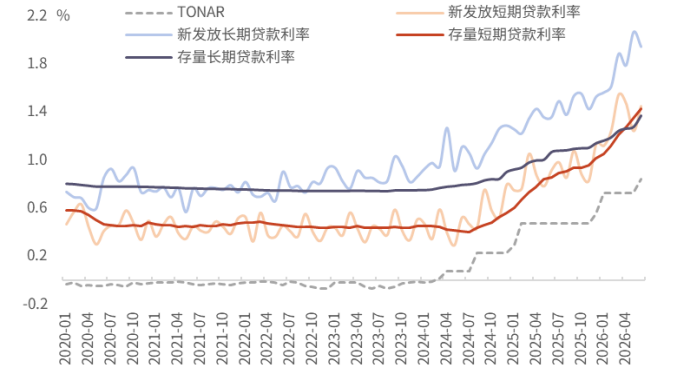
综合来看，TONA-OIS 互换曲线、TIBOR、PR、国债收益率曲线等基准共同构成了日本银行业贷款定价的多元化体系。大型银行依托较为完善的 FTP 框架实现风险成本的精准定价，中小银行则更多参考外部市场基准与同业报价，形成适配不同合约期限、不同客户类型的差异化贷款定价格局。

图 38：加息过程中短期限存款利率调整相对滞后



资料来源：BOJ，Wind，光大证券研究所；数据时间：2020 年 1 月-2026 年 6 月

图 39：短期浮动利率贷款重定价周期短于长期固定利率贷款



资料来源：BOJ，Wind，光大证券研究所；数据时间：2020 年 1 月-2026 年 6 月

6、 本轮利率调控框架改革的影响与未来展望

6.1 DR 基准利率强化的衍生影响

当 DR 成为对公贷款定价的基准锚之后，货币与债券市场或面临一系列变化。

一是 DR 利率的波动性将明显下降，货币市场稳定性或大幅提升。未来为保证浮动利率贷款重定价时不出现大的偏差，除使用一定时期的 DR 均值作为利率锚外，DR 自身波动性也需要系统性下降。随着隔夜逆回购工具操作常态化、利率走廊约束机制强化，月末、季末、税期等因素对 DR001 扰动弱化，短端资金利率围绕政策利率平稳运行，减少资金面剧烈波动对债券利率的扰动，为市场利率曲线提供稳定的短端锚点。

二是短端 DR 平稳或推动收益率曲线平坦化运行。长期稳定的 DR 不再是央行与市场各方博弈的基础，可能进一步导致债券市场杠杆率上升，压平收益率曲线。同时，为维持短端利率平稳运行，央行或被动增强短端流动性调控频次，月初、月末、税期、节前等时点均需进行“削峰填谷”操作，进而可能导致体系流动性脆弱性提升，这需要央行通过其他方式予以调节。

三是贷款定价基准多元并行，可改善政策利率向贷款定价的传导效率。DR 依托真实银行间交易生成，相比按月度更新报价的 LPR 具备更高更新频率。对公大客户可选择 DR 作为其贷款定价锚，实现贷款利率跟随市场资金成本变动，信贷市场与货币市场利率联动性将有所增强。但这并不必然代表能够有效增强银行自身的定价管理能力，利率自律机制仍将继续发挥作用，且在目前阶段有进一步强化之势。

下载日志已记录，仅供内部参考

6.2 下一阶段利率框架改革的方向展望

➢ 改革方向一：完善央行政策利率体系，健全隔夜利率走廊机制

结合央行在《2026 年第二季度货币政策执行报告》专栏 2 当中“逐步增加隔夜逆回购的操作频率，进一步畅通政策利率向市场利率的传导”相关表述，我们认为后续在利率政策框架完善方面可关注：

一是推动政策利率调控框架重心适度前移至隔夜期，完善当前隔夜走廊运行机制。结合一级交易商资金需求，逐步增加隔夜逆回购操作频次，通过流动性精准投放平抑节前、季末、缴税等特殊时点隔夜利率波动，引导短端利率平稳运行。同时，推动临时隔夜正逆回购工具操作常态化，强化隔夜利率走廊上下限的刚性约束，避免市场利率较政策利率出现持续性偏离。

二是进一步淡化 MDS、MLF 等工具中标利率的信号属性。MDS、MLF 等作为中长期流动性投放工具，强化其数量工具定位，削弱相关中标利率对于中长端市场利率的隐性压制。同时，关注维护不同期限流动性投放工具利率的合理比价关系，避免出现多重政策信号干扰市场预期，理顺由短及长的利率传导链条。

三是将流动性投放渠道适度拓宽至非银机构。例如，逐步拓宽逆回购、MDS、MLF 等公开市场操作的合格抵押品范围，扩大交易对手覆盖面，进而降低部分非银机构资金获取难度，改善货币市场因准入、押品差异导致的资金分层现象。让更多的交易对手参与到多元利率体系传导过程当中，提高政策利率向市场利率的传导效率。

➢ 改革方向二：针对差异化的业务场景需要培育多元化市场基准

参考海外经验，美欧日均形成多元化分层的基准利率体系，分别以 SOFR、ESTR、TONA 作为无风险隔夜基准，生成 OIS 互换曲线作为银行内部 FTP 曲线的定价锚；同时也保留了 Euribor/Tibor 等银行间报价利率、最惠贷款利率 PR、国债收益率等作为终端市场利率定价参考，不同基准服务不同定价场景，避免单一基准无法覆盖全部业务需求。我们认为下阶段基准利率改革重点或聚焦于：

一是培育 DR 相关利率衍生品，推出完整 IRS、OIS 曲线。当前 DR001 交易基础相对扎实，但挂钩 DR001 的相关利率衍生品仍待发展，未形成完整连续的期限曲线。对标海外 SOFR-OIS、ESTR-OIS、TONA-OIS 定位功能，后续强化 FDR-OIS 衍生品市场培育，构建较为完整的互换曲线，为市场提供统一的无风险基准利率定价锚。

二是推动 LPR 报价机制改革。现阶段 LPR 报价减点占比近半数，已逐步脱离“最优质客户贷款报价”定位；后续需强化报价行实际贷款利率对报价的约束，破除 OMO+固定点差报价的固化模式。可适度优化报价行构成，提升报价行对于各类机构的代表性，同时，需完善报价考核与事后评估机制。期限结构上，可在现有 1Y、5Y 及以上品种基础上，适度增设中间关键期限品种报价，更好适配不同贷款定价需求。

三是完善国债收益率曲线建设，提升国债市场流动性，优化长端收益率曲线形态。提升 1Y 以内短端国债的发行频率，鼓励国有行发挥债券市场做市商作用，推动 1Y、3Y、5Y、10Y、30Y 等关键期限的交易活跃度，进一步发掘市场合理定价，减少部分关键期限成交稀疏带来的曲线失真问题。同时，扩大国债收益率曲线在金融产品定价中的应用，引导部分信贷业务参考国债曲线开展定价。

➢ 改革方向三：优化存贷款利率自律机制安排，提升银行自主定价能力

下载日志已记录，仅供内部参考

存贷款利率市场化改革不单是放开定价管制，更多在于强化银行内部定价体系建设。参考海外经济体存贷款定价机制，大型银行普遍建立了对标市场基准的精细化 FTP 曲线核算资金成本，并根据不同客户类型、合约期限、资金规模设定相应的利差加成；中小行则对标货币市场基准、国债收益率曲线、同业报价等进行简易定价。政策利率经由货币市场基准利率，向银行内部资金成本传导，直接影响终端存贷款利率报价，跨市场间利率传导逻辑相对顺畅。

现阶段我国存贷款利率虽然都建立了市场化的传导机制，但存贷款利率相较市场利率而言粘性仍较高，各行 FTP 曲线设定参差不齐、不同银行定价能力分化等问题依然存在。我们认为，下阶段仍要推进存贷款利率与市场利率并轨，落脚点或在于提升银行内部合理定价能力方面，具体来说：

一是推动银行建立健全内部资金成本定价体系，提升自主理性定价能力。后续伴随 DR-OIS 曲线的构建，在风险可控的前提下，引导银行完善内部 FTP 定价体系。对于中小行而言，需结合自身业务模式，交叉参考 DR、国债收益率等市场基准，对标同业报价，形成相对简易的定价模型，缩小同大行的定价能力差距。在此基础上，引导银行综合自身资金成本、风险溢价、客户综合收益等因素合理确定终端报价。理顺“政策利率→无风险市场基准→银行内部 FTP 成本→存贷款利率”的传导链条。

二是优化存款利率市场化调整机制，持续加强市场利率自律约束作用。理顺存款、贷款、同业存款、国债收益率之间合理的利率比价关系，通过联动市场基准和银行内部成本定价体系，提升存款利率定价的市场化程度。同时，进一步发挥市场利率定价自律机制的约束作用，优化大行引领、中小行跟随的联动调整模式；持续规范存款市场竞争秩序，防范“内卷式”非理性定价。

综合来看，理顺由短及长的利率传导体系的最后一环在于推动银行提升合理定价能力，提升政策利率到终端存贷款市场利率的传导效率。同时也要兼顾市场竞争秩序维护，防范“内卷式”价格战，为银行净息差留有合理空间。

7、风险提示

1、经济复苏节奏慢于预期，货币政策超预期宽松；

2、利率市场化改革进程推进相对缓慢，利率改革方向研判有偏；

3、风险暴露超预期，资产质量持续恶化等。

下载日志已记录，仅供内部参考

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼