仅供内部参考，请勿外传

银行

2026 年 09 月 22 日

DR 贷款新篇：FTP 体系重构与债贷比价新平衡

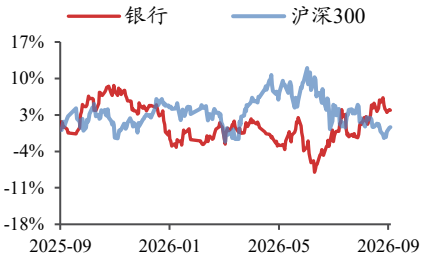
——行业深度报告

刘呈祥（分析师）
liuchengxiang@kysec.cn
证书编号：S0790523060002

朱晓云（分析师）
zhuxiaoyun@kysec.cn
证书编号：S0790524070010

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《基金净值披露降频，有望平抑理财波动—理财观察之“定开债基”》-2026.9.18

《政府债支撑社融，融资结构转化—8月金融数据点评》-2026.9.16

《司库同业存单策略的新局与选择—行业深度报告》-2026.9.15

● LPR 单锚时代，FTP 体系双轨制特征会导致资金价格失真

LPR 单锚时代，商业银行 FTP 体系呈现双轨制特征，即存贷款 FTP 曲线和资金业务 FTP 曲线相互分隔。这一定价方式的核心矛盾在于：LPR 是贷款报价基准，而非银行边际资金成本，用资产价格作为 FTP 的锚，会导致资金价格信号失真。比如当市场利率显著下行、同业负债成本已大幅降低时，只要 LPR 维持不动，存款 FTP 价格持续高于真实边际资金成本，使得业务条线吸收存款的内部收益虚高，驱动分支行过度拉存款。**此外，双轨制还存在基差风险和货币政策传导时滞两种核心矛盾。**

● 内部定价体系（FTP）的底层重构：从双轨制到 DR 直连

1、银行 FTP 体系核心变化：（1）短端 FTP 实现日频盯市。（2）FTP 曲线由双轨走向并轨。（3）重定价周期和点差调整更加精细化，目前已披露的 DR 挂钩贷款大部分以 DR001 为基准利率，期限差异通过两个维度体现：一是重定价周期，按日/月/季三档，分别对应 DR001 当月、前 1 个月和前 3 个月均值；二是加点幅度，重定价周期越长、贷款期限越久，加点相应越高。

2、FTP 体系重构最终会传导至银行的资本配置和绩效考核。（1）RAROC 计量更加真实，DR 模式下，每笔贷款的 FTP 成本直接对标发放当日市场资金价格，RAROC 计量从会计核算走向交易核算。（2）分支机构考核从规模导向转向价差导向。DR 时代，FTP 价格每日盯市，分行考核核心或从“量”转向“价”，即贷款利率与 FTP 之间的点差，推动银行整体从规模驱动转向价值驱动。

● 我们测算使得 10Y 国债与 DR 贷款比价平衡的利率为 1.46%

银行获得的净利息收入可以用 FTP 一分为二，包含外部净利息收入和内部净利息收入，假设对公及零售部门只有存贷款业务时，内部利息净收入=部门存款 FTP 收入-部门贷款 FTP 成本=（存款日均余额*存款 FTP-贷款日均余额*贷款 FTP）。根据内部利息净收入公式，**以 2026H1 数据静态测算，国有行对公贷款 FTP 约为 1.29%，零售贷款 FTP 约为 1.56 %。**

假设以司库资金支持各项业务，我们用近三个月 DR001 利率均值+100BP（2.41%）作为企业贷款利率进行测算，**使得银行投资 10Y 国债与 DR 贷款 EVA 相同的收益率为 1.46%，**使得 30Y 国债与按揭贷款（3.05%）EVA 相同的收益率为 2.16%。

● 投资建议

在负债稳定性减弱、资产荒延续的背景下，银行板块的选股逻辑选股逻辑应从“追求规模扩张”转向：（1）负债成本优势明确、核心存款稳定的全国性银行，受益标的**国有行（政务+零售客群基础）和招商银行（财富管理客群优势）**等；（2）区域景气度高、信贷定价权强的优质城商行，受益标的**江苏银行**（长三角对公优势）、**杭州银行**（科创特色）、**成都银行**（西部区域龙头）等；（3）中长期推荐中**信银行**（强集团协同），对公和资金业务综合化经营优势突出。

● 风险提示：宏观经济增速下行，监管政策趋严，债市利率大幅调整等。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

1、 背景：7 月以来多地推出 DR 基准利率贷款 3
2、 内部定价体系（FTP）的底层重构：从双轨制到 DR 直连 4
2.1、 传统 FTP 双轨制的逻辑与痛点 4
2.2、 DR 对 FTP 定价机制的重塑 6
2.3、 对 RAROC 和经济资本配置的深层影响 6
2.4、 债-贷比价平衡点的迁移 7
3、 对银行大类资产配置决策的影响 8
3.1、 从内部收息水平，推测国有行对公与零售贷款 FTP 8
3.2、 按测算 FTP 作为考核资金成本，估算各产品 EVA 与 RAROC 水平 9
3.3、 DR 贷款与国债收益率静态比价平衡点 10
4、 投资建议 11
5、 风险提示 12

图表目录

图 1： 商业银行存贷利差拆解 4
图 2： 2020-2024 年银行息差承压原因之一是 LPR 连续调整但存款成本刚性 5
图 3： LPR 报价难以反映真实贷款需求，减点贷款占比提高（%） 5
图 4： DR 挂钩贷款的利率传导路径 6
图 5： EVA 和 RAROC 指标拆解 7
图 6： 部门利息净收入可拆分内部利息净收入和外部利息净收入 8

表 1： 7 月中下旬以来多地推出 DR 基准利率贷款 3
表 2： FTP 曲线在银行内部的双轨制示意 4
表 3： 贷款利率挂钩 DR 后债贷利差或将收窄 7
表 4： 存款/贷款较高的部门，内部利息净收入高（2026H1，亿元） 9
表 5： 我们测算 2026H1 国有行对公贷款 FTP 为 1.29%，零售贷款 FTP 为 1.56% 9
表 6： 对各类资产业务设置差异化 FTP 后的大类资产比价：贷款和长债 10
表 7： 使得 10Y 国债综合净收益与企业贷款一致的利率平衡点为 1.46% 11

仅供内部参考，请勿外传

1、 背景：7 月以来多地推出 DR 基准利率贷款

2026 年 7 月中下旬开始，国内多家银行陆续落地首单 DR 贷款业务，DR 贷款核心锚定 DR001，采用浮动加点模式。过往对公贷款主要以 LPR 作为定价基准，LPR 每月更新一次，调整频率偏低，难以匹配银行短期资金成本波动，也不适合资金周转快的企业短期流动资金贷款。DR 基准贷款作为利率市场化新探索，以市场化的货币市场利率作为贷款定价锚，与 LPR 形成互补，完善贷款利率体系，更好匹配企业短期周转融资需求。

表1： 7 月中下旬以来多地推出 DR 基准利率贷款

发放时间	银行主体	规模（万元）	定价模式	企业性质	资金用途
7 月 20 日	工商银行海南省分行	7670	区间浮动 DR	外资企业	-
7 月 20 日	招商银行海口分行	800	DR001	省属国企	-
7 月 20 日	浦发银行海口分行	700	DR	央企	-
7 月 21 日	招商银行武汉分行	2000	前 3 个月 DR001 均值+87BP，每 3 个月重定价	民营科技企业	流贷
7 月 29 日	工商银行上海张江支行	990	DR001	科技企业	流贷
7 月 29 日	上海银行	5000	DR001	国内化学品制造行业	-
7 月 30 日	浦发银行横琴分行	500	DR001，季度调整	民营科技企业	流贷
7 月 30 日	农业银行东莞分行	450	DR001	国家级高新技术企业	流贷
7 月 30 日	农业银行佛山分行	500	DR001	外资企业	流贷
7 月 31 日	工商银行北京分行	-	DR001	中小型科技企业	
8 月 2 日	中国银行上海市分行	500	DR001	民营企业	流贷
8 月 3 日	招商银行泉州分行	500	定价日前 3 个月的 DR001 均值，3 个月重定价	民营企业	-
8 月 3 日	民生银行	1000	DR001	上海自贸区内工业气体供应商	流贷
8 月 4 日	建设银行海南省分行	1000	DR	央企	流贷
8 月 4 日	上海银行苏州分行	1000	DR001	科技企业	流贷
8 月 4 日	招商银行兰州分行	500	DR001	科技型中小企业	-
8 月 4 日	成都银行	700	DR001	-	流贷
8 月 4 日	兴业银行福州分行	-	DR001	-	-
8 月 4 日	招商银行南阳分行	200	DR	电气制造业企业	流贷
8 月 5 日	中国银行河北分行	100	定价日前 3 个月 DR001 均值作为基准利率，并加点 164.32BP 确定执行利率，按 3 个月周期重定价。	科技型民营企业	-
8 月 6 日	工商银行深圳分行	5000	DR001	民营战略性新兴产业企业	-
8 月 6 日	工商银行云南省分行	500	DR	高新技术制药企业	流贷
8 月 7 日	工商银行、农业银行、浦发银行	6800	选取 1 个月、3 个月 DR001 平均值作为定价基准，重定价周期涵盖 1 个月、3 个月、6 个月	省属大型国企、上市企业产业链配套企业、地方优质民企	-

资料来源：证券时报、新浪财经等、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2、 内部定价体系（FTP）的底层重构：从双轨制到 DR 直连

2.1、 传统 FTP 双轨制的逻辑与痛点

在 LPR 单锚时代，商业银行内部定价 FTP 体系呈现典型的双轨制特征，即存贷款 FTP 曲线和资金业务 FTP 曲线相互分隔、关联不大。其中存贷款 FTP 共用一条以 LPR 为基准构建的收益率曲线，存款 FTP 和贷款 FTP 都是这条曲线上对应期限的资金价格，二者差异仅在于司库是否收取资金买卖点差——部分银行为鼓励规模扩张将存贷 FTP 拉平，司库不收点差。

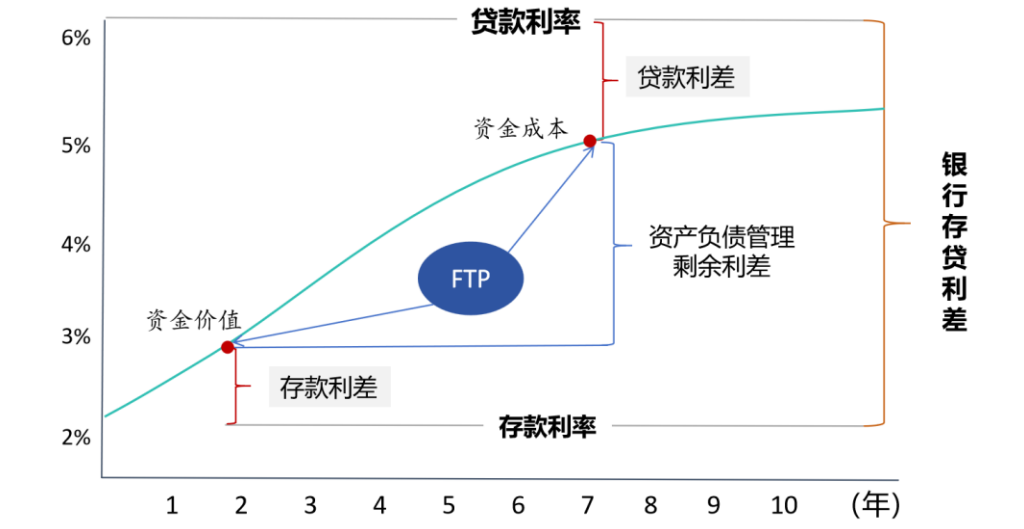
表2：FTP 曲线在银行内部的双轨制示意

维度	存贷款业务 FTP 曲线	资金业务 FTP 曲线
定价基准	MLF→LPR（月频报价）	DR007/Shibor（日频交易）
调整频率	按月/按季	按日
适用业务	一般贷款、存款	同业资产、债券投资、票据等
传导链条	政策利率→LPR→FTP→贷款利率（滞后 1-3 个月）	政策利率→DR→FTP→金融市场利率（T+1）

资料来源：开源证券研究所

这一定价方式的核心矛盾在于：LPR 是贷款报价基准，而非银行边际资金成本，用资产价格作为内部资金转移定价的锚，天然会导致资金价格信号失真。比如负债端，当市场利率显著下行、银行同业负债成本已大幅降低时，只要 LPR 维持不动，存款 FTP 价格就会持续高于真实边际资金成本，使得业务条线吸收存款的内部收益虚高，驱动分支行过度拉存款，而真实的负债成本信号被掩盖；资产端也是一样，LPR 长期不动，加减点调整又很难高频，那么贷款定价必然难以跟上市场形势，**这就是双轨制下银行资产负债配置扭曲的重要根源。**

图1：商业银行存贷利差拆解



资料来源：开源证券研究所

正常的 FTP 逻辑应是“边际负债成本决定资产定价”，而不是“资产价格决定负债价值”。为什么存款的 FTP 要锚定贷款的报价（LPR）设置，简单理解就是银行认为既然吸收存款是为了发贷款，存款在银行内部值多少钱，取决于这笔钱拿去放贷款能赚多少收益率，而 LPR 是贷款定价的基准，所以存款的内部收购价自然就锚

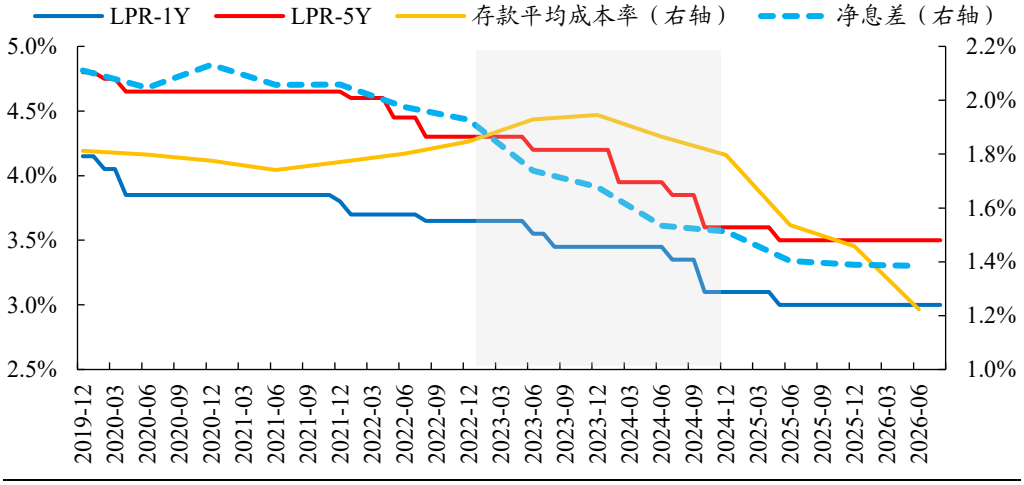
仅供内部参考，请勿外传

定了 LPR。而 DR 贷款的推出，恰恰是打破这一扭曲的关键一步：当存贷款短端都直接锚定 DR 这一银行间市场的真实边际资金成本，FTP 定价才真正回归“边际负债成本决定资产价格”的本源，双轨制下的价格信号失真也将从机制上得到纠正。

双轨制还存在着两种核心矛盾：

（1）基差风险：资产端贷款锚定 LPR，负债端分为两部分——同业负债锚定 DR（日频波动），存款更多通过利率自律机制—存款挂牌利率调整起作用，在 LPR 连续下调但存款成本相对刚性的阶段，基差风险就会不断体现，银行净息差被动收窄；反之，若未来 DR 上行而 LPR 维持不动，同业负债占比高的银行将立刻承受基差损失，负债成本上行而资产收益不动。

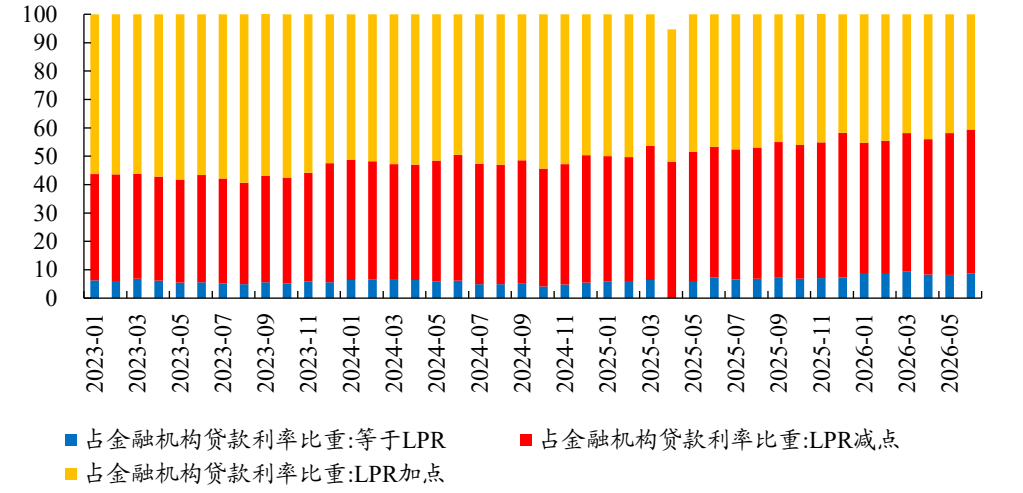
图2：2020-2024 年银行息差承压原因之一是 LPR 连续调整但存款成本刚性



数据来源：Wind、开源证券研究所

从基差风险的表达上来看，理论上 LPR 自 2025 年 5 月以来已经连续 19 个月按兵不动，DR001 中枢从 1.55%下行至 1.35%，银行净息差应有走扩的可能。但实际上，当前银行普遍面临着另外一种压力：市场利率下行带动债券收益率大幅走低，优质企业弃贷选债，银行贷款端被迫在 LPR 基础上减点竞争（2026Q1 近 50%贷款低于 LPR 发放），和负债成本降幅对冲后，大部分银行净息差仍是承压的状态。

图3：LPR 报价难以反映真实贷款需求，减点贷款占比提高（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

（2）货币政策传导时滞，央行货币政策意图需要通过 LPR 报价→银行内部 FTP 调整→分支行执行的漫长链条。而且，双轨制下货币市场利率与贷款利率之间缺乏传导渠道，市场利率下行只影响资金业务和债券投资收益率，无法直接作用于贷款定价。LPR 作为贷款定价的唯一锚，调整频率低、幅度小，导致大量货币宽松淤积在银行间市场，难以有效传导至实体融资成本。

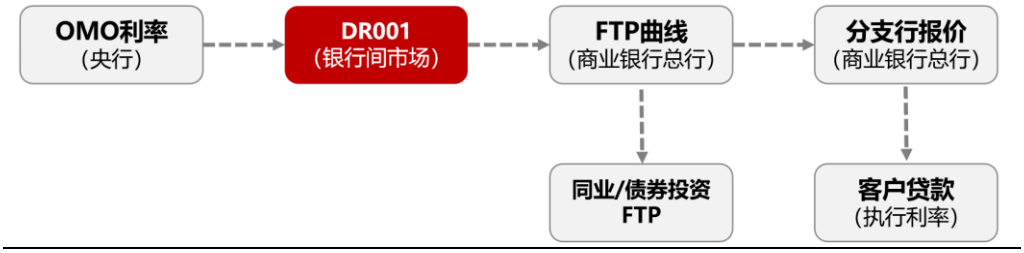
2.2、 DR 对 FTP 定价机制的重塑

DR 贷款推出后，银行 FTP 体系正经历一场变革，核心变化体现在三个层面：

（1）短端 FTP 实现日频盯市，对于 1 年期以内、按日/按季重定价的 DR 贷款，其 FTP 价格不再参考 LPR，而是直接挂钩 DR001 的市场价格。 总行资金中心每日根据银行间市场资金面情况发布 FTP，分支行以此为基础对客户报价。这可能意味着：资金宽松日（如月初、降准后），FTP 价格当日下行，分支行可以给客户更低的报价；资金紧张日（如税期、跨季），FTP 价格当日上行，避免高息揽存、低息放贷的倒挂。分支行的定价权限从季度调整变为每日盯市，对市场利率研判能力和客户定价谈判能力提出更高要求。

（2）FTP 曲线由双轨走向并轨，DR 贷款推广后，短端（1 年以内）存贷款和资金业务将共享一条 DR 基准曲线，实现真正的内部资金市场化定价。

图4：DR 挂钩贷款的利率传导路径



资料来源：开源证券研究所

（3）重定价周期和点差调整更加精细化，目前已披露的 DR 挂钩贷款大部分以 DR001 为基准利率，期限差异通过两个维度体现：一是重定价周期，按日/月/季三档，分别对应 DR001 当月值、前 1 个月均值和前 3 个月均值；二是加点幅度，重定价周期越长、贷款期限越久，银行承担的信用风险和利率风险越大，加点也相应越高。在此基础上，银行可以基于 DR001 构建从隔夜到 1 年的内部 FTP 期限结构，用不同期限的 DR001 均值或利率互换价格推导完整的收益率曲线，替代原来认为设定的期限利差，实现真正市场化的期限定价。

2.3、 对 RAROC 和经济资本配置的深层影响

FTP 体系重构最终会传导至银行的资本配置和绩效考核，一笔贷款的 RAROC 计算公式为：*（贷款利率-FTP 资金成本-信用成本-运营成本-税收）/ 经济资本占用。*

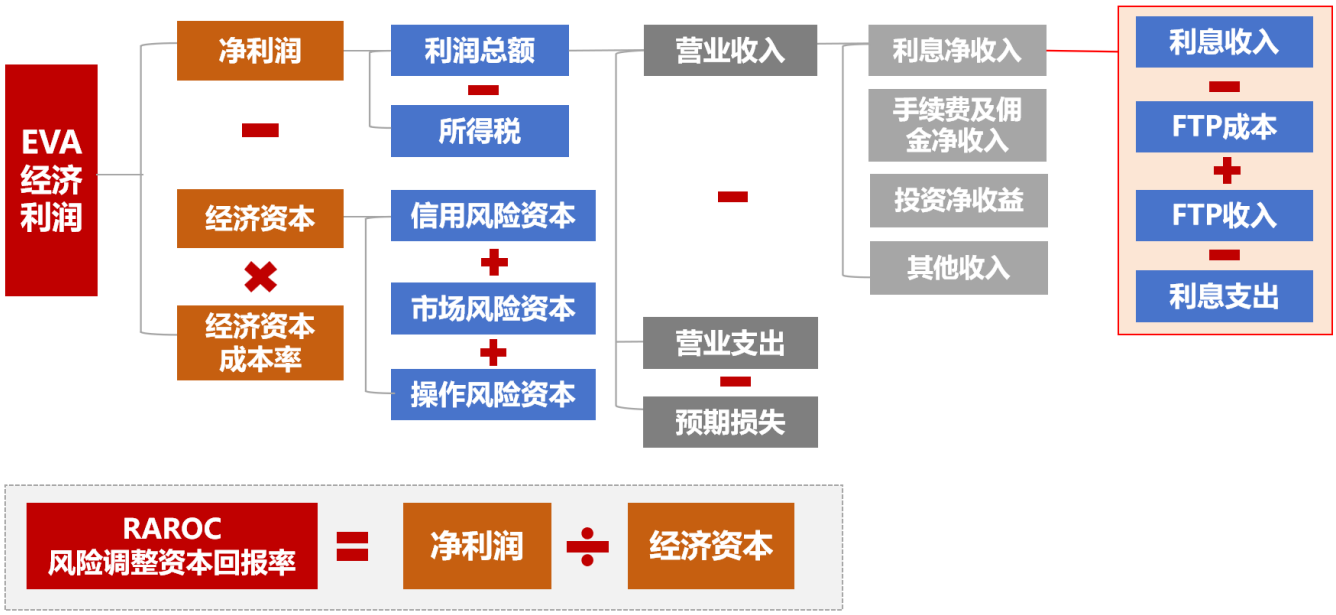
（1）RAROC 计量更加真实，传统 LPR 模式下，贷款的 FTP 成本是平滑后的月均价格，无法真实反映每笔贷款发放时的边际资金成本。 DR 模式下，每笔贷款的 FTP 成本直接对标发放当日市场资金价格，RAROC 计量从会计核算走向交易核算。

（2）分支机构考核从规模导向转向价差导向，过去分行考核贷款投放规模，因 FTP 调整频次低，总行也看不清每笔业务真实的风险调整后收益，只能靠做大规模

仅供内部参考，请勿外传

放大 EVA，资本使用效率并不高。 DR 时代，FTP 价格每日盯市，分行需要根据当日资金价格判断这笔贷款的点差是否合适，考核核心从“量”转向“价”——即贷款利率与 FTP 之间的点差，这也推动银行整体从规模驱动转向价值驱动，资本更精确地匹配到高回报业务上。

图5：EVA 和 RAROC 指标拆解



资料来源：开源证券研究所

2.4、 债-贷比价平衡点的迁移

对于优质企业而言，选择银行贷款还是发行债券，本质上是一个可比成本的权衡。DR 贷款推出前，LPR 贷款利率或显著高出同期限债券收益率，优质企业“弃贷选债”；DR 贷款推出后，虽然绝对收益水平没有明显降低，但客户或预期资金面转松下的成本收益，借贷意愿或有所恢复。更重要的是周期对称性：资金宽松周期，DR001 下行，DR 贷款利率当日下行，企业实时享受宽松红利。而 LPR 贷款要等季度重定价，债券要等发新债还旧债才能置换；资金收紧周期，DR001 上行，DR 贷款利率当日上行，而传统固定利率贷款在加息周期会持续侵蚀银行息差。

表3：贷款利率挂钩 DR 后债贷利差或将收窄

主体类型	LPR 贷款利率	DR 贷款利率	同期限债券收益率	LPR 时期利差	DR 时期利差
AAA 级央企	2.5%-2.7%（LPR 减 30-50BP）	2.21%-2.61%（DR001+80-120BP）	1.52%（1Y AAA 中票）	100-120BP	70-110BP
AAA 级地方国企	2.6%-2.8%（LPR 减 20-40BP）	2.31%-2.71%（DR001+90-130BP）	1.54%（1 年 AA+中票）	100-130BP	80-120BP
优质民企/科技企业	2.8%-3.2%（LPR 减 20 至加 20BP）	2.21%-3.11%（DR001+80-170BP）	1.56%（1 年 AA 中票）	130-160BP	60-150BP

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：DR 贷款利率按 DR001 中枢 1.41 %加点测算，加点区间参考已落地案例：优质民企科技企业+87BP（招行武汉 2000 万元），小型科技企业+164.32BP （中行河北 100 万元），推测央企/国企加点大致在 80-120BP 区间，债券收益率为 2026 年 9 月中票收益率数据。）

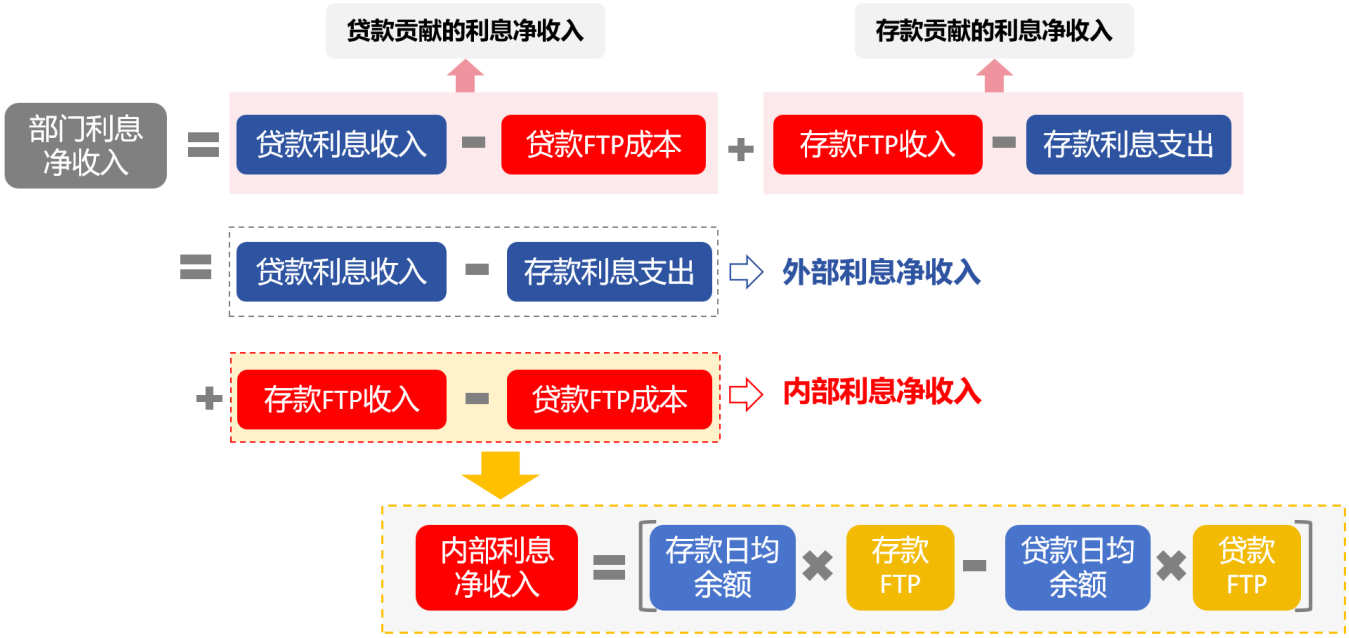
仅供内部参考，请勿外传

3、 对银行大类资产配置决策的影响

3.1、 从内部收息水平，推测国有行对公与零售贷款 FTP

我们曾在报告《解析 LPR 脱钩 MLF:推动 FTP 并轨，重塑资产比价》中讨论过如何从部门内部收息看银行 FTP 决策的分化，银行获得的净利息收入可以用 FTP 一分为二，包含外部净利息收入和内部净利息收入，当我们假设对公及零售部门只有存贷款业务时，**内部利息净收入=部门存款 FTP 收入-部门贷款 FTP 成本=（存款日均余额*存款 FTP-贷款日均余额*贷款 FTP）。**

图6：部门利息净收入可拆分内部利息净收入和外部利息净收入



资料来源：开源证券研究所

如何跟踪各银行业务板块的 FTP？由于准确数据可得性受限，我们根据财报披露数据来评估。上市银行各业务部门内部利息净收入占比情况呈现分化，较高的内部利息净收入可能存在资金来源和运用的不匹配，比如存差部门和贷差部门之分，当然也可能是战略支持业务的影响。

1、国有大行对公业务内部利息净收入占比低，零售业务占比高。根据内部利息净收入计算公式，存款规模越大，存款 FTP 越高的部门内部利息净收入越高。对公业务来看，2026H1 国有行中内部利息净收入多为负值，占比较低，或主要源于:（1）规模上，国有行对公存款/贷款均小于 1，存款规模较小拖累内部利息净收入。（2）期限上，国有行对公存款以活期存款为主，存款 FTP 相对较低。零售业务来看，2026H1 国有行内部利息净收入占比较高，一方面是源于存款/贷款比例高，其中邮储银行零售存款/零售贷款高达 3.06；另一方面国有行国有行凭借广泛的网点优势，吸收居民定期存款多，零售存款期限长，存款 FTP 定价高。

2、股份行对公业务内外部利息净收入结构均衡，零售业务内部利息净收入占比偏低，其中中信银行和浙商银行零售业务部内部利息净收入均为负值，主要源于股份行存款来源更依赖对公渠道，除招行外零售存款/零售贷款均小于 1。

仅供内部参考，请勿外传

表4：存款/贷款较高的部门，内部利息净收入高（2026H1，亿元）

银行名称	公司部利息净收入拆分）			公司部存贷款平均余额			零售部利息净收入拆分			零售部存贷款平均余额		
	合计	其中：外部	内部	贷款	存款	存款/贷款	合计	其中：外部	内部	贷款	存款	存款/贷款
工商银行	1665	1968	-303	185943	152687	0.82	1387	69	1318	87970	201700	2.29
农业银行	1324	1603	-280	163148	114275	0.70	1782	245	1537	93648	213188	2.28
建设银行	1448	1639	-191	165289	120154	0.73	1457	366	1090	90575	184499	2.04
邮储银行	391	604	-213	46770	20871	0.45	1089	79	1010	48888	149658	3.06
交通银行	503	491	13	63093	52424	0.83	343	114	229	27692	41726	1.51
国有行	**5331**	**6305**	**-974**	**624243**	**460410**	**0.86**	**6056**	**872**	**5184**	**348773**	**790771**	**2.27**
招商银行	482	275	207	33779	53781	1.59	685	518	167	36712	44930	1.22
中信银行	419	318	101	34435	42172	1.22	291	314	-23	23266	18040	0.78
民生银行	258	303	-46	28575	28824	1.01	208	199	8	16369	14086	0.86
光大银行	201	165	37	24990	26878	1.08	188	189	1	14414	14022	0.97
浙商银行	161	116	45	14234	16297	1.14	40	42		4449	4238	0.95

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

我们根据 2026H1 数据静态测算，国有行对公贷款 FTP 约为 1.29%，零售贷款/存款 FTP 约为 1.56 %。主要测算过程及假设如下：

（1）假设国有行对公、零售板块只有存贷业务，利息净收入完全由存款和贷款业务产生；

（2）不考虑银行内部转移定价时的期限错配影响；

（3）内部利息净收入=存款日均余额*存款 FTP-贷款日均余额*贷款 FTP。设对公业务存贷 FTP 相等，则对公贷款 FTP=（内部利息净收入）/(存款日均余额-贷款日均余额；设零售存款 FTP 为 2%（大行 3Y 定存利率自律上限为 1.55%），则零售贷款 FTP=（存款日均余额*2%-内部利息净收入)/贷款日均余额。

（4）我们用 2026H1 数据进行测算，测算结果需*2 进行年化处理。

表5：我们测算 2026H1 国有行对公贷款 FTP 为 1.29%，零售贷款 FTP 为 1.56%

银行名称	对公业务部门（亿元）				零售业务部门（亿元）			
	内部利息净收入	存款平均余额	贷款平均余额	FTP 测算值	内部利息净收入	存款平均余额	贷款平均余额	FTP 测算值
	①	②	③	①/(②-③)*2	④	⑤	⑥	(⑤*2%-④)/⑥*2
工商银行	-303	152687	185943	**1.82%**	1318	201700	87970	**1.59%**
农业银行	-280	114275	163148	**1.14%**	1537	213188	93648	**1.27%**
建设银行	-191	120154	165289	**0.85%**	1090	184499	90575	**1.67%**
邮储银行	-213	20871	46770	**1.64%**	1010	149658	48888	**1.99%**
交通银行	13	52424	63093	**-0.24%**	229	41726	27692	**1.36%**
国有行	**-986**	**407987**	**561150**	**1.29%**	**5184**	**790771**	**348773**	**1.56%**

数据来源：各银行财报、Wind、开源证券研究所

3.2、 按测算 FTP 作为考核资金成本，估算各产品 EVA 与 RAROC 水平

我们假设以司库资金支持业务，对各类资产设置差异化 FTP 成本，现阶段企业贷款、按揭贷款和长债投资比价效应较强。贷款类业务资金成本用我们上文的测算

仅供内部参考，请勿外传

值，投资类业务资金成本以国债（5Y）到期收益率为基准，再分别计算各类资产业务的 EVA 贡献。主要假设及具体测算过程如下：

（1）企业贷款、按揭贷款和票据融资利率为 2026 年 6 月新发生贷款加权平均利率；各类债券利率取 2026 年 09 月 18 日到期收益率；

（2）存款派生率：企业贷款设为 60%，按揭贷款设为 30%，消费贷设为 10%；

（3）综合收益率=名义收益率-资金成本-税收成本-资本成本+存款派生收益-信用成本；

（4）EVA=综合收益率*1000，表中为每多做 1000 亿元业务时贡献的 EVA；

（5）RAROC=净利润/经济资本=（名义收益率-资金成本-税收成本+存款派生收益-信用成本）/风险权重*资本转换系数。

表6：对各类资产业务设置差异化 FTP 后的大类资产比价：贷款和长债

	企业贷款	票据贴现	消费贷	按揭贷款	国债 5Y	国债 10Y	国债 30Y	国开债 5Y	地方债 5Y	企业债(AAA)5Y
名义收益率	**3.04%**	**0.94%**	**3.00%**	**3.05%**	**1.41%**	**1.68%**	**2.12%**	**1.53%**	**1.49%**	**1.71%**
资金成本	1.29%	1.29%	1.56%	1.56%	1.31%	1.41%	1.68%	1.41%	1.41%	1.41%
FTP 定价方式	**企业贷款 FTP**	**平均负债成本**	**零售贷款 FTP**		**国债 5Y-10BP**	**国债 5Y**	**国债 5Y +20BP**	**国债 5Y**		**企业贷款 FTP**
税收成本	0.57%	0.00%	0.49%	0.50%	0.08%	0.10%	0.12%	0.10%	0.08%	0.15%
增值税	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*
所得税	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*0%*	*0%*	*0%*	*25%*	*0%*	*25%*
资本成本	***0.39%***	***0.39%***	***0.39%***	***0.18%***	***0.00%***	***0.00%***	***0.00%***	***0.00%***	***0.05%***	***0.39%***
资本转换系数	*10.50%*	*10.50%*	*10.50%*	*10.50%*	*10.50%*	*10.50%*	*10.50%*	*10.50%*	*10.50%*	*10.50%*
资本成本率	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*
风险权重	*75%*	*75%*	*75%*	*35%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*10%*	*75%*
存款派生收益	*0.63%*	*0.00%*	*0.11%*	*0.32%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*
信用成本	*1.01%*	*0.00%*	*1.24%*	*0.77%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*
综合收益率	***0.41%***	***-0.74%***	***-0.58%***	***0.35%***	***0.02%***	***0.18%***	***0.32%***	***0.03%***	***-0.05%***	***-0.24%***
EVA	**41.05**	**-74.18**	**-58.02**	**34.80**	**2.0**	**18.1**	**31.9**	**2.7**	**-5.2**	**-23.5**
RAROC	**10.2%**	**-4.4%**	**-2.4%**	**14.5%**	**-**	**-**	**-**	**-**	**0.1%**	**2.0%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 DR 贷款与国债收益率静态比价平衡点

预计企业贷款挂钩 DR 利率后新发放贷款利率会边际下降，我们用近三个月 DR001 利率均值+100BP（2.41%）作为企业贷款利率进行测算，使得银行投资 10Y 国债、30Y 国债与企业贷款和按揭贷款 EVA 相同的收益率分别为 1.46%和 2.16%。

仅供内部参考，请勿外传

表7：使得 10Y 国债综合净收益与企业贷款一致的利率平衡点为 1.46%

	企业贷款	按揭贷款	国债 10Y	国债 30Y
名义收益率	2.41%	3.05%	1.46%	2.16%
资金成本	1.29%	1.56%	1.41%	1.69%
FTP 定价方式	企业贷款 FTP	零售贷款 FTP	国债 5Y	国债 10Y
税收成本	0.38%	0.50%	8%	0.12%
增值税	6%	6%	6.00%	6.00%
所得税	25%	25%	0.00%	0.00%
资本成本	0.39%	0.18%	0.00%	0.00%
资本转换系数	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%
资本成本率	5.00%	5.00%	0.00%	0.00%
风险权重	75%	35%	0%	0%
存款派生收益	0.63%	0.32%	0.00%	0.00%
信用成本	1.01%	0.77%	0.00%	0.00%
综合收益率	-0.04%	0.35%	-0.04%	0.35%
EVA	-3.56	34.80	-3.56	34.80
RAROC	4.5%	14.5%	-	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 投资建议

在负债稳定性减弱、资产荒延续的背景下，银行板块的选股逻辑应从单纯追求规模扩张转向聚焦 "负债端护城河" 和 "资产端定价权" 两大核心维度。负债端的稳定性决定了银行在低利率环境下的息差韧性和扩表能力，资产端的定价权则决定了银行能否在信贷需求偏弱时保持营收增长。

第一，优先配置负债成本优势明确、核心存款稳定的全国性银行。 在存款非银化、核心存款增长乏力的大趋势下，拥有广泛网点布局和深厚零售客户基础的大行，其负债端护城河优势将进一步凸显。除国有行外，招商银行依托领先的财富管理能力和高净值客户基础，零售存款稳定性强、AUM 持续增长，能够有效对冲存款搬家的压力。这类银行在负债端的优势使其有能力支撑长久期资产配置，在债券投资和信贷投放上均具备更强的战略定力。

第二，精选区域景气度高、信贷定价权强的优质城商行。 尽管全行业信贷需求偏弱，但区域分化依然显著，长三角、珠三角等经济活跃地区的信贷需求和贷款定价能力明显优于全国平均水平。江苏银行依托长三角区域优势，对公贷款投放力度大、定价能力强，资产质量持续优异；杭州银行深耕浙江市场，零售和对公业务均衡发展，不良率保持行业低位；成都银行作为西部区域龙头，在基建贷款和对公存款方面具备独特优势，盈利增速领先同业。这类银行凭借区域高景气度，能在行业整体信贷增长乏力的背景下实现相对优势。

第三，中长期推荐中信银行。 中信银行在对公业务和资金业务方面具备综合化经营优势，近年来持续优化资产负债结构，资金业务对利润的贡献度稳步提升，在负债稳定性减弱的环境下展现出较强的经营韧性。

仅供内部参考，请勿外传

表8：受益标的一览

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收同比增长（%）			归母净利润同比增长（%）			EPS（摊薄，元）			评级
		2026-09-18	2026E		2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
600036.SH	招商银行	0.89	0.86	13.42	0.01	3.49	4.42	1.21	2.69	3.99	5.95	6.04	6.28	未评级
601998.SH	中信银行	0.67	0.63	9.61	-0.55	2.18	2.81	2.98	3.59	4.70	1.27	1.31	1.38	买入
600919.SH	江苏银行	0.82	0.81	15.72	8.82	17.97	9.78	8.35	6.20	10.15	1.88	2.00	2.20	未评级
600926.SH	杭州银行	0.86	0.85	17.74	1.09	8.38	7.85	12.05	9.42	10.94	2.63	2.87	3.18	未评级
601838.SH	成都银行	0.90	0.82	14.98	2.70	9.24	6.85	3.31	4.91	6.45	3.13	3.29	3.50	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、未评级标的均采用 Wind 一致预期，已评级盈利预测来自开源证券研究所；2、上述盈利预测及估值数据的基准日均为 2026-09-18。）

5、 风险提示

宏观经济增速下行。随着政策陆续出台，未来经济修复进度仍取决于政策的实际成效，若后续政策落地不及预期，则经济指标或仍有波动。

监管政策趋严。若监管对于商业银行流动性风险指标，利率风险指标监管趋严，或对银行资产配置行为形成约束，从而影响业绩表现。

债市利率大幅波动。银行 FVTPL 账户市值波动计入当期损益，若季末债市利率波动较大，或对银行业绩稳定性形成负面影响。

仅供内部参考，请勿外传

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

仅供内部参考，请勿外传

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn