下载日志已记录，仅供内部参考

银行

行业点评报告

2026 年 10 月 27 日

政策利率换锚下的银行投资线索

——金融街论坛央行政策点评

投资评级： 看好（维持）

证券分析师

丁黄石

SAC：S1350526040001

dinghuangshi@huayuanstock.com

廖志明

SAC：S1350524100002

liaozhiming@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

- **政策利率期限切换，货币政策转型方向明确。**10 月 19 日金融街论坛开幕式上，央行行长潘功胜发表主题演讲，宣布人民银行即将同金融监管总局、中国证监会推出设立应对非银机构大额赎回的流动性支持工具、扩大 SLF 的适用机构范围等五项增量政策。此外，潘行长就中国货币政策框架的转型和完善，提出三个近中期发展方向：1）优化短端利率调控机制，将研究择机把公开市场主要操作品种的期限切换为隔夜；2）推动贷款利率定价基准改革，从单一参考 LPR 定价向多元定价基准转型；3）退出存贷款基准利率。我们认为，这三项调整共同指向一个政策目标，即我国政策利率、货币市场基准利率的“锚”期限将逐步由 7 天切换至隔夜。

- **短端利率调控机制优化，利率走廊同步重构。**此次论坛开幕式上，央行宣布将研究择机把公开市场主要操作品种的期限切换为隔夜。我们认为未来临时正、逆回购利率区间或将由 7 天逆回购利率±25bp 逐步切换至隔夜逆回购利率±25bp(即 1.00%到 1.50%），利率走廊有望呈现如下格局：以隔夜逆回购利率为政策利率，临时隔夜逆回购利率为走廊上限，临时隔夜正回购利率为走廊下限，DR001 作为市场基准利率围绕政策利率在利率走廊内波动，DR001 或将成为央行货币政策调控的目标利率。

- **定价基准多元化转型，对贷款收益率影响整体中性。**此次央行宣布将推动贷款利率定价基准改革，从单一参考 LPR 定价向多元定价基准转型，我们认为在政策利率换锚之后，对商业银行贷款收益率的整体影响或相对有限，一方面源于改革意图是在不下调政策利率的基础上，通过利率锚的切换降低个别客户的融资成本，对于小企业及个人而言 LPR 仍将发挥利率锚的作用；另一方面贷款定价基准虽切换，但银行在发放贷款时，其综合化定价仍取决于贷款期限、企业风险溢价等因素，这些因素将以加减点幅度的差异最终反映在贷款价格上，因此同一笔贷款虽可选择不同定价基准，但其价格在溢价因子约束下不会大幅偏离，但 DR001 作为货币市场利率波动较大，故对于商业银行而言以 DR 为基准的贷款投放或使其贷款重定价风险上升。

- **历史利率退出，定价新基准呵护银行息差水平。**当前贷款利率已经有 LPR、DR001 等多个定价基准；自 2026 年一季度起，央行开始公布各个期限的新发生定期存款平均利率作为银行存款定价的参考，或体现了央行通过存款平均利率作为新锚点来代替存款利率基准的政策意图。信贷增速放缓的背景下，银行对存量高收益优质资产的竞争日益加剧，随着银行存贷两端定价基准的明确，一定程度上限制了银行在揽储放贷时价格过度偏离市场平均水平，约束了银行通过价格战（高息揽储、低价放贷）竞争客户的行为。未来商业银行获客关键或将在于客户服务能力、专业化程度等非价格因素，行业生态有望回归良性竞争。因此我们认为商业银行息差下行压力并不会因贷款定价基准切换而加剧，反而在存、贷两端定价基准明确后，行业竞争环境的改善在某种程度上将有利于息差企稳。

- **把握业态改善下股份行的估值修复行情。**当前股份行仍具有明显的扩表压力，信贷

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

增速持续低于国有行及中小行，在客户的竞争上，其相较国有行不具价格优势，相较中小行下沉程度不够。资本市场对其扩表动能不足带来的业绩增速放缓定价相对充分，其估值水平在各类行中处相对低位。随着存、贷两端定价基准明确后业态竞争的改善，股份行依托其综合化经营能力优势，扩表动能或边际提升，信贷增速有望低位企稳回升。部分股份行 PB 估值显著低于同类可比行，同时当前业绩改善确定性较大，其估值修复相对更加具有弹性，关注浦发银行、兴业银行。

- **综合化经营能力的中小行或具有较强的增长动能。**部分具有区位优势的城商行仍具较强增长动能，贷款定价基准转型并非是以 DR 基准贷款完全替代 LPR 基准贷款，对于小企业及个人而言 LPR 仍将发挥利率锚的作用，而城商行该类客户居多，因此其面临贷款切换至 DR 基准后重定价风险相对较小。在强对公、弱零售的经营环境下，部分中小行中收/营收超 10%，较强的综合化经营能力使其对公中收及时补充利润，叠加城商行较高的定期存款占比使其未来存款成本压降更具空间，建议关注江苏银行、宁波银行、杭州银行、青岛银行。

- **风险提示。政策落地不及预期、宏观经济下行、信用风险上升。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 政策利率期限切换，货币政策转型方向明确

10 月 19 日金融街论坛开幕式上，央行行长潘功胜发表主题演讲，宣布人民银行即将同金融监管总局、中国证监会推出设立应对非银机构大额赎回的流动性支持工具、扩大 SLF 的适用机构范围等五项增量政策。此外，潘行长就中国货币政策框架的转型和完善，提出三个近中期发展方向：1）优化短端利率调控机制，将研究择机把公开市场主要操作品种的期限切换为隔夜；2）推动贷款利率定价基准改革，从单一参考 LPR 定价向多元定价基准转型；3）退出存贷款基准利率。我们认为，这三项调整共同指向一个政策目标，即我国政策利率、货币市场基准利率的“锚”期限将逐步由 7 天切换至隔夜。

1.1. 短端利率调控机制优化，利率走廊同步重构

此次论坛开幕式上，央行宣布将研究择机把公开市场主要操作品种的期限切换为隔夜。从此后操作来看，隔夜逆回购正加速取代 7 天期逆回购成为公开市场操作的主要品种：央行自 10 月 19 日开展了 800 亿元 7 天期逆回购之后，再未进行 7 天期逆回购投放；同时 10 月 21 日、22 日和 23 日，三天内央行分别投放隔夜逆回购 800 亿元、1730 亿元和 2580 亿元，这代表了央行公开市场操作已由 7 天期逆回购正式向隔夜投放切换。

回溯来看，央行前期为政策利率的切换已开展了多项准备工作：

第一、设立并优化临时隔夜正、逆回购工具，构建货币市场隔夜利率运行区间。央行于 2024 年 7 月设立隔夜期限临时正/逆回购工具，并于 2026 年 6 月对其操作机制进行优化：一是将操作时间从 16:00–16:20 调整为 15:00–15:30，与金融机构尾盘交易习惯衔接；二是将正、逆回购操作利率调整为 7 天期逆回购利率基础上–25bp/+25bp（原为–20bp/+50bp），区间宽度由 70bp 收窄为 50bp；三是明确工具使用规则，由此前视情况开展操作，调整为当货币市场隔夜利率（DR001）持续低于或高于相应工具操作利率时启动，促使 DR001 运行在区间之内。我们认为，该工具设立目的是通过调整尾盘流动性保持银行体系流动性合理充裕，但更深层次的意图或在于构建围绕隔夜政策利率波动的货币市场利率（DR001）运行区间，逐步实现主要政策利率由 7 天逆回购利率切换至隔夜逆回购利率的政策目标。

图表 1：临时隔夜正、逆回购工具的设立与优化，正、逆回购利率共同构建 DR001 波动区间

政策发布	日期	操作时间	操作利率	使用规则
设立临时正、逆回购	2024.07.08	16:00–16:20	正回购：OMO 7D–20bp 逆回购：OMO 7D+50bp	视情况开展
优化临时正、逆回购	2026.06.17	15:00–15:30	正回购：OMO 7D–25bp 逆回购：OMO 7D+25bp	在货币市场隔夜利率（DR001）持续低于或高于相应工具操作利率时，央行将结合一级交易商需求启动相应操作

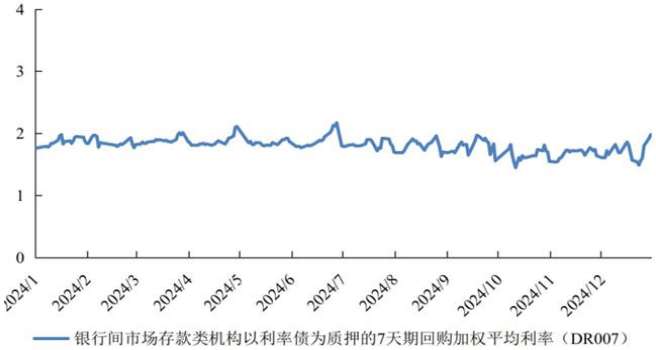
资料来源：中国人民银行、华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

第二、央行逐步向市场传递其关注隔夜利率的信号。近些年在货币市场回购交易中，隔夜品种占比已接近 90%，质押式隔夜回购已成为金融机构流动性管理的重要手段，为明确以隔夜利率为基础的货币政策新框架，央行通过多种途径向市场传达其对隔夜利率的关注：1）在 2025 年之前的货币政策执行报告中，DR007 作为资金利率基准出现在货币市场利率走势图中，但自 2025 年一季度起，DR001 取代 DR007 成为代表性资金利率；2）2025 年四季度，央行货币政策执行报告提出“引导短期货币市场利率更好围绕央行政策利率平稳运行”，2026 年一季度报告已将表述改为"引导隔夜利率在政策利率水平附近运行",表明央行对货币市场隔夜利率的调控已逐步展开；3）在 2026 年上半年货币政策执行和金融统计新闻发布会上，央行副行长邹澜再次强调“将继续平稳有序推动货币政策操作框架的改革完善，更好引导市场隔夜利率在政策利率附近平稳运行”。

图表 2：2025 年起货币政策执行报告中 DR001 正式取代 DR007 成为代表性资金利率（%）



数据来源：中国货币网。

图 1　货币市场利率走势



数据来源：中国货币网。

图 1　货币市场利率走势

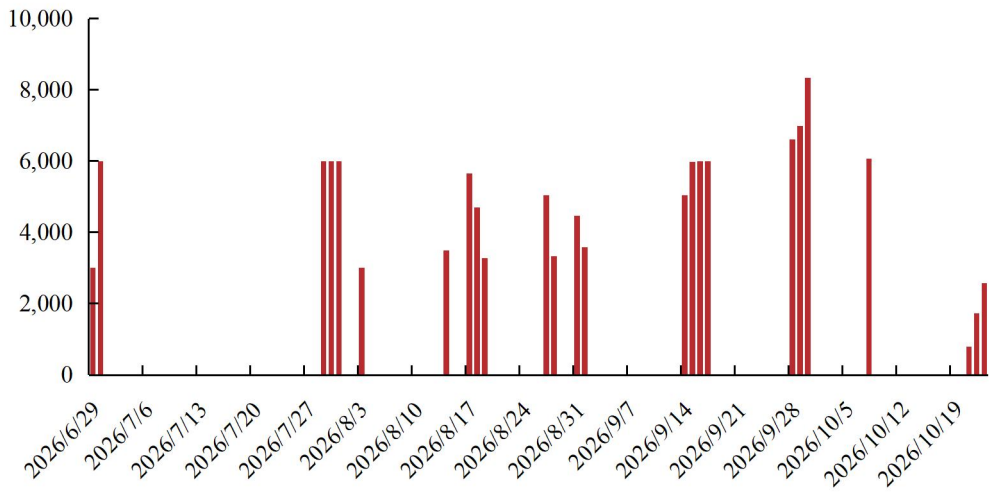
资料来源：中国人民银行、华源证券研究所

第三、创设并逐步开展隔夜逆回购操作。央行于 2026 年 6 月末首次开展隔夜逆回购操作，于 6 月 29 日和 30 日两天分别操作 3000 亿元和 6000 亿元。前期隔夜逆回购操作频率较低，自 7 月中旬央行在国新办新闻发布会上提出“结合一级交易商需求，研究逐步增加隔夜逆回购的操作频率”之后，隔夜逆回购操作频次和规模明显升高，每月隔夜操作天数从 6 月份的 2 天逐步提升，操作规模也在稳步扩大。自 10 月 19 日央行正式宣布将研究择机把公开市场主要操作品种的期限切换为隔夜后，10 月 21 日、22 日和 23 日，三天内央行分别投放隔夜逆回购 800 亿元、1730 亿元和 2580 亿元，我们认为未来隔夜逆回购或将成为央行日常操作，7 天期逆回购操作频次或将显著下降。伴随政策利率切换为隔夜逆回购利率，货币市场利率与政策利率期限实现匹配，利率传导机制更加完善。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

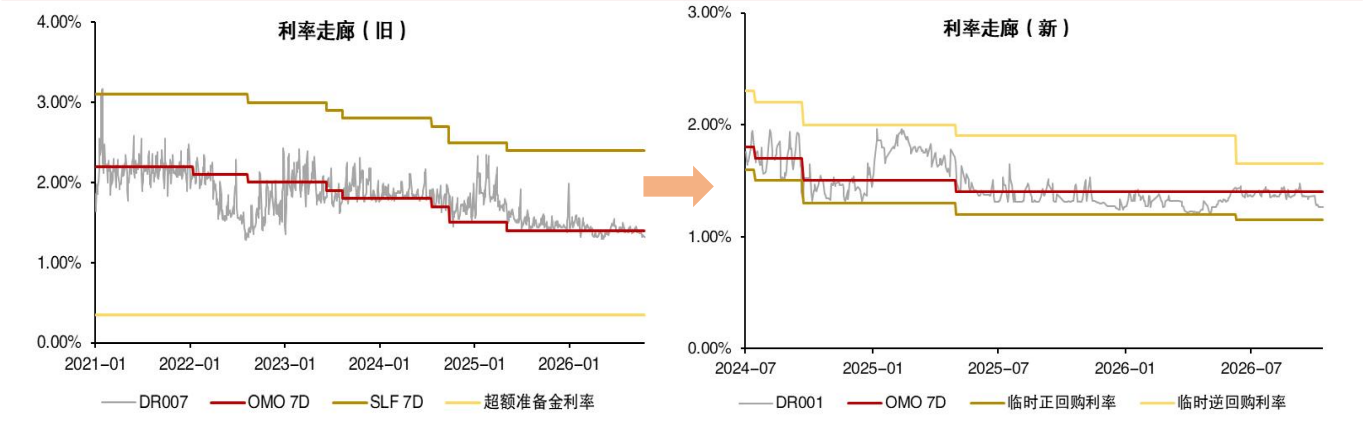
图表 3：隔夜逆回购操作频次和规模逐步增加（数据为隔夜逆回购操作规模，单位：亿元）



资料来源：Wind、华源证券研究所

基准利率切换过程中，央行利率走廊同步重构。目前央行 7 天逆回购操作利率为 1.40%，从期限结构看由于隔夜短于 7 天，故隔夜逆回购利率将存在一定的期限折价，市场推测隔夜逆回购利率或在 1.25%附近。在央行主要操作品种期限切换为隔夜后，我们认为未来临时正、逆回购利率区间或将由 7 天逆回购利率±25bp 逐步切换至隔夜逆回购利率±25bp（即 1.00%到 1.50%），利率走廊有望呈现如下格局：以隔夜逆回购利率为政策利率，临时隔夜逆回购利率为走廊上限，临时隔夜正回购利率为走廊下限，DR001 作为市场基准利率围绕政策利率在利率走廊内波动，DR001 或将成为央行货币政策调控的目标利率。

图表 4：基准利率切换后利率走廊重塑，我们预计未来利率走廊或将切换至隔夜逆回购利率±25bp



资料来源：Wind、华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2. 定价基准多元化转型，对贷款收益率影响整体中性

此次央行宣布将推动贷款利率定价基准改革，从单一参考LPR定价向多元定价基准转型。近期已有银行发放挂钩 DR001 的浮动利率贷款，市场贷款定价的基准呈现日益多元化的特征。尽管货币市场基准利率（DR001）低于当前 LPR，但我们认为在政策利率换锚之后，对商业银行贷款收益率的整体影响或相对有限：

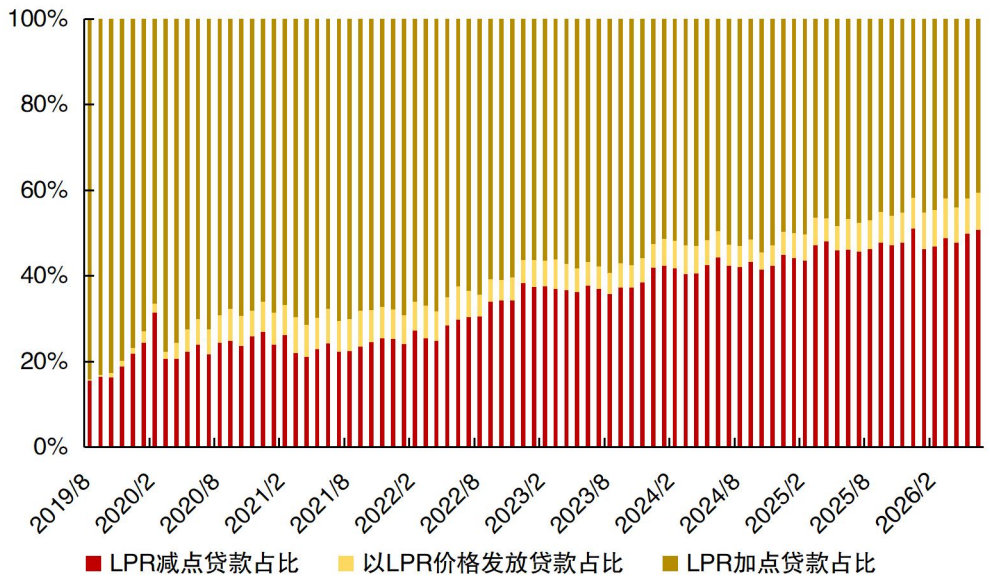
第一、随着贷款市场竞争加剧，商业银行更多以 LPR 减点的利率来发放贷款从而获取客户，故 LPR 作为最优质客户贷款定价基准的代表性有所下降，以 LPR 减点利率发放的贷款占比持续提升。此次贷款定价基准转型并非是以 DR 基准贷款完全替代 LPR 基准贷款，二者适用于不同风险等级的客户，贷款定价基准改革意图是在不下调政策利率的基础上，通过利率锚的切换降低个别客户的融资成本。例如一些财务能力强的企业，可与金融机构协商后自主选择 DR001 作为贷款定价基准，但对于小企业及个人而言 LPR 仍将发挥利率锚的作用。故此次利率定价基准改革过程中，具有较高溢价能力的客户更具选择以 DR 为定价基准贷款的倾向，故其影响主要集中在央、国企等具有高信用资质的企业客户。

第二、贷款定价基准虽切换，但银行在发放贷款时，其综合化定价仍取决于贷款期限、企业风险溢价等因素，这些因素将以加减点幅度的差异最终反映在贷款价格上，因此同一笔贷款虽可选择不同定价基准，但其价格在溢价因子约束下不会大幅偏离。例如招商银行在 2026 年 7 月向某民营科技企业发放 2000 万元 1 年期流动资金贷款，采用定价日前 3 个月 DR001 均值作为基准利率并加点 87BP，我们测算投放前 3 个月 DR001 均值约 1.33%，据此推算执行利率约为 2.20%；假设该企业贷款定价基准选择 1 年期 LPR 对应 3.00%利率，减点幅度需 80bp 左右方与前者持平，考虑到 6 月末以 LPR 减点 1%以上幅度发放的贷款占比仍有 5.87%，我们认为对应优质企业 80bp 的减点水平或可实现，因此两种不同定价基准的贷款初始投放时，其价格或将并不会有大幅度偏离。但后续不同定价基准利率运行的差异，或导致以 DR001 为基准的贷款重定价频率更高，源于 LPR 作为政策利率调整频率相对平缓，但 DR001 作为货币市场利率波动较大，故对于商业银行而言以 DR 为基准的贷款投放或使贷款重定价风险上升。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5：当前贷款以 LPR 减点的利率来发放的占比逐步提升



资料来源：Wind、华源证券研究所

1.3. 历史利率退出，定价新基准呵护银行息差水平

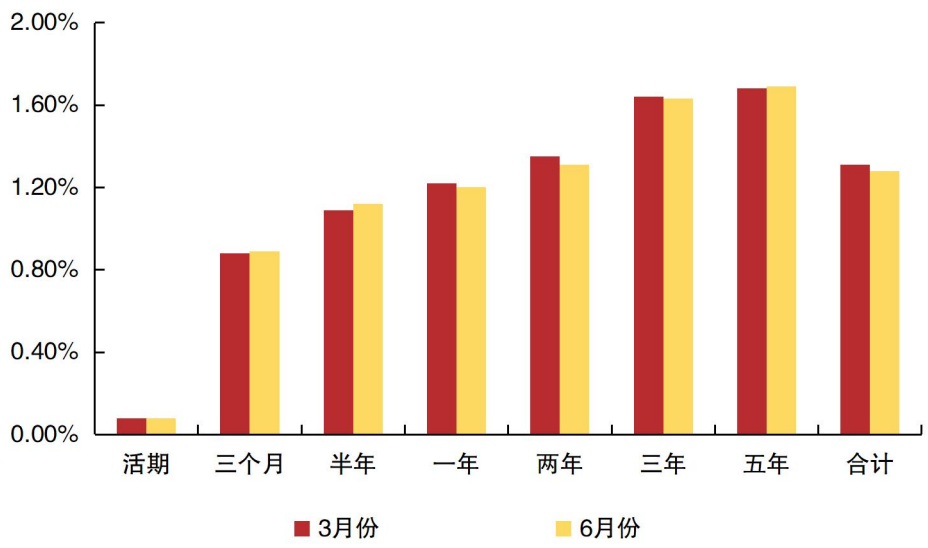
存贷基准利率退出，解决利率双轨历史遗留问题。自利率市场化改革开始，存贷款基准利率的作用便逐步被替代，2015 年 10 月以来金融机构存贷款基准利率长期未做调整，在存贷款定价中实际上已不再发挥作用，目前只剩下在少数司法领域作为计算利息的依据。此次央行以市场化的利率指标替代历史留存领域的计息依据，推动存贷款基准利率退出解决了历史遗留问题，进一步完善了“政策利率-市场机制利率-市场利率”的传导机制。

存、贷两端定价基准明确，理顺利率传导机制呵护银行息差。当前贷款利率已经有 LPR、DR001 等多个定价基准；自 2026 年一季度起，央行开始公布各个期限的新发生定期存款平均利率作为银行存款定价的参考，或体现了央行通过存款平均利率作为新锚点来代替存款利率基准的政策意图。信贷增速放缓的背景下，银行对存量高收益优质资产的竞争日益加剧，随着银行存贷两端定价基准的明确，一定程度上限制了银行在揽储放贷时价格过度偏离市场平均水平，约束了银行通过价格战（高息揽储、低价放贷）竞争客户的行为。未来商业银行获客关键或将在于客户服务能力、专业化程度等非价格因素，行业生态有望回归良性竞争。因此我们认为商业银行息差下行压力并不会因贷款定价基准切换而加剧，反而在存、贷两端定价基准明确后，行业竞争环境的改善在某种程度上将有利于息差企稳。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6：2026Q1 起央行开始公布各个期限的存款平均利率作为银行存款定价的参考



资料来源：中国人民银行、华源证券研究所

2. 投资建议

把握业态改善下股份行的估值修复行情。当前股份行仍具有明显的扩表压力，信贷增速持续低于国有行及中小行，在客户的竞争上，其相较国有行不具价格优势，相较中小行下沉程度不够。资本市场对其扩表动能不足带来的业绩增速放缓定价相对充分，其估值水平在各类行中处相对低位。随着存、贷两端定价基准明确后业态竞争的改善，股份行依托其综合化经营能力优势，扩表动能或边际提升，信贷增速有望低位企稳回升。部分股份行 PB 估值显著低于同类可比行，同时当前业绩改善确定性较大，其估值修复相对更加具有弹性，关注浦发银行、兴业银行。

综合化经营能力的中小行或具有较强的增长动能。部分具有区位优势的城商行仍具较强增长动能，贷款定价基准转型并非是以 DR 基准贷款完全替代 LPR 基准贷款，对于小企业及个人而言 LPR 仍将发挥利率锚的作用，而城商行该类客户居多，因此其面临贷款切换至 DR 基准后重定价风险相对较小。在强对公、弱零售的经营环境下，部分中小行中收/营收超 10%，较强的综合化经营能力使其对公中收及时补充利润，叠加城商行较高的定期存款占比使其未来存款成本压降更具空间，建议关注江苏银行、宁波银行、杭州银行、青岛银行。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 风险提示

政策落地不及预期：政策发布落地存在时滞、成效力度打折。

宏观经济下行：信贷增速延续放缓、PMI 回落低于荣枯线、物价指数下行。

信用风险上升：房价下降幅度超预期，居民收入预期修复缓慢、存量风险处置力度减弱。



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster