

## 银行

2024年10月28日

# 解析 LPR 脱钩 MLF:推动 FTP 并轨, 重塑资产比价

——行业深度报告

投资评级: 看好 (维持)

刘呈祥 (分析师)

朱晓云 (分析师)

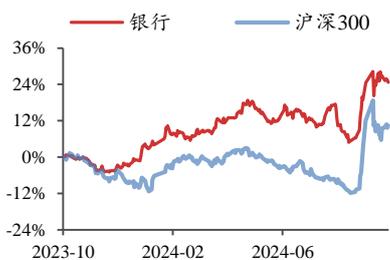
liuchengxiang@kysec.cn

zhuxiaoyun@kysec.cn

证书编号: S0790523060002

证书编号: S0790524070010

### 行业走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《化存控新, 后而弥坚: 2024H1 上市银行资产质量观察—行业深度报告》

-2024.10.22

《政策组合加快落地, 看好信用修复与息差拐点—行业点评报告》

-2024.10.19

《补息整改余波渐平, 贷款结构仍待改善—9月央行信贷收支表要点解读》

-2024.10.16

### ● LPR 改革脉络梳理: 2024 年 LPR 与 MLF 或脱钩

**2019 年 LPR 改革后债贷利率联动加强。**一方面央行将 LPR 运用情况及贷款利率竞争行为纳入 MPA 的定价行为考核, MLF 利率—LPR 报价—贷款利率的货币政策传导链形成。另一方面市场利率自律定价机制也将“LPR 融入内部资金转移定价曲线构建”情况纳入考核, 从微观考核层面上进一步推动了债贷利率联动。**2024 年央行表态要持续改革完善 LPR。**2024 年以来央行表态淡化 MLF 利率的政策利率色彩, 考虑以某个短期操作利率作为政策利率、持续改革完善 LPR 等。**未来 LPR 可能与 MLF 脱钩, 转向与 7D OMO 挂钩。**

### ● 从银行内部收息, 看 FTP 的决策分化

银行获得的净利息收入可以用 FTP 一分为二, 其中内部利息净收入=部门存款 FTP 收入-部门贷款 FTP 成本。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, 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。一方面其对公存款/贷款多小于 1; 另一方面对公存款以活期存款为主, 存款 FTP 相对较低。

(2) 股份行零售业务内部利息净收入占比低, 主要源于这类银行存款来源更依赖对公渠道, 零售存款/零售贷款均小于 1。

(3) 资金业务均为负: 源于金市和同业业务在内部交易中属于资金购买方。

(4) 根据 2024H1 数据静态测算, 国有行对公贷款/存款 FTP 约为 1.78%, 零售贷款/存款 FTP 约为 2.55%。

### ● 从债贷比价临界点看 10Y 国债利率下限

1、从债贷比价的历史数据动态来看, 2017 年以来债贷综合净收益率差存在上下限, 处于[-24BP, 72BP]区间, 且比价下限不断上移。我们按照目前的贷款利率, 重新评估债券利率的平衡点位, 得到结论 1: 若贷款收益率保持不变, 根据国债和贷款的综合净收益率利差底线粗略测算, 10 年期国债收益率下限的区间为 **1.84%-2.04%**。

2、我们进一步假设以司库资金支持业务: 贷款类业务资金成本用我们的 FTP 测算值, 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。得到结论 2: 若贷款收益率保持不变, 使得投放企业贷款/按揭贷款和买债 EVA 贡献一致时的国债 (10Y) 收益率分别为 1.89% 和 1.92%。

### ● 投资建议

(1) 利率低位运行, 实体融资成本下降。股息率稳定的品种仍会受到防御资金偏好, 受益标的有农业银行、中信银行。(2) 客群基础好, 对公实体及零售业务具有优势的银行, 在经济修复中获益更明显。受益标的招商银行、宁波银行、江苏银行、苏州银行。(3) 关注利率环境, 长期看利率下行, 受益标的有长沙银行、瑞丰银行。

● 风险提示: 宏观经济下行; 政策落地不及预期。

## 目 录

1、 LPR 改革的脉络梳理.....	4
1.1、 LPR 的定义.....	4
1.2、 2019 年新改革：货币政策传导渠道疏通，债-贷利率联动加强.....	5
1.3、 2024 年新改革：LPR 与 MLF 或脱钩.....	6
2、 从银行内部收息，看 FTP 的决策分化.....	8
2.1、 FTP 双轨经常会导致利率倒挂.....	8
2.2、 从部门内部收息看 FTP 决策分化.....	10
2.3、 如何推测各银行的贷款 FTP？--以国有行为例.....	12
3、 贷款基于短端政策利率定价的影响：重塑资产比价.....	13
3.1、 成本加点法下，可能带来贷款竞价策略调整.....	13
3.2、 债贷比价或将恢复联动，银行资产配置更灵活.....	14
3.3、 不同利率环境的影响：关注存贷重定价缺口的差异.....	18
4、 投资建议.....	19
5、 风险提示.....	20

## 图表目录

图 1： 2013-2019 年间，LPR 基本跟随贷款基准利率调整而变动（%）.....	4
图 2： 2023 年上市银行净息差已降至历史低位.....	5
图 3： LPR 或迎新一轮改革.....	5
图 4： 截至 2024 年 9 月末，MLF 余额为 6.88 万亿元.....	6
图 5： 2024 年 9 月新发个人住房贷款利率较 5Y-LPR 低 53BP（%）.....	7
图 6： 近年来，新发贷款利率的降幅明显高于 LPR 降幅.....	7
图 7： 1Y 同业存单利率低于 MLF 利率（%）.....	8
图 8： DR007 和 R007 利差阶段性走阔（%）.....	8
图 9： 贷款定价中，LPR 减点比例逐渐提高.....	8
图 10： 2024 年以来，资金融出利率和短久期国债收益率倒挂.....	9
图 11： 上市银行存款利率相对刚性.....	9
图 12： 上市银行贷款利率下降较快.....	9
图 13： 银行内部决策涉及资金的来源和资金的运用两方面.....	10
图 14： 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.....	10
图 15： 测算 2024 年国有行对公存贷 FTP 约为 1.78%，零售存贷 FTP 约为 2.55%.....	13
图 16： 贷款利率和政策利率的点差在收窄（%）.....	13
图 17： LPR 改革后债贷利率联动强化.....	15
图 18： 银行资产比价效应从 2019 年后非常明显，债-贷综合净收益率差处于[-24BP, 72BP]区间.....	15
图 19： 若贷款收益率保持不变，按债贷比价测算，十年期国债收益率还有约 8BP~28BP 下降空间（%）.....	16
图 20： 当投放企业贷款和买债 EVA 贡献一致时，国债（10Y）收益率为 1.89%.....	17
图 21： 当投放企业贷款和买债 EVA 贡献一致时，国债（30Y）收益率为 2.09%.....	18
图 22： 上市银行贷款和存款重定价久期分布（2024H1，年）.....	18
图 23： 贷存重定价缺口越大的银行，利率上升对利息净收入的影响越大.....	19
表 1： LPR 改革后央行指导商业银行贷款利率参考 LPR 定价.....	6

表 2: 各银行利息净收入构成有所差异 (2024H1) .....	11
表 3: 国有行个人定期存款占比高, 股份行公司定期存款占比高 (2024H1) .....	11
表 4: 各家上市银行内外部利息净收入构成不同 (2024H1) .....	12
表 5: 国有行对公/零售业务部门 FTP 测算过程.....	12
表 6: 商业银行大类资产比价: 按揭贷款、利率债、债基比价效应较强.....	14
表 7: 对各类资产业务设置差异化 FTP 后的大类资产比价表.....	17
表 8: 受益标的一览 .....	19

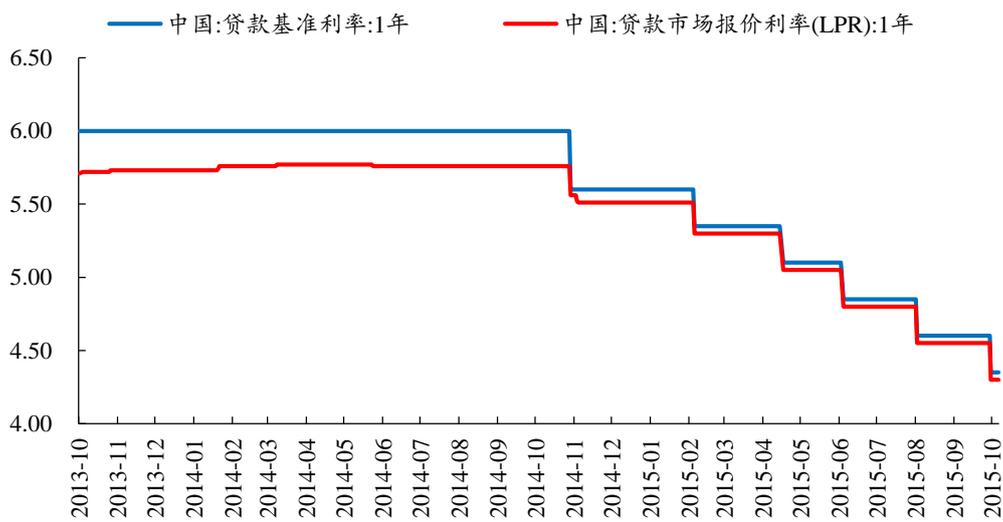
## 1、LPR 改革的脉络梳理

### 1.1、LPR 的定义

**贷款基础利率 (Loan Prime Rate, 简称 LPR)**, 是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率, 其他贷款利率在此基础上加减点形成。LPR 于 2013 年 10 月开始正式运行, 首批报价行共 9 家, 报价期限 1 年, 计算方式为每个工作日在各报价行报出本行贷款基础利率的基础上, 剔除最高、最低各 1 家报价后, 剩余进行加权平均计算得出。LPR 的产生, 可以说是利率市场化进程中的关键一步。

**LPR 推出的背景: 提升银行自主报价能力, 维护信贷市场定价秩序, 为进一步推动利率市场化改革做准备。** 2013 年以前央行长期通过贷款基准利率直接确定和调整商业银行贷款价格, 相比于货币市场我国贷款利率体系的市场化程度较低。2013 年 7 月 19 日全面放开金融机构贷款利率管制, 取消金融机构贷款利率 0.7 倍的下限, 由金融机构自主确定贷款利率水平。但“隐性下限”的存在制约了实际利率下行的幅度, 一定程度上也使利率传导的效果大打折扣。

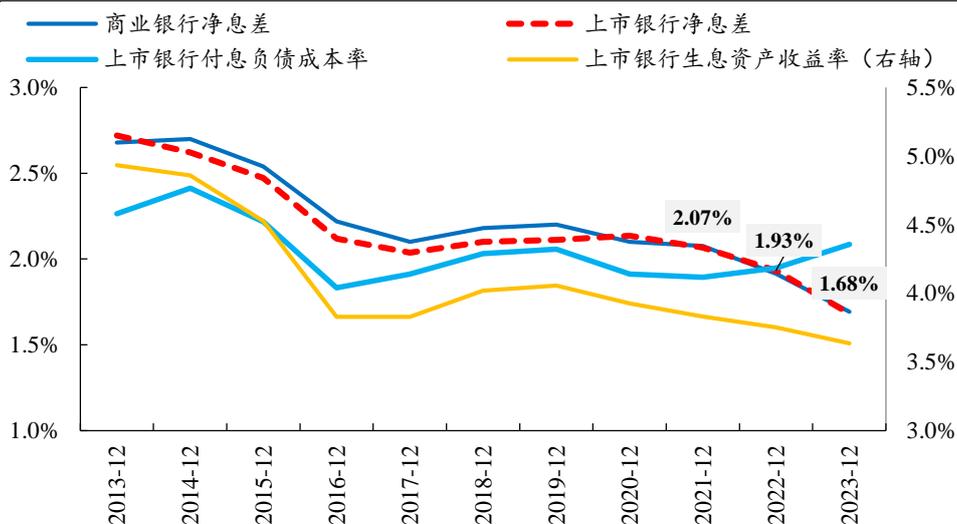
**图1: 2013-2015 年间, LPR 基本跟随贷款基准利率调整而变动 (%)**



数据来源: Wind、开源证券研究所

**LPR 改革的同时, 监管为银行降低负债成本, 银行净息差未受损。** 2019 年 LPR 改革打破了贷款利率隐形下限, 降低了实体融资成本。同时由于 2018 年以来中国人民银行和银保监会对影子银行、P2P 等强监管, 促使银行负债成本下降, 带动银行净息差回升, 2019 年达到 2.20%。

图2：2023年上市银行净息差已降至历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、2019年新改革：货币政策传导渠道疏通，债-贷利率联动加强

2019年LPR改革后，LPR报价方式、报价银行、报价频率等均改进。

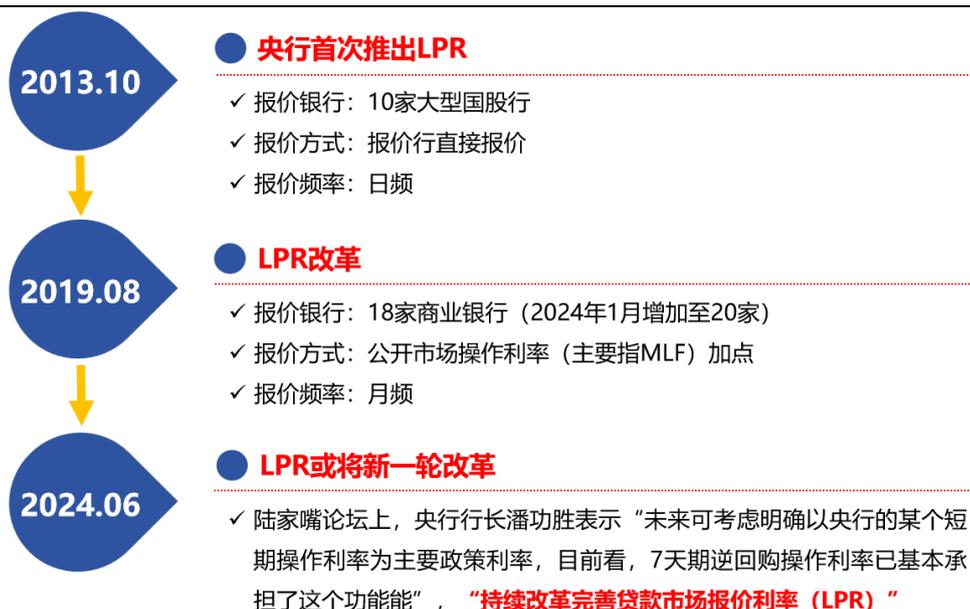
(1) 报价方式：按公开市场操作利率加点，其中公开市场操作利率主要指中期借贷便利（MLF）。

(2) 报价银行：LPR的报价行扩大到18家，2024年1月22日中信银行和江苏银行亦被纳入，LPR报价行增加至20家。

(3) 报价频率：将原来的LPR每日报价改为每月报价一次。

(4) 计算方式：LPR由全国银行间同业拆借中心根据报价行报价，按去掉最高和最低报价后算数平均，并向0.05%的整数倍就近取整计算得出。

图3：LPR或迎新一轮改革



资料来源：人民银行、开源证券研究所

**LPR 改革后债贷利率联动加强。**2019 年三季度评估时起，央行将 LPR 运用情况及贷款利率竞争行为纳入 MPA 的定价行为项目考核，推动银行更多应用 LPR，至此 MLF 利率—LPR 报价—贷款利率的货币政策传导链形成，以 MLF 利率为主导的政策利率将贷款市场和债券市场定价连接起来。此外，市场利率自律定价机制也将“LPR 融入内部资金转移定价曲线构建”情况纳入考核，从微观考核层面上进一步强化了债贷利率联动。

**表1: LPR 改革后央行指导商业银行贷款利率参考 LPR 定价**

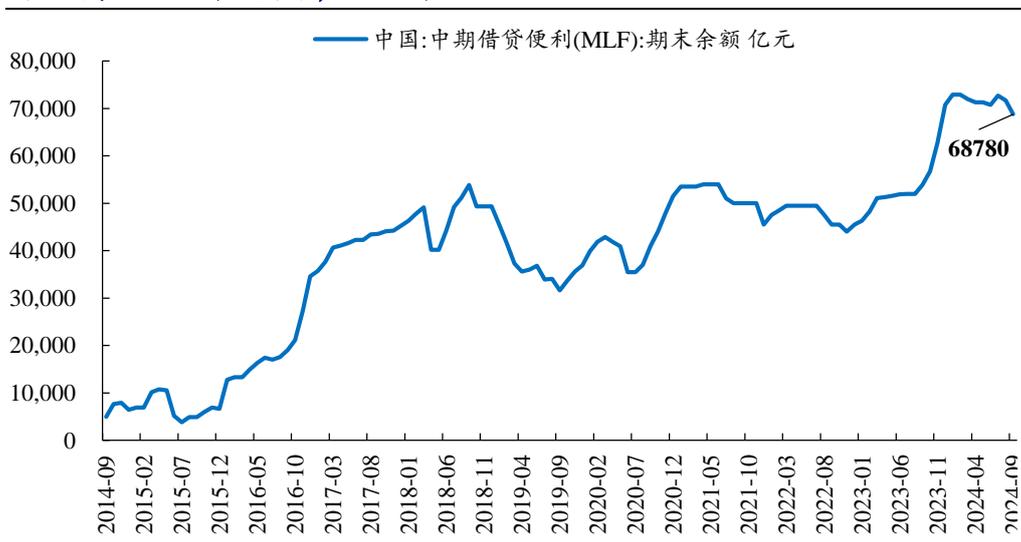
时间	政策文件	主要内容	
2019 年 11 月	《2019 年三季度中国货币政策执行报告》	<ul style="list-style-type: none"> <li>要求各银行尽快在新发放的贷款中主要参考 LPR 定价，同时坚决打破过去部分银行协同设定的贷款利率隐性下限，并将 LPR 运用情况纳入宏观审慎评估（MPA）和自律机制管理中。</li> </ul>	贷款利率参考 LPR 定价
2020 年 9 月	《金融机构合格审慎评估实施办法（2020 年修订版）》	<ul style="list-style-type: none"> <li>建立了科学的存贷款定价模型及管理办法等规章制度，具有内部资金转移定价系统并运用于绩效考评，具备差异化、精细化定价的能力；<b>将 LPR 较好地融入内部资金转移定价曲线构建，且贷款内部资金转移定价曲线能够及时充分体现 LPR 变动情况。</b></li> </ul>	内部资金转移定价（FTP）与 LPR 挂钩

资料来源：人民银行、中国货币网、开源证券研究所

### 1.3、2024 年新改革：LPR 与 MLF 或脱钩

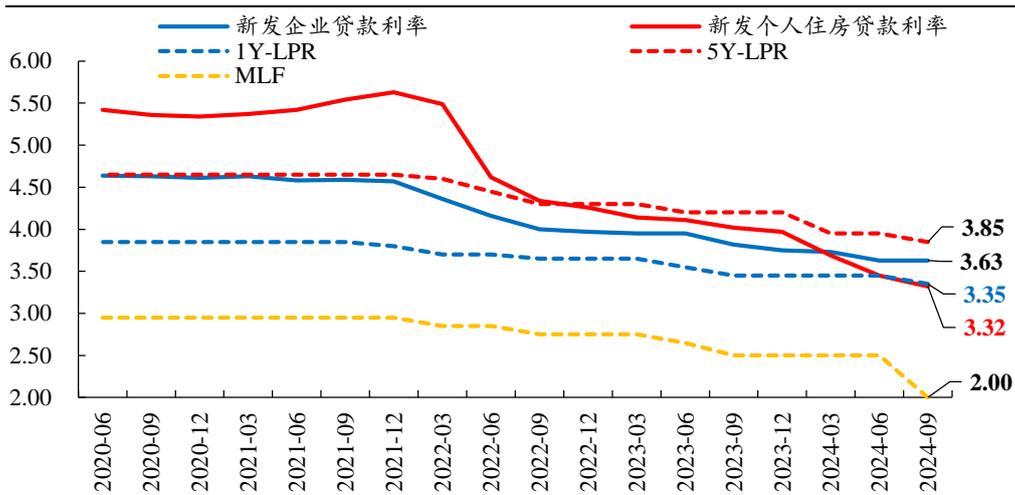
MLF 创设于 2014 年 9 月，在汇改后逐渐成为央行供给基础货币的主要工具。截至 2024 年 9 月，MLF 余额为 6.88 万亿元。对于为何选择 MLF 利率作为 LPR 挂钩利率，央行曾解释称，MLF 利率是央行中期政策利率，代表了银行体系从中央银行获取中期基础货币的边际资金成本，适合作为银行贷款定价的参考。

**图4: 截至 2024 年 9 月末，MLF 余额为 6.88 万亿元**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**近年来新发贷款利率降幅远高于 LPR 降幅。**2024 年 9 月新发放企业贷款加权利率为 3.63%，新发放按揭贷款利率为 3.32%，均处于历史低位。2023 年以来截至 2024 年 9 月，新发放按揭贷款利率累计下降 94BP，而 LPR-5Y 仅下降 45BP，MLF 利率下降 75BP。

**图5：2024年9月新发个人住房贷款利率较5Y-LPR低53BP（%）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

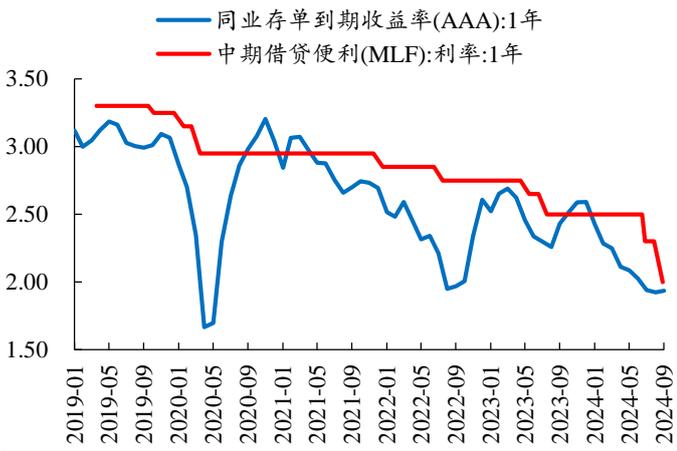
**图6：近年来，新发贷款利率的降幅明显高于LPR降幅**

日期	利率 (%)					环比降幅 (BP)				
	新发企业贷款	新发按揭贷款	1Y-LPR	5Y-LPR	MLF	新发企业贷款	新发按揭贷款	1Y-LPR	5Y-LPR	MLF
2024-09	3.63	3.32	3.35	3.85	2.00	0	-13	-10	-10	-50
2024-06	3.63	3.45	3.45	3.95	2.50	-10	-24	0	0	0
2024-03	3.73	3.69	3.45	3.95	2.50	-2	-28	0	-25	0
2023-12	3.75	3.97	3.45	4.20	2.50	-7	-5	0	0	0
2023-09	3.82	4.02	3.45	4.20	2.50	-13	-9	-10	0	-15
2023-06	3.95	4.11	3.55	4.20	2.65	0	-3	-10	-10	-10
2023-03	3.95	4.14	3.65	4.30	2.75	-2	-12	0	0	0
2022-12	3.97	4.26	3.65	4.30	2.75	-3	-8	0	0	0
2022-09	4.00	4.34	3.65	4.30	2.75	-16	-28	-5	-15	-10
2022-06	4.16	4.62	3.70	4.45	2.85	-20	-87	0	-15	0
2022-03	4.36	5.49	3.70	4.60	2.85	-21	-14	-10	-5	-10
2021-12	4.57	5.63	3.80	4.65	2.95	-2	9	-5	0	0
2021-09	4.59	5.54	3.85	4.65	2.95	1	12	0	0	0
2021-06	4.58	5.42	3.85	4.65	2.95	-5	5	0	0	0
2021-03	4.63	5.37	3.85	4.65	2.95	2	3	0	0	0

数据来源：Wind、中国政府网、开源证券研究所

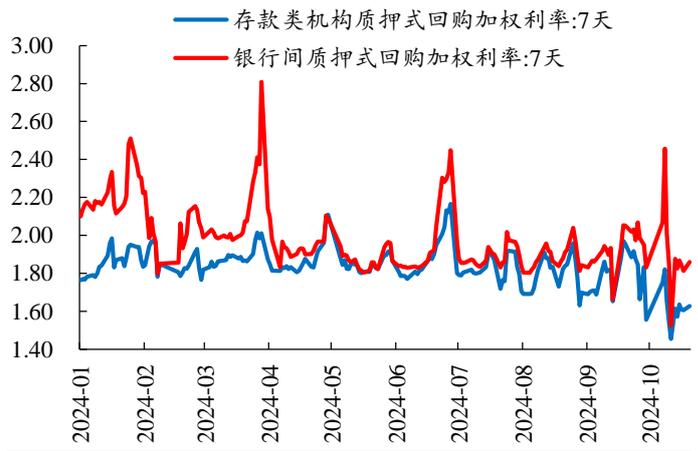
**MLF 长期刚性且高于银行负债成本，流动性传导容易出现分层。**如银行更倾向发行同业存单而不是申请 MLF 补充流动性，2023 年以来实体融资需求缓慢，优质资产荒背景下银行更注重管控负债成本，MLF 利率较高，银行缺负债时更倾向通过发行同业存单补充负债。

图7: 1Y 同业存单利率低于 MLF 利率 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

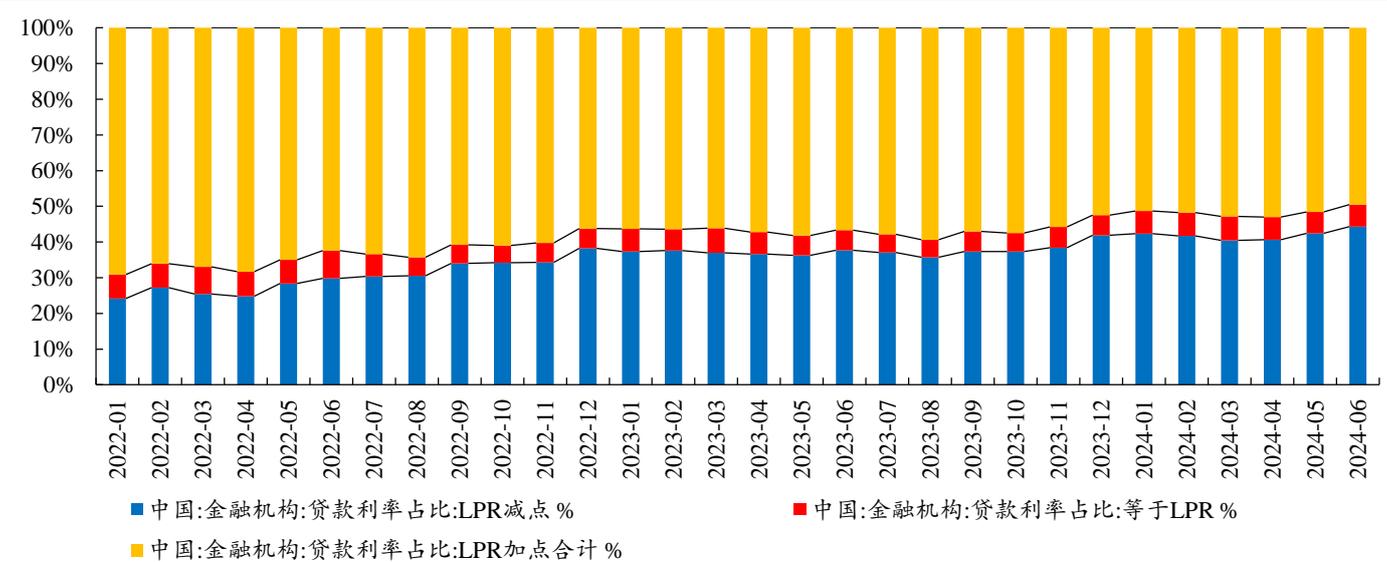
图8: DR007 和 R007 利差阶段性走阔 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

此外,从贷款定价角度,LPR 当前挂钩 MLF,很难反映贷款实际供需。根据政府工作报告披露数据,很大比例贷款都运行在 LPR 以下,但 LPR 其实应该是银行的最优客户贷款利率。

图9: 贷款定价中, LPR 减点比例逐渐提高



数据来源: Wind、开源证券研究所

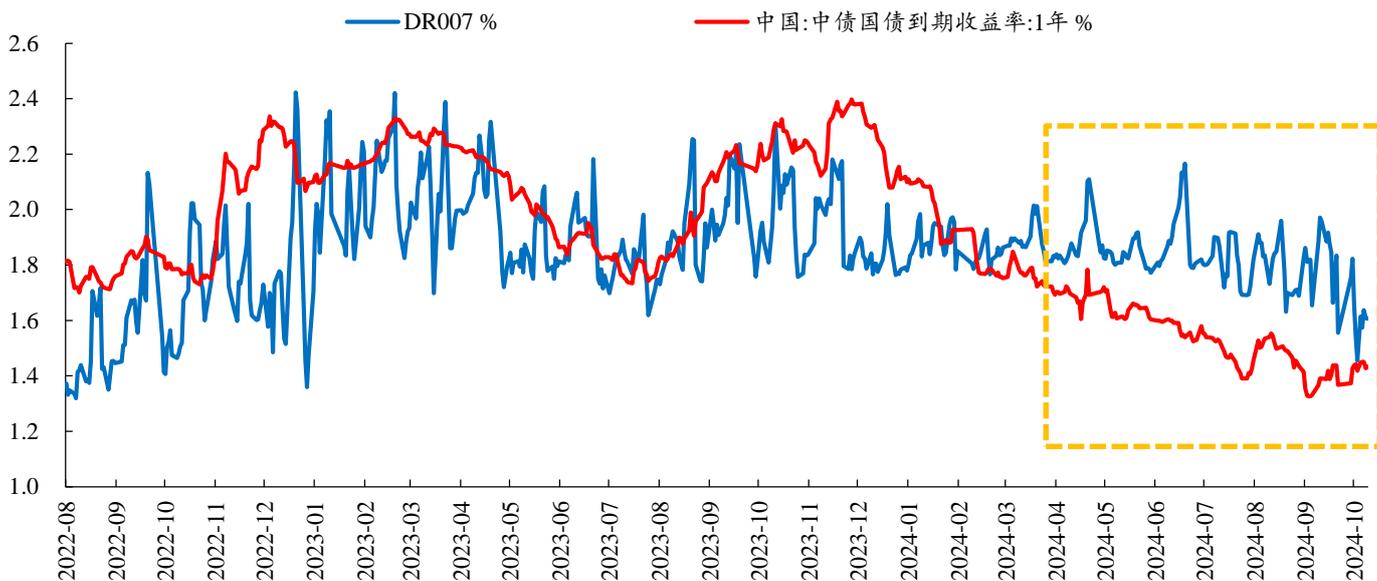
2024 年 6 月,央行行长潘功胜在第十五届陆家嘴论坛上表示,要持续改革完善 LPR,针对部分报价利率显著偏离实际最优惠客户利率的问题,着重提高 LPR 报价质量,更真实反映贷款市场利率水平。至此,LPR 可能与 MLF 脱钩,转向与 7D OMO 挂钩。

## 2、从银行内部收息,看 FTP 的决策分化

### 2.1、FTP 双轨经常会导致利率倒挂

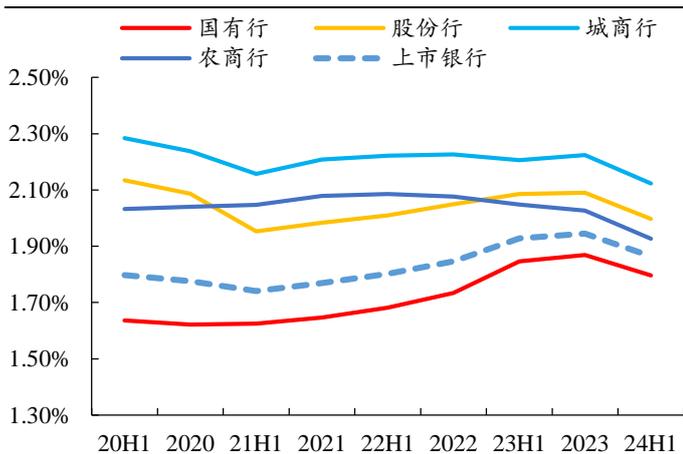
因存贷市场和资金市场分割,经常会导致利率倒挂的情况。比如资金融出利率和短债利率、同业存单利率倒挂,企业存款利率和信用债利率倒挂。2024 年以来资金利率和短债利率倒挂明显。

图10: 2024年以来, 资金融出利率和短久期国债收益率倒挂



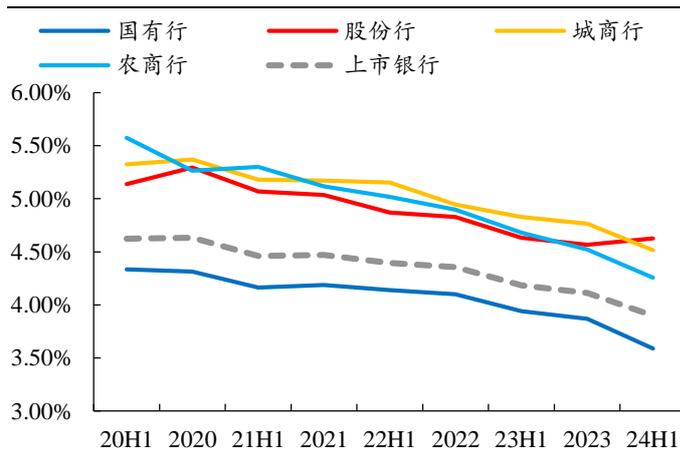
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 上市银行存款利率相对刚性



数据来源: Wind、开源证券研究所

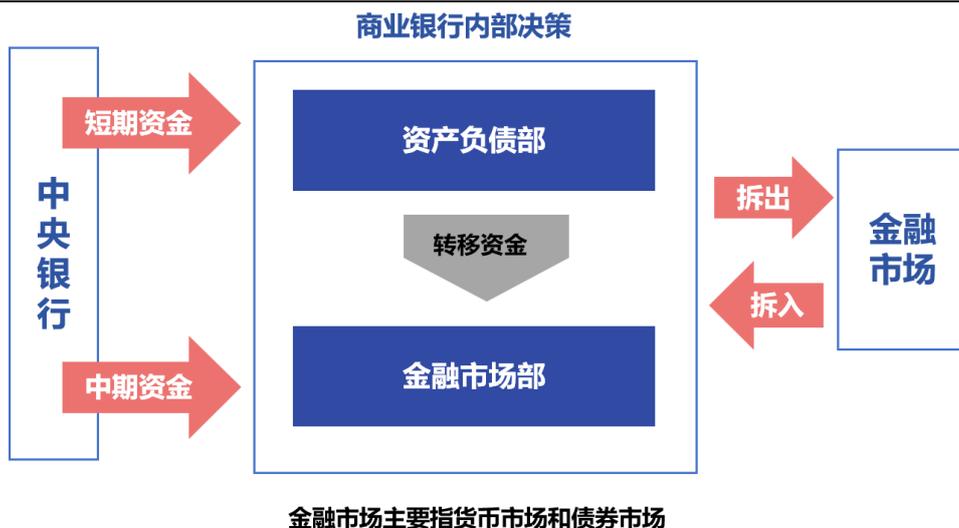
图12: 上市银行贷款利率下降较快



数据来源: Wind、开源证券研究所

我们在报告《FTP 与资产配置决策》中指出, 资负--金市“两部门决策框架”下的政策利率传导效果不佳。矛盾点在于市场化程度较弱的资产负债部对全行 FTP 产生关键影响, 而市场化程度较强的金融市场部很难影响 FTP 的制定, 这就导致债券市场的利率变化不易有效传导至贷款市场。如央行通过 OMO 向银行注入流动性, 流动性则首先进入金融市场部, 先对货币市场和债券市场利率形成影响。此后剩余的流动性才能进入贷款市场, 对于贷款量价的影响会较为滞后。

图13：银行内部决策涉及资金的来源和资金的运用两方面

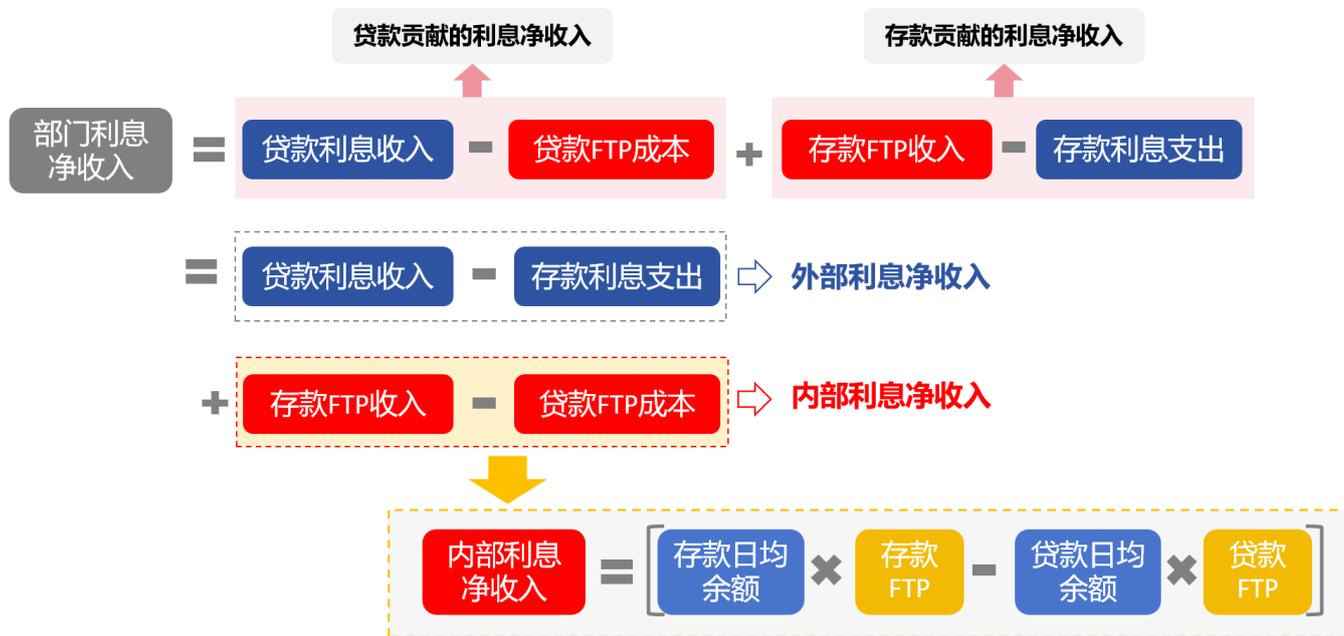


资料来源：开源证券研究所

## 2.2、从部门内部收息看 FTP 决策分化

根据财报披露的分部数据，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。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14：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，2023 年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，2024H1 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 2.80；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。

**表2：各银行利息净收入构成有所差异（2024H1）**

银行类型	银行名称	公司部利息净收入拆分（亿元）						零售部利息净收入拆分（亿元）					
		利息净收入	其中：外部	内部	存款平均余额	贷款平均余额	存款/贷款	利息净收入	其中：外部	内部	存款平均余额	贷款平均余额	存款/贷款
国有行	工商银行	1404	1646	-243	147989	173185	0.85	1386	142	1245	167167	85636	1.95
国有行	农业银行	1301	1403	-102	114066	146702	0.78	1806	222	1584	175541	83814	2.09
国有行	建设银行	895	1351	-456	120924	152233	0.79	1418	2330	912	154060	87023	1.77
国有行	邮储银行	271	545	-274	15375	38543	0.40	1176	72	1104	128579	45946	2.80
国有行	交通银行	439	434	6	48947	56589	0.86	364	132	232	34458	24738	1.39
国有行		4310	5379	-1069	447300	567253	0.79	6151	2897	5078	659805	327157	2.02
股份行	招商银行	380	142	238	47081	31301	1.50	703	606	97	36297	34895	1.04
股份行	中信银行	387	267	120	39109	32420	1.21	316	416	-100	14935	22892	0.65
股份行	民生银行	224	188	37	29501	26507	1.11	239	286	-47	12238	17592	0.70
股份行	光大银行	210	132	79	27569	23481	1.17	219	249	-30	12281	15072	0.81
城商行	北京银行	117	58	59	15094	13894	1.09	121	136	-14	6662	6928	0.96
股份行	浙商银行	158	87	71	15541	13003	1.20	61	88	-27	2803	4818	0.58
城商行	南京银行	101	88	13	9545	8959	1.07	60	21	39	4504	2844	1.58

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

**表3：国有行个人定期存款占比高，股份行公司定期存款占比高（2024H1）**

银行类型	个人存款	其中：定期	活期	公司存款	其中：定期	活期	其他存款
工商银行	52%	34%	18%	47%	25%	22%	1%
农业银行	62%	39%	23%	36%	18%	18%	2%
建设银行	57%	36%	21%	43%	20%	23%	0%
邮储银行	89%	69%	20%	11%	5%	6%	0%
交通银行	42%	31%	11%	58%	35%	23%	0%
招商银行	44%	23%	21%	56%	25%	31%	0%
中信银行	28%	20%	8%	70%	32%	38%	2%
民生银行	32%	22%	10%	68%	47%	22%	0%
光大银行	33%	24%	9%	57%	36%	21%	10%
北京银行	30%	23%	7%	62%	35%	27%	8%
浙商银行	16%	12%	3%	84%	62%	22%	0%
南京银行	32%	29%	3%	65%	47%	18%	3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、股份行和部分城商行对公业务内外部利息净收入占比均衡，零售业务内部利息净收入占比偏低。如中信银行、民生银行、光大银行、北京银行、浙商银行零售

业务部内部利息净收入均为负值，主要源于这几家银行存款来源更依赖对公渠道，零售存款/零售贷款均小于1。

**表4：各家上市银行内外部利息净收入构成不同（2024H1）**

银行名称	公司部门		零售部门		资金部门	
	外部	内部	外部	内部	外部	内部
工商银行	117%	-17%	10%	90%	387%	-287%
农业银行	108%	-8%	12%	88%	-587%	687%
建设银行	151%	-51%	36%	64%	181%	-81%
邮储银行	201%	-101%	6%	94%	-4294%	4394%
交通银行	99%	1%	36%	64%	701%	-601%
招商银行	37%	63%	86%	14%	-763%	863%
中信银行	69%	31%	132%	-32%	3171%	-3071%
民生银行	84%	16%	120%	-20%	53%	47%
光大银行	62%	38%	114%	-14%	195%	-95%
北京银行	50%	50%	112%	-12%	576%	-476%
浙商银行	55%	45%	144%	-44%	589%	-489%
南京银行	88%	12%	34%	66%	-58%	158%

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

3、资金业务均为负：银行的资金来源主要是对公和零售板块贡献的存款，金市和同业业务在内部交易中属于资金购买方。

### 2.3、以国有行为例推测各银行的贷款 FTP

根据 2024H1 数据静态测算，国有行对公贷款/存款 FTP 约为 1.78%，零售贷款/存款 FTP 约为 2.55%。主要测算过程及假设如下：

**表5：国有行对公/零售业务部门 FTP 测算过程**

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 ⑦	FTP 调整后
	①	②	③	①/(②-③)	④	⑤	⑥	④/(⑤-⑥)	⑦-50BP
工商银行	-243	147989	173185	1.93%	1245	167167	85636	3.05%	2.55%
农业银行	-102	114066	146702	0.63%	1584	175541	83814	3.45%	2.95%
建设银行	-456	120924	152233	2.91%	912	154060	87023	2.72%	2.22%
邮储银行	-274	15375	38543	2.36%	1104	128579	45946	2.67%	2.17%
交通银行	6	48947	56589	-0.14%	232	34458	24738	4.78%	4.28%
国有行	-1069	447300	567253	1.78%	5078	659805	327157	3.05%	2.55%

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

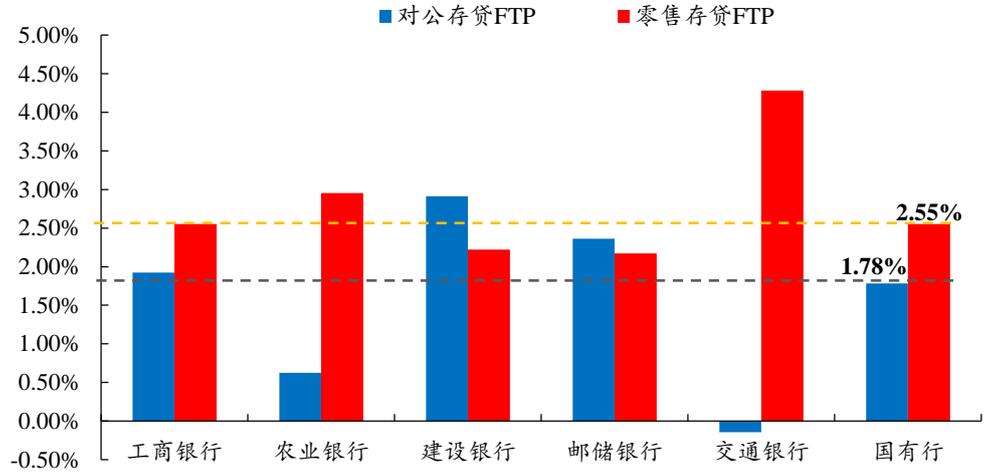
(1) 假设国有行对公、零售板块只有存贷业务，利息净收入完全由存款和贷款业务产生；

(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，设存贷 FTP 相同，则存贷 FTP=内部利息净收入/（存款日均余额-贷款日均余额）。

(4) 数据调整：2024年9月央行“引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在0.5个百分点左右”，在零售贷款FTP测算值3.05%的基础上下调50BP，即2.55%作为新发放零售贷款的FTP。

图15：测算2024年国有行对公存贷FTP约为1.78%，零售存贷FTP约为2.55%



数据来源：Wind、开源证券研究所

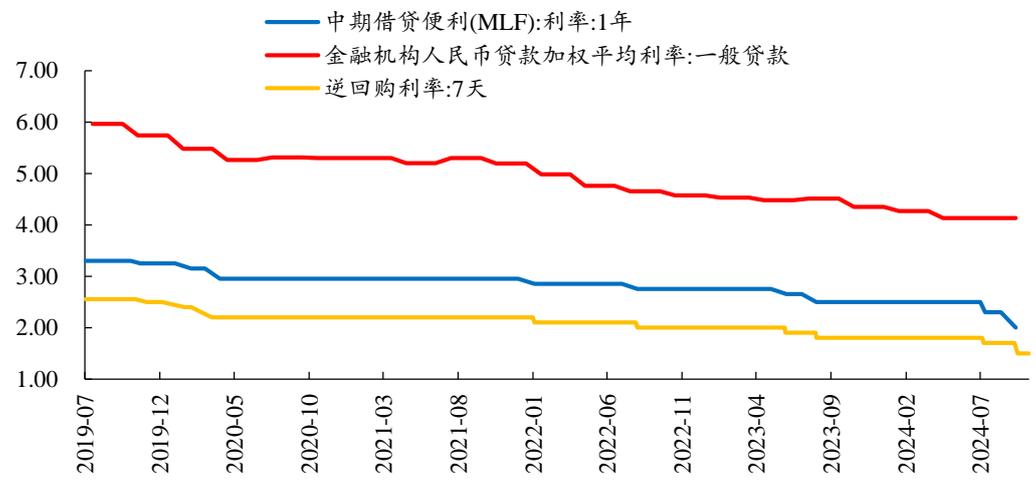
注：该FTP测算值仅作为本文分析的示意性作用，并不代表银行实际值。实践中，基本所有银行的FTP定价均为商密数据，所以不可得。

### 3、贷款基于短端政策利率定价的影响：重塑资产比价

#### 3.1、成本加点法下，可能带来贷款竞价策略调整

成本加成定价法下， $\text{贷款利率} = \text{资金成本} + \text{管理费用} + \text{信用成本} + \text{资本成本} + \text{目标溢价}$ 。过去，不市场化的LPR加点后形成了不市场化的FTP，那么FTP作为资金成本影响外部定价的能力就被削弱。未来政策利率的调整可能直接影响到贷款内部成本，对降低实体融资成本有帮助，贷款价格战竞争意义不大，银行需要更多通过夯实客群、调整结构的方式稳定收息水平。

图16：贷款利率和政策利率的点差在收窄 (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2、债贷比价或将恢复联动，银行资产配置更灵活

从现阶段商业银行大类资产比价表来看，按揭贷款、长久期利率债和债基的比价效应较强。

表6：商业银行大类资产比价：按揭贷款、利率债、债基比价效应较强

资产类别	名义收益率	税收成本	增值税	所得税	资本成本	风险权重	存款派生收益	信用成本	综合收益率
企业贷款	3.63%	0.55%	6%	25%	0.47%	75%	0.69%	1.55%	1.76%
票据贴现	1.60%	0.00%	6%	25%	0.47%	75%	0.00%	0.00%	1.13%
消费贷	3.15%	0.41%	6%	25%	0.47%	75%	0.12%	1.20%	1.18%
按揭贷款	3.45%	0.50%	6%	25%	0.19%	30%	0.35%	0.54%	2.57%
同业拆出 1M	2.01%	0.00%	0%	25%	0.25%	40%	0%	0%	1.76%
买入返售 7D	1.64%	0.00%	0%	25%	0.13%	20%	0%	0%	1.51%
国债 5Y	1.83%	0.00%	0%	0%	0.00%	0%	0%	0%	1.83%
国债 10Y	2.15%	0.00%	0%	0%	0.00%	0%	0%	0%	2.15%
国债 30Y	2.34%	0.00%	0%	0%	0.00%	0%	0%	0%	2.34%
国开债 5Y	1.93%	0.00%	0%	25%	0.00%	0%	0%	0%	1.93%
地方债 5Y	1.95%	0.00%	0%	0%	0.06%	10%	0%	0%	1.89%
同业存单(AAA)1Y	1.96%	0.00%	0%	25%	0.25%	40%	0%	0%	1.70%
商金债(AAA)5Y	2.19%	0.00%	0%	25%	0.25%	40%	0%	0%	1.94%
企业债(AAA)5Y	2.27%	0.15%	6%	25%	0.47%	75%	0%	0%	1.65%
二级债(AAA-)5Y	2.36%	0.04%	0%	25%	0.95%	150%	0%	0%	1.37%
永续债(AAA-)5Y	2.45%	0.07%	0%	25%	1.58%	250%	0%	0%	0.81%
债基	3.79%	0.00%	0%	0%	0.21%	33%	0%	0%	3.58%
货基	1.80%	0.00%	0%	0%	0.24%	38%	0%	0%	1.56%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、贷款利率为2024年6月新发生贷款加权平均利率；2、各类债券到期收益率为2024年10月22日数据；3、基金产品收益率为近1年年化收益率；4、税收成本=名义收益率\*6%/1.06+（名义收益率/1.06%-平均负债成本率）\*25%；5、资本成本=风险权重\*资本转换系数（10.5%）\*资本成本率（6%）；6、存款派生收益=净息差\*（1-25%）\*存款派生率。）

从债贷比价的历史数据动态来看，2017年以来债贷综合净收益率差存在上下限，处于[-24BP, 72BP]区间。

**2017-2018年比价效应不强：**信贷部门和金融市场部门资金成本不同，各自为政，资产负债难以根据债贷比价效应来规划部门间资金分配额度。

**2019年后比价效应明显增强：**LPR改革后推进了FTP“双轨并一轨”，贷款利率和债券利率的相互参考性更强，贷款FTP和债券FTP通过MLF利率联动起来，债贷比价效应更广泛的应用到商业银行内部决策中。

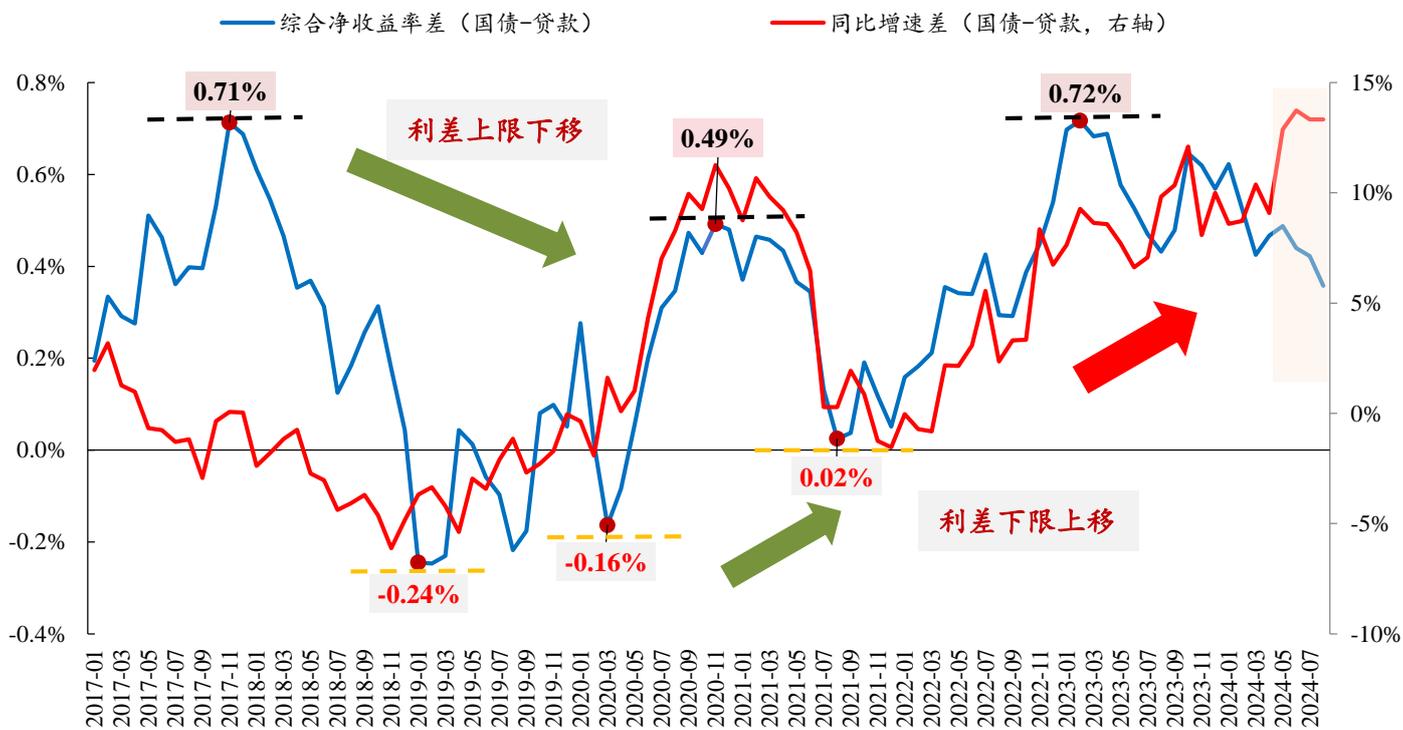
图17: LPR 改革后债贷利率联动强化



资料来源：开源证券研究所

**2024 年 4 月以来债贷比价效应再次偏离：**源于实体融资需求偏弱，债贷定价又重新回到“双轨”。一方面贷款投放受阻，资产配置决策中剩余流动性占据主导地位；另一方面 2024 年以来债贷定价背离，债券市场利率快速下行，而企业贷款利率已处于历史低位下行空间有限。

图18: 银行资产比价效应从 2019 年后非常明显，债-贷综合净收益率差处于[-24BP, 72BP]区间

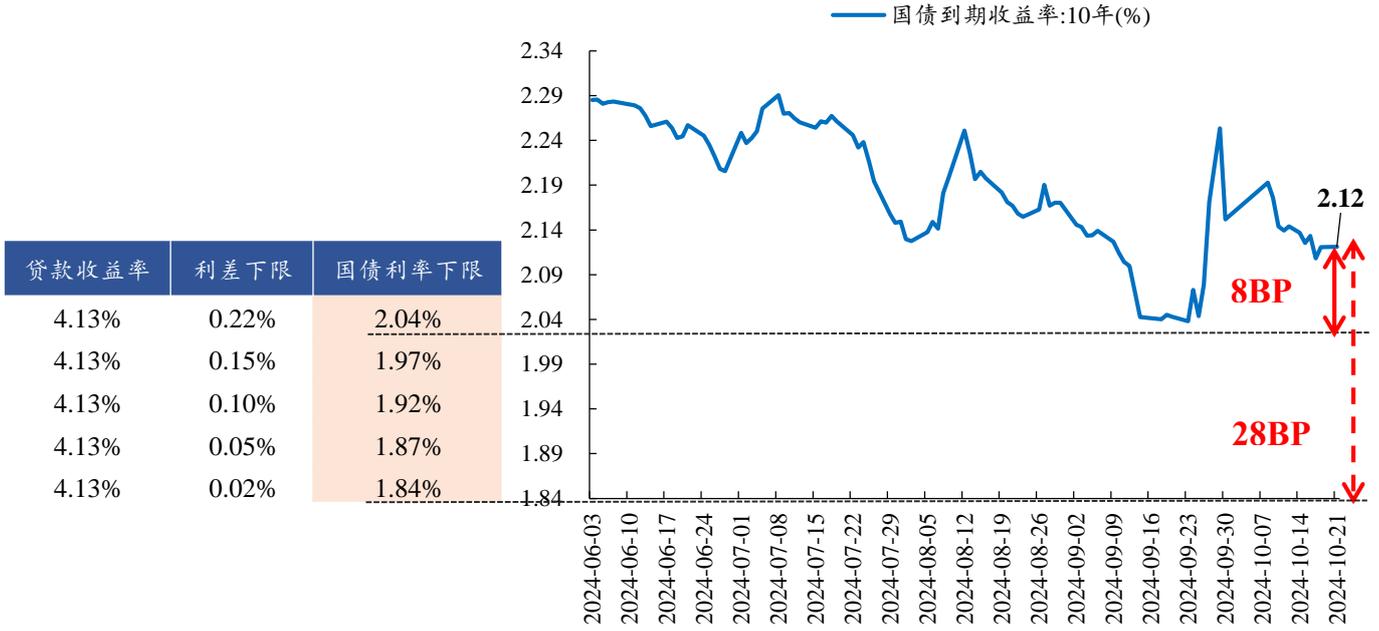


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：国债选取十年期国债到期收益率）

我们按照目前的贷款利率，重新评估债券利率的平衡点位，得到结论：

**结论 1：若贷款收益率保持不变，根据国债和贷款的综合净收益率利差底线粗略测算，当前 10 年期国债收益率还有约 8BP~28BP 下降空间。**

图19：若贷款收益率保持不变，按债贷比价测算，十年期国债收益率还有约 8BP~28BP 下降空间（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

结论 1 能在一定程度提供参考，但有一些局限性，在评估贷款和买债二者综合性价比时，常常容易忽略的一个问题是二者所使用的资金成本并不相同。目前的变化是，LPR 和 MLF 逐渐脱钩，则资金 FTP 和信贷 FTP 的联动关系将更密切。

**我们进一步假设以司库资金支持业务：**贷款类业务资金成本用我们上文的测算值，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：

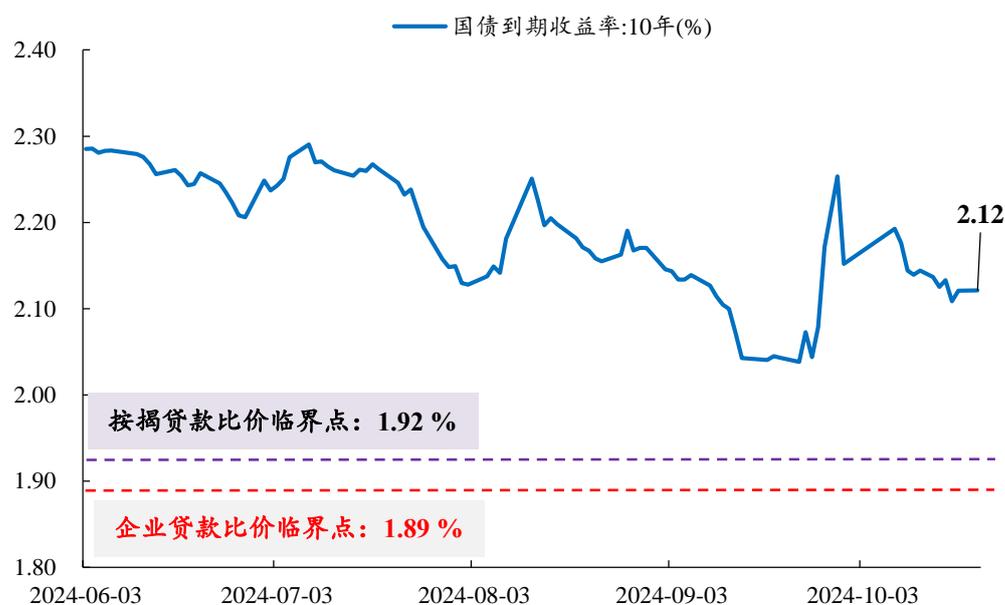
- (1) 企业贷款和按揭贷款利率为 2024 年 9 月新发生贷款加权平均利率；
- (2) 各类债券利率取 2024 年 10 月 21 日到期收益率；
- (3) 综合收益率=名义收益率-资金成本-税收成本-资本成本+存款派生收益-信用成本；
- (4) EVA=综合收益率\*1000，表中为每多做 1000 亿元业务时贡献的 EVA；
- (5) RAROC=净利润/经济资本=(名义收益率-资金成本-税收成本+存款派生收益-信用成本)/风险权重\*资本转换系数。

**表7：对各类资产业务设置差异化 FTP 后的大类资产比价表**

	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	3.63%	1.60%	3.15%	3.32%	1.79%	2.12%	2.31%	1.89%	1.93%	2.23%
资金成本	1.78%	2.05%	2.55%	2.55%	1.69%	1.79%	1.99%	1.79%	1.79%	1.78%
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	0.62%	0.00%	0.28%	0.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.21%
增值税	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.00%
所得税	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	0.00%	0.00%	0.00%	25.00%	0.00%	25.00%
资本成本	0.28%	0.28%	0.28%	0.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.06%	0.47%
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	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
风险权重	75%	75%	75%	30%	0%	0%	0%	0%	10%	75%
存款派生收益	0.69%	0.00%	0.12%	0.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
信用成本	1.55%	0.00%	1.20%	0.54%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
综合收益率	0.11%	-0.72%	-1.04%	0.14%	0.10%	0.33%	0.32%	0.10%	0.08%	-0.23%
EVA (亿元)	10.58	-72.43	-104.39	13.52	10.00	33.27	31.68	9.82	7.65	-22.74
RAROC	4.84%	-5.70%	-9.76%	7.79%	-	-	-	-	13.29%	3.11%

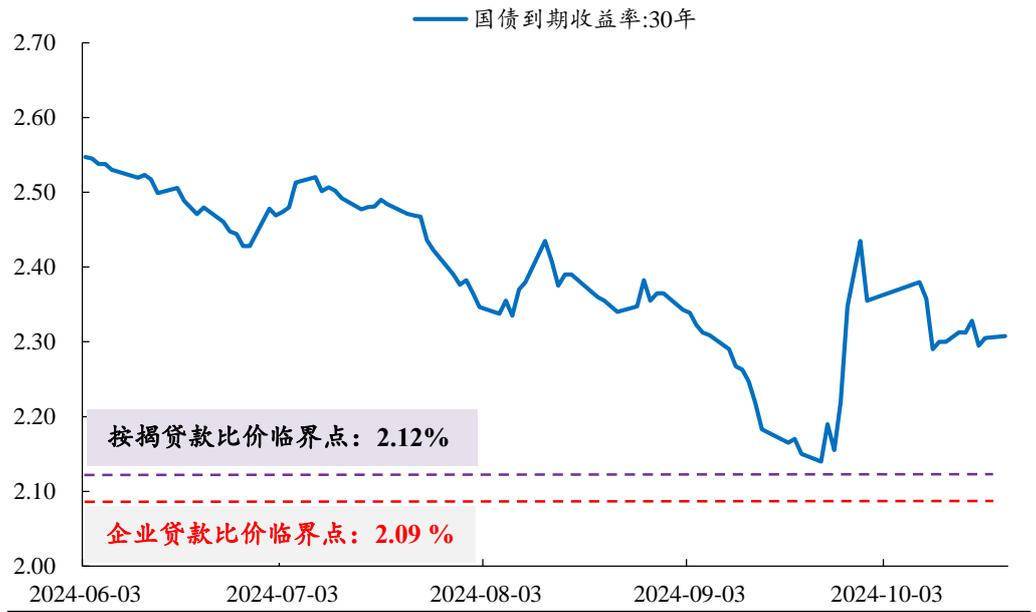
数据来源：Wind、开源证券研究所

**结论 2：**若贷款收益率保持不变，使得投放企业贷款和买债 EVA 贡献一致时的国债（10Y）收益率为 1.89%，国债（30Y）收益率为 2.09%；为使得投放按揭贷款和买债 EVA 贡献一致时的国债（10Y）收益率为 1.92%，国债（30Y）收益率为 2.12%。

**图20：当投放企业贷款和买债 EVA 贡献一致时，国债（10Y）收益率为 1.89%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：当投放企业贷款和买债 EVA 贡献一致时，国债（30Y）收益率为 2.09%

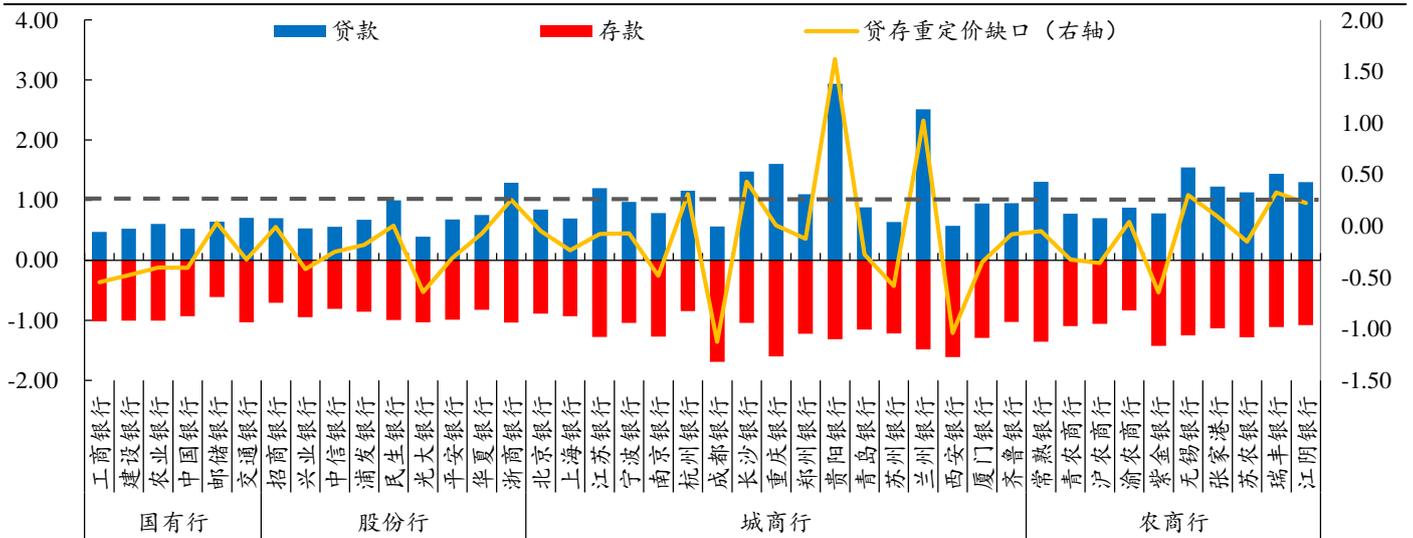


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3、不同利率环境的影响：关注存贷重定价缺口的差异

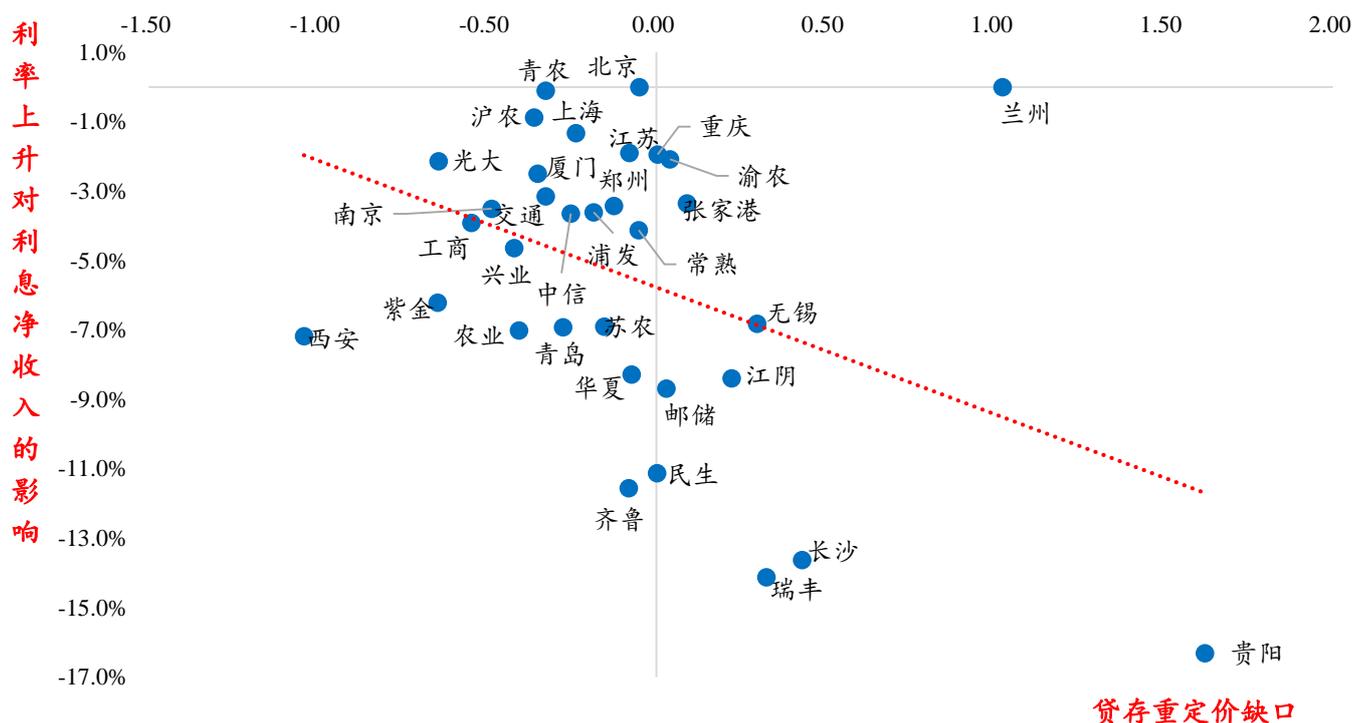
贷存重定价缺口越大的银行，利率上升对其利息净收入的影响越大。从 2024H1 上市银行贷款和存款重定价平均久期来看，由于国股行和大型城商行的贷款客户中大企业客户、按揭贷款占比高，多为 LPR+加点的浮动利率贷款，因此重定价平均期限多在 1Y 以内，存款期限相对来说也不长，因此贷存重定价缺口较小，利率上升时资产端可快速重定价，利息净收入降幅小；而西部偏远地区城商行和农商行贷款客户多为小微企业客户，贷款利率为固定利率，重定价节奏慢，存款客户更下沉，呈现明显的定期化和长期化，负债重定价周期长，因此当利率上升时，其利率净收入降幅更大，如贵阳银行、瑞丰银行等。

图22：上市银行贷款和存款重定价久期分布（2024H1，年）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：贷存重定价缺口=贷款重定价平均久期-存款重定价平均久期）

图23：贷存重定价缺口越大的银行，利率上升对利息净收入的影响越大



数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所（注：1、贷存重定价缺口=贷款重定价平均久期-存款重定价平均久期；2、考虑利率上升 100BP 对未来 12 个月利息净收入的影响。）

根据上市银行利率敏感性分析数据，从利息净收入的角度来看，利率上行时利好贷存重定价负缺口银行，如光大银行、沪农商行；利率下行时利好贷存重定价正缺口银行，如瑞丰银行、长沙银行。

## 4、投资建议

- (1) 利率低位运行，实体融资成本下降。股息率稳定的品种仍会受到防御资金偏好，受益标的有农业银行、中信银行。
- (2) 客群基础好，对公实体及零售业务具有优势的银行，在经济修复中获益更明显。受益标的招商银行、宁波银行、江苏银行、苏州银行。
- (3) 关注利率环境，长期看利率下行，受益标的有长沙银行、瑞丰银行。

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
		2024-10-22	2024E		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601288.SH	农业银行	0.7	0.7	10.9	0.0	0.5	2.7	3.9	1.3	2.3	0.8	0.8	0.8	未评级
600036.SH	招商银行	1.0	1.0	16.2	-1.6	-1.2	2.9	6.2	0.8	3.7	5.8	5.9	6.1	未评级
601998.SH	中信银行	0.6	0.5	10.8	-2.6	5.2	5.6	7.9	7.5	10.0	1.4	1.5	1.6	买入
600919.SH	江苏银行	0.7	0.7	14.5	5.3	6.6	7.4	13.3	8.8	10.5	1.6	1.7	1.9	未评级
002142.SZ	宁波银行	0.9	0.9	15.1	6.4	7.3	8.0	10.7	5.9	8.6	3.9	4.1	4.4	未评级
601577.SH	长沙银行	0.5	0.5	12.5	8.5	5.2	8.0	9.6	4.6	8.9	1.9	1.7	1.7	买入
002966.SZ	苏州银行	0.7	0.5	12.0	0.9	4.9	9.7	17.4	16.3	18.7	1.3	1.5	1.7	买入
601528.SH	瑞丰银行	0.6	0.6	11.0	7.9	7.5	8.9	13.0	12.5	11.9	0.9	1.0	1.1	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；2、上述盈利预测及估值数据的基准日均为 2024-10-22）

## 5、风险提示

**宏观经济下行：**高频数据仍反映有效需求处于修复阶段，若宏观经济修复不及预期，银行信贷投放受阻。

**政策落地不及预期：**若后续政策出台落地不及预期，则经济指标或仍有波动。

## 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）》已于2017年7月1日起正式实施。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。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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、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。

## 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。

## 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”）的机构或个人客户（以下简称“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，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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

### 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

### 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

### 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