

# 银行

## 2025 年贷款利率下行幅度有望显著放缓

### 1. 我国商业性贷款利率定价已基本市场化，近年来贷款利率持续下行

目前贷款定价主要有三类模型：①LPR 定价法实现了政策引导和市场自主定价之间的平衡，但近年来在定价基准、点差表现等方面也出现了一些新变化。②内部资金转移定价（FTP）聚焦银行内部定价管理，LPR 改革后商业银行已构建起“LPR→贷款 FTP→贷款利率”的定价机制。③成本加成法是传统的贷款外部定价模型，认为银行贷款利率应是资金成本、运营成本、风险成本、资本成本、税收成本等各项贷款成本和银行目标收益之和。

LPR 改革后，除 2021 年货币政策回归常态化期间，其他大部分时候贷款利率都在大幅快速下行。期间三个阶段的贷款利率走势值得关注：LPR 改革深化和宽松货币政策加码后的快速下行阶段（2020 年）、信贷供需失衡主导的大幅下行阶段（2022 年）、贷款利率和 LPR 点差压降放缓的阶段（2024 年）。

### 2. 央行视角看当前贷款定价约束

从央行意图和监管成效看，预计 2025 年贷款利率降幅有限。其一，货币政策延续宽松，但更重视呵护银行息差。其二，虽然贷款利率取消了行政性的“名义下限”，监管对于贷款定价仍有一定的自律要求。其三，监管引导和整治下，信贷供需矛盾相对弱化，点差压缩的现象或将有所缓解。

### 3. 商业银行视角看当前贷款定价约束

考虑商业银行经营情况，预计 2025 年贷款利率降幅有限。目前各类贷款利率皆逼近 3%，贷款业务实际收益较薄。尽管负债成本压力逐渐缓解，不良风险暴露却持续抬升信用成本。因此，在扣除各项贷款成本后，各类信贷业务收益已经较为微薄甚至亏损，面临“增量不增收”的窘境。

### 4. 基于贷款利率走势判断的市场启示

对银行资产负债配置行为而言：①预计年内 LPR 和存款降息幅度相对有限。②中期维度看，银行自营在二级市场配置债券的性价比也会受到一定约束。③监管对于银行信贷规模要求可能会进一步降低。

对银行股投资价值而言：①贷款利率下行放缓，减轻息差压力，银行业绩有望筑底企稳。②利率下行期，银行股高股息优势显著。③增量资金有望持续涌入银行板块。整体来看，我们认为银行股仍具备较高投资价值，建议重点关注成长性较强的优质区域中小行和经营稳健的国有大行。

风险提示：经济复苏不及预期，贷款利率大幅下行，数据测算误差

证券研究报告  
2025 年 06 月 18 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

作者

刘杰 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523110002  
liujie@tfzq.com  
曹旭冉 联系人  
caoxuran@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《银行-行业深度研究:银行息差“临界点”在哪儿?》2025-05-30
- 《银行-行业专题研究:25Q1 商业银行主要监管指标数据点评》2025-05-21
- 《银行-行业专题研究:看好银行股的三点理由》2025-05-20

## 内容目录

1. 贷款定价的基本原理及走势复盘 .....	3
1.1. 贷款定价的基本原理 .....	3
1.2. LPR 改革以来贷款利率走势复盘 .....	6
2. 央行视角看当前贷款定价约束 .....	8
3. 商业银行视角看当前贷款定价约束 .....	9
4. 基于贷款利率走势判断的市场启示 .....	10
4.1. 关于银行资产负债配置行为的启示 .....	10
4.2. 关于银行股投资价值的启示 .....	12
5. 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1: 贷款利率市场化进程 .....	3
图 2: 贷款利率的 LPR 加点定价法 .....	3
图 3: LPR 减点定价的贷款占比持续提升 .....	4
图 4: 2024 年企业贷款利率与 LPR 点差显著收窄 .....	4
图 5: FTP 运行机制 .....	4
图 6: 贷款利率的成本加成定价法 .....	5
图 7: LPR 改革以来贷款利率走势 .....	6
图 8: 2020-2024 年信贷增量同比变化结构（单位：万亿元） .....	7
图 9: 2024 年企业贷款加权平均利率降幅小于 LPR 降幅（单位：BP） .....	7
图 10: 2022 年至今货币政策执行报告中关于货币政策要求的表述 .....	8
图 11: 金融机构各类新发贷款加权平均利率 .....	9
图 12: 各类贷款业务实际收益率测算 .....	9
图 13: 上市银行计息负债成本率和存款成本率 .....	9
图 14: 国有大行各类零售贷款不良率 .....	9
图 15: 2020 年至今 LPR 走势 .....	10
图 16: 2025 年 5 月主要银行存款挂牌利率下调情况 .....	10
图 17: 按揭贷款与国债的量价关系 .....	11

# 1. 贷款定价的基本原理及走势复盘

## 1.1. 贷款定价的基本原理

### (1) 我国商业性贷款利率定价已基本市场化，行政性管制全面退出

在管制利率时期，贷款定价根据贷款基准利率上下浮动确定，并且不能超出央行允许的上下限范围。1998年以来央行逐渐推进贷款利率市场化，多次扩大浮动上限。2004年央行取消浮动上限后，贷款利率基本过渡到“上限放开+下限管理”的阶段。2013年央行取消浮动下限并创设LPR报价机制，但由于法定基准利率的存在，银行贷款定价仍较少参考LPR，甚至LPR也多参考贷款基准利率报价，实际中还存在一些银行通过协同行为设定贷款利率隐性下限的违规现象。因此，2015年10月24日后，央行不再调整贷款基准利率，弱化其定价指导作用，并在2019年8月启动LPR改革，确立了LPR的定价基准地位。

图 1：贷款利率市场化进程

日期	举措	具体内容
1998年10月	扩大贷款利率浮动上限	商业银行、城市信用社对小型企业的贷款利率最高上浮幅度将由现行的10%扩大为20%，最低下浮幅度10%不变；农村信用社贷款利率最高上浮幅度由40%扩大为50%。
1999年9月	扩大贷款利率浮动上限	商业银行、城市信用社对小型企业贷款利率最高上浮幅度由20%扩大为30%，最低下浮幅度10%不变。
2003年8月	扩大贷款利率浮动上限	允许试点地区农村信用社贷款利率浮动区间上限不超过基准利率的2倍。
2004年1月	扩大贷款利率浮动上限	商业银行、城市信用社贷款利率浮动区间上限扩大到基准利率的1.7倍，农村信用社扩大到基准利率的2倍。金融机构贷款利率浮动区间下限保持基准利率的0.9倍不变。
2004年10月	取消贷款利率浮动上限	金融机构(城乡信用社除外)贷款利率不再设定上限，下限仍为基准利率的0.9倍。
2006年8月	扩大贷款利率浮动下限	商业性个人住房贷款的利率下限由基准利率的0.9倍扩大到0.85倍。
2008年10月	扩大贷款利率浮动下限	商业性个人住房贷款的利率下限由基准利率的0.85倍扩大到0.7倍。
2012年6月	扩大贷款利率浮动下限	金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.8倍。
2012年7月	扩大贷款利率浮动下限	金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.7倍。
2013年7月	取消贷款利率浮动下限	取消金融机构贷款利率0.7倍的下限(房贷利率除外)，由金融机构根据商业原则自主确定贷款利率水平。取消农村信用社贷款利率2.3倍的上限。
2013年10月	创设LPR报价机制	①报价行自主报出本行LPR后，剔除最高值和最低值后加权平均计算形成；②运行初期仅公布1年期LPR；③首批报价行为五家国有大行和四家股份行；④报价频率为每日报价；⑤市场利率定价自律机制按年监督报价质量。
2015年10月	贷款基准利率停止调整	2025年10月24日，央行最后一次调整贷款基准利率，1年及以下、1-5年、5年以上贷款基准利率分别停留在4.35%、4.75%、4.90%。
2019年8月	启动LPR报价改革	①LPR报价方式改为MLF利率加点形成；②要求各银行新发贷款应以LPR作为定价基准，禁止协同设定贷款利率隐性下限；③将LPR应用情况和贷款利率竞争行为纳入MPA考核；④新增5年期以上LPR；⑤扩充报价行类型和数量；⑥报价频率从每日报价改为每月报价。
2019年12月	推动存量浮动利率贷款定价基准转换为LPR	①2020年起，不得签订参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款合同；②存量浮动利率贷款定价基准转换为LPR，除商业性个人住房贷款外，加点数值由借贷双方协商确定。

资料来源：央行，中国政府网，天风证券研究所

不同于存款利率仍存在基准利率、自律点差上限等监管定价限制，贷款利率在LPR改革后已基本市场化，绝大多数贷款品种以LPR为基准加减点定价，除房贷利率外没有下限规定。2024年5月，央行宣布取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。随后，除北京、上海、深圳外，全国其余城市均已取消房贷利率下限。至此，商业性贷款利率基本不再有“名义下限”。目前，实际贷款定价中主要有以下三类定价模型，三者之间相互联动、缺一不可。

### (2) LPR定价：在政策引导和市场自主定价之间的平衡

LPR是由具有代表性的报价行，根据本行对最优质客户的贷款利率，以公开市场操作利率加点报价形成的基础性贷款参考利率。而最优质客户是信用风险最低的借款人，比如大型国企央企，因此最优质客户贷款利率理论上应覆盖银行最低资金成本、运营成本、资本成本和风险溢价。

图 2：贷款利率的LPR加点定价法



资料来源：天风证券研究所

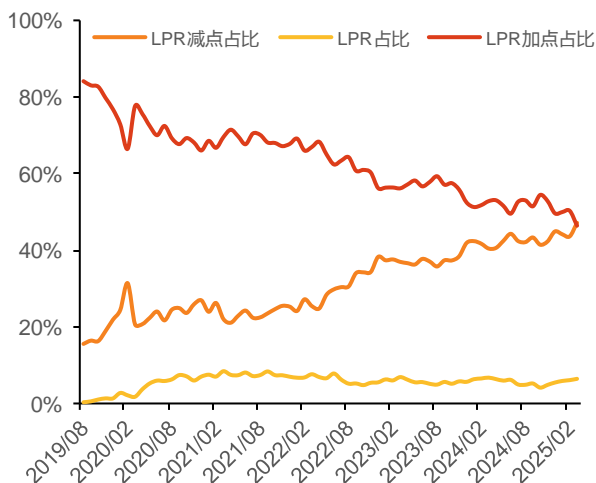
近年来，LPR 定价出现了一些新变化，主要表现为：

其一，受信贷供求矛盾加剧、结构性货币政策工具“提频、增量、降价”等因素影响，以 LPR 减点定价的贷款占比越来越高。2025 年 3 月末 LPR 减点定价占比较 2019 年 8 月末上升 31.6pct 至 47.2%。

其二，MLF 利率政策属性弱化，LPR 逐步由挂钩 1 年 MLF 利率，转为挂钩 7 天逆回购利率。

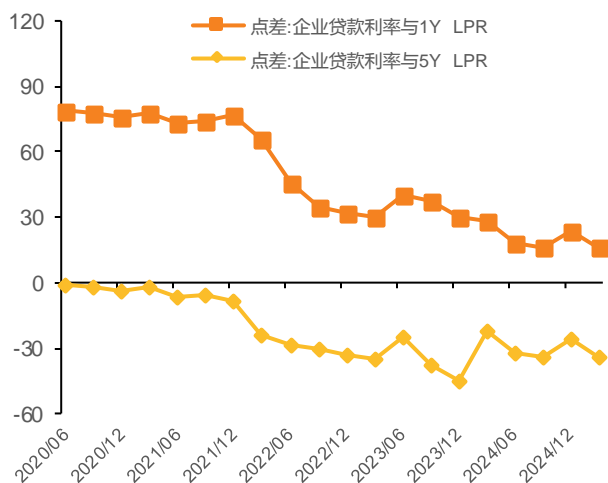
其三，2024 年以来贷款利率（尤其是企业贷款利率）与 LPR 的点差明显收窄。这反映出央行和金融机构的信贷“规模情结”有所缓解，贷款利率的内生性下行也因此放缓。

图 3：LPR 减点定价的贷款占比持续提升



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2024 年企业贷款利率与 LPR 点差显著收窄



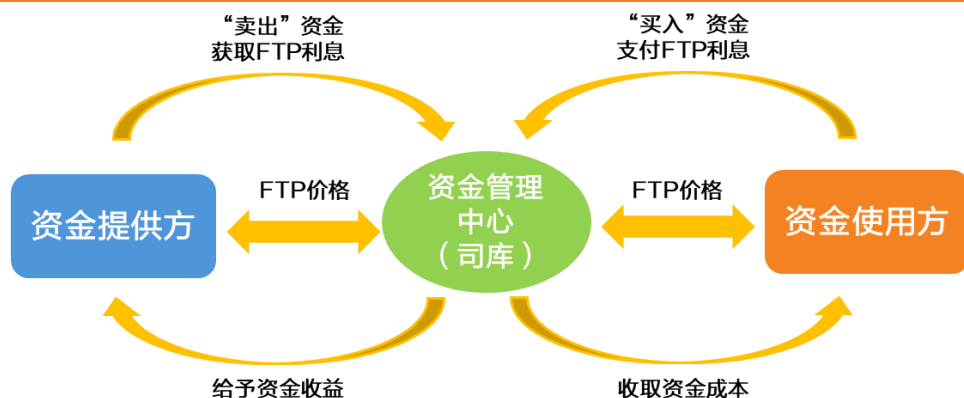
资料来源：wind，天风证券研究所

### (3) 内部资金转移定价 (FTP)：贷款 FTP 挂钩 LPR

内部资金转移定价 (FTP) 是金融机构内部资金中心 (通常为司库) 向业务经营单位转移资金并核算成本收益的一种内部经营管理模式。业务经营单位以对应的 FTP 价格向资金中心转移负债业务筹集的资金，或购买资产业务所需的资金。在这一模式下，业务部门剥离了利率风险，仅承担信用风险、操作风险等，并专注于业务开展而无需考虑期限错配等问题。司库则负责匹配资金来源和运用期限、利率、金额等要素，并统一管理资金错配产生的利率风险和流动性风险。

FTP 价格是司库提供给业务经营单位的、转移资金的价格。对贷款业务而言，贷款实际利率和贷款 FTP 之间的差值为经营单位的净收益。对存款业务而言，存款 FTP 和存款实际利率之间的差值为经营单位的净收益。而贷款 FTP 和存款 FTP 的差值为司库的经营收益。

图 5：FTP 运行机制



资料来源：天风证券研究所

贷款 FTP 也是金融机构进行贷款定价的基础，LPR 改革后央行积极引导金融机构建立与 LPR 相适应的 FTP 体系。这是因为：一方面，此前的 FTP 只是银行内部指导其业务部门或分支行定价的工具，具有“一行一价”的特性，而与 LPR 挂钩后的 FTP 更具普适性，也更容易被客户接受。另一方面，此前的 FTP 只包含银行资金成本，并未考虑市场供求，只有与 LPR 挂钩才能更全面反映市场定价情况。

2020 年 3 月 5 日，市场利率定价自律机制下发《关于将贷款市场报价利率纳入金融机构内部资金转移定价体系的实施指引》(以下简称《实施指引》)，明确了金融机构建立 FTP 曲线的原则、贷款 FTP 曲线的构建方式及应用范围等，为金融机构特别是中小金融机构在 FTP 中运用 LPR 提供了参考。其次，央行还将在 FTP 中运用 LPR 的情况纳入 MPA 考核，要求金融机构将 LPR 内嵌在 FTP 中，使贷款 FTP 能够及时充分体现 LPR 变动。《实施指引》和考核“指挥棒”的建立，也推动商业银行构建起“LPR→贷款 FTP→贷款利率”的定价机制。

根据《实施指引》，挂钩 LPR 的贷款 FTP 曲线构建方式如下：

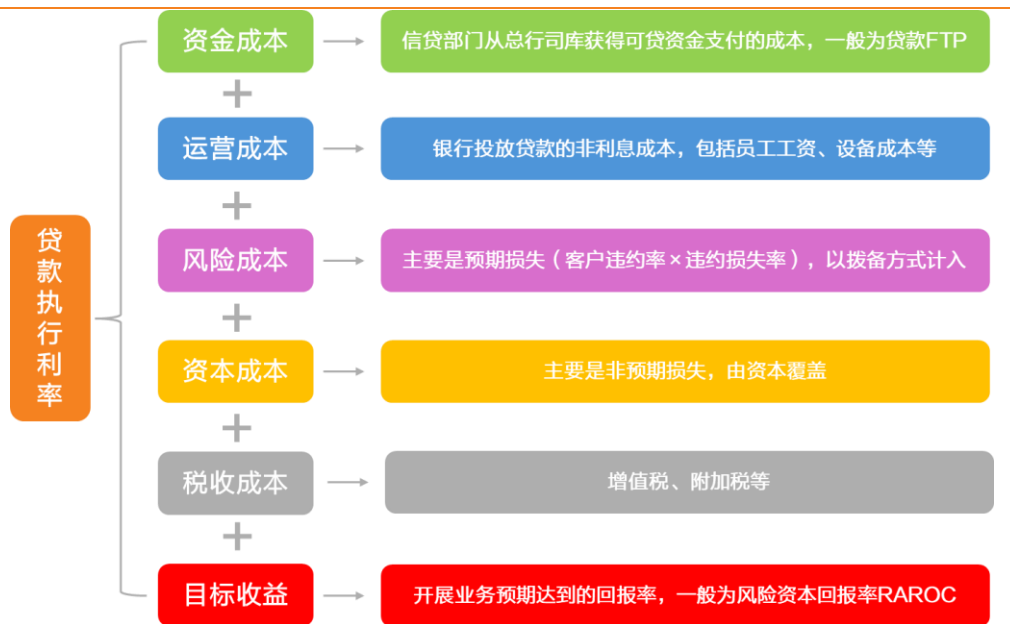
- ①贷款 FTP 曲线包括 6M、1Y、3Y、5Y 等关键期限点。
- ②贷款 FTP 主要以 LPR 为参考基准，确保贷款 FTP 和 LPR 在变动方向和幅度上基本保持一致。其中，1Y 和 5Y 及以上贷款 FTP 直接参考对应该期限 LPR，其他期限的贷款 FTP 可在两种 LPR 间自主选择。
- ③贷款 FTP 曲线应由参考基准加减点调整形成，加减点需要充分考虑银行自身信贷管理、监管指标和期限利差等因素。

在确定合适的贷款 FTP 曲线后，贷款 FTP 价格=基础 FTP 价格+FTP 调整项。其中，基础 FTP 价格一般根据贷款 FTP 曲线确定；FTP 调整项则为基础 FTP 价格无法反映的资金成本或收益部分，包括流动性溢价调整项、结息频率调整项、市场风险调整项（利率类型、重定价周期、汇率风险）等。

#### (4) 外部定价：执行成本加成法

成本加成定价法是传统的贷款外部定价模型，认为银行贷款利率应是各项贷款成本和银行目标收益之和。其中，贷款成本主要包括资金成本、运营成本、风险成本、资本成本和税收成本。这一方法要求银行拥有完善的成本管理系统和 risk 管理系统，从而能够在发放贷款前精确计量和分摊每笔业务的经营成本和风险溢价。

图 6：贷款利率的成本加成定价法

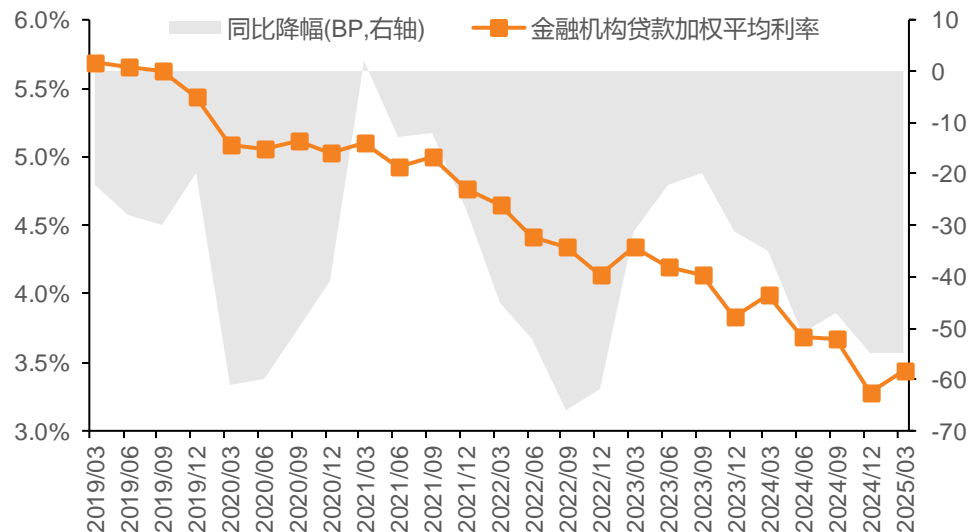


资料来源：王良《商业银行资产负债管理实践》，天风证券研究所

## 1.2. LPR 改革以来贷款利率走势复盘

总体来看，2019 年 LPR 改革以来，贷款利率基本处于持续下行状态。除 2021 年货币政策回归常态化期间，贷款利率降幅相对较小，其他大部分时候贷款利率都在大幅快速下行。2025 年 3 月末，金融机构贷款加权平均利率为 3.44%，较 LPR 改革前的 2019 年 6 月末下降了 222bp。其中，我们重点关注三个阶段的贷款利率变化：

图 7：LPR 改革以来贷款利率走势



资料来源：wind，天风证券研究所

### (1) 2020 年 LPR 改革深化和宽松货币政策加码后，贷款利率快速下行

2020 年末，金融机构贷款加权平均利率较 2019 年 9 月末下降 59bp 至 5.03%。而企业贷款加权平均利率也较 2019 年末下降 51bp 至 4.61%，创 2015 年有统计以来的最低水平。对于这一表现，我们认为有以下两点核心原因：

**其一，LPR 改革红利释放和 MPA 监管加强，驱动贷款定价突破隐性下限快速下行。**如前所述，2019 年 8 月 LPR 报价改革正式确立了 LPR 定价基准地位，同时明令禁止银行间的协同定价行为。在 MPA 考核中，设定隐性下限的行为是一票否决项，若核实存在，银行的 MPA 考核结果将被评定为 C 档。前期制约贷款利率下降的隐性下限由此瓦解。央行在 2022Q1 货币政策执行报告中表示：“2020 年 4 月中旬，新发放贷款中，利率低于原贷款基准利率 0.9 倍的占比为 28.9%，超过 LPR 改革前 2019 年 7 月的三倍，贷款利率的隐性下限已完全被打破。”但是，随着存量贷款定价基准转换基本完成，LPR 下行驱动力减弱。为降低实体经济融资成本，2020 年 7 月后，央行还将全国性银行贷款利率与 LPR 之间的点差纳入 MPA 考核，这意味着，即使 LPR 不下调，商业银行也需要压缩点差以让利实体经济。

**其二，疫情导致经济承压，货币政策宽松加码。**2020 年央行累计下调 1 年期 LPR 30bp、5 年期 LPR 15bp，总量政策更加宽松。除此以外，央行还分三批次增加 1.8 万亿元再贷款再贴现以支持金融机构发放优惠利率贷款，结构性货币政策也带动了小微贷款利率的下降。

### (2) 2022 年信贷供需失衡矛盾加剧，贷款利率大幅下行

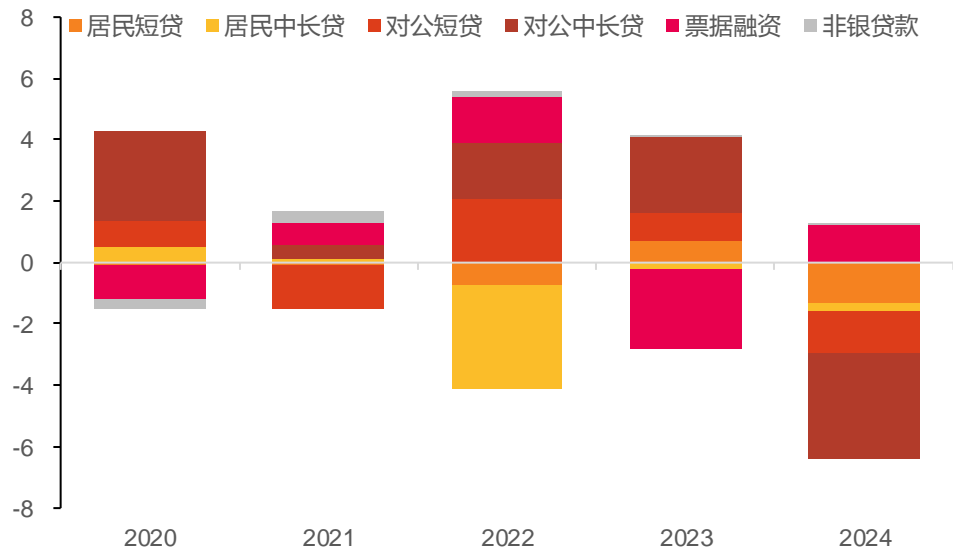
2022 年末，金融机构贷款加权平均利率较 2021 年末下降 62bp 至 4.14%。其中，企业贷款、按揭贷款加权平均利率分别下降 60bp、137bp 至 3.97%、4.26%。**我们认为，信贷供需失衡矛盾加剧导致的点差大幅压缩是这一阶段贷款利率下行的核心原因。**

**政策驱动下信贷供给大幅增加。**央行在 2021 年 12 月、2022 年 5 月、2022 年 8 月、2022 年 11 月四季度召开货币信贷形势分析座谈会，核心主旨皆为加大信贷投放力度。政策驱动下，2022 年人民币贷款同比大幅多增 1.36 万亿，远超 2021 年的 3080 亿，主要由对公信

贷同比多增 5.1 万亿拉动。

**经济承压下信贷需求愈发疲弱。**2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，全年 GDP 增速降至 3.1%。虽然当年信贷总量大幅多增，但信贷结构却映射出信贷需求的脆弱性，2022 年居民短贷、居民中长贷分别同比少增 7600 亿、3.33 万亿。2021 年楼市调控加严、房企债务违约频现、疫情后居民收入预期不稳等多重因素影响下，2022 年房地产市场较为低迷。当年按揭贷款同比大幅少增 3.3 万亿，创历史新低，这也进一步加剧了按揭利率的下行压力。

图 8：2020-2024 年信贷增量同比变化结构（单位：万亿元）



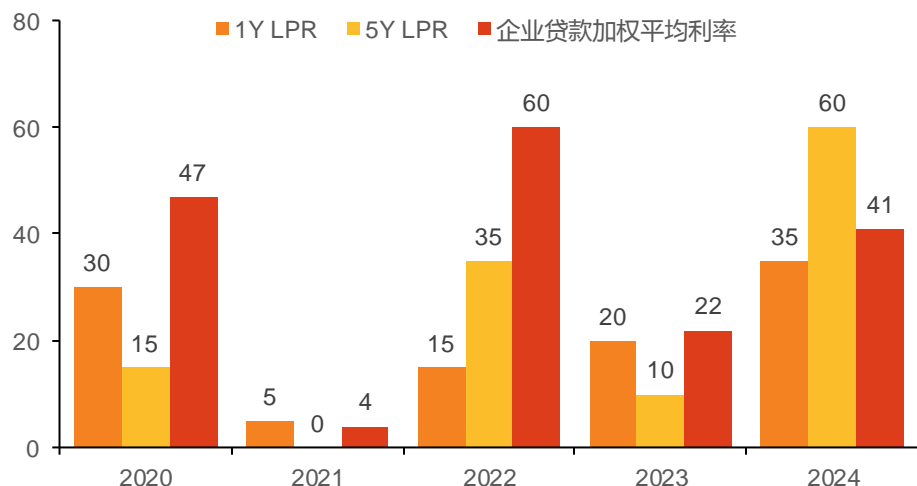
资料来源：wind，天风证券研究所

### （3）2024 年企业贷款利率与 LPR 的点差压降显著放缓

2024 年末，金融机构贷款加权平均利率较 2023 年末下降 55bp 至 3.28%。其中，企业贷款、按揭贷款加权平均利率分别下降 41bp、88bp 至 3.34%、3.09%。我们认为这主要与 2024 年降息力度较大有关，1 年期 LPR、5 年期 LPR 全年降幅分别达 35bp、60bp，皆为 LPR 改革以来的最大降幅。

与之前不同的是，2024 年以来，央行对于信贷规模的要求明显下降，并通过 MPA 考核引导金融机构平滑信贷投放。贷款利率的内生性降幅有所放缓，2024 年末企业贷款利率与 1 年期 LPR、5 年期 LPR 的点差分别为 24bp、-26bp，但 2023 年末分别为 30bp、-45bp。

图 9：2024 年企业贷款加权平均利率降幅小于 LPR 降幅（单位：BP）



资料来源：wind，天风证券研究所

往后展望，分别从央行和商业银行视角出发，我们认为 2025 年新发贷款利率可能会步入下行趋缓的新阶段，全年降幅有限。

## 2. 央行视角看当前贷款定价约束

从央行意图和监管成效看，2025 年贷款利率下行的幅度和速度都相对有限。具体有以下三条逻辑支撑：

**其一，货币政策延续宽松，但更重视呵护银行息差。**2025Q1 货币政策执行报告的内容摘要部分，在 2024Q2 以来反复提及的“三大平衡”之外，新增了“支持实体经济与保持银行体系自身健康性”的表述，意味着货币政策将更加重视银行息差健康性。从这一角度考虑，央行或也倾向于引导贷款利率小幅缓慢下降。因此，预计今年不会“大水漫灌”式降息，更倾向于克制地全面降息或结构性降息。这一点在一揽子货币政策中也可见一斑，5 月政策利率、LPR 仅下调 10bp，结构性货币政策工具利率却下调 25bp，降幅更大。

图 10：2022 年至今货币政策执行报告中关于货币政策要求的表述

季度	货币政策要求
2022Q1	稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度，稳字当头，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，坚持不搞“大水漫灌”。
2022Q2	加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节， <b>兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡</b> ，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有利、更高质量的支持。
2022Q3	加大稳健货币政策实施力度，搞好跨周期调节， <b>兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡</b> ，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有利、更高质量的支持。
2022Q4	要搞好跨周期调节，既着力支持扩大内需，为实体经济提供更有利支持，又 <b>兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡</b> ，坚持不搞“大水漫灌”，稳固对实体经济的可持续支持力度。
2023Q1	着力支持扩大内需，为实体经济提供有力、稳固支持， <b>兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡</b> ，提升支持实体经济的可持续性。
2023Q2	稳健的货币政策要精准有力，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，稳固支持实体经济恢复发展。
2023Q3	稳健的货币政策要精准有力，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，着力营造良好的货币金融环境。
2023Q4	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。
2024Q1	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。
2024Q2	稳健的货币政策要 <b>注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系</b> ，增强宏观政策取向一致性，加强逆周期调节，增强经济持续回升向好态势，为完成全年经济社会发展目标任务营造良好的货币金融环境。
2024Q3	<b>注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系</b> ，坚定支持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控强度，提高货币政策精准性，为经济稳增长和高质量发展创造良好的货币金融环境。
2024Q4	<b>注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系</b> ，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，增强宏观政策协调配合，支持扩大内需、稳定预期、激发活力，促进经济稳定增长。
2025Q1	<b>平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡、支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系</b> ，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，增强宏观政策协调配合，扩大国内需求，稳定预期、激发活力，全力巩固经济发展和稳定的基本盘。

资料来源：央行，天风证券研究所

**其二，监管对于贷款定价仍有一定的自律要求。**虽然贷款利率取消了行政性的“名义下限”，但监管出于维护金融体系稳健的考虑，实际上仍可能通过自律约束和窗口指导要求商业银行遵循一定的贷款定价下限。一方面，2024Q3 货币政策执行报告专栏三提出“督促银行按照风险定价原则，不发放税后利率低于同期限国债收益率的贷款”，这是近年来监管首次公开明确的贷款定价“显性下限”。另一方面，今年 4 月起利率 3% 以下消费贷被叫停，5 月 LPR 下调前夕广州、厦门首套房贷利率下限也分别上调 10bp、5bp 至 3.1%、3.05%，这背后或也有监管窗口指导的影响，对应贷款定价的“隐性下限”。

**其三，监管引导和整治下，信贷供需矛盾相对弱化。**一方面，去年监管倡导克服信贷投放的“规模情结”，并大力推动信贷“挤水分”。在禁止手工补息、规范同业存款定价后，“低贷高存”的套利现象难以为继，套利驱动的信贷虚增现象也明显改善。另一方面，今年以来，有效信贷需求仍旧不足，信贷前置发力现象依然明显，今年后三季度信贷投放力度预计较弱，但央行对信贷规模考核的要求或也有所降低。票据利率表现或能印证这一点，5 月 1M 国股转贴现利率中枢为 1.19%，高于去年同期的 0.98%，票据冲量以达成信贷投放考核的现象弱于往年。

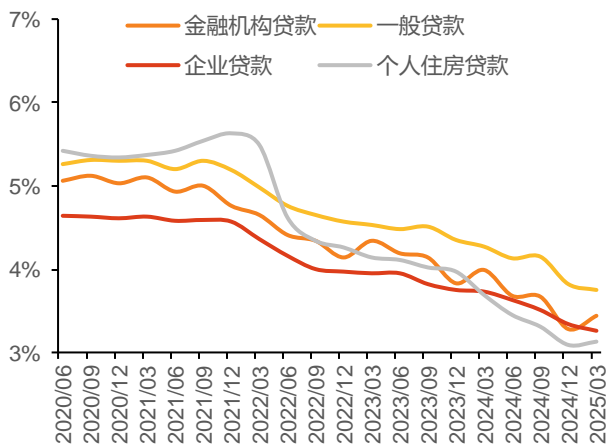
### 3. 商业银行视角看当前贷款定价约束

从商业银行经营情况出发，2025 年贷款利率下行的幅度和速度也相对有限。

各类贷款新发放利率皆逼近 3%，贷款业务实际收益较薄。目前官方公布的贷款利率数据主要源于央行的货币政策执行报告，包括金融机构贷款加权平均利率、一般贷款加权平均利率、企业贷款加权平均利率、票据融资加权平均利率、个人住房贷款加权平均利率，皆为人民币口径。其中，一般贷款利率统计口径包括企业贷款、票据融资和零售非住房贷款。金融机构贷款利率统计口径则包括一般贷款和个人住房贷款。

2025Q1 末，企业贷款和个人住房贷款加权平均利率分别为 3.26%、3.13%，距离 3% 不足 30bp。但从实际收益角度看，在扣除资金成本、税收成本、资本占用成本、信用风险成本后，各类信贷业务收益已经较为微薄甚至亏损，面临“增量不增收”的窘境。因此，若贷款利率大幅下行，信贷业务压力增加将不利于银行经营稳健性。

图 11：金融机构各类新发贷款加权平均利率



资料来源：wind，天风证券研究所

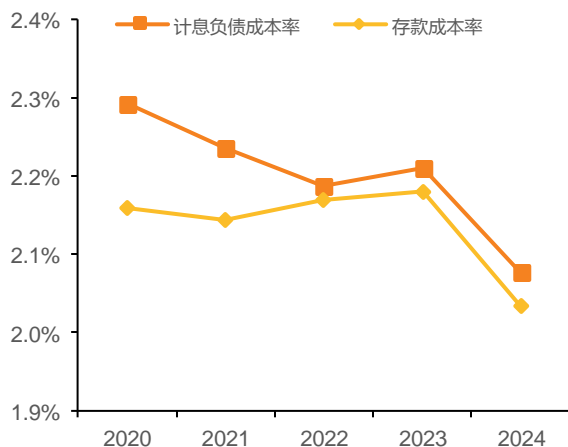
图 12：各类贷款业务实际收益率测算

	对公贷款	按揭贷款	消费贷	信用卡
名义收益率	3.26%	3.13%	3.00%	7.00%
资金成本	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%
税收成本	0.57%	0.53%	0.49%	1.72%
增值税率	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
资本占用成本	0.60%	0.18%	0.45%	0.27%
风险权重	100.00%	30.00%	75.00%	45.00%
ROE	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
CAR	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
信用风险成本	1.14%	0.76%	1.36%	2.49%
存款派生收益率	0.30%	0.09%	0.08%	0.36%
实际收益率	-0.45%	0.04%	-0.93%	1.17%

资料来源：wind，天风证券研究所

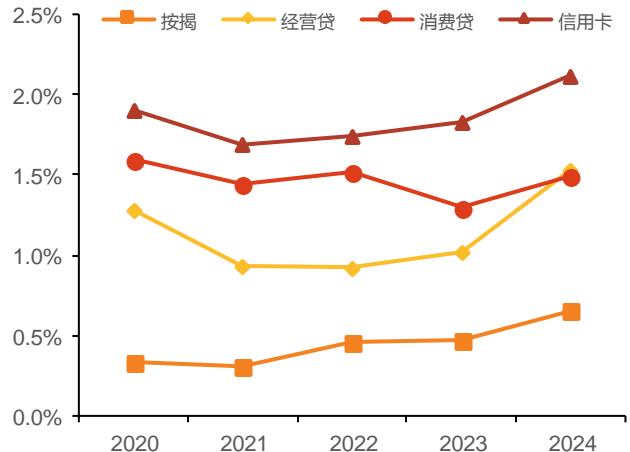
尽管负债成本压力逐渐缓解，不良风险暴露却持续抬升信用成本。2024 年负债端改善举措成效显著，上市银行平均计息负债成本率较 2023 年末下降 13bp 至 2.08%。受益于存款挂牌利率下调和高息定期存款到期置换，预计 2025 年负债压力将进一步缓解。即便如此，银行信贷业务效益依然承压，主要源于零售信贷不良的持续暴露。以六家国有大行为例，2024 年各类零售不良率皆明显抬升，按揭、经营贷、消费贷、信用卡平均不良率分别较 2023 年末上升 19bp/52bp/20bp/29bp 至 0.65%/1.53%/1.50%/2.12%。

图 13：上市银行计息负债成本率和存款成本率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：国有大行各类零售贷款不良率



资料来源：wind，天风证券研究所

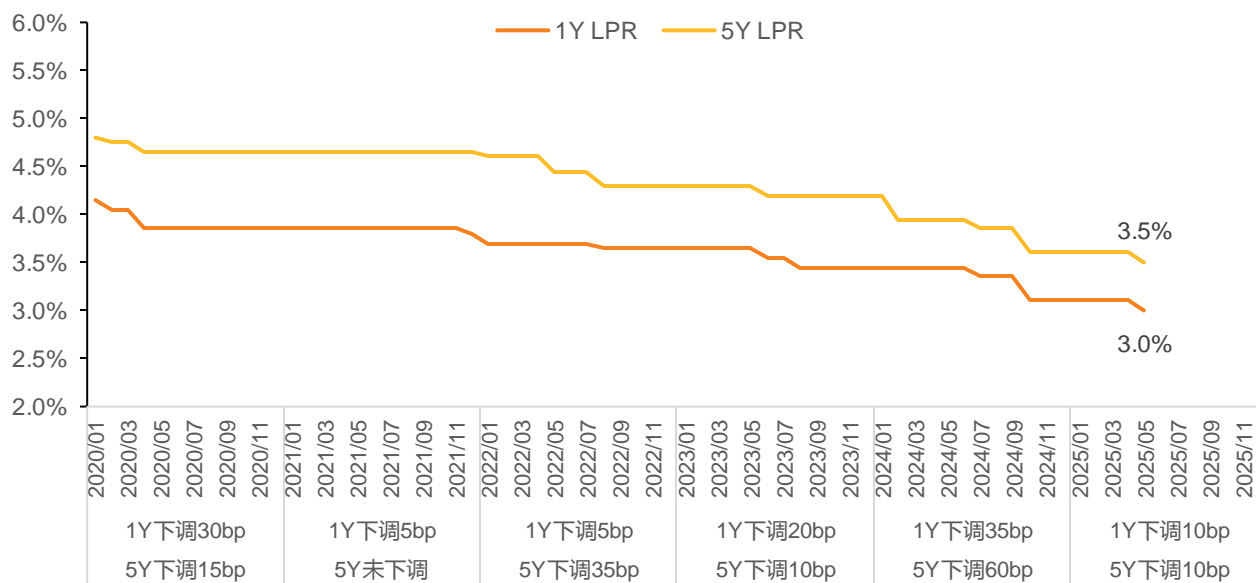
## 4. 基于贷款利率走势判断的市场启示

### 4.1. 关于银行资产负债配置行为的启示

#### (1) 预计年内 LPR 和存款降息幅度相对有限

预计年内 LPR 降幅相对有限。2025Q1 末商业银行净息差已下滑至 1.43%，根据 EPA 息差考核的划分，处于 0.8%-1.8% 这一区间。这也意味着许多银行息差得分都落入了 60-100 分的第二档，整体压力仍然较大。而 4 月新发企业贷款和新发按揭贷款加权平均利率（本外币口径）分别为约 3.2% 和 3.1%，较 2024 年 12 月下降 23bp、1bp，也逼近 3% 的标志性点位。在这一水平，考虑央行重视保持银行息差健康性，预计年内 LPR 降幅也不会太大。

图 15：2020 年至今 LPR 走势



资料来源：wind，天风证券研究所

#### 预计年内存款利率降幅相对有限。具体而言：

一方面，存款利率自身下调空间已显著收窄。2022 年以来，经过七轮存款挂牌利率下调，活期存款利率已降至 0.05%，1 年定期存款利率也跌破 1%。考虑储户利益，存款利率后续下调空间已较为有限。

图 16：2025 年 5 月主要银行存款挂牌利率下调情况

	5大行	邮储	招行	兴业	浦发	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商	广发	渤海	恒丰	北京
活期存款	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
变动 (bp)	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5
定期存款 (整存整取)	三个月	0.65%	0.65%	0.65%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
	变动 (bp)	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15
	六个月	0.85%	0.86%	0.85%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%
	变动 (bp)	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-19	-15
	一年	0.95%	0.98%	0.95%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%
	变动 (bp)	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15
	二年	1.05%	1.05%	1.05%	1.20%	1.20%	1.20%	1.15%	1.20%	1.20%	1.20%	1.30%	1.20%	1.30%	1.30%
	变动 (bp)	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-10	-10	-10	-15	-10	-15	-10
	三年	1.25%	1.25%	1.25%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%	1.55%	1.30%	1.60%	1.60%
	变动 (bp)	-25	-25	-25	-25	-25	-20	-25	-25	-25	-20	-25	-25	-25	-25
五年	1.30%	1.30%	1.30%	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%	1.60%	1.35%	1.60%	1.60%	
变动 (bp)	-25	-25	-25	-25	-25	-20	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	
协定存款	0.10%	0.10%	0.10%	0.25%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.25%	0.10%	0.20%	0.20%	
变动 (bp)	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	
通知存款	一天	0.10%	0.10%	0.10%	0.35%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.35%	0.10%	0.20%	0.20%	
	变动 (bp)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	七天	0.30%	0.30%	0.30%	0.55%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.55%	0.30%	0.40%	0.40%	
变动 (bp)	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	

资料来源：各银行官网，天风证券研究所

另一方面，若贷款利率下行趋缓，存款利率下调的必要性也会降低。2022 年以来贷款利率快速下行，为呵护净息差，银行业进行了多轮挂牌利率下调和自律整改。但下调存款利率也有一定的“副作用”，即存款脱媒导致银行存款增长乏力和负债端稳定性趋弱。2023 年、2024 年一般性对公+零售存款分别同比少增 2.1 万亿、6.9 万亿。此外，根据我们在 5 月 30 日发布的《银行息差“临界点”在哪儿？》中的测算，今年有大量高息定期存款到期，预计明显改善净息差 5bp。若息差压力缓解、贷款利率下行趋缓，则从维护银行负债来源稳定性角度看，存款利率下行预计也将趋缓。

## (2) 中期维度看，银行自营在二级市场配置债券的性价比也会受到一定约束

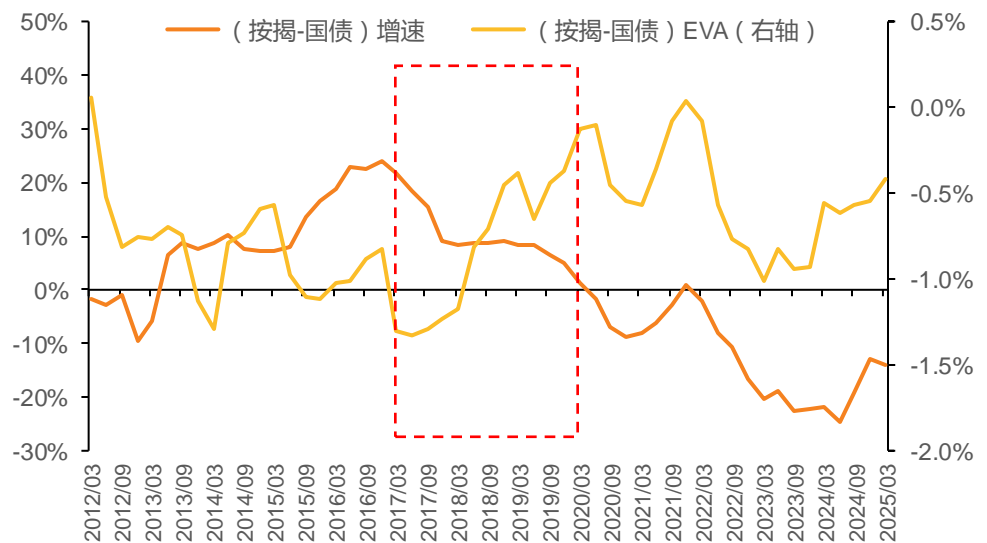
银行资产配置中存在一定程度的“贷债跷跷板”效应，贷款利率下行往往伴随着债券配置力度的提升。

贷款和债券是银行资产配置的主要方向，2025 年 4 月末金融机构资金运用中两类资产占比分别达 68.7%、20.4%。而银行配债持仓结构也以利率债为主，根据中债托管数据，2025 年 4 月末国债、地方债、政金债占比分别为 30%、48%、17%。若贷款利率下行带动贷款 EVA 收窄甚至为负，比价效应下银行可能会加大债券配置，这样既可以增厚收益，也便于银行进行流动性管理。

我们以期限相对匹配的按揭贷款和 30Y 国债作为计算指标，并设定以下公式检验银行配置的“贷债跷跷板”效应：

**贷债 EVA 之差=按揭贷款 EVA-国债 EVA，贷债增速差=按揭增速-国债增速**

图 17：按揭贷款与国债的量价关系



资料来源：wind，天风证券研究所

拉长时间维度来看，贷债 EVA 之差和贷债增速差的走势具有一定的正相关关系。这说明，当贷款性价比相对于债券降低时，银行投放贷款力度也会相对减弱，反而增加债券配置。但是，这一关系并非总是成立，2017-2019 年也曾出现走势背离的现象，或与 2017 年房地产市场调控升级有关，2017 年楼市进入限购、限贷、限价、限售、限商等“5 限”时代。2019 年末按揭贷款增速较 2016 年末下降约 20pct 至 17%。而在政策引导和市场供需影响下，新发按揭加权平均利率却上升 110bp 至 5.62%。

但中期维度看，后续配债性价比可能会因贷款利率下行趋缓而受到约束。一方面，若贷款利率降幅有限，则贷款 EVA 下行有限，贷债性价比差异不会太大。另一方面，去年以来利率市场化加速，各类利率联动性增强，贷款利率下行趋缓可能预示着广谱利率下行趋缓。因此，预计今年债市利率降幅也相对有限。此外，2024 年以来债市利率快速下行，导致贷债 EVA 之差有所收窄，若债市利率继续大幅下行，甚至可能出现贷债性价比的逆转，“贷债跷跷板”效应反而会对债市利率起到底部支撑的作用。

### (3) 监管对于银行信贷规模要求可能会进一步降低

利率下行期，银行净息差普遍承压。若维持严格的规模考核，易导致行业整体陷入“以价换量”的非理性竞争。因此，为稳定息差和保持银行体系健康性，除了倡导摒弃信贷投放的“规模情结”，预计监管还将在实际考核中降低对银行信贷规模的要求，防止“冲规模”、“抢份额”、“垒大户”等非理性行为导致的贷款定价过度减点，进而引导贷款利率回归到更加反映合理贷款成本和利润空间的理性水平。

## 4.2. 关于银行股投资价值的启示

贷款利率下行放缓，不仅有助于缓解银行基本面压力，资产比价效应下银行股吸引力也将提升。我们认为银行股仍具备较高投资价值，具体而言：

**其一，贷款利率下行放缓，减轻息差压力，银行业绩有望筑底企稳。**2022年以来，贷款利率降得快和存款利率降不动对净息差形成双重挤压，显著拖累银行业绩增长。2022-2024年商业银行净利润分别同比变化 5.44%、3.24%、-2.27%，压力逐年增大。若今年贷款利率下行趋缓，叠加前期多轮存款挂牌利率下调红利释放、高息定期存款陆续到期等因素改善存量负债成本，银行息差下行趋缓将有助于业绩筑底企稳。

**其二，利率下行期，银行股高股息优势显著。**今年以来 10 年国债收益率中枢处于 1.7% 的低位水平。5 月存款降息后，存款利率全面迈向“1 时代”，利率 3% 以上的高息存款在市场上已经难觅踪影。普益标准数据显示，5 月纯固收类理财产品年化收益率约 3.12%，全市场固收类理财产品收益率约 3%。与之相对的是，截止 5 月 31 日收盘，A 股银行、H 股银行平均股息率为 4.17%、5.46%，银行股高股息优势显著。

**其三，增量资金有望持续涌入银行板块。**对险资而言，追求稳健收益、平滑利润增长等经营诉求驱动下，经营稳健、分红稳定的银行股仍具较强吸引力。对公募基金而言，公募基金新规落地强化业绩比较基准约束、重视长周期考核，或将引导主动权益类基金增配银行股。此外，被动基金也在加速扩容，而主流宽基指数中银行股权重较高，扩容将持续为银行板块带来增量资金。5 月末股票型 ETF 规模已达 2.95 万亿，同比增长 63.3%。

整体来看，我们认为银行股仍具备较高投资价值，建议重点关注成长性较强的优质区域中小行和经营稳健的国有大行。

## 5. 风险提示

经济复苏不及预期，贷款利率大幅下行，数据测算误差。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com