# 从资金中介到综合服务组织者

## ——新形势下银行业经营展望

**行业研究 · 行业专题**

**银行业**

**投资评级：优于大市（维持）**

证券分析师：王剑
021-60875165
wangjian@guosen.com.cn
S0980518070002

证券分析师：田维韦
021-60875161
tianweiwei@guosen.com.cn
S0980520030002

证券分析师：陈俊良
021-60933163
chenjunliang@guosen.com.cn
S0980519010001

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 核心观点

**实体部门信用需求载体发生变化，银行必须从资金中介转型为综合服务组织者，围绕客户全生命周期组合融资、投资、结算与风险管理等多元化服务，以综合化经营拓展收入来源，提高风险调整后的资本回报。**

- 增长引擎切换：工业时代退潮，经济总发动机切换为“产业升级和内需互促”双轮。旧引擎对应“重资产、可抵押”客户，新引擎对应“轻资产、研发长周期”客户，客户形态变了，服务方式必须跟着变。银行需加强产业研究，通过投贷联动、债券承销等方式承接差异化需求。
- 金融需求载体迁移：企业缺的不再是一笔钱，而是一组服务。按莫顿功能观看，汇集资金权重下降，管理风险、生产信息走向核心。银行应从单一贷款规模考核转向综合收益管理，兼顾资产定价、负债成本与资本占用，拓展服务收入。
- 货币政策框架转向价格型：总量目标淡化，信贷降速提质成为新常态，以DR001为目标利率、主要操作期限向隔夜切换，推动调控精细化。规模红利减弱，增长更依赖存量盘活、结构优化与服务增收。
- 竞争范式升级：低成本资金仍是基础，不过低息差环境下，竞争优势更取决于“信息获取、资源连接、工具组合”的组织能力，核心是识别需求、定价风险并组织服务。
- 综合化成为共同经营要求：以“大投行造资产、大资管做产品、大财富找资金”贯通服务链，关键在考核、中台与协作机制，并坚持风险隔离；中小银行可依托区域和产业优势实现差异化发展。

风险提示：地缘冲突加剧的风险，稳增长政策不及预期的风险。

# 目录


01 新形势：增长引擎、货币框架与竞争范式的三重变化

02 综合化经营：从资金中介到综合服务组织者

03 小结和风险提示

# 经济形态：增长引擎正在切换

国信证券 GUOSEN SECURITIES

**工业时代正在接近尾声，经济增长总发动机切换为“产业升级和内需互促”的双轮。**

| 旧发动机 · 工业时代的三角循环 | 新引擎 · 产业升级和内需互促 |
| --- | --- |
| ▪ 海外需求：入世后确立“世界工厂”定位，外需拉动中上游资源品与制造业 | ▪ 产业升级：“人工智能+”从全面实施进入深入实施，高技术制造业增加值持续高增 |
| ▪ 房地产基建：城镇化快速推进，土地、厂房、设备是最稀缺的资本品 | ▪ 投资迁移：从“铁公基”转向“六张网”，新产能转换为消费升级红利 |
| ▪ 配套金融：以银行信贷为中心，金融服务的重心是“汇集资金” | ▪ 内需升级：服务零售已经明显高于商品零售，优质供给创造有效需求 |

**旧引擎对应“重资产、可抵押、现金流可批量测算”的客户；新引擎对应“轻资产、研发长周期”的客户——客户形态变了，银行服务方式必须跟着变。**



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

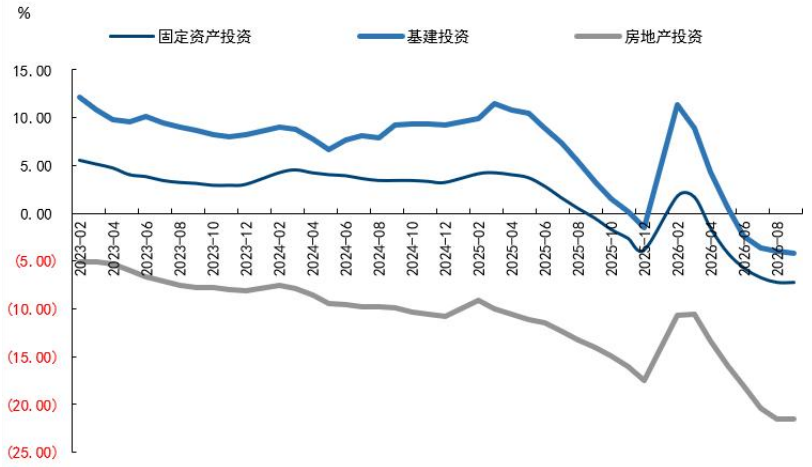
# 经济形态：增长引擎正在切换

**工业时代正在接近尾声，经济增长总发动机切换为“产业升级和内需互促”的双轮。**

✓2026年前三季度，固定资产投资累计同比下降7.2%。其中，基建投资累计同比下降4.2%；房地产开发投资累计下降21.5%；高技术产业投资累计同比增长4.9%。

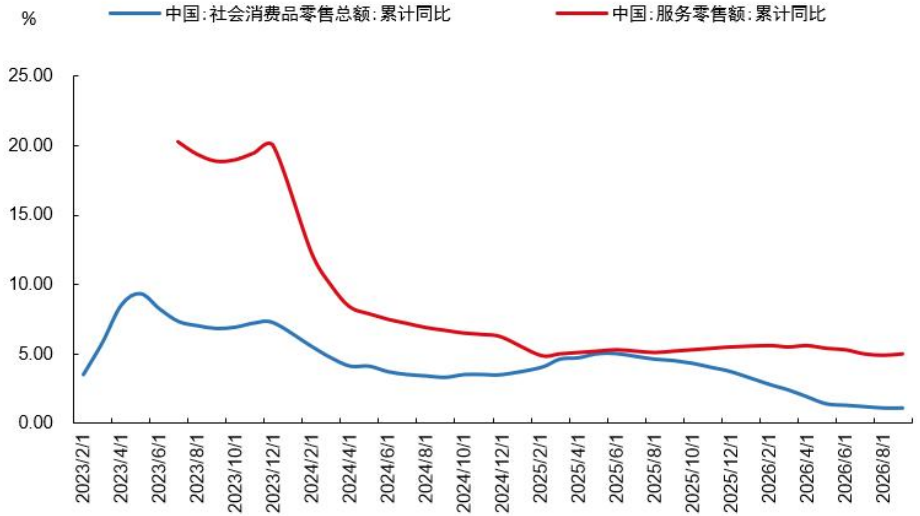
✓2026年前三季度，社零总额累计同比增长1.1%，服务零售额同比增长5.0%。

图：基建和房地产投资累计同比大幅负增




资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：服务零售额累计同比增速平稳




资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：高技术产业投资累计同比增速




资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

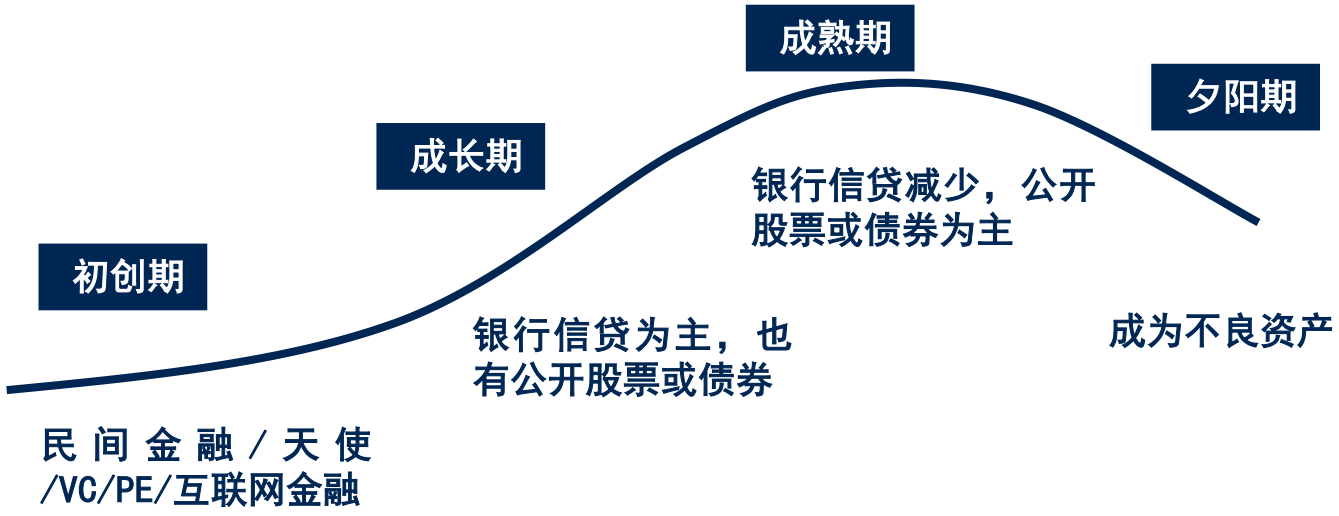


请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 产业结构：融资需求随生命周期迁移

金融与经济互为镜像：产业从“重资产、信贷密集”转向“轻资产、直接融资”，不同阶段、不同风险的项目，需要不同的资本来源。

图：企业优序融资理论




**对银行并不是单纯的利空，企业信用需求的载体发生了变化，但需求并没有消失，银行要学会在客户早期“陪跑”，而不是等其成熟后再“放贷”。**

资料来源：Stewart C. Myers 和 Nicholas S. Majluf，《Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have》，Journal of Financial Economics，（1984 年）；国信证券经济研究所整理



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 企业约束：缺的不再是一笔钱，而是一组服务

国信证券 GUOSEN SECURITIES

**融资约束缓解不等于经营变容易：今天企业面对的问题更复杂，这些问题不再能靠增加一笔融资自动解决。**

## 一 市场与出海

- 产品如何找到市场
- 如何应对汇率波动、贸易规则与海外合规
- 需求半径从境内延伸到境外，服务必须跟出去

## 二 研发与供应链

- 研发投入要穿越漫长、不确定的回报周期
- 供应链稳定性成为企业生死线
- 需要耐心资本与风险分担工具

## 三 数据与定价

- 数据、知识产权如何被识别、定价与保护
- 新要素缺乏传统抵押品
- 需要估值、增信与交易结构设计能力

**过去的核心功能（汇集资金）正在淡化； 管理风险、生产信息正在走向核心功能**

莫顿金融功能观
权重迁移

| 资源配置 | 汇集资金 | 支付清算 | 管理风险 | 生产信息 | 激励约束 |
|---|---|---|---|---|---|

**金融服务要从“给钱”转向“帮客户把事情做成”——企业需要的是资本、信息、风险管理、支付清算、交易结构与激励约束的组合。**

资料来源：Dwight B. Crane, Kenneth A. Froot, Scott P. Mason, André F. Perold, Robert C. Merton, Zvi Bodie, Erik R. Sirri, Peter Tufano；《The Global Financial System: A Functional Perspective》；Boston, MA: Harvard Business School Press（1995），国信证券经济研究所整理。



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 货币政策（量）：淡化总量目标，信贷降速提质

## 一、央行近半年的明确表述

**2026.09《求是》署名文章**

淡化对数量目标的关注，特别是对贷款单一渠道的关注，把金融总量更多作为观测性、参考性、预期性指标，更加注重发挥价格型调控的作用。

**2026.08 二季度货币政策执行报告**

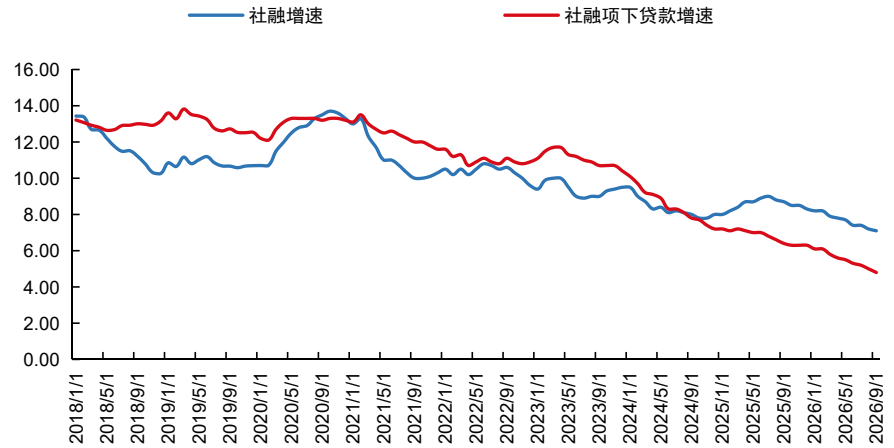
淡化对贷款这个单一融资渠道的关注，把贷款和债券融资等合并观察；不宜在金融体系内部各项指标间简单比较。

**2026.06 陆家嘴论坛**

贷款“降速提质”将成为宏观运行新常态，货币信贷从外延式扩张转向内涵式发展。

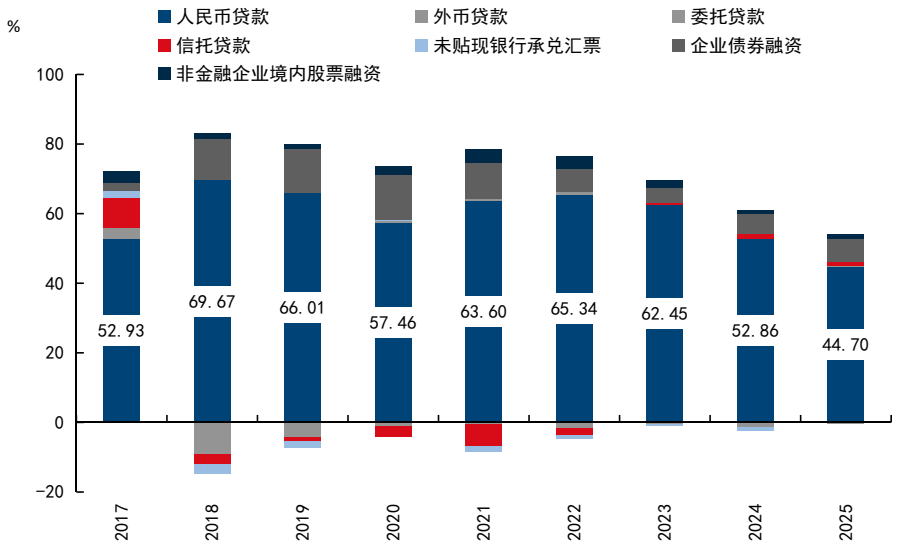
**对银行的含义：规模红利已经结束，信贷增速下移是长期趋势而非周期波动，增长只能来自存量盘活、结构优化与费类收入，靠“多放贷款”换增长的路走不通了。**

图：社融和信贷增速




资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

图：新增社融结构




资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 货币政策（价）：政策利率换锚，价格型货币政策框架完善

国信证券 GUOSEN SECURITIES

2026年金融街论坛（10月19日）：DR001 已成为货币政策调控的目标利率，央行将“择机把公开市场主要操作品种期限切换为隔夜”。

| 2024.07 | 2024.08 | 2025.03 | 2026.10 |
|---|---|---|---|
| 创设临时隔夜正、逆回购 | 二级市场买卖国债启用 | MLF利率政策属性退出 | 隔夜回购将成主要政策利率 |
| 以7天OMO加减点定价，构成走廊 | 基础货币投放增加价格型工具 | LPR与MLF解绑，传导由短及长 | 政策利率与目标利率期限对齐 |

## 换锚的配套改革

### 一　短端机制优化

以隔夜操作为主、多期限工具为辅；走廊宽度仍有收窄空间，DR001波动区间被进一步约束

### 二　贷款定价基准多元化

财务能力强的企业可协商选择DR001或LPR作浮动利率基准；LPR回归小微与个人贷款；债券、衍生品亦可挂钩

### 三　退出存贷款基准利率

存贷款定价全面转向市场化基准，行政性基准退出历史舞台

**新的传导链（期限对齐）**

隔夜OMO利率（政策利率） ► DR001（目标利率） ► 存款与同业存单等负债成本 ► 贷款/衍生品等资产定价

**对银行是四件事：**① FTP基准由7天切换为隔夜，曲线定价要重建；② 贷款合同的重定价周期与基准条款需要改造（部分客户将直接挂钩DR001）；③ 利率风险从“重定价缺口”转向“基差与日内头寸管理”；④ 报价能力即定价能力，LPR不再是万能锚，多基准定价成为常态。

**换锚不等于降息：这是调控精度的提升，也是银行定价权与定价技术的一次重新分配。**

资料来源：潘功胜在2026金融街论坛年会上的主题演讲（2026.10.19）；中国人民银行公开市场业务公告，国信证券经济研究所整理



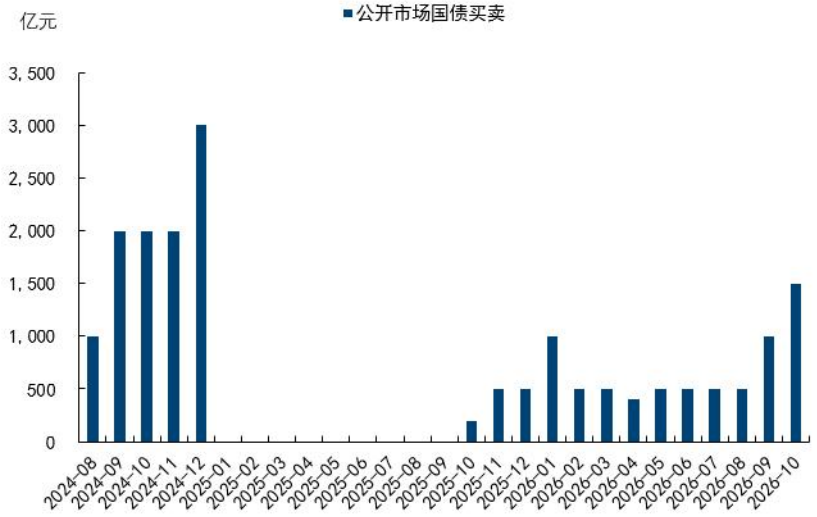
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 货币政策：精细化和灵活化调控

货币政策调控正从总量粗放转向精细灵活：

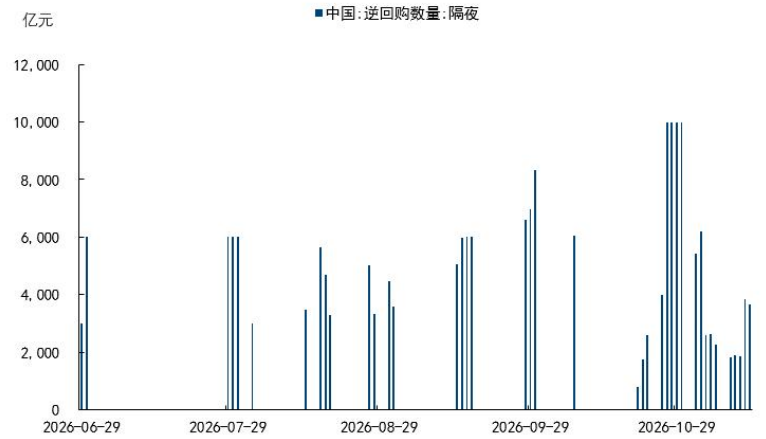
- ✓ 工具端，国债买卖与隔夜回购成为常态化吞吐渠道，投放规模随流动性缺口即时调节，实现“削峰填谷”；价格端，DR001短端利率成为传导枢纽。
- ✓ 数量工具服务流动性管理，价格信号引导市场预期，二者分离协作，标志着货币政策框架完成从“管量”到“管价”的转型，也为银行资产负债定价提供了更透明、更稳定的利率锚。

图：公开市场国债买卖净投放规模




资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

图：隔夜逆回购投放规模




资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：DR001和7天逆回购操作利率




资料来源：《2026年第三季度货币政策执行报告》，国信证券经济研究所整理



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 金融竞争：从“资金竞争”到“综合能力竞争”

国信证券 GUOSEN SECURITIES

**经济结构越复杂，企业的金融需求越难由单一机构、单一产品独立满足——金融机构的价值锚正在迁移。**

## 一 资金不再是核心稀缺品

- 社融存量庞大：如何盘活存量成为关键
- 大型银行净息差降至约1.3%，资金端内卷没有出路
- 低成本负债仍是基础，但只是入场券

## 二 单一产品难以满足需求

- 科技企业早期要股权耐心资本，成长期才适合贷款债券
- 并购涉及估值、谈判、交易结构与投后整合
- 天然要求多机构、多工具协同参与

国信证券经济研究所整理

## 三 价值取决于组织能力

- 能否理解客户的真实约束，而非推销自家产品
- 能否连接不同领域的专业机构
- 能否把分散的牌照与产品组织成服务链

**即使拥有资金优势，如果不能识别需求、定价风险、设计并组织服务方案，资金优势也难以转化为客户价值——银行与银行之间、银行与非银之间的竞争，最终是“谁更懂客户、谁会组织服务”。**

**总而言之，谁能率先形成并持续优化“信息获取→资源连接→工具组合”的服务链，谁就在金融转型中建立长期护城河。**

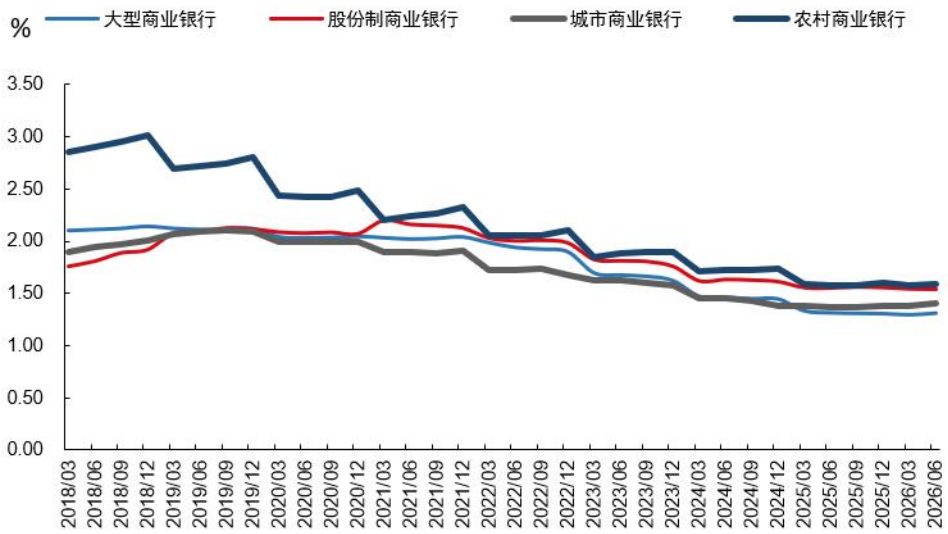


请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 金融竞争：从“资金竞争”到“综合能力竞争”

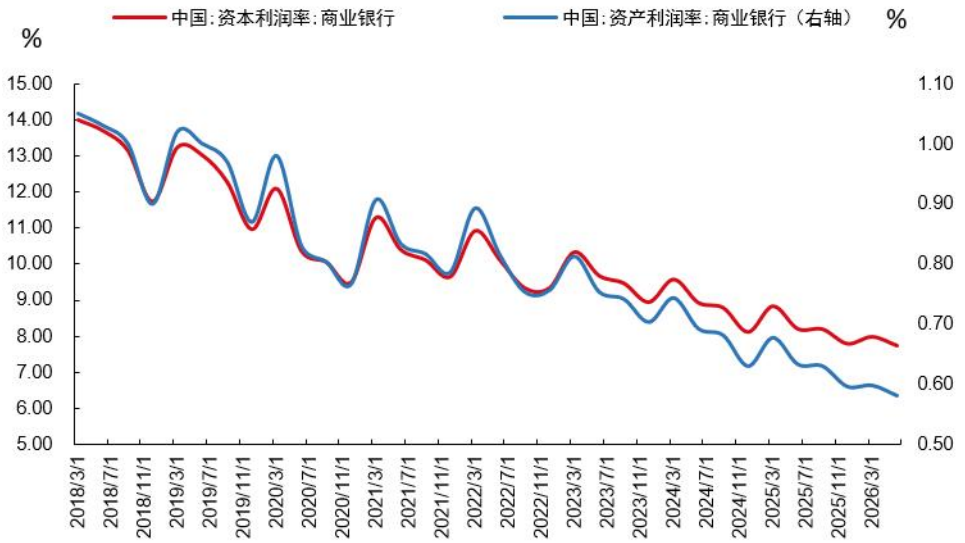
低成本资金仍是基础，不过低息差环境下，竞争优势更取决于“信息获取、资源连接、工具组合”的组织能力，核心是识别需求、定价风险并组织服务。

图：大型商业银行净息差已降至约1.3%




资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：商业银行ROE已降至8%以内




资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 目录


01 新形势：增长引擎、货币框架与竞争范式的三重变化

02 综合化经营：从资金中介到综合服务组织者

03 小结和风险提示

# 新形势指向同一个答案：综合化

国信证券 GUOSEN SECURITIES

**经济形态和产业结构**

增长引擎切换：客户从“重资产、信贷密集”转向“轻资产、直接融资”

**价格型货币政策框架体系迈出关键一步**

价格型调控迈出关键一步：利率换锚，淡化总量目标

**竞争格局：综合能力的竞争**

能力定价：资金优势不再等于竞争力，组织能力才是护城河

**综合化不是选择题，**
**而是所有条线共同的**
**生存环境**

不综合的机构只能在自己的存量里内卷；
综合的机构才拿得到客户的新增需求。

## 综合化带来的三重重定义

**客户关系**

从“存贷款余额”到“综合价值沉淀”——评价客户不能只看余额，要看合作关系能否持续转化

**服务供给**

从“单一产品”到“服务链与工具组合”——信贷、股权、债券、资管、结算、跨境按需组合

**组织方式**

从“条线分立”到“中台化协同”——清楚客户缺什么、该由哪些内外部资源参与解决



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 综合化的真正变革不在产品形态

国信证券 GUOSEN SECURITIES

**综合化落到业务上的三件事：造资产、做产品、找资金。三者以客户为轴形成闭环，打造“大投行-大资管-大财富”内部循环**

**大投行** · 造资产

承销、并购重组、银团与结构化融资等

**从“放贷持有”到“创设可投资产”**

收入：承销费、顾问费、安排费

**大资管** · 做产品

理财、基金、保险资管、养老金等

**从“持资产”到“管资产”**

收入：管理费、超额业绩报酬

**大财富** · 找资金

零售与私行、代销、投顾、养老账户等

**从“卖产品”到“管账户”**

收入：代销费、投顾费、账户服务费

**综合化的瓶颈通常不是产品不够多，而是机制不顺——竞争焦点由“选得准”转向“跟得上、算得清、接得住”。**

## 一 考核取向重构

- 综合贡献替代单一规模指标
- 存贷汇、中收、FPA 与客户留存一起算
- 规则影响资金流向：资源流向“跟得上、算得清、接得住”的方向

## 二 中台能力做实

- 风险定价、资产组织能力沉淀为条线共用中台
- 业绩由“资源驱动”转向“客户与资产驱动”
- 收“能力的钱”：顾问、做市、托管、组织费

## 三 协作模式升级

- 银行角色由融资者、结算方升级为服务组织者
- 行内：双计考核打通条线墙
- 行外：连接保险、理财、基金、券商，组成服务联盟

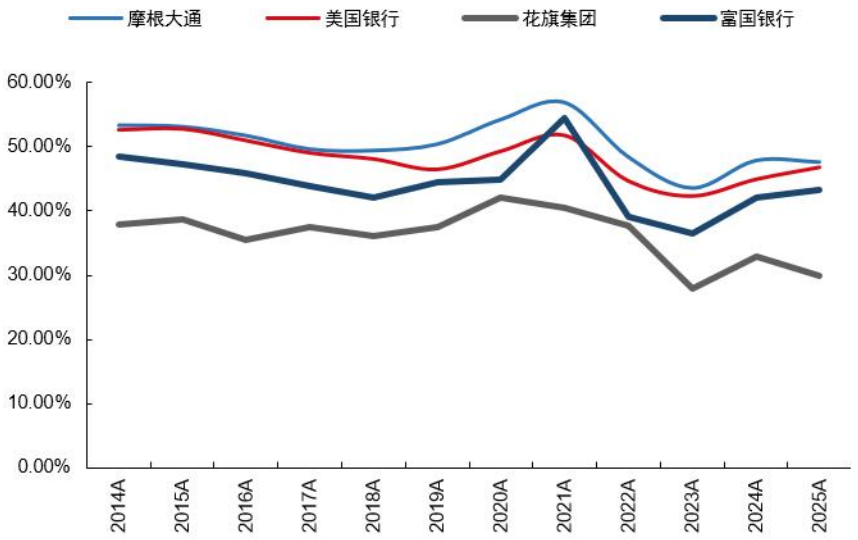


请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 海外借鉴：美国大行非息收入占据半壁江山

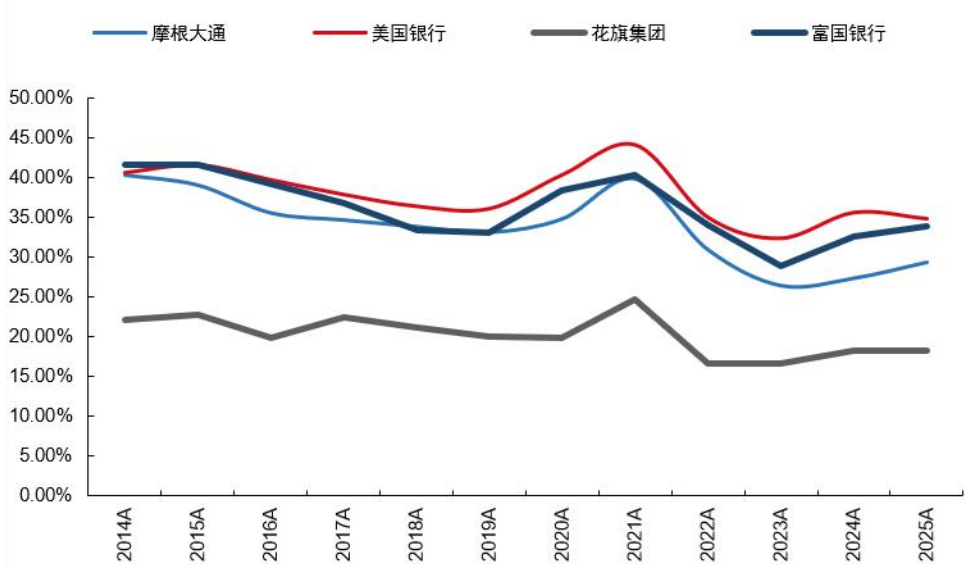
美国大行非息收入普遍占营业收入约半壁江山，其中手续费及佣金净收入占比在30%以上。新形势下实体部门信用需求载体发生变化，银行必须从资金中介转型为综合服务组织者，围绕客户全生命周期组合融资、投资、结算与风险管理等多元化服务，以综合化经营拓展收入来源，提高风险调整后的资本回报。

图：美国四大行非息收入占营收比重




资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：美国四大行手续费及佣金收入占营收比重




资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 目录


01 新形势：增长引擎、货币框架与竞争范式的三重变化

02 综合化经营：从资金中介到综合服务组织者

03 小结和风险提示

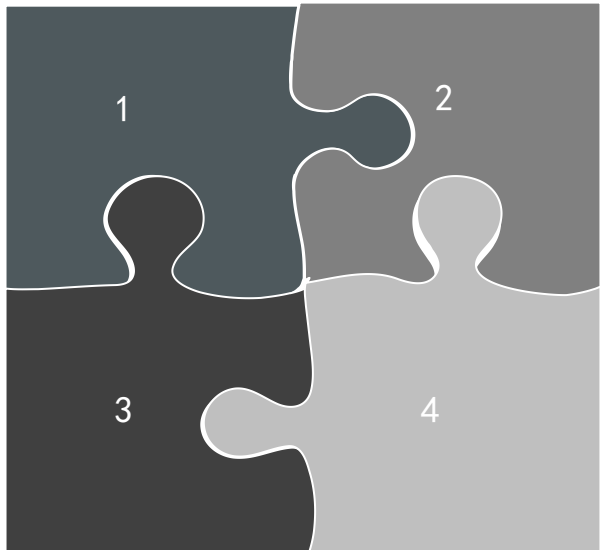
# 小结：变化的是需求载体，抓手是综合化

国信证券 GUOSEN SECURITIES

## 新动能给银行带来新需求

- **新动能带来新需求：**新兴产业以创新驱动，本身具有更高的风险；新兴产业属于知识密集型产业，相比房地产、基建等缺乏抵押品。因此，新兴产业对股权融资的需求更高，传统信贷业务无法满足新兴产业的融资需求，这意味着银行面临的金融服务需求发生了变化

- **零售业务继续加码财富管理：**更大程度地介入资本市场意味着银行将更多地参与直接融资市场，也给银行零售业务带来变革，未来零售业务发展将更多转向财富管理业务




- **更深度地综合化，服务新兴产业：**银行需要尽快创新业务模式，探索投贷联动、资产管理等业务，介入资本市场与股权投资，服务新兴产业，这对银行业综合化经营提出了更高的要求。在投向上，则应注重潜力大的科技金融、普惠金融、绿色金融等领域

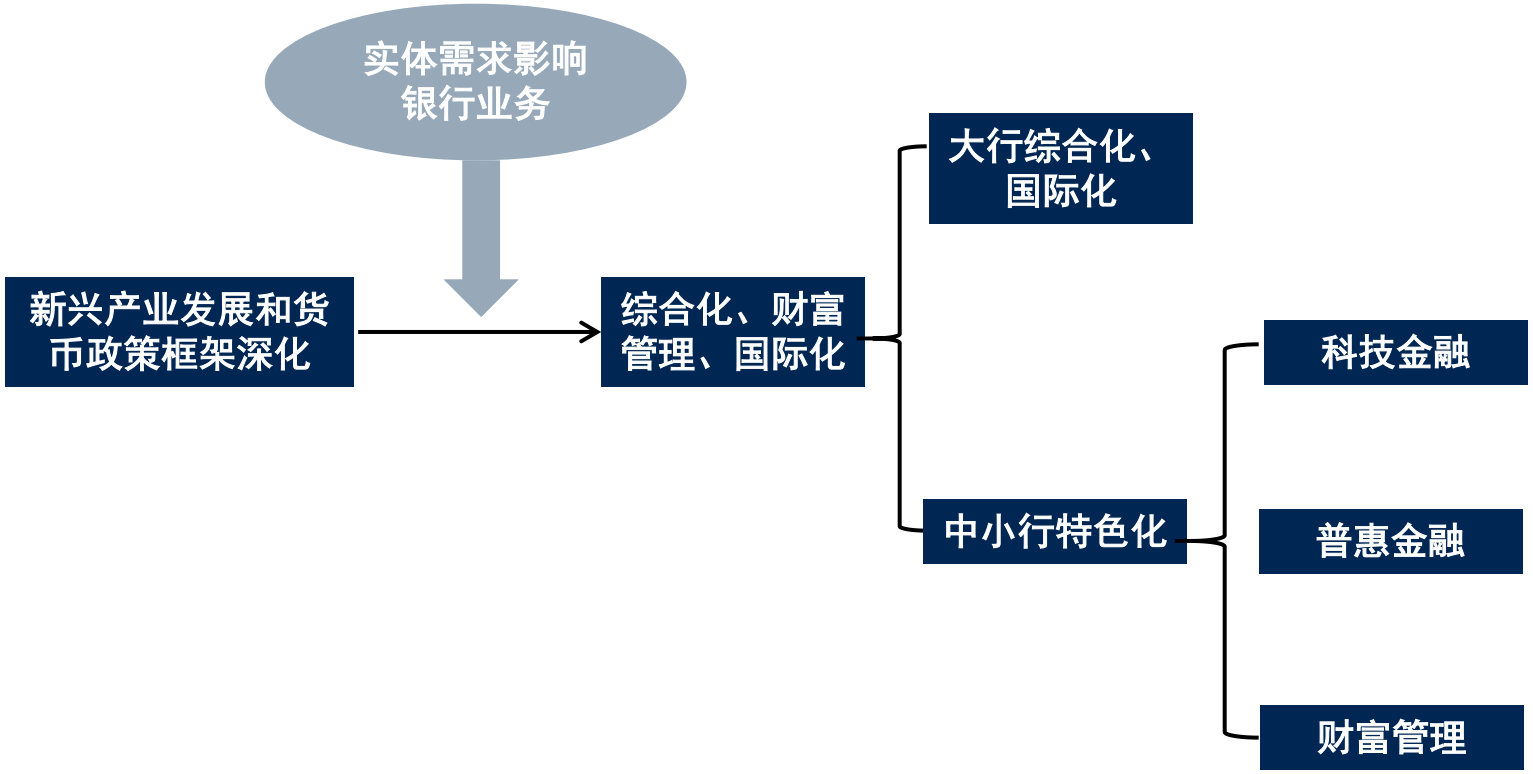
- **顺应国际化发展趋势：**伴随产业梯度转移，在国家对外开放大格局下，银行需增强全球资本整合能力，提升跨境资源配置功能，同时也是为传统制造业客户出海提供服务，开启国际化发展新征程。但国际化一般以大中型银行为主



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 小结：变化的是需求载体，抓手是综合化

我国经济进入新常态，产业转型升级，银行服务需求发生变化，银行必须从资金中介转为综合服务组织者；跨境是当下确定的增量，也是最考验组织能力的一块；转型过程中中小银行也迎来差异化、特色化发展机会。






请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 风险提示

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 全球地缘政治冲突加剧的风险，会对我国经济、人民币汇率等产生冲击，进而影响我国央行货币政策目标。
- 稳增长政策不及预期风险。外部环境不确定增大，逆周期政策对于提振市场信心至关重要。
- 目前我国存款利率已降至比较低的水平，需要警惕是否存款搬家的风险，从而对我国货币政策形成掣肘。



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

**国信证券投资评级**

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
| --- | --- | --- | --- |
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

**分析师承诺**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

**重要声明**

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

**证券投资咨询业务的说明**

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券
GUOSEN SECURITIES

# 国信证券经济研究所


**深圳**

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046　　总机：0755-82130833

**上海**

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

**北京**

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032