

利率双降下的资金再配置与债市重估

——利率拐点系列三

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

5月20日，中国人民银行将1年期LPR由3.1%降至3.0%，5年期以上品种由3.6%降至3.5%，为近半年首次下调。同日，多家国有大行与部分股份制银行同步下调存款挂牌利率，涵盖活期、整存整取及通知存款等多类型产品。此次降息与降存款利率同步实施，延续了央行5月初提出的“政策利率—LPR—存款利率”联动调控路径。

核心观点

■ 政策联动下的利率调整，从定价锚到传导机制全面落地

LPR与银行存款利率实现同步下调，标志着货币政策传导链条的协调与完整性进一步强化。本轮调整并非孤立事件，而是5月7日央行降准、降息等组合拳政策的延续。7天期逆回购利率作为LPR定价锚率的下调，为LPR调降提供基础，同时利率自律机制促使银行主动压降存款利率，在稳定净息差的同时增强政策协同性。在这一框架下，银行体系负债结构与定价模式逐步向市场化过渡，居民与企业的融资行为、银行负债管理和流动性配置均将发生调整。政策目标不仅在于降低融资成本，更在于建立更稳定、更高效的金融支持实体经济的长效机制。

■ 货币政策框架全面转型

利率双降对实体经济形成多维度利好，贷款成本下行显著提振企业投资与消费信心，房贷负担缓解助力房地产市场回稳，资金“财富化”趋势增强则为资本市场带来边际活力。在银行端，尽管整体流动性未受破坏，但中小银行因客户结构和牌照劣势，面临资金边际流失与流动性阶段性紧张；大银行则可能因非银存款回流反获流动性改善。在国债期货市场，持续宽松环境可能带动TF、T、TL的价格上涨；但长期限特别国债的供给扰动及机构再平衡行为也加剧了市场波动，形成结构性分化。在此背景下，国债期货交易策略需兼顾利多预期与供给压力，维持适度偏多、灵活调仓的操作思路。

■ 国债期货策略

单边：回购利率波动，国债期货价格震荡，2509合约中性。

套利：关注基差走阔。

套保：中期存调整压力，空头可采用远月合约适度套保。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

目录

宏观事件 1

核心观点 1

 政策利率、LPR 与存款利率联动 3

 对银行负债与流动性的影响 3

 对实体经济的影响 4

 对国债期货市场的影响 5

图表

图 1：利率传导链 | 单位：无 3

图 2：金融机构各项存款余额 | 单位：亿元 4

图 3：存款类机构质押式逆回购利率 | 单位：% 4

图 4：企业和个人贷款加权平均利率 | 单位：% 5

图 5：银行净息差 | 单位：% 5

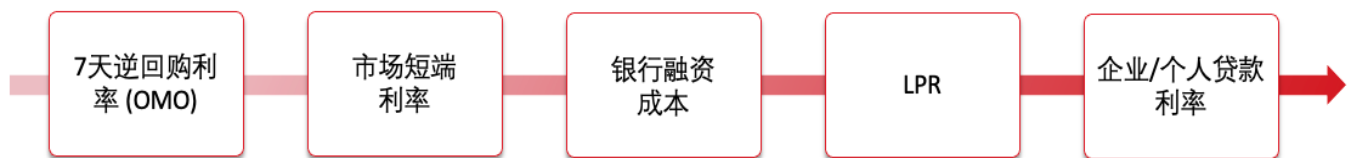
图 6：2025 国债前 4 个月发行较前三年前置 | 单位：亿元 6

图 7：国债期货主力连续合约收盘价走势 | 单位：元 6

政策利率、LPR 与存款利率联动

5月7日，央行下调了7天期逆回购利率0.1个百分点，并同步下调结构性工具利率、公积金贷款利率和存款准备金率等一揽子工具，意在提升中长期流动性供给和降低资金成本。5月20日，中国人民银行公布LPR下调：1年期LPR由3.1%降至3.0%，5年期以上品种由3.6%降至3.5%，为近半年首次下调。同日，多家国有大行与部分股份制银行同步下调存款挂牌利率，涵盖活期、整存整取及通知存款等多类型产品，意在提升中长期流动性供给和降低资金成本。LPR作为市场化贷款定价基准，其报价锚定于政策利率，7天期逆回购利率下调后，LPR同步下行10bp顺理成章。同时，在利率自律机制引导下，多家银行主动压降存款挂牌利率，稳定息差空间。这一连贯操作显示政策利率—LPR—存款利率的传导路径顺畅，体现了央行在降成本、稳预期中的政策协同逻辑。

图1：利率传导链 | 单位：无



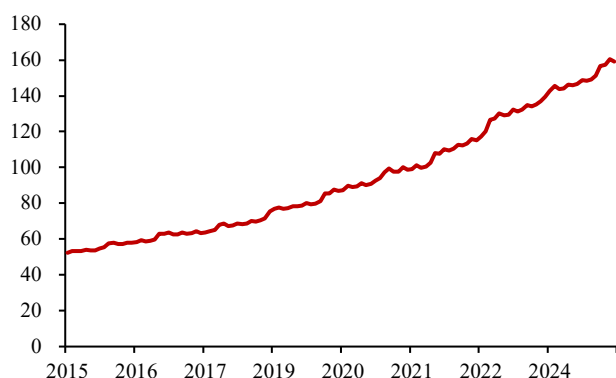
数据来源：华泰期货研究院

对银行负债与流动性的影响

本轮存款利率的同步下调，本质上是银行主动对冲资产端收益下降、维护净息差稳定的策略选择。从结构上看，大型银行凭借客户基础广泛、财富管理和托管能力强的优势，可更好实现从传统存款到理财、基金等金融产品的顺畅过渡，使资金在银行体系内部完成“再配置”；而中小银行则可能面临更大压力，特别是此前依赖高息揽存、客户黏性较弱的机构，在定期存款利率下调后，易出现利率敏感型客户流失。这将带来一定的结构性分化，大银行流动性宽松趋势或加剧，而部分中小银行则面临阶段性的负债端紧张，特别是在存差压力已显的情况下更为突出。

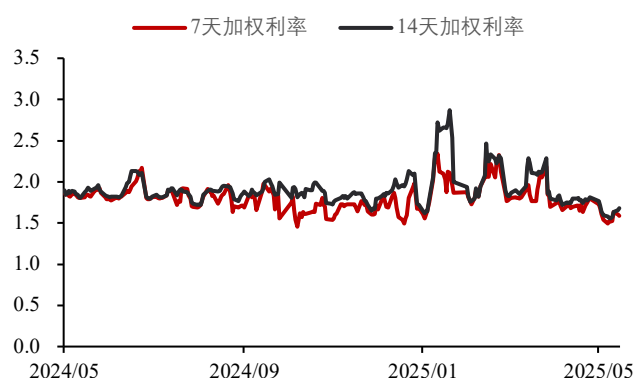
与此同时，随着居民理财意识增强，资金“财富化”趋势正在持续推进。本轮利率下调可能进一步催化储户资金向资管产品、债券基金、同业存单基金等渠道转移，促使银行负债结构由“存款为主”向“金融产品为主”演化。这种转移在总量上对银行体系流动性影响有限，因为多数资金仍在体系内部循环；但在操作上，非银存款的流动性管理权从银行转向投资者，带来流动性波动的阶段性上升。中长期看，这一趋势将倒逼银行加快向综合化服务平台转型，通过提升资产配置能力和客户黏性，稳定资金来源并适应新的负债结构格局。

图 2：金融机构各项存款余额 | 单位：万亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：存款类机构质押式逆回购利率 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

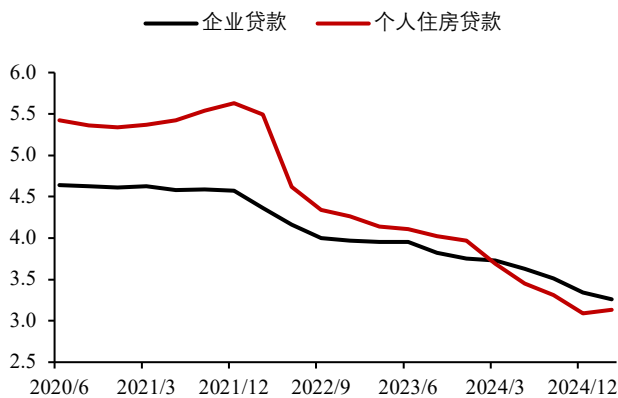
对实体经济的影响

LPR 与存款利率的同步下调，为实体经济带来显著融资成本缓解，尤其对当前内需恢复具有重要支撑作用。在企业端，贷款加权平均利率已降至 3.2%附近，为近年来低位，叠加降准带来的流动性改善，有望强化宽信用导向，提振制造业、基建及战略新兴产业的信贷投放力度，从而形成对投资的正向牵引力。在居民端，房贷利率同步下降叠加公积金贷款利率调整，有效减轻购房者尤其是首套刚需群体的还贷压力，间接提振楼市交易活跃度。消费信心的修复叠加房地产的边际回稳，有望形成经济内生动能的初步修复，有助于托底宏观经济增长预期。

然而，低利率环境下，银行体系面临净息差持续压缩的挑战。2025 年一季度商业银行整体净息差降至 1.43%，已处于历史低位，在资产端贷款利率持续下行的背景下，银行信贷投放意愿受到压制。叠加优质客户议价能力增强，银行难以通过息差维持风险调

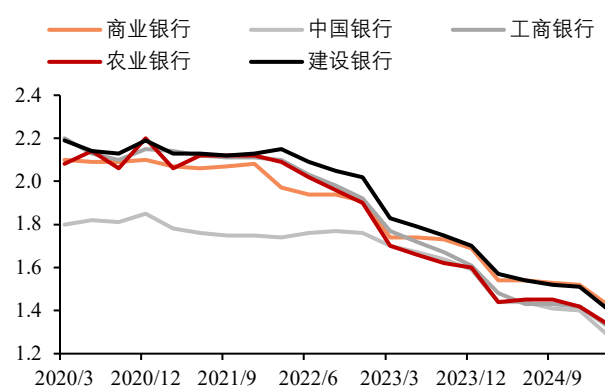
整后的资本回报。因此，未来政策重心料将逐步从“压降贷款利率”转向“压降综合融资成本”，即通过优化贷款审批流程、降低中介费用、完善信贷定价机制等方式，提升融资效率、释放真实融资需求。这种思路的转变不仅有助于稳定银行经营可持续性，也将增强货币政策传导的精准性与有效性。

图 4：企业和个人贷款加权平均利率 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：银行净息差 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

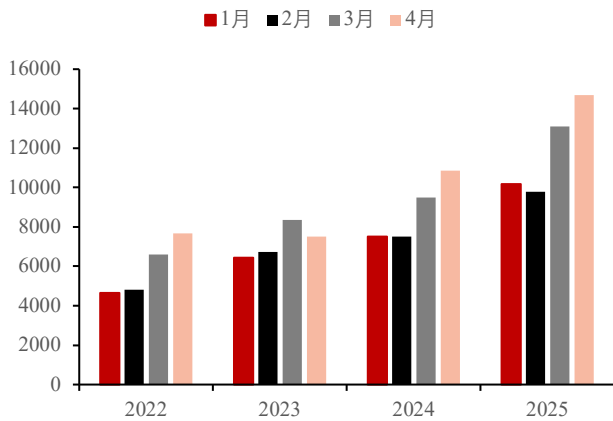
对国债期货市场的影响

LPR 与存款利率同步下调，叠加 5 月初的全面降准与政策利率下调，释放出强烈的货币政策宽松信号。市场预期利率中枢继续下行，显著利好中长期国债，如 10 年期及以上合约的定价逻辑。政策宽松背景下，债市利多驱动强化，机构配置需求增强，叠加风险偏好尚未全面回升，使得以利率债为代表的避险资产受到资金青睐。同时，当前宽信用节奏仍温和，短期内基本面不构成对利率显著上行的压制，在缺乏大幅增长与通胀预期的情境中，长债收益率仍具备向下修复空间，国债期货尤其是 T、TL 品种的多头配置逻辑持续成立。

然而，市场同时面临新的扰动因素，特别是财政端超长期特别国债即将发行，对长端利率构成供给压制。从结构上看，当前国债发行节奏趋于前置，且期限偏长，或导致长端利率阶段性承压。此外，随着利率下行至低位，投资者风险收益比下降，对久期波动更为敏感，叠加未来政策操作的不确定性，或导致国债期货市场波动加剧。

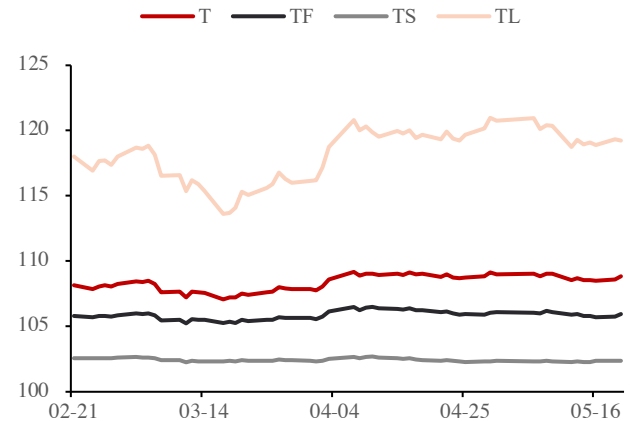
在策略层面，建议以逢低多配长债为主，优选 T 和 TL 合约，但同时需关注资金面波动、供给节奏以及政策指引变化，灵活调整久期与仓位，提升策略的应变能力与风险控制水平。

图 6：2025 前 4 个月国发行较前三年前置 | 单位：亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：国债期货主力连续合约收盘价走势 | 单位：元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com