【头条评论】

贷款定价基准转型有利货币政策精准传导

娄飞鹏

10月19日,中国人民银行行长潘功胜在2026金融街论坛年会上的主题演讲中指出,推动贷款利率定价基准改革,从比较单一地参考贷款市场报价利率(LPR)定价向更加多元的定价基准转型。随着多元化贷款定价基准不断完善,一些财务能力强的企业,可与金融机构协商后自主选择银行间隔夜回购利率(DR001)或LPR作为浮动利率贷款定价基准,LPR作为小企业、个人贷款的定价基准可继续发挥作用。债券、金融衍生品的定价基准也可考虑将DR001作为一个选择。

目前,已出现基于DR001定价的浮动利率贷款。基于DR001的浮动利率贷款是贷款利率多元化定价的重要试点,今年7月工商银行海南省分行向外资企业发放首笔这类贷款,现在已扩大至全国20多个省份,客户集中在科创企业、民营商贸、外贸企业等对市场利率敏感的经营主体,主要解决其短期流动资金周转需求。在定价方面,普遍采用DR001多日均值加点的模式,重定价分为按日、按季度两种,也有采用前3个月DR001均值定价,利率随银行间资金面情况实时变动。从试点银行类型看,国有大型商业银行、股份制商业银行及头部城商行均已开办,用于完善市场化利率传导机制。

与此同时,挂钩DR001的银行浮息债券也在探索发行,一个主要目的是为基于DR001的浮动利率贷款提供配套负债,实现资产负债利率的匹配,平抑利率波动风险。这类债券的发行主体以政策性银行、国有大型商业银行为主。挂钩DR001的浮息债券全部在银行间市场发行,期限以1年期为主,也有少量3年期品种;计息规则基本采用发行前60个交易日DR001算术平均值加固定利差,利率随短端货币市场行情浮动。这类债券打通了货币市场与债券市场的利率联动,丰富了银行的市场化负债工具,可以为持续投放基于DR001定价的贷款提供相对稳定的资金来源。

银行间市场隔夜交易量占比超过90%,DR001由隔夜回购真实交易生成,市场化水平较高且相对稳定,可实时反映银行短期的资金成本。而LPR按月报价、存在时滞,不能及时反映市场利率变化,今年6月金融机构人民币贷款利率基于LPR减点的比例为50.83%。对银行而言,把DR001作为贷款定价基准,可以赋予其更大的差异化定价空间,贷款与配套浮息债基准一致,实现资产负债利率对冲,稳定净息差。对企业而言,基于DR001的贷款定价随资金面灵活调整,流动性宽松阶段可以降低融资成本。考虑到DR001利率明显低于LPR,降低企业融资成本的作用明显。这类贷款目前针对具有短期流动资金融资需求的企业客户,暂不适合中长期项目贷款和个人客户。

就后续发展而言,DR001实际上已成为央行货币政策调控的目标利率,人民银行将研究择机把公开市场主要操作品种的期限切换为隔夜,公开市场隔夜回购利率将相应成为主要政策利率以实现期限匹配,进一步提高利率调控的精准性。人民银行将择机发布多元化贷款定价基准改革相关的政策指引,也将持续改革完善LPR报价机制提高报价质量。这意味着,人民银行鼓励构建"LPR+DR001"双定价基准,打通短端货币市场到信贷市场的利率传导链条。未来双轨并行大概率将长期存在,形成中长期贷款定价以LPR为基准,匹配其稳定性强、调整频率低的特点,短期流动资金贷款、票据等对资金成本敏感的贷款定价以DR001为基准,最终推动贷款利率完全市场化,实现货币政策精准传导。

为了更好地推动贷款定价向多元基准转换,需要商业银行和人民银行做好相关工作。从商业银行看,一是改造信贷与资金系统,增设DR001自动取值、按日或按季重定价功能,修订借款合同与计息条款。二是做好资产负债匹配,统筹DR001贷款与浮息债券发行节奏,运用利率互换对冲利率波动风险。三是严控客户准入,初期阶段宜仅面向有短期资金需求的优质企业客户,做好利率波动风险的告知,完善定价测算与压力测试。从人民银行看,一是持续稳定DR001运行,平抑短端利率大幅波动,夯实定价基准的稳定性。二是可适度放宽基于DR001的浮息债券发行额度,更好打通商业银行资产负债两端基准闭环,完善利率自律规则。

【理财锦囊】

"长钱长投"的瓶颈不在"长钱"而在思维

魏博

今年以来,社保、年金、保险等中长期资金合计净买入A股超过6000亿元,持有A股流通市值较去年底增长12.5%。这个数据很亮丽,让人振奋。但笔者想讨论一个长期被大家忽略的问题:当这些"长钱"真正进入市场之后,谁来管?

答案可能比资金本身更值得关注:我们缺的不是"长钱",而是"长钱思维"。"长钱长投"这个命题被讨论了将近两年。从2025年1月六部门联合发布《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》,到公募基金三年以上长周期考核落地,再到国有商业保险公司全面建立三年以上考核机制,制度层面的"松绑"已经做了很多。资金也确实在进来。截至2025年末,各类中长期资金合计持有A股流通市值约23万亿元,较年初增长36%。

但资金进来之后,一个更根本的问题浮出水面:管理这些钱的人,是否具备与"长期"相匹配的思维和能力?原中国保监会副主席周延礼在2026资产管理年会上直言,保险资管在AI浪潮下面临的首要挑战就是"能力短板和约束的矛盾"——权益投研人才储备不足,对科创企业的研判能力有待提升,传统投资框架难以适配新要求。这句话翻译一下就是:钱是长钱了,但管钱的人还在用短钱时代的逻辑做事。

短钱时代培养不出长钱管理人,问题的根源在于人力资本的"路径依赖"。中国资管行业过去二十年的主流训练是什么?是相对排名,是短期博弈,是在年度甚至季度的尺度上证明自己。一个基金经理的职业生涯,几乎完全由"今年跑赢基准多少"来定义。这种训练塑造了一套高度成熟的"短周期能力":快速捕捉市场情绪、精准押注风格轮动、在拥挤交易中抢跑。

但这套能力,恰恰是"长钱长投"最不看重的。真正的长期资产配置者需要什么?需要理解养老金的支取节奏——三十年后的现金流和明天到期的负债,在决策逻辑上完全不同。需要理解风险承受的"代际公平"——今天多亏一分钱,意味着下一代少一分保障。需要敢于在无人问津时买入,在喧嚣拥挤时保持冷静。

更麻烦的是,短周期考核塑造的不仅是能力,还有心理惯性。一个习惯了看月度排名的投资经理,即便制度上允许他以三年为尺度思考,心理上也会不自觉地被短期信号牵引。制度的"尺子"拉长了,但内心的"尺子"还在原地。

银行理财是一个观察"长钱管理人"稀缺性的绝佳样本。截至2026年6月末,银行理财存续规模33.66万亿元,但权益类资产仅0.67万亿元,占总投资资产的1.86%。这意味着,在"长钱入市"的政策号召下,银行理财这个最大的居民财富载体,几乎完全缺席了权益市场。原因不难理解,银行理财脱胎于商业银行,投研能力建设起步晚,权益投资的人才储备更是薄弱。

一个值得追问的现象是:制度已经松绑,为什么"长钱短投"依然普遍?表面原因是考核机制落地不到位。深层次原因,是"长钱管理人"的供给严重不足。当市场上能真正以十年尺度思考问题的投资经理寥寥无几时,即便制度允许,机构也没有能力去执行"长投"。周延礼的发言点破了这个困境:权益投研人才储备不足、传统框架难以适配新要求。这不是一个可以通过短期培训解决的问题。培养一个真正的长期资产配置者,需要的是制度耐心,而制度耐心的载体是人。没有一代愿意以十年为尺度思考和考核的投资人,长钱入市只会变成"长钱短投"的另一种形式。

这本质上是一个人力资本的"久期错配"问题,只不过错配的不是资产和负债,而是资金的久期与管理者能力的久期。

金融强国建设"十五五"规划中强调"培育良好的行业文化与投资文化"。文化的载体是人,没有"长期主义的人",就没有"长期主义的文化"。这是一个循环,而打破循环的起点,在于承认:"长钱长投"最稀缺的要素,从来不是资金,而是能够驾驭长期资金的人。当我们在讨论6000亿净买入、26万亿持仓规模这些数字时,或许应该同时追问一句:管这些钱的人,准备好了吗?



警惕"隐形扣费陷阱"

诗曰

一键开通很容易,N键取消似谜题。
隐形提醒走形式,被动扣费有玄机。
平台程序多套路,收割会员玩猫腻。
隐形扣费莫纵容,加强监管要给力。

王琪/漫画 孙勇/诗

【科技观察】

跳出"线性直觉"看AI进化

杨苏

"AI(人工智能)写不好长代码""AI也做不了研究",这类话最早说出口时,基本都是对的,但这些"正确判断"的保质期越来越短。当AI推动增长曲线陡峭起来,沿用"线性直觉"做判断,正在成为我们应对变化时一种危险的思维方式。

2026年10月6日,OpenAI一次性公开722篇数学手稿,归为372个结果族,次日又因一处符号错误撤回其中3篇。约五个月前,它的模型才刚刚推翻埃尔德什1946年提出的单位距离猜想。数学界的争论由此转向,不再问AI能不能做数学,而是问人类审不审得过来。菲尔兹奖得主高尔斯担心,人们没有足够的动力再花数年去读懂AI的推导。

不只是数学,AI相关领域增长曲线常常非常陡峭。中国发展高层论坛年会披露,中国日均Token(词元)调用量从2024年初的约1000亿,涨到2026年3月的140万亿。研究机构METR以人类专家完成任务所需的时间为尺子,测算AI有五成把握完成的任务长度:2019年以来约每7个月翻一番,2023年后加快到约每131天翻一番。

面对这样的变化,真正的问题不在曲线有多陡,而在我们看待它的方式。我们习惯的是线性直觉:事物按固定的增量变化,明年大致是在今年的基础上再加一点。但指数增长不一样,线性是每期加一个固定的量,指数是每期乘一个固定的倍数。同样从1出发,每月加1,一年后是13;每月翻番,一年后是4096。更麻烦的是,两条曲线起步时几乎重合,指数曲线的前半段看上去相当温和,差距全在后半段。所以衡量指数增长,关键不是"现在有多少",而是"翻一番要多久"。

当然,也不必把指数神化。技术的普及往往呈S形,铁路、电力、互联网都是如此,只是拐点要等事后才看得清楚。更何况在真实的办公室里,一件事要跨几个部门,要有人签字,出了问题要有人担责,这些都在曲线之外。并且,工业生产面临的电力、数据、流程、监管等实际环境,同样会拖慢技术变成生产力的速度。

线性直觉的危险恰恰在于,它大部分时间是对的,"AI现在做不到某件事",说出口那一刻往往成立,所以人们很容易把它当成长期结论。更实用的做法,是学会用倍增时间思考,不妨把"AI做不到"当成带日期的结论,每隔半年重测一次,同时分清卡点在能力、成本还是组织。

对投资者来说,别用当下增长水平给几年后的标的定价,也别把曲线的陡峭直接当成盈利。同样一条成本下降的曲线,对用模型的公司是红利,对卖模型的公司是定价压力。红利最终流向谁,用量增长能否撑住价格下跌,比"增长有多快"更值得追问。

线性直觉并不愚蠢,它是几十年经验给我们的馈赠,只是这份经验,没为这样一条指数级增长曲线准备过。AI带来的诸多颠覆成果已经说明,"现在做不到"只是一个有日期的结论。真正需要警惕的,是曲线早已陡了起来,我们却仍在用上一次的判断做决策。等到某天回头,发现那些"还早"的事早已发生,有些事物已被颠覆,才会明白最大的错误不是看错,而是一直没有再看一眼。

本版专栏文章仅代表作者个人观点

【发展之道】

新一轮专业市场高质量发展的投资机遇与路径

邱毅

2026年10月,浙江省再次就全省专业市场转型升级进行部署,提出要在创新经营模式、人工智能赋能、抱团出海拓市等方面攻坚突破。今年以来,浙江、广东等经济大省相继出台推动专业市场高质量发展的政策文件,广州正着手建设广州国际商业港,意在打造"广州版义乌商城"。商务部流通发展司近期专程赴多地专业市场开展实地调研。从一省到多省,从地方到中央,专业市场这个略显传统的商贸流通业态正被重新打量。据国家统计局数据,2024年末全国成交额超亿元的商品交易市场有3284家,全年成交额达11.03万亿元,其中批发市场成交10.05万亿元;而这一业态的市场数量已从2012年5194家的高点逐年回落。数量在收缩,单体能级却在抬升。对资本市场而言,这背后不只是老市场的升级改造,更是一次商业模式的重新估值,蕴含值得细细品味的投资机遇。

专业市场是服务于广大中小企业,依托产业集群或区位优势形成的以批发业态为主的共享式交易平台。从改革开放初期的马路摊位、大棚市场,到如今动辄数平方公里、年成交额数千亿元的现代化商城,大型专业市场往往扮演着"买全国、卖全国"乃至"买全球、卖全球"的枢纽角色。它一头连着广大中小企业,一头连着千家万户,把商流、物流、信息流、资金流汇聚于一处。义乌中国小商品城市场的发展带起了本地制造、物流、会展的完整产业链,柯桥轻纺城托举起绍兴纺织产业集群。在加快构建全国统一大市场的背景下,专业市场作为连接生产与消费、内贸与外贸的节点,其基础功能和先导功能愈发凸显。当前专业市场发展动能依然强劲:2025年商务部重点联系商品市场成交额同比增长3.6%、利润额同比增长9.7%,其中工业消费品类市场成交额同比增长9.1%。

下一阶段专业市场的高质量发展,核心命题是让更多的专业市场运营商从"收地租"转向"专业服务商":不再靠租金躺赚,而是通过服务赋能赚取增值收益。这既是转型的考题,也是投资逻辑重塑的起点。沿着这一命题,有四条路径值得关注。

一是筑数智底座,让人工智能走进每一间店铺。义乌"世界义乌"商贸大模型已落地,集成AI翻译、AI设计、AI视频创作等工具,"AI翻译官"支持116种语言实时沟通,"图片工厂"让商品上架效率提升10倍;有饰品商户借助AI辅助设计,月上新量从约100款跃升至500款,综合成本下降一半。这种集小语种翻译、行业知识、外贸知识于一体的复合型AI助手,正成为数智时代给专业市场的有力工具。广东同样把人工智能摆在突出位置,明确引导骨干市场联动科技企业研发专属大模型,落地智能选品、爆款预测、库存优化等应用场景。义乌第六代市场"全球数贸中心"里,多语言数字人还能以数十种语言为中外买家实时导览,让"不懂外语也能把生意做到全球"从口号变成日常。

二是抓品质品牌,让附加值撑起议价权。柯桥中国轻纺城2025年总成交额达4413.86亿元,同比增长10.07%,产品销往全球200多个国家和地区,正从单纯"卖布"转向"卖解决方案";广州提出到2028年全市专业市场年交易总额达2万亿元,并支持市场植入文化展示、金融消费、休闲商业等功能,打造3A级旅游景区,推动从"小商品"迈向"大品牌"。江苏常熟依托5000多家纺织服装企业、年交易额超1500亿元的服装城实施品牌成长计划,力争三年引育亿元级新消费品牌100家。供给侧的每一分升级,最终都会落到议价能力上。

三是强专业服务,向高端生产性服务业集聚区跃升。浙江明确要求向"微笑曲线"高端跃升,做强研发设计、检验检测、标准认证、知识产权、保险金融等专业服务;广东鼓励骨干市场转型为产业综合服务平台,提供研发设计、品牌孵化、展贸联动、金融赋能等增值服务。永康以五金博览会和数智平台牵引五金产业升级,柯桥推出纺织垂直大模型"AI布",实现"线上找样、线下体验、平台下单"。专业市场正从"交易场所"升级为"创新孵化场",而知识产权保护正是这一切的底座。

四是拓外贸功能,让全球买卖双向畅通。跨境电商扩大出口,义乌2025年进出口总值达8365亿元,首次突破8000亿元,同比增长25.1%,其中出口7307亿元;市场采购贸易方式已推广至全国39个市场,2025年仅义乌一地市场采购出口额就达5991.8亿元。江苏推动"跨境电商+市场采购贸易"融合发展,引导中小商户通过数字化平台接单,支持各地设立跨境直播基地和综合服务中心。广东支持专业市场布局海外展厅、选品中心和海外仓,每年推动100家以上市场、超2000家商户参加境外展会,2025年广州专业市场接待境外采购商超2000万人次、市场采购出口增长39.5%。进口则回应了升级的消费需求,义乌2025年进口1058亿元、增长32.3%,"走出去"与"引进来"正在同步提速。

回到资本市场,专业市场运营商正经历从"地产型收租"到"平台型服务"的模式切换。前者对应低倍数、稳定的租金现金流,后者则有望打开更高溢价的估值空间——数智底座、供应链服务、跨境平台,每一项都是可以复利积累的资产。数智基建、知识产权服务、跨境电商配套等环节,也都值得投资人循着这条产业链寻找标的。毕竟,谁能把分散的数万经营户组织成高效协作的产业网络,谁就能在下一轮价值分配中占据主动。义乌四十多年兴商建市的经验,并不等于可以简单照搬。各地学习义乌经验,要因地制宜、立足本地产业,切忌"一窝蜂"重复建设。专业市场的价值,终究要在带动周边发展、为广大商户和企业创造价值的过程中兑现。当市场真正成为连接供需、服务产业的枢纽,其投资价值自然水涨船高。可以预见,那些真正扎根本地产业、把功夫下在服务赋能上的市场,将在新一轮竞争中赢得定价权与成长性。

(作者系浙江工商大学北京研究院院长)

证券时报
ID:wwwstcncom