

宏观专题报告

今年 9-10 月或再迎降息降准窗口

证券分析师

陆兴元

资格编号: S0120518020001

邮箱: lu_xy@tebon.com.cn

宏观经济点评

投资要点:

- 通过分析银行贷款利率基准转换的时间窗口安排,以及对 2020 年通货膨胀走势的预判,我们认为如果 2020 年人民银行采取降低存款基准利率的操作,9-10 月份是可能性相对较高的时间窗口。
- 央行对利率体系进行整体调控的技术条件将基本成熟。根据央行近日公告的银行贷款利率基准转换安排,至 2020 年 8 月底,原则上全部浮动利率贷款的利率基准将完成转换。这意味着届时新的利率体系将基本构建完毕,央行对利率体系进行整体调控的技术条件将基本成熟。
- 本次贷款利率基准转换刻意对房贷和非房贷进行了差异化对待。由于个人商业性房贷重定价周期的特殊安排,以及 5 年期 LPR 的调整本身就具有滞后特征,2020 年的降息基本不会对房贷产生影响。从央行的视角来看,这种制度安排有助于避免 2020 年降息产生“大水漫灌”的效果。
- 通胀压力有望于 9 月回落。基于对 2019 年涨价因素和 2020 年新涨价因素的判断,我们认为 2020 年 9 月, CPI 同比增速大概率将出现明显回落,进一步支持降息窗口的出现。
- 年初的全面降准验证了我们此前逻辑的合理性。此前我们在研究报告《从货币派生倍数看全面降准的需要》(2019 年 12 月 17 日)中就指出,央行在 2020 年 1 月份全面降准的概率较大,原因是为了保持商业银行体系的货币派生能力,使 M2 和社会融资增长率继续保持在合理区间。2020 年 1 月 1 日,全面降准已如期落地,反映这一逻辑具有合理性。按照相同的逻辑,结合 2019 年货币派生倍数的变化趋势,2020 年 9 月份央行有再次降准的可能性。考虑到可能出现 9 月降准的情况,则 10 月降息的可能性略高于 9 月。
- 根据“1 月份降准、9-10 月份降息”的预期情景,我们认为 2020 年宜采取“先短后长、先信用后利率”的节奏进行债券资产配置。虽然 2020 年 1 月全面降准落地,但本次降准主要是为了促进社会融资规模的合理增长,包括配合地方政府专项债券发行,所以可能对中长期利率债产生挤出效应。因此,2020 年 1 季度可优先配置短期利率债和更受益于社融增长的高评级信用债,继而随着通胀回落逐步增加中长期利率债配置。
- 风险提示:降息或降准具有可能性并不意味着央行必然进行相应操作。如果央行在相应时点选择不进行降息降准操作,则债券等金融产品收益率的下行空间可能受到明显约束。

内容目录

1. 利率基准转换安排与降息窗口	4
2. 以房贷利率“时间差”控制“大水漫灌”	5
3. 通胀在 9-10 月份大概率回落	6
4. 结合降准看债券配置	7

图表目录

图 1: MLF 与贷款存量之比	5
图 2: 1 年期和 5 年期 LPR 报价	6
图 3: 2019 年涨价因素对未来 CPI 的影响	6
图 4: 猪肉价格与生猪存栏	7
图 5: 猪肉价格同比涨幅（周数据）	7
图 6: M2 同比增速与历次全面降准	8
图 7: 基础货币增长率	8
图 8: 货币派生倍数	9

2020 年是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，为保持经济运行在合理区间，降低社会融资成本和发挥投资的关键作用，2020 年的货币政策仍需要有所作为。2019 年中央经济工作会议明确要求“提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性”，“科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度”。

在降低社会融资成本和避免“大水漫灌”的双重导向下，2020 年如果央行采取降低存款基准利率的操作，9-10 月份将是一个可能性较高的时间窗口。这种判断主要是基于三方面的理由：首先，根据银行贷款利率基准转换安排，9-10 月份新的利率体系将基本构建完毕，央行对利率体系进行整体调控成为可能。其次，从央行视角来看，本次贷款利率基准转换刻意安排了房贷利率调整的“时间差”，有助于从制度上避免降息可能产生的“大水漫灌”效果。第三，2020 年 9-10 月大概率出现 CPI 同比涨幅明显回落。

综合我们对降准和降息情景的预判，我们认为 2020 年宜采取“先短后长、先信用后利率”的节奏进行债券资产配置。2020 年 1 季度可优先配置短期利率债和更受益于社融增长的高评级信用债，继而随着通胀回落逐步增加中长期利率债配置。

1. 利率基准转换安排与降息窗口

2019 年 12 月 28 日，人民银行发布公告，部署存量浮动利率贷款的定价基准转换为 LPR 事宜，要点如下：

自 2020 年 3 月 1 日起，金融机构应与存量浮动利率贷款客户就定价基准转换条款进行协商，将原合同约定的利率定价方式转换为以 LPR 为定价基准加点形成(加点可为负值)，加点数值在合同剩余期限内固定不变；也可转换为固定利率。定价基准只能转换一次，转换之后不能再次转换。已处于最后一个重定价周期的存量浮动利率贷款可不转换。存量浮动利率贷款定价基准转换原则上应于 2020 年 8 月 31 日前完成。

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。商业性个人住房贷款的加点数值应等于原合同最近的执行利率水平与 2019 年 12 月发布的相应期限 LPR 的差值。从转换时点至此后的第一个重定价日(不含)，执行的利率水平应等于原合同最近的执行利率水平，即 2019 年 12 月相应期限 LPR 与该加点数值之和。之后，自第一个重定价日起，在每个利率重定价日，利率水平由最近一个月相应期限 LPR 与该加点数值重新计算确定。

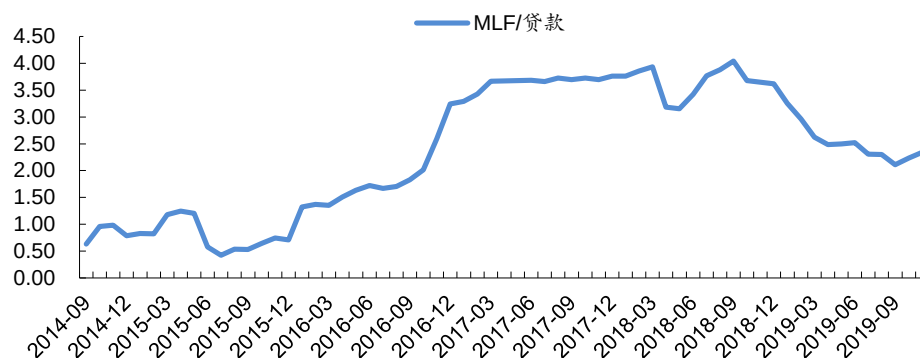
金融机构与客户协商定价基准转换条款时，可重新约定重定价周期和重定价日，其中商业性个人住房贷款重新约定的重定价周期最短为一年。如存量浮动利率贷款转换为固定利率，转换后的利率水平由借贷双方协商确定，其中商业性个人住房贷款转换后利率水平应等于原合同最近的执行利率水平。

根据本次转换安排，截至 2020 年 8 月 31 日，商业银行原则上应将存量浮动利率贷款定价基准全部转换为 LPR。届时新的利率体系将基本构建完毕，对利率体系进行整体调控将具备可行性。

在新的利率体系中，商业银行的负债端利率主要为存款利率、MLF 利率和公开市场利率（主要是逆回购利率），资产端利率主要为债券利率和参考 LPR 的贷款利率。基于这一体系，央行进行利率调控的基本思路可能是以 MLF 利率微调来撬动贷款利率微调、以存款基准利率调整和 MLF 利率的明显调整来带动贷款利率的明显调整。

以降息为例，MLF 利率的小幅下调对应 LPR 的小幅下调，负债端的成本下降可以部分对冲商业银行的利息收入减少。而系统性的利率调整则可能需要对存款利率和 MLF 利率同时进行操作。这是因为 MLF 占贷款存量的比例目前仅为 2.3%（截止 2019 年 11 月末）。MLF 利率下降对银行负债成本的影响，难以完全对冲贷款利率下降对银行盈利的影响。在存款基准利率不变的条件下，如果央行通过大幅调整 MLF 利率来降低 LPR 报价以及贷款利率，可能对银行体系的盈利能力产生明显影响。这种情景发生的概率较低。

图 1：MLF 与贷款存量之比



资料来源：WIND，德邦研究所

在 2020 年 8 月 31 日商业银行体系完成贷款利率基准转换的条件下，人民银行进行一次系统性利率调整的技术条件基本成熟。但这样的系统性调整是否会进行，还要取决于对副效应的控制。

现阶段降息面临的主要障碍有两点：一是要确保不出现“大水漫灌”式的副效应，主要是要保证对实体经济的金融支持不被房地产市场投机炒作所利用；二是要确保不因为降息而导致严重的负利率。而从央行视角来看，如果在 2020 年 9-10 月份进行降息操作，这两种副效应相对比较容易控制。

2. 以房贷利率“时间差”控制“大水漫灌”

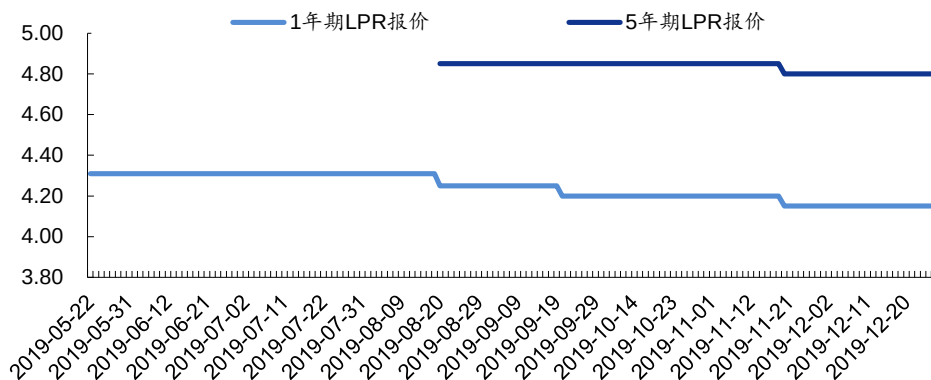
本次央行对贷款利率基准转换的部署刻意对商业性个人住房贷款（房贷）和非房贷贷款进行了差异化对待。在这种差异化的制度安排下，如果在 2020 年降息，相对不容易造成“大水漫灌”的效果。

首先，本次转换安排明确要求“商业性个人住房贷款转换后利率水平应等于原合同最近的执行利率水平”，而且人民银行在有关问答中也强调，此次转换“为贯彻落实房地产市场调控要求，存量商业性个人住房贷款在转换时点的利率水平应保持不变”。

其次，本次转换要求浮动利率房贷重定价周期最短为一年。这样即使在 2020 年 9-10 月份进行降息操作，房贷利率也不能随之调整，从而保证了 2020 年房贷利率基本不发生变化。

第三，从 LPR 新规则的运行情况来看，相对于 1 年期 LPR 报价，房贷普遍参考的 5 年期 LPR 报价变动具有滞后性，且迄今为止的累计变动幅度也较小。这说明，5 年期 LPR 可以更多兼顾房地产调控等方面的政策意图。

图 2：1 年期和 5 年期 LPR 报价



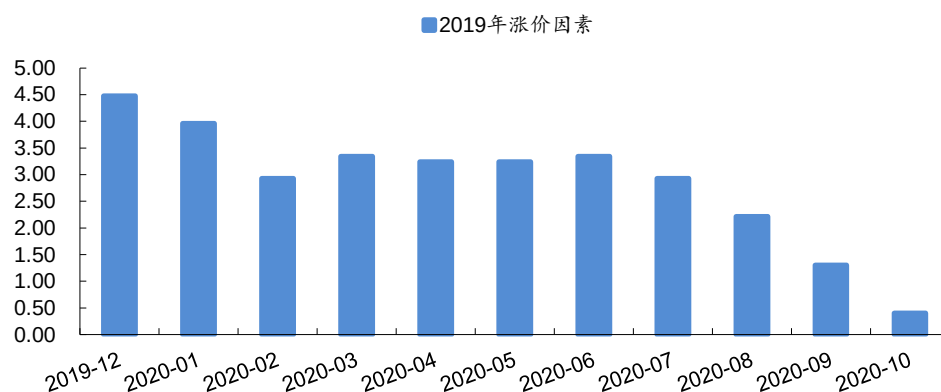
资料来源：WIND，德邦研究所

3. 通胀在 9-10 月份大概率回落

居民消费价格指数 CPI 在 2020 年可能出现的变化趋势也支持 9-10 月份出现降息窗口。从 2019 年累计涨价因素的影响来看，2019 年 CPI 指数的变化具有明显的前低后高特征，且在年末开始失去继续冲高的动能。因此 2019 年的基数效应将对 2020 年的 CPI 走势具有显著影响。由于 2019 年初的低基数效应，即使 2020 年 1 季度猪肉价格逐步回落，CPI 也仍将保持高位。但从年中开始，CPI 预计将逐步回落。

下图给出了 2019 年前 11 个月的 CPI 涨价因素对未来 CPI 的累积影响。可以看到，2019 年涨价因素对 2020 年 CPI 的影响将在 2020 年 8、9 月份开始明显下降。

图 3：2019 年涨价因素对未来 CPI 的影响

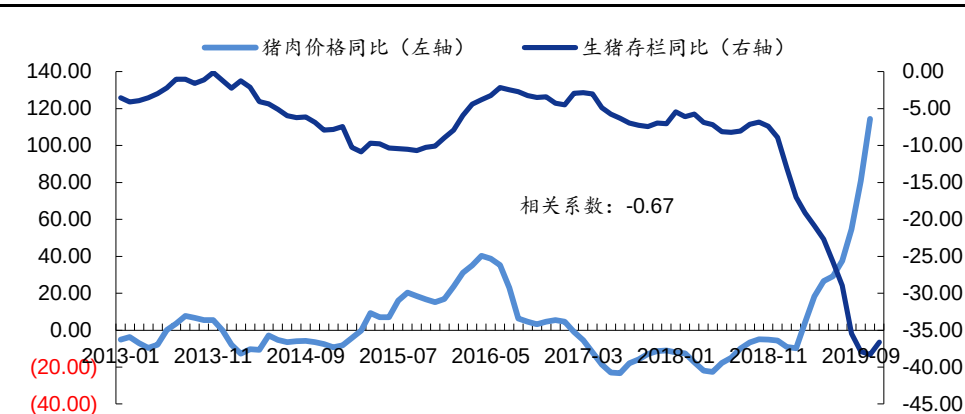


资料来源：WIND，德邦研究所

而从 2020 年新涨价因素来看，当前 CPI 上涨主要由猪肉价格这一单一因素推动，而其他主要商品由于供应充足，价格缺乏持续上涨动力。考虑到生猪存栏数据在 2019 年 11 月份出现反弹，猪肉价格上涨也已经开始受到抑制。

同比来看，生猪存栏作为主要的供给端因素，是猪肉定价的重要依据，对于猪肉价格具有显著的负向影响。如下图所示，从 2014 年 1 月到 2019 年 10 月，生猪存栏量同比增速与猪肉价格同比涨幅的皮尔逊相关系数达到 -0.67，负相关性较高。

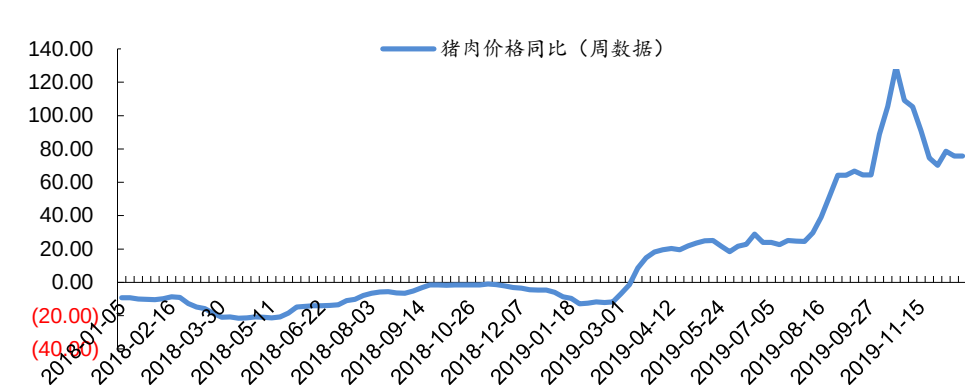
图 4：猪肉价格与生猪存栏



资料来源：WIND，德邦研究所

2019 年 11 月以来，随着生猪存栏量反弹，猪肉价格涨势也出现了明显的回落。根据商务部每周监测数据，从 11 月中旬开始，猪肉价格同比涨幅已下降至 100% 以下，至 2019 年 12 月中旬已下降至 80% 以下。如果生猪存栏反弹能够延续，加之其他肉类生产增长和进口肉类的适度增加，2020 年新涨价因素预计很难对 CPI 产生新的上行动力。因此，CPI 同比涨幅在 2020 年 9 月份出现明显回落的概率较大，这将进一步支持降息窗口在 9-10 月份的出现。

图 5：猪肉价格同比涨幅（周数据）



资料来源：WIND，德邦研究所

4. 结合降准看债券配置

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7952

