

宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《如何定量评估 2022 年“宽信用”——流动性创造系列专题之一》

《2022 年流动性缺口有多大？——宏观年度展望之货币与信用篇》

《降息又降准，股市何时上涨？——流动性创造系列专题之三》

《央行反复强调“超储率”有何深意？——流动性创造系列专题之四》

《Flight-to-Quality、信用债策略应如何变——流动性创造系列之五》

《兑现“宽信用”需要哪些决定因素？——流动性创造系列专题之六》

《LPR 报价利率应调降多少？——流动性创造系列之七》

《存款基准利率或是短暂的“利率锚”——流动性创造系列之八》

《从 M2 结构看货币政策宽松空间——流动性创造系列之九》

调整存款基准利率的时点或到来

——流动性创造系列专题之十

投资要点:

- 2018 年以来货币政策宽松的进程或不会在 2023 年终结，基准利率“柔性化”和存款利率“弹性化”或打开“降息”空间。经过 2021 年 6 月和 2022 年 4 月两次存款利率机制改革，存款利率挂牌价和实际存款利率水平是“在一定规则下，由市场决定”，其具体形成机制是人民银行公布存款基准利率作为指导性利率，市场利率定价自律机制参考基准利率形成存款自律约定，商业银行在自律约定的范围内自主决定存款利率。在“利率双轨制”矛盾下，调降 1 年期 MLF 政策利率引导 1 年期 LPR 报价下调、1 年期 LPR 报价下调引致实际存款利率下行的传导受到存款基准利率这一“隐性下限”约束，为了化解这一冲突，或应将存款利率市场化再向前推进一步，弱化存款基准利率的指导作用、柔性处理当存款利率挂牌价跌破存款基准利率的影响，增强存款利率波动的弹性。
 - 推动存款利率市场化走完最后一步，淡化存款基准利率的指导性，消除存款利率市场化调节机制中潜在的“利率双轨制”矛盾，存款利率以市场利率体系作为单一的定价之锚。这样一来 2022 年形成的“1 年期 MLF 利率→1 年期 LPR 报价→存款利率”的传导路径彻底市场化，存款利率跟随政策利率同步调整。
 - 转变定期存款基准利率的作用、弱化对存款利率的指导意义。定期存款基准利率或也可以柔性化处理，将其转变为同业存单等市场化利率的波动中枢或下限，从商业银行主动负债等有息资产方面规范银行竞争行为，弱化定期存款基准利率对实际存款利率的指导作用。
- 贷款利率与信用债收益率联动、存款利率与国债收益率联动、净息差或与信用利差走向更紧密。LPR 改制之后企业贷款利率和债券利率的相互参考作用有所增强，5 年期 AA 级企业债收益率和贷款利率之间的相关性提升。如果根据我们此前的分析思路，存款基准利率的“指导作用”淡化、存款利率变动更加有弹性，那么存款利率的波动或会趋向于和 10 年期国债收益率相互参考、紧密联动，那么在这种“市场双轨制”并轨的过程中，存贷款利差的变动或与企业债信用利差相互作用。
- 风险提示：（1）存款基准利率的定价锚是通货膨胀率，2023 年 CPI 同比增速的上行风险还未消散，尤其是人民银行最担忧的通胀预期扩散、导致 PPI 的累积涨价压力向中下游传导，带动通货膨胀压力上行；（2）人民币汇率贬值压力不减反增，中美政策利差长期“倒挂”或继续加剧汇率贬值压力，增强外部均衡约束，牵制货币政策宽松空间；（3）经济周期从当前的“复苏早期”快速推进，经济增长推动市场利率系统性上行。

内容目录

1. 2018 年以来的宽松周期或还未结束	3
2. 存款基准利率或来到调整定位的时刻	6
2.1. 存款利率市场化暴露“利率双轨制”的矛盾	6
2.2. 如何打开连续“降息”的空间?	7
3. 风险提示	9

图表目录

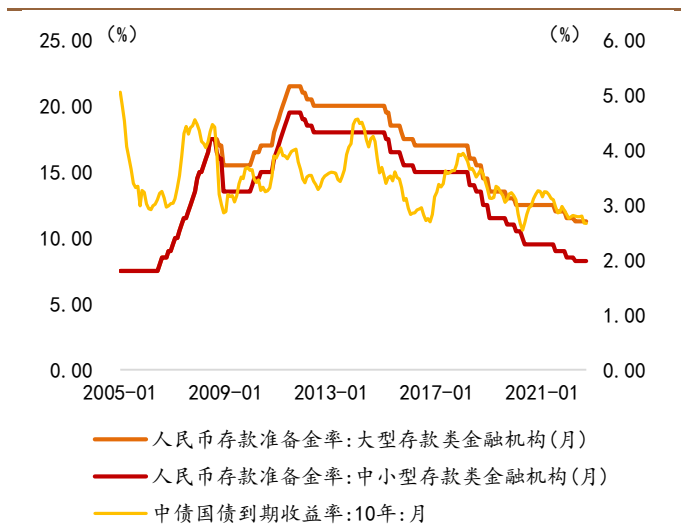
图 1: 2018 年二季度货币政策开启“降准”周期	3
图 2: 2018 年二季度以来政策利率中枢不断下移	3
图 3: 商业银行计息负债成本率下行缓慢	4
图 4: 商业银行净息差持续压降凸显存款成本下行刚性	4
图 5: 2019 之前国债收益率和存款基准利率同向波动	6
图 6: 2019 年以来 10 年期国债收益率渐渐以 MLF 利率为中枢	6
图 7: 2020 年之后超额存款准备金利率和活期存款利率相等	7
图 8: 存款基准利率和中国目前物价水平基本匹配	7

进入四季度，内外部因素对货币政策的扰动开始增多。内部来看，10月下旬，在缴税等因素的扰动下，资金供需趋向于收紧，DR007 关键期限利率渐渐回升至贴近 7 天期逆回购操作利率的水平，这可被视为“利率走廊”的功能性修复，在四季度流动性供需趋紧的态势下，市场对总量政策继续宽松的吁求较高；外部来看，人民币汇率贬值压力持续释放且波动加剧，本周迎来离岸美元兑人民币汇率先是涨破 7.30，而后跌破 7.20，人民币汇率贬值压力未尽且高位波动在一定程度上限制了货币政策总量宽松的空间。

1. 2018 年以来的宽松周期或还未结束

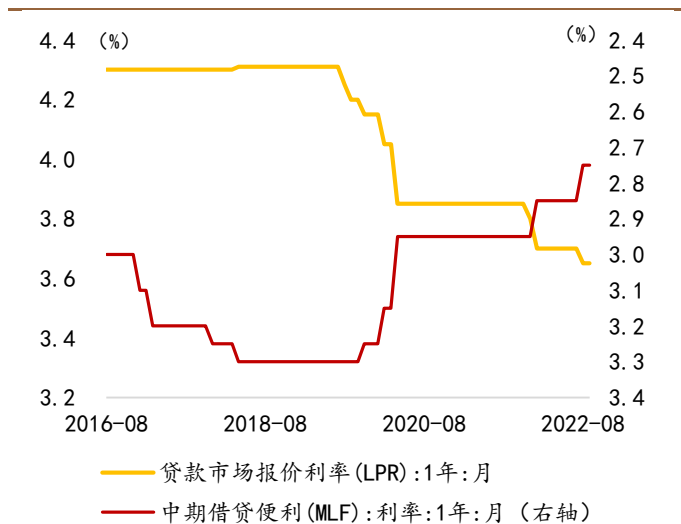
2018 年一季度至今，货币政策已经较长时间处于宽松周期。从 2018 年二季度开始，中国的货币政策已经在 4 年多的时间里保持了宽松导向，尽管期间经历了债券收益率的周期波折，但是人民银行的法定存款准备金率、1 年期 MLF 操作利率等货币政策工具却从未释放“升准”或“加息”的信号，以至于人民银行“顶住”美联储主导的本轮加息浪潮，2022 年前三季度里每个季度均动用一次总量政策宽松宣告“以我为主”的政策导向。但是宽松货币政策导向持续发力是通过商业银行的资产负债行为来实现的，从 2018 年以来货币政策宽松的过程也在持续压缩商业银行的净息差水平，今年以来维护商业银行净息差、呵护货币政策传导的支点一定程度上成为存款利率市场化的原因。

图 1：2018 年二季度货币政策开启“降准”周期



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：2018 年二季度以来政策利率中枢不断下移

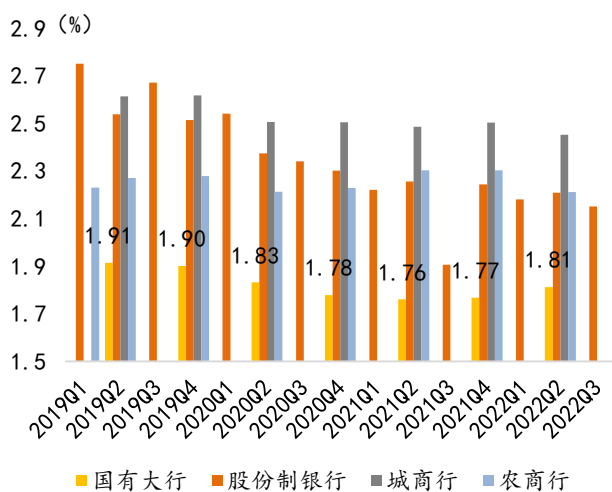


资料来源：Wind，德邦研究所

商业银行计息负债成本下行缓慢。在市场利率系统性下行的趋势下，市场化后的贷款利率、关键期限信用债收益率等利率均创下新低，符合流动性宽松和“宽信用”导向下融资成本下降的取向。但是人民银行的货币政策导向是通过商业银行这一媒介来完成的，如果商业银行资产端收益率因货币政策宽松而持续下降、负债端成本下降迟缓，就会出现净息差持续压缩、商业银行利润受损的情况。从上市银行公布的财务数据来看，商业银行计息负债成本下降迟缓、净息差还在继

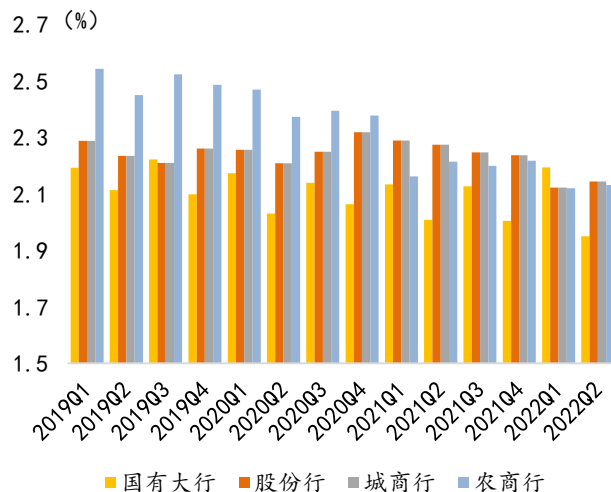
续压缩。根据上市银行发布的财务数据，2021 年底国有大行平均计息负债成本比率均值为 1.77%，和 2021 年年中基本持平，2022 年存款利率市场化调节机制建立之后，国有大行的平均计息负债成本比率非但没有下降，反而回升至 1.81%；2021 年底股份制行平均计息负债成本比率均值为 2.24%，也和 2021 年年中基本持平，并在 2022 年年中继续回落至 2.21%；2021 年底城商行平均计息负债成本比率均值为 2.50%，较 2021 年年中上行 2bps，2022 年年中则下降至 2.45%；2021 年底农商行平均计息负债成本比率均值为 2.30%，也和 2021 年年中基本持平，2022 年年中回落至 2.21%。截至 2022 年中报，上市银行平均计息负债成本比率均值为 2.17%，和 2021 年底 2.20% 的水平相比仅仅下滑 3bps。商业银行负债成本刚性的特征依然存在，当贷款利率继续下滑时商业银行净息差势必压缩。根据 2022 年中报披露的数据来看，国有大行净息差已经跌破 200 个 BP 的关口至 1.95 个百分点，而股份行、城商行和农商行等类型银行的净息差反而回升 1-2 个 BP 不等，联系到商业银行计息负债成本的变化，2022 年 4 月份进行的存款利率市场化调节机制改革更加有利于国有大行之外的中小型商业银行：在规避存款争抢的同时调降存款成本、稳定了净息差水平。但是我们对商业银行净息差和负债成本的关注是为了以此探究货币政策宽松的界限。从人民银行“以我为主兼顾内外均衡”的货币政策立场来看，继续压低贷款利率、引领信用扩张依旧是货币政策导向，10 月 26 日，国务院办公厅在第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案中，要求人民银行“继续深化利率市场化改革，发挥存款利率市场化调整机制作用，释放贷款市场报价利率（LPR）形成机制改革效能，促进降低企业融资和个人消费信贷成本”¹，指向未来一般贷款加权平均利率、票据加权平均利率、新发放贷款加权平均利率等实体经济融资成本利率继续处于压降的趋势，但是长端利率的压降一方面继续增大商业银行净息差收窄的压力；另一方面则凸显短端利率的制约作用，“降息”空间或因此受制。

图 3：商业银行计息负债成本率下行缓慢



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：商业银行净息差持续压降凸显存款成本下行刚性



资料来源：Wind，德邦研究所

¹ 国务院办公厅关于印发第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案的通知，2022-10-26，<https://mp.weixin.qq.com/s/N2Sg1IMphOy75PSpvhTiUg>

存款基准利率或构成“降息”的隐性下限。2022年4月存款利率市场化调节机制建立之后,商业银行实际执行的存款利率水平参考10年期国债收益率和1年期LPR报价来确定,由此形成了“市场利率+央行指导→LPR报价→贷款利率”的贷款利率传导机制,以及“MLF政策利率→LPR报价→存款利率”的存款利率市场化机制。在这两条存贷款利率传导机制之下,实际贷款利率和实际存款利率均是1年期LPR报价调整之后的结果,8月份当人民银行通过调降1年期MLF操作利率10bps之后,1年期LPR报价调降5bps,至8月底企业一般贷款利率就顺势下行至4.05%,9月份主要商业银行回应1年期LPR报价下调而调降存款利率挂牌价。但是在这条最新构建的存款利率市场化传导机制之下,1年期LPR报价下调受到存款基准利率“隐性下限”的制约。9月15日商业银行普遍调降存款利率挂牌价之后,1年期定期存款利率降低至1.65%,和1年期定期存款基准利率1.50%仅相差15bps,在存款利率调整机制之下,当1年期LPR报价继续下调15bps,商业银行1年期定期存款利率挂牌价就与1年期存款基准利率相当。虽然在人民银行的利率体系内,存款基准利率只是指导性利率,人民银行易纲行长在2021年发表的《中国的利率体系与利率市场化改革》中也曾谈到“当前我国1年期存款基准利率为1.5%,以此为基础既可以上浮也可以下浮,可以说处于‘黄金水平’,符合跨周期设计的需要。”也就意味着2021年6月和2022年4月两次存款利率定价机制改革之后,商业银行存款利率挂牌价在理论上可以下浮至存款基准利率之下,然而由于“几乎每个家庭都有存款,存款是最重要的金融公共服务产品,涉及广大人民群众切身利益”,如果商业银行挂牌价利率系统性低于存款基准利率,或影响基准利率的指导性地位、违背规范存款市场秩序的初心。并且1.50%的1年期存款基准利率是根据经济增长、通货膨胀等经济基本面因素确定的,在通胀率等经济基本面变量没有发生趋势变化的情况下,调整存款基准利率的必要性亦不高,因此在2022年存款利率市场化调节机制赋予存款利率一个新的、更灵活的定价之锚的基础上,我们认为过去长期存款的存款基准利率或是时候做一次定位转换或作用调整。

2. 存款基准利率或来到调整定位的时刻

我们在 8 月 30 日发布的专题报告《存款基准利率或是短暂的“利率锚”》中已经提到，中国利率体系一直潜存着一对矛盾，即“利率双轨制”，也就是在中国的利率体系内部存在着“市场化的回购利率与传统存贷款基准利率并行”。尽管 2019 年人民银行分步进行贷款利率和存款利率市场化改革，尤其是 2021 年 6 月和 2022 年 4 月两次存款定价机制改革之后，建立了存款利率市场化调节机制，但是保留下来的存款基准利率依旧是居民存款储蓄的定价基准，是人民银行在“利率双轨制”下实施货币政策的重要工具。2020 年一季度为应对疫情冲击而宽松货币政策时，当市场利率已经下降至历史低位之后，市场上也有声音认为应该调降存款基准利率，但是人民银行 2020 年在多个场合强调，存款基准利率将长期保留，并将在中国利率体系中继续发挥“压舱石”的作用。然而 2022 年 4 月份存款利率市场化调节机制建立之后，却又将“利率双轨制”的矛盾暴露出来。

2.1. 存款利率市场化暴露“利率双轨制”的矛盾

政策利率和市场利率共同决定存款利率。2022 年 4 月存款利率市场化调整机制将 1 年期 LPR 报价和 10 年期国债收益率的变动引进存款利率定价机制，成为存款利率的“定价锚”，在 2019 年贷款利率市场化改革之后，这两个利率均是市场利率，以市场利率定价存款利率符合市场化改革的方向。但是人民银行同时也保留了存款基准利率这一项政策利率作为存款利率的指导，由此形成了存款利率定价同时参考政策利率、市场利率的两条思路。如我们在第一部分中所分析，货币政策引导实体经济融资成本下降的主要渠道还是在于通过商业银行的资产负债行为，而保有商业银行适当的净息差水平是货币政策传导机制顺畅的前提，存款利率参考资产端收益率的变动而变动固然有助于贯彻货币政策导向，但是实际上却让存款基准利率成为“降息”的隐性下限，反而增加了存款利率定价机制的复杂程度，凸显了“利率双轨制”的矛盾。

图 5：2019 之前国债收益率和存款基准利率同向波动

6.00 (%)

图 6：2019 年以来 10 年期国债收益率渐渐以 MLF 利率为中枢

3.60 (%)

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_47965

