



调降存款基准利率： “宽信用”的下一步

■2018年，“宽货币、紧信用”的政策组合下，“利率双轨”问题凸显。为应对经济下行压力，央行加大逆周期调节力度，充裕的流动性推动货币市场利率、国债收益率快速下行；但受制于金融去杠杆以来的“紧信用”政策，“宽货币”并未有效传导至实体经济，信贷利率居高不下，信用收缩分化加剧。

■2019年以来，内外矛盾交织下，“稳增长”、“降成本”迫在眉睫。央行通过 LPR 改革推动利率并轨，但尚不能“一劳永逸”地疏通货币政策传导机制，仍有部分难题待解：第一，MLF 利率与商业银行负债端成本相关度不高。第二，对于不在 MLF 交易对手名单的中小银行，参考 MLF 利率进行定价的难度较大。第三，由于经济下行期风险溢价上升，商业银行实际更需保证合理的息差水平，从而补充资本和增强风险抵御能力。但 LPR 改革后的“非对称降息”进一步挤压了商业银行的息差空间，不利于商业银行经营的可持续性。

■商业银行负债成本的相对刚性已成为进一步“降成本”的制约因素。一方面，作为商业银行最重要的资金来源（负债端占比 64%），存款成本率仍居高不下。另一方面，市场化程度更高的债券发行、对央行负债、同业负债成本跟随资金利率下降，但对银行综合负债成本的影响有限。此外，商业银行的资产端和负债端部分利率已出现倒挂，从宏观上看或引发资金“脱实向虚”，与“降成本”的初衷背道而驰。

■敏感性测算的结果显示，调整存款基准利率对银行负债成本的影响大于降准和 MLF 降息。存款基准利率每下调 5bp，会同时影响存款增量定价和存量重定价，银行负债成本约下降 1.23bp。

■调整存款基准利率将更有效地缓解商业银行负债成本压力、且有助于遏制企业可能的套利行为。目前票据融资利率距离一年期定存利率上浮 50% 的上限相差只有不到 20bp，如继续下降，定期存款基准利率需要下调才能避免套利扩大化。未来的调降将遵循“小幅多次”的方式。同时，监管层面还需综合施策缓解“存款荒”问题。

■待本次调降落地后，后续会否继续调降将取决于海内外经济的修复情况。基准情形下，新冠疫情对我国经济的影响相对可控，存款基准利率继续调降的概率相对较低；冲击情形下，存款基准利率或还有“5-10bp”的下降空间。而由于存款利率市场化的配套机制尚未完善，存款基准利率仍将在一定时间内保留，发挥整个利率体系压舱石的作用。长期来看，存款利率市场化仍是未来的发展趋势。

谭卓，宏观经济研究所所长

招商银行研究院

☎：0755-83167787

✉：zhuotan@cmbchina.com

魏文，资金转移定价管理团队主管

资产负债管理部

☎：0755-83077022

✉：wei_wen1984@cmbchina.com

杨薛融，宏观研究员

招商银行研究院

☎：0755-22699005

✉：yangxuerong@cmbchina.com

董加加，利率风险管理岗

资产负债管理部

☎：0755-83199124

✉：dongjia5678@cmbchina.com

陈澍雨，利率定价管理岗

资产负债管理部

☎：0755-82858793

✉：cmbchenshuyu@cmbchina.com

感谢资产负债管理部刘彦超

对此报告的贡献

目录

一、背景：利率双轨与 LPR 改革.....	1
（一）利率双轨：“宽货币、紧信用”	1
（二）LPR 改革的“解”与“未解”	2
二、“降成本”下一步：调降存款基准利率	4
（一）存款成本率：商业银行负债成本刚性之因.....	5
（二）降低负债成本：货币政策工具效果评估	6
（三）存款基准利率调降的空间	7
（四）降低商业银行负债端成本需综合施策	9
三、前瞻：存款基准利率的未来.....	11

图目录

图 1: 2017 年起社融增速放缓, M2 增速处于低位	1
图 2: 2018 年后无风险利率与信贷利率分化加剧	1
图 3: 2018 年中资金利率一度击穿政策利率	2
图 4: 2018 年实体经济融资成本下行幅度有限	2
图 5: 2018 年信用债违约率陡增	2
图 6: 2018 年民营企业产业债信用利差大幅走阔	2
图 7: LPR 改革: 通过政策利率连接金融市场利率与信贷利率	3
图 8: 包商银行事件后流动性分层有所加剧	3
图 9: 中小银行资产规模增速显著放缓	3
图 10: LPR 改革后的非对称降息	4
图 11: 中小银行不良贷款率有所上升	4
图 12: 商业银行负债成本下行缓慢	5
图 13: 存款是商业银行负债端最重要的组成部分	5
图 14: 商业银行存款成本率仍在上行	5
图 15: 市场化程度更高的负债部分利率跟随下行	5
图 16: 今年以来信用债发行利率加速下行	6
图 17: 今年 3 月新增企业短贷和票据同比大幅多增	6
图 18: 2019 年末以来政策利率曲线全面下移	7
图 19: 我国存贷款基准利率的变化情况	8
图 20: 2016 年前商业银行净息差面临持续压降	8
图 21: 中美利差的持续走阔打开政策空间 (截至 4 月 15 日)	9
图 22: 今年以来票据利率持续下行	9
图 23: 理财产品收益显著高于存款收益	10
图 24: 结构性存款增速一度远高于整体存款增速	10
图 25: 2018 年以来 M1 增速低位徘徊, 活期存款增长疲弱	10
图 26: 我国利率走廊上下限间的利差过大	11

表目录

表 1: 存款基准利率调降与降准、MLF 降息的影响对比	7
------------------------------	---

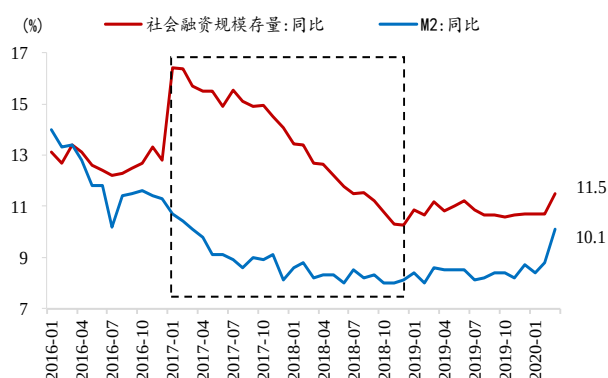
一、背景：利率双轨与 LPR 改革

（一）利率双轨：“宽货币、紧信用”

2018 年，在全球贸易摩擦加剧、主要经济体货币政策普遍收紧的大背景下，我国经济遭遇了严重的外部冲击。特别是 2018 年 3 月中美贸易摩擦逐步升温，金融市场出现大幅波动、风险偏好下降，实体经济也从供给强、需求弱的格局转变为供需双弱。

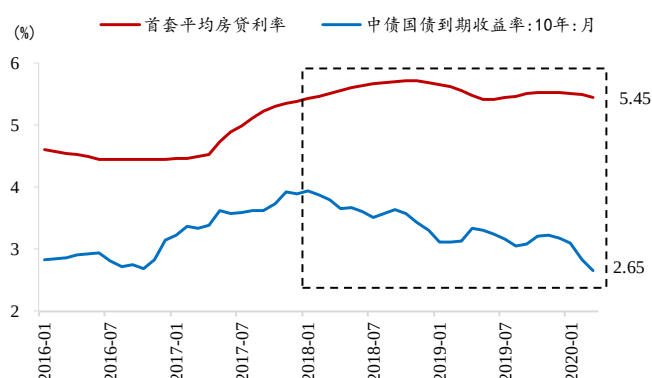
随着我国经济下行压力加大，央行加大了逆周期调节的力度，通过四次定向降准、MLF、逆回购等货币政策工具持续加大流动性供给，但受制于金融去杠杆以来的“紧信用”政策，“宽货币”所释放的流动性并未有效传导至实体经济部门。在数量上表现为社融和 M2 增速进一步下滑；在资金价格上表现为金融市场利率与信贷市场利率分化加剧，即“利率双轨”。金融市场和信贷市场的分割，成为货币政策传导的“梗阻”。

图 1：2017 年起社融增速放缓，M2 增速处于低位



料来源：Wind，招商银行研究院

图 2：2018 年后无风险利率与信贷利率分化加剧

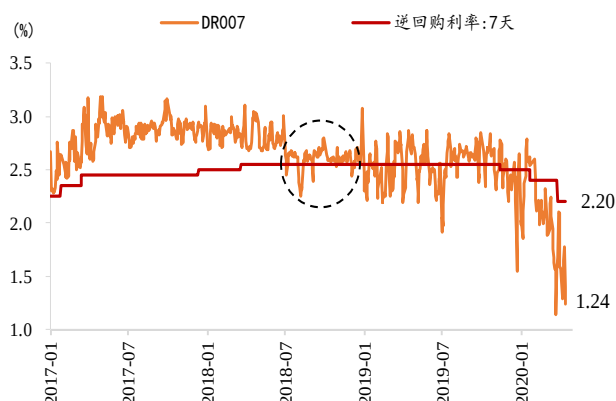


资料来源：Wind，招商银行研究院

一方面，金融市场利率快速下行。2018 年央行通过降准、MLF、PSL 释放的长期资金达 4.75 万亿元，远高于 2017 年同期的 1.7 万亿元。但大量流动性淤积于银行间市场，导致货币市场利率大幅下行。当前资金利率与政策利率倒挂的“常态”便始于 2018 年中。10 年期国债到期收益率亦持续下行，由年初的 3.94% 降至年末的 3.3%。

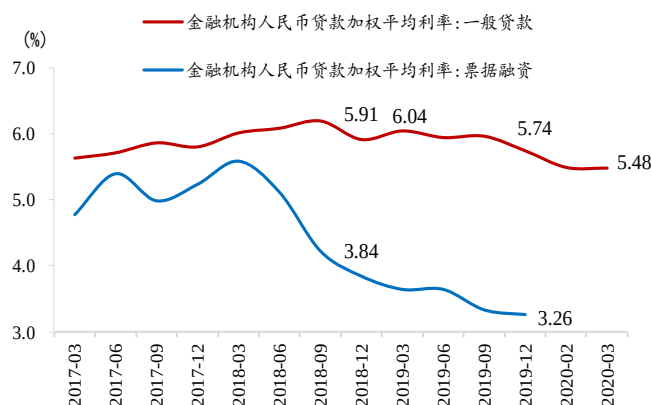
另一方面，信贷利率却居高不下，实体经济信用收缩和分化加剧。2017-2018 年间社融增速大幅下行：2017 年银监会启动“三三四十”大检查，资金多层嵌套、盲目加杠杆等行为得以遏制；2018 年资管新规出台，影子银行监管有所强化；随着金融去杠杆延伸至实体端，国企、地方政府和房地产的融资需求受到约束，而经济下行叠加违约频发亦使得银行放贷意愿趋弱。2018 年末一般贷款加权平均利率为 5.91%，较 2017 年末上行 11bp；信用利差持续走阔，其中民企表现尤为显著。截至 2018 年末，央企、地方国企、民企产业债信用利差为 92bp、142bp、357bp，分别较 2017 年末上行 19bp、20bp、146bp。

图 3：2018 年中资金利率一度击穿政策利率



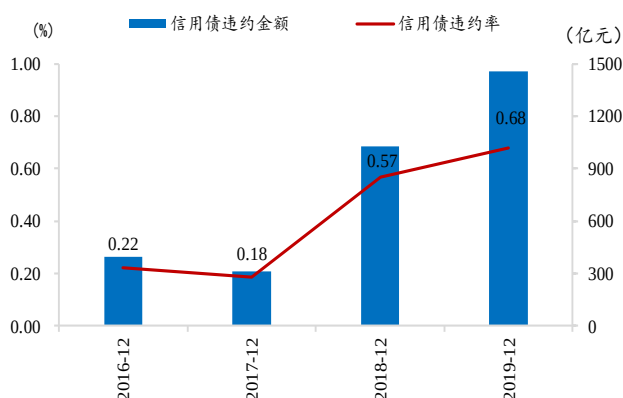
资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 4：2018 年实体经济融资成本下行幅度有限



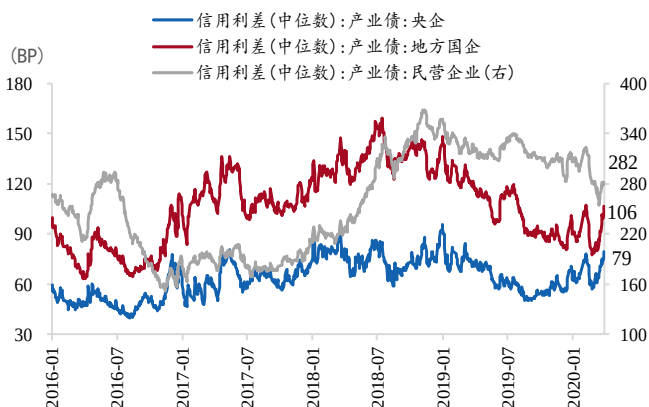
资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 5：2018 年信用债违约率陡增



资料来源：Wind, 招商银行研究院

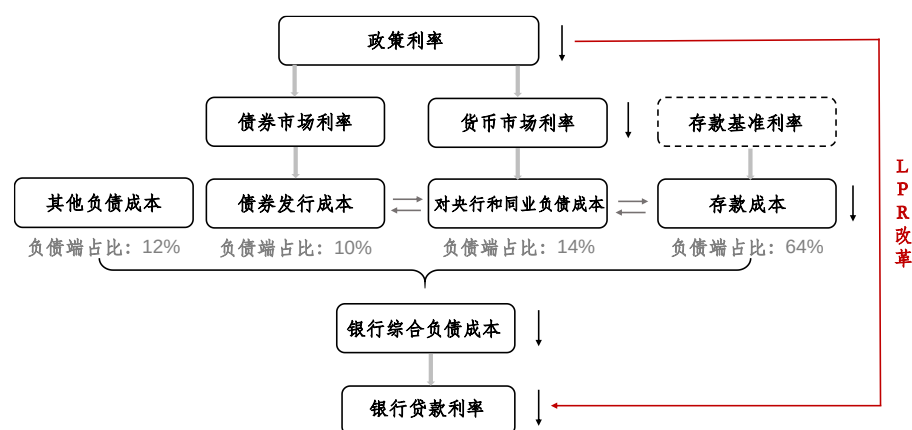
图 6：2018 年民营企业产业债信用利差大幅走阔



资料来源：Wind, 招商银行研究院

（二）LPR 改革的“解”与“未解”

2019 年以来，内外矛盾交织下，我国经济增长承压，“稳增长”、“降成本”迫在眉睫。为推动利率并轨和疏通利率传导机制，2019 年 8 月 17 日央行发布公告，新的贷款市场报价利率（Loan Prime Rate, LPR）形成机制出台。政策选择以中期政策利率引导贷款定价，推动信贷利率向金融市场利率收敛，以降低实体经济融资成本。1 年期中期借贷便利（Medium-term Lending Facility, MLF）利率成为信贷利率和金融市场利率的连接点：新 LPR 等于 1 年期 MLF 利率加上加点项，加点项取决于商业银行的资金成本、风险溢价及市场供求等因素。随着存量贷款定价基准转换的持续推进，LPR 将取代贷款基准利率成为信贷的定价基准，形成“MLF 利率→LPR→信贷利率”的传导机制。

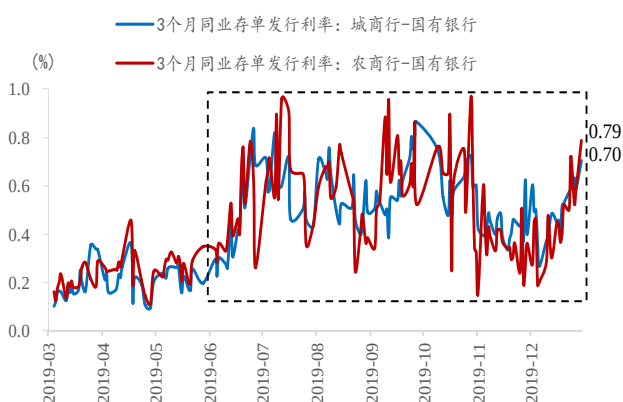
图 7：LPR 改革：通过政策利率连接金融市场利率与信贷利率


资料来源：招商银行研究院

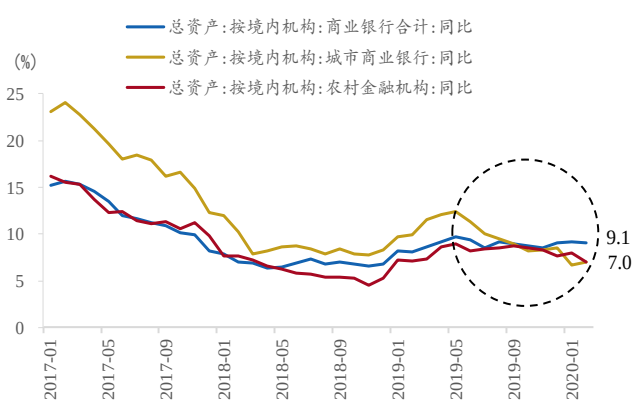
但此次 LPR 改革并不能“一劳永逸”地疏通货币政策传导机制。即便在新的贷款利率形成机制下，仍有部分难题待解：

第一，MLF 利率与商业银行负债端成本相关度不高。银行贷款定价大多采用成本加成法，综合负债成本是银行贷款定价的重要考量因素。在商业银行负债端存款占据 64% 的绝对比重，MLF 利率变动仅能部分影响市场化程度较高的债券发行、对央行及同业负债成本（合计占比仅 24%），且难以传导至存款成本率。现实中存款成本率主要受存款基准利率及同业竞争影响，导致银行负债成本下行缓慢。

第二，MLF 的交易对手主要是国有银行和股份制银行，这有着两方面的问题：一是对于尚未在名单内的中小银行，MLF 并非它们的直接资金来源，自然很难参考 MLF 利率进行贷款定价；二是包商银行事件后流动性分层加剧，政策利率和流动性由大行向中小行的传导受阻，导致中小行负债成本相对偏高，且整体扩表增速放缓，不利于实现“降成本”和支持中小微企业的目标。

图 8：包商银行事件后流动性分层有所加剧


资料来源：Wind, 招商银行研究院

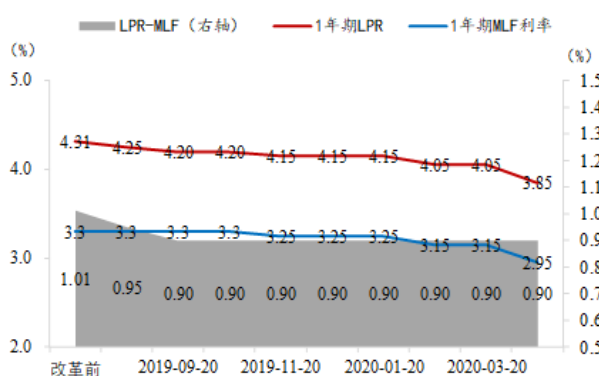
图 9：中小银行资产规模增速显著放缓


资料来源：Wind, 招商银行研究院

第三，结构性信用紧缩的化解，特别是国有资本对民间资本的挤出效应（crowding out effect），有赖于更深层次的体制机制改革。地方政府和国有企业具有预算软约束，房地产贷款具备抵押物优势，依然会挤占大量金融资源，并削弱贷款利率的市场化定价。改革的方向在于落实国有企业和民营企业的“竞争中性”（Competitive Neutrality）原则。

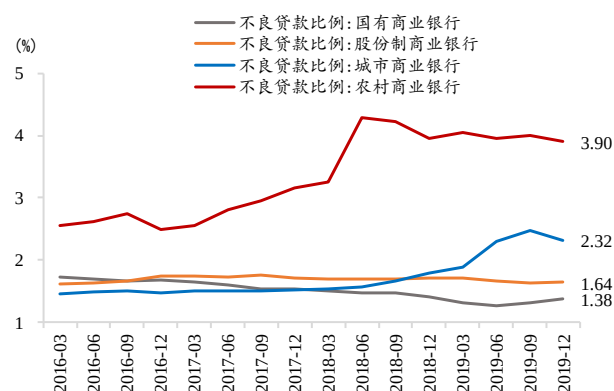
第四，LPR 改革后的“降息”呈现出显著的“非对称”特征，进一步挤压了商业银行的息差空间，不利于商业银行经营的可持续性。截至 2020 年 4 月 20 日，1 年期 LPR 较改革前已累计下行 46bp，一般贷款利率的下行幅度更高，达到 45bp，但 MLF 利率仅下行 35bp，且对商业银行综合负债成本的影响有限。在经济下行叠加疫情冲击的背景下，企业经营风险上升导致商业银行资产质量承压。2017 年以来，商业银行资产质量压力显著上升，特别是中小银行风险：城商行的不良贷款率由 2016 年末的 1.48% 持续升至 2019 年末的 2.32%，农商行的不良贷款率也由 2.49% 升至 3.9%。事实上，由于经济下行期风险溢价上升，商业银行实际更需保证合理的息差水平，从而补充资本和增强风险抵御能力。

图 10：LPR 改革后的非对称降息



资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 11：中小银行不良贷款率有所上升



资料来源：Wind, 招商银行研究院

由此可见，疏通货币政策传导机制并非一日之功。改革是一个渐进的过程，从来无法一蹴而就。LPR 改革后未来利率市场化改革的工作仍需继续推进，方可“水到渠成”。

二、“降成本”下一步：调降存款基准利率

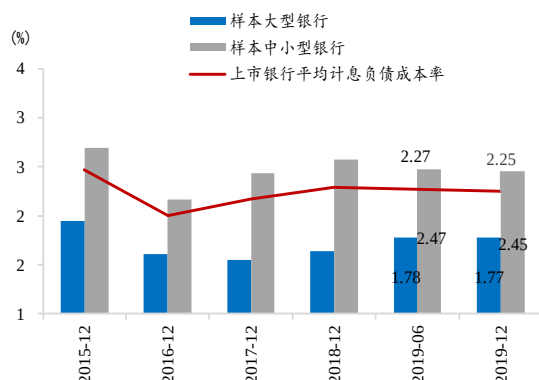
新冠疫情冲击下，我国一季度 GDP 大幅负增长，中小企业更是遭受重创，且境外疫情的扩散蔓延将通过外需及供应链渠道进一步冲击我国经济。“降成本”纾困实体经济更加迫在眉睫。但商业银行负债成本的相对刚性已成为新 LPR 机制下进一步“降成本”的制约因素。

(一) 存款成本率：商业银行负债成本刚性之因

2019 年以来，商业银行负债成本率有所下行但幅度偏小。截至 2019 年末，基于可比口径统计的 10 家上市银行的平均计息负债成本率为 2.25%，较 LPR 改革前（2019 年 6 月末）仅下降 2bp，远低于同期贷款利率的下行幅度 20bp。

一方面，作为商业银行最重要的资金来源（负债端占比 64%），存款成本率仍处在高位，是导致商业银行负债成本刚性的根本原因。截至 2019 年末，基于可比口径统计的 10 家上市银行的公司定期存款平均成本率为 2.83%，较 LPR 改革前（2019 年 6 月末）上行 3bp，高于 2017 年末的低点 34bp。且中小行面临比大行更为严峻的局面。样本中小型银行 2019 年末的存款平均成本率为 2.95%，远高于样本大型银行的 2.54%。今年以来存款利率虽然有所下降，但是降幅远不及资产端贷款和债券投资的利率。

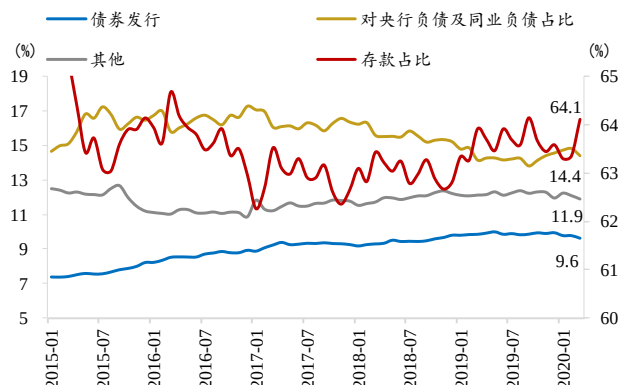
图 12：商业银行负债成本下行缓慢



资料来源：Wind, 招商银行研究院

注：基于可比口径，此处的样本为 A 股上市银行中披露了 2015 年至 2019 年中相关数据的银行，共 10 家。

图 13：存款是商业银行负债端最重要的组成部分



资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 14：2019 年商业银行存款成本率仍在上行

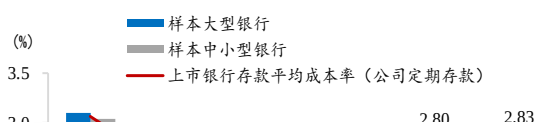
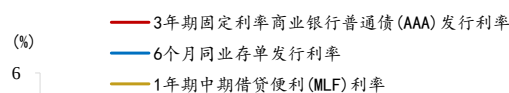


图 15：市场化程度更高的负债部分利率下行



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_5639

