

宏观周报

存款基准利率会下调吗

■ 核心观点

第一，2月21日的中央政治局会议表示，目前疫情蔓延势头得到初步遏制，但全国疫情发展拐点尚未到来。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用，稳健的货币政策要更加灵活适度。这意味着短期货币政策仍将保持较为宽松态势，只有经济出现企稳甚至有所反弹时，货币政策才会有所边际收紧。此外，政策性金融在今年基建等重大项目中将扮演重要角色。

第二，在新的LPR报价体系下，LPR下行的幅度与商业银行负债成本变化紧密相关。总的来看，降准、降低公开市场操作利率和下调存款基准利率是降低商业银行负债成本的主要渠道。其中，存款是商业银行最重要的负债来源，占比超过60%。存款基准利率的下调可以显著降低商业银行的负债成本，这也是市场认为央行应该调整存款基准利率的主要原因。

第三，我们认为下调存款基准利率是央行的一种潜在政策选择。在当前的疫情形势下，考虑到如下两个因素，短期货币政策宽松的路径还是优先降准和SLF-MLF利率下调。其一，在人口老龄化加剧和居民杠杆率持续上升的背景下，如果存款基准利率进一步下调，中长期会加速存款的流失，导致各商业银行加剧对存款的争夺，商业银行存款负债成本未必会显著下降；其二，相比存款基准利率，降准和公开市场操作利率的调整空间更大。

第四，具体的时间窗口上，三月份一方面要公布1-2月经济数据，另一方面会有专项债大量发行，因此是观察是否降准的重要窗口；四月份一方面可以更加明确疫情的发展，另一方面也可以综合评估疫情对一季度的宏观经济冲击，因此是观察是否调整存款基准利率的重要窗口。

本周市场重点

2月21日的中央政治局会议表示，目前疫情蔓延势头得到初步遏制，防控工作取得阶段性成效，但全国疫情发展拐点尚未到来。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用，稳健的货币政策要更加灵活适度。这比2月12日的政治局常委会会议上“要更好发挥积极的财政政策作用”、“要保持稳健的货币政策灵活适度”的提法更加积极。这意味着短期货币政策仍将保持较为宽松态势，只有经济出现企稳甚至有所反弹时，货币政策才会有所边际收紧。此外，政策性金融在今年基建等重大项目中将扮演重要角色。同时，会议指出要积极扩大有效需求，促进消费回补和潜力释放，发挥好有效投资关键作用。这说明将会有更多的需求端政策出台，像汽车消费、基建项目等。

针对疫情对宏观经济的负面冲击，春节过后，货币政策保持持续宽松，通过公开市场操作和MLF净投放流动性超过万亿，7天、14天逆回购利率利率、1年期MLF利率下调10个BP。受此影响，2月20日LPR报价利率实现双降，1年期LPR报价下降10BP，5年期LPR报价下降5BP。在新的LPR报价体系下，LPR下行的幅度与商业银行负债成本变化紧密相关。总的来看，降准、降低公开市场操作利率和下调存款基准利率是降低商业银行负债成本的主要渠道。那么，在央行降准和降低SLF-MLF利率之后，央行是否会通过下调存款基准利率来推动LPR的下行呢？

我们首先来看一下其他存款性公司的负债结构，其他存款性公司包括商业银行、政策性银行、信用社及财务公司等存款类金融机构。其他存款性公司的负债项主要包括吸收存款、同业负债、债券发行、对中央银行负债以及其它负债。截至2019年底，其他存款性公司总负债为289万亿，存款规模为180万亿，占比为62%；同业负债规模为31万亿，占比为11%；来自央行的负债将近10万亿，占比为3.4%；债券发行的规模为28万亿，占比将近10%；其它负债规模40万亿，占比为13.6%。在不同的货币政策操作下，对存款类金融机构负债端成本的影响不同。2020年1月6日，央行宣布全面降准0.5个百分点，降低银行资金成本每年约150亿元；如果存款基准利率下调5个BP，一年可降低存款类金融机构负债成本680亿（存量+增量，增量存款增速每年大约8%，活期存款占比大约为30%）；公开市场操作降息会同时影响来自央行负债的成本和同业负债的成本，但该影响只会影响增量操作，不会影响存量负债的成本，因此规模较为有限。存款基准利率的下调可以显著降低商业银行的负债成本，这也是市场认为央行应该调整存款基准利率的主要原因。

此外，2月19日晚，人民银行刘国强副行长在接受金融时报的专访时表示，存款基准利率是我国利率体系的“压舱石”，将长期保留。未来人民银行将按照国务院部署，综合考虑经济增长、物价水平等基本面情况，适时适度进行调整。这一进步增强市场关于存款基准利率下调的预期。

我们认为下调存款基准利率是央行的一种潜在政策选择。在当前的疫情形势下，考虑到如下两个因素，短期货币政策宽松的路径还是优先降准和SLF-MLF利率下调。具体的时间窗口上，三月份一方面要公布1-2月经济数据，另一方面会有专项债大量发行，因此是观察是否降准的重要窗口；四月份一方面可以更加明确疫情的发展，另一方面也可以综合评估疫情对一季度的宏观经济冲击，因此是观察是否调整存款基准利率的重要窗口。

第一，降低存款基准利率短期的确有助于显著降低商业银行的负债成本，但长期存在不确定性。根据国际经验，在利率市场化的过程，商业银行的存款会流向货币基金、理财产品等金融资产，具体表现为存款的占比下降和增速下行。2010年底，我国存款类金融机构存款负债占比为71%，随着利率市场化的推进，该比例持续震荡下行，目前为62%。各大商业银行为了争夺存款，不得不将存款基准利率进行上浮、优化服务流程等提高增值服务。当前1年期存款基准利率为1.5%，即使上浮30%，收益率也低于以余额宝为代表的货币基金。在人口老龄化加剧和居民杠杆率持续上升的背景下，如果存款基准利率进一步下调，中长期会加速存款的流失，导致各商业银行加剧对存款的争夺，商业银行存款负债成本未必会显著下降。

第二，相比存款基准利率，降准和公开市场操作利率的调整空间更大。存款基准利率自2015年10月以后一直保持在1.5%的水平，最新的一年期MLF利率为3.15%，二者之间存在显著的利率双规。MLF利率高于十年期国债的收益率，显然MLF利率下调的空间更大。我国大型存款类金融机构的存款准备金率为12.5%，不仅显著高于发达经济体（美国3.0%、欧盟1.0%、日本0.8%），在新兴市场经济体中也属于较高的（印尼5.5%、俄罗斯4.8%、印度4.0%），存款准备金率继续下调的空间较大。

上周市场动态

■ 央行公布2019年第四季度中国货币政策执行报告

事件：2月19日，央行发布2019年第四季度中国货币政策执行报告。报告指出，2019年中国经济运行总体平稳，结构持续优化，就业保持稳定，物价结构性上涨特征明显，内外部风险挑战增多，经济下行压力加大。下一阶段要科学稳健把握逆周期调节力度，稳健的货币政策要灵活适度，守正创新、勇于担当，妥善应对经济短期下行压力，同时坚决不搞“大水漫灌”，确保经济运行在合理区间。

点评：针对此次央行发布货币执行报告传达出的信息，关于下一步央行货币政策主要思路，我们有如下观点：1）短期内，对疫情防控的支持是最为重要的工作，因此货币政策整体基调依然是稳健偏宽松，为银行体系提供充裕的流动性，支持企业复工复产，对冲当前经济下行压力；2）中期内，货币政策致力于解决结构性、周期性问题，引导金融机构加大对小微、民营企业和制造业的信贷支持，房地产调控方面的口径也没有改变，虽然存在疫情的短期冲击，但目前看“房住不炒”、“因城施策”仍是接下来一段时间房地产调控的主基调；3）长期看，政策思路为促进利率市场化，完善LPR传导机制，疏通货币政策从资金市场向实体经济的传导，切实降低企业融资成本。未来货币政策将在

稳增长、调结构、防风险之间保持动态平衡。

■ 1月信贷社融数据发布

事件：2月20日，央行官网公布了2020年1月金融统计数据和社会融资规模增量统计数据。1月新增信贷3.34万亿元，新增社融增量5.07万亿元，同比增速持平10.7%，超出市场预期。

点评：1月社融超预期，说明疫情影响还未显现。从结构看，支撑1月社融的主要是基建，相配套的委托贷款和信托贷款也存在边际回升；1月新增信贷比去年同期天量信贷减少744亿，主要是因为今年春节时间较早，实际工作天数少于去年同期，而企业短期贷款、中长期贷款以及居民中长期贷款均好于去年同期；政府债券好于去年同期，同时财政部发布消息将加快地方政府债券发行使用进度，随着第二批专项债额度下达，后续政府债券有一定支撑。综合来看，一月社融平稳，随着后续逆周期调节政策发力，对接下来社融增速也不必过于悲观。

■ 人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议

事件：2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议要求，2020年，金融市场业务条线要重点做好以下工作：一是促进金融市场平稳健康发展；二是保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行；三是多措并举，彻底化解互联网金融风险，建立完善互联网金融监管长效机制；四是采取量化目标、改革完善政策环境和约束机制、提升服务能力等措施，进一步缓解小微企业融资难融资贵；五是聚焦深度贫困地区，持续加大金融资源投入，巩固脱贫成果，确保高质量脱贫。研究建立解决相对贫困长效机制；六是加大对制造业、科技创新、乡村振兴、区域协调发展等重点领域和薄弱环节金融支持，防范化解地方政府债务风险。

重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

	最新值 (2020.02.21)	最新值分位	本周均值 (2020.02.17-02.21)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	1.42	71.4%	1.54	71.8%	-4.09	-25.18
R007	2.17	69.4%	2.28	71.0%	-3.89	-30.93
SHIBOR:3M	2.49	76.4%	2.51	76.3%	-12.84	-23.03
1年期国债收益率	1.93	70.7%	1.94	70.8%	-4.75	-29.51
10年期国债收益率	2.85	65.7%	2.87	66.0%	4.64	-24.69
1年期国开债收益率	2.13	68.7%	2.07	67.8%	5.82	-38.97
10年期国开债收益率	3.27	68.5%	3.28	68.3%	3.05	-27.61
美元兑人民币:中间价	7.02	72.4%	7.00	71.9%	0.20%	0.90%
美元指数	99.35	67.6%	99.50	65.7%	1.50%	4.40%

资料来源：WIND，平安证券研究所

报告作者：

证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）

证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）

研究助理：郭子睿 一般从业资格编号：S1060118070054 电话（010-56610360）邮箱（GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资或其发行的证券。

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_7036

