

“小步慢跑”的降息周期

报告摘要

11月18日，央行开展1800亿7天逆回购操作，中标利率下调5bp至2.5%。我们从三个角度理解这次操作的含义：

● **完善政策利率调控的必要一步。**2016年MLF工具推出之后，在2017-2018年加息周期中，MLF和OMO利率都是同步变动的。11月5日央行调降MLF利率5bp之后，OMO利率与之同步降低符合此前规律。从货币政策调控框架的角度来讲，7天逆回购利率具有更加基础性的作用。在本次LPR制度改革中，央行的表述是“按公开市场操作利率加点形成的方式报价，其中公开市场操作利率主要指MLF利率”，但以1年期的政策利率作为利率调控的“锚”，与国际主要央行的政策利率设定格格不入。中国人民银行从2015年年底开始打造利率走廊，就是希望将短期利率的波动稳定下来，作为未来通过收益率曲线进行货币政策传导的根基。目前MLF与7天逆回购利率共同作为政策利率的“锚”，应当是同步变动的。

● **负债成本刚性成为贷款利率下行的梗阻。**经过2017-2018年的公开市场利率加息之后，影响银行负债端的主要政策利率——存款基准、逆回购、MLF利率均未下调。但银行的负债结构却更加偏向于利率市场化的成分：2017年以后银行资金来源中，来自存款的比例降至低位（约为73%），且存款当中来自结构性存款的比例显著攀升（从4%最高上升至6.7%）。这带来的结果是，银行负债成本趋于上升，同时商业银行的利润率持续走低（期间银行净息差缓慢回升，但未能阻止利润率下移），最终导致贷款实际利率居高难下。LPR机制改革是疏通上述梗阻的重要一环，构建了从公开市场操作利率到贷款利率的传导机制。目前，存款基准利率已经长期处于低位，且从减弱对银行净息差迅猛冲击的角度来考虑可能还会持续如此，因此唯有降低公开市场操作利率能够形成更加有效的传导。

● **降息周期只能“小步慢跑”。**尽管“经济下行压力持续加大”，但当前中国的货币政策依然面临“通胀”和“汇率”两大掣肘。作为2017-2018年加息周期的逆向过程，目前通胀和汇率的状况都比当时要严峻许多，2017年CPI同比只有1.8%，美元兑人民币汇率在2018年初一度升破6.3。加之为珍惜“正常的货币政策空间”，为未来储备更多弹药的考量，决定了本轮央行降息周期只能是“小步慢跑”。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



2019年11月18日，央行开展1800亿7天逆回购操作，中标利率较上期下调5bp至2.5%。我们从三个角度理解这次操作的含义：

1、完善政策利率调控的必要一步

2016年MLF工具推出之后，在2017-2018年的加息周期中，MLF和OMO利率都是同步变动的。11月5日央行调降MLF利率5bp之后，OMO利率与之同步降低符合此前规律（图表1错误!未找到引用源。）。从货币政策调控框架的角度来讲，7天逆回购利率具有更加基础性的作用。在本次LPR制度改革中，央行的表述是“按公开市场操作利率加点形成的方式报价，其中公开市场操作利率主要指MLF利率”。但以1年期的政策利率作为利率调控的“锚”，与国际主要央行的政策利率设定格格不入。中国人民银行从2015年年底开始打造利率走廊，就是希望将短期利率的波动稳定下来，作为未来通过收益率曲线进行货币政策传导的根基。目前，7天逆回购利率与MLF利率作为政策利率的“锚”，应当而且可以是同步变动的。

2、负债成本刚性成为贷款利率下行的梗阻

本次央行下调MLF利率的直接触发因素是，10月LPR报价未能进一步降低，表明银行继续主动压缩风险溢价的难度较大。且在8、9月份LPR报价累计降低10bp的情况下，三季度金融机构一般贷款加权平均利率不降反升，尽管其中有贷款结构调整的因素（贷款偏向利率中枢偏高的小微企业、房地产贷款政策收紧导致利率上行），但也体现出降低贷款实际利率面临梗阻。

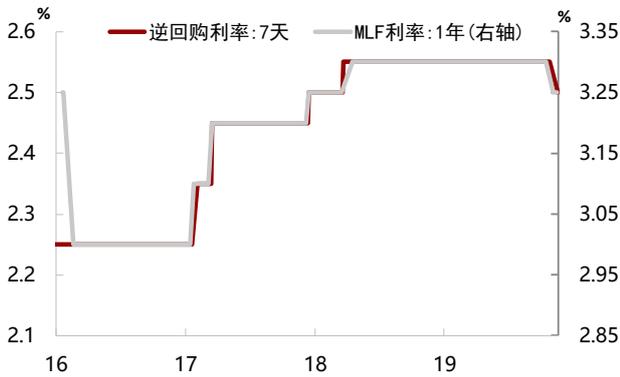
其症结主要在于银行负债成本刚性。经过2017-2018年的公开市场利率加息之后，影响银行负债端的主要政策利率——存款基准、逆回购、MLF利率均未下调（图表2）。但银行的负债结构却更加偏向于利率市场化的成分：2017年以后银行资金来源中，来自存款的比例降至低位（约为73%），且存款当中来自结构性存款的比例显著攀升（从4%最高上升至6.7%）（图表3错误!未找到引用源。）。这带来的结果是银行负债成本趋于上升，同时商业银行的利润率持续走低（在此期间，银行净息差缓慢回升，但未能阻止利润率下移，图表4）。最终的结果就是，贷款实际利率居高难下。2018年下半年央行一波轰轰烈烈的“宽货币”，也并未自然传导至实体经济融资成本的降低（图表5）。

LPR机制改革是疏通上述梗阻的重要一环，构建了从公开市场操作利率到贷款利率的传导机制。那么下一步就是逐步下调公开市场操作利率。目前，存款基准利率已经长期处于低位，且从减弱对银行净息差迅猛冲击的角度来考虑可能还会持续如此，因此唯有降低公开市场操作利率能够形成更加有效的传导。

3、降息周期只能“小步慢跑”

尽管“经济下行压力持续加大”，但当前货币政策依然面临“通胀”和“汇率”两大掣肘。通胀方面，本轮猪价尽管可能在明年年中见顶，但除非猪瘟疫苗有效推出，否则猪价回落的幅度可能较为有限。这就不同于过去猪周期“触顶折返”的模式，从而决定了明年下半年CPI同比回落幅度或许有限（图表6）。此外，明年下半年粮食价格还会面临草地贪夜蛾的威胁，有粮价接棒猪价上涨的风险。因此，货币政策需着力避免“通胀预期发散”，很难在宽松上迈出大的步子。汇率方面，当前人民币汇率仍然徘徊在7以上，面临中美贸易谈判的高度不确定性，也需要很好地管理人民币汇率预期。因此，作为2017-2018年加息周期的逆向过程，目前通胀和汇率的状况都比当时要严峻许多，2017年CPI同比只有1.8%，美元兑人民币汇率在2018年初一度升破6.3。加之为珍惜“正常的货币政策空间”，为未来储备更多弹药的考量，决定了本轮央行降息周期只能是“小步慢跑”。

图表 1: 2017-2018 年加息中 OMO 和 MLF 同步



来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 2: 主要政策利率此前并未下调



图表 3: 银行资金来源更偏向于利率市场化成分

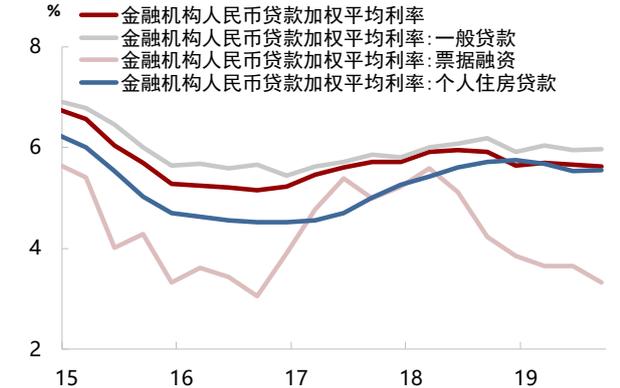


来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 4: 净息差回升并未阻止银行利润率下滑

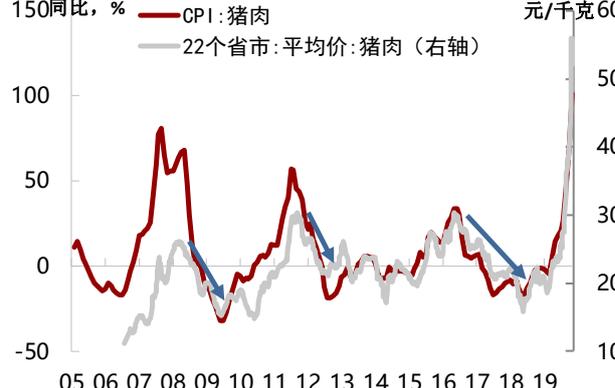


图表 5: 金融机构贷款加权利率居高难下



来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 6: 以往猪周期中猪价都是“触顶折返”



免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使⽤，且对于接收客户而言具有相关保密义务。本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本

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_8886

