



联讯证券专题研究

央行“降息”的逻辑与演变

2019年11月18日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

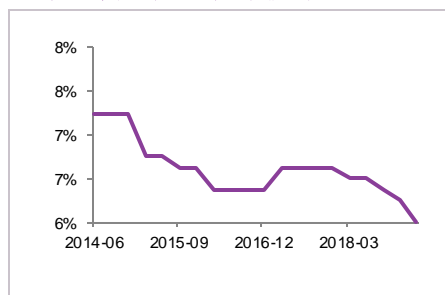
分析师：钟林楠

执业编号：S0300519110001

电话：

邮箱：zhonglinnan@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《评 10 月进出口数据：贸易顺差可能再度

收窄》2019-11-08

《物价分析手册》2019-11-08

《评 10 月物价数据：CPI 同比 11 月可能

突破 4》2019-11-09

《评 1113 国常会下调部分基建项目资本

金比例要求》2019-11-13

《增长的下限》2019-11-14

央行“降息”的逻辑与演变

从效果上来看，这一次 OMO 和 MLF 利率下调 5BP，实际的影响相对有限，可能更主要的是信号意义，释放货币将加强逆周期调控的信号，修正市场的预期。

如果沿着这种思路去推演，那么未来在降成本稳增长真正出效果之前，央行可能还会有若干次的调降，而其调降幅度由于要“警惕通胀预期的扩散”、“主动维护好少数几个常态型货币政策国家的地位”，可能会相对有限。

对债市而言，这一次 OMO 利率的调降是一次强有力的刺激，但调降利率宽货币是为了稳增长，在“MLF—LPR”的新传导路径与未来（最迟明年一季度）宽财政的配合下，这一次稳增长的效果可能会明显好于 2018 年，利率可能很难突破这一轮牛市的低点，在交易盘盛行的市场结构下，波动也会比较大，信用可能是更优的选择。

风险提示：货币政策超预期



图表目录

图表 1: 银行的存款成本率在上涨.....	3
图表 2: R007 会带动银行同业负债成本下降.....	4



在 11 月上旬央行调降 MLF 利率之后，OMO 利率在今天也随之下调了 5BP。消息出来后，国债期货合约直线拉涨，涨幅最高一度飙升至 0.47%。

在 MLF 调降后，我们曾经认为：因为调降 MLF 的利率是为了引导 LPR 下行，而 OMO 是资金利率的锚，对 LPR 的影响不大，调低引导资金利率下行，会扩张市场的套息空间，诱导金融机构加杠杆行为。

所以在短期内，央行不会调整 OMO，而会选择压缩 OMO 与 MLF 之间的利差，来达到降成本与防风险的双重目标。

这种分析，现在反思来看，

1) 低估了稳增长在央行货币政策目标中的重要性与位序，稳增长可能在现阶段央行货币政策的首要任务。

从 10 月份的 PMI 创下今年 2 月份以来新低，新增社融弱于季节性，工业增加值、消费和固定资产投资均低于预期等宏观经济指标来看，现在实体经济的增长动能依然偏弱。

加上全球经济的弱势与地缘政治的影响，新增专项债发行（宽财政）迟迟不见，经济下行的压力有所加大。

而 2020 年又是全面建成小康社会的最后一年，国民生产总值和人均收入翻一番的目标要实现，需要央行货币政策的配合，三季度货币政策执行报告中，央行提出要“加强逆周期调控的力度”可能正是此意。

2) 过度看重“防风险”，忽视了 OMO 利率调整后可能带来的传导效应。引导 LPR 下调不能仅靠调整 MLF 利率，想办法降低银行的负债成本，并施以政策压力，推动银行降低信贷利率，可能才是更可持续的手段。

LPR 的下调说到底，还是要想办法把银行的负债成本降下来，让银行有动力去压缩 LPR 与 MLF 之间的利差。

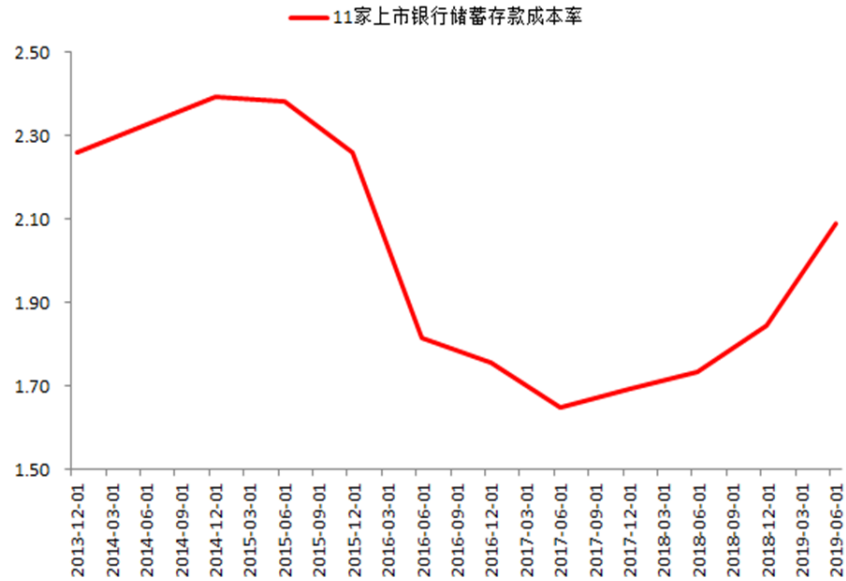
因为 MLF 利率毕竟是政策利率系列中的重要组成部分，如果不降成本，靠 MLF 的牵引，一步一调，那么即使 LPR 与实体融资成本下来了，中国珍贵的货币政策空间也会被大量消耗。

真正可持续的是两步走，政策利率主动牵引和降低银行负债成本、银行主动压缩利差一起来，让政策利率下调发挥出“举一反三”的效果。

从银行负债组成结构来看，银行的负债主要由同业负债和存款负债两部分组成，存款负债在各家银行机构抢规模、揽储的压力下，很难降下来。

在“净值理念”深入人心前，做存款端的利率市场化改革的时机也尚未成熟（反而会推高存款利率），所以要降这部分，需要靠监管管理负债端的不规范高息揽储行为，打击“假”结构化存款就是这个道理。

图表1： 银行的存款成本率在上涨



资料来源：联讯证券，wind

但这种方式见效慢，下调的幅度可能也有限。因为存款负债高成本的根源——银行要规模、缺负债的问题没有得到解决，“假”结构性存款不让做，还会有其他高息工具，比如大额存单等。

因此，要在中短期见效且能取得相对偏高降幅的手段，就要去想办法降低银行的同业负债成本。

调降 OMO 利率并辅之以适当的流动性投放等手段，可以先作用于 DR007、R007 等短期资金利率，再通过收益率曲线，传导到更长期限的同业负债利率上，从而降低银行的同业负债成本。

图表2： R007 会带动银行同业负债成本下降



资料来源：联讯证券，wind

现在临近年末，银行为满足 LCR 等流动性监管指标，会倾向于提升同业存单发行利率来冲量，负债成本更可能出现季节性的回升，更需要央行有所行动。



近期市场传言有银行因为上调存单发行利率而被监管机构窗口指导，可以看做是监管机构管理银行负债端，避免负债成本大幅上涨的体现。

从效果上来看，这一次 OMO 和 MLF 利率下调 5BP，实际的影响相对有限，可能更主要的是信号意义，释放货币将加强逆周期调控的信号，修正市场的预期。

如果沿着这种新思路去推演，那么未来在降成本稳增长真正出效果之前，央行可能还会有若干次的调降，而其调降幅度由于要“警惕通胀预期的扩散”、“主动维护好少数几个常态型货币政策国家的地位”，可能会相对有限。

对债市而言，这一次 OMO 利率的调降是一次强有力的刺激，但调降利率宽货币是为了稳增长，在“MLF—LPR”的新传导路径与未来（最迟明年一季度）宽财政的配合下，这一次稳增长的效果可能会明显好于 2018 年，利率可能很难突破这一轮牛市的低点，在交易盘盛行的市场结构下，波动也会比较大，信用可能是更优的选择。

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_8920

