

## 存款利率市场化渐行渐近

### 相关研究：

1. 《全面降准，加强跨周期调节》 2021.12.07
2. 《海外加息预期增强不改国内央行政策基调》 2022.02.07
3. 《清明经济表现低迷，国常会再提宽松政策》 2022.04.07
4. 《小幅降准加速落地》 2022.04.18
5. 《增量政策箭在弦上，地产互联网迎来转机》 2022.05.05

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号  
中国人寿金融中心10楼

### 核心要点：

#### □ 事件

5月9日，央行发布2022年一季度中国货币政策执行报告。

#### □ 稳增长是货币政策当前首要目标

近期召开的中央政治局重申了今年经济发展的困境，经济下行，通胀相对可控是当前经济周期运行的主要特征，而经济增速又会影响就业，因此货币政策的首要目标是稳增长。稳增长的关键在于稳实体经济，根据货币政策报告的表述，目前“餐饮、零售、旅游等接触型消费转弱，部分投资领域仍在探底；一些企业出现停产减产，市场主体困难明显增加；货运物流和产业链供应链运转出现摩擦，经济循环畅通遇到制约”。面对实体经济出现的种种困难，我们认为货币政策还应继续发力、提前发力，尤其是通过总量和结构性工具纾困处于产业链中下游的中小企业和民营企业。

#### □ 存款利率市场化渐行渐近

本次货币政策报告的专栏3《建立存款利率市场化调整机制》是一大看点。首先，存款利率市场化调节机制参考的是10年期国债收益率和1年期LPR贷款市场利率。其次，存款利率市场化调整机制对银行的指导是柔性的。再者，对于存款利率市场化调整及时高效的金融机构，人民银行给予适当激励。

我们认为，以10年期国债收益率和1年期LPR为利率锚做到了长短兼顾，而“柔性”给予了不同银行的调整弹性，以便于根据每家银行自身的发展特性自主决定实际的调整幅度，这也呼应了“市场化”的本意。但同时行业给予适当奖励也意在鼓励金融机构尽快尽早的进行存款利率市场化调整，而这些奖励也可能会影响宏观审慎评估的结果，因此虽说是“柔性”，但对金融机构的响应速度和力度在某种程度上也起到了“刚性”的约束。

#### □ 负债成本下降才能带动贷款利率下降

自去年下半年以来，货币宽松工具持续加码，但效果欠佳，原因在于传统不畅。2015年以后商业银行净息差呈下降趋势，且近几年基本稳定在2%附近，反观银行业市场交易最活跃的10年期国债，其到期收益率保持在3%附近，高于净息差收益。若非信贷业务的盈利水平高于信贷业务，金融机构便会倾向于非信贷业务，由此资金也就越容易在金融体系内淤积并形成空转，而实体经济获得的信贷规模相应减少。只有负债成本降下来了，信贷的利率才能相应下降，这也是目前要着力推进存款利率市场化的意义所在。

#### □ 风险提示

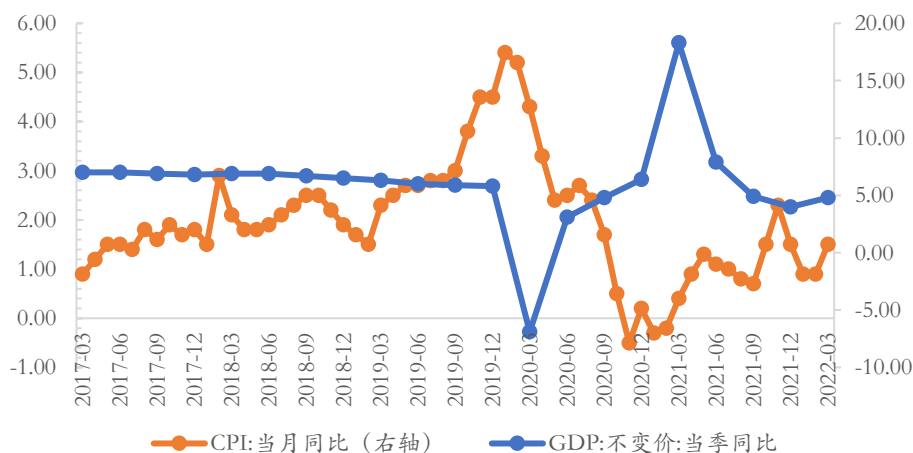
国内疫情持续；政策超预期。

## 1 稳增长是货币政策当前首要目标

在疫情持续肆虐叠加地缘政治冲突的背景下，全球经济陷入低迷，中国也难以独善其身，近期召开的中央政治局上也指出了今年经济发展的困境，并在“三重压力”之上又强调了“三性”，即复杂性、严峻性和不确定性。

从货币政策的角度看，我国货币政策虽然受多重目标的约束，但稳经济和抗通胀无疑是其中的核心目标。基于当前经济的运行周期表现观测，经济下行的压力要显著高于通胀压力。我国一季度 GDP 同比增速录得 4.8%，较两年平均增速 5.1% 的水平有所下滑，且低于全年 5.5% 的目标，但 CPI 维持低位，一季度同比增速分别录得 0.9%、0.9% 和 1.5%，PPI 也已从高位回落，且在去年高基数影响下，今年也将维持低位。可见，经济下行，通胀相对可控是当前经济运行的主要特征，而经济增速又会影响就业，因此货币政策的首要目标是稳增长。

图 1 我国经济增速和通胀走势 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

稳增长的关键在于稳实体经济，根据货币政策报告的表述，目前“餐饮、零售、旅游等接触型消费转弱，部分投资领域仍在探底；一些企业出现停产减产，市场主体困难明显增加；货运物流和产业链供应链运转出现摩擦，经济循环畅通遇到制约”。面对实体经济出现的种种困难，我们认为货币政策还应继续发力、提前发力，尤其是通过总量和结构性工具纾困处于产业链中下游的中小企业和民营企业。

## 2 存款利率市场化渐行渐近

货币政策报告中的专栏通常是值得重点关注的，本次货币政策报告中，专栏3《建立存款利率市场化调整机制》是一大看点。

首先，存款利率市场化调节机制参考的是10年期国债收益率和1年期LPR贷款市场利率。其次，存款利率市场化调整机制对银行的指导是柔性的。再者，对于存款利率市场化调整及时高效的金融机构，人民银行给予适当激励。我们认为，以10年期国债收益率和1年期LPR为利率锚做到了长短兼顾，而“柔性”给予了不同银行的调整弹性，以便于根据每家银行自身的发展特性自主决定实际的调整幅度，这也呼应了“市场化”的本意。但同时行业给予适当奖励也意在鼓励金融机构尽快尽早的进行存款利率市场化调整，而这些奖励也可能会影响宏观审慎评估的结果，因此虽说是“柔性”，但对金融机构的响应速度和力度在某种程度上也起到了“刚性”的约束。

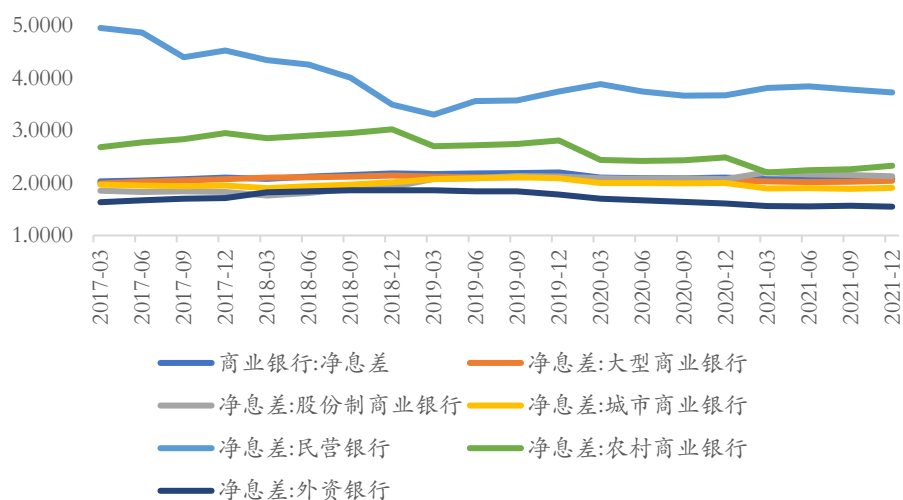
自去年下半年以来，货币宽松工具持续加码，其中既有降准降息等总量型工具，也有碳减排、支小支农等结构性工具，但从效果看仍不甚理想，实体经济仍然疲软。原因在于货币之水从金融体系向实体经济传导过程中可能面临传统不畅的问题。从我国货币政策传导路径看，放水首先是由央行放给金融机构，然后再由金融机构放给实体经济，所以由央行放水必然要经过金融机构这一层，而金融机构也存在盈利动机，因此央行放水无法直达实体经济。进一步分析，金融机构会根据盈利水平的评估来决定业务的选择，若非信贷业务的盈利水平高于信贷业务，便会倾向于非信贷业务，由此资金也就越容易在金融体系内淤积并形成空转，而实体经济获得的信贷规模相应减少。去年年末，商业银行净息差为2.08%，2015年以后商业银行净息差呈下降趋势，且近几年基本稳定在2%附近，反观银行业市场交易最活跃的10年期国债，其到期收益率虽然近期有所下滑，但也保持在3%附近，仍要高于净息差收益。此外，不同的商业银行也存在着净息差的差异，净息差最高的是民营银行，去年年末达到3.72%，净息差最低的是外资银行，去年年末仅1.55%，大型商业银行和股份制银行分别为2.04%和2.13%。这表明商业银行等金融机构会根据对自身的盈利预期调整重点开展的业务类型，而当前若想让更多的货币之水以信贷的方式流向实体经济，必然首先需要缓解金融机构的成本端束缚，只有负债成本降下来了，信贷的利率才能相应下降，这也是目前要着力推进存款利率市场化的意义所在。

图 2 银行净息差与 10Y 国开到期收益率 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 3 不同类型商业银行净息差比较 (%)



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\\_41609](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41609)

