

近期债券市场重回低波动，10年期国债持续在2.85%上下窄幅波动。本周五市场关于存款利率下调的讨论再起，一度引发债券市场波动加大。存款利率调整对债市究竟意味着什么，是否如直觉那般，存款利率下调就意味着债市走牛？我们分两个层面来探讨这个问题：首先，存款利率下调是否必然意味着银行负债成本下移；其次，存款利率下调是否必然意味着利率债下行空间打开。

**下调存款利率，银行负债成本随之下降？复杂现实给出的答案是“不必然”**  
理论上存款利率下调直接降低银行负债端成本，再通过FTP机制，压低银行资产收益率。存款利率下调，客观上会带来全社会的利率中枢下移。

然而现实中存款利率下降有两个副作用，存款利率下调影响更复杂：

**(一) 存款定期化。**存款从活期转定期，期限拉长，银行负债成本不必然下降。

**(二) 存款流失。**存款利率下调之后，居民或选择如购买理财等，追逐更高收益。

此外，若部分银行存款利率下调，还有可能导致存款在不同银行之间转移，从而抑制存款利率下调的效果。

**下调存款利率，利率债必然迎来下行么？历史经验给出答案是“不必然”。**

部分市场观点认为，存款利率下调会减轻银行负债压力，从而有助于推动降息落地，带动利率债下行。历史经验并不支持这一逻辑推断。

**历史经验显示，存款利率下调之后，并不必然跟进LPR调降。**

2022年国有大行存款利率两次下调，一次在4月，另一次在9月。2022年4月，国有大行等下调存款利率，随后5月仅仅调降了5年期以上LPR利率，并没有全面降息。同年9月，大行下调存款利率后，央行也没有进行降息。

**交易规律显示，存款利率调降往往对应长债利率短期内上行。**

2015年至今共实施7次存款利率下调。回顾了这7次存款利率下调之后10年期国债表现，我们发现存款利率调降之后，短期内10年期国债利率更大概率出上行走势，而非下行趋势。

对于当前市场热议的存款利率下调，并期待利率下调之后债市迎来一轮牛市。基于复杂的金融定价体系以及存款利率下调历史表现，我们认为需要充分评估存款利率下调可能性，及其对债市影响。

**本周资金面整体继续宽松，质押式回购成交量一度突破8万亿。**

**本周资金面整体继续宽松。**尽管央行月初持续大规模回笼资金，但资金面整体仍然宽松，DR001回升至1.3%左右，DR007在1.8%-2.0%区间波动。

**质押式回购成交规模再突破8万亿，再创年内新高。**周四、周五两个交易日，国有大型商业银行逆回购规模高达4.1万亿，净融出规模突破3.8万亿，再创年内新高，其中，农商行、证券公司、基金产品的融入资金力度加大。

**同业存单发行规模环比回升，国有大行集中发行期限为3个月同业存单。**本周同业存单净发行规模577亿元，环比明显回升。其中，国有大型商业银行同业存单净发行规模转正，主要是期限为3个月同业存单发行规模较大。

**下周关注：3月金融数据或有放量，税期对资金面带来扰动。**

预计下周金融数据出炉，3月票据利率指向信贷数据较好；税期渐进扰动资金面。

**风险提示：**地缘政治发展超预期；货币政策超预期；海外货币政策超预期。



**分析师 周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

**研究助理 吴彬**

执业证书：S0100121120007

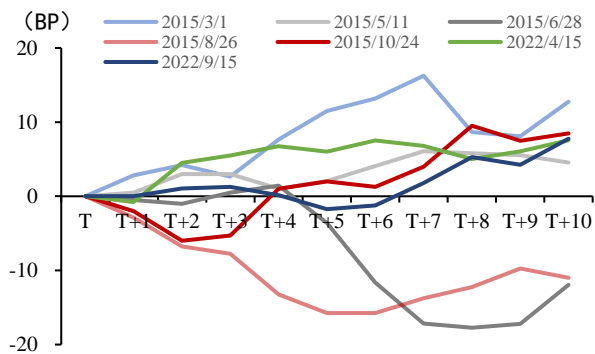
电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

## 相关研究

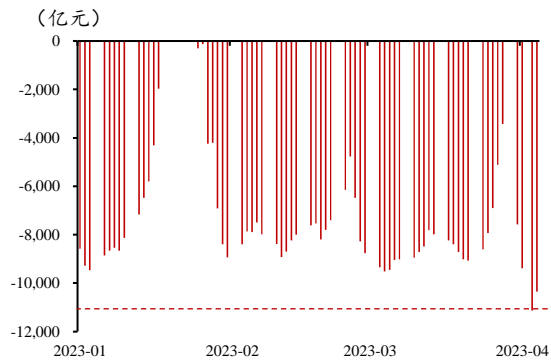
- 1.宏观专题研究：汇率贬值压力下还会降息吗？-2022/10/27
- 2.9月财政数据点评：财政“疲态”的两点启示-2022/10/26
- 3.宏观专题研究：四季度美债利率或在4%-2022/10/25
- 3.9月经济数据点评：如何理解9月出口和经济数据-2022/10/24
- 4.全球大类资产跟踪周报：美债收益率再创新高，人民币汇率承压-2022/10/23
- 5.月度高频数据追踪：数据真空期，我们需要关注什么-2022/10/20

图 1：调整存款利率后，10 年期国债收益率变动



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：证券公司质押式回购净融出规模



资料来源：wind，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026