

- ▶ 我国货币政策利率传导机制的演进大致可以分为三个阶段：
- ▶ 第一阶段：2014年以前，货币政策框架“重数量、轻价格”，利率传导具有明显的多轨制特征，存贷款利率与金融市场利率的相关性偏弱。
- ▶ 第二阶段：2014年-2019年，价格在货币政策框架中的重要性上升，利率传导由多轨制转向双轨制，存贷款利率与金融市场利率的相关性有所上升。
- ▶ 第三阶段：从2019年LPR改革开始，央行建立起“MLF-LPR-存贷款利率”的传导机制，存贷款利率与金融市场利率的相关性进一步加强。

- ▶ 虽然央行围绕LPR先后建立了对存、贷款利率的映射机制，但2022年以来银行净息差仍在持续压缩。**根据定量测算**，以上市银行为样本，如果LPR下调带动所有贷款、债券和存款利率立刻下调10BP，**上市银行净息差的收窄幅度仅1.1BP。**

- ▶ **然而现实情况更复杂**，几项因素导致当前基于“MLF-LPR”的机制对银行资产/负债端的影响并不对称，银行净息差随政策利率下降面临持续压缩的压力，例如存款利率的下调幅度相对贷款更小、时间更滞后；存量贷款利率的调整速度比存量存款利率更快；存款加速定期化和协议存款等削弱了存款利率下调对银行负债成本的改善效果等。

- ▶ **基于上述情况，利率传导机制可能出现哪些新变化？可能的情形是：**MLF与LPR的联动性相对下降、不对称调整LPR的频率提升、5年-1年期LPR利差压缩、债券期限利差中枢下移、MLF利率调降节奏调整、流动性分层压力上升、进一步完善存款利率自律管理。

- ▶ **风险提示：**央行货币政策调整，商业银行监管指标调整

**分析师 赵宏鹤**

执业证书：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师 吴彬

执业证书：S0100523120005

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

- 1.2024年1-2月经济数据点评：开年数据超预期原因和影响-2024/03/19
- 2.国内经济高频周报：3月第2周：开年经济表现如何？-2024/03/17
- 3.流动性跟踪双周报：“不降息+连续缩量”释放什么信号？-2024/03/17
- 4.全球大类资产跟踪周报：铜价大涨的宏观信号-2024/03/16
- 5.2024年2月金融数据点评：信贷少增：是盘活存量还是需求不足？-2024/03/16

目录

1 我国利率传导机制演进的三个阶段	3
2 当前机制的“新问题”：银行净息差持续压缩	4
3 利率传导机制可能出现哪些新变化?	7
4 风险提示	9
插图目录	10

1 我国利率传导机制演进的三个阶段

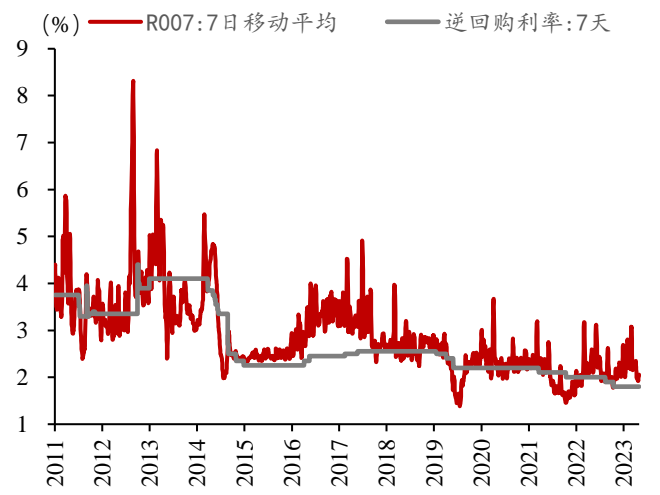
现代央行的货币政策传导路径是“中央银行—银行间市场短期政策利率—金融市场中其他期限和品类的利率—银行存贷款利率”。受经济发展阶段、金融市场成熟度等因素影响，我国货币政策利率传导机制的演进大致可以分为三个阶段：

第一阶段：2014 年以前，货币政策框架“重数量、轻价格”，利率传导具有明显的多轨制特征，存贷款利率与金融市场利率的相关性偏弱。

一是短端利率缺锚，2014 年之前，质押式回购加权利率波动较大，与央行逆回购利率的偏离度较高。二是金利率定价机制不成熟，各个市场之间利率联动性不强，例如货币市场利率波动较大导致对债券利率曲线的指示意义有限，而刚性兑付又导致债券利率对贷款利率的指示意义也有限。这种情况下，存贷款利率与市场利率的相关性偏弱，更多依赖于央行直接调整存贷款基准利率，利率传导机多轨制的特征显著。

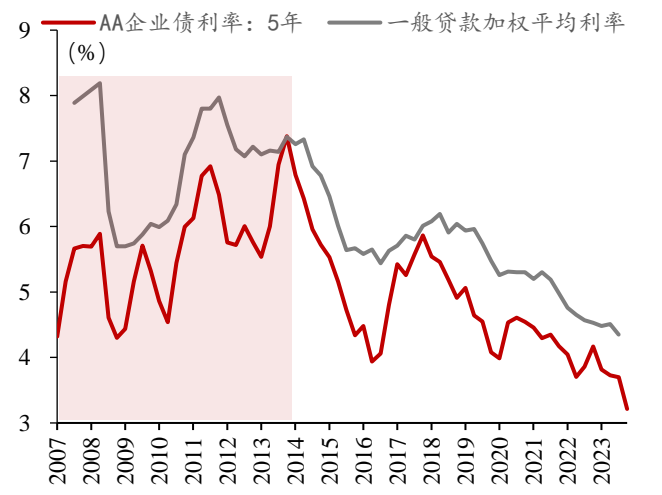
这一阶段的宏观背景是，我国国际收支持续大额双顺差，外汇储备快速积累，央行主要通过数量型工具如准备金率、央行票据、正逆回购等调控基础货币，利率工具调控的重要性相比于其它工具并不突出。

图1：2014 年以前 R007 波动大、与政策利率偏离度高



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2014 年以前企业贷款与债券利率相关性偏弱



资料来源：wind，民生证券研究院

第二阶段：2014 年-2019 年，价格在货币政策框架中的重要性上升，利率传导由多轨制转向双轨制，存贷款利率与金融市场利率的相关性有所上升。

这一阶段，央行通过丰富和完善工具组合，逐步确立了以逆回购为短端政策利率引导货币市场利率（DR007）、MLF 为中期政策利率引导债券市场利率的传导机制，同时增强了主动提供基础货币的能力，确保银行体系流动性合理适度，但存贷款利率与金融市场利率仍然没有密切联系起来。

这一阶段的宏观背景是，外需对国内经济的贡献有所下降，利率敏感度较高的

房地产等内需产业开始主导国内经济，通过利率工具调节经济内生动能的重要性提高。对应到货币端，央行发行货币的价值“锚”由外汇过渡为对存款性金融机构的债权，政策利率对金融市场利率的引导体系基本形成。

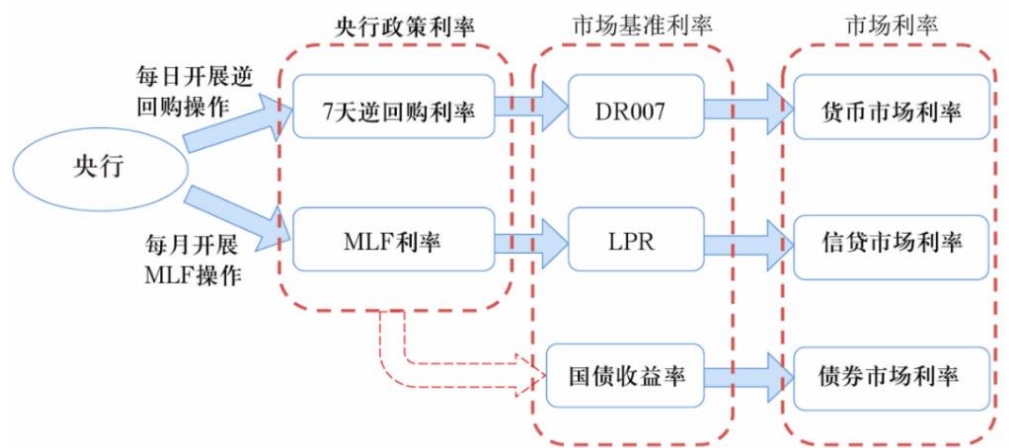
第三阶段：从 2019 年 LPR 改革开始，央行建立起“MLF-LPR-存贷款利率”的传导机制，存贷款利率与金融市场利率的相关性进一步加强。

2019 年 8 月，央行建立“MLF-LPR-贷款利率”的贷款利率市场化传导机制，并且将 LPR 分为 1 年期和 5 年期以映射短期和中长期贷款利率。2022 年 4 月，央行进一步建立“MLF-1 年期 LPR&10 年期国债收益率-存款利率”的存款利率市场化传导机制。

这一阶段的宏观背景是，国内经济结构加速转型，既需要加强房地产调控，又需要加大对经济高质量发展的重点领域和薄弱环节的支持力度。鉴于此前利率走廊搭建基本完成，央行率先启动了贷款利率的市场化，取消了贷款基准利率。

相比之下，存款利率市场化的推进节奏偏慢，存款基准利率依然保留，金融市场利率与存款利率之间的传导仍不紧密。**数次降息后，银行净息差持续下降，加速了 2022 年存款利率市场化机制的完善。**

图3：利率传导机制图



资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

2 当前机制的“新问题”：银行净息差持续压缩

虽然央行围绕 LPR 先后建立了对存、贷款利率的映射机制，但是 2022 年以来银行净息差仍在持续压缩。这是什么原因？我们先做一个定量测算，以上市银行为样本，测算 LPR 调整对银行净息差的静态影响。

首先测算 LPR 下调对资产端的静态影响：假设存量贷款的利率立刻调整，1 年期 LPR 每下调 10BP，银行净息差收窄 4.7BP，其中股份行下降 5.2BP、幅度最大，城商行和农商行分别下降 4.9BP、4.8BP，国有行下降 4.5BP、幅度最小；5 年期 LPR 每下调 10BP，银行净息差下降约 1.4BP，其中国有行下降 1.6BP、幅度最

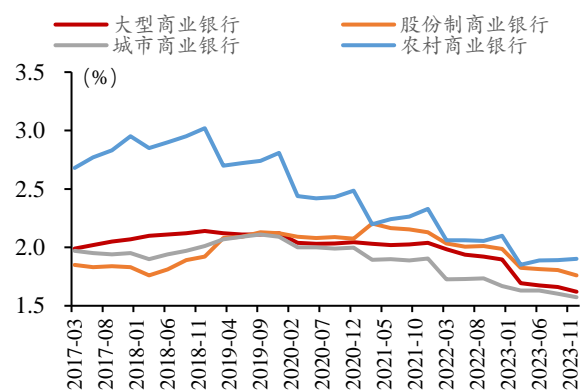
大，股份行、农商行降幅依次减小，城商行下降 0.7BP、幅度最小。

MLF、LPR 等政策利率下调还会带动债券收益率下行，我们同步测算债市收益率曲线下移对银行净息差的静态影响：假设银行金融投资中 90%的底层资产是债券，若政策利率下降后，所有债券收益率曲线向下平移相同幅度，那么政策利率每下降 10BP，银行净息差下降 2.3BP，其中城、农商行下降 2.8BP，国有行和股份行均下降 2.2BP。

相比之下，OMO、MLF 下调对负债端的改善较为有限：假设上市国股行向央行的借款全部来自 OMO、MLF (实际情况可能远低于此)，那么 OMO 和 MLF 每同步下调 10BP，国股行的净息差改善仅 0.2BP，而大部分城、农商行不在一级交易商范围内、OMO、MLF 下调对其负债端改善更不明显。

因此，需要及时调整存款利率：假设银行所有存款利率立刻同步下调 10BP，不考虑存款定期化或分流等的影响，商业银行净息差改善约 7.3BP，其中国有行改善 7.6BP、幅度最大，农商行改善 7.4BP 次之，股份行和城商行仅改善 6.6BP。

图4：商业银行净息差情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：利率下调对银行净息差的影响

银行净息差变动(BP)	1年期LPR 下调10BP	5年期LPR下 调10BP	债券收益率下 降10BP	OMO\MLF 下调10BP	存款利率 下调10BP
国有行	-4.5	-1.6	-2.2	0.2	7.6
股份行	-5.2	-1.1	-2.2	0.2	6.6
城商行	-4.9	-0.7	-2.8	—	6.6
农商行	-4.8	-0.8	-2.8	—	7.4
整体	-4.7	-1.4	-2.3	—	7.3

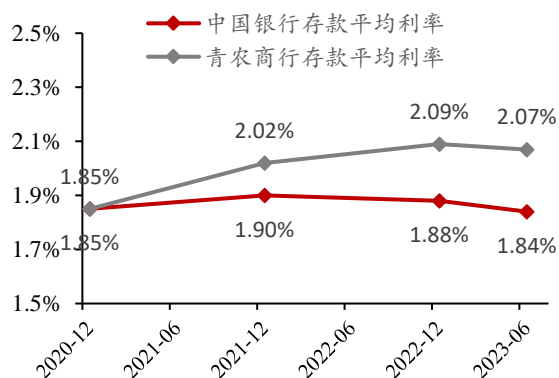
资料来源：上市银行财报，民生证券研究院测算；注：样本银行为 A 股上市 42 家银行，其中国有行 6 家，股份行 9 家，城商行 17 家，农商行 10 家，数据时间为 2023H1。

从上述测算可见，只考虑静态影响的情况下，如果 1 年期和 5 年期 LPR 利率下调 10BP，所有贷款、债券和存款利率也立刻下调 10BP，上市银行的净息差收窄幅度很小 (7.3 BP -4.7 BP -1.4 BP -2.3BP =-1.1BP)。然而现实情况更复杂，几项因素导致当前基于“MLF-LPR”的机制对银行资产/负债端的影响并不对称，银行净息差随政策利率下降面临持续压缩的压力。

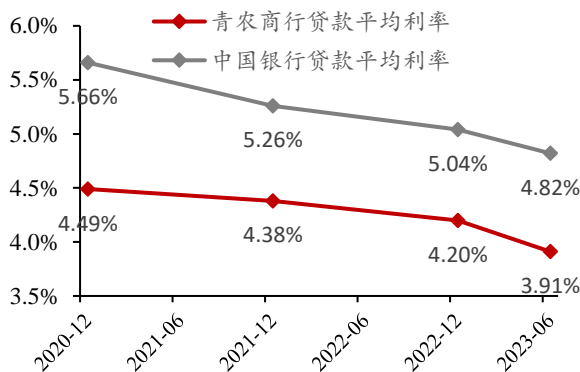
一是存款利率的下调幅度相对贷款更小、时间更滞后。由于存款下调是自律机制，同业竞争造成存款利率下调更滞后，且降幅相对更低。

对比中国银行和青农商行，2022-2023 年上半年，中国银行平均存款利率连续下降，合计幅度达 6BP；同时期青农商行平均存款利率反而上升了 5BP，其存款利率变动节奏是：2022 年先上行，到 2023 年才下降。相比之下，中国银行的贷款平均利率下降了 48BP，青农商行下降了 44BP，调整节奏基本一致。

此外，存款利率下调过快还可能导致存款脱媒，影响银行的监管指标。例如2020年下半年，监管要求压降结构性存款，银行流动性管理压力加大，一定程度上推动了资金利率的上行。

图6：中国银行存款利率调整明显快于青农商行


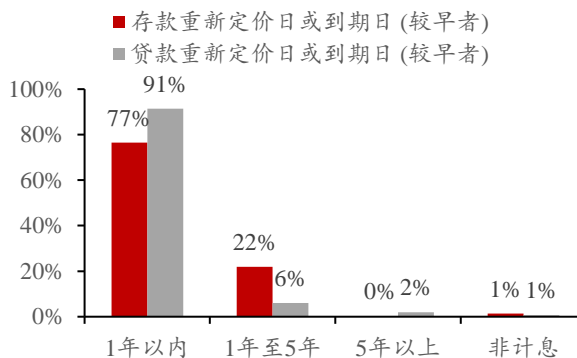
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：两家银行的贷款利率调整节奏基本一致


资料来源：wind，民生证券研究院

二是存量贷款利率的调整速度比存量存款利率更快。对比上市银行的存款和贷款重定价日或到期日（较早者）期限分布，大约91%的贷款在1年之内到期或面临重定价，而存款这一比例仅有77%。因此，即使LPR下调带动增量贷款和存款利率同步下调，贷款利率下调对银行净息差的影响会更快体现。

三是存款加速定期化和协议存款等削弱了存款利率下调对银行负债成本的改善效果。2022年4月至今，存款利率历经多轮下调，期间企业和居民的活期存款占比均显著下降。以中国银行为例，其活期和定期存款分别占比44%、56%，其中活期存款利率为0.2%、3个月定期存款利率为1.15%，假设活期存款和所有期限的定期存款均下调10BP，若有约10%的活期存款转换为期限为3个月或以上的定期存款，即可抵消存款利率下调对银行负债成本的改善效果。实际上，2023年全国银行的活期存款比例从年初的49%下降到了年末的43%。

图8：商业银行存贷款的期限分布


资料来源：wind，民生证券研究院

图9：企业和居民活期存款与定期存款比例


资料来源：wind，民生证券研究院

3 利率传导机制可能出现哪些新变化？

可能的情形是：MLF 与 LPR 的联动性相对下降、不对称调整 LPR 的频率提升、5 年-1 年期 LPR 利差压缩、债券期限利差中枢下移、MLF 利率调降节奏调整、流动性分层压力上升、进一步完善存款利率自律管理。

首先我们可以理解央行今年 2 月的操作：如果直接下调 MLF，按照当前机制，1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 都应跟随下调，结果是银行息差进一步压缩。如果在降准后顺势不对称调降 5 年期 LPR，既不对银行净息差产生较大影响（见图 5），又可以支持稳定房地产行业，展现积极的政策取向。

LPR 改革后，不降 MLF+降准的情况下，对称降 LPR 和不对称降 LPR 都有出现。2019 年 9 月、2021 年 12 月、2022 年 5 月、2023 年 2 月，共 4 次 MLF 利率不变、降准后跟随 LPR 调降，而且这 4 次都是不对称降 LPR，前两次均是 1 年期 LPR 单独下调 5bp，后两次是 5 年期 LPR 单独下调 15bp/25bp。考虑到银行息差压力，后续这类操作的频率可能提升，MLF 与 LPR 的联动性下降。

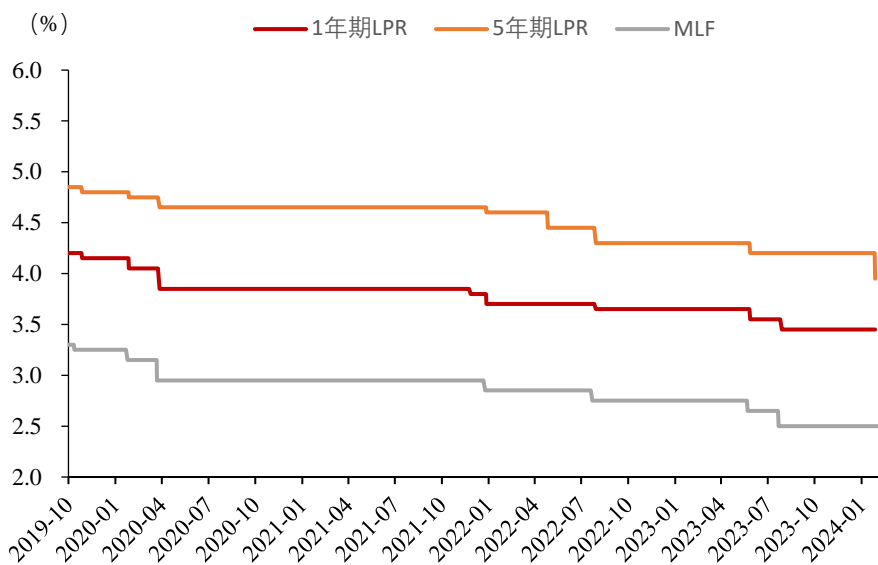
另一个视角是，今年 2 月不对称下调之前，5 年-1 年期 LPR 的利差高达 75BP，下调之后仍有 50BP。相比之下，当前债券市场定价的期限利差更低，例如 5 年期与 1 年期国债利差约 40BP、AAA 企业债利差不到 30BP。因此，对标债券市场定价的期限结构，LPR 存在进一步不对称下调的空间，反过来 5 年-1 年期 LPR 利差走势也可以作为债券利率期限结构的参考。

在中长期 MLF 利率继续下行的大方向不变的基础上，如果穿插更多降准+不对称降 LPR，要关注 MLF 利率调降的频率是否会有所降低。在当前框架下，如果调降 MLF 利率，大概率要同时调降 1 年期和 5 年期 LPR，也意味着银行息差继续压缩。1 次例外是 2023 年 8 月，当时正值一线城市“认房不认贷”等政策推出，5 年期 LPR 没有跟随 MLF 下调。

银行间流动性分层压力可能上升。根据前述测算，在 LPR 调降过程中，国有行的短期贷款和债券承压偏低、长期贷款承压偏高、存款受益偏多，股份行的短期和长期贷款承压都偏高、存款受益偏少，城农商行的短期贷款和债券承压稍高、长期贷款承压偏低、贷款受益稍多。因此，随着 LPR 利差压缩和存款利率市场化机制建立，2022 年下半年以来国有行和股份行的净息差压缩幅度明显高于城农商行。国有行尚可以渠道下沉以量补价，股份行则是双向承压，这会导致货币市场的流动性分层压力上升。

最后，存款利率自律管理后续或更加完善。2023 年 12 月，央行副行长刘国强在《中国金融》撰文，提到“完善存款利率自律管理，持续规范存款利率定价行为，加强存款利率招标自律管理，研究对协议存款等利率较高存款产品自律管理”。央行 23Q4《货币政策执行报告》在下一阶段货币政策思路中也提及“落实存款利率市场化调整机制，着力稳定银行负债成本”。

图10: 不降 MLF 的情况下, 对称降 LPR 和不对称降 LPR 时有发生



资料来源: wind, 民生证券研究院

4 风险提示

1) 央行货币政策调整。若央行货币政策进行调整，本文分析推导出的结论可能与实际情况出现较大偏差。

2) 商业银行监管指标调整。若商业银行监管指标调整，也会影响其经营行为，进而影响其净息差水平，本文分析推导出的结论也可能与实际情况出现较大偏差。

插图目录

图 1: 2014 年以前 R007 波动大、与政策利率偏离度高	3
图 2: 2014 年以前企业贷款与债券利率相关性偏弱	3
图 3: 利率传导机制图	4
图 4: 商业银行净息差情况	5
图 5: 利率下调对银行净息差的影响	5
图 6: 中国银行存款利率调整明显快于青农商行	6
图 7: 两家银行的贷款利率调整节奏基本一致	6
图 8: 商业银行存贷款的期限分布	6
图 9: 企业和居民活期存款与定期存款比例	6
图 10: 不降 MLF 的情况下, 对称降 LPR 和不对称降 LPR 时有出现	8

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