



宏观专题

利率体系与传导机制新特征

宏观 ABC 系列之一

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

- 我国的利率体系主要包括存贷款利率体系和金融市场利率体系两个链条。存贷款利率体系以银行为中介，银行撮合资金供需间接匹配；金融市场利率则在直接交易中形成，供需双方自行匹配。在两个链条中间，银行 FTP 定价机制在贷款利率与金融市场利率之间建立起比价关系。
- 存贷款利率经历了从行政管制到自律管理的市场化改革进程。存贷款利率市场化改革先后经历了三个阶段，2004 年央行放开贷款利率上限和存款利率下限，进入“贷款管下限、存款管上限”阶段；2013 年和 2015 年央行先后放开利率行政管制，取而代之的是建立市场利率自律定价机制和贷款基准利率集中报价和发布机制，自律管理接替行政管制；2019 年 LPR 改革和 2022 年存款利率市场化调整机制的建立标志着存贷款利率体系市场化改革走向更深层次。
- 存款利率参考系可能更有现实意义。存款利率市场化调整机制建立后，存款利率分别存在一个基准和一个参照系，存款基准利率未来可能不再具有实践意义；新确立的参照系可能是未来存款利率变化的依据，有利于维持相对稳定的贷款/债券收益率-存款利率的差值，即合理的银行净息差相对稳定。
- LPR 利率并非必然绑定 MLF 利率。LPR 报价方式为按照公开市场操作（MLF）利率加点形成，加点幅度“主要取决于各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素”，LPR 利率与 MLF 利率密切相关，但又不一定完全跟随 MLF 利率而动，LPR 定价机制中的结构性变化可能导致 LPR 独立于 MLF 调整。
- 央行公开市场操作利率是金融市场交易定价的政策锚。目前央行开展的具有政策利率属性的公开市场业务主要包括逆回购和 MLF 两种，逆回购利率和 MLF 利率由央行决定，狭义上的央行加降息即逆回购和 MLF 加降息，是纯粹的货币政策行为。逆回购利率和 MLF 利率分别是资金和金融资产定价的政策锚，实践中分别成为资金利率和同业存单利率的定价基准。
- 国债到期收益率是连接利率传导体系的核心一环。国债到期收益率是债券市场的定价锚，受资金利率、同业存单利率影响；又在 FTP 中与贷款利率相比较；再加上存款利率市场化调整机制要求存款利率参照 10 年期国债到期收益率与 1 年期 LPR 利率，利率传导体系中的每一环几乎都与国债到期收益率相连接。
- 未来存款利率调降可能是比 MLF 降息更有效的推动 LPR 下调的方式。我们测算发现，相同幅度的定期存款“降息”比 MLF 降息对压降银行负债端成本效果更大。在短期内已有存款利率调降或预期将有存款利率调降的情况下，银行可能有动力在 MLF 利率不变的基础上降低加点，推动 LPR 实现降息。
- 净息差压力上升导致银行期待存款利率“降息”，但 MLF 降息也仍有必要。2022 年以来商业银行净息差不断下降，息差压力导致商业银行需要存款利率调降以更加有效降低负债端成本。但这不代表 MLF 降息不能带动 LPR 调降，货币政策宽松周期中央行降低 MLF 利率引导商业银行降低 LPR 报价仍是必要性很高的选项，尤其是若 MLF 降息步长能够得到提升，则将带来更明显的负债端成本压降效果。
- 风险提示：国内货币政策变化超预期；汇率变化等导致内外均衡压力上升；海外主要经济体降息时点与节奏不及预期

内容目录

1. 中国的利率体系	4
1.1. 存贷款利率体系	4
1.2. 金融市场利率体系	8
2. 利率传导的新特征——兼论 MLF 降息与存款降息比价	11
3. 风险提示	14

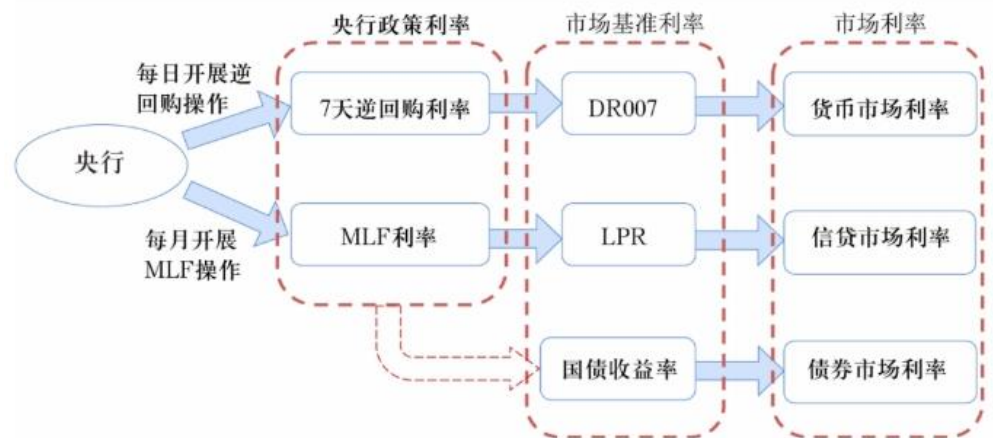
图表目录

图 1: 中国现行利率传导机制图示	4
图 2: 各期限定期存款利率基本同步调整	5
图 3: 存贷款基准利率密集调整阶段同期限存贷款利差随之变化	5
图 4: 存款基准利率停止更新前银行 1 年定存利率基本与基准利率同步变化, 2023 年 12 月 六大国有行 1 年定存利率下调至基准利率以下	6
图 5: 2019 年 LPR 改革后 LPR 利率多次下调	7
图 6: LPR 下调相应带动贷款加权平均利率下行	7
图 7: LPR 与 MLF 利率不一定完全同步变化	7
图 8: 逆回购操作投放与利率	8
图 9: MLF 操作投放与利率	8
图 10: DR007 与 SHIBOR1W 基本围绕 7 天逆回购利率波动	9
图 11: 资金分层阶段性强化	9
图 12: 同业存单发行利率与到期收益率基本围绕 MLF 利率变化	10
图 13: 1 年和 10 年国债到期收益率基本以 7 天逆回购和 1YMLF 利率为锚	10
图 14: 伴随着净息差收窄, 新发生定存加权平均利率也在下降	13
表 1: LPR 改革以来 LPR、MLF 和逆回购降息梳理	11
表 2: MLF 与定期存款降息比价测算	12

1. 中国的利率体系

我国的利率体系主要包括存贷款利率体系和金融市场利率体系两个链条。存贷款利率体系以银行为中介方，以居民、企业和政府部门为参与方，银行通过吸收存款的方式筹措资金以满足贷款需求，存贷款业务对应产生各类存款利率和贷款利率；金融市场利率自上由央行为起点通过公开市场操作进行资金投放与回笼，自下由政府、企业、金融机构等发行债券、股票吸收资金并通过债券偿还、股票分红和回购等形式返还资金，金融市场通过各类资产及衍生品交易产生金融市场利率。而连接这两大利率体系的核心是银行，银行通过 FTP 定价机制将存贷款利率与贷款利率相连接，也在存贷款利率与金融市场利率之间建立比价关系。

图 1：中国现行利率传导机制图示



资料来源：《中国的利率体系与利率市场化改革》（易纲，《金融研究》2021年第9期），德邦研究所

1.1. 存贷款利率体系

我国央行曾经实施细致的存贷款利率管理，对不同类型、不同期限的存贷款都设定基准利率，不定期调整存贷款基准利率，并基于基准利率设定利率上下浮动范围。从基准利率调整历史来看，除没有期限属性的活期存款外，各期限定期存款利率与贷款利率多数时期同频调整。上世纪 90 年代起存贷款基准利率调整频率提高，90 年代后半段调整幅度逐渐缩小，基准利率趋于稳定运行。2002 年，党的十六大报告提出“稳步推进利率市场化改革，优化金融资源配置”；2003 年，党的十六届三中全会《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》中进一步明确“稳步推进利率市场化，建立健全由市场供求决定的利率形成机制，中央银行通过运用货币政策工具引导市场利率”，自此开启了存贷款利率市场化改革，存贷款利率市场化改革是一个分步骤推进的过程，主要经历了三个阶段。

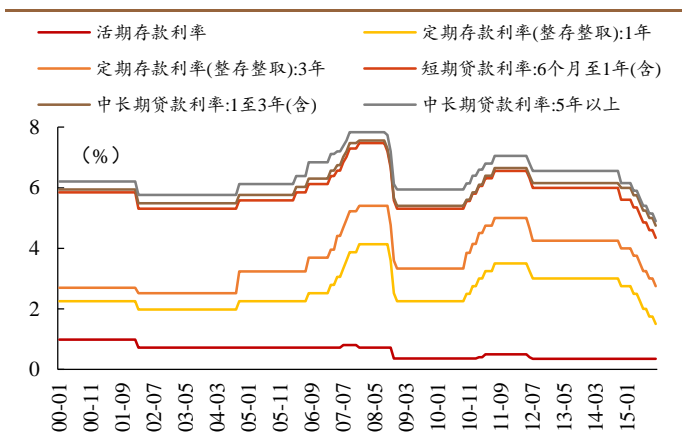
阶段一：贷款利率管下限，存款利率管上限。2004 年 10 月，央行公告决定放开金融机构贷款利率上限（城乡信用社除外）和存款利率下限，标志着存贷款基准利率进入到“贷款利率管下限，存款利率管上限”的阶段。

阶段二：自律管理接替行政管制。2013 年 7 月，央行决定“取消金融机构贷款利率 0.7 倍的下限，由金融机构根据商业原则自主确定贷款利率水平”，标志着“贷款利率管下限”的约束被取消；2015 年 10 月，央行最后一次更新存贷款基准利率，并在答记者问中表示“对商业银行、农村合作金融机构、村镇银行、财务公司等金融机构不再设置存款利率浮动上限”，“存款利率管上限”的约束也被

取消。自此，除个人住房按揭贷款和部分农村金融机构仍有约束外，主要金融机构存贷款利率的行政管制全面取消。央行取消对存贷款利率上下限的行政约束并不意味着各银行可以随意定价本行存贷款利率，央行在 2013 年指导建立了市场利率自律定价机制，机制成员在存款利率自律上限内自主确定存款利率水平，这背后主要是考虑到个别银行因高风险经营、盲目追求规模而高息揽存，使得正常经营的银行也不得不跟随定价，陷入“囚徒困境”，出现“坏银行定价”问题¹。同样是在 2013 年央行建立了贷款基准利率（LPR，2019 年 LPR 改革时改成贷款市场报价利率）集中报价和发布机制，首批选定中农工建交 5 家国有银行和中信、浦发、兴业、招商 4 家股份制商业银行作为报价行，剔除最高和最低后计算加权平均报价贷款基准利率每日发布，这成为如今的 LPR 的开端。

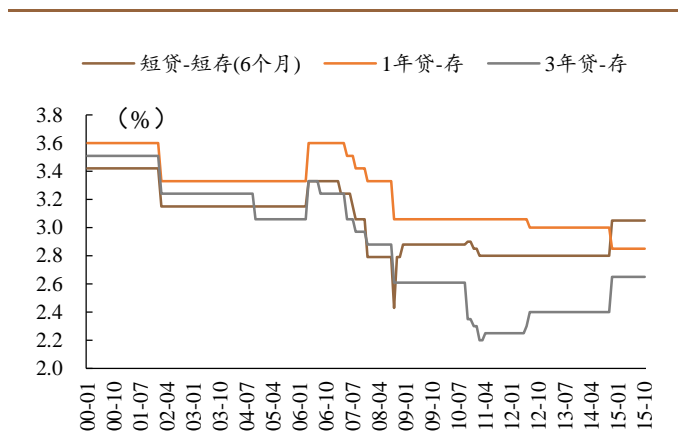
阶段三：LPR 改革与存款利率市场化调整机制。贷款利率方面，2019 年 8 月央行对 LPR 进行改革，主要措施包括：增加 5 年期以上品种，1 年期和 5 年期以上品种分别对标短期贷款和个人住房按揭贷款等中长期贷款，5 年期以上品种成为长期浮动利率贷款合同定价基准；公布频率由每日一次改为每月一次；扩大报价行范围；要求新发放贷款中主要参考 LPR 定价；报价计算方式由加权平均改为算术平均，调整最低步长设置为 0.05 个百分点。自此，LPR 成为银行自主报价的贷款“基准”利率。存款利率方面，2021 年 6 月利率自律机制将存款利率自律约定上限，由存款基准利率上浮一定比例改为加点确定；2022 年 4 月，人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，2022 年第一季度货币政策执行报告表示“自律机制成员银行参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平”，存款利率参照系由基准利率切换为市场化的债券市场利率和先存款一步改革的贷款市场利率。

图 2：各期限定期存款利率基本同步调整



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：存贷款基准利率密集调整阶段同期限存贷款利差随之变化



资料来源：Wind，德邦研究所

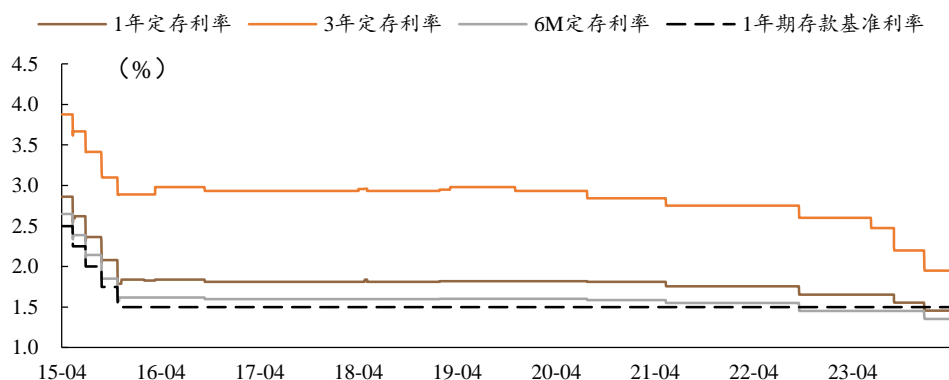
存款利率现状：下行至基准利率以下。存款基准利率虽然不再更新，但其仍保持基准利率的属性。2021 年第 9 期《金融研究》刊载了人民银行前行长易纲题为《中国的利率体系与利率市场化改革》的文章，其中指出，“央行公布的存款基准利率作为指导性利率”，而从六大国有行一年定存利率实践来看，2015 年 10 月基准利率停止更新时基本在 1.75% 的水平，随后直到 2022 年基本没有出现调整，与基准利率共同保持了相当长时间的稳定。2022 年，由于疫情扰动等因素，居民预防性储蓄意愿高涨，消费承压，商业银行开始下调存款利率，自 2022 年下半

¹ 《2021 年第三季度货币政策执行报告》专栏 2 优化存款利率自律上限成效显著，中国人民银行

年至 2023 年年末，商业银行进行了多轮存款利率下调，六大国有行在 2023 年末将一年定存利率下调至 1.45%-1.48%，首度降至一年期存款基准利率以下。

参照系可能更有现实意义。《中国的利率体系与利率市场化改革》表示“当前我国 1 年期存款基准利率为 1.5%，以此为基础既可以上浮也可以下浮”；2022 年 4 月存款利率市场化调整机制建立后，存款利率的参照系从存款基准利率切换为以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率。结合这两点来看，存款利率目前分别存在一个基准和一个参照系，基准仍是存款基准利率，当前虽然存款利率并没有大幅偏离基准，但基准持续存在可能对未来存款利率的调整形成一定制约，这一问题的解决方法或是央行调整存款基准利率，或是减弱基准利率的“基准”意义。由于央行已近十年没有调整过存款基准利率，且又建立了存款利率市场化调整机制，确定了存款利率新的参照系，我们认为后一种解决方法的可能性更大些，基准利率可能在实践中不再具有意义；新确立的参照系可能是未来存款利率变化的依据，存款利率参照这些利率的方式或并不是建立起公式构建相关关系，更可能的参照方式是参照边际上的变化，即国债到期收益率的上升或下降与 LPR 的上升或下降有望带动存款利率上下调，边际驱动的基础在于维持相对稳定的贷款/债券收益率-存款利率的差值，即银行净息差维持合理与相对稳定。

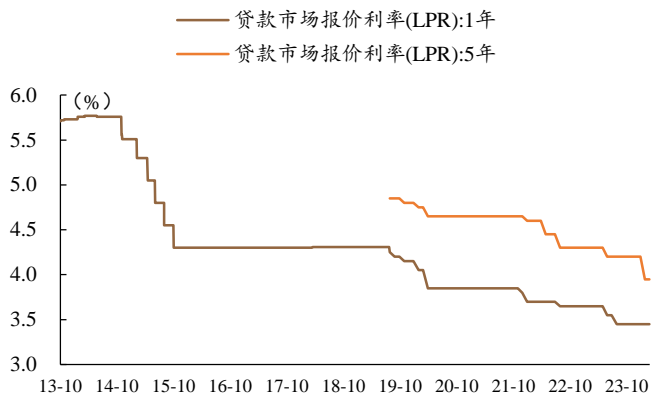
图 4：存款基准利率停止更新前银行 1 年定存利率基本与基准利率同步变化，2023 年 12 月六大国有行 1 年定存利率下调至基准利率以下



资料来源：Wind，德邦研究所

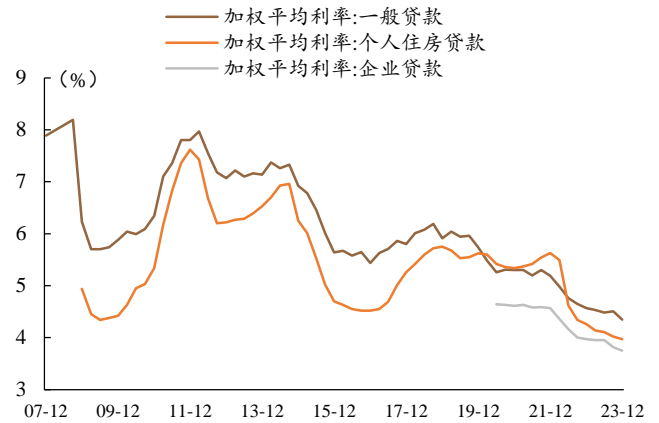
贷款利率现状：LPR 改革以来持续下调。2019 年 LPR 改革是利率市场化改革重要的一步，LPR 作为银行贷款定价基准的地位得到确认，报价也更加全面反映不同类别银行不同期限贷款的实际需要。在贷款基础利率集中报价和发布机制建立初期，1 年期 LPR 有过上调的历史，2015 年后基本保持不变持续至 2019 年 8 月 LPR 改革，LPR 改革后 1 年期 LPR 和 5 年期以上 LPR 变化明显加快，二者均持续下调，LPR 改革至今 1 年期 LPR 下调 9 次，累计下调 80 个 bp，最新一次下调发生在 2023 年 8 月，当前水平为 3.45%；5 年期以上 LPR 下调 8 次，累计下调 90 个 bp，最新一次下调发生在 2024 年 2 月，当前水平为 3.95%，二者利差为 50 个 bp。1 年期 LPR 相较于停止更新时的“短期贷款利率:6 个月至 1 年(含)”下降了 90 个 bp，5 年期以上 LPR 相较于停止更新时的“中长期贷款利率:3 至 5 年(含)”下降了 80 个 bp。与之对应地，央行货币政策执行报告中公布的金融机构人民币贷款加权平均利率也自 2019 年开始走低，作为贷款“基准”利率的 LPR 下调带动实际贷款利率下降，有效降低社会综合融资成本。

图 5：2019 年 LPR 改革后 LPR 利率多次下调



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：LPR 下调相应带动贷款加权平均利率下行



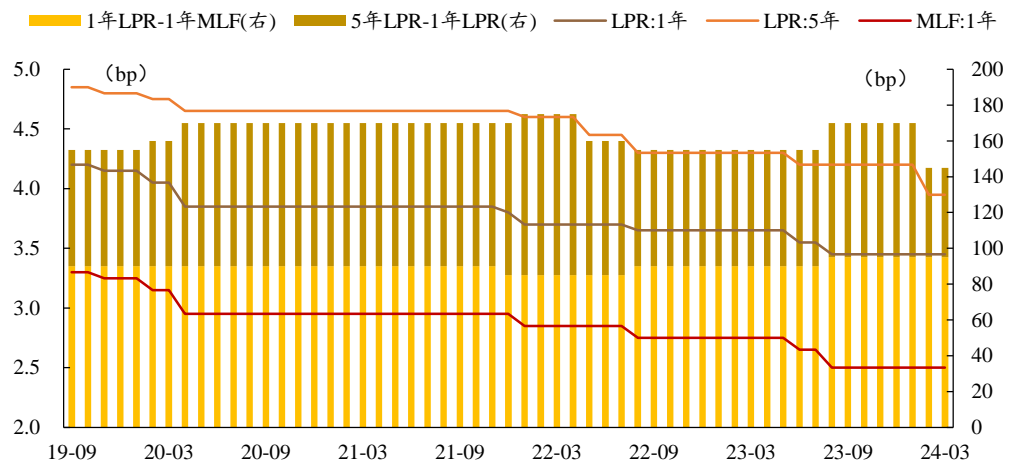
资料来源：Wind，德邦研究所

LPR 利率并非必然绑定 MLF 利率。根据人民银行 2019 年 8 月 17 日公告，LPR 各报价行的报价方式由参考贷款基准利率改为按照公开市场操作利率加点形成，公告明确指出“公开市场操作利率主要指中期借贷便利利率，中期借贷便利期限以 1 年期为主”（后文详细介绍），因此各报价行需要在当期 MLF 利率基础上加点，加点幅度“主要取决于各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素”，即对于银行：

$$R_{LPR} = R_{MLF} (\text{外生变量}) + \text{加点} (\text{内生变量})$$

按这一说法，LPR 利率与 MLF 利率密切相关，但又不代表 LPR 利率必定完全跟随 MLF 利率而动，例如，若当期 MLF 利率未发生变化，而受预期波动、存贷款供求变化等因素影响，报价行近期资金成本下降了 10bps，则报价行可能在报价时将加点下调 10bps，导致虽然 R_{MLF} 不变但加点减少，最终导致在 MLF 不变的情况下 LPR 单独下调，这种下调是 LPR 定价机制中的结构性变化所导致的。

图 7：LPR 与 MLF 利率不一定完全同步变化



资料来源：Wind，德邦研究所

1.2. 金融市场利率体系

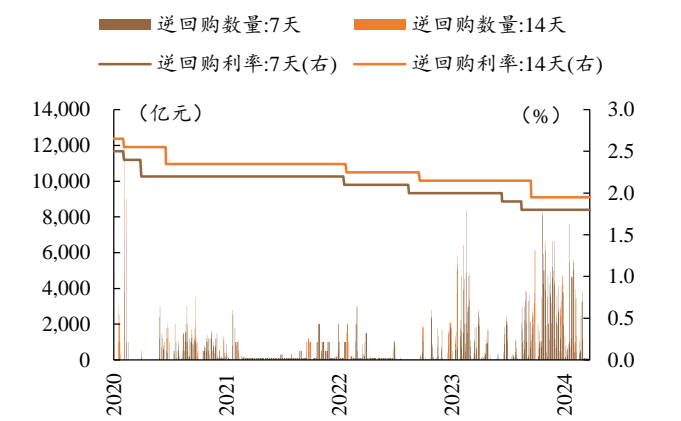
金融市场利率是一个较为宽泛的概念，可以进一步划分为资金市场利率、债券市场利率、衍生品利率等，为简明显示与存贷款利率的区分，我们将金融市场交易形成的市场性利率和对市场性利率有重要影响的央行公开市场操作政策性利率合并并在金融市场利率体系中观察。

央行公开市场操作是金融市场资金自上而下流动的起点，公开市场利率是金融市场交易定价的政策锚。目前央行开展的具有政策利率属性的公开市场业务主要包括逆回购和中期借贷便利(MLF)两种，逆回购利率和 MLF 利率由央行决定，狭义上的央行加降息即逆回购和 MLF 加降息，与商业银行主动报价调降形成的 LPR 加降息相比，逆回购和 MLF 加降息是更加纯粹的货币政策行为。

逆回购利率是资金交易的政策锚。央行官网上保留的最早的逆回购操作记录发生在 2004 年，其后相当长的时间里逆回购是作为临时性、阶段性货币政策工具使用，主要用以应对春节等关键时点银行资金需求增加导致资金市场波动的情况。2020 年 6 月，央行提高逆回购操作频率，2020 年 11 月 17 日开始央行在每个交易日开展逆回购操作，自此逆回购利率成为短期资金利率的政策锚。以往央行开展过多个期限品种的逆回购操作，包括 7 天、14 天、21 天、28 天和 63 天品种，2019 年 7 月开始央行未再开展 21 天、28 天和 63 天逆回购操作，仅保留 7 天和 14 天两个品种，现在常规情况下央行每个工作日开展 7 天逆回购操作，当遇到春节、长假、跨月跨季跨半年等特殊时点往往阶段性开展 14 天逆回购操作以平抑资金面扰动。

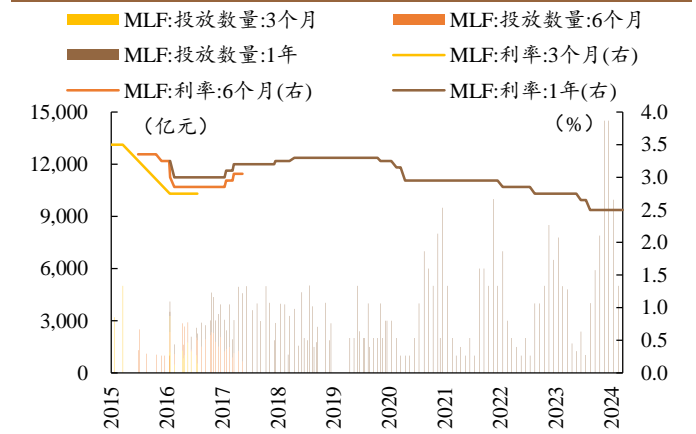
MLF 利率是金融资产定价的政策锚。2014 年 9 月央行创设 MLF，央行在 2014 年第三季度货币政策执行报告上表示 MLF 为“提供中期基础货币的货币政策工具”，在央行官网 MLF 概述中表示 MLF 利率“发挥中期政策利率的作用，通过调节向金融机构中期融资的成本来对金融机构的资产负债表和市场预期产生影响”。创设之初 MLF 期限有 3 个月、6 个月和 1 年期三种，2017 年 6 月起不再进行 3 个月期限和 6 个月期限 MLF 操作，后全部进行 1 年期 MLF 操作，2019 年 4 月起 MLF 频率固定为每月操作。1 年期的 MLF 与 1 年期贷款和债券等金融资产期限基本匹配，便于和贷款利率和金融资产收益率建立联系，是金融资产定价的政策锚。

图 8：逆回购操作投放与利率



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：MLF 操作投放与利率



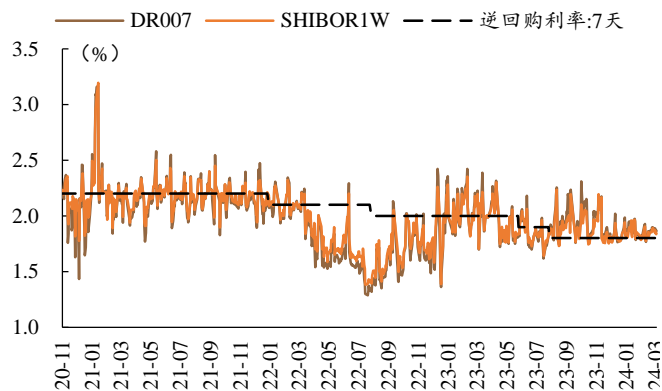
资料来源：Wind，德邦研究所

资金拆借、回购交易等是金融市场内部机构间的流动性通道，这些交易形成的短期利率称为资金利率或货币市场利率。市场主要关注银行间市场质押式回购利率（R）和银行间市场存款类机构质押式回购利率（DR），从定义上看，R 比 DR 涵盖的机构范围更大，反映更全面的银行间市场资金供求情况，因此在早期阶段更受市场关注。央行在 2016 年第三季度货币政策执行报告中提到“DR007 可降低交易对手信用风险和抵押品质量对利率定价的扰动，能够更好地反映银行体系流动性松紧状况，对于培育市场基准利率有积极作用”，指向央行将 DR 视为基准性的资金利率，DR 开始成为市场更重视的资金利率。但即便 DR 被视为基准，R 依然有着不可或缺的意义，在银行间市场质押式回购交易中，大行主要充当资金融出方的角色，中小行和非银机构往往需要从大行融入资金，通过 R 与 DR 的横向对比可以观察银行间市场不同类型的机构之间资金紧张度分层现象。

质押式回购利率多数时期围绕逆回购利率上下波动。自 2020 年 11 月央行形成每个交易日开展逆回购操作的规律以来，多数时期 DR007 围绕同期限的 7 天逆回购利率上下波动，仅 2022 年上半年 DR007 一度持续向下偏离 7 天逆回购利率，资金面阶段性呈现泛滥式宽松。从 R 与 DR 的利差水平来看，R 与 DR 整体走势基本同向，银行间市场资金由大行向中小行和非银机构流动的路径整体上较为畅通，但资金分层现象多次阶段性强化指向资金流动路径也时常遭遇扰动。

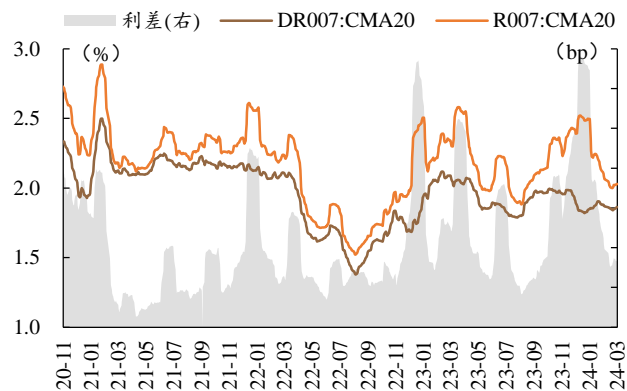
上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）是另一种比较重要的资金利率。SHIBOR 是由信用等级较高的银行组成报价团自主报出的人民币同业拆出利率计算确定的算术平均利率，目前，SHIBOR 品种包括隔夜、1 周、2 周、1 个月、3 个月、6 个月、9 个月及 1 年。SHIBOR1W 与 DR007 呈现高度相似的走势，也围绕 7 天逆回购利率波动。

图 10：DR007 与 SHIBOR1W 基本围绕 7 天逆回购利率波动



资料来源：Wind，德邦研究所

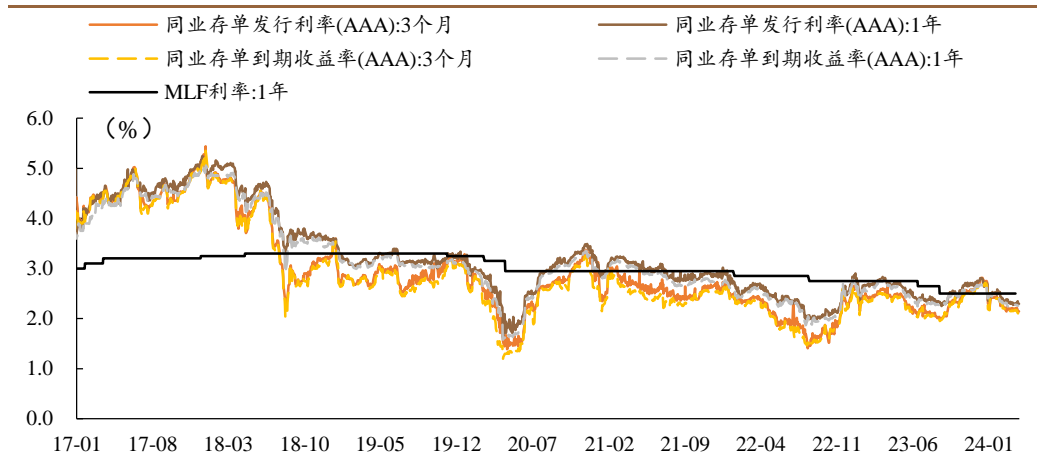
图 11：资金分层阶段性强化



资料来源：Wind，德邦研究所

同业存单利率是拉长期限的“资金利率”。资金拆借、质押式回购是金融机构解决短期限资金需求和依靠空闲资金获取短期限利息收入的交易方式，而将这类交易的期限拉长，就形成了同业类金融资产。同业存单是存款类金融机构发行的记账式定期存款凭证，具备可转让的特征，发行后可在二级市场进行交易，由此形成同业存单发行利率和到期收益率，即资金利率的期限拉长版。2017 年，央行发布 12 号文，规定同业存单期限为一年以下，自此同业存单主要期限品种包括 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年，确定了同业存单作为中短期限流动性调整工具的地位。从利率水平来看，无论是发行利率还是到期收益率，基本都围绕 1 年期 MLF 利率变化。

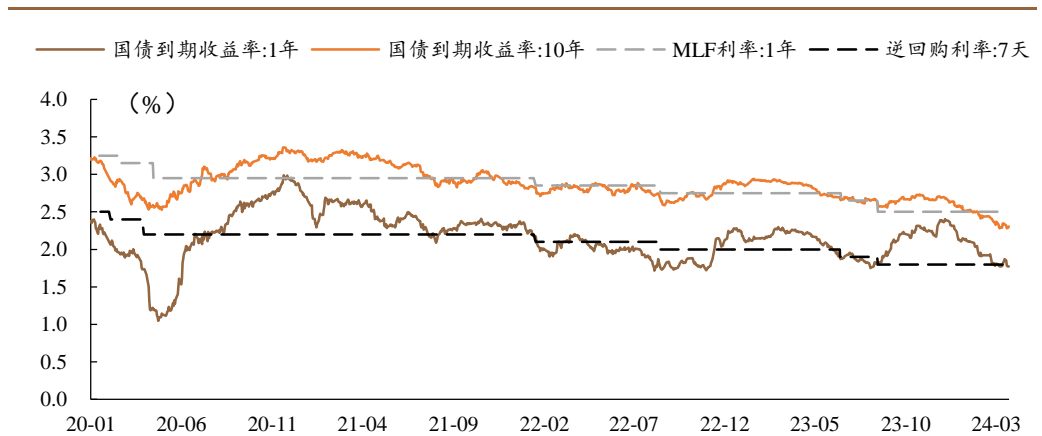
图 12: 同业存单发行利率与到期收益率基本围绕 MLF 利率变化



资料来源: Wind, 德邦研究所

国债到期收益率不仅是债券市场利率定价基准，也是连接利率传导体系的核心一环。企业、金融机构等通过发行债券募集日常经营、投资扩张或偿还债务所需的资金，政府也通过发行债券募集政府投资项目等工作所需资金，债券的发行行为和流通交易形成债券发行利率与到期收益率。债券发行利率由发债主体在发债时点信用风险、经营发展预期等因素决定，而债券到期收益率则是在债券存续期内市场不断在交易中更新上述因素的结果。国债是基本的无风险资产，国债到期收益率是债券市场的定价锚，我国最受关注的国债到期收益率主要是 1 年期国债到期收益率和 10 年期国债到期收益率，今年开年以来由于基本面较平、货币政策宽松、权益市场波动导致市场风险偏好下降以及高收益资产较少导致机构对长长期限国债配置需求高等原因，30 年期国债到期收益率大幅下降，也引发了市场较多关注，成为 10 年期国债到期收益率之外另一项市场重点关注的长期利率。从利率传导路径来看，国债到期收益率是利率传导形成闭环的节点，由于机构投资者购买国债资产通常通过杠杆策略增厚收益，国债到期收益率向上受到短期资金利率、中短期同业存单利率影响；又由于银行内部的 FTP 定价机制，国债到期收益率被拿来与贷款利率相比较；再加上存款利率市场化调整机制要求存款利率参照 10 年期国债到期收益率与 1 年期 LPR 利率，国债到期收益率又会对存款利率产生影响，利率传导体系中的每一环几乎都与国债到期收益率相连接。

图 13: 1 年和 10 年国债到期收益率基本以 7 天逆回购和 1YMLF 利率为锚



资料来源: Wind, 德邦研究所

2. 利率传导的新特征——兼论 MLF 降息与存款降息比价

前文讨论过，目前我国央行狭义上的降息是指 MLF 和逆回购降息，这是完全由央行决定的纯粹货币政策行为，而在更广义层面上看，由于经典理论认为实际利率下降有助于刺激总产出增加（详见 2 月 1 日外发报告《实际利率之辨》），市场更关注的降息是作为贷款利率基准的 LPR 降息，以往市场认为，MLF 降息能够带动 LPR 降息，由于 MLF 操作通常发生在每个月 15 日（或其后第一个工作日），LPR 报价发生在每个月 20 日，市场往往将 15 日的 MLF 降息与否视为 20 日的 LPR 降息与否的预告，从实践来看，2019 年 8 月 LPR 改革后，MLF 发生过 7 次降息，MLF 降息所在的月份 1YLPR 均出现了调降，这也是认为 MLF 降息必将带动 LPR 降息的观点的论据之一。然而，这一观点反过来却不能有效解释为何 LPR 改革以来多次发生 LPR 降息但 MLF 未降息的情况，2019 年 8-9 月 1YLPR 单独降息或可理解为 LPR 改革释放了过去积累的贷款利率下调空间，但 2021 年 12 月 1YLPR 降息、2022 年 5 月 5YLPR 降息和 2024 年 2 月 5YLPR 降息均无法从 MLF 中得到解释。LPR 屡次独立于 MLF 降息是否意味着从 MLF 向 LPR 传导的利率机制发生了变化，对这一点市场是存在疑问的。

表 1：LPR 改革以来 LPR、MLF 和逆回购降息梳理

降息落地时间	1 年期 LPR	降息落地时间	5 年期 LPR	降息落地时间	7 天逆回购利率	降息落地时间	1 年期 MLF 利率
2019.8.20	-0.06%						
2019.9.20	-0.05%						
2019.11.20	-0.05%	2019.11.20	-0.05%	2019.11.18	-0.05%	2019.11.05	-0.05%
2020.2.20	-0.10%	2020.2.20	-0.05%	2020.2.3	-0.10%	2020.2.17	-0.10%
2020.4.20	-0.20%	2020.4.20	-0.10%	2020.3.30	-0.20%	2020.4.15	-0.20%
2021.12.20	-0.05%						
2022.1.20	-0.10%	2022.1.20	-0.05%	2022.1.17	-0.10%	2022.1.17	-0.10%
		2022.5.20	-0.15%				
2022.8.22	-0.05%	2022.8.22	-0.15%	2022.8.15	-0.10%	2022.8.15	-0.10%
2023.6.20	-0.10%	2023.6.20	-0.10%	2023.6.13	-0.10%	2023.6.15	-0.10%
2023.8.21	-0.10%			2023.8.15	-0.10%	2023.8.15	-0.15%
		2024.2.20	-0.25%				

资料来源：人民银行，德邦研究所

加点是理解 LPR 独立调降的关键，负债端成本是银行考虑加点幅度的核心要素。从 LPR 改革的要求来看，LPR 并非绑定 MLF 的利率机制，对这一点前文也有过论述，即 LPR 报价除考虑 MLF 利率外还需考虑报价行的加点幅度，而这个加点幅度是理解 LPR 与 MLF 不同步变化这一利率传导机制新特征的关键。LPR 报价行可以根据自身资金成本的变化而灵活调整加点幅度进行报价，而银行的资金成本不仅限于 MLF，MLF 只是银行负债端的其中一项，吸收存款依然是银行负债端最主要的组成部分，存款利率的变化对银行资金成本的影响或更大于 MLF 或同业存单等利率的变化。

如果 LPR 不再紧跟 MLF 利率变化,那么如何前瞻判断 LPR 变化?我们认为,存款利率调降可能是比 MLF 降息更有效的推动 LPR 下调的方式。从银行负债端成本的角度考虑,可以通过比较 MLF 降息与存款“降息”给银行带来的利息支出降幅来衡量两种降息的效果。在假设未来一年 MLF 增量 20%续作的基础上,MLF 降息 10bps 能够为银行未来一年节省利息支出 86 亿元;而仅观察上市银行中的可比口径定期存款(2023 年年报尚未披露因此选用 2018-2022 年数据,仅考虑这五年全部披露了存款结构数据的 27 家上市银行的定期存款,活期存款利率本就很低降低空间有限,存款利率调降主要以定期存款为主),在定期存款以 2019-2021 年平均年增速增长(2022 年受疫情扰动等因素存款增速较高,疫后过高的存款增速或不可持续)11.25%、30%的存量定期存款将在未来一年内到期、存款匀速增长的假设下,仅定期存款利率下降 10bps 就可为这 27 家上市银行每年节省利息支出 170 亿元。仅 27 家上市银行定期存款利率加权平均下调 10 个 bp 就比 MLF 降息 10bps 带来的资金成本压降效果大得多,可见存款利率调降是比 MLF 降息更有效的推动 LPR 报价下调的方式。在短期内已有存款利率调降或预期将有存款利率调降的情况下,银行可能有动力在 MLF 利率不变的基础上降低加点,推动 LPR 实现降息。

表 2: MLF 与定期存款降息比价测算

MLF 降息幅度 (bp)	未来一年 MLF 续作幅度	未来一年利息支出减少(亿元)	定存降息幅度 (bp)	未来一年定存到期比例	未来一年利息支出减少(亿元)
10	100%	71.98	10	30%	169.66
10	120%	86.38	10	50%	251.92
20	100%	143.96	20	30%	339.31
20	120%	172.75	20	50%	503.84

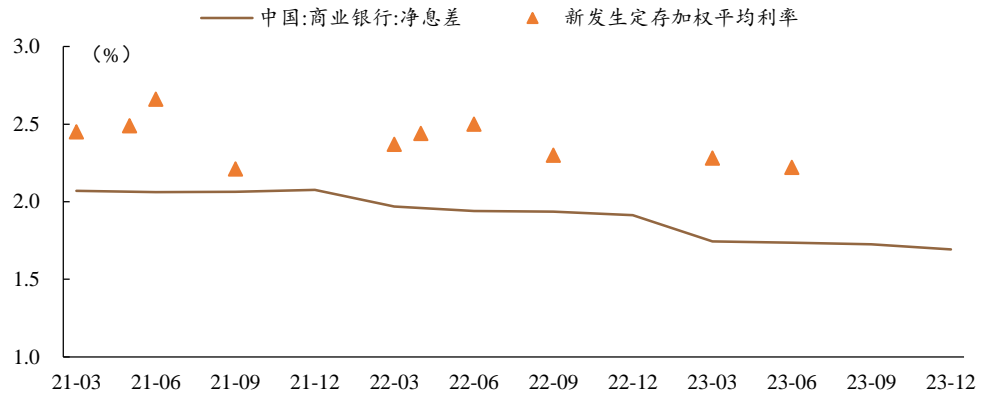
资料来源: Wind, 德邦研究所测算

净息差压力上升导致银行更期待对压降负债端成本效果更大的存款利率“降息”。存款利率市场化调整机制建立以来,商业银行开展了多轮存款利率调降,新发生定期存款利率较此前明显下降,根据人民银行在货币政策执行报告和金融统计数据新闻发布会上的表述,目前披露的最近的新发生定期存款加权平均利率为 2023 年 6 月的 2.22%,较存款利率市场化调整机制建立时点的 2022 年 4 月下降了 22 个 bp。

2022 年以来存款利率市场化进一步推进,其中一个重要的原因在于商业银行净息差不断下降,息差压力导致商业银行需要更大的存款利率下调空间以更加有效地降低负债端成本。商业银行净息差在 2020-2021 年已经有所收窄,但加速下降开始于 2022 年,LPR 的多次下调推动新发生贷款和存量贷款重定价下调利率,银行资产端收益率不断下降,2023 年的存量房贷利率调整又给商业银行带来了额外的资产端收益率下降压力;而在存款利率市场化调整机制建立并连续多次推动存款利率下调之前,存款利率这一最主要的负债端成本保持相对刚性。

存款利率下调可能给银行更大的动力下调 LPR 报价，但并不意味着 MLF 降息不能带动 LPR 调降。我国仍处于货币政策宽松周期，降息依然是提振国内需求、支持实体经济的必要手段，央行通过降低 MLF 利率引导商业银行降低 LPR 报价依然是必要性很高的选项，尤其是若 MLF 降息步长能够得到提升，则将带来更明显的负债端成本压降效果，依然能够支撑银行下调 LPR 报价。

图 14：伴随着净息差收窄，新发生定存加权平均利率也在下降



资料来源：Wind，人民银行，德邦研究所

3. 风险提示

- (1) 国内货币政策变化超预期；
- (2) 汇率变化等导致内外均衡压力上升；
- (3) 海外主要经济体降息时点与节奏不及预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。