



对央行降息的解析

要点:

城市金融研究所所长：周月秋

国内宏观经济研究团队：

樊志刚 赵幼力 王小娥

杨苒 李露

执笔：李露

lilu_csjr@icbc.com.cn

相关研究：

2015/2/27 《汇率双向波动震荡加剧 存准率下调对冲流动性——2015年2月国内金融市场走势述评》

2015/2/11 《解析存款保险制度及其对商业银行的影响》

2015/2/6 《对央行下调存款准备金率的点评》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 2015年2月28日，央行宣布从3月1日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。此次降息是继去年11月21日央行全面降息之后，时隔3个月央行再次宣布全面降息，在中国经济下行压力增强，通缩压力加大，内外部因素交织叠加的背景下，我国货币政策在稳健基础上向宽松方向调整。
- 本次降息延续了“降息+加快利率市场化”的政策组合，对称下调存、贷款基准利率，并进一步扩大存款基准利率的浮动区间，在发挥好基准利率对银行定价引导作用的同时，兼顾推进利率市场化改革。
- 从对宏观经济的影响看，本次降息将有效降低实体经济的融资成本；从对商业银行的影响看，本次降息将导致商业银行净息差进一步收窄，增大商业银行盈利压力。
- 下一步，货币政策在稳健的主基调下，将“松紧适度”的弹性调控向“松”的方向更加倾斜，以减轻经济调整可能带来的过大震荡。预计年内还将有至少1次降息和2-3次降准措施。

目 录

一、央行本次降息的原因.....	1
二、本次降息的政策内容及影响.....	2
（一）本次降息将有效降低实体经济的融资成本.....	3
（二）本次降息将导致商业银行净息差进一步收窄.....	4
三、未来货币政策展望.....	4

图表目录

图1 1999年以来我国一年期存贷款基准利率走势.....	3
-------------------------------	---



2015年2月28日，央行宣布从3月1日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。此次降息是继去年11月21日央行全面降息之后，时隔3个月央行再次宣布全面降息，在中国经济下行压力增强，通缩压力加大，内外部因素交织叠加的背景下，我国货币政策在稳健基础上向宽松方向调整。

一、央行本次降息的原因

首先，对冲通胀下行所导致的实际利率上行。2014年CPI同比上涨2.0%，涨幅创5年新低，今年1月份CPI同比仅增长0.8%，自2009年11月（0.6%）以来首次落入1%以内；2014年PPI同比下降1.9%，今年1月同比下降4.3%，连续35个月下降，PPI负增长持续时间之长为二十年来之最。此外，2014年末，我国广义货币（M2）同比增长12.2%，比上年增速降低1.4个百分点，比1986-2013年21.05%的平均值低8.85个百分点，为连续第四个月增速下滑。今年1月末M2同比增长10.8%，创下历史新低。从价格水平和货币供给数据看，通缩风险正在加大。消费物价涨幅回落，工业品价格降幅扩大，对实际利率水平形成推升作用。当前物价涨幅处于历史低位，为使用利率工具提供了空间。本次降息的一个重要原因是对冲通胀下行引起实际利率上行，导致货币政策的紧缩效应。

第二，应对经济下行压力。2014年国内GDP同比增长7.4%，比上年回落0.3个百分点；规模以上工业增加值同比增长8.3%，创十八年来最低；固定资产投资增速（15.7%）明显低于2005年至2011年26.1%的年均增速。2015年开年经济基本面数据依然不容乐观，1月官方PMI与汇丰PMI指数均跌破50%的荣枯线，且官方PMI降至49.8%，为时隔28个月该指数首次降至50%以下。2月份汇丰PMI指数中产成品库存从1月的49.5%上升至50.2%，显示需求依然较为疲弱，同期就业指数持续下滑至49.3%，持续跌破荣枯线。拉动经济的“三驾马车”中，投资增速的大幅下滑是当前经济下行的主要因素，而投资减速的直接原因表现为基础设施、房地产、制造业各领域投资的全面放缓，其深层次原因在于市场的有效需求不足使得政府的宏观刺激政策对民间投资的带动作用有限。而从就业情况看，尽管城镇登记失业率和每年新增就业人数两个指标现实就业情况尚好，但调查发现，在一些产能过剩密集的地区，有工作岗位但事实上没事可做的隐性失

业颇具规模。在经济基本面疲弱的情况下，2014年11月降息，今年2月初降准，以及本次再度降息，都存在着为经济增长托底的政策考虑。保持必要的经济增长和就业，货币政策应有所作为。

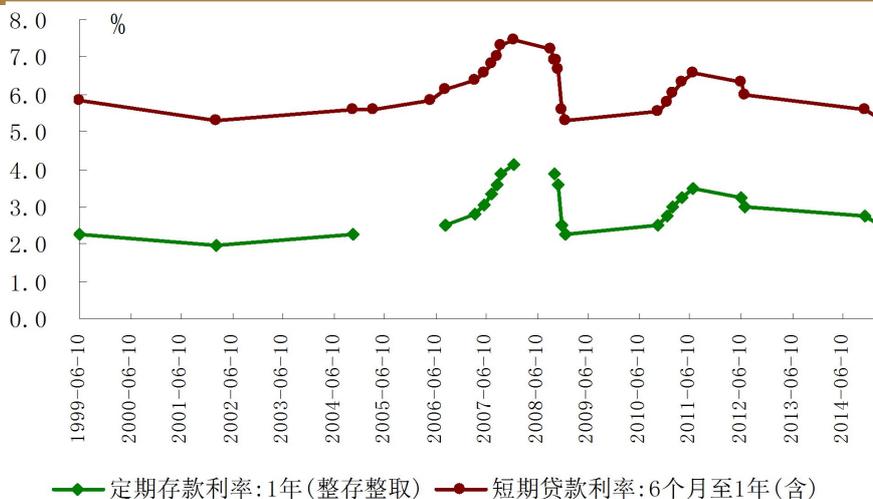
第三，全球主要经济体偏向宽松的货币政策使得全球范围内流动性较为宽松，为我国降息提供了难得的时间窗口。当前，欧洲、日本及部分新兴经济体纷纷开启了量化宽松货币政策，而美联储对加息时点表现出了足够的“耐心”，货币政策迈向紧缩的进度比较温和，预计美联储在近几个月内不会急于加息。同时，今年以来欧洲经济明显转好，这将减缓美元升值动能，美联储仍较为宽松的货币政策使得全球流动性较为宽松。反观国内，去年以来我国就面临着较大的资本流出压力。去年二季度以来，我国国际收支平衡表中的资本和金融项目就开始出现逆差，2014年二季度我国资本和金融项目逆差162亿美元，三季度资本和金融项目逆差90亿美元。在当前偏向宽松的全球货币政策框架下，我国降息是顺势而为，尤其在美国进入加息通道前降息，有助于缓解资本外流的风险。

二、本次降息的政策内容及影响

从本次降息的政策内容看，可谓延续了“降息+加快利率市场化”的政策组合。**首先**，金融机构一年期贷款基准利率、存款基准利率分别下调0.25个百分点至5.35%和2.5%；**第二**，兼顾推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.2倍调整为1.3倍，其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。



图1 1999年以来我国一年期存贷款基准利率走势



数据来源：CEIC。

（一）本次降息将有效降低实体经济的融资成本

从对宏观经济的影响来看，贷款基准利率的下调有利于对贷款实际利率产生一定下拉作用，而存款基准利率的下调也有利于降低金融机构筹资成本，带动市场利率和企业融资成本下行，对于缓解企业融资贵问题发挥积极的作用。同时，降息对于稳房价、稳楼市尤其具有较为明显的作用，可以预见，对于房地产市场将产生较大的正面影响。

但同时应看到，下调基准利率对于降低实体经济融资成本的作用仍具有一定的局限性。在当前全力推进利率市场化的情况下，贷款利率已完全充分市场化，央行无法直接干预贷款利率的变动。具体来说，一方面，对存量贷款而言，目前大部分贷款采用的是在基准利率基础上上浮或下调若干BP的浮动利率定价方法。随着贷款基准利率的下调，这部分存量贷款利率将逐步进行足额的下调。另一方面，对新增贷款而言，贷款利率则由商业银行根据风险测算自行定价，这部分贷款受基准利率下调的影响相对较小。同时，目前商业银行部分存量和新增贷款已经开始采取LPR报价系统进行贷款定价，按照该报价系统确定的贷款利率不受央行直接干预，并将逐步替代央行公布的贷款基准利率。此外，由于大量的信贷资金被地方融资平台、房地产等对资金价格不甚敏感的领域所吸收，而全社会广泛存在的融资难问题也使得商业银行对贷款利率具有较强的主导作用。因此，本次降息对降低实体经济融资成本的作用存在局限性。

（二）本次降息将导致商业银行净息差进一步收窄

从降息对商业银行的影响来看，本次降息将导致商业银行净息差进一步收窄。仅从政策表述看，存、贷款基准利率均下调 0.25 个百分点，本次降息为对称降息，但结合扩大存款利率浮动区间的政策，实际上对金融机构的影响体现为非对称降息。在降息政策宣布的当天，12 家全国性股份制商业银行之一的恒丰银行就宣布，即日起将所有期限存款利率在央行基准利率的基础上均上浮 30%，一浮到顶。尽管国内各家商业银行公布的存款利率挂牌价中上浮到顶的较少，但在实际吸收存款的过程中，很多基层分支机构都采取了上浮到顶的定价策略。假设降息前商业银行存款基准利率上浮 20%，降息后将存款利率上浮 30%，据此估算，降息后，上浮到顶的商业银行存款利率将由降息前上浮到顶的 3.3%微降 0.05 个百分点至 3.25%。而如前文所述，大部分的贷款利率将进行足额的下调。由此可以看出，本次降息对商业银行来说实际上是非对称降息，将导致净息差进一步收窄。

与此同时，存款利率浮动区间的不断扩大，标志着我国利率市场化改革正加速推进。对商业银行来说，存款利率是其成本的硬约束。面对不断扩大的存款利率浮动区间，商业银行风险定价的自主性不断增强，风险定价能力也需不断提高。因此，长期内商业银行应逐步放弃“一浮到顶”的存款定价策略，转向存款的差异化定价，根据自身的负债成本和客户结构灵活定价。不同银行、不同地区之间的存款定价差别将会越来越大。

三、未来货币政策展望

央行表示，本次利率调整并不代表稳健的货币政策取向发生变化。央行也重申，下一步将继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，综合运用多种货币政策工具，适时适度进行预调微调。我们认为，未来货币政策将在稳健的主基调下，将“松紧适度”的弹性调控向“松”的方向更加倾斜。事实上，继去年 11 月全面降息之后，央行在 2 月先后降准、降息，实际上表明决策层已形成共识，在经济下行压力持续加大、风险加剧暴露的环境下，今年的货币政策将在中性的基础上向宽松方向进一步调整，以减轻经济调整可能带来的过大震荡。

我们判断，2015 年货币政策主要突出“稳定总量、优化结构”特点：**一是总量适度。**



当前，货币政策仍需在稳增长、防风险和去杠杆之间进行平衡。在全社会流动性总体充裕的情况下，央行不可能大面积“放水”，管好流动性总闸门将是长期的货币政策导向。

二是全面与定向相结合，综合运用利率、汇率、存准率三大政策工具。利率政策方面，运用降息手段托底实体经济，防止经济过度下滑。汇率政策方面，允许人民币适度贬值，以应对美元升值和其他主要货币（欧元、日元）由于量化宽松而带来的贬值压力。同时，基于人民币跨境流动规模扩大以及资本项目逐步开放的大背景，预计人民币汇率波动区间将会扩大，例如单日波动区间可能扩大至3%，以使汇率更多发挥价格调节器的作用。存准率政策方面，根据信贷和外汇占款情况，适时降准增加基础货币的供给。预计年内仍会有至少1次降息和2-3次降准措施。同时结合定向再贷款等手段，引导金融机构盘活存量、用好增量，增加对关键领域和薄弱环节的信贷支持。

三是继续推进利率市场化改革。2015年，预计存款利率管制的放开将加快推进，存款利率浮动区间可能进一步扩大到基准利率的1.5倍左右。与此同时，存款保险制度将正式推出，面向企业和个人大额存单也有可能发行，旨在为利率市场化的推进奠定基础。

四是继续丰富工具箱，加强创新工具运用。央行或将通过公开市场逆回购、SLO等方式来释放短期流动性，同时通过MLF、PSL等工具提供中长期基础货币，弥补基础货币缺口。并根据经济发展的客观现实需要，灵活搭配、合理创新、组合运用。