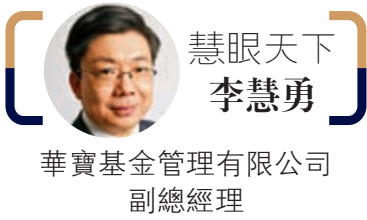




▲分析指，降準、MLF和OMO利率下調、結構性存款強監管均有利於降低銀行負債端成本，但總體力度仍不夠
中新社

存款基準利率會下調嗎？(上)

新冠疫情衝擊下，貨幣政策逆周期調節壓力加大，間接也需要通過降低貸款利率來引導企業融資成本下行。近期關於存款基準利率調降的討論升溫，本文主要對存款基準利率下調的可能性及幅度進行探討。



慧眼天下
李慧勇

華實基金管理有限公司
副總經理

一、討論存款基準利率下調的背景

2019年以來，政府工作報告、國常會、中央經濟工作會議多次明確提到要疏通貨幣政策傳導機制，降低社會融資成本。2019年8月LPR（貸款基礎利率）形成機制改革以來，降成本取得了一定成效，但貸款利率下行幅度仍偏小。2019年，1年期LPR報價累計下行16基點，5年期LPR報價下行5基點。LPR報價的下調促進了新增貸款利率的下行，2019年四季度貨幣政策報告顯示，12月新發放的一般貸款加權平均利率為5.74%，較9月下降了22基點，較2018年同期下降了17基點。但由於LPR只針對新增貸款，而新增貸款在總貸款中的佔比較低，全部貸款利率的下行幅度較為有限。

2018年以來，以3年期AAA中票為代表的信用債收益率跟隨國債收益率持續下行，最大下行幅度達175基點，而新增一般貸款加權平均利率最大下行幅度僅45基點，顯示貨幣政策傳導仍然不暢。這一方面與融資市場割裂有關，很多融資主體並不能順暢地由信貸融資轉向債市融資，另一方面也與銀行負債成本相對剛性有關。

1月份以來，新冠疫情持續發酵，對於「弱復甦」進程中的宏觀經濟造成較大衝擊。貨幣政策逆周期調節壓力加大，間接也需要通過降低貸款利率來引導企業融資成本下行來實現寬信用。但貸款利率的下行需要壓縮銀行息差，銀行動力不足，壓縮空間有限。通過降低存款利率，降低銀行負債成本，來降低社會融資成本成為備選。

二、引導銀行負債端成本下行更為有效

從商業銀行的負債端構成來看，近年來企業和居民存款佔比有所下降，但仍是負債的最主要來源。截至最新，企業和居民存款、同業負債、債券發行、對中央銀行負債在銀行總負債中的佔比分別為62%、10.6%、9.5%和3.8%。發行債券、同業負債、對中央銀行負債在總負債中的佔比在24%左右，降準、MLF（中期借貸便利）和OMO（公開市場操作）利率下調均會引導銀行這三種負債成本的下行。2018年貨幣政策進入寬鬆周期以來，央行共進行了八次降準和兩

次降息，10年期國債、DR（銀行間回購利率）、SHIBOR（銀行間拆借利率）等市場利率均出現了大幅下行，但商業銀行存款成本率出現了一定的上行，導致銀行計息負債成本率不僅沒有下降，反而呈上升趨勢。

商業銀行存款成本率居高不下原因有三：

首先，在存款脫媒和表外融資收縮背景下，信用創造主要依靠表內，貸款增速持續高於存款增速，銀行對存款的爭奪推高存款成本。近年大量存款轉而投向貨幣基金、互聯網理財等產品，以獲取更高的收益，使得商業銀行的存款出現「脫媒」，一般存款向同業存款轉化，加劇了銀行對一般存款的爭奪。但同時，金融去槓桿導致非標等表外融資渠道受限，表內貸款繼續成為我國信用擴張的主要渠道，2019年新增社會融資規模中，新增人民幣貸款佔到了66%。

而2013年12月以來，金融機構貸款餘額增速持續高於存款餘額增速，截至2020年2月末，貸、存款餘額同比增速分別為12.1%和8.1%，缺口達4個百分點。在貸款增速持續高於存款增速的情況下，增加了銀行對存款的需求，從而推高了存款成本。

其次，監管指標強化了銀行對一般存款的爭奪。無論是早期的存貸比指標，還是後來陸續增加的各種流動性指標，都凸顯了存款的重要性，為了滿足這些指標，銀行會投入更多的資源去爭奪存款份額，進而加劇存款市場的競爭。2018年5月，銀保監會發布了《商業銀行流動性風險管理辦法（試行）》，新引入了淨穩定資金比例、流動性匹配率 and 優質流動性資產充足率三個量化指標，新規的本意是限制銀行的借短貸長和同業擴張，但無形中加劇了銀行存款爭奪的問題。比如，流動性匹配率指標給予一般存款和1年期以上同業存款較高的權重，加劇了銀行對該兩類存款的爭奪，間接推高銀行整體負債成本。

再次，資管新規以後，現金管理類產品和結構性存款成為高息攬存的方式。在存款基準利率和市場利率定價自律機制的約束之下（大、中小銀行的存款利率上限一般為基準利率上浮30%和40%），銀行無法大幅抬高存款利率，但可以通過保本理財和結構性存款等方式變相高息攬存。資管新規以後，保本理財逐步清理，現金管理類理財產品成為銀行理財產品轉型的重要方向，而非保本理財利率下行較慢，規模保持穩定，這也導致銀行不得不提高存款利率來吸收存款。

2017年以來，結構性存款規模

快速增長，2018年中小銀行的結構性存款餘額同比增速甚至超過了50%，截至2020年1月末，全市場結構性存款規模達到10.79萬億元（人民幣，下同），但結構性存款最大的問題是「假結構」，實質就是高息攬存。

降準、MLF和OMO利率下調、結構性存款強監管均有利於降低銀行負債端成本，但總體力度仍然不夠。降準可以為銀行提供流動性，降低存款爭奪的壓力，並給信貸擴張創造條件，同時派生存款。2018年以來，央行已經進行了八次降準（包括定向降準），在不考慮存款派生效應，降準對降低銀行負債成本的直接影響相對有限，2019年以來的五次降準合計大約能夠節約銀行資金成本635億元，降低銀行負債端成本僅3基點左右。MLF和OMO利率下調雖然可以直接降低負債端成本，但對中央銀行負債在銀行總負債中的佔比僅3.8%左右，直接影響較小；當然，MLF和OMO利率下調也會引導SHIBOR、同業存單利率和商業銀行金融債收益率下行，並間接降低銀行負債端成本，但由於MLF和OMO利率下調只會影響到增量負債，作用相對有限。

2019年10月發布的《關於進一步規範商業銀行結構性存款業務的通知》強調納入存款管理和衍生品真實交易，明確禁止「假結構」問題。2020年3月，央行發布《中國人民銀行關於加強存款利率管理的通知》，強調加強存款利率自律管理，將結構性存款保底收益率納入自律管理範圍，並將存款類金融機構執行存款利率管理規定和自律要求情況納入MPA考核，將在較大程度上遏制銀行通過發行結構性存款高息攬存的行為，緩解對存款成本的壓力，但結構性存款的問題也在於其在銀行負債中的佔比也不大（不到6%）。

存款基準利率下調在引導銀行負債端成本下行方面更直接、更有效。2015年10月，央行放開存款利率上限，標註着中國利率管制已經基本取消，利率市場化邁出關鍵一步，在此之後，中國存款基準利率未再調整。

但央行繼續公布存款基準利率，為金融機構利率定價提供參考，並通過指導市場利率定價自律機制，對存款利率上限構成一定強約束。由於存款在商業銀行負債端的佔比在62%，所以存款利率的調整對於銀行負債端成本的影響明顯大於MLF、OMO等政策利率。如果存款基準利率下調，再加上市場利率定價自律機制的約束，銀行負債端的成本下行空間將較大。

對股市毋須過度悲觀

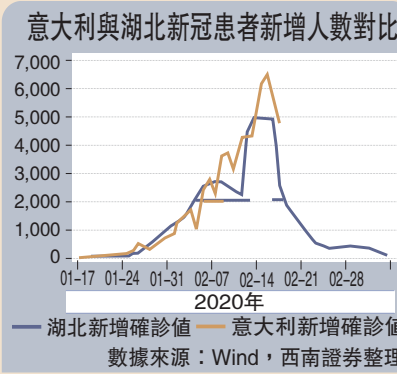


斌眼觀市
朱斌
西南證券首席策略分析師

全球疫情爆發後，金融市場就受到兩股力量的拉扯。一股力量，是不斷蔓延的疫情，以及投資者由此產生的對經濟前景的憂慮情緒；另一股力量，則是各國政府對疫情不斷增加的管控力度，以及為應對經濟下行而不斷出爐的刺激政策。現在，上述兩種力量平衡正在發生微妙變化，積極因素開始逐漸佔據上風。市場最壞的時候已經過去，正在向積極的方向轉化。站在當前時點上，對市場不應該悲觀。

市場表現上，已反映相當悲觀的未來預期。上月13日開始，美國道指在短短27個交易日裏跌近40%。到本周一收盤，道指已跌破2016年11月9日的收盤價，將特朗普上任以來的漲幅完全抹去。歷史上，要達到40%的跌幅，在1929年大蕭條時，用了48個交易日，1987年股災時，用了55個交易日，而2008年金融危機時，則用了257個交易日。此外，2001年納斯達克泡沫破滅與2018年末美股大跌時，都沒有跌到這一幅度。美股下跌的這個斜率，已創歷史之最，可說反映的悲觀預期，堪比1929年大蕭條與2008年金融危機。

在疫情防控上，筆者認為，隨着各國對於疫情防控措施的加碼，全球疫情正在被加速控制之中。在未來幾周內，當前的主要疫情國將會出現每日新增確診人數的向下拐點。從中長期看，雖然新冠病毒有可能與人類共存很長一段時間，但是疫情被大體控制後，對於全球經濟的衝擊將邊際遞減，這有助於市場比較理性地看待疫情對經濟的衝擊。目前主要傳染國中，除中國疫情已得到控制，其他國家的疫情仍在快速蔓延中。美國的確診人數很快超過6萬人，歐盟確診人數為中



特朗普為連任追求負利率



樓市智庫
陳永傑
中原亞太區副主席兼住宅部總裁

美國聯邦儲備局在兩周之內，先後減息0.5厘及1厘，共1.5厘，令聯邦基金利率回復至2015年底之前的0厘至0.25厘超低息狀態，與美國總統特朗普要求的負利率，僅一步之遙。美國會否像歐盟及日本實施負利率，視乎特朗普意向。

近年來特朗普不停向聯儲局及其主席鮑威爾施壓，提出實施負利率及量化寬鬆，目的是與其他競爭對手的息率拉近，以保持美國利率及匯率的市場競爭力。

自去年中，聯儲局突然以預防經濟衰退為由，連續減息三次各0.25厘，合共0.75厘。近月新冠肺炎橫掃全球，波及國家多不勝數，美國也脫不了關係並有惡化跡象，導致美國金融市場秩序大亂。

聯儲局在距離正常議息日子3月17至18日不遠的3月3日，宣布緊急減息0.5厘。由於事出突然，市場的反應是感覺美國經濟出了什麼問題？普遍市場以往對減息反應是以升市迎接，但這次美股三大指數以下跌約3%來回應。

縱使市場預期3月17日至18日

國的2.5倍，且仍將繼續增加。

從增加的態勢來看，發達國家中感染情況最嚴重的意大利，目前每日新增確診人數已經出現了向下拐點，每日新增人數的峰值已現。意大利2月21日開始的日新增確診曲線與1月17日開始的湖北新增確診人數曲線基本重合，湖北新增確診人數在2月16日見頂後就快速回落，而累計確診數在兩周後的3月初開始穩定。而意大利的日新增確診人數在3月21日也見到了頂點，之後開始回落。與湖北類似，筆者預計意大利未來兩周內累計確診人數也將達到峰值，並進入穩定期。此外，美國當前累計確診人數與2月13日的中國類似，但每日新增確診人數較中國當時要高出50%以上。考慮到中國在2月16日後日新增確診人數就達到了峰值，即使美國新增確診人數增長更久，但峰值也不會延後太久。預計晚至4月中旬，美國日新增確診人數也將達到峰值，之後開始下降。到5月初，美國累計確診人數就會進入穩定期。

看好黃金與高股息標的

因此從當前各國疫情發展的態勢來看，疫情正處在高速傳播期，但拐點已經指日可待。

總體而言，未來經濟雖然面臨着下行壓力，但這種壓力已經被市場所預期。隨着疫情管控與經濟刺激政策雙管齊下，市場情緒將現好轉。筆者依然維持此前確立的3月份配置方向為：四條主線+黃金與高股息率組合。

在傳統經濟領域，受益於政策刺激的汽車產業鏈和房地產產業鏈。汽車產業鏈，配置上汽集團，長安汽車，還有一些基本面向好轉預期的零部件廠商，如拓普集團、星宇股份、寧波高登等。房地產產業鏈，配置龍頭房企萬科A，金地集團，東方雨虹，江山歐派，蒙娜麗莎，美的集團等。

在新興產業領域，國家將大力推進的國產替代與5G產業鏈，新能源汽車產業鏈。依然堅持計算機+電子+傳媒，配置中科曙光，萬興科技，順網科技，深南電路，滬電股份，生益科技。新能源汽車產業鏈，配置鎂鋒鋁業，華友鈷業，寧德時代，比亞迪，湘潭電化。

最後，當前處於全球寬鬆階段，依然看好黃金與高股息率標的，建議關注山東黃金、寧滬高速、威孚高科、中南傳媒、中國神華等。

的議息日子會再減息0.5厘至0.75厘，但聯儲局3月15日即周日下午召開緊急會議，減息1厘，聯邦基金利率下調到0厘至0.25厘超低水平，在短短不足兩周之內減息1.5厘，並重啟被視作量寬的購買美債計劃，未來幾周至少買入7000億美元國債。全球股市普遍以大跌4%至5%來回應，美國三大指數反應來得更驚嚇，擔憂美國經濟再出問題，跌11%至12%，令美股正式步入熊市，金融市場亂上加亂。

促使游資流入樓市

特朗普對於連環減息表示歡迎，指稱聯儲局在疫情嚴峻之下採取進取策略，是意料之外，令人驚喜。鮑威爾表示，疫情對美國及全球經濟影響大，美國金融狀況明顯趨緊，採取減息行動可以幫助美國經濟回歸正常，但聯儲局不認為負利率是合適的應對措施。

特朗普要求負利率有一定理據，目前美國總負債逼近77萬億美元的重擔，減息1.5厘大大減輕債務利息開支，如能去到負利率，還債就更輕鬆。歐盟及日本已經是負利率，美國跟隨，有助促使游資流入股市、樓市等投資市場造成資產升值，更有助特朗普的總統競選連任，相信他必然希望負利率實現，再玩資產升值遊戲。