



## 从降息看下一阶段货币政策走势

### 要点:

金融研究总监：詹向阳

国内市场研究团队：

樊志刚 赵幼力 王小娥 朱 妮  
李 露 杨 苒

执笔：朱 妮 王小娥

zhuni\_csjr@icbc.com.cn

xiaoe.wang@icbc.com.cn

相关研究：

2012/7/11 《对 2012 年第二次调息  
及我行经营所受影响的分析》

2012/6/26 《通胀指数为两年新低  
单月汇率创最大贬幅——2012 年 6  
月国内金融动态月报》

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。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对读者的任何投资建议。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，仅供内部参阅，未经作者书面许可，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。

- 6 月 7 日，中国人民银行宣布从 6 月 8 日起，下调金融机构人民币存贷款基准利率 0.25 个百分点，并对金融机构存款利率浮动区间的上限和贷款利率浮动区间的下限分别作出调整。此次降息有三大亮点：一是貌似对称降息，实则不对称；二是利率市场化实质性推进的重要信号；三是作为当前“稳增长”措施的重要组成部分，有望在一定程度上促进信贷市场供求双方的交易意愿。
- 预计年内至少还有 1 次降息可能性，幅度约为 0.25 个百分点，时间可能在三季度；如果出现经济增速非预期性的下滑，不排除央行再进行 2 次降息的可能性。下半年存款准备金率还将降低 2-3 次，每次 50 个基点，7 月份是重要的调整窗口。
- 于商业银行而言，当前及未来一段时间内需警惕在经营风险加大的情况下，利差收益不升反降的矛盾。

## Monetary Policy Forecast Based on Rate Cut

### **Executive Summary**

On June 7<sup>th</sup>, the people's Bank of China (PBOC) announced to cut financial institutions' RMB prime deposit rate and benchmark lending rate by 0.25 percentage points on the next day, and adjust the ceiling rate and downward floating range of the two respectively. Three highlights are involved in the rate cut: first, it seemed to be a symmetric cut, but actually it was an asymmetric one; second, it was a significant progress of the interest rate liberalization reform; third, as an important component of current growth-steadying measures, it will hopefully promote the transaction will of suppliers and demanders in the credit market to some extent. We expect the rates to be cut for more than once in the rest of the year, by about 0.25 percentage points each time, and the first cut could probably happen in the third quarter. In the circumstance of unexpected economic downturn, the PBOC will cut interest rates for the second time. The deposit reserve ratio is expected to be cut for twice to three times in the second half of the year by 50 basis points (BPs) each time, with July being an important time point. For commercial banks, the increasing operational risk with the decreasing interest income should be concerned for a period of time.



## 目 录

一、政策出台背景与内容	1
二、本次降息的特点	1
(一) 貌似对称降息, 实则不对称降息	1
(二) 利率市场化向前推进的重要一步	3
(三) “稳增长”措施的重要组成部分	3
三、对下一阶段货币政策的展望	3

## 图目录

图 1 金融机构新增人民币存款当月值 (2009.1-2012.4)	2
图 2 金融机构各项贷款余额同比增速 (2009.1-2012.4)	3
图 3 1990 年以来利率、居民消费价格指数增速、工业增加值增速走势图	5
图 4 1990 年以来存准率下调情况	6
图 5 2012 年各月央票到期规模	6





6 月 7 日，央行宣布自 2012 年 6 月 8 日起，下调金融机构人民币存贷款基准利率 0.25 个百分点，并对金融机构存款利率浮动区间的上限和贷款利率浮动区间的下限分别作出调整。本次降息是央行在 2008 年 12 月 23 日将存贷款利率同时下调 0.27 个百分点以来的三年时间里的首次降息，也是自去年 7 月加息后央行首次运用价格工具进行政策调节。

### 一、政策出台背景与内容

今年以来，在外部经济形势复杂严峻和中国政府对经济的主动调控下，中国经济下行压力愈渐加大，GDP 连续第五个季度下滑至 8.1%，创 2009 年二季度以来最低；工业生产显著放缓；经济增长的“三驾马车”走势疲软。与此同时，我国自 2011 年采取的稳定物价的一系列政策措施继续发挥作用，商品价格自去年 8 月以来逐步回落，5 月创下 2010 年 7 月以来的新低（3%），物价过快上涨势头得到抑制。

经济下行压力加大和通胀压力逐渐减小为货币政策的进一步放松提供了紧迫性和可行性。在此背景下，央行于 6 月 7 日宣布，自 2012 年 6 月 8 日起，下调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点，一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点；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。同时，自同日起：（1）将金融机构存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的 1.1 倍；（2）将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的 0.8 倍。降息后，一年期存款和贷款基准利率分别为 3.25% 和 6.31%。

### 二、本次降息的特点

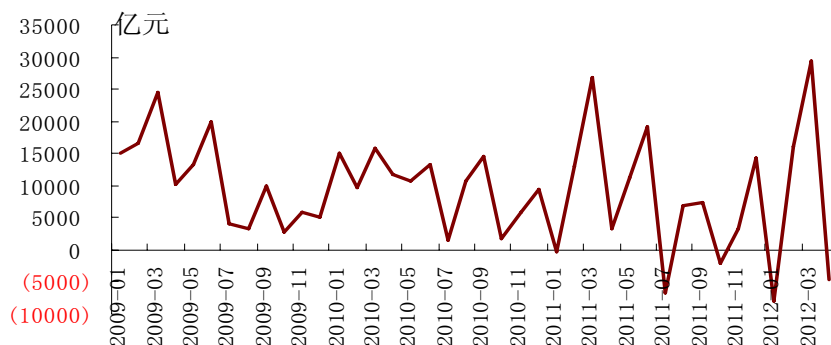
本次降息出台于 5 月份经济金融数据公布之前，与上次（5 月 18 日）存准率下调时隔不到一个月的时间，货币政策放松力度明显加大，节奏也有所加快。具体分析，此次降息还具有三大特点。

#### （一）貌似对称降息，实则不对称降息

若单从基准利率下调幅度看，由于存贷款利率同时下降 0.25 个百分点，并不会对商业银行息差空间产生影响，属对称降息。但此次降息在下调存款基准利率的同时，还对存贷款利率浮动区间进行了不同程度的扩大，按照一年期存贷款利率计算，调息后存

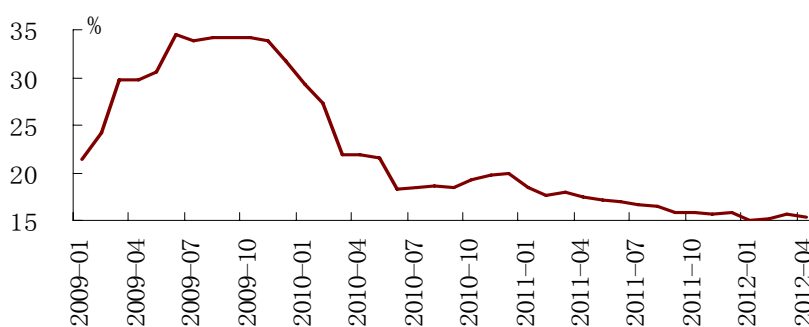
款利率最高将达到 3.575%，高过降息前利率水平，贷款利率最低将达 5.048%。当前存款流失比较严重，2011 年下半年以来人民币当月新增存款多月呈负增长（见图 1），商业银行之间拉存款的竞争非常激烈，在这种态势下，存款利率上浮空间的扩大将促使商业银行利率上浮，银行实际存款成本不降反升。同时，当前国内外需求不景气，同时房地产及融资平台清理整顿不断推进，在此背景下，社会实际融资需求萎缩较为明显，表现为贷款余额同比增速的不断下降（见图 2），银行议价能力普遍出现下滑，本次贷款利率下调以及下浮区间的扩大，将促使商业银行贷款利率出现实质性的下调。由此看来，此次降息将对商业银行息差空间形成压缩，实为不对称降息，这与去年以来我们一直坚持认为“不排除央行进行不对称减息的可能”的预判相一致<sup>1</sup>。

图 1 金融机构新增人民币存款当月值（2009.1-2012.4）



资料来源：Bloomberg，CEIC，城市金融研究所宏观经济金融数据库（ICBC），除特别注明外，下同。

图 2 金融机构各项贷款余额同比增速（2009.1-2012.4）



<sup>1</sup>详见我所研究报告《下行风险值得担忧 中国需要稳住增长——2011 年中国宏观经济金融走势、政策分析及 2012 年展望》。



## （二）利率市场化向前推进的重要一步

此次降息的一大亮点是扩大了利率浮动范围，这是自 2004 年以来放宽利率浮动范围的首次调整。其中，存款利率上浮空间的打开为有史以来第一次，是央行应对银行体系存款外流的有力措施。存贷款利率浮动范围扩大意味着央行降低了利率管制，把定价权更多地交给了金融机构。从市场反应看，金融机构对利率调整所采取的不同应对措施已经推动利率市场化进程的实质性进展。8 日是实施新的存贷款利率政策的第一天，各家银行均公布了调整后的存贷款利率，我国银行业的存款利率首次出现分化。工、农、中、建、交五大行，其 1 年期定期存款利率为 3.5%，约为基准利率的 1.08 倍；大多数股份制银行 1 年期定期存款利率为 3.25%，未在基准利率水平上上浮；宁波银行、南京银行为代表的城商行 1 年期定期存款利率达到上限，为 3.575%，位居前列。但这种情况仅维持了一天，9 日股份制银行纷纷调高了存款利率，民生、招行、光大、浦发、中信、渤海银行，其相关存款利率均进行了上调，调整后与大型银行保持了一致，一年期存款利率调整为 3.5%。而华夏、深发展、兴业、广发、恒丰、浙商六家银行，更将存款利率上浮至 1.1 倍上限<sup>2</sup>。伴随利率市场化的推进，不排除各家银行在观望市场利率之后主动调整利率，并在市场上形成一种更差异化的利率分布，而这将显著考验各家银行的定价能力。

## （三）“稳增长”措施的重要组成部分

当前信贷增长乏力凸显供需两方面问题，一是存款流失严重导致银行贷存比压力加大，银行放贷能力受限；二是经济增速下降使得社会有效融资需求萎缩明显。本次降息对拉动信贷增长的作用也主要体现在这两方面。首先，贷款基准利率下调和贷款利率下浮区间放宽将有效降低企业融资成本，更重要的是，该举措明确表达了国家稳增长的决心，有利于提振企业家的信心，刺激实体经济信贷需求回升。其次，此次将存款利率浮动区间由原来的基准利率上调至基准利率的 1.1 倍，有助于商业银行吸引存款回流，从而缓解贷存比压力，增强商业银行放贷意愿。

## 三、对下一阶段货币政策的展望

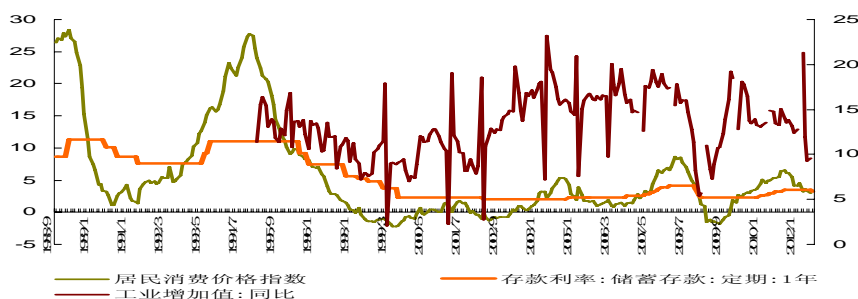
<sup>2</sup> 2012 年 6 月 11 日“中国经济网”。

总的来看，在外贸顺差收窄、汇率弹性增大、新增外汇占款趋势性下降的情况下，下半年央行被动投放流动性的压力较低，货币政策的独立性将得到增强。

实证分析表明，利率的调整主要基于我国的通胀水平和经济增速。从经济增长来看，1-5 月国内经济形势严峻，预计 6 月份更为严峻，经济数据二季度可能比一季度更差。工业增加值今年 4、5 月份均低于 10%，为改革开放 30 多年来比较少见的。从历史数据来看，我们发现工业增加值与 GDP 增长率呈现较强的正相关性，根据回归分析测算得到 4、5 月的 GDP 可能仅为 7%左右。考虑到近期政策已转向稳增长，由于时滞效应，相关政策对经济的刺激效应可能将在三季度逐渐显现，因此，预计经济可能在二季度见底，但如果欧债危机继续恶化带来全球经济的震荡，不排除中国经济三季度继续下行的可能性。从通胀水平来看，受整体需求低迷影响，通胀水平将逐季下行，通胀走势在第三季度达到最低点，第四季度可能略有回升。同样，如果欧债危机继续恶化，不排除通胀水平出现显著下滑，四季度仍可能继续下行的趋势。

1990 年以来我国共经历了五轮降低存款准备金率和利率的阶段，从历史数据来看，利率下调往往发生在一年期定期存款利率持续数月高于 CPI、经济趋势下行的背景下(见图 3)。目前实际利率已恢复正值，考虑到 GDP 和 CPI 的未来走势，并考虑到企业投资动力不足、房地产投资下行以及外围动荡加剧的背景，我们认为降息仍有使用的必要和可能，预计年内至少还有 1 次降息可能性，幅度约为 0.25 个百分点，时间可能在三季度；但如果出现经济增速非预期性的下滑，不排除央行再进行 2 次降息的可能性，每次的降息幅度约为 0.25 个百分点。另外，我们认为，考虑到利率市场进程的稳健推进，年内再度扩大利率波幅的可能性较小。

图 3 1990 年以来利率、居民消费价格指数增速、工业增加值增速走势图





存款准备金率的调整在考虑经济增速之外，主要是基于市场流动性的变化而定，而流动性状况则主要是与外汇占款以及国际收支平衡密切相关。在人民币汇率弹性加大、外汇占款规模趋于收窄、国际收支渐趋平衡背景下，通过下调存准率稳步增加流动性的支持和供应，满足市场的流动需求将是必要之举。今年央票到期规模由上年的 3.2 万亿元骤减至 7850 亿元，而今年下半年央票月度平均到期规模为 510 亿元左右，低于上半年月均 798 亿元的规模（见图 5）。如果新增外汇占款持续低于正常水平，甚至继续出现负增长，央行再次调低法定存款准备金率的可能性较大。我们预计下半年存款准备金率还将降低 2-3 次，每次 50 个基点，7 月份是重要的调整窗口期。

图 4 1990 年以来存准率下调情况

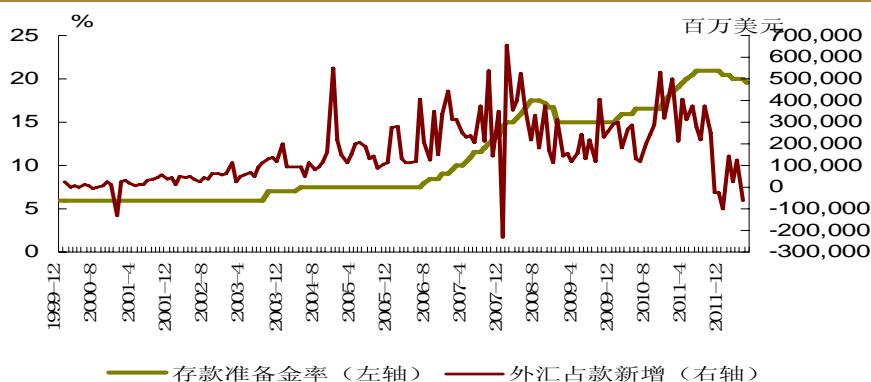
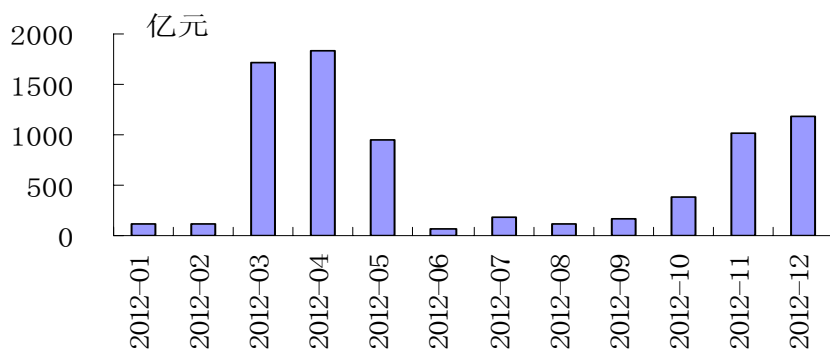


图 5 2012 年各月央票到期规模



#### 四、货币政策调整对商业银行的影响

为了“稳增长”，央行可能通过加大窗口指导等多种方式引导商业银行加大信贷投

放力度，以促进投资增长，加大了商业银行的经营风险。而存款利率上浮空间的首次打开为商业银行运用价格手段进行存款竞争提供了更大的操作空间，在当前存款竞争激烈的形势下，商业银行的实际资金成本与降息之前相比并无下降，甚至更高；在社会实际融资需求萎缩的情况下，贷款利率下浮区间的扩大导致商业银行贷款利率水平下滑。资金成本的上升和资金收益水平的下降，对商业银行息差空间形成挤压，盈利能力受到影响。综上所述，商业银行需警惕在经营风险加大的情况下，利差收益不升反降的矛盾。