

中国存款降息的条件或已成熟 ——“双轨制”下的利率倒挂

分析师 梁中华

执业证书编号: S0740518090002

电话 021-20315056

邮箱 liangzh@r.qlzq.com.cn

相关报告

1 【晨会聚焦】新冠病毒疫苗是怎么设计并开展临床试验?

2 【中泰金属|Cobalt20】Sherritt: 为增强现金流转让 Ambatovy 股权, Q1 产量同比回落 6%; 撤回 20 年产量指引

3 基于筹码浮盈率的行业动量因子构建

投资要点

- 央行已经连续 30 个工作日未进行逆回购操作, MLF 投放的量也有所减少, 是否意味着宽松货币政策的态度发生了变化? 我们认为, 央行前期投放资金速度较快、而政策利率调整速度较慢, 我国“双轨制”运行的利率体系已出现局部倒挂。货币宽松的大方向并没有改变, 只是节奏上会边际调整。
- **1、资金放太快, 市场利率已经破记录。**银行间隔夜资金利率大幅下行, 尤其是 3 月中下旬以来, 降至 1% 以内, 创下历史最低记录。和之前不同的是, 央行主要不是通过公开市场操作、MLF 投放货币, 而是通过再贷款和降准的方式来维持宽松。
- **2、“双轨制”运行: 利率出现倒挂。**央行投放大量的流动性后, 已经市场化的利率大幅下行, 而非市场化利率的调整并没有跟上步伐, 导致政策利率和市场利率出现明显倒挂, 存款利率和发债融资成本也出现倒挂, 市场理论上存在较大金融套利机会。
- **3、存款降息条件或已成熟: 边“降息”边“加息”。**之所以出现这些倒挂现象, 很大程度上是利率“双轨制”造成的。要改变这种倒挂现象, 短期来说, 央行可能边际收紧资金, 使得短端资金利率有所抬升; 但长期来看, 经济下行压力依然存在, 我们认为逆回购、MLF 等政策利率的下调仍然是大势所趋, 存款基准利率的下调或渐行渐近, 利率债的牛市还有很长的路可以走, 不必过于悲观。
- **风险提示: 新冠疫情, 经济下行, 政策变动。**

内容目录

1、资金放太快，市场利率已经破记录.....	- 3 -
2、“双轨制”运行：利率出现倒挂.....	- 3 -
3、存款降息条件或已成熟：边“降息”边“加息”.....	- 4 -

图表目录

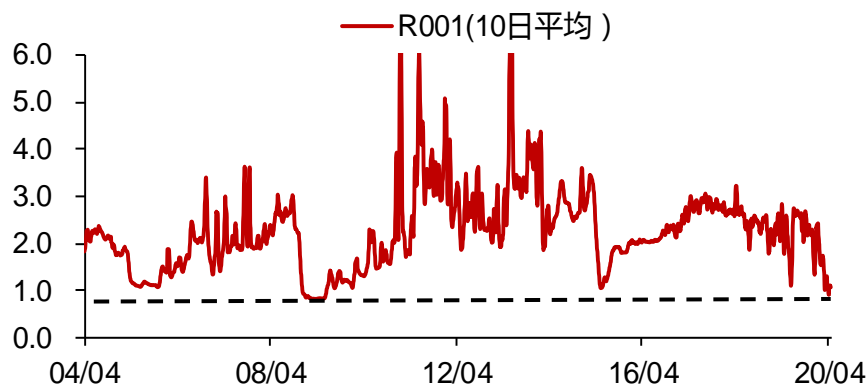
图表 1：2 月以来，银行间资金利率快速达到超低位置（%）.....	- 3 -
图表 2：7 天期政策利率远高于市场利率（%）.....	- 4 -
图表 3：1 年期政策利率远高于市场利率（%）.....	- 4 -
图表 4：部分存款利率比企业融资利率还要高（%）.....	- 4 -
图表 5：货币基金利率和存款利率已经非常接近（%）.....	- 5 -

央行已经连续 30 个工作日未进行逆回购操作，MLF 投放的量也有所减少，是否意味着宽松货币政策的态度发生了变化？我们认为，央行前期投放资金速度较快、而政策利率调整速度较慢，我国“双轨制”运行的利率体系已出现局部倒挂。货币宽松的大方向并没有改变，只是节奏上会边际调整。

1、资金放太快，市场利率已经破记录

一般来说，央行的操作是春节前大量投放资金，满足实体的现金需求，春节后再把资金收回来。但今年考虑到新冠疫情冲击，春节后央行不仅没有回笼资金，还大量释放流动性。银行间隔夜资金利率大幅下行，尤其是 3 月中下旬以来，降至 1% 以内，创下历史最低记录。

图表 1：2 月以来，银行间资金利率快速达到超低位置（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

从操作上来看，和之前不同的是，央行主要不是通过公开市场操作、MLF 投放货币，而是通过再贷款和降准的方式来维持宽松。从 2 月初到现在的三个多月时间内，央行只做过 7 次逆回购操作，且这些操作投放的量早已经回收。2 月以来，MLF 操作的量也是萎缩的。但央行先后推出了 3000 亿专项再贷款和 5000 亿再贷款再贴现政策，同样增加了基础货币供给。此外，3 月以来，央行还两次降准，总共释放了 9500 亿的流动性。

所以，看似央行没怎么进行逆回购、MLF 操作，但近几个月的货币宽松力度绝对是“空前”的。

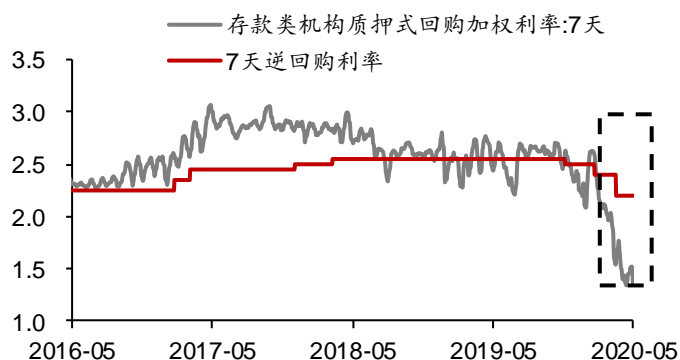
2、“双轨制”运行：利率出现倒挂

央行投放大量的流动性后，市场化的利率大幅下行，而非市场化利率的调整并没有跟上步伐，导致整个利率体系出现了局部倒挂。

一方面，政策利率和市场利率出现明显倒挂。例如 7 天期的逆回购利率比 7 天期银行间资金利率要高 80BP，1 年期 MLF 利率比 1 年期银行同业存单利率高出 130BP 以上。这意味着，一家银行从市场上融资的成本，要远远低于从央行那里拿钱的成本。

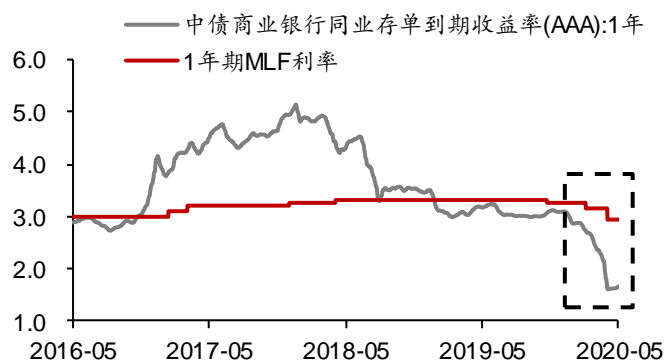
所以近期 MLF 操作一直在缩量，如果银行能够以 1.6% 的利率获得资金，为何还要以 2.95% 的利率从央行那里获取资金呢？所以不是央行不愿意进行逆回购、MLF 操作，从市场化原则的角度看，银行可能也不太愿意要这些“高价”钱。

图表 2：7 天期政策利率远高于市场利率 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 3：1 年期政策利率远高于市场利率 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

另一方面，存款利率和发债融资成本出现倒挂。例如 3 年期存款基准利率为 2.75%，而 AAA 评级企业发 3 年期债券的融资利率已经降到了 2.5% 以下。这意味着从理论上来说，一个 AAA 级的企业先发债融资，再将钱存到银行，企业还能赚到钱，存在明显的套利机会。

图表 4：部分存款利率比企业融资利率还要高 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

3、存款降息条件或已成熟：边“降息”边“加息”

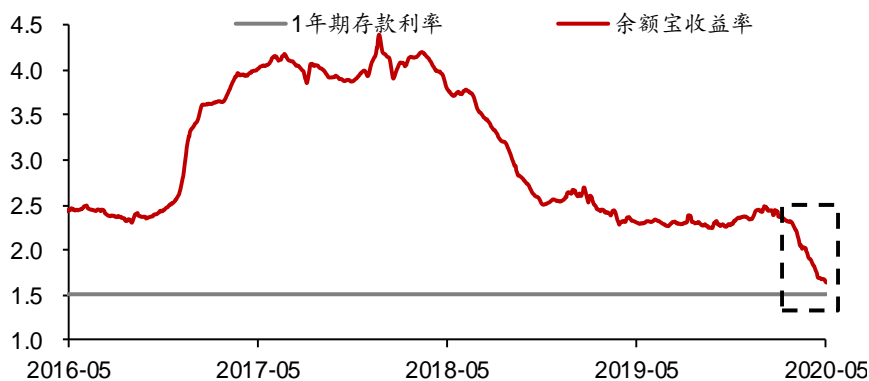
之所以出现这些倒挂现象，很大程度上是由于利率的“双轨制”运行造

成的。我国的利率市场化已经取得了很大进展，但仍然存在市场化和非市场化利率同时运行的情况，市场化利率对资金供需反应较快，而非市场化的政策利率、存款利率的调整相对滞后。这种滞后严重的时候，就会带来利率体系的局部倒挂，产生金融套利机会。

要解决这种价格倒挂，一种简单的方式是尽快下调非市场化的利率，使其与市场利率接轨，例如继续大幅度下调逆回购、MLF 的操作利率，同时开始下调存款基准利率。

我国存款基准利率的下调条件或已基本成熟，企业发债利率和存款利率已经出现部分倒挂，余额宝等货币基金的利率也越来越向存款基准利率靠拢，即使下调存款利率也不会带来较大的吸储压力。

图表 5：货币基金利率和存款利率已经非常接近（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

但如果当前不愿意更大幅度、更大范围的降息，就应该稍微收紧资金，减少市场化利率和非市场化利率之间的倒挂，减少市场上纯粹套利的机会。从操作上来看，连续暂停逆回购操作，减少 MLF 操作量，央行确实不太希望把政策利率降得太快，依然很珍惜货币政策调控的空间。

所以短期来说，央行可能边际收紧资金，使得短端资金利率有所抬升；但长期来看，经济下行压力依然存在，我们认为央行下调逆回购、MLF 的政策利率仍然是大势所趋，存款基准利率的下调或渐行渐近。政策最终都会跟随经济基本面走，考虑到经济需求端恢复依然缓慢，货币宽松仍是大方向，利率债的牛市还有很长的路可以走，不必过于悲观。

风险提示：新冠疫情，经济下行，政策变动。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。