

研究报告

中国：中国央行在全国人大召开前夕降息

- 在中国“两会”的前夕，中国央行宣布三个月来的第二次降息，对称下调存款基准利率和贷款基准利率 25 个基点，同时上调存款利率浮动区间的上限，进一步推进利率市场化。
- 存款利率浮动区间的上限越来越接近其我们息差评估的拐点，这意味着中国央行再宣布一至两次降息就可实现完全利率市场化。
- 展望未来，我们预期中国央行会再次下调利率和存款准备金率，我们仍然认为人民币或将走软，美元兑人民币汇率到 2015 年第一季度末和第二季度末将分别走软至 6.28 和 6.33，而人民币的交易区间在今年有可能会从目前的 2%扩大至 3%。

中国央行三个月来的第二次降息

中国央行在 2015 年 2 月 28 日宣布对基准利率对称下调 25 个基点，同时上调存款利率浮动区间的上限，进一步推进利率市场化。这些决定自 2015 年 3 月 1 日起生效，时值全国人大和全国政协召开年度会议的前夕。此举在我们的预期之中，我们早前就已预期中国央行在 2015 年第一季度和第二季度会至少分别降息一次。

不同于以往的降息（如 2014 年 11 月 21 日），本轮降息是对贷款利率和存款利率对称下调 25 个基点。一年期贷款基准利率从之前的 5.60%下调至 5.35%，一年期存款基准利率从之前的 2.75%下调至 2.50%。然而，在采用存款利率浮动区间的新上限（存款基准利率的 1.3 倍）之后，有效的一年期存款利率为 3.25%，低于之前的有效利率 3.30%（存款基准利率的 1.2 倍）五个百分点，从而稀释了降息 25 个基点的整体影响。

中国：贷款和存款基准利率

	自 2015 年 3 月 1 日起（新）	自 2014 年 11 月 22 日起（旧）	变化 基点
	%	%	
活期存款	0.35	0.35	0.0
定期存款			
3 个月	2.10	2.35	-25.0
6 个月	2.30	2.55	-25.0
1 年	2.50	2.75	-25.0
2 年	3.10	3.35	-25.0
3 年	3.75	4.00	-25.0
贷款利率			
1 年或以下	5.35	5.60	-25.0
1-5 年	5.75	6.00	-25.0
5 年以上	5.90	6.15	-25.0

数据来源：中国央行、大华银行环球经济与市场研究部

据当地媒体报道，对于中国央行宣布的最新降息决策，一些城市商业银行迅速作出反应，并于几个小时后就将存款利率设置为浮动区间上限的 1.3 倍，这说明小型银行的融资条件偏紧。与规模较大且融资条件更好的国有银行相比，通常情况下，小型银行的议价能力较弱，存款基数较小。

中国：存款利率变化比较（带上限）

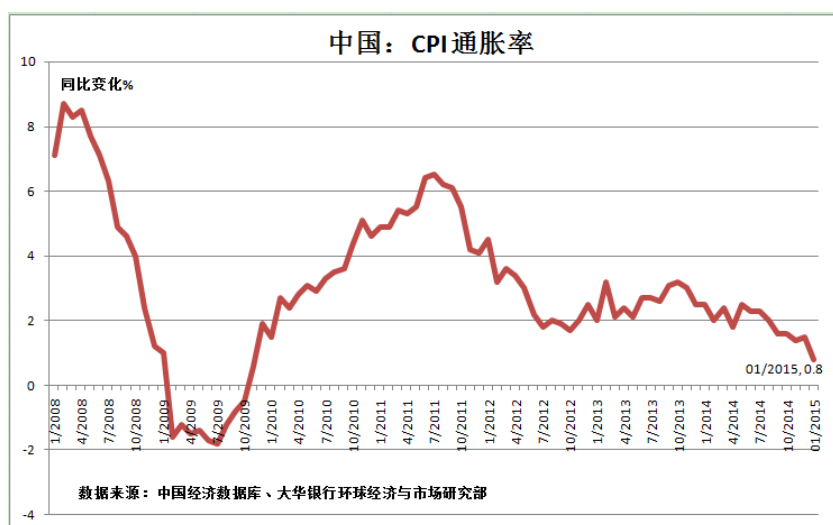
	2015年3月1日起（新） %	采用1.3倍于基准利率之后 %	2014年11月22日起（旧） %	采用1.2倍于基准利率后 %	变化（采用上限后） bps
活期存款	0.35	0.46	0.35	0.42	3.5
定期存款	--	--	--	--	--
3个月	2.10	2.73	2.35	2.82	-9.0
6个月	2.30	2.99	2.55	3.06	-7.0
1年	2.50	3.25	2.75	3.30	-5.0
2年	3.10	4.03	3.35	4.02	1.0
3年	3.75	4.88	4.00	4.80	7.5

数据来源：中国央行、大华银行环球经济与市场研究部预测

通胀率下降使中国央行拥有更大灵活性

中国央行的新一轮降息公告并不意外，完全在我们的预期之中。中国2月官方制造业PMI报告（3月1日发布）显示，该行业连续第二个月低于50（即收缩），再次凸显中国因步入金融改革和再平衡的“新常态”模式，面临充满挑战的经济环境。此次降息在时间上非常明智，刚好是“两会”的前夕，这说明央行在主动向政府改革议程提供政策支持，同时也在积极回应全球通胀率不断下滑的现象。

与世界大部分地区一样，中国也面临着通胀率不断下滑的压力。这部分归因于大宗商品和原油价格自2014年中期以来的不断下滑，以及中国国内经济增速的持续放缓。跟其他央行类似，缺乏通胀已促使央行在实施货币政策方面采取更灵活的方式。央行在《央行有关负责人就下调人民币贷款和存款基准利率并扩大存款利率浮动区间答记者问》（可参见以下链接）中承认了这一通胀率看法，其指出了通胀率不断下降在推高实际利率过程中的影响。



如图所示，中国通胀率自2013年10月达到3.2%的顶峰以来一直在不断下降，还曾于2014年8月跌破2%的增速。这股下行势头至今仍未打破，并已构成一种令人担忧的趋势，因此我们预期央行会继续密切关注这一点。

利率：越来越接近完全市场化？

近期央行利率公告的特点之一是实施存款利率浮动区间上限。从2012年6月7日宣布实施1.1倍于基准利率的存款利率浮动区间上限开始，2015年2月28日再次宣布扩大上限至1.3倍。这与央行致力于利率市场化密切相关，其允许各大银行更灵活性地根据自身评估来设置各自的利率定价。央行的第一个举措便是将其在2013年7月19日宣布的贷款利率浮动区间下限予以取消，结束了这个始于1996年的措施。央行还在2015年2月28日的《央行就降息

并扩大存款利率浮动区间答记者问》中提到有必要市场化利率，以便合理定价资源。随着理财等存款替代类金融产品的快速发展，越来越多的负债类产品已经自发实现了市场化定价，这都推动中国必须要加快推进存款利率市场化改革。

央行正在逐步上调其存款利率浮动区间的上限，以推进其全面市场化存款利率的目标。由于中国的存款保险制度已初具雏形，总有一天会完全取消该上限，所以我们认为这一天即将到来，极有可能就是在今年的某一天。

何时会取消存款利率浮动区间上限/实施存款保险制度呢？我们认为最早可能是未来的一次或两次降息公告时间，判断标准是降息对银行息差的影响以及未来可能会对称降息 25 个基点并上调利率浮动区间上限，如下表所示。

中国：银行息差图（带上限）

生效日	A 一年期贷款 利率 %	B 一年期存款 利率 %	C 存款利率浮动 区间上限 (次数)	D = BxC 有效的一年期 存款利率 %	E = A-D 息差 %
2012年7月6日	6.00	3.00	1.1	3.30	2.70
2014年11月22日	5.60	2.75	1.2	3.30	2.30
2015年3月1日	5.35	2.50	1.3	3.25	2.10
预测 T+1: 降息 25 个基点	5.10	2.25	1.4	3.15	1.95
预测 T+2: 降息 25 个基点	4.85	2.00	1.5	3.00	1.85
预测 T+3: 降息 25 个基点	4.60	1.75	1.6	2.80	1.80
预测 T+4: 降息 25 个基点	4.35	1.50	1.7	2.55	1.80
预测 T+5: 降息 25 个基点	4.10	1.25	1.8	2.25	1.85
预测 T+6: 降息 25 个基点	3.85	1.00	1.9	1.90	1.95
预测 T+7: 降息 25 个基点	3.60	0.75	2.0	1.50	2.10
预测 T+8: 降息 25 个基点	3.35	0.50	2.1	1.05	2.30
预测 T+9: 降息 25 个基点	3.10	0.25	2.2	0.55	2.55
预测 T+10: 降息 25 个基点	2.85	0.00	2.3	0.00	2.85

数据来源：中国央行、大华银行环球经济与市场研究部计算和预测

如表所示，由于最新利率于 2015 年 3 月 1 日起生效，以采用一年期利率为例，银行息差可能会从之前的 2.30% 下降至 2.10%。

至于下次降息（预测 T+1），我们认为很可能是在 2015 年第二季度，假设再降息 25 个基点且存款利率区间上限上调至 1.4 倍于基准利率，则息差将下降至心理临界水平 2% 以下。

如果我们继续沿着每次降息 25 个基点的路线走并紧跟存款利率浮动区间上限的上调步伐，则拐点将是预测 T+4，之后，由于存款利率会继续向零靠近且存款利率浮动区间上限会失去其意义和影响，息差会逐步上升。

因此，单就存款利率浮动区间上限而言，该表清楚地表明，其影响会随着利率的下降而逐步减弱。我们认为，中国央行取消该上限的窗口将很可能是未来一到两次降息公告，同时还会宣布实施存款保险制度，理由是利率已完全市场化。

换句话说，我们距离完全利率市场化的日子确实越来越近了。

中国央行在暂停动作前至少还会进行一轮降息？

由于下调利率和存款准备金率（2015 年 2 月 4 日）均在我们的预期之中，我们仍然认为央行在 2015 年第二季度还会进行降息，同时观察这些措施如何给经济带来更广泛的影响（可参见以下预测表）。

这种前景的不确定性在于通胀率下降速度过快。显然，消费价格的急剧下跌可能意味着央行需要作出更明确的回应，但我们应该切记，如果存款利率下降至零区间，肯定会对储户产生负面影响。

中国：利率和存款准备金率预测					
	2014年第4季度	2015年第1季度	2015年第2季度	2015年第3季度	2015年第4季度
		2015	2015	2015	2015
一年期最优惠贷款利率	5.60%	5.35%	5.10%	5.10%	5.10%
一年期存款利率	2.75%	2.50%	2.25%	2.25%	2.25%
存款准备金率	20.00%	19.50%	19.00%	19.00%	19.00%

至于人民币，鉴于美联储正准备使利率“正常化”且中美利差越来越不利于人民币，我们依然认为人民币兑美元会继续走软。但是，我们认为人民币贬值的幅度有限，且目前大幅贬值概率较低。从国际关系（美国财政部肯定会密切关注）、人民币国际化信誉以及资本外流的角度来看，人民币不可能暴跌。

我们仍然预期，人民币兑美元汇率在 2015 年第一季度末为 6.28，2015 年第二季度末为 6.33，在 2015 年年底为 6.29。我们还认为，人民币交易区间将从当前的 2% 拓宽到 2015 年年底的 3%。

外汇展望					
	2015年3月2日	2015年第1季度结束	2015年第2季度结束	2015年第3季度结束	2015年第4季度结束
美元/日元	119.8	121.0	125.0	126.0	127.0
欧元/美元	1.1162	1.10	1.09	1.09	1.08
英镑/美元	1.541	1.50	1.48	1.49	1.50
澳元/美元	0.779	0.75	0.73	0.72	0.70
纽元/美元	0.754	0.69	0.67	0.65	0.65
美元/新元	1.364	1.37	1.39	1.40	1.40
美元/林吉特	3.631	3.65	3.68	3.70	3.68
美元/印尼盾	12,932	12,900	13,000	13,000	13,000
美元/泰铢	32.36	34.1	33.7	33.5	33.4
美元/菲律宾比索	44.10	45.0	44.0	43.0	42.0
美元/印度卢比	61.84	63.7	64.9	66.3	67.8
美元/新台币	31.50	32.3	32.5	32.6	32.4
美元/韩元	1,098.4	1,140	1,150	1,150	1,150
美元/港元	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75
美元/人民币	6.270	6.28	6.33	6.34	6.29
数据来源：路透社、大华银行环球经济与市场研究部 2015年3月2日					

链接：

中国人民银行决定下调金融机构人民币贷款和存款基准利率并扩大存款利率浮动区间

http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2015/20150228174618250187756/20150228174618250187756_.html

央行有关负责人就下调人民币贷款和存款基准利率并扩大存款利率浮动区间答记者问

http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2015/20150228175132212974778/20150228175132212974778_.html

免责声明：本文分析的资料均来自公开的信息。尽管本文所含信息被认为是可靠的，但大华银行集团对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。同时，本文包含的意见和预测仅反映我们在本文分析发布时的意见，如有变更，恕不另行通知。大华银行集团可能持有本文提及的货币和金融产品的头寸，并有可能影响其中的交易。在达成任何拟定交易之前，读者应不依赖大华银行集团或其关联公司而独立确定交易的经济风险和价值以及法律、税务、会计特征和后果，并且读者须能够承担这些风险。本文及其内容是大华银行集团的专有信息及产品，不得复制或用于其他用途。本文以英文书写，中文版本且仅供参考。中、英文版本若有任何歧义，均以英文版本为准。

另，本文内容由新加坡大华银行提供，大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。