

降息的“弦外之音”

2025 年 05 月 20 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

➤ **事件：**5月20日，主要国有大行普遍下调各品种、各期限存款利率。同时，1年、5年期 LPR 均下调 10 个基点，分别降至 3.0%、3.5%。

➤ **调降存款利率的政策牌已在此前“亮明”，其与 LPR “非对称”降息的背后，又有何“弦外之音”？**回顾历次“存款利率降幅>LPR 降幅”情形，均存在外部约束缓解、内部稳息差的共性经验。当下也不例外，外部来看是汇率约束的打破。内部除了平衡息差之外，存款利率的“非对称”下调也为再次降息预留了空间，以随时应对关税冲击下的“经济颠簸”。尤其是企业投资的需求不足，以及政策脉冲消退下的房地产销售降温，都体现了进一步降低融资成本的必要性。

➤ **存款利率与 LPR 再次出现“非对称”下调。**5月20日，主要国有大行普遍下调各品种、各期限存款利率，**降幅高于同期限 LPR 降幅**（1年、5年期定存利率分别下调 15、25 个基点，1年、5年期 LPR 同时下调 10 个基点）。

➤ **回顾历次“存款利率降幅>LPR 降幅”情形，均存在外部约束缓解、内部稳息差的共性经验。**2022 年以来的历次存款利率、LPR 非对称下调：

1) **2023 年 6 月、9 月：美联储加息进入尾声，国内降息落地。**彼时国内经济复苏动能不强，银行间流动性持续宽松。但在银行净息差持续承压、存款定期化和长期化的局面下，央行“防空转”、缓解银行负债成本、引导资金进入实体经济的诉求明显上升。因此，相比同期 LPR 变动，该轮存款利率调整主要体现在长期存款利率降幅更大。

2) **2023 年 12 月：“美联储降息”交易抢跑，国内债市利率快速下行。**汇率压力的缓解并未促成央行的再次降息，LPR 也同样“按兵不动”。这主要是因为 2023 年 9 月存量房贷利率下调，12 月债市收益率开启一轮快速下行，再加上同期地方债务的高息贷款置换，已经对银行资产端收益构成了明显压力。该轮存款利率下调，再次表现为长期存款利率相较同期限 LPR 的降幅更大，随后促成了 2024 年 7 月 5 年期 LPR 宽幅下调 35 个基点。

➤ **当下也不例外，外部来看是汇率约束的打破。**在美元走弱、中美贸易谈判取得明显进展的背景下，近期人民币汇率朝 7.20 的点位连续升值，国内货币宽松的压力相应减轻，政策利率和 LPR 先后下调 10 个基点。

➤ **内部除了平衡息差之外，存款利率的“非对称”下调也为再次降息预留了空间，以随时应对关税冲击下的“经济颠簸”。**

一方面，**一季度商业银行净息差降至历史新低。**2025 年一季度，商业银行净息差降至 1.33%，为有数据统计以来新低。银行经营压力随之上升，净利润同比降幅进一步走阔至 -2.3%。存款利率更大幅度的下调，既是对前期政策部署的落实（5 月 7 日金融发布会已有相关指引），也体现了政策面对于银行体系稳健经营的高度重视。

另一方面，**2022 年以来的历次存款利率调整，累计降幅要高于 LPR，这为再次降息创造了条件。**加上本次调整，2022 年 9 月以来主要国有大行分别累计下调 1 年期、5 年期定期存款利率 80、145 个基点（同期，1 年期、5 年期 LPR 分别

相关研究

1. 2025 年 4 月经济数据点评：关税颠簸下的宏观拼图-2025/05/19

2. 2025 年 4 月金融数据点评：4 月金融数据：三个不寻常信号-2025/05/14

3. 贸易谈判点评：中美谈判：“破冰”几何？-2025/05/12

4. 2025 年 4 月通胀数据点评：价格偏弱局面“何解”？-2025/05/11

5. 2025 年 4 月外贸数据点评：4 月出口：被低估的韧性？-2025/05/09

累计下降 70 个基点、110 个基点)。参考 2023 年 12 月非对称降存款利率、2024 年 7 月 5 年期 LPR 一次性宽幅下调的经验，**未来不排除再降政策利率或是单独下调 LPR 的可能。**

预留政策空间也是出于应对经济波动的需要，我们在报告《4 月经济数据点评：关税颠簸下的宏观拼图》中已有提示，在关税多变且滞后的不确定性下，其对于企业投资和地方财政的影响可能会放大当前的有效的需求不足，尤其是投资端面临更快下行的风险。

风险提示：信息统计不完全；未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

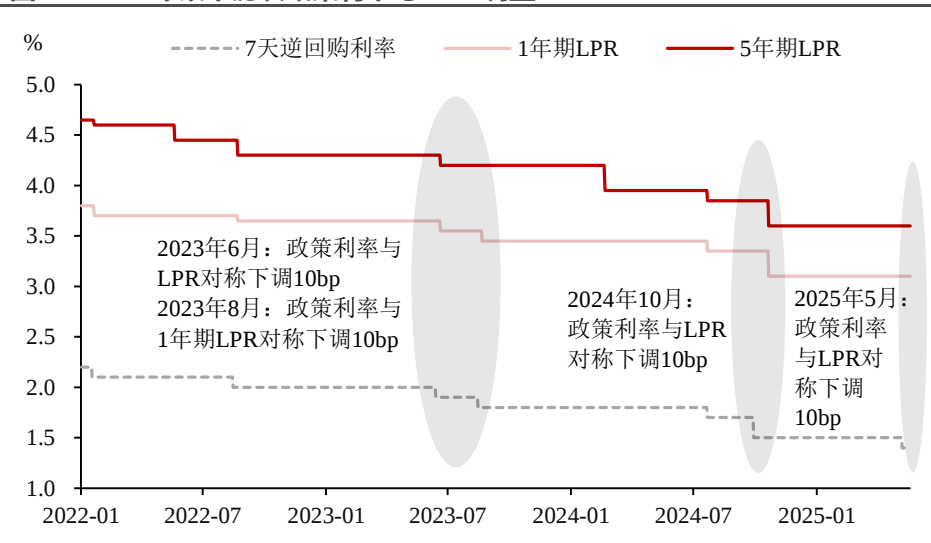
图1：2022 年以来，历次主要国有大行下调存款利率，以及同期 LPR 的调整情况

调整时间和幅度	国有大行存款利率的实际调整情况							LPR 的实际调整情况		降幅对比
	活期	1年期	2年期	3年期	5年期	协定	通知	1年期	5年期	
2025年5月20日	0.05%	0.95%	1.05%	1.25%	1.30%	0.10%	0.30%	3.00%	3.50%	存款利率降幅 >LPR降幅
降幅 (bp)	-5	-15	-15	-25	-25	-10	-15	-10	-10	
2024年10月18日	0.10%	1.10%	1.20%	1.50%	1.55%	0.20%	0.45%	3.10%	3.60%	存款利率降幅 =LPR降幅
降幅 (bp)	-5	-25	-25	-25	-25	-40	-25	-25	-25	
2024年7月25日	0.15%	1.35%	1.45%	1.75%	1.80%	0.60%	0.70%	3.35%	3.85%	短期：存款利率 降幅=LPR降幅 长期：存款利率 降幅<LPR降幅
降幅 (bp)	-5	-10	-20	-20	-20	-10	-10	-10	-35	
2023年12月22日	0.20%	1.45%	1.65%	1.95%	2.00%	0.70%	0.80%	3.45%	4.20%	存款利率降幅 >LPR降幅
降幅 (bp)	0	-10	-20	-25	-25	-20	-20	0	0	
2023年9月1日	0.20%	1.55%	1.85%	2.20%	2.25%	0.90%	1.00%	3.45%	4.20%	长期存款利率降 幅>5年期LPR降 幅
降幅 (bp)	0	-10	-20	-25	-25	0	0	-10	0	
2023年6月8日	0.20%	1.65%	2.05%	2.45%	2.50%	0.90%	1.00%	3.55%	4.20%	存款利率降幅≥ LPR降幅
降幅 (bp)	-5	0	-10	-15	-15	0	0	-10	-10	
2022年9月15日	0.25%	1.65%	2.15%	2.60%	2.65%	0.90%	1.00%	3.65%	4.30%	短期：存款利率 降幅>LPR降幅 长期：存款利率 降幅<LPR降幅
降幅 (bp)	-5	-10	-10	-15	-10	-10	-10	-5	-30	

资料来源：各家银行官网，华夏时报，新华网，中新网，21 财经，经济日报等，iFind，民生证券研究院

注：LPR 均为存款利率下调当月数值，LPR 公布时间通常在每月 20 日左右；2022 年 9 月 LPR 调整幅度为当年 5 月、8 月调整幅度之和

图2：2022 年以来历次政策利率与 LPR 调整



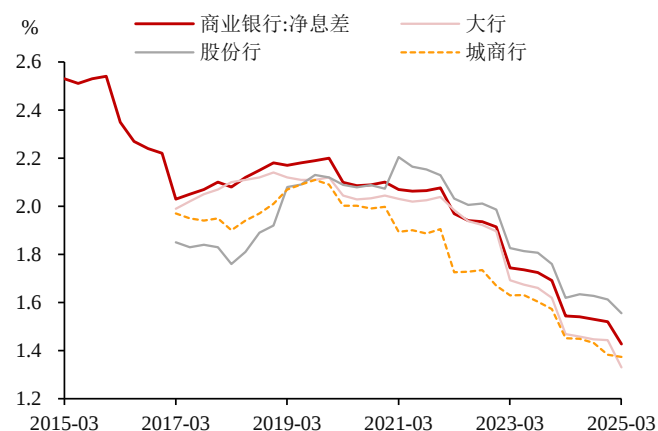
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：历次存款利率“非对称”下调，均存在外部约束缓解的共性经验



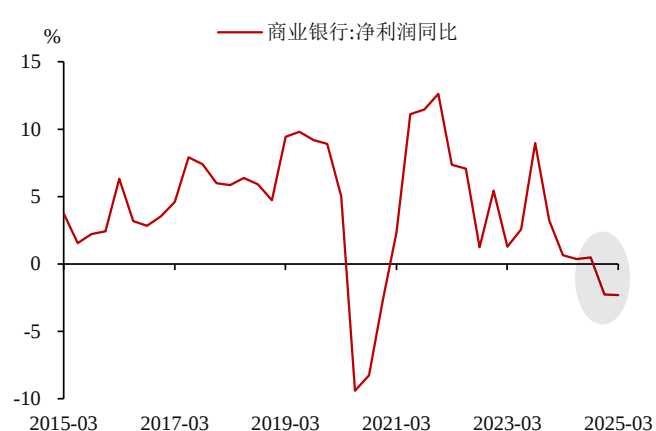
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：2025年一季度，商业银行净息差降至新低



资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：2025年一季度，商业银行净利润增速降幅扩大



资料来源：iFind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048