



# 2 月 LPR 报价为何继续 “按兵不动”？



作者:

民生银行首席经济学家 温彬

民生银行研究院金融市场研究中心主任 张丽云

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布, 2023 年 2 月 20 日贷款市场报价利率(LPR)为:1 年期 LPR 为 3.65%,5 年期以上 LPR 为 4.3%。以上 LPR 在下一次发布 LPR 之前有效。与上月相比均保持不变。

2 月 LPR 报价维持不变, 自去年 8 月实现非对称下调以来继续“按兵不动”, 主要与 MLF 等政策利率维持不变、市场利率快速上行使得银行负债成本抬升、资负两端叠加作用下净息差进一步承压等因素有关, LPR 报价没有相应下调基础和空间。

### 一、多因素考量下, 2 月降息预期落空, LPR 报价基础未发生变化

2 月, 1 年期和 5 年期以上 LPR 报价继续“按兵不动”, 一个最重要的因素在于当月 MLF 利率持平, 使得 LPR 报价的定价基础未发生变化。

2019 年 LPR 改革后, MLF 利率成为 LPR 报价的锚定利率, 即  $LPR \text{ 报价} = MLF \text{ 利率} + \text{加点}$ 。央行政策利率变动对 LPR 变动会产生直接有效的影 响; 同时, 在 MLF 等政策利率之外, 也会综合考虑银行成本端和贷款需求端对加点幅度的影响。

2 月 15 日, 央行开展了 4990 亿元 MLF 操作(同期有 3000 亿元 MLF

到期)，中标利率维持 2.75%，MLF 操作实现“加量平价”续作，使得 2 月 LPR 调降的空间大幅缩减。

而 2 月 MLF 利率维持不变，降息预期落空，或源于以下多方面因素：

一是国内宽信用加快推进、基本面企稳向好，经济进入复苏期，短期内降息的必要性不高。

去年末以来，各项重要会议对于稳增长和稳信贷表态积极，2023 年初即召开主要银行信贷工作座谈会，要求“各主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力”。在信贷投放节奏明显前置、稳信贷政策工具驱动、国股大行“头雁作用”拉动以及市场化融资需求复苏步伐加快等多因素作用下，1 月信贷数据迎来“开门红”（1 月人民币贷款增加 4.9 万亿元，在去年高基数下，同比多增 9227 亿元，创单月信贷投放历史新高；中长期贷款新增 3.5 万亿元，实现 1.4 万亿元的同比多增），宽信用加快推进，降息的紧迫性下降。

同时，虽然当前处于宏观数据的真空期，但公布的 PMI 和微观高频数据大多显示疫情冲击消退后基本面修复成色较好。从 PMI 看，1 月官方制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 产出指数分别为 50.1%、54.4%和 52.9%，均升至扩张区间。从房地产看，供需两端均在缓慢恢复，房地产修复预期转好。节后 30 大中城市商品房销售面积有所回升；住宅价格环比转升，1 月 70 大中城市中有 36 城新建商品住宅价格环比上涨，为 2021 年 9 月以来上涨数量最多的月份，二手房价格环比上涨城市数也在逐步上



升；节后 100 大中城市土地成交量小幅回升，伴随近期开工复工率明显提速，也有助于房地产供给端修复。此外，节后居民生活半径与出行消费活动继续改善，钢铁、汽车等高耗能和资本密集型行业率先复工等，都呈现出复苏早期的点状特征。

作为货币政策放宽、逆周期调控加力的重要政策信号，降准降息一般在应对重大冲击、托底经济运行的时点推出，如去年的几次落地均为应对疫情高峰冲击、稳定市场运行和提振信心。因此，在当前经济进入回升阶段，1 月信贷开门红也显示企业融资意愿增强的情况下，MLF 降息的必要性不强。

二是海外加息周期尚未结束，“内外均衡”考量下，降息时机未到。

2 月初，美联储再加息 25 个基点至 4.5%-4.75%，加息步伐有所放缓。但之后公布的美国经济和通胀数据均有韧性，使得加息预期再次调整，加息周期或延长、加息终值提高。美国 1 月 CPI、核心 CPI 分别同比上涨 6.4%、5.6%，高位继续回落，但均超出预期，核心服务涨幅加大导致 CPI 下行斜率放缓。此外，美国 1 月新增非农就业 51.7 万人，打破连续 3 个月下行趋势，创半年来新高；失业率进一步下行至 3.4% 的 50 年新低。

通胀下行速度放缓和就业数据强劲下，美联储继续加息对抗通胀的概率大幅提升。3 月、5 月各加息 25 个基点的概率已升至 87.8% 和 71.5%，6 月继续加息 25 个基点的概率接近 50%，加息终点可能会由 5.25% 上调至 5.5%，年内不会降息的可能性进一步加大。此外，欧洲央行行长拉加德

表示，高通胀仍然造成巨大影响，计划 3 月再次加息 50 个基点。

在当前发达经济体加息路径延续、加息预期仍高下，若我国继续降息，中美货币政策的背离度将进一步加大，不利于稳汇率，也会对跨境资本流动和金融市场运行造成扰动。

三是当前贷款利率仍延续下行，若继续降息，会刺激通胀、催生资金空转和套利行为。

当前，在一揽子稳经济、稳信贷等政策下，市场融资的难度已大幅降低，新发放贷款利率降至历史低位，降准降息的空间亦大幅缩窄。下一阶段，经济修复的可持续性将在于提振市场信心、稳定预期，而不是一味通过降息进行刺激。

去年 1 月和 8 月，央行两次下调 1 年期 MLF、7 天逆回购等主要政策利率，二者均累计降低 20bp 至 2.75% 和 2.0%。在政策利率下行和刺激信贷需求下，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别累计下调 15bp 和 35bp，调降幅度大幅增加。与此相对应，各项新发放贷款利率持续下行，且降幅大于 LPR 降幅。

2023 年以来，为加大信贷投放，争取更多资源，银行继续通过降价促对公投放；同时，为营销消费贷和经营贷，贷款利率也较去年下半年有所下降。预计一季度整体信贷利率延续下行态势，对于优质企业而言，获得的贷款利率将会在 LPR 基础上再大幅减点。因此，若继续降息，将使得银

行息差继续承压，并容易衍生资金空转和套利行为。

四是“定向降息”或成为政策的重要导向，在降成本的同时兼顾调结构，以实现差异化精准支持。

MLF 和 LPR 降息是普遍性的，在刺激需求的同时也容易滋生套利空间，造成局部过热现象。因此，从已出台的一系列政策看，针对部分行业的定向降息或是政策的一个重要导向。

如近年来央行出台多项结构性政策工具，以 1.75% 的再贷款利率，降低商业银行边际负债成本，引导贷款利率下行，并有效支持了实体经济重要领域和薄弱环节。

2023 年初，央行、银保监建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，运行楼市偏冷的城市可以突破房贷利率下限（4.1%），各地银行纷纷下调首套房贷款利率，最低降至 3.7%，而一线城市普遍高于 5 年期以上 LPR（4.3%），这样可以增加楼市调控的精准度，避免各地出现明显的冷热不均现象。

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_52394](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52394)

