

总量研究

重点观察实际贷款利率，而不是 LPR

——2021 年 9 月 LPR 点评

要点

1、事件

2021 年 9 月 22 日 LPR 为：1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期以上 LPR 为 4.65%。

2、点评

货币政策以服务实体经济、服务人民生活为本，评估货币政策在“降成本”中效果的重点要看实体经济的实际贷款利率，而不是 LPR。LPR 下降，显然有助于推动贷款实际利率的下降；LPR 不降，也并不会阻止实际贷款利率的稳中有降。

为什么在 MLF 利率和 LPR 都不降的情况下贷款实际利率还可以下降？我们认为原因是多方面的。其中最重要的一点便是改革打破了银行在贷款市场的协同定价。在 LPR 改革前，一些银行通过协同行为以贷款基准利率的一定倍数（如 0.9 倍）设定隐性下限，对市场利率向实体经济传导形成了阻碍。在 LPR 改革后，银行需要以 LPR 作为定价的参考，且 LPR 经常发生变化，银行不容易在短时间内形成新的协同价。这样，银行的优势被削弱，企业的议价能力相应提高，其结果是贷款利率的隐性下限被完全打破，实体经济的融资成本得以降低。

从另一个角度讲，前期一系列压降银行负债成本的政策给降低贷款实际利率提供了空间。比如说：存款利率自律上限确定方式改为在存款基准利率上加点确定，并于 6 月 21 日正式实施；7 月初降准释放出长期资金约 1 万亿元，降低金融机构资金成本每年约 130 亿元；结构性存款规模持续压降，中资全国性银行 8 月末余额为 5.80 万亿元，已较去年同期大幅压降了 33.2%；降准后央行仍在充分满足金融机构的资金需求，并通过 OMO 和 MLF 提供短期和中期资金，9 月初至 9 月 18 日 DR007 利率和 1Y AAA 级 CD 利率的均值分别降至 2.19% 和 2.68%，均略低于相应期限的政策利率。针对银行资产端的政策也增加了银行降低贷款实际利率的“压力”。例如人民银行将 LPR 运用情况纳入 MPA 考核，推动明示贷款年化利率，引导银行将 LPR 嵌入 FTP，增强 LPR 在金融机构内外部定价中的基准作用。

“浩渺行无极，扬帆但信风”。上述措施是有力的，效果也是明显的，只是 LPR 的报价结果还没迈过“双五门槛”，因此本月 LPR 暂未发生改变。（注：“双五门槛”即要求各报价行以 5bp 为步长报价，且汇总后的结果需向 5bp 的整倍数就近取整后形成最终发布的 LPR。该规则避免了 LPR 的小幅频繁波动，使 LPR 的变动具有了良好的方向性和指导性。）

3、风险提示

不理性的预期引发市场快速波动。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001

010-58452066

zhang_xu@ebscn.com

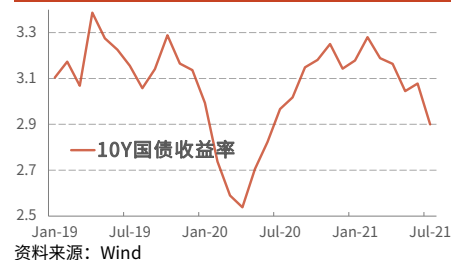
分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001

010-58452070

weiwu@ebscn.com

重要收益率走势图



相关研报

流动性缺口的预测误差大，实际意义小——兼论如何判断短期利率走势（2020-05-08）

建议用两年平均增速分析金融数据——2021 年 4 月 11 日利率债观察（2021-04-11）

以发展的眼光看待遵义的债务——区域城投平台深度挖掘系列之一（2021-04-05）

中国央行遥遥领先——写在美债收益率冲高之时（2021-03-31）

与 LPR 相比，我们更关心存款利率——2021 年 2 月 20 日 LPR 点评（2021-02-20）

不宜过度关注 OMO 的数量——2021 年 2 月 18 日货币政策观察（2021-02-18）

DR007 开盘价的提高并不是引导资金价格上行——2021 年 2 月 7 日利率债观察（2021-02-07）

是否应取消“存款利率指导”？——2021 年 1 月 21 日货币政策观察（2021-01-21）

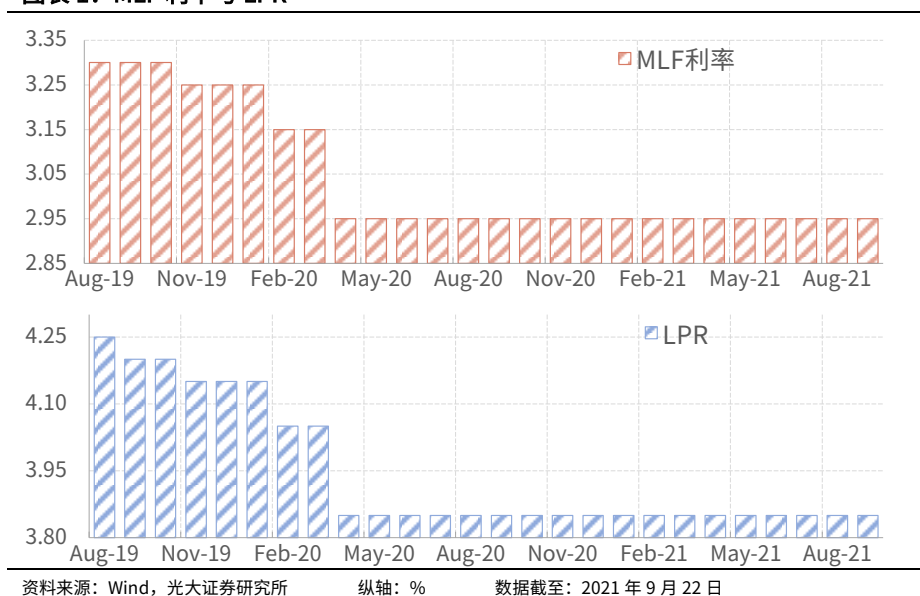
1、事件

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2021 年 9 月 22 日 LPR 为：1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期以上 LPR 为 4.65%。以上 LPR 在下次发布 LPR 之前有效。

2、点评

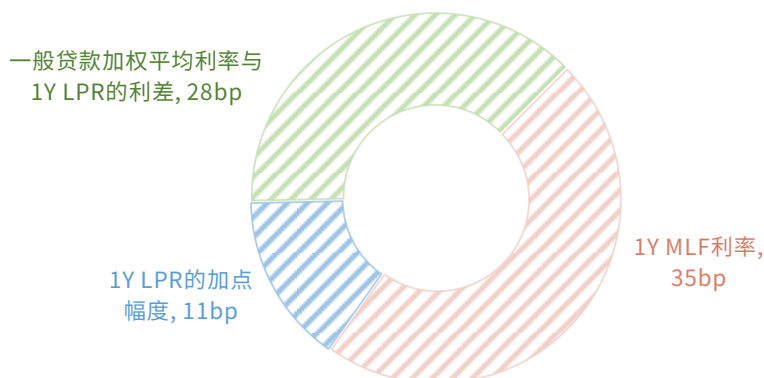
MLF 利率和 LPR 都已数月未曾改变，但实际贷款利率一直是稳中有降的。实际贷款利率可以分解为三部分：MLF 利率、加点幅度、实际贷款利率与 LPR 之间的利差。很显然，上述三部分中任一部分下降都可以起到降低实体经济融资成本的作用，并不完全依赖于 MLF 利率或 LPR 的下降。

图表 1：MLF 利率与 LPR



例如，自 2019 年 6 月至今年 6 月这 2 年时间内，MLF 利率降低了 35bp，加点幅度下降了 11bp，一般贷款加权平均利率与 LPR 之间的利差降了 28bp。也就是说，贷款实际利率的下降有约 4 成由利差的降低所贡献。（注：LPR 下降的幅度高于 MLF 利率，实际贷款利率下降的幅度高于 LPR，这体现出货币政策向贷款市场的传导是高效的。）

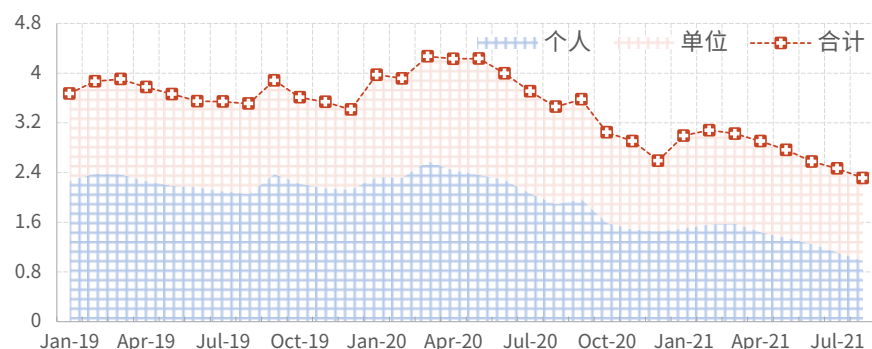
图表 2：一般贷款加权平均利率下降因素的分解（19 年 6 月至 21 年 6 月）



为什么在 MLF 利率和 LPR 都不降的情况下贷款实际利率还可以下降？我们认为原因是多方面的。其中最重要的一点便是改革打破了银行在贷款市场的协同定价。在 LPR 改革前，一些银行通过协同行为以贷款基准利率的一定倍数（如 0.9 倍）设定隐性下限，对市场利率向实体经济传导形成了阻碍。在 LPR 改革后，银行需要以 LPR 作为定价的参考，且 LPR 经常发生变化，银行不容易在短时间内形成新的协同价。这样，银行的优势被削弱，企业的议价能力相应提高，其结果是贷款利率的隐性下限被完全打破，实体经济的融资成本得以降低。

从另一个角度讲，前期一系列压降银行负债成本的政策给降低贷款实际利率提供了空间。比如说：存款利率自律上限确定方式改为在存款基准利率上加点确定，并于 6 月 21 日正式实施；7 月初降准释放出长期资金约 1 万亿元，降低金融机构资金成本每年约 130 亿元；结构性存款规模持续压降，中资全国性银行 8 月末余额为 5.80 万亿元，已较去年同期大幅压降了 33.2%；降准后央行仍在充分满足金融机构的资金需求，并通过 OMO 和 MLF 提供短期和中期资金，9 月初至 9 月 18 日 DR007 利率和 1Y AAA 级 CD 利率的均值分别降至 2.19% 和 2.68%，均略低于相应期限的政策利率。针对银行资产端的政策也增加了银行降低贷款实际利率的“压力”。例如人民银行将 LPR 运用情况纳入 MPA 考核，推动明示贷款年化利率，引导银行将 LPR 嵌入 FTP，增强 LPR 在金融机构内外部定价中的基准作用。

图表 3：中资全国性大型银行的结构性存款余额

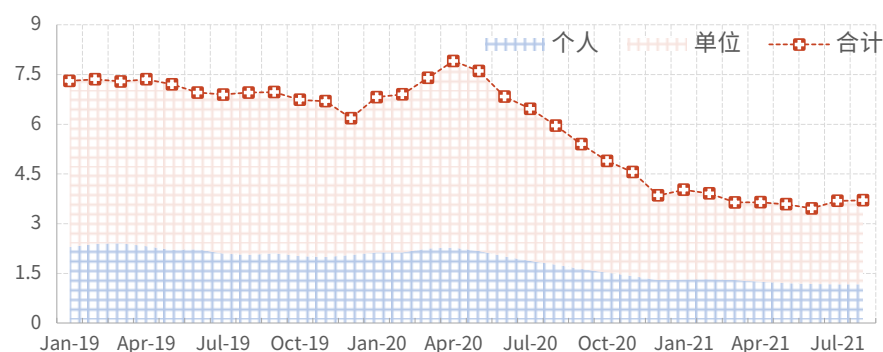


资料来源：Wind，光大证券研究所

纵轴：万亿元

数据截至：2021 年 8 月

图表 4：中资全国性中小型银行的结构性存款余额

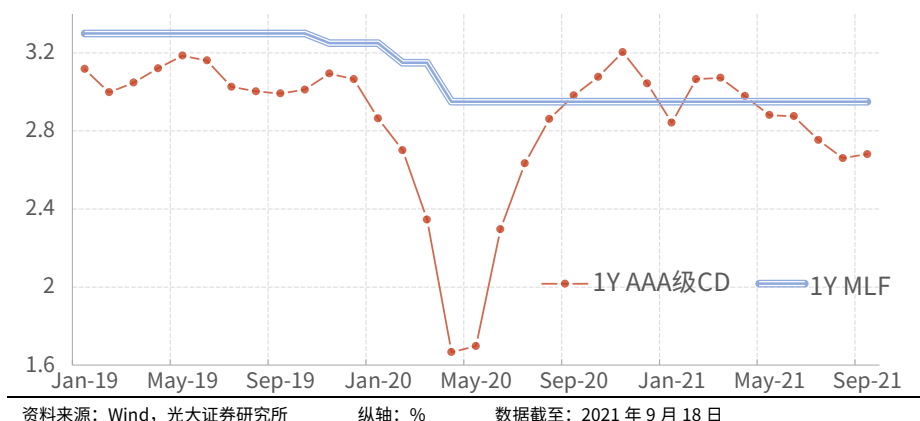


资料来源：Wind，光大证券研究所

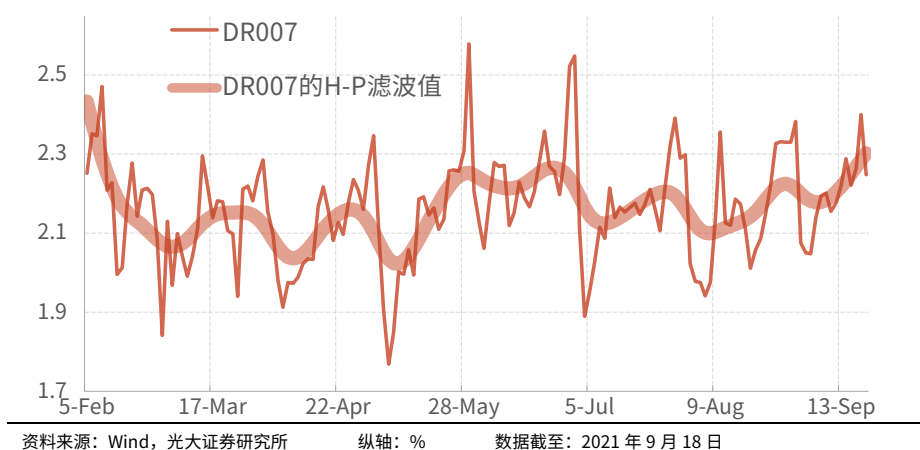
纵轴：万亿元

数据截至：2021 年 8 月

图表 5: 1Y AAA 级 CD 利率 (月均值)

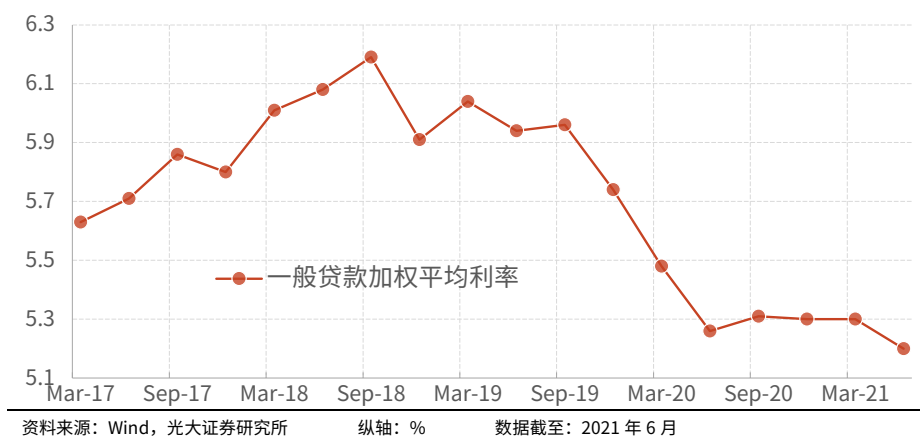


图表 6: DR007 利率及其滤波值



“浩渺行无极，扬帆但信风”。上述措施是有力的，效果也是明显的，只是 LPR 的报价结果还没迈过“双五门槛”，因此本月 LPR 暂未发生改变。(注：“双五门槛”即要求各报价行以 5bp 为步长报价，且汇总后的结果需向 5bp 的整倍数就近取整后形成最终发布的 LPR。该规则避免了 LPR 的小幅频繁波动，使 LPR 的变动具有了良好的方向性和指导性。)货币政策以服务实体经济、服务人民生活为本，评估货币政策在“降成本”中的效果重点要看实体经济的实际贷款利率，而不是 LPR。LPR 下降，显然有助于推动贷款实际利率的下降；LPR 不降，也并不会阻止实际贷款利率的稳中有降。

图表 7：一般贷款加权平均利率



3、风险提示

不理性的预期引发市场快速波动。

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_26759

