

12 月 LPR 报价如期下调，释放逆周期调控加码信号

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：12 月 20 日，全国银行间同业拆借中心公布新版 LPR 报价：1 年期品种报 3.80%，较上次下调 5 个基点；5 年期以上品种报 4.65%，与上次持平。

具体解读如下：

一、12 月 MLF 招标利率保持不变，但当月央行实施全面降准，叠加 7 月降准对降低银行成本的累积效应等因素，触发 1 年期 LPR 报价下调。

12 月 15 日，央行续作 1 年期 MLF，招标利率为 2.95%，与上月持平。这表明 12 月 LPR 报价的参考基础未发生变化¹。不过，12 月 15 日央行全面降准 0.5 个百分点，可为银行每年降低资金成本约 150 亿，而 7 月全面降准已为银行每年降低资金成本约 130 亿。累积效应下，两次全面降准对银行降低成本效果明显，成为本月触发 1 年期 LPR 报价下调的一个直接原因。事实上，降准带动 LPR 报价单独下调并非没有先例：根据 2020 年 9 月 15 日发布的《中国货币政策执行报告》增刊，“LPR 改革后，中国人民银行分别于 2019 年 9 月和 2020 年 1 月两次降低法定准备金率各 0.5 个百分点，对报价行资金成本等加点因素有明显影响，降准当月均有部分报价行根据自身情况下调了报价，并带动报价的算术平均值下行 0.02~0.03 个百分点，但因为变动小于 LPR 的最小调整步长，向 0.05%就近取整后，两次降准当月只有一次（2019 年 9 月）触发了 LPR 变化”。

我们判断，本次全面降准之所以能够触发 LPR 下调，另一个重要原因是 6 月初存款利率自律上限确定方式做出调整，即由此前的“基准利率×倍数”改为“基准利率+基点”。根据央行第三季度货政报告，此次存款利率自律上限优化成效显著，其中存款利率发生明显变化，短中期存款利率基本平稳，长期存款利率明显下降，存款市场竞争更加有序。具体而言，9 月新发生定期存款加权平均利率为 2.21%，同比下降 0.17 个百分点，较存款利率自律上限优化前的 5 月下降 0.28 个百分点。其中，2 年、3 年和 5 年期定期存款利率较 5 月分别下降 0.25 个、0.43 个和 0.45 个百分点。这意味着这段时间银行存款成本整体上出现下行，也为银行下调贷款市场利率报价（LPR 报价）提供了动力。

¹ 2019 年 8 月 LPR 报价改革后，各报价行在公开市场操作利率的基础上加点报价，其中公开市场操作利率主要是指 MLF 招标利率，加点幅度则主要取决于各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。简而言之，LPR 报价=MLF 利率+加点。

最后，7月全面降准以来，尽管DR007等短端市场利率变化不大，但银行同业存单发行利率等中端市场利率出现大幅下行，意味着银行在货币市场上的批发融资成本边际下降。由此，以上三个因素叠加，推动12月LPR报价下调幅度达到了LPR最小调整步长（0.05%）要求，触发了1年期LPR报价下调5个基点。

可以看到，12月15日最新的1年期LPR利率互换（IRS）为3.83%，较7月降准前下行约13个基点，已低于现值，显示市场对LPR报价下调已有较为充分的预期。

本次1年期LPR报价下调，也打破了自2019年9月以来，1年期LPR报价与1年期MLF招标利率始终保持同步调整、点差固定在90个基点（0.9个百分点）的局面，标志着利率市场化再进一步，即在政策利率不变时，贷款利率能够随市场利率变化做出适时调整。这也是货币政策传导效率提升的一个具体体现。

我们认为，本次5年期LPR报价保持不变，主要源于当前“房住不炒”的房地产调控基调未发生改变，而监管层正在着手推进包括房企融资环境回暖、居民房贷发放加快等措施。若未来房地产市场继续承压，不排除在后续LPR报价下调过程中5年期LPR报价与1年期LPR报价同时下调的可能。

二、LPR报价下调，将带动实体经济融资成本下降，释放逆周期调控力度加大信号。

当前企业贷款已全面转向LPR定价。由此，本次1年期LPR报价下调，有望结束三季度企业贷款利率边际上行局面（三季度贷政报告数据显示，9月一般贷款利率环比6月上升0.1个百分点，其中企业贷款加权平均利率也上升0.01个百分点）。我们判断，四季度实体经济、特别是小微企业贷款利率将转向下行。事实上，这种在经济下行压力初显阶段，企业贷款利率不降反升的“雨天收伞”现象不乏先例，在2012年一季度、2014年三季度和2019年三季度也曾出现，后续均是央行通过启动或加大降息降准力度而在下一季度得以扭转。我们判断，若四季度企业贷款利率再度下行，将缓解工业品价格上涨给企业经营带来的压力，激发企业信贷需求，最终推进就业市场稳健修复。

在我国当前的利率体系中，LPR报价属于市场利率范畴，但无疑具有很强的政策信号意义。本次1年期LPR报价下调，不仅会直接推动实体经济融资成本下降，同时也体现了在经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力背景下，货币政策正在及时加大逆周期调控力度，对稳定市场预期，缓解楼市下行压力，带动消费、投资修复性增长具有重要的信号作用。

展望未来，基于2022年稳增长政策将适度靠前发力的预期，我们判断明年上半年降准将会延续，也不排除小幅下调MLF利率的可能。这样来看，2022年上半年LPR报价还有小幅下调的空间。

从对债市的影响来看，12月1年期LPR报价下调，将会对宽信用预期有所提振，同时LPR报价下调也令未来一段时间央行通过下调MLF利率带动LPR走低的必要性下降，短期内对债市产生一定利空。但中长期看，后续货币政策边际向宽的趋势仍会演进，利率波动下行仍是大方向。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

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_31590

