

总量研究

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角

——流动性洞见系列八

要点

核心观点：2021 年末以来，信用周期在经过筑底企稳后开始进入回升阶段，但呈现出明显的反复震荡和平坦化特征。与此同时，实体经济的投资回报率与贷款利率之差持续收敛，回报率低于贷款利率的上市公司占比明显上升。因而，大幅降低实体经济融资成本，可能是刺激实体部门再度燃起加杠杆激情的重要途径。

降低实体经济融资成本，关键在于降低商业银行等金融机构的负债成本，或者打薄金融机构的利润空间。根据我们的测算，通过调降拨备覆盖率释放金融机构利润，以及引导存款负债成本进一步下行，可以为 LPR 报价利率创造约 22BP 的下行空间。

信用周期：本轮信用周期呈现出明显的反复震荡和平坦化特征

相较于前几轮信用周期，本轮信用周期呈现出一些新的变化：一是，新增信贷并没有随着新增社融同步企稳，社融同比增速在 2021 年 11 月开始企稳回升后，信贷同比增速则延续下滑走势。二是，在本轮信用周期的初期，信贷对经济增速的拉动作用，并没有像 2009 年、2012 年和 2015 年那样快速回升，而是像 2019 年那样在底部反复震荡。三是，本轮信用周期从信贷久期层面来看，呈现出非常显著的短期化特征，似乎表征着实体信心的低迷。

实体端：实体经济的投资回报率与贷款利率之差持续收敛

总体来看，2000 年以来，实体经济部门的投资回报率，经历了一个先上升后下降的过程。在 2008 年全球金融危机前，投资回报率呈现持续上行态势，高点出现在 2007 年的 12.08%。随后便开始持续下行，2021 年末下行至 6.37%，2022 年一季度在疫情的冲击下进一步下行至 1.63%。

结构来看，所有 A 股非金融上市公司的投资回报率的中位数，自 2009 年以来总体上也呈现出持续下行的态势，虽然在 2012 年和 2017 年出现过一段时间的平台震荡，但随后便再次进入下行轨道。另外，投资回报率低于贷款利率的上市公司的占比，呈现出明显的周期变动态势，2017 年以来，这一指标正处于上行态势，表明有越来越多的微观主体，投资回报率开始难以支撑贷款利率。

利润端：调降拨备覆盖率约可为 LPR 创造 17BP 左右的下行空间

降低实体经济融资成本，关键在于降低商业银行等金融机构的负债成本，或者打薄金融机构的利润空间。根据我们的测算，目前商业银行利润端被进一步压缩的空间已经较为有限，但拨备覆盖率仍有进一步下调的空间。中性预期下，调降拨备覆盖率，可以为 LPR 创造 17BP 左右的下行空间。

成本端：存款负债成本仍有下行空间，约可为 LPR 创造 5BP 的下行空间

降低商业银行等金融机构的负债成本，是降低实体经济融资成本的另一个关键。在内外平衡压力的约束下，短期内调降政策利率的可能性较小；同时，商业银行同业负债成本已处于较低水平，短期内大概率将会维持窄幅震荡；但商业银行的存款负债成本仍有进一步下行的空间，约可为 LPR 创造 5BP 的下行空间。

风险提示：政策落地不及预期，国内疫情超预期大规模反弹，较强的传导链条放大了测算误差。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004

021-52523802

liuwuh@ebsecn.com

相关研报

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业 —— 流动性洞见系列七（2022-05-24）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？ —— 流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏 —— 流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌？ —— 流动性洞见系列四（2022-01-25）

货币微松能为稳增长做些什么？ —— 光大宏观周报（2022-01-16）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么？ —— 流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？ —— 流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息 —— 光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差 —— 流动性洞见系列一（2021-11-21）

全球再平衡：能源革命、共同富裕、制造重构 —— 2022 年宏观年度策略报告（2021-11-02）

为什么我们认为四季度可能会降息？ —— 货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？ —— 货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？ —— 货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？ —— 货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1、 实体投资回报率正在持续下行..... | 3 |
| 2、 利润端可贡献约 17BP 的 LPR 下行空间..... | 5 |
| 3、 成本端可贡献约 5BP 的 LPR 下行空间..... | 7 |
| 4、 风险提示..... | 11 |

图目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1：信贷对经济的拉动作用仍处于较低水平..... | 3 |
| 图 2：票据融资在新增融资中的占比逐渐走高..... | 3 |
| 图 3：实体投资回报率与贷款利率的差额明显收窄 | 5 |
| 图 4：实体企业投资回报率中位数持续下行 | 5 |
| 图 5：贷款利率的结构拆分 | 6 |
| 图 6：商业银行的利润空间已经较为有限 | 6 |
| 图 7：中小银行的拨备覆盖率下调空间较为有限 | 6 |
| 图 8：不同拨备覆盖率调降幅度下的 LPR 调降弹性测算 | 7 |
| 图 9：境外机构国债托管环比变动与中美短端利差高度相关..... | 8 |
| 图 10：随着时间的迁移，中美利差曲线整体下移 | 8 |
| 图 11：资金充裕环境下 DR007 利率水平持续低于政策利率 | 9 |
| 图 12：本轮资金宽松行情中加杠杆情绪较为谨慎 | 9 |
| 图 13：存款利率市场化调整机制的建立有利于畅通利率传导路径..... | 11 |
| 图 14：存贷利差显示商业银行存款利率仍有下行空间 | 11 |

1、实体投资回报率正在持续下行

本轮信用周期呈现出明显的反复震荡和平坦化特征。2020年5月，随着新冠肺炎疫情对国内生产经营活动扰动的减弱，宽松的货币政策开始转为边际收紧。在“宽货币”逐渐退出，以及针对特定领域融资监管加强的背景下，金融机构信贷增速和社融同比增速，分别于2020年6月和10月，达到上一轮信用周期的峰值，并于随后开始一路回落。

随着海内外宏观形势的变化，我国经济发展开始面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力，在此背景下，政策层对于增强信贷对经济增长拉动作用(通过“宽信用”以稳增长)的诉求日趋强烈。于是，2021年7月以来，政策层先后调降了存款准备金率和政策利率，并且先后放松了对于房地产居民端和企业端的融资限制，希望将新增信贷和新增社融维持在合理的水平。

在政策层不断增强的政策力度的助推下，新增社融水平从2021年11月份开始呈现企稳回升的态势。但若与前几轮信用周期相比，我们会发现本轮信用周期出现了一些新的变化：

一是，新增信贷并没有随着新增社融同步企稳，社融同比增速在2021年11月开始企稳回升后，信贷同比增速则延续下滑走势。也就是说，社融增速的企稳可能主要源于表外融资和直接融资的支撑，如果我们再对数据进行详细拆分，就会发现，实际上主要源于政府债券融资的支撑。因而，本轮信用周期的企稳回升主要源于政府融资的支撑，居民和企业部门的融资增速仍未企稳。

二是，在本轮信用周期的初期，信贷对经济增速的拉动作用，并没有像2009年、2012年和2015年那样快速回升，而是像2019年那样在底部反复震荡。2019年同样是在社融增速企稳后，信贷增速延续下行态势，直至2020年信贷增速开始回升，社融增速以及信贷对经济增速的拉动作用才开始快速上行。因而，更能表征居民和企业部门融资需求的表内信贷增速的企稳，可能才真正意味着信用周期的触底反弹。

三是，信用周期回升的阶段，一般对应着对公中长期贷款占比的持续上行，以及对公短期贷款和票据融资占比的持续下行。但若以社融增速和信贷对经济增长的拉动作用来看，本轮信用周期从2021年11月便已经进入上行阶段，但票据融资占比却在加速上行。因而，本轮信用周期从信贷久期层面来看，呈现出非常显著的短期化特征，似乎表征着实体信心的低迷。

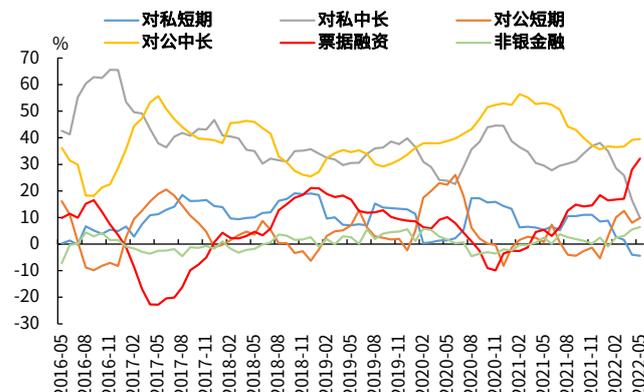
图 1：信贷对经济的拉动作用仍处于较低水平



资料来源：彭博，光大证券研究所

数据截至 2022 年 5 月

图 2：票据融资在新增融资中的占比逐渐走高



资料来源：中国人民银行，光大证券研究所

数据截至 2022 年 5 月

那么，是什么原因导致了本轮信用周期开局的反复震荡呢？可以确定的是，这里面有一些短期因素的冲击，比如，疫情防控对居民消费和企业生产的拖累，房地产市场信心受损对居民按揭贷款的冲击等等。但除了这些短期因素之外，是否还会有一些中长期因素，在其中起到了一定的推波助澜的作用呢？

实体经济的投资回报率与贷款利率之差持续收敛。我们都知道，对于企业部门来讲，之所以愿意从商业银行进行贷款，主要还是因为，将贷款用于生产经营或者投资扩产的回报率，要高于贷款所需要偿还的利息。因而，信贷产生的原始动力，可以简单理解为，实体经济的投资回报率要高于贷款利率。

这就给我提供了一个思路，我们可以通过比较实体经济的投资回报率与贷款利率的差距，来衡量实体经济部门的借贷意愿。但是实体经济部门是由数以亿计的个体所组成的，他们的投资回报率和贷款利率也是千差万别，难以通过数据精确甚至是模糊衡量。因而，我们不妨尝试构建一个折中的代理变量予以观测，一方面，LPR 作为最优客户贷款利率，可以衡量实体经济中最为优质的个体可以获得的贷款利率；另一方面，上市公司作为数量庞大的微观经营主体中的佼佼者，它们的投资回报能力，可以作为实体经济部门能够普遍获得的最好的投资回报率。

在这样的思路指引下，我们只需要通过一定的方式，建构出表征上市公司投资回报率的指标，便可以衡量实体经济的投资回报率与贷款利率的差距。一方面，企业在从商业银行取得信贷后将会体现为资产总额的扩张；另一方面，企业在将信贷用于生产经营或者投资扩产后，将会体现为税后利润的扩张，因而，我们可以利用经财务费用和所得税调整后的企业利润与资产总额的比值，来衡量企业的息税前投资回报率。对于贷款利率的衡量，2019 年之前我们采用人民银行公布的贷款基准利率，2019 年及以后采用全国银行间同业拆借中心公布的 LPR 报价利率。

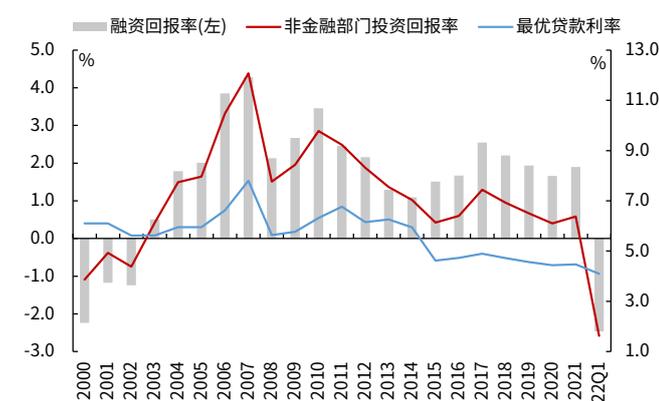
我们利用 4479 家 A 股非金融上市公司 2000 年以来的财务数据，对上述样本的各期息税前投资回报率进行了测算。从测算结果来看：

一是，总体来看，2000 年以来，实体经济部门的投资回报率，经历了一个先上升后下降的过程。在 2008 年全球金融危机前，投资回报率呈现持续上行态势，高点出现在 2007 年的 12.08%。随后便开始持续下行，2021 年末下行至 6.37%，2022 年一季度在疫情的冲击下进一步下行至 1.63%。

二是，结构来看，所有 A 股非金融上市公司的投资回报率中位数，自 2009 年以来总体上也是呈现出持续下行的态势，虽然在 2012 年和 2017 年出现过一段时间的平台震荡，但随后便再次进入下行轨道。另外，**投资回报率低于贷款利率的上市公司的占比，呈现出明显的周期变动态势，2017 年以来，这一指标正处于上行态势，表明有越来越多的微观主体，投资回报率开始难以支撑贷款利率。**

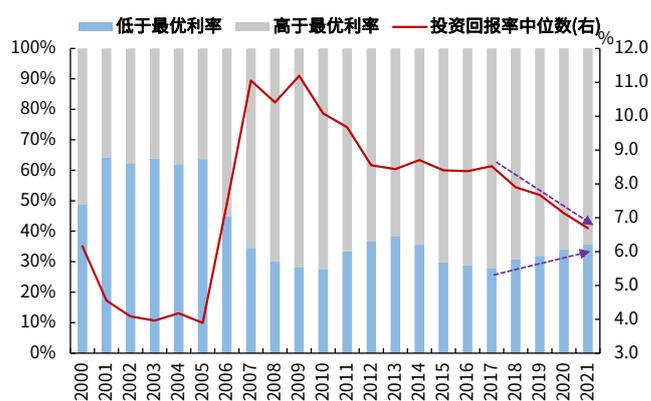
三是，投资回报率的变动趋势与信贷周期呈现出高度的吻合。2008 年之前，实体经济融资回报率（投资回报率与贷款利率的轧差）处于上行趋势，在实体经济贷款有利可图的背景下，信贷余额增速总体处于上行态势。在 2008 年及之后，随着实体经济融资回报率开始持续震荡下行，实体经济部门的贷款意愿呈现出明显的萎靡态势，信贷余额增速处于持续震荡下行态势中。

图 3：实体投资回报率与贷款利率的差额明显收窄



资料来源：万得，光大证券研究所
数据截至 2022Q1
数据说明：融资回报率表示非金融部门投资回报率与最优贷款利率之差，最优贷款利率为存量贷款加权的 LPR 报价利率。

图 4：实体企业投资回报率中位数持续下行



资料来源：万得，光大证券研究所
数据截至 2022Q1
数据说明：低于最优利率，表示在 A 股全部上市公司中，投资回报率低于最优贷款利率的比例；高于最优利率，表示在 A 股全部上市公司中，投资回报率高于最优贷款利率的比例。

通过上面的分析，我们不难得出这样的结论，当前实体部门融资意愿的低迷，诚然有疫情冲击、房地产信心低迷等短期因素的冲击，但更为深层次的原因，可能还是实体投资回报率，已经难以支撑得起当前的贷款利率。正所谓“无利不起早”，既然贷款已经难以为实体部门创造正向收益，甚至是负向负债，那实体部门还有什么动力去商业银行借贷呢？

因而，站在当下，我们认为，刺激实体部门再度燃起加杠杆激情的途径主要有两条：一是，提高实体经济投资回报率；二是，大幅降低实体经济融资利率。面对日益恶化的国际政治经济局势，面对全球技术进步进入瓶颈期，面对劳动力资源走向下坡路背景下的成本抬升，似乎第二条途径会来的更靠谱一些。

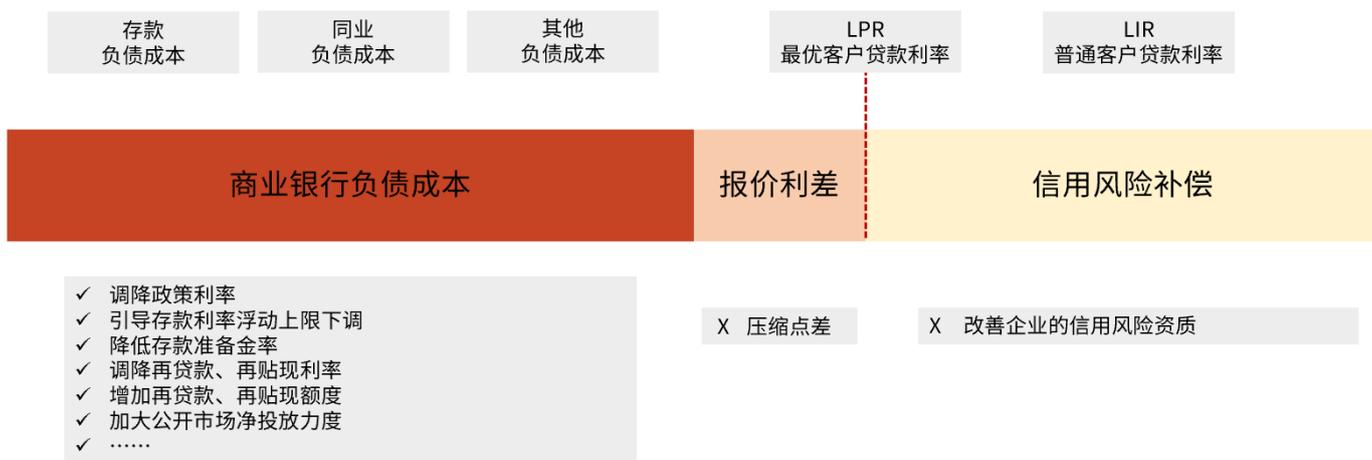
2、利润端可贡献约 17BP 的 LPR 下行空间

降低实体经济融资成本，关键在于降低商业银行等金融机构的负债成本，或者打薄金融机构的利润空间。根据我们的测算，目前商业银行利润端被进一步压缩的空间已经较为有限，但拨备覆盖率仍有进一步下调的空间。中性预期下，调降拨备覆盖率可以为 LPR 创造 17BP 左右的下行空间。

如果通过第一部分的讨论，我们达成了需要大幅降低实体经济融资成本的共识。那么，接下来的问题就是，如何降低实体经济融资成本。首先，我们先来分析一下贷款利率的构成。

通过对实际贷款利率的分析，我们可以将实际贷款利率拆分为三个部分，分别是商业银行负债成本、最优客户贷款利率与负债成本之间的点差、普通客户与最优客户贷款利率之间的信用风险补偿，其中，第一项属于成本端，后两项属于利润端。如果想要压降实际贷款利率，则只需压降这三个部分中的某个部分或者某几个部分便可。那这里我们便会产生一个疑问，在当前的宏观环境下，可以通过压缩商业银行利润端来压降贷款利率吗？

图 5：贷款利率的结构拆分



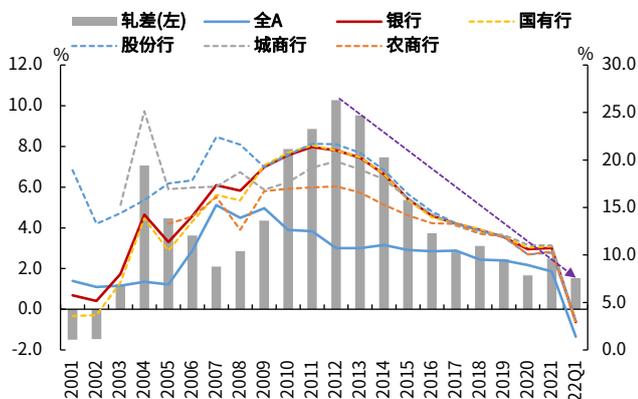
资料来源：光大证券研究所整理

商业银行利润端进一步压缩的空间已经较为有限，但拨备覆盖率仍有下行空间。为了回答这个问题，我们首先来看一下商业银行的盈利趋势。首先，我们将全部 A 股上市公司的 ROE 中位数，作为盈利能力的参考基准。其次，我们分别计算了所有 A 股上市商业银行、国有大行、股份行、城商行和农商行的 ROE。

通过对比可以发现，2012 年至 2021 年，上市银行 ROE 下降了 10.3 个百分点，全部 A 股上市公司的 ROE 仅仅下降了 2.5 个百分点，上市银行与全部 A 股 ROE 之差也由 10.3 个百分点收缩至 2.5 个百分点，并于 2022 年一季度进一步收缩至 1.5 个百分点。因而，商业银行利润端进一步被压缩的空间，已然较为有限。

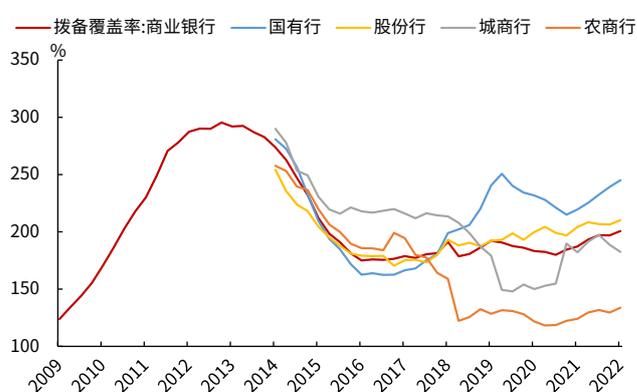
对银行业有深入了解的投资者可能会产生另外一个疑问，拨备覆盖率一直是商业银行调节利润的重要手段，是否可以通过下调拨备覆盖率来释放利润空间呢？截至 2022 年一季度末，我国商业银行的总体拨备覆盖率大概在 200.7% 左右，而银保监会对于商业银行的拨备覆盖率的监管要求是在 120%-150% 之间。因而，银行业整体拨备覆盖率仍有约 50 个点的下调空间，尤其是国有行和股份行。

图 6：商业银行的利润空间已经较为有限



资料来源：万得，光大证券研究所
数据截至 2022Q1
数据说明：图中数据为各类别的 ROE，轧差表示银行业与全部 A 股上市公司 ROE 中位数之差。

图 7：中小银行的拨备覆盖率下调空间较为有限



资料来源：银保监会，光大证券研究所
数据截至 2022Q1

中性预期下，调降拨备覆盖率可以为 LPR 创造 17BP 左右的下行空间。根据银保监会的数据，2022 年一季度末，银行业贷款余额约为 172.5 万亿元，不良贷款余额约为 2.9 万亿元，拨备覆盖率约为 200.7%。据此，我们可以大概测算出不同程度的拨备覆盖率下调，可以释放的利润规模，然后在不同的平摊期假设下便可以获取每年的利润释放规模，进而可以测算出被释放出的利润规模可以抵消多大程度的 LPR 下行空间。根据我们的测算，在拨备覆盖率下调 50 个百分点，分 5 年平摊的中性预期下，LPR 可以下行约 16.9BP。

图 8：不同拨备覆盖率调降幅度下的 LPR 调降弹性测算

| LPR 曲线的调降幅度(BP) | 拨备覆盖率调降幅度 | | | | | | |
|-----------------|-----------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|
| | 10pct | 20pct | 30pct | 40pct | 50pct | 60pct | 70pct |
| 平摊期 | | | | | | | |
| 3年 | 5.6 | 11.3 | 16.9 | 22.5 | 28.1 | 33.8 | 39.4 |
| 5年 | 3.4 | 6.8 | 10.1 | 13.5 | 16.9 | 20.3 | 23.6 |
| 7年 | 2.4 | 4.8 | 7.2 | 9.6 | 12.1 | 14.5 | 16.9 |
| 10年 | 1.7 | 3.4 | 5.1 | 6.8 | 8.4 | 10.1 | 11.8 |

资料来源：银保监会，光大证券研究所

数据说明：图中数据为在不同的拨备覆盖率调降幅度和不同的平摊期内的 LPR 调降弹性测算，数据源自 2022 年一季度的银行业数据

3、成本端可贡献约 5BP 的 LPR 下行空间

降低商业银行等金融机构的负债成本，是降低实体经济融资成本的另一个关键。在内外平衡压力的约束下，短期内调降政策利率的可能性较小；同时，商业银行同业负债成本已处于较低水平，短期内大概率将会维持窄幅震荡；但商业银行的存款负债成本仍有进一步下行的空间，约可为 LPR 创造约 5BP 的下行空间。

前面我们主要从商业银行利润端，探讨了贷款利率下行的空间，那么商业银行成本端是否还有下行空间呢？商业银行负债成本可以细分为三个主要部门，一是存款负债成本，二是同业负债成本，三是其他负债成本，其中前两项占商业银行负债成本的大头。

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_43424



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>