

11月维持不变，降准有望打开 LPR 下行空间

——11月 LPR 报价点评

相关研究：

1. 《经济呈现弱复苏态势，四季度货币政策将继续维持宽松基调——三季度央行调查问卷点评》
2022.10.17
2. 《10月LPR报价不变，当前仍处于政策观察期——10月LPR报价点评》
2022.10.21
3. 《进一步释放稳汇率信号，人民币单边贬值风险可控——央行上调跨境融资宏观审慎调节参数点评》
2022.10.28
4. 《资金利率边际收敛，债市延续震荡态势——11月利率债市场展望》
2022.11.04
5. 《外储规模企稳回升，短期估值风险缓释——10月外汇储备数据点评》
2022.11.14

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

联系人：赵建武

Tel: 021-50295330

Email: zjw06921@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

11月21日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2022年11月21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4.30%，均与上期持平。

□ MLF 利率未变，LPR 报价维持不变符合预期

11月MLF利率保持不变，意味着后续新一轮LPR报价基础未发生变化。同时人民银行此前公布的2022年第三季度央行货币政策报告中删除了“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”的表述，表示要加大稳健货币政策实施力度，坚持不搞“大水漫灌”。同时指出要高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化，宽松措辞减少。市场倾向于认为后续总量货币政策工具的使用会更谨慎，因此11月LPR报价维持不变符合市场预期。

□ 银行负债端成本相对刚性，LPR 调降空间与动力不足

目前我国商业银行存款定期化趋势明显，若银行存款增长主要来自定期存款，那么存款的平均成本很难随着定期存款利率下降而下降，一定程度上增强了银行负债成本的刚性。银行负债成本刚性叠加资产端收益率下行，使得银行净息差承压。同时11月万亿MLF到期央行未选择降准对冲而是选择更高成本的MLF缩量续做，银行负债成本改善有限。此外，11月以来DR007、一年期同业存单利率均出现不同程度的上行，商业银行负债边际成本上行，使得LPR调降空间与动力不足。

□ 国常会释放降准信号，LPR 报价下行空间有望进一步打开

11月23日国常会称要“适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”。11月25日央行宣布将于12月5日降低存款准备金率25BP，释放流动资金约5000亿元。降准落地之后，叠加9月份以来商业银行在降低存款成本方面的累积效应，LPR报价下行空间有望进一步打开。为引导商业银行对普惠小微存量贷款适度让利，1年期LPR报价利率有望调降。同时考虑到当前房地产销售数据依旧疲弱，为支持房地产行业健康发展，有效提升居民购房需求，5年期LPR报价利率也有望再度下调。

□ 风险提示

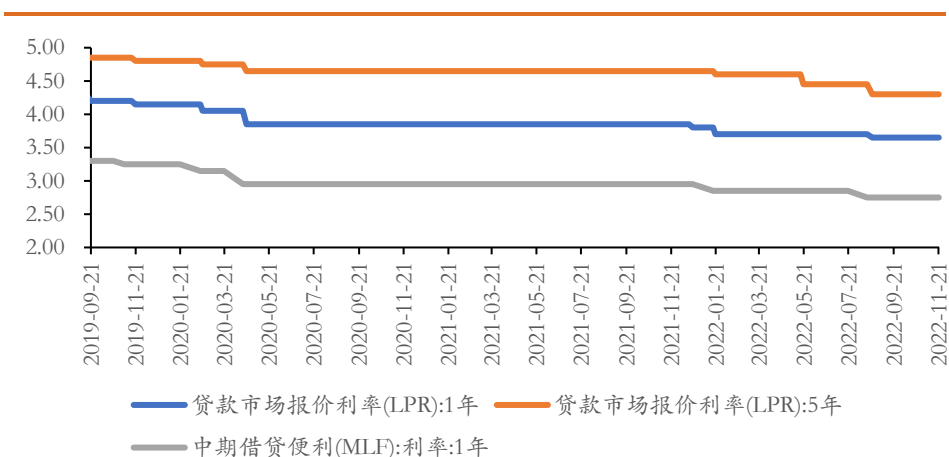
国内疫情反复超预期；房地产投资超预期下行；美联储货币紧缩超预期。

1 MLF 利率未变，LPR 报价维持不变符合预期

11 月 21 日中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2022 年 11 月贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%。均较上月维持不变。这也是 LPR 自 8 月份下调以后，连续 3 个月保持不变。

考虑到 MLF 利率对 LPR 报价发挥着关键指引作用，是 LPR 报价利率的锚。在 11 月 15 日进行的本月 MLF 到期续做中，央行选择将作为中期政策利率的 MLF 利率保持不变，意味着后续新一轮 LPR 报价基础未发生变化。从历次 LPR 调整看，如果 MLF 利率下调，那么 LPR 必下调。在 MLF 利率不变的情况下，除 2019 年 9 月、2021 年 12 月以及 2022 年 5 月之外，LPR 报价利率均未下调。

图 1 MLF 利率是 LPR 报价的锚（%）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

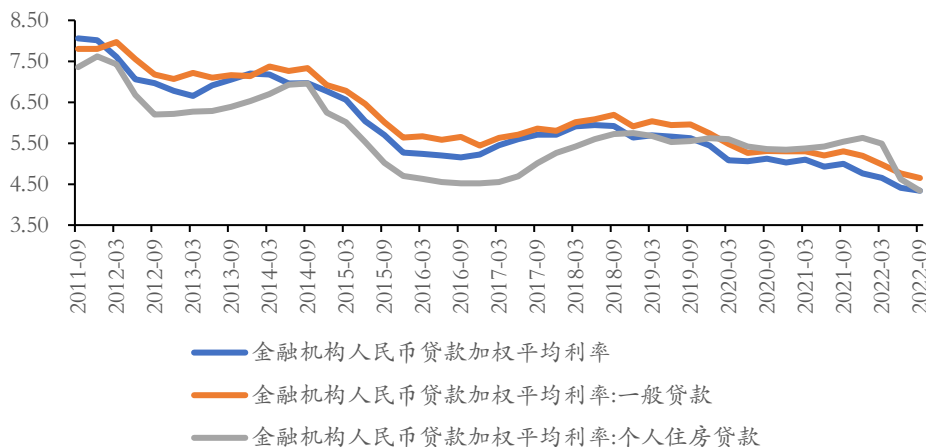
此外，人民银行此前公布的 2022 年第三季度央行货币政策报告中删除了“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”的表述，表示要加大稳健货币政策实施力度，坚持不搞“大水漫灌”。同时指出要高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化。和二季度报告相比，宽松措辞减少。考虑到央行近期政策关注点着眼于稳汇市、以及重视未来通胀升温的潜在可能性，市场倾向于认为后续总量货币政策工具的使用会更谨慎。因此 11 月 LPR 报价维持不变符合市场预期。

2 银行负债端成本相对刚性，LPR 调降空间与动力不足

从 LPR 报价机制来看，实践中基本形成了“MLF 利率调降—银行综合负债成本改善—LPR 报价下调”的传导机制。11 月 MLF 利率未变，因此降低商业银行负债端成本主要包括两个部分，一是通过利率市场化的手段降低存款利率，二是降低银行同业存单发行利率。

存款利率方面，自 9 月 15 日起多家国有大行再度调整个人存款利率，三年期定期存款和大额存单利率下调 15 个基点。国有大行主动下调存款利率，带动部分其他银行跟随调整，有助于降低银行负债成本。但目前我国商业银行存款定期化趋势明显，若银行存款增长主要来自定期存款，那么存款的平均成本很难随着定期存款利率下降而下降，一定程度上增强了银行负债成本的刚性。近日人民银行公布的 2022 年第三季度央行货币政策报告中指出 9 月定期存款加权平均利率为 2.30%，较存款利率市场化调整机制建立前的 4 月仅下降 14BP，明显小于同期贷款利率下行幅度（9 月贷款加权平均利率较 4 月下行 31BP，住房贷款利率下行 115BP）。

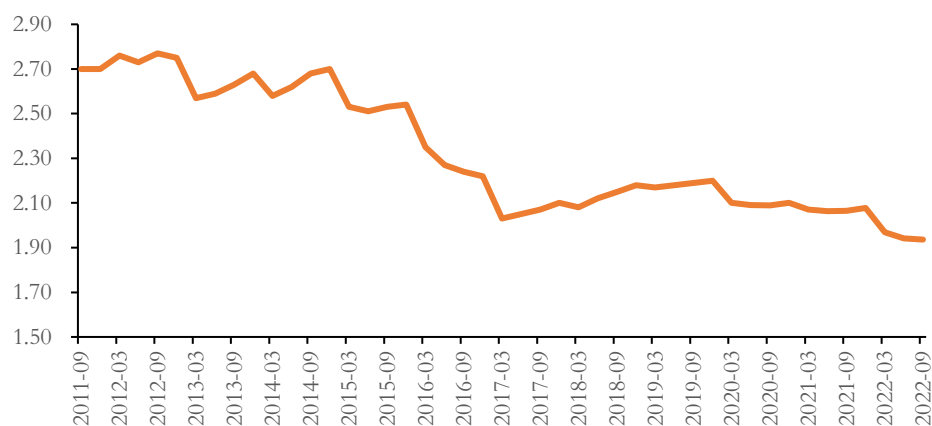
图 2 金融机构各项贷款加权平均利率已降至历史低位（%）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

银行负债成本的刚性，叠加资产端收益率下行，使得银行净息差承压。11 月 15 日银保监会公布数据显示，三季度商业银行净息差为 1.94%，环比二季度持平，较一季度收窄 3BP，同比大幅收窄 13BP，已处于历史低位。此外，11 月中旬面对万亿级的 MLF 到期以及税期高峰的双重冲击，央行未选择降准对冲而是选择更高成本的 MLF 缩量续做，银行负债成本改善有限，使得 LPR 调降空间与动力不足。

图3 目前商业银行净息差已处于历史低位 (%)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

从资金面上来看, 11 月以来 DR007、一年期同业存单利率、10 年期国债收益率均出现不同程度的上行, 二三季度低利率环境已经过去, 流动性环境已改变。对比二三季度超宽松的资金面来看, 尽管 11 月信贷需求依然疲弱, 但考虑到央行上缴万亿结存利润已经结束, 同时今年数万亿专项债支出接近尾声, 对整体市场流动性的支撑作用逐步弱化。此外, 近期在中央政策号召下国有大行加大了信贷投放量, 一定程度上消耗了自身超储, 其负债压力逐步增加, 从而使得国有大行在银行间市场的资金融出减少。Wind 数据显示, 在 11 月 3 日降至 1.6% 的近期低点后, DR007 逐步上行, 11 月 16 日突破 2.0%, 达到月度高点。此外, 11 月一年期国有大行、股份行同业存单发行利率不断上升, 11 月 16 日一年期同业存单利率已达到 2.6%, 相比 10 月底上升了 60BP, 逐步向一年期 MLF 利率收敛, 银行负债端成本边际上行。

图4 短端资金利率趋近政策利率中枢 (%)



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_49455

