



孙彬彬：如何看待可能的 LPR 报价下调？



意见领袖 | 孙彬彬团队

摘要:

LPR 报价是否会下调？LPR 报价的可能下调对债市影响几何？

LPR 是各报价行根据其对最优质客户执行的贷款利率，按照公开市场操作利率（主要是 1 年 MLF 利率）加点形成的贷款基准报价。是央行通过政策利率引导，推动降低实体融资成本的中介。

2019 年 8 月 LPR 改革后，央行五次引导 LPR 报价利率下调，主要目的均是为了降低实体经济融资成本。LPR 的前两次下调是通过压缩加点实现的，主要得益于 LPR 改革疏通了政策利率的传导机制。后三次下调，则主要得益于央行调降 MLF，体现了央行的逆周期调节与稳增长诉求。

2020 年 4 月 20 日至今，随着基本面快速恢复以及货币政策回归正常化，进一步加码的必要性减弱，加上还有对商业银行的让利要求，央行也就不再继续引导 LPR 继续下调。

今年以来宏观经济整体向好，但受到大宗商品价格上涨的影响，企业生产经营面临诸多压力，中小微企业的利润受到明显挤压。总体就业虽然没有进一步恶化，但是连续多月没有改善，这个时候即使不是对冲角度考虑，从前瞻考虑还是有进一步降成本的需要。从降成本的角度考虑，特别是结合降准，金融机构需要把降低的成本传导给实体，那么 LPR 调降的可能性自然较高。

考虑到目前政策带有前瞻性，降准主要还是货币政策回归常态下的结构性运用，并不是转向，所以在本月 MLF 利率保持不变的情况下，LPR 的下调大概率就是商业银行释放自身的报价空间。参考历史，且考虑到 5 年 LPR 还有地产调控的需求，我们认为本月可能是 1 年 LPR 报价的单独下调，不涉及 5 年 LPR 报价的下调。

至于未来 LPR 报价利率还会不会下调，还是要回到经济基本面。在跨周期调控与政策对冲已经开始发力的情况下，我们预期经济仍将在潜在产出附近，只要中小微企业的结构性问题与就业问题不继续恶化，未来是否持续降准和调低 LPR 还需要进一步观察。

从债市定价角度考虑，LPR 对利率影响更多体现在上限，比如过去一段时间，1 年 LPR 给出十年国开上限 3.85%，十年国债 3.35%。而 2020 年 5 月货币政策回归常态以来，十年国债的下限基本还是由 1 年 MLF。考虑到近期国债利率主要还是贴近下限运行，在 MLF 利率维持不变的情况下，可能的 LPR 下调对长端利率的区间位置影响有限。

更为重要的是，总体利率定价还是取决于资金利率短端，目前货币政策不断强化价格工具引导的背景下，价格型工具对于利率的影响要高于数量型工具。如果未来引导降成本主要是数量型工具为主以压缩 LPR 报价点差，那么资金利率的中枢和下限可能还是难有改变，对利率曲线的影响就有限。

在 MLF 维持不变且央行操作维持常态化的情况下，LPR 即使调降也难

以改变债市上有顶、下有底的区间震荡格局，而且总体区间中枢能否显著下移还需进一步观察。

今年我们反复强调宏观经济的复杂性，在跨周期调控与政策前瞻性布局的情况下，我们仍然对经济基本面不作单方判断。政策利率不动的情况下，资金利率中枢难有回落，因此，我们对于长端还是偏保守，继续维持十年国债 2.95-3.35 的判断不变。

策略展望：如何看待可能的 LPR 报价下调？

1. 如何看待可能的 LPR 报价下调？

7 月 7 日国常会提及降准后，央行在 7 月 9 日宣布将从 7 月 15 日起全面降准。不论是降准时点的选择还是全面降准的提法都在较大程度上超出市场预期，进而引发了市场对新一轮宽松周期开启的讨论，特别是降息的关注。

7 月 15 日 1 年期 MLF 利率维持在 2.95%，二季度宏观经济数据表现不差，在一定程度上打消了市场对央行可能下调政策的预期，但对 7 月 20 日 LPR 报价下调的讨论仍然颇多。LPR 报价是否会下调？LPR 报价的可能下调对债市影响几何？

1.1. 什么是 LPR？

LPR 是贷款市场报价利率 (Loan Prime Rate) 的简称，是指由各报价行根据其对最优质客户执行的贷款利率，按照公开市场操作利率加点形

成的报价，由中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心计算得出并发布的利率。

2019 年 8 月 17 日，央行宣布要完善 LPR 形成机制，进一步推进利率市场化改革，推进两轨合一轨，打破个别银行通过协同行为以贷款基准利率的一定倍数（如 0.9 倍）设定的隐性下限，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本。

所以，LPR 是央行通过政策利率引导，推动降低实体融资成本的中介。

现行的 LPR 由各报价行于每月 20 日（遇节假日顺延）9 时 30 分由全国银行间同业拆借中心发布，计算方法为去掉最高和最低报价后各报价行报价的算术平均。

报价方式为按照公开市场操作利率（主要为 1 年期 MLF）加点形成，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。

LPR 目前有 1 年期和 5 年期两个期限品种。

图 1: LPR 改革后贷款利率与市场利率的同步性增强 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

1.2.LPR 报价会下调吗?

实际上要回答三个问题: 第一, 前 5 次的 LPR 报价下调发生在什么情况下? 第二, 为什么去年 5 月后, LPR 报价未再调整? 第三, 现在是时候再度下调 LPR 吗?

1.2.1. 怎么理解此前 LPR 的调整?

2019 年 8 月 17 日至 2020 年 4 月 20 日, 1 年 LPR 报价共有 5 次下调, 从 4.31% 下调到了 3.85%, 下调幅度 46BP。5 年 LPR 报价共有 3 次下调, 从 4.85% 下调到了 4.65%, 下调幅度 20BP。期间 1 年 MLF 利率共有 3 次下调, 从 3.30% 下调至 2.95%, 幅度 35BP。2020 年 4 月 20 日后, 随着 1 年 MLF 利率下调的结束, 1 年和 5 年 LPR 报价的调整已暂停。

从 1 年 LPR 报价的角度观察, 第一次 1 年 LPR 报价的下调都是在 1

年 MLF 利率 3.30%的基础上进行的，6BP 的加点下调可视为 LPR 报价改革的成果。第二次 1 年 LPR 报价的加点下调 5BP，除了进一步体现 LPR 报价改革的成果，一定程度上也有央行配合降准的原因。后三次 1 年 LPR 报价的下调则表现为了对 MLF 利率的跟随，当然一定程度上也有降准或定向降准的配合因素，LPR 的报价加点未再调整。

从 5 年 LPR 报价的角度观察，5 年 LPR 报价是新设品种，三次报价下调都表现为了对 1 年 MLF 利率的跟随，且后两次 5 年 LPR 的报价下调幅度均小于 1 年 MLF 的下调幅度。

表 1：此前五次 LPR 报价加点下调（%）

时间	1 年 MLF 利率	1 年 LPR 报价	加点	5 年 LPR 报价	加点
2019 年 7 月	3.30	4.31	1.01		
2019 年 8 月	3.30	4.25	0.95	4.85	1.55
2019 年 9 月	3.30	4.20	0.90	4.85	1.55
2019 年 11 月	3.25	4.15	0.90	4.80	1.55
2020 年 2 月	3.15	4.05	0.90	4.75	1.60
2020 年 4 月	2.95	3.85	0.90	4.65	1.70

资料来源：WIND、天风证券研究所

怎么理解此前 LPR 的五次下调？我们先基于 1 年 LPR 报价利率的视角观察。

第一次 LPR 报价下调基本可以归因于 LPR 改革。

为何要推进 LPR 改革？央行在 2019 年 8 月 17 日的答记者问中说得明白。“银行发放贷款时大多仍参照贷款基准利率定价，特别是个别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，是市场利率下行明显但实体经济感受不足的一个重要原因，这是当前利率市场化改革需要迫切解决的核心问题。这次改革的主要措施是完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，提高 LPR 的市场化程度，发挥好 LPR 对贷款利率的引导作用，促进贷款利率‘两轨合一轨’，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本”。

第二次 LPR 报价下调可以归功于 LPR 改革成果进一步巩固与降准的共同结果。

背景在央行 2019 年 9 月 16 日的答记者问中也有体现。为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，中国人民银行决定于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。在此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。最终目的同样是为了支持实体经济发展，降低社会融资实际成本。

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_33126

