



# CF40 研究部：LPR 非对称 下行释放哪些信号？



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

本文作者：潘潘



继周一(1月17日)1年期中期借贷便利(MLF)和7天逆回购(OMO)利率下调10基点后, 贷款市场报价利率(LPR)如期下行。

1月20日, 中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布最新报价显示, 1年期LPR报3.7%, 较上月下降10个基点, 为连续第二个月下调; 5年期LPR报4.6%, 较上月下降5个基点, 为2020年5月以来首次下调。

分析人士总体认为, 在经济运行主要受私人部门需求不足制约的背景下, 1月接连降息是货币政策靠前发力的集中体现。与此同时, 近期通胀制约减轻、人民币表现平稳也为货币宽松提供了较为适宜的时间窗口。

虽然 5 年期 LPR 下行幅度不及部分人的预期，但在“房住不炒”的基调下，实际下调 5 个基点的幅度并不弱，在凸显政策定力的同时也为购房者和企业中长期贷款带来了实际利好。

展望未来，虽然美联储紧缩货币政策可能会带来一定扰动，但在充分保持汇率弹性的基础上，我国稳健的货币政策仍可“以我为主”，宽松节奏和力度需要继续加大，后续降准和降息仍有可能。

### 利率工具前置应对需求收缩

#### LPR 如期下行

LPR 是在 MLF 的基础上加点形成，随着 MLF 利率的下降，LPR 同步走低几乎没有悬念。而 1 月全面降息背后是需求收缩和经济下行压力下，对货币政策靠前发力的要求。

中国金融四十人论坛（CF40）青年学者，红塔证券研究所所长、首席经济学家李奇霖认为，多重因素都支持一月降息。一是目前随着保供稳价政策的推进，上游成本端的压力不断减轻，通胀制约不再。12 月 PPI 同比为 10.3%，下行 2.6 个百分点，环比为-1.2%。二是配合财政政策提前发力，通过降息营造良好的货币环境，降低专项债的发行成本和难度等。但是最重要的原因在于目前国内经济下行压力较大，实体融资需求不足。

他表示，中央经济工作会议提到，目前国内经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力。从最新公布的经济数据来看，四季度我国 GDP

平均增速 4%，已经位于央行此前论文测算的潜在 GDP 之下。

去年 3 月，人民银行调查统计司课题组撰写的《“十四五”期间我国潜在产出和增长动力的测算研究》报告在央行“政策研究”专栏发布。报告显示，通过生产函数法，测算“十四五”期间我国潜在产出增速在 5%-5.7%，总体继续保持中高速增长。

中国金融四十人论坛研究部副主任、中国金融四十人研究院青年研究员朱鹤与中国金融四十人研究院青年研究员张佳佳日前撰文表示，当前需求收缩最明显的部分主要来自投资需求，特别是房地产投资需求。居民消费的复苏节奏则一直比较缓慢。根据测算，因防疫政策导致的消费需求减少只能解释 20%左右的需求下降，更主要的因素是居民收入改善比较缓慢。而政府消费则与财政支出有直接关联，在以收定支的预算体系下，同样是收入问题。

“这种情况下，如果因需求转弱导致社融扩张无法兑现，那么短期内经济就存在失速的风险，即实际增速显著偏离潜在产出水平，产出缺口迟迟不能修复。”文章称，“这既是巨大的效率损失，也会通过收入下降和就业减少等多个渠道影响到其他领域的稳定。”

央行上周公布的数据显示，去年四季度，在“稳增长”信号持续释放下，社融数据的成色却仍显不足，实体经济融资意愿总体偏弱。

四季度新增社会融资规模 6.6 万亿元，较去年同期下降 2.2 万亿元。

分部门来看，政府部门新增债务 2.6 万亿元，较去年同期减少 0.4 万亿；企业部门新增信贷 2.4 万亿元，较去年同期减少 1.5 万亿；居民部门新增信贷 1.6 万亿元，较去年同期减少 0.3 万亿。

朱鹤和张佳佳认为，货币政策中的利率政策工具前置，可以通过更低的利率降低私人部门的债务压力，提升私人部门的资产估值，改变跨期支出的相对价格，扩大市场自发的投资和消费水平。

一个有意思的插曲是，在央行强调政策靠前发力后的次日，LPR 发布时间就由此前的每月 20 日（遇节假日顺延）上午 9:30 调整为 9:15。这一简单的调整也成为央行致广大而尽精微、前瞻操作、加强预期管理的生动体现。

无论 5 基点还是 10 基点

5 年期 LPR 下调都是实在的利好

前期市场预测的主要分歧在于 5 年期 LPR 究竟会下调 5 还是 10 个基点。但在“房住不炒”的基调下，实际下调 5 个基点的幅度并不算弱，同时也凸显出宽松有度的政策定力。

“这或许意味当前时点来看，短期内房地产市场不会明显放松。”华创证券研究所所长助理、首席宏观分析师张瑜表示。

她在评论中提到，未来房地产是否会放松仍需进一步观察。首先要看基建能否对冲地产回落。其调研结果显示，一季度有将近 70% 的信贷官认

为政府类相关项目信贷会明显回升。其次看居民按揭贷款的回落速率。如果基建难以对冲地产回落或居民按揭贷款收缩过快，未来房地产政策或有边际松动可能。

尽管如此，5年期 LPR 的下行对于购房者和企业中长期贷款来说仍然是实实在在的利好。

5年期 LPR 是中长期贷款定价锚，个人住房贷款和制造业、基建等中长期贷款都与之挂钩。

李奇霖表示，长期贷款利率的下调，一方面有利于降低制造业和小微企业的中长期信贷成本，从而刺激相关企业的融资需求。另一方面，也有利于降低居民的负债端成本。现在居民房贷一般锚定的都是5年期 LPR，降低 LPR 也有利于降低居民的负债成本，从而有利于居民消费的回升。而且后续5年期贷款回落，也会推进居民合理的购房需求适当回升，推动房地产销售市场的好转，从而助力房地产行业“软着陆”。

《经济观察报》援引易居研究院智库中心研究总监严跃进的测算，此次央行降息，将传导到房贷市场中，正面和减负效应明显。

以100万贷款金额、30年期等额本息还款的按揭贷款为例，在利率调整前，LPR为4.65%，此时月供额为5156元。而此次利率调整后，LPR为4.60%，此时月供额为5126元。如此计算，月供额减少了约30元。若考虑到商业银行可贷资金后续更加充裕、利率有进一步下调的空间，那么

类似减负效应将更为明显。

“以我为主”有底气

货币政策仍有宽松空间

分析师总体认为，我国货币政策有必要也有底气坚持“以我为主”，进一步宽松仍有可能。

往后看，李奇霖预计，在实体融资需求回升、宽信用行情见效之前，宽货币的行情依旧会继续，未来央行在一季度可能仍有降准。同时，若后市宽信用不及预期，不排除继续降息的可能。

“毕竟现在房地产行业下行压力依旧不小，行业出清还在继续，行业底也还没有出现。财政虽然已经开始发力，比如政策要求用好 2021 年四季度的 1.2 万亿专项债，并提前下达了 1.46 万亿专项债额度，但是对财政纪律的强调，对地方隐性债务的监管等在一定程度上限制了基建的发力。”他说。在这样的情况下，后续宽信用行情走势如何还有待进一步观察，而在宽信用行情确定之前，宽货币依旧会延续。

**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\\_36478](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36478)

