



李迅雷：预计 8 月 LPR 将 下调，快速修复预期关键 看三点



意见领袖 | 李迅雷、宥朗

8月15日，央行开展4000亿元MLF操作和20亿元逆回购操作，在净回笼2000亿中长期基础货币的同时，将MLF利率和OMO利率分别下调10BP至2.75%和2.00%，这是短期和中期政策利率年内的第二次调降。随后，市场关注将于8月22日公布的1年期和5年期的贷款市场报价利率（LPR）会否下调。

上海新金融研究院（SFI）学术委员、中泰证券股份有限公司首席经济学家李迅雷认为，当前经济基础难言稳固，这是降息的前提。宽信用需要降成本支持，OMO利率和MLF利率的调降可以引导LPR下调，预计本月LPR报价也将下调，不排除央行采用非对称方式下调5年期以上LPR利率的可能性。

此外，资金利率持续低位运行，降息有“随行就市”的意味。李迅雷表示，下调政策利率相当于确认了5月份以来资金利率中枢下移的事实，同时能够缓解市场利率和政策利率背离的局面，维护利率传导机制的有效性。

7月社融、信贷数据超预期回落，企业、居民信贷需求低迷，李迅雷认为，这主要反映了预期转弱背景下实体融资需求不足的问题——一方面，居民部门在房地产风波后加杠杆意愿进一步回落；另一方面，年初以来基建领域实物工作量出现滞后，对应的信用扩张力度有限。

实体部门预期的持续低迷带来了资产负债表衰退风险，尽管降息客观上有利于引导融资成本的下行，但仅靠货币政策难以从根本上扭转预期。李迅雷建议，相对而言，目前最为有效的措施就是政府加杠杆，进而通过转移支付的方式传递给实体部门，帮助居民和企业纾困并激发经济循环。

在他看来，短期内修复预期并提振需求的关键主要有三点：

首先，应尽快化解地产行业的潜在风险。在当前房企主体面临生存危机、居民对期房存在信任危机的背景下，地产销售保持低位负增，对于稳信贷乃至稳增长构成拖累。

其次，高效统筹疫情防控和经济社会发展，最大限度减少疫情对经济复苏的影响。第九版《新型冠状病毒肺炎防控方案》的推出，旨在减弱疫情对于经济的约束，不过地方执行情况仍有不同，应适当推动各地在第九版方案下统一防控标准。

最后，要想方设法持续促进居民收入增长。收入改善将提高消费能力和消费意愿，是提振需求的基础和前提。

“财政政策发力其实也可以提高货币传导和使用效率。”李迅雷表示，对居民发放补贴、对企业留抵退税是财政发力的重要内容。财政政策的下一步发力，也有赖于进一步盘活、用足用好万亿级专项债限额。另外一方面，要发挥好政策性银行作为“第二财政”的资金支持作用。

以下为访谈实录：



图源/新华社

Q: 导致 7 月信贷和社融数据回落明显的原因有哪些？聚焦社融结构，政府、企业、居民部门分别呈现哪些特点？

李迅雷：7 月新增信贷及社融数据均出现大幅回落，主要反映了预期转弱背景下实体融资需求不足的问题。

一方面，居民部门在“停贷”风波后加杠杆意愿进一步回落，新增贷款同比少增近 3000 亿元；另一方面，在地产“缺位”的背景下，年初以来基建发力受制于隐性债务监管约束，实物工作量的形成严重滞后，对应的信用扩张力度有限。

从结构上看，今年 6 月底居民部门杠杆率和去年底基本持平，企业和政府部门杠杆率则大幅上升，映射到经济层面，体现为地产销售、房地产投资大幅下滑，而制造业投资、基建投资持续高增长。

Q：8 月 15 日央行下调 OMO 利率和 MLF 利率，短期和中期政策利率年内累计下调 20BP，如何理解此次缩量降息操作的目的和意义？未来是否还有进一步降息的可能性以及空间？

李迅雷：对于降息的目的和意义，我觉得可以从几个角度理解。

首先，当前经济基础难言稳固，这是降息的前提。从 7 月经济数据看，工业、服务业、投资、消费等各项主要指标全线回落。央行在“把握好政策力度和节奏，兼顾内外均衡”的基调下，考虑到国内结构性通胀压力有限以及美联储紧缩带来的冲击有望缓和（美国劳工部近期公布的数据显示，美国 7 月 CPI 年率录得 8.5%，相较 6 月创下的逾四十年高位 9.1% 大幅回落），当前时点通过降息提振基本面复苏动力显然更重要。

其次，宽信用需要降成本支持，OMO 利率和 MLF 利率的调降可以引导 LPR 下调。政策利率下调后，预计接下来本月的 LPR 报价也将下调。

最后，资金利率持续低位运行，降息有“随行就市”的意味。从市场层面看，5 月份以来资金利率持续低位运行，资金利率阶段性“失锚”问题突出，政策利率的引导作用被大幅削弱。下调政策利率相当于确认了资金利率中枢下移的事实，同时缓解市场利率和政策利率背离的局面，维护

利率传导机制的有效性。

另外，关于央行的缩量操作，我觉得是符合预期的。尽管基本面和融资需求趋弱需要流动性宽松的支持，但资金利率过低可能不符合央行的合意水平。在流动性结构性短缺的框架下，央行主动收紧资金面的能力受限，因此 6000 亿元 MLF 到期续作成为较好的操作窗口——一方面，流动性宽松导致“滚隔夜”加杠杆持续升温，央行通过缩量能够释放“防止资金空转、脱实向虚”的政策信号；另一方面，从同业存单价格走势看，在银行间资金大量淤积而信贷“资产荒”的背景下，商业银行对于 MLF 资金的主动需求可能并不强。

总体来看，MLF 净回笼可以看作央行基础货币投放的正常对冲手段，流动性有望延续平稳态势。

至于未来进一步降息的可能性，我认为货币政策进一步放松的空间还是有的，主要看接下来房地产销售能否明显改善。如果疫情形势的影响还是比较严重，居民收入和投资预期仍然偏弱的话，可能需要继续下调房贷利率。当然，实现的方式不一定是调降政策利率，也可能通过压降存款利率、降准等手段。

Q: 数据显示，非金融企业及其他部门新发放贷款利率已达历史低点，企业贷款利率已降至 4.16%，在此情况下出现的信贷收缩显示了哪些问题？

李迅雷：从传统信用扩张的两大抓手看，二者均面临机制不畅的问题：地产方面的问题主要源于行业持续出清过程中的信心不足和预期不稳，基建方面则主要受制于隐性债务监管约束和地方财政平衡压力上升。

目前基建投资的回报率还是偏低，所以民间资本的参与力度不足，最新数据来看，7 月民间投资也出现了负增长。在投资回报率问题尚未解决的情况下，通过降利率来降成本，是改善融资的必要手段。除此之外，还需要融资政策配套放松，才能解决资金向实体有效传导的问题。

除了降息以外，接下来还需要用好政策性金融工具、再贷款等稳信用手段，以期最终遏制住信贷收缩现象。预计年内社融增速维持窄幅波动。

Q：疫情暴发以来，居民中长期贷款中的住房贷款比重连年下滑，如何修复？接下来是否可能不对称下调 5 年期以上 LPR 来激发购房贷款需求？结合历史数据来看，房贷利率还未达到最宽松区间，在当前的内外部环境，期待房贷利率大幅调降是否实际？

李迅雷：今年前 7 个月，居民部门新增中长期贷款规模仅约 1.7 万亿

二、按去年同期小增约 2.1 万亿，五年来受疫情影响最大的 1 口，

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_45452

