



温彬张丽云：多因素叠加影响下，11月LPR报价维持不变



意见领袖 | 温彬、张丽云

【数据】

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 4.3%。以上 LPR 在下一次发布 LPR 之前有效。

【解读】

自 8 月 LPR 实现非对称下调后，近几月 LPR 利率均维持不变。在 MLF 利率保持不变，且近期没有降准操作、9 月以来资金市场利率快速上行以及银行核心负债成本仍偏高、净息差持续承压的情况下，LPR 报价没有相应下调基础。



一、11月MLF利率维持不变，LPR报价的定价基础未发生变化

11月，1年期和5年期以上LPR报价均维持不变，一个重要的影响因素在于当月MLF利率未发生变化。

11月15日，央行缩量续做8500亿元MLF，中标利率维持2.75%不变。2019年LPR改革后，MLF利率成为LPR报价的锚定利率，即LPR报价=MLF利率+加点。在MLF利率保持不变的情况下，若没有其他利好和驱动因素，银行下调LPR报价的概率较小。

而11月MLF利率维持不变，则源于内外多重因素：

一是发达经济体加息路径短期将延续，稳汇率重要性仍高，政策宽松空间受到掣肘。美国10月CPI同比上涨7.7%，核心CPI同比上涨6.3%，均低于市场预期，呈现见顶回落态势。但当前发达经济体通胀粘性较强，收紧货币政策的取向短期仍将延续，在11月美联储连续第四次加息75bp之后，12月议息会议料将继续加息50bp，美元指数延续相对强势的运行态势，令全球金融体系脆弱性不断积累。在此背景下，为避免加大跨境资本流动、加剧金融市场调整，我国央行仍需要把握好与主要央行货币政策的适当均衡，稳汇率重要性仍高。“以内为主、内外平衡”下，8月以来政策利率维持不变，有助于遏制中美利差扩大势头，稳定汇市预期，在全球金融市场剧烈波动过程中增强人民币汇率韧性。

二是近期经济金融数据虽走弱，但疫情防控和地产政策优化提振宽信

用预期，短期仍在效果观察期。11月防疫政策调整优化、地产融资政策实质变化，对市场预期和实体改善形成支撑，短期内总量政策加码压力减小。疫情防控方面，11月11日，国务院联防联控机制公布进一步优化防控工作的“二十条”措施，疫情管控政策有所放松，市场预期明显提振。地产支持方面，11月8日，民企融资“第二支箭”扩容，针对民营房企融资现金流修复的信号明确，市场开始显著定价地产修复。11月11日，“金融十六条”出台，涉及开发贷、信托贷款、并购贷、保交楼、房企纾困、贷款展期、建筑企业贷款、租赁融资、个人房贷和征信等房地产上下游多方面融资，地产政策出现标志性转变。在防疫政策调整优化、地产融资政策实质变化两大核心利好因素推动下，后续实体经济修复有望得到支撑，短期下调政策利率的迫切性不高。

二、近期市场利率中枢快速抬升，银行负债成本进一步承压

9月以来，随着留抵退税、央行利润上缴结束以及数万亿元专项债支出接近尾声，财政支出力度放缓，加之10月是缴税大月、5000亿元专项债发行，流动性开始边际收紧，资金利率中枢呈持续回升态势。9月和10月，DR001均值分别为1.30%、1.33%，DR007均值分别为1.60%、1.65%，较7、8月明显抬升。

11月以来，资金面仍保持在偏紧状态，在大行负债端承压减少资金融出、央行缩量续做MLF、防疫和地产政策优化快速推升宽信用预期、现金管理类理财产品规模压降，以及缴税等多因素叠加影响下，资金利率、同

业存单利率、债市利率等均出现快速大幅攀升，甚至引发理财赎回潮，形成“产品赎回-被迫抛售-净值下跌-产品赎回”的负反馈过程，加剧市场恐慌和资金面收紧预期。

截至 11 月 18 日，DR001、DR007 分别收于 1.32%和 1.72%，月内均值分别达到 1.67%和 1.80%，DR007 一度升至 2%上方。1 年期同业存单收益率（AAA）上升至 2.52%，较月初大幅上行 50bp。当前银行核心负债成本仍承压，市场资金利率的快速上行，使得 4 月以来支撑银行负债端成本改善的一个重要因素发生改变。在资产端收益率仍呈下行态势背景下，成本上行令银行让利空间进一步收窄，LPR 继续下调的空间不足。

三、11 月降准预期落空，央行精细化操作维持流动性中性平衡，银行成本改善有限

11 月 15 日，面对万亿级的 MLF 到期以及税期高峰的双重冲击，央行开展了 8500 亿元的 MLF 缩量续做+1720 亿元的 OMO 放量操作，同时 11 月以来通过抵押补充贷款（PSL）、科技创新再贷款等工具投放中长期流动性 3200 亿元，降准预期再度落空，央行精细化调控意图明显。

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_49084

