



温彬：2月LPR报价为何继续“按兵不动”？





中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2023年2月20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。与上月相比均保持不变。

2月LPR报价维持不变，自去年8月实现非对称下调以来继续“按兵不动”，主要与MLF等政策利率维持不变、市场利率快速上行使得银行负债成本抬升、资负两端叠加作用下净息差进一步承压等因素有关，LPR报价没有相应下调基础和空间。

一、多因素考量下，2月降息预期落空，LPR报价基础未发生变化

2月，1年期和5年期以上LPR报价继续“按兵不动”，一个最重要的因素在于当月MLF利率持平，使得LPR报价的定价基础未发生变化。

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。央行政策利率变动对LPR变动会产生直接有效的影响；同时，在MLF等政策利率之外，也会综合考虑银行成本端和贷款需求端对加点幅度的影响。

2月15日，央行开展了4990亿元MLF操作（同期有3000亿元MLF到期），中标利率维持2.75%，MLF操作实现“加量平价”续作，使得2月LPR调降的空间大幅缩减。

而2月MLF利率维持不变，降息预期落空，或源于以下多方面因素：

一是国内宽信用加快推进、基本面企稳向好，经济进入复苏期，短期内降息的必要性不高。

去年末以来，各项重要会议对于稳增长和稳信贷表态积极，2023年初即召开主要银行信贷工作座谈会，要求“各主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力”。在信贷投放节奏明显前置、稳信贷政策工具驱动、国股大行“头雁作用”拉动以及市场化融资需求复苏步伐加快等多因素作用下，1月信贷数据迎来“开门红”（1月人民币贷款增加4.9万亿元，在去年高基数下，同比多增9227亿元，创单月信贷投放历史新高；中长期贷款新增3.5万亿元，实现1.4万亿元的同比多增），宽信用加快推进，降

息的紧迫性下降。

图 1：2023 年 1 月信贷大幅放量，实现旺盛的“开门红”

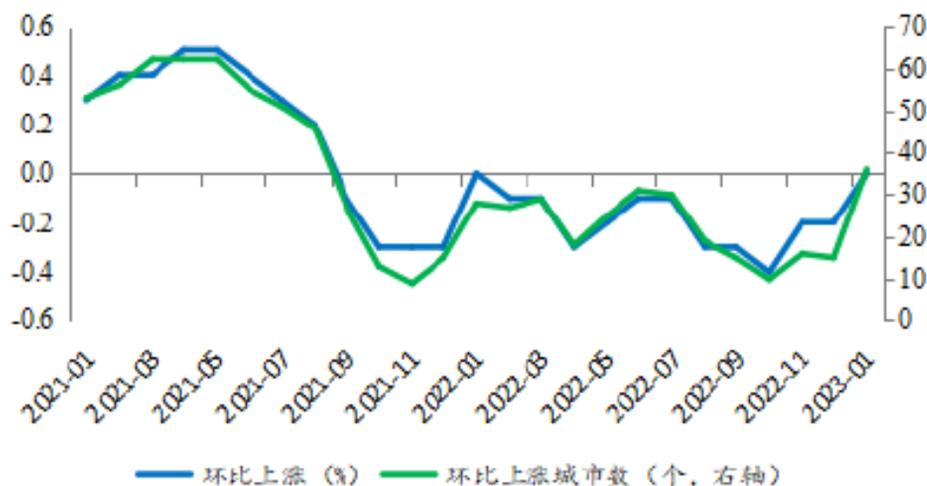


资料来源：央行、Wind

资料来源：央行、Wind

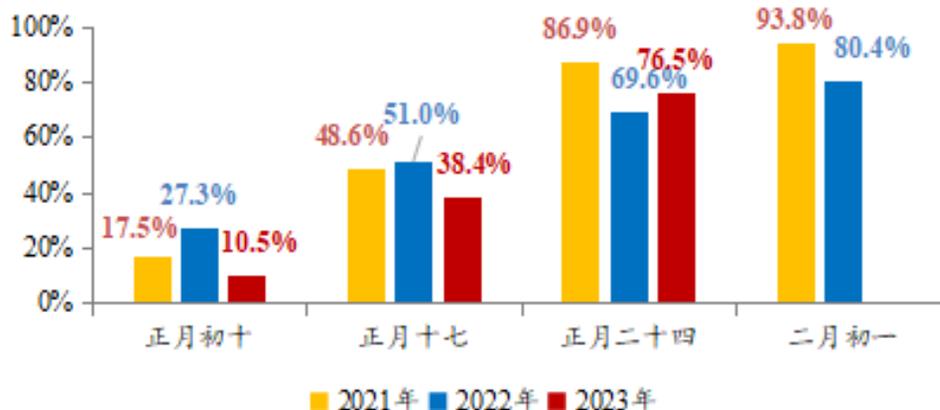
同时，虽然当前处于宏观数据的真空期，但公布的 PMI 和微观高频数据大多显示疫情冲击消退后基本面修复成色较好。从 PMI 看，1 月官方制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 产出指数分别为 50.1%、54.4%和 52.9%，均升至扩张区间。从房地产看，供需两端均在缓慢恢复，房地产修复预期转好。节后 30 大中城市商品房销售面积有所回升；住宅价格环比转升，1 月 70 大中城市中有 36 城新建商品住宅价格环比上涨，为 2021 年 9 月以来上涨数量最多的月份，二手房价格环比上涨城市数也在逐步上升；节后 100 大中城市土地成交量小幅回升，伴随近期开工复工率明显提速，也有助于房地产供给端修复。此外，节后居民生活半径与出行消费活动继续改善，钢铁、汽车等高耗能和资本密集型行业率先复工等，都呈现出复苏早期的点状特征。

图 2：70 大中城市新建商品住宅价格指数



资料来源：Wind

图 3：春节后建筑行业工地全国开工复工率



资料来源：Wind

作为货币政策放宽、逆周期调控加力的重要政策信号，降准降息一般在应对重大冲击、托底经济运行的时点推出，如去年的几次落地均为应对疫情高峰冲击、稳定市场运行和提振信心。因此，在当前经济进入回升阶段，1月信贷开门红也显示企业融资意愿增强的情况下，MLF 降息的必要性不强。

二是海外加息周期尚未结束，“内外均衡”考量下，降息时机未到。

2月初，美联储再加息25个基点至4.5%-4.75%，加息步伐有所放缓。但之后公布的美国经济和通胀数据均有韧性，使得加息预期再次调整，加息周期或延长、加息终值提高。美国1月CPI、核心CPI分别同比上涨6.4%、5.6%，高位继续回落，但均超出预期，核心服务涨幅加大导致CPI下行斜率放缓。此外，美国1月新增非农就业51.7万人，打破连续3个月下行趋势，创半年来新高；失业率进一步下行至3.4%的50年新低。

通胀下行速度放缓和就业数据强劲下，美联储继续加息对抗通胀的概率大幅提升。3月、5月各加息25个基点的概率已升至87.8%和71.5%，6月继续加息25个基点的概率接近50%，加息终点可能会由5.25%上调至5.5%，年内不会降息的可能性进一步加大。此外，欧洲央行行长拉加德表示，高通胀仍然造成巨大影响，计划3月再次加息50个基点。

在当前发达经济体加息路径延续、加息预期仍高下，若我国继续降息，中美货币政策的背离度将进一步加大，不利于稳汇率，也会对跨境资本流动和金融市场运行造成扰动。

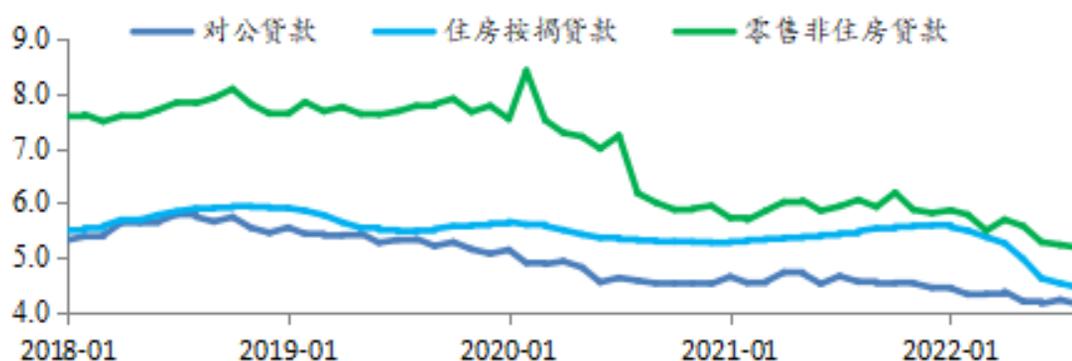
三是当前贷款利率仍延续下行，若继续降息，会刺激通胀、催生资金空转和套利行为。

当前，在一揽子稳经济、稳信贷等政策下，市场融资的难度已大幅降低，新发放贷款利率降至历史低位，降准降息的空间亦大幅缩窄。下一阶

段，经济修复的可持续性将在于提振市场信心、稳定预期，而不是一味通过降息进行刺激。

去年 1 月和 8 月，央行两次下调 1 年期 MLF、7 天逆回购等主要政策利率，二者均累计降低 20bp 至 2.75% 和 2.0%。在政策利率下行和刺激信贷需求下，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别累计下调 15bp 和 35bp，调降幅度大幅增加。与此相对应，各项新发放贷款利率持续下行，且降幅大于 LPR 降幅。

图 4：国股行新增贷款利率降至低位



资料来源：Wind

2023 年以来，为加大信贷投放，争取更多资源，银行继续通过降价促对公投放；同时，为营销消费贷和经营贷，贷款利率也较去年下半年有所下降。预计一季度整体信贷利率延续下行态势，对于优质企业而言，获得的贷款利率将会在 LPR 基础上再大幅减点。因此，若继续降息，将使得银行息差继续承压，并容易衍生资金空转和套利行为。

四是“定向降息”或成为政策的重要导向，在降成本的同时兼顾调结

构，以实现差异化精准支持。

MLF 和 LPR 降息是普遍性的，在刺激需求的同时也容易滋生套利空间，造成局部过热现象。因此，从已出台的一系列政策看，针对部分行业的定向降息或是政策的一个重要导向。

如近年来央行出台多项结构性政策工具，以 1.75% 的再贷款利率，降低商业银行边际负债成本，引导贷款利率下行，并有效支持了实体经济重要领域和薄弱环节。

2023 年初，央行、银保监建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，运行楼市偏冷的城市可以突破房贷利率下限（4.1%），各地银行纷纷下调首套房贷款利率，最低降至 3.7%，而一线城市普遍高于 5 年期以上 LPR（4.3%），这样可以增加楼市调控的精准度，避免各地出现明显的冷热不均现象。

表 1：定向降息下，多地房贷利率进入“3”时代

| 2023 年春节后首套房贷款利率进入“3”时代的城市统计 | | | | | |
|------------------------------|----|-----------|------|----|-----------|
| 城市级别 | 城市 | 首套房贷款利率下限 | 城市级别 | 城市 | 首套房贷款利率下限 |
| | 珠海 | 3.70% | | 温州 | 3.80% |
| | 南宁 | 3.70% | | 泉州 | 3.80% |
| | 郑州 | 3.80% | | 唐山 | 3.80% |
| | 海口 | 3.80% | | 佛山 | 3.80% |

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_52509

