

LPR 非对称下降 释放什么信号？

在提振经济的大背景下，降息成为今年以来政策的重要发力点。

8月21日，中国人民银行宣布下调1年期LPR 10个基点至3.45%，5年期以上LPR则维持4.2%不变。此轮调整低于市场预期，或出于维护银行息差稳定、为存量房贷利率政策预留空间的考虑。

商报图形
徐剑 制

A LPR 报价调整幅度弱于预期

8月21日，LPR报价再现非对称性，1年期LPR报3.45%，降10BP；5年期以上LPR报4.2%，与上月持平。LPR报价下降是政策利率（逆回购、MLF等）下调后的自然表现，有助于降低实体部门融资成本、改善企业盈利，但本月调整幅度弱于预期，且超预期出现期限非对称调整。

对于调整幅度，可以从LPR报价机制的角度进行直观理解。目前LPR报价已不再是在MLF利率基础上加点形成，根据“市场利率+央行引导→LPR”的当前我国LPR报价机制，“央行引导”即降低政策利率（8月15日，7天逆回购利率下调10BP，1年期MLF利率下调15BP）；市场利率核心观察DR007，8月4日以来，DR007波动中枢有所上行可能是本月LPR报价下降幅度不及预期的核心原因，8月18日，DR007收于1.92%，较8月3日的低点1.62%上行约30BP，或与债券市场发行量提速有关。

对于期限非对称调整，主要是从以下几个角度考虑。

一是稳定房地产市场预期，防范“大水漫灌”风险。

从1年期与5年期以上LPR过往调整经验看，两者的变动偏差往往与地产调控密切相关，本次5年期以上LPR未做调整的核心原因之一是稳定房地产市场预期，防范“大水漫灌”风险。7月末政治局会议对于地产市场提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求”，可以预期的是在因城施策总基调下，下半年各地方需求端政策仍有进一步调整空间，但整体政策可能是精准滴灌，核心保护刚需。

不论是首套房贷利率政策动态调整机制，还是当前鼓励银行存量房贷利率有序调整等相关举措，均体现出以上政策诉求，在存量房贷利率或有调整空间情况下，增量房贷利率对应的基准利率本次未做调整，有助于防范政策“超调”，同时也可避免存款房贷利率的大幅下调对银行净息差的冲击。

二是稳定银行净息差。

央行在8月17日发布的二季度货币政策执行报告中通过报告专栏探讨“合理看待我国商业银行利润水平”，央行提出，维持一定的利润增长是商业银行内源补充资本的重要方式，商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平，这样也有利于增强商业银行支持实体经济的可持续性。今年一季度，我国商业银行净息差为1.74%，较去年末的1.91%进一步回落，已降至有数据以来的新低。

8月LPR报价有助于稳定银行净息差：首先，8月LPR报价较逆回购、MLF利率调整幅度总体更低，分别影响银行资产端定价、负债端成本，进而缓解银行净息差压力；其次，截至2023年7月末，中长期贷款占我国银行总贷款比重约66.6%，占比显著高于短期贷款及票据融资，5年期以上LPR未调整，非对称性操作下，有助于稳定占比更大的中长期贷款利率报价；最后，从我国当

前存款利率市场化调整机制看，10年期国债收益率及1年期LPR将直接影响存款利率定价，即便5年期以上LPR未做调整，也能引导银行存款利率的进一步下调，稳定银行净息差。今年6月，我国主要银行主动下调部分期限存款挂牌利率并同步下调了内部利率授权上限，这是继2022年9月以来，商业银行根据自身经营需要和市场供求状况，第二轮主动调整存款挂牌利率。

三是防止资金套利和空转。

央行8月4日答记者问中提到的“防止资金套利和空转，提升政策传导效率”，因此，8月5年期以上LPR未做调整也是从这个角度的考量。今年以来，由于部分实体企业可得贷款成本较低，出现了将中长期贷款资金直接转存定期存款等套利行为，进而构成一定“资金套利和空转”，削弱了宽松政策传导效率。为满足监管部门引导机构加大中长期贷款投放的政策诉求，机构对部分优质主体贷款提供优惠价格，而若企业短期资本开支需求不强、贷款资金期限又相对较长，容易出现转存定期存款进行无风险套利的倾向。我们认为5年期以上LPR未做调整有助于缓解类似套利行为。

四是带动银行中长期贷款投放意愿。

去年下半年以来，我国信贷结构持续优化，中长期贷款绝对值及比重不断有超预期表现，在实体部门信贷需求相对稳健的情况下，这与政策加强信贷的结构性引导密切相关，如通过MPA考核等机制强化相关领域中长期贷款投放。但随着我国贷款利率逐步降至低位，以及因城施策框架下按揭贷款加点幅度下限空间的打开，从银行自身经营的视角，5年期以上LPR报价不变有助于稳定银行中长期贷款投放意愿，中长期贷款投放的持续性，有助于强化金融支持实体经济的有效性。

B 预计后续仍有降准操作

结合近期各重大会议的政策信号，预计后续仍有降准概率，推动宽信用、改善企业资金可得性。预计结构性政策工具也将持续发力，7月14日，人民银行新闻发布会提出“必要时还可再创设新的政策工具”，因此，下半年仍可期待新创设的结构性政策工具，政策性金融工具也有望新增额度，发挥“准财政”属性。同时，预计后续央行在维持宽松基调的同时，也将更加强调防止资金空转、引导资金进入实体，进而强化稳增长效率。

C 继续坚定看好“股债双牛”

虽然LPR报价调整幅度弱于预期，但总体将引导后续实体部门贷款利率及市场利率同步走低，预计10年期国债收益率年内低点有望降至2.4%。同时，流动性是驱动“股债双牛”的核心逻辑，一方面，今年下半年经济压力客观存在，但货币政策仍有宽松空间，无风险收益率有望继续下行，形成股债双牛的格局。

另一方面，居民大体量超额储蓄淤积金融体系，是导致当前流动性过剩、拥挤交易形成资产荒的核心原因之一，也是后续股市增量资金的最大不确定性来源。企业盈利、居民消费及购房情绪进一步恶化，经济基本面承压，政策效果不及预期。

据第一财经

相关

4年LPR下调了9次

自2019年8月LPR新政以来，已经历了9次调整。1年期LPR累计下调75基点，5年期LPR累计下调60基点。其中，有6次系MLF利率先行调整，当月LPR报价跟进下调。

LPR有3次未与MLF同步下降，分别出现在2019年9月（1年期LPR下调5基点）、2021年12月（1年期LPR下调5基点）及2022年5月（5年期LPR下调15基点），原因也不尽相同。3次下调的主要原因分别在于呵护银行适应LPR报价机制改革的影响、带动企业融资实际利率下行，及大力稳定房地产市场。

而回看6次MLF和LPR同步调整的时间点，分别在2020年、2022年、2023年各有2次下调，降息重点也大多在于提振实体经济。

以去年的两次下调为例，2022年1月，MLF利率时隔21个月下调10个基点，1年期LPR和5年期LPR分别下调10基点、5基点，力度超出市场预期。而此时距离2021年12月降准刚刚1个月。2022年8月，MLF利率再度下调10个基点，1年期LPR和5年期LPR分别下调5基点、15基点。

今年6月的MLF利率下调则是自2022年8月以来的首次，在此之前，LPR也保持同步，连续9个月未变。

据时代周报

