



降息力度超预期：非常时期非常策



中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2022年5月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.70%，5年期以上LPR为4.45%。其中，5年期以上LPR较上次下行15个基点。

5年期以上LPR较上次下行15个基点，贷款利率调降幅度明显超出市场预期，主要反映了在疫情反复等内、外部因素的扰动下，实体经济和城镇就业压力日益增强，表征实体部门预期的融资数据也呈现出全面放缓态势，同时，房地产等部门融资的急剧收缩，也将一定程度上聚集金融风险。因而，当下需要非常规的强效政策，尽快扭转居民和企业部门的预期，帮助居民和企业部门重建信心。

贷款利率的大幅下行，具有显著的降成本和改善资产负债表的作用，也能在一定程度上扭转实体部门的预期、刺激微观主体的消费和投资意愿，但实体部门预期的彻底扭转，仍需要更多需求端配套政策尽快落地。我们预计，货币政策将维持宽松态势，并视疫情对经济的扰动程度，相机抉择是否进一步引导LPR下行。

在国内疫情反复等内外部因素的扰动下，实体经济和城镇就业压力日益增强，表征实体部门预期的融资数据也呈现出全面放缓态势。在内、外需同步放缓的背景下，房地产等部门融资的快速收缩，在一定程度上可能意味着金融风险的积聚，因而，当下需要非常规的强效政策，尽快扭转居民和企业部门的预期，帮助居民和企业部门重建信心。同时，4月央行主导建立存款利率市场化调整机制，已经帮助商业银行等金融机构降低了

10BP 的存款负债成本，为大幅调降贷款利率储备了充足空间。

国内疫情扰动下，实体经济和城镇就业面临的衰退压力日益突出。3 月以来，国内疫情先后扰动广东、上海和北京等经济中心，疫情防控难免会对线下生产、流通和消费等领域产生负面影响，表征实体经济景气度的制造业 PMI 从 3 月开始转弱，并于 4 月大幅下探。在外需周期性放缓，内需受疫情扰动骤然收缩的背景下，4 月实体经济数据基本全面走弱，同时，实体经济所面临的阶段性压力开始向就业端传导，3 月调查失业率开始大幅超出季节性走高，4 月调查失业率甚至超过 2020 年同期，接近 2020 年疫情最严重时期，国内稳增长、保就业的压力明显增强。

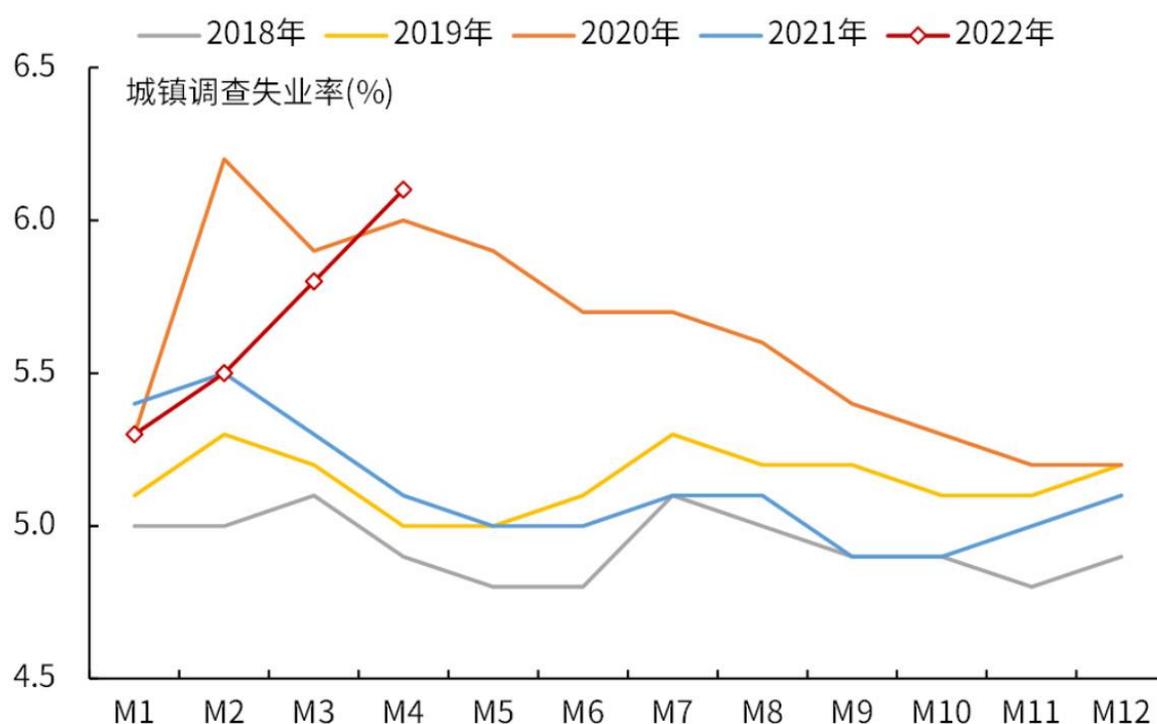
实体经济和城镇就业压力反映在融资数据上，便是 4 月融资数据全面放缓，同时，企业和居民部门才是社会融资的主体，政府融资独木难支。疫情扰动下，实体经济全面承压，企业部门的投资扩产意愿和居民部门消费、购房意愿均明显收缩，表现在融资数据上便是，企业部门对新增融资的拉动作用环比大幅收缩，居民部门连续 6 个月维持拖累且拖累程度持续走阔。

融资数据不仅仅是实体经济在金融层面的反映，同时也表征了实体经济部门对于经济前景的预期，企业部门加杠杆意愿低迷，居民部门主动收缩资产负债表，在一定程度上反映了实体经济部门对经济前景的疑虑。同时，从 2017 年以来的社融数据来看，政府部门新增融资仅占新增社融的 21.2%，居民部门占 25.2%，非金融企业部门占 53.6%。因而，若要稳住

信贷增量，政府部门的效力相对较小，关键还是要扭转居民和企业部门的悲观预期。

居民和企业部门预期的扭转需要强效政策，非常时期需用非常之策。2020 年至今，新冠肺炎疫情已经持续了两年多的时间，对居民和企业部门生产、经营和消费预期均产生了明显的冲击，叠加 2020 年 8 月以来对房地产领域的监管政策，也在一定程度上增加了居民部门的购房观望情绪。这在一定程度上使得，常规的政策措施从落地到显效，可能需要较长的传导时间才能逐步恢复居民和企业部门的信心。但在当下内、外需同步放缓的背景下，部分领域慢下来在一定程度上可能意味着金融风险的积聚，因而，当下更需要非常规的强效政策，尽快扭转居民和企业部门的预期，帮助居民和企业部门重建信心。

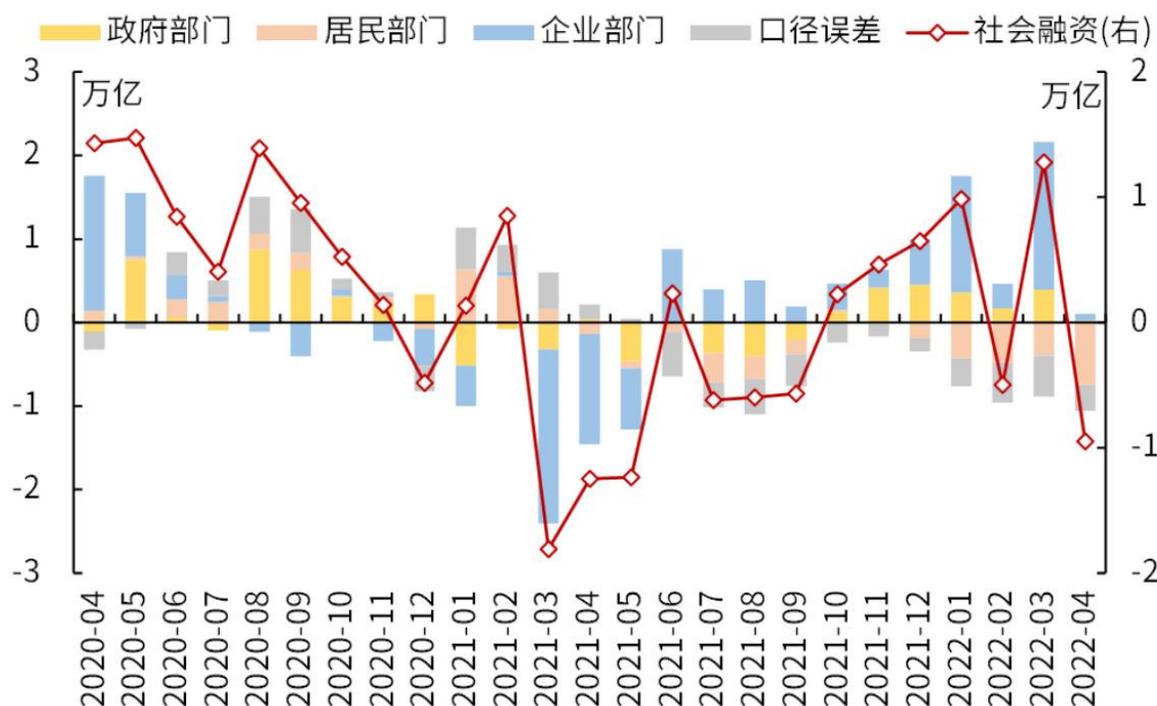
图 1：疫情扰动下城镇失业率升至历年来较高水平



资料来源：Wind, iFinD, 光大证券研究所

数据截至 2022 年 4 月

图 2：企业部门对新增社融的拉动作用环比大幅收缩



资料来源：Wind, iFinD, 光大证券研究所

数据说明：图中数据为各经济部门当月净融资额的同比差值，数据截至 2022 年 4 月

4 月央行主导建立存款利率市场化调整机制，已经帮助商业银行等金融机构降低了 10BP 的存款负债成本，银行体系具备降低贷款利率的充足空间。理想情况下，在有效的市场化利率体系中，央行会通过公开市场操作利率、再贷款再贴现利率等政策利率，去引导调节银行间市场利率，进而影响存款利率和金融机构的其他负债利率，进而影响金融机构的贷款利率。

但是在现实情况中，由于存款市场竞争非常激烈，这就导致很多商业银行的定期存款和大额存单利率非常接近自律上限。这在一定程度上阻碍了银行间市场利率向存款利率的传导，也使得政策利率无法有效影响存款利率。

商业银行的综合负债成本主要可以拆分成三个部分，一是存款负债成本，二是同业负债成本，三是其他负债成本。政策利率向存款利率传导的阻滞，使得央行在调降政策利率时，更多地只能通过银行间市场利率和其他负债利率影响商业银行综合负债成本，而占商业银行综合负债成本大头的存款负债成本却未受影响，货币政策的传导效率便大打折扣。

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_42118

