**周度专题思考** 宏观专题研究报告

# LPR 下调，或只是开始

**12 月 20 日，1 年 LPR 下调 5PB、5 年 LPR 不变。需求收缩下，下调 LPR 以降低实体融资成本，是激发实体需求的重要途径，关键在于降低银行融资成本。**

■ **有效需求不足下，如何引导银行降低实体融资成本，影响稳增长的“成色”**

**银行是央行实施货币政策框架的核心载体，如何引导银行行为，很大程度影响金融“稳增长”的“成色”。**孙国峰指出，“货币政策框架是中央银行引导银行货币创造行为，从而管理货币的重要制度安排”。银行通过贷款等资产扩张方式创造存款，是货币创造的直接主体，是连接货币和信用、金融和实体的关键；实体融资 60%以上为银行贷款，融资规模居前的企业和政府债券等也依赖于银行持有。

**为激发实体需求，降哪个利率，对银行、实体等的影响大为不同。**经济需求收缩下，降低实体融资成本，激发市场主体活力和需求，是金融“稳增长”的重要途径。在当前利率体系下，影响实体融资成本的关键在于 LPR，央行可以通过降低 MLF 利率，或引导 LPR 报价降低等，间接影响实体融资成本；对银行而言，负债成本不变下，银行主动下调 LPR 报价的动力偏弱，需更多激励和引导措施。

■ **银行资产负债约束增强、收益下降等，约束了银行支持实体的能力和意愿**

**银行存贷比创新高、不同银行资产和负债错位等，约束了银行支持实体融资的能力和意愿。**随着银行贷款增长持续高于存款增长，银行存贷比持续抬升，当前接近 80%、创历史新高，意味着存款对银行贷款能力的约束在增强。同时，银行的资产与负债存在一定错配，有些银行缺资产、有些银行缺负债，例如，部分国有大行存贷比超过 90%、一些股份行甚至超 100%，而一些银行存贷比低于均值。

**资产收益下降、质量恶化及抵押品价值下降等，进一步影响银行放贷行为。**存款成本稳定、贷款利率下降下，银行盈利能力明显下降，净息差持续压缩至 2.07%、处于历史低位。同时，资产质量恶化的潜在风险趋于上升，与贷款资产较为集中的一些领域，房地产、城投平台等债务风险上升有关。随着地产链条的全面降温，房子、土地等抵押资产价值下降，也一定程度了影响银行贷款创造。

■ **降成本激发实体需求，关键在于降低银行融资成本，政策性银行亦可做补充**

**降低银行融资成本，是降低实体融资成本、激发实体需求的关键。**存款利率“压舱石”下，降低银行融资成本，主要通过引导银行市场化融资、同业负债成本的下降，一方面，可以缓解不同银行资产、负债错配情况；另一方面，可以增强银行降低贷款利率的动能。回溯历史，降准补充长钱、降低银行成本，可能带来 LPR 小幅下降；更多时候，降低 MLF 利率，对 LPR、实体融资的影响更直接。

**除商业银行外，开发性和政策性金融机构，也可作为支持实体融资需求的重要补充。**国开行、农发行和进出口行，可较好执行一些重大政策，投放贷款的规模不低、国开行一年贷款增量占全部比重历史最高超 10%，或是未来金融“稳增长”的重要助力。经验显示，央行可通过 PSL 等引导政策性机构，定向加大对重大项目等支持。结合“十四五”规划等，国开行等或重点支持交通强国、能源等项目。

**风险提示：**债务风险加速暴露，政策调控变化。

**赵伟** 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

**杨飞** 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

**马洁莹** 联系人

# 内容目录

一、如何引导银行降低实体融资成本，影响稳增长的“成色”.....3
二、资产负债约束增强、收益下降等，约束了银行能力和意愿.....4
三、降实体融资成本、激发融资需求，关键在于降低银行成本.....6
风险提示：.....8

# 图表目录

图表 1：银行是连通央行、市场和实体的关键.....3
图表 2：银行贷款为实体主要融资.....3
图表 3：贷款利率与企业贷款增长呈反向关系.....3
图表 4：近期，央行强调推动企业综合融资成本下降.....3
图表 5：MLF 下降带动 LPR 下调，反之不必然.....4
图表 6：LPR 框架下，LPR 下降引导贷款利率下降.....4
图表 7：银行存贷比创历史新高.....4
图表 8：部分银行存贷比超过 100%.....4
图表 9：银行净息差压缩至历史低位.....5
图表 10：信用贷款比重只有 32%.....5
图表 11：近年来，普惠金融贷款持续高增长.....5
图表 12：近年来，支农、支小、扶贫再贷款明显增长.....5
图表 13：降准降低银行成本，可能带来 LPR 下降.....6
图表 14：MLF 利率变化，影响银行同业负债成本.....6
图表 15：制造业中贷款高速增长，房地产开发贷回落.....6
图表 16：近年来，央行增加结构性工具运用.....6
图表 17：近年来，陆续出台补充银行资本金措施.....7
图表 18：银行 ABS 也有助于盘活存量资产.....7
图表 19：国开行贷款全年贷款增量一度超 1 万亿元.....7
图表 20：棚改一度带动 PSL 增长.....7

12 月 20 日，1 年 LPR 下调 5PB、5 年 LPR 不变。需求收缩下，下调 LPR 以降低实体融资成本，是激发实体需求的重要途径，关键在于降低银行融资成本。

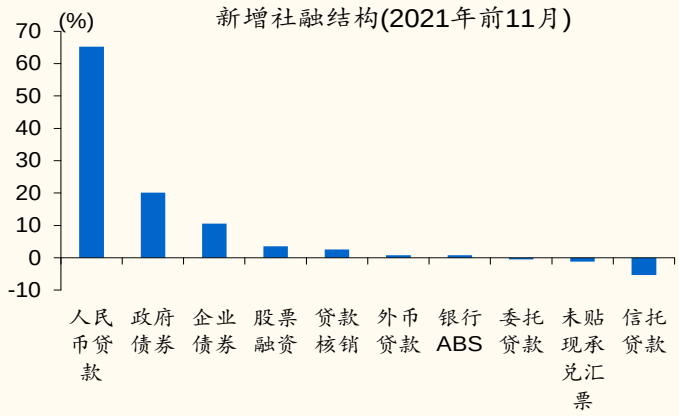
## 一、如何引导银行降低实体融资成本，影响稳增长的“成色”

**银行是央行实施货币政策框架的核心载体，如何引导银行行为，很大程度影响货币“稳增长”的“成色”**。央行货币政策司司长孙国峰[1]指出，“货币政策框架是中央银行引导银行货币创造行为，从而管理货币的重要制度安排”。银行通过贷款等资产扩张方式创造存款，是货币创造的直接主体。银行是连接货币和信用、金融和实体的关键环节。我国实体融资中，60%以上的融资为银行贷款，融资规模居前的企业债券、政府债券等也依赖于银行持有。

*图表 1：银行是连通央行、市场和实体的关键*

来源：国金证券研究所

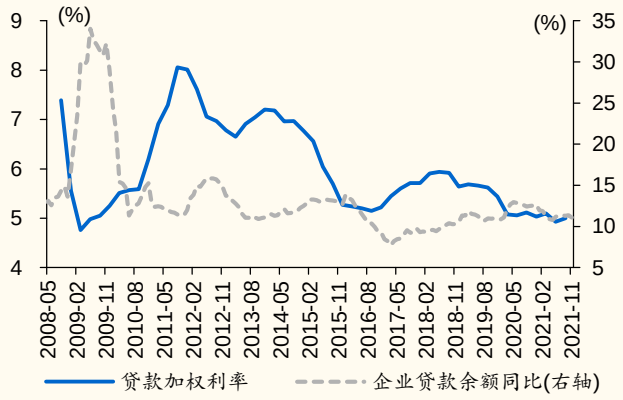
*图表 2：银行贷款为实体主要融资*




来源：Wind、国金证券研究所

**经济有效需求不足下，降低实体融资成本，是激发实体需求的重要途径。**价格调控框架下，央行可以通过下调政策利率，降低银行负债成本，引导银行降低对实体贷款成本，进而激发实体融资需求，带动经济修复。近期，央行在多个场合强调，要促进企业综合融资成本综合有降。然而，当前我国处于转型攻坚阶段，面临动能切换过程中的有效需求不足，不仅需要降低实体成本来刺激需求，还需要资金流向关键领域、薄弱环节，加大了货币政策调控的难度。

*图表 3：贷款利率与企业贷款增长呈反向关系*




*图表 4：近期，央行强调推动企业综合融资成本下降*

| 会议 | 日期 | 主要内容 |
|---|---|---|
| 中央经济工作会议 | 2021年12月10日 | **稳健的货币政策要灵活适度**，保持流动性合理充裕。引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。**财政政策和货币政策要协调联动**，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。 |
| 人民银行党委召开会议传达学习中央经济工作会议精神 | 2021年12月14日 | 提高货币政策的前瞻性针对性…**持续释放贷款市场报价利率改革潜力，促进企业综合融资成本稳中有降**…坚持防范化解金融风险…稳妥实施好房地产金融审慎管理制度。 |
| 人民银行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会 | 2021年12月16日 | 统筹考虑今明两年衔接，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配…**增强信贷总量增长的稳定性，稳步优化信贷结构，保持企业综合融资成本稳中有降态势**。 |

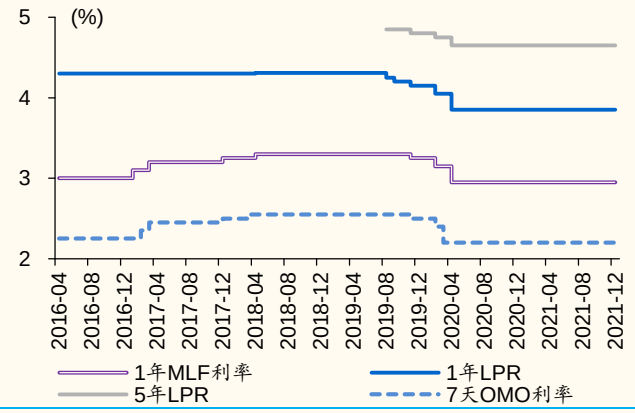
[1] 孙国峰，《健全现代货币政策框架》，中国人民银行政策研究，2021 年第 2 期。

来源：Wind、国金证券研究所

来源：中国人民银行、国金证券研究所

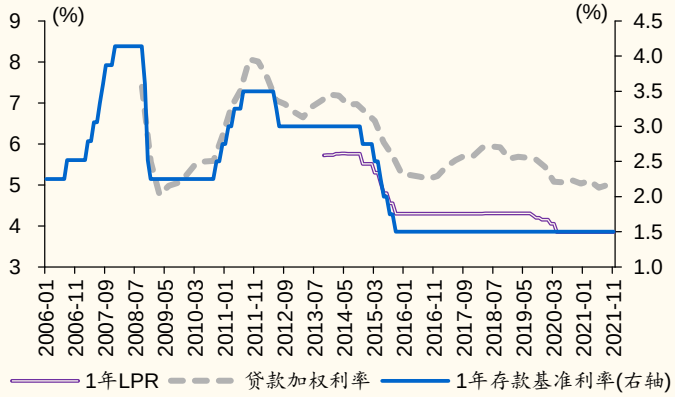
**对银行而言，降低实体融资成本，降哪个利率，对银行、实体等的影响大为不同。**当前央行政策利率体系，主要以公开市场操作利率为短期政策利率和以 MLF 利率为中期政策利率。在 LPR 锚定 MLF 利率下，央行可通过降低 MLF 利率，或引导 LPR 报价降低等，间接影响实体融资成本。对银行而言，负债成本不变下，银行主动下调 LPR 报价的动力偏弱，需更多激励和引导措施。

*图表 5：MLF 下降带动 LPR 下调，反之不必然*




来源：Wind、国金证券研究所

*图表 6：LPR 框架下，LPR 下降引导贷款利率下降*

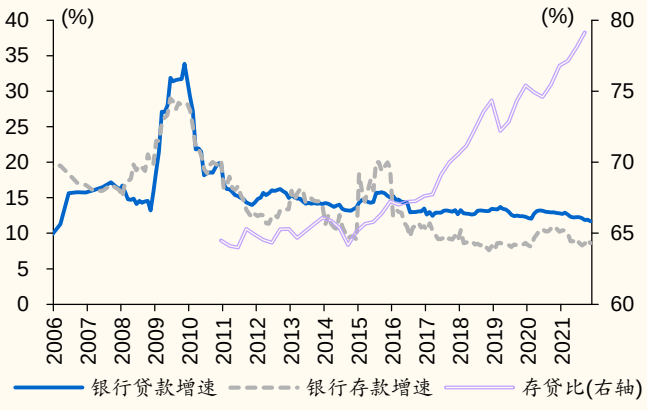



来源：Wind、国金证券研究所

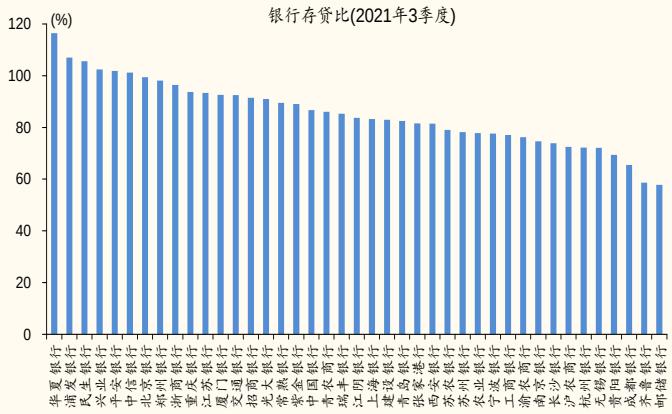
## 二、资产负债约束增强、收益下降等，约束了银行能力和意愿

**银行存贷比创新高、不同银行资产和负债错位等，约束了银行支持实体融资的能力和意愿。**尽管银行负债更加多元化，存款依然是银行最主要的、稳定的负债，很大程度决定银行贷款能力。随着银行贷款增长持续高于存款增长，银行存贷比持续抬升，当前已接近 80%、创历史新高，意味着存款对银行贷款能力的约束在增强。不同银行的资产与负债存在一定错配，有些银行缺资产、有些银行缺负债，例如，部分国有大行存贷比超过 90%、一些股份行甚至超 100%，而一些银行存贷比低于均值。

*图表 7：银行存贷比创历史新高*




*图表 8：部分银行存贷比超过 100%*

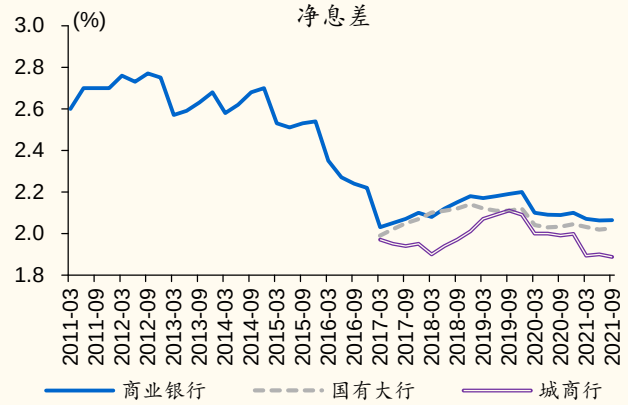


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

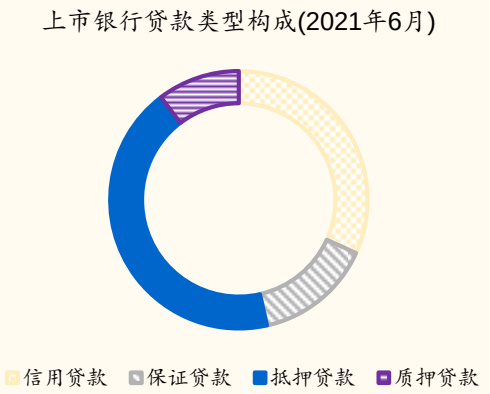
**资产收益下降、质量恶化及抵押品价值下降等，进一步影响银行放贷行为。**存款成本稳定、贷款利率下降下，银行盈利能力明显下降，净息差持续压缩至2.07%、处于历史低位。同时，资产质量恶化的潜在风险趋于上升，与贷款资产较为集中的一些领域，房地产、城投平台等债务风险上升有关。随着地产链条的全面降温，房子、土地等银行放贷时的重要抵押资产价格下降，也一定程度影响了银行贷款创造能力和放贷意愿等。

*图表 9：银行净息差压缩至历史低位*




来源：Wind、国金证券研究所

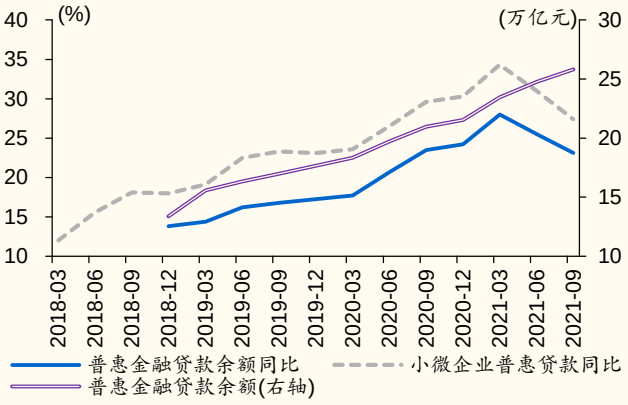
*图表 10：信用贷款比重只有32%*




来源：Wind、国金证券研究所

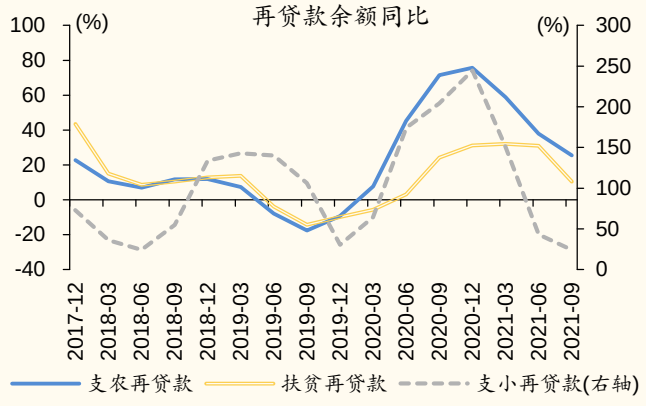
**在银行能力客观约束下，非市场化的政策驱动，对银行放贷行为边际影响或趋于减弱。**近年来，当局通过多种方式，加大对中小微企业、扶贫等领域的金融服务支持，例如，通过定向降准、再贷款等方式激励银行增加普惠金融领域贷款投放，甚至设定一些监管考核指标要求，大行投放小微企业普惠贷款增速要达到 30%最低要求等。但疫情反复、供给冲击等，对微观个体的“伤害”，导致相关资产质量下降、融资需求放缓，叠加银行放贷能力、意愿等约束，单纯非市场化的金融服务实体要求，对融资的驱动作用或逐步减弱。

*图表 11：近年来，普惠金融贷款持续高增长*




来源：Wind、国金证券研究所

*图表 12：近年来，支农、支小、扶贫再贷款明显增长*

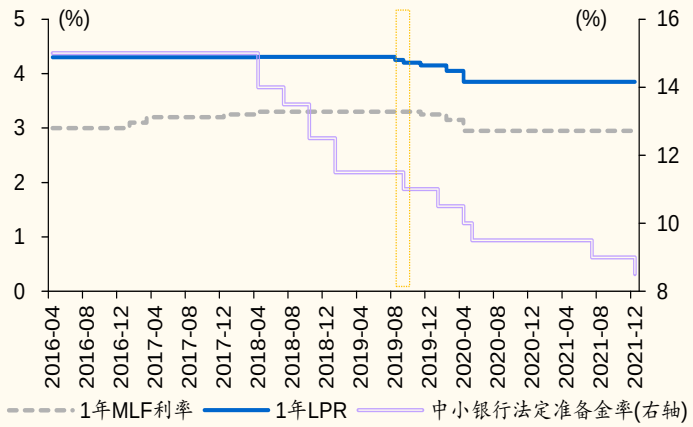



来源：Wind、国金证券研究所

## 三、降实体融资成本、激发融资需求，关键在于降低银行成本

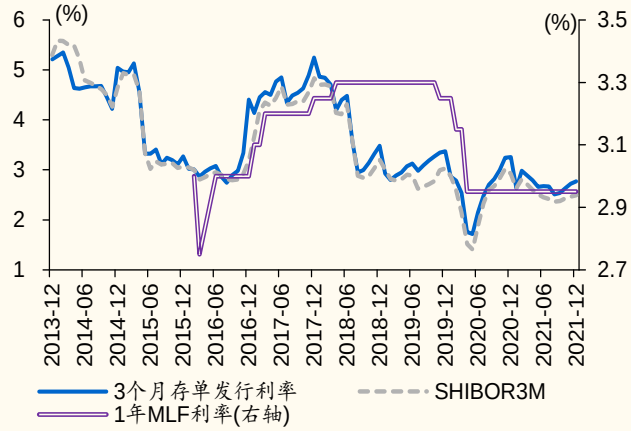
**降低银行融资成本，是降低实体融资成本、激发实体需求的关键。**存款利率“压舱石”下，降低银行融资成本，主要通过引导银行市场化融资、同业负债成本的下降，一方面，可以缓解不同银行资产、负债错配情况；另一方面，可以增强银行降低贷款利率的动能。回溯历史，降准补充长钱、降低银行成本，可能带来 LPR 小幅下降；更多时候，降低 MLF 利率，对 LPR、实体融资的影响更直接。同时，央行运用各种定向工具，精准引导资金流向先进制造、绿色发展、小微企业等重点领域、薄弱环节。

*图表 13：降准降低银行成本，可能带来 LPR 下降*



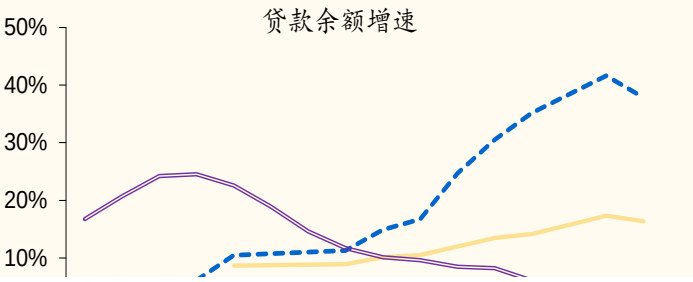

来源：Wind、国金证券研究所

*图表 14：MLF 利率变化，影响银行同业负债成本*




来源：Wind、国金证券研究所

*图表 15：制造业中贷款高速增长，房地产开发贷回落*




*图表 16：近年来，央行增加结构性工具运用*

| 时间 | 货币工具 | 主要内容 |
|---|---|---|
| 2014年3月 | 支小再贷款 | 专门用于支持金融机构扩大小微企业信贷投放。 |
| 2014年4月 | 定向降准 | 定向降低法定存款准备金率，鼓励金融机构将资金配置到实体经济中需要支持的行业和领域。 |
| 2015年1月 | 资产抵押再贷款 | 将评级结果符合标准的信贷资产纳入央行发放再贷款可接受的合格抵押品范围。 |
| 2016年3月 | 扶贫再贷款 | 专门用于支持贫困地区地方法人金融机构扩大贫困地区涉农信贷投放。 |
| 2018年6月 | MLF担保品扩容 | 将不低于AA级小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA级信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券），优质的小微企业贷款和绿色贷款纳入MLF担保品范围。 |
| 2018年6月 | SLF担保品扩容 | 将不低于AA级的小微、绿色和“三农”金融债，AA+、AA级公司信用类债券纳入信贷政策支持再贷款和SLF担保品范围。 |
| 2018年10月 | 民企融资支持工具 | 由央行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难的优质民营企业债券融资。 |
| 2018年12月 | TMLF | 支持实体经济力度大、符合宏观审慎要求的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，可向中国人民银行提出申请。TMLF可使用三年，操作利率比MLF利率优惠15个基点。 |
| 2019年1月 | 调整普惠金融定向降准小微企业贷款考核标准 | 自2019年起，决定将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于500万元”调整为“单户授信小于1000万元”。 |

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_31487