

总量研究

令人尤为欣喜的一次 LPR 降息

——2021 年 12 月 LPR 点评

要点

1、事件

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2021 年 12 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.8%，5 年期以上 LPR 为 4.65%。

2、令人尤为欣喜的一次 LPR 降息

沉寂了 19 个月之后，1Y LPR 终于降了，而且是以加点幅度压缩的方式。LPR 由两部分组成：公开市场操作利率（主要指 MLF 利率），LPR 与公开市场操作利率之间的利差（注：本文将其简称为“加点幅度”）。我们注意到，自 LPR 改革至本月报价前，MLF 利率的下行是推动 LPR 下降的主要力量：这段时间内 1Y LPR 累计下行 46bp，其中超过 3/4 由 MLF 利率的下降所贡献。特别是从 19 年 10 月开始，LPR 的下降全部来源于 MLF 利率的变化，而更具市场化特征的加点幅度已很长时间没变化了。我们感到，本月因加点幅度压缩所带来的 LPR 下行很是令人欣喜，其凸显了健全市场化利率形成和传导机制、运用市场化改革办法推动实际利率水平降低的应有之义。

加点幅度主要取决于各报价行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素，人民银行围绕降低银行的平均资金成本做了大量工作，给降低加点幅度提供了动力以及空间。例如，今年 7 月、12 月的两次降准为银行直接节约了每年约 280 亿元的资金成本；存款利率自律上限确定方式改为在存款基准利率上加点确定，并于 6 月 21 日正式实施；结构性存款规模持续压降，中资全国性银行 11 月末余额为 5.26 万亿元，已较去年同期大幅收缩了约三成；降准后央行仍在充分满足金融机构的资金需求，并通过 OMO 和 MLF 提供短期和中期资金；12 月以来 1Y AAA 级 CD 利率的均值为 2.69%，较去年同期低了 50bp。

LPR 下降是可以让金融系统更好地支持实体经济的。我国央行主要通过货币政策工具释放政策利率调控信号，引导市场基准利率以政策利率为中枢运行，并通过银行体系传导至贷款利率，形成了“MLF 利率→LPR→贷款利率”的利率传导机制。LPR 是贷款市场的基准利率，具有方向性和指导性作用，今日（12 月 20 日）的 LPR 降息自然可以促进社会综合融资成本继续稳中有降。从另一个角度讲，LPR 降息有助于缓解银行发放贷款过程中所受到的利率约束，解决所谓的“有效贷款需求不足”的问题。上述在量价上的作用对于“稳信用”以及“稳经济”无疑是有利的。

LPR 降息对利率债并没什么利好：第一，LPR 是贷款市场基准利率，而非央行政策利率，所以 LPR 降息与 MLF 降息有较大不同。第二，LPR 降息弱化了 MLF 降息的必要性。第三，LPR 降息有助于稳定宏观经济，这也制约了收益率的下行。第四，LPR 并非债券投资者的资金成本，所以 LPR 降息与 DR007 等利率降息也有较大不同。第五，现阶段从贷款利率到债券利率的比价效应易被淹没。

3、风险提示

不理性的预期引发市场快速波动。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001

010-58452066

zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001

010-58452070

weiwx@ebsecn.com

重要收益率走势图



相关研报

流动性缺口的预测误差大，实际意义小——兼论如何判断短期利率走势（2020-05-08）

建议用两年平均增速分析金融数据——2021 年 4 月 11 日利率债观察（2021-04-11）

以发展的眼光看待遵义的债务——区域城投平台深度挖掘系列之一（2021-04-05）

中国央行遥遥领先——写在美债收益率冲高之时（2021-03-31）

与 LPR 相比，我们更关心存款利率——2021 年 2 月 20 日 LPR 点评（2021-02-20）

不宜过度关注 OMO 的数量——2021 年 2 月 18 日货币政策观察（2021-02-18）

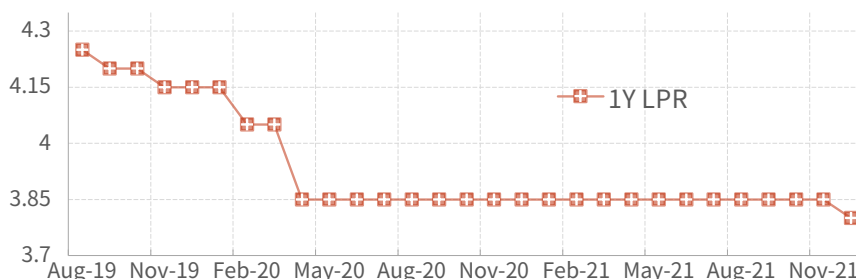
DR007 开盘价的提高并不是引导资金价格上行——2021 年 2 月 7 日利率债观察（2021-02-07）

是否应取消“存款利率指导”？——2021 年 1 月 21 日货币政策观察（2021-01-21）

1、事件

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2021年12月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.8%，5年期以上LPR为4.65%。

图表 1：1Y LPR 走势



资料来源：Wind，光大证券研究所

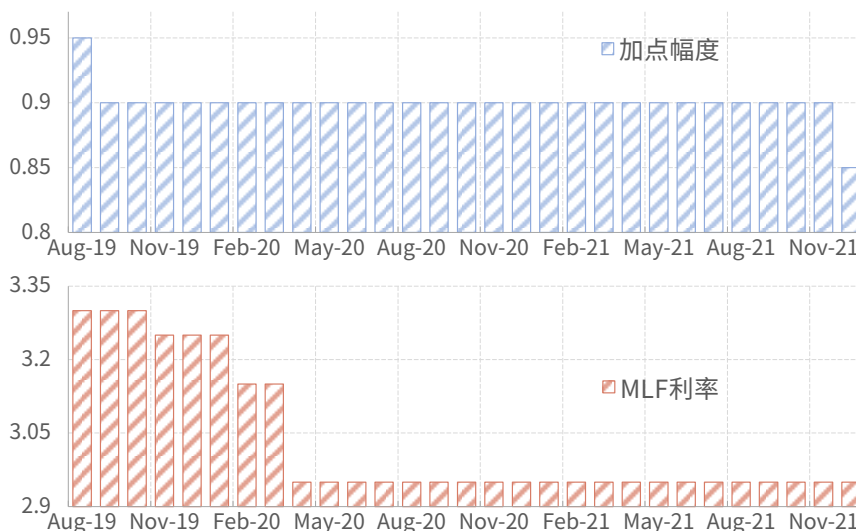
纵轴：%

数据截至：2021年12月20日

2、令人尤为欣喜的一次 LPR 降息

沉寂了 19 个月之后，1Y LPR 终于降了，而且还是以加点幅度压缩的方式。事实上，在《降准之后话降息——2021 年 12 月 6 日利率债观察》以及此后的报告中，我们亦曾反复强调“LPR 将在未来几个月内受到较强的下行压力”。当然，我们欣喜并不是因为猜中了结果，而是因为这次 LPR 降息内含了独特的意义。

图表 2：1Y MLF 利率与 1Y LPR 的加点幅度



资料来源：Wind，光大证券研究所

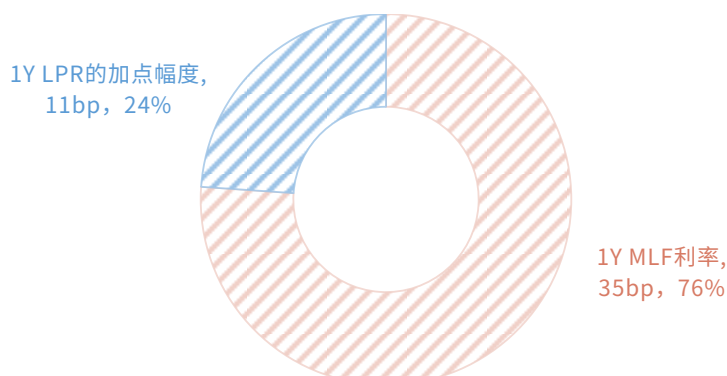
纵轴：%

数据截至：2021年12月20日

2019 年 8 月 17 日，按照国务院部署，中国人民银行发布了第 15 号公告，决定改革完善 LPR 形成机制，这次改革创新推出了 LPR 在 MLF 利率上加点的形成方式。我们注意到，自 LPR 改革至本月报价前，MLF 利率的下行是推动 LPR 下降的主要力量：这段时间内 1Y LPR 累计下行了 46bp，其中超过 3/4 由 MLF 利率的下降所贡献。特别是从 19 年 10 月开始，LPR 的下降全部来源于 MLF 利率的变化，而更具市场化特征的加点幅度已很长时间没降低了。所以我们感到，本月

因加点幅度压缩所带来的 LPR 下行很是令人欣喜，其凸显了健全市场化利率形成和传导机制、运用市场化改革办法推动实际利率水平降低的应有之义。

图表 3：MLF 和加点幅度在 1Y LPR 降幅中的贡献（LPR 改革至 21 年 12 月报价前）

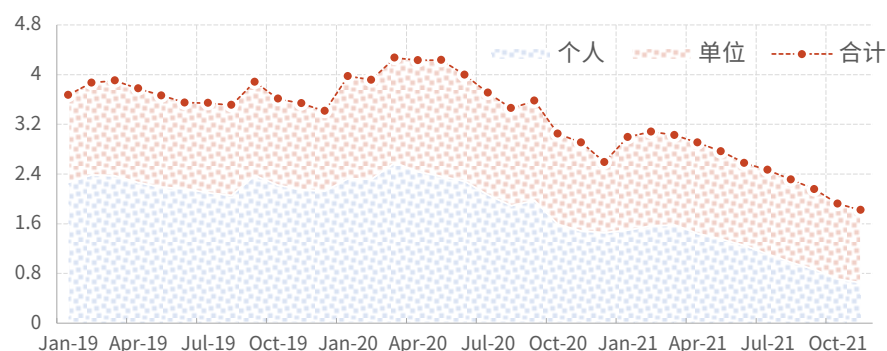


资料来源：Wind，光大证券研究所

注：2021 年 12 月 MLF 利率无变化，1Y LPR 的加点幅度降低了 5bp。

加点幅度主要取决于各报价行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素，人民银行围绕降低银行的平均资金成本做了大量工作，给降低加点幅度提供了动力以及空间。例如，今年 7 月、12 月的两次降准为银行直接节约了每年约 280 亿元的资金成本；存款利率自律上限确定方式改为在存款基准利率上加点确定，并于 6 月 21 日正式实施；结构性存款规模持续压降，中资全国性银行 11 月末余额为 5.46 万亿元，已较去年同期大幅收缩了约三成；降准后央行仍在充分满足金融机构的资金需求，并通过 OMO 和 MLF 提供短期和中期资金；12 月以来 1Y AAA 级 CD 利率的均值为 2.69%，较去年同期低了 50bp。

图表 4：中资全国性大型银行的结构性存款余额

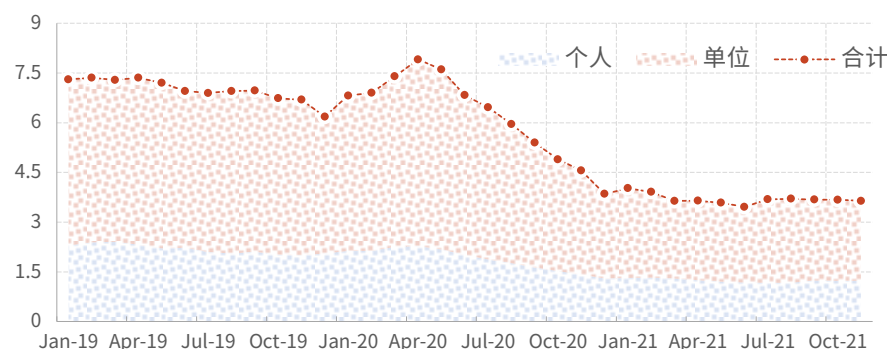


资料来源：Wind，光大证券研究所

纵轴：万亿元

数据截至：2021 年 11 月

图表 5：中资全国性中小型银行的结构性存款余额



资料来源：Wind，光大证券研究所

纵轴：万亿元

数据截至：2021 年 11 月

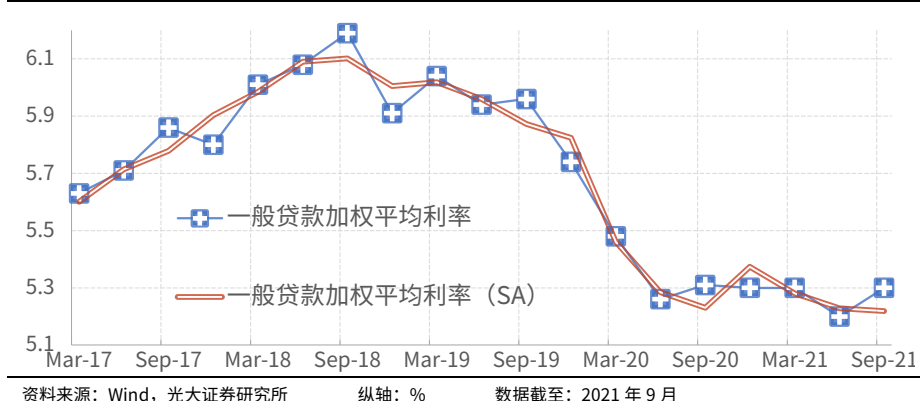
图表 6：1Y AAA 级 CD 利率及其滤波值



值得注意的是，MLF 利率反映了银行平均的边际资金成本，而不是平均资金成本，因此 MLF 利率的下降与 LPR 加点幅度的下降在一定程度上是对立的。我们在 2020 年 3 月 20 日的报告《银行具有向实体经济让利的空间》中曾提到，在其他因素保持不变的前提下，MLF 利率下降反而不利于 LPR 加点幅度的收缩。MLF 在金融机构资金来源中的占比较低，因此 MLF 降息对于降低银行负债成本的实际作用也是比较有限的。所以对于银行而言，MLF 利率的下降并没有带来平均资金成本的明显下降，但是导致了 LPR 的下行。去年上半年 MLF 的大幅降息是过去一段时间 LPR 加点幅度没有降低的一个重要原因，而这段时间 MLF 利率保持稳定也给 LPR 加点幅度下降创造了条件。

LPR 下降是可以让金融系统更好地支持实体经济的。我国央行主要通过货币政策工具释放政策利率调控信号，引导市场基准利率以政策利率为中枢运行，并通过银行体系传导至贷款利率，形成了“MLF 利率→LPR→贷款利率”的利率传导机制。LPR 是贷款市场的基准利率，具有方向性和指导性作用，今日（12 月 20 日）的 LPR 降息自然可以促进社会综合融资成本继续稳中有降。从另一个角度讲，LPR 降息有助于缓解银行发放贷款过程中所受到的利率约束，解决所谓的“有效贷款需求不足”的问题。上述在量价上的作用对于“稳信用”以及“稳经济”无疑是有利的。

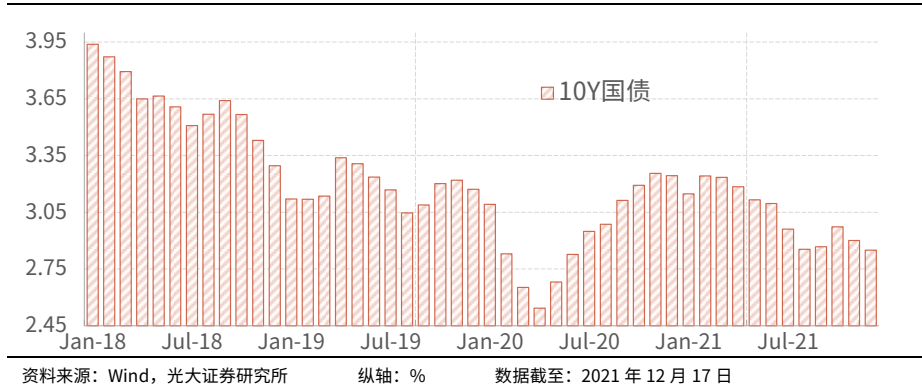
图表 7：一般贷款加权平均利率及其季调值



LPR 降息对利率债并没有什么利好：第一，LPR 是贷款市场基准利率，而非央行政策利率，所以 LPR 降息与 MLF 降息有较大不同。第二，LPR 降息弱化了 MLF 降息的必要性。第三，LPR 降息有助于稳定宏观经济，这也制约了收益率的下行。第四，LPR 并非债券投资者的资金成本，所以 LPR 降息与 DR007 等利率降息也

有较大不同。第五，现阶段从贷款利率到债券利率的比价效应易被淹没。（注：我们在前期报告《LPR 降息对利率债并没什么利好——2021 年 12 月 19 日利率债观察》中对此有更为详细的论述，感兴趣的投资者可参见该篇报告。）。

图表 8：10Y 国债收益率月均值



3、 风险提示

不理性的预期引发市场快速波动。

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_31604

