

谋定而后动：稳增长政策蓄势

2022年3月LPR利率报价点评

证券研究报告

2022年03月21日

● 核心结论

2022年3月21日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.6%。与2月相比，1年期与5年期LPR报价均保持不变。我们点评如下：

一、维持LPR报价不变的政策逻辑：谋定而后动

随着2月金融数据的公布，市场对于央行宽货币操作有较高期待。3月16日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议后，有部分市场参与者开始预期本月的LPR报价利率将有所下调，但本次LPR利率报价维持不变。

我们认为LPR利率维持稳定符合目前的宏观环境。2月以来珠三角及长三角等重要经济带先后暴发疫情，不仅消费将再度受到掣肘，对基建、地产施工也会带来一定的负面影响。此外，海外俄乌局势、美联储加息、缩表在即等亦对国内稳增长政策形成干扰。谋定而后动，在内外局势皆存变数的前提下，我们认为此时稳增长政策发力的性价比不高。但，待疫情消退后，稳增长政策有望加码。

二、后续货币政策展望：结构性货币政策有望率先落地，总量政策仍可期待

3月16日，人民银行传达学习了国务院金融委当天专题会议精神，对于货币政策，央行提到“货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长，大力支持中小微企业，坚定支持实体经济发展，保持经济运行在合理区间。”其中，我们理解“主动应对”代表了近期会有货币政策针对性的落地，而“大力支持中小微企业”则代表了货币政策工具的选择，即支小再贷款等结构性货币政策工具。这种情况与去年8月召开金融机构信贷形式分析会后，央行新增3000亿支小再贷款额度的操作类似。

我们曾用“宽信用不至，宽货币不止”来概括今年的货币政策。其特征应该是总量型政策为稳增长保驾护航，一旦经济增长数据出现不及预期的苗头，全面降息等货币政策仍可期待。我们认为在疫情、俄乌冲突等不确定冲击影响下降的情况下，放松货币政策的性价比更高。

此外，3月FOMC中美联储已经大幅调降年内经济增速，意味着下半年美国经济下行压力亦将凸显，届时美联储货币政策也将由紧转松，为国内宽货币政策腾出更多空间。

风险提示：经济基本面下滑超预期；对货币政策理解不到位；海外央行货币政策超预期

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

联系人



陈宇



18910965322



chenyu@research.xbmail.com.cn

相关研究

内容目录

一、维持 LPR 报价不变的政策逻辑：谋定而后动	3
二、后续货币政策展望：结构性货币政策有望率先落地，总量政策仍可期待	3
（一）支小再贷款等结构性货币政策工具有望率先落地	3
（二）总量政策依然可期	4
（三）单独下调 LPR 是否可行？	5
三、风险提示	5

图表目录

图 1：房价预期上涨比例快速走低	4
表 1：疫情后再贷款再贴现政策	4

2022年3月21日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2022年3月21日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.6%。与2月相比，1年期与5年期LPR报价均保持不变。

一、维持LPR报价不变的政策逻辑：谋定而后动

随着2月金融数据的公布，市场对于央行的宽货币操作有较高期待。3月15日，央行维持中期借贷便利（MLF）中标利率在2.85%。3月16日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题。针对宏观经济运行，会议要求一定要落实党中央决策部署，切实振作一季度经济，货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长。随后，有部分市场参与者开始预期本月的LPR报价利率将有所下调，但今天的报价结果显示LPR利率依然保持不变。

我们认为无论MLF与LPR利率的维持稳定均符合目前的宏观环境。2月以来珠三角及长三角等重要经济带先后暴发疫情，不仅消费将再度受到掣肘，对基建、地产施工也会带来一定的负面影响。3月12日以来，全国每日新增确诊人数维持千例以上，截至3月20日24时，我国现有确诊病例21388例（其中重症39例）。3月20日当日新增本土确诊病例1947例。本次疫情主要集中在广东、上海、吉林等地区。其中，深圳从3月14日起“封城”7天，上海从3月15日起所有建设工程实施“封闭式”管理、暂缓新项目开工。此外，海外俄乌局势、美联储加息、缩表在即等亦对国内稳增长政策形成干扰。谋定而后动，在内外局势皆存变数的前提下，我们认为此时稳增长政策发力的性价比不高。但，待疫情消退后，我们相信稳增长会加码。

此外，3月FOMC中美联储已经大幅调降年内经济增速，意味着下半年美国经济下行压力亦将凸显，届时美联储货币政策也将由紧转松，为国内宽货币政策腾出更多空间。

二、后续货币政策展望：结构性货币政策有望率先落地， 总量政策仍可期待

（一）支小再贷款等结构性货币政策工具有望率先落地

3月16日，人民银行传达学习了国务院金融委当天专题会议精神，研究部署人民银行系统贯彻落实工作。我们可以从会议内容中货币政策近期的落地方向。对于货币政策，央行提到“货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长，大力支持中小微企业，坚定支持实体经济发展，保持经济运行在合理区间。”其中，我们理解“主动应对”代表了近期会有货币政策针对性的落地，而“大力支持中小微企业”则代表了货币政策工具的选择，即支小再贷款等结构性货币政策工具。结构性货币政策工具我们一直在探讨的话题，其在目前的货币信用体系下，起到了宽信用通道、给中小银行定向提供流动性及人民银行货币发行的“锚”等多种作用。结构性货币政策工具在新冠疫情后已经成为央行重要的政策抓手。比如，在2021年8月央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，并强调“加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度”。随后在2021年9月，优先落地的货币政策工具是新增3000亿支小再贷款额度，我们认为现阶段货币政策工具落地的节奏或重复当时的情况。

表 1：疫情后再贷款再贴现政策

发布日期	政策	特点
2020年1月31日	设立3000亿元抗疫专项再贷款，要求贷款利率不高于1.60%。	3000亿专项再贷款是直接用于支持防疫保供的，是人民银行为保障重要医疗物资、生活必需品的生产、销售和运输的重点企业的专门政策，是救急救命钱。
2020年2月26日	新增再贷款、再贴现额度5000亿元	主要用于支持企业复工复产，实现了增量、降价和扩面。
2020年4月3日	增加再贷款再贴现额度1万亿元，金融机构运用支农再贷款(不含扶贫再贷款)、支小再贷款发放的贷款利率在5.5%左右。	相比于前期的5000亿再贷款再贴现政策，新出台的1万亿元的再贷款再贴现政策更具有普惠性。
2021年9月7日	新增3000亿元支小再贷款额度，要求贷款平均式发放，地方法人银行先发放小微企业和个体工商户贷款，之后等额申请支小再贷款，以确保再贷款利率在5.5%左右。	引导降低小微企业融资成本。采取“先贷后借”模式发放，地方法人银行先发放小微企业和个体工商户贷款，之后等额申请支小再贷款，以确保再贷款政策的精准和直达作用。

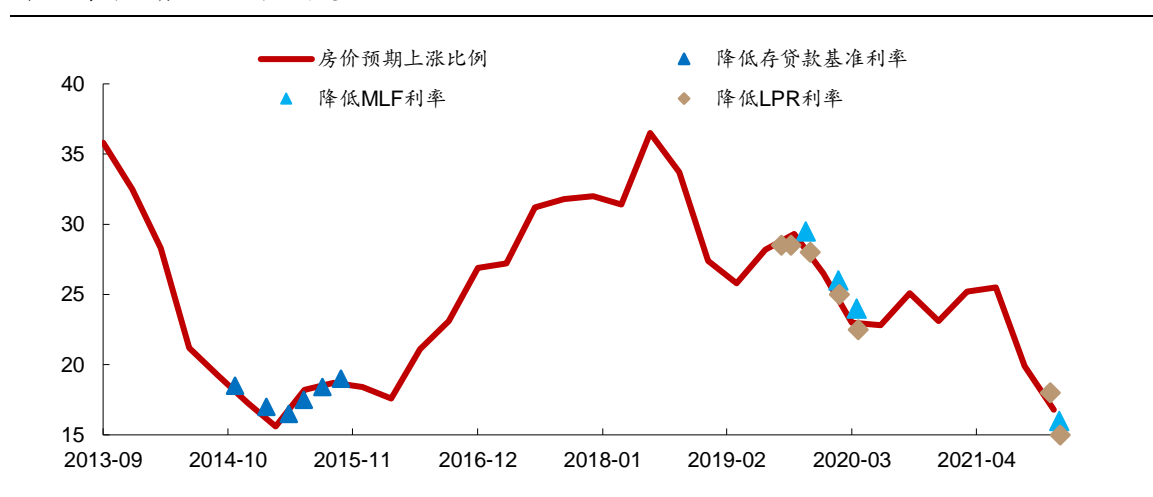
资料来源：人民银行，西部证券研发中心

（二）总量政策依然可期

我们曾用“宽信用不至，宽货币不止”来概括今年的货币政策。其特征应该是总量型政策为稳增长保驾护航，一旦经济增长数据出现不及预期的苗头，全面降息等货币政策仍值得期待。我们认为在疫情、俄乌冲突等不确定冲击影响下降的情况下，放松货币政策的性价比更高。

比如，目前来看，房地产需求依然不足，有可能成为本轮稳增长最大的拖累。房地产市场需求侧最大的问题是居民对于房价上涨的预期下降，使得一部分刚需购房者都在场外观望。以人民银行公布的房价预期上涨比例来看，目前的数值水平已接近2015年的最低水平。从历史情况来看，改变购房者的预期往往需要人民银行调降政策利率。以2014-2015年及2019-2020年两轮降息周期来看，一般需要3次降息才能阶段性的扭转持续下滑的房价上涨预期，央行已于今年1月调降过1次政策利率。近期，各地已经陆续开始出台在“因城施策”框架下的支持地产需求侧的政策，我们认为如后续这些政策对于房地产销售的帮助不及预期，央行会继续下调政策利率。

图 1：房价预期上涨比例快速走低



资料来源：Wind，西部证券研发中心

（三）单独下调LPR是否可行？

2021年12月LPR报价利率曾在当月MLF利率没有调降的情况下出现了单独调降的情况，今年是否有可能出现单独调降LPR报价利率的情况呢？

2019年8月17日，央行推出LPR改革。新的LPR形成机制中，LPR报价是基于1年期的MLF利率加上风险溢价、报价行自身资金成本等因素加点报价产生的。也就是说在MLF利率没有变化的情况下，银行可以通过压降加点幅度的方式下调LPR报价。当然这是通过银行让利实体经济实现的。我们看到从2021年中开始，央行一直在通过各种方式帮助商业银行降低负债成本。比如，2021年6月商业银行调整存款利率自律上限确定方式，由“基准利率*倍数”改为“基准利率+基点”，长端存款利率普遍下降；7月和12月两次全面降准0.5个百分点，累计为银行节约每年330亿元的成本；12月又下调支农、支小再贷款利率，此举在微观机制上会增大每一笔贷款对于银行的息差，增加银行的收益，为银行后续继续让利实体经济增大空间。单独引导银行调降LPR报价的前提是银行负债成本有所降低。

在目前的体系中，降准可以直接降低银行负债端的成本。除此之外，近期央行公告了将向财政上缴1万亿结存利润。我们认为央行上缴的结存利润时依靠外汇占款派生的准备金是没有成本的，相当于银行体系将在2022年获得1万亿没有成本的准备金。在这种情况下，银行体系的成本有所降低，也使得引导银行单独下调LPR报价，让利实体经济成为可能。也就是说，随着上缴结存利润的增加，再次引导银行单独下调LPR报价有望成为央行的货币政策选项之一。

三、风险提示

经济基本面下滑超预期；对货币政策理解不到位；海外央行货币政策超预期

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_39612

