



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《如何定量评估 2022 年“宽信用”——流动性创造系列专题之一》

《2022 年流动性缺口有多大？——宏观年度展望之货币与信用篇》

《降息又降准，股市何时上涨？——流动性创造系列专题之三》

《央行反复强调“超储率”有何深意？——流动性创造系列专题之四》

《Flight-to-Quality、信用债策略应如何变——流动性创造系列专题之五》

《兑现“宽信用”需要哪些决定因素？——流动性创造系列专题之六》

LPR 报价利率应调降多少？

——流动性创造系列专题之七

投资要点：

- **8 月份 LPR 报价利率应调降多少？** 从风险溢价因素考虑，8 月份 1 年期 LPR 报价或与 1 年期 MLF 利率同等幅度下调 10 个 BP、5 年期以上 LPR 报价或下调 15-20 个 BP，显示更长期限溢价因素的回落。

➢ 如果以 2019 年 8 月 LPR 报价改革之始，5 年期以上 LPR 和 1 年期 LPR 利差则为 60 个 BP，5 年期以上 LPR 和 1 年期 LPR 报价之差体现的是不同期限贷款“成本因素+风险因素”的差异，5 年期以上 LPR 报价如果以高于 10 个 BP 的政策利率下调幅度调降，那么对应的是商业银行内部定价机制赋予的 5 年期以上 LPR 报价“成本+风险”溢价的回落，若 5 年期以上 LPR 和 1 年期 LPR 报价利差回到 2019 年 8 月份时的利差水平，则 5 年期以上 LPR 有额外 15 个 BP 的调降空间。

➢ 从贷款利率利差关系来看，截止 2022 年二季度末，个人住房贷款利率时隔 9 个季度再次回落至一般贷款利率下方，但是在贷款加权平均利率已经降低至有记录以来低位的情形下，个人住房贷款利率还有继续压降与政策基准利率利差的空间，与 2016 年二季度至 2017 年二季度期间，住房贷款利率和 MLF 基准利率之差平均值 150 个 BP 来看，当前 177 个 BP 的利差存在 27 个 BP 的压缩空间。参考当前个人住房贷款利率和 5 年期以上 LPR 报价之间存在 17 个 BP 的“风险溢价”，在 1 年期 MLF 政策利率的基础上，5 年期以上 LPR 报价适度多下调 10 个 BP 就体现为“成本因素+风险因素”的压缩。

- **缓解存量债务压力凸显。**从“社会融资成本”指标看，从 4 月份开始，实体经济部门人民币贷款利息支出同比增速转为负值，截止 7 月份已经降低至-2.23%，但与此同时，企业债券利息支出和政府债券利息支出同比增速却在抬升，分别上升至 7 月份的-2.42%和 4.82%。但主导实体经济部门本币贷款利息支出增速下移的主要因素或是债务增速缓慢、融资需求低迷，截止 7 月份，社融本币贷款存量增速仅有 10.90%，而政府部门积极扩张债务规模、政府债券融资积极发力或是政府部门债务利息支出压力增强的主要原因。截止 7 月份，社会融资规模利息支出占当月新增社融的比值达到 15.27 倍，短期和中长期贷款付息支出和当月新增人民币贷款的比值也达到 18.89 倍，存量债务利息支出压力处于 2020 年以来最高水平。
- **风险提示：三季度内外部均衡挑战增大。**(1) 房地产行业风险继续扩散；(2) 财政政策效应不及预期；(3) 政策性金融工具效应不及预期。

内容目录

1. 非金融部门加杠杆、宏观杠杆率上行	3
1.1. 2022 年上半年非金融部门“加杠杆”	3
1.2. 非金融部门存量债务压力凸显	5
2. 为缓解存量债务压力需要“降息”多少？	7
2.1. 利率衍生品市场隐含的“降息”预期解读	7
2.2. 5 年期 LPR 报价可能下调多少？	8
3. 风险提示：三季度内外部均衡挑战增大	10

图表目录

图 1：商业银行对居民、企业、和非银机构债权缓慢扩张	3
图 2：一般贷款加权平均利率已经降至历史最低值	3
图 3：2022 年上半年实体经济部门杠杆率抬升	4
图 4：非金融企业部门“加杠杆”主导宏观杠杆率上行	4
图 5：二季度非金融企业宏观杠杆率上行	4
图 6：二季度工业企业资产负债率恢复抬升	4
图 7：政府债券融资增速最“陡峭”	6
图 8：上半年“降成本”成效显著，但债券融资成本偏高	6
图 9：“降成本”之下存量贷款付息支出压力依然较高	6
图 10：社会融资规模利息支出与当月社融比值创历史新高	6
图 11：8 月份调降 MLF 利率之后，利率衍生品市场“降息”预期重新升温	7
图 12：5 年期以上 LPR 和 1 年期 LPR 报价利差还有压缩空间	8
图 13：住房贷款利率还有继续压缩风险溢价的空间	8
图 14：时隔 9 个季度住房贷款利率回落至一般贷款利率之下	9
图 15：贷款加权平均利率风险溢价已经压缩至低位	9
表 1：2022 年一季度末以来央行关于宏观杠杆率的表述	5

我们在二季度发布的专题报告《兑现“宽信用”需要哪些决定因素？——流动性创造系列专题之六》中，阐述过5月中旬央行在公开场合表述中淡化了宏观杠杆率稳定的措辞，货币政策开始引导宏观杠杆率上行。并且我们认为：（1）宏观杠杆率上行，除了彰显政策刺激效应的政府部门之外，还需要有企业或居民部门加杠杆配合，当商业银行对居民和企业部门债权恢复扩张时，市场期待的“宽信用”信号才会显现；（2）判断随着出口产业链修复、基建产业链成为促使非金融企业加杠杆的引擎，宏观杠杆率上行带动的“宽信用”信号或在三季度中后期显现。截止7月末，宏观杠杆率已经兑现了上行、商业银行对居民等3个部门的债权同比增速缓慢扩张，但是宏观杠杆率上行暴露增量需求乏力、存量债务成本偏重，在贷款利率达到有记录以来历史新低的情况下，8月份央行调降政策利率或针对缓解存量债务付息成本压力。

1. 非金融部门加杠杆、宏观杠杆率上行

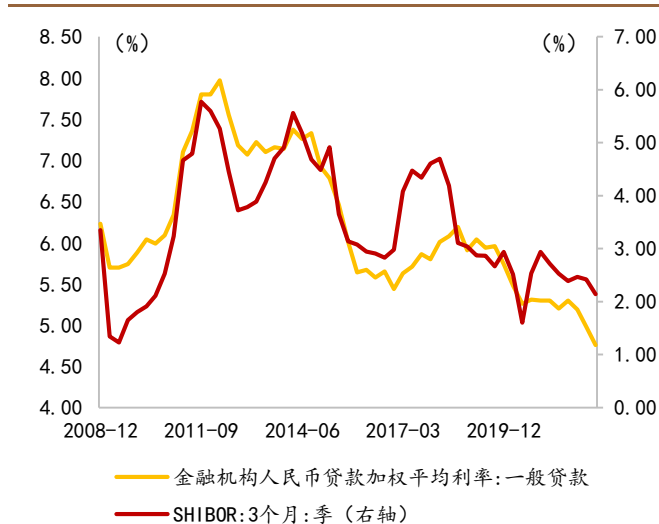
2022年以来货币政策不可谓不尽力，从数据呈现的政策效应来看：（1）商业银行对居民、企业、和非银机构等3个部门的债权同比增速上升，截止7月末已经达到今年年内最高9.65%，信用扩张在缓慢兑现；（2）贷款加权平均利率达到有记录以来新低，截止二季度末，贷款加权平均利率已经降低至4.41%，其中一般贷款利率也低至4.76%，实际贷款利率水平的降幅显著。

图1：商业银行对居民、企业、和非银机构债权缓慢扩张



资料来源：Wind，德邦研究所

图2：一般贷款加权平均利率已经降至历史最低值



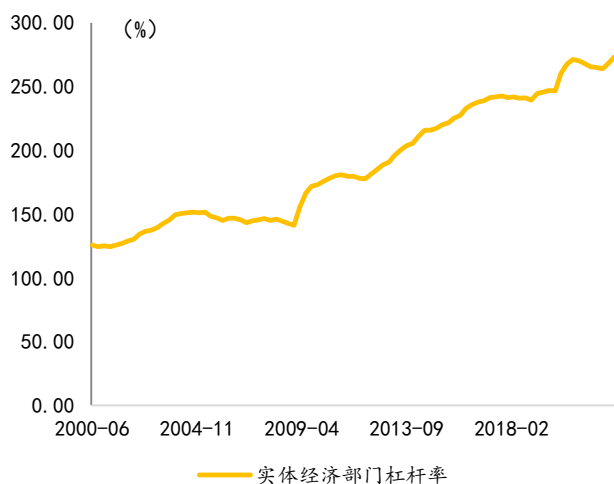
资料来源：Wind，德邦研究所

1.1. 2022年上半年非金融部门“加杠杆”

根据社科院发布的宏观杠杆率统计数据，截止2022年二季度末，实体经济宏观杠杆率上升至273.10%，上半年累计上升9.3个百分点。分部门来看，居民部门杠杆率上半年上升0.1个百分点，但是也仅有62.30%，居民部门“加杠杆”乏力；非金融企业部门杠杆率上半年上升6.5个百分点，回升到161.30%，增速达

到 1.60%，摆脱 2020 年四季度以来同比负增长的局面；政府部门杠杆率上半年回升 2.7 个百分点，达到 49.50%，同比增速更是抬升至 11.0%，可由于政府部门杠杆率在实体经济占比较低，二季度非金融企业部门杠杆率同比增速转正，是驱动宏观杠杆率上升的主要拉动力，根据社科院核算的数据，非金融企业部门贡献了上半年 70% 的杠杆率增幅¹。

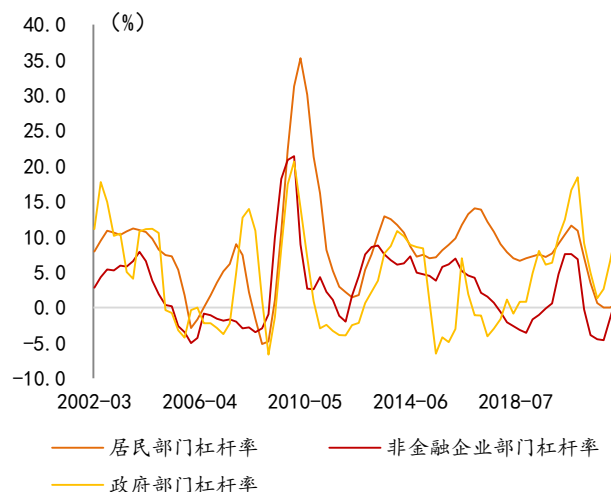
图 3：2022 年上半年实体经济部门杠杆率抬升



资料来源：Wind，德邦研究所

注：实体经济部门杠杆率是居民、非金融企业和政府部门杠杆率之和。

图 4：非金融企业部门“加杠杆”主导宏观杠杆率上行

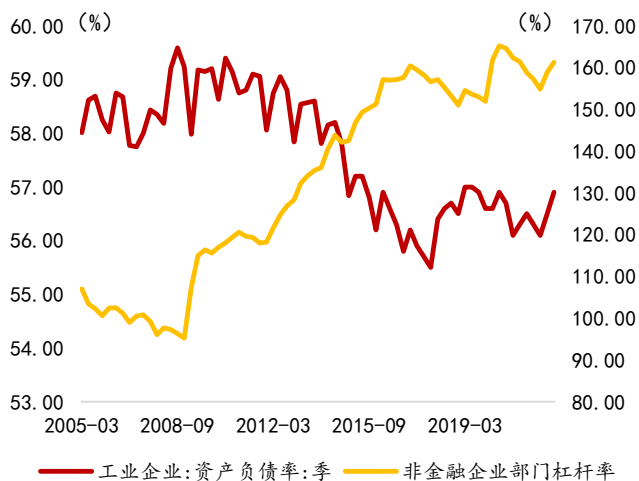


资料来源：Wind，德邦研究所

注：此处为居民部门、非金融企业部门和政府部门杠杆率的同比增速，表示“杠杆率周期”。

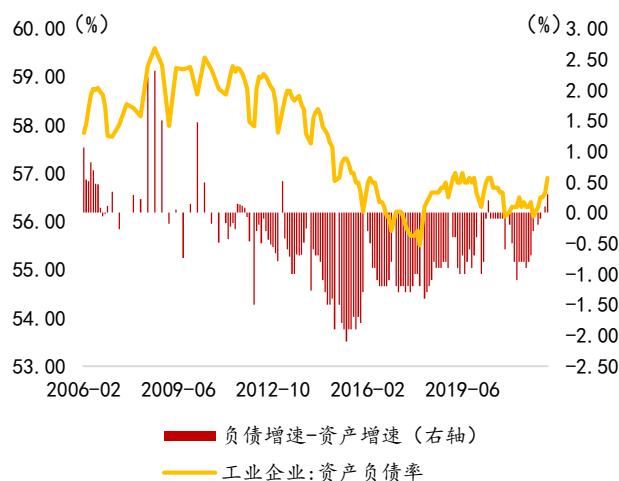
杠杆率是“债务余额/名义 GDP”的比值，本质上是一个“存量/流量”的概念，剖析非金融企业部门杠杆率的另一个视角是选取“债务余额/资产余额”指标，杠杆率的抬升也应反映为“债务余额/资产总量”的同步升降。

图 5：二季度非金融企业宏观杠杆率上行



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：二季度工业企业资产负债率恢复抬升



资料来源：Wind，德邦研究所

从工业企业利润数据来看，以“债务余额/名义 GDP”度量的非金融企业部门杠杆率和工业企业资产负债率曾经在 2008 年至 2017 年期间严重背离，前者指向

¹ 2022 年 7 月 - 《国家金融与发展实验室-NIFD 季报：宏观杠杆率》

“加杠杆”而后者指向“去杠杆”，有文章解释这种背离主要由于资产效益下降²。但是 2021 年以来却表现为同方向波动，截止二季度末，工业企业资产负债率环比上升 0.4 个百分点至 56.90%，达到 2020 年二季度时水平，工业企业资产增速也从 4 月份之后低于负债增速，负债和资产增速之差从一季度末-0.10 个百分点扩张至二季度末 0.30 个百分点。如果将杠杆率和资产负债率两者结合来看，二季度乃至上半年非金融企业部门杠杆率的抬升，资产增速已经不能和负债增速相匹配，凸显存量债务的利息支出压力。

1.2. 非金融部门存量债务压力凸显

二季度宏观杠杆率上行主要源于分母端名义 GDP 滑落、分子端总债务增速维持稳定。梳理央行从一季度末以来针对宏观杠杆率、以及与宏观杠杆率等价的“基本匹配”³等方面的论述，一方面，货币政策并未淡化“基本匹配”表述，货币政策委员会在第二季度例会部署下半年工作时又一次提及“保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配”，当“基本匹配”继续是货币政策锚定的变量时，上半年宏观杠杆率的阶段性上升必然对应着下半年宏观杠杆率的趋稳；另一方面，在上半年金融统计数据新闻发布会上，央行认为二季度疫情扰动下的产出下降，和逆周期调控政策引致债务增长是宏观杠杆率上升的主要因素。并且这些因素引致的宏观杠杆率上升是“阶段性”的。

表 1：2022 年一季度末以来央行关于宏观杠杆率的表述

场合	宏观杠杆率
2022 年 3 月 30 日 货币政策委员会第一季度例会	疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性， <u>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，保持宏观杠杆率基本稳定。</u>
2022 年 5 月 9 日 2022 年第一季度中国货币政策执行报告	用好各类货币政策工具，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性， <u>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，保持宏观杠杆率基本稳定。</u>
2022 年 5 月 13 日 中国人民银行有关负责人答记者问	综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性， <u>保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，宏观杠杆率会有所上升，但保持在合理区间。</u>
2022 年 6 月 29 日 货币政策委员会第二季度例会	增强信贷总量增长的稳定性，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。
2022 年 7 月 13 日 上半年金融统计数据新闻发布会文字实录	<u>经济增速放缓会推动宏观杠杆率上升。</u> 同时…… <u>逆周期的调控政策对债务增长的影响会在当期体现</u> ，但对产出的影响相对滞后，因此 <u>宏观杠杆率会出现阶段性上升。这既是外部冲击的客观反映，也是逆周期调控政策助力稳定宏观经济大盘的体现。</u>

资料来源：中国人民银行，德邦研究所

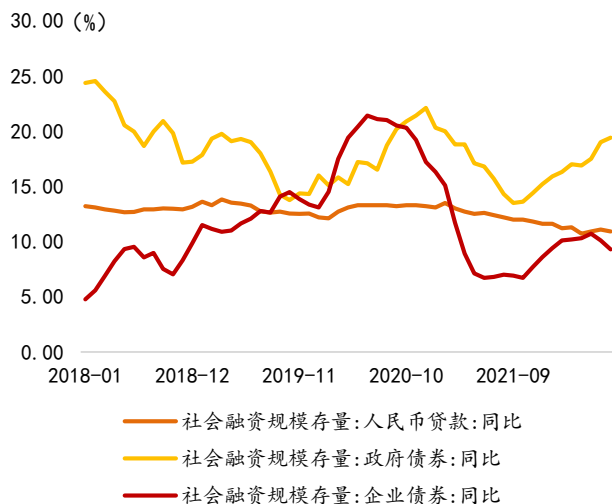
为了刻画存量债务付息压力，我们从社会融资规模中选取人民币贷款、政府债券融资和企业债券融资等 3 个项目勾勒社会融资成本，分别对应使用人民币贷款加权平均利率、3 年期地方政府债券发行利率和 AAA 级 3 年中短期票据发行利

² 纪敏/中国人民银行金融研究所副所长、张翔/中国人民银行货币政策司：《对杠杆率和资产负债率的思考》，《金融与经济》2016 年第 9 期。

³ 必须说明的是，“保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配”从 2019 年开始成为央行货币政策的“中介变量”，才被央行在多种场合提及，也成为货币政策紧密跟踪的变量，总量政策工具和结构性政策工具均是通过中介变量传导到名义经济增长等最终目标。

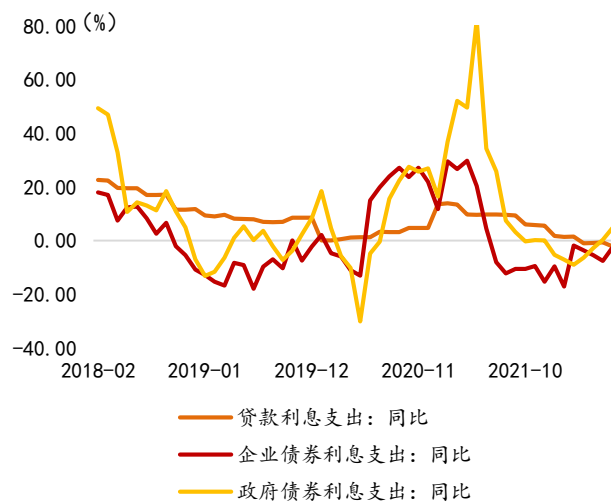
率作为这 3 个分项指标度量付息成本，由此计算出“社会融资规模利息支出”。同理，我们直接使用 1 年期 LPR 和 5 年期以上 LPR 报价分别计算短期贷款和中长期贷款的付息支出。

图 7：政府债券融资增速最“陡峭”



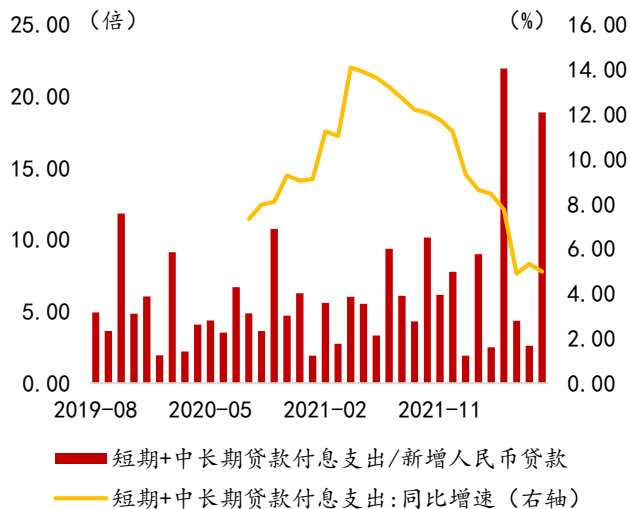
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：上半年“降成本”成效显著，但债券融资成本偏高



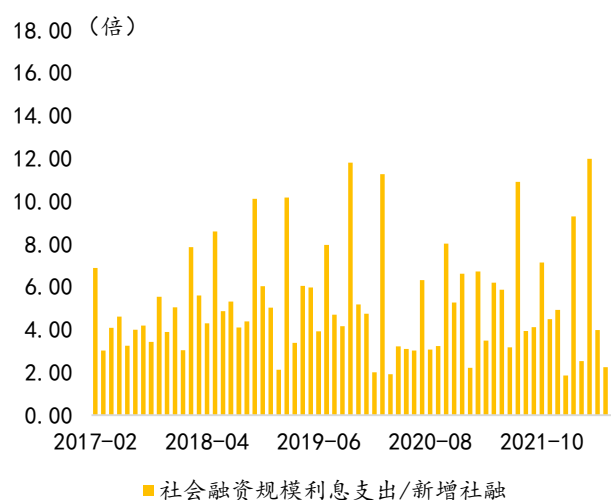
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：“降成本”之下存量贷款付息支出压力依然较高



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：社会融资规模利息支出与当月社融比值创历史新高



资料来源：Wind，德邦研究所

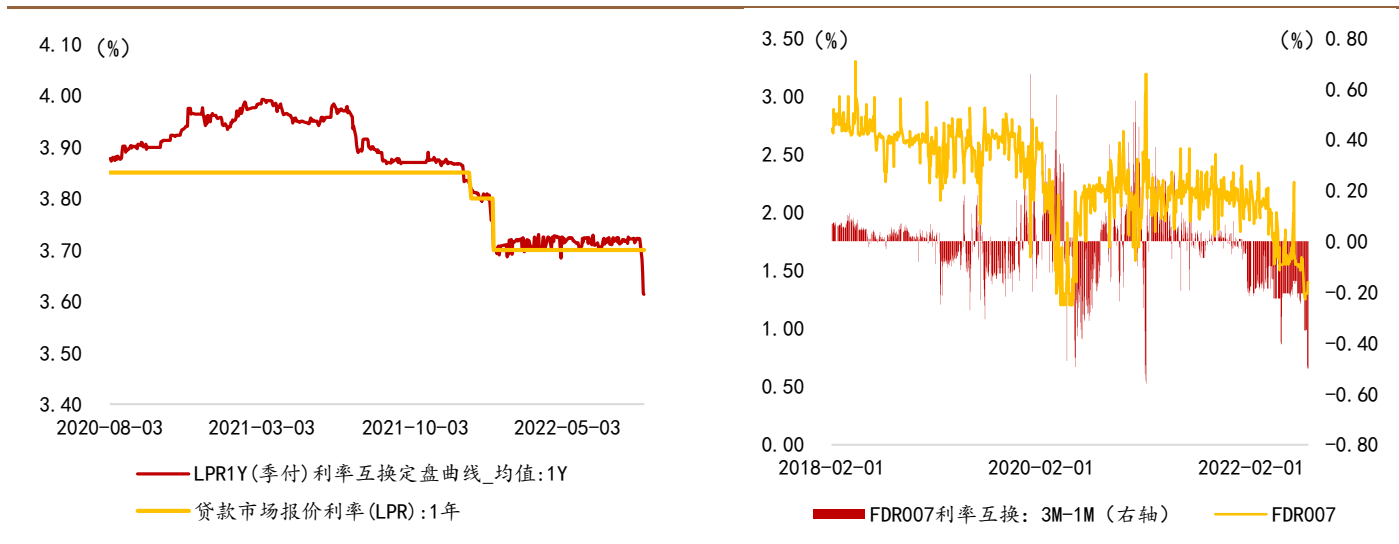
2022 年上半年货币政策“降成本”有一定成效，从 4 月份开始，实体经济部门人民币贷款利息支出同比增速转为负值，截止 7 月份已经降低至 -2.23%，但与此同时，企业债券利息支出和政府债券利息支出同比增速却在抬升，分别上升至 7 月份的 -2.42% 和 4.82%。但主导实体经济部门本币贷款利息支出增速下移的主要因素或是债务增速缓慢、融资需求低迷，截止 7 月份，社融本币贷款存量增速仅有 10.90%，而政府部门积极扩张债务规模、政府债券融资积极发力或是政府部门债务利息支出压力增强的主要原因。截止 7 月份，社会融资规模利息支出占当月新增社融的比值达到 15.27 倍，短期和中长期贷款付息支出和当月新增人民币贷款的比值也达到 18.89 倍，存量债务利息支出压力处于 2020 年以来最高水平。

2. 为缓解存量债务压力需要“降息”多少？

我们认为，8 月份“降息”对于刺激新增融资需求的作用偏低，但是“降息”引导利息支出下降，存量债务压力或得到缓解。8 月 15 日，央行在进行当月 MLF 操作时，超市场预期调降了 7 天期逆回购利率和 1 年期 MLF 操作利率各 10 个 BP。在此之后，通过 IRS 市场传递的市场“降息”预期开始升温。

2.1. 利率衍生品市场隐含的“降息”预期解读

图 11：8 月份调降 MLF 利率之后，利率衍生品市场“降息”预期重新升温



资料来源：Wind，德邦研究所

从 1 年期 LPR 报价挂钩 IRS 来看，8 月 15 日之后，1Y LPR IRS 报价下行 10.75 个 BP，表明利率衍生品市场预期，以 1 年期 MLF 为锚的 1 年期 LPR 报价将在 8 月份等幅度下调 10 个 BP。从 2022 年初以来看，1Y LPR IRS 报价已经累计下行 18.87 个 BP，而今年以来，1 年期 LPR 报价只在 1 月份下调过 10 个 BP，如果 8 月份 1 年期 LPR 报价调降 10 个 BP，1Y LPR IRS 隐含的“降息”预期完全兑现，IRS 并未预期将有更大幅度的调降。

从 FDR007 挂钩 IRS 报价来看，3 个月和 1 个月期限利差亦能反映市场的

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_45422

