

总量研究

有利于信贷、有利于地产、不利于利率债

——对 2022 年 8 月 LPR 的点评

要点

事件

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2022 年 8 月 22 日 LPR 为：1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%。

1、有利于信贷的合理适度增长

今年以来信贷增长的稳定性还不算很强、个别月份信贷增长受困于有效融资需求的明显下降。融资需求是贷款利率的函数，银行给予借款人的贷款利率低一些，便能激发出更多一些的融资需求。

实证上看，信贷增长对于 LPR 的变化非常敏感。比如说，今年 1 月政策利率调降并引导 5Y 以上 LPR 下行了 5bp，1 月的新增信贷就形成了有史以来单月最大值；5 月 5Y 以上 LPR 下行了 15bp，5 月新增信贷便一举扭转了 4 月大幅少增的“颓势”变为了多增。8 月政策利率再度下行并引导 1Y 和 5Y 以上 LPR 分别下行 5bp 和 15bp，显然 8 月份信贷应有大超预期的增长。

2、有利于房地产业良性循环和健康发展

今年 1-7 月个人中长期贷款累计增长 1.71 万亿元，较去年同期下降了 55.4%，反映出这段时间个人房贷市场需求较弱的事实。因此，市场供求关系因素促使报价行降低了 5Y 以上 LPR 的加点幅度，从而使得该品种利率的下行点数超过了 1Y 品种。

此外，5Y 以上 LPR 的大幅下行也体现了央行的主动引导和积极作为。事实上，近几个月以来货币当局促进房地产业良性循环和健康发展的政策有不少。比如说，5 月亦曾引导 5Y 以上 LPR 大幅下行、调整差别化住房信贷政策，近期也出台了措施，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设的交付。

我们建议，可以让个人住房贷款利率加点下限更为灵活一些，将其作为一个阶段性工具，并明确政策的有效期。明确有效期的阶段性工具的一个好处是不容易留下“后遗症”、更容易快速出台；另一个好处是可以令借款人形成“过了这村没这店”的意识，使其对政策的反应更加及时、敏感。

3、不利于利率债收益率的进一步下行

LPR 的降低不利于利率债收益率的进一步下行。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 进一步降息的必要性。第三，LPR 降息有利于经济运行态势企稳回升和货币信贷平稳适度增长，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 下行与 DR007 等利率下行对于债券收益率的影响也有较大不同。第五，从贷款利率到债券利率的比价效应易被淹没。

4、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

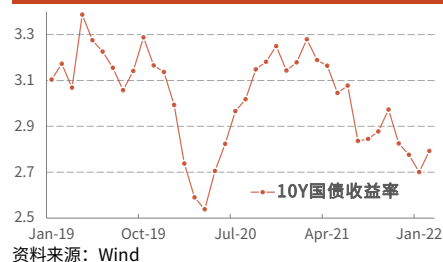
分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001

010-58452070

weiwx@ebsecn.com

重要收益率走势图



相关研报

美国通胀的起因与控制——2022 年 7 月 13 日利率债观察 (2022-7-13)

信贷增长是否可持续？——2022 年 7 月 11 日利率债观察 (2022-7-11)

关于“30 亿”和资金利率的讨论——2022 年 7 月 10 日利率债观察 (2022-7-10)

5 月 LPR 下行效果明显且持续，预计 6 月信贷多增——2022 年 6 月 20 日利率债观察 (2022-6-20)

紧盯我国央行的货币政策——2022 年 6 月 15 日利率债观察 (2022-6-15)

政策用完了怎么办？——2022 年 6 月 12 日利率债观察 (2022-6-12)

信贷稳了——2022 年 6 月 10 日利率债观察 (2022-6-10)

10Y 国债有足够的安全边际——2022 年 6 月 6 日利率债观察 (2022-6-5)

不必对资金利率过于紧张——2022 年 6 月 1 日利率债观察 (2022-6-1)

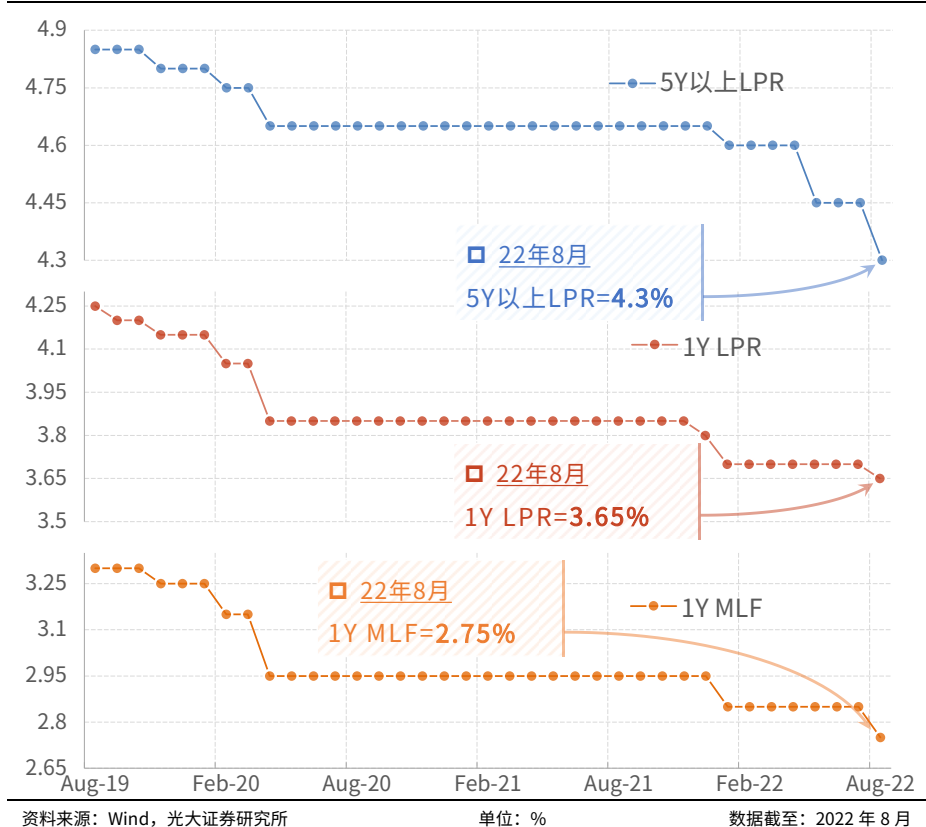
1、事件

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2022年8月22日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.65%，5年期以上LPR为4.3%。以上LPR在下一次发布LPR之前有效。

2、有利于信贷的合理适度增长

8月15日OMO和MLF利率均降低了10bp，8月22日的1Y LPR又下行了5bp，5Y以上LPR更是大幅下行了15bp，这都有利于保持货币信贷平稳适度增长、降低企业综合融资成本。政策利率和LPR的下行对于实体经济以及地产行业无疑是个很大的利好，也让我们对于信贷多增的信心更坚定了。

图表 1：1Y LPR、5Y 以上 LPR、1Y MLF 利率

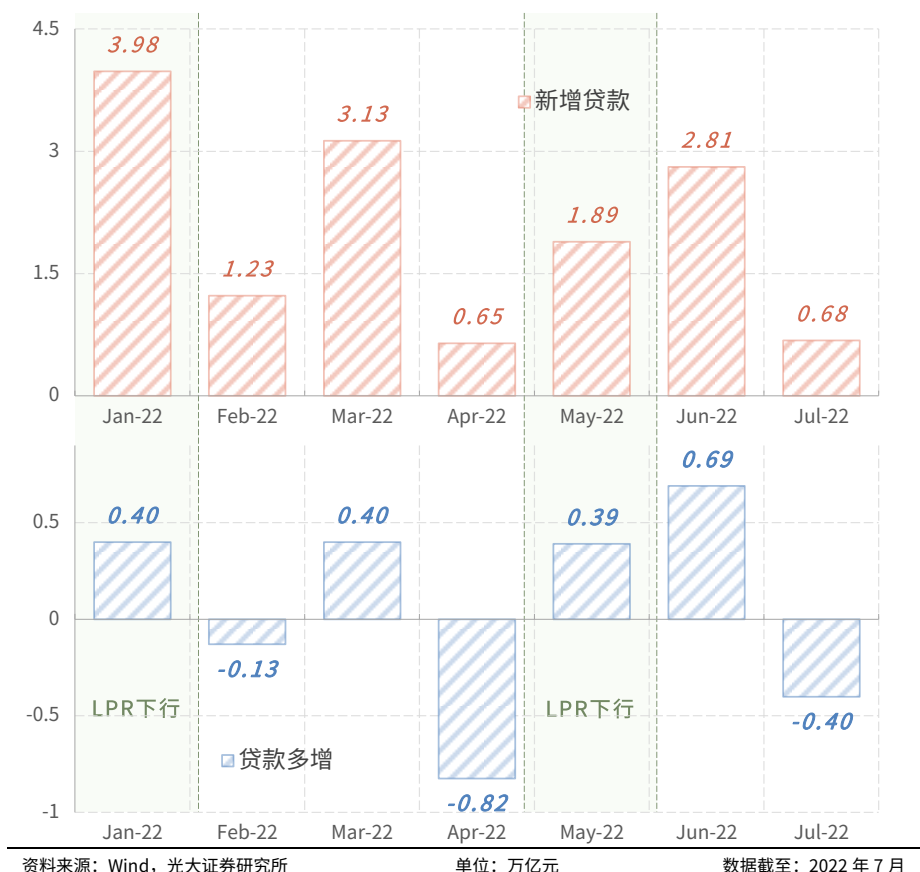


今年以来信贷增长的稳定性还不算很强、个别月份信贷增长受困于有效融资需求的明显下降，这似乎是个颇令人挠头的问题。传统观念认为，银行发放贷款需要借款人的融资需求配合，当融资需求不足时，央行一味“宽货币”并不能明显提高需求、形成“稳信用”。很多人将这个现象描述为“推绳子”，以此来形容融资需求不足时货币政策的“无力感”。事实上，融资需求是贷款利率的函数。银行给予借款人的贷款利率低一些，便能激发出更多一些的融资需求。

目前，我国形成了通过市场利率和央行引导影响 LPR，再影响贷款利率和存款利率的传导机制。所以 LPR 的下行无疑有利于激发出新的信贷需求，从而引导货币信贷平稳适度增长。

实证上看，信贷增长对于 LPR 的变化非常敏感。比如说，今年 1 月政策利率调降并引导 5Y 以上 LPR 下行 5bp，1 月的新增信贷就形成了有史以来单月最大值；5 月 5Y 以上 LPR 下行 15bp，5 月、6 月新增信贷便一举扭转了 4 月大幅少增的“颓势”变为了多增。8 月政策利率再度下行并引导 1Y 和 5Y 以上 LPR 分别下行 5bp 和 15bp，显然 8 月份信贷应有大超预期的增长。

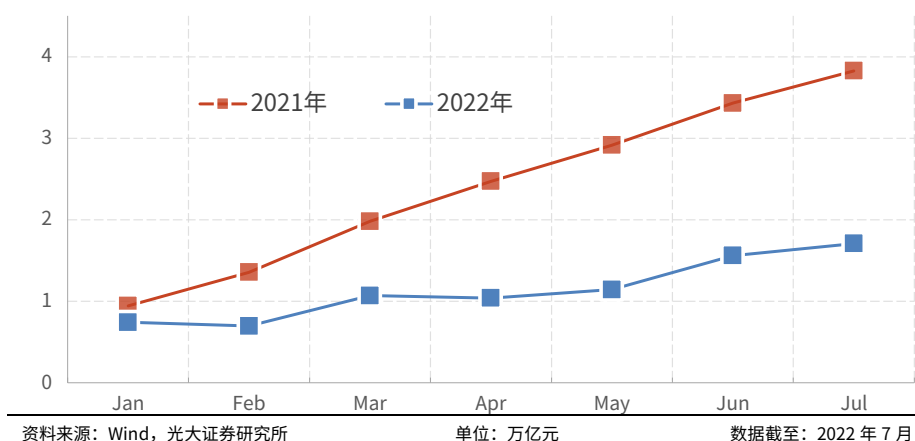
图表 2：新增贷款与相应的贷款多增规模



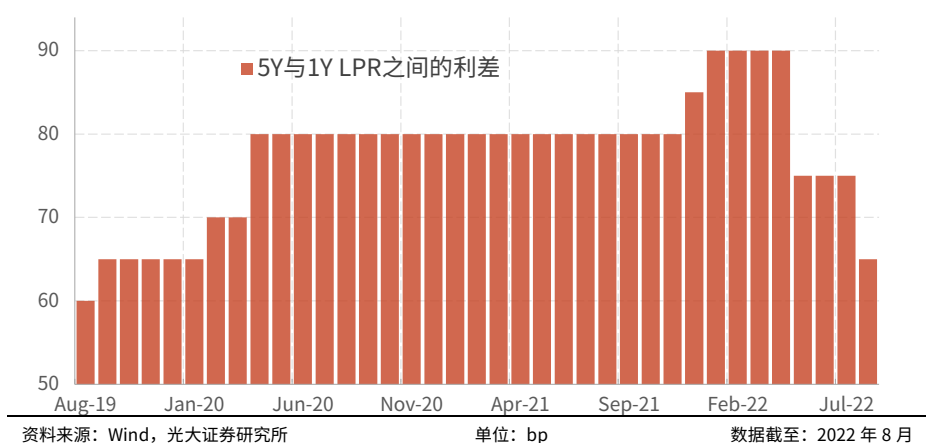
3、有利于房地产业良性循环和健康发展

从报价机制上看，LPR 可以分解为 MLF 利率和在该利率上的加点幅度这两部分。其中，MLF 利率反映了银行平均的边际资金成本，加点幅度则主要取决于报价行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。今年 1-7 月个人中长期贷款累计增长 1.71 万亿元，较去年同期下降了 55.4%，反映出这段时间个人房贷市场需求较弱的事实。显然，市场供求关系因素促使报价行降低了 5Y 以上 LPR 的加点幅度，从而使得该品种利率下行点数超过了 1Y 品种。

图表 3：个人中长期贷款累计值



图表 4：5Y 以上 LPR-1Y LPR



此外，5Y 以上 LPR 的大幅下行也体现了央行的主动引导和积极作为。事实上，近几个月以来货币当局促进房地产业良性循环和健康发展的政策有不少。比如说，5 月亦曾引导 5Y 以上 LPR 大幅下行、调整差别化住房信贷政策，近期也出台了措施，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设的交付。

我们建议，也可以让全国和城市层面的个人住房贷款利率加点下限更为灵活一些，将其作为一个阶段性工具，并明确政策的有效期。明确有效期的阶段性工具的一个好处是不容易留下“后遗症”、更容易快速出台；另一个好处是可以令借款人形成“过了这村没这店”的意识，使其对政策的反应更加及时、敏感。

4、不利于利率债收益率的进一步下行

LPR 的降低有利于信贷的合理适度增长、有利于房地产业良性循环和健康发展，但是不利于利率债收益率的进一步下行。

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。MLF 利率既是央行操作工具的利率，也是货币政策的操作目

标。LPR 是报价行按自身对最优质客户执行的贷款利率报价的算数平均值，体现的是过去一段时间货币政策调控的结果，而非未来的政策取向。

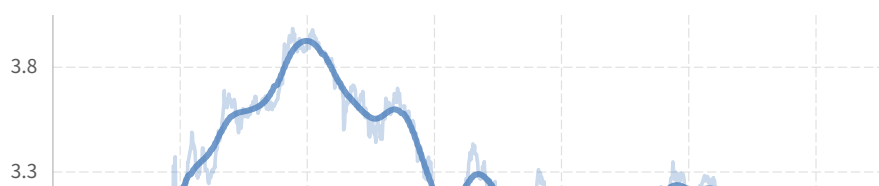
第二，LPR 降息弱化了 MLF 进一步降息的必要性。在当前“MLF 利率→LPR→贷款利率”的利率传导机制中，MLF 降息的一个重要意义便是降低 LPR，从而引导贷款利率下行。如果 LPR 已经下行了，那么未来 MLF 再度降息的必要性便被削弱。这样看来，LPR 降息反倒是不利于债券市场的。

第三，LPR 降息有利于经济运行态势企稳回升和货币信贷平稳适度增长，这也制约了收益率的下行。从价上看，LPR 具有方向性和指导性作用，该利率的降低可以引导贷款实际利率下行。从量上看，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”是有利的，但同时也制约了债券收益率的降低。

第四，LPR 并非债券投资者的资金成本，所以 LPR 下行与 DR007 等利率下行对于债券收益率的影响也有较大不同。DR007 等利率是债券投资者的负债成本，这些利率的下行会给资产端（如 10Y 国债等）收益率的下行提供空间。LPR 是贷款市场的基准利率，贷款是金融机构的资产，而非债券投资者的负债，不具有上述传导作用。（注：我们承认不同资产利率之间具有比价效应，但该效应容易被其他因素所淹没，我们在下一点中对其进行了阐述。）

第五，从贷款利率到债券利率的比价效应易被淹没。部分投资者认为，贷款利率的下降会带动整个融资市场利率下移，从而利多债券市场。实际上，债券投资者和贷款发放者是两个较为不同的群体，盈利方式以及投资约束也不同，所以这两个市场一直存在着分割。鉴于此，贷款利率的下降较难在短期内通过比价效应充分传导至债券市场，其影响很容易被市场的自然波动所淹没。另外，虽然上述比价效应在中长期的体现强于短期，但债券市场中长期的运行趋势又主要受到宏观经济基本面等因素的影响，所以比价效应的作用又容易被基本面等变化所淹没。

图表 5：10Y 国债收益率与 DR007 及其滤波值



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_45480

