



任泽平谈 LPR 降息原因、 影响及展望



意见领袖 | 任泽平团队

来源：泽平宏观

图表：LPR 调降前的货币政策

时间	事件	幅度	与上次操作间隔 (天)	触发 LPR 调降原因
2019/1/15	全面降准	1 个百分点		降准触发 1YLPR 调降
2019/5/15	定向降准	-	120	
2019/8/20	降 1YLPR	1Y6bp	97	
2019/9/7	全面+定向降准	各 1 个百分点	18	降准触发 1YLPR 调降
2019/9/20	降 1YLPR	1Y5bp	13	
2019/11/5	MLF	5bp	46	MLF、OMO 触发 1Y 与 5YLPR 调降
2019/11/8	OMO	5bp	3	
2019/11/20	降 1+5YLPR	1Y10bp、5Y5bp	12	
2020/1/1	全面降准	0.5 个百分点	42	降准、MLF、OMO 共同触发 1Y 与 5YLPR 调降
2020/2/3	OMO	10bp	33	
2020/2/17	MLF	5bp	14	
2020/2/20	降 1+5YLPR	1Y20bp、5Y5bp	3	
2020/3/13	定向降准	0.5-1 个百分点	22	降准、MLF、OMO 共同触发 1Y 与 5YLPR 调降
2020/3/30	OMO	20bp	17	
2020/4/15	MLF	20bp	16	
2020/4/20	降 1+5LPR	1Y10bp、5Y10bp	5	
2021/7/9	全面降准	0.5 个百分点	445	降准触发 1YLPR 调降
2021/12/6	全面降准	0.5 个百分点	150	
2021/12/20	降 1YLPR	1Y5bp	14	

资料来源：Wind，泽平宏观

特别鸣谢：曹志楠 彭阳 对本文数据整理有贡献

事件：12 月 20 日，全国银行间同业拆借中心公布新版 LPR 报价：1 年期品种报 3.80%，较上次下调 5 个基点；5 年期以上品种报 4.65%，与上次持平。

我们正处在货币宽松窗口期，126 全面降准后，定向降息，LPR 降息

接踵而至，货币政策转向宽松，支持新一轮稳增长。

我们近期明确提出“新一轮稳增长启动，降准之后就会降息，而且降息可能会在不远的将来”。（见 12 月 15 日《新一轮货币宽松来了，股市是货币的晴雨表》）

在经济面临新的下行压力、房地产风险明显暴露情况下，加大力度对冲经济下行压力，并支持实体经济、中小企业、科技创新、绿色经济、新基建，实现跨周期调节和高质量发展。

时隔 20 个月后，LPR 启动降息。虽然本次不是政策利率调降，但已形成事实上降息，有效降低实体经济融资成本，缓解融资难融资贵问题，对冲经济下行压力。但本次宏观环境需更强的政策力度，货币政策宽松仍然可期。

货币政策将经历四部曲：不急转弯-慢转弯-转弯-轰油门。

1、背景：新一轮稳增长启动，稳增长、防风险重要性提升

本次 1 年期 LPR 调降既是经济下行、政策宽松的信号，也是前期降准等货币政策降低银行资金成本的体现，是贷款利率传导渠道改革的成果。

从经济基本面看，经济下行压力凸显。总量上看，GDP 增速已处于潜在增长率以下。三季度 GDP 增速 4.9%，已低于央行判断的潜在增长水平。

消费端：11 月社会消费品零售总额实际两年复合同比 3.3%，受疫情、就业、K 型复苏等影响，消费恢复疲软。出口端：11 月中国出口额同比增 22.0%，

价格因素贡献作用持续强化，可持续性相对较弱。投资端：主要靠制造业拉动，11月房地产跌幅收窄但整体仍然低迷；1-11月基建（除水电燃气）同比增长0.5%，主因地方隐形债务收紧叠加优质项目不足，明年初或可发力支持经济但仍待观察。

从近期政策导向看，政策释放稳增长信号，LPR调降亦有征兆。中央政治局会议定调“稳字当头、稳中求进”“六稳、六保”；12月13日，央行会议提到“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”，已有调降LPR征兆。12月15日国常会要求，从2022年起到2023年6月底，人民银行对地方法人银行发放的普惠小微企业和个体工商户贷款，按余额增量的1%提供资金，鼓励增加普惠小微贷款。12月16日央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，强调“保持企业综合融资成本稳中有降态势”。

从银行负债端成本来看，两次降准和存款利率改革积蓄力量。一方面，今年7月与12月两次降准，合计为银行每年降低资金成本约280亿元，根据2020年9月15日货政报告增刊，一次0.5个百分点的降准会带来0.02-0.03个百分点的资金成本下降，为银行下调报价提供充足空间。另一方面，今年6月存款利率自律上限由乘数转为加点，个别高息揽存行为得以抑制，长期存款利率明显下降，截至2021年9月，银行新发生定期存款加权平均利率2.21%，较5月下降0.28个百分点。

图表：政策释放稳增长信号

时间	事件	内容
2021. 12. 06	习近平总书记主持召开中共中央政治局会议，分析研究2022年经济工作。	继续做好“六稳”、“六保”工作，持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开。
		明年经济工作要稳字当头、稳中求进。宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策
		稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。
2021. 12. 13	央行党委召开扩大会议，传达学习中央经济工作会议精神。	做好跨周期和逆周期政策设计，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。
2021. 12. 15	李克强总理主持召开国务院常务会议	从2022年起到2023年6月底，人民银行对地方法人银行发放的普惠小微企业和个体工商户贷款，按余额增量的1%提供资金，鼓励增加普惠小微贷款。
		提出明年经济工作要稳字当头、稳中求进，继续做好“六稳”、“六保”工作。小微企业一定是重点支持的对象。
2021. 12. 16	央行召开金融机构货币信贷形式分析座谈会	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。

资料来源：Wind，泽平宏观

2、方式：压缩加点、非对称式、小步快跑

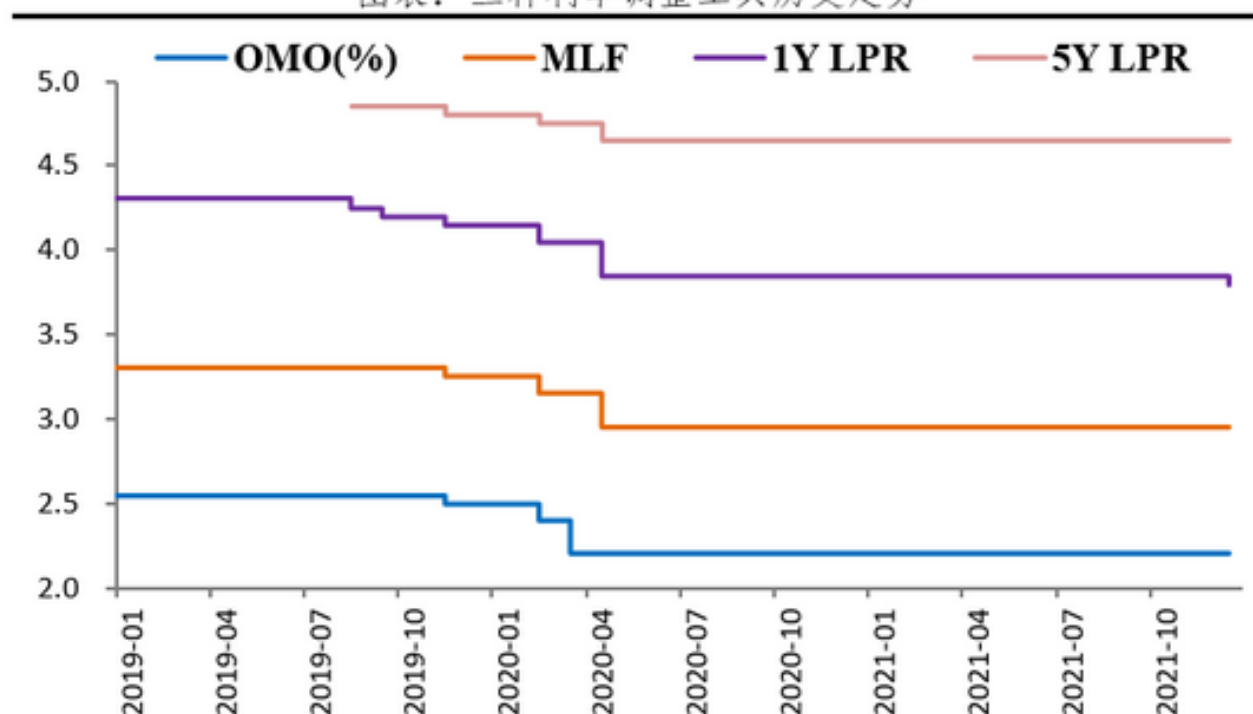
方式上，靠压降银行加点实现降息，利率市场化机制畅通。根据 LPR 报价规则，“ $LPR = MLF + \text{商业银行加点}$ ”。LPR 改革以来共 6 次调降，由降准触发的 LPR 调降 2019 年 9 月 20 日，此后 3 次为政策利率调降触发的 LPR 调降。本次 LPR 利率调降，是商业银行对 1 年期 LPR 的报价加点部分调降，属于市场行为，一定程度上体现了利率传导的市场化，是贷款利率传导渠道改革成果的体现。

结构上，呈现非对称降息，5 年期 LPR 按兵不动，在支持实体经济的

同时，维持“房住不炒”政策定力。1年期LPR是企业贷款的参考基准，5年期LPR主要与房贷利率挂钩。本次5年期LPR按兵不动，结合近日央行银保监会联合发文，鼓励优质房地产企业并购出险房企优质项目，仍偏向让市场自主解决风险，短期来看，房地产政策依旧维持定力。

幅度上，此次降息幅度较小，相对温和。本次LPR仅针对1年期利率降低5BP，并非“大水漫灌”，力度较为温和，防止降息对于资产价格形成刺激。

图表：三种利率调整工具历史走势



资料来源：Wind，泽平宏观

泽平宏观

3、影响：降低实体经济融资成本，缓解人民币升值压力，对债市、房地产影响有限

本次 1 年期 LPR 调降 5bp，幅度虽小，但作为价格工具，降息信号意义仍强。

降低实体经济融资成本。根据三季度央行货政报告，截至 2021 年 9 月，贷款加权平均利率为 5.00%，较第二季度上升 7bp，其中，除票据利率环比下降 29BP 外，一般贷款利率、企业贷款利率和个人住房贷款利率分别较二季度上升 10BP、1BP、12BP，如不下调 LPR，进一步推动实体经济融资成本下行的难度较大。本次 LPR 调降，为实体融资成本下降提供基础，有利于 LPR 改革潜力释放。

对债市利好有限。理论上降息利好债市，但本次 LPR 降息绕过银行间市场，直接作用于实体经济贷款，对资金面影响有限，今日宣布后债市震荡。LPR 改革以来，仅下调 LPR 加点的两次降息（8 月 20 日、9 月 20 日），债市表现不佳。

中期利好股市，明年主线是“提估值、稳增长、新基建”。股市是货币的晴雨表，本次降息有助于提升股市估值。2021 年股市的主要逻辑是通胀预期和新能源，受益于涨价和业绩的表现出色，2022 年的主要逻辑将是

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_31662

