



李庚南：为什么 LPR 报价不及市场预期？



文/意见领袖专栏作家 李庚南



3月21日，市场高度关注的LPR延续2月的横盘模式：一年期LPR为3.7%；五年期以上LPR为4.6%，与1月报价持平。因为有“麻辣粉”的存在（MLF），但这一次我们仍能明显感受到市场中散发着预期落空的情绪，——LPR报价不及市场预期，市场期待的降息并未出现。

市场看跌LPR的理由是什么？

市场关于LPR报价下行的预期或来自于对政策面的研读。

精准拆弹、防范化解房地产企业风险，是当前防风险的重点领域。房地产行业的风险，除了因房企自身管理不善、盲目扩张、过度金融化等导致的债务危机外，目前更多地来自于需求端乏力即居民购房需求的低迷；而需求的低迷又决定于市场预期的转弱。如何激活房地产需求？市场齐刷

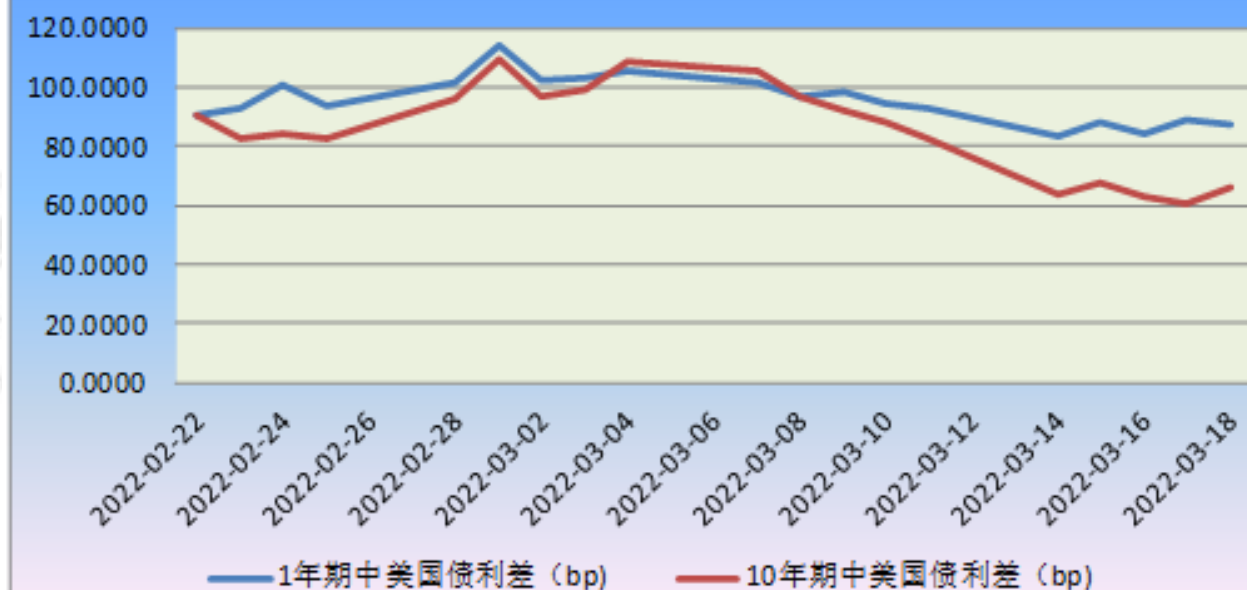
刷将眼光投向了“央妈”，——降息、降准将成为房地产续命的甘霖。因此，市场普遍认为，在当前局面下，下调 MLF 利率、进而带动 LPR 报价下调，是降低银行实际贷款利率的最直接手段。

央行维持 LPR 不变的原因是什么？

其实，无论从外部市场还是内部市场需求看，短期内我认为降息的动能都在削弱，继续降息的空间有限。

从外部市场看，美联储加息实际上对我国降息空间形成了一定挤压。如果我们不保持同步加息（至少维持现状），逻辑上将导致中美利差进一步收窄，由此引发的资本外流压力并非没有。实际上，在美联储将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点至 0.25%至 0.5%、全球央行进入加息紧缩模式下，推动利率下行，显然是需要很慎重考量的。特别是随着美国经济数据的好转、信心的增强，甚至包括美在俄乌战争冲突中可能获取的额外收益，都可能形成对美元走高的支撑美联储持续加息及缩表带来的溢出效应，将一定程度上对我国稳健货币政策的偏松操作空间形成挤压。截至 3 月 18 日，中美 1 年期、10 年期国债收益利差分别降至 65.7bp、87.6bp，处于近年来的最低点（见图 1）。

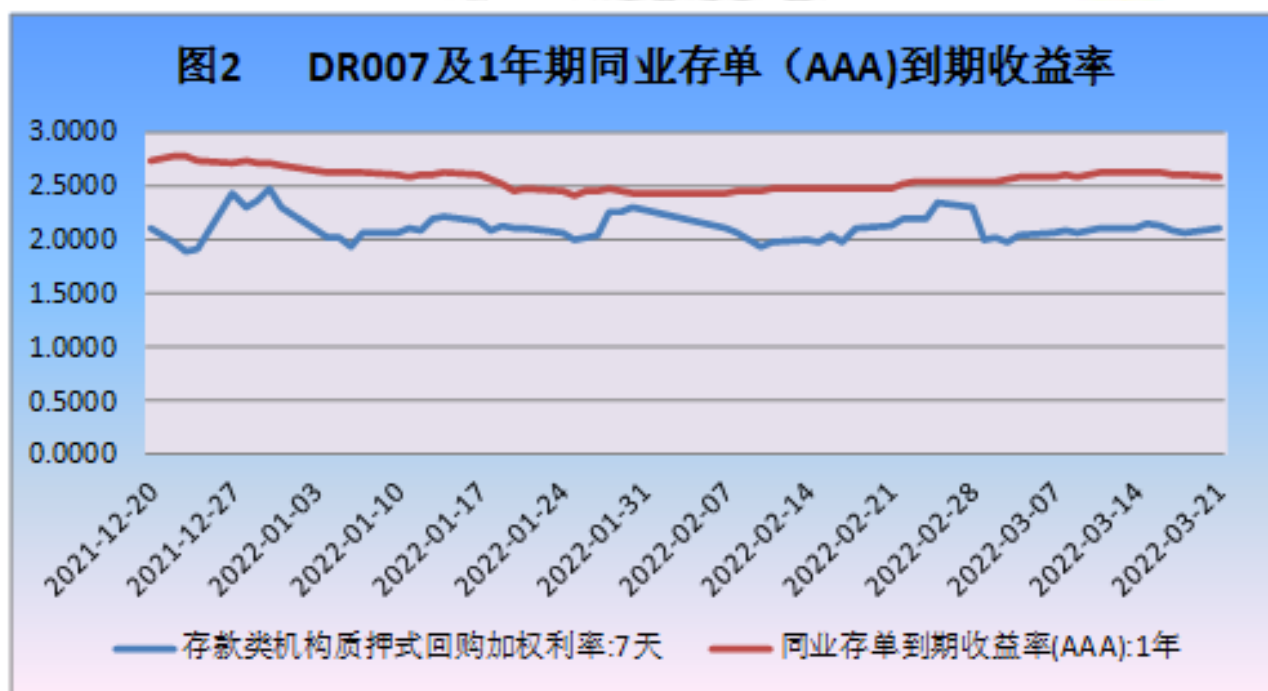
图1 1年期、10年期中美国债收益利差



美联储加息将一定程度上增大中国跨境资本的流出压力，至少在人民币汇率波动方面已粗现端倪。前期自3月2日起连续14天走低，人民币兑美元由6.3107降至6.3800，贬值693个基点。尽管人民币对美元适当贬值有助于维持和稳定外贸盘，而且我国外贸出口所显示的韧性仍非常明显，但支撑外贸盘的除了汇率外，还有更多不确定因素。

从国内市场看，LPR报价维持横盘，有着多方面因素的叠加影响。

首先，目前市场资金面总体仍显宽松。代表的市场利率风向标的存款类机构质押式回购加权利率DR007、1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率尽管短期内微弱上升，3月份以来分别上升11bp、6bp，但总体仍处于均衡状态（见图2）。

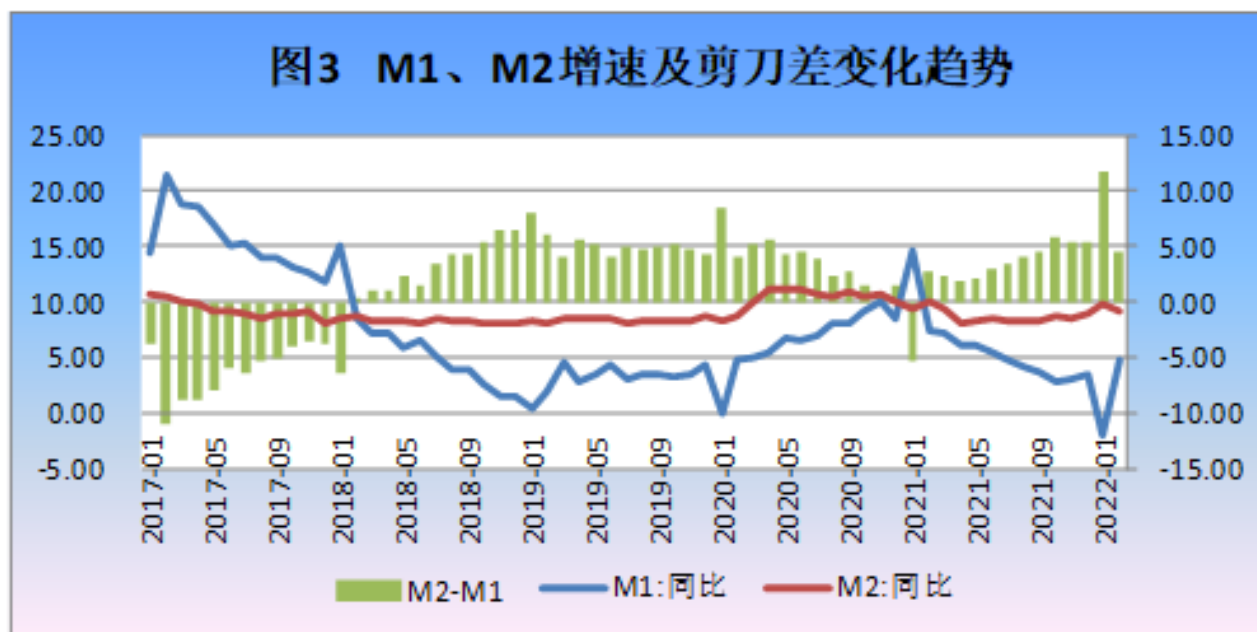


实际上，2 月份非银行存款的快速上升（当月新增 1.39 万亿元），某种程度上预示着资金面的宽松，一定程度上抵减了降利率的动能。当然，在资产荒背景下，商业银行增量资产的拓展或面临困难，存量资产的拓展可能推动利率下行，但这种下行的动能还较弱。

对于 LPR 的横盘，或许还有一个技术层面的问题，就是各报价行有效报价加权形成的降幅小于 5BP，未触发 LPR 调整的阈值。按照央行 LPR 机制设计，“LPR 整体下调有一个阈值，即各报价行的有效报价的平均值变化达到 5 个基点，才会调整最终的 LPR。”这或能从一个侧面解释市场有降低利率驱动但终究未能触动 LPR 的原因。

其次，实体经济有效需求仍呈低迷甚至走低。一方面，M1、M2 总体仍处于低位运行，尽管 M1 增速较 1 月份明显回升，但未必反映了市场消费需求的上升（至少楼市仍处于低迷），更可能反映的是与股市波动相关的

第三方存款的上升（对应非银存款的大幅上升）；而反映实体企业投资意愿的 M2 同比增速较上月收窄 0.6 个百分点（见图 3）。



另一方面，从银行信贷投放看，2 月份人民币贷款增加 1.23 万亿元，同比少增 1258 亿元。但同时，票据融资增加 3052 亿元，非银行业金融机构贷款增加 1790 亿元。这也从侧面映射了当前实体企业有效需求的不足，一定程度上反映了当前银行机构存在的“资产荒”。显然，这种状况的决定更多是市场需求的变化而非价格的变化。需要弄清的逻辑是，社融、新

信贷投放与实体经济需求的关系

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_39693

