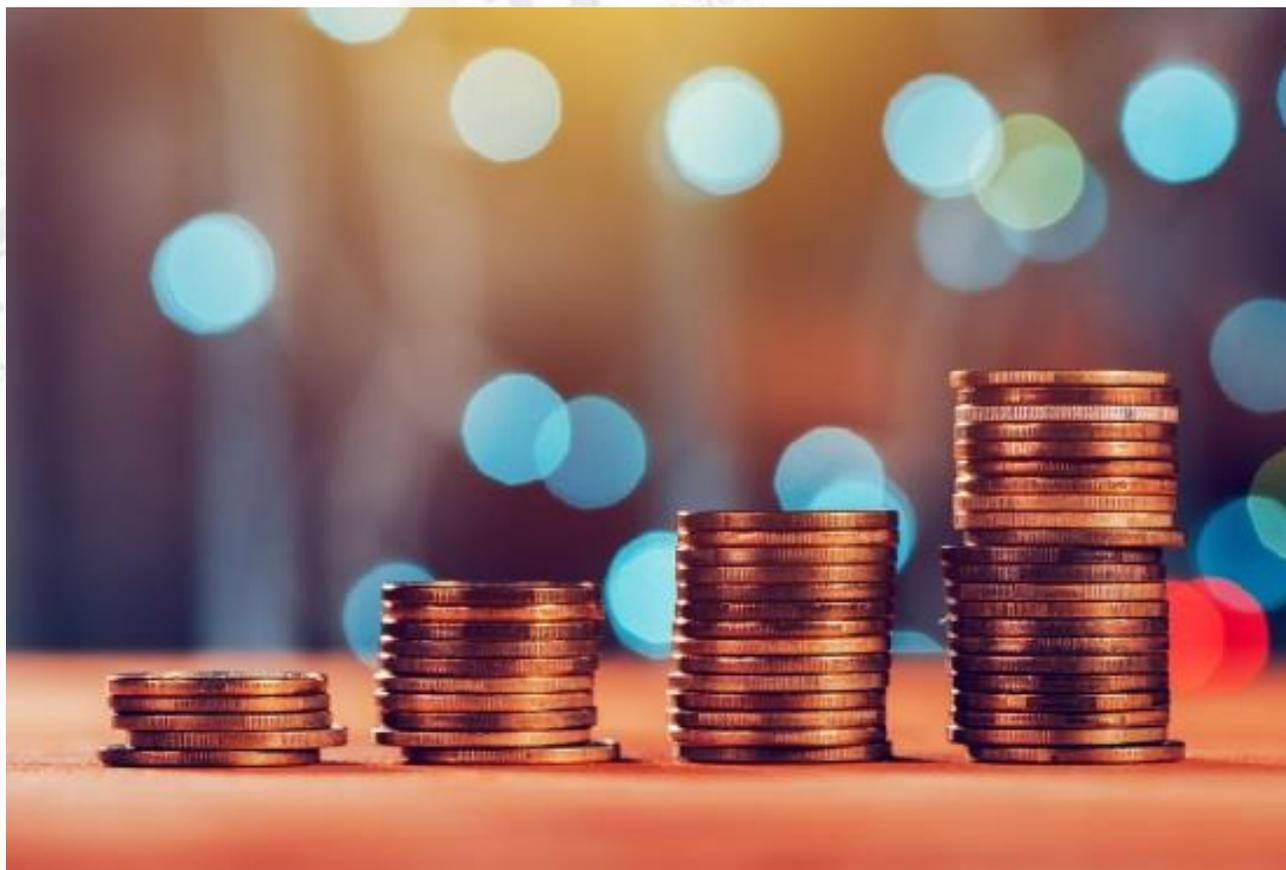




# 李奇霖：“宽信用式”降息



文/李奇霖、孙永乐



今天 LPR 报价中，1 年期 LPR 报 3.70%，上次为 3.70%，5 年期以上品种报 4.45%，上次为 4.60%。

对于本次 LPR 利率下调，我们尝试回答以下几个问题：

和此前几次 LPR 降息相比，本次降息有何不同？为什么在 MLF 利率没有下调的时候，5 年期 LPR 利率能够主动下调 15 个 BP？为什么是在这个时间点降息？以及本次 LPR 利率下调能够发挥多大的作用？

先来回答第一个问题。

回顾此前几次 LPR 的非对称式下降，一般都是 1 年期 LPR 降幅大于 5

年期 LPR，两者降幅往往是 2:1 的关系，比如上一轮 LPR 降息就是 1 年期下调 10 个 BP，5 年期仅下调 5 个 BP。

但是这次 LPR 降息节奏则完全不一样。在 1 年期 LPR 利率没有下调的时候，5 年期 LPR 一次性下调 15 个 BP，无论是降息方式还是降息幅度都与此前几轮大不相同。

在此前 MLF 利率没有下调的时候，5 年期 LPR 利率下调的空间来自于哪里呢？

我们认为虽然本月 MLF 利率没有下调，但是受益于此前的非对称式降息、降准以及央行加强存款利率监管等，商业银行负债端成本特别是中长期负债成本有所下滑，加上央行的引导，商业银行有下调 LPR 利率的空间。

第一，此前的非对称式降息为 5 年期 LPR 利率大幅下调提供了较大的空间。

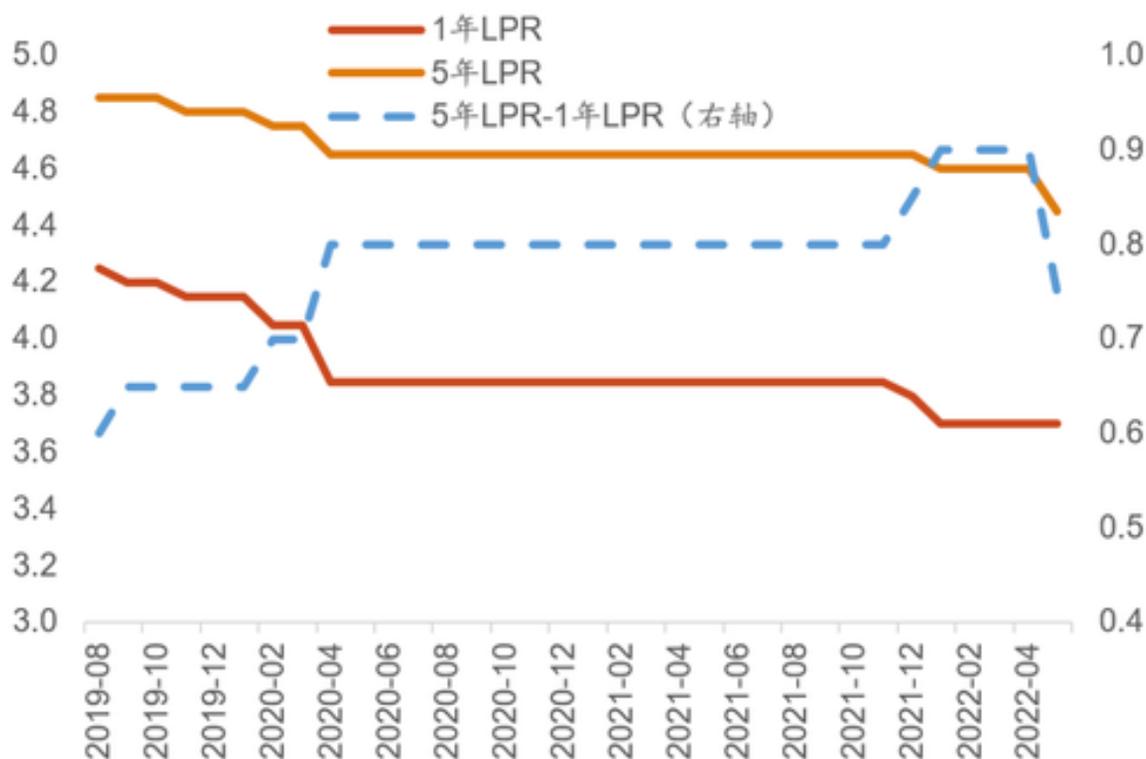
从数据上看在经过此前几轮非对称式下调之后，1 年期 LPR 利率与 5 年期 LPR 利率的差距明显拉大，中长期信贷成本偏高。在 2019 年 10 月的时候，5 年期 LPR 利率为 4.85%，1 年期的为 4.2%，两者之间的差距仅有 0.65%。

但是在经历过多次降息之后，1 年期 LPR 仅有 3.7%，而 5 年期 LPR 利率却依旧位于 4.6% 的高位（截至本轮降息前），两者之间的差距达到了 0.9%。

这意味着在过去几年间实体融资成本的回落主要来自于短期信贷成本的回落，中长期信贷成本回落幅度较小。而且这在一定程度上也会使得实体部门在贷款时会有贷款短期化的倾向。

当然，过去一直以来的非对称式降息也给了现在下调 5 年期 LPR 利率很大的空间。在本次 LPR 利率下调后，5 年期和 1 年期 LPR 利率的差距压缩到了 75BP。

图 1. 贷款市场报价利率(LPR) (%)



资料来源：wind，红塔证券

第二，受益于此前存款利率制度改革等，银行负债端成本特别是中长期负债端成本明显下滑，这也有助于银行主动下调 5 年期 LPR 利率。

一季度货币政策执行报告明确指出目前我国已经形成了“市场利率+央行引导—LPR 利率—贷款利率”的传导机制。

在这样的框架下，要想引导 LPR 利率下调，除了央行率先下调 MLF 利率之外，央行还可以通过降低商业银行负债端成本、释放政策信号等方式来引导商业银行下调 LPR 报价。目前，这两个条件都已经具备了。

一方面，存款利率市场化调整机制的建立推动着商业银行存款负债成本特别是中长期负债端成本的下滑。

此前央行也指出 2022 年 3 月新发生定期存款加权平均利率为 2.37%，比 2021 年 5 月下降 0.12 个百分点。其中，长期定期存款利率降幅更大，2 年、3 年和 5 年期定期存款利率较 2021 年 5 月分别下降 0.18 个、0.43 个和 0.45 个百分点。

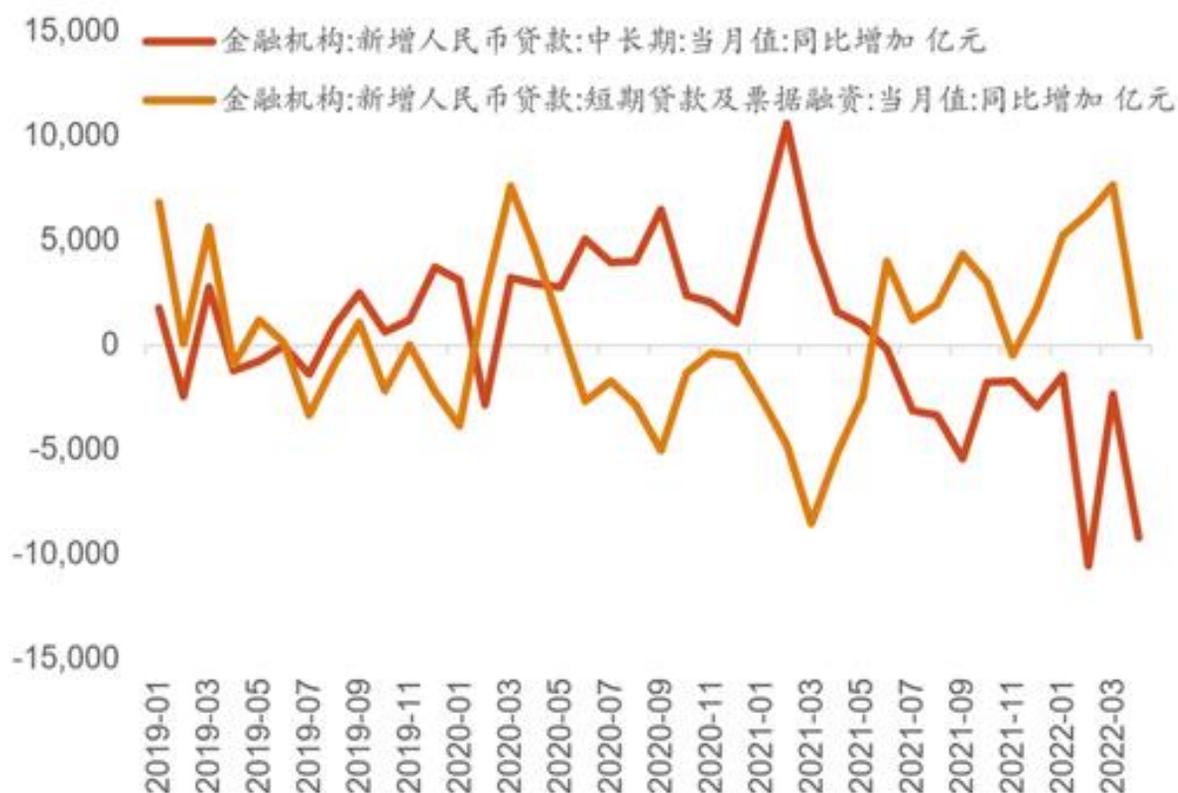
另一方面，此前央行也在多个场合公开表态要降低实体融资成本。比如在 4 月份金融数据发布时，央行明确表示要充分发挥贷款市场报价利率改革效能，发挥存款利率市场化调整机制作用，推动降低银行负债成本，进而带动降低企业融资成本。

上面我们解释了为什么在 MLF 利率没有下调的时候，5 年期 LPR 利率能够大幅下调。

接下来我们来回答第三个问题：为什么是在这个时间点降息？降息的背后又体现了什么政策含义？

简单来说，这种非对称式降息背后的核心驱动因素是政策开始大力支持“宽信用”，并且着眼于解决目前信贷结构差，中长期信贷迟迟没有修复的问题。

图 2. 新增人民币贷款同比规模变动情况



资料来源: wind, 红塔证券

去年末以来，央行一直在通过公开市场操作等方式将流动性维持在一个较充裕的水平。这一点在疫情之后表现得更为明显，比如我们能够看到自 2022 年 4 月以来，DR007 利率一直低于 OMO 利率，DR007 过去 20 天的加权平均利率仅有 1.61%，过去 60 天的加权平均利率也仅有 1.85%。市场利率持续位于政策利率之下意味着目前银行间市场流动性整体是比较充裕的。

在“宽货币”已经先行的情况下，今年以来货币政策的核心整体都是偏向“宽信用”的。

为了推动“宽信用”行情的到来，央行通过保持流动性合理充裕、鼓励银行发行永续债等方式补充资本金、推动企业融资成本下行等方式来缓解银行面临的流动性、资本和利率三大约束。

回顾今年 1 季度的信贷情况，我们也能看到在政策的引导下，“宽信用”的行情一度有所起色。比如，社融同比增速在 3 月份已经回升到了 10.5%，一季度人民币贷款增加 8.34 万亿元，同比多增 6636 亿元等等。

在信贷总量缓慢修复的时候，信贷的结构性问题一般也能够逐步得到解决。

但是当时才略有起色的“宽信用”行情很快就被 3 月末爆发的疫情给打断了。

从经济数据上可以看到，本轮疫情对经济造成的冲击仅次于 2020 年第一轮疫情。在疫情冲击下，4 月需求、投资、生产、出口等经济指标均出现了明显的下滑，经济全面承压。比如我们能够看到 4 月社会消费品零售总额、工业增加值等指标同比均进入了负增长区间。

在经济承压的时候，实体融资需求也大幅走弱。4 月金融数据呈现总量差、结构差的格局，此前略有好转的“宽信用”行情被打断。

比如我们能够看到 4 月份人民币贷款增加 6454 亿元, 同比少增 8231 亿元, 其中居民部门信贷再度出现了负增长 (减少 2170 亿元), 票据融资成为企业信贷的主要支撑项等等。

在这样的情况下, 今年经济实现政策目标的压力加大。考虑到 4 月经济指标大幅下滑, 5 月高频数据也显示各经济分项依旧有待进一步修复, 预计二季度 GDP 同比增速可能会偏低。

假设二季度 GDP 同比增速为 4%, 那么要想实现 5%-5.5%左右的增速, 三、四季度 GDP 累计同比增速要达到 5.6%-6.5%。

假设二季度 GDP 同比增速为 3%, 那么要想实现 5%-5.5%左右的增速, 三、四季度 GDP 累计同比增速要达到 6%-7%。

假设二季度 GDP 同比增速为 2%, 那么要想实现 5%-5.5%左右的增速, 三、四季度 GDP 累计同比增速要达到 6.5%-7.4%。

这也就意味着要想实现既定的政策目标, 推动“宽信用”行情, 财政政策和货币政策需要进一步发力。

**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\\_42117](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42117)

