



靳毅：LPR 还有多少下调空间？



意见领袖 | 靳毅

四季度，宏观经济下行压力仍存，市场对于 LPR 降息有不少期待。主要理由有二：

(1) 尽管当前中美利差明显倒挂，制约了央行下调 MLF 操作利率的空间。但是 9 月份出现的商业银行存款利率下调，通过降低商业银行负债成本，或仍可促使商业银行下调 LPR 报价加点，实现 LPR 的结构性降息。

(2) 四季度 MLF 到期规模较大，市场期待央行出台“降准置换 MLF”操作，从另一个方面提供 LPR 结构性降息空间。

但现实情况是：9 月份商业银行存款利率下调，提供的 LPR 压降空间，已经在 8 月份 LPR 降息中提前透支。而四季度可能出台的降准操作，若仅是中小规模规模降准，带来的 LPR 降息空间也十分有限。

未来 LPR 下调，仍需要看到央行率先主动下调 MLF 利率。而受到海外高通胀与美联储加息的影响，这一操作可能会延后到明年一季度。



四季度，宏观经济下行压力仍存，市场对于 LPR 降息有不少期待。主要理由有二：

(1) 尽管当前中美利差明显倒挂，制约了央行下调 MLF 操作利率的空间。但是 9 月份出现的商业银行存款利率下调，通过降低商业银行负债成本，或仍可促使商业银行下调 LPR 报价加点，实现 LPR 的结构性降息。

(2) 四季度 MLF 到期规模较大，市场期待央行出台“降准置换 MLF”操作，从另一个方面提供 LPR 结构性降息空间。

但是，现实情况真的如此么？

我们倾向于认为，9 月份商业银行存款利率下调，提供的 LPR 压降空

间，已经在 8 月份 LPR 降息中提前透支。而四季度可能出台的降准操作，若仅是中小规模规模降准，带来的 LPR 降息空间也十分有限。

未来 LPR 下调，仍需要看到央行率先主动下调 MLF 利率。而受到海外高通胀与美联储加息的影响，这一操作可能会延后到明年一季度。

为了说明上述结论，我们首先需要简单理解，LPR 报价机制的传导路径。

LPR 的三轮改革

众所周知，LPR 报价机制于 2019 年 8 月推出。但是，这一机制的成熟并非一蹴而就，而是经过了前后三轮改革。

第一轮改革：2019 年 8 月；

2019 年 8 月，LPR 报价机制推出。商业银行贷款利率报价方式，由以往的“ $\text{官定利率} \times \text{倍数}$ ”，更改为“ $\text{MLF 操作利率} + \text{商业银行报价加点}$ ”，提高了市场利率向信贷利率的传导效率。

但是，商业银行是一个以存贷款为主业的金融机构。本次 LPR 改革，只涉及到了商业银行贷款利率的市场化，而存款利率仍与官定利率挂钩、较为刚性。

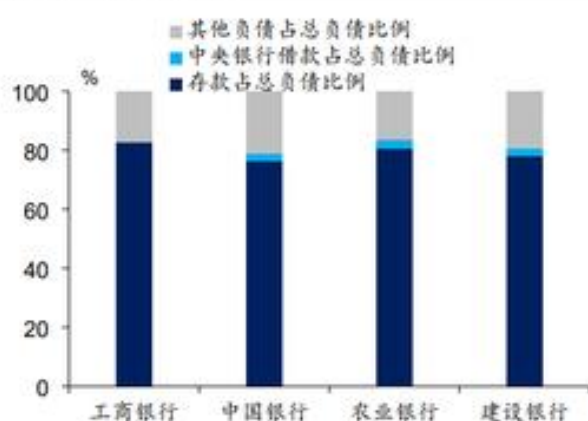
尽管 MLF 操作利率调降后，商业银行发行同业存单、商业银行债等其他负债，成本通常也会随之下行，但是这部分与市场利率挂钩的负债，只

占到商业银行负债端的一小部分。

以四大行为例，2022 年中报显示，四大行存款占总负债比例平均为 79.4%、中央银行借款占总负债比例 2.1%、其他负债（拆入资金、同业存放、商业银行债等）占总负债比例 18.5%。

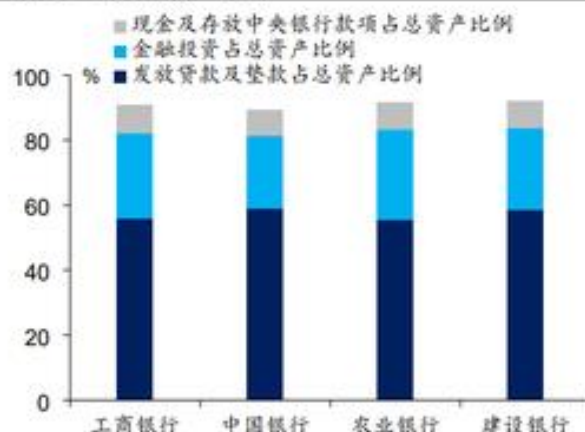
与此同时，四大行发放贷款及垫款占总资产的比例平均为 57.3%。同时，金融投资（主要为债券投资）占总资产的比例平均为 25.3%。MLF 利率调降，带动市场利率随之下行后，这部分金融投资的收益也会下降。

图 1：四大行负债结构



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2：四大行资产结构



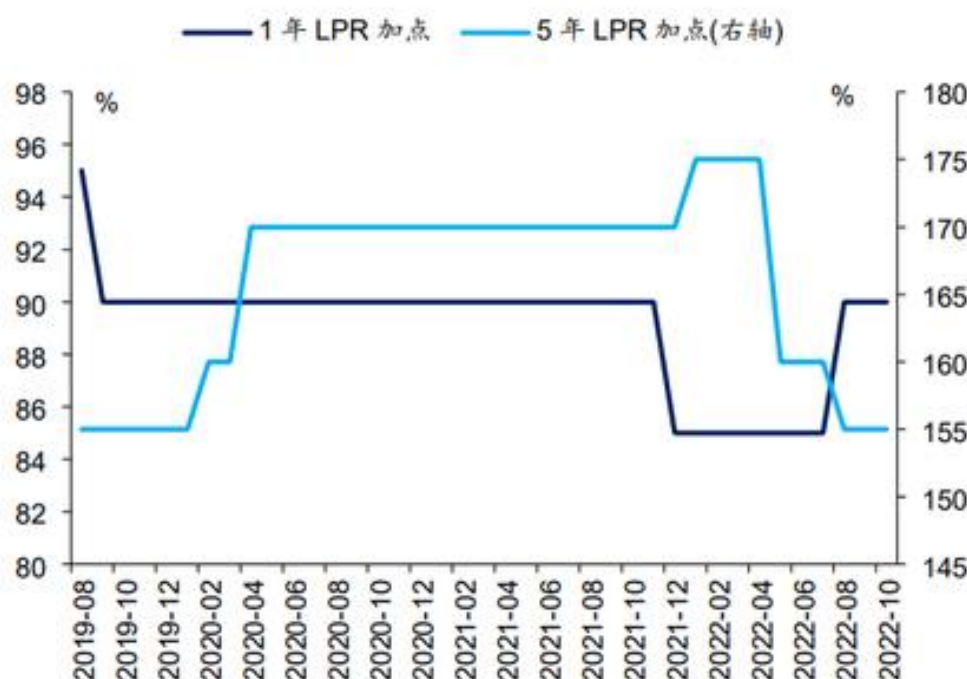
资料来源：Wind、国海证券研究所

总的来看，2019 年 LPR 改革后，每一次 MLF 与 LPR 利率下行时，商业银行仅有约 20% 的负债成本下降（其他负债、中央银行借款），但却有超过 80% 的资产收益率下行（发放贷款及垫款、金融投资），负债成本与资产收益下降程度严重不匹配。其背后，是商业银行在通过压缩净息差的方式，在向实体经济让利。

但是，国有商业银行净利润又需要上缴，关系着财政收入，不可能无

止境让利。所以在实际操作中我们可以看到, 2020 至 2021 年, 1 年期 LPR 加点基本维持水平的同时, 5 年期 LPR 加点不断加大。除了基于地产调控因素, 5 年期 LPR 不适合下调之外, LPR 加点的扩大, 也可以缓解 MLF 与 LPR 同步下调过程中, 商业银行净利润受到的侵蚀压力。

图 3: 2020-2021 年 5 年 LPR 加点扩大, 缓解了商业银行盈利压力



资料来源: Wind、国海证券研究所

为了扭转 MLF 与 LPR 同步调整过程中, 商业银行负债成本与资产收

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_47658

