

9月LPR报价保持不变，后期存在恢复下调可能

9月21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3.85%，上月为3.85%；5年期以上品种报4.65%，上月为4.65%。

具体解读如下：

一、9月LPR报价不变，符合市场预期。首先，本月15日1年期MLF招标利率保持不变，表明本月LPR报价的参考基础未发生变化。其次，8月以来以DR007为代表的市场资金利率中枢小幅抬升，银行同业存单发行利率上行幅度较大。由此，尽管这段时间银行结构性存款、大额存单等负债成本有所下调，但银行平均边际资金成本仍有一定上行压力，报价行下调9月LPR报价加点的动力不足¹。事实上，市场对本月LPR报价保持不变已有较强预期：8月20日以来，挂钩1年期LPR的利率互换（IRS）未现下行，而是在高于现值5个基点上下小幅波动。

5月以来，LPR报价已连续五个月保持不动，根本原因在于这段时间宏观经济进入较快修复过程，以降息降准为代表的总量宽松不再加码，货币政策更加注重在稳增长与防风险之间把握平衡。这段时间宽信用强调精准导向、直达实体；市场资金利率中枢则持续上行，旨在打击金融空转套利，防范大水漫灌，重点是防范流动性过度向房地产领域外溢。当然在这一“紧货币”过程中，也不可避免地导致银行平均边际资金成本相应走高，对银行压缩LPR报价加点形成一定阻碍。

二、“紧货币”出现缓和迹象，后期LPR报价有望恢复下调

截至9月18日，本月以DR007为代表的短期市场利率水平较8月同期基本持平。预计9月DR007均值大体上会保持在2.2%的政策利率（央行7天期逆回购利率）水平附近，不会较上月均值（2.19%）进一步大幅上行。这意味着短期流动性持续收紧过程进入尾声。

我们同时注意到，在9月15日央行加量续作MLF之后，中长期限SHIBOR（3M/6M/9M）连续三个交易日小幅走低，各期限同业存单发行利率也在整体下行。以上走势均为5月初以来首次出现，或显示银行体系中长期流动性持续收紧过程出现拐点迹象。这意味着继短期市场利率在8月升至政策利率水平附近后，9月

¹ 2019年8月LPR报价改革后，各报价行在公开市场操作利率的基础上加点报价，其中公开市场操作利率主要是指MLF招标利率，加点幅度则主要取决于各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。简而言之，LPR报价=MLF利率+加点。

中长期市场利率也可能已接近顶部区域。

由此，若短期及中长期市场利率调整到位，5月中下旬以来的“紧货币”过程或将告一段落，接下来银行平均边际资金成本上行压力有望获得实质性缓解，不排除在结构性存款“量价齐跌”等因素带动下，银行平均边际资金成本转而出现在边际下行的可能性。这样来看，即使未来MLF操作利率保持不动，银行也可能小幅下调LPR报价加点，改变自去年9月以来MLF利率与1年期LPR报价点差固定在90个基点的局面，进而触发1年期LPR报价小幅下行。

另外，考虑到四季度银行贷款增速不减，政府债券净融资同比大幅上升，以及四季度银行压降结构性存款任务仍然很重，银行中长期流动性需求较大。若这一态势对实体经济宽信用产生明显的拖累效应，作为重要的储备性政策之一，四季度降准窗口有可能再度打开。这也是引导未来LPR报价恢复下调的一个潜在因素²。

三、9月LPR报价未做下调，但企业贷款利率下行趋势将会延续。当前银行新发放的企业贷款已全面转向LPR定价，即“企业贷款利率=LPR报价+加点”。由此，LPR报价走向不可避免地会对企业贷款利率产生直接影响。不过我们判断，近期LPR报价未做下调，不会改变今年以来企业贷款利率持续下行态势，预计四季度企业一般贷款加权平均利率有望比三季度再下行10个基点左右——若四季度LPR报价恢复小幅下调，企业融资成本下行幅度也会相应加大。

上半年企业贷款利率下行主要受以MLF招标利率为代表的政策利率较大幅度下调、进而带动LPR报价同等幅度下行带动。下半年，企业融资成本下降则主要由金融向实体经济让利驱动，即企业贷款利率定价中的“加点”部分会有明显压缩。数据显示，今年前7个月金融部门已为市场主体减负8700多亿元（其中降低利率减负4700亿元），基本符合全年1.5万亿元的序时进度。这也意味着接下来包括企业一般贷款利率下行在内的金融让利强度不会削弱，实体经济“融资贵”问题有望继续缓解。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

² 央行9月15日发布的《中国货币政策执行报告》增刊中提到，“LPR改革后中国人民银行分别于2019年9月和2020年1月两次降低法定准备金率各0.5个百分点，对报价行资金成本等加点因素有明显影响，降准当月均有部分报价行根据自身情况下调了报价，并带动报价的算术平均值下行了0.02~0.03个百分点，但因为变动小于LPR的最小调整步长，向0.05%就近取整后，两次降准当月只有一次触发了LPR变化。”这是指2019年9月在MLF招标利率未变的背景下，1年期LPR报价小幅下调5个基点。