

6 月 LPR 报价不动，短期内调整的可能性不大

6 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%，5 年期以上品种报 4.65%，两项贷款市场报价利率均连续 14 个月保持不变。

具体解读如下：

一、6 月 MLF 招标利率保持不变，当月 LPR 报价不动符合市场预期。

本月 15 日，央行等量续作 1 年期 MLF，招标利率为 2.95%，与上月持平。这意味着 6 月 LPR 报价的参考基础未发生变化¹。可以看到，自 2019 年 9 月以来，1 年期 LPR 报价与 1 年期 MLF 招标利率始终保持同步调整，点差固定在 90 个基点（0.9 个百分点）。我们判断，受疫情冲击等因素影响，这段时期宏观经济波动性较大，中期政策利率（MLF 招标利率）对 LPR 报价发挥稳定指引作用。这不仅有效提升了货币政策传导效率，而且有助于克服疫情以来市场利率大幅波动影响，稳定市场预期，为实体经济创造稳定有利的融资环境。

在影响 LPR 报价加点的银行边际资金成本方面，尽管进入 6 月以来，以 DR007 为代表的短期市场利率中枢有所抬升，但并未改变 3 月以来整体运行于短期政策利率（央行 7 天期逆回购利率）下方的局面。与此同时，前期银行同业存单发行利率稳中有降，结构性存款到期收益率持续下行，这在很大程度上缓解了近期银行存款成本上行压力。综合以上，近期银行平均边际资金成本基本稳定，报价行缺乏上调 6 月 LPR 报价加点的动力。

最后，近期挂钩 1 年期 LPR 的利率互换（IRS）在略高于现值的水平上小幅波动，意味着市场也未预期 6 月 LPR 报价会做出调整。

在我国当前的利率体系中，LPR 报价属于市场利率范畴，但因其决定着银行贷款水平走向，直接影响各类市场主体融资成本，因此具有很强的政策信号意义，受到市场的广泛关注。年初以来，LPR 报价持续不动，首先源于政策利率稳定，银行边际资金成本变化不大；同时，这也在很大程度上体现了近期宏观经济运行在监管层认可的修复轨道，货币政策坚持稳字当头的基调。考虑到当前小微企业经营压力较大，消费复苏相对较缓，经济修复存在不平衡、不稳固特征，仍需宏观政策提供必要的支持力度。因此，尽管近两个月 PPI 同比大幅冲高，但包括 LPR 报价在内的重要市场利率保持基本稳定，表明市场认为，阶段性工业品价格冲高不会带动宏观政策全面收紧。

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。

二、展望未来，短期内 MLF 利率有望保持稳定，监管层正在采取措施优化存款利率自律管理方案，这将有助于商业银行吸收货币市场利率波动对银行边际资金成本带来的影响，1 年期 LPR 报价有望继续保持不动。

判断未来 LPR 报价走势，理解 MLF 利率走向是基础。作为中期政策利率，MLF 利率体现了监管层对未来经济增长、风险防范及物价控制等多重政策目标的综合平衡。就当前而言，5 月 PPI 同比冲高至 9.0%，创近 13 年以来最高点，物价因素对政策利率的潜在影响正在引发广泛关注。不过，考虑到当前国内物价走势分化明显，PPI 向 CPI 传导不畅²，以及监管层判断 PPI 高涨不具有可持续性，因此短期内 MLF 利率因物价因素而上调的可能性不大。这意味着未来一段时间 LPR 报价基础有望保持稳定。

在银行边际资金成本方面，进入 6 月，货币市场短期利率中枢抬升；未来伴随新增地方政府专项债发行提速，以 AAA 级商业银行 1 年期同业存单到期收益率为代表的市场中长期利率也有可能低位回升。这些都有可能推高银行边际资金成本。不过，6 月 1 日市场利率定价自律机制工作会议在京召开，会议审议通过了优化存款利率自律管理方案。从相关媒体报道来看，新的自律管理方案主要是将原来的存款利率上浮倍数调整为加点。重要的是，跟之前的存款利率上限相比，此次调整后除部分银行机构短期存款利率上限略有提高外，主要银行各类期限存款利率上限均较此前有所下降。我们认为，这将有效遏制银行存款成本上升势头，有助于缓解一季度银行净息差收窄压力³，吸收货币市场利率波动对银行边际资金成本带来的影响。我们判断，短期内报价行上调 LPR 报价加点的可能性依然不大，接下来一段时间主要针对企业贷款的 1 年期 LPR 报价大概率会保持稳定。

在主要针对居民房贷利率的 5 年期 LPR 报价方面，根据国家统计局最新发布数据，5 月各线城市二手房房价环比涨幅都有不同程度收窄，表明房价上涨动能有所减弱，特别是一线城市房价较快上涨向二三线城市扩散势头得到初步遏制。若这一趋势得以延续，5 年期 LPR 报价单独上调的可能性将会下降；否则，不排除年内通过单独小幅上调 5 年期 LPR 报价来抑制房地产泡沫风险的可能。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

² 本轮 PPI 高涨向 CPI 传导受阻，背后有三重原因：一是当前国内产能修复充分，民生产品供应量充足，而经济修复过程中居民收入增速尚未完全回到疫情前。这种市场供需平衡格局下，下游企业难以将上涨的成本向消费者转嫁。二是本轮逆周期调节并未实施“大水漫灌”，货币因素不支持 CPI 高涨。三是今年恰逢“猪周期”大幅下行阶段，而猪肉价格在 CPI 中的权重很高，也成为抑制 CPI 涨幅的一个直接原因。

³ 根据央行最新公布数据，3 月商业银行净息差为 2.07%，较上年末下降 3 个基点（0.03 个百分点），创 2017 年 9 月以来最低。考虑到同期金融机构人民币贷款加权平均利率为 5.10%，较上年末上升 7 个基点，可以推断 3 月商业银行净息差收窄主要源于银行存款成本上行。