

LPR 报价连续 18 个月保持不变，四季度企业贷款利率有望下行

分析师 王青 冯琳

事件：10月20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18个月保持不变。

具体解读如下：

一、10月MLF利率保持不变，当月LPR报价不动符合市场预期。

10月15日，央行续作1年期MLF，招标利率为2.95%，与上月持平。这表明10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）。这意味着尽管7月央行全面降准，其后一段时间包括货币市场短端利率、银行同业存单利率等在内的主要市场利率出现不同幅度下行，银行边际资金成本有所下降，但数据显示，近期一般贷款利率下行较快，二季度末银行净息差收窄至历史低位附近。由此，商业银行下调关键贷款利率定价参考基准的动力不足。

在我国当前的利率体系中，LPR报价属于市场利率范畴，但因其对市场主体融资成本、特别是银行贷款成本具有重大影响，因此具有很强的政策信号意义，受到市场广泛关注。7月15日全面降准落地，而此后LPR报价连续4次保持不动，另一个直接原因是本次降准带动的银行边际资金成本下降幅度较小，尚不足以促使报价行下调LPR报价0.05个百分点（LPR报价最小调整步长）。

值得注意的是，受市场预期波动等因素影响，9月中下旬以来，货币市场短端利率、3个月SHIBOR、银行同业存单利率等出现不同程度的上行走势。这意味着在本次报价周期中，商业银行在货币市场的融资成本出现边际上升，导致其主动下调10月LPR报价的动力进一步削弱。

二、近期稳增长需求增大，政策面多次强调要引导小微企业等实体经济综合融资成本“稳中有降”，四季度1年期LPR报价有下调可能。

刚刚公布的三季度宏观数据显示，受短期疫情波动、能耗双控升级以及恒大风险发酵下房地产市场较快转冷等因素影响，近期宏观经济增长势头有所放缓，三季度GDP同比增速和两年平均增速均降至4.9%，

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。

已略低于 5-6% 的潜在经济增长区间²，未来一段时间金融体系支持稳增长需求加大。最新央行问卷调查结果显示，三季度企业贷款需求指数连续两个季度下滑，这是同期包括企业中长期贷款在内的金融数据下行的一个重要原因。当前政策面反复强调要“增强信贷总量增长的稳定性”³，四季度信贷、社融增速有望由降转升，开启一轮“边际宽信用”过程。为此，适度下调企业贷款利率，是激发企业贷款需求的有效手段。

另外，9 月物价数据显示，PPI 同比上冲至 10.7%，创 1996 年有数据记录以来新高，而同期 CPI 同比则下沉至 0.7%，PPI-CPI “剪刀差”持续扩大。这意味着多属中下游的小微企业成本压力还在上升，需要金融体系加大对其支持力度，包括进一步降低小微企业融资成本。根据央行公布的数据，9 月份新发放的普惠小微企业贷款利率是 4.89%，较 5 月份的 4.93% 持续下降，较上年末下降 0.19 个百分点。

事实上，监管层近期一直在采取有针对性的定向扶持措施加大对小微企业的支持力度，包括新增 3000 亿元支小再贷款额度，以及减税降费、优化营商环境等措施。展望四季度，PPI-CPI “剪刀差”难以大幅收窄，降低小微企业融资成本、对冲上游原材料价格上涨压力仍具迫切性。

由此我们判断，尽管在跨周期调节下，本轮稳增长政策力度相对温和，年内 MLF 利率下调的可能性不大，但这并不意味着接下来 LPR 报价也会一直保持不动。其中，为加大对实体经济支持力度，四季度央行有可能再次实施降准（我们认为，近期央行强调要“灵活运用中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具……保持流动性合理充裕”⁴，并不意味着否定四季度降准的可能性）；累积效应下，届时 1 年期 LPR 报价下调的可能性会显著增大，下调幅度可能在 0.05-0.1 个百分点之间。这不仅将打破 1 年期 LPR 报价与 1 年期 MLF 利率点差固定局面，推动利率市场化再进一步，更重要的是，这将会有效带动企业贷款利率更快下行，激发实体经济融资需求，对缓解小微企业“融资贵”问题也能产生明显效果。这会推动降准等政策红利较快向企业融资端传导，有助于确保今年底明年初宏观经济运行在合理区间。可以看到，10 月 18 日最新一年期 LPR 利率互换（IRS）为 3.885%，较 7 月降准前下行 7.5 个基点，正在接近现值水平（3.85%），显示这段时间市场对 1 年期 LPR 下调的预期正在增强。

最后，若四季度 1 年期 LPR 报价下调，还可在一定程度上代替下调 MLF 利率这一政策性降息举措，有利于央行保持货币政策空间，“尽可能长时间实施正常货币政策”⁵。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告