9月LPR报价不动，政策面将持续引导企业融资成本下行

分析师 王青 冯琳

事件：9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个月保持这一水平。

具体解读如下：

一、9月MLF利率保持不变，当月LPR报价不动符合市场预期。

本月15日，央行续作1年期MLF，招标利率为2.95%，与上月持平。这表明9月LPR报价的参考基础未发生变化。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，近期包括货币市场短端利率、银行同业存单利率等主要市场利率出现不同幅度下行，但在净息差收窄至历史低位附近背景下，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3次保持不动，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）。

此外，银保监会数据显示，二季度末商业银行净息差为2.06%，比一季度末下行0.01个百分点，比去年同期下行0.03个百分点，已与2010年10月有数据统计以来的最低点2.03%相距不远。由此，尽管上半年商业银行盈利状况改善，同比增速加快至11.12%，但这主要是由去年同期低基数所致——以消除上年基数影响的两年平均增速衡量，该指标仅为增长0.33%，显著低于疫情前水平。另外，受金融严监管和银行降费等因素影响，二季度末银行非息收入占比降至20.8%，较一季度末下降0.8个百分点，创2013年以来最低。这意味着当前银行更加倚重贷款利息收入，导致其主动下调关键贷款利率定价参考基准较为谨慎。

二、近期稳增长及引导实体经济融资成本下行的需求增大，四季度1年期LPR报价有下调可能。

受短期疫情波动等因素影响，近期宏观经济下行压力有所加大。根据国家统计局公布的数据，7、8月份工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资增速等关键经济指标均出现不同程度下滑；以能够消

除上年基数影响、相对准确判断经济修复动能的两年平均增速衡量，以上指标均改变了上半年整体改善的势头，出现持续下行态势。我们预计，9 月疫情等短期扰动减退后，宏观经济指标有望企稳，但出现明显反弹的概率较低。这意味着当前稳增长的需求正在增大，需要金融体系加大对实体经济的支持力度，包括适度加大信贷投放力度，进一步降低企业融资成本。

9 月 16 日，刘鹤副总经理在第 17 届中国国际中小企业博览会和首届中小企业国际合作高峰论坛上发表讲话，要求“积极探索以各种方式减轻要素成本快速上涨对中小企业的压力”。其背景是 8 月 PPI 同比加快至 9.5%，创年内新高，而 CPI 同比则降至 0.8%，两者之间的“剪刀差”进一步扩大，表明多处中下游的中小微企业成本压力还在增加。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。就当前而言，降低中小微企业融资成本，对冲上游原材料价格上涨压力更具迫切性。

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；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 MLF 利率点差固定的局面，推动利率市场化再进一步，更重要的是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立竿见影的效果。这将推动降准等政策红利较快向企业融资端传导，确保今年底明年初宏观经济运行在合理区间。