如何理解“推动实际贷款利率进一步降低”

植信投资首席经济学家兼研究院院长 连平

植信投资研究院副院长 刘涛

2021 年 3 月 12 日

3 月 5 日，全国“两会”政府工作报告指出，今年要**“优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利”**。在当前市场各方对于货币政策何时转向、流动性是否趋紧等分歧严重的敏感时刻，“推动实际贷款利率进一步降低” 明确写入政府工作报告，引发了市场的广泛关注，同时也产生了不同的解读。

我们认为，要准确理解“推动实际贷款利率进一步降低”，需从货币政策整体环境、贷款利率定价机制、银行负债端成本等角度综合辨析，从而进一步增强对货币政策回归中性、政策“不急转弯”的认识。

一、“推动实际贷款利率进一步降低”的前提是货币政策不急转弯

就中国的实践来看，货币政策收紧在宏观调控层面可表现为存款准备金率上调、存贷款基准利率提高等调控措施出台。上调准备金率将紧缩银行的可贷资金，约束银行的信贷扩张能力，尤其是对中小银行影响较为明显。而中小银行恰恰是服务地方民企、小微的重要生力军，如果这些银行信贷

规模收缩，相关企业的实际贷款利率不但不会降低，反而会水涨船高。从现实金融条件来看，现在并非存款准备金率上提的有利时机。原因在于，近年来随着我国居民财富投资渠道日益多元化，大量资金不断流入资本市场或其他金融资产领域，即所谓的“居民存款搬家”现象，银行体系内的资金规模存量也由此发生了比较明显的变化。例如，金融机构各项存款余额增速指标已从 2015 年 7 月的 13.4%一路降至 2020 年 2 月的 8.1%。2020 年疫情期间，因居民消费和企业生产活动受到抑制，存款增速又有一定程度的被动回升，高点为 2020 年 11 月的 10.7%，到 2021 年 1 月已回落至 10.4%。随着疫情得到有效控制，居民消费和生产回归正常，未来较长时间内，存款增速下降趋势仍有可能延续。在这种环境下，收紧货币政策需要认真考量。

在金融市场层面，货币政策收紧表现为市场流动性紧张，如以 DR007 为代表的货币市场利率快速上扬。在“利率双轨制”时代，货币市场和信贷市场“各自为政”，货币市场利率和流动性变化难以影响信贷市场利率和资金供给。但随着近年来利率市场化改革加速推进，以及货币当局着力疏通货币政策传导机制，货币市场流动性紧张如持续时间较长，一定程度上也会影响到银行的贷款利率和信贷投放规模。

收紧货币政策与当前经济运行态势对政策的要求并非是同方向的。国家统计局最新公布的 2 月份 PMI 数据显示，

制造业 PMI 指数已连续三月回落，特别是中、小型企业 PMI 均低于荣枯线，分别为 49.6%和 48.3%，表明其经营情况仍较为困难；反映服务业和建筑业景气的非制造业 PMI 指数也同样连续三个月回落，显示相关行业复苏的基础还较为脆弱。除官方 PMI 外，财新 PMI 近三月走势也大致趋同。在实体经济尚未完全恢复，仍需要合理充裕信贷持续支持的情况下，收紧货币政策的时机尚不成熟。

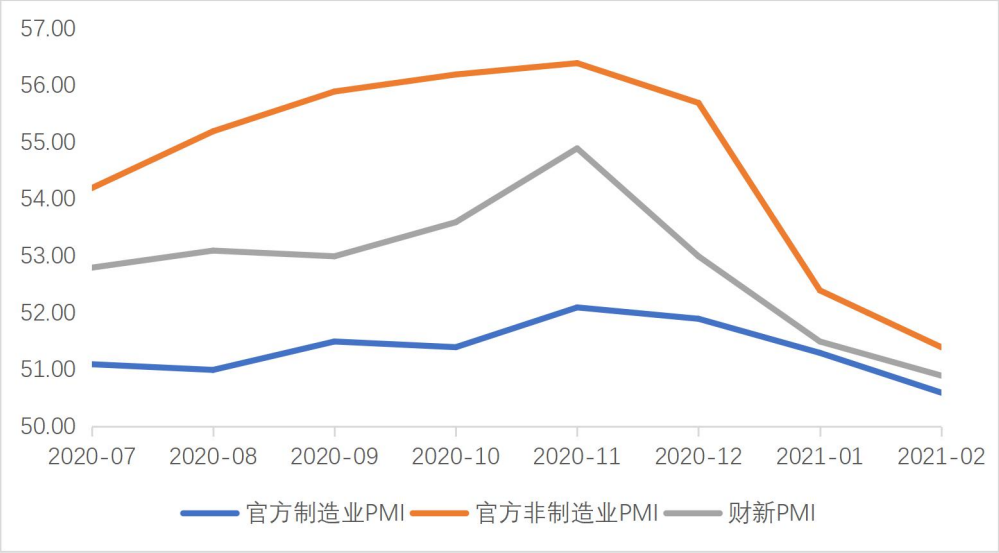


图 1：官方和财新 PMI 均连续三个月下滑

数据来源：国家统计局

二、“推动实际贷款利率进一步降低”并不意味着 LPR 必然下行

2019 年 8 月，央行启动完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制改革。商业银行开始调整贷款定价方式，与实行多年的贷款基准利率正式脱钩，改为在 LPR 基础上加减点的方式确定贷款利率，贷款利率的隐性下限就此打破。

2019 年 8 月至 2020 年 4 月，随着 LPR 持续下行，银行贷款整体利率水平也逐步走低，企业融资成本负担明显改善。为剔除疫情期间一些特殊政策的影响，不妨拿疫情爆发前的情况作个比较。2019 年 1-7 月，新发放企业贷款加权平均利率在 5.30%附近波动，而 2019 年 12 月新发放企业贷款加权平均利率为 5.12%，较 LPR 改革前下降 0.2 个百分点，且降幅明显超过 LPR 降幅。

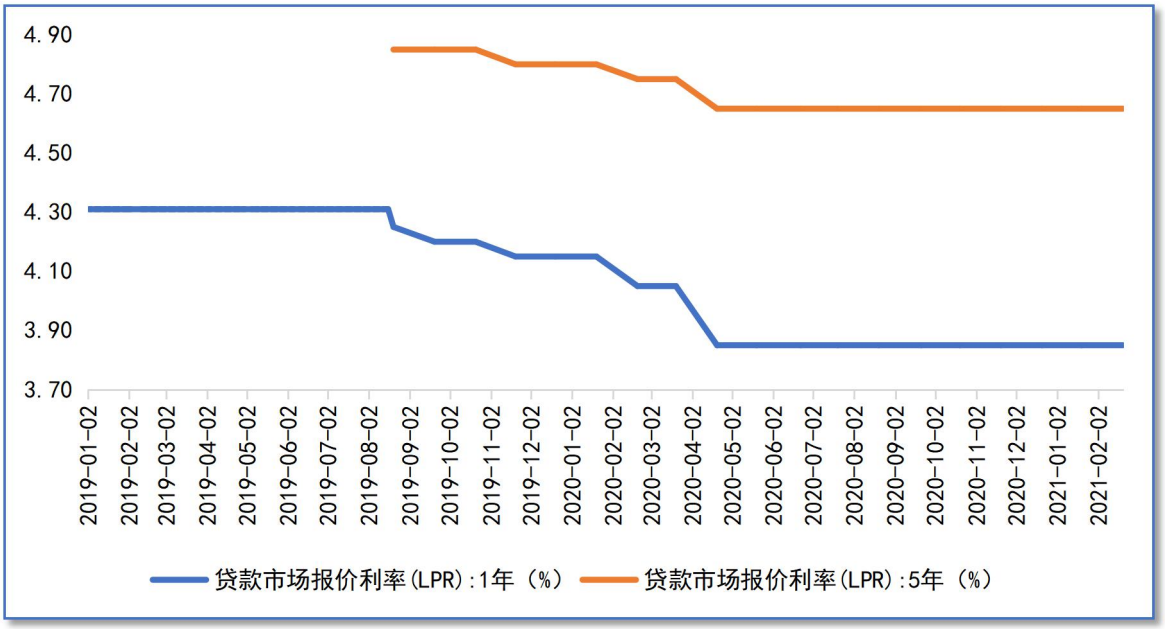


图 2：1 年及 5 年 LPR 月度变化

数据来源：wind

LPR 下行有助于带动银行贷款利率下降，但这并不意味着，银行实际贷款利率下降必须以 LPR 下行为前提。自 2020 年 5 月以来，LPR 已连续 10 个月保持不变，即 1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期以上 LPR 为 4.65%。尽管如此，银行实际贷款利率仍表现出一定的下降趋势。从 2020 年 12 月一般贷款的构成来看，利率高于 LPR（加点）的贷款合计占比为 66.04%，利率等于 LPR 的贷款

占 7.02%，利率低于 LPR（减点）的贷款占比为 26.93%。从月度变化来看，2020 年 5 月以来，不仅贷款利率减点的占比在波动上升，贷款利率加点各区间占比也都在逐月下行。

因此，并不能由“推动实际贷款利率进一步降低”就推论出 LPR 下一阶段必然下行。但 LPR 年内上行的可能性更低，因为那样无疑是发出反向的政策信号，带来贷款利率整体走高的压力，推动实际贷款利率远离“进一步降低”的目标。下一阶段 LPR 很有可能继续维持在目前的水平，除非下半年宏观经济环境出现转折性变化。

三、“优化存款利率监管”是“推动实际贷款利率进一步降低”的重要举措

从近期市场观点来看，“推动实际贷款利率进一步下行”至少有三种解释。**一是**贷款利率下降为结构性下降，主要是小微企业贷款利率下降，再贷款支持普惠金融等结构性货币政策工具将助力利率下行。**二是**名义利率保持不变，但通胀上行，导致实际贷款利率降低。**三是**存款竞争秩序进一步规范后，商业银行的负债成本有可能下降，进而为银行资产端的贷款利率下行创造空间。

第一种解释将贷款利率下降的范围局限于小微企业，理解似乎偏窄。加快普惠金融发展、降低小微企业融资成本的确是近年来政府和监管持续推动的一项重点工作，但在国内外需求尚未全面回暖的背景下，其他实体企业，包括中等规

模、甚至一些较大规模的民营制造企业和服务企业，同样需要银行等金融机构在融资方面“帮一把”，以恢复元气、增强活力。

第二种解释将实际贷款利率下降主要归功于通胀上行。即假定名义贷款利率不变，通胀率上行，实际贷款利率有可能往下走。我们前期的预测表明，CPI 和 PPI 年内均有可能走出一、二季度回升，三、四季度同比增速靠稳或有所回调的态势。其中，CPI 回升相对温和，全年有望维持在 1.0%-1.5%的较低水平；PPI 则在原油、金属等大宗商品推动下走势相对较强。但问题在于，实际贷款利率如果只是以这种被动方式下降，显然与“推动”两字所蕴含的积极和主动之意不相符合。

第三种解释可能比较接近政策的实际意图。结合上下文来看，“推动实际贷款利率进一步降低”的前一句是“优化存款利率监管”，两者之间存在一定的逻辑关联。2020 年四季度央行货币政策执行报告指出，“维护存款市场竞争秩序，有利于保持维护存款市场竞争秩序，有利于保持金融机构负债成本合理稳定，促进降低社会融资成本”，清晰地阐述了存款利率管理、稳定银行负债成本、降低社会融资成本三者之间的传导机制。2019 年以来，央行有序整改了活期存款靠档计息、定期存款靠档计息等银行不规范存款创新产品，将结构性存款保底收益率纳入自律管理，并加强了对异地存款

的管理等，“维护了存款市场有序竞争”。换言之，也就是稳定了存款利率。2020 年末，结构性存款保底收益率为 1.25%，较 2019 年末下降 1.18 个百分点，而此前市场上年化收益超过 4%的存款产品几乎绝迹。2020 年四季度央行货币政策执行报告强调，2021 年央行将继续发挥利率自律机制的作用，维护存款市场有序竞争，保持银行负债端成本稳定，“为推进利率市场化改革和促进企业综合融资成本稳中有降创造良好环境”。据此，在货币政策回归常态、松紧适度的背景下，LPR 有望继续保持稳定，监管将通过优化存款管理、减轻银行的负债端成本的办法，推动实际贷款利率进一步降低。

综上，我们认为，“推动实际贷款利率进一步降低”是可行的。首先是政策明确提出了降低实际贷款利率的要求；其次是 LPR 加减点机制确保了贷款利率有一定腾挪下降的空间；再次是存款利率有序规范确将推动实际贷款利率稳中有降；最后是物价阶段性上行客观上有助于实际利率下行。除此之外，政府工作报告中提出的“加快信用信息共享步伐”“完善贷款风险分担补偿机制”等一些强化金融基础设施的举措，也有利于降低银企之间的信息不对称，从而间接降低企业融资成本。但另一方面应该看到，在当前国内外经济已驶入复苏轨道的情况下，实际贷款利率降低的空间也有限的。尤其是后续美联储货币政策如果改弦更张，甚至不排除国内流动性趋紧和利率上升。因此，在今后一段时间内，货币政

策大概率仍将维持中性，“稳”字当头，不急转弯，灵活精准，合理适度，确保流动性不缺不溢。

免责申明：

本报告由植信投资研究院撰写发布。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但植信投资研究院对这些信息的准确性及完整性不作何保证。

本报告仅为报告出具日的观点和预测。该观点及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，植信投资研究院可能会发布与本报告观点和预测不一致的研究报告。