

LPR 或进一步下行，有利于降低企业负债端成本

——2020 年 5 月 LPR 报价点评

联合资信 联合评级 宏观研究部

2020 年 5 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布最新 LPR 报价，1 年期为 3.85%，5 年期以上为 4.65%，均与上月持平。此前的 5 月 15 日，央行开展 1000 亿元 1 年期 MLF 操作，中标利率 2.95%，与上次持平。

本月 LPR 未做调整，稳健的货币政策保持灵活适度。今年以来 1 年期 LPR 下调两次，共下调 30BP，其中 2 月下调 10BP 至 4.05%，保持了以往的下调幅度；4 月下调 20BP 至 3.85%，下调幅度为 LPR 新政以来最大，显示了货币政策大力度对冲疫情影响的意图。5 年期 LPR 与 1 年期 LPR 同步下调两次，共下调 15BP，长期贷款利率下降相对缓慢。5 月 LPR 暂停下调，主要原因一是此前 MLF 利率没有下降，银行报价基准未变；二是受存贷差的约束，银行加点难以调低；三是央行可能把握节奏，使下降速度“适度”，今年以来基本上是每两个月 MLF 和 LPR 同时调整一次；四是近期人民币汇率小幅贬值至 7.1 附近，可能对央行货币政策也产生了一定的约束；五是在 4 月社融规模和人民币贷款大幅增长，实体经济部门流动性有所改善而负债率快速上升的情况下，适当放缓 LPR 下降速度有利于风险防范。

未来 LPR 或将继续下降，货币政策尚难收紧。首先，今年货币政策的主要目标之一是降低企业融资成本，在受到疫情冲击的情况下更显必要。2020 年 1 季度，一般贷款加权平均利率为 5.48%，较上季度（5.74%）和上年同期（6.04%）均明显下降，但贷款利率与货币市场利率之间的差距依然较大，说明资金在银行体系较为充裕，但向实体企业的流动仍受到利率较高的限制。另外，债券市场发行利率与贷款利率仍有较大差距，也是 LPR 继续下行的诱发因素之一。其次，美欧日等发达国家利率降到历史新低或重回零利率时代，在对冲疫情影响方面力度远大于我国，相比之下我国利率水平仍较高，不利于我国金融和汇率稳定，客观上要求我国利率与之同步下降。再次，4 月 PPI 大幅下降，通缩趋势有所加强，需要更加积极宽松的货币政策进行对冲，其中下调利率水平，降低企业融资成本，对企业缓解流动性困难具有现实意义。

疫情以来，我国货币政策执行表现出明显的稳健、灵活和适度的特点。在实施普遍降准和公开市场操作等保持流动性合理充裕的同时，灵活运用结构性降准、专项再贷款再贴现等结构性货币政策工具，为中小企业和民营企业提供定向资金支持，为经济恢复创造了宽松的货币金融环境。4 月末，广义货币（M2）同比增长 11.1%，社会融资规模存量同比增长 12.0%，M2 和社会融资规模平稳增长。一季度社会融资成本明显下降，3 月份一般贷款平均利率为 5.48%，比 LPR 改革前的 2019 年 7 月份下降了 0.62 个百分点。人民币汇率双向浮动，市场预期平稳。但从实体经济的表现来看，一季度 GDP 下降 6.8%，消费、投资和净出口同步大幅下降。1-4 月，经济数据虽有所回暖，但消费、投资和出口额下降幅度仍然高达 16.2%、10.3%和 9.0%，仍然处于较强的收缩区间，仍然需要较为宽松的货币政策提供资金支持。

金融市场利率中枢下移，企业负债端成本明显下降。2018 年后半年以来，随着经济下行压力的加大，我国稳健的货币政策转向适度宽松，解决企业特别是中小企业融资难融资贵问题成为货币政策的一项主要任务，货币政策操作在增加市场流动性投放的同时，推动金融市场利率中枢下移，企业负债端成本持续下降。企业融资的两条主要通道银行贷款和发行债

券的利率均呈现下降趋势。2019年8月启动新的LPR报价机制以来，1年期LPR连续下调，2020年4月达到3.85%，共下降了0.46个百分点。同期，主体评级AAA的企业发行的1年期短期融资券（债券评级A-1）的平均利率下降至2.00%，共下降1.04个百分点。可见无论从信贷市场，还是从债券市场来看，其利率水平明显下行，使得企业整体负债端成本下降。

宏观杠杆率高企对货币政策宽松构成边际约束。在经济下行压力加大，疫情影响较大的情况下，为保持经济运行在合理增长区间，稳定就业，要求稳健的货币政策更加灵活适度。同时我国仍处于三期叠加的改革攻坚期，又面临宏观杠杆率高企，外部环境恶化、宏观信用风险较高的约束。今年一季度，我国非金融企业部门杠杆率达到161%，比上季度上升10个百分点，杠杆率和债务风险上升速度加快，对货币政策继续宽松构成约束。结构性货币政策工具具有较为明显的危机救助、精准引导信贷资金流向及银行与实体企业激励相容的政策框架等优越性，监管部门更倾向于倚重结构性政策工具，以达到精准施策，优化经济结构、转换增长动能、促进高质量发展，在加大逆周期调节的同时，避免大水漫灌等目的。可以预计，结构性货币政策在帮扶民营中小企业之外，还将在更多领域发挥重要作用，为相关重点项目和产业提供资金支持，提高其财务水平和信用质量，使稳健的货币政策更加灵活适度，为经济社会恢复发展提供更优的货币金融环境。