



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

固定收益

证券研究报告

固定收益点评报告

# 商业银行负债端压力有望缓解，LPR 仍有下行空间

——2022 年 12 月 LPR 点评

固定收益分析师：

2022 年 12 月 21 日

岳安时

执业证书编号：S1380513070002

联系电话：010-88300844

邮箱：yueanshi@gkzq.com.cn

近期研究报告

## 事件：

12月20日，2022年12月LPR报价公布，其中1年期品种报3.65%，5年期以上品种报4.30%，两者均与上期持平。

## 点评：

**12月MLF利率未做调整，LPR连续4个月不变。**12月15日央行在进行MLF加量续作时并未调整操作利率，这使得本月LPR未具备调整的基础。截止目前，1年期LPR与1年期MLF利率的点差为90bps。

**商业银行负债端压力明显上升。**自11月初利率阶段性低点至今，国有大行和股份行1年期同业存单发行利率上行70bps，城商行上行逾80bps。目前基本面整体仍显疲弱，无风险利率难有继续大幅上行的空间，后续来看商业银行负债端压力进一步上行的空间亦可能有限。尤其是城商行等中小银行1年期同业存单发行利率已经明显超过了1年期MLF利率，这不仅使得LPR短期难有下行的动力，也难以进一步支持商业银行信贷投放。

**精准有力实施好稳健的货币政策，LPR未来仍有下调空间。**12月20日央行传达学习中央经济工作会议精神，研究部署贯彻落实工作。其中重点提到要精准有力实施好稳健的货币政策。第一，综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，保持金融体系流动性合理充裕；第二，加大稳健货币政策实施力度，保持广义货币供应量(M2)和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配；第三，持续释放贷款市场报价利率(LPR)改革效能，发挥存款利率市场化调整机制作用，推动企业融资成本稳中有降。

展望未来，我们认为在年末时点，央行首要任务仍为加大流动性投放力度，及时满足市场需求，维护年末流动性合理充裕。在此基础上，发挥好设备更新改造再贷款、保交楼贷款支持计划等政策工具效能，积极引导商业银行加大信贷投放，以期明年一季度信贷“开门红”。此外，通过存款利率市场化等改革措施，进一步降低商业银行负债端压力，从而为LPR的进一步下调留出空间。

**风险提示：**疫情超预期变化；全球经济持续恶化；中美关系全面恶化，全球地缘冲突加剧等；国内经济增长超预期回落导致企业违约加速；通胀压力有可能进一步加大，将对货币政策操作空间构成制约；美联储超预期加息对全球债市扰动；全球出现黑天鹅事件等。

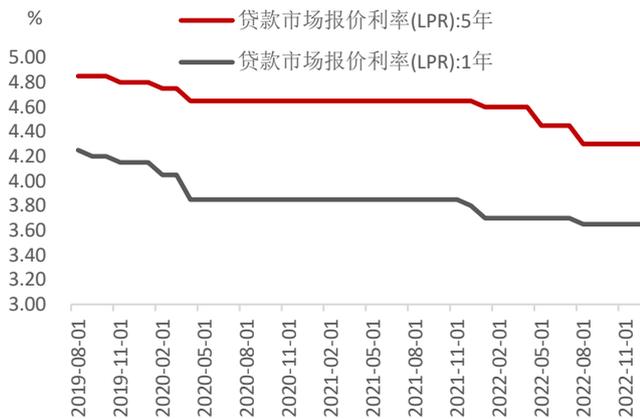
**事件:**

12月20日，2022年12月LPR报价公布，其中1年期品种报3.65%，5年期以上品种报4.30%，两者均与上期持平。

**点评:**

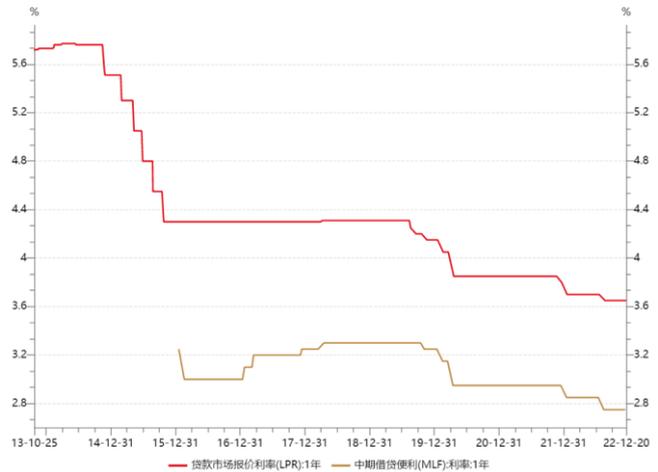
**1、12月MLF利率未做调整，LPR连续4个月不变。**12月15日央行在进行MLF加量续作时并未调整操作利率，这使得本月LPR未具备调整的基础。自8月下调LPR以来，LPR已经连续4个月未做调整。自2019年改革以来，LPR的调降主要有两种途径，一是跟随MLF利率调整为主，由于MLF利率代表政策利率导向，因此LPR以此种路径调降的主要目的是配合货币政策放松；另一种途径为降低实际利率中的风险溢价部分，这种形式主要体现在LPR与MLF利率点差的收缩。截止目前，1年期LPR与1年期MLF利率的点差为90bps，近年来基本没有压缩。

图 1: 1 年期与 5 年期以上 LPR 走势



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

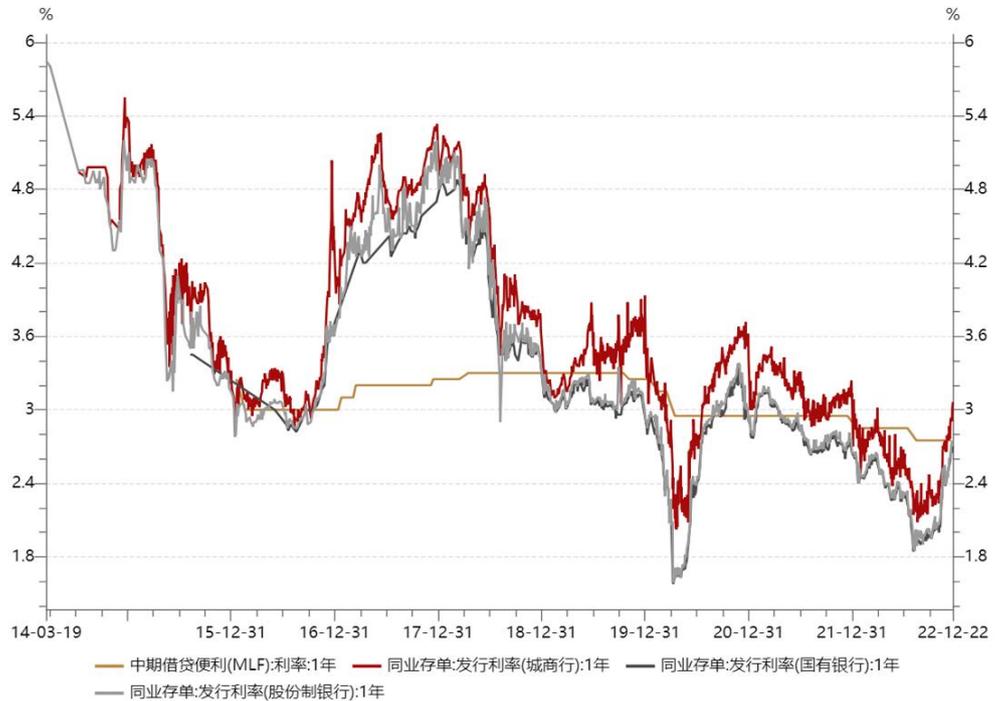
图 2: 1 年期 MLF 利率与 1 年期 LPR 走势



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

**2、商业银行负债端压力明显上升。**前述LPR下行基本完全依靠无风险利率的调整而非降低实际利率中的风险溢价部分，其背后根本原因在于商业银行负债端成本刚性。本轮债市调整期间，各商业银行1年期同业存单发行利率均出现大幅上行，自11月初利率阶段性低点至今，国有大行和股份行1年期同业存单发行利率上行70bps，城商行上行逾80bps。从历史经验看，1年期同业存单由低位大幅上涨并超过1年期MLF所代表的政策利率这一情况，在2020年下半年曾出现过，当时情况为央行在疫情被控制后主动回收流动性所致，彼时央行多次强调要“珍惜正常的货币政策空间”，且从基本面来看，当时具备持续回笼流动性的一定基础。但目前而言基本面整体仍显疲弱，无风险利率难有继续大幅上行的空间，因此，后续来看商业银行负债端压力进一步上行的空间亦可能有限。尤其是城商行等中小银行1年期同业存单发行利率已经明显超过了1年期MLF利率，这不仅使得LPR短期难有下行的动力，也难以进一步支持商业银行信贷投放。

图 3: 1 年期 MLF 与 1 年期同业存单发行利率走势



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

**3、精准有力实施好稳健的货币政策，LPR未来仍有下调空间。**12月20日央行传达学习中央经济工作会议精神，研究部署贯彻落实工作。其中重点提到要精准有力实施好稳健的货币政策。第一，综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，保持金融体系流动性合理充裕；第二，加大稳健货币政策实施力度，保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配；第三，持续释放贷款市场报价利率（LPR）改革效能，发挥存款利率市场化调整机制作用，推动企业融资成本稳中有降。

展望未来，我们认为在年末时点，央行首要任务仍为加大流动性投放力度，及时满足市场需求，维护年末流动性合理充裕。在此基础之上，发挥好设备更新改造再贷款、保交楼贷款支持计划等政策工具效能，积极引导商业银行加大信贷投放，以期明年一季度信贷“开门红”。此外，通过存款利率市场化等改革措施，进一步降低商业银行负债端压力，从而为LPR的进一步下调留出空间。

**风险提示：**疫情超预期变化；全球经济持续恶化；中美关系全面恶化，全球地缘冲突加剧等；国内经济增长超预期回落导致企业违约加速；通胀压力有可能进一步加大，将对货币政策操作空间构成制约；美联储超预期加息对全球债市扰动；全球出现黑天鹅事件等。

## 分析师简介承诺

岳安时，经济学硕士，2012年加入国开证券研究与发展部，10年证券行业从业经历，现任固定收益研究员，主要负责对利率品的研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层