

1月LPR报价保持不变，短期内下调的可能性较大

王青 李晓峰 冯琳

事件：2024年1月22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3.45%，5年期以上品种报4.20%，都与上月持平。

解读如下：

一、1月两个期限品种的LPR报价不变，符合市场普遍预期，主要原因是当月MLF操作利率保持稳定，再加上银行净息差有低位下行趋势，报价行缺乏下调LPR报价加点的动力。

LPR报价由MLF操作利率和报价加点决定。1月MLF操作利率保持稳定，这意味着当月LPR报价的定价基础未发生变化，已在很大程度上预示当月LPR报价将保持不动。更重要的是，尽管受央行通过大规模加量续作MLF等方式向市场注入流动性，以及降息预期逐步升温等因素影响，近期包括银行同业存单利率、DR007等市场利率有所下行，但银行净息差存在下行压力，这会降低报价行下调LPR报价加点的动力。

2023年10月存量首套房贷利率下调全面落地，平均降幅达0.72个百分点。这不可避免地会对银行利息收入带来一定影响。我们判断，在2023年9月银行净息差降至1.73%、创有历史记录以来新低后，2023年四季度银行净息差还会有一定幅度下行。这意味着当前银行对资产收益水平会更加重视，缺乏主动下调LPR报价的动力。需要指出的，近期银行启动新一轮存款利率下调，这是应对净息差下行压力的必要举措，但难以增加银行主动下调LPR报价加点的动力。

二、受物价水平偏低影响，当前实体经济实际融资成本上升，着眼于提振宏观经济总需求，2024年上半年LPR报价有可能跟进MLF利率下调。

根据国家统计局发布的数据，2023年CPI累计同比为0.2%，大幅低于上年的2.0%；PPI累计同比为-3.0%，而上年为5.0%；受此影响，2023年GDP平减指数为-0.54%，大幅低于上年的1.77%。与此同时，央行最新数据显示，2023年前三季度企业贷款利率平均下降0.15个百分点，居民房贷利率平均下降0.24个百分点。我们估计，尽管2023年四季度企业贷款和居民房贷利率还会有小幅下行，但全年利率下行幅度仍会远低于GDP平减指数降幅。这意味着虽然2023年央行两次降息0.25个百分点，1年期和5年期LPR报价也分别不同程度下

调，但企业和居民实际融资成本不降反升（实际融资成本=名义融资成本-通胀率）。考虑到短期内 GDP 平减指数还会保持在负值区间，着眼于缓解企业和居民实际融资成本上升压力，下一步通过引导 LPR 报价下行，降低企业和居民名义融资成本的必要性较高。

更为重要的是，主要受房地产行业下行、消费需求不振等因素影响，2023 年四季度官方制造业 PMI 指数持续运行在收缩区间；2023 年 11 月以来服务业 PMI 指数也连续两个月处于荣枯平衡线之下。这意味着在 2023 年三季度经济复苏动能转强后，四季度经济运行稳中见弱。预计短期内官方制造业和服务业 PMI 指数回升至扩张区间存在一定难度，2024 年一季度已进入稳增长关键阶段，货币政策实施逆周期调节的必要性上升。

回顾历史可以看到，一旦官方制造业 PMI 指数连续 3 个月以上运行在收缩区间，宏观政策做出反应的可能性就会显著加大。由此，2024 年一季度央行下调 MLF 利率的可能性较高，并将带动 LPR 报价跟进下调，进而降低企业和居民贷款利率。这一方面有助于缓解实际利率上行压力，提振市场需求，另一方面也能释放清晰的稳增长信号，有助于改善社会预期和市场信心。

最后，2024 年政策面的一个重点是要推动房地产行业实现软着陆，其中适度降低居民房贷利率是关键一招。但我们预计，2024 年 5 年期以上 LPR 报价大幅下调的可能性不大；为防范大水漫灌，避免给将来留下高通胀风险，下一步监管层将更倾向于针对房地产行业实行定向降息，即下调首套房贷和二套房贷利率下限。这在近期京、沪楼市新政及此前央行和金融监管总局发布的《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》中已有所体现。

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、引用或以其他方式传播。

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，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。