

## 6月LPR报价不动，下半年有下调空间

王青 李晓峰 冯琳

**事件：**2024年6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3.45%，上月为3.45%；5年期以上品种报3.95%，上月为3.95%。

解读如下：

### 一、6月两个期限品种的LPR报价保持不变，符合市场普遍预期。

LPR报价由MLF操作利率和报价加点共同决定。6月MLF操作利率不变，这意味着当月LPR报价的基础保持稳定，已在很大程度上预示当月LPR报价不会发生变化。影响报价加点的因素方面，受年初以来信贷投放力度较为温和，政府债券发行节奏偏缓等因素影响，当前银行间流动性充裕，5月1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率均值降至2.09%，明显低于2.50%的MLF操作利率；进入6月，截至19日该指标均值为2.04%。这意味着近期银行在货币市场的批发融资成本明显下降。同时，4月以来，又有一批中小银行在下调存款利率，监管部门也在叫停“手工补息”等高息揽储现象，表明近期银行各类资金成本都在不同程度下降。

不过最新数据显示，主要受贷款利率较快下行影响，2024年一季度商业银行净息差已降至1.54%，较上季度大幅下行0.15个百分点，首次跌破1.6%关口，已较为明显的低于《合格审慎评估实施办法（2023年修订版）》中自律机制合意净息差1.8%的临界值。而根据《金融时报》报道，5月企业贷款和居民房款平均利率分别为3.71%和3.64%，较上年同期分别下降25和57个基点，较上年末分别下降4个和33个基点，较3月分别下降2个和5个基点。我们预计二季度银行净息差还在低位下行。这意味着尽管近期银行各类资金成本下降，但从稳息差角度考虑，报价行缺乏下调报价加点的动力。

经济运行方面，受出口回暖、稳增长政策前置发力等带动，一季度经济增速好于市场普遍预期；二季度以来，宏观数据波动加大，其中出口持续大幅改善，物价水平（特别是PPI同比）回升，而5月官方制造业PMI指数意外降至荣枯平衡线以下。值得一提的是，5月17日房地产支持政策密集出台，各方正在密切关注楼市未来走向。由此，当前整体上处于政策

观察期，也是近期 MLF 操作利率及本月 LPR 报价保持稳定的一个背景。

二、受物价水平偏低影响，当前实体经济实际融资成本偏高，着眼于提振宏观经济总需求，三季度 LPR 报价有可能跟进 MLF 利率下调，也不排除因监管层叫停“手工补息”等带动银行存款成本下降，驱动 LPR 报价单独下调的可能。

主要受消费需求不足影响，年初以来 CPI 累计同比上涨 0.1%，其中受上年基数走低等带动，5 月 CPI 同比上涨 0.3%。尽管近期猪肉价格出现较快上行波动，但可持续性以及对整体 CPI 走势的影响都不大，下半年消费者价格指数仍会运行在 1.0% 以下的低位区间。PPI 方面，主要受产能压缩影响，近期国内定价的煤炭、钢铁、水泥等基础原材料价格回升，5 月 PPI 环比转正，叠加上年同期价格基数显著下沉，5 月 PPI 同比降幅显著收窄至 -1.4%，估计 6 月会进一步收窄至 -0.6% 左右。不过，下半年 PPI 同比转正后，仍将受到工业品整体“供强需弱”格局制约，难现持续上行趋势。

可以看到，一季度体现综合物价水平的 GDP 平减指数同比为 -1.1%，估计二季度降幅会有所收窄，但仍将处于负值区间，下半年还将处于低位运行状态。这意味着计入物价因素，当前及未来一段时间企业和居民实际贷款利率仍会处在偏高水平。除通过提振总需求引导物价水平温和回升外，下一步有必要通过下调 LPR 报价来引导名义贷款利率下行，缓解实际利率偏高对经济持续回升以及楼市实现软着陆的不利影响。

未来引导 LPR 报价下调的方式有两个：一是下调 MLF 操作利率，直接引导 LPR 报价下调；二是 MLF 操作利率不动，通过降低银行资金成本等方式，推动报价行压低 LPR 报价加点，单独下调 LPR 报价。值得注意的是，近期监管层叫停“手工补息”，治理资金沉淀空转，会对下一步单独下调 LPR 报价带来积极影响：首先，叫停“手工补息”会有效降低银行存款成本，其次，治理资金沉淀空转遏制了一些企业拿到低息贷款后转存转借套利现象。可以看到，金融“挤水分”导致近期新增贷款数据偏低，而信贷市场供求平衡状况本身就是影响 LPR 报价加点的一个重要因素。另外，当前银行加权平均存款准备金率为 7.0%，还有 2 个百分点左右的下调空间。我们判断，三季度伴随政府债券发行高峰到来，信贷投放趋于加快，央行有可能再次实施降准，而降准本身也能为银行节约一定资金成本。最后，接下来监管层还会有效发挥存款利率市场化调节机制作用，在物价水平偏低的背景下，引导银行存款利率持续下调。这是当前降低银行资金成本的最有效措施。

4 月底中央政治局会议明确要求，下一步“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工

具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本”。这意味着货币政策在保持稳健性的基调下，后期降息降准都有空间。作为“灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”的具体体现，下一步 LPR 报价既可跟进 MLF 操作利率下调，也存在单独下调的可能。

最后，近期监管层谈到要“持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），针对部分报价利率显著偏离实际最优惠客户利率的问题，着重提高 LPR 报价质量，更真实反映贷款市场利率水平。” LPR 报价是报价行根据本行对最优质客户的贷款利率，以公开市场操作利率（主要是 1 年期 MLF 操作利率）加点形成的方式报价。其中加点幅度主要考虑银行资金成本、信贷市场供求、信用风险溢价等因素。我们判断，“部分报价利率显著偏离实际最优惠客户利率”，指的是一些报价行给出的 LPR 报价偏高，没有准确反映的因素可能主要是影响加点的“银行资金成本、信贷市场供求、信用风险溢价”等因素。这意味着在银行资金成本显著下行，信贷市场供求关系向需求方倾斜，以及银行风险偏好上升、信用风险溢价下行的阶段，报价行对其最优惠客户的贷款利率下调，而给出的 LPR 报价没有随之下调。

着眼于完善现有机制，或可从两个方面着手：一是报价行数量扩容，降低单个报价行对于 LPR 报价的影响力。可以看到，2024 年 1 月，报价行数量从 18 个上调至 20 个。二是强化责任追究，对报价利率持续显著偏离实际最优惠客户利率的异常报价，进行实时监督和事后跟踪调查，必要时可据此对报价行名单进行调整。