

宏观与金融研究

中国民生银行研究院

2023年4月20日

温彬 民生银行首席经济学家
民生银行研究院院长
王静文 中国宏观经济研究
张丽云 货币政策与流动性研究
应习文 国际宏观经济研究
孙莹 财政政策研究
李鑫 外汇商品研究
杨美超 外资外贸研究
韩思达 资产配置研究

联系人：孙莹

电话：010-58560666-6473

邮件：sunying16@cmbc.com.cn

【数据点评】

4月LPR报价继续“按兵不动”， 降息空间进一步收窄

【内容摘要】

4月，1年期LPR为3.65%，5年期以上LPR为4.3%，自去8月LPR实现非对称下调后，已连续8个月维持不变。

4月LPR继续“按兵不动”，主要源于：

一是4月MLF利率维持不变，降息预期落空，使得LPR报价的定价基础未发生变化；

二是国内经济修复向好，信贷需求旺盛，短期无需再通过降息提振经济；

三是银行净息差持续缩窄，LPR报价无下调空间，贷款利率或以稳为主；

四是今年以来市场利率中枢上行，银行负债端进一步承压，LPR加点下调受限。

后续，LPR的继续调降，除依赖于政策利率的下调外，最主要的还是要与负债端改善相匹配，以保证银行自身净息差维持在相对平稳水平。为此，在降息空间收窄和银行负债端改善缓慢背景下，LPR报价进一步调降的空间也大幅受限，整体利率或以稳为主。

4 月 LPR 报价继续“按兵不动”，降息空间进一步收窄

温彬 张丽云

LPR 报价数据

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2023 年 4 月 20 日贷款市场报价利率(LPR)为：1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%。以上 LPR 在下次发布 LPR 之前有效，与上月相比均保持不变。

4 月 LPR 报价维持不变，自去年 8 月实现非对称下调以来继续“按兵不动”，主要与 MLF 政策利率维持不变、开年以来经济修复和融资需求延续向好、银行净息差持续承压等因素有关，LPR 报价没有相应下调的必要和空间。

后续，在降息空间收窄和银行负债端改善缓慢背景下，LPR 报价进一步调降的空间也大幅受限，整体利率或以稳为主。

一、4 月降息预期落空，LPR 报价基础未发生变化

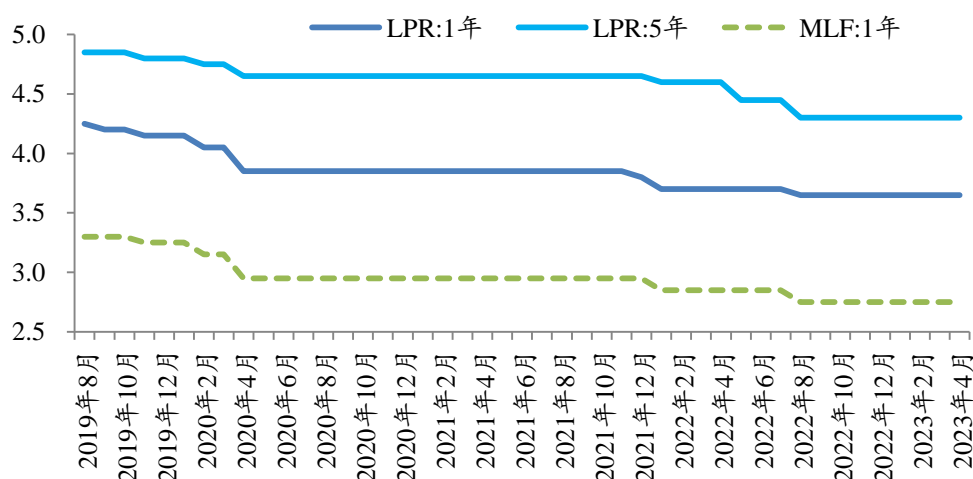
4 月，1 年期和 5 年期以上 LPR 报价继续“按兵不动”，一个最重要的因素在于当月 MLF 利率持平，使得 LPR 报价的定价基础未发生变化。

LPR 改革后，MLF 利率作为 LPR 报价的锚定利率，其变动会对 LPR 产生直接有效的影响。此外，在 MLF 等政策利率之外，也会综合考虑银行成本端和贷款需求端对加点幅度的影响。

在本月 MLF 续作之前，因 4 月以来广东、河南、湖北等地多家中小银行纷纷宣布下调存款利率，引发新一轮降息的猜想，进而延伸到 LPR 进一步调降的预期。但近期部分中小银行下调存款利率，应是在利率自律机制下，对前期国股银行等挂牌利率下调的延续，并不意味着新一轮全国性存款利率降息的开始。

4 月 17 日央行开展了 1700 亿元 MLF 操作，中标利率维持 2.75% 不变，最新 MLF 完成 200 亿元的净投放，实现“小幅加量平价”续作。政策利率持平前期，降息预期落空，也使得 4 月 LPR 报价调降的概率大幅降低。

图 1：LPR 报价锚定 MLF 利率，其变动会对 LPR 产生直接有效的影响



资料来源：央行、Wind

二、国内经济修复向好，信贷需求旺盛，短期无需再通过降息提振经济

从宏观数据看，一季度国内经济稳步复苏，房地产呈现企稳回暖态势，宽松政策加码的必要性不强。最新公布的经济数据显示，一季度 GDP 同比增速达到 4.5%，环比增速 2.2%，三驾马车

均有相对不错的表现，虽然各领域仍存在一定结构性分化，但经济整体呈现稳步修复态势。

一是消费大幅好于预期。在基数效应和内生趋势性修复下，3月社会消费品零售总额同比增长10.6%，较1-2月的3.5%修复明显。

二是制造业投资和基建投资同比增速维持在较高位置。一季度固定资产投资增速达到5.1%，虽较1-2月小幅下降0.4个百分点，但高于4.5%的经济增速，对经济起到拉动作用。其中，一季度基建和制造业投资增速分别达到8.8%和7.0%，成为投资的主要拉动因素；房地产开发投资同比-5.8%，较1-2月的-5.7%略有回落。但3月房地产销售同比增长6.3%，好于1-2月的-0.1%，且销售额增速快于销售面积，显示房价有所抬升，全国70大中城市房价延续反弹态势。

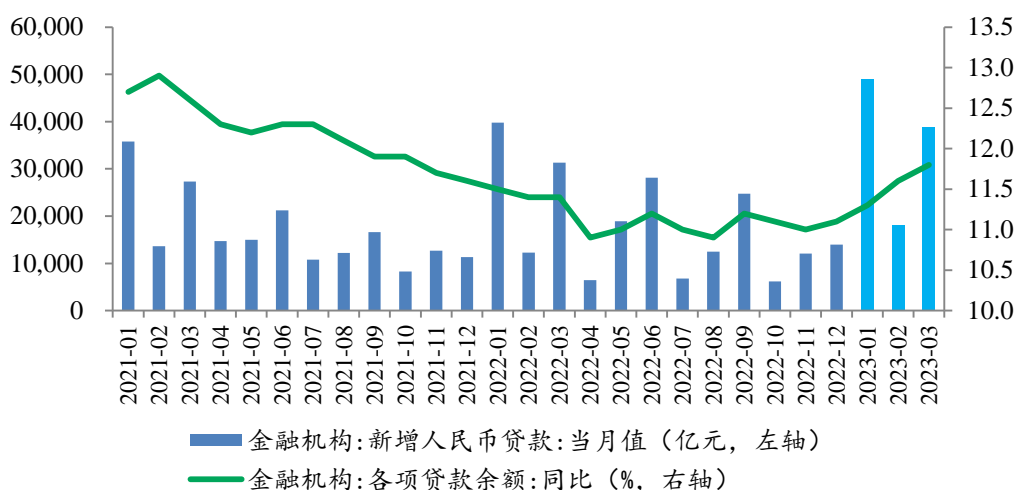
三是进出口数据大超预期。1月受春节假期影响，进出口下降7%；2月“由负转正”，当月增长8%；3月同比增速提升到15.5%，呈现逐月向好态势。一季度整体增长4.8%，较去年四季度提速2.6个百分点，开局平稳向好。

从金融数据看，一季度信贷“靠前发力”，供需两旺，新增信贷和社融均大超预期，维持了强劲的扩张态势。

实体信用需求回暖、银行扩表主动性强以及稳增长政策持续发力等供需因素共振下，各月新增信贷在去年高基数基础上持续维持同比多增。同时，当前的低利率环境也有效刺激了信贷需求。

一季度人民币贷款增加 10.6 万亿元，同比多增 2.27 万亿元，信贷投放顺利实现“开门红”；一季度新增社融资 14.53 万亿元，比上年同期多 2.47 万亿元，宽信用加快推进。

图 2：2023 年一季度信贷投放顺利实现“开门红”



资料来源：央行、Wind

从政策基调看，近期公布的央行一季度货币政策例会通稿删除了“三重压力”和“逆周期调节”表述，指出“国内经济呈现恢复向好态势”，对国内经济形势的判断也更为乐观。后续宽货币操作预计更为审慎，结构性政策工具将发挥更大效能，政策诉求也将从前期的持续“发力”转向“平稳”。

因此，在当前国内经济延续稳步复苏、信贷和社融数据大幅放量、政策基调适度回调的背景下，再次调降利率的必要性和紧迫性不强。

三、银行净息差持续缩窄，LPR 报价无下调空间，贷款利率或以稳为主

去年以来，信贷供需矛盾下贷款利率显著下行，新发生贷款

定价明显脱离 LPR，部分存贷款利率出现结构性倒挂。2022 年 12 月，新发放总贷款、一般贷款（不含票据和按揭）、企业贷款、票据、按揭利率分别同比大幅下降 62bp、62bp、60bp、58bp、137bp，企业贷款利率首次降至 4% 以下，个人住房贷款利率罕见下降 100 多个基点。

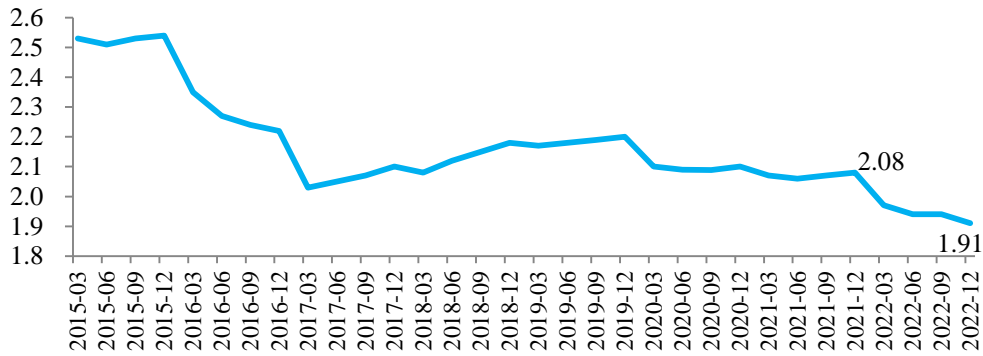
表 1：金融机构贷款利率情况（%）

	新发放贷款	一般贷款	企业贷款	票据融资	个人住房贷款
2021.12	4.76	5.19	4.57	2.18	5.63
2022.03	4.65	4.98	4.36	2.40	5.49
2022.06	4.41	4.76	4.16	1.86	4.62
2022.09	4.34	4.65	4.00	1.92	4.34
2022.12	4.14	4.57	3.97	1.60	4.26
同比变动	-0.62	-0.62	-0.60	-0.58	-1.37

资料来源：央行

贷款利率快速下行，而负债端存款成本较为刚性，也使得商业银行净息差降至有数据以来最低。受疫情扰动、理财赎回以及经济不确定性影响，居民储蓄意愿上升、企业投资意愿下降，2022 年上市国股银行综合负债成本率较 2021 年上行 3bp 至 2.33%，其中存款成本上行 9bp 至 1.78%。在资负定价的双向挤压下，2022 年商业银行净息差进一步降至 1.91% 的历史低位，国有行、股份行、城商行、农商行净息差分别为 1.90%、1.99%、1.67% 和 2.10%。

图 3：2022 年商业银行净息差进一步降至历史低位（%）



资料来源：Wind

2023 年以来，在信贷竞争性投放下，部分优质对公客户中长期贷款利率进一步降至 2-3% 的超低水平，消费贷、经营贷等贷款利率也出现较大幅度下行，且在首套住房贷款利率动态调整机制下，多地首套住房贷款利率已降至 4% 以下，房贷利率进入“3”时代。一季度，整体信贷利率预计延续下行态势，银行经营业绩将进一步承压。

同时，存款定期化现象仍严重，存款成本居高不下。一季度人民币存款增加 15.39 万亿元，其中居民部门新增存款接近 10 万亿元，创历史同期最高水平，居民的预防性储蓄倾向仍然较强。一季度（企业存款-M1）合计新增 2.54 万亿元，同比多增 9000 多亿元；同时，3 月 M2 同比增长 12.7%，仍处高位，但 M1 增速仍显低迷（5.1%），M2-M1 剪刀差继续环比扩大 0.5 个百分点至 7.60%，表明年初以来企业存款定期化现象依然严重。

因此，在当前信贷需求逐步修复之时，通过约束信用供给、控制信贷节奏来推动贷款利率摆脱超低定价区间，应是政策之意。央行一季度货币政策例会对于信贷增长的诉求，从“保持信贷总

量有效增长”变为“保持信贷合理增长、节奏平稳”对于利率的基调；对利率的诉求，在肯定前期“贷款利率明显下降”的背景下，从“推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”转为“推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”，以适应经济和融资形势转变，缓解银行息差压力和稳定其经营运行。

在政策利率维持不变、短期内存款基准利率调整概率较低（存款利率锚定 10 年期国债利率和 1 年期 LPR，去年 9 月以来二者均未下行）的情况下，银行 LPR 报价进一步下行的空间受限，新发贷款利率下行的趋势也将有所收敛。

四、今年以来市场利率中枢上行，银行负债端进一步承压，LPR 加点下调受限

在存款高增和定期化加剧环境下，去年支撑银行负债端成本改善的一个重要因素，便是同业存单等市场化主动负债成本延续低位，长期低于政策利率水平。去年 8 月，1Y 同业存单利率一度下行到 1.90% 的低位，MLF-NCD 利差曾高达 90bp 左右，对改善银行同业负债成本十分有利。

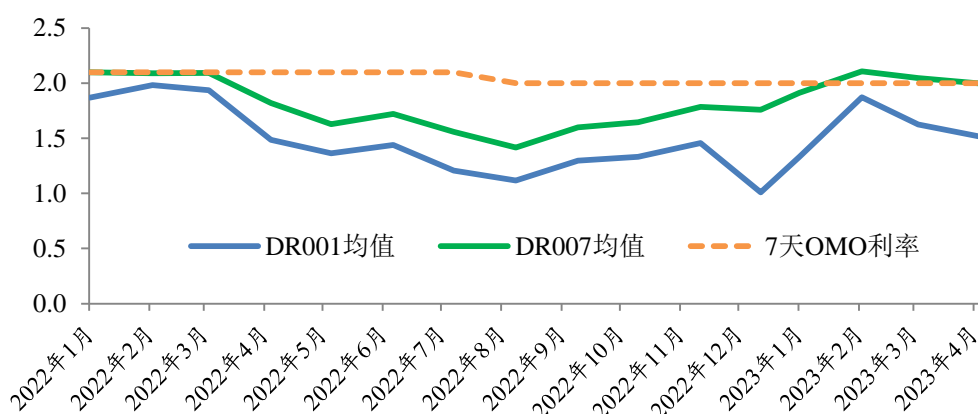
但 2023 年以来，资金面易紧难松，银行市场化负债成本中枢整体抬升，限制了 LPR 加点下调的空间。

从资金利率看，受信贷加力投放消耗超储、存款激增提升缴准基数以及地方债前置发行等多因素影响下，今年以来流动性加快收敛，资金利率整体出现快速上行，波动加大。2、3 月 DR007 均值分别为 2.11% 和 2.05%，超出政策利率水平；4 月以来在流

动性边际转松下，DR007 均值小幅回落，但仍处于相对高位，远高于去年整体水平。

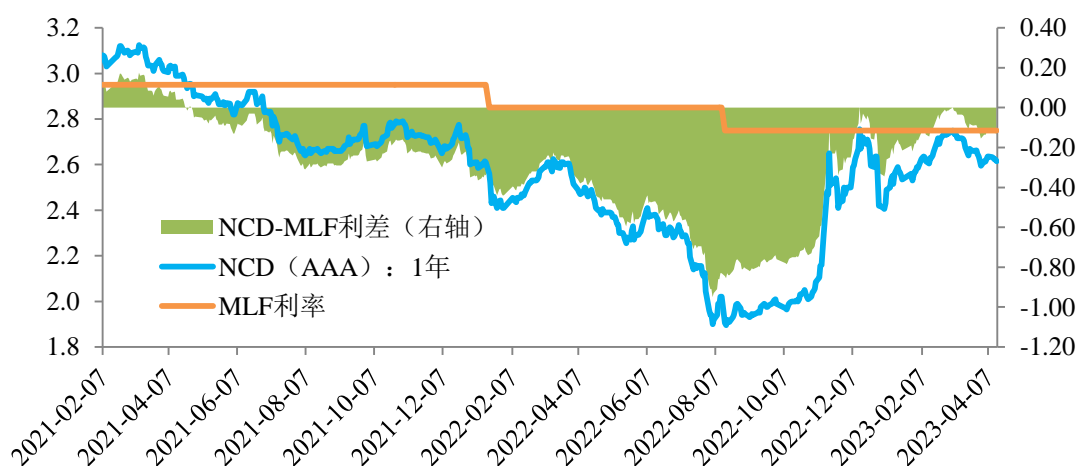
从同业存单利率看，在银行中长端负债压力较大下，同业存单利率自今年 1 月以来延续上行趋势，1Y-NCD（AAA）到期收益率一度达到 2.75%，与 MLF 利率齐平。4 月在银行资负错配压力减轻、同业存单到期量降低下，同业存单利率有所下行，但仍维持在 2.6% 以上位置，MLF-NCD 利差收窄至 10bp 左右，银行负债成本整体抬升。

图 4：今年流动性整体收敛，资金利率中枢上行（%）



资料来源：Wind

图 5：同业存单利率中枢上行，与 MLF 的利差大幅缩窄（%）



资料来源：Wind

五、后续降息空间进一步收窄，LPR 报价仍取决于银行息差表现情况

考虑到今年以来经济呈现恢复向好态势，信贷需求有效复苏，在市场主体融资意愿增强、房地产市场活跃度有所上升的情况下，当前继续加码宽松政策的必要性下降，降息空间进一步收窄。

央行或将更多依靠结构性货币政策工具来实现“定向降息”，在降成本的同时兼顾调结构，实现差异化精准支持。如近年来央行出台的多项结构性政策工具，以 1.75% 的再贷款利率，降低商业银行边际负债成本，引导贷款利率下行，并有效支持了实体经济重要领域和薄弱环节。年初出台的首套住房贷款利率政策动态调整机制，在稳定房地产市场运行的同时，也增加了楼市调控的精准度，避免各地出现明显的冷热不均现象。

后续，触发降息的重要因素，仍是经济和融资修复的可持续性。若当前消费复苏的态势不能延续、房地产链条难以实现良性循环、长期投资动能疲软、民间投资持续回落，以及居民部门信贷回暖不可持续等，年内或不排除仍存在小幅降息的可能。

而 LPR 的继续调降，除依赖于政策利率的下调外，最主要的还是要与负债端改善相匹配，以保证银行自身净息差维持在相对平稳水平。

伴随消费倾向提升和投资活力增强，存款定期化或有所改善，但不是一蹴而就的过程；利率市场化调整机制下，短期内存款基准利率调整的概率较低，在监管引导和管控高成本负债下，银行

存款利率会缓慢下行，但成本刚性仍在。同时，流动性环境变化下，今年市场化负债中枢整体上行的趋势料延续。

为此，在降息空间收窄和银行负债端改善缓慢背景下，后续**LPR** 报价进一步调降的空间也大幅受限，整体利率或以稳为主。

近期研究成果

1. 怎么看通胀超预期回落？—2月CPI、PPI点评（2023年3月10日）
2. 经济如期复苏，关注三大短板（2023年3月15日）
3. 3月MLF延续“加量平价”续作，短期降准降息迫切性不高（2023年3月15日）
4. 经济如期复苏，关注三大短板（2023年3月15日）
5. 降准加快落地，有何考量、影响几何？（2023年3月18日）
6. 财政收入负增，财政支出加快—1-2月财政数据点评（2023年3月20日）
7. 控通胀依然是首要目标，银行危机增加政策复杂性（2023年3月23日）
8. 经济进入温和复苏时段（2023年3月31日）
9. 地方债发行节奏明显加快——3月地方债发行数据点评（2023年4月3日）
10. 如何看待当前偏弱的通胀形势？——3月CPI、PPI点评（2023年4月11日）
11. 3月信贷投放延续“靠前发力”，信贷结构更加均衡（2023年4月11日）
12. 来自出口的逆袭（2023年4月13日）
13. 美联储加息预期反复调整，全球汇市震荡延续——2023年一季度外汇市场回顾与展望（2023年4月14日）
14. 央行一季度货币政策例会释放哪些新信号？（2023年4月17日）
15. 疫后复苏进入第二阶段（2023年4月18日）
16. 财政收入明显好转，财政支出前置发力——3月财政数据点评（2023年4月19日）

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：yjy@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）

