大公国际：持续降低企业融资成本，更好激发实体经济活力

技术研究部（研究院） 涂文婕 2021 年 12 月 23 日

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2021 年 12 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.8%，5 年期以上 LPR 为 4.65%。相比上月公布的数据，1 年期 LPR 下调 5 个基点，5 年期以上 LPR 保持不变，这是 LPR 连续 19 个月“原地踏步”后出现的调整。本次 LPR 下调，虽然不是政策利率调降，但是已形成事实上的降息，有利于降低实体经济的融资成本。由于本次 LPR 降息是直接作用于实体经济的贷款利率，而非扩充资金面，短期内对债市利好有限。在保持稳健货币政策不变的预期下，存在微调、预调货币政策的可能性，通过更加灵活适度的方式进一步推动企业贷款利率的下降。

我国市场化利率改革不断推进，1 年期 LPR 调降动力较为充分

在 MLF-LPR-贷款利率的利率传导机制下，市场基准利率以政策利率为中枢运行，通过银行传导至贷款利率。降低实体经济的融资成本，一般通过三种方式：一是通过降低 MLF，报价行在 MLF 的基础上，考虑资金成本、风险溢价等因素报出 LPR，以反映市场供求状况；二是 MLF 保持不变，银行主动下调 LPR，从 2019 年 9 月至今，1 年期 LPR 下调五次，累计下调 45 个基点，5 年期以上 LPR 下调三次，累计下调 20 个基点；三是 MLF 和 LPR 均保持不变，银行自行调整贷款利率。自今年 7 月 15 日全面降准以来，LPR 连续 5 次保持不动，一方面是此次降准带来的银行边际资金成本下降幅度较小，尚不足以促使下调 LPR；另一方面是银行净息差的变化会领先于贷款增速和银行总资产增速，在净息差收窄至历史低位附近背景下，商业银行下调 LPR 的动力不足。而在 12 月 15 日，人民银行再次下调法定存款准备金率后，两次降准累计为金融机构直接降低资金成本每年约 280 亿元，释放 2.2 万亿元长期资金，LPR 下调的动力已较为充分。

LPR 属于市场利率范畴，市场化利率改革推进政策传导效率。经过两年多的持续推进，LPR 改革优化信贷结构，LPR 已经成为银行贷款利率的定价基准，金融机构绝大部分新发放贷款已将 LPR 作为基准定价。此次 LPR 下调是央行稳健货币政策灵活精准、合理适度的体现，是银行保持流动性合理充裕的反映，也充分体现了 LPR 改革在增强货币政策传导效率的作用。

1 年期 LPR 调降释放稳增长信号，将有利于降低实体经济融资成本

疫情影响下，实体经济发展面临困境。目前我国市场主体已达到 1.5 亿户，其中企业 4600 万户，99%以上的企业是中小企业。受疫情反复、PPI 持续上涨等因素影响，我国实体经济成本拉高，挤压了中小企业生存空间。从经营情况来看，截至 10 月，中型企业 PMI 为 48.6%，连续 2 个月位于收缩区间，小型企业 PMI 为 47.5%，连续 6 个月位于收缩区间，中小企业经营压力较大，需要政策上的扶持；从融资渠道来看，我国企业以间接融资为主，直接融资比重较低，中小企业通过债券融资的规模就更少，2020 年民营企业发行占比仅 6.3%；从融资成本来看，2021 年三季度新发放贷款加权平均利率较二季度上升 0.07 个百分点，其中，一般贷款加权平均利率上升 0.1 个百分点，三季度实体融资成本有所上升。

从政策导向看，政策释放稳增长信号，支持实体经济加强。12 月的中央经济工作会议上提到国内经济发展面临“需求收缩、供给冲击以及预期转弱”三重压力，国家高度重视实体经济的发展，尤其是减轻中小企业的经营负担，陆续出台多项金融扶持政策，帮助中小企业度过难关。11 月 23 日举行的国务院政策例行吹风会上，要求“继续综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，深化利率市场化改革，健全市场化利率形成和传导机制，持续释放 LPR 改革效能，推动企业综合融资成本稳中有降，加强对中小企业等实体经济重点领域的支持”；在 12 月 16 日金融机构货币信贷形势分析座谈会上，强调金融部门“要加大跨周期调节力度，增强信贷总量增长的稳定性，稳步优化信贷结构，保持企业综合融资成本稳中有降态势，不断增强服务实体经济能力。”政策力度的加强表明，实体经济是国民经济的基础，银行金融机构要承担起将政策执行到位的职责，给中小企业以实实在在的支持和帮助。

真正降低实体成本，需要引导金融机构提高融资服务效率。目前，企业融资难融资贵的问题，一方面是中小企业确实存在自身管理不太规范、抵押品、担保物不够，风险控制能力不强等不利因素，影响了金融机构对实体企业的信贷支持；另一方面，金融机构更倾向于为资质好的大企业、大项目、融资平台等发放贷款，主观上不太愿意为中小企业等提供信贷支持。只有切实降低实体经济实际融资成本，减少各种附加在利率上的融资成本，让中小微企业能够享受融资上的平等待遇，才能真正改善企业的基本面，激发实体经济活力。

中长期 LPR 未发生改变，兼顾短期经济波动与中长期结构问题

此次 5 年期 LPR 保持不变，是在逆周期调节的基础上加入了中长期的跨周期考量，表明跨周期政策的稳定。逆周期调节是对经济的短期对冲，跨周期调节则是在此基础上加入了中长期结构性问题的考量。中长期利率政策保持稳定，表明宏观经济政策在稳增长方向大幅调整的必要性不大。

居民个人房贷多与 5 年期 LPR 挂钩，本次保持不变，保证了房地产平稳有序发展。进入四季度以来，房地产信贷政策释放边际放松的信号，第一，房地产风险总体可控，央行认为恒大事件是个案风险，总体上恒大事件对金融行业的外溢性可控，可以避免发生系统性风险；第二，部分一二线城市，按揭贷款额度有放松迹象，出现“提高房地产审批效率”、“协调金融机构加大支持力度”等区域支持房地产政策；第三，人民银行、银保监会指导主要银行要准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。

但是总体来看，政策放松更多是对前期过度收缩政策的纠偏，放松力度仍然比较有限。自 2016 年中央经济工作会议以来，决策层对“房住不炒”的总基调一直未变。2021 年对房地产的措辞虽然有所变化，提出了加快长租房发展引导开发行业转型升级，将促房地产业“健康发展和良性循环”变为“良性循环和健康发展”，可以理解为为明年房地产行业的发展指明目标和方向，未来各地房地产政策将更加灵活、因城施策可能性较大。保持 5 年期 LPR 不变，说明贷款利率没有向房地产释放，政策大方向依旧未变。只有坚持房子是用来住的，不是用来炒的，才能促进房地产市场平稳健康发展。

短期内对债市利好有限，未来微调、预调货币政策的可能性增加

短期内对债市利好有限。目前央行的政策更多是偏结构性调整，两次降准更多是体现在量的层面，对价的调整作用有限。本次调降 LPR 是直接作用于实体经济的贷款利率，而非扩充资金面，因此短期内对债市利好有限。

未来微调、预调货币政策的可能性增加。从 11 月经济数据看，基建投资继续走低，社会消费品零售总额和服务业生产指数表现不足，新增就业人数偏低；票据利率走势也表明实体融资需求仍然不佳，稳信用政策力度上仍然有操作空间。12 月 13 日央行强调，“明年稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。做好跨周期和逆周期政策设计，提高货币政策的前瞻性针对性”。在未来一段时间，保持稳健货币政策不变的预期下，存在微调、预调货币政策的可能性，通过更加灵活适度的方式进一步推动企业贷款利率的下降。

报告声明

本报告分析及建议所依据的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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。