

下调 LPR 兼顾逆周期调节和结构性改革

事件：11 月 20 日，新一期贷款市场报价利率公布。1 年期 LPR 为 4.15%，5 年期以上 LPR 为 4.80%。相比前值，1 年期 LPR 下降 5 基点，5 年期以上 LPR 下降 5 基点。鉴于之前央行已经下调了 MLF 和 OMO 操作利率，加上国库现金管理中标利率也小幅下行，市场对本次 LPR 利率下调有充分预期。

本次 LPR 报价整体与市场预期较为符合，有助于凸显稳增长的政策目标。央行在三季度货币政策执行报告中将之前的“适时适度进行逆周期调节”调整为“加强逆周期调节”，并强调要在稳健的货币政策上保持定力，妥善应对经济短期下行压力，我们认为该表述的调整可以有效凸显当前货币政策的主要目标，即以逆周期调节稳增长为主要目标，有助于稳定市场预期，为市场融资和后期地方债的发行创造合理充裕的流动性环境。也意味着未来货币政策在坚决不搞“大水漫灌”的同时，将根据经济运行的特点适时进行预调微调，做好总量与结构的平衡。

适当补充流动性，降低市场对通胀压力的担忧。从预期管理的角度来说，通胀压力的抬升和缺席的 TMLF 使市场对货币政策有效性以及方向产生了担忧，此时 MLF 利率的下调带动 LPR 利率同步降低，希望向市场表明央行的政策立场是稳增长而非防通胀，且央行在短期政策调整上暂不受结构性通胀压力的影响。在我们看来，当前通胀所面临的压力更多来自于猪肉价格的单方面上涨，但仅凭猪价的单一扰动难以对通胀造成全面压力，即便价格指数被一时推高，生猪产能的探底趋稳也会将推动猪肉市场供应逐步稳定和恢复，食品价格会逐步回落到合理水平，预计随着基数效应的降低，CPI 快速上行的动能将逐步减弱，对货币政策的边际掣肘效应也将降低。央行此举从预期管理角度上而言，会有效降低市场对通胀压力的担忧，有效防止通胀预期发酵。

五年期报价的调降则可能与推动基建投资有关。易纲行长此前强调要用改革的办法优化金融资源配置，发挥好贷款市场报价利率对贷款利率的引导作用，真正参考贷款市场报价利率定价，促进实际贷款利率下行。在本次 LPR 报价之前，央行已经在月中的 MLF 和 OMO 操作上进行了降价操作，考虑到目前 LPR 报价方法为“MLF 加点”，出于降低实体经济融资成本、助力稳增长的考虑，本次 LPR 报价利率也会适度跟随调整以体现 MLF 政策利率对实际利率的引导作用。虽然 5 年期 LPR 利率被当作为房贷利率下限，但我们认为本次 5 年期以上 LPR 下降 5 基点与房地产政策调控立场关系不大，虽然中央最近没有反复强调“房住不炒”，但我们认为这不意味着房地产调控政策在短期内会有任何该表。结合最近基建投资疲软以及国务院出台一系列支持基建投资融资的新政策，我们认为下调 5 年期以上 LPR 利率应该是在“基建补短板”层面的加力提效

但我们注意到，央行近期对全球经济发展的格局提出了新的看法，认为贸易摩擦和地缘政治等不确定性对全球经济增速形成拖累，长期宽松的货币政策助长了金融脆弱性的累积，我们认为这反映出我国央行对目前海外主要经济体过分宽松的货币政策存有担忧，欧洲新一轮的 QE 和美联储今年的几番降息不断挤压货币政策的有效空间。可能也正是出于如此考虑，今年以来我国央行无论在数量上还是在价格上都较为谨慎，打通政策传导机制比贸然进行大幅

政策宽松要更有实际意义。考虑到近期中美贸易谈判呈现缓和迹象，全球同步宽松政策也有助于防止金融条件的非线性紧缩，在减轻全球经济的下行压力的同时降低全球增速放缓给中国带来的溢出效应，我国四季度经济增长将大概率维持平稳。目前我国在政策调整上仍是“财政为主，货币为辅”。因此在年内财政政策放缓的情况下，出于政策的连续性和稳定性，短期内对货币政策适度微调，可以维持较好的市场环境，稳定市场预期。此外，易纲行长在昨日的金融机构货币信贷形式分析座谈会上强调“用改革的办法优化金融资源配置”，而前期推出 LPR 形成机制是目前央行在改革层面最大的动作，因此有必要在目前宏观环境相对平稳的窗口期来加大推进力度来持续完善。

图表 1：LPR 下调

