

## 5 年期 LPR 不降的政策信号

2023 年 08 月 21 日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwwzq.com.cn

### 相关研究

《美债利率创新高后，怎么走？》

2023-08-20

《近期流动性“量增价升”反映了什么？》

2023-08-20

■ 下调了 MLF 利率，却不调整 5 年 LPR 利率，这在历史上还是第一次出现。央行已经连续两周给市场带来了“惊喜”，上周超预期下调 MLF 利率，今天又在 5 年期 LPR 上保持定力、维持在 4.20%，为 2019 年 LPR 改革后首次 5 年期利率未跟随 MLF 利率下调。

■ “稳地产”还是“稳银行”，这是当前政策的一道选择题。地产是稳经济、稳信心的抓手，银行则是防风险的重要保障。我们认为在地产与银行的选择中，本次 LPR 的“降与不降”一方面是稳定银行息差，缓解提上日程的地方化债对银行的影响；另一方面或是对存量房贷利率调降让出空间，意味着新一轮存款降息与存量贷款利率下调即将落地。

■ 今年以来房贷“再融资”现象持续增加或许已经反映了 5 年期 LPR 下调效力的“桎梏”，二季度以来的按揭早偿与潜在的经营贷置换均是证据之一。在没有正式再融资机制情况下，长端 LPR 利率的进一步下调带来的可能是更多的低息贷款置换而非地产需求端的直接刺激。据我们统计目前多数城市的存量-新增房贷利差仍高达 60-100bp，存量降息节省居民利息支出释放的需求或比新发贷款降息来的更为显著，而本次 5 年期 LPR 利率不变可能也是基于这一点考量。

■ 5 年期 LPR 维持的“定力”，可能反映的是银行利润空间收窄“难言之隐”。此番利率调整后，MLF-LPR 利差及 LPR 期限利差重新走阔。考虑到今年高层对金融稳定防风险的关注，我们认为新一轮存款降息以及预期的降准均有加速落地的必要性。

存款和存量贷款降息方面，央行二季度货币政策报告设专栏讨论银行合理利润水平，可见商业银行利润缩减已至央行关注水平，金融监管总局公布的二季度净息差为 1.74%，环比虽持平，但往后看下行压力仍大：一方面是 6 月及 8 月 LPR 降息落地后的挤压资产端收益的效应正在逐步显现；另一方面央行上周日再提“统筹考虑增量、存量及金融产品价格关系”，包括按揭在内的多个存量贷款利率均有近期调降可能，驱动银行开启新一轮存款降息稳定负债端成本。

降准的诉求进一步增加。我们曾在 7 月金融数据点评报告中提到降准对于补充流动性、稳预期的必要性，观察这两周的变化，这些降准考量的压力不减反升：上周流动性“量涨价升”，央行逆回购超量投放难抵专项债加速发行对资金面的扰动；8 月意外降息后汇率压力进一步增加，降准可发挥总量政策加力的稳预期作用。

■ 5 年期 LPR 虽未跟随下调，救地产的紧迫性并未下降。以史为鉴，5 年期 LPR 跨步调降均伴随着地产调控放松，而在如今“房住不炒”缺席的地产供求新形势下，我们认为本次 5 年期 LPR 利率意外的不变并不意味着“力度要够”的地产政策有所转向，降息的空间或转交至存量按揭利率，且本轮地产放松的重心会在一线城市。

7 月国家统计局口径 70 城房价下跌城市增多，如果 8 月趋势不变，广州、深圳或将成为符合央行首套房贷利率动态调整机制的下调条件首批一线城市，对于“买涨不买跌”的楼市信心影响较大。加之 6 月 LPR 下调后，6 月末个人住房贷款利率进一步环比下降 3bp 至 4.11%，已大幅低于 2016 年首提“房住不炒”时的 4.52%，但三季度地产销售继续疲软，救地产的紧迫性并未下降。

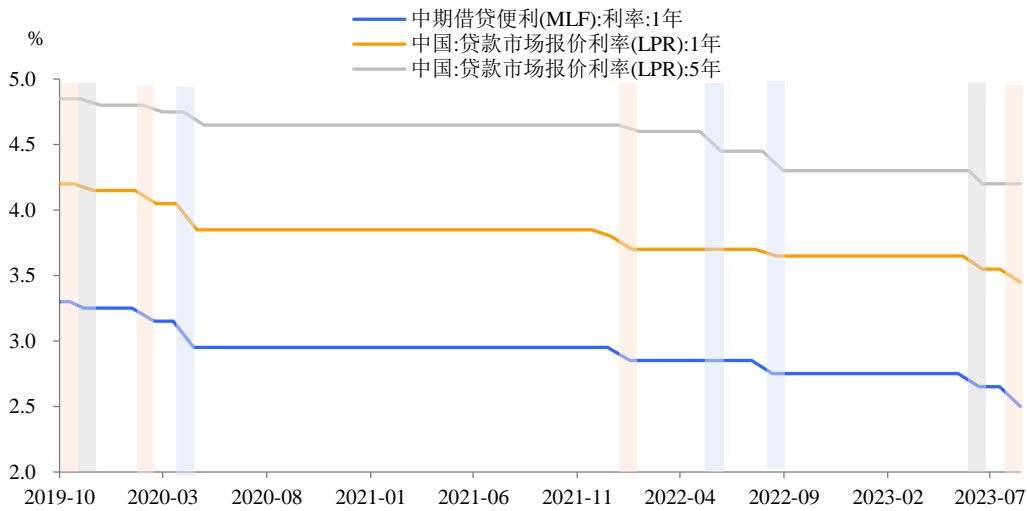
为什么一线城市可能是后续地产政策发力点？变化主要在于“房住不炒”表述的缺席：政治局强调“地产供求新形势”、央行二季度货币政策报告删除“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，都意味着我们对政府地产调控“稳而不强”的“刻板影响”可能要变一变了。对于当下数月低迷的楼市来说，库存更少、能级更大的一线城市的房价回升是其急需的“示范”。

不同的是政策对居民重回加杠杆的思考。参考去年 5 年期 LPR 年内累

计降幅多达 35bp 的背景下，地产销售面积仍同比减少超 20%，而今年居民收入、理财收益受到进一步扰动，股市及房价波动加大，重回加杠杆之路并非 LPR 降息能够“一蹴而就”，地产需求刺激落地后房价的企稳回升或是回归正轨的第一步。本次 LPR 非对称下调或考量到 LPR 降息并非影响居民加杠杆的核心变量，重点仍在各地预期地产放松政策的兑现与居民资产价格及收入的普遍好转。

- **风险提示：**地产政策定力超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩。

图1: 本次操作为 2019 年 LPR 改革后首次 5 年期利率未跟随 MLF 利率下调

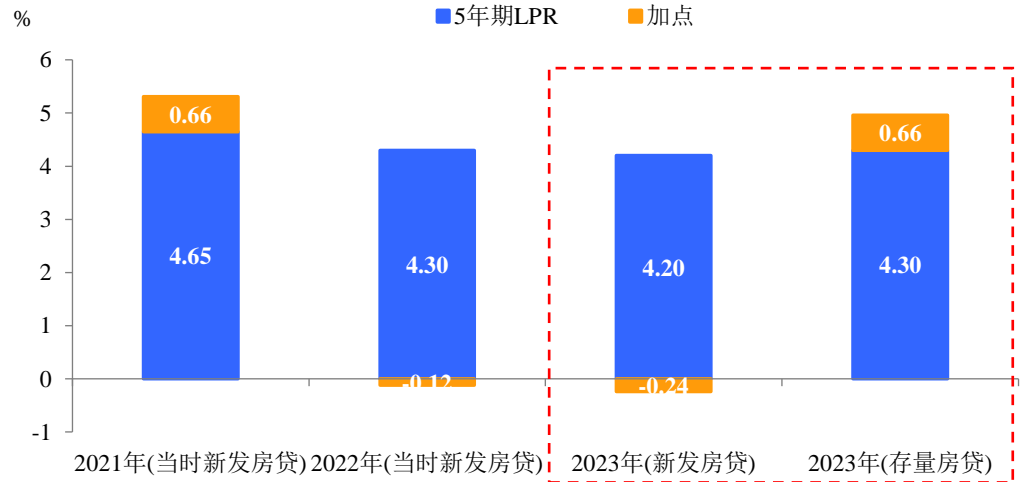


时间	MLF降息幅度	1年期LPR降息幅度	5年期LPR降息幅度	地产放松政策
2019年8月	/	4.31%降至4.25% (-6bp)	/	/
2019年9月	/	4.25%降至4.20% (-5bp)	/	/
2019年11日	3.30%降至3.25% (-5bp)	4.20%降至4.15% (-5bp)	4.85%降至4.80% (-5bp)	/
2020年2月	3.25%降至3.15% (-10bp)	4.15%降至4.05% (-10bp)	4.80%降至4.75% (-5bp)	/
2020年4月	3.15%降至2.95% (-20bp)	4.05%降至3.85% (-20bp)	4.75%降至4.65% (-10bp)	2020年4月中小城市取消落户限制，大城市放宽落户限制
2021年12月	/	3.85%降至3.80% (-5bp)	/	/
2022年1月	2.95%降至2.85% (-10bp)	3.80%降至3.70% (-10bp)	4.65%降至4.60% (-5bp)	/
2022年5月	/	/	4.60%降至4.45% (-15bp)	2022年4月政治局、央行接连表态“因城施策”，5月放宽首套房商贷利率下限
2022年8月	2.85%降至2.75% (-10bp)	3.70%降至3.65% (-5bp)	4.45%降至4.30% (-15bp)	2022年8月一揽子政策出台、9月放宽首套房商贷利率下限、房市税收优惠、公积金贷款利率下调
2023年6月	2.75%降至2.65% (-10bp)	3.65%降至3.55% (-10bp)	4.30%降至4.20% (-10bp)	2023年7月政治局会议定调地产放松；央行“指导存量房贷利率下调”；住建部“认房不认贷”
2023年8月	2.65%降至2.50% (-15bp)	3.55%降至3.45%(-10bp)	/	?

注：上图蓝色阴影表示 5 年期 LPR 调降幅度大于同期 MLF，橙色阴影表示 5 年期 LPR 调降幅度小于同期 MLF，黑色阴影表示 5 年期 LPR 调降幅度同比于同期 MLF

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

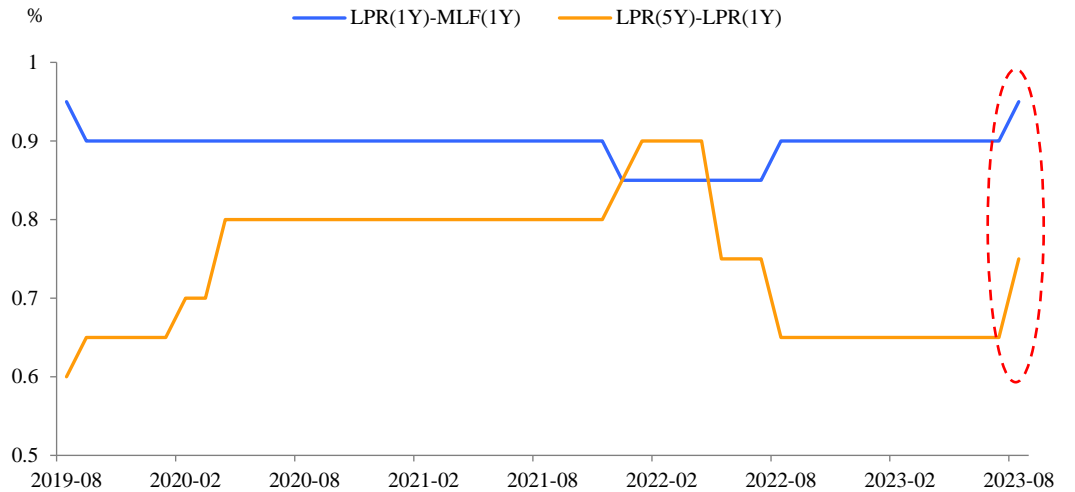
图2: 存量-新发房贷利差或是压制居民需求的最主要因素



注: 房贷加点通过各年主要一、二线城市新发房贷加点均值计算得出, 2023年加点数据统计截至2023年7月; 假设存量房贷主要为2021年开始的贷款

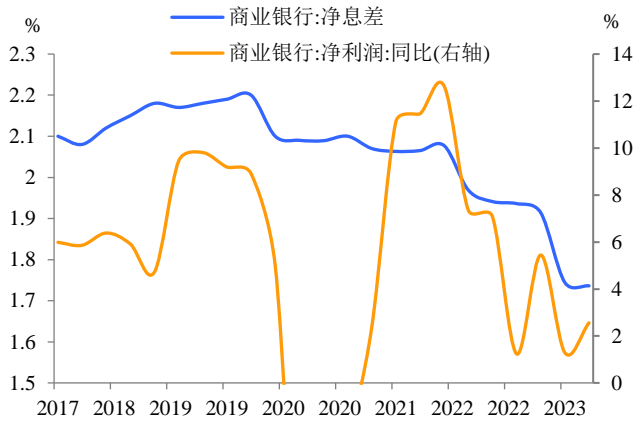
数据来源: Wind, 本地宝、根据公开新闻整理, 东吴证券研究所

图3: 此番LPR利率调整后, LPR-MLF利差及LPR期限利差重新走阔



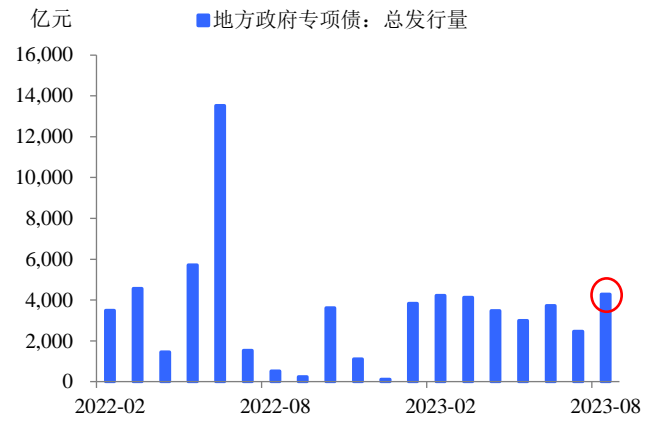
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 商业银行净息差与净利润大幅收窄



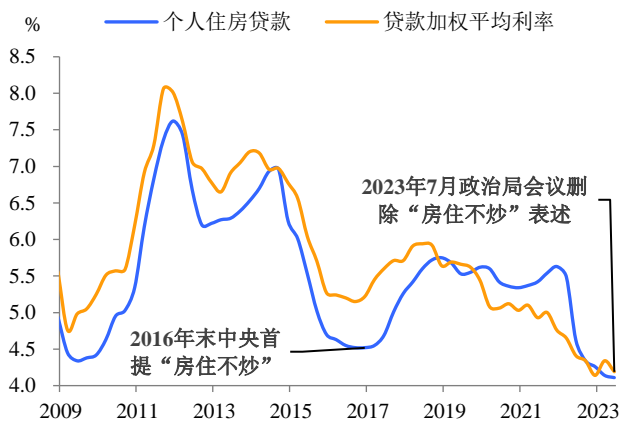
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 8月地方专项债发行加速



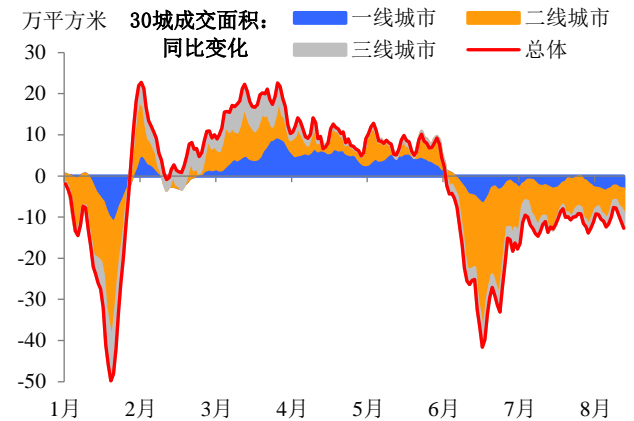
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023年6月末房贷平均利率降至4.11%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 7-8月地产销售仍低迷



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 主要城市存量房贷与新发房贷利率差情况, 其中郑州已出台地产放松政策

		首套房贷利率加点 (bp)								利率差(bp)	
		2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017H2	2017H1	存量-新发	
一线城市	北京	55	55	55	56	52	53	35	-42	北京	-3
	上海	35	35	4	4	6	24	4	-48	上海	-20
	广州	0	0	48	37	50	64	39	-58	广州	57
	深圳	30	30	34	33	38	64	47	-47	深圳	21
二线城市	天津	-40	-40	30	31	31	69	36	-40	天津	90
	石家庄	-50	20	/	53	57	67	47	-44	石家庄	112
	太原	-10	-10	49	55	56	54	31	/	太原	65
	呼和浩特	-20	-20	/	48	48	/	/	/	呼和浩特	68
	沈阳	-50	-20	/	85	67	63	36	-51	沈阳	115
	大连	-50	0	19	46	44	51	23	-60	大连	97
	长春	-50	-20	66	69	69	61	34	/	长春	115
	哈尔滨	-20	-20	19	30	56	80	40	-24	哈尔滨	88
	南京	-20	-20	79	82	77	92	57	-48	南京	104
	杭州	-20	-20	50	51	50	79	54	-47	杭州	85
	宁波	-20	-20	80	72	70	79	/	-60	宁波	95
	合肥	-20	-20	123	118	104	78	54	-32	合肥	111
	福州	-50	-20	35	59	50	54	/	/	福州	102
	厦门	-50	-20	30	31	33	40	7	/	厦门	87
	南昌	-20	-20	96	102	90	69	33	-36	南昌	100
	济南	-20	-20	54	67	66	61	46	/	济南	84
	青岛	-20	-20	80	86	77	82	60	-57	青岛	100
	郑州	-50	-20	114	106	108	110	78	-49	郑州	159
	武汉	-40	-40	108	106	113	122	70	-24	武汉	158
	长沙	-20	-20	64	83	72	70	36	-31	长沙	91
南宁	-60	-20	137	130	118	79	/	/	南宁	159	
海口	-10	0	/	51	49	68	43	/	海口	68	
重庆	-20	-20	64	73	69	71	56	-65	重庆	90	
成都	-20	0	130	119	80	64	33	-46	成都	92	
贵阳	-40	-20	85	/	50	/	/	/	贵阳	90	
昆明	-35	-35	46	56	56	48	16	-34	昆明	87	
西安	-25	-15	80	87	80	48	18	-2	西安	89	
兰州	-30	-30	/	/	/	73	/	/	兰州	103	
西宁	/	/	/	/	/	/	/	/	西宁	/	
银川	/	/	/	/	/	/	/	/	银川	/	
乌鲁木齐	/	-20	22	31	41	48	21	8	乌鲁木齐	65	

注: 存量房贷利率加点由 2018-2019 年加点平均值代表, 存量房贷利率加点减去新发房贷利率加点为利率差; 上海、北京利率差为负代表近期的政策加点 (而非实际房贷利率) 高于 2018-2019 时期; 2023 年数据截至 2023 年 7 月。

数据来源: Wind、本地宝、根据公开新闻整理、东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>