

# 【每周经济观察】

## LPR非对称下调，市场情绪低迷

广州期货研究中心

2023年8月25日



## 要点：LPR非对称下调，市场情绪低迷

- **一周行情回顾：**权益市场疲软，期债市场克制，商品市场分化。
- **8月LPR不对称调降，5年期报价维持不变，不及市场预期**
  - 继8月15日逆回购利率下调10bp、MLF下调15bp后，8月20日LPR报价出炉，1年期LPR报价下调10bp至3.45%，5年期以上品种报价维持4.20%不变。我们认为引导房贷利率下行以释放房地产刚需及改善性需求仍是推动房地产市场平稳健康发展的核心要义，但考虑到上半年企业中长期贷款价格已在较低水平，房地产的贷款价格调整或更多通过加减点方式进行，而非调整基准利率。整体来看，本次降息的特殊性，兼顾风险防范与稳经济的举措。
  - 复盘2019年以来期债行情，在降息周期，10年期国债到期收益率多处于1年期MLF利率下沿，并在MLF调降后1.5个月至2个月后利率反弹至MLF利率水平。2020年4月、2022年1月、2022年8月利率底部较当时MLF利率低48bp、18bp、14bp，而今年6月降息后利率围绕MLF利率2.65%窄幅波动，利率低点不足5bp，8月降息后利率从2.6%以上回落至8月21日盘中最低2.45%，但仍明显高于MLF利率2.50%的水平。
  - 本次降息行情的不同，一是随着利率中枢稳步下行，目前利率已处历史低位，金融机构配置建仓和加杠杆操作有所迟疑，交易仓止盈压力部分兑现。二是市场长端利率的下行受资金市场制约，上周DR007利率一度反弹至超过1.9%，资金面有所收紧，一定程度上制约了利率下行的节奏。但整体看银行资金供需关系变化不大，资金利率的反弹或是政策导向的结果，资金市场整体将维持偏松格局。三是地产政策和财政政策的发力节奏和方式仍是债市的潜在风险。
  - 基于经济基本面长期向好但短期修复仍需过程、稳增长政策组合拳需要货币政策配合的判断，我们认为货币政策维持或进一步宽松的必要性仍大。结合机构对利率债整体欠配的现状以及利率相对克制的走势，预计利率震荡下行至政策利率附近甚至下沿仍有机会。
- **近期美债长端利率攀升，通胀预期相对稳定，实际利率推高**
  - 回顾回去美联储加息周期，10Y美债收益率一般在加息终点附近触及或高于政策利率后回落，10Y-2Y利差在加息终点及高利率平台区触及倒挂区间，而本次加息10Y收益率在去年底即触顶回落，10Y-2Y利差自去年7月以来持续处于倒挂区间，这是由于本次加息背景及节奏的特殊性，使得经济衰退预期比以往更浓郁。而市场利率较政策利率“乐观”也暗示利率反弹空间大
  - 近两周美债长端收益率明显攀升，8月21及22日超4.34%，突破去年底的4.25%高位。截至8月24日，10Y美债收益率收4.23%，较3月低点反弹超100bp。美国短期经济韧性、美债发行超预期和美联储态度偏鹰是导致美债利率近期创新高的主因。（1）自5月中旬始美国经济进入超预期区间，二季度GDP环比折年率高于前值和预期，三季度据亚特兰大联储GDP Now模型测算的GDP环比折年率高达5.8%。（2）美联储自去年6月以来缩表，至今累计减持超6880亿美元，而美国财政部Q3净发行1万亿美元美债，Q4预计发行8520亿。（3）美联储内部近期对真实中性利率存在较大分歧，若真实中性利率仍处低位，则美联储未来利率调整的必要性或紧迫性降低。关注周五-六联储杰克逊霍尔年会上的相关讨论
  - 名义利率包含了对通胀的预期，实际影响资产估值的是实际利率。近期通胀预期基本稳定，导致实际利率亦明显上行，压制了风险资产和具有金融属性的商品（贵金属、原油、铜等）。从美债走势与国内商品的相关性看，近一年相关性不明显，主要叠加了汇率影响，近三年与名义利率的正相关性较为明显。从更长维度的历史数据看，实际利率的拐点通常领先于商品的拐点，名义利率略有滞后。
- **风险提示** 海外经济韧性不及预期；地缘政治形势超预期演变；国内稳增长政策不及预期

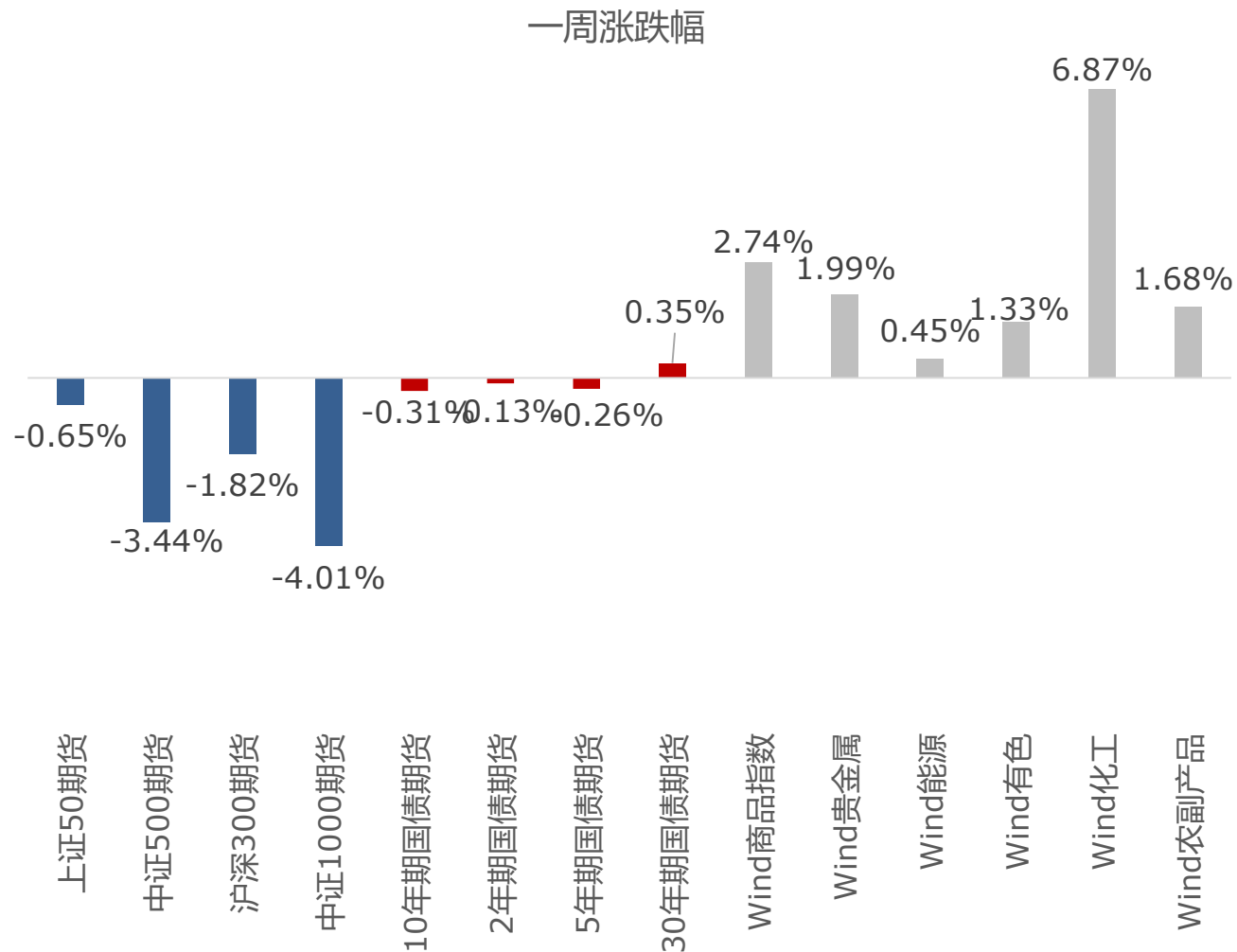
# 第一部分

## 一周行情回顾



# 行情回顾：8月21日-8月25日，权益市场疲软，期债市场克制，商品市场分化

■ 本周权益市场和商品市场分叉加大：股市在情绪悲观和外资持续净流出下加速下探，商品市场黑色板块受矿难、平控等政策支持，有色板块受海外风险有限、低库存下传统需求旺季即将来临支撑，能源化工受成本端原油价格带动。期债市场在LPR非对称性调降后克制走强，下半周温和回落，周跌幅受主力换月影响



■ 8月22日，财政部会同有关部门发布了多项有利于资本市场持续健康发展的税费优惠政策

■ 8月25日，住房和城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施

■ 8月24日，日本政府启动福岛第一核电站核污水排海，我国全面暂停进口日本水产品

■ 美国8月Markit制造业PMI初值为47，创2月份以来新低，低于预期和前值，服务业PMI初值为51，低于预期和前值

■ 欧元区8月制造业PMI初值为43.7，高于预期和前值，服务业PMI初值48.3，低于预期和前值。法国、德国8月制造业PMI初值分别为46.4、39.1，高于预期和前值。英国8月制造业PMI初值42.5，创39个月新低，低于预期和前值

# 下周大事关注日历

8月28日 星期一	8月29日 星期二	8月30日 星期三	8月31日 星期四	9月1日 星期五	9月2日 星期六	9月3日 星期日
			<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 我国8月官方制造业PMI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 我国8月非官方PMI</li> </ul>		
		<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 美国8月ADP就业</li> <li>➤ 美国二季度GDP终值</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 美国7月个人消费支出、PCE数据</li> <li>➤ 欧盟7月失业率</li> <li>➤ 欧央行公布7月货币政策会议纪要</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 美国8月制造业PMI终值</li> <li>➤ 欧元区8月制造业PMI终值</li> <li>➤ 美国8月失业率、非农数据</li> </ul>		

## 第二部分

## 8月降息点评



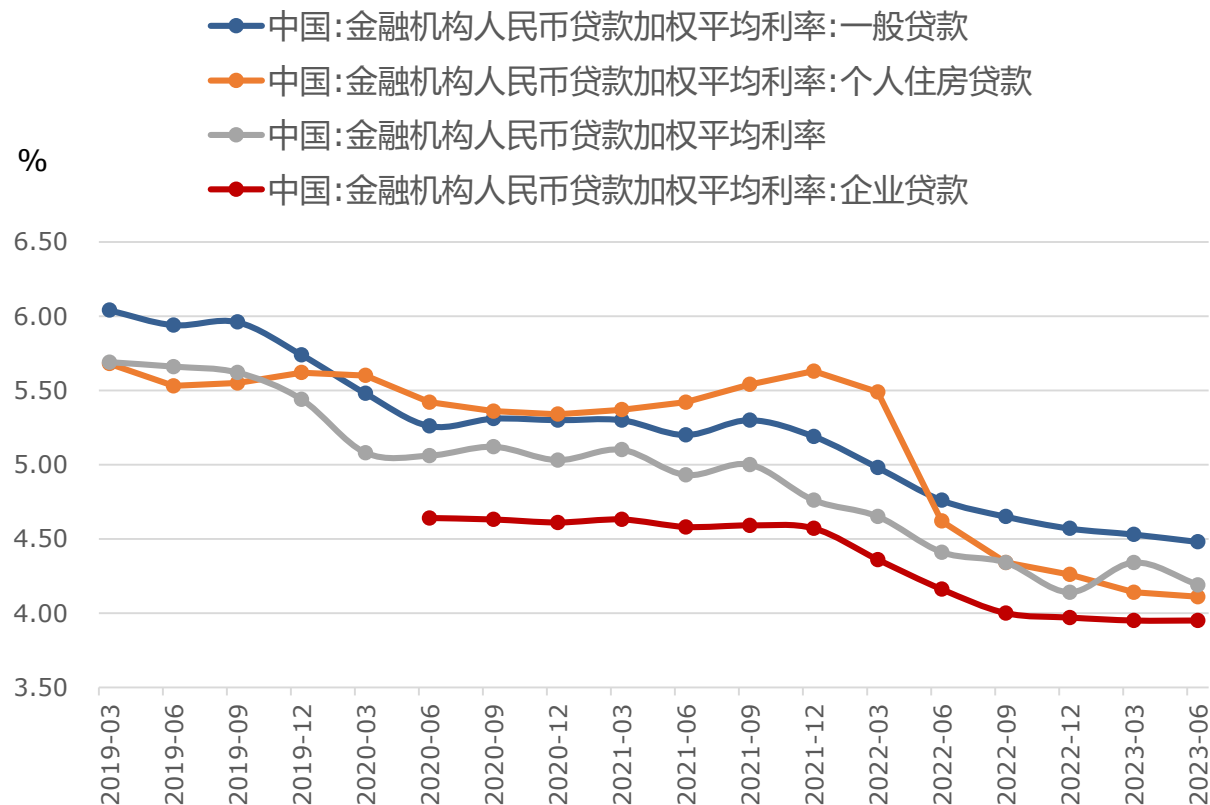
## 8月LPR不对称调降，5年期报价维持不变，不及市场预期

- 继8月15日逆回购利率下调10bp、MLF下调15bp后，8月20日LPR报价出炉，1年期LPR报价下调10bp至3.45%，5年期以上品种报价维持4.20%不变。我们认为引导房贷利率下行以释放房地产刚需及改善性需求仍是推动房地产市场平稳健康发展的核心要义，但考虑到上半年企业中长期贷款价格已在较低水平，房地产的贷款价格调整或更多通过加减点方式进行，而非调整基准利率。整体来看，本次降息的特殊性，兼顾风险防范与稳经济的举措

过去MLF调降而LPR非对称性调降的案例很多，  
但尚未出现过5年期LPR维持不变的情况

	逆回购利率: 7天		MLF: 1年		LPR: 1年		LPR: 5年	
	利率	变动	利率	变动	利率	变动	利率	变动
2019-8-20					4.25	-0.06		
2019-9-20					4.20	-0.05		
2019-11-5			3.25	-0.05				
2019-11-18	2.50	-0.05						
2019-11-20					4.15	-0.05	4.80	-0.05
2020-2-3	2.40	-0.10						
2020-2-17			3.15	-0.10				
2020-2-20					4.05	-0.10	4.75	-0.05
2020-3-30	2.20	-0.20						
2020-4-15			2.95	-0.20				
2020-4-20					3.85	-0.20	4.65	-0.10
2021-12-20					3.80	-0.05		
2022-1-17	2.10	-0.10	2.85	-0.10				
2022-1-20					3.70	-0.10	4.60	-0.05
2022-5-20							4.45	-0.15
2022-8-15	2.00	-0.10	2.75	-0.10				
2022-8-22					3.65	-0.05	4.30	-0.15
2023-6-13	1.90	-0.10						
2023-6-15			2.65	-0.10				
2023-6-20					3.55	-0.10	4.20	-0.10
2023-8-15	1.80	-0.10	2.50	-0.15				
2023-8-21					3.45	-0.10	4.20	0.00

企业贷款平均利率3.95%，较2021年初下降68bp，个人住房贷款平均利率4.19%，较2021年初下降118bp



## 市场利率走势克制，仍在政策利率上沿

- 复盘2019年以来期债行情，在降息周期，10年期国债到期收益率多处于1年期MLF利率下沿，并在MLF调降后1.5个月至2个月后利率反弹至MLF利率水平。2020年4月、2022年1月、2022年8月利率底部较当时MLF利率低48bp、18bp、14bp，而今年6月降息后利率围绕MLF利率2.65%窄幅波动，利率低点不足5bp，8月降息后利率从2.6%以上回落至8月21日盘中最低2.45%，但仍明显高于MLF利率2.50%的水平

本轮降息后10Y国债收益率未触及政策利率

— 10年期国债到期收益率 (%)    — 7天逆回购利率    — 1年期MLF利率





## 期债亦未出现明显回调行情

- 对应10年期国债期货主力合约走势看，降息行情通常经历市场提前抢跑-利好出尽回调的过程，即在LPR报价调整的前后附近交易日到达区间高点后出现回调，这是由于历史上连续降息的情况并不多见，市场对货币宽松通常经历过分乐观至预期兑现至预期修正的过程。而今年6月降息行情中T的抢跑交易及回调更为快速，一周内调整到位后重回震荡偏强行情。8月的降息行情即使时点超预期，市场做多情绪明显克制，10年期国债主力合约在8月21日上涨0.25%后小幅回落，回调幅度温和

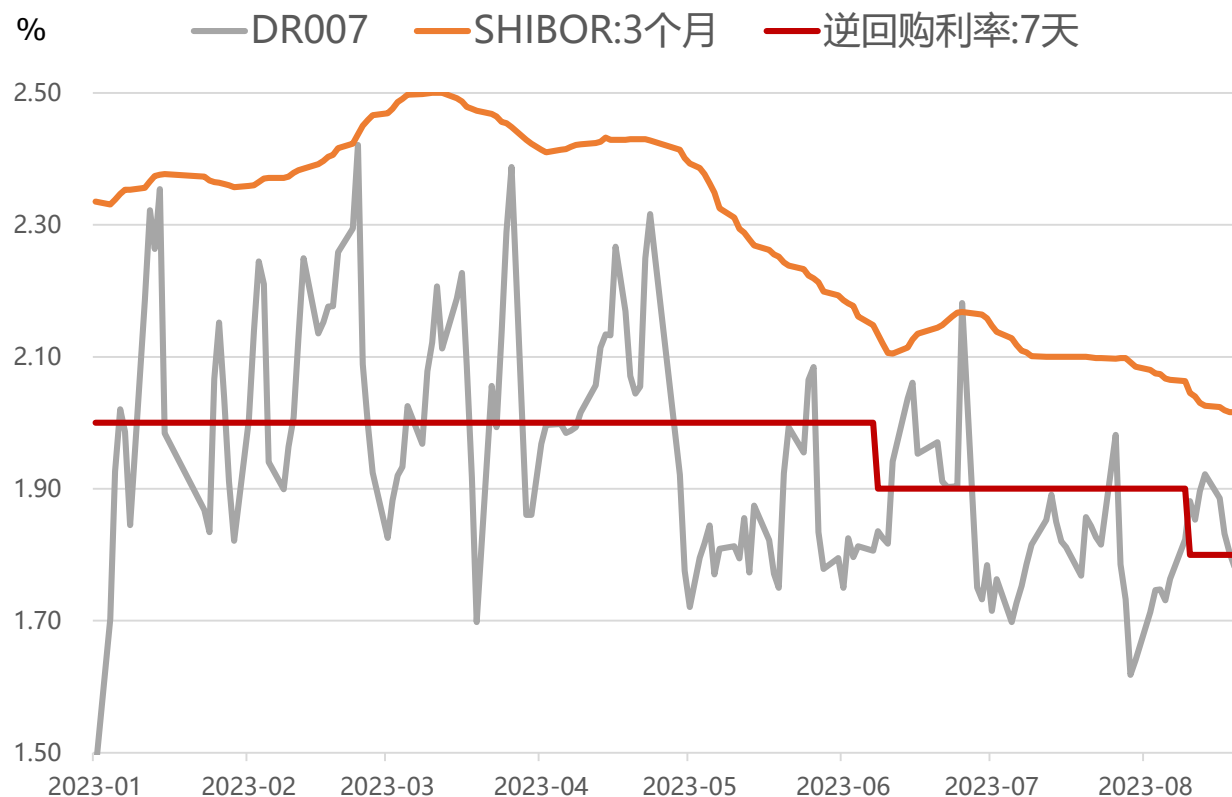
本轮降息后国债期货未出现过于乐观后利好出尽回调的行情



## 本轮降息行情与以往不同的原因

- 一是随着利率中枢稳步下行，目前利率已处历史低位，金融机构配置仓建仓和加杠杆操作有所迟疑，交易仓止盈压力部分兑现，机构对利率债整体处于欠配情况，使得市场利率下行幅度不及政策利率。二是市场长端利率的下行受资金市场制约，上周DR007利率一度反弹至超过1.9%，资金面有所收紧，一定程度上制约了利率下行的节奏。但整体看银行资金供需关系变化不大，资金利率的反弹或是政策导向的结果，与“防止空转套利”的导向所一致，我们认为是短期因素，资金市场整体将维持偏松格局。三是地产政策和财政政策的发力节奏和方式仍是债市的潜在风险**

**资金利率上周偏紧，本周央行净投放后受控**



**票据市场利率延续下行**



# 第三部分

# 美债走势点评



## 近期美债收益率持续攀升

- 回顾回去加息周期，10Y美债收益率一般在加息终点附近触及或高于政策利率后回落，10Y-2Y利差在加息终点及高利率平台区触及倒挂区间，而本次加息周期中10Y收益率在去年底即触顶回落，10Y-2Y利差自去年7月以来持续处于倒挂区间，这是由于本次加息背景及节奏的特殊性，使得经济衰退预期比以往更浓郁。而市场利率较政策利率“乐观”也暗示利率反弹空间大
- 近两周美债长端收益率明显攀升，8月21及22日超4.34%，突破去年底的4.25%高位。截至8月24日，10Y美债收益率收4.23%，较53月低点反弹超100bp

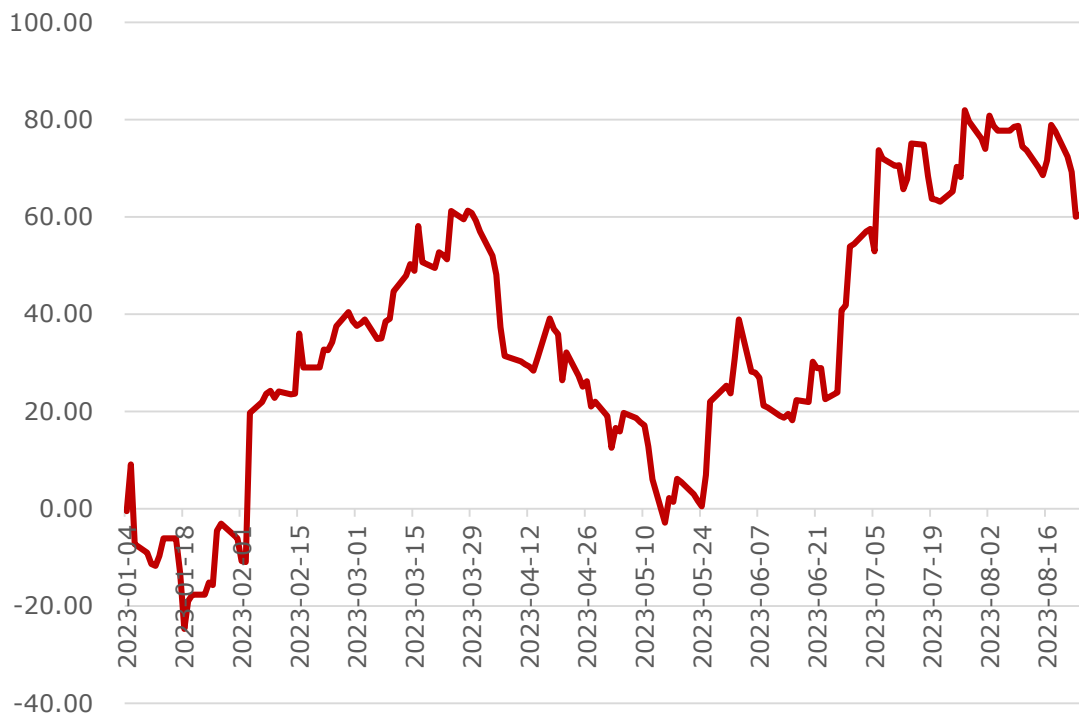


## 近期美债收益率持续攀升

- 美国短期经济韧性、美债发行超预期和美联储态度偏鹰是导致美债利率近期创新高的主因
- 美联储内部近期对真实中性利率存在较大分歧，若真实中性利率仍处低位，则美联储未来利率调整的必要性或紧迫性降低。关注周五-六联储杰克逊霍尔年会上的相关讨论

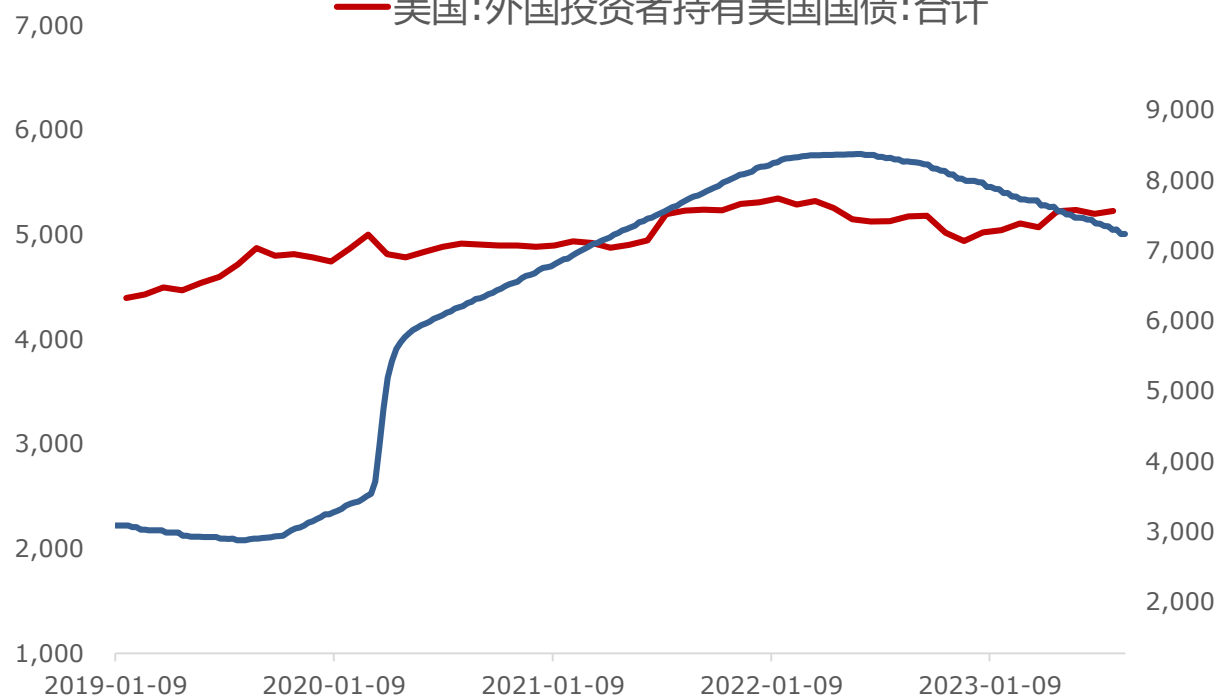
**自5月中旬开始美国经济进入超预期区间，二季度GDP环比折年率高于前值和预期，三季度据亚特兰大联储GDP Now模型测算的GDP环比折年率高达5.8%**

花旗美国经济意外指数



**美联储自去年6月以来缩表，至今累计减持超6880亿美元美债，而美国财政部Q3净发行1万亿美元美债，Q4预计发行8520亿**

— 美国:所有联储银行:资产:持有证券:美国国债:十亿  
 — 美国:外国投资者持有美国国债:合计



# 近期美债收益率持续攀升

- 名义利率包含了对通胀的预期，虽然代表着资金成本，但实际影响资产估值的是实际利率。近期美债长端利率攀升而通胀预期基本稳定，导致实际利率亦明显上行，压制了风险资产和具有金融属性的商品（贵金属、原油、铜等）
- 从美债走势与国内商品的相关性看，近一年相关性不明显，主要叠加了汇率影响，近三年与名义利率的正相关性较为明显。从更长维度的历史数据看，实际利率的拐点通常领先于商品的拐点，名义利率略有滞后

— 美国:国债收益率:10年 — 美国:国债实际收益率:10年期 — 南华综合指数(右轴)



# 免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

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，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：王荆杰期货从业资格：F3084112投资咨询资格：Z0016329邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人：方旻期货从业资格：F03105216邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

# 广州期货主要业务单元联系方式



<b>上海分公司</b> 联系电话: 021-68905325 办公地址: 上海市浦东新区向城路69号1幢12层(电梯楼层15层)03室	<b>杭州城星路营业部</b> 联系电话: 0571-89809624 办公地址: 浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	<b>四川分公司</b> 联系电话: 028-83279757 办公地址: 四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	<b>上海陆家嘴营业部</b> 联系电话: 021-50568018 办公地址: 中国(上海)自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
<b>广东金融高新区分公司</b> 联系电话: 0757-88772666 办公地址: 广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2301、2302房	<b>深圳营业部</b> 联系电话: 0755-83533302 办公地址: 广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场(南区)A座704A、705	<b>佛山分公司</b> 联系电话: 0757-88772888 办公地址: 佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	<b>东莞营业部</b> 联系电话: 0769-22900598 办公地址: 广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
<b>广州营业部</b> 联系电话: 020-31953184 办公地址: 广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	<b>清远营业部</b> 联系电话: 0763-3808515 办公地址: 广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	<b>肇庆营业部</b> 联系电话: 0758-2270761 办公地址: 肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	<b>华南分公司</b> 联系电话: 020-61887585 办公地址: 广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
<b>北京分公司</b> 联系电话: 010-63360528 办公地址: 北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	<b>湖北分公司</b> 联系电话: 027-59219121 办公地址: 湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	<b>山东分公司</b> 联系电话: 0531-66671202 办公地址: 山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	<b>郑州营业部</b> 联系电话: 0371-86533821 办公地址: 河南自贸试验区郑州片区(郑东)普惠路80号1号楼2单元23层2301号
<b>青岛分公司</b> 联系电话: 0532-88697833 办公地址: 山东省青岛市崂山区深圳路100号办公楼户905室	<b>机构业务部</b> 联系电话: 020-22836158 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	<b>机构事业一部</b> 联系电话: 020-22836155 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	<b>机构事业二部</b> 联系电话: 020-22836182 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
<b>机构事业三部</b> 联系电话: 020-22836185 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	<b>广期资本管理(上海)有限公司</b> 联系电话: 021-50390265 办公地址: 上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室		



# 欢迎交流！



广州期货股份有限公司

地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科南塔5/6楼，北塔30楼

网址：[www.gzf2010.com.cn](http://www.gzf2010.com.cn)