

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

如何理解 LPR 降长不降短？

2022 年 5 月 20 日

- **LPR 下调的三大成因：**一是央行综合运用降准、上缴利润、MLF 净投放、再贷款多种货币政策工具，维持银行间流动性稳中偏松，缓解了流动性约束。二是央行稳定开展 CBS 操作，以永续债为突破口推动银行补充资本，同时鼓励大型银行降低拨备覆盖率，缓解了资本约束。三是央行启动存款利率改革，将 10Y 国债与一年期 LPR 纳入定价，推动存款利率市场化，降低银行高息揽储动机，打开存款利率进一步下行空间，缓解了利率约束。
- **如何理解 LPR 降长不降短？**1) 五年期 LPR 下调 15bp，降幅创下历史新高，释放出明确的稳增长、稳房贷信号。当前避免信贷塌方，重点是避免房贷塌方，此次 LPR 下调，住房按揭利率下限再减 15bp，叠加各地限购限售松绑，有望带动房地产销售逐步回暖。2) 一年期 LPR 维持不变，一是今年以来基建兜底，短贷需求不弱。二是央行助企纾困更多靠结构性政策工具，更加精准，同时可解决融资难、贵问题。三是消费、经营贷收缩的根源在疫情，降 LPR 以刺激信贷需求的方式治标不治本。
- **单纯依靠货币政策支持经济增长越来越受到限制。**今年以来，中国货币政策主动作为应对“三重压力”，在第一阶段取得了积极成效。包括维持流动性合理充裕、支持 1-3 月社融信贷实现增长、引导贷款利率稳中有降等等。4 月份以来，中国经济压力加大，内部受疫情冲击，外部面临地缘政治冲突加剧、主要发达经济体加快收紧货币政策。在这样的背景之下，货币政策能做的已越来越有限。
- **经济迎难而上，需要推出重磅增量政策。**稳增长需要更加积极有力的财政政策，一是今年专项债发行前置，为保证下半年基建投资具备强度，需要财政进一步支持。二是消费等行业受疫情影响较大，同时对经济有重要支撑作用，亟需政策纾困。三是公共财政捉襟见肘，未来常态化核酸检测等抗疫支出只增不减，也需要资金补充。我们认为“增量政策工具”或为增发国债，大概率在下半年，规模可能超万亿，重点支持基建、消费与抗疫，有望支撑经济强力回升，向全年预定目标迈进。
- **风险因素：**疫情再度恶化，政策推进不及预期。

目 录

一、LPR 下调的三大成因.....	3
二、如何理解 LPR 降长不降短?	5
三、经济迎难而上, 需要推出重磅增量政策.....	8
风险因素	8

图 目 录

图 1: 2022 年 1-5 月份 MLF 合计净投放 4000 亿元.....	3
图 2: 4 月份以来 DR007 持续位于短期政策利率下方	4
图 3: 央行稳定开展 CBS 操作, 以永续债为突破口支持银行补充资本.....	4
图 4: 2022 年一季度共计 10 家上市银行降低拨备覆盖率	5
图 5: 央行启动存款利率改革, 将 10Y 国债与 LPR 纳入定价.....	5
图 6: 5 年期 LPR 下调 15bp, 降幅创下历史新高	6
图 7: 居民房贷、企业开发贷进一步下探.....	6
图 8: 贷款利率与商品房销售负相关.....	7
图 9: 2022 年 1-4 月短期贷款 (含票据融资) 较去年同期明显多增.....	7
图 10: 疫情反复压制消费经营活动, 相关贷款需求持续下挫	8

事件：

5月20日上午9:15，央行发布5月LPR公告，1年期LPR为3.7%，预期为3.65%，上月为3.7%。5年期以上LPR为4.45%，预期为4.55%，上月为4.6%。

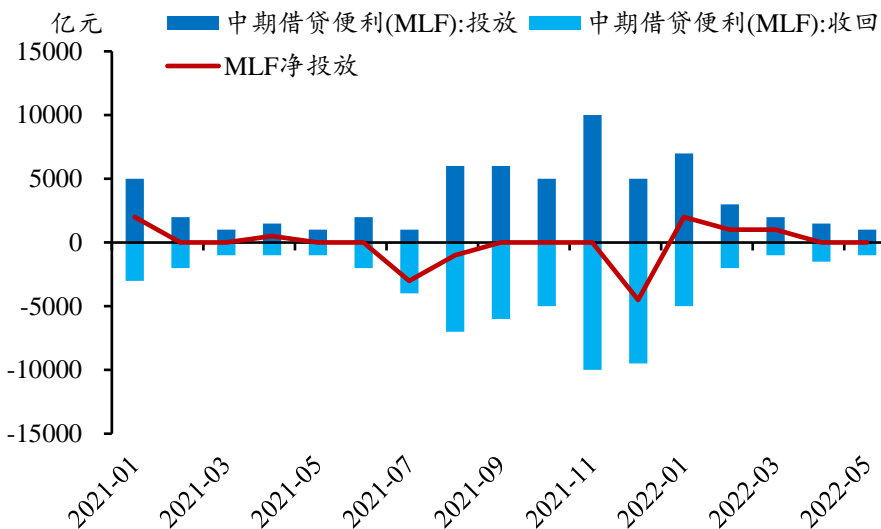
一、LPR下调的三大成因

4月以来，银行面临的流动性、资本、利率三大约束均有明显缓解，存在充足空间推动LPR下调。

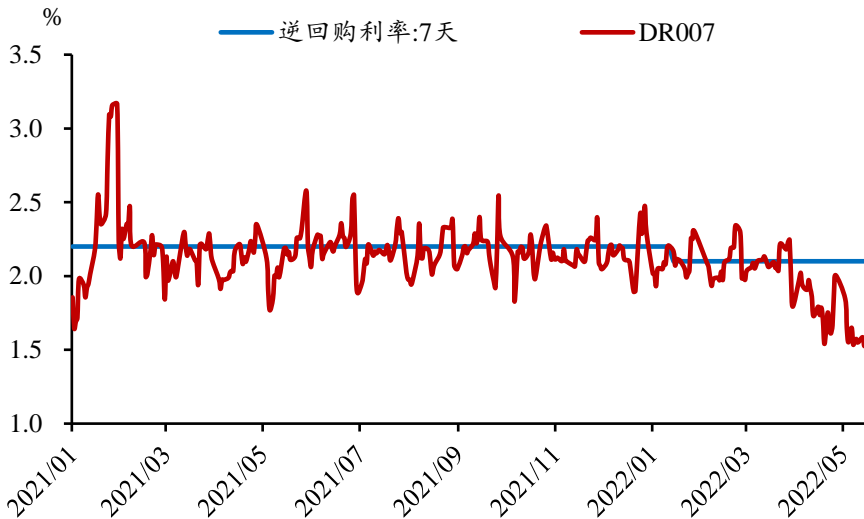
一是央行综合运用多种货币政策工具，维持银行间流动性合理充裕，缓解了流动性约束。首先是降准，4月15日央行全面下调存款准备金率0.25个百分点，共计释放长期资金约5300亿元，有效降低了金融机构资金成本。其次是上缴结存利润，央行今年向中央财政上缴结存利润，总额将超1.1万亿元。5月10日央行国库局局长董化杰表示“2022年已上缴结存利润8000亿元，相当于降准0.4个百分点”。接着是MLF净投放，今年1-5月份MLF合计净投放4000亿元。最后是结构性政策工具，2022年起，原用于支持普惠小微贷款的4000亿再贷款额度可以滚动使用，必要时可进一步增加总额，此外4月以来央行先后推出4400亿元再贷款工具。

上述工具有效补充了流动性，4月份以来，DR007持续位于短期政策利率下方，反映出银行体系流动性稳中偏松。

图 1：2022 年 1-5 月份 MLF 合计净投放 4000 亿元

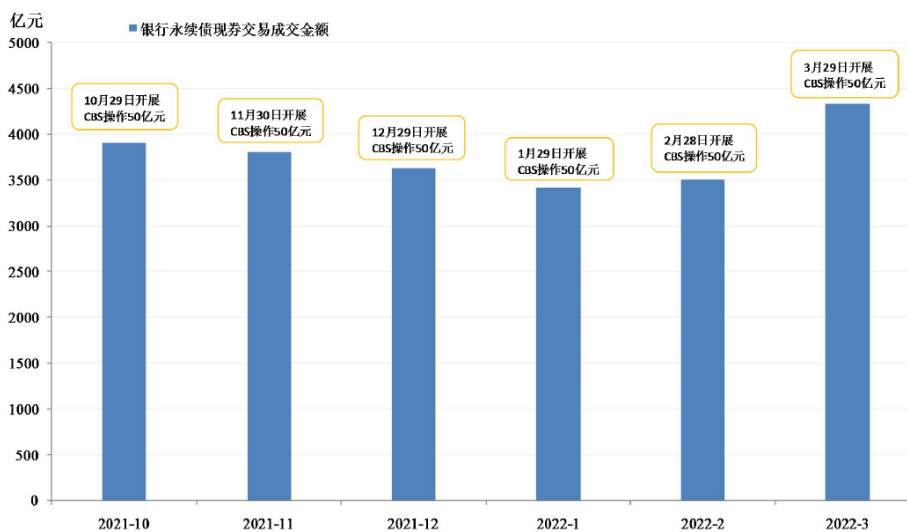


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

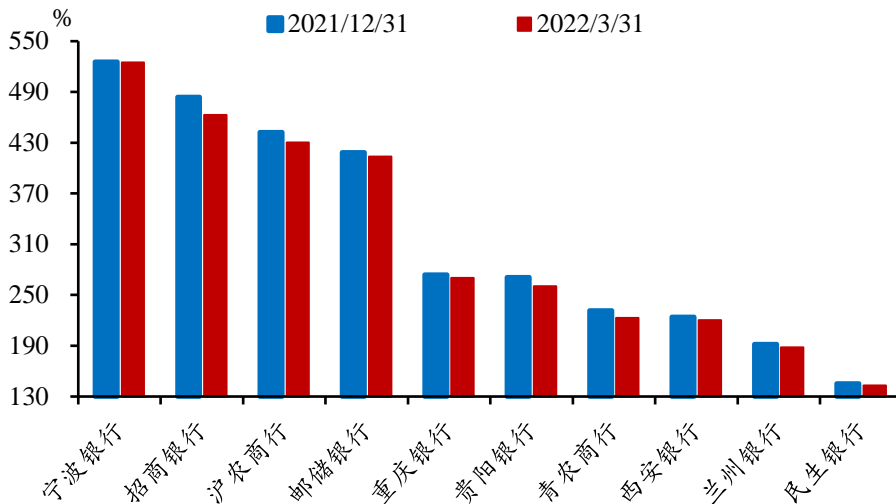
图 2：4 月份以来 DR007 持续位于短期政策利率下方


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二是央行稳定开展 CBS 操作推动银行补充资本，同时鼓励大型银行降低拨备覆盖率，缓解了资本约束。2022 年以来，央行以每月一次的频率稳定开展 CBS 操作，持续提升银行永续债二级市场流动性，支持银行特别是中小银行发行永续债补充资本。4 月 13 日国常会上鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率，截至目前上市银行一季报披露完毕，包括邮储、招商银行在内的共计 10 家上市银行拨备覆盖率出现下降。降拨备有利于降低银行风险成本，缓解负债端压力，释放利润，增强银行资本充足率。

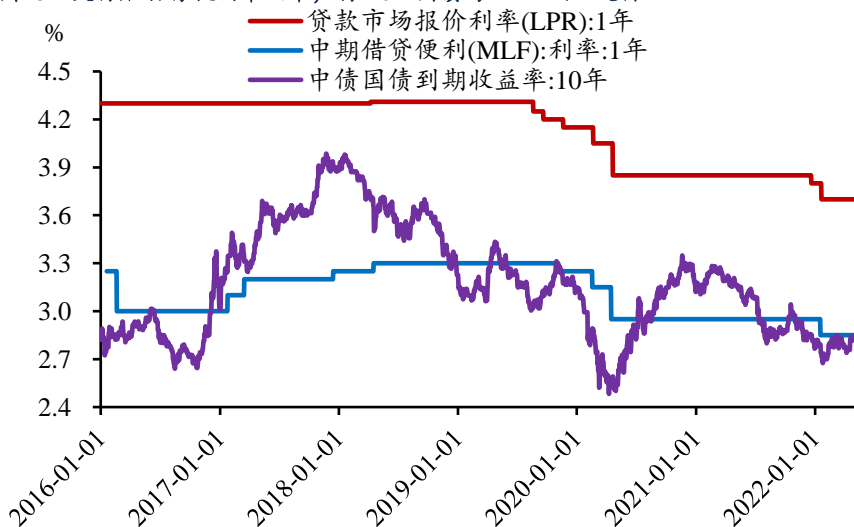
图 3：央行稳定开展 CBS 操作，以永续债为突破口支持银行补充资本


资料来源: 中国人民银行《2022 年一季度货币政策执行报告》，信达证券研发中心

图 4：2022 年一季度共计 10 家上市银行降低拨备覆盖率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三是启动存款利率改革，引导存款利率进一步下降，缓解了利率约束。4 月份，市场利率定价自律机制鼓励中小银行存款利率浮动上限下调 10 个基点 (BP) 左右。5 月份，央行在 2022 年一季度货币政策执行报告中披露启动存款利率改革，一是将 10Y 国债纳入定价，推动存款利率市场化，打开存款利率进一步下行的空间。二是将 1 年期 LPR 纳入定价，稳定银行存贷利差，降低银行高息揽储动机，同时使得存款利率受货币政策的传导更加畅通。

图 5：央行启动存款利率改革，将 10Y 国债与 LPR 纳入定价


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

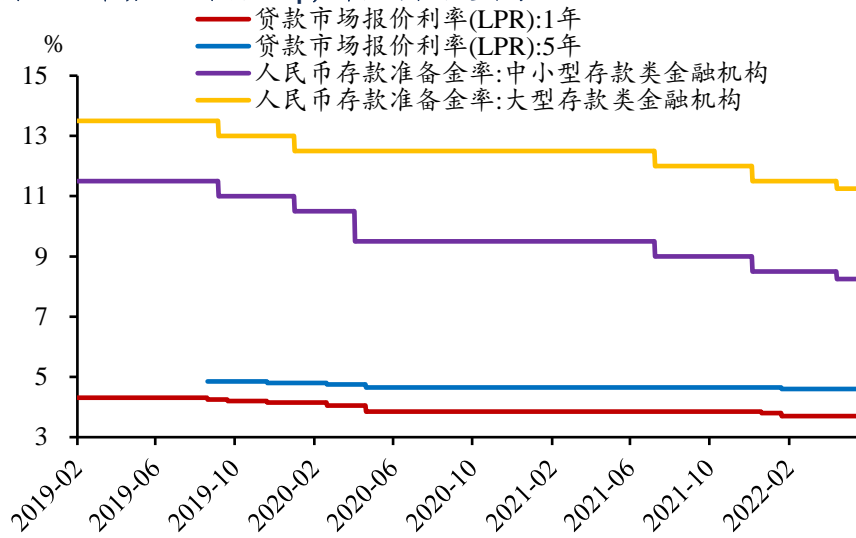
二、如何理解 LPR 降长不降短？

五年期 LPR 下调，对于稳房贷、稳预期的意义重大。5 月份 5 年期 LPR 下调 15bp 至 4.45%，降幅创下历史新高，在此之前，LPR 最大降幅是 10bp。此次 5 年期 LPR 超预期调降，释放出明确的稳增长、稳房贷信号。当前信贷结构偏弱，中长期贷款需求不足，尤其是房贷明显拖累。一方面，在房价边际下降的情况下，居民购房意愿偏弱，叠加受疫情封控影响，居民看房、购房受限，房贷需求持续下滑。另一方面，销售的疲软同时还限制了房地产投资的能力。截至 4 月末，居民房贷、企业开发贷当月同比增速进一步下探，房地产市场预期仍未转正。

住房按揭利率下限再减 15bp，叠加各地限购限售松绑，有望带动房地产销售逐步回暖。5 月 15 日，央行银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，首套住房按揭利率可在 5 年期 LPR 下再减 20bp（此前请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 5

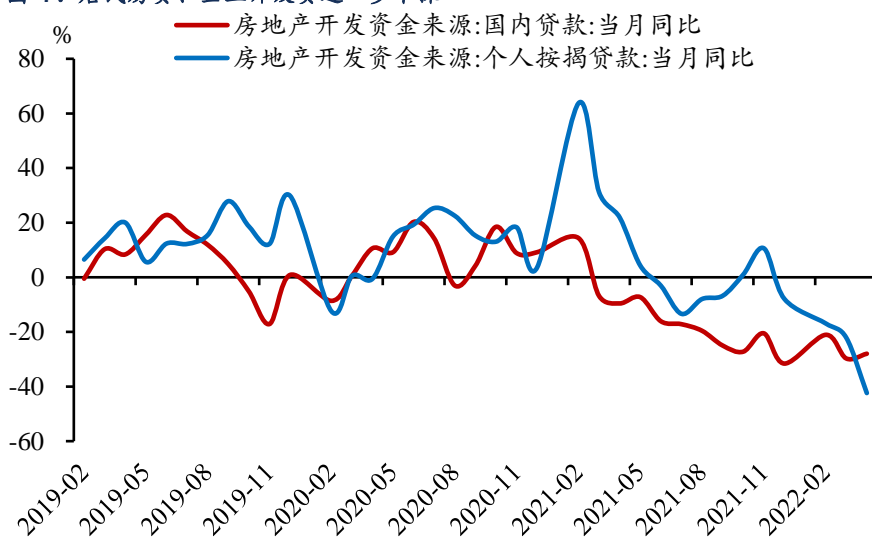
为不低于5年期LPR),此次5年期LPR大幅下调,住房按揭利率下限再减15bp,政策面稳房贷的决心可见之大。今年以来,多个城市在“因城施策”的框架下放松限购限售政策,有望与房贷利率下调形成合力,带动房地产销售逐步回暖。

图 6: 5 年期 LPR 下调 15bp, 降幅创下历史新高

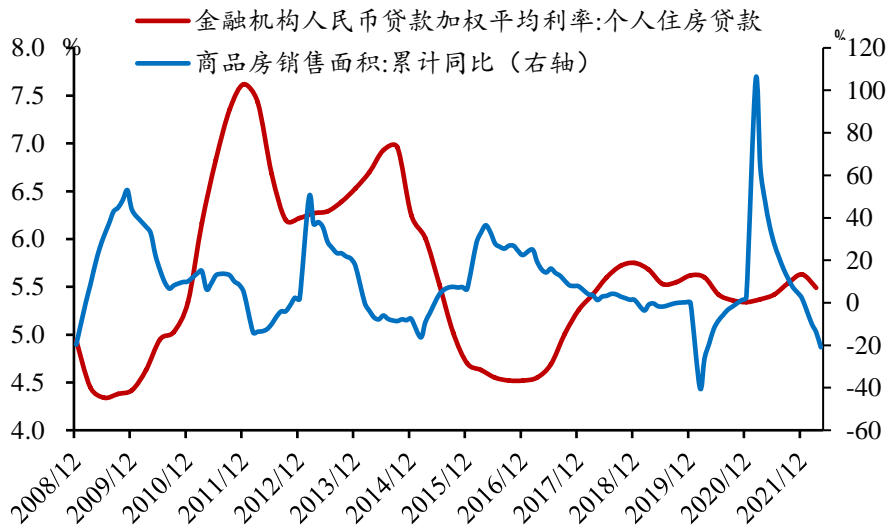


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 居民房贷、企业开发贷进一步下探



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：贷款利率与商品房销售负相关


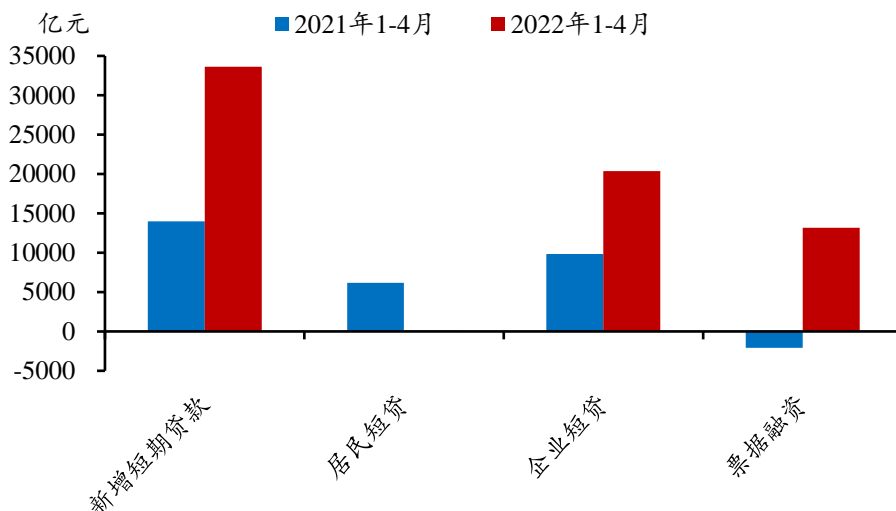
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

一年期 LPR 维持不变，主要与今年以来短贷需求不弱，央行助企纾困更多靠结构性政策工具，疫情是消费经营活动最大制约等因素有关。

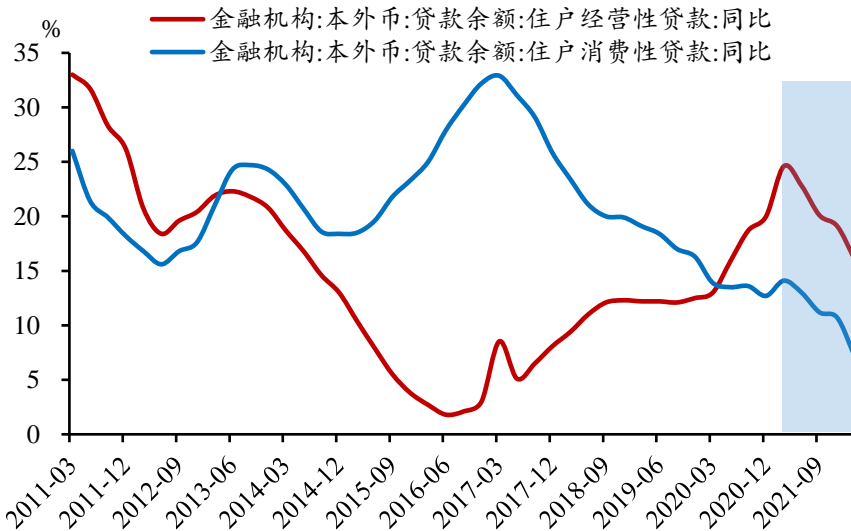
1) 今年以来基建兜底，短贷需求不弱。2022 年 1-4 月短期贷款（含票据融资）较去年同期明显多增，尤其是企业短期贷款和票据融资，均同比多增 1 万亿以上。这与今年以来基建回暖关联较大，各地集中开工，施工企业存在补充营运资金的需求。

2) 央行助企纾困更多靠结构性政策工具。3 月以来实体经济受疫情冲击，叠加要素短缺、原材料等生产成本上涨等因素，企业尤其是中小微企业经营困难增多，有效融资需求明显下降。面对这样的困境，央行推出多项再贷款等结构性货币政策工具助企纾困，既可以精准滴灌实体经济，又可以帮助解决中小微企业融资难、贵问题。

3) 疫情是消费、经营贷收缩的根源，降 LPR 并非最有效的方式。2021 年二季度以来，住户经营性和消费性贷款增速明显下行。究其原因，主要是疫情影响下，居民消费和经营活动双双受限，相关贷款需求被压制。在这样的情境下，降 LPR 以刺激信贷需求的方式治标不治本。当前疫情影响逐步消退，在常态化核酸检测的新模式下，经济有望企稳复苏。

图 9：2022 年 1-4 月短期贷款（含票据融资）较去年同期明显多增


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：疫情反复压制消费经营活动，相关贷款需求持续下挫


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、经济迎难而上，需要推出重磅增量政策

单纯依靠货币政策支持经济增长越来越受到限制。今年以来，中国货币政策主动作为应对“三重压力”，在第一阶段取得了积极成效。包括维持流动性合理充裕、支持 1-3 月社融信贷实现增长、引导贷款利率稳中有降等等。4 月份以来，中国经济压力加大，内部受疫情冲击，外部面临地缘政治冲突加剧、主要发达经济体加快收紧货币政策。在这样的背景之下，货币政策能做的已越来越有限。

经济迎难而上，需要推出重磅增量政策。稳增长需要更加积极有力的财政政策，一是今年专项债发行前置，为保证下半年基建投资具备强度，需要财政进一步支持。二是消费等行业受疫情影响较大，同时对经济有重要支撑作用，亟需政策纾困。三是公共财政捉襟见肘，未来常态化核酸检测等抗疫支出只增不减，也需要资金补充。我们认为“增量政策工具”或为增发国债，大概率在下半年，规模可能超万亿，重点支持基建、消费与抗疫，支撑经济强力回升，向全年预定目标迈进。

风险因素

疫情再度恶化，政策推进不及预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。