

新一轮稳增长“加力”的开始

事件：

5月20日，1年期LPR持平于3.7%，5年期LPR下调15BP至4.45%。

点评：

■ 5年LPR超预期下降，提振需求、稳地产的同时，缓解存量债务付息压力

5年LPR下降15BP，降幅创有数据以来新高。LPR制度改革以来，1年和5年LPR呈现非对称式调整的特征，1年LPR共下降了55BP，而5年LPR调整幅度相对较小、此前共下降25BP；本次5年LPR下降15BP至4.45%、降幅仅次于1年LPR在20年疫情期间20BP的降幅，而1年LPR维持不变、持平于上月的3.7%。

不同以往的非对称式降息，与实体需求加速下滑、稳地产等紧密相关。当前实体需求相对低迷，不只是受到疫情的冲击；实体需求的收缩在去年底今年初已开始加速显现，企业和居民中长期贷款先后大幅回落。此前个人首套房商贷利率下限的下调，已释放稳地产的积极信号，5年LPR下降进一步降低了购房贷款成本。

LPR降低，短期激发实体需求的同时，帮助缓解实体和地方政府存量债务付息压力。贷款利率锚定LPR机制下，5年LPR调降，会直接带来企业和居民新增中长期贷款融资成本的明显下降，激发实体需求；而存量浮息贷款利率大多会在一年内跟随LPR调整，进而缓解企业、居民和地方城投平台等存量债务的付息压力。

■ LPR降低或是新一轮稳增长“加力”的开始，后续关注财政、地产等措施

LPR降低，或是新一轮稳增长“加力”的开始。在资金滞留金融体系现象凸显下，5年LPR降低直接引导融资成本下降，或有助于加快资金疏导；15BP的降幅也并非降成本的“终点”，LPR仍有进一步下降的空间。同时，货币政策增加结构性工具运用，加大对重点领域、拨冗环节等融资支持；央行与国开行等合作，运用类似PLS工具定向支持交通、能源等重大项目建设，亦是可能的备选方案。

不只是货币政策，财政和各地地产等维稳加码信号也非常明确，但并非“走老路”。稳增长，只有“水”不够，还需要“面”，加快财政资金的拨付使用、项目开复工等，主动释放需求的措施已在路上，留抵退税等保市场主体保就业也在加紧实施中。5年LPR和首套房利率下限降低，打开了各地“因城施策”调整空间，但不同城市地产供需逻辑不同，决定了稳地产的演绎可能不同于传统周期。

重申观点：经济最差的阶段或已过去，后续修复节奏和弹性仍需紧密跟踪。疫情对经济活动和市场预期的干扰最大阶段或主要集中在4月，伴随着疫情影响逐渐减弱，经济活动已开始逐步修复，生产修复或快于投资和消费，后续关注稳增长持续“加力”及对经济需求提振效果（详情参见《LPR下调，或只是开始》、《稳增长，项目抓手有哪些？》）。

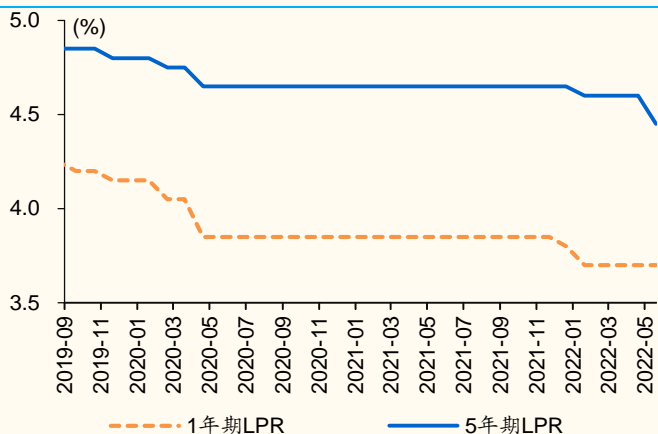
风险提示：政策效果不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

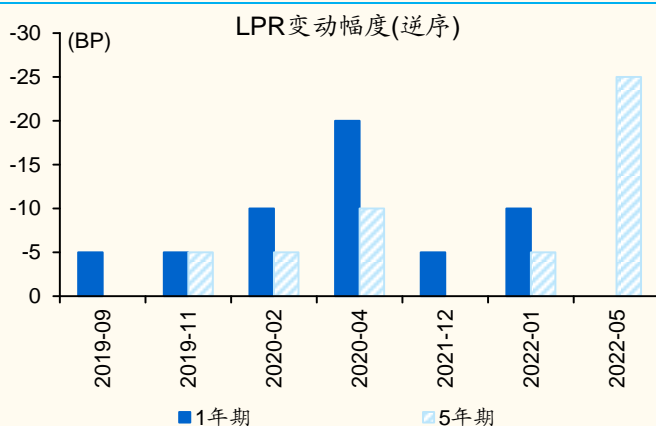
马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

图表 1: 5月20日, 5年LPR降15BP、1年不变



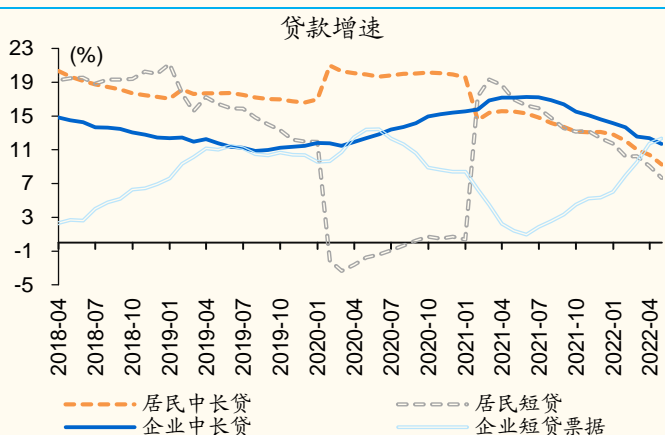
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 5年期LPR降幅为历史最大



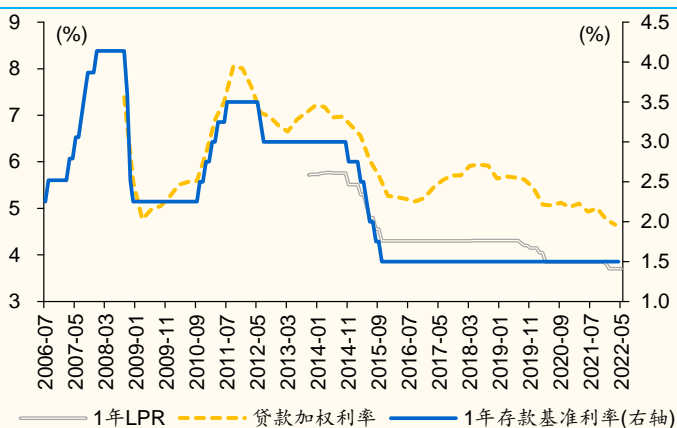
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 企业中长贷、居民部分贷款纷纷走弱



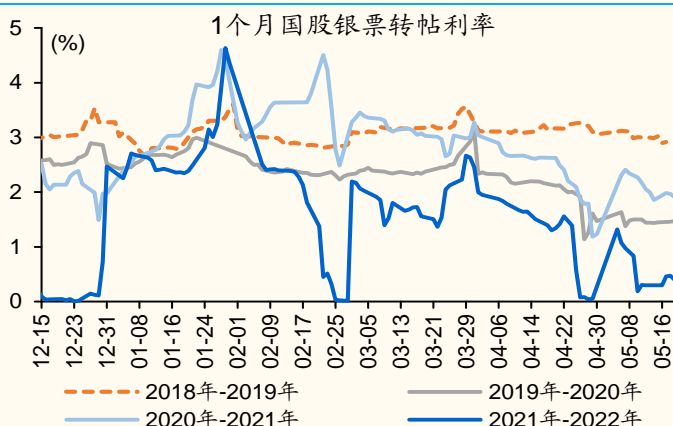
来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: LPR框架下, LPR下降引导贷款利率下降



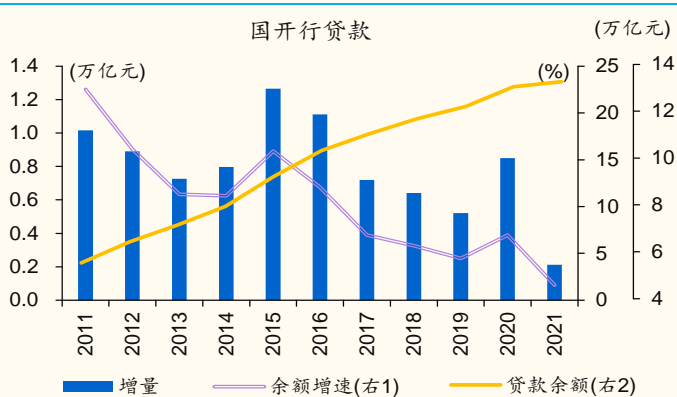
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 票据低利率指向5月上半月贷款依然偏弱



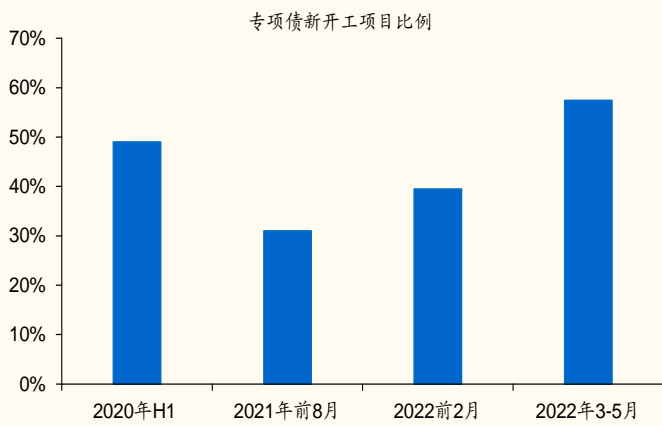
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 关键时候, 国开行贷款或是财政融资主要补充



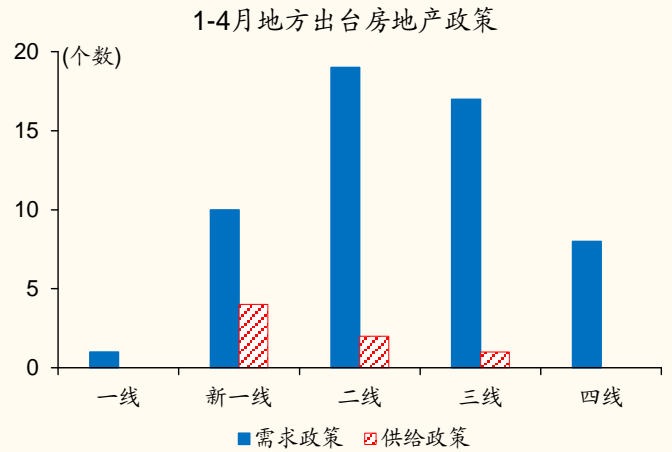
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 专项债新开工项目增多



来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

图表 8: 近期, 二线及以下城市密集出台稳地产政策



来源: 各地政府网、新华社、国金证券研究所

风险提示:

1、**政策效果不及预期。**债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情反复超预期, 进一步抑制项目开工、生产经营活动等。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场 T3-2402