

520 降息预示开启稳增长新阶段

报告日期: 2022-05-20

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_测算: LPR 还有再降息空间吗?》2022-01-10
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_本轮宽信用的两个猜想》2022-01-13
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五问开年降息,对经济和配置有何影响?》2022-01-20
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_数读 LPR 调降》2022-01-20
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_降准要来,然后呢?——4.13 国常会解读》2022-04-14
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_滞胀的内核是通缩,仍可能小步慢跑地宽松》2022-04-17
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_一季度央行货币政策报告的 8 大关注点》2022-05-09

主要观点:

- **事件:** 2022 年 5 月 20 日,央行公告称 1 年期贷款市场报价利率 (LPR) 保持 3.7% 不变; 5 年期以上 LPR 下调 15 个基点至 4.45%。
- **本次 LPR 降息是否超预期? 为何是 15BP? 降息原因是什么?**
本次 LPR 降息 15BP, 为房贷利率采取 LPR 加点定价模式后幅度最大的一次降息, 超市场预期。从原因上看:
 - 1) **货币政策宽松环境下, 银行有调降 LPR 空间。去年中旬以来各种货币政策工具共计为银行降低负债成本约 23BP, 对于 5 年期 LPR 来说, 1 月已降 5BP, 本次降息 15BP 较为合适。**去年下半年以来, 央行通过降准、新增支小再贷款额度、两项双碳工具、存款自律上限优化等方式降低银行负债成本。今年以来, 央行通过 1 月全面降息、4 月全面降准、以及科技创新、普惠养老、煤炭清洁再贷款等方式继续压降银行负债成本。其中, 最主要的是 4 月央行指导利率自律机制建立存款利率市场化调整机制, 使得 4 月最后一周全国金融机构新发生存款加权平均利率为 2.37%, 较前一周下降 10 个基点, 为贷款利率的下调释放了空间。这也是我们在报告《一季度央行货币政策报告的 8 大关注点》中强调的“可能通过压降存款利率的方式降低贷款利率, LPR 仍有调降可能, 从而推动降低企业综合融资成本”。
为了更直观体现各种货币政策工具对银行负债端成本的压降, 我们延续报告《测算: LPR 还有再降息空间吗?》中的算法, 利用 46 家上市银行数据细化测算, 得到 2021 年中以来的各种货币政策工具对银行负债端成本的影响, 特别是更新了今年 1 月降 MLF 利率 (降负债成本 3BP)、4 月降准 (降 0.4BP)、设立科技创新、普惠养老再贷款, 扩大煤炭清洁再贷款 (降 0.2BP)、4 月存款利率市场化调整机制 (降 10BP) 对银行负债端成本的影响。总体看, 去年中旬以来各种政策举措合计节省银行资金成本约 3500 亿元, 对应降低银行负债成本约 23BP。2021 年 12 月和 2022 年 1 月 1 年期 LPR 累计下调 15BP, 同期 5 年期 LPR 仅累计下调 5BP, 意味着 5 年期 LPR “降息不足”, 因此这次“降息”也存在补降的成分, 15BP 幅度较为合适。同时意味着虽然此次 LPR 调整完, LPR 与 MLF 利差缩窄, 但由于前期已经有降存款利率、降准等政策铺垫, 对银行的负面影响有限。
 - 2) **释放经济维稳、地产维稳信号。**5 年期以上 LPR 与按揭利率挂钩, 当前地产景气度较差, 稳地产政策加码诉求较强。4 月房地产开发资金来源累计同比为 -23.6%, 拿地销售开竣工跌幅进一步扩大, 房地产开发投资累计同比为 -2.7%、较前值下滑 2.0 个百分点, 房地产开发投资当月同比为 -10%、较前值下滑 7.7 个百分点, 指向房企融资端资金压力缓解效果仍不明显, 且地产景气仍差, 需要政策放宽刺激需求。
 - 3) **降低实体综合融资成本, 平抑融资需求收缩态势, 提高基建、制造业、房地产等中长期融资意愿。**5 年期 LPR 除影响按揭贷款外, 还与基

建、制造业、房地产等固定资产投资相关的企业中长贷关联紧密。4月金融和经济数据全面下行，企业中长贷大幅少增，固定资产投资三大分项呈不同程度走弱。我们基于生产法和分地区法测算疫情扰动下、Q2 GDP可能下探至[2.1%，3.4%]，年内5.5%经济增长目标压力加大，需要投资端进一步发力。经测算，五大国有银行2019-2021年三年间平均涉房、基建和制造业贷款占比分别为36.7%（个人住房贷款与房地产业贷款）、19.5%（电力、燃气及水的生产和供应业，建筑业，交通运输、仓储和邮政业）和9.9%（制造业）。5年期LPR调降有利于降低基建、制造业等中长期贷款成本，释放经济维稳的坚定决心，改善市场悲观预期，引导企业部门扩大融资需求。

● 本次LPR降息的影响？

1) **有利于提振商品房需求，促进房地产市场健康平稳运行。**4月商品房销售面积累计同比较前值下滑7.1个百分点至20.9%，70城房价数据整体延续降势，新房价格4月同比增长-0.1%、二手住宅价格同比增长-1.6%，同时4月住户部门中长贷再度负增，指向疫情对地产销售冲击较大、多地宽松政策尚未有效释放购房需求。以地铁客运量作为居民生活和消费半径的衡量指标，该指标领先30城商品房成交面积约3周，本周重点十城客运量为2601.8万人，较3月初高位回落-41.8%，北京、南京、郑州、广州出现明显下行，目前地铁客运量指标已边际企稳，预计疫情防控对地产销售的影响将持续至6月。本次5年期LPR的下调，出台时点恰逢其时，部分热点地区房贷利率也有望下调，提振商品房需求。

2) **全面“降息”与结构化宽松相结合，理论上首套房贷利率最大下调幅度或可达35BP，进一步打开了各地“因城施策”的空间。**5月15日，央行和银保监会调整首套房贷利率下限为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减20个基点。截至5月18日，已有天津、郑州、济南、苏州、宜宾、无锡等地下调首套房贷利率。叠加此次5年期LPR调降，后续自主下调房贷利率不仅在幅度上有更大空间，即理论上首套房贷利率最大下调幅度或可达35BP，同时在地域上有更多城市“因城施策”。

3) **需要注意的是，“降息”对房地产销售的真实提振情况仍取决于居民加杠杆的意愿和能力，短期受制约，中长期将小幅稳步提升。**短期看，疫情对居民收入造成了结构性冲击，包括财产性收入增速下滑幅度加大、中等收入群体收入恢复好于低收入群体等，收入差距拉大将制约低收入群体加杠杆能力和意愿（详细请见报告《信用至暗时刻背后的结构、风险和背离》）。中长期看，居民将小幅稳步加杠杆。一方面，加杠杆仍有空间：剔除经营性贷款后，我国2022年Q1居民杠杆率为47.4%，距离65%警戒线仍有差距，也低于发达国家的75.7%和G20的65.1%；另一方面，加杠杆也有能力：我国高储蓄和高首付比例为居民债务提供了安全垫，同时住户部门可支配收入占GDP比重稳步抬升，从“十一五”期间平均的56.0%上升至“十三五”期间的59.5%，表明住户部门加杠杆能力强于其他部门。长期来看居民收入增速将延续疫情前稳中趋降、与经济增速相匹配的增长形势，对居民小幅稳步加杠杆构成支撑（详细请见报告《我们距离5.5%，还有多远的路要走？》）。

4) 年内减少存量房贷利息支出约 72 亿元，2023 年全年存量个人房贷减少利息支出约 420 亿元，长期有利于释放居民消费需求。央行在《有序推进贷款市场报价利率改革》货币政策执行报告增刊中指出，“截至 2020 年 8 月末，存量贷款定价基准转换工作已顺利完成。存量个人房贷累计转换 28.3 万亿元、6429.7 万户，转换比例 98.8%，94% 已转换的存量个人房贷参考 LPR 定价”。考虑到我国浮动房贷利率的重定价日在每年的 1 月 1 日或贷款发放日的对月对日，粗略估计 2022 年存量个人房贷规模达 30 万亿元、94% 参考 LPR 定价，假定其中 50% 选择贷款发放日的对月对日作为重定价日，则 5 年期 LPR 下调 15BP，此类贷款今年 6-12 月减少利息支出约 72 亿元，2023 年全年存量个人房贷减少利息支出约 420 亿元，长期来看有利于促进社零消费回暖、逐步恢复至疫情前水平。

● **资产配置建议：利好地产，幅度可能有限；提示消费长期回升逻辑；利好银行。**

居民加杠杆空间较大，但受疫情冲击、就业形势严峻、收入差距扩大等因素制约，本轮地产回暖大概率呈“小幅稳步加杠杆”，降息对地产权益板块利好，但程度可能有限，后续地产政策还需从供给端继续发力；在坚持“房住不炒”的总基调下，房地产长效机制逐步建设完善，中央鼓励刚需和改善性需求、抑制投机性购房，因而降息带来的购房开支减少从长期来看可能会转化为消费支出，缓解地产对消费的挤压，进一步推升最终消费率。鉴于此次降息建立在银行充分降低负债成本基础之上，某种程度上是 1 月以来银行的“补降”，因此这个角度对银行利空有限。同时，降息有助于经济企稳改善，助力宽信用，有利于提升银行资产质量，利好银行。

● **实现 5.5% 难度极大，后续稳增长持续性将超预期。**

央行大幅降 5 年期 LPR 可能只是个开始，维持此前判断，信用经济走弱，实现 5.5% 需要付出极大努力，稳增长政策仍需继续加速加码，且持续性将超预期。可能的举措包括：结构性货币政策发力，继续通过压降存款利率来降低实际贷款利率；房地产供需面进一步松动，“因城施策”向高能级城市延伸；专项债更加前置、做好减税降费工作，特别国债、提前下达专项债额度、各地发消费券等都是可选增量工具，将进一步做好扩基建、稳地产、稳外贸、促消费等工作。

● **风险提示**

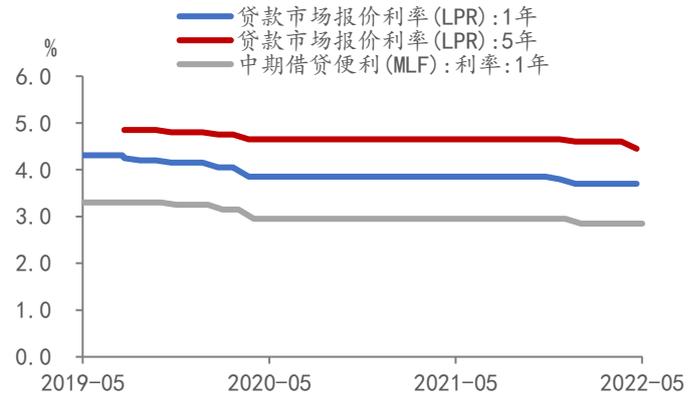
疫情反复超预期，货币政策执行力度不及预期。

图表 1 MLF 和 OMO



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 1 年 LPR 不动, 5 年 LPR 下调 15bp



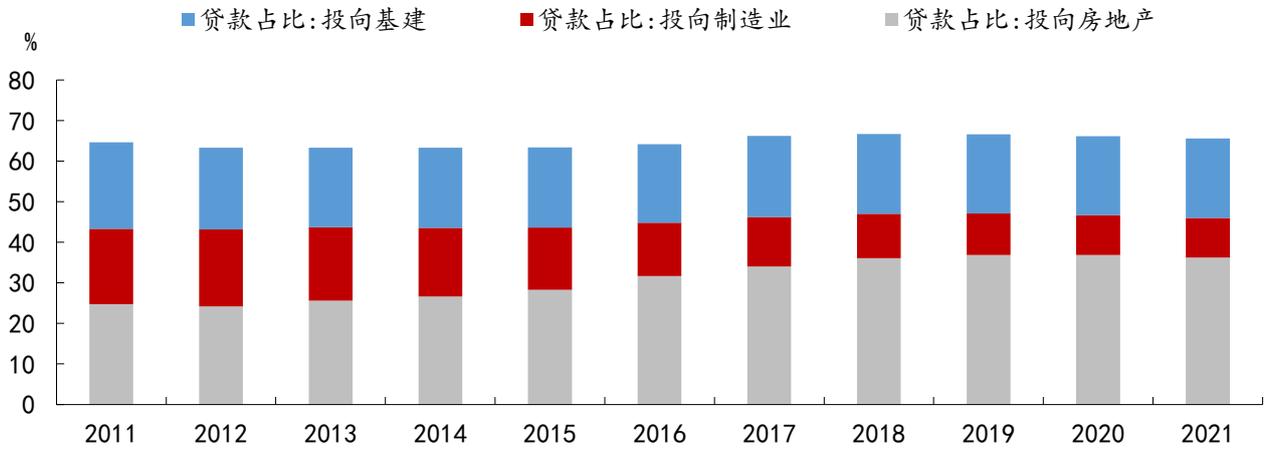
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 2021 年中以来一系列货币政策工具合计降低银行成本测算

货币政策工具	原始利率	新利率	息差	释放资金 (亿)	节约成本 (亿元)	降低负债成本 (bp)
2021年7月降准 (2021.07.09)	MLF利率 2.95%	法定存款准备金利率 1.62%	息差 1.33%	释放资金 (亿) 10000	节约成本 133	0.85
2021年12月降准 (2021.12.06)	MLF利率 2.95%	法定存款准备金利率 1.62%	息差 1.33%	释放资金 (亿) 12000	节约成本 159.6	1.02
新增3000亿支小再贷款额度 (2021.09.01)	MLF利率 2.95%	支小再贷款利率 2.00%	息差 0.95%	释放资金 (亿) 3000	节约成本 28.5	0.18
降低支小、支农再贷款利率 (2021.12.07)	支小支农利率降低前 2.25%	支小支农利率降低后 2.00%	息差 0.25%	支小支农再贷款余额 (亿) 14684	节约成本 36.71	0.24
2021年12月首批碳减排工具资金 (2021.12.30)	MLF 2.95%	碳减排支持工具利率 1.75%	息差 1.20%	发放资金 (亿) 855	节约成本 10.26	0.07
煤炭清洁高效利用专项再贷款 (2021.11.08)	MLF 2.95%	煤炭清洁高效利用专项 1.75%	息差 1.20%	发放资金 (亿) 2000	节约成本 24	0.15
存款自律上限优化 (2021.6.21)	优化前	优化后	息差	长期定期存款 (亿)	节约成本	
国有行	2.94%	2.60%	0.34%	201861	686.33	4.40
股份行			0.30%	69353	208.06	1.33
城商行	3.15%	2.85%	0.30%	37267	111.80	0.72
农商行			0.30%	8241	24.72	0.16
存款自律上限优化合计					1030.91	6.61
2022年1月降MLF (2022.1.17)	MLF利率 2.95%	MLF利率 2.85%	息差 0.10%	释放资金 (亿) 470265	节约成本 470.26	3.01
2022年4月降准 (2022.4.16)	MLF利率 2.85%	法定存款准备金利率 1.62%	息差 1.23%	释放资金 (亿) 5300	节约成本 65.19	0.42
设立科技创新再贷款 (2022.4.28)	MLF利率 2.85%	科技创新再贷款利率 1.75%	息差 1.10%	发放资金 (亿) 2000	节约成本 22	0.14
普惠养老专项再贷款 (2022.4.29)	MLF利率 2.85%	普惠养老专项 1.75%	息差 1.10%	发放资金 (亿) 400	节约成本 4.4	0.03
煤炭清洁高效利用专项再贷款 (2022.5.4)	MLF利率 2.85%	煤炭清洁高效利用专项 1.75%	息差 1.10%	发放资金 (亿) 1000	节约成本 11	0.07
2022年4月存款利率市场化调整机制 (2022.4.25)	调整前 2.47%	调整后 2.37%	息差 0.10%	释放资金 (亿) 1560157	节约成本 1560.16	10.00
总体合计					3555.99	22.79

资料来源: Wind, 中国人民银行, 银行公告, 华安证券研究所测算

图表 4 五大国有银行涉房、基建、制造业贷款占比测算



资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。