

5月20日 LPR 报价点评

利率市场化改革下的调整

事件: 2022年5月20日, 中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布, 2022年5月20日贷款市场报价利率(LPR)为: 1年期LPR为3.7%, 5年期以上LPR为4.45%。

- 5年期LPR报价下调超预期。本次5年期LPR调降是LPR定价机制改革以来首次单月调降15BP, 相对于2022年1月5年期LPR折半下调5BP而言, 本月报价更具信号和实质意义。同时本次LPR调降还有两处变化: 一是仅下调5年期LPR, 1年期LPR并未同步下调, 这体现了当前降低企业中长期贷款和居民住房贷款利率的迫切性; 二是此次并不是降准降息引导后的下调, 这意味着尽管政策利率不变, 也未实施全面降准, 但5年期LPR仍能实现单独下调, 而以往这种情况只出现在1年期LPR报价中。
- 单独调降5年期LPR实质意义更强。相比于1年期LPR调整主要影响流动性贷款, 5年期LPR下调对降低全社会融资成本的覆盖面更大。一方面, 5年期LPR对于居民住房贷款利率影响重大, 目前商品房销售持续下滑, 4月商品房销售面积累计同比为-20.90%, 居民住房贷款减少605亿元, 但3月末个人住房贷款加权平均利率仍高达5.49%, 压制了居民购房意愿, 销售端的萎靡对于下半年房地产开发投资影响较大, 亟需全面性政策刺激; 另一方面, 5年期LPR同样关联中长期制造业、基建配套贷款利率, 目前企业贷中短贷和票据冲量现象严重, 4月企业中长贷同比少增3953亿元, 全社会融资成本下降更有利于疫情缓解后贷款需求的释放。
- 存款利率市场化调整机制的影响提升。此次5年期LPR下调并非跟随1年期MLF利率下调, 而是存款利率市场化调整机制推动下, 从银行中长期负债成本下调传导至贷款利率下调。从一季度央行货币政策执行报告表述来看, 专栏1和专栏2分别表明利率传导的两条路径为“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”、“1年期LPR为代表的贷款市场利率+10年期国债利率→存款利率”, 因此在利率自律机制下调存款利率后, 商业银行净息差压力减小, 相比于MLF利率下调而言, 存贷款利率联动下调对于商业银行净息差冲击减弱, 更利于稳定银行负债成本, 提高金融支持实体的可持续性。同时, 在央行更为强调“主要发达经济体货币政策加快收紧”问题的情况下, 不依赖降准降息作为引导, 单独下调LPR利率也能减少政策错位带来的冲击。
- 总体看来, 我们认为: 1. 本次5年期LPR下调15BP是在银行实际负债成本降低后, 对于居民和企业信贷需求的强力刺激, 也是对于5月18日稳增长稳市场主体保就业座谈会“能用尽用、能出尽出”的快速执行; 2. 本次调整改变了以往MLF向LPR传导的固有路径, 降低了发达经济体货币政策加快收紧的影响; 3. 为配合商业银行贷款成本调整, 预计信贷规模及结构好转之前, 资金面还将保持适当充裕。

风险提示: 信贷投放超预期; 流动性环境趋紧; 国内新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

《4月外汇市场分析报告: 人民币汇率急跌并未激化外汇供求失衡》 20220519

《疫情之外, 地产是另一个关键》 20220518

《1-4月财政数据点评: 留抵退税大规模落地, 疫情扰动支出发力》 20220517

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略: 宏观经济

证券分析师: 孙德基

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030002

证券分析师: 朱启兵

(8610)66229359

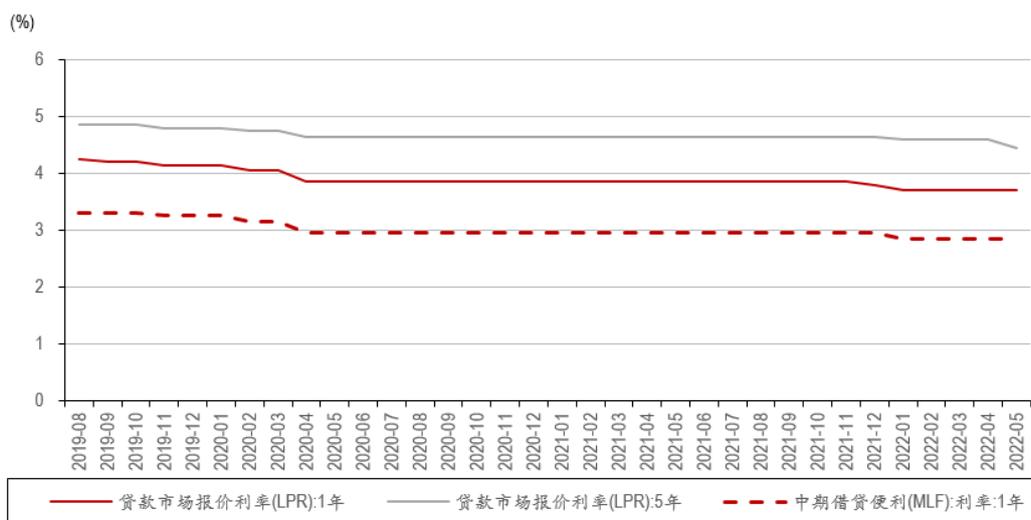
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516090001

事件：2022年5月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2022年5月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.45%。

5年期LPR报价下调超预期。本次5年期LPR调降是LPR定价机制改革以来首次单月调降15BP，相对于2022年1月5年期LPR折半下调5BP而言，本月报价更具信号和实质意义。同时本次LPR调降还有两处变化：一是仅下调5年期LPR，1年期LPR并未同步下调，这体现了当前降低企业中长期贷款和居民住房贷款利率的迫切性；二是此次并不是降准降息引导后的下调，这意味着尽管政策利率不变，也未实施全面降准，但5年期LPR仍能实现单独下调，而以往这种情况只出现在1年期LPR报价中。

图表 1. LPR 报价与 1 年期 MLF 利率



资料来源：万得，中银证券

单独调降5年期LPR实质意义更强。相比于1年期LPR调整主要影响流动性贷款，5年期LPR下调对降低全社会融资成本的覆盖面更大。一方面，5年期LPR对于居民住房贷款利率影响重大，目前商品房销售持续下滑，4月商品房销售面积累计同比为-20.90%，居民住房贷款减少605亿元，但3月末个人住房贷款加权平均利率仍高达5.49%，压制了居民购房意愿，销售端的萎靡对于下半年房地产开发投资影响较大，亟需全面性政策刺激；另一方面，5年期LPR同样关联中长期制造业、基建配套贷款利率，目前企业贷中短贷和票据冲量现象严重，4月企业中长贷同比少增3953亿元，全社会融资成本下降更有利于疫情缓解后贷款需求的释放。

结合5月15日调整差异化住房信贷政策来看，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整主要针对于新增住房贷款，而5年期LPR同时影响存量住房贷款。从2月居民中长期贷款和4月居民住房贷款均呈现负增长来看，在多重不稳定因素下居民或有强烈提前还贷意愿，适时调整5年期LPR有利于稳定居民预期，从而稳定信贷总量。

图表 2. 商品房销售面积



资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 个人住房贷款加权平均利率



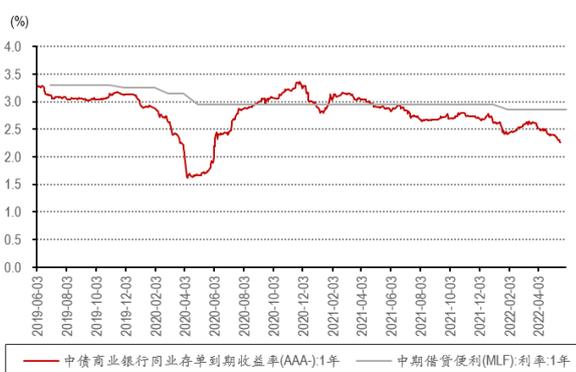
资料来源: 万得, 中银证券

存款利率市场化调整机制的影响提升。此次 5 年期 LPR 下调并非跟随 1 年期 MLF 利率下调, 而是存款利率市场化调整机制推动下, 从银行中长期负债成本下调传导至贷款利率下调。从一季度央行货币政策执行报告表述来看, 专栏 1 和专栏 2 分别表明利率传导的两条路径为“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”、“1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率+10 年期国债利率→存款利率”, 因此在利率自律机制下调存款利率后, 商业银行净息差压力减小, 相比于 MLF 利率下调而言, 存贷款利率联动下调对于商业银行净息差冲击减弱, 更利于稳定银行负债成本, 提高金融支持实体的可持续性。同时, 在央行更为强调“主要发达经济体货币政策加快收紧”问题的情况下, 不依赖降准降息作为引导, 单独下调 LPR 利率也能减少政策错位带来的冲击。

货币宽松可适当减轻银行净息差压力。从商业银行负债端来看, 存款成本有所下调, 根据一季度央行货币政策执行报告, 5 月 1 日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 10BP; 同业存单成本下调明显, 受 4-5 月货币宽松影响, 1 年期国股行同业存单从 3 月底 2.57% 下降至 5 月 19 日 2.27%, 下降 30BP。整体来看, 基本上对冲了贷款利率下调影响。此外, 结合 5 月 15 日调整差别化住房信贷政策, 本周首套房贷利率共下降 35BP, 如后续商品房销售快于预期, 商业银行或面临一定净息差压力。

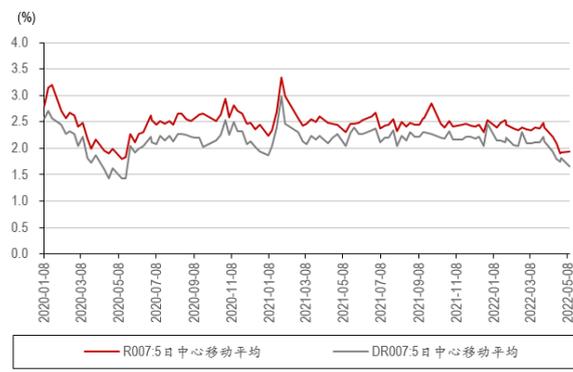
总体看来, 我们认为: 1. 本次 5 年期 LPR 下调 15BP 是在银行实际负债成本降低后, 对于居民和企业信贷需求的强力刺激, 也是对于 5 月 18 日稳增长稳市场主体保就业座谈会“能用尽用、能出尽出”的快速执行; 2. 本次调整改变了以往 MLF 向 LPR 传导的固有路径, 降低了发达经济体货币政策加快收紧的影响; 3. 为配合商业银行贷款成本调整, 预计信贷规模及结构好转之前, 资金面还将保持适当充裕。

图表 4. 同业存单利率



资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 货币市场利率



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 信贷投放超预期; 流动性环境趋紧; 国内新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371