

## 长端 LPR 下调幅度超预期，宽信用稳实体信号明显

### 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，1 年期贷款市场报价利率（LPR）最新报 3.70%，上次为 3.70%；5 年期报 4.45%，上次为 4.60%。以上 LPR 在下一发布 LPR 之前有效。

### 摘要

#### ➤ 此前银行负债成本下调，为 LPR 调降创造条件

5 月 MLF 利率虽维持前值，但受 4 月底以来，降准、降低存款利率浮动上限以及下调部分商业银行定期存款利率等举措，银行净息差有所回升，因此为 LPR 调降创造空间。结合一季度货币政策报告，央行称 LPR 会及时充分的反映市场利率的变化，引导企业贷款利率下行。4 月以来货币市场持续宽松，对 LPR 利率存在牵引作用。

#### ➤ 非对称调降 LPR，稳地产政策目的明确

本次大幅调降 5 年期 LPR 利率将影响多领域信贷需求，可以有效降低企业固定资产投资和居民购房融资成本，对制造业、基建以及房地产行业均有明显拉动，助力稳增长。此外，我们认为本次 5 年期 LPR 利率调降对地产需求端刺激更大。在当前经济压力加大的背景下，降低实体经济存量贷款的付息压力将有效刺激实体需求，激发居民消费潜能。当前对于房企融资和居民购房融资利好政策频出，在预期层面对地产市场构成支撑。但后续能否有效提振地产市场需求，仍需数据支撑。

#### ➤ 结构性货币政策为主，财政刺激持续发力

央行在一季度货币政策执行报告中对货币政策的表述调整为“密切关注主要发达经济体货币政策调整，以我为主兼顾内外平衡”，体现货币政策对内外平衡的考量。当前 10 年美债利率维持高位震荡，中美利差持续倒挂对我国货币政策形成掣肘，二季度仍是监测内外平衡的重要观察期。预计二季度国内货币政策将仍以结构性宽松为主，同时财政持续兼顾保民生与稳基建，托底经济实现稳增长。

#### ➤ 宽信用预期持续发酵下，股商类风险资产受益

我们认为短期内仍然处于“宽货币+宽信用”的宏观情境下，但二季度末至三季度初可能逐渐转向“紧货币+宽信用”的宏观情境。在历史“宽货币+宽信用”时期，商品类资产持续受益，平均上涨 15%，总体胜率达到 80%以上，其中贵金属与能源类商品表现最好；而股票类资产表现一般，胜率为 50%左右。而进入“紧货币+宽信用”时期后，股票类资产表现优异，平均上涨 40%；而商品类资产也有较好表现，平均上涨 19%，胜率接近 75%，其中软商品表现最佳。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

研究员：

吴嘉颖 FICC 组

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

投资咨询号：Z0017091

联系人

彭鑫 FICC 组

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

蔡劭立 FICC 组

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

高聪 FICC 组

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

5月1年期LPR报价3.7%，较上月维持不变，市场预期为3.65%，低于市场预期；5年期LPR报价4.45%，较上月下调15BP，市场预期为4.55%，调降幅度高于市场预期。

### 此前银行负债成本下调，为LPR调降创造条件

本月MLF虽未调降，但央行近期来多项政策助力商业银行降低负债成本，为LPR调降创造条件。5月MLF利率虽维持前值，但受4月底以来，降准、降低存款利率浮动上限以及下调部分商业银行定期存款利率等举措，当前银行净息差有所回升，因此为LPR调降创造空间。4月25日央行全面降准25BP，同时对于部分符合要求的央行额外降准25BP，释放流动性资金支持受疫情严重影响行业和中小微企业。同期，市场利率定价自律机制召开会议，鼓励部分中小银行存款利率浮动上限下调10BP左右，并与MPA考核挂钩；从负债端降低银行成本。此外，近期部分国有银行和大部分股份制银行中长期大额存款及普通定期存款的产品利率密集出现下调。根据货币政策执行报告披露的数据，4月末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。

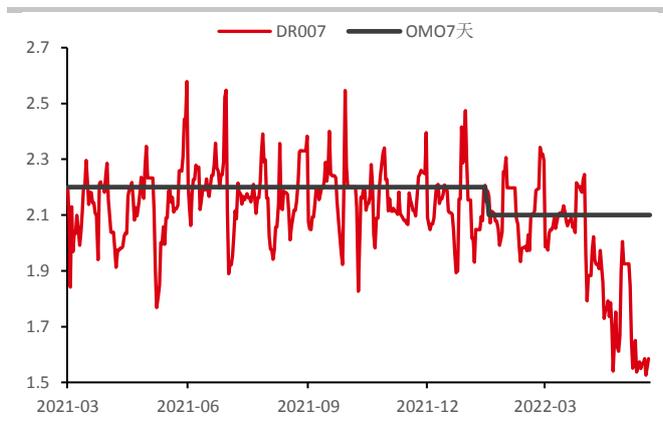
4月以来货币市场持续宽松，对LPR利率存在牵引作用。在2022年一季度货政报告中央行表示，LPR会及时充分的反映市场利率的变化，引导企业贷款利率下行。4月以来银行同业存单利率持续回落偏离1年期MLF利率；同时DR007利率持续走低，中枢明显下移，脱离利率走廊中枢。显示出银行间流动性充裕，对LPR利率存在明显牵引作用。截止5月20日，1年期同业存单利率较4月初下行31BP，DR007利率较4月初下行38BP。本次5年期LPR调降15BP后，我们认为后续仍有一定调降空间。

图1： 近期同业存单利率回落明显，资金面维持宽松 (%)



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图2： DR007 利率已经阶段性脱离利率走廊中枢 (%)



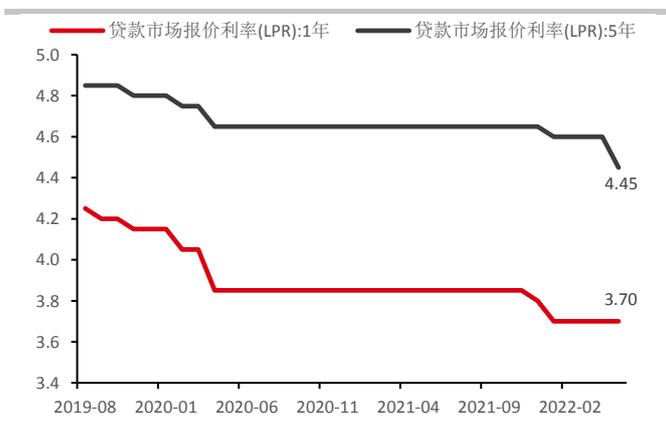
数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 非对称调降 LPR，稳地产政策目的明确

下调 5 年期 LPR 利率 15BP，刺激实体部门中长期融资需求。3 月以来受各地疫情区域性扩散影响，企业与居民中长期融资需求低迷。根据 4 月社融数据，4 月企业中长贷新增 2652 亿元，同比少增 3953 亿元；4 月住房贷款减少 605 亿元，同比少增 4022 亿元。大幅调降 5 年期 LPR 利率将影响多领域信贷需求，可以有效降低企业固定资产投资和居民购房融资成本，对制造业、基建以及房地产行业均有明显拉动，助力稳增长。

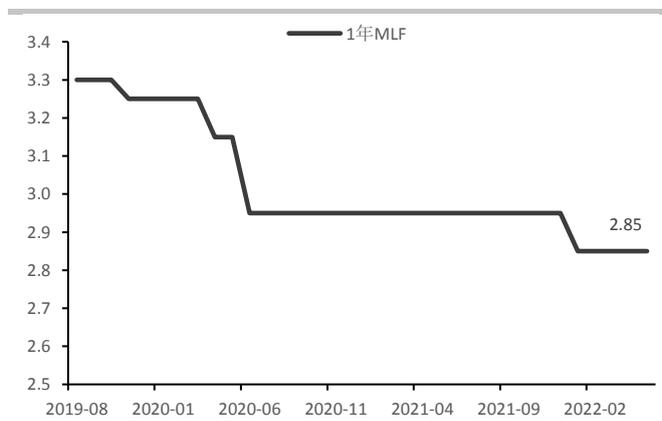
LPR 利率对存量房贷存在影响，对地产需求端起到更直接的刺激效果。近期，地产需求端利好政策频出，除了各地“因城施政”背景下不同程度取消限售、限购等政策以外；15 日央行宣布首次下调首套房贷款下限 20BP，释放总量层面利好信号。但我们认为本次 5 年期 LPR 利率调降对地产需求端刺激更大。首先 LPR 利率作为房贷利率的基准，本次调降将同时利好首套房和二套房融资群体；其次，LPR 利率调降对存量房贷也存在影响，因此政策范围更广。我们认为，在当前经济压力加大的背景下，降低实体经济存量贷款的付息压力将有效刺激实体需求，激发居民消费潜能。当前对于房企融资和居民购房融资利好政策频出，在预期层面对地产市场构成支撑。但后续能否有效提振地产市场需求，仍需数据支撑。

图 3： 5 月 LPR 非对称调降，5 年期下调 15BP (%)



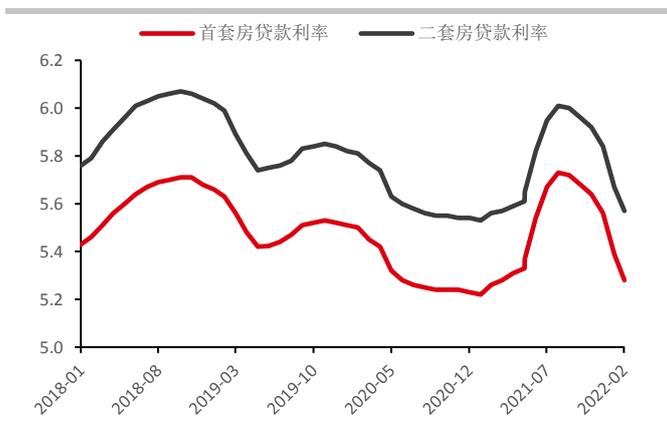
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4： 5 月 MLF 利率维持不变 (%)



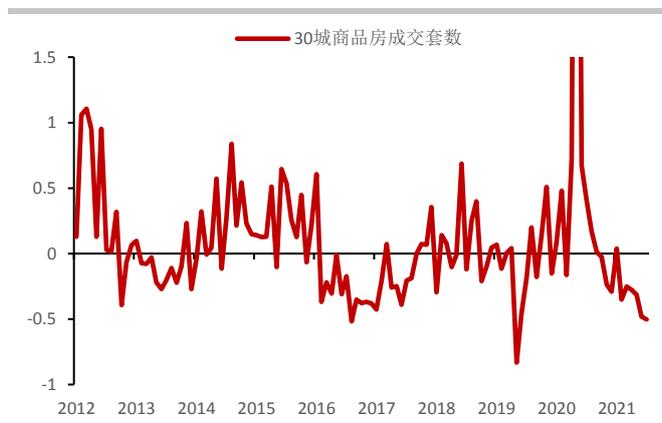
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5: 当前房贷利率已回落至 2021 年初水平 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 4 月商品房销售情况持续低迷 (%)

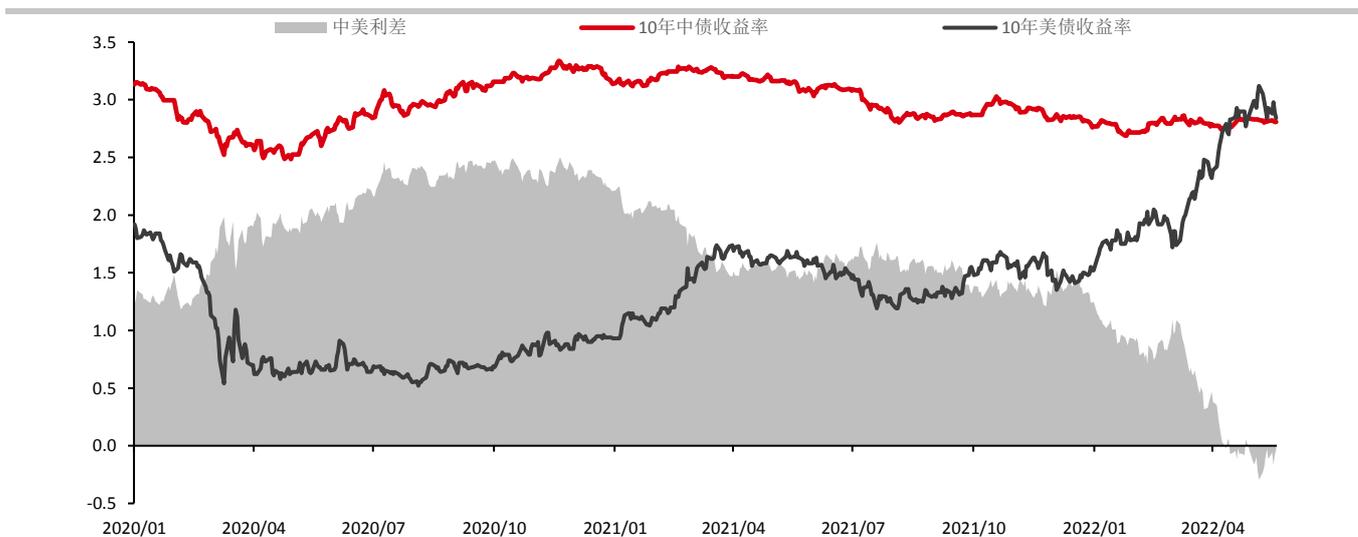


数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 结构性货币政策为主，财政刺激持续发力

货币政策以我为主兼顾内外平衡，财政发力托底经济。央行在 5 月 9 日发布的一季度货币政策执行报告中对货币政策的表述进行调整，在“以我为主”的基础上调整为“密切关注主要发达经济体货币政策调整，以我为主兼顾内外平衡”，体现货币政策对内外平衡的考量。当前 10 年美债利率维持高位震荡，中美利差持续倒挂对我国货币政策形成掣肘。当前 10 年美债收益率难言见顶，市场对美联储缩表的影响可能尚未完全计价，二季度仍是监测内外平衡的重要观察期。因此预计二季度国内货币政策将仍以结构性宽松为主，同时财政持续兼顾保民生与稳基建，托底经济实现稳增长。

图 7: 4 月以来中美 10 年国债利差持续倒挂 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 宽信用预期持续发酵下，股商类风险资产受益

我们认为短期内仍然处于“宽货币+宽信用”的宏观情境下，但二季度末至三季度初可能逐渐转向“紧货币+宽信用”的宏观情境。我们选择 SHIBOR 和中国信贷脉冲数据作为货币和信用的衡量指标，根据 2007 年以来历史数据回溯，在历史 6 次“宽货币+宽信用”时期，商品类资产持续受益，平均上涨 15%，总体胜率达到 80%以上，其中贵金属与能源类商品表现最好；而股票类资产表现一般，胜率为 50%左右。

而历史进入“紧货币+宽信用”时期后，股票类资产表现优异，平均上涨 40%；而商品类资产也有较好表现，平均上涨 19%，胜率接近 75%，其中软商品表现最佳。

图 8： 国内“宽货币+宽信用”时期大类资产走势情况 (%)

宽货币+ 宽信用	万得 全 A	沪深 300	中证 500	上证 50	上证 综指	深证 成指	创业 板指	商品 指数	非金 建材	煤焦 钢矿	油脂 油料	贵金属	软商 品	能源	有色	化工	10年 国债	2年 国债	美元 指数	现金
2008.11- 2009.4	51%	43%	68%	34%	32%	43%	\	30%	\	\	18%	11%	13%	33%	32%	44%	0.1	-0.7	-2%	1%
2012.6- 2012.8	-8%	-10%	-10%	-9%	-8%	-14%	-3%	1%	1%	-15%	7%	11%	0%	4%	1%	-4%	0.1	0.5	0%	1%
2015.6- 2016.6	-27%	-29%	-31%	-26%	-32%	-27%	-22%	-8%	12%	14%	13%	15%	12%	15%	-11%	-7%	-0.8	0.1	0%	3%
2018.12- 2019.6	25%	27%	19%	28%	19%	27%	21%	9%	10%	17%	6%	10%	-1%	10%	0%	-1%	-0.0	0.1	0%	1%
2020.3- 2020.5	6%	5%	7%	4%	4%	8%	11%	6%	7%	14%	-2%	8%	1%	2%	11%	13%	0.1	-0.1	-1%	0%
2021.11- 至今	-19%	-17%	-20%	-13%	-13%	-24%	-32%	15%	0%	11%	25%	5%	4%	38%	6%	21%	-0.0	-0.2	7%	1%
平均值	5%	3%	6%	3%	0%	2%	-5%	9%	6%	8%	11%	10%	5%	17%	6%	11%	-8%	-2%	1%	1%
上涨概率	50%	50%	50%	50%	50%	50%	40%	83%	80%	80%	83%	100%	67%	100%	67%	50%	50%	50%	50%	100%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

\*10年国债与2年国债均使用收益率相减计算涨跌情况

图 9： 国内“紧货币+宽信用”时期大类资产走势情况 (%)

紧货币+ 宽信用	万得 全 A	沪深 300	中证 500	上证 50	上证 综指	深证 成指	创业 板指	商品 指数	非金 建材	煤焦 钢矿	油脂 油料	贵金 属	软商 品	能源	有色	化工	10 年 国债	2 年 国债	美元 指数	现金
2007.1- 2008.2	106%	96%	136%	69%	56%	107%	\	23%	\	\	68%	\	3%	48%	25%	-9%	1.1	1.4	-13%	4%
2009.5- 2009.12	31%	30%	37%	28%	24%	35%	\	49%	7%	8%	7%	18%	26%	7%	57%	39%	0.6	0.8	-2%	1%
2012.9- 2013.5	16%	14%	20%	14%	10%	7%	56%	-12%	-5%	-11%	-14%	-39%	3%	-5%	-12%	-19%	-0.0	0.1	4%	2%
2020.6- 2020.11	14%	19%	8%	18%	14%	14%	8%	15%	26%	22%	22%	-6%	12%	9%	19%	19%	0.4	0.7	-5%	1%
平均值	42%	40%	50%	32%	26%	41%	32%	19%	9%	6%	21%	-9%	11%	15%	22%	7%	0.5	0.8	-4%	2%
上涨概率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	75%	67%	67%	75%	33%	100%	75%	75%	50%	75%	100%	25%	100%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

\*10 年国债与 2 年国债均使用收益率相减计算涨跌情况

## ● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## ● 公司总部

经营地址：广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)