



建银国际证券 | 宏观研究

中国经济评论: 5 年期 LPR 下调, 还有哪些政策可以期待?

China Economics Update: PBoC delivers a LPR cut; what's next for policy?

5 月 20 日, 中国宣布将五年期贷款市场报价利率 (LPR) 下调 15 个基点至 4.45%, 而 1 年期 LPR 利率维持在 3.7% 不变, 为今年第二次降低 LPR。此前, 央行已将首次购房的按揭利率下限调低 20 个点。长期基准利率大幅下调而短期利率维持不变, 指向进一步政策宽松以支持地产的取态。

我们预计宽松的政策立场将持续, 聚焦提振房地产并支持经济增长。进一步放宽地产限购、对开发商的流动性支持、进一步降低银行贷款和按揭利率等措施仍有望推出。但价格上行压力持续, 继续制约央行全面放宽流动性或下调政策利率。

财政方面, 减税降费, 定向补贴等政策预计持续推出以弥补实体经济的流动性缺口。公共投资预计保持强劲。政府或需通过提高有效赤字或提前使用明年专项债的配额等方式来扩大年度财政空间。财政支持有利下半年的增长反弹。

崔历

(852) 3911 8274
culi@ccbintl.com

姜璐璐

(852) 3911 8012
jianglulu@ccbintl.com

张莹

(852) 3911 8241
zhangying@ccbintl.com

English versions published on 20 May 2022

央行下调 5 年期 LPR 以支持房地产市场

5月20日上午,中国各银行下调5年期贷款市场报价利率(LPR)15个基点至4.45%,同时维持1年期LPR利率在3.7%不变。这是继今年一月份1年期LPR下调10个基点,5年期下调5个基点后,央行今年第二次调降LPR(图1)。

同时,央行本月维持MLF利率不变,显示尽管价格上涨制约全面的流动性宽松,决策者继续寻求针对性放宽融资条件以提振经济。由于5年期LPR通常被用作住房贷款的参考利率,本次长端利率的下调尤其利好房地产市场。央行和银保监会上周宣布将首次购房的按揭利率下限调低20个基点,此次5年期LPR的下调将为房地产市场提供进一步的支持。虽然银行间市场利率持续下行,房地产利率仍高于疫情前的水平。但在近期利率调整后,房贷平均利率预计将下降35个基点,回到四年多的低位。

近期宏观政策趋向宽松,通胀及债务水平仍是制约

3月底以来新冠疫情卷土重来,各地封控措施加码,供应链、工业生产、居民消费等受到冲击。国内经济总体分化:制造业总体利润和投资仍较稳健,而在年初的温和复苏之后,房屋销售和预期均大幅疲软(图2),伴随房贷明显减速。

在此背景下,政策稳增长信号不断强化:4月政治局会议发声将加快实施现有的退税减税和支持性措施,并且将完善科技和房地产行业的相关调控政策。未来政策调控将进一步“促进房地产市场平稳健康发展”,各地方政府则加大松绑楼市限购。近期杭州、成都、南京等主要城市都推陆续出台了各种楼市松绑政策,包括放宽限售和个人住房公积金贷款限制、降低首付比例等。据中原地产数据,今年前4个月,全国约有120个城市及地区调整了房地产政策。

货币政策方面,央行维持流动性宽松,4月中旬温和下调存款准备金率25个基点,但通胀趋势限制其进一步全面宽松空间。结构性支持则继续上升:除了针对提振房地产市场的下调抵押贷款利率和LPR之外,央行还增加了再贷款,向金融机构注入了共计1万亿元人民币的贷款。根据央行的季度报告,由于央行敦促商业银行降息,截至4月底,存款利率加权平均水平下降了10个基点至2.37%。存款利率的下降有助于降低银行的融资成本,为银行降低贷款利率提供了空间。

财政支持力度相较去年也有所加速。政府近期宣布税收和租金减免措施,并引入消费补贴,基础设施建设也有所加快。相应政府赤字也有所走阔。我们估计,1至4月,中国一般预算赤字达到6,640亿元人民币(占GDP1.8%),与2021年同期的1,610亿元人民币的顺差相比明显扩大。预算外的政策支持力度也有所加强。我们估计,截至今年4月,新增专项债达到1.4万亿元人民币,为2021年同期的6倍。然而今年前4个月,地方政府国有土地使用权出让收入为1.5万亿元人民币,同比下降接近30%,形成对地方支出的拖累。

综合来看,年初至今增扩财政赤字(包括一般预算、专项债和土地销售额)为2.16万亿元人民币左右,约为同期GDP的6%和年化GDP的1.7%,虽然仍然低于2020年疫情初期(图3),但远高于去年同期水平。不过,今年城投债新增发行量并没有大幅回升(图4)。过往城投债的放量往往与财政刺激相辅相成,显示政府继续关注债务管理,力图以中央和地方债务扩张托底经济,避免财政刺激带来地方隐性债务的恶化。

稳经济和地产的政策有可能进一步加码

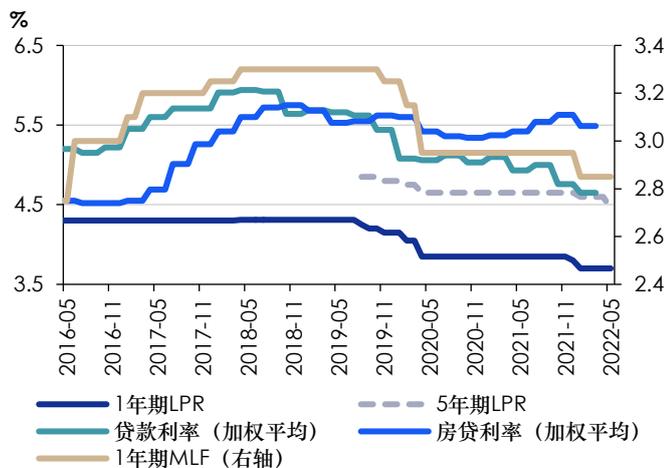
政策信号指向稳增长的侧重加强。未来政策支持仍可能加码：购房及贷款政策的放松、进一步降低银行贷款和房贷利率都是可能的政策的选项。继续缓解开发商流动性压力和行业针对性措施也可能出台。最近，几家头部中国房地产开发商已获准发行人民币计价的公司债，包括信用违约掉期（CDS）或信用风险缓释凭证在内的信用保护工具，以帮助提振市场情绪。更多优质公司可能会跟随。在“房住不炒”的政策主线下，我们认为政策导向仍旨在稳定而不是刺激房地产市场。支持性政策预计陆续出台，有利地产销售和融资未来数月企稳。

预计货币政策仍将保持宽松。然而如早前强调，价格压力的上涨仍将是制约广泛宽松政策的主要因素。政策或更加倾向采用再贷款等定向支持工具，并定向支持房地产市场。

今年整体财政取态积极：虽然官方财政赤字设定为 GDP 的 2.8% 低于去年，但政府预计将通过预算稳定调节基金来提升财政支持，中央本级财政将有 1.3 万亿元（占 GDP 的 1%）的跨年度调节将被用于扩大支出规模，有效预算赤字将比去年上升。今年政府拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，与去年水平相当（“[2022 预算细节体现财政政策趋向积极](#)”，2022 年 3 月）。下半年财政支持预计继续发力。我们预计税收减免、企业和消费者补贴以及基础设施方面的强劲支出将会持续。

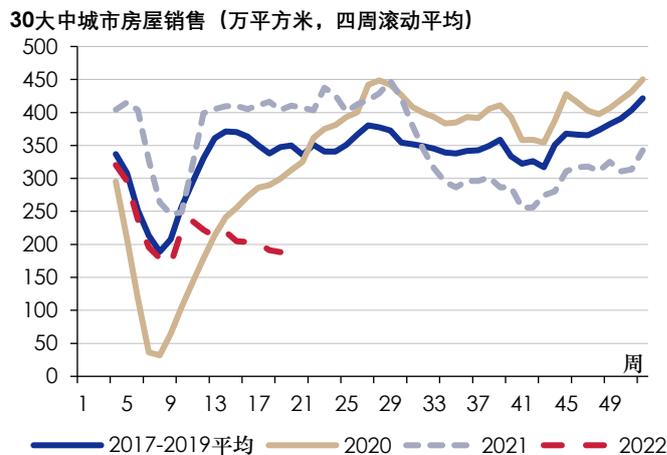
或有需要扩大全年财政空间，保证下半年财政对经济的持续支持。今年财政扩张前置，1-4 月有效财政赤字已远高于去年同期水平。今年前四个月的预算执行情况显示，一般财政收入同比下降 4.8%，支出同比上升 5.9%。假设今年余下时间财政收支继续保持类似增速，则全年有效财政赤字可能达到 GDP 的 5.6%，超出预期约 1 个百分点。专项债发行和基建投资增长较快。由于财政部强调新增专项债额度力争在今年 6 月前发行完毕，地方政府可能面临无法在今年晚些时候发行新的专项债。如果有需要，中央政府可能会前置明年的新债券配额。中央政府亦可能更多的利用预算稳定调节基金来增加对地方政府的资金支持。

图 1: 中国宣布将 5 年期 LPR 利率下调 15 个基点, 而 1 年期 LPR 利率维持不变



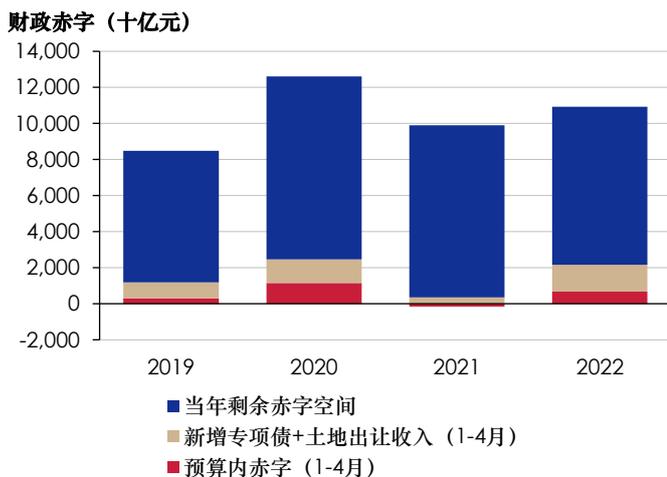
来源: 财政部, CEIC, 建银国际

图 2: 与过去年份同期相比, 近期房地产销售进一步走弱



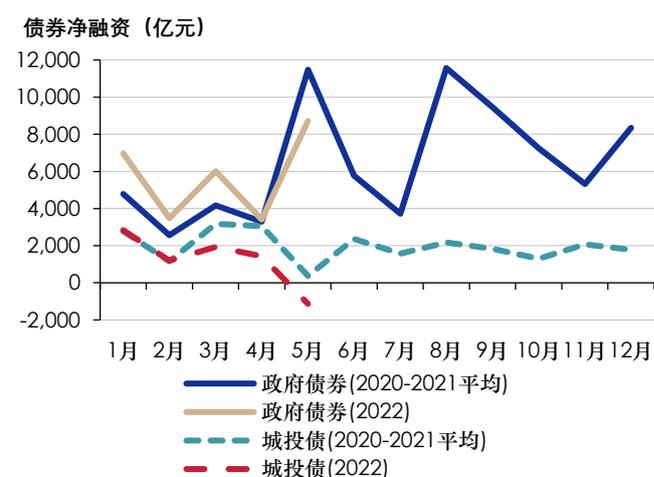
来源: 财政部, 万德, 建银国际

图 3: 今年预算财政空间较去年温和扩张, 但仍低于 2020 年



来源: 财政部, CEIC, 建银国际

图 4: 新增城投债发行量低于近两年以来的均值



数据截至 5 月 20 日。来源: 万德, 建银国际

评级定义：

优于大市——于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性——于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市——于未来 12 个月预期回报低于-10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及/或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确，而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股

集团公司发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或1986年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，则该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2022。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097