



## 宏观研究

## 【粤开宏观】这次不一样，非对称降息的政策信号与约束

2022年08月22日

## 投资要点

## 分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

## 研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】ESG 助力中国经济高质量发展》2022-08-11

《【粤开宏观】ESG 投资理念的内涵、演进历程及发展建议》2022-08-11

《【粤开宏观】经济二次探底与信贷社融大起大落的原因：7 月经济金融数据解读》2022-08-15

《【粤开宏观】财税中国系列福建篇：经济“优等生”面临的机遇与挑战》2022-08-16

《【粤开宏观】下半年中国通胀形势的走势、影响与应对》2022-08-16

## 摘要

8月22日，LPR 报价公布。1年期LPR与5年期以上LPR分别下调5BP和15BP。而在早前的8月15日，1年期MLF利率下调了10BP。

## 一、这次降息不一样，5年期LPR降幅大于1年期

**第一，1年期LPR降幅小于政策利率，为历史首次。**自2019年8月LPR形成机制改革以来，1年期LPR降幅均与政策利率同步，因此市场原本预期此次1年期LPR将下调10BP，但实际仅下调5BP，降幅不及预期。

**第二，5年期LPR降幅大于政策利率，延续5月表现。**央行降息时，政策利率通常是由短端利率传导至长端利率，长端利率降幅一般小于或等于短端利率。本次降息中，5年期LPR下调15BP，降幅高于政策利率和1年期LPR，表明政策在有意引导。

## 二、5年期LPR大幅下调，释放稳地产的明确信号

**5年期LPR在5月和8月的两次大幅下调，充分反映了政策对于当前房地产严峻形势的担忧与积极应对。**在此前多次降息中，5年期LPR降幅均小于1年期，政策意图是防止房地产市场过热和房价过快上涨。今年5月和8月，5年期LPR均大幅下调15BP，表明房地产形势和政策态度发生了明显转变，稳地产成为当前的政策重点。

一方面，当前房地产形势严峻，稳地产是防风险、稳增长的客观要求。降低房贷利率、刺激居民购房需求，是化解房地产风险、稳地产稳投资的重要举措。

另一方面，房贷利率具备较大的下调空间。房贷作为优质资产，其利率通常要低于一般贷款。2020-2021年房贷利率与一般贷款利率出现倒挂，直至今年二季度，房贷利率才重新回落至一般贷款利率以下。近十年来二者利差的最大值为2016年第三季度的-1.13%，当前仍有近1个百分点的下调空间。

## 三、1年期LPR降幅不及预期，或反映银行让利空间有限

**一方面，银行净息差处于历史低位，让利空间有限。**政策一直在推动金融机构向实体经济让利，降低实体经济融资成本。由于存款利率相对刚性、贷款利率持续下调，银行的净息差持续收窄，降至历史低位。5月和8月LPR报价中，1年期分别保持不变与小幅下调5BP，表明下调空间着实有限。

**另一方面，银行间流动性较为充裕，政策传导效果减弱。**当前银行间流动性

较为充裕，DR007 持续低于 7 天逆回购利率，1 年期同业存单利率低于 1 年期 MLF 利率，商业银行向央行借款的需求不大，因此政策利率下调对于银行负债成本的影响较小，自然也难以传导至贷款利率。

#### 四、未来仍有进一步降息的必要

当前经济下行压力仍大，亟需政策合力稳增长，货币政策仍有发力空间。

**一是继续适度下调房贷利率，稳定居民购房需求。**房地产市场企稳回升是打破房地产困局的重要一环，销售回款增加将极大缓解房企资金链紧张问题，从而降低房地产风险。而且，当前房贷利率处于相对高位，若参照上轮地产下行周期中房贷与一般贷款的最大利差，将有近 1 个百分点的下调空间。

**二是降低商业银行负债成本，为让利实体经济打开空间。**可以通过单纯降准或降准置换 MLF 等方式来降低银行负债成本，从而为 1 年期 LPR 下调打开空间。1 年期 LPR 是 5 年期以内贷款的基准利率，1 年期 LPR 下调将降低居民和企业的中短期贷款成本，提振信贷需求，刺激消费和投资。

**风险提示：**疫情反弹超预期、外部冲击超预期、货币政策超预期



## 目 录

一、这次降息不一样，5 年期 LPR 降幅大于 1 年期 .....	4
二、5 年期 LPR 大幅下调，释放稳地产的明确信号 .....	5
三、1 年期 LPR 降幅不及预期，或反映银行让利空间有限 .....	7
四、未来仍有进一步降息的必要 .....	9

## 图表目录

图表 1：8 月 MLF 利率、LPR 利率相继下调 .....	4
图表 2：今年 5 月和 8 月的 LPR 降息模式不同以往 .....	5
图表 3：房地产销售、投资持续下滑 .....	6
图表 4：房贷利率下调有助于刺激房地产销售 .....	6
图表 5：今年 5 年期 LPR 加快下调 .....	7
图表 6：当前房贷利率与一般贷款利率的利差处于相对高位 .....	7
图表 7：商业银行净息差和资产利润率处于低位 .....	8
图表 8：DR007 利率低于 7 天逆回购利率 .....	9
图表 9：1 年期同业存单利率低于 1 年期 MLF 利率 .....	9



## 一、这次降息不一样，5 年期 LPR 降幅大于 1 年期

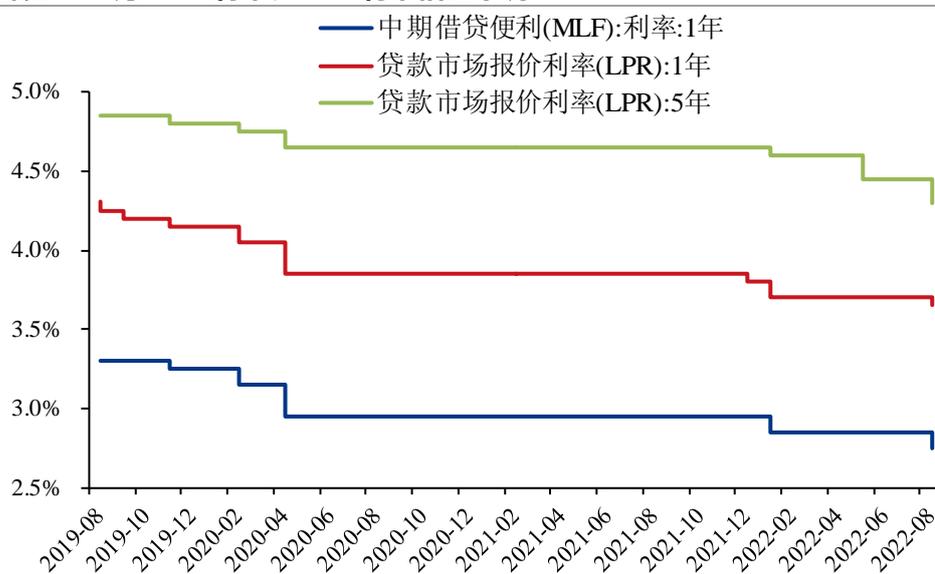
8 月 22 日 LPR 报价公布。1 年期 LPR 与 5 年期以上 LPR 分别下调 5 BP 和 15 BP。而在早前的 8 月 15 日，1 年期 MLF 利率下调了 10 BP。

**这次降息不同以往，表现为长短端倒挂的非对称降息。**

**第一，1 年期 LPR 降幅小于政策利率，为历史首次。**LPR 是各报价行在 1 年期 MLF 利率的基础上加点而成。自 2019 年 8 月 LPR 形成机制改革以来，1 年期 LPR 降幅均与政策利率同步，因此市场原本预期此次 1 年期 LPR 将下调 10 BP，但实际仅下调 5 BP，降幅不及预期，表明 1 年期 LPR 中，商业银行的加点数值有所上调。

**第二，5 年期 LPR 降幅大于政策利率，延续 5 月表现。**央行降息时，政策利率通常是由短端利率传导至长端利率，长端利率降幅一般小于或等于短端利率。但在今年 5 月，5 年期 LPR 降幅首次大于 1 年期，1 年期保持不变，5 年期下调 15 BP，且 15 BP 也是 5 年期 LPR 的历史最大降幅。本次降息中，5 年期 LPR 再次下调 15 BP，降幅高于政策利率和 1 年期 LPR，表明政策在有意引导。

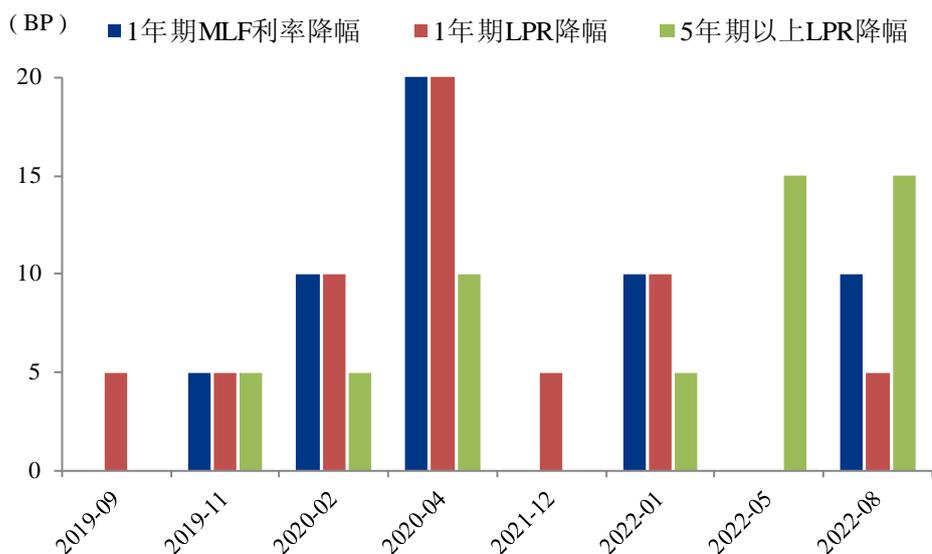
图表 1：8 月 MLF 利率、LPR 利率相继下调



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表2：今年5月和8月的LPR降息模式不同以往



资料来源：Wind、粤开证券研究院

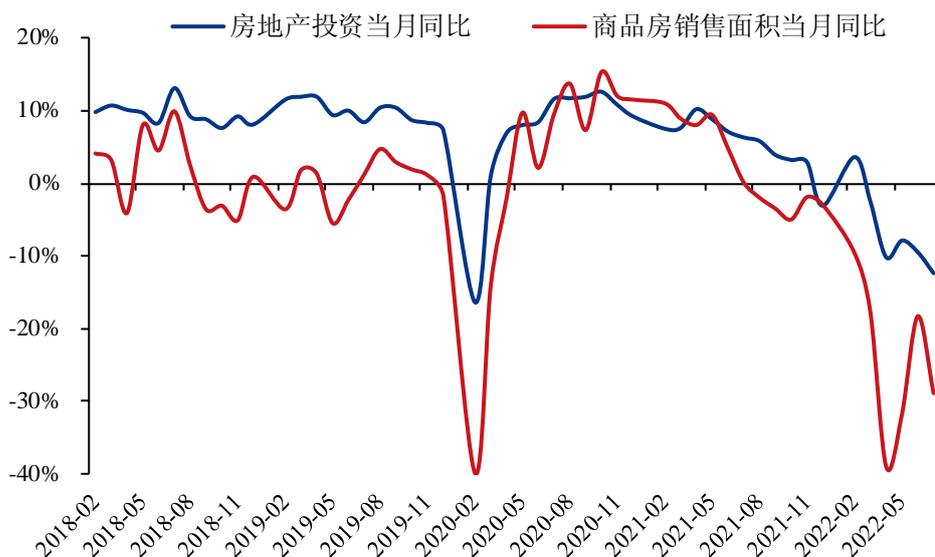
## 二、5年期LPR大幅下调，释放稳地产的明确信号

**5年期LPR在5月和8月的两次大幅下调，充分反映了政策对于当前房地产严峻形势的担忧与积极应对。**5年期LPR是房贷利率的定价基准，LPR下调也就意味着房贷利率的下降。房贷利率是影响居民购房需求的重要因素，在“房住不炒”定位下，房贷利率的调整一直比较慎重。在此前多次降息中，5年期LPR降幅均小于1年期，政策意图是防止房地产市场过热和房价过快上涨。今年5月和8月，5年期LPR均大幅下调15BP，表明房地产形势和政策态度发生了明显转变，稳地产成为当前的政策重点。

**一方面，当前房地产形势严峻，稳地产是防风险、稳增长的客观要求。**受房企债务违约和楼盘烂尾风险冲击，居民购房意愿低迷、地产行业融资条件收紧，房企资金链进一步紧张，加剧债务违约和楼盘烂尾风险，形成恶性循环。房地产是系统重要性行业，涉及居民、房企、上下游行业、地方政府、金融机构等各方利益，若不及时处置风险，将引发金融危机和经济危机。此外，受超预期因素及经济内生增长动能不足影响，当前经济下行压力明显增大，而房地产销售、投资持续低迷，进一步形成拖累。尽管政策持续发力基建，但仍不足以对冲地产下滑。因此降低房贷利率、刺激居民购房需求，是化解房地产风险、稳地产稳投资的重要举措。



图表3：房地产销售、投资持续下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

图表4：房贷利率下调有助于刺激房地产销售

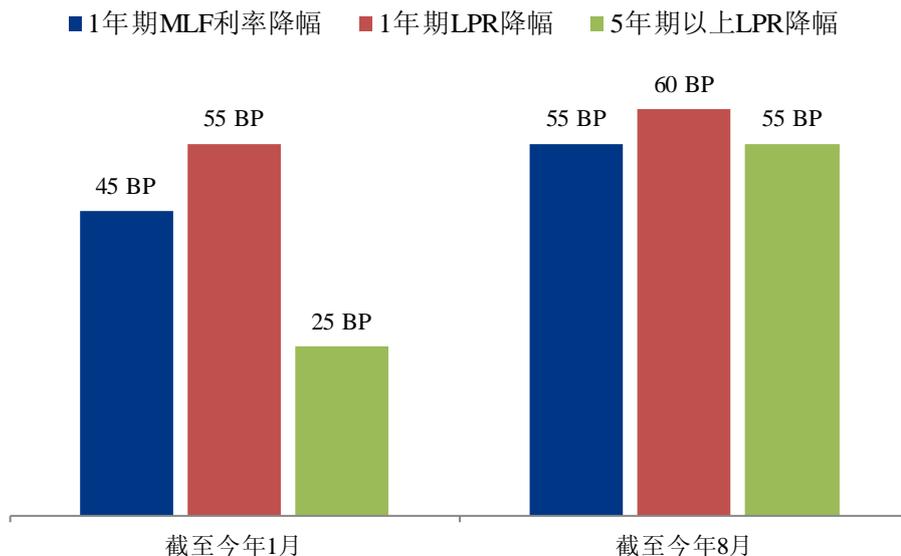


资料来源：Wind、粤开证券研究院

另一方面，房贷利率具备较大的下调空间。2019年8月至2022年1月，1年期MLF利率和1年期LPR累计分别下调45BP和55BP，而5年期LPR却仅下调25BP，降幅明显偏低。及至今年5月和8月两次大幅降息后，5年期LPR累计降幅与政策利率持平。而从贷款利率来看，房贷作为优质资产，其利率通常要低于一般贷款。但由于此前5年期LPR下调步伐偏慢、以及前期楼市较旺、后期地产风险上升，2020-2021年房贷利率与一般贷款利率出现倒挂。直至今年二季度，房贷利率才重新回落至一般贷款利率以下。近十年来二者利差的最大值为2016年第三季度的-1.13%，当前仍有近1个百分点的下调空间。

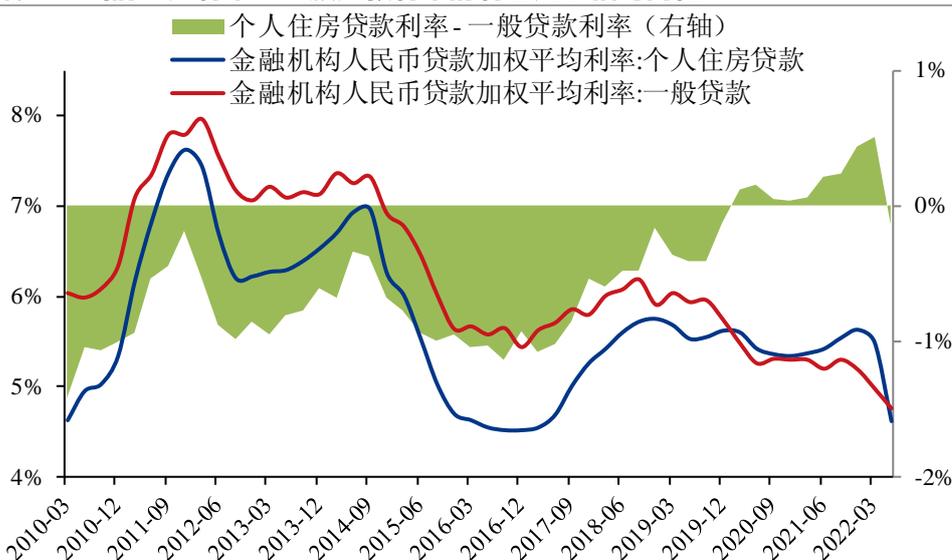


图表5：今年5年期LPR加快下调



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表6：当前房贷利率与一般贷款利率的利差处于相对高位



资料来源：Wind、粤开证券研究院

5年期LPR的大幅下调，有助于降低居民房贷和企业长期贷款成本，刺激居民购房和企业投资需求，宽信用、稳地产、稳投资、稳增长。

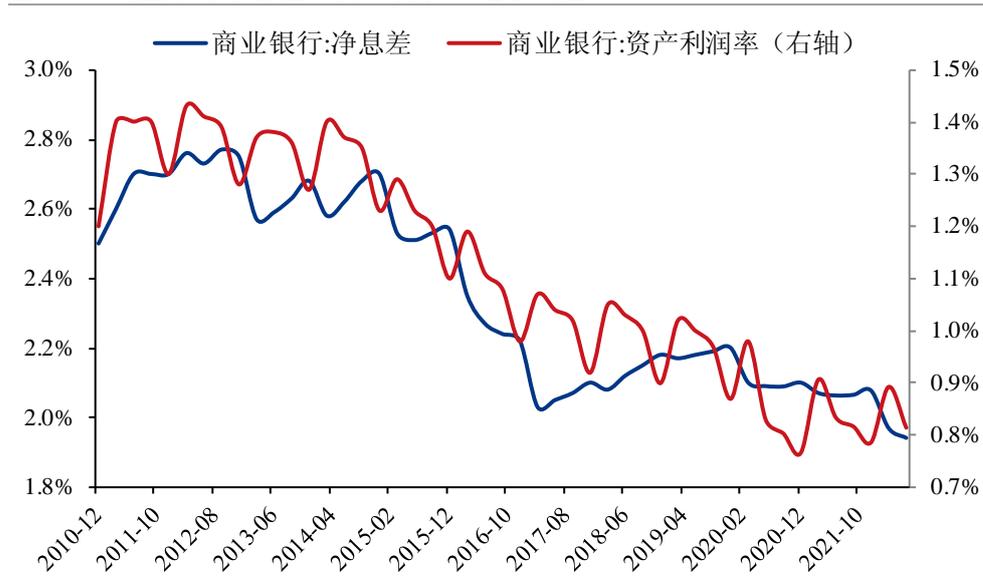
### 三、1年期LPR降幅不及预期，或反映银行让利空间有限

5年期LPR的大幅下调基本在市场预期之内，而1年期LPR的小幅下调多少有些出乎意料。但若站在银行的角度，便能较好理解。



**一方面，银行净息差处于历史低位，让利空间有限。**政策一直在推动金融机构向实体经济让利，降低实体经济融资成本。6月企业贷款加权平均利率为4.16%，创有统计以来新低。与此同时，由于存款利率相对刚性、贷款利率持续下调，银行的净息差持续收窄，同样降至历史低位。而在经济下行期，贷款质量下降，银行需要维持一定的利润空间，以消化不良资产。当前银行不良贷款率处于相对高位，核销规模也呈现同比上升趋势。4月以来，央行通过全面降准、上缴财政部结存利润、建立存款利率市场化调整机制、下调MLF利率等方式降低银行负债成本，但5月和8月LPR报价中，1年期分别保持不变与小幅下调5BP，表明下调空间着实有限。

**图表7：商业银行净息差和资产利润率处于低位**

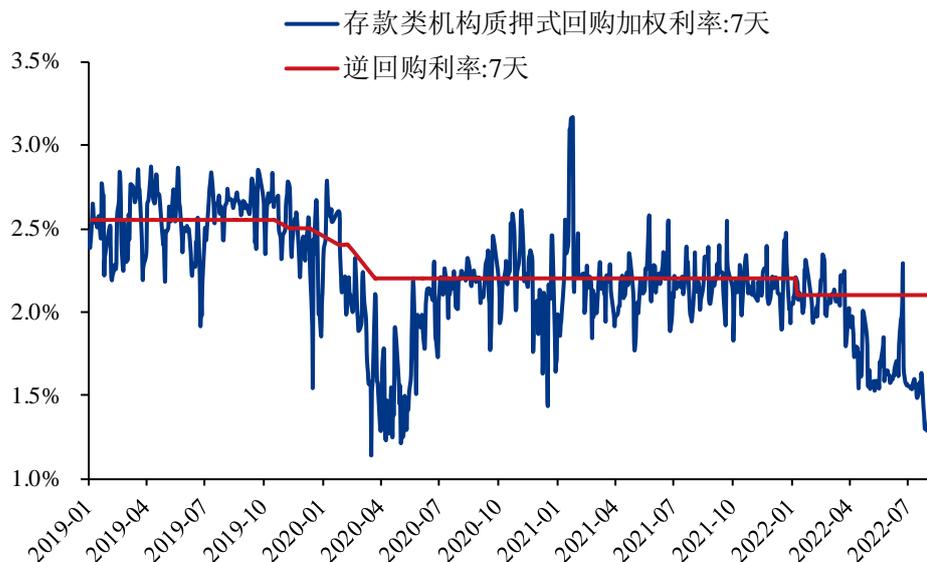


资料来源：Wind、粤开证券研究院

**另一方面，银行间流动性较为充裕，政策传导效果减弱。**一般来说，商业银行资金越紧张，央行的调控能力越强，反之则越弱。当前银行间流动性较为充裕，DR007持续低于7天逆回购利率，1年期同业存单利率低于1年期MLF利率，商业银行向央行借款的需求不大，也反映为公开市场操作规模的收缩。因此政策利率下调对于银行负债成本的影响较小，自然也难以传导至贷款利率。



图表8：DR007 利率低于 7 天逆回购利率



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表9：1 年期同业存单利率低于 1 年期 MLF 利率



资料来源：Wind、粤开证券研究院

## 四、未来仍有进一步降息的必要

当前经济下行压力仍大，亟需政策合力稳增长，货币政策仍有发力空间。

**一是继续适度下调房贷利率，稳定居民购房需求。**房地产市场企稳回升是打破房地产困局的重要一环，销售回款增加将极大缓解房企资金链紧张问题，从而降低房地产风险。而且，当前房贷利率处于相对高位，若参照上轮地产下行周期中房贷与一般贷款的最大利差，将有近 1 个百分点的下调空间。



**二是降低商业银行负债成本，为让利实体经济打开空间。**可以通过单纯降准或降准置换 MLF 等方式来降低银行负债成本，从而为 1 年期 LPR 下调打开空间。1 年期 LPR 是 5 年期以内贷款的基准利率，1 年期 LPR 下调将降低居民和企业的中短期贷款成本，提振信贷需求，刺激消费和投资。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

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