

2022年08月22日


 华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

反向非对称降息，意在稳地产

—宏观点评报告

事件

8月22日，央行将1年期LPR从3.70%下调至3.65%，降幅仅为5BP，首次与MLF降幅不同步。5年期LPR从4.45%下调至4.3%，再度降息15BP，是年内第二次反向非对称调降。

投资要点

如何看待LPR反向非对称降息？

8月LPR降息如期而至，进一步确认了宽货币稳增长的政策基调。5年期LPR降幅大于1年期，年内第二次反向非对称降息，稳地产信号明确。

1年期LPR为何少降？

1年期LPR降幅仅为5BP，打破了过去与MLF同降的惯例，主要是当前市场流动性较为充裕，市场利率已经在历史低位，为避免资金空转和套利，调降空间有所收窄。

5年期LPR为何多降？

5年期LPR多降：一方面，弥补了过去非对称降息的空间，期限利差重回2019年水平；另一方面，主要是为房地产和实体经济托底，体现了央行稳地产、促需求的政策意图，预计8月社融会有修复。

房贷利率还有调降空间吗？

从绝对水平来看，首套房贷利率最低只有4.1%（4.3%-20BP），比2009年首套房贷利率4.16%的低值还要低；从相对水平来看，当前房贷利率高出贷款平均利率84BP，仅次于2021年底的最高值，之前普遍低于贷款平均利率约60BP。由于地产销售还在探底，投资底也尚未出现，利率还有调降空间。

对股债有何影响？

LPR调降确认宽松信号，对股债都有提振。对于股市，降息利好地产链和非银金融。对于债市，宽货币到宽信用还需要时间，市场利率在政策利率下方运行，债市环境相对友好。

分析师：谭倩 S1050521120005

tanqian@cfsc.com.cn

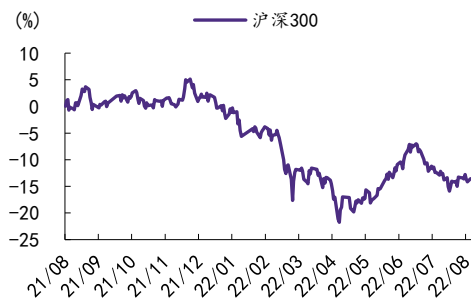
分析师：朱珠 S1050521110001

zhuzhu@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹 S1050121110002

yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《极致难持续，静候新平衡》

2022-08-21

2、《从工业数据看中观行业景气度》

2022-08-18

3、《地产纾困迈出关键一步》

2022-08-17

■ 风险提示

- 1) 宏观经济加速下行
- 2) 海外衰退加速到来
- 3) 地缘冲突大规模爆发

正文目录

事件:	4
评论:	4
1、如何看待 LPR 降息?	4
2、为何再现反向非对称降息?	4
3、房贷利率还有调降空间吗?	5
4、对股债有何影响?	7
5、风险提示.....	7

图表目录

图表 1: 银行平均理财收益目前高于一年期低于五年期 LPR.....	5
图表 2: 首套房贷利率创新低且利率底未到.....	6
图表 3: 五年期 LPR 仍有下行空间	6
图表 4: 相对房贷利率仍处在历史高位	7

事件：

8月22日中国央行将一年期贷款市场报价利率（LPR）从3.70%下调至3.65%，将五年期贷款市场报价利率（LPR）从4.45%下调至4.3%。

评论：

1、如何看待LPR降息？

按照央行利率改革后“MLF-LPR-贷款利率”的传导机制来看，MLF调降给LPR下调预留了空间。从历史经验来看，MLF调降则LPR必降，且1年期LPR与MLF降幅相同，而MLF不变则LPR不一定不降，5月仅5年期LPR调降。

因此8月15日央行超预期下调MLF利率10BP后，市场已经对LPR的下调有所预期。主要原因是7月社融和经济数据表明实体经济需求不足，居民信贷在地产风波的冲击下再次转负，同比减少2842亿元，企业的信贷也出现了回落，由上月的同比多增7525亿元转为7月的同比减少1457亿元。LPR降息旨在进一步打通信用通道、修复需求、发力稳地产。

2、为何再现反向非对称降息？

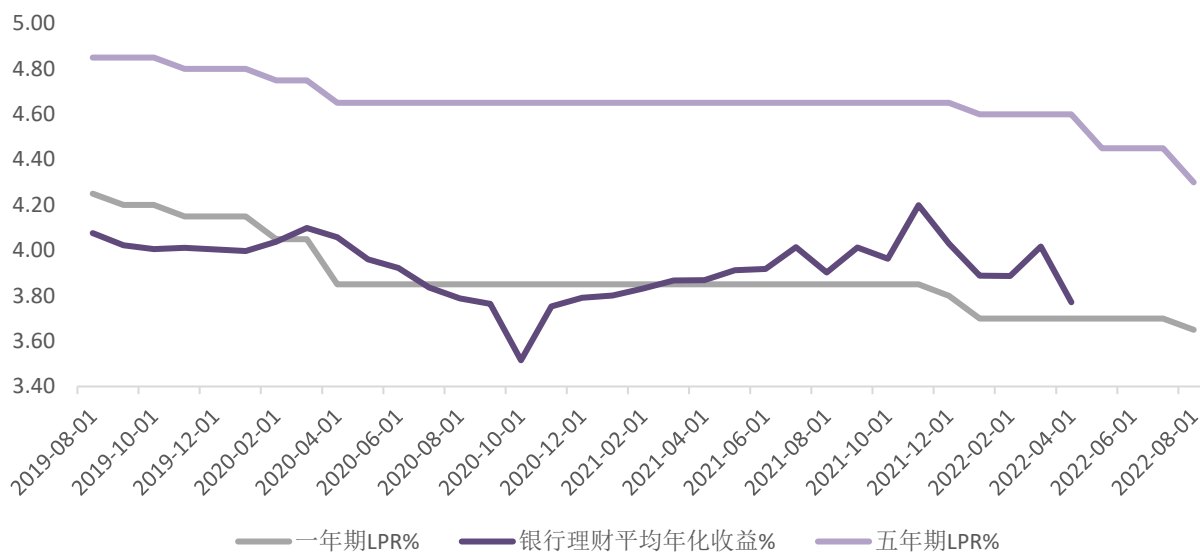
反向非对称LPR调降体现了央行在总量政策上的精准滴灌。之前为了将地产隔离在宽松的受益范围之外，LPR多为非对称式降息，5年期LPR降息力度多小于1年期LPR。

但这次是反向非对称降息：1年期LPR少降，仅调降5BP，低于预期。按照历史经验，1年期LPR一般与MLF降幅同步，当前银行间的流动性处于极其宽裕的程度：4月以来DR007始终在1.6%附近低位震荡，并于8月3日进一步下行至1.3%，DR001更是几近破1%。再加上当前低位的1年期LPR存在着套利的空间：2022年前4个月银行理财的平均年化收益率为3.89%。央行对于1年期LPR少降说明当前资金空转、脱实向虚的问题已经开始引发了监管的关注，大幅降低1年期LPR将不利于宽信用的实施，也符合央行不搞大水漫灌的政策方向，因此出现了反向非对称的1年期LPR调降。

而5年期LPR多降一方面是弥补了过去非对称调降的差值，期限利差回到了2019年时期的水平。另一方面则是化解地产信用风险，助力稳地产。按照我们的计算，从居民房贷的角度来说，二季度居民房地产贷款存量38.86万亿，五年期15BP的下调可以直接让居民房贷利息负担减少583亿元，但受到房贷定价日的限制，预计降息对于房贷的影响将有所滞后和缩水。房贷利率的下行也使得理财收益和房贷成本的差值有所减少，有助于缓解“提前还款潮”。从企业的角度来看，5年期LPR降息也可以直接降低企业的融资成本，有助于缓解当前市场资产荒的现象。

从历史经验来看，5年期LPR的调降往往伴随着企业中长期贷款的回暖，预计8月社融将出现一定的结构和总量的好转。5年期LPR大幅调降明确了稳地产、促需求的政策意图。

图表 1：银行平均理财收益目前高于一年期低于五年期 LPR



资料来源：wind，华鑫证券研究

3、房贷利率还有调降空间吗？

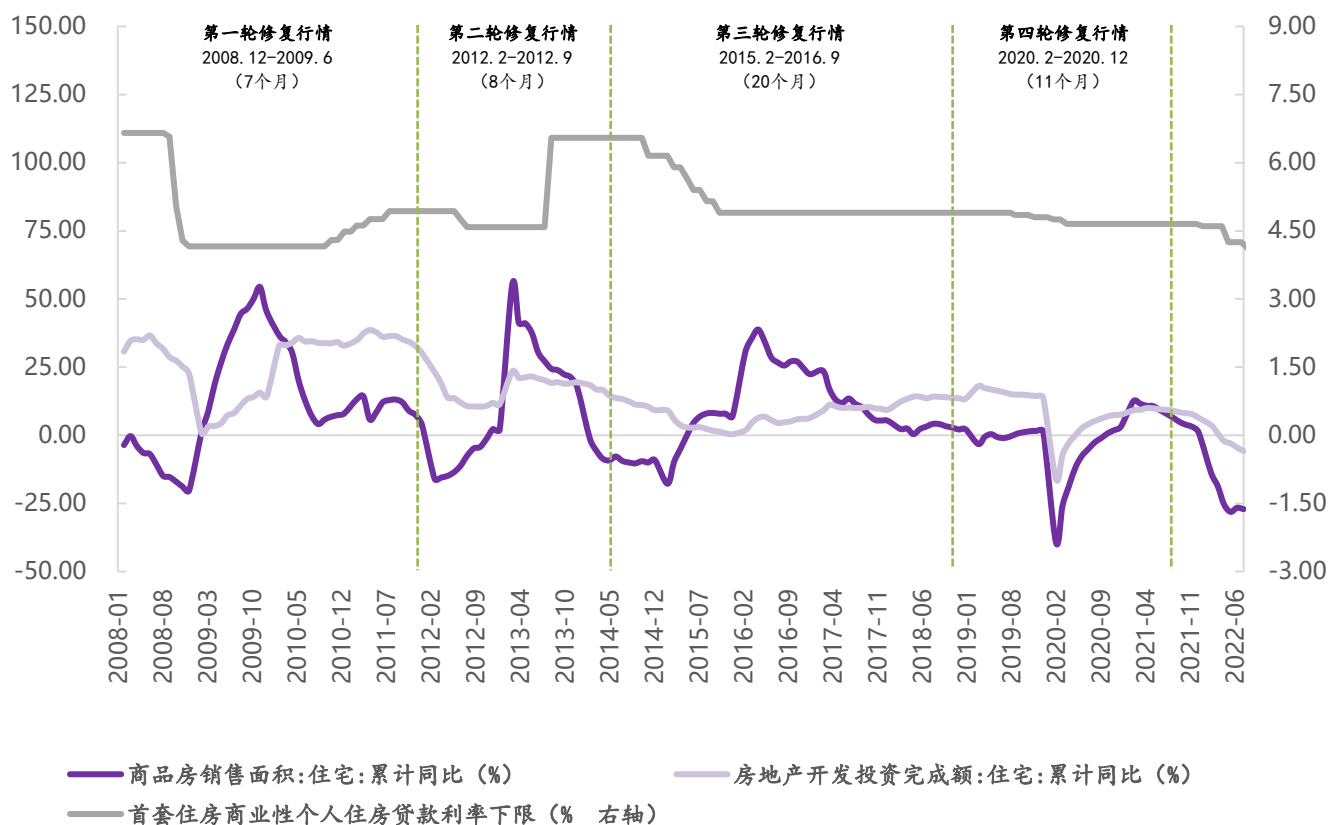
本次调降后，首套房贷利率最低只有 4.1% (4.3%-20BP)，比 2009 年首套房贷利率 4.16% 的低值还要低，后续来看，当前由于当前销售底还不能确定，投资底也尚未出现，房贷利率仍有下调空间。从 5 年期 LPR 和贷款利率差值、首套房利率下限来看，后续首套房贷利率有望破 4%。从房地产市场自身的“销售底——投资底——利率底”的传导路径来看，在当前断贷风波的影响下房地产市场的销售底仍未出现：7 月份 30 城成交面积数据再次出现回踩。投资底也尚未确认：房地产累计投资完成额同比增速依然在下行阶段，因此当前的房贷利率仍有下行空间。

从 LPR 后续政策空间来说，非对称 LPR 调降的空间犹存，从 1 年期和 5 年期 LPR 的差值来看，此次的调降已经将差值缩小到了 65BP，但距离历史低值的 60BP 仍有空间，从 5 年贷款利率和短期贷款利率的差值来看 (55BP)，后续非对称调降 5 年期 LPR 的空间仍有 5-10BP 的空间。

从房贷利率和贷款利率差值来看，当前的房贷也有仍下行空间。2018 年前，房贷利率普遍低于贷款平均利率约 60BP，但这一利差自 2019 年起逐步收窄，并于 2020 年出现倒挂后不断走阔。当前房贷利率高出贷款平均利率 84BP，仅次于 2021 年底的最高值，相对房贷利率仍处在历史的高位，同样提示了房贷利率尚存在较大的调整空间。

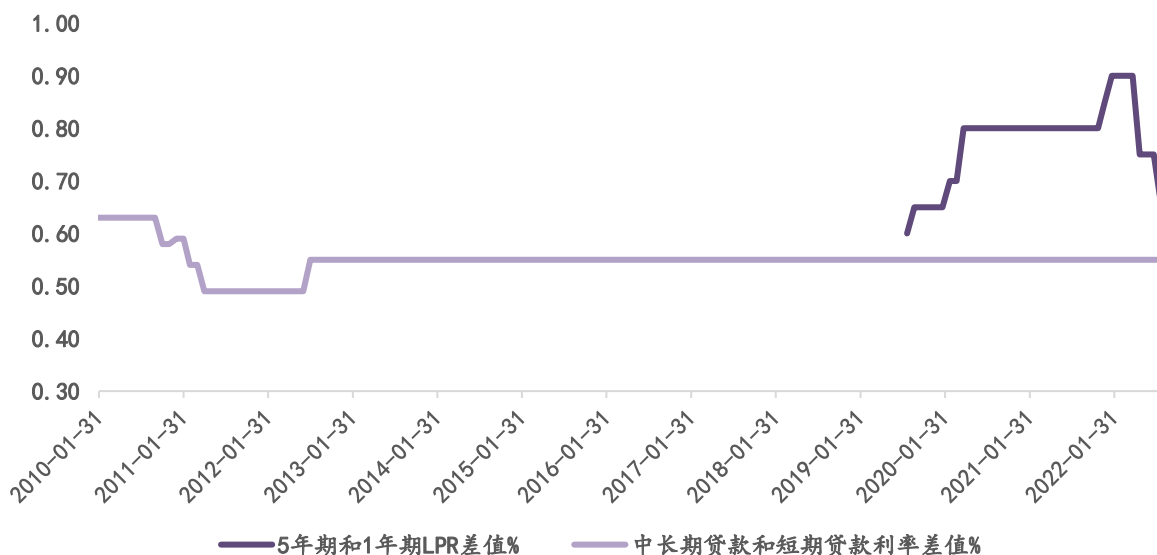
因此，从绝对水平来看，当前首套房贷利率比 2009 年首套房贷利率 4.16% 的低值还要低；但从相对水平来看，当前房贷利率与贷款平均利率的利差处于历史高位。考虑到 5 年期和 1 年期 LPR 的利差，后续房贷利率还有调降空间。

图表 2：首套房贷利率创新低且利率底未到



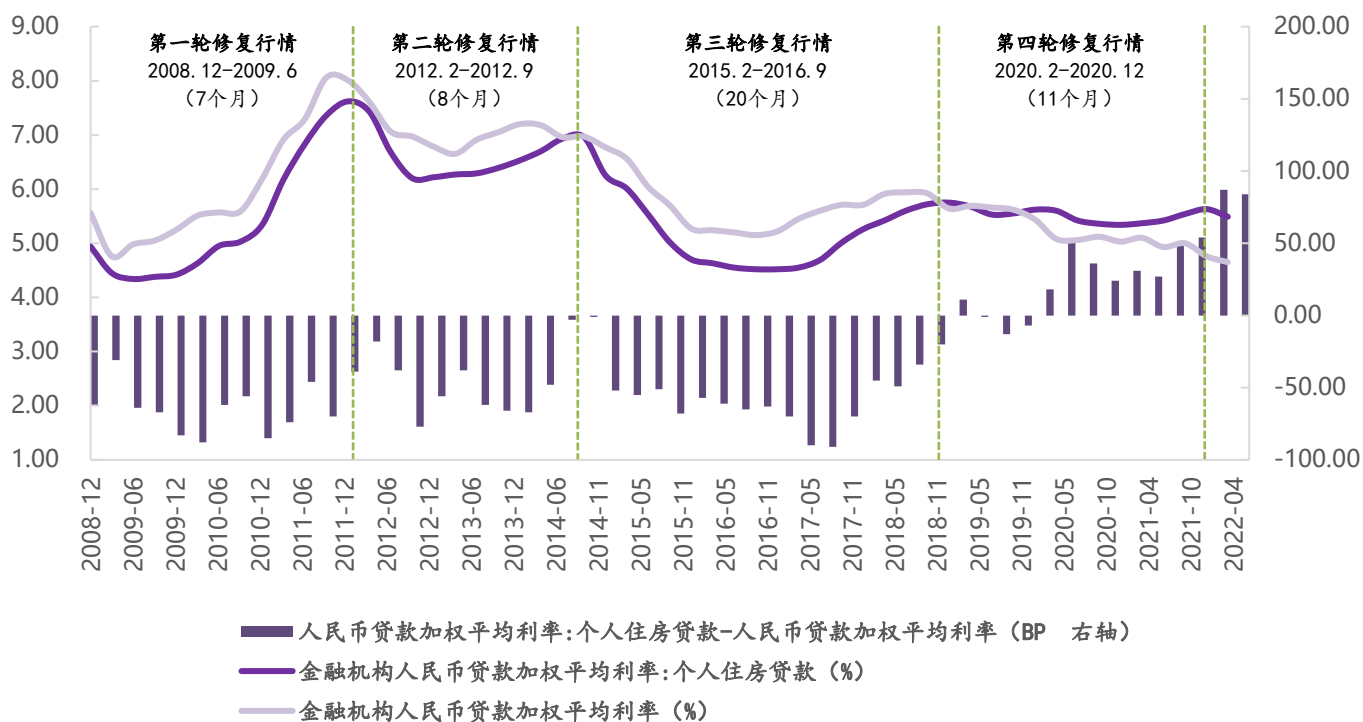
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 3：五年期 LPR 仍有下行空间



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 4: 相对房贷利率仍处在历史高位



资料来源: wind, 华鑫证券研究

4、对股债有何影响?

LPR 降息释放出宽货币信号, 对于股债的情绪均有提振。

对于股市, 当前“经济弱复苏+流动性宽裕”的格局仍在延续, 流动性支撑还在, 关注受益于降息的地产链和非银金融。同时, 随着中报公布进入冲刺期, 尽量规避业绩风险, 把握业绩确定性较高的煤炭、火电、电力设备、家用电器、汽车等盈利预期强劲的行业机会。

对于债市, 市场利率还在政策利率下方运行, 债市环境相对友好。但也要警惕, 债市已进入鱼尾行情, 关注地产触底、信用回升、经济企稳等宽信用信号带来的调整压力。

5、风险提示

- 1) 宏观经济加速下行
- 2) 海外衰退加速到来
- 3) 地缘冲突大规模爆发

■ 宏观策略组介绍

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置（宏观）、产业政策与行业配置（中观）、全球资金流动追踪与市场风格判断（微观），全方位挖掘市场机会。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所。

周灏：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究和微观流动性追踪。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。