

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

五年期 LPR 降幅还远远不够

2022 年 8 月 23 日

8 月 22 日最新 LPR 出炉, 1 年期 LPR 下调 5bp 至 3.65%, 不及市场预期。5 年期 LPR 下调 15bp 至 4.30%, 基本符合市场预期。

- **LPR 非对称下调的核心原因, 是银行通过调整期限溢价来降低负债成本, 短端利率下行不及长端。**有两个直观现象, 一是存款利率改革后, 银行存款利率整体下调, 下调期限以长期为主。二是部分银行出现存款利率“倒挂”现象, 比如 3 年定存最高利率高于 5 年期等。究其原因, 一是银行短期负债竞争更加激烈, 产品利率易升难降。二是从资产负债期限匹配的角度出发, 当前中长期信贷需求偏弱, 降低了银行为长期负债承担更高成本的动机。因此, 限制 1 年期 LPR 降幅的主要是息差压力。5 年期 LPR 对应的负债成本自 4 月以来有所缓释, 央行引导的力度也更强。
- **LPR 下调可一定程度上刺激企业信贷需求。**2019 年末以来, LPR 改革+央行引导强化, 贷款利率下行幅度大于 LPR。从效果上看, 下调 LPR 对于企业信贷需求的刺激较为明显, 居民信贷需求则更多受到收入的影响。用“收入增速-房贷利率”衡量居民购买力, 与房地产销售有较强的一致性。基于这一模型, Q3 地产企稳更多靠经济内生动能复苏, Q4 地产修复需要房贷利率进一步下行。
- **在不降 MLF 利率的情形下, LPR 下行空间十分有限。**1) 资金成本方面, 当前流动性宽松, 资金利率较低, 银行主要受困于息差压力。Q2 商业银行净息差环比下降不足 3bp, 较 Q1 明显放缓, 银行推动 LPR 下调的意愿在减弱。2) 市场供求方面, 今年以来信贷结构持续偏弱, 企业贷款利率已有过一波快速下行, 银行通过降价刺激信贷需求的边际效用在递减。3) 风险溢价方面, 个人住房贷款相比企业一般贷款资产质量更好、还款风险更低, 但 2020Q1-2022Q1 房贷利率承担了更高的风险溢价。Q2 房贷利率在一系列政策支持下再度低于一般贷款利率, 风险溢价有所收窄。
- **本次 LPR 调整后, 房贷利率有 30-40bp 的下降空间, 对于稳地产而言远远不够。**前两轮放松周期分别调低基准利率 216bp 和 165bp, 此外还有房贷利率 7 折优惠。考虑到本轮房地产下行压力远大于前两轮, 结合“收入增速-房贷利率”模型, 房贷利率即便再降 30-40bp, 也难以对房地产销售形成有效刺激。
- **政策进入短暂观察期后, 未来 MLF 利率和 LPR 仍有必要继续下降。**本轮超预期降 MLF 利率后, 政策或进入 1-2 个月的观察期。当前政策力度应对地产下行风险杯水车薪, 叠加多地疫情散发、高温干旱、新一轮缺电等因素扰动, 未来 MLF 利率和 LPR 仍有必要继续下降。
- **风险因素:** 疫情再度恶化, 增量政策推出不及预期, 美欧经济衰退。

目 录

一、如何理解 LPR 非对称下调?	3
二、LPR 下调可一定程度上刺激企业信贷需求	4
三、LPR 是否会再降, 怎么降?	7
风险因素	9

图 目 录

图 1: 3 月期大额存单发行利率居高不下	3
图 2: 中长期信贷余额增速持续走低	4
图 3: 房地产开发贷和个人按揭贷款需求继续磨底	4
图 4: 2019 年末以来, 贷款利率下行幅度大于 LPR 下行幅度	5
图 5: 1 年期 LPR 下调对企业短贷的刺激较明显	5
图 6: 5 年期 LPR 下调后, 企业中长贷多有正反馈	6
图 7: 居民短贷受收入增速影响较大	6
图 8: 居民中长贷同样受收入主导	6
图 9: 房地产销售与“收入增速-房贷利率”有较强一致性	7
图 10: Q2 商业银行净息差环比下降不足 3bp, 较 Q1 明显放缓	8
图 11: 本次 LPR 调整后, 房贷利率有 30-40bp 的下降空间	9

一、如何理解 LPR 非对称下调？

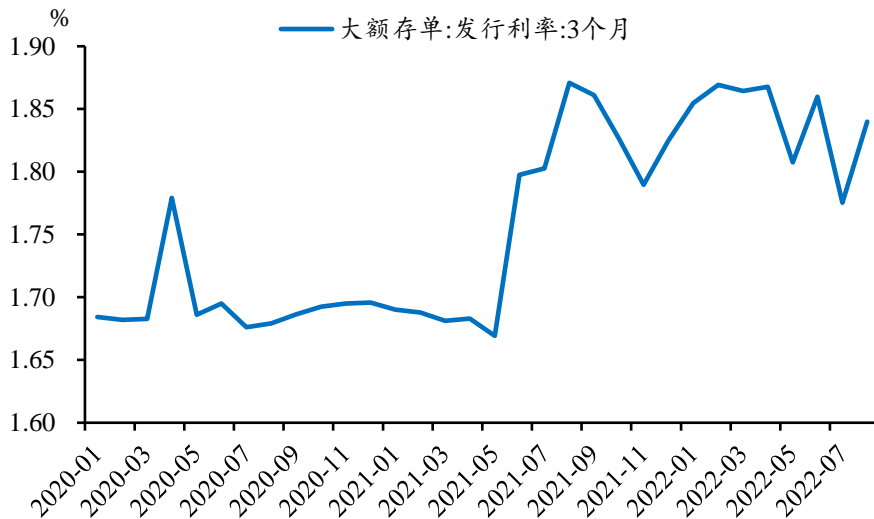
1 年期 LPR 下调 5bp，不及市场预期。8 月 15 日央行下调 MLF 利率 10bp 后，市场基本一致预计 LPR 将出现下调，但对于下调幅度分歧较大。8 月 22 日最新 LPR 出炉，其中 1 年期 LPR 仅下调 5bp，主要原因在于：

存款利率改革以来，银行主要通过调整期限溢价的方式降低负债成本，长端定存利率降幅较大，短端存款利率变化有限。有两个直观现象，一是 4 月 25 日后，银行存款利率整体下调，品种包括定期存款、大额存单、特色存款等，下调期限以长期为主。比如工行、中行、建行将 2 年期、3 年期定存利率下调了 10 个基点。二是当前部分银行出现了存款利率“倒挂”的现象，以工行为例，3 年期与 5 年期定存挂牌利率均为 2.75%，若存款金额达到一定金额，3 年期定存能够享受 3.15% 的最高利率，但 5 年期定存仅有 2.75% 一档。反观短端利率，当前四大行一年期定存利率 1.75%，持平上年；3 月期大额存单发行利率仍处于 1.85% 左右的较高水平。

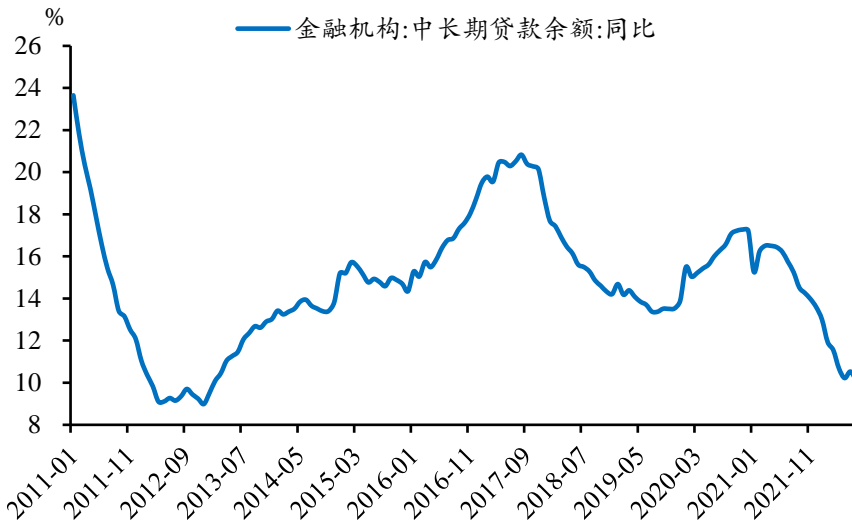
究其原因，一是银行短期负债的竞争更加激烈，二是当前中长期信贷需求偏弱，降低了银行为长期负债承担更高成本的动机。由于长期定存替代产品较多、机会成本较高、仅对口少部分流动性偏好较弱的客户群体，所以银行在揽储时更加聚焦于短期负债（潜在客户人群更多），竞争也更加激烈，产品利率易升难降。从银行资产负债期限匹配的角度出发，当前宽信用结构偏弱，中长期信贷需求不足，今年以来银行同业投资增长较快（同业资产期限较短），进一步降低了银行增加长期负债并承担更高成本的动机。

综上，限制 1 年期 LPR 降幅的主要是息差压力，负债成本降幅有限，同时企业贷款利率续创新低。根据央行 Q2 贷政报告披露，6 月企业贷款加权平均利率为 4.16%，处于有统计以来低位。

图 1：3 月期大额存单发行利率居高不下



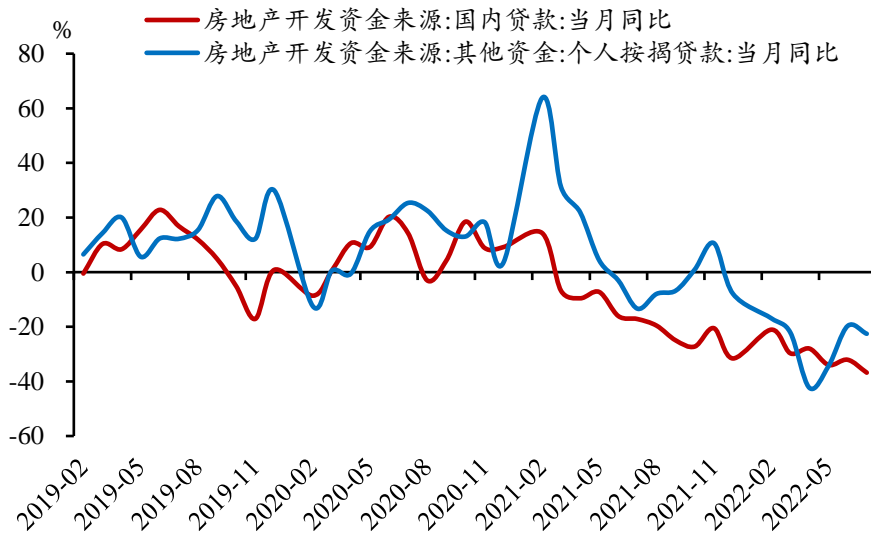
资料来源: Wind, 信达证券研发中心
 注: 数据为月均值

图 2：中长期信贷余额增速持续走低


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

5 年期 LPR 下调 15bp，基本符合市场预期。从负债成本的角度出发，如前文所述，4 月存款利率改革以来，银行长期负债成本有较明显缓释，为 5 年期 LPR 下调创造了空间，

从央行引导的角度来看，7 月大部分重点城市房贷利率已低至下限，政策有必要提供进一步支持。根据贝壳研究院发布的重点城市主流房贷利率数据，2022 年 7 月，103 个重点城市中已有 74 城首套、二套房贷利率低至 4.25%、5.05% 的下限水平。在房地产走弱、下行风险加剧的局面下，引导 5 年期 LPR 多于 MLF 利率下调既履行了央行“货币政策总量发力”的承诺，也对于提振实体融资需求、稳地产意义重大。

图 3：房地产开发贷和个人按揭贷款需求继续磨底


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

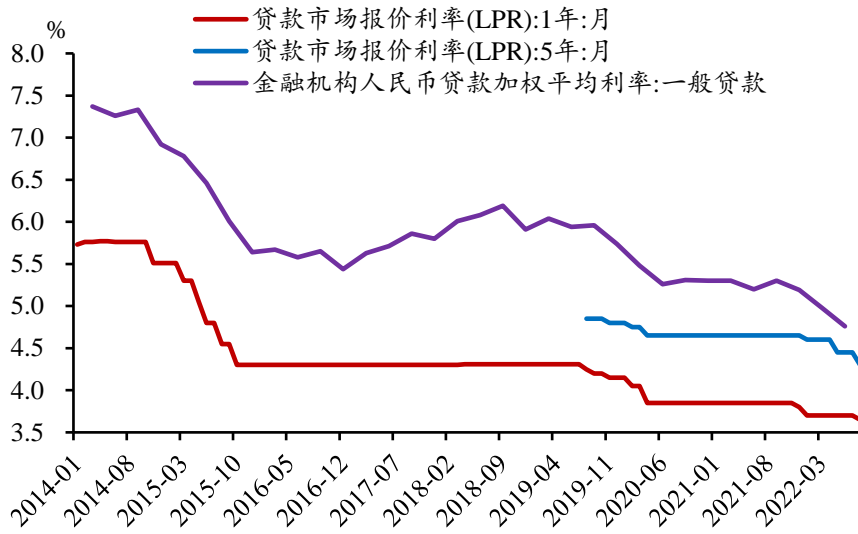
二、LPR 下调可一定程度上刺激企业信贷需求

LPR 下调可降低实体融资成本。历史上 LPR 调降的区间，一般贷款加权平均利率均同步下行。201406-201603，1 年期 LPR 下行 1.46%，贷款利率下行 1.59%，降幅基本相仿。

2019 年末以来，LPR 改革+央行引导强化，贷款利率下行幅度大于 LPR。2019 年 8 月 LPR 改革后，货币政策向贷款利率的传导效率增强，降低实际贷款利率成效显著。201906-202009，1 年和 5 年期 LPR 分别下行 0.46%、0.2%，

同期一般贷款加权平均利率下行 0.63%。去年末以来，政策面“降成本”的定调强化，2021 年末中央经济工作会议提出“加大对实体经济融资支持力度，促进中小微企业融资增量、扩面、降价”，2022Q2 贷政报告强调“着力稳定银行负债成本，推动降低企业综合融资成本”。202112-202206，1 年和 5 年期 LPR 分别下行 0.1%、0.2%，同期一般贷款加权平均利率下行 0.43%。

图 4：2019 年末以来，贷款利率下行幅度大于 LPR 下行幅度



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

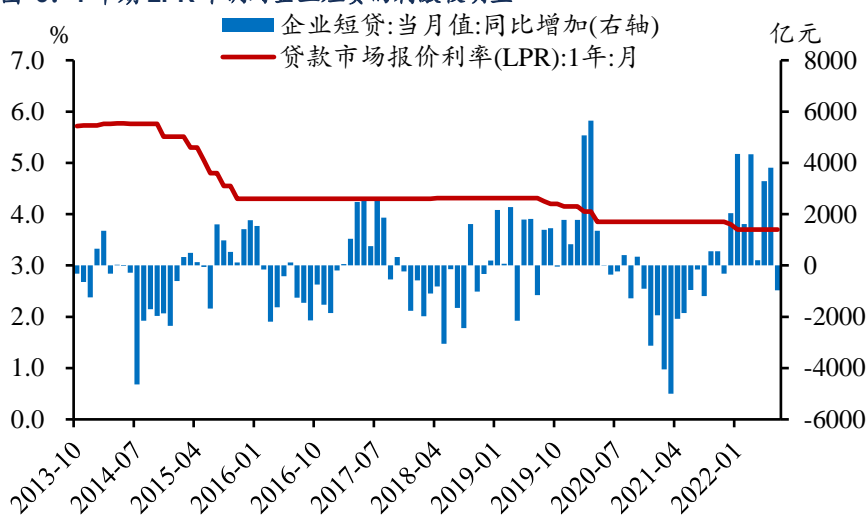
从效果上看，下调 LPR 可一定程度上刺激企业信贷需求，居民信贷需求更多受到收入的影响。

1 年期 LPR 下调对企业短贷的刺激较明显。以 201410-201511 为例，期间 1 年期 LPR 明显下行，企业短贷由连续同比少增转为同比多增。201908-202006、202112-202206，1 年期 LPR 调降后企业短贷多增幅度扩大。

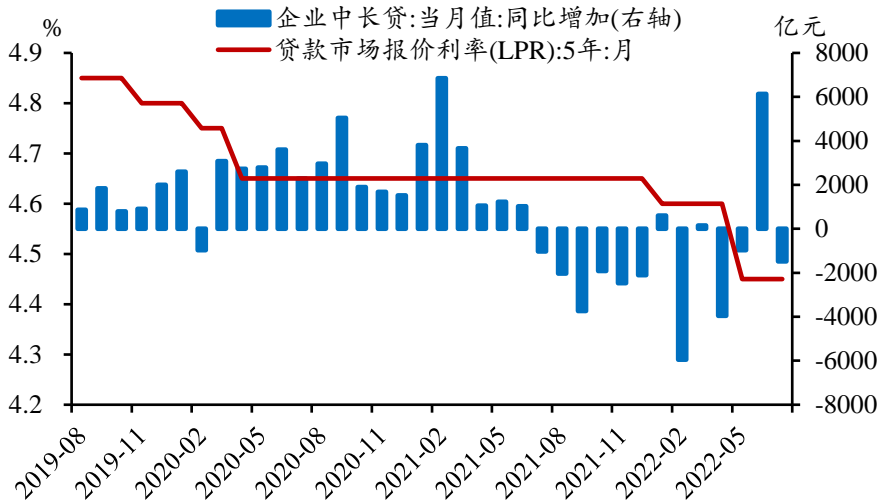
5 年期 LPR 下调后，企业中长贷多有正反馈。201910-202106，期间 5 年期 LPR 下调 20bp，企业中长贷基本保持同比多增。202112-202206，5 年期 LPR 下调后企业中长贷同比少增幅度有所收窄。

用同样的方式观察 LPR 与居民贷款的关系，发现前者变化对后者的影响不大。究其原因，一方面央行信贷支持政策、再贷款工具等多面向企业，结合 LPR 下调能取得明显刺激效果。另一方面，居民无论是消费行为（对应短期贷款）还是投资行为（对应中长期贷款），都受收入的影响更大，如图 7、8 所示。

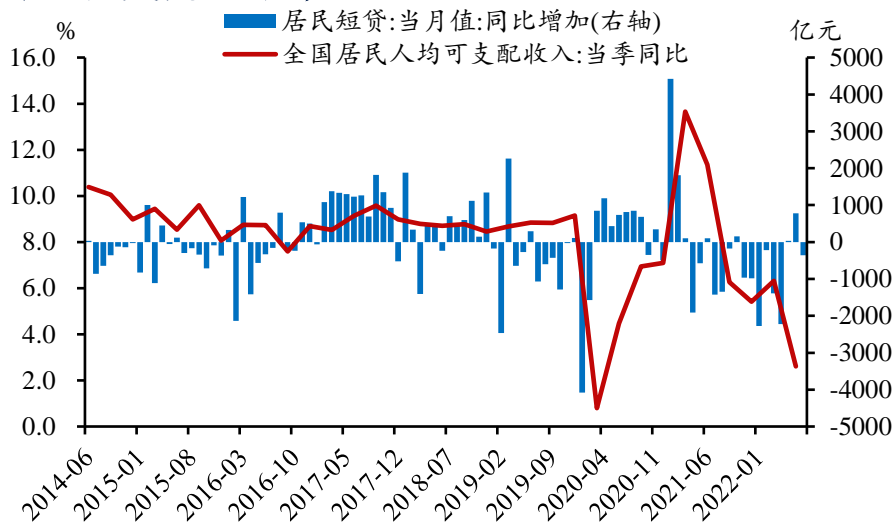
图 5：1 年期 LPR 下调对企业短贷的刺激较明显



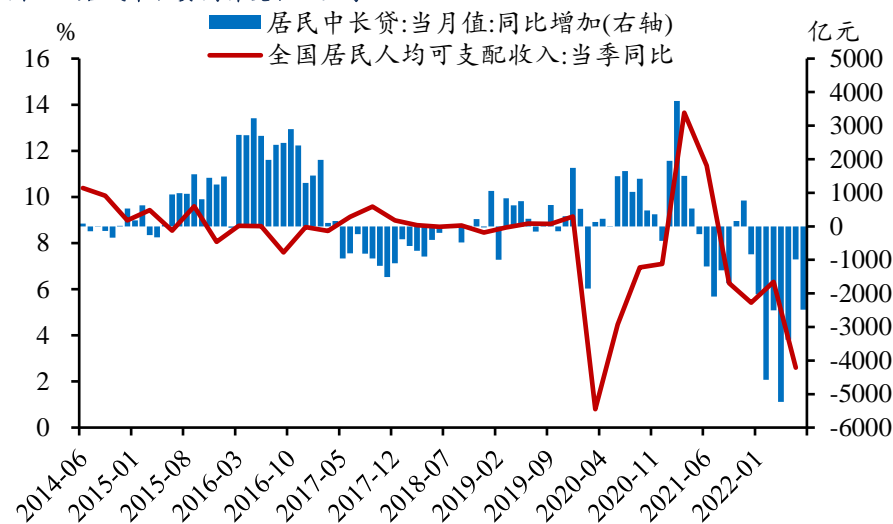
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：5 年期 LPR 下调后，企业中长贷多有正反馈


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：居民短贷受收入增速影响较大


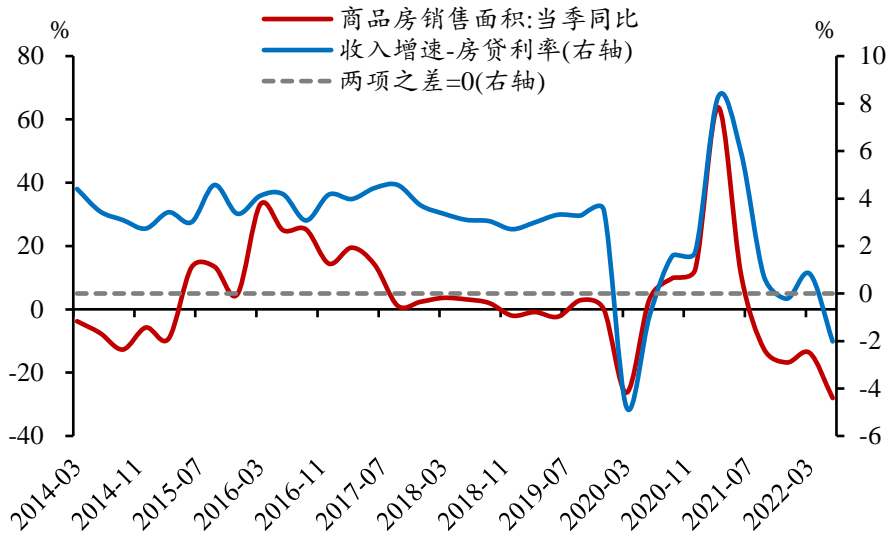
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：居民中长贷同样受收入主导


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

用“收入增速-房贷利率”衡量居民购买力，与房地产销售有较强的一致性。我们在报告《从历次“断贷风波”看当前地产困局》中详解了构建这一模型的方法，历史一般情况下，“收入增速-房贷利率”在2%左右，差值至少需要转正，才能对地产有明显的刺激效果。Q2 房贷利率为 4.62%，全国居民人均可支配收入受疫情影响回落至 2.6%。Q3 居民收入增速回到 4%以上、房贷利率再降 50bp 的情形下，两项之差有望转正。可见，Q3 地产企稳更多靠经济内生动能复苏，Q4 地产修复需要房贷利率进一步下行。

图 9：房地产销售与“收入增速-房贷利率”有较强一致性



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

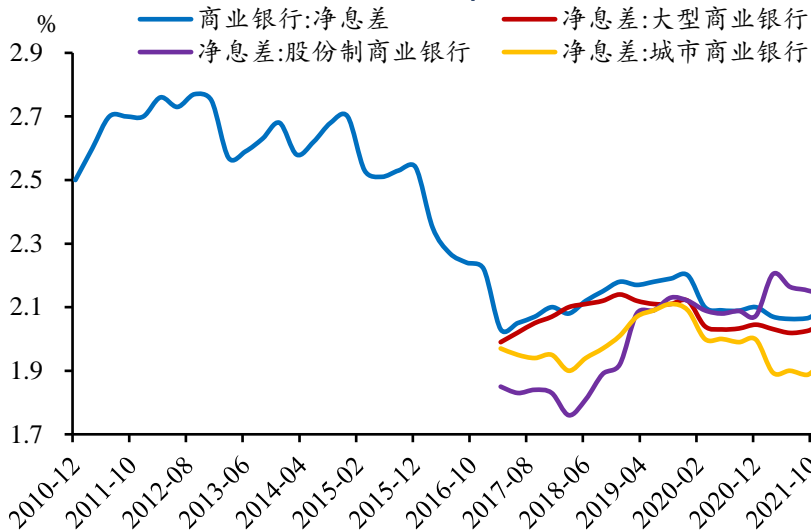
三、LPR 是否会再降，怎么降？

从稳地产的角度出发，LPR 仍有再降的必要。Q2 货政报告新增“因城施策用足用好政策工具箱”，与 7.28 政治局会议定调一致，属于积极变化。但在“房住不炒”的总基调下，期待全国性的放松政策并不切实，下调 LPR 是更加合意的工具。

从报价方式上看，在不降 MLF 利率的情形下，LPR 下行空间十分有限。在形成 LPR 时，报价行对于加点幅度的考量主要取决于自身资金成本、市场供求和风险溢价。

- 1) 资金成本方面，当前流动性宽松，资金利率大幅低于政策利率，银行主要受困于息差压力。Q2 商业银行净息差环比下降不足 3bp，较 Q1 明显放缓，显示出银行推动 LPR 下调的意愿在减弱。
- 2) 市场供求方面，今年以来信贷结构持续偏弱，企业贷款利率已有过一波快速下行，银行通过降价刺激信贷需求的边际效用在递减。
- 3) 风险溢价方面，个人住房贷款相比企业一般贷款资产质量更好、还款风险更低，但 2020Q1-2022Q1 房贷利率反而高于一般贷款利率，承担了更高的风险溢价。2022Q2，房贷利率在一系列稳地产举措和央行《调整差别化住房信贷政策》支持下明显下行，再次低于一般贷款利率，风险溢价有所收窄。

图 10: Q2 商业银行净息差环比下降不足 3bp, 较 Q1 明显放缓



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

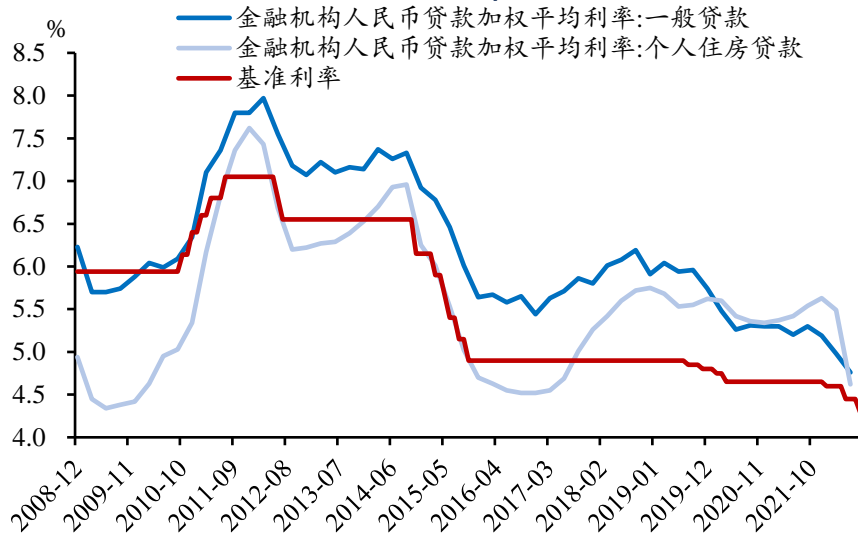
本次 LPR 调整后, 房贷利率有 30-40bp 的下降空间, 对于稳地产而言远远不够。历史上房贷利率基本围绕贷款基准利率上下波动, 偏离幅度主要与房贷利率政策有关。

- 1) 2008 年 11 月央行提出首套房贷利率 7 折优惠, 期间房贷利率最低降至 4.34%, 仅高出下限不足 20bp。
- 2) 2014 年 9 月央行联合银监会颁布“930 新政”, 再次给出基准利率基础上 7 折优惠, 期间房贷利率最低降至 4.52%, 较 3.43% 的下限高出 1.09 个百分点。
- 3) 2022 年 5 月央行发布《调整差别化住房信贷政策》, 将房贷利率下限调整为 5 年期 LPR 减 20 基点。Q2 房贷利率为 4.62%, 最新下限为 4.1%。考虑到 2019 年 LPR 改革后, 银行再难以协同设定贷款利率隐性下限, 这一轮房贷利率调整有望较上一轮更加逼近理论下限, 大约还有 30-40bp 的下降空间。

纵观本轮地产放松, 全国性的放松政策包含 2021 年末以来, 5 年期 LPR 下调 35bp, 以及首套住房贷款利率下限下降 20bp。而前两轮放松周期分别调低基准利率 216bp 和 165bp, 此外还有房贷利率 7 折优惠。考虑到本轮房地产下行压力远大于前两轮, 房贷利率即便再降 30-40bp, 也难以对房地产销售形成有效刺激。

政策进入短暂观察期后, 未来 MLF 利率和 LPR 仍有必要继续下降。本轮超预期降 MLF 利率后, 政策或进入 1-2 个月的观察期。当前政策力度应对地产下行风险杯水车薪, 叠加多地疫情散发、高温干旱、新一轮缺电等因素扰动, 未来 MLF 利率和 LPR 仍有必要继续下降。

图 11: 本次 LPR 调整后, 房贷利率有 30-40bp 的下降空间



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 2019 年 8 月以前基准利率为 5 年期贷款基准利率, 之后为 5 年期 LPR

风险因素

疫情再度恶化, 增量政策推出不及预期, 美欧经济衰退。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。