

8月21日，1年期LPR从3.55%下调至3.45%，5年期LPR维持在4.20%。  
 8月15日，MLF利率下调15bp，市场预期1年期LPR利率下调15bp，5年期LPR利率下调20bp。

这次5年期LPR利率维持不变，大幅低于市场预期。如何理解这次5年期LPR利率维持不动，蕴含怎样的政策内涵？

➤ **1年期和5年期LPR调整幅度并不同步，历史上两者多有分歧。**

2022年5月之后，每次LPR调降，5年期LPR调整幅度均等于或大于1年期。2022年5月之前，也有1年期LPR降幅大于5年期情况，例如2020年2月、2020年4月、2022年1月。

**历史上有过两次，1年期LPR下调但5年期LPR保持不动的情况。**2019年9月、2021年12月，1年期LPR下调5BP，5年期LPR均保持不动。

➤ **5年期LPR未调降或意味，下半年快节奏、大力度的地产政策预期落空。**

**我们发现一个事实，当政策释放明显刺激地产信号之时，5年期LPR下调幅度偏大，当地产刺激政策信号趋弱时，5年期LPR利率下调幅度便会低于预期。**

2020年下半年至2021年上半年，地产表现强势，5年期LPR降幅低于1年期。去年下半年至今，房地产同比增速大幅转负。2022年5月以来，5年LPR降幅开始高于1年期。尤其2022年4月，居民新增中长期贷年内第二次录得负值，2022年5月，5年期LPR单次下调15BP，1年期LPR利率不动。

此次5年期LPR保持不动，我们倾向于认为，政策有意释放信号，未来出台大力度刺激政策，推动地产大幅反弹的政策可能性降低。**符合我们之前判断：快节奏、大力度的地产政策面世概率低，年内地产销售或难见大幅反弹。**

➤ **如何理解政策意图？重心不在于刺激新增需求，而在于缓解存量债务压力。**

如果5年期LPR下调，新增的房贷利率会立即调整，而存量房贷利率的调整要等到下一次重定价日。此次5年期LPR不变，说明在地产销售中枢下移的大趋势和大背景之下，政策重心并不在于刺激新增地产销售需求，毕竟未来中国地产将迎来一个截然不同于过往三十年的趋势，供需中枢均会缓慢下行。不论是当前居民提前还贷，还是地方债务压力显露，均起因于地产销售下行，债务压力沿融资渠道逐级传导。**相较刺激分子端政策，分母端控制债务压力才是政策的着力方向。即缓解地产销售下行触发的存量债务压力，才是当前政策重点。**

➤ **还会有降息么？当前仍处利率中枢下行过程，未来存贷基准利率或下移。**

本次非对称降息实际是利率中枢下行过程，不同利率调整节奏上的错配。

**其一，1年期LPR与5年期LPR前期调整幅度差异较大。**2022年1月-2023年7月，5年期LPR利率降幅累计45BP，而1年期LPR仅累计调降25BP。

**其二，存款利率与贷款利率调降节奏不一致。**2022年至今，国有大行存款调整仅3次，贷款利率调降的频率和幅度要高得多，一定程度压制银行净息差水平。缓解债务压力主要突破点在于两处，缓解居民债务压力，化解地方债务风险，核心操作都离不开下调存贷基准利率。**短期内贷款利率调整放缓，意味着新一轮存款利率下调窗口正在打开。**

➤ **风险提示：**货币政策超预期，房地产政策超预期



**分析师 周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

**研究助理 吴彬**

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

**相关研究**

- 1.全球大类资产跟踪周报：美元再度走强-2023/08/20
- 2.2023年二季度货币政策执行报告点评：央行关注什么？-2023/08/18
- 3.2023年7月经济数据点评：关注利率下行和分母驱动逻辑-2023/08/15
- 4.2023年8月央行降息点评：8月有降息无降准-2023/08/15
- 5.全球大类资产跟踪周报：交易热度降温-2023/08/13

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026