

8月LPR：期限非对称下降，稳定房地产市场预期

核心观点

2023年8月21日，LPR报价再现非对称性，1年期LPR报3.45%，降10BP；5年期以上LPR报4.2%，与上月持平。我们认为非对称操作主要是从以下几个角度考虑：1) 稳定房地产市场预期，防范“大水漫灌”风险；2) 稳定银行净息差；3) 防范实体部门中长期贷款转存存款等套利行为，践行央行8月4日答记者问中提到的“防止资金套利和空转，提升政策传导效率”；4) 带动银行中长期贷款投放意愿。总体看，虽然8月LPR报价调整幅度弱于预期，但仍有助于强化金融支持实体经济的可持续性，并将引导后续实体部门贷款利率及市场利率同步走低，我们坚持10年期国债收益率年内低点有望降至2.4%的判断，预计无风险收益率进一步下探，形成股债双牛格局。

□ LPR报价调整幅度弱于预期

8月21日，LPR报价再现非对称性，1年期LPR报3.45%，降10BP；5年期以上LPR报4.2%，与上月持平。LPR报价下降是政策利率（逆回购、MLF等）下调后的自然表现，有助于降低实体部门融资成本、改善企业盈利，但本月调整幅度弱于预期，且超预期出现期限非对称调整。

对于调整幅度，我们可以从LPR报价机制的角度进行直观理解。目前LPR报价已不再是在MLF利率基础上加点形成，根据“市场利率+央行引导→LPR”的当前我国LPR报价机制，“央行引导”即降低政策利率（8月15日，7天逆回购利率下调10BP，1年期MLF利率下调15BP）；市场利率核心观察DR007，8月4日以来，DR007波动中枢有所上行可能是本月LPR报价下降幅度不及预期的核心原因，8月18日，DR007收于1.92%，较8月3日的低点1.62%上行约30BP，或与债券市场发行量提速有关。

对于期限非对称调整，我们认为主要是从以下几个角度考虑：1) 稳定房地产市场预期，防范“大水漫灌”风险；2) 稳定银行净息差；3) 防范实体部门中长期贷款转存存款等套利行为，践行央行8月4日答记者问中提到的“防止资金套利和空转，提升政策传导效率”；4) 带动银行中长期贷款投放意愿。

□ 其一，稳定房地产市场预期，防范“大水漫灌”风险

从1年期与5年期以上LPR过往调整经验看，两者的变动偏差往往与地产调控基调密切相关，我们认为本次5年期以上LPR未做调整的核心原因之一是稳定房地产市场预期，防范“大水漫灌”风险。7月末政治局会议对于地产市场提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求”，我们认为可以预期的是在因城施策总基调下，下半年各地方需求端政策仍有进一步调整空间，但整体政策可能是精准滴灌，核心保护刚需。

我们认为，不论是首套房贷利率政策动态调整机制，还是当前鼓励银行存量房贷利率有序调整等相关举措，均体现出以上政策诉求，在存量房贷利率或有调整空间情况下，增量房贷利率对应的基准利率本次未做调整，有助于防范政策“超调”，同时也可避免存款房贷利率的大幅下调对银行净息差的冲击。

□ 其二，稳定银行净息差

央行在8月17日发布的二季度货币政策执行报告中通过报告专栏探讨“合理看待我国商业银行利润水平”，央行提出，维持一定的利润增长是商业银行内源补充资本的重要方式，商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平，这样也有利于增强商业银行支持实体经济的可持续性。今年一季度，我国商业银行净息差为1.74%，较去年末的1.91%进一步回落，已降至有数据以来的新低。

8月LPR报价有助于稳定银行净息差：首先，8月LPR报价较逆回购、MLF利率调整幅度总体更低，分别影响银行资产端定价、负债端成本，进而缓解银行净

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

相关报告

1 《2023年二季度货政报告：张弛有度》2023.08.18

2 《经济放缓或驱动股债双牛兑现》2023.08.15

3 《降息继续驱动“股债双牛”》2023.08.15

息差压力；其次，截至2023年7月末，中长期贷款占我国银行总贷款比重约66.6%，占比显著高于短期贷款及票据融资，5年期以上LPR未调整，非对称性操作下，有助于稳定占比更大的中长期贷款利率报价；最后，从我国当前存款利率市场化调整机制看，10年期国债收益率及1年期LPR将直接影响存款利率定价，即便5年期以上LPR未做调整，也能引导银行存款利率的进一步下调，稳定银行净息差。今年6月，我国主要银行主动下调部分期限存款挂牌利率并同步下调了内部利率授权上限，这是继2022年9月以来，商业银行根据自身经营需要和市场供求状况，第二轮主动调整存款挂牌利率。

□ 其三，防止资金套利和空转

央行8月4日答记者问中提到的“防止资金套利和空转，提升政策传导效率”，我们认为8月5年期以上LPR未做调整也是从这个角度的考量。今年以来，由于部分实体企业可得贷款成本较低，出现了将中长期贷款资金直接转存定期存款等套利行为，进而构成一定“资金套利和空转”，削弱了宽松政策传导效率。为满足监管部门引导机构加大中长期贷款投放的政策诉求，机构对部分优质主体贷款提供优惠价格，而若企业短期资本开支需求不强、贷款资金期限又相对较长，容易出现转存定期存款进行无风险套利的倾向。我们认为5年期以上LPR未做调整有助于缓解类似套利行为。

□ 其四，带动银行中长期贷款投放意愿

去年下半年以来，我国信贷结构持续优化，中长期贷款绝对值及比重不断有超预期表现，在实体部门信贷需求相对稳健的情况下，这与政策加强信贷的结构性引导密切相关，如通过MPA考核等机制强化相关领域中长期贷款投放。但随着我国贷款利率逐步降至低位，以及因城施策框架下按揭贷款加点幅度下限空间的打开，从银行自身经营的视角，5年期以上LPR报价不变有助于稳定银行中长期贷款投放意愿，中长期贷款投放的持续性，有助于强化金融支持实体经济的有效性。

□ 预计后续仍有降准操作，结构性政策工具继续发挥作用

结合近期各重大会议的政策信号，我们预计后续仍有降准概率，推动宽信用、改善企业资金可得性。预计结构性政策工具也将持续发力，7月14日，人民银行新闻发布会提出“必要时还可再创设新的政策工具”，我们认为，下半年仍可期待新创设的结构性政策工具，政策性金融工具也有望新增额度，发挥“准财政”属性。同时，预计后续央行在维持宽松基调的同时，也将更加强调防止资金空转、引导资金进入实体，进而强化稳增长效率。

□ 继续坚定看好“股债双牛”

虽然LPR报价调整幅度弱于预期，但总体将引导后续实体部门贷款利率及市场利率同步走低，我们预计10年期国债收益率年内低点有望降至2.4%。同时，我们坚持5月5日年中策略报告《水到渠成，股债双牛》的观点，流动性是驱动“股债双牛”的核心逻辑，一方面，今年下半年经济压力客观存在，但货币政策仍有宽松空间，无风险收益率有望继续下行，形成股债双牛的格局。

另一方面，我们认为居民大体量超额储蓄淤积金融体系，是导致当前流动性过剩、拥挤交易形成资产荒的核心原因之一，也是后续股市增量资金的最大不确定性来源。

□ 风险提示

企业盈利、居民消费及购房情绪进一步恶化，经济基本面承压，政策效果不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>