

稳息差，控风险

2023年8月LPR利率下调解读

核心内容：

- **1年期LPR下降10bps,5年期LPR保持不变**本次调降低于市场预期，5年期LPR并未变动，LPR的调降集中在1年期。更进一步，1年期LPR的下降也并未跟随1年期MLF下降15bps的幅度。

- **分析1：稳定商业银行息差是本次长端利率稳定的主要考量。**

二季度货币政策报告中强调了商业银行需要保持合理的利润水平以支持经济增长。存款利率不变、地方政府化债以及存量房贷利率的下调均会对银行利润产生影响。

本次不调降长端并不是对房地产政策的改变。我们测算存量房贷利率下调约节省1000亿以上资金，超过降准20BP带来的770亿房地产资金的减负。

政策目标暂时是控制风险，所以需要为商业银行预留利润空间。未来可能看到存款利率下调后才会调降长端利率。

- **分析2：央行保留降息空间，等待更合适时机。**

央行仍然避免产生货币快速“放水”的预期，“稳增长”政策仍然有所保留。在美联储加息的过程中，我国央行坚持“以我为主”的货币调整，但调整也会根据时间小幅变化。如果跟全球利率同步而动，稳增长的效果会更加明显，货币政策会“事半功倍”。长端利率的稳定也是为了汇率市场考虑。

- **我们的判断和政策预期：年内央行仍然要调降长端，并且降准**

未来可能单独调降长端利率。我国经济运行和中长期潜在GDP增速水平测算下，短期利率年内存在20BP-30BP下调空间，长端下降空间更大。

观察今年二次降息的时间窗口，均选择美联储非加息月份，6月央行提前预判美联储暂停加息，8月则是美联储货币政策的真空期。下次降息很可能选择美联储货币政策真空期的10月，减轻可能给人民币汇率带来的压力。

8月和9月份地方政府债加速发行，可能引起的流动性紧张将部分对冲降息对实体经济的推动作用，因此9月央行可能再次选择降准释放长期流动性，加大逆周期调节，配合财政政策协同发力。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

主要风险：

1. 通胀上行不及预期的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 内需持续低迷的风险
4. 地方政府债务的风险
5. 政策时滞的风险
6. 美联储紧缩周期延长的风险

目录

一、LPR 非对称下调低于市场预期.....	3
二、当前时点稳定商业银行净息差的必要性提升	3
(一) 商业银行自身稳健经营需要保持合理的利率水平	3
(二) 稳定净息差有助于推动存量房贷利率的调降	5
(三) 稳定净息差有助于“一揽子”化解地方政府债务的推行。	6
三、央行可能在保留政策空间，等待更合适的时机	6
四、我们的判断和政策预期：年内央行仍然要调降长端，并且降准.....	7

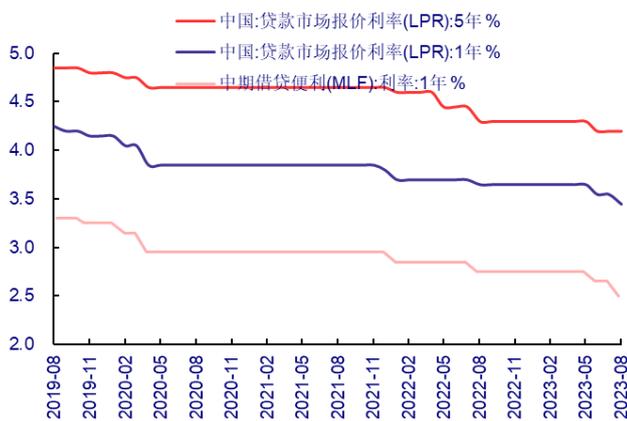
一、LPR 非对称下调低于市场预期

2023年8月21日，央行公布1年期LPR下降10bps，5年期LPR保持不变。本次调降低于市场预期，5年期LPR并未变动，LPR的调降集中在1年期。更进一步，1年期LPR的下降也并未跟随1年期MLF下降15bps的幅度。

纵观2019年9月以来的十次降息，本次是首次在MLF下调的情况下，5年期LPR保持不变。MLF下降幅度超过短端和长端LPR，两者利差进一步拉开，有助于商行节省成本。

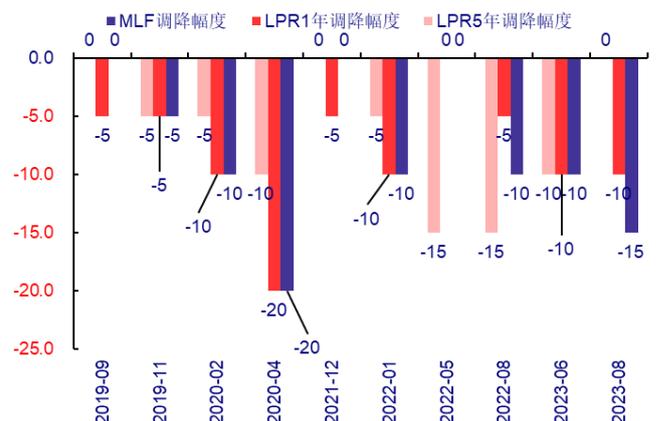
另外，LPR短端和长端调降幅度不同，代表着央行近期对于经济风险的认识不同。1年期和5年期LPR下调的不对称主要是对经济增长方向变化的调整。2019年开始至2022年8月，LPR均是以1年期调降为主，5年期跟随或者幅度低于1年期，这个时期是以经济增长为目标，尤其是2020年连续三次降息，均是为了提升经济活力。2022年8月以后LPR调降侧重在5年期，央行主要希望增加企业长期贷款额度，为企业减负，当然侧面也利好的房地产。2023年2次调降LPR，又回归以1年期为主。

图 1: 本次 5 年期 LPR 未跟随 MLF 下行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2: 2023 年 2 次降息中 5 年期 LPR 的幅度都未超过 1 年期 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、当前时点稳定商业银行净息差的必要性提升

(一) 商业银行自身稳健经营需要保持合理的利率水平

央行二季度货币执行报告的专栏《合理看待我国商业银行利润水平》，阐述了商业性行维持稳健经营需要保持合理的利润和净息差水平。

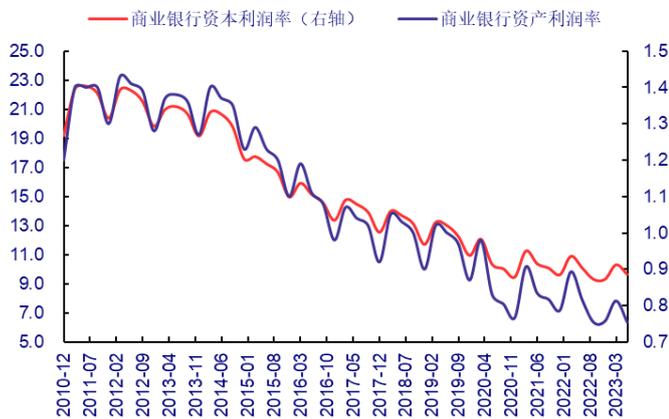
我国商业银行的资产利润率呈现逐年持续下行的趋势。2023年2季度，商业银行的资产利润率已下滑到0.75%，2011年以来的最低水平。近年来商业银行的净息差水平也不断下行，2023年2季度净息差下滑至1.74%，为2017年以来的最低值。

与此同时，我国对商业银行资本充足率有明确的监管标准，在商业银行资本充足率不断上升的背景下，叠加目前我国银行补充资本的渠道较少导致存在较大资本缺口。根据央行公布数

据，为资本充足率满足国际监管要求，“2018年至2022年，6大国有银行的累计净利润中，约2/3用于留存补充自身核心一级资本”。但是当前商业银行资本净额的增速快于净利润增速，这将给主要靠净利润来补充资本的路径带来较大压力。

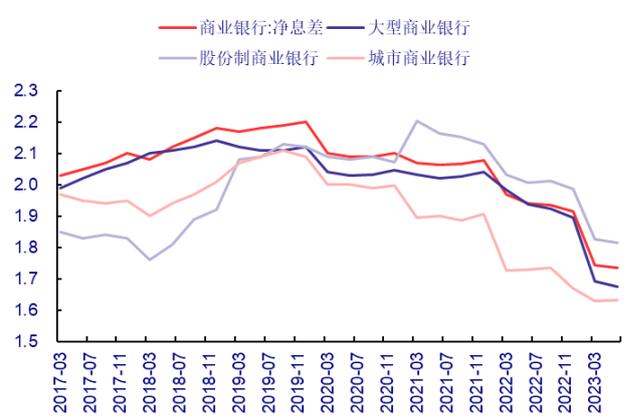
观测历史数据，商业银行的盈利状况会跟随经济周期波动，名义GDP增速的变动大概领先商业银行净利润增速的变动一个季度左右，二季度我国的经济下行压力加大，这将给商业银行的三季度净利润增长带来更大的压力，因此当前时点央行在5年期LPR的下调保持克制也是考虑到三季度商业银行面临的利润压力。

图 3: 我国商业银行资产利润率下行 (%)



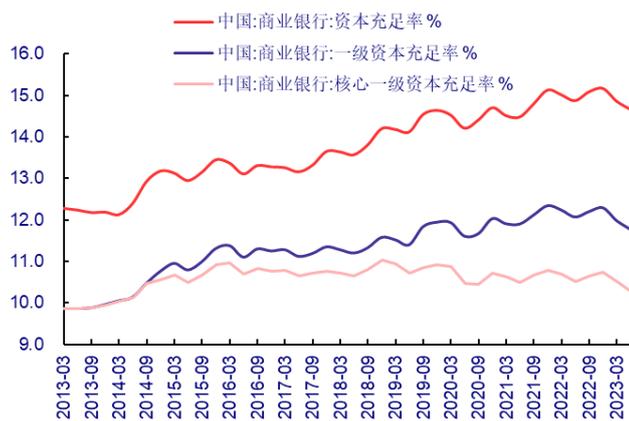
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4: 商业银行净息差下行 (%)



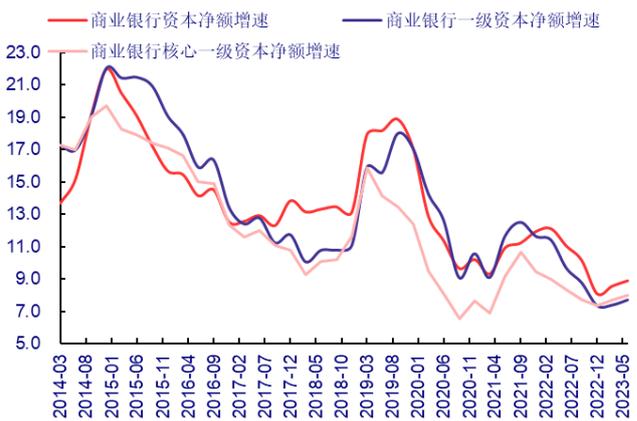
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5: 商业银行资本充足率在上升 (%)



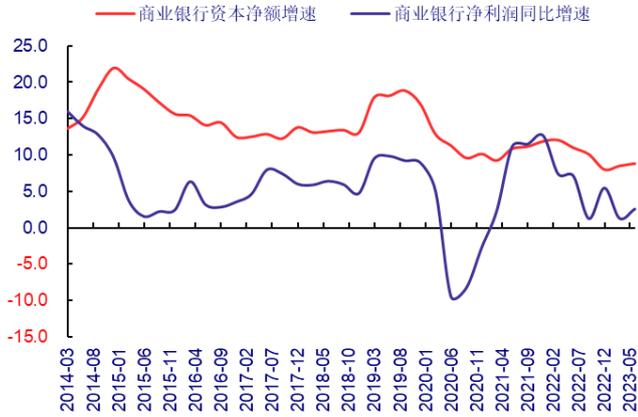
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: 商业银行资本净额增速 2023 年上行 (%)



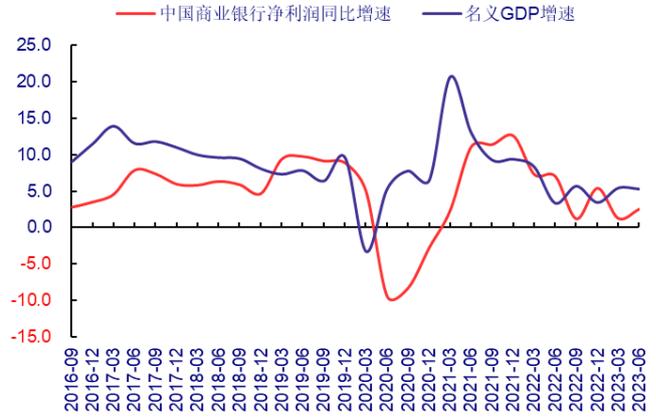
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7: 商业银行资本净额的增速快于净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: 商业银行盈利状况跟随经济周期波动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

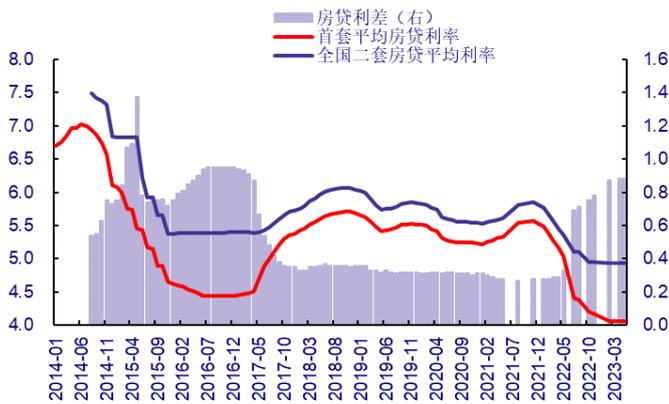
(二) 稳定净息差有助于推动存量房贷利率的调降

存量房贷利率的下行比 LPR 长端利率下行更为重要。6 月份 LPR 长端利率下行 10bps 并未带来商品房销售的上行, 短期降低 LPR 长端利率对于房地产的支持力度较低。政策层关注存量房贷利率, 存量房贷利率的下行临近。7 月政治局会议明确提出调整优化房地产信贷政策, 8 月 1 日央行下半年工作会议也明确提出指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率, 8 月 11 日金融管理部门联合会议也提出“统筹考虑增量、存量及其他金融产品价格关系”。

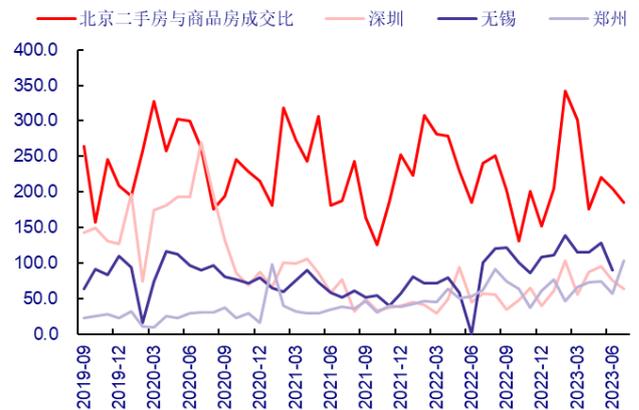
商业银行需要留存利润为存量房贷利率下行提供空间。5 月份全国首套房平均贷款利率为 4.06%, 而二套房平均贷款利率为 4.94%, 两者利差相差 88bps。现阶段银行对于存量房贷采用“LPR+点”模式, 而对于首套房更愿意采用打折模式, 所以带来了两者差距的加大。截至 2022 年底, 个人住房贷款余额为 38.8 万亿, 以利差计算大约 3400 亿元利息。由于二手房和商品房成交比例按照城市大小分类, 中等城市的二手房和商品房销售比例约为 50%~100%, 这就意味着存量房调降利率后消费者约节省 1100 亿-2200 亿元左右。即使 LPR 长端调降 20bps, 按照 2023 年 6 月份的 38.6 万亿个人住房贷款余额计算, 约节省 770 亿元。相比之下, 存量房贷利率下行比 LPR 下行 20bps 带来的银行利润压力要大。

图 9: 个人住房贷款利率 (%)

图 10: 部分城市二手房和商品房成交比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

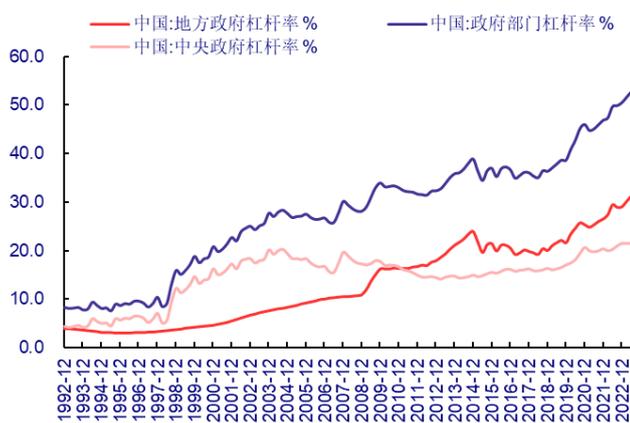


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 稳定净息差有助于“一揽子化解地方政府债务”的推行

商业银行需要在化解地方政府债中发挥更多作用，需要利润稳定。7月24日政治局会议上强调“要有效防范化解地方债务风险”，进一步提出要“制定实施一揽子化债方案”。截至2023年6月份末，地方政府债务余额达到37.8万亿，占GDP比重31.2%。现阶段来看，“一揽子化债方案”需要财政、金融等多部门联合，以再融资债券置换部分已有债务，并且需要银行贷款展期、降息等举措配合。商业银行无论是在置换隐性债务上还是在之后的债务展期、降低利率上都起到重要作用。同时，商业银行在地方政府化债的过程中会给净息差带来压力。

图 11: 地方政府杠杆率持续上升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 地方政府债务余额已上升至 37.6 万亿 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、央行可能在保留政策空间，等待更合适的时机

央行仍然是有节奏的货币政策，避免产生货币快速“放水”的预期。本次长端 LPR 主要针对长期贷款利率，尤其是房地产贷款利率。央行对于长端 LPR 调降相对谨慎，央行的“稳

增长”政策仍然有所保留。尤其对于房地产的调整，政策组合难度较大。央行可能希望限购与利率下行分开进行。

在美联储加息的过程中，我国央行坚持“以我为主”的货币调整，但调整也会根据时间小幅变化。但如果跟全球利率同步而动，稳增长的效果会更加明显，货币政策会“事半功倍”，央行可能在保留政策空间。今年以来人民币汇率也保持着贬值的态势，现阶段压力较大。长端利率的稳定也是为了汇率市场考虑，在美联储加息的过程中推迟我国加息进程。

图 13: 人民币汇率接近上一个高点, 22 年 11 月 3 日的 7.32

图 14: 相较其他主要货币, 上周人民币贬值幅度较大 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

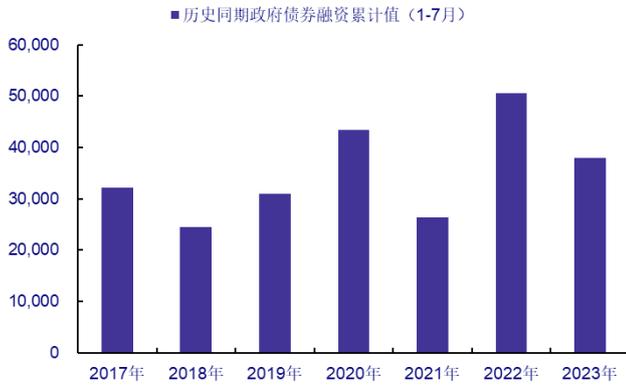
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、我们的判断和政策预期: 年内央行仍然要调降长端, 并且降准

我国经济运行和中长期潜在 GDP 增速水平测算下, 短期利率年内存在 20BP-30BP 下调空间, 长端下降空间更大。本次调降并未下调长端利率, 但未来长端利率可能在合适时间单独下调。观察今年二次降息的时间窗口, 均选择美联储非加息月份, 6 月央行提前预判美联储暂停加息, 8 月则是美联储货币政策的真空期。下次降息很可能选择美联储货币政策真空期的 10 月, 减轻可能给人民币汇率带来的压力。

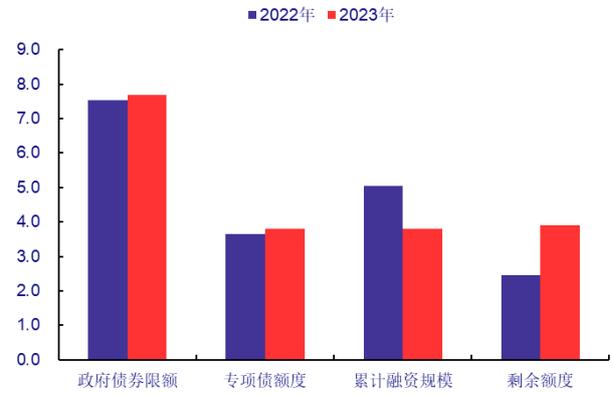
8 月和 9 月份地方政府债加速发行, 可能引起的流动性紧张将部分对冲降息对实体经济的推动作用, 因此 9 月央行可能再次选择降准释放长期流动性, 加大逆周期调节, 配合财政政策协同发力。

图 15: 1-7 月政府债券融资累计规模 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 政府债券剩余额度高于去年 1.4 万亿 (万亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn