

# 宏观报告

证券研究报告

2023年08月21日

## LPR 非对称调整的用意

本次 LPR 的非对称降息再次偏离了市场预期。市场期待的是与政策利率类似的，长端（5 年期 LPR）多降，以促进中长期贷款投放。而央行目前的政策思路，我们认为可能更多的是“降存量利率，保银行息差”，背后的原因主要有三个：一是息差较低，二是贷款减少，三是化债压力。

第一，降低存款利率，缓解银行息差压力。

第二，统筹考虑增量、存量及其他金融产品价格关系，缓解提前还贷压力。

第三，打开银行息差空间，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作。

**风险提示：**存款利率下降或不及预期；存量房贷利率下降或不及预期；地方债务风险化解工作推进节奏可能存在不确定性。

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**张伟** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522080003  
zhangweib@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-经济不用悲观》  
2023-08-20
- 2 《宏观报告：汇率要稳，息差要扩——逐字逐句重点解读二季度货政报告》  
2023-08-18
- 3 《宏观报告：宏观报告-如何理解政策利率的非对称降息？》  
2023-08-16

8月21日，央行公布8月LPR，1年期LPR为3.45%，较前值下调10bp，5年期LPR为4.2%，持平于前值。<sup>1</sup>继8月15日央行非对称下调政策利率以后，本次LPR的非对称调整再次偏离了市场的预期。

市场期待的是长端（5年期LPR）多降，以促进中长期贷款投放。而央行目前的政策思路，我们认为可能更多的是“降存量利率，保银行息差”，背后的原因主要有三个：一是息差较低，二是贷款减少，三是化债压力。

### 第一，降低存款利率，缓解银行息差压力。

**央行存在稳定、甚至适度扩大银行息差水平的诉求。**2022年以来，我国商业银行净息差下降较快，截至2023年二季度末，仅有1.74%，较2021年末下降0.34个百分点，处于历史低位。而央行在二季度货政报告中明确指出，“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”。

图1：截至2023年末，我国商业银行净息差仅有1.74%（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

目前，我国存款利率参考10年期国债收益率和1年期LPR进行确定，所以本次1年期LPR的下调，首先为存款利率的下调打开了空间。自6月8日六大行下调存款利率以来，1年期LPR与10年期国债收益率分别下降约20、12bp，**我们预计存款利率可能也存在10bp左右的下降空间。**而由于5年期LPR未作调整，中长期贷款利率也不会有明显变化，存款利率的下降将直接扩大银行净息差。

图2：自6月8日以来，1年期LPR与10年期国债收益率分别下降约20、12bp（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

<sup>1</sup> <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125440/3876551/5033439/index.html>

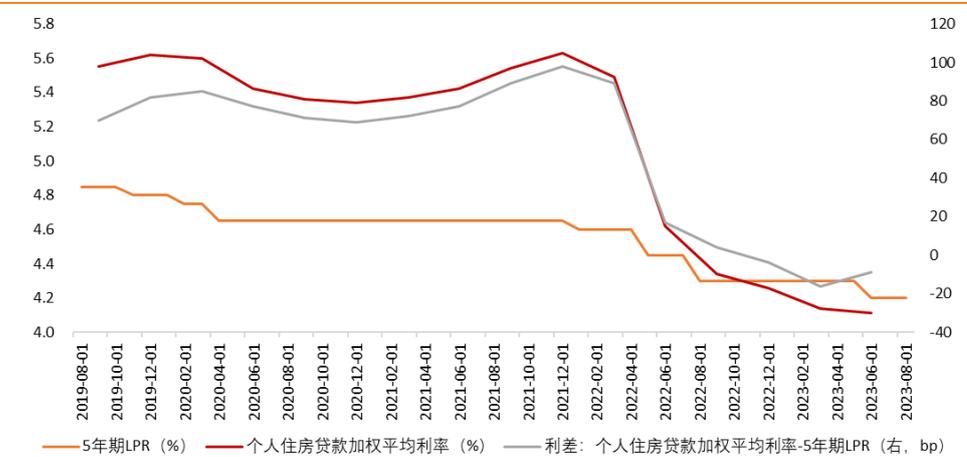
## 第二，统筹考虑增量、存量及其他金融产品价格关系，缓解提前还贷压力。

居民提前还贷意愿仍然较强，信贷投放存在压力。7月，居民中长期贷款再度出现负增长，同比多减2158亿元，幅度大于今年4月。存量房贷利率加点幅度明显大于2022年以后新发放房贷的加点幅度，是导致居民提前还贷的原因之一。央行在2023年下半年工作会议<sup>2</sup>中明确表态“指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”，说明降低存量房贷利率可能是缓解居民提前还贷压力的重要举措。

在较低的净息差水平之下，银行下调存量房贷利率存在压力。因此，我们认为，本次1年期LPR的下调，在打开存款利率下降空间的同时，也为存量房贷利率的下调创造了先决条件。

本次不对5年期LPR进行调整，也对应8月18日金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议<sup>3</sup>中强调的“统筹考虑增量、存量及其他金融产品价格关系”。如果同时下调5年期LPR，意味着缩小存量、增量房贷利率差距的难度反而会加大。

图3：2022起，房贷利率相较于5年期LPR的加点大幅下降（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 第三，打开银行息差空间，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作。

7月24日政治局会议要求“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，说明化债工作可能会出现实质性的进展。

我们认为，本轮化债过程中，金融资源的支持可能会发挥更大的作用。一方面，央行先后在8月1日的2023年下半年工作会议、8月17日发布的二季度货政报告、8月18日金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议中三次强调了“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”。另一方面，经济日报作为党中央、国务院指导全国经济工作的重要舆论阵地<sup>4</sup>，其金观平栏目8月9日发表的文章——《化解地方债务风险应统筹用好金融资源》<sup>5</sup>中也指出，“目前相当比例的地方债由银行等金融机构持有，财政风险与金融风险如一枚硬币的两面”，“化解地方债务风险需要金融部门和财政、国资等加强协作”。

而金融支持化债，我们认为，主要还是会通过涉及隐债的存量城投贷款进行展期、降息来完成，也会直接造成银行资产端回报率的下滑。因此，通过降低1年期LPR、引导存款利率下降、扩大银行净息差，也是为实质性推动金融支持化债打开空间。

<sup>2</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5006902/index.html>

<sup>3</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5033430/index.html>

<sup>4</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/zUKsmJrgG8ayG\\_66idaHFw](https://mp.weixin.qq.com/s/zUKsmJrgG8ayG_66idaHFw)

<sup>5</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/zHBvParVPPpmvqWGFMasg>

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com