

宏观点评 20240220

节后 LPR 的“降”心独具

2024年02月20日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ **25bp! 2月5年期 LPR 调降幅度空前**,且5年期 LPR 调降而1年期 LPR 不变、LPR 与 MLF 的不同步降息均属历史罕见,本次 LPR 重现了2022年5月疫情期间的非对称降息操作。一季度经济“开门红”离不开地产的企稳,在稳汇率与稳经济的选择中,央行给出了“降”心独具的答案:一是“救急”地产,释放积极的货币政策信号;二是“革新”思路,在汇率压力下注重实体经济与政策灵活性。

■ **年初地产销售平淡,利率调降是“当务之急”**。四个一线城市1月商品房成交量环比继续回落,加之恒大清盘事件等房企风险持续扰动市场情绪,政策托底地产在今年年初就显示出紧迫性。本次5年期 LPR 降幅超预期,意在促使楼市量价尽快企稳,也释放出地产政策后续出台的信号。回顾2022年5月同为5年期 LPR 单独调降时,首套房商贷利率下限调降等稳楼市政策配合出台。

下调 LPR 却不降 MLF,意味着汇率压力仍有约束。1月24日潘行长在发布会中提及“市场普遍预期美联储货币政策的转向,客观上也有利于我们扩大货币政策的操作空间”,侧面印证了稳汇率对于降息的限制。观察2023年6月及2022年8月的MLF降息时点均在美债利率阶段性回落或稳定时。而今市场预期美联储降息窗口推迟,“政策利率”属性偏弱的LPR利率适合率先调降。

银行息差不必过于担忧,因为降准与存款降息已作铺垫。一是根据历史经验,2019年9月至今四次LPR单独调降前后均有降准为银行成本作缓冲;二是去年LPR降幅小于MLF,且有三次存款利率调降,为本次LPR单独下调保留了银行息差空间。

■ **从本次突破“范式”的降息,我们可窥见金融工作会议后央行政策思路变化:一是 MLF-LPR 利率联动调降并不绝对**,前有2023年8月5年期 LPR 不降为下调存量房贷利率打开空间,现有5年期 LPR 率先调降兼顾稳汇率与稳地产,意味着后续MLF与LPR有依照各自逻辑进行操作的空间——MLF关注汇率,而LPR则注重实体,存款利率市场化可为银行息差打开空间。

二是LPR的期限利差收窄至历史新低,可理解为房地产进入新供需格局后在LPR价差上的体现。不过偏低的价差可能成为下次5年期LPR降幅的一个限制。

■ **堪比2020年初的货币宽松密度,反映的是更强的政策年初发力诉求**。从节前央行超预期降准、地产白名单加速推进及信贷投放量创同期新高,到节后国常会及各地方部委显示的“坚定信心、鼓足干劲”、再到本次非对称降息,可以看出政府对今年“开门红”的成色更加重视。3月两会召开前可能是产业、宏观政策密集出台期,包括两会上的2024年赤字率也有上调可能。

■ **风险提示:政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢;海外经济体提前显著进入衰退,国内出口超预期萎缩**。

相关研究

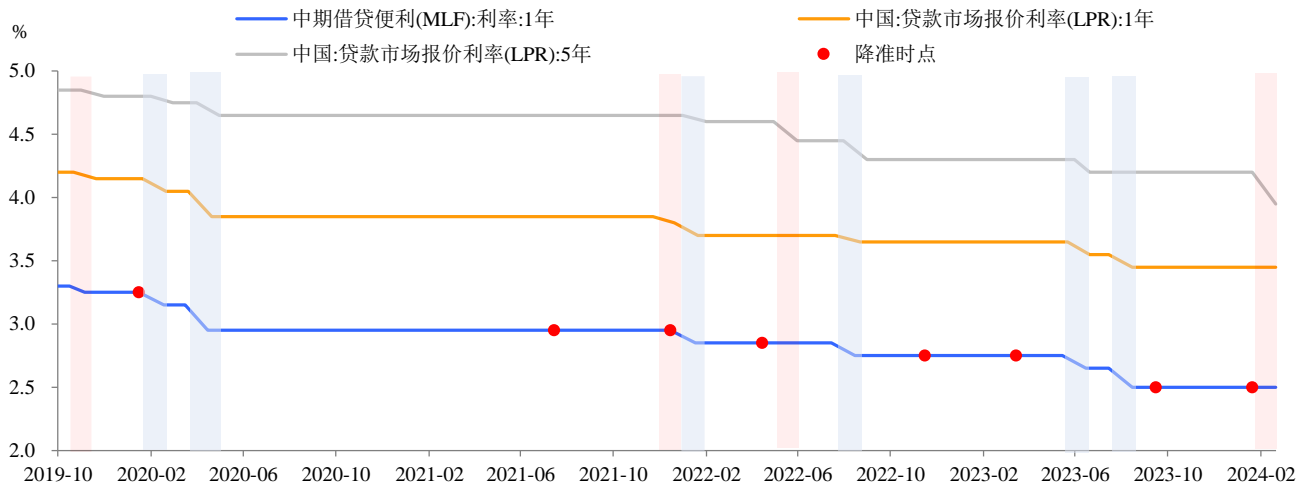
《春节错位下的1月通胀数据》

2024-02-19

《如何理解超预期的1月金融数据?》

2024-02-19

图1: 地产政策“抢开局”

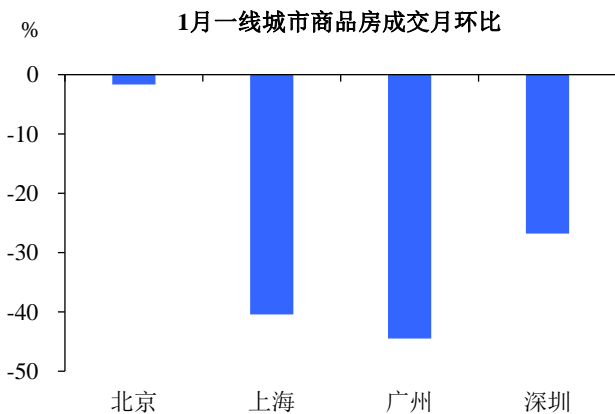


时间	MLF降息幅度	1年期LPR降息幅度	5年期LPR降息幅度	地产放松政策
2019年9月	/	4.25%降至4.20% (-5bp)	/	/
2019年11日	3.30%降至3.25% (-5bp)	4.20%降至4.15% (-5bp)	4.85%降至4.80% (-5bp)	/
2020年2月	3.25%降至3.15% (-10bp)	4.15%降至4.05% (-10bp)	4.80%降至4.75% (-5bp)	/
2020年4月	3.15%降至2.95% (-20bp)	4.05%降至3.85% (-20bp)	4.75%降至4.65% (-10bp)	2020年4月中小城市取消落户限制, 大城市放宽落户限制
2021年12月	/	3.85%降至3.80% (-5bp)	/	/
2022年1月	2.95%降至2.85% (-10bp)	3.80%降至3.70% (-10bp)	4.65%降至4.60% (-5bp)	/
2022年5月	/	/	4.60%降至4.45% (-15bp)	2022年4月政治局、央行接连表态“因城施策”, 5月放宽首套房商贷利率下限
2022年8月	2.85%降至2.75% (-10bp)	3.70%降至3.65% (-5bp)	4.45%降至4.30% (-15bp)	2022年8月一揽子政策出台、9月放宽首套房商贷利率下限、房市税收优惠、公积金贷款
2023年6月	2.75%降至2.65% (-10bp)	3.65%降至3.55% (-10bp)	4.30%降至4.20% (-10bp)	2023年7月政治局会议定调地产放松; 央行“指导存量房贷利率下调”; 住建部“认房不认贷”
2023年8月	2.65%降至2.50% (-15bp)	3.55%降至3.45% (-10bp)	/	2023年9月下调存量房贷利率, 降低住房商贷利率下限与首付比例
2024年2月	/	/	4.20%降至3.95% (-25bp)	2024年1-2月一线城市部分区域限购松绑, 地产“白名单”加速推进

注: 图中红色阴影为 LPR 单独调降, 蓝色阴影为 LPR 与 MLF 同步调降

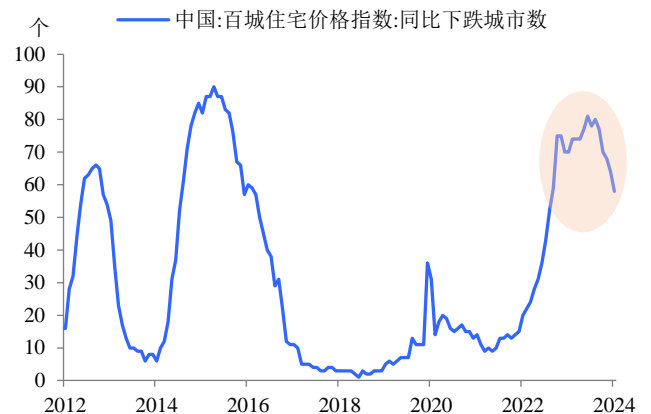
数据来源: Wind, 央行, 住建部, 东吴证券研究所

图2: 1月一线城市商品房成交量环比回落



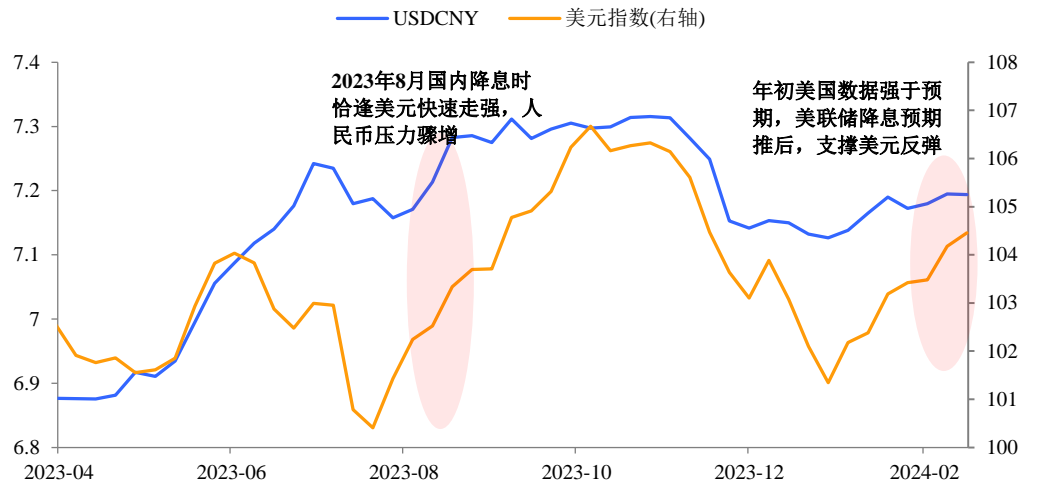
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2024 年年初房企企稳的成色不足



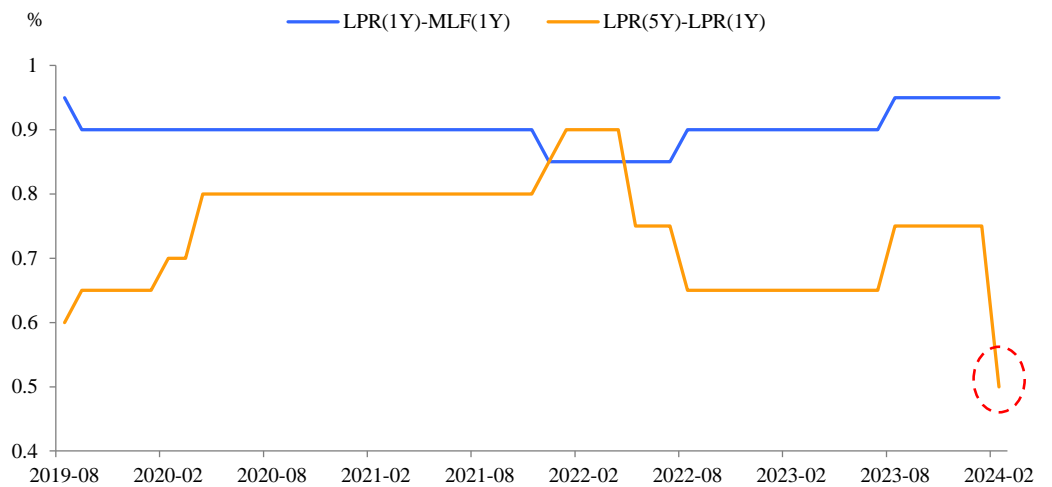
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2024 年年初汇率压力不减



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: LPR 期限利差收窄至历史新低



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>