

## 调降5年期LPR，政策持续加力

### ——2024年2月LPR报价下调解读

#### 核心观点：

**5年期LPR下调25BP，力度超预期。**本月中期政策利率（1年期MLF利率）和1年期LPR均保持不变，5年期LPR单独调降25BP。上一次出现只单独调降5年期LPR的情况是2022年5月，当月MLF和1年期LPR均不变，5年期LPR下调15BP。

#### 为什么5年期LPR下降？：

本次调降前，5年期LPR累计降幅小于1年期，但国债收益率曲线走平，长端下行更多。2019年9月至本次调降前，1年期LPR和MLF的累计降幅一致，5年期LPR的累计降幅少15BP。但国债收益率曲线走平，10年期与1年期期限利差从2023年初至今收窄20BP，长端下行幅度更大。

银行资金成本的下降已为降息打开空间。1、存款利率的下调。2023年12月进行了近年最大幅度一次存款利率下调，收益率曲线全面下移；2、降准节约成本。2024年1月下调支农支小再贷款、再贴现利率25BP；2024年2月实施降准50BP，释放约1万亿元中长期低成本资金，节约银行成本；3、流动性合理充裕带来银行资金成本明显下行。自2023年9月开始，央行加大MLF超量续作力度，并两次下调存款准备金率，呵护银行流动性合理充裕，2024年1月开始资金成本快速下行。

风险溢价下行推动LPR报价下行。中债AA级和AAA级企业债收益率的利差收窄。温州民间融资综合利率从2023年12月开始快速下行。显示风险溢价下行。

供求关系推动LPR报价下行。2024年2月票据利率下行；2月19日shibor007收于1.7850%，回到政策利率之下。显示资金供给较为充裕。

#### 5年期LPR下调对经济和资本市场的影响：

“促消费、稳投资、扩内需”，拉动经济稳步回升。5年期LPR与房地产贷款和企业中长期融资关系更为密切，起到托底经济增长的作用。

缓解债务压力，配合财政政策协同发力。新一轮PSL重启、未来可能推出的超长期特别国债、“三大工程”需要长期的低成本资金支持。国有土地使用权出让收入同比下降的背景下，未来三年地方政府债券和城投债到期偿还量较大，降息可以减轻政府债务偿还压力。

稳定房地产预期。虽然已基本完成存量房贷利率下调、信贷政策不断优化，但2023年1-11月，新发放个人住房贷款利率为4.1%，与当前持有住房的资产回报率相比仍然偏高。房地产销售数据并未出现趋势性好转。

人民币汇率可能面临压力，但冲击有限。降息使得中美利差倒挂扩张可能给汇率带来压力。但美联储大概率已结束紧缩周期，2024年年中可能开启降息周期，中美货币政策周期错位改善，汇率压力逐步缓解。

年内可能再次降息，时间点仍是内外兼顾的相机抉择。逆周期和跨周期调节首先意味着未来利率的下行。央行利率调控遵循着黄金法则，潜在增速下行决定我国利率水平下行。其次实体经济的总资产报酬率决定贷款利率水平，当前利率仍有调降的空间。

#### 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

#### 风险提示

- 1.对政策理解不到位的风险
- 2.美联储货币政策超预期的风险
- 3.中国货币政策超预期的风险
- 4.金融市场的风险

## 一、5年期 LPR 下调 25BP，力度超预期

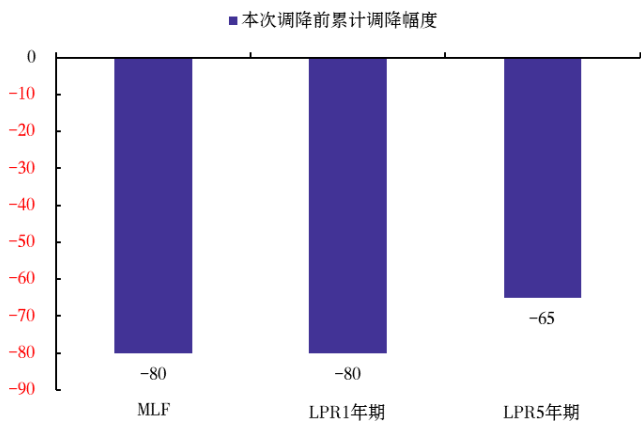
5年期 LPR 下调，力度传递超预期信号。本月中期政策利率（1年期 MLF 利率）和 1年期 LPR 保持不变，5年期 LPR 单独调降 25BP。

贷款市场报价利率（LPR）由各报价行按公开市场操作利率（主要指中期借贷便利利率）加点形成的方式报价，由全国银行间同业拆借中心计算得出，为银行贷款提供定价参考。目前，LPR 包括 1年期和 5年期以上两个品种。2024年1月19日，全国银行间同业拆借中心授权发布贷款市场报价利率报价行调整公告，中国人民银行指导利率自律机制对场内外 LPR 报价行进行了考核，根据考核结果调整了 LPR 报价行，调整后的 LPR 报价行共 20 家，分别是中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、中国邮政储蓄银行、招商银行、中信银行、兴业银行、上海浦东发展银行、中国民生银行、江苏银行、南京银行、台州银行、上海农村商业银行、广东顺德农村商业银行、深圳前海微众银行、浙江网商银行、花旗银行（中国）、渣打银行（中国）。

本次调降前，5年期 LPR 比 1年期 LPR 和 MLF 的累计降幅少 15BP。2019年9月至本次调降前，MLF、1年期 LPR、5年期 LPR 分别累计下调 80BP、80BP 和 65BP。

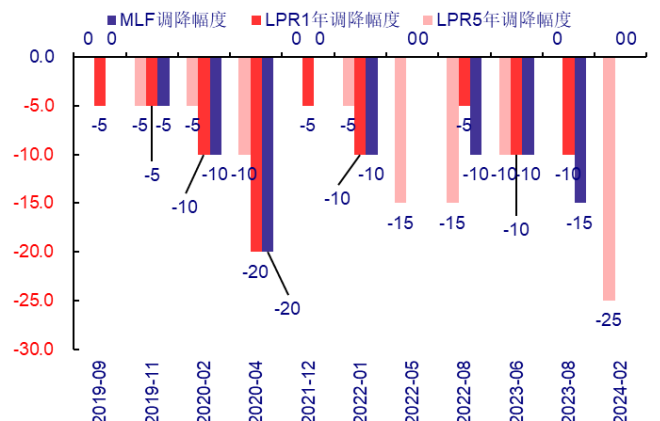
上一次出现只单独调降 5年期 LPR 的情况是 2022年5月。历史上曾出现过 3 次，MLF 不变 LPR 下调的情况。分别是 2019年9月、2021年12月，均为 MLF 不变，1年期 LPR 下调 5BP，5年期 LPR 不变。2022年5月，MLF 不变，1年期 LPR 不变，5年期 LPR 下调 15BP。

图1：MLF 与 LPR 调降幅度（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：MLF、LPR 历次下调梳理（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、为什么 5 年期 LPR 下降？

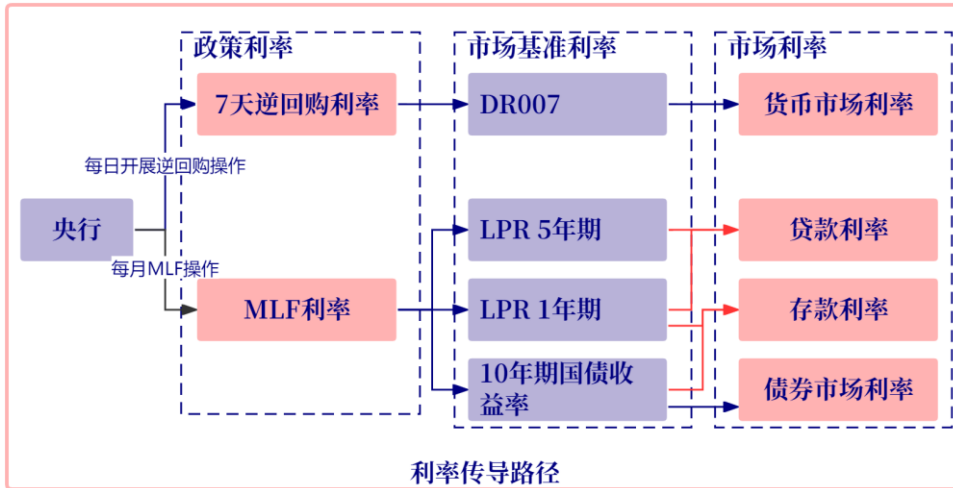
### （一）银行资金成本的下降已为降息打开空间。

首先是存款利率的下调。上一次降息央行 1年期 LPR 调降 10BP，5年期按兵不动，意在引导存款利率先行下调，稳定银行净息差。虽然 2023年6月，9月进行了 2 轮存款利率下调，但三季度末商业银行净息差为 1.73%，环比二季度再次下行，显示依然面临净息差压力。随后 12 月进行了近年最大幅度一次存款利率

下调，收益率曲线全面下移。

2023年8月的降息只调降1年期LPR，5年期不变，我们在点评报告《稳息差，控风险》指出，存款利率锚定10年期国债收益率和1年期LPR，只调降1年期LPR有助于引导存款利率先行调降，呵护净息差。8月之后的两轮存款降息已为LPR的进一步调降创造条件。

图3：利率传导机制

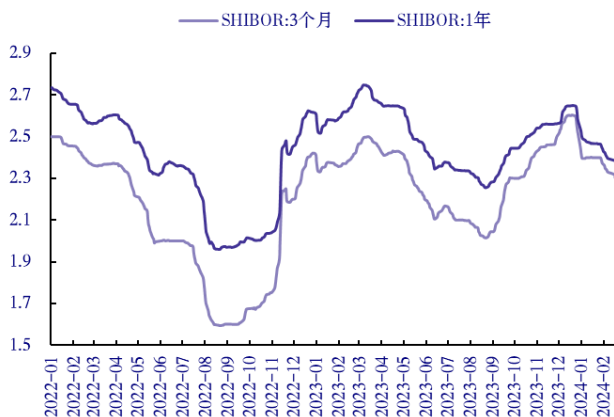


资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

**其次，降准节约成本。**2024年1月，下调支农支小再贷款、再贴现利率25BP；2024年2月，实施降准50BP，释放约1万亿元中长期低成本资金，可以节约银行成本。

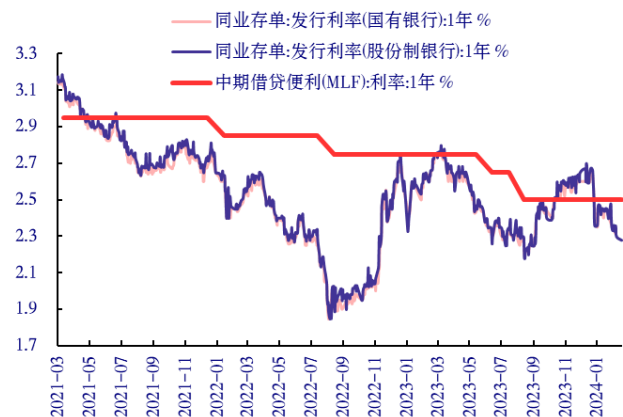
**最后，流动性合理充裕带来银行资金成本明显下行。**自2023年9月开始，央行加大MLF超量续作力度，累计净投放约2万亿；并在2023年9月和2024年2月两次下调存款准备金率，总计75BP。呵护银行流动性合理充裕，2024年1月开始资金成本快速下行，截至2月19日，3个月期Shibor和1年期Shibor分别比年初下行23BP和20BP，收于2.30%和2.38%。同业存单利率也快速下行，1年期国有银行和股份制银行同业存单发行利率分别比年初下行16BP和14BP，收于2.32%和2.28%。银行资金成本明显下行。

图4：SHIBOR利率：3个月期和1年期（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：同业存单发行利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （二）风险溢价下行

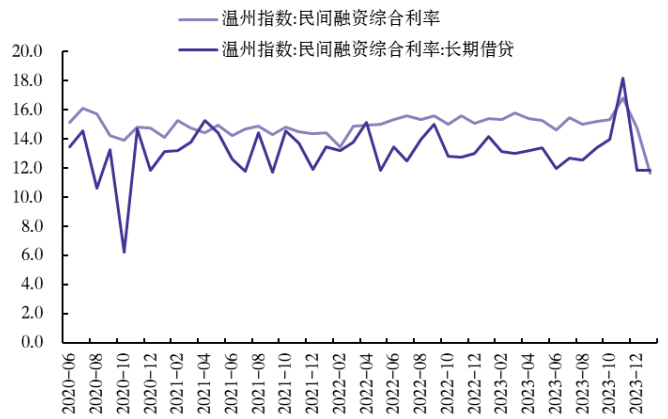
风险溢价下行会推动 LPR 报价下行。中债 AA 级和 AAA 级企业债收益率的利差收窄，截至 2024 年 2 月 18 日，利差从年初的 18BP 下行至 15BP。同时，温州民间融资综合利率从 2023 年 12 月开始快速下行，2024 年 1 月温州民间融资利率 11.65%，其中长期借贷的利率为 11.86%，比 2023 年 11 月分别下行 5.15pct 和 6.35pct。

图6：企业债收益率和利差（%、BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：温州民间融资综合利率（%）

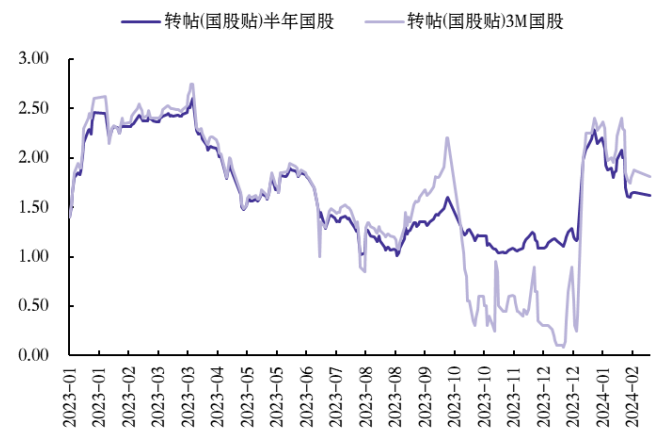


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （三）供求关系

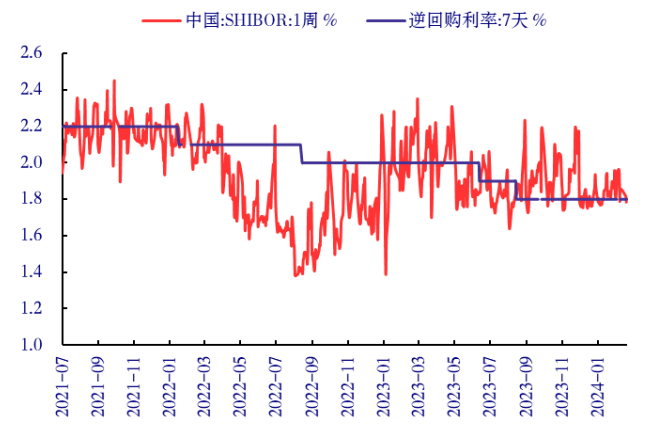
供求关系推动 LPR 报价下行。2024 年 2 月票据利率下行，2 月 19 日 shibor007 收于 1.7850%，回到政策利率之下。显示流动性较为充裕。

图8：票据利率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：Shibor 利率与逆回购利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

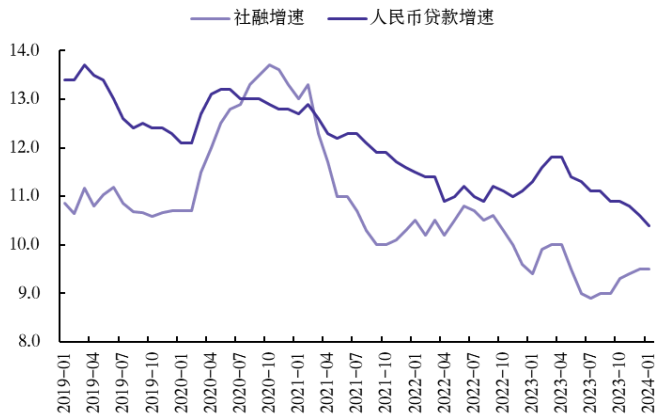
## 三、 LPR 下调对经济和资本市场的影响：

### （一）“促消费、稳投资、扩内需”，拉动经济稳步回升

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

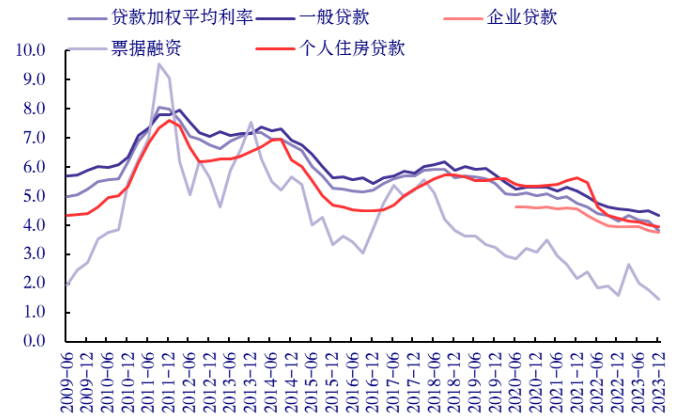
调降融资利率可以刺激需求，稳定房地产和企业投资，拉动经济稳步回升。

图10: 社融和金融机构人民币贷款余额增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 贷款利率 (%)



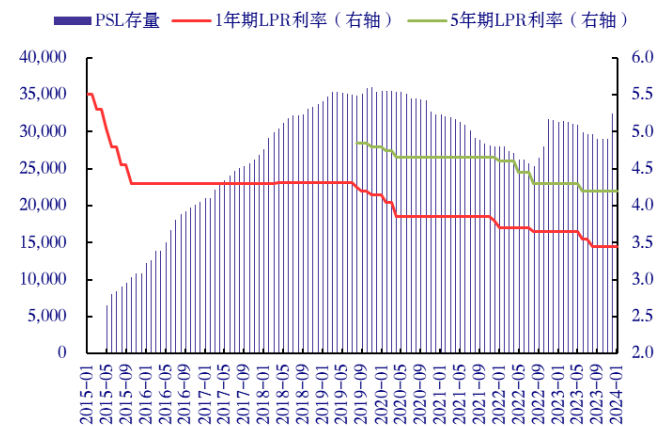
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (二) 缓解债务压力，配合财政政策协同发力。

新一轮 PSL 重启、未来可能推出的超长期特别国债、“三大工程”需要长期的低成本资金支持。加之国有土地使用权出让收入同比下降的背景下，未来三年地方政府债券和城投债到期偿还量较大，降息可以减轻政府债务偿还压力。

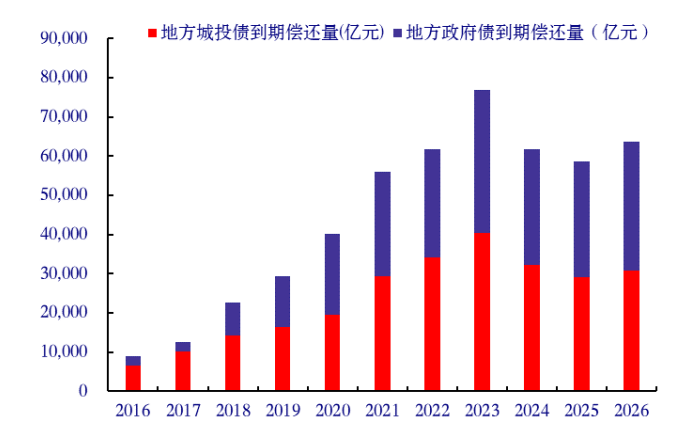
观察历史上两次 PSL 启动集中使用时期，货币政策通常使用降息配合。2014 年、2022 年 PSL 启动时期，央行均使用降息配合。

图12: PSL 与 LPR (亿元, %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 地方政府债券到期偿还量



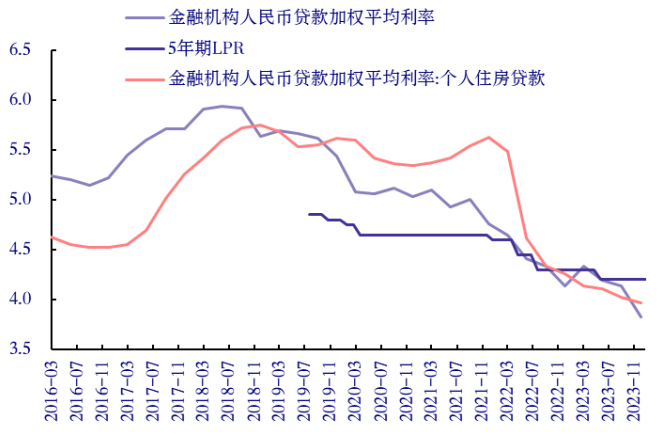
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 稳定房地产预期

虽然目前已基本完成存量房贷利率下调、信贷政策不断优化，但 2023 年 1-11 月，新发放个人住房贷款利率为 4.1%，与当前持有住房的资产回报率相比仍然偏

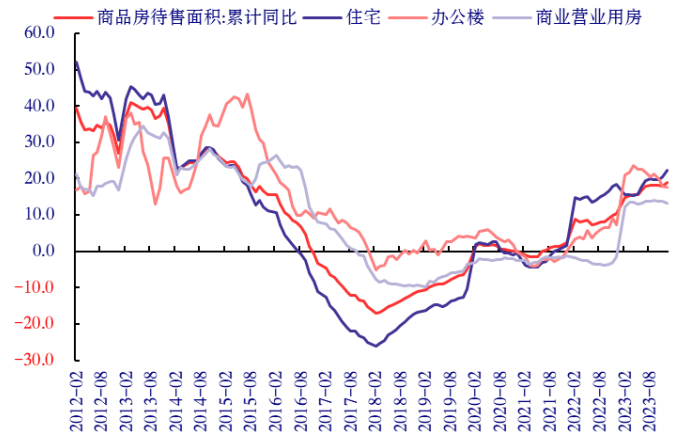
高。房地产销售数据并未出现趋势性好转。

图14: 贷款利率与5年期LPR (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图15: 商品房待售面积增速 (%)

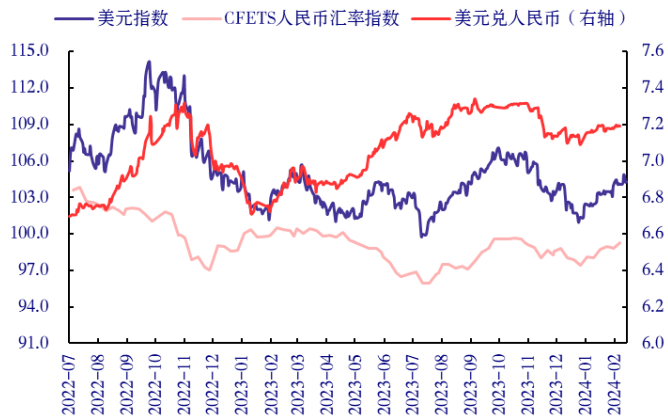


资料来源: Wind、中国银河证券研究院

#### (四) 人民币汇率可能面临压力，但冲击有限

降息会带来中美利差倒挂扩张可能给汇率带来压力。但美联储大概率已结束紧缩周期，2024年年中可能开启降息周期，中美货币政策周期错位改善，汇率压力逐步缓解。

图16: 美元指数与人民币汇率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图17: 中美利差



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

## 四、年内可能再次降息，时间点仍是内外兼顾的相机抉择

逆周期和跨周期调节首先意味着未来利率的下行。

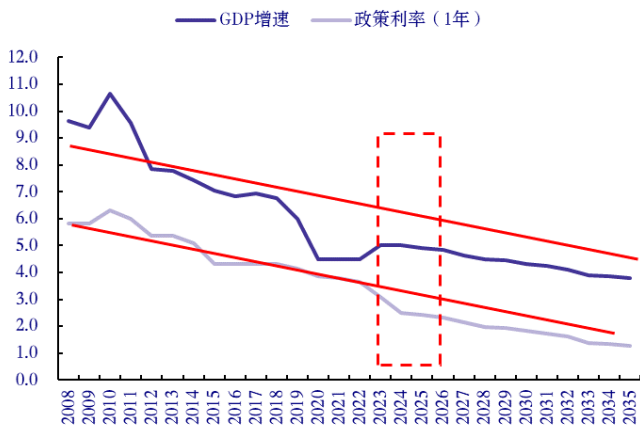
货币政策从7月政治局会议的“逆周期调节”过渡到中央经济工作会议的“逆周期和跨周期调节”，并非政策转向，而是不一样的逆周期和跨周期调节，具有新内涵。长期以来包括中国在内的各国政府在宏观层面都是实施逆周期调节，强

调对经济的实时逆向对冲来降低甚至熨平经济周期的波动。2020年7月份政治局会议上首次提出“完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡”。在“跨周期调节”被提出之后，“逆周期调节”开始逐步被淡化。但是在三年之后的2023年7月政治局会议上，逆周期调节的字眼再次出现在人们的视野中。

逆周期和跨周期调节首先意味着未来利率的下行。央行利率调控遵循着黄金法则，黄金法则的含义是“保持利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配”。潜在增速决定着我国利率水平变化。白重恩<sup>1</sup>在2017年测算提出，中国各年的潜在经济增速逐年下降：2021~2025年间降至5.57%左右、2026~2030年间降至4.82%左右。从历史水平来看，政策利率平均低于潜在增长率250bps左右，如果潜在增速在5.5%，与之匹配的名义政策利率水平在3.0%左右。现阶段1年期LPR利率水平在3.45%，仍然偏高。

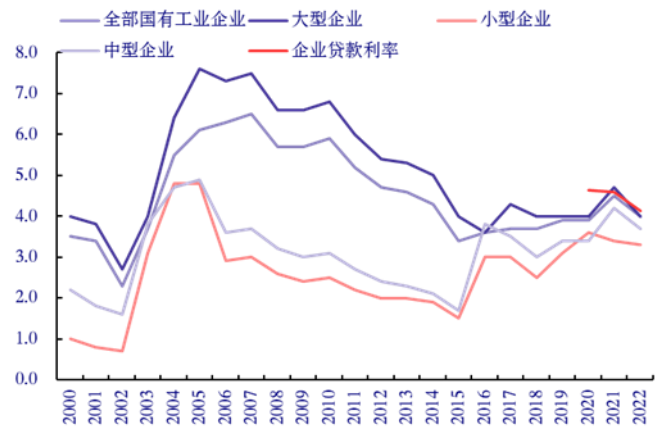
同时，我们还可以从总资产回报率角度衡量利率的合理水平。在房地产驱动经济增长的模式下，房地产价格上涨带来的较高的投资回报率抬升了金融机构贷款的利率水平。房地产相关贷款在金融机构全部贷款中占比最高时达到29%，其中约70%为个人住房贷款，2016年末住房投资回报率曾一度达到约20%，远高于个人住房贷款利率。这部分贷款支撑金融机构贷款利率水平维持在相对较高的区间。现阶段中国处于经济转型期，金融机构贷款资源将从房地产流向高端制造业、服务业，一方面住房投资回报率自2019年三季度开始低于个人住房贷款利率，并在2021年三季度开始快速下滑，幅度远大于个人住房贷款利率的下行。另一方面，2022年国有工业企业的总资产报酬率为4.0%，也低于企业贷款加权平均利率水平（4.12%）。实体经济的总资产报酬率决定贷款利率水平，当前利率有调降的空间。

图18: GDP潜在增速和政策利率预期(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 国有工业企业总资产报酬率与贷款利率(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

1 《中国经济增长潜力预测: 兼顾跨国生产率收敛与中国劳动力特征的供给侧分析》, 2017。

## 图表目录

图 1: MLF 与 LPR 调降幅度 (BP) .....	2
图 2: MLF、LPR 历次下调梳理 (BP) .....	2
图 3: 利率传导机制 .....	3
图 4: SHIBOR 利率 (%) .....	3
图 5: 同业存单发行利率 .....	3
图 6: 企业债收益率和利差 (%、BP) .....	4
图 7: 温州民间融资综合利率 (%) .....	4
图 8: 票据利率 (%) .....	4
图 9: Shibor 利率 .....	4
图 10: 社融和金融机构人民币贷款余额增速 (%) .....	5
图 11: 贷款利率 (%) .....	5
图 12: PSL 与 LPR (亿元, %) .....	5
图 13: 地方政府债券到期偿还量 .....	5
图 14: 贷款利率与 5 年期 LPR (%) .....	6
图 15: 商品房待售面积增速 (%) .....	6
图 16: 美元指数与人民币汇率 .....	6
图 17: 中美利差 .....	6
图 18: GDP 潜在增速和政策利率预期 (%) .....	7
图 19: 国有工业企业总资产报酬率与贷款利率 (%) .....	7



### 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研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第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。重点关注国内宏观经济研究工作

### 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。

### 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

### 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：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐嫚羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn