

# LPR 调降解读

## 存款利率有望阶段性成为“利率锚”

### 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001  
联系人：田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn

### 事项：

2月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.45%，5年期以上LPR为3.95%。本次1年期LPR报价保持不变，但5年期以上调降25BP。

### 评论：

**结论：**本次LPR调降的主客观条件均已具备，在必要性和时点上符合市场预期，但25BP的历史最高幅度信号意义明显，有助于稳定社会预期，提振信心。此外，本次非对称降息的主要目的在于稳定居民和企业的中长期负债成本，进而托底地产并助力化解地方债务工作。

前瞻地看，我们认为今年央行工作的重心，是在确保“金融稳定”和“内外均衡”的前提下，更好的降低实体经济融资成本并协同财政发力，通过“双积极”财政货币政策保障全年经济发展目标的达成。

一是本次降息可能“预支”银行息差空间，刚性息差约束下，上半年存款利率仍有补充调降的可能。

二是考虑到2023年通胀走弱带来实际利率快速反弹等因素，年内LPR仍有10BP及以上调降空间。

三是为了帮助财政融资、化债创造适宜的流动性环境，下半年仍有1-2次降准释放长期流动性的空间，幅度或回归25BP的常态。

### 解读：集中力量办大事

本次LPR利率调降，必要性和时点上总体符合预期，但力度和结构突出，显现出鲜明的稳地产、稳预期、保主体的决心，是在当前我国经济运行中两难、多难问题增多，宏观调控复杂性和难度上升的情况下，做出的重要逆周期举措。具体来看，有几方面特征值得关注：

**一是时点上，总体符合预期。**1月24日国新办新闻发布会上，中国人民银行行长潘功胜宣布降准和下调再贴现利率后指出，这些操作“都将有助于推动信贷定价基准的贷款市场报价利率，也就是我们说的LPR下行”。2月5日降准落地后，可为银行节约成本约88亿元。此外，12月底国有大行牵头调降存款利率也为本次LPR调降做了前期铺垫。

**二是必要性上，本次降息“开门红”为全年经济企稳向好奠定基础。**2023年我国经济经历波浪式发展、曲折式前进，总体回升向好，超额完成去年“两会”制定的增长目标。这也意味着今年经济增长不再具有“低基数”特征，且补偿性消费接近尾声，叠加地方政府债务化解、非税收入下降等结构性周期性因素，保持5%左右的增长需要付出艰苦努力。此外，开年以来我国资本市场表现总体承压，不可低估降息对稳定预期、提振信心的重要意义。

**三是腾挪空间上，体现出货币政策新思路。**当前我国货币政策传导面临的主要约束是呵护银行净息差的同时推动社会综合融资成本稳中有降，这意味着在这一阶段存款利率将扮演比政策利率更为重要的角色。

呵护银行净息差具有较强的必要性和现实意义。我国银行净息差从2019年底的2.2%迅速下降至2023年第三季度的1.73%，不到四年的时间里下降近50BP，银行息差进一步压缩的空间较为有限。一方面，我国目前

仍以间接融资为主，信贷占社融比重长期维持在 6 成以上，在资本市场有所波动的情况下，银行成为保障经济企稳恢复的稳定水源和重要抓手。另一方面，当前我国“三大风险”进一步向银行体系集中：除中小金融机构风险外，银行也在房地产和地方债务风险化解中扮演重要角色。

图1: 信贷在社融中占比长期维持在 6 成以上

图2: 2020 年以来我国商业银行净息差快速压缩近 50BP

资料来源: Macrobond、国信证券经济研究所整理

资料来源: Macrobond、国信证券经济研究所整理

与此同时，推动社会综合融资成本稳中有降是央行的重要工作目标。2019 年 8 月 LPR 改革以来，1 年 LPR 累计调降 80BP，5 年以上 LPR 调降 65BP（不含本次），有力推动了实体经济融资成本的下降。此前，LPR 的调降绝大部分与 MLF 等政策利率挂钩，单独调降仅有三次（2019 年 9 月，2021 年 12 月，2022 年 5 月），**但需要指出的是，由于与政策利率挂钩的资金成本在银行负债端占比较小，因此此前 LPR 调降更多以银行向实体经济“让利”的形式实现，但当前的刚性息差约束下，这种方式难以为继。**

此时，若在保持银行息差基本稳定的前提下，完全通过降低 OMO/MLF 等政策利率承担调降 LPR 和贷款利率的成本，则性价比较低，同样因为银行资产端与 LPR 挂钩的贷款比重较高而负债端与政策利率挂钩的负债占比较低（参见 2023 年 11 月报告《2024 年货币政策展望——从“弱汇率”下的资金面说起》）。特别在目前美联储正式“掉头”开始降息前，内外均衡压力较强的背景下，可能“事倍功半”。

**因此，更好发挥存款利率市场化调整机制作用，进一步调降占银行负债“大头”的存款利率成为未来一段时间内降低融资成本的重要选项。**事实上，自 2022 年以来，每次 LPR 调降前后都伴随着（大行）存款利率调降。

图3: 2022 年以来 LPR 调降前后均伴随存款利率调整

图4: 人民币汇率仍承压

资料来源: Macrobond、国信证券经济研究所整理

资料来源: Macrobond、国信证券经济研究所整理

**四是调降方式上，结构特征鲜明，力求稳定居民和企业的中长期负债成本。**如前所述，在有限弹药等约束



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032