

宏观点评

四问“非对称”降息

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

2024年2月20日，央行公布的1年期LPR报价维持不变，5年期以上LPR下调25BP。

平安观点：

■ 1、央行为何此时降息？

1) 地产销售开年弱势。今年初至2月19日，我们统计的61个样本城市新房销售面积较去年同期回落29%；克而瑞统计的1月百强房企销售操盘金额同比降34.2%。春节假期国内出行火热、消费量增，新房销售却不尽如人意，正月初一至初十的商品房销售农历同比增速为-43%，四五线城市返乡置业“缺席”形成拖累。

2) 实际利率升至潜在增速附近。尽管2023年四季度一般贷款、个人按揭贷款名义利率均降至历史低位，但经通胀调整的实际利率水平仍然较高。2024年1月CPI同比增速为-0.8%，较上月回落0.5个百分点，意味着4.35%的一般贷款名义利率将对应5.15%的实际利率，或已超出当前中国潜在GDP增速，不利于内生融资需求的充分释放。

■ 2、如何平衡降息与银行息差？

2023年二季度货币政策执行报告中，专栏1为“合理看待我国商业银行利润水平”。可见，保持商业银行净息差基本稳定，已成为降息的一项考量。本次LPR报价下调之前，“稳息差”已有铺垫。

1) 降低银行计息负债成本。一方面，存款利率下调。2023年12月下旬，国有大行率先调降挂牌存款利率，股份行、城农商行陆续跟进。另一方面，存单利率回落。去年12月中旬，1年期股份行同业存单发行利率一度接近2.7%高位。跨年后央行流动性投放力度较大，资金利率向政策利率回归，同业存单发行利率逐步降至1年期MLF利率之下，截止2月19日最新数据为2.28%，客观上也有助于降低商业银行负债成本。

2) 降准和结构性工具支持。央行今年1月下旬调降支农支小再贷款和再贴现利率25bp，2月初降准50bp，去年四季度下调PSL利率15bp（详见结构性工具情况表），我们测算，分别节约商业银行年化资金成本88亿元、74亿元和49亿元，三项政策合计约可提振商业银行净息差0.95bp。

■ 3、为何更大幅度调降5年期LPR？

本次5年期LPR报价下调25bp，为历史最大幅度调整，一年期却持平于此。这既是“稳息差”约束下的腾挪平衡，又暗含“曲线平坦化”的政策诉求。一方面，着眼于中长期，更大力度支持重点项目的融资需求。注意到，

地方专项债的剩余平均年限已从 2019 年末的 5.2 年升至 2023 年末的 10.9 年，体现重点项目的融资和偿还久期明显拉长。另一方面，维持短端利率在合理水平，也有“防空转”的政策意图。在期限利差较大的情形下，无论是非银机构还是优质企业，都存在以短期低息借款套取中长期高息收益的可能性，或削弱金融对实体经济的支持力度。

需要指出的是，债券和存款市场期限利差已率先走向“平坦”。1) 去年 12 月，国有大行定期存款利率调整时，三年及五年期挂牌利率均调降 25bp，而一年及以内期限定期存款挂牌利率仅调降 10bp，已能够体现不同期限利率调整的非对称性。2) 从债券市场利率看，无论是国债、国开债还是 AAA 级中短票，5Y-1Y 期限利差普遍低于本次调降前 75bp 的 LPR 期限利差（截止 2024 年 2 月 19 日，三者中债估值收益率差分别为 39bp、40bp 和 32bp）。在 2 月上旬央行公布的货币政策执行报告中，曾提及“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，期限利差的趋近也有必要。

■ 4、MLF 降息缘何落空？

商业银行的 LPR 报价以“MLF+点差”的方式呈现，2 月 LPR 报价虽有明显调整，MLF 利率却维持不变。

在美联储降息预期明显调整的背景下，短期内保持 MLF 政策利率不变，有助于维持人民币汇率的相对稳定。春节期间，美国公布的 1 月 CPI、核心 CPI、PPI 表现均强于预期。服务价格的粘性，以及生产成本的回升，似乎提醒市场，“供给驱动型”通胀的回落空间已然有限，美国通胀能否顺利回落、美联储宽松的节奏和幅度更添不确定性。从 CME 数据看，市场对美联储降息的预期已从 2 月 7 日的全年降息 5 次，降温至 2 月 17 日的全年降息 3.9 次。在此背景下，10 年美债利率一度升破 4.3%，美元指数一度上至接近 105，对人民币汇率形成潜在压力。

往后看，美联储仍有望于二季度开启降息，美债利率和美元指数或已基本处于全年顶部（详见我们报告《“类紧缩交易”何时休？》），均有助于人民币汇率趋稳，全年视角下中国货币政策总量支持还有空间。

风险提示：海外经济超预期衰退；美联储货币政策超预期变化；国内宏观政策力度或落地效果不及预期；国际地缘局势变化超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100071