



## 宏观研究

【粤开宏观】超预期的非对称降息：  
原因、影响与展望

2024年02月20日

## 投资要点

## 分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

## 分析师：马家进

执业编号：S0300522110002  
电话：13645711472  
邮箱：majiajin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】土地财政引发的挑战及应对》2024-02-19

《【粤开宏观】1949-2023年中国各省份财政收入排名变迁》2024-02-08

《【粤开宏观】2024年地方实现高质量发展：四大看点》2024-02-04

《【粤开宏观】2023年中国区域经济图景：格局与变化》2024-01-31

《【粤开宏观】2023年城投债回顾与2024年展望》2024-01-28

## 事件

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2024年2月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.45%，5年期以上LPR为3.95%。

此次LPR调整有两大特点：一是非对称降息，1年期LPR维持不变，5年期以上LPR下调25BP；二是降息幅度超预期，25BP的单次下调幅度创LPR改革以来新高，此前5年期以上LPR下调幅度多为5、10、15个BP。

**风险提示：**外部冲击超预期、稳增长政策超预期



## 目 录

一、5 年期 LPR 超预期降息的五大原因.....	3
二、非对称降息的五大作用.....	4
三、政策建议与展望.....	5

## 图表目录

图表 1： 2022 年以来实际利率显著上升.....	4
图表 2： 当前 30 城商品房销售处于历史同期低位.....	4



## 一、5 年期 LPR 超预期降息的五大原因

第一，当前有效需求不足拖累经济恢复步伐，物价持续低迷导致实际利率走高，有必要通过降息来提振总需求、稳增长、稳就业。2021 年四季度至 2023 年四季度，虽然金融机构人民币贷款加权平均利率下降了 0.93 个百分点，且 2023 年四季度 3.83% 的平均贷款利率创历史新低，但同期 GDP 平减指数下降了 6.98 个百分点，意味着实际利率反而上升 6.05 个百分点，抑制了居民消费和企业投资的回升。

第二，当前房地产市场仍较低迷，有必要通过降息更好支持刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。截至 2 月 19 日，30 大中城市商品房成交面积累计同比下降 32.5%，累计成交面积创近 10 年来新低。房地产市场不振是当前制约经济恢复的最大短板，且会加剧房企债务风险，必须采取有效措施打破恶性循环。

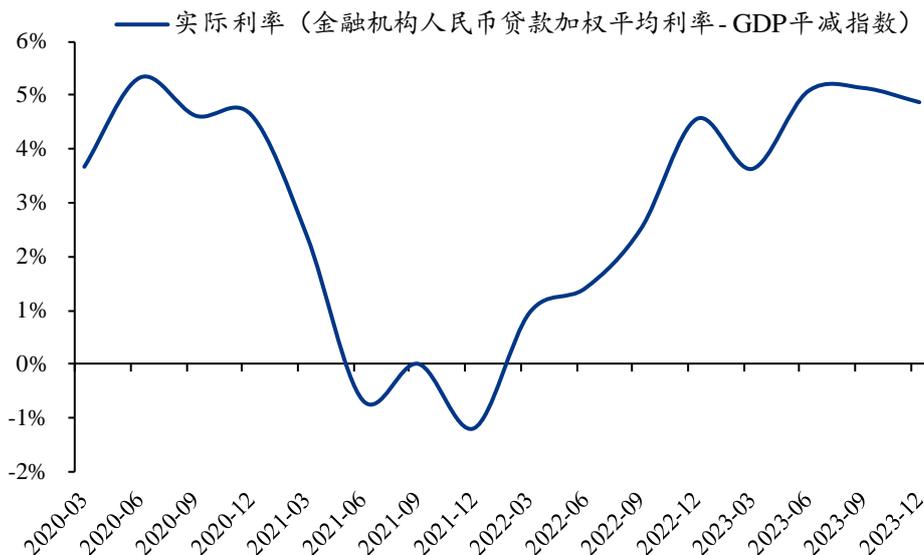
第三，此前商业银行下调存款利率、央行降准和定向降息，为 LPR 下调提供了空间。LPR=MLF 利率+加点，在 MLF 利率不变的背景下，LPR 下调只能是商业银行调降点差。1 月 LPR 之所以未作调整，便是因为商业银行净息差已经处于历史低位，难以进一步向实体经济让利。2024 年 1 月 25 日央行下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点，2 月 5 日降准 0.5 个百分点落地，释放约 1 万亿元中长期低成本资金，叠加 2023 年 12 月以来，六大国有行和中小银行相继下调存款利率，商业银行负债端成本下降，为资产端利率下调提供了空间。

第四，此前 5 年期 LPR 降幅小于 1 年期 LPR，为此次补降预留了空间。2020 年 1 月至 2024 年 1 月，1 年期 MLF 利率和 1 年期 LPR 分别下降了 75BP 和 70BP，而 5 年期 LPR 仅下降了 60BP，或源于“房住不炒”和维护银行净息差的压力。若考虑 5 年期和 1 年期 LPR 累计降幅相差的这 10 个 BP，此次 5 年期 LPR 净降幅为 15BP，并未明显超出之前的范围。

第五，市场利率存在期限利差收窄、收益率曲线平坦化的趋势，5 年期 LPR 跟随调整。受经济增长预期低迷影响，2022 年以来国债收益率 5 年期和 1 年期的利差由 50BP 左右降至 30BP 左右，根据“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”和“LPR+国债收益率→存款利率”的利率传导机制，LPR、贷款利率和存款利率均应随之调整。目前大部分商业银行的 5 年期和 1 年期存款利率的利差已从 100BP 收窄至 55BP，而经过此次 LPR 调整，5 年期和 1 年期 LPR 的利差也将由 65BP 收窄至 50BP。

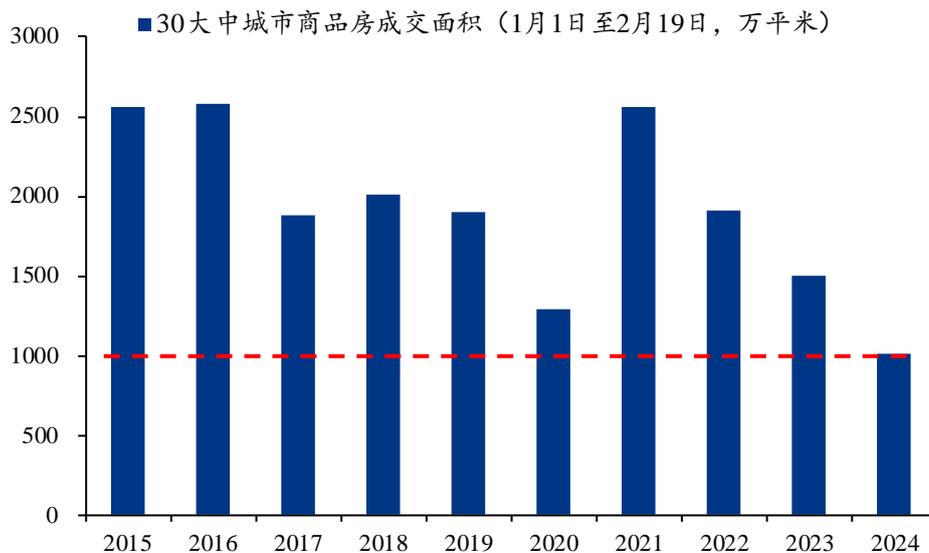


图表1：2022 年以来实际利率显著上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表2：当前 30 城商品房销售处于历史同期低位



资料来源：Wind、粤开证券研究院

## 二、非对称降息的五大作用

第一，LPR 下调释放了稳增长的积极信号，有助于提振市场信心和预期。中央经济工作会议指出，社会预期偏弱是当前经济所面临的主要困难和挑战之一。信心比黄金更重要，预期具有自我实现的特性，如果积极的稳增长政策能够充分调动微观主体的积极性，将有效促进经济步入正向循环，且节约政策成本和空间。

第二，LPR 下调将直接降低新增贷款的融资成本，促进企业投资和居民购房。5 年期 LPR 是企业中长期贷款和居民购房按揭贷款的利率定价参考基准，贷款利率=LPR+加



点，LPR 下调，新增贷款利率也随之下调。当前企业投资和居民购房意愿仍较低迷，贷款利率下降能够激发投资和购房的边际需求，活跃经济和房地产市场。

**第三，LPR 下调将使存量贷款利率在重定价日后获得下调，减轻企业和居民的偿债压力。**贷款利率重定价日一般为每年的 1 月 1 日或贷款发放日，这意味着存量的浮动利率贷款将在 1 年内陆续享受利率下调的利好，企业和居民的利息支付压力减轻，现金流改善，有利于增加投资和消费。

**第四，1 年期 LPR 不变、5 年期 LPR 下调的非对称降息方式，以及 2 月降息的时点，有助于保护商业银行净息差，统筹金融支持实体经济与防风险。**从市场预期的角度，此次 1 年期 LPR 也可以小幅下调，此前央行降准和本次 LPR 调整也可以提前至去年 12 月，但之所以没有采取这种方式，很大程度上是为了保护商业银行的净息差，维护金融稳定，确保其能更持续地支持实体经济。

**第五，实体经济领域的 LPR 降息而非金融领域的 MLF 降息，在加快经济回升向好的同时，也规避了人民币汇率贬值压力、资金脱实向虚等不利影响。**LPR 降息主要影响实体经济的信贷规模和融资成本，对金融市场的影响相对间接；而 MLF 降息会直接影响市场利率和流动性，尤其是在近期美联储降息预期有所降温的背景下，将对人民币汇率形成一定压力。

### 三、政策建议与展望

当前经济仍处于疫后恢复期，面临一些困难和挑战，有效需求不足、社会预期偏弱、物价水平低位运行，有必要强化跨周期和逆周期调节，促进经济持续回升向好。

**第一，货币政策仍有进一步发力的空间，该降准降准，该降息降息。**一方面，2024 年 2 月 5 日降准后金融机构加权平均存款准备金率约为 7.0%，1 年期 MLF 利率为 2.5%，政策空间相对充足。另一方面，随着美国通胀回落和经济放缓，美联储货币政策将由紧缩转向宽松，美债收益率和美元指数趋于下行，对人民币汇率的压力减轻，减少了对国内降息的掣肘。此外，货币政策应增强透明度，例如将“稳健的货币政策”改为宽松、中性、紧缩等更明确的表述，公布央行关注的通胀指标和目标，以稳定公众的通胀预期。

**第二，积极的财政政策要发挥扩大总需求、提振消费的作用。**建议提高财政赤字率至 3.5% 左右，专项债规模与 2023 年大体持平或略增加，赤字规模由中央占主导，对外释放积极信号。从支出结构来看，一是常规的基建投资领域，发行长期建设国债，建设十四五规划并谋划十五五规划的重大项目；二是从过去的重投资转向投资与消费并重，对失业大学生、低保线以上社平工资以下居民等部分特定群体发放现金补贴推动消费尽快回升，采取中央和地方分地区按比例承担的方式实施；逐步利用个税 APP 等建立起补贴群体的筛选机制；提高农村居民的养老金水平，为公众提供更多优质的民生服务，促进消费或提高居民的抗风险能力，确保社会和人心稳定。

**第三，尽快稳定房地产、股市等资产价格，改善微观主体资产负债表，提振市场信心。**房地产政策要做好保供给、促需求、稳房价，避免房企流动性风险爆发，逐步取消限购等措施。供给端保交楼，落实金融机构对房企支持的“三个不低于”和房地产项目“白名单”，适当调整对金融机构的考核指标，避免房地产暴雷的硬着陆。鼓励房地产行业内部并购重组、化解风险，避免烂尾对信心与预期的冲击。需求端降低各环节购房成本，例如提高房贷利息抵扣个税幅度、降低交易环节税费等。股票市场应提高上市公司质量，保证入口畅通的同时加大退市力度，加大对违法违规行为的惩处力度；继续强化分红导向，优化分红、回购制度，提高市场长期吸引力；加大长期资金引入力度等。



第四，中长期来看，推动财政体制、收入分配、户籍制度等方面的改革，化解居民消费率偏低的长期问题。推进以人为本的新型城镇化，缩小户籍人口和常住人口城镇化率之间的差距；推动基本公共服务均等化，缩小贫富差距；打造生育友好型社会，应对人口老龄化和少子化；加速落后产能出清，促进产业升级和产品创新，通过高质量供给创造有效需求；使居民有稳定收入能消费、没有后顾之忧敢消费、消费环境优获得感强愿消费。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。  
马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)