

非对称“降息”的四点理解 ——2024年2月LPR调整解读

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

研究助理：游勇

邮箱：youyong@zts.com.cn

相关报告

要点

- 2024年2月20日，中国1年期LPR为3.45%，持平于前值；5年期LPR为3.95%，和上一次相比下调了25bp。针对本次LPR的非对称“降息”，我们有以下四点理解：
- **第一，LPR下调预期较强，实际的下调方式和幅度超预期。**虽然2月MLF没有降息，但最近两天市场对LPR下调仍有较强预期，原因一是央行领导1月24日在预告降准和下调支农支小再贷款、再贴现利率时，称“这些措施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”；二是2月18日央行主管的《金融时报》公众号发表文章《贷款利率仍有下行空间》，称近期LPR还可能下行，市场解读为这是在预热LPR下调。
- 2月1年期LPR不变、5年期LPR下调，和2023年8月的那次非对称“降息”正好相反。2019年8月LPR报价改革后，到本次“降息”前，中国5年期LPR共下调了7次，降幅为5bp、10bp、15bp的分别有3次、2次和2次。本次5年期LPR下调了25bp，是单次“降息”幅度最大的。
- **第二，在有效需求不足的情况下，实际贷款成本偏高，可能是本次5年期LPR大幅下调的最主要原因。**2023年12月召开的中央经济工作会议，权威定调指出推动经济进一步回升向好面临“有效需求不足”等困难和挑战。今年春节国内旅游市场火爆，不过可比口径下今年春节长假国内旅游人均支出恢复到2019年农历同期的91%，低于今年元旦假期97%的恢复率。春节档电影平均票价为49元，已连续两年下降。春节楼市成交平淡，中指研究院统计显示，今年春节假期25个代表城市新房日均成交面积和去年农历同期相比下降了近三成。
- 降低融资成本，是刺激消费和购房的重要举措之一。CPI和PPI这两个重要物价指标同比持续低位，抬高了实际融资成本。和中长期贷款利率挂钩的5年期LPR大幅下调，有助于降低实体部门的融资成本。2023年12月国有大行存款利率下调和1月降准，也一定程度上缓释了商业银行净息差压力。
- **第三，对资本市场有积极影响。**股票市场方面，我们理解和1月官宣降准一样，本次超预期非对称“降息”，是一揽子稳定资本市场的政策之一。债券市场方面，1年期MLF不变+5年期LPR下调的组合，相比于“宽货币”，“宽信用”的政策信号更明显。不过在房地产企稳带动信用周期内生性扩张前，我们认为贷款利率下降带动长端无风险收益率下行的幅度，要大于信用扩张对长端无风险收益率的推升，综合来看中国10年期国债收益率短期调整的风险可能有限。汇率因素对MLF利率下调有一定制约，不过由于5年期LPR对宽信用和稳经济的积极意义，本次非对称“降息”对人民币汇率影响偏正面。
- **第四，对商业银行而言，进一步降低存款等负债端成本的诉求上升。**根据中泰证券研究所银行组的测算，本次非对称“降息”拖累上市银行净息差8bp左右；综合考虑前期的降准50bp、2023年12月存款挂牌利率调整的缓释，上市银行净息差降幅在5bp左右。从稳定息差的角度看，我们预计一个季度内可能出台新一轮的存款降成本。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。