



## 宏观点评

# 加大降息步长、压降实际利率

## 2024年2月LPR报价点评

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

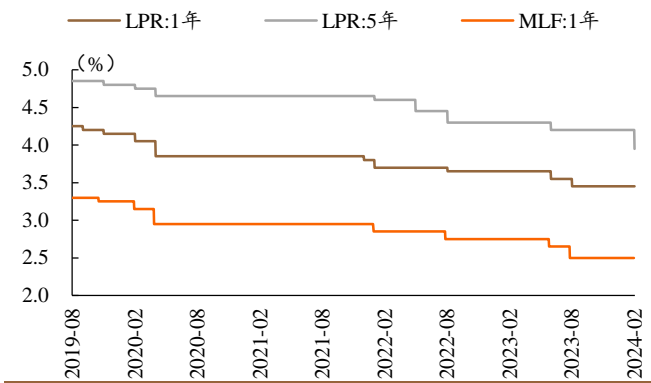
### 投资要点:

- 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%(前值3.45%), 5年期以上LPR为3.95%(前值4.20%)。
- 实际利率偏高, 降息存在必要性:** 从当前经济运行来看, 总需求偏弱问题依然制约增长动能, 稳增长仍需持续发力。我们在前期外发的专题报告《实际利率之辨》中讨论过, 我国实际利率从2021年四季度开始上升, 已达到高位水平, 较高的实际利率给企业经营造成一定压力, 企业盈利能力不足、实际融资成本较高, 因此对降低实际融资成本有诉求。通过降低融资成本缓解实体企业经营压力、改善盈利、提振投资意愿或是对标中长期贷款利率的5年期以上LPR降息的核心考量。本次5年期以上LPR调降25bps, 是LPR报价机制调整以来最大单次降息幅度, 央行引导金融支持实体的意愿较强, 同样在《实际利率之辨》中我们提出若单次降息步长能够提升则将对压降实际利率、增强经济活力有重要积极意义, 本次LPR调降力度超预期, 实际利率偏高问题有望加快缓解。
- 存款利率下调、降准、结构性工具降息释放LPR降息空间:** 从LPR报价机制来看, 推动LPR报价下调需要降低银行负债端成本, 从而释放银行资产端的降息空间。2023年11-12月存款利率调降、2024年1月支农支小再贷款、再贴现降息等都对银行负债端成本起到了压降的作用, 商业银行逐步积累了LPR报价下调的动力, 至2024年2月降准落地后达到商业银行降低LPR报价的阈值, 5年期以上LPR适时下调以实现金融支持实体经济, 银行让利助力实体企业融资成本下降。
- 理顺市场利率与政策利率、贷款利率与债券收益率的关系:** 以往部分观点认为LPR报价利率与MLF挂钩, 但近年来LPR与MLF变化经常并不保持一致。从央行表述来看, 在2023年10月底中央金融工作会议结束后, 11月央行货币政策司曾发专栏文章《持续深化利率市场化改革》, 其中明确指出“健全‘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”, 即从逻辑链条上, LPR与MLF并不具有直接的关联, MLF的调整能够影响市场利率, 间接对LPR产生影响, 中间还要考虑“央行引导”这一步骤的作用, 因此单月MLF调整LPR不变或MLF不变LPR调整也都属于合理现象。在2023年第四季度货币政策执行报告中, 央行指出“理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系”, 这意味着债券收益率未来也可能成为作为贷款利率基准的LPR报价调整的参考系, 自2023年12月以来, 作为债券收益率定价基准的1年期和10年期国债收益率大幅下降, 若贷款利率保持相对刚性, 一方面企业贷款需求可能减少, 企业转向债券融资; 另一方面在银行等金融机构风险偏好较低的情况下, 信贷投放也可能集中在国企、城投等, 中小企业贷款需求可能难以充分满足, 这可能是央行新提法的考量所在。
- MLF、OMO不变可能包含防范金融空转的考虑:** 除了理顺市场利率与政策利率、贷款利率与债券收益率的关系的考量以外, 本次LPR单独调节、MLF、OMO保持不变或也有出于防范金融空转的考虑。节前一段时间, 权益市场大幅波动, 市场风险偏好快速下降, 债市迎来一波快牛行情, 长短端国债收益率均大幅下降, 30年期超长债更是备受青睐, 在这样的金融市场条件下, 若再进行MLF和OMO的降息, 进一步降低短期资金利率, 大概率将提升债市的加杠杆热情, 吸引更多资金涌

入超长债，导致机构久期拉长，加剧金融体系的脆弱性，这与当前金融工作“防风险”的关注点不符，因此在当前金融环境下 MLF、OMO 降息短期内或难以期待。

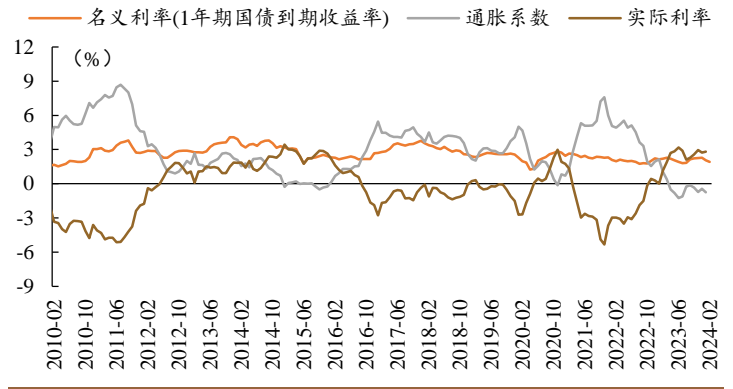
- **保持政策利好的循序渐进、持续落地或是 2 月成为降息时点的原因：**从稳增长的角度看，LPR 降息对实体企业、对居民有直接利好，相比 MLF、OMO 和结构性货币政策工具降息是更加有力的稳增长措施，但为何 2023 年下半年 5 年期以上 LPR 调降幅度低于 1 年期 LPR，而本次 5 年期以上 LPR 单次调降 25bps 创最大降幅，我们认为这或是出于央行保持货币政策宽松的循序渐进、保持积极的政策信号持续释放的考虑。在 2023 年下半年，5 年期以上 LPR 没有跟随 1 年期 LPR 第二次调降的主要原因或是当时正酝酿存量房贷利率调整，对居民而言这是一大政策利好，将有效降低居民房贷负担，释放投资和消费潜力；对商业银行而言存量房贷利率调整也将导致其利息收入减少、净息差下降，当时保持 5 年期以上 LPR 不变也可以给银行留出空间支持存量房贷利率调整工作。而当前已不存在类似情况，在此时调降 5 年期以上 LPR 能够提振居民购房意愿，对稳定房地产市场有积极意义。
- **LPR 降息后商业银行净息差压力或仍需存款降息加以对冲：**在居民端 5 年期以上 LPR 主要对标房贷利率，房贷是居民中长期贷款的主要组成部分，截止 2024 年 1 月，这类贷款余额在 60 万亿，以这一余额测算，本次 5 年期以上 LPR 调降 25bps 在下次房贷利率重定价日（一般在每年 1 月 1 日）将导致银行年利息收入降低 1500 亿左右，对银行净息差造成一定压力，目前平衡商业银行净息差主要是通过通过对定期存款降息，本次 5 年期以上 LPR 调降缺口或需商业银行后续对定期存款降息 10bps 加以平衡，但由于房贷重定价的滞后性，未来存款降息也需考虑到年内后续可能的增量货币政策的影响。
- **风险提示：**（1）货币政策变化超预期；（2）人民币汇率波动风险；（3）金融市场波动风险。

图 1: LPR 与 MLF 利率



资料来源: Wind, 德邦研究所

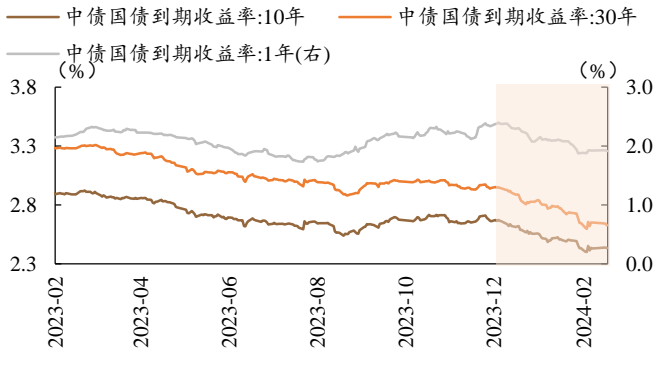
图 2: 当前我国实际利率处于相对高位



资料来源: Wind, 德邦研究所测算

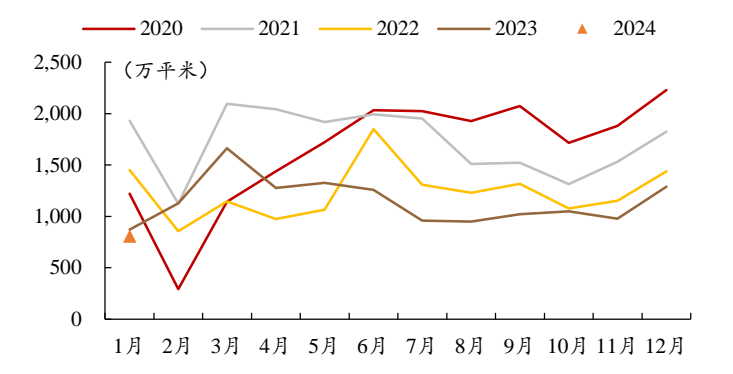
注: 通胀系数是用 CPI、PPI 与 GDP 平减系数拟合结果测算得到, 实际利率具体测算方法详见 2 月 1 日外发报告《实际利率之辨》。

图 3: 2023 年 12 月以来各期限国债到期收益率大幅下降



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 2023 年下半年以来地产销售较弱, 居民购房意愿待提振



资料来源: Wind, 德邦研究所

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所副所长。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。