

宏观点评

日期： 2024.02.20

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

相关研究

➤ 《中央经济工作会议解读》(2023/12/13)

# 如何理解非对称降息

## 事件描述

2月20日央行公布2月LPR报价，1年期LPR报3.45%，与上期持平；5年期LPR报3.95%，较上期下调25bp。

## 事件点评

**非对称降息旨在稳定房地产及缓解债务压力。**2月份政策利率MLF并未调降，1年期LPR也未调降，但5年期LPR出现了史上最大幅度的调降，这是一次较为少见的差异较大的“非对称降息”。我们对这次降息有以下解读：第一，降息旨在稳定房地产及缓解债务压力。本次非对称降息的主要目的之一是刺激居民的购房意愿，缓解房地产行业需求端的压力；二是降低制造业和基建长期贷款的融资成本，且能缓解存量债务压力，因为很多存量债务利率也会陆续随LPR调降。不过从此前5年期LPR调降的结果来看，其对居民购房需求的拉动有限。本次降息对购房需求的刺激效果有待于未来进一步观察。第二，汇率可能仍对货币政策有一定制约。2月MLF未调降，我们认为这其中可能有“保汇率”的考量。因为MLF对金融市场的利率的影响较大，MLF不降息使得金融市场利率整体下行的幅度有限，这客观上有助于维持汇率的稳定。近期美国国债收益率再度上行，对人民币汇率的潜在压力重现。我们认为“非对称降息”是权衡“稳增长”和“保汇率”之后的折中选择。第三，此前的货币政策调整已经为此次降息做出了铺垫。2023年12月各大银行存款利率纷纷下调，2024年1月央行实施全面降准，这些举措都降低了银行负债端的压力，为LPR的调降创造了条件。去年整体上1年期LPR下调20bp，5年期LPR下调10bp，所以本次5年期LPR单独调降也有一定“补偿性”。

**更多的宽松仍在路上。**本次5年期LPR下调25bp，幅度较大，但我们认为中国货币政策宽松的周期并未停止，预计未来还会有进一步的降准及降息。第一，中国经济的压力在短期内难以完全消除。当前中国经济正处于转型期，房地产对于中国经济的贡献正在快速下滑，高技术制造业等新动能尚未培育完成，中国经济正从“债务驱动型”转向“创新驱动型”。这一变化是中周期级别的，而非短期可以结束。这一大的背景决定了中国利率中枢仍将下行。第二，中国通胀水平过低，需要货币政策继续发力。虽然中国推出了一系列稳增长的政策，但“需求不足”及随之而来的低通胀问题仍然未得到根本性扭转。中国1月CPI同比下降0.8%，PPI同比下降2.5%，均处于负值区间。低通胀的结果是企业居民的名义收入增长缓慢，以及实际利率过高。所以货币政策需要进一步宽松以降低实际利率、提升通胀水平，促进经济回归正常化。第三，美联储货币政策转向在即，中国货币政策操作空间更大。从美联储1月会议及近期一系列官员讲话来看，美联储加息周期大概率已经终止，年内会实施数次降息。我们预计美联储可能在6月首次降息。此前央行行长潘功胜指出，“中美货币政策周期差处于收敛，这样一种外部环境变化，客观上有利于增强中国货币政策操作的自主性，拓展货币政策操作的空间。”这也就意味着，美联储转向之后，中国货币政策宽松的理由也更加充分。

## 风险提示：

- 1、降息效果低于预期；
- 2、美联储降息时点晚于预期。

## 非对称降息旨在稳定房地产及缓解债务压力

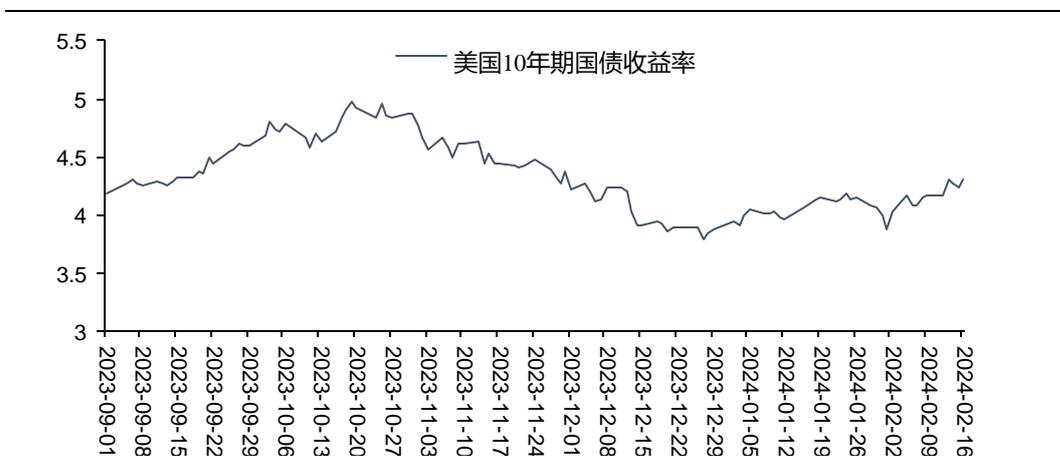
2月20日央行公布2月LPR报价，1年期LPR报3.45%，与上期持平；5年期LPR报3.95%，较上期下调25bp。

2月份政策利率MLF并未调降，1年期LPR也未调降，但5年期LPR出现了史上最大幅度的调降，这是一次较为少见的差异较大的“非对称降息”。我们对这次降息有以下解读：

**第一，降息旨在稳定房地产及缓解债务压力。**1年期LPR影响中短期贷款，5年期LPR影响长期贷款。通常而言，多数企业贷款尤其是中小企业贷款受到1年期LPR影响更大；居民房贷，基建、制造业长期贷款受5年期LPR影响。所以我们认为，本次非对称降息的主要目的是一是刺激居民的购房意愿，缓解房地产行业需求端的压力；二是降低制造业和基建长期贷款的融资成本，且能缓解存量债务压力，因为很多存量债务利率也会陆续随LPR调降。这一举措符合中央经济工作会议中提出的“促进房地产市场平稳健康发展”，“加快推进三大工程”，“推动大规模设备更新”几大战略部署。不过从此前5年期LPR调降的结果来看，对居民购房需求的拉动有限。我们认为当前中国房地产行业需求端的问题主要在于居民对于未来经济和收入的预期较弱，所以扭转房地产预期的根源在于通过一揽子政策扭转居民对经济和收入的预期。降息对购房需求的刺激效果有待于未来进一步观察。

**第二，汇率可能仍对货币政策有一定制约。**2月MLF未调降，我们认为这其中可能有“保汇率”的考量。因为MLF对金融市场的利率的影响较大，MLF不降息使得金融市场利率整体下行的幅度有限，这客观上有助于维持汇率的稳定。近期美国国债收益率再度上行，对人民币汇率的潜在压力重现。我们认为“非对称降息”是权衡“稳增长”和“保汇率”之后的折中选择。

图表 1: 近期美债收益率再度上行



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

**第三，此前的货币政策调整已经为此次降息做出了铺垫。**2023年12月各大银行存款利率纷纷下调，2024年1月央行实施全面降准，这些举措都降低了银行负债端的压力，为LPR的调降创造了条件。去年整体上1年期LPR下调20bp，5年期LPR下调10bp，所以本次5年期LPR单独调降也有一定“补偿性”。

## 更多的宽松仍在路上

本次5年期LPR下调25bp，幅度较大，但我们认为中国货币政策宽松的周期并未停止，预计未来还会有进一步的降准及降息。

**第一，中国经济的压力在短期内难以完全消除。**当前中国经济正处于转型期，房地产对于中国经济的贡献正在快速下滑，高技术制造业等新动能尚未培育完成，中国经济正从“债务驱

动型”转向“创新驱动型”。这一变化是中周期级别的，而非短期可以结束。这一大的背景决定了中国利率中枢仍将下行。

**第二，中国通胀水平过低，需要货币政策继续发力。**虽然中国推出了一系列稳增长的政策，但“需求不足”及随之而来的低通胀问题仍然未得到根本性扭转。中国1月CPI同比下降0.8%，PPI同比下降2.5%，均处于负值区间。低通胀的结果是企业和居民的名义收入增长缓慢，以及实际利率过高。所以货币政策需要进一步宽松以降低实际利率、提升通胀水平，促进经济回归正常化。

**第三，美联储货币政策转向在即，中国货币政策操作空间更大。**从美联储1月会议及近期一系列官员讲话来看，美联储加息周期大概率已经终止，年内会实施数次降息。我们预计美联储可能在6月首次降息。此前央行行长潘功胜指出，“中美货币政策周期差处于收敛，这样一种外部环境变化，客观上有利于增强中国货币政策操作的自主性，拓展货币政策操作的空间。”这也就意味着，美联储转向之后，中国货币政策宽松的理由也更加充分。

## 风险提示

1. 降息效果低于预期。
2. 美联储降息时点晚于预期。

## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(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。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
	增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
	持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
	卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
	无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业评级	看好	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%~10%之间;
	看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复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即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

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、价值及投资收入或将产生波动;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司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。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai  
 Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
 Postcode: 518035

### Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing  
 Postcode: 100037