

## 当 LM 曲线不再移动：关于 LPR 的调降

### 报告要点：

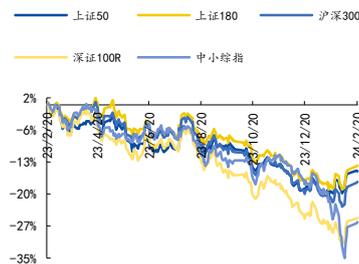
- 这次 LPR 利率的调降是有的放矢的，专门调降了更长的 5 年期 LPR，而偏短期限的 1 年期 LPR 没有动。
- 这次 LPR 的调降明显压低了政策利率的期限曲线，我们猜目的有两个，一是刺激居民按揭，二是把更多信用注入需要更长期限资金的新兴产业之中。
- 当然，这次调降 LPR 也经过了一些政策铺垫，比如存款利率在此前已经出现了下调，去年 8 月也单单调降了 1 年期 LPR。
- 我们认为，当前核心问题不一定是利率问题：
  - 1) 这一轮自 2021 年始，政策利率和市场利率就只降不升，但地产销售情况一直不甚理想，靠这个幅度的利率下降去扭转地产预期，似乎很难；
  - 2) 当前银行不缺资本，过剩流动性问题也体现得很充分，这说明，之前边际上对货币的价格弹性为零的实体参与者已越来越多，且多到了影响宏观状态的程度。
- 况且，这种长期利率的定向调降若有效果，其先决条件是实体部门有货币收紧的预期，感性看，这个货币收紧的预期几乎不存在。
- 因此，非对称降息对金融周期轨迹的效果不大，映射在大类资产上也同理，且目前股债的反应都相对平淡。
- 后续看，可能解决流动性堵点的政策有二：一是执行充分的 QE 或零利率政策；二是窗口指导银行的信用下沉，这个首先要限制银行二级市场投资这条路，比如抑制债券市场不断扩张的杠杆。
- 至于我们会走哪条路，目前还不得而知，但在政策有实质性动作之前，资产风格应该还是 risk-off 的，建议在流动性充分的前提下，维持利率债的高杠杆长久期。

风险提示：宏观政策落地不及预期等

### 主要数据：

上证综指：	2922.73
深圳成指：	8905.96
沪深 300：	3410.85
中小盘指：	3309.70
创业板指：	1746.18

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

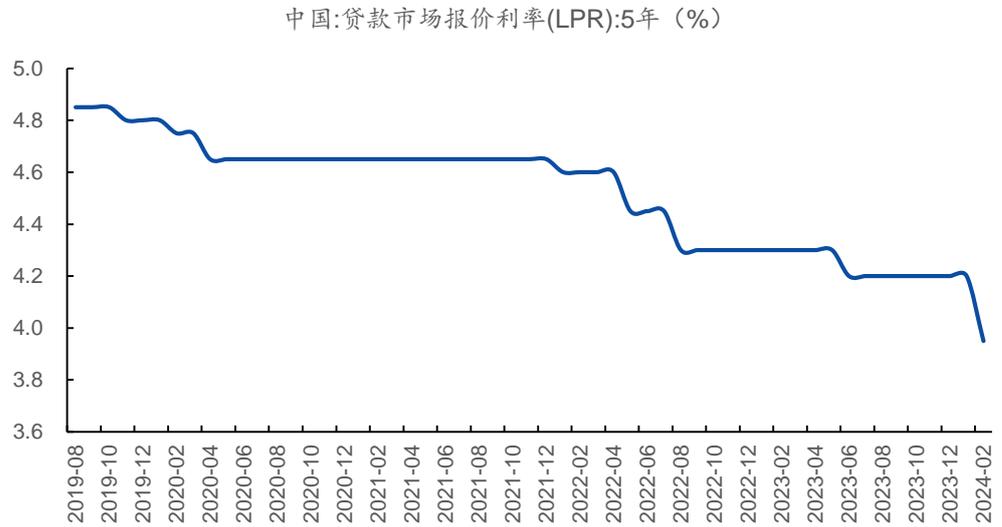
- 《宏观与大类资产周报：太阳每天都是新的》  
2024.02.18
- 《在云脚下，等雨落下》2024.02.17

### 报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

这次 LPR 利率的调降是有的放矢的，专门调降了更长的 5 年期 LPR，而偏短期限的 1 年期 LPR 没有动。

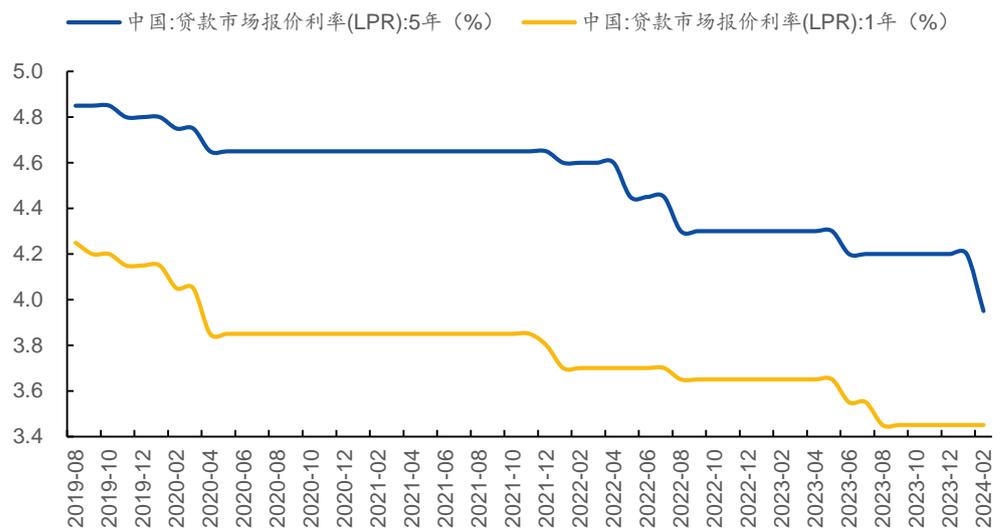
图 1：本次 5 年期 LPR 下调 25bp



资料来源：Wind，国元证券研究所

这次 LPR 的调降明显压低了政策利率的期限曲线，我们猜目的有两个，一是刺激居民按揭，二是把更多信用注入需要更长期限资金的新兴产业之中。

图 2：本次 LPR 的调降明显压低了政策利率的期限曲线



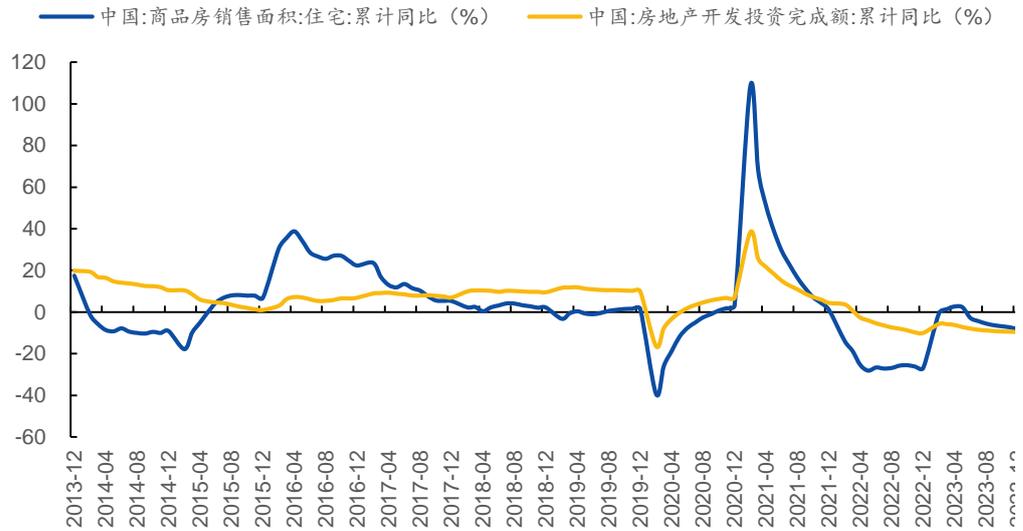
资料来源：Wind，国元证券研究所

当然,这次调降 LPR 也经过了一些政策铺垫,比如存款利率在此前已经出现了下调,去年 8 月也单单调降了 1 年期 LPR。

我们认为,当前核心问题不一定是利率问题:

1) 这一轮自 2021 年始,政策利率和市场利率就只降不升,但地产销售情况一直不甚理想,靠这个幅度的利率下降去扭转地产预期,似乎很难;

图 3: 地产销售情况一直不甚理想



资料来源: Wind, 国元证券研究所

2) 当前银行不缺资本,过剩流动性问题也体现得很充分,这说明,之前边际上对货币的价格弹性为零的实体参与者已越来越多,且多到了影响宏观状态的程度。

图 4: 中国人民币贷款同比增速情况



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 5: 中国狭义社融同比增速情况



资料来源: Wind, 国元证券研究所

况且，这种长期利率的定向调降若有效果，其先决条件是实体部门有货币收紧的预期，感性看，这个货币收紧的预期几乎不存在。

因此，非对称降息对金融周期轨迹的效果不大，映射在大类资产上也同理，且目前股债的反应都相对平淡。

后续看，可能解决流动性堵点的政策有二：一是执行充分的 QE 或零利率政策；二是窗口指导银行的信用下沉，这个首先要限制银行二级市场投资这条路，比如抑制债券市场不断扩张的杠杆。

至于我们会走哪条路，目前还不得而知，但在政策有实质性动作之前，资产风格应该还是 risk-off 的，建议在流动性充分的前提下，维持利率债的高杠杆长久期。

## 投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188