

进入风险应对时刻，关注化债对商品的压力

——央行 5 年期 LPR 降息点评

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

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%。前者较上一期保持不变，后者较上一期下降25个基点。¹

核心观点

■ 超预期降息或预示着宏观政策进入到风险应对时刻

LPR 降息幅度超预期。自 2021 年 12 月以来，国内货币政策虽然处在宽松周期，但是短期的宽松幅度都较为谨慎，LPR 利率单次变动均维持在 5-15BP 之间。2 月 20 日 5 年期 LPR 利率 25 个基点的调降方向上符合市场预期，幅度上显著高于本轮宽松周期内的政策变动，显示出宽松的货币政策从此前的“谨慎”进入到发力阶段。

先立后破，降息或进一步缓解债务展期压力。从 2023 年 12 月政治局会议提出“先立后破”，到 2024 年 1 月集体学习时提出“新质生产力”，中国经济结构转型的新旧动能转换到了关键时期。债务高压之下，1 月城投投资仍以借新还旧为主，2 月 31 省市投资增速和经济发展目标相比较 2023 年有所下调。本次超预期降息预示着“化债”到了关键时期，通过缓解化债的压力为“高质量发展”腾出政策空间，我们预计进一步降息的概率上升。

■ 关注高实际利率滞后影响，商品需求预期近弱远强

高实际利率环境下，市场对降息后宽信用的效果存疑。2 月 20 日央行宣布非对称调降 5 年期 LPR 利率后，从权益市场到信用债市场甚至工业金属市场的反馈均不甚积极，宏观政策对高利率的滞后应对，但高利率形成的债务压力却不会迟到。现代经济运行构筑于“预期”，为逆转市场的悲观预期（极致权益估值和股债比价），滞后的政策应对需要配合超预期的政策力度，2024 年名义增长率的回升仍将是大概率。短期内，预计化债对于实体经济的需求仍将带来压力，关注相关高基差商品（碳酸锂等）的调整压力。

■ 风险

经济数据短期波动风险，流动性快速收紧风险

¹ 参见：<https://www.chinamoney.com.cn/chinese/rdgz/20240220/2806938.html#cp=rdgz>

目录

宏观事件	1
核心观点	1
■ 超预期降息或预示着宏观政策进入到风险应对时刻	1
■ 关注高实际利率滞后影响，商品需求预期近弱远强	1
■ 风险	1
宏观政策：货币宽松的正式开启	3
债务重构：降息是风险释放信号	4
防范风险：利率对需求影响显现	5
商品新局：关注商品需求的逆风	6

图表

图 1: LPR 利率非对称降息 单位: %	3
图 2: 存款准备金率和货币信贷差 单位: %	3
图 3: PSL 于 2023 年底重启 单位: %	3
图 4: 国际收支对经济贡献降低 单位: 亿美元, %	3
图 5: 1 月城投“借新还旧” 单位: 只	4
图 6: 2024 年目标增速较 2023 年变动 单位: %	4
图 7: 2020 年以来政府杠杆率增速更快回升 单位: %	4
图 8: 土地出让金改善仍需时间 单位: %	4
图 9: 高实际利率影响经济增速 单位: %	5
图 10: 宏观资产负债的结构*差异 单位: %	5
图 11: 企业实际利率的改善和债务缓和* 单位: %	5
图 12: 2016 年以来高杠杆对需求影响增强 单位: %	5
图 13: 整体工业企业资产负债率相对高位 单位: %	6
图 14: 采矿业杠杆回落，但应收并未改善 单位: %	6
图 15: 主要工业商品基差率 单位: %	7
图 16: 主要工业部门（采矿、制造和公用）资产负债率变动和应收账款比重 单位: %	7

宏观政策：货币宽松的正式开启

2月LPR降息幅度超预期。自2021年12月以来，国内货币政策虽然处在宽松周期，但是短期的宽松幅度都较为谨慎，LPR利率单次变动均维持在5-15BP之间。从2月初50个基点的全面降准，到本次2月20日5年期LPR利率25个基点的调降，尽管方向上符合市场的宽松预期，但是幅度上显著高于本轮宽松周期内的政策变动，显示出宽松的货币政策从此前的“谨慎”进入到发力阶段。

央行货币政策进入到新常态。一方面，应为化债形成的流动性压力，货币政策从总量上保持适度的宽松状态；另一方面，随着中美关系的进入新常态，外部环境的转变意味着人民币流动性的供给将更多来源于内部。

图1：LPR利率非对称降息 | 单位：%



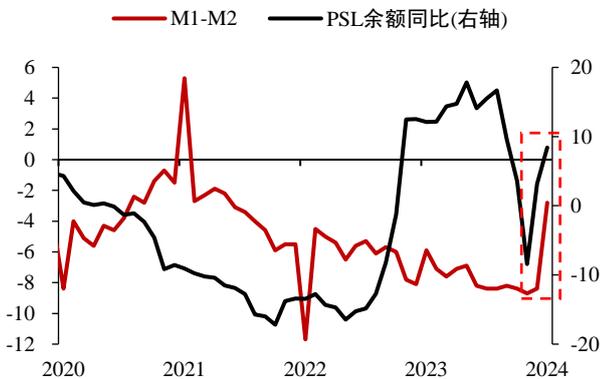
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图2：存款准备金率和货币信贷差 | 单位：%



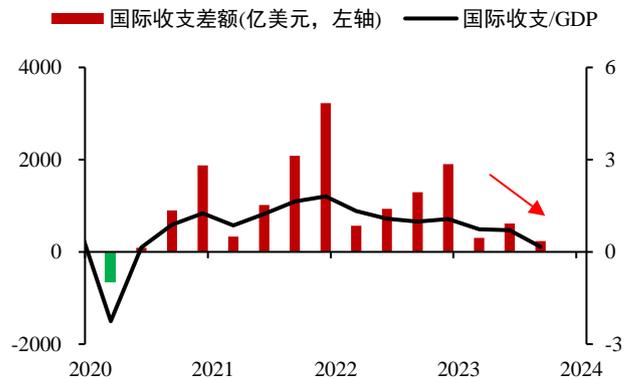
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图3：PSL于2023年底重启 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图4：国际收支对经济贡献降低 | 单位：亿美元，%



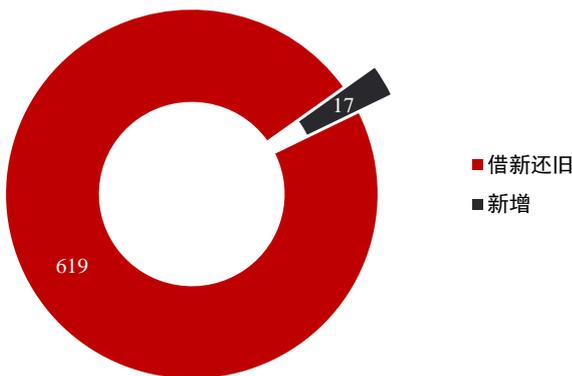
数据来源：iFind 华泰期货研究院

债务重构：降息是风险释放信号

先立后破，降息或进一步缓解债务展期压力。从 2023 年 12 月政治局会议提出“先立后破”，到 2024 年 1 月集体学习时提出“新质生产力”，中国经济结构转型的新旧动能转换到了关键时期——在国内人口达峰、国际需求放缓共同驱动的经济放缓过程中，中国经济的宏观杠杆增速逐渐趋于回落。债务高压之下，1 月城投投资金仍以借新还旧为主，2 月 31 省市投资增速和经济发展目标相比较 2023 年有所下调。

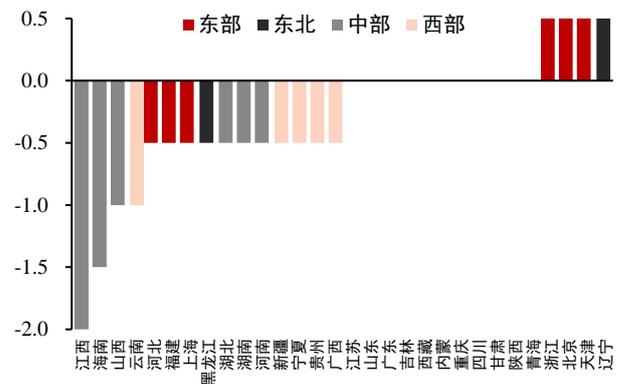
本次超预期降息预示着“化债”到了关键时期，通过缓解化债的压力为“高质量发展”腾出政策空间，在外部流动性收缩节奏呈现阶段性缓和的预期下，为国内政策对冲提供了空间，我们预计未来进一步降息的概率也在上升。

图 5：1 月城投“借新还旧” | 单位：只



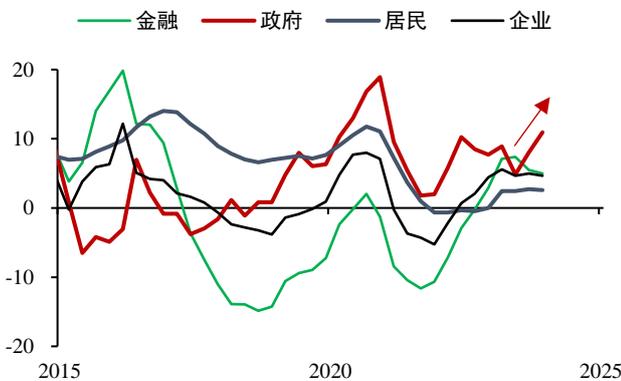
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：2024 年目标增速较 2023 年变动 | 单位：%



数据来源：各省政府工作报告 华泰期货研究院

图 7：2020 年以来政府杠杆率增速更快回升 | 单位：%



数据来源：CNBS 华泰期货研究院

图 8：土地出让金改善仍需时间 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

防范风险：利率对需求影响显现

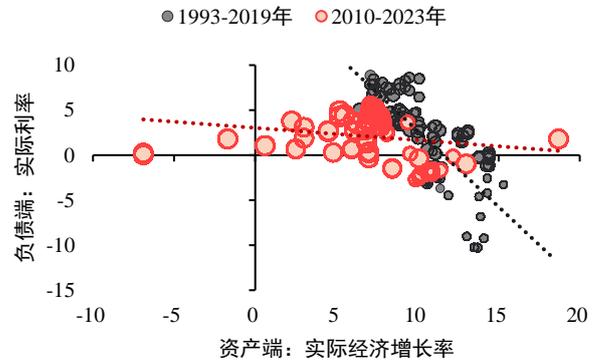
高实际利率环境下，市场对降息后宽信用的效果存疑。2月20日央行宣布非对称调降5年期 LPR 利率后，从权益市场到信用债市场甚至工业金属市场的反馈均不甚积极，宏观政策对高利率的滞后应对，但高利率形成的债务压力却不会迟到。以 2010 年为分水岭，国内宏观资产负债结构发生较大的变化，我们简单以 LPR 利率作为实体部门融资平均成本的代理变量，扣除 GDP 平减指数后得到实体融资的实际利率，2016 年至今实际经济增长仍在放缓的过程中，融资成本却持续抬升。从资产在高利率下的压力到负债开始化解之间面临时间的错位，高债务压力下宽货币的实际效果仍面临约束。

图 9：高实际利率影响经济增速 | 单位：%



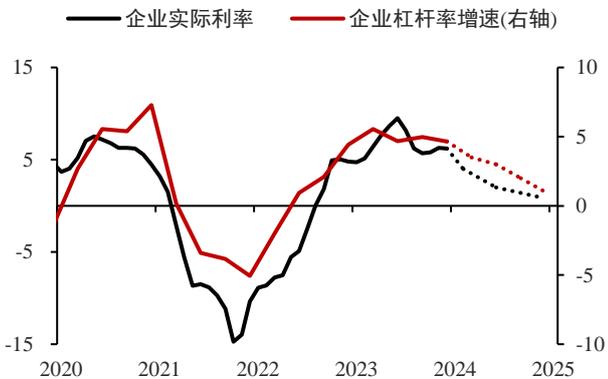
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 10：宏观资产负债的结构*差异 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院
*气泡大小表示实体部门杠杆率

图 11：企业实际利率的改善和债务缓和* | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院
*虚线为预测值

图 12：2016 年以来高杠杆对需求影响增强 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

商品新局：关注商品需求的逆风

中期来看，名义经济增速的改善将驱动大宗商品再次扩张的过程。我们认为，未来宏观资产负债表的改善将通过改善名义经济增速、带动宏观总负债压力降低的方式进行²。现代经济运行构筑于“预期”，为逆转市场的悲观预期（极致权益估值和股债比价），滞后的政策应对需要配合超预期的政策力度，预计 2024 年名义增长率回升仍将是大概率。

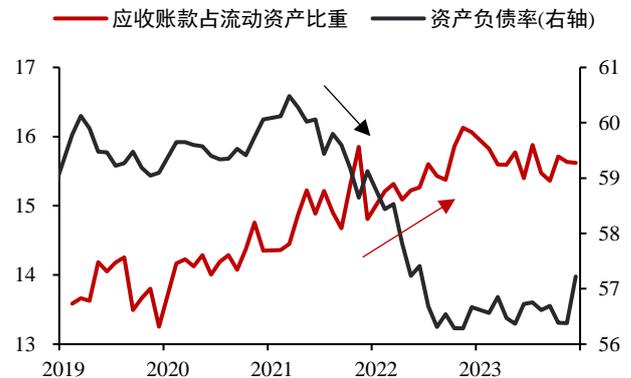
短期来看，预计化债对于实体经济的需求仍将带来压力。对比主要工业部门 2019 年至 2023 年的宏观杠杆率变动，疫情冲击下全球财政货币刺激叠加供应链扰动，商品价格回升带动矿业部门杠杆率出现了较为明显的回落。但是在其他工业部门相对疲弱的预期驱动下，矿业杠杆的回落并没有有效缓和应收账款的债务问题。展望未来，随着央行超预期降息可能开启的化债进程，对于大宗商品的需求定价预计将重回视野。在相关政府需求释放缓慢的背景下，高营收占比和高杠杆的汽车制造业、电气机械和器材制造业风险值得关注，对应其中相关高基差商品（碳酸锂等）的调整压力。

图 13：整体工业企业资产负债率相对高位 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

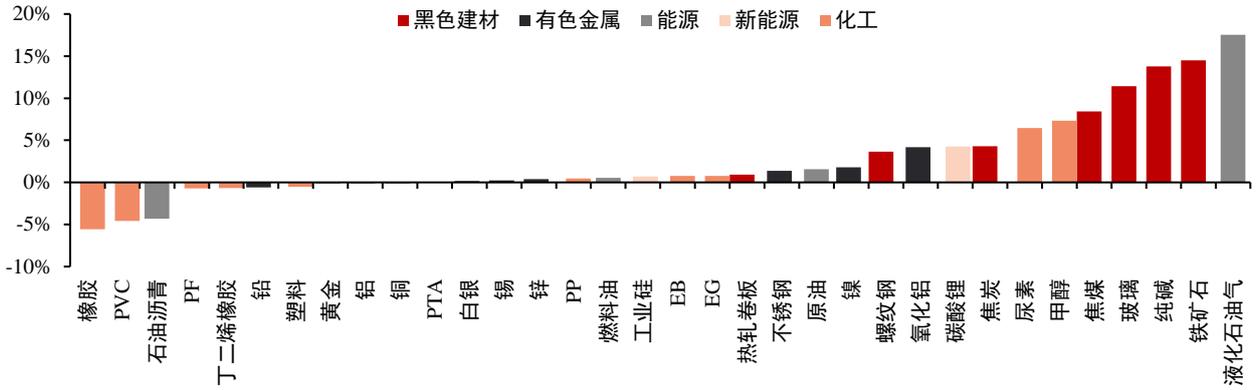
图 14：采矿业杠杆回落，但应收并未改善 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

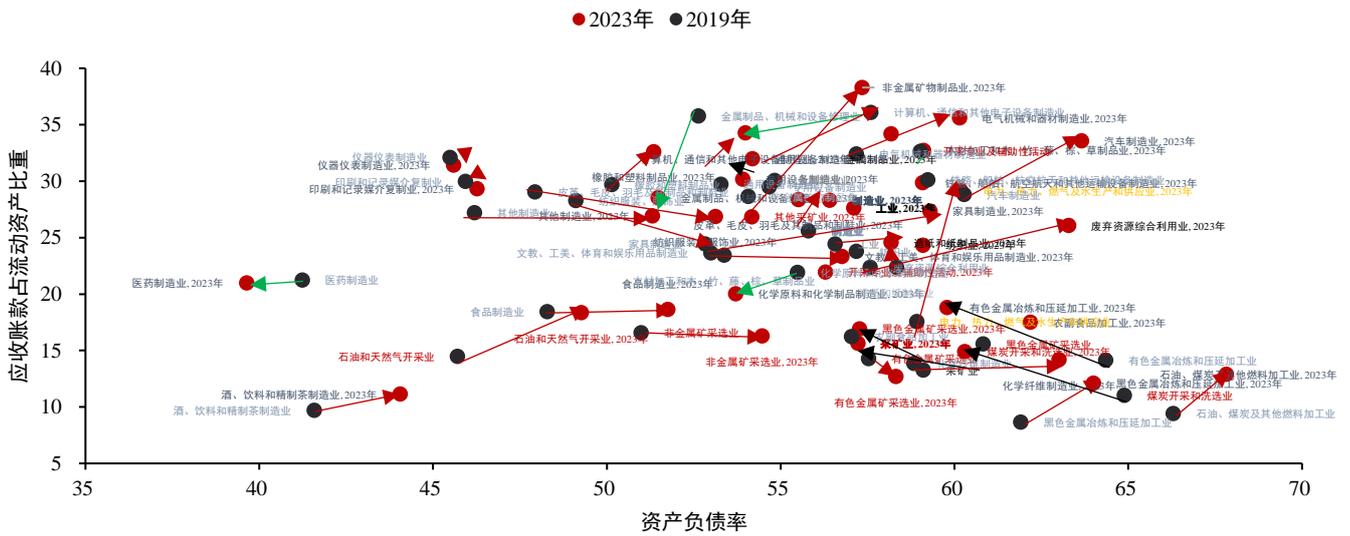
² 参见华泰期货宏观年报《大重构（总论篇）》，认为相对负债端的压力，资产端的技术创新是一个慢变量。

图 15: 主要工业商品基差率 | 单位: %



数据来源: Wind Mysteel SMM 富宝资讯 隆众 华泰期货研究院

图 16: 主要工业部门 (采矿、制造和公用) 资产负债率变动和应收账款比重 | 单位: %



数据来源: iFind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com