



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《春节假期国内外宏观信息一览》 -
2024.02.19

宏观研究

非对称降息促房地产企稳、拉动消费回升

● 核心观点

2月20日，央行宣布1年期LPR为3.45%，保持不变，5年期以上LPR为3.95%，较上期下降了25bp。

本次非对称降息，1年期LPR保持不变，5年期以上LPR出现大幅度下降，这是对市场流动性、价格水平及经济稳增长需求的综合考虑。其中，5年期以上LPR大幅下调25bp，超市场预期，应是充分考虑价格变动影响，实际利率水平恢复至2023年3月水平。5年期以上LPR大幅下调，将会有效带动社会综合融资成本下行，提振市场信心，促进房地产市场健康发展和消费持续回升，同时缩窄居民房贷利率与消费贷利率水平差距，避免资金空转。值得注意的是，本次降息也可能是避免因实际利率上升而抵消存量房贷利率下调的政策效应，核心是托底房地产市场平稳健康发展，而非强刺激。

向后看，商业银行资产端收益率降幅高于近期负债端成本下降，进而压缩银行息差空间，同时，考虑通胀可能会温和回升，扭转价格因素导致实际利率持续走高趋势，叠加重点领域风险可能对商业银行产生的潜在影响，未来降息可能会相对谨慎。

● 风险提示：

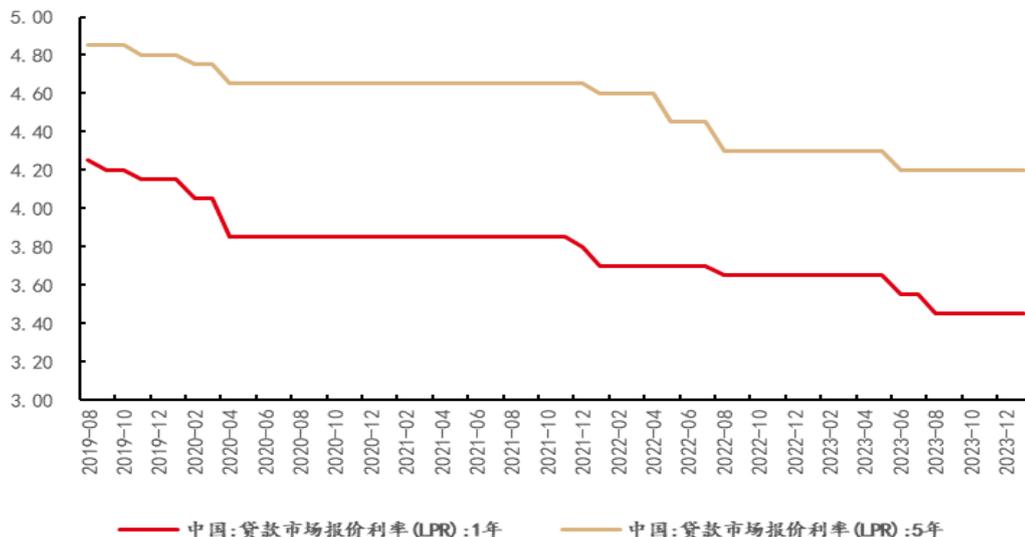
美联储超预期加息；房地产市场超预期下行；海外地缘政治冲突加剧。

图表目录

图表 1: 2019 年改革以来 LPR 变动情况 (%)	3
图表 2: DR007 水平基本持平 OM07 (%)	5
图表 3: SHIBOR 利率中枢回落 (%)	5
图表 4: 房地产销售尚未呈现企稳回升态势 (%)	5
图表 5: 房地产投资增速处于下行态势 (%)	5
图表 6: 2023 年以来实际利率水平持续走高 (%)	6
图表 7: 2019 年以来商业银行净息差持续走低 (%)	6
图表 8: 上市银行计息负债成本率 (%)	6
图表 9: 金融机构贷款加权平均利率持续走低 (%)	6
图表 10: 上市国有大型银行计息负债成本率 (%)	6
图表 11: 上市股份制银行计息负债成本率 (%)	6
图表 12: 上市城商行计息负债成本率 (%)	7
图表 13: 上市农商行计息负债成本率 (%)	7

2月20日,央行宣布1年期LPR3.45%,保持不变,5年期以上LPR为3.95%,较上期下降了25bp。

图表1: 2019年改革以来LPR变动情况(%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

本次非对称降息, 1年期LPR保持不变, 5年期以上LPR出现大幅度下降, 是对市场流动性、价格水平及经济稳增长需求的综合考虑。

1年期保持不变, 市场流动性合理充裕, 降息必要性不高。7天银行间质押式回购加权利率(DR007)中枢自2023年10月以来持续下行, 目前仅小幅高于7天逆回购利率(OMO7), 市场流动性整体合理充裕。

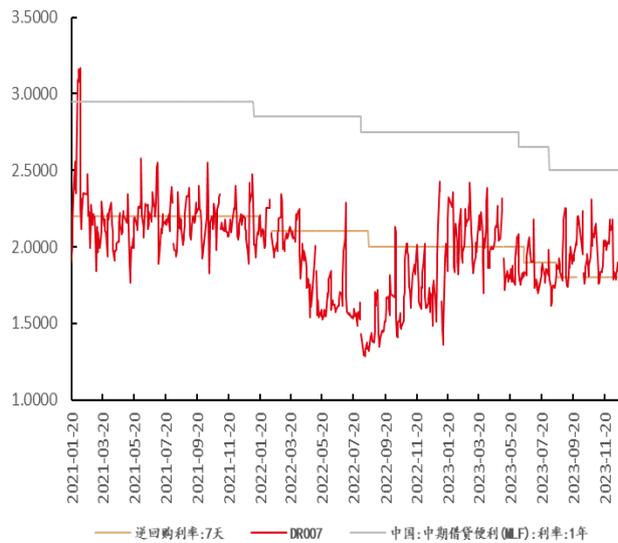
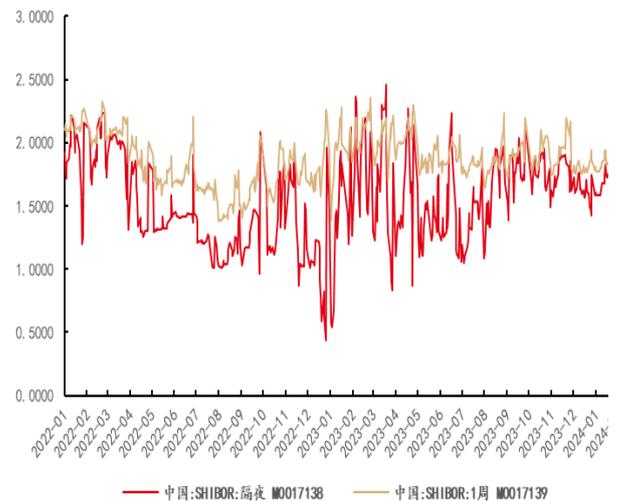
5年期以上LPR下调主因是稳增长需要, 体现货币政策靠前发力。一是提振信心, 刺激房地产市场需求。我国经济恢复是波浪式发展、曲折式前进的过程, 经济基本面长期向好的趋势不变, 但短期存在需求不足与产能过剩的冲突, 仍需要政策呵护。特别是房地产行业涉及产业链长、覆盖面广, 在国民经济中发挥重要作用。面对房地产市场供求关系发生重大变化, 自2023年以来房地产调控政策持续优化, 但房地产销售、投资尚未出现明显企稳回升迹象, 市场景气度有待持续修复。在此背景下, 大幅下调5年期以上LPR有助于提振市场信心, 拉动居民需求, 促进房地产市场平稳健康发展。**二是降低居民存量房贷成本, 增加居民可支配收入, 促进消费持续恢复。三是外部环境为降息提供有利条件。**目前海外

主要发达经济体加息进入尾声，同时国内物价水平保持低位，商业银行存款利率下调等，为货币政策边际宽松创造良好条件。

5年期以上 LPR 大幅下调 25bp，超市场预期，应是充分考虑价格变动影响，实际利率水平恢复至 2023 年年初水平，同时缩窄居民房贷利率与消费贷利率水平差距，避免资金空转。5年期以上 LPR 调降 25bp，单月降幅是 2019 年改革以来最大的一次。从实际利率水平考虑，自 2023 年 1 月以来，随着通胀水平的低位运行，5年期以上 LPR 的实际利率逐步走高，从 2023 年 1 月 2.2% 上升至 2024 年 1 月的 5.0%。本次降息 25bp，同时 2 月 CPI 同比增速按照市场预期的 0.3% 计算，2 月份以 5 年期以上 LPR 的实际利率为 3.65%，基本回落到 2023 年 3 月水平（3.60%）。这在一定程度上说明本次降息重点是避免因实际利率上行抵消存量房贷利率下调的政策效应，核心是托底房地产市场平稳健康发展，而非强刺激。同时，消费贷利率普遍进入 3% 左右水平，与居民房贷利率的利差有所拉大。本次大幅下调 5 年期以上 LPR，可以缩窄居民房贷利率与消费贷利率的利差，亦避免资金空转。

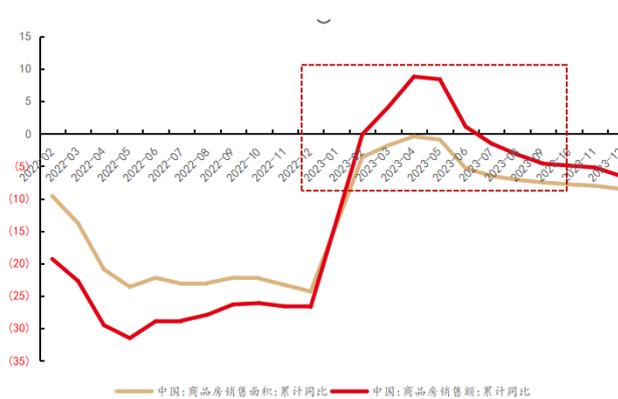
向后看，未来降息可能会相对谨慎。尽管存款利率市场化调整机制来引导商业银行负债成本下降，但商业银行负债端下降并不乐观。2021H1-2023H1 各类型上市银行的计息负债成本率出现一定分化，其中，国有大型银行的计息负债成本率并未下降，呈现出小幅上行态势，由 2021H1 的 1.76% 上升至 2023H1 的 2.01%；股份制商业银行经历先下后上，2023H1 的水平为 2.5388%，基本持平 2021H1 水平；城商行和农商行的计息负债成本率整体呈现小幅下行，分别由 2021H1 的 2.4841%、2.2980% 回落至 2023H1 的 2.3735%、2.1917%（以上数据是各类型上市银行计息负债成本率的平均值，与上市公司计息负债成本率走势基本一致）；在资产端收益率方面，商业银行加权平均贷款利率受降息、降准等政策影响，持续下行，由 2021 年 6 月 4.93% 下降至 2023 年 12 月的 3.83%，下降了 1 个百分点。商业银行资产端收益率降幅高于负债端成本下降，进而压缩银行利润空间。自 2020 年以来中国商业银行净息差持续回落，从 2019 年末 2.2% 回落至 2023 年三季度末的 1.725%，回落 47.5bp，降幅明显。此外，2023 年四季度国有大行和股份行开启了一轮存款利率下调，存款利率下调 10-25bp 左右，同时 2024 年 2 月降准 0.5 个百分点，释放 1 万亿资金，在一定程度上降低银行成本。而本次 5 年

期以上 LPR 直接下调 25bp，商业银行资产端收益率降幅可能大于成本端降幅，预计 2023 年三季度以来商业银行净息差会进一步收窄。同时，考虑通胀预期将温和回升，扭转价格因素导致实际利率持续走高趋势，叠加重点领域风险可能对商业银行产生的潜在影响，未来降息可能会相对谨慎。

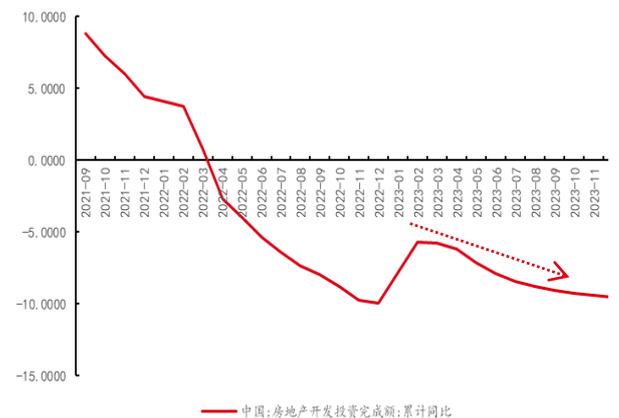
图表2：DR007 水平基本持平 OM007 (%)

图表3：SHIBOR 利率中枢回落 (%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

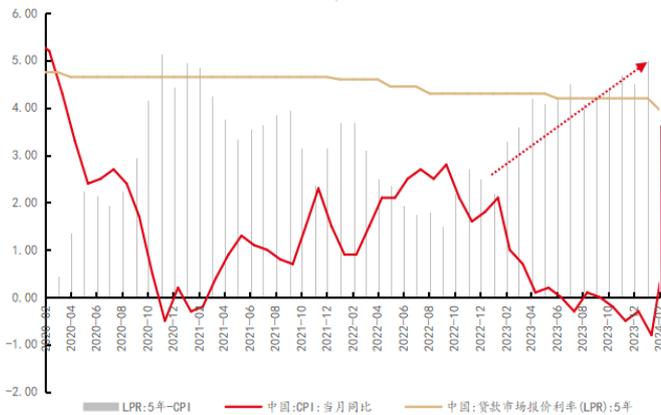
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：房地产销售尚未呈现企稳回升态势 (%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

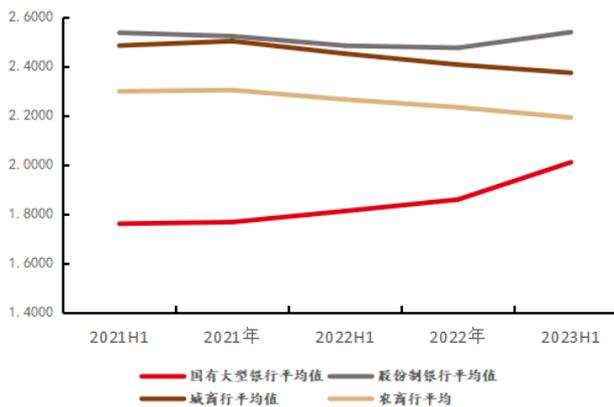
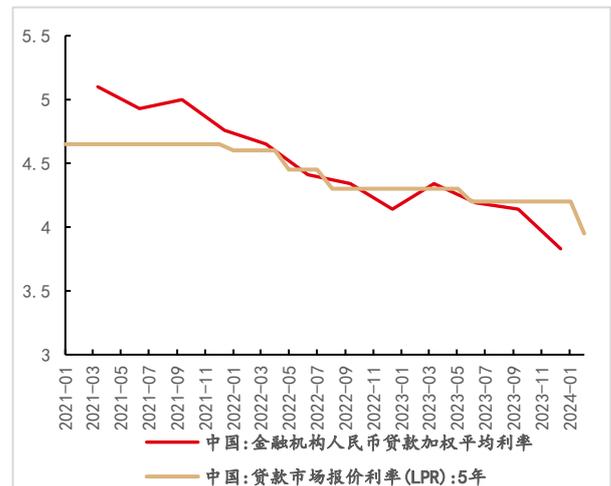
图表5：房地产投资增速处于下行态势 (%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：2023年以来实际利率水平持续走高（%）

图表7：2019年以来商业银行净息差持续走低（%）

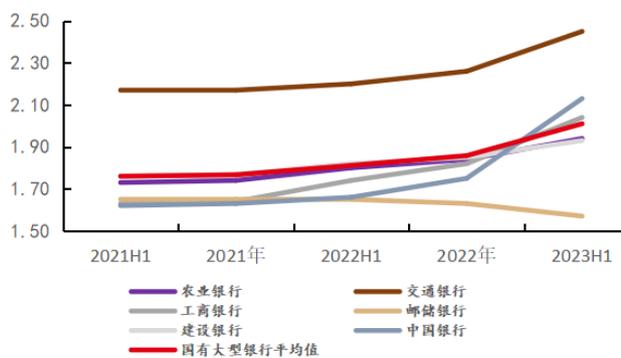
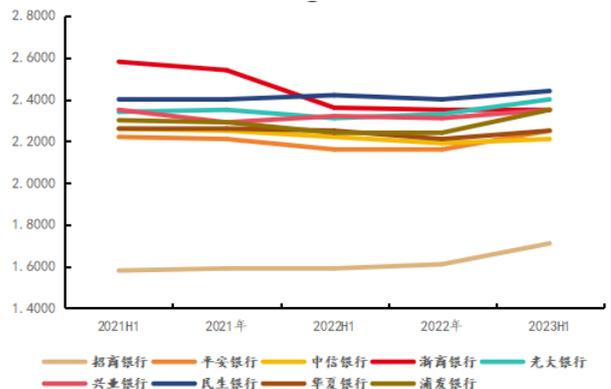

资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表8：上市银行计息负债成本率（%）

图表9：金融机构贷款加权平均利率持续走低（%）


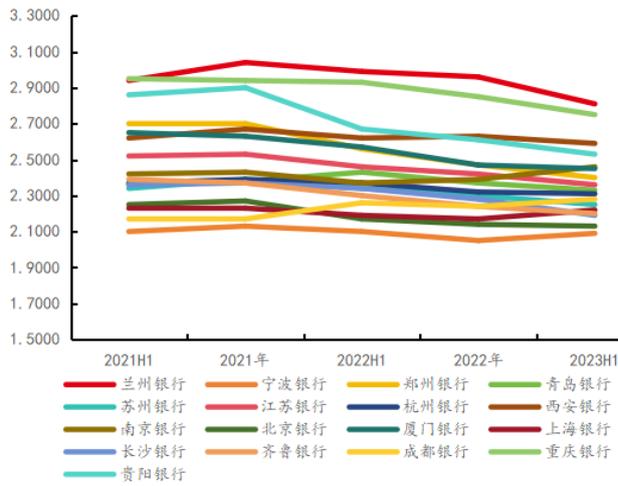
资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

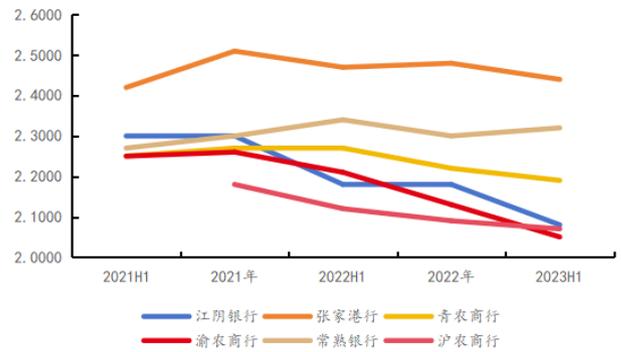
图表10：上市国有大型银行计息负债成本率（%）

图表11：上市股份制银行计息负债成本率（%）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表12：上市城商行计息负债成本率（%）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表13：上市农商行计息负债成本率（%）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

风险提示

美联储超预期加息；房地产市场超预期下行；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048