



7月 LPR 下调概率上升

2024年7月15日

核心观点

- **15日央行公告，“为对冲税期高峰等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕”，当日开展1290亿元逆回购操作，1000亿元中期借贷便利（MLF）操作，充分满足金融机构需求。两者价格均维持不变，7天逆回购当日净投放1270亿元，MLF则小幅缩量30亿元。**
- **央行维护流动性合理充裕的意图明显，一升一降之间，7天逆回购未来做为唯一政策利率的身份更加清晰。**我们前期报告《“支持性”的货币政策将向五个方向演进》中强调未来MLF可能将逐步告别政策利率身份，余额逐步缩减，7天逆回购利率成为唯一政策利率。央行7月的操作可视为进展。值得关注的是，MLF未来5个月的到期量显著增加，分别是4010亿元、5910亿元、7890亿元、1.45亿元、1.45亿元。叠加三季度政府债券发行高峰，央行可能会在三季度加大7天逆回购净投放，或者降准置换部分到期的MLF。
- **央行将采取“不一样”的降息，7月LPR可能单独下调10BP-20BP。**我们维持年中展望报告《“不一样”的降息》的观点，多目标平衡下央行保持政策利率不变实现国际收支平衡和金融稳定。单独调降LPR引导实体融资成本下行，以促进经济增长。2023年以来LPR的调降幅度已脱离MLF的束缚。
- **7月LPR有可能调降基于三个理由：第一、目前LPR报价显著偏离实际最优惠客户利率，报价质量需要提升。**3月末金融机构贷款中约40%都是执行的LPR减点，而2019年8月仅为15.55%。央行在陆家嘴论坛强调“持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），针对部分报价利率显著偏离实际最优惠客户利率的问题，着重提高LPR报价质量，更真实反映贷款市场利率水平”；**第二、综合银行资金成本、风险溢价、供求关系等因素，目前LPR报价有调降空间。**4月开启禁止“手工补息”，二季度银行资金成本可能有所下行，净息差压力可能减轻；二季度温州民间融资综合利率维持在历史较低水平，中债AA级和AAA级企业债收益率的利差在2月LPR调降后又明显收窄，显示风险溢价进一步下行。从资金供求关系来看，6月期国股转贴现票据利率在7月快速下行，资金供给相对需求较为充裕。**第三、当前实际利率偏高，需要进一步调降促进经济增长，调降的必要性上升。**现阶段实际利率偏高，私人部门内生性融资需求偏弱。居民部门购买住房的融资利率仍然高于投资回报率。观测数据发现，居民部门住宅投资回报率与融资成本的差值对房地产销售增速有领先性。企业部门投资意愿下降，扩大再生产减速。从政府部门来看，2024年以来，地方政府专项债发行节奏缓慢，其中投资回报率不足以覆盖成本是其中原因之一。二季度贷款增速下行，GDP增速4.7%环比下行。
- **如果调降LPR对10年期国债收益率的可能影响。**两种力量交织下10年期国债收益率可能短时进入震荡。如果调降LPR，可能进一步推动贷款利率下行，比价效应下将形成带动债券利率下行的力量。但“央行保持正常向上收益率曲线、校正债市风险的决心很大”，央行可能择机进行国债卖出操作。

分析师

詹璐

☎: 0755-8345-3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

章俊 首席经济学家

☎: 010-8092-8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

张迪

☎: 010-8092-7737

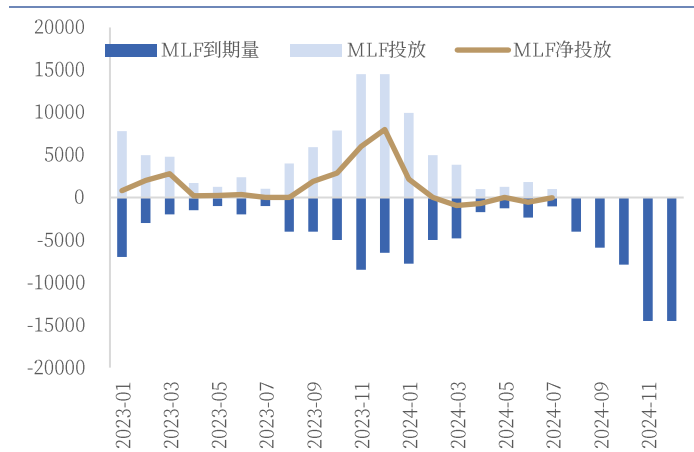
✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

风险提示

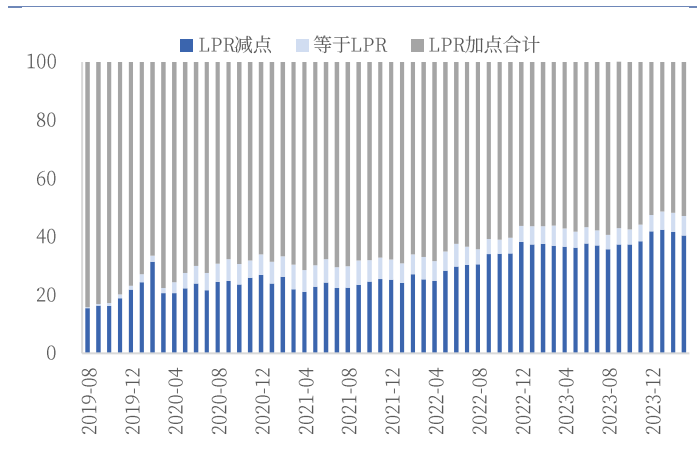
1. 货币政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险

图1: MLF 到期与投放 (亿元)



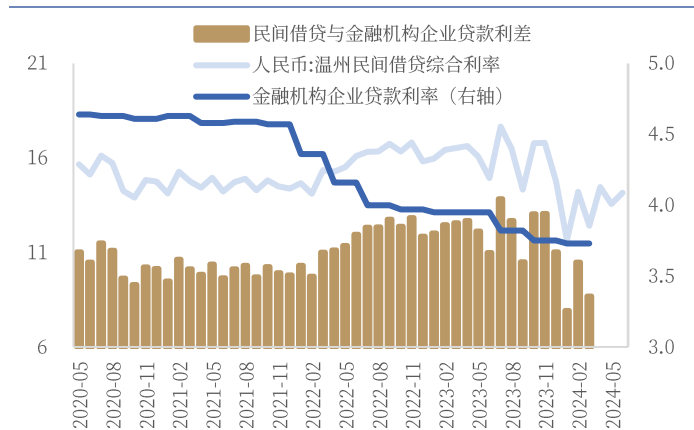
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: LPR 减点、等于 LPR、LPR 加点的占比 (%)



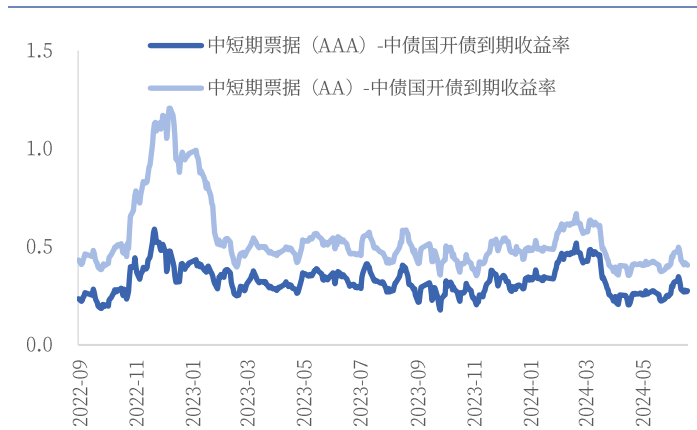
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 民间借贷与金融机构企业贷款利差 (BP, %)



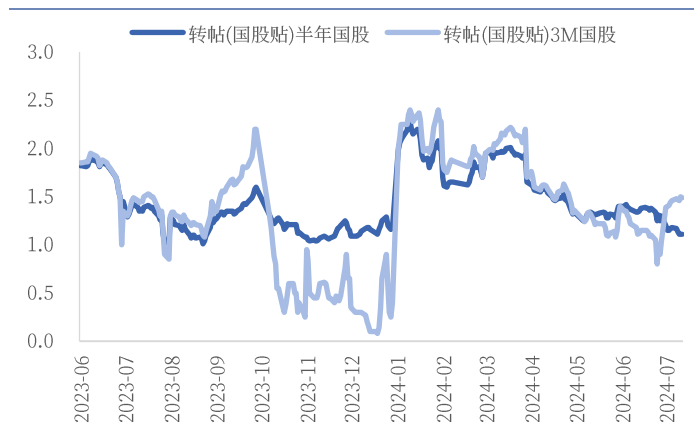
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: AAA 和 AA 中短期票据收益率 (%)



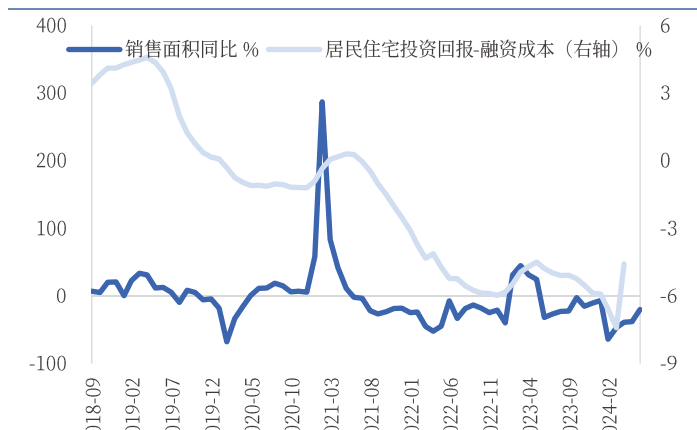
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 票据利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 房地产销售面积与居民投资回报



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

一、风险提示

1. 货币政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊，首席经济学家。

张迪，宏观经济分析师。詹璐，宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn