

1月20日,1年期LPR为3.7%,下调10bp,5年期以上LPR为4.6%,下调5bp。去年底至今,MLF和7天逆回购利率分别已经下调10bp,一年期LPR累计下调15bp,五年期LPR下调5bp。

● 五年期LPR调降5bp并不意味着政策层面偏于谨慎。

目前五年期LPR降幅明显不及其他三个利率,是否意味着央行稳增长态度仍较谨慎,货币宽松尚有疑虑?我们认为上述担忧大可不必。

先看历史,经验规律显示逆回购、MLF、一年期和五年期LPR,四个利率的降幅基本为2:2:2:1。本轮降息过程中,**五年期LPR降幅小于OMO、MLF和一年期LPR,这一降息特征符合以往操作惯例。**

再看当前地产现状,当前热点城市地产库存较薄,五年期LPR调降最优选择是“相机、高频、小幅”。**5bp降幅不代表货币宽松力度较弱,而是说明降息操作更加精细。**

我们理解此次五年期LPR调降,注意点不应该放在5bp降幅,而应该关注降息时点为何选择在春节假期之前。降息时点选择彰显央行意图:尽早稳经济,尽早稳地产。这与1月18日国新办新闻发布会中央行提到的“我们不能拖,要走在前面”紧密呼应。

● 一年期LPR调降10bp等同宣告近期还有降息。

去年12月至今,一年期LPR降幅超过其他利率。**相较7天逆回购和MLF利率,一年期LPR利率调降“超幅”5bp。**

从“OMO-MLF-1YLPR-5YLPR”利率框架的惯有利差出发,当前一年期LPR与MLF利率已经低于常规利差5bp。目前一年期LPR利率相对MLF过低,意味着MLF等利率未来也有可能调降。可以说下一轮降息,当下已经开始预演。

近期央行宽货币的政策信号非常明确。宽货币不止停留在1月18日国新办新闻发布会的文本描述,还蕴藏在近期连续降息操作之中。**我们认为未来不仅可能有降息,还可能有降准。**

● 宽货币到宽信用的效果目前已显露苗头。

我们判断一季度宏观经济最值得关注的两条主线,基建投资放量,地产政策宽松。去年10月以来权益市场陆续定价稳地产线索。相较而言,债券市场对地产政策及地产企业经营状况更加谨慎。

最近央行连续降息,加上国新办发布会央行给出前所未有的明确宽松信号,目前债券市场开始修复地产债定价。**这在一定程度上显示地产企业,尤其是民营企业企业的融资约束开始有松动迹象,我们后续保持跟踪。**

➤ **风险提示:** 疫情发展超预期;对央行的货币政策理解不到位。



分析师 周君芝

执业证书: S0100521100008

电话: 15601683648

邮箱: zhoujunzhi@mszq.com

目 录

1 五年期 LPR 调降 5bp 并不意味着央行偏于谨慎	3
2 一年期 LPR 调降 10bp 或等同宣告近期还有降息	4
3 宽货币到宽信用的效果目前已显露苗头	5
4 风险提示	6
插图目录	7

1月18日，央行召开2021年金融统计数据新闻发布会，继续明确货币政策宽松信号。1月20日，1年期LPR为3.7%，下调10bp，5年期以上LPR为4.6%，下调5bp。

去年12月20日，一年期LPR下调10bp，今年1月17日MLF和7天逆回购利率下调10bp，今天一年期LPR调降10bp，五年期LPR利率下调5bp。

去年底至今，MLF和7年逆回购利率分别已经下调10bp，一年期LPR累计下调15bp，五年期LPR下调5bp。

1 五年期 LPR 调降 5bp 并不意味着央行偏于谨慎

对比不同利率下调幅度，目前五年期 LPR 降幅明显不及其他三个利率。我们都知道，居民房贷期限较长，主要挂钩五年期 LPR，此次五年期 LPR 降幅不如其他利率，是否意味着央行对地产调控仍较为谨慎？

不少市场观点担忧今天 LPR 调降，释放的信号是地产政策不及预期。然而一旦回顾历史上降息的行为特征，并理解本轮地产面临现状，我们便能发现，上述担忧大可不必。

首先，降息经验规律显示五年期 LPR 利率降幅向来小于其他利率。

以2020年为例，2020年第一轮降息（2月3日至2月20日），逆回购、MLF和一年期LPR均调降10bp，然而五年期LPR只调降5bp。2020年第二轮降息（3月30日至4月20日），逆回购、MLF和一年期LPR调降20bp，然而五年期LPR仅调降10bp。

逆回购、MLF、一年期和五年期LPR，四个利率的降幅基本为2:2:2:1。本轮降息过程中，五年期LPR降幅小于OMO、MLF和一年期LPR，这一降息特征符合以往操作惯例。

其次，当前热点城市地产库存较薄，五年期 LPR 调降最优选择是“相机、高频、小幅”。

2017年至2020年，房地产需求被调控在一个狭窄的区间内波动，每年销售面积稳在17~18亿平米。过去四年地产销售和 investment 数据表现也同样非常平稳，但这种平稳的地产表现背后，城市间分化加大。叠加2021年地产企业现金流压力增加，热点城市地产库存进一步减薄。

地产库存较薄，当前商品房价格又较高，这两个因素决定了地产逆周期调控难度加大。这种情况下地产逆周期政策可以选择一种模式——高度相机，灵活调适，单次小幅刺激，但实施次数增加，这样能够推动地产企稳的同时尽量避免波动过大。再来看当前五年期LPR单次降幅仅5bp，不能将此理解为本轮地产调控政策力度弱于预期，而更应该理解为地产调控更精细。

最后，此次五年期 LPR 调降时点较早，显示央行高度关注稳增长。

今年春节假期落在一月底二月初。而春节假期在即，当前调降五年期LPR，不论对稳定商品房销售，还是降低实体融资利率，效果均有限。当前时点降息，尤其在春节假期之前调降五年期LPR，稳地产稳经济的信号意义更强。

我们理解此次五年期 LPR 利率调降，注意点不应该放在 5bp 降幅，而应该是降息时点选择春节假期之前。降息时点选择已经非常明显地展示了政策意图：尽早稳经济，尽早稳地产。这与1月18日国新办新闻发布会中央行提到的“我们不能拖，要走在前面”紧密呼应。

表 1：降息调整梳理

项目/年度	OMO	MLF	LPR:1 年	LPR:5 年
2019 年 8 月 20 日			-6bp	
2019 年 9 月 20 日			-5bp	
2019 年 11 月 5 日		-5bp		
2019 年 11 月 18 日	-5bp			
2019 年 11 月 20 日			-5bp	-5bp
2020 年 2 月 3 日	-10bp			
2020 年 2 月 17 日		-10bp		
2020 年 2 月 20 日			-10bp	-5bp
2020 年 3 月 30 日	-20bp			
2020 年 4 月 15 日		-20bp		
2020 年 4 月 20 日			-20bp	-10bp
2021 年 12 月 20 日			-5bp	
2022 年 1 月 17 日	-10bp	-10bp		
2022 年 1 月 20 日			-10bp	-5bp

资料来源：中国人民银行，民生证券研究院；

2 一年期 LPR 调降 10bp 或等同宣告近期还有降息

自上月 1 年期 LPR 调降至今，四个关键利率的降幅分别为 10bp(7 天逆回购)，10bp(MLF)，15bp(一年期 LPR)，5bp(五年期 LPR)。截至目前，一年期 LPR 存在“超调”，即一年期 LPR 的利率降幅，相较 7 天逆回购和 MLF 多出 5bp。

一年期 LPR 超调 5 bp，对银行资产端影响并不大，因此超调 5bp 显然不是为了降低实体融资成本。换言之，目前一年期 LPR 相对 MLF 利率过低，意味着 MLF 等利率未来也有可能调降。今天一年期 LPR 下调 10bp，几乎等同于宣告本轮降息周期尚未结束，近期或可见到又一次降息。

反观近期央行意图，宽货币的信号非常明确。宽货币不止停留在 1 月 18 日国新办新闻发布会的文本描述，更有力的表达还蕴藏在近期连续降息操作之中。我们认为未来不仅可能有降息，还可能有降准。

央行在发布会上提到“充足发力，把货币政策工具箱开得再大一些”，意味着当前降息周期并没有结束。不仅总量降息操作还在预演，未来或许还会看到多样化的结构性工具。

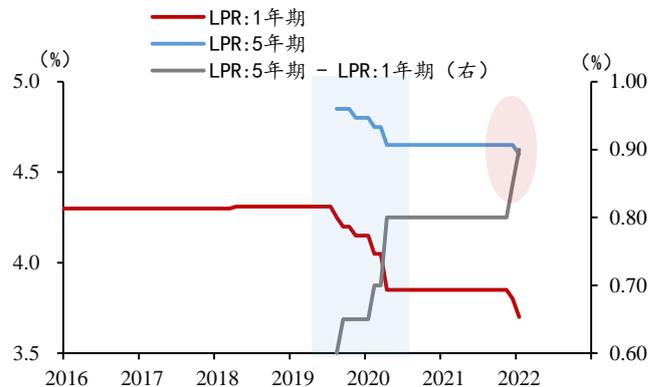
央行提到“当前金融机构存款准备金率是 8.4%，这个水平已经不高了……但仍然还有一定的空间，我们可以根据经济金融运行情况以及宏观调控的需要使用”，暗示宽信用无法如约而至，宽货币力度不会减弱。

图 1：MLF-1 年期 LPR 点差已经出现下移



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：5 年期 LPR 与 1 年期 LPR 点差拉大



资料来源：wind，民生证券研究院

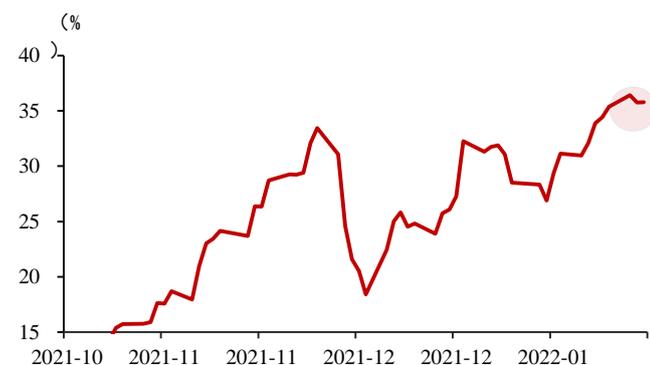
3 宽货币到宽信用的效果目前已显露苗头

1 月 17 日调降 MLF 和 OMO 利率，1 月 18 日国新办新闻发布会央行再度强调货币宽松。近期资本市场表现显示金融体系政策逐步定价基建和地产这两条稳增长主线。这也是我们判断一季度宏观经济最值得关注的两条主线，基建投资放量，地产政策宽松。

去年 10 月以后权益市场已经逐步定价地产政策宽松预期。目前房地产指数已经回到 2021 年上半年的波动区间。相较而言，债券市场对地产政策及地产企业经营状况更加谨慎。一个典型表现就是去年以来大部分时间，地产债收益率没有出现太大变化。

直到最近央行连续降息，加上国新办发布会央行给出前所未有的明确宽松信号，目前债券市场也在修复地产债定价。民营地产债券成交量明显提升，收益率有见顶迹象。本周以来地产债活跃度普遍较之前有所提升，以“20 融创 01”为例，成交量持续在 3000 万元以上，大幅高于上周。此外，目前信用债中成交量居前多数也是地产债。

图 3：20 融创 02 收益率出现见顶迹象



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：A 股房地产指数自 10 月下旬以来稳步回升



资料来源：wind，民生证券研究院

4 风险提示

1) **疫情发展超预期。**本轮疫情影响超过预期，或使得一季度经济下行压力进一步加大，或加速央行货币政策宽松的力度，但超出本文预测区间。

2) **对央行货币政策理解不到位。**若经济下行压力并没有预期当中悲观，央行货币政策未来并不会进一步加码宽松。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36419

