

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 五年期 LPR 降幅还远远不够

2022 年 8 月 23 日

8 月 22 日最新 LPR 出炉, 1 年期 LPR 下调 5bp 至 3.65%, 不及市场预期。5 年期 LPR 下调 15bp 至 4.30%, 基本符合市场预期。

- **LPR 非对称下调的核心原因, 是银行通过调整期限溢价来降低负债成本, 短端利率下行不及长端。**有两个直观现象, 一是存款利率改革后, 银行存款利率整体下调, 下调期限以长期为主。二是部分银行出现存款利率“倒挂”现象, 比如 3 年定存最高利率高于 5 年期等。究其原因, 一是银行短期负债竞争更加激烈, 产品利率易升难降。二是从资产负债期限匹配的角度出发, 当前中长期信贷需求偏弱, 降低了银行为长期负债承担更高成本的动机。因此, 限制 1 年期 LPR 降幅的主要是息差压力。5 年期 LPR 对应的负债成本自 4 月以来有所缓释, 央行引导的力度也更强。
- **LPR 下调可一定程度上刺激企业信贷需求。**2019 年末以来, LPR 改革+央行引导强化, 贷款利率下行幅度大于 LPR。从效果上看, 下调 LPR 对于企业信贷需求的刺激较为明显, 居民信贷需求则更多受到收入的影响。用“收入增速-房贷利率”衡量居民购买力, 与房地产销售有较强的一致性。基于这一模型, Q3 地产企稳更多靠经济内生动能复苏, Q4 地产修复需要房贷利率进一步下行。
- **在不降 MLF 利率的情形下, LPR 下行空间十分有限。**1) 资金成本方面, 当前流动性宽松, 资金利率较低, 银行主要受困于息差压力。Q2 商业银行净息差环比下降不足 3bp, 较 Q1 明显放缓, 银行推动 LPR 下调的意愿在减弱。2) 市场供求方面, 今年以来信贷结构持续偏弱, 企业贷款利率已有过一波快速下行, 银行通过降价刺激信贷需求的边际效用在递减。3) 风险溢价方面, 个人住房贷款相比企业一般贷款资产质量更好、还款风险更低, 但 2020Q1-2022Q1 房贷利率承担了更高的风险溢价。Q2 房贷利率在一系列政策支持下再度低于一般贷款利率, 风险溢价有所收窄。
- **本次 LPR 调整后, 房贷利率有 30-40bp 的下降空间, 对于稳地产而言远远不够。**前两轮放松周期分别调低基准利率 216bp 和 165bp, 此外还有房贷利率 7 折优惠。考虑到本轮房地产下行压力远大于前两轮, 结合“收入增速-房贷利率”模型, 房贷利率即便再降 30-40bp, 也难以对房地产销售形成有效刺激。
- **政策进入短暂观察期后, 未来 MLF 利率和 LPR 仍有必要继续下降。**本轮超预期降 MLF 利率后, 政策或进入 1-2 个月的观察期。当前政策力度应对地产下行风险杯水车薪, 叠加多地疫情散发、高温干旱、新一轮缺电等因素扰动, 未来 MLF 利率和 LPR 仍有必要继续下降。
- **风险因素:** 疫情再度恶化, 增量政策推出不及预期, 美欧经济衰退。

目 录

一、如何理解 LPR 非对称下调? .....	3
二、LPR 下调可一定程度上刺激企业信贷需求 .....	4
三、LPR 是否会再降, 怎么降? .....	7
风险因素 .....	9

图 目 录

图 1: 3 月期大额存单发行利率居高不下 .....	3
图 2: 中长期信贷余额增速持续走低 .....	4
图 3: 房地产开发贷和个人按揭贷款需求继续磨底 .....	4
图 4: 2019 年末以来, 贷款利率下行幅度大于 LPR 下行幅度 .....	5
图 5: 1 年期 LPR 下调对企业短贷的刺激较明显 .....	5
图 6: 5 年期 LPR 下调后, 企业中长贷多有正反馈 .....	6
图 7: 居民短贷受收入增速影响较大 .....	6
图 8: 居民中长贷同样受收入主导 .....	6
图 9: 房地产销售与“收入增速-房贷利率”有较强一致性 .....	7
图 10: Q2 商业银行净息差环比下降不足 3bp, 较 Q1 明显放缓 .....	8
图 11: 本次 LPR 调整后, 房贷利率有 30-40bp 的下降空间 .....	9

## 一、如何理解 LPR 非对称下调？

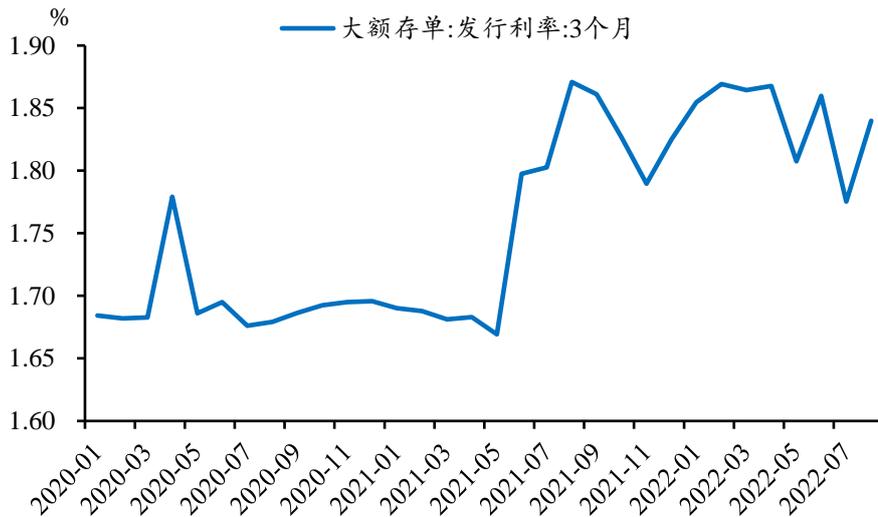
**1 年期 LPR 下调 5bp，不及市场预期。**8 月 15 日央行下调 MLF 利率 10bp 后，市场基本一致预计 LPR 将出现下调，但对于下调幅度分歧较大。8 月 22 日最新 LPR 出炉，其中 1 年期 LPR 仅下调 5bp，主要原因在于：

存款利率改革以来，银行主要通过调整期限溢价的方式降低负债成本，长端定存利率降幅较大，短端存款利率变化有限。有两个直观现象，一是 4 月 25 日后，银行存款利率整体下调，品种包括定期存款、大额存单、特色存款等，下调期限以长期为主。比如工行、中行、建行将 2 年期、3 年期定存利率下调了 10 个基点。二是当前部分银行出现了存款利率“倒挂”的现象，以工行为例，3 年期与 5 年期定存挂牌利率均为 2.75%，若存款金额达到一定金额，3 年期定存能够享受 3.15% 的最高利率，但 5 年期定存仅有 2.75% 一档。反观短端利率，当前四大行一年期定存利率 1.75%，持平上年；3 月期大额存单发行利率仍处于 1.85% 左右的较高水平。

究其原因，一是银行短期负债的竞争更加激烈，二是当前中长期信贷需求偏弱，降低了银行为长期负债承担更高成本的动机。由于长期定存替代产品较多、机会成本较高、仅对口少部分流动性偏好较弱的客户群体，所以银行在揽储时更加聚焦于短期负债（潜在客户人群更多），竞争也更加激烈，产品利率易升难降。从银行资产负债期限匹配的角度出发，当前宽信用结构偏弱，中长期信贷需求不足，今年以来银行同业投资增长较快（同业资产期限较短），进一步降低了银行增加长期负债并承担更高成本的动机。

综上，限制 1 年期 LPR 降幅的主要是息差压力，负债成本降幅有限，同时企业贷款利率续创新低。根据央行 Q2 贷政报告披露，6 月企业贷款加权平均利率为 4.16%，处于有统计以来低位。

图 1：3 月期大额存单发行利率居高不下



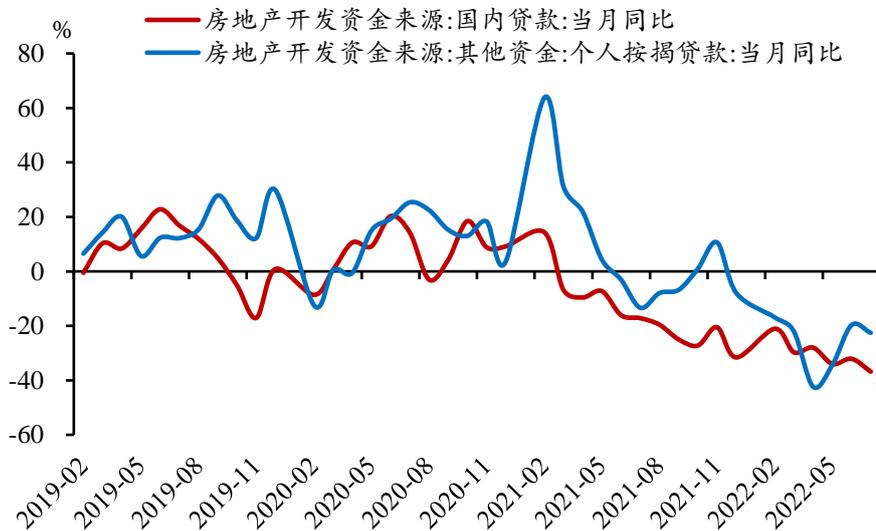
资料来源: Wind, 信达证券研发中心  
 注: 数据为月均值

**图 2：中长期信贷余额增速持续走低**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**5 年期 LPR 下调 15bp，基本符合市场预期。**从负债成本的角度出发，如前文所述，4 月存款利率改革以来，银行长期负债成本有较明显缓释，为 5 年期 LPR 下调创造了空间，

从央行引导的角度来看，7 月大部分重点城市房贷利率已低至下限，政策有必要提供进一步支持。根据贝壳研究院发布的重点城市主流房贷利率数据，2022 年 7 月，103 个重点城市中已有 74 城首套、二套房贷利率低至 4.25%、5.05% 的下限水平。在房地产走弱、下行风险加剧的局面下，引导 5 年期 LPR 多于 MLF 利率下调既履行了央行“货币政策总量发力”的承诺，也对于提振实体融资需求、稳地产意义重大。

**图 3：房地产开发贷和个人按揭贷款需求继续磨底**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

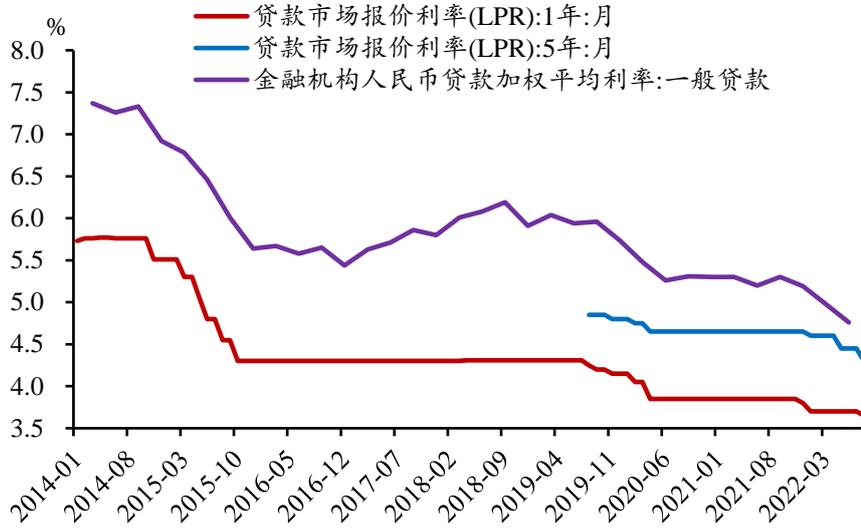
## 二、LPR 下调可一定程度上刺激企业信贷需求

**LPR 下调可降低实体融资成本。**历史上 LPR 调降的区间，一般贷款加权平均利率均同步下行。201406-201603，1 年期 LPR 下行 1.46%，贷款利率下行 1.59%，降幅基本相仿。

**2019 年末以来，LPR 改革+央行引导强化，贷款利率下行幅度大于 LPR。**2019 年 8 月 LPR 改革后，货币政策向贷款利率的传导效率增强，降低实际贷款利率成效显著。201906-202009，1 年和 5 年期 LPR 分别下行 0.46%、0.2%，

同期一般贷款加权平均利率下行 0.63%。去年末以来，政策面“降成本”的定调强化，2021 年末中央经济工作会议提出“加大对实体经济融资支持力度，促进中小微企业融资增量、扩面、降价”，2022Q2 贷政报告强调“着力稳定银行负债成本，推动降低企业综合融资成本”。202112-202206，1 年和 5 年期 LPR 分别下行 0.1%、0.2%，同期一般贷款加权平均利率下行 0.43%。

图 4：2019 年末以来，贷款利率下行幅度大于 LPR 下行幅度



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从效果上看，下调 LPR 可一定程度上刺激企业信贷需求，居民信贷需求更多受到收入的影响。

**1 年期 LPR 下调对企业短贷的刺激较明显。**以 201410-201511 为例，期间 1 年期 LPR 明显下行，企业短贷由连续同比少增转为同比多增。201908-202006、202112-202206，1 年期 LPR 调降后企业短贷多增幅度扩大。

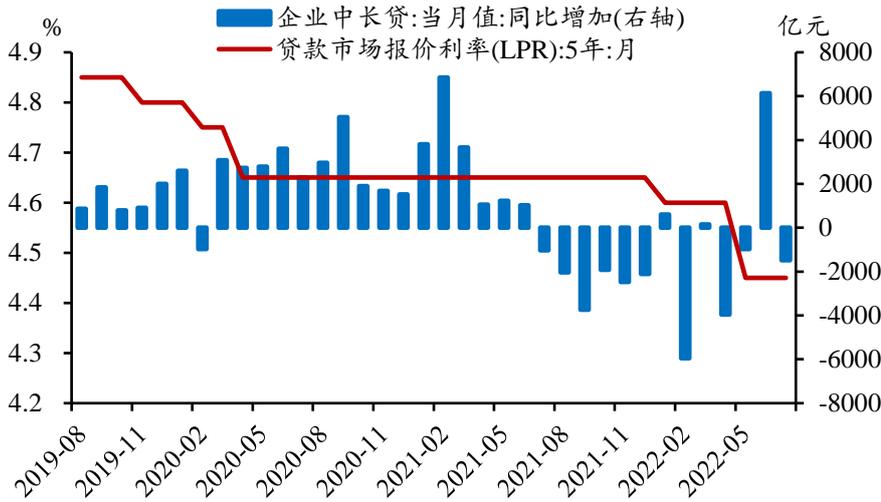
**5 年期 LPR 下调后，企业中长贷多有正反馈。**201910-202106，期间 5 年期 LPR 下调 20bp，企业中长贷基本保持同比多增。202112-202206，5 年期 LPR 下调后企业中长贷同比少增幅度有所收窄。

用同样的方式观察 LPR 与居民贷款的关系，发现前者变化对后者的影响不大。究其原因，一方面央行信贷支持政策、再贷款工具等多面向企业，结合 LPR 下调能取得明显刺激效果。另一方面，居民无论是消费行为（对应短期贷款）还是投资行为（对应中长期贷款），都受收入的影响更大，如图 7、8 所示。

图 5：1 年期 LPR 下调对企业短贷的刺激较明显



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 6：5 年期 LPR 下调后，企业中长贷多有正反馈**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 7：居民短贷受收入增速影响较大**

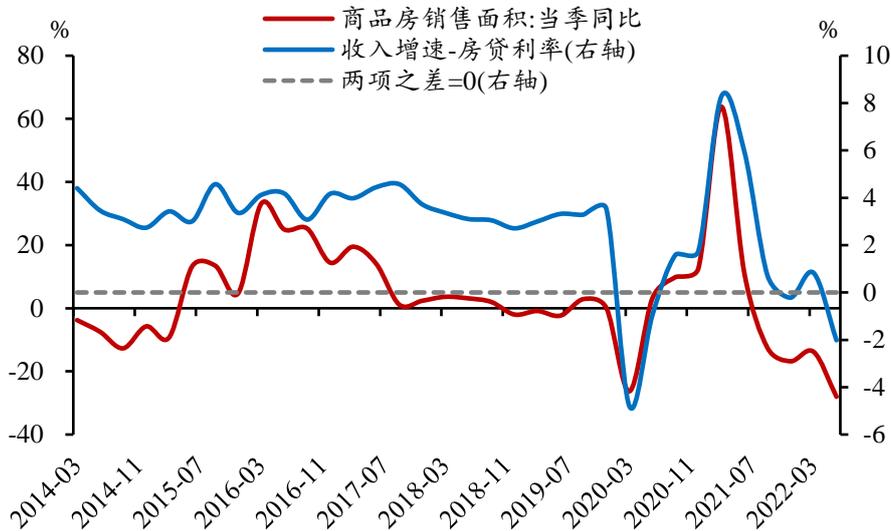

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 8：居民中长贷同样受收入主导**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

用“收入增速-房贷利率”衡量居民购买力，与房地产销售有较强的一致性。我们在报告《从历次“断贷风波”看当前地产困局》中详解了构建这一模型的方法，历史一般情况下，“收入增速-房贷利率”在2%左右，差值至少需要转正，才能对地产有明显的刺激效果。Q2 房贷利率为 4.62%，全国居民人均可支配收入受疫情影响回落至 2.6%。Q3 居民收入增速回到 4%以上、房贷利率再降 50bp 的情形下，两项之差有望转正。可见，Q3 地产企稳更多靠经济内生动能复苏，Q4 地产修复需要房贷利率进一步下行。

图 9：房地产销售与“收入增速-房贷利率”有较强一致性



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、LPR 是否会再降，怎么降？

从稳地产的角度出发，LPR 仍有再降的必要。Q2 货政报告新增“因城施策用足用好政策工具箱”，与 7.28 政治局会议定调一致，属于积极变化。但在“房住不炒”的总基调下，期待全国性的放松政策并不切实，下调 LPR 是更加合意的工具。

从报价方式上看，在不降 MLF 利率的情形下，LPR 下行空间十分有限。在形成 LPR 时，报价行对于加点幅度的考量主要取决于自身资金成本、市场供求和风险溢价。

1) 资金成本方面，当前流动性宽松，资金利率大幅低于政策利率，银行主要受困于息差压力。Q2 商业银行净息差环比下降不足 3bp，较 Q1 明显放缓，显示出银行推动 LPR 下调的意愿在减弱。

2) 市场供求方面 今年以来信贷结构持续优化 企业贷款利率已右计一波性调下行 银行预计降价刺激信贷重

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\\_45459](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45459)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>