宏观利率

历次 LPR 下调后债券收益率短期走势如何？

2022 年 8 月 22 日

宏观利率/专题研究

分析师：
郭瑞
执业登记编码：S0760514050002
邮箱：guorui@sxzq.com
张治
执业登记编码：S0760522030002
邮箱：zhangzhi@sxzq.com

投资要点：

➢ **5 年和 1 年 LPR 利差重回 2019 年下半年水平。**2022 年 8 月 22 日，央行将 1 年期贷款市场报价利率（LPR）从 3.7%下调至 3.65%，将 5 年期贷款市场报价利率（LPR）从 4.45%下调至 4.3%，分别下调 5bp、15bp。此次非对称下调后，5 年和 1 年 LPR 利差重回 2019 年下半年水平。自 2019 年 8 月央行改革完善 LPR 形成机制以来，5 年 LPR 和 1 年 LPR 利差最低为 60bp，发生于 2019 年 8 月 5 年期 LPR 品种首次发布之时。因此，当前两者利差已经接近低点，有利于推进宽信用，改善当前的信贷期限结构不均衡问题。

➢ **历次 LPR 下调后债券收益率短期走势如何？**2019 年 9 月以来，1 年 LPR 及 5 年 LPR 均累计下调了 6 次。我们对历次 LPR 下调后当月及次月的国债收益率进行回顾，以期对收益率的短期走势研判提供参考。从历次 LPR 调降后国债收益率走势看，主要表现出以下三方面特征：

1、LPR 调降并不能决定收益率的中期走势。其中，2019 年 9 月、2020 年 4 月、2022 年 1 月、2022 年 5 月 LPR 调降后，10 年国债收益率在次月走升；2019 年 11 月、2020 年 2 月 LPR 调降后，10 年国债收益率在次月继续回落。10 年国债收益率中期走势更多和彼时的宏观经济表现及预期有关，而 LPR 调降并非影响经济的唯一因素。

2、长端收益率短期回升，短端反映滞后并跟随资金面。在上述考察期间，1 年国债收益率和 10 年国债收益率表现基本相似。但由于 LPR 调降意味着实体经济融资成本下降和宽信用的推进，因此 10 年国债反应更快。除 2020 年 2 月外，其余 5 次 LPR 下调后，10 年国债收益率往往直接回升或下行几个交易日后转为回升，1 年国债收益率由于和资金面相关性更强，反应较为滞后。

3、由于 10 年国债收益率更快转为回升，因此往往带来期限利差的短期走扩。

➢ **市场启示：短期看，长端或步入窄幅震荡，期限利差走扩。**此次 5 年 LPR 大幅调降 15bp，与 1 年 LPR 利差也压缩到了较低水平，短期对推动贷款增长和信贷结构改善具有一定意义，但未来融资能否持续回暖还需观察。当前地产行政性管控保持高压，居民购房信心不足，地方隐性债务监管约束较强，仅靠 LPR 下调可能难以持续性推动宽信用，故而收益率中期不具备大幅上行的基础。短期看，尽管经济仍可能呈下滑态势，但稳楼市政策加码，专项借款精准聚焦“保交楼、稳民生”，总理强调依法盘活地方专项债限额空间，新能源汽车购置税延期至明年底，叠加 LPR 下调后社融短期回暖，基本面可能转向“现实弱+预期稳”，边际上不利于长端收益率进一步下行。从估值看，当前 10 年国债收益率已经非常低，短期大概率低水平震荡。银行间资金利率虽有抬升但依然宽松，结合历次 LPR 下调后债券收益率及期限利差走势，短期内期限利差或走扩。

➢ **风险提示：**1.新一轮稳增长政策超预期。2.国内外疫情超预期发展。

目录

1. 5 年和 1 年 LPR 利差重回 2019 年下半年水平.....3
2. 历次 LPR 下调后债券收益率短期走势如何？.....3
3. 市场启示：短期看，长端或步入窄幅震荡，期限利差走扩.....5
4. 风险提示.....5

图表目录

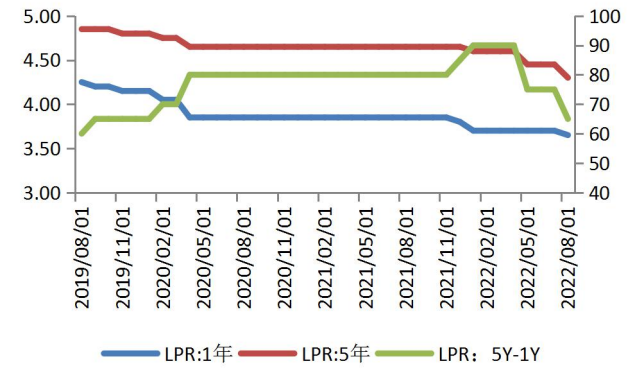
图 1： LPR 走势（%、bp）.....3
图 2： 住户和企业中长期贷款占比（%）.....3
图 3： 2019 年 9-10 月国债收益率走势及期限利差（%、bp）.....4
图 4： 2019 年 11-12 月国债收益率走势及期限利差（%、bp）.....4
图 5： 2020 年 2-3 月国债收益率走势及期限利差（%、bp）.....4
图 6： 2020 年 4-5 月国债收益率走势及期限利差（%、bp）.....4
图 7： 2022 年 1-2 月国债收益率走势及期限利差（%、bp）.....4
图 8： 2022 年 5-6 月月国债收益率走势及期限利差（%、bp）.....4

表 1： 2019 年 9 月以来 MLF、LPR 调降幅度（bp）.....4

1. 5 年和 1 年 LPR 利差重回 2019 年下半年水平

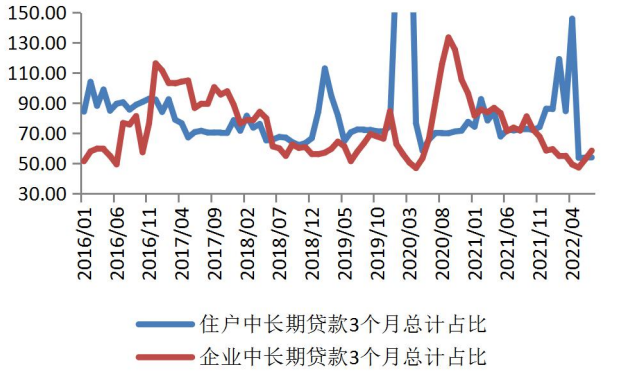
2022 年 8 月 22 日，央行将 1 年期贷款市场报价利率（LPR）从 3.7%下调至 3.65%，将 5 年期贷款市场报价利率（LPR）从 4.45%下调至 4.3%，分别下调 5bp、15bp。此次非对称下调后，5 年和 1 年 LPR 利差重回 2019 年下半年水平。自 2019 年 8 月央行改革完善 LPR 形成机制以来，5 年 LPR 和 1 年 LPR 利差最低为 60bp，发生于 2019 年 8 月 5 年期 LPR 品种首次发布之时。当前两者利差已经接近低点，有利于推进宽信用，改善当前的信贷期限结构不均衡问题。

图 1：LPR 走势（%、bp）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：住户和企业中长期贷款占比（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

2. 历次 LPR 下调后债券收益率短期走势如何？

2019 年 9 月以来，1 年 LPR 及 5 年 LPR 均累计下调了 6 次。我们对历次 LPR 下调后当月及次月的国债收益率进行回顾，以期对收益率的短期走势研判提供参考。从历次 LPR 调降后国债收益率走势看，主要表现出以下三方面特征：

1、LPR 调降并不能决定收益率的中期走势。其中，2019 年 9 月、2020 年 4 月、2022 年 1 月、2022 年 5 月 LPR 调降后，10 年国债收益率在次月走升；2019 年 11 月、2020 年 2 月 LPR 调降后，10 年国债收益率在次月继续回落。10 年国债收益率中期走势更多和彼时的宏观经济表现及预期有关，而 LPR 调降并非影响经济的唯一因素。

2、长端收益率短期回升，短端跟随资金面，反映滞后。在上述考察期间，1 年国债收益率和 10 年国债收益率表现基本相似。但由于 LPR 调降意味着实体经济融资成本下降和宽信用的推进，因此 10 年国债收益率短期多表现为回升。除 2020 年 2 月外，其余 5 次 LPR 下调后，10 年国债收益率往往直接回升或下行几个交易日后转为回升。1 年国债收益率由于和资金面相关性更强，反应较为滞后。

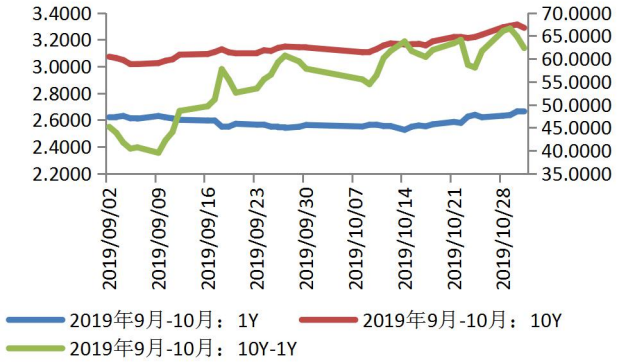
3、由于 10 年国债收益率更快转为回升，因此往往带来期限利差的短期走扩。

表 1：2019 年 9 月以来 MLF、LPR 调降幅度（bp）

	1 年 LPR 调降幅度	5 年 LPR 调降幅度	1 年 MLF 调降幅度
2019.9	5	--	--
2019.11	5	5	5
2020.2	10	5	10
2020.4	20	10	20
2022.1	10	5	10
2022.5	--	15	--
2022.8	5	15	10

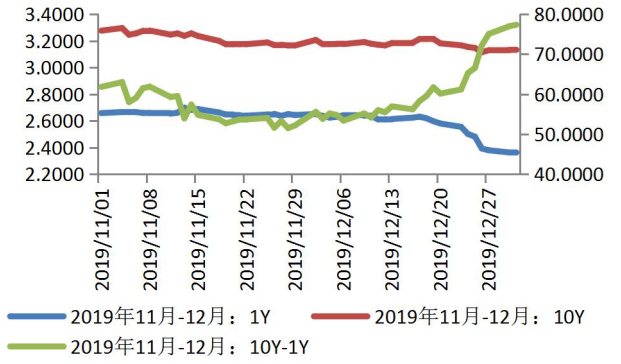
资料来源：山西证券研究所

图 3：2019 年 9-10 月国债收益率走势及期限利差（%、bp）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：2019 年 11-12 月国债收益率走势及期限利差（%、bp）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：2020 年 2-3 月国债收益率走势及期限利差（%、bp）

图 6：2020 年 4-5 月国债收益率走势及期限利差（%、bp）

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_45499