



孙彬彬：LPR 降多少？利率怎么走？



意见领袖 | 孙彬彬

摘要

LPR 即将调降，关注重点是 5 年期，从 LPR 改革至今，5 年期比 1 年 MLF 少降 5BP，站在稳定房地产市场的角度，对比历史房贷利率低点，我们预计此次 5 年期 LPR 可能调降 15bp。



观察历史，2012 年以来官方贷款利率调降后债市利率涨跌互现。2020 年疫情以来，降低 LPR，从 5-10 个交易日的时间维度内考虑，多数会对应债市利率下行。

逻辑上，降 LPR 是进一步释放宽信用的信号，利空债市，但实际上，

还是要客观评估降低 LPR 后宽信用的效果。如果宽信用效果不佳，则政策利率和 LPR 调降对债市仍然是宽货币的范畴，至少不算利空。

我们在分析 LPR 调降的影响时，需要与社融和 PMI 走势结合分析。建议可以把 2012、2015、2019 年作为参考案例：2012 年降息后利率有所上行，是因为社融回升较为显著；2015 年利率显著下行，是因为 PMI 和社融均表现不佳；2019 年主要受包商事件影响，存在局部信用收缩，但是 PMI 与社融并未下行，所以利率跟随横向移动。

对于今年内社融走向，在没有财政增量的情况下，社融增速将继续逐月回落，如果增量财政完全落地，社融增速可能再度缓慢走高。

降息以来，我们看到过去一周有一些积极的表述：总理两次强调“盘活债务限额空间”，发改委和财政部都提及专项债券，叠加住建部、财政部、央行、政策性银行等部委关于保交楼的相关举措，以及各地方政府表态，目前仍不能排除限额以内专项债新增发行的可能性，稳定地产市场的政策也可能会陆续出台。

所以，降 LPR 后，利率走向基础视角可以参考 2019 年，基于目前政策行动与票据转贴利率，我们预计 LPR 调降 15BP，对债市负面影响有限。当然，如果 LPR 调降幅度高于 15BP，市场可能会担心下一步会有更大力度的地产和其他领域刺激政策，理论上不能排除，但是实务中还是要仔细观察，谨慎评估。

当前市场也会问：房贷利率进一步下调会不会打开利率下限空间？

复盘历史，10 年国债收益率与住房贷款平均加权利率确实正相关。

对比前两轮债市和房贷利率的低点，2009 年个人住房贷款加权平均利率低点 4.34%、10 年国债利率低点 2.67%、30 年国债利率低点 3.52%；2016 年个人住房贷款加权平均利率低点 4.52%、10 年国债利率低点 2.64%、30 年国债利率低点 3.08%。

当前个人住房贷款加权平均利率 4.62%，10 年国债利率低点 2.59%，30 年国债利率低点 3.11%，10 年国债利率已经先于贷款市场利率到达低位，30 年国债利率距离前低也仅一步之遥。

后续问题可能还在于地产何时企稳？在地产企稳前，还有几次 LPR 与房贷利率的下调？

宏观图景极其复杂，市场走到目前位置，从各种可能性出发考虑：一方面要防踏空；另一方面又要防调整。

我们的建议还是短多中空，现阶段继续维持多头思维，随着时间推移，重点关注社融走向，一颗红心，两手准备。

内容目录

1. LPR 会如何调降?	4
2. LPR 调降后, 债市如何变化?	5
3. LPR 调降后, 重点关注在于宽信用能否产生预期效果	6
3.1. 2012 年, 降息后宽信用、稳增长逻辑逐步得到验证	6
3.2. 2015 年, 地产拖累、宽信用不佳	6
3.3. 2019 年: 经济回升中包商事件带来局部信用收缩	8
3.4. 未来利率走势关键在于社融	9
4. 比价效应下, 短期内 LPR 调降能否牵引债市利率向下突破?	12
5. 小结	12
6. 市场点评与展望	13
6.1. 市场点评: 资金面整体均衡, 长债收益率震荡下行	13
7. 一级市场	13
8. 二级市场	14
9. 资金利率	15
10. 实体观察	17
10.1. 经济回升趋势中断, 债市怎么看? ——7 月经济数据点评	17
10.2. 财政缺口较大, 继续关注增量政策 ——7 月财政数据点评	19
11. 国债期货: 国债期货震荡上行	19
12. 利率互换: 利率震荡	20
13. 外汇走势: 美元指数震荡	20
14. 大宗商品: 原油价格下行	21
15. 海外债市: 欧美债收益率上行	22

2022 年 8 月 15 日央行超预期调降 MLF 和逆回购利率, 周一 (8 月 22 日) 即将公布 LPR, 市场对 LPR 调降幅度以及对债市影响讨论较多, 我们提供如下分析:

1. LPR 会如何调降?

2019 年 LPR 机制改革以来, 历次政策利率调降后, 1 年期 LPR 均会

同幅调降。

结合去年 12 月以来的操作观察，没有降准的情况下，我们预计 1 年期 LPR 会跟随政策利率调降 10bp。

对于 5 年期 LPR，梳理 2019 年 8 月 20 日-2022 年 2 月底之间的情况，5 年期 LPR 共计比 1 年期 LPR 少调降了 30 个 bp，比 1 年期 MLF 少调降 20 个 bp。今年 5 月 5 年期 LPR 单独下调 15bp，当前比 1 年 MLF 少降 5BP。

从这个角度，本次 5 年 LPR 可能调降 15BP。

表 1: 2019 年 8 月以来历次 LPR 和 MLF 变动情况

	1 年期 MLF	1 年期 LPR	5 年期 LPR
2019-08	3.30%	4.25%	4.85%
2019-09	3.30%	4.20%	4.85%
2019-11	3.25%	4.15%	4.80%
2020-02	3.15%	4.05%	4.75%
2020-04	2.95%	3.85%	4.65%
2021-12	2.95%	3.80%	4.65%
2022-01	2.85%	3.70%	4.60%
2022-05	2.85%	3.70%	4.45%
2022-08	2.75%	?	?

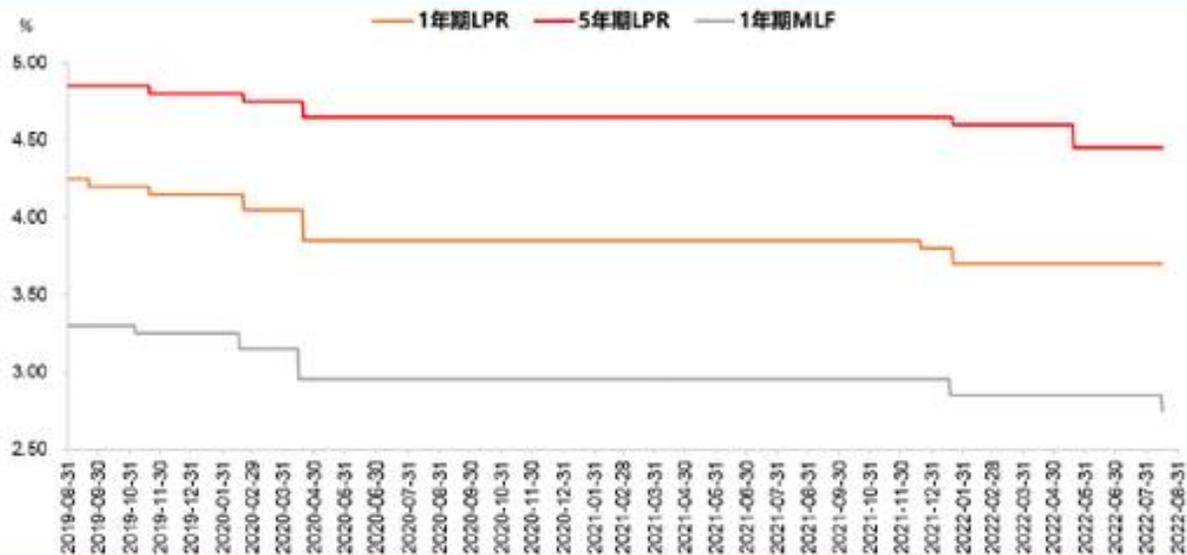
资料来源：Wind，天风证券研究所

考虑到政治局会议要求“稳定房地产市场”，需要进一步降低住房贷款利率、向历史低点靠拢。参照历史最低水平，2008 年底首套房贷款利率达到 4.158%（在 5.94% 的基础上打 7 折），个人住房贷款加权平均利率 4.34%，当前两项指标分别为 4.25%、4.62%，后续分别需要至少降低 10、

28 个 bp 才能达到历史低点。

15BP 似乎能够满足稳增长和稳定房地产市场的基本要求。

图 1: MLF 与 LPR 利率调降情况



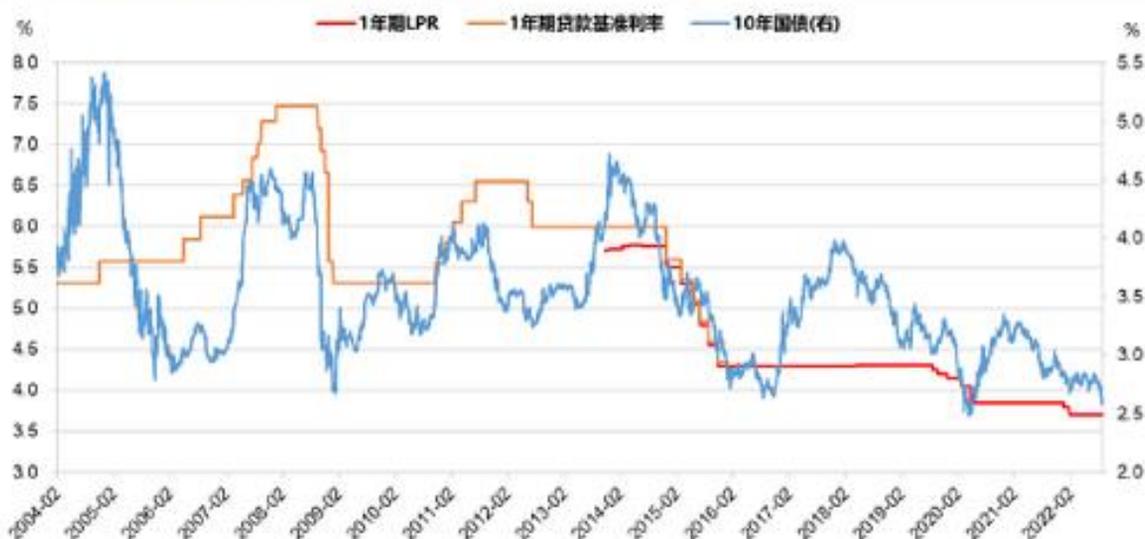
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. LPR 调降后, 债市如何变化?

2016 年以前, 我们使用贷款基准利率来替代 LPR, 后文中我们统一称为官方贷款利率。

直观来看, 债市利率似乎与官方贷款利率调整方向一致。原因在于, 央行操作是跟随信用周期和基本面走势进行逆周期调节, 这也是债市走向的基础逻辑。

图 2：央行公布贷款市场基准利率与债市利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

细致观察，2012 年以来官方贷款利率调降后债市利率涨跌互现。2020 年疫情以来，降低 LPR，从 5-10 个交易日观察，多数会带来利率下行。

图 3：2012 年以来官方贷款利率调降后债市利率表现 (bp)

	交易日	1年期国债					10年期国债					30年期国债				
		1天	5天	10天	15天	30天	1天	5天	10天	15天	30天	1天	5天	10天	15天	30天
净贷款基准利率	2012-06-07	2.99	(1.25)	14.93	13.51	3.76	1.51	3.09	5.91	(3.47)	(7.40)	0.70	0.84	1.44	(1.08)	0.54
	2012-07-05	(1.23)	(10.16)	(7.29)	(4.33)	13.20	(0.02)	(7.97)	(3.37)	(4.30)	2.07	(0.16)	(0.25)	1.84	1.57	5.59
	2014-11-21	5.65	(8.19)	(15.64)	14.88	4.15	(0.07)	(12.78)	1.12	7.61	(2.36)	(0.07)	(12.79)	1.04	7.59	(2.31)
	2015-02-28	(0.42)	0.50	0.57	5.54	11.64	(1.43)	6.24	6.67	16.03	32.02	(1.43)	6.24	6.67	20.74	37.35
	2015-05-10	(2.59)	(33.81)	(29.99)	(74.34)	(93.27)	0.49	2.04	4.57	22.51	21.22	0.49	(0.46)	(6.49)	(12.50)	(11.04)
	2015-06-27	(1.00)	1.12	59.27	68.73	41.25	(0.50)	(3.41)	(11.95)	(9.57)	(15.27)	(0.49)	2.12	(6.21)	(11.76)	(11.98)
净LPR	2019-08-20	(0.07)	(2.86)	(0.70)	4.54	14.62	(1.24)	(14.49)	(10.98)	(15.97)	(32.13)	(1.24)	(13.28)	(10.92)	(15.82)	(8.21)
	2019-10-23	2.20	(5.51)	1.08	12.65	12.72	(1.16)	(0.16)	6.34	8.35	(2.12)	2.04	(1.26)	5.30	6.71	4.60
	2019-08-20	0.43	1.12	2.36	3.29	(3.41)	1.26	3.03	5.32	0.09	12.20	1.50	4.02	9.52	1.90	14.32
	2019-09-20	2.11	(0.50)	1.36	(0.06)	11.47	(0.73)	3.28	0.36	6.15	14.01	(0.74)	4.06	2.16	9.18	15.47
	2019-11-20	(0.46)	0.42	(1.08)	(1.13)	(28.42)	0.04	(0.58)	0.03	0.33	(3.78)	0.50	0.43	0.72	0.58	(6.27)
	2020-02-20	0.94	(5.02)	0.65	(2.11)	(25.87)	0.81	(8.03)	(20.46)	(26.97)	(32.26)	2.51	(4.77)	(13.23)	(26.30)	(28.91)
平均	2020-04-20	(2.32)	(9.78)	(7.92)	(0.63)	36.40	3.30	(4.90)	(2.10)	11.08	16.63	6.93	(2.43)	1.82	15.04	19.75
	2021-12-20	3.63	1.77	(7.80)	(10.66)	(36.97)	0.21	(3.09)	(7.58)	(4.56)	(14.99)	(0.72)	(2.45)	(6.16)	(3.62)	(11.49)
	2022-01-20	(1.97)	(5.94)	(9.29)	(13.64)	4.48	(0.43)	(1.66)	(0.58)	7.04	8.12	(0.59)	(1.42)	(1.24)	5.54	8.10
	2022-05-20	1.44	(1.73)	1.43	6.30	(0.97)	1.25	(6.74)	(1.73)	(2.48)	4.81	(0.30)	(6.46)	(1.94)	(2.41)	0.63
平均	0.58	(5.60)	0.12	1.40	(2.20)	0.21	(2.90)	(1.83)	0.77	0.05	0.56	(1.74)	(0.99)	(0.26)	1.63	
中位数	0.18	(2.31)	(0.07)	1.60	4.32	0.01	(2.38)	(0.28)	0.46	(0.03)	(0.11)	(0.86)	0.88	1.08	0.58	

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_45448

