



鲁政委：从广谱利率看流动性收紧的空间



意见领袖 | 何帆，郭于玮，鲁政委

2 月流动性一度收紧，但广谱利率之间的走势似乎存在矛盾：按揭贷款利率仍处于下行通道中；年内 LPR 上调的概率不高。那么，本轮流动性收紧的空间有多高？我们尝试从广谱利率之间比较的角度加以测算：

一是从资金成本的视角来看，央行资金成本 < 机构间融资成本 < 贷款收益率。对于政策性银行而言，大多数时点，10 年国开债收益率都低于 1 年期 LPR。展望 2023 年，若 1 年期 LPR 保持在 3.65% 的水平，据此倒推的 10 年国开债的反弹上限为 3.50%，对应的 DR007 中枢在 2.25%。

二是从信用风险的视角来看，政府债券信用风险 < 居民按揭贷款信用风险 < 企业贷款信用风险。在大多数时期，30 年国债的收益率小于按揭贷款加权平均利率，并存在一定的利差。若按揭贷款利率处于下行筑底并小幅回升的过程中，考虑到按揭贷款-30 年国债的利差最低可能收窄至 60bp 左右，在按揭贷款利率 4.20% 的水平下，对应的 30 年国债收益率水平大致为 3.60%，对应的 DR007 中枢为 2.10%。

2 月流动性一度收紧，DR007 中枢回升到 7 天逆回购利率之上。然而，从广谱利率来看，一些因素制约着流动性收紧的空间：一手房地产市场依然低迷，在首套房利率动态调整机制之下，越来越多城市下调了按揭贷款利率；经济复苏基础尚不稳固，为了“巩固实际贷款利率下降的成果”，年内 LPR 上调的概率不高。

那么，本轮货币市场利率上行的空间有多高？本文站在广谱利率的视角，分别从资金成本和信用风险出发，对利率上行的幅度进行测算。



一、资金成本的视角

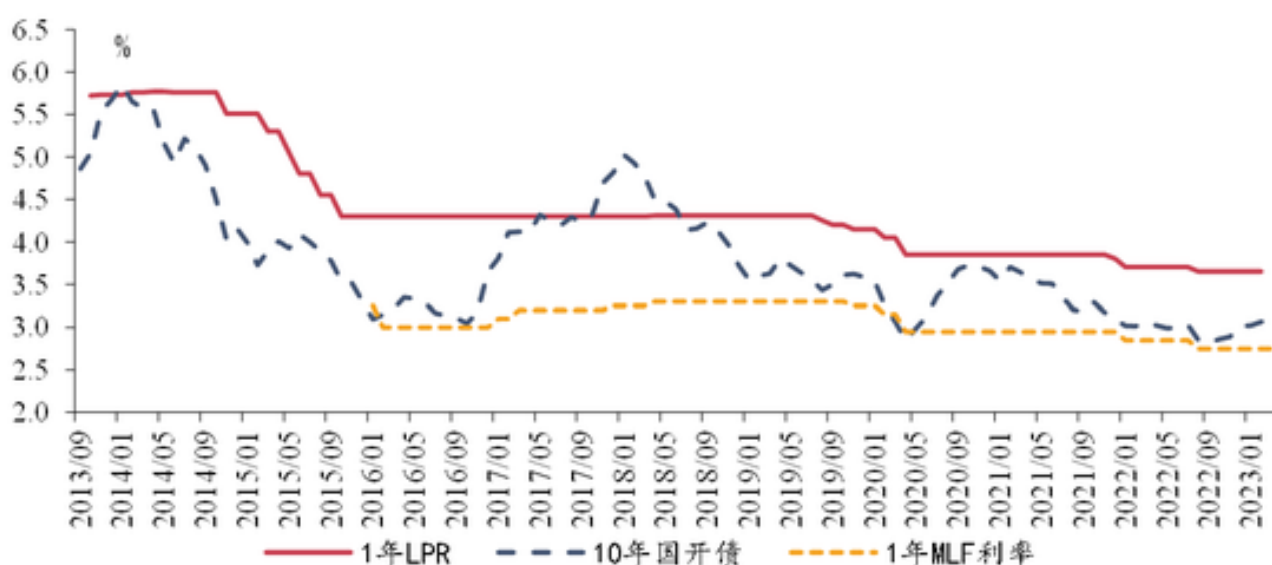
从资金成本的视角来看，央行资金成本 < 机构间融资成本 < 贷款收益率。利率是资金的成本，而不同来源的资金成本存在差异：总体而言，来自央行的资金成本最低（如 7 天逆回购利率、MLF 利率、PSL 利率等），其次是金融机构在银行间市场的融资成本（如 DR、R、NCD 利率、国开债利率等），最后是实体经济的融资成本（如贷款利率、企业债券利率等）。

图表 1：资金成本视角的利率图谱

	央行	机构	实体
短期	7天逆回购利率	DR007/R007	—
中长期	1年MLF利率 PSL利率	NCD利率 10年国开债收益率	1年LPR 5年LPR

资料来源：兴业研究

图表 2：1 年 MLF 利率、10 年国开利率和 1 年 LPR

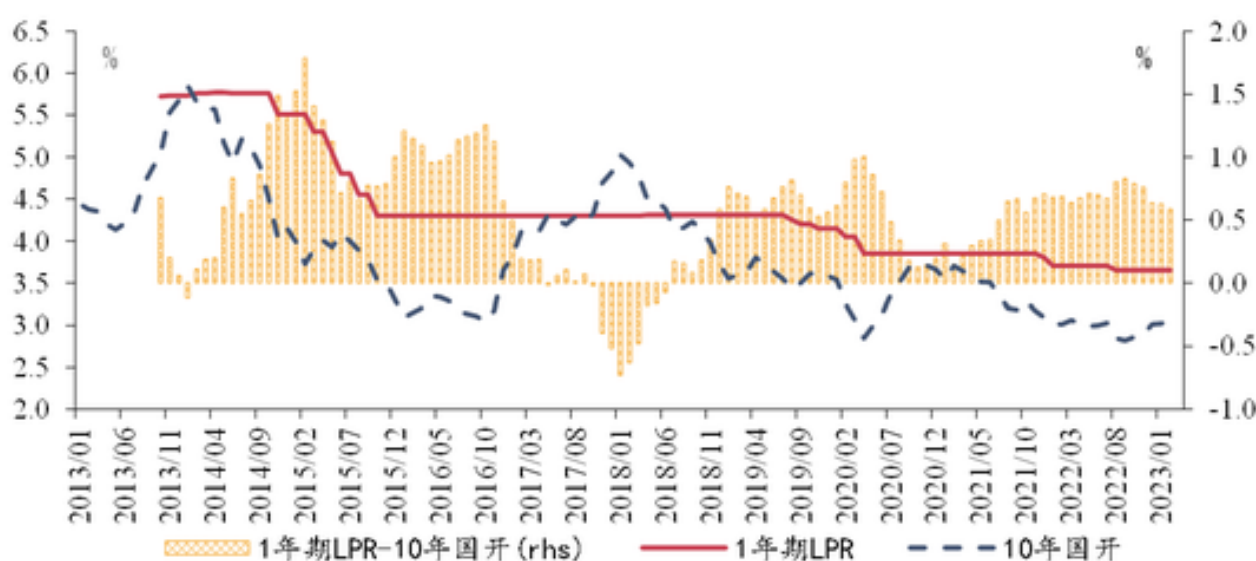


资料来源：Wind，兴业研究

对于政策性银行而言，政金债收益率是其在银行间市场的融资成本，贷款利率是其资产端收益率。因而，可以观察到，大多数时点，10 年国开债收益率都低于 1 年期 LPR，仅有 2013 年第四季度和 2017 年第四季度，资金面非常紧张的时期，10 年国开债收益率曾经短暂突破 1 年期 LPR。对比来看，疫情之后二者利差最窄的时期为 2020 年第四季度，1 年期 LPR-10 年国开债的利差最低为 15bp 左右。2023 年 2 月，10 年国开债收益率的中枢为 3.07%，二者的利差接近 60bp。

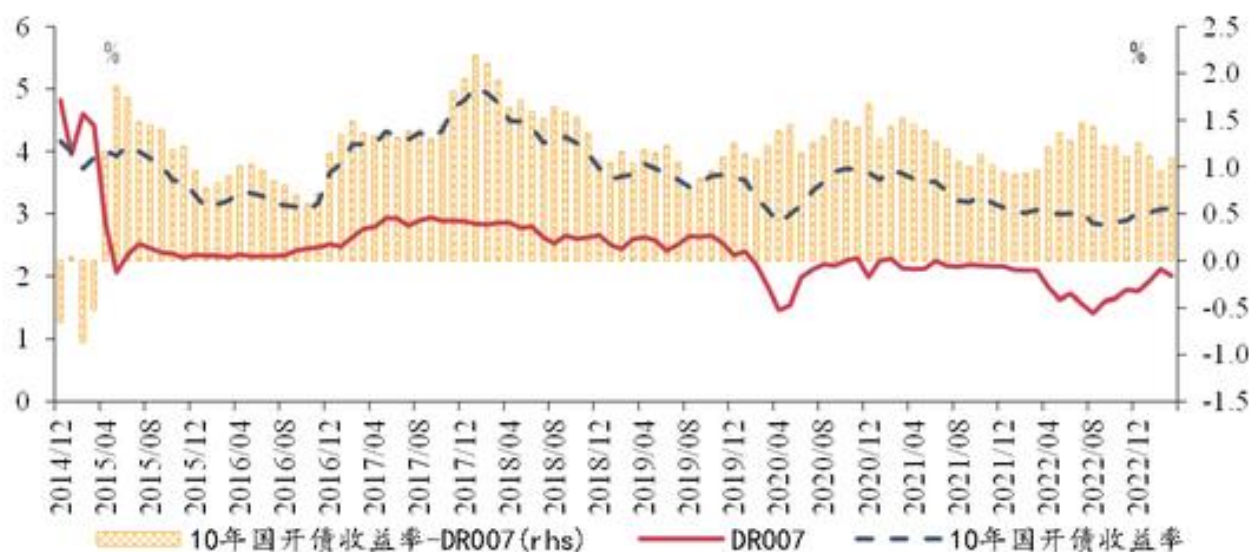
对于 2023 年，1 年期 LPR 上调的可能性较小，若 1 年期 LPR 保持在 3.65% 的水平，我们可以根据 1 年期 LPR-10 年国开债的利差倒推 10 年国开债的反弹上限。3 月 3 日，人民银行在国新办新闻发布会上介绍：“下一步的思路是，一方面，货币信贷的总量要适度，节奏要平稳，要巩固实际贷款利率下降的成果” [1]。这可能意味着年内 1 年期 LPR 上调的可能性较小。假如 1 年期 LPR-10 年国开债的利差水平最低收窄至 50bp (和 2019 年 4 月、2019 年 11 月相当)，对应 10 年国开债收益率为 3.15%，仅略高于当前 10 年国开债的收益率；假如 1 年期 LPR-10 年国开债的利差水平最低收窄至 15bp (和 2020 年第四季度相当)，对应 10 年国开债的收益率为 3.50%。从 10 年国开债与 DR007 的关系来看，2020 年以来二者利差呈现区间波动、均值回复的特征，利差波动的中枢为 1.24%，3.50% 的 10 年国开债对应的 DR007 中枢在 2.25% 左右。

图表 3：10 年国开债和 1 年期 LPR 利率



资料来源：Wind，兴业研究

图表 4：10 年国开债和 DR007



资料来源：Wind，兴业研究

二、信用风险的视角

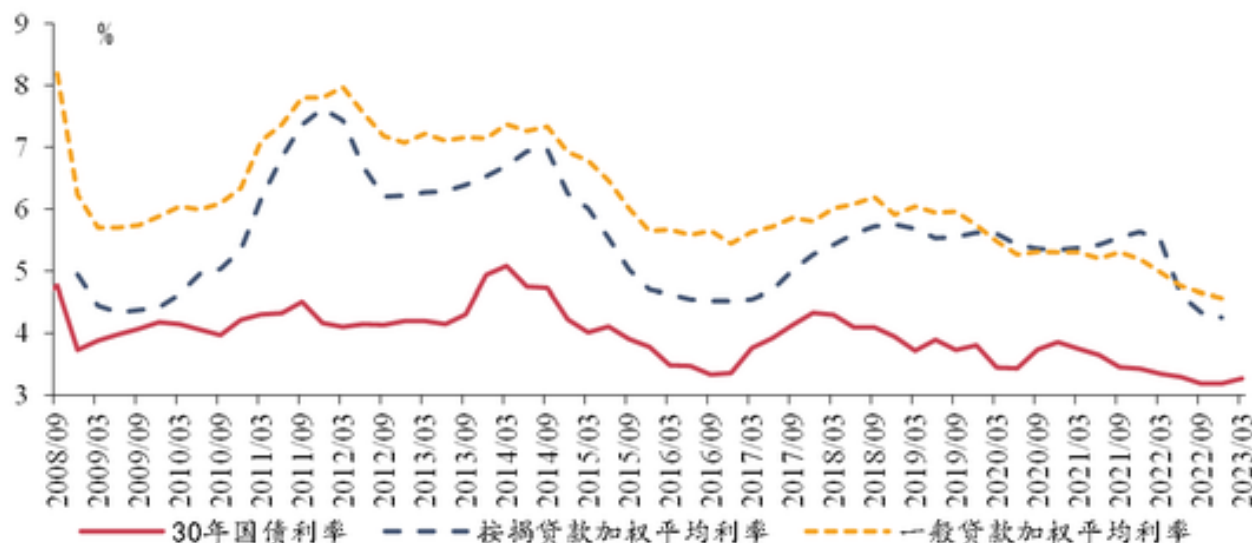
从信用风险的视角来看，政府债券信用风险 < 居民按揭贷款信用风险 < 企业贷款信用风险。考虑到主体和抵押品的差异，政府的信用风险最低，其次是居民按揭贷款的信用风险，最后是企业贷款的风险。因而，对于三者的利率定价而言，在大多数时期，30 年国债的收益率小于按揭贷款加权平均利率，按揭贷款加权平均利率小于一般贷款加权平均利率。

图表 5：信用风险视角的利率图谱



资料来源：兴业研究

图表 6：30 年国债、按揭贷款利率和一般贷款利率



资料来源：Wind, 兴业研究

2023 年初以来，按揭贷款利率仍处于下行并逐步筑底的过程中，由于 30 年国债利率的反弹速度通常早于按揭贷款利率，此时按揭贷款利率和 30 年国债的利差通常收窄。2022 年第四季度，按揭贷款加权平均利率为 4.26%，30 年国债收益率中枢为 3.19%，和 30 年国债的利差为 107bp。2022 年 2 月，30 年国债收益率中枢水平为 3.30% 左右。根据首套住房贷款利率政策动态调整机制，对于评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率

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_53019

