

宏观

证券研究报告

2021 年 12 月 21 日

调降 LPR 是什么信号？

12 月 20 日，央行公告 1 年期 LPR 为 3.8%，较上个月下调 5BP；5 年期 LPR 为 4.65%，与上个月持平。我们认为：

- 1：政策层面，上周央行已经对 LPR 下调有所铺垫；
- 2：技术层面，两次 50BP 降准触发了 LPR 下调的条件；
- 3：LPR 下调严格意义上不属于降息；
- 4：预计严格意义上的降息（下调政策利率）落地不会太快；
- 5：LPR 非对称式下调释放“房住不炒”信号；
- 6：LPR 下调有利于价值股、对利率债相对中性。

风险提示：宽信用政策效果不及预期；政策利率下调时点延后；货币市场流动性宽松度低于预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-2022，类似 2019 的一年》 2021-12-17
- 2 《宏观报告：用加息预期打败加息-用加息预期打败加息》 2021-12-17
- 3 《宏观报告：风险定价-市场对经济工作会议如何反应？-12 月第 3 周资产配置报告》 2021-12-15

12月20日，央行公告1年期LPR为3.8%，较上个月下调5BP，是2020年4月之后的首次下调；5年期LPR为4.65%，与上个月持平。

1. 政策层面，上周央行已经对LPR下调有所铺垫

12月13日，央行在召开会议传达学习中央经济工作会议精神时强调，“持续释放贷款市场报价利率改革潜力，促进企业综合融资成本稳中有降”。随着大部分存量贷款已经在去年调整为以LPR为基准利率定价，金融机构人民币贷款加权平均利率相对于LPR已经基本没有压降空间，要进一步释放LPR改革潜力，下调LPR是唯一途径。

2. 技术层面，两次50BP降准触发了LPR下调的条件

根据央行2020年9月发布的《货币政策执行报告》增刊，2019年9月和2020年1月央行两次降准50BP，降准当月均有部分报价行下调报价，并带动报价的算术平均值下行了2-3BP，但就近取整后只有2019年9月触发了1年期LPR下调5BP。央行在今年7月和12月连续两次50BP全面降准，其中7月LPR未调整，那么此次降准后所累积的报价下调幅度应在4-6BP，理应触发LPR下调5BP。

3. LPR下调严格意义上不属于降息

严格意义上的降息是指下调政策利率（逆回购利率、MLF利率），而LPR是贷款市场报价利率，是18家报价行按MLF利率加点形成的。本月LPR下调，但MLF利率和逆回购利率均保持不变，主要是连续降准后报价行压降了对MLF利率的加点，因此严格意义上不算降息。

4. 预计严格意义上的降息（下调政策利率）落地不会太快

年底的中央经济工作会议强调“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”，预计短时间内央行将主要使用结构性货币政策工具，通过低息再贷款等方式对中小微企业定向降息，全面降息（直接下调政策利率）不会太快。如果上半年的积极政策过后，经济下行压力仍然较大（例如疫情导致消费复苏低于预期、出口/房地产超预期回落），全面降息的概率提升。

5. LPR非对称式下调释放“房住不炒”信号

此次只下调1年期LPR，未下调5年期LPR，释放了比较明显的“房住不炒”信号，而且时点选择也恰到好处。今年年底下调1年期LPR，将使明年全年的新增企业贷款享受利率优惠，存量企业贷款也会陆续在约定的利率调整日享受优惠，从而实现企业降成本政策效果的最大化；居民房贷的利率调整日一般是每年的1月1日，此次5年期LPR不下调，即使明年下调（例如跟随MLF降息），存量房贷的利率下调也要等到2023年，这在一定程度上保护了银行的利益。

6. LPR下调对资产配置的影响

下调LPR是宽信用政策进一步强化的信号，价值股有望出现两轮配置机会：第一轮来自于政策放松/纠偏带来的估值修复，第二轮来自于经济基本面的实质性改善。下调LPR对债券利率的影响是相对中性的，取决于政策效果：一方面，下调LPR不是下调政策利率，如果DR007/001的中枢保持不变，利率曲线没有明显下行空间；另一方面，政策落地后，如果对信用扩张和经济改善起作用，则利率有上行压力，反之则年中前后下调政策利率的概率提高，利率有望迎来系统性下行机会。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
		强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上

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_31580

