

# 本次 LPR 降息如何理解？

## 核心导论

2021年12月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.8%，时隔19个月之后再下调5bp，5年期以上LPR为4.65%，维持不变。我们认为本次LPR下调，债市已有预期，主要反映了“银行让利实体经济”和“房住不炒”的政策导向。

展望后续，本次LPR下调带来MLF降息预期发酵，宽货币预期下打开短端利率下行空间，同时长端利率在宽信用演进下继续震荡走高。“宽货币+宽信用”政策背景下，收益率曲线从前期的牛平转向熊陡。配置策略上，短期建议采取子弹型配置策略，围绕短久期利率债进行配置，长端利率仍看Q1择高点而配策略。

## 投资要点

### □ 时隔19个月后1年期LPR再降息5BP

时隔19个月之后，1年期贷款市场报价利率（LPR）下调5bp，其中下调的部分为银行报价利差。2021年12月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.8%，时隔19个月之后再下调5bp，5年期以上LPR为4.65%，维持不变。同时，从LPR报价的两部分构成来看，鉴于基准利率MLF利率未调，因此本次主要下调的是银行报价利差。

### □ 映射银行让利实体经济和房住不炒导向

本次仅下调1年期LPR利率反映“银行让利实体经济”的导向对“房住不炒导向”的坚持。鉴于前期MLF利率未降，因此本次直接下调1年期LPR将直接降低银行的息差，同时由于短期贷款利率和中小微企业的融资需求高度相关，因此本次LPR下调高度反映了“推动中小微企业综合融资成本稳中有降”和“银行让利实体经济”的政策导向。其次，5年期LPR主要和房贷利率有关，本次长期LPR利率未下调继续映射了中央“房住不炒”思路。

### □ LPR调整对债市影响机制主要有4种

从影响机制来看，LPR调整利率对债市的影响路径主要有四种。其一，通过影响国债和贷款之间的相对配置价值，本次LPR的下调带动贷款相对于债券的配置价格边际上升，对债市相对利好。其二是通过调整贷款利率报价引导债市利率同向变动，因此本次LPR调整对债市利率亦是相对利多。其三是通过影响房贷利率进而影响地产行业融资需求，鉴于5年期LPR和银行发放的住房抵押贷款等中长期贷款利率定价相关度较高，中长期LPR价格的下调可以

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

联系人：高远

执业证书编号：S1230120110025

邮箱：gaoyuan@stocke.com.cn

## 相关报告

通过增加地产行业融资需求进而对经济基本面形成支撑，对债市相对利空；**其四，LPR 降息通过影响债市“货币宽松预期”从而对债市形成一定利好。**

#### □ 本次 LPR 的调整债市前两周已有预期

**本次 LPR 调整债市已有预期，上期限利差和利率互换合约价格已有反映。**基于前期降准已经节约银行负债成本的背景下，12 月 10 日的中央政治局会议强调“各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任”以及 20 年 Q3 的货币政策增刊里面的“两次降准对应一次 LPR 下调”表述，本次 LPR 调整债市早有一定的预期。反映在具体数据上，上周周内 3 年期和 5 年期利差明显下降，同时 3 年期 LPR 互换合约周内下行约 4BP。

#### □ 后续利率债市场相关投资策略的展望

本次 LPR 下调带来 MLF 降息预期发酵，宽货币预期下打开短端利率下行空间，同时长端利率在宽信用演进下继续震荡走高。“宽货币+宽信用”政策背景下，收益率曲线从前期的牛平转向熊陡。配置策略上，短期建议采取子弹型配置策略，围绕短久期利率债进行配置。中长期，关注明年稳增长压力下，降息预期落地后债市整体利多出尽，届时宽信用将带动短端利率回调。

**12 月 MLF 利率未调整或是出于预留货币子弹和避免杠杆率较高的需求。**自 12 月降准后，12 月市场中调降 MLF 利率呼声一直相对较高，但是鉴于当下经济下行压力有限，且前期已经使用了“再贷款工具+公开市场逆回购+两次降准+下调支农支小再贷款利率”组合，12 月未调整 MLF 利率或出于为稳增长下预留货币子弹需求。同时，在近期银行间逆回购交易量长期偏高的情况下，12 月未调 MLF 利率或有维稳债市杠杆的需求。

**本次 LPR 下调利率打开降息预期空间，预计 Q1 存在 MLF 降息的可能。**正如中央政治局会议所述，我国经济目前面临着“三重压力”，下行压力较大。展望后续，Q1 在消费修复有限，基建和地产对经济驱动力较小，制造业并未顺畅完成动能切换，出口贡献同比走弱的背景下，届时经济增速将低于增长目标。稳增长压力下货币政策打开下行空间，届时有 MLF 降息可能。其次，后续央行或管控近期逆回购交易升温行为，降低 MLF 利率下调加大杠杆的风险。

**宽货币和宽信用同时演进，收益率曲线从牛平转向熊陡，短久期利率债可采取子弹型配置策略，长端利率债仍看 Q1 高点而配。**展望后续，本次 LPR 下调带来 MLF 降息预期发酵，宽货币预期下打开短端利率下行空间，同时长端利率在宽信用演进下继续震荡走高。“宽货币+宽信用”政策背景下，收益率曲线从前期的牛平转向熊陡。配置策略上，短期建议采取子弹型配置策略，围绕短久期利率债进行配置，长端利率仍看 Q1 择高点而配策略。

**风险提示：政策超预期变化，经济增速超预期。**

**表 1：自 2020 年 8 月 LPR 改革后已经有 20 月报价维持不动**

时间	利率:LPR1Y(%)	利率:LPR5Y(%)
2021-11-22	3.85	4.65
2021-10-20	3.85	4.65
2021-09-22	3.85	4.65
2021-08-20	3.85	4.65
2021-07-20	3.85	4.65
2021-06-21	3.85	4.65
2021-05-20	3.85	4.65
2021-04-20	3.85	4.65
2021-03-22	3.85	4.65
2021-02-20	3.85	4.65
2021-01-20	3.85	4.65
2020-12-21	3.85	4.65
2020-11-20	3.85	4.65
2020-10-20	3.85	4.65
2020-09-21	3.85	4.65
2020-08-20	3.85	4.65
2020-07-20	3.85	4.65
2020-06-22	3.85	4.65
2020-05-20	3.85	4.65
2020-04-20	3.85	4.65
2020-03-20	4.05	4.75
2020-02-20	4.05	4.75
2020-01-20	4.15	4.80
2019-12-20	4.15	4.80
2019-11-20	4.15	4.80
2019-10-21	4.20	4.85
2019-09-20	4.20	4.85
2019-08-20	4.25	4.85

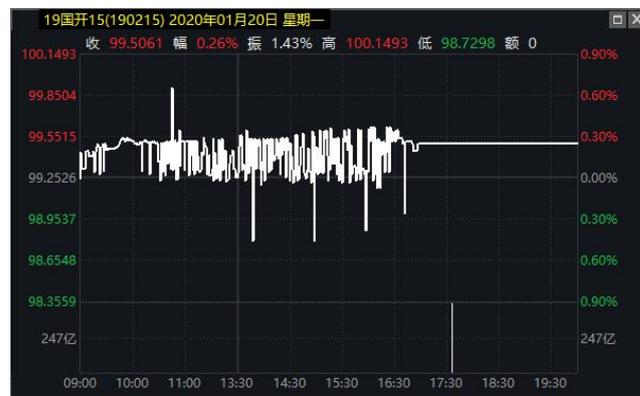
数据来源：Wind，浙商证券研究所

图 1：2019 年 10 月 21 日 10Y 国债日内走势图



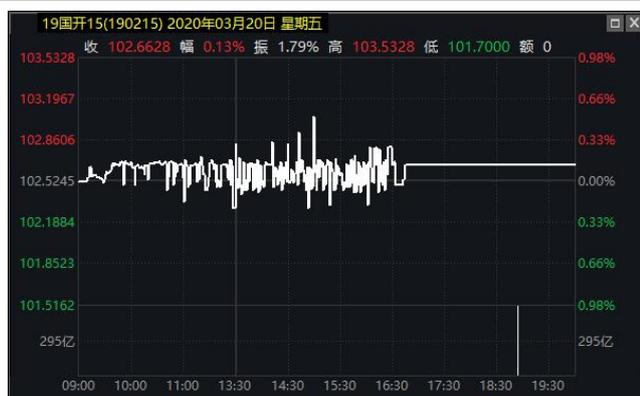
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：2020 年 01 月 20 日 10Y 国债日内走势图



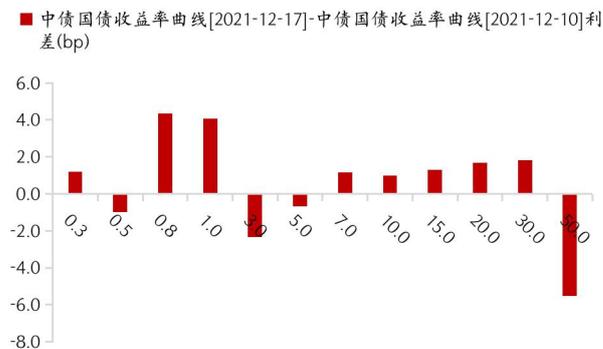
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：2020 年 03 月 20 日 10Y 国债日内走势图



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：上周债市 3Y 和 5Y 利率下行明显



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：LPR 一年期合约价格月内下行 4BP

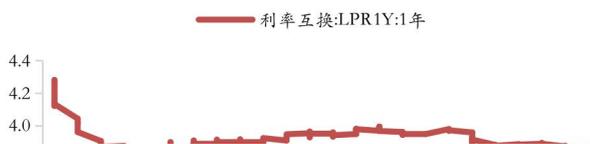
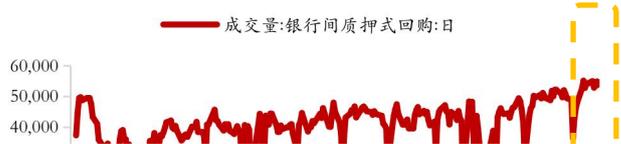


图 6：近期银行间逆回购交易量明显升温



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\\_31593](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31593)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>