

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

如何理解 LPR 降长不降短？

2022 年 5 月 20 日

- **LPR 下调的三大成因：**一是央行综合运用降准、上缴利润、MLF 净投放、再贷款多种货币政策工具，维持银行间流动性稳中偏松，缓解了流动性约束。二是央行稳定开展 CBS 操作，以永续债为突破口推动银行补充资本，同时鼓励大型银行降低拨备覆盖率，缓解了资本约束。三是央行启动存款利率改革，将 10Y 国债与一年期 LPR 纳入定价，推动存款利率市场化，降低银行高息揽储动机，打开存款利率进一步下行空间，缓解了利率约束。
- **如何理解 LPR 降长不降短？**1) 五年期 LPR 下调 15bp，降幅创下历史新高，释放出明确的稳增长、稳房贷信号。当前避免信贷塌方，重点是避免房贷塌方，此次 LPR 下调，住房按揭利率下限再减 15bp，叠加各地限购限售松绑，有望带动房地产销售逐步回暖。2) 一年期 LPR 维持不变，一是今年以来基建兜底，短贷需求不弱。二是央行助企纾困更多靠结构性政策工具，更加精准，同时可解决融资难、贵问题。三是消费、经营贷收缩的根源在疫情，降 LPR 以刺激信贷需求的方式治标不治本。
- **单纯依靠货币政策支持经济增长越来越受到限制。**今年以来，中国货币政策主动作为应对“三重压力”，在第一阶段取得了积极成效。包括维持流动性合理充裕、支持 1-3 月社融信贷实现增长、引导贷款利率稳中有降等等。4 月份以来，中国经济压力加大，内部受疫情冲击，外部面临地缘政治冲突加剧、主要发达经济体加快收紧货币政策。在这样的背景之下，货币政策能做的已越来越有限。
- **经济迎难而上，需要推出重磅增量政策。**稳增长需要更加积极有力的财政政策，一是今年专项债发行前置，为保证下半年基建投资具备强度，需要财政进一步支持。二是消费等行业受疫情影响较大，同时对经济有重要支撑作用，亟需政策纾困。三是公共财政捉襟见肘，未来常态化核酸检测等抗疫支出只增不减，也需要资金补充。我们认为“增量政策工具”或为增发国债，大概率在下半年，规模可能超万亿，重点支持基建、消费与抗疫，有望支撑经济强力回升，向全年预定目标迈进。
- **风险因素：**疫情再度恶化，政策推进不及预期。

目 录

一、LPR 下调的三大成因.....	3
二、如何理解 LPR 降长不降短?	5
三、经济迎难而上, 需要推出重磅增量政策.....	8
风险因素	8

图 目 录

图 1: 2022 年 1-5 月份 MLF 合计净投放 4000 亿元.....	3
图 2: 4 月份以来 DR007 持续位于短期政策利率下方	4
图 3: 央行稳定开展 CBS 操作, 以永续债为突破口支持银行补充资本.....	4
图 4: 2022 年一季度共计 10 家上市银行降低拨备覆盖率	5
图 5: 央行启动存款利率改革, 将 10Y 国债与 LPR 纳入定价.....	5
图 6: 5 年期 LPR 下调 15bp, 降幅创下历史新高	6
图 7: 居民房贷、企业开发贷进一步下探.....	6
图 8: 贷款利率与商品房销售负相关.....	7
图 9: 2022 年 1-4 月短期贷款 (含票据融资) 较去年同期明显多增.....	7
图 10: 疫情反复压制消费经营活动, 相关贷款需求持续下挫	8

事件：

5月20日上午9:15，央行发布5月LPR公告，1年期LPR为3.7%，预期为3.65%，上月为3.7%。5年期以上LPR为4.45%，预期为4.55%，上月为4.6%。

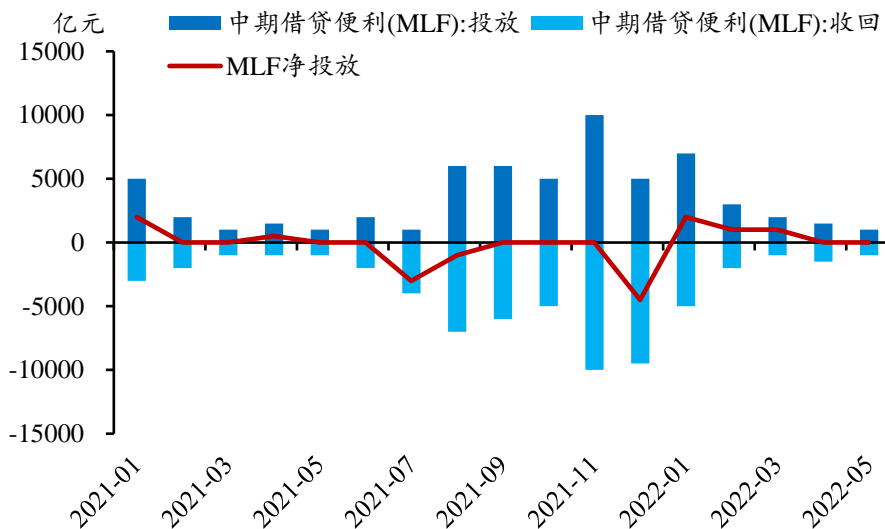
一、LPR下调的三大成因

4月以来，银行面临的流动性、资本、利率三大约束均有明显缓解，存在充足空间推动LPR下调。

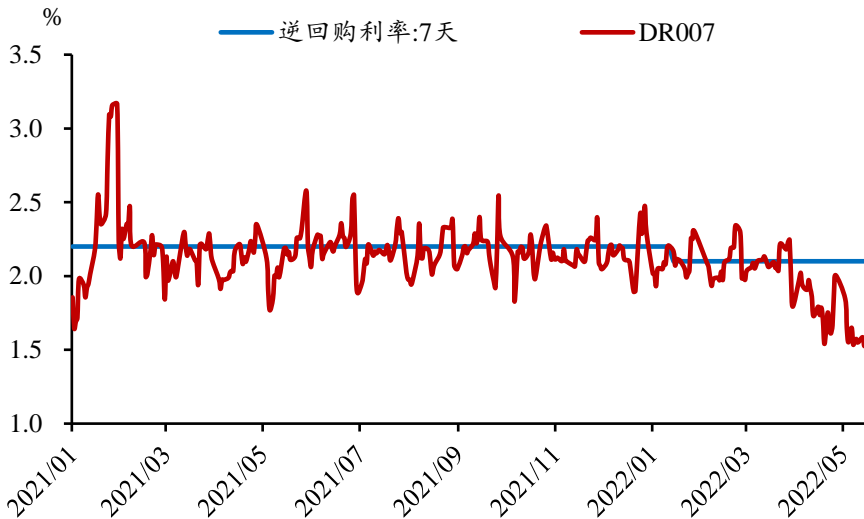
一是央行综合运用多种货币政策工具，维持银行间流动性合理充裕，缓解了流动性约束。首先是降准，4月15日央行全面下调存款准备金率0.25个百分点，共计释放长期资金约5300亿元，有效降低了金融机构资金成本。其次是上缴结存利润，央行今年向中央财政上缴结存利润，总额将超1.1万亿元。5月10日央行国库局局长董化杰表示“2022年已上缴结存利润8000亿元，相当于降准0.4个百分点”。接着是MLF净投放，今年1-5月份MLF合计净投放4000亿元。最后是结构性政策工具，2022年起，原用于支持普惠小微贷款的4000亿再贷款额度可以滚动使用，必要时可进一步增加总额，此外4月以来央行先后推出4400亿元再贷款工具。

上述工具有效补充了流动性，4月份以来，DR007持续位于短期政策利率下方，反映出银行体系流动性稳中偏松。

图 1：2022 年 1-5 月份 MLF 合计净投放 4000 亿元

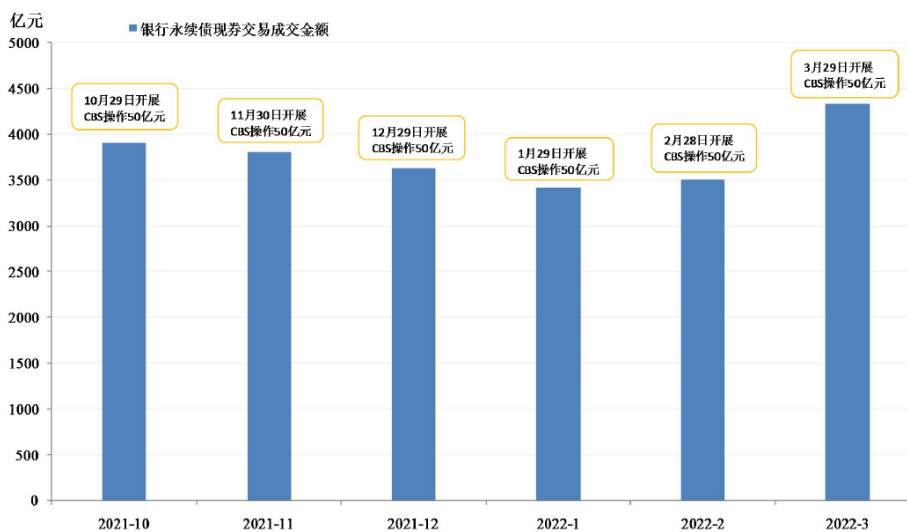


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

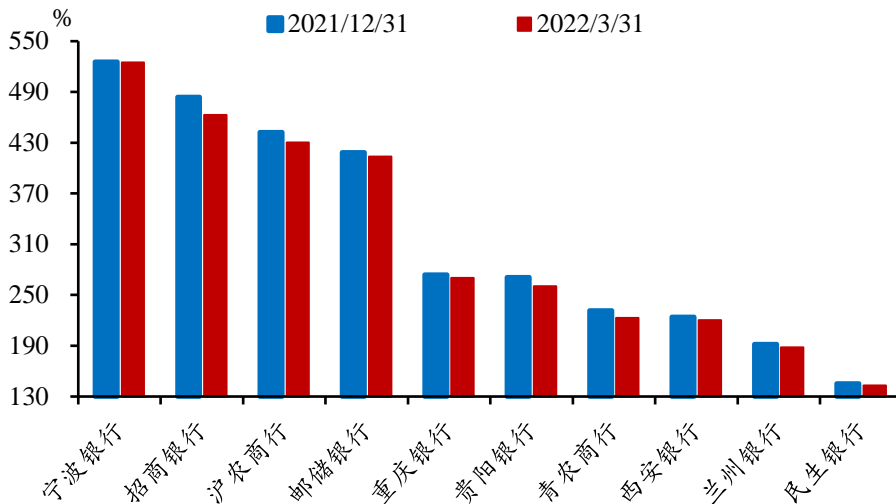
图 2：4 月份以来 DR007 持续位于短期政策利率下方


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二是央行稳定开展 CBS 操作推动银行补充资本，同时鼓励大型银行降低拨备覆盖率，缓解了资本约束。2022 年以来，央行以每月一次的频率稳定开展 CBS 操作，持续提升银行永续债二级市场流动性，支持银行特别是中小银行发行永续债补充资本。4 月 13 日国常会上鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率，截至目前上市银行一季报披露完毕，包括邮储、招商银行在内的共计 10 家上市银行拨备覆盖率出现下降。降拨备有利于降低银行风险成本，缓解负债端压力，释放利润，增强银行资本充足率。

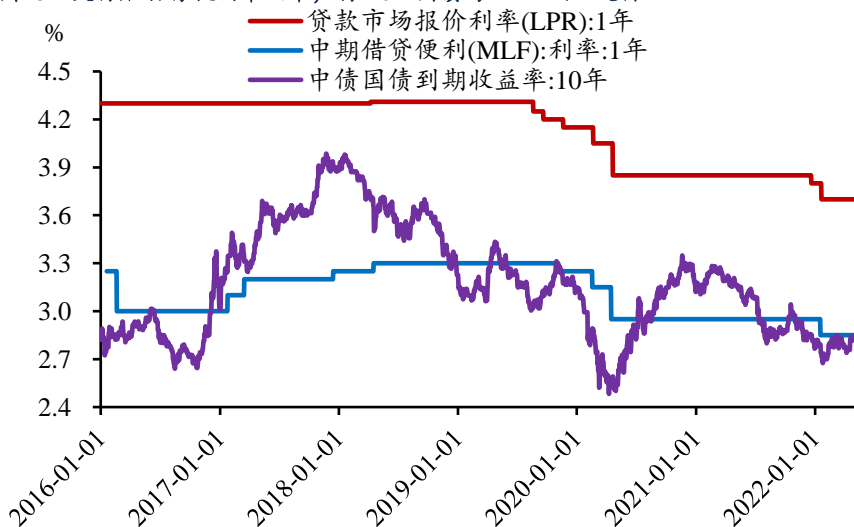
图 3：央行稳定开展 CBS 操作，以永续债为突破口支持银行补充资本


资料来源: 中国人民银行《2022 年一季度货币政策执行报告》，信达证券研发中心

图 4：2022 年一季度共计 10 家上市银行降低拨备覆盖率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三是启动存款利率改革，引导存款利率进一步下降，缓解了利率约束。4 月份，市场利率定价自律机制鼓励中小银行存款利率浮动上限下调 10 个基点 (BP) 左右。5 月份，央行在 2022 年一季度货币政策执行报告中披露启动存款利率改革，一是将 10Y 国债纳入定价，推动存款利率市场化，打开存款利率进一步下行的空间。二是将 1 年期 LPR 纳入定价，稳定银行存贷利差，降低银行高息揽储动机，同时使得存款利率受货币政策的传导更加畅通。

图 5：央行启动存款利率改革，将 10Y 国债与 LPR 纳入定价


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

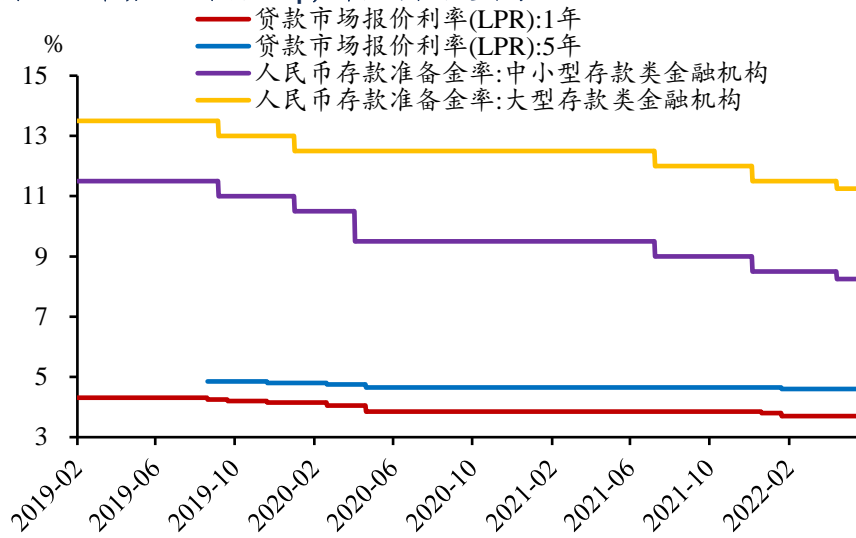
二、如何理解 LPR 降长不降短？

五年期 LPR 下调，对于稳房贷、稳预期的意义重大。5 月份 5 年期 LPR 下调 15bp 至 4.45%，降幅创下历史新高，在此之前，LPR 最大降幅是 10bp。此次 5 年期 LPR 超预期调降，释放出明确的稳增长、稳房贷信号。当前信贷结构偏弱，中长期贷款需求不足，尤其是房贷明显拖累。一方面，在房价边际下降的情况下，居民购房意愿偏弱，叠加受疫情封控影响，居民看房、购房受限，房贷需求持续下滑。另一方面，销售的疲软同时还限制了房地产投资的能力。截至 4 月末，居民房贷、企业开发贷当月同比增速进一步下探，房地产市场预期仍未转正。

住房按揭利率下限再减 15bp，叠加各地限购限售松绑，有望带动房地产销售逐步回暖。5 月 15 日，央行银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，首套住房按揭利率可在 5 年期 LPR 下再减 20bp（此前请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 5

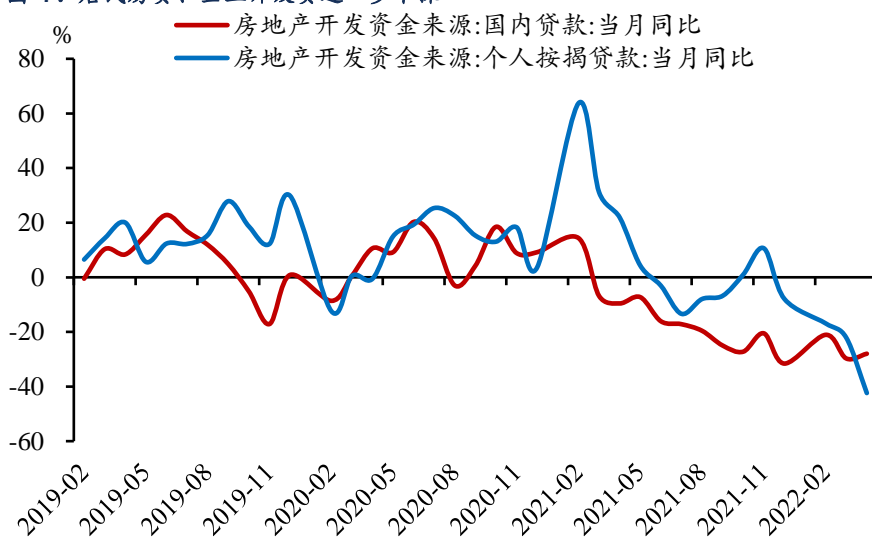
为不低于5年期LPR),此次5年期LPR大幅下调,住房按揭利率下限再减15bp,政策面稳房贷的决心可见之大。今年以来,多个城市在“因城施策”的框架下放松限购限售政策,有望与房贷利率下调形成合力,带动房地产销售逐步回暖。

图 6: 5 年期 LPR 下调 15bp, 降幅创下历史新高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 居民房贷、企业开发贷进一步下探



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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_42096



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>