

5年LPR未来仍有15BP下行空间

——解读5月20日LPR报价调降

报告导读

5月20日，1年期LPR报3.7%，上次为3.7%，5年期以上LPR报4.45%，上次为4.6%，LPR调降符合我们预期，但1年期未调、5年期以上调降幅度超预期。我们认为本次LPR“非对称降息”一方面体现4月以来市场利率中枢下移、多家银行定期存款利率下调向资产端的传导，另一方面也是在地产业需求侧政策放松的背景下，对2019年8月LPR机制改革以来因配合地产严调控、5年期过往调整幅度持续低于1年期的一定程度的纠正。而核心目的是宽信用及优化信贷结构，个人按揭贷款及企业中长期贷款利率参考5年期以上LPR定价，今日LPR调降意在驱动房贷放量，实现地产宽松助力稳增长；同时也将拉动企业中长期贷款需求、改善信贷结构，提高我国经济中长期增长韧性。因此，在央行权衡国际收支及物价稳定、5月末下调政策利率的背景下，本次LPR调降可看做一次“直达实体”的降息操作。今日LPR报价调降后，汇率日内走升，其对国际收支影响不大。

我们认为，当前货币政策仍以稳增长保就业为首要目标，维持稳健略宽松的政策基调，核心仍在宽信用。我们认为若短期宽信用效果未有效显现，央行可能继续引导5年期以上LPR下行，预计5年期以上LPR未来仍有15BP下行空间，这是在不同的地产调控环境中，将2019年8月以来陡峭的贷款基准利率定价曲线找平，是1年和5年LPR期限利差回归的过程。

对于市场表现，我们提示股市出现从反弹到反转的机会：最大预期差在常态化核酸检测带来的人员流动提高，重点关注与之相关的航空、机场、旅游、酒店、餐饮等消费产业链。此外，继续看多稳增长链条如金融、地产、建筑、建材，也提示关注美债收益率见顶后成长股企稳向上。固收方面，预计此后10年期国债收益率在2.7%-3%区间宽幅震荡，三季度达到高点3%。

□ LPR调降符合我们预期，但1年期未调、5年期以上调降幅度超预期

我们在5月16日解读MLF续作的报告《本月20日LPR报价大概率调降》中明确提示了本月LPR报价大概率下降。核心逻辑是5月9日央行在2022年一季度货币政策报告中提出“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”传导机制，该机制意味着在LPR报价形成中，市场利率起到重要的前瞻性引领及影响作用。4月初至今DR007持续低位运行，中枢明显下移，我们认为在上述传导机制下，市场利率大幅下行会对LPR有明显的牵引作用，且“央行引导”并非仅指“降息”，“降准”也可能包含其中，4月央行降准0.25个百分点也对LPR报价有引导作用，虽然央行并未下调政策利率，20日的LPR报价也有较大概率下降，目前观点已经得到兑现。

另外，4月以来多家银行下调定期存款利率也向资产端传导，影响LPR报价。4月15日财联社报道，近日市场利率定价自律机制召开会议，鼓励中小银行存款利率浮动上限下调10BP左右，除中小银行外，我们也观察到多家国有大行2、3年期定期存款利率及大额存单利率下调10个基点，从存款利率调整的期限看，向资产端作用于5年期以上LPR的影响更大，解释了本次非对称降息。此外我们认为本次5年期以上品种降息也是对2019年8月LPR机制改革以来因配合地产严调控、5年期过往调整幅度持续低于1年期的一定程度的纠正，2019年8月，1年和5年以上LPR报价分别为4.25%和4.85%，今年4月报价两者分别报3.7%和4.6%，回落幅度分别55BP和25BP；配合近期地产需求端政策放松，5月非对称调降也符合政策意图，经5月调整，1年和5年相比2019年8月的报价分别降55和40BP，偏差有所收窄。

□ 5年期以上LPR调降核心目的是宽信用及优化信贷结构

个人按揭贷款及企业中长期贷款利率参考5年期以上LPR定价，我们认为仅降5年期以上LPR且幅度较大核心原因是宽信用及优化信贷结构。截至今年3月末，我国人民币个人住房贷款余额38.8万亿，企业中长期贷款余额78.5万亿元，合计117.3万亿，占人民币各项贷款余额比重达58.4%，降低5年期以上LPR有助于带动两者新增信贷需求：1、配合近期多项地产放松政策，促进按揭贷款放量，这也验证了我

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

们前期对地产需求端政策进一步放松的判断。4月我国居民住房贷款减少605亿元，同比少增4022亿元，数据大幅回落，5月15日央行、银保监会联合发文对首套房贷利率下限调降20BP，今日5年期以上LPR调降，均意在引导房贷利率降低，驱动房贷逐步放量，实现地产政策宽松助力稳增长。2、拉动企业中长期贷款需求。疫情反复，企业盈利及对经济走势预期、资本开支情绪均受到影响，降低融资成本有助于改善企业融资需求。

此外，拉动按揭贷款和企业中长期贷款增量释放也有助于改善信贷结构，不仅提高我国经济中长期增长持续性和健康度，也有助于改善银行资产端盈利结构、通过“以量补价”的方式提高利润水平，为后续补充资本金稳定信贷投放形成较强的支撑。虽然近期多项政策意味着按揭贷款利率或有回落，但对银行而言仍然是优质投向，不仅利率水平仍相对较高，且贷款主体信用资质高，贷款不良率低。

□ 央行未下调政策利率是对国际收支及稳物价的权衡，LPR降息直达实体

央行5月未下调逆回购、MLF等政策利率，我们认为是对国际收支和稳物价的权衡。央行在5月9日发布的一季度货币政策执行报告中对货币政策的表述在“以我为主”的基础上调整为“密切关注主要发达经济体货币政策调整，以我为主兼顾内外平衡”，体现货币政策对内外平衡的考量。我们此前持续提示，二季度进入国际收支平衡重要观察窗口期，截至4月末我国官方外汇储备3.12万亿美元，环比减少682.7亿美元，受非美货币贬值及主要经济体国债收益率上行的估值因素冲击较大。经验判断外储警戒线为3万亿美元，一旦逼近警戒线或扰动货币政策。当前中美利差持续倒挂，美元指数和海外经济体国债收益率暂未见顶，后续仍需持续关注国际收支状况。

对于物价稳定，央行近期已提高对物价的关注度，三季度是重要观察期。4月21日，易纲行长在国际货币与金融委员会会议上表示“中国货币政策的首要目标是稳价格和稳就业”，5月9日发布的2022年一季度货币政策执行报告中也明确货币政策“支持稳增长、稳就业、稳物价”，“密切关注物价走势变化”，体现央行已提高对物价的重视程度。4月CPI同比增速2.1%，我们预计9月CPI或大幅上冲存在突破目标值风险，央行对物价的关注度将逐渐提高。

今日LPR报价调降后，汇率日内走升，我们认为LPR下降直接指向实体，不会加剧货币政策内外失衡压力，对国际收支影响不大。

□ 央行后续政策核心仍在宽信用

4月信贷、社融数据均大幅走低，央行在4月金融数据答记者问中提出“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加快落实已出台的政策措施，积极主动谋划增量政策工具，支持经济运行在合理区间。一是稳定信贷总量。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性。二是降低融资成本。三是强化对重点领域和薄弱环节支持力度”。我们认为，当前货币政策仍以稳增长保就业为首要目标，维持稳健略宽松的政策基调，核心仍在宽信用。央行4月宣布降准、增设多项再贷款工具、推动银行降低存款利率等负债成本、降低首套房贷利率下限及LPR报价调降等措施均指向宽信用，同时，央行也积极推动缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束，引导增加信贷投放。后续关注服务业贷款增量政策，及宽信用效果释放。

我们认为若短期宽信用效果未有效显现，央行可能继续引导5年期以上LPR下行，预计5年期以上LPR未来仍有15BP下行空间，这是在不同的地产调控环境中，将2019年8月以来陡峭的贷款基准利率定价曲线找平，是1年和5年LPR期限利差回归的过程，2019年8月两者利差60BP，截至今年5月两者利差75BP。

□ 提示股市出现从反弹到反转机会，最大预期差看人员流动带动消费产业链

权益市场方面，我们提示股市出现从反弹到反转机会，最大预期差在常态化核酸检测带来的人员流动提高，重点关注与之相关的航空、机场、旅游、酒店、餐饮等消费产业链。此外，继续看多稳增长链条，如金融、地产、建筑、建材，也提示关注美债收益率见顶后成长股企稳向上。固收市场方面，预计此后10年期国债收益率在2.7%-3%区间宽幅震荡，三季度达到高点3%，收益率曲线重回陡峭化。

风险提示：海外央行开启紧缩进程，中美利差倒挂，二季度是国际收支重要观察期，一旦逼近警戒线可能对我国货币政策形成扰动。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_42163

