

2022年05月20日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

LPR降息的三个首次：方式、结构和力度均超预期

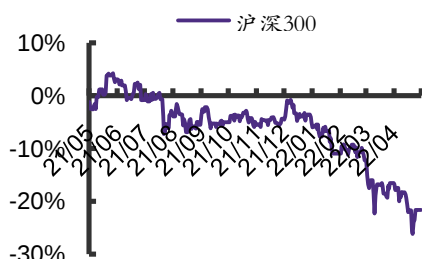
事件

分析师：谭倩
执业证书编号：S1050521120005
邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔
执业证书编号：S1050521110004
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹
执业证书编号：S1050121110002
邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《社融塌陷的远虑与近忧》20220514
《4月非农数据点评：喜忧参半，会有75BP加息吗》20220510
《5月美联储议息会议点评：如期的加息缩表，罕见的鹰中带鸽》20220505

2022年5月20日，1年期贷款市场报价利率（LPR）最新报3.70%，预期为3.65%，上次为3.70%；5年期报4.45%，预期为4.55%，上次为4.60%。

投资要点

核心观点

1、不一样的宽信用，出现了2018年8月LPR改革后的三个首次：一是首次MLF政策利率未动，市场利率LPR下行；二是首次5年期调降，1年期未动，与之前的非对称降息结构明显不同；三是5年期LPR大降15BP，首次超过10BP。

2、政策利率MLF未变，主要有两大潜在制约因素：人民币汇率贬值和短期通胀抬头。

3、社融惨淡、居民贷款再次转负是5年期LPR超预期下调的主要原因。单降5年期LPR，体现货币政策工具的灵活性，足见央行宽信用稳地产的政策意图。

4、利好A股：超预期降息释放出促内需、稳增长的重磅信号，金融地产迎来实质性利好，与地产产业链相关的大宗商品间接受益。

5、利空债市：单独调降LPR，可见央行不愿调降政策利率，对债市不太友好，而且5年期单独调降，意在宽信用救地产，会形成一定的压制，对债市的挑战越来越大。

6、1年期LPR下调可能性仍在，但空间不大，预计为5-10BP。后续央行货币政策将更多从结构性工具精准发力，支农支小再贷款、碳减排支持工具、科技创新再贷款值得期待。

风险提示

- (1) 疫情持续时间超预期
- (2) 地产投资加速下滑
- (3) 稳增长力度不及预期

2022年5月20日，央行公布了新的LPR利率，市场没有等来预期中的一年期LPR调整，反而等到了5年期超大力度下调。这次5年期LPR降幅之所以超预期，是创造了多个利率改革后的“第一次”，体现出了央行稳地产稳经济的决心。

从市场上来看，货币宽松力度加大，稳增长持续加力，对A股市场是一个重磅信号，有助于提振市场情绪。但对债市而言，重点要看宽松的结构，宽信用并不是好事，特别是随着宽信用稳增长成效的显现，对债市的挑战越来越大。

由于存款利率市场化改革的推进，成本端利率下行，政策利率MLF还有调降的空间，与之相应的1年期LPR仍有下行的空间，6月是观察窗口期。但后续货币政策会更多地从结构性工具发力，通过精准滴灌实现宽信用。

1、LPR降息的三个首次：方式、结构和力度均超预期

2018年8月LPR改革后，降息的规律十分明显：先政策利率（MLF），再贷款利率（LPR）；先短端利率（1年期LPR），再长端利率（5年期LPR），且为不对称降息。

这次反向不对称LPR降息有些超预期，主要体现在三个首次上：第一，这是首次MLF政策利率未调，LPR下行，**方式上超预期**；第二，这是首次5年期调降，而1年期未动，**结构上超预期**；第三这是5年期首次降幅超过10BP，**力度上超预期**。多重的超预期进一步体现了央行通过稳地产稳经济的决心，宽信用通道正在打开。

2、政策利率MLF未变：主要有汇率和通胀两大潜在制约

政策利率MLF在四月份未变，主要是两大潜在因素掣肘：**人民币汇率贬值与短期通胀抬头**。央行要在稳增长、稳汇率以及抗通胀之间的协调平衡。从流动性的角度来说，当前市场缺乏的不是宽货币，而是宽信用。社融-M2出现了5年以来的首次负值，社融中自发性融资与政策性融资持续的背离，都验证了市场其实不缺流动性，宽货币空间缩小，打通宽信用是当务之急。从政策掣肘的角度来说，4月份中国CPI首破2，食品项走高，猪肉跌幅收窄，短期通胀有了抬头的迹象。从汇率的角度来说，美联储继续50BP的加息路径下人民币汇率仍有贬值压力，人民币汇率已经来到了6.7的央行干预的关键点位，下调外汇存款准备金率，重启逆周期因子调节。内忧外患之下，后续政策利率的空间被缩小。

3、单降5年期LPR的信号：彰显央行稳地产稳经济的决心

社融惨淡、居民贷款再次转负是5年期LPR超预期下调的主要原因。单降5年期LPR，体现货币政策工具的灵活性，足见央行宽信用稳地产的政策意图。4月份与房地产相关的居民中长期信贷增速再度转负，房地产销售依然在低位运行。这次大力度下调5年期LPR，进一步激发居民购房意愿。从还贷的角度来说，假设房贷一共300万，还款30年，共计减少近10万的总还款额。5年期LPR的调降同时也降低了房地产企业的融资成本，有助于缓解流动性危机。从因城施策、降低首套房贷款下限到全面超预期下调5年期LPR，逐步加码的政策力度彰显了央行稳地产稳经济的决心。

4、利好A股：稳增长信号再确认，地产金融直接受益

超预期降息释放出促内需、稳增长的重磅信号，金融地产迎来实质性利好，与地产产业链相关的大宗商品间接受益。从股市来看，5年期LPR的下调对地产和金融板块形成直接利好。而对于稳增长也释放出了强有力的信号，有助于提振市场情绪。从市场反应上来看，房地产板块在5月20日上午盘震荡下跌，央行稳地产反而引发了市场对于房地产的悲观预期。我们认为这只是短期的市场情绪释放，不管是降低首套房贷下限、各地开始房地产松绑政策，还是这次央行大力度的下调5年期LPR，不断加码的力度让我们看到了政策稳地产稳增长的决心，而随着房贷利率的进一步下调，有助于释放潜在购房需求，房地产市场底越来越近。

5、债市迎来挑战：宽信用对债市不是好事

5年期LPR单独调降，表明央行不愿调降政策利率对债市并非好消息。特别是单降5年期释放的是刺激房地产融资需求，宽信用信号明显。从过往宽信用周期来看，随着宽信用的畅通，债市普遍承压。而MLF下调的空间在通胀抬头和汇率贬值的压力下缩小，债市等不到政策利率的强力支持。当前货币政策聚焦于宽信用，支持实体经济融资，经济正在触底修复，债市风险在积累。

6、货币政策展望：6月LPR降息可期，结构性工具发力

6月份LPR下调仍依旧可期，但幅度较为有限，未来总量工具空间缩小，结构性政策空间打开，1000亿交通物流贷款已经在路上。按照一季度货币政策执行报告市场利率+央行引导→LPR→贷款利率的传导路径，在4月最后一周全国金融机构新发生存款加权平均利率下降10个基点的基础上，6月份MLF和1年期LPR下调可能性仍在，但空间不大，为5-10BP。

为对冲疫情冲击，结构性货币政策会集中发力，定向为企业纾困。2020年以来结构性货币工具已经累计向市场投放2.3万亿人民币，是疫情修复的重要助推力，预计将继续成为2022年的货币政策主要方向。从工具箱的角度来看，现有的支农支小再贷款、碳减排支持工具等工具会继续使用，同时央行表示会尽快建立1000亿元再贷款支持交通运输、物流仓储业融资，新的工具已在路上。

综合来看，后续总量工具空间缩小，未来央行政策会更多的从结构性货币政策入手，精准滴灌来扭转预期，达到宽信用的效果。

图表 1：LPR 改革后降息降准一览表

序号	下调LPR时间	调整方向和幅度	同月MLF利率下调幅度	此前降准情况（以变动日期为准）
1	2019-08-20	1年期下调6BP	未调整	无
2	2019-09-20	1年期下调5BP	未调整	9月16日下调存款类金融机构存款准备金率0.5个百分点，对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点
3	2019-11-20	1年期和5年期以上同步下调5BP	11月5日下调5BP	无
4	2020-02-20	1年期和5年期以上分别下调10BP和5BP	2月17日下调10BP	1月6日下调存款类金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）
5	2020-04-20	1年期和5年期以上分别下调20BP和10BP	4月20日下调20BP	4月15日、5月15日分别下调中小型企业存款类金融机构存款准备金率0.5个百分点（农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行）
6	2021-12-20	1年期下调5BP	未调整	7月9日、12月15日分别下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）
7	2022-01-20	1年期和5年期以上分别下调10BP和5BP	1月17日下调10BP	无

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_42343

