



宏观研究

【粤开宏观】这次不一样，非对称降息的政策信号与约束

2022 年 08 月 22 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】ESG 助力中国经济高质量发展》2022-08-11

《【粤开宏观】ESG 投资理念的内涵、演进历程及发展建议》2022-08-11

《【粤开宏观】经济二次探底与信贷社融大起大落的原因：7 月经济金融数据解读》2022-08-15

《【粤开宏观】财税中国系列福建篇：经济“优等生”面临的机遇与挑战》2022-08-16

《【粤开宏观】下半年中国通胀形势的走势、影响与应对》2022-08-16

摘要

8 月 22 日，LPR 报价公布。1 年期 LPR 与 5 年期以上 LPR 分别下调 5 BP 和 15 BP。而在早前的 8 月 15 日，1 年期 MLF 利率下调了 10 BP。

一、这次降息不一样，5 年期 LPR 降幅大于 1 年期

第一，1 年期 LPR 降幅小于政策利率，为历史首次。自 2019 年 8 月 LPR 形成机制改革以来，1 年期 LPR 降幅均与政策利率同步，因此市场原本预期此次 1 年期 LPR 将下调 10 BP，但实际仅下调 5 BP，降幅不及预期。

第二，5 年期 LPR 降幅大于政策利率，延续 5 月表现。央行降息时，政策利率通常是由短端利率传导至长端利率，长端利率降幅一般小于或等于短端利率。本次降息中，5 年期 LPR 下调 15 BP，降幅高于政策利率和 1 年期 LPR，表明政策在有意引导。

二、5 年期 LPR 大幅下调，释放稳地产的明确信号

5 年期 LPR 在 5 月和 8 月的两次大幅下调，充分反映了政策对于当前房地产严峻形势的担忧与积极应对。在此前多次降息中，5 年期 LPR 降幅均小于 1 年期，政策意图是防止房地产市场过热和房价过快上涨。今年 5 月和 8 月，5 年期 LPR 均大幅下调 15 BP，表明房地产形势和政策态度发生了明显转变，稳地产成为当前的政策重点。

一方面，当前房地产形势严峻，稳地产是防风险、稳增长的客观要求。降低房贷利率、刺激居民购房需求，是化解房地产风险、稳地产稳投资的重要举措。

另一方面，房贷利率具备较大的下调空间。房贷作为优质资产，其利率通常要低于一般贷款。2020-2021 年房贷利率与一般贷款利率出现倒挂，直至今年二季度，房贷利率才重新回落至一般贷款利率以下。近十年来二者利差的最大值为 2016 年第三季度的-1.13%，当前仍有近 1 个百分点的下调空间。

三、1 年期 LPR 降幅不及预期，或反映银行让利空间有限

一方面，银行净息差处于历史低位，让利空间有限。政策一直在推动金融机构向实体经济让利，降低实体经济融资成本。由于存款利率相对刚性、贷款利率持续下调，银行的净息差持续收窄，降至历史低位。5 月和 8 月 LPR 报价中，1 年期分别保持不变与小幅下调 5 BP，表明下调空间着实有限。

另一方面，银行间流动性较为充裕，政策传导效果减弱。当前银行间流动性



较为充裕，DR007 持续低于 7 天逆回购利率，1 年期同业存单利率低于 1 年期 MLF 利率，商业银行向央行借款的需求不大，因此政策利率下调对于银行负债成本的影响较小，自然也难以传导至贷款利率。

四、未来仍有进一步降息的必要

当前经济下行压力仍大，亟需政策合力稳增长，货币政策仍有发力空间。

一是继续适度下调房贷利率，稳定居民购房需求。房地产市场企稳回升是打破房地产困局的重要一环，销售回款增加将极大缓解房企资金链紧张问题，从而降低房地产风险。而且，当前房贷利率处于相对高位，若参照上轮地产下行周期中房贷与一般贷款的最大利差，将有近 1 个百分点的下调空间。

二是降低商业银行负债成本，为让利实体经济打开空间。可以通过单纯降准或降准置换 MLF 等方式来降低银行负债成本，从而为 1 年期 LPR 下调打开空间。1 年期 LPR 是 5 年期以内贷款的基准利率，1 年期 LPR 下调将降低居民和企业的中短期贷款成本，提振信贷需求，刺激消费和投资。

风险提示：疫情反弹超预期、外部冲击超预期、货币政策超预期



目 录

一、这次降息不一样，5 年期 LPR 降幅大于 1 年期	4
二、5 年期 LPR 大幅下调，释放稳地产的明确信号	5
三、1 年期 LPR 降幅不及预期，或反映银行让利空间有限	7
四、未来仍有进一步降息的必要	9

图表目录

图表 1：8 月 MLF 利率、LPR 利率相继下调	4
图表 2：今年 5 月和 8 月的 LPR 降息模式不同以往	5
图表 3：房地产销售、投资持续下滑	6
图表 4：房贷利率下调有助于刺激房地产销售	6
图表 5：今年 5 年期 LPR 加快下调	7
图表 6：当前房贷利率与一般贷款利率的利差处于相对高位	7
图表 7：商业银行净息差和资产利润率处于低位	8
图表 8：DR007 利率低于 7 天逆回购利率	9
图表 9：1 年期同业存单利率低于 1 年期 MLF 利率	9



一、这次降息不一样，5 年期 LPR 降幅大于 1 年期

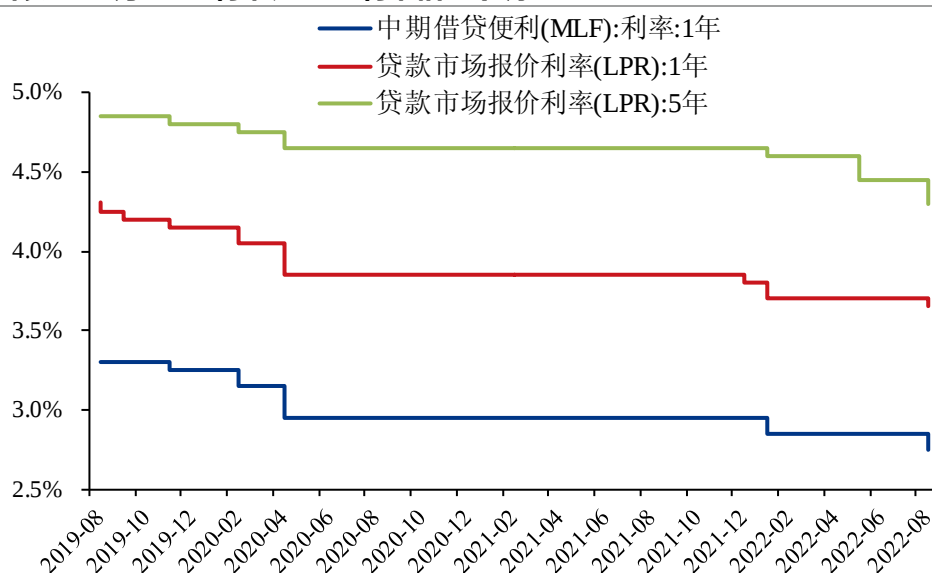
8 月 22 日 LPR 报价公布。1 年期 LPR 与 5 年期以上 LPR 分别下调 5 BP 和 15 BP。而在早前的 8 月 15 日，1 年期 MLF 利率下调了 10 BP。

这次降息不同以往，表现为长短端倒挂的非对称降息。

第一，1 年期 LPR 降幅小于政策利率，为历史首次。LPR 是各报价行在 1 年期 MLF 利率的基础上加点而成。自 2019 年 8 月 LPR 形成机制改革以来，1 年期 LPR 降幅均与政策利率同步，因此市场原本预期此次 1 年期 LPR 将下调 10 BP，但实际仅下调 5 BP，降幅不及预期，表明 1 年期 LPR 中，商业银行的加点数值有所上调。

第二，5 年期 LPR 降幅大于政策利率，延续 5 月表现。央行降息时，政策利率通常是由短端利率传导至长端利率，长端利率降幅一般小于或等于短端利率。但在今年 5 月，5 年期 LPR 降幅首次大于 1 年期，1 年期保持不变，5 年期下调 15 BP，且 15 BP 也是 5 年期 LPR 的历史最大降幅。本次降息中，5 年期 LPR 再次下调 15 BP，降幅高于政策利率和 1 年期 LPR，表明政策在有意引导。

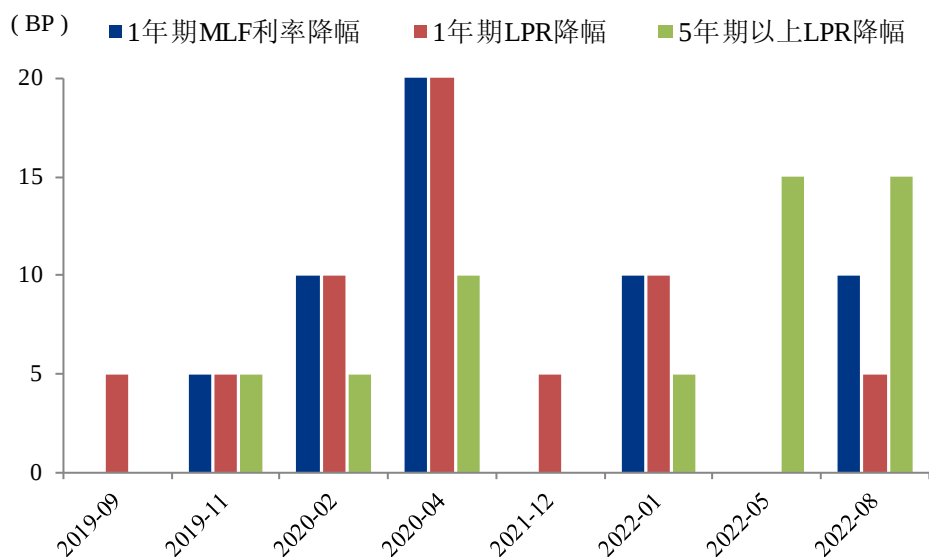
图表1：8 月 MLF 利率、LPR 利率相继下调



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表2：今年5月和8月的LPR降息模式不同以往



资料来源：Wind、粤开证券研究院

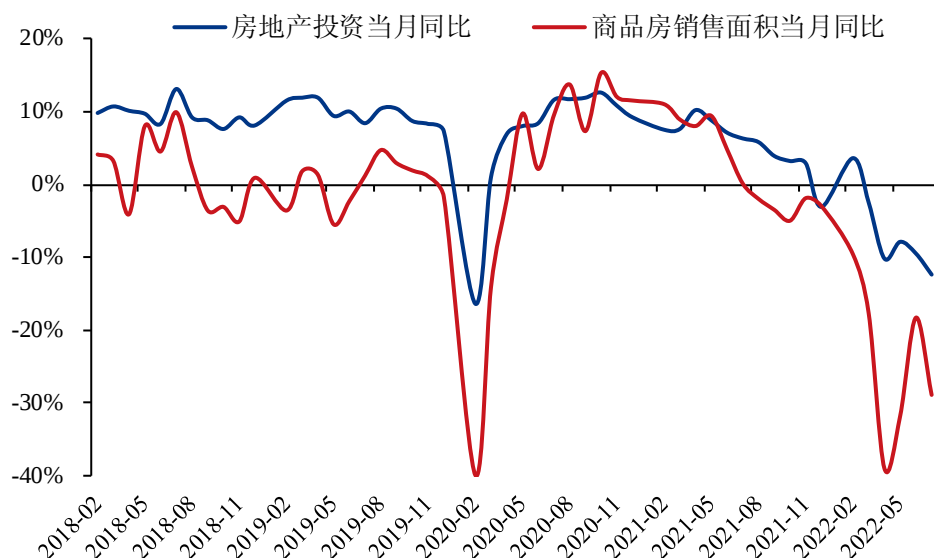
二、5年期LPR大幅下调，释放稳地产的明确信号

5年期LPR在5月和8月的两次大幅下调，充分反映了政策对于当前房地产严峻形势的担忧与积极应对。5年期LPR是房贷利率的定价基准，LPR下调也就意味着房贷利率的下降。房贷利率是影响居民购房需求的重要因素，在“房住不炒”定位下，房贷利率的调整一直比较慎重。在此前多次降息中，5年期LPR降幅均小于1年期，政策意图是防止房地产市场过热和房价过快上涨。今年5月和8月，5年期LPR均大幅下调15BP，表明房地产形势和政策态度发生了明显转变，稳地产成为当前的政策重点。

一方面，当前房地产形势严峻，稳地产是防风险、稳增长的客观要求。受房企债务违约和楼盘烂尾风险冲击，居民购房意愿低迷、地产行业融资条件收紧，房企资金链进一步紧张，加剧债务违约和楼盘烂尾风险，形成恶性循环。房地产是系统重要性行业，涉及居民、房企、上下游行业、地方政府、金融机构等各方利益，若不及时处置风险，将引发金融危机和经济危机。此外，受超预期因素及经济内生增长动能不足影响，当前经济下行压力明显增大，而房地产销售、投资持续低迷，进一步形成拖累。尽管政策持续发力基建，但仍不足以对冲地产下滑。因此降低房贷利率、刺激居民购房需求，是化解房地产风险、稳地产稳投资的重要举措。

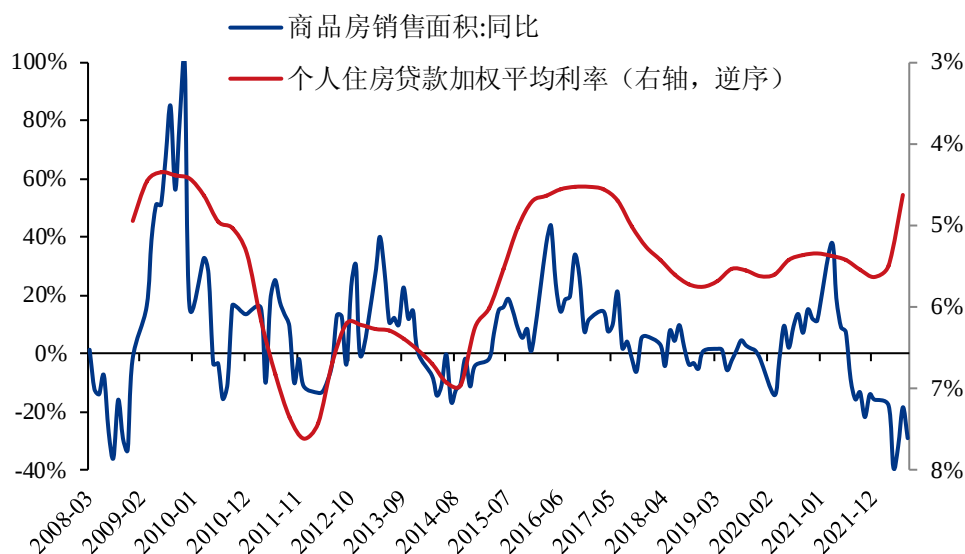


图表3：房地产销售、投资持续下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021 年为两年平均增速）

图表4：房贷利率下调有助于刺激房地产销售



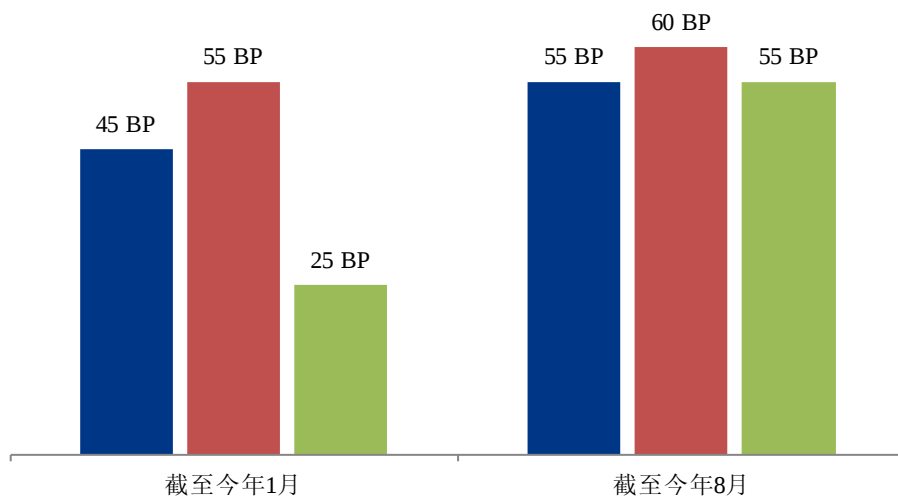
资料来源：Wind、粤开证券研究院

另一方面，房贷利率具备较大的下调空间。2019 年 8 月至 2022 年 1 月，1 年期 MLF 利率和 1 年期 LPR 累计分别下调 45 BP 和 55 BP，而 5 年期 LPR 却仅下调 25 BP，降幅明显偏低。及至今年 5 月和 8 月两次大幅降息后，5 年期 LPR 累计降幅与政策利率持平。而从贷款利率来看，房贷作为优质资产，其利率通常要低于一般贷款。但由于此前 5 年期 LPR 下调步伐偏慢、以及前期楼市较旺、后期地产风险上升，2020-2021 年房贷利率与一般贷款利率出现倒挂。直至今年二季度，房贷利率才重新回落至一般贷款利率以下。近十年来二者利差的最大值为 2016 年第三季度的 1.13%，当前仍有近 1 个百分点的下调空间。



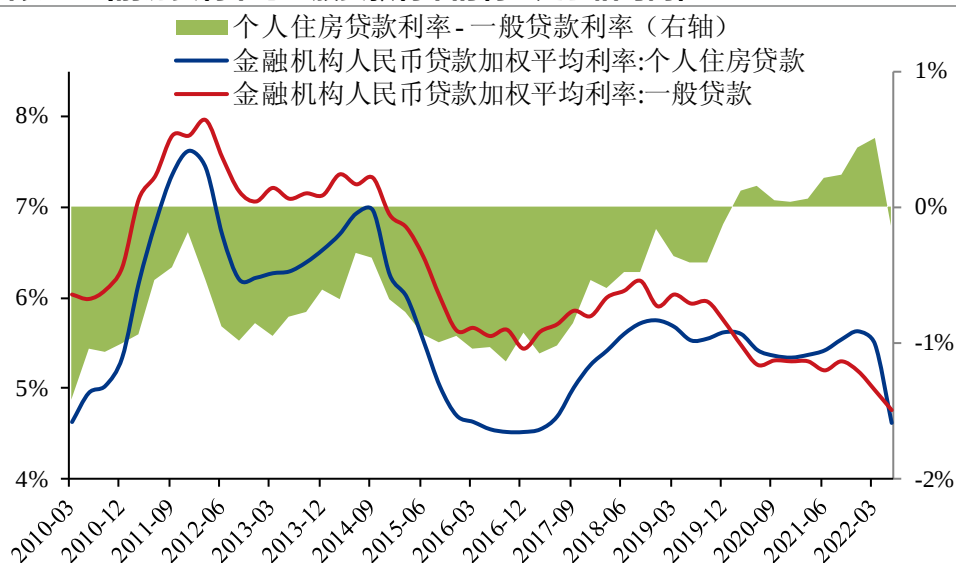
图表5：今年5年期LPR加快下调

■ 1年期MLF利率降幅 ■ 1年期LPR降幅 ■ 5年期以上LPR降幅



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表6：当前房贷利率与一般贷款利率的利差处于相对高位



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_45417

