



彭文生：再度非对称降息 托举楼市





宏观：再度非对称降息托举楼市

LPR 的下调进一步打开了房贷利率的下行空间。去年 4 季度以来，样本城市首套和二套房贷利率已经下行 139 和 93bp 至 4.35% 和 5.07%，今年以来全国个人住房贷款加权平均利率已经下降 101bp 至 4.65%，而同期 5 年期 LPR 仅下降 35bp，更多为下浮比例加大。本次 MLF 成本下降叠加 5 年期 LPR 下调，再为按揭利率创造 15bp 的空间下调。

本次 LPR 非对称调降预计为经济节省利息支出 2141 亿元，约为 GDP 的 0.2%。1) 截至 2022 年 7 月，金融机构中长期贷款余额为 136.57 万亿元。中长期贷款中，根据上市银行年报统计，5 年期以上贷款占比约 62%，

1-5 年期贷款占比约 38%。假设 1-5 年期贷款中有 50%挂钩 5 年期 LPR，则中长期贷款中有 81%挂钩 5 年期 LPR。据此，下调 5 年 LPR 15bp 预计可节省年化利息支出 1660 亿元，相当于 GDP 的 0.15%。2) 截至 2022 年 7 月，总体人民币贷款余额为 207.03 万亿元，按照上述假设，挂钩 1 年期 LPR 的贷款约占 19%即 96.41 万亿元。因此，下调 1 年期 LPR 5bp 预计可节省年化利息支出 482 亿元，相当于 GDP 的 0.04%。3) 房贷角度看，考虑到 2 季度末个人购房贷款余额 38.9 万亿元，本次 5 年期 LPR 调降 15bp 相当于年化节省居民房贷利息 583 亿元，但考虑到重定价日因素，存量影响或更多在明年体现。今年上半年房贷利率已经下降了 101bp，今年来的按揭利率下行为未来居民节省的房贷年化利息已超 4500 亿元。

而 MLF 降息 10bp 或将为银行年化节约成本 330-930 亿元，低于 LPR 调降带来的资产端利息减收。MLF 降息后，银行债券发行利率或亦跟随下行，且 7 月中以来 1 年期同业存单发行利率已下行近 40bp，过去一年 MLF 投放 4.95 万亿元，银行同业存单发行量 21.4 万亿元，银行债券发行量 7.1 万亿元，预计此次降息或为银行年化节约成本 330-930 亿元左右（前者考虑同存利率下行 10bp，后者下行 40bp）。银行息差或有所收窄，未来银行负债端存款利率改革等措施或将继续深化。

往前看，稳需求政策需继续发力。在保交楼风波和疫情反复之下，7 月经济数据低于预期，8 月疫情仍有扰动，上周受疫情影响省份 GDP 占比升至 5 月以来新高的 30%，中金经济活动指数 CEAI 在 90%左右徘徊不前，

楼市销售继续内生动能仍疲，7月中金同质可比二手房价格指数同比降幅扩大至-7.7%，8月前20天30城销售面积同比仍在-23%的低位，政策仍需发力以托举经济。货币方面，我们预计短期流动性仍将维持宽松，弱增长预期和松货币确认下的长端利率仍有补降空间，未来松货币力度需视增长动力相机抉择，并会容忍一定程度的结构性通胀压力。财政力度亦须加码，在地产基建受债务约束之下，政策乘数或下降，财政或需从保主体向保消费倾斜，以更高效直达终端、托举需求。地产方面，非对称降息继续释放稳楼市信号，但利息节省或仍不足以稳住总体购房信心，供给端房企纾困、化债、保交楼、破旧立新、重启活力或更为关键。

银行：LPR 非对称下调的逻辑

LPR 非对称下调：多重政策目标之间的平衡。8月15日MLF利率下调10bps，本次1年LPR下调5bps低于预期，5年LPR下调15bps符合预期。我们认为此次5年LPR下调体现出政策旨在通过降低按揭利率提振居民购房需求、缓解居民去杠杆趋势；1年LPR下调幅度低于预期，且历史上降幅首次低于MLF，我们认为可能由于今年信贷弱需求环境下企业贷款利率已然大幅降低（2022年6月企业贷款利率仅为4.16%，今年降低42bps），基准利率调降必要性不强，同时兼顾结构性通胀和汇率压力。

利率下调有望减少提前还贷。1H22居民住房按揭贷款净增仅为0.54万亿元，相比1H21的2.2万亿元下降75%，而1H22房地产成交面积同比仅降低34%，可能由于居民提前还贷较多。我们估算2H22居民提前还

贷规模可能相比 1H22 多约 1 万亿元,相当于每月多还贷 1000-2000 亿元。我们认为居民提前还贷可能由于 2022 年公募基金和理财等金融产品净值波动,预期投资收益率降低,而 2017-2021 年购房居民存量按揭利率一般为 5%以上的较高水平。由于存量按揭利率能够随着 LPR 同步下调,降低居民负债成本有助于减少提前还贷现象,稳定银行信贷存量。

进一步打开新发放按揭降息空间。根据贝壳研究院统计,2022 年 7 月多数主要城市首套按揭利率已降至 4.25%的理论下限。本次 5 年 LPR 下调将首套按揭利率下限降至 4.10%,为进一步下调前端按揭利率打开空间。我们测算按揭利率每下调 15bps 能为购房者节约 2%左右的购房成本,2019 年 10 月至今按揭利率已下调约 1.4ppt,相当于节约 14%的购房成本,有望提振购房需求。

银行息差压力略有上升。考虑存量贷款重定价效应,我们预计此次 LPR 下调对 2022 年/2023 年净息差影响分别为-0.4bps/-2.1bps,对 2022 年/2023 年上市银行净利润影响分别为-0.3%/-1.8%。由于年初贷款重定价较多,压力可能集中于明年一季度。上市银行 2020 年/2021 年净息差下滑约 5/7bps,综合考虑 2022 年/2023 年净息差可能下滑约 10bps,营收压力有所上升。尽管如此,考虑到拨备覆盖率存在降低空间,我们预计上市银行 2022/2023 年净利润增速仍能保持 8%-10%的稳健水平。

存款利率不排除同幅度调降。一季度货币政策报告提到 2022 年 4 月人民银行建立存款利率市场化调整机制,参考 10 年期国债收益率和 1 年期

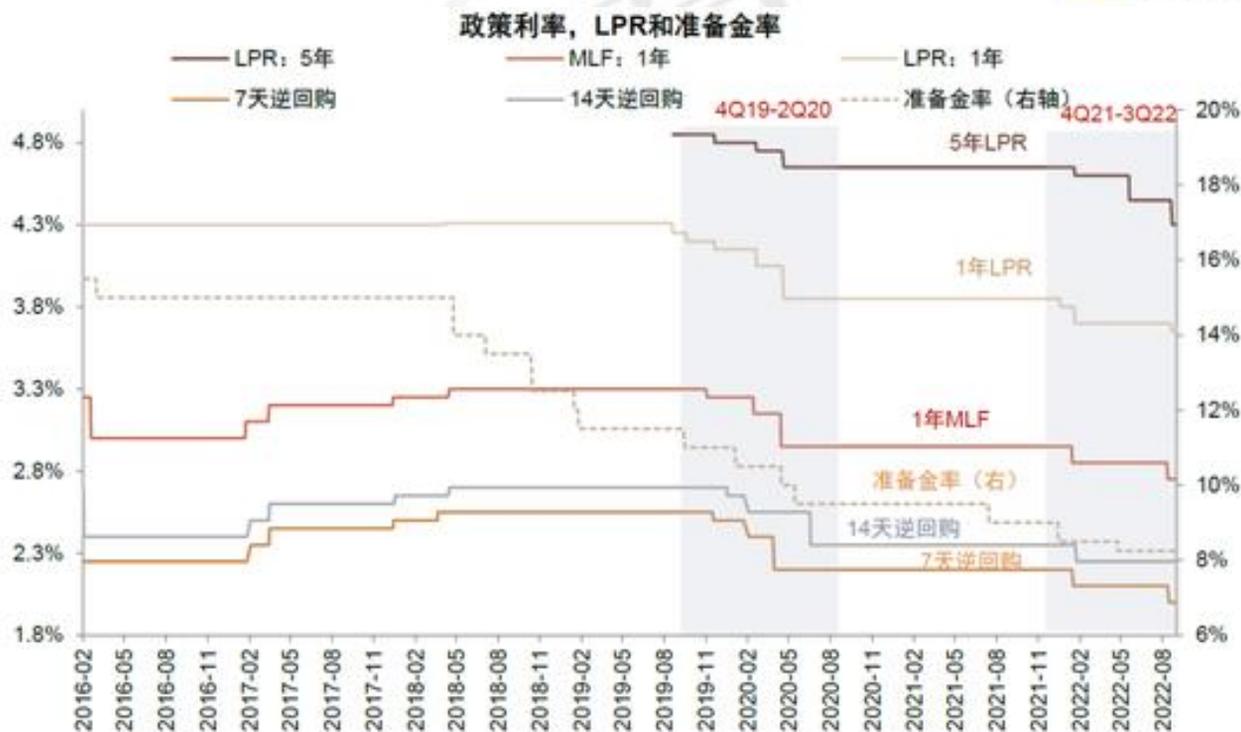
LPR 调整存款利率水平。二季度货币政策报告也强调“发挥存款利率市场化调整机制重要作用，着力稳定银行负债成本”。4 月至今 10 年国债收益率下行约 40bps，如果 1 年 LPR 下调 5bps，定期存款利率存在同步下调 5bps 的可能。在此假设下，存款降息对 2022 年/2023 年净息差正向贡献 0.2/0.4bps，相当于 2022 年/2023 年净利润 0.2%/0.4%，我们预计能够对稳定负债成本起到一定积极作用。

政策力度继续加码，银行估值有望修复。当前银行股估值和仓位位于历史底部，显示出长期配置价值。近期银行股下跌，主要由于房地产相关贷款资产质量担忧。本次降息表明政策力度仍在继续加码，近期政策行专项贷款“保交房”也显示房地产政策力度加强，有利于改善银行资产质量预期。M1-M2 剪刀差收窄也表明资金正在进入实体经济，我们预计对银行股无需过度悲观。随着政策效果逐渐显现，我们预计银行股估值也有望修复。

风险

房地产市场风险扩散，息差压力大于预期。

图表 1：本次 LPR 利率下调是继今年 1 月和 5 月后的第三次下调



资料来源：中国人民银行，Wind，中金公司研究部

图表 2：LPR 由 MLF 利率和报价行加点形成



资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

图表 3：8 月 LPR 下调后，1 年-5 年 LPR 利差收窄到 65bps

	变动 (bps)				LPR 5年-1年利差 (bps)
	1年期MLF	准备金率	1年期LPR	5年期LPR	
2019年11月			▼ -6		60
2019年9月		▼ -50	▼ -5		65
2019年10月					65
2019年11月	▼ -5		▼ -5	▼ -5	65
2019年12月					65
2020年1月		▼ -50			65
2020年2月	▼ -10		▼ -10	▼ -5	70
2020年3月					70
2020年4月	▼ -20	▼ -50	▼ -20	▼ -10	80
2020年5月		▼ -50			80
...					80
2021年7月		▼ -50			80
2021年8月					80
2021年9月					80
2021年10月					80
2021年11月					80
2021年12月		▼ -50	▼ -5		85
2022年1月	▼ -10		▼ -10	▼ -5	90
2022年2月					90
2022年3月					90
2022年4月		▼ -25			90
2022年5月				▼ -15	75
2022年6月					75
2022年7月					75
2022年8月	▼ -10		▼ -5	▼ -15	65

资料来源：中国人民银行，Wind，中金公司研究部

图表 4：房地产贷款对新增贷款的贡献下降到 11%。降至 2009 年以

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_45509

