



张瑜：DR007 与政策利率的 “双向”奔赴 2022 年 8 月 LPR 利率调降点评



意见领袖 | 张瑜

事项

央行将一年期贷款市场报价利率（LPR）调降 5bp 至 3.65%，五年期贷款市场报价利率（LPR）调降 15bp 至 4.3%。

主要观点

关于 LPR 调降的理解

为什么进行不对称的调降？结合当下的金融数据我们发现，事实上各类短期贷款表现较为优异，而回落较为明显的是中长期贷款，特别是居民个人住房贷款。因此相较于对标短期贷款的 1 年期 LPR 而言，调降 5 年期 LPR 更为迫切。



本轮调降什么值得观察的层面？当下的自律机制成员银行将参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。考虑到当下十年期国债和 1 年期 LPR 利率均有所调降，我们提示未来存款利率或存在顺势下行 5bp 的可能。

未来还有没有进一步降息的可能？——仍有可能

房地产层面，当下居民房价同比-1.7%，房贷利率理论最低值 4.1%，理财收益率在 2.0%~2.8%之间。结合我们前期报告《当买房跑不过买理财，15bpLPR 够吗？2022.05.20》，坚持房住不炒的背景下（假设对应一二线城市房价同比不超过 5%），未来五年期 LPR 或仍需下降至少 100bp 以上。

工业企业层面，回顾历史来看，当工业企业利润同比为负的情境下，

央行大概率会有降息操作。考虑到未来 PPI 同比回落（当下 4.2%，四季度同比预计 0.7%），工增难以明显改善（结合《经济差货币宽，股债偏向“长久期”，2022.08.16》，当下工增的差或与地产有直接关系）的背景下，如果三四季度工业企业利润同比增速再度为负的话，政策利率或仍有调降的必要性。

居民消费层面，未来一段时间居民消费或将持续偏弱。首先根据央行针对城镇储户的问卷调查来看，今年二季度倾向更多储蓄的居民占比达到了 58.3%，较疫情前的最高点抬升了 10.7%，较 2021 年的最高点抬升了 6.4%。其次 8 月以来多地疫情的反复或将边际压制未来社零同比的修复状况。

财政政策层面，年内财政发力已经较为明显，未来再大幅加码的概率不大。货币政策或有必要走向前台接力财政政策。

未来货币政策展望——降准降息值得期待

结合我们前期报告《如果 MLF 不调降，LPR 还有调降空间吗？2022.06.18》的测算，当下通过银行单边让利支持贷款利率下降已略有困难。本次央行通过降息的方式推动 LPR 下行似乎也证明了这一点。由此观察，如果未来想进一步推动房贷利率或实体贷款利率下降，仍需要央行总量货币政策的实施。

其次，海外加息周期+CPI 有破三压力的背景下，央行进行降息操作或

表明政策已做出了选择——内外之中，更关注“内”；需求和通胀之中，更关注需求。结合我们前期报告《当买房跑不过买理财，15bpLPR 够吗？2022.05.20》的测算，未来降息、降准等总量政策事实上值得更高的期待。

第三，当下资金脱实向虚的现象较为明显，这或将激发央行的监管行为。结合我们前期报告《不是松紧的问题，是回归的问题——2022 年二季度货币政策执行报告点评》，我们提示随着财政发力逐步见顶，DR007 或有缓步靠近逆回购 7 天利率的可能，DR007 与政策利率或实现双向奔赴。

风险提示：

货币政策超预期，房地产销售超预期。

报告目录

一、关于 LPR 调降的理解.....	4
二、未来还有没有进一步降息的必要？	4
（一）房地产层面：当买房跑不过买理财	4
（二）工业企业层面：价格跌，量难升	5
（三）居民消费层面：疫情反复，储蓄预防	5
（四）财政层面：财政进一步加码的概率不大	6
三、未来货币政策的展望？	6

报告正文

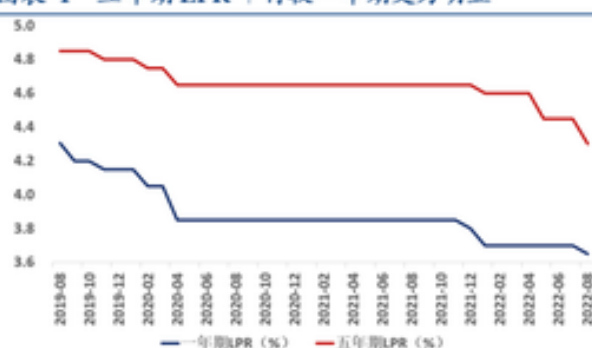
—

关于 LPR 调降的理解

为什么进行不对称的调降？结合当下的金融数据我们发现，事实上各类短期贷款表现较为优异，而回落较为明显的是中长期贷款，特别是居民个人住房贷款。因此相较于对标短期贷款的 1 年期 LPR 而言，调降 5 年期 LPR 更为迫切。

本轮调降什么值得观察的层面？值得观察的是 1 年期的 LPR 调降，结合 2022 年一季度央行货政报告专栏 3《建立存款利率市场化调整机制》来看，当下的自律机制成员银行将参考“以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平”。考虑到当下十年期国债和 1 年期 LPR 利率均有所调降，我们提示未来存款利率或存在顺势下行 5bp 的可能。

图表 1 五年期 LPR 下行较一年期更为明显



资料来源: Wind, 华创证券

图表 2 当下更重要的是修复中长期贷款



资料来源: Wind, 华创证券

二

未来还有没有进一步降息的必要？

我们认为未来还有进一步降息的可能, 具体原因从房地产, 工业企业, 居民消费, 政府财政四方面视角来看:

(一) 房地产层面: 当买房跑不过买理财

从居民购房额外收益率来看, 居民购房意愿事实上是 2016 年以来的历史最低值。5 年期 LPR 调降 15bp 之后, 首套房贷利率最低理论上可达 4.1%, 而全国 70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比 -1.7%。全市场 6 个月理财收益率在 2.0%~2.8% 之间。结合我们前期报告《当买房跑不过买理财, 15bpLPR 够吗? 》, 坚持房住不炒的背景下 (假设对应一二线城市房价同比不超过 5%), 未来五年期 LPR 或仍需下降至少 100bp 以上。

从政府的视角观测, 政府也有房贷利率下行的诉求。回顾历史来看, 每当土地出让收入同比为负的情境下, 房贷利率大概率呈现明显下行的态势。

图表 3 居民购房收益率为负



图表 4 土地出让收入同比为负对应房贷利率下行



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_45511

