

2022 年 08 月 22 日

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818x
qintai@swsresearch.com

长端降息刺激地产，降准置换概率提升

——8 月 LPR 非对称下调点评

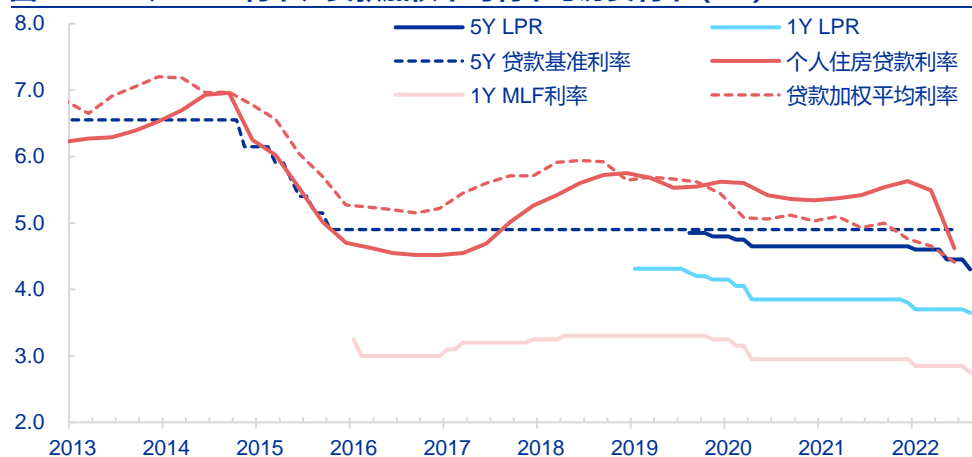
主要内容：

- 事件：8 月 LPR 非对称下调，其中 1Y LPR 下调 5BP 至 3.65%，5Y LPR 下调 15BP 至 4.3%。
- 7 月以来房地产需求再度趋弱，本次长端 LPR 下调幅度更大，意在房地产市场形成更加直接的刺激。去年下半年以来房地产市场持续弱化，今年二月中旬以来二三线城市普遍实施多种因城施策手段刺激地产需求，包括下调首套首付比例、下调本地房贷 LPR 加点、“房票”作为货币化安置的替代选项等措施，力度不可谓不大，但收效相对有限。6 月上海解封一度带动全国地产销售大幅回暖，但 7 月之后再度转弱，居民去杠杆的过程仍在持续，前期地产销售的改善更多是疫情防控期间积压需求的一次性释放。
- 本次 5Y LPR 再度一次性下调达 15BP，意图在于对全国房地产需求形成全面性的直接刺激。在 LPR 改革之后，各行业中长期贷款均已将 5Y LPR 作为利率浮动的基准，本次 15BP 的下调首先具有比较直接的引导包括基建、地产、制造业企业在内的各类企业融资成本下降的作用，惠及面比较广泛。而从新增贷款直接受益的领域来看，居民房贷则无疑是受益最直接的。与企业贷款的 LPR 加减点是根据企业和项目信用风险评级逐笔确定不同，居民房贷的 LPR 加减点是相对透明并且标准单一的，从而 5Y LPR 的下调直接有助于减少存量 and 新增房贷合同的月还款额，对 30 年期等额还款购房合同，今年以来 5Y LPR 累降 35BP 可合计带来 5%左右的月供减少，从而有助于提升同等房价假设下居民购房的购买力，有助于增加居民购房需求。
- LPR 改革以来首次出现 1Y LPR-MLF 利率利差扩大，主要为避免企业和金融机构短期杠杆套利行为，也显示当前信用扩张的主要目标在于促进中长贷投放拉动有效投资。本次 1Y LPR 下调仅 5BP，调整幅度低于市场预期，也是 LPR 改革以来第一次出现 1Y LPR 降幅小于 MLF 利率降幅的情况，两者利差时隔 8 个月重回 90BP，此前这一水平稳定长达 27 个月（2019.9-2021.11）。今年二季度上海疫情期间，一些制造业企业面临较大的生产周转压力，已经超大规模借入短期信贷资金进行过桥，当前央行通过压缩 1Y LPR 下调幅度，传递出避免企业和金融机构借短放长、过度进行短期杠杆套利的政策含义，并且相当明确地显示出当前信用扩张的主要目标在于促进中长贷投放拉动有效投资，而短期信贷已经不是重点。
- 本次非对称降息后或将进入一段时间的利率稳定、地产需求刺激效果观察期，而由于商业银行存贷款利差压力加大，年内操作降准置换 MLF 的必要性和概率均有提升。利率下调传导到房地产需求侧需要一两个季度的时间，今年以来 5Y LPR 已经累计下降 35BP，显著大于 2020 年的下调 15BP，加之 8 月 MLF 净回笼 2000 亿，从量的角度确认了当前银行间流动性过度充裕，后续不再进行增量净投放的方向，预计银行间资金利率会向 7 天逆回购利率中枢逐步靠拢，进一步的降息空间也相对较小。从商业银行存贷款利差角度来看，存款利率自律机制市场化改革将 10Y 国债收益率、1Y LPR 纳入模型，但今年前 8 个月下行幅度小于贷款利率，存贷款利差收窄压力较大，一方面意味着央行以成本更低的降准方式置换高成本的 MLF 以降低银行负债成本更加迫切，另一方面也反向约束了未来 5Y LPR 进一步下调的空间。我们重申 9 月可能全面降准 50BP 以在 9-11 月间置换超过 5000 亿存量 MLF 的预测不变。而房地产需求扭转并非一朝一夕，工业化城镇化再平衡、以及旨在增加居民收入的财政扩张措施的配合也尤为重要。



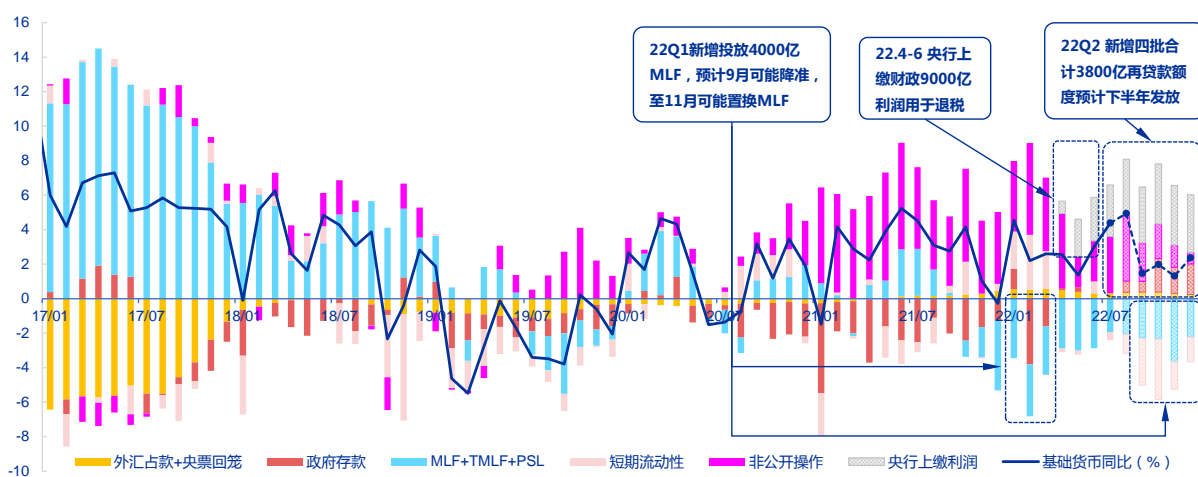
申万宏源研究微信服务号

图 1：LPR、MLF 利率、贷款加权平均利率与房贷利率（%）



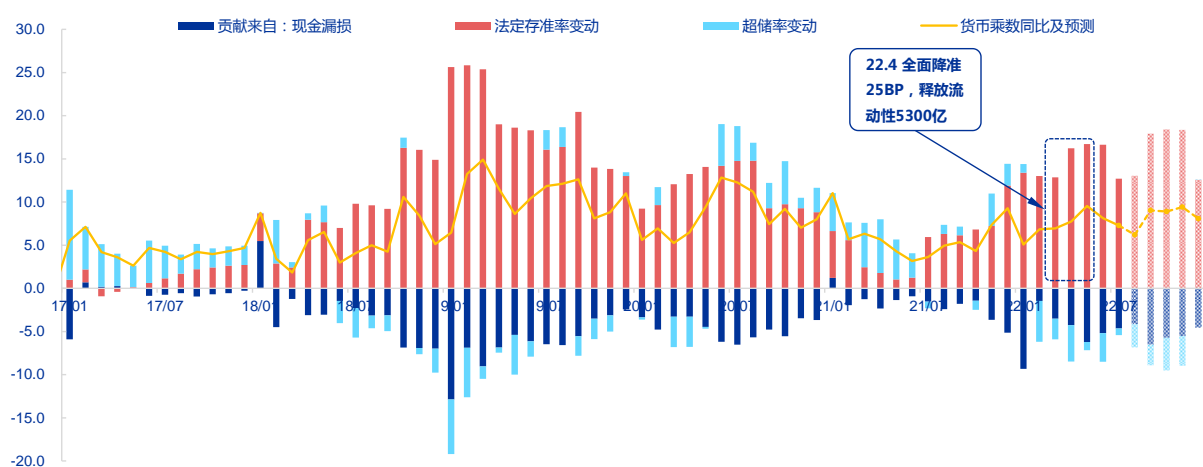
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 2 基础货币投放情况：同比增速、结构与预测（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3 货币乘数同比增速、构成与预测（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的,还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhyse.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhyse.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。