

中信建投：央行 LPR 调降点评

中信建投证券研究

2023-08-22 07:47 发表于北京

以下文章来源于大金融研究 ，作者中信建投金融组



大金融研究 .

金融研究，感谢您的关注与支持！

免责声明：

1. 本内容非原报告内容；
2. 报告来源互联网公开数据；如侵权请联系客服微信，第一时间清理；
3. 报告仅限社群个人学习，如需它用请联系版权方；
4. 如有其他疑问请联系微信



行业报告资源群

1. 进群福利：进群即领万份行业研究、管理方案及其他学习资源，直接打包下载
2. 每日分享：6份行研精选报告、3个行业主题
3. 报告查找：群里直接咨询，免费协助查找
4. 严禁广告：仅限行业报告交流，禁止一切无关信息



微信扫码，长期有效

知识星球 行业与管理资源

专业知识社群：每月分享8000+份行业研究报告、商业计划、市场研究、企业运营及咨询管理方案等，涵盖科技、金融、教育、互联网、房地产、生物制药、医疗健康等；已成为投资、产业研究、企业运营、价值传播等工作助手。



微信扫码，行研无忧

LPR调降点评

中信建投证券研究

重要提示：通过本订阅号发布的观点和信息仅供中信建投证券股份有限公司（下称“中信建投”）客户中符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定的机构类专业投资者参考。因本订阅号暂时无法设置访问限制，若您并非中信建投客户中的机构类专业投资者，为控制投资风险，请您请取消关注，请勿订阅、接收或使用本订阅号中的任何信息。对由此给您造成的不便表示诚挚歉意，感谢您的理解与配合！

8月21日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布最新贷款市场报价利率（LPR），1年期LPR下调10个基点、5年期以上LPR不变。**中信建投证券宏观与银行团队带来最新解读：**

宏观：非对称降息，维护银行净息差

银行：走进银行估值新时代

01

宏观：非对称降息，维护银行净息差——LPR调降点评

核心观点：在上周 MLF 利率调降 15BP 后，此次 LPR 5 年期利率没有调整，超出市场预期。究其原因，**今年金融监管部门面临较为严重的目标冲突，除了需要推动总需求复苏、稳定地产市场之外，还需要照顾金融稳定。经济增长目标需要推动降低综合信贷成本，而金融稳定需要维护银行已经处于低位的净息差。**

简评：在此背景下，央行选择调降 MLF/OMO 利率主要是为了经济增长目标，而 LPR 非对称下调主要是为了维护银行净息差。接下来还需要关注两点：一是 1 年期 LPR 调降，再叠加近期债市利率大幅下行，关注存款利率后续调降的节奏，以及净息差打开后贷款端的价格调整；二是关注存量房贷利率后续调整的节奏。

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2023 年 8 月 21 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.45%（上期为 3.55%），降低 10BP，5 年期以上 LPR 为 4.2%（上期为 4.2%），保持不变。

2023 年 8 月 21 日 LPR 1 年期调降 10BP，而 5 年期没有调降。

其背后主要是微观银行净息差和宏观金融稳定的考量。目前，我国商业银行的净息差无论从国际对比还是从历史区间的角度考虑，都已经处于较低位置。国际对比方面，海外银行在近期连续加息的背景下，净息差已经大幅恢复。美国银行的平均净息差已经达到 3.3% 以上，其原因是在“关系型信贷”的背景下，存款利率具有刚性而贷款利率更容易跟随政策利率进行定价，因而加息背景下美国银行的净息差大幅恢复，银行业经营的风险本身有所减

小。而与之相反，我国处在长期的降息周期中，银行存款利率在竞争环境下主动下调的空间较小（考虑到下调存款会导致存款流失），因而银行的净息差持续收窄。目前看，我国商业与银行的净息差已经降至 1.74%，且净利润水平亦有所下降，因此，净息差及背后的金融风险防控在此次 LPR 调整中料获得了更大的权重。

而维护商业银行的净息差，本身也能够通过金融体系的传导，实现对于稳增长目标的支持。按照人民银行二季度货币政策执行报告专栏一的表述“我国商业银行净利润主要用于补充核心一级资本以及向股东分红，并通过资本的杠杆作用再次作用于实体经济”，目前我国商业银行的资本补充途径少、资本压力较高，在此背景下，提高商业银行的净息差进而提高利润水平，能够有效帮助银行补充核心资本，从而继续服务实体经济。

一年期利率调整的目的有二：一是回应经济数据的压力，特别是信贷社融数据同比回落及其背后的需求不足。7月新增社融比上年同期少 2703 亿元，存量增速 8.9%，较前值继续下跌-0.1%。特别是信贷需求方面，7月短期和中长期企业贷款显示需求不足，而居民贷款更是同比多减 3224 亿元。除此之外，CPI 数据回落至负数区间，PPI 数据虽然有一定降幅收窄，但是仍然面临压力。在此背景下，中央政治局会议强调做好下半年经济工作要加大宏观政策调控力度，此次 LPR 1 年期利率调整，是在保护银行净息差的背景下，尽量调低贷款利率特别是短期期限的贷款利率，为消费贷、中小微企业贷等短期限品种提供更多的支持。二是存款利率改革后，一年期 LPR 利率与 10 年期国债收益率是存款利率定价的锚。此次调降一年期 LPR 利率 10 个

BP 后，为后续继续调降存款利率，打开银行净息差的空间提供了基础。料此次 LPR 1Y 调降，结合近期 10 年期国债收益率大幅回落，后续存款利率调整将继续推进。

后续可能还有降准操作，一是为银行释放低成本资金，二是随着流动性紧张、缴税，特别是三季度地方政府债开始加快发行的情形下，市场流动性可能有一定紧张。此次 LPR 的非对称调降，显示商业银行急需补充低成本资金缓解净息差收窄压力，因此，后续可能有降准释放低成本资金，降低银行的负债成本。此外，按照过去几轮货币宽松周期的经验，降息之后大概率还将配合降准继续释放宽松流动性。最后，净息差下行的环境下，可能也需要降准释放低成本资金帮助银行维持正常的经营。

后续降息方面，降息窗口期还未关闭，考虑到降低政策利率是稳增长和金融稳定两项目标为数不多的交集，后续降息窗口可能还未关闭。此次 LPR 非对称调降，体现了中国金融系统在双重目标下的艰难权衡。而继续降低政策利率，除了能够通过降低负债成本帮助银行稳定净息差外，也能推动降低实体经济的融资成本，是为数不多的双重目标体系下的重合点。此外，四季度海外方面通胀大概率回落，压力逐渐减小，如果经济增速仍有压力的背景下，不排除还有降息可能。

风险提示：第一，宏观经济和金融体系仍然面临海内外环境的多重扰动，国内受到疫情余波、地产、地方政府债务的影响，国外受到贸易冲突、海外紧缩和极化思潮的影响，国内经济发展和改革都可能存在一定不确定性。第二，既有政策落地效果及后续增量政策出台进展不及预期，地方政府对于中央政

策的理解不透彻、落实不到位。第三，经济增速放缓，宏观经济基本面下行，经济运行不确定性加剧。第四，近期房地产市场较为低迷，国际资本市场风险传染也有可能诱发国内资本市场动荡。

2023-08-21

非对称降息，维护银行净息差——LPR调降点评



黄文涛

S1440510120015

首席经济学家

在上周MLF利率调降15BP后，此次LPR 5年期利率没有调整，超出市场预期。究其原因，今年金融监管部门面临较为严重的目标冲突，除了需要推动总需求复苏、稳定地产市场之外，还需要照顾金融稳定。经济增长目标需要推动降低综合信贷成本，而金融稳定需要维护银行已经处于低位的净息差。



长按识别小程序码

进入中信建投研究小程序

阅读全文

证券研究报告名称：《非对称降息，维护银行净息差——LPR 调降点评》

对外发布时间：2023 年 8 月 21 日报告发布机构：中信建投证券股份有限公司 本报告分析师：黄文涛 SAC 编号：S1440510120015SFC 编号：BEO134 孙苏雨 SAC 编号：S1440523070003

02

走进银行估值新时代

核心观点：1 年期 LPR 下调幅度小于 MLF、5 年期 LPR 未动，进一步表明银行需要保持合理的息差和利润的监管态度，金融稳定与金融安全是银行保持合理息差和利润的根本原因，未来恶性竞争下导致贷款收益与风险不匹配的现象缓解。根据央行货币政策执行报告表述，我们判断持续三年的银行让利期已经结束，市场需要尽快适应新时代，摒弃错误的“不牺牲银行利益就是稳经济政策不及预期”的思维定势。**稳经济的核心矛盾并不在利率，后续投资者更应关注地方政府一揽子化债、房地产政策优化等有实实在在效果的政策落地，适应银行经营逐步正常化的新常态，积极参与这一进程中的估值纠偏和修复。**

事件：8 月 21 日，8 月 LPR 公布：其中 1 年期为 3.45%，环比上月下降 10bps；5 年期 LPR 为 4.20%，环比上月持平。

简评：1. 1 年期 LPR 下降 10bps，5 年期 LPR 保持不变，均小于前期 MLF 利率下降幅度，对银行息差的负面影响大幅弱化。根据我们的测算，在 1 年期 LPR 小幅下行 10bps，5 年期 LPR 环比持平的情况下，将对今年上市

银行平均贷款收益率、净息差分别造成-0.24、-0.14bp 的影响，将对 2024 年上市银行平均贷款收益率、净息差分别造成-1.41、-0.76bp 的影响。

考虑到存款利率挂钩 1 年期 LPR，后续存款利率大概率跟随下调，有望充分对冲本次 LPR 的下调影响。假设负债端 3 月、6 月、1 年期存款均压降 10bps，同业负债、应付债券也对称性下降 10bps，资产端同业资产、债券投资的收益率均下调 10bps。综合测算下，预计本次降息将整体影响 2023 年上市银行平均净息差-0.34bp，影响 2024 年上市银行平均净息差-0.99bp。

若按照此前 MLF 降幅假设资产负债两端均下降 15bps，则拉低今年息差 0.65bp、明年息差 3.2bps，对银行息差的负面影响大幅弱化，稳定息差合理水平的意图十分明显。根据国家金融监管总局披露数据，2Q23 商业银行净息差季度环比持平于 1.74%，处于历史最低水平、正在筑底。

2. 金融稳定和金融安全是银行需要保证合理息差和利润的根本原因，未来恶性竞争下导致贷款收益与风险不匹配的现象缓解，新时代已经来临。

银行是高杠杆、跨周期经营风险的行业，有严格的资本金约束，今天的利润既是确保持续经营的生产资料（留存利润补充资本金），更是处置未来潜在风险暴露的弹药，而银行能否有效吸收和处置不良暴露，直接决定着金融体系的稳定性和安全性。本次降息虽然市场认为低于预期，但其方向其实早已明确。根据央行货币政策执行报告表述，我们再次强调：持续三年的银行让利期已经结束，市场需要尽快适应新时代，摒弃过去三年形成的“但凡有点

问题第一反应就是银行让利，不牺牲银行利益就是稳经济政策不及预期”的错误思维定势。

过去三年银行业息差持续大幅走低，但整体来看依然相对稳定，这是得益于前一轮不良周期出清后，目前仍相对干净的资产质量。但银行经营不能以永远没有不良为前提假设，我们今年 4 月的深度报告《息差见底启新篇》中进行过详细测算，在未来十年维度，息差若在当前的低位继续下降，银行将难以有效应对一轮强度比肩 2012-17 年周期的不良暴露，审慎预期、未雨绸缪、以丰补歉是银行经营的关键，从现在开始维稳息差迫在眉睫。

监管明确表态保持银行息差合理水平，强调金融支持实体经济价格要可持续，让利期结束，政策底已现。8 月 17 日，2Q23 货币政策报告中明确指出“商业银行需要行需保持合理的利润和净息差水平”；8 月 18 日，央行、金监总局及证监会联合召开金融支持实体经济和防范化解金融风险会议中指出：“金融支持实体经济力度要够、节奏要稳、结构要优、价格要可持续”、“规范贷款利率定价秩序，统筹考虑增量、存量及其他金融产品价格关系”、“发挥好存款利率市场化调整机制的重要作用，增强金融支持实体经济的可持续性”。预计未来恶性竞争下导致贷款收益与风险不匹配的现象缓解，存款利率继续同步下降以稳定银行息差。

3. 当前稳经济的核心矛盾并不是利率。根据盛松成等的研究成果，近年来居民部门的消费利率弹性在避险情绪影响下已处于一个极低的水平，进一步降低利率对刺激消费、投融资的边际效果已较为有限，目前我国不具备持续

降息的宏观条件和基础。持续降息既对拉动经济效果有限,还挤压银行息差,不利于金融体系长期稳定性和安全性,得不偿失。

对于按揭利率,增量角度来看,当前5年期以上LPR为2019年房贷利率换锚以来最低水平。截至6月末,全部343个城市(地级及以上)中,100个城市下调或取消了首套房利率下限。根据中指监测,部分城市首套房贷利率已经降至3.6%,接近历史最低下限水平(2015年底,按照最低7折计算,房贷利率最低为3.43%)。虽然按揭降息有利于降低购房者置业成本,一定程度上修复市场预期,但对购房需求的带动作用较为有限,更多楼市政策协同优化或能促进楼市预期修复。

存量角度来看,按揭利率加点预计难以大范围、大幅度下调。7月以来,存量按揭利率下调的声音再度回归市场,但近期仍有微妙变化。第一,2Q23货币政策报告在房地产相关政策表述中未提及存量按揭利率下调;第二,8月18日金融支持实体经济和防范化解金融风险会议对此议题已从实指变为泛指,即表述由“指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”调整为“统筹考虑增量、存量及其他金融产品价格关系”,态度略有淡化;第三,近期金监管总局陕西分局调研“降低存量首套房贷利率可能产生的影响及有关意见建议”,重点关注首套房。

根据我们的测算,极端情形下,不考虑城市、是否首套,全部按揭利率均下调70bps,将拉低上市银行加权平均净息差10bps左右。在当前银行息差已经处于历史最低水平的背景下,预计大面积、大幅度同时下调存量按揭利率加点的可能性不大,最后实际对银行息差的影响远小于极端测算结果。

4. 地方政府一揽子化债、房地产政策优化才是稳经济的关注重心。在当前银行估值普遍破净的背景下,银行板块估值承压的主要矛盾依然是经济预期和资产质量,投资者应当更为关注地方政府一揽子化债、房地产政策优化等对稳经济有实实在在效果的政策落地。

新时代应有新方向,走进贷款利率具备双向弹性的新时代,积极参与这一进程中的估值纠偏和修复。我们判断,历史阶段正从过去三年持续让利、贷款利率只有向下弹性的让利期,走进不以让利为经营目标,贷款利率具备双向弹性的新发展阶段。让利期里,投资者认为银行经营不以盈利为目标,所以估值一再下降,完全偏离了正常企业应有的估值体系,在现在的新发展阶段,银行还是以盈利为目标的正常企业,当前极低的估值应当向正常化回归。改变只有银行不好经济才能好的错误认知,适应银行经营逐步正常化的新常态,积极参与这一进程中的估值纠偏和修复。

银行板块配置上,紧握7月政治局会议确立的城投、地产、经济增长三大拐点。

5. 风险提示：(1)经济复苏进度不及预期,企业偿债能力削弱,资信水平较差的部分企业可能存在违约风险,从而引发银行不良暴露风险和资产质量大幅下降。(2)地产、地方融资平台债务等重点领域风险集中暴露,对银行资产质量构成较大冲击,大幅削弱银行的盈利能力。(3)宽信用政策力度不及预期,公司经营地区经济的高速发展不可持续,从而对公司信贷投放产生较大不利影响。(4)零售转型效果不及预期,权益市场出现大规模波动影响公司财富管理业务。

2023-08-21

走进银行估值新时代



马鲲鹏

S1440521060001

银行

1年期LPR下调幅度小于MLF、5年期LPR未动，进一步表明银行需要保持合理的息差和利润的监管态度。持续三年的银行让利期已经结束，市场需要尽快适应新时代，摒弃错误的“不牺牲银行利益就是稳经济政策不及预期”的思维定势。后续投资者更应关注地方政府一揽子化债、房地产政策优化等有实实在在效果的政策落地，适应银行经营新常态。



长按识别小程序码

进入中信建投研究小程序

阅读全文

报告来源

证券研究报告名称：《走进银行估值新时代》

对外发布时间：2023 年 8 月 21 日

报告发布机构：中信建投证券股份有限公司

本报告分析师：

马鲲鹏 SAC 执证编号：S1440521060001

李 晨 SAC 执证编号：S1440521060002

近期热门视频

中信建投证券研究

, 赞 2

中信建投证券研究

, 赞 3

中信建投证券研究

, 赞 3

更多精彩视频，尽在中信建投证券研究视频号，欢迎关注~

免责声明

本订阅号（微信号：中信建投证券研究）为中信建投证券股份有限公司（下称“中信建投”）研究发展部依法设立、独立运营的唯一官方订阅号。

本订阅号所载内容仅面向符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定的机构类专业投资者。中信建投不因任何订阅或接收本订阅号内容的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本订阅号不是中信建投研究报告的发布平台，所载内容均来自于中信建投已正式发布的研究报告或对报告进行的跟踪与解读，订阅者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整报告的了解而对其关键假设、评级、目标价等内容产生误解。提请订阅者参阅中信建投已发布的完整证券研究报告，仔细阅读其所附各项声明、信息披露事项及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注投资评级和证券目标价格的预测时间周期，并准确理解投资评级的含义。

中信建投对本订阅号所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本订阅号中资料、意见等仅代表来源证券研究报告发布当日的判断，相关研究观点可依据中信建投后续发布的证券研究报告在不发布通知的情形下作出更改。中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本订阅号中资料意见不一致的市场评论和/或观点。

本订阅号发布的内容并非投资决策服务，在任何情形下都不构成对接收本订阅号内容受众的任何投资建议。订阅者应当充分了解各类投资风险，根据自身情况自主做出投资决策并自行承担投资风险。订阅者根据本订阅号内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本订阅号发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本订阅号发布的全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本订阅号发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

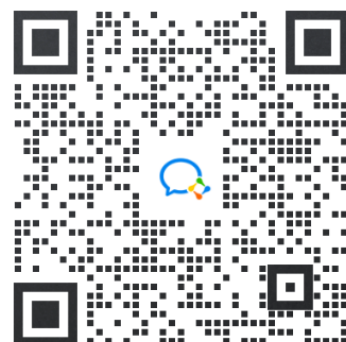
免责声明：

1. 本内容非原报告内容；
2. 报告来源互联网公开数据；如侵权请联系客服微信，第一时间清理；
3. 报告仅限社群个人学习，如需它用请联系版权方；
4. 如有其他疑问请联系微信



行业报告资源群

1. 进群福利：进群即领万份行业研究、管理方案及其他学习资源，直接打包下载
2. 每日分享：6份行研精选报告、3个行业主题
3. 报告查找：群里直接咨询，免费协助查找
4. 严禁广告：仅限行业报告交流，禁止一切无关信息



微信扫码，长期有效

知识星球 行业与管理资源

专业知识社群：每月分享8000+份行业研究报告、商业计划、市场研究、企业运营及咨询管理方案等，涵盖科技、金融、教育、互联网、房地产、生物制药、医疗健康等；已成为投资、产业研究、企业运营、价值传播等工作助手。



微信扫码，行研无忧



风云际会·志洁行芳

中信建投证券研究新媒体矩阵温暖陪伴



中信建投证券研究
订阅号&视频号



中信建投证券研究服务
服务号



中信建投研究机构服务平台
小程序



中信建投证券研究
头条号



潜龙点金
APP