

针对性非对称降息，稳地产信号明确——5年期LPR下调点评



黄文静

SAC 执证编号: S0080520080004
SFC CE Ref: BRG436
wenjing.huang@cicc.com.cn



周彭

SAC 执证编号: S0080521070001
SFC CE Ref: BSI036
peng3.zhou@cicc.com.cn



张文朗

SAC 执证编号: S0080520080009
SFC CE Ref: BFE988
wenlang.zhang@cicc.com.cn

2022年5月20日5年期LPR下调15bp至4.45%，1年期LPR维持不变在3.70%。¹这是2019年8月LPR改革以来，5年期LPR的单次最大降幅，也是首次非对称降息中偏向5年期（5年降1年未降），释放明确的稳房价、稳预期信号。往前看，稳地产需求端政策仍有宽松空间，供给端政策更为关键。

1. 为何大幅度下调5年期？

非对称降息转向，稳地产信号明确。我们认为，1年期和5年期的非对称降息蕴涵着对房地产的态度。自2019年8月LPR改革以来的8次降息中，有6次是1年期降幅大于5年期，1次降幅相同，这是首次5年期降幅大于1年期，且是单次最大步长15bp，这是继2022年5月15日下调按揭利率下限20bp至4.4%后²，再次释放强有力的稳房价、稳预期信号。

2. 为何下调LPR不调MLF？

这符合我们降息>降准，存贷款利率>市场利率，改革>基准，结构>总量的判断。

从外部看，联储紧缩，美债利率上行，美元升值，带来中美利差转负、资金外流和人民币汇率贬值压力。货币政策的姿态是“以我为主、内外平衡”，而降准释放流动性会带动市场利率下行，克制降准后，同存与MLF利差已降至2020年下半年以来最大；MLF基准利率的下调信号更明显，直接影响市场利率，加剧中美利差转负压力；而存贷款利率更直接影响实体成本，改革方式更柔性灵活（4月存款利率市场化调节机制引导降息10bp和本次银行LPR报价下调）。内部看，疫情和地产是当前经济两个最大的关键因素，结构性政策更有针对性，疫情精准纾困结构工具已开启，本次结构降息更多针对稳地产和长期投资。

3. 5年LPR下调可节省多少成本？

5年期LPR调降预计为实体经济节省利息支出1600亿元左右，相当于GDP的0.15%，但并非都在今年生效。截至2022年4月，企业与居民中长期贷款合计134万亿元。根据上市银行的贷款结构来看，在中长期贷款中，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，那么中长期贷款中有80%左右挂钩5年期LPR，我们认为，下调15bp预计可节省年化利息支出1600亿元，相当于GDP的0.15%。但是LPR下调并不意味着存量贷款利率立即调整，存量贷款利率的重定价日往往在每年的1月1日或者贷款发放时对应的时期。考虑到每年1季度新发贷款占全年的30%以上，因此今年能够享受到利率调整的贷款明显将小于75万亿元。因此，我们测算在节省的1600亿元利息支出中，能在今年直接体现的利息节省将小于1100亿元，相当于GDP的0.10%。

本次5年期LPR下调预计节省房贷利息支出年化约570亿元，但效果未必在今年完全显现。截至2022年1季度，居民个人房地产贷款存量为38万亿元，5年期LPR调降15bp可以直接节省居民房贷利息支出570亿元。但考虑到重定价日的问题，房贷利率下调在今年能够为居民节省的利息支出可能要小于400亿元。

4. 银行息差影响几何？

本次5年期LPR调降短期内银行利差有压降的效果，后续利差走势如何仍取决于经济走势。4月中旬以来，同业存单利率下降约30bp，为银行年化节省成本约400亿元；此外，央行指出存款利率上限改革或使得新增存款利率下降10bp，由于每年存款余额净增加20万亿左右，考虑到每年定期存款可能在30万亿左右，那么每年新发生存款大约为50万亿元，新增存款利率下降10bp可以为银行年化节省成本500亿元。再加上央行上缴利润投放的基础货币、再

¹ http://www.news.cn/2022-05/20/c_1128668284.htm

² <http://www.pbc.gov.cn/qoutongqiaoliu/113456/113469/4554415/index.html>

贷款以及降准带来的约 100 亿元成本节约，4 月以来银行成本端下降为年化 1000 亿元，这要小于 5 年期 LPR 调降带来的贷款利息减收。

5. 未来地产还有哪些政策？

本次 LPR 调降之前房贷利率已经累计下调 57bp，向前看房贷利率仍有下降空间。去年 9 月以来，首套房主流贷款利率不断下降，今年 4 月首套房主流利率为 5.17%，较去年 9 月已经下降 57bp，同期二套房贷款利率也已经下调 55bp。5 月以来，央行宣布将房贷利率下限降低 20bp，今天又再次宣布调降 5 年期 LPR 15bp，又为房贷利率的下降创造了 15-35bp 的下调空间。考虑到地产走弱带来的影响利率内生的下降趋势与政策的调整，我们认为，新增首套房贷款的利率有望从 4 月的 5.17% 在未来 2 个月左右的时间内降到 4.85% 左右，并且仍有进一步下调的空间。

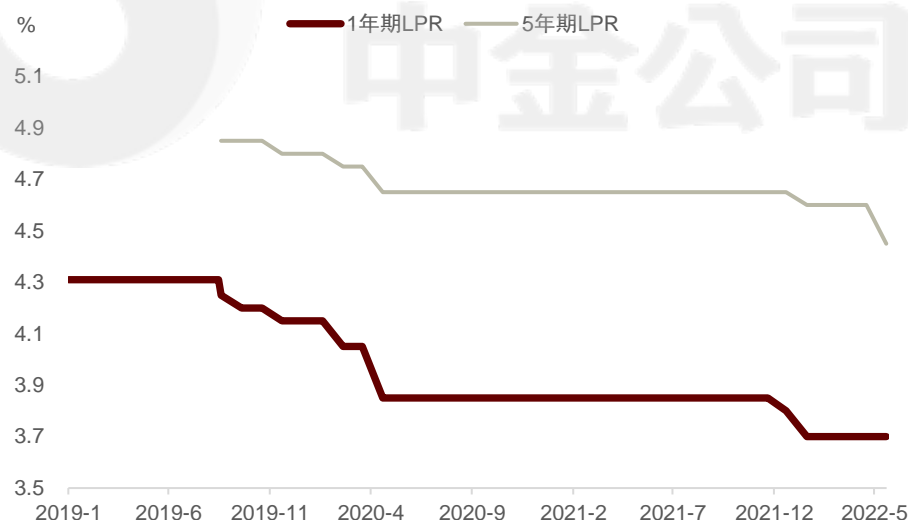
需求端政策仍有宽松空间。需求端政策从效果看，降利息 < 降首付比，5 年期按揭利率下调 15-35bp，对 100 万的房贷一年节省 1500-3500 元，对购买力的提升有限。而房贷首付比的下调在当期节省的资金比例更大，对购买力的影响更大。目前房贷首付比已在下调，公积金更多、商贷更少，弱二线和三四线更多、一线强二线更少（后者认房认贷严苛、下调空间大）。且新成交首套和二套房贷款利率、新建商品房首付比均较 2016 年有较大的下调空间，未来需求侧放松仍有空间。

供给端政策也很重要。地产不同于其他产品，企业与家庭、供给与需求是共振的。本轮在房企去杠杆、信用风险暴露之下，通过需求端松监管带动销售回升、破局困境难度加大。亟需提升对市场份额 50% 的民营房企的信心，民企打折销售亦对国企地产销售有影响。未来地产企稳的幅度，除了需求端政策发力，也要看供给端政策的力度和速度。

- 宏观经济 | 又见曲线陡峭化 —— 流动性观察 (2022.05.15)
- 宏观经济 | 内外约束，力求平衡 —— 《2022 年 1 季度货币政策执行报告》点评 (2022.05.10)
- 宏观经济 | “克制”降准背后的考量 (2022.04.16)

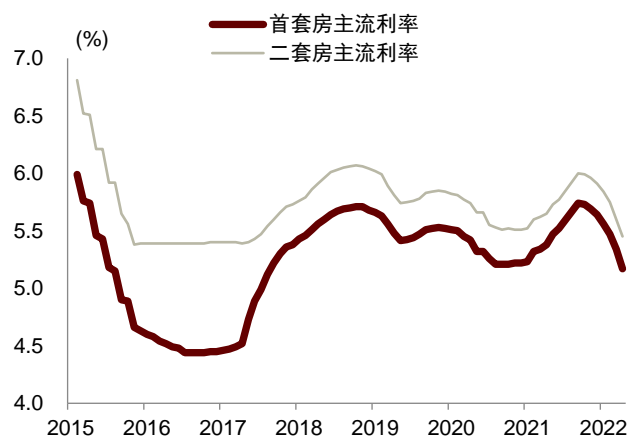
更多作者及其他信息请见文末披露页

图表 1：首次只降 5 年 LPR、未降 1 年 LPR



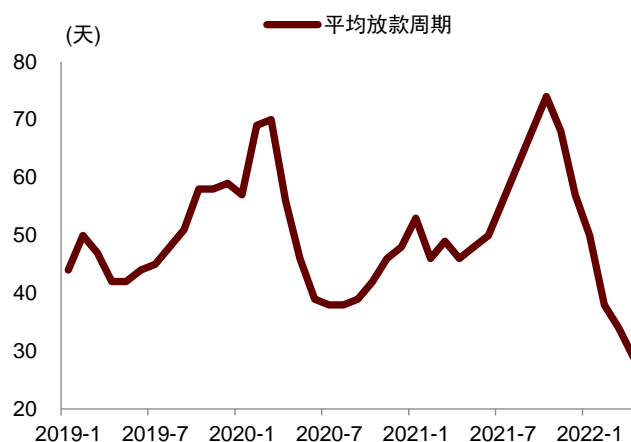
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 2：新成交房贷利率已下行，但仍高于 2016



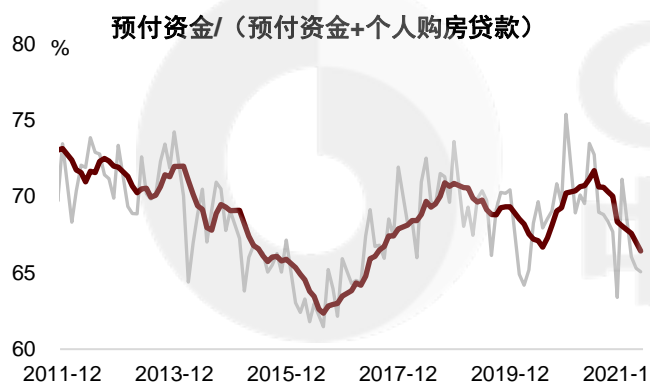
资料来源：贝壳，融 360，中金公司研究部

图表 3：按揭放款周期大幅缩短



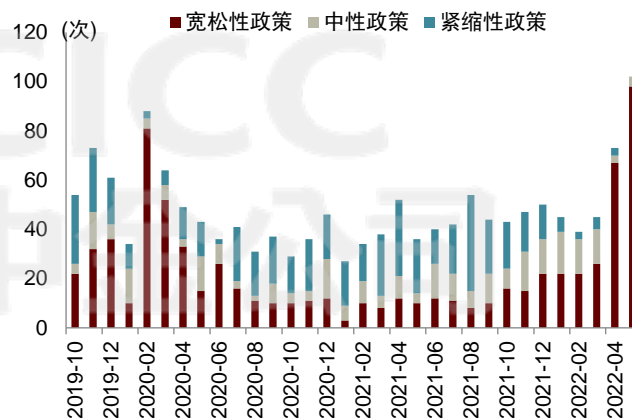
资料来源：贝壳，中金公司研究部

图表 4：新建商品房首付比下行，但仍高于 2016



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 5：地产需求端宽松政策加码



资料来源：中房网，中金公司研究部

作者信息



黄文静

SAC 执证编号: S0080520080004
SFC CE Ref: BRG436
wenjing.huang@cicc.com.cn



周彭

SAC 执证编号: S0080521070001
SFC CE Ref: BSI036
peng3.zhou@cicc.com.cn



张文朗

SAC 执证编号: S0080520080009
SFC CE Ref: BFE988
wenlang.zhang@cicc.com.cn



彭文生

SAC 执证编号: S0080520060001
SFC CE Ref: AR1892
wensheng.peng@cicc.com.cn



CICC
中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料或调研信息，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190710
编辑：赵静



北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号
平安金融中心 72 层
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号
丸の内二重橋ビル 2 1 階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560