中国宏观点评

好雨知时节，当春乃发生：

史上最大单次降幅，五年期 LPR 下调 25 基点

CUIRS 环球市场部

Gary Zhang
环球市场部负责人
garyzhangcuhkirs2022@gmail.com

Franco Hsu
环球市场部负责人
francohsucuhkirs@gmail.com

2024年2月20日周二，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布2月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.45%，与前值持平；5年期以上LPR为3.95%，较前值下调25个基点。本次降息幅度是LPR改革后最大的一次。在这之前，中国5年期以上的LPR已经连续七个月没有变化，1年期LPR则5个月没有变化。

贷款市场报价利率是由各报价行按公开市场操作利率加点形成的方式报价，由全国银行间同业拆借中心计算得出，为银行贷款提供定价参考。而本次下调的5年期LPR是企业中长期贷款以及个人住房贷款定价的重要参考基准。

因为2023年中国房地产市场表现较预期弱，所以自去年下半年以来，各地政府皆在陆续出台不同的刺激政策，如开放限购、下调首付比例等。而本次只下调5年期LPR而维持1年期 LPR 的「非对称降息」，相信将进一步降低居民的融资成本，为疲软的楼市注入能量。不过根据2023年的经验，中国房地产市场牵涉因素较多，所以政策落地后的真正刺激效果仍有待观察。

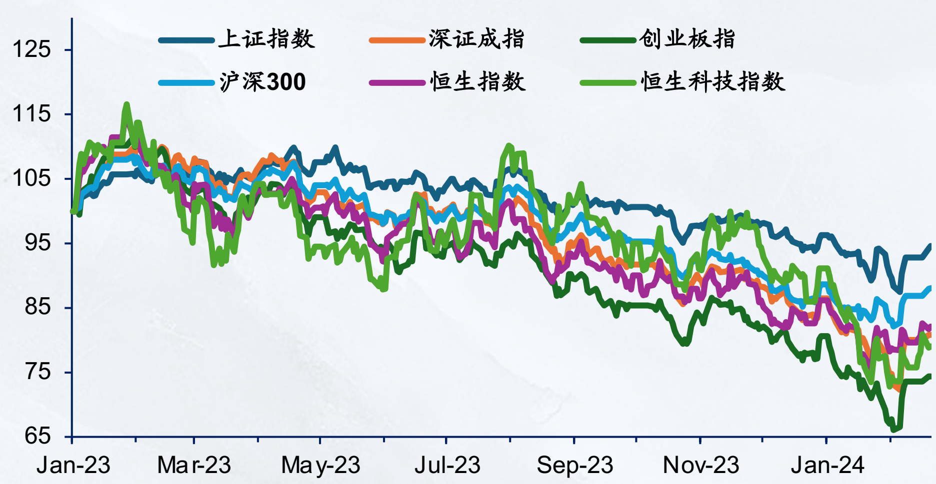
在股市方面：受降息政策提振，今日A股早盘走低后震荡回升。截至收盘，上证指数达成5连阳，站稳2,900点，单日涨幅0.4%；深证成指及创业板指分别收涨0.04%及收跌0.01%。港股方面，恒生指数收涨0.57%，恒生科技指数收涨0.35%。

图1：近期内地及香港主要股指表现

	今日涨跌幅	周涨跌幅	月涨跌幅	2024至今涨跌幅
上证指数	0.42%	1.98%	3.19%	-1.75%
深证成指	0.04%	0.97%	1.35%	-6.50%
创业板指	-0.01%	1.12%	1.79%	-7.68%
沪深300	0.21%	1.36%	4.31%	-0.59%
恒生指数	0.57%	3.18%	6.13%	-4.69%
恒生科技指数	0.35%	4.39%	4.30%	-13.28%

数据来源：Choice

图2：2023年至今内地及香港主要股指走势



数据来源：Choice

外汇利率：创纪录的5年期LPR下调强化了降低家庭抵押贷款负担的政策目标，并将为信贷需求带来正面影响，因为5年期LPR是中国抵押贷款和一些长期项目贷款的基准。 另一方面，我们认为，LPR降息将意味着银行净利差下降，而这只能透过后续公开市场操作和存款利率下调来弥补。 不过，今日的贷款利率下调和周日的中期借贷便利利率不变形成明显对比。 由于 MLF 利率是银行间利率的基准，因此在我们看来，中国央行不愿下调MLF利率表明其希望在汇率稳定与支持增长的需要之间取得平衡。

我们认为，最近的降准是为了应对市场压力，旨在在1月份股价大幅下跌的情况下提振市场信心。 近日由于股市压力缓解，立即降息的紧迫性降低，美联储也可能推迟降息。 释放额外的流动性可能会威胁外汇稳定，而央行正通过将人民币中间价保持在7.1和公开市场操作谨慎控制市场流动性来保护外汇稳定。

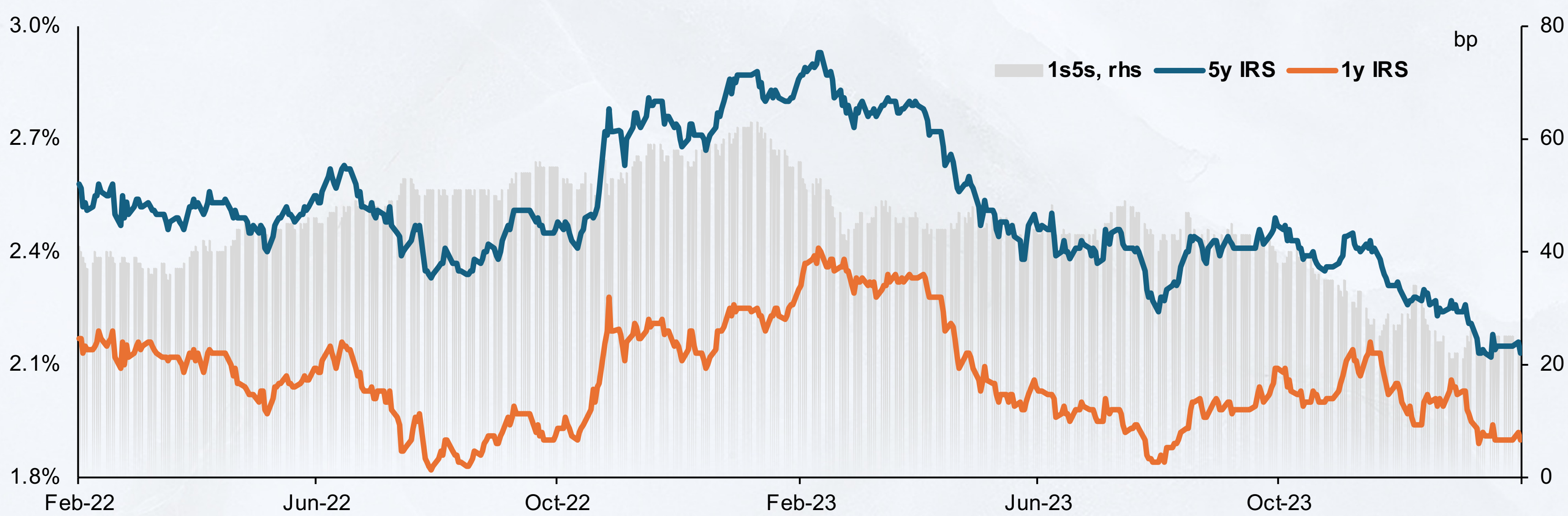
美元人民币汇率将在美联储降息前呈现双向波动，而中国央行将致力于维持汇率稳定。 人民银行对于外汇的管制手段相对多元且强力（例如指导中资大行于市场上出售美金，在香港透过外汇互换收紧离岸人民币流动性等），因此我们相信美元人民币将能维持在 中间价设置的区间内（6.95 - 7.25）。 不过，对于我们而言，美联储货币政策才是决定人民币汇率的关键。 巨大的中美利差将持续限制人民币升值，因此该货币对将跟随美元走势，并在上半年迎来震荡（7.1-7.3），并且在下半年随着美国降息而升至7的水平。 央行亦可能进场收紧离岸人民币流动性以消灭套利交易的利差优势，因此该货币对突破新高的可能性偏低。

我们认为，今年 MLF 利率将迎来总共25个基点的降息，分别发生在三月全国人大后和五月，主要就是跟随中央政府稳增长的目标。 政策方向的持续性和一致性将是本次中国资产价值反弹的要件，居民和投资者需看到中国政府强势积极的决心，投资中国的信心才能复苏。 因此，若全国人大释放了积极利好的讯号，那中国将有望迎来强劲的外资流入，进一步支撑人民币汇率（如2022年10月至12月，外资的乐观情绪一路将美元人民币从7.3推至6.8 ）。

利率曲线平坦化趋势已迎来终点，但曲线陡峭化的空间仍有限。 LPR 下调对风险和情绪具有正面作用，但LPR更多的是针对信贷而非银行间利率。 因此尽管利率曲线非常平坦（已来到历史新低），并且面临股市上行挤压的风险，但由于缺乏 MLF 削减或更多货币宽松措施，利率陡峭化交易获利的空间目前将非常有限。 在我们看来，三月全国人大宣布的经济增长目标和重点板块关注将会决定中国利率的下一步走势。

另外，不同于一般地区，中国的利率分层化令降息带来的正面影响难以传导至实体经济。 充足的银行间流动性导致银行间利率下降，进而鼓励银行增加投资杠杆。 虽然银行通过套利获利，但资金却没有流向实体经济，从而提高了非银行机构的融资成本。 此类现象在杠杆率极高的2015-16年尤其突出。 此类事件只有在监管机构介入后才得以解决。 所以我们也有望看到央行出台新政策以促进实体经济发展。

图3：2022年至今中国利率交换走势



数据来源：Refinitiv

Disclaimer

This report is generated by the analyst at CUIRS Investment Research (hereby "CUIRS" including any of its member). CUIRS is a non-profit student organizations aims to enhance the student's investment research ability in Hong Kong. This report is not an investment recommendations and CUIRS is not responsible for any clients, the information and investment insights is published only for students' self-practices.

All information provided herein is for informational purposes only. CUIRS do not invest money or act as a financial adviser to clients or accept investment commissions or fees. Financial investing is a speculative, high-risk activity. No offers to buy or sell any security are being made on this student research report.

THERE CAN BE NO ASSURANCE THAT ANY PRIOR SUCCESSES, OR PAST RESULTS, AS TO INVESTMENT EARNINGS, OR OTHER INFORMATION, CAN BE USED AS AN INDICATION OF YOUR FUTURE SUCCESS OR RESULTS.

READERS OF THIS REPORT ARE ADVISED TO DO THEIR OWN DUE DILIGENCE WHEN IT COMES TO MAKING BUSINESS AND FINANCIAL DECISIONS AND ALL INFORMATION

YOU AGREE THAT THE CHINESE UNIVERSITY OF HONG KONG INVESTMENT RESEARCH SOCEITY ("CUIRS") OR ANY OF ITS MEMBER.ARE NOT RESPONSIBLE FOR THE SUCCESS OR FAILURE OF YOUR BUSINESS DECISIONS RELATING TO ANY INFORMATION PRESENTED BY THIS REPORT OR ANY CONTENT GENERATED BY THE CHINESE UNIVERSITY OF HONG KONG INVESTMENT RESEARCH SOCEITY ("CUIRS") OR ANY OF ITS MEMBER.

No Investment Advice

The information in this report has been complied from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinion and estimates include in this report constitute our judgement as of this date and are subject to change without notice. The report is for academic purpose only, you should not regard this report as an investment/legal/tax/financial/any recommendation or offer to buy any securities.

Any use, disclosure, distribution, dissemination, copying, printing or reliance on this publication for any other purpose without our prior consent or approval is strictly prohibited. All rights reserved to CUIRS and any of its members, including the direct composers of this report.

CUIRS will not accept any responsibility or liability whatsoever for any use of or reliance upon this publication or any of the contents hereof. Neither this publication, nor any content hereof, constitute, or are to be construed as, an offer or solicitation of an offer to buy or sell any of the securities or investments mentioned herein in any country or jurisdiction nor, unless expressly provided, any recommendation or investment opinion or advice. This research report is not to be relied upon by any person in making any investment decision or otherwise advising with respect to, or dealing in, the securities mentioned, as it does not take into account the specific investment objectives, financial situation and particular needs of any person.

CUIRS Analyst Certification

The CUIRS analysts hereby certify that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report.

About The Chinese University of Hong Kong Investment Research Society (CUIRS)

Established in 2022, CUIRS was founded by 7 undergraduates at The Chinese University of Hong Kong, to enhance students' investment research ability across various asset classes in global markets, to further achieve future career success. Our goal is to establish strong in-house research abilities by delivering high-quality monthly research.