

事件：9月20日，央行发布9月份贷款市场报价利率（LPR）：1年期LPR为3.35%，5年期以上LPR为3.85%。对比8月数据，9月LPR报价保持不变。

9月LPR不变 ≠ 宽货币窗口关闭。随着9月美联储降息50bp落地，市场期待的中美宽松共振已达成其一。但国内9月LPR“出乎意料”的保持不变，似乎显示国内当下并不急于宽货币，中美宽松共振的预期看似要落空？我们认为9月LPR不变并不等于宽货币窗口关闭，国内货币宽松仍有望到来，只不过执行的节奏和落地时点要根据国内现实。

历史经验：海外降息落地，国内货币也会宽松，只是节奏不完全同步。此前两次典型的海外降息周期中（2008、2019-2020），国内货币政策也会转向宽松，但这两次经验中，国内宽货币的节奏上都略晚于海外。

现实考虑：海外降息是国内宽货币的必要但不充分条件。7月政治局会议提及“外部环境变化带来的不利影响增多”、“及早储备并适时推出一批增量政策举措”，或意味着货币宽松对冲潜在的地缘压力也是一个重要选择，所以**宽货币的落地不仅考虑外部的掣肘，可能更注重内部稳增长。**

具体操作：央行兼顾多重目标，宽松节奏有先有后。年初以来，央行兼顾的目标至少包括三个方面：1) 海外高利率下的汇率稳定；2) 银行息差收窄后的金融稳定；3) 防止资金沉淀空转。**所以落实到具体执行层面，宽货币不可能一蹴而就。**

降准、降逆回购/MLF利率可能先行。一方面，美联储转向实质性落地，在岸人民币汇率自两个月前的7.27已大幅回落至7.06，为国内宽松打开空间；另一方面，DR007持续在政策利率附近运行，M2同比增速已经显著向名义GDP增速收敛。**保持流动性宽松，降低短端利率，这样既释放宽松信号，也有利于保持利率曲线陡峭。**

存量房贷利率调整或紧随其后。8月限额以上社零增速的负增长加速，上半年部分一线城市社零累计同比负增长，提振消费政策或将进一步加强。考虑到北京、上海、深圳等城市存量房贷与新发房贷利率有较大差距，部分居民较高的利息支出或影响消费能力，调整存量房贷利率或有望紧随其后。

年内的LPR下调与存量房贷利率调整或“不叠加”。类似的是，2023年8月5年期LPR就曾“让位于”同月末的存量房贷调整公告。**我们测算了存量房贷几个可能的调降方式对银行息差的影响程度：**

一是“一步走”，存量房贷利率直接降至新发水平，预计影响银行息差9bp左右，后续存款降息仅能部分对冲。

二是先“削峰”，存量房贷利率降至5年期LPR+0水平，预计影响银行息差4bp左右，可被后续存款降息对冲。

三是，如果年内存量房贷利率“削峰”与1年期LPR降息前后搭配落地，两者预计共影响银行息差9bp左右，后续存款降息能部分对冲。

为了兼顾降低社会融资成本与稳定银行息差，**先降存量房贷利率、后降1年期LPR，可能是当下最优选择。**

➤ **风险提示：**货币政策超预期；国内经济基本面超预期。



分析师 陶川

执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师 吴彬

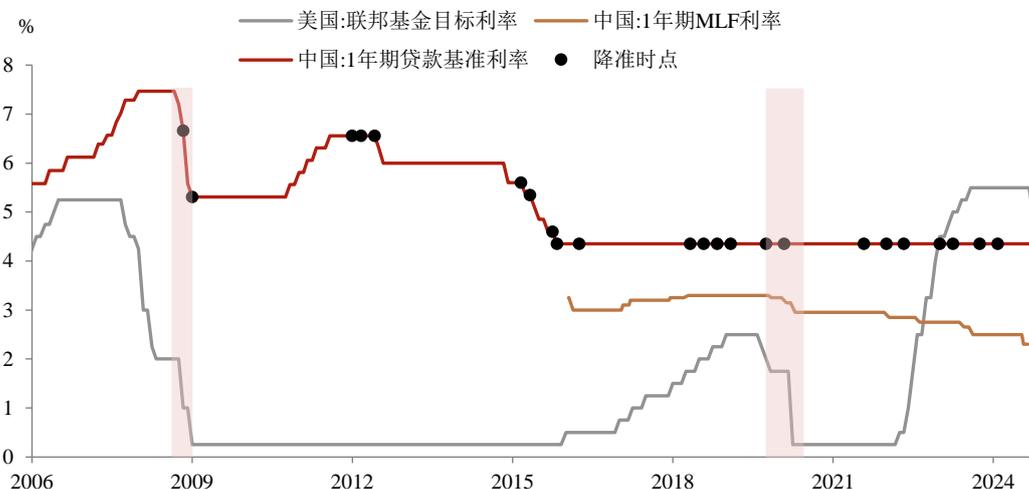
执业证书：S0100523120005

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

- 1.宏观专题研究：降息的预期与现实如何博弈？-2024/09/19
- 2.2024年9月美联储议息会议前瞻：25bp的后手棋如何下？-2024/09/18
- 3.假期消费点评：中秋消费“打几星”？-2024/09/18
- 4.宏观专题研究：产能周期行程近半？-2024/09/16
- 5.2024年8月金融数据点评：社融总量不弱，静待政策加力-2024/09/14

图1：历史上典型的两次中美同步降息周期

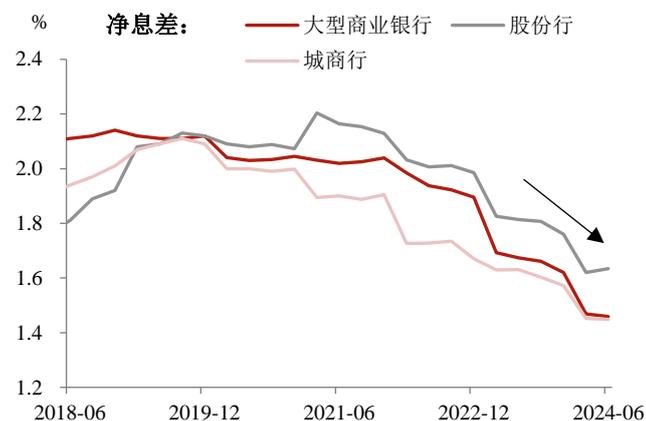


中美同步降息时期	中美降息周期开启时差	美联储降息	中国央行降息	中国央行降准
2008.4-2008.12	美联储领先1年开启降息	降息4次，共200bp	降息5次，共216bp	两次
2019.10-2020.4	美联储领先3个月开启降息	降息3次，共175bp	降息3次，共35bp	两次

资料来源：wind，民生证券研究院

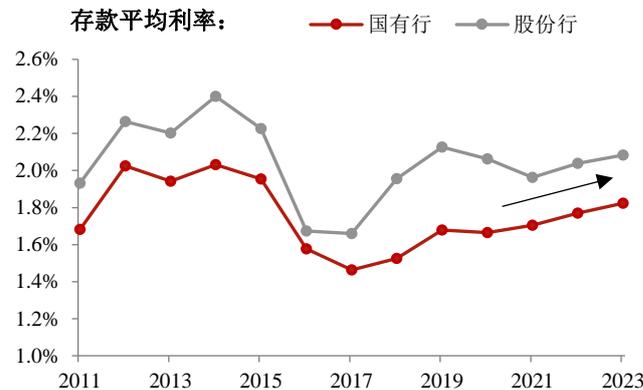
注：数据截至2024年9月19日。

图2：2024年6月末银行净息差仍在低位



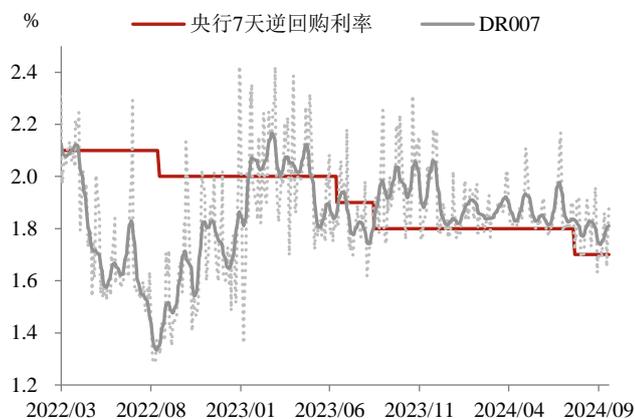
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：过去3年存款平均利率持续上行



资料来源：各公司财报，民生证券研究院

图4：近期 DR007 在政策利率上方运行



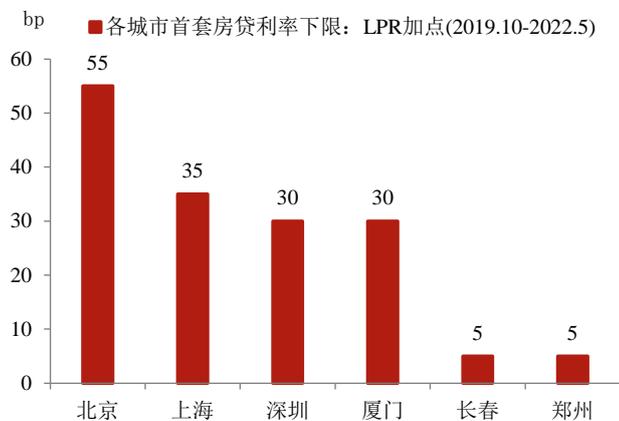
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：2024 年 8 月-12 月 MLF 到期量逐渐增加



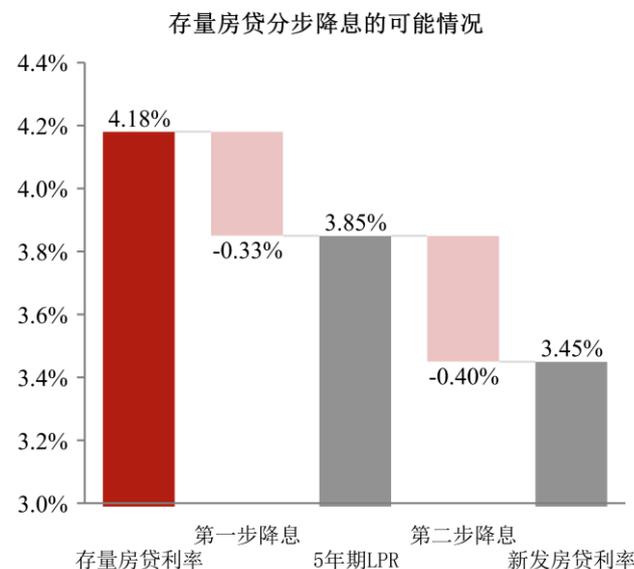
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2023 年 9 月存量房贷利率降息后，个别城市中的部分存量房贷依然有较高的加点情况



资料来源：央行各地方分行，民生证券研究院

图7：存量房贷分两步降息的可能情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：考虑到存量房贷一次性降息对银行息差的影响可能较大，这里假设存量房贷利率可能分两步调降，第一步调整至5年期LPR+0水平，第二步调整至2024年6月末新发房贷利率水平。根据个人住房贷款余额与新发房贷利率的历史数据测算，2024年6月末存量房贷平均利率约4.18%。

图8：不同降息情景对银行息差的影响

(bp)	1YLPR 降息10bp	5YLPR 降息10bp	存量房贷 降至LPR+0	存量房贷 降至新发水平	OMO/MLF 降息10bp	存款 降息10bp
国有行	4.7	1.4	4.4	10.1	0.1	7.4
股份行	5.3	1.0	3.1	7.2	0.2	6.4
城商行	5.1	0.7	2.0	4.7		6.7
农商行	5.2	0.6	2.0	4.5		7.6
整体	4.9	1.3	3.9	8.9		7.1

资料来源：各公司财报，wind，民生证券研究院

注：根据上市银行2024年中报数据静态测算，测算时点为2024年6月末。根据个人住房房贷余额与新发房贷利率的历史数据测算，2024年6月末存量房贷平均利率约4.18%。

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026