

LPR 降息？简单了

基本结论

- **事件：**8月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为4.25%，5年期以上LPR为4.85%。我们点评如下：
- **新LPR机制改变了什么？**完善LPR形成机制根本目的在于降低实际利率，通过打破贷款利率的隐性下限，把前期降低的市场利率传导成为降低实体经济信贷利率。
- **6个bp等于“降息”吗？**从首次报价情况看，1年期LPR较过去降低6个bp，但我们认为LPR的下降不能简单解读为降息。一是LPR改革存在“新老划断”，不同于直接降低基准利率；二是判断是否降息，应该对比之前贷款最低利率；三是从LPR形成机制看，改革的重点在于“市场化”。
- **新LPR落地，影响有多大？**具体影响包括三个方面：1) 对于银行业而言，短期内贷款利率下降对于息差、盈利有一定的负面影响；2) 从“降成本”角度看，央行可能出台配套政策措施和考核机制来增强银行意愿；3) 房地产融资收紧趋势不变。
- **小结：往前看，降成本的关键在于如何引导LPR进一步降低。**从央行二季度货币政策报告“保持定力”的表态，到今日吹风会上提及“市场利率向实体经济传导形成了阻碍”，我们判断央行利率市场化改革的核心目标在于改善民企小微等实体融资，即结构性宽信用。因此，在前期市场利率下行明显的情况下，进一步降低公开市场操作利率的必要性和可能性有限。7月以来10Y国债收益率大幅下行一度破“3”，对于基本面下行预期反映较为充分，未来进一步下降可能需要新的催化剂。
- **风险提示：**货币政策大幅收紧；利率波动超预期。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjq.com.cn

肖雨 分析师 SAC 执业编号：S1130519050001
xiaoyu@gjq.com.cn

内容目录

1. 新 LPR 机制改变了什么?	3
2. 6 个 bp 等于“降息”吗?	3
3. 新 LPR 落地, 影响有多大?	4
4. 小结	4
5. 风险提示	5

图表目录

图表 1: 基准利率和 LPR 变化 (%)	3
图表 2: 未来需要观察 MLF 利率下降的可能性 (亿元)	4

事件：8月20日，贷款市场报价利率（LPR）公布：1年期为4.25%（相比之前下降6个bp），5年期以上为4.85%。那么，如何解读6个bp的变化？对于市场影响有多大？我们解读如下：

1. 新 LPR 机制改变了什么？

作为利率市场化的关键一步，完善 LPR 形成机制根本目的在于降低实际利率。央行希望新的 LPR 机制能够打破贷款利率的隐性下限，把前期降低的市场利率传导成为降低实体经济信贷利率。相比于老的 LPR 机制，主要变化有四点：

首先，原有的 LPR 多参考贷款基准利率进行报价，市场化程度不高，而改革后各报价行在公开市场操作利率的基础上加点报价，1年期 MLF 能够反映银行边际资金成本，加点幅度则体现出各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素；

其次，原有机制只有 1 年期，现在增加 5 年期，品种丰富的同时为中长期贷款定价提供依据；

第三，增加报价行样本数量，以往 LPR 只反映全国大行，现增加城商、农商、外资、民营银行代表，提高报价的代表性和实际应用价值；

最后，报价频率改为每月一次，有效提高报价质量，增加银行贷款业务的操作便利性。

2. 6 个 bp 等于“降息”吗？

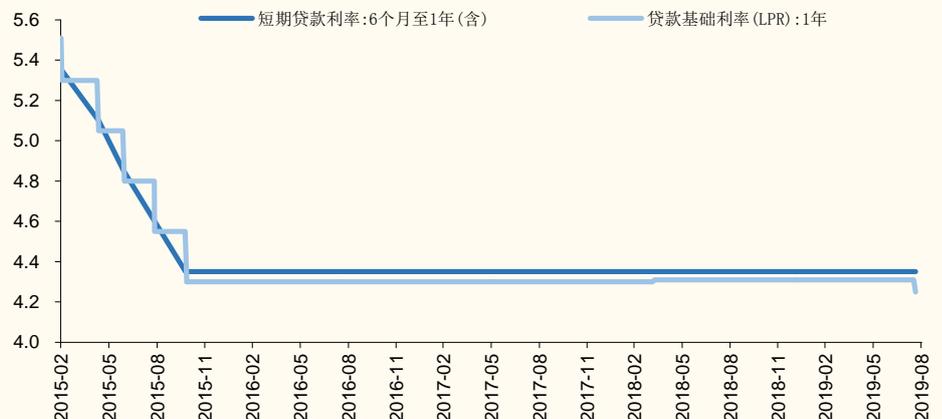
从首次报价情况看，1年期 LPR 较过去降低 6 个 bp，但我们认为 LPR 的下降不能简单解读为降息，具体理由如下：

一是 LPR 改革存在“新老划断”，不同于直接降低基准利率。如果是直接降低基准利率，不仅能影响新增贷款的利率，同时会降低存量贷款的利率，但本次 LPR 改制明确提出“为确保平稳过渡，存量贷款仍按原合同约定执行”，效果相对有限。

二是判断是否降息，应该对比之前贷款最低利率。按照市场惯例，之前贷款利率的底线是一年期贷款基准利率的九折，即 3.915%，如果把 4.25% 的 LPR 报价作为新的贷款利率底线，显然不能解读为实质性降息。由于各银行可以在 LPR 基础上自主加减点，意味着部分客户贷款利率下行空间更大，但整体加权平均利率变化仍取决于实体融资需求和银行信贷供给。

三是从 LPR 形成机制看，改革的重点在于“市场化”。新 LPR 的意义在于改变银行贷款定价参考，完善贷款市场报价利率的改革，是“修水渠”，让利率传导更加畅通，并不能替代货币政策，也不能替代其他的政策。贷款报价在 MLF 利率基础上加点需要反映各家银行资金成本、风险溢价等，短期来看，除 MLF 利率外，其他因素相对刚性。因此是否降息的关键需要关注 MLF 利率变化。

图表 1：基准利率和 LPR 变化 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

3. 新 LPR 落地，影响有多大？

LPR 改革主要是释放“降低实际利率”的政策信号，考虑到存款定价机制暂时未动，两轨并一轨后续如何推动任重道远。银行内部如何真正实现存贷款业务和金融市场业务的价格并轨，可能是未来利率市场化改革的难点和重点。因此短期来看，LPR 改革有利于增强货币政策的效果，但对于降低实体融资成本、引导“宽信用”的作用可能有限。对市场的影响包括几个方面：

- 1) 对于银行业而言，短期内贷款利率下降对息差、盈利有一定的负面影响，但考虑到存款基准利率将在未来较长时间内保留，负债端的稳定使得冲击相对可控。
- 2) 从“降成本”角度看，央行可能出台配套政策措施和考核机制来增强银行意愿。具体包括：将银行对于 LPR 的应用情况纳入 MPA 考核，考核成绩好的给予定向降准或者 TMLF 操作置换 MLF 的奖励等。
- 3) 房地产融资收紧趋势不变。基于“房住不炒”的目标定位，房贷利率由参考基准利率变为参考 LPR，但最终的贷款利率水平要保持基本稳定。具体细节方面，今日政策吹风会上央行领导明确表示，“将发布关于个人住房贷款利率政策的公告，同时房贷的利率不下降。”¹

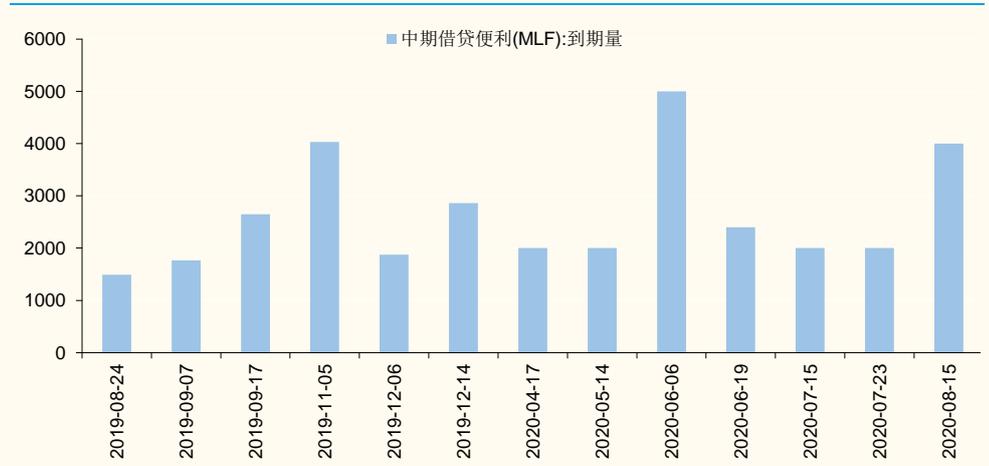
4. 小结

从今日债市表现看，国债期货窄幅震荡小幅收跌，新 LPR 首次报价对于债市影响不大，因为本次 LPR 小幅下降更多是对前期市场利率下降的反映和修复，并不意味着货币政策的调整和放松。

往前看，降成本的关键在于如何引导 LPR 进一步降低，具体路径有两条：一是降低无风险利率，即公开市场操作利率，二是降低风险溢价，即银行“加点”幅度。相较而言，两条路径分别对应于“宽货币”和“结构化宽信用”，对于利率债的影响截然相反。如果央行调降 MLF 利率，短端引导长端收益率下行必然构成利好；反之如果维持 MLF 稳定，逐步压缩“加点”的方式，对利率债构成利空。

从央行二季度货币政策报告“保持定力”的表态，到今日吹风会上提及“市场利率向实体经济传导形成了阻碍”，我们判断央行利率市场化改革的核心目标在于改善民企小微等实体融资，即结构性宽信用。因此，在前期市场利率下行明显的情况下，进一步降低公开市场操作利率的必要性和可能性有限。7 月以来 10Y 国债收益率大幅下行一度破“3”，对于基本面下行预期反映较为充分，未来进一步下降可能需要新的催化剂。

图表 2：未来需要观察 MLF 利率下降的可能性（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

¹ <https://finance.qq.com/a/20190820/006973.htm>

5. 风险提示

货币政策大幅收紧；利率波动超预期。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10581

