

LPR 能改变什么，不能改变什么？

摘要

央行 8 月 17 日宣布了新的贷款利率定价机制，将贷款利率基准改为 LPR，而 LPR 又以 MLF 为基准加点形成，这意味着 MLF 利率将成为整体利率的基准，央行将银行间利率与实体融资利率进行了有机联动，两轨并一轨有效推进。贷款利率改革是利率市场化的重要一步，能够改变银行利率定价机制，但在金融体系格局未改变情况下，本次改革并不能解决所有问题。由于银行资金成本未有下降，竞争格局未改变情况下利差是否收窄存在不确定性，因而整体贷款利率是否下降依然有待继续观察。同时，利率定价机制改革难以改变货币政策传导渠道不畅情况，因而不会带来信贷社融扩张，甚至如果行政性压力利率可能导致银行惜贷。贷款定价机制良性作用更好的发挥需要其它金融改革进行配合。

从对资本市场影响来看，本次贷款利率定价机制改革继续利好债市，一方面，贷款利率调降压力下，债券相对于贷款吸引力在上升，银行将更多配置债券；另一方面，MLF 与贷款利率挂钩后，为引导实体融资利率下行，MLF 利率调降可能性显著上升。债券牛市将持续，10 年期国债利率依然具有下行空间。

风险提示：经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

相关研究

1. 经济依然保持弱势，央行改革贷款利率定价机制 (2019-08-18)
2. 供需双缩经济放缓压力加强，政策需适时调整 (2019-08-14)
3. 实体融资再度收缩，结构性政策阻碍信用投放 (2019-08-13)
4. 经济依然偏弱，政策延续结构性导向 (2019-08-12)
5. 货币政策继续以结构性为主——2019 年 2 季度《货币政策执行报告》解读 (2019-08-11)
6. 消费品通胀压力有限，工业品通缩压力加剧 (2019-08-10)
7. 转口贸易支撑出口小幅回升，未来仍将延续弱势 (2019-08-09)
8. 信用面临收缩，资产荒将再现——2019 年 3 季度银行信贷经理调研 (2019-08-06)
9. 15 年会再现吗？——汇率破 7 后的走势与影响 (2019-08-05)
10. 再度加征关税对中方影响有限，或更多是美方策略 (2019-08-04)

央行推出贷款利率定价机制重要改革措施。8月16日国务院常务会议要求部署运用市场化改革推动实际利率水平明显降低和解决“融资难”问题。央行很快在8月17日公布改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，宣布将于每月20日公布贷款市场报价利率，报价银行由10家扩大至18家，期限扩展至1年和5年两个品种。重要的是LPR需要按公开市场操作利率（主要是MLF利率）基础上加点的方式形成。

如此重要的贷款利率定价机制改革，对金融体系和实体经济融资利率将产生重大改变。但以LPR为基础的贷款利率定价机制只涉及贷款，在未改变其它金融制度的情况下，能否有效的降低实体经济融资利率，能否对全面改变实体融资成本，并不确定。因而，我们在本文对新的基于LPR的利率定价机制能够改变什么，不能改变什么，进行分析。

首先，显然的是LPR将改变贷款利率定价机制，以及银行在贷款定价方面的运营机制。相对于此前贷款基于基准利率的定价机制，当前基于LPR的定价机制意味着银行利率基准的变化，相应的，银行资金管理和贷款部门的定价机制也需要相应的调整，这需要银行的运营进行相应调整。

其次，MLF将成为央行新的重要货币政策工具，央行为降低实体融资利率降低MLF利率可能性在上升。新的贷款利率定价工具基于LPR，而LPR又需要基于MLF的利率上加点形成，这意味着MLF利率将成为整个利率体系的重要基准，因而MLF利率将成为央行直接影响贷款利率的重要货币政策工具。在央行一系列货币政策工具中，MLF的重要性明显上升，甚至可能成为最为重要的货币政策工具。而为了引导实体经济融资利率上升，未来央行降低MLF利率的可能性在上升。而最近的MLF到期是在8月24日，到时央行续作，是重要的利率调降观察窗口。

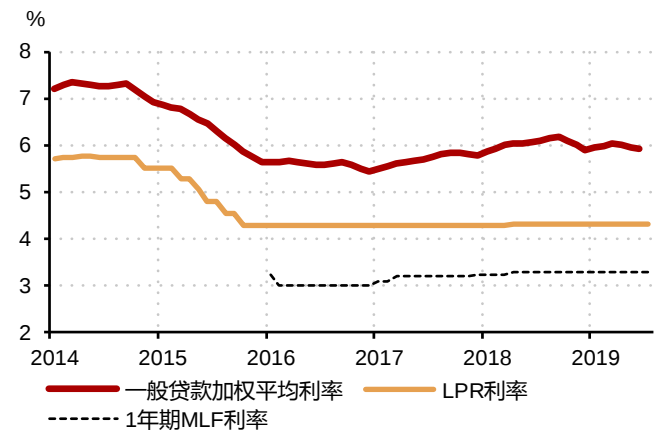
再次，这是利率市场化的重要举措，央行将银行间市场利率和贷款利率打通，实现央行以价格化方式通过调控银行间利率直接影响实体利率的改革。这次贷款利率定价机制改革是利率市场化过程中的重要一步，央行对实体经济贷款利率的影响不再通过贷款基准利率，而是可以通过市场化的影响银行间利率，主要是影响MLF利率，以此来影响LPR和实体经济贷款利率。新的定价机制下贷款利率与实体融资利率有了有效连接，形成央行以价格化方式实施货币政策，影响实体融资利率的机制。

最后，银行可能需要让利，利润将被一定程度挤压。由于本次定价机制改革主要是贷款利率，不涉及银行存款成本。而银行间市场利率也不会因为此次改革而下降，因而银行资金成本不会发生变化。但国务院要求本次改革目的在于推动实际利率水平明显降低和解决“融资难”问题，因而在实际中需要产生整体贷款利率下降的效果，这意味着银行需要面临利差收窄的压力，因而利润将被一定程度挤压。

但贷款利率定价机制的改变真的能够实现货币政策顺畅的有银行间市场传递至实体经济，有效降低实体经济融资成本吗，特别是在金融体系和实体经济没有实质变化情况下，这种情况需要进一步观察。从历史数据可以看到，LPR与贷款基准利率基本一致，当前4.31%的LPR利率与4.35%的1年期贷款基准利率几乎相同，显示过去几年LPR并未承担明显不同于基准利率的定价作用。而从MLF和LPR利率的差来看，过去几年也没有太大变化。2016年MLF利率较低时期为3%，与LPR利差为130bps，而目前MLF利率上升至4.31%，与LPR利差为101bps。但相对来看，随着近年贷款利率趋于市场化，一般贷款加权平均利率波动更大，从2016年中最低的5.58%上升至2018年9月的6.19%，累计上升61bps，到今年2季度下降至5.94%。过去几年LPR与贷款基准利率基本一致，与MLF差别有限，而

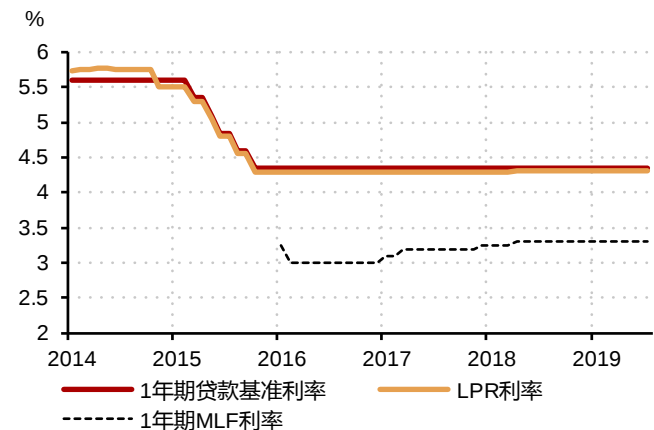
实际的一般贷款加权平均利率呈现出更大的波动和变化，现在将贷款定价机制有基准利率改为 LPR，实际能够产生多大影响，有待继续观察。

图 1：实际贷款利率比 MLF 和 LPR 波动更大



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：LPR 与 1 年期贷款利率基本一致，与 MLF 差距稳定

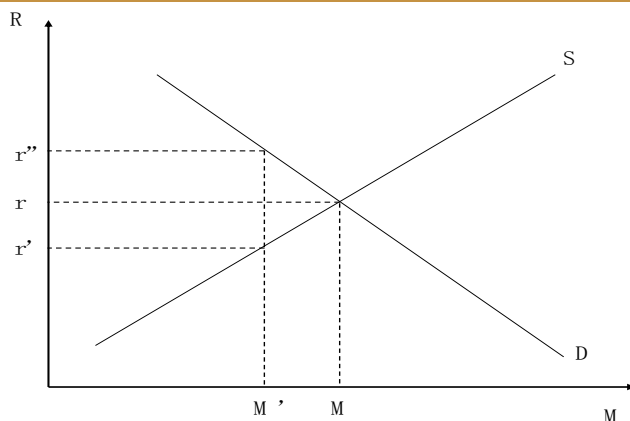


数据来源：Wind，西南证券整理

首先，在金融体系没有充分改革的情况下，整体融资成本是否会出现明显下降有待继续观察。我们知道，本次定价机制改革不涉及银行资金成本，因而银行资金成本不会出现下降。而银行整体竞争格局决定其利差状况，在我国以大型银行为主的体制下，这种竞争格局尚未调整，因而利差难以出现收缩。资金成本不下降，利差不收缩的环境下，整体融资成本是否会明显下降存疑，需要继续观察。

其次，不排除借助新工具行政性降低实体融资成本的可能，但这可能导致融资规模的收缩。本次贷款利率定价机制改革是在国务院运用市场化改革推动实际利率水平明显降低的要求下推进的，降低融资成本是重要目的。结合目前的结构性政策导向，我们认为未来存在定向要求商业银行降低对民企、小微和制造业贷款利率在 LPR 基础上加点规模的可能，或者增加这方面的考核。从实际效果上来看，相当于通过行政指导，将利率水平从之前均衡的 r 调降至目前的 r' 。但相应的，融资规模也从 M 下降至 M' （图 3）。在实际过程中，会体现为银行在低价情况下惜贷的情况。而这是企业的实际融资成本也可能不是 r' ，而是介于 r' 和 r'' 之间的某个利率，具体水平由政策引导力度以及银行实际操作决定。

图 3：与 15 年不同，本次汇率并未累计较大贬值压力



数据来源：Wind，西南证券整理

再次，贷款定价机制改革对疏通货币政策传导机制可能作用有限，这是对当前信用投放的主要约束。贷款定价机制改革改变的是贷款利率的定价方式，而目前货币政策传导渠道不畅是由于政策引导与微观激励不一致。结构性政策下，政策引导资金投放的民企、小微和制造业等部门信用资质较差，而经济走弱环境下这些部门融资需求又在收缩，但政策进行融资管控的部门如房地产和基建又具有较强的融资需求。结构性政策下政策导向和微观激励不一致，这些并非贷款利率定价机制改革能够改变的。因而我们认为贷款定价机制改革难以疏通货币政策传导机制，因而也难以带来融资规模的放量。

而从对资本市场影响来看，利率定价机制改革将继续利好债市，债牛将持续。这次贷款利率定价机制将是明确利好债市的，将继续推动利率债行情。一方面，按政策目标，降低贷款利率意味着相对于债券，贷款的吸引力下降，因而银行可能更多的配置债券；另一方面，经过本次改革之后，贷款利率与 MLF 直接挂钩，在降低实体经济融资成本的目标之下，MLF 利率调降的可能性大幅上升，这也将为债市带来利好。因而利率债将延续牛市，10 年期国债利率在下降至 3% 附近后有望继续下行。

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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_10610

