

LPR：利率传导与房住不炒



报告日期：2019 年 08 月 18 日

★利率传导出现了什么问题：

过去一般贷款加权利率的形成机制是，在贷款基准利率的基础上，叠加贷款利率相对基准利率的加权浮动比例。正常情况下金融市场的利率会影响这一加权浮动比例的变动。资管新规之后，一般贷款的加权浮动比例与金融市场利率走势相反，导致目前金融市场利率处于低位，但是一般加权贷款利率较高。利率传导出现阻碍。

★LPR 与一般贷款加权利率：

新的 1 年期贷款市场报价利率（LPR）的形成机制中，各个报价银行在央行公开市场操作利率（1 年期 MLF 利率为主）的基础上加点。我们认为未来可能一般贷款加权利率是在 1 年期 LPR 的基础上，叠加一般贷款的加权浮动比例。这样，一般贷款利率既受到央行公开市场操作的直接影响，也受到金融市场利率的影响，贷款利率更加市场化。

★5 年期以上 LPR 与房住不炒：

央行并没有明确 5 年期以上 LPR 的形成机制，仅仅是说明 5 年期以上的品种为银行发放住房抵押贷款等长期贷款的利率提供参考。我们认为，此次 LPR 的改革中，提出 5 年期以上品种，目的是为了进一步强化房住不炒。1 年期 LPR 与 5 年期以上 LPR 的利率走势或出现分化，将使得央行货币政策的调控更加精细。

★风险提示：

政策调控力度超预期。

刘鸿 资深分析师（宏观、国债）
从业资格号：F3034263
投资咨询号：Z0014507
Tel: 8621-63325888-4110
Email: hong.liu@orientfutures.com

目录

1、利率传导出现了什么问题.....	4
2、LPR 与一般贷款加权利率.....	5
3、5 年期以上 LPR 与房住不炒.....	6
4、风险提示.....	7

图表目录

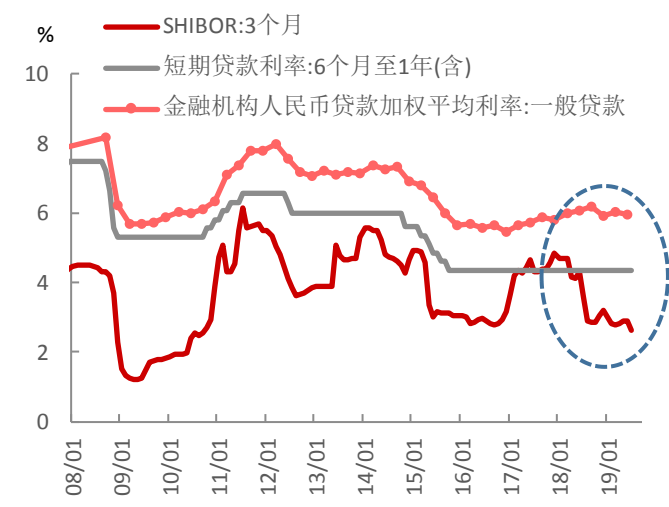
图表 1：金融市场利率与一般贷款加权利率分化	4
图表 2：一般贷款利率在基准利率基础上的浮动占比	4
图表 3：Shibor 利率与一般贷款相对基准利率浮动比例	5
图表 4：一般贷款相对基准利率浮动比例与加权利率	5
图表 5：一般贷款加权利率与房贷加权利率同步	6
图表 6：房贷利率变动领先居民贷款规模变动半年左右	6

1、利率传导出现了什么问题

国内金融市场利率已经市场化，而银行贷款利率仍然存在基准利率，两者之间存在利率双轨的问题。对于实体经济来说，重要的是加权贷款利率。过去金融机构的贷款加权利率既受到基准利率的影响，也受到金融市场利率的影响。

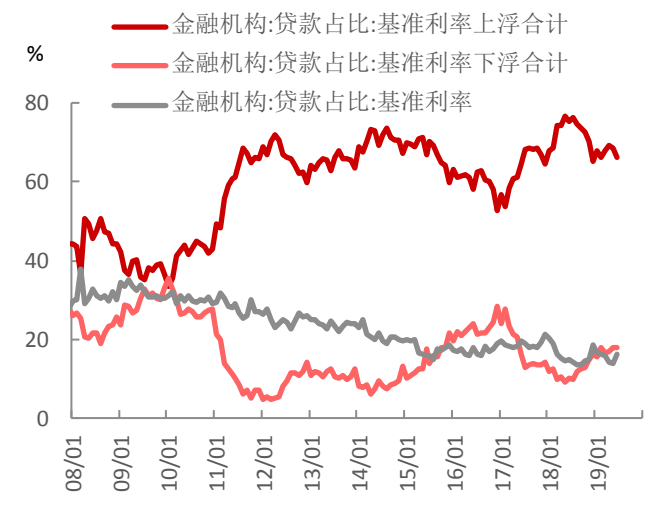
银行在给不同企业贷款的时候，会在贷款基准利率的基础上做一定的浮动调整。例如，2019年6月，一般贷款中执行上浮利率的贷款占比为66.2%，执行下浮利率的贷款占比为17.8%，执行基准利率的贷款占比为16.1%。每个月份，贷款浮动的比例都有不同。因此在基准利率不变的情况下，贷款的加权利率也会变动。

图表1：金融市场利率与一般贷款加权利率分化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：一般贷款利率在基准利率基础上的浮动占比



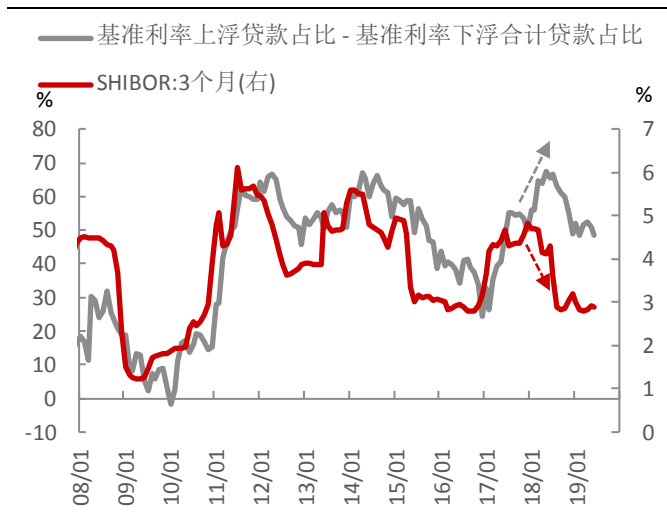
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

我们用一般贷款中，基准利率上浮贷款的占比与基准利率下浮贷款的占比之差，来衡量银行贷款相对基准利率浮动的整体情况。可以发现，大部分时间里，整体的贷款浮动情况是与Shibor利率的变动有较高的一致性。即金融市场的利率可以通过银行贷款浮动比例的变动来影响实体企业的加权融资成本。而银行整体的贷款浮动情况与一般贷款加权利率确实有高度的一致性。

但是在2018年，却出现了银行贷款浮动情况与金融利率变动方向相反的现象。2018年上半年，以Shibor利率为代表的金融市场利率明显回落，但是银行贷款整体的浮动情况上升，导致一般贷款加权利率上行，与金融市场的利率反向变动。表明利率传导出现了阻碍。之所以发生这种情况，与资管新规之后表外融资收紧有较大的关系，部分企业的融资只能转向表内，对银行的贷款需求上升，导致银行贷款的上浮比例增加，进而一般贷款加权利率上升。只有到了2018年三季度，Shibor利率大幅回落之后，银行整体的贷款浮动情况才出现了回落。但是现在面临的情况是，金融市场利率已经处于多年来的低点，银行整体的贷款浮动比例还处在相对高位，导致一般贷款利率较高。在基准利率不

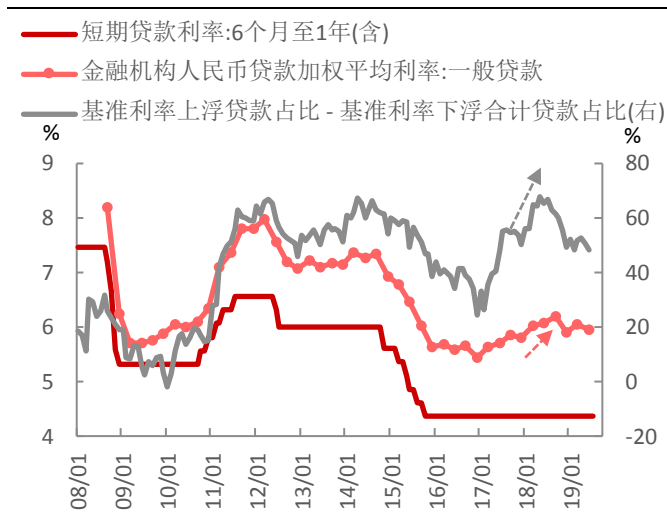
变的情况下，除非金融市场利率进一步下行，否则实体企业的贷款利率难以回落。现在经济下行压力较大，降低企业的融资成本是有必要的。

图表 3: Shibor 利率与一般贷款相对基准利率浮动比例



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 4: 一般贷款相对基准利率浮动比例与加权利率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

2、LPR 与一般贷款加权利率

从上文可知，原来一般贷款加权利率可以表示为：

$$\text{一般贷款加权利率} = \text{贷款基准利率} + \text{一般贷款相对基准利率(加权)浮动}$$

其中贷款基准利率是由央行定的，而一般贷款相对基准利率浮动受到金融市场利率的影响。但是目前却出现了金融市场利率已经很低的情况下，一般贷款加权利率仍然比较高的情况，除非降低基准利率，否则一般贷款加权利率难以继续回落。而贷款基准利率的变动并没有及时反映金融市场利率水平的变化。

之前贷款市场报价利率（LPR）基本上跟随贷款基准利率变化，并没有市场化。根据央行的解释，新 LPR 的市场化程度高，要发挥好对贷款利率的引导作用。新 LPR 包括 1 年期的品种和 5 年期以上的品种，后者为银行发放住房抵押贷款等长期贷款的利率定价提供参考。我们认为，1 年期 LPR 可以描述为：

$$1 \text{ 年期 LPR} = \text{公开市场操作利率（以 1 年期 MLF 为主）} + \text{报价银行加点平均}$$

其中每家报价银行加点取决于自身的资金成本、市场供求、风险溢价等因素。报价银行包括 18 家，报价的时候在剔除最低和最高价之后，算术平均得到 1 年期 LPR。

有了 1 年期的 LPR 之后，央行明确规定各银行在新发放的贷款中主要参考 LPR 定价，

并在浮动利率贷款合同中采用 LPR 作为定价基准。为确保平稳过渡，存量贷款仍按原合同约定执行。这样，未来一般贷款加权利率可能以如下方式表示：

$$\text{一般贷款加权利率} = 1 \text{ 年期 LPR} + \text{一般贷款相对 1 年期 LPR(加权)浮动}$$

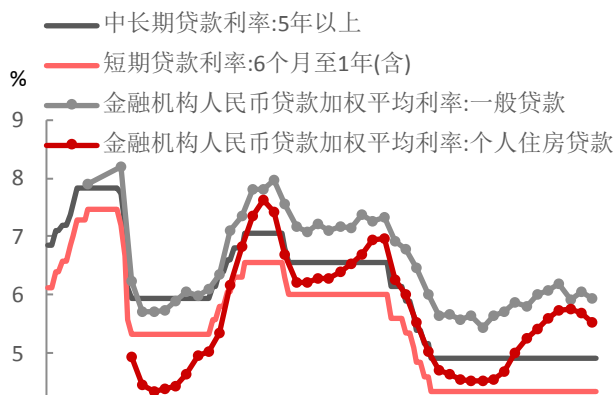
这样，一般贷款利率既受到央行公开市场操作的直接影响，也受到金融市场利率的影响。贷款利率更加市场化。存在较大的可能性，未来央行通过降低公开市场操作利率（1 年期 MLF 利率），或者增加 TMLF 操作减少 MLF 操作（目前前者利率比后者低 15bp），来引导一般贷款加权利率的回落。

3、5 年期以上 LPR 与房住不炒

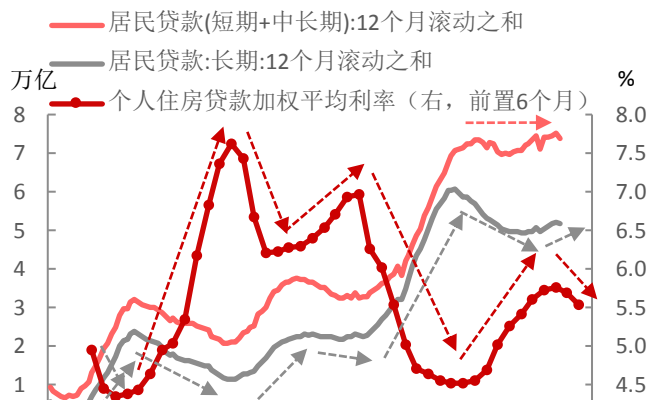
央行并没有明确 5 年期以上 LPR 的形成机制，仅仅是说明 5 年期以上的品种为银行发放住房抵押贷款等长期贷款的利率提供参考。我们认为，此次 LPR 的改革中，提出 5 年期以上品种，目的是为了进一步强化房住不炒。

过往的历史经验显示，个人住房贷款加权利率与一般贷款加权利率的走势高度一致，两者很难出现背离的情况。未来一般贷款加权利率回落是大概率，如果房贷利率也同步回落，毫无疑问会对房地产市场形成刺激，与房住不炒的政策矛盾。

图表 5：一般贷款加权利率与房贷加权利率同步



图表 6：房贷利率变动领先居民贷款规模变动半年左右



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_10620

