

宏观点评

不是降息的降息，新 LPR 的定与不定

事件：8月17日央行公告改革完善 LPR 机制，并要求新发放的贷款主要参考 LPR 定价，改革重点体现在报价方式、报价行、期限等方面。

关注点一：改革超预期了么？对于推行节奏，5月央行 Q1 货币政策报告首次明确 LPR 的重要作用，此次改革也符合我们预期，即：下半年利率并轨将提速，大概率通过调降 MLF 顺之调降 LPR 进行“变相降息”。**对于改革内容，**总体预期之内，央行也对 LPR 原存问题予以逐一回应，包括期限覆盖（新增 5 年期）、报价行结构（新增 8 家中小银行和外资行）、贷款适用范围（原只对对公贷款，现明确住房抵押贷款可参考 5 年期 LPR）、LPR 参考基准（MLF 加点）、LPR 应用面（存量不变、新发放贷款主要参考 LPR）等。

关注点二：为什么要改？为什么现在改？既是原因，也是最可能的结果。根本原因在于利率“两轨制”存在诸多弊端，作为利率市场化的临门一脚，亟需利率的“两轨并一轨”疏通货币政策的传导，提高资金配置效率。**直接原因在于既要引导实体融资成本下降，又要防止大幅流入房地产。**当前贷款需求处于中等偏低水平，本次改革将顺之调低贷款成本，并配合房地产融资收紧，实现“结构性变相降息”。毕竟，当前我国几乎只有房贷利率和基准利率挂钩，如果选择全面降息，其实就是在放松房地产、信号意义较差。

关注点三：改革效果有哪些？1) 结合海外利率市场化经验和我国当前宏观环境，未来利率中枢有望下降。现在 LPR 与 MLF 利率有 100BPs 的空间，中小行利率下行幅度可能大于大行。首次 LPR 报价（8月20日）可能在 4.0%-4.3% 之间（现行贷款基准利率为 4.35%）。2) 存量不动，先调整增量且过程较温和。3) 短期内从实操层面对市场影响不大，关键在于 LPR 对银行 FTP（内部资金转移定价）的影响。4) 更为长远看，央行调控有望真正实现从数量型向价格型转变，并进一步提高政策利率对信贷利率的传导。

关注点四：对于市场，还有哪些不确定性（担忧）？1) 小微企业融资难融资贵的问题能解决吗？不同资质的企业将加剧分化，融资不难和融资不贵或许不可兼得。2) 银行面临哪些挑战？短期会惜贷吗？银行面临资产负债管理，特别是资产端的挑战，若银行为增厚收益提高杠杆、拉长久期，那么对银行风控提出了新的要求。此外，“非对称降息”可能引发部分银行的惜贷行为，特别是近期流动性受到一定冲击的中小银行，该群体可能会在利差收窄下牺牲风险偏好，从而不利于弱势小微企业的贷款。3) 房贷利率会降么？可能性很低，即便降，也会同时提高首付和严控房贷利率优惠。4) 对流动性有何影响？利好 M2 回升，社融存量增速也将延续高位（10.5% 以上）。

关注点五：LPR 改革，未来还有什么期待1) MLF 定价并不完美，也需改革调整，包括期限偏中短期、交易对手以大行为主等。2) LPR 改革只是利率并轨的开端，贷款利率调整大概率遵循“两步走战略”，即：后续仍要增强 DR007、R007、Shibor 等货币市场利率对于贷款利率的引导作用。最终存贷款基准利率也有望取消。3) 配套制度和环境改革也尤为重要，包括完善利率走廊机制、适度放松银行存贷款考核、解决银行“两部门决策机制”问题、打破刚性兑付等等。

关注点六：下半年还会降准降息么？维持此前判断，货币将延续宽松，降准“降息”可期。一是调降公开市场操作利率，比如降低 MLF 利率 10-15BP 或是随行就市调低 7 天逆回购利率等；二是结合 2018 年以来降准操作的政策连续性和近期贸易摩擦再生扰动，三季度仍有望定向降准。若降，我们认为针对中小银行定向下调 0.5 个百分点概率较大。

风险提示：货币政策超预期收紧，企业贷款需求超预期走高。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《7月社融缘何大降，后续怎么看？》2019-08-13
- 2、《央行二季度货币政策报告的7大信号》2019-08-11
- 3、《这次不一样——逐句解读 7.30 政治局会议》2019-07-30
- 4、《专题：利率“两轨并一轨”怎么并？》2019-06-02



内容目录

关注点一：本次改革有超预期么？	3
关注点二：为什么要改？为什么现在改？	3
关注点三：改革效果有哪些？	4
关注点四：对于市场，还存在哪些不确定性（担忧）？	7
关注点五：LPR 改革，未来还有什么期待？	8
关注点六：还会降准降息么？	9
附录 1：中国人民银行公告〔2019〕第 15 号	9
附录 2：中国人民银行有关负责人就完善贷款市场报价利率形成机制答记者问	10
风险提示	11

图表目录

图表 1：央行已经透露出 2019 年下半年利率并轨将要提速的意图	3
图表 2：货币市场利率、债券市场利率、信贷利率下行存在时滞	4
图表 3：流动性宽松并未带来社融的切实好转	4
图表 4：美国利率市场化改革期间利率先上后下	5
图表 5：日本利率市场化期间利率趋势下行	5
图表 6：德国利率市场化改革期间利率先上后下	5
图表 7：英国利率市场化改革期间利率先上后下	5
图表 8：2018 年以来，仅票据利率下行较快	5
图表 9：截至 6 月的贷款需求指数明显走低	5
图表 10：LPR 下调空间约 100bps	6
图表 11：民企信用利差可能内部分化	7
图表 12：利率并轨的五大突破点	8
图表 13：存贷款基准的四种可能	8

关注点一：本次改革有超预期么？

央行《2018 年 Q1 货币政策执行报告》首提利率的“两轨并一轨”以来，央行不断强化对此预期，因此从改革本身到改革内容，未超预期。对于推行节奏，央行在《2019 年 Q1 货币政策执行报告》首次明确“我国贷款基准利率（LPR）在推动贷款利率市场化过程中发挥重要作用”，随后的央行重要会议包括 Q2 报告也屡次提起贷款利率市场化，报告《7 月社融缘何大降，后续怎么看？》中我们提到利率并轨提速，通过调降 MLF 顺之调降 LPR 将成为央行“变相降息”的方式，因此改革 LPR 符合预期，对市场的冲击预计不大。

对于 LPR 改革内容，LPR 原存问题央行逐一予以了回应，因此改革内容也在预期之内。一是期限覆盖少，只有 1 年期（此次新增 5 年期品种）；二是借鉴海外经验，我国央行 LPR 报价行较少且集中于大行（此次从 10 家扩充至 18 家，并增设中小银行）；三是贷款对象仅适用于对公贷款（央行新增 5 年期品种，为住房抵押贷款提供参考）；四是尚未实质市场化，与贷款基准利率相关度较高（此次报价方式改为按公开市场操作利率（1 年期 MLF 利率）加点形成）；五是应用面较窄，少数银行（占比不到 20%）将 LPR 纳入贷款合同（本次规定新发放的贷款主要参考 LPR 定价）。

图表 1：央行已经透露出 2019 年下半年利率并轨将要提速的意图



资料来源：中国人民银行，国盛证券研究所

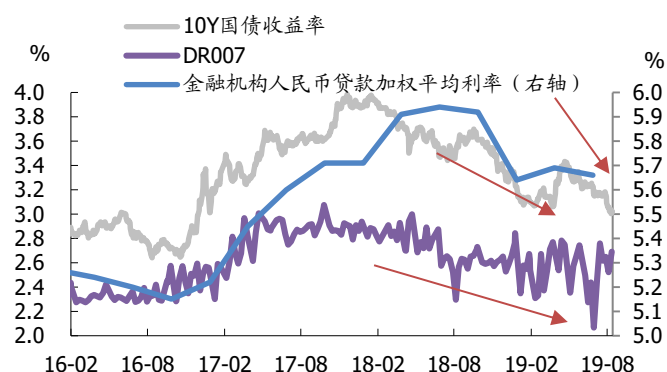
关注点二：为什么要改？为什么现在改？

根本原因是利率“两轨制”存在众多弊端，作为利率市场化的临门一脚，亟需利率的“两轨并一轨”疏通货币政策的传导。在专题报告《利率“两轨并一轨”怎么并？》中我们提到，央行虽在 2013 年和 2015 年分别名义上放开金融机构贷款利率管制和存款利率浮动上限，但受制于 2013 年成立的全国市场利率定价机制的约束，银行并没有对存贷款利率的“实质定价权”。当前我国利率体系仍存在“双轨制”特征，即：尚未完全市场化的存贷款基准利率和已经市场化的货币市场利率、债券市场利率并存。这就引发了四大弊端，削弱我国货币政策的传导效果、降低资金的配置效率，包括：宽货币向宽信用传导受阻；融资成本的所有制歧视；银行负债短期化、同业化；票据和结构性存款产生套利空间等等。

直接原因旨在引导实体融资成本的下降，但须防止房地产泡沫。一方面，实体融资成本下降较为缓慢。去年以来，货币当局不断提出要降低实体企业融资成本，特别是小微企业融资成本，但可以看到去年四次定向降准之后，人民币贷款加权平均利率下行缓慢，较 DR007 和 10 年期国债收益率存在明显时滞，本质原因在于利率“双轨制”导致的“政策利率-货币市场利率-信贷利率”传导不畅。借鉴海外国家存贷款利率直接盯住基准政策利率或者是短期的货币市场利率，我国若是要加强政策利率向信贷利率的传导，则需将存贷款利率直接与公开市场操作利率或者货币市场利率挂钩。

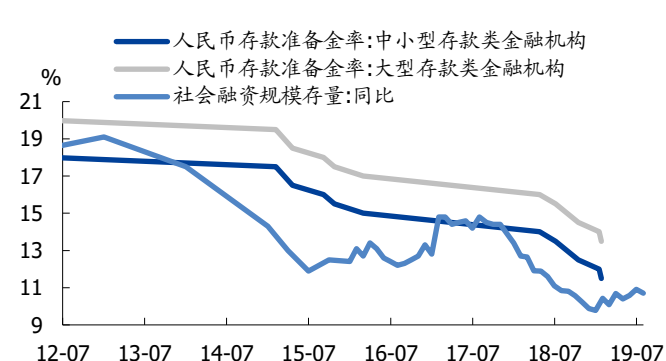
另一方面，面对中小银行金融风险 and 国内经济下行压力，货币政策需继续宽松，降低实体经济融资成本。由于贷款基准利率和房贷利率相关度较高，因此如果直接降低贷款基准利率，将释放较差的信号。若能通过利率并轨降低实际利率，并配合房地产方向的量价引导，控制住房地产市场，那么将以较为温和的手段实现“变相降息”。

图表 2: 货币市场利率、债券市场利率、信贷利率下行存在时滞



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 流动性宽松并未带来社融的切实好转

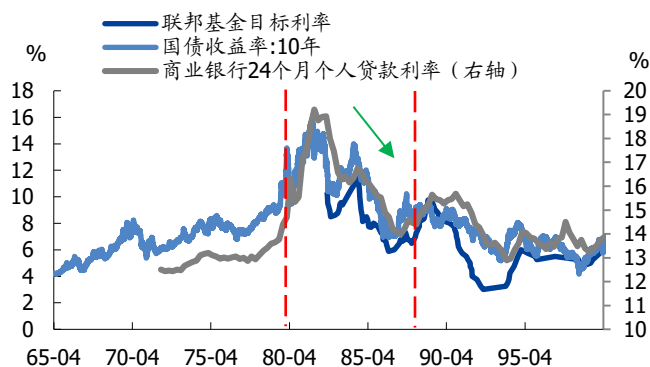


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

关注点三: 改革效果有哪些?

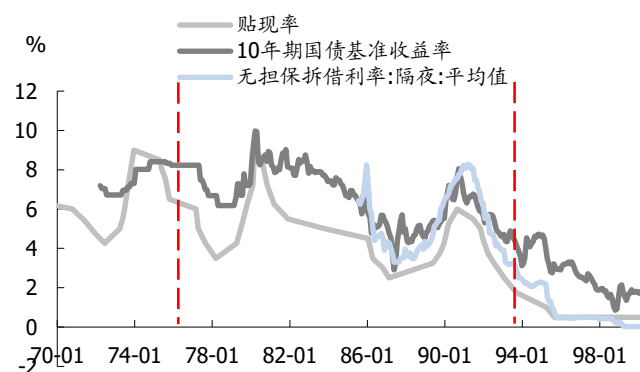
第一，利率中枢有望下降，特别是降低实体融资成本。一方面，从海外国家经验来看，利率市场化尾端，特别是放开贷款利率下限的阶段，利率中枢趋于下行。另一方面，当前企业贷款需求并不高，从资金供给来看，打破隐性下限可以促使贷款利率下行。同时央行表明“通过改革完善 LPR 形成机制，可以起到运用市场化改革办法推动降低贷款实际利率的效果”，“促进信贷利率和费用公开透明，督促中介机构减费让利”，结合央行政策引导，商业银行通过考虑综合成本，有望适当下调 LPR 利率。

图表4: 美国利率市场化改革期间利率先上后下



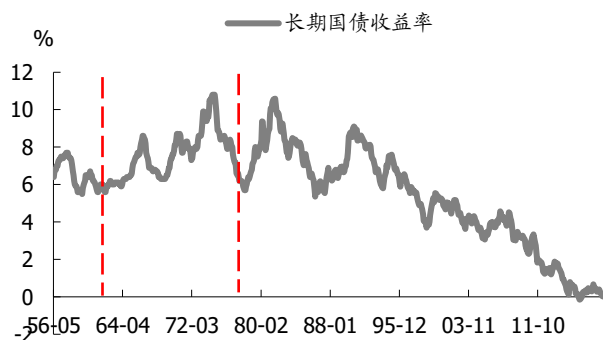
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 日本利率市场化期间利率趋势下行



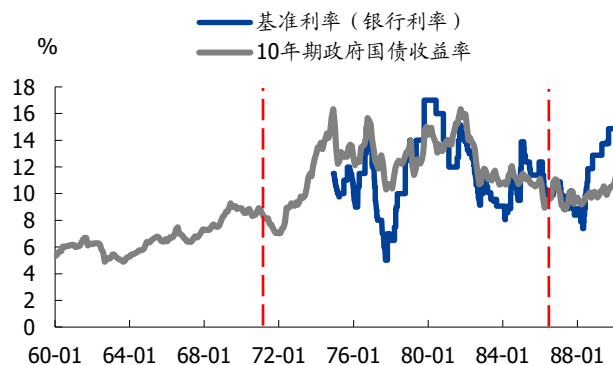
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 德国利率市场化改革期间利率先上后下



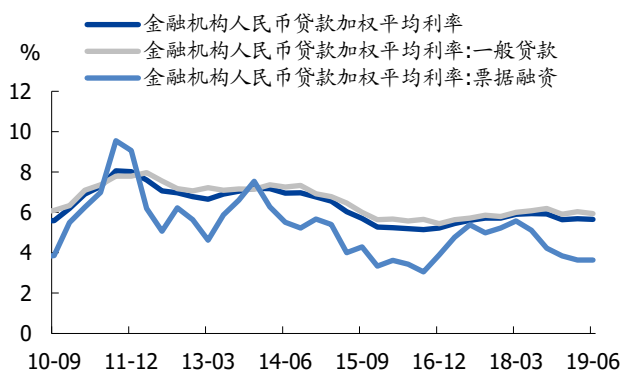
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 英国利率市场化改革期间利率先上后下



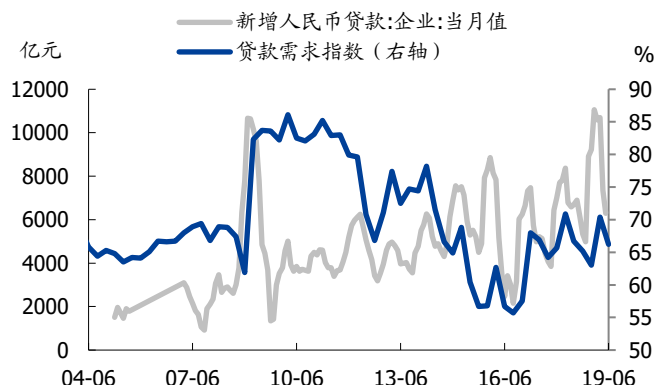
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 2018年以来, 仅票据利率下行较快



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

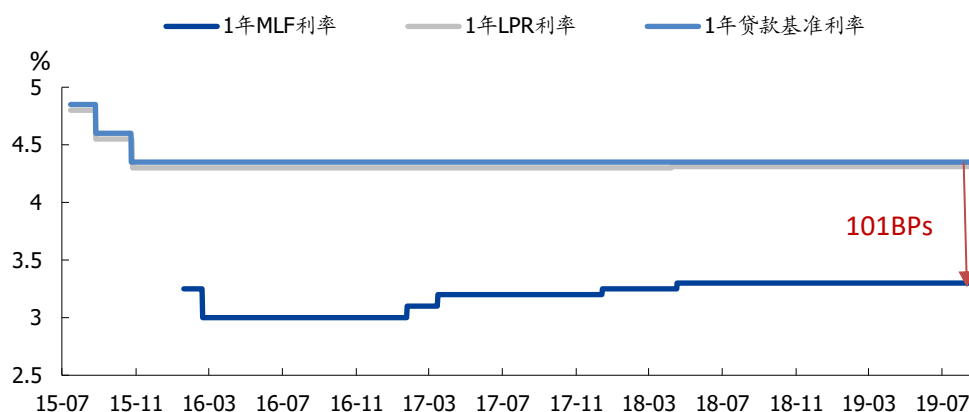
图表9: 截至6月的贷款需求指数明显走低



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

第二，LPR 利率会下到多少？对于 1 年期，我们判断 35-50BP 是一个较为合理的区间。虽然“MLF+点”的方式并不一定意味着贷款利率的下降，但综合贷款需求和央行货币政策环境，我们判断后续贷款利率将有一定程度的下降。当前 MLF 利率为 3.3%，一年期 LPR 为 4.31%，一年期贷款基准利率为 4.35%，意味着 LPR 下调空间约 100bps。我们认为报价过程中中小银行利率下行幅度将大于大行利率下行幅度，由于原中小银行贷款利率可能高于贷款基准，因此 18 家报价行 LPR 加权之后的结果可能在 4.0% 在 4.3% 之间。最终结果还需密切关注 8 月 20 日公布结果。

图表 10: LPR 下调空间约 100bps



资料来源: NBER, Wind, 国盛证券研究所

第三，调整过程较为温和，房地产得到一定控制。央行明确要求“各银行在新发放的贷款中主要参考 LPR 定价，存量贷款仍按原合同约定执行。”先调整增量再调整存量的方式有助于银行的平稳过渡，对银行和市场的影响小于直接降低原贷款基准利率。此外，此次央行并未明确指出 5 年期 LPR 盯住哪个利率（MLF 只有 1 年期），意味着住房抵押贷款等长期利率的确定仍未有明确参照系。综合考虑当前银行房地产信托、住房按揭等都在收紧，甚至提高实际利率水平，我们判断，LPR 的推出并不会实质上降低与房地产市场相关的（包括房开贷、按揭）利率，房地产市场将得到一定控制。8 月 20 日第一次公布的 5 年期 LPR 将成为后续重要定调。

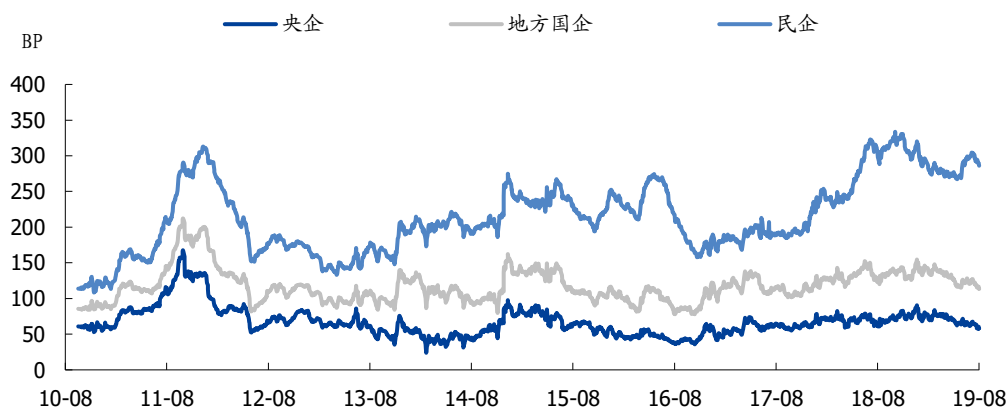
第四，短期内从实操层面对市场的影响或许不大，关键在于 LPR 对银行 FTP（内部资金转移定价）的影响。当前使用 LPR 的贷款合同较少，且对于分支行而言，贷款利率主要参考内部 FTP 定价的成本，当前 FTP 定价也存在明显的“双规制”特点，尚未完全市场化。因此若从实操层面完全实现 LPR 对于贷款利率的引导，需要优化 FTP 的定价机制。

第五，更为长远看，央行政策调控有望真正实现从数量型向价格型转变，提高政策利率对信贷利率的传导。央行当前包括公开市场操作利率等政策利率对货币市场、债券市场的传导较为畅通，但对存贷款利率传导较差。随着利率并轨推进和 LPR 改革，政策利率向信贷利率的传导更为畅通，从而提高央行使用价格型工具进行调控的效果。

关注点四：对于市场，还存在哪些不确定性（担忧）？

第一，小微企业融资难融资贵的问题能解决吗？不同资质的企业将加剧分化，融资不难和融资不贵或许不可兼得。根据 730 政治局会议表态和央行 Q2 货币政策执行报告的表态，小微企业融资问题大概率是后续政策努力方向，并且央行表示要“综合采取多种措施，切实降低企业综合融资成本”，有助于降低 LPR 利率。但我们需提示的风险点在于，更为市场化的定价方式大概率还是带来市场化结果，即优胜劣汰、马太效应，资质较好的小微企业可能更受益于市场化改革。当前企业整体贷款需求稳中有降、银行风险偏好下降，其实银行本身对小微企业贷款的意愿并不高，多是用票据贴现的方式向小微企业融出资金。当前银行可自主调整 LPR 的情况下，资质较差的小微企业若要实现“融资不难”，或许要承担更多的“融资贵”压力。

图表 11：民企信用利差可能内部分化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

第二，银行面临哪些挑战？短期会惜贷吗？

1) 银行面临资产负债管理，特别是资产端的挑战。根据我们在《利率“两轨并一轨”怎么并？》中的阐述，双轨制时期人为压低存款利率，且存贷利差存在一定的刚性，这就意味着只要银行能扩大存贷款规模，则可以取得可观的利润，银行更注重“规模管理”。而利率市场化之后银行利差自然缩窄，银行为了维持利差将适度提升风险偏好，资产负债管理能力也需提升。比如资产端银行可能采取提高杠杆、拉长久期、扩大表外业务或是多向小微企业提供贷款等方式增厚收益，那么风险管控能力也需提升。

2) “非对称降息”可能引发部分银行的惜贷行为。会由于存贷款成本并未同时降低，属于“非对称降息”，部分银行不排除通过牺牲风险溢价的方式保住利润（银行的贷款定价包括存款成本、其他业务费用、风险溢价、利润等），这部分银行可能会进一步提高企业贷款资质。特别是对于中小银行，受制于公开市场操作的对手方要求，现在中小银行和大行之间尚存在流动性分层现象，中小银行风险事件之后，其流动性保持充裕显得尤为重要，否则中小银行将成为首批牺牲风险偏好的群体，那么将直接不利于中小银行的经营和弱势小微企业的贷款。

第三，对 M2 和社融会有何影响？根据我们此前的判断，受制于中小银行风险事件的冲击，下半年 M2 增速可能显著等于上半年。对于社融，综合表内贷款的季节性特点、房地产信托融资的收紧，前 9 个月地方债集中发行，下半年社融增量将少于上半年，但社融存量增速有望企稳、并将继续维持高位（10.5%以上）。随着利率并轨引导贷款成本随之下降，后续 M2 和社融增速也将有所回升，特别是社融中的表内部分。

关注点五：LPR 改革，未来还有什么期待？

第一，LPR 改革了，MLF 需要改吗？由于新 LPR 明确了要参考公开市场操作利率（主要指 1 年期 MLF）来定价，因此 MLF 的适用性显得尤为重要。1）当前 MLF 利率为 3.3%、已经显著高于我国 10 年期国债收益率，理论上 MLF 利率已较高，存在下调空间、或者降准置换 MLF。2）MLF 当前仅为 3 个月-1 年期，那么 5 年期 LPR 实际上是没有直接的 MLF 利率作为参考。3）MLF 的交易对手主要是国有大行和股份制银行，那么新加入名单的 8 家中小银行和外资行尚不是 MLF 直接交易对手，也提高了定价难度。

第二，LPR 改革只是利率并轨的开端，我们认为就贷款利率本身来看，大概率遵循“两步走战略”，最终存贷款基准利率也有望取消。当前贷款利率盯住 LPR，LPR 参考 MLF 定价为调整贷款利率的第一步。借鉴海外国家 LPR 利率由参考政策利率到参考货币市场利率的转变，以及如今大部分美国、欧元区、日本等国贷款利率均会直接盯住 Libor 等市场利率的经验，我们认为最为市场化的调整，也就是第二步，应该是 LPR 更多参考 DR007、R007 来报价，或是取消 LPR，贷款利率直接参考 DR007、Shibor 等确定。此外，为避免存款大战，存款基准利率短期内难调整。但利率市场化的最终目标应是取消存贷款基准利率，并且实质上放开存款利率上限和贷款利率下限。

第三，对于利率并轨，配套制度和环境改革也尤为重要。维持前期报告的判断，利率“两轨并一轨”仍存以下重要突破点：1）逐步完善利率走廊机制，合理构建利率走廊的上下限。2）适度放松对存贷款的各种考核约束，提高商业银行调整资产负债的自主权，从而优化商业银行资产负债结构。3）利用好资管新规出台的时间窗口，打破刚性兑付，规范违约和破产事件，使信用利差能够真实地反映风险水平，进一步疏通利率传导。只有完善利率走廊机制，改革银行“两部门决策机制”，才能实现利率的真正市场化。

图表 12：利率并轨的五大突破点

图表 13：存贷款基准利率的四种可能

完善利率走廊机制

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_10621

