



联讯证券专题研究

LPR 改革影响几何

2019 年 08 月 17 日

投资要点

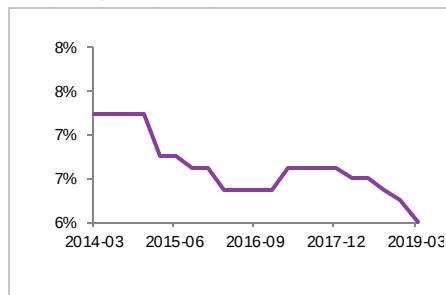
分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《政策转向的开始》2019-07-30

《如何看待美联储降息》2019-08-01

《汽车销量见底了吗？》2019-08-08

《再现信用收缩》2019-08-12

《没那么差的工业生产》2019-08-14

✧ LPR 改革影响几何

按国常委和央行发布的公告来看，利率市场化的推进先从贷款端开始，引导银行贷款利率定价从贷款基准利率转向贷款市场报价利率（LPR）。存款端为避免银行争抢负债导致负债成本提升向贷款转移的现象，暂时不变。与之前的贷款市场报价利率相比，这一次贷款端的定价有三大变化。一是在原有 1 年期 LPR 的基础上，增加 5 年期 LPR 的报价，给银行中长期贷款定价的锚；二是 LPR 报价方式从原来的银行根据自身对最优客户的贷款报价，转为在公开市场操作利率（主要是 1 年期 MLF）上加点报价，让贷款利率跟着市场走；三是报价银行从原有的 10 家大行与股份制银行，转为加入城商行、农商行、外资行与民营银行，共 18 家，报价范围更大。

此次改革主要是为了提高央行货币政策传导的有效性。由于银行表内 FTP 定价此前多数存在两套体系，一套是基于市场利率定价，适用于金融同业市场，另一套是基于存贷款基准利率，适用于存贷业务。在两套 FTP 定价体系下，市场利率的下滑无法有效传导至银行贷款利率这一端，导致货币政策宽松的效果传导至实体经济的效果有限。同时，由于银行在贷款端定价锚定的是贷款基准利率，上浮与下浮的比例依然受到隐性的制约，对于部分高风险的客户，无法对其进行有效的定价，导致金融信贷资源无法有效输送至政策扶持的高信用风险中小微企业，而是大部分集中在房地产等具有优质抵押品的行业。

因此，为提升货币政策的实施效果，更好发挥利率价格对资源配置的功能，有必要推进贷款利率市场化。

后续实体经济的贷款利率整体趋于下行，以改革的方式达成“降息”的作用；风险偏好提升，银行信贷涉及群体更广。中小行建议采取以守为攻，深挖本地客户融资需求，发挥地区信息优势，强化本地壁垒优势，稳扎稳打的策略，提升自身风险定价能力。

具体到资产走势上，信用债受益更大，由于风险偏好提升，部分银行可能会加大更高风险与收益的信用债配置，信用利差有进一步压缩的可能。对利率债而言，存在宽信用的风险，但受实体融资需求制约，利空冲击有限。

整体来看，该措施有助于降低实体融资成本，银行进一步让利实体，有助于实体风险偏好提升，但仍受制于实体融资需求。落实到大类资产上，该措施利好权益(成长板块)和信用债，信用利差将继续收缩，利空利率债，但冲击有限。

✧ 风险提示：货币政策超预期



1、怎么推进的利率市场化改革？

按国常委和央行发布的公告来看，利率市场化的推进先从贷款端开始，引导银行贷款利率定价从贷款基准利率转向贷款市场报价利率（LPR）。存款端为避免银行争抢负债导致负债成本提升向贷款转移的现象，暂时不变。

与之前的贷款市场报价利率相比，这一次贷款端的定价有三大变化。

一是在原有 1 年期 LPR 的基础上，增加 5 年期 LPR 的报价，给银行中长期贷款定价的锚；

二是 LPR 报价方式从原来的银行根据自身对最优客户的贷款报价，转为在公开市场操作利率（主要是 1 年期 MLF）上加点报价，让贷款利率跟着市场走；

三是报价银行从原有的 10 家大行与股份制银行，转为加入城商行、农商行、外资行与民营银行，共 18 家，报价范围更大。

2、为什么要推进利率市场化改革？

主要是为了提高央行货币政策传导的有效性。由于银行表内 FTP 定价此前多数存在两套体系，一套是基于市场利率定价，适用于金融同业市场，另一套是基于存贷款基准利率，适用于存贷业务。在两套 FTP 定价体系下，市场利率的下滑无法有效传导至银行贷款利率这一端，导致货币政策宽松的效果传导至实体经济的效果有限。

同时，由于银行在贷款端定价锚定的是贷款基准利率，上浮与下浮的比例依然受到隐性的制约，对于部分高风险的客户，无法对其进行有效的定价，导致金融信贷资源无法有效输送至政策扶持的高信用风险中小微企业，而是大部分集中在房地产等具有优质抵押品的行业。

因此，为提升货币政策的实施效果，更好发挥利率价格对资源配置的功能，有必要推进贷款利率市场化。

3、可能会有什么影响？

第一，实体经济的贷款利率整体趋于下行，以改革的方式达成“降息”的作用。央行答记者问表示，在 LPR 形成机制完善后，市场利率的下行会更多的反映在贷款端，可见贷款利率后期可能会滞后反映前期市场利率的大幅下行。但具体的幅度与变化，需要等到下周二报价正式出来才能知道，未来央行货币政策的改变对实体经济的提振效果也会更强。

第二，风险偏好提升，银行信贷涉及群体更广。在贷款利率市场化改革之后，由于贷款利率趋于下滑，银行的息差会趋于收缩，为维持原来水平，适应新的贷款定价机制，银行可能会倾向于下沉资质，采取高收益的票息策略，贷款利率市场化后，这一策略的实施也更具实操性。

第三，在这种环境下，大型企业由于议价能力强，由于贷款利率下限联盟被禁止，融资成本将进一步下降。对小微企业而言，由于有降低实际利率和保量的政策约束，银行也很难将风险偏好转嫁到部分中小微企业。但对部分中型企业，由于银行存在风险偏好部分企业的信贷利率反而可能会提升，但提升幅度仍受制于融资需求。对房贷来说，考虑到房贷目前仍属于安全属性优质的资产，房贷利率或将下行，有利于房地产销售，但在房地产严格调控的大背景下，利好程度有限，且信托贷款支持房企通道被进一步压缩，土地购置和房地产投资增速将继续下行。



第四，在金融供给侧改革的背景下，风险筛选与定价能力不强的中小行需要控制信用风险，但如今利率市场化政策在倒逼银行提升风险偏好，压低贷款利率，中小行可能会陷入进退两难的局面。在这种状况下，不宜为了维持扩大利差，冒进行事，建议采取以守为攻，深挖本地客户融资需求，发挥地区信息优势，强化本地壁垒优势，稳扎稳打的策略，提升自身风险定价能力。

第五，信用债受益更大，由于风险偏好提升，部分银行可能会加大更高风险与收益的信用债配置，信用利差有进一步压缩的可能。对利率债而言，存在宽信用的风险，但受实体融资需求制约，利空冲击有限。

整体来看，该措施有助于降低实体融资成本，银行进一步让利实体，有助于实体风险偏好提升，但仍受制于实体融资需求。落实到大类资产上，该措施利好权益(成长板块)和信用债，信用利差将继续收缩，利空利率债，但冲击有限。



分析师简介

李奇霖，联讯证券董事总经理，首席经济学家，证书编号：S0300517030002。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

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_10660

