

首席经济学家：任泽平

研究员：石玲玲

✉ [shilingling@evergrande.com](mailto:shilingling@evergrande.com)

研究助理：王孟嫫

✉ [wangmengmo@evergrande.com](mailto:wangmengmo@evergrande.com)

事件：2020年3月1日，存量浮动利率贷款定价基准转换工作启动。



**1、核心观点：3月1日起，存量浮动利率贷款定价基准转换工作启动。利率换锚如何换？选择LPR还是固定利率？会带来哪些影响？**

2019年8月LPR改革以来，央行多次下调政策利率，商业银行1年期LPR报价合计下调26BP，5年期下调10BP。面对“应对短期经济下行压力加大”和“防止通胀预期发散”，货币当局把稳增长放在了更重要的位置。

图表1：2019年8月以来央行货币政策小幅频繁操作

| 日期          | 方式              | 幅度       |
|-------------|-----------------|----------|
| 2019年8月20日  | 降低1年期LPR加点      | 6BP      |
| 2019年9月20日  | 降低1年期LPR加点      | 5BP      |
| 2019年11月5日  | 下调1年期MLF利率      | 5BP      |
| 2019年11月18日 | 下调7天逆回购操作利率     | 5BP      |
| 2019年11月20日 | 降低1年期和5年期LPR利率  | 5BP      |
| 2019年12月18日 | 下调14天逆回购操作利率    | 5BP      |
| 2020年2月3日   | 下调7天和14天逆回购操作利率 | 10BP     |
| 2020年2月17日  | 下调1年期MLF利率      | 10BP     |
| 2020年2月20日  | 下调1年期和5年期LPR利率  | 10BP/5BP |

资料来源：中国人民银行，恒大研究院

**政策目的：**本次存量贷款利率换锚旨在推进利率市场化“两轨并一轨”，先增量、后存量渐进式改革，有效保障了贷款合约基准的平稳转换，主动为实体经济降成本打开新空间。2019年8月17日央行公布的LPR改制方案仅针对新增贷款，12月末近90%的新发放贷款已经参考LPR定价，好于预期。此次LPR换锚转向存量贷款是对LPR改革的进一步深化与落实。此外，改革以来OMO-MLF-LPR-贷款利率传导机制效率提高，本次存量换锚有助于进一步疏通货币政策传导机制、推动实体企业降成本。

**如何换锚：**具体来看，存量浮动利率贷款换锚有三大特点：统一定价锚、方法可选、差异化定价居民房贷和企业贷款利率。从时间节点来看，2020年8月31日后，LPR将成为新增、存量浮动利率贷款的统一定价锚，届时贷款基准利率或退出历史舞台。从定价方法来看，存在固定利率和LPR加点两种选择，由金融机构和贷款客户协商决定。从差异化定价来看，住房贷款利率最早在2021年初下降，企业中长期贷款在协商原则下短期内不具备大幅下行空间，且取决于银行和企业的议价能力。新方案延续房地产调控思路，继续巩固房地产与实体企业之间的“防火墙”，落实“房住不炒”调控思路。

**政策影响：**实体经济是本次换锚的主要受益者，但换锚本身并不意味着存量的企业中长期贷款利率立刻下行，居民房贷短期维持平稳，但预期改善有望促进消费和实现“三稳”，商业银行净息差收窄有待于结构性货币政策发力。对企业而言，由于企业贷款定价是参考LPR的期限品种、加点数值等由借贷双方按市场化原则协商确定，受益程度较大程度上取决于企业议价权。当前经济金融形势严峻、信用分层，民企和小微企业议价能力不强，短期内受益程度仍待观察。对居民而言，2020年换锚后的存量房贷利率将持平于2019年既定利率，但预期改善有望促进消费和实现“三稳”。对商业银行而言，贷款合约切换将降低其资产端收益率，净息差收窄将对信用扩张带来压力，未来央行或继续通过定向降准、降低政策利率、适当调整存款基准利率、支持银行补充资本金等措施配合银行降负债成本，进一步引导LPR下行。

伴随着全球疫情扩散、美联储紧急降息 50BP、全球部分央行纷纷跟随降息。我们认为，紧急降息不如搞“新基建”，宽货币不如宽信用。下一阶段建议：

①货币政策继续降息降准，疏通货币传导机制，应对疫情冲击，支持实体经济和中小企业；②鼓励人口流入的城市群进行适当超前的基础设施建设；③财政政策加大减税和支出力度，对重灾地区和行业进行定向降息降准；④房地产政策保持中性稳定；⑤增强股市支持实体经济的直接融资作用，警惕资金空转。

2、政策要点：3月1日，央行存量浮动利率贷款定价基准转换正式启动。差异化区别商业个人房贷和企业中长期贷款的定价准则。

“两轨合一轨”，2020年8月31日后 LPR 利率将成为统一定价锚。

从转换时点来看，新增浮动利率贷款定价基准自 2020 年 1 月 1 日起必须锚定 LPR，存量浮动利率贷款定价基准转换自 2020 年 3 月 1 日开始，原则上要求在 2020 年 8 月 31 日前完成，这意味着 2020 年 8 月 31 日后，贷款基准利率将退出历史舞台，LPR 成为统一定价锚。

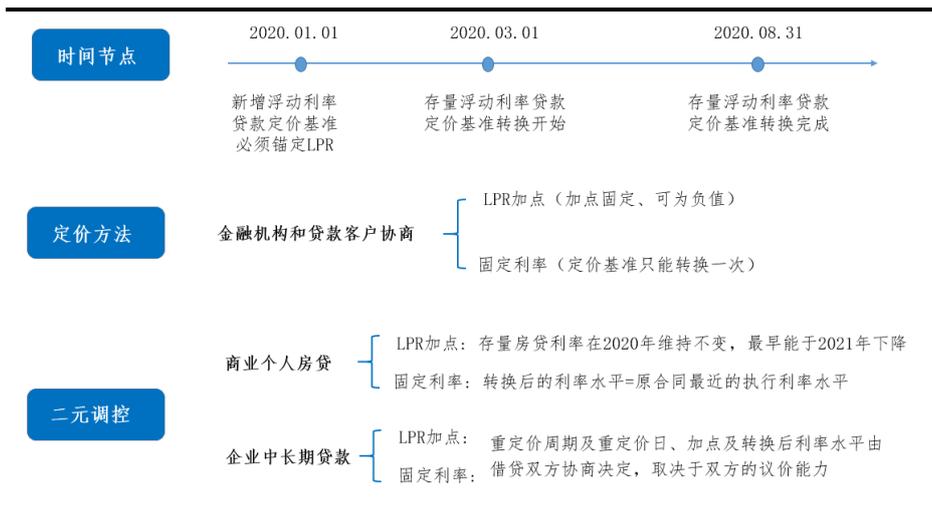
从定价方法来看，存量定价基准转换存在两种方式，由金融机构和贷款客户协商决定。一是转换为 LPR 加点，加点数值在合同剩余期限内固定，加点可为负值，反映传统模式下的利率折扣。二是转换为固定利率，定价基准只能转换一次，已处于最后一个重定价周期的存量浮动利率贷款可不转换。利率下行周期下，预计贷款客户选择 LPR 加点的概率更大，从而享受 LPR 报价下调过程中综合利息支出的下降。

从差异化定价准则来看，央行延续前期房地产调控思路。住房贷款利率最早在 2021 年下降，企业中长期贷款在协商原则下不具备大幅下行空间，企业、银行的议价能力不同，企业受益程度或出现分化。

1) 商业个人房贷方面，固定利率模式下转换后的利率水平等于原合同最近的执行利率水平；LPR 加点模式下，固定点差等于原合同利率与 2019 年 12 月五年期 LPR 报价差值，且重定价周期限定为最短一年。以一年期定价周期为例，新房贷利率=上一年 12 月 5 年期 LPR（可变）+（老贷款利率-2019 年 12 月 5 年期 LPR）（不变），这意味着存量房贷利率在 2020 年维持不变，最早或能于 2021 年下降。

2) 企业中长期贷款方面，LPR 加点和固定利率两种模式下，重定价周期和重定价日、加点数值或转换后的固定利率水平均由借贷双方协商决定，取决于双方的议价能力。我国信贷市场供需格局决定了换锚后企业中长期贷款利率不具备大幅下行空间，尤其是中小、民营企业贷款利率下行空间仍然有限。前期 LPR 改革后，1 年期和 5 年期 LPR 分别用于引导短期信贷、房贷和基建等长期贷款，改革至今，1 年期 LPR 利率累计下调 26 个 BP，5 年期 LPR 利率累计下调 10 个 BP，起到了较好的隔离作用。本次新定价方案中，延续前期房地产调控思路，继续建立房地产与实体企业之间的防火墙，反映央行短期内对房地产调控的态度依然坚定，落实“房住不炒”。

图表2：存量换锚自 2020 年 3 月 1 日起正式启动



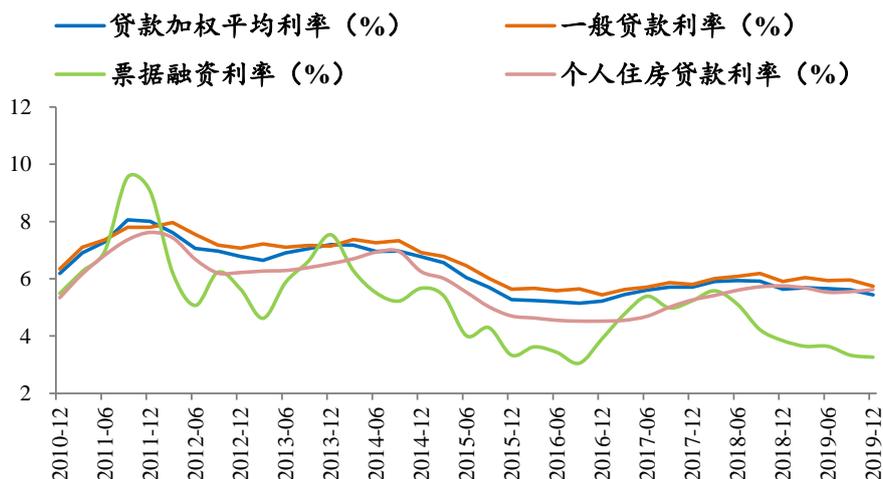
资料来源：中国人民银行，恒大研究院

### 3、政策目的：本次贷款合约换锚旨在深化利率市场化改革“两轨并一轨”，先增量、后存量的渐进式改革，为降成本打开新的空间。

本次存量贷款换锚旨在进一步推动利率“两轨并一轨”，先增量后存量的LPR渐进式改革路径有效保障了贷款合约基准的平稳转换。8月17日，央行发布贷款市场报价利率(LPR)形成机制，贷款的锚定基准从过去的贷款基准利率转变为LPR， $LPR=MLF+加点$ ，其中加点幅度取决于18家商业银行的自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素，利率市场化程度大幅提升。不过8月LPR改制仅针对新增贷款，存量贷款仍然锚定贷款基准利率，并且未强制商业银行运用LPR，属于前期的推广普及期，使商业银行、企业完善和适应LPR的利率定价形式。实际效果看，LPR推广和普及成效显著，央行披露数据显示，9月末商业银行发放贷款中LPR运用占比达到56%，12月末接近90%的新发放贷款已经参考LPR定价，因此当前LPR改制从普及推广过渡到存量换锚阶段。当前存量浮动利率贷款仍基于贷款基准利率定价，MLF利率下调难以传导至实体经济。本次存量贷款换锚旨在疏通利率市场传导渠道，未来MLF、OMO降息能够使存量贷款同步受益，增强货币政策宏观调控能力。此外，前期新增贷款LPR定价机制的成熟也为商业银行积累了丰富的经验，渐进式改革确保了贷款合约基准的平稳转换。

LPR改革后，OMO-MLF-LPR-贷款利率，传导效率提高，一般贷款利率下行明显。本次存量换锚有利于进一步实现利率联动，降低实体经济融资成本。2019年8月LPR改革至今，逆回购利率、MLF利率分别累计下调15BP，1年期、5年期LPR报价分别累计下调26BP、10BP。2019年12月，金融机构贷款加权平均利率为5.44%，较9月末下降18BP，其中一般贷款、票据融资、个人住房贷款利率分别为5.74%、3.26%、5.62%，较9月末分别下行22BP、下行7BP、上行7BP，一般贷款下行幅度大，超过同期LPR调降幅度。此前，LPR调降主要带动新增贷款利率下降，本次央行存量贷款换锚实现MLF与存量贷款利率的联动，未来MLF降息和LPR加点降低将使所有的贷款合约受益，进一步提升利率传导机制效率。货币政策逆周期调节能力明显提升，实体融资成本有望继续下降，企业利息费用减少将增厚企业利润，助力投资回暖。

图表3：2020年初一般贷款加权平均利率下行



资料来源: Wind, 恒大研究院

**4、政策影响:** 换锚后实体企业受益, 但换锚本身并不意味着存量的企业中长期贷款利率立刻下行, 且企业受益程度和范围仍取决于企业性质和议价能力; 居民房贷利率 2020 年维持稳定, 但预期改善; 商业银行净息差收窄, 政策支持银行降低负债成本、补充资本金。

对企业而言, 本次存量贷款换锚或有受益, 能够改善企业投资预期, 但受益程度和范围仍取决于企业性质和议价能力。测算显示, 存量贷款换锚后, 若 LPR 降息 5BP, 企业短期经营贷款和企业中长期贷款分别降低利息支出 154 亿元和 284 亿元, 而此前仅针对新增贷款的 LPR 降息仅能节省利息支出 16.8 和 9 亿元。换锚后企业贷款合约将紧随 MLF 利率变动, 考虑到疫情带来短期冲击、海外全球降息潮以及国内稳增长主基调, 2020 年 MLF 仍有降息空间, 企业贷款合约利率将随之下调, 企业融资成本有望降低。此外考虑到 2019 年下半年以来央行频繁降准降息, 货币政策趋于宽松, 商业银行缺乏优质投向项目, 双方利率协商有望降低优质客户的融资成本。但是, 真实的降成本效果仍然取决于企业类型和议价能力, 除房贷外其他贷款由借贷双方按市场化原则协商确定具体转换条款, 包括参考 LPR 的期限品种、加点数值、重定价周期、重定价日等, 因此国企、龙头企业等议价权强的企业将受益更多, 而民营企业、小微企业议价能力有限, 贷款利率可能出现进一步分化, 信用分层或将进一步加剧。

对居民而言, 2020 年房贷利率与前期签订利率持平, 但预期改善有望促进消费和实现“三稳”。根据央行公告, 商业性个人住房贷款重新约定的重定价周期最短为 1 年, 并且重新约定的加点数等于原合同最近的执行利率水平与 2019 年 12 月发布的相应期限 LPR 的差值, 这表明 2020 年换锚后的存量房贷利率将持平于 2019 年既定利率, 居民房贷利率最早于 2021 年下调 (2021 年利率基准为 2020 年 12 月的 5 年期 LPR 利率)。短期内存量房贷利率将不会受益于 LPR 利率下调, “房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的政策基调不变。但 2021 年起存量房贷利率将与 LPR 联动, 在整体利率下行的背景下, 一方面居民利息支出减少的预期将助力消费回暖, 另一方面房地产市场调控有望回归中性将实现中央经济工作会议的“稳地价、稳房价、稳预期”目标。

对商业银行而言, 贷款合约切换将降低其资产端收益率, 净息差收窄带来信用扩张压力, 央行或继续通过定向降准、降低 MLF 和 OMO 利率、支持商业银行补充资本金等措施来降低商业银行负债端压力。贷款

合约换锚以贷款为切入点推进利率市场化改革进程，这将降低实体经济融资成本，但商业银行资产端和负债端利率错配将给信用扩张带来压力。传统降息使商业银行资产端、负债端利率同向且同幅度变动，LPR 以 MLF 为锚，但 MLF 在商业银行负债端占比较小，存款刚性使得银行负债成本难以下行。存量贷款合约换锚后，若 MLF 降息，资产端降幅将远超负债端，净利差收窄或将削弱商业银行的信贷投放意愿。因此本次存量贷款合约换锚后，商业银行净息差承压，在短期内难以完全实现存款利率市场化条件下，央行后续将继续通过定向降准、降低 OMO 及 MLF 利率、适当调整存款基准利率、支持商业银行补充资本金等措施来降低商业银行负债端压力。

图表4：传统降息与 LPR 降息效果对比（单位：亿元）

|           | 9月末<br>贷款余额 | 传统降息 |      | LPR 降息 |         |         |
|-----------|-------------|------|------|--------|---------|---------|
|           |             | 降息幅度 | 降息效果 | 降息幅度   | 仅针对新增效果 | 存量切换后效果 |
| 住户短期消费贷款  | 97,913      | 25BP | 245  | 5BP    | 6.2     | 49      |
| 住户短期经营贷款  | 54,991      |      | 137  | 5BP    | 3.0     | 28      |
| 住户中长期消费贷款 | 336119      |      | 840  | 0      | -       | 0       |
| 住户中长期经营贷款 | 57,784      |      | 144  | 5BP    | 0.3     | 29      |
| 企业短期贷款    | 308,625     |      | 772  | 5BP    | 16.8    | 154     |
| 企业中长期贷款   | 568,702     |      | 1422 | 5BP    | 9.0     | 284     |
| 合计        |             |      | 3560 |        | 35      | 546     |

资料来源：中国人民银行，恒大研究院

注：贷款指存款类金融机构发放的人民币信贷

5、未来展望和建议：疏通货币传导机制，启动“新基建”，房地产政策保持中性稳定，增强股市支持实体经济的直接融资作用

其一，建议货币政策继续降息降准，货币增速适度高于经济增速。

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\\_6783](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6783)

