

本月将迎来年内 LPR 首次下调

引言：当前经济出现弱企稳迹象，但内生需求依然相对偏弱，叠加房地产建安投资下行方向较为确定，经济下行压力依然存在。因此，逆周期政策调整仍然很有必要，但财政宽松空间有限，稳增长更多依赖货币政策。在降息空间有限的情况下，LPR 的下调部分将源于银行加点的下调，实际上是金融向实体经济的让利。我们认为，本月 LPR 将下调 5bp；综合考虑 MLF 利率与银行加点的调整，预计全年 LPR（1 年期）或下调 30bp 左右，以降低实体经济融资成本；但在坚持房地产严控的总基调下，5 年期 LPR 将保持稳定。

一、去年 8 月改革以来 LPR 调整的回顾

■ **LPR 改革着眼于降低实体经济融资成本。2019 年 8 月以来 1 年期 LPR 累计下降 16bp 至 4.15%，5 年期 LPR 累计下降 5bp 至 4.80%。**LPR 改革以后，新 LPR 由 MLF 利率加点形成的方式来报价，且新增 5 年期 LPR 品种，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。2019 年 8 月以来 LPR 经历了 5 次报价，其中加点下调 2 次，MLF 利率下调 1 次。

二、LPR 分解：MLF 利率下调空间相对有限，加点仍有下调空间

■ MLF 利率：下调空间相对有限

- 内部来看，随着 PPI 增速的回升与转正，实际利率被动走高的幅度将有所缓解。此外，2015 年以来我国房价在全球涨幅最大，房地产是当前货币宽松的主要约束，降息（MLF 利率）空间虽存在，但相对有限。
- 外部来看，美国结束降息背景下，如果我国央行大幅降息，将对汇率形成扰动，因此，也对我国降息空间形成部分约束。

■ 加点：银行净息差有所回升，加点仍有下调空间

- 加点幅度主要取决于各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。其中，银行资产收益率、负债成本以及息差是重要决定因素。
- 银行资产端收益率虽降但相对有限，叠加负债端成本有所走低，与 2017Q1 相比，净息差实际上有所回升。回顾 2019 年 8 月 LPR 改革以来，银行加点两次分别在 8 月和 9 月下调 6bp 和 5bp，其他时间均保持不变。预计加点仍存在下调空间。

三、展望：本月 LPR 下调，全年降幅 30bp 左右，货币政策需更关注量的变化

■ 当前，经济出现弱企稳迹象，但内生需求依然相对偏弱，叠加房地产建安投资下行方向较为确定，经济下行压力依然存在。因此，逆周期政策调整仍然很有必要，但财政宽松空间有限，稳增长更多依赖货币政策，在降息空间有限的情况下，LPR 的下调部分将源于银行加点的下调，实际上是金融向实体经济的让利。此外，需要更多关注货币政策量的变化，预计今年再降准 2-3 次，以 PSL 为代表的准财政行为将是今年重要的看点之一。具体到 LPR，我们认为，本月 LPR 将下调 5bp；综合考虑 MLF 利率与银行加点的调整，预计全年 LPR（1 年期）或下调 30bp 左右，以降低实体经济融资成本；但在坚持房地产严控的总基调下，5 年期 LPR 将保持稳定。

风险提示：货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

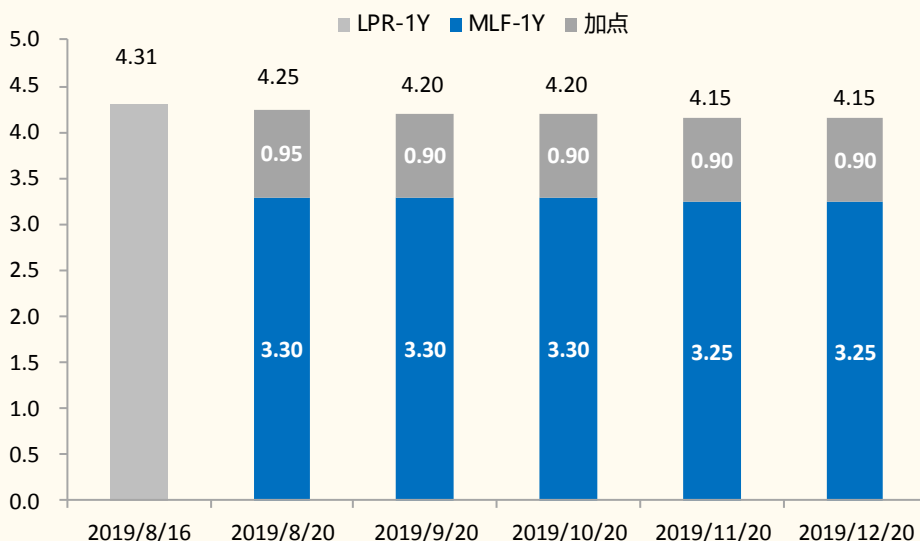
正文如下:

当前经济出现弱企稳迹象，但内生需求依然相对偏弱，叠加房地产建安投资下行方向较为确定，经济下行压力依然存在。因此，逆周期政策调整仍然很有必要，但财政宽松空间有限，稳增长更多依赖货币政策，在降息空间有限的情况下，LPR 的下调部分将源于银行加点的下调，实际上是金融向实体经济的让利。我们认为，本月 LPR 将下调 5bp，综合考虑 MLF 利率与银行加点的调整，预计全年 LPR（1 年期）或下调 30bp 左右，以降低实体经济融资成本；但在坚持房地产严调控的总基调下，5 年期 LPR 将保持稳定。

一、去年 8 月改革以来 LPR 调整的回顾

LPR 改革着眼于降低实体经济融资成本，去年 8 月以来 1 年期 LPR 累计下降 16bp 至 4.15%，5 年期 LPR 累计下降 5bp 至 4.80%。去年 8 月 LPR 改革以后，新 LPR 由 MLF 利率加点形成的方式来报价，且新增 5 年期 LPR 品种，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。改革以后，报价频率由原来的每日报价改为每月报价一次，以提高报价行的重视程度，且报价商业银行扩容，由此前的 10 家扩容至 18 家。8 月以来 LPR 经历了 5 次报价，其中加点下调 2 次，MLF 利率下调 1 次。具体来看，8 月当月 1 年期 LPR 下降 6bp 至 4.25%，源于加点的下调，5 年期 LPR 为 4.85%；9 月报价中，1 年期 LPR 下降 5bp 至 4.20%，源于加点的下调，5 年期保持不变；10 月报价中，1 年期与 5 年期 LPR 均保持不变；11 月报价中，由于月初 MLF 利率下调 5bp，当月 1 年期、5 年期 LPR 均下降 5bp，分别至 4.15%、4.80%。2019 年 12 月 28 日，LPR 从增量到存量的转变，根据央行数据，目前接近 90% 的新发放贷款已经参考 LPR 定价，但存量浮动利率贷款仍基于贷款基准利率定价，因此推进存量浮动利率贷款定价基准平稳转换，转换工作自 2020 年 3 月 1 日开始，原则上应于 2020 年 8 月 31 日前完成。LPR 改革着眼于降低实体经济融资成本，改革以来 1 年期 LPR 下降 16bp 至 4.15%，5 年期 LPR 下降 5bp 至 4.80%。

图表 1：2019 年 8 月以来 1 年期 LPR 调整的拆分 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

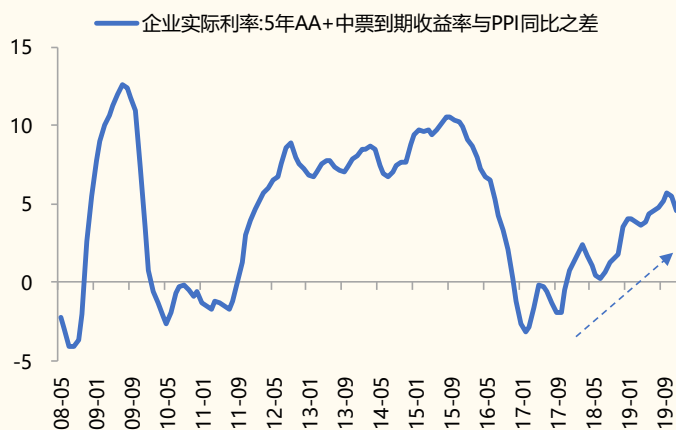
二、LPR 分解：MLF 利率降息空间相对有限，加点仍有下调空间

考虑到 LPR 由 MLF 利率加点两部分构成，因此对于 LPR 的分析可以分别从这两部分出发。

（1）MLF 利率：下调空间相对有限

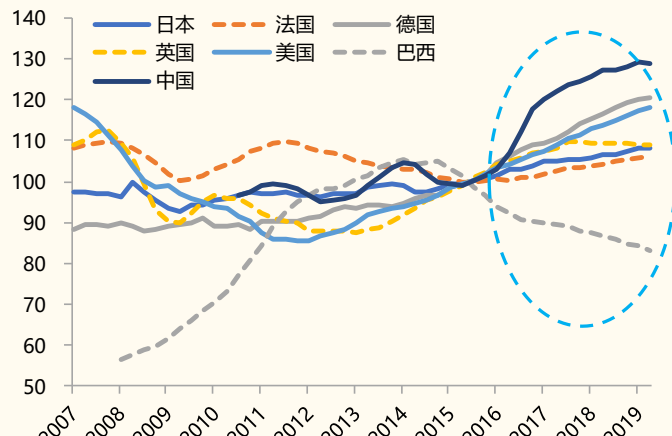
内部来看，今年实际利率被动走高的幅度或有所缓解，叠加房价对货币宽松的掣肘，降息空间相对有限。影响经济活动的利率是实际利率，并非名义利率，名义利率的下降并不代表融资成本的改善，我们更需要关注的是实际利率水平。不同部门面临的实际利率不同，对于企业部门，特别是制造业部门，实际利率需要用 PPI 增速来平减。我们这里用以 5 年期 AA+ 中票收益率与 PPI 同比之差衡量企业实际利率水平。可以看到，2018 年 1 月至 2019 年 11 月，企业实际利率由 1.4% 升至 5.5%，12 月小幅降至 4.5%。PPI 通胀的持续走低是实际利率被动攀升的重要原因，同一时期，PPI 同比由 4.3% 降至 -0.5%。从实际利率角度来看，虽然与历史高点相比，当前企业实际利率水平并不算很高，但相对偏高的实际利率仍将对企业固定资产、存货投资造成负面影响，因此货币政策是需要通过降息来避免实际利率的被动走高的。当前比较有利的因素在于，去年 10 月 PPI 同比达到低点 -1.6% 以后，考虑国内基建和建安投资对内需形成提振，国外方面 2020 年下半年美国经济企稳，总体对工业品价格形成支撑，PPI 正在逐步回升，全年预计在零附近波动，随着 PPI 增速的回升与转正，实际利率被动走高的幅度将有所缓解。此外，当前对货币宽松主要约束在于房地产，2015 年以来我国房价在全球涨幅最大，房地产泡沫明显，这也是当前政策严控房地产的重要原因。因此，货币政策降息（MLF 利率）空间虽存在，但相对有限。

图表 2：实际利率被动上升幅度放缓（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：主要国家实际房价指数的比较（2015=100）

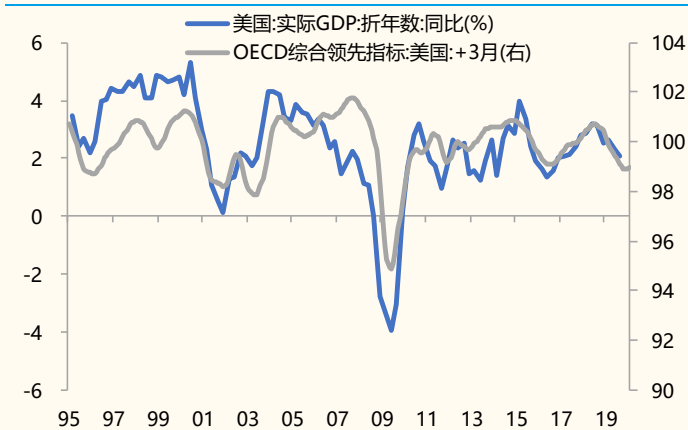


来源：Wind，国金证券研究所

外部来看，美联储降息周期结束，对我国降息空间形成部分约束。当前美国经济依然相对偏弱，但可能在今年年中开始逐步企稳。2019Q3 美国实际 GDP 环比折年率 2.1%，较 Q2 小幅回升 0.1 个百分点，但较 Q1 依然下降 1 个百分点。从分项数据来看，住宅投资是重要支撑。当前抵押贷款利率明显走低，叠加较低居民杠杆，是 2019Q1 以来房地产市场回暖的重要原因。其他方面，个人消费支出小幅回落；私人设备、建筑投资对 GDP 形成拖累；进口走弱、出口小

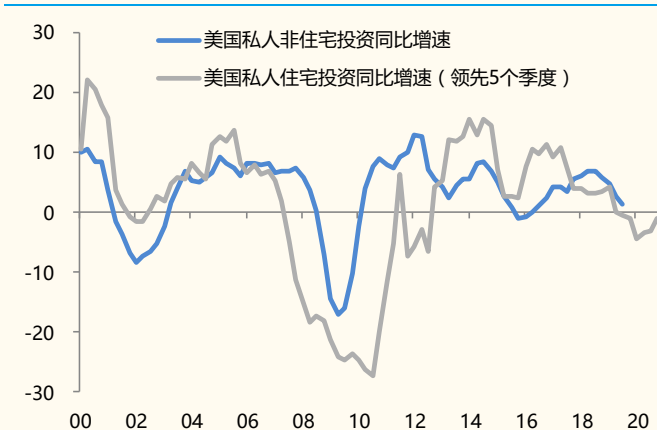
幅改善下，净出口对 GDP 贡献边际改善。我们认为，美国经济可能在今年年中开始逐步企稳。本轮美国的经济周期属于资本开支周期的温和走弱。从美国的私人投资构成来看，其主要包括住宅投资和非住宅两部分，其中住宅投资一般领先非住宅投资 4-5 个季度。私人住宅投资自 2019 年 1 季度开始有所改善，这可能意味着整体私人投资在 2020 年 2 季度有望企稳回升。此外，当前美国 OECD 综合领先指标也出现企稳迹象。随着美国私人投资的企稳回升，在消费和政府支出保持稳定的前提下，届时美国经济整体企稳回升的概率也较高。考虑到一般大选年份货币政策保持相对中立，我们认为，美联储在 2019 年连续降息 3 次以后，货币政策进入观望期，预计 2020 年美联储将通过维持利率不变和小幅扩张资产负债表的方式来应对经济形势变化。虽然我们货币政策主要关注自身，但美国结束降息背景下，如果我国央行大幅降息，将对汇率形成扰动，因此，也从外部环境对我国降息空间形成部分约束。

图表 4：美国 OECD 领先指数出现企稳迹象



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：私人住宅投资领先非住宅投资 4-5 个季度 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

(2) 加点：银行净息差有所回升，加点仍有下调空间

加点幅度则主要取决于各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。其中银行资产收益率、负债成本以及息差是重要决定因素。

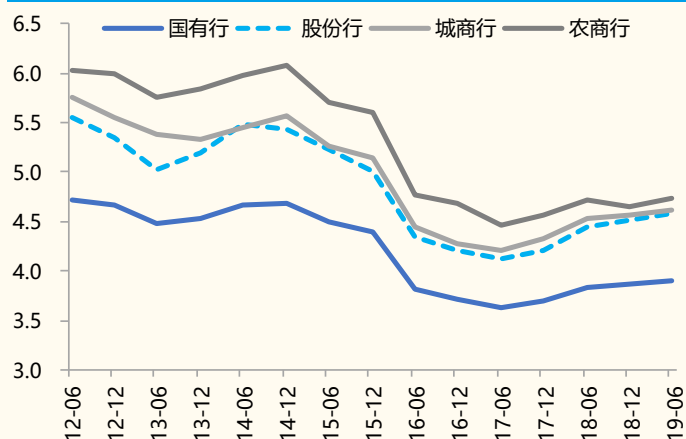
资产方面，商业银行资产端收益率虽降，但降幅相对有限。首先考察贷款，2018Q1 以来，金融机构贷款加权平均利率由 5.91% 降至 5.62%，一般贷款加权平均利率由 6.01% 降至 5.96%，贷款加权利率虽降但降幅相对有限。其次，从上市银行数据（截至 2019Q2）生息资产收益率均值总体仍是略有上升的。具体来看，2018H1-2019H1，国有银行生息资产收益率从 3.84% 升至 3.91%，股份行生息资产收益率从 4.45% 升至 4.58%，城商行生息资产收益率从 4.54% 升至 4.61%，农商行生息资产收益率从 4.71% 升至 4.74%。考虑到 2019H2 国债收益率走高后再度回落，预计商业银行资产端收益率虽降，但降幅相对有限。

图表6：贷款加权平均利率小幅下降（%）



来源：Wind，国金证券研究所

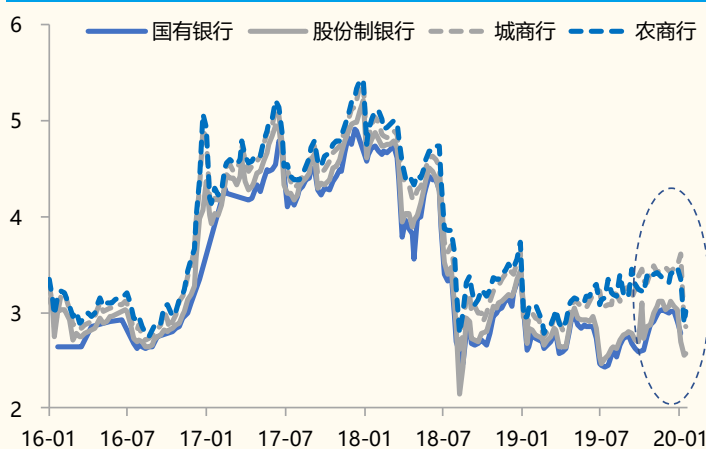
图表7：银行生息资产收益率有所上升（%）



来源：Wind，国金证券研究所

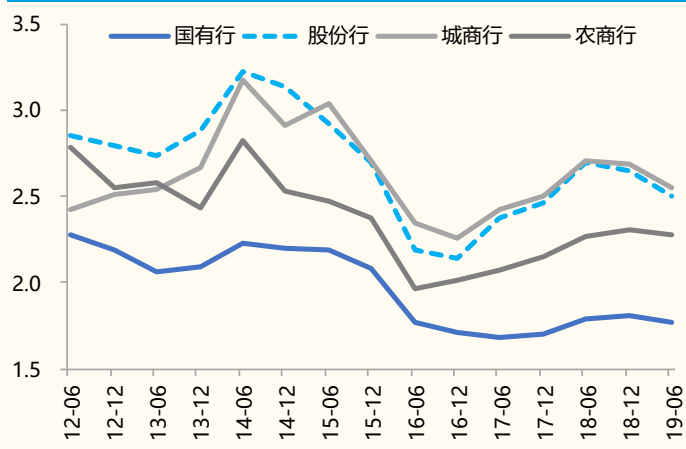
负债方面，商业银行负债成本有所走低。这里从两个维度来展开，一是总的付息负债成本，上市银行数据更新相对偏慢，不过可以做一个参考，根据上市银行数据，2018Q2至2019Q2，在利率水平总体走低的背景下，我国商业银行付息负债成本有所回落，但不同类型银行之间分化明显，表现在股份行、城商行和农商行负债成本远高于大型国有银行。2018Q2至2019Q2，大型国有商业银行的平均付息负债成本率从1.81%降至1.77%，股份制商业银行平均付息负债成本率从2.65%降至2.50%，城商行平均付息负债成本率从2.69%降至2.55%，农商行平均付息负债成本率相对保持稳定，从2.27%小幅升至2.28%。二是同业负债成本，这里用同业存单发行利率来看，近期流动性宽松下，同业存单发行利率明显走低。以3个月同业存单发行利率来看，12月国有银行同业存单发行利率均值为2.97%，截至1月14日数据来看，1月股份制银行同业存单发行利率均值为2.56%（12月为3.04%），1月城商行同业存单发行利率均值为2.86%（12月为3.47%），1月农商行同业存单发行利率均值为3.42%（12月为3.40%）。根据央行数据，1月6日的降准将降低银行资金成本每年约150亿元，综合来看，商业银行负债成本有所走低。

图表8：近期银行3M 同业存单发行利率明显下降（%）



来源：Wind，国金证券研究所

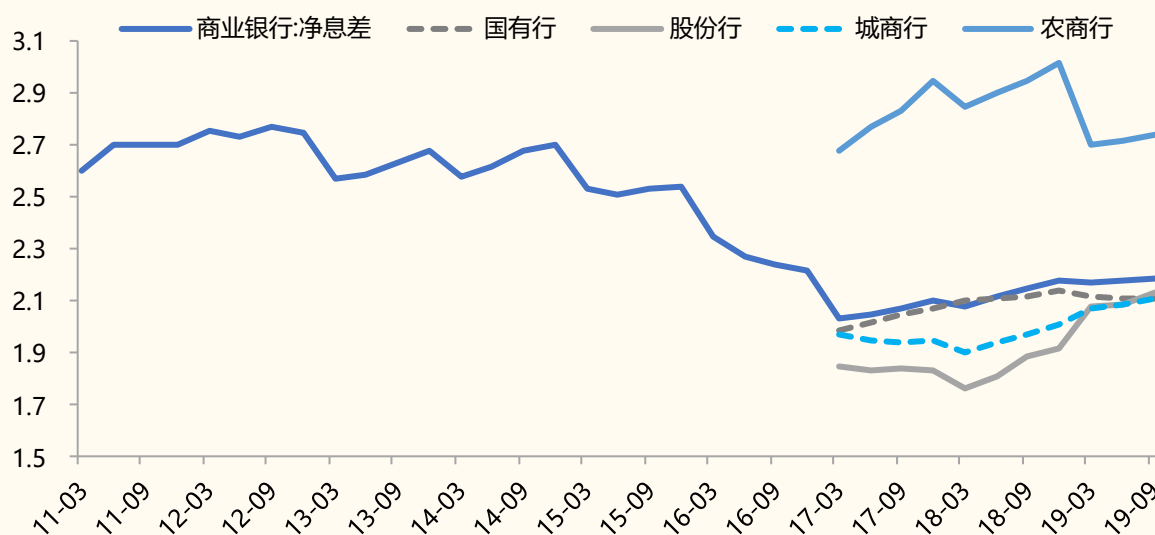
图表9：银行付息负债成本有所走低（%）



来源：Wind，国金证券研究所

最后是银行资产与负债端的结合，即息差。银行资产端收益率虽降但相对有限，叠加负债端成本有所走低，与 2017Q1 相比，净息差实际上还是有所回升的，在这样的背景下，银行加点仍存在下调空间。根据银监会数据，商业银行净息差的低点是在 2017Q1，为 2.03%，此后净息差逐步回升，2019Q3 升至 2.19%，上升 16bp。从不同类型银行来看，净息差虽增幅存在差异，但均是回升的。具体来看，2017Q1 至 2019Q3，国有行净息差从 1.99% 升至 2.11%，上升 12bp，股份行净息差从 1.85% 升至 2.13%，上升 28bp，城商行净息差从 1.97% 升至 2.11%，上升 14bp，农商行净息差从 2.68% 升至 2.74%，上升 6bp。与 2017Q1 相比，净息差有所回升下，银行实际上还存在让利空间。回顾去年 8 月 LPR 改革以来，银行加点两次分别在 8 月和 9 月下调 6bp 和 5bp，其他时间均保持不变。预计加点仍存在下调空间。

图表 10：2017Q1 以来商业银行净息差总体是回升的 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

三、展望：本月 LPR 下调，全年降幅 30bp 左右，货币政策需更关注量的变化

当前，经济出现弱企稳迹象，但内生需求依然相对偏弱，叠加房地产建安投资下行之企稳迹象，经济下行压力依然较大，因此，货币政策调整仍需谨慎。

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_7757

