

2019 年 12 月 29 日

宏观研究

研究所

证券分析师: 樊磊 S0350517120001

021-60338120 fanl@ghzq.com.cn

一石二鸟

——存量浮动利率贷款的定价基准转换点评

相关报告

《资管新规》执行可能有更多缓冲点评:《资管新规》边际放松影响几何》——2019-12-27

《11 月经济数据点评: 部分行业存货回补与基建投资助推生产增长》——2019-12-18

《上市公司子公司分拆上市新规点评: 分拆上市新规填补 A 股制度空白》——2019-12-15

《中美达成一阶段贸易协定点评: 有助于减少经济运行的不确定性》——2019-12-15

《中央经济工作会议点评: 高质量发展优先于高速度增长》——2019-12-13

事件:

12 月 28 日, 人民银行发布公告, 宣布 2020 年 1 月 1 日前金融机构已发放的和已签订合同但未发放的参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款(不包括公积金个人贷款)将转变利率定价方式, 新的浮动利率定价以 LPR 为定价基准加点形成。自 2020 年 1 月 1 日起, 各金融机构不得签订参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款合同。我们认为存量贷款利率定价方式的转变既是利率市场化改革的重要进展, 也在边际上有助于实体经济融资成本的下降。

投资要点:

■ **LPR 作为贷款利率的定价锚进一步向存量贷款扩展。**由于历史等多方面的原因, 我国银行业的货币资本市场部门的资金和存贷款部门的资金常常存在相当程度的隔离, 定价机制也分别参考银行间市场利率和存贷款基准利率。今年 8 月 18 日人民银行改革贷款利率报价机制, 宣布新增贷款报价将逐步参考由银行间市场公开市场操作利率 MLF 所引导的 LPR 利率, 这意味着银行间市场利率可以更有有效的引导贷款利率(《央行完善贷款市场报价利率形成机制》8 月 18 日), 是中国利率市场化改革“两轨并一轨”的重要进展。然而, 央行 12 月 28 日答记者问指出虽然目前 90% 的新增贷款已经参考 LPR 定价, 然而存量贷款仍主要以贷款基准利率定价。本次改革将使得 LPR 也成为高达 100 多万亿的存量贷款的定价基准, 是“两轨并一轨”的新进展。

■ **贷款利率定价锚加速改革可能反映出央行对于实体经济降成本的成效尚不满意。**从改革的具体措施来看, 1) 存量浮动利率贷款有两个选择, 或者借贷双方协商转为固定利率; 或者采用 LPR 为定价基准加点形成(加点可正可负, 也由双方协商); 但是选择之后不能再换。2) 从 2020 年 3 月 1 日起, 金融机构与贷款者进行协商新的合同条款; 原则上, 转换应该在 2020 年 8 月 31 日前完成。3) 重定价周期和重定价日也可以重新约定。这意味着几乎所有的存量浮动贷款合同都会像新发放贷款一样经历一次重新定价。

理论上, 伴随着原有贷款的到期, 8 月 18 日的改革已经足以使得 LPR 作为所有存量贷款的定价锚, 但是央行的新举措意味着两轨并一轨的进展被大大加速了, 除了有利率市场化的考虑, 央行可能

也有加速实际贷款利率下调降低实体经济融资成本的意图。

- **边际降低实体经济融资成本。**在我国社融中，贷款是最主要的融资渠道。今年以来银行间市场利率显著下行，但是一般贷款利率的下行程度相对有限（前三个季度加权利率分别为 6.04%，5.94%和 5.96%），除了风险溢价等多方面的问题，利率传导机制不畅也是重要的原因。央行最新的改革无疑有助于存量一般贷款利率的下行，特别是考虑到 8 月 18 日改革以来 LPR 还下降了 5bp 的情况下。当然，当前银行负债成本受多方面约束难以有效下降，我们预计改革后对实体融资成本的降低仍是边际性的。具体而言，大型优质企业的议价能力较强，在存量贷款重新定价中可能获取一些好处，但是中小企业能获得的改善可能比较有限。

- **个人商业贷款的特殊安排兼顾“房住不炒”与住房抵押贷款市场稳定。**存量浮动利率贷款定价机制的改革当然也涉及个人商业住房抵押贷款，但是央行有特殊的安排。具体包括：1) 定价不能自由协商，无论是以 LPR 为基准继续浮动利率，还是转化为固定利率，都将在首个新约定的重新定价日之前和当前的水平保持稳定；此后选择浮动定价的会和 LPR5 年期利率的升降同步波动。2) 重定价周期最短为一年。

我们认为这种安排有两个方面的考虑。一方面，在本轮房地产调控以来，房贷利率在政策的直接指引下有所上行，可能高于市场化的利率水平。为避免重新协商导致一些房贷利率显著下降冲击地产调控，央行限制了利率定价的空间。另一方面，历史上的一些房贷利率曾经一度是低至贷款基准的 7 折也曾高到 1.3 倍，重新定价可能会引发银行和居民的就新的利率水平难以达成一致。当前的安排也有助于稳定住房抵押贷款市场。

- **交易费用问题值得关注。**在 2020 年数月间完成超过 100 万亿存量贷款的重新定价对银行和企业都意味着较高的交易成本（谈判、协商、文本等成本）。此外，不能排除商业性个人住房贷款之外的贷款在定价的协商中双方无法达成协议的情况，究竟如何处理，仍然需要进一步观察。

风险提示：经济低于预期，政策力度不及预期，中美关系持续恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

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_8106

