

## “非对称结构性降息”红利落地，信贷需求问题仍需重视

### ——流动性周报第 17 期

行业周报

#### ◆核心观点:

#### 1. LPR 形成机制改革正式落地，利率并轨迈出关键一步

本周末，我国利率市场化改革迈出关键步伐：一是明确 LPR 将与 MLF 利率挂钩，扩容 5 年期 LPR 期限品种；二是跟踪 LPR 产品采取新老划断原则；三是本轮推动利率并轨的本质是“非对称结构性降息”。对于新 LPR 执行后的影响，我们认为：（1）新 LPR 报价会小幅下行，幅度可控；（2）长期看新 LPR 更可能促进优质企业定价降低而驱动加杠杆，小微企业定价则缺少明确的定价下行动力，短期内在监管政策驱动下或有下行空间；（3）存量信贷将面临一定的早偿风险；（4）短期内对银行盈利冲击总体可控，但面临的利率风险加大；（5）缺少过渡期安排可能干扰 8 月份信贷投放节奏。

#### 2. 季节性因素促资金利率小幅上行，利率曲线结束持续倒挂

本周受税期和 MLF 到期等因素影响，市场流动性边际趋紧，央行并适度加大了公开市场操作力度。一是央行重启公开市场操作，小幅增量续做 MLF，合计投放资金供给 7000 亿元；二是资金利率小幅上行；三是随着缴税高峰来临和 MLF 到期，由于 14 天品种能够实现跨月，价格明显上行，与隔夜资金利率结束了倒挂局面，利率曲线形态恢复正常。

#### 3. 存单发行结束净回笼态势，一年期存单进一步放量

本周发行规模 4074 亿元，较上周小幅下降 391 亿元，到期 3230 亿元，净发行 844 亿元，结束了连续四周净回笼态势。本周国股存单与城商行存单利率有所分化，国股存单利率小幅上行，城商行存单利率总体下行；本周存单发行仍集中于 1 年期，发行规模 2486 亿元，占全部存单发行规模 61%，其他期限存单发行量相对较低。

#### 4. 7 月信贷需求不佳，8 月或将延续疲态

7 月份金融数据总量偏弱，新增信贷 1.06 万亿，新增社融 1.01 万亿，同比增速降至 10.7%。结构相对偏差，表现为对公弱、零售强；短期弱、长期稳。票据贴现、非银融资增加较多。

进入 8 月，受月末冲量效应影响，预计 8 月份初期对非银机构融资将出现负增长，而票据融资在冲击利率“1 时代”后已经有所回归，暗示票据贴现非理性增长不可持续。8 月份，有效需求不足仍是信贷投放的约束，我们尚未看到明显的转暖迹象。特别是在本周央行宣布优化 LPR 形成机制后。我们认为商业银行需要一定时间重新梳理流程，改善管理，因此在这个过程中可能也会延误信贷投放。推测 8 月份信贷增长或将延续疲态，而新增社融也可能不温不火。

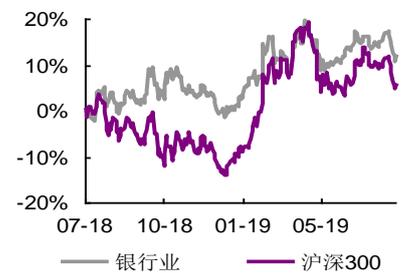
#### 5. 风险提示：利率并轨对银行对信贷投放节奏的冲击，中美经贸摩擦进一步升级。

## 买入（维持）

### 分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）  
010-56513033  
[wangyf@ebsecn.com](mailto:wangyf@ebsecn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

优化信贷结构势在必行，政策考核机制有望进一步升级——流动性周报第 16 期  
.....2019-08-09  
美联储 10 年来首次降息，国内货币政策操作空间加大，下半年信贷投放并不悲观——流动性周报第 15 期  
.....2019-08-02

## 目 录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 LPR 形成机制改革正式落地，利率并轨迈出关键一步 .....	3
1.2、 季节性因素促资金利率小幅上行，利率曲线结束持续倒挂 .....	5
1.3、 存单发行结束净回笼态势，一年期存单进一步放量.....	6
2、 信贷运行情况.....	7
2.1、 7 月信贷需求不佳，8 月或将延续疲态 .....	7
3、 风险提示.....	8

## 1、货币政策操作及流动性运行

### 1.1、LPR 形成机制改革正式落地，利率并轨迈出关键一步

8月16日，国常会要求改革完善贷款市场报价利率形成机制，在原有1年期品种基础上，增加5年期以上的品种，由各报价银行以公开市场操作利率加点方式报价，全国银行间同业拆借中心根据报价计算得出贷款市场报价利率并发布，为银行贷款提供定价参考，带动贷款实际利率进一步降低。8月17日，中国人民银行发布公告，就改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制作了相关要求：

#### 一、明确 LPR 将与 MLF 利率挂钩，扩容 5 年期 LPR 期限品种

一直以来，LPR 主要参考贷款基准利率进行报价，市场化程度不高、弹性不足、所跟踪金融产品较少，未能及时反映市场利率变动情况。虽然年初以来，市场流动性相对充裕、资金利率明显下行，但由于银行体系负债成本刚性和货币政策在信贷市场传导机制不畅制约了央行政策效力的发挥，实体经济融资成本并未显著下行。

本次对 LPR 形成机制进行改革，主要目的即是推动贷款利率向市场利率靠拢，降低实体经济融资成本。LPR 形成机制改革后，作用有三：1) 增加了 LPR 与政策利率的联动；2) 丰富了跟踪 LPR 的金融产品；3) 增强了 LPR 的弹性（目前主要是驱动利率向下）。

此次，央行对 LPR 形成机制由参考贷款基准利率调整为按照 1 年期 MLF 利率加点形成，这主要是考虑到：一方面，OMO 虽与 MLF 同为政策利率，但期限偏短，若跟踪 OMO 需要计算期限溢价，而直接跟踪 1 年期 MLF 利率可规避此问题；另一方面，不跟踪 DR 等市场利率主要是考虑到 DR 利率变动不居，若对其进行跟踪则既增大了管理成本，又可能使得实体经济融资成本季节性波动。

为形成完整市场化贷款基准收益率曲线，完善长端利率定价，本次央行在原有的 1 年期品种基础上，增加 5 年期关键点。与我们前期推测也完全一致。主要考虑是仍有相当部分的中长期项目类贷款和按揭贷款需要逐步过渡到 LPR 定价。除去 1Y、5Y 两个关键点外，其他期限品种完全可以通过插值法进行覆盖。

#### 二、跟踪 LPR 产品采取新老划断原则

对于目前存量贷款，若采取“一刀切”模式，直接以 LPR 取代贷款基准利率，面临着诸多困难，包括但不限于大量存量合同调整、银行体系存量资产重定价冲击、加剧大中小企业结构性融资不均衡等问题。

我们在前期报告中已强调，应合理安排法定贷款基准利率向 LPR 的转换节奏，贷款新老划断、产品间区分，达到结构性降息效果。这一点在此次央行公告中已部分得到体现，即央行要求“各银行应在新发放的贷款中主要参考贷款市场报价利率定价，并在浮动利率贷款合同中采用贷款市场报价利率作为定价基准。存量贷款的利率仍按原合同约定执行。”

#### 三、本轮推动利率并轨的本质是“非对称结构性降息”

我们也曾一再强调，本轮利率并轨是在“降成本”为主要考虑下的“非对称结构性降息”。并对此解释为：“先贷款、后存款”的市场化思路表现为“非对称”，“新老划断”的方式表现为“结构性”，而“降息”则是通

过“MLF 政策利率——LPR——贷款利率”传导来实现贷款利率下行。预计不久即将看到 OMO、MLF 利率的下调。

执行新贷款跟踪 LPR 定价后，市场关心优质房地产融资是否能够因此打破所谓“9 折”隐性利率下限，以及新发放按揭贷款定价能否明显下行等问题。我们认为，近期政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”以及监管加大了对房地产行业表内外融资监管力度，并预计将房地产行业信贷投放纳入 MPA 考核，政策上仍有各种其他调控手段来避免资金过度流向房地产领域。

#### 四、LPR 改革影响评估，是“新起点”而不是终点

对于本轮 LPR 改革后，我们认为可以得出的结论和目前仍需关注的问题如下：

**第一，对实体经济融资成本的影响几何？**单纯的 LPR 机制改革，在不增加市场竞争和信贷市场资金供求关系不改变的情形下，商业银行降低贷款利率的动力并不强劲。我们一再提示管控银行体系负债成本的重要性，在目前 LPR 报价过程中资金成本和风险成本均存在压力，调整 LPR 对于降低实体经济融资成本效果恐有限。但是，我们也不能低估政策指导 LPR 报价银行报价行为的作用。在市场和政策两方力量博弈下，预计新 LPR 报价会小幅下行，幅度可控。

**第二，新 LPR 究竟降了谁的贷款价格？**我们理解国务院常务会议是希望进一步降低小微企业融资成本，而 LPR 新生成机制是打破“9 折”隐性下限。目前绝大多数商业银行自主风险定价能力有限，对于“风险成本”的计量缺少长期数据积累，也缺少定价经验。若纯粹以市场化方式思维，在经济下行期，风险溢价加大，银行风险偏好下降，新 LPR 更可能促进优质企业定价降低而驱动加杠杆，小微企业定价则缺少明确的定价下行动力。这一结果虽然长期看是“理性的”，但短期内，我们相信在强力政策指导下，小微企业定价也有下降空间，而这种下降是否与 LPR 改革有关则难以评估。

**第三，存量信贷早偿风险有多大？**目前，我国多数银行信贷合同对提前偿还权并无违约收费安排，客户因此获得免费的早偿权，如果对同一客户基于新 LPR 的定价水平明显低于存量贷款，则存量信贷将面临不小的早偿风险。这似乎也决定了，在改革初期，基于 LPR 的贷款与存量信贷定价不会相差太多，略低是可以接受的，商业银行需要做好客户沟通解释工作。

**第四，对银行业冲击力度多大？**根据我们以上推演，新 LPR 贷款定价机制对银行冲击主要体现在两个方面：从盈利能力看，银行体系所受影响大小依然符合“店大欺客、客大欺店”的简单逻辑，议价权是更为关键的变量。预计大型银行有义务对于“降成本”做出响应，而中小银行因客户原因所受冲击相对较小。短期看，“新老划断”也会减弱对于银行盈利的冲击。短期内对银行盈利冲击总体可控，年内影响几乎可以忽略。从中长期看，银行经营与政策调控将在“支持实体经济”和“防范金融风险”之间寻求平衡，银行业的盈利水平更可能是“稳中有落”。从利率风险看，央行要求逐步实现对存量浮动利率的贷款参考 LPR 定价，而目前负债端中长期定价缺乏浮动机制，尽管无碍于流动性监管指标达标，但新 LPR 执行后利率风险加大。这就迫使银行需要高度重视负债成本管控，加快转变负债营销策略，推动一般存款高质量发展，通过产品创新增加低成本结算性资金吸收。

**第五，LPR 纳入 MPA 有何影响？**目前，MPA 定价约束主要是约束银行负债端的定价行为，考核重点是银行是否存在高息揽储，即某机构存款上

浮比例与行业平均上浮比例的比值，如果比值过高，则会考核不合格，过度竞争将在MPA考核中“一票否决”。此次央行将LPR的应用及贷款利率竞争行为纳入MPA，从而实现了MPA对存贷款定价的全覆盖，我们未来需要重点关注这种考核方式的影响。

**第六，缺少过渡期安排可能干扰8月份信贷投放节奏。**本次央行调控指出对于跟踪LPR的定价“从即日起”执行。但是，目前商业银行浮动贷款制式合同文本尚未统一修订、印刷；商业银行核心生产系统改造升级也需要切换测试，内部管理系统更是未能实现以基于LPR为基准的考核控制；LPR 5Y期品种也没有实际报价运行经验；中小银行几乎完全没有基于LPR的报价理念等。我们担心过快推行新LPR定价，而不设定过渡期安排，将导致摩擦性冲击难以避免，8月份后程的信贷投放（尤其是中长期信贷投放）将受到干扰。

**表 1：央行流动性投放（单位：亿）**

	2019/8/5-2019/8/9 (上周)	2019/8/12-2019/8/16 (本周)	2019/8/19-2019/8/23 (下周)
逆回购投放	-	3000	-
逆回购回笼	-	-	3000
MLF (TMLF) 投放	-	4000	-
MLF (TMLF) 到期	-	3830	-

资料来源：Wind，光大证券研究所

## 1.2、季节性因素促资金利率小幅上行，利率曲线结束持续倒挂

本周受税期和MLF到期等因素影响，市场流动性边际趋紧，央行适度加大了公开市场操作力度，资金利率小幅上行。

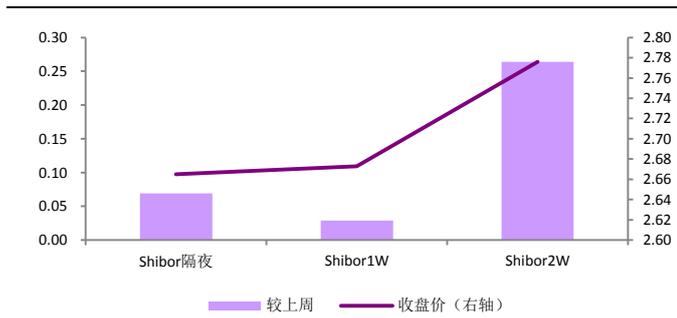
**一是重启公开市场操作，小幅增量续做MLF。**本周迎来缴税高峰期，MLF到期3830亿元，央行重启了公开市场操作，并小幅增量续作MLF，合计投放资金供给7000亿元。

**二是资金利率小幅上行。**Shibor1D、7D、14D较上周分别上行7bp、3bp和6bp至2.67%、2.67%和2.78%。隔夜、7天和14天D-Repo较上周分别上行6bp、5bp和22bp至2.67%、2.67%和2.72%。GC001、GC007分别较上周上行45bp和25bp至3.12%和2.96%。

**三是隔夜与14天资金价格结束倒挂。**8月以来，资金利率曲线趋于平坦化，隔夜和14天资金利率大部分交易日持续倒挂，幅度保持在5-10bp。我们上周报中曾提示利率倒挂局面并不可持续。本周以来，随着缴税高峰来临和MLF到期，由于14天品种能够实现跨月，价格明显上行，与隔夜资金利率结束了倒挂局面，利率曲线形态恢复正常。

图 1: Shibor 价格运行

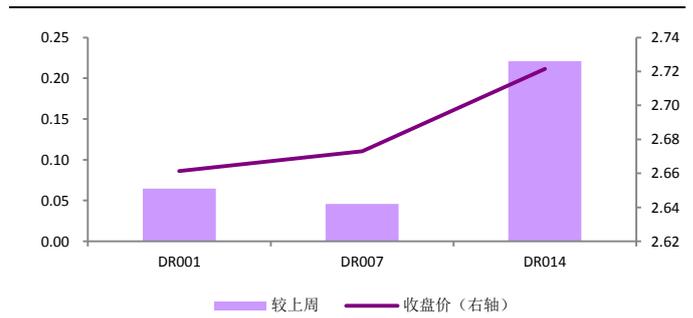
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: D-repo 价格运行

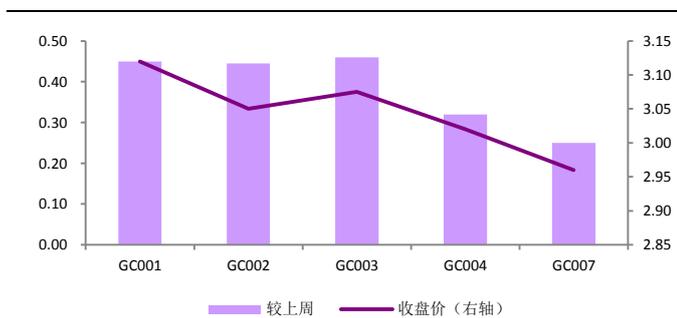
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: GC 价格运行

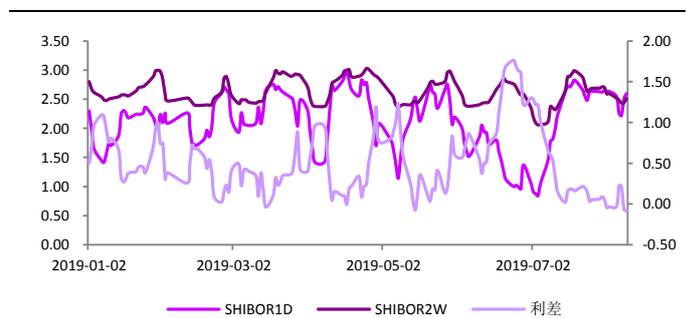
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 隔夜与 14 天资金利差

单位: %



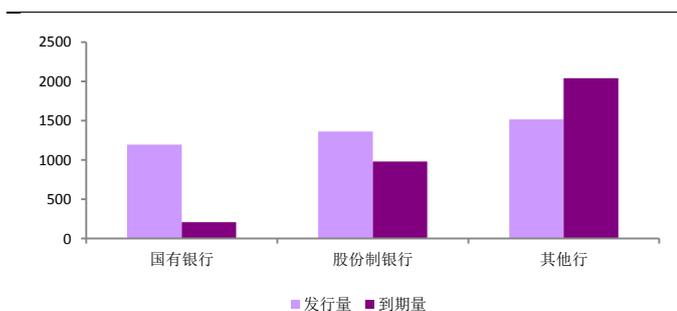
资料来源: Wind, 光大证券研究所

### 1.3、存单发行结束净回笼态势，一年期存单进一步放量

本周发行规模 4074 亿元，较上周小幅下降 391 亿元，到期 3230 亿元，净发行 844 亿元，结束了连续四周净回笼态势。国股存单 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期价格分别为 2.80%、2.76%、2.90%、2.95% 和 3.06%，较上周分别上行 50bp、14bp、10bp、3bp、0bp；城商行存单利率总体下行，1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期价格分别为 2.87%、3.18%、3.40%、3.49% 和 3.52%，较上周分别下行-11bp、12bp、11bp、15bp、10bp。

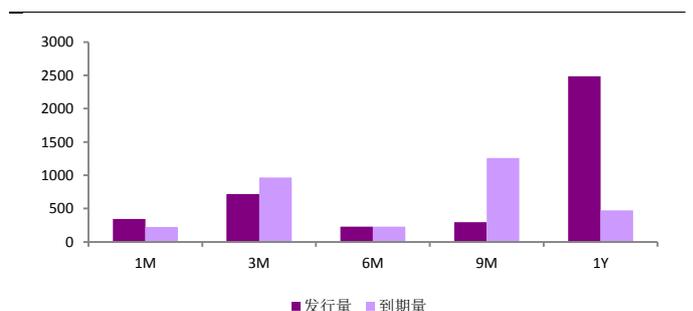
本周 1 年期存单发行 2486 亿元，占全部存单发行规模 61%，到期 473 亿元，净发行 2013 亿元，创 2 个月以来新高。3 个月期存单发行 718 亿元，占比 18%，到期 965 亿元，净回笼 247 亿元。其他期限存单发行量相对较低。

图 5: 存单发行与到期情况 (按银行类型) 单位: 亿元



资料来源: Wind, 光大证券研究所

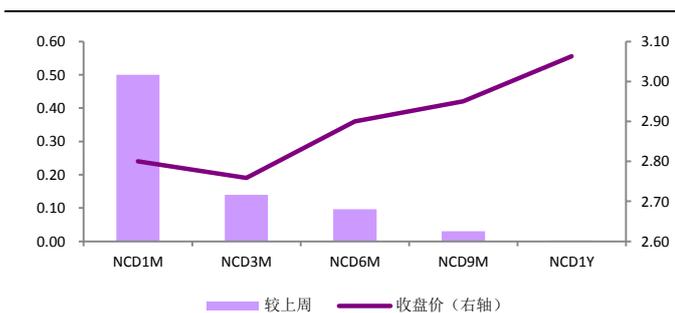
图 6: 存单发行与到期情况 (按发行期限) 单位: 亿元



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 7：城商行存单价格运行情况

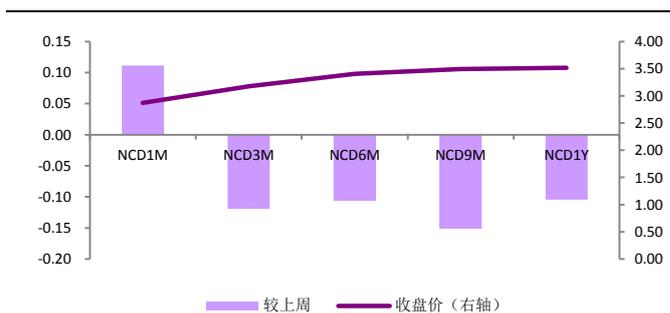
单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：国股存单价格运行情况

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2、信贷运行情况

### 2.1、7 月信贷需求不佳，8 月或将延续疲态

从央行本周公布的金融数据看，7 月份金融数据总量偏弱，7 月新增信贷 1.06 万亿，同比少增 3900 亿，新增社融 1.01 万亿，同比增速降至 10.7%，较上月增速回落 0.2 个百分点。除总量偏弱外，结构也相对偏差，表现为对公弱、零售强；短期弱、长期稳。票据贴现、非银融资增加较多，有月末冲量嫌疑。

进入 8 月份，受月末冲量效应影响，预计 8 月份初期对非银机构融资将出现负增长，而票据融资在冲击利率“1 时代”后已经有所回归，暗示票据贴现非理性增长不可持续。8 月份，虽然政策端屡次强调调整优化信贷结构，要求在制造业贷款、中长期贷款和信用贷款领域明显增长。但从实际运行看，有效需求不足仍是较大约束，我们尚未看到以上领域明显的转暖迹象。

特别是在本周央行宣布优化 LPR 形成机制，要求新投放浮动利率贷款跟随 LPR 作为报价基准。我们认为商业银行需要一定时间重新梳理流程，改善管理，以适应新机制，因此在这个过程中可能也会延误信贷投放。对于 8 月份信贷增长的预测，我们推测如果没有强力外力推动，或将延续疲态。

表 2:7 月新增人民币贷款规模与结构

单位:亿元:

	新增	同比		新增	同比		新增	同比
新增人民币贷款	10600	-3900	短贷及票据	-216	-3337	中长期贷款	8095	-1356
居民	5112	-1232	居民	695	-1073	居民	4417	-159
企业	2974	-3527	企业	-2195	-1160	企业	367	-1197
非银	2328	-746	票据	1284	-1104			

资料来源：wind，光大证券研究所

从社会融资新增分项看，7 月份，人民币贷款 8086 亿，对非银融资增加拖累了社融口径人民币贷款增量；表外票据承兑大幅萎缩 4500 亿，影子银行（委托+信托）仍有超过 1 千亿的收缩。7 月份直接融资体系繁荣，企业信用债券和地方政府专项债券发行力度较大，合计增加逾 6600 亿，企业股票融资规模录得近 600 亿。ABS、核销力度也有所加大。

进入 8 月份，利率下行带动直接融资相对繁荣，专项债还有一定发行空间。房地产融资表外渠道收缩调控很可能将加大对影子银行的影响，甚至将推动基础建设投资增速继续回落。总体看，8 月份社融增量预计也不温不火。

表 3:7 月表新增社会融资规模与结构

单位: 亿元

	当月新增	同比变化	环比变化
当月新增社融	10100	-12529	-2154
人民币贷款	8086	-8651	-4775
外币贷款	-221	-217	552
委托贷款	-987	-160	-37
信托贷款	-676	-691	-516
未贴现票据	-4563	-3251	-1819
企业债融资	2240	1063	45
股票融资	593	440	418
地方专项债	4385	840	2534

资料来源: 资料来源: Wind, 光大证券研究所

### 3、风险提示

利率并轨对银行对信贷投放节奏的冲击, 中美经贸摩擦进一步升级。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼