



强于大市

贷款利率并轨专题

银行板块走势



资料来源：万得，中银国际证券

以2019年7月24日当地货币收市价为标准

LPR 重要性提升，贷款定价中枢下行

目前虽然国内贷款利率约束早在13年就已放开，但市场利率与贷款利率双轨的情况依然存在。我们认为这是当前贷款利率并轨所需要解决的核心问题。借鉴国外三种主流贷款基础利率定价模式，我们预计未来国内或将采用“政策利率+固定点数”的LPR（基础贷款利率，Loan Prime Rate）定价模式以作为行业最优惠定价的参考，来替代目前央行公布的贷款基准利率，提升货币政策传导有效性。受此影响，银行短期贷款定价中枢或有下移，更考验银行风险定价能力。目前板块对应2019年PB0.85x，估值安全边际较高，随着A股国际化脚步的加快，海外增量资金的持续流入也将利好银行，重视板块长期确定性配置价值。个股方面，推荐以平安银行为代表的受监管压力缓释、基本面迎来改善的股份行，以及长期基本面稳健的优质个股（招商银行和宁波银行）。

■ 贷款利率并轨改革深化，LPR 重要性提升

我国贷款利率管制已在2013年7月完全放开，同年10月央行设立了贷款基准利率集中报价和发布机制，以确立贷款基础利率（简称LPR）。简单来说LPR是基于国内10家综合实力较强的大中型银行自主报价的方式，确立一个最优贷款利率以供行业定价参考。但在实践中，一方面由于央行基准利率的存在；另一方面，我国的LPR期限结构不够完整，目前只有1年期LPR对外公布；同时各家银行的报价差异很小，且基本与央行6个月-1年的基准利率等同，市场化自主定价的作用缺乏，因此银行在实际定价中仍大多以央行发布的基准利率作为参考。基础利率市场化不足，使得我国市场利率向贷款利率的传导路径不够通畅，货币政策支持实体经济的及时性和有效性受到影响，因此有必要进一步完善LPR市场报价机制，推进贷款端两轨并轨。

■ 贷款基础利率确立的海外经验：LPR 可能采取政策利率+固定点数

目前国际上比较典型的三种基础利率确立模式主要是：1) 先实现负债端市场化，再基于负债端定贷款利率的日本模式；2) 在政策利率联邦基金利率上+300BP确立LPR，后续贷款定价基础利率多样化的美国模式；3) 基于内部成本加成定价确认贷款利率的印度模式。总结国际经验可以获得如下启示：一是从本质上来看，三种模式均为以负债成本定贷款基础利率，只是由于国情和金融市场发达程度不同，而表现不同。二是LPR的发展方向需要锚定外部市场利率或政策利率才能真正有效解决变动时滞性问题。三是实现外部利率挂钩需要较为发达的金融市场环境作为支撑，需要丰富、可靠、期限结构多样的金融利率可供选择。

参考海外经验，结合我国国情，我们估计国内LPR的优化有较大可能采取“政策利率+固定点数”的模式。在具体利率的选择上，MLF利率具备期限结构与贷款较为匹配，监管操作频次高等优势，可能成为潜在锚定对象。此外市场利率，如存款类机构质押式回购利率（DR）等也具备自身优点，也较有可能成为锚定基础。参考美国经验，对于不同的贷款类型，可以参考不同的基础利率，因此我们认为国内也有望按贷款种类挂钩不同的基础利率来制定LPR。同时贷款利率的并轨将是一个渐进式的过程，对公贷款的利率将最先面临调整，以疏通货币传导机制，更好的服务实体经济发展。

■ 对国内银行潜在影响分析：贷款利率中枢下移，调整优化客群结构

若LPR与政策或市场利率挂钩，鉴于监管扶持实体经济，降低小微企业融资成本的政策意图，短时间内LPR较大概率将下行，从而引导行业贷款定价中枢呈下行趋势，而在负债端成本相对刚性的情况下，对银行盈利带来一定负面影响。通过静态测算可知，当贷款利率下降25BP，主要上市公司平均净息差将下降8BP，平均ROE将下降0.99个百分点。但考虑到LPR只是贷款定价的参考、监管或在负债端采取缓释措施等其他因素，我们认为对行业的影响将小于测算。长期来看，在负债端更具优势和风险定价能力更强的银行受到的冲击更小，银行也将进一步调整优化客群结构，加大对银行议价能力更强的零售客户和小微客户的覆盖。

■ 风险提示：经济下滑导致资产质量恶化超预期，金融监管超预期，中美贸易摩擦进一步升级。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

金融：银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号 S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号 S1300517110001

*熊颖、林颖为本报告重要贡献者



目录

贷款利率并轨改革深化，LPR 重要性提升	4
1.1 银行贷款市场报价利率机制有望在下半年优化	4
1.2 为什么要进一步推进贷款利率市场化改革：	5
我国现行 LPR 定价机制和存在的不足	6
2.1 我国贷款利率市场化改革进程回顾	6
2.2 现行 LPR 模式市场化程度不足	6
贷款基础利率确立的海外经验	7
3.1 与市场利率变动挂钩的日本模式	7
3.2 锚定多种基准的的美国模式	7
3.3 以印度为代表的“成本加成定价”模式	8
总结国际上三种典型的 LPR 定价模式，现将三种模式的借鉴意义总结如下：	9
我国 LPR 优化模式展望和影响分析	10
4.1“政策利率+固定点”的 LPR 定价方式是可行方案之一	10
4.2 不同贷款锚定基准将差异化，对公贷款最先面临变革	10
4.3 影响分析：贷款利率中枢下移，调整优化客群结构	10
投资建议	12
风险提示	13



图表目录

图表 1. 政策决策者频繁表态将深化贷款利率市场化改革	4
图表 2. 货币政策工具和流动性传导路径简图	5
图表 3. LPR 和 6 个月-1 年央行基准利率基本等同	6
图表 4. 贷款利率和市场利率 (Shibor) 变动脱节	6
图表 5. 日本贷款利率市场化进程	7
图表 6. 美国贷款利率市场化进程	8
图表 7. 截止 2017 年美国仅有 15.9% 的贷款采取 LPR 定价	8
图表 8. 小额贷款采取 LPR 定价的占比更高	8
图表 9. 若贷款利率下行对主要上市银行息差和 ROE 的影响测算	11
附录图表 10. 报告中提及上市公司估值表	14



贷款利率并轨改革深化，LPR 重要性提升

1.1 银行贷款市场报价利率机制有望在下半年优化

近期政策决策者频繁表态要进一步推动我国利率市场化改革，推进市场利率和基准利率“两轨并一轨”以更好地服务实体经济发展，引发市场关注。2019年6月26日，国务院常务会议明确提出“深化利率市场化改革，完善商业银行贷款市场报价利率机制，更好发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用、推动银行降低贷款附加费用，确保小微企业融资成本下降”。我们认为这和目前国内小微企业融资难、融资贵的现状密切相关，贷款端利率的进一步市场化能更好服务实体经济，稳定经济增长。

在改革的具体举措上，监管在近期讲话中也较为明确的指出了方向：19年5月18日，易纲行长在中债指数专家指导委员会第十五次会议上指出“在进一步推动利率市场化改革的过程中，**央行存款基准利率仍将继续发挥重要作用**；贷款利率实际上已经放开，但仍可进一步探索改革思路，**如研究不再公布贷款基准利率等……**”。7月12日，央行货币政策司司长孙国峰也在上半年金融统计数据新闻发布会上表示“下一步利率市场化的关键点是推进贷款利率的进一步市场化，**将推动银行更多地运用LPR**”。由此我们估计，利率市场化有可能在下半年有进一步深化的改革措施出台，“两轨并一轨”将首先从贷款利率端着手，朝着取消贷款基准利率，更多锚定LPR，更加市场化的变动方向推进改革。

图表1. 政策决策者频繁表态将深化贷款利率市场化改革

时间	人物会议	内容
2019年4月28日	IMF第一副总裁利普顿在国际货币基金组织春季年会上表示	当前，中国货币市场利率已经市场化，但是存贷款基准利率仍由央行决定，利率市场化只剩“最后一公里”。今年以来，央行正呼吁 进一步推动利率市场化改革，利率市场化改革今年有望加速。
2019年5月17日	《2019年第一季度中国货币政策执行报告》指出	稳妥推进利率“两轨合一轨” ，重点疏通央行政策利率向市场利率尤其是 信贷利率的传导 ，提升金融机构贷款定价能力，适度增强市场竞争，更好地服务实体经济。
2019年5月18日	央行行长易纲在中债指数专家指导委员会第十五次会议上指出	在进一步推动利率市场化改革的过程中，央行存款基准利率仍将继续发挥重要作用；贷款利率实际上已经放开，但仍可进一步探索改革思路，如研究 不再公布贷款基准利率等 。
2019年6月26日	国务院常务会议指出	虽然政策利率已经下调，目前商业银行对小微企业的贷款利率仍然和基准利率挂钩，且对国有企业和小微民营企业的报价差距较大，这也是货币政策传导不畅导致的。目前深化利率市场化改革，可以 采用更加市场化的利率模型，如LPR（贷款基础利率） 来决定对不同客户的贷款利率。
2019年6月30日	中国人民银行政策委员会第二季度例会	深化利率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进经济平稳健康发展。
2019年7月12日	央行货币政策司司长孙国峰在上半年金融统计数据新闻发布会上表示	下一步利率市场化的关键点是推进贷款利率的进一步市场化， 将推动银行更多的运用LPR。

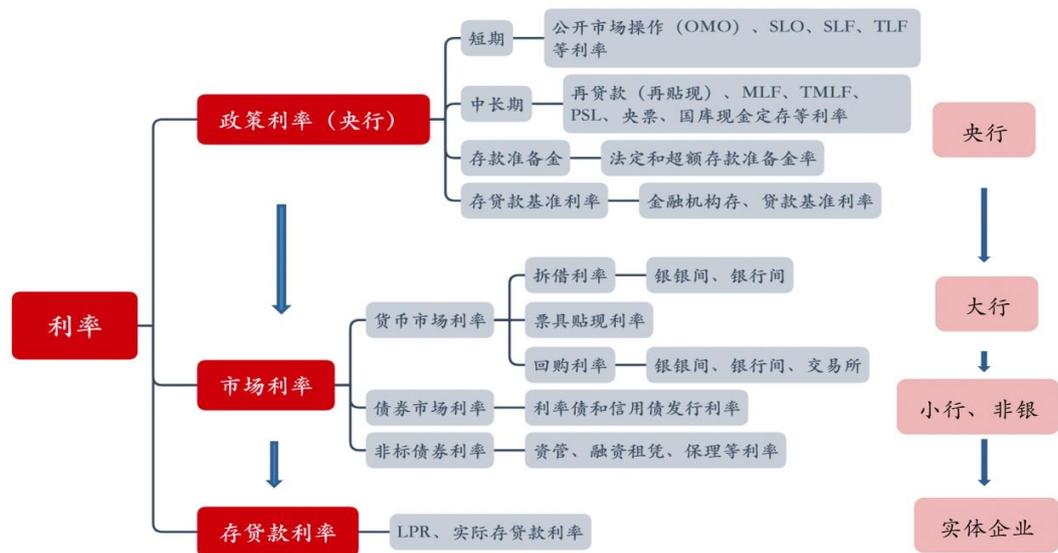
资料来源：财联社，中银国际证券

1.2 为什么要进一步推进贷款利率市场化改革：

货币政策传导路径不畅影响对实体企业的融资支持

2018 年以来随着经济下行压力增大和金融去杠杆的持续推进，民营和小微企业融资难和融资贵的问题更加突显，1年多以来中央和监管层高度重视，各部委密集出台了各项利好政策扶持民营和小微企业的发展，央行也在“合理充裕”的货币政策框架下释放流动性以支持中小企业融资，稳定实体经济。但由于我国货币政策的传导路径尚不够通畅，当流动性释放，政策利率能逐步传导到市场利率，但贷款定价的参考基础并不与市场利率挂钩，当市场利率下行时，贷款利率仍保持刚性，“宽货币”向“宽信用”传导存在障碍。由于我国是以银行间接融资为主的社融体系，实体经济仍主要依靠银行贷款，若“市场利率→贷款利率”的传导不够通畅，货币政策对实体经济的支持效果将大打折扣。

图表2. 货币政策工具和流动性传导路径简图



资料来源：中银国际证券

进一步推进我国利率市场化改革

事实上，解决小微和民营企业融资难和贵的问题，还可以有其他政策工具的选择，比如直接降低贷款基准利率也能有效降低融资成本。我们认为政策决策者之所以考虑选择通过优化银行市场报价机制（LPR），就是想通过更市场化的手段来进行宏观调控，并逐步从“量”的调控向“价格”的调整转变，这也是进一步深化我国利率市场化改革，打通传导机制的内在要求。此外，降低央行贷款基准利率影响较为直接和广泛，政策信号意义太强，但 LPR 作为行业贷款的定价参考，银行在此基础上具备根据自身情况进行调节的空间，由此产生的调控更为渐进和温和。

我国现行 LPR 定价机制和存在的不足

2.1 我国贷款利率市场化改革进程回顾

回顾我国银行业贷款利率市场化改革进程，从 1998 年开始国内银行逐步扩大贷款利率的浮动上限，2004 年基本取消贷款利率上限（除城乡信用社贷款利率仍有 2.3 倍的上限限制），到 2013 年 7 月全面放开对贷款利率定价的上下限浮动限制，我国贷款利率已实现完全自由浮动，但仍存在央行制定的基准利率，作为行业贷款定价参考。

同时，为完善市场基准利率体系，央行在 2013 年同年 10 月设立了贷款基准利率集中报价和发布机制，以确立贷款基础利率（Loan Prime Rate，简称 LPR），简单来说 LPR 是基于 10 家综合实力较强和系统性重要程度高的大型银行自主报价的方式，确立一个最优贷款利率以供行业定价参考。

2.2 现行 LPR 模式市场化程度不足

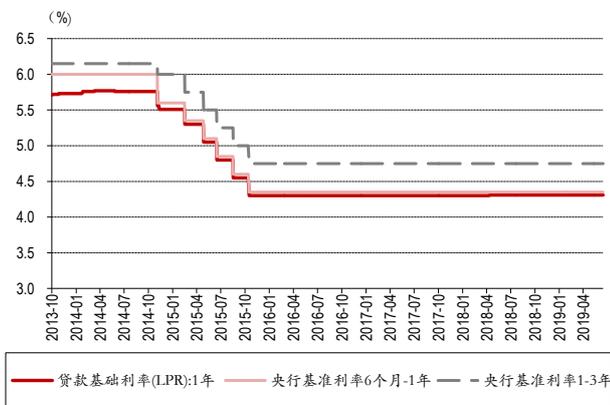
但经过近 10 多年的发展，在基础利率方面以市场机制决定的 LPR 并未完全取代央行制定的基准利率，我们认为主要是存在以下几个方面的不足：

- (1) LPR 期限结构单一，截止目前只公布了 1 年期 LPR；
- (2) 10 家银行报送的 LPR 差异很小，1 年期 LPR 和 6 个月-1 年央行基准利率基本等同，未能发挥银行真正自主确立贷款定价基础的有效作用；
- (3) 目前报价行还不够丰富，主要由 10 家头部银行组成。

因此，目前国内大多数银行的贷款定价仍然是以央行公布的基准利率为基础进行上下浮动。这种贷款定价模式的显著不足之一在于和市场利率变动“脱节”，贷款利率变动存在刚性，“货币政策利率的变动→市场利率→信贷利率”的路径并不畅通，严重影响央行通过货币政策利率进行宏观调控的及时性和有效性。

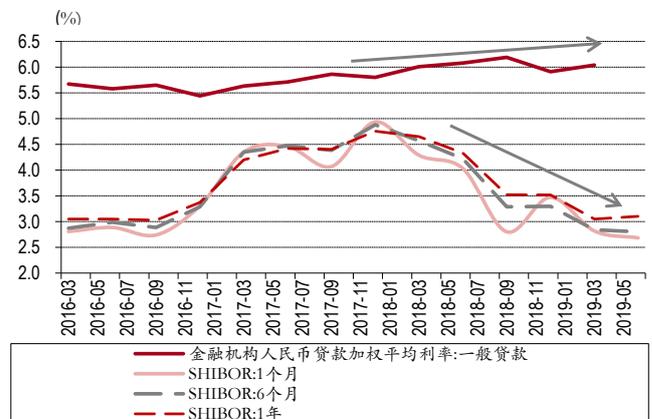
举例而言，2018 年以来随着宏观经济下行压力增长，央行逐步释放流动性以托底经济，1 月/6 月/1 年期 Shibor 利率从 18 年初起分别下行 160BP/177BP/155BP 至 19 年半年末的 2.68%/2.80%/3.10%，但贷款利率在 18 年前三季度仍然保持上行，和市场利率走势相悖，不能及时、有效的起到减轻实体企业负担，托底经济的作用。

图表3. LPR 和 6 个月-1 年央行基准利率基本等同



资料来源：万得，中银国际证券

图表4. 贷款利率和市场利率（Shibor）变动脱节



资料来源：万得，中银国际证券

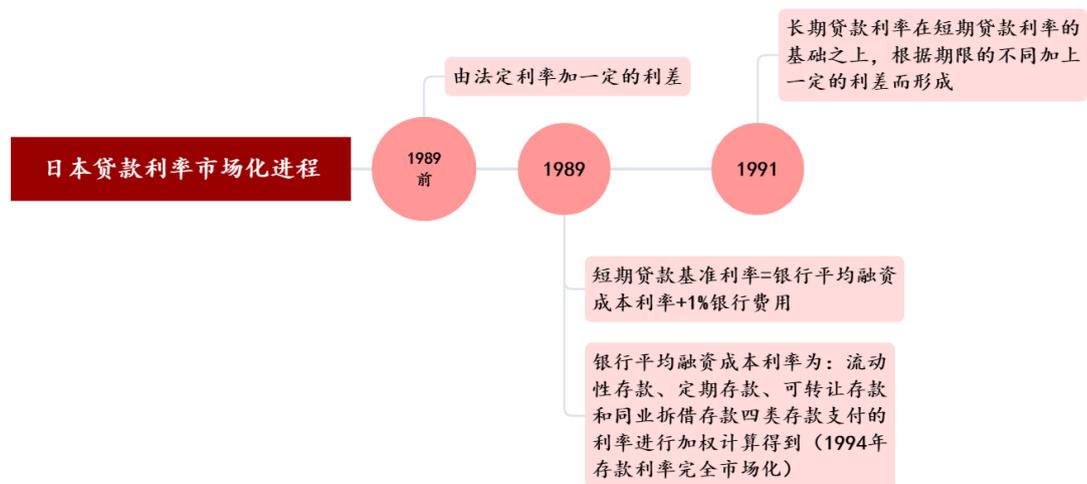
贷款基础利率确立的海外经验

贷款利率市场化改革提出的第一议题便是如何进一步探索更加优化的贷款基础利率（LPR）确立模式。通过借鉴国外银行业经验，目前国外典型的基础贷款利率确立主要有三种模式：1) 先实现负债端市场化，再基于负债端定贷款利率的日本模式；2) 在政策利率联邦基金利率上+300BP 确立 LPR，后续贷款定价基础利率多样化的美国模式；3) 基于内部成本加成定价确认贷款利率的印度模式。三种 LPR 确立模式有其各自的特点，具体介绍如下：

3.1 与市场利率变动挂钩的日本模式

日本首先完成了负债端的利率市场化改革，在此基础上再完成了贷款定价的利率市场化改革。具体而言，在 1989 年以前，日本的短期贷款 LPR 由法定利率（日本央行贴现率）再加上一定的利差构成，但主要与政策利率挂钩的模式存在一定弊端，当政策和市场利率走势相悖时，如果负债端已经实现了利率的市场化，则会导致银行息差的明显收窄。因此从 1989 年起，日本开始基于银行在负债端的融资成本来确立贷款的基础利率，通过对流动性存款、定期存款、可转让存款和同业拆借存款四类主要的负债利率进行加权计算，以得到总体的融资成本，在此基础上加上 1% 的银行费用，即为银行短期贷款 LPR。随着日本的存款利率市场化完成，短期贷款 LPR 实际上已与市场资金利率挂钩。而长期贷款 LPR 则是在短期贷款基础利率基础上，根据期限长短加上一个利差。

图表5. 日本贷款利率市场化进程



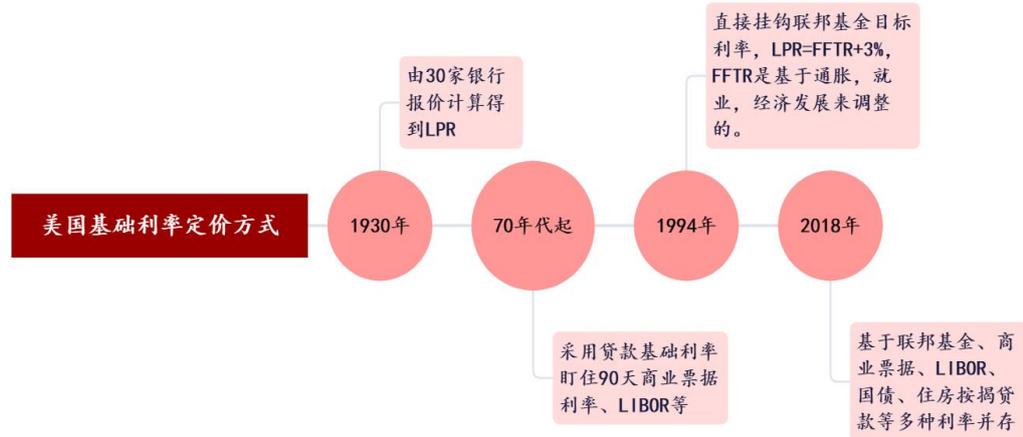
资料来源：中国知网，中银国际证券

3.2 锚定多种基准的美国模式

当前美国贷款定价参考包括 LPR、Libor、国债、商业票据等多种基础利率，这得益于美国发达和成熟的金融市场，丰富多元的融资工具环境。其中 LPR 定价模式起源于美国，但随着美国利率市场化改革的完成、直接融资的兴起，**现已不再是美国最主流的贷款定价基准利率**。从 2017 年美联储公布数据来看，各种类型的贷款中，以 LPR 作为贷款定价基准的仅占 15.9%。

基于优化我国 LPR 的监管思路，现梳理回顾美国 LPR 模式的发展和变革，以供国内借鉴参考：一开始，美国 LPR 是建立在主要商业银行的自主报价基础上产生的，和联邦基金利率隐形挂钩。LPR 最早产生于上个世纪 30 年代，经美国权威财经杂志《华尔街日报》发起设立，由全美最大的 30 家商业银行报送其对最优客户的贷款利率，在此基础上计算出行业的 LPR 以作为贷款参考，而各家银行在制定自身 LPR 时都会参考联邦基金利率。自 1994 年开始，经美联储和银行业协商决定**美国市场的 LPR=联邦基金利率+300BP**，美国的贷款 LPR 开始直接和政策资金利率挂钩，随政策利率的变动而调整。

图表6. 美国贷款利率市场化进程



资料来源: 中国知网, 中银国际证券

分银行来看, 主要是中小银行和小额贷款融资采取 LPR 作为定价基础的占比较高, 我们认为这主要是因为中小银行定价能力较弱, 同时小微企业较难通过直接融资方式获取资金, 因此能够接受 LPR 的定价模式。

图表7. 截止 2017 年美国仅有 15.9% 的贷款采取 LPR 定价

机构类型		所有商业银行	本国大型商业银行	本国小型商业银行	本国商业银行及阜外机构及国外商业银行
商业与工业贷款总量		106647	71992	5241	29413
LPR定价	余额	16972	12637	3111	1223
	占比	15.9%	17.6%	59.4%	4.16%
	加权平均利率	4.73%	4.66%	4.91%	4.99%
其他基准定价	余额	89675	59355	2130	28190
	占比	84.1%	82.5%	40.6%	95.8%
	加权平均利率	2.86%	3.17%	4.07%	2.10%

资料来源: 美联储, 中银国际证券

图表8. 小额贷款采取 LPR 定价的占比更高

指标		LPR定价占比	其他基准定价占比
规模 (千美元)	10-99	40.7%	59.3%
	100-999	38.2%	61.8%
	1,000-9,999	25.0%	75.0%
	10,000+	6.3%	93.7%

资料来源: 美联储, 中银国际证券

3.3 以印度为代表的“成本加成定价”模式

三种模式的代表国家中, 印度是发展中国家的代表, 尚未完成利率市场化的彻底改革。从 1994 年开始, 印度开始探索贷款基础利率的确立方式, 总体思路都是各家银行自行计算贷款成本并上报 PLR, 再由央行计算出一个总的 PLR, 推行期间印度央行对各家银行 PLR 的计算推行了四次改革:



- 第一阶段是1994-2003年，由各家银行自行上报实施的最优惠贷款利率（PLR）。
- 第二阶段是2003-2010年，印度将基础贷款利率升级为基准最优惠贷款利率（BPLR），要求各家银行对BPLR的计算需要考虑资金成本、运营成本、满足监管需求（如拨备需求、资本需求）所需的头寸的成本和利润率等等。
- 第三阶段2010-2016年，印度央行在BPLR的基础上进一步进行优化计算方式，推出了基础贷款利率（base rate），允许采取几种不同的计算方式。
- 第四阶段：2016年-至今，印度央行推出了基于边际资金成本的基础贷款利率（MCLR），对资金成本的计算进行明确规定，规定了以月为单位的调整频率。

总结来讲，印度央行对于贷款基础利率的基本思路是想要通过计算银行包括资金成本在内的总贷款成本来确定一个最低贷款利率，作为印度银行的贷款定价参考，改革思路都试图对成本加成的计算方法进行优化，但成本加成的定价模式始终存在缺乏计算透明性，对政策利率敏感度有限，传导缓慢等问题。

总结国际上三种典型的LPR定价模式，现将三种模式的借鉴意义总结如下：

(1) 发达国家模式的本质都是先“存”后“贷”：总结发达国家基础利率定价模式，其本质都是以存定贷，只是由于金融市场的成熟度不同，因此在具体操作上有一定差异。美国的金融市场发达程度高，因此可以绕过负债端直接和联邦基金利率挂钩，实际在挂钩的1994年美国的负债端早已完全市场化；而金融市场发达程度次之的日本则是先实现了负债端市场化，再确定贷款定价。印度的改革思路总体也是基于负债成本在内的内部成本加成定价，但由于负债成本的不市场化，始终存在不透明和传导的滞后性。

(2) 锚定政策利率需形成统一、完善的基准利率：美国模式中，LPR和联邦基金利率挂钩的模式起初被广为接受。美国联邦基金利率的确定有明确的流程，每年会召开7-8次会议讨论目标利率的调整计划，独立性较强，灵活性更高，一年内可能有多次变动，对整个市场利率影响程度大。而**锚定市场利率需具备丰富、可靠、期限丰富的金融市场利率可供选择。**

(3) LPR必须与外部利率挂钩才能实现变动的灵活性。总结国际上3种典型的贷款LPR确认方式，日本、美国等发达国家，基础贷款利率的确立都是与外部的政策或市场利率进行挂钩，而印度模式前后虽进行了4次改革，但内部成本定价的不透明和传导滞后性，始终无法解决。这些经验告诉我们，想要实现LPR的灵活变动，必须要与外部利率实现关联，**并且从美日发达国家的贷款定价来看，最终都走向了主要和市场利率挂钩的路径。**

对照我国实际情况，我国还存在着存款利率有自律机制的软性约束，市场利率不够丰富和完善，部分市场主体对利率变动不够敏感等利率市场化改革障碍，这些问题都需要随着我国金融市场的逐步成熟和发展来解决，LPR的优化就是谋求深化改革的其中一步。此外，三种国际模式虽然方式各有不同，有其各自的优缺点，但都有效的贴合了不同国家的实际国情，因此我国在优化LPR的同时，也应充分考虑我国金融市场的发展现状和实际国情来进行。



我国 LPR 优化模式展望和影响分析

4.1 “政策利率+固定点”的 LPR 定价方式是可行方案之一

展望我国 LPR 的优化模式，我们认为通过“市场利率/政策利率+固定点”都有可能成为改革方向的考虑，结合我国实际国情来看，其中锚定政策利率的可能性更大。由于我国的金融市场还在发展之中，和发达国家成熟的金融市场相比，金融工具的丰富程度和交易的活跃度都存在一定差距，因此目前对于选择哪一种利率作为 LPR 锚定的基础利率，学界还存在各种争议，尚没有一个公认的可靠度高、期限结构完整的理想利率选择。

我们认为，政策利率方面，MLF 有望作为锚定考虑对象，其具备如下优势：1) MLF 是央行操作较为频繁的货币政策工具，能有效反映央行政策意图；2) MLF 提供的是中期的基础货币，和中短期贷款期限匹配度较高。但 MLF 也存在短期期限结构尚不丰富，利率变动时滞等问题。在市场利率方面，7 天存款类机构质押式回购利率（DR）有可能成为潜在的锚定利率。和其他利率相比，DR007 利率具备以下优点：1) 由实际交易产生而非报价，可靠性更高，被操纵性较低；2) DR 利率是质押式回头利率而非纯信用，更接近无风险利率概率；3) DR 利率作为存款类金融机构之间的融资成本，不包括其他类金融机构，能主要反映银行的融资成本。同时监管层在讲话中也提到将 DR007 作为市场流动性的重要参考指标，当然也应关注到，DR 利率存在波动较大等问题有待完善。

4.2 不同贷款锚定基准将差异化，对公贷款最先面临变革

借鉴美国经验来看，不同类型的贷款主可以参考不同的基础利率作为定价依据。在美国大部分贷款定价和市场利率挂钩，小额贷款往往和 LPR 挂钩，而个人住房抵押贷款与国债收益率关系紧密，期限较长的个人按揭贷款主要与美国 10 年期和 30 年期国债利率挂钩，能够一定程度上考虑到经济增长和通胀的因素。

从推进节奏来看，我们预计国内贷款利率的并轨将是一个渐进的过程，决策者在政策制定时也有可能也会参照海外经验，分贷款种类挂钩不同的基础利率来制定 LPR。短期来看，对公端有望最先采取“政策利率+固定点数”的方式确定 LPR，以保证货币政策传导的通畅性，缓解目前实体经济融资中结构性不够均衡的问题。

4.3 影响分析：贷款利率中枢下移，调整优化客群结构

若 LPR 模式进一步优化后，与政策或市场利率挂钩同时取消央行制定的基准利率，鉴于监管扶持实体经济，降低小微企业融资成本的政策意图，短时间内或通过下调政策、市场利率的方式来引导行业贷款定价中枢的下行，另一方面，短期内银行存款竞争仍较为激烈，负债端成本相对刚性，因此贷款利率的下行将对银行的息差和盈利带来一定负面影响。我们静态测算，在存款成本不变的情况下，贷款收益率分别下降 50BP\25BP 时，对行业息差和 ROE 的影响。考虑到目前主要是对公贷款在定价时更多的参考 LPR，因此我们主要测算对公类贷款在 LPR 优化后的变动对银行基本面的影响。结果显示，若贷款利率下降 25BP，主要上市公司平均净息差将下降 8BP，主要上市公司平均 ROE 将下降 0.99 个百分点；若贷款利率下降 50BP，主要上市公司平均净息差将下降 15BP，主要上市公司平均 ROE 将下降 1.99 个百分点。

图表9.若贷款利率下行对主要上市银行息差和 ROE 的影响测算

银行	净息差, 2018	生息资产, 2018	公司贷款, 2018	归属于母公司净资产, 2018	贷款收益率下降25BP对净息差的影响	贷款收益率下降50BP对净息差的影响	贷款收益率下降25BP对ROE的影响	贷款收益率下降50BP对ROE的影响
工行	2.30%	26941233	9418894	2330001	-0.09%	-0.17%	-1.01%	-2.02%
建行	2.31%	22802324	7478466	1976463	-0.08%	-0.16%	-0.95%	-1.89%
中行	1.90%	20507783	7121484	1612980	-0.09%	-0.17%	-1.10%	-2.21%
农行	2.33%	22221410	6892400	1670294	-0.08%	-0.16%	-1.03%	-2.06%
交行	1.51%	9283249	3061915	698405	-0.08%	-0.16%	-1.10%	-2.19%
招行	2.57%	6561907	1773929	540118	-0.07%	-0.14%	-0.82%	-1.64%
中信	1.94%	5972615	1881125	436661	-0.08%	-0.16%	-1.08%	-2.15%
民生	1.73%	5738551	1729678	420074	-0.08%	-0.15%	-1.03%	-2.06%
兴业	1.83%	6474045	1608207	465953	-0.06%	-0.12%	-0.86%	-1.73%
浦发	1.94%	6113409	1815874	471562	-0.07%	-0.15%	-0.96%	-1.93%
光大	1.74%	4219608	1332629	321488	-0.08%	-0.16%	-1.04%	-2.07%
华夏	1.95%	2628853	1142675	217141	-0.11%	-0.22%	-1.32%	-2.63%
平安	2.35%	3295079	801814	240042	-0.06%	-0.12%	-0.84%	-1.67%
北京	1.88%	2516888	883167	192450	-0.09%	-0.18%	-1.15%	-2.29%
南京	1.89%	1213270	337730	77808	-0.07%	-0.14%	-1.09%	-2.17%
宁波	1.97%	1091026	242302	80879	-0.06%	-0.11%	-0.75%	-1.50%
上海	1.76%	1990569	534270	161277	-0.07%	-0.13%	-0.83%	-1.66%
江苏	1.59%	1863924	531476	122624	-0.07%	-0.14%	-1.08%	-2.17%
贵阳	2.33%	474631	130210	34830	-0.07%	-0.14%	-0.93%	-1.87%
杭州	1.71%	908695	212708	57165	-0.06%	-0.12%	-0.93%	-1.86%
平均	2.04%	13261653	4278197	1062251	-0.08%	-0.15%	-0.99%	-1.99%

资料来源：公司年报，中银国际证券

从实际影响幅度上来考虑，我们在 4.3 部分仅进行了静态的影响测算，只考虑了贷款利率下行这一单个因素，但也应关注到：1) LPR 只是最优惠贷款利率，银行在此基础上根据自身情况具备贷款利率调节空间；2) 考虑到对行业的影响，我们估计监管也会在负债端采取相应的缓释措施，来帮助银行减轻受到的冲击，保持金融行业的稳定发展；3) 即使贷款利率有所下调，考虑到贷款具有不同久期，也并非全部贷款同时面临定价的下行，LPR 优化后重定价的影响将是渐进和相对温和的，因此我们认为实际对银行业的影响应小于我们的测算结果。

从中长期来看，我们认为贷款利率的并轨将会引导银行客户结构的调整。在贷款利率中枢下移的情况下，银行对相对议价能力更强的大型企业贷款的盈利空间会被进一步压缩，除部分吸储能力较强的银行，绝大部分银行需要通过将目标客群锁定在议价能力较弱的长尾客户上来保证其一定的盈利水平，例如个人客户和小微企业客户，但考虑到其背后的经营风险更高，因此也就需要银行进一步提升风险定价能力。



投资建议

目前虽然国内贷款利率约束早在 13 年就已放开，但市场利率与贷款利率双轨的情况依然存在。我们认为这是当前贷款利率并轨所需要解决的核心问题。借鉴国外三种主流贷款基础利率定价模式，我们预计未来国内或将采用“政策利率+固定点数”的 LPR 定价模式以作为行业最优惠定价的参考，来替代目前的贷款基准利率，提升货币政策传导有效性。受此影响，银行短期贷款定价中枢或有所下移，更考验银行风险定价能力。目前板块对应 2019 年 PB0.85x，估值安全边际较高，随着 A 股国际化脚步的加快，海外增量资金的持续流入也将利好银行，重视板块长期确定性配置价值。个股方面，推荐以平安银行为代表的受监管压力缓释，基本面迎来改善的股份行，以及长期基本面稳健的优质个股（招商银行和宁波银行）。



风险提示

- 1、经济下行导致资产质量恶化超预期。**银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。
- 2、金融监管超预期。**2017年以来银行业严监管持续，已实现对银行表内外业务监管的全覆盖，行业规模增长放缓、“去杠杆”进程提速。同时，银监会和保监会合并将增强监管的统一性和协调性，提升监管有效性，各类监管细则文件有望加速落地。如果严监管超预期趋严，行业的业务发展可能受限，从而影响净利润增速。
- 3、中美贸易摩擦进一步升级。**中美贸易磋商仍存不确定性，若出现预期之外的反复，可能影响投资者对经济增长的预期。



附录图表 10. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (十亿元)	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净 资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
601939.SH	建设银行	买入	7.37	1,843	1.02	1.07	0.97	0.88	7.27
601988.SH	中国银行	未有评级	3.69	1,086	0.61	0.64	0.72	0.66	4.79
600036.SH	招商银行	买入	36.43	919	3.19	3.61	1.82	1.61	18.80
601998.SH	中信银行	增持	5.77	282	0.91	0.99	0.70	0.64	7.60
600000.SH	浦发银行	增持	11.59	340	1.90	2.16	0.77	0.69	14.26
000001.SZ	平安银行	买入	13.88	238	1.45	1.65	1.08	0.97	11.93
601169.SH	北京银行	增持	5.60	118	0.95	1.04	0.68	0.62	7.37
601009.SH	南京银行	增持	8.47	72	1.31	1.52	1.06	0.96	6.91
002142.SZ	宁波银行	买入	23.57	127	2.08	2.48	1.96	1.67	10.15
601229.SH	上海银行	增持	8.88	126	1.27	1.46	0.89	0.81	8.54
600919.SH	江苏银行	增持	6.95	80	1.13	1.30	0.78	0.71	6.76
601997.SH	贵阳银行	未有评级	8.80	28	1.60	1.56	0.95	0.98	7.64
600926.SH	杭州银行	增持	8.25	42	1.05	1.27	0.90	0.82	7.46
002807.SZ	江阴银行	未有评级	4.59	10	0.39	0.43	0.99	0.94	4.68
600908.SH	无锡银行	增持	5.68	10	0.59	0.67	1.03	1.01	5.10
601128.SH	常熟银行	买入	8.28	23	0.54	0.66	1.85	1.53	5.45
603323.SH	苏农银行	未有评级	5.43	10	0.44	0.50	1.07	1.03	5.94
002839.SZ	张家港行	未有评级	5.63	10	0.46	0.52	1.07	1.01	5.01

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日7月25日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371