



LPR 机制改革点评

锚定MLF符合预期，引导银行贷款中枢下行

事项：央行发布【2019】第15号文，指出为“深化利率市场化改革，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本，中国人民银行决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。”

报告要点

■ 新规靴子落地，锚定MLF符合预期

新LPR报价机制和原有LPR确立方式主要差异表现在以下几个方面：（1）机构扩容：由原来的10家扩大到18家；（2）计算方式：以前LPR报价主要由银行自主决定，改革后LPR=MLF+固定点数，银行主要决定固定点数；（3）丰富期限结构：原来只有1年期LPR，现新增5年期以上LPR；（4）公布频率调整：由以前的每日上报改为每月上报一次，更加审慎。

■ LPR灵活性提升，贷款利率中枢下移

我们认为通过新报价机制可以看出：（1）新LPR波动性增大：由于MLF的利率调整较央行基准更加频繁，LPR未来的变动将更加灵活，波动将增加；（2）代表性增强：新增的8家报价行基本均为区域中小银行，因此LPR的结果代表性将更强；（3）LPR报价真实性提升：新机制明确要求银行在新的合同中由市场化的LPR替代原有的央行基准利率作为定价基础，并列入MPA考核，因此银行在LPR报送时将更加认真对待，计算LPR报价时将更加市场化和真实；（4）LPR机制对银行定价能力提出更高要求：新机制下，在LPR利率基础上加多少固定点数，以及如何调整将极大考验银行真实的贷款定价能力。我们判断新LPR实施后，短期内将引导银行贷款利率中枢下行。一是由于市场利率保持低位，LPR形成机制完善后将对市场利率有更多反映；二是银行难以再协同设定贷款利率的隐性下限。并且央行将贷款利率定价纳入MPA考核加以监督，因此短时间内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，我们认为这本质上是基于国内经济下行压力增大背景下的一次非对称降息，以降低企业融资成本。

■ 对公业务最先面临调整，引导银行优化客群结构

对银行的影响方面，在贷款利率下行而负债端成本相对刚性的情况下，银行盈利将受到一定负面影响。从对公和零售来看，对公贷款受到的影响将大于零售。银行在对公业务中处于相对弱势，特别是对于国企等优质的大型客户议价能力偏弱，贷款利率应最先面临调整；而在零售业务、小微业务领域，银行的定价能力更强，受到的影响相对较小。因此银行将调整信贷摆布，更多的将资源向小微等领域倾斜，这也符合监管优化信贷供给结构的监管意图。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，银行的风险偏好或将被动提升。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。

■ 投资建议

新的贷款利率市场化报价机制出台，使得LPR的市场性增强，变动将更加灵活，有利于更好的疏通货币政策传导机制，支持实体经济发展。短期来看，在决策层的政策引导和市场利率保持低位的大背景下，LPR将引导贷款利率下行，在负债端相对刚性情况下，相当于一次非对称降息，对银行盈利将带来一定影响，但影响是渐进的，银行也仍具备一定调整空间。长期来看，银行将调整优化客群，提升风险定价能力。在内外环境不确定性提升背景下，银行板块估值性价比突出（目前股价对应19年PB为0.83x），存配置吸引力，防御属性突出。随着海外增量资金的持续流入将利好银行板块，看好板块长期配置价值。个股推荐长期基本面稳健的大行，以及受益监管压力缓释、基本面迎来改善的股份行（平安银行，中信银行）。

■ **风险提示：**经济下行导致资产质量超预期；金融监管超预期；中美贸易摩擦升级。

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

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003
(8621)20328568
yamin.li@bocichina.com

袁喆奇

证券投资咨询业务证书编号：S1300517110001
(8621)20328590
zheqi.yuan@bocichina.com

*熊颖、林颖颖为本报告重要贡献者



事项：央行发布【2019】第15号文，指出为“深化利率市场化改革，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本，中国人民银行决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。”

新规靴子落地，锚定MLF符合预期

本次LPR的市场化改革方案基本符合我们预期，我们在之前的贷款利率并轨专题中已较为深入地对这一问题进行了分析。通过比较新老版本可以看出，新LPR报价机制和原有LPR确立方式主要差异表现在以下几个方面：

- 1、**机构扩容**：由原来的10家扩大到18家
- 2、**计算方式**：以前LPR报价主要由银行自主决定，改革后 $LPR=MLF+固定点数$ ，银行主要决定固定点数
- 3、**丰富期限结构**：原来只有1年期LPR，现新增5年期以上LPR
- 4、**公布频率调整**：由以前的每日上报改为每月上报一次，更加审慎。

图表 1. 新旧 LPR 报价机制对比

项目	新LPR报价机制	旧LPR报价机制
报价时间	每月20日9时30分公布	每个交易日11:30对外发布
公布机构	全国银行间同业拆借中心	全国银行间同业拆借中心
报价机构	18家银行：10家全国性银行+2家城市商业银行+2家农村商业银行+2家外资银行+2家民营银行	10家全国性银行
LPR品种	1年期、5年期以上两个品种	1年期LPR
LPR计算方式	1) $LPR=公开市场操作利率+固定点数$ （公开市场操作利率主要为MLF，固定点数银行自行决定） 2) 去掉最高、最低报价后算术平均	1) 银行自主决定LPR后上报 2) 去掉最高、最低报价后加权平均
报价频率	每月一次	每个交易日一次
实施方式	新老划断。新发放贷款主要参考贷款市场报价利率作为定价基础；浮动合同中采用LPR替代原央行基准利率	
实施时间	2019年8月20日正式施行	2013年10月25日实施至今

资料来源：央行官网，中银国际证券

LPR 灵活性提升，贷款利率中枢下移

我们认为通过新报价机制可以看出：

- 1) **波动性增大**：由于MLF的利率调整较央行基准更加频繁，LPR未来的变动将更加灵活，波动将增加；
- 2) **代表性增强**：新增的8家报价行基本均为区域中小银行，因此LPR的结果代表性将更强；
- 3) **LPR报价真实性提升**：新机制明确要求银行在新的合同中由市场化的LPR替代原有的央行基准利率作为定价基础，并列入MPA考核，因此银行在LPR报送时将更加认真对待，计算LPR报价时将更加市场化和真实；
- 4) **LPR机制对银行定价能力提出更高要求**：新机制下，在LPR利率基础上加多少固定点数，以及如何调整将极大考验银行真实的贷款定价能力。



我们判断新 LPR 实施后，短期内将引导银行贷款利率中枢下行。针对这一问题，央行也作了明确、正面的回答：“一方面前期市场利率下行幅度较大，LPR 形成机制完善后，将对市场利率的下降予以更多反映；二是银行难以再协同设定贷款利率的隐性下限，打破隐性下限可促使贷款利率下行”。并且监管将对贷款利率定价纳入 MPA 考核加以监督。考虑到央行明确的政策意图，和新 LPR=MLF+固定点数，一旦合同确立后，银行和客户签订的浮动利率合同中固定点数保持不变，但央行可通过政策操作调整 MLF 价格来影响贷款定价走势，因此短时间内 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，我们认为这本质上是基于国内经济下行压力增大背景下的一次非对称降息，以降低企业融资成本。

对公业务最先面临调整，引导银行优化客群结构

对银行的影响方面，在贷款利率下行而负债端成本相对刚性的情况下，银行盈利将受到一定负面影响，银行息差收窄压力增大。从对公和零售来看，对公贷款受到的影响将大于零售。银行在对公业务中处于相对弱势，特别是对于国企等优质的大型客户议价能力偏弱，受到贷款利率变动的影响较强，贷款利率应最先面临调整；而在零售业务、小微业务领域，银行的定价能力更强，受到的影响相对较小。因此银行将调整信贷摆布，更多的将资源向小微等领域倾斜，这也符合监管优化信贷供给结构的监管意图。

此外，对于按揭贷款，尽管新增 5 年期以上的 LPR 作为长期贷款的定价参考，考虑到决策层对下半年房地产市场调控的表态，我们估计短期内按揭贷款的利率将保持稳定。基于以上考虑，我们主要静态测算对公类贷款在 LPR 优化后的变动对银行基本面的影响，测算显示当贷款利率下降 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。但我们认为影响将是渐进的，实际影响将小于测算，因为：1) 新 LPR 的实施采取新老划断，存量的贷款不会受到影响，影响将逐步产生；2) 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一定贷款利率调节空间。

图表 2. LPR 报价机制对银行息差以及盈利能力影响测算

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，银行的风险偏好或将被动提升。在贷款利率中枢下移的情况下，银行对相对于议价能力较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

新的贷款利率市场化报价机制出台，使得 LPR 的市场性增强，变动将更加灵活，有利于更好的疏通货币政策传导机制，支持实体经济发展。短期来看，在决策层的政策引导和市场利率保持低位的大背景下，LPR 将引导贷款利率下行，在负债端相对刚性情况下，相当于一次非对称降息，对银行盈利将带来一定影响，但影响是渐进的，银行也仍具备一定调整空间。长期来看，银行将调整优化客群，提升风险定价能力。在内外环境不确定性提升背景下，银行板块估值性价比突出(目前股价对应 19 年 PB 为 0.83x), 存配置吸引力, 防御属性突出。随着海外增量资金的持续流入将利好银行板块，看好板块长期配置价值。个股推荐长期基本面稳健的大行，以及受益监管压力缓释、基本面迎来改善的股份行（平安银行，中信银行）。



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。中美贸易战发展方向摇摆不定，进一步增加了投资者对国内经济前景的担忧。

附录图表 3. 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	7.09	1,773	1.02	1.07	0.93	0.85	7.27
601988.SH	中国银行	未有评级	3.57	1,051	0.61	0.64	0.69	0.64	4.79
600036.SH	招商银行	买入	35.16	887	3.19	3.61	1.75	1.56	18.80
601998.SH	中信银行	增持	5.52	270	0.91	0.99	0.67	0.62	7.60
600000.SH	浦发银行	增持	11.22	329	1.90	2.16	0.75	0.67	14.26
000001.SZ	平安银行	买入	14.90	256	1.45	1.65	1.16	1.04	13.57
601169.SH	北京银行	增持	5.23	111	0.95	1.04	0.63	0.58	7.37
601009.SH	南京银行	增持	7.99	68	1.31	1.52	1.00	0.91	6.91
002142.SZ	宁波银行	买入	22.96	128	2.01	2.39	1.98	1.69	10.43
601229.SH	上海银行	增持	9.08	129	1.27	1.46	0.91	0.83	8.54
600919.SH	江苏银行	增持	6.70	77	1.13	1.30	0.75	0.69	6.76
601997.SH	贵阳银行	增持	8.08	26	1.60	1.56	0.87	0.90	7.64
600926.SH	杭州银行	增持	8.03	41	1.05	1.27	0.87	0.80	7.46
002807.SZ	江阴银行	未有评级	4.40	10	0.39	0.43	0.95	0.90	4.94
600908.SH	无锡银行	增持	5.24	10	0.59	0.67	0.95	0.93	5.10
601128.SH	常熟银行	买入	7.89	22	0.54	0.66	1.77	1.46	5.45
603323.SH	苏农银行	未有评级	5.08	9	0.44	0.50	1.00	0.96	5.94
002839.SZ	张家港行	未有评级	5.26	10	0.46	0.52	1.00	0.94	5.01

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 8 月 16 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