

利率并轨靴子落地，是起点并非终点

——央行 LPR 形成机制改革点评

行业简报

买入（维持）

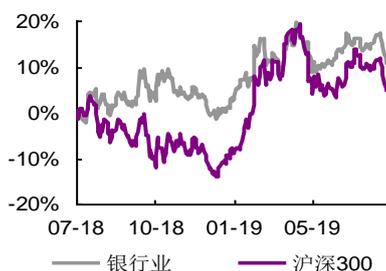
分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）

010-58452066

wangyf@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

事件：

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。

点评：

◆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，在市场流动性相对充裕、资金利率明显下行的情况下，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，导致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 市场利率变动不居，若跟踪其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。

◆跟踪 LPR 产品采取新老划断原则

对于存量贷款，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。”

◆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。

◆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”，但在短期内，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。这也似乎决定了，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相对有限，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。截止 2019 年 6 月末，金融机构信贷余额规模约 147 万亿元，新增信贷投放 9.66 万亿元。其中对公贷中长期款投放 3.48 万亿元，增量占比为 36%，住房按揭贷款投放 2.75 万亿元，增量占比为 28%。若参考 LPR 报价利率的信贷应主要为新发生的浮动利率贷款，

这一部分规模相较于整体信贷规模并不大，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”。

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，导致摩擦性冲击将难以避免，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。

◆风险提示：

银行体系息差收窄幅度大于预期。

附录

中国人民银行发布公告，就改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制制作了相关要求如下：

一、自 2019 年 8 月 20 日起，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心于每月 20 日（遇节假日顺延）9 时 30 分公布贷款市场报价利率，公众可在全国银行间同业拆借中心和中国人民银行网站查询。

二、贷款市场报价利率报价行应于每月 20 日（遇节假日顺延）9 时前，按公开市场操作利率（主要指中期借贷便利利率）加点形成的方式，向全国银行间同业拆借中心报价。全国银行间同业拆借中心按去掉最高和最低报价后算术平均的方式计算得出贷款市场报价利率。

三、为提高贷款市场报价利率的代表性，贷款市场报价利率报价行类型在原有的全国性银行基础上增加城市商业银行、农村商业银行、外资银行和民营银行，此次由 10 家扩大至 18 家，今后定期评估调整。

四、将贷款市场报价利率由原有 1 年期一个期限品种扩大至 1 年期和 5 年期以上两个期限品种。银行的 1 年期和 5 年期以上贷款参照相应期限的贷款市场报价利率定价，1 年期以内、1 年至 5 年期贷款利率由银行自主选择参考的期限品种定价。

五、自即日起，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。各银行不得通过协同行为以任何形式设定贷款利率定价的隐性下限。

六、中国人民银行将指导市场利率定价自律机制加强对贷款市场报价利率的监督管理，对报价行的报价质量进行考核，督促各银行运用贷款市场报价利率定价，严肃处理银行协同设定贷款利率隐性下限等扰乱市场秩序的违规行为。中国人民银行将银行的贷款市场报价利率应用情况及贷款利率竞争行为纳入宏观审慎评估（MPA）。

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与、不与，也将不会与本报告中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