



证券研究报告 Research Report

2019年8月19日

央行完善LPR定价机制的效果及其对银行业的影响

王小军 金融行业分析师

执业编号: S1500512040003

联系电话: +86 10 83326865

邮箱: wangxiaojun@cindasc.com

关竹 金融行业分析师

执业编号: S1500517090001

联系电话: +86 10 83326871

邮箱: guanzhu@cindasc.com

摘要

■ 核心观点：

- 1、**市场化是核心，政策意义大于实际降息意义。**LPR完善是利率市场化的一部分，目的是让利率回归市场化。LPR改革是贷款利率并轨的一部分，在打通利率传导之后，并不能保证利率单向的上升或下降，而是各种利率随着市宏观经济和金融市场的波动向真实的市场利率回归。
- 2、**LPR机制完善后报价区间在3.4%-3.9%之间，具体效果要视传导机制而定。**
- 3、**银行业面临息差下降，利率风险和流动性风险加大。其中，中小银行面临的考验更大。**

■ 我们的不同：

- 1、**我们认为此次完善的核心在于报价方式和报价算法的修订。**目的是为了盯紧市场，将LPR从目前的最优贷款利率转为贷款定价的基准利率。
- 2、**LPR完善并不能视作直接的降息，整体效果也不可能达到100BP。**通过测算，我们认为LPR报价的区间在3.4%-3.9%之间，但结合当前的宏观经济及货币环境，**我们认为首次报价大概率落在区间的上限，即3.9%附近。**

目录

- 一、央行完善LPR机制主要变化：核心影响在于报价方式和报价算法的修改
- 二、推出背景：推进利率市场化，服务实体经济
- 三、效果几何？降息效果恐难直接达到100BP，报价区间在3.4%-3.9%
- 四、对银行业影响：息差下降，中小银行面临考验更大

一、央行完善LPR机制主要变化

■ 事件：

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，央行决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。

■ 主要内容：LPR形成机制改善，市场化和代表性增强

与原有的LPR形成机制相比，新的LPR主要有以下几点变化：

一是报价方式改为按照公开市场操作利率加点形成。原有的LPR多参考贷款基准利率进行报价，市场化程度不高，未能及时反映市场利率变动情况。改革后各报价行在公开市场操作利率（主要是MLF）的基础上加点报价，市场化、灵活性特征将更加明显。

二是在原有的1年期一个期限品种基础上，增加5年期以上的期限品种。为银行发放住房抵押贷款等长期贷款的利率定价提供参考。

三是报价行范围代表性增强。在原有的10家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各2家，扩大到18家。

四是报价算法从加权平均改变为算数平均。报价的算法采用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。

五是报价频率由原来的每日报价改为每月报价一次。

主要变化一览表

要点关键词	要点概括	具体内容
方式改变	贷款基准利率——公开市场操作利率	改革后各报价行在公开市场操作利率的基础上加点报价，市场化、灵活性特征将更加明显。其中，公开市场操作利率主要指中期借贷便利利率，中期借贷便利期限以1年期为主，反映了银行平均的边际资金成本，加点幅度则主要取决于各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。
期限品种增加	1年期——1年期和5年期	原有的1年期一个期限品种基础上，增加5年期以上的期限品种，为银行发放住房抵押贷款等长期贷款的利率定价提供参考，也便于未来存量长期浮动利率贷款合同定价基准向LPR转换的平稳过渡。
报价行扩容	10家——18家	在原有的10家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各2家，扩大到18家。
算法改变	加权平均——算术平均	此前LPR的算法是加权平均，本轮纳入8家新增行后，改为算数平均
频率改变	每日报价——每月报价	报价频率由原来的每日报价改为每月报价一次。

Source: 信达证券研发中心整理

一、央行完善LPR机制主要变化：核心影响在于报价方式和报价算法的修改

- 从主要内容来看，我们认为变化的核心影响在于报价方式和报价算法的修改，两者都是为了加强LPR与市场的联动性。
- 报价方式的修订可概括为：**MLF作为基准的基准**。即要求各家商业银行在贷款定价时参照LPR作为定价基准，使用MLF作为LPR的基准。考虑到MLF市场化较强，在此带动下LPR将更贴近人民银行货币政策的变动，从而增强LPR对贷款利率的指导性。
- 报价算法的修订可概括为，**扩大报价行后保证中小银行对于报价的影响力与人行一致**。依照之前LPR的形成机制，10家银行依据“各有效报价行上季度末人民币各项贷款余额占有所有有效报价行上季度末人民币各项贷款总余额的比重为权重，进行加权平均计算，得出贷款基础利率报价平均利率。”纳入新增的8家银行后，很明显加权报价的方式不利于新增行，影响报价的市场化。做出修订后，各家报价行享有同等的报价实力，对于LPR的影响更为客观。

报价方式的影响机制



Source: 信达证券研发中心整理

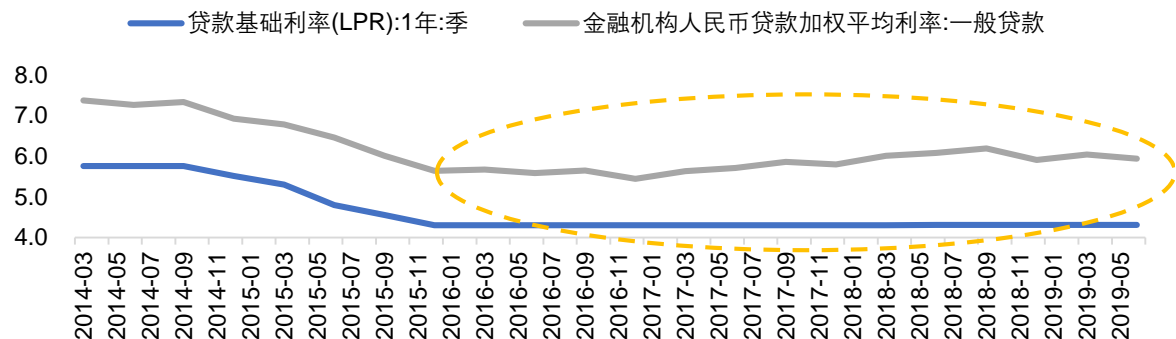
二、推出背景：推进利率市场化，服务实体经济

■ LPR（贷款基础利率）并未能成为“市场化”的贷款基准利率。

➤ LPR（Loan Prime Rate，贷款基础利率）在本轮改革前，可视作各家报价行在最优情况下给予的贷款利率，但并未被各家银行作为贷款利率的参考：大部分商业银行的贷款利率目前是以央行公布的**基准利率**为基础，依据贷款客户的实际信用情况、融资额度等进行相应的上浮或折扣。

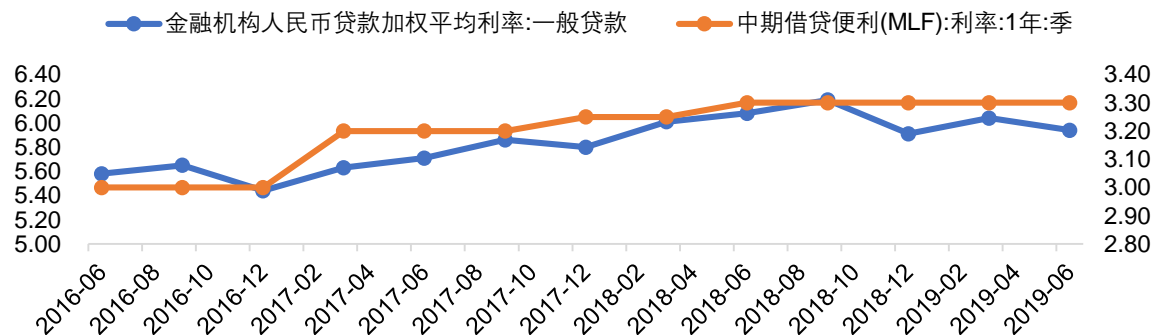
➤ 从利率走势来看，一般贷款利率（1年期）随着宏观经济和金融市场的变化而有所波动，但LPR（1年期）几乎并未有大幅的变化。可见，LPR（1年期）在改善前并不能随着市场的变化而反应真实的贷款利率。

一般贷款利率与LPR（1年期）相关性较弱（单位：%）



Source: Wind, 信达证券研发中心

一般贷款利率与MLF（1年期，右轴）相关性较强（单位：%）

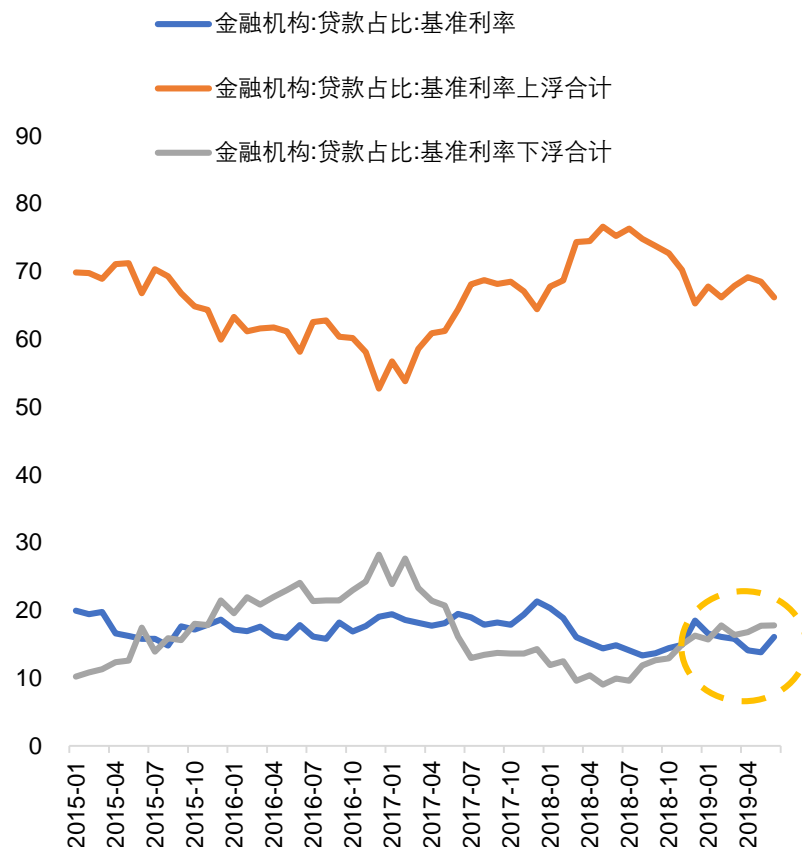


Source: Wind, 信达证券研发中心

三、效果几何？降息效果恐难直接达到100BP，报价区间在3.4%-3.9%

- **降息效果恐难达到100BP。** LPR定价机制完善后，市场普遍预期效果等同于降息。按照当前1年期MLF利率为3.3%，1年期贷款基准利率为4.35%来看，之间相差105BP，但真实的降息效果并非如此。
- 一方面，完善后的影响机制是基于MLF-LPR-贷款定价基准，目前各家银行报价的LPR是基于最优客户的报价，并不能适用于所有客户，因此真实的贷款合同需要依据融资人的信用情况、融资额度来予以调节，并不能依靠MLF的下降幅度做到1:1调整，具体降息效果要视传导机制而定。
- 另一方面，按照目前的贷款利率来看，截至2019年6月底，在基准利率基础上上浮的贷款占全部贷款比重为66.18%，上浮率在10%、30%、50%、100%不等；而在基准利率基础上下浮的贷款占全部贷款比重仅为17.76%，折扣率一般在10%以内。可见当前的市场环境下，贷款利率的下行空间十分有限，更不可能在短期内迅速下降100BP。

金融机构贷款上浮、下浮占比（%）



Source: Wind, 信达证券研发中心

三、降息效果几何？降息效果恐难直接达到100BP，报价区间在3.4%-3.9%

- 结论：我们测算出了LPR报价可能的区间，但结合当前的宏观经济及货币环境，我们认为首次报价大概率落在区间的上限，即3.9%附近。

我们考虑报价的区间按照上限和下限来测算：

➤ 报价上限：

商业银行在贷款的管制早就放开，因此并不存在贷款价格的上限，此处的上限更多的是基于市场竞争来确定的一个价格的锚，也就是高于这个价格融资人会选择其他银行的价格，因此可视为价格上限的一个目标：我们采用基准利率下浮折扣这一思路，在当前的货币环境下，预计LPR的报价上限应当在3.9%附近（ $=4.35%*0.9$ ）。

➤ 报价下限：

基于利润的考量，各家银行的报价下限是在当前的资金成本的基础上加上流动性管理成本、信用风险成本等各类成本，负债端取整体上市银行的计息负债成本计算：按照粗略估算公式——

资金成本=计息负债成本+流动性管理成本+信用风险成本+资本占用成本

Part 1:2018年上市银行采用算数平均法计算的计息负债成本为2.4%

Part 2:流动性管理成本假设为10 BP

Part 3:信用风险成本假设为10 BP

Part 4:我们测算资本占用成本在50-80BP之间，此处按照80BP计算

- 因此预计资金成本下限在3.4%

四、对银行业的影响

■ 对银行业的影响：

1、新增贷款利率的下行将压缩息差

贷款定价从挂钩基准利率变成了挂钩LPR，而LPR则挂钩MLF。一方面，前期市场利率整体下行幅度较大（1年期MLF利率目前为3.3%，1年期贷款基准利率为4.35%），另一方面，央行明确要求银行在新发放的贷款中主要参考LPR定价，并在浮动利率贷款合同中采用LPR作为定价基准。因此，此次完善LPR形成机制，将降低新增贷款实际利率的效果，商业银行的净息差必将受到影响。

2、中小银行受的影响更大

我国的优质客户大多掌握在大型商业银行手中，中小银行更多依靠承担更高的风险，服务大行剔除的客户来寻求高额的贷款利率，经过此轮调整，融资人势必对贷款的定价提出更低的要求，银行不可能按照LPR降多少，在加点上找回来的方式来稳定住息差，而客户基础薄弱的中小银行，面临的考验更大。

3、利率风险和流动性风险加大。

LPR的完善的终极目的是利率市场化，表内利率和表外利率在并轨的过程中，势必会带来利率的波动、资金的波动，因而银行的利率风险、流动性风险加大，这对银行风险管理能力是全面的考验。

研究团队简介、机构销售联系人

王小军：行业分析师。

金融行业分析师。10年证券从业经历，曾就职于天相投顾和中国民族证券，主要从事国际经济及金融市场研究。2012年4月加入信达证券，负责策略研究(行业比较)，2014年7月起负责金融行业研究。拥有国际与国内、宏观策略与行业等多维度的研究经验。与央视、新华社等主流媒体互动频繁。

关竹：行业分析师。

金融行业分析师。2015年研究生毕业于中央财经大学金融专业，2013年本科毕业于山东大学金融专业。2015年7月加入信达证券研究开发中心，负责金融行业的研究。

机构销售联系人

华北

袁 泉： 010-83252068 13671072405 yuanq@cindasc.com

张 华： 010-83252088 13691304086 zhanghuac@cindasc.com

巩婷婷： 010-83252069 13811821399 gongtingting@cindasc.com

华东

王莉本： 021-61678580 18121125183 wangliben@cindasc.com

文襄琳： 021-61678586 13681810356 wenxianglin@cindasc.com

洪 辰： 021-61678568 13818525553 hongchen@cindasc.com

华南

袁 泉： 010-83252068 13671072405 yuanq@cindasc.com

国际

唐 蕾： 010-83252046 18610350427 tanglei@cindasc.com

免责声明

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起6个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准20%以上；

增持：股价相对强于基准5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。