

分析师: 王鸿行

执业证书编号: S0730519050002

wanghx@ccnew.com 021-50586635

市场预期较为充分, 对行业负面影响较为温和

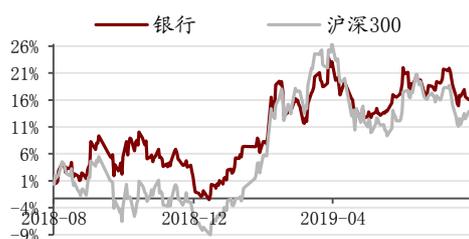
——银行行业点评报告

## 证券研究报告-行业点评报告

同步大市 (维持)

发布日期: 2019年08月18日

### 银行相对沪深 300 指数表现



### 相关报告

- 1 《银行行业月报: 息差与资产质量承压, 向上弹性大于向下空间》 2019-07-23
- 2 《银行行业半年度策略: 压力之下存韧性, 底部之上有弹性》 2019-06-14
- 3 《银行行业月报: 宏观数据波动起伏, 行业基本面整体稳健》 2019-05-17

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

### 投资要点:

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, 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。

- **直接目的是降低中小微企业融资成本。**央行此次完善 LPR 形成机制有两个目的: 一是持续推进贷款利率市场化, 解决贷款基准利率和市场利率并存的“利率双轨”问题; 二是推动降低实体经济融资成本。当下这个时点, 降低实体经济融资成本比解决贷款“利率双轨问题”更具有迫切性。因此, 选择这个时点提出完善 LPR 形成机制, 直接的目的是降低实体经济融资成本, 尤其是中小微企业的融资成本。
- **打通货币政策利率直接影响贷款利率渠道。**在新 LPR 形成机制下, 货币政策利率向实体经济贷款利率的传导链条缩短, 打通了货币政策利率直接影响贷款利率的渠道。当前 LPR 定价参考贷款基准利率, 与贷款基准利率接近, 但明显高于 MLF 利率, 参考利率由基准利率变为 MLF 利率后, 新 LPR 或被调降低, 银行新发放贷款参考利率相应降低。
- **市场预期较为充分, 预计对银行负面影响较为温和。**首先, 目前贷款利率已经具备较高的市场化程度, 现阶段银行贷款加权平均利率已具备银行间市场利率的趋势走向, 市场早已对于下半年贷款利率的稳步下降和银行息差收窄形成共识。其次, 目前银行对存款的定价依然参照基准利率, 存款利率未能充分反应市场利率的下降, 实际中银行倾向于保持资产利润率稳定, 因此, 存款利率的刚性仍会让银行贷款利率保持一定刚性。再次, 实施过程中, 央行注重新老 LPR 平稳过渡。
- **优质客户竞争加剧, 贷款利率风险加大。**由于协同设定的贷款利率下限被打破, 部分银行或率先降低贷款利率与同行展开优质客户竞争, 受益于此, 优质中小企业的实际贷款利率或将降低。对银行而言, 对优质客户的竞争或使银行放松信贷标准, 对其资产质量造成负面影响。在新 LPR 形成机制下, 银行贷款利率波动加大, 考验银行利率风险管理能力。相对于大行, 中小银行的中小微客户占比更高, 新 LPR 形成机制对其贷款利率的负面影响更大, 其风险管理面临的压力也更大。
- **投资建议。**当前的银行估值已较为充分地反应了下半年银行净息差与资产质量边际走弱的预期。目前板块估值安全性较高, 板块向上弹性大于向下空间。维持行业“同步大市”投资评级。

**风险提示:** 贷款利率下降超预期, 资产质量大幅恶化。

## 内容目录

1. 直接目的是降低中小微企业融资成本.....	3
2. 打通货币政策利率直接影响贷款利率渠道.....	3
3. 市场预期较为充分，对银行的负面影响较为温和.....	3
4. 优质客户竞争加剧，贷款利率风险加大.....	4
5. 投资建议.....	4
6. 风险提示.....	5
7. 附文.....	5
7.1. 中国人民银行公告（2019）第 15 号.....	5
7.2. 央行有关负责人就完善贷款市场报价利率形成机制答记者问.....	6

## 图表目录

图 1: 人民币贷款加权平均利率已具备银行间市场利率的趋势走向.....	4
--------------------------------------	---

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，点评如下。

## 1. 直接目的是降低中小微企业融资成本

央行此次完善 LPR 形成机制有两个目的：一是持续推进贷款利率市场化，解决贷款基准利率和市场利率并存的“利率双轨”问题；二是推动降低实体经济融资成本。当下这个时点，降低实体经济融资成本比解决贷款“利率双轨问题”更具有迫切性。因此，选择这个时点提出完善 LPR 形成机制，直接的目的是降低实体经济融资成本，尤其是中小微企业的融资成本。

## 2. 打通货币政策利率直接影响贷款利率渠道

在贷款利率双轨制下，由于存款基准利率与贷款基准利率的存在，货币政策利率向实体贷款利率的传导效果会打折扣。

新 LPR 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的基础上加点报价，市场化、灵活性特征将更加明显。在新 LPR 形成机制下，货币政策利率向实体经济贷款利率的传导链条缩短，打通了货币政策利率直接影响贷款利率的渠道。

当前 LPR 定价主要参考贷款基准利率，与贷款基准利率接近，但明显高于 MLF 利率，参考利率由基准利率变为 MLF 利率后，新 LPR 或被动降低，银行新发放贷款参考利率相应降低。

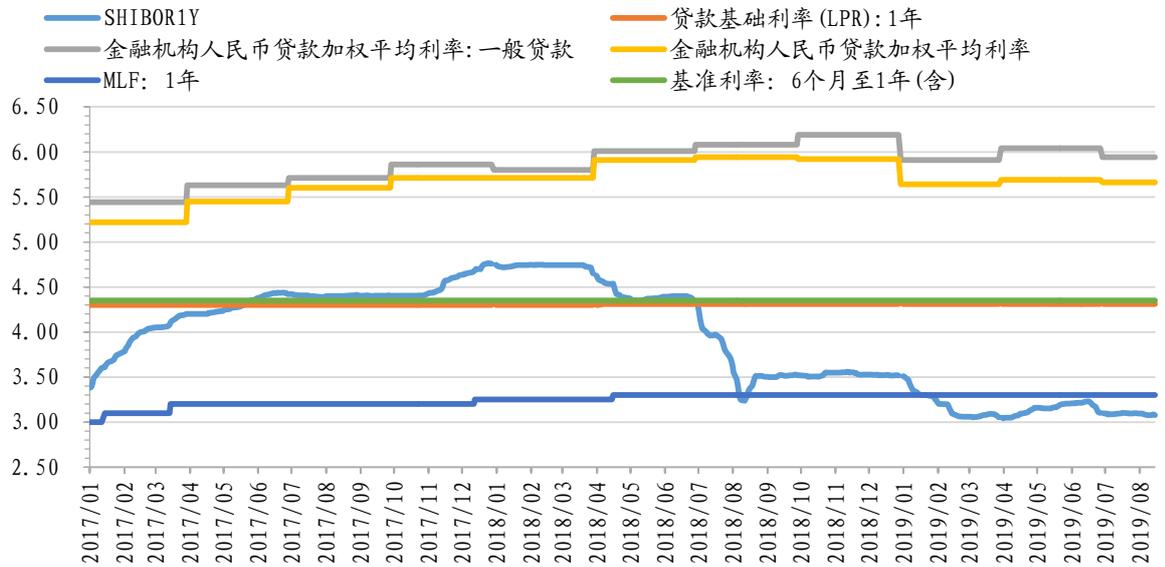
## 3. 市场预期较为充分，对银行的负面影响较为温和

鉴于目前的贷款利率已经具备了较高的市场化程度，市场对银行息差走弱的预期较为充分，而且，存款成本的刚性仍会让贷款利率保持一定刚性，认为新 LPR 形成机制对银行的负面影响较为温和。

首先，目前银行贷款利率已经具备了较高的市场化程度，下半年银行息差承压早已是市场共识。自央行取消贷款利率上下限以来，银行贷款利率其实已经具有较高的市场化程度。观察 2017 年以来相关利率品种走势，可以看出银行间市场利率市场化程度最高，其次是贷款利率与 MLF，最后是现行 LPR 与基准利率。不难发现，现阶段银行贷款加权平均利率已具备银行间市场利率的趋势走向。贷款利率与市场利率的主要矛盾在于 18 年下半年以来银行贷款利率下降幅度明显低于市场利率下降幅度。至于银行贷款利率为什么没有随市场利率大幅下降，一方面在于贷款利率没有完全市场化，另一方面也在于银行贷款结构调整带来一定程度的业务成本和贷款风险溢价上升。近年来，银行个人贷款占比与中小微企业贷款占比呈持续上行趋势。由于银行消费贷款、信用卡贷款，以及中小微企业贷款业务成本与风险系数更高，为了保持资产收益率稳定，银行会保持一定的贷款利率以覆盖业务成本与贷款风险。从这个角度讲，市场因素在当前的银行贷款利率形成机制中发挥的作用是比较明显的。正因为目前的银行贷款利率已经

具备了较高的市场化程度，市场早已对于下半年贷款利率的稳步下降和银行息差收窄形成共识。

图 1：人民币贷款加权平均利率已具备银行间市场利率的趋势走向



资料来源: Wind, 中原证券

其次，存款成本率的刚性仍会让银行贷款利率保持一定的刚性。银行负债中，同业负债利率已经具有很高市场化程度，但存款利率定价依然锚定基准利率，此次改革中存款利率并未与贷款利率同步实现市场化。由于存款定价依然参考基准利率，银行存款利率并未能反应市场利率的变化。在实际中，银行会倾向于维护资产利润率保持稳定，因此，在存款利率刚性存款的情况下，贷款利率仍会保持一定的刚性。

再次，央行注重新老 LPR 形成机制实现平稳过渡。银行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。为确保平稳过渡，存量贷款仍按原合同约定执行。相对于直接降低存贷款基准利率，实施新 LPR 形成机制产生的降息效果要温和得多。

#### 4. 优质客户竞争加剧，贷款利率风险加大

新 LPR 形成机制付诸实践将从机制上打破银行协同设定的贷款利率下限。同时，监管部门和市场利率定价自律机制将对银行进行监督，企业可以举报银行协同设定贷款利率隐性下限的行为。由于协同设定的贷款利率下限被打破，部分银行或率先降低贷款利率与同行展开优质客户竞争，受益于此，优质中小企业的实际贷款利率或将降低。对银行而言，对优质客户的竞争或使得银行放松信贷标准，对其资产质量造成负面影响。

在新 LPR 形成机制下，银行贷款利率波动率也会加大，考验银行利率风险管理能力。相对于大行，中小银行的中小微客户占比更高，贷款利率波动性更大，其风险管理面临的压力更大。

#### 5. 投资建议

当前 MLF 利率水平明显低于当前的 LPR 水平，参考利率由基准利率变为 MLF 利率后，新 LPR 或被动降低，银行新发放贷款参考利率相应降低。目前的贷款利率已经具备了较高的市场化程度，市场早已对于银行贷款利率和银行息差面临的压力形成共识，此外，存款成本的刚性仍会让贷款利率保持一定刚性，预计新 LPR 形成机制对银行的负面影响较为温和。新 LPR 形成机制实施后，银行间优质客户竞争加剧，对银行资产质量形成一定负面影响，此外，新 LPR 形成机制的实施也会加大银行贷款利率风险，考验银行的风险管理能力。

当前的银行估值已经较为充分地反应了下半年净息差与资产质量边际走弱的预期。目前板块估值安全性高，板块向上弹性大于向下空间。维持行业“同步大市”投资评级。

## 6. 风险提示

贷款利率下降超预期；资产质量大幅恶化。

## 7. 附文

### 7.1. 中国人民银行公告（2019）第 15 号

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，现就有关事宜公告如下：

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）。

## 7.2. 央行有关负责人就完善贷款市场报价利率形成机制答记者问

### 1、为什么要完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制？

答：经过多年来利率市场化改革持续推进，我国的贷款利率上、下限已经放开，但仍保留存款基准利率，存在存款基准利率和市场利率并存的“利率双轨”问题。银行发放贷款时大多仍参照存款基准利率定价，特别是个别银行通过协同行为以存款基准利率的一定倍数（如 0.9 倍）设定隐性下限，对市场利率向实体经济传导形成了阻碍，是市场利率下行明显但实体经济感受不足的一个重要原因，这是当前利率市场化改革需要迫切解决的核心问题。这次改革的主要措施是完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，提高 LPR 的市场化程度，发挥好 LPR 对贷款利率的引导作用，促进贷款利率“两轨合一轨”，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本。

### 2、新的 LPR 是如何形成的？

答：新的 LPR 由各报价行于每月 20 日（遇节假日顺延）9 时前，以 0.05 个百分点为步长，向全国银行间同业拆借中心提交报价，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，向 0.05% 的整数倍就近取整计算得出 LPR，于当日 9 时 30 分公布，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。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 多参考存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。

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，也便于未来存量长期浮动利率贷款合同约定定价基准向 LPR 转换的平稳过渡。

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。新增加的报价行都是在同类型银行中贷款市场影响力较大、贷款定价能力较强、服务小微企业效果较好的中小银行，能够有效增强 LPR 的代表性。

四是报价频率由原来的每日报价改为每月报价一次。这样可以提高报价行的重视程度，有利于提升 LPR 的报价质量。2019 年 8 月 19 日原机制下的 LPR 停报一天，8 月 20 日将首次发布新的 LPR。

### 3、完善 LPR 形成机制能否降低实际利率？

答：通过改革完善 LPR 形成机制，可以起到运用市场化改革办法推动降低贷款实际利率的效果。一是前期市场利率整体下行幅度较大，LPR 形成机制完善后，将对市场利率的下降予以更多反映。二是新的 LPR 市场化程度更高，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。监管部门和市场利率定价自律机制将对银行进行监督，企业可以举报银行协同设定贷款利率隐性下限的行为。三是明确要求各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。为确保平稳过渡，存量贷款仍按原合同约定执行。四是中国人民银行将把银行的 LPR 应用情况及贷款利率竞争行为纳入宏观审慎评估（MPA），督促各银行运用 LPR 定价。

同时，中国人民银行还将会同有关部门，综合采取多种措施，切实降低企业综合融资成本。一是促进信贷利率和费用公开透明。严格规范金融机构收费，督促中介机构减费让利。二是强化正向激励和考核，加强对有订单、有信用企业的信贷支持，更好服务实体经济。三是加强多部门沟通协调，形成政策合力，多措并举推动降低企业融资相关环节和其他渠道成本。

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。