

# 改革后 LPR 报价小幅下调，“降成本”仍需“后手牌”

## ——流动性周报第 18 期

行业周报

### ◆核心观点:

#### 1. 第一期 LPR 报价如期下调，对实体经济、银行业和金融市场影响相对有限

8月20日，央行授权全国银行间同业拆借中心发布的 LPR 报价为：1年期 LPR 为 4.25%，5年期及以上 LPR 为 4.85%。**对实体经济的影响：**第一期 LPR 报价对引导信贷利率下行效果相对有限；**对银行业的影响：**短期内 LPR 对银行盈利冲击总体可控，中长期银行盈利可能“稳中有降”，银行体系利率风险存在管控压力；**对金融市场影响：**对利率债影响中性，对高等级信用债利好，LPR 调整不会加剧人民币汇率贬值压力。

#### 2. 税期因素消退助力资金利率趋于回落

本周随着税期因素消退，资金面边际趋紧态势得到一定缓解，资金利率趋于回落。一是央行适度开展公开市场操作对冲资金缺口，累计实现资金净回笼仅 300 亿元。下周 MLF 到期 1490 亿元，预计央行大概率采取等量或小幅增量续作方式，央行是否下调 MLF 利率值得关注，预计暂不动。二是资金利率小幅下行。

#### 3. 近年来资金利率曲线平坦化态势愈发明显

近年来，资金利率曲线平坦化态势愈发明显，特别是进入 8 月份，资金利率已大幅走平，并阶段性出现利率倒挂现象，各标准期限利差已不足 5bp。这反映出：一是央行基础货币投放久期拉长压缩期限利差，引导资金利率下行，进而压缩了资金期限利差，我们预计未来传统资金融出行资金融业务利润增长恐将放缓。二是反映市场对未来流动性预期较为乐观。

#### 4. 存单发行规模维持高位，一年期存单持续放量

本周发行规模 4395 亿元，连续三周超过 4000 亿元，较上周小幅提升 321 亿元，到期 2521 亿元，净发行 1874 亿元。本周国股存单和城商行存单发行利率均出现一定程度上行，存单发行依然以一年期为主，发行规模 2281 亿元，占全部存单发行规模 52%，其他期限存单发行量相对较低。

#### 5. 预计 8 月零售贷款增长明显发力，对公贷款依然疲软，信贷投放料中性

预计 8 月以来的信贷投放情况呈现三方面特点：一是实体经济依然面临有效需求不足问题，对公贷款增长较为疲软。从信贷行业投向来看，增量信贷扣除票据贷款后，主要投放领域为房地产、住房按揭、个贷以及基建领域，制造业信贷增速依然偏低，反映出当前实体经济融资需求较为低迷，信贷投放领域难以做到多点开花。二是零售贷款增长明显发力，未来住房按揭贷款增长仍将以稳为主；三是非银、票据贴现贷款料回落。综合来看，我们初步预计 8 月新增人民币贷款在 1-1.2 万亿左右的水平。

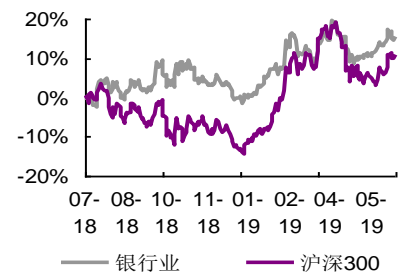
#### 6. 风险提示：利率并轨对银行信贷投放的冲击，中美经贸摩擦进一步升级。

## 买入（维持）

### 分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）  
010-56513033  
[wangyf@ebcn.com](mailto:wangyf@ebcn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

央行“非对称结构性降息”红利落地，LPR 报价利率形成机制正式推出——流动性周报第 17 期

.....2019-08-19

优化信贷结构势在必行，政策考核机制有望进一步升级——流动性周报第 16 期

.....2019-08-12

美联储 10 年来首次降息，国内货币政策操作空间加大，下半年信贷投放并不悲观——流动性周报第 15 期

.....2019-08-5

## 目 录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 第一期 LPR 报价如期下调，对实体经济、银行业和金融市场影响相对有限 .....	3
1.2、 税期因素消退助力资金利率趋于回落 .....	4
1.3、 近年来资金利率曲线平坦化态势愈发明显.....	5
1.4、 存单发行规模维持高位，一年期存单持续放量 .....	5
2、 信贷运行情况 .....	6
2.1、 零售贷款增长明显发力，对公贷款依然疲软，8 月信贷投放料中性 .....	6
3、 风险提示 .....	7

## 1、货币政策操作及流动性运行

### 1.1、第一期 LPR 报价如期下调，对实体经济、银行业和金融市场影响相对有限

上周末，我国利率市场化改革迈出关键一步，央行发布公告改革 LPR 形成机制，核心要点是：LPR 报价行由 10 家扩容至共 18 家，相关机构于每月 20 日 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 LPR 报价，新 LPR 报价主要按照 MLF 利率加点方式形成。全国银行间同业拆借中心按照去掉最高和最低报价后的算术平均得到最终 LPR，并于当日 9 时 30 分公布 1 年期和 5 年期 LPR。8 月 20 日，央行授权全国银行间同业拆借中心发布的 LPR 报价为：1 年期 LPR 为 4.25%，5 年期以上 LPR 为 4.85%。对此我们认为：

**对实体经济的影响：第一期 LPR 报价对引导信贷利率下行效果相对有限。**第一期 1 年期 LPR 为 4.25%，较旧 LPR 报价下调 6bp，较 1 年期贷款基准利率下调 10bp，本次 5 年期以上 LPR 为 4.85%，较 5 年期贷款基准利率下调 5bp。银行原有的定价方式是在贷款基准利率基础上确定浮动比例，而新 LPR 执行后将采用加点方式进行贷款定价，贷款实际利率的确定还要取决于资金成本、风险成本以及期限溢价等因素，对于风险溢价水平较高的信用主体而言，新老利率利差大概率不会偏差过大。因此，第一期 LPR 报价对引导信贷利率下行效果相对有限。

**对银行业的影响：短期内 LPR 对银行盈利冲击总体可控，中长期银行盈利“稳中有降”，利率风险存在管控压力。**盈利方面，短期看，截至 2019 年 6 月末，金融机构信贷规模近 145 万亿元，上半年新增贷款投放 9.66 万亿元，占全部存量比重仅 6.7%，预计全年新增贷款占存量比重保持在 10-12% 之间。根据最新一期 LPR 报价，1 年期和 5 年期 LPR 分别较贷款基准利率下调 6bp 和 5bp，幅度比较小。因此，按照“新老划断”原则，需要执行 LPR 定价的贷款规模相较于整体贷款并不大，价格下调幅度也比较小，对银行盈利的冲击相对有限。长期看，LPR 对于银行业利润增长的冲击综合取决于银行的市场定位、客户结构、定价能力以及与客户议价权等要素。大型银行承担着支持实体经济“排头兵”的角色，面对的客户以优质企业为主，议价能力更强，我们预计大型银行会对“降成本”作出积极响应。中小行面对的客户信用资质偏弱、银行议价能力占据主动，预计在此过程中受到的影响相对较小。不过，银行业整体盈利能力“稳中有降”应是大势所趋。利率风险方面，银行绝大部分中长期贷款均按照浮动利率执行，贷款参考 LPR 定价后，资产端收益率或将趋于下行，存贷款定价基准的不一致，将给银行带来一定利率风险。

**对金融市场影响：对利率债影响中性，对高等级信用债利好，不会加剧人民币汇率贬值压力。**对利率债而言，二季度以来，受中美贸易摩擦升级、疲弱的经济金融数据以及美联储降息等因素影响，10 年期国债收益率已从 3.4% 的高位回落至 3% 附近，利率债价格已基本反映了当前市场信息，LPR 对利率债的影响偏中性。对于高等级信用债而言，我们认为 LPR 推出总体利好。从第一期 LPR 报价情况看，1 年期与 5 年期 LPR 利差为 60bp，1 年期与 5 年期贷款基准利率利差为 55bp，而 AAA 级信用债利差则为 61bp，我们预计报价行在确定 LPR 期限溢价时参考的是高等级信用债利差。LPR

推出后，对优质企业而言无疑是利好的，有助于降低信贷融资成本，并带动高评级信用债收益率的下行。不过，低评级信用债而言，改善效果相对有限。

我们认为，LPR 对人民币汇率的影响并不大。根据汇率平价理论，影响汇率变化的主要是两国的无风险利率，而非信贷利率。目前，中美两国无风险利率利差仍保持在 100bp 以上，安全空间比较充足，人民币汇率在经历前期一波快速贬值后，目前已基本稳定在 7 附近。我们预计，7 将是人民币汇率的短期均衡点，未来汇率的走势主要取决于国内宏观经济形势以及中美贸易摩擦的演化。

表 1：第一期 LPR 报价情况

	8 月 20 日 LPR	旧 LPR	原贷款基准利率
1 年期	4.25%	4.31%	4.35%
5 年期	4.85%	-	4.90%

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 2：央行流动性投放（单位：亿）

	2019/8/12-2019/8/16 (上周)	2019/8/19-2019/8/23 (本周)	2019/8/26-2019/8/30 (下周)
逆回购投放	3000	2700	-
逆回购回笼	-	3000	2700
MLF (TMLF) 投放	4000	-	-
MLF (TMLF) 到期	3830	-	1490

资料来源：Wind，光大证券研究所

## 1.2、税期因素消退助力资金利率趋于回落

本周随着税期因素消退，资金面边际趋紧态势得到一定缓解，资金利率趋于回落。

一是央行适度开展公开市场操作对冲资金缺口。本周央行累计开展逆回购操作 2700 亿元，资金到期 3000 亿元，累计实现资金净回笼 300 亿元。下周 MLF 到期 1490 亿元，预计央行大概率采取等量或小幅增量续作方式，央行是否下调 MLF 利率值得关注。

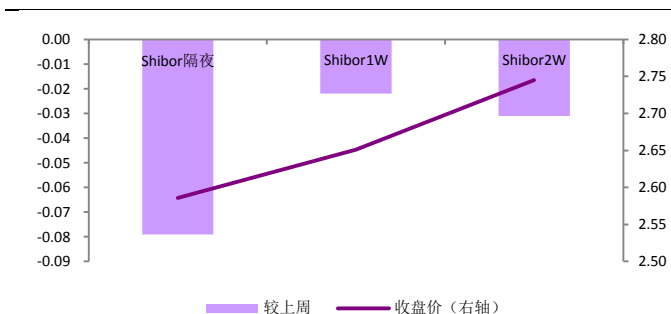
二是资金利率小幅下行。Shibor1D、7D、14D 较上周分别下行 8bp、2bp 和 3bp 至 2.59%、2.65% 和 2.75%。隔夜、7 天和 14 天 D-Repo 较上周分别下行 7bp、3bp 和 -2bp 至 2.59%、2.64% 和 2.74%。

图 1：Shibor 价格运行

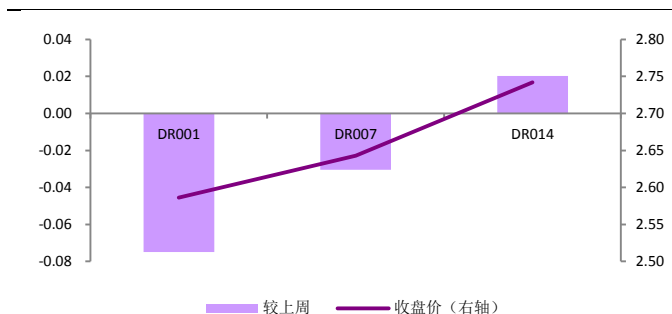
单位：%

图 2：D-repo 价格运行

单位：%



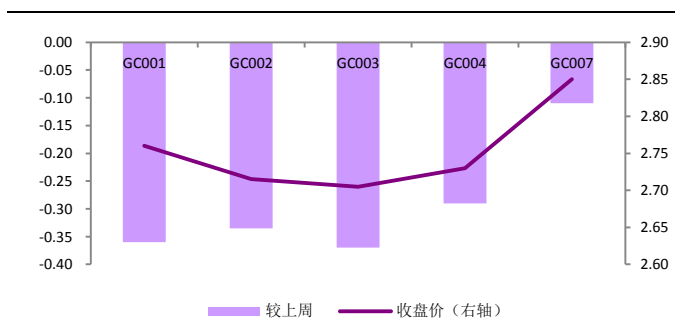
资料来源：Wind，光大证券研究所



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3: GC 价格运行

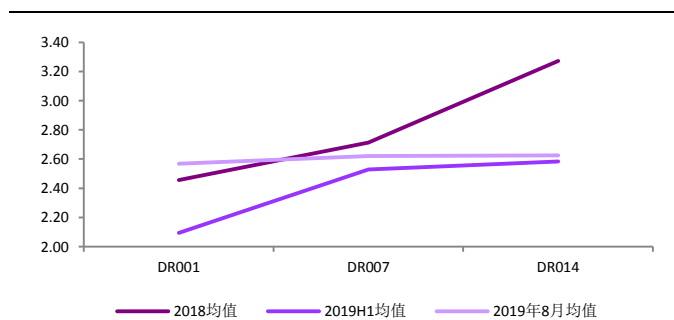
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 近两年来资金利率曲线变化

单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

### 1.3、近年来资金利率曲线平坦化态势愈发明显

近年来, 资金利率平坦化态势愈发明显, 观察近两年来的资金利率曲线可以发现, 2018 年 DR001、DR007 和 DR014 均值分别为 2.46%、2.71% 和 3.27%, 各标准期限利差保持在 30-50bp 范围; 2019 年上半年 DR001、DR007 和 DR014 均值分别为 2.09%、2.53% 和 2.58%, 可以看到, 7 天利率和 14 天利率利差已大幅收窄。进入 8 月份, 资金利率已大幅走平, 并阶段性出现利率倒挂现象, DR001、DR007 和 DR014 均值分别为 2.56%、2.61% 和 2.62%, 各标准期限利差已不足 5bp。

资金利率曲线的平坦化反映出两个问题:

**一是央行基础货币投放久期拉长压缩期限利差, 引导资金利率下行。**一般而言, 银行资金部门或同业部门货币交易实现盈利, 主要依赖于资金的期限利差, 通过在市场上融入隔夜资金并拆出 7 天或 14 天资金的方式赚取相应价差的同时, 也抬高了中小行和非银机构融资成本, 加剧了其流动性管理压力。而年初以来, 央行基础货币投放久期明显拉长, 表现为 OMO 操作的降频收力, 以及降准释放资金、MLF 和 TMLF 投放规模的加大, 进而压缩了资金期限利差, 有助于缓解流动性分层和中小机构融资压力。在此情况下, 我们预计未来传统资金融出行资金融业务利润增长恐将放缓。

**二是反映市场对未来流动性预期较为乐观。**根据利率期限结构理论, 当利率曲线趋于平坦化时, 反映出市场对未来流动性预期较为乐观, 资金利率仍有下行空间。因此, 资金融入机构更倾向于融入短期资金, 对中长期资金需求偏弱, 进而造成了利率曲线的走平。

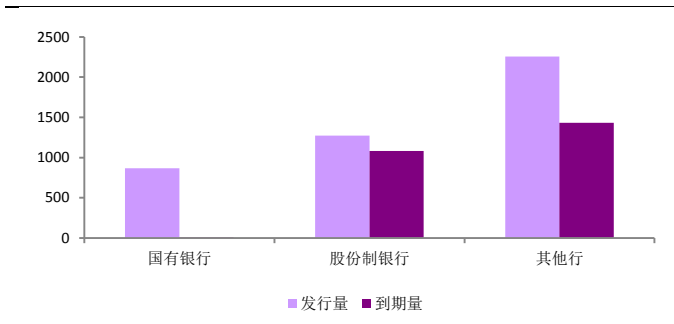
### 1.4、存单发行规模维持高位, 一年期存单持续放量

本周发行规模 4395 亿元, 连续三周超过 4000 亿元, 较上周小幅提升 321 亿元, 到期 2521 亿元, 净发行 1874 亿元。

本周国股存单 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期价格分别为 2.65%、2.79%、2.91%、2.92% 和 3.07%, 较上周分别上行 15bp、3bp、1bp、-3bp、0bp; 城商行存单利率总体上行, 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期价格分别为 2.79%、3.35%、3.52%、3.58% 和 3.62%, 较上周分别上行 8bp、17bp、11bp、8bp、10bp。

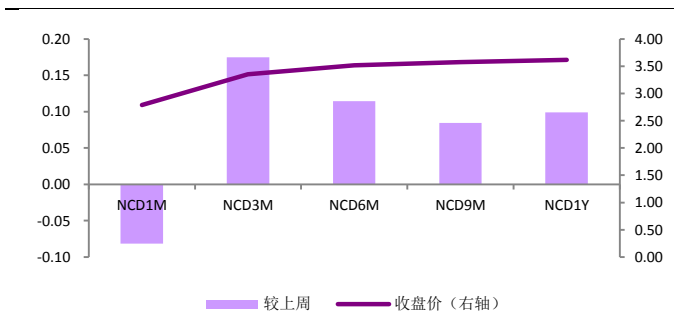
本周 1 年期存单发行 2281 亿元，占全部存单发行规模 52%，到期 526 亿元，净发行 1755 亿元。3 个月期存单发行 989 亿元，占比 23%，到期 1207 亿元，净回笼 218 亿元。其他期限存单发行量相对较低。

图 5：存单发行与到期情况（按银行类型） 单位：亿元      图 6：存单发行与到期情况（按发行期限） 单位：亿元

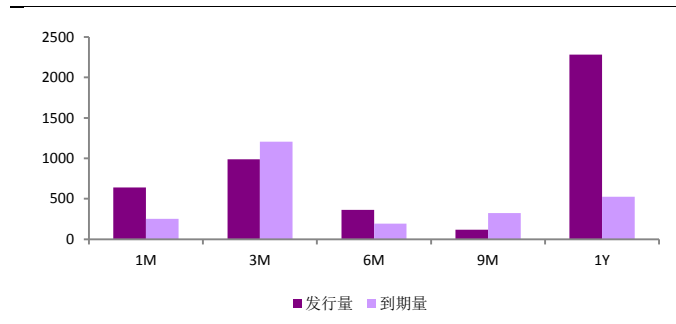


资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：城商行存单价格运行情况 单位：%

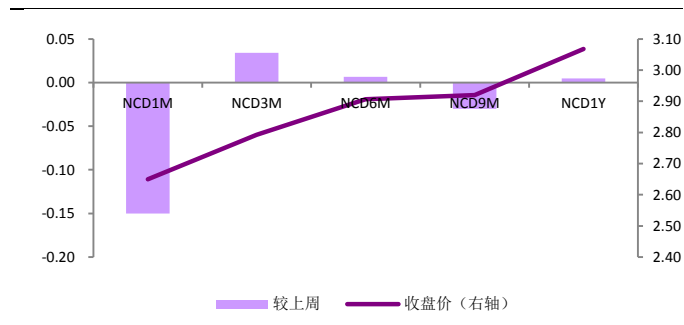


资料来源：Wind，光大证券研究所



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：国股存单价格运行情况 单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2、信贷运行情况

### 2.1、零售贷款增长明显发力，对公贷款依然疲软，8 月信贷投放料中性

从 8 月以来的信贷投放情况来看，我们预计主要呈现三方面特点：

一是实体经济依然面临有效需求不足问题，对公贷款增长较为疲软。与 7 月对公贷款“月初大幅回落、月末明显冲高”特点有所不同，8 月以来对公贷款投放预计不会出现大起大落。我们推测可能有两方面原因：一方面是季节性因素影响，经过二季末集中投放后，项目储备集中释放，导致 7 月初信贷投放季节性因素要明显强于 8 月。另一方面，市场对央行即将推出 LPR 有所预期，存在提前完成信贷投放的动力。在新 LPR 执行后，银行和借贷主体存在一个再磨合的过程，在此过程中摩擦性因素或对 8 月信贷投放造成一定扰动。从信贷行业投向来看，7 月 1.06 万亿的增量信贷扣除票据和非银贷款后，主要投放领域为房地产、住房按揭、个贷以及基建领域，制造业信贷增速依然偏低，反映出当前实体经济融资需求较为低迷，信贷投放难以多点开花。

二是预计零售贷款增长明显发力。我们多次强调，随着项目储备逐步消耗、资本补充压力不断加大，下半年零售将是银行重点布局领域。8 月份我们依然预计消费类信贷和信用卡贷款均实现较好增长，住房按揭贷款相对稳

定。尽管央行已明确住房按揭贷款将参考 5 年期 LPR 定价，但目前多数银行零售贷款定价系统尚未改造完毕，制式贷款合同修订并未完成，且央行已明确住房按揭贷款利率不会下降。基于此我们预计，在 10 月 8 日前的过渡期内，不排除银行对于处于排队期的按揭申请加速审批、放款。这在信贷有效需求不足的情况下，未来住房按揭贷款增长仍将以稳为主，房贷利率难有下行空间。

**三是非银贷款、票据融资可能明显回落。**7 月份非银贷款新增 2328 亿元，票据贴现冲量效应明显。进入 8 月份，我们认为非银贷款投放将大幅回落，而。这主要是由于，前期受包商银行被接管事件影响，非银机构流动性压力加大，叠加 7 月是传统的缴税大月，金融机构加大了非银机构的流动性支持力度。随着季节性因素的消退，以及非银机构流动性的改善，非银贷款自然趋于回落。

一般而言，三季度信贷投放经过季初月份的大幅回落后，8 月信贷往往有所回暖，但根据我们预判，8 月份对公贷款增长点依然偏少，零售一如既往强势增长，但非银贷款大幅回落可能对信贷新增规模形成拖累。综合上述判断，我们初步预计 8 月新增人民币贷款在 1-1.2 万亿的水平。

### 3、风险提示

利率并轨对银行信贷投放的冲击，中美经贸摩擦进一步升级。

## 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曾与、不与、也将不会与本报告中的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