

一文读懂 LPR 全部故事

——LPR 改革 22 问

行业动态

◆ **本轮 LPR 形成机制改革主要是在“降成本”为主要考虑下的“非对称结构性降息”。**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——实际贷款利率”传导来实现贷款利率下行。LPR 形成机制改革的主要目的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）。

◆ **新 LPR 报价机制直接增加了 MLF 与 LPR 的联动，但 MLF 价格变化并非等幅度传导到 LPR 端。**鉴于目前银行面临的资金成本和风险成本压力，完全寄希望于通过 LPR 来引导降低实体经济融资成本难度较大。从报价原理上来讲，MLF 与 LPR 的联动不是简单线性的关系。央行可以通过下调 MLF 利率引导 LPR 报价利下行，下行幅度主要受到以 MLF 为指引的资金市场主动负债占银行总负债比例的影响。

◆ **新 LPR 改革后将设置过渡期进行分阶段考核，并将纳入 MPA。**我们认为不会“一刀切”式要求全部浮动利率贷款定价跟踪 LPR，将会设置过渡期进行分阶段考核，并纳入 MPA 来促进更多产品更快参考 LPR 报价，这将减弱对信贷投放节奏的冲击。《证券时报》等媒体也报道了未来三个季度，将分别按照跟踪 LPR 贷款占比“358”的节奏推动平稳过渡。

◆ **对于降低小微企业融资成本，可以从优化培育新的小微企业金融服务方式从而降低风险成本的角度入手。**新 LPR 首轮报价 1 年期 LPR 为 4.25%，较原 LPR 低 6BP，反映了 LPR 改革的初步效果。短期内，在政策指导下，预计小微企业定价有下降空间。小微企业由于其风险偏高，历史定价较少受到“隐性下限”价格的制约。更好服务中小企业融资应着手通过新的服务方式降低“风险成本”。从中长期看，LPR 改革之后更有利于大型企业客户的融资成本下移，从而驱动大企业更多进入直接融资市场，对其而言，金融市场端的收益率曲线和存贷款的收益率曲线会更快融合。

◆ **新发放按揭贷款定价跟踪 LPR，影响相对中性。**从中期运动看，若 LPR 下移，重定价后按揭利率将趋于下行。受房地产调控政策的影响，新发放贷款利率可以在保证绝对利率稳定的基础上倒减 LPR，反算加点价差，确保房贷利率稳定。中期看，对于重定价期为 1 年的按揭产品，在一个重定价周期内，若 LPR 价格下行，则在新的重定价日，按揭贷款利率受到重定价影响将相应下降。而在可预见的利率下降周期，浮动利率按揭产品有助于稳定购房需求。

◆ **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，预计 LPR 对银行盈利冲击相对有限。下半年新发生贷款投放本身较少，年内受 LPR 调整对银行业影响几乎可以忽略。明年上半年，由于贷款集中滚动到期和新增集中投放，影响稍微略大，但仍总体可控。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。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”。

◆ **风险提示：银行业息差降幅超预期。**

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

目 录

1、 LPR：改革内涵与运行机制.....	3
1.1、 问题 1：什么是 LPR？	3
1.2、 问题 2：LPR 是如何形成的？	3
1.3、 问题 3：央行为什么要改革 LPR 报价机制？	3
1.4、 问题 4：为什么新设 5 年期 LPR 报价？	4
1.5、 问题 5：LPR 报价为什么要与 MLF 利率挂钩？	4
1.6、 问题 6：跟踪 LPR 定价采取“新老划断”的意义何在？	5
1.7、 问题 7：LPR 改革后是否需要过渡期安排？	5
1.8、 问题 8：LPR 与贷款 FTP 是什么关系？	6
1.9、 问题 9：实际贷款利率能否在 LPR 基础上进行减点？	6
1.10、 问题 10：LPR 改革的本质与希望取得的效果为何？	7
2、 新 LPR：改革后的影响.....	7
2.1、 问题 11：新 LPR 执行后，是否会起到降低实体经济融资成本的效果？	7
2.2、 问题 12：新 LPR 究竟降了谁的贷款价格？	7
2.3、 问题 13：新 LPR 会不会降低按揭贷款价格？	8
2.4、 问题 14：LPR 对是否会加剧银行体系利率风险？	9
2.5、 问题 15：银行贷款早偿风险有多大？	9
2.6、 问题 16：LPR 对银行业盈利冲击究竟有多大？	9
2.7、 问题 17：LPR 是否会影响到银行的信贷投放节奏？	10
2.8、 问题 18：LPR 推出后，央行是否会下调 MLF 利率？	10
2.9、 问题 19：LPR 推出对债券市场的影响几何？	10
2.10、 问题 20：LPR 推出是否会加剧人民币贬值压力？	11
2.11、 问题 21：LPR 之后，如何看待利率衍生品发展？	11
2.12、 问题 22：8 月 20 日新 LPR 执行以来，银行贷款定价有何变化？	11

最近一段时间，人民银行对贷款报价利率（LPR）形成机制的改革无疑是市场最为关注的热点问题，围绕 LPR 相关问题，央行已通过各种方式进行了权威阐释。尽管如此，一些核心问题如 LPR 的报价原理、是否能实质性起到降成本效果、对银行经营以及大类资产配置的影响等，依然是市场关注的焦点。鉴于此，我们基于广泛同业调研基础上，通过问答形式，深入浅出揭开 LPR 迷雾，回应投资者关切。

1、LPR：改革内涵与运行机制

1.1、问题 1：什么是 LPR？

A: LPR 是商业银行对其优质客户执行的贷款利率，于 2013 年 10 月 25 日正式运行。运行初期，LPR 报价行共 10 家（分别是五大行、中信、浦发、兴业、招商、民生银行），主要为大型金融机构，报价行自主报出本行 LPR 后，由全国银行间同业拆借中心进行加权平均计算并对外公布 1 年期 LPR。（<http://www.shibor.org/shibor/web/html/index.html>）

2019 年 8 月 17 日，央行发布公告改革 LPR 形成机制，LPR 报价行由 10 家扩容至共 18 家（新增了西安、台州、上海农商、广东顺德农商、微众、网商、渣打、花旗银行），相关机构于每月 20 日 9 时前，以 0.05 个百分点为步长，由全国银行间同业拆借中心提交 LPR 报价。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，向 0.05% 的整数倍就近取整数计算得到最终 LPR，并于当日 9 时 30 分公布 1 年期和 5 年期 LPR。

1.2、问题 2：LPR 是如何形成的？

A: LPR 的形成，大体包括资金成本、风险成本、操作成本、资本成本的加成，其中历史上 LPR 资金成本主要是考虑一般性存款的成本，资金端与 MLF 相关度不高，这也决定了对 MLF 利率变化不敏感。而根据 LPR 形成机制改革方案以及银行定价模型运用实践，新 LPR 报价主要按照 MLF 利率加点方式形成，报价机制大致按如下模型执行：

1 年期 LPR 报价=资金成本（含 MLF 成本）+风险成本+资本成本+操作成本

5 年期以上 LPR 报价=1 年期 LPR+期限溢价

虽然对于新 LPR 报价机制来说，直接增加了 MLF 与 LPR 的联动，但从报价原理上来讲，这种联动不是简单的线性关系，即 MLF 价格变化并非等幅度传导到 LPR 端。

1.3、问题 3：央行为什么要改革 LPR 报价机制？

A: 一直以来，我国利率体系双轨制运行，资金利率的市场化程度较高，央行货币政策调整对资金利率的引导效果较好。与之不同的是，存贷款利率受到各种因素制约刚性较强，央行对存贷款利率的引导更多需要通过调整法定基准利率来实现。利率双轨制造成我国货币政策利率传导机制并不畅通，存贷款市场与金融市场之间存在较强的割裂。

特别是去年下半年以来，市场流动性比较宽松，资金利率显著下行。但是银行存贷利率并未出现明显下降，结构性存款利率降幅明显不及同期限的 Shibor 和国股 NCD，贷款利率较为稳定，导致银行间市场资金淤积现象较为严重，疏通利率传导渠道机制迫在眉睫。

2019年《政府工作报告》提出，要“深化利率市场化改革，降低实际利率水平”，日前国务院常务会议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，为银行贷款提供定价参考，带动贷款实际利率进一步降低。

但是，在本轮改革之前，LPR存在报价形成机制不完善、所跟踪金融产品较少、缺少中长期市场化基准利率、与政策利率联动性不高等问题。需要对LPR进行系统性改造升级。更需要强调的是，现阶段进行LPR形成机制改革，更多是在降低社会融资成本的要求下，通过市场化的方式推动贷款利率向市场利率靠拢。

1.4、问题4：为什么新设5年期LPR报价？

A：在LPR改革前，由于其应用范围窄，主要局限在1年期以内的对公流动资金贷款（示范性项目居多），绝大多数贷款定价仍然跟踪人民银行公布的贷款法定基准利率，并未形成市场化的贷款基准利率曲线。为培育LPR市场化基准利率地位，本次改革增加5年期LPR报价，完善了长端市场化定价基准。5年期作为关键点，增设5年期LPR后，按揭贷款、对公中长期贷款等相当比例的中长期贷款有了市场化的定价基准。

根据人民银行表述，“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”。对于非关键点的定价，银行将通过插值法进行覆盖，用来保障贷款收益率曲线平滑稳定。

1.5、问题5：LPR报价为什么要与MLF利率挂钩？

A：利率市场化的关键，是央行能够通过调整短期政策利率进而舞动整条收益率曲线，包括货币市场、债券市场和存贷市场利率。本轮推动LPR与MLF挂钩的主要目的是推动政策利率和贷款市场利率的联动，建立“政策利率—MLF—LPR—贷款实际利率”传导机制。其后央行可以通过调整MLF利率引导LPR和贷款实际利率下行，实现降低实体经济融资成本的目标。

中期借贷便利（MLF）利率是央行培育了近5年期的中期政策利率，作为利率走廊期限结构的中段，已有较大市场规模，能够根据经济形势和政策目标灵活调整，央行完全可以通过调整其利率水平来影响全市场利率形态，具有一定的市场化基准利率特征。1Y期LPR通过跟踪1年期MLF加点，规避了期限溢价，相对直接更好操作。相对比市场化的质押式回购利率（DR）和同业拆借利率（Shibor），MLF也有一定优势，DR和Shibor两类利率容易受到季节性因素或者特定事件影响，变动不居，如果LPR跟踪DR或Shibor进行加点，会造成报价利率和贷款实际利率的失真，加大了银行报价和贷款管理的难度，还可能造成实体经济融资成本的季节性波动。

不过，将LPR与MLF挂钩也有一些缺陷，未来LPR形成机制改革仍需进一步优化。比如：（1）目前MLF只有1年期品种比较活跃，但是仍然面临调整时间不连续不确定的问题，尤其是未来看MLF作为银行体系高成本负债，有进一步被降准置换压缩的可能，这可能会减弱MLF调整的效力。（2）MLF操作主要针对一级交易商，并没有完全覆盖全部金融机构，要求18家报价行中的中小行参考MLF进行报价与其自身内在经营管理一致性不强，难以准确反映出自身的融资成本。

1.6、问题 6：跟踪 LPR 定价采取“新老划断”的意义何在？

A: 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，这包括但不限于：（1）大量存量合同调整，这一工作可操作性差，绝大多数历史合同中并无 LPR 选项，若要加入需要借贷双方本着自愿原则重新订立；（2）银行体系存量资产集中重定价冲击，可能会瞬时冲击银行业经营；（3）加剧大中小企业结构性融资不均衡等问题。

而“新老划断”的安排，拉长了 LPR 改革的影响时间，减弱了瞬时冲击，要求新发放浮动利率贷款定价全部跟踪 LPR，存量贷款仍按原合同约定执行，有助于银行的平稳过渡。但这一方案也存在一定问题，当 LPR 被纳入中长期贷款基准利率体系之后，将使得开弓难有回头箭，LPR 将在长期合同中持续作为基准利率而存在，某种意义上预示着 LPR 改革成为只能成功不能失败。

为防止 LPR 改革反复所可能给银行带来的法律风险，目前补救性的举措可以是，在长期贷款合同中纳入例外条款，该条款涵盖进一步制度性改革后，合同订立双方可以重新议定利率要素或提前终止合同。

1.7、问题 7：LPR 改革后是否需要过渡期安排？

A: 本次改革央行要求对于跟踪 LPR 的定价“从即日起”执行。但据我们掌握的情况是，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；中小银行几乎完全没有基于 LPR 的报价理念等，人员培训需要时间。我们认为不会“一刀切”式要求全部浮动利率贷款定价跟踪 LPR，将会设置过渡期进行分阶段考核，并可能纳入 MPA 来促进更多产品更快参考 LPR 报价，这将减弱对信贷投放节奏的冲击。预计跟踪 LPR 的贷款定价执行节奏如下：

（1）在浮动利率贷款制式合同修订以及定价系统改造尚未完成之前，银行将设置 LPR 执行过渡期。对于具备 LPR 定价条件的贷款（主要是 1 年期以内对公贷款），按照参考 LPR 报价方式定价。而对于尚不具备参考 LPR 定价的贷款而言，将延续跟踪贷款基准利率进行定价。

（2）贷款合同文本和定价系统完善后，短期内，客户对于 LPR 接受程度有待提升，银行精细化定价能力也不足，相对可行的操作方案是在原有的贷款实际利率基础上，按照 LPR 报价进行倒算，进而得出 LPR 加点值。

（3）长期来看，贷款实际利率应按各成本项进行加总，即：贷款实际利率 = LPR + 期限溢价 + 风险溢价

从近日《证券时报》等媒体的报道来看，“央行针对银行在新发放贷款中应用 LPR 的考核设定了三个考核时点和“358”目标，具体来说，截至今年 9 月末，全国性银行业金融机构新发放贷款中，应用 LPR 做为定价基准的比例不少于 30%；截至 12 月末，上述占比要不少于 50%；截至明年 3 月末，上述占比不少于 80%。”印证了跟踪 LPR 的阶段性推进安排。

1.8、问题 8：LPR 与贷款 FTP 是什么关系？

A：资金转移定价（FTP）是商业银行内部进行转移定价、剥离利率风险、考核经营单元的工具，对贷款实际利率的形成具有基础意义。贷款业务对于经营单元来说，利润点差为：

贷款 FTP 收益=贷款实际利率-FTP

而 LPR 是贷款实际利率参考的基准（bench mark），按照各项成本加点法，贷款利率的定价模型为：

贷款实际利率=LPR+期限溢价+风险溢价

结合上述模型可以得到：

贷款 FTP 收益= LPR+期限溢价+风险溢价-FTP

以上公式展示出 LPR 与 FTP 的内在联系。但是也衍生出另一个问题，即在过往 FTP 价格形成的过程中，贷款类 FTP 定价曲线极少考虑诸如 MLF 的市场利率。未来，如果 LPR 趋于下行，将造成经营单位贷款 FTP 收益的收窄，这进而会造成贷款单元考核利润分配的公平性问题。因此，我们预计，未来 FTP 运行可能也会采取“新老划断”模式，即存量贷款 FTP 仍将按照贷款基准利率定价，在贷款发生日已完成买断；而新发放的贷款 FTP 在定价过程中，也会考虑 LPR 定价，并通过存贷款 FTP 曲线调整来平衡各方利益。

1.9、问题 9：实际贷款利率能否在 LPR 基础上进行减点？

A：原则上，LPR（Loan Prime Rate）是银行对最优质客户执行的贷款利率，实际发放贷款的定价会在 LPR 基础上加点。这主要是由于 LPR 在西方国家，主要应用于小微企业或者个人贷款业务，而大型企业融资往往跟踪同业间拆借利率诸如 Libor 加点形成。通过 LPR 定价的客户信用等级相对偏低。

但在我国，目前 LPR 被定义为“贷款市场报价利率”，其 Prime 的含义已经被弱化。对于优质大型企业，在新 LPR 推出前，银行业实际执行的贷款基准利率下浮业务总量的占比在 15%左右。对于所谓基准利率隐形下限（如基准利率的 0.9 倍， $4.35\% \times 0.9 = 3.91\%$ ）来说，这一数字已经低于目前市场报出的 4.25%。LPR 改革后，跟踪 LPR 新发放的贷款利率仍旧主要取决于银行与客户之前的议价能力的高低，因此，**如果客户溢价能力较强，不排除银行客户经理在与客户确定贷款实际利率时，会在 LPR 基础上进行减点。**未来央行将公布实际贷款利率对 LPR 加减点的情况。

另一方面看，由于 LPR 是不同报价银行根据其自身的 LPR 报价拟合而来，而中小银行的 LPR 报价原则上较大型银行为高。在实际贷款发放中，银行贷款合同除可以跟踪银行间同业拆借中心公布的 LPR 外，也可以跟踪各家报价行自己的 LPR，在这种情况下也会造成实际贷款定价可能低于合成后的 LPR。

1.10、问题 10: LPR 改革的本质与希望取得的效果为何?

A: 本轮以 LPR 形成机制改革为代表的利率并轨可以理解为是在“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。

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）。

2、新 LPR: 改革后的影响

2.1、问题 11: 新 LPR 执行后，是否会起到降低实体经济融资成本的效果?

A: 单纯的 LPR 改革，在不改变资金成本、风险成本、期限溢价等因素的基础上，只是将挂钩利率由贷款基准利率调整为 MLF 利率，并不改变市场竞争关系，不改变资金供求关系，在此等情况下，LPR 报价下行的动力并不足。央行可以通过下调 MLF 利率引导 LPR 报价利下行，但是从原理上讲，并不能带来 LPR 的等幅度下降，主要是受到以 MLF 为指引的资金市场主动负债占银行总负债比例的影响。

资金成本走升和风险成本上扬，也解释了过去两年来旧 LPR 保持稳定和实际贷款利率难以下行的原因。过去两年来，银行体系深受“负债难、负债贵”的困扰，高成本负债占比持续提升；对于风险成本，目前国内实体经济面临的不稳定不确定因素增多，下行压力较大，风险事件时有发生，银行风险偏好普遍审慎，对弱资质信用主体贷款定价中的风险溢价水平依然较高。以上原因约束了整个定价体系的下降。

鉴于目前银行面临的资金成本和风险成本压力，完全寄希望于通过 LPR 来引导降低实体经济融资成本难度较大。但是，由于政策导向与市场行为存在一定博弈和冲突，我们认为 LPR 改革会对引导贷款利率下行起到一定作用。8 月 20 日，首次新 LPR 报价为 4.25%，较原 LPR 降低 6 个基点，可以视为政策引导疏通的作用。

2.2、问题 12: 新 LPR 究竟降了谁的贷款价格?

A: 国务院常务会议希望进一步降低小微企业融资成本，央行推动 LPR 新生成机制将有望打破“9 折”利率隐性下限，这两者之间存在一定差异。历史上银行体系对高信用等级客户定价偏高，对低信用等级客户定价偏低。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。而小微企业由于其风险偏高，历史定价基本很少受到“隐性下限”价格的制约。新 LPR 机制实施之后，从简单市场激励约束机制上看，其定价相对缺少明确的定价下行动

力，需要辅之以其他政策进行配合引导。在短期内，我们相信在强力政策指引下，小微企业定价存在下降空间，而这种下降是否与 LPR 改革有关则难以评估。

对于降低小微企业融资成本来说，我们更赞成的方式是，进一步优化培育新的小微企业金融服务方式来降低风险成本。通过服务模式变化来达到对于风险的准确刻画，从而降低服务小微企业的风险成本。蚂蚁金服所依托的供应链金融、场景金融模式，发改委“信用中国”体系下提供信息整合的小微企业融资“苏州模式”，都可以提升客户画像准确度，从而控制风险成本，降低小微企业融资价格。

中长期看，LPR 改革之后有利于大型企业客户的融资成本下移，驱动大企业更多进入直接融资市场，对大型企业客户而言，金融市场端的收益率曲线和存贷款的收益率曲线会更快融合。

2.3、问题 13：新 LPR 会不会降低按揭贷款价格？

A：住房按揭贷款利率是市场比较关注的焦点，央行增加 5 年期及以上 LPR 报价，也是在为住房按揭贷款定价提供参考。但是，由于目前处于房地产融资调控期，央行相关领导已经明确表示，“住房按揭贷款利率将由参考基准利率转变为参考 LPR 报价利率，但房贷利率不下降”。未来对于新发生的按揭贷款，待合同和系统改造完毕后，将执行跟踪 LPR 进行定价。我们预计，新发放贷款利率可以在保证绝对利率的基础上倒减 LPR，反算方式弥补价差，确保房贷利率稳定。

未来，若在重定价周期内，以 LPR 为代表的 benchmark 出现下调，则在下一个重定价日，住房按揭利率也会出现下调。我们不应混淆通过重定价进行利率风险管理和强制维持价格稳定的关系。另一个可行的方案是，如果房地产调控需要执行较长时间，可以开发 3 年期固定利率（或 5 年期固定利率）的“先固定后浮动”按揭产品，用以保障一段时间内调控政策稳定连续。

更需要值得关注是，对于存量按揭贷款来说，未来若法定贷款利率不再调整，则银行体系将面临着一批超长期的隐形固定利率按揭贷款。这部分业务的利率风险暴露需要引发重视，后续如何处置安排需纳入研究。

8 月 25 日晚，央行发布了就个人住房贷款利率答记者问。文中明确了以下几点内容：

（1）政策确认新发放按揭贷款定价跟踪 LPR，且加点值一旦确认，在合同期内不再改变，这符合国际通行规则。此处有两点需要关注：一是原按揭贷款上下浮动是百分比变化，现在是绝对点数，当基准利率变化时影响略有不同；二是政策埋下了未来 LPR 重定价时执行利率下降或上浮的可能。

（2）重定价周期安排最短 1 年，最长合同期。这项规定与原政策有多项不同之处。原按揭贷款对于重定价没有明确政策要求，绝大多数按揭重定价期为 1 年，重定价日约定俗成成为每年 1 月 1 日，存在个别银行的按揭重定价周期小于 1 年。新政策下，原则上银行可以发放固定利率贷款，但预计绝大多数按揭贷款仍然按原有重定价政策来执行。约束最短 1 年的重定价期有助于稳定目前调控效果，但不会改变使用重定价来管理利率风险的功能。比较有利的方面是，银行可以在利率下行期，设计阶段性固定利率产品来锁定受益，

这在某种程度上也更好的执行了当前房地产调控政策。对于重定价期为 1 年的按揭产品，在一个重定价周期内，若 LPR 价格下行，则在新的重定价日，按揭贷款利率受重定价影响将相应下降。

(3) 当前决策层对于房地产调控融资政策定调“稳中从紧”，虽然央行规定了首套/二套最低利率水平，但我们估计，现阶段发放的按揭贷款绝对利率很难下降，LPR 加点数更多是通过目前不同区域的实际价格进行的倒算。而根据各区域目前贷款利率实际情况，也不能认为规定了最低利率是对于按揭利率的抬高。未来从中期运动看，若 LPR 下移，相当于按揭利率下降。而在可预见的利率下降周期，浮动利率按揭产品有助于稳定购房需求。

2.4、问题 14：LPR 对是否会加剧银行体系利率风险？

A: LPR 对银行利率风险的影响可以从两个方面看：

一方面，从国内外形势看，一段时间内，全球利率已步入下行轨道，国内利率同样存在下行空间。在此趋势下，银行应保持利率敏感性资产负债缺口为负，才能有效应对利率下行带来的影响。目前，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，而银行负债端中长期资金缺乏重定价机制，这种基差风险的存在将给银行带来一定利率风险。

另一方面，尽管 LPR 改革采取“新老划断”原则，但央行同时也提出，增加 5 年期品种有助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。换句话说，对于存量长期浮动利率贷款来说，目前也隐性增加了银行体系的利率风险。

2.5、问题 15：银行贷款早偿风险有多大？

A: 目前，银行对于贷款提前偿还并无违约收费安排，客户也因此获得免费的早偿权。对于存量贷款而言，如果同一客户发现使用 LPR 定价会明显低于旧利率，则存量贷款面临不小的早偿风险。因此，银行在 LPR 推行的早期，可能不会让基于 LPR 定价的贷款利率和旧利率差距过于明显。为减轻早偿风险，银行业需要做好预案，做好客户沟通解释工作。

2.6、问题 16：LPR 对银行业盈利冲击究竟有多大？

A: 新 LPR 贷款定价机制对银行冲击大小依然符合“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，我们预计 LPR 对银行盈利冲击相对有限。从量上看，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。下半年新发生贷款投放本身较少，LPR 对银行业年内影响几乎可以忽略。明年上半年，由于贷款集中滚动到期和新增集中投放，影响稍微略大，但是根据目前 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，幅度很小。即使进行动态推演，在 LPR 出现进一步下移，更多“新老划断”存量业务滚动到期重定价之后，对银行息差的影响也不大。

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的议价权等要素。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。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”。

2.7、问题 17: LPR 是否会影响银行的信贷投放节奏?

A: 这种影响是存在的，但也不会太大。目前，银行浮动贷款制式合同文本尚未统一修订和印刷，定价系统改造也正在推进。如果未来新发放的贷款将全部采用 LPR 定价，银行定价经验缺乏，客户对 LPR 的接受程度也是一个未知数。基于此，LPR 在推出过程中形成的摩擦性冲击难以避免，短期内或将影响后续信贷投放。

另一方面，在执行过程中，不排除部分客户预期未来贷款利率下行而延后融资安排。如前文所述，在 LPR 推行早期，过渡期安排是非常有必要的，银行可能不会让基于 LPR 定价的贷款利率和“旧利率”差距过于明显，并竭力做好与客户的沟通解释，这将有助于确保信贷投放节奏的平稳。

2.8、问题 18: LPR 推出后,央行是否会下调 MLF 利率?

A: 预计后续 MLF 利率下调的可能性大，时间点可谋定而后动。

从宏观形势看，全球经济增长放缓迹象较为明显，美联储 7 月降息后，全球部分经济体均跟随下调了国内基准利率，市场普遍预计美联储年内仍有降息空间，全球利率已步入下行通道。目前，中美利差依然保持在 100bp 以上，为 MLF 利率下调创造了良好的空间。

从 LPR 情况看，新 LPR 的执行一定程度上有助于优质企业融资成本的下降，但银行对于弱资质信用主体的贷款定价不仅受到 LPR 的影响，更取决于风险溢价因素的高低，这些借贷主体较高的信用风险恐难以确保执行 LPR 能够起到实质性降低融资成本的效果。因此，央行可采取顺势下调 MLF 利率的方式，来测试引导 LPR 报价进一步下行。

未来近 1~2 个月时间内，MLF 均有到期安排，市场也预计美联储 9 月将进一步降息 25-50bp，届时我们可以观察央行是否会在这一时点下调 MLF 利率。

2.9、问题 19: LPR 推出对债券市场的影响几何?

A: 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，新 LPR 机制对利率债的影响预计偏中性，未来利率债进一步回落需要经济面或政策面（如 MLF 大幅调整）相配合。

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 60bp 左右，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，逻辑上讲有利于降低优质融资成本，并带动高评级信用债收益率的下行。

2.10、问题 20：LPR 推出是否会加剧人民币贬值压力？

A: 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 7-7.2 附近。我们预计，7-7.2 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。

2.11、问题 21：LPR 之后，如何看待利率衍生品发展？

A: 新 LPR 出炉后，相关衍生产品交易也随之产生，以 LPR 为参照定价的利率互换成为规避利率风险的新手段。通过 LPR 利率互换合约交易，可对冲资产负债基差风险，提升利率风险管理能力，预计后续会有更多机构参与到 LPR 利率互换市场。从市场反映来看，新 LPR 机制推出之后，利率衍生品市场快速升温，多家银行和企业客户开展了挂钩 LPR 利率的人民币利率互换代客交易。但我们也关注到，虽然 LPR 报价机制调整带来风险对冲需求，有助于衍生品市场发展，但由于我国缺乏成熟而有深度的 LPR 衍生品市场，银行尚无法充分对冲利率风险，同时利率报价的纠错机制也未能明显发挥作用。

2.12、问题 22：8 月 20 日新 LPR 执行以来，银行贷款定价有何变化？

A: 自 8 月 20 日新 LPR 执行以来，银行仍按照“新老划断”原则推进。据我们了解，一年期以内新发放固定利率贷款已参考 LPR 定价，但贷款实际利率较旧利率基本一致。对于一年期以上新发放的浮动利率贷款，各家银行执行进度不一，前期系统建设相对完善，LPR 应用范围更广的银行已开始参照 LPR 定价，而定价系统尚未建立、浮动利率贷款制式合同修订不完备的银行，依然按照贷款基准利率执行。

后续来看，除浮动利率产品需跟踪 LPR 定价外，固定利率产品也会参考 LPR 报价，新 LPR 形成机制对实体经济融资成本的影响我们将持续观测。

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, 也不, 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見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