

# LPR 报价“扭曲操作”降息，制造业信贷料边际回暖

## ——流动性周报第 22 期

行业周报

### ◆核心观点：

#### 1. LPR 报价迎来“结构性降息”，对银行盈利影响相对有限

9月20日LPR报价显示：1年期LPR环比降低5bp为4.20%，5年期以上LPR维持4.85%。我们认为，1年期LPR下调5bp主要来自于降准对银行体系负债成本的改善，5年期LPR报价保持不变，旨在维持住房按揭贷款利率稳定。LPR报价曲线的陡峭化，是在特定环境下的阶段性选择。从中长期视角看，在中央要求降低实体经济融资成本，加大制造业中长期贷款支持的要求下，5年期LPR报价依然存在较为确定的下调空间。未来LPR或成阶梯型下移，年内仍有下调报价时间窗口。从对银行的影响看，预计9月信贷投放节奏有望加快，LPR下调年内对盈利影响十分有限。

#### 2. 央行对冲MLF到期“缩量不降价”，资金面边际趋紧，利率趋于上行

本周尽管央行降准0.5个百分点落地，但受缴税、地方债发行以及国库定存到期等因素综合影响，叠加央行对冲MLF到期“缩量不降价”，市场对资金面的预期边际趋紧，市场利率上行明显，其中隔夜利率上行幅度近40bp。

#### 3. 存单结束连续五周净发行，3个月存单有所发力

本周存单发行规模4234亿元，但净回笼738亿元，结束连续五周净发行。国股存单1个月、3个月、6个月和1年期价格分别为2.73%、2.72%、2.92%和3.02%，较上周分别上行13bp、-6bp、-6bp、2bp。存单发行以3个月为主，发行规模1668亿元，占全部存单发行规模39%。

#### 4. 制造业领域信贷投放边际改善，基建和房地产仍是信贷投放稳定器

8月份以来的信贷行业投向呈现出如下特点：**一是制造业贷款投放边际改善。**受监管政策驱动影响，8月金融机构制造业贷款投放呈现边际改善，增量占比保持在5-6%水平，虽低于历史均值但较1~7月份的增长态势明显改善。

**二是基建和房地产仍是信贷投放的稳定器。**上半年金融机构信贷投放主要集中在基建和房地产领域，合计增量占比超过五成。7~8月份在该领域的信贷配置依然较高。随着监管层面对于房企融资的“稳中趋紧”，前期增加过快的房地产信贷将在年内之后数月中受到控制，信贷增长将放缓。在基建“补短板”进一步发力背景下，交通运输、电力热力燃气及建筑业信贷投放有望保持较好增势。未来对房地产的调控基调很可能在尊重历史的角度上进行，短期内约束金融机构房地产增量信贷不超过1/3，更长期看以保证存量房地产信贷占比不提升为标准，继续控制增量占比。

**三是零售贷款增长稳定如一。**7~8月信用卡、汽车等贷款增量占比较上半年继续提升，9月份个人零售端仍存在较好的增长基础，需要关注相关检查对于不合规零售信贷的约束。

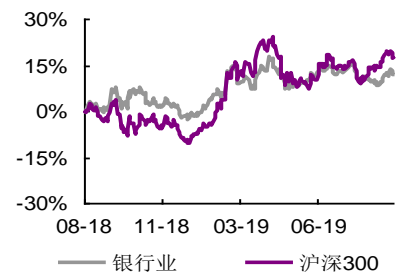
#### 5. 风险提示：经济下行压力加大，中美经贸谈判出现反复

## 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

MLF 利率下调概率依然较大，LPR 报价有望再次下调——流动性周报第 21 期  
.....2019-09-15  
降准政策正式落地，MLF 利率下调迎来窗口期——流动性周报第 20 期  
.....2019-09-08  
中小银行同业业务面临收缩，同业回归流动性管理本源——流动性周报第 19 期  
.....2019-09-02

## 目 录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 LPR 报价“扭曲操作”降息 .....	3
1.2、 央行对冲 MLF 到期“缩量不降价”，资金面边际趋紧，市场利率趋于上行.....	4
1.3、 存单结束连续五周净发行，3 个月存单有所发力 .....	5
2、 信贷运行情况 .....	6
2.1、 制造业贷款投放边际改善.....	6
2.2、 基建和房地产仍是信贷投放的稳定器.....	6
2.3、 零售贷款增长稳定如一 .....	6
3、 风险提示.....	7

## 1、货币政策操作及流动性运行

### 1.1、LPR 报价“扭曲操作”降息

9月20日，央行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为4.20%，5年期以上LPR为4.85%。以上LPR在下次发布LPR之前有效。对此我们认为：

#### **(1) 1年期LPR下调5bp主要来自于降准对负债成本的改善**

我们曾在报告《LPR改革22问》中对LPR报价的形成机制进行了详细阐述，LPR报价取决于MLF利率和点差两个方面，其中点差受到资金成本、风险溢价、操作成本、资本占用成本等因素影响。在目前实体经济下行压力仍在、中美经贸谈判尚不明朗以及国际“黑天鹅”事件频发的背景下，银行体系风险偏好整体较低。因此，引导LPR报价下行的主要方式是降低银行体系负债成本。

9月16日，央行降准0.5个百分点正式落地，释放资金约8000亿元，直接降低银行体系负债成本约150亿元，可以直接影响LPR 1bp；间接影响方面，受到降准让利的的影响，银行体系负债成本也得到小幅度改善，结构性存款利率报价有所走低，票据贴现利率维持平稳，但短期货币市场利率受MLF降息预期落空、“财政宽松”政策影响而出现反弹。在直接和间接影响共同作用下，9月20日1年期LPR报价下行在情理之中，但降息幅度也仅为一个报价步长，即5bp。

#### **(2) 5年期LPR报价保持不变，旨在维持住房按揭贷款利率稳定**

在1年期LPR下调5bp的情况下，5年期LPR保持不变。这种曲线“扭曲操作”降息的背后，主要受制于维护房地产调控力度和保持住房按揭贷款利率的稳定。

我们知道，10月8日，住房按揭贷款利率定价将正式切换到5年期LPR定价。目前全国已有10多个地区的自律机制明确了当地首套和二套房贷参考LPR报价点差。对比后发现，加点后的按揭利率与按照原有贷款基准利率上浮后的实际水平基本一致。同时，由于按揭贷款绝对多数重定价周期为一年，此时若5年期LPR报价下行，可能使得按揭利率在10月8日与LPR挂钩后出现下行，这会打乱市场对于房地产调控的预期。如若今年年内不调整5Y LPR报价，则根据按揭贷款的传统，2019年四季度发放的按揭贷款定价，在2021年元月1日前均不会出现重定加下行，这在一定程度上能够加大房地产调控的作用力。

但是，我们也要注意，LPR报价曲线的陡峭化，是在特定环境下的阶段性选择。从中长期视角看，在中央要求降低实体经济融资成本，加大制造业中长期贷款支持的要求下，5年期LPR报价依然存在较为确定的下调空间。

#### **(3) 对银行的影响：9月信贷投放节奏有望加快，年内对盈利影响十分有限**

信贷投放方面，8月信贷投放回暖，既有基建发力的推动，也与银行加快信贷审批节奏，提前锁定收益率的考量。在中央要求降低实体经济融资成本以及央行政策红利持续释放的大背景下，LPR报价继续下行已成定局，预计LPR将继续阶梯状下行。同时，央行也针对LPR的执行情况制定了“358”达标考核要求，预计在此期间，银行会进一步加快信贷投放节奏。叠加2020年部分地方专项债额度或于年内提前发行将撬动银行信贷资金的参与以及季末效应推动，我们对9月信贷投放情况并不悲观。

盈利方面，尽管 LPR 正处于下行趋势，但考虑央行仅要求新发放贷款参考 LPR 定价，并通过降准等方式让利银行，短期内料对银行营收和净利润增长影响十分有限。对于分行而言，总行对贷款 FTP 考核也会采取“新老划断”原则，即存量贷款 FTP 仍将按照贷款基准利率定价，而新发放的贷款 FTP 参考 LPR 定价。通过这种方式，实现了分行贷款 FTP 收益的锁定，从考核利润的角度看影响也不大，未来有助于引导分行加大 LPR 执行力度。

表 1：央行流动性投放（单位：亿）

	2019/9/9-2019/9/13 (本周)	2019/9/16-2019/9/20 (本周)	2019/9/22-2019/9/27 (下周)
逆回购投放	2300	3200	-
逆回购回笼	400	2300	1900
MLF (TMLF) 投放	-	2000	-
MLF (TMLF) 到期	1765	2650	-

资料来源：Wind，光大证券研究所

## 1.2、央行对冲 MLF 到期“缩量不降价”，资金面边际趋紧，市场利率趋于上行

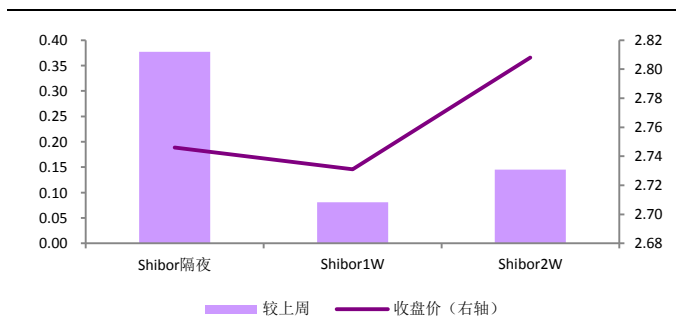
本周尽管央行降准 0.5 个百分点落地，但受缴税、地方债发行以及国库定存到期等因素综合影响，叠加央行对冲 MLF 到期“缩量不降价”，市场对资金面的预期边际趋紧，资金市场利率上行明显。

一是央行对冲 MLF 到期“缩量不降价”。本周市场 OMO 到期 2300 亿元，MLF 到期 2650 亿元，央行在开展 3200 亿 OMO 的同时，对到期 MLF 采取“缩量不降价”方式，续作了 2000 亿 MLF，但中标利率依然保持在 3.30% 水平。

二是短端资金利率上行明显。本周资金面边际趋紧，市场利率普遍上行。其中，Shibor1D、7D、14D 较上周分别上行 38bp、8bp 和 15bp 至 2.75%、2.73% 和 2.81%。隔夜、7 天和 14 天 D-Repo 较上周分别下行 40bp、16bp 和 23bp 至 2.77%、2.80% 和 2.93%。

图 1：Shibor 价格运行

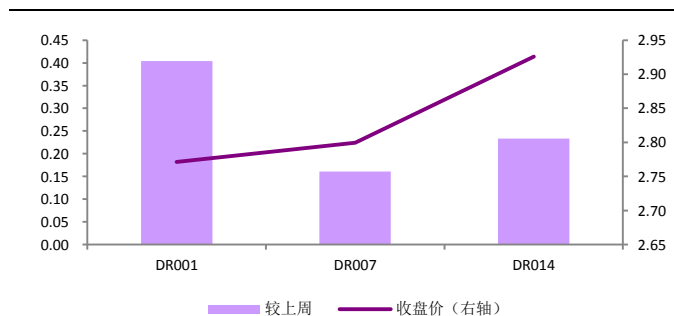
单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：D-repo 价格运行

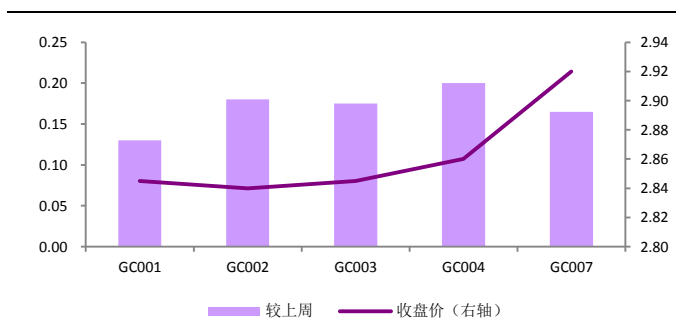
单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3: GC 价格运行

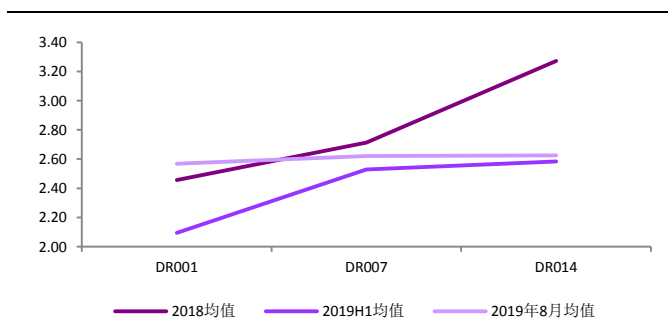
单位: %



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: %



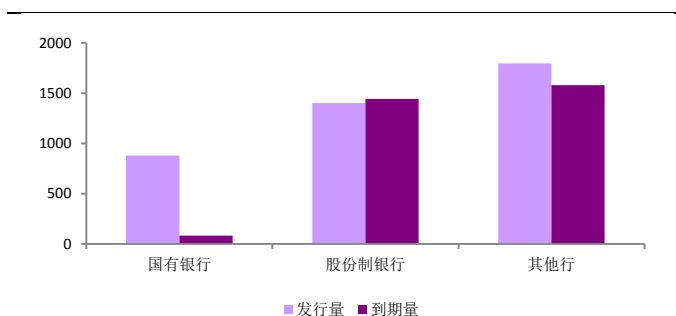
资料来源: Wind, 光大证券研究所

### 1.3、存单结束连续五周净发行，3 个月存单有所发力

本周存单发行规模 4234 亿元，较上周上升 158 亿元，但净回笼 738 亿元，结束连续五周净发行。本周存单发行以 3 个月为主，发行规模 1668 亿元，占全部存单发行规模 39%，1 年期存单发行 976 亿元，占比 23%，其他期限存单发行量相对较低。

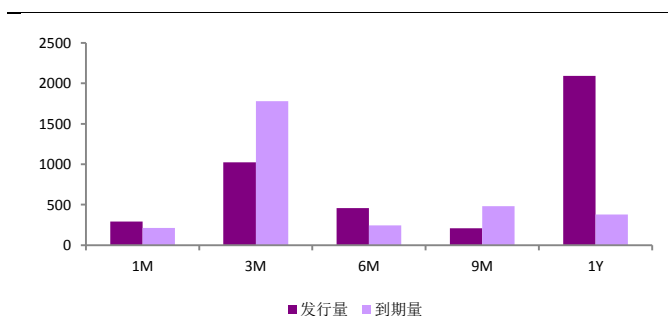
本周国股存单 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期价格分别为 2.73%、2.72%、2.92%、2.90% 和 3.02%，较上周分别上行 13bp、-6bp、-6bp、5bp、2bp；城商行存单 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期价格分别为 3.13%、3.45%、3.72%、3.44% 和 3.45%，较上周分别上行 11bp、14bp、18bp、1bp、3bp。

图 5: 存单发行与到期情况 (按银行类型) 单位: 亿元



资料来源: Wind, 光大证券研究所

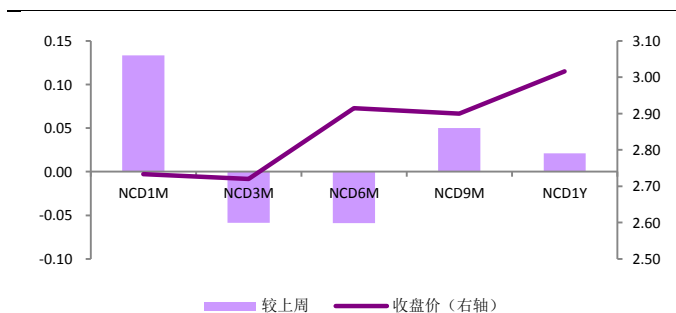
图 6: 存单发行与到期情况 (按发行期限) 单位: 亿元



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 7: 国股存单价格运行情况

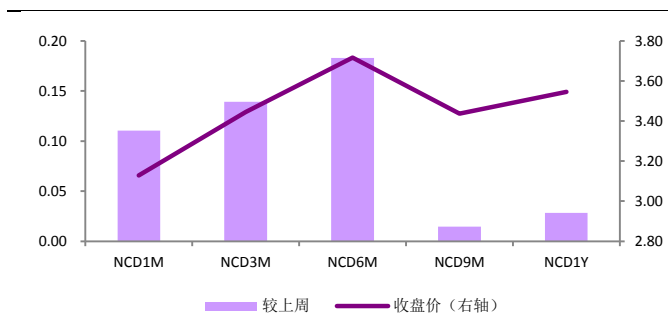
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 8: 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

## 2、信贷运行情况

从8月份以来信贷的行业投向情况来看，主要呈现三方面特点：

### 2.1、制造业贷款投放边际改善

年初以来，制造业领域信贷投放呈现“高不良、低增长”特点，增量占比保持在4%左右。1~8月份制造业固定资产投资仅增长2.6%，增速比上月回落0.7个百分点，稳定制造业投资迫在眉睫。随着当局要求金融机构加大制造业中长期贷款投放，并将其按照存量、增量占比等指标口径纳入MPA考核，金融机构在信贷投放方面开始适度向制造业领域倾斜，不仅安排专项额度用于制造业投放，而且在存量到期贷款回收后，重新分配额度时，将优先考虑符合国家战略的制造业领域。

从具体的制造业投放子项看，我们认为工业增加值较高的制造业子行业具有信贷维持较高增长的基础，再结合前期资产质量压力相对可控，产能不过剩的要求，未来能够保持一定信贷增长的制造业子行业大体在：医药制造业，通用设备制造业，专用设备制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业。

受政策驱动影响，我们认为今年之后阶段制造业信贷投放将边际改善，金融机构对制造业投放的增量占比将保持在5-6%水平，部分银行结束制造业负增长态势。

### 2.2、基建和房地产仍是信贷投放的稳定器

上半年金融机构信贷投放主要集中在基建和房地产领域（含住房按揭贷款），合计增量占比接近50%。7~8月份在该领域的信贷配置依然较高，基建和房地产已成为信贷投放的稳定器。

随着监管层面对于房企融资的“稳中趋紧”，商业银行对于房地产开发贷款的投放将趋于审慎，在广义房地产贷款（含按揭和开发贷）总盘子控制的情形下，前期增加过快的房地产信贷将在年内之后数月中受到控制，未来住房领域信贷增长将继续放缓。区分开发贷和按揭贷款而言，开发贷受调控力度将更大，在总盘子、全口径调控下，住房按揭贷款韧性较强，开发贷将比按揭贷更容易受到调控约束。

根据历史数据来看，央行《货币政策执行报告》显示，2019年中期房地产业贷款占存量信贷的28.7%；主要金融机构上半年新增房地产贷款3.2万亿，占全部新增贷款的1/3。我们认为未来对房地产的调控基调很可能在尊重历史的角度上进行，短期内约束金融机构房地产增量信贷不超过1/3，更长期看以保证存量房地产信贷占比不提升为标准，继续控制增量占比。

在基建“补短板”进一步发力背景下，交通运输、电力热力燃气及建筑业信贷投放有望保持较好增势。

### 2.3、零售贷款增长稳定如一

随着一季度开门红以及月末信贷资源的集中投向，银行项目储备已显不足，下半年营收增速难以延续上半年高增态势。在此背景下，为稳定息差运行，预计银行信贷投放将继续更多转向高收益零售领域。从8月投放情况看，信用卡、汽车等场景化消费类贷款保持高增态势，增量占比比较1~7月份进一步提升，反映出银行在信贷结构方面逐步调整。我们预计9月份个人零售端仍存在较好的增长基础，需要关注相关检查对于不合规零售信贷的约束。

### 3、风险提示

经济下行压力加大，中美经贸谈判出现反复。

## 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