

9月贷款定价为何不降反升？兼论11月LPR调整

——11月LPR报价下调点评

行业简报

买入（维持）

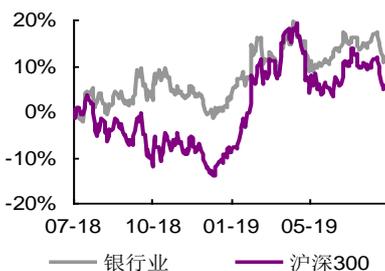
分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）
010-58452066
wangyf@ebscn.com

联系人

董文欣
010-56513030
dongwx@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

美元荒问题加剧，联储重启资产购买计划，国内市场流动性无虞--流动性周报第24期

..... 2019-10-14

事件：

央行《2019年三季度货币政策执行报告》显示，9月贷款加权平均利率为5.62%，较6月末下降4BP。其中，一般贷款加权平均利率却较6月末上升2BP至5.96%。11月20日，央行公布11月LPR报价，1年期与5年期同时下调5BP，分别至4.15%和4.8%。

点评：

1、9月一般贷款定价上行主要受贷款期限延长、房地产定价上行和零售业务转型三大因素影响

根据当前贷款定价的统计制度，央行公布的贷款加权平均利率为当月新发生（并非新增）的平均定价水平。即三季度货币政策执行报告中为9月份新发生贷款定价平均，二季度报告为6月份新发生贷款定价平均。单月新发生定价会受季节性投放量、贷款客户特征、行业分布、期限结构等多重因素影响。一般贷款定价统计口径包括对公贷款和非按揭零售贷款。虽然9月份一般贷款加权平均利率较6月份上升2BP，但综合来看，实际9月定价呈现有升有降，重点支持领域回落的特点。

在对公贷款定价方面：受政策推动影响，9月份新增信贷投放量较好，但整体对公有效需求仍然不足，使得定价不太可能系统性上行。从9月贷款行业投向看，制造业、基建和房地产领域增量占比较高。其中，制造业信贷投放受MPA考核推动，先进制造业结构性回暖，故政策驱动整体制造业定价下行可能性略大；对于基建领域来说，目前需求主要集中于大型优质项目投放和隐性债务置换，投放主体是政策性银行和大型银行，优质客户集中使得银行自身议价能力有限。我们认为，能够拉高贷款定价的一个主要因素是贷款投放期限的延长。鉴于“稳投资”政策发力，央行鼓励增加中长期贷款投放，银行业也有动力在利率下行周期拉长资产久期，9月单月对公中长期贷款增量占全部贷款比为33%，高于6月份10个百分点，而考虑发生额概念，9月份投放中长期贷款额占比可能更大。

需要特别指出的是，表内房地产企业贷款融资成本上升，可能是拉高9月贷款定价的第二个原因。目前14万亿表内房地产对公贷款中，新增和滚动投放部分的定价较6月份出现显著上行。定价上行在以下几方面可以提供佐证：一是9月份投放按揭贷款平均定价为5.55%，较6月上升2BP，在央行对房地产实施全口径调控和“稳中从紧”的融资政策背景下，涉房类贷款融资成本近几个月出现了明显上行。当前按揭贷款投放多数为首次购房，涉及居民基本住房需求，调控原则为新发放利率不降低，因此融资成本上行不多，但对公房地产信贷融资价格上行压力明显加大。二是下半年中低等级房地产企业债券融资成本、可比口径房地产信托发行成本及通道费用均呈现出一定幅度上升。

零售非按揭贷款方面：9月份新增个人短期贷款2600亿，但考虑到存量15万亿在一年内进行摊销偿还，9月实际新投放个人短贷或逾万亿，这部分综合定价预计小幅下行。个人短期非按揭（含经营性贷款）定价下行的佐证是，央行披露银行业普惠小微口径贷款定价（以个人经营性和小微企业贷为主）9月末为6.8%，较5月末下降9BP；其中五大行为4.75%，较5月末下降4BP。但同时，**银行业重新摆布资产结构，加大向零售高定价业务倾斜是推高9月份定价的第三点原因。**9月份新增贷款中个人贷款占增量贷款比为45%，而6月份占比仅为33%；若以个人短期贷款近似替代零售非按揭贷款，则9月份新增个人短贷占全部贷款比为15.8%，与6月份基本持平。

图1：普惠型小微贷款定价情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、11月LPR小幅下行，存量业务或分类“换锚”

2.1、LPR小幅下调反映MLF引导性增强，5年期下调主要考虑曲线平行移动

11月，市场对于LPR报价下行分歧不大，但对于下调幅度看法不一。本次LPR下调5BP，是在11月初央行在美联储降息后跟随性下调MLF、OMO利率5BP后进行的，反映出MLF与LPR定价关联性增强。但从银行体系成本端观察，资金市场部分产品5BP让利并不足以驱动银行体系负债成本对应等幅度下降，因此11月LPR下调5BP，亦是银行对实体的让利。另一方面，我们曾指出考虑到房地产调控的延续性，五年期定价变动在两可之间。本次调降5年期LPR主要是为了保持收益率曲线的稳定，不宜解读为对地产调控的放松。实际定价中，LPR 5BP变化主要是信号作用，反映出对长端产品的让利，按揭实际定价短期内仍可以通过LPR加点变化来实现利率不下降。但中期看，我们认为按揭贷款定价具有较大下行空间。

2.2、存量贷款预计分类“换锚”，对公信贷跟踪LPR将快于零售端

央行货币政策执行报告明确提及“抓紧研究出台存量贷款基准利率转换方案”，我们对此理解为，对公存量贷款“换锚”紧迫性大于零售端，鉴于存

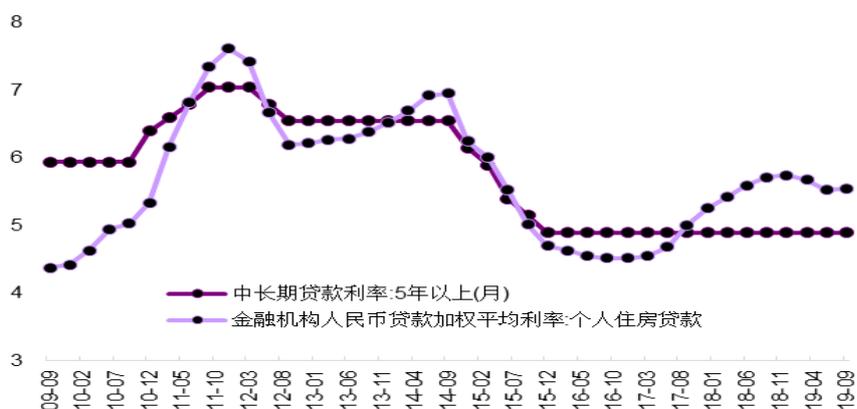
量贷款切换定价基准的复杂性，很可能会分类安排，率先推出存量对公贷款跟踪 LPR 的转换方案。理由如下：

央行 LPR 改革的目标主要是进一步疏通货币政策传导机制，消除银行对大型企业的超额利润，以此改善小微民营企业融资条件。当前，对公中长期贷款总额约 55 万亿，驱动这部分产品定价下行，是支持实体经济的重要安排。而根据央行统计，截至 9 月末低于 LPR 50 个基点的贷款定价产品占新发放贷款的 8%，“LPR-50BP”定价明显低于改革前的隐性 9 折下限。存在一个大体可比的数据是，6 月份执行基准利率下浮的贷款占比为 18%。央行认为 LPR 改革后，隐性下限正在逐步打破，优质对公贷款价格较改革前明显降低。另外，由于能够享受非流贷的企业一般资质较好，推动跟踪 LPR 后，更有利于降低实体经济融资成本。需要说明的是，我们认为在《合同法》下，修订历史有效合同需要本着双方自愿原则，对企业端让利能够促使企业自主签订新合同，跟踪新的定价基准。

但是，对零售中长期贷款来说（主要是按揭贷款），问题变得复杂的多。对存量中长期零售贷款来说，若不跟踪 LPR 定价而执行长期固定利率，则无论客户还是金融机构，均将暴露于较大的利率风险之中；若推动基准利率“换锚”，则需要应对千差万别的历史合同，这其中大量合同没有补充条款来保证合同有义务因利率变化而必须修订，很难切换至 LPR 定价。基于双方意愿而订立的合同修改，需要以更优惠的价格来激励借款人的重签意愿。历史上，我国曾在 2009 年广泛推广 7 折利率存量改造，彼时借款人享受了低定价的实惠。

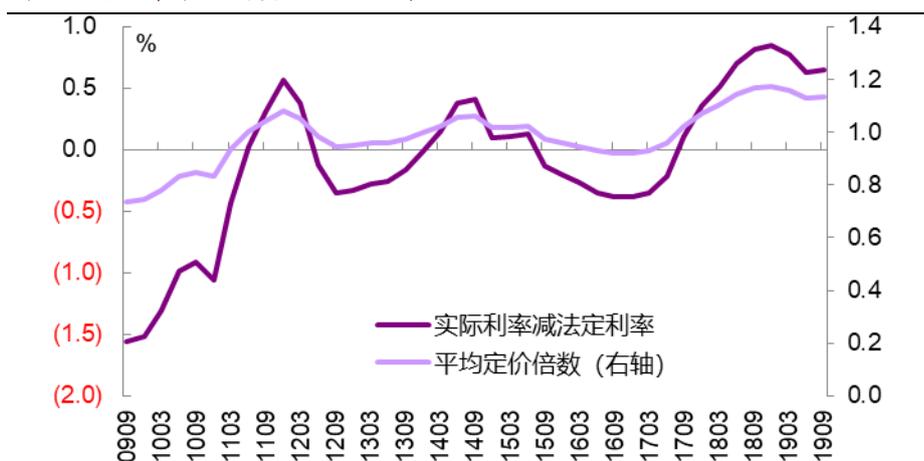
观测历史上按揭实际定价的情况，从 2009 年至今年上半年，所发放的按揭贷款数据中，大致只有 2018 年下半年至 2019 年上半年期间按揭贷款的综合定价倍数略高于目前执行的水平，其他时间定价折扣率均低于当前。我们认为借款人不太可能有主动意愿与银行重新签订合同，促进跟踪 LPR 定价。除非在未来一个时期，新发放按揭定价出现大幅度下行，否则按揭贷款“换锚”只能依赖滚动到期、贷款早偿和少部分具有前瞻性的合同安排。

图 2：贷款按揭定价与法定利率（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：近十年来按揭贷款定价水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

风险提示：经济下行压力超预期加大，银行资产质量改善不如预期。

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、不与，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