

存量对公贷款基准“锚换”有望先行，票据信贷或大幅冲量

——流动性周报第30期

行业周报

◆核心观点：

1. LPR 平行下调 5bp，存量贷款基准锚待切换

11月20日，全国银行间同业拆借中心公布了最新一期的贷款市场报价利率，1年期LPR为4.15%，较上一期下降5bp，5年期LPR为4.80%，较上一期下降5bp。

一是11月央行三次“降息”释放维稳信号，LPR下调已成必然。进入11月，央行政策红利持续释放，继MLF和OMO利率下调5bp至3.25%和2.5%后，近期1M国库定存中标利率下调2bp至3.18%，进而实现利率走廊的整体下移，LPR的下调已成必然。

二是5年期LPR下调5bp并不意外。一方面，当前稳增长压力较大，居民高杠杆率已经对消费需求形成“挤出效应”；另一方面，打开了对公中长期贷款定价下行空间。

三是存量贷款基准锚切换以对公先行。从当前情况来看，存量贷款基准锚的切换或将采取分类安排，对公存量贷款定价锚切换的必要性大于零售端，年内可能会出台相关方案，优先推动对公浮动利率贷款“换锚”。

2. 政策利率谱系再度下调，资金利率显著下行，跨春节存单发行创年内新高

本周随着央行加大OMO操作并下调7天利率，以及缴税高峰期的消退，资金面趋紧态势得到显著缓解。一是央行加大公开市场操作，下调7天OMO利率5bp；二是1M国库定存利率下调2bp，属于随行就市行为；三是资金利率显著下行，隔夜利率跌破2%，司库加大7天融出规模；四是跨春节存单发行规模创年内单周发行新高，存单价格小幅回落。

3. 信贷投放呈现“外生强、内生弱”特点，监管政策驱动持续发力，四季度票据贷款或迎来契机

本周央行、银保监会先后召开了工作座谈会，从货币信贷形势、小微企业和制造业等方面，要求金融机构进一步加大信贷投放力度，反映出对当前金融机构信贷投放放缓的担忧。当前金融机构信贷投放呈现“外生强、内生弱”特点，一方面实体经济融资需求依然低迷，另一方面政策驱动信贷增长明显。我们预计：（1）年内监管层将进一步通过窗口指导、MPA考核等方式引导金融机构加大信贷投放，预计四季度央行口径人民币新增贷款规模不会低于去年同期3万亿水平。（2）在实体经济融资需求不足以及风险偏好普遍偏低的情况下，局部信用体系收缩依然存在，加强先进制造业信贷投放和“强基建”将成为年内稳定金融数据和托底经济的重要抓手，大型金融机构将进一步发挥“头雁效应”。（3）为达到监管层窗口指导的要求，不排除金融机构在年内通过票据冲量实现本机构信贷数据的提升，预计票据利率在11月末和年末时点会出现明显下降。

4. 风险提示：中美经贸谈判出现反复，政策刺激作用低于市场预期。

买入（维持）

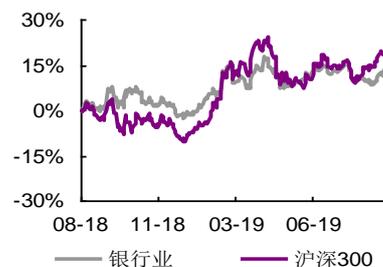
分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）
010-56513033
wangyf@ebcscn.com

联系人

董文欣
010-56513030
dongwx@ebcscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

货币政策遵循“两加强、三结合”，信贷投放亟待加速——流动性周报第29期
.....2019-11-16
MLF利率下调后，货币政策怎么走——流动性周报第28期
.....2019-11-11
货币政策预期出现分化，且看11月5日MLF到期如何操作——流动性周报第27期
.....2019-11-4

目录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 LPR 平行下调 5bp，存量贷款基准锚待切换	3
1.2、 政策利率谱系再度下调，资金利率显著下行，跨春节存单发行创年内新高	5
2、 信贷投放呈现“外生强、内生弱”特点，监管政策驱动持续发力，四季度票据贴现或迎来契机	7
3、 风险提示	8

1、货币政策操作及流动性运行

1.1、LPR 平行下调 5bp，存量贷款基准锚待切换

11月20日，全国银行间同业拆借中心公布了最新一期的贷款市场报价利率，1年期LPR为4.15%，较上一期下降5bp，5年期LPR为4.80%，较上一期下降5bp，LPR曲线平行下调。

1.1.1、11月央行三次“降息”释放维稳信号，LPR 下调已成必然

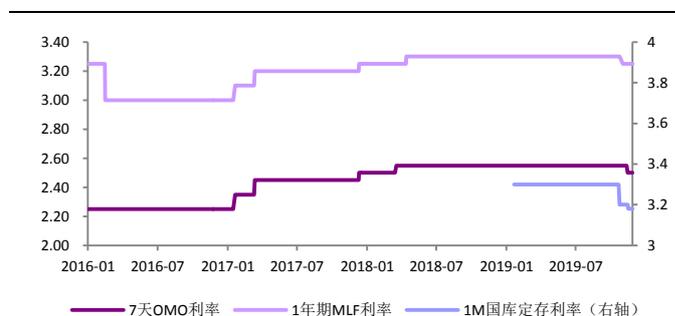
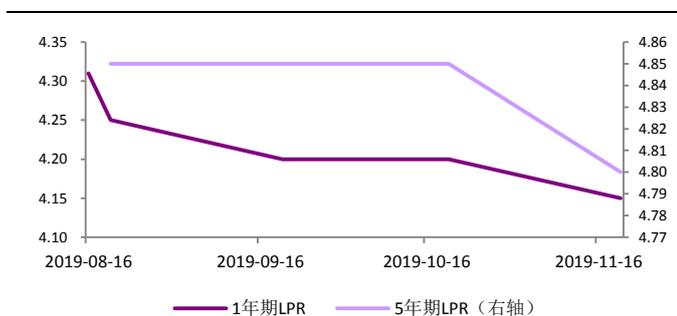
影响LPR报价的主要因素一是MLF基准利率，二是LPR与MLF利率之间的点差。为引导LPR报价下行，央行可以通过下调MLF利率方式实现，也可以通过市场化方式降低商业银行负债成本和改善风险偏好水平，进而压缩点差实现LPR报价的下降。

图 1：LPR 运行情况

单位：%

图 2：MLF、OMO 与国库定存利率

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

从8月以来的LPR报价运行情况来看，大致如下：

- **9月份** 1年期LPR报价下调5bp，主要是由于央行通过降准方式降低了银行负债成本，进而引导LPR报价下行，但考虑到10月8日住房按揭贷款定价正式与LPR挂钩，5年期LPR报价依然保持4.85%不变。
- **10月份** 市场资金面有所趋紧，央行在新增2000亿MLF投放的同时，并未如市场所预期的下调MLF利率，叠加缴税因素影响，10月并未有显著利好于负债成本和风险偏好改善的政策事件，10月1年期与5年期LPR保持不变。
- **进入11月**，央行政策红利持续释放，继MLF和OMO利率下调5bp至3.25%和2.5%后，近期1M国库定存中标利率下调2bp至3.18%，从而实现利率走廊的整体下移，LPR的下调已成必然。

我们总结这三次LPR调整的特点不难发现：一是央行通过下调MLF基准和压缩点差方式，双管齐下引导LPR报价下行。二是MLF按月操作或将成为常态，以便于央行在当月有量价操作的空间，有助于增加MLF对于LPR报价的基准性。三是未来LPR报价呈现“走小步、不停步”特点，继续“阶梯式”下行是大势所趋。

1.1.2、5年期LPR 下调5bp 并不意外

在11月LPR报价公布之前，部分投资者预期5年期LPR保持不变，主要是考虑到9月份LPR报价同样出现非对称下调，在稳中从紧的房地产调控环境下，下调5年期LPR报价容易释放房地产调控放松的信号，与现有的政

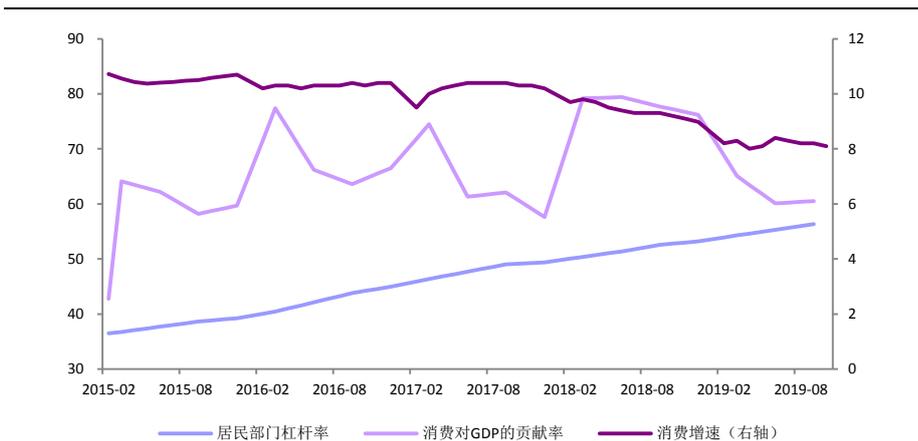
策导向相违背。

我们在《9月贷款定价为何不降反升——兼论11月LPR如何调整》中提到“5年期LPR可能下调5bp或不调整”。我们认为，5年期LPR报价下调5bp反映出两方面问题：

第一，当前稳增长压力较大，居民高杠杆率已经对消费需求形成“挤出效应”。9月末我国居民部门杠杆率为56.31%（社科院测算），较年初上行3.1个百分点，1-10月社会消费品零售总额同比增速为8.1%，较年初下降0.9个百分点，9月末最终消费支出对GDP的贡献率为60.5%，较年初下降近16个百分点。因此也可以说5年期LPR下调5bp释放了稳定房地产市场的信号。但我们认为，这并非意味着房地产调控将会放松。数据显示，在住房按揭贷款与LPR挂钩后，北、上、广、深四个一线城市首套与二套房的房贷利率均较基准利率下的房贷利率上行2-6bp。而部分二线城市，诸如宁波的首套与二套房房贷利率较一线上行幅度更大。在“因城施策”的调控背景下，各地银行对当地住房按揭贷款采取差异化调整，5年期LPR报价下调5bp，因幅度很小，未必会对按揭贷款的实际成本产生实质性影响，也并非所有银行都会跟随性下调。但拉长时间期限看，反而我们认为按揭贷款利率具有较大的下行空间。

图3：居民杠杆率、消费及其对GDP贡献

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

第二，对公中长期贷款定价下行空间打开。过往银行在分档定价时，往往将合同期限为1-5年的贷款定价参考5年期LPR，或者用插值法来确定定价基准，5Y期LPR保持不变使得银行规避了利率下行带来的损失，这在一定程度上也抑制了部分制造业企业和基建领域融资成本的下行。因此，此次5年期LPR报价利率下调5bp，有助于打破商业银行的预期，我们预计，未来LPR报价中，5年期LPR依然存在下调空间。

1.1.3、存量贷款基准“换锚”或对公先行

央行在货币政策执行报告中提出，“抓紧研究出台存量贷款基准利率转换方案”。我们认为，从当前情况来看，存量贷款基准锚的切换或将采取分类安排，对公存量贷款定价锚切换的必要性大于零售端，年内可能会出台相关方案，优先推动对公浮动利率贷款“换锚”。究其原因有二：

一是加快引导实体经济融资成本下行。目前，金融机构信贷规模已超过150万亿，其中企业中长期贷款逾55万亿，居民中长期贷款接近39万亿，贷款定价锚定LPR若仅仅采取“新老划断”原则，对于实体经济融资成本改善相对有限，驱动存量“换锚”能够更快降低实体经济融资成本。

二是消除银行对大型企业的超额利润。由于大型企业特别是大型央企的实际信用风险较低，对于国有企业的风险溢价水平也应较低。但商业银行在历史贷款定价时，往往存在基准利率0.9倍的隐性下限。这样一来，对大型企业的贷款定价存在超额利润空间，某种程度上抑制了商业银行提升自身风险定价水平的能力。在对公存量贷款基准锚切换后，随着LPR报价的下行，可以推动存量贷款利率接近企业发行债券成本，进而引导金融资源开始流向制造业、小微和民企领域。在对公存量基准“换锚”的过程中，浮动利率贷款将被率先考虑。

三是零售存量贷款需要激励条件才能推动合同的重新修订。存量贷款基准锚的切换将不可避免的涉及到贷款合同的修订，但在《合同法》下，修订历史合同必须本着双方自愿的原则。对于住房按揭贷款而言，需要以更优惠的价格来激励借款人重新签订合同。然而，2009年至今，住房按揭贷款折扣率总体低于当前的执行水平，在此情况下，借款人与银行重现签订合同转换基准锚的意愿并不强，零售存量贷款定价切换至LPR或更多通过合同到期、提前还款等方式实现。

1.2、政策利率谱系再度下调，资金利率显著下行，跨春节存单发行创年内新高

本周随着央行加大OMO操作并下调7天利率，以及缴税高峰期的消退，资金面趋紧态势得到显著缓解。

（一）央行加大公开市场操作，下调7天OMO利率5bp

本周为对冲缴税影响，央行累计通过公开市场操作投放资金3000亿元，并于11月18日下调了7天OMO利率5bp。自2017年1月24日以来，央行已累计5次调整政策利率，这5次调整具有共同特点：一是与美联储政策利率调整存在一定相关性，国际宏观政策协调性是央行利率工具使用的重要参考；二是历次调整均涵盖了MLF、OMO及SLF等工具体系；三是各政策利率调整幅度均保持一致；四是政策工具的使用保持量价同步。

此次央行重启了公开市场操作，并顺势下调OMO利率5bp，既体现了量价同行的特点，也反映出央行有意保持政策利率曲线形态的稳定，一定程度上有助于维护市场情绪的的稳定。我们预计，后续SLF利率也会进行同幅度调整，利率走廊体系将出现5bp的下移。目前，DR007总体围绕7天OMO利率上下波动，央行流动性投放也会相机抉择“削峰填谷”，四季度流动性并无大碍。

（二）1M国库定存利率下调2bp，属于随行就市行为

11月19日，央行开展了1M国库定存操作500亿元，中标利率为3.18%，较上一期下行2bp。自10月28日央行重启1M国库定存操作以来，利率已连续两次下调。

此次国库定存利率下调并非央行主动调整，而是随行就市形成的中标价格。一般而言，国库定存需纳入商业银行一般存款统计范畴，并缴纳法定存款准备金，其价格会高于同期限存单价格（1M存单价格为2.66%），但与

同期结构性存款和大额存单价格保持一致。目前，1M 结构性存款和大额存单价格总体保持在 2.9-3.2% 水平，此次 1M 国库定存利率下调也属正常。

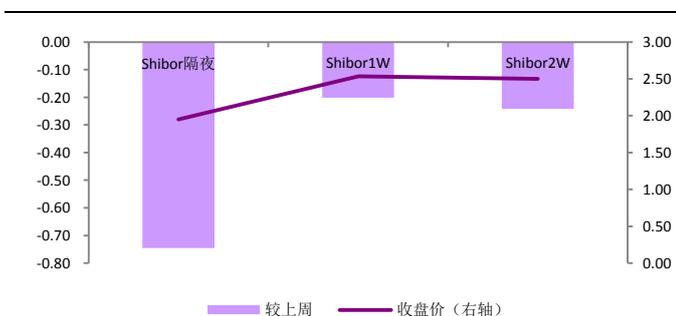
(三) 资金利率显著下行，隔夜利率跌破 2%，司库加大 7 天融出规模

本周，市场流动性呈现“前紧后松”格局，在央行资金投放呵护下，随着缴税高峰期的消退，资金利率显著下行。其中，Shibor1D、7D、14D 较上周分别下行 75bp、20bp 和 24bp 至 1.95%、2.54% 和 2.750%。隔夜、7 天和 14 天 D-Repo 较上周分别下行 73bp、29bp 和 34bp 至 1.95%、2.42% 和 2.41%。

本周，司库操作以隔夜融出为主，随着市场流动性回归宽松，金融机构头寸平盘压力得到缓解，隔夜利率降至 2% 以下。为此，司库通过适度加大了 7 天融出规模，确保备付金保持在合意水平，平均收益率保持在 2.5-3.2% 区间。

图 4: Shibor 价格运行

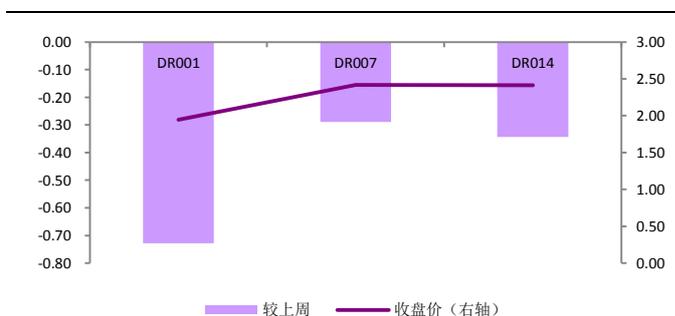
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 5: D-repo 价格运行

单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

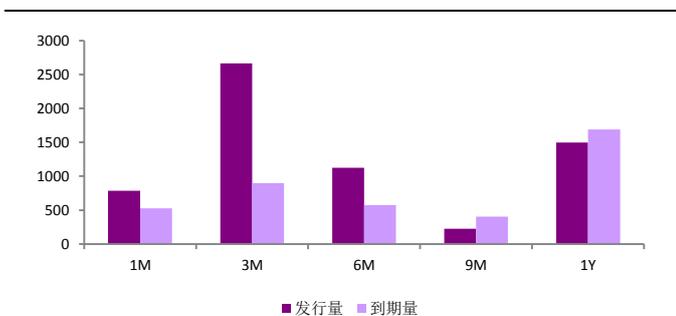
(四) 跨春节存单发行规模创年内单周发行新高，存单价格小幅回落

本周存单发行总规模为 6296 亿元，净发行 2205 亿元。进入 11 月末时点，3M 跨春节存单发行规模显著提升，本周发行规模高达 2665 亿元，创年内单周新高。1 年期存单发行规模为 1495 亿元，依然维持在较高水平，反映出银行依然在前瞻性拉长同业负债久期，管控同业条线资产负债期限错配水平，确保年末 NSFR 达标。

价格方面，本周存单价格全面回落，国股存单 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期存单较上周分别下行 6bp、13bp、9bp、5bp 和 8bp 至 2.66%、3.03%、3.10%、3.00% 和 3.15%。

图 6: 存单发行情况

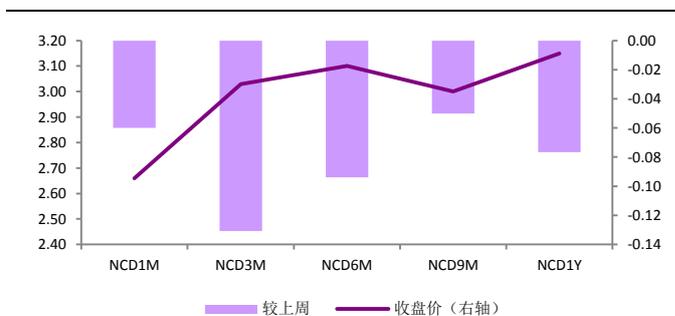
单位: 亿元



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 7: 存单价格运行

单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2、信贷投放呈现“外生强、内生弱”特点，监管政策驱动持续发力，四季度票据贴现或迎来契机

本周央行、银保监会先后召开了工作座谈会，从货币信贷形势、小微企业和制造业等方面，要求金融机构进一步加大信贷投放力度，支持实体经济发展。

11月19日，央行召开货币信贷形势分析会，要求金融部门要提高政治站位，继续强化逆周期调节，增强信贷对实体经济的支持力度；发挥好贷款市场报价利率对贷款利率的引导作用，促进实际贷款利率下行；继续推进资本补充工作，提高银行信贷投放能力。

11月20日和22日，银保监会分别就小微企业和制造业领域的金融支持提出相关要求。对于小微企业，要求增加金融机构的有效供给、加大结构性降成本力度、持续完善银行内部经营机制等。对于制造业企业，要求大型银行在实现今年制造业全部贷款、中长期贷款、信用贷款的余额均明显高于去年的基础上，要切实发挥头雁效应。

总体而言，央行和银保监会在一周内连续三次提及信贷投放问题，反映出对当前金融机构信贷投放节奏放缓的担忧。数据显示：

第一，9月份以来基建领域信贷增长趋于改善，信贷增量占比由二季度的20-25%提升至33-35%的水平，特别是交通运输业信贷增量占比高达11%，在对公领域信贷投放中处于领先地位，反映出在企业融资需求较弱的情况下，基建领域投资和信贷投放发力明显。同时，基建领域信贷投放主要集中在政策性银行和大型商业银行，中小银行在信贷投放上依然面临“资产荒”压力，导致对公领域信贷投放能力较弱。

第二，制造业贷款增速触底企稳反弹，9月末制造业中长期贷款同比增速11%，前三季度累计增加3300亿，约占全部制造业贷款增量的一半。新增制造业中长期贷款占比有所上升，但主要集中于高技术制造业，其他行业受困于“产能过剩”而固定资产投资意愿不足。下半年在MPA考核下，中小银行也在陆续增加制造业信贷投放，但仍受制于风险因素而“不敢贷”。从制造业子行业看，今年以来超过4成的制造业增量信贷由计算机、通信和其他电子设备制造业贡献，其他行业在医药制造、仪器仪表、通用设备、石油煤炭加工业增长较好。观测到高技术制造业中长期贷款近两年持续快速增长，今年增速超过40%。再叠加软件和信息技术服务业的高增长，我们认为高科技制造业具有持续向好的基础，其固定资产投资有望持续保持在高水平

从上述数据反映出的问题不难看出，当前金融机构信贷投放呈现“外生强、内生弱”特点：

一是实体经济融资需求依然低迷。10月中采PMI录得49.3%，较9月下降0.9个百分点，持续位于荣枯线下方；10月PPI同比降至-1.6%水平，反映出工业生产领域面临持续的通缩状况；三季度人民银行公布的贷款需求指数为65.9%，较二季度下降0.3个百分点，连续两个季度下滑。

二是政策驱动信贷增长明显。三季度以来，监管层明显加大了对信贷投放引导力度，在政策驱动下，固定资产投资边际企稳带动企业加大资本开支类支出，投融资形成良性循环发展。但制造业领域信贷投放主要是结构性改善，金融机构信贷增长主要依赖于外生政策驱动。

综合上述分析，我们预计：

➤ 年内监管层将进一步通过窗口指导、MPA考核等方式引导金融机构

加大信贷投放，预计四季度央行口径人民币新增贷款规模不会低于去年同期 3 万亿水平。

- 在实体经济融资需求不足以及风险偏好普遍偏低的情况下，局部信用体系收缩依然存在，加强先进制造业信贷投放和“强基建”将成为年内稳定金融数据和托底宏观经济的重要抓手，大型金融机构将进一步发挥“头雁效应”；
- 为达到监管层窗口指导的要求，不排除金融机构在年内通过票据冲量实现本机构信贷数据的提升，预计票据利率在 11 月末和年末时点会出现明显下降。

3、风险提示

中美经贸谈判出现反复，市场流动性预期趋紧。

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