

固定收益研究/动态点评

2019年12月28日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

张亮 执业证书编号：S0570518110005
研究员 021-28972035
zhangliang014597@htsc.com

王菀婷 021-38476079
联系人 wangwanting014808@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：基本面呈现更多弱改善证据》2019.12
- 2《固定收益研究：贸易谈判积极一步，市场关键触发剂》2019.12
- 3《固定收益研究：关键之年，稳字当头》2019.12

LPR 改革推进，从增量到存量

存量贷款定价基准转换为 LPR 点评

核心观点

我们认为 LPR 报价机制改革可能影响市场对降息节奏的预期。考虑到一季度通胀水平、金融数据大概率较高，加上存量信贷调整尚未开始，LPR 调降预计仍是小步慢跑。而报价行的积极性问题仍需要“胡萝卜+大棒”，通过结构性政策和负债成本降低等加以引导，以 MPA 考核等给予约束。实体融资成本降低效果还不够显著，债市投资者仍会预期央行需要通过 MLF 和 OMO 调降引导 LPR 和信贷利率下调，封杀利率大幅上行空间。中长期看，关注 LPR 机制推广到存量贷款后，会否引发实体经济量变到质变。周末影响债市表现的因素较多，LPR 机制推广的实际影响相对较小。

降成本硬约束下，存量贷款定价基准转换势在必行

LPR 尚未针对存量贷款是实体融资成本下行缓慢的一大梗阻。2018 年以来，内外部复杂环境下，宏观经济下行压力持续加大，GDP 增速已经从 2018 年一季度的 6.7% 下行至今年三季度的 6.0%。货币政策已经做了诸多努力，但实体融资利率下行仍较为缓慢，尤其是利率传导不畅的问题仍然十分突出，降成本已经成为货币政策的硬约束。信贷利率下行面临诸多梗阻，其中一个重要因素是 LPR 仅针对新增贷款，而新增贷款在总贷款中占比较小，对实体信贷利率下行的引导需要较长时间才能体现。

存量贷款定价基准转换，利率并轨进一步加速

今年以来央行多次提到要推进利率并轨，通过利率并轨的方式降低实际融资成本，此次央行推动存量贷款定价基准转换，主要关键信息如下：(1) 自 2020 年 1 月 1 日起，各金融机构不得签订参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款合同。(2) 存量浮动利率贷款转换为以 LPR 为定价基准加点形成(加点可为负值)。(3) 除商业性个人住房贷款的其他存量浮动利率贷款，可由借贷双方按市场化原则协商确定具体转换条款。(4) 商业性个人住房贷款的加点数值为原合同最近的执行利率与 2019 年 12 月的差值，在合同剩余期限内固定不变。(5) 转换工作原则上应于 2020 年 8 月 31 日前完成。

存量贷款定价基准转换如何影响贷款利率？

新增贷款利率参照 LPR 定价的机制已经起到了一定降低贷款实际利率的政策效果。自今年 8 月份 LPR 报价机制完善以来，一年期 LPR 报价已经下行 16BP，五年期 LPR 报价下行 5BP。随着 LPR 改革效果的逐步显现，市场利率向贷款利率的传导效率提升，带动企业贷款利率下降，9 月份新发放企业贷款利率较 2018 年高点下降 0.36 个百分点，初步体现了以市场化改革的方式降低贷款实际利率的政策效果。

实际融资成本仍有赖于银行负债成本的降低等因素

当前信贷利率下行面临诸多梗阻，除了 LPR 报价机制仅针对新增贷款之外，更重要的是商业银行负债成本下行缓慢。存款争夺是银行负债端压力的源头。具体而言，同业存款监管导致同业派生减少；流动性新规提高了一般存款的重要性，加剧存款竞争；包商事件之后中小银行存单发行困难，负债来源减少；隐性债务化解导致贷款增加但存款没有同步派生，银行存贷比面临压力。银行存款争夺激烈带来的结果只能是通过各种渠道变相加息揽储，而负债端成本最终都会转嫁给企业。

风险提示：财政政策发力超预期，通胀走势超预期。

事件：

2019年12月28日，为深化利率市场化改革，进一步推动贷款市场报价利率（LPR）运用，央行公布存量浮动利率贷款的定价基准转换为LPR的方案。

点评：**降成本硬约束下，存量贷款定价基准转换势在必行**

LPR尚未针对存量贷款是实体融资成本下行缓慢的一大梗阻。2018年以来，内外部复杂环境下，宏观经济下行压力持续加大，GDP增速已经从2018年一季度的6.7%下行至今年第三季度的6.0%。货币政策已经做了诸多努力，但实体融资利率下行仍较为缓慢，尤其是利率传导不畅的问题仍然十分突出，降成本已经成为货币政策的硬约束。信贷利率下行面临诸多梗阻，其中一个重要因素是LPR仅针对新增贷款，而新增贷款在总贷款中占比相对较小，对实体信贷利率下行的引导需要较长时间才能体现。

图表1：信贷利率下行仍缓慢

资料来源：Wind，华泰证券研究所

此外，从增量到存量，推动存量贷款利率基准转换为LPR的时机已经较为成熟。自今年8月份LPR报价机制完善以来，LPR报价已经推广使用，9月份新发生贷款中运用LPR定价的占比已达到46.8%，目前接近90%的新发放贷款已经参考LPR定价，此时推动存量贷款利率基准转换为LPR的时机也较为成熟。

存量贷款定价基准转换，利率并轨进一步加速

今年以来央行多次提到要推进利率并轨，通过利率并轨的方式降低实际融资成本，此次央行推动存量贷款定价基准转换，主要关键信息如下：

(1) 存量浮动利率贷款，是指2020年1月1日前金融机构已发放的和已签订合同但未发放的参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款（不包括公积金个人住房贷款）。自2020年1月1日起，各金融机构不得签订参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款合同。

(2) 存量浮动利率贷款转换为以LPR为定价基准加点形成（加点可为负值），加点数值在合同剩余期限内固定不变；也可转换为固定利率。借款人只有一次选择权，转换之后不能再次转换。已处于最后一个重定价周期的存量浮动利率贷款可不转换。

(3) 除商业性个人住房贷款的其他存量浮动利率贷款，包括但不限于企业贷款、个人消费贷款等，可由借贷双方按市场化原则协商确定具体转换条款，包括参考LPR的期限品种、加点数值、重定价周期、重定价日等，或转为固定利率。

(4) 商业性个人住房贷款的加点数值为原合同最近的执行利率与2019年12月（5年期LPR报价4.8%）的差值（可为负值），在合同剩余期限内固定不变；转换时点利率水平保持不变；之后，自第一个重定价日起，在每个利率重定价日，利率水平由最近一个月相应期限LPR与该加点数值重新计算确定。借贷双方可重新约定重定价周期和重定价日，重

定价周期最短为一年。目前，大多数存量商业性个人住房贷款的重定价周期为1年且重定价日为每年1月1日。

(5) 转换工作自2020年3月1日开始，原则上应于2020年8月31日前完成。中国人民银行分支机构应加强对地方法人金融机构的指导，确保地方法人金融机构按照统一部署，妥善做好存量浮动利率贷款定价基准转换工作。

存量贷款定价基准转换如何影响贷款利率？

新增贷款利率参照 LPR 定价的机制已经起到了一定降低贷款实际利率的政策效果。自今年8月份 LPR 报价机制完善以来，一年期 LPR 报价已经下行 16BP，五年期 LPR 报价下行 5BP。随着 LPR 改革效果的逐步显现，市场利率向贷款利率的传导效率提升，带动企业贷款利率下降，9月份新发放企业贷款利率较2018年高点下降 0.36 个百分点，初步体现了以市场化改革的方式降低贷款实际利率的政策效果。

图表2：LPR 报价已经下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

存量贷款定价基准转换后市场降息的预期将进一步增强。由于改革之后存量和新增贷款利率均参考 LPR，而 LPR 改为 MLF+加点的形式，因此央行一旦降低 MLF 利率，对贷款利率的下行的引导作用将会更强，这也无疑会导致市场降息的预期进一步增强。不过从新增贷款利率的实践来看，房贷利率和非房贷利率的变化不同步，存量贷款机制改革下两者也仍将不同步，需要分开讨论。企业贷款能否顺利转换为盯住 LPR 还取决于企业的谈判能力。

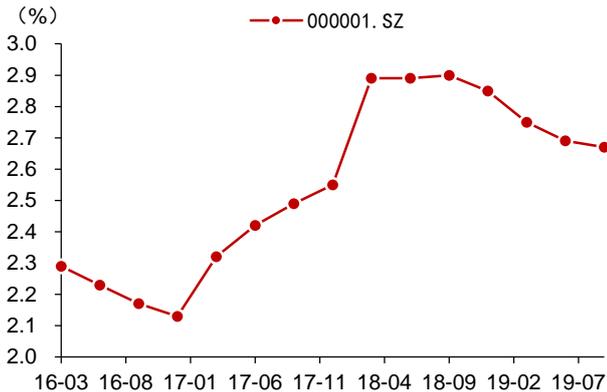
对于除商业性个人住房贷款的其他存量浮动利率贷款而言，定价基准转换自2020年3月1日开始，参考 LPR 的期限品种、加点数值、重定价周期、重定价日等由借贷双方按市场化原则协商确定，在信贷需求不畅背景下无疑会增强大企业议价能力，从而降低存量贷款利率和实体的“实际融资成本”。而中小企业能否受益存疑，对于中小企业更重要的是解决“融资难”问题，“融资贵”有其必然性，不是问题的关键。

对于存量房贷利率而言，首先其参照的是5年期 LPR，5年期 LPR 的报价与1年期报价并不同步，除了受 MLF 利率影响之外，其更多体现为房地产调控政策的变化。其次，本次转换指出“为贯彻落实房地产市场调控要求，存量商业性个人住房贷款在转换时点的利率水平应保持不变”，而房贷利率重定价周期最短为一年，因此2020年存量房贷利率大概率不会发生变动，2021年房贷利率会根据2020年5年期 LPR 的变动情况进行调整。当然，这种安排也是为了防止房贷利率变化对商业银行体系产生较大影响，给予商业银行更长的适应期。

实际融资成本仍有赖于银行负债成本的降低等因素

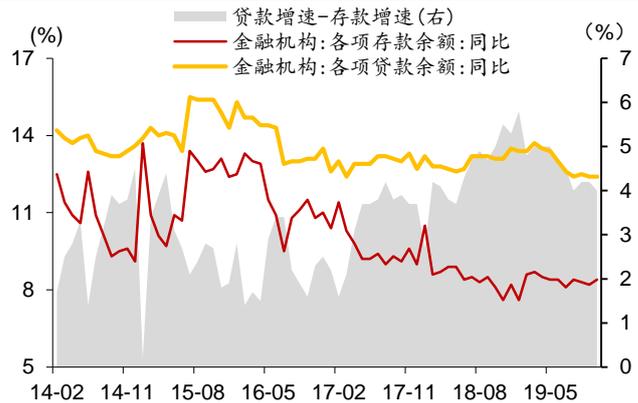
当前信贷利率下行面临诸多梗阻，除了 LPR 报价机制仅针对新增贷款之外，更重要的是商业银行负债成本下行缓慢。存款争夺是银行负债端压力的源头。具体而言，同业存款监管导致同业派生减少；流动性新规提高了一般存款的重要性，加剧存款竞争；包商事件之后中小银行存单发行困难，负债来源减少；隐性债务化解导致贷款增加但存款没有同步派生，银行存贷比面临压力。银行存款争夺激烈带来的结果只能是通过各种渠道变相高息揽储，而负债端成本最终都会转嫁给企业。从今年 10 月份和 12 月份的 LPR 报价来看，在银行负债端成本下行缓慢的情况下 LPR 加点幅度已经充分压缩，想要引导 LPR 下行实现实体融资成本的降低，有必要下调 MLF 利率加之引导。

图表3： 银行存款成本下行缓慢（以平安银行为例）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 存贷比压力较大



资料来源：Wind，华泰证券研究所

当前结构性存款、理财现金管理类产品等监管政策的落地有助于降低商业银行负债端成本，11月MLF、OMO利率降低之后也仍有下调空间，但除此之外对于流动性指标考核、地方政府债务等问题，仍需要多方的政策配合。

市场启示

我们认为 LPR 报价机制改革可能影响市场对降息节奏的预期。考虑到一季度通胀水平、金融数据大概率较高，加上存量信贷调整尚未开始，LPR 调降预计仍是小步慢跑。而报价行的积极性问题仍需要“胡萝卜+大棒”，通过结构性政策和负债成本降低等加以引导，以MPA考核等给予约束。

实体融资成本降低效果还不够显著，债市投资者仍会预期央行需要通过 MLF 和 OMO 调降引导 LPR 和信贷利率下调，封杀利率大幅上行空间。中长期看，关注 LPR 机制推广到存量贷款后，会否引发实体经济量变到质变。周末影响债市表现的因素较多，LPR 机制推广的实际影响相对较小。

银行让利实体的担忧仍存，但实际影响还不大，叠加现金管理类产品统一监管政策，银行股影响略偏负面。股市没有等来“降准”，但降息憧憬预计升温，加上理财利率下降或许加速，股市整体是周末相关政策的中期受益者。

风险提示

1、财政政策发力超预期。为了应对经济下行压力，尤其是 2020 年是 GDP 翻番的关键一年，若专项债、政策性金融等发力超预期，则可能带动宽信用，对债市形成压力。

2、通胀走势超预期。猪肉价格涨幅较大，且可能对其他价格形成传导，当前市场对明年春节后 CPI 回落形成一致性预期，若 CPI 回落速度不及预期，导致全年 CPI 中枢超预期，则对债市可能形成较大压力。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com