

新 LPR 报价小幅下降意味着什么？

- 8月20日，央行发布 LPR 改革的首次报价结果公告：1年期 LPR 为 4.25%，较之前下降 6BP；5年期以上 LPR 为 4.85%，较 5 年以上中长期贷款利率下降 5BP。结合政策吹风会，我们认为有新 LPR 首次报价有四点值得关注：**第一，本次降幅不大的原因在于首次报价银行收窄息差的意愿较低、新增银行报价较高以及隐性贷款利率下限依然对货币政策传导产生影响。**首先，本次 LPR 改革是对贷款基础利率定价机制调整，对银行意味着资产端利率下行，负债端利率不变，因而将收窄银行息差，首次报价银行收窄息差意愿较低；其次，新增报价行主要为城市商业银行、农村商业银行等服务小微企业的银行，相比较原来全国性银行而言，报价可能较高，从而对 LPR 形成拉动；再次，过去通过银行协同以贷款基准利率的 0.9 倍作为隐性下限的双轨制定价依然存在影响，对 LPR 市场化形成一定约束。综合来看，此次 LPR 报价下降幅度较小。**第二，虽本次报价下降幅度不大，但若后续进一步下调政策利率将对企业实际利率和融资成本下行以及资本市场产生实质性影响。**2018 年下半年，我国面临“宽货币、紧信用”的格局，即货币市场利率下行并不能引导贷款加权平均利率下行，根本原因在于“利率双轨”对货币政策传导形成较大掣肘，无法有效引导资金流入实体而在货币市场打转。现阶段，在 LPR 报价机制改为“MLF 加点”形式后，货币政策将会更直接影响到贷款基础利率，因此当货币政策利率进一步下调后，企业的实际贷款利率将会下降，届时将对资本市场产生较大影响。**第三，坚持“房住不炒”，“房贷利率不会下降”，再次明确地产不放松。**央行领导人参加国务院政策例行吹风会答记者问时指出，“金融工作要落实‘房住不炒’，这次利率并轨改革，房贷的利率由基准利率变为参考 LPR，参考的基准变了，但房贷利率水平不能下降。”这进一步打消了市场对于“降息等于放松房地产”的预期。**第四，未来有可能借鉴美国的方式，固定负债端和 LPR 的利差空间，保证货币政策更有效传导。**目前，我国商业银行负债端和 LPR 之间的利差主要受到自身经营、风险定价、客户结构上面均存在显著差异。未来若 LPR 跟随政策利率无明显变化时，我国可能会参考美国的经验，将利差固定。当前美国联邦基金利率（2.12%）与银行最优惠贷款利率（5.25%）利差在 310BP 左右。我们认为，随着投资增速下行压力加大、中美贸易摩擦升温以及外需疲软带来净出口下行，叠加 PPI 通缩被动抬升企业实际利率，下调政策利率的概率正在变得越来越高。
- **中观层面，8 月生产边际改善。**从需求来看，8 月以来 30 大中城市商品房日均销售面积同比由涨转跌；8 月 100 大中城市土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比涨幅扩大；8 月乘联会汽车零售同比跌幅扩大。从生产来看，8 月以来六大发电集团日均煤耗同比跌幅收窄；全国高炉开工率均值同比由跌转涨。从价格来看，8 月以来原油、钢铁、水泥和煤炭价格均值下跌，有色价格均值上升，预计 8 月 PPI 环比为负，PPI 同比跌幅扩大；8 月以来猪肉、蔬菜价格均值上涨，水果价格均值下跌，预计 CPI 环比涨幅收窄，CPI 当月同比高位回落。
- **金融市场方面，资金价格下降，债券收益率整体上行，人民币兑美元贬值，全球股市分化，工业品价格下跌。**货币市场方面，上周央行净回笼资金 1790 亿元。资金价格下降，资金面有所放松。债券市场方面，到期收益率整体上行，期限利差分化，信用利差收窄。外汇市场方面，人民币兑美元贬值，美元指数下行，即期市场交易量下降。股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金价格上涨，原油价格上涨，国内工业品价格下跌。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

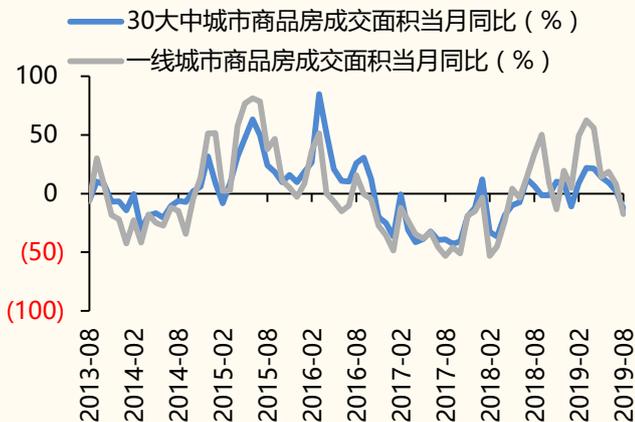
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，8月生产边际改善

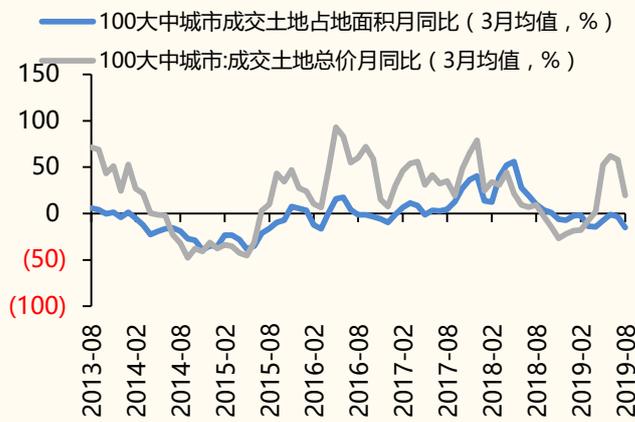
- 8月以来30大中城市商品房日均销售面积同比由涨转跌。内部结构上，一、二、三线城市同比均由涨转跌。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为-12.9%（前值2.3%）。一线城市同比-17.2%（前值8.1%）、二线城市同比-7.2%（前值3.1%），三线城市同比-18.3%（前值-1.8%）。北京、广州以及深圳商品房销售面积同比由正转负，上海跌幅扩大。
- 8月土地成交面积同比跌幅扩大，而土地成交总价同比涨幅扩大；商品房用地成交面积同比跌幅走扩，工业用地成交面积同比跌幅扩大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-30.6%（前值-11.9%），土地成交总价同比为6.0%（前值为0.5%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为-24.9%（前值-13.9%），工业用地成交面积同比为-38.0%（前值为-13.1%）。
- 8月汽车零售同比跌幅扩大。具体来看，截止8月18日，乘联会车市零售同比为-23.0%（前值-6.0%），乘联会车市批发同比为-22.0%（前值-6.0%）。

图表 1: 8月以来商品房日均销售面积同比由涨转跌



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 2: 8月土地成交面积同比跌幅扩大



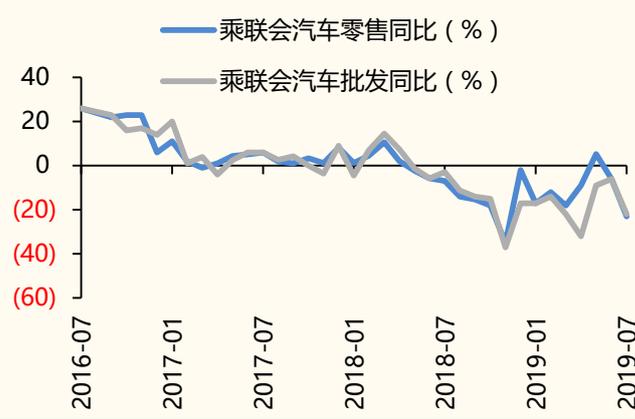
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 3: 8月商品房用地成交面积同比跌幅走扩



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 4: 8月汽车零售同比跌幅扩大

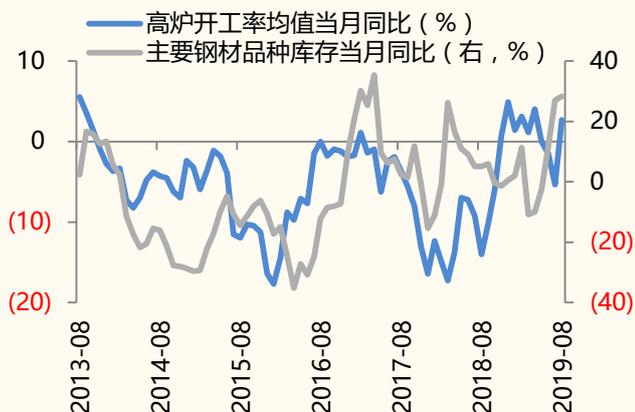


来源: 中国汽车工业协会, 国金证券研究所

- 8月以来高炉开工率均值同比由跌转涨，钢铁社会库存同比涨幅扩大。具体来看，8月以来高炉开工率均值为68.3%，同比为2.7%（前值-5.4%）。钢铁社会库存同比为28.3%（前值27.1%）。

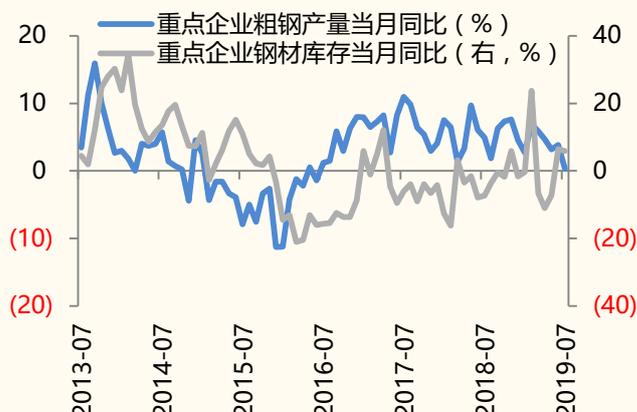
- 8月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比跌幅收窄。具体来看，8月以来六大发电集团日均煤耗同比为-3.1%（前值-13.9%）。

图表 5: 8月以来高炉开工率同比由跌转涨



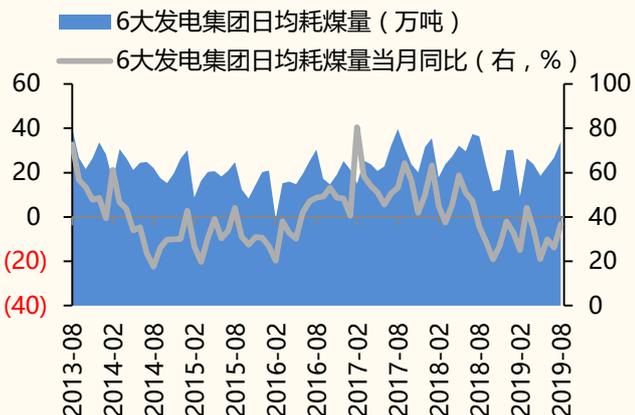
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 6: 7月重点钢铁企业粗钢产量同比下行



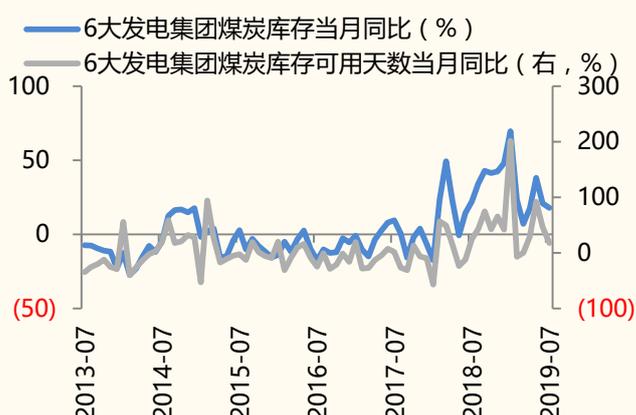
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 7: 8月以来6大发电集团日均煤耗同比跌幅收窄



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

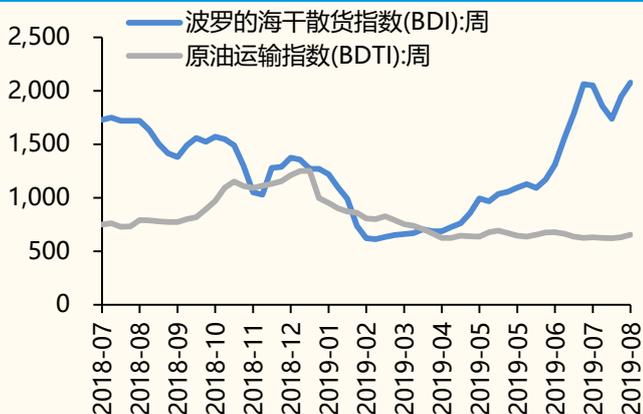
图表 8: 7月6大发电集团煤炭库存同比下行



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

- 上周 BDI 上升，BDTI 上升；CICFI 下降，CCFI 上升。
- 上周铁矿石日均疏港量上升至 308.50 万吨，港口库存上升。上周焦炭港口库存下降 2.78%，焦炭企业库存下降 13.0%。

图表 9: 上周 BDI 上升，BDTI 上升



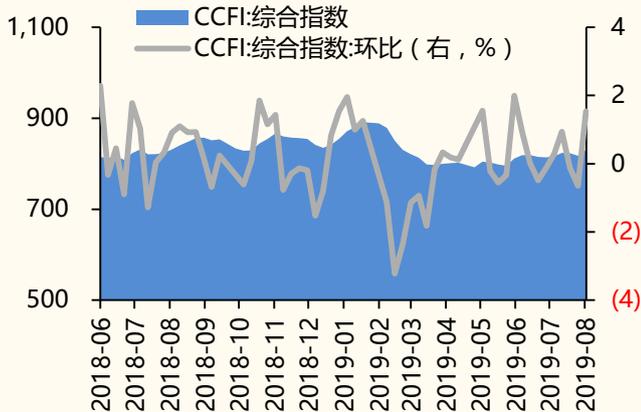
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 10: 上周 CICFI 下降



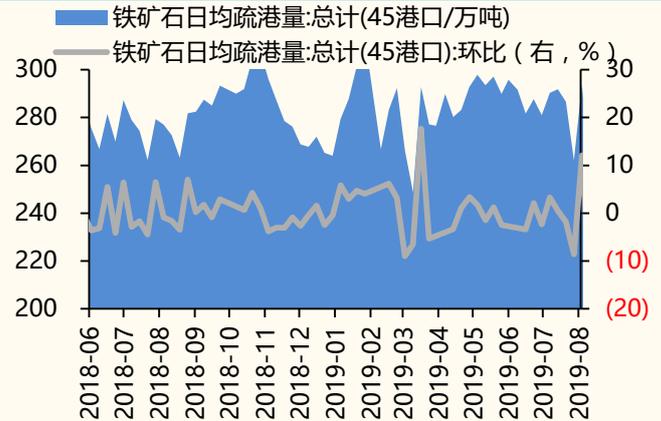
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 11: 上周 CCFI 上升



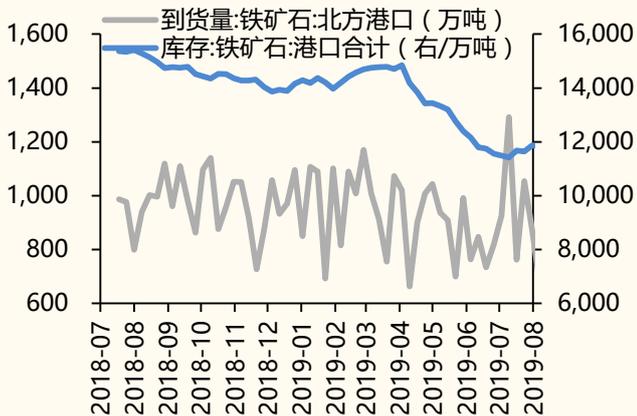
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 12: 上周铁矿石日均疏港量上升



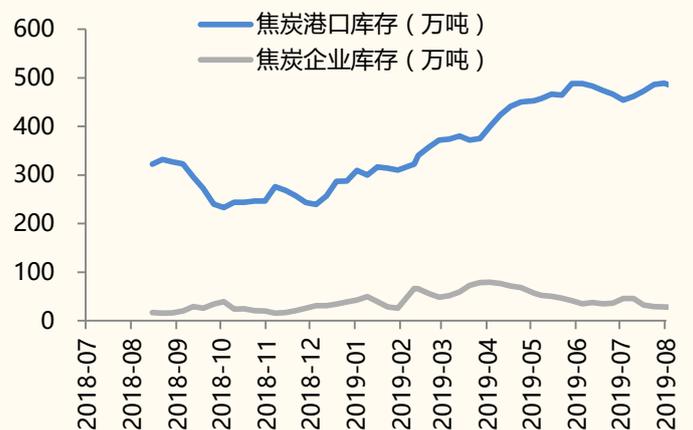
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 13: 上周铁矿石港口库存上升



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

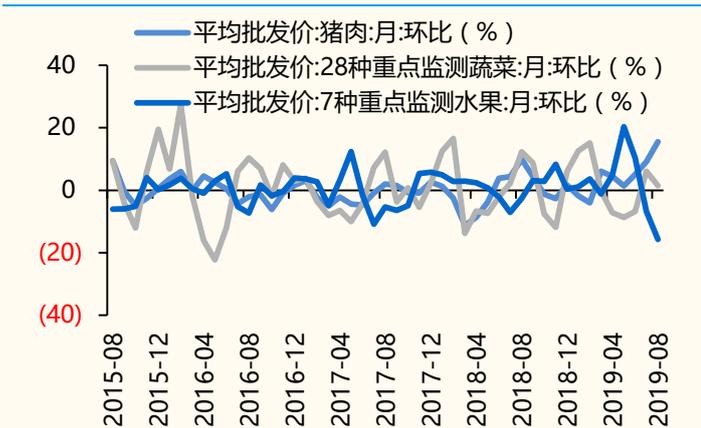
图表 14: 上周焦炭企业库存下降, 港口库存下降



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

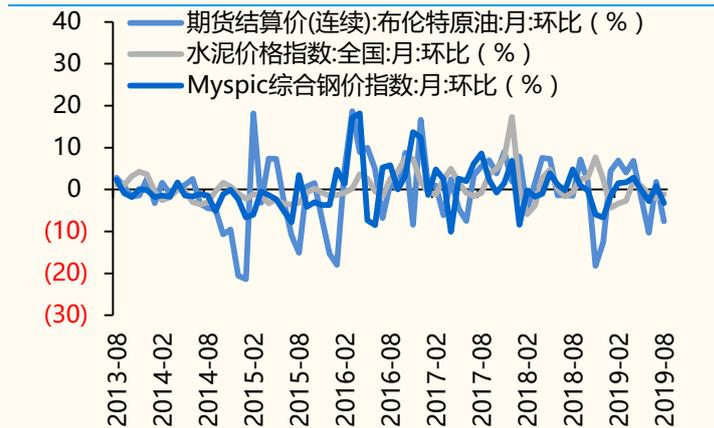
- 8 月以来猪肉价格均值涨幅扩大, 蔬菜价格均值上涨、水果价格均值下跌, 有色金属价格均值上升, 原油、钢铁、水泥和煤炭价格均值下降。农产品方面, 8 月以来猪肉价格均值涨幅扩大 (15.6%, 前值 9.1%), 蔬菜价格均值上涨 (1.5%, 前值 6.1%), 水果价格均值下降 (-15.7%, 前值-6.7%); 工业品方面, 煤炭价格均值下降 (-1.2%, 前值-0.5%), 原油价格均值下降 (-7.6%, 前值-0.5%), 水泥价格均值下降 (-1.1%, 前值-2.2%), 钢铁价格均值下降 (-3.2%, 前值 0.8%), 有色金属价格均值上升 (1.7%, 前值 0.8%)。

图表 15: 8 月以来蔬菜和猪肉价格均值上升



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 16: 8 月以来原油、水泥和钢铁价格均值下降

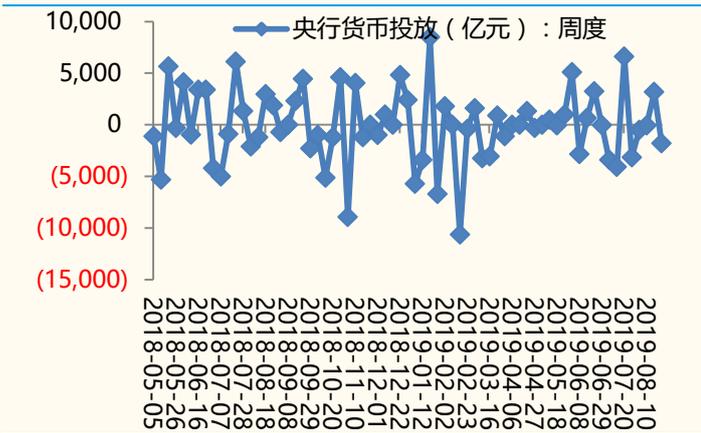


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格下降，债券收益率整体上行，人民币兑美元贬值，全球股市分化，工业品价格下跌

- **货币市场方面，上周央行净回笼资金 1790 亿元，资金价格下降，资金面有所放松。**从资金投放量来看，上周央行净回笼资金 1790 亿元，其中 7 天逆回购到期 3000 亿元，投放 2700 亿元，MLF 到期 1490 亿元。资金价格下降，资金面有所放松。具体来看，上周 R001 下降 9bp，R007 下降 13bp；DR001 下降 7bp，DR007 下降 3bp。R001-DR001 下行 1bp，R007-DR007 下行 10bp，表明银行融出意愿较为上升，非银金融机构融资成本下降。
- **债券市场方面，到期收益率整体上行，期限利差分化，信用利差收窄。**具体来看，1Y 国债到期收益率上行 2bp，1Y 国开债到期收益率上行 6bp；10Y 国债到期收益率上行 4bp，10Y 国开债到期收益率上行 2bp；1YAAA 企业债到期收益率上行 3bp、1YAA 企业债到期收益率下行 1bp、10YAAA 企业债到期收益率上行 2bp、10YAA 到期收益率上行 2bp。
- **外汇市场方面，人民币兑美元贬值，美元指数下跌，即期交易量下行。**上周，在岸人民币兑美元汇率贬值。美元指数下行，美元兑日元、欧元、英镑贬值。
- **股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金价格上涨，原油价格上涨，国内工业品价格下跌。**国内股市方面，上证综指上涨 2.6%；创业板指大涨 3.0%。国外股市方面，道琼斯工业指数下跌 1.0%，纳斯达克指数下跌 1.8%，德国 DAX 上涨 0.4%。国内商品市场方面，螺纹钢价格持平前值，铁矿石价格下跌 2.9%，焦炭价格下跌 0.3%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格上涨 0.9%；ICE 布油价格上涨 1.2%，LME 铜下跌 2.1%。

图表 17: 上周央行净回笼资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 18: 8月以来央行净投放资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 19: 08/19-08/23 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率: 1天(R001)	2.63	(9)	(12)	10
银行间质押式回购加权利率: 7天(R007)	2.72	(13)	(7)	(42)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	2.59	(7)	(7)	11
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.64	(3)	(5)	(40)
R001-DR001(bp)	4	(1)	(5)	(1)
R007-DR007 (bp)	7	(10)	(2)	(2)
SHIBOR:隔夜	2.59	(8)	(6)	3
SHIBOR:1周	2.65	(2)	(2)	(25)
7日年化收益率:余额宝	2.37	8	9	(24)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.04	(4)	(7)	(35)
票据直贴利率:6个月:长三角	2.83	(9)	(9)	(89)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.04	(53)	(133)	(11)

来源: 中国货币网, 全国银行间同业拆借中心, Wind 资讯, 天弘基金管理有限公司, 温州市金融办, 国金证券研究所

图表 20: 08/19-08/23 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	2.63	2.60	2.62	2	0	2
中债国债到期收益率:10年	3.06	3.02	3.06	4	(9)	(16)
中债国开债到期收益率:1年	2.74	2.70	2.74	6	7	(1)
中债国开债到期收益率:10年	3.43	3.39	3.43	2	(11)	(21)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.08	3.05	3.08	3	(5)	(51)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.25	4.24	4.25	2	(5)	(8)
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.52	3.49	3.52	(1)	(13)	(61)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.31	5.30	5.31	2	(5)	(11)
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	44	42	44	2	(9)	(18)
中债国开债期限利差	70	68	69	(5)	(18)	(21)
中债企业债期限利差(AAA)	119	117	117	(0)	0	43
中债企业债期限利差率(AA)	181	179	179	3	8	50
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	46	43	46	0	(5)	(53)
中债企业债信用利差(AAA):10年	123	119	119	(2)	4	9
中债企业债信用利差(AA):1年	92	87	90	(4)	(14)	(63)
中债企业债信用利差(AA):10年	229	225	225	(2)	4	6
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	100	100	100	0.0%	0.1%	0.6%
CFETS 10年期国债期货	99	99	99	-0.1%	0.4%	1.1%

来源: 中国债券信息网, 中国金融期货交易所, 国金证券研究所

图表 21: 08/19-08/23 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	7.10	7.04	7.08	0.5%	2.9%	3.2%
美元兑离岸人民币	7.14	7.04	7.14	1.3%	3.3%	3.9%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	530	19	530	538	288	486
即期询价成交量: 美元兑人民币			270.2	-54.0	-8.4	-9.2
USDCNY: NDF 1年			7.14	0.5%	3.1%	3.6%
CFETS 人民币汇率指数			92.03	0.0%	-1.5%	-1.3%
巨潮人民币实际有效汇率指数	119.17	118.27	118.51	-0.5%	-2.4%	-0.2%

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10546



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn