

寓“降息”于改革之中

报告摘要

● 周末紧随国常会“运用市场化改革办法推动实际利率水平明显降低和解决融资难问题”的要求，央行发布改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制的公告，于20日（下周二）首次报价。新的LPR报价机制要点包括：每月20日按MLF利率加点形成的方式报价，报价行新增城商行、农商行、外资和民营银行各2家，报价扩充为1年期和5年期以上两个期限品种，新老划断，纳入MPA考核。

● 对于LPR机制改革带来实质“降息”效果是无需怀疑的。国常会对改革完善贷款市场报价利率形成机制的部署，落脚就在“带动贷款实际利率水平进一步降低”；央行在答记者问中也落脚于“推动降低实体经济融资成本”，并明确指出“通过改革完善LPR形成机制，可以起到运用市场化改革办法推动降低贷款实际利率的效果”。降低实际利率的渠道主要有二：一是，LPR与MLF利率挂钩，而1年期MLF利率目前为3.3%，显著低于当前LPR利率4.31%和贷款基准利率4.35%，倘若银行的加点报价达不到合意效果，央行可以调降MLF利率实现更畅通的调控。二是，央行指出当前“个别银行通过协同行为以贷款基准利率的一定倍数（如0.9倍）设定隐性下限……是市场利率下行明显但实体经济感受不足的一个重要原因”，而新的LPR市场化程度更高，实际贷款利率是围绕一个月度波动的LPR上下浮动，且央行在MPA中会对贷款利率竞争行为进行考核，这将使得银行贷款利率的下行更加畅通。

● 当然，LPR机制改革短期带来的实质降息效果，势必比传统降息要温和许多。一是，LPR改革是新老划断的，仅影响贷款增量；二是，出于各种现实原因（譬如原先LPR报价的合理性解释、中小银行的盈利压力等），初期报价行报价应不会明显偏离原来的LPR报价。但是，LPR机制改革打开了后续利率调控的空间，对于减轻经济下行压力具有明显作用。后续OMO和MLF利率调降的空间被打开（尤其在中美利差的安全垫已足够厚的情况下）。我们认为，在LPR机制改革带来的降息效果支持下，年内社融增速回落的压力将进一步减轻，随着年初以来社融企稳的效果传导至名义GDP，三季度后期有望看到经济阶段性企稳。

● 与部分市场理解不同，我们认为LPR机制改革所带来的降息效果对房地产市场同样有所惠及。央行在答记者问中指出“在原有的1年期一个期限品种基础上，增加5年期以上的期限品种，为银行发放住房抵押贷款等长期贷款的利率定价提供参考，也便于未来存量长期浮动利率贷款合同约定基准向LPR转换的平稳过渡”，意味着新增按揭贷款同样将转为主要参考LPR利率，但由于新老划断、LPR报价下行幅度或较温和、以及央行可能对5年期报价单独调控，其对房地产市场短期并不会形成强刺激，从而并没有偏离政治局会议的精神。我们理解，这是对前期大幅收紧房地产融资的平衡式对冲，有避免房地产市场大起大落的意图在其中。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



目录

一、实体经济：美方推迟部分商品征税.....	3
1、3000 亿美元加税清单一分为二.....	3
2、钢材价格再获支撑.....	3
3、房地产并未隔离在 LPR 改革之外.....	4
4、寿光大棚受灾或加重食品价格压力.....	5
二、金融市场：寓“降息”于改革之中.....	5
1、货币市场：LPR 形成机制改革落地.....	5
2、债券市场：追逐 30 年期洼地.....	6
3、人民币汇率：仍将在 7 以上运行.....	7

图表目录

图表 1：本周 6 大发电集团煤耗量同比降幅略收窄.....	3
图表 2：本周工业品价格窄幅波动.....	3
图表 4：本周螺纹钢和铁矿石价格走势背离.....	4
图表 5：本周钢材社会库存 10 周来首降.....	4
图表 6：本周 30 大中城市房地产销售走低.....	5
图表 7：上周 100 城土地供应面积有所回升.....	5
图表 8：本周农产品批发价格指数季节性回升.....	5
图表 9：本周猪肉、鸡蛋和蔬菜价格环比涨幅较大.....	5
图表 10：本周公开市场大额净投放.....	6
图表 11：近期货币市场利率脱离此前的超低状态.....	6
图表 12：本周 30 年期国债到期收益率显著下行.....	7
图表 13：国债收益率曲线在 10 年处已现倒挂.....	7
图表 14：本周离岸人民币汇率震荡有升.....	7
图表 15：本周 CFETS 人民币指数低位波动.....	7

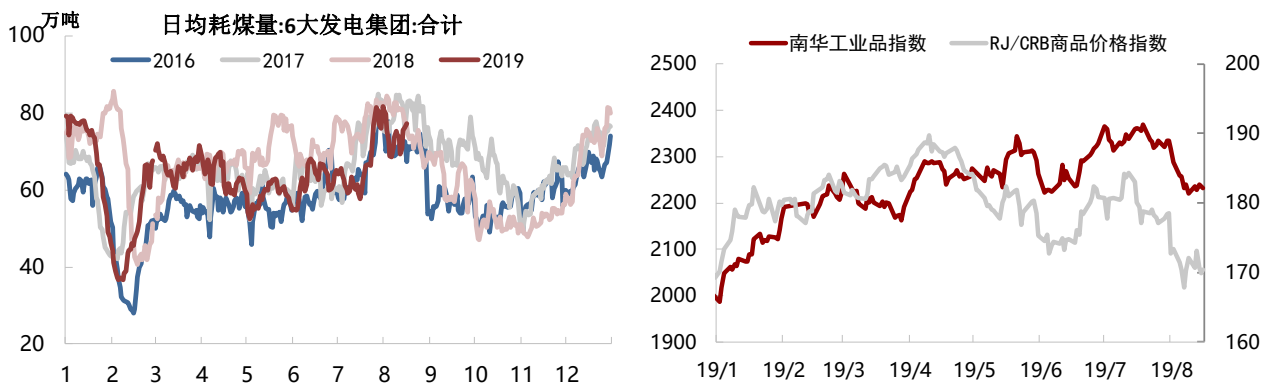
一、实体经济：美方推迟部分商品征税

1、3000 亿美元加税清单一分为二

工业生产景气一般，工业品价格窄幅震荡。本周六大发电集团日均煤耗量同比降幅略有收窄（图表1），南华工业品指数继续上周大幅下挫后窄幅波动，全球大宗商品价格亦低位波动，较国内工业品价格表现更差，体现中国经济基本面相对较好，且前期去产能的效果仍在渗透（图表2）。周二，美国决定将3000亿美元中国商品加征10%关税的清单拆分为两份，许多农产品、古玩、服装、厨具和鞋类仍在9月1日生效的关税清单上（根据彭博新闻社对去年进口数据的分析，这些产品总价值超过1100亿美元），而智能手机、笔记本电脑和儿童玩具等价值约1600亿美元的高价产品的加税时间推迟到12月15日，合并清单中还剔除了包括圣经和集装箱等价值近20亿美元的产品。受此利好，当天全球资本市场反映非常正面，美股大涨、美债收益率走高、黄金重挫，不过消息的利好效果未能延续到下半周。

本周国务院办公厅宣布，9月底前修订形成新版市场准入负面清单，推行“全国一张清单”管理模式；抓紧研究制定《优化营商环境条例》，9月底前公布实施；2019年底前在自由贸易试验区启动“证照分离”改革全覆盖试点工作。

图表 1：本周 6 大发电集团煤耗量同比降幅略收窄 图表 2：本周工业品价格窄幅波动

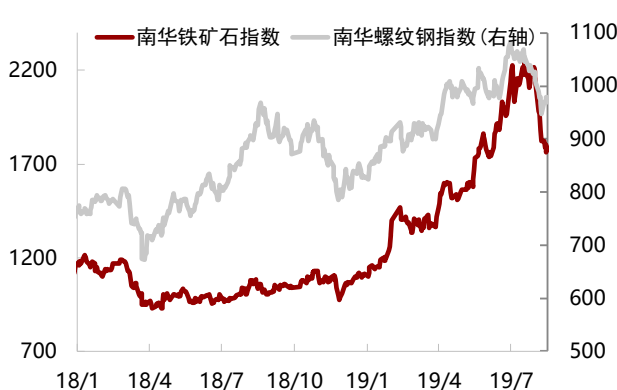


来源：Wind，莫尼塔研究

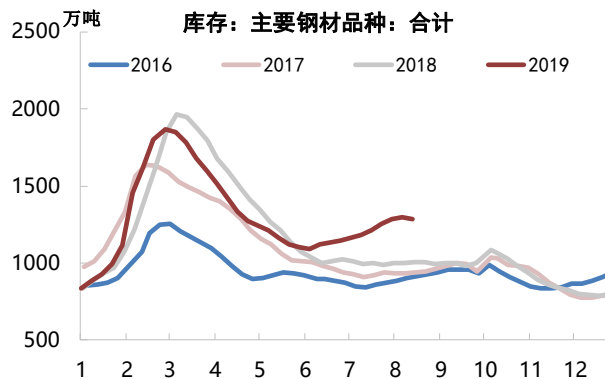
2、钢材价格再获支撑

原油价格窄幅震荡。全周WTI油价略涨0.68%，至54.87美元/桶，布伦特油价微涨0.19%，至58.64美元/桶（图表3）。周二油价曾因美国推迟对部分商品加征关税而快速上涨，但后半周基本收回了全部涨幅。螺纹钢价格呈现反弹，库存10周来首度下降。8月以来铁矿石价格步入快速回落，带动螺纹钢价格和整体工业品价格均显著回落，本周南华铁矿石指数进一步下跌2%，而螺纹钢价格反弹3.5%，体现钢材供需基本面向好（图表3），本周主要钢材社会库存小幅回落，为6月中旬以来首次（图表4）。

图表 3：本周螺纹钢和铁矿石价格走势背离



图表 4：本周钢材社会库存 10 周来首降



来源：Wind，莫尼塔研究

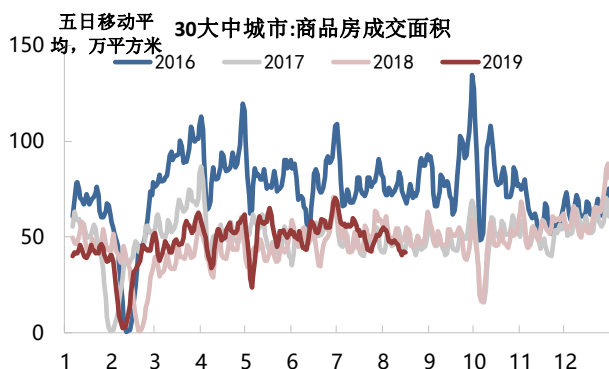
3、房地产并未隔离在 LPR 改革之外

大中城市房地产市场受政策调控影响显著。本周全国30大中城市商品房成交走低（图表5）；上周100个大中城市土地供应面积小幅回升，但仍大幅低于过去两年同期（图表6），成交土地溢价率继续走低，与去年节奏相仿。近期，二线城市频繁上调房贷利率，7月苏州首套房贷平均利率为6.03%，成为全国房贷利率水平最高的城市；而大连房贷利率涨幅最高，首套房贷利率环比上涨20个基点；大连、苏州、杭州、宁波和长沙涨幅位列前5名，均在一个月内多次上调房贷利率。据中国经营网报道，在杭州、苏州、南京、西安、郑州、南宁、武汉等二线城市房贷利率涨幅较大，部分银行首套房贷款利率直接由基准上调至上浮20%，而二套房房贷的利率最高至基准上浮25%。据第一财经日报，房地产贷款专项检查将开展。此次监管将重点检查32个城市的银行在四大领域的房地产业务，包括开发性贷款和土地储备贷款、个人住房贷款等，部分城市已入场开展检查。

周末央行发布了改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制的公告，与部分市场理解不同，我们认为LPR机制改革所带来的降息效果对房地产市场同样有所惠及。央行在答记者问中指出“在原有的1年期一个期限品种基础上，增加5年期以上的期限品种，为银行发放住房抵押贷款等长期贷款的利率定价提供参考，也便于未来存量长期浮动利率贷款合同定价基准向LPR转换的平稳过渡”，意味着新增按揭贷款同样将转为主要参考LPR利率，但由于新老划断、LPR报价下行幅度或较温和、以及央行可能对5年期报价单独调控，其对房地产市场短期并不会形成强刺激，从而并没有偏离政治局会议的精神。我们理解，这是对前期大幅收紧房地产融资的平衡式对冲，有避免房地产市场大起大落的意图在其中，毕竟房地产投资已成为当前中国经济下行压力加大的主要威胁。

本周发改委表示，将重点推进四个方面工作来促进内需消费。包括推动相关部门和地方出台实施一批促消费举措，特别是要针对消费领域突出的“痛点”“堵点”问题；抓紧出台实施《关于多措并举促进城乡居民收入合理增长的行动方案（2019—2020年）》；加快推进多行业和多领域放心消费环境建设。

图表 5：本周 30 大中城市房地产销售走低



图表 6：上周 100 城土地供应面积有所回升

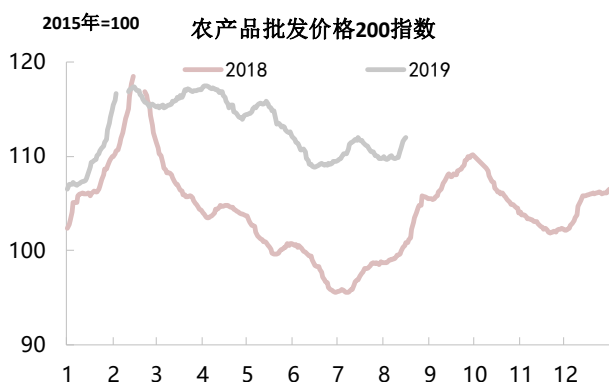


来源：Wind，莫尼塔研究

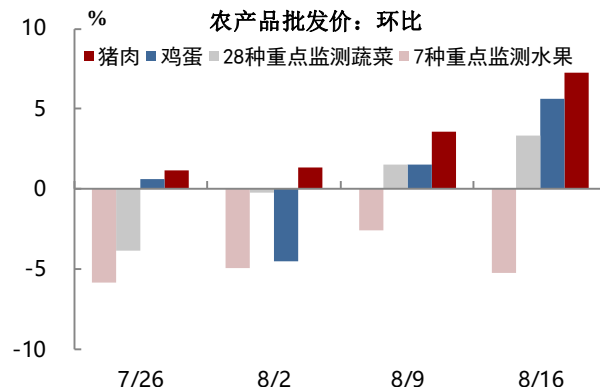
4、寿光大棚受灾或加重食品价格压力

本周农产品批发价格指数呈现季节性反弹（图表7）。分项来看，猪肉、鸡蛋和蔬菜价格环比依次出现较大幅度上涨，与入秋消费需求增加有关；而水果价格环比大幅下跌，供给依然充沛（图表8）。上周末的“利奇马”台风导致“蔬菜之乡”山东潍坊寿光市部分地区受灾较为严重，据初步统计，寿光低洼易涝区1.8万个大棚进水，农田受灾面积13万亩，沿河部分村庄9.3万群众撤离，造成直接经济损失近10亿元。由此或将带来今秋蔬菜价格偏强，从而减缓8-10月CPI同比回落的幅度。

图表 7：本周农产品批发价格指数季节性回升



图表 8：本周猪肉、鸡蛋和蔬菜价格环比涨幅较大



来源：Wind，莫尼塔研究

二、金融市场：寓“降息”于改革之中

1、货币市场：LPR 形成机制改革落地

本周缴税冲击流动性，央行积极开展公开市场操作，累计开展逆回购3000亿（本周无逆回购到期），开展MLF 3000亿，加量对冲当天到期的3830亿MLF（图表9）。在央行呵护下，货币市场利率在政策利率（逆回购利率）之上窄幅波动（图表10）。

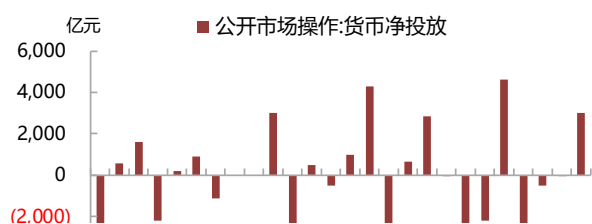
周末紧随国常会“运用市场化改革办法推动实际利率水平明显降低和解决融资难问题”的要求，央行发布改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制的公告。新的LPR报价机制为：1、报价行于每月20日（遇节假日顺延）9时前，按公开市场操作利率（主要指MLF利率）加点形成的方式，向全

国银行间同业拆借中心报价。全国银行间同业拆借中心按去掉最高和最低报价后算术平均的方式计算得出贷款市场报价利率，于9时30分公布贷款市场报价利率。2、报价行新增了城商行、农商行、外资银行和民营银行各2家，扩大到18家。3、贷款市场报价利率由原有1年期一个期限品种扩大至1年期和5年期以上两个期限品种。4、自即日起，各银行应在新发放的贷款中主要参考LPR定价，并在浮动利率贷款合同中采用贷款市场报价利率作为定价基准。存量贷款的利率仍按原合同约定执行。各银行不得通过协同行为以任何形式设定贷款利率定价的隐性下限。5、将银行的贷款市场报价利率应用情况及贷款利率竞争行为纳入宏观审慎评估（MPA）。

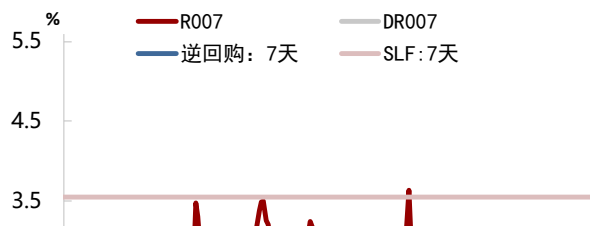
对于LPR机制改革带来实质“降息”效果是无需怀疑的。国常会对改革完善贷款市场报价利率形成机制的部署，落脚就在“带动贷款实际利率水平进一步降低”；央行在答记者问中也落脚于“推动降低实体经济融资成本”，并明确指出“通过改革完善LPR形成机制，可以起到运用市场化改革办法推动降低贷款实际利率的效果”。降低实际利率的渠道主要有二：一是，LPR与MLF利率挂钩，而1年期MLF利率目前为3.3%，显著低于当前LPR利率4.31%和贷款基准利率4.35%，倘若银行的加点报价达不到合意效果，央行可以调降MLF利率实现更畅通的调控。二是，央行指出当前“个别银行通过协同行为以贷款基准利率的一定倍数（如0.9倍）设定隐性下限……是市场利率下行明显但实体经济感受不足的一个重要原因”，而新的LPR市场化程度更高，实际贷款利率是围绕一个月度波动的LPR上下浮动，且央行在MPA中会对贷款利率竞争行为进行考核，这将使得银行贷款利率的下行更加畅通。

当然，LPR机制改革短期带来的实质降息效果，势必比传统降息要温和许多。原因：一是，LPR改革是新老划断的，仅影响贷款增量；二是，出于各种现实原因（譬如原先LPR报价的合理性解释、中小银行的盈利压力等），初期报价行报价应不会明显偏离原来的LPR报价。但是，LPR机制改革打开了后续利率调控的空间，对于减轻经济下行压力具有明显作用。后续OMO和MLF利率调降的空间被打开（尤其在中美利差的安全垫已足够厚的情况下，目前已达147bp）。我们认为，在LPR机制改革带来的降息效果支持下，年内社融增速回落的压力将进一步减轻，随着年初以来社融企稳的效果传导至名义GDP，三季度后期有望看到经济阶段性企稳。

图表 9：本周公开市场大额净投放



图表 10：近期货币市场利率脱离此前的超低状态



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_10608

