

宏观周报

修复货币政策传导机制，以改革方式降融资成本——对完善LPR报价机制的点评

■ 核心观点

第一，完善 LPR 报价机制的主要目的在于修复货币政策的传导机制，提高货币政策的传导效率。导致我国利率传导链条不通畅的根本原因在于针对不同类型的资产和负债，商业银行采取不同的定价机制以及监管考核机制不同。

第二，与原有的 LPR 形成机制相比，新的 LPR 主要有以下几点变化：报价方式主要参考 1 年期 MLF 利率加点形成；增加 5 年期以上的期限品种；报价行范围代表性增强，在原有的 10 家全国性银行基础上增加城市商业银行、农村商业银行、外资银行和民营银行各 2 家；报价频率由原来的每日报价改为每月报价一次。

第三，新的机制可能会产生如下影响：其一，增强了贷款利率和公开市场操作利率之间的传导效率；其二，实体经济的融资成本有望整体下行，实现以改革的方式“降息”。新的报价机制能在多大程度上降低实际贷款利率，这可能也决定了央行未来是否会进一步下调公开市场操作利率；其三，在存款利率市场化之前，针对不同客户的贷款利率变化可能会出现分化；其四，存贷款息差收窄，但银行资产端配置多样性受监管影响难以大幅提升，资产负债管理压力增加。

第四，报价机制仍需进一步完善。其一，5 年期以上期限品种较为模糊，需要更加细化（例如区分为 5 年、10 年、20 年与 30 年）。此外，如何对 5 年期以上品种定价目前尚不清楚；其二，银行间市场存在流动性分层可能导致中小商业银行不愿意显著降低贷款利率；其三，报价频率未来有可能会提高至每周一次甚至每日一次。

本周市场重点

8 月 17 日，央行发布公告称，为深化利率市场化改革，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本，决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。据此点评如下：

■ 完善 LPR 形成机制的原因

完善 LPR 报价机制的主要目的在于修复货币政策的传导机制，提高货币政策的传导效率。当前我国货币市场和债券市场利率已经基本实现市场化，存贷款利率管制虽然已经放开，但央行依然公布存贷款基准利率。利率双轨制的存在使得能够反映货币政策变化的银行间市场利率难以传导至贷款利率，这也是我国企业整体融资成本较高的一个重要原因。根据西方成熟利率市场化体系下，理想的货币政策传导链条是“政策利率——货币市场利率——存款利率——商业银行整体负债成本——贷款利率”。央行只需要调节政策利率，即可实现对整个利率体系的调控。我国利率传导的堵塞点主要体现在货币市场利率难以影响存款利率以及商业银行的负债成本难以影响贷款利率（FTP 定价存在双轨）。

导致上述传导链条不通畅的根本原因在于针对不同类型的资产和负债，商业银行采取不同的定价机制以及监管考核机制不同。具体来看，第一，由于监管考核机制的设计，存款和货币市场融资工具并非等价。商业银行的负债来源包括吸收存款、债券融资以及发行同业存单等，但在MPA考核体系中，发债和同业存单都存在额度或者比例的约束，存款具有明显的优先级。因此，无论债券和同业存单的利率如何变化，银行都会积极的抢夺存款，这就导致货币市场的利率无法有效传导到存款利率；第二，我国的融资体系特点决定了贷款和债券并非等价。我国的融资体系是以银行贷款为主的间接融资，央行会对商业银行的信贷进行窗口指导，在商业银行资产配置时，贷款具有优先权，只有部分资金配置债券。由于贷款和债券的不对等地位，这决定了商业银行很难通过收益率大小来进行资产配置，商业银行在放贷时很少考虑债券收益率的变化，因此货币市场化利率很难传导至贷款利率；第三，商业银行不同部门的FTP定价模式差异较大。商业银行不同业务部门从资金运营中心获取资金的成本定价存在较大差异，有的以存款利率作为FTP成本基准，有的以国债收益率作为成本基准。不同的成本定价模式隔断了货币市场利率向贷款利率的传导路径。对LPR按照公开市场操作利率加点的方式进行报价可以直接连通货币市场利率和贷款利率，有助于提高货币政策传导的有效性。

■ LPR 具体的报价机制

与原有的LPR形成机制相比，新的LPR主要有以下几点变化：其一，报价方式改为按照公开市场操作利率加点形成。其中，公开市场操作利率主要指1年期MLF利率，加点幅度则主要取决于各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素；其二，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；其三，报价行范围代表性增强，在原有的10家全国性银行基础上增加城市商业银行、农村商业银行、外资银行和民营银行各2家，扩大到18家提高LPR的代表性；其四，报价频率由原来的每日报价改为每月报价一次；其五，要求各银行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LPR作为定价基准。为确保平稳过渡，存量贷款仍按原合同约定执行。

■ 新的机制可能会产生哪些影响？

第一，LPR新的报价机制增强了贷款利率和公开市场操作利率之间的传导效率，增强了货币政策的有效性；

第二，实体经济的融资成本有望整体下行，实现以改革的方式“降息”。央行在答记者问时表示，LPR形成机制完善后，将对市场利率的下降予以更多反映，从而推动贷款实际利率下降。目前，我国1年期MLF利率为3.3%，现有的贷款基准利率是4.35%，LPR利率为4.31%。新的报价机制能在多大程度上降低实际贷款利率，需要等待下周二市场的正式报价结果，这可能也决定了央行未来是否会进一步下调公开市场操作利率；

第三，我国利率并轨采取“先贷款后存款”的思路，在存款利率市场化之前，针对不同客户的贷款利率变化可能会出现分化。优质低风险的大型企业仍然是银行争夺的对象，银行可能会进一步下调当前的贷款利率；对于目前处于融资难的企业，未来银行可能会下沉信用资质，以较高的利率进行放贷，这就要求银行的信贷风险监测和定价能力大幅提升；

第四，存贷款息差收窄，但银行资产端配置多样性难以大幅提升，资产负债管理压力增加。存贷款利率采取非对称的定价方式可能会导致存贷款息差收窄，这迫使商业银行不得不加大业务创新，倒逼商业银行转型。但考虑到如下两个因素，商业银行资产端配置的多样性可能难以提升：其一，目前我国商业银行资产端配置已经实现多样化。传统贷款业务小幅下滑，零售贷款占比持续提升；同业资产和对非银金融机构债权近几年有所下降，但平均占比仍达20%。其二，当前经济下行压力较大，信用风险溢价较高，为了防止银行资产质量恶化，监管当局可能会继续保持当前严监管的态势，对业务创新较为审慎。

第五，上述报价机制仍需进一步完善。其一，5年期以上期限品种较为模糊，需要更加细化（例如区分为5年、10年、20年与30年）。此外，如何对5年期以上品种定价目前尚不清楚；其二，银行间市场存在流动性分层可能导致中小商业银行不愿意显著降低贷款利率；其三，每月一次才报价降低了短期内货币市场波动对银行贷款利率的传导与影响。这可能是一个临时性举措，未来等条件成熟时，不排除报价频率提高至每周一次甚至每日一次的可能性。

上周市场动态

■ 中美就新增关税问题进一步协商并调整

事件：美国当地时间 8 月 13 日，美国贸易代表办公室发表声明，决定推迟对部分中国商品类别加征 10% 的关税，“第四轮”对华关税中特定品类的启动推迟到 12 月 15 日。此外，基于对健康、安全、国家安全及其他因素的考虑，一些中国商品将从关税清单中去除，不会面临 10% 的额外关税。8 月 13 日晚，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。中方就美方拟于 9 月 1 日对中国输美商品加征关税问题进行了严正交涉。双方约定在未来两周内再次通话。8 月 15 日，针对美国贸易代表办公室宣布将对约 3000 亿美元自华进口商品加征 10% 关税，国务院关税税则委员会有关负责人表示，美方此举严重违背中美两国元首阿根廷会晤共识和大阪会晤共识，背离了磋商解决分歧的正确轨道。中方将不得不采取必要的反制措施。

■ 国家统计局公布 7 月经济数据

事件：8 月 14 日，国家统计局发布了 7 月份国内主要经济数据，其中，工业增加值增速大幅走低，今年 7 月工业增加值增速 4.8%，较 6 月的 6.3% 大幅下滑 1.5 个百分点，并创出年内新低。1-7 月工业增加值累计增速 5.8%，较 1-6 月下滑 0.2 个百分点，较去年全年的 6.2% 下滑 0.4 个百分点。投资增速略有下滑，1-7 月固定资产投资累计增速 5.7%，较 1-6 月小幅下滑 0.1 个百分点。消费增速大幅回落，7 月社零消费增速大幅回落 2.2 个百分点至 7.6%，实际消费增速同样大幅回落 2.2 个百分点至 5.7%。

点评：7 月份工业、投资及消费数据均有所回落，这除了此前季末效应及短期扰动消退的影响之外，也体现了经济当前面临的压力仍然较大。7.30 政治局会议已明确当前政策重心偏向稳增长，央行二季度货币政策执行报告也表达了对经济压力的担忧，预计后续政策支持力度将进一步增大；货币政策结构性宽松力度的增大、财政政策通过增发国债或专项债提额等手段加力提效，都可能是逆周期政策发力的应有之义。考虑到后续来自投资、出口等需求端的压力还将继续存在，工业增加值增速总体将继续在波动中维持弱势。投资增速主要受到房地产和基建的拖累，而制造业投资增速连续 3 个月回升。未来基建投资增速仍有望上行，但将侧重于新基建领域。未来房地产投资增速继续下行的概率较大。对目前制造业投资增速回升的持续性需谨慎看待。近两个月消费增速受到汽车国 5 向国 6 转型、电商年中促销的短期影响较大；而中长期来看，消费增速走势总体偏弱。短期来看，8 月透支效应将趋于减弱，但近期油价显著走弱，可能从石油制品渠道对消费增速带来压力。

■ 央行发布 7 月金融数据

事件：8 月 12 日，人民银行发布 7 月金融统计数据，中国 7 月 M2 同比增 8.1%，同比环比均有回落；新增人民币贷款 1.06 万亿元；社会融资规模增量 1.01 万亿元，社融增速 10.7%，均低于预期、低于前值。

点评：从总量来看，金融数据全面走弱，经济下行的情况下需求疲软，对信贷投放产生抑制，导致了融资规模的下滑。具体来看，企业短期贷款的下降是造成信贷总量走弱的主要原因，而社融则整体受累于信贷。7 月人民币贷款同比少增 3975 亿元。其中，居民部门贷款少增 1200 多亿元，企业部门贷款少增 3500 多亿元，企业部门少增量大于居民部门。就企业部门内部来看，企业短贷同比多减 1160 亿元、票据融资同比少增 1100 亿元、中长贷同比少增 1200 亿元。社融方面，7 月社融少增 2103 亿元，其中，对实体发放人民币贷款少增 4775 亿元，非标融资多减 1327 亿元，地方专项债同比多增 2534 亿元，虽然地方专项债持续坚挺，但受累于信贷总量少增和非标融资多减。受经济下行、房企融资收紧、宏观杠杆率高企等因素影响，年内社融增速高点或已显现，预计下半年社融存量规模增速将呈现下滑趋势，经济将进一步承压。M1 同比增速 3.1%，环比降低 1.3%，同比减少 2%。M2 同比增速 8.1%，环比回落 0.4%，M1、M2 的双双回落也受到了信贷总量减少的拖累。下半年经济增速下行压力加大的情况下，M2 增速预计也将持续放缓。

重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.8.16)	最新值分位	本周均值 (2019.8.12-16)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	2.72	92.1%	2.73	91.8%	26.01bp	43.30bp
R007	2.85	85.6%	2.87	84.9%	24.10bp	11.46bp
SHIBOR:3M	2.67	78.4%	2.65	77.9%	2.24bp	1.72bp
1 年期国债收益率	2.59	82.0%	2.59	81.7%	1.73bp	-3.39bp
10 年期国债收益率	3.02	70.2%	3.02	69.3%	-3.00bp	-12.11bp
1 年期国开债收益率	2.68	77.7%	2.67	77.2%	2.47bp	-1.94bp
10 年期国开债收益率	3.41	72.2%	3.41	71.8%	-3.75bp	-10.69bp
美元兑人民币:中间价	7.03	73.0%	7.03	72.5%	0.30%	2.00%
美元指数	98.20	63.6%	97.91	61.2%	1.00%	1.40%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_10611

