

LPR 定价机制改革，降息力度或不高但意义重大

一、LPR 定价机制改革，降息力度或不高但意义重大

- 国务院常务会议和央行正式公布 LPR 定价机制改革初步方案。8 月 16 日晚间，国务院常务会议明确提出 LPR 的改革方案；8 月 17 日，央行发布公告，正式公布 LPR 改革方案细则。
 - 什么是 LPR？贷款基础利率（Loan Prime Rate, LPR）是商业银行对最优质的客户执行的贷款利率，可以作为其他贷款利率的参考。
 - 为什么要对 LPR 定价机制进行改革？原有 LPR 难以有效反应市场利率的变动。
 - 此次 LPR 定价机制改了哪些部分？第一，报价方式改为公开市场操作利率加点的方式。第二，报价行范围扩大。第三，完善 LPR 报价曲线。第四，降低报价频率。
- 本次 LPR 定价机制改革意味着小幅的“不对称降息”。
 - 首先，本次 LPR 定价机制改革将带来贷款利率的小幅下行。市场化程度增加、打破银行协同贷款利率的隐形下限、增量有效、纳入 MPA 考核都有助于引导贷款利率下调。
 - 其次，LPR 定价机制调整隐含的降息可能是“不对称”的，其“不对称”的特点包括两个层面。第一个层面是指不同期限（不同品种）的贷款利率的不对称。第二个层面是指存款利率与贷款利率的不对称。
 - 第三，本次 LPR 定价机制调整带来的“不对称降息”可能幅度不会太大。从银行的负债端成本来看，利润压缩的空间其实不高，也就意味着“实质性”降息的幅度可能不会太大。
- 本次 LPR 定价机制的意义和影响较大。
 - 尽管降息幅度可能不大，但释放的改革信号和宽松信号意义重大。
 - 对商业银行将产生什么影响？从总量上看，“不对称”降息带来的息差收窄将对整体商业影响利润形成负面影响。从结构上看，随着利率市场化的推进，商业银行之间的竞争将加剧，本次资产端成本下降对中小银行的影响将更为显著。
 - 对资本市场的影响如何？第一，对 A 股整体将形成较为确定的利多。第二，对利率债的利多效应并不显著。第三，工业品价格有望得到支撑。第四，黄金价格偏利空。

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

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

二、全球央行观察

- 中国央行：改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。
- 美联储：部分官员表示倾向进一步降息。
- 欧央行：部分官员认为 9 月需要更多货币宽松措施。
- 其他央行：墨西哥央行降息，挪威央行保持利率不变。

三、文献推荐

- 什么都没有？页岩油革命和全球供给曲线（ECB）。

风险提示：贸易摩擦加剧造成全球经济增速大幅放缓；英国无协议脱欧造成全球经济不确定性的增加。

正文如下：

一、LPR 定价机制改革，降息力度或不高但意义重大

1. 国务院常务会议和央行正式公布 LPR 定价机制改革初步方案

8月16日晚间，国务院常务会议明确提出 LPR 的改革方案，主要内容包括：改革完善贷款市场报价利率形成机制，在原有 1 年期品种基础上，增加 5 年期以上的品种，由各报价银行以公开市场操作利率加点方式报价，全国银行间同业拆借中心根据报价计算得出贷款市场报价利率并发布，为银行贷款提供定价参考，带动贷款实际利率进一步降低。8月17日，央行发布 15 号公告，正式公布 LPR 改革方案细则。

什么是 LPR？ 贷款基础利率（Loan Prime Rate，LPR）是商业银行对最优质的客户执行的贷款利率，可以作为其他贷款利率的参考。2013 年 10 月 25 日，我国 LPR 报价机制开始运行，10 家商业银行作为 LPR 报价银行团，每个交易日在剔除最高、最低各 1 家报价后，加权平均计算得到贷款基础利率，此前仅公布 1 年期贷款基础利率。从国际经验看，美国、日本等主要经济体基本都建立了类似于 LPR 的最优贷款利率报价机制，作为贷款利率市场化改革中重要的制度安排。

为什么要对 LPR 定价机制进行改革？ 原有 LPR 难以有效反应市场利率的变动。目前我国的贷款利率上、下限已经放开，但仍保留存贷款基准利率，形成了贷款基准利率和市场利率并存的“利率双轨”。原有的 LPR 主要参考贷款基准利率进行报价，除去 2015 年 10 月以前跟随贷款基准利率下行以外，2018 年 4 月小幅上行 1bp，再没有任何变动。与之相对应的是，经济环境总体偏弱叠加宽松货币政策下，短期货币市场利率、10 年期国债收益率总体处于下行趋势，原有 LPR 难以反映市场利率变动情况。银行发放贷款无论是参考贷款基准利率，还是 LPR 实际上并没有区别，造成了贷款利率与市场利率的不匹配，阻碍了市场利率向实体融资成本的传导。

此次 LPR 定价机制改了哪些部分？ **第一，报价方式改为公开市场操作利率加点的方式。** 修订后各报价行在公开市场操作利率的基础上加点报价，其中，公开市场操作利率主要指中期借贷便利利率，即 $LPR = MLF + \text{利差}$ 。中期借贷便利期限以 1 年期为主，反映了银行平均的边际资金成本，加点幅度则由银行根据自身风险、资金成本等因素决定；**第二，报价行范围扩大。** 在原有的 10 家全国性银行基础上增加城商行、农商行、外资行和民营银行，扩大到 18 家，西安银行、台州银行、上海农商行、广东顺德农商行、渣打银行、花旗银行、微众银行、网商银行为此次报价行扩容后的最新成员。**第三，完善 LPR 报价曲线。** 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。**第四，降低报价频率。** 报价频率由原来的每日报价改为每月报价一次，以提高报价行的重视程度。

2. 本次 LPR 定价机制改革意味着小幅的“不对称降息”

首先，本次 LPR 定价机制改革将带来贷款利率的小幅下行。《中国人民银行有关负责人就完善贷款市场报价利率形成机制答记者问》对该问题做了较为明确的沟通：“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。一是前期市场利率整体下行幅度较大，LPR 形成机制完善后，将对市场利率的下降予以更多反映。二是新的 LPR 市场化程度更高，银行难以再协同设定贷款利率的隐性下限，打破隐性下限可促使贷款利率下行。监管部门和市场利率定价自律机制将对银行进行监督，企业可以举报银行协同设定贷款利率隐性下限的行为。三是明确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。四是中国人民银行将把银行的 LPR 应用情况及贷款利率竞争行为纳入宏观审慎评估（MPA），督促各银行运用 LPR 定价。”

其次，LPR 定价机制调整隐含的降息可能是“不对称”的，其“不对称”的特点包括两个层面。第一个层面是指不同期限（不同品种）的贷款利率的不对称。本次 LPR 定价机制调整新增了 5 年期以上的期限品种，并明确表示以此“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”，这其实是通过贷款利率曲线管理将其分为两种利率（总量货币政策的结构化处理），一方面，央行可以稳定 5 年期以上贷款利率以抑制房地产投机；另一方面，央行可以通过 MLF 利率引导 1 年期贷款利率下行来打通货币政策传导，并引导企业“实际利率”下行。第二个层面是指存款利率与贷款利率的不对称。本次 LPR 定价机制调整有望引导 1 年期贷款利率小幅下行，但如果央行不下调 MLF 利率，银行负债端利率可能保持相对稳定，从而体现传统意义上的“不对称降息”。

第三，本次 LPR 定价机制调整带来的“不对称降息”可能幅度不会太大。由于本次降息的“不对称性”，资产端利率下降、负债端利率不变意味着银行的息差收窄，可能压缩银行利润。但从银行的负债端成本来看，能够压缩的空间其实不高，也就意味着“实质性”降息的幅度可能不会太大。另外，商业银行内部转移定价机制（FTP）的存在依然对货币政策传导产生影响。FTP 定价的双轨制目前依然存在，这从商业银行内部对 LPR 定价机制改革的市场化程度形成了约束。但是，如果后续进一步下调 MLF 利率，其传导作用改善后，企业“实际利率”的降幅就可能相当可观。

3. 本次 LPR 定价机制的意义和影响较大

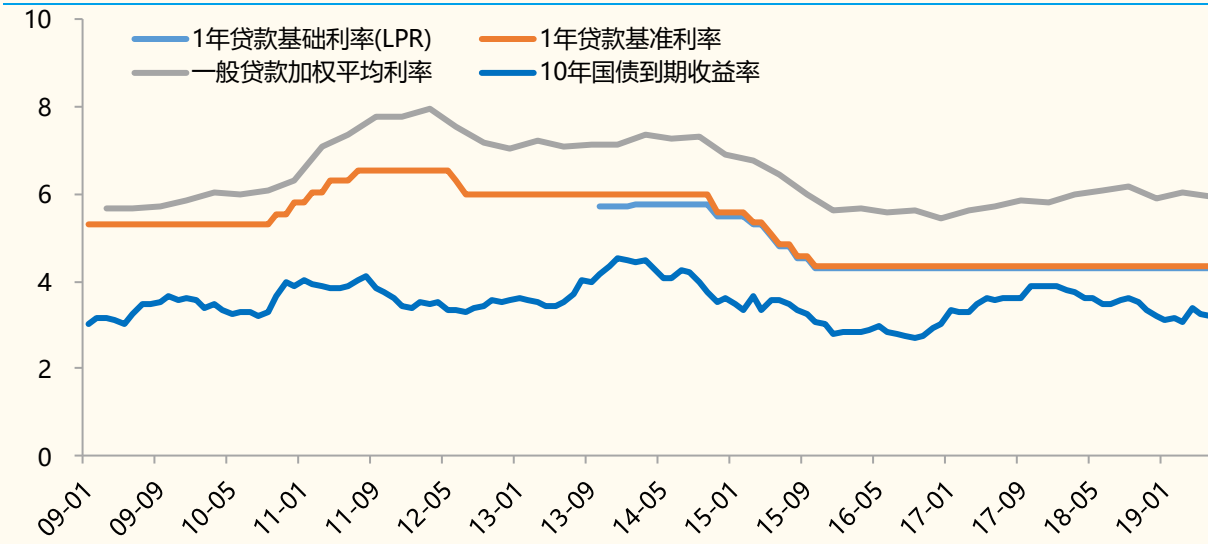
尽管降息幅度可能不大，但释放的改革信号和宽松信号意义重大。从改革信号来看，这次 LPR 定价机制改革，打破了银行贷款的“垄断”（隐形下限），改善了货币政策的传导，迈出了利率市场化的重要一步。结合前期的“包商银行”事件、金融开放政策、汇率波动加剧以及自贸区资本项目开放政策等等，我们认为，金融领域的改革开放步伐正在加快，“金融服务实体”的方向更加明确。从宽松信号来看，这次 LPR 定价机制改革，实质性降低了贷款利率，明确表示降低企业“实际利率”，改善了货币政策传导，创新了结构性货币政策。未来看，FTP 定价机制、银行负债端定价、货币政策执行机制、人民币汇率国际化等方

面的改革措施可能加快落地，能够为稳定总需求、调整经济结构增加更多工具、提供更有效的方式。

对商业银行将产生什么影响？从总量上看，“不对称”降息带来的息差收窄将对整体商业影响利润形成负面影响。从结构上看，随着利率市场化的推进，商业银行之间的竞争将加剧，本次资产端成本下降对中小银行的影响将更为显著。一方面，大型商业银行在定价能力、负债端成本、风险管理上具有相对竞争优势；另一方面，中小型银行由于负债端市场化程度较高，息差已经较低，息差的进一步下降对其利润和业务的影响将更显著。不过，值得注意的是，本次央行将银行的 LPR 应用情况及贷款利率竞争行为纳入 MPA（具体细则未公布），可能部分对冲这次 LPR 改革对商业银行盈利的负面影响。

对资本市场的影响如何？第一，对 A 股整体将形成较为确定的利多。DDM 模型的三个因素都将产生利多效应：分母端无风险利率下降、风险偏好上升，分子端企业盈利预期上升（企业实际利率下降带来的成本下降）。第二，对利率债的利多效应并不显著。一方面，贷款利率下降从结构上利多利率债（同样作为资产端，利率债收益率相对贷款优势有所增加）；另一方面，风险偏好的推升可能导致利率债收益率有所反弹。第三，工业品价格有望得到支撑。企业融资成本下降带来的利润改善，有助于稳定总需求，从而提升工业品需求改善的预期。第四，黄金价格偏利空。美国实际利率短期进一步下降概率不高，叠加国内风险偏好的改善，整体将对金价形成短期利空。

图表 1：原有的 LPR 主要参考贷款基准利率进行报价，无法反应市场利率的变动情况（%）



来源：Wind，国金证券研究所

二、全球央行观察

1. 中国央行：改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制

国内货币市场利率上升。8月16日，R007、DR007、Shibor3M 分别较上周（8月9日）上升 20bp、4.6bp、4.8bp 至 2.85%、2.67%、2.67%。8月14日，央行在香港发行了两期央行票据，其中 3 个月期 200 亿元，利率 2.90%，1 年期 100

亿元，利率 2.95%。下周有 3000 亿逆回购到期，需关注新做逆回购利率是否会下调。

香港货币市场利率大幅上升，Libor-Hibor 利差回落。8 月 16 日，Hibor 隔夜、1 周、3 个月较上周（8 月 9 日）分别上升 152bp、107bp、15bp 至 1.97%、2.08%、2.38%；1 周 Libor-Hibor 利差降至 41bp。

2. 美联储：部分官员表示倾向进一步降息

明尼阿波利斯联储主席 Kashkari 表示，不认为会出现经济衰退，但风险出现相当程度的上升；美联储或许需要为经济提供更多的政策支持，在应对衰退时应尽早行动；个人倾向于进一步降息。

克利夫兰联储主席 Mester 表示，需要进一步评估经济状况，然后根据情况调整政策；贸易不确定性正影响商业信心，考虑到经济增速放缓，商业投资放缓但好于预期。

圣路易斯联储主席 Bullard 表示，全球经济放缓，正在评估对美国的影响；9 月会议前不会提前做出利率判断。

3. 欧央行：部分官员认为 9 月需要更多货币宽松措施

欧央行管委雷恩表示，9 月份需要更多的货币宽松措施。

4. 其他央行：墨西哥央行降息，挪威央行保持利率不变

8 月 16 日，墨西哥央行降息 25bp 至 8%；

8 月 15 日，挪威央行维持政策利率 1.25% 不变。

三、文献推荐

什么都没有？页岩油革命和全球供给曲线

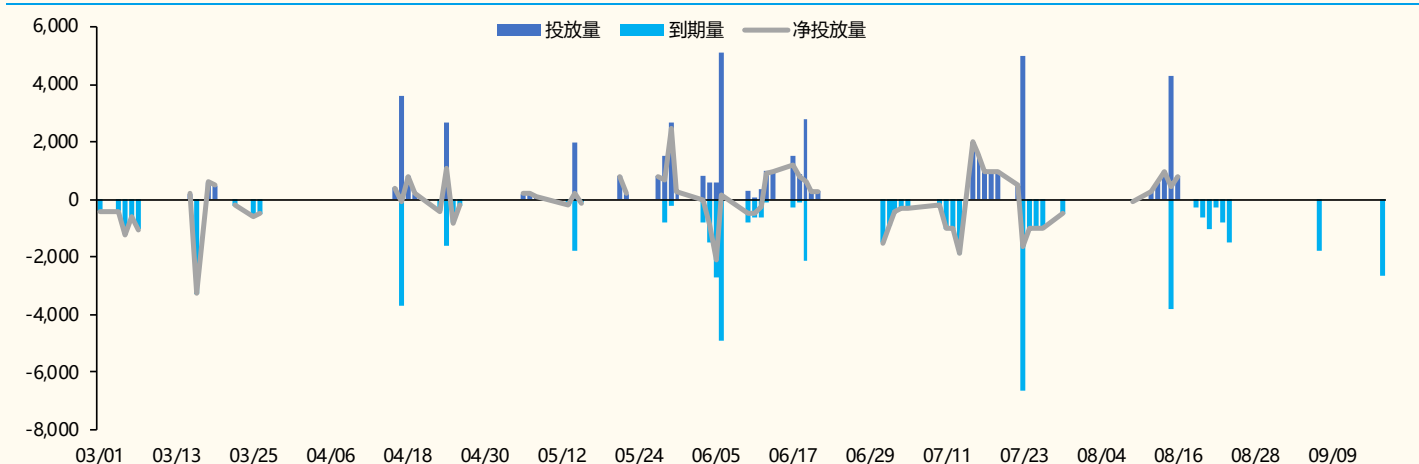
Foroni, Claudia, Stracca, Livio

（来源：ECB，地址：

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2309~a62266fa42.en.pdf>)

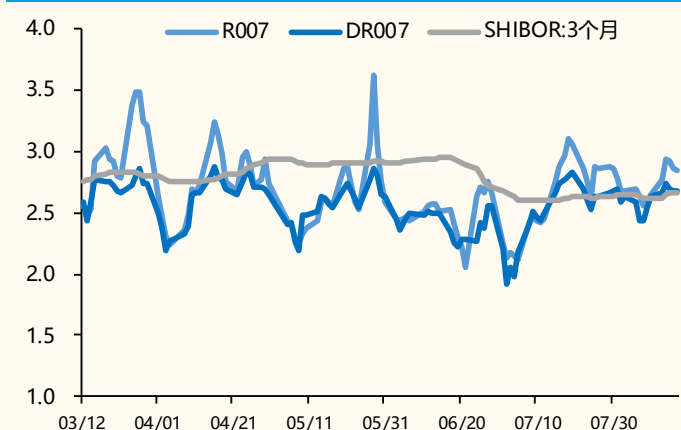
我们关注页岩油扩张对全球石油供应的影响。从两个生产商的风格化斯塔克尔伯格模型开始研究，其中一个生产成本较低，另一个拥有更高的生产成本，但调整成本可能更低。我们发现，对于高成本生产者而言，供给函数更为平坦，而当调整成本下降时，页岩油生产商的供给对需求冲击的反应更加敏感。在实证方面，我们使用工具变量方法估计了石油市场的标准结构 VAR 需求驱动的油价变化。一个主要的发现是，全球石油供应曲线几乎始终是垂直的。此外，对于全球石油市场整体而言，并没有发现页岩油的繁荣引起供给弹性的增加。

图表 2: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



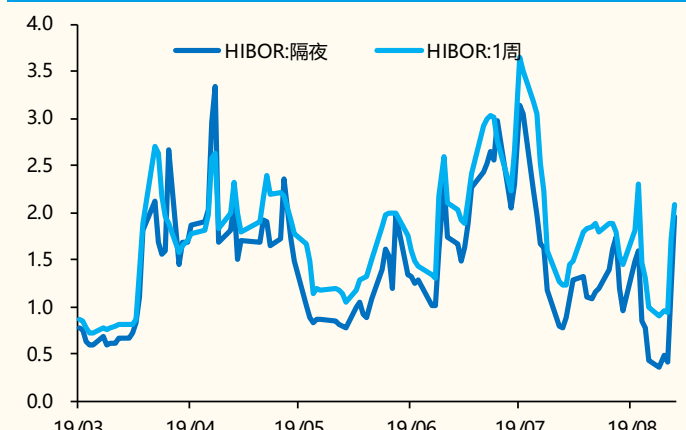
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 国内货币市场利率上升 (%)



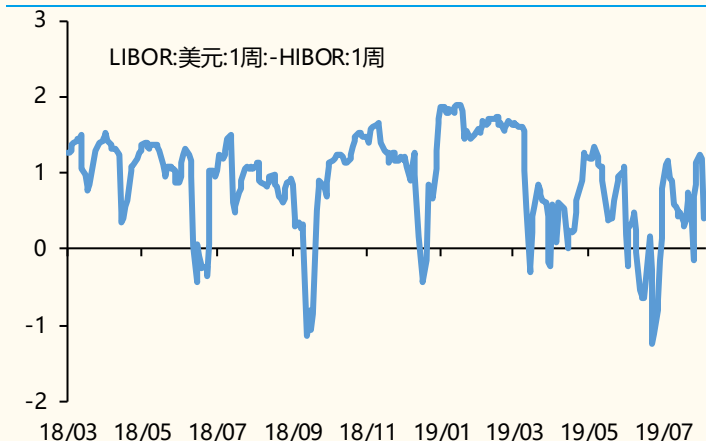
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 香港货币市场利率小幅回升 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: Libor-Hibor 利差回落 (%)



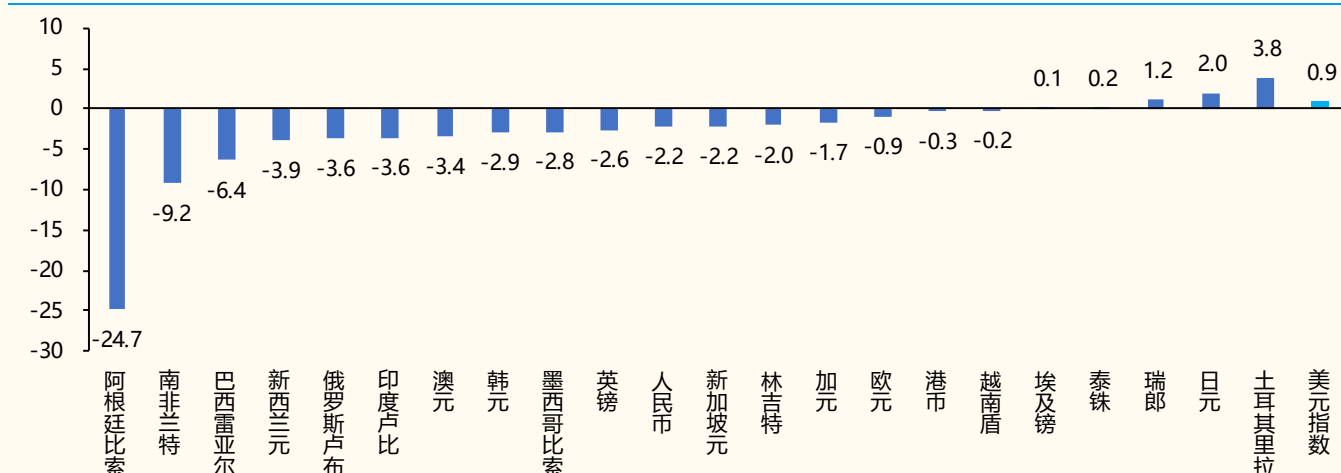
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: CME 数据显示的美联储降息概率 (8.17)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 200-225bp)				
	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225
2019/9/18			21.2%	78.8%	0.00%
2019/10/30	0.0%	16.5%	66.2%	17.3%	0.00%
2019/12/11	10.5%	48.0%	35.2%	6.3%	0.00%
2020/1/29	29.2%	41.6%	20.8%	3.2%	0.00%
2020/3/18	32.5%	36.1%	16.1%	2.3%	0.00%
2020/4/29	33.3%	31.4%	12.9%	1.8%	0.00%

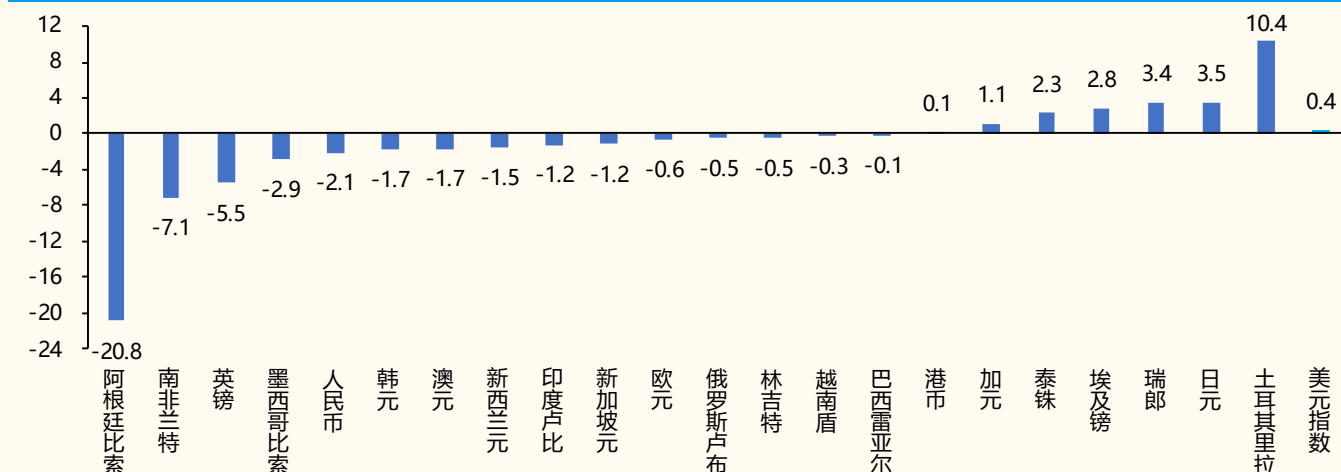
来源: CME, 国金证券研究所

图表 7：近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度（%）



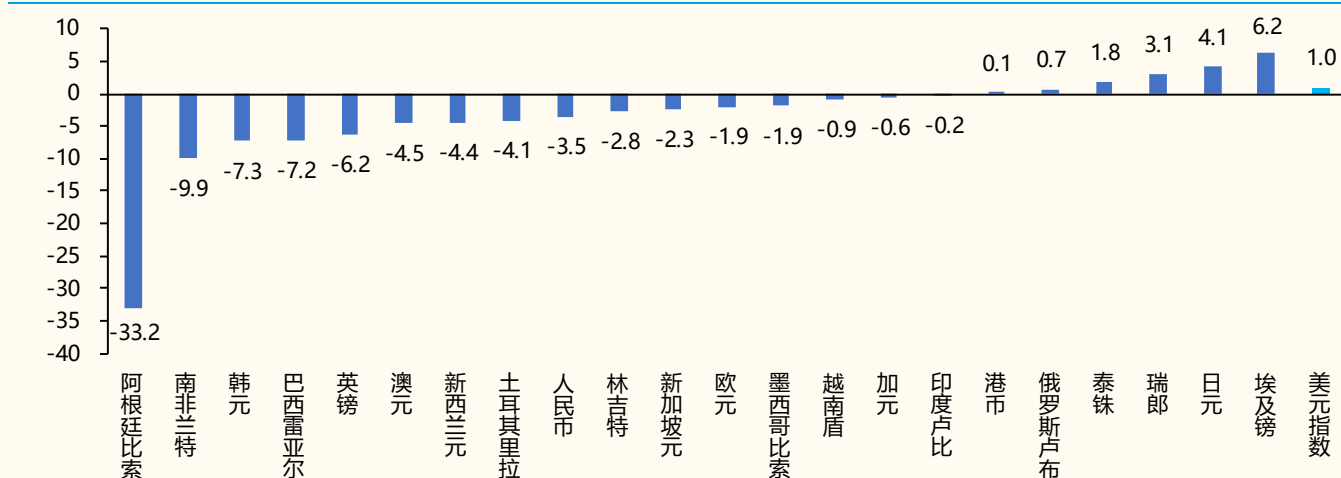
来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：近三个月主要货币汇率相对美元变动幅度（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：近半年主要货币汇率相对美元变动幅度（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10: 上周中国央行公开市场操作表述

日期	上周中国央行公开市场操作表述
8月16日	为对冲税期高峰等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，以利率招标方式开展了800亿元逆回购操作。期限7天，利率2.55%
8月15日	为对冲税期高峰、MLF到期等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，开展中期借贷便利（MLF）操作4000亿元，比当日到期量多170亿元，同时开展逆回购操作300亿元。其中，7天逆回购300亿元，利率2.55%；1年MLF4000亿元，利率3.30%
8月14日	为对冲税期等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，以利率招标方式开展了1000亿元逆回购操作。期限7天，利率2.55%
8月13日	以利率招标方式开展了600亿元逆回购操作。期限7天，利率2.55%
8月12日	以利率招标方式开展了300亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%

来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 11: 上周美联储官员关于货币政策的言论

日期	美联储官员	投票权	上周讲话要点
8月17日	克利夫兰联储主席 Mester	2020年	需要进一步评估经济状况，然后根据情况调整政策；贸易不确定性正影响商业信心，考虑到经济增速放缓，商业投资放缓但好于预期。
8月17日	明尼阿波利斯联储主席 Kashkari	2020年	不认为会出现经济衰退，但风险出现相当程度的上升；美联储或许需要为经济提供更多的政策支持，在应对衰退时应尽早行动；个人倾向于进一步降息。
8月16日	圣路易斯联储主席 Bullard	2019年	全球经济放缓，正在评估对美国的影响；9月会议前不会提前做出利率判断。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 12: 上周欧央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	上周讲话要点
8月15日	欧央行管委雷恩	9月份需要更多的货币宽松措施。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 13: 2019 年以来全球主要央行政策利率的调整¹ (%)

	国家	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	当前利率
	美国:联邦基金目标利率								-0.25	2.00-2.25
	巴西:隔夜利率								-0.50	6.00

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_10622

