

宏观经济

银行资金成本难降阻碍 LPR 压缩加点

2020 年 01 月 20 日

—— 一月 LPR 报价数据跟踪报告

分析师：冯乐宁

执业证书号：S1030511010001

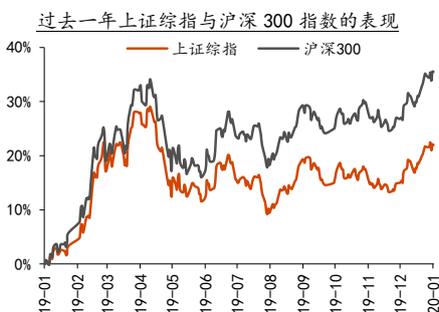
电话：0755-83199599

邮箱：fengln@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告：

- ◇ 宏观专题 3：春节因素将推动本轮通胀坚定 01-10
- ◇ 宏观专题 2：降准是灵活适度政策的开启 01-02
- ◇ 宏观专题 1：从价格的视角关注企业利润及政策导向 12-19



经济预测（一致预期）

单位%	19E	20E
GDP	6.1	5.9
CPI	2.9	3.4
PPI	-0.3	0.1
工业增加值	5.5	5.0
固定资产投资	5.1	5.3
出口增速	-0.5	0.5
进口增速	-5.1	-2.0
社消增速	8.1	8.2
M2 增速	8.5	8.5
人民币汇率	7.00	6.90

数据来源：Wind 资讯

请务必阅读文末重要声明及免责条款

核心观点：

- 1) **LPR 报价与上次持平。**1月20日中国贷款市场报价利率(LPR)第六次报价出炉。数据显示,1年期LPR为4.15%,5年期以上LPR为4.80%,利率与上次持平,市场降息预期落空。在新的LPR报价机制创设后,这是第三次出现LPR报价与前值持平。自8月20日首次发布新的LPR以来,1年期LPR下降了16个BP,较同期限贷款基准利率低20个BP,5年期LPR下调了5个BP,较同期限贷款基准利率低10个BP。
- 2) **MLF 利率端连续四期持平。**考虑到目前LPR利率报价是按公开市场操作利率加点形成的方式,其中公开市场操作利率主要指MLF利率。而一年期MLF利率自去年11月5日下调5个BP后,目前为止维持不变,我们认为主要因为两个原因,一是年关前后通胀处于冲高阶段,其二是进入央行的降准操作流动性释放阶段,因而12月至今MLF利率的报价均未出现下调,央行将政策调整重心移至对冲资金缺口环节上。
- 3) **银行负债端成本偏高导致压缩加点难以实施。**虽然央行于1月6日实施了全面的降准,但其重要目的在于对冲1月资金面紧张的情况,虽然其后央行又有大规模资金投放的操作,但依然针对的是对冲资金需求缺口的压力,效果上对压低资金价格的作用并不明显。因而元旦至今,市场流动性仍相对偏紧,银行资金成本下降并不显著,LPR的报价难以通过银行压缩加点实施调降。
- 4) **春节后LPR降息的预期进一步增强。**我们认为,LPR利率改革再次体现出央行对“宽货币”和“宽信用”的深入推进,也释放出强化“逆周期”调节的发力信号。在央行进一步加大投放的基础上,预计2月份阻碍银行资金面成本下行的条件将逐步成熟。相信届时资金面压力相对平缓,而通胀在春节后,随着猪肉需求的放缓,压力也将得到进一步释放,因而令春节后降息的概率进一步增加,LPR引导贷款利率下行,将会是长期性的持续性的过程。央行未来有望进一步改革及疏通货币政策的传导机制,目标是提高货币政策的效果。推动贷款实际利率下行。
- 5) **风险提示：**经济超预期下行；通胀预期扩散加剧；地缘局势恶化，中美贸易谈判分歧加剧，及货币政策不达预期等。

正文目录

一、LPR 利率报价持平的原因	2
1.1、LPR 报价与上次持平基本合理.....	2
1.2、一年期 MLF 利率水平连续四次持平	2
1.3、银行负债端成本偏高导致压缩加点难以实施.....	3
1.4、通胀依然高企不利于货币政策的有效发挥	3
二、央行大规模资金投放为对冲需求缺口	3
2.1、元月以来央行积极开展“放水”操作	4
2.2、央行当前首要目标是对冲资金需求缺口	4
三、贷款利率是银行息差表现的核心因素	4
3.1、贷款利率是银行息差表现的核心因素	4
3.2、银行的净息差表现受到实际贷款利率的影响.....	5
四、推动 LPR 降息为经济降成本服务	6
4.1、LPR 改革的目标就是降低实体部门的成本	6
4.2、春节后 LPR 降息的预期增强	6
五、风险提示	7

图表目录

Figure 1 去年 8 月以来 LPR 六次报价情况 (%)	2
Figure 2 通胀冲顶阶段货币政策的效果有所扰动 %	2
Figure 3 央行自今年 1 月以来进行降准及资金投放以对冲流动性缺口	3
Figure 4 短期银行质押式回购加权利率居高不下 (%)	4
Figure 5 短期银行同业拆借利率水平处于相对高位 (%)	4
Figure 6 银行净息差的表现与实际贷款利率的趋势有较高相关性 (%)	5
Figure 7 中国 1 年期与 10 年期国债收益率下行明显 (%)	6
Figure 8 城投债到期收益率趋势逐步下行 %	6

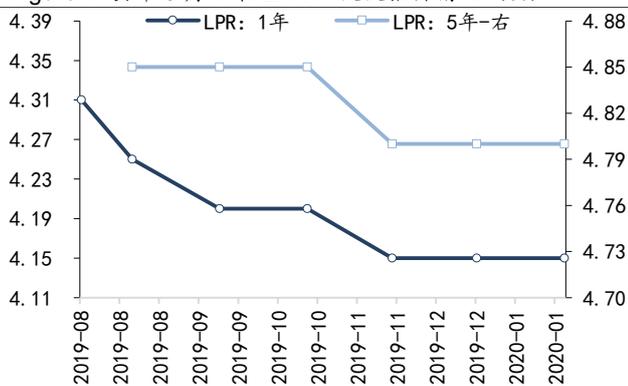
一、LPR 利率报价持平的原因

1.1、LPR 报价与上次持平基本合理

1月20日中国贷款市场报价利率（LPR）第六次报价出炉。数据显示，1年期LPR为4.15%，5年期以上LPR为4.80%，利率与上次持平，市场降息预期落空。在新的LPR报价机制创设后，这是第三次出现LPR报价与前值持平。自8月20日首次发布新的LPR以来，1年期LPR下降了16个BP，较同期贷款基准利率低20个BP，5年期LPR下调了5个BP，较同期贷款基准利率低10个BP。

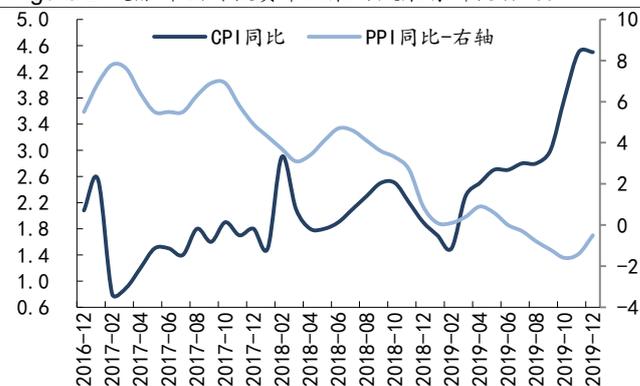
从驱动因素上看，新的贷款市场报价利率（LPR）形成机制，LPR报价主要受两方面的因素：一是央行中期借贷便利的利率，二是银行综合加点。我们认为，自11月5日央行下调MLF利率后，其后开展四次中期借贷的便利操作，利率都保持在3.25%不变，与此同时，考虑银行资金成本、风险溢价水平等也没有发生明显变化，驱动LPR报价变化的两个因素，均未有下调动力，因而1月LPR维持利率平稳也是合理的。

Figure 1 去年8月以来LPR六次报价情况（%）



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 通胀冲顶阶段货币政策的效果有所扰动 %



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

1.2、一年期 MLF 利率水平连续四次持平

考虑到目前LPR利率报价是按公开市场操作利率加点形成的方式，其中公开市场操作利率主要指MLF利率。而一年期MLF利率自去年11月5日下调5个BP后，目前为止维持不变，我们认为主要因为两各原因，一是年关前后通胀处于冲高阶段，其二是临近央行的降准窗口，因而12月至今1年期MLF利率的报价均未出现下调，央行将政策调整重心移至对冲流动性紧张环节上。

1.3、银行负债端成本偏高导致压缩加点难以实施

再看银行压缩加点的部分，自从8月改革以来，商业银行在8月20日和9月20日报价中，是通过压缩加点的方式降低 LRP 利率的，实际上也是体现了金融机构向实体经济的让利。然而我们注意到自9月20以后，银行压缩加点就没有出现变化了。而11月20日 LPR 是跟随 MLF 的调降而下降了 5BP，但银行并没有以压缩加点的方式调降 LPR 的意愿。虽然央行于1月6日实施了全面的降准，但其重要目的在于对冲1月资金面紧张的情况，虽然其后央行又有多次的资金投放的操作，但依然针对的是对冲资金需求缺口的压力。元旦至今，市场流动性相对偏紧，银行资金成本下降并不显著，LPR 的报价难以通过银行压缩加点实施调降。

1.4、通胀依然高企不利于货币政策的有效发挥

2019 年全年来看，猪价累计上涨了 128%，是驱动 CPI 及食品项的主导因素，虽然令全年 CPI 价格较上年上涨了 2.9%，但基本上仍属于温和通胀的范围。其中 2019 年 12 月份，全国居民消费价格同比上涨 4.5%。已经连续两个月维持在 4.5 的水平，但核心 CPI 和 PPI 依然保持低位徘徊。不过由于 1 月正是通胀冲顶阶段，预计由于春节错位导致的基数因素，叠加食品价格仍将维持在高位运行，会推动 CPI 在 1 月会进一步走高，并向 5% 逼近，甚至升破 5%。尤其本月是春节消费旺季，通胀因素虽然对经济趋势及对货币政策并不构成直接的掣肘，但是货币当局或考虑适当的将降息窗口后移对货币政策发挥效用更为有利。

二、央行大规模资金投放为对冲需求缺口

Figure 3 央行自今年 1 月以来进行降准及资金投放以对冲流动性缺口

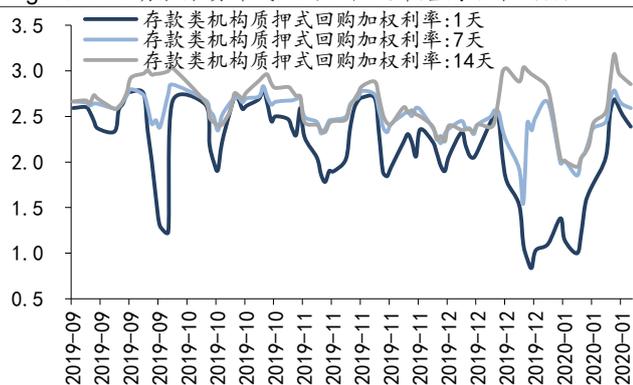
金融工具	操作日期	流动性表现
OMO 净投放	1月15日	1000 亿元逆回购叠加 3000 亿元 MLF；
	1月16日	3000 亿元逆回购；
	1月17日	2000 亿元逆回购；
	1月19日	2000 亿元逆回购。
	合计投放 11000 亿元，	
全面降准	1月6日	释放 8000 多亿元
合计近 20000 亿元		

资料来源：Wind 资讯、央行、世纪证券研究所

2.1、元月以来央行积极开展“放水”操作

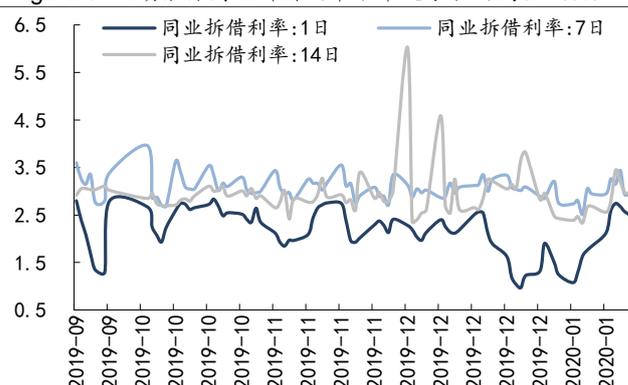
1月处于季节性资金需求的高峰，流动性缺口较大，总体上在3万亿元左右，央行为了维护春节前银行体系流动性的合理充裕，对冲月内税期的高峰、现金投放、债券发行的缴款等因素的影响，在过去的一周时间里，已连续四个工作日开展了大额的公开市场操作，投放1.1万亿人民币。

Figure 4 短期银行质押式回购加权利率居高不下 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 短期银行同业拆借利率水平处于相对高位 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2.2、央行当前首要目标是对冲资金需求缺口

我们注意到，在央行开展了积极的流动性投放后，叠加降准资金，大约向市场投放流动性近2万亿元，不过由于相较于市场整体资金缺口而言，仍不能有效覆盖，因此市场的资金利率并未能出现明显的下滑。银行资金成本数据显示，银行质押式回购加权利率1月19日利率报于2.59%，利率水平高于上月同期及月均值，此外，短期银行同业拆借利率及短期Shibor值的利率水平也较1月初有明显的上行。加上目前临近春节长假，金融机构出借资金的意愿将更加的谨慎，因而为维持资金面的稳定，虽然央行积极保持了资金投放的操作，但当前的首要目标并非压低银行的资金成本，因而在银行资金成本未有明显下降的情况下，银行缺乏给LPR加点压缩的动力。

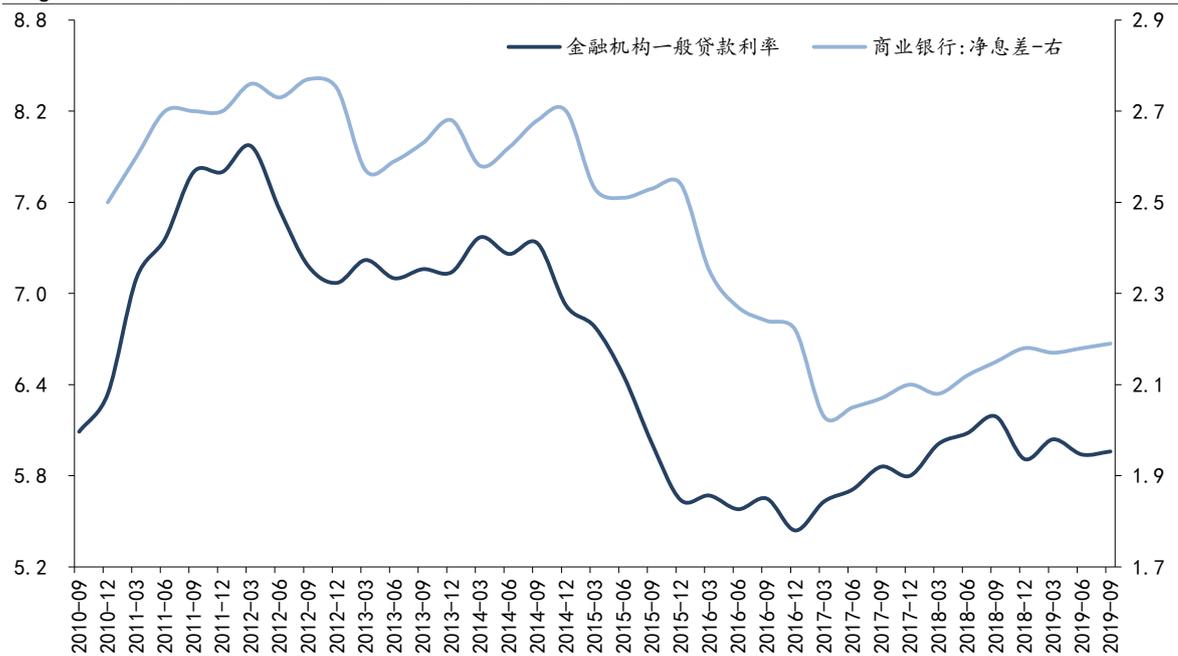
三、贷款利率是银行息差表现的核心因素

3.1、贷款利率是银行息差表现的核心因素

按照LPR定盘利率的定义，它体现的是商业银行资产端对最优客户的贷款报

价，LPR 的定价也是商业银行依据自身负债成本综合各因素后计算得出。因此 LPR 从某种意义上可以反映商业银行综合负债成本的情况。而在利率市场化的过程中，随着利率水平的逐步下移，虽然在银行基准利率的体系中，商业银行基准利率的息差空间并没有出现很大的变化，但基准利率并不是市场化的部分，我们需要观察商业银行的实际净息差，因为它与商业银行的实际贷款利率具备较高的相关性，且对存款利率的调整并不敏感。

Figure 6 银行净息差的表现与实际贷款利率的趋势有较高相关性 (%)



资料来源：美国财政部、美国财政部汇率报告截图、世纪证券研究所

3.2、银行的净息差表现受到实际贷款利率的影响

数据显示，商业银行的净息差一般伴随着加息而上行，或伴随着减息过程，银行净息差也出现收窄。商业银行的实际贷款利率波动，一般领先净息差趋

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_7603

