

## LPR 保持不变，未来加点仍有下调空间

**事件：**2020年1月20日，1年期LPR报价4.15%，5年期LPR报价4.80%，与上个月保持不变。

**1、降准银行资金成本下降，LPR 保持不变，未如市场预期下调。**此次LPR未做调整，可能有两方面原因：一是当前经济弱企稳下，实体经济融资需求有所改善。12月制造业PMI显示生产继续改善、需求保持稳定，经济企稳可能性进一步上升。当前房地产建安投资对于需求有一定支撑，且政策支持下基建也在逐步发力。钢材库存降至近年来低位，与需求的边际改善相印证。11月工业企业利润总额同比5.4%，较此前明显改善；随着PPI环比的逐步回升，工业企业盈利增速也将边际改善。二是避免银行息差过快收窄，造成银行体系系统性风险，同时一定程度上对年初贷款冲动形成约束。根据央行货币政策司司长孙国峰的表述，随着LPR报价稳中有降，企业贷款利率显著下降（2019年12月新发放贷款中一般贷款利率为5.74%，是2017年第二季度以来的最低水平）。我们认为，随着LPR从增量扩展到存量，降成本的作用正在逐步显现，但也需要平衡对银行体系稳定造成负面冲击。

**2、从LPR分解来看，MLF利率降息空间相对有限，未来加点仍有下调空间。**

**（1）MLF利率：下调空间相对有限。**内部来看，随着PPI增速的回升与转正，实际利率被动走高的幅度将有所缓解。此外，2015年以来我国房价在全球涨幅最大，房地产是当前货币宽松的主要约束，降息（MLF利率）空间虽存在，但相对有限。外部来看，美国结束降息背景下，如果我国央行大幅降息，将对汇率形成扰动，因此，也对我国降息空间形成部分约束。**（2）加点：银行净息差有所回升，加点仍有下调空间。**加点幅度主要取决于各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。其中，银行资产收益率、负债成本以及息差是重要决定因素。银行资产端收益率虽降但相对有限，叠加负债端成本有所走低，与2017Q1相比，净息差实际上有所回升。回顾去年8月LPR改革以来，银行加点两次分别在8月和9月下调6bp和5bp，其他时间均保持不变。预计加点仍存在下调空间。

**3、展望：全年来看，LPR（1年期）降幅在30bp左右，5年期LPR将保持相对稳定，货币政策需更多关注量的变化。**当前，经济出现弱企稳迹象，但内生需求依然相对偏弱，叠加房地产建安投资下行方向较为确定，经济下行压力依然存在。因此，逆周期政策调整仍然很有必要，但财政宽松空间有限，稳增长更多依赖货币政策。财政政策方面，去年财政支出保持高增速，但是财政收入增速偏低，并且土地出让收入增速有所放缓。综合考虑地方政府隐性债务等问题，中央政府缺乏主动加杠杆意愿，一般财政空间相对有限。货币政策方面，当前对货币宽松主要约束并不在于猪肉价格影响下CPI通胀的高企，而在于房地产，2015年以来我国房价在全球涨幅最大，房地产泡沫明显，这也是当前货币政策相对不那么松的主要原因。考虑到今年美联储将不再降息，我国货币政策降息的空间并不大。LPR的下调部分将源于银行加点的下调，实际上是金融向实体经济的让利。此外，需要更多关注货币政策量的变化，预计今年再降准2-3次，以PSL为代表的准财政行为将是今年重要的看点之一。我们认为，综合考虑MLF利率与银行加点的调整，预计全年LPR（1年期）或下调30bp左右，以降低实体经济融资成本；但在坚持房地产严调控的总基调下，5年期LPR将保持稳定。

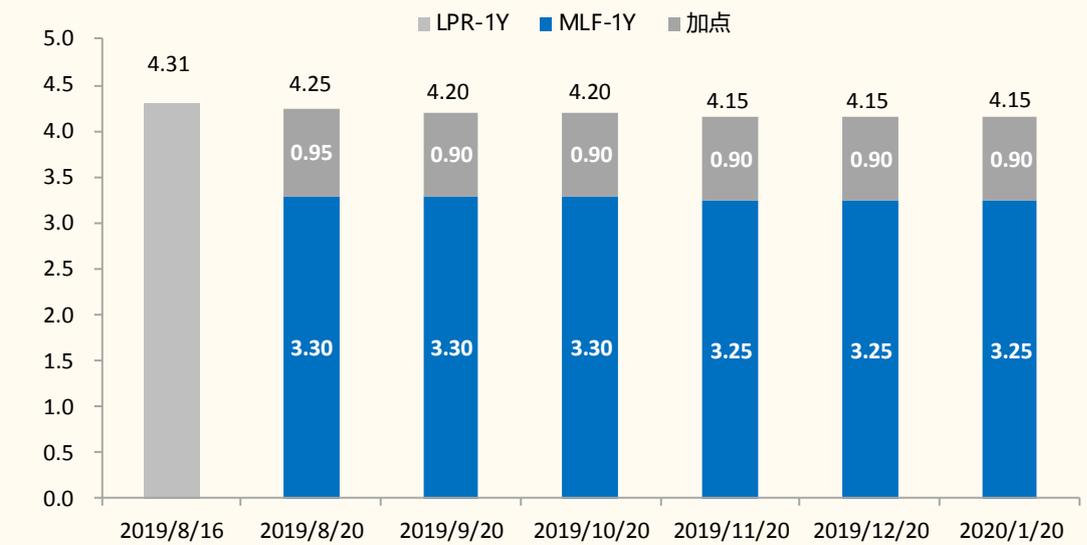
**风险提示：**1. 货币政策短期过紧导致名义利率上升导致实际利率上行，对经济增长产生较大的下行压力；2. 内外部需求同时下降对经济产生叠加影响。

**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

图表 1: 2019年8月以来1年期LPR调整的拆分(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

#### 风险提示:

1. 货币政策短期过紧导致名义利率上升, 同时物价下滑, 实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力;
2. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧, 令政策层面对经济增长的压力上升, 导致阶段性经济增长失速;
3. 房地产市场持续收紧, 叠加资管新规严格执行程度超预期, 可能造成部分金融机构出现风险, 从而导致系统性风险发生概率上升;
4. 中美贸易摩擦升温, 对双方需求形成较大冲击; 如果美联储加息速度和幅度高于市场预期, 将推升美元大幅上升, 资本流入美国, 新兴市场将再度面临资本流出, 可能诱发风险。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳福田区深南大道4001号 时代金融中心7GH

**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\\_7614](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7614)

