

宏观点评

利率定价都盯 LPR，对银行、企业、个人有何影响？

事件：12月28日，央行公布存量浮动利率贷款的定价基准转换为 LPR 的相关规定，要点包括：1) 2020 年 1 月 1 日起，增量合同定价不允许参考原贷款基准利率。2) 2020 年 3 月 1 日起，存量浮动利率贷款定价逐步参考 LPR（加点可为负值），原则上应于 2020 年 8 月 31 日前完成。3) 商业性个人住房贷款执行的利率水平应等于原合同最近的执行利率水平。

1、本次利率定价基准转换（盯住 LPR），增量将 100% 执行、存量将陆续执行，有助于进一步落实利率并轨，疏通货币传导。我们在前期报告《不是降息的降息，新 LPR 的定与不定》中指出，8 月 LPR 改革首先从增量开始，存量不动旨在确保平稳过渡。随后，央行在 11 月中旬的 Q3 货币政策报告中明确指出要“疏通市场利率向贷款利率的传导渠道，抓紧研究出台存量贷款利率基准转换方案”。因此，本次定价基准转换，可谓央行持续推进利率并轨和疏通货币传导的必然一环。

2、本次利率定价基准转换，将如何影响银行、企业、个人？

对银行：息差或受负面冲击，但不必过于悲观。虽存量贷款利率可能跟随 LPR 下降，对银行贷款收益率和净息差产生一定负面影响，但考虑到实际贷款基准转换和加点仍由银行来决定，定价权博弈下银行尚有自主调整空间，且后续负债端成本有望继续跟随 MLF 下降形成对冲，预计对银行的实际影响有限。

对实体经济：存量发力更有助于降低融资成本，但真实效果取决于银行、企业、居民间的议价能力，基建、制造业等中长期贷款有望更受益。1) 8 月 LPR 改革以来，一般贷款加权平均利率不降反升。原因上看，与 LPR 对新增贷款利率的实际传导不畅通和存量贷款未调整、增量贷款占比小有关。新规明确 2020 年开始增量贷款要全部盯住 LPR，存量贷款利率则在 3-8 月逐步向 LPR 挂钩（或采取固定利率），这有利于企业、政府发债进一步降成本。2) 真实的降成本效果还要取决于银行、企业和居民的议价能力。央行规定“除商业性个人住房贷款外，加点数值由借贷双方协商确定”，意味着在银行净息差约束下，企业贷款、个人消费贷款基准转换（即加、减点）后，贷款变化可能存在分化。强势行业和企业议价权可能高于银行，龙头国企、制造业、基建领域可能受益；而民企和个人议价权可能弱于银行，因此缓解民企融资问题仍需定向降准、再贷款再贴现等多种措施配合。最后，考虑到合同期内加点数值不变，降成本的关键落在了货币政策的延续性，即通过逐步降低 MLF，引导 LPR 的持续下降。

对房地产：个人房贷利率短期难降，但中长期大概率下降，具体节奏取决于各地调控态度；房地产开发贷方面，大小房企则可能分化。首先，根据存量贷款转化规定，2020 年个人按揭贷款利率预计维持平稳，最快 2020 年 10 月份部分房贷利率可能下调，2021 年才有望迎来较大规模调整。同时，还要注意真实房贷利率未必会随 5 年期 LPR 下调而下调，在“房住不炒”基调下，各地实际利率主要取决于地方政府调控态度。倾向于认为，在房贷额度仍受较大管控情况下，短期实际房贷利率难降。房开贷同样取决于企业和银行的议价博弈，预计房地产龙头企业和中小企业将发生显著分化。综上，我们认为中短期房贷利率对房地产销售的刺激有限，而房开贷的分化可能使得房地产投资有望维持一定韧性，稳中缓降。此外，我们也继续提示，中央经济工作会议以来，房地产调控总基调严中有松，各地差异化的松动可期。

3、稳增长和降成本实属硬要求，后续降准“降息”（降 MLF 利率和 LPR）可期，且大概率在 2020 年 1 季度之前就能看到。易纲行长《求是》发文要求“坚持稳中求进、精准发力，不搞竞争性的零利率或量化宽松政策”，中央经济工作会议则指出“稳健的货币政策要灵活适度”，预示货币政策将更注重相机抉择，后续总量层面的调整幅度和次数将较为有限，结构性调节和精准滴灌显得更为重要。维持此前判断：中短期看，春节前央行如果再操作 TMLF，其利率大概率跟随下调，MLF 可能继续放量续作，且年底年初有望再降准一次、但幅度有限；展望 2020 年全年，MLF 利率预计至少调降 1-2 次，最快 2020 年二三月份（届时 CPI 高点已过、联储降息预期可能升温），累计至少降 10-20BP 左右，同时 OMO 利率也有望下调，共同引导 LPR 下降。

风险提示：政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《明年 Q1 前可能再“降息”降准一下调 14 天 OMO 利率点评》2019-12-18
- 2、《明年政策怎么看？——逐句解读中央经济工作会议》2019-12-13
- 3、《月内三度“降息”，后续还会怎么降？》2019-11-20
- 4、《央行三季度货币政策报告的 7 大信号》2019-11-16
- 5、《“降息”有何真意思？还会再降么？》2019-11-06
- 6、《LPR 报价再下的 5 大信号》2019-09-20
- 7、《还有下次降准么？利率呢？》2019-09-06
- 8、《盯住 LPR 了，房贷利率和银行贷款影响几何？》2019-08-26
- 9、《LPR 仅降 6BP 和央行吹风会怎么看？》2019-08-21
- 10、《不是降息的降息，新 LPR 的定与不定》2019-08-18



内容目录

存量利率贷款定价基准转换为 LPR，是推进利率并轨的必选项.....	3
本次利率定价基准换锚，将如何影响银行、企业、个人？	3
降成本和稳增长实属硬要求，2020 年 Q1 之前可能降准“降息”	5
风险提示	7

图表目录

图表 1: 三季度一般贷款利率不降反升	4
图表 2: 房贷利率持续回升.....	5
图表 3: 近两个月来国家对房地产调控有所松动	6
图表 4: 近来各地房地产政策边际松动	7

事件：12 月 28 日，央行公布存量浮动利率贷款的定价基准转换为 LPR 的相关规定，要点包括：1) 2020 年 1 月 1 日起，增量合同定价不允许参考原贷款基准利率。2) 2020 年 3 月 1 日起，存量浮动利率贷款定价逐步参考 LPR (加点可为负值)，原则上应于 2020 年 8 月 31 日前完成。3) 商业性个人住房贷款执行的利率水平应等于原合同最近的执行利率水平。

存量利率贷款定价基准转换为 LPR，是推进利率并轨的必选项

根据央行规定，存量浮动利率贷款的定价基准转换为 LPR 后，增量贷款将全部参考 LPR，存量贷款陆续执行（2020 年 3 月至 8 月期间）。我们在报告《不是降息的降息，新 LPR 的定与不定》中指出，8 月央行推出的 LPR 改革的第一步是调整贷款增量而存量不动，旨在确保平稳过渡，手段较为温和。同时，央行在 1 年期 LPR 基础上推出 5 年期 LPR，也是为存量长期浮动利率贷款合同定价逐步向 LPR 转换做准备，并随之有效降低成本。此外，央行在 11 月上旬发布的 Q3 货币政策报告中也明确指出，“疏通市场利率向贷款利率的传导渠道，抓紧研究出台存量贷款利率基准转换方案”。由此看，本次利率定价基准换锚（盯住 LPR），其实是央行推进利率并轨和疏通货币传导机制的必然环节。

本次利率定价基准换锚，将如何影响银行、企业、个人？

对银行：息差或受负面冲击，但不必过于悲观。虽存量贷款利率可能跟随 LPR 下降，对银行贷款收益率和净息差产生一定负面影响，但考虑到实际贷款基准换锚和加点仍由银行来决定，议价权博弈下银行尚有自主调整空间，且后续负债端成本有望继续跟随 MLF 下降形成对冲，预计对银行的实际影响有限。

对实体企业：存量发力更有助于降低融资成本，但真实效果取决于银行、企业、居民间的议价能力，支持基建、制造业等中长期贷款有望更为受益。

8 月 LPR 改革以来，贷款利率不降反升，部分源于存量未调整。我们在报告《明年 Q1 前可能再“降息”降准——下调 14 天 OMO 利率点评 191218》中曾指出，企业、专项债发行、隐性债务置换均存在降成本诉求。新 LPR 实施以来，截至三季度末的一般贷款加权平均利率不降反升。原因上看，一方面与新增贷款挂钩 LPR 比例仍不足（9 月份增量贷款挂钩 LPR 定价的占比为 46.8%¹），LPR 对贷款利率的实际传导不畅通有关，另一方面可能也因存量贷款未调整，而增量贷款占比较小。往后看，对于增量，央行指出目前接近 90% 的新发放贷款已经参考 LPR 定价，且明年开始所有增量合同均不能参考原贷款基准；对于存量，2020 年 3-8 月要完成基准向 LPR 的转换，意味着最晚到 2020 年 8 月末，所有贷款均将挂钩 LPR（或实行固定利率）。

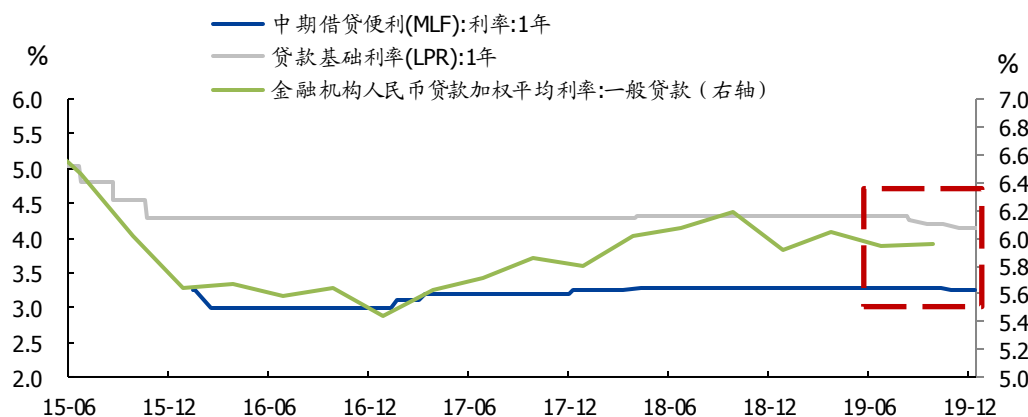
需要指出的是，真实的降成本效果还要取决于银行、企业和居民的议价能力。央行规定“除商业性个人住房贷款外，加点数值由借贷双方协商确定”，意味着在银行净息差约束下，本次企业贷款、个人消费贷款基准转换（即加、减点）后，新贷款利率存在不变的可能性，或直接转为固定利率。贷款利率下调空间在于某些强势行业和企业议价权高于银行。鉴于存量贷款调整主要影响中长期贷款，且中央经济工作会议明确提出“增加制造业中长期融资”、扩基建，预计 2020 年贷款将加大对制造业和基建的支持力度。而由于民企贷款期限多数较短，且通常银行议价权高于民企和个人，因此缓解民企融资难融资贵需要引导 1 年期 LPR 的继续下调，以及配合定向降准等其他政策（比如：12 月

¹ 数据来自央行 2019 年三季度货币政策执行报告。

23 日，总理提出加大对直接服务小微企业的中小银行的支持，进一步采取降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种措施推动小微企业融资问题缓解)。

最后，考虑到“加点数值在合同剩余期限内固定不变，金融机构与客户可重新约定重定价周期和重定价日”，降成本的关键落在了货币政策的延续性以及未来的持续性“降息”，即通过降低 MLF，引导 LPR 的持续下降。

图表 1: 三季度一般贷款利率不降反升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

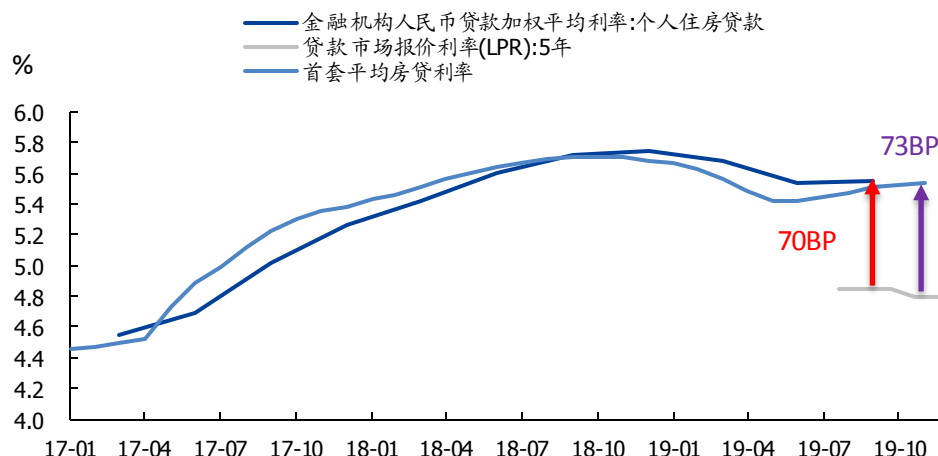
对房地产：个人房贷利率短期难降，但中长期大概率下降，具体节奏取决于各地调控态度；房地产开发贷方面，大小房企则可能分化。

其一，对于商业性个人住房贷款（不包括公积金个人住房贷款），短期难降，中长期有望下降，但仍取决于地方政府调控态度。央行规定“加点数值应等于原合同最近的执行利率水平与 2019 年 12 月发布的相应期限 LPR 的差值，在合同剩余期限内固定不变，重定价日最短一年”，意味着 2020 年 3 月转换后的房贷利率应至少维持至 2020 年底不变。如果单纯考虑房贷利率随 LPR 变动而变动，我们预计 2020 年 LPR 有望进一步下调，那么今年 10 月第一批与 LPR 挂钩的增量房贷合同利率最快在 2020 年 10 月可以随 LPR 下调，大部分存量房贷合同利率预计从 2021 年才有望下调。进一步地，实际房贷利率可能未必随 LPR 严格变动。数据显示，截至三季末的个人住房贷款利率比同期 5 年 LPR 高 70BP。即使 11 月 20 日新报价 5 年期 LPR 下降 5BP，截至 11 月底的首套平均房贷利率仍连续 5 个月回升至 5.53%，并较同期 5 年 LPR 高 73BP；二套房贷利率为 5.85%，高于同期 5 年 LPR 105BP。因此，短期来看，真实房贷利率未必会随 5 年期 LPR 下调而下调，LPR 只带来参考基准的变化。在“房住不炒”基调下，各地实际利率主要取决于地方政府调控态度。在加点幅度保持平稳，房贷额度仍受较大管控情况下，实际房贷利率难降。

其二，房开贷取决于房地产企业本身的议价能力。对于住房开发贷款、商业用房开发贷款、其他地产开发贷款等与房地产企业相关的中长期贷款，央行本次并未特别说明，我们认为试用于对企业部分的分析，即取决于企业与银行的议价博弈。预计房地产龙头企业 and 中小企业将发生显著分化。

综合以上两方面，我们认为中短期房贷利率对房地产销售的刺激有限，而房开贷可能发生大小企业的分化，因此房地产投资有望维持一定韧性，稳中缓降。

图表 2: 房贷利率持续回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

此外,维持我们在报告《2020 政策怎么看?——逐句解读中央经济工作会议》中的观点,房地产调控总基调严中有松,各地差异化的松动可期。结合 12 月以来的中央经济工作会议(新增了稳地价、稳房价、稳预期,并首次要求全面落实因城施策)、住建部座谈会(保持房地产市场稳定,是对宏观经济平稳健康发展的重要贡献)、住建部年终会议(提出了稳地价稳房价稳预期等 9 大任务)等一系列会议精神(图表 3),再叠加 11 月以来各地颁布了人才购房、放松落户限制、放宽限售等政策(图表 4),表明房地产调控总基调事实上是严中有松,地方政府大概率会增加主动性,后续差异化、结构化的松动可期。

降成本和稳增长实属硬要求, 2020 年 Q1 之前可能降准“降息”

易纲行长 12 月初《求是》发文所提的“应坚持稳中求进、精准发力,不搞竞争性的零利率或量化宽松政策”,年底中央经济工作会议则指出“稳健的货币政策要灵活适度”,预示我国货币政策将更加注重相机抉择,后续货币政策总量调整的幅度和次数将较为有限,结构性调节和精准滴灌显得更为重要。我们继续提示关注现代中央银行制度、金融供给侧、利率并轨、补充银行资本等改革,信贷也将侧重支持制造业、消费和小微企业。

维持此前判断:中短期看,春节前的 TMLF 利率有望跟随下调,MLF 可能继续放量续作,而且年底年初有望再降准一次、但幅度有限;展望 2020 年全年,MLF 利率预计至少调降 1-2 次,最快 2020 年二三月份(届时 CPI 高点已过、联储降息预期可能升温),累计至少降 10-20BP 左右,同时 OMO 利率也有望下调,共同引导 LPR 下降,从而实现为企业和政府发债降成本。

图表 3: 近两个月来国家对房地产调控有所松动

时间	文件/会议名称	主要内容
2019/12/28	央行推进存量浮动利率贷款定价基准转换为 LPR 利率	为贯彻落实房地产市场调控要求， 存量商业性个人住房贷款在转换时点的利率水平应保持不变 。存量浮动利率贷款定价基准转换为 LPR，除商业性个人住房贷款外，加点数值由借贷双方协商确定。商业性个人住房贷款的加点数值应等于原合同最近的执行利率水平与 2019 年 12 月发布的相应期限 LPR 的差值。如存量浮动利率贷款转换为固定利率，转换后的利率水平由借贷双方协商确定，其中商业性个人住房贷款转换后利率水平应等于原合同最近的执行利率水平。
2019/12/23	全国住房和城乡建设工作会议	2020 年，要重点抓好以下 9 个方面工作：一是着力稳地价稳房价稳预期，保持房地产市场平稳健康发展。二是着力完善城镇住房保障体系，加大城市困难群众住房保障工作力度。三是着力培育和发展租赁住房，促进解决新市民等群体的住房问题。四是着力提升城市品质和人居环境质量，建设“美丽城市”。五是着力改善农村住房条件和居住环境，建设“美丽乡村”。六是着力推进建筑业供给侧结构性改革，促进建筑产业转型升级。七是着力深化工程建设项目审批制度改革，持续优化营商环境。八是着力开展美好环境与幸福生活共同缔造活动，推进“完整社区”建设。九是着力加强党的建设，为住房和城乡建设事业高质量发展提供坚强政治保障。
2019/12/17	韩正在住建部座谈会上的讲话	保持房地产市场稳定 ，是对宏观经济平稳健康发展的重要贡献。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，保持定力， 不将房地产作为短期刺激经济的手段 。要坚持因城施策，落实城市政府主体责任，紧紧围绕稳地价、稳房价、稳预期的目标，完善长效管理调控机制，做好重点区域房地产市场调控工作，促进房地产市场平稳健康发展。
2019/12/10	2019 年中央经济工作会议	要坚持 房子是用来住的、不是用来炒的 定位，全面落实因城施策， 稳地价、稳房价、稳预期 的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。
2019/11/20	《2019 年第三季度货币政策执行报告》	按照“因城施策”的基本原则，落实房地产长效管理机制， 不将房地产作为短期刺激经济的手段 。
2019/9/20	-	中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2019 年 9 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为： 1 年期 LPR 为 4.20%，较上期下调 5 个 bp，5 年期以上 LPR 为 4.85%，与上期持平。
2019/8/27	十三届全国人大常委会第十二次会议	修改土地管理法、城市房地产管理法 。在土地征收方面，此次修改首次明确界定“公共利益”，并完善了征地程序，改革了征地补偿制度；在集体经营性建设用地入市方面，本次修改清除了入市的法律障碍，明确了入市的条件和程序，并明确了使用者再转让的权利；在宅基地方面，下放宅基地的审批权，增加了户有所居的规定，并鼓励宅基地有条件流转。

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_8131

