

我们正走在利率联动下降的路上

——11月LPR报价下调点评

宏观事件点评

2019年11月21日

报告摘要:

11月LPR报价：1年期品种报4.15%，上次为4.20%；5年期以上品种报4.80%，上次为4.85%，各下调5BP，符合我们之前判断。

● MLF和OMO利率联动下调是本次LPR下调的基础

当前我国商业银行出现明显的流动性分层问题，同业存单发行利率有所上行，中小银行负债压力较大，这会进而加大中小企业融资难题。所以央行在下调MLF利率之后，联动下调OMO利率，通过降低银行间市场融资成本来保障商业银行负债成本全面下行，进而推动1年期和5年期LPR利率下行。

● 三季度逆周期调节力度不达预期，需要进一步加快LPR改革进度

三季度一般贷款加权利率不降反升，这与央行降低实体经济融资成本目标背道而驰。我们觉得有这么几方面原因：首先，三季度LPR改革刚刚起步，改革效果还没能及时体现。其次，9月份仅下调1年期LPR，并未下调5年期LPR。在我国金融机构贷款中，中长期贷款余额规模远高于短期贷款余额，相比之下下调5年期LPR利率对于降低贷款加权平均利率能起到更明显的效果。

● 1年期和5年期LPR同时下降意味着逆周期调节力度加大

本次LPR下调相比9月有更大信号意义，当前制约短期贷款放量的主要原因是融资难问题，在中小银行面临流动性和资本约束的背景下，短期贷款占比更高、违约风险更大的中小企业和民企更多面临融资难问题，下调短期贷款利率很难立即起到提振中小企业和民企信贷的作用。而制约长期贷款放量的主要原因是融资贵问题，长期贷款主要投向房地产和基建等领域，在房地产销售下滑、融资受限的背景下，房地产企业更希望利率下行以降低其融资成本。对于基建而言，基建贷款期限较长，融资成本更多与5年期LPR利率挂钩。我们预计明年基建投资较增速较今年有进一步提高，下调5年期LPR利率能配合基建投资发挥托底经济的作用。

● 预计未来会开启MLF+OMO联动下调/定向降准以引导LPR下行的模式

当前国内国外经济下行压力仍较大，房地产投资增速潜在下滑的可能和外需疲软会造成明年中国经济有进一步下探可能。对此，加大逆周期调节很有必要。尽管当前CPI有上升的态势，但货币政策不应该受制于猪肉单一价格的上涨带来的结构性通胀，中长期来看中国经济更多面临通缩风险。明年逆周期调节的力度可能会进一步加大，财政和货币政策相互配合同时发力。我们预计明年春节前央行可能会开展定向降准，总体来看明年MLF和OMO预计下调20BP，LPR预计下调30BP，货币政策保持小幅宽松的态势。

● 风险提示：通胀上行超预期、逆周期调节不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

一、MLF 和 OMO 利率联动下调是本次 LPR 下调的基础

11 月以来，央行累计开展 MLF 操作 6000 亿元，利率 3.25%，较之前下调 5BP。本周央行累计开展逆回购操作 3000 亿元，利率 2.50%，较之前下调 5BP。这一系列操作为 LPR 下调提供了价格的指引，也提供了数量的保障。本周 OMO 利率下调符合我们之前判断，因为当前我国商业银行出现明显的流动性分层问题，同业存单发行利率有所上行，中小银行负债压力较大，这会进而加大中小企业融资难题。所以央行在下调 MLF 利率之后，联动下调 OMO 利率，通过降低银行间市场融资成本来保障商业银行负债成本全面下行，进而推动 1 年期和 5 年期 LPR 利率下行。

二、三季度逆周期调节力度不达预期，需要进一步加快 LPR 改革进度

三季度一般贷款加权利率不降反升，这与央行降低实体经济融资成本目标背道而驰。我们觉得有这么几方面原因：首先，三季度 LPR 改革刚刚起步，改革效果还没能及时体现，9 月份新发生贷款中运用 LPR 定价的占比仅达到 46.8%，预计未来 LPR 定价的新增贷款占比仍有提高空间。而且 9 月份社融数据超预期更多与商业银行在 LPR 下调之前“抢贷款”有关，并不能作为融资回暖的证据。其次，9 月份仅下调 1 年期 LPR，并未下调 5 年期 LPR。在我国金融机构贷款中，中长期贷款余额规模远高于短期贷款余额，相比之下下调 5 年期 LPR 利率对于降低贷款加权平均利率能起到更明显的效果。

三、1 年期和 5 年期 LPR 同时下降意味着逆周期调节力度加大

本次 LPR 下调相比 9 月有更大信号意义，当前制约短期贷款放量的主要原因是融资难问题，在中小银行面临流动性和资本约束的背景下，短期贷款占比更高、违约风险更大的中小企业和民企更多面临融资难问题，下调短期贷款利率很难立即起到提振中小企业和民企信贷的作用。而制约长期贷款放量的主要原因是融资贵问题，长期贷款主要投向房地产和基建等领域，在房地产销售下滑、融资受限的背景下，房地产企业更希望利率下行以降低其融资成本。对于基建而言，基建贷款期限较长，融资成本更多与 5 年期 LPR 利率挂钩。我们预计明年基建投资较增速较今年有进一步提高，下调 5 年期 LPR 利率能配合基建投资发挥托底经济的作用。

四、预计未来会开启 MLF+OMO 联动下调/定向降准以引导 LPR 下行的模式

当前国内国外经济下行压力仍较大，房地产投资增速潜在下滑的可能和外需疲软会造成明年中国经济有进一步下探可能。对此，加大逆周期调节很有必要。尽管当前 CPI 有上升的态势，但货币政策不应该受制于猪肉单一价格的上涨带来的结构性通胀，中长期来看中国经济更多面临通缩风险。明年逆周期调节的力度可能会进一步加大，财政和货币政策相互配合同时发力。我们预计明年春节前央行可能会开展定向降准，总体来看明年 MLF 和 OMO 预计下调 20BP，LPR 预计下调 30BP，货币政策保持小幅宽松的态势。

风险提示

通胀上行超预期、逆周期调节不及预期。

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

毛健，民生证券研究院宏观固收组研究助理。上海财经大学经济学博士。4年央企汽车装配工艺设计经验，1年金融科技战略规划经验，2年股票私募投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系

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_8837

