



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



农银国际政策透视

新的利率传导机制形成后 利率下降周期开始

农银国际研究部
陈宋恩
2020年2月21日



目录

摘要	3
新贷款利率传导机制.....	4
MLF 和 LPR 利率趋势影响	4
MLF 与人民银行资产负债表管理的关系	5
债券市场仍预期进一步降息.....	6
人民币存款准备金率 (RRR) 趋势	6
主要经济体的中央银行资产负债表管理可能会发生重大变化	7
对住房市场的影响.....	8
美联储降低利率 如何影响美国住房市场.....	9
权益披露.....	11



新的利率传导机制形成后 利率下降周期开始

摘要

新贷款利率传导机制已经形成。中国人民银行通过调整中期借贷便利 (MLF) 利率来影响商业银行确定贷款市场报价利率 (LPR)。LPR 已成为银行确定对借款人贷款利率的参考基准利率。

市场仍预期进一步降息。自一月份新型冠状病毒爆发以来，资本市场一直期望人民银行降低利率以支持经济。正如预期的那样，人民银行在 2 月初将新一批 1 年期 MLF 利率降低了 10 个基点，商业银行亦在 2 月 20 日将 1 年期 LPR 降低了 10 个基点。然而债券市场对降息的预期更为积极，反映出他们对经济的担忧。1 月 23 日以来至 2 月 20 日，国债收益率曲线出现下移，债券市场预计整体降息约 20 个基点。因此，本周的 LPR 利率下调可能低于债券市场预期。换言之，本周 LPR 降息后，债券市场预计有需要将进一步降息。

不同的利率差距正在形成。我们的分析表明，不同的利率差距正在形成，例如 1 年期 LPR 减去 1 年期 MLF 利率差距减少或 5 年期 LPR 减去 1 年期 LPR 差距扩大，导致银行为未来业务调整方向和风险偏好。

降准的预期也已经形成。我们认为这不仅是为了稳定经济目的，亦是管理哲学的转变和对商业银行资源分配能力信任的增加，使商业银行在金融资源配置中发挥着更为重要的作用。

主要经济体的中央银行资产负债表管理在 2020 年可能会发生重大变化。过去两年，美联储缩减了资产负债表规模。与此同时，人民银行、欧洲央行和日本央行放慢了资产负债表的增长。但是美联储已在 2019 年第四季度开始扩大资产负债表规模，其他主要经济体的央行可能会在 2020 年效仿，至少不会收缩资产负债表。简而言之，全球流动性供应将有较大机会在 2020 年大幅增加。在 2020 年初，是时候锁定一些高收益和中风险资产。

个人住房贷款业务集中度风险增加，导致系统性风险增加。5 年期 LPR 下降幅度很小，所以个人住房贷款利率预计下降 5 个基点，我们预计加权平均个人住房贷款利率可能降至 5.50%，比 5 年期 LPR 高 75 个基点。我们关注的不是个人住房贷款利率够不够低，而是担心个人住房贷款的供应增速接近极限，需要大幅降低增速。个人住房贷款余额占金融机构人民币贷款余额的比例从 2013 年的 13% 升至 2019 年接近 20%。业务集中度风险增加，导致系统性风险增加。我们相信央行和监管部门已经意识到了这业务集中度风险问题。考虑到今年的特殊情况，监管机构可能会在明年采取行动。

灰犀牛风险：我们不排除在不久的将来银行将个人住房贷款业务集中度降低的可能性。如果银行将个人住房贷款的增长放慢到低于总人民币贷款增长从而降低业务集中度风险，这将对未来几年房地产开发商的住房销售产生非常不利影响。房地产开发商需要尽快处理这“灰犀牛”风险。



新贷款利率传导机制

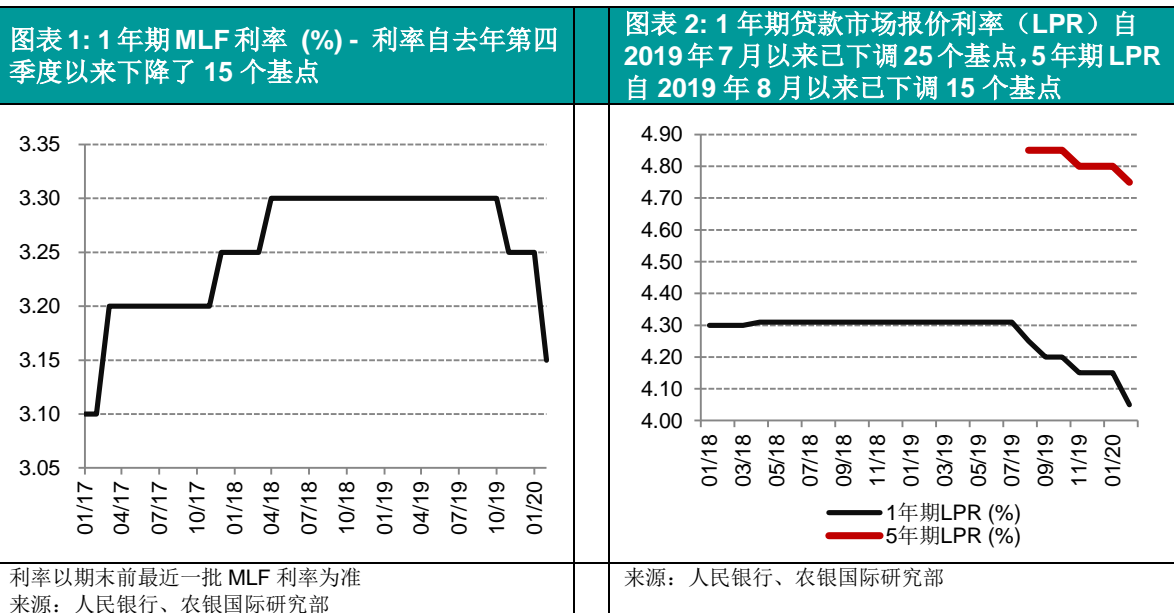
以前，基准贷款利率是由中国人民银行确定的。在新机制中，贷款市场报价利率（LPR）已成为银行提供的参考基准贷款利率。LPR 由银行决定，但银行的 LPR 的形成是参考人民银行中期借贷便利(MLF)利率。人民银行通过调整 MLF利率来影响商业银行确定 LPR。

根据人民银行，LPR 由各报价行按公开市场操作利率（主要指中期借贷便利利率）加点形成的方式报价，由全国银行间同业拆借中心计算得出，为银行贷款提供定价参考。目前，LPR 包括1年期和5年期以上两个品种。LPR报价行目前包括18家银行，每月20日（遇节假日顺延）9时前，各报价行以0.05个百分点为步长，向全国银行间同业拆借中心提交报价，全国银行间同业拆借中心按去掉最高和最低报价后算术平均，并向0.05%的整数倍就近取整计算得出LPR，于当日9时30分公布，公众可在全国银行间同业拆借中心和中国人民银行网站查询。

MLF 和 LPR 利率趋势影响

人民银行向主要银行提供 MLF，以增加银行体系中的流动性，MLF的还款是从市场上撤回流动性。MLF 是一种货币市场流动性操作工具。因此，MLF的利率构成银行融资成本的一部分，从而影响银行每月确定 LPR。我们不仅关注利率的趋势，而且关注利率差距的变化。利差的变化将为以利润为导向的银行提供不同的动机来调整其业务和风险承受意欲。

利率下降趋势预期正在形成。一年期 MLF利率自去年第四季度以来下降了15个基点。人民银行2月份提供的最新一笔 1年期 MLF利率为3.15%。2月20日，1年期和 5年期LPR分别降低了10个基点和5个基点至4.05%和4.75%。1年期贷款市场报价利率（LPR）自2019年7月以来至2月20日已下调25个基点，5年期LPR自2019年8月以来至2月20日已下调15个基点。不均匀的下降导致利率差距发生不同的变化。

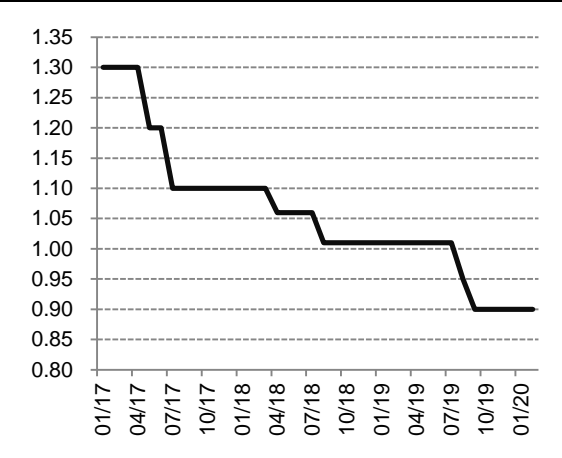


不同的利率差距正在形成，导致银行为未来业务调整方向和风险偏好。人民银行指示银行按照MLF利率方向对LPR利率定价，LPR-MLF 利差正在缩小，抑制了银行贷款业务的盈利。1年期LPR - 1年期MLF利差从2017年初的130个基点降至2020年2月的90个基点。为了弥补LPR-MLF 利差缩小的不利因素，银行可以增加对贷款客户的信用利差或增加资产负债期限错配，以提高盈利能力。另一方面，5年期LPR- 1期年LPR的利差正在扩大，差距从2019年8月的60个基点扩大到2020年2月的70个基点。扩大利率差距将鼓励以盈利为导向的银行增加长期贷款业务



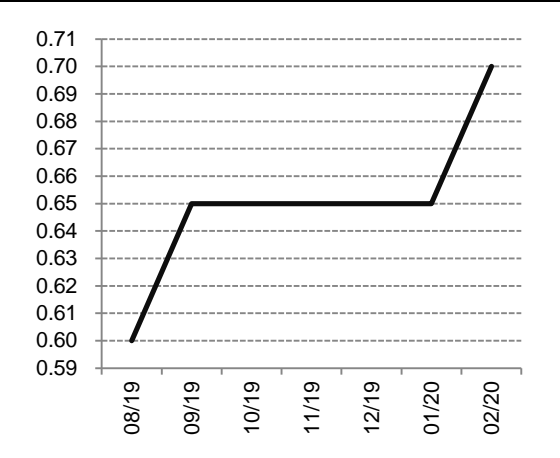
比重。

图表 3: 利率差距 (1 年期 LPR - 1 年期 MLF) 正在缩窄



来源: 人民银行、农银国际研究部

图表 4: 利率差距 (5 年期 LPR - 1 年期 LPR) 正在扩大



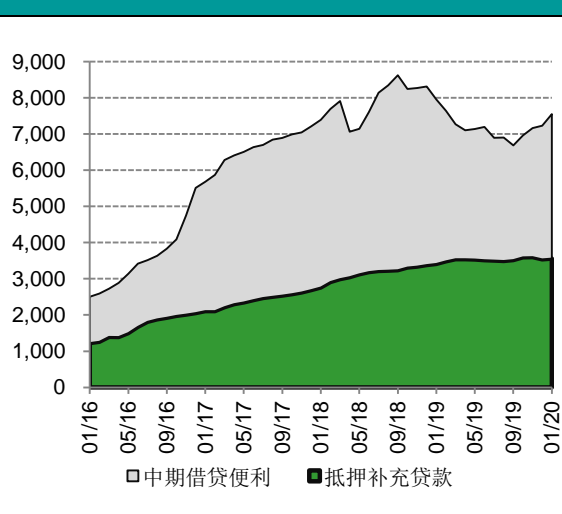
来源: 人民银行、农银国际研究部

MLF 与人民银行资产负债表管理的关系

当前, 有两大影响经济的货币市场操作工具。一个是中期借贷便利 (MLF), 另一个是抵押补充贷款 (PSL)。这两个工具是人民银行用于向银行系统提供中长期流动性, 然后再传递给实体经济。因为它们的未偿金额巨大, 所以我们说它们是主要的货币市场操作工具。截至2020年1月底, MLF的未偿余额为39,900亿元人民币, PSL的未偿余额为35,740亿元人民币, 其总额约占人民银行总资产的20%。商业银行需要管理其资产负债表, 央行也需要。

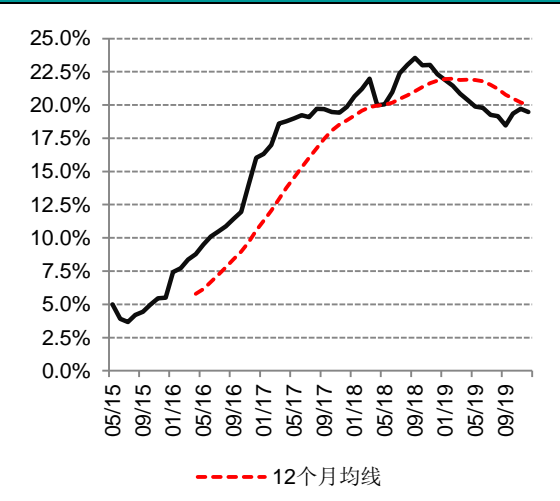
自2019年第4季度以来, 人民银行增加了对银行系统的MLF供应, 我们预计人民银行将在2020年上半年继续增加对市场的MLF供应, 以增加对银行系统的中期流动性供应。自2019年以来, 人民银行已开始放慢向政策性银行PSL余额的增长, 但没有信号表明央行会减少PSL余额。

图表 5: 中期借贷便利 (MLF)与抵押补充贷款 (PSL)余额 (10 亿元人民币)



来源: 人民银行、农银国际研究部

图表 6: MLF 和 PSL 占人民银行总资产从 2015 年的 5% 上升至近 20%, 导致银行系统过于依赖这两种工具来获取中长期资金



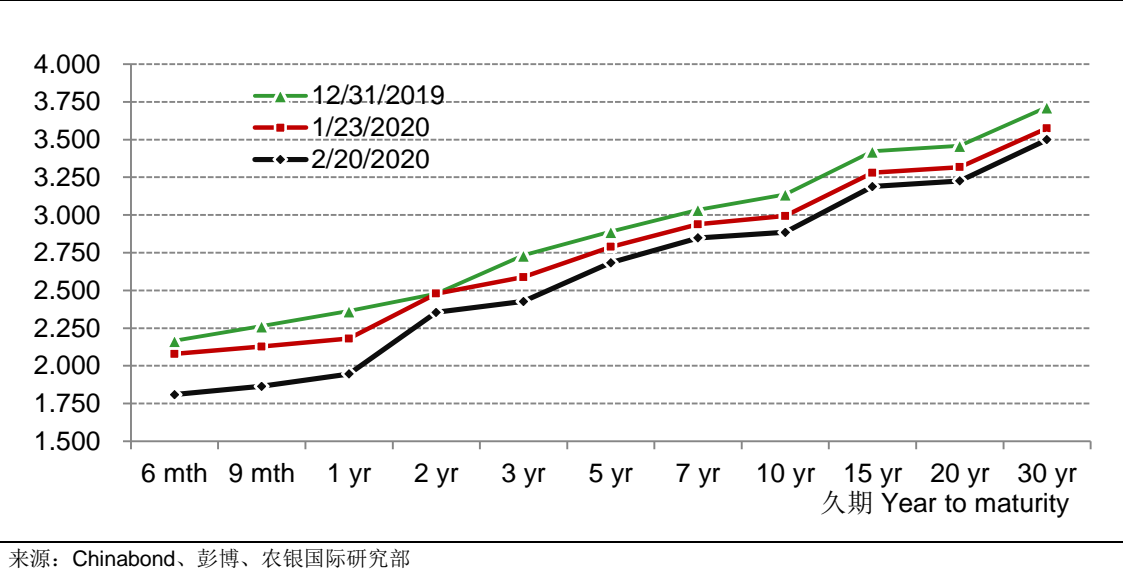
来源: 人民银行、农银国际研究部



中国债券市场仍预期进一步降息

在中国国债市场，1月23日以来至2月20日，国债收益率曲线出现下移，1年期和2年期国债收益率分别下降24个基点和13个基点。6月期和9月期债券收益率同期分别下降27个基点和26个基点。债券市场预计整体降息约20个基点。因此，本周的LPR利率下调可能低于债券市场预期。换言之，本周LPR降息后，债券市场预计将进一步降息。

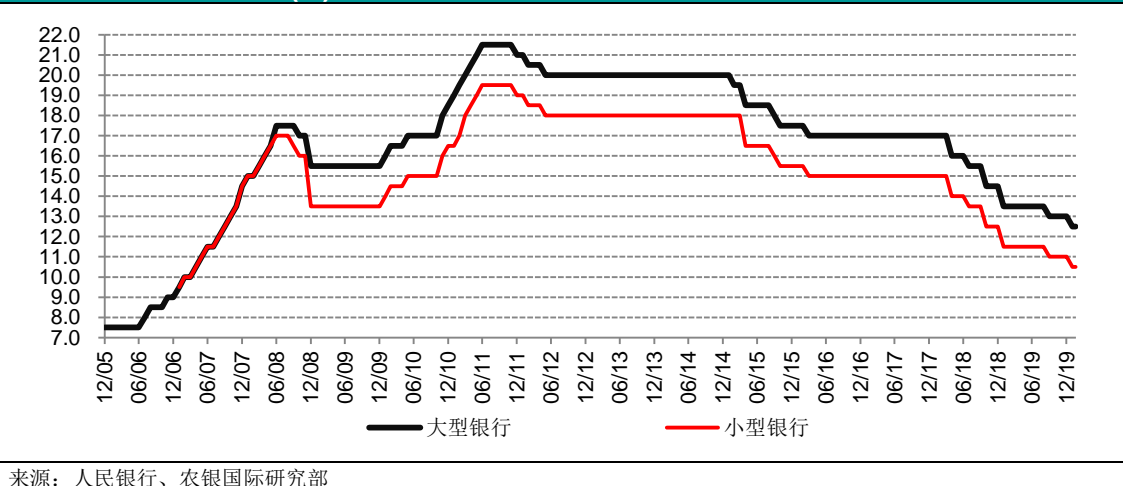
图表 7: 在不同的时间点中国国债收益率曲线 (到期年收益率 %) - 收益率曲线出现下移



人民币存款准备金率 (RRR) 趋势

RRR 趋势正在下降。我们相信人民银行下调存款准备金率，以使银行有更大的灵活性和效率来使用其存款资源。这不仅是为了稳定经济目的，亦是管理哲学的转变和对商业银行信任的增加，使它们在金融资源配置中发挥着更为重要的作用。然而，存款准备金率的持续下降，尤其是连续或大幅下调存款准备金率，将给人民银行的资产负债表管理带来挑战。例如，在短时间内大幅度或连续削减RRR，人民银行需要降低其资产规模（例如降低MLF或SLF），这将抵消降准的积极作用。

图表 8: 存款准备金率 (%) 趋势

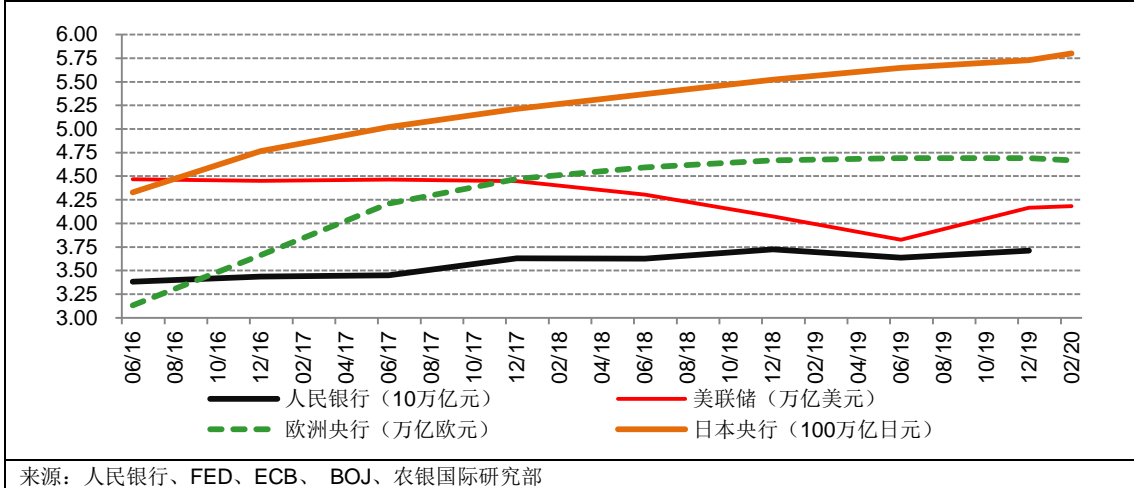




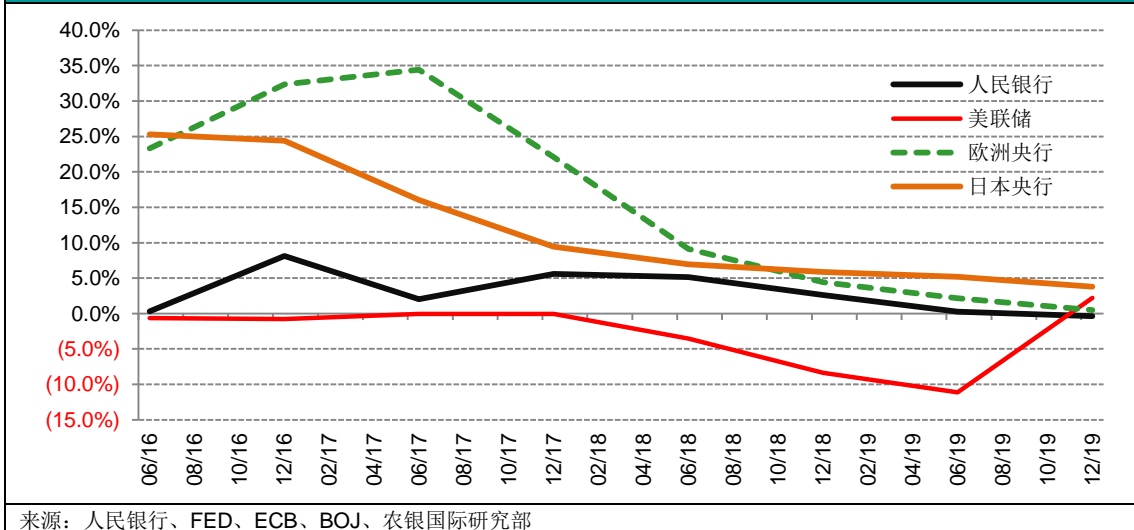
主要经济体的中央银行资产负债表管理可能会发生重大变化

主要经济体的中央银行资产负债表管理在2020年可能会发生重大变化。过去两年，美联储缩减了资产负债表规模。中国人民银行，欧洲央行和日本央行放慢了资产负债表的增长。但是美联储已在2019年第四季度开始扩大资产负债表规模，其他主要经济体的央行可能会在2020年效仿，至少不会收缩资产负债表。简而言之，全球流动性供应将有较大机会在2020年大幅增加。在2020年初，是时候锁定一些高收益和中风险资产。

图表 9: 中央银行总资产趋势



图表 10: 央行资产表同比变动 - 美联储资产负债表从收缩到扩张





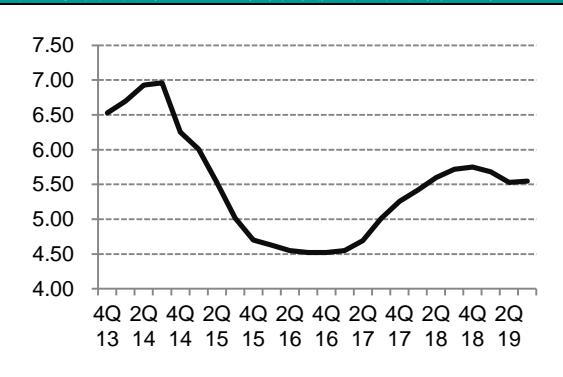
对住房市场的影响

5年期LPR下降幅度很小，所以个人住房贷款利率预计下降5个基点，加权平均个人住房贷款利率可能降至5.50%，比5年期LPR高75个基点。我们关注的不是个人住房贷款利息不够低，而是担心个人住房贷款的供应增速接近极限，需要大幅降低增速。

多年以来，个人住房贷款余额增长远远高于总贷款余额增长，导致个人住房贷款业务集中度风险大幅增加。个人住房贷款余额占金融机构人民币贷款余额的比例从2013年的13%升至2019年接近20%。业务集中度风险增加，导致系统性风险增加。我们判断人民银行和监管机构需要采取预先防范的措施，以避免集中度风险进一步的增加。

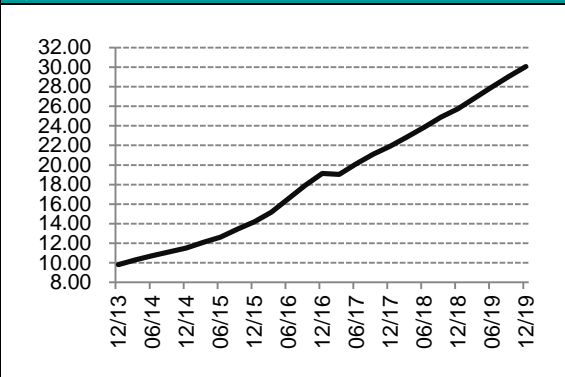
灰犀牛风险：从风险管理的角度来看，我们判断银行在可预见的将来可能不允许个人住房贷款业务集中度比率攀升至20%以上。我们不排除在不久的将来银行将比率降低的可能性（即个人住房贷款余额增长远低于总贷款余额增长）。如果银行将个人住房贷款的增长放慢到低于总人民币贷款增长从而降低业务集中度风险，这将对未来几年房地产开发商的住房销售产生非常不利影响。楼市深度调整风险将会增加。随后，房地产开发商的还款能力将下降。房地产开发商需要尽快处理这“灰犀牛”风险。

图表 11: 季度加权平均住房抵押贷款利率 (%) - 因 5 年期 LPR 下降幅度小, 所以住房抵押贷款的贷款利率 2020 年首季度预计下降 5 个基点



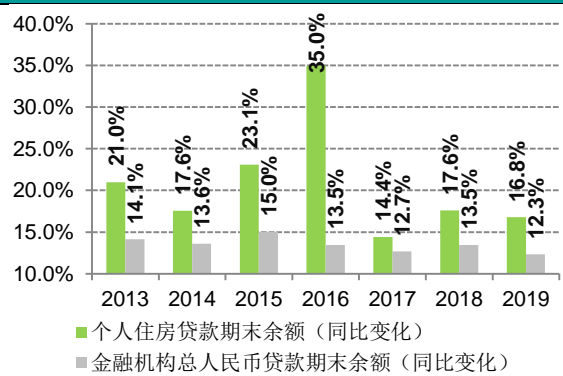
来源: 人民银行、农银国际研究部

图表 12: 个人住房抵押贷款余额 (人民币万亿元) - 个人住房贷款余额 30.07 万亿元, 同比增长 16.8%



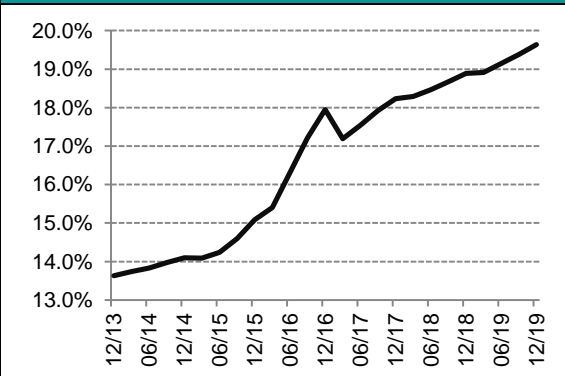
来源: 人民银行、农银国际研究部

图表 13: 个人住房抵押贷款余额增长远远高于总贷款余额增长, 导致住房抵押贷款业务集中度风险大幅增加



来源: 人民银行、农银国际研究部

图表 14: 个人住房抵押贷款余额占金融机构人民币贷款余额的比例升至接近 20%, 集中度风险增加, 导致系统性风险增加



来源: 人民银行、农银国际研究部



美联储降低利率 如何影响美国住房市场

在美联储于2019年下半年开始大幅下调利率后，资本市场普遍预期中国今年已进入降息周期以支持经济增长。购房者的观点可能与经济学家或分析师不一致。我们注意到美国利率周期如何影响美国房地产市场。这可能为判断2020年中国房地产市场提供参考。

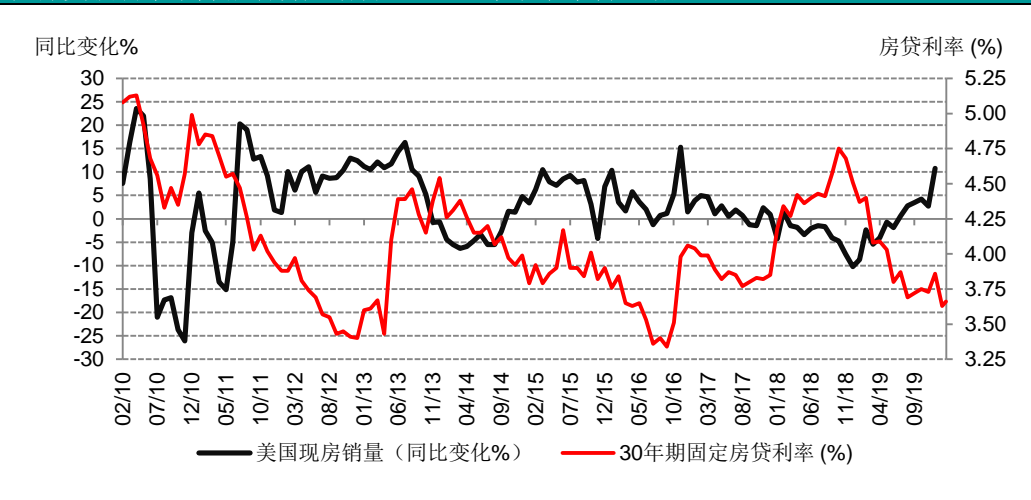
自2018年末以来，风险规避态度和美联储降息的预期是压低美国住房抵押贷款利率的催化剂。自2018年末以来，对经济放缓的担忧导致全球投资者购买高等级债券以规避风险。在2019年下半年，美联储将联邦基金利率范围从6月的2.25-2.5%下调了三次至1.50-1.75%，降幅为75个基点。这些因素导致政府机构发行的政府债券收益率和住房抵押贷款支持证券收益率下降。随后，购房者享受下降的房屋抵押贷款利率。

房屋抵押贷款利率下降促使购房者购买梦想中的房屋。30年期固定房屋贷款利率在2018年11月上旬达到4.82%的七年高位后开始下降，在2020年2月上旬降至3.64%，下降118个基点，比美联储降息幅度下降更多。美国现有房屋销售增长在2018年12月降至负10.23%的底部，并在2019年12月反弹至10.8%的同比增长。

现有房屋销售的复苏鼓励房屋建筑商建造新房屋。2019年12月建筑许可申请量同比增长40.8%。建筑支出增长已在2019年第四季度开始恢复。鉴于2019年末建筑许可申请量急剧增加，我们预计2020年房屋建筑活动将蓬勃发展。

全球债券投资者和美联储可能不会有意刺激美国房地产市场，但购房者将对利率下降做出相应反应，积极购买梦想中的家园，而房屋建筑商也将对房地产交易增加做出相应反应，增加建筑施工满足购房需求的增长。

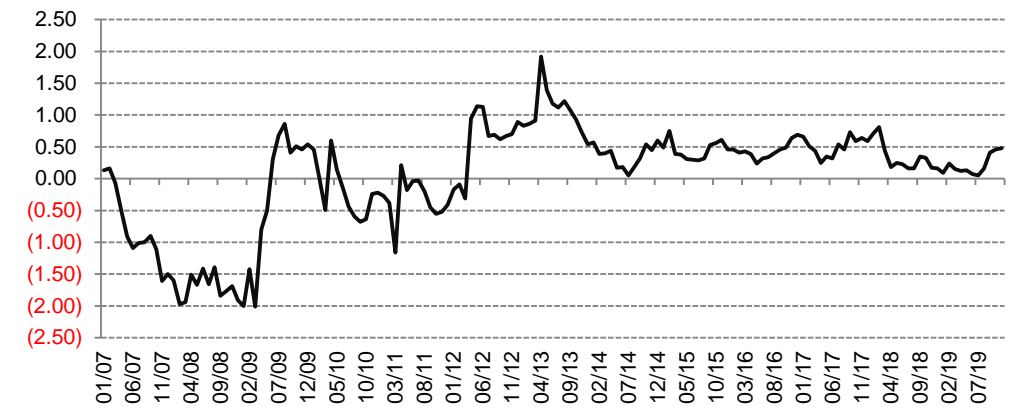
图表 15: 美国现房销量 (同比变化) 与 房贷利率 (%pa)
抵押贷款利率下降推动房屋销售量 2019 年下半年明显增加



来源: US Census Bureau、彭博、农银国际研究部

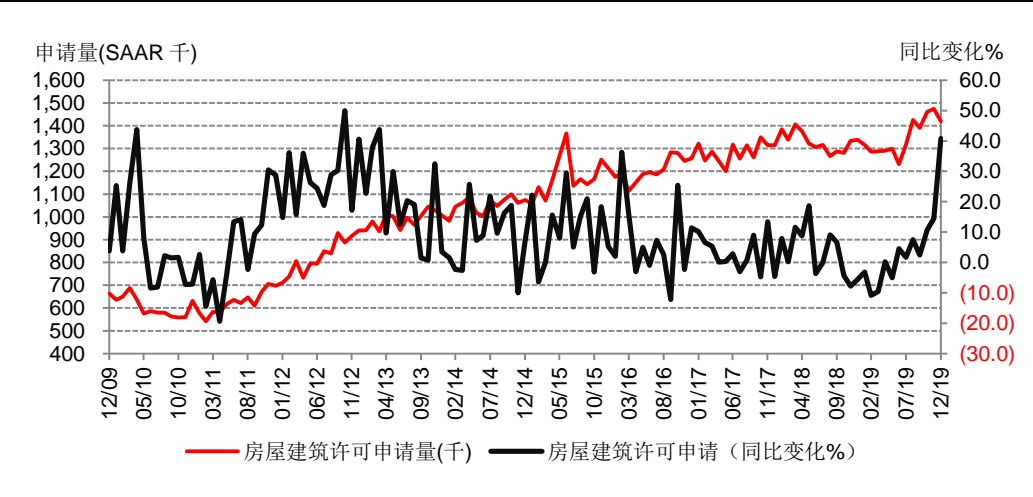


图表 16: 美国 20 个大城市房价 (环比变化%)
自 2012 年 4 月以来, 房价已录得连续 92 个月的环比正增长



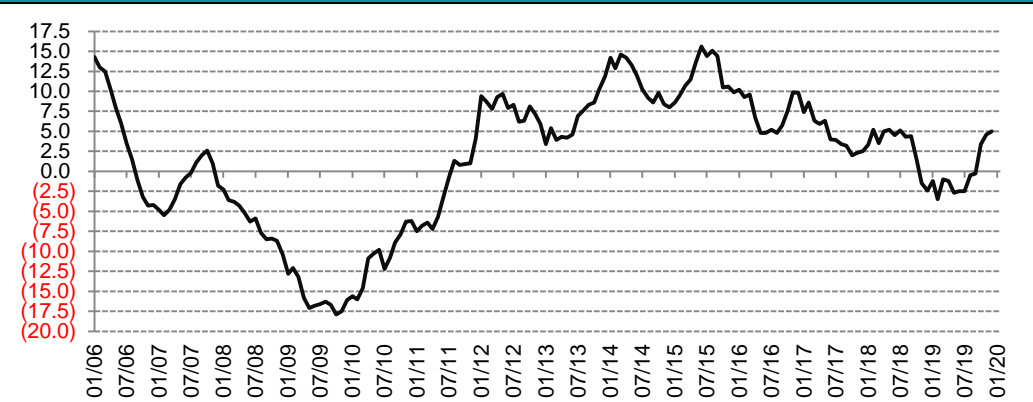
来源: S&P/Case-Shiller 20-City、彭博、农银国际研究部

图表 17: 建筑许可申请趋势
2019 年第四季度建筑许可申请的急剧增加将导致 2020 年建筑活动的强劲增长



来源: US Census Bureau、彭博、农银国际研究部

图表 18: 美国建筑支出变化 (同比变化%)
自 2019 年第四季度以来, 建筑支出增长恢复正增长



来源: US Census Bureau、彭博、农银国际研究部



权益披露

分析员，陈宋恩，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	负市场回报 (-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%）

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司
电话: (852) 2868 2183