

相关研究

《Export improved slightly, and inflation will trend downward》2019.08.18

《实体经济观察 2019 年第 31 期: 需求仍弱, 价格乏力》2019.08.15

《出口弱势改善, 通胀将趋下行》2019.08.11

为何是 LPR, 而非全面降息? ——海通宏观每周交流与思考

投资要点:

- **经济大而不强, 金融过于发达。**2018 年中国 GDP 名义总量为 13.6 万亿美元, 相当于美国的 2/3。2019 年, 中国有 129 家企业入围《财富》杂志世界 500 强, 超过美国的 121 家。但中国上榜企业的平均净资产收益率为 9.9%, 远低于美国的 15%。而且中国上榜企业的一半利润被银行占据, 而美国的银行只占 18% 的利润。原因或在于中国金融业过于发达。从 06 年到 16 年, 中国金融业占 GDP 的比重从 4% 升至 8% 以上, 超过美国、日本等的历史峰值。而金融业的大发展, 则源于金融危机之后举债发展的模式。
- **全面降息后患无穷。**由于实体经济负债高企, 一个自然而然的想法就是降低利率水平, 尤其是在 8 月份以来, 国内也出现了降息的呼声。但其实在 2015 年, 央行曾经在 1 年之内 5 次降息, 给出的理由就是降低社会融资成本, 缓解企业融资成本高的矛盾, 结果事与愿违, 2016 年以后, 中国的社会融资成本又重新开始上升。原因在于, 低利率刺激居民部门举债买房, 加杠杆使得货币和债务增速回升, 融资成本重新上升。因此, 全面降息受益的未必是实体经济, 而是房地产和金融行业。
- **去杠杆才降低利率。**因此, 真正想要降低实体经济的融资成本, 光靠降息是不够的, 必需控制住举债的规模, 这也是为什么在过去两年我们把去杠杆作为首要政策。经历了 2017、18 年的去杠杆之后, 中国的货币和债务增速大幅下降, 目前广义货币 M2 增速降至 8.1%, 银行业资产扩张增速降至 8% 以下, 都不到过去 10 年平均增速的一半。因为去杠杆, 中国全社会债务率停止了大幅上升, 中国全社会的融资成本开始重新下降, 原因在于去杠杆减少了无效的融资需求。
- **LPR 市场化降利率。**观察中国的各类利率走势, 在 18 年以来都有下降, 但是降幅却大不相同, 其中相对市场化的货币和债券利率, 降幅都在 100bp 左右, 而最重要的银行贷款平均利率, 在同期降幅并不明显。原因在于中国银行业的存款和贷款还不够市场化, 目前银行的 1 年期存款基准利率仅为 1.5%, 银行存款端成本仍有上升压力, 商业银行倾向于向市场转嫁这一成本。过去中国也有 LPR, 但实际报价被少数大行垄断而失去意义, 而本轮 LPR 改革的意义在于引入竞争和处罚机制, 通过增加中小银行报价, 浮动利率报价和 MPA 考核的方式, 来让银行贷款利率反映市场资金成本的变化。
- **长期利好企业部门。**在我们看来, 本次 LPR 改革长期最为利好的是中国的企业部门。理由是目前在商业银行发放的三大类贷款中, 企业贷款成本是最高的, 这也意味着其下降空间最大。而且从贷款和企业债券利率的比较来看, 贷款利率的下降空间也很大。而且考虑到企业部门债务占 GDP 的比重接近 150%, 贷款利率的下降将极大改善企业的融资成本, 增加其盈利能力, 真正实现金融反哺实体经济。与此相应, 从资本市场来看, LPR 改革长期利好的是股市中的非金融企业, 而债市中的信用债和可转债也会从中受益。

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

分析师:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

证书:S0850519070003

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

联系人:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

目 录

1. 每周交流与思考.....	4
2. 经济：工业生产改善.....	15
3. 物价：通胀趋于下行.....	15
4. 流动性：改革方式降利率.....	16
5. 政策：减税而非刺激.....	16
6. 海外：美债收益率曲线倒挂，欧央行官员释放宽松信号.....	16

图目录

图 1	美日德 10 年期国债利率 (%)	4
图 2	中国与美国的 GDP 和购买力平价 GNI 比值	5
图 3	中美入围《财富》世界 500 强企业数量 (个)	5
图 4	中美入围《财富》世界 500 强各类企业平均利润 (亿美元)	6
图 5	中美日金融业增加值占比 GDP	6
图 6	中国 GDP、中国银行业总资产及银行业总资产/GDP 比值	7
图 7	中国企业资产/GDP 与中国企业债务/GDP	7
图 8	15 年大幅降息, 16 年后贷款利率回升 (%)	8
图 9	金融机构房贷利率及居民购房贷款增速 (%)	9
图 10	中国非金融部门、居民部门债务率	9
图 11	中国金融机构资产增速及广义货币 M2 增速 (%)	10
图 12	中国社融与 M2 增速差及 10 年期国债利率 (%)	10
图 13	10 年期国债利率与 7 天回购利率 (%)	11
图 14	票据利率、5 年期 AA 级企业债利率 (%)	11
图 15	银行一般贷款利率及房贷利率 (%)	12
图 16	四大行平均生息资产收益率及计息负债成本 (%)	12
图 17	人民币贷款基准利率与 LPR (%)	13
图 18	新的 LPR 利率形成机制	14
图 19	企业一般贷款利率、房贷平均利率及票据融资利率 (%)	14
图 20	银行自主贷款利率与 5 年期 AA 级企业债利率 (%)	15

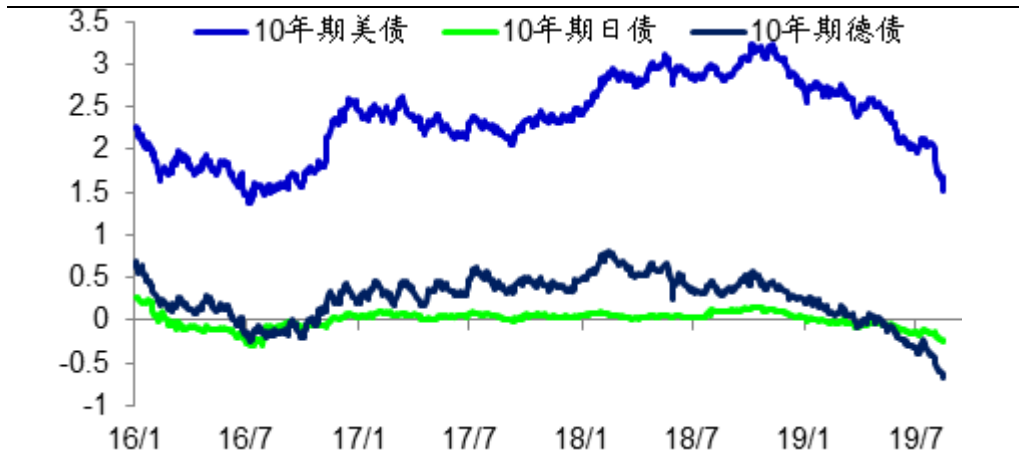
表目录

表 1	2019 年 LPR 报价行成员	13
-----	------------------	----

1. 每周交流与思考

上周，由于德国 2 季度经济出现负增长，引发欧洲经济衰退担忧，全球利率又是降声一片。德国 10 年期国债利率降至-0.69%，创下历史新低。日本 10 年期国债利率降至-0.23%，距离 16 年创下的-0.3%的历史最低点仅 7bp。美国 10 年期国债利率降至 1.56%，距离过去 100 年 1.37%的历史最低点也仅一步之遥。

图1 美日德 10 年期国债利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

今年以来，先后有 20 多个经济体宣布降息，并且在 7 月末美联储正式宣布降息以后达到高潮，有 10 多个经济体紧跟着美国宣布了降息政策。

相比之下，中国的货币政策始终保持稳健。央行二季度货币政策报告表示，面对全球经济在中长期内保持中低速增长的可能性，在政策应对上，要坚持以我为主，适当兼顾国际因素，在多目标中把握好综合平衡，保持定力，做好中长跑的打算。从央行公开市场操作来看，逆回购招标利率、中期借贷便利利率等官方利率始终保持稳定，没有释放任何降息的信号。

上周的国务院常务会议表示，坚持用改革办法，促进实际利率水平明显下降，并努力解决“融资难”问题，未来要改革完善贷款市场报价利率形成机制。而央行也在第一时间宣布完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。

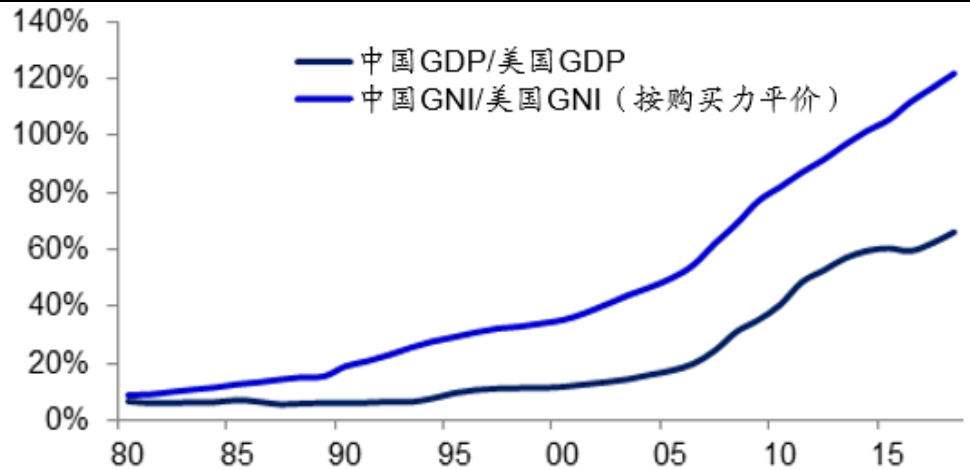
为什么是 LPR 而非全面降息？

一、中国经济大而不强

经济规模接近美国。

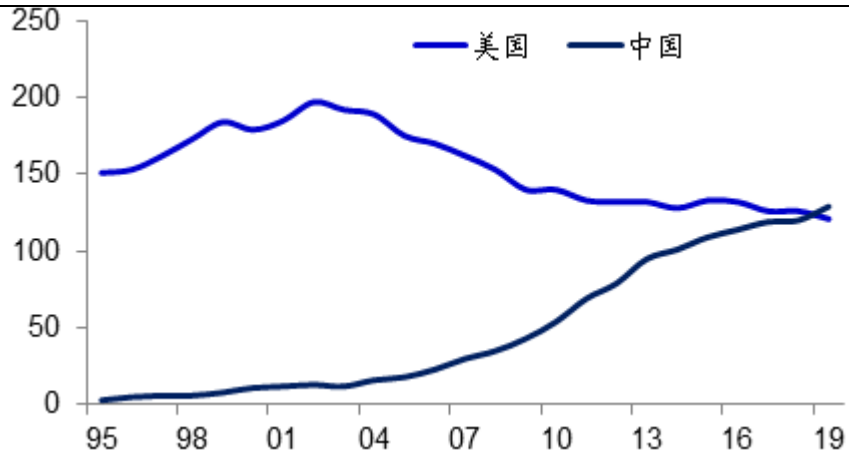
我们知道，自从美国总统特朗普上台以后，就发动了针对中国的经贸摩擦，而且从贸易领域升级到了科技和金融领域。其背后的一个重要原因，就是中国经济的发展太快，对美国形成了巨大的挑战。

根据世界银行的统计，截止 2018 年，中国 GDP 名义总量为 13.6 万亿美元，相当于美国 20.6 万亿美元的 66%。但是从购买力平价 GNI（国民总收入）的角度来看，中国早在 2014 年就超过了美国，2018 年中国经济总量是美国的 1.22 倍。

图2 中国与美国的 GDP 和购买力平价 GNI 比值


资料来源：Wind，海通证券研究所

体现中国经济发展的另一个重要榜单是世界 500 强企业的数量。2019 年 7 月，《财富》杂志发布了 2019 年世界 500 强企业排行榜，中国入围 129 家，超过美国的 121 家，首次排名全球第一。而在 20 年以前，中国的入围企业不到 10 家，美国则接近 200 家。

图3 中美入围《财富》世界 500 强企业数量 (个)


资料来源：《Fortune》杂志，海通证券研究所

因此，无论从宏观的经济总量指标，还是微观的世界级大企业数量指标，中国都已经接近美国。

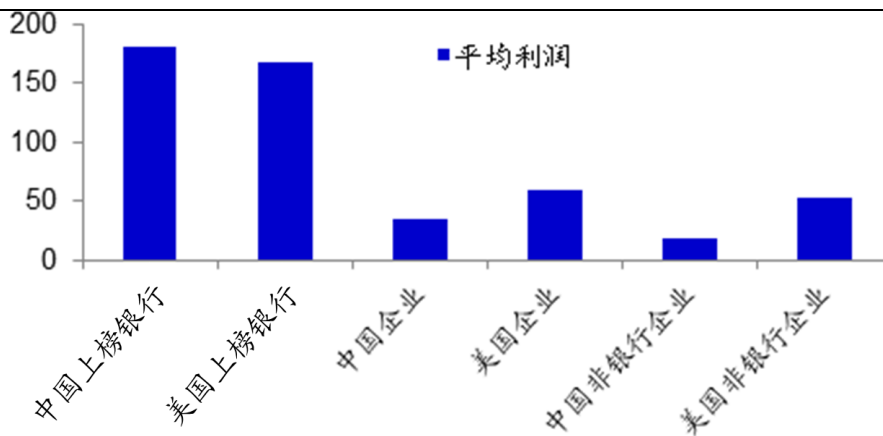
企业利润相差甚远。

但是，从质量指标来比较中美经济，我们依然与美国存在巨大的差距。

从世界 500 强上榜企业来观察，19 年中国大陆上榜企业 119 家，平均销售收入为 665 亿美元，平均利润为 35 亿美元。而美国上榜企业 121 家，平均销售收入 779 亿美元，平均利润 60 亿美元。中国和美国上榜企业在营收规模上差距不大，但在利润上的差距则接近一倍。

而在中国的上榜企业中，11 家上榜银行的平均利润高达 181 亿美元，银行业赚取了接近一半的利润，扣除银行利润之后，其他 108 家上榜企业的平均利润只有 19.2 亿美元。而美国上榜银行利润只占企业总利润的 18%，扣除银行以后其他 113 家上榜企业的平均利润仍有 52.8 亿美元，是中国企业的近 3 倍。

图4 中美入围《财富》世界 500 强各类企业平均利润 (亿美元)



资料来源:《Fortune》杂志,海通证券研究所

从最重要的利润率指标来观察,19年中国上榜企业的平均净资产收益率(ROE)为9.9%,而美国上榜企业的平均净资产收益率高达15%。

从上市公司的数据来比较,也有类似的结果。截止2019年1季度,美国标普500指数ROE高达16.1%,而中国A股上市公司ROE仅为9.5%,在剔除掉高盈利的金融行业之后,中国A股非金融企业的ROE只有7.8%,仅相当于美国企业的一半。

也就是说,放眼全球,中国企业的规模已经很大了,但就是不太赚钱。而且中国的银行又把企业很大一部分利润拿走了,使得中国的实体企业更不怎么赚钱。

因此,对于中国经济而言,未来的发展目标也应该从做大变成做强。

二、金融行业过于发达

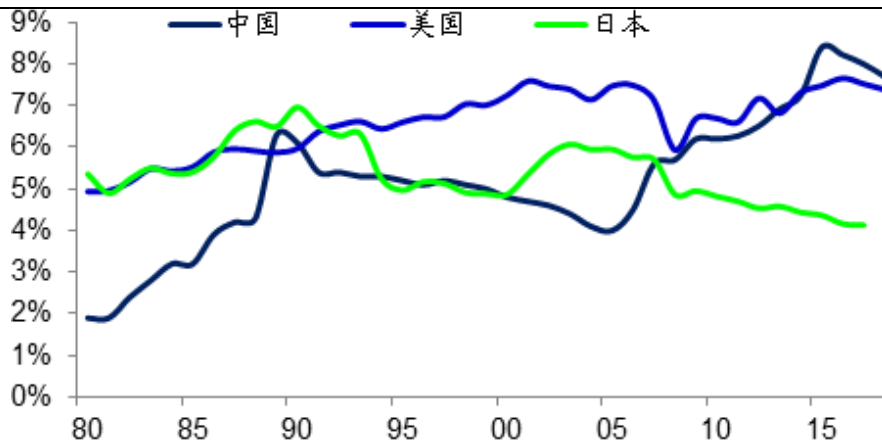
为何中国的企业规模很大,而且不赚钱?这应该与中国过于发达的金融业密切相关。

金融业占比太高,源于加杠杆。

从金融业占GDP的比重来比较,18年中国的占比高达7.7%,超过美国的7.4%和日本的4.1%。而在2015年,中国金融业占比曾经高达8.4%,而美国金融业占比的峰值也只有7.7%,日本在1990年的最高值仅为7%。

中国金融业占GDP比重上升的起点是2006年,从2006年到2016年,中国金融业占GDP的比重翻了一番。而金融业的大发展,则与金融危机之后举债发展的模式有关。

图5 中美日金融业增加值占比GDP

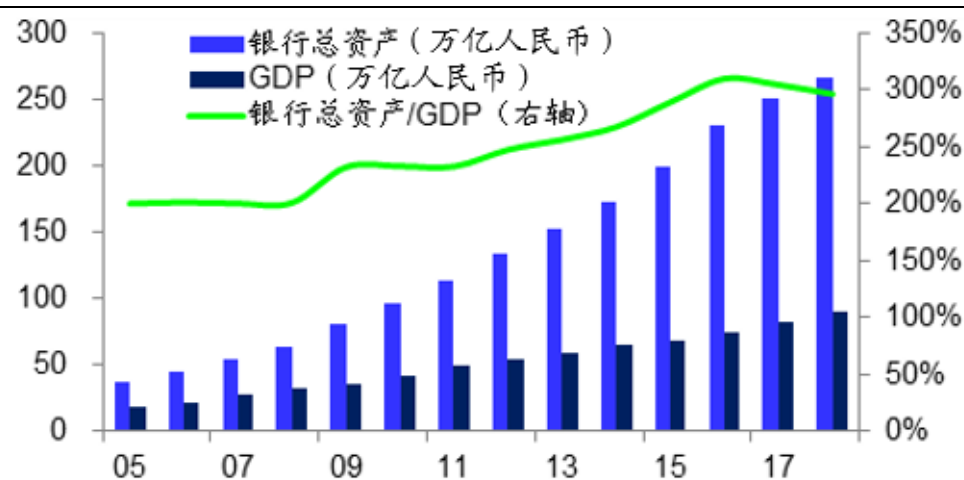


资料来源:Wind,海通证券研究所

自从 08 年开始，中国曾经加过三次杠杆，举债主体分别是居民部门、政府部门和企业部门，而每一次加杠杆，都伴随着货币高增，以及金融业的大发展。

在 2006 年时，中国银行业总资产是 44 万亿，到 2016 年上升至 230 万亿，年均增速高达 18%，远超同期 13% 的 GDP 名义增速，银行业总资产与 GDP 的比值从 06 年的 200% 升至 16 年的 310%。因此，中国金融业的大发展得益于举债加杠杆的发展模式。

图6 中国 GDP、中国银行业总资产及银行业总资产/GDP 比值



资料来源：Wind，海通证券研究所

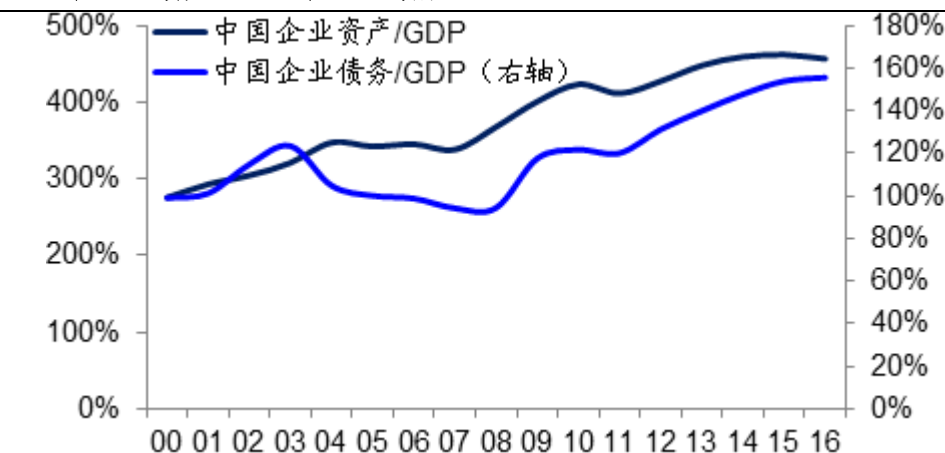
加杠杆做大企业，也压垮企业。

而中国企业的扩张，也是极大地受益于举债加杠杆。

根据中国社科院的估算，在 2006 年时中国非金融企业的总资产为 75.8 万亿，到 2016 年上升至 340 万亿，年均增速高达 16.4%。

与此同时，中国企业部门的债务开始大幅上升。在 2006 年时，中国企业部门一年的新增债务约为 3.8 万亿，到 09 年就超过了 10 万亿，此后一直保持在 10 万亿左右甚至以上规模。2006 年中国企业部门总债务为 21.7 万亿，相当于 GDP 的 100%。而到 2016 年中国企业部门总债务升至 116 万亿，占 GDP 的比重达到 156%。

图7 中国企业资产/GDP 与中国企业债务/GDP



资料来源：Wind，海通证券研究所

在 2018 年时，清华大学曾统计当时中国的社会融资成本高达 7.6%，其中贷款利率为 6.6%。假设企业部门债务占 GDP 的比重为 150%，社会融资成本平均为 7%，那么企业部门每年支付的融资成本就要占据 GDP 的 10%。

因此，加杠杆对于中国企业发展而言是一把双刃剑，一方面使得企业获得超常规的发展速度，但也使得企业负债高企，挤压了企业的利润空间。

三、全面降息后患无穷。

由于实体经济负债高企，一个自然而然的想法就是降低利率水平，让金融行业反哺实体，给企业减负。

尤其是在 8 月份以来，一方面美联储开始降息周期，海外降息不断，利率迭创新低；另一方面 7 月经济下滑，工业增速创新低，因而在国内也出现了降息的呼声，并一度引发了央行的辟谣。

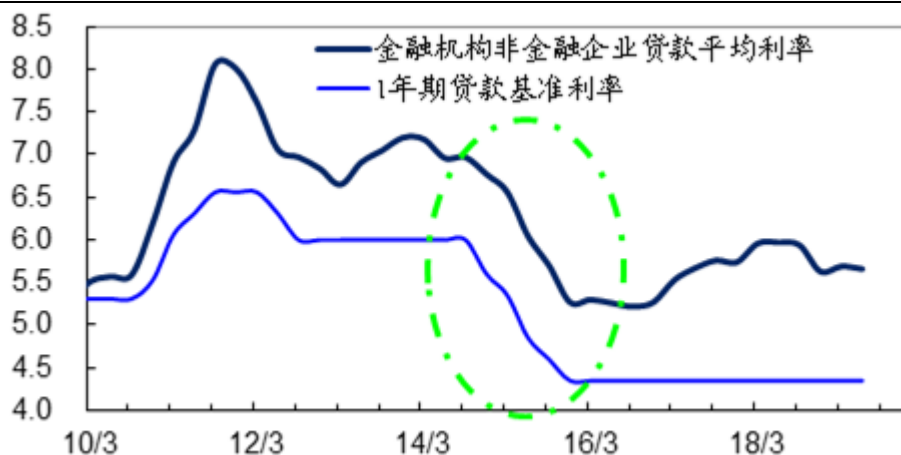
并不成功的尝试。

在我们看来，央行对全面降息慎之又慎是绝对正确的选择，因为市场往往是短视的，只看眼前而忽视长远利益。全面降息根本无助于降低中国的债务负担，因为就在 4 年之前，我们就曾经做过类似的尝试。

在 2015 年，央行曾经在 1 年之内 5 次降息，给出的理由就是降低社会融资成本，缓解企业融资成本高的矛盾。

然而从 2016 年以后，中国的社会融资成本又重新开始上升。从央行公布的贷款加权平均利率来观察，在 2015 年年末时为 5.27%，而在 18 年初最高升至 5.96%。

图8 15年大幅降息，16年后贷款利率回升（%）



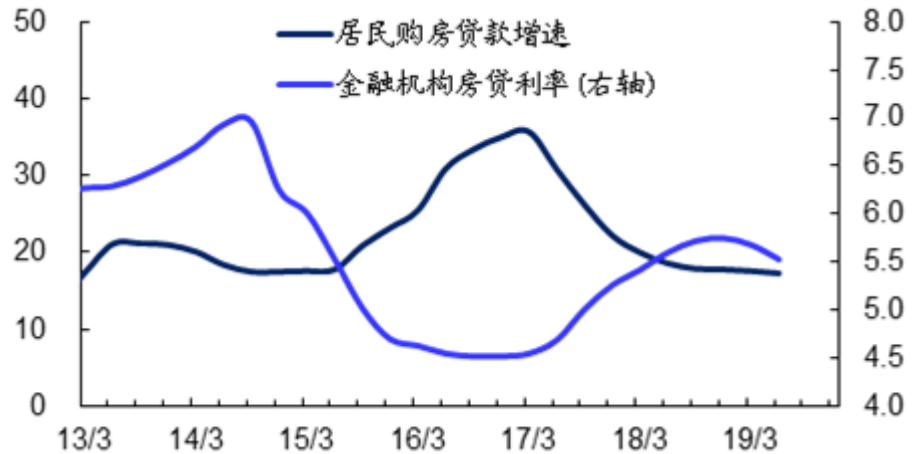
资料来源：Wind，海通证券研究所

降息刺激加杠杆。

为何降息之后的社会融资成本反而有所上升？

原因在于，经济并非是一个静态不变的系统，而是一个动态变化的过程。在 2015 年大幅降息之后，如果债务规模不变，那么全社会的融资成本自然降低了。但是由于利率大幅下降，刺激居民部门大幅举债买房，这使得中国全社会的债务率再度上升。

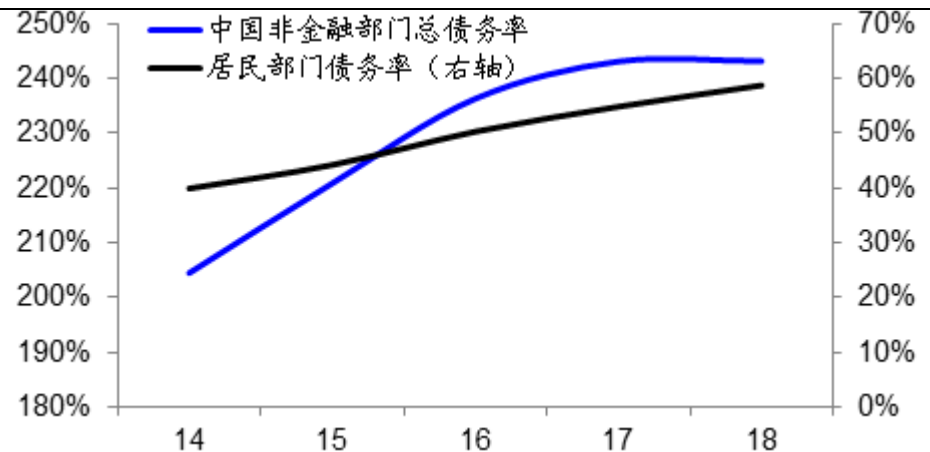
图9 金融机构房贷利率及居民购房贷款增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

在 15、16 两年间, 中国居民部门债务率从 40% 上升至 50%, 并推动中国全社会债务率从 204% 升至 236%。由于债务融资需求的大幅上升, 一方面刺激贷款利率重新回升, 另一方面也使得银行业再度高速扩张, 15 和 16 年两年的银行资产扩张速度平均为 15.7%, 远超同期 7.5% 的 GDP 名义增速, 并直接推动金融业占 GDP 的比重达到 8% 以上的历史顶峰。

图10 中国非金融部门、居民部门债务率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

因此, 如果有人建议全面降息, 大家不妨回忆这一段并不遥远的历史, 试想一下如果当前中国再度全面降息, 受益的到底是实体经济, 还是房地产和金融行业?

四、去杠杆才降低利率

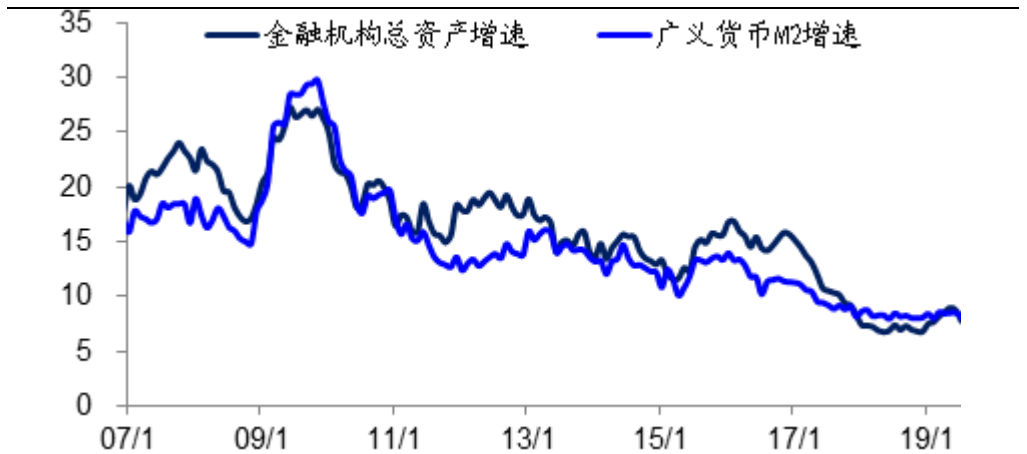
因此, 真正想要降低实体经济的融资成本, 光靠降息是不够的, 必需控制住举债的规模, 这也是为什么在过去两年我们把去杠杆作为首要政策。

货币增速大幅下降。

经历了 2017、18 年的去杠杆之后, 中国的货币和债务增速大幅下降。16 年底时中国的社会融资余额增速高达 15%, 而到 18 年末降至 10% 以下, 同期中国的 M2 增速从 11.3% 降至 8.1%。

如何理解去杠杆给中国货币发行带来的变化? 我们可以做一个简单的对比。在去杠杆之前, 2007-2016 年的十年间, 中国广义货币 M2 年均增速为 16.2%, 银行业的年均扩张增速为 18%。而在去杠杆之后, 广义货币 M2 增速降至 8.1%, 银行业资产扩张增速降至 8% 以下, 都不到过去 10 年平均增速的一半。

图11 中国金融机构资产增速及广义货币 M2 增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

也正是因为去杠杆, 中国全社会债务率停止了大幅上升, 目前稳定在 250% 左右, 其中企业部门债务率甚至略有回落, 降至 150% 以下。

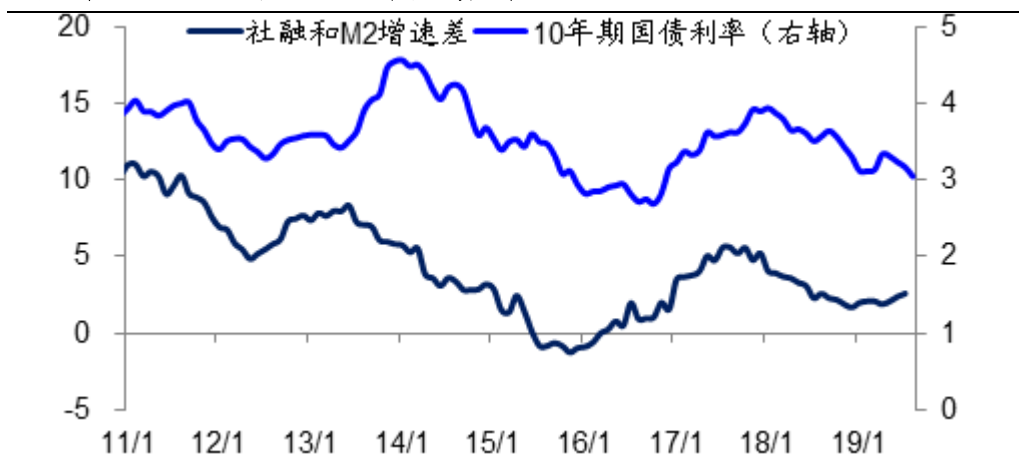
去杠杆降低利率。

记得在 18 年初, 当时的债券市场充满了担心, 很多人认为去杠杆会导致债券熊市, 因为理论上说去杠杆之后金融机构缺钱了, 借不到钱的话利率就会往上走。事后来看, 金融机构确实缺钱, 但是利率却是往下走了, 因为实体经济不需要那么多钱了。

因此, 恰恰是在去杠杆之后, 中国全社会的融资成本开始重新下降。自 18 年 2 季度以来, 央行公布的银行贷款加权平均利率从 5.97% 降至 19 年 6 月的 5.66%。

所以, 如果回头来看一下中国的利率走势, 比如说中国的 10 年期国债利率, 其下降从 18 年初就开始了, 而美国是 18 年末才开始下降。

图12 中国社融与 M2 增速差及 10 年期国债利率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

反过来说, 正是因为我们这一轮政策实施得当, 有效降低了市场利率水平, 同时大规模减税降费帮居民企业减轻了负担, 所以目前的政策就可以保持稳健, 不用像美国那样惊慌失措, 恨不得马上就大幅降息。

五、LPR 市场化降利率

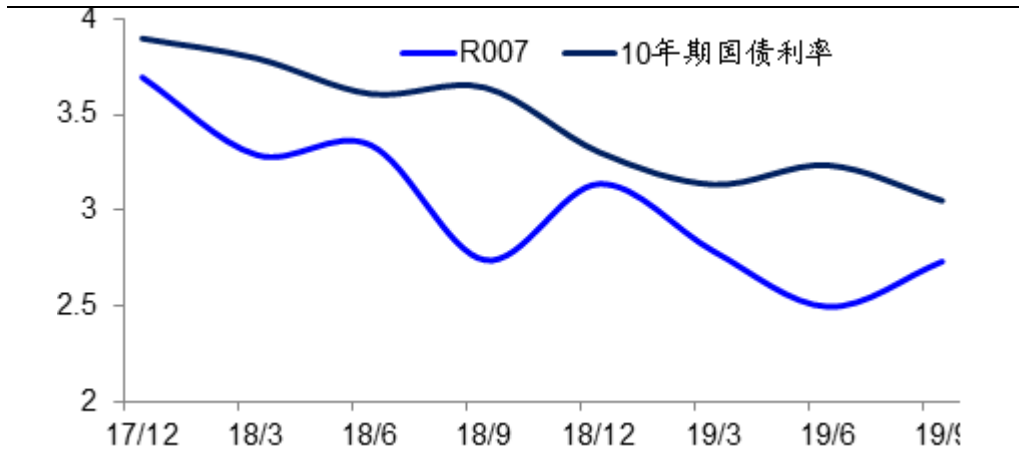
市场利率降得多。

观察中国的各类利率走势, 在 18 年以来都有下降, 但是降幅却大不相同。

其中相对市场化的利率，降幅都在 100bp 左右。

比如货币市场的 7 天回购利率 R007，在 17 年 12 月的均值高达 3.7%，到 19 年 8 月降至 2.73%，降幅约 100bp。债券市场中的 10 年期国债利率在 17 年 12 月的均值高达 3.9%，而 19 年 8 月降至 3.05%，降幅也有 85bp。债券市场中 5 年期 AA 级企业债利率从 5.81% 降至 4.56%，降幅达到 125bp。

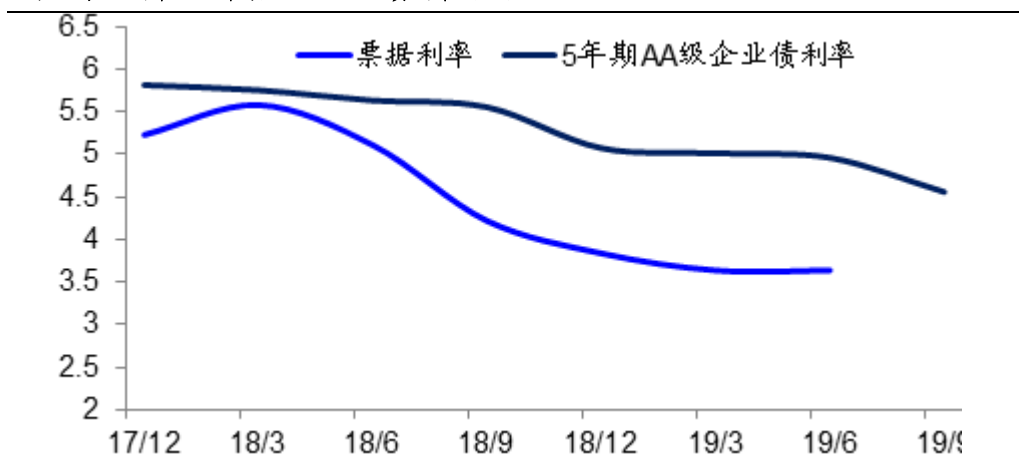
图13 10年期国债利率与7天回购利率(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

在央行公布的各类贷款利率中，票据利率也是市场化程度最高的，其降幅也非常明显。在 17 年末，票据融资平均利率为 5.23%，到 19 年 2 季末降至 3.64%，降幅达到 159bp。

图14 票据利率、5年期AA级企业债利率(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

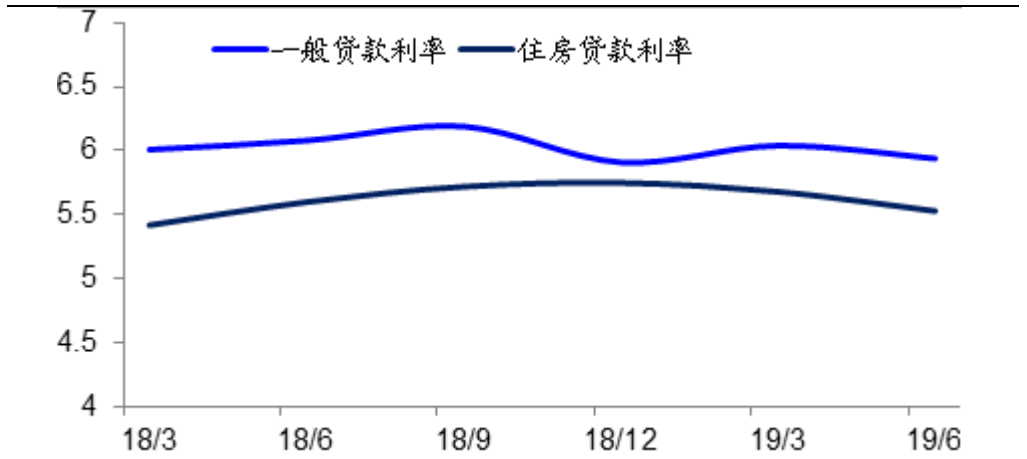
贷款利率降得少。

但是最重要的银行贷款平均利率，在同期降幅并不明显。

2017 年末的银行一般贷款平均利率为 5.8%，到 19 年 2 季末为 5.94%，反而有所上升。同期房贷利率则是从 5.26% 升至 5.53%。

也就是说，央行公布 2017 年末以来银行所有贷款平均利率从 5.74% 略降至 5.66%，主要靠的是票据利率从 5.23% 降至 3.64%，而银行其他贷款利率反而是上升的。

图15 银行一般贷款利率及房贷利率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

在 2018 年 3 季度, 银行一般贷款利率达到 6.19% 的峰值, 之后也开始下降, 但是其见顶以来的降幅也仅为 25bp, 远低于同期货币利率和债券利率的降幅。

存贷款利率市场化不够。

为什么贷款利率如此特立独行? 原因在于中国银行业的存款和贷款还不够市场化。

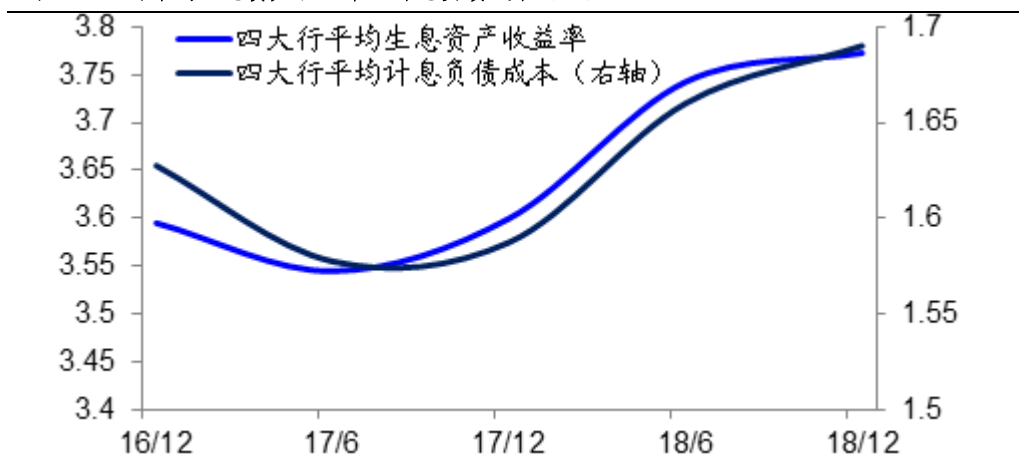
我们可以简单地把中国所有银行的业务分成两类, 一类是债券, 另一类是存贷款。其中债券市场业务是高度市场化的, 其融资来自于市场, 而投资也面向市场, 所以债券利率走势就和市场利率高度一致。

但是存贷款利率依然存在着高度的管制。过去, 央行对存贷款利率均设定基准利率, 并规定其只能在一定区间内浮动。随着利率市场化的推进, 2013 年 7 月, 央行全面放开了对贷款利率浮动的管制; 2015 年 10 月, 央行放开了对存款利率浮动的管制。也就是说, 目前央行仅保留了对存贷款基准利率的指导。

但由于央行设定的存款基准利率过低, 目前 1 年期存款基准利率为 1.5%, 而同样安全的货币基金收益率依然在 2% 以上, 这就使得银行在存款端的成本一直有上行压力。

从四大国有银行公布的负债成本来看, 从 17 年末到 18 年末的负债成本均有上升, 平均升幅为 10bp 左右。而为了弥补成本的上升, 其生息资产收益率平均上升了 17bp, 这就可以解释为何贷款利率难以下降, 因为存款利率仍有上升压力, 商业银行倾向于向市场转嫁这一成本。

图16 四大行平均生息资产收益率及计息负债成本 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

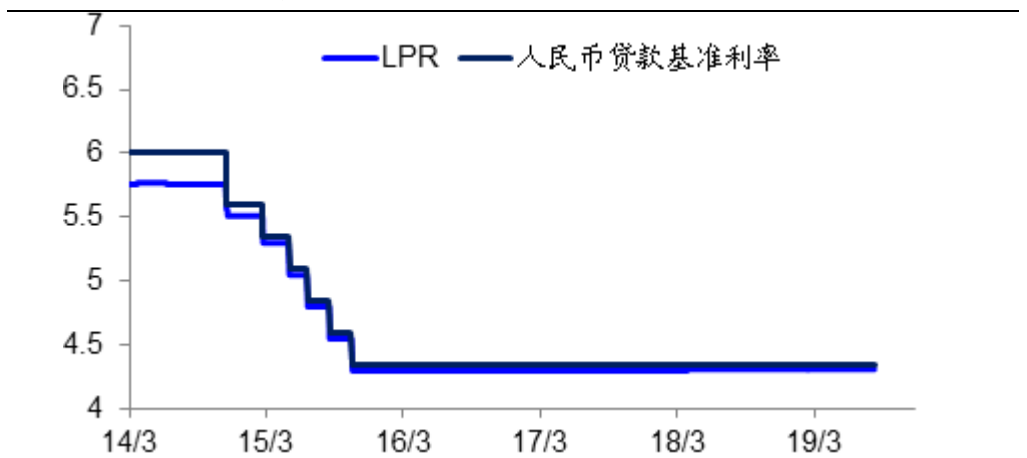
LPR 引入市场竞争。

从理论上说，商业银行的存贷款是两个分开的市场，即便存款利率有上浮压力，但如果商业银行的贷款需求不足，贷款利率也可以单独下行。

但是由于中国的银行业存在着高度的垄断和管制，少数国有大行以及股份制银行占据了绝大多数的市场份额，这就使得贷款利率的定价容易形成共谋行为，因为高贷款利率对所有银行都有利。

因此，央行在 2013 年就引入了贷款基础利率（LPR），希望通过商业银行公开报价的方式，在贷款领域引入市场竞争。但是从效果来看，LPR 自诞生以来就始终跟随贷款基准利率在报价。自从 2015 年 10 月份以后，LPR 一直保持在 4.3% 左右，和 4.35% 的贷款基准利率相差不远。最重要的是 LPR 没有波动，这就使得其与贷款基准利率失去差别。

图17 人民币贷款基准利率与 LPR (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

所以，这一次 LPR 报价方式的改革才是重点所在，其核心在于引入了竞争和处罚机制。

首先，最重要的是 LPR 增加了报价行。原有的 10 家报价行主要是 5 大国有银行和 5 大股份银行，这其实也是中国银行业的垄断势力，缺乏竞争的动力。但这一次 LPR 报价引入了 8 家中小银行，包括 2 家城商行、2 家农商行、2 家外资行和 2 家民营银行，它们代表了中国银行业的新势力，因而必然会给 LPR 报价引入竞争。

表 1 2019 年 LPR 报价行成员

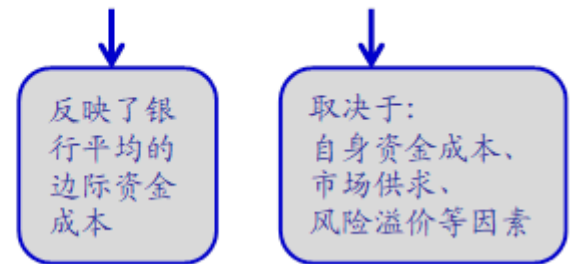
银行类型	报价银行
全国性银行 (原有报价银行)	中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、 中信银行、招商银行、兴业银行、浦东发展银行、中国民生银行
新增城商行	西安银行、台州银行
新增农商行	上海农村商业银行、广东顺德农村商业银行
新增外资银行	渣打银行(中国)、花旗银行(中国)
新增民营银行	微众银行、网商银行

资料来源：全国银行间同业拆借中心，海通证券研究所

其次，LPR 报价由固定利率报价改为浮动利率报价。在固定利率报价下，商业银行对 LPR 的报价必然习惯于挂钩贷款基准利率。但是按照新的 LPR 报价方式，必需采用 MLF 加点的方式，其中 1 年期 MLF 利率反映银行平均边际资金成本，加点主要取决于各行资金成本、市场供求、风险溢价等。因此按照浮动利率报价，就必然会给 LPR 引入波动，可以更好地反映金融市场利率走势。

图18新的 LPR 利率形成机制

$$1\text{年期LPR} = 1\text{年期MLF利率} + \text{加点}$$



资料来源：央行，海通证券研究所

而还有一点非常重要，央行将把银行的 LPR 应用情况及贷款利率竞争行为纳入宏观审慎评估 (MPA)，督促各银行运用 LPR 定价。这意味着如果未来有银行对 LPR 的定价长期失真，会招致央行的处罚，这反过来也会增加 LPR 的有效性。

而为了熨平对银行的冲击，央行明确要求各银行在新发放的贷款中主要参考 LPR 定价，并在浮动利率贷款合同中采用 LPR 作为定价基准，而存量贷款仍按原合同约定执行，也就是 LPR 主要针对增量贷款而非存量贷款。

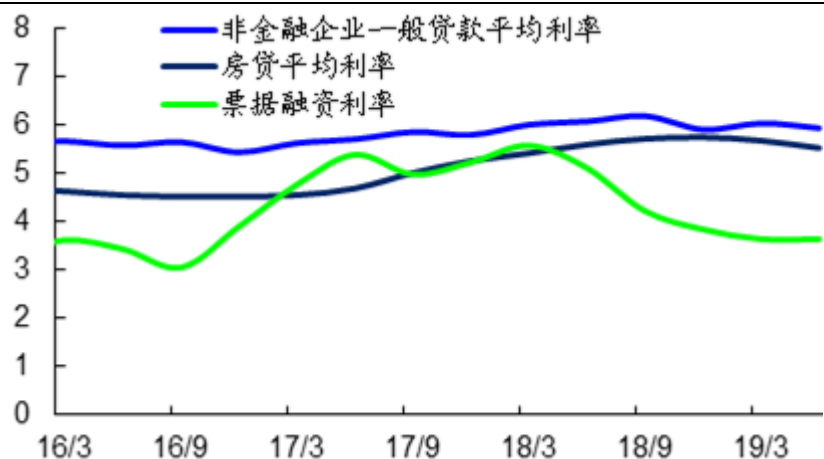
六、长期利好企业部门。

我们预计，在 LPR 机制运行平稳之后，央行未来在适当的时机正式取消贷款基准利率，从而真正实现利率两轨并一轨。

在我们看来，本次 LPR 改革长期最为利好的是中国的企业部门。

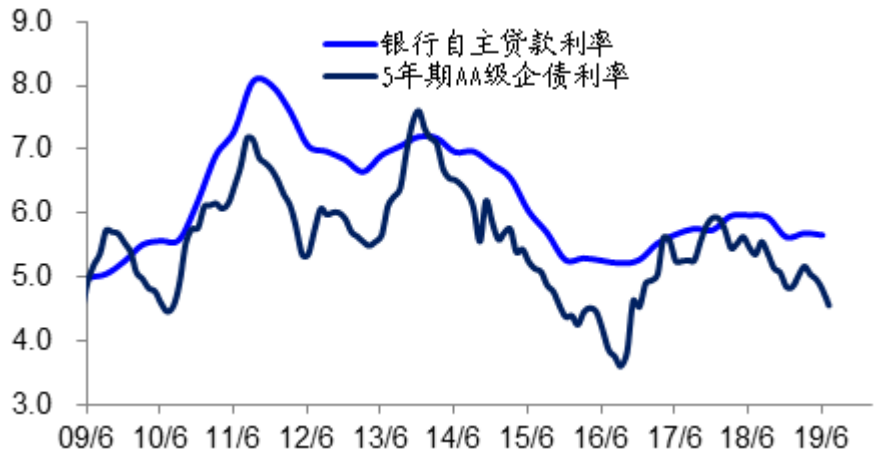
目前，在商业银行发放的三大类贷款中，票据利率平均是 3.64%，而居民房贷平均利率是 5.53%，而代表企业贷款成本的一般贷款利率为 5.94%。也就是说，企业的贷款成本是最高的。反过来说，如果实现贷款利率市场化，那么企业贷款利率的下降空间最大。

图19 企业一般贷款利率、房贷平均利率及票据融资利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

而从与债券市场的比较来看，在 17 年末，银行的一般贷款利率与 5 年期 AA 级企业债利率均为 5.8%，但是目前后者已经降至 4.56%，而前者还保持在 5.94%，这意味着银行的一般贷款利率存在着较大的下行空间。

图20 银行自主贷款利率与 5 年期 AA 级企业债利率 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

而且考虑到企业部门债务占 GDP 的比重接近 150%，贷款利率的下降将极大改善企业的融资成本，增加其盈利能力，真正实现金融反哺实体经济。

与此相应，从资本市场来看，LPR 改革长期利好的是股市中的非金融企业，而债市中的信用债和可转债也会从中受益。

2. 经济：工业生产改善

1) 需求依旧低迷。8 月上半月 4 个一线城市地产销售同比下降 12.4%，11 个二线城市地产销售同比上升 1.9%，16 个三四线城市地产销售同比上升 13.8%，与 7 月份相比，三四线城市销量增速基本稳定，但一二线城市销量增速明显回落。8 月上旬乘联会乘用车零售和批发增速分别为-31%和-32%，汽车销售依旧偏弱。

2) 工业生产改善。8 月前 16 天 6 大电厂发电耗煤增速降幅为 8.8%，比 7 月的-13.9% 明显收窄，意味着 8 月工业生产或有所改善。

3) 库存有所回落。8 月 16 日全国主要 26 城市钢材库存 1288.4 万吨，比前一周下降 11.5 万吨。8 月 16 日秦皇岛煤炭库存 630 万吨，比一周以前下降 6.5 万吨。

3. 物价：通胀趋于下行

1) 食品价格大涨。上周食品价格大幅上涨，其中猪价大涨，牛羊肉、蛋价、蔬菜价格小幅上涨，仅有水果价格小幅下跌，食品价格环比上周上涨 1.8%。

2) 8 月 CPI 回落。8 月以来商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格环比涨幅分别为 1.3%、-0.3%，预测 8 月 CPI 中食品价格环比上涨 2%，但由于去年食品价格的高基数以及非食品价格继续下行，预测 8 月 CPI 同比或回落至 2.6%。

3) PPI 持续下降。8 月以来国际油价下行，国内煤价、钢价回落，截止目前 8 月港口期货生资价格环比下跌 0.3%，预测 8 月 PPI 环比下跌 0.1%，8 月 PPI 同比降幅扩大至 0.8%。

4) 通胀趋于下行。进入 8 月份以来，物价表现依旧分化，其中工业品价格多有回落，而食品价格继续上涨，尤其是猪肉价格涨幅扩大，但是总体来看，工业品和核心 CPI 回落趋势不变，而食品价格在高基数效应下涨幅也趋于下降，通胀整体将趋于下行。

4. 流动性：改革方式降利率

1) 货币利率上行。上周货币利率上升，其中 R007 均值上行 25bp 至 2.87%，R001 均值上行 26bp 至 2.73%。DR007 上行 17bp 至 2.69%，DR001 上行 25bp 至 2.67%。

2) 央行重启投放。上周央行重启逆回购操作，其中逆回购投放 3000 亿，MLF 投放 4000 亿，MLF 回笼 3830 亿，央行净投放 3170 亿。

3) 汇率有所回升。上周美元指数回升，但人民币兑美元汇率企稳回升，在岸与离岸人民币均回升至 7.04。

4) 改革方式降利率。上周国务院常务会议表示，要保持流动性合理充裕，坚持用改革办法，促进实际利率水平明显下降，并努力解决“融资难”问题。未来要改革完善贷款市场报价利率形成机制，而央行也在第一时间宣布完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。

5. 政策：减税而非刺激

1) 减税而非刺激。7 月财政收入同比增速微幅回升至 1.8%，主要由非税收入带动，税收收入增速依然处于负增长区间。7 月财政支出同比增速 3.5%，较 6 月增速小幅回落。虽然当前经济运行面临内外部风险的挑战，但政策上保持定力。反映在财政收支上，财政支出扩张有限，证明本轮经济调控没有重走刺激投资的老路。而财政收入增速降至低位，证明主要是通过减税来培育经济内生增长动力。

2) 促进内需消费。发改委表示，将重点推进四个方面工作来促进内需消费，包括推动相关部门和地方出台实施一批促消费举措，特别是要针对消费领域突出的“痛点”“堵点”问题；抓紧出台实施《关于多措并举促进城乡居民收入合理增长的行动方案（2019—2020 年）》；加快推进多行业和多领域放心消费环境建设。

3) 加快城市群发展。发改委表示，研究提出加快成渝城市群一体化发展的政策举措，有序推动哈长、长江中游、北部湾、中原、关中平原、兰州—西宁、呼包鄂榆等城市群发展规划实施；指导有关地方编制实施都市圈发展规划或重点领域专项规划，支持建设都市圈一体化发展示范区；推动一些中心城市地区加快工业化城镇化，增强中心城市辐射带动力。

6. 海外：美债收益率曲线倒挂，欧央行官员释放宽松信号

1) 美债收益率曲线倒挂。上周三，美国 10 年期国债收益率跌破 2 年期国债收益率，为 2007 年 6 月以来的首次倒挂，次日 30 年期美债收益率首次跌至 2% 下方，创纪录新低。美国总统特朗普将此归咎于美联储降息太慢。圣路易斯联储主席 Bullard 上周四表示，贸易紧张局势和经济放缓使美债收益率曲线倒挂不足为奇，持续倒挂才是衰退信号。

2) 欧洲经济放缓，欧央行官员释放宽松信号。上周三，欧洲统计局公布欧元区二季度季调 GDP 环比 0.2%，低于一季度 0.4%，同比 1.1%，不及前值 1.2%。欧央行管理委员会委员 Olli Rehn 上周四表示，欧央行应在 9 月货币政策会议上提出一套重大且有影响力的刺激计划，并称超预期的刺激计划好于不及预期的计划。

3) 阿根廷总统初选结果引发汇率暴跌。上周阿根廷总统选举初选结果显示，反对派候选人得票率大幅领先现任总统约 15 个百分点，政治经济局势的高度不确定性引发阿根廷比索兑美元汇率暴跌超 20%，创 2015 年以来最大单日跌幅。阿根廷央行上调基

准利率至 74.78%以稳定汇率。

4) 墨西哥五年来首次降息。上周四，墨西哥央行下调基准利率 25BP 至 8%，为 2014 年 6 月以来首次降息。考虑到经济面临的不确定性增加、疲软程度扩大、总体通胀率下降以及近期国内外不同期限收益率曲线的表现，多数理事会成员投票决定下调利率。

信息披露

分析师声明

姜超	宏观经济研究团队
于博	宏观经济研究团队
李金柳	宏观经济研究团队
宋潇	宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljli11087@htsec.com
宋潇(021)232154483 sx11788@htsec.com
联系人
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
应镓娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金垚 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com