太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2019-10-22

债券点评报告

注重制度改革而非行政手段降成本以稳预期

10 月 LPR 报价不变点评

相关研究报告：

《标准债权资产认定新规点评》--2019/10/14

《政金债纳入同业监管传闻点评》--2019/08/30

《新机制下 LPR 首次报价点评》--2019/08/20

证券分析师：张河生

电话：021-58502206

E-MAIL：zhanghs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518030001

报告摘要

事件：

2019 年 10 月 21 日贷款市场报价利率(LPR)为:1 年期 LPR 为 4.2%，5 年期以上 LPR 为 4.85%。两种期限 LPR 均与 9 月报价保持一致。

数据要点：

MLF 利率与报价基差均未变化，LPR 利率不降低于市场预期。

LPR 报价分为 MLF 基准利率与基差报价，由于在 10 月 16 日投放 2000 亿 MLF 时并未调整 MLF 利率，10 月 LPR 下降就寄希望于商业银行报价基差收窄。但是 21 日报价结果出来，1 年期报价基差仍然是 90BP，LPR 并未下降，低于市场预期，国债期货当日大跌，而现券收益率有所上调。

10 月商业银行无动力下调基差报价。

而基差报价是基于模型得出，在考虑资金成本、风险等因素后报价基差并未收窄，这体现了银行自身的意愿。作为商业机构，银行本身并不愿意让渡自身利润于实体经济。8 月份首次改革，必须将实际执行的最优贷款利率上报，基差收窄 6BP；9 月份央行降准，资金成本有所下滑，基差收窄 5BP。10 月份，通胀预期抬升，商业银行自然没有动力收窄基差。

10 月 16 日 MLF 加量不降价，注重预期管理。

10 月份并没有 MLF 到期，但是央行在 16 日投放 2000 亿 MLF，主要是银行间流动性紧张导致短端货币利率大幅抬升——R007 从 10 月 12 日至 18 日提高了 30BP，达到 2.8%，高于逆回购的政策利率 2.55%。央行加量不降价，仅仅是熨平流动性的常规操作。

那么央行为何不调降 MLF 利率，助推 LPR 利率继续下行。从央行三季度金融统计数据新闻发布会上的发言看，预期管理是重要的原因。在通胀预期明显抬升的背景下，央行为了稳定预期，更希望向市场传导这样一个信号：降融资成本需要靠制度改革来实现，而不是央行的行政手段。

CPI 高位运行数月，LPR 可能较长时间内难降。

我们预测 11 月至明年 2 月 CPI 都有可能在 3%以上运行，通胀高

位运行长达四个月，这段时间央行顾及市场预期稳定性，可能继续放手让市场自主定价，银行出于自身利益不会主动下调报价基差。

而 MLF 利率也是央行通过招标方式投放流动性形成的市场化招标结果，受到流动性的影响。截至 10 月 18 日，1 年期 SHIBOR 为 3.05%，1 年期股份制行同业存单利率为 3.1%，均低于 1 年期 MLF 利率 3.3%，说明长端资金并不紧张，银行不会提高报价。

11 月中美贸易谈判不确定仍然较大，或是利率债转多的关键时点。

由于经济表现预期、政策预期空间以及贸易谈判形势等三个方面的差异，我们认为当前利率债调整的幅度不会高过 2019 年一季度。据此推算，10 年国债较难突破 3.3%，10 年国开不会突破 3.8%，而当前 10 年国债收益率在 3.2%附近，10 年国开收益率为 3.7%，调整空间不足 10BP。而触发利率债再次转多的变量可能是贸易谈判的反复，当前中国要求美国取消全部关税，并在实际上仍然自巴西进口大豆，特朗普回应难以预测，11 月中美两国再次谈判时不确定性仍然较大。

风险提示：

中美贸易摩擦充满不确定性；

经济数据表现超预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。