

## 宏观周报

# 利率“两轨并一轨”的潜在路径选择

### ■ 核心观点

第一，利率双轨的存在导致能够较好反应货币政策和流动性变化的市场利率难以传导至贷款利率。尤其是当货币政策转为稳健宽松时，贷款利率依然居高不下，这也是我国自 2018 年以来一直在加快推进利率“两轨并一轨”的重要原因；

第二，我国的利率市场化遵循“先贷款后存款”的思路，这样有助于防止存款利率市场化先完成导致存款利率上行从而带动贷款利率上行，进一步加大实体企业的融资成本。如何实现 LPR 利率的市场化将是接下来利率并轨的重要任务；

第三，我国未来的 LPR 利率市场化可能会采用“7 天逆回购利率+固定点”方式或者采用“参考加权 DR007 和同业存单发行利率基础上进行报价”，采用后一种方式的概率可能更高；

第四，在推动 LPR 市场化的过程，相关机制的建设也至关重要，如完善利率走廊，增强政策利率对市场化利率的引导、丰富 LPR 的期限、扩大 LPR 报价银行的范围等。

## 本周市场重点

### ■ 利率“两轨并一轨”的潜在路径选择

当前我国货币市场和债券市场利率已经基本实现市场化，但真正完全市场化的基准利率还没有明确。存贷款利率管制虽然已经放开，但央行依然公布存贷款基准利率。利率双轨的存在导致能够较好反应货币政策和流动性变化的市场利率难以传导至贷款利率。以 2018 年为例，2018 年我国货币政策四次降准，金融监管政策边际放松，3 个月同业存单发行利率由年初的 4.7% 下降至年底的 3%，而金融机构人民币贷款加权利率由年初的 5.71% 只下降至 5.64%，甚至在一二季度出现了上行。货币市场利率无法有效传导至贷款利率也是我国企业整体融资成本较高的一个重要原因，尤其是当货币政策转为稳健宽松时，贷款利率依然居高不下，这也是我国自 2018 年以来一直在加快推进利率“两轨并一轨”的重要原因。

2019 年我国货币政策的一个重要目标就是修复货币政策传导机制，继续推动利率“两轨并一轨”。目前来看，利率并轨的路径也日渐清晰。在今年 5 月份举行的中债指数专家指导委员会上，易纲行长表示在进一步推动利率市场化改革的过程中，央行存款基准利率仍将继续发挥重要作用；贷款利率实际上已经放开，但仍可进一步探索改革思路，如研究不再公布贷款基准利率等。在 6 月 26 日的国常会上，会议特别强调深化利率市场化改革，完善商业银行贷款市场报价利率机制，更好发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用，推动银行降低贷款附加费用，确保小微企业融资成本下降。因此，可以大致认为我国的利率市场化遵循“先贷款后存款”的思路，这样有助于防止存款利率市场化先完成导致存款利率上行从而带动贷款利率上行，进一步加大实体企业的融资成本。在贷款利率市场化的过程，贷款市场报价利率也即是贷款基础利率 LPR（Loan Prime Rate）将发挥重要作用，但我国目前的 LPR 利率与贷款基准利率完全挂钩，灵活性较差，如何实现 LPR 利率的市场化将是接下来利率并轨的重要任务。

从国际经验来看，LPR 的形成机制主要有三种：其一，**成本加成定价法**，也即是商业银行综合考虑负债成本、经营成本等基础上进行一定比例的加成来确定 LPR。该定价方法的透明度较低，LPR 与市场利率的相关性较弱，与当前我国修复货币政策传导机制的目标不一致；其二，**LPR 利率与政策利率挂钩**，如美国的 LPR 为联邦基金目标利率加 300BP。该定价方法可以较好的实现贷款基准利率与货币政策利率联动，货币政策传导的有效性大大提升。但该方法会导致 LPR 的调整较为缓慢，滞后于市场利率的变化，对偏爱市场化利率融资的大型企业吸引力不足。在美国工商业贷款中以 LPR 为定价基准的比例已经从 1997 年 4 月 55.8% 下降至 2017 年 1 月的 10.0%，主要运用于中小企业贷款定价；其三，**LPR 由商业银行根据市场利率进行报价**，如 90 年代的日本短期 LPR 是在综合了流动性存款利率、定期存款利率、可转让存款利率和同业拆借利率四类资金成本的基础上，增加 100BP 形成短期贷款利率。日本 LPR 的定价机制经历了从挂钩政策利率向市场化利率的转变。

综上分析，我国未来的 LPR 利率市场化可能会采用上述第二种或者第三种方式，采用第三种方式的概率可能更高。采用“7 天逆回购利率+固定点”方式有助于增强货币政策传导的有效性，降低中小企业的融资成本，但对偏爱市场利率融资的大企业可能吸引力不足，该方式更多是一种短期过渡方案；采用参考加权 DR007 和同业存单发行利率基础上进行报价可能会成为我国 LPR 定价的方式，该方式既可以增强货币政策传导的有效性，也可以综合考虑商业银行负债的成本，变化调整也较为及时。此外，在推动 LPR 市场化的过程，相关机制的建设也至关重要，如完善利率走廊，增强政策利率对市场化利率的引导、丰富 LPR 的期限、扩大 LPR 报价银行的范围等。

## 上周市场动态

### ■ 第十三届夏季达沃斯论坛在大连举行

**事件：**7 月 2 日，第十三届夏季达沃斯论坛开幕式在大连举行，国务院总理李克强出席并致辞表示，中国将深化金融业等现代服务业开放，于 2020 年提前一年实现取消对证券公司、基金管理公司、期货公司、寿险公司等金融领域的外资持股比例限制；不搞“大水漫灌”强刺激，鼓励金融机构加大对小微企业的信贷投放，支持大企业与中小微企业融通发展优势互补。

**点评：**李克强总理在夏季达沃斯论坛上的致辞释放两方面信号：第一，将原定的 2021 年取消证券、期货、寿险外资股持股比例提前至 2020 年，金融服务业对外开放再提速。自 2001 年加入 WTO 以来，中国逐步将证券、基金、期货的外资股持股比例限制从 33% 放松至 49%，2018 年博鳌亚洲论坛之后提出，将外资持股比例上限从 49% 提高至 51% 并在三年之后不再设限，此番表态意味着明年中国市场将迎来外资持股比例达到 100% 的外商独资证券、期货、寿险公司。历史经验表明，对外开放能够给国内带来巨大的改革红利，外资金融机构进入利于发挥鲶鱼效应，倒逼中资金融机构完善治理体系和产品体系应对竞争，进一步推进金融供给侧结构性改革，但同时金融行业集中度进一步提升，将对民营金融机构发展产生抑制作用，跨境资本流动冲击加剧，监管层应注重守住防范化解重大风险的栅栏。第二，货币政策坚持稳健取向，货币政策从注重流动性补充转向更加注重价格型调控，旨在引导企业融资成本下行。总理的致辞中传达了政府对民营企业和小微企业融资难问题一以贯之的高度重视，未来有望出台强化企业互信合作等政策提升中小微企业融资能力。

### ■ 国常会赋予自贸区更大自主权

**事件：**7 月 3 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议。会议指出，一是推动相关省市加大向自贸试验区下放省级管理权限，尤其是投资审批、市场准入等权限；二是实施好 2019 年自贸试验区外商投资准入负面清单，对贸易便利化创新、多式联运“一单制”改革提出具体措施。

**点评：**作为新一轮对外开放的重要支点，近期自贸区开放支持政策接连出台，本周商务部在“一促两稳”专题新闻发布会上表示，新一批 6 个自贸区设立工作正在积极推进中。本次国常会为自贸区赋予了更大的改革自主权，一方面下放投资审批、市场准入等管理权限，深入推进“放管服”改革，完善地方和部门联合推动机制，更好地发挥自贸区对周边区域乃至全国的辐射带动效应；另一方面落实外资准入负面清单，加快推进外商投资管理制度改革。今年 3 月通过的《外商投资法》标志着我国首次从法律层面确定对外商投资实施准入前国民待遇加负面清单管理制度，外商投

资类法规制度的不断完善,彰显我国新一轮对外开放的决心,也将为外资在我国的投资经营提供更加明确的法律依据。

## ■ 国新办召开新闻发布会,介绍金融供给侧结构性改革的措施成效

**事件:** 7月4日,国务院新闻办公室举行新闻发布会,中国银保监会副主席周亮、梁涛,首席风险官、新闻发言人肖远企,首席检查官杨丽平介绍推进金融供给侧结构性改革的措施成效,并答记者问。据介绍,当前银行业保险业总体运行稳健,各项工作取得阶段性成效。上半年新增人民币贷款9万多亿元;网贷机构数量比2018年初下降57%;金融开放12条新举措落地。

**点评:** 近年随着中国经济发展步入新常态,经济增速逐步放缓,防范化解金融风险被放在监管部门工作的重要位置。今年以来,金融领域围绕供给侧结构性改革,在服务实体经济、防范金融风险、深化改革开放等方面持续推进。发布会上银保监会相关领导在总结阶段性工作成效的基础上对下一阶段工作部署进行介绍,总体来看,一是下一阶段将通过优化信贷结构和融资结构推动金融脱虚向实;二是当前监管层对险资参与股权投资持积极态度,未来银保监会将赋予保险公司更多投资自主权,进一步提升证券投资比重;三是银保监会对制造业信贷融资的支持态度未变,未来对制造业重点领域及战略性新兴产业的信贷支持力度将进一步加大。

## 重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

|            | 最新值<br>(2019.7.5) | 最新值分位 | 本周均值<br>(2019.7.1-5) | 本周均值分位 | 周均涨跌     | 月均涨跌     |
|------------|-------------------|-------|----------------------|--------|----------|----------|
| R001       | 1.13              | 69.8% | 1.03                 | 67.5%  | -13.07bp | -55.50bp |
| R007       | 2.11              | 69.0% | 2.16                 | 69.7%  | -52.57bp | -33.75bp |
| SHIBOR:3M  | 2.61              | 78.0% | 2.64                 | 77.8%  | -12.88bp | -24.35bp |
| 1年期国债收益率   | 2.60              | 82.2% | 2.61                 | 82.0%  | -4.56bp  | -7.16bp  |
| 10年期国债收益率  | 3.17              | 73.6% | 3.17                 | 72.9%  | -6.74bp  | -6.13bp  |
| 1年期国开债收益率  | 2.67              | 77.5% | 2.68                 | 77.3%  | -8.92bp  | -15.51bp |
| 10年期国开债收益率 | 3.56              | 74.4% | 3.56                 | 74.0%  | -5.93bp  | -7.46bp  |
| 美元兑人民币:中间价 | 6.87              | 71.0% | 6.87                 | 70.2%  | -0.01%   | -0.24%   |
| 美元指数       | 97.26             | 60.8% | 96.87                | 57.7%  | 0.75%    | 0.05%    |

资料来源: WIND, 平安证券研究所

## 报告作者:

证券分析师: 陈骁 投资咨询资格编号: S1060516070001 电话 (010-56800138) 邮箱 (CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN)

证券分析师: 魏伟 投资咨询资格编号: S1060513060001 电话 (021-38634015) 邮箱 (WEIWEI170@PINGAN.COM.CN)

研究助理: 郭子睿 一般从业资格编号: S1060118070054 电话 (010-56610360) 邮箱 (GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN)

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)

推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)

中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间)

回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

### 行业投资评级:

强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)

中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间)

弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

## 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资或其发行的证券。

**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\\_11616](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11616)

