

2019 年 09 月 20 日

证券研究报告/宏观研究/宏观月报



LPR 专题报告：利率并轨，任重道远

分析师：费瑶瑶

执业证书：S0380518040001

联系电话：0755-82830333 (107)

邮箱：feiy@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕

联系电话：0755-82830333 (198)

邮箱：panyx@wanhesec.com

主要观点：

2019 年 8 月 17 号，央行宣布改革贷款市场报价利率（LPR）形成机制。在全球降息潮起的大背景下，我国货币政策并未采取直接降息的传统手段，而是改革 LPR 影响银行贷款利率，进而疏通二元信用的传导机制。

我国 LPR 形成机制于 2013 年 10 月正式运行，但在实际运行过程中，LPR 多参考贷款基准利率进行报价，2015 年 10 月后 LPR 一直保持 4.3% 左右，几乎没有波动，直到 LPR 形成机制改革后报价累计下降了 10bp。此次 LPR 形成机制改革，报价方式改为按照公开市场操作利率（MLF）加点形成，增加了 5 年期以上的期限品种，扩大了报价行的数量和类型，并且央行将银行应用 LPR 的情况及贷款利率竞争行为纳入宏观审慎评估（MPA）。

回顾我国利率市场化的改革进程，政策层面上已经完全放开货币利率、债券利率和存贷款利率，但从实际效果来看，我国金融体系呈现出“利率双轨”的状态，2018 年以来，在宽货币的格局下，货币市场和债券市场利率整体下行，贷款利率非但没有下降反而有所上升，利率亟待并轨。

LPR 形成机制将贷款利率与公开市场操作利率直接挂钩，使公开市场操作利率的变动能够直接向贷款端的传导，同时 LPR 机制根据 18 家报价行综合成本而定，原理上市场化程度更高。从贷款基准利率转向 LPR 利率后，贷款利率向新的均衡利率靠拢，短期大概率出现下降，但由于本次改革不涉及资金成本改革，加大了银行息差压力；经济下行背景下，如果银行的风险补偿得不到满足，可能导致融资规模的收缩；而供求关系方面，房地产和基建等领域虽有较强的融资需求却受到政策管控，而中小微企业在经济走弱的环境下融资需求又在缩减，所以仅仅改革贷款报价机制对于疏通信用传导机制作用未必能立竿见影，LPR 后续实质性下降仍然有赖于 MLF 下降、OMO 利率降低和降准等货币政策配合。

从国际经验看，美国、日本、印度等经济体都曾建立起类似贷款基准利率（LPR）的报价机制，在推动贷款利率市场化改革过程中，LPR 通常扮演了贷款利率从官方管制到市场化的一个过渡角色。我国以间接融资为主导，推进利率市场化离不开金融供给侧改革。“十三五”以来，多部门不断就深化供给侧改革发声，强调完善金融供给体系，优化产品体系，提高直接融资比例，利率并轨任重而道远。

风险提示：宏观经济下滑、通胀压力提高、新机制推进力度不强

目录

一、什么是 LPR.....	4
二、为什么要采用 LPR?	6
(一) 回顾利率市场化的改革历程.....	6
(二) 传统的信贷利率传导机制在我国失效，亟待并轨.....	8
三、LPR 改革的影响.....	9
(一) 迈出利率并轨第一步，LPR 仍有下降空间.....	9
(二) 从国际经验看，LPR 或为过渡.....	10
(三) 利率并轨不是一蹴而就.....	13

图表 1	LPR 与贷款基准利率 (%)	4
图表 2	新的 LPR 形成机制 (%)	5
图表 3	LPR 改革前后对比	5
图表 4	利率市场化大事记	6
图表 5	传统的利率传导机制 (%)	8
图表 6	货币市场利率 (%)	9
图表 7	债券市场利率 (%)	9
图表 8	金融机构人民币贷款加权平均利率 (%)	9
图表 9	美国 LPR 利率走势 (%)	11
图表 10	日本 LPR 改革	12
图表 11	传统的利率传导机制 (%)	13

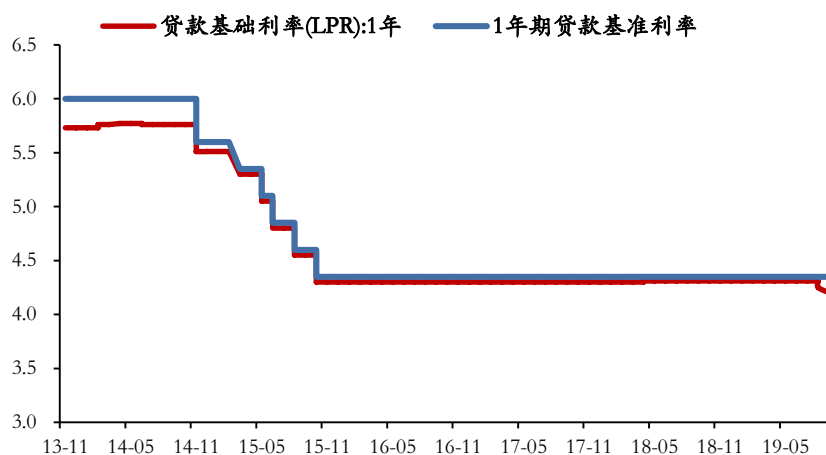
2019年8月16日，国务院常务会议召开，明确要求运用市场化改革办法推动实际利率水平明显降低和解决融资难问题。8月17号，央行紧接着宣布将改革贷款市场报价利率(LPR)的形成机制。在全球降息潮起的大背景下，我国货币政策并未采取直接降息的传统手段，而是改革LPR影响银行贷款利率，进而疏通二元信用的传导机制。本文将通过研究利率市场化的改革历史和LPR形成机制改革的必要性，借鉴国际经验分析LPR形成机制改革对国内市场的影响。

一、什么是LPR

贷款基础利率(Loan Prime Rate, 简称LPR)是商业银行对其优质客户执行的贷款利率，其他贷款利率可在此基础上加减点生成。贷款基础利率的集中报价和发布机制是在报价行自主报出本行贷款基础利率的前提下，指定发布人对报价进行加权平均计算，形成贷款基础利率报价平均利率并对外予以公布。

我国LPR形成机制于2013年10月正式运行，运行初期向社会公布1年期贷款基础利率。央行设计的初衷是为了进一步推进利率市场化，完善金融市场基准利率体系，作为由官定利率向市场利率过渡的定价基准LPR被寄予厚望，但在实际运行过程中，LPR多参考贷款基准利率进行报价，市场化程度低，未能及时反映市场利率变动情况，2015年10月后，LPR一直保持4.3%左右，几乎没有波动，与贷款基准利率失去了差别。直到LPR形成机制改革，8月20日的报价下降至4.25%，9月20日下降到4.20%，累计下降了10bp。

图表1 LPR与贷款基准利率(%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

此次 LPR 形成机制改革，主要在报价方式、期限品种、参与报价的银行、报价评率等方面做了调整，重点是引入了竞争和处罚机制。

首先，报价方式改为按照公开市场操作利率加点形成，公开市场操作利率主要指中期借贷便利利率（MLF），中期借贷便利期限以 1 年期为主，反映了银行平均的边际资金成本，与 MLF 挂钩有助于央行操作工具利率向贷款利率的传导；加点幅度则主要取决于各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素，从参照固定利率转为浮动利率报价，让 LPR 的市场化、灵活性特征将更加明显。此外，报价频率由原来的每日报价改为每月报价一次，可以提高报价行的重视程度，有利于提升 LPR 的报价质量，更好的反映金融市场利率走势。并且，在原有 1 年期期限品种基础上，增加 5 年期以上的期限品种，为住房抵押贷款等长期贷款的利率定价提供依据，也便于未来存量长期浮动利率贷款合同定价基准向 LPR 转换的平稳过渡。

图表 2 新的 LPR 形成机制 (%)



资料来源：万和证券研究所

其次是扩大报价行的数量，并且在原来的大型商业银行的基础上引入城商行、农商行、外资行和民营银行，新增加的报价行都是在同类型银行中贷款市场影响力较大、贷款定价能力较强、服务小微企业效果较好的中小银行，给 LPR 报价引入竞争，银行难以再协同设定贷款利率的隐性下限，打破隐性下限可促使贷款利率下行。

最后，央行将银行的贷款市场报价利率应用情况及贷款利率竞争行为纳入宏观审慎评估（MPA），对于银行协同设定贷款利率隐性下限等扰乱市场秩序的违规行为将严肃处理。

图表 3 LPR 改革前后对比

改革前	改革后	意义
-----	-----	----

报价方式	参照 1 年期贷款基准利率进行 报价	按照公开市场操作利率（MLF）加点 形成	提高政策利率的传导 效率
参与报价 行	国有商业银行：工、农、中、 建、交 股份制银行：中信、招商、兴 业、浦发、民生	增加城商行：西安银行、台州银行 农商行：上海农商行、广东顺德农商 行 外资银行：渣打、花旗 民营银行：微众银行、网商银行	增强 LPR 的代表性
期限品种	一年期	增加 5 年期以上品种	为房贷利率提供参考 依据
报价频率	每日	每月	提升 LPR 的报价质量

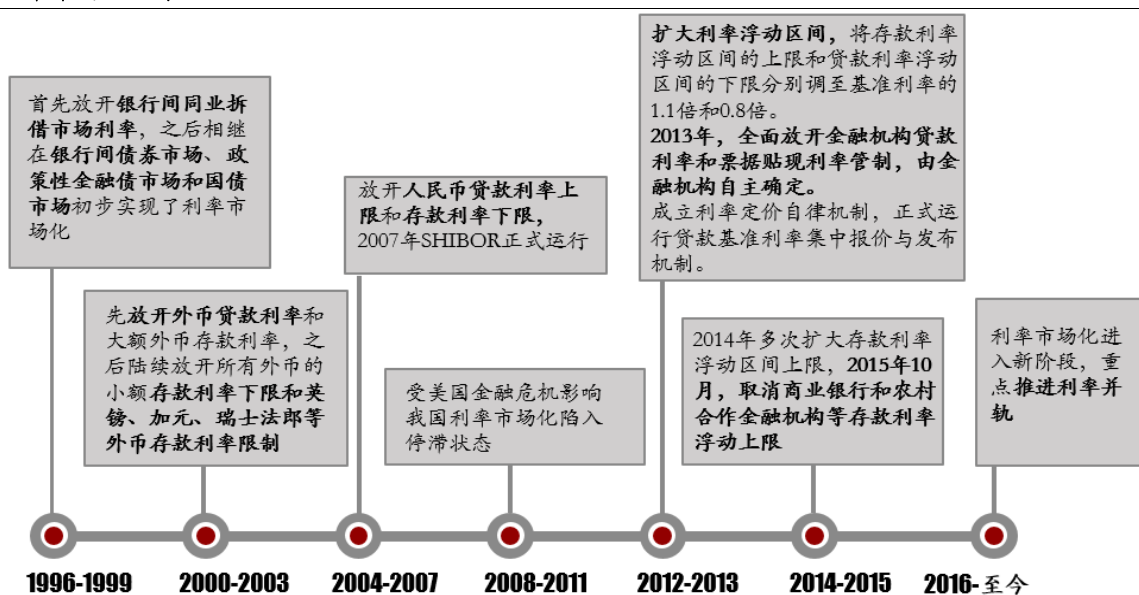
资料来源：央行、万和证券研究所

二、为什么要采用 LPR?

（一）回顾利率市场化的改革历程

在利率市场化改革目标提出之前，我国一直处于低利率的利率管制时代，对于定向支持特定部门、保护和扶持国有企业起到了重要的作用，但随着我国经济不断发展，利率管制的弊端逐渐显现，银行吸存难度加大、居民财富缩水、贷款市场资金错配等问题日渐突出，在这样的背景下，1993 年十四届三中全会《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出了利率市场化改革的基本设想，提出“中央银行按照资金供求状况及时调整基准利率，并允许商业银行存贷款利率在规定幅度内自由浮动”，我国利率市场化改革的正式拉开序幕。

图表 4 利率市场化大事记



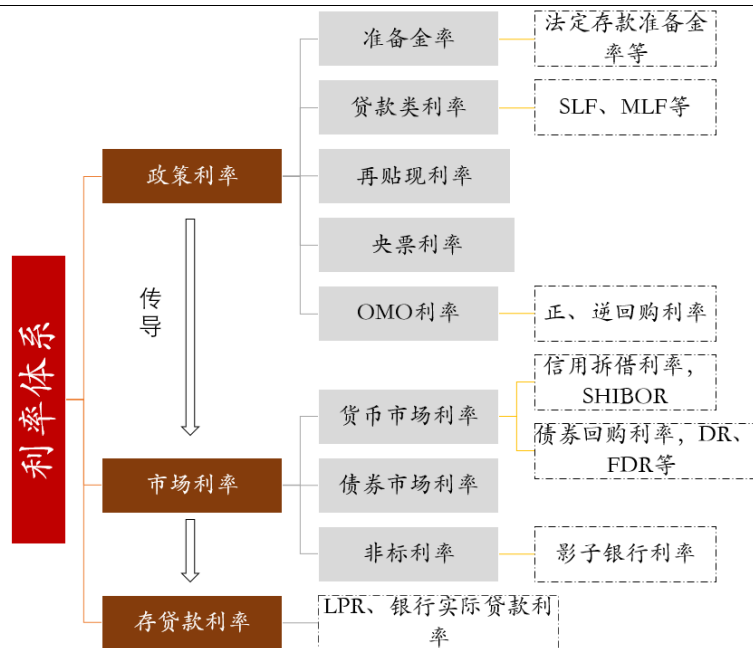
资料来源：万和证券研究所

1996 年-1999 年陆续在银行间同业拆借市场、银行间债券市场、政策性金融债市场、国债市场初步实现了利率市场化。遵循“先外币、后本币，先贷款、后存款”的思路，2000-2003 年，央行陆续放开外币贷款利率、大额存款利率、部分外币的小额存款利率和所有外币的小额存款利率下限，为人民币存贷款利率市场化改革做准备，紧接着，央行 2004 年放开人民币贷款利率上限、存款利率下限。2005 年放开金融机构同业存款利率。2007 年上海银行间同业拆借利率（Shibor）正式运行，对我国市场基准利率的有效形成具有十分重要的意义。

受美国次贷危机影响，我国利率市场化进程一度停滞。2012 年央行进一步扩大利率浮动区间，将存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的 1.1 倍，贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的 0.8 倍。2013 年 7 月，全面放开金融机构贷款利率管制，取消票据贴现利率管制，同年 9 月成立市场利率定价自律机制，并正式运行贷款基准利率集中报价与发布机制。2014 年央行多次扩大存款利率浮动区间上限，同年 10 月，取消对商业银行和农村合作金融机构等存款利率浮动上限。

至此，政策层面上已经完全放开货币利率、债券利率和存贷款利率，但从实际效果来看，银行间同业拆借利率与 SHIBOR 同期利率走势相关度高，体现出货币市场和债券市场初步实现市场化；而存贷款利率还是参照基准利率报价，并没有实现真正的市场化。个别银行通过协同行为以贷款基准利率的一定倍数设定隐性下限，导致政策利率向下传导不畅，我国金融体系呈现出“利率双轨”的状态。

图表 5 传统的利率传导机制 (%)



资料来源：万和证券研究所

(二) 传统的信贷利率传导机制在我国失效，亟待并轨

目前，我国基本形成了“中央银行——银行间市场短期政策利率——金融市场中其他期限和品类的利率——银行存贷款利率”的货币政策传导路径，但是从市场利率向存贷款利率传导的过程中，也就是银行系统存在明显阻滞。原因主要有两个方面：一是银行资本金不足，限制信贷投放能力。近年来随着监管力度加大，表外融资逐步表内化，银行大量资金本金被占用，限制了银行信贷投放的能力。在资本充足率的考核压力下，银行会选择保障高息差以用于资本金的补充。二是银行风险补偿要求高。目前经济面临下行压力，民营企业特别是小微企业经营风险较高，银行要求的风险补偿相应走高，贷款利率难以下降。

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_9953

