

LPR 定价机制变革和两率并轨

日期：2019 年 8 月 20 日



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyue Xiao@shzq.com

执业证书编号：S0870510120021

报告编号：

相关报告：

《中国货币政策的时代特征》

(2019 年 7 月 2 日)

《经济欲稳还升、股市徘徊蓄势》

(2019 年 6 月 10 日)

《低利率时代下的 A 股不变回暖趋势》

(2019 年 4 月 9 日)

《中国经济、金融和政策的新变化》

(2019 年 3 月 18 日)

《2019 年中国资本市场有何不同？》

(2019 年 3 月 11 日)

《美元强弩之末 人民币稳中趋升》

(2018 年 7 月 16 日)

《货币退出路径：选择与比较》

(2018 年 3 月 22 日)

《“去杠杆”下的股市趋势分析》

(2018 年 2 月 12 日)

《中国主权债务为何保守？》

(2017 年 7 月 5 日)

《中国经济新常态中步入新周期》

(2017 年 4 月 20 日)

《“资金荒”的前世与来生》

(2017 年 5 月 15 日)

《风险、杠杆与紧货币》

(2017 年 7 月 20 日)

■ 主要观点：

准备金市场的利率体系中心地位

在现代信用货币体系下，基础货币市场利率是金融市场利率体系整体的基础——各种层次的流动性（流通货币），都源自基础货币在各自流域因经营而派生。不同市场上资金融通利率的差异，无非源自两个方面：期限和风险，即期限价差和风险溢价。

“两轨并一轨”的内容

中国央行在各种场合表示，要推进利率“两轨并一轨”，完善利率市场化。按照利率市场化下利率体系的运行模式，“两轨并一轨”的实质是取消“一轨”——存贷款基准利率，保留另一轨，即货币基准利率。取消存贷款基准利率后，信贷市场定价模式大概率将走向成熟市场上“基准加成”模式，如“LIBOR3 月+X”定价模式等，这个“基准”通常为货币市场上最能反映资金稀缺程度的指标。

两率并轨实施的前提

从市场经济的本义来看，市场化的前提是统一大市场的存在。因此中国利率市场化，就要求金融市场大一统；中国两率并轨，需要不同金融市场间的互联互通。不同市场间的分割性，是中国两率并轨的最重要阻碍。实践当中很多金融工具都强调经营真实性，并将融资使用局限于经营性目的，例如票据的真实贸易背景要求。为了促进企业谨慎经营和有利于风险管控，中国金融监管在习惯上并不鼓励单纯的财务性周转融资。

两率并轨和利率市场化仍任重道远

两率并轨是中国利率市场化的最后一步，也是中国利率市场化最终完成的标志。因此，两率并轨并不是简单的政策调整，而是利率市场化的全面建成和发展。摆在中国利率市场化前面的道路，就是中国两率并轨前需要完成的行进道路。只有统一的金融大市场才能有完善的利率传导机制，只有利率传导机制完善才会有完善的利率体系，只有利率体系完善才能实施两率并轨，从而实现最终意义上的利率市场化。中国“两轨并一轨”的改革目标，仍任重而道远。

目 录

事件：中国人民银行公告〔2019〕第15号.....	1
一、.两率并轨：中国利率市场化的最后一跃.....	2
1. 准备金市场的利率体系中心地位	2
2. 何谓“两轨并一轨”	4
二、两率并轨需要金融市场间互联互通.....	7
1. 两率并轨的系统性	7
2. 两率并轨实施的前提	8
三、两率并轨和利率市场化仍任重道远.....	9
1. 中国的利率市场化进程	9
2. 市场统一是两率并轨前提	9

图

图 1	中债国债收益率曲线	2
图 2	中国信用市场风险溢价变化	3
图 3	准备金市场在金融市场体系中处核心地位	4
图 4	成熟市场货币生成、运行机制	4
图 5	中国非市场化的货币生成、运行机制	5
图 6	中国货币生成、运行机制发展趋势	5
图 7	中国利率体系背离是常态	6
图 8	中国两轨并一轨的内容	7
图 9	中国两轨并一轨的任务	8
图 10	中国利率市场化的道路	9
图 11	中国理财市场规模的变化（万亿）	10
图 12	中国 MPA 量化考核内容（部分）	10
图 13	中国 DR007 走势（YTM, %）	11

事件：中国人民银行公告〔2019〕第15号

为深化利率市场化改革，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本，中国人民银行决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，现就有关事宜公告如下：

一、自2019年8月20日起，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心于每月20日（遇节假日顺延）9时30分公布贷款市场报价利率，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。

二、贷款市场报价利率报价行应于每月20日（遇节假日顺延）9时前，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，向全国银行间同业拆借中心报价。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的方式计算得出贷款市场报价利率。

三、为提高贷款市场报价利率的代表性，贷款市场报价利率报价行类型在原有的全国性银行基础上增加城市商业银行、农村商业银行、外资银行和民营银行，此次由10家扩大至18家，今后定期评估调整。

四、将贷款市场报价利率由原有1年期一个期限品种扩大至1年期和5年期以上两个期限品种。银行的1年期和5年期以上贷款参照相应期限的贷款市场报价利率定价，1年期以内、1年至5年期贷款利率由银行自主选择参考的期限品种定价。

五、自即日起，各银行应在新发放的贷款中主要参考贷款市场报价利率定价，并在浮动利率贷款合同中采用贷款市场报价利率作为定价基准。存量贷款的利率仍按原合同约定执行。各银行不得通过协同行为以任何形式设定贷款利率定价的隐性下限。

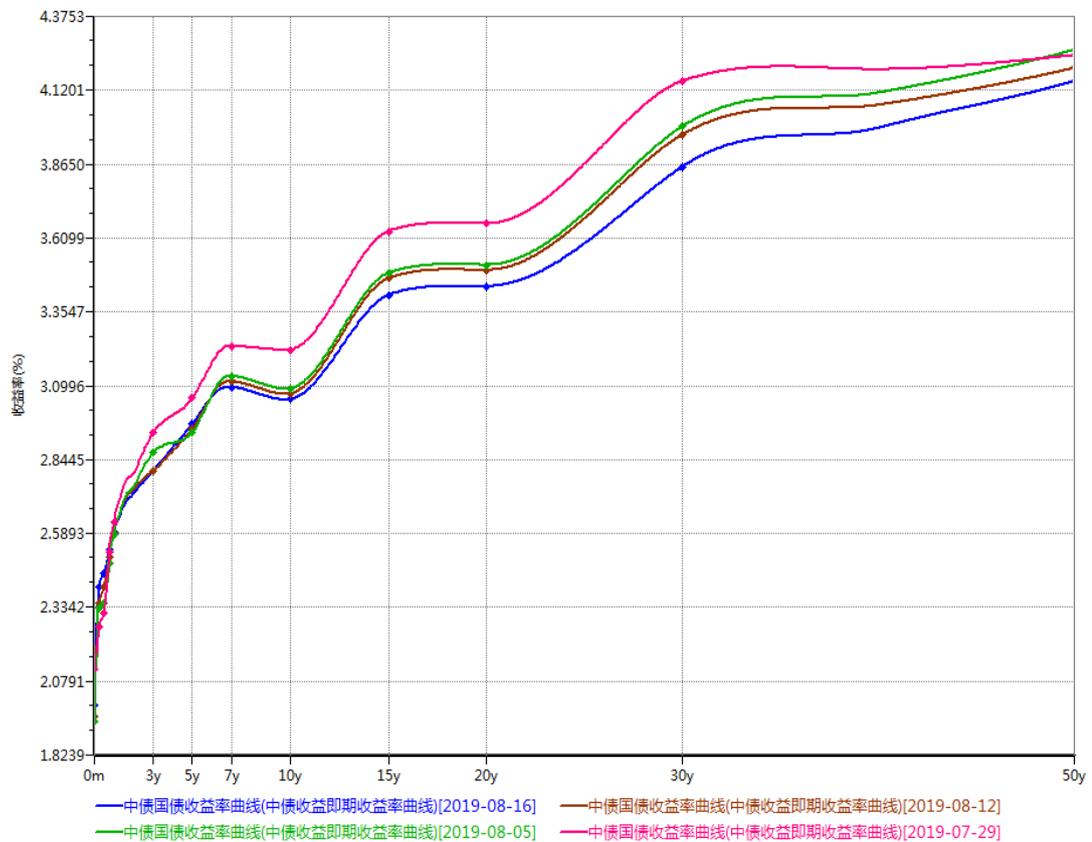
六、中国人民银行将指导市场利率定价自律机制加强对贷款市场报价利率的监督管理，对报价行的报价质量进行考核，督促各银行运用贷款市场报价利率定价，严肃处理银行协同设定贷款利率隐性下限等扰乱市场秩序的违规行为。中国人民银行将银行的贷款市场报价利率应用情况及贷款利率竞争行为纳入宏观审慎评估（MPA）。

一、.两率并轨：中国利率市场化的最后一跃

1. 准备金市场的利率体系中心地位

在现代信用货币体系下，基础货币市场利率是金融市场利率体系整体的基础——各种层次的流动性（流通货币），都源自基础货币在各自流域因经营而派生。不同市场上资金融通利率的差异，无非源自两个方面：期限和风险，即期限价差和风险溢价。利率期限曲线的形状通常反映了利率随时间的变化关系。

图 1 中债国债收益率曲线

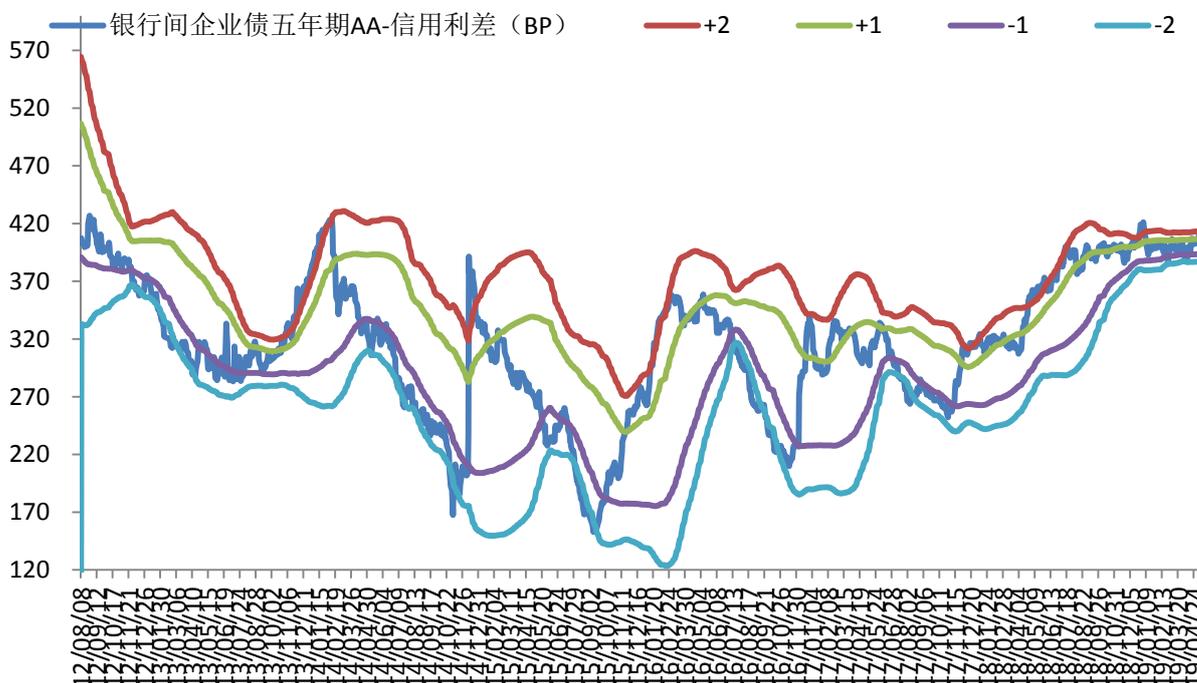


数据来源:Wind

数据来源: Wind, 上海证券研究所

而信用利差则反映了利率中包含的风险溢价变动情况。

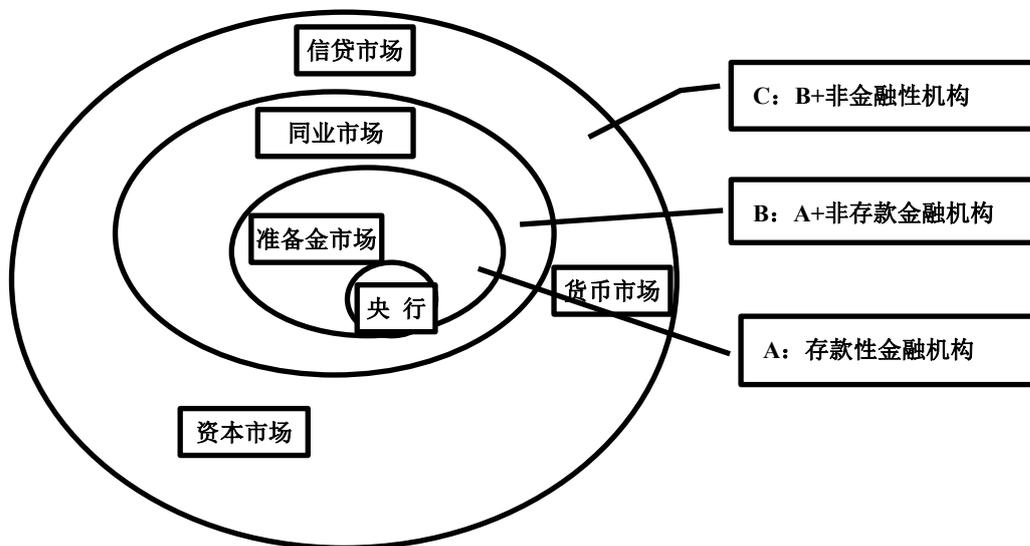
图 2 中国信用市场风险溢价变化



数据来源: Wind, 上海证券研究所

不同市场由于组织和管理方式差异,参与对象不同,就如统一市场内部不同个体间存在信用利差一样,不同市场间也存在信用利差;由于组织方式、运行模式差异,不同市场上不同期限的资金分摊成本和风险分配方式不同,不同市场上的期限利差表现也不同:大部分市场的期限利率随时间延长而增加,部分市场却相反,有些市场则呈现驼峰形关系。可见,尽管现实当中利率体系纷繁复杂,表现形式千差万别,但在成熟完善的金融体系中,利率市场体系的整体变动,实则取决于基础货币市场利率的变化。

图 3 准备金市场在金融市场体系中处核心地位



显然，中国利率管制放开进程的结束，并不会自动达成上述利率体系间的运行关系。中国虽然取消了存贷款的利率控制，放开了直接融资市场上各种债务工具的价格，但仍未能完成利率市场化：基础货币市场利率在整体利率体系中的重要性仍低，基础货币利率仍难以作为市场利率体系中的核心利率发挥作用。

2. 何谓“两轨并一轨”

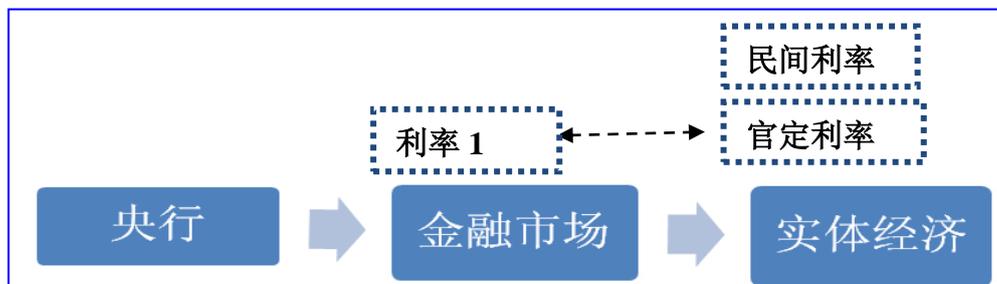
在成熟市场上，利率体系是统一的，货币政策的变动，通过及基础货币数量和价格变化的政策工具，首先影响到货币市场，货币市场流动性的变化，对所有金融市场都有影响。

图 4 成熟市场货币生成、运行机制



但在中国，由于金融市场之间的分割，政策利率并不落在准备金市场上，基础货币利率的变动对货币市场利率的影响甚至有限，实体部门的融资利率影响关系较多，其中监管成重要因素，各市场利率间背离现象比较普遍。

图 5 中国非市场化的货币生成、运行机制



未来中国的利率体系改革方向，就是要通过完善利率市场体系，实现利率的市场化。这个过程在中国被归纳为“两轨并一轨”！

图 6 中国货币生成、运行机制发展趋势



在中国当前的市场利率体系中，实际上有 2 个基准利率在起作用：存贷款基准利率和基础货币利率。在实体经济领域最为重要的信贷市场上，虽然存贷款利率对央行存贷款基准利率的浮动限制已完全取消，但基准利率仍然是存贷款利率的定价基准，且实践中浮动区间分布并未有大的变动；基于基准利率的存贷款利率，再通过比较效应，对债

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_10583



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn