报告日期：2019 年 7 月 24 日

迎接贷款利率市场化新基准：LPR

——基于利率定价和传导机制的研究

：孙付　执业证书编号：S1230514100002
：021-64718888-1308
：sunfu@stocke.com.cn

投资要点

❑ 中国利率市场化进程特征与当前任务

回顾 30 多年来利率市场化的演进路径，整个进程按照“先货币市场利率，后存贷款利率；先贷款利率，后存款利率；先外币存款和大额存款，后本币存款和小额存款”推进。

当前任务是“两轨合一轨”，遵行先贷款、后存款。思路是：淡化央行存贷款基准利率的定价作用，在央行的监管指导下，以核心银行为主导，市场利率定价自律机制为配套，打造贷款和存款利率市场化定价锚，贷款利率锚是贷款基础利率（LPR）。

❑ 成熟市场经济体贷款利率市场化实践的重要经验

三条经验比较重要：1）市场化贷款基准利率（最优惠利率：PR）均有较为清晰的货币市场利率锚；2）基于短期市场化贷款基准（1 年），考虑期限溢价，加点构造基准利率曲线，然后考量不同贷款主体信用资质（风险溢价），加点形成最终的贷款利率；3）伴随金融深化和货币市场发达程度提升，市场化贷款基准利率主要为中小企业、个人贷款（住房、消费）提供定价指引，而大型企业贷款的定价基准则直接转向货币市场利率（如 Libor、Tibor、Hibor）。

❑ Shibor 或是 LPR 较为合适的定价锚

结合当前中国货币市场主要利率的形成机制和定价影响，同时考虑决策层的设计意图，Shibor 或将作为贷款基础利率（LPR）的定价锚，国债收益率将作为定价的重要参考。

之于政策操作利率与货币市场利率和 LPR 的关系，考虑各主要政策工具特征和操作体量，MLF 利率对 LPR 的影响将较为突出。LPR 的定价中心是 1 年期 LPR，MLF 的期限与之较为相应，且为中长期流动性投放的核心工具。作用机制是 MLF 操作及利率影响货币市场利率，通过定价机制再影响 LPR。

❑ 加快 LPR 对贷款基准利率的替代，其有利条件和存在的问题

有利的条件：全球主要经济体步入新一轮降息周期之中，中国央行的货币政策保持着相对宽松状态，货币市场利率处于相对低位，增强 Shibor 对 LPR 的定价锚作用，LPR 利率将会有所下降，利于货币市场利率向终端贷款利率的传导，并相应降低实体经济融资成本。贷款利率市场化将获得突破。

存在的问题：1）目前 LPR 在贷款定价中占比较小， LPR 对贷款基准利率的替代需要一个过程，一方面需要构建 LPR 的期限结构，另一方面各银行需要构建和完善基于 LPR 的内部资金转移定价（FTP）曲线，而且只有在实践经验基础上逐步完成，这需要一定时间；2）目前政策层对信贷资源进行“结构性引导”——控压房地产相关融资、鼓励小微企业信贷投放。在定价机制发生变化后，如果终端利率下降后，有效实现“控压与鼓励”双目标的操作难度将加大。

风险提示：宏观经济出现超预期变化。

相关报告

报告撰写人：孙付
数据支持人：孙付

正文目录

1. 利率市场化进程与当前任务 3
2. 贷款利率市场化 4
2.1. LPR 对贷款基准利率的替代 4
2.2. 合适的定价锚：Shibor 5
2.3. 国际经验：清晰的锚和分层定价 6
2.4. 总结与展望 7
3. 存款利率的市场化 8
3.1. 中国大额存单发展情况 8
3.2. 美国大额存单发展历史 8
3.3. 日本大额存单发展历史 9

图表目录

图 1：“利率两轨”运行传导机制 4
图 2：“两轨合一轨”后利率运行传导机制 5
图 3：货币市场主要利率走势:1 天期（%） 5
图 4：货币市场主要利率走势:7 天期（%） 5
图 5：贷款基础利率与贷款基准利率（%） 6
图 6：贷款基础利率与 Shibor（%） 6
图 7：中国新增大额存单占新增存款比例（%） 8
图 8：中国新增大额存单占新增定期存款比例（%） 8
图 9：美国大额存单占存款比例（%） 9
图 10：美国大额存单占定期存款比例（%） 9
图 11：日本大额存单占存款比例（%） 9
图 12：日本大额存单占定期存款比例（%） 9

表 1：中国利率市场化进程 3
表 2：货币市场主要利率特征比较 5
表 3：贷款基础利率的国际实践 6
表 4：各类型银行 LPR 应用情况 7
表 5：各国大额存单定价基础 8

1. 利率市场化进程与当前任务

中国的利率市场化与其他方面的改革类似，渐进式推进。货币市场利率和债券利率伴随银行间资金拆借市场和债券市场的构建较早实现市场化；贷款和存款利率经历了设定上下限、放宽上下限、取消上下限的过程，贷款利率放开节奏提前于存款利率；从大额到小额，外币存款和协议存款利率先市场化，为存款利率市场化积累经验。整个进程按照“先货币市场利率，后存贷款利率；先贷款利率，后存款利率；先外币存款和大额存款，后本币存款和小额存款”。

当前利率市场化任务是进一步推进存贷款利率市场化，思路是：淡化央行存贷款基准利率的定价作用，在央行的监管指导下，以核心银行为主导，市场利率定价自律机制为配套，打造贷款和存款利率市场化定价锚，贷款利率锚是贷款基础利率（LPR）[1]，存款利率锚是基础的货币市场利率和无风险利率（Shibor、国债收益率）。

推进利率市场化工作的基本内容包括：

1）健全市场利率定价自律机制，进一步扩宽成员范围[2]。

2）完善 LPR 定价机制，增强与货币市场利率联系，扩大银行在贷款定价中对其运用。

3）推动大额存单定价机制调整，提高大额存单的发行规模及占存款的比例。

表 1：中国利率市场化进程

阶段	主要政策及机制设计举措
第一阶段：银行间市场利率的形成与放开	1986 年 1 月，国务院颁布《中华人民共和国银行管理暂行条例》，明确规定专业银行资金可以互相拆借，资金拆借期限和利率由借贷双方协商议定。 1987 年 1 月，在《关于下放贷款利率浮动权的通知》中，人民银行首次进行贷款利率市场化的尝试。 1990 年 3 月，《同业拆借管理试行办法》出台，拟定同业拆借市场运行规则，确定了拆借利率实行上限管理的原则。 1991 年，国债发行采用承购包销这种具有市场因素的发行方式。 1993 年，国务院颁布《关于金融体制改革的决定》，规定“中国人民银行要制定存、贷款利率的上下限，进一步理顺存款利率、贷款利率和有价证券利率之间的关系；各类利率要反映期限、成本、风险的区别，保持合理利差；逐步形成以中央银行利率为基础的市场利率体系”。 1995 年，人民银行撤销各商业银行组建的同业拆借中介机构。 1996 年 1 月，人民银行建立统一的全国银行间拆借市场，所有同业拆借市场网络办理，形成银行间同业拆借市场利率（Chibor）。 1996 年 6 月，放开银行间同业拆借市场利率（Chibor），实现由拆借双方根据市场资金供求自主确定拆借利率。 1997 年，人民银行下发《关于银行间债券回购业务有关问题的通知》，利用全国统一的同业拆借市场建立全国银行间债券市场，银行间债券回购利率和现券交易价格同步放开，由交易双方协商确定。 1998 年 9 月，国家开发银行在银行间债券市场首次以公开招标方式发行了金融债券。
第二阶段：贷、存款利率逐步放开	1998 年，改革再贴现利率及贴现利率的生成机制，放开贴现与转贴现利率。 1998 年-1999 年，商业银行对中小企业的贷款利率最高上浮 30%，对大型企业的贷款利率最高上浮 10%，贷款利率下浮 10%。农村信用社贷款利率最高上浮 50%。 1999 年 10 月，财政部首次实现在银行间债券市场发行国债，银行间债券市场利率放开。央行批准对中资保险公司法人试办 5 年以上 3000 万元以上的长期大额协议存款业务，利率水平由双方协商决定。 2000 年 9 月，央行组织实行外汇利率管理体制改革，放开了外币贷款利率；300 万美元（含）以上的大额外币存款利率由金融机构与客户协商确定。 2002 年，扩大农村信用社利率改革试点范围，进一步扩大农村信用社利率浮动幅度；统一中外资金融机构外币利率管理政策。 2003 年，允许商业银行和农信社办理邮政储蓄协议贷款。放开英镑、瑞士法郎和加拿大元的外币小额存款利率管理，由商业银行自主决定；仍对美元、日元、港币、欧元的小额存款利率实行上限管理。放开长期大额协议存款利率为存款利率市场化改革积累经验。 2003 年 8 月，人民银行允许农村信用社改革试点地区的贷款利率上浮不超过贷款基准利率的 2 倍。 2004 年 1 月，商业银行、城市信用社的贷款利率浮动区间上限扩大到贷款基准利率的 1.7 倍，农信社贷款利率的浮动区间上限扩大到贷款基准利率的 2 倍。 2004 年 10 月，不再设定金融机构人民币贷款利率上限及存款利率下限。利率进入“贷款利率管下限、存款利率管上限”的阶段。 2007 年 1 月，上海银行间同业拆借利率（Shibor）正式运行。 2008 年 10 月，央行决定允许个人住房按揭贷款利率下浮区间由基准利率的 15%扩大至 30%。 2012 年，金融机构存款利率上浮幅度上限首次被允许上浮，上浮幅度上限为基准利率的 1.1 倍。

[1] LPR 的定价基础利率将向货币市场利率和无风险利率（Shibor、国债收益率）转变。目前，LPR 报价由 10 家商业银行组成：工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、招商银行、中信银行、兴业银行、浦发银行、民生银行。

[2] 截止 2019 年一季度，自律机制成员有 2051 家，包括 15 家核心成员、1182 家基础成员和 854 家观察成员。

第三阶段：贷、存款利率放开；LPR、同业和大额存单推出	2013 年 7 月，金融机构贷款利率管制全面放开。 2013 年 9 月 24 日，市场利率定价自律机制成立，贷款基础利率集中报价和发布规则出台。 2013 年 12 月，人民银行公布《同业存单管理暂行办法》，工农中建交等 9 大行首次获得同业存单发行资格。 2014 年 3 月，放开中国（上海）自贸试验区小额外币存款利率上限。 2014 年 6 月，人民银行就《大额存单暂行管理办法（征求意见稿）》内部征求各金融机构意见。 2014 年 11 月，金融机构存款利率浮动区间的上限逐步扩大为基准利率的 1.2 倍. 2015 年 3 月，金融机构存款利率浮动区间的上限逐步扩大为基准利率的 1.3 倍 2015 年 5 月，金融机构存款利率浮动区间的上限逐步扩大为基准利率的 1.5 倍。 2015 年 6 月，人民银行正式发布《大额存单管理暂行办法》，第一批工农中建交及浦发、中信、招商、兴业等 9 大行首次发行大额存单。 2015 年 8 月，一年期以上（不含一年期）定期存款的利率浮动上限放开，活期存款以及一年期以下定期存款的利率浮动上限保持 1.5 倍不变。 2015 年 10 月，存款利率浮动上限放开。 2018 年 5 月，央行发布《2018 年第 1 季度中国货币政策执行报告》指出，推动利率“两轨”逐步合“一轨”。

数据来源：我国大额存单定价研究（王晓莉）、浙商证券研究所

2. 贷款利率市场化

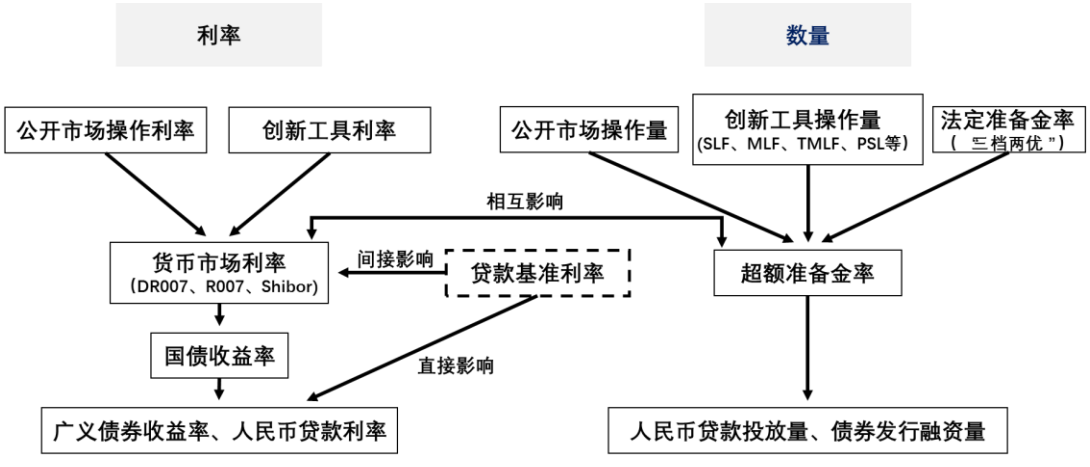
去年年底的中央经济工作会议和今年“两会”的政府工作报告都强调利率市场化改革，相应的，去年四季度和今年一季度货币政策执行报告均对继续深入推进利率市场化改革，推动利率“两轨合一轨”做了分析。从 2013 年以来央行为存贷款利率市场化所做的政策安排和银行具体实践经验看，“两轨合一轨”应该也是遵行先贷款、后存款的过程。

2.1. LPR 对贷款基准利率的替代

货政报告指出，“**利率两轨**”指的是存贷款基准利率和市场化无风险利率并存[3]。目前，尽管存贷款利率浮动的上下限已经放开，但是央行仍继续设定和公布存贷款基准利率，作为金融机构利率定价的参考；贷款基准利率一直作为金融机构内部测算贷款利率时的参考基准和对外报价、签订合同时的计价标尺。同时，央行通过各类数量和价格工具（法定准备金率、公开市场操作、各类创新工具等）作用于货币市场基础利率（DR007、R007 和 Shibor），影响国债收益率（无风险利率），进而对广义债券收益率和其他金融市场利率产生影响；伴随货币市场和各金融市场融资工具的丰富和融资规模的增长，该渠道市场化程度较高、利率传导路径较为清晰。

“利率两轨”实质就是政策调控终端信贷利率与市场化决定非信贷金融市场利率的两条路径，是利率半市场化的表现。

图 1：“利率两轨”运行传导机制



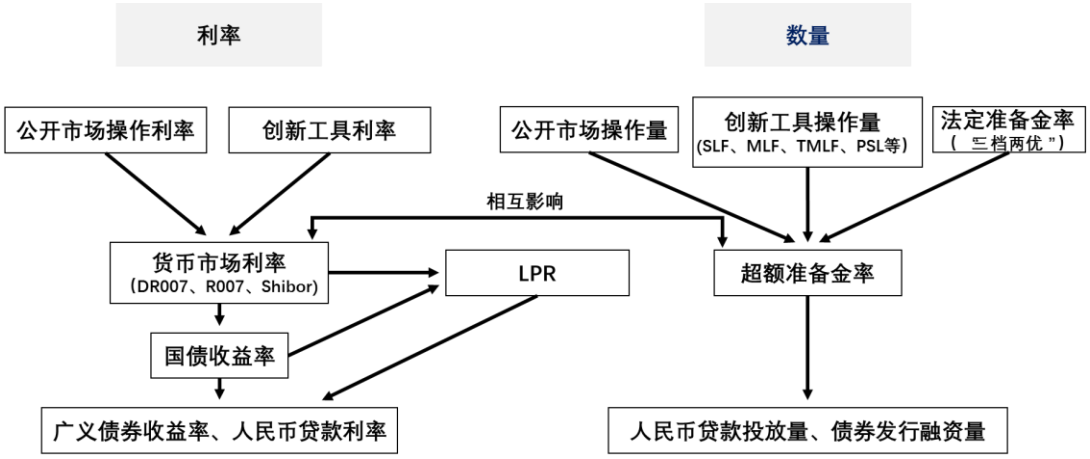
资料来源：浙商证券研究所

利率“两轨合一轨”就是实现利率的相对完全市场化，央行不再对终端信贷利率进行直接调控，让信贷利率挂钩于“市场锚”，即贷款基础利率（LPR）[4]；央行通过各类政策工具调节银行超额准备金率水平并引导货币市场核心基准

[3] 参考 2019 年一季度“中国货币政策执行报告”。
[4] 成熟市场经济体称为“最优惠利率”（Prime Rate）。

利率达到其目标水平，先影响整个资金批发市场利率，再通过各类金融工具定价机制和各类金融机构资产配置行为向各融资渠道终端传导，影响债券、信贷等利率和融资规模。

图 2：“两轨合一轨”后利率运行传导机制



资料来源：浙商证券研究所

2.2. 合适的定价锚：Shibor

从货币市场主要利率波动特征看，Shibor 利率与 DR 系列利率波动和走势较为贴近，且较 R 系列利率平稳。

货币市场利率和市场化的存贷款利率分属批发和零售利率，前者是后者的基础。结合当前中国货币市场主要利率的形成机制和定价影响，同时考虑决策层的设计意图，Shibor 将作为市场化存贷款基准利率（贷款基础利率：LPR）的定价锚。鉴于 Shibor 的期限结构为短期，为了适配长期限定价，国债收益率将成为定价的重要参考。

之于政策操作利率与货币市场利率和 LPR 的关系，考虑各主要政策工具特征和操作体量，MLF 利率对 LPR 的影响将较为突出。LPR 的定价中心是 1 年期 LPR，MLF 的期限与之较为相应，且现在是中长期流动性投放的核心工具。作用机制是 MLF 操作及利率影响货币市场利率，通过定价机制再影响 LPR。

表 2：货币市场主要利率特征比较

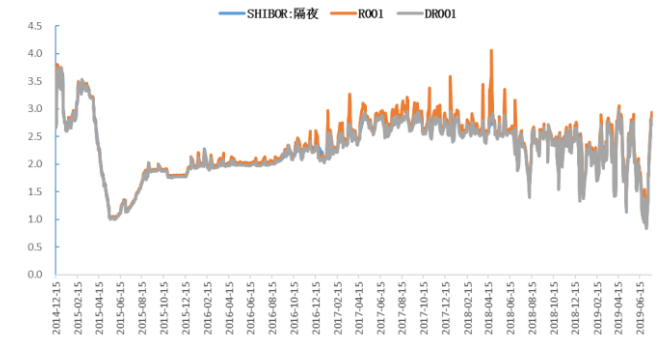
	参与机构	报价机制	波动特点	质押标的	挂钩产品
DR007	存款类机构，包括政策性银行、大型商业银行、股份制银行、城市商业银行、农村商业银行及合作银行、农村信用联社、外资银行、民营银行、村镇银行等存款类机构	七天期存款类金融机构质押式回购加权平均利率	波动相对稳定	利率债,包括国债、央行票据和政策性金融债	/
R007	具有债券交易资格的商业银行及其授权分支机构、农村信用联社、城市信用社等存款类金融机构，保险公司、证券公司、基金管理公司及其管理的基金、资产管理组合、保险产品、财务公司等非银行金融机构，以及经营人民币业务的外资金融机构	七天期质押式回购加权平均利率	波动较大	经中国人民银行批准在全国银行间债券市场流通的政府债券、央行票据、金融债券、企业债券、境外机构发行的人民币债券以及其他具备还本付息特征的有价证券	利率互换等
Shibor	18 家商业银行组成的 Shibor 报价银行团	每个交易日根据各报价行的报价，剔除最高、最低各 4 家报价，对其余报价进行算术平均计算后，得出每一期限品种的 Shibor。（集中报价机制）	波动相对稳定	/	债券、同业存单、利率衍生品等

注：截至 2019 年二季度，Shibor 报价银行团成员（18 家）：工商银行 、农业银行 、中国银行 、建设银行 、交通银行 、招商银行 、中信银行 、光大银行 、兴业银行 、浦发银行 、北京银行 、上海银行 、汇丰中国 、华夏银行 、广发银行 、邮储银行 、国开行 、民生银行。

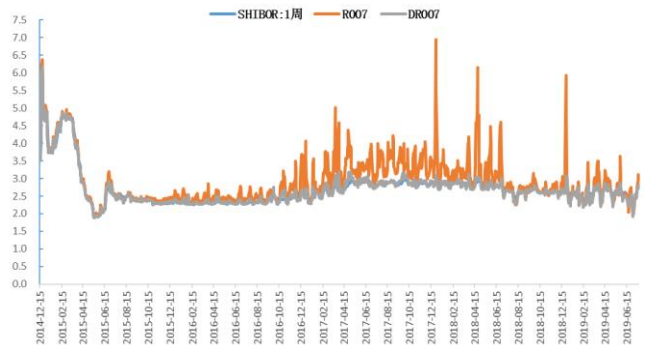
数据来源：对“利率并轨”的猜想（刘昕）、浙商证券研究所

图 3：货币市场主要利率走势:1 天期（%）

图 4：货币市场主要利率走势:7 天期（%）



资料来源：WIND、浙商证券研究所



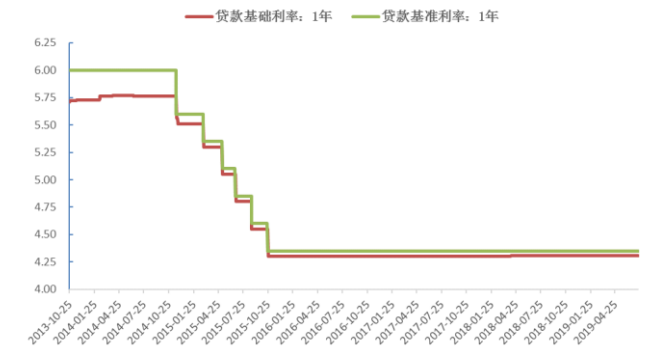
资料来源：WIND、浙商证券研究所

考察贷款基础利率（LPR）与 Shibor 和贷款基准利率（均为 1 年期）的关系：

贷款基础利率与贷款基准利率的走势基本相同，在 2013 年 10 月至 2014 年 10 月之间，贷款基础利率表现出一定弹性波动。但是，伴随上一轮降息周期开启，随着贷款基准利率下调，贷款基础利率也随之下调，并且调整时间大多基准利率下调的后一天；贷款基础利率与贷款基准利率之间的利差逐渐缩小，由初始的 0.29%缩小为目前的 0.04%。

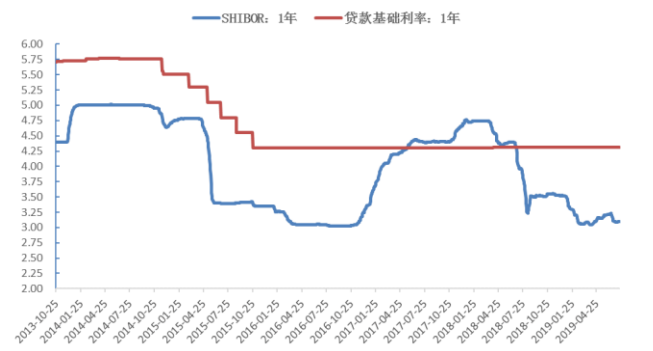
目前，贷款基础利率与 Shibor 关联不明显，特别是 2015 年年底以来，在贷款基础利率稳定后，Shibor 先继续下行、而后大幅明显回升，2018 年来又大幅回落并基本接近历史最低位，在此期间，贷款基础利率仅在 2018 年 4 月 8 日上调 1 个基点（为 4.31%）。目前，贷款基础利率与 Shibor 利差较阔，达到 120BP。

图 5：贷款基础利率与贷款基准利率（%）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 6：贷款基础利率与 Shibor（%）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

2.3. 国际经验：清晰的锚和分层定价

考察最优惠利率（Prime Rate）在美国、日本和香港这三个成熟市场经济体的实践历史，总结其经验：

1）美国最先实行贷款最优惠利率，该利率的形成具有较强的市场自发特征，日本和香港则是借鉴模仿而构建打造。

2）最优惠利率由经济体中数量有限的核心银行报价计算形成，其定价机制要么是参考政策目标利率（也即货币市场核心基准利率）加点形成，或者是参考货币市场主要利率并考虑银行负债端成本而形成。总之，最优惠利率定价有较为清晰的货币市场利率锚。

3）银行基于短期最优惠利率（1 年），考虑期限溢价，加点形成长期最优惠利率，构造最优惠利率曲线；同时考量不同贷款主体信用资质（风险溢价），加点形成最终的贷款利率。

4）伴随金融深化和货币市场发达程度提升，最优惠利率主要为中小企业、个人贷款（住房、消费）提供定价基准，而大型企业贷款的定价基准则直接转向货币市场利率（Libor、Tibor、Hibor）。

表 3：贷款基础利率的国际实践

	名称	定价机制及变迁	运用情况

美国	最优惠利率（Prime Rate）		1933 年开始，《华尔街日报》根据 30 家银行报价计算并公布美国的最优惠利率，当 23 家银行有变动时将触发最优惠利率调整。 2008 年 12 月报价银行减少至 10 家，并且若 7 家进行调整，则最优惠利率相应调整。 1992 年三季度以来，最优惠利率等于联邦基金目标利率加 300 个基点。	在推出伊始主要用于 3～5 年期信誉良好的商业、农业浮动利率贷款。 目前大型企业贷款及部分银行基准利率逐步从最优惠利率过渡到货币市场利率，最优惠利率主要是为中小企业贷款及零售客户的消费贷款、信用卡透支等提供定价基准。
日本	标准利率	短期贷款最优惠利率	1959 年最优惠利率推出时，短期最优惠利率与当时的再贴现利率直接关联，自 1989 年 1 月起，开始采用基于银行筹资成本的新短期最优惠利率，并与可转让大额定期存单(CD)及拆借市场利率相关联。 全国由商业银行主力银行利率作为基准，地方由各都道府县有实力的地方性银行利率作为基准， 银行对各企业的短期贷款利率在上述利率基础上按信用风险不同加上一定幅度的溢价。	随着日本金融市场的快速发展，大型企业直接融资机会不断增加，银行大企业贷款竞争日益加剧，推动了大企业贷款定价基准逐渐从最优惠利率转向参考 Tibor、Libor 等货币市场利率。 中小企业贷款、个人住房贷款以及消费贷款等领域，最优惠利率仍旧发挥着重要的定价基础作用。
		长期贷款最优惠利率	起始，长期最优惠利率通过相关金融机构协议而定，参照长期信用银行 5 年期金融债发行利率，一般以该发行利率加上 0.5%为基准。 长期信用银行这一形态不存在后，则主要参照金融机构 5 年期普通公司债发行利率、市场交易利率掉期以及拆借市场利率。 1991 年 4 月起，“新长期最优惠利率”是在短期最优惠利率的基础上加上一定的上浮利率，一般 3 年期以内贷款按短期最优惠利率上浮 0.2%，3～6 年期上浮 0.4%。	
香港	最优惠利率		20 世纪 80 年代引入，只有 1 年期最优惠利率。 1 年期下存在两个不同报价的最优惠利率:汇丰银行、恒生银行和中银香港三家市值占有率最高的银行采用相对低的最优惠利率，自 2008 年 11 月为 5%；其他银行则采用相对高的最优惠利率(为 5.25%)。	自最优惠利率出现初期，就专门用于按揭、信用卡透支、罚息等个人业务上的利率。 企业贷款基本都使用 Libor 和 Hibor 来定价，极少使用最优惠利率，主要因为最优惠利率与市场的联系没有 Libor、Hibor 紧密。

数据来源：关于贷款基础利率应用情况的国际经验及实践问题研究（人民银行）、浙商证券研究所

2.4. 总结与展望

基于上面对贷款利率传导机制、货币市场主要利率、贷款基础利率走势特征，以及最优惠利率在成熟经济体实践经验的分析。结合决策层对贷款利率市场化的设计思路和当前降低实体经济融资成本的目标。在当前时点，如果加强贷款基础利率与 Shibor 的联动性，加快贷款基础利率对贷款基准利率的替代。其有利条件和存在的问题归纳如下：

有利的条件：全球主要经济体步入新一轮降息周期之中，中国央行的货币政策保持着相对宽松状态，货币市场利率处于相对低位，增强 Shibor 对 LPR 的定价锚作用，LPR 利率将会有所下降，利于货币市场利率向终端贷款利率的传导，并相应降低实体经济融资成本。贷款利率市场化将获得突破。

存在的问题：1）目前 LPR 在贷款定价中占比较小，且只有 1 年期，LPR 对贷款基准利率的替代需要一个过程，一方面需要构建 LPR 的期限结构，另一方面各银行需要构建和完善基于 LPR 的内部资金转移定价（FTP）[5]曲线，而且只有在实践经验基础上逐步完成，这需要一定时间；2）目前政策层对信贷资源进行“结构性引导”——控压房地产相关融资、鼓励小微企业信贷投放。在定价机制发生变化后，如果终端利率下降后，有效实现“控压与鼓励”双目标的操作难度将加大。

表 4：各类型银行 LPR 应用情况

		参照 LPR 进行	贷款合同中列示	把 LPR 相关条款纳	基于自身情况制

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_11222