

宏观研究/深度研究

2019年06月28日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：包商之后关注流动性风险还是信用收缩？》2019.06
- 2《宏观：第二次石油危机与70年代末美国滞胀》2019.06
- 3《宏观：贸易摩擦下，下半年财政会发力吗？》2019.06

LPR 在美国

——宏观 ABC（十一）

核心观点

6月26日国常会强调发挥贷款市场报价利率作用，此举意味着 LPR 重要性提升，我们研究了美国 LPR 的演进历程、形成机制等内容，为我国 LPR 应用提供参考和借鉴。美国 LPR 是美国银行各类贷款产品的定价基础。自 1994 年起美国 LPR 显性挂钩政策利率导致银行丧失报价权，但有助于货币政策充分传导。同业竞争加剧、金融深化、企业议价能力及定价方式变化等导致 LPR 直接应用程度下降，但考虑 LPR 是风险最低贷款利率，我们认为，以其他基准定价时仍需参考 LPR，否则不同基准不同时期的贷款难辨优劣，具体定价过程表现为 LPR 利率加上期限风险补偿和违约风险补偿。

6月26日国常会强调发挥贷款市场报价利率作用，LPR 值得关注

国常会强调深化利率市场化改革、降低小微企业实际融资成本，更好发挥贷款市场报价利率作用，我们认为此举意味着 LPR 重要性提升，值得关注。

从相对浮动到相对固定，LPR 利率始终与联邦基金利率挂钩

LPR 利率缘起于《华尔街日报》，20 世纪 30 年代起，它依据全美最大的 30 家银行报送的、针对最优等级公司客户的贷款价格来确定，1994 年前各家商业银行在参与 LPR 利率报价的过程中会参考联邦基金利率，LPR 利率相当于与联邦基金利率浮动钉住，1994 年起，美国 LPR 利率形成机制转为完全钉住政策利率，由联邦基金利率加 300BPs 得到，货币政策传导效率有所提高。在贷款定价方面，由于美国利率市场化、企业融资渠道丰富、多层次资本市场快速发展导致 LPR 利率的应用逐步减少，Libor 利率、国债收益率、货币市场利率等也逐步成为贷款定价的基准利率。

LPR 显性挂钩政策利率导致银行丧失报价权，有助于货币政策充分传导

国际上典型的 LPR 利率形成机制有三种，由于货币政策效率、市场灵敏度和银行自主性之间存在三角制衡关系，不同形成机制导致 LPR 利率发挥不同作用。如果选择挂钩市场利率并隐性挂钩基准利率的 LPR 形成机制，可以较好的反映市场流动性，货币政策传导效率较高。如果采用银行自主报价的 LPR 形成机制，则意味着 LPR 对货币政策传导效率可能相对较低。美国 LPR 利率选择显性挂钩政策利率，导致银行丧失了自主报价权，但有助于货币政策的充分传导，是美国金融市场快速发展的客观结果。

美国可参考的贷款基准利率较多，LPR 利率的整体应用程度下降

LPR 利率并非商业银行确定贷款利率的唯一基准。除 LPR 利率外，Libor 利率、CD 利率、国债收益率等均可被视为贷款基准利率。根据美联储 STBL 调查结果，LPR 利率在整体工商贷款中的应用程度逐渐下降，截至 2017 年占比已不足 16%，但由于 LPR 利率具有受市场波动的影响较小、中短期相对稳定等特点，仍是小企业贷款定价时的首选。而美国住房抵押贷款利率，主要与国债收益率挂钩，房地美每周公布不同期限贷款利率。

作为最低风险贷款利率，LPR 利率仍是重要参考

多重原因促发 LPR 利率应用程度下降，同业竞争加剧、金融深化、企业议价能力及定价方式变化等均有影响。与 LPR 利率应用程度下降相对应的是，以 Libor 利率进行定价的金融产品自 20 世纪 80 年代以来较快增长，但由于 Libor 是基于报价而非真实交易得出的利率，无法保证银行报价的真实性，报价行操纵 Libor 的丑闻频频发生。我们认为，即便当前以 LPR 利率直接定价的应用程度较低，考虑 LPR 利率作为最低风险贷款利率，类似贷款定价的无风险利率，使用其他利率定价时仍需参考 LPR 利率，定价过程表现为 LPR 利率加期限风险补偿和违约风险补偿。

风险提示：中美贸易摩擦加剧，中东地缘政治冲突加剧，国内经济超预期下行，政策落地不及预期，货币政策超预期收紧，监管政策超预期趋严。

正文目录

6 月 26 日，国常会强调发挥贷款市场报价利率作用	4
美国 LPR 是什么？	5
美国最优贷款利率是美国各类贷款产品的重要基础利率	5
美国 LPR 利率从相对浮动到相对固定，不变的是钉住联邦基准利率	6
市场对美国 LPR 利率的三个疑问	9
如何追踪、预测美国最优贷款利率？	9
主权信用评级下调是否会影响美国最优贷款利率？	9
采取不同的贷款基准利率影响几何？	10
美国 LPR 利率显性挂钩政策利率，是最低风险贷款利率	11
LPR 显性挂钩政策利率丧失银行报价权	11
当前美国可参考的贷款基准利率较多，LPR 利率的应用程度下降	12
整体工商贷款中，使用 LPR 利率定价的比重逐步下降	12
LPR 利率是小企业贷款的主要参考利率	12
美国住房抵押贷款利率主要与国债收益率挂钩	14
LPR 利率是最低风险贷款利率，Libor 利率易受操纵、丑闻频发	15
LPR 利率应用程度下降，竞争加剧、金融深化、定价方式转变等是重要原因	15
Libor 是报价利率，易受操控，丑闻频发	15
LPR 利率是最低风险贷款利率	16
以 Libor 等其他利率进行贷款定价时，也需参考 LPR 利率	17

图表目录

图表 1: 美国 LPR 利率历史悠久	5
图表 2: 1994 年二季度起, 美国最优贷款利率钉住政策利率 (LPR 利率挂钩联邦基金目标利率上限)	6
图表 3: 美联储应对通胀上行进行加息, LPR 利率参考联邦基金利率也相应走高	7
图表 4: 在通胀下行时, LPR 利率下降的跟随节奏较慢, LPR 利率和联邦基金利率的利差走扩	7
图表 5: LPR 利率与联邦基金利率之差扩大时, 企业的商业票据负债增速往往出现明显提高	8
图表 6: 1987 年至 1990 年间, 据 James Booth 统计, 以 LPR 利率作为基准利率的贷款占比达到 38%, 是主要的贷款基准利率	8
图表 7: 1987 年至 1990 年间, 据 James Booth 统计, 工商贷款使用不同贷款基准利率, 使用 Libor 利率作为贷款基准利率的平均贷款规模较高	8
图表 8: 美联储调整联邦基金目标利率后, 最优贷款利率会相应变动	9
图表 9: Libor 利率和美国 LPR 利率短期出现背离	10
图表 10: LPR 利率形成机制存在不可能三角的制衡关系, 钉住政策利率可以提高货币政策传导机制的效率	11
图表 11: 工商贷款中, 以美国 LPR 利率为定价利率的占比不断下降	12
图表 12: 工商贷款中, 以美国 LPR 利率为定价基准的贷款利率较高	12
图表 13: 多元贷款利率定价时, 小企业贷款中, LPR 利率仍是重要的首选贷款参考利率	13
图表 14: 根据工商企业贷款调查, 以 LPR 利率定价的平均贷款规模较小	13
图表 15: 根据工商企业贷款调查, 以 LPR 利率定价的贷款总规模较低	13
图表 16: 2017 年 5 月美国信贷市场 LPR 以及其他基准定价调查情况	14
图表 17: 2017 年 5 月美国信贷市场 LPR 利率以及其他基准定价调查情况	14
图表 18: 美国住房抵押贷款利率主要是与国债收益率挂钩	14
图表 19: 众多国际大行因 Libor 操纵案遭受处罚	16
图表 20: 中长期不同的贷款基准利率与 LPR 利率趋势较为一致	17

6 月 26 日，国常会强调发挥贷款市场报价利率作用

6 月 26 日，国务院总理李克强主持早召开国务院常务会议，值得关注的是，本次国常会在确保小微企业贷款实际利率进一步降低的目标下，特别强调了：“**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。**”

我们认为国常会指的贷款市场报价利率应该是指 LPR 利率（人民币贷款基础利率），我国 LPR 利率是工农中建交等 9 家做市商银行对市场上信用风险最低主体的报价利率，目前主要对社会公布 1 年期 LPR 贷款报价利率，其他贷款利率可根据期限、抵押担保、主体评级等在 LPR 利率加减一定 BP 得到。

国常会此举希望进一步发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用，提升 LPR 利率在实际应用过程中的定价参考意义，我们提示，考虑利率市场化的演进趋势，未来推进两轨并一轨，则 LPR 利率在我国贷款利率体系中将扮演更重要角色。我们对美国 LPR 利率的演进过程、形成机制等进行了研究和梳理，我们认为，美国应用 LPR 利率作为贷款基准利率的经验值得我国参考和借鉴。

美国 LPR 是什么？

美国最优贷款利率是美国各类贷款产品的重要基础利率

美国 LPR 即为美国最优贷款利率。LPR 即为 Loan Prime Rate，意为最优贷款利率，随着利率市场化的发展，LPR 利率成为部分国家的贷款基准利率，因此 LPR 利率也被称为贷款基准利率。

美国 LPR 利率则是指美国最优贷款利率，是美国各类众多贷款产品的重要基础利率。美国各种类型的贷款机构，如传统的大中小型银行、信用合作社、储蓄机构（储蓄机构是指为家庭储蓄存款和投资提供专门服务的金融中介机构），使用 LPR 利率作为众多贷款产品的利率定价基础，主因在于最优贷款利率为市场定价提供了一个较好的利率锚。

因此，LPR 利率是指金融机构对其最优质客户执行的贷款利率，在此基础上，其他客户的贷款利率定价是考虑相对信用水平、抵押担保、期限、利率浮动方式和类型等要素后，在 LPR 利率基础上增减 BP 或上浮下调百分比来确定最终贷款利率。理解最优贷款利率的关键是“最优”两个字，最优是指银行最优质的客户（一般企业）而非最佳利率（最低的利率），不难理解，考虑存在抵押担保等增信措施，或房贷和汽车贷款等贷款类型，客户的实际贷款利率低于最优贷款利率较为普遍，LPR 不是企业可获得的最低贷款利率。

图表1：美国 LPR 利率历史悠久



资料来源：Wind，华泰证券研究所

LPR 缘起于《华尔街日报》，当前美国 LPR 钉住联邦基金目标利率。LPR 最优贷款利率最早发源于 20 世纪 30 年代的美国权威财经媒体《华尔街日报》，由全美最大的 30 家银行报送其针对最优等级公司客户的贷款价格，《华尔街日报》按照既定规则选取其中至少 22 至 23 个报价加权计算得到市场 LPR，在纸质版华尔街日报上定期公布。2008 年 12 月 6 日以后，《华尔街日报》减少了 LPR 报价行数量，由最初的 30 家变为 10 家，当其中 7 家报价行改变 LPR 报价时，《华尔街日报》随即改变其 LPR 发布价格。

从 LPR 的利率决定机制来看，早期除《华尔街日报》公布市场 LPR 利率外，每家美国商业银行均会公布自身的 LPR 利率，各个商业银行在确定 LPR 利率时均会参考联邦基金目标利率（Federal Funds Target Rate）。自 1994 年二季度起至今，美国 LPR 利率开始直接钉住联邦基金目标利率，具体公式为：

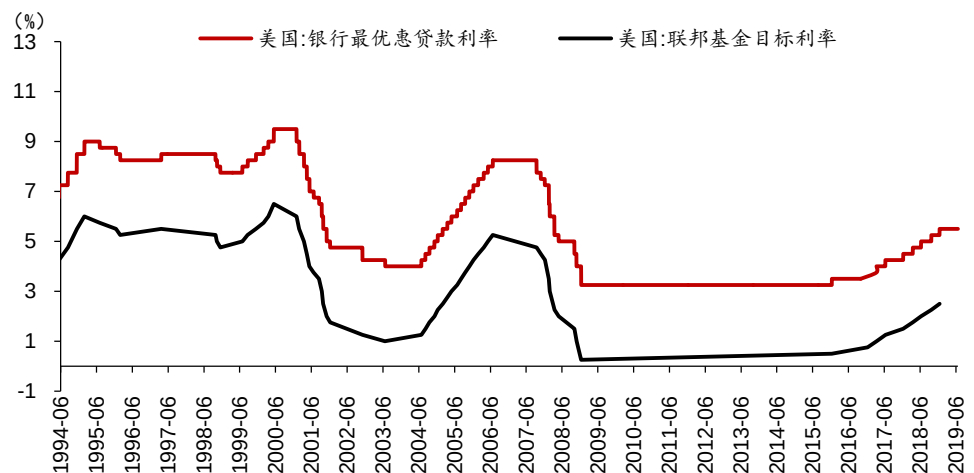
$$\text{美国最优贷款利率} = \text{联邦基金目标利率} + 300 \text{ BPs}$$

联邦基金目标利率作为美联储货币政策的基准利率，当基准利率调整时，最优贷款利率也会相应调整。

因此，当前 LPR 利率名义上仍是报价利率，但实际上 10 家大行的 LPR 利率报价已固定不变，完全钉住。当前联邦基金目标利率区间为 2.25%至 2.5%（年化利率），LPR 利率对应的 5.5%自然也是指一年期的最优贷款利率。

但为何 LPR 是在基准利率之上增加 300BPs？依据是什么？20 世纪 90 年代，美联储主席格林斯潘与美国银行达成协议，将最优贷款利率钉住联邦基金目标利率，并附加 300BPs，由于联邦基金利率相当于银行的资金成本，附加 300BPs 是考虑用于覆盖银行的经营成本和交易成本，比如贷款信用核查、放贷人员与客户的接洽、法律文书费用等，因此，300BPs 只是当时双方的协议值。

图表2：1994 年二季度起，美国最优贷款利率钉住政策利率（LPR 利率挂钩联邦基金目标利率上限）

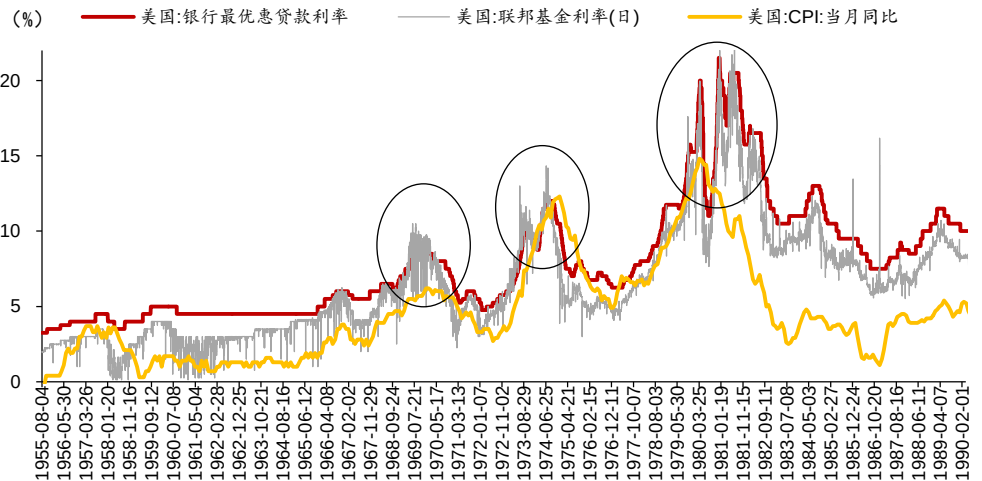


资料来源：Wind，华泰证券研究所

美国 LPR 利率从相对浮动到相对固定，不变的是钉住联邦基准利率

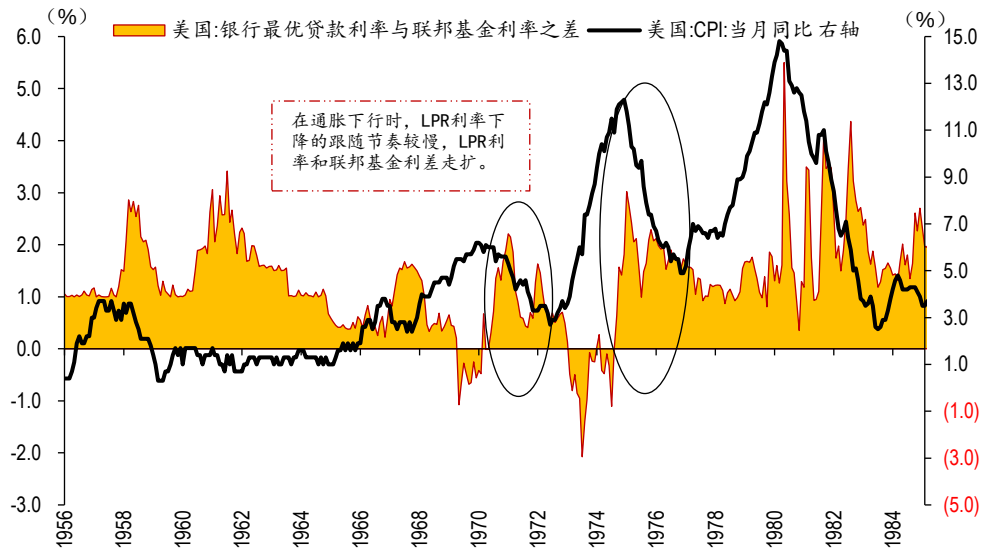
美国 LPR 利率诞生于大萧条之中。LPR 利率源起于美国，20 世纪 30 年代，大萧条导致美国经济陷入危机，企业大量倒闭，经济相对萧条，有效需求不足，资金供需失衡导致美国商业银行在此情况下难以找到信用良好的贷款对象，美国商业银行通过下调信贷标准和贷款价格的方式对“优质客户”进行放贷，商业银行对优质资产的恶性竞争、无法有效识别信用风险导致不良贷款频发，部分银行资金链断裂进而倒闭，经济形势越发严峻。美国政府为防止银行间的恶性竞争并出于恢复经济的需要，连续推出多项金融改革措施如《1933 年银行法》（BANKING ACT OF 1933），为避免贷款恶性竞争而限定了最低贷款利率不能低于 7%；并推出 Q 条例限定存款利率，避免商业银行负债成本过高。LPR 利率报价机制也在这一时期开始出现，由《华尔街日报》发起建立，推动统一的利率报价机制以维护市场秩序。

LPR 利率在其诞生后的近 40 年间，成为货币政策传导机制的重要补充，但也暴露部分问题。从 20 世纪 30 年代至 20 世纪 70 年代间，由于 LPR 利率是美国众多贷款的基础参考利率，各家商业银行在参与 LPR 利率报价的过程中会参考联邦基金利率，当联邦基金利率开始上行时，LPR 利率也相应升高，间接完成了货币政策传导机制的衔接，这一时期，两者形成了较好的联动作用。但与此同时也暴露出部分问题，20 世纪 60 年代起，美国通胀水平抬升导致联邦基金利率相应升高，LPR 利率的部分弊端开始显现，第一，联邦基金利率敏感性显著高于 LPR 利率，通胀快速上行时期联邦基金利率超过 LPR 利率，从商业银行角度来看相当于入不敷出了（资金收益小于资金成本）；第二，在通胀和联邦基金利率下行时期，LPR 利率跟随联邦基金利率下降的节奏较慢，主因在于，降低下降节奏可以扩大两者利差，利差走扩意味着银行的资金收益较资金成本增加，可以为商业银行带来更多利润。

图表3： 美联储应对通胀上行进行加息，LPR 利率参考联邦基金利率也相应走高

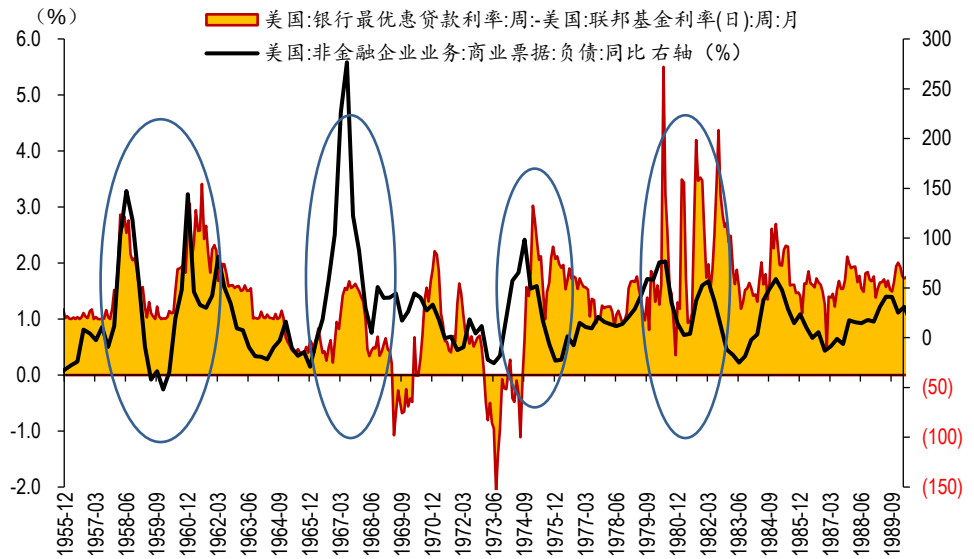
资料来源：Wind，华泰证券研究所

20 世纪 70 年代至 80 年代间，美国利率市场化和融资渠道的丰富对 LPR 利率的应用产生一定影响。20 世纪 60 年代起，由于美国出现阶段性通胀上行，此前为调控银行负债成本而限定存款最高利率的利率管制政策已不适用，通胀上行时联邦基金利率已显著高于银行存款最高利率，存款对投资者的吸引力显著下降，银行经营面临压力。美国相应于 1970 年前后开启利率市场化进程，美国利率市场化主要以取消利率限制为主，先存款利率后贷款利率，基本上是以逐步取消 Q 条例的利率管制为主。存款是银行重要的负债端来源，存款利率市场化过程中，银行负债端的变化对 LPR 也形成影响。美国货币市场快速发展，货币市场工具的竞争加剧导致商业银行开始转向市场利率定价，银行在市场机制下寻求负债端利率与资产端利率（贷款利率）的挂钩，相应地开始推出依据货币市场利率定价的货币市场贷款，比如商业银行可以发行基于货币市场利率定价的 CD，用发行 CD 所得的资金发放基于货币市场利率定价的贷款，借此获得相对稳定的息差收益。

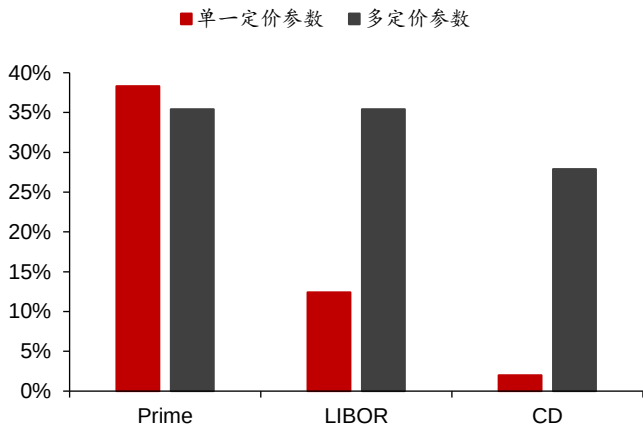
图表4： 在通胀下行时，LPR 利率下降的跟随节奏较慢，LPR 利率和联邦基金利率的利差走扩

资料来源：Wind，华泰证券研究所

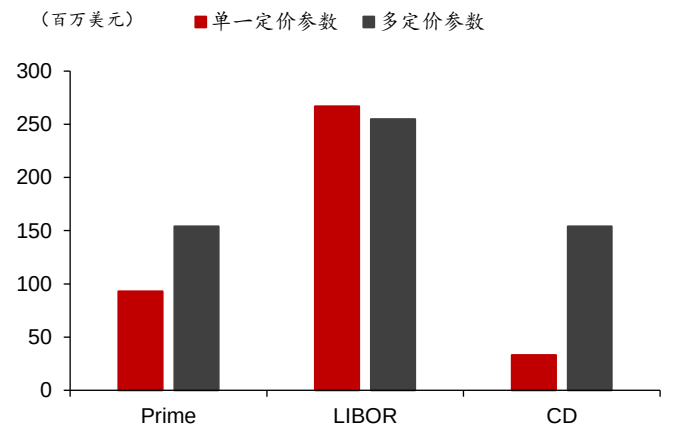
也是在 20 世纪 70 年代至 80 年代间，企业融资渠道进一步丰富，在贷款端，越来越多企业选择通过发行商业票据来满足短期资金需求，并通过票据融资来降低银行的“转嫁成本”，银行“转嫁成本”的产生源于 LPR 利率较联邦基准利率下调存在时滞（即 LPR 下调节奏较慢），根据美联储数据显示，当 LPR 利率与联邦基金利率之差扩大时，企业的商业票据负债增速往往出现明显提高。

图表5: LPR 利率与联邦基金利率之差扩大时, 企业的商业票据负债增速往往出现明显提高

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6: 1987 年至 1990 年间, 据 James Booth 统计, 以 LPR 利率作为基准利率的贷款占比达到 38%, 是主要的贷款基准利率

资料来源：美联储，华泰证券研究所

图表7: 1987 年至 1990 年间, 据 James Booth 统计, 工商贷款使用不同贷款基准利率, 使用 Libor 利率作为贷款基准利率的平均贷款规模较高

资料来源：美联储，华泰证券研究所

20 世纪 80 年代后, 贷款利率定价方式也开始趋于多元, 商业银行在为客户提供贷款服务时, 在条款设计时会考虑多种贷款基准利率, 采取多元的利率定价方式, 比如组合使用 LPR

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_11757

