



联讯宏观专题研究

利率并轨专题

2019年06月19日

投资要点

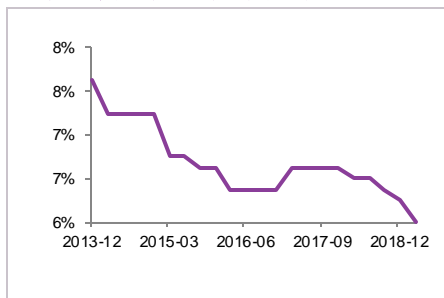
分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《固定收益投研框架》2019-05-20

《住房市场空间有多大》2019-05-30

《纠结的债市》2019-06-11

《5月社融数据的亮点与隐忧》
2019-06-12

《5月经济数据反映了什么？》
2019-06-14

一、利率管制下的资金“统收统支”

从各国发展历程来看，在经济发展的初期都是实行利率管制，让存款利率和贷款利率都低于均衡利率，一方面保护银行利差，另一方面从居民企业手中吸收足够多的资金来支持工业建设。

政策在两个方面扭曲了资金市场：以间接融资为主的金融体系对市场资金的配置重安全，轻效率。

二、如何并轨？

在利率并轨主要是存款利率并轨和贷款利率并轨两个方面，根据中央领导的讲话来看，贷款利率并轨先进行一步的可能性更大，关于并轨的具体方式，我们根据国际上的经验，主要是用市场化的利率（LPR）作为“锚”，让政策利率与市场利率并轨，方法包括：第一种是内部定价法的 LPR，即用成本加成或者 RAROC 定价法（Risk-adjusted Return on Capital，风险调整后资本收益定价法）来确定 LPR。第二种是挂钩政策利率法。

三、利率并轨进行时——过程的猜想

第一个阶段是贷款利率放开后，利率会产生结构性变化；第二个阶段是存款利率放开后，存款利率上升；第三个阶段是存款利率带动贷款利率上升；第四个阶段存款利率回落，带动贷款利率回落。

四、并轨后时代，政策如何影响市场利率呢？

在我国利率走廊的上限是央行的贷款利率，主要是需要抵押的常备借贷便利 SFL（1 个月期限的大概 3.9%），下限是商业银行在央行的存款利率，主要是 0.75% 的超额准备金利率。

让这个利率走廊更好地发挥利率调控作用，仍然需要一些改进：

第一是在数量上给予适当宽裕，第二是扩大扩大央行投放流动性的操作对象或者适当放松同业市场。

风险提示

政策变动超预期。



目 录

一、利率管制下的资金“统收统支”	3
二、如何并轨?	5
(一) 内部定价法的 LPR	6
(二) 挂钩政策利率法	8
三、利率并轨进行时——过程的猜想	9
四、并轨后时代，政策如何影响市场利率呢?	11

图表目录

图表 1: 价格管制下的银行信贷被扭曲.....	3
图表 2: 突破管制利率产生资金“黑市”	4
图表 3: 管制利率与市场利率并轨.....	5
图表 4: 我国利率市场化的进程	5
图表 5: LPR 基本上跟随贷款基准利率确定	7
图表 6: 贷款利率回落到均衡水平.....	10
图表 7: 存款利率回落到均衡水平.....	11



从各国的金融发展史来看，利率都经历了由管制到放开的过程，在建设初期，政府低价吸收居民储蓄，低价借贷给企业进行经济建设，由于间接融资占据主体地位，加上银行的低风险偏好，所以资金的运用产生了严重的分化，一方面大量资金涌向低风险的大型国企，另一方面风险较高的民营企业、新兴经济融资难、融资贵，降低了资金的使用效率，产生“金融抑制”。

“金融抑制”以后，利率市场化的呼声渐高，在各个国家利率市场化过程中，无论路径、时间、背景或者工具手段有多大区别，核心目的就是两个：一方面放开利率，发挥市场发现价值、有效配置资金的功能，但是市场化不是完全让市场决定利率，政策依然要保持对市场利率的调控能力。所以另一方面就是让政策可以调控和引导市场利率，不过随着利率市场化的推进，调控手段更多地从数量型工具转变为价格型工具。

本文主要从四个方面展开：第一是我国利率市场化的过程。第二是利率并轨的工具。第三是利率并轨的过程猜想，第四是并轨以后政策如何影响利率。

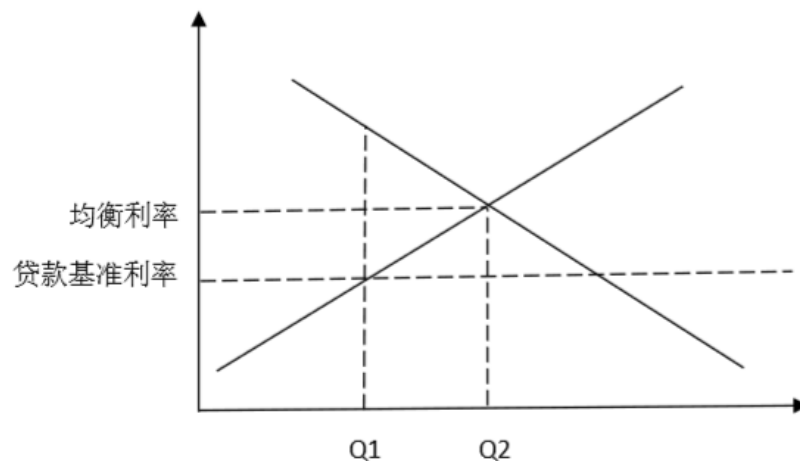
一、利率管制下的资金“统收统支”

从各国发展历程来看，在经济建设初期实行利率管制是有好处的，在利率管制时代，存款和贷款利率都低于市场均衡利率，一方面保护银行息差，另一方面从居民企业手中吸收低成本的资金来支持工业建设。

从经济学理论来看，利率是资金的价格，当人为进行最高价限制的时候，资金的实际供需会偏离均衡点，比如我国的贷款基准利率将利率限制在均衡利率水平之下，实际的资金供给量（Q1）也低于均衡水平（Q2），能获得资金的是风险较低的大型国企，他们也获得了大部分的剩余价值。

因为价格被管制，加上间接融资占据主体，所以此时银行的经营策略是在安全的范围内（大型国企等）把量做大（最大到 Q1）。

图表1： 价格管制下的银行信贷被扭曲



资料来源：网络资料，联讯证券

这是我国利率监管下的资金供需关系。从这里我们可以看出政策在两个方面扭曲了资金市场：

第一是资金供给量少于均衡的资金供给量。如果利率被严格管制，优质企业的对公



贷款饱和以后，银行就没有太多动力去扩大规模，只需要维系存量的对公业务就可以了，比如日本。但是所幸我们国家的经济快速发展，融资需求也在随之增长，尚未达到这个阶段。但是资金供给量的不足就是利率管制的后果之一，也是“金融抑制”的重要体现。

第二是以间接融资为主的金融体系对市场资金的配置重安全、轻效率。

在我国的银行的信贷配置中，一直比较倾向于有政府背书的国有大企业，在国民经济发展初期，国有企业掌握着军事、能源、民生和基础设施建设的大部分命脉行业，大力发展国有企业在经济建设初期为我国的经济建设做出了突出的贡献。

但是不能忽视的是此时市场上仍然存在旺盛的资金需求得不到满足，而这些需求就随着“金融创新”的发展从金融系统流出。

随着利率市场化的推进，同业市场逐渐发展起来，同时具有国资背景和高风险偏好的中小行和非银金融机构就肩负起帮助资金疏通的责任，因为在大行看来，国有大企业是安全的，而经过同业识别、有同业背书的资产，也被认为是“安全的”。

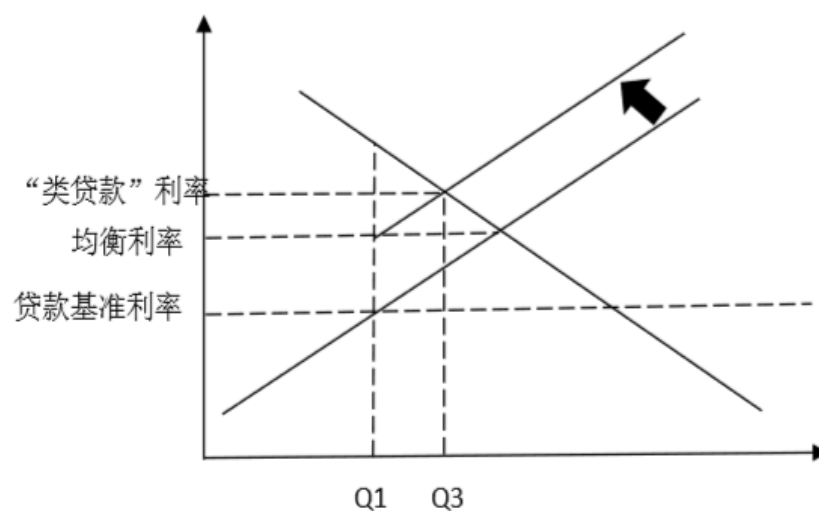
“水往低处流、钱往高（利率）处走”，资金通过绕道同业流向愿意支付高利率的民营企业，就成为了利率突破管制的必然路径。

在 17 年以前，资金从金融系统流向民营企业主要有两种方式：一是大行通过购买中小行的同业理财、同业存单，将资金注入中小行，中小行配置民营企业的非标资产，形成“类信贷”。二是大行通过购买中小行的同业理财、同业存单将资金注入中小行，中小行再通过委外将资金注入非银机构，由非银机构配置民营企业的信用债等。

在 18 年监管趋严以后，同业市场被严格监管，这两种方式都被打压，于是非银就通过结构化产品的方式，为低等级发行主体融资。

因为绕道同业需要支付一定的费用，资金的供给曲线上移，导致“金融创新”部分的“类贷款”利率高于均衡利率，但与此同时部分原本在管制下得不到融资的企业可以得到融资，资金的供给量也增加到 Q3。

图表2：突破管制利率产生资金“黑市”



资料来源：网络资料，联讯证券

高利率不是所有企业都支付的起，一般情况下只有三种企业：第一种是高回报率的行业。第二种是不担心偿还的行业。第三种是不计成本、急需资金补血的企业。



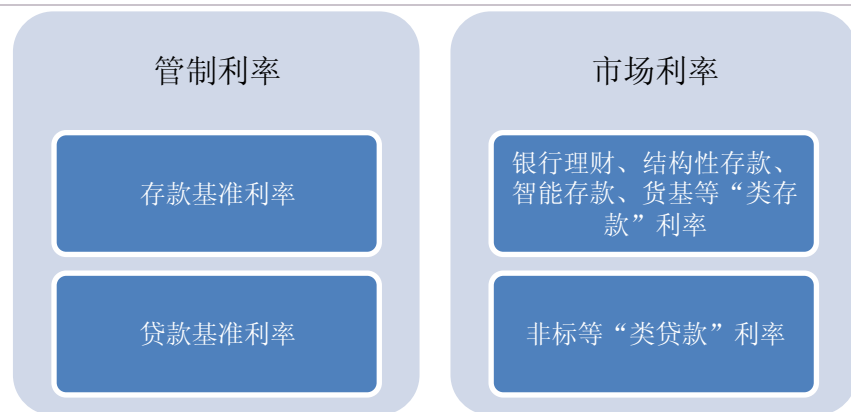
第一种行业，在经济高速增长的时候较多，这时金融系统共享与实体增长的成果，但是在经济趋稳的时候，这种情况就变少了，而第二种第三种行业（企业）通过无疑会拉升宏观杠杆率。

除了享受低利率的大型国企，能够支付高利率的高回报率/不担心偿还/急需补血的企 业，在一个国家的实体中，还有处于中间的“夹心层”，他们没有那么高的回报率，也没 有政府的信用背书，只能支付得起均衡利率的价格，他们的融资需求长期得不到满足。

这就是我国的“金融抑制”。长此以往，产业布局不合理就是必然的后果。

所以，长期来看让利率实现市场化配置，或许是避免监管与金融机构之间“猫鼠游 戏”的解决方案，利率市场化已经箭在弦上。

图表3： 管制利率与市场利率并轨



资料来源：网络资料，联讯证券

二、如何并轨？

第一次，1993 年十四届三中全会《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问 题的决定》中提出利率市场化的理念，并且提出了“先放开货币市场和债券市场利率、 再进一步推进存、贷款利率市场化”的思路。

图表4： 我国利率市场化的进程

1991 年	国债采用承购包销方式招标
1996 年	建立了全国统一的银行间同业拆借市场，产生了同业拆借市场利率 Chibor，由双方根据市场资金供求磋商决定；交易所平台国债市场化发行
1997 年	开办银行间债券回购市场，回购利率和现券交易价格，实现银行间债券市场的自由化。
1998 年	国开行和进出口行公开招标发行金融债券，实现政策性金融市场的自由化。
1999 年	国债进行利率招标，实现国债市场的自由化。
2000 年	外币贷款利率市场化
2002 年	放开农村信用社贷款利率浮动区间
2003 年	部分小额外部存款利率市场化，邮政储蓄存款利率市场化
2004 年	央行放开商业银行贷款利率浮动上限至 2 倍，下限保持 0.9 倍。扩大金融机构贷款利率浮动区间；1 年以上小额外币存款利率市场化；允许人民币存款利率下浮
2006 年	允许个人住房贷款利率扩大至基准利率的 0.85 倍



2007年	Shibor 成立运行
2008年	商业性个人住房贷款利率下限扩大至基准利率的 0.7 倍
2012年	贷款利率下限调整为基准的 0.7 倍，2013 年下限取消；金融机构存款利率上限扩大至 1.1 倍
2013年	全面放开金融机构贷款利率、票据贴现利率、农村信用社贷款
2015年	放开存款利率上限，但是利率定价自律机制仍然存在

资料来源：网络资料，联讯证券

进行到现在，我们已经完成了货币市场和债券市场的利率自由化，剩下的存贷款市场上管制利率和市场利率并存，存款方面是存款基准利率和理财/货基利率并存，贷款方面是贷款基准利率与市场中的“类贷款”利率并存。

并且由于存贷款的基准利率同时存在，银行的负债和资产行为也存在一定的不同步，比如当央行释放低成本的流动性给银行，按理来说银行的负债成本降低，资产配置的时候也应该降低利率，但是现实中因为贷款基准利率的限制，利率的传导不畅，这也是“宽货币到宽信用”难的其中一个原因。

根据中央领导的讲话来看，贷款利率并轨先进行的可能性更大，我们根据国际经验，贷款利率并轨主要是用市场化程度较高的利率（LPR）作为新的管制利率的“锚”，让管制利率与市场利率并轨，主要有两种方法：

（一）内部定价法的 LPR

第一种是内部定价法的 LPR，即用成本加成或者 RAROC 定价法（Risk-adjusted Return on Capital，风险调整后资本收益定价法）来确定 LPR，印度和日本就是采用这种方法。

LPR 是指金融机构对其最优质客户执行的贷款利率，为银行的贷款利率提供一个基准，银行根据不同客户的信用资质在这个利率的基础上加点来确定客户的贷款利率。

日本的 LPR 叫做最优惠利率，分为长期和短期两种，长期优惠贷款利率是以国债发行利率为基准，短期优惠贷款利率采用的就是成本加成定价法。相比较而言，日本的短期优惠贷款利率是渐进式的市场化，很有特色，值得借鉴。

在 1989 年以前，日本的短期贷款是采用法定利率加一定的利差来确定。比如 70 年是 0.25%，81 年是 0.5%，86 年 0.625% 和 88 年 0.875%。

1978 年银行间的短期拆借市场和银行间票据利率和 1979 年可转让定期存款利率市场化以后，日本的短期利率市场化真正迈出了关键性的一步，这些市场中的资金作为银行短期资金来源重要部分，给银行短期贷款利率的市场化提供了一定的基准。

1989 年日本推出新的短期优惠贷款利率，作为短期贷款利率市场化的过渡工具。在此之前，日本的贷款利率是在官定利率上加一个小幅利差，跟我们的基准利率上下浮动的情况差不多，为了放开利率管制，日本的做法是以平均融资利率为基准，来确定短期优惠贷款利率，就是将筹资资金利率的基础上加一个小幅利差（1%）。

这个筹集资金的基础利率是由四种资金加权平均得来，这四种资金分别是：流动性存款、定期存款、可转让存款、银行间市场拆借资金。

这四种利率中，后两种可转让存款利率和银行间利率已经实现市场化，所以这个贷



款利率就已经部分实现了自由化。

但是此时流动性存款和定期存款作为银行从居民和企业部门吸储的重要来源，一般是利率市场化的最后一步。

最终，在贷款利率市场化以后，日本放开了利率市场化的最后一步，1993年6月定期存款利率市场化、10月流动性存款利率市场化。

在流动性存款和定期存款利率市场化以后，理论上来看，决定贷款利率的四种融资利率都完成了市场化，日本的贷款利率市场化也就完成了。

这些市场化的利率，仍然是在一定管制内，可以说是一种协商利率或卡特利率，并不是完全由市场决定的利率，但是日本正是通过这种方式来让政策影响利率的。

可以看到，日本的利率并轨的思路是用在存款成本的基础上加成定价，随着存款利率的市场化贷款利率也逐渐完成市场化的渐进式并轨。

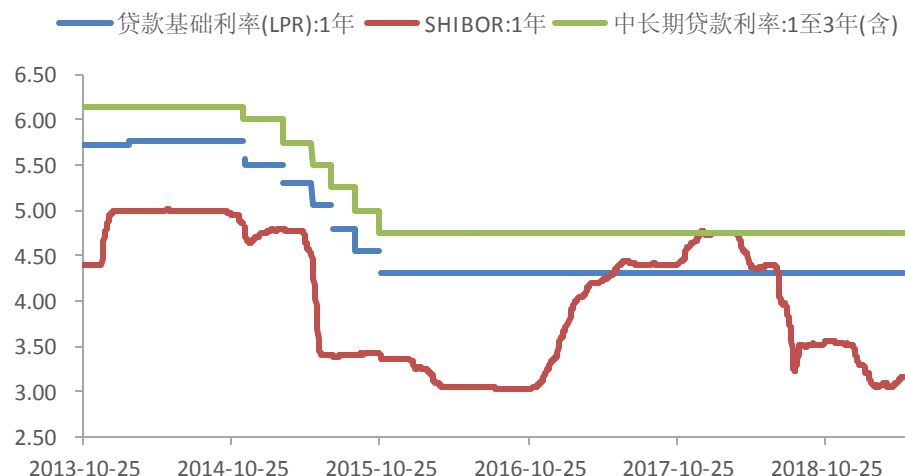
我们当前的 LPR 是 2013 年推出的，最初的用意也是在利率市场化过程中建立一个贷款的市场利率基准，是由大行报价，剔除最高和最低后对其余进行加权平均所得。然而这些大行对 LPR 报价中使用的既不是成本加成定价法，也不是 RAROC 定价法，而是参照央行的贷款基准利率进行定价。

目前来看我国的 LPR 主要存在几个问题：

第一是实际报价并不是“最优惠”利率，更多是管制利率而非市场利率。LPR 最近一次报价是 4.31%，比贷款基准利率 4.75% 低 0.44%，但是却比很多大行给 AAA 大客户的利率高，所以目前 LPR 报价的市场属性较低，政策属性较高。

在实际报价过程中，大部分银行都会参考政策给出的贷款基准利率，贷款基准利率没有调整以后，LPR 也就不再波动了，但是实际上的市场利率是存在不小的波动的。

图表5： LPR 基本上跟随贷款基准利率确定



资料来源：网络资料，联讯证券

如果 LPR 是参照基准利率来定价的，那么银行无论是用贷款基准利率还是 LPR 都是差不多的，LPR 既不能反映市场利率，又没有市场敏感性。

第二是 LPR 目前只适用于一年期以内的短期贷款，没有长周期的报价，敏感性与期



限不匹配。市场利率尤其是一年以内的短期利率变动过快，LPR 有明显的滞后，不适合作为短期贷款的定价“锚”。所以，如果要培育成熟的 LPR 作为过渡性并轨工具，除了提高其市场敏感度，还应该增加更多长期的品种。

第三是应用面不广，目前只用在对公的固定利率贷款中。一来应用范围小并且仍然是以贷款基准利率为标准，不能让市场化的利率起到高效配置资金的作用。二来市场化的利率基准没有应用于浮动利率贷款，体现不出 LPR 随市场变动的灵敏度。

第四是中小行参与度低，影响政策传导效率。无论是参与报价还是参与使用，中小行在 LPR 中的参与度都很低，从 2016 年央行“贷款基准利率应用联合研究”课题组的北京调研中可以看出，北京的 75 家银行中只有 5 家大行、5 家股份行、1 家城商行和 1 家农商行参考了 LPR。而报价方面更是完全没有参与。这样就很可能导致中小行在信贷资产定价方面的话语权很低，被大行“绑架”，利差和利润都被压缩，并且不利于政策通过 LPR 传导中小行的客户群体中，影响政策传导的效率。

从现状来看，想要用 LPR 实现利率并轨，就要先完善 LPR，最重要的是：

第一是加强与市场之间的联动，要求银行对 LPR 报价的时候不能以基准利率为标准，可以参考某个市场利率（比如在货币市场利率的基础上加点），增强 LPR 的市场敏感度。

第二是加强小银行的参与度，包括报价和执行两个方面。

第三是扩展 LPR 的应用面，除了将 LPR 拓宽到对公贷款之外，将 LPR 推广到浮动利率贷款中，客户完全承担市场利率，减少银行的风险。

在内部定价法中，日本采用的是成本加成定价法，但是这对我们来说难度较大，主要是因为我们的利率市场化进度很有可能是贷款先，存款后，如果采用成本加成定价法，在存款没放开的时候用存款来定价本质上还是以存款基准利率定价，既不反应市场利率，也没有市场敏感性，而且后期在存款放开以后，银行的存贷款利率可能都会快速上升，局面不好控制，所以我们学习日本的难度较大。

那么内部定价法中我们可以学习 RAROC 定价法(Risk-adjusted Return on Capital, 风险调整后资本收益定价法)。RAROC 定价法的本质是对不同风险的贷款客户实行不同的贷款定价，实现价格与风险的匹配。

从国际经验来看，内部定价法的 LPR 适用于贷款利率市场化的初期，更像是一种过渡性工具。

随着利率市场化的完成不同品种的贷款利率都将逐步过渡到市场化基准利率定价

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_11895

