

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：李义举 中国银行研究院
李佩珈 中国银行研究院
电话：010 - 6659 4026

签发人：陈卫东
审稿：周景彤
联系人：梁婧 叶银丹
电话：010 - 6659 6874

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

我国利率并轨的进展、效果评估及相关建议*

作为利率市场化改革的重要环节，利率并轨不仅有助于提高贷款市场对基准政策利率的反应灵敏度，还有助于疏通货币政策传导机制，提高金融资源配置效率。2019 年 8 月，人民银行推动进行 LPR 报价机制改革。改革以来，各类利率稳中趋降，利率并轨在降低企业融资成本、提高贷款利率与货币市场利率的联动性等方面发挥了积极作用，但也面临着贷款风险溢价较高、银行业竞争加剧、货币市场流动性分层等约束。未来需要从优化 LPR 报价机制、放宽利率浮动范围、平滑利率波动等方面完善利率并轨制度。商业银行要充分把握贷款定价机制改变对自身经营的影响，提高资金定价管理能力，做好应对。

我国利率并轨的进展、效果评估及相关建议

作为利率市场化改革的重要环节，利率并轨不仅有助于提高贷款市场对基准政策利率的反应灵敏度，还有助于疏通货币政策传导机制，提高金融资源配置效率。2019年8月，人民银行推动进行LPR报价机制改革。改革以来，各类利率稳中趋降，利率并轨在降低企业融资成本、提高贷款利率与货币市场利率的联动性等方面发挥了积极作用，但也面临着贷款风险溢价较高、银行业竞争加剧、货币市场流动性分层等约束。未来需要从优化LPR报价机制、放宽利率浮动范围、平滑利率波动等方面完善利率并轨制度。商业银行要充分把握贷款定价机制改变对自身经营的影响，提高资金定价管理能力，做好应对。

一、利率并轨的背景

2019年1月，人民银行工作会议提出，要稳妥推进利率“两轨并一轨”，完善市场化的利率形成、调控和传导机制，并将其列为2019年人民银行九大工作任务之一。2019年8月17日，人民银行发布公告称，“决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制”，迈出了利率并轨的重要一步。随后，2019年12月18日，人民银行发布公告称，原则上在2020年8月31日前，各大银行需要将已发放的参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款和客户协商后转化为以LPR为定价基准加点形成或者固定利率贷款。这一系列举动意味着利率并轨中的贷款利率已初步完成市场化改革，同时也表明利率并轨的主要目的是提升利率传导效率，有效降低实体经济的融资成本。

当前货币政策传导机制不畅，主要表现为货币市场利率信号无法及时有效地传导到信贷市场，实体经济的融资成本下行速度缓慢。当前中国货币市场利率与贷款利率波动趋势相关性有待增强，信贷市场传导不畅已成为利率传导堵塞的主要原因。

（一）债券市场利率传导效率较高

当前中国债券市场的利率传导效率相对较高，主要表现为货币市场利率与信用债利率相关性较高，短期利率向长期利率的传导较为通畅，利率期限结构相对合理。以

信用债中的 AAA 级企业债和公司债为例，Shibor 利率与这两种债券到期收益率的相关性能够反映市场利率向国债利率的传导效率。如图 1 所示，2015 年 11 月至 2020 年 1 月期间，无论是企业债利率还是公司债利率，6 个月期限的 Shibor 利率与二者趋势相同，说明市场利率向债券市场的传导效率较高。

图 1：债券市场利率传导效率较高

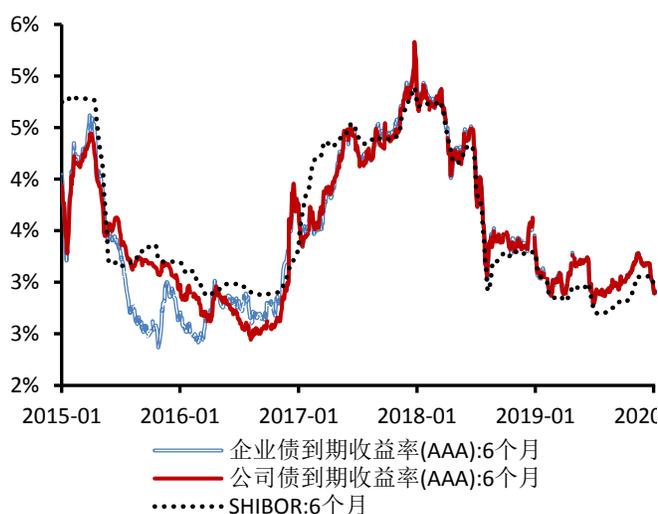
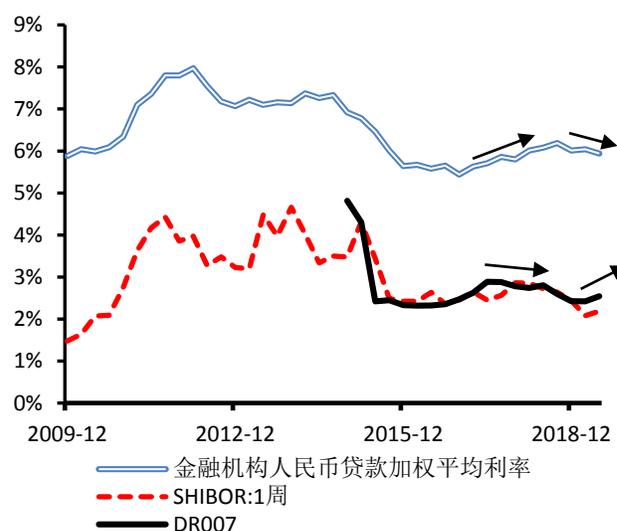


图 2：信贷市场利率传导不畅



数据来源：Wind，中国银行研究院

（二）信贷市场利率传导效率有待提高

第一，货币市场利率与贷款利率趋势出现分化。自 2015 年以来，我国货币市场利率进入了低位波动区间。Shibor1 周以及存款类机构 7 天质押回购利率（DR007）经历了先升后降的过程，然而从 2017 年开始金融机构贷款加权平均利率趋势与市场利率趋势开始出现分化（图 2）。截至 2019 年 6 月，人民币贷款加权平均利率与 Shibor 利率的利率差为 3.75%，比 2017 年 1 月上升了 107 个基点，而美国、德国、日本的政策利率与贷款利率¹的利率差波动程度较低，2017 年 1 月至 2019 年 6 月平均波动仅为 10、16 和 18 个基点。我国货币市场利率的下降并没有导致贷款利率出现下行。2019 年第

¹美国、德国、日本的政策利率分别为联邦基金目标利率、存款便利利率和日本政策目标利率，贷款利率分别选用了商业银行全部账户利率、非金融企业贷款有效利率和银行贷款平均合同利率。

二季度金融机构一般贷款利率比 2018 年同期仅下降了 14 个基点。从整体上看，贷款利率相对于货币市场利率而言缺乏弹性，利率传导效率有待提升。

第二，原 LPR 报价机制市场化程度不高。LPR 利率是商业银行对最优质客户的贷款利率。利率并轨改革之前，LPR 报价主要是由资金成本加上运营成本、信用风险利差、期限利差、资本占用等市场因素组成。但市场因素的比例较低，报价行主要参照官定基准利率。官定基准利率的长期不变导致贷款利率存在易上难下的特征，无法针对逆周期货币政策进行高效率的调整。

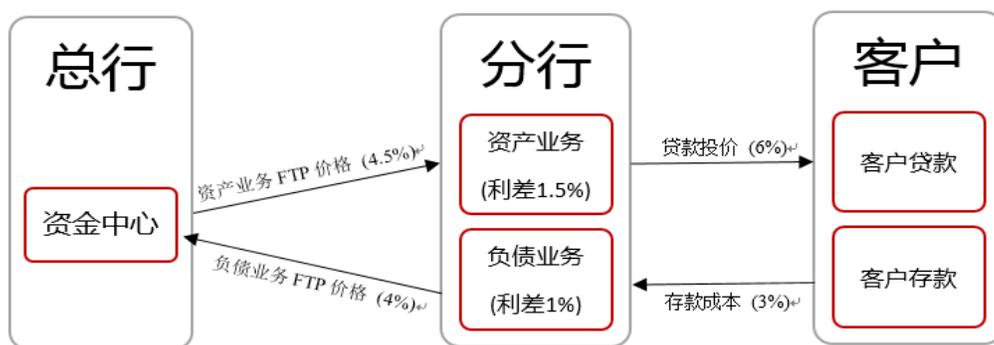
虽然债券市场传导效率较高，但企业债市场发展不完善，债券市场与信贷市场之间的替代作用不强，中国企业的融资模式仍然以信贷为主。因此，疏通货币政策传导机制的主要问题是提升货币政策的信贷传导效率，其中最核心的金融机构便是商业银行。

（三）信贷市场利率传导不畅的原因

第一，贷款短期利率向长期利率传导不畅。目前商业银行的短期 FTP（内部资金转移定价，图 3）价格已采用以 Shibor 为基准进行加减点的生成方式，中长期 FTP 价格依然主要以中国人民银行公布的存贷款基准利率为基准。这逐步形成了短期 FTP 价格波动较大、中长期 FTP 价格相对稳定且与市场利率联系不强的现象。双轨制利率体系使得银行内部存在两个利率信号，银行一般先由资产负债部门按照中长期 FTP 价格匡算信贷的数量与价格，剩余的流动性再由金融市场部门根据短期 FTP 价格确定货币市场的投资组合，这会导致流动性的价格短期向中长期传导出现中断。

贷款利率与市场利率联动性不强，短期利率向中长期利率传导不畅反映在货币政策层面上体现为货币政策的调整信号传导至货币市场之后并不能有效地传导至信贷利率，同时利率的双轨制也增加了商业银行管理利率的成本。

图 3：FTP 模式



资料来源：作者整理 中国银行研究院

第二，商业银行的存款定价机制市场化相对滞后于贷款定价机制。商业银行的存款定价机制主要有以下 4 种：**第一**，面对居民和企业部门，多数商业银行依然参照人民银行的基准利率；**第二**，同业定期存款的定价主要参考 Shibor 利率为基础进行加减点；**第三**，同业活期存款主要采用参照普通活期减点、加权平均和客户区分三种模式实行差别化的利率定价；**第四**，结构性存款定价是综合考虑了投资的成本与收益之后，兼顾市场竞争因素得出。由此可知，商业银行存款利率并未完全实现市场化。

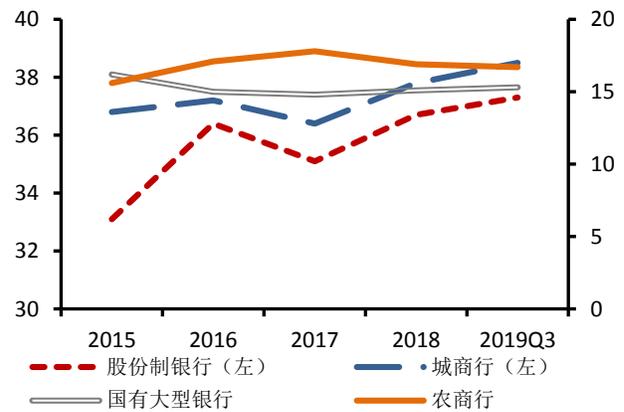
第三，中小商业银行的负债端同业化现象依然存在。受人口老龄化、居民储蓄动机变化等因素影响，商业银行的存款增速存在下降的趋势，但同业存款的占比有一定程度的增加。数据显示，上市银行存款规模增速由 2015 年 1 月的 13.7% 逐步下行至 2019 年 11 月的 8.4%（图 4），同业负债与应付债券之和占比呈上升态势，其中股份制银行和城商行最为明显，二者负债结构中，“同业负债+应付债券”占比在 35% 以上（图 5）。尽管在监管的要求下，近一年来股份制银行和城商行同业负债的占比开始下降，但新增存款不足导致其主要还是依赖应付债券补充负债需求。商业银行负债端的同业化现象反弹带来的负债高波动性会导致商业银行的资产负债管理成本上升，直接影响到资产端贷款的定价，导致贷款利率下降幅度有限。

图 4：银行存款增速持续下降



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 5：同业负债+应付债券占比情况



二、利率并轨的进展及效果评估

（一）利率并轨的进展

现阶段新 LPR 主要与中央银行的 MLF（中期借贷便利）挂钩，报价频率降低为每月一次，增加了 5 年期以上期限品种，报价行由原先的 10 家全国性银行增加至 18 家，包含了城商行、农商行、外资银行和民营银行。截至 2019 年 12 月 20 日已经形成了五次报价，其中首次报价显示一年期 LPR 第一次降低了 6 个基点，第二次降低了 5 个基点。根据人民银行的要求，新增贷款在 2020 年全面实行 LPR 定价基准，在 2020 年 8 月 31 日前完成存量贷款的定价基准转换。利率并轨作为利率市场化的最后关卡，其不断推进有助于疏通利率传导机制。

（二）当前利率并轨的效果评估

利率并轨的推进使商业银行的存贷款定价机制开始向市场化迈进，不仅增强了商业银行存贷款定价的基准对货币政策调整反应的灵敏程度，也有利于实体经济融资成本下降，实现由宽货币向宽信用的有效传导。

1. LPR 改革为疏通货币政策信贷传导渠道创造了良好条件

从商业银行资产端来看，利率并轨能够疏通信贷传导渠道。利率并轨充分考虑了商业银行的两部门决策机制，新 LPR 形成机制将贷款利率与 MLF 利率挂钩。MLF 利率作为中长期货币政策利率能够直接影响贷款利率，这增强了中长期贷款利率与货币市场利率的联动性，有利于促使商业银行形成原理一致的 FTP 价格基准。截至 2019 年 12 月，新增贷款中运用 LPR 定价的占比已达到 90%，其中主要运用于企业贷款。数据显示，当 DR007 利率中枢由 8 月的 2.64% 降为 9 月的 2.63% 时，1 年期 LPR 由 4.25% 降为 4.20%；当 10 月 DR007 利率中枢上行时，1 年期 LPR 保持不变；随后 11 月份，两个利率又出现了同步下降的情形（表 2），表明短期内 LPR 报价与货币市场利率的相关性较强。

由此可知，在不存在较大外部性的条件下（风险溢价不出现较大上升），理论上以 LPR 为报价基准的信贷利率与货币市场利率的相关性同样较强。这表明新 LPR 报价机制为利率传导的效率上升创造了良好条件，未来商业银行可根据自身成本情况合理分配短期与中长期流动性的投放比例，形成合理的信贷利率结构，货币政策传导机制将会进一步顺畅。

表 1：LPR 报价与货币市场利率情况（%）

	2019 年 8 月		2019 年 9 月		2019 年 10 月		2019 年 11 月		2019 年 12 月	
	1 年期	5 年期	1 年期	5 年期	1 年期	5 年期	1 年期	5 年期	1 年期	5 年期
LPR	4.25	4.85	4.2	4.85	4.2	4.85	4.15	4.8	4.15	4.8
DR007 中枢	2.64		2.63		2.65		2.53			

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/reportId=1_7664

