宏观点评报告 2019 年 8 月 19 日

利率市场化的关键一跃

——贷款利率市场化改革解析

核心内容：

★上世纪 80 年代改革开放初期，由于经济基础比较薄弱、改革共识较难形成，我国经济理论界创造性地提出了价格双轨制的改革发展逻辑，与我国经济体制渐进式改革特点相适应，双轨制成为体制转型的重要实践内涵与观察视角。

★本次贷款利率并轨正是金融要素价格双轨制并轨的关键步骤，利率市场化改革实质上是充分发挥资金的价格——利率在资金配置中的关键作用，从而实现资金流向和金融资源配置的不断优化。因此，利率市场化改革是新一轮金融改革的重中之重，同时也是商业银行改革和转型的重要条件和推动力量。

★值得注意的是，本次改革寓降息于改革的创新做法。在市场化环境中，企业信贷融资成本的高低，最终将取决于企业自身基本面、信用质量、盈利能力等因素。短期内贷款锚定标的的转换，并不会对信贷市场形成较强的冲击。LPR 新报价机制意义最为深远之处在于推动了货币政策传导方式的进一步变革。

★首先，利率市场化有利于扩大商业银行的经营自主权。其次，利率市场化有利于商业银行开展金融创新。第三，有利于商业银行的经营转型。第四，利率市场化有利于商业银行的稳定和可持续发展。最后，需要着意关注中小银行流动性状况和经营稳健性。

★本次 LPR 形成机制市场化改革，总体有利于引导实际利率下行，有利于推动无风险利率进一步降低，债券市场总体将因此受益。我们应该认识到，贷款利率并轨只是打响了利率市场化关键一跃的第一枪。行百里者半九十，我们必须认识到未来利率市场化改革的任务仍然艰巨。金融双轨制的根源问题还在于结构性改革不到位，亦即上文所述的基础制度性价格双轨制尚未真正打破。

分析师

张宸
☎：（8610）8357 1342
✉：zhangchen_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130517120001

特别感谢：

余逸霖
☎：（8610）66561871
✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

利率市场化的关键一跃

——贷款利率市场化改革解析

8 月 17 日，中国人民银行发布公告称，改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，这标志着作为最关键的金融要素价格的利率，其市场化改革进程开始完成最后关键一跃，LPR 形成机制的市场化无疑是利率市场化最后关键一跃的第一枪。

事实上，利率市场化作为中国价格双轨制并轨的重要组成部分，其发端早在上世纪 90 年代中期便开始起步，至 2015 年藉由货币当局不再设置存款利率浮动上限而形式上完成。至此，利率市场化只剩下最后也是最关键的一跃——存贷款基准利率与市场利率的并轨。

一. 中国金融要素价格双轨制沿革

上世纪 80 年代改革开放初期，由于经济基础比较薄弱、改革共识较难形成，我国经济理论界创造性地提出了价格双轨制的改革发展逻辑，与我国经济体制渐进式改革特点相适应，双轨制成为体制转型的重要实践内涵与观察视角。

一是生活和生产资料价格形成受行政控制与市场决定两种机制支配的双轨制。80 年代末与 90 年代初随着宏观紧缩政策带来经济不景气和物价低迷环境，决策层抓住时机在重要部门领域推出放开价格举措，使得价格双规制改革总体上取得成功，到上世纪 90 年代前中期，九成以上商品和劳务价格已然放开，商品和劳务价格形成机制经由双轨制成功实现向市场体制过渡。

二是基本生产要素价格如汇率、利率、土地价格形成机制上的双轨并存现象。通过双轨制实现基本要素价格向市场体制转轨，需要更长时间并面临更多争议，其中就包括资金价格利率的双轨制。利率形成机制的双轨制是金融领域长期存在现象，从 1996 年官方明确实施利率市场化改革以来，经历了长期探索并不断取得进展，尤其是近年贷款和存款利率市场化改革更是取得重要突破，然而目前我国存贷款基准利率和货币市场利率形成机制差异显示仍在一定程度存在利率双轨制残余现象。这就是决策层近年来，着意推动利率形成机制双轨制向市场化形成机制“并轨”的必要性所在。

三是在以上两种主要或者说显性的双轨制背后，其实还存在起到产生上述两种双轨制的基础性作用的双轨制，即产权双轨制。一直以来，我国多种所有制经济并存同时，不同类型企业和经济成分在法律、体制和政策上持续面临差异。依据我国目前法律框架，民营经济与国有经济比较仍有明显不同待遇：国有经济是国民经济主导力量，国家“巩固和

发展”国有经济；民营经济受到“鼓励、支持和引导”，同时接受“监督和管理”。国企与民企在市场准入、投资机会、获取补贴、和信用评价等政策待遇方面也还存在不同程度差异。这种所有制或者产权的双轨制是上述两种显性双轨制产生的更深刻根源，因此可以称之为基础制度性双轨制。

计划经济年代，资金价格与资金分配都是由政府根据相关政策决定的；改革开放以后，中国的金融市场逐步建立与发展，但资金的定价与分配依然存在若干扭曲。例如，本应由市场化决定的信贷利率被人为压低，导致资金供不应求，这些资金被优先配置给国有企业或其他大型企业（在上述第三种产权双轨制的基础性作用下，由地方政府等行政权力干预而造成），而民营企业特别是中小民营企业却被挤出正规金融市场。

图 1：双轨制与我国商业银行发展沿革

资料来源：中国银河证券研究院

金融资源（信贷）价格（利率）的扭曲必然导致其配置效率的扭曲，根源于上述基础性双轨制（产权双轨制）很多有融资需求的民营企业、中小企业，由于准入方面的所有制歧视和与之息息相关的通道限制被挤到非正规市场，接受更高的民间或“市场”借贷利率。这就是典型的“金融双轨制”。政策压低利率，除了行政机关从支持经济增长有所考虑之外，主要是支持效率相对比较低的国有企业。通过价格和数量的双重管制，政府保障了国有金融机构和国有企业的垄断地位。国有商业银行在巨大存贷差“租金”（贷款利率不高，存款利率更低）的激励下不断扩大规模，而发展相对迟缓的债券市场、股票市场以及国际资本流动管制又限制了居民的储蓄替代通道，因此国有商业银行吸纳的资金在国内金融机构中占绝对主导地位。

金融双轨制扭曲资源配置的后果是难以忽视的。一方面中小企业在正规市场融资难，虽然在该市场中的官方资金价格并不贵；但在非正规市场，尽管资金供给充足，但必须承受高昂的资金价格。另一方面，金融资源低效配置导致的多米诺骨牌勾连和风险外溢效应，以及膨胀的杠杆与权力寻租，使得体制内外贪腐套利机会大增。

迅速膨胀的影子银行，表面上是为了规避监管，实际上是为便于资金在体制内外进行腾挪套利而进行的复杂设计。如果金融要素价格双轨制不并轨，那么不难想见可能有越来越多的资本异化为套利资本，进行资产炒作，在金融体系内空转并加价，进而致使实体

经济空心化，套利资本最终将挤占产业资本的生存空间。

因此，高层念兹在兹从金融去杠杆、严监管，到全面推进金融供给侧改革，本质上旨在推动金融要素价格与分配机制的双轨制并轨，最终要在产权改革、国企改革的配合下实现体制内外、银行资产负债表内外双轨金融资产的广义并轨。金融资源作为最为重要的要素资源之一，其高效配置有利于消除系统性风险的潜在因素，提升我国经济全要素生产率，进而使得经济在内外形势日益复杂的当下更加高效地增长。

二、利率市场化的关键一跃

本次贷款利率并轨正是金融要素价格双轨制并轨的关键步骤，利率市场化改革实质上是充分发挥资金的价格——利率在资金配置中的关键作用，从而实现资金流向和金融资源配置的不断优化。因此，利率市场化改革是新一轮金融改革的重中之重，同时也是商业银行改革和转型的重要条件和推动力量。

1990 年代以来，我国通过渐进式价格改革策略逐步推进利率市场化，即在保持较低基准利率的同时，逐渐增加利率浮动空间。自 2013 年以来，央行逐渐加速了金融改革的进程，于 2013 年 7 月取消贷款利率管制，并在 2015 年 10 月，取消对存款利率上限的管制。理论上讲，对利率的直接管制那时就已经不复存在，商业银行理应在近几年就拥有了自主定价的能力，因此政策讨论中多有“利率市场化形式上已经完成”的说法。

但现实是，利率市场化自“形式上完成”后并没有取得突破性进展，体制内与体制外两个利率并未出现趋同的现象。究其根源，从存贷款利率的实际浮动空间看，商业银行利率的设定在改革前后变化不大，依然围绕着基准利率进行，并非自主决定存贷利率。从非正规市场利率走势看，下降幅度并不明显，民间融资利率依然高企。体制内外市场的割裂程度并未因为改革而缓解，金融市场双轨并行的现状并未改变，资本错配依然严重，货币政策传导也存在不畅通的现象。

首先，由于我国的贷款利率上、下限已经放开，但仍保留存贷款基准利率，存在贷款基准利率和市场利率并存的“利率双轨”问题。银行发放贷款时大多仍参照贷款基准利率定价，特别是个别银行通过协同行为以贷款基准利率的一定倍数（如 0.9 倍）设定隐性下限，对市场利率向实体经济传导形成了阻碍，是市场利率下行明显但实体经济感受不足的一个重要原因，这是当前利率市场化改革需要迫切解决的核心问题。

其次，根源问题还在于结构性改革不到位，亦即上文所述的基础性价格双轨制尚未真正打破。一些国企的自主生存能力较弱，各级政府尤其是地方政府仍是金融市场的特殊参与者，为部分企业提供隐性担保。体制内金融市场的不少服务对象的效率较低、盈利能力不足，一旦面临市场利率，难以实现收支平衡，或是形成银行的坏账、增加商业银行的风险，或是破产退出、导致失业等问题，或是要求更多的财政补贴，增加财政负担。为了避免此类问题，一方面，商业银行仍不得不将大量金融资源优先配置给国有部门；另一方面，体制内正规金融市场的融资成本依然被迫压低，金融要素仍然存在事实上的价格管制。

本次 LPR 形成机制改革后，首先从形成机制上看，一是报价方式改为按照公开市场操作利率加点形成，各报价行在公开市场操作利率的基础上加点报价，市场化、灵活性特征将更加明显；二是在原有的 1 年期一个期限品种基础上，增加 5 年期以上的期限品种，为银行发放住房抵押贷款等长期贷款的利率定价提供参考，也便于未来存量长期浮动利率贷款合同定价基准向 LPR 转换的平稳过渡；三是报价行范围代表性增强，在原有的 10 家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各 2 家，扩大到 18 家。新增加的报价行都是在同类型银行中贷款市场影响力较大、贷款定价能力较强、服务小微企业效果较好的中小银行，能够有效增强 LPR 的代表性。

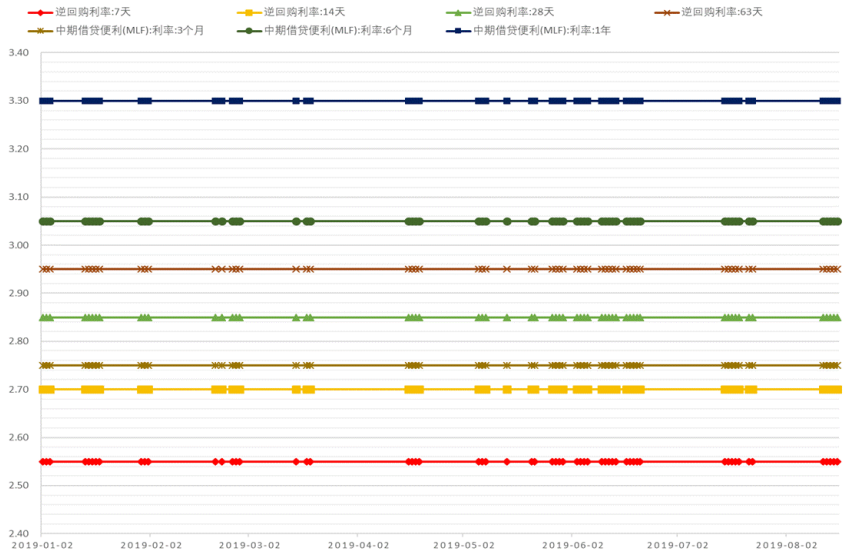
三、寓降息于改革 货币政策传导进一步畅通

值得注意的是，本次改革寓降息于改革的创新做法。目前旧机制下的 LPR 基本与贷款基准利率处于同一水平即 4.30%左右；而新机制下，由于基于 1 年期中期借贷便利（MLF）利率加点形成，LPR 定价基准降至 1 年期 MLF 利率 3.30%水平。这并不意味贷款利率要整体下移 1%，而是使得某些贷款主体增强了对于商业银行的信贷议价权。由于央行明确严禁商业银行采取信贷协同的定价行为，使得通过改革实现降息成为可能。按照 8 月 16 日国务院常务会议的相关部署，本次改革要实现“为银行新发放贷款提供定价参考，带动贷款实际利率水平进一步降低。”无疑，寓降息于利率市场化改革，是本次政策当局落实贷款利率并轨的重要目的之一。

在市场化环境中，企业信贷融资成本的高低，最终将取决于企业自身基本面、信用质量、盈利能力等因素。短期内贷款锚定标的的转换，并不会对信贷市场形成较强的冲击。新的报价方式，可能对于资信等级较高的大企业而言，有了与银行更大的议价空间。而对于中小企业来说，银行对于信用风险的担忧是决定其融资成本的基础。对房贷来说，市场化环境中房贷仍属于信用风险边际较低的资产，房贷利率有下行空间，理论上有利于房地产销售，但在房地产严格调控的大背景下，相关信贷政策难言放松。

LPR 新报价机制意义最为深远之处在于推动了货币政策传导方式的进一步变革。将 LPR 挂钩 MLF 操作利率，增强了央行对于信贷市场融资成本的“抓手”作用，为未来进一步畅通货币政策的利率（价格型）传导渠道奠定重要基础。LPR 新机制下公开市场结构性工具（MLF）利率的政策意义得以强化，市场在未来一个时期内，将主要以公开市场流动性工具操作利率变化来判定的央行“加减息”，观测央行货币政策的松紧程度。贷款定价锚定 MLF 利率后，使得央行公开市场政策利率不仅影响货币市场，并且直接向信贷市场进行传导。由于信号意义的增强，考虑到金融环境的稳定，央行调整公开市场操作利率将会相对更加谨慎。

图 2：公开市场政策利率体系



资料来源：万得资讯 中国银河证券研究院

在此背景下，为了促进市场流动性的稳定，需要适时收窄利率走廊宽度。如果利率走廊的宽度过大，会增加目标利率的波动性；如果过窄则会抑制市场发展。提高货币政策透明度（如国际主要央行的调息决策的时间节点和逻辑都是可预期的），择机适度继续降低存款准备金率；提升市场化的流动性管理机制，并完善流动性监测体系。发挥债券基准定价作用，促进债券利率向其他金融领域定价的传导；有序打破刚兑，形成合理的信用定价；引导建立内部信用评级机制，运用市场隐含评价校正外部评级；将债券市场利率纳入商业银行内部资金定价（FTP）机制中；有序发展国债期货、利率互换等利率衍生品市场；完善信贷资产证券化和信贷资产流转等等。

四、利率市场化有利于商业银行转型

首先，利率市场化有利于扩大商业银行的经营自主权。利率市场化条件下，银行可以根据市场和资金情况决定存贷款利率，优化资产负债结构和资源配置；

其次，利率市场化有利于商业银行开展金融创新。利率市场化导致利差收窄，商业银行传统的存贷利差收入下降，为了实现利润最大化，商业银行必然会在竞争环境下寻求创新突破，研发新的金融产品，拓展新的服务领域，不断寻找新的利润增长点；

第三，有利于商业银行的经营转型。随着利率市场化程度的加快，商业银行原来“重规模、轻质量，重存款、轻贷款”的粗放式的经营模式将不可持续，转而会更加关注市场

变化，增强风险意识和成本意识，更加注重开展低资本依赖性业务，提高中间业务的收入占比，确保经营效益不因利率市场化产生太大的波动。同时，利率市场化有利于商业银行找准自身市场定位，发挥自身优势，形成自有特色和核心竞争力，寻求“专业、特色、精品”的商业化发展道路，有助于解决同质化经营和不当竞争等问题；

第四，利率市场化有利于商业银行的稳定和可持续发展。利率市场化促进了银行的规范化经营，能够创造一个比较规范的经营环境，有利于银行的长期稳健发展。利率市场化以后，商业银行可以按照风险收益匹配的原则，扩大其存款贷款的范围，增加了自身资金运用和来源，同时也使得金融市场朝着更加规范有序的方向发展。

最后，需要着意关注中小银行流动性状况和经营稳健性。新机制下中小银行信用风险定价能力方面本来就比大型银行弱，获取优质客户的能力不足。贷款利率并轨后，中小银行资产端定价空间受到约束，加之其相对较高的负债成本，中小行净息差所受负面影响预计会超过大行，甚至出现不同程度的流动性风险或信用风险。尽管目前银行体系整体流动性较为充裕，然而新机制叠加尚未完全消除的信用分层压力，可能对中小银行带来不同程度的压力。

五、利率并轨对于资本市场的影响

首先，本次 LPR 形成机制市场化改革，总体有利于引导实际利率下行，有利于推动无风险利率进一步降低，债券市场总体将因此受益。信用债方面由于利率市场化改革预计将推动银行资产配置的风险偏好提升，部分银行可能会加大更高风险与收益的信用债配置，信用利差有进一步压缩的可能。

权益市场方面，由于该措施总体上有助于降低实体经济融资成本（虽然信用宽松效果仍视乎信贷需求强弱而定（背后是预期投资回报率的高低）），无风险利率下行也有利于风险资产价格重估。然而由于上文所述，LPR 定价调整不必然导致融资利率的普遍降低，对于实体经济的影响仍然有待观察，对权益市场影响总体中性偏乐观。

最后，我们应该认识到，贷款利率并轨只是打响了利率市场化关键一跃的第一枪。目前的改革，由于维护金融市场稳定运行的考量，尚未触及存款利率一端，只是在贷款利

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_9910