

如何让 LPR 降息传导到实体经济：从宽货币到 宽信用系列之五

宏观研究

专题报告

2019/9/24

研究员：方思元

✉ fangsiyuan@evergrande.com

研究员：梁珣

✉ liangxun@evergrande.com

研究员：杨薛融

✉ liangxun@evergrande.com

导读：

8月17日央行改革LPR形成机制后，8月20日及9月20日，LPR报价均实现小幅下降，在引导贷款利率下降、缓解实体经济融资贵方面迈出重要一步。

当前我国货币政策的信贷渠道传导效率日益下降，因此利率渠道的疏通显得至关重要。此前我国利率传导渠道主要堵在哪儿？LPR改革的突破点在何处？当前疏通利率渠道还面临哪些问题？LPR改革后，在为勇敢的改革派鼓掌的同时，也需认识到未来改革工作艰巨性。

摘要：

此前我国利率传导渠道整体不畅，分市场看，债券市场利率传导效率相对较高，短期利率能一定程度有效传导至中长期利率。但是贷款市场传导效率整体偏低，2015年以来，我国市场利率整体经历了一轮“下降-上升-下降”的历程，但是贷款市场利率既没有随市场利率上升，也没有在2018年以来随市场利率下行。通过计算市场利率与贷款利率相关性，我们发现：1）我国贷款利率传导效率与发达国家相比处于显著偏低水平；2）票据融资的利率传导相对通畅，一般贷款的传导效率最低；3）2013年7月放开贷款利率管制下限后，市场利率对一般贷款利率传导效率有所提升，但仍处于较低水平。

此前我国利率传导渠道主要堵在哪儿？商业银行内部定价机制是影响我国实际贷款利率的主要因素，FTP（商业银行内部转移定价）是商业银行贷款定价的主要指挥棒。但是我国商业银行总行内部存在两个独立利润中心，构成了我国特有的“两部门决策机制”：1）资产负债部，管理中长期资金，主要参与信贷市场。2）金融市场部，管理短期资金，主要参与货币市场和债券市场。资产负债部的FTP定价主要遵循央行官定基准利率，实行“计划轨”，而金融市场部的FTP定价则主要参照SHIBOR、国债收益率等市场利率，实行“市场轨”。这一机制形成三方面问题：一是“两部门决策机制”的双轨导致传导出来的利率必然形成双轨，在“计划轨”定价机制下，贷款定价仍高度依赖于官定基准利率，对于市场化资金的成本缺乏全面考虑。二是与贷款定价相关的资产负债部，主要借入的是央行的中期资金，决定了央行短期市场利率以及短期资金投放的变化，难以影响贷款利率定价。三是部分银行FTP定价机制尚不成熟，考核机制不合理，定价偏离科学水平。

面对此前割裂的信贷市场利率传导，疏通利率传导渠道存在两条路径：一是全面改革银行业的FTP传导机制，取消“计划轨”定价所依赖的官定基准利率，促使商业银行寻找新的市场化定价曲线。但是这一路径难度较大，改革缺乏基础条件。因此，央行选择了第二条路径，即改革完善LPR形成机制，加强LPR在贷款定价中的引导作用。FTP与LPR相比，前者实际是指导贷款定价的过程利率，而后者实际是针对优质客户贷款定价的结果。

LPR改革的突破点在哪儿？早在2013年，央行就推出了LPR集中报价和发布机制，但早期LPR作为央行培育的市场化利率并未起到实质性引导作用，依然是“披着马甲的官定基准利率”。一方面，LPR报价主要参照官定存款基准利率设定，对于市场资金利率考虑权重较低，另一方面大多数商业银行贷款利率仍直接参照基准利率上下浮动，对于LPR运用力度较弱。LPR改革后，将LPR报价与MLF操作利率直接挂钩，且要求银行在新发放的贷款中主要参考LPR定价，主要出现三方面进步：一是充分考虑了商业银行“两部门决策机制”，通过代表中期资金成本的MLF操作利率，反映商业银行资产负债业务的边际筹资成本；二是在当前部分中小银行内部“从负债到资产”的FTP定价机制仍不成熟的背景下，通过18家银行针对优质客户的定价结果，为暂时不具备定价能力的中小银行提供贷款定价参考依据，实现对于整体贷款利率的传导；三是倒逼资金成本定价方式更加市场化。

LPR改革之后，利率渠道疏通还存在哪些问题？LPR改革作为完全利率市场化过程中的过渡机制，在引导贷款利率下降、缓解实体经济融资贵方面迈出重要一步。但是LPR改革也只是我国利率渠道疏通的一小步，实现真正的利率市场化，我国仍面临资金供给端及需求端两方面的问题。

资金供给端：在央行层面，1) 当前我国缺乏明确的基准利率信号，各期限政策利率信号存在分割；2) 我国在利率走廊建设上仍处于探索阶段，难以有效稳定利率波动；3) 过高的法定存款准备金率、贷款数量的隐性限制等监管要求变相增加银行资产配置的成本，限制银行在不同类型资产（主要是贷款和债券）之间的配置；在中小银行层面，央行缺乏直接向中小银行提供流动性的渠道，中小银行流动性分层，干扰信贷市场正常定价，影响中小银行的民营及小微客户融资成本；在商业银行层面，存款利率短期仍然难以实现市场化，导致商业银行内部定价参考的资金成本仍将在一定程度上挂钩于存款基准利率，难以与市场利率形成较高的关联性。**在资金需求端，**经济下行以及预算软约束造成实体经济流动性分层，国企及民企信用利差扩大，影响利率渠道向实体经济的传导效率。

当前我国经济从高速增长向高质量增长转型，信道传导渠道效率日益下降，因此利率渠道的疏通显得至关重要。未来应该继续加大改革力度，疏通货币政策利率渠道。一是尽快培育一套能够准确反映政策意图的基准利率体系，完善利率走廊机制，降低市场利率波动。二是逐步推进存款利率市场化，按照先长期后短期、先大额后小额的次序安排逐步放开。三是通过阶段性降准的方式降低法定存款准备金率。四是进一步发展债券市场，完善国债收益率曲线，强化政策利率在债券市场上的传导效率。五是加大财税体制改革力度，尽快打破地方政府和国有企业部门的预算软约束。

风险提示：政策推动不及预期等。

目录

1 理想的利率传导机制是什么样的？	5
1.1 通过债券市场传导	5
1.2 通过信贷市场传导	5
2 当前我国实际利率传导机制是什么样的？	7
2.1 债券市场传导：接近理想化的传导路径，传导效率较高	7
2.2 信贷市场传导：传导不畅，主因在于商业银行贷款定价机制	8
2.2.1 信贷市场传导效率：利率在信贷市场传导效率整体偏低	8
2.2.2 我国商业银行信贷的利率传导机制到底是怎样的？	9
2.2.3 总结：商业银行贷款定价“双轨”是造成利率传导堵塞的主要原因	12
3 LPR 改革到底改在哪儿？	14
3.1 LPR 的 1.0 时代	14
3.2 LPR 的 2.0 时代	15
4 LPR 改革之后，利率渠道疏通还存在哪些问题？	17
4.1 资金供给端	17
4.1.1 央行层面：缺乏明确的基准利率信号	17
4.1.2 中小银行层面：央行缺乏直接向中小银行提供流动性的渠道，中小银行流动性分层	18
4.1.3 商业银行：存款利率短期难以实现市场化	19
4.2 资金需求端：预算软约束下实体经济存在流动性分层	19
5 政策建议	21
5.1 培育明确的政策利率，进一步完善利率走廊机制	21
5.2 逐步推进存款利率市场化	21
5.3 通过阶段性降准的方式逐步降低法定存款准备金率	21
5.4 进一步发展债券市场，完善国债收益率曲线，强化政策利率在债券市场上的传导效率	22
5.5 加大财税体制改革力度，尽快打破地方政府和国有企业部门的预算软约束	22

图表目录

图表 1: 中债国债收益率传导畅通	5
图表 2: 基础利率主要通过债券和存贷市场传导	6
图表 3: 市场利率向短期国债利率传导效率最高	7
图表 4: 美国国债收益率由短期向长期传导也存在一定阻碍	7
图表 5: 贷款利率下降幅度有限	8
图表 6: 贷款利率与市场利率有所割裂	8
图表 7: 政策目标利率向信贷融资市场传导效率	8
图表 8: 我国政策利率在信贷市场传导效率偏低	9
图表 9: 信贷市场传导效率有所上行	9
图表 10: 成本加成法下的贷款定价	9
图表 11: 商业银行“两部门决策机制”	10
图表 12: FTP 的涵义	11
图表 13: FTP 收益率曲线定价机制	11
图表 14: 双轨制定价示意图	12
图表 15: LPR 利率计算方式	14
图表 16: LPR 利率与基准利率保持同步	15
图表 17: 我国利率走廊宽度为 283BP	17
图表 18: SLF 操作的数量、频率偏低	17
图表 19: 我国存款准备金率尚有调整空间	18
图表 20: 中国的总准备金率与美国相当	18
图表 21: 大行与中小行同业存单发行利率走阔	19
图表 22: R007 与 DR007 利差扩大	19
图表 23: 国有及民营企业债务融资规模相差悬殊	20
图表 24: 国有及民企平均债务融资规模差别较大	20
图表 25: 流动性总量充裕	20
图表 26: 民营企业信用利差远超央企和地方国企	20

1 理想的利率传导机制是什么样的？

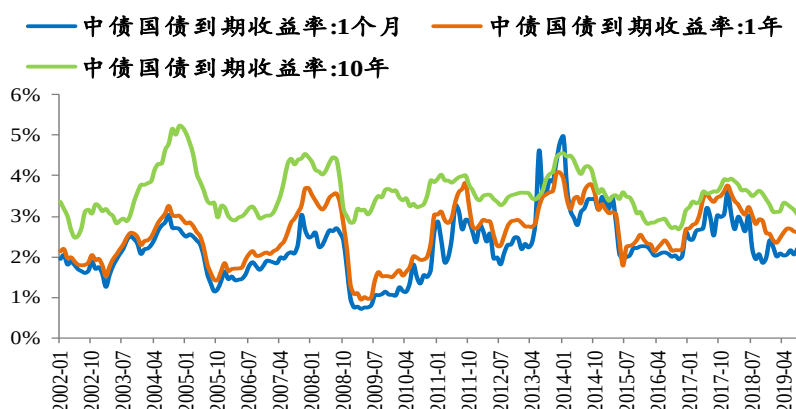
利率传导渠道属于凯恩斯 IS-LM 模型的核心内容，注重“价”，完整的基于利率渠道的货币政策传导机制为：当央行调整短期名义利率时，根据 Taylor (1995)，如果通胀预期是理性的，则一般具有刚性特点，即使在短期内的调整也十分缓慢，即存在名义价格刚性，这保证了短期名义利率的降低能引起短期真实利率（=短期名义利率-预期通胀率）的降低。根据利率期限结构的预期假说，长期利率等于预期未来短期利率的平均值，短期真实利率的下降便会导致长期真实利率的下降。企业的投资会受长期真实利率的影响，若长期真实利率下降，企业的融资成本会降低，企业的投资行为也会相应增加；对消费者而言，此时也会提升购买房屋和其他耐用品的热情。最终导致投资增加，总产出增加，失业率下降。

具体来看，理想的利率传导机制通过两条路径传导至实体经济。

1.1 通过债券市场传导

套利机制下债券市场利率由短期向长期传导。从银行资产配置的角度看，政策利率下降时，流动性充裕，银行投资于债券的资金增加，导致债券收益率下降。在发达的金融市场，存在足够的套利工具、预期可以充分发挥作用时，政策利率下降可迅速将短期债券利率传导至中长期债券利率。中长期债券收益率下降降低实体企业融资成本，提高企业融资意愿。

图表1：中债国债收益率传导畅通



资料来源：Wind，恒大研究院

1.2 通过信贷市场传导

利率在信贷市场的传导存在两条路径：

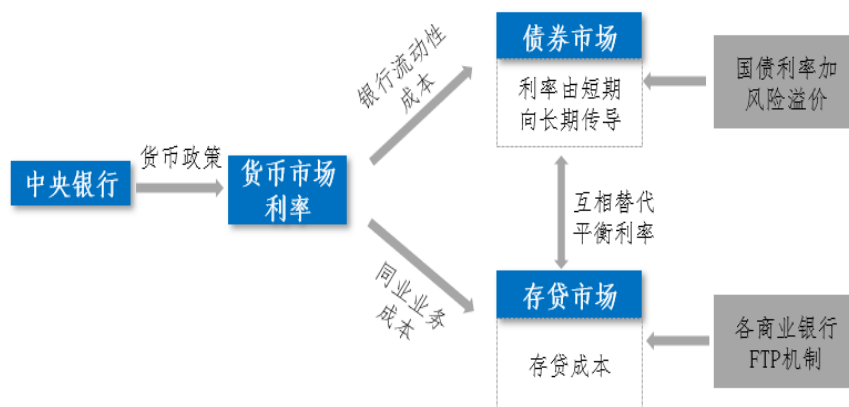
1) 商业银行资产配置角度：通过债券市场影响信贷市场。政策利率下行降低债券收益率，银行减少债券配置，增加可贷资金规模，引起贷款利率下降。

2) 商业银行资产定价角度：资金成本影响贷款利率。政策利率下降带动货币市场利率下降，传导至银行间同业拆借利率下行，降低银行负债成本。由于银行还可以吸收存款，理论上当货币市场利率降低，银行会减少对于存款吸收力度，继而降低存款利率，最终存款利率和同业负债成本接近。在考虑负债成本的基础上，商业银行通过内部定价机制传导至贷

款利率，贷款利率下行降低实体企业及居民融资成本，进而影响投资及消费。

综上，理财的利率传导途径可总结为，央行通过货币政策操作影响货币市场利率，引起债券市场利率变动继而实现短期利率向长期利率的传导，债券市场和存贷款市场的可替代效应会将利率传导至存贷款利率。同时，商业银行同业借贷成本的改变会传导至存款成本，进而影响到贷款利率。

图表2：基础利率主要通过债券和存贷市场传导



资料来源：恒大研究院

2 当前我国实际利率传导机制是什么样的？

整体来看，当前我国利率传导渠道不畅，政策利率、银行间市场利率、交易所市场利率、贷款利率及非标利率均存在割裂。分市场看，债券市场利率传导效率相对较高，但是贷款市场传导效率整体偏低，而后者是与实体经济融资成本最为相关的。当前我国实际的利率传导机制到底是怎样的？是什么原因阻碍了利率在贷款市场的传导？

2.1 债券市场传导：接近理想化的传导路径，传导效率较高

我国债券市场的利率传导接近理想化的传导机制，短期利率能一定程度有效传导至中长期利率。我们基于 2008 年 10 月至 2019 年 7 月间的时间序列数据，以市场利率 Shibor 和各期限国债利率的相关性来衡量这一时间的货币政策传导效率。整体来看，市场利率向短期国债利率的传导效率最高，Shibor 与 6 个月国债收益率的相关性达 0.73，而与 10 年期国债收益率相关性较低，为 0.49。

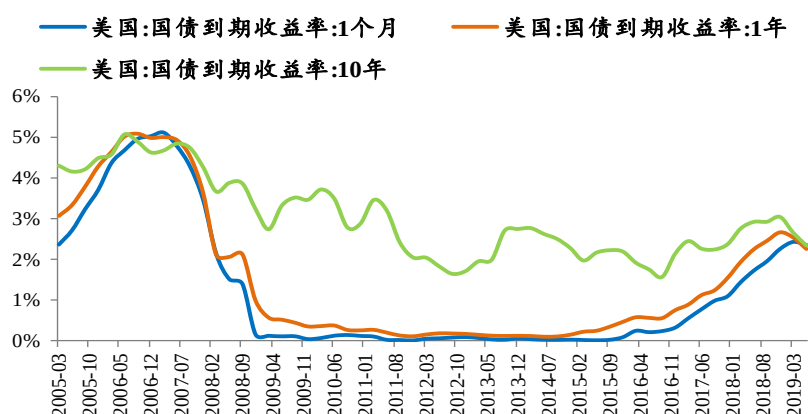
我国作为新兴市场国家，债券市场发展相对落后，存在一定的传导摩擦：1) 企业债市场发展不足，公开发行业和交易规模较小；2) 国债期限品种结构不连续、交易量小、收益率曲线可信度低；3) 交易所市场与银行间市场存在人为分裂，由于两者监管及准入门槛均有所不同，资金风险偏好交易所市场高于银行间市场，使得在实际操作中，交易所市场利率水平及波动率均显著高于银行间市场。但实际上，即使是发达的金融市场，短期市场与中长期市场的分隔现象也普遍存在 (Kidwell and Koch (1983))，各国央行的实践也表明，专注于短期利率的货币政策并不能保证对中长期收益率曲线的完全控制 (孙国峰，2016)。

图表3：市场利率向短期国债利率传导效率最高

时间段	国债 6M	国债 1Y	国债 2Y	国债 3Y	国债 5Y	国债 10Y
2008. 10. 1- 2019. 7. 31	0.73	0.71	0.69	0.65	0.59	0.49

资料来源：Wind，恒大研究院

图表4：美国国债收益率由短期向长期传导也存在一定阻碍



资料来源: Wind, 恒大研究院

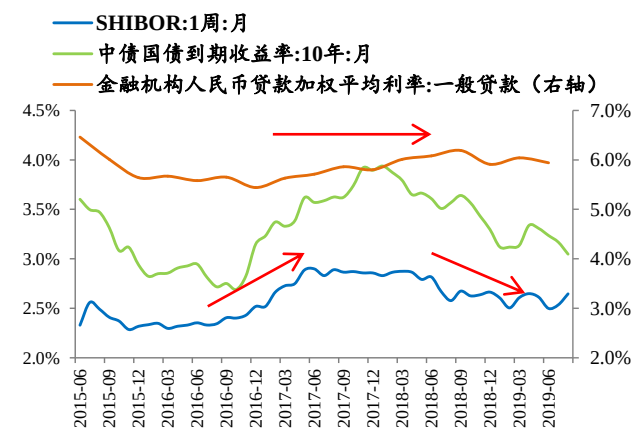
2.2 信贷市场传导：传导不畅，主因在于商业银行贷款定价机制

贷款在我国社融存量中占比接近 70%，是我国实体企业融资的最重要来源，因此利率在信贷市场中的传导效率是决定利率渠道疏通的最重要因素。根据理想的利率传导途径，影响信贷市场的利率传导包括资产配置角度以及贷款定价角度，但是在当前我国金融监管制度以及存贷款基准利率的定价体系下，后者起到了主要的作用。

2.2.1 信贷市场传导效率：利率在信贷市场传导效率整体偏低

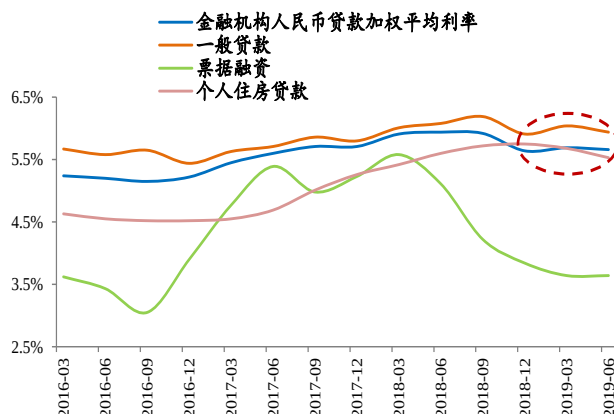
2015 年以来，我国市场利率整体经历了一轮“下降-上升-下降”的历程，传导到债券市场，10 年期国债收益率月平均值从低点 2.69% 上升到高点 3.94%，近期再度降至 3.05%。但是贷款市场利率整体保持平稳，一方面，没有随市场利率上升，另一方面，2018 年以来，随着市场利率不断下降，除和银行间市场利率紧密相关的票据融资利率明显下降外，截至 2019 年二季度末，金融机构一般贷款利率仅较 2018 年三季度末下降 25BP，实体经济融资成本下降不显著。

图表5：贷款利率下降幅度有限



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表6：贷款利率与市场利率有所割裂



资料来源: Wind, 恒大研究院

通过对 Shibor 和金融机构人民币贷款加权平均利率（一般贷款、票

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_9954

