



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2019.8.19(Y-Research RN082)

刘昕/第一财经研究院研究员

liuxin@yicai.com

www.cbnri.org

研究简报

宏观与央行

LPR 改革不等同于降息

虽然 MLF 利率低于 2015 年公布的贷款基准利率，然而银行的加点或减点已是市场化行为，仅仅将锚定目标从贷款基准利率转移至 MLF 并不能达到实质上的降息效果。我们预期央行在 8 月或 9 月续作 MLF 时会通过降低 MLF 利率的方式达到实质性降息的效果。

8 月 17 日，人民银行发布 15 号公告，公告表示为深化利率市场化改革，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本，中国人民银行决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。

一、LPR 的由来与历史

自 2013 年起，中国经济进入新常态，货币政策框架从数量型调控向价格型调控转换。2013 年 7 月 20 日，央行取消贷款基准利率 0.7 倍的下限，意味着商业银行贷款利率已完全放开。为强化这一改革效果，人民银行培育了一系列市场化基准利率以及流动性创新工具，其中贷款基础利率（loan prime rate, LPR）是央行货币政策工具的重

点培育对象，旨在加强商业银行在风险资产上的自主化定价能力。

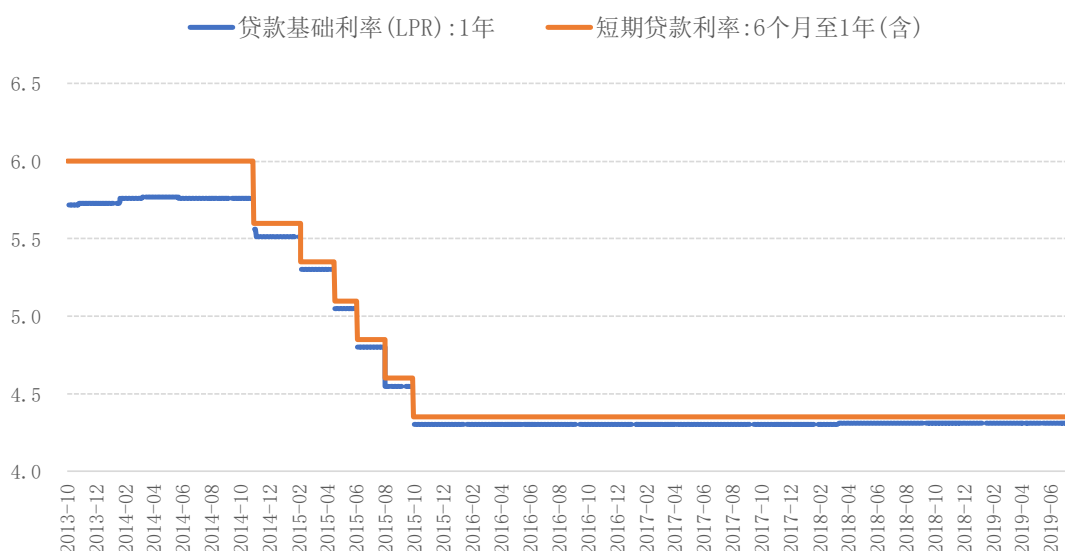
在建立初期，LPR 采用集中报价和发布制度，在 9 家商业银行报价的基础上进行加权平均计算，反映的是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率，而其他贷款利率可在此基础上加减点生成。首批 9 家报价行分别为工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、中信银行、浦发银行、兴业银行和招商银行，主要为国有五大行和主要股份制银行，民生银行在 2016 年 8 月也加入了报价行的队伍，成为第 10 家 LPR 报价行。

虽然 LPR 建立的初衷是鼓励商业银行

差异化定价，加深利率市场化改革，但从实践经验来看，LPR 的效果并不理想。自 2013 年 10 月 25 日公布报价起，LPR 的走势与央行所公布的 6 个月至 1 年的短期贷款基准利率高度吻合，这意味着商业银行的定价思路

依然依赖于央行所公布的贷款基准利率，即使在放开贷款基准利率浮动区间的基础上，央行所公布的贷款基准利率依然对商业银行有极强的指导意义。

图 1：LPR 与贷款基准利率走势



资料来源：Wind、第一财经研究院

二、LPR 的改革重点

从央行 15 号公告来看，本次 LPR 改革有如下几个重点：

1. LPR 的报价公式从商业银行对其最优质客户执行的贷款利率改为按照公开市场操作利率加点形成。在新的报价机制中，一年期 LPR 锚定一年期中期借贷便利(MLF)利率，央行对 MLF 利率的改动将直接影响 LPR 利率，这有望改善货币政策从批发市场

利率到银行信贷利率的传导效果。

2. 报价行由 10 家增加至 18 家，并且扩大报价行的类型。原有 10 家报价行基本由国有银行和主要股份制银行组成，在此基础上，此次改革增加了城市商业银行、农村商业银行、外资银行以及民营银行，这使得最后计算所得的 LPR 能够更全面地反映不同业务、不同人群的融资成本。

表 1：此次 LPR 改革前后报价行比较

改革前报价行	改革后报价行
工商银行	工商银行
农业银行	农业银行
中国银行	中国银行
建设银行	建设银行
交通银行	交通银行
中信银行	中信银行

浦发银行	浦发银行
兴业银行	兴业银行
招商银行	招商银行
民生银行	民生银行
	西安银行
	台州银行
	上海农商银行
	广东顺德农商行
	渣打中国
	花旗中国
	深圳前海微众银行
	浙江网商银行

资料来源：中国货币网、第一财经研究院

3. LPR 计算方式由原先加权平均改为算数平均。原有 LPR 采用加权平均方式计算，其权重取决于各有效报价行上季度末人民币各项贷款余额占所有有效报价行上季度末人民币各项贷款总余额的比重。由于新增的外资银行、城商行、农商行以及民营银行的贷款规模较国有银行与股份制银行小，因此加权平均的方式会弱化这些银行在报价上的代表性，而算数平均的方法有助于加强规模较小银行在报价上的代表性。

4. 在一年期 LPR 的基础上，增设五年期 LPR，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。目前一年期 LPR 以一年期 MLF 为锚，然而央行在批发市场的利率调控几乎不会涉及中长期品种，因此我们预计五年期 LPR 的报价可能会参考一年期国债与五年期国债之间的期限利差。考虑到目前人民币贷款结构中，中长期贷款主要由居民按揭贷款构成，而短期贷款以企业贷款居多，因此在参考国债期限利差的基础上，还需要对企业和居民的不同信用风险进行测算并加点点。

三、LPR 的改革的主要政策含义

1. LPR 改革旨在加强商业银行内部资金转移定价（FTP）“并轨”。在 LPR 改革之前，商业银行内部资金转移定价（FTP）具有明显的“双轨制”的特征，即同业和金融市场业务 FTP 价格以市场利率为基准，选择钉住 Shibor、国债收益率等市场利率，而人民币存贷款业务则参照存贷款基准利率制定 FTP 价格，仅在人民币存贷款基准利率变动时才进行调整。此次 LPR 改革通过脱钩贷款基准利率并挂钩 MLF 利率使银行内部 FTP “并轨”，有助于完善货币政策的传导渠道。

2. LPR 改革不能简单地等同降息。目前一年期 MLF 利率为 3.3%，6 个月至 1 年的贷款基准利率为 4.35%，因此很多人认为 LPR 挂钩 MLF 会起到降息的效果。事实上，根据郭豫媚等人（2018）对国有银行和股份制银行定价行为的研究，过去几年一些股份制银行在贷款定价的价格计算公式中已不仅包括基准利率，还纳入了各类市场利率，并且市场利率的权重因子不断提高，应该说银行市场化定价的能力已有大幅提高。虽然 MLF 利率低于 2015 年公布的贷款基准利率，

然而银行的加点或减点已是市场化行为，仅仅将锚定目标从贷款基准利率转移至 MLF 并不能达到实质上的降息效果。我们预期央行在 8 月或 9 月续作 MLF 时会通过降低 MLF 利率的方式达到实质性降息的效果。

四、未来货币政策工具改革展望

此次 LPR 改革促使商业银行内部 FTP “并轨”，我们认为短期内央行可能在以下三个方面继续深化货币政策工具改革。

1. 取消公布存贷款基准利率。此次 LPR 改革不仅要求各大银行贷款基准利率锚定 MLF 利率，并且央行通过宏观审慎评估（MPA）对银行的报价行为进行监督，我们可以预见央行的政策利率将从行政式的存贷款基准利率转向市场化的批发利率，继续公布存贷款基准利率已显得多余。

2. 改革商业银行超额准备金利率。虽然银行贷款定价已锚定 MLF，但银行的存款定价锚依然缺失。超额准备金利率不仅可以

作为商业银行存款利率的参考，并且在欧洲国家的利率走廊模式下，超额准备金利率普遍作为利率走廊的下限，改革超额准备金利率可以进一步完善中国的利率走廊。

3. 定期公布 MLF 利率。目前央行仅在 MLF 到期时通过对 MLF 续作来补充流动性，这意味着 MLF 利率的调整较为随机。考虑到 MLF 作为政策利率的功能性越来越强以及银行间同业拆借中心固定每月 20 日公布 LPR，我们建议央行可以以定期公布 MLF 利率的方式引导市场预期。

参考文献：

郭豫媚, 戴颀, & 彭俞超. (2019). 中国货币政策利率传导效率研究: 2008-2017. 金融研究, 46(12), 37-54.

