

选题（20%）	说理（60%）	文笔（20%）	总分

作者：吴赵远志

学号：1700015510

学校院系：经济学院金融系

提交日期：2020 年 12 月 19 日

## 钱荒，风险溢价与货币政策传导 —— 浅谈 LPR 与利率市场化改革

### 摘要：

利率双轨制问题是导致我国货币政策传导不畅的重要因素。由于市场分割与宏观政策调控导致的金融市场与实体经济利差导致贷款市场融资难，利率上下限约束使小企业贷款风险溢价无法在场内融资价格中得到体现。2019 年 8 月，中国人民银行完善 LPR 形成机制，放开贷款利率上下限，并更改报价频率与方式，被视为利率市场化改革的重要一步。2020 年 8 月，多家银行机构以 LPR 利率换固定利率方式，使 LPR 与房地产市场挂钩。尽管市场普遍看好利率市场化改革，众多问题悬而未决：在贷款利率下限被打破后，市场利率是否会出现下降趋势？央行公开市场操作在何种程度上决定 LPR 的形成？金融市场利率是否等于企业融资成本？在小银行被迫接受 LPR 作为基准利率的背景下，银行业竞争是否会导致行业利润的下降？本文试图使用货币供需关系与利率决定理论，对上述问题展开具体分析。

**关键词：**LPR 社会融资成本 均衡利率

### 一、利率双轨制与市场利率的决定因素

自 2004 年利率改革以来，我国利率市场形成特有的利率双轨制：即管制的存贷款基准利率与放开的金融市场利率并存。两种利率相互影响，相互作用。李宏瑾（2020）认为，利率管制的目的在于让银行能够低成本动员储蓄，以此促进投资和经济增长。较低的存款利率上限使银行能够以较低成本获得大量资金，并以低于均衡的利率水平向企业提供贷款。利率双轨制被视为一种渐进式的改革举措。孙国峰（2019）历史数据说明，贷款利率受市场利率影响并不明显，而受贷款基准利率的影响较大。在利率双轨制背景下，存款利率管制的国有银行信贷融资成为融资主体，自由定价的市场融资则处于次要地位。

利率双轨制为我国货币市场带来诸多问题。首先，市场利率由市场融资的供求关系决定。在完美无干预市场中，资本的边际产出等于融资成本。资本过剩时，边际产出小于融资成本，在锁定基准利率的状态下产生经济泡沫，出现“庞氏博弈”等一系列现象。资本不足时，边际产出大于融资成本，此时企业融资需求得不到满足，缺乏稳定资金支持的中小企业最终退

出市场。与此同时，市场融资在社会总融资中占比很低，导致我国市场利率与社会总融资需求之间的相关性降低，这就决定了利率双轨制下我国货币政策的利率传导渠道被削弱。当货币传导不畅时，流动性效应起主导作用。公众大量持有金融资产，使金融市场名义利率降低，但经济中投资不变。金融市场的迅速发展，国有企业的预算软约束，以及高额的民间借贷成本，共同形成了实体经济“钱荒”的局面。

## 二、LPR 与利率市场化改革

针对利率双轨制的局限，2013 年人民银行简化贷款市场报价利率 LPR 集中报价与发布机制。2019 年 8 月，中国人民银行公告进行 LPR 改革，报价频率改为每月报价一次，报价方式为在中期借贷便利(MLF)利率基础上浮动加点，LPR 利率的数值由 18 家银行共同报价决定，并新设 5 年期品种。随后，人民银行相继出台公告，要求新发放个人住房贷款利率以 LPR 为定价基准加点形成，浮动利率贷款合同统一以 LPR 为参考加点形成。2020 年 8 月，国有五大行同时发布公告，对已发行未到期个人住房贷款调整为 LPR 定价方式。

LPR 改革被视为利率市场化的重要一步。央行通过调整 MLF 指导贷款市场，浮动利差由银行报价决定，LPR 与房价利率挂钩进而影响实体经济，这样的机制设计强调了市场在利率决定中的作用。与此同时，部分研究者认为本次 LPR 改革畅通货币政策传导路径，有望打破金融市场与中小企业贷款市场的分割，从而降低社会融资成本。自 2019 年 8 月以来，LPR 一年期利率由 4.25%下降至 3.85%，五年期由 4.85%下降至 4.65%，有迹象表明，我国均衡的贷款市场利率似乎远低于 2015 年以来贷款基准利率的 4.35%。

## 三、利率市场化改革是否能够解决“钱荒”问题

前述观点对 LPR 与利率市场化改革持乐观态度。然而本文认为，形式上的利率自决无法改变政策干预利率市场并扭曲价格信号的根本问题，利率市场化仍然任重道远。

在无摩擦无干预前提下，无套利理论认为以中小微及个人企业贷款为主的银行信贷市场回报率应当与有价证券为代表的金融市场相同。中小企业的风险普遍较高，而有充足资金支持的公司活跃于股票与债券市场，因此风险溢价导致中小企业的贷款利率更高。然而事实上中国金融市场的回报率相当高：由于预算软约束的存在，在 3.85%的贷款利率情况下，部分城投债被视为 6%的无风险收益。在无政府担保的中小企业贷款市场以 LPR 为定价基准的背景下，观察到今年 LPR 不增反降，且民间借贷利率（温州指数）在近一年中呈现上升趋势：这一现象本身就说明 LPR 并未符合市场预期，银行没有激励以 LPR 为基准服务中小企业贷款市场，自然不会对社会融资成本产生影响。

因此，要想让利率改革惠及包括中小企业在内的实体经济，一方面要打破两市场分割局面，取缔政策软约束，让利率与风险价格同步；另一方面减少指令性干预，放开存款利率限制，让货币政策有效传导。

2000 字

**WORD 批量转 PDF 工具-未注册 注册码购买 QQ: 3049816538(注册后本文字和以下内容消失)**

**成都购房咨询, 大专本科成都落户咨询, 成都社保代缴咨询 QQ: 3049816538**