

# LPR改革： 中国式利率市场化的关键一步

文\_如是金融研究院高级研究员 杨芹芹

**LPR改革引导贷款利率与MLF利率挂钩，打通货币市场基准利率向信贷市场基准利率的传导，弱化了央行对利率价格的直接干预，通过调控货币的投放“量”来间接影响利率，增强货币政策的有效性，这也是发达国家的成熟模式，标志着中国式利率市场化迈出了关键的一步。**

中国利率市场化改革是一个长期的、系统的、温和的过程，自1993年提出后，多年来持续推进，但由于基础利率和市场利率双轨并存问题一直存在，成效并不显著，反而加剧了货币套利和资金空转。尤其是去年下半年，为应对经济下行压力，货币政策出现微调，但货币宽松传导机制不畅，实体融资成本依旧高企，利率并轨降成本势在必行。此时，LPR改革顺势推出，旨在引导“两轨合一轨”，提高利率传导效率，切实降低实体融资成本，成为中国式利率市场化的关键一步。

## LPR改革的背景和动因

货币宽松通常伴随着经济下行，但这一轮宽松不太典型，政策面相对克制，降息预期一再落空，而

是谨慎推出LPR改革，实行“改革式降息”，主要是基于以下几点原因。

一是降息必要性与日俱增，但束缚越来越重，只得谨慎推进LPR改革，实行“改革式降息”。2019年第二季度中国6.2%的GDP增速创下27年来新低，逼近6%的底线；金融风险加速暴露，从P2P、信用债、私募、财富公司到券商、信托再到银行、保险，从非持牌到持牌金融机构，几乎无一幸免，并逐步蔓延至头部机构；全球新一轮宽松周期开启，美联储从加息潮到年内两次降息，欧洲央行重启QE，新一轮货币宽松渐行渐近，外部宽松给中国货币政策带来了更多的腾挪空间，降息越来越有必要。但是过去十年的金融宽松的经验警示我们，“央行也不是药神”，宽松对于经济的刺激效果越来越弱，而

且可能会重燃资产泡沫,催生更大的风险,降息的顾虑越来越多。选择LPR改革,不直接调整存贷款基准利率,而是加快市场化改革来间接地降低社会融资成本,实现非对称降息,引导资金流向实体领域是合适的。

二是传统LPR推行成效不佳,疏通利率传导机制,实现利率并轨降成本势在必行。传统LPR早在2013年就开始推出,曾被市场寄予厚望,但由于其参考贷款基准利率报价,走势与贷款基准利率高度相关,如果不降息的话,差异不大。2015年10月到改革前,只增加了1BP,几乎无变动,因而未能取代贷款基准利率,引导贷款利率,利率双轨制依旧存在。所以以往每次货币宽松时,受制于货币传导受阻,资金未能进入最需要支持的实体行业,而是脱实向虚,大多流向金融资产、房地产等泡沫丛生的领域。从2014年宽松到2016年底收紧,所有资产都被炒了一遍,2014年是债券,2015年是股票,2016年是商品和地产。实体企业则被“挤出”,尤其是民营企业融资难、融资贵、融资渠道不畅通等问题一直存在,甚至一度传出了荒诞的“民营经济离场论”,亟待疏通货币政策传导机制,促进贷款利率下行,推动实体经济发展。LPR改革后,报价与MLF利率挂钩,打通货币市场基准利率向信贷市场基准利率的传导,使得贷款利率能更充分及时反映政策利率的变动,市场化程度更高,让两轨合为一轨,解决“利率双轨”问题,推进利率市场化改革,长期有效促进贷款利率下行,切实降低社会融资成本。

## LPR改革内容解析

央行完善LPR报价机制后,报价频率由每日改为每月,剔除最高和最低报价后,以算术平均的方式进行加权计算,就近取0.05%的整数倍,每月20日9:30对外公布,并对LPR的定价机制、报价银行、期限品种等进行调整,主要有以下几点变化值得关注。

一是LPR与公开市场操作利率挂钩,银行贷款利率与LPR挂钩。过去LPR最大的弊端是只参照贷款基准利率,只要央行基准利率不变,LPR就基本不变,无法充分反映市场利率变动情况。LPR改革后,LPR由公开市场操作利率(MLF)加点形成,贷款利率由LPR加点形成,LPR取代基准利率成为贷款利率的新“锚”,借助LPR这一载体,成功打通货币市场基准利率和信贷市场基准利率,实现“两轨并一轨”。

二是报价行范围扩大,LPR报价更有代表性。报价行有很大的变化,一方面,数量增加,从原有10家扩大至18家,样本数量更大,更有说服力。另一方面,类型丰富,从全国性银行扩大至城商行、农商行、外资银行和民营银行,各增加了二家,涵盖不同规模、不同性质的报价行,更有代表性。

三是新增了五年以上的期限品种,房贷利率换“锚”。本轮金融宽松的一大掣肘是房地产,经济下行,因此货币宽松是必要的,急需释放流动性降低企业融资成本,但按照之前的贷款利率形成机制,全面降息后,资金会涌入房地产行业,再次催生资

### LPR全名：

贷款市场报价利率，也是银行针对最优质客户执行的贷款利率。

### LPR是怎样形成的：

央行邀请18家银行（报价行）在MLF（麻辣粉）操作利率基础上加点，报出自己的LPR“心理价位”→央行去除一个最高价和一个最低价→通过算术平均计算得出当月LPR→商业银行参照LPR进行贷款利率定价。

### LPR改革后，银行贷款利率变化：

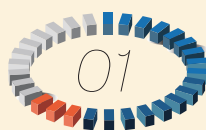
LPR改革前，通常的做法是：

商业银行业贷款利率  
||  
央行贷款基准利率\* (1±x%)

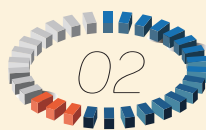
LPR改革后

商业银行贷款利率  
||  
LPR±x个基点

### 采用LPR定价机制，优点是：



采用公开市场操作利率加点模式，市场化、灵活性特征更明显。



每日报价改为每月报价，更易被重视。

### LPR改革对房贷影响：

LPR在一年期基础上，新增5年期以上期限品种，为住房抵押贷款等长期贷款利率定价提供参考。具体来讲，我们平时接触到的房贷就是典型的长期贷款利率。

10月8日起

银行新发放商业性个人住房贷款利率  
以“LPR+X个基点”计  
住房抵押贷款按年重定价，  
随着LPR浮动变化。

产泡沫，后果不堪设想。新增了5年期LPR，为房贷利率定价提供参考。为配合LPR改革，央行发布第16号文，房贷利率换“锚”，过去是由贷款基准利率上

浮或者下浮一定比例得出，现在以LPR为定价基准加点形成，也就是MLF利率加点形成LPR，然后再在LPR基础上由各家银行决定加点形成最终房贷利

率。央行规定了下限,首套房贷款利率不得低于相应期限LPR,二套房贷款利率不得低于LPR加60个基点。

### LPR改革有何影响?

尽管经济下行压力不断凸显,但货币政策相对谨慎,需要在稳增长、抑泡沫、防通胀和控风险多重目标中艰难平衡,过去“大水漫灌”的思路明显不再适用。央行推进LPR改革后,市场利率形成机制会发生显著的变化,进而产生深远的影响。

一是推动“两轨并一轨”,加快利率市场化。这是LPR改革最重要的意义,成熟金融市场正常畅通的利率传导过程应该是“货币政策——政策利率——货币市场利率——存款利率——商业银行整体负债成本——贷款利率”,货币政策影响政策利率,货币宽松时,政策利率下行,货币紧缩时,政策利率上行,进而作用于货币市场利率,影响存款利率,决定商业银行负债成本,最终形成相对公允的贷款利率。但是在中国这一传导过程并不畅通,由于存款和贷款基准利率的存在,使得第二步之后的传导全部受阻,已经市场化的货币市场利率无法传导至贷款利率,结果就出现了利率双轨制,并产生了一系列问题。这次LPR改革直接跳过了第二、三步,通过与LPR挂钩,直接将货币市场利率和贷款利率

联系起来,修复传导机制,推动“两轨并一轨”,提高了货币政策有效性,可在一定程度上解决利率双轨制问题,加快利率市场化进程,实现货币市场利率和贷款利率的有效联动。

二是公开市场操作更加精细化,货币政策不再“大水漫灌”。过去十年,货币政策基本都是大水漫灌的思路,出现了三轮宽松,数十次的降准降息,整体相对粗犷,虽然宽松是有一定效果的,但是效果越来越弱,反应越来越迟钝,2008年第一轮宽松,二个季度见效,GDP从6.4%反弹到12.2%,反弹5.8个百分点,持续4个季度。2011年第二轮宽松,三个季度见效,GDP从7.5%反弹到8.1%,反弹0.6个百分点,持续二个季度。2014年上一轮宽松,八个季度才见效,GDP只从6.7%反弹到6.8%,反弹0.1个百分点,持续二个季度。与此同时,大规模宽松的后遗症越来越明显,现在的金融爆雷也是在为过去金融的过度繁荣买单。庆幸的是,相关部门已经意识到这个问题了,多次重申不搞“大水漫灌”,后续的货币政策会更加谨慎。LPR改革就是一个小心翼翼的尝试,MLF政策利率成为报价基准,更受关注,也会更灵活化和精细化。预计未来定向降准、公开市场操作(OMO)利率、MLF利率、TMLF利率将成为货币政策的重要调控工具,提高货币政策有效性。

三是降低贷款利率,引导实体融资成本下行。在外部中美贸易摩擦升级、内部经济下行压力加大的背景下,实体企业的生存环境比较艰难,融资难度较大,宽松的效果不尽人意。还受房地产、猪周期、油价大涨等多重因素的制约,只能启动非典型宽松,尝试“改革式降息”。LPR改革后,贷款利率直接和公开市场利率挂钩,实现利率跨品种传导,央行大概率会降低公开市场操作(OMO)利率、MLF利率、TMLF利率来推动实际利率下行,进而引导贷款利率下行。短端利率下行空间打开后,会通过跨期限传导,从1年期扩大至5年期,引导长端利率顺势而下。结果是即使不直接调整存贷款基准利率,通过利率市场化改革也可以降低贷款利率,间接降低社会融资成本,尤其利好优质企业。目前1年期贷款基准利率4.35%,1年期MLF利率3.30%,LPR是4.20%,按照新的机制银行贷款利率确实有下行的空间,第一、二次LPR报价分别下降6个和5个基点,未来央行还可通过公开市场操作调节短端利率引导实体经济融资成本下行,缓解实体企业的融资困境。

四是将房贷利率隔离在外,实现“非对称降息”。通常经济下行伴随着地产宽松,以往房地产调控是紧两年,松三年,但这一次本轮房地产调控的节奏明显不一样了,主基调仍是“房住不炒”。7月30日政治局会议更是明确提出“不将房地产作

为刺激经济的手段”,意味着地产作为稳增长功能的弱化。LPR改革后,央行最新推出了房贷利率新“锚”,通过LPR基准定价加点形成新利率,两次五年期LPR报价后均未调降,表明房贷利率不是改革式降息的目标范围,被隔离在“改革式降息”之外,成功实现“非对称降息”,从而可有效防控资金流向房地产市场,避免刺激房地产。我们统计了全国十个城市的新老利率,发现房贷利率换“锚”之后,总体变动不大,多数城市小幅上行;只有上海是个例外,因为之前首套房多享受95折优惠,在实际操作过程中暂未加点,而是在LPR基础上减20基点,存在一个过渡期,后续会逐步向基准靠齐。

综上所述,LPR改革引导贷款利率与MLF利率挂钩,打通货币市场基准利率向信贷市场基准利率的传导,弱化了央行对利率价格的直接干预,通过调控货币的投放“量”来间接影响利率,增强货币政策的有效性,这也是发达国家的成熟模式,标志着中国式利率市场化迈出了关键的一步。但这还不是最后一步,LPR改革主要是从贷款利率着手来推进,未来中国利率市场化仍需从存款利率继续发力。目前存款利率还没有与货币市场利率挂钩,存款利率并轨还有很长的路要走,这也是未来央行改革的重要着力点,仍要加大力度推进利率市场化改革,中国利率市场化依旧任重而道远。■ 责任编辑\_赵晓璐