

相关研究

《消费增速究竟是5%，还是10%？——“消费和创新”系列之四》2019.07.08
《稳就业该用哪一招？——人口与就业系列之五》2019.07.05
《宏观稳杠杆，政府转杠杆——从现代货币理论看债务问题》2019.07.01

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

从基准利率到 LPR

——利率并轨的现状与展望

投资要点:

- **利率市场化，走到哪一步？**我国利率市场化始于96年，到99年基本实现银行间同业拆借利率和债券利率的市场化。随后，央行开始培育金融市场基准利率体系，07年正式推出SHIBOR，成为我国货币市场的基准利率之一。14年起开始发布的DR007能更好地反映银行体系流动性状况，也被视作基准利率。与此同时，央行对存贷款利率的限制也逐步放开。96年首次允许贷款利率按基准利率上浮10%，04年取消存款利率下限，12年央行连续两次降息，顺势放开利率浮动，12和15年分别全面放开贷款和存款的利率直接管制。但我国存贷款利率并非完全自由决定，官定的存贷款基准利率和市场化决定的金融市场利率依然“两轨并存”。理论上，市场利率形成后，也会对银行信贷利率传导，但我国商业银行“两部门决策”的特征使得利率两轨之间相对割裂，金融市场利率对存贷款利率的进一步传导比较有限。
- **以“利率并轨”疏通货币传导。**去年以来，通过推进利率并轨，来疏通货币政策传导的重要性愈发凸显。随着利率市场化深入，货币政策框架从数量型转向价格型，为此，我国在13年后逐步构建利率走廊。去年以来，货币政策边际转松，货币利率处于利率走廊下限附近，但对贷款利率的传导却较为有限，一个重要原因就在于利率“两轨并存”，货币政策传导机制亟待疏通。从央行表态来看，推进利率并轨，当前的重点是培育市场化的贷款定价机制，贷款基准利率或已不重要，贷款基础利率（LPR）可能取而代之。
- **LPR的国际经验。**从各国经验看，LPR通常扮演了贷款利率从官方管制到完全市场化的过渡角色。19年一季度《货币政策执行报告》举例美国、日本、印度都曾建立起类似LPR的机制。（1）**美国LPR的起源与式微。**LPR诞生于美国，1933年根据美国最大的30家银行上报的对最优质客户的贷款利率计算并公布。70年代后随着金融市场发展，不少银行开始将LPR钉住商业票据利率，利率市场化深入后，最优贷款利率作为基准利率的地位被动摇，越来越多的金融机构使用LIBOR作为信贷基准利率，94年后LPR基本固定在联邦基金目标利率加300BP。随着利率市场化完成，美国的LPR也完成了过渡角色，银行LPR定价的贷款占比下降，主要用于中小企业贷款及零售客户。（2）**日本LPR的机制改革。**59年日本设立最优惠利率，与官定的再贴现利率挂钩，89年短期贷款优惠利率转为由各大商业银行根据平均资金成本决定，而其中的可转让大额定期存单、同业拆借的资金已是市场化利率，随着这部分资金比重增大，日本贷款利率的市场化程度也逐渐提高。利率市场化完成后，最优惠利率对大企业贷款逐渐淡出，主要面向小微企业和零售业务。（3）**印度LPR的定价探索。**印度的贷款基础利率经历了四个阶段，均采用成本定价法，考虑的因素不断丰富，16年后将存款利率作为资金成本的组成部分，随着存款利率市场化，贷款利率对市场的敏感度也增加，但银行计算成本时可能选取不同方法，带来了定价不透明和操纵空间的问题。
- **下一步如何并轨？**我国利率并轨同样可能借助LPR作为过渡阶段的基准利率形成机制。从市场化目标来看，我国当前的LPR存在一些不足：目前LPR与市场化利率联动程度较低，不能反映真实市场价格，适用期限也受到束缚，推进利率并轨其实是要银行调整LPR报价时参考的利率。从当前结果看，银行进行LPR报价时，仍是参考贷款基准利率，如果央行不再公布贷款基准利率，那么LPR就要寻找新的参考利率，国际经验可供借鉴。利率并轨背后还需要商业银行、金融监管等其他方面的配套完善。首先，贷款定价机制变化对银行自主定价与资产负债管理能力提出了更高要求；其次，出于稳妥考虑，利率并轨过程应当渐进，通常遵循“先贷款后存款”、“先大额后小额”的步骤，或从企业大额贷款开始；此外，利率走廊的完善有助于银行市场化定价；最后，还要改革配套的金融机构监管和退出机制，完善存款保险制度。

目 录

1. 利率市场化，走到哪一步？	4
1.1 市场利率，从无到有	4
1.2 存贷款利率，基本放开	4
1.3 两轨并存，尚未合一	6
2. 以“利率并轨”疏通货币传导	7
2.1 利率走廊，逐步建立	7
2.2 传导不畅，亟待并轨	7
3. LPR 的国际经验	8
3.1 美国 LPR 的起源与式微	8
3.2 日本 LPR 的机制改革	10
3.3 印度 LPR 的定价探索	11
4. 下一步如何并轨？	12
4.1 LPR 市场化程度有待增强	12
4.2 需配套改革而非单兵推进	13

图目录

图 1	04 年以来人民币存贷款利率及其市场化进程 (%)	5
图 2	利率传导路径	6
图 3	我国银行两部门决策的定价机制	6
图 4	中国利率走廊运行区间 (%)	7
图 5	中国一般贷款利率、票据融资利率、DR007 和十年期国债利率 (%)	7
图 6	美国最优惠贷款利率、联邦基金目标利率 (%)	9
图 7	美国贷款基础利率的演变	9
图 8	美国工商业贷款 LPR 定价占比——分机构 (%)	10
图 9	美国工商业贷款 LPR 定价占比——分规模 (%)	10
图 10	日本最优惠利率的演变	10
图 11	日本短期贷款优惠利率、贴现率、存单利率 (%)	11
图 12	日本长期贷款利率、TIBOR (%)	11
图 13	日本短期最优惠利率及房贷利率 (%)	11
图 14	印度贷款基准利率及定价方法演变	12
图 15	中国 LPR、短期贷款基准利率、Shibor (%)	13

表目录

表 1	构建市场利率的关键事件	4
表 2	人民币存贷款利率市场化	5
表 3	央行工作会议与货币政策执行报告中关于利率并轨的内容	8

2015年，我国完全取消了对存贷款利率的直接管制，基本完成利率市场化的初步改革，但仍有存贷款基准利率和市场利率“两轨并存”等遗留问题。去年以来，货币政策转松，对实际贷款利率的传导却不通畅，深化利率市场化改革的迫切性再度提高。

本篇专题我们将探讨，我国的利率市场化已经行至何处？为何要在此时推进“利率并轨”？结合国际经验，未来利率并轨可能是怎样的路径？

1. 利率市场化，走到哪一步？

1.1 市场利率，从无到有

利率市场化的第一步是构建市场利率体系。人民银行96年启动利率市场化改革，首先对银行间拆借利率进行市场化。96年以前我国银行间同业拆借业务区域分割，央行对拆借利率实行上限管理。96年1月央行开始建立全国统一的银行同业拆借市场，同年6月取消对拆借利率的上限管理，放开了银行间同业拆借利率，标志着我国利率市场化的正式启动。97年6月，银行间债券市场债券回购和现券交易利率实现市场化，99年实现以利率招标的方式在银行间债券市场发行国债，至此基本实现了银行间同业拆借利率和债券利率的市场化。

随后，央行开始培育金融市场基准利率体系。在借鉴国际金融市场基准利率形成机制的基础上，央行07年正式推出了上海银行间拆借利率（SHIBOR）。SHIBOR是由18家银行自主报出的人民币同业拆出利率的算术平均利率，经过多年发展，参照其定价的货币市场交易品种也日渐丰富，如利率互换、远期利率合约、浮息债、票据转贴与回购等，成为我国货币市场的基准利率之一。

表 1 构建市场利率的关键事件

时间	构建市场利率的关键事件
1996年1月	全国统一的银行间同业拆借市场正式成立。
1996年6月	取消拆借利率上限管理，实现了拆借利率完全市场化，是我国利率市场化改革的起点。
1996年	财政部通过交易所平台实现国债多种方式的市场化发行，并根据市场供求状况和发行数量，采取了单一价格招标或多种价格招标的方式，带动了此后金融债、企业债的创新。
1997年6月	银行间同业市场开办债券回购业务，债券回购利率和现券交易价格均由交易双方协商确定，同步实现市场化。
1998年9月	两家政策性银行首次通过央行债券发行系统市场化发行了金融债券。
1999年	财政部首次在银行间债券市场以利率招标的方式发行国债。
2007年1月	上海银行间拆借利率（SHIBOR）正式上线。

资料来源：中国人民银行，海通证券研究所整理

随着银行间市场的发展，存款类机构以利率债质押的七天回购利率DR007于14年12月起开始发布，由于质押品仅限国债、央行票据和政策性金融债，风险权重为0，因而可以降低风险定价对利率的扰动，央行也据此认为DR007能更好地反映银行体系流动性状况，传递了将其视作基准利率的可能。

1.2 存贷款利率，基本放开

在构建市场利率的同时，央行对存贷款利率的限制也逐步放开。我国存贷款利率早期均由央行统一管理和制定，随着市场化的进行，央行对存贷款利率按照“先外币、后本币；先贷款、后存款；先长期、再短期；先大额、再小额”的原则渐进式放开。

在人民币存贷款利率方面，央行96年首先启动贷款利率市场化。96年起央行首次允许贷款利率在基准利率的基础上上浮10%，随后逐步放宽浮动上限，04年基本取消上限。而为避免银行恶性竞争抬高存款利率，存款利率的放开更为审慎，04年取消存款利率下限管制，但保持存款基准利率作为上限。

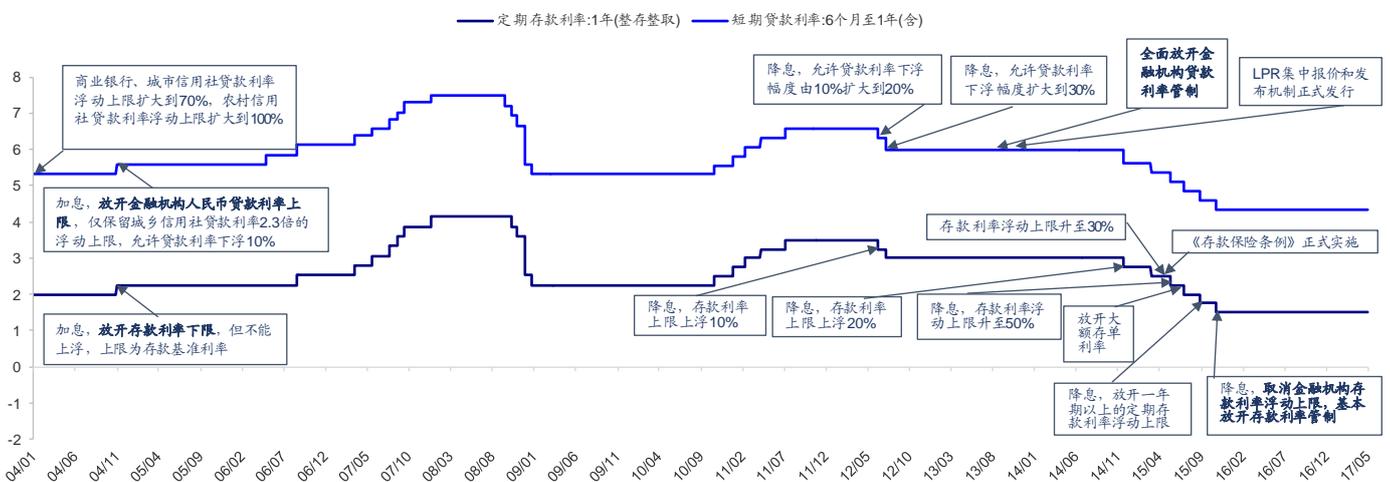
2012 年为应对经济放缓和通胀下行，央行连续两次降息，并顺势放开利率浮动。12 年 6 月央行将存、贷款基准利率下调 0.25 个百分点，同时将贷款利率下浮幅度由 10% 增至 20%，首次允许存款利率上浮 10%。12 年 7 月 6 日央行分别调低存、贷款基准利率 0.25 和 0.31 个百分点，将贷款利率下浮区间放宽至 30%，并在随后不久全面放开贷款利率管制。

表 2 人民币存贷款利率市场化

时间	人民币存贷款利率市场化
1996 年 5 月 2 日	允许流动资金贷款利率在贷款基准利率的基础上上浮 10%。
1998 年 10 月 31 日	贷款利率上浮幅度扩大。商业银行和城市信用社对中小企业的贷款利率上浮幅度由 10% 升至 20%，大中型企业贷款利率浮动上限维持 10% 不变，农村信用社贷款利率浮动上限由 40% 升至 50%。
1999 年 9 月 1 日	贷款利率浮动上限再次提升。商业银行和城市信用社对中小企业的贷款利率上浮幅度由 20% 升至 30%，对大型企业的贷款利率浮动上限仍为 10%，512 家大型国企贷款利率不上浮。
2004 年 1 月 1 日	商业银行、城市信用社的贷款利率浮动上限扩大到 70%，农村信用社贷款利率的浮动上限扩大到 100%，不再根据企业所有制、规模设定不同浮动上限。
2004 年 10 月 29 日	基本取消金融机构人民币贷款利率上限，仅保留城乡信用社贷款利率 2.3 倍的浮动上限，允许贷款利率下浮 10%。
2012 年 6 月 8 日	降息，同时允许贷款利率下浮幅度由 10% 扩大到 20%。
2012 年 7 月 6 日	降息，同时允许贷款利率下浮幅度进一步扩大到 30%。
2013 年 7 月 20 日	全面放开金融机构贷款利率管制。
2013 年 10 月 25 日	贷款基准利率（LPR）集中报价和发布机制正式发行。
2004 年 10 月 29 日	放开存款利率下限，但不能上浮，上限为各档次存款基准利率。
2012 年 6 月 8 日	降息，同时允许存款利率上浮 10%。
2014 年 11 月 22 日	降息，同时允许存款利率上浮 20%。
2015 年 4 月 20 日	将存款利率浮动上限升至 30%
2015 年 5 月 1 日	《存款保险条例》正式实施。
2015 年 5 月 11 日	降息，将存款利率浮动上限升至 50%。
2015 年 6 月 2 日	放开大额存单利率。
2015 年 8 月 26 日	降息，放开一年期以上的定期存款利率浮动上限。
2015 年 10 月 24 日	降息， 取消金融机构存款利率浮动上限，基本放开存款利率管制。

资料来源：中国人民银行，海通证券研究所

2015 年央行进一步推动存款利率市场化。一方面，14-15 年央行多次降息，流动性相对充裕，因而大多商业银行并不会触及存款利率浮动上限，取消浮动上限的冲击也就大幅减弱。**另一方面**，我国存款保险条例实施，为利率市场化提供了必要保障，可以预防个别银行的偿付问题蔓延为系统性风险。因而，14-15 年央行多次扩大浮动上限，最终在 **15 年 10 月全面放开存款利率上限管制**，标志着我国对利率的直接管制基本取消。

图 1 04 年以来人民币存贷款利率及其市场化进程（%）


资料来源：中国人民银行，海通证券研究所

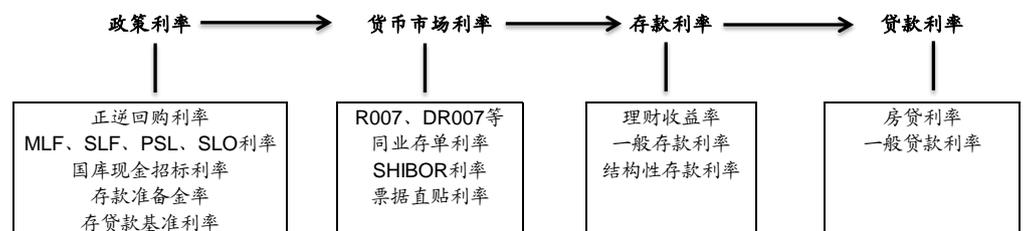
1.3 两轨并存，尚未合一

尽管我国对存贷款利率的直接管制放开，但实际上并不是完全自由决定。2013 年利率定价自律机制建立，在央行的窗口指导下，自律机制对金融机构自主确定的货币市场、信贷市场等金融市场利率进行自律管理。因而存贷款利率管制放开后，实际的存贷款利率浮动幅度依然有限，并不是完全市场化的利率。

于是我国金融体系就出现了“利率两轨并存”的状态。一方面，我国金融机构在货币和债券市场的利率基本是根据供需条件以市场化方式决定，而另一方面，存贷款利率虽然也已放开了浮动的上下限，但央行还是公布存贷款基准利率，金融机构在内部测算、对外报价、签订合同时也仍将该利率作为重要参考，因而，官定的存贷款基准利率就和市场化决定的金融市场利率同时存在。

理论上，市场利率形成后，也会对银行的信贷利率进行传导。在完善的利率市场化机制下，央行制定和调整政策利率后，银行间市场的利率跟随变动，银行在进行负债管理时权衡同业负债和居民存款利率，于是政策利率就传导到居民存款，而银行根据内部资金转移定价（FTP）决定贷款利率，最终实现利率的传导。

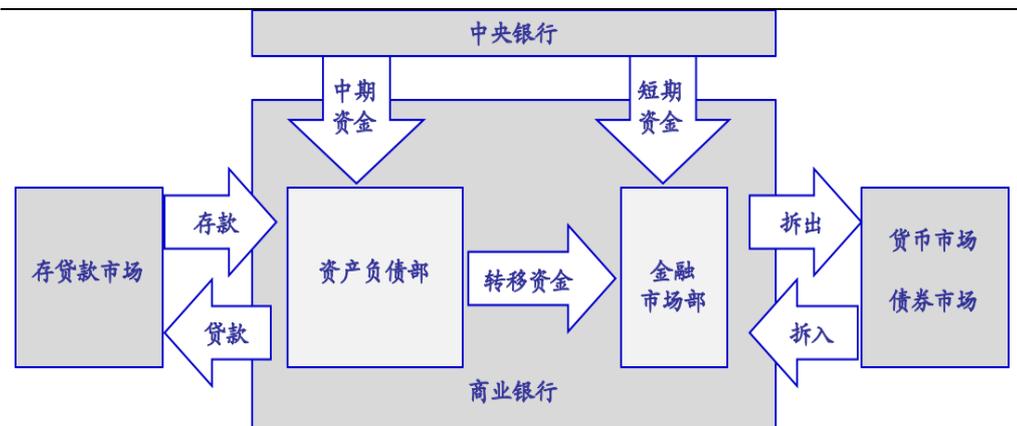
图2 利率传导路径



资料来源：海通证券研究所整理

但我国商业银行“两部门决策”的特征使得利率两轨之间相对割裂。我国银行内部定价涉及管理信贷的资产负债部和参与债券与货币市场的金融市场部两个部门，现实中通常是依据存贷款基准利率定价的资产负债部在内部定价时占据主导。央行政策利率通过金融市场对货币和债券市场利率带来直接影响，结合供需情况形成市场利率，但由于市场的分割和失衡、以及银行内部也不存在套利机制，除非央行投放资金规模很大，否则金融市场利率对存贷款利率的进一步传导比较有限，于是两种利率得以并存。

图3 我国银行两部门决策的定价机制



资料来源：《中期政策利率传导机制研究——基于商业银行两部门决策模型的分析》，海通证券研究所整理

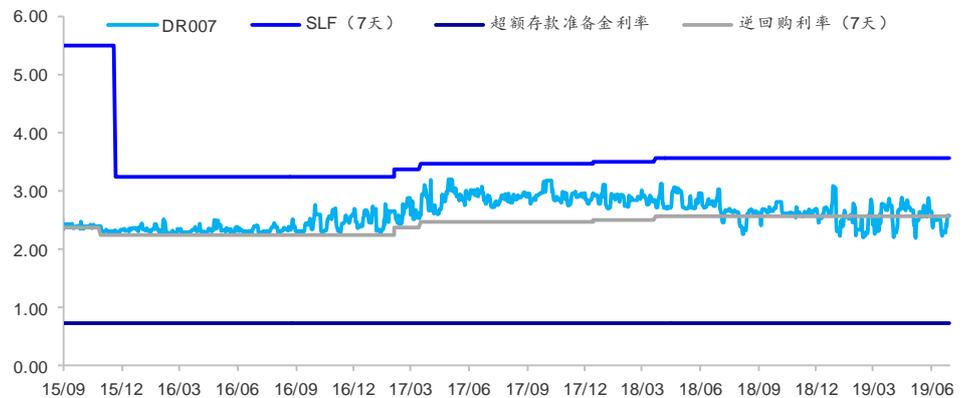
2. 以“利率并轨”疏通货币传导

2.1 利率走廊，逐步建立

随着利率市场化的推进，货币政策框架从数量型转向价格型。央行的货币政策在原本数量型框架下主要调节 M2、存贷款基准利率等中介目标，而转变为价格型框架后，则是通过调节政策利率为代表的价格型中介目标，实现从货币市场到债券和信贷市场的利率传导，并通过期限结构特征由短端向长端传递。

在货币政策框架转型的过程中，利率走廊是各国普遍采用的方式，我国也在 13 年以后逐步构建。目前，我国利率走廊的上限是常备借贷便利（SLF）利率，走廊下限理论上超额存款准备金利率，但实际中主要是央行逆回购操作利率扮演。一级交易商通过逆回购从央行融入低成本资金，其余金融机构往往只能以高于逆回购利率的成本获取资金，因而多数时候能起到约束货币市场最低利率的作用。除了某些流动性投放十分充裕的时期，货币利率 DR007 基本都运行在利率走廊的上下限之间。

图4 中国利率走廊运行区间（%）

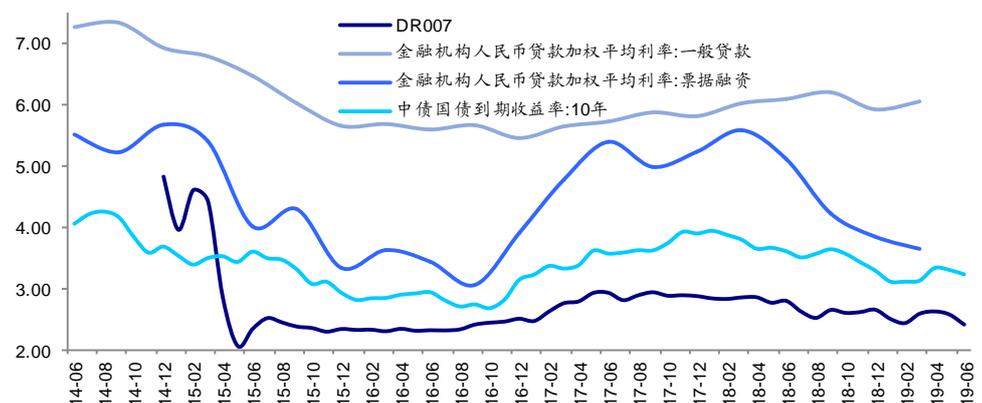


资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 传导不畅，亟待并轨

去年以来，央行货币政策边际转松，货币利率处于利率走廊下限附近，但对贷款利率的传导却较为有限。理想状态下，央行通过利率走廊进行政策操作，引导货币市场基准利率，最终又通过银行的定价机制向存贷款利率传导。但“两轨并存”的现状导致这一传导过程并不通畅。去年以来，人民银行多次降准给市场提供充裕资金，引导基准利率 DR007 中枢从 18 年一季度的 2.8% 以上回落到走廊下限 2.55% 附近，银行间和债券利率明显下行，但同期的一般贷款利率的变化却明显滞后。我国融资体系依然是银行信贷等间接融资为主，因而对贷款利率传导不足其实也就阻碍了实际融资成本的降低。

图5 中国一般贷款利率、票据融资利率、DR007 和十年期国债利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

当前银行间的资金相当充裕，但实际贷款利率并未明显下行，意味着货币政策的传导也亟待疏通。今年以来，DR007 时常突破逆回购利率，意味着央行的投放其实是充足的，银行之间借钱的成本甚至比央行投放还要低，但是信贷的加权平均利率在今年一季度不降反升，说明无风险利率大幅下行的同时，风险溢价依然偏高。

所以，通过推进利率并轨来疏通货币传导的重要性就愈发凸显。去年以来，央行对于推进利率“两轨合一轨”的声音逐渐增多，从 18 年一季度开始，之后每一期的《货币政策执行报告》都将其作为深化利率市场化改革的重要内容。19 年一季度的《货币政策执行报告》更是以专栏进行探讨，指出稳妥推进贷款利率“两轨合一轨”，有利于增强市场竞争，促使金融机构更准确地进行风险定价，降低风险溢价，进一步疏通货币市场利率向贷款利率的传导，促进降低小微企业融资成本。

表 3 央行工作会议与货币政策执行报告中关于利率并轨的内容

时间	出处	利率并轨相关内容
2018 年 5 月	18 年一季度货币政策执行报告	利率市场化改革还有一些“硬骨头”。目前存贷款基准利率和市场利率“两轨”并存，存在存款“搬家”现象，一定程度上推动银行负债短期化、同业化，资金稳定性下降，成本上升。……继续稳步推进利率市场化改革。推动利率“两轨”逐步合“一轨”，趋向市场化的方向。健全银行内部转移定价机制。
2018 年 8 月	18 年二季度货币政策执行报告	继续深入推进利率市场化改革。……进一步推进大额存单发展，促进金融机构自主合理定价，完善市场化的利率形成、调控和传导机制，推动利率逐步“两轨合一轨”。
2018 年 11 月	18 年三季度货币政策执行报告	强化央行政策利率体系的引导功能，完善利率走廊机制，增强利率调控能力，进一步疏通央行政策利率向金融市场及实体经济的传导，推动利率体系逐步“两轨合一轨”。
2019 年 1 月	2019 年央行工作会议	稳妥推进利率“两轨合一轨”，完善市场化的利率形成、调控和传导机制。
2019 年 2 月	18 年四季度货币政策执行报告	进一步深化利率市场化和人民币汇率形成机制改革，提高金融资源配置效率，完善金融调控机制。稳妥推进利率“两轨合一轨”，完善市场化的利率形成、调控和传导机制。
2019 年 5 月	19 年一季度货币政策执行报告	进一步深化利率市场化和人民币汇率形成机制改革，提高金融资源配置效率，完善金融调控机制。稳妥推进利率“两轨合一轨”，强化央行政策利率体系的引导功能，完善利率走廊机制，增强利率调控能力，重点疏通央行政策利率向市场利率尤其是信贷利率的传导，提升金融机构贷款定价能力，适度增强市场竞争，更好地服务实体经济。及专栏《稳妥推进利率“两轨合一轨”》。

资料来源：中国人民银行，海通证券研究所整理

要推进利率并轨，当前的重点是培育市场化的贷款定价机制。今年 1 月货币政策司孙司长在记者会上表示，从当下纾困小微、民企融资难融资贵的环境看，贷款基准利率的并轨目前更为迫切，要发挥现有的贷款参考利率与央行政策利率紧密联系；1 季度《货币政策执行报告》则提到，从国际经验看，贷款基础利率（LPR）的报价机制在推动贷款利率市场化过程中发挥了重要作用；而 5 月底易纲行长在讲话中也指出，贷款利率实际上已经放开，但仍可进一步探索改革思路，如研究不再公布贷款基准利率等。这意味着，未来我国的“利率并轨”将向着增强贷款利率定价与政策利率联动的目标推进，贷款基准利率或已不重要，LPR 机制可能取而代之。

3. LPR 的国际经验

从各国经验看，LPR 通常扮演了贷款利率从官方管制到完全市场化的一个过渡角色。1 季度《货币政策执行报告》举例美国、日本、印度等经济体都曾建立起类似贷款基础利率（LPR）的报价机制，因而也是我们重点考察的对象。

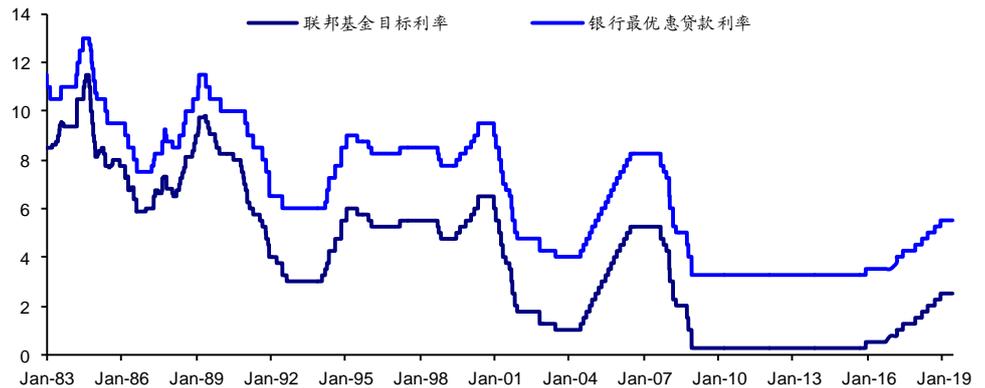
3.1 美国 LPR 的起源与式微

贷款基础利率（Loan Prime Rate, LPR）是指商业银行对其最优质的客户收取的贷款利率，起源于美国的最优贷款利率（Prime Rate）。1929-1933 年大萧条，美国经济衰退、需求不足，资金供给相对过剩，部分银行压低信贷标准、降低贷款利率，引发恶性竞争，于是美国开始进行利率管制。1933 年《华尔街日报》根据美国最大的 30 家银行上报的对最优质客户的贷款利率计算出最优贷款利率并定期公布。最优贷款利率也

与约束存款利率上限的 Q 条例一起形成利差保护。从诞生背景看，LPR 其实是介于管制利率和市场化利率中间的产物。

美国经历了利率从放任自由到受管制再到市场化的过程，最优贷款利率扮演的角色也有不同。70 年代之前的利率管制时期，最优贷款利率的定价机制几乎应用于美国所有商业贷款。70 年代随着金融市场的发展和利率市场化开启，美国货币市场共同基金和商业票据市场对存贷款市场形成部分替代，不少银行开始将最优贷款利率钉住 90 天商业票据利率。利率市场化深入之后，最优贷款利率作为基准利率的地位被动摇，越来越多的金融机构使用 LIBOR 作为信贷基准利率，最优贷款利率也逐渐与联邦基金目标利率挂钩，1994 年之后最优贷款利率就基本固定在联邦基金目标利率加 300BP 的水平。

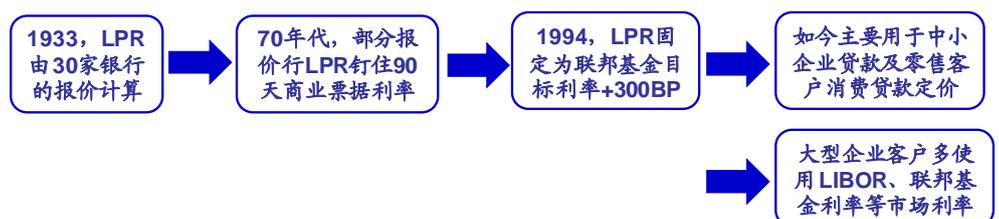
图6 美国最优惠贷款利率、联邦基金目标利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

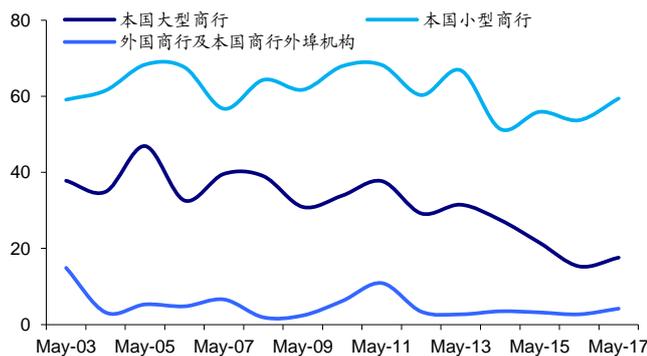
随着利率市场化的完成、金融市场的发展，美国的 LPR 也完成了过渡的角色，银行使用 LPR 定价的贷款占比已呈下降趋势。目前美国最优贷款利率主要用于中小企业贷款及零售客户的消费贷款、信用卡透支等领域。而大型企业客户在金融市场获得信贷的能力更强，可以将其间接融资成本与金融市场直接融资成本相比较，要求其贷款利率钉住市场利率。

图7 美国贷款基础利率的演变

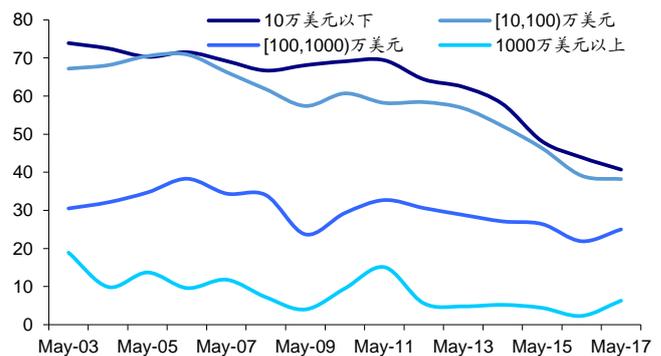


资料来源：美联储，海通证券研究所整理

如今 LPR 主要对中小规模贷款定价发挥作用。从金额看，LPR 主要是在 100 万美元以下规模的贷款中起到定价作用，贷款规模越小，用 LPR 定价的占比越高，10 万美元以下的贷款用 LPR 定价的接近一半；从银行类型看，到 2017 年 5 月，美国大型银行中仅 17.6% 的贷款使用 LPR 定价，更多是使用 LIBOR、联邦基金利率等其他货币市场利率，而采用 LPR 比例较高的是议价能力弱、资金规模小的小型银行，接近 60% 的贷款使用 LPR 定价。

图8 美国工商业贷款 LPR 定价占比——分机构 (%)


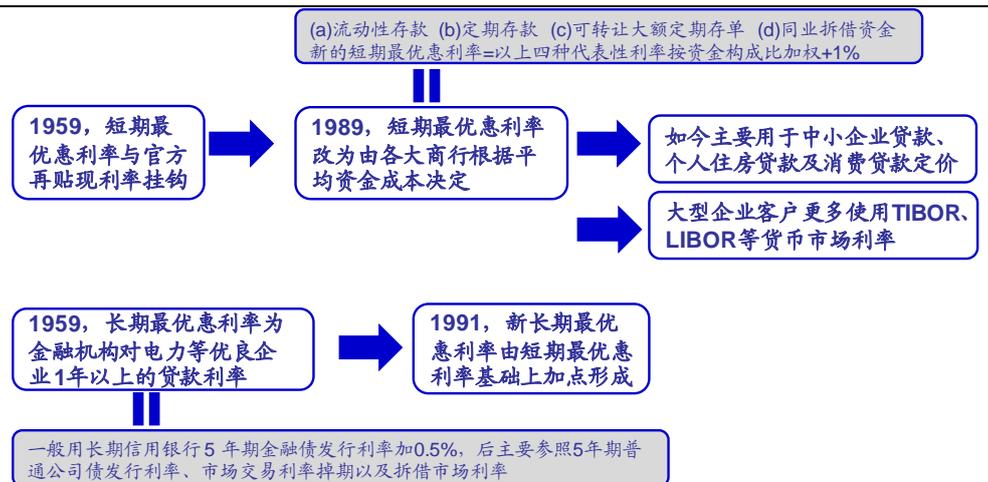
资料来源：美联储，海通证券研究所

图9 美国工商业贷款 LPR 定价占比——分规模 (%)


资料来源：美联储，海通证券研究所

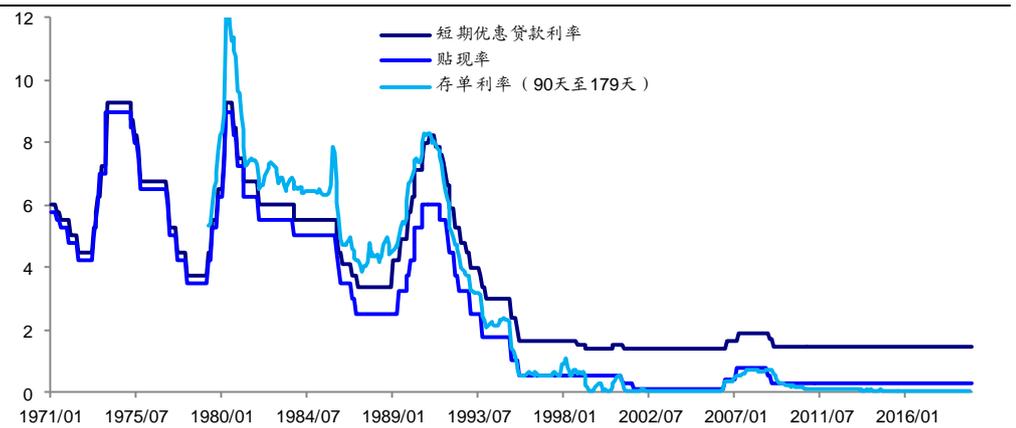
3.2 日本 LPR 的机制改革

1959 年日本设立最优惠利率，与再贴现利率挂钩，本质上仍是官定利率。日本借鉴美国贷款基础利率的机制，设立最优惠贷款利率，最初与官方的再贴现利率同步变动，作为企业贷款利率的下限。最优惠利率分为短期贷款优惠利率和长期贷款优惠利率。前者早期主要适用于高等级的票据贴现及贷款，70 年代后扩大至更多企业，后者最初是长期信用银行和信托银行对电力等优良企业 1 年以上的贷款利率，曾作为长期贷款利率的下限。但 1991 年开始，日本银行业的长期贷款已基本不使用长期最优惠利率，而是直接在短期最优惠利率基础上加点，形成“新长期最优惠利率”。

图10 日本最优惠利率的演变


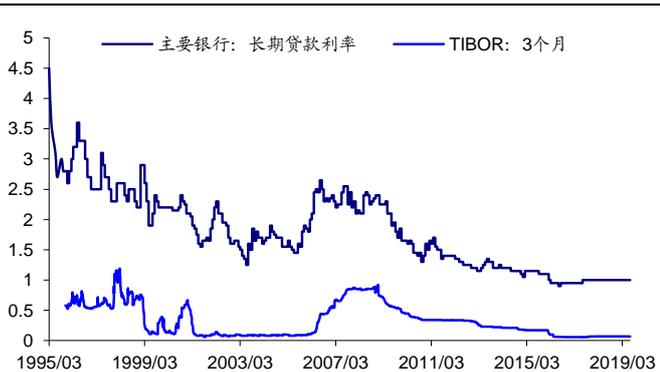
资料来源：日本央行，海通证券研究所整理

1989 年日本对贷款利率机制进行改革，将定价权交给各大银行。1989 年 1 月日本短期贷款优惠利率从钉住官方利率转为由各大商业银行根据平均资金成本决定。具体而言，将流动性存款、定期存款、可转让大额定期存单、同业拆借资金的代表性利率按资金构成比加权算出基础利率，再加上 1 个百分点的银行费用，形成新的短期优惠贷款利率。由于上面的后两种资金已经是市场化的利率，随着这部分资金比重的持续增大，日本贷款利率的市场化程度也就逐渐提高，该利率成为日本商行短期贷款利率的下限。

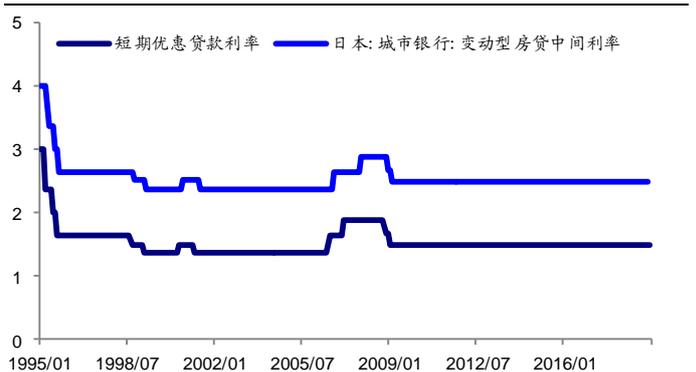
图11 日本短期贷款优惠利率、贴现率、存单利率 (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

与美国类似，在完成利率市场化之后，最优惠利率的作用对大企业贷款逐渐淡出，主要面向小企业和零售业务定价。随着利率市场化和金融市场发展，企业对银行间接融资依赖下降、直接融资占比增加，最优惠贷款利率作为基准利率的性质逐渐降低，对大企业贷款的定价转向参考 TIBOR、LIBOR 等货币市场利率。目前日本的最优惠利率主要是在中小企业贷款、个人住房贷款以及消费贷款定价方面发挥重要作用。

图12 日本长期贷款利率、TIBOR (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

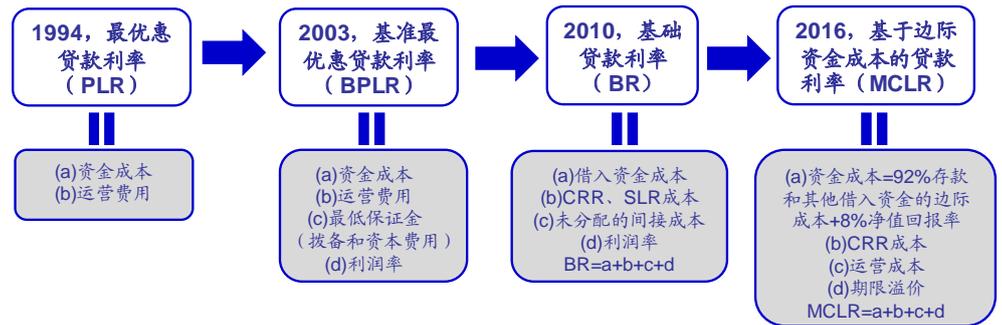
图13 日本短期最优惠利率及房贷利率 (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

3.3 印度 LPR 的定价探索

印度在探索市场利率的过程中也设立了最优惠贷款利率。1992 年印度不再统一规定优先领域贷款的利率，1994 年放开 20 万卢比以上的贷款利率，98 年放开 20 万卢比以下的小额贷款利率但保留上限管制，2010 年取消小额贷款的上限管制。这过程中，印度的基准利率经历了四个阶段：1994 年使用最优惠贷款利率（PLR，即 Prime Lending Rate）作为贷款基准利率，2003 年转为基准最优惠贷款利率（BPLR），2010 年变为基础贷款利率（Base Rate），2016 年开始使用基于资金边际成本的贷款利率（MCLR）。

印度贷款基准利率均采用成本定价方法。最优惠贷款利率（PLR）为商行向最优质客户收取的最低贷款利率，基于资金成本和运营费用进行定价。相比 PLR，基准最优惠贷款利率（BPLR）的构建更为复杂，综合考虑了资金成本、运营费用、拨备比例以及利润率。基础贷款利率（Base Rate）包含了借入资金成本、现金准备率（CRR）和法定流动比率（SLR）成本、未分配的间接成本以及利润率。MCLR 的构建考虑了资金的边际成本、现金准备率（CRR）成本、运营成本以及期限溢价。

图14 印度贷款基准利率及定价方法演变


资料来源：RBI，海通证券研究所整理

印度央行在 MCLR 的计算方法中将存款利率作为资金成本的组成部分，因而存款利率的市场化也影响 MCLR 对市场的敏感度。印度上世纪 90 年代陆续放开定期存款利率的管制，2011 年放开储蓄存款利率，2011-2013 年又放开非居民本币存款利率。其存款利率的基本市场化也提高了贷款定价的市场化程度。但印度采用的成本定价在银行计算时可能会选取不同的方法，因而带来了定价不透明和操纵空间的问题。

4. 下一步如何并轨？

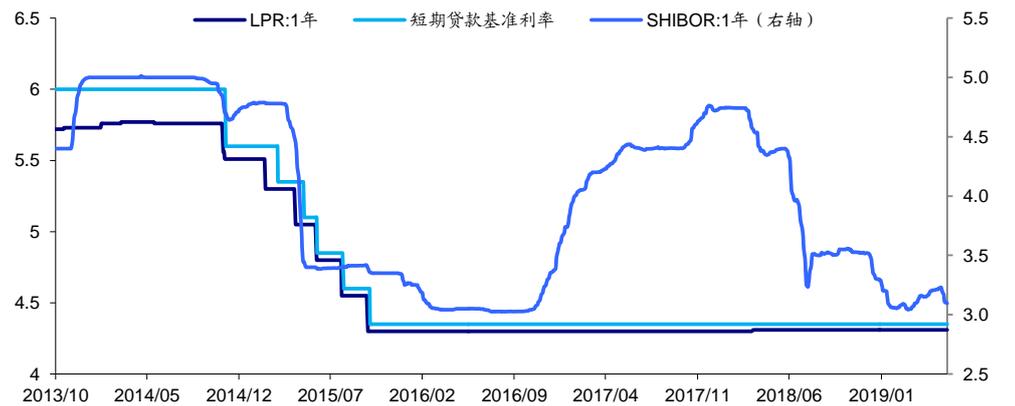
4.1 LPR 市场化程度有待增强

从央行近期的态度推测，我国利率并轨同样可能借助 LPR 作为过渡阶段的基准利率形成机制。我国央行于 13 年 10 月启动了 LPR 集中报价和发布机制，由全国银行间同业拆借中心为指定发布人，由工、农、中、建、交五大行以及招商、中信、兴业、浦发、民生五家股份行报价，每个交易日剔除最高、最低各 1 家报价，对其余报价加权平均计算，得出平均利率并对外发布，目前也已成为金融机构贷款利率定价的重要参考。

但从市场化目标来看，我国当前的 LPR 运行仍存在一些不足。一方面，目前 LPR 与市场化利率的联动程度依然较低。央行最初是将 LPR 定位于 Shibor 机制在信贷市场的进一步拓展和扩充，应当跟市场利率更为贴近，但在实际的运行中，LPR 却是与央行贷款基准利率亦步亦趋，LPR 自发布至今，与央行短期贷款基准利率的利差逐渐收窄并稳定，2018 年 4 月以来稳定在 4BP。相反，LPR 与 Shibor 的联动性很弱，说明对市场的敏感度较为迟钝，尚不能反映真实的市场价格。

另一方面，LPR 的定价适用期限也受到束缚。即便不考虑市场化程度的问题，由于目前 LPR 只公布 1 年期利率，因而 LPR 也主要是用于短期贷款利率的定价，而要由此延伸到中长期贷款，则或者需要公布更多期限的 LPR、或者参考其他的市场利率、或者借助完整成熟的国债、国开债等无风险收益率曲线进行定价，而这几个方面都尚有不少可以完善的空间。

图15 中国 LPR、短期贷款基准利率、Shibor (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

所以，推进利率并轨，背后隐含的意思其实是要商业银行调整 LPR 报价时参考的利率。从当前实际的结果看，银行在进行 LPR 报价时，其实仍是参考官定的贷款基准利率，未来如果央行不再公布贷款基准利率，那么 LPR 在实际定价过程中就要寻找新的参考利率，综合考虑各类资金成本。

从国际经验来看，美国在利率市场化之初，LPR 钉住商业票据利率，后来随着大企业贷款完全市场化，则将 LPR 利率以政策利率加点的方式确定；日本的 LPR 则是由各大商业银行根据平均资金成本决定，而资金来源中，市场化利率的成分不断提升；印度虽然也是采取成本定价法，但银行计算各类成本的方法不太透明。我们认为，综合来看，日本 LPR 机制改革的做法可能更有借鉴意义。

4.2 需配套改革而非单兵推进

利率并轨也并非只是更改基准利率就可以顺利实现，其背后还需要商业银行、金融监管等其他方面的配套完善才能水到渠成。

首先，贷款定价机制的变化，其实对商业银行的自主定价与资产负债管理能力提出了更高的要求。随着存贷款基准利率逐步退出、LPR 向着提高市场化程度改进，商业银行不再是依靠官方公布的利率定价，而是要面对更加市场化的利率环境，这直接对其风险定价、宏观趋势把握等方面提出了更高要求。而随着两轨合一轨，银行内部定价的“两部门决策”将逐步统一为一次决策，这也需要商业银行具备更强的资产负债管理能力。

其次，银行定价和管理能力的提高并非一日之功，出于稳妥考虑，利率并轨过程也应是渐进的。从我国过去存贷款浮动比例放开以及海外经验都可以发现，利率市场化改革通常遵循“先贷款后存款”、“先大额后小额”的做法分步骤实现，由此尽量减少对金融系统稳定性的冲击。央行也提到，当前利率并轨的重点是贷款利率定价的市场化，我们预计，LPR 取代贷款基准利率的做法或许会从企业的大额贷款开始。

此外，利率走廊的完善，也有助于银行的市场化定价。当前我国利率走廊的区间还比较宽，不利于引导市场预期，明确的政策利率和较窄的利率走廊，有助于降低短端利率波动、提高金融机构对市场利率的稳定性预期，进而增强银行在定价时对短期市场利率的参考意愿。

最后，改革配套的金融机构监管和退出制度，完善存款保险制度。在金融监管领域，一方面，淡化存贷款的数量约束，有助于商业银行对资产负债进行综合决策、提高货币政策传导效率；但另一方面，由于金融机构定价能力尚待提高，为防止金融机构在市场化过程中出现非理性竞争，必要的监管底线也不可或缺。美、日等国家在利率市场化过程中，都出现了小型银行倒闭的问题，为了将这一担忧降低到最小，金融机构退出机制和存款保险制度的建立和完善也需配套进行，及时防范和化解金融风险。

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
李金柳 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张弋(010)50949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昭 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com