



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

金融专报

2020 年第 16 期 总第 54 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2020 年 3 月 26 日

LPR 与货币政策传导

彭兴韵

- 2019 年，央行对 LPR 机制进行了改革，并建立了三方面的配套机制。在新的 LPR 机制中，央行的货币政策工具主要是 MLF，它有效提升了 LPR 的灵活性。此外，央行也开始通过 LPR 来构建更有效的利率期限传导机制。
- 在 LPR 重塑中国货币政策传导机制的过程中，仍有问题存在：一是 LPR 的基准问题；二是部分商业银行的协同定价问题；三是贷款的风险溢价与期限结构问题。为此，需从以下方面做出努力：改善中央银行资产负债表结构；取消

存贷款基准利率，建立灵活的中央银行政策工具利率；建立以利率为目标的操作体系；完善利率市场化的法律惩戒机制。

利率在货币政策的传导中发挥着极其重要的作用，中国利率市场化改革的最终目的，就是要提高商业银行风险定价的能力，理顺货币政策传导的利率渠道，改善金融供给和配置的效率。为此，中央银行在利率市场化的进程中，着力培育基准利率体系，以此推进传统的数量型货币政策框架向以利率为核心的价格型货币政策框架转变。其中，贷款基础利率的建设，就是中央银行的诸多努力之一。

一、LPR 的历史沿革

2013 年 10 月，在放开商业银行贷款利率浮动的上下限管理后，我国正式建立了贷款基础利率集中报价机制。贷款基础利率被简称为 LPR，是每个工作日在各报价行报出本行贷款基础利率的基础上，剔除最高和最低各 1 家报价后，将剩余报价作为有效报价，加权计算而得到的平均利率。其权重为：各有效报价行上季末人民币贷款余额占有所有有效报价行上季末各项贷款总余额的比重。

LPR 是商业银行对其最优质的客户所执行的贷款利率。这里的“优质客户”，用金融学中专业化的术语来讲，就是风险相对最低的借款者。在理论上，由于存在风险溢价，其

他风险相对较高的借款者从银行获得的贷款利率就要更高，因此，其他借款者的利率是在贷款基准利率之上根据信用风险的具体差异加点生成。LPR 是上海银行间同业拆放利率（Shibor）机制在信贷市场的进一步拓展和扩充，有利于强化我国基准利率体系的建设，促进商业银行的贷款定价基准由中央银行确定向市场决定过渡；有利于提高金融机构信贷产品的定价效率和透明度，增强自主定价能力；有利于完善中央银行利率调控机制。在 LPR 集中报价和发布机制运行后，人民银行仍在一段时间内公布贷款基准利率，引导金融机构合理确定贷款利率，为 LPR 的培育和完善提供过渡期。

然而，之后几年的实践证明，我国银行发放贷款时对利率的定价不能随市场资金供求和市场利率的变化而作出应有的灵活反应。根据中央银行的信息，大多数商业银行在贷款时仍参照贷款基准利率定价，特别是个别银行通过协同行为以贷款基准利率的一定倍数（如 0.9 倍）设定隐性下限。结果，2015 年以来的四年左右时间里，商业银行的贷款基准利率一直保持在 4.31% 的水平，这对市场利率向实体经济传导形成了阻碍，特别是在 2017 年和 2018 年，当债券市场收益率明显下行之际，商业银行的一般贷款加权利率反而在上升。这显然与政府一再强调的降成本、解决融资贵问题是背道而驰的。

鉴于此，人民银行在 2019 年 8 月直接改革了 LPR 机制，

在报价方式、报价期限、报价行数量等方面作出了有针对性的调整。此外，人民银行也建立了三方面的配套机制。其一，明确要求各银行在新发放的贷款中主要参考 LPR 定价，在浮动利率贷款中以 LPR 为定价基准。这意味着，LPR 将逐渐取代中央银行原有的贷款基准利率，成为商业银行贷款定价的新基准。其二，为了让贷款利率竞争更充分，监管部门和市场利率定价自律机制将对银行进行监督，企业可举报银行协同设定贷款利率隐性下限的行为。其三，中央银行将把商业银行的 LPR 应用情况及贷款利率竞争行为纳入宏观审慎评估（MPA），督促各银行运用 LPR 定价。

二、LPR 重塑货币政策传导机制

人民银行将 LPR 作为基准利率体系之一，就是希望它在货币政策传导中发挥中转站的枢纽作用。这表明，中央银行正在构建一个相对于其他发达国家更为直接、链条更短的货币政策传导机制。

自 1993 年以来，美联储建立了以联邦基金利率为核心的货币政策操作体系，联邦基金利率是它的操作目标利率。在每次调整利率时，联邦公开市场委员会就会宣布调整联邦基金利率的目标值，然后通过再贴现和公开市场操作的搭配，使实际的联邦基金利率与其目标值大体一致。联邦基金利率的变化进一步引起美国短期政府债券利率变动，短期利率变动又引起中长期政府债券利率变动，中长期政府债券利

率变动则再带动其他公司债券和中长期信贷利率的变动。

这个传导机制的有效性，取决于中长期政府债券是否会随短期政府债券的变化而像美联储希望的那样变动，否则，货币政策传导就会受到极大的梗阻。实际上，在过去十多年里，当美联储提高联邦基金利率后，中长期债券利率并没有相应地上升，或者相反，当美联储大幅降低联邦基金利率后，中长期债券利率并没有出现应有地下降，这两种情况都曾出现过。前者被称作格林斯潘之谜，后一种情况则迫使当时的美联储主席伯南克采取了扭转操作。

按照我国改革后的 LPR 制度设计，以 LPR 为核心的货币政策传导机制中，中国人民银行的货币政策工具主要是中期借贷便利（MLF），它在货币政策中具有量和价两个方面的影响。一方面，人民银行改变 MLF 操作量，会直接改变金融机构的流动性，通过流动性效应则会影响货币市场利率，这个从量到价的传导是间接的，影响的大小要取决于流动性效应的大小；另一方面，在新的 LPR 机制下，MLF 利率成为 LPR 的锚，人民银行调整 MLF 利率就会直接改变 LPR 的基准，从而导致 LPR 可能随 MLF 利率而变动。价的影响是直接的，在 2019 年新的 LPR 建立以来，MLF 的价的效应就表现得比较明显，到目前为止，LPR 就已随 MLF 利率而向下调整了三次，虽然每次调整的幅度很小，但也至少表明，相较于过去，LPR 有了更大的灵活性。

另外，在新的 LPR 机制中，中央银行不仅关注核心利率水平，同时也开始关注利率的期限结构，通过 LPR 来构建更有效的利率期限传导机制。像美国的联邦基金利率之类的货币政策操作目标利率，都是隔夜短期利率，我国原有的 LPR 是期限一年的基础利率。但在信贷市场上，中长期的贷款则占了相当大的一部分，短期利率如何影响长期利率，则要取决于期限升水与流动性溢价，否则，长期利率就不会随短期利率的调整而相应变化。鉴于此，新的 LPR 增加了 5 年期品种，通过它来影响商业银行的中长期贷款利率。

三、提高传导效能可能遇到的障碍

LPR 正在重塑中国货币政策的传导机制，对提高传导效率是有所帮助的，但仍有尚待解决的几个问题。

首先，LPR 的基准问题。此次改革后，LPR 不再以中央银行设定的贷款基准利率为基准，这为下一步中央银行完全放弃贷款基准利率创造了条件。在以 MLF 为主要的公开市场操作利率成为 LPR 报价的基准的机制下，要使 LPR 更好地反映外部环境的变化，就需要 MLF 利率更好地反映宏观经济状况。然而当前情况下，MLF 与市场化的利率有所出入，因此，即便 LPR 一开始就实行了以 MLF 为报价基准，它也不可能全面反映债券市场收益率的变化。

其次，部分商业银行协同定价的贷款利率，损害了竞争和定价效率，也损害了借款者的利益。若不改变这种状况，

银行贷款利率的刚性就会愈加强化，商业银行实际发放的贷款利率就不能很好地传达中央银行和政府的政策信息和意图，这就会使宏观经济政策的效果大打折扣。

最后，贷款的风险溢价与期限结构问题。在新的 LPR 机制中，利率传导是否有效还要取决于商业银行的风险和期限定价能力。若中央银行降低了 MLF 利率，但商业银行仍然要求较高的风险溢价或期限升水，那么中长期的风险贷款利率下降的幅度也会非常有限，这就会导致中央银行货币政策虽走向宽松，但实体部门的借款者仍会感到利率水平太高而抑制其扩张的意愿。

四、未来的方向

为了进一步理顺中国货币政策传导机制，真正建立以利率为核心的货币政策调控框架，还需要做出以下几个方面的努力。

改善中央银行资产负债表结构。近年来，为了减轻我国外汇储备下降可能带来的流动性收缩，中央银行已经不断降低准备金率以缓解流动性紧张。但中央银行在其负债端依然保留着比较高的法定存款准备金率；同时为实现既定的政策目标，中央银行在资产端不断发放再贷款。中央银行再贷款利率高于法定存款准备金的利率，这就意味着商业银行通过市场利率吸收的负债，要有法定准备金比例部分以较低的利率存入中央银行，同时为了增加可贷资金，它们又以较高的

利率从中央银行获得再贷款。这影响了货币政策有效性的提升。建议中央银行继续适时降低法定存款准备金比率，来置换金融机构在中央银行尚未到期的各种贷款，这既不会造成流动性的收缩，也减少了货币政策传导中的梗阻。

取消存贷款基准利率，建立灵活的中央银行政策工具利率。中央银行设定的存贷款基准利率，在过去中国的货币政策操作中发挥过重要的作用，但也必须看到，存贷款基准利率在过去十多年里一直保持着非常高的利差，商业银行只需在这一利差水平上经营，便可获得丰厚的利润，这直接降低了商业银行有效地对贷款风险定价的意愿。在新的 LPR 机制下，要使商业银行的贷款定价更灵活，LPR 的基准也应当具有一定的灵活性。因此，完善 MLF 的利率形成机制，应当成为新 LPR 机制下的利率市场化深入推进的必要一环。

建立以利率为目标的操作体系。1994 年中国实行了以货币供应量为中间目标的政策框架，但在 2008 年和 2018 年就先后放弃了 M1 和 M2 的调控目标。客观上讲，中央银行当前实施的“利率走廊”调节，仍然缺乏目标清晰的利率目标值，市场需要不断地揣摩中央银行的政策意图和实际的操作力度。这种状况加大了金融市场的交易成本，降低了定价效率。因此，尽快建立以利率为目标的政策框架，完善相应的政策工具组合，是实施稳健货币政策的必要工具保障。

完善利率市场化的法律惩戒机制。在任何利率完全市场

化的国家，串谋定价都是严重违法的，一旦被发现，都将会受到法律的严厉制裁（如巨额罚款）。虽然在新 LPR 配套措施中，中央银行明确表示，监管部门和市场利率定价自律机制将对银行进行监督，企业也可以举报银行协同设定贷款利率的行为，但需要构建反垄断、维护市场公平竞争的法律体系，杜绝贷款定价中的协同定价行为。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳
蔡 真					

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 梁永臻

联 系 人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

国家金融与发展实验室学术成果系列

正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）