



2021 年第 44 期 总第 133 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

2021 年 11 月 9 日

初步确立 LPR 基准利率作用

彭兴韵 毕静

- 2019 年我国央行启动 LPR 机制改革，经历两年左右的运行，LPR 对我国金融市场产生了积极的深远影响。一是 LPR 自身的市场化程度显著提升，更好地传达了货币政策意图；二是 LPR 改革带动了贷款利率下行，促进了存款利率市场化；三是 LPR 改革催生了衍生品市场旺盛的交易需求，推动了 LPR 衍生品市场的快速发展；四是 LPR 改革将对债券价值及长短期债券收益率产生相应的影响。
- 由于 LPR 发展历时较短，仍需在实践中不断完善。首先，应逐步弱化并取消贷款基准利率。其次，完善和发展 LPR

衍生品市场，丰富衍生品期限结构。再次，完善 FTP 制度，尽快将 LPR 纳入 FTP 曲线的构建。最后，加强市场利率定价自律机制作用。

一、LPR 机制已逐步得到完善

利率市场化改革客观需要建立基准利率体系，也是利率市场化改革后建立新的货币调控机制的必然要求。中国在利率市场化的进程中，中央银行已经尝试建立各种不同的基准利率，其中之一便是贷款市场报价利率（LPR）。

2013 年，中央银行已建立了贷款基础利率集中报价和发布机制，以便为确立新的以利率为核心的价格型调控机制做准备。贷款基础利率是银行向最优质级别客户发放贷款时所执行的利率，根据报价行的报价，分别剔除最高与最低各一家银行报价后得到有效报价，以贷款余额占比为权重加权计算而得到的平均利率。贷款基础利率可作为其他贷款利率定价的参照基准，商业银行综合考虑信用风险与期限风险差异等因素，在 LPR 的基础上加（减）点生成贷款利率，使得 LPR 在商业银行众多的贷款中发挥着基准利率的作用，实际贷款中加（减）点的变化，反映了商业银行对贷款的风险定价。

建立 LPR 后的一段时间里，商业银行报出的 LPR 完全盯住了中央银行原有的贷款基准利率，缺乏灵活性，并没能真正反映市场资金供求关系和流动性的变化，大中型银行设定

贷款基准利率 0.9 倍的隐性下限，部分小型银行直接参考贷款基准利率定价，阻碍了货币政策传导，难以反映政府解决融资难、融资贵的政策意图。

缺乏弹性的贷款基准利率与降低融资成本的政策意图相左，未能实现充分刺激微观主体经济活力的政策效果。为优化贷款利率定价基准，提升利率传导效率，中央银行于 2019 年启动 LPR 机制改革。优化报价方式，通过建立 LPR 与中期借贷便利（MLF）利率挂钩机制，提升其市场化程度和灵活性。增加报价品种，新增设 5 年期以上的报价品种，为中长期贷款利率定价设定参考基准。扩充报价行数量，由原有的 10 家全国性商业银行扩展至 18 家银行，以在一定程度上提升 LPR 的代表性。调整报价频率，由日度调整为月度。延长报价期限，为报价提供了一定的时间缓冲，可有效提升报价行的重视程度，改善与优化报价质量。

二、LPR 初步确立了基准利率的地位

2019 年改革和完善 LPR 后，商业银行的贷款定价参照标准由中央银行的贷款基准利率向 LPR 的转变，打破了贷款利率隐性下限，标志着我国商业银行贷款利率机制的重大转变。LPR 改革后，中央银行已初步建立了“MLF 利率→LPR→贷款利率”的利率传导新渠道，货币政策传导机制更加灵活，政策效果进一步提升。经历两年左右的运行，LPR 事实上对我国金融市场正在产生愈加积极的深远影响。

第一，LPR 自身的市场化程度显著提升，更好地传达了货币政策意图。

2019 年 LPR 改革后，形成了以 MLF 利率加点生成的 LPR 报价方式，很大程度上提升了报价的市场化程度。改革后的 LPR 以 MLF 利率为锚，而 MLF 则反映了金融机构从中央银行借入中期基础货币的边际资金成本，这样，中央银行 MLF 利率的变化将会直接反映到 LPR 上，此其一。其二，LPR 加点幅度由市场供求状况、自身资金成本与风险溢价等因素共同决定，定价灵活性得到有效提升。其三，银行数量及类型增多，市场代表性增强，并建立自律与考核机制，监督与检查报价的真实性与科学性，提升报价质量。基于以上几个原因，LPR 形成机制改革后，市场化程度明显增强，LPR 不再盯住贷款基准利率，出现了比较明显的下行趋势，市场对 LPR 与 MLF 同步调整的预期已基本形成，这使得 LPR 可以更好地传达中央银行的货币政策意图。

第二，LPR 改革带动了贷款利率下行。

贷款利率“双轨并存”，是利率传导机制不畅、政策效果难以充分发挥的主要症结所在。LPR 改革前，贷款利率定价主要以贷款基准利率为参照，既不能准确传达中央银行的政策意图，也不能灵活反映市场利率和流动性的变动，具有很强的刚性。改革后，LPR 更具市场化的利率定价机制，有效地促使贷款利率突破了隐性下限的约束，较好地疏通了利

率传导渠道，引导贷款利率不断下行。中央银行积极推动 LPR 在贷款定价中的应用，要求新增的各类贷款以 LPR 为定价基准，并积极推动增量与存量换轨。此外，中央银行还将 LPR 实施情况纳入宏观审慎评估框架中，以监督落实 LPR 基准转换工作。2020 年初新增贷款已实现主要参考 LPR 进行定价，存量换轨工作也于 2020 年 8 月完成。目前，绝大多数贷款以 LPR 为定价基准，LPR 的广泛应用带动贷款利率不断下浮。

LPR 的变化可有效传导至贷款利率端，市场利率随着 LPR 的下降逐步下行，有效地降低了企业融资成本。LPR 改革前，新发放的企业贷款围绕 5.3% 的利率水平上下波动，企业融资成本高企。改革后，2019 年末的贷款利率水平下降至 5.12%，降幅明显高于 LPR 的下降幅度。2021 年 6 月末，商业银行贷款加权平均利率已降至 4.93%，较 2018 年末下降了 0.7 个百分点，极大地降低了企业融资成本。这表明，改革后的 LPR 在疫情期间引导市场利率下行、支持企业复工复产，发挥了稳定经济发展的功效。

在引导贷款利率下行的同时，LPR 作为贷款的基准作用已得到了较大地体现。《2021 年第二季度货币政策执行报告》指出，商业银行贷款在 LPR 基础上减点的占比在 21%~26%，加点生成的贷款占比为 70% 左右，约有 50% 的贷款利率在 LPR 之上加点在 3 个百分点以内。

值得注意的是，2020 年央行继续深化利率市场化改革，

促进银行将 LPR 嵌入内部资金转移定价（FTP）之中，增强 LPR 在金融机构内外部定价中的基准作用。据央行统计，全国性金融机构都已经建立了 FTP 的相关制度和系统，并不断完善挂钩 LPR 的 FTP 机制。地方法人金融机构的 FTP 机制建设也在不断完善，其中已有 63% 的地方法人金融机构建立了 FTP，较 LPR 改革前提高了 14 个百分点。因此，LPR 的广泛运用，也促成了金融机构内在市场机制的确立。

第三，LPR 改革促进了存款利率市场化。

贷款利率市场化改革有助于推动存款利率市场化进程。LPR 改革后，贷款隐性下限被打破，贷款利率随行就市，出现了一定幅度下降。由于利差收窄，银行高息揽储的行为难以为继，因而银行间存款竞争压力将得到一定程度地缓解，进一步增强了商业银行的存款自主定价能力。银行通过贷款等资产扩张的方式创造存款，因此通过贷款的作用可将贷款利率下降传导至银行负债端，促使存款利率下降。当然，利率传导具有时滞性，存款利率并非亦步亦趋地随贷款利率而下行。LPR 改革初期，受存款分布影响，部分小型金融机构运用“以价补量”的方式维持存款量，因而负债成本不降反升。但 LPR 改革后，由于利差收窄，银行面临的利率风险上升，商业银行不得不通过稳定负债端成本、拉长负债期限结构、优化风险定价策略及加大科技方法运用等措施规避利率风险。这意味着，商业银行资产端的收益对其负债端的成本

构成了更加严格的约束。

第四，LPR 衍生品市场发展迅速。

自中央银行实施 LPR 机制改革措施以来，银行积极推动存量信贷资产定价基准向 LPR 转换，与 LPR 相挂钩的基础资产日益增多。由于 LPR 衍生品为银行与企业管理利率风险提供了比较有效的工具，可实现对 LPR 资产或负债利率风险的对冲，因此，LPR 改革催生了衍生品市场旺盛的交易需求，推动了 LPR 衍生品市场的快速发展。

LPR 利率互换成交活跃度显著提升。自 2013 年 LPR 机制运行后的一段时间里，以 LPR 为标的资产的利率互换交易规模很小。在 LPR 改革前的 6 年间，LPR 利率互换合约共计成交 123 笔，名义本金总计仅仅 281 亿元。2019 年 LPR 形成机制改革后，为应对金融机构与企业产生的风险对冲需求，交易中心在挂钩 1 年期合约的基础上，推出了 5 年期以上的 LPR 利率互换合约。此后，合约成交量大幅上涨。2019 年全年交易数量 654 笔，名义本金金额总计达 751 亿元。2019 年一年的成交量和成交额分别是之前六年间总量的 5.3 倍和 2.8 倍。2020 年全年共达成 1718 笔交易，名义本金总计 2665 亿元，分别较上年同比增长 162%、255%，均实现快速大幅增长。2021 年上半年，以 LPR 为标的的利率互换成交 419 笔，名义本金 432.9 亿元。

LPR 利率期权业务实现稳步增长。2020 年交易中心正式

启动 LPR 利率期权业务，用以丰富与完善 LPR 利率风险管理工具箱。作为利率互换的有效补充，LPR 利率期权有助于机构与个人实现多样灵活的风险管理目标。自 LPR 利率期权业务上线以来，成交量及名义本金由最初的 172 笔、153 亿元增长至 2020 年年末的 484 笔、907.5 亿元。《2021 年第二季度中国货币政策执行报告》显示，2021 年上半年 LPR 期权成交 199 笔、名义本金 426.1 亿元，明显高于回购定盘利率（FDR）期权 67 笔、名义本金 40.5 亿元的成交。

建立与发行 LPR 浮息债。国家开发银行设计了第一笔以 LPR 为定价基准的浮息债。该笔债券的利率由 1 年期的 LPR-1.35% 决定，发行规模为 30 亿元，于 2019 年正式发行。LPR 浮息债是强化 LPR 定价的进一步推广和应用，有助于银行合理定价行为，并对疏通债券市场与信贷市场的传导渠道、推动利率并轨具有一定的现实意义。

第五，LPR 对债券市场产生相应的影响。

LPR 改革对债券市场的影响可具体分为两个方面。一方面是 LPR 下行带动贷款利率下降，从而提升债券的价值。LPR 改革的初衷，是引导企业贷款实际利率下降，以降低实体经济的融资成本，所以某种程度上降低了贷款对银行的吸引力，相对而言，债券的吸引力上升。银行为了保障资产收益，可能会增配债券，尤其是高等级信用债与利率债，用以对冲银行优质客户贷款端利率的下降，最终，债券需求会上升，

债券利率下行，债券价格上涨。另一方面是 MLF 利率向下调整会引导长短期债券收益率下行。平坦的收益率曲线会导致短期利率随中期借贷便利利率的下降而下降，并进一步传导至长期利率水平。2021 年下半年以来，我国债券市场收益率的变化就充分说明了这一点。

三、进一步深化 LPR 改革的政策建议

LPR 改革后，贷款基础利率与市场利率已逐步形成双向传导，LPR 既能在一定程度上引导实体经济融资成本逐步降低，又能在一定程度上比较灵活地反映市场利率的变动，改革初显成效。但由于 LPR 发展历时较短，仍需在实践中不断完善。

首先，逐步弱化并取消贷款基准利率。我国实施 LPR 机制改革后，实行 LPR 与 MLF 挂钩制，比较成功打破了贷款利率隐性下限。随着我国 LPR 改革深入推进和金融市场深入发展，我国贷款基准利率在很长时间内成为了闲置的政策工具，且成为了贷款利率市场化定价机制中的一大阻碍。这意味着，取消贷款基准利率应被提到我国下一步利率市场化改革的议事日程。

其次，完善和发展 LPR 衍生品市场。随着信贷资产定价基准逐步向 LPR 转换，利率随行就市，金融机构、企业与个人面临的利率风险敞口也将逐步加大，未来的风险对冲需求将大幅增加。然而，我国与 LPR 相挂钩的金融衍生品种类及

规模有限，不能满足日益增长的多样化利率风险交易需求。有鉴于此，有必要持续推进 LPR 利率互换、期权、浮息债等产品，同时研发与创设诸如远期交易之类的新型交易品种，丰富衍生品期限结构。特别是重点发展与 LPR 相挂钩的长期期限产品，帮助客户有效管控与规避长期利率风险，不断激发 LPR 衍生品市场活力，为客户提供丰富多样的风险管理工具。

再次，完善 FTP 制度。FTP 机制是金融机构产品定价、资源配置与风险管理的基础，是银行展开合理定价的有效工具，应加快将 LPR 纳入 FTP 曲线的构建，增强银行的自主定价能力。中央银行应引导各金融机构合理选取市场化曲线并计算期限点差，以 LPR 加期限点差的方法构建 FTP 曲线，实现 LPR 向 FTP 曲线的过渡与传导，从而进一步完善内部定价机制的有效传导，综合提升银行贷款利率定价的市场化水平。

最后，加强市场利率定价自律机制作用。改革两年多来，尽管 LPR 的灵活性有所增强，但仍然要防范部分银行违背市场竞争原则协同定价设定贷款隐性利率下限的行为。与贷款市场相比，银行存款市场竞争程度更强，加之银行存款利率具有很强刚性，也会进而阻碍贷款利率下行。因此，应当更好地发挥行业自律机制的作用，加强对金融机构高成本负债规模的管控，并引导其进行合理定价。

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 肖 圆

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）