

《中国货币政策执行报告》增刊

有序推进贷款市场报价利率改革

中国人民银行货币政策分析小组

2020年9月15日

内容摘要

利率市场化是中国金融领域最核心的改革之一，是建设社会主义市场经济体制、深化金融供给侧结构性改革的重要内容，是建设现代中央银行制度的关键环节，是健全基准利率和市场化利率体系、完善金融机构自主经营机制的必要条件。

中国的利率市场化改革稳步推进，但长期以来存在利率“双轨”问题，推动利率“两轨合一轨”是利率市场化改革的迫切要求。按照党中央、国务院决策部署，中国人民银行牢牢抓住贷款利率改革这个“牛鼻子”，以推动贷款利率和市场利率并轨为重点，于2019年8月17日宣布启动改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，疏通货币政策传导渠道，推动降低贷款利率。

改革后的LPR由各报价行按照对最优质客户执行的贷款利率，于每月20日（遇节假日顺延）以公开市场操作利率（主要指中期借贷便利利率）加点形成的方式报价。LPR的报价行由原有10家扩大至18家，并在原有1年期一个期限品种基础上增加了5年期以上期限品种。同时，中国人民银行将LPR运用情况纳入宏观审慎评估（MPA）考核，推动银行将LPR嵌入到内部资金转移定价（FTP）中，并于2020年3~8月按照市场化、法治化原则推动存量浮动利率贷款定价基准转换。在推进LPR改革过程中，中国人民银行协调推进相关措施，加强存款利率自律管理，推动明示贷款年化利率，积极参与国际基准利率改革，形成了深化利率市场化改革的合力。

经过一年来持续推进，LPR改革取得了重要成效。一是LPR充分体现了市场化特征。LPR报价逐步下行，发挥了方向性和指导性作

用。二是 LPR 已经成为银行贷款利率的定价基准。金融机构绝大部分新发放贷款已将 LPR 作为基准定价，存量浮动利率贷款定价基准转换已于 2020 年 8 月末顺利完成，转换率超过 92%。三是央行货币政策操作向贷款利率传导的效率明显增强。贷款利率隐性下限被完全打破，银行内部定价和传导机制的市场化程度显著提高。四是以改革的办法促进降低贷款利率成效显著。企业贷款利率明显下行，银行对中小微企业的支持力度持续加大，金融结构进一步优化。五是 LPR 利率衍生品市场迅速发展，金融机构利率风险管理手段不断丰富。六是促进存款利率的市场化，推动存款利率与市场利率也开始逐步并轨。

总体看，中国的 LPR 改革取得重要成效，主要有以下经验：一是抓住主要矛盾。厘清利率市场化改革的逻辑和思路，牢牢抓住贷款利率这个关键点实现重点突破，带动全局。二是设计科学方案。立足中国金融体系以银行体系为主的基本国情，从改革完善 LPR 形成机制入手推动改革，增强 LPR 对贷款利率的方向性和指导性，带动贷款利率的市场化，并进一步推动存款利率的市场化。三是明确改革进度。对银行运用 LPR 定价提出既清晰明确又切合实际的时间表，及时推动存量浮动利率贷款定价基准转换，有效引导和管理市场预期，避免改革久拖不决形成僵持局面。四是坚持统筹兼顾。既通过改革破解利率传导中的体制机制障碍，又实现降低贷款利率的现实目标，还促进优化金融结构，解决小微企业融资难融资贵问题。

下一步，中国人民银行将按照党中央、国务院部署，继续深化 LPR 改革，推动实现利率“两轨合一轨”，完善货币政策调控和传导机制，健全基准利率和市场化利率体系，深化金融供给侧结构性改革，促进经济高质量发展和形成新发展格局。

目录

第一部分 利率市场化改革面临利率双轨问题	1
一、贷款利率双轨问题亟待解决	1
二、抓住时间窗口推进 LPR 改革	4
三、基准利率改革的国际经验和比较	5
第二部分 以 LPR 改革推动解决利率双轨问题	10
一、健全利率调控体系	10
二、完善 LPR 形成机制	11
三、疏通货币政策传导渠道	13
第三部分 推动 LPR 改革的具体做法	18
一、LPR 调控机制	18
二、LPR 形成机制	19
三、LPR 传导机制	23
四、协调推进相关措施	30
第四部分 LPR 改革取得显著成效	35
一、LPR 市场化程度明显提高	35
二、利率传导机制有效疏通	36
三、金融机构内部定价的市场化程度明显提高	39
四、用改革办法促进降低利率的成效显著	40
五、存量浮动利率贷款定价基准转换顺利完成	42
六、LPR 衍生品等金融产品迅速发展	42
七、推动存款利率市场化	45
第五部分 LPR 改革的重要经验	47
一、理清逻辑，抓住主要矛盾	47
二、立足国情，科学设计方案	47
三、抓紧推进，明确改革进度	49
四、统筹兼顾，实现多重目标	51

专栏

专栏 1	利率市场化改革历史回顾及面临的问题	2
专栏 2	LIBOR 改革的进展与挑战	6
专栏 3	贷款利率隐性下限调研	14
专栏 4	LPR 改革适合中国国情	16
专栏 5	LPR 以 MLF 利率为基础加点形成	18
专栏 6	LPR 报价机制不易被操纵	20
专栏 7	推进 LPR 改革比完善 FTP 要先行	25
专栏 8	实证检验证明 LPR 改革有效提升了利率传导效率	38
专栏 9	LPR 比国债收益率更适宜作为中国贷款利率定价基准	48

表

表 1	LPR 改革前主要经济体降息情况（2019 年 1 月-8 月）	5
表 2	将 LPR 运用情况纳入 MPA 考核	23
表 3	LPR 报价情况	36

图

图 1	改革前的 LPR 基本锚定贷款基准利率	12
图 2	规律开展中期借贷便利操作	18
图 3	贷款基准利率和 LPR	35
图 4	企业债收益率和贷款利率隐性下限	37
图 5	一般贷款利率和 DR007	38
图 6	样本机构对贷款市场竞争程度的看法	39
图 7	样本机构对改革后货币政策传导效果的看法	39
图 8	地方法人金融机构 FTP 建设情况	40
图 9	LPR 运用和打破隐性下限情况	41
图 10	LPR 利率互换交易情况	43
图 11	1 年期 LPR1Y 互换合约与 1 年期 LPR 利率变动情况	44

第一部分 利率市场化改革面临利率双轨问题

20 世纪 90 年代中期以来，中国人民银行推进利率市场化改革，至 2015 年已经放开了对存贷款利率的管制，但仍存在存贷款基准利率和市场利率并存的“利率双轨”问题，需要抓住时间窗口，通过深化利率市场化改革来破解利率传导中存在的体制机制障碍。

一、贷款利率双轨问题亟待解决

经过多年的持续推进，中国利率市场化改革仍存在利率双轨问题，改革进入“攻坚战”阶段。无论是从提高货币政策有效性的角度，还是从深化金融改革的角度考虑，都需要通过深化改革的方式，疏通利率传导渠道，推动贷款利率“两轨合一轨”，并以此推动降低贷款利率。

一是实体经济活力需要激发。2019 年以来，全球经济下行压力加大，美欧等发达经济体货币政策相继转向宽松。中国主要宏观经济指标保持在合理区间，但受中美经贸摩擦和国内产业结构调整等因素影响面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大。新冠肺炎疫情发生后，对部分行业尤其是中小微企业生产经营产生较大冲击，经营困难加剧。在此背景下，抓住时间窗口推动贷款利率“两轨合一轨”，有利于将货币政策效果及时传导至信贷市场，促进降低企业实际利率水平，加大金融支持力度，激发微观主体活力，加快企业复工复产，为打赢疫情防控阻击战、恢复实体经济活力提供支持。

二是利率传导不畅阻碍政策效果。贷款市场报价利率（LPR）改

革之前，银行发放贷款时主要参照贷款基准利率定价，特别是一些银行通过协同行为以贷款基准利率的一定倍数（如 0.9 倍）设定贷款利率隐性下限，对市场化的利率调控和传导形成了阻碍，在市场利率整体下行阶段不利于贷款利率的下降。若采用传统的办法，直接降低贷款基准利率，又可能面临释放过强的政策调整信号、刺激产生房地产泡沫等风险，还会再次形成新的隐性下限，仍然阻碍市场利率的有效传导。

三是推动贷款利率并轨是深化利率市场化改革的关键。在银行信用货币制度下，银行通过贷款等资产扩张创造存款货币，贷款需求是银行货币创造的直接约束，贷款利率成为决定存款利率的关键因素。随着贷款利率市场化深入推进，中央银行可以通过调节政策利率影响贷款利率，从而影响贷款需求，进而传导至存款利率，最终促成存贷款利率全部市场化，因此贷款利率是“牵一发而动全身”的关键。推动贷款利率市场化，解决贷款利率“双轨”问题，首先需要培育并运用更加市场化的贷款定价参考基准，以此逐步淡化贷款基准利率。因此，先贷款利率、后存款利率，以改革完善 LPR 形成机制为抓手，推进贷款利率市场化改革，疏通利率传导渠道，促进降低融资实际利率，是推进利率市场化的科学可行路径。

专栏 1 利率市场化改革历史回顾及面临的问题

中国的利率市场化改革从上世纪 90 年代中期起步。1993 年，十四届三中全会提出了利率市场化改革的基本设想：“中央银行按照资金供求状况及时调整基准利率，并允许商业银行存贷款利率在规定幅度内自由浮动。”2003 年，十六届

三中全会进一步指出：“稳步推进利率市场化，建立健全由市场供求决定的利率形成机制，中央银行通过运用货币政策工具引导市场利率”。1996年银行间同业拆借利率正式放开，此后中国人民银行坚持管制利率的“破”和市场利率的“立”相结合，按照“放得开、形得成、调得了”的原则，渐进推进利率市场化改革。

一是逐步放开利率管制。中国人民银行按照“先货币和债券市场利率，后存贷款利率”的顺序放开利率管制。存贷款利率又按照“先外币，后本币；先贷款，后存款；先长期、大额，后短期、小额”的顺序推进。2015年10月24日，对商业银行不再设置存款利率浮动上限，标志着中国对利率的行政性管制已基本放开。**二是健全市场利率形成机制。**在建立货币市场和债券市场之初，中国人民银行就培育了基于实际交易形成的债券回购利率等具有基准性的利率。2007年中国人民银行推出了上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）。2013年10月建立了LPR集中报价和发布机制。**三是完善公开市场操作机制。**中国人民银行提高公开市场操作频率，每日开展操作，引入常备借贷便利（SLF），SLF利率发挥利率走廊上限功能，创设中期借贷便利（MLF）提供中期流动性。**四是建立市场利率定价自律机制。**2013年9月市场利率定价自律机制正式成立，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。

推进利率市场化改革的过程中，还存在诸多问题和挑战。**一是存在存贷款基准利率和市场利率并存的“利率双轨”问题。**虽然贷款利率管制已经放开，但金融机构贷款利率仍主要参考贷款基准利率定价，特别是部分银行通过协同行为设定贷款利率隐性下限，导致市场利率下行不能有效传导到贷款利率。**二是银行内部的利率传导机制不畅。**银行内部存在资产负债部和金融市场部的两部门决策机制，在定价决策上“两张皮”，而且占据主导地位的资产负债部市场化程度相对较低，市场化程度较高的金融市场部难以对贷款利率产生决定性影响。**三是存款利率管制放开后存款利率存在上行压力。**由于银行普遍存在“存款立行”、追求规模等固有观念，加上部分监管指标也更加重视一般性存款，导致银行特别是中小银行有较强的高息揽储冲动，如果存款利率上行则不利于降低社会融资成本。**四是央行政策利率体系不够清晰。**存贷款利率管制放开后，为降低金融机构对存贷款基准利率的依赖程度，央行需要建立清晰、明确、完善的政策利率体系，传达央行利率调控信号，引导市场利率运行。

二、抓住时间窗口推进 LPR 改革

2015 年放开利率管制时，中国人民银行明确表示将继续公布存贷款基准利率，但这只是暂时的、过渡性的。经过多年的探索，大部分银行已有较完善的贷款定价模型，可根据资金成本、风险溢价等因素自主定价，一些银行已在内部试运行参考 LPR 或中期借贷便利（MLF）利率等确定贷款利率的定价模式。近年来，央行市场化利率调控能力不断增强，贷款利率对货币市场利率及央行操作利率的反映都更加敏感，应当说深化贷款利率市场化改革具备了一定条件。从国际利率市场化改革以及我国实际情况看，实现利率市场化的难点在于，我国经济潜在增速保持在较高水平，随着金融抑制的解除，利率有抬升趋近潜在增速的内生动力，利率市场化的本质是赋予金融机构定价自主权，但如果金融机构为了追求利润而抬高利率，就会和降低社会融资成本的要求背道而驰。

2019 年中，国内外形势为推进贷款利率市场化改革提供了难得的时间窗口。从宏观经济情况看，中国经济面临下行压力，特别是新冠肺炎疫情发生后，经济发展进一步承压。通过改革完善 LPR 形成机制，可疏通货币政策向贷款利率的传导渠道，引导实体经济融资成本下降，为实体经济提供更大支持。从市场利率走势看，中国人民银行运用多种货币政策工具，保持货币市场和债券市场利率平稳运行，为降低贷款利率创造了良好的金融环境。从银行的承受能力看，2018 年以来中国人民银行和银保监会对影子银行、P2P 等加强监管，促使银行负债成本下降，带动银行息差回升，存在适当降低贷款利率为实

体经济减负的空间。从国际环境看，全球经济下行压力加大，主要发达经济体货币政策转向宽松，外部环境有助于推动中国贷款利率水平下行。从社会舆论看，党中央、国务院多次提出要降低贷款利率水平，全社会已形成贷款利率下行的氛围，有助于促进银行在市场竞争中降低利率水平。在此背景下，提高贷款利率的市场化程度，有利于促进贷款利率跟随市场利率继续下行，更好地发挥市场在资源配置中的决定性作用。

表 1 LPR 改革前主要经济体降息情况（2019 年 1 月-8 月）

单位：%

国家	2019/01	2019/02	2019/03	2019/04	2019/05	2019/06	2019/07	2019/08	合计
美国								↓0.25	↓0.25
澳大利亚						↓0.25	↓0.25		↓0.50
新西兰					↓0.25			↓0.50	↓0.75
韩国							↓0.25		↓0.25
印度		↓0.25		↓0.25		↓0.25		↓0.35	↓1.10
印尼							↓0.25	↓0.25	↓0.50
巴西								↓0.50	↓0.50
土耳其							↓4.25		↓4.25

数据来源：各央行官方网站、Wind 数据库等。

中国人民银行综合判断国内外形势，抓住难得的时间窗口，在 2019 年 8 月 17 日发布公告，宣布改革完善 LPR 形成机制。试想如果没有在当时及时推出改革，2020 年初新冠肺炎疫情暴发后，改革势必更难推出，市场化降低社会融资成本的目标就更难实现。

三、基准利率改革的国际经验和比较

（一）国际基准利率改革逐步推进

伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）是国际上最重要的银行间基准利率。但由于报价操纵等问题，英国金融行为管理局（FCA）决定 2021 年底后不再强制要求报价行报出 LIBOR。各主要经济体陆续开

启国际基准利率改革，目前，美国、英国、欧元区、瑞士、日本、澳大利亚等经济体已明确替代原 IBOR 类报价利率的新基准利率。这些新基准利率由各经济体独立发布，均为实际成交利率，仅有隔夜单一期限，且绝大多数由各经济体中央银行管理。

目前衍生品基准转换方案已基本明确，正在研究推出各类现货产品的基准转换方案。国际掉期与衍生工具协会（ISDA）负责研究衍生品转换方案，已于 2018 年末正式发布，经过多轮征求意见，相关细节也正在逐步明确。美国的替代基准利率委员会（ARRC）已拟定新签订 LIBOR 浮息债、双边贷款、银团贷款、住房贷款、资产证券化产品等基准转换方案，但仅适用于新签合同，存量合同转换仍待后续安排。

国际组织推动国际协调。近年来二十国集团（G20）财长和央行行长会、国际清算银行（BIS）市场委员会（MC）、金融稳定委员会（FSB）、巴塞尔委员会（BCBS）等国际组织多次召开会议，协调推动国际基准利率改革。国际会计准则理事会（IASB）发布了《利率基准改革——第二阶段（征求意见稿）》，根据国际基准利率改革进展，对相关国际财务报告准则进行了修订。

专栏 2 LIBOR 改革的进展与挑战

2017 年 7 月 27 日，英国金融行为管理局宣布将在 2021 年底后不再强制要求 LIBOR 报价行报价后，LIBOR 改革有序推进。总体而言，LIBOR 改革由各经济体央行主导，着力解决报价制交易基础不强的问题，并采取“先增量、后存量”的方式积极推动运用，但也面临挑战。

一是中央银行发挥关键作用。各经济体推动国际基准利率改革过程中，都强

化了中央银行对基准利率的监督管理，除瑞士外其他经济体的新基准利率均由中央银行直接管理，以增强其基准性和公信力。

二是新基准利率均具有坚实交易基础。为避免被操纵，多数新基准利率都选择了有坚实交易基础的隔夜实际交易利率，如美元 SOFR、英镑 SONIA、欧元 €STR、日元 TONA、瑞郎 SARON 等。此外，相关监管机构还通过扩大计算基数、改进计算方式等手段，保证新基准利率能够更加准确地反映银行间资金价格水平。

三是“先增量、后存量”推进改革。目前国际上已明确衍生品和部分现货产品的基准转换方案，普遍采用新老划断的方式，对新签合同和存量合同分别适用不同的补充协议或转换安排，但对存量合同的基准转换方案还有待进一步研究确定。

四是积极探索期限利率构建方法。各经济体选定的新基准利率均为隔夜利率，但市场对其他期限利率也有需求，需研究以隔夜基准利率为基础构建各期限利率的合理方法。美国替代基准利率委员会等基准利率改革工作组已研究提出了后顾法和前瞻法两种构建方法计算各期限利率。目前已有多家监管机构或市场主体开始或准备发布其推荐的期限利率。

（二）印度的基准利率改革

印度自放开贷款利率管制以来，先后尝试推出 4 个贷款利率定价基准，对中国的利率市场化改革具有一定参考价值。

1、最优惠贷款利率（PLR）与基准最优惠贷款利率（BPLR）

印度央行于 1994 年推行利率市场化改革，以最优惠贷款利率（PLR）为定价基准，授权商业银行根据 PLR 自行确定贷款利率。但各银行的贷款定价方法存在较大差异，使得银行向借款人提供的贷款利率也有很大不同。2003 年，印度央行对 PLR 进行完善，建议商业银行发布基准最优惠贷款利率（BPLR），BPLR 根据资金成本、运营成本、监管成本（满足拨备要求、资本要求等监管指标的成本）确定。

PLR 和 BPLR 的问题在于：一是二者的货币政策传导效率很差，

后者虽然有所改善，但当政策利率下行时，很多银行仍迟迟不相应调整贷款利率。二是理论上 BPLR 应当是贷款利率的下限，但实际中有不少贷款的利率突破了这一下限。三是各银行的贷款利率定价方法仍然不透明。

2、基础贷款利率（BR）

考虑到 BPLR 的缺陷，2010 年印度开展新的探索，将贷款定价基准更换为基础贷款利率（BR）。根据印度央行发布的定价准则，银行需根据资金成本、经营费用、准备金成本和利润率确定 BR，实际发放的所有贷款利率都不得低于 BR，银行可以按照借款人的信用情况在 BR 的基础上加点确定具体的贷款利率。BR 在实践中面临两个难题：一是由于计算方法不唯一，导致贷款定价依然不透明；二是银行仅在新发放贷款时运用 BR，存量贷款不作调整，使得货币政策的效果难以有效传导至存量贷款。

3、边际成本贷款利率（MCLR）

2016 年，为提高货币政策传导效率，印度央行又推出了边际成本贷款利率（MCLR），MCLR 每月发布，频率高于每季度发布的 BR，同时要求商业银行在确定定价基准时不仅考虑资金成本，还必须考虑资金的边际成本。依据新修订的定价准则，MCLR 通常基于资金边际成本、经营成本、准备金成本和期限溢价四个因素确定。

理论上，MCLR 可以使政策利率变动快速真实地传导至贷款利率。但实际情况却不如预期，主要原因：一是运用率不高，部分贷款仍参考 BR 定价，以执行较高的利率。二是 MCLR 发布频率虽有所提高，

但许多银行并未及时进行重定价。

4、外部基准贷款利率（EBLR）

由于货币政策传导仍有迟滞，2019年10月印度央行再次转换定价基准，不再由银行内部确定定价基准，而是改用外部基准利率（EBLR）。根据规定，银行可选取以下外部利率作为定价基准：一是印度央行政策回购利率；二是印度财政基准私人有限公司（FBIL）公布的3个月期国库券收益率；三是FBIL公布的6个月期国库券收益率；四是FBIL公布的其他市场基准利率。在EBLR基础上，银行须综合考虑准备金成本、经营成本和利润率来确定贷款利率。

EBLR的优点在于可以使货币政策传导更加高效，贷款利率定价也更透明；而缺点则体现在外部基准的波动通常较大，而银行的借贷成本则相对固定，利率下行阶段可能会压缩其净息差。

印度基准利率改革的经验表明：第一，利率定价基准转换应当有明确的、可执行的时间表，以避免新旧利率基准切换过慢的问题，特别是存量贷款的定价基准转换也要加快推进，久拖不决必然会造成预期混乱。第二，选择外部公开的市场利率作为贷款利率基准，优于由银行内部自行确定定价基准，可避免形成机制不透明等问题。第三，应发展利率衍生品市场，丰富交易品种，提高市场深度，便于银行和借款人对冲利率风险。

第二部分 以 LPR 改革推动解决利率双轨问题

MLF 利率作为中期政策利率，在引导和调节中期市场利率方面发挥了重要作用。在此背景下，可对 LPR 报价方式加以优化，建立与 MLF 利率相挂钩的机制，提高 LPR 市场化程度，以改革的方式破除利率传导中的体制机制障碍，打破贷款利率隐性下限，增强金融机构自主定价能力，推动降低贷款实际利率，并促进存款利率市场化。

一、健全利率调控体系

（一）结构性流动性短缺的货币政策操作框架

在结构性流动性短缺框架下，央行保持适当的法定准备金率水平，即可使银行体系的存款增长自动带来法定准备金需求的增加，维持货币市场压力，央行通过投放流动性来有效调控市场利率，维护货币市场利率在合理区间运行。在此过程中，中国人民银行通过每日在公开市场开展逆回购操作提供短期流动性持续培育短期政策利率，通过每月固定时点开展 MLF 操作提供中期流动性持续培育中期政策利率。在始终保持结构性流动性短缺的前提下，根据货币政策调控需要和存款增长带来法定准备金需求增加的速度，适时适度调整法定准备金率，实现结构性流动性短缺的货币政策操作框架。

（二）健全央行政策利率体系

作为短期政策利率的公开市场操作利率，和作为中期政策利率的 MLF 利率，共同形成了中央银行政策利率体系，传达央行利率调控信号。

中国人民银行通过每日以 7 天期逆回购为主开展公开市场操作

进行流动性调节和货币政策传导，释放央行短期政策利率信号，调控市场利率。央行面向公开市场业务一级交易商开展公开市场操作，可通过两个渠道影响货币市场利率，一是通过招投标形成中标利率来直接影响市场利率水平，二是通过公开市场操作改变银行体系流动性总量，从而影响市场资金供求，间接调控市场利率。一级交易商可通过在货币市场开展交易，将从央行获得的流动性“量”和“价”的信号传导给其他市场参与主体。

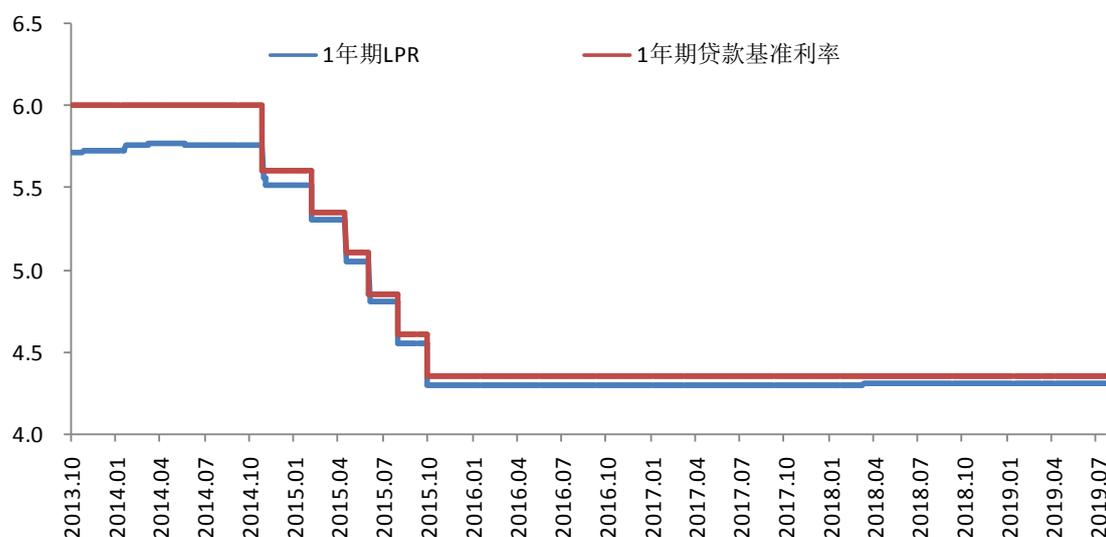
商业银行内部存在资产负债部和金融市场部的两部门决策机制，而资产负债部往往在决策中具备优势地位。中国人民银行通过 MLF 等货币政策工具向金融机构提供中期流动性。MLF 资金可以直接进入商业银行的资产负债部，从而直接影响贷款数量和贷款利率；MLF 利率可以发挥中期政策利率的作用，直接影响中期市场利率，还可以通过调节金融机构从央行获取中期基础货币的边际成本，对金融机构资产负债表和市场预期产生影响，从而引导和调节贷款利率。

二、完善 LPR 形成机制

（一）改革前的 LPR 形成机制存在不足

2013 年 10 月，LPR 集中报价和公布机制正式运行，每日由 10 家报价行自主报出本行对最优质客户贷款利率，经中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心（以下简称“交易中心”）对报价以各报价行的贷款余额为权重，计算加权平均利率后对外公布，并由市场利率定价自律机制（以下简称“利率自律机制”）在中国人民银行的指导下负责监督和管理，金融机构可以此为参考确定各自的贷款利率。运

行以来，LPR 存在诸多问题。一是由于各报价行主要参考贷款基准利率进行报价，导致 LPR 长期与贷款基准利率同向同幅变动，市场化程度明显不够，不能有效反映市场利率变动情况，这也影响了银行运用 LPR 的积极性，实际上并未起到有效替代贷款基准利率的作用，失去了意义。二是报价行只有全国性银行，代表性不足。三是期限品种不全，只有 1 年期一个品种。四是报价频率过高，报价行重视程度不足，报价不能代表报价行对贷款利率的判断。五是运用不足，只有部分报价行在形式上运用 LPR 定价，事实上大多都是通过贷款基准利率定价，然后再套算为 LPR 加减点的形式，且主要运用集中在短期固定利率贷款上。



数据来源：WIND。

图 1 改革前的 LPR 基本锚定贷款基准利率

（二）按照市场化要求改革完善 LPR 形成机制

推进贷款利率“两轨合一轨”是利率市场化改革的重要突破口。由于仍公布贷款基准利率，对贷款利率的市场化定价形成约束，有必要健全市场化的贷款利率基准。因此，中国人民银行选择优化 LPR 报

价方式，建立与 MLF 利率相挂钩的机制，提高 LPR 报价的市场化程度，并积极推动 LPR 在贷款定价中的运用，以此逐步替代贷款基准利率，渐进有序地推进贷款利率市场化。

按照推进利率“两轨合一轨”的要求，并结合国际经验，中国人民银行主要按照以下思路对 LPR 形成机制进行了改革完善。一是明确 LPR 作为贷款利率定价基准的定位。以 LPR 作为银行贷款利率的定价基准，要求各金融机构主要在贷款定价时运用 LPR 作为参考。为避免与贷款基准利率相混淆，将 LPR 中文名称由原来的“贷款基准利率”调整为“贷款市场报价利率”，并保留英文简称 LPR。二是继续实行报价形成机制。保留现行由报价行报价形成的机制，并增加报价行的数量和类型，提高报价的代表性。三是要求报价行根据自身对最优质客户贷款利率，在 MLF 利率基础上加点报出 LPR。MLF 是中央银行提供中长期流动性的重要渠道，其利率是央行中期政策利率，传达了央行利率调控的信号，且期限和操作频率均与 LPR 匹配，将 LPR 与 MLF 利率挂钩，可形成由央行间接调控的市场化参考基准，也可更好地反映市场供求状况。

三、疏通货币政策传导渠道

（一）打破贷款利率隐性下限

贷款利率隐性下限的存在导致贷款利率易升难降，使银行在利率下行阶段无法将货币政策有效传导至实体经济。由于贷款利率隐性下限的存在，最优质的企业也只能获得利率不低于隐性下限的贷款。在此情况下，银行更偏好给违约概率低的大企业贷款以获得超额收益，

也在一定程度上导致小微企业融资难、融资贵问题。

专栏 3 贷款利率隐性下限调研

LPR 改革前,中国人民银行对部分全国性金融机构和地方法人金融机构的贷款定价情况进行了深入调研。调研结果显示,大中型银行的贷款定价存在贷款基准利率 0.9 倍的隐性下限,而部分小型银行直接参考贷款基准利率定价。

大中型银行多采用成本加成法确定贷款利率,但定价往往受到贷款基准利率的约束。大中型银行在贷款定价上大致遵循以下模式:一是授予分支行一定的贷款定价权限;二是分支行在其权限范围内运用成本加成法进行贷款定价。部分银行也采用风险调整后的资本收益率(RAROC)模型或者经济增加值法(EVA)进行贷款定价,本质上是在成本加成法的基础上,加入风险调整收益或者经济增加值等指标得出实际贷款定价。当然,根据定价模型计算出的贷款利率不一定是客户所获得的最终利率,银行还会根据信贷额度、资产负债结构、国家产业政策、可比同业竞争者的利率等因素,调整后最终确定贷款利率。而且银行的贷款定价仍受到贷款基准利率的约束。部分银行以贷款基准利率的 0.9 倍作为贷款定价的下限,对分支行的定价权限进行管理。在实际操作中,若贷款定价高于下限,可直接发放贷款;若贷款利率低于下限,则须报总行批准。

小型银行更多参考贷款基准利率或跟随同业定价。部分小型城商行、农商行和村镇银行受限于系统不完善、专业定价人员少、贷款市场竞争力弱等,主要采取参考贷款基准利率或跟随同业定价的模式。

不同地区贷款定价的差异也较为明显。相对发达地区的金融机构,贷款定价能力较高,能够结合客户类型、客户综合贡献和市场竞争等因素,合理确定贷款利率。而中西部地区金融机构的定价能力相对较弱,尤其是部分农商行和村镇银行还未完全建立内部评级体系。

从实际定价情况看,2018 年,在利率低于基准利率的贷款中,共有 76%的贷款利率处于贷款基准利率(0.9,1]倍的区间,也就是隐性下限之上。打破贷款利率隐性下限后,这部分贷款利率与市场利率的联系将更加紧密,利率水平也将进一步下行。

改革完善 LPR 形成机制后，LPR 由报价行以市场化方式报出，不再具有行政色彩，银行难以参考 LPR 协同设定贷款利率隐性下限。随着贷款利率的隐性下限被打破，银行对大企业贷款的超额收益会明显减少，减弱通过增加大企业贷款规模维持利润的动力，促使大银行比以前更倾向于服务小微企业和普惠金融。由于大银行的负债成本明显低于中小银行，对于相同资质的小微企业能够提供比中小银行更低的贷款利率，带动小微企业平均贷款利率下行。同时，小微企业贷款市场的竞争格局也将发生改变，大银行的加入将带动小微企业贷款市场的良性竞争，降低银行整体对小微企业的风险定价，也有利于降低小微企业的贷款利率。在此过程中，大企业将转向更多通过债券市场融资，也有利于债券市场发展。

（二）增强金融机构自主定价能力

LPR 改革前，银行贷款发放侧重于大型企业，主要考虑是这些企业贷款体量大、信用风险小、管理难度低。而部分银行由于风险管理能力和定价水平不足，在发放小微企业贷款时，经常凭借企业短期内的销售收入、利润增长等财务指标就决定是否发放贷款，并未综合考虑企业经营状况、长期发展合理定价，构建长期合作关系，不利于银行提高风险定价能力。LPR 改革打破贷款利率隐性下限后，大型企业议价能力增强，将倒逼银行提高定价能力，综合考虑资金成本、风险成本、资本成本和税收成本等因素合理报价，以拓展小微企业客户，促进银行可持续发展和稳健经营。

（三）推动存款利率市场化

贷款利率市场化可对存款利率市场化起到推动作用。贷款利率市场化后，银行贷款利率下降，高息揽储的行为难以持续，银行面临的存款竞争压力将有所缓解，存款自主定价能力将进一步增强。在银行信用货币制度下，银行通过贷款等资产扩张创造存款货币，因此提高存款利率不能增加存款总量，只能改变存款在银行之间的分布。贷款利率的变化可以影响贷款供求，从而决定贷款的数量，进而决定存款的数量。贷款利率市场化可“牵一发而动全身”，推动促成存款利率的市场化。

专栏 4 LPR 改革适合中国国情

美国的最优惠贷款利率（PR）由《华尔街日报》倡导并发布，自 1994 年起与政策利率直接挂钩，为美联储公布的联邦基金目标利率加 3 个百分点，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。LPR 形成机制与美国的 PR 有相似之处，但也有不同。中美金融体系存在差异，LPR 可较好适应中国以银行为主的金融体系，为银行贷款定价提供参考。

中美两国金融体系存在差异。美国的金融市场以债券等直接融资为主，贷款的占比并不高，且 LIBOR 等货币市场基准利率发展时间较长，过去很长时间内市场认可度较高，因此更加关注国债收益率和 LIBOR。实际上，美国国债收益率通常用于长期固定利率债券定价的参考，并非贷款定价的主要参考。我国长期以来存在应以国债收益率曲线作为贷款定价基准的误解，过于夸大国债收益率曲线的作用，进而产生诸如为了提高利率市场化程度要培育国债收益率曲线，为了培育国债收益曲线要多发国债，为了多发国债要搞财政赤字货币化等一系列错误的逻辑。LIBOR 也在金融危机中暴露出诸多问题，可能将于 2021 年之后退出市场。中国的金融体系以银行为主，贷款利率是最重要的融资价格。此前中国绝大部分贷款均参考贷款基准利率定价。随着利率市场化改革的深入推进，贷款基准利率的作用逐步淡化，亟需培育一个更加市场化的贷款利率参考基准。

中国 LPR 形成机制与美国 PR 相似，但有突出的优势。一是 LPR 在作为中

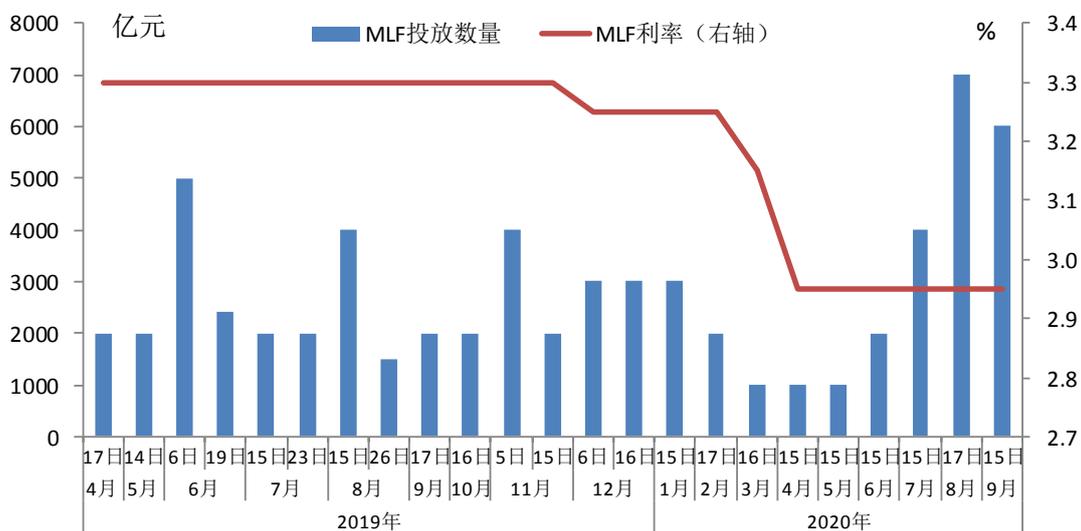
期政策利率的 1 年期 MLF 利率，而不是短期政策利率基础上加点形成，两者期限比较匹配，避免了美国 PR 与联邦基金利率期限不一致的缺陷。二是与 PR 长期和联邦基金目标利率保持固定点差不同，LPR 与 MLF 利率的点差不完全固定，体现了市场化报价的特征。三是 LPR 有两个期限品种，PR 只有一个品种且无明确期限。四是使用范围差异较大。目前中国几乎所有新发放的浮动利率贷款都以 LPR 为定价基准，固定利率贷款也参考最新的 LPR 加点形成，原参考贷款基准利率定价的存量浮动利率贷款也已完成定价基准转换，而 PR 在美国贷款定价中的使用占比较低。

LPR 能较好适应中国国情。相比 PR 而言，中国 LPR 的形成机制更加市场化，同时监督管理也更为严格，由中国人民银行指导利率自律机制对 LPR 报价进行监督管理，定期对报价行报价质量进行评估并优胜劣汰，有利于提高 LPR 的公信力，确保 LPR 的报价质量，使其真实有效反映信贷市场供求状况。从实际情况看，LPR 能较好地适应中国国情，为银行贷款定价提供了很好的参考。

第三部分 推动 LPR 改革的具体做法

一、LPR 调控机制

2019 年以来，中国人民银行逐步建立 MLF 常态化操作机制，目前基本上每月月中开展 1 次 MLF 操作，以 1 年期为主。通过以相对固定的时间和频率开展操作，提高操作的透明度、规则性和可预期性，向市场连续释放中期政策利率信号，并为每月 20 日（遇节假日顺延）报价的 LPR 提供参考基准，引导市场预期。



数据来源：WIND。

图 2 规律开展中期借贷便利操作

专栏 5 LPR 以 MLF 利率为基础加点形成

LPR 改革后，由报价行在 MLF 利率上加一点报出。虽然 MLF 在银行负债中占比不高，但 MLF 利率是央行中期政策利率，代表了银行体系从中央银行获取中期基础货币的边际资金成本，适合作为银行贷款定价的参考。

对市场利率起决定性作用的不是总量而是边际量。在银行信用货币制度下，货币创造的主体是银行，银行通过贷款等资产扩张创造存款货币后，需要更多的基础货币以满足法定准备金要求，因此对基础货币有持续需求。央行掌握基础货币的供应，只需作少量必要操作，就可对市场利率产生决定性的边际影响，而无

需通过巨量操作使央行资金成为银行的主要负债。国际上也是如此，美联储通过隔夜公开市场操作调节隔夜联邦基金利率，隔夜操作第二天就到期，因此美联储回购操作的余额基本为零，但并不影响美联储公开市场操作利率对市场利率调节功能的发挥。

市场利率不适合成为 LPR 加点的基础。MLF 利率是中期政策利率，具备方向性和指导性。同业存单利率、国债收益率等市场利率容易受资金面松紧、监管考核和预期变化等短期因素影响，往往波动较大，不适合成为 LPR 加点的基础。中长期看，同业存单利率等市场利率围绕中期政策利率波动。

以 MLF 利率加点形成 LPR 是合理的。中国人民银行开展的 MLF 操作是中国特色的货币政策工具，期限均为 1 年期，与 LPR 的期限较为匹配。LPR 作为贷款定价的重要参考，应主要反映利率的趋势性变化，变动频率不宜过快，否则可能造成利率信号混乱，影响市场预期。MLF 每月操作，频率与 LPR 相同，利率也相对稳定，可充分体现货币政策取向和市场边际中期资金成本的趋势性变化。

二、LPR 形成机制

按照国务院决策部署，2019 年 8 月 17 日中国人民银行发布改革完善 LPR 形成机制公告，推动贷款利率进一步市场化。此次改革完善 LPR 形成机制，体现了五个“新”，即：新的报价原则、新的形成方式、新的期限品种、新的报价行和新的报价频率。

（一）新的报价原则

各报价行需要按照自身对最优质客户执行的贷款利率报价，充分体现市场化报价原则。LPR 作为贷款利率定价的主要参考基准，是社会重要的公共品，金融机构、企业和居民都要使用，有较强的外部性。中国人民银行高度重视 LPR 报价质量，要求报价行首次报价前提交报价模板，构建报价模型，经中国人民银行同意后正式施行。中国人民银行指导利率自律机制，加强对 LPR 报价行的监督管理，督促各

报价行科学合理报价，对报价行报价质量进行定期考核，坚决杜绝出现扰乱市场秩序甚至合谋操纵报价等违规行为。考核报价行报价质量时，不考核报价绝对值的高低，重点考核报价的科学性和真实性，即要求报价行必须按照模型，以及最优质客户贷款的平均利率报价。

（二）新的形成方式

改革后，LPR 改为按 MLF 利率加点形成的方式报价。目前 MLF 期限均为 1 年期，反映了银行体系向央行融入中期基础货币的平均边际资金成本，加点幅度则主要取决于各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素，LPR 报价的市场化程度和灵活性明显提高。各报价行以 0.05 个百分点为步长报价，即报价应为 0.05% 的整数倍。交易中心在计算 LPR 时，剔除最高、最低报价，降低极端值对 LPR 的影响。同时，由于新增加的报价行规模较小，不宜再用加权平均法，新的计算公式改为计算有效报价的算术平均值。计算出算术平均值后，向 0.05% 的整数倍就近取整得出 LPR。通过科学合理的报价和计算方式，使 LPR 的变动具有了良好的方向性和指导性。

专栏 6 LPR 报价机制不易被操纵

LPR 形成机制改革完善后，由报价行报价形成，与 LIBOR 相似。但与 LIBOR 相比，LPR 报价机制合理、监管主体明确、考核机制健全，不易被报价行操纵。

一、LIBOR 操纵案及反映出的问题

LIBOR 诞生于 1986 年，一直是全球最重要的利率基准之一，是全球浮动利率贷款、抵押贷款及各类衍生品的定价参考基准。2005 年以来，全球 LIBOR 操纵案件频发，成为金融历史上规模最大的违规行为，广泛影响各类资产、股票指数和数百万亿美元利率产品定价，严重损害金融市场信心、有效性及参与者利益，

欧美对数十家银行罚款超 70 亿美元。LIBOR 曝出操纵丑闻后，尽管英国金融监管部门随之推出诸多改革举措，但失去的信誉和公信力难以扭转。2017 年 7 月，英国金融行为管理局宣布 2021 年底起不再强制要求报价行报价，市场普遍认为届时 LIBOR 将不再发布，被新的基准利率所取代。

LIBOR 操纵案的发生暴露出其机制存在问题：一是报价缺乏真实交易基础。监管当局并未强调 LIBOR 报价行需基于真实交易报价，这导致即便监管部门发现报价可能失真，也难以准确识别和定性。二是报价品种过多。LIBOR 报价行每天需报出覆盖 10 个币种 15 种期限共 150 个无担保拆借利率，不易监管。三是监管权限范围存在争议。LIBOR 在伦敦同业拆借市场形成，但会影响到其他国家的市场和金融机构，以及包括期货、掉期、远期在内的衍生品市场。而监管当局的权限范围往往只局限于一个国家或市场，调查跨国、跨市场的违规行为难度较大。

二、LPR 制度安排具有明显优势

LPR 虽然在报价和计算方法上与 LIBOR 类似，但在制度安排上具有较为明显的优势：

一是报价机制合理。LPR 以 MLF 利率加点形成，有明确的报价基准。在此基准上，报价行根据自身情况测算加点幅度，加点幅度主要取决于各行资金成本、市场供求、风险溢价等因素。同时，报价行范围扩大至城商行、农商行、外资银行和民营银行，增强了报价的代表性。

二是监管主体明确。中国人民银行指导利率自律机制设立 LPR 工作组，由利率自律机制核心成员担任组长单位，负责对 LPR 报价的监督管理。同时，明确由交易中心作为 LPR 指定发布人，充分发挥其贴近一线优势，密切监测 LPR 报价情况，督促报价行提高报价质量。

三是考核机制健全。LPR 报价行的选择更加严格，都是具有代表性的银行。同时，明确要求各报价行按其最优质客户的贷款利率水平报价，其报价有真实发放的贷款作为基础。为督促各报价行提高报价质量，确保报价的科学性和真实性，中国人民银行建立了报价考核机制，要求报价行构建报价模型，定期评估报价行报价是否真实反映实际发放的最优质客户贷款利率水平，并据此对报价行优胜劣汰，有效发挥对报价行的激励约束作用。

（三）新的期限品种

LPR 在原有 1 年期一个期限品种基础上，增加 5 年期以上的期限品种，为银行发放住房抵押贷款等长期贷款的利率定价提供参考。金融机构的 1 年期和 5 年期以上贷款参照相应期限的 LPR 定价，1 年期以内、1 年至 5 年期贷款利率则由金融机构自主选择参考的期限品种定价。参考基准确定后，可通过调整加减点数值体现期限利差因素。同时，LPR 的期限品种少于贷款基准利率，也体现了简化期限品种，更多发挥市场化机制作用的改革思路。

（四）新的报价行

改革前 LPR 报价行是按贷款量排序前 10 名的全国性商业银行（不含开发性银行、政策性银行和邮储银行）。为增强 LPR 的代表性，促进更多的中小银行使用，新增 8 家报价行，包括 2 家城商行、2 家农商行、2 家外资银行、2 家民营银行。新增加的报价行，均是在同类型银行中的贷款市场影响力较大，贷款利率定价能力较强，服务小微企业效果较好，符合宏观审慎要求的利率自律机制基础成员。中国人民银行指导利率自律机制定期对报价行的报价质量进行考核，实行优胜劣汰，强化报价行的激励约束。

（五）新的报价频率

为提高报价行的重视程度，提升 LPR 的报价质量，中国人民银行对 LPR 的报价频率进行了优化，由原来的每日报价改为每月报价。要求报价行设立报价委员会等机制，每月报价前认真研究讨论，切实做好报价工作。考虑到中国人民银行大体固定在每月 15 日左右开展

MLF 操作，报价行可在报价时充分参考 MLF 利率。报价行应于每月 20 日上午 9:00 前报出报价，经交易中心汇总计算后，于当日上午 9:30 在中国人民银行官方网站和中国货币网同步发布。

三、LPR 传导机制

（一）将 LPR 运用情况纳入 MPA 考核，实施激励约束

为督促银行特别是中小银行使用 LPR，促进市场有序竞争，降低贷款实际利率，中国人民银行明确自 2019 年第三季度起，将 LPR 运用情况纳入宏观审慎评估（MPA）考核。具体而言，是在 MPA 的“定价行为”指标下增设“新发放贷款中参考 LPR 定价占比”子指标。

对于全国性银行，“新发放贷款中参考 LPR 定价占比”要求在 2019 年 9 月份达到 30%以上，第四季度达到 50%以上，2020 年第一季度达到 80%以上。对于地方法人金融机构，2019 年 9 月份不考核，从第四季度开始要跟全国性银行一样达到 50%以上，2020 年第一季度也要达到 80%以上。只有金融机构的“新发放贷款中参考 LPR 定价占比”达到上述标准，其定价行为评估才能合格。

表 2 将 LPR 运用情况纳入 MPA 考核

	新发放贷款中参考 LPR 定价占比要求		
	2019 年三季度	2019 年四季度	2020 年一季度
全国性银行	30%	50%	80%
地方法人金融机构	-	50%	80%

数据来源：中国人民银行。

若由于 LPR 运用情况不达标，或者存在协同设定贷款利率隐性下限行为，导致定价行为评估结果不达标的，该机构的 MPA 结果将被直接评定为 C 档，随之有相应的约束措施。对于 LPR 运用情况提前达标的金融机构，中国人民银行通过货币政策工具给予相应的正向

激励。

2019年12月28日，中国人民银行发布〔2019〕30号公告，明确要求各金融机构应主要参考LPR进行贷款定价，自2020年1月1日起，不得新发放参考贷款基准利率定价的贷款，MPA中“新发放贷款中参考LPR定价占比”考核同时停止。

（二）将LPR嵌入银行FTP，疏通银行内部定价传导

内部转移定价（FTP）是金融机构内部资金中心向业务经营单位转移资金并核算成本收益的一种内部经营管理模式。业务经营单位以对应的FTP价格向资金中心转移负债业务筹集的资金，或购买资产业务所需的资金。FTP机制为金融机构进行产品定价、资源配置和风险管理等提供了基础，是引导银行合理定价和开展精细化管理的有效工具。贷款FTP是金融机构进行贷款定价的基础，引导金融机构建立与LPR相适应的FTP体系，对于疏通银行内部定价传导渠道、深化LPR改革、推动贷款利率下行具有重要意义。

中国人民银行积极采取措施引导银行建立和完善FTP机制并运用LPR构建FTP。一是向金融机构发布《关于将贷款市场报价利率纳入金融机构内部资金转移定价体系的实施指引》，明确了金融机构建立FTP曲线的原则、贷款FTP曲线的构建方式及应用范围等，为金融机构特别是中小金融机构在FTP中运用LPR提供了参考。二是将在FTP中运用LPR的情况纳入MPA考核。要求金融机构将LPR内嵌在FTP中，使贷款FTP能够及时充分体现LPR变动。此外，还将全国性银行贷款利率与LPR之间的点差纳入MPA考核，推动银行

主要参考 LPR 确定贷款利率，确保政策效果有效传导至实体经济。

专栏 7 推进 LPR 改革比完善 FTP 要先行

有观点认为利率市场化改革要先完善银行内部转移定价（FTP），再推动贷款利率市场化，这种观点是错误的。

首先，在银行信用货币制度下，银行通过资产扩张创造存款货币，贷款利率影响存款利率。按照经济增长理论中的黄金法则，均衡的贷款实际利率（贷款的名义利率减去通货膨胀率）应等于资本的边际回报率，也就是与经济增长率接近。因此，贷款利率的均衡水平实际上主要由经济基本面决定，在贷款利率确定后，银行再通过信用货币创造和市场竞争形成均衡的存款利率水平。

根据贷款利率形成的基本原理，即使存款利率未出现变化，经济基本面的变化和央行的货币政策调控都能引导银行调整贷款利率水平。实际情况也充分印证了这一原理。2015 年 10 月以来，存贷款基准利率均未作调整，银行的存款利率水平变化也较小，但在此过程中，银行的贷款利率水平变化显然要更大一些。

其次，利率市场化改革的本质是让市场在利率形成中发挥决定性作用，其中培育健全市场化的利率形成和传导机制至关重要。银行建立完善 FTP 体系，有助于提升其自主定价能力，从而助推利率市场化改革。但在当前中国商业银行的资产负债结构下，如果不改变贷款利率的形成机制，仅靠完善 FTP 定价体系难以实现贷款利率的市场化定价，也无法解决利率双轨问题。

这是因为，相比 FTP，LPR 对市场化利率形成和传导具有更为重要的作用。第一，LPR 更具权威性。LPR 是中国人民银行授权交易中心计算并公布的，是重要的公共品，有较强的外部性，更容易被客户接受。FTP 只是银行内部指导其业务部门或分支行定价的工具，具有一行一价的特性，不具有普适性，既难以向客户说明具体计算方式，也难以获得客户的普遍认可，无法作为供市场参考的定价基准。第二，LPR 更便于运用。LPR 是报价行按 MLF 利率加点形成的方式报出的，银行可以直接参考定价。而 FTP 中只包含了银行的资金成本，并未考虑市场供求等其他因素。银行在实际发放贷款过程中，除了参考 FTP 之外，还要综合考虑市场需求、预期损失、税收成本、资本成本等因素来确定贷款定价。第三，LPR 可以为中小银行提供定价基准。中国目前有 4000 多家银行，绝大多数都是立足

本地经营的城商行、农商行、农信社和村镇银行，这些中小银行大多不具备独立定价能力，有的没有建立 FTP，有的即使有 FTP 也是参考公信力较强的市场基准利率形成的。这些银行过去主要以贷款基准利率为参考定价，LPR 可以为这些中小银行提供更加市场化的定价基准。

改革完善 LPR 形成机制，明确要求银行贷款参考 LPR 定价，增强了银行贷款利率定价的市场化程度。在推进贷款利率“两轨合一轨”的同时，也有利于推动银行加快整合内部定价机制，实现 FTP 的并轨。在 LPR 改革取得重要进展的前提下，再完善银行的 FTP 机制，要求银行将 LPR 内嵌到 FTP 中，从而进一步疏通银行内部利率传导渠道。科学的顺序保证了改革的顺利推进。

（三）推动打破贷款利率隐性下限

LPR 改革前，贷款基准利率是中央银行规定的，带有一定的行政色彩，锚定作用较强，虽然贷款利率上下限均已放开，但银行发放贷款时大多仍参照贷款基准利率定价，特别是个别银行还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，对市场利率向实体经济传导形成了阻碍。

为督促金融机构真正运用 LPR 进行贷款定价，畅通利率传导渠道，打破贷款利率隐性下限，中国人民银行在〔2019〕第 15 号公告中明确要求“各银行不得通过协同行为以任何形式设定贷款利率定价的隐性下限”，企业可以举报银行协同设定贷款利率隐性下限的行为。同时，将设定隐性下限的行为纳入 MPA 考核并作为一票否决项，若金融机构经举报并核实存在通过协同行为设定贷款利率隐性下限行为的，MPA 考核结果将直接被评定为 C 档。

LPR 改革推动一段时间以后，中国人民银行对部分银行贷款发放情况进行了调研，发现一些银行仍存在以贷款基准利率 0.9 倍的利率

（即 1 年期 3.915%，5 年期以上 4.41%）向客户发放贷款的情况，涉嫌协同设定贷款利率隐性下限。中国人民银行向这些银行发送警示函，要求开展自查，同时组织利率自律机制对部分银行现场调研，调研对象覆盖被调研银行的资产负债部和具体业务条线部门、分支机构以及主要贷款客户等。对于现场调研发现问题的银行，在 MPA 考核中予以适当扣分，约谈了其资产负债部等相关部门的负责人，督促采取有效措施抓紧整改。经过督促整改，各银行均已加强贷款定价管理，坚决杜绝协同设定贷款利率隐性下限的行为。

（四）按市场化、法治化原则推动存量贷款定价基准转换

随着 LPR 改革的持续推进，新发放贷款已经基本参考 LPR 定价，但存量浮动利率贷款仍大多数参考贷款基准利率定价，考虑到贷款基准利率自 2015 年 10 月以来未再调整，不能及时反映市场利率变化，不利于保护借贷双方的权益。为进一步深化 LPR 改革，2019 年 12 月 28 日中国人民银行发布〔2019〕30 号公告，按市场化、法治化原则推进存量浮动利率贷款定价基准转换。

市场利率处于下行期，是推进存量贷款定价基准转换的有利时机。相比贷款基准利率，LPR 市场化程度更高，在降低企业融资成本的大背景下，LPR 可能在一段时间内持续下降。存量贷款定价基准转换后，对于企业，重定价后存量贷款利率有望随未来 LPR 下降。企业还可与银行重新协商，在转换时就直接降低贷款利率。对于房贷借款人，如果个人房贷的重定价日确定在每年 1 月 1 日，则其利率水平在 2020 年将保持稳定，但如果 2020 年 12 月 LPR 较 2019 年 12 月下降，2021

年的房贷利率会随之降低，有利于减少利息负担。对于银行，转换后可能会影响一定贷款利息收入，但若不主动转换，存量贷款利率与市场利率变化不同步，也会增加银行利率风险。而且按照降低企业融资成本的总体要求，银行也应该为市场主体减负。存量浮动利率贷款定价基准转换的要点：

一是遵循市场化、法治化原则，尊重合同约定和借贷双方自主权。存量贷款定价基准转换的具体条款由借贷双方协商确定，借款人可与银行协商将定价基准转换为 LPR，或转换为固定利率。在协商过程中，借贷双方可重新约定参考 LPR 的期限品种、加点数值、重定价周期、重定价日等。借款人只有一次选择权，转换之后不能再次转换。

二是转换的时间窗口是原则性指引，并不是行政性要求。为适当推动转换进程，转换的时间窗口是 2020 年 3~8 月。新发放贷款已基本运用 LPR 定价，存量贷款若不及时转换，不利于保护借贷双方权益。从国际经验看，在基准利率改革中，存量基准转换的时间窗口也不宜过长。当然，如果 2020 年 8 月 31 日前没有转换，借贷双方还可继续按原合同执行。在此之后，如果协商一致，还可以转换。

三是存量个人房贷在转换时点的利率水平保持不变。存量企业贷款定价基准转换具体方案由双方协商确定，包括转换后的利率水平也可按对贷款客户的最新综合评价重新确定。对于存量个人房贷，考虑到余额达 28 万亿元，涉及客户约 7000 万户，期限最长超过 30 年，转换工作牵涉面广、难度高，对居民利息负担和利益影响较大。为降低转换难度，中国人民银行对存量个人房贷的定价基准转换设定了统

一规则，要求存量个人房贷定价基准无论是转为 LPR 或固定利率，在转换时点的利率水平均保持不变。在转换过程中，借贷双方可重新约定重定价周期和重定价日，重新约定的重定价周期最短为 1 年。同时，明确转换时的参考基准统一为 2019 年 12 月的 LPR，房贷借款人在 2020 年 3~8 月中的任何一天转换，利率水平和加点数值都是一样的，可以避免 LPR 变动带来的公平性问题，也可降低借款人在某个时间段集中办理给银行带来的压力。

四是银行可自主确定签署补充协议方式，尽可能简便易行。存量贷款定价基准转换仅涉及变更合同中的利率条款，其他条款无需变更。变更方式上，部分银行已在存量合同中约定灵活简便的安排，可按约定方式完成变更。如没有相关约定，银行也可通过在原合同基础上签订补充协议的形式完成变更。补充协议只要明确贷款利率以 LPR 加点的方式确定即可。依据《合同法》和《电子签名法》规定，电子合同与客户临柜签署的纸质合同具有同等法律效力，且银行通过网上银行签署合同提供金融产品和服务已有成熟实践。因此，在签署补充协议的形式上，银行可在与客户协商一致的前提下，采取电子合同等简便易行方式完成，无需全部临柜签署，降低双方成本。

30 号公告发布后，引起社会各界广泛关注。为便于借款人理解，中国人民银行加大宣传力度，丰富宣传形式，运用多种方式进行宣传。除通过《中国货币政策执行报告》专栏进行介绍外，还通过官方微信公众号发布《存量浮动利率贷款定价基准转换常见十问》《5 分钟看懂存量浮动利率贷款定价基准转换》《关于存量浮动利率贷款定价基

准转换有关问题的解读》《存量浮动利率贷款定价基准转换计算说明》等内容，运用漫画、动画视频等多种通俗易懂、生动活泼的方式，对转换的内容、方法以及转换过程中常见问题进行宣传解读，收到良好效果。中国人民银行各分支机构、各商业银行也就存量贷款定价基准转换进行了积极宣传。

由于存量个人房贷涉及面广、户数较多、期限较长，银行按照市场化、法治化原则，稳妥有序推进定价基准转换。转换前期银行积极宣传解释，并提供便利转换方式推动存量个人房贷自主转换。8月下旬，国有商业银行对符合条件的存量个人房贷进行了统一转换，有效地推动了存量个人房贷基准转换，保护了借款人的合法权益。

四、协调推进相关措施

（一）加强存款利率管理

金融机构负债成本的合理稳定，有利于更加平稳顺利推进 LPR 改革。为督促金融机构合理定价，维护存款竞争秩序，中国人民银行加强存款利率管理，发布《中国人民银行关于加强存款利率管理的通知》（银发〔2020〕59号）明确存款利率管理有关要求，并通过组织利率自律机制提出自律倡议等方式为 LPR 改革创造良好环境。

一是将结构性存款保底收益率纳入自律管理。2019年10月，银保监会发布《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》，对结构性存款的业务开办资质、监管细则、销售管理等作出规范。但是，结构性存款的利率总体仍然较高。2019年12月中国人民银行组织利率自律机制提出自律倡议，将结构性存款保底收益率纳入自律约定，

控制银行负债成本。

2020年8月，结构性存款保底收益率为1.22%，较自律倡议提出前的2019年末下降1.21个百分点，降幅明显。预期收益率和兑付收益率也快速下行，分别为2.94%和3.13%，较2019年末下降0.65个和0.45个百分点。

二是规范存款创新产品发展。此前，部分金融机构通过发行活期存款创新产品和定期存款提前支取靠档计息等所谓“创新产品”吸收存款，利率水平明显超出市场同期存款利率，且违反了《储蓄管理条例》《人民币单位存款管理办法》有关规定。中国人民银行组织利率自律机制发出自律倡议，约定各银行立即停止新办并逐步压降存量不规范的存款创新产品，同时将各金融机构压降计划的执行情况纳入MPA和合格审慎评估考核。

截至2020年8月末，不规范的活期存款创新产品较基准日（自律约定生效日，2019年5月17日）压降75%，定期存款提前支取靠档计息产品较基准日（自律约定生效日，2019年12月17日）压降38%，均已超过压降计划，压降效果显著。

（二）明示贷款年化利率

年化利率是表示金融产品实际利率水平高低最常使用的方式。但部分银行贷款、互联网贷款等以日利率、月利率、分期费率或日还款额等形式进行宣传，未明示年化利率，显著弱化了借款人对真实借款成本的感受，可能误导金融消费者的选择。为维护市场竞争秩序，保护消费者权益，2019年5月中国人民银行组织利率自律机制发出自

律倡议，要求银行和其他机构提供的各类贷款及相关金融产品（包含信用卡分期、透支等），均应明确标示年化利率，以便公众更好地对比不同金融产品的实际利率水平。

为推动金融机构更好明示贷款年化利率，中国人民银行通过明确计算规则和加强宣传等方式促进运用。一是指导利率自律机制向各金融机构发布《关于贷款/信用卡明示年化利率的计算规则及展示模板》，并通过中国互联网金融协会发送至各互联网金融平台，展示了主要的贷款和信用卡产品种类，并以内部收益率（IRR）作为主要计算规则，以案例的形式对具体计算方法作了详细说明。二是在中国人民银行微信公众号发布宣传漫画《我的天，原来贷款利率还有这么多“花样”——常见利率“陷阱”解析》，通过简单易懂的形式展示年化利率计算方法，促进消费者提升对年化利率的理解，更好保护自身合法权益。三是跟踪监测落实情况，每月对银行及互联网金融平台等相关机构年化利率的展示界面、宣传物料、线下单据等进行抽查，确保明示贷款年化利率工作有效推进。

截至2020年8月末，24家全国性银行自营贷款、信用卡透支和分期业务的整改已基本完成；抽查的地方法人金融机构中，明示自营贷款、信用卡透支和分期业务的年化利率的比例均已超过95%。但互联网金融平台整改进度相对较慢，部分平台虽在个别界面展示了年化利率，但展示方式并不明显。

（三）研究完善银行间基准利率

银行间基准利率是健全基准利率和市场化利率体系的重要一环，

是疏通货币政策传导机制的重要基础，中国人民银行协调推进 LPR 改革与国内外银行间基准利率改革，推动形成基准利率改革的合力。

由于 2021 年之后 LIBOR 可能退出市场，主要经济体正在开展基准利率改革。中国人民银行高度关注国际基准利率改革情况，积极参加国际基准利率改革的国际协调。同时，中国人民银行组织利率自律机制成立了 LIBOR 工作组，密切跟踪国际基准利率改革的最新动态，定期监测国内主要银行挂钩 LIBOR 产品的风险敞口，开展国际基准利率转换专题研究。LIBOR 工作组已多次召开专题会议，对境内银行 LIBOR 产品定价基准情况进行了评估，研究探索新基准利率的运用和基准利率转换方案。经过认真研究，境内外币基准利率转换将主要借鉴国际共识和最佳实践，稳妥有序推动。

目前中国基准利率体系建设已取得重要进展，货币市场、债券市场、信贷市场都已培育了各自具备一定公信力、权威性、市场认可度的指标性利率，形成了较为完整的基准利率体系。其中，货币市场中，利用具有全面、透明、易得的市场交易数据的优势，中国自银行间市场建立之初就开始培育基于实际交易的回购利率，至今已超过 20 年，存款类金融机构质押式回购利率（DR）已经发挥重要的银行间基准利率作用。债券市场培育形成了以国债收益率曲线为主的债券定价基准。随着 LPR 改革的深入推进，市场化报价形成的 LPR 已经成为信贷市场利率的基准。

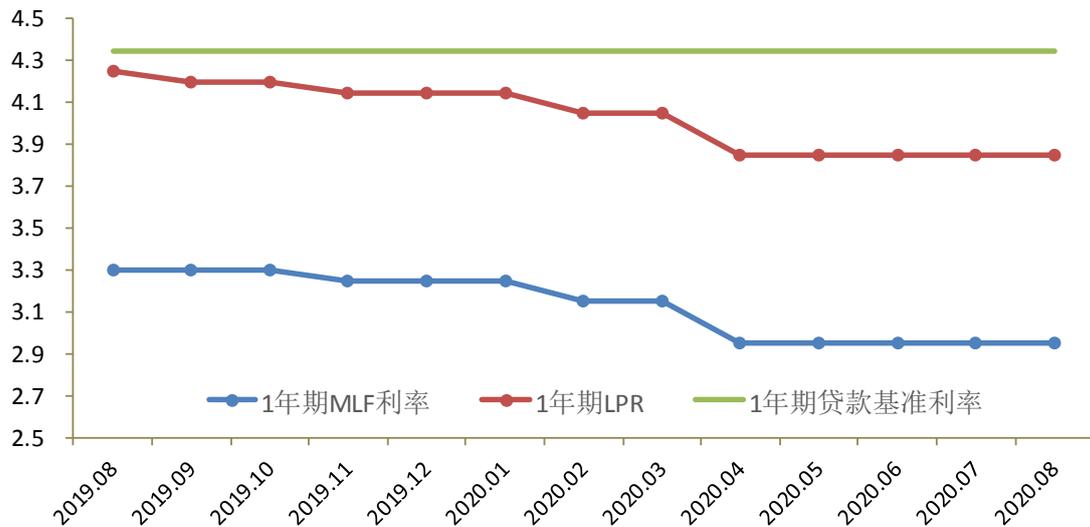
随着利率市场化改革的深入推进，国内银行间基准利率体系也需进一步健全，重点在于推动银行间基准利率的广泛运用，通过创新和

扩大 DR 在浮息债、浮息同业存单等金融产品中的运用，将其打造成中国货币政策调控和金融市场定价的关键性参考指标。

第四部分 LPR 改革取得显著成效

一、LPR 市场化程度明显提高

2013 年 LPR 推出之后，受银行贷款定价惯性等因素影响，LPR 报价一度长期与贷款基准利率保持相对固定的利差，市场化程度较低。改革后，LPR 的市场化程度明显提升，报价水平逐步下行。



数据来源：中国人民银行。

图 3 贷款基准利率和 LPR

从实际数据看，各报价行的报价较为分散，较好地体现了 LPR 由市场化报价形成的特点。在各次报价中，国有银行和外资银行的报价相对较低，股份制银行、城商行和农商行的报价居中，民营银行的报价最高，最高报价与最低报价之差超过 2 个百分点，充分反映了各报价行在综合考虑自身情况后，按照市场化原则报价的特征。

此外，LPR 形成机制要求各报价行需以 0.05 个百分点为步长报价，且需向 0.05% 的整数倍就近取整后形成最终发布的 LPR。因此，只有当足够多的报价同向变动一定幅度，才会引起 LPR 的变动。这可以避免由于个别银行调整报价引起 LPR 小幅频繁波动，造成利率

信号混乱，影响市场预期。在此计算规则下，一旦 LPR 变动，就可反映出贷款利率的趋势性变化，体现其作为贷款参考基准的良好方向性和指导性。例如，LPR 改革后中国人民银行分别于 2019 年 9 月和 2020 年 1 月两次降低法定准备金率各 0.5 个百分点，对报价行资金成本等加点因素有明显影响，降准当月均有部分报价行根据自身情况下调了报价，并带动报价的算术平均值下行了 0.02~0.03 个百分点，但因为变动小于 LPR 的最小调整步长，向 0.05% 就近取整后，两次降准当月只有一次触发了 LPR 变化。

表 3 LPR 报价情况

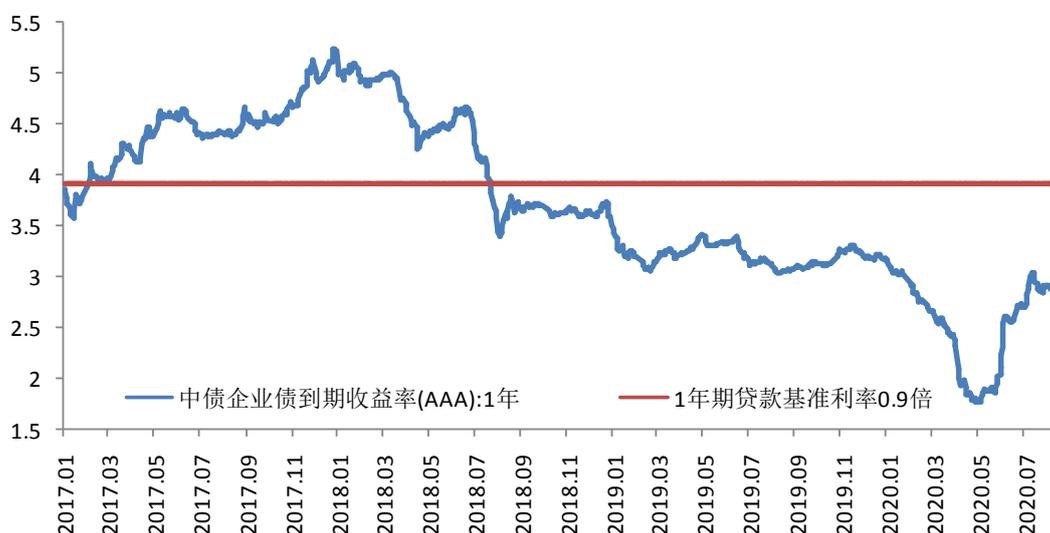
	1 年期 LPR		5 年期以上 LPR	
	报价	变化情况 (BP)	报价	变化情况 (BP)
改革前	4.31%			
2019 年 8 月	4.25%	-6	4.85%	
2019 年 9 月	4.20%	-5	4.85%	0
2019 年 10 月	4.20%	0	4.85%	0
2019 年 11 月	4.15%	-5	4.80%	-5
2019 年 12 月	4.15%	0	4.80%	0
2020 年 1 月	4.15%	0	4.80%	0
2020 年 2 月	4.05%	-10	4.75%	-5
2020 年 3 月	4.05%	0	4.75%	0
2020 年 4 月	3.85%	-20	4.65%	-10
2020 年 5 月	3.85%	0	4.65%	0
2020 年 6 月	3.85%	0	4.65%	0
2020 年 7 月	3.85%	0	4.65%	0
2020 年 8 月	3.85%	0	4.65%	0

数据来源：中国人民银行。

二、利率传导机制有效疏通

LPR 改革前，贷款基准利率和市场利率“双轨并存”，贷款主要参考贷款基准利率定价，难以反映市场利率的变化。同时，贷款利率隐性下限的存在使得利率传导不畅，实体经济对市场利率下降的感受

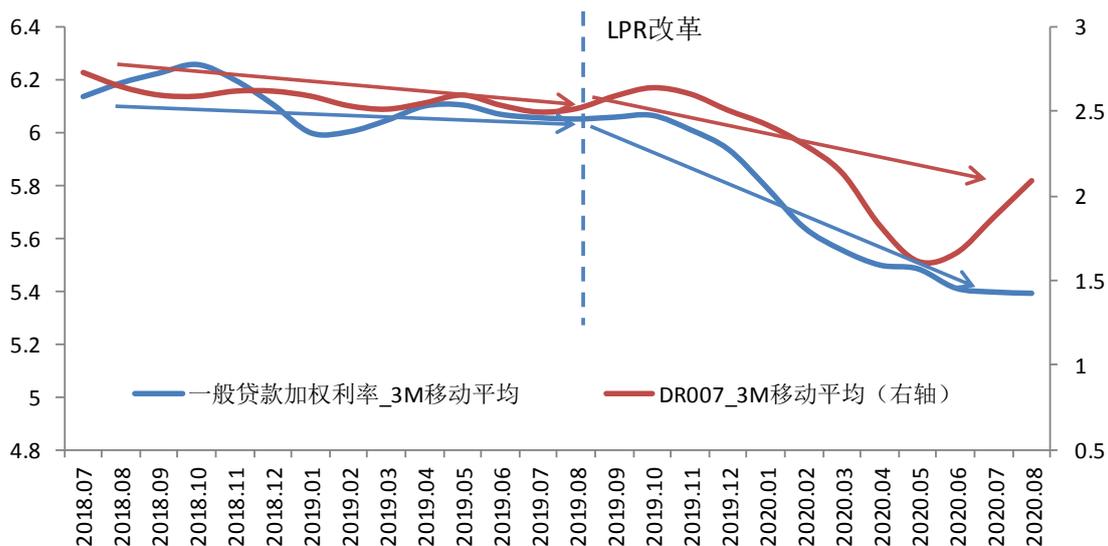
不足。例如，2018年以来，1年期AAA级企业债券收益率明显下行，而这些优质企业从银行获得贷款的利率仍大多受隐性下限约束，并未跟随下行。



数据来源：WIND。

图 4 企业债收益率和贷款利率隐性下限

改革后，利率传导机制得到有效疏通。一是 LPR 报价随市场利率灵活变动，改革以来有所下降，直接带动银行贷款利率下行。二是 LPR 没有行政色彩，有利于打破贷款利率隐性下限，提升贷款市场的竞争性，促进降低贷款利率。从数据上看，2018 年初至改革前的 2019 年 7 月，货币市场利率 DR007 中枢下行约 0.4 个百分点，而同期一般贷款加权平均利率没有明显变化。2019 年 8 月至 2020 年 8 月，DR007 中枢进一步下行了约 0.5 个百分点，一般贷款加权平均利率中枢下降了 0.65 个百分点，市场利率向贷款利率的传导效率明显提升。



数据来源：中国人民银行，WIND。

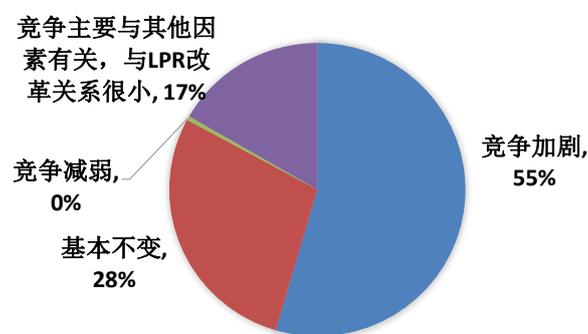
图 5 一般贷款利率和 DR007

专栏 8 实证检验证明 LPR 改革有效提升了利率传导效率

中国人民银行货币政策司青年课题组使用 2015 年 7 月以来对所有金融机构贷款利率的近 70 万条微观数据，通过随机效应面板回归和断点回归两种方法，对 LPR 改革前后贷款利率变化情况作了实证研究。结果显示，LPR 改革有效地促进了贷款利率下行，且贷款利率在 LPR 改革前后存在明显的断点，充分验证了 LPR 改革提升利率传导效率的政策实效。

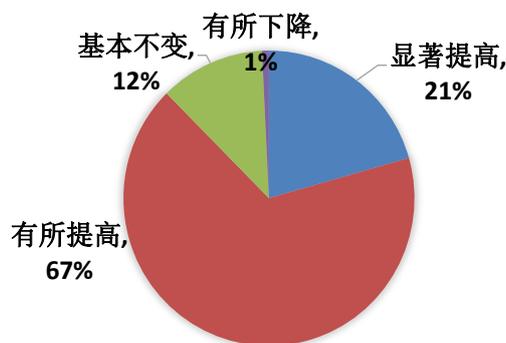
具体来看，两种不同的回归方法都可以证明：**一是** LPR 改革对促进降低贷款利率有显著效应，贷款利率在 LPR 改革前后有明显下降，市场利率向贷款利率的传导效率得到显著提升。**二是** LPR 运用占比与贷款利率明显负相关，且 LPR 运用占比在改革前后变化越大的贷款类型，其贷款利率下降得越明显。**三是**从期限上看，各期限贷款利率在 LPR 改革后均有显著下降，但中长期贷款利率对改革的敏感性略高于短期贷款。**四是**从银行类型看，LPR 改革后各类型银行的贷款利率均有所下降，但大型银行贷款利率对改革的敏感性小于中小型银行，说明改革前后行为变化更大的银行，其利率传导效率提升得更明显。**五是**从企业规模看，各种规模企业贷款利率在 LPR 改革后均有所下降，而且大中企业贷款利率的下降更加显著，体现了打破贷款利率隐性下限的效果，小微企业贷款利率也会由于贷款供给增加、市场竞争性增强而有所下降。

从金融机构实际感受来看，金融机构普遍认为 LPR 改革后贷款市场竞争性提升，小微企业融资可获得性增加，货币政策传导机制更加畅通。中国人民银行 2020 年 1 月对 12 个省（市）660 家金融机构开展的专题调研显示¹，55%的样本金融机构认为在 LPR 改革后贷款市场竞争增强，大中型企业议价能力提高，一些银行主动下沉客群，增加小微企业贷款；约九成的样本金融机构认为利率从货币市场向信贷市场的传导效率有所提高，其中 21%的机构认为显著提高。



数据来源：中国人民银行。

图 6 样本机构对贷款市场竞争程度的看法



数据来源：中国人民银行。

图 7 样本机构对改革后货币政策传导效果的看法

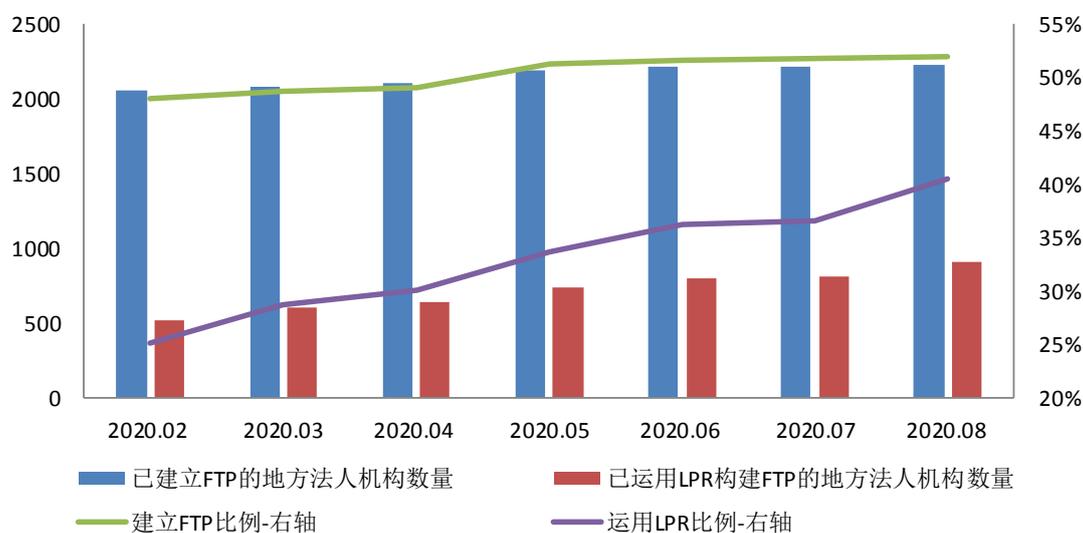
三、金融机构内部定价的市场化程度明显提高

随着 LPR 改革的深入推进，市场化形成的 LPR 逐渐取代贷款基准利率成为商业银行资产负债部 FTP 的主要参考基准，商业银行 FTP

¹ 调研涵盖北京、上海、辽宁、山东、山西、河南、江苏、陕西、浙江、四川、湖南、广东等 12 个省（市）的国有银行和股份制银行的分行、城商行、农商行、新型农村金融机构等。

的市场化程度明显提高。

中国人民银行每月对金融机构在 FTP 中运用 LPR 的情况进行监测的结果显示：一是所有全国性银行均已建立 FTP 体系，并以 LPR 为定价基础，结合边际资金成本、期限、市场供求等要素，构建了贷款 FTP 动态调整机制，同时在 FTP 定价系统中设置 LPR 影响参数，实现贷款 FTP 与 LPR 联动。2020 年以来，24 家全国性银行均下调了贷款 FTP，下调幅度在 0.2~0.5 个百分点左右，其中绝大部分全国性银行贷款 FTP 的下调幅度等于或超过 LPR 降幅。二是地方法人金融机构中建立 FTP 并将 LPR 纳入 FTP 的机构不断增加。截至 2020 年 8 月末，52% 的地方法人金融机构已建立 FTP 机制，较 2 月增加 172 家；其中 41% 的机构已将 LPR 纳入 FTP，较 2 月增加 389 家。



数据来源：中国人民银行。

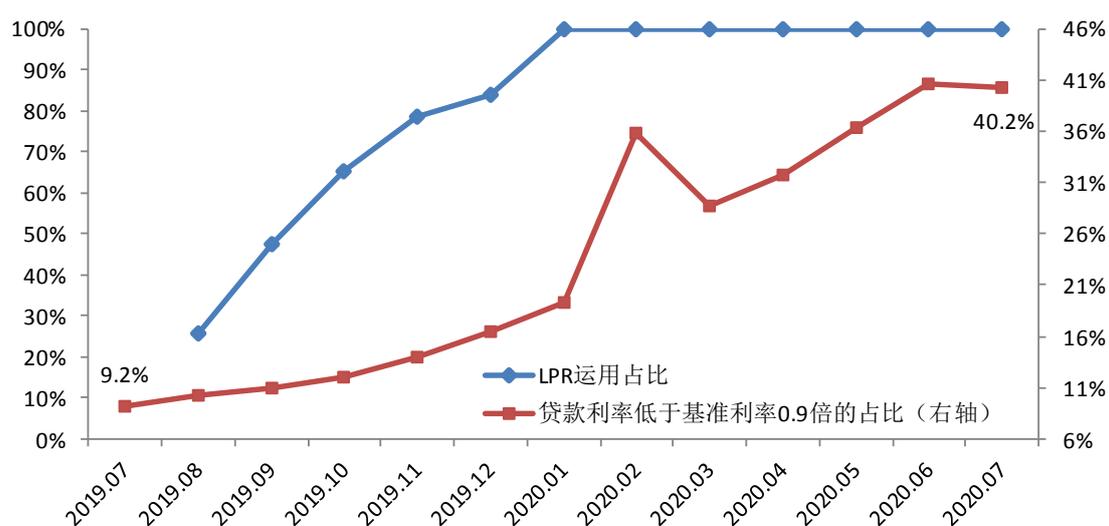
图 8 地方法人金融机构 FTP 建设情况

四、用改革办法促进降低利率的成效显著

LPR 在 MLF 利率上加一点形成，加点幅度主要取决于各报价行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。改革之初的 2019 年 8 月，

1年期 LPR 为 4.25%，相当于当时 MLF 利率 3.3%加 0.95 个百分点。此后，受中国人民银行两次降准并对中小银行定向降准等因素影响，银行的资金成本降低，各报价行报价在 MLF 利率上的加点幅度相应有所下调。2020 年 8 月发布的 1 年期 LPR 为 3.85%，在同期 MLF 利率 2.95%上的加点点差缩窄至 0.9 个百分点。

同时，随着 LPR 运用占比显著提升，贷款利率隐性下限被完全打破。2020 年 7 月，新发放贷款中利率低于原贷款基准利率 0.9 倍的贷款占比为 40.2%，是改革前 2019 年 7 月的 4.4 倍。LPR 的下行带动贷款利率明显下降，降幅超过 LPR 本身的降幅。2020 年 8 月，一般贷款加权平均利率为 5.43%，较改革前的 2019 年 7 月下降 0.67 个百分点。而同期 1 年期 LPR 由 4.25%下降至 3.85%，降幅为 0.4 个百分点。这反映了 LPR 改革增强金融机构自主定价能力、提高贷款市场竞争性、促进贷款利率下行的重要作用，通过 LPR 改革打破利率传导机制障碍、促进降低贷款利率的成效显著。



数据来源：中国人民银行。

图 9 LPR 运用和打破隐性下限情况

五、存量浮动利率贷款定价基准转换顺利完成

2020年2月29日，24家全国性银行集中发布公告，宣布于2020年3月1日如期启动存量贷款定价基准转换。各地方法人金融机构也陆续发布了启动存量贷款定价基准转换的公告。转换初期，为避免新冠肺炎疫情期间人员聚集，各金融机构主要通过手机银行、网上银行等线上方式进行转换，客户在线上通过简单操作即可完成。随着疫情得到有效控制，线下转换同步开展，转换速度逐渐加快。

截至2020年8月末，存量贷款定价基准转换工作已顺利完成。全国金融机构累计转换67.4万亿元、8056.4万户，转换比例92.4%。其中，存量企业贷款累计转换35.5万亿元、84万户，转换比例90.3%；存量个人房贷累计转换28.3万亿元、6429.7万户，转换比例98.8%。已转换的存量贷款中，91%转换为参考LPR定价，其中存量企业贷款和个人房贷分别为90%和94%。转换过程中，存量个人房贷利率保持平稳；存量企业贷款利率有所下降，可直接减少企业存量贷款利息支出。从下一个重定价周期开始，房贷借款人和贷款企业均可享受LPR下降带来的政策红利，进一步减少利息支出。

目前，新增贷款已主要参考LPR定价，随着存量贷款定价基准转换的完成，LPR变动可影响到绝大部分贷款，货币政策的传导效率进一步提升，为未来贷款基准利率淡出、深化贷款利率市场化改革创造了有利条件。

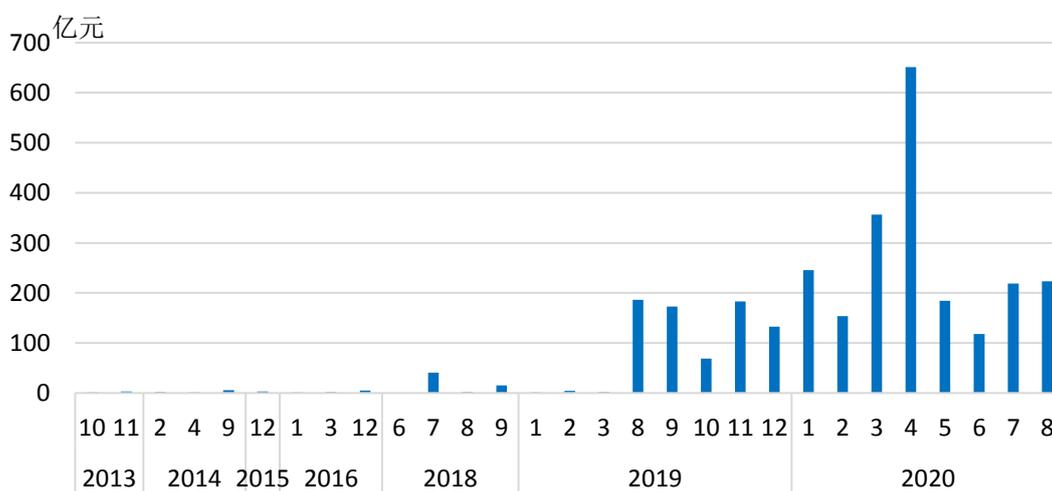
六、LPR衍生品等金融产品迅速发展

近年来中国金融衍生品市场发展迅速。随着LPR改革措施的逐

步落实，特别是存量贷款定价基准转换为 LPR，挂钩 LPR 的基础资产逐步增加，金融机构和企业均存在对冲 LPR 资产或负债利率风险的需求，LPR 衍生品交易快速增加。

（一）LPR 利率互换活跃度明显提高

LPR 改革后，金融机构的风险对冲需求上升，交易中心增加了挂钩 5 年期以上 LPR 的利率互换合约，形成了 LPR 利率互换曲线。LPR 利率互换成交活跃度明显提高，2013 年至 2019 年 8 月 LPR 改革前，以 LPR 为标的的利率互换共成交 122 笔，名义本金 271 亿元，仅 23 家机构参与交易。改革后至 2020 年 8 月末，LPR 利率互换共成交 1922 笔，名义本金 2875.4 亿元，日均成交量约 13 亿元，主要参与机构包括股份制银行、国有银行、证券公司、外资银行、城商行等。成交标的利率以 1 年期 LPR 为主，占全部 LPR 利率互换的 97%左右。

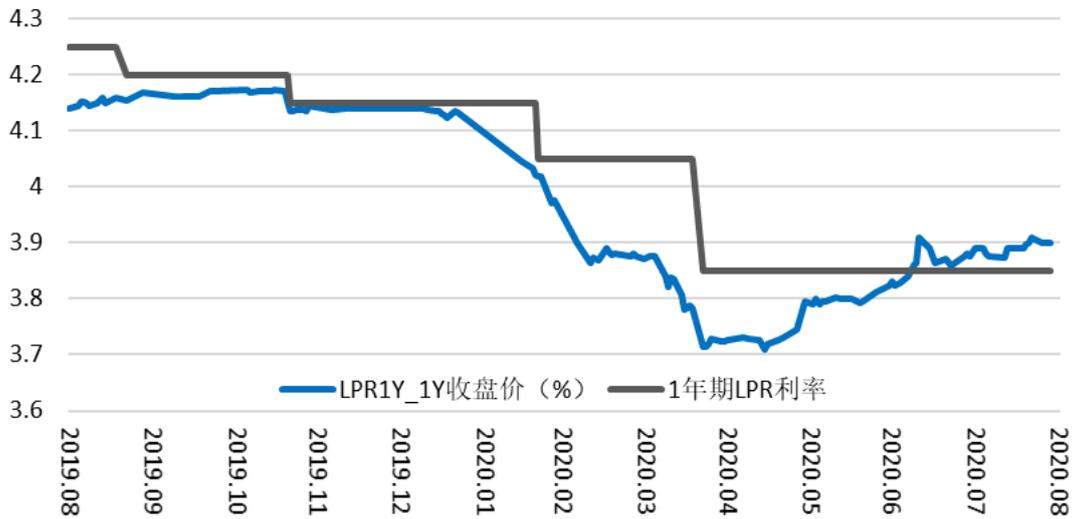


数据来源：交易中心。

图 10 LPR 利率互换交易情况

中国人民银行指导交易中心编制发布了 LPR 利率互换曲线，既可作为市场机构开展利率互换交易的定价依据，还可由利率互换曲线

得到隐含的远期利率，为相关金融产品和交易提供参考。



数据来源：交易中心。

图 11 1 年期 LPR1Y 互换合约与 1 年期 LPR 利率变动情况

(二) 推出 LPR 利率期权业务

2020 年 3 月 23 日，中国人民银行指导交易中心正式上线 LPR 利率期权业务，进一步丰富了 LPR 利率风险管理工具。LPR 利率期权包含 LPR 利率上/下限期权与 LPR 利率互换期权两大类。LPR 利率期权是对 LPR 利率互换风险管理工具的有效补充，有利于市场机构实现更灵活多样的风险管理目标。

截至 2020 年 8 月末，共成交 LPR 利率期权 382 笔、789.7 亿元。其中，LPR 利率互换期权成交 115 笔、名义本金 109.4 亿元；LPR 利率上/下限期权成交 267 笔、名义本金 680.3 亿元，上限成交 130 笔、下限成交 137 笔。从挂钩标的看，以 1 年期 LPR 利率为主，1 年期 LPR 利率互换期权成交 97 笔、97.1 亿元；1 年期 LPR 利率上/下限期权成交 254 笔、667.2 亿元。从期权期限看，集中在一年以内，利率上/下限期权以 6 个月期限为主，成交 367.5 亿元、占比 54%，利率互

换期权以 1 个月期限为主，成交 56.8 亿元、占比 52%。

（三）开发银行发行 LPR 浮息债

2019 年 11 月，开发银行发行了首笔以 LPR 为基准的浮息债，规模 30 亿元，利率为 1 年期 LPR-1.35%，为进一步推广运用 LPR 定价提供了示范，也有利于疏通债券市场和信贷市场的传导渠道，促使银行合理定价，推动利率“两轨合一轨”。

七、推动存款利率市场化

贷款利率市场化对存款利率市场化起到了重要推动作用。LPR 改革以来，贷款利率明显下行，为了与资产收益相匹配，银行会适当降低其负债成本，高息揽储的动力随之下降，从而引导存款利率下行。随着市场利率和贷款利率下行，货币市场基金、结构性存款等市场化定价的类存款产品利率明显降低。

存款利率与市场利率并轨后，银行存款自主定价能力正在增强。存款基准利率自 2015 年 10 月以来未再变化，但银行可在自律约定之内自主浮动确定存款利率。目前银行的存款利率并未“一浮到顶”，2020 年 8 月，国有银行、股份制银行实际执行 1 年期存款利率分别较基准利率上浮 1.3 倍和 1.34 倍。而且，银行实际执行的存款利率并非一成不变。近期几家国有银行下调了 3 年期、5 年期大额存单发行利率，股份制银行随之作了相应下调，部分地方法人银行的存款利率也有所下行。2020 年 8 月，三年和五年期存款加权平均利率分别为 3.69%和 3.78%，分别较上年末下降 0.03 个和 0.28 个百分点。2020 年 8 月，国有银行、股份制银行大额存单加权平均利率分别为 2.43%和

2.52%，分别较上年末下降 0.51 个和 0.53 个百分点。2020 年 8 月，代表性的货币市场基金余额宝 7 天年化收益率在 1.5%以下，低于 1 年期存款基准利率。

第五部分 LPR 改革的重要经验

一、理清逻辑，抓住主要矛盾

自上世纪 90 年代以来，中国人民银行持续推进利率市场化改革。进一步深化改革的关键，是需要从理论和实践入手，厘清利率市场化改革的基本逻辑和总体思路，准确找出利率市场化改革的关键点，牢牢抓住主要矛盾，实现重点突破，同时以点带面，带动全局。

2019 年 8 月以前，虽然我国的存贷款利率上下限均已放开，但存贷款基准利率对银行存贷款定价仍有较大影响，以及银行内部的资产负债部门和金融市场部门的两部门决策机制，导致存贷款定价与市场利率联动不强。在银行信用货币制度下，贷款利率是决定存款利率的关键因素，因而贷款利率可以“牵一发而动全身”。这次改革，正是抓住贷款利率改革这个“牛鼻子”，从改革完善 LPR 形成机制入手，进一步推进贷款利率市场化改革。从实际效果来看，LPR 改革发挥了以点带面的作用，存款利率和市场利率的“两轨合一轨”也取得了积极成效，利率市场化改革整体取得显著进展。

二、立足国情，科学设计方案

各经济体在利率市场化改革中，选择何种改革模式，主要取决于自身的具体情况。美国、日本采用循序渐进的方式推进利率市场化，德国、英国等欧洲国家在较短时间内放开了利率管制，智利等拉美国家则是激进方式放开利率管制的典型代表，有些经济体甚至会出现反复试错和调整的过程，所以并不存在可以直接“拿来”的所谓普适的经验。

中国金融体系以银行体系为主，企业融资也以银行贷款为主，银行贷款占社会融资成本的比例最大，因此中国利率体系的关键是贷款利率。在利率调控过程中，中国人民银行通过理论和实践发现，中期政策利率是调控中期市场利率、引导存贷款利率的有效手段。利率市场化改革的方案设计中，中国人民银行从银行体系入手改革贷款利率，发挥中期政策利率的决定性作用，创新推出了 LPR 在 MLF 利率上加点的形成机制，从机制上保证了 LPR 对贷款利率具有较强的方向性和指导性，有效带动贷款利率的市场化，并进一步推动存款利率的市场化。

专栏 9 LPR 比国债收益率更适宜作为中国贷款利率定价基准

由于债券和贷款的定价方式不同，国债收益率更适宜为长期债券收益率提供参考，包括美国在内的主要经济体，也都未将国债收益率作为贷款利率的主要参考基准。中国金融体系以银行为主导，与美国存在较大区别，因此更不宜以国债收益作为贷款利率参考基准，而以 LPR 作为贷款定价参考基准较为适宜。

一、国债收益率更适宜作为长期债券收益率参考基准

国债收益率为无风险利率，可作为债券市场定价基准。由于有国家主权信用支撑，国债收益率一般作为市场无风险利率的代表，反映整个金融市场的利率情况。债券期限相对较长，且绝大多数在发行时即通过招标确定了固定的债券收益率，是长期固定利率，例如市场最关注的就是 10 年期国债收益率。因此国债收益率更适宜作为地方政府债、企业债等长期固定利率债券的参考。

贷款定价方式与债券不同，参考基准也有所区别。贷款期限相对较短，1 年期及以内短期贷款通常采用固定利率方式发放，利率由银行根据资金成本、企业信用等因素确定。而 1 年期以上的贷款则大多采用浮动利率方式发放，利率以某一基准性利率为参考并按一定规则计算确定。由于贷款利率的重定价周期通常不长于 1 年，所选取参考利率的期限品种也多为 1 年期及以内，而不是长期的国

债收益率。国际上来看，几乎没有国家的贷款利率参考国债收益率确定。即使是在国债收益率曲线较为完善，重要性较强的美国等发达经济体，其贷款的定价也多参考 LIBOR 等货币市场利率，部分中小企业贷款及零售客户的消费贷款、信用卡透支等则参考 PR 定价。

二、中国金融体系与美国存在较大区别

中美两国的金融体系分别以银行和金融市场为主导。从企业融资角度，中国以银行贷款为主，而美国则以公司债券等融资为主。2019 年末中国企业贷款余额 82.8 万亿元人民币，企业债券（含企业债、公司债、短期融资券、中期票据）余额 17.9 万亿元人民币，分别占 GDP 的 84%和 18%。而美国工商业贷款余额 2.37 万亿美元，企业债券余额 5.79 万亿美元，分别占 GDP 的 11%和 27%，此外美国企业股权融资的占比也相对高于中国。

在此情况下，中美国债收益率曲线的地位和作用也有所差异。美国更加注重货币市场和债券市场，将联邦基金利率、LIBOR 和国债收益率作为关键的利率指标，来衡量整个金融市场的资金供求和利率情况，加上企业多通过金融市场融资，国债收益率曲线的地位和作用较为重要。而中国金融体系以银行为主，市场也更加关注存贷款利率的变化情况。近年来，随着中国金融市场发展和利率市场化改革的持续推进，银行间回购利率、国债收益率受到重视，逐步成为重要的指标性利率。但受中国金融体系特征等客观因素影响，国债收益率曲线的影响力还较为有限。

三、LPR 适合作为中国贷款利率定价的基准

改革完善后的 LPR，可更好发挥对贷款利率的引导作用。相比国债收益率而言，LPR 基于贷款市场实际利率报出，能更好地反映贷款供求状况，银行可直接参照其确定贷款利率。LPR 在原有 1 年期的基础上，增加了 5 年期以上的期限品种，可为银行发放住房抵押贷款等长期贷款提供定价参考。而且 LPR 不具备行政色彩，银行难以再协同设定贷款利率隐性下限。综合看，LPR 是中国贷款利率定价的适宜基准。

三、抓紧推进，明确改革进度

结合 LIBOR 改革等国际经验，基准利率改革宜快不宜慢，在合理范围内尽快推动改革是成功的关键，慢则容易久拖不决形成僵持局

面。LPR 改革伊始，中国人民银行即对银行运用 LPR 定价提出既清晰明确又切合实际的时间表，要求银行在新发放贷款中运用 LPR 的占比达到“三五八”的要求，并将 LPR 运用情况纳入 MPA 考核，充分发挥 MPA 的激励约束作用。从改革实际效果来看，绝大多数银行积极修订纸质合同、升级完善系统、培训内部员工、强化对外宣传，提前完成了“三五八”的目标。

在新发放贷款基本参考 LPR 定价以后，仍有大量存量贷款参考贷款基准利率定价。随着 LPR 逐步下行，与贷款基准利率的利差也逐渐拉大，借款人和银行都有较强的将存量贷款的参考基准由贷款基准利率转换为 LPR 的需求。而对于 LPR 改革来说，存量贷款定价基准转换涉及千家万户，是改革的重点和难点，只有存量贷款基本完成转换，贷款基准利率才有淡出的条件，LPR 改革才算真正成功。为此，中国人民银行及时推动存量浮动利率贷款定价基准转换，同时要求金融机构不得再新签订以贷款基准利率为参考的浮动利率贷款合同。在遵循市场化、法治化的原则下，通过设置合理的转换时间窗口，并为个人房贷制定统一的转换规则，要求金融机构尽可能以简便易行的方式开展存量贷款定价基准转换。

2020 年初，突如其来的新冠肺炎疫情对国内经济生产活动造成了巨大冲击，部分银行存量贷款定价基准转换筹备工作也受到一定影响。在此情况下，中国人民银行准确研判，果断决策，于 2020 年 3 月如期启动存量贷款定价基准转换，并于 8 月末完成转换。在 LPR 改革推出短短一年时间内，包括新发生贷款和存量贷款在内的绝大部分

浮动利率贷款都参考 LPR 定价，改革取得重要成果，也为国际基准利率改革提供了中国方案。

四、统筹兼顾，实现多重目标

按照党中央、国务院的部署，中国人民银行准确研判国内外形势，抓住难得时间窗口，迎难而上，锐意进取，果断推出 LPR 改革，推进贷款利率“两轨合一轨”，通过改革的方式破解利率传导中的体制机制障碍。中国人民银行将 LPR 运用占比、通过协同行为设定贷款利率隐性下限、贷款利率点差、存量贷款定价基准转换进度纳入 MPA 考核，充分发挥激励约束作用。LPR 改革在一年时间内稳步推进，有效疏通利率传导机制，用改革办法促进降低贷款实际利率成效显著，金融支持实体经济效果明显，有力地支持了疫情冲击背景下中国经济企稳复苏。同时，LPR 改革完全打破贷款利率隐性下限，增强贷款市场竞争性，促进优化金融结构，促使银行主动加大对小微企业的支持力度，小微企业融资实现“量增、面扩、价降”，有效缓解了小微企业融资难融资贵问题。

下一步，中国人民银行将继续按照党中央、国务院部署，着力深化 LPR 改革释放潜力，进一步健全符合中国特色社会主义市场经济发展要求的基准利率和市场化利率体系，稳妥有序推进利率市场化改革，持续完善货币政策调控和传导机制，建设现代化中央银行制度。发挥利率作为资金价格的重要作用，优化资源配置效率，进一步深化金融供给侧结构性改革，形成金融体系和实体经济相互促进、共同发展的良性循环，推动经济高质量发展。