

利率并轨路径渐清晰 政策落地只差临门一脚

深化贷款利率市场化改革,实现以价格型工具为主的货币政策调控,成为当前畅通货币政策传导机制、降低企业融资成本的势在必行之举

□ 孙璐璐

年初至今,人民银行频频“吹风”的利率并轨,或在下半年迎来实质性进展。

近日召开的国务院常务会议中,明确提出“深化利率市场化改革”“完善商业银行贷款市场报价利率机制,更好发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用”,加之此前央行也多次透露有关利率市场化改革的想法,只言片语汇总在一起,一张利率并轨的改革图谱逐渐清晰。

我国货币政策传导机制不畅的梗阻环节主要在于,贷款利率无法更灵敏地跟随政策利率和货币市场利率变动。当前贷款利率的“锚”依旧是贷款基准利率,货币政策想要通过调节公开市场操作利率来影响银行贷款实际利率,不仅传导时滞较长,而且有时会出现适得其反的效果。尤其在当前需要降低企业融资成本,实现稳增长的背景下,尽管央行向市场投放了较为充裕的流动性,货币市场利率也一路下行,但向贷款利率的传导却并不顺畅。因此,深化贷款利率市场化改革,实现以价格型工具为主的货币政策调控,成为当前畅通货币政策传导机制,降低企业融资成本的势在必行之举。

利率并轨疏通货币政策传导机制

1996年,我国以开放同业拆借市场利率为突破口,正式启动利率市场化改革,遵循“先外币后本币,先贷款后存款,先长期后短期,先大额后小额”的原则和步骤有序推进。随着2015年对商业银行和农村合作金融机构等不再设

置存款利率浮动上限,我国利率市场化进程至此基本完成。

不过,“基本完成”并不代表利率市场化改革进程就此收官。当前我国还存在基准利率和市场利率的双轨制,在利率传导过程中,央行货币政策操作对货币市场、债券市场的利率传导作用较为直接明显,但银行信贷市场由于仍存在存贷款基准利率,其对贷款利率的传导有所阻滞,利率传导不畅也对银行信贷需求形成约束。因此,为了解决这一问题,需要将基准利率与市场利率并存的“两轨”合并为“一轨”。

今年年初,央行就释放了要推进利率并轨的明确政策信号。央行货币政策司司长孙国峰彼时表示,流动性约束、资本约束和利率约束共同构成了货币政策传导机制不畅的三大约束,其中,破解利率约束就要推行利率并轨,即基准利率向市场利率靠拢并入,这就意味着央行未来不一定要公布基准利率。

“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,央行会采取措施积极推动以保障并轨有序推进。”孙国峰称,可以进一步发挥贷款基础利率(LPR)的市场参考作用。当然,这一利率指标可以进一步优化,将LPR与政策利率进一步紧密联系起来,可以为市场提供更好的参考指标。

当前我国在推行利率并轨的过程中,贷款利率的并轨更为迫切,其可能的路径是不再公布贷款基准利率,并通过改革和优化让LPR更多地发挥贷款参考利率的作用,成为银行贷款定价新的“锚”,LPR要更为敏锐灵动地反映政策利率的变动。

让LPR与货币市场利率增强联动性

改革路径的雏形已现,但重点隐藏在细节中。从业内的讨论看,利率并轨的大致路径已有共识,但涉及LPR如何改革优化、存量贷款合同如何切换等具体问题讨论较少。

我国的LPR集中报价和发布机制于2013年10月正式运行。LPR是由央行授权全国银行间同业拆借中心发布、目前由10家商业银行根据市场供求等因素报出的优质客户贷款利率,并由市场利率定价自律机制在央行的指导下负责监督和管理。

目前的LPR运行机制存在不尽如人意之处。中信证券研究所副所长明明在接受《证券时报》采访时称,目前LPR对贷款利率的引导作用有限,而且缺乏弹性,这主要是由于目前LPR报价机制并不完善,对信贷市场整体性的影响有限。

因此,贷款利率并轨若要将LPR作为银行贷款定价参考的“锚”,LPR自身也需要改革。

兴业银行首席经济学家鲁政委表示,若让LPR“动起来”,要进一步培养其市场化报价机制。结合国外LPR改革的经验和教训看,引导LPR与货币市场利率加强联动,由金融机构根据对市场利率和贷款风险定价的综合考虑进行自主报价更为合适。

鲁政委建议,LPR可行的改革方式是让其与货币市场利率增强联动性,选择更反映真实交易水平的货币市场利率作为LPR的参考利率进行报价。

“1年期的同业存单利率(NCD)和

银行间存款类金融机构7天期质押回购加权平均利率(DR007)作为LPR的参考市场利率较为合适。”鲁政委称,前者可避免银行资产负债两端过度的基差错配,后者则同时需要考虑期限利差。

明明则认为,LPR改革的大方向可以参考上海银行间同业拆放利率(Shibor)的改革经验。一方面,取消公布贷款基准利率本身利于促进LPR弹性的增加;另一方面,要逐步培养商业银行的市场化定价能力,但这背后是银行风控、IT系统、定价等多方面能力的综合体现。此外,要发展与LPR有关的相应产品,通过活跃产品的市场交易也可提高报价的弹性。

“利率并轨+降息”惠及企业融资成本下降

贷款利率并轨对金融机构和实体经济而言都是有着深远影响的大事。对企业和个人而言,一旦央行不再公布贷款基准利率,并建议银行参考LPR对贷款利率定价,这不仅涉及以后向银行申请新的贷款时定价标准会有改变,也意味着余额近百万亿的存量贷款或面临着利率重新定价。

亦有观点质疑,LPR若参考市场利率波动,是否会造成波动幅度大幅增加,反而不利于贷款利率的适度稳定性。对此,鲁政委认为,从市场利率的波动情况看,3个月以上的中长期利率的波动性相对较小,银行做贷款定价时,可参考利率互换的方法,选择一个季度内1年期NCD利率变动的均值做LPR的定价参考,这样贷款利率可以兼顾一定的灵活度和稳定性。

“贷款利率并轨初期,存量贷款合同不适合‘一刀切’地切换。”明明称,初期可考虑分品种、分期限分步推进存量贷款合同的切换。从贷款品种看,最好先调整企业贷款,因为企业贷款规模相对集中,企业接受度更高;一段时间后再调整居民贷款尤其是住房按揭贷款。从贷款期限看,可考虑先调整短期贷款,如一年期以内的消费贷款,再调整长期贷款。

在稳增长的政策目标下,此时推动贷款利率并轨也有着“降息”的考量。中泰证券银行业首席分析师戴志峰认为,淡化贷款基准利率,引入LPR与金融市场利率挂钩,并通过降低逆回购、MLF等政策利率的方式引导LPR降低,相当于变相降息。对存量合同而言,企业贷款由于期限短,会很快受益于降息;但住房按揭合同由于期限长,预计利率并轨后的贷款定价政策要进行结构性控制,究竟是否会很快受益于降息则要进一步观察。

“市场化价格形成机制是个缓慢的过程,LPR改革初期预计会有一定的价格指导,本质还是变相降息。”戴志峰称。

基准利率与市场利率的并轨看似简单,但需要在其他配套制度的完善下才可水到渠成。鲁政委认为,金融管理部门在推进利率并轨的进程中要“不忘初心”:一方面,贷款定价要更灵活地反映银行的资金成本,避免出现大规模的存贷款基差错配,否则会增加银行风险管控的压力;另一方面,逐步构建基于新的贷款定价基准的利率风险对冲工具,使得金融机构和企业可以有效地管理利率风险。

明明强调,利率并轨要选择适宜的利率环境推进,国际经验表明,在利率下行周期推行利率改革更为有利,且要综合把握内外外部大环境。从市场机制看,取消基准利率只是利率市场化改革“万里长征第一步”,商业银行市场化定价是非常复杂的系统工程,不仅涉及均衡利率水平的确定,也包括银行如何管理风险、IT系统如何调整等多方面,利率并轨需要稳妥有序推进。

