

完善LPR形成机制 助力商业银行稳健发展

□银河证券首席经济学家、研究院院长 刘锋 银河证券研究院宏观研究员 张宸

8月17日,中国人民银行发布公告称,改革完善贷款市场报价利率(LPR)形成机制,这标志着作为最关键的金融要素价格的利率,其市场化改革进程开始了最后“一跃”。

事实上,利率市场化作为中国价格“双轨制”并轨的重要组成部分,其发端早在上世纪90年代中期便开始起步,至2015年藉由货币当局不再设置存款利率浮动上限而形式上完成。至此,利率市场化只剩下最后也是最关键的“一跃”——存贷款基准利率与货币市场利率的并轨。

金融要素价格“双轨制”沿革

上世纪80年代改革开放初期,由于经济基础比较薄弱、改革共识较难形成,我国经济理论界创造性地提出了价格“双轨制”的改革发展逻辑,与我国经济体制渐进式改革特点相适应,从而成为体制转型的重要实践内涵与观察视角。

计划经济年代,资金价格与资金分配都是由政府根据相关政策决定的;改革开放以后,中国的金融市场逐步建立与发展,但资金的定价与分配依然存在若干扭曲。

而金融资源(信贷)价格(利率)的扭曲必然导致其配置效率的扭曲,根源在于基础性“双轨制”(产权“双轨制”)下,很多有融资需求的民营企业、中小企业,由于准入方面的所有制歧视和与之息息相关的通道限制被挤到非正规市场,接受更高的民间或“市场”借贷利率。这就是典型的“金融双轨制”。

“金融双轨制”扭曲资源配置的后果是难以忽视的。一方面中小企业在正规市场融资难,而在非正规市场,尽管资金供给充足,但必须承受高昂的资金价格。另一方面,金融资源低效配置导致的“多米诺骨牌”勾连和风险外溢效应,以及膨胀的杠杆与权力寻租,使得体制内外贪腐套利机会大增。

迅速膨胀的影子银行,表面上是为了规避监管,实际上是为了资金在体制内外进行腾挪套利而进行的复杂设计。如果金融要素价格“双轨制”不并轨,那么可能就有越来越多的资本异化为套利资本,进行资产炒作,在金融体系内空转并加价,进而致使实体经济经空心化,套利资本最终将挤占产业资本的生存空间。

因此,政府决策层念兹在兹从金融去杠杆、严监管,到全面推进金融供给侧改革,本质上旨在推动金融要素价格与分配机制的“双轨制”并轨,最终要在产权改革、国企改革的配合下实现体制内外、银行资产负债表内外双轨金融资产的广义并轨。金融资源作为最为重要的要素资源之一,其高效配置有利于消除系统性风险的潜在因素,提升我国经济全要素生产率,进而使得经济在内外形势日益复杂的当下更加高效地增长。

利率市场化的关键“一跃”

本次贷款利率并轨正是金融要素价格“双轨制”并轨的关键步骤,利率市场化改革实质上是充分发挥资金的价格——利率在资金配置中的关键作用,从而实现资金流向和金融资源配置的不断优化。因此,利率市场化改革是新一轮金融改革的重中之重,同时也是商业银行改革和转型的重要条件和推动力量。

1990年代以来,我国通过渐进式价格改革策略逐步推进利率市场化,即在保持较低基准利率的同时,逐渐增加利率浮动空间。但现实是,利率市场化自“形式上完成”后并没有取得突破性进展,体制内与体制外两个利率并未出现趋同的现象。首先,由于我国的贷款利率上、下限已经放开,但仍保留存贷款基准利率,存在贷款基准利率和市场利率并存的“利率双轨”问题。其次,根源问题还在于结构性改革不到位。

本次LPR形成机制改革后,首先从形成机制上看,一是报价方式改为按照公开市场

操作利率加点形成,各报价行在公开市场操作利率的基础上加点报价,市场化、灵活性特征将更加明显;二是在原有的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,也便于未来存量长期浮动利率贷款合同定价基准向LPR转换的平稳过渡;三是报价行范围代表性增强,在原有的10家全国性银行基础上增加城市商业银行、农村商业银行、外资银行和民营银行各2家,扩大到18家。新增加的报价行都是在同类型银行中贷款市场影响力较大、贷款定价能力较强、服务小微企业效果较好的中小银行,能够有效增强LPR的代表性。

推动货币政策传导方式变革

值得注意的是本次改革寓降息于改革的创新做法。目前旧机制下的LPR基本与贷款基准利率处于同一水平即4.30%左右;而新机制下,由于基于1年期中期借贷便利(MLF)利率加点形成,LPR定价基准降至1年期MLF利率3.30%水平。这并不意味着贷款利率要整体下移1%,而是使得某些贷款主体增强了对于商业银行的信贷议价权。由于央行明确严禁商业银行采取信贷协同的定价行为,使得通过改革实现降息成为可能。按照8月16日国务院常务会议的相关部署,本次改革要实现“为银行新发放贷款提供定价参考,带动贷款实际利率水平进一步降低。”无疑,寓降息于利率市场化改革,是本次政策当局落实贷款利率并轨的重中之重。

在市场化环境中,企业信贷融资成本的高低,最终将取决于企业自身基本面、信用质量、盈利能力等因素。短期内贷款锚定标的的转换,并不会对信贷市场形成较强的冲击。新的报价方式,可能对于资信等级较高的大企业而言,有了更大的与银行议价的空间,而对于中小企业来说,银行对于信用风险的担忧是决定其融资成本的基础。对房贷来说,市场化环境中房贷仍属于信用风险边际较低的资产,房贷利率有下行空间,理论上有利于房产销售,但在房地严控和调控的大背景下,相关信贷政策难言放松。

LPR新报价机制意义最为深远之处,在于推动了货币政策传导方式的进一步变革。将LPR挂钩MLF操作利率,增强了央行对于信贷市场融资成本的“抓手”作用,为未来进一步畅通货币政策的利率(价格型)传导渠道奠定重要基础。LPR新机制下公开市场结构性工具(MLF)利率的政策意义得以强化,市场在未来一个时期内,将主要以公开市场流动性工具操作利率变化来判定的央行“加减息”,观测央行货币政策的松紧程度。贷款定价锚定MLF利率后,使得央行公开市场政策利率不仅影响货币市场,并且直接向信贷市场进行传导。由于信号意义的增强,考虑到金融环境的稳定,央行调整公开市场操作利率将会相对更加谨慎。

有利于商业银行转型

利率市场化改革对商业银行转型带来了不小的影响,尤其对中小银行来说,更加需要注意经营稳健性。

首先,利率市场化有利于扩大商业银行的经营自主权。利率市场化条件下,银行可以

议来看,这次LPR利率改革可能更多的是为了降低实体经济的融资成本,至于房贷利率可能不会有明显的下调。所以,本次LPR利率改革更类似于非对称降息,而不是全面降息。

第三,本次LPR利率改革的影响可能是渐进的,未来可能会有更多的细化措施出台。新的LPR利率改革方案只针对新增贷款,存量贷款利率保持不变,可能政府是为了尽量降低由于银行存贷息差对银行盈利能力的影响。目前存款基准利率保持不变,而贷款利率放开,加上人口老龄化加速导致银行揽储难度加大,大概率会使得银行的存贷息差对银行的盈利能力有较大负面影响。如果银行为了追求更高收益,就要提升自身的风险偏好,对风险定价能力有较高要求。现阶段只对新增贷款实行LPR利率,可能也是

LPR利率改革不等于全面降息

的重要性降低。另外,在央行的二季度货币政策执行报告和8月16日的国务院常务会议中均有提及完善LPR报价机制,推动贷款利率市场化改革,通过市场化改革的方式降低实体经济的融资成本。所以,这次央行公布的贷款利率并轨方案基本符合市场预期,不过,推出速度之快有点超预期,也说明政府迫切希望通过市场化改革的方式有效降低实体经济的融资成本。

第二,本次LPR利率改革并不等于全面降息,可能更多的是非对称降息。市场有部分观点认为,新的LPR改革方案意味着全面降息可能有失偏颇。如果央行要全面降息的话,可以直接采用降息措施,没必要对LPR利率进行改革。结合7月底的中央政治局会议、央行二季度货币政策执行报告和8月16日的国务院常务会

货币信贷增速回落 流动性宽松格局未改

□华东师范大学中国金融研究院研究员 胡月晓

通过7月的金融数据可以看出,上半年信贷、货币增长持续位于相对高位的状态已经结束,双双超预期回落,但这并不意味着资金市场平稳局面被打破。

货币信贷回落不改平稳格局

受一二季度偏松政策行为的影响,年中前后中国货币环境呈现了较为宽松的格局,货币市场流动性则呈现近3年来少有的宽松局面,中国货币当局为此早已在公开市场上进行微调,比如采取停止逆回购等回收短期流动性的措施。

笔者一直认为,前期偏松的货币信贷环境,其实并未改变货币政策基调,货币、信贷增长仍然处在中性区间,只是处在区间上限。但是基于稳增长和结构调整之间的平衡,货币、信贷增速不会一直位于区间上限,7月份的实际金融数据,印证了笔者的一贯看法。

整体而言,超预期回落的货币、信贷增长状况,并未改变当前的流动性宽松格局,市场也不会集中对偏松的政策预期发生改变。笔者认为,兼顾经济运行和风险防控的需要,货币当局对流动性保持了偏“松”的格局,下半年重心将再度偏向风险防控和结构调整,中性政策将更加名实相符,边际放松的实际情况操作将回归完全中性,甚至中性偏紧,货币环境将在平稳中逐渐正常化。

首先,当前的货币和信贷回落,是在前期持续相对高增长的基础上的回落;信贷余额的增速在2018年的大部分时间里都低于13%,信贷增速超过13%发生在2018年12月份之后,当前的信贷增速回落实际上只是回到前期的正常水平。

其次,从增长的合意区间看,前期的信贷货币增长一直处在合意增长区间的上限,说明前期货币、信贷在政策边际放松下,实质偏快;综合经济运行平稳、去杠杆等多宏观调控目标的需要,笔者测算的2019年合意货币增长区间为7.5%-8.5%,因此,货币增速实际上一直存在着回落的需求。

最后,中国的信贷、货币经营有较为明显的季节性波动现象,但各年份波动时间存在错位现象,比如2017年三季度的信贷投放为前低后高,而2018年同期为前高后低。从2019年的累计信贷新增规模看,1-7月份累计新增信贷为107258亿元;2018年1-7月份累计新增信贷为104793亿元,同比增长2564亿元,明显偏低,预计后期增长将有小幅提高。

资本市场作用增强

2019年以来,市场对于信贷、货币回升后的流动性环境是否会全面好转,即宽信用能否发展,机构间预期差异却较大。部分机构认为,宽货币和信贷的回升,难以转化为“宽信用”,全社会的流动性紧张状况将延续。笔者一直认为,货币、信贷延续平稳的同时,“宽信用”发展趋势不变。但是2019年后发展的“宽信用”,是建立在资本市场发展基础之上的,与之前基于楼市繁荣、建立在银行表外融资之上的“宽信用”,有着本质的不同。

今年7月份,社会融资规模增量为1.01万亿元,比上年同期少2103亿元。社会融资不同类别增长数据的变化,符合笔者前述的“宽信用”新变化特征——表外融资的回落,并非表示“宽信用”受到限制。资管新规等金融监管措施规范后,表内非信贷融资业务将得到发展,金融市场将重新进入多元化发展期,即“宽信用”将逐渐恢复。

由于商业银行等金融机构和全社会风险意识的增强,信贷“移向质量”和回归经营本源明显增加,非金融机构随意加杠杆对外投资的融资需求已很难再得到支持。风险意识上升,意味着金融机构的信贷投放更趋谨慎,其经营行为的变化,也有力改变了过去资金“脱实向虚”的局面,使得资金逐渐回流实体经济。从社会融资结构看,7月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资存量的68%,同比高1.3个百分点;银行表外融资(委托贷款、信托和银行承兑汇票)则连续第四个月减少,且减少规模急剧扩大到6226亿元,比上月实际值2123亿元增加了近3倍。7月份对实体部门发放的新增信贷同比减少4759亿元,社融同比减少2153亿元,其中差值来源于企业债券融资的增长。在去杠杆、防风险及资金回流实体经济的政策综合作用下,银行表外融资的增长已经处于持续萎缩状态,预计未来这一趋势仍将持续。因此,未来社会融资的增长,主要看资本市场融资发展前景。

以往基于表外融资的“宽信用”发展,实际上是为房地产融资服务的。依靠资本市场发展,基于金融回归实体经济的“宽信用”,与以往基于房地产融资的“宽信用”不同,表外融资的复苏将有限,未来的“宽信用”发展将更多建立在市场型直接融资的发展基础上,如各类债务融资工具的发展,而信托、委贷、票据则不会重现往日辉煌。

降准降息仍有可能

虽然前期信贷、货币增长一直表现平稳,且处于相对高位,但笔者一直认为“稳中偏降”是不变趋势。中国货币增长的这种平稳中偏松格局,从根源上看是中国基础货币增长难以有效持续扩张决定的。中国未来要维持流动性相对平稳的态势,势必面临以下选择:降准、创新基准货币投放渠道。

按照通常的货币增长中性基准,今年M2在7.5%-8.5%将是政策合意水平,8.5%上方意味着货币环境已过度宽松。今年3-6月的货币实际增速,显然已接近过度宽松区域,未来货币增长不仅难以进一步提升,维持当前水平也较为困难,因而7月份的回落属于“预期之中、意料之外”。

短期的通胀压力延缓了降息的出台。经济转型带来的经济持续底部徘徊,使得企业日常经营难度上升,叠加基建投资重要性的上升,“降成本”自然就成为了下一步供给侧改革的重心。当去杠杆阶段过去后,货币边际放松就在事实上已呈现;降成本正在到来,融资成本偏高作为经济活动中的客观事实,自然就进入了政策视野,“降息”也就成了未来必不可少的政策选项,尽管暂时条件不具备,但年内出台仍是大概率事件。