



联讯宏观专题研究

再造金融 3.0

2019 年 07 月 11 日

投资要点

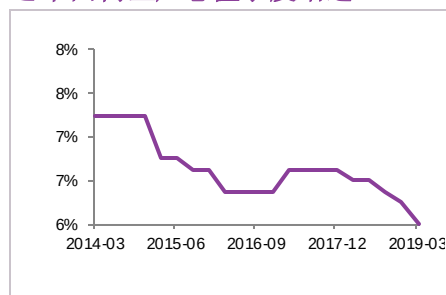
分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《利率并轨专题》2019-06-19

《怎么看 2019 下半年？》2019-06-21

《疯狂的石头》2019-06-25

《资本赋能与粤港澳大湾区创新》

2019-06-28

《当全球新一轮宽松周期来临》

2019-07-03

◇ 再造金融 3.0

◇ 一、金融 1.0：“金融抑制”的利率管制时代（1949-2007 年）

从各国发展历程来看，在经济发展的初期都是实行利率管制，让存款利率和贷款利率都低于均衡利率，一方面保护银行利差，另一方面从居民企业手中吸收足够多的资金来支持工业建设。

◇ 二、金融 2.0：“利率双轨”下的“金融创新”与“金融去杠杆”时代（2008-2018）

随着利率市场化的推进，“金融创新”形成的“资金黑市”会帮助部分在信贷市场得不到资金的实体完成融资，形成了非标准化债权和低等级债市场。

货币市场中资金的来源是能得到央行直接流动性和更多居民储蓄的大行，但是大行风险偏好低，配置资产的时候更倾向于有政府背景的国有大企业等高等级主体，资金如果想从大行流到高风险的实业中需要有其他银行认可的高等级主体作为中介，那就是中小行和非银等同业。

◇ 三、金融 3.0：再造金融（2018-）

需要融资的实体有高等级也有低等级，为实体服务的金融机构有大机构也有小机构，丰富的金融机构服务与丰富的金融实体，让他们都可能在自己的风格中找到合适的位置是金融供给侧改革的目的，也是未来利率市场化继续推进的导向。

这个过程存在几个问题需要解决：第一是资金从货币市场向资本市场的传导渠道需要重建；第二则是如何发展多层次的资本市场来服务多层次的融资实体。

◇ 风险提示：政策变动



目 录

一、金融 1.0：“金融抑制”的利率管制时代（1949-2007）	3
（一）人民银行主导下的“无利率时代”（1949-1983）	3
（二）专业银行主导下的名义高利率时代（1984-1995）	4
（三）商业银行主导的低利率的管制时代与利率市场化萌芽（1996-2007）	6
二、金融 2.0：“利率双轨”下的“金融创新”与“金融去杠杆”时代（2008-2018）	8
三、金融 3.0：再造金融（2018-）	11
（一）重建流动性的传导渠道	11
（二）发展多层次的资本市场	12

图表目录

图表 1： 1983 年前的金融市场运行主要靠央行和财政部	3
图表 2： 1984-1995 年的资本市场中专业银行开始发挥重要作用	4
图表 3： 1984-1995 年的利率体系主要就是专业银行的存贷款利率	4
图表 4： 1995 年前银行名义上的存贷款利率较高，息差较小	5
图表 5： 1998 年开始逐渐放开存贷款利率	6
图表 6： 货币市场的利率市场化从 1996 年开始	7
图表 7： “金融创新”下资金从货币市场流到资本市场	8
图表 8： 非标利率一般高于银行贷款利率	10
图表 9： “金融创新”是从货币市场获得负债，在资本市场配置资产	11



我国的金融体系经历了多个发展阶段。起初是利率管制的阶段，政府人为压低资金利率，将社会资金集中运用到支持国民经济建设的工业领域；再往后，时代往前走，利率管制的体制逐渐不能适应多层次的实体融资需求，利率开始向市场化的方向前进，并产生了一系列的金融创新，我们称之为金融创新时代。

现在，利率市场化继续向前推进，金融创新时代累积的风险开始逐渐释放，我们进入了再造金融时代的初期，供给侧改革开始扩展至金融领域，去掉低效、无效的金融供给，提供全方位、多元化的金融服务，为实体提供更高效、全面的金融服务成为了现在金融发展的核心与主题。

一、金融 1.0：“金融抑制”的利率管制时代（1949-2007）

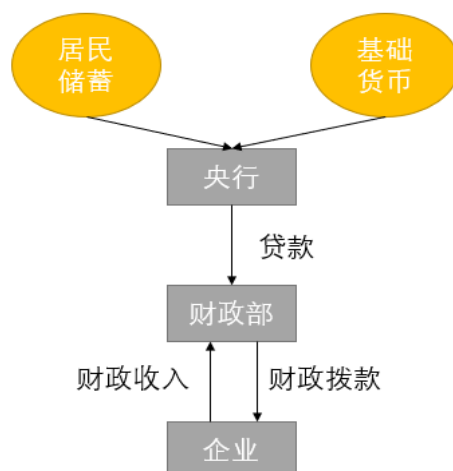
从各国发展历程来看，经济建设初期实行利率管制有一定的必要性。它使银行能够以较低的成本从居民企业手中吸收资金，给了银行足够高且稳定的息差，使银行有较高的积极性支持工业建设。

（一）人民银行主导下的“无利率时代”（1949-1983）

1983 年以前，我国的金融体系相对简单，财政和金融不分家，金融体系几乎只有人民银行。它既负责部分商业银行的职能，吸收储蓄，发放贷款，也履行中央银行的部分职能，发行基础货币。经济建设所需资金主要由财政部门向人民银行贷款后拨款给企业（虽然在限额部分之外企业也会向银行贷款，但只占很少一部分），企业借此资金经营，获得的利润上缴国家充实财政。如果财政入不敷出，政府会面向居民与银行发行国债，弥补财政赤字。在这种政府大包揽的环境下，利率的概念基本不存在。

1983 年后，政府开始建设银行体系，将央行和一般性商业银行分开，建设真正的银行，包括恢复农业银行，将中国银行从人行中独立出来，将建设银行从财政部独立出来，将工商信贷和储蓄业务从人行分离出来成立工商银行等，希望以此充分发挥信用派生机制的力量，建设“中央银行—专业银行”二元银行体制的现代货币体系。至此，利率的概念与作用才逐渐得以发挥。

图表1： 1983 年前的金融市场运行主要靠央行和财政部



资料来源：联讯证券

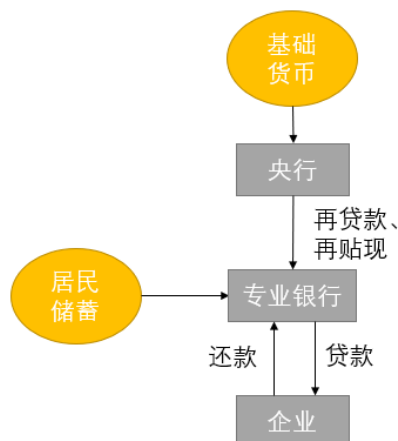


（二）专业银行主导下的名义高利率时代（1984-1995）

专业银行建立后，利率体系随着金融体制改革与经济的发展逐渐丰富起来，而利率中枢由于高通胀的原因一直处在较高的水平，利率对信贷资源的配置作用没有得到有效的发挥，金融整体处于一个混乱的状态。

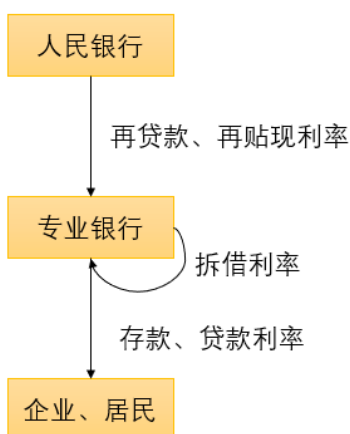
具体来说，在这一时期，专业银行形成了三种途径来吸收负债，分别是居民储蓄、央行与同业拆借，这三种途径分别对应着不同的利率，并有着不同的特征。

图表2： 1984-1995 年的资本市场中专业银行开始发挥重要作用



资料来源：联讯证券

图表3： 1984-1995 年的利率体系主要就是专业银行的存贷款利率



资料来源：联讯证券

居民储蓄是传统的负债方式，形成的利率是居民存款利率，受政策的影响与严格指导。

央行方面，在 1985 年改革联行清算系统以后，监管开始要求专业银行在央行开立存款账户，通过再贷款或再贴现向央行融资，专业银行在获得再贷款或再贴现资金后，



再贷款给企业。过去在财政拨款为主导的时代，银行的贷款大部分是流动资金贷款，而在“拨改贷”后，银行为了扩大信贷，也开始发放固定资产投资贷款。相对应的，金融系统内也就形成了再贷款再贴现利率等政策利率，以及多个期限的银行贷款利率。

同业拆借实际起步很早，早在 1984 年，各个银行之间就会通过互相借贷来弥补资金缺口，相应的，同业拆借利率也就自然而然的形成了。1986 年，国务院颁布《中华人民共和国银行管理条例》，鼓励专业银行通过资金拆借来融通资金，从政策上给予了同业拆借市场肯定，同业市场得以进一步发展。

但在“拨改贷”（即过去财政拨款给企业改成银行贷款给企业）和“利改税”（即企业过去上缴利润给财政，现在改成税收形式上缴财政）等政策刺激下，金融机构开始做大量的期限错配，将短期限的拆借资金用做中长期期限的固定资产贷款，有些地区甚至专门成立信托和金融公司来借钱，协助基建投资，这使得拆借市场一度陷入混乱。

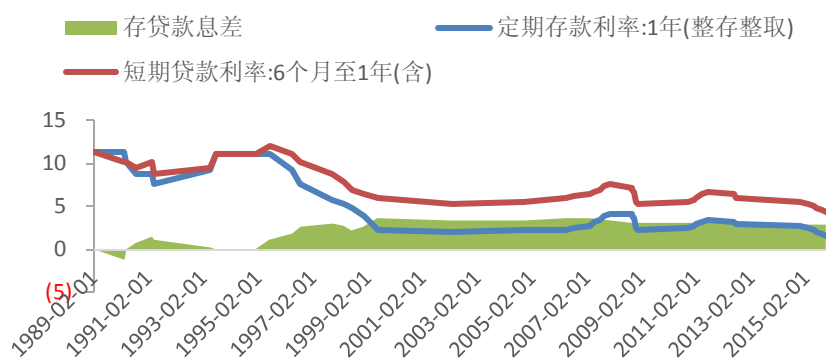
从数字上来看，这一时期存在的各种利率都不低，比如 1989 年银行一年期的定期存款利率超过了 11%。

这一来是因为当时国内各个地方政府为了要政绩，在积极上项目，铺摊子，大力开发进行基建投资，融资需求十分旺盛，但储蓄由于资本积累不足，相对偏低，投资一储蓄存在缺口，资金市场上供不应求。

二来由于全国疯狂扩张基建，货币超发，经济出现了严重的通货膨胀，央行采取了紧缩性的货币政策，多次提高再贷款利率与存贷款利率。

在高利率环境下，一方面银行从居民手中吸收储蓄的成本很高；另一方面，由于我们尚未建立起市场化的企业责任制，企业和银行都不用为贷款负责，企业的还款比例小，银行坏账率极高，银行收到的利息非常少，实际的贷款利率极低。

图表4： 1995 年前银行名义上的存贷款利率较高，息差较小



资料来源: wind, 联讯证券

因此，这段时期，金融体系实际存在着存贷款利率倒挂、银行高坏账等乱象，这些乱象使资金的利用效率低下，政府的财政负担加重。为此，中央开始治理信贷，规定各个银行需按 30% 的比例缴纳法定存款准备金，并对贷款总额进行限额管理，并施加行政压力要求收回逾期信贷，提高金融系统配置资金的效率。

经过这一系列操作后，银行体系逐渐稳定，中央也顺水推舟，建立了由央行调控信贷资金的管理体系，调控手段从行政手段逐渐转为经济手段，利率的价格调控作用逐渐增强，存贷款利率开始随着基建热潮与通胀的下行而走低。



（三）商业银行主导的低利率的管制时代与利率市场化萌芽（1996-2007）

1996 年后，金融体系进一步向前发展，利率市场化开始萌芽，并形成了具有中国特色的“利率双轨制”。

一方面，在长期的资金市场上，利率大部分处于管制，部分市场虽然具有市场化的利率，但对企业的要求与门槛较高，金融体系内部实际存在着信贷资源配置不均，旱涝两重天的两极分化，产业与企业结构由于这一点，也呈现畸形的特征。

通常而言，长期的资金市场主要包括银行信贷市场、股票市场、债券市场、投资基金等。由于我国以间接融资为主要的融资方式，因此，信贷市场实际是当前长期资金市场的主要组成部分，银行存贷利率也就成为了长期资金市场利率的主要代表。

在 1998-2007 年这段时间内，信贷市场上的利率市场化虽然已经启动，但一来利率市场化的改革与变动主要集中在贷款利率这一端，存款利率并没有任何的起色，银行仍然可以享受低负债成本的红利；二来即使银行在基准利率基础上的浮动比例提高，与市场化均衡的贷款利率相比，银行制定的贷款利率由于受到行政力量的干扰，实际也会偏低。

图表5： 1998 年开始逐渐放开存贷款利率

1998 年	将金融机构对小企业的贷款利率浮动幅度由 10%扩大到 20%，农村信用社的贷款利率最高上浮幅度由 40%扩大到 50%。
1999 年	允许县以下金融机构贷款利率最高可上浮 30%，将对小企业贷款利率的最高可上浮 30%的规定扩大到所有中型企业。
2004 年 1 月 1 日	再次扩大金融机构贷款利率浮动区间商业银行、城市信用社贷款利率的浮动区间上限扩大到中国人民银行制定的贷款基准利率的 1.7 倍，农村信用社贷款利率的浮动区间上限扩大到贷款基准利率的 2 倍，金融机构贷款利率的浮动区间下限保持为贷款基准利率的 0.9 倍不变。扩大商业银行自主定价权，提高贷款利率市场化程度，企业贷款利率最高上浮幅度扩大到 70%，下浮幅度保持 10%不变。
2004 年 10 月 29 日	进一步放宽金融机构贷款利率浮动区间。金融机构（不含城乡信用社）的贷款利率原则上不再设定上限，贷款利率下浮幅度不变，贷款利率下限仍为基准利率的 0.9 倍。对金融竞争环境尚不完善的城乡信用社，贷款利率仍实行上限管理，最高上浮系数为贷款基准利率的 2.3 倍，贷款利率下浮幅度不变。
2006 年 8 月 19 日	推进商业性个人住房贷款利率市场化，将其利率下限由贷款基准利率的 0.9 倍扩大到 0.85 倍。其他商业性贷款利率下限继续保持 0.9 倍。个人住房公积金贷款利率保持不变。
2012 年 6 月 8 日	将金融机构存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的 1.1 倍；将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的 0.8 倍。
2012 年 7 月 6 日	将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的 0.7 倍，个人住房贷款利率浮动区间不作调整。
2013 年 7 月 20 日	人民银行全面放开贷款利率和票据贴现利率管制，不再对农信社贷款利率设立上限，由金融机构根据商业原则自主确定贷款利率水平，贷款利率市场化取得了突破性的进展。个人住房贷款利率浮动区间不作调整，仍保持原区间不变。
2014 年 11 月 22 日	调整金融机构存款利率浮动区间，存款利率浮动区间的上限由基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍。简并存贷款基准利率期限档次。存款利率方面，人民银行不再公布人民币五年期定期存款基准利率。贷款利率方面，贷款基准利率期限档次简并为一年以内（含一年）、一至五年（含五年）和五年以上三个档次。



2015 年 3 月 1 日	扩大金融机构存款利率浮动区间。存款利率浮动区间的上限由基准利率的 1.2 倍调整为 1.3 倍。
2015 年 5 月 11 日	扩大金融机构存款利率浮动区间。存款利率浮动区间的上限由基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍。
2015 年 8 月 26 日	放开金融机构一年以上(不含一年)定期存款利率浮动上限。其中,一年以上整存整取、零存整取、整存零取、存本取息定期存款利率可由金融机构参考对应期限存款基准利率自主确定;其余期限品种存款利率浮动上限仍为基准利率的 1.5 倍。
2015 年 10 月 24 日	放开商业银行、农村合作金融机构、村镇银行、财务公司、金融租赁公司、汽车金融公司等金融机构活期存款、一年以内(含一年)定期存款、协定存款、通知存款利率上限。上述金融机构以上期限品种存款利率可参考对应期限存款基准利率自主确定,至此存款利率上限全面放开。

资料来源: 联讯证券

在这种“低利率”环境下,信贷市场将出现供不应求的情况,无法得到满足的超额资金需求最后只能通过信贷配给来解决,由此引致了两个问题:

第一,资金配置效率低,企业结构畸形。受监管指标(如不良贷款率)考核影响,我国银行对抵押品十分重视,风险偏好较低,加上一路走来,与政府行政力量纠葛较深,因此面对超额的资金需求,会大量的将有效的资金供给配置给国有企业,而中小微的民营企业过分排斥,从而形成了局部的资金过分盈余与过分短缺,造成国有企业融资难度小,利率低,发展相对容易,而中小微的民企举步维艰。

第二,资金供给形成结构性失衡,进一步造成了产业结构失衡。国有企业与民营企业冰火两重天的融资待遇进一步带来的是产业结构的失衡,国有企业是国民经济命脉,在基础民生、军事等方面有不可替代的作用,通常垄断了产业链的中上游,但随着经济的发展,居民需求的多元化,产业链的下游扩展,更有活力的民营经济成为经济的重要补充,如果融资支持不到位,处于新兴领域的民营经济将会出现发展缓慢、居民需求无法得到有效匹配、科创力量无法得到有效激发等不利局面。

和银行信贷市场不同,债券市场的利率已经实现了市场化,企业发行利率的高低与企业的资质、发行期限、市场行情等诸多因素有关,但作为企业融资的重要方式,债券发行融资的门槛要比银行信贷更高,大部分企业仍然无法借助债券市场来融资。股票市场也是如此,能在 A 股市场上市企业少之又少。

另一方面,在代表了短期资金市场的货币市场上,自由化利率得以发展起来。1996 年,全国统一的银行间同业拆借市场正式建立,由于天然的良好基因,其一生就基本实现了市场化,1 年后,银行间债券回购利率也实现了市场化。再往后,货币市场随着参与主体的不断丰富,交易量不断扩大,形成的各类利率也成为了我国市场利率的主要代表。

图表6: 货币市场的利率市场化从 1996 年开始

	同业拆借市场	票据贴现市场	大额可转让存单市场	回购协议市场
业务方式	信用拆借,在金融机构之间进行短期、临时性头寸调剂的市场	对未到期票据通过贴现方式进行资金融通的交易市场	以经营由银行发行的、规定一定期限的、可在市场上流通转让的定期存款凭证为主的市场	通过回购协议进行短期资金融通交易的场所,市场活动由回购与逆回购组成
参与机构	银行、非银	央行、银行、贴现公司	货币基金、银行、政府、非银	央行、银行、非银、券商等



涉及利率	IBO、DIBO、SHIBOR	国库券、短期债券、银行承兑汇票和商业票据利率	同档次定期存款利率	国债利率、债券回购利率
利率自由化时间	1996 年	2013 年	2015 年	1997 年

资料来源：联讯证券

综合而言，这一时期，我国的金融体系形成了明显的“利率双轨”，在这种人为分割的双轨制下，高风险且低评级的企业主体（中小微企业、民企）在传统的银行系统中得不到融资支持，新兴产业也无法大幅扩张前进，只能寻求其他融资手段的支持，这为 2008 年后的金融创新时代的到来埋下了伏笔。

二、金融 2.0：“利率双轨”下的“金融创新”与“金融去杠杆”时代（2008-2018）

2008 年金融危机后，由于逆周期调节政策强势发力带来的后遗症与金融自由化浪潮的袭来，“金融创新”频繁出现，直接带来了非标准化债权和低评级债规模的快速扩张，金融系统的风险在这个过程中也随之增大，进而导致了 2017-2018 年的金融去杠杆。

正如我们上文所说，我国是一个以间接融资为主的国家，大部分资金要靠银行进行分配，而在银行内部，又以大行为主导，它们能够直接从央行手中获取流动性，在居民储蓄端有绝对的主导地位，负债成本最低。

但相对应的，它们在资金与流动性的分配上，也最为保守，多以高评级的信用债与国有企业的信贷为主要的配置资产，对中小微企业发行的中低评级信用债、民企贷款与非标等资产相对厌恶。它们的资金要流向这些资产，需要以风险偏好更高的中小银行与非银机构为中介。

2014 年以后，随着实体经济回报率的下滑，央行货币宽松释放出大量流动性，金融市场出现了资产荒，金融系统内部开始出现大量的互买、空转的同业链条，使大行-中小行-非银之间的流动性传导复杂化。

具体体现为：大行从央行手中获得流动性，购买中小银行发行的同业存单或非银机构发行的金融理财产品，然后中小银行要么直接下沉资质，在表内配置中小微信贷、非标或信用债，要么再去购买理财产品，理财产品再去购置非银的资管产品，由非银资管产品去配置非标与低评级信用债。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11505

