

宏观专题

利率“两轨并一轨”怎么并？

央行5月中旬公布的2019年一季度货币政策报告明确指出：当前利率市场化改革的一个核心问题是稳妥推进利率“两轨合一轨”。确实，90年代至今，我国利率市场化已推行20多年，但一直只是“进行时”，距离“完成时”还在等利率并轨这个“临门一脚”。鉴于此，本报告将结合国际经验和中国实践，分析我国利率并轨的背景、制约、可能路径、潜在影响等焦点问题。

1、什么是利率并轨？央行在2013和2015年分别放开了贷款利率下限和存款利率上限，但至今我国利率市场仍存在“双轨制”，即：存贷款利率基于基准利率，而市场利率则已市场化。简言之，利率并轨（两轨合一轨）就是引导存贷款利率和货币市场利率的逐渐统一，从而疏通利率传导渠道。

2、为什么要并轨？“两轨制”存在四大弊端，表现为：货币市场利率-债券市场利率-信贷利率的传导存在时滞，宽货币向宽信用传导受阻；融资成本差异较大，小微企业出现融资难融资贵问题；银行尤其是中小行的负债短期化、同业化趋势明显；票据贴现和结构性存款出现套利空间等等。

3、并轨的约束有哪些？利率并轨的最大约束在于商业银行的“两部门决策机制”，同时，存贷考核和管制削弱了银行资产负债管理的自主能力。

4、利率市场化的国际经验：美、欧、英、日的短端基准利率以拆借市场利率为主，中长端基准利率以中长期国债收益率为基准；存款利率主要参考短端利率，贷款利率综合拆借市场利率、存款利率、政府债券利率等拟定，并加上一定的风险溢价和期限溢价。

- **美国：**1970-1986利率市场化改革逐步取消存贷款利率限制，期间利率先升后降，利率市场化后期爆发了储贷危机。
- **欧洲：**德英利率市场化改革历经14-15年之久，期间利率先升后降。当前欧元区的基准利率为主要再融资操作利率（MRO），并通过常备融资便利（Standing Facilities）确定利率走廊的上下限。
- **日本：**利率市场化历经17年，期间逐步放开国债利率、银行间拆借利率、存贷款利率，利率总体趋势下行，利率市场化之后银行加剧竞争但缺乏风控，最终泡沫破裂导致危机。

5、如何并轨？五大突破点+四种可能：1）逐步完善利率走廊机制；2）提高公开市场操作利率的引导作用，逐步取消存贷款基准利率；3）提高存贷款利率的市场化程度，寻找更为合适的定价基准（我们给出了四种可行方案）；4）适度放松对存贷款的各种考核约束；5）进一步疏通利率传导渠道。

6、利率并轨对市场有何影响？基于海外国家利率市场化末期利率总体趋于下行，叠加中短期内包括中国在内的全球经济都趋下行，我们预计，后续利率并轨过程中，我国利率水平总体处于下行通道。

- **银行：**规模管理转向风险管理和差异化服务，风险偏好将明显提升。
- **企业：**从“充分公平”到“马太效应”，融资方式更趋多元化。
- **个人和机构投资者：**短期受益于价格战，长期取决于风控和投资能力。

风险提示：经济失速下滑；金融风险升温；流动性环境超预期收紧。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《宏观点评：5月PMI再回线下的5大信号》2019-05-31
- 2、《宏观点评：央行2019年一季度货币政策报告的7大信号》2019-05-19
- 3、《继续关注四大超预期——2019年中期宏观展望》2019-05-14
- 4、《宏观点评：1-4月新增社融近10万亿，钱都去哪了？——兼评4月金融数据》2019-05-10
- 5、《宏观点评：CPI进入上行通道，PPI年内高点大概率已现——兼评4月通胀》2019-05-09

内容目录

一、利率并轨缘起何处？——利率市场化的临门一脚	4
二、为什么要“两轨并一轨”？——两轨制存在四大弊端	7
弊端一：宽货币向宽信用传导受阻	7
弊端二：融资成本存在差异，小微企业出现融资难融资贵问题	8
弊端三：银行负债短期化、同业化	8
弊端四：票据和结构性存款产生套利空间	9
三、利率并轨难以一蹴而就——主因两大约束	9
约束一：商业银行的“两部门决策机制”	10
约束二：存贷考核和管制削弱了银行资产负债管理的自主能力	10
四、利率市场化的国际经验	11
美国的利率市场化经验	11
欧洲的利率市场化经验	13
日本的利率市场化经验	15
五、如何并轨？——五大突破点和存贷款基准利率的四种可能	16
突破点一：逐步完善利率走廊机制的构建	17
突破点二：提高公开市场操作利率的引导作用，逐步取消存贷款基准利率	18
突破点三：提高存贷款利率的市场化程度，当前重点是培育贷款定价机制	19
突破点四：适度放松对存贷款的各种考核约束	19
突破点五：进一步疏通利率传导渠道	20
六、利率并轨对市场有何影响？——竞争更趋激烈	20
风险提示	21

图表目录

图表 1: 利率市场化演变进程	5
图表 2: “两轨并一轨”的演化过程	6
图表 3: 货币市场利率、债券市场利率、信贷利率下行存在时滞	7
图表 4: 流动性宽松并未带来社融的切实好转	8
图表 5: 小微企业人民币贷款余额同比增速下滑更快	8
图表 6: 2018 年民企产业债信用利差持续攀升，年末才开始下滑	8
图表 7: 2013 年 6 月余额宝推出之后金融机构存款余额增速急剧下滑	9
图表 8: 城商行等中小银行总资产增速显著高于国有大行和股份制银行	9
图表 9: 2018 年新增贷款高增但 M1 同比持续下滑	9
图表 10: MPA 考核对贷款的限制	11
图表 11: 美国利率市场化进程	12
图表 12: 美国利率市场化改革期间利率先上后下	12
图表 13: 利率市场化后期发生了储贷危机	12
图表 14: 德国利率市场化进程	13
图表 15: 英国利率市场化进程	13
图表 16: 德国利率市场化改革期间利率先上后下	14
图表 17: 英国利率市场化改革期间利率先上后下	14
图表 18: 德国贷款利率与 10 年期国债收益率走势一致	14
图表 19: 德国存款利率与 EURIBOR 相关性更高	14
图表 20: 日本利率市场化进程	15

图表 21: 日本利率市场化期间利率趋势下行.....	15
图表 22: 日本贷款利率与 10 年期国债收益率走势一致	16
图表 23: 日本存款利率与短期基准利率相关性更高.....	16
图表 24: 全球主要经济体基准利率.....	16
图表 25: 利率并轨的五大突破点	17
图表 26: 存贷款基准的四种可能	17
图表 27: 二元流动性市场易发生流动性分层.....	18
图表 28: DR007 持续突破 7 天逆回购利率	18
图表 29: R007 向国债收益率传导, 与之相关性较高.....	18
图表 30: R007 向 3M Shibor 传导.....	18
图表 31: 3M Shibor 进而影响居民理财收益和企业贷款成本	19
图表 32: 当前银行较为注重存贷款规模管理.....	20
图表 33: 商业银行存贷比逐年提升.....	20
图表 34: 双轨制下理财产品收益率较为稳定.....	21

90 年代以来，我国利率市场化改革已经走过了 20 多年，2015 年名义上全部放开利率管制，但时至今日我国利率体系仍存在“双轨制”的特征，即：尚未完全市场化的存贷款基准利率和已经市场化的货币市场利率、债券市场利率并存。从时点看，央行《2018 年一季度货币政策执行报告》（2018 年 5 月）首提利率的“两轨并一轨”，正式拉开了利率并轨的探讨和实践；一年后的《2019 年一季度货币政策执行报告》（2019 年 5 月）再次重申要稳妥推进利率“两轨合一轨”（并且是专栏分析）。那么，究竟什么是利率并轨？为什么要并轨？并轨面临的约束有哪些？未来将如何并轨？并轨之后有何影响？本报告将结合国际经验和中国实践，对以上问题逐一展开。

一、利率并轨缘起何处？——利率市场化的临门一脚

自上世纪九十年代开始，我国利率市场化改革已经走过了 20 多年。央行在 1996 年放开了银行间同业拆借利率，1999 年起政策性金融债、国债发行采取高度市场化的方式，外币存贷款利率管制也逐渐放松。存贷款利率方面：央行在 2004 年到 2013 年不断调整金融机构贷款利率浮动区间，先后取消了贷款利率的上限和下限，直至 2013 年 7 月全面放开金融机构贷款利率管制；2014 年到 2015 年，央行密集调节金融机构存款利率浮动区间，直至 2015 年 10 月取消商业银行和农村合作金融机构的存款利率浮动上限。虽然利率管制在 2015 年名义上放开了，但截至目前我国存贷款利率尚未实现完全自由浮动。主因是在 2013 年成立的全国市场利率定价自律机制的约束下，银行存贷款利率仍需要在行业自律规定的范围内幅度，银行并没有实质上的定价权，这也就造成了我国利率体系的“双轨制”特征，即：尚未完全市场化的存贷款基准利率和已经市场化的货币市场利率、债券市场利率并存。

图表 1: 利率市场化演变进程

时间	事件	相关内容
1996 年 1 月	人民银行建立全国统一银行间同业拆借市场 同时推出中国银行间同业拆借利率	中国银行间同业拆借利率（Chibor）以各银行同业拆借实际交易利率的加权平均值来确定。
1996 年 6 月	放开银行间同业拆借利率	
1998 年 9 月	国开行首次市场化发行政策性金融债券	国开行通过银行间债券发行系统，采取公开招标方式首次市场化发行了金融债券。
1999 年 10 月	国债发行开始市场招标	
2000 年 9 月	外币贷款利率和大额外币存款利率市场化	外币贷款利率根据国际及金融市场利率情况确定。
2002 年 3 月	央行统一境内中外资金融机构外币利率管理政策	
2003 年 7 月	放开多个外币小额存款利率限制	部分由商业银行自主确定，部分实行上限管理
2004 年 1 月	调整金融机构贷款利率浮动区间	商业银行、城市信用社、农村信用社贷款利率浮动区间分别得到拓宽。
2004 年 10 月 29 日	调整金融机构贷款利率浮动区间	金融机构（不含信用社）贷款利率原则上不再设定上限，贷款利率下限仍为基准利率的 0.9 倍。
2007 年 1 月	推出 Shibor	
2012 年 6 月	下调金融机构人民币存贷款基准利率并调整利率浮动区间	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；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	调整金融机构贷款利率浮动区间	金融机构贷款利率浮动区间下限调整为基准利率 0.7 倍。
2013 年 7 月	全面放开人民币贷款利率管制，放开票据贴现利率管制	取消金融机构贷款利率 0.7 倍的下限，由金融机构根据商业原则自主确定贷款利率水平。
2013 年 9 月	市场利率定价自律机制成立	利率市场化工作的三项任务：建立市场利率定价自律机制、开展贷款基础利率报价工作、推进同业存单发行和交易
2013 年 10 月	创设贷款基础利率（LPR）集中报价和发布机制正式运行	LPR 指金融机构对其最优质客户提供的贷款利率
2014 年 11 月	调整金融机构存款利率浮动区间	区间上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍
2015 年 3 月	调整金融机构存款利率浮动区间	区间上限由存款基准利率的 1.2 倍调整为 1.3 倍
2015 年 5 月	调整金融机构存款利率浮动区间	区间上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍
2015 年 8 月	放开一年期以上定期存款的利率浮动上限	
2015 年 10 月	央行取消商业银行和农村合作金融机构等存款利率浮动上限	
2017 年 5 月	全国银行间同业拆借中心推出银行间回购定盘利率（FDR）和相关利率互换	

资料来源：中国人民银行，国盛证券研究所整理

2018 年以来，央行多次提及利率并轨。作为利率市场化的一部分，其实央行早在 2013 年就提出要强化金融市场基准利率体系的建设，2016 年央行探索将 SLF 作为利率走廊的上限，并暗示 DR007 对于培育基准利率有积极作用。利率的“两轨并一轨”确切提法始于《2018 年一季度货币政策执行报告》，该报告提出：推动利率“两轨”逐步合“一轨”，趋向市场化的方向。进一步完善 Shibor 等基准利率体系，进一步健全中央银行市场化的利率调控和传导机制”。2018 年 4 月，易纲行长在博鳌亚洲论坛提出利率市场化的最佳策略是存贷款基准利率和货币市场利率逐渐统一，明确了利率并轨的方向。2019 年 1 月央行的工作会议再次重申要稳妥推进“两轨并一轨”，完成利率市场化的利率形成、调控和传导机制。在此之后，央行货币政策司司长孙国峰也在多个场合中提出利率“两轨并一轨”的重要性。《央行 2019 年一季度货币政策执行报告》在专栏 3《稳妥推进利率“两轨合一轨”》中指出，“当前，利率市场化改革的一个核心问题是稳妥推进利率‘两

轨合一轨’，理顺资金价格决定机制”，明确了利率并轨的重要性以及并轨方向。

图表 2: “两轨并一轨”的演化过程

时间	出处	相关内容
2013 年三季度	央行《2013 年三季度货币政策执行报告》	LPR 利率有利于强化金融市场基准利率体系建设，促进定价基准向市场决定平稳过渡。
2015 年三季度	央行《2015 年三季度货币政策执行报告》	坚定推进利率市场化改革，基本放开利率管制。
2015 年 11 月	马骏央行工作论文《利率走廊、稳定性和调控成本》	提出建立利率走廊的路线图。
2016 年三季度	央行《2016 年三季度货币政策执行报告》	DR007 贴近 7 天逆回购利率平稳运行，对培育市场基准利率有积极作用。
2018 年一季度	央行《2018 年第一季度货币政策执行报告》	推动利率“两轨”逐步合“一轨”，趋向市场化的方向。进一步完善 Shibor 等基准利率体系，进一步健全中央银行市场化的利率调控和传导机制。
2018 年 4 月	易纲在博鳌亚洲论坛 2018 年年会分论坛提及	中国正在推进利率市场化改革：最佳策略是存贷款基准利率和货币市场利率逐渐统一。
2018 年三季度	央行《2018 年第三季度货币政策执行报告》	“进一步疏通央行政策利率向金融市场及实体经济的传导，推动利率体系逐步“两轨合一轨”。
2018 年 12 月	易纲在《在全面深化改革开放中开创金融事业新格局——纪念改革开放 40 周年暨中国人民银行成立 70 周年》讲话中提及	利率市场化改革实现重大突破。
2018 年四季度	央行《2018 年第四季度货币政策执行报告》	1.提高中央银行市场化利率调控能力，疏通货币政策传导，完善利率走廊机制，提高央行对市场利率的调控和传导效率。 2.不断健全市场利率定价自律机制。进一步扩宽自律机制成员范围。 3.加快推进大额存单发展。 4.促进同业存单市场规范发展。
2019 年 1 月	央行 2019 年工作会议	要稳妥推进“两轨合一轨”，完成利率市场化的利率形成、调控和传导机制。
2019 年 1 月	央行货币政策司司长孙国峰发表《货币政策回顾与展望》	目前人民银行仍公布存贷款基准利率，存在基准利率和市场利率并存的利率“两轨”，实际上对市场化的利率调控和传导形成一定阻碍。人民银行将进一步推进利率市场化改革，推动利率逐步“两轨合一轨”
2019 年 1 月	央行副行长朱鹤新在国务院新闻办公室举行的新闻发布会上提及	继续推进利率和汇率市场化改革，培育市场基准利率体系。
2019 年 2 月	央行货币政策司司长孙国峰在媒体见面会上	央行将进一步发挥现有的贷款参考利率与央行政策利率紧密联系。现有的参考性的利率指标可以给银行存贷款定价提供辅助功能。如可以进一步发挥 LPR 的市场参考作用。
2019 年 2 月	央行货币政策司司长孙国峰在《中国金融》杂志发表文章提及	基准利率和市场利率并存的两轨制会对市场化的利率调控和传导形成阻碍。人行将进一步推动“两轨合一轨”
2019 年 2 月	央行货币政策司司长孙国峰	两轨合一轨过程中要更多发挥央行的政策利率对市场利率和信贷利率的传导作用。
2019 年 2 月	孙国峰在中国人民银行专家座谈会上提及	推进利率市场化改革，疏通各种利率之间传导，从改革和制度建设角度压缩套利空间。
2019 年 4 月	央行一季度货币政策例会	稳妥推进利率等关键领域改革
2019 年 4 月	刘国强在国新办举行的降低小微企业融资成本政策例行吹风会上提及	下一步，我们还会继续推动利率市场化改革。重点是实现市场利率和贷款基准利率“两轨合一轨”。改革的目的是进一步疏通央行政策利率向信贷利率的传导，增强市场竞争，促进金融机构更准确地进行风险定价，进而促进降低小微企业实际利率水平。
2019 年 5 月	央行《2019 年第一季度货币政策执行报告》	当前，利率市场化改革的一个核心问题是稳妥推进利率“两轨合一轨”，理顺资金价格决定机制。
2019 年 5 月	易纲行长在中债指数专家指导委员会第十五次会议发言	在进一步推动利率市场化改革的过程中，央行存款基准利率仍将继续发挥重要作用，研究不再公布贷款基准利率。

资料来源：中国人民银行，国盛证券研究所

总结而言，当前我国利率的“双轨制”指的是在存贷款方面有基准利率，而货币市场利

率则是市场化的。“两轨并一轨”的意思就是引导存贷款利率和货币市场利率的逐渐统一，这对于提高利率调控的有效性、疏通利率传导机制尤为重要。

目前看，利率并轨有三个亟待突破的重点：一在培育基准利率体系：例如培育上海银行间同业拆借利率（Shibor）、贷款基础利率（LPR）、国债收益率等为代表的金融市场基准利率体系；二在打通利率间传导机制：打通中央银行市场化的利率调控和传导机制，充分发挥政策利率指导作用；三在提高市场利率自律程度，提高金融机构存贷款定价能力。

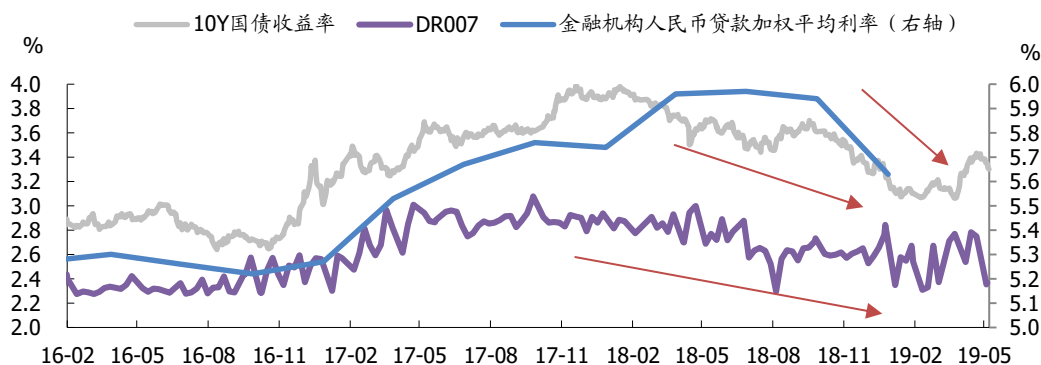
二、为什么要“两轨并一轨”？——两轨制存在四大弊端

弊端一：宽货币向宽信用传导受阻

“双轨制”使得宽货币向宽信用的传导受阻，表现为货币市场利率向实际的贷款利率传导存在明显时滞，降低存款准备金率之后社融也较难快速企稳，这种现象在 2018 年表现的更为明显。

其一，2018 年以来，央行已经“4 次定向降准+1 次全面降准”，货币政策凸显“逆周期调节”。然而，流动性宽松并未带来实体融资成本的切实改善。截至 2018 年末，DR007 较 2018 年初下降 30 个 BP¹，同期 10 年期国债收益率下行 67 个 BP²，而金融机构人民币贷款加权平均利率仅下行了 11 个 BP³。贷款利率不仅下行幅度较小，且下行速度也较为缓慢，DR007 和 10 年期国债收益率基本在 2018 年一季度就开始趋向下行，而贷款利率四季度才有明显的下滑。通常情况下，政策利率向货币市场利率的传导较为通畅，货币市场利率进而传导至债券市场。但在存贷款基准利率的约束下，信贷利率的下行较为缓慢，企业融资成本难以快速降低，利率两轨制导致利率传导不畅、宽货币向宽信用的扩张受阻。

图表 3：货币市场利率、债券市场利率、信贷利率下行存在时滞



资料来源：Wind，国盛证券研究所

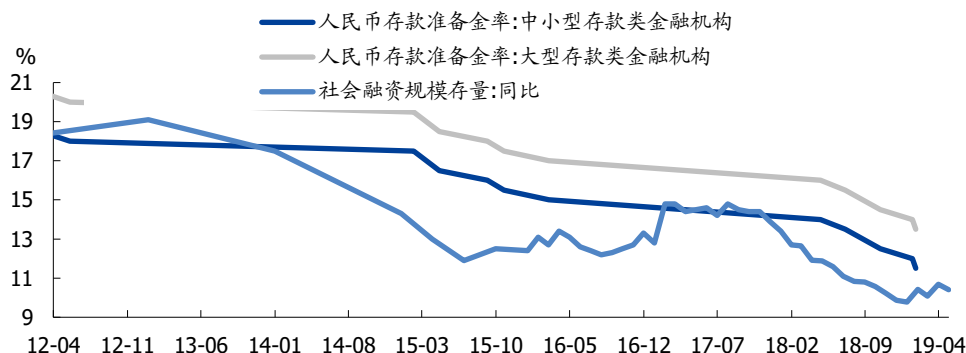
其二，2018 年央行四次降准大规模投放流动性，但是社融存量增速在 2018 年依旧不改下行趋势。结构上看，人民币贷款持续担当社融主力，非标融资大规模下行，反映银行风险偏好仍较低，货币宽松向实体经济的传导不畅。

¹ 由于数据可得性问题，这里取 7 天存款类机构质押式回购加权利率的 2019 年 1 月 2 日与 2018 年 1 月 2 日之差。

² 这里取 10 年期国债收益率的 2018 年 12 月 31 日与 2018 年 1 月 2 日之差。

³ 这里取金融机构人民币贷款加权平均利率的 2018 年四季度与 2017 年四季度之差。

图表 4: 流动性宽松并未带来社融的切实好转

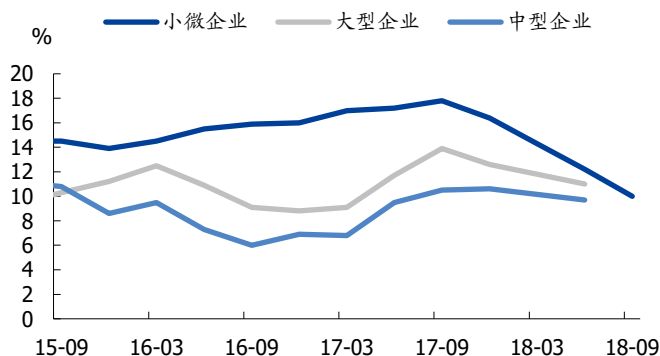


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

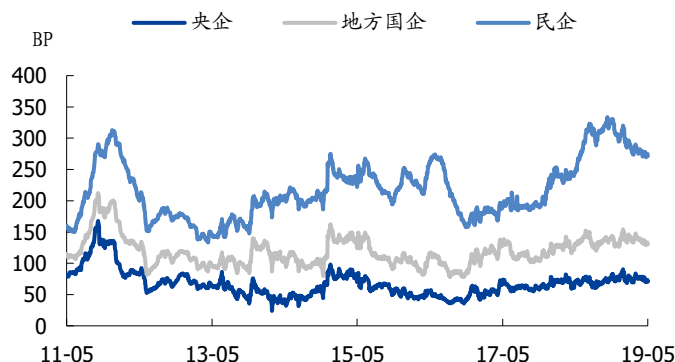
弊端二: 融资成本存在差异, 小微企业出现融资难融资贵问题

在当前经济增速面临下行压力、实体经济利润下降的情况下, 银行的资产配置更偏向于风险较小的国企, 国企贷款成本自然比较低。相比之下, 中小企业融资成本一方面受制于“双轨制”, 难以快速下行, 另一方面受银行风险偏好影响, 反而趋于上行, 凸显融资难融资贵。因此, 去年下半年以来, 央行和银保监会频繁采取数量型工具助力小微企业融资(规定银行对小微企业贷款的增速和占比, 典型的是银保监会主席提出的“一二五”)。

图表 5: 小微企业人民币贷款余额同比增速下滑更快



图表 6: 2018 年民企产业债信用利差持续攀升, 年末才开始下滑



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_12211

