

利率并轨——临门一脚有多难？

——宽信用系列专题研究之四

宏观专题

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

郑嘉伟（联系人）

证书编号：S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

证书编号：S0280519040001

近年来，我国利率市场化改革步伐加快，不仅基本实现了货币利率市场化、债券发行利率市场化，而且于2013年放开贷款利率管制、2015年放开存款利率管制，2018年一季度货币政策首次提出“存贷款基准利率和货币和债券市场利率‘两轨’并一轨”。2019年央行工作会议和政府工作报告更是明确了“稳妥推进利率‘两轨并一轨’，完善市场化的利率形成、调控和传导机制”。可见，利率并轨已经成为利率市场化改革的“临门一脚”和“硬骨头”，踢好这“临门一脚”方显金融供给侧结构性改革的真功夫。

● 利率市场化改革的原因及理论基础

利率市场化程度不高不仅会扭曲资金价格，而且降低资金供求双方的总福利水平。产生利率双轨制，降低资金配置效率和经济增长质量，加大商业银行运营成本，导致不良率上升和盈利下降；降低银行间竞争水平，导致金融脱媒；利率双轨诱发了金融机构规避监管，影子银行快速成长。

● 利率双轨制现状分析

首先，建立了以国债、SHIBOR为代表的基准利率体系，为金融产品定价提供参照。其次，探索建立利率走廊，充分发挥以Shibor、DR007为利率中枢、常备借贷便利利率作为上限的利率走廊作用。第三，利率传导效率有所提升。利率市场化改革还剩一些“硬骨头”，商业银行存款“搬家”现象突出，负债“同业化”，息差缩窄，利率并轨当务之急并不是建立统一的锚，而是监管理念的转变。

● 海外经验与启示：利率市场化并非只是放开价格管制

为了满足投资需求，世界上绝大多数国家历史上均经历过不同程度的利率管制，但是由于宏观经济波动，高通胀和金融市场的快速发展，利率管制的弊端日益突出，为了调整经济结构，各国纷纷推出了利率市场化改革。利率市场化改革之后，多数国家和地区出现了实际利率水平上升现象，为了减轻利率市场化带来的冲击，各国纷纷建立存款保险制度、完善金融风险防范和化解机制，为利率市场化改革顺利进行提供制度保障。

● 如何踢好利率并轨“临门一脚”

一是监管理念的转变。放松对商业银行存贷款指标的各种考核，推动商业银行负债端多元化、市场化，只有监管理念的转变，商业银行行为才会发生改变，构建行内统一的FTP曲线，将会提高存贷款利率对市场利率变动的敏感度。二是央行确定基准利率。目前我国货币市场存在R、DR、央行公开市场操作利率、Shibor等多种利率，央行需要确定基准利率，在此基础上根据风险大小提高最优贷款利率LPR对市场利率的敏感度。三是发展直接融资市场。直接融资市场发达，企业可以通过市场化工具直接融资，这样央行只要调整货币市场利率，自然对其他金融资产产生影响。四是推动商业银行转型。在利率双轨合并过程中，商业银行负债端成本上升，净息差缩窄，应加快战略转型，实现商业银行规模扩张向质量扩张的转变。

● **风险提示：**监管力度持续加大、经济超预期反弹、通胀大幅上行、海外市场不确定性增强、违约事件频率上升

相关报告

贷款需求旺盛，经济有望逐步企稳——2019年第一季度央行问卷调查点评

2019-03-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设CBS并非中国版QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 利率市场化改革的原因及理论基础.....	3
1.1、 扭曲资金分配，造成福利损失.....	3
1.2、 产生利率双轨制.....	4
1.3、 降低资金配置效率和经济增长质量.....	4
1.4、 削弱商业银行经营管理能力.....	5
1.5、 规避金融监管和产生影子银行.....	5
2、 利率双轨制现状分析.....	5
3、 海外经验与启示：利率并轨并非只是放开价格管制.....	8
3.1、 美德等发达经济体利率市场化模式.....	8
3.2、 日韩转轨经济利率市场化模式.....	9
3.3、 新兴市场利率市场化模式.....	10
4、 如何踢好利率并轨“临门一脚”.....	10
5、 对市场主体的影响及投资建议.....	12
5.1、 利率并轨对市场主体的影响.....	12
5.2、 投资建议.....	12

图表目录

图 1： 利率管制会扭曲资金供求双方利益分配.....	3
图 2： 信贷配给与利率双轨制.....	4
图 3： 利率市场化改革进程.....	6
图 4： 美国银行倒闭数量.....	8

近年来，我国利率市场化改革步伐加快，不仅基本实现了银行间同业拆借利率市场化、债券发行利率市场化、汇率市场化，而且于2013年放开贷款利率管制、2015年放开存款利率管制，2018年一季度货币政策首次提出“存贷款基准利率和货币和债券市场利率‘两轨’并一轨”。2019年央行工作会议和政府工作报告更是明确了“稳妥推进利率‘两轨并一轨’，完善市场化的利率形成、调控和传导机制”。2019年4月12日，央行在一季度货币政策委员会季度例会上明确提出，在坚持逆周期调节的同时，继续深化金融体制改革，稳妥推进利率等关键领域改革。可见，利率并轨已经成为利率市场化改革的“临门一脚”和“硬骨头”，踢好这“临门一脚”方显金融供给侧结构性改革的真功夫。

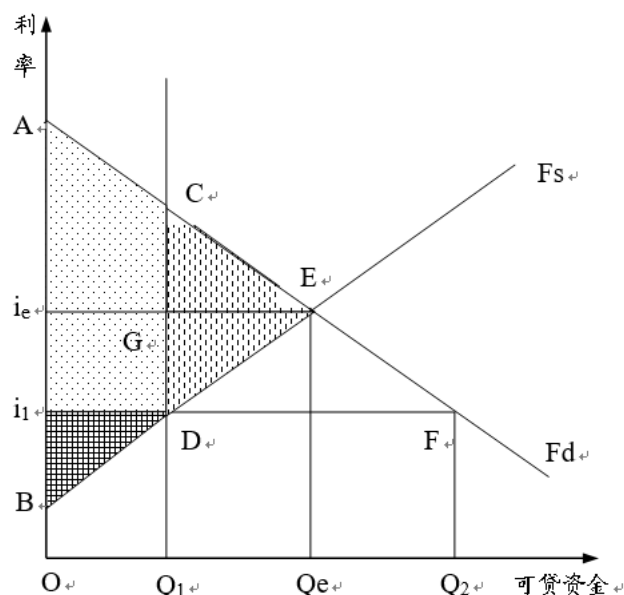
1、利率市场化改革的原因及理论基础

1.1、扭曲资金分配，造成福利损失

利率市场化程度不高不仅会扭曲资金价格，而且降低资金供求双方的总福利水平。图1是根据可贷资金供求理论做的一个简化图形，在完全利率市场化时，均衡利率为 i_e ，资金需求者剩余为 $\triangle AEi_e$ ，资金供给者的剩余为 $\triangle BEi_e$ 。当利率水平被人为降低至 i_1 时，资金供给量由 Q_e 减少到 Q_1 ，资金供给者的剩余减少至 $\triangle BDi_1$ ，资金需求者的剩余变为 $\square ACDi_1$ 。由此可以看出，由于利率的下降，资金供给者的一部分剩余转移给资金需求者，而资金需求者由于资金供给量下降而造成的剩余损失为 $\triangle CEG$ 。资金供求双方在非利率市场化条件下总剩余损失为 $\triangle CED$ 。

虽然利率抑制短期有助于经济迅速复苏和金融稳定，但是其对金融市场长期资源配置效率和经济发展质量将会产生不利影响。尤其是我们进入金融中介后，就会发现在监管部门同时对存贷款利率进行管制时，商业银行将会获得稳定的息差收入，这部分收入来自于存款者所福利损失的一部分；当监管部门只压低存款利率，商业银行就可以低成本借入资金，根据市场供求发放贷款，在贷款利率垄断下，存款者剩余全部转移至商业银行。同时由于资金供不应求，商业银行的贷款审批权力将会产生巨大的寻租空间，导致社会利益的非生产性分配，产生更大的福利损失。

图1：利率管制会扭曲资金供求双方利益分配

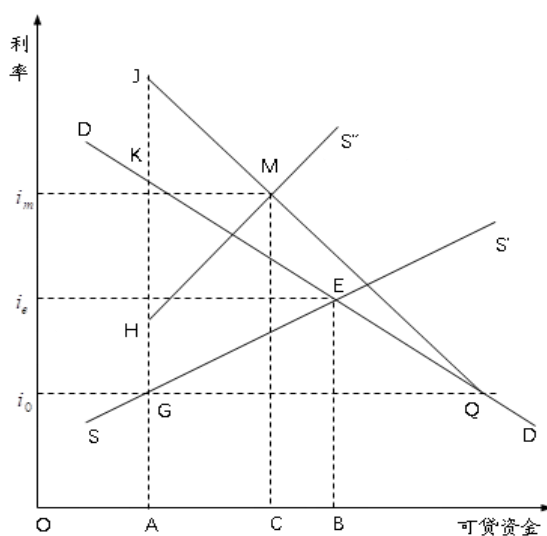


资料来源：宋芳秀：中国银行业市场结构和市场行为对利率改革成效的影响研究[J]，《管理世界》2007年第3期，新时代证券研究所

1.2、产生利率双轨制

监管部门将利率控制在低于均衡利率水平时，此时信贷需求量高于信贷供给量，商业银行将会根据非价格因素进行信贷配给，优先满足国有企业和地方政府，大量未满足的中小微企业贷款需求只能求助于非正规金融市场，结果形成了利率双轨制和二元金融结构，即正规金融市场和非正规金融市场的分割。下图中， DD' 为投资者对资金的需求曲线， SS' 为流向银行系统储蓄的供给曲线；政府制定的利率水平 i_0 低于均衡利率水平 i_e ，信贷供求缺口为 GQ 。这样对于经济中高效率的企业对资金的需求可能得不到满足，而那些预期收益接近 i_0 或稍高一些的投资人，因为是信贷配给则可能获得全部或部分资金。

图2： 信贷配给与利率双轨制



资料来源：李庆云：中国利率市场化的结构主义分析[J]，《经济科学》，2001年第5期，新时代证券研究所

这样，将有部分企业信贷需求溢出到银行系统外，到非正规金融市场获取资金，这时将在商业银行原始资金供给曲线 SS' 要求更高的风险升水，导致非正规金融市场上资金供给曲线高于原始供给曲线，溢出的需求和供给曲线交点 M ，这时非正规金融市场的利率水平 i_m 显著高于官方市场利率 i_0 和市场均衡利率 i_e 。政府的信贷配给造成了金融市场的分割，导致了官方金融市场低利率和非正规市场高利率并存的现象。这一现象对央行利率传导机制产生了不利影响，人为压低的利率水平和利率双轨制可能会危及金融稳定。

1.3、降低资金配置效率和经济增长质量

降低资金配置效率。在低利率导致资金供不应求的情况下，商业银行会采用信贷配给的方法分配有限的资金，信贷配给再分配资金时，不仅无法考虑到投资回报率、资金稀缺程度和供求状况，而且还会考虑到国家政策、抵押品、借款人的寻租力度，这样信贷配给降低了资金分配效率；还会导致对高效率部门的资金供给减少，经济中低效率的投资增加，经济的总体投资报酬率下降。

降低经济增长质量。由于信贷配给降低了资金分配效率和投资质量，虽然其短期内可能没有明显影响经济增长速度，但会显著降低经济增长质量，导致低效益、粗放型的经济扩张。我们通过对各国利率市场化之前的实际情况也会发现，通常实施低利率水平的国家，均伴随着高通货膨胀，最终也会阻碍经济增长。

1.4、削弱商业银行经营管理能力

加大商业银行运营成本，导致不良率上升和盈利下降。在监管部门对存贷款利率进行管制的情况下，银行要想吸收更多存款，一是变相提高存款利率，例如使用结构性存款和大量存单等；二是采用非价格竞争手段，如改善服务、增加广告费用、延长营业时间、增设分支机构和改进技术设备等。这些措施均会显著增加商业银行运营成本。因此，低利率政策只是在表面上降低了银行吸收存款的成本，实际上，商业银行要吸收和完全利率市场化时相同数量的存款，其付出的成本有可能更高。此外，商业银行在实施信贷配给时，缺乏效率的操作可能加大自身贷款风险，造成商业银行不良率上升，从而减少银行盈利，亏损增大。

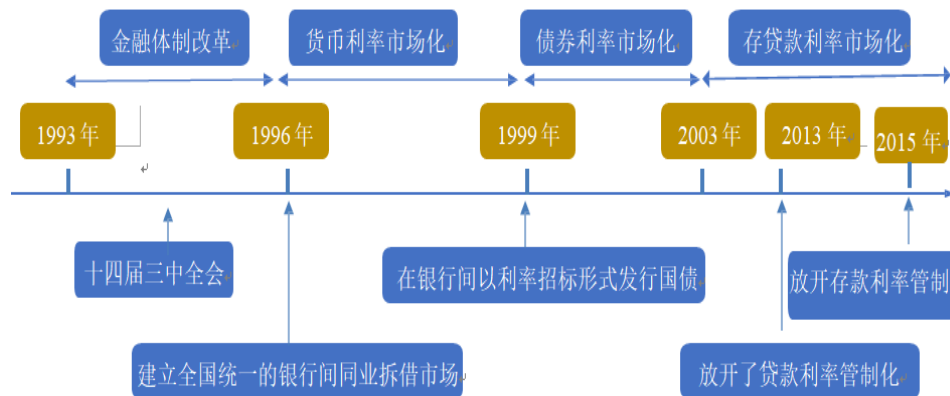
降低银行间竞争水平，导致金融脱媒。由于商业银行只能执行央行制定的利率政策，不能根据不同情况确定不同的存贷款利率。这样经营好的银行无法通过调整利率水平来吸引客户，壮大商业银行经营实力，限制了其竞争能力和业务扩张。对经营不好的银行，可以使它们获得正常的息差和利润，这样它们可能会安于现状，而不必担心来自其他金融机构的竞争压力，无意于改善自身的经营管理。由于人为压低存贷款利率会导致存贷款数量减少，部分追求高收益的资金可能会溢出到非正规金融市场，这样降低传统金融的业务规模，产生金融“脱媒”。

1.5、规避金融监管和产生影子银行

利率双轨诱发了金融机构规避监管，影子银行快速成长。从2010年开始，我国经济下行压力较大，央行保持了货币政策整体宽松和市场流动性宽裕，在货币市场和信贷市场资金价格存在较大差异背景下，金融机构有强烈扩表和发展表外业务的动力。商业银行主要通过“同业存单/表外理财-同业理财-委外/非标投资”的方式将资金委托给外部投资管理机构，绕过了金融监管，非银机构通过货币市场继续加杠杆，形成多层嵌套的产品，继续投向同业存单、非标和委外业务。这样非标资产规模快速增长，影子银行规模在突破百万亿总量，严重影响央行货币政策目标，加大了监管成本。

2、利率双轨制现状分析

利率市场化改革进程稳步推进。我国早在20世纪90年代初就提出了利率市场化改革的方向，1993年十四届三中全会《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出了利率市场化改革的顶层设计，随后我国在借鉴国际经验基础上，按照“先放开货币市场和债券市场利率，再逐步推进存、贷款利率市场化”思路展开，首先，1996年，我国建立了全国统一的银行间同业拆借市场，同业拆借市场利率（CHIBOR）由拆借双方根据市场资金供求自主确定，标志着利率市场化改革的开端；其次，稳步推进债券利率市场化改革，1996年财政部通过交易所平台实现国债市场化发行；1997年，央行开办银行间债券回购业务，同步放开回购利率和现券交易价格；1998年，政策性银行国开行和进出口行先后按照公开招标方式发行金融债券；1999年，财政部以利率招标的形式发行了国债；第三，逐步推进存贷款利率市场化，2003年十六届三中全会进一步明确利率市场化方向，2004年央行放宽商业银行贷款利率浮动上限至2倍，下限仍为0.9倍，随后逐步扩大下限范围，2012年，贷款利率下限调整为基准的0.7倍，2013年取消贷款利率下限，基本实现贷款利率市场化；2015年放开存款利率上限，至此，我国形式上完成了利率市场化改革。

图3：利率市场化改革进程

资料来源：中国人民银行官网，新时代证券研究所

利率市场化成效显著。经过 26 载的利率市场化改革，我国基本实现了货币市场、债券市场和境内外币市场存贷款利率市场化，社会的整体利率市场化程度提高，首先建立了以国债、SHIBOR 为代表的基准利率体系，为金融产品定价提供参照。其次，探索建立利率走廊，充分发挥以 Shibor、DR007 为利率中枢、常备借贷便利利率作为上限的利率走廊作用。第三，利率传导效率有所提升。2016 年四季度至 2017 年末，央行货币政策相对收紧，DR007 逐步上升了 80-100BP，十年期国债收益率上升了 120BP 左右，贷款加权平均利率亦上升了约 50BP 左右；2018 年 4 月央行第二次定向降准之后，货币市场利率和债券利率就开始下行，全年出现 60-80BP 下行空间，而贷款加权平均利率 2018 年四季度也出现缓慢下行，总计下行 25BP 左右。

表1：央行利率双轨制改革进程

时间	央行公告
2013 年 7 月 19 日	全面放开金融机构贷款利率管制，取消金融机构贷款利率 0.7 倍的下限，取消票据贴现利率管制，个人住房贷款利率浮动区间暂不作调整。
2015 年 10 月 23 日	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。
2018 年一季度货币政策报告	利率市场化改革还有一些“硬骨头”。目前存贷款基准利率和市场利率“两轨”并存，存在存款“搬家”现象，一定程度上推动银行负债短期化、同业化，资金稳定性下降，成本上升。
2018 年二季度货币政策报告	进一步推进大额存单发展，促进金融机构自主合理定价，完善市场化的利率形成、调控和传导机制，推动利率逐步“两轨合一轨”。
2018 年三季度货币政策报告	完善利率走廊机制，增强利率调控能力，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 年四季度货币政策报告	稳妥推进利率“两轨合一轨”，完善市场化的利率形成、调控和传导机制。强化央行政策利率体系的引导功能，完善利率走廊机制，增强利率调控能力，重点是进一步疏通央行政策利率向市场利率和信贷利率的传导，提升金融机构贷款定价能力，适度增强市场竞争，更好地服务实体经济。继续培育市场基准利率和完善国债收益率曲线，健全市场化的利率形成机制。
2019 年央行工作会议	稳妥推进利率“两轨合一轨”，完善市场化的利率形成、调控和传导机制。

资料来源：中国人民银行官网，新时代证券研究所

利率并轨的缘由。虽然我国已在 2013 年放开了贷款利率管制，2015 年放开了存款利率上限，但在实际经济运行中，由于监管部门和市场利率定价自律机制的存

在，商业银行的存贷款利率依然只是在基准利率基础上维持浮动，因此存贷款利率并未实现真正的市场化定价，目前存贷款基准利率和市场利率“两轨”并存，商业银行（FTP）内部定价机制不健全，基准利率体系和利率走廊机制建设还需进一步推进，利率市场化改革还有一些“硬骨头”需要重点突破。

利率双规导致存款搬家，商业银行负债短期化、同业化，息差缩窄。虽然目前存款利率浮动上限已经完全放开，但是在利率定价自律机制下，上浮比例一般在50%左右，上浮后存款利率仍低于同期限的银行理财、货币基金等市场化产品，商业银行吸收传统存款难度日益增大。从银行存款增速来看，由2013年4月的16.2%逐步下行至2019年3月的8.7%，而与此同时，银行理财以及货币基金加快发行，存款“搬家”现象突出。这样倒逼商业银行负债端资金来源逐步趋于多元化和市场化，部分商业银行依靠发行同业存单进行资产负债表扩张，由于同业负债利率跟随货币市场利率波动，银行负债成本增加。例如，2016年末至2017年随着货币利率和债券利率抬升，银行3M同业存单利率最高达到5.3%，但是贷款利率变化并不明显，商业银行息差被进一步压缩，甚至部分商业银行出表寻求高收益率产品，推动非标产品快速扩张，衍生出金融空转和监管套利，影子银行过度繁荣。

利率“双轨制”在一定程度上削弱了货币政策传导效率。在货币政策传导过程中，央行首先通过宽货币，引导货币市场利率下行，目前经过多轮降准和定向降准之后，我国隔夜shibor已经降至平均2.3-2.5%左右水平，但是银行的结构性存款利率依然维持在4%左右，普通存款利率也没有出现明显变化，在同业负债未纳入MPA考核之前，商业银行可以通过发行同业存单，增加同业负债来发行贷款，这样央行的公开市场操作利率可以通过货币市场利率影响同业负债利率水平，进而影响商业银行贷款利率，但是在同业负债未纳入MPA考核之后，商业银行需要更加以更高成本吸收一般性存款，这样央行货币政策利率通过货币市场利率再传导到贷款利率效率大打折扣。同时中小微和民营企业融资成本明显高于国企和地方政府融资平台也是利率双规导致的结果，这也是近期民企股票质押危机和债务违约危机的主要原因之一。

利率双轨产生了一定的套利空间。例如，自2018年5月以来，票据融资出现爆发性增长，一方面得益于银行风险偏好下降，将中长期贷款转为短期票据融资；另一方面来自于货币市场利率下行，带动票据市场利率快速下行，尤其是当票据融资利率低于结构性存款时，企业可以通过存入结构性存款，然后在商业银行开出承兑汇票，通过票据贴现赚取息差进行套利。正是利率双轨制的存在使得这种套利行为短期难以消除，只有在利率并轨之后，这种套利空间才会真正消失，因此在当然防范金融风险大背景下，推动利率并轨是减少套利的最有效措施。

利率并轨当务之急并不是建立统一的锚，而是监管理念的转变。当2018年4月央行第二次定向降准之后，货币市场利率和债券利率就开始下行，全年出现60-80BP下行空间，而非标到期续作和房地产融资旺盛导致贷款加权平均利率一直到2018年四季度才出现缓慢下行，这种背离一方面来自传导机制不畅，资管新规之后，非标和影子银行融资渠道收缩，部分行业回归表内，推动贷款利率上升，信用紧缩程度超市场预期，传导效率进一步下降；另一方面监管的要求，央行对商业银行设定了存贷款各种考核指标，并将同业存单纳入MPA考核，迫使商业银行即使同业存单利率比结构性存款低，也不得不更高成本重视传统存款的重要性，叠加发债等限制，**银行负债端定价机制进一步割裂。**亟需监管部门转变监管理念，赋予商业银行在负债端更多自主选择权，商业银行将会自发实现贷款内部资金转移定价（FTP）与金融市场业务FTP统一，利率并轨也迎刃而解。

3、海外经验与启示：利率并轨并非只是放开价格管制

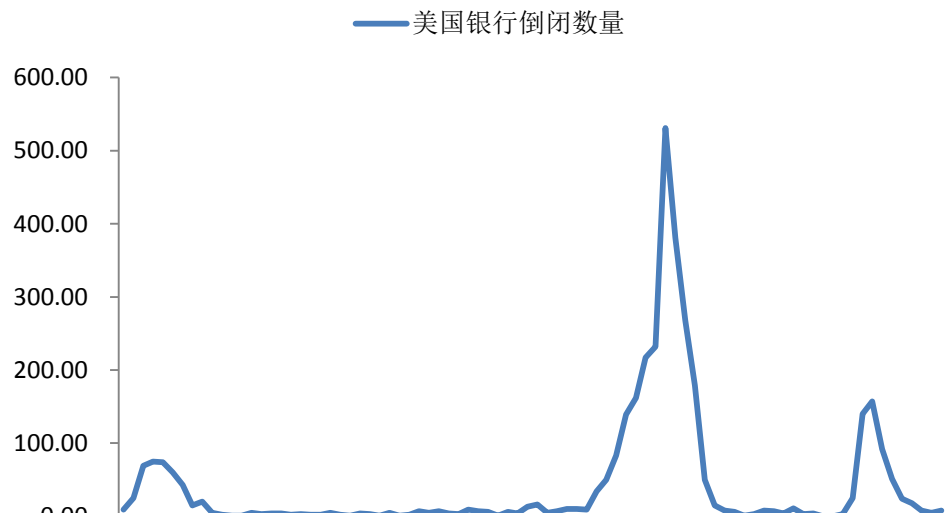
为了满足投资需求，世界上绝大多数国家历史上均经历过不同程度的利率管制，但是由于宏观经济波动，高通胀和金融市场的快速发展，利率管制的弊端日益突出，为了调整经济结构，各国纷纷推出了利率市场化改革。利率市场化改革之后，多数国家和地区出现了实际利率水平上升现象，为了减轻利率市场化带来的冲击，各国纷纷建立存款保险制度、完善金融风险防范和化解机制，为利率市场化改革顺利进行提供制度保障。

3.1、美德等发达经济体利率市场化模式

美国利率市场化背景。美联储颁布的“Q 条例”推动了二战后美国经济的快速发展，但是其弊端不断显现：一是僵化的利率管制无法适应高通胀，导致大量资金从银行流向货币市场，造成美国金融体系不稳，出现了储贷危机；二是扭曲了美联储货币调控机制，造成信用供给错位；三是限制了银行间竞争。

美国利率市场化措施。随着 20 世纪 70 年代，美国出现银行业经营危机，美国推出了四方面利率市场化改革：一是取消大额存单利率管制，提高存款利率上限；二是准许非银机构参与货币市场基金；三是允许金融机构开设 NOW 账户，实现可转让支付命令和自动转账服务；四是取消所有定期存款利率上限，废除和修正“Q 条例”。

图4： 美国银行倒闭数量



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_12938

