

我国进一步推进利率市场化改革的时机日趋成熟

我国利率市场化的历史、现状与政策思考

中国人民银行调查统计司课题组



我国利率市场化的历史进程

从人民银行成立到1995年，中国人民银行对利率实行集中统一管理，金融部门不得自定利率，中国人民银行是国家管理利率的唯一机关，其他单位不得制定与国家利率政策和有关规定相抵触的利率政策或具体办法。1996年，中国人民银行启动利率市场化改革，2003年2月，中国人民银行在《2002年中国货币政策执行报告》中公布了中国利率市场化改革的总体思路：先外币、后本币；先贷款、后存款；先长期、大额，后短期、小额。把中国利率市场化改革的目标确定为逐步建立由市场供求决定金融机构存、贷款利率水平的利率形成机制，中央银行通过运用货币政策工具调控和引导市场利率，使市场机制在金融资源配置中发挥主导作用。我国的利率市场化进程实质上分为货币市场的利率市场化、资本市场的利率市场化和金融机构存贷款的利率市场化进程。

金融机构存贷款利率的市场化进程

当前，虽然金融机构人民币贷款利率仍然受中央银行下限管制，但贴现利率与外币贷款已经基本实现市场化定价，贷款利率基本实现市场化定价；人民币存款利率仍然受到严格的上限管理。

人民币贷款利率浮动区间调整，实现下限管理。中国人民银行对人民币贷款利率的管理是从调整基准利率和贷款浮动范围两方面进行的。在人民币贷款利率市场化进程中，中央银行不断调整金融机构贷款利率浮动范围，直至放开贷款利率上限，给予商业银行更大的利率定价权。考虑到房地产行业的特殊性，个人房地产贷款利率与其他种类贷款有所不同。

贴现利率市场化进程。总体来看，目前贴现利率基本实现市场化定价，并与市场利率形成了较好的联动关系。1998年3月以前，我国的贴现利率比照贷款利率管理，贴现利率在同期同档次贷款利率基础上上浮5%~10%。1998年3月，人民银行改革贴现利率形成机制，贴现利率根据再

贴现利率加点生成，最高不超过同档次贷款利率（含浮动）。随着2004年10月贷款利率上限放开，贴现利率与贷款利率同步实现下限管理。2005年以后，金融机构办理贴现业务的资金来源逐步转向自有资金或货币市场融入资金，与再贴现资金无关，贴现利率与再贴现利率逐渐脱钩。

外币贷款利率市场化全面实现。1996年以来，随着商业银行外币业务的开展，各商业银行普遍建立了外币利率的定价制度。与此同时，境内外币资金供求相对宽松，外币利率市场化的市场基础和时机日渐成熟，因此步伐相对较快。2000年9月，外币贷款利率放开，各项外币贷款利率及计结息方式由金融机构根据国际市场的利率变动情况以及资金成本、风险差异等因素自行确定。各金融机构以法人为单位制定本系统的外币利率管理办法。外币贷款利率管制放开后，外币贷款利率由借贷双方根据市场资金供求情况以及国际市场利率走势按照商业原则自主确定。以美元贷款为例，境内美元贷款利率走势与国

际市场美元Libor高度相关。

存款利率市场化进程。虽然近年来,我国的利率市场化进展迅速,人民币存款利率也于2004年10月实现上限管理,但人民币存款利率直接影响到商业银行资金成本,对其资产负债操作产生巨大影响,并且对贷款利率、同业拆借利率、债券利率、Shibor报价等产生较大影响,存款利率的上限管理压低了整体利率水平,实质上人民币存款利率受到较为严格的管制。与人民币存贷款利率不同,境内外币存贷款利率市场化由于市场基础较为成熟,步伐相对较快。2000年9月,外币贷款利率和300万美元以上大额外币存款利率放开;2003年7月,小额外币存款利率管制币种由7种外币减少为4种;同年11月,小额外币存款利率下限放开。2004年11月,1年期以上小额外币存款利率全部放开。

货币市场利率市场化进程

我国基本在1996年实现了同业拆借市场的利率市场化,并且在随后的10多年里,货币市场利率市场化程度不断完善。同业拆借市场成交量和回购市场成交量自实行市场化利率后均出现大幅增长,2006年前回购交易量增速高于同业拆借量增速,自2006年开始,同业拆借量加快增长,与回购交易量差距逐渐缩小。到2010年,质押式回购交易量大约为银行同业拆借量的3倍。两者利率也高度相关,相关度达到98.9%。此外,买断式回购业务也逐步增长,2010年累计成交已超2.9万亿元人民币,大约为质押式回购交易量的3.4%。

债券市场利率市场化进程

中国的债券发行利率早期需要由人民银行审批,后随着利率市场化的逐步推进,逐步放开了金融债券、国债、企业债的利率管制,债券市场基本实施的是市场化利率。

我国的利率调控机制建设

我国中央银行利率调控机制不断完善,以往直接对利率进行管制性调控的方式已经逐步让位于存贷款利率上下限

管理与引导市场利率走势并重的调控模式,公开市场操作在利率调控中的作用日益突出,市场化程度和间接调控程度不断提高。

人民银行的利率调控现状

现阶段,人民银行对利率水平调控主要有两种方式,即直接调整存贷款基准利率和通过公开市场操作引导市场利率走势,间接影响利率体系。随着中央银行调控方式逐步从直接型调控向间接型调控、从数量型调控向价格型调控转变,利率调控方式也面临重大改革。

随着利率市场化改革的推进,我国存贷款利率调控大致分为两个阶段:一是2004年以前,中央银行根据宏观经济形势和货币政策的需要,直接调整金融机构存贷款利率水平,金融机构基本没有或拥有很小的贷款利率浮动权;二是2004年以后,中央银行不断扩大金融机构贷款利率浮动范围,直至放开贷款利率上限和存款利率下限,将更多的利率定价权赋予金融机构。在不触及管制利率下限的情况下,中央银行贷款基准利率对金融机构定价发挥指导性作用,贷款利率水平在很大程度上已由市场供求关系决定。

我国公开市场操作起步于1996年。近年来,随着人民银行货币政策调控方式由直接调控向间接调控方式转变,公开市场操作已成为货币政策日常操作的主要工具,对于调控货币供应量、调节商业银行流动性水平、引导货币市场利率走势发挥了积极作用。

当前利率调控模式的不足之处

目前,人民银行实行二元化的利率调控模式,市场化利率调控机制有待进一步完善:一是中央银行利率调控框架尚未完全建立,适合我国国情的公开市场操作工具、目标利率选择等一系列重要制度安排仍需进行长时间的探索。二是利率传导机制不畅通。在二元调控模式下,公开市场操作、存贷款利率对于金融市场利率具有较强的引导作用,但金融市场利率对存贷款利率的引导作用有限,亟需理顺各种利率的比价关系,疏通利率间接调控的传导渠道。三是金融基础设施不健全。市场基

准利率体系仍不完善,还不能很好地为金融产品定价提供有效的利率基准;长期以来商业银行存贷款利差稳定,其风险定价能力较弱。

逐步放松利率管制,推进利率市场化进程,一方面提高了商业银行业务经营与市场拓展的灵活性,有利于商业银行创新金融产品,优化资源配置。另一方面,利率市场化也对商业银行如何进行利率定价提出了新的挑战。

金融市场基准利率体系建设

就人民币利率产品而言,在利率双轨制的情况下,商业银行一般采用分别构建管制利率产品FTP(资金转移定价)和市场化产品FTP的方式实现内部转移定价,其中管制利率FTP采用人民银行公布的各期限基准利率作为定价基准,市场化产品FTP使用Shibor、央行利率、国债利率等作为定价基准。外币FTP一般采用确定基础FTP价格和FTP调整项的方式,其中基础FTP价格使用各币种的市场收益率曲线,如Libor等,调整项则根据境内外市场之间的差异以及商业银行的管理需要设定。

此外,金融机构存贷款基准利率与中央银行基准利率也会成为其他利率产品的参考利率。

Shibor、央行利率与国债收益率曲线等构成了我国的金融市场基准利率体系,可以为市场提供从隔夜到50年、期限结构完整的定价基准,是包括存贷款利率在内的各种金融产品的直接定价参考,也可为宏观调控提供全面可靠的决策分析依据。

我国利率市场化改革的政策思考

改革开放三十多年来,我国的利率市场化改革取得了令人瞩目的成就,货币市场和债券市场已经基本实现了利率市场化,存贷款利率也基本实现了“贷款管下限、存款管上限”的阶段性目标。当前,我国进一步推进利率市场化改革的时机已日趋成熟。一是从利率间接调控的可行性看,近年来中央银行公开市场操作体系逐步完善,对市场利率的引导能力逐步

提高。二是经过这一轮大规模的金融机构改革，商业银行公司治理得到明显改善，资本充足率提高，资本约束增强，为实现市场竞争奠定了良好基础。三是金融市场发展迅速，以拆借和回购交易为主的货币市场、以各类债券为主的资本市场以及衍生产品市场都得到较大的发展，并且已经实现市场化运行。四是金融机构的定价能力逐步提高，企业和居民对利率市场化了解程度以及对利率的敏感度有所提高。为此，在我国利率市场化改革方面，笔者提出如下建议：

准确把握利率市场化改革的指导方向和原则

应抓住时机逐步扩大利率浮动区间，而不是一次性完全放松利率管制；应先允许部分符合标准的金融机构试行市场化定价，限制不达标金融机构的定价权；应全盘慎重考虑不同阶段的利率政策对金融市场的影响，尽量避免不同类型利率产品间的套利行为；利率的放开程度应与金融机构和企业、居民的接受程度一致，而不应产生过大偏离。

完善利率传导机制

目前我国市场化利率调控机制不完善：一是中央银行利率调控框架尚未完全建立，适合我国国情的公开市场操作工具、目标利率选择等一系列重要制度安排仍需进行进一步的探索；二是利率传导机制不畅通，公开市场操作对于市场利率具有一定的引导作用，但对于存贷款利率的引导作用有限；三是金融基础设施不健全，市场基准利率体系仍不完善，还不能很好地为金融产品定价提供有效的利率基准。

一是确立中央银行宏观调控的目标利率。当前中央银行实质上将存贷款基准利率作为宏观调控的目标利率，市场手段调控较少，存在一定的金融压抑。而衡量融资成本、投资收益，以及管理层的宏观调控都与中央银行目标利率密切相关，中央银行目标利率是利率市场化机制的核心。各国中央银行采用的目标利率有伦敦同业拆放利率、美国联邦基金利率以及日本的隔夜拆借利率等不尽相同。我国需

要形成市场化的中央银行目标利率，使公开市场操作有的放矢。当前我国金融市场上形成了种类繁多的基准利率，Shibor、Chibor、国债利率、定期存款利率等都在利率产品定价方面发挥了重要作用。当前关键是要选择、培养一种能够为中央银行公开市场操作有效调控又具有广泛市场影响力的利率作为中央银行的目标利率。

二是疏通利率传导渠道。金融市场利率以及公开市场操作利率不能有效引导存贷款利率是当前利率传导机制的核心问题。事实上，当前的存贷款基准利率反过来直接影响金融市场利率，甚至影响公开市场操作利率，扭曲了正常的市场化利率传导机制。在当前的传导机制下，如果贸然实现存贷款利率市场化，可能出现的结果是：存贷款利率上升，金融市场利率上升，公开市场操作利率被动上涨，形成倒逼机制，此时的中央银行一方面失去了对存贷款利率的直接控制，另一方面间接调控又可能难以有效运作。因此，在最终放弃对存贷款利率的直接管制前，需要完善利率传导机制。

进一步推进贷款利率市场化

从改革的经验来看，简化放宽贷款利率下限和贷款利率档次是推进贷款利率市场化的主要方式。第一，放宽贷款利率下限。可将贷款利率下限由现行的贷款基准利率0.9倍放宽至0.8倍。一方面可扩大金融机构自主定价空间，另一方面也可防止利率下限过低可能造成的非理性竞争风险。第二，简化贷款利率档次。通过合并贷款利率档次，逐步放松对贷款利率的管制。

存款利率市场化是改革的重要环节和最终目标

存款利率上限管理扭曲金融市场定价机制。第一，作为部分金融产品定价的基准利率，如果存款利率存在上限管理，那么这些市场化的金融产品的利率也是在非自由化的要素市场前提下获得的，其定价不能真实反映市场供需。第二，低水平的存款利率下，Shibor、回购利率、央行发行利率、国债利率等基准利率也会被市场压低，从最底层影响金融市场利率产品价

格。第三，存款利率上限管理不利于商业银行竞争机制形成，它在很大程度上保护了大型商业银行，导致金融效率低下。第四，存款利率上限管理对贷款利率市场化也有很强的阻碍作用。由于资金成本低下，商业银行面对特别优质企业的贷款基本按照贷款利率下限执行，但依然能取得稳定的利差收入。此外，存款利率上限管理与利率调控改革方向也不一致。

但存款利率市场化会产生一定的消极影响。存款利率上限管理使存贷款利率水平均低于均衡水平，存款利率市场化后会促使利率上涨，使实际利率水平普遍上升，存贷利差趋于缩小；同时还可能会对财政、货币政策，金融市场以及宏观经济产生较大影响。具体表现为：利率大幅上升，企业成本增加，物价上涨；中央银行利率调控政策调整；财政债务利息负担加重，银行经营风险加大，抑制投资、减少消费等。

因此，我们推进存款利率市场化依然需要保持中央银行的调控力度和对市场的影响，保证国民经济的稳健运行。在取消存款利率管制之前，最为根本的是要建立完善中央银行利率调控框架，理顺利率传导机制，实现公开市场操作利率—短期市场利率—企业存贷款利率的顺畅传导。对此，我们要对存款利率实行渐进式市场化改革。■

课题组成员：盛松成 王毅 闫先东
向晓岚 刘西（执笔） 戴国海

（责任编辑 赵雪芳）