

· 宏观经济 ·

“双轨合一”是我国 利率市场化改革的必然结果

杜金富 张红地

摘要：利率作为资金的价格，对整个社会经济发展的影响非常重大和广泛。推动利率“双轨”合二为一是我国利率市场化进程中的最后一个关卡，也是我国利率市场化的关键步骤。为了加快我国利率市场化进程，2019 年中国人民银行明确提出要稳妥推进利率“两轨并一轨”，完善市场化的利率形成、调控和传导机制。目的是建立健全与市场相适应的利率形成和调控机制，提高央行调控市场利率的有效性。利率并轨就是要改变信贷市场价格形成基础，取消存贷款基准利率，实现存贷款利率定价基准与货币市场资金定价基准的趋同，即完全由市场资金供需状况决定。

关键词：利率改革 双轨合一 市场化

作者简介：杜金富，北京语言大学商学院院长、研究员、博士；

张红地，北京语言大学经济研究院研究员、博士后。

2019 年中国人民银行工作会议明确提出要加快利率市场化改革进程，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。目的是建立健全与市场相适应的利率形成和调控机制，提高央行调控市场利率的有效性。我国利率市场化改革已进行多年，推动利率“双轨”合二为一是我国利率市场化进程中的最后一个关卡，也是我国利率市场化的关键步骤。利率并轨就是要改变信贷市场价格形成基础，取消存贷款基准利率，实现存贷款利率定价基准与货币市场资金定价基准的趋同，即完全由市场资金

供需状况决定。

一、利率市场化道路选择的关键：市场驱动或政府主导

（一）发达国家的利率市场化大多是市场驱动的结果

发达国家的利率市场化尽管受到新自由主义经济思想的影响，但主要是经济金融发展自然演进的结果，是市场做出的选择，或市场推动政府做出的选择。

从美国的情况看，20世纪60年代中后期，随着通胀率不断提高，僵化的Q条例导致负利率时常发生。Q条例的约束和分业经营的限制，使银行处于不公平的竞争地位，证券市场不断发展、金融国际化和投资多样化，导致大批资金流入非银行金融机构，“金融脱媒”现象严重。欧洲美元市场的发展还导致美元存款大规模外流。为了应对存款流失，美国存款类金融机构创新了大量金融产品，如可转让支付命令账户（NOW）、电话系统（TTS）、自动转账服务（ATS）和股金提款户（CUSDA）等。这些新型金融产品具有集储蓄和投资于一体的特点，突破了Q条例规定的利率上限，受管制的金融机构利用各种方式和手段逃避管制，废除利率管制的呼声越来越高，利率市场化成为大势所趋。

日本的利率市场化则是国内外环境倒逼的结果。20世纪70年代，日本政府为了应对滞胀和为财政赤字融资，被迫放开国债利率，以增加国债的容量和流动性。同时，由于实际利率较低，其他融资渠道的发展使得银行存款大量分流，脱媒形势倒逼银行也转而支持利率市场化。另一方面，当时欧美各国积极放松利率管制，利率水平上升，而日本严格的利率管制使其国内利率相比于国外较低，资金出现流出趋势。日本大量购入美元债券。再加上国外对日本的投资有限，日本资本项目出现巨额逆差，日元汇率被压低，日元低估和美元高估导致了美国对日贸易的巨额逆差。最终，迫于现实情况及美国等国施压，日本实行了金融自由化，开放金融市场，实现利率、汇率自由化。

德国和英国属于在短期内放开利率管制的国家，但这两个国家的利率市场化同样也是市场推动的结果。德国的利率市场化也是由国内外双重因素推动。1958年，德国恢复了马克的自由兑换，第二年又实行了资本账户的自由化。资金的自由流动使得国外的利率变动对国内的影响增强。德国民众和企业为寻求高利息，纷纷将存款转向欧洲货币市场，导致大范围的存款流出。德国银行为防止存款外流纷纷绕开利率管制，使用全能银行的优势，用其他优惠条件争取存款，形成事实上的高利率状态，使利率管制形同虚设。例如，银行利用兼营证券业务的便利，对客户以低价卖出证券，然后附带条件以高价买进，以此为客户提供较高的利息收益。在内外形势的相互影响下，要求解除利率控制的呼声越来越高，利率市场化成为必然选择。

（二）发展中国家激进式的利率市场化主要由政府主导

发展中国家在推行利率市场化之前一般都存在金融抑制现象，包括压低存贷款利率、信贷配给、抑制直接融资市场发展、保持银行在融资渠道中的主导地位。大部分发展中国家在推行利率市场化时，国内金融市场的成熟程度远低于发达国家，货币化程度很低。尽管利率市场化大多是在经济金融情况恶化的背景下做出的一种政策选择，但更多是受金融自由化思想影响，以及发达国家的示范效应引起的。我国利率市场化改革与我国经济体制改革同步进行，属于典型的政府主导。

二、我国利率体系的特点和现状

我国的利率体系可分为中央银行利率、金融市场利率和商业银行存贷款利率三个层次。其中，中央银行利率是中央银行货币政策工具的利率，包括公开市场操作利率、法定准备金利率、超额准备金利率、再贷款利率、再贴现利率、金融机构存贷款基准利率、创新性流动管理工具利率（常备借贷便利 SLF、中期借贷便利 MLF、抵押补充贷款 PSL）；金融市场利率指金融市场上各种产品的利率，包括货币市场利率和中长期利率，其中，货币市场利率包括银行间拆借市场利率、银行间债券回购利率、短期票据利率、短期融资券利率，中长期利率包括债券收益率和中期票据利率；商业银行存贷款利率是指以商业银行为主体与其他机构或个人发生的存款或贷款的利率。

（一）中央银行利率体系

1. 公开市场操作是中国人民银行货币政策操作的重要工具。我国公开市场业务债券交易主要包括回购交易、借贷便利、短期流动性便利、现券交易和发行中央银行票据。目前，我国的公开市场操作利率与货币市场利率同向变动，其下限是央行超额准备金利率，上限为再贴现利率。

2. 存款准备金利率是中央银行支付给金融机构缴存的存款准备金所支付的利率。1996 年之前，我国法定准备金与超额准备金执行相同的利率水平。1996 年 8 月，中国人民银行对法定准备金和超额准备金实行差别利率，并分别下调存款准备金和超额准备金利率，由原来的 8.82% 分别下调至 8.28% 和 7.92%，1997 年 10 月又分别下调至 7.56% 和 7.02%。1998 年之前，我国将商业银行在中央银行的存款分为“缴来一般存款”和“备付金存款”，1998 年 3 月将两个账户合并统一为准备金账户，并将缴来一般存款利率 7.56% 和备付金存款利率 7.02%（加权平均 7.35%）统一下调到 5.22%。经过 4 次调整后，至 2002 年 2 月准备金利率下调至 1.89%。2003 年 12 月，中国人民银行改革了准备金存款利

率制度，对金融机构法定准备金存款和超额准备金存款采取一个账户、两种利率的方式分别计息，超额准备金存款利率客观上发挥了货币市场利率下限的作用。

3. 再贷款是中央银行向商业银行提供的信用贷款。中央银行通过调整再贷款利率可起到向社会和商业银行宣示货币政策变动的的作用，在一定程度上影响人们的预期。为完善中央银行利率形成机制，逐步提高中央银行引导市场利率的能力，理顺中央银行和借款人之间的资金利率关系，提高再贷款管理的科学性、有效性和透明度，2004年3月中国人民银行开始实行再贷款浮息制度。在再贷款（再贴现）基准利率基础上，适时确定并公布中央银行对金融机构再贷款利率加点幅度，以增强中央银行根据经济金融形势适时调整再贷款（再贴现）利率的能力。专项再贷款中超过中国人民银行核定限额的部分，及金融稳定再贷款利率，按发放日前一年的7年期国债加权平均发行利率加0.5个百分点确定，用于金融机构头寸调节和短期流动性支持的再贷款利率统一加0.63个百分点，再贴现利率加0.27个百分点。2014年，为进一步改善宏观调控，规范再贷款的功能定位，充分发挥中央银行流动性管理和引导金融机构优化信贷结构的功能，中国人民银行进一步调整再贷款分类，将原流动性再贷款进一步细分为流动性再贷款和信贷政策支持再贷款，金融稳定再贷款和专项政策性再贷款分类不变。流动性再贷款和2013年创新的常备借贷便利工具一起，用于向符合宏观审慎要求的金融机构按需提供流动性支持；信贷政策支持再贷款则包括支农再贷款和支小再贷款（即原中小金融机构再贷款）。

4. 再贴现利率是商业银行将其贴现的未到期票据向中央银行申请再贴现时的折扣利率。在中央银行再贴现业务起步阶段，再贴现是在同期各档次银行贷款利率的基础上下浮动5%~10%。从1996年5月起，改为再贴现利率在相应档次的再贷款利率基础上下浮动5%~10%。1998年3月起，中国人民银行改革再贴现利率和贴现利率的生成机制，规定再贴现利率作为独立的利率档次由中央银行确定，贴现利率在再贴现利率基础上加点形成。2004年3月25日，经国务院批准，中国人民银行开始实行再贴现浮息制度。为提高货币调控效果，有效防范银行体系流动性风险，增强对货币市场利率的调控效力，中国人民银行于2013年年初创设了公开市场短期流动性调节工具（SLO）和SLF。SLO作为公开市场常规操作的必要补充，以7天期内短期回购为主，采用市场化利率招标方式开展操作。SLF的主要功能是满足金融机构期限较长的大额流动性需求。SLF的最长期限为3个月，利率水平根据货币调控需要、发放方式等综合确定。为保持银行体系流动性总体平稳适度，支持货币信贷合理增长，2014年9月，中国人民银行创设了MLF，作为中央银行提供中期基础货币的货币政策工具。中国人民银行在2014年6月创设了PSL，即通过商业银行抵押资产从中央银行获得融资的利率来引导中期市场利率。

（二）货币市场和债券市场利率

我国的货币市场主要由银行间同业拆借市场、银行间债券市场和票据市场组成。同业拆借市场和债券市场构成货币市场交易的主体，其中，质押式回购占最主要部分，同业拆借利率和银行间市场质押式回购利率是中国最主要的货币市场利率。

1986 年我国明确规定允许专业银行相互拆借资金后，以各地各银行组建的融资中心等机构为依托的同业拆借市场迅速发展起来。1996 年 1 月，中国人民银行规定所有的同业拆借业务均通过全国统一的同业拆借市场网络办理，从而正式组建了银行间同业拆借市场，并形成中国银行间同业拆借利率（Chibor）。金融机构通过银行同业拆借市场开展以信用为基础的短期资金借贷，其最长借贷期限一般为 4 个月，2007 年银行同业拆借最长期限延长至 1 年。2007 年 1 月 4 日，全国同业拆借中心正式推出了新的货币市场基准利率——上海银行间同业拆放利率（Shibor）。目前，公布的 Shibor 期限品种共有 8 个，分别是隔夜、1 周、2 周、1 个月、3 个月、6 个月、9 个月及 1 年。在运行之初，Shibor 报价团由 16 家银行组成，每日剔除最高、最低各两家报价。2012 年 12 月，Shibor 报价团扩大至 18 家金融机构，并每日剔除最高、最低各 4 家报价。1997 年前，我国债券市场主要分为交易所市场和银行柜台凭证式国债市场。由于建立之初交易所市场监管经验不足，市场风险较大，1997 年 6 月，中国人民银行要求商业银行退出交易所债券市场，正式成立银行间债券市场。金融机构主要通过银行间债券市场进行现券买卖和回购交易。回购交易又分为质押式回购和买断式回购：前者需将交易方的债券在交易期内质押冻结；后者则很大程度上具有信用交易的特征。质押式国债回购利率有 1 天、7 天、14 天、21 天、1 个月、2 个月、3 个月、4 个月、6 个月、9 个月、1 年共 11 个交易品种。2004 年 5 月开始进行买断式债券回购交易，回购利率有 1 天、7 天、14 天、21 天、1 个月、2 个月、3 个月共 7 个交易品种。

目前，银行间债券市场已经成为我国债券融资的主要渠道，而且银行间市场也是中央银行开展公开市场操作进行间接货币政策调控的主要场所。银行间债券市场经过十多年的发展已具备了一定的市场广度和深度。2013 年 12 月 8 日，人民银行发布《同业存单管理暂行办法》并于 12 月 9 日正式实施。12 月 12—13 日，中国银行、建设银行、国家开发银行等 10 家金融机构分别发行了首批同业存单产品，此后陆续开展了二级市场交易，并初步建立了同业存单双边报价做市制度。同业存单以市场化方式定价，具有电子化、标准化、流动性强、透明度高等特点，可以为中长端 Shibor 提供更透明、市场化的报价参考，对于提高中长端 Shibor 的基准性、拓宽银行业存款类金融机构融资渠道、促进规范同业业务发展具有积极意义。

（三）商业银行存贷款利率

目前，商业银行的定价机制包括内部资金转移定价（FTP）机制及风险定价机制。FTP是商业银行根据外部定价基准和自身经营导向制定的资金价格，通过内部资金中心与业务经营单位按此价格有偿转移资金的方式，完成外部基础定价、核算业务成本与收益、调控全行资产负债规模与结构等目标的经营管理模式。目前，部分商业银行已建立并应用FTP，其中大部分银行实行全额资金转移的FTP体系，部分银行仍沿用差额转移的方式。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一般采取确定基础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，如伦敦同业拆借利率（Libor）、香港银行同业拆借利率（Hibor）等，FTP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。

风险定价就是通过实施风险与收益对称的定价管理方法，在风险调整框架下，确定银行应该为其资产组合中包含的信用风险索价的水平。目前，我国大多数商业银行均在贷款定价中考虑了风险定价的因素，贷款价格考虑资金成本、操作成本和风险补偿三个因素。在贷款定价中，资金成本通过FTP定价系统加以控制，操作成本通过作业成本分析完成。最核心的部分就在于计算风险补偿，即在内外部评级的基础上，准确估算信用风险的概率分布及敞口，计算违约概率和违约损失率，而由于缺乏完整连续的历史数据，我国银行对违约概率和违约损失率的计算尚有待提高。

近年来，随着利率市场化改革的深入，国内银行纷纷加强利率定价管理的组织建设，完善利率定价管理制度，研究开发利率定价模型，建设定价支持系统，健全利率定价管理机制。以工商银行、农业银行、中国银行、建设银行为代表的大型银行利率定价管理主要由资产负债或财务会计等综合管理部门牵头，制定了统一的利率管理办法、存贷款定价政策，管理制度比较健全，日常定价管理实行统一管理与分级授权相结合；全国股份制商业银行建立了以资产负债管理委员会、计划财务部门为核心的利率定价管理组织体系，统一制定产品定价政策，建立了分级授权体系，业务部门和分支机构在总行利率授权范围内执行利率定价政策。2013年7月人民银行放开了贷款利率管制后，为进一步完善商业银行定价机制，建立健全了市场利率定价自律机制，并引入了贷款基准利率（LPR）集中报价和发布机制。LPR是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率，其他贷款利率可在此基础上加减点生成，实际上为商业银行贷款定价提供了基准。

三、金融市场基准利率体系及其作用

(一) 市场基准利率

市场基准利率指在一国的利率体系中起基础作用、作为市场其他产品利率定价参照系的利率体系，通常由短期货币市场基准利率体系（当前各国主要是以报价利率为主的利率体系，如英国的 Libor 和我国的 Shibor）和中长期市场资金基准收益率曲线（主要是国债收益率曲线）共同组成一条完整的利率期限结构。通常来讲，存款利率的完全放开标志着利率市场化改革的完全实现。长期以来，我国缺乏一条完整的基准收益率曲线，特别是短期债券品种相对较少，期限品种不健全，货币市场基准利率体系发展缓慢，这在一定程度上制约了利率市场化等改革的推进。一条完整的基准收益率曲线是由货币市场基准利率和中长期基准利率共同组成，而一年期以下的货币市场基准利率更为重要。这是因为，根据利率期限结构的预期理论，短期利率与长期利率之间存在长期均衡的协整关系，收益率曲线的形状主要反映了市场对通货膨胀和经济增长的预期。因此，作为固定收益类金融产品和服务定价的基础，以及货币政策操作重要的参考依据，货币市场基准利率体系建设更为重要。

Shibor 货币市场基准利率作用日趋成熟。从市场基准利率的定义来看，市场基准利率在功能上应具备如下性质：市场代表性、基准性、稳定性、无风险性、期限结构的完整性以及与实体经济的相关性。所谓市场代表性（或流动性、相关性）是指市场基准利率的形成应是市场参与程度高、能够代表货币市场交易的主体，与主要市场利率保持较强的相关关系。基准性是指基准利率在利率体系中居于关键地位并具有主导作用，能够有效影响其他货币市场利率。稳定性（或可控性、抗干扰性）是指在具备较强市场敏感性的同时对短期性因素的抗干扰性较强，波动不应过于频繁剧烈，这样中央银行可以通过货币政策操作有效影响基准利率，进而实现货币政策意图。无风险性是指理论上基准利率应该具有无风险利率的特征，因为金融产品价格实际上就是考虑到各种不确定条件下对未来现金流的贴现值，也即无风险利率。期限结构的完整性是指基准利率应是一条期限完整的收益率曲线，这样才能成为各期限金融产品定价的基准。与实体经济的相关性是指基准利率能够对宏观经济变量产生影响，实现物价、产出等货币政策的最终目标。市场代表性和基准性是货币市场基准利率的核心属性，是市场基准利率重要的必要条件。只有由市场主要参与者共同形成并被认可的利率才有可能成为市场公认基准，可以用来决定金融合约的现金流、进行金融产品定价并评估投资组合的绩效，且能够影响其他主要货币市场利率。其他四个性质对判断货币市场基准利率的重要性依次递减，是基准利

率核心属性的进一步延伸。

2006年10月8日 Shibor 开始试运行并于2007年1月正式推出。从市场代表性来看, Shibor 是由信用等级较高、信息披露较充分、交易活跃的银行组成的报价团自主报出的人民币同业拆出利率计算确定的算术平均利率。报价团涵盖国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行和外资银行等类型, 报价行资产规模、经营模式、竞争地位等方面的差异化保证了报价的代表性, 有利于充分发现市场价格, 全面反映市场流动性状况。据统计, 2007年以来 Shibor 报价行参与了80%左右的货币市场交易。因此, Shibor 具有较强的市场代表性。与同业拆借利率、回购利率相比, Shibor 在风险性质和期限完整性等方面具有非常明显的优势。同业拆借是信用交易, 并非无风险交易。在1996年我国银行间同业市场拆借利率 Chibor 推出之初, 我国曾有意将其培育成货币市场基准利率, 但由于 Chibor 是根据同业拆借成交记录进行计算的加权平均利率, 大多集中于7天以内, 期限较长的交易不活跃往往没有成交记录, 无法体现长端利率的变化。

(二) 金融市场基准利率作用及传导

1. 中长期国债收益率曲线构建日趋完善。从收益率曲线的定义可以看出, 市场基准利率应具备期限的完整性。但是, 期限结构的完整性主要是出于资产定价和衍生品估值的考虑, 需要一条描述不同期限利率水平的完整收益率曲线。然而, 在现实交易中并不是所有期限都有现券交易, 特别是货币市场交易大多集中在隔夜短端交易, 中长端交易(三个月至一年)很少。20世纪80年代 Libor 的推出主要也是为了满足衍生品定价基准问题。一年以上的中长期国债市场利率同样面临交易期限缺乏的困扰。特别是在我国, 银行作为资金市场交易的主体, 国债持有量占市场约70%, 其中全国性银行又占全部银行持有量约80%, 银行交易行为对国债市场交易有非常重要的影响。作为国债主要投资者的保险和养老金等机构, 由于长期金融资产配置需要, 持有国债在二级市场交易并不活跃, 往往是持有到期, 这直接影响了国债市场价格发现。另外, 与欧美发达金融市场场外利率衍生品交易规模远高于基础资产的交易量相比, 当前我国利率衍生品交易市场规模仍有相当大的发展空间。因此, 虽然目前中国的债券市场(特别是国债交易市场)已经具备了一定的广度, 但市场的深度仍有待进一步深化。也正是由于市场发展深度的原因, 党的十八届三中全会将完善国债收益率曲线作为今后一项重要的改革内容。

作为债券市场基础设施提供者, 中央国债登记结算有限责任公司(以下简称“中债登”)利用其数据详实丰富、与市场联系紧密等优势, 从1999年开始率先编制和发布了人民币国债收益率曲线。中债登利用自身对债券市场每笔交易双方的信息优势, 每天都对

当日有可能出现的异常交易进行监测，并将异常交易点剔除后，编制收益率曲线。在具体的曲线编制方法上，2002 年中债登实现了第一次升级，结合中国债券市场的实际情况，于 2006 年开发出全新的基于 Hermite 插值方法的债券收益率曲线构建模型。

2. 市场利率定价自律机制建设和 LPR。首批自律机制成员包括工商银行等 10 家银行。自律机制下设合格审慎及综合实力评估、LPR、同业存单、Shibor 等四个专门工作小组，在建立 LPR 报价机制、发行同业存单中发挥了积极作用。2014 年 7 月又有 93 家银行成为基础会员，这对银行利率定价能力和市场利率体系建设具有重要意义，可以促进 Shibor 和 LPR 等市场基准利率报价规则及金融产品定价机制的进一步完善。

在利率定价自律机制建设和借鉴国外经验的基础上，为有效引导金融机构合理确定贷款利率，顺利实现 LPR 培育和完善的重要过渡，2013 年 10 月 LPR 集中报价和发布机制正式运行。LPR 是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率，其他贷款利率可在此基础上加减点生成。LPR 的集中报价和发布机制是在报价行自主报出本行 LPR 的基础上，指定发布人对报价进行加权平均计算，形成报价行的 LPR 报价平均利率并对外予以公布。运行初期向社会公布 1 年期 LPR。全国银行间同业拆借中心为 LPR 的指定发布人，首批报价行共 9 家银行。每个工作日在各报价行报出本行 LPR 的基础上，剔除最高、最低各 1 家报价后，将剩余报价作为有效报价，以各有效报价行上季度末人民币各项贷款余额占所有有效报价行上季度末人民币各项贷款总余额的比重为权重，进行加权平均计算，得出 LPR 报价平均利率，于每个工作日通过 Shibor 网对外公布。市场利率定价自律机制将按年对报价行的报价质量进行监督评估，促进提升 LPR 的基准性和公信力。

LPR 集中报价和发布机制作为市场利率定价自律机制的重要组成部分，是 Shibor 机制在信贷市场的进一步拓展和扩充，有利于强化金融市场基准利率体系建设，促进定价基准由中央银行确定向市场决定平稳过渡；有利于提高金融机构信贷产品定价效率和透明度，增强自主定价能力；有利于减少非理性定价行为，维护信贷市场公平有序的定价秩序；有利于完善中央银行利率调控机制，为推进利率市场化改革奠定制度基础。

（三）市场基准利率的传导机制

利率市场化条件下，中央银行将主要以短期利率调控作为主要的政策目标利率，通过影响市场基准利率的变化影响金融产品定价和存贷款利率，进而改变投资、消费等行为，实现物价稳定和产出增长等货币政策最终目标。就市场基准利率与其他市场利率的传导而言，主要是通过流动性和市场估值的变化来实现的。其他市场利率主要是根据对未来通货膨胀、经济增长的预期和风险的判断，在基准利率体系水平上加上一一定的期限

溢价和风险溢价确定的。

基准利率的调整能够有效影响金融市场的流动性，从而影响固定收益产品和股票价格。金融资产价格变化又会通过财富效应等方式影响居民的储蓄消费行为和企业的投资行为，从而作用于实体经济。这样就形成了“市场基准收益率曲线—金融市场利率（债券和股票市场价格）—储蓄消费投资等实体经济”完整的利率传导链条。利率完全放开后，商业银行将根据中央银行目标利率水平，结合自身的经营情况和具体客户的信用状况，建立健全存贷款等产品定价机制，从而通过价格杠杆实现信贷资源的有效配置。

四、中央银行政策利率调控的基本路径

（一）市场化条件下的中央银行政策利率及其调控机制的选择

中央银行政策利率通常是指隔夜水平的短端利率，这主要是因为，根据利率期限结构的预期理论，短期利率与长期利率存在长期均衡的协整关系，而利率期限结构则主要取决于市场对未来通货膨胀和经济增长的预期。中央银行可以通过调节短期利率影响长期利率，进而影响实体经济，从而实现货币政策目标。对我国利率期限结构的经验分析也表明，预期理论同样适用于我国。事实上，如果中央银行直接决定（盯住）长期利率，也就意味着中央银行将决定市场利率期限结构（相当于利率管制），这既不符合市场经济的内在要求，也可能超出中央银行的能力。从当前的市场环境和宏观条件看，我国实施政策利率调控的环境已经基本具备。市场化利率传导环境明显改善，中央银行对货币市场利率的引导作用逐步增强，央行着力培育的 Shibor 与主要货币市场交易利率的关联度显著上升，央行在与公众沟通和引导预期方面积累了初步经验。

在操作模式方面，目前超额准备金利率作为货币市场利率下限，再贷款（再贴现）利率作为货币市场利率上限，一定程度已具备利率走廊功能。我国今后价格型货币政策调控的主要模式应是，以完善的存贷款便利机制构建利率走廊制度，通过高效的公开市场操作有效开展流动性和预期管理，引导市场利率。随着贷款利率全面放开和负债类理财产品大量增加，参考利率走廊机制建立以均衡利率水平为中心的利率走廊机制。

（二）深化中央银行政策利率调控的相关配套改革

较之利率走廊等政策利率具体实施模式等技术层面的问题，制度、市场等体制环境是决定政策利率效果、减少其负面影响更为关键的因素。当前和今后一个时期，无论是加快推进利率市场化，还是健全央行政策利率改善金融宏观调控，以及维护金融市场稳定，关键都取决于深化相关的配套改革。一是继续坚定不移地调结构、减顺差、促平衡，

为增强汇率弹性创造条件。早在 2007 年，中央经济工作会议就确立了调结构、减顺差、促平衡的发展目标。应该说这一目标并非当时应对外汇流入大量增加的权宜之计，而是基于我国作为大国开放经济这一基本特征，在转变发展方式上的根本决策。相应的，在货币政策上，也要逐步适应这一基本特征，确立以利率调控为核心的调控框架。

五、加快推进利率“双轨”合一，深化我国利率市场化改革

（一）现阶段我国利率“双轨制”的主要特点

一是存在多重基准利率。我国目前存在着三种基准利率。即中央银行公布的存贷款基准利率（5 年期以下）、银行间市场基准利率 Shibor（1 年期以下）和国债收益率（1~50 年期）。这三种利率是金融机构参照的主要基准利率，作用于金融机构不同的资金来源和运用过程中。其中，存贷款基准利率既是中央银行的政策目标利率，又是商业银行开展业务活动时衡量资金成本的基准利率；贷款利率虽然放开了浮动上下限，但贷款基准利率仍然具有重要的市场影响，是借贷双方谈判利率上浮或下浮的起点。Shibor 和国债收益率目前都是在金融市场特别是银行间市场以存贷款基准利率为参照形成的二级基准利率。此外，作为银行间存款利率下限的超额准备金利率、作为上限的再贷款利率，以及中央银行在公开市场操作时履行的央票利率、正逆回购利率、SLO、SLF 利率等，都在不同程度上参照同期存款基准利率，体现中央银行的政策意图，与存贷款基准利率一起构成了广义的中央银行的政策利率体系。

二是目前任何一种基准利率都是不完全的基准利率。存贷款基准利率只对银行资产负债表内的传统存贷款特别是一般存款有约束力，民间有很多在企业和储蓄者之间牵线规避存贷款基准利率的办法。Shibor 只是银行间市场部分短期交易的参照，在很多情况下不等于实际交易的利率，在 3 个月以上期限的实际成交很不活跃，国债收益率则主要成为金融市场上中长期交易的有限参照。

三是以银行存款基准利率作为传递中央银行货币政策信号的工具的合理性受到挑战，操作难度加大。我国商业银行市场化改革以后，其存款利率应由市场根据商业银行的信用风险等级来决定，本质上已经不适宜由中央银行来规定。目前，各类银行的理财收益率出现分化趋势，中小银行理财产品利率一般高于大型银行理财产品利率，显示出不同银行对流动性的需求程度不同，市场对不同银行的信用风险评估也出现了分化。

四是央行确定的存款利率机制具有一定风险。存款基准利率的国家法定性质，使它对于存款人具有某种无风险利率的错觉，而对于金融监管当局来说，则有兑现承诺的压力。在实践中，市场还要生成一个真正的无风险利率。在特定的宏观经济条件下，一定

的存款基准利率如果作为无风险或低风险利率可能已经太高，但作为银行在市场上吸引资金的出价可能太低。中央银行因此必须借助存贷款基准利率以外的手段来表达或实施货币政策，公开市场操作以及其他各种价格和数量工具的使用就成为更加优先的选择。

（二）现阶段我国利率“双轨制”带来的主要问题

一是央行公开市场操作的政策利率与基于银行间交易的货币市场利率之间出现明显的“落差”。后者明显高于前者，导致货币政策的意图难以通过公开市场操作有效影响银行机构的放贷意愿。2018年以来，央行7天逆回购利率基本上明显低于银行间7天质押式回购利率，即央行公开市场操作提供给金融机构的是一个明显的套利空间。在实体经济疲软的情况下，金融机构或更热衷于一手从央行获得低廉资金、一手从货币市场套利，从而使央行货币政策工具操作的效果被削弱。同时，也在信贷市场利率与货币市场利率之间出现较为明显的“落差”。货币市场利率受市场资金供求影响，而存贷款利率主要受存贷款基准利率影响，尚未完全实现市场化定价。这就使得反映货币市场资金供求变化的利率难以传导到信贷市场，影响信贷市场的资金供需及价格。另一方面，长期存在的存款低利率促使存款资源从银行体系以理财等形式向货币市场溢出，导致存款资源的日渐稀缺化，增加银行负债的压力与成本，压缩商业银行盈利空间。近几年以来，我国金融机构各项存款的增速持续减缓，各项存款低于各项贷款的增速，二者的剪刀差不断扩大，显示银行体系负债端的压力不断增大。

二是利率“双轨制”鼓励商业银行逆向选择。尽管贷款利率已完全放开，但基准利率的“锚”依旧未变。贷款的定价仍是以央行颁布的基准利率为基础进行上下浮动，而浮动的幅度受主客观种种因素的制约，很难“挣脱”基准利率的束缚。主观上，银行不科学的考核激励机制导致“风险厌恶”及逆向选择。在银行收益与贷款风险构成的坐标系中，严厉的问责使基层经营行及客户经理为规避风险宁愿放弃高收益（收益越高风险自然越高）。只要商业银行激励约束机制所形成的逆向激励存在，只要大型国企财务软约束存在，信贷市场的“利率锚”就在那里。这就使得银行贷款的利率难以做到真正、及时地反映资金市场价格的变化而调整，难以体现货币政策导向。客观上，银行贷款利率的上浮幅度要受到来自政府“降成本”等方面的制约，而且也受到来自资金需求方的制约，特别是受大型国企等强势客户的制约。大型企业特别是国有企业凭借其信贷谈判中的优势地位，“天然”从银行获得基准等优惠利率。银行对国企的追捧客观上铸就了由大型国企构筑的“利率锚”。

三是利率“双轨制”成为阻碍我国货币政策框架转型的主要障碍。目前，货币市场

利率对存贷款利率的传导不畅通表现为：在存款端，存款利率隐性上限的存在制约了存款利率的自主调整空间；在贷款端，以贷款基准利率为定价锚，使贷款利率不能充分反映货币市场利率的变化。虽然名义上存贷款利率已放开管制，但监管对存贷款利率的实质性约束依然存在，存贷款存在较大利差。为避免银行间过度竞争，在央行窗口指导下的市场利率定价自律机制对存款利率上浮上限有明确自律要求（存款利率红线是基准上浮 50%）；而央行宏观审慎评估体系（MPA）七大项考核中的“定价行为”对存款利率上浮也形成明显制约。正是在上述约束下，存款利率管制上限完全放开后，并未出现竞相“提价”、轮番上调的景象，存款利率经历短期的上浮波动之后，上浮到 50%就出现除部分城商行外几乎没有银行顶格上浮。而“利率同盟”及央行 MPA 考核恰是制约存款利率上行之无形的穹顶。

（三）我国利率改革“双轨合一”的条件已经基本成熟

一是自党的十九大以来，我国金融业对外开放加速，既催生了利率并轨的迫切性，也为利率并轨提供了有效缓冲。首先，“双轨制”将使内资银行在与外资银行竞争中处于非常不利的地位，增大去“双轨制”的紧迫性。利率“双轨制”某种程度上是对传统银行的保护，使其免受负债端成本快速上升冲击，维持比较客观的利差。但是，对利率的保护特别是对存款利率上浮设定的“无形之顶”恰恰又是内资银行的短板所在。在金融加速对外开放的背景下，继续实行利率“双轨制”，无异于让内资银行自缚手脚与竞争对手搏击。因此，利率并轨的紧迫性也日益凸显。其次，对外开放的加速，势必加剧金融市场竞争，增加金融市场有效供给，从而改变信贷市场供需格局，使企业处于更有利的价格谈判地位，有利于从整体上降低实体企业融资成本。这实际上为完全利率市场化即利率并轨提供了催化剂，从金融服务、融资成本等方面形成对利率并轨“负向”效应的抵冲。

二是国际金融危机以来，随着我国经济金融环境的逐步好转、金融体系的完善与监管体制的成熟，利率“双轨合一”的动能日益集聚，利率并轨的条件基本成熟。首先，目前已初步具备了利率并轨的制度、环境等条件。央行稳健中性的货币政策，保持了市场流动性的松紧适度；逆周期因子、外汇风险准备等手段的灵活运用增强了汇率机制的韧性，保持人民币汇率的基本稳定；通胀总体温温和，消费者价格指数（CPI）持续维持在控制目标以内；以金稳会为新领导的新监管体制，为熨平不同市场之间监管政策与力度的差异性创造了条件；资管新规下“去刚兑”进程加快，将提升存款人、投资人的理性化与成熟度，加之设定已久、蓄势待发的存款保险制度的存在，为利率并轨提供了有效的缓冲和铺垫。其次，央行货币政策工具的创新运用，已经为逐步缩小“落差”奠定了较

好的基础。对于银行而言，当存贷基准利率彻底跟市场利率趋同乃至不再存在后，对银行经营精细化的考验才真正到来，银行的利率定价能力、风险定价能力和风险经营能力将是生存发展的基础。近年来，央行通过运用 MLF、PSL、SLF、SLO 等数量型工具，逐步提高了公开市场操作利率，努力缩小央行公开市场操作的政策利率与基于银行间交易的货币市场利率之间的“落差”。尽管这一“落差”还存在，但正在逐步缩小。再次，资管新规及理财子公司等规制与机制的启动，将大大推进了“去刚兑”的进程，进而为缩小银行存款利率与市场利率之间的“落差”创造了条件。随着资管新规的落地，银行理财将向净值化方向转型，“刚兑”将逐渐被打破。限制层层嵌套等监管要求将缩小银行资金的套利空间，推动银行表外资金回表，从而降低银行表内负债端的成本。加之 P2P 网贷风险及整治，实际上也用惨痛的教训推动着投资者渐趋理性和成熟，这也将为利率市场化特别是存款利率的真正放开提供了一层缓冲。

（四）促进我国利率“双轨合一”的措施建议

一是解决相关政策和监管措施配套问题。首先，要解决货币政策和财政政策不能有机匹配问题。积极财政政策促使国家项目、国企占用过多金融资源，货币政策传导机制不畅使民企融资又短又贵又难。其次，要解决外汇储备对应的央行资产负债表中基础货币占比过大，真实有效基础货币投放严重不足问题。目前，经济增长靠货币创造支撑，货币乘数过高。货币乘数本身就是金融杠杆，是商业银行超创货币，是金融短期化的表现。再次，要解决货币基金占用居民的银行储蓄，促使金融空转套利、短期化和价格上升问题。第四，要解决前期监管放松，各类新生金融、准金融机构争夺资金，有限的金融资源突然多出几万家金融或准金融机构哄抢，期限越抢越短、价格（利率）越抢越高问题。

二是在当前货币政策框架下，利率定价自律机制应进一步放宽存款利率上限，直至完全放开。基于以实体经济为本的经济特征，我国一年期利率站在货币市场和资本市场的分界点上，央行宜先将一年期 shibor 作为基准利率，这样就可以把央行利率意图直接传导给资本市场，大大压缩传导路途。以一年期 shibor 作为基准利率进行过渡，待整个利率体系理顺之后，再以 7 天期 shibor 为基准利率。但建议我国不宜采用欧美金融危机之前的做法——以隔夜利率为调节基准。因为金融危机之后，当发达国家开始恢复制造业时，它们更加关注长期利率，更多采取手段直接干预长期债券利率（资本价格）。

三是打通货币政策传导机制，让市场配置金融资源，促使信贷资源流向实体经济。解决中小微企业和民营企业贷款难、融资贵问题不能简单粗暴地命令商业银行多放贷款，必须通过理顺机制，除去阻碍银行放贷意愿的根本因素。目前，表面看金融流动性巨大，

但金融流动性无法有效转化为实体经济需要的资本。我国经济尚处于新旧动能转换时期，长期积累的金融风险进入易发多发期，外部不确定因素有所增多，需要积极稳妥和更加精准地加以应对。在流动性总量保持合理充裕的条件下，面对实体经济融资难、融资贵问题，必须更加重视打通货币政策传导机制，提高服务实体经济的能力和水平。

四是尽快明确货币政策操作目标利率。未来中央银行应主要通过公开市场操作、再贷款再贴现窗口及其他各种数量和价格手段的综合运用，在银行间市场决定某种短期利率，通过这种短期利率影响国债收益率曲线，进而影响所有市场利率，最终影响经济增长、物价水平和就业等实体经济目标。对于货币市场利率，建议放弃 LPR 定价考核，允许商业银行探索包括 Shibor、存款类机构间利率债质押的回购利率（DR）、同业存单（NCD）、存款证（CD）利率等在内的多种定价基准；发展利率衍生品市场，丰富衍生品市场交易品种，便利市场化的利率避险；同时，存款利率也要加快推进 CD 利率市场化改革。

五是做好配套机制改革。利率“双轨合一”改革的配套条件是高法定存款准备金率要回归正常，利率和汇率市场化要联动，企业和金融机构的预算要硬约束，货币和财政机制的协调要进一步完善。

参考文献：

1. 李明辉、孙莎、刘莉亚：《货币政策对商业银行流动性创造的影响——来自中国银行业的经验证据》，《财贸经济》2014 年第 10 期。
2. 纪洋、徐建炜、张斌：《利率市场化的影响、风险与时机——基于利率双轨制模型的讨论》，《经济研究》2015 年第 1 期。
3. 李宏瑾：《利率市场化对商业银行的挑战及应对》，《国际金融研究》2015 年第 2 期。
4. 曾智、何雅婷：《我国商业银行流动性结构对资本缓存的影响》，《国际金融研究》2016 年第 9 期。
5. 苏玥：《新型货币政策工具对商业银行流动性创造影响的实证研究》，东北财经大学硕士学位论文，2017 年。
6. 王谥达：《利率市场化与流动性创造》，南开大学硕士学位论文，2017 年。
7. 邓向荣、张嘉明：《货币政策、银行风险承担与银行流动性创造》，《世界经济》2018 年第 4 期。
8. Saunders, A. And Schumacher, L. The determinants of bank interest rate margins: an international study. *Journal of international money and finance*, 2000, 19 (6).
9. Stiroh, K. J. Diversification in banking: is noninterest income the answer. *Journal of money, credit, and banking*, 2004 (36).

责任编辑：李 蕊