

中国利率市场化三十年： 回顾、问题及改革方向

梁 斯

【摘 要】在经历近三十年的改革后,我国已形成相对完善的利率体系,货币政策利率调控机制不断优化,金融产品定价更加市场化,同时各类主体利率敏感度持续提升,市场间的藩篱也逐步被打破,利率市场化改革已取得突破性进展。本文回顾了我国利率市场化改革的历史演进及最新进展,并就未来的改革重点进行总结。考虑到以间接融资为主导的融资格局短期内难以发生明显变化,以金融市场为核心的传导模式不是我国追求的目标。在价格型调控框架下,利率走廊调控机制仍有优化空间,同时控制短中期利率存在一定难度,价格型指标和数量型指标之间的关系有待厘清。其他如存款利率市场化改革尚待推进,部分主体利率敏感度有待提升、信贷资源过度占用等问题也亟待解决。本文针对上述问题进行思考,并提出相应的对策建议。

【关 键 词】利率市场化;利率体系;传导机制;利率走廊;LPR

【作者简介】梁斯,经济学博士,中国银行研究院研究员。

【原文出处】《新金融》(沪),2022.3.17~23

【基金项目】本文受国家社科基金“稳增长背景下我国利率传导机制改革和效果研究”(20BJY245)和对外经济贸易大学中央高校基本科研业务费专项资金“疫情冲击背景下疏通货币政策传导机制发挥金融稳增长作用研究”(20YQ14)资助。

2015年10月,中国人民银行取消了金融机构存款利率上限管理,正式放开了所有利率品种的管制,但这并不意味着利率市场化改革的完成(陆军和黄嘉,2021)。事实上,放开利率管制仅是利率市场化最狭义的表现形式。即使利率管制完全放开,也会存在很多利率并未完全由市场决定的现象,利率在金融资源配置中也会受到很多因素的影响。“十四五”规划指出,要建设现代中央银行制度,健全市场化利率形成和传导机制。加速利率市场化改革的任务仍然艰巨。

近年来,在货币政策调控框架加速向价格型调控转型背景下,我国利率市场化改革同步加速。利率市场化不仅要“放得开”也要“形得成”。而更为主要的任务是要“调得了”,即从前端利率向终端利率的传导渠道是畅通的。部分研究发现,近年来我国货币政策利率传导效率在不断提高(刘明康等,2018),但也有部分研究发现,我国仍然存在一定的利率扭曲与市场分割(杨伟中等,2018;孙秋枫和吴梅,2021)。利率市场化改革本身应当内嵌于经济改革,货币政策利率调控机制效率的改善和提升不能仅

依赖于利率市场化本身,更为重要的是完善经济市场化体系(战明华等,2019)。因此,应通过改革的全盘优化,进一步打破市场之间存在的各类藩篱,持续增加各个市场主体对利率变动的敏感度,疏通利率传导机制,提高价格型调控框架的效力(梁斯,2018)。本文在回顾我国利率市场化政策历程基础上,总结了我国利率市场化改革的最新进展及成就,分析了未来利率市场化改革的重点,并提出政策建议。

一、中国利率市场化改革历史演进

我国利率市场化改革起步于20世纪90年代初,时间跨度已近三十年。1993年11月,党的十四届三中全会《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》(以下简称《决定》)提出:“中央银行按照资金供求状况及时调整基准利率,并允许商业银行存贷款利率在规定幅度内自由浮动”。《决定》的发布在推动我国经济体制正式向社会主义市场经济转轨的同时,也拉开了利率市场化改革的序幕。同年,国务院《关于金融体制改革的决定》部署了利率市场化改革的具体任务。2003年,党的十六届三中全会《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若

干问题的决定》明确要继续推动利率市场化改革。此后,党的十七大、十八大及十九大报告中均提出要深化利率市场化改革。在十八届三中全会审议通过的《关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出:“使市场在资源配置中起决定性作用”,这也为利率市场化改革指明了方向,即发挥利率在金融资源配置中的决定性作用。

二、利率市场化改革最新进展及取得的成效

整体上看,利率市场化改革应当完成四项任务:一是不存在各类显性或者隐性的利率管制;二是具有完备的利率体系;三是利率传导机制完善;四是各类主体对利率变动敏感。经过多年努力,我国利率市场化改革已经取得显著进展,价格型调控框架、利

率体系已经建立,利率传导机制进一步理顺,各主体对利率变动敏感度明显提升。

(一)名义上有管制的利率品种已全部放开

我国遵循“先外币、后本币;先贷款、后存款;先长期、大额,后短期、小额”的路径,并使用逐步扩大利率波动区间实现对利率管制的完全放开。1996、1997年放开拆借和回购市场的利率管制。1999年,基本放开国债市场和货币市场的利率管制。2013年7月,放开了贷款利率管制。2015年5月,放开了小额外币存款利率管制。2015年10月,放开了存款类金融机构存款利率上限的管制(表1)。放开存款利率上限是显性利率管制的最后一步,有管制的利率品种已全部放开。

表 1 我国阶段性放开对各市场的显性利率管制

率先开放同业市场	1996 年	取消拆借市场利率上限管制
	1997 年	银行同业市场开办债务回购业务
逐渐放宽存贷区间	1999 年	推进大额长期存款利率市场化;放开国债市场和货币市场利率管制
	2000 年	放开外币贷款利率和 300 万美元以上外币存款利率
	2004 年	允许人民币利率下浮并取消贷款利率上限
有序培育基准利率	2007 年	SHIBOR 上线并建立一系列新产品
	2020 年	DR007 被逐步打造为货币市场基准利率
全面放开存贷款利率管制	2012 年	允许金融机构存款利率上浮至基准利率的 1.1 倍
	2013 年	取消金融机构的贷款利率下限,建立最优贷款客户利率报价机制
	2015 年	取消金融机构的存款利率上限
优化存贷款利率定价	2019 年	对贷款市场报价利率(LPR)改革,优化贷款利率报价方式
	2021 年	推动存款利率上限定价改革

资料来源:作者整理。

(二)已建立包含政策利率、市场基准利率和市场利率的利率体系

近年来,我国货币政策框架有两个重大变化:一是基础货币投放机制的转变。2013 年以来,外汇流入速度开始放缓,央行同步创设了各类新型货币政策工具投放基础货币。在 2015 年“8·11”汇改后,资本大量流出完全扭转了央行长期依赖购买外汇投放基础货币的被动局面,基础货币管理由被动转向主动,政策自主性大大提升,这为利率体系的培育创造了条件(图 1);二是经济发展的阶段性变化提升了对价格型工具的需求。近年来我国更加强调经济发展质量,对总量的要求下降,加之数量型指标与经济增长关系弱化,数量型调控框架已不能完全满足经济发展新阶段的需要。

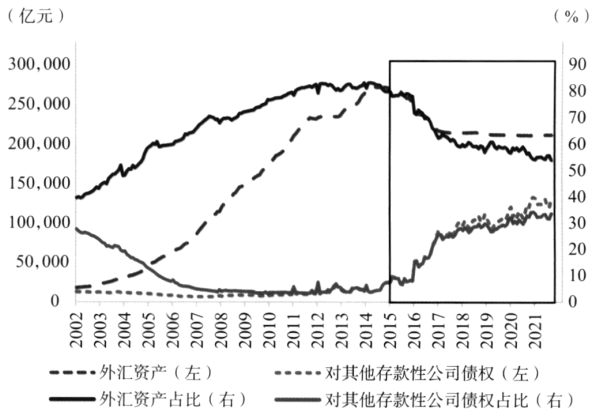


图 1 2015 年后基础货币投放转向以债权类工具为主

资料来源:Wind, 中国银行研究院。

在流动性投放机制转变驱动下,我国开始加快

推动价格型调控建设,逐步形成了从政策利率→市场基准利率→市场利率传导的利率体系(图2)。

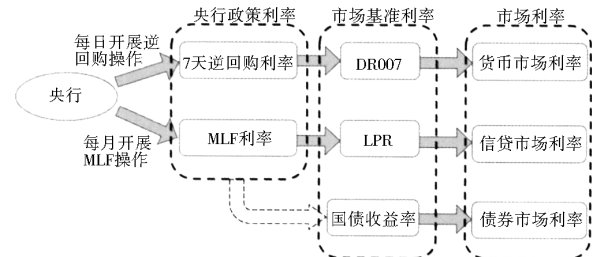


图2 我国已建立相对完备的利率体系

资料来源:中国人民银行。

1. 从政策利率看,“7 天期逆回购利率 + 1 年期 MLF 利率”的政策利率体系已经成型

第一,1 年期 MLF(中期借贷便利)利率成为中期政策利率。虽然我国已放开所有显性利率管制,但长期以来信贷市场利率对货币市场利率的变动并不敏感,短期利率向中长期利率的传导长期存在阻滞。在创设 MLF 后,经过不断摸索,我国逐步将 1 年期 MLF 利率打造为中期政策利率,每月进行 MLF 操作,通过提供中期流动性影响商业银行中长期贷款利率,实现中期利率向中长期利率的传导。

第二,7 天期逆回购利率成为短期政策利率。自 2016 年 2 月起,公开市场操作改为每日进行,7 天期逆回购已成为最为重要的短期流动性投放工具。通过预调微调、削峰填谷式操作控制流动性总量,维持流动性总量的基本平衡,7 天期逆回购利率也正式成为短期政策利率。至此,我国逐步建立起以 7 天逆回购利率为短期政策利率和 1 年期 MLF 为中期利率的政策利率体系,二者基本做到同向、同幅度变动,利差保持为 75BPs。

2. 针对市场基准利率,货币市场、债券市场、信贷市场基准利率确立,各市场已形成比较可信的定价基准

第一,货币市场以 DR007 为基准利率,通过利率走廊引导 DR007 运行。一是 7 天期存款类机构质押回购加权利率(DR007)逐步成为货币市场基准利率。在经历 CHIBOR、SHIBOR 等利率品种探索后,我国最终将 DR007 确定为货币市场基准利率。DR007 有真实交易基础,符合国际货币市场基准利率改革方向。DR007 以利率债为质押,也消除了信用风险。二是利率走廊调控模式日渐成熟。2015 年起,我国开始以存款便利(超额准备金利率)和贷款便利(常备借贷便利,SLF)为上下限搭建利率走廊调控机制,引导货币市场基准利率围绕

政策工具利率平稳运行。一方面,利率走廊向市场提供了明确信号,一旦基准利率触及走廊上限,央行根据市场需要提供流动性,这有助于避免金融机构非理性的流动性囤积。另一方面,引导货币市场基准利率围绕政策工具利率运行,既不明显上升,也不明显下降,体现了“稳健”货币政策的调控思路(图3)。

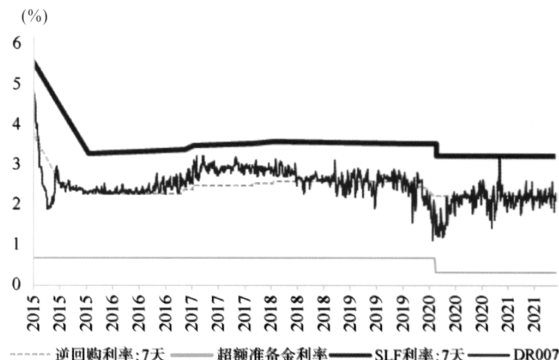


图3 利率走廊调控机制下引导 DR007 围绕政策工具利率运行

资料来源:Wind,中国银行研究院。

第二,信贷市场基准利率改革取得阶段性成果,贷款市场利率并轨已经完成。一是 LPR 打通了货币市场向信贷市场的传导渠道,贷款市场利率并轨已经完成。2019 年 8 月,央行启动了贷款市场报价利率改革(LPR),推动 LPR 改革是为取代信贷市场长期存在的贷款基准利率,其最大特点是以 MLF 利率为基准,这在打通货币市场和信贷市场的同时,也实现了中期利率向中长期利率的传导(梁斯,2020)。即破除了信贷市场“计划轨”和货币市场“市场轨”之间的藩篱,业界普遍将其称之为“利率并轨”。二是存款基准利率改革同步推进,市场竞争更趋理性。2015 年 10 月,在保留存款基准利率基础上,金融机构经过协商,按照存款基准利率的一定倍数规定了存款利率的“天花板”。但倍数定价方式本身存在“杠杆效应”,容易造成利率期限结构的扭曲,加剧存款竞争。为此,2021 年 6 月,利率自律机制开始对存款定价方式进行改革,将存款利率上限从“基准利率×倍数”改为“基准利率+基点”,从形式上看与 LPR 的形成机制进行了靠拢,体现了与 LPR 一脉相承的改革思路。存款定价方式的改革理顺了存款利率期限结构,加点定价方式也赋予了金融机构更加灵活的存款定价权(表2)。但存款基准利率将长期存在,存款市场的“利率并轨”任重道远。

表 2

存款自律机制上限改革前后不同期限利率上限情况

(%)

大型商业银行					其他银行(除大型商业银行外的银行)			
存款期限	基准利率	倍数算法(1.3 倍)	加基点算法	与原有标准比较	基准利率	倍数算法(1.4 倍)	加基点算法	与原有标准比较
活期存款	0.35	0.46	0.45	低于	0.35	0.49	0.55	高于
3 个月	1.10	1.43	1.60	高于	1.10	1.54	1.85	高于
6 个月	1.30	1.69	1.80	高于	1.30	1.82	2.05	高于
1 年	1.50	1.95	2.00	高于	1.50	2.10	2.25	高于
2 年	2.10	2.73	2.60	低于	2.10	2.94	2.85	低于
3 年	2.75	3.58	3.25	低于	2.75	3.85	3.50	低于

资料来源:作者根据公开资料整理。

3. 债券市场已建立相对完整的国债收益率曲线,市场认可度不断提升

第一,近年来我国国债市场加快发展,完整的国债收益率曲线初步形成。2021 年 10 月末,我国国债余额为 21.94 万亿元,是 2010 年的 3.2 倍,国债市场的广度和深度不断扩展。此外,2006 年我国国债开始实行余额管理,与国际通行做法接轨,短端国债发行规模逐步增加。2021 年,财政部首次公布 2 年期国债收益率。至此,我国已初步形成了估值可靠、期限相对完整的国债收益率曲线。

第二,国债收益率市场认可度不断提升。作为金融市场的定价基准,国债收益率被广泛应用于风险管理、交易定价等,市场认可度持续提升。以国债作为发行及重定价参考基准的浮息债、永续债等规模约 3.7 万亿元。地方政府债券、超长期限国债招标发行时均采用中债国债收益率曲线作为定价基准,总计发行规模已超过 30 万亿元。

(三)在形成相对完整的利率体系后,各市场间的梗阻进一步打通,利率传导机制建设进入新阶段

在利率体系构建完成后,央行通过利率招标形成政策利率传递利率信号,同时使用货币政策工具控制流动性总量引导市场基准利率围绕政策利率运行,最终传导至信贷市场、债券市场等终端市场。

1. 债券市场、信贷市场与货币市场利率相关性不断提升

1 年期、3 年期 AA 级企业债到期收益率与 DR007 的相关性由 2014 - 2017 年的 0.6959、0.6187 上升至 2018 - 2021 年 10 月的 0.7351、0.6763。在推动 LPR 改革后,金融机构贷款加权利率与 DR007 相关性达到 0.6575,货币市场利率变动与债券市场和信贷市场的联动性越来越大。

2. 信贷市场和债券市场的联动效应同步增强
LPR 改革以来,在政策利率下行带动下,债券市

场利率和信贷市场利率同步下行,二者走势基本维持同步,联动效应明显增强。

(四)市场主体对利率变动敏感度持续提升

一方面,债券市场基本与货币市场实现同频共振。债券市场实行标准化交易,市场化程度更高,国债、地方债、信用债等债券发行利率早已经与货币市场实现同频共振,各主体债券发行利率、到期收益率基本与市场利率走势同步,市场竞争已十分充分。

另一方面,信贷市场各类主体利率敏感度也有所提升。非金融企业融资受利率影响程度较大,对利率变化较为敏感。近三年来,利率每提升 1 个百分点,非金融企业贷款增速会下降 3 个百分点左右。近年来,在推动地方债务规范化管理背景下,地方政府显性债务主要以地方政府债券体现,地方政府债券是市场化发行,且发行、交易信息实时公布,这约束了地方政府融资冲动,提升了对利率变动的敏感度。

三、利率市场化改革需要关注的问题

(一)以间接融资为主导的融资格局短期内难以改变,直接融资主导的调控模式不是我国追求的目标

2008 年金融危机爆发前,美国的货币政策调控框架是全球典范,尤其在价格型调控机制建设方面对我国具有较大的借鉴意义,但考虑到金融体系的结构差异,美国模式短期内不是我国追求的目标,当然其部分经验值得我国借鉴。

一方面,美国是以直接融资体系为主导,具有高度发达的债券市场,尤其是国债市场,因此其货币政策传导机制主要通过金融市场实现,调控手段是通过买卖国债影响国债收益率曲线,继而实现向其他市场的传导。与美国相比,我国金融体系仍然是以商业银行为主导,短期内发生明显变化的可能性不大,货币政策传导主要依靠商业银行。2019 年,美国银行和非银行金融机构资产占全部金融资产比重为 13.42% 和

39.41%，我国银行和非银行金融机构资产占全部金融资产比重则分别为47.55%和19.93%。

在金融结构不发生明显变化的情况下，我国在长时期内仍将通过商业银行传递货币政策意图。考虑到银行贷款具有可协商、非标准化的特征，未来改革重点应集中在如何增强商业银行与交易对手方对利率政策的敏感性，进一步按照市场规则确定利率水平。此外，从融资结构看，我国直接融资对银行信贷替代性仍然不足。“十三五”时期，我国新增人民币贷款数额占比为50.8%，发行债券、股票融资合计占比为49.2%。虽然债券融资占比增至38.6%，但主要以利率债为主，信用债占债券融资比重仅为33.74%。

另一方面，美国的经验表明，在价格型调控框架下，要增强预期管理在利率调控中的重要作用。价格机制的影响并不完全在于价格本身，而是价格调整会影响市场主体对未来价格走势的判断，相对透明的利率信号对引导市场预期变化至关重要，许多信息摩擦导致的利率波动会影响利率调控的效果。伯南克担任美联储主席时期，不断强调要加大与市场的沟通，传递准确的政策信号，降低信息摩擦和沟通成本，避免市场误判。鲍威尔就任美联储主席后，更是强化了与市场的沟通力度和频率，显著提升了政策效率。2021年11月美联储宣布缩减购债规模后，全球金融市场运行整体平稳，未出现明显波动。美联储的经验表明，有效的预期管理可以提升政策效率，美联储与市场的沟通方式值得我国借鉴。

(二)利率走廊调控机制有待进一步优化，目标承诺的方式和走廊区间的宽度仍有改革空间

一是引导货币市场基准利率围绕政策工具利率运行隐含着固定目标承诺，利率走廊的作用有待发挥。在新的调控模式下，流动性投放将确保市场利率能够持续围绕政策工具利率运行，这事实上暗示了对市场利率的调控目标，即围绕政策利率小幅区间波动。在这样的利率信号下，一旦利率走势开始偏移政策利率，流动性供给便需要同步增加或减少，以确保基准利率围绕政策工具利率运行，否则极易被市场解读为货币政策即将转向的信号，这种操作隐含着固定目标承诺，已经起到类似利率走廊的效果。区别在于，利率走廊是一种区间承诺，即一旦市场基准利率触及走廊上限，央行就会采取投放流动性的方式促使利率回落。在利率走廊调控模式下，允许利率在走廊区间内波动，调控是否有效主要取决于央行的承诺是否真实，即市场利率触及走廊上

限后，央行是否会无限提供流动性支持，一旦市场形成央行承诺真实的预期，在没有特殊事件冲击情况下，市场流动性供求便会自发调整，确保市场利率稳定，降低调控成本。因此，在利率走廊调控模式下，附加引导市场利率围绕政策利率运行的操作无疑形成了双重目标承诺，且固定目标承诺明显要比区间目标承诺约束力更强，利率走廊的作用无法充分发挥。

二是利率走廊仍然较宽，如何发挥走廊上下限作用仍需摸索。在实行利率走廊制度的国家，例如加拿大央行和欧洲央行，二者利率走廊区间分别为50和65个BPs，加拿大是使用“对称式”走廊，政策目标利率与上下限差距均为25个BPs，欧洲央行为“非对称式”走廊，政策利率与上下限差距分别为25、40个BPs。在走廊宽度较窄的情况下，一旦市场利率偏移政策利率，上下限会很快发挥作用。两家央行利率走廊在构建之初宽度也较大，随着时间推移不断调整区间(图4)。目前，我国利率走廊上限(7天期SLF)为3.2%，下限(超额准备金利率)为0.35%，走廊宽度为285个BPs，且走廊为非对称，政策目标利率(7天期逆回购利率)与上下限差距分别为100个、185个BPs，走廊区间相对过宽。理论上讲，在货币市场相对不成熟的国家，走廊区间大一些是合理的。但走廊区间较大意味着要容忍更大的利率波动，但在实际运行中，考虑到我国庞大的金融市场规模，市场利率运行不能出现太大波动，否则不利于预期稳定，也不符合经济高质量发展的要求。区间较宽一定程度上约束了利率走廊作用的发挥。

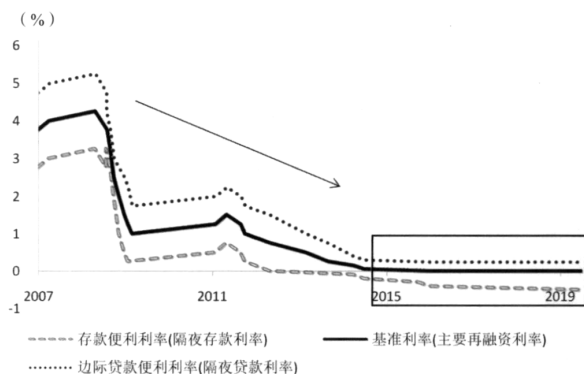


图4 欧洲央行利率走廊运行机制

资料来源:Wind,中国银行研究院。

(三)价格型调控框架需要有完善的传导链条，这需要厘清价格型指标和数量型指标之间的关系

不同货币政策框架需要有相对应的操作目标、中介目标和最终目标，其中最为重要的是中介目标

的选择,因为中介目标决定了一国采用货币政策调控框架的形式。在以数量型调控框架为主的时期,我国主要以广义货币供应量(M2)为中介目标。近期我国中介目标锚定方式转换为“保持广义货币供应量(M2)和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”,主因是金融稳定已成为最终目标之一,这种锚定方式可以控制宏观杠杆率。但在我国加快向价格型调控框架转型背景下,价格型指标的重要性将更加突出。未来应考虑如何根据经济发展需要,灵活搭配使用价格型和数量型工具,以更好实现稳增长和防风险的长期均衡。

(四)同时控制短中期利率走势存在一定难度

从实际效果看,政策利率体系的存在提高了传导效率,信贷市场利率变动的市场化属性明显提高。但同时控制政策利率调控短期和中期利率走势可能存在一定难度。

一方面,政策利率体系均为直接影响货币市场利率的品种,这需要主要市场利率品种与政策利率高度相关,即同时兼顾 DR007 和 1 年期同业存单利率等利率的变动,确保短端和中端利率同向变动,即利率信号一致,一旦短期和中期利率走势背离,易造成市场预期不稳定。可以发现,1 年期同业存单到期收益率与 DR007 在部分时点走势并不完全一致,同时兼顾短中期利率走势一定程度上会增加调控成本。从长期看,改革方向应逐步弱化兼顾短中期利率走势的做法,重点以引导短端利率运行为主。

另一方面,随着利率传导机制效率的提高,基准利率主要应以短端利率为主,尤其对于金融市场高度发达的国家,短端利率作为基准利率可信度高、市场互动明显,短端利率变动会迅速带来其他市场利率的变化。但我国市场对短端基准利率的认可度有待提升,尤其 DR007 的运行极易受到监管考核、财政收支的影响,在坚持“稳健”货币政策基调下,DR007 偏离政策工具利率时间较长易被误解为政策转向。

(五)存款利率市场化改革仍需探索,其他部分关键领域改革亟待推进

一方面,存贷款利率市场化改革仍然存在“非对称”现象,即贷款利率市场化程度日渐提高与存款利率市场化程度相对不足的矛盾。由于存款基准利率并非由市场确定,存贷款利率无法完全实现同向变动,如何推动存款利率市场化改革,仍是我国下一步利率市场化改革的重要突破口。另一方面,部分领域存在的问题不仅造成潜在的风险积聚,也成为影

响利率市场化改革的深层阻碍。例如:各类新型业务为逃避监管进行过度创新,导致监管套利;存款保险制度作用尚未发挥,金融机构市场进出还未实现常态化;虽然地方政府显性债务实现了规范化管理,但以地方融资平台为代表的隐性债务规模高企,预算软约束问题仍然突出;一些落后产能、夕阳行业及僵尸企业当破不破,仍然耗费大量信贷资源,政策敏感度较低等。

四、对下一步深化利率市场化改革的建议

(一)利率市场化应结合金融体系改革的大背景,在推动金融结构调整的同时,逐步推动金融机构出清

一是在推动直接融资发展的同时,引导市场主体不断适应更加市场化的融资环境。一方面,我国需要积极培育直接融资发展,包括股权融资和债券融资,增强不同融资方式的可替代性。另一方面,通过政策引导,令商业银行和实体企业、居民等主体逐步适应更加市场化的融资环境,不断增强对利率变动的敏感性。例如,根据资金需求情况在一定时期内允许主要利率品种,包括政策工具利率、市场基准利率(例如 LPR)等在一定区间内波动,培育更加市场化的融资环境。

二是在推动利率市场化进程中,尤其要注意不能为市场化而市场化。中国利率调控的复杂度和难度要远超西方发达国家,放开所有限制不一定符合金融市场运行和经济发展的需要。一方面,考虑到我国存在过度金融化现象,金融业增加值占比已经较高,要严格控制新增金融机构的数量,规范牌照管理,推动金融市场存量机构的动态出清,逐步净化市场。中长期内,采取措施推动金融机构进入和退出的常态化,建立相对高效的竞争机制。另一方面,要积极发挥存款保险制度作为金融体系托底制度的重要作用,完善问题金融机构的处置安排,防范金融风险,避免市场失灵。

(二)短期和中长期任务相结合,持续优化利率走廊调控机制,充分发挥区间承诺的作用,降低调控成本

我国货币市场存在两大特征:一是参与市场交易的金融机构数量众多,且资金需求函数还不够稳定;二是市场资金规模较大,在管理上存在一定难度。整体看我国货币市场建设现阶段还不够成熟。短期内,货币市场利率调控仍要以“引导市场利率围绕政策工具利率运行”为主,重在突出政策利率的作用,“单一目标”更有助于稳定市场预期。中长期内,随着货币市场建设逐步成熟,考虑充分发挥利率走

廊的作用,对利率走廊调控机制进行优化。一方面,逐步将货币市场基准利率作为操作目标;另一方面,根据未来货币市场发展程度择时择机收窄利率走廊区间,建立起“对称式”调控模式,从“固定目标”承诺向“区间目标”承诺过渡,允许货币市场基准利率在区间内波动,实现流动性供求的内生调整,降低调控成本。同时,在区间承诺+窄走廊的调控模式下,针对月末、季末等特殊时点由于财政收支等因素影响导致的流动性需求波动,在触及上限的情况下同步投放流动性,在满足市场需求的同时引导市场利率下行。

(三)推动利率作为中介目标的转换,逐步将数量型指标过渡为监测指标,理顺价格和数量的关系

一是在向价格型调控框架转换的同时,更多发挥利率体系的调控中枢作用。在经济转向高质量发展阶段后,要逐步将利率作为货币政策调控的核心,进一步理顺各个利率品种之间的关系,不断提高利率调控的效率。二是强化预期管理在价格型调控框架中的重要地位。充分发挥官方网站、货币政策委员会例会、媒体沟通会、专家沟通会等媒介或渠道的作用,向市场传导相对明确的利率信号,针对利率波动异常要及时进行释疑,合理引导市场预期变化,避免市场误解。三是逐步将数量型指标转变为监测指标。发挥双支柱调控框架的功能,将 M2、社融等指标同步纳入金融稳定的调控范畴,使用 MPA 或者窗口指导等方式影响和约束金融机构的行为,调控融资总量的变化,弱化其作为中介目标的作用,逐步将其作为监测指标进行管理。

(四)在巩固政策利率体系的同时,要积极培育短端基准利率,更好发挥利率信号的作用

从调控效率讲,市场跟踪单一基准利率的调控成本最低。一方面,为了疏通金融市场之间存在的藩篱,短期内需要进一步发挥政策利率体系的作用,持续增强货币市场、债券市场和信贷市场之间的互联互通,逐步实现各个市场基准利率和市场利率的同频共振,提高利率体系运行效率,夯实改革基础。另一方面,充分发挥和巩固 DR007 作为货币市场基准利率乃至金融市场基准利率的作用,真正将其打造为市场认可度高、利率信号明确、能够带来市场联动效应的利率品种。持续释放以 DR007 为轴的调控信号,令市场充分相信 DR007 的走势是首要调控目标。积极鼓励发行以 DR 为参考的浮息债、同业存单及利率互换产品,将其打造为短期金融产品的定价基准,令市场真正认可 DR007 的地位。

(五)加速推动资金需求主体改革,增强对利率变动的敏感性

针对货币市场,在二次分配的流动性管理模式,考虑到银行持有流动性的同时需要满足法定存款准备金率的要求,本身存在减少流动性投放的动机,可适度提升非银金融机构在货币市场,尤其是一级交易商中的地位,提高流动性分配效率,更好稳定市场。针对债券市场,一方面,优化信用债发行制度改革,允许更多企业通过发债融资,给予市场更多信息参考,增强对信贷市场的替代作用。另一方面,要完善信息披露制度,加强行业自律和监督,强化市场约束,严格打击逃废债等行为,持续完善制度建设。针对其他领域,一是继续推动存款利率市场化改革。可以参考 LPR 的改革思路,将存款基准利率替代为由报价银行确定的“存款市场报价利率”,各家行在自律机制确定的存款利率上限范围内,加点形成本行存款利率,报价日期可间隔一定期限,反映存款市场的动态变化。再往下一步,可考虑将存款基准利率替换为更加市场化的利率品种,最终完成存款利率市场化改革。二是推动资金需求主体改革,提高对利率变动的敏感度。通过债务置换、重组等方式解决地方政府债务风险,同时加快推动地方政府财权事权匹配改革,遏制举债冲动,提高对利率变动的敏感性,缓解预算软约束问题;加紧推动对夕阳产业、落后产能、僵尸企业等的改革和治理,通过市场化、法治化的方式,令这类行业或者企业逐步退出市场,实现市场出清。

参考文献:

- [1]梁斯.利率市场化背景下的货币政策利率传导机制研究.金融监管研究,2018(07):82-92.
- [2]梁斯.我国 LPR 的历史沿革、国际经验及政策建议.新金融,2020(01):19-25.
- [3]刘明康,黄嘉,陆军.银行利率决定与内部资金转移定价——来自中国利率市场化改革的经验.经济研究,2018,53(06):4-20.
- [4]陆军,黄嘉.利率市场化改革与货币政策银行利率传导.金融研究,2021(04):1-18.
- [5]孙秋枫,吴梅.贷款市场报价利率改革对利率市场化的作用及建议.经济纵横,2021(01):122-128.
- [6]杨伟中,余剑,李康.利率扭曲、市场分割与深化利率市场化改革.统计研究,2018,35(11):42-57.
- [7]战明华,李帅,刘恩慧,许月丽.利率市场化改革是否弱化了货币政策传导的“伯南克之谜”.世界经济,2019,42(04):101-122.