

【综合研究】

利率管制与利率市场化

——来自中国实践的总结

陈斌开 刘莉亚

【摘要】基准利率是货币政策传导中的核心环节。健全基准利率体系既是建设金融市场的关键,也是深入推进利率市场化改革的重要内容。通过围绕利率管制形成的历史逻辑、利率管制对经济增长以及对经济周期影响的探讨,可以从产业结构、收入分配结构及需求结构三个方面梳理利率管制造成中国经济结构失衡的内在逻辑。此外,在重点讨论中国利率双轨制形成的原因及利率双轨制带来的金融资源错配问题的基础上,阐明了中国利率市场化的现存挑战和未来方向。在此基础上,系统回顾了中国利率市场化的进程、路径和效果,并基于市场基准利率选择与培育的分析框架,指出市场基准利率应兼具政策利率与市场利率的优良特性,应是市场性与可控性、相关性与稳定性的统一。关于中国利率市场化的特征事实和相关研究成果的总结和评述,将对中国未来利率市场化的进一步发展提供重要的理论支撑和政策引导。

【关键词】利率管制;利率双轨制;利率市场化;利率传导效率

【作者简介】陈斌开,中央财经大学经济学院教授(北京 100081);刘莉亚,上海财经大学金融学院教授(上海 2130433)。

【原文出处】《学术月刊》(沪),2024.2.66~93

一、引言

利率是资本的价格。从理论上讲,一个经济体的经济增速越快,意味着经济越繁荣,投资收益率越高,利率自然也会越高。然而,与既有理论不同的是,改革开放后的中国,经济平均增长率高达9%,但利率一直维持在较低水平。图1描述了1987年以来中国实际GDP增长率、实际存款利率及实际贷款利率的变化趋势。可以发现,实际存款利率和实际贷款利率明显低于实际GDP增长率。2000-2021年,中国一年期实际贷款利率平均只有3.19%,2008年甚至出现了实际贷款利率为负的情形;同时期一年期实际存款利率平均更是只有0.07%。^①因此,一个贯穿中国改革开放以来的特征性事实是,中国长期存在“高增长—低利率”的现象。

中国“高增长—低利率”现象出现的原因是什么?主流的解释是,中国的总体利率长期处于管制状态,这被认为是中国金融市场的典型特征之一。按照经典的经济学理论,一国的利率水平是由市场供求、经济活动中的风险程度、通货膨胀程度等市场

因素共同决定的。在这种情况下,利率作为资金的价格信号,其水平的高低反映出资金稀缺程度,这使得政府可以通过改变利率水平调控宏观经济。既然如此,一个自然而然的问题在于,中国为什么会有利率管制?

事实上,利率管制并非中国独有的现象,很多发展中国家和发达国家经济发展初期都曾出现过利率管制的现象,这被称为金融抑制。^②当然,金融抑制还包括其他表现形式,例如银行业进入管制、信贷配给、准备金管制、窗口指导资本项目管制等,^③但利率管制是金融抑制最重要的表现形式之一。^④那么,为什么包括中国在内的很多发展中国家会普遍采用利率管制政策?利率管制对于经济发展又有什么影响?

从世界各国的发展经验看,利率管制在长期内难以持续,经济发展水平越高的国家,利率管制程度往往越低,因此,利率市场化是中国未来改革的方向。党的十八届三中全会明确提出,要加快推进金融改革,而利率市场化则是其中的关键环节。然而,

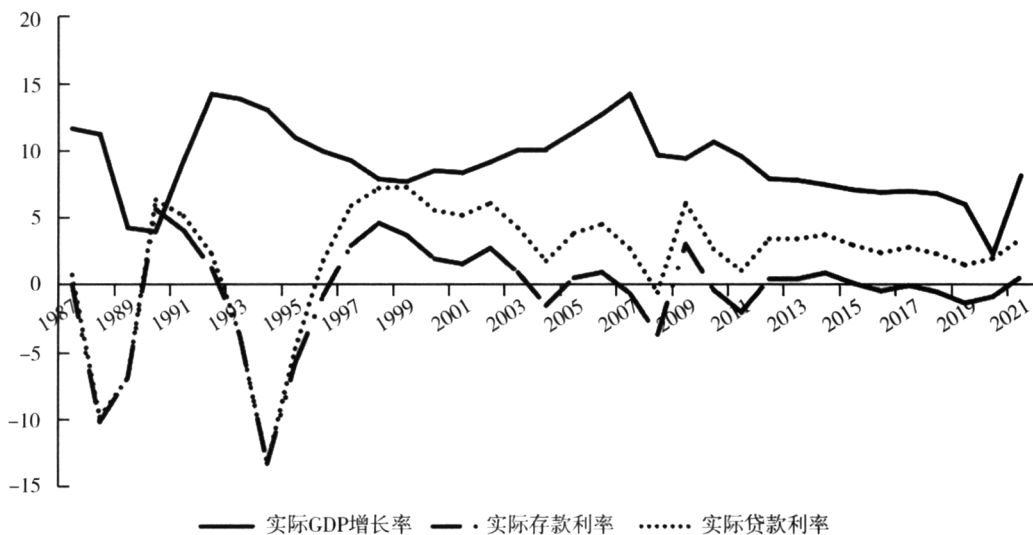


图1 实际GDP增长率与实际存贷款利率的变动趋势

数据来源:Wind。

从各国实践来看,利率市场化是一把双刃剑。它既可能促进金融资源配置效率的提高,又可能滋生金融风险,不少国家在利率市场化的过程中,曾出现银行业大面积亏损和大量倒闭的情况。因此,如何确定利率市场化的道路,取决于各国对利率市场化利弊的权衡。即使利率市场化是我们最终的实现目标和发展方向,对路径和方法的选择也应该审慎对之。那么我们究竟该如何做?这是我们要回答的第二个重要问题。

二、利率管制与中国经济增长

(一) 为什么会有利率管制

经典理论认为,健全的金融体制能够有效地动员储蓄,合理配置稀缺的金融资源,有助于企业家创新,进而促进经济发展。相反,缺乏效率的金融体系则会束缚金融发展,抑制性的金融政策不利于经济增长。^⑤这一传统理论的政策含义十分明确:为了促进经济的可持续增长,发展中国家应放弃利率管制等金融抑制政策,实施以利率自由化为核心的金融自由化政策。但现实情况是,在很长一段时间,中国的利率管制政策与经济高速增长实现了并存,这挑战了简单的金融自由化理论。事实上,表面看似不合理的利率管制政策本质上是一系列约束条件下的“次优”选择^⑥,它是中国重工业优先发展战略下的一个重要金融制度安排。

新中国成立初期,百废待兴。面对当时严峻复杂的国内国际环境,党中央选择了重工业优先发展

战略,希望在短时期内建立起完整的工业体系,快速走上一条独立自主的工业化发展道路。然而,当时的中国要发展重工业面临三个主要难题。第一,重工业需要一次性的大规模资本投入,但新中国建立初期资本十分匮乏;第二,重工业的建设周期长、回报慢;第三,发展重工业需要从国外进口大机器设备,但当时国家的外汇储备严重不足。为降低重工业发展的成本,政府采取了压低利率、高估汇率等一系列政策,通过价格管制直接压低资金成本和进口设备成本。为了保证这些稀缺资源能够投向重工业企业,政府还实行了城市企业国有化、农村生产合作化、统购统销等计划经济体制,以提高国家动员要素和资源的能力,支持重工业优先发展。^⑦

低利率政策是压低重工业资金成本最为直接的手段。要保证重工业以较低的资金成本迅速成长,必须长期维持一个较低的利率水平。在新中国成立之初,中央政府曾短暂提高利率用于治理通货膨胀,自1950年下半年后,中国的利率水平便开始不断下降。在社会总产出和总储蓄极低的水平下,要建立资本密集型的工业体系,必然会内生出以低利率和信贷配给为特征的金融抑制制度。^⑧得益于以低利率政策为代表的一整套制度安排,中国重工业飞速发展,在短时期内建立起完整的工业体系,迅速增强了综合国力。在低利率政策的保障下,中国的轻重工业产值占比从1949年的73.6:26.4变为1978年43.1:56.9^⑨,工业结构快速从以轻工业为主导转向

以重工业为主导。

改革开放后,中国逐步放弃了重工业优先发展战略,但是,金融抑制等政策却不能快速退出。很多重工业企业对于国家安全和社会稳定仍十分重要,但在市场经济中却缺乏自生能力。因此,政府需要不断给予这些“重要而不能倒,不补贴就要倒”的企业提供保护补贴,以防其破产倒闭引发社会动荡,或危及国防安全和国计民生。^⑩政府对企业的保护补贴有多种形式,除了直接给予财政补贴的“明补”,还通过利率管制进行“暗补”。^⑪比如,通过贷款利率管制降低企业的资金成本,为企业的贷款提供隐性担保,通过信贷指令计划帮助企业获得银行信贷等。^⑫由此可见,利率管制在中国转型初期起到了维护经济安全和维持社会稳定的作用,为实现经济稳定增长提供了支撑。^⑬

(二) 利率管制与经济增长

关于利率管制与经济增长的关系,学术界有两种主流理论。一是金融深化理论,由罗纳德·麦金农(Ronald I. McKinnon)和爱德华·肖(Edward S. Shaw)提出,认为人为降低利率扭曲了资本配置,削弱了储蓄激励,导致金融资源利用低效,抑制经济增长。他们主张国家应全面实施金融自由化。另一是金融约束理论,由约瑟夫·斯蒂格利茨(Joseph E. Stiglitz)等提出,认为在金融体系较落后的经济中,政府应通过一系列金融约束政策促进金融和生产部门获取剩余机会,有助于缓解信息不对称,促进产业发展,推动经济增长。在宏观经济稳定条件下,金融约束政策有益于经济发展。斯蒂格利茨认为,政府对金融的干预应是动态的,随着金融深化,政府应逐步放松金融约束,促进市场经济过渡。

在现实中,不少发展中国家按照金融深化理论进行了彻底的金融自由化改革,但很多国家都遭遇了严重的金融和经济危机。例如,20世纪70年代的阿根廷、智利和乌拉圭,80年代的菲律宾和土耳其,90年代末的泰国等。因此,越来越多的文献认为,精心设计的政府干预可能比完全自由化的金融体系更有利于促进经济发展。^⑭

中国改革开放以来的经验为这一问题提供了现实的注解。改革开放40多年来,中国经济在高速增长的同时,依然保留着利率管制和金融抑制的某些特征,并且成功抵御了东亚金融危机和美国次贷危

机等多次冲击。这些经验表明,金融抑制与经济增长之间的关系并不能一概而论。改革开放早期,利率管制显著降低了企业投资成本,避免了金融机构之间的利率竞争,有助于调动资源促进经济发展。一方面,利率管制和金融抑制提高了储蓄转换为投资的效率。另一方面,政府干预有利于保持金融系统稳定,防止金融危机。^⑮然而,随着中国经济发展水平的不断提高,金融体系的不断完善,利率管制和金融抑制的负面作用越来越明显。很多关于中国金融改革的研究指出,金融抑制政策带来了大量的效率损失。^⑯Huang & Wang的研究发现,21世纪以后,金融抑制阻碍了中国经济增长,如果没有金融抑制,21世纪头十年的中国经济增速会提高0.1个百分点。^⑰

21世纪以来,利率管制对经济增长的阻碍主要有四方面原因。首先,银行体系受限于利率管制,难以支持经济转向技术创新和产业升级,创新活动因其高风险和不确定性难以在利率管制下获得融资,制约了经济发展。其次,低利率环境下,信贷资源流向地方政府和国有企业,可能导致政府信用透支,进而滋生金融风险。第三,利率管制扭曲了金融资源配置,使资金无法有效配置,导致民营企业和中小微企业难以获得正规金融市场的融资,不得不转向高成本的民间市场。最后,利率管制使中国更依赖数量型货币政策,对中小民营企业不利。例如,存款准备金率的频繁调整可能限制商业银行的贷款规模,对中小企业造成不利影响。^⑱

总体而言,利率管制对经济增长的影响不是固定的,与经济发展阶段有关。在计划经济时期,利率管制支持了重工业发展。改革开放初期,利率管制促进了经济稳定和增长。然而,随着经济提升,利率管制负面效应显著,可能成为经济增长的阻碍。

(三) 利率管制与经济波动

改革开放以来,中国经济取得了举世瞩目的“增长奇迹”,但同时,中国经济的波动性也比较大。从图1中可以看到,以1996年为界,中国经济在1996年之前波动很大,而在1996年以后,中国经济波动明显趋缓。与此同时,我们发现GDP的剧烈波动往往伴随着实际利率的巨大波动,两者几乎是同步的。值得注意的是,在1996年之前,实际利率与GDP增长率的变动趋势截然相反,这又是一个与经典理论截然相反的事实。

从理论上讲,作为政府调控经济的核心手段,利率应该是顺周期的。即经济过热时,实际利率应该上升,经济过冷时,实际利率应该下降。比如,当通货膨胀率超过目标通货膨胀率,或者产出超过潜在水平,那么货币当局就应运用政策工具调节名义利率,进而使实际利率高于长期均衡利率,从而抑制通货膨胀。反之,如果存在通货紧缩现象,或者产出低于潜在水平,货币当局应该降低名义利率,并使实际利率低于均衡水平。上述阐释了货币政策调控经济的基本原则,也被称为泰勒规则。^①

然而,从图1中可以看到,由于存在严格的利率管制,泰勒规则在中国是完全失效的,即中国的实际利率是反周期的,也就是说,经济越好,实际利率反而越低。这种反周期的实际利率将极大地加剧经济波动。1996年之前,中国经济出现“一放就活、一活就乱、一乱就收、一收就死、一死就放”的“活—乱”循环,在很大程度上都与利率管制有关。信贷一旦放松,经济活力就快速上升,通胀率也随之高企,因名义利率不能及时调整,实际利率将下降,投资需求将进一步上升,经济将出现“高投资、高通胀”的“乱象”。在存在利率管制时,为抑制经济过热,货币当局只能依赖于数量工具来调控经济,包括存款准备金、信贷配给等。^②一旦央行利用数量工具收缩信贷,投资将很快下降,经济活力不足,总需求下降可能造成通货紧缩,如果名义利率不能及时调整,实际利率将上升,投资需求进一步下降,经济陷入“低增长、低通胀”的谷底。如此循环往复,造成了1996年之前中国经济周期的“大起大落”。^③

改革开放以来,中国第一轮经济周期出现在1984—1988年。1984年,中国城市改革全面启动,经济活力迸发,投资需求大幅上升,1984年和1985年固定资产投资增长率分别为28.2%和38.8%。面对投资需求高涨,利率管制下的名义利率却无法大幅调整,导致了1984年和1985年银行一年期贷款真实利率分别为4.5%和-1.38%。^④低真实利率进一步刺激了投资需求,贷款需求大幅上升,但存款并没有相应提高,存贷间的缺口只能用增发货币来补足。1984年,流通中货币比上年增长49.5%,信贷增长率达到16.5%,造成了1985年的9.3%的高通货膨胀。^⑤面对高通胀压力,央行在1985—1986年紧缩货币供给,严格限制信贷规模,压缩固定资产投资需

求。1988年,为克服价格双轨制的各种弊端,中共中央国务院做出“价格闯关”的决策,以推动价格并轨,但因为市场轨价格往往高于计划轨,价格并轨造成了价格快速上涨。

1989—1991年,中国经济进入紧缩周期。面对高通胀压力,中共中央在1989年强化了央行对贷款的控制,将贷款控制权集中于中国人民银行总行,货币供应量急剧减少,流通中货币增长率降至9.8%。进一步地,央行加强了货币信贷的计划管理,建立起全社会信贷管制制度,对信贷实行“限额管理,以存定贷”,加强信贷结构调整,提高了贷款利率。1990—1991年,随着信贷政策的有所放松,信贷增长率开始提高,1991年的名义贷款利率和通货膨胀率分别降至8.6%和3.1%,但金融资源仍然不足,企业间出现了严重三角债等问题,企业开工不足,经济处于低迷状态,1989—1991三年间实际GDP平均增长率仅为5.8%,固定资产投资平均增长仅6.4%。

1992—1996年,中国进入新一轮景气周期。邓小平南方谈话极大地提振了社会信心,经济开始全面复苏,投资需求大幅上升。1992年流通中货币增长36.4%,信贷增长24.4%,真实贷款利率低至2.24%,固定资产投资增长率高达44.4%,实际GDP增长率为14.2%。1993年,经济开始出现过热,固定资产投资增长率高达61.8%。由于名义利率未能及时大幅调整,1993年实际贷款利率下降至-3.72%,进一步刺激了投资需求扩张。总需求旺盛造成通胀率高企,1993年通胀率上升至15.2%。面对经济过热和高企的通胀率,货币当局从1994年开始大力治理通胀。因利率管制下名义利率调整受限,紧缩信贷成为收紧货币供给、抑制通胀的主要手段。随着央行信贷紧缩政策的实施,1994年信贷增长率下降到15.3%。但是,为防止经济出现大起大落“硬着陆”,中央开始采取“有保有压”的信贷配给策略,在压缩房地产等过热行业信贷供给的同时,尽量保证实体经济的融资需求,以稳定宏观经济。1996年,国内通货膨胀率快速回落到8.3%,信贷增长率和固定资产投资增长率分别为22.4%和14.8%,经济增长率则保持在9.9%。

从图1看出,中国宏观经济波动幅度在1996年经济“软着陆”之后有了明显下降。经济波动幅度明显收窄的一个重要原因在于,1996年前后政府开启

了利率市场化等一系列金融市场改革。1995 年底,《中国人民银行法》和《中国商业银行法》相继颁布,这两部法律明确规定了人民银行和商业银行的职能,让银行逐步转换为自主经营、自担风险、自负盈亏、自我约束的市场主体,这在很大程度上减少了信贷的“大起大落”,降低了经济波动。其次,让资金价格反映市场供需情况。1996 年利率市场化改革启动,放开了银行间同业拆借市场利率。^③这使得拆借双方能够根据市场资金供求,自主确定拆借利率,形成了相对独立于原有存贷款管制利率体系的市场利率,金融市场价格机制作用初步显现,对优化金融资源配置,降低经济波动起到了积极作用。

金融市场改革对中国经济稳定起到了重要的作用,使得中国经济波动幅度在 1996 年后大幅收窄。^⑤但是,利率市场化改革非一朝一夕可以完成,存贷款利率管制对经济波动影响依然存在。1997 年,东亚金融危机爆发,外部需求下降,经济出现衰退。由于名义利率没有随着通货膨胀率下降及时调整,1997 年真实贷款利率上升到 5.84%,投资增长率低至 8.8%。为刺激信贷增长,央行降低了存款准备金率。1998 年,存款准备金率下调到 8%,1999 年进一步下调到 6%,低存款准备金率一直延续到 2003 年。^⑥尽管存款准备金率一直处于低位,但受到总需求不足等多方面因素影响,经济整体仍处于紧缩状态,信贷增长也依然有限。1997-2002 年,国内平均通货膨胀率 0.15%,投资增长率和真实 GDP 增长率分别为 11.3% 和 6.2%,平均真实利率高达 6.17%,而年均信贷增长率只有 15.3%。

2001 年,中国加入 WTO,外需开始扩张,中国经济在 2002 年底开始全面回升。2003 年,旺盛的房地产市场需求使经济活跃度持续提升,经济呈现过热迹象,通胀压力加大。为抑制通货膨胀,央行多次上调存款准备金率,从 2003 年的 6% 上升到 2007 年的 14.5%。但由于名义利率调整滞后于通货膨胀,这一时期真实利率相对偏低,2003-2007 年平均真实贷款利率仅为 3.37%。低真实利率刺激了信贷需求和投资需求,2003-2007 年平均信贷增长率高达 26.8%,平均固定资产投资增长 22.2%,平均真实 GDP 增长率上升到 11.7%。2008 年,美国金融危机爆发,外需下降,经济开始下行。面对外部环境的急剧变化,中国人民银行多次下调存贷款基准利率和

存款准备金率,积极引导商业银行扩大信贷规模支持实体经济。这一时期,利率市场化开始加速推进。2013 年 7 月,金融机构贷款利率管制全面放开,贷款利率完全实现了市场化。2015 年 10 月,央行决定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。至此,中国存贷款利率管制全面放开,利率市场化取得了长足进展。随着利率市场化不断推进,利率在熨平经济周期中的作用越来越重要,中国经济波动下降,平稳性也在不断增强。

总体而言,利率管制和中国经济波动的关系也呈现出明显的阶段性。1996 年之前,严格的利率管制使泰勒规则失效,利率无法随经济波动调整,导致宏观经济陷入“一放就活、一活就乱、一乱就收、一收就死、一死就放”的“活—乱”循环中。1996 年以后,随着中国开启了以“去管制”为核心的一系列金融市场改革,利率在熨平中国经济波动中的作用越来越明显,利率政策也逐步成为宏观调控的重要手段,中国经济波动幅度大幅收窄。

三、利率管制与经济结构失衡

21 世纪以来,中国经济在产业结构、收入分配结构、内外需求结构等方面都呈现出多重失衡的格局。在可以进行比较的国家中,中国储蓄率最高,消费率最低,劳动收入占国民收入比重最低,城市化滞后于工业化的程度最严重,外汇储备最多。这一系列现象表明,中国经济多重失衡的背后,一定存在着一些“不寻常”的因素。

表 1 展示了中国经济结构多重失衡的现象。第一,产业结构。面板 A 显示,中国 2020 年工业占 GDP 的比重高达 30.9%,明显高于美国、英国等西方发达国家,德国、日本等制造业大国。与印度、巴西等主要发展中国家相比,中国工业占 GDP 比重也要高出近 10 个百分点。相应地,中国服务业发展相对滞后,2020 年服务业占 GDP 比重仅为 54.5%,比发达国家低近 10-20 个百分点。第二,收入分配结构。面板 B 显示了各国家户部门收入占国民收入的比重,反映家庭部门在社会生产中的作用。不难看出,中国家庭部门劳动收入占比比其他主要国家更低。并且,经过再分配后,中国家庭部门可支配收入占比依然低于其他国家,说明政府再分配政策没有显著改变中国家庭收入占比偏低的现实。第三,需求结构。从面板 C 中可以看出,2020 年中国最终消费率

表 1 世界主要国家经济结构比较(2020 年)

国家	美国	英国	德国	日本	印度	巴西	中国
面板 A							
服务业占 GDP 比重(%)	80.1	72.7	63.3	69.5	48.4	62.8	54.5
工业占 GDP 比重(%)	18.4	17.1	26.5	29.0	24.5	17.7	30.9
面板 B							
住户部门初次分配收入占国民总收入比重(%)	78.9	72.8	72.1	63.3	76.1	70.8	61.4
住户部门可支配收入占国民总收入比重(%)	74.5	63.8	57.9	56.9	80.6	73.2	60.4
面板 C							
最终消费率(%)	82	83.1	73.1	74.8	72.9	83.4	55.3
居民消费率(%)	67	61	51	54	61	63	38
净出口率(%)	-3.2	0.3	5.7	-0.2	-0.3	0.8	2.4

数据来源:住户部门初次分配收入占国民总收入比重和住户部门可支配收入占国民总收入比重原始数据来自联合国统计数据库(UNdata),经作者计算得到,韩国数据缺失(原始数据下载地址:<http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/madt.asp>),其余原始数据来自 WDI。由于 2020 年数据缺失,住户部门初次分配收入占国民总收入比重和住户部门可支配收入占国民总收入比重为 2019 年数据。

注:最终消费率是指(总消费/GDP),居民消费率是指(居民消费/GDP),净出口率为商品和服务出口占 GDP 比重减去商品和服务进口占 GDP 比重。经计算得到。

仅为 55.3%,这不仅远远低于美国、英国、德国等欧美国家,也大大低于日本这种文化相近的亚洲国家。甚至与印度、巴西和其他中等收入国家相比,中国消费率也严重偏低。中国最终消费率偏低的主要原因是其居民消费率低,2020 年,中国居民消费率仅为 38%,远远低于其他国家。

中国产业结构、分配结构和需求结构同时出现失衡,必然存在某些共同因素的驱动。那么,是什么因素导致了中国经济结构多重失衡呢?研究发现,利率管制是重要原因之一。^②其背后的逻辑在于,在生产端,低利率鼓励了投资,促进了短期经济增长。但同时,低利率鼓励企业使用资本密集型技术,使得产业结构快速资本深化,工业(尤其是重工业)获得了快速发展。资本密集型产业的超常发展还使就业增长速度跟不上经济增长速度,加剧了城市化落后于工业化进程的局面。在分配端,快速的资本深化还将造成劳动报酬增长滞后于劳动生产率增长,使国民收入分配更向资本倾斜,而劳动收入占国民收入比重下降。在需求端,当投资受到鼓励时,居民消费却受制于劳动收入的缓慢增长,大量生产能力必须依赖出口来消化,而消费者的进口需求却有限,于是导致外贸盈余持续增长。按照这一逻辑,下文将从产

业结构、收入分配结构和需求结构讨论利率管制对中国经济失衡的影响。^③

(一)利率管制与产业结构失衡

产业结构失衡是中国经济结构失衡最直接的体现。根据国际一般规律,在经济发展过程中,工业部门增加值占 GDP 比重将呈现先上升后下降的特征,而服务业部门增加值占 GDP 比重将持续上升。20130-2020 年间,中国产业结构快速变迁。工业增加值比重从 40.4%下降到 30.9%;服务业增加值占 GDP 比重从 39.8%上升到 54.5%,上升了 14.7 个百分点。^④但是,从国际比较来看,中国服务业发展依然相对滞后。

对于中国工业部门发展较为超前,服务业部门发展滞后的原因,学者们从不同角度展开了研究。^⑤王勋和 Johansson、陈斌开和陆铭分别基于跨国比较和中国实践,分析了利率管制和产业结构的关系,发现低利率政策是造成工业部门快速发展、服务业发展滞后的重要因素之一。^⑥当利率水平越低,工资—利率比越高时,企业家倾向于采用资本密集型技术,这导致了资本密集型工业部门的快速发展,劳动密集型服务业部门的滞后发展。为了进一步验证这个逻辑,图 2 叙述了中国 1992 年以来实际利率与产业结构变迁的关系。

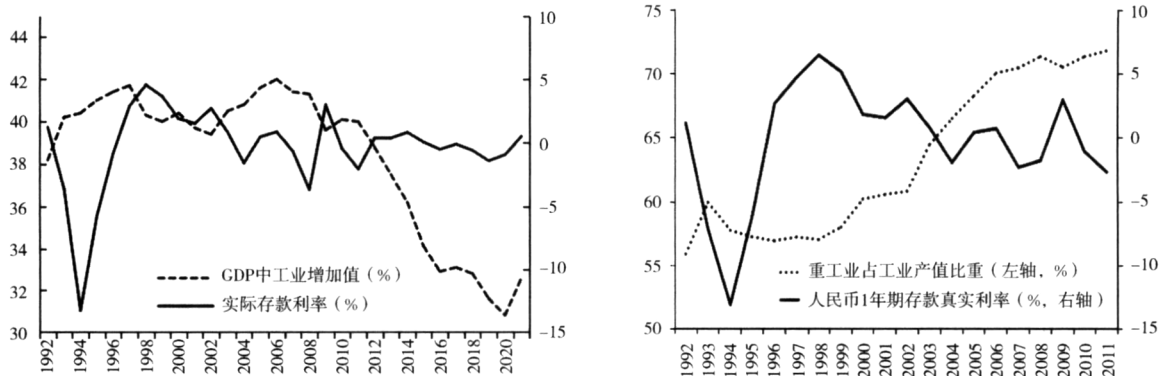


图2 实际利率与中国产业结构

数据来源:国家统计局,中国工业统计年鉴,WDI。

注:由于缺乏重工业产值占比最新数据,数据更新至2011年。实际利率通过中国人民银行年初公布的一年期存款利率减去当年的CPI得到。由于中国存贷款利差比较稳定,使用存款利率或贷款利率进行分析结果是一致的,本节将统一使用存款实际利率作为金融抑制的表征。

从左图中可以看出,实际利率与工业部门发展基本呈现负相关。1993-1995年间,中国实际利率为负,工业增加值占GDP比重快速上升;1996-2002年,实际利率处于相对高位,工业部门增加值占比则有所下降;2003-2011年,实际利率在零附近波动,工业增加值占比则相对较高。2012年以来,随着利率市场化的推进,真实利率与经济增长率的差距缩小,即实际利率相对于经济增长率更高,工业部门占比也逐渐下降。在工业部门内部,利率管制与产业结构的关系则更为明显。从右图中可以看出,重工业占工业产值的比重在2002-2011年快速上升,反映了中国工业部门快速资本深化的事实。^⑧究其原因,是因为工业部门中最重要的生产要素是资本和劳动,而2002年后,中国的资本价格(实际利率)持续处于低位且呈现下降趋势。低利率将鼓励企业使用资本替代劳动,选择更加资本密集型的产业。^⑨

(二) 利率管制与分配结构失衡

中国经济结构失衡还体现在收入分配结构上。进入21世纪后,中国国民收入分配不断从居民向企业和政府倾斜,家庭收入占国民收入的比重由2000年的67.5%快速下降到2011年的60.8%。同一时期,政府收入占比从14.5%上升到19.2%,企业收入占比从17.9%上升到20%。^⑩2012年以来,家庭收入占国民收入的比重保持相对稳定,2020年占比为62%,政府收入占比从19.5%下降到11.1%,企业收入占比从18.5%上升到26.9%。^⑪在居民收入占国民收入的比重呈现U形变化的同时,工资—劳动生

产率的变化也是如此。2000-2011年间,中国平均劳动生产率由13911元/人上升到64038元/人,上升了4.60倍。同一期间,劳动者年平均报酬由7255元/人上升到29205元/人,上升了4.03倍,低于劳动生产率上升速度。^⑫2012年起,劳动报酬份额开始持续回升(图3)。

那么,利率管制与收入分配结构失衡之间有什么关系?在一个利率被管制的金融体系中,利率压低不仅会带来劳动需求和劳动收入份额的下降,同时也会造成工资—劳动生产率比重降低。^⑬从图3中可以看出,实际利率与劳动收入占比、劳动者报酬—劳动生产率比值高度相关。1993-1995年间,中国实际利率为负,劳动收入占比下降,劳动者报酬—劳动生产率比值也较低;1996-2002年,实际利率相对有所提高,劳动者报酬—劳动生产率比值也比较稳定;2003-2011年,利率再次被持续压低,劳动者报酬—劳动生产率比值则不断下降;2012年以来,随着利率市场化的不断推进,劳动者报酬—劳动生产率比值也相应上升。由此,从实际利率和劳动者报酬—劳动生产率比值的关系上看,实际利率偏低可能是中国劳动者报酬增长落后于劳动生产率的重要原因之一。

(三) 利率管制与需求结构失衡

内外需求结构失衡是中国经济高质量发展面临的另一潜在威胁。在短期的需求结构分析中,消费、投资、净出口被称为经济增长的“三驾马车”,而在长期,这“三驾马车”的关系在本质上是需求与供给之

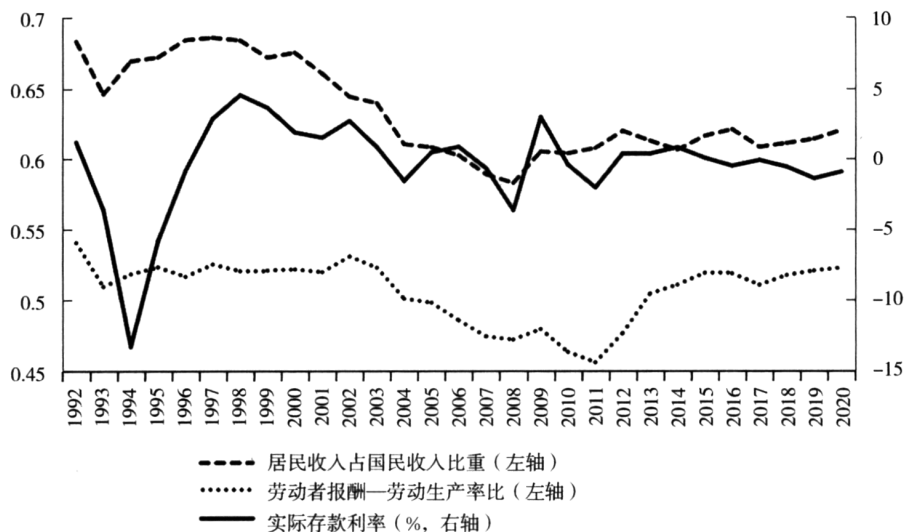


图3 实际利率与收入分配结构(1992—2020年)

数据来源:国家统计局,《中国资金流量表历史数据:1992—2004》,WDI。

间的关系。如果消费需求比例过低,净出口不能持续增长,投资的回报则难以保证,经济将偏离最优增长路径。2000年以来,中国的内外需结构性矛盾日益突出,投资和出口表现强劲,而消费需求却持续萎靡不振。目前,中国已经是世界主要国家中消费率最低的国家,这已经构成构建新发展格局的重要制约因素。

利率管制与需求结构失衡的关系是什么?图4叙述了真实利率与消费率和投资率的关系。可以看出,实际利率与消费率同方向波动,与投资率反方向波动。1993—1995年间,中国实际利率为负,最终消费率和居民消费率也相对较低,投资率则相对较高。1996—2002年,实际利率稳步回升,最终消费率有所

上升,投资率略有下降。2003—2011年,实际利率总体上呈现下降趋势,最终消费率和居民消费率则开始不断下滑,投资率则持续上升。2012年以后,随着利率市场化水平越来越高,金融抑制程度下降,最终消费率和居民消费率持续上升,投资率则有所下降。这些经验证据都表明,利率管制将压低消费,提高投资,是导致需求结构失衡不可忽略的因素之一。^③

那么,利率管制会通过什么渠道影响需求结构?首先,利率管制可以通过国民收入分配结构影响消费。利率压低将导致劳动报酬占比下降,进而导致分配中家庭收入占比下降,企业收入占比上升(详见下一小节)。由于家庭是消费的主体,企业是投资的主体,利率压低将导致消费率下降,投资率上升。

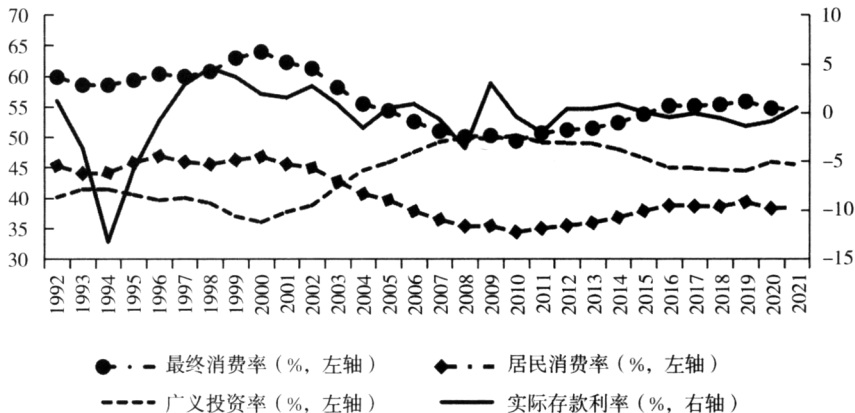


图4 实际利率与需求结构(1992—2021年)

数据来源:国家统计局,WDI。

注:将当期未消费的产品定义为广义投资,即:广义投资率=(资本形成总额+净出口)/GDP。

其次,从居民消费行为角度看,利率是居民消费跨期替代的关键决定因素,低利率政策将通过替代效应降低居民消费增长率,同时通过财富效应降低居民消费水平,进而影响需求结构。再次,利率管制会影响居民收入分配进而影响消费需求。在金融市场上,穷人往往是存款者,富人往往是贷款者,低利率政策本质上形成了一种穷人补贴富人的“倒挂”机制,导致居民收入分配不断恶化,而收入差距扩大将导致居民消费率下降。最后,低利率还会通过影响住房价格进而抑制消费。住房兼具投资品和消费品两种性质,低利率不仅会鼓励普通消费者通过抵押贷款来购房,还会鼓励投资者通过投资房地产来获取回报。实际利率越低,住房投资成本越低,投资需求越大,住房价格越高。在无法甄别真实居住需求和投资需求的情况下,房价上涨会加强消费者和投资者的房价上涨预期,最终使房价上涨形成一个自我加强的趋势。问题在于,房价上涨将对普通消费者形成巨大的支出负担,大部分消费者不得不“为买房而储蓄”,并相应地挤出其他消费(即通常所说的“房奴”现象)。近十年来快速上升的房价与低实际利率的趋势吻合,导致居民消费率下降,储蓄率上升。^③

四、利率双轨制

(一)什么是利率双轨制

所谓利率双轨制,是指中国金融体系中存在两个资金价格,即“管制轨”和“市场轨”。在“管制轨”,银行系统的资金价格受中央银行管制,以存贷款基准利率为主。尽管存贷款利率管制早已于2015年在制度上全面放开,但至今仍未实现自由浮动。^④当前,存贷款利率在全国市场利率定价自律机制的规定下自行浮动,未真正实现自主定价。“市场轨”利率由资金供求决定,不受政府管制,货币市场利率已完全由市场决定,是市场化的资金价格。利率市场化改革旨在推动存贷款基准利率和货币市场利率逐渐统一,实现“两轨并一轨”。需要强调,“市场轨”利率不仅限于货币市场利率,还包括非银行金融机构、城乡信用社及非正规金融机构中由借贷资金供求关系决定的市场化资金价格。^⑤本部分重点阐述银行体系的“管制利率”和其他金融机构的“市场利率”双轨特征,下一节将更深入探讨货币市场利率与存贷款基准利率的关系。

在现实经济运行中,利率双轨制实际上是“双重双轨制”。^⑥第一层双轨制是指在政府控制的银行系统下,相对于民营企业,国有企业有信贷成本优势和优先的贷款获得权。国有企业拥有隐性担保,同时具有相对稳定的利润,成为银行主动追逐的对象,很容易获得低利率贷款。民营企业,特别是小微企业,因为缺乏担保、风险较高等多方面原因,往往面临融资难、融资贵等问题。^⑦另一层利率双轨制表现在政府控制的银行系统与不受政府管控或者管控相对较弱的影子银行。两个系统实际上实施着不同的利率,前者是政府管制的利率,后者是市场化的利率。从根本上说,正是利率管制催生了影子银行。由于政府对利率的管制,以及银行对国有企业的青睐,民营企业等市场主体的资金需求难以得到满足,银行系统之外的资金供给系统(影子银行系统)才会产生。由于影子银行不受利率管制的影响,其利率水平往往大大高于存贷款基准利率,形成事实上的利率双轨——政府控制的管制利率和不受管制的市场利率。

(二)为什么有利率双轨制

中国经济体制改革是从计划经济向社会主义市场经济转变的过程,其中关键一环是价格改革。在计划经济下,价格受到严格管制,无法反映市场供需,导致资源配置效率低下。经济转型的核心在于逐步解除价格管制,让市场力量决定价格,通过价格信号实现社会资源的优化配置。20世纪80年代中期,中国首次在商品市场尝试了“双轨制”价格改革。该制度意味着每种商品存在两种价格,计划体系内部保持价格管制,而计划体系外则由市场供求决定价格。随着计划价格和市场竞争价格的竞争,计划价格部门逐步减少,市场价格领域的生产规模逐步扩大。最终,市场价格完全替代了计划价格,形成了由供求决定的市场价格体系。这一过程被证明是一种能够增加部分经济主体福利而不损害其他人利益的帕累托改进。^⑧到了20世纪90年代,中国基本实现了一般性商品和服务价格的市场化。价格双轨制在商品市场化改革中的成功经验为金融市场化改革提供了有益启示,尤其是以实现利率市场化为目标的利率双轨制成为金融改革的重要内容。这一过程中,市场化逐步在金融领域发挥作用,为整体经济的健康发展奠定了基础。^⑨

金融体制改革是中国经济体制变革中不可或缺的一环,旨在引入市场机制,通过价格信号反映金融资源稀缺性,提高资源配置效率。在这一过程中,实现由管制利率向市场利率的平稳转型成为关键挑战。^{④6}然而,中国经济在转型期不适宜进行激进的利率市场化改革。^{④7}自20世纪80年代以来,为支持国有企业运营,政府实施了对利率的管制,使银行向国有企业提供低息贷款。^{④8}这段时期,银行与国有企业共同肩负了战略和社会性负担。^{④9}过于激进的利率市场化改革可能导致国有企业面临无法承受的资金成本上升,引发破产潮等连锁反应。同时,国有企业与银行系统深度关联,激进的改革可能加剧金融机构的运行风险,而中国金融体系缺乏相应保障机制,进一步削弱金融市场的稳定性。因此,为谨慎推进金融市场改革,利率双轨制成为不可或缺的阶段,有助于平稳推动金融市场的市场化进程。

利率双轨制对于保障中国经济平稳转型起到了重要作用。利率双轨制本质是在利率市场化过程中,保持金融市场平稳转型的一种过渡机制,在保持管制利率运行的同时,不断强化市场机制,最终向市场化利率转型。实行双轨制的优点在于,一是能够在短期内,避免激进市场化改革给整个金融和经济体系带来的巨大冲击。二是给予经济中监管者、金融决策者等各主体充分的反应时间,以应对可能出现的各种危机。比如,在改革开放初期,利率管制下的持续低成本资金,为国有企业渐进式改革提供了支持。此外,存贷款利率管制也为商业银行提供了稳定的利差收入,保障了商业银行的平稳转型。

利率双轨制在中国经济平稳转型中扮演了关键角色。作为利率市场化的过渡机制,其在保持管制利率的同时逐步强化市场机制,实现向市场化利率的平稳过渡。这种双轨制的优势在于,首先,在短期内避免了激进市场化改革可能带来的巨大冲击;其次,为各主体提供充分的反应时间,以更好地应对潜在的危机。例如,在改革开放初期,受利率管制的国有企业获得了低成本资金支持,促进了其渐进性改革。此外,存贷款利率管制也确保了商业银行的平稳过渡,为其提供了稳定的利差收入。这一过程在短期内维护了金融和经济体系的稳定,有助于顺利推进整体经济的市场化进程。

(三)利率双轨制的影响

利率双轨制在中国经济转型中发挥了重要作用,但其存在一些显著问题。双轨制导致市场主体面临不同的资金价格,直接引发不公平竞争和寻租行为。巨大的管制利率与市场利率差距使得国有和大中型企业从优惠的银行贷款中获利^{⑤0},而中小企业长期面临融资难问题。卢峰和姚洋指出,尽管非国有部门对中国GDP的贡献超过70%,但其获得的银行正式贷款不到20%。^{⑤1}由于融资需求未能通过正规渠道满足,很多民营和小微企业转向中小金融机构和民间金融市场。然而,中小金融机构吸储能力有限,而民间金融机构则面临合规性难题,资金供给受到限制。这导致巨大的资金需求与有限的资金供给之间的矛盾,使得民间金融市场利率居高不下。小微企业长期面临融资难、融资贵问题,难以解决。因此,利率双轨制在促进金融平稳过渡的同时,也带来了社会经济不均问题。

除不公平竞争外,利率双轨制还对金融市场产生了一系列重要影响。首先,双轨制造成了“金融漏损”现象。面对民间金融市场上大量的资金需求,很多国有部门开始扮演“准金融机构”的角色,将从银行获得的低成本资金借给私有部门以获取“差价”,这种现象被卢峰和姚洋称为“金融漏损”。^{⑤2}他们发现,金融资源从国有部门流向私人部门主要有两条渠道。第一条渠道是商业信用,它的形式往往是三角债。由于国有部门较容易从国有银行获得资金,在三角债的链条中,负债方多为资金紧张的非国有部门,资产方多为国有企业。第二条漏损渠道是国有企业资金直接投资到非国有部门。比如,国有企业可以将银行划拨给指定项目的贷款投资给私人部门。研究发现,国有企业较多的内陆省份经常将从银行获得的贷款以各种方式投向私有经济相对发达的沿海省份。^{⑤3}在既有的制度约束下,“金融漏损”一定程度上推动了非国有经济的发展,在短期内缓解了金融资源配置低效问题,是一个非正规的良性经济增长循环模式。^{⑤4}但是,“金融漏损”本源是非规范的,金融资源的逆向配置容易产生寻租与腐败行为,在长期内必然损害经济效率,阻碍经济持续发展。

其次,双轨制催生了影子银行。除了“金融漏损”,两轨之间的利差为影子银行发展创造了条件。^{⑤5}影子银行包括银行系统以外的金融系统和银行从事

的影子银行业务。^⑤利率双轨制是影子银行迅速扩张的主要原因,尤其是各类理财产品的大量涌现。银行间存款竞争激烈,^⑥但受到存款利率管制的限制,为规避这一限制,银行通过发行理财产品获取资金。^⑦理财产品作为银行表外资产,避开了存款利率管制,但其风险与存款相似。^⑧商业银行通过发行高收益、低风险的理财产品获取资金,同时规避了利率管制。因此,理财产品实质上是金融机构绕过利率管制,利用两轨利差进行套利的工具。类似互联网金融产品,如余额宝之所以发展迅猛,也是因为利率双轨制为其提供了套利机会。在积极方面,影子银行业务绕开了利率管制,为普通消费者提供了高回报、低风险的金融产品,优化了金融资源配置,提高了居民财产性收入。然而,影子银行系统脱离监管,规模扩张导致金融风险不断累积,未受监管的金融活动长期可能威胁中国金融安全和社会稳定。^⑨

由此,我们应该全面客观地看待利率双轨制。给定我们金融市场改革的现有约束,这种双轨制能够在保证中国金融市场稳定的前提下,为进一步改革争取条件。同样的,利率双轨制诞生之日起,就是一种过渡性安排,从长期看,利率的市场化是必然的。回顾利率双轨制的始末,正是由于双轨制下产生的影子银行,才使得大量从正规银行贷款不到款的实体企业获得贷款,得以生存。但同时,利率双轨制的弊端也显而易见,例如转手倒借低利率贷款以获取利差,产生大量的“寻租”和腐败行为,黑市货币市场活跃等。^⑩可以确定的是,随着中国市场化改革的逐步推进,利率双轨制作为短期的权宜之计,终究要退出历史舞台。

五、利率市场化的演进历程与未来方向

(一) 中国利率市场化的演进历程

1993 年 11 月,中共十四届三中全会通过了《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“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”。该项决定意味着中国的利率市场化改革正式开始。

中国学者一直关注中国利率市场化改革的推进逻辑问题。谢平提出了一种逐步推进的路径:首先开放货币市场利率,然后调整工商企业的贷款利率,推进国债发行利率的市场化,最终考虑存款利率的浮动。^⑪其中,逐步放松利率管制应选择何种利率作为突破口是首要问题。^⑫闫素仙结合国际经验总结认为,在中国金融市场不够成熟的情况下,应以货币市场利率为突破口。^⑬

与国内学者的研究相一致,中国的利率市场化实践便是以货币市场利率为起点,沿着“货币市场利率——债券市场利率——外币利率——人民币存贷款利率”的基本逻辑逐步推进。本节按照时间顺序,将中国利率市场化改革的历史进程汇总于表 2 中。

(二) 当前中国推进利率市场化的挑战

2015 年,中国放开了人民币存贷款利率上限,名义上完成了利率市场化改革。然而,这并不代表市场化进程的终结,反而强调了深化改革的紧迫性。^⑭深化改革是为了促使利率回归均衡、消除价格扭曲和市场分割、优化资源配置效率,以实现经济高质量发展和系统性金融稳定。^⑮然而,经验的缺乏和金融业的风险特性使得我们不仅面临诸多改革中的问题,还面临诸多在稳定中求发展的问题。^⑯

中国学者在利率市场化的不同阶段前瞻性总结了下一步可能面临的挑战与阻碍。这些挑战涉及结构、制度、体制、市场等多个方面,将成为中国利率市场化从“放得开”到“形得成”阶段需要重点攻关的对象。^⑰

表 2 中国利率市场化改革整体化进程

区间	阶段	成果
1979-1995 年	探索阶段	无明确路线图和时间线,1993 年提出利率市场化改革的基本设想
1996-2004 年	突破性进展阶段	先后实现了货币市场利率、债券市场利率、外币存款利率的市场化,人民币存贷款利率限制尚存
2005-2014 年	停滞、实质进展	受国际金融危机、国内经济下行等宏观因素影响,利率市场化进程停滞。2012-2013 年间实现贷款利率市场化、取消存款利率下限
2015 年	基本实现	人民币存款名义利率上限完全放开,中国的利率市场化进程基本完成
2016 年至今	深化阶段	持续深化利率市场化进程,推进计划市场“双轨制”统一,优化市场利率定价机制

1. 结构。

结构性因素对利率市场化改革具有重要影响^⑥,中国学者已从多个角度讨论其结构性挑战。王国松指出,财政收支平衡是利率市场化的基础^⑦,同时,国有商业银行的委托代理问题可能引发逆向选择和道德风险。郭路等研究发现,中国经济结构中私人企业占多数,因此利率市场化和结构性货币流入可能导致私人企业的工资和利率波动更频繁,可能会加剧宏观经济波动。^⑧刘明康等从中国银行体系结构问题出发,发现银行体系的二元结构和影子银行业务特殊性,可能降低市场利率、政策利率与基准利率在银行定价中的作用,破坏利率市场化改革的效果。^⑨

2. 体制。

利率市场化在中国经济改革中扮演关键角色,但受到各种体制性问题制约。^⑩谢平、王洁和许健均认为,“预算软约束”的制约,使得国有企业无法适应利率变化,从而妨碍了利率市场化的形成。^⑪不仅如此,由于信贷数量管制与国企、地方政府关系紧密,即使取消信贷补贴,资金仍会流向这些部门。^⑫其次,国有企业和地方政府融资平台的杠杆风险集中^⑬,激进的利率市场化可能威胁到银行系统的稳定性,进而影响中国经济增长。^⑭因此,利率市场化的推进需要协调国有企业改革的顺序。陈小亮和陈伟泽认为,理想的改革次序可能是同时推进国有企业和利率市场化两方面的改革,以确保经济稳健增长。^⑮

3. 制度。

国内学者指出,利率市场化面临重要挑战,其中监管制度不完善和相关保障机制缺乏是关键问题。^⑯在推进利率市场化过程中,王洁认为,有效政府监管是金融体系安全的保障,但中国在这方面经验不足。^⑰此外,闫素仙指出,中国金融监管主要集中在国有金融体系,未充分考虑民间金融及其利率。民间金融因法律地位不明确而存在非理性。^⑱陈彦斌等指出,中国金融体系缺乏相关保障机制,金融机构破产的法规尚不完善,缺乏退出市场的明确秩序。因此,金融系统尚未准备好应对潜在的利率市场化风险,可能对宏观金融稳定产生不利影响。^⑲

4. 机制。

中国人民银行货币政策分析小组指出,当前利率市场化改革面临银行内部利率传导机制不畅的挑战。银行资产负债部的市场化程度较低,难以影响

贷款利率,而市场化程度较高的金融市场部难以决定贷款利率。^⑳张时闰指出,存款利率市场化调整机制保留了存款基准利率,同时引入货币市场政策利率,造成存款利率定价的复杂性。^㉑1年期LPR与10年期国债收益率与存款利率不匹配,而存款利率与其他市场化负债利率定价机制也尚未协调统一。除了内部挑战外,缺乏相关机制也增加了利率市场化的难度。钱小安提到,金融开放条件下,企业缺乏统一的权责激励约束机制,同时公司治理结构不够完善,使得利率市场化的机构基础不够牢固。^㉒

5. 市场。

国内学者认为,金融市场分割是制约中国利率市场化形成的关键因素^㉓,比如存贷款市场分割^㉔和正规市场和非正规市场的分割。^㉕另一方面是垄断导致的效率低下。国内金融业存在国家垄断和对私人企业的限制,竞争不足,利率配置资本机制不够强制。^㉖垄断和寡头竞争导致贷款利率上浮,基准利率上升。^㉗由于直接融资市场有限,企业和居民主要依赖银行融资,银行和信贷市场的垄断格局不利于市场自律定价机制的形成。^㉘

(三)利率市场化的未来方向

1. 借鉴国际经验,以“稳中求进”为改革基本原则。

国内学者认识到渐进的利率市场化改革是成功国家的常见经验。例如,马胜杰通过比较多国改革模式发现,逐步放开利率管制可削弱冲击,提供改进政策的机会。^㉙日本和韩国采用渐进策略,实现有序改革,促进经济增长。^㉚因此,中国的利率市场化应逐步发展,根据经济状况有计划地分阶段进行,尽管这意味着利率双轨制和准入管制等金融抑制措施在一定程度上还会持续一段时间。^㉛

2. 完善配套措施,鼓励金融创新,保障利率市场化平稳推进。

为确保利率市场化平稳推进,需要建立配套制度和促进金融创新。第一,发展存款保险制度,为金融体制改革和利率市场化提供制度支持。^㉜黄金老鼓励创新利率风险规避型金融产品,增加资金供求选择。^㉝还需要建立与存款保险制度协调的利率与风险监测体系,减少利率形成机制的不确定性和失真。^㉞第二,推动存款准备金制度改革,激发银行参与市场交易的积极性。同时,积极推动金融产品创新,使商

业银行能够形成自身的经营特色,提供更多工具来应对利率风险。^⑨第三,完善商业银行的公司治理结构和内控机制,同时加强金融市场和企业管理制度,确立公平透明的市场环境和保障诚信守法的市场主体。^⑩第四,强化共同保险和存款保险基金的筹集机制,与宏观审慎监管政策相协调,加强银行监管,以有效应对可能出现的系统性银行危机。^⑪

3. 加强金融监管和市场竞争,缓释利率市场化潜在风险。

为确保平稳推进利率市场化改革,必须应对潜在风险。^⑫金融监管在这方面起到关键作用。^⑬王国松建议改革公司上市制度以减少监管机构的寻租行为。^⑭宋芳秀提出通过银行业结构改革和强化监管来防止银行的价格合谋和垄断定价,从而提高利率市场化改革效果。^⑮闫素仙主张监控民间金融的利率市场化。^⑯刘莉亚等认为监管机构应利用竞争手段引导商业银行经营转型,打破垄断,加强市场在资源配置中的作用,并采用差异化监管方式,提高监管效率。^⑰刘明康等强调监管对影子银行和交叉金融产品的加强。^⑱张时闰建议监管机构继续合理指导存款利率,推进行业自律监管、MPA 考核等管理机制发展,确保利率市场化改革有序进行。^⑲

4. 加速培育市场基准利率,疏通利率传导机制。

利率市场化基本逻辑是在降低冲击的前提下探究对经济有影响的基准利率。^⑳建立健全市场化利率和货币政策价格型调控机制是推进利率市场化的关键。^㉑基准利率的确定对改革和货币政策体系至关重要。^㉒《有序推进贷款市场报价利率改革》指出,未来的关键在于疏通利率传导渠道,推动贷款利率合并以降低贷款利率。央行需建立清晰、明确、完善的政策利率体系,传达调控信号,引导市场利率。^㉓建议央行在设定基准利率时,关注短期债券市场利率变化,调整债券市场资金流动性。由于不同期限基准利率、市场利率和政策利率的不同影响,需构建完整的期限结构市场利率和政策利率,强化各利率之间关联性,优化货币政策利率传导机制。^㉔

5. 降低体制性因素影响,提高利率市场机制的有效性。

中国进一步推进利率市场化需要在不同层次上满足多个条件。培育其他市场基准利率是浅层次的必要条件,而更深层次的条件包括产权清晰、所有制

多元化、打破垄断、有序退出、预算硬约束。^㉕深化利率市场改革也离不开国有企业改革和地方政府改革等结构性改革。^㉖为实现这些条件,建议精简政府机构、提高财政支出效率,争取财政平衡。^㉗还需要健全企业财务约束,改变对国有经济和融资平台的隐性担保和刚性兑付的不良影响。^㉘在利率市场化过程中,要考虑解决“双轨制”问题,减少价格扭曲,同时改变数量扭曲,以根本解决国企和地方政府预算软约束问题,改善金融资源的匹配。^㉙明确价格管制和数量管制改革的次序在渐进式利率市场化改革中具有重要意义。^㉚最后,国企改革和利率市场化改革同步推进可以提高资本配置效率、增加产出、扩大消费等多方面目标,有助于中国更好地适应“新常态”。^㉛

六、市场基准利率的选择与培育

最先提出基准利率概念的是经济学家黄达,其在《中国金融百科全书》中指出,“我国的基准利率是经国务院批准并授权中国人民银行制定的,因此,它是法定利率的重要组成部分。”^㉜而戴国强和梁福涛提出,“金融市场基准利率是以金融市场供求为基础形成的基准性的利率”。^㉝不同学者对于基准利率的不同解读,既是对立的,也是统一的。说他们对立,是因为他们对于基准利率的理解,是在中国利率制度发展的不同阶段做出的;说他们统一,是因为在利率市场化改革深入推进的今天,能够符合中国经济发展要求的市场基准利率,其实是政策与市场的统一,是连接中央银行宏观政策与市场主体微观行为的桥梁,是间接调控方式下传导政策旨意的关键媒体。^㉞

(一) 中国的利率体系

综合央行对于货币政策的阐述和 2020 年发布的《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系白皮书》,以及学者的研究,中国的利率体系可以被概括为政策利率和市场利率两大体系(参见图 5)。

(二) 市场基准利率选择的定性分析

1. 市场性。

市场性是市场基准利率应具有的最根本和重要的属性。因为市场基准利率是以金融市场供求为基础形成的^㉟,与货币供应量息息相关,因此基准利率应对货币资金市场的供求状况保持相当的灵敏度。^㊱对于利率市场性的定性分析方法主要包括,对各利率市场的交易量与交易主体、竞争程度等变量进行

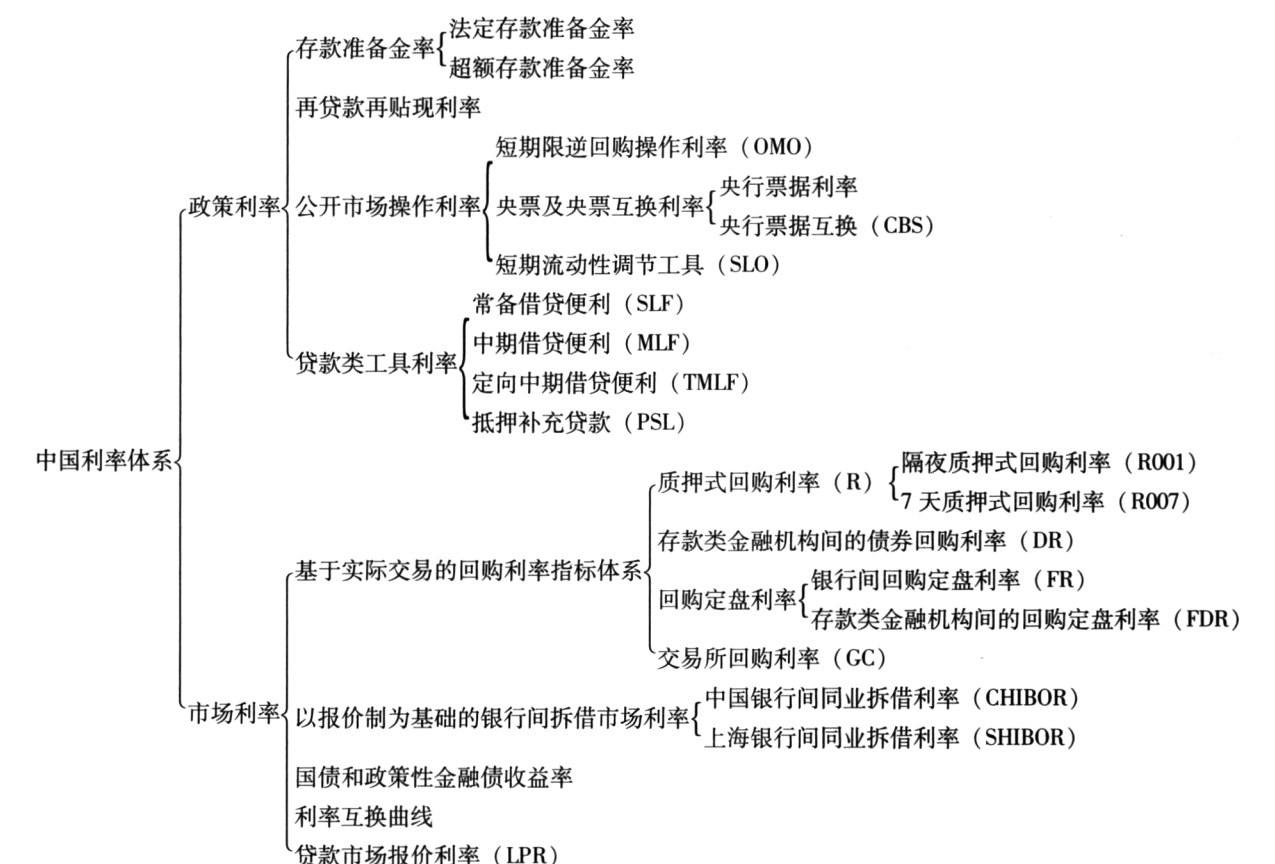


图5 中国的利率体系

比较讨论;^⑮对不同利率与货币供应量 M2 增速的相关系数与拟合优度的比较;对不同利率对于宏观经济变量解释与影响能力的定性分析。^⑯比如,戴国强和梁福涛指出,中国银行间质押式债券回购交易量的水平远远高于银行间同业拆借与银行间现券交易量水平。^⑰这是因为尽管银行同业拆借利率与债券回购利率^⑱都具有较高的市场性,但由于银行间债券市场的市场准入、交易主体构成更加市场化,交易期限品种更加丰富,因此银行间债券回购利率的市场性优于同业拆借利率。

2. 可控性。

与市场性相对立的,是基准利率的可控性,因为基准利率作为央行货币政策传导的中介目标,是央行通过公开市场业务、调节存款准备金率等手段借以调节市场流动性的宏观调控工具和手段。基准利率的可控性,也就意味着可测性,即一方面,中央银行能够迅速获取公开、准确、可得的数据和记录数据;另一方面,市场基准利率必须有较明确的定义并便于观察、分析和监测。^⑲在基准利率的可控性分

析上,姚余栋和谭海鸣建立商业银行利润最大化理论模型,并建立回归模型进行检验,得出了央票发行利率可以综合地反映数量型和价格型的货币政策的结论。^⑳

3. 相关性。

由于市场基准利率是市场中最基础、最根本的利率水平,是其他所有金融资产的定价依据,所以它的变动必须能够影响市场中其他利率的变动。一是从风险上而言,基准利率应是所有同期限结构的资产中风险最低的利率;二是从期限上而言,基准利率应该至少是整个利率体系的短期利率,而其他中长期利率应在基准利率的基础上加上流动性升水得出。测度相关性的定性方法在学者之间相对统一,即采取比较不同利率和其他利率的相关系数或线性回归拟合优度的方式。^㉑但是需要指出的是,基准利率与其他利率相关性越强,也意味着其稳定性越弱,容易受到其他利率变化的影响,所以国内学者对于相关性的分析,更多地侧重于“基准利率是影响其他利率变化的成因,而非结果”,具体我们会在定量分

析中进行讨论。

4. 稳定性。

稳定性是相关性的对立属性,基准利率相较于其他利率,受到的除市场供求外的扰动因素最少,从而能更好地作为其他金融产品的定价基础。基准利率水平应反映一国经济在一段时期内的基本状况,如果变动频繁将使得经济主体无所适从。^⑬对于利率市场性的定性分析方法主要包括,把不同的利率变动趋势与变动幅度进行比较,比如,戴国强和梁福涛将银行间债券回购利率(R007)和同业拆借利率(IBOR007)进行比较(详见图6)。^⑭蒋贤锋等根据从均值—方差意义下的资产定价角度出发,考察不同利率的稳定性的差别,认为存款利率比银行间市场利率更加有效,从而更加适合作为市场基准利率。^⑮此外,梁琪等也采取了绘制不同期限利率的均值—方差序列图的方式,对不同利率的波动情况进行了讨论。^⑯

(三) 市场基准利率选择的定量分析

1. 对相关性与稳定性的检验。

为了解决市场基准利率属性中相关性与稳定性的矛盾,国内学者普遍采用因果检验分析法,即学者们致力于寻找一种能够对其他资产利率产生足够影响,但却能够在其他利率波动时保持相对稳定的代表性利率。

(1) 检验方法

在因果检验分析法中,国内学者采取的最主要的方法为将统计分析 with 格兰杰因果检验相结合的方式。^⑰也有学者由此出发,不断进行研究方法上的创新和改进。李宏瑾和项卫星采用E-G两步法

进行了各变量之间的长期趋势的协整关系的分析。^⑱梁琪等为解决格兰杰方法只能针对两变量组合进行分析的问题,而建立多种利率组成的多元向量自回归模型(VAR-p)和向量误差修正模型(VECM)。^⑲李良松和柳永明利用多元GARCH-M模型从条件异方差的角度来进行基准利率的波动率溢出关系研究。^⑳传统Granger因果检验结果对滞后期非常敏感。^㉑同时,学者普遍采用的Choleski分解方法对变量顺序非常敏感。^㉒为解决上述问题,方意和方明通过各种期限的利率数据建立VAR模型,并利用其残差相关矩阵构建有向无环图(DAG)进行改进研究。^㉓

(2) 变量的选择与处理

在进行因果检验分析时,对于由央行制定和调整的存贷款基准利率是否要作为内生向量引入模型的问题,不同的学者有着不同的立场。

戴国强和梁福涛等认为,央行存贷款基准利率(亦可称为官方利率)不具有市场性属性,所以不作为基准利率问题的研究对象。从长期角度看,可以采用活期存款利率或者活期存款利率与各月、年期存款利率的线性组合构成市场基准利率。^㉔

蒋贤锋等、梁琪等仍然将央行存贷款基准利率考虑成为模型的内生变量,原因汇总起来有三点。第一,它长期被作为资金市场基准,对货币市场的供求,对储蓄和投资的影响受到公认。第二,央行调整存贷款基准利率是基于货币市场供求的基本关系、抑制通货膨胀和资产泡沫等方面的考虑。第三,VAR模型的特点决定了正好可以将其引入模型以验证这些变量间的动态联系和因果关系。^㉕

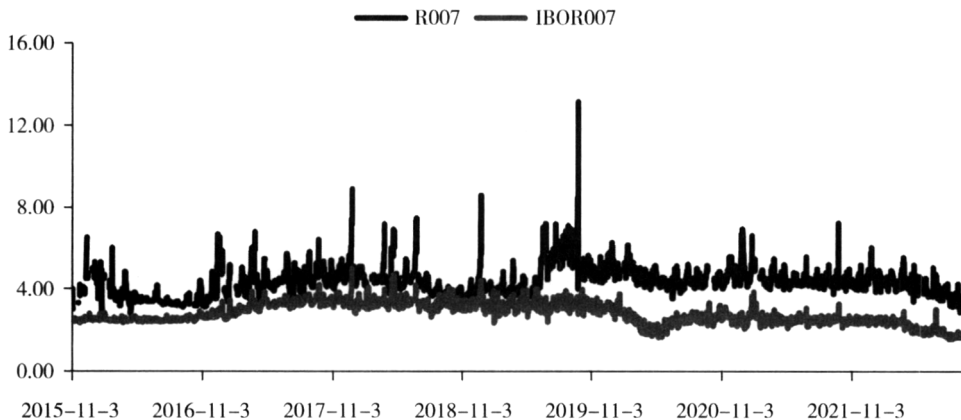


图6 银行间债券回购利率(R007)和同业拆借利率(IBOR007)的波动对比(单位:%)

数据来源:Wind。

方意和方明也将以存款基准利率为代表的管制利率考虑进来,除以上原因外,他们还认为,利率双轨制是中国金融市场最大的现实。如果只考虑市场化的利率而不考虑管制利率,这和当前中国金融市场的实际不相符。但他们认为贷款基准利率是在存款基准利率基础上加成,依赖于存款利率的变动,因此将贷款利率排除在基准利率的选择之外。^⑮

2. 对稳定性的检验。

梁琪等采用最基本的绘制不同期限利率的均值一方差序列图的方式,旨在测度候选基准利率的稳定性。^⑯蒋贤锋等在均值一方差的标准下,由某利率在有限维 Hilbert 空间内与前沿空间的欧氏距离的预期,判断该利率是否位于均值一方差前沿,并将该标准作为决定某利率在资产定价方面符合市场基准利率的条件。^⑰项卫星和闫博运用自回归方程,利用残差平方相关图进行 ARCH 效应检验。结果显示,隔夜质押回购利率(R001)更加理性,杠杆效应更弱,稳定性更好,但对坏消息反应较强,容易在经济基本面出现负面情绪时,给金融市场乃至实体经济带来冲击。^⑱

3. 对市场性的检验:DSGE 方法。

陈汉鹏和戴金平借鉴 Bernanke et al.、Iacoviello 的研究方法将企业部门进一步拆分为企业家和零售

商,从而建立一个包含家庭、企业家、零售商、商业银行和中央银行的五部门 DSGE 模型,得到了 SHIBOR 作为基准利率对于主要经济变量的影响具有较强的一致性的结论,验证了 SHIBOR 作为基准利率的可行性。^⑲尚玉皇和郑挺国在包含利率期限结构信息的宏观经济混频 DSGE 模型中引入了太阳黑子冲击,并给出同时包含确定性和不确定性解的模型设定形式,并通过引入时变矩阵解决混频数据缺失值问题式,通过脉冲响应方法解释中国宏观经济的运行情况,说明国债作为基准利率所发挥的重要作用。^⑳

(四) 选择与培育市场基准利率的未来方向

1. 国内学者对于中国市场基准利率的研究结果。

国内学者通过对于中国利率体系中不同的政策利率与市场利率进行定性分析以及定量研究,得出了适合中国经济发展的市场基准利率的可能选择,现将国内学者的研究结果展示在表 3 中。根据表 3 的汇总,可以发现国内学者属意的市场基准利率相对集中在以“银行间同业拆借利率”“银行间债券回购利率”为代表的市场利率和以“央行存贷款利率”为代表的政策利率中间。然而,随着中国利率市场化改革的逐步推进,这些利率指标本身也经历着市场化的转变。

表 3 国内学者对于市场基准利率选择的研究结果 ^㉑	
文献	市场基准利率的研究结果
李社环(2001)	同业拆借利率
温彬(2004)	银行间同业拆借利率和银行间债券回购利率
戴国强和梁福涛(2006)	银行间债券回购利率
蒋贤锋等(2008)	银行活期存款利率
李良松和柳永明(2009)	SHIBOR 隔夜利率
梁琪等(2010)	央行票据利率和交易所债券回购利率
彭红枫和鲁维洁(2010)	银行间债券回购利率在当前占主导地位,但 SHIBOR 重要性日益凸显
李宏瑾和项卫星(2010)	央行票据利率
姚余栋和谭海鸣(2011)	央行票据利率
方意和方明(2012)	银行存款利率是当前基准利率,但 SHIBOR 与银行间回购利率是未来发展方向
陈汉鹏和戴金平(2014)	央行能够通过 SHIBOR 的微调进行货币政策调控
尚玉皇和郑挺国(2018)	国债收益率
项卫星和闫博(2020)	银行间质押回购利率 R001 和存款类金融机构质押回购利率 DR001

2. SHIBOR、LPR 与 DR。

(1) SHIBOR

2007 年 1 月 4 日,全国同业拆借中心正式推出了 SHIBOR (Shanghai Interbank Offered Rate SHIBOR),即为上海银行间同业拆借利率。SHIBOR 自推出之初就被市场和众多学者寄予厚望。^⑮但是,仍有不少学者对 SHIBOR 提出了质疑。由于提供报价的银行报价团只是提供 SHIBOR 水平的报价参考,并没与依据该水平进行实际的成交,因此报价质量和真实性遭到市场的质疑。^⑯并且,银行同业拆借市场规模占比要远小于回购市场^⑰,市场支撑不够,不能全面反映市场信息,应用范围也较有限。^⑱SHIBOR 在商业银行资产负债表中的应用占比仍然较低。^⑲不仅如此,SHIBOR 在实际应用中也面临与实际交易利率存在差异,运用范围较为有限等问题。^⑳

(2) LPR

2019 年 8 月,人民银行推进 LPR (Loan Prime Rate),即为贷款市场报价利率。在产生机制上,LPR 与 SHIBOR 有类似之处。但与 LIBOR 不同的是,LPR 打破了贷款利率的隐性下限,已经成为实际贷款成交的基准利率水平,金融机构新发放贷款基本参考 LPR 定价,存量贷款也已完成定价基准转换,LPR 使得贷款利率的市场化程度明显提升,也使得贷款利率和债券利率之间的相互参考作用有所增强。^㉑不仅如此,由于 LPR 与中期借贷便利(MLF)利率直接挂钩,有效实现了中央银行政策利率向贷款

利率的传导,形成了“MLF 利率→LPR→贷款利率”的利率传导机制,货币政策传导渠道得到有效疏通,参见图 7。

(3) DR

2020 年,中国人民银行发布《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系白皮书》,在《白皮书》中央行指出,要进一步培育以 DR 为代表的银行间基准利率体系。^㉒

DR (Depository-Institutions Repo Rate) 全称为存款类金融机构间的债券回购利率,由外汇交易中心自 2014 年 12 月 15 日开始发行。DR 具有以下优点:第一,与 SHIBOR 相比,DR 为实际成交利率,而 SHIBOR 为报价利率。自 2008 年金融危机以来,国际出现多起报价操纵案,引发了对 SHIBOR 和 LIBOR 类的报价利率公信力的质疑。^㉓第二,与同样为实际利率的金融机构间的债券回购利率 (Repo) 相比,DR 在交易机构与抵押品质量方面更为严格,降低了交易参与者信用风险和抵押品质量对利率定价的扰动,能够更准确地反映市场利率水平,参见图 8。

七、中国的利率传导机制与传导效率评估^㉔

利率水平的变化从两个方面影响市场。一方面,利率的变动可能会引起本币币值的变动,从而影响本国经常账下的贸易收支,同时也会影响资本账下的投资水平,这是货币政策的汇率传导渠道;另一方面,利率的变化会直接影响居民的储蓄和消费水平,以及企业的投资水平,这就是货币政策的利率传导渠道。

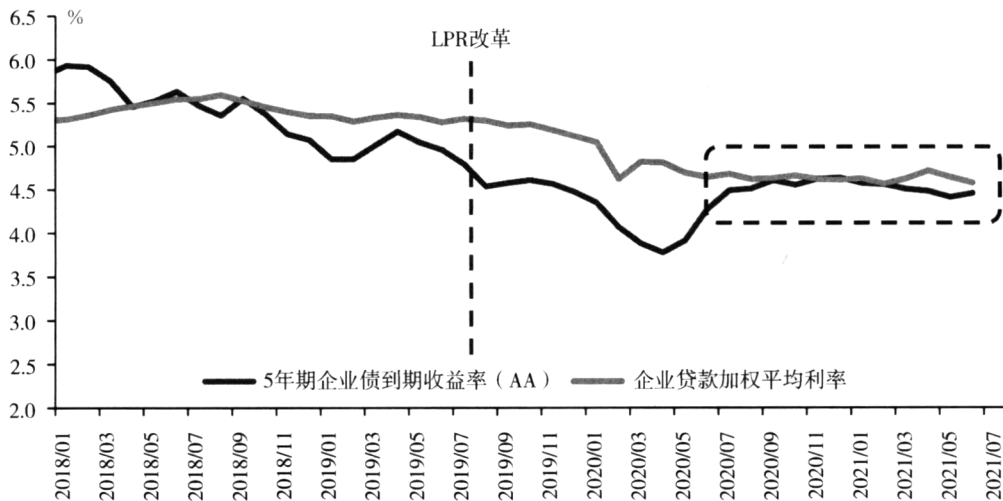


图 7 LPR 改革后贷款利率和债券利率的对比 (单位: %)

数据来源: Wind。

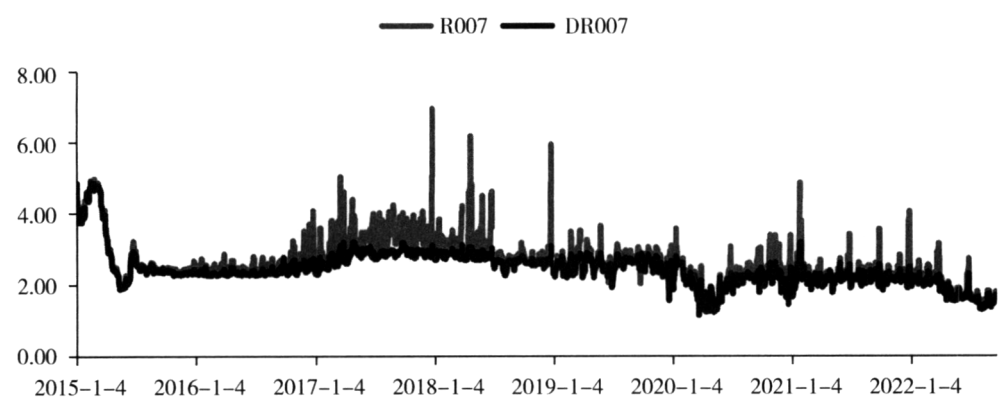


图8 银行间回购利率与存款类机构回购利率走势(单位:%)

数据来源:Wind。

(一) 中国的利率传导机制

1. 利率双轨制下的货币政策利率传导机制。

在中国的利率市场化改革过程中,利率体系一直存在“双轨制”的特征,即利率的市场传导轨道与利率的计划传导轨道并行,同时调节着金融市场的流动性,为国家经济发展服务。图9描述了中国利率双轨制下货币政策的利率传导机制,图中实线部分代表利率的市场传导轨道,虚线部分代表利率的计划传导轨道。

2. LPR 改革后的货币政策利率传导机制。

2019年8月,伴随着LPR(Loan Prime Rate)即贷款市场报价利率的推出,贷款利率的隐性下限被打破。LPR已经成为实际贷款成交的基准利率水平,金融机构新发放贷款基本参考LPR定价,存量贷

款也已完成定价基准转换,LPR使得利率传导机制的市场化程度明显提升。

图10给出了LPR改革后,理想状态下的货币政策利率传导机制。具体而言,图10增设了一条由创新型货币政策工具MLF出发,经由LPR利率,直接作用于商业银行贷款利率的传导路径,该路径绕开了利率在货币市场、债券市场以及银行存款利率之间的传导过程,在提高利率传导效率的同时,还进一步完善了“利率市场轨”的传导链条。此外,自2015年全面放开商业银行贷款利率浮动限制后,人民币存贷款基准利率再未出现新的调整,“利率计划轨”传导被逐渐淡化,故而图10中隐去了图9虚线部分的“利率计划轨”传导路径。

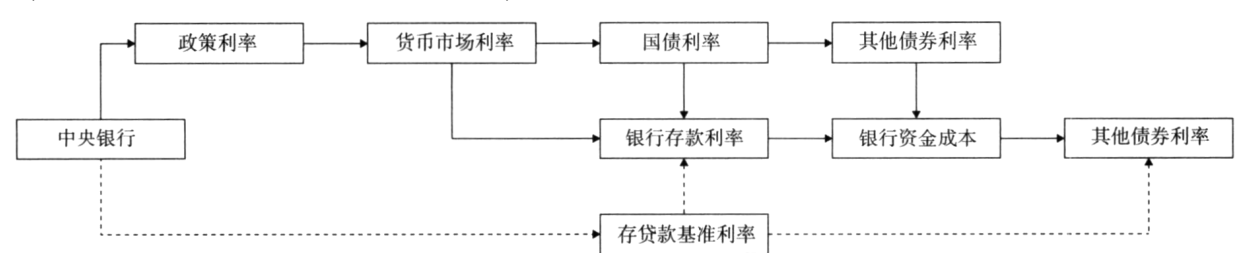


图9 利率双轨制下货币政策利率传导机制

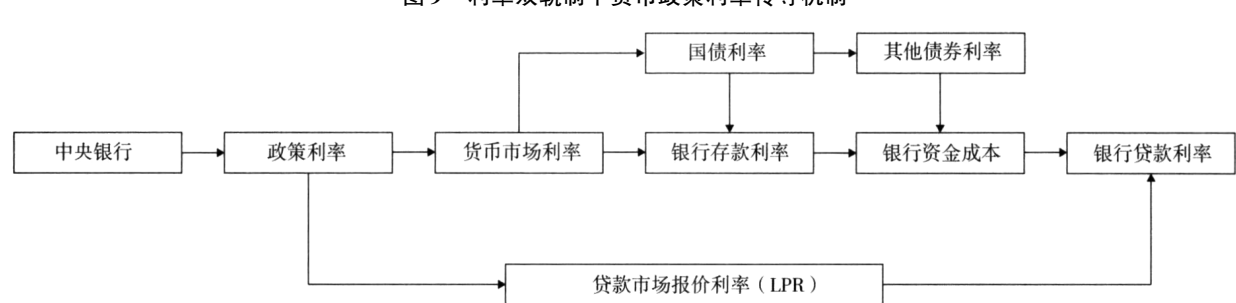


图10 LPR 改革后的货币政策利率传导机制

3. DR 确立基准利率地位后的货币政策利率传导机制。

DR (Depository-Institutions Repo Rate) 全称为存款类金融机构间的债券回购利率,由外汇交易中心自 2014 年 12 月 15 日开始发行。2020 年,中国人民银行发布《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系白皮书》,在《白皮书》中央指出,要进一步培育以 DR 为代表的银行间基准利率体系。^[6]

图 11 为 DR 成为中国市场基准利率后,货币政策理想的利率传导机制。新的市场基准利率 DR 仅适用于存款类金融机构的交易,而且由于中国人民银行的工具,公开市场操作和中期借贷便利等也几乎同样适用于这些以银行为主的金融机构,因此,存款类金融机构实际上充当了央行与金融市场上其他参与者的中介。综上所述,央行的政策利率的变化首先传递到存款类机构质押回购利率 DR,然后是其他主要的市场利率,例如银行间回购利率和贷款市场报价利率,两者共同影响银行的存贷款利率;同时,DR 的变化也会通过国债收益率影响包括公司债在内的其他债券的收益率。

(二) 利率传导效率的评估

随着利率市场化改革初见成效,中国的货币政策体系正经历从数量型的货币政策为主导向价格型的货币政策为主导、从管制利率为主导向市场利率为主导的双重转变。因此,国内学者对于中国货币政策利率传导机制的研究也体现着强烈的时间趋势特征。

现将国内学者对中国利率传导效率的评估结论汇总于表 4 中。应该看到,尽管利率市场化改革使货币政策工具向更加市场化价格型手段过渡,但是

目前融资结构以间接融资占主导,金融管制依然较强,货币政策信贷渠道仍然是主要的货币政策传导渠道。^[6]因此,如何在市场基准利率体系形成的同时,及时监测和评价中国的利率传导渠道是否有效,利率传导效率是否保持在高水平,并且根据研究为央行提出行之有效的政策建议,是现阶段国内学者的主要目标。

1. 评估利率传导效率的理论模型。

国内学者采取了理论和实证的不同角度,以及宏观和微观两个方向测度中国货币政策的利率传导效率。

(1) 静态均衡模型。马骏和王红林为更符合中国的现实情况,在基准的利率传导效率评估静态均衡模型中加入了多种制度性约束,如较高的存款准备金率、贷存比、对贷款的数量限制和部分企业的预算软约束等条件,定性分析制度性约束对政策利率传导的影响。^[6]

(2) 动态随机一般均衡模型 (DSGE)。马骏等在利率传导效率评估的动态随机一般均衡模型方法基础上,引入各种符合中国金融市场发展特征的体制约束,根据中国金融体系与货币政策框架的特点,定量分析这些体制约束的变化对利率传导效果的影响。

(3) 构建利率市场化指数 (IRLI)。同样是对静态均衡模型方法的拓展,陆军和黄嘉将影响存款利率、贷款利率、市场利率和政策利率的摩擦因素引入基础模型,构建一个多部门局部均衡模型,并且将各个利率与其在无摩擦情形下均衡水平的偏离进行加权平均,得到利率市场化程度 IRLI 的测度方法。^[6]

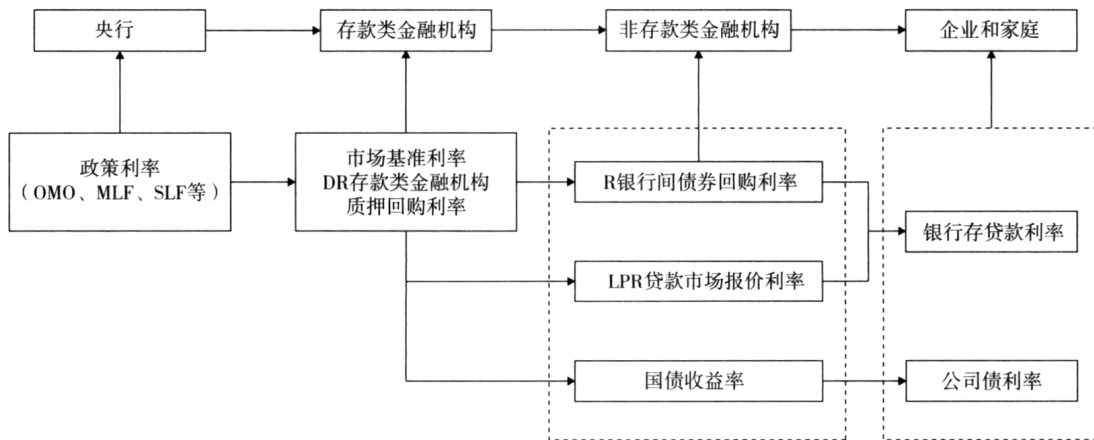


图 11 DR 确立基准利率地位后的货币政策利率传导机制

表 4 国内学者对于利率传导效率的研究结果^⑧

研究结果	文献
利率渠道并不畅通,信贷和信用渠道占主导	王召(2001)
	周英章和蒋振声(2002)
	方先明和熊鹏(2005)
	盛朝晖(2006)
	盛松成和吴培新(2008)
数量调控效率下降,而利率调控有效性日益提高	张辉和黄泽华(2011)
	项卫星和李宏瑾(2012)
	战明华和李欢(2018)
管制利率传导效率下降,市场利率传导效率上升	姜再勇和钟正生(2010)
	郭豫媚等(2018)

(4)委托贷款的边际成本定价模型。构建均衡模型的研究方法受到宏观加总数据特点的限制,忽略了货币政策利率传导链条上的关键环节:货币市场利率变化导致信贷和金融市场上的利率调整。与上述三种模型从宏观经济总体入手建立理论模型不同,钱雪松等构建了从微观角度入手的委托贷款的边际成本定价模型,以细致剖析货币政策的利率传导。^⑨

2. 测度利率传导效率的实证研究。

与对于基准利率的相关性测度的方法类似,国内学者早期对于利率传导效率的测度也多以向量自回归模型(VAR)和格兰杰因果检验相结合的方式为主。

(1)无约束 VAR 模型。根据 Bernanke,对于多元宏观经济变量之间因果关系的实证研究,标准的结构化向量自回归模型(Structural Vector Auto Regression Model)是一种恰当有效的方法。^⑩但使用结构化的向量自回归模型有一个明显的缺陷是,检验结果受人为设定的约束的影响,其结论的客观性受到影响。张辉和黄泽华使用非约束的向量自回归模型(Unrestricted Auto Regression Model),大大改进运用向量自回归模型实证研究的客观性和可行性。^⑪

(2)马尔科夫区制转移模型方法(MS-VAR)。无约束 VAR 模型忽略了内生变量之间的当期关系,而宏观经济变量之间不仅存在滞后影响,也存在当期影响。^⑫因此,诸多学者在 VAR 模型的基础上进行了改进。姜再勇和钟正生使用马尔科夫区制转移模

型方法,将马尔可夫体制转变(Markov Regime Switching)与向量自回归(Vector Autoregression)模型有机结合起来,将中国的利率传导渠道分为管制利率渠道和市场利率渠道,采用 MS-VAR 方法考察货币政策利率传导渠道效应的体制变化特征。^⑬

(3)脉冲偏导分离方法。战明华和李欢利用 SVAR 模型脉冲偏导分离技术,从利率市场化和影子银行两个维度测算了金融市场化进程对货币政策不同传导渠道相对地位的影响。^⑭

(三)影响利率传导效率的因素

国内学者在进行中国利率传导效率评价的同时,也致力于寻找导致货币政策的利率传导渠道不畅的因素,综合学者们的研究,我们将其总结为以下几点。

1. 经济结构失衡。

货币政策对体制内外企业借款利率施加了差异性影响。对于国有企业等体制内企业而言,货币政策利率传导机制十分有效,而民营企业等体制外企业委托贷款利率居高不下,对货币政策变化不敏感。^⑮不仅如此,地方融资平台和大型国有企业存在软预算约束、刚性兑付和过度投资等行为,导致投资对利率的敏感性不足。^⑯

2. 政策约束较多。

中国金融体系政策性约束较多,金融抑制程度较深,中央银行独立性欠缺,对数量型货币政策和审慎管理工具过于依赖等问题依然突出。^⑰比如贷存比限制、对贷款的数量限制、高存款准备金率等因素会不同程度地弱化和扭曲政策利率的传导,削弱利率政策对实体经济的影响。^⑱此外,资管新规出台后,货币市场短期利率向债券利率的传导效率显著下降。^⑲

3. 监管制度不足。

影子银行的存在强化了货币政策资产价格渠道的作用,而弱化了信贷渠道和利率渠道的作用,使得利率传达到不到应有的效果。^⑳而且,影子银行金融产品监管匮乏,也会使影子银行产品干扰了货币市场、债券市场等产品的定价,影响利率传导效率。^㉑

4. 银行定价机制。

商业银行内部利率定价存在“双轨制”问题。一方面,同业和市场业务 FTP 价格采用“市场轨”,以市场利率为基准;另一方面,人民币存贷款业务则遵

循“计划轨”，即参照存贷款基准利率。商业银行定价的“双轨制”是货币市场利率向贷款利率传导不畅的重要原因，而利率市场化以来，随着部分商业银行资金成本核算中纳入市场利率，市场利率的传导效率有所增强。^⑩

(四)提升利率传导效率的政策建议

1. 推进实体经济市场化改革。

利率市场化的改革要想收到实效，必须有实体经济领域的市场化改革配合，以避免资金在金融体系内部空转套利的现象，甚至弱化利率传导效果。中央大力推进的包括国企混合所有制改革等市场化改革举措，正契合了这一需求。^⑪针对体制内外企业借款利率差异性问题的，可采用中期借贷便利等针对“三农”和中小企业的定向调控工具，并应进一步推动金融体制改革，建立面向民营中小企业的金融机构。^⑫

2. 进一步深化利率市场化改革。

为解决监管套利、金融市场不成熟等造成的市场分割，以及融资平台预算软约束、存款无序竞争等财政金融体制问题，要进一步加强监管、优化营商环境、硬化预算约束、化解金融风险，为进一步深化利率市场化改革提供更有利条件。^⑬与此同时，为了更好地发挥结构性货币政策的效果，央行应该继续全面完善担保品制度以及创新政策，并注重与监管政策的协调。^⑭

3. 构建有效的利率走廊。

构建有效的利率走廊，可以在保持利率弹性的

同时降低利率波动。利率走廊模式只需要调节利率走廊的上下限就能达到稳定市场利率的预期目标，减少调控频率和操作成本。因此，推行利率走廊模式的货币政策调控方式有利于稳定市场预期，提高货币政策利率传导效率。^⑮郭豫媚等提出了具体措施。一方面，应完善利率上下限的设定；另一方面，需逐步收窄利率走廊的宽度^⑯（详见图12）。

4. 提高商业银行的市场化程度。

一方面，提高商业银行负债的市场化程度。同业资金来源比例较高的银行，货币市场利率对贷款利率的传导效率较高。另一方面，应促进商业银行之间的良性竞争。^⑰不仅如此，垄断的商业银行体系会降低利率敏感性，而竞争有助于增强利率弹性，从而提高货币政策信贷渠道的传导效率。此外，应深化银行业改革，深化差异性资本监管与差异性流动性水平管理，降低金融市场环境的抑制程度。^⑱

八、结语与展望

自改革开放以来，中国一直在稳步推进利率市场化，建立健全由市场供求决定的利率形成机制。经过三十余年的持续推进，中国利率市场化改革取得了显著成效，逐渐形成了较为完善的市场化利率体系，同时收益率曲线也趋于成熟。这一进展为充分发挥利率对宏观经济运行的调节作用创造了有利条件。与实践发展步调一致，学界也为推动利率市场化改革的发展作出了积极贡献，并在多个方面进行了具有重大影响的理论创新，包括利率管制形成的历史逻辑及其对经济的影响、中国利率双轨制形

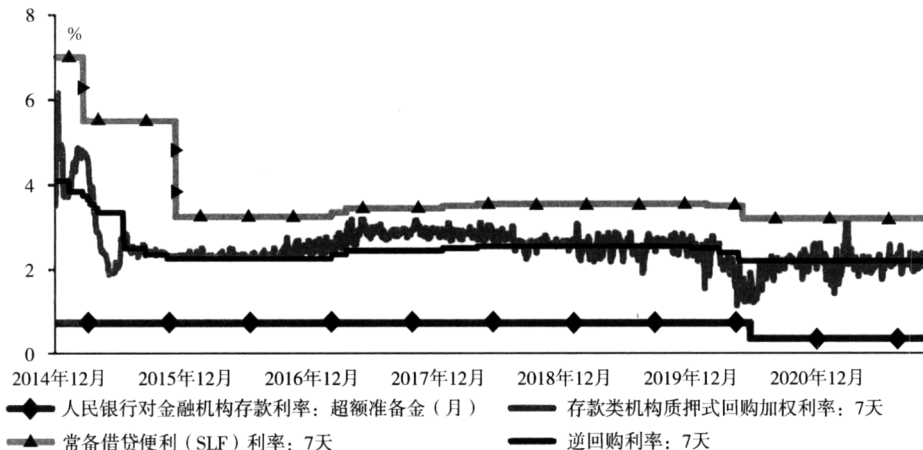


图12 中国货币政策利率走廊

数据来源:易纲(2021)。

成的原因及相关问题、利率市场化改革所面临的挑战与未来方向、市场基准利率的选择与培育,以及影响利率传导效率的因素。这些研究成果对于推动中国金融学理论体系的建设具有积极意义,同时为加快构建新发展格局、推动经济高质量发展奠定了坚实的理论基础。

展望未来,为进一步完善中国货币政策的调控和传导机制,建立健全基准利率与市场化利率体系,深化金融供给侧结构性改革,中国金融市场的建设可以重点关注以下几个方面。首先是继续向纵深推进中国利率市场化改革。其次是重点培育以存款类金融机构质押回购利率(DR)为代表的银行间基准利率体系,通过创新和扩大在金融产品中的运用,将其打造成为中国货币政策调控和金融市场定价的关键性参考指标。最后是疏通利率传导渠道,以提高利率传导的效率。

在2017年全国金融工作会议的讲话中,习近平总书记明确了金融工作的重要原则之一,即要以服务于经济社会发展为最高使命。他强调金融应将服务实体经济作为出发点和落脚点,全面提升服务效率和水平,将更多的金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节,以更好地满足人民群众和实体经济多样化的金融需求。为实现这一目标,深化利率市场化改革、提升金融市场优化资源配置的能力任重道远。本文系统性梳理了国内外学者在利率市场化改革领域的研究方法、研究内容及研究结论,一方面力争将国内外学者在利率市场化改革进程中形成的具有广泛借鉴意义的理论成果呈现给之后的研究者;另一方面也希望能够激励更多学者在现有研究的基础上,结合中国自身的发展特点和时代特征,产生更为丰富的研究成果,从而为推动金融进一步服务实体经济,更好地满足经济社会发展和人民群众需要,以及实现中国第二个百年奋斗目标提供理论指导和实践支持。

注释:

①根据央行数据计算得到,并用CPI修正。对于央行调整基准利率的月份,取调整前后利率水平的算术平均数。

②McKinnon R. I., Money and capital in economic develop-

ment, Brookings Institution Press, 1973.

③Abiad A., Detragiache E., and Tresselt T., "A new database of financial reforms," IMF Staff Papers, 57(2), 2008, pp. 281-302.

④Bai C., Li D. D., Qian Y., and Wang Y., "Anonymous banking and financial repression: how does China's reform limit government predation without reducing its revenue?," CEPR Discussion Paper, 1999.

⑤McKinnon R. I., Money and capital in economic development, Brookings Institution Press, 1973; Shaw E. S., Financial deepening in economic development, Oxford University Press, 1973.

⑥张一林、林毅夫、朱永华:《金融体系扭曲、经济转型与渐进式金融改革》,《经济研究》2021年第11期。

⑦林毅夫、蔡昉、李周:《中国的奇迹:发展战略与经济改革》,上海:上海人民出版社,1996年,第29页。

⑧车大为:《金融管制体制产生的内生机制及其影响》,《经济研究》2011年第S2期。

⑨数据来源:《中国工业统计年鉴》。

⑩例如,从1978年到1996年,国有企业的产出占比从77.6%下降至28.8%,但在1996年,国有企业仍然雇佣了57.4%的城市劳动力,固定资产投资占比高达52.2%。参见林毅夫、蔡昉、李周:《中国的奇迹:发展战略与经济改革》,第219页;林毅夫、李志赞:《政策性负担、道德风险与预算软约束》,《经济研究》2004年第2期;林毅夫、刘明兴、章奇:《政策性负担与企业的预算软约束:来自中国的实证研究》,《管理世界》2004年第8期。

⑪林毅夫:《发展战略、自生能力和经济收敛》,《经济学(季刊)》2002年第1期。

⑫林毅夫、刘培林:《自生能力和国企改革》,《经济研究》2001年第9期;张一林、林毅夫、朱永华:《金融体系扭曲、经济转型与渐进式金融改革》,《经济研究》2021年第11期。

⑬Dewatripont M., and E. Maskin, "Credit and efficiency in centralized and decentralized economies," Review of Economic Studies, 62(4), 1995, pp. 541-555.

⑭Stiglitz J. E., "The role of the state in financial markets," The World Bank Economic Review, 7(suppl_1), 1993, pp. 19-52; Hellmann T. F., Murdock K. C., and Stiglitz J. E., "Liberalization, moral hazard in banking, and prudential regulation: Are capital requirements enough?," American Economic Review, 90(1), 2000, pp. 147-165.

⑮⑯⑰Huang Y., and Wang X., "Does financial repression inhibit or facilitate economic growth? A case study of Chinese reform experience," Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 73(6), 2011, pp. 833-855.

① McKinnon R. I. , " Financial growth and macroeconomic stability in China, 1978 - 1992; implications for Russia and other transitional economies , " Journal of Comparative Economics, 18 (3) , 1994 , pp. 438 - 469 ; Naughton B. , China's transition in economic perspective , Harvard University Press, 1999 ; Farrell D. , Lund S. , Rosenfeld J. , Morin F. , Gupta N. , and Greenberg E. , " Putting China's capital to work : The value of financial system reform , " McKinsey Global Institute Report, 2006 .

② Taylor J. B. , " Discretion versus policy rules in practice , " Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 1993 , pp. 195 - 214 .

③ 莫万贵、王立元：《货币供应量和贷款仍是当前合适的货币政策调控目标》，《经济学动态》2008 年第 2 期；许伟、陈斌开：《银行信贷与中国经济波动：1993 - 2005》，《经济学（季刊）》2009 年第 3 期；徐建伟：《“中国式”调息、金融管制与信贷扭曲》，《国际经济评论》2011 年第 2 期；胡育蓉、范从来：《货币政策工具的选择：利率双轨制和利率市场化》，《经济评论》2015 年第 4 期。

④ 宋国青：《利率是车、汇率是马——中国宏观经济评论集》，北京：北京大学出版社，2014 年。

⑤ 数据来源：WDI。

⑥ 数据来源：国家统计局。

⑦ 张孝岩、梁琪：《中国利率市场化的效果研究——基于我国农村经济数据的实证分析》，《数量经济技术经济研究》2010 年第 6 期。

⑧ 张成思：《随机波动与经济周期平稳化研究》，《财贸经济》2010 年第 1 期。

⑨ 数据来源：中国人民银行网站。

⑩ 陈斌开、林毅夫：《金融抑制、产业结构与收入分配》，《世界经济》2012 年第 1 期；陈斌开、陆铭：《迈向平衡的增长：利率管制、多重失衡与改革战略》，《世界经济》2016 年第 5 期。

⑪ 需要指出的是，真实利率可能具有一定的内生性，它可能受到资金市场供给、需求等一系列因素的影响。陈斌开和陆铭（2016）认为，如果真实利率主要是由资金供求（如储蓄等）所影响，则应该观察到真实利率具有顺周期性：经济越好，资金需求越大，真实利率越高。而中国的情形与此相反，名义利率管制导致真实利率呈现逆周期特征。因此，真实利率偏低更有可能是由利率管制所造成的。参见陈斌开、陆铭：《迈向平衡的增长：利率管制、多重失衡与改革战略》，《世界经济》2016 年第 5 期。

⑫ 数据来源：国家统计局，WDI。

⑬ 现有研究认为，服务业发展滞后的原因包括中国经济增长模式、经济体制和在全球产业分工中的定位、贸易品部门相对非贸易品部门更快的全要素生产率进步、法治水平落后、

高投资率、低消费率、人民币贬值、对农业人口向城市流动的限制等等。参见江小涓、李辉：《服务业与中国经济：相关性和加快增长的潜力》，《经济研究》2004 年第 1 期；张斌、何帆：《货币升值的后果——基于中国经济特征事实的理论框架》，《经济研究》2006 年第 5 期；汪德华、张再金、白重恩：《政府规模、法治水平与服务业发展》，《经济研究》2007 年第 6 期；项俊波：《中国经济结构失衡的测度与分析》，《管理世界》2008 年第 9 期；徐建国：《人民币贬值与服务业停滞》，《世界经济》2011 年第 3 期；黄群慧：《论新时期中国实体经济的发展》，《中国工业经济》2017 年第 9 期；佟家栋、谢丹阳、包群、黄群慧、李向阳、刘志彪、金碚、余森杰、王孝松：《“逆全球化”与实体经济转型升级笔谈》，《中国工业经济》2017 年第 6 期。

⑭ 王勋、Johansson Anders：《金融抑制与经济结构转型》，《经济研究》2013 年第 1 期；陈斌开、陆铭：《迈向平衡的增长：利率管制、多重失衡与改革战略》，《世界经济》2016 年第 5 期。

⑮ 由于国家统计局自 2012 年开始不再公布轻重工业产值数据，重工业产值占比数据截止于 2011 年。

⑯ 陈斌开、陆铭：《迈向平衡的增长：利率管制、多重失衡与改革战略》，《世界经济》2016 年第 5 期。

⑰ 数据来源：国家统计局。

⑱ 数据来源：国家统计局历年《中国统计年鉴》。其中，2000 - 2009 年数据来自 2012 年统计年鉴调整后数据，1992 - 1999 年的数据来自《中国资金流量表历史资料：1992 - 2004》。

⑲ 平均劳动生产率定义为：国内生产总值/总就业人口，平均劳动者报酬定义为：初次分配中劳动者总报酬/总就业人口。数据来源：《中国统计年鉴 2013》。平均劳动者报酬与平均劳动生产率增长率差异相对较小可能是因为农业部门劳动报酬和劳动生产率关系是比较稳定的。遗憾的是，国家统计局没有公布工业部门劳动报酬和工资数据，因此我们无法获得工业部门劳动报酬和劳动生产率差异的长时间序列数据。

⑳ 大量文献研究了中国国民收入分配结构不合理的原因，这些研究发现经济发展水平提高、产业结构从农业向工业转型、劳动力无限供给、公共部门盈利动机和政府基础设施投资等都可能使劳动收入占比下降。参见李稻葵、刘霖林、王红领：《GDP 中劳动份额演变的 U 型规律》，《经济研究》2009 年第 1 期；白重恩、钱震杰：《谁在挤占居民的收入——中国国民收入分配格局分析》，《中国社会科学》2009 年第 5 期；白重恩、钱震杰：《国民收入的要素分配：统计数据背后的故事》，《经济研究》2009 年第 3 期；龚刚、杨光：《从功能性收入看中国收入分配的不平等》，《中国社会科学》2010 年第 2 期；徐忠、张雪春、丁志杰、唐天：《公共财政与中国国民收入的高储蓄倾向》，《中国社会科学》2010 年第 6 期；Chen B. and Yao Y. , " The cursed virtue: government infrastructural investment and household consumption in chinese provinces , " Oxford Bulletin of

Economics and Statistics, 73 (6), 2011, pp. 856-877; 林毅夫、陈斌开:《发展战略、产业结构与收入分配》,《经济学(季刊)》2013年第4期;胡文骏:《财政支出、贸易开放与收入分配》,《财贸经济》加17年第12期。然而,这些文献大多难以解释20世纪90年代末期国民收入分配结构的结构性转变。

③针对中国消费需求不足问题,学术界涌现了大量的文献,讨论了各种可能导致中国消费不足的原因,包括人口红利提高、男女性别比例上升、家庭预防性储蓄动机、金融市场不完善、收入分配恶化、消费文化和消费习惯等因素。参见 Modigliani F., and Cao S. L., "The Chinese saving puzzle and the life cycle hypothesis," Journal of Economic Literature, 42 (1), 2004, pp. 145-170; 易行健、王俊海、易君健:《预防性储蓄动机强度的时序变化与地区差异——基于中国农村居民的实证研究》,《经济研究》2008年第2期;程令国、张晔:《早年的饥荒经历影响了人们的储蓄行为吗?——对我国居民高储蓄率的一个新解释》,《经济研究》2011年第8期;何立新、封进、佐藤宏:《养老保险改革对家庭储蓄率的影响:中国的经验证据》,《经济研究》2008年第10期;杨汝岱、陈斌开:《高等教育改革、预防性储蓄与居民消费行为》,《经济研究》2009年第8期;万广华、张茵、牛建高:《流动性约束、不确定性与中国居民消费》,《经济研究》2001年第11期;杭斌:《习惯形成下的农户缓冲储备行为》,《经济研究》2009年第1期;周建、杨秀祯:《我国农村消费行为变迁及城乡联动机制研究》,《经济研究》2009年第1期;杨汝岱、朱诗娥:《公平与效率不可兼得吗?——基于居民边际消费倾向的研究》,《经济研究》2007年第12期;况伟大:《房价变动与中国城市居民消费》,《世界经济》2011年第10期; Wei S., and Zhang X., "The competitive saving motive: evidence from rising sex ratios and savings rates in China," Journal of Political Economy, 119 (3), 2011, pp. 511-564; 陈斌开、陈琳、谭安邦:《理解中国消费不足:基于文献的评述》,《世界经济》2014年第7期。

④陈斌开、杨汝岱:《土地供给、住房价格与中国城镇居民储蓄——基于中国城镇住户调查(UHS)数据的微观实证研究》,《经济研究》2013年第1期。

⑤中国人民大学课题组、吴晓求:《“十四五”时期中国金融改革发展监管研究》,《管理世界》2020年第7期。

⑥谢平:《中国经济转轨中的利率市场化问题》,《财贸经济》1995年第8期;钱小安:《论我国利率市场化的道路选择》,《管理世界》1995年第4期;何东、王红林:《利率双轨制与中国货币政策实施》,《金融研究》2011年第12期;贺聪、项燕彪、陈一稀:《我国均衡利率的估算》,《经济研究》2013年第8期;杨坤、曹晖、孙宁华:《非正规金融、利率双轨制与信贷政策效果——基于新凯恩斯动态随机一般均衡模型的分析》,《管理世界》2015年第5期。

⑦黄少安、李睿:《二元产权结构、父爱主义和利率双重双轨制》,《社会科学战线》2016年第1期。

⑧林毅夫、孙希芳:《信息、非正规金融与中小企业融资》,《经济研究》2005年第7期;纪洋、谭语嫣、黄益平:《金融双轨制与利率市场化》,《经济研究》2016年第6期。

⑨Lau L. J., Qian Y., & Roland G., "Reform without losers: An interpretation of China's dual-track approach to transition," Journal of Political Economy, 108 (1), 2000, pp. 120-143.

⑩易纲:《进一步确立 Shibor 的基准性地位》,《中国货币市场》2008年第1期。

⑪王广谦:《金融改革:“转型”与“定型”的现状与未来》,《金融研究》2008年第1期;王广谦:《物价的合理稳定需要完善利率和汇率的市场形成机制》,《经济研究》2011年第10期。

⑫陈彦斌、陈小亮、陈伟泽:《利率管制与总需求结构失衡》,《经济研究》2014年第2期。

⑬比如,拨改贷施行期间,银行贷款的范围和对象、贷款依据和额度等都由国家计划确定,经办银行“无钱、无权、无责”。随着银行业改革的不断深化,银行的自主权虽然在制度层面上不断扩大(例如,1987年国家专业银行下放“六权”,即业务经营自主权、信贷资金调配权、利率费率浮动权、内部机构设置权、留成利润支配权、中层干部任免及职工招聘与奖惩权),但国有银行仍然承担着维持国有企业发展和社会稳定的重任,代替财政履行“保生存”“包供给”的责任,成为财政补贴的替代形式。

⑭林毅夫、李永军:《中小金融机构发展与中小企业融资》,《经济研究》2001年第1期;林毅夫、刘培林:《自生能力和国企改革》,《经济研究》2001年第9期;林毅夫、刘明兴、章奇:《政策性负担与企业的预算软约束:来自中国的实证研究》,《管理世界》2004年第8期。

⑮刘瑞明:《金融压抑、所有制歧视与增长拖累——国有企业效率损失再考察》,《经济学(季刊)》2011年第2期。

⑯⑰卢峰、姚洋:《金融压抑下的法治、金融发展和经济增长》,《中国社会科学》2004年第1期。

⑱Garnaut R., Song L., Tenev S., and Yao Y., "Study on restructured SOEs (gaizhi) in China," The World Bank: Washington D. C., 2003.

⑲安强身:《金融漏损、效率修正与“反哺效应”——中国转轨经济金融低效率与经济高增长研究的新视角》,《财经研究》2008年第4期。

⑳韩珣、李建军:《金融错配、非金融企业影子银行化与经济“脱实向虚”》,《金融研究》2020年第8期。

㉑林木西、刘理欧:《影子银行对传统银行影响的实证分析——基于商业银行体制内影子银行系统视角》,《沈阳师范大学学报(自然科学版)》2020年第4期。

②闫素仙:《论日本的利率市场化及其对中国的启示》,《管理世界》2009年第3期;闫素仙:《发展中国家利率市场化深层次思考与对策》,《管理世界》2010年第6期。

③沈永建、徐巍、蒋德权:《信贷管制、隐性契约与贷款利率变相市场化——现象与解释》,《金融研究》2018年第7期。

④田国强、赵禹朴、宫汝凯:《利率市场化、存款保险制度与银行挤兑》,《经济研究》2016年第3期。

⑤黄金老:《利率市场化与商业银行风险控制》,《经济研究》2001年第1期。

⑥钱小安:《2001年我国货币政策特点及2002年展望》,《世界经济》2013年第3期。

⑦闫素仙:《论日本的利率市场化及其对中国的启示》,《管理世界》2009年第3期。

⑧王国松:《中国的利率管制与利率市场化》,《经济研究》2001年第6期;郭琪、彭江波:《基于市场风险缓释的利率市场化研究》,《金融研究》2015年第7期;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年第11期。

⑨王道平:《利率市场化、存款保险制度与系统性银行危机防范》,《金融研究》2016年第1期。

⑩贺学会:《利率市场化:新一轮金融改革的支点》,《金融研究》1999年第11期;邵伏军:《利率市场化改革的风险分析》,《金融研究》2004年第6期。

⑪黄金老:《利率市场化与商业银行风险控制》,《经济研究》2001年第1期;钱小安:《金融开放条件下利率市场化的动力、约束与步骤》,《世界经济》2003年第3期。

⑫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》,《管理世界》2007年第3期。

⑬闫素仙:《发展中国家利率市场化深层次思考与对策》,《管理世界》2010年第6期。

⑭刘莉亚、余晶晶、杨金强、朱小能:《竞争之于银行信贷结构调整是双刃剑吗?——中国利率市场化进程的微观证据》,《经济研究》2017年第5期。

⑮⑯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年第6期。

⑰张时闰:《我国存款利率市场化改革回顾与展望》,《中国货币市场》2022年第8期。

⑱王晋斌、于春海:《中国利率市场化改革的可能路径》,《金融研究》2007年第12期。

⑲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年第11期。

⑳陈汉鹏、戴金平:《Shibor作为中国基准利率的可行性研究》,《管理世界》2014年第10期。

㉑强静、侯鑫、范龙振:《基准利率、预期通胀率和市场利率期限结构的形成机制》,《经济研究》2018年第4期。

㉒易纲:《中国改革开放三十年的利率市场化进程》,《金融研究》2009年第1期。

㉓㉔纪洋、谭语嫣、黄益平:《金融双轨制与利率市场化》,《经济研究》2016年第6期。

㉕王国松:《中国的利率管制与利率市场化》,《经济研究》2001年第6期。

㉖郭琪、彭江波:《基于市场风险缓释的利率市场化研究》,《金融研究》2015年第7期。

㉗谭语嫣、纪洋、黄益平:《利率市场化改革对经济效率的影响》,《世界经济》2017年第4期。

㉘陈小亮、陈伟泽:《垂直生产结构、利率管制和资本错配》,《经济研究》2017年第10期。

㉙黄达等:《中国金融百科全书》,北京:经济管理出版社,1990年,第196页。

㉚戴国强、梁福涛:《中国金融市场基准利率选择的经验分析》,《世界经济》2006年第4期。

㉛李社环:《适应我国利率全面市场化的基准利率的研究》,《财经研究》2001年第4期。

㉜㉝戴国强、梁福涛:《中国金融市场基准利率选择的经验分析》,《世界经济》2006年第4期。

㉞㉟温彬:《我国利率市场化后基准利率选择的实证研究》,《国际金融研究》2004年第11期。

㊱温彬:《我国利率市场化后基准利率选择的实证研究》,《国际金融研究》2004年第11期;戴国强、梁福涛:《中国金融市场基准利率选择的经验分析》,《世界经济》2006年第4期;项卫星、闫博:《价格调控模式下中央银行基准利率选择》,《国际金融研究》2020年第12期。

㊲中国债券回购分为银行间回购与交易所回购,而银行间债券回购又分为质押式回购和买断式回购。由于交易所债券回购与股票市场相关性较大,而不能很好地反映货币市场的供求关系,而买断式回购交易不够活跃,因此本文所称的债券回购是指银行间质押式回购。

㊳温彬:《我国利率市场化后基准利率选择的实证研究》,《国际金融研究》2004年第11期。

㊴姚余栋、谭海鸣:《央票利率可以作为货币政策的综合性指标》,《经济研究》2011年增2期。

㊵温彬:《我国利率市场化后基准利率选择的实证研究》,《国际金融研究》2004年第11期;梁琪、张孝岩、过新伟:《中国金融市场基准利率的培育——基于构建完整基准收益率曲线的实证分析》,《金融研究》2010年第9期。

㊶李良松、柳永明:《新魏克塞尔主义下我国基准利率的比较与定位》,《财经研究》2009年第6期。

⑬戴国强、梁福涛:《中国金融市场基准利率选择的经验分析》,《世界经济》2006年第4期。

⑭蒋贤锋、王贺、史永东:《我国金融市场中基准利率的选择》,《金融研究》2008年第10期。

⑮梁琪、张孝岩、过新伟:《中国金融市场基准利率的培育——基于构建完整基准收益率曲线的实证分析》,《金融研究》2010年第9期。

⑯戴国强、梁福涛:《中国金融市场基准利率选择的经验分析》,《世界经济》2006年第4期;李良松、柳永明:《新魏克塞尔主义下我国基准利率的比较与定位》,《财经研究》2009年第6期;彭红枫、鲁维洁:《中国金融市场基准利率的选择研究》,《管理世界》2010年第11期;姚余栋、谭海鸣:《央票利率可以作为货币政策的综合性指标》,《经济研究》2011年增2期。

⑰李宏瑾、项卫星:《中央银行基准利率、公开市场操作与间接货币调控——对央票操作及其基准利率作用的实证分析》,《财贸经济》2010年第4期;Engle R. F., and C. W. Granger, "Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing," *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1987, pp. 251-276.

⑱⑭梁琪、张孝岩、过新伟:《中国金融市场基准利率的培育——基于构建完整基准收益率曲线的实证分析》,《金融研究》2010年第9期。

⑲李良松、柳永明:《新魏克塞尔主义下我国基准利率的比较与定位》,《财经研究》2009年第6期;Bollerslev T., R. F. Engle, and J. M. Wooldridge, "A capital asset pricing model with time-varying covariances," *Journal of political Economy*, 96(1), 1988, pp. 116-131.

⑳杨子晖:《央票利率可以作为货币政策的综合性指标》,《世界经济》2011年第6期。

㉑Yang J., "Market segmentation and information asymmetry in Chinese stock markets: A VAR analysis," *Financial Review*, 38(4), 2003, pp. 591-609.

㉒㉓方意、方明:《中国货币市场基准利率的确立及其动态关系研究》,《金融研究》2012年第7期。

㉔戴国强、梁福涛:《中国金融市场基准利率选择的经验分析》,《世界经济》2006年第4期。

㉕蒋贤锋、王贺、史永东:《我国金融市场中基准利率的选择》,《金融研究》2008年第10期;梁琪、张孝岩、过新伟:《中国金融市场基准利率的培育——基于构建完整基准收益率曲线的实证分析》,《金融研究》2010年第9期。

㉖蒋贤锋、王贺、史永东:《我国金融市场中基准利率的选择》,《金融研究》2008年第10期。

㉗项卫星、闫博:《价格调控模式下中央银行基准利率选

择》,《国际金融研究》2020年第12期。

㉘陈汉鹏、戴金平:《Shibor作为中国基准利率的可行性研究》,《管理世界》2014年第10期;Bernanke B. S., M. Gertler, and S. Gilchrist, "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework," *Handbook of Macroeconomics*, 1, 1999, pp. 1341-1393; Iacoviello M., "House prices, borrowing constraints, and monetary policy in the business cycle," *American Economic Review*, 95(3), 2005, pp. 739-764.

㉙尚玉皇、郑挺国:《基准收益率曲线与宏观经济:基于混频DSGE模型的研究》,《经济研究》2018年第6期。

㉚李社环:《适应我国利率全面市场化的基准利率的研究》,《财经研究》2001年第4期;温彬:《我国利率市场化后基准利率选择的实证研究》,《国际金融研究》2004年第11期;戴国强、梁福涛:《中国金融市场基准利率选择的经验分析》,《世界经济》2006年第4期;蒋贤锋、王贺、史永东:《我国金融市场中基准利率的选择》,《金融研究》2008年第10期;李良松、柳永明:《新魏克塞尔主义下我国基准利率的比较与定位》,《财经研究》2009年第6期;梁琪、张孝岩、过新伟:《中国金融市场基准利率的培育——基于构建完整基准收益率曲线的实证分析》,《金融研究》2010年第9期;彭红枫、鲁维洁:《中国金融市场基准利率的选择研究》,《管理世界》2010年第11期;李宏瑾、项卫星:《中央银行基准利率、公开市场操作与间接货币调控——对央票操作及其基准利率作用的实证分析》,《财贸经济》2010年第4期;姚余栋、谭海鸣:《央票利率可以作为货币政策的综合性指标》,《经济研究》2011年增2期;方意、方明:《中国货币市场基准利率的确立及其动态关系研究》,《金融研究》2012年第7期;陈汉鹏、戴金平:《Shibor作为中国基准利率的可行性研究》,《管理世界》2014年第10期;尚玉皇、郑挺国:《基准收益率曲线与宏观经济:基于混频DSGE模型的研究》,《经济研究》2018年第6期;项卫星、闫博:《价格调控模式下中央银行基准利率选择》,《国际金融研究》2020年第12期。

㉛李良松、柳永明:《新魏克塞尔主义下我国基准利率的比较与定位》,《财经研究》2009年第6期;彭红枫、鲁维洁:《中国金融市场基准利率的选择研究》,《管理世界》2010年第11期;方意、方明:《中国货币市场基准利率的确立及其动态关系研究》,《金融研究》2012年第7期;陈汉鹏、戴金平:《Shibor作为中国基准利率的可行性研究》,《管理世界》2014年第10期。

㉜方意、方明:《中国货币市场基准利率的确立及其动态关系研究》,《金融研究》2012年第7期。

㉝2020年上半年银行间市场债券回购累计成交471.2万亿元,日均成交3.9万亿元,同比增长18.9%;同业拆借累计成交78.4万亿元,日均成交6483亿元,同比减少5.2%。

⑬刘冲、庞元晨、刘莉亚：《结构性货币政策、金融监管与利率传导效率——来自中国债券市场的证据》，《经济研究》2022年第1期。

⑭张晓慧：《全面提升 Shibor 货币市场基准利率地位》，《中国金融》2011年第12期。

⑮中国人民银行：《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系白皮书》，2020年。

⑯易纲：《中国的利率体系与利率市场化改革》，《金融研究》2021年第9期。

⑰中国人民银行：《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系白皮书》，2020年。

⑱Duffie D. and Stein J. C. , "Reforming LIBOR and other financial market benchmarks," Journal of Economic Perspectives, 29(2), 2015, pp. 191-212; 中国人民银行：《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系白皮书》，2020年。

⑲由于在《中国宏观经济学分册》中的第九部分“中国特色货币政策调控”涉及中国货币政策传导机制和调控效果的内容，并且本文前面也有关于中国货币政策的管制利率传导与市场利率传导的“利率双轨制”的论述，所以本节会承袭前文，主要关注利率市场化对于利率传导渠道和传导效率的影响。

⑳中国人民银行：《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系白皮书》，2020年。

㉑刘莉亚、余晶晶：《银行竞争对货币政策传导效率的推动力效应研究——利率市场化进程中银行业的微观证据》，《国际金融研究》2018年第3期。

㉒王召：《对中国货币政策利率传导机制的探讨》，《经济科学》2001年第5期；周英章、蒋振声：《货币渠道、信用渠道与货币政策有效性——中国1993-2001年的实证分析和政策含义》，《金融研究》2002年第9期；方先明、熊鹏：《我国利率政策调控的时滞效应研究——基于交叉数据的实证检验》，《财经研究》2005年第8期；盛朝晖：《中国货币政策传导渠道效应分析：1994-2004》，《金融研究》2006年第7期；盛松成、吴培新：《中国货币政策的二元传导机制——“两中介目标、两调控对象”模式研究》，《经济研究》2008年第10期；张辉、黄泽华：《我国货币政策利率传导机制的实证研究》，《经济学动态》2011年第3期；项卫星、李宏瑾：《我国中央银行数量型货币调控面临的挑战与转型方向》，《国际金融研究》2012年第7期；战明华、李欢：《金融市场化进程是否改变了中国货币政策不同传导渠道的相对效应？》，《金融研究》2018年第5期；姜再勇、钟正生：《我国货币政策利率传导渠道的体制转换特征——利率市场化改革进程中的考察》，《数量经济技术经济研究》2010年第4期；郭豫媚、戴贻、彭俞超：《中国货币政策利率传导效率研究：2008-2017》，《金融研究》2018年第12期。

㉓马骏、王红林：《政策利率传导机制的理论模型》，《金融

研究》2014年第12期。

㉔陆军、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年第4期。

㉕⑰钱雪松、杜立、马文涛：《中国货币政策利率传导有效性研究：中介效应和体制内外差异》，《管理世界》2015年第11期。

㉖Bernanke B. S. , M. Gertler, and S. Gilchrist, "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework," Handbook of Macroeconomics, 1, 1999, pp. 1341-1393.

㉗张辉、黄泽华：《我国货币政策利率传导机制的实证研究》，《经济学动态》2011年第3期；Bernanke B. S. , M. Gertler, and S. Gilchrist, "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework," Handbook of Macroeconomics, 1, 1999, pp. 1341-1393.

㉘⑰姜再勇、钟正生：《我国货币政策利率传导渠道的体制转换特征——利率市场化改革进程中的考察》，《数量经济技术经济研究》2010年第4期。

㉙⑰战明华、李欢：《金融市场化进程是否改变了中国货币政策不同传导渠道的相对效应？》，《金融研究》2018年第5期。

㉚⑰⑰何德旭、余晶晶：《中国货币政策传导的现实难题与解决路径研究》，《经济学动态》2019年第8期。

㉛⑰马骏、施康、王红林、王立升：《利率传导机制的动态研究》，《金融研究》2016年第1期。

㉜刘冲、庞元晨、刘莉亚：《结构性货币政策、金融监管与利率传导效率——来自中国债券市场的证据》，《经济研究》2022年第1期。

㉝⑰⑰郭豫媚、戴贻、彭俞超：《中国货币政策利率传导效率研究：2008-2017》，《金融研究》2018年第12期。

㉞战明华、李欢：《金融市场化进程是否改变了中国货币政策不同传导渠道的相对效应？》，《金融研究》2018年第5期。

㉟钱雪松、杜立、马文涛：《中国货币政策利率传导有效性研究：中介效应和体制内外差异》，《管理世界》2015年第11期。

㊱易纲：《中国的利率体系与利率市场化改革》，《金融研究》2021年第9期。

㊲刘冲、庞元晨、刘莉亚：《结构性货币政策、金融监管与利率传导效率——来自中国债券市场的证据》，《经济研究》2022年第1期。

㊳何德旭、余晶晶：《中国货币政策传导的现实难题与解决路径研究》，《经济学动态》2019年第8期。

㊴刘莉亚、余晶晶：《银行竞争对货币政策传导效率的推动力效应研究——利率市场化进程中银行业的微观证据》，《国际金融研究》2018年第3期。