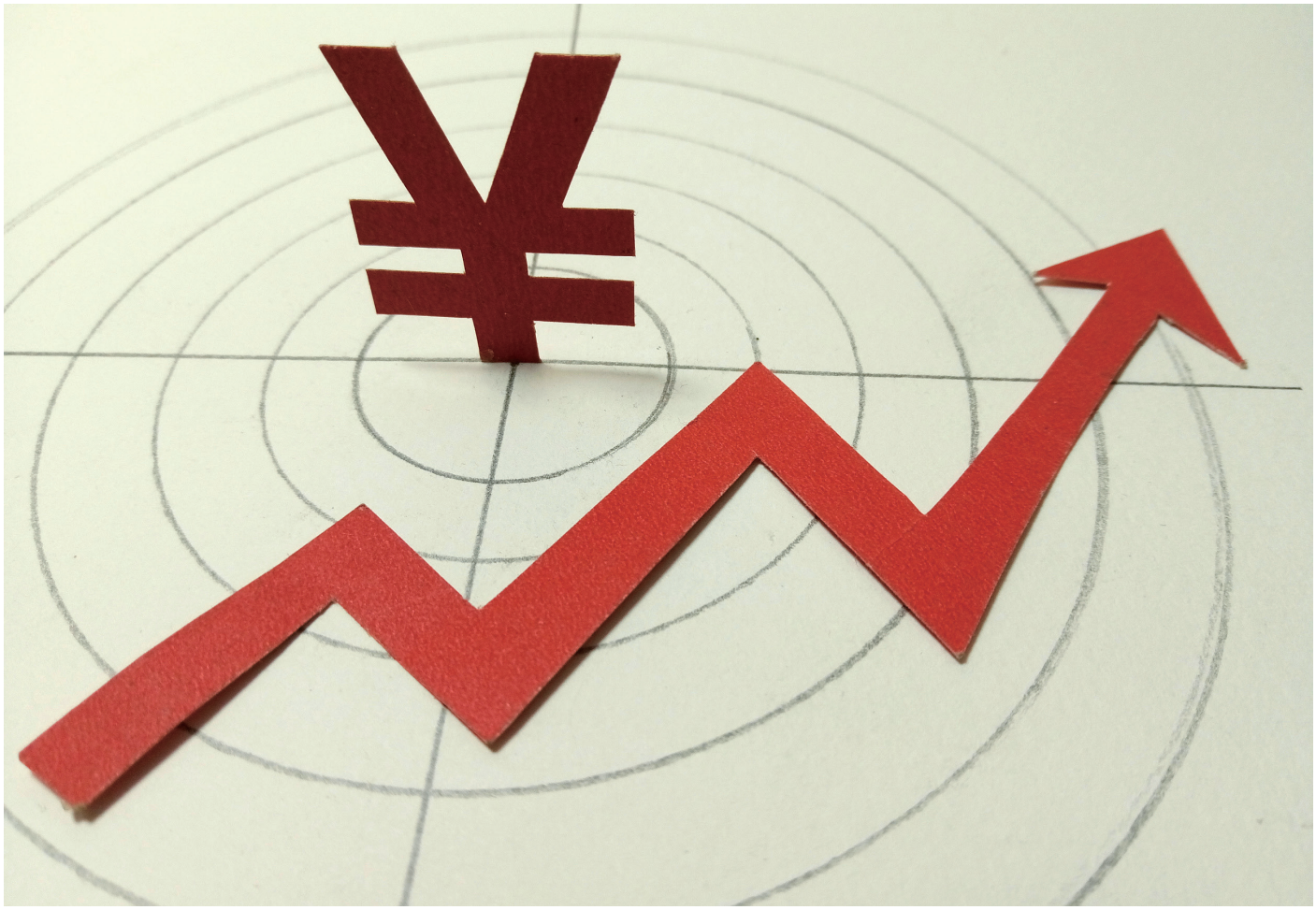


并轨有助利率市场化

随着市场化条件的成熟，利率双轨制间接助长了“信贷错配”、阻碍利率传导，已经不再适应利率市场化的需要。为实现并轨，应适时考虑放弃存贷款基准利率，并使存款准备金率等政策工具回到正常水平。

文 | 张玮

易纲行长在博鳌论坛的问答环节提到：“目前为止，我们的利率自由化是朝着市场主导的方向发展。我们有两条渠道，一个是基准利率，一个是市场利率……基准利率未来可能主要由市场决定，中国基准利率和市场利率的双轨将合并成一个市场化利率。”一时间，关于“利率并轨”的话题再度响起。

何为利率“并轨”？“双轨制”又将如何退出历史舞台？

理解利率并轨，首先要了解我国银行体系中的利率“双轨制”。通常情况下，银行体系内的资金交易可以分为三部分：一是货币市场，

多为隔夜或七天的短期交易，开设的目标在于填补“头寸”；二是债券市场，除了发债融资以外，更有市场化套利行为；三是银行借贷市场，我们所熟悉的存、贷款就属于这一部分。这三个市场中，货币市场和债券市场的市场化程度较高，而银行借贷市场仍旧存在央行指导下的基准利率，各个商业银行的实际存贷款大都围绕基准利率略有浮动。如此一来，“被指导”的存贷款利率和基本由市场决定的货币和债券市场利率共存，就构成了银行体系下的“利率双轨制”。

利率双轨制是中国从计划经济向市场经济过渡的一个组成部分，是中国渐进式改革的典型特征。渐进式改革的核心思路就是价格双轨制在已经存在的计划价格体系之外，部分商品价格可以随行就市，由市场决定；而在计划体系内，商品价格仍然由计划价格决定。在两种价格部门并存和竞争的格局下，计划部门逐渐萎缩，并最后被市场部门代替，整个经济体也逐渐演变为一个市场经济。

在中国经济的转轨过程中，“双轨制”保证了经济增长的相对平稳，避免了短期过于激进的市场化改革可能对整个金融体系带来的巨大冲击。但随着市场化条件的成熟，双轨制已经不再适应利率市场化的需要：一方面，货币市场和债券市场的利率基本由市场资金供求决定，这意味着货币市场和债券市场已经实现了市场化；另一方面，中国人民银行公布的存贷款基准利率基本决定了信贷市场的利率，虽然现阶段存贷款利率的上下限已经放开，显性管制基本消失，但银行存贷款利率仍旧围绕基准存贷款利率浮动，并未真正实现市场化定价。

市场诉求

利率双轨制与市场化的脱节，主要体现在以下两点。

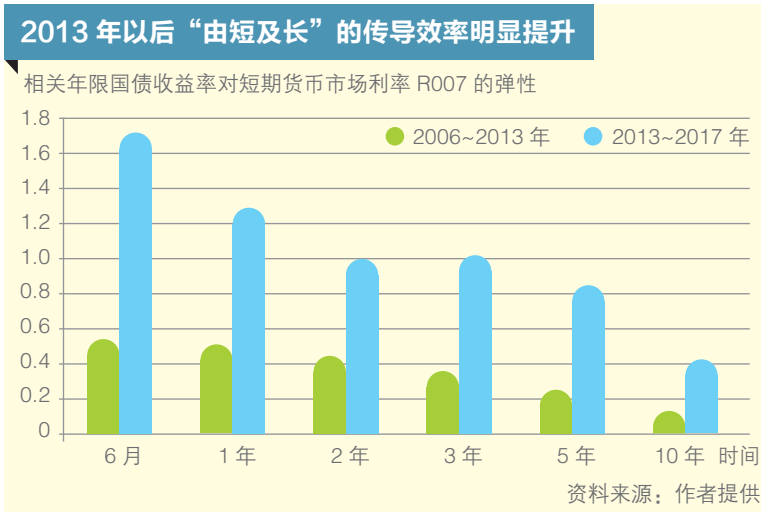
一是间接助长了“信贷错配”。从体制上看，以国企为代表的软预算约束主体在信贷方面更易受到政府扶持，由于政府部门的隐性担保，对资金利率往往不敏感，可以较低的成本获得资金；与之相反，民营企业占有的“便宜”信贷资源往往较少，只能通过银行通道业务或民间借贷获取高成本资金。从企业自身因素来看，国有企业实力雄厚，财务水平、信用水平往往较高，可抵押的优质资产也相对较多；而民企在财务、信用、可抵押资产和风险管理方面往往存在劣势，常规渠道获取信贷资源的能力大打折扣，利率风险溢价相对较高。可见，利率双轨制间接推高了实体经济融资成本，使得利率作为资金价格信号的作用失灵，助长了“信贷错配”。

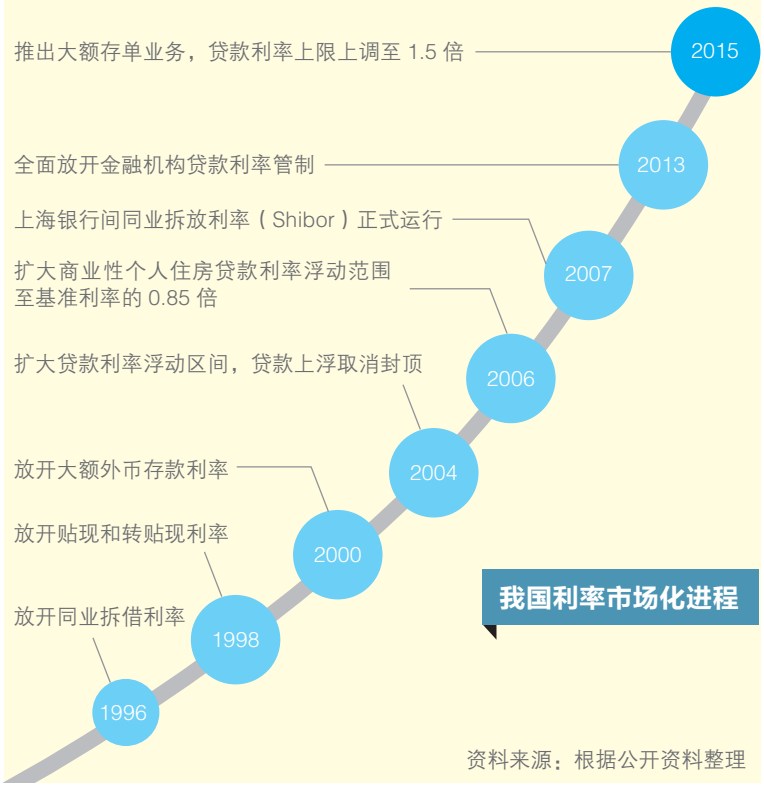
二是阻碍利率传导。2015 年 10 月，央行对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限，标志着“狭义”利率市场化进程基本完成。在放开利率管制以后，货币政策框架改革的一个重要内容就是要实现货币政策工具由“数量型”向“价格型”的转变，建立健全以政策利率向其他利率传导的有效机制，并通过利率传导来影响和调控实体经济。

价格型货币政策框架下，利率决策需要盯住一个合理水平的利率“锚”，当通胀或产出偏离目标时，应在锚定利率基础上根据目标缺口情况对利率进行相应调整，从而实现经济和通胀的稳定。在我国目前“服役”的货币政策工具中，央行对短期公开市场操作利率的调整大多可以作为政策利率目标，商业银行从央行获得资金的成本在银行体系内通过市场化的套利行为“由短及长”跨市场传导，并最终影响至存贷款利率。

以 2013 年人民币贷款利率管制放开为临界点，通过观察不同期限国债收益率对短端市场利率 R007 的敏感度（即短期利率上升 1%，长

利率双轨制间接推高了实体经济融资成本，使得利率作为资金价格信号的作用失灵，助长了“信贷错配”。





期国债利率会上升百分之几）可以看出，2013 年以后长端国债利率对短端货币市场利率的敏感度明显增强，说明随着我国利率市场化和金融市场的发展加速，利率传导效率正逐步改善，但通过国别比较不难发现我国利率传导效率仍低于量化宽松之前的美债市场。由此可见，为实现“广义”的利率市场化，解决信贷错配，疏通传导机制，利率“并轨”时不我待。

目标与设想

利率双轨制的长期存在意味着诸多其他要素与之一起构成了复杂的货币政策调控框架，也就是说，利率双轨制在一定程度上决定了我国货币政策中介目标过多，数量型和价格型工具并存，带有政策利率色彩的利率种类过多。

因而，利率“并轨”的首要目标就是简化货币政策工具和中介目标的多样性，建立起由货币市场向债券市场、再向实体借贷利率传导的有效途径。除此以外，还需解决如下几个问题：一是利率决策机制不清晰，利率和其他货币政策调控的市场沟通仍需提升，前瞻性指引缺失；二是银行体系的利率传导效率仍然较低；三是影子银行的存在扰乱了货币市场、债券市场和存贷款市场的定价体系，扭曲了利率传导。

为此，利率“并轨”大致可以提出以下设想。

一方面，明确短端利率为中央银行政策操作利率，适时考虑放弃存贷款基准利率。央行只需要针对短期 OMO（目前为七天逆回购）收益率进行调整，就可以实现利率由短期向长期、由货币市场到债券市场，再到实体借贷的有效传导，这种传导是通过市场在不同期限产品间套利自发完成的。

近两年来，这种“由短及长”的传导已经在利率市场化的带动下越发显著——2017 年以来央行针对七天逆回购共进行了四次“加息”，收益率从去年年初的 2.25% 上升到当前

的 2.55%。在几次短端逆回购“加息”时点下，不同期限的上海银行间同业拆放利率 SHIBOR 收益率均呈现出由短向长的正向传导，时间期限越长，上调幅度越大。

利率并轨后，央行针对货币市场短期利率的调整最终可以传导至实体借贷利率，存贷款基准利率的存在就“略有多余”。笔者认为，在利率传导渠道畅通的情况下，可以适时考虑抛弃存贷款基准利率。为确保平稳过渡，可以构建短端政策目标利率与存贷款基准利率的利差，作为过渡期的调控目标，将商业银行存贷款定价与短端政策目标利率的联动（利差）作为 MPA 利率定价考核的主要内容，引导商业银行改进利率定价方式。

另一方面，要纠正前期政策工具的“过度偏离”，使存款准备金率等政策工具回到正常水平。

当前的高法定存款准备金率，是早年间央行票据冲销流动性捉襟见肘时形成的，央行希望通过提升法定准备金率“冻结”过剩的流动性。但过高的法定准备金率间接提升了实体部门的融资成本，造成了资金配给的扭曲：由于央行对法定存款准备金只支付极低的利率，过高法定存款准备比率就相当于提高了商业银行的机会成本，商业银行为了追求目标利润就存在提高贷款利率的动机，进而加重了实体经济融资难与融资贵。

正是出于这种考虑，自 2016 年开始，央行对调整法定存款准备金率格外谨慎，取而代之的是大量的央行贷款。不幸的是，大量的央行贷款与高法定存款准备金并存，相当于从资产和负债两端实施了对商业银行的双重征税，进一步造成了货币政策扭曲。所以，只有在将法定存款准备金率降至较正常的水平后，央行贷款才得以发挥更积极的作用。近两年国内学者不断呼吁“降准”，就是要扭转信贷错配的局面，提升央行贷款效率。

降低存款准备金率不仅是货币工具正常化的需求，更有平衡国际收支表的考虑。早年间，我国国际收支表保持了经常账户顺差、资本和金融账户逆差。即便当期存在较大的对外投资，资本账户的逆差也可以通过经常账户的顺差来“中和”，不至于过度影响外汇储备。而今年我国对外贸易不确定因素加大，特别是 3 月份，还出现了资本账户和经常账户的“双逆差”，从国际收支表的角度，意味着未来要消耗更多的外汇储备，而当前外储形势与之前有了较大不同，法定准备金率也没有必要维持高位。

年内货币政策预判

年内看来，国内利率中枢存在抬升预期：一是美国经济苏复强劲，联储加息预期对我国存在负面溢出效应；二是以防范系统性风险为主的“三大攻坚战”要打三年，对流动性和利率中枢也有中性偏紧的要求；三是原油价格存在上涨预期，带动通胀预期，利率中枢也会相应抬升。

一边是利率中枢抬升，一边又要面对国内回落的经济增速，货币当局该如何化解？笔者看来，“短期 OMO 加息 + 降准”恰好可以成为一套漂亮的“组合拳”。其实，这套“组合拳”早已上演：3 月份，在年内美联储第一次加息以后，我国紧跟着上调逆回购利率 5 个基点，实现了货币政策的“紧”；一个月后又宣布“降准”，实现了扶持实体的“松”。数量型的“松”跟随价格型的“紧”，既防止了资金外流，又为实体经济创造了资金保障。

考虑到目前的降准空间依旧很大，面对年内美联储剩余的 2~3 次加息预期，我国货币当局大可坚持“短期 OMO 加息 + 降准”的组合拳，货币政策的独立性并不悲观。

（作者系昆仑资管首席宏观分析师）

利率“并轨”的首要目标就是简化货币政策工具和中介目标的多样性，建立起由货币市场向债券市场、再向实体借贷利率传导的有效途径。