

稳步推进利率市场化改革

张晓慧

[导读]应坚持以建立健全由市场供求决定的利率形成机制为改革方向，进一步研究论证我国推进利率市场化改革的可行路径

推进利率市场化改革是建设社会主义市场经济体制、发挥市场配置资源作用的重要内容，是加强我国金融间接调控、促进金融支持实体经济的关键环节，也是完善金融机构自主经营机制、提高竞争力的必要条件。党的十八大和“十二五”规划以及近期国务院常务会议关于金融改革的部署都明确提出了“稳步推进利率市场化改革”的要求。按照党中央、国务院的统一部署，近年来，我国的利率市场化改革不断稳步推进并取得重要进展。2013年7月19日，经国务院批准，人民银行宣布自20日起全面放开贷款利率管制，我国的利率市场化改革又向前迈进了一大步。站在新的历史起点上，如何在回顾总结我国利率市场化改革的推进进程及其经验的同时，分析评估当前改革所面临的宏微观环境和条件，研究论证继续推进利率市场化改革的可行方案和有效路径，是我们面对的重大课题。

我国利率市场化改革已取得重要进展

近年来，人民银行立足我国国情，借鉴国际经验，按照先易后难并与其他各项改革相互协调的原则，稳步推进利率市场化改革，已取得了重要进展。

不断扩大市场主体自主定价空间

利率市场化改革的本质是将市场均衡利率的发现和决定权由中央银行向市场主体转移，其核心任务是通过不断放松利率管制，扩大市场主体的自主定价空间，优化金融资源配置。为此，1996年以来，人民银行先后放开了我国的货币市场和债券市场利率、境内外币存贷款利率以及人民币贷款利率，目前仅对金融机构的人民币存款利率进行上限管理。

率先推进货币市场和债券市场利率市场化。1996年1月，我国建立了全国统一的同业拆借市场，为放开银行间拆借利率创造了制度、技术条件。同年6月，人民银行明确银行间同业拆借市场利率由拆借双方根据市场资金供求自主确定，标志着我国的利率市场化改革迈出了具有开创意义的一步。在此基础上，随着1997年全国银行间债券市场的建立，人民银行决定同步放开银行间债券回购利率和现券交易价格。与此同时，积极推动债券发行利率市场化定价。银行间市场上政策性金融债和国债发行于1998年和1999年先后采用招投标方式市场化定价，随着直接融资的发展，非金融企业债务融资工具、公司债券等公司信用类债券的发行也实现了市场化定价。债券一级市场发行利率的市场化大大提高了二级市场债券交易的活跃程度，促进了债券市场的全面发展。

分步放开境内外币存贷款利率。2000年9月，人民银行宣布放开外币贷款利率，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。同时放开大额外币存款利率，300万（含300万）以上美元或等额其他外币的大额外币存款利率由金融机构与客户协商确定。2003年11月，对小额外币存款利率只作上限管理；2004年11月，进一步放开1年期以上小额外币存款利率。目前，除境内1年期（含）以内美元、欧元、港币和日元小额（300万美元以下或等值外币）存款利率仍有上限外，其他外币存贷款利率都已由交易双方自主协商确定。

全面放开人民币贷款利率管制。1987年1月，首次允许商业银行贷款利率可以国家规定的流动资金贷款利率为基准上浮最高不超过20%。经过多轮的放宽贷款利率浮动区间的试点和调整，2004年10月29日，我国取消设定金融机构（不含城乡信用社）人民币贷款利率浮动区间上限，下限保持为贷款基准利率的0.9倍，同时将城乡信用社的贷款利率浮动区间上限扩大为贷款基准利率的2.3倍。2012年6月和7月，人民银行又分两次将贷款利率下限逐步调整至贷款基准利率的0.7倍。随着金融机构贷款自主定价能力的不断提升，2013年7月19日，人民银行宣布自20日起全面放开贷款利率管制，取消商业性个人住房贷款以外的贷款利率下限，放开贴现利率管制，不再对农村信用社贷款利率设立上限。

稳步推动人民币存款利率市场化。1999年10月以来，人民银行通过批准金融机构开办市场化定价的长期大额协议存款业务，并不断扩大协议存款人范围，积极探索存款利率市场化的有效途径。同时，逐步扩大金融机构存款利率浮动区间。2004年10月29日，人民银行决定对人民币存款利率实行上限管理，下限放开，存款利率的上限为存款基准利率。2005年3月，人民银行进一步放开了金融机构同业存款利率。2012年6月，经国务院批准，人民银行又允许金融机构人民币存款利率上浮，浮动区间的上限为存款基准利率的1.1倍。

积极培育市场化利率形成机制

要顺利实现利率市场化改革目标不仅要赋予市场主体更多的自主定价权，还需要通过培育多方面的基础条件，建立健全市场化的利率形成机制，使市场主体得以通过竞争性市场形成合理的均衡价格。就金融体系本身而言，提高金融机构自主定价能力和建设金融市场基准利率体系，具有十分重要的意义。

引导金融机构不断提高自主定价能力。在稳步推进利率市场化的同时，人民银行十分注重引导金融机构加强定价机制建设，提高自主定价能力。在有关金融机构的积极参与和配合下，通过多年的建设培育，目前我国主要的金融机构都已基本建立起了决策、授权和执行为主线利率管理架构，健全了市场化产品、存贷款定价及内部转移定价机制，形成了基于内部转移定价的全成本绩效评估体系，开发了支持定价的管理信息系统，定价管理更加精细，自主定价水平不断提高。

构建和培育货币市场基准利率体系。市场基准利率作为金融产品定价的参考，对于准确反映市场资金供求状况、增强金融机构自主定价能力、疏通利率政策传导渠道、维护市场竞争秩序等都具有重要意义。随着我国利率市场化的不断推进，货币市场基准利率体系的建设成为不可或缺的重要环节。2006年9月，人民银行组织构建了上海银行间同业拆放利率（Shibor）。Shibor是由信用等级较高的银行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，是单利、无担保、批发性利率，包括隔夜、1周、2周、1个月、3个月、6个月、9个月及1年等八个期限品种。2007年1月，Shibor正式运行。随着近年来基准利率培育工作的不断深化，Shibor的基准地位逐步提高，已成为我国金融市场上重要的指标性利率之一，为拆借及回购、票据、短期融资券、浮动利率债券以及衍生产品等定价提供了重要参考。

逐步完善中央银行利率调控体系

利率市场化并不意味着中央银行可以完全放弃对市场利率的引导和调节。相反，中央银行需要加强和改善市场化的利率调节和传导机制，为经济增长和物价稳定创造适宜的货币条

件。从国际经验看，美、欧、日等发达经济体的中央银行都以利率作为货币政策调控的重要目标。因此，在推进利率市场化的同时，中央银行需要不断完善自身的利率调控体系，以增强引导和调节市场利率的有效性。

近年来，人民银行通过改革再贷款（再贴现）利率形成机制、存款准备金利率制度以及完善公开市场操作体系等途径，促进中央银行利率调控体系不断完善。目前，我国的中央银行利率调控模式已由过去单一依靠直接调整存贷款基准利率转变为调整存贷款基准利率与引导市场利率并重：一方面，根据宏观经济金融形势，适时适度调整存贷款基准利率；另一方面，通过公开市场操作、准备金率及再贷款（再贴现）等货币政策工具对商业银行流动性进行调节，引导货币市场利率走势，通过疏通各类市场利率之间的传导渠道，将央行的政策意图由短期利率传导到中长期利率，由货币市场利率传导至其他金融产品的定价，最终影响企业和居民的投资、消费行为。

经过多年来的不断推进，我国利率市场化改革取得了重要进展。目前，金融机构间的同业融资利率已经市场化，金融部门通过贷款以及债券、股票等非贷款类业务向实体经济提供的融资也都已实现市场化定价，可以说，我国的融资利率已由管制状态转为依靠市场机制形成。随着允许人民币存款利率最高可上浮至基准利率的 1.1 倍，金融机构的存款定价也逐步呈现出了差异化、精细化的特征，市场机制在利率形成中的基础性作用显著增强。

总体看，近年来我国坚持渐进式稳步推进利率市场化改革，确保改革进程与金融机构定价能力、企业居民利率敏感性等改革所需基础条件的成熟程度基本适应，与相关经济金融改革的进程大体协调，并在市场化进程中继续发挥好利率调控的作用，这既有利于利率管理体制由管制状态向市场化的平稳过渡，避免金融机构之间的恶性价格竞争，维护金融体系稳定；也有利于引导金融机构完善自主定价机制，加快转变经营模式，调整业务结构，增强核心竞争力；更有利于逐步探索建立起适应我国国情的市场化利率形成机制，有效地发挥利率杠杆在优化资源配置中的作用，为促进经济金融协调可持续发展创造有利条件。

继续推进利率市场化改革面临的环境

近年来，在党中央、国务院的正确领导和科学决策下，金融机构改革取得了明显成效，财务硬约束进一步强化，利率定价能力不断提高；货币市场基准利率得到有效培育；央行利率向金融市场各类产品传导的渠道逐步畅通；同时，宏观经济运行平稳，价格形势基本稳定。特别是贷款利率管制的全面放开，有利于健全金融机构自主定价机制，营造公平有序的市场竞争环境，更大程度发挥市场机制在资源配置中的基础性作用，为进一步推进利率市场化改革奠定了更为坚实的基础。总体看，当前继续推进利率市场化改革的宏观条件是比较好的。

当然也应该看到，继续推进利率市场化改革仍面临一些制约性因素。从宏观层面看，国际上主要经济体仍在实施超宽松的货币政策，但政策走向已出现一定的分化，增大了全球流动性和跨境资本流动的不确定性，有可能增加我国金融市场的波动，从而不利于利率市场化改革的平稳推进；同时，目前我国正处于经济结构调整和转型升级的关键时期，若利率市场化改革推进过快，引起金融机构过度竞争，金融市场大幅波动，将不利于实体经济平稳健康发展，甚至有可能导致改革走回头路。

从微观层面看，个别金融机构仍存在财务软约束，内部管理和激励约束机制不健全，自主定价的意愿和能力不强，经营模式较为单一，难以适应市场化的竞争环境；部分企业和居

民对金融风险的识别能力不足,还不能根据收益、风险等因素自主选择金融机构和金融产品,投融资行为难以做到科学理性,在发生定价方面的争议时往往希望通过政府的干预实现其自我诉求。

从市场层面看,近年来我国的金融市场不断发展,但在发展过程中仍存在一些问题有待逐步解决。尽管近年来 Shibor 对金融产品定价的基准性明显增强,但终究尚未形成完整的金融市场基准利率体系,特别是缺乏可为信贷产品定价提供参考的市场基准利率;同时,信用债券市场仍在一定程度上依赖显性或隐性担保,虽然有利于债券市场的稳健运行,却不利于建立市场化的风险定价机制和完善市场风险分担体系。只有妥善解决这些问题,才有可能为进一步推进利率市场化改革创造良好的市场环境。

从制度层面看,我国目前还缺乏有效的金融市场退出机制,存款保险制度也正在建立过程中,难以通过市场机制有效约束金融机构可能出现的非理性价格竞争行为;同时,一些资源和能源等生产要素价格的市场化改革还在逐步推进,在此情况下,即使实现了利率市场化,仍存在因其他领域的价格干预造成新的市场扭曲问题,从而影响利率市场化改革推进的进程及效果。

随着人民币贷款利率管制的全面放开,金融机构对其资产方的定价已全面实现市场化,我国的利率市场化改革已进入攻坚阶段和关键时期。从国际经验看,利率市场化改革是一项综合性、长期性的系统工程。特别是其中的存款利率市场化改革,更是整个改革进程中最为关键、风险较大的阶段,一般均置于改革后期,并根据各项基础条件的成熟程度分步实施、有序推进。

在理论界,斯蒂格利茨等经济学家提出的金融约束理论也认为,对于市场基础较为薄弱的发展中国家来说,一定程度的政策干预比完全市场化可能更有利于促进金融发展和经济增长。由于市场存在的“道德风险”“逆向选择”等问题,利率市场化改革的推进也会给经济金融运行带来一系列挑战。利率市场化过程中,一方面,初期利差并不一定会收窄,有可能一段时期内存贷款利率水平都会出现一定程度的上升,债券、股票等直接融资市场的发展也将有所加速,促使低风险的贷款客户退出信贷市场,转向直接融资。另一方面,那些能够接受较高贷款利率的客户,其风险也通常相对较高,从而出现借款人的“逆向选择”问题,金融机构的坏账风险将有所增加。而且,随着金融市场竞争更趋激烈,金融机构现有的资产负债和产品定价状况将有所改变,盈利也有可能出现一定程度的恶化。这些不仅将对金融机构的盈利能力和风险管理水平提出严峻挑战,短期内也可能对经济金融发展造成一定影响。

当然,挑战也意味着机遇,调整往往会带来契机。国际上的成功经验表明,利率市场化改革初期可能会对经济金融发展和金融机构盈利产生不利影响,但若改革的基础条件较为成熟、选择的时机较好、推进的节奏也较为稳健,则随着市场机制作用的不断发挥,金融资源将会得到优化配置,货币政策传导机制也将进一步健全,从而有利于提升经济金融发展的效率和可持续性。在此过程中,一些公司治理结构较为完善、自主定价能力较高的金融机构也将会脱颖而出,其盈利能力和管理水平都会在竞争和转型中得以提升。

进一步推进利率市场化改革的思路

综合考虑我国利率市场化改革所面临的宏观经济金融形势和所需基础条件的成熟程度,在全面评估和权衡推进改革的宏观收益与风险的基础上,可按照“立足国情、服务发展、统

筹安排、配套推进、渐进实施、风险可控”的思路，应坚持以建立健全由市场供求决定的利率形成机制为改革方向，进一步研究论证我国推进利率市场化改革的可行路径，并继续稳步推进利率市场化改革。

一是继续培育金融市场基准利率体系，完善金融基础设施建设。进一步优化 Shibor 报价生成机制，加强对报价行的监督管理，扩大 Shibor 应用范围，促进以 Shibor 为基准的产品创新，切实增强 Shibor 的基准性和公信力。继续完善金融市场基准利率体系，适时将货币市场报价机制进一步拓展至信贷市场，为金融机构自主确定信贷产品定价提供参考。国际上的相关实践已为此提供了宝贵的经验。美国、日本等主要经济体基本都建立了最优贷款利率（Prime Rate）报价机制，金融机构最优贷款利率与中央银行政策利率保持相对较为稳定的比价关系，是确保政策利率向信贷市场利率有效传导的重要机制。印度、马来西亚等部分发展中国家和地区也将最优贷款利率作为贷款利率市场化改革中重要的制度安排，并在很大程度上发挥了贷款定价自律管理的作用。

二是不断完善金融机构自主定价机制，夯实利率市场化改革的微观基础。随着利率市场化不断向前推进，金融市场的竞争将更趋激烈，要防止金融机构出现“价格战”等非理性竞争行为，不仅需要金融机构自觉强化自身的财务硬约束和稳健经营能力，也需要发挥金融机构之间的同业协调和自律作用。借鉴国际上的有关经验，可考虑以符合财务硬约束条件和宏观审慎政策框架要求、市场表现良好为标准，对金融机构的合格审慎经营情况开展评估，并以赋予合格审慎机构更多市场定价权和产品创新权为激励，建立健全公平公正的激励约束机制，引导和督促金融机构强化公司治理、增强财务硬约束、完善自主定价机制、提高自主定价能力。

三是进一步健全中央银行利率体系，增强中央银行利率调控能力。上世纪 90 年代以来，随着金融市场的不断发展创新，金融机构资产负债结构日益复杂，社会投融资渠道趋于多元化，过往以货币供应量等为中间目标的数量型调控框架的有效性有所降低。借鉴本次国际金融危机的教训，我国在现行以数量型为主的货币政策调控框架基础上，建立健全宏观审慎政策框架，这不仅对促进我国经济复苏发挥了积极作用，也顺利实现了货币条件由危机时期的非常态向常态转变。下阶段，可根据我国实际情况，逐步推进货币政策框架从以数量型为主向以价格型为主转变。通过进一步观察评估各类数量型和价格型政策目标的可测性、可控性及其与经济增长、物价等宏观经济变量的相关性，监测分析各项中央银行利率和市场利率的变化情况及传导关系，并在货币政策实际操作过程中不断增强对市场利率的调控能力，逐步探索建立适合我国国情的货币政策调控框架和利率调控体系。

四是继续稳步放开利率管制，增强市场机制在利率形成中的作用。从世界各国的实践经验看，在推进存款利率市场化改革的过程中，基本都遵循“先长期、大额，后短期、小额”的改革路径，其中不少国家的存款利率市场化是以发行大额存单、逐步扩大负债产品的市场化定价范围作为起点的。近年来，我国的同业融资市场发展迅速，利率已经市场化，允许金融机构在银行间市场发行同业存单等负债产品，对于维护金融市场竞争秩序、促进同业业务等相关业务规范发展具有积极意义，也有利于健全市场化的利率形成机制，为今后推出面向企业和个人大额存单创造条件，以进一步提高存款利率的市场化程度，增强金融机构主动

管理负债和自主定价能力，培育企业、居民的市场化定价理念，稳妥有序地推进存款利率市场化。

按照党中央、国务院的统一部署，人民银行将不断创造条件，最终全面放开利率管制，把金融产品和服务的定价权交给金融机构等市场主体，未来中央银行则主要通过调整政策利率引导和调控各类市场利率，进而影响社会总需求、调控物价和促进经济增长，建立健全由市场供求决定的利率形成机制，促进利率市场化改革目标的实现。

（中国人民银行货币政策司司长 张晓慧 2013-08-19 新华网 原标题“央行官员撰文：稳步推进利率市场化改革”）