



中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

中国金融改革 报告 2015

China Financial
Reform Report

中国经济发展与改革中的 利率市场化

中国金融四十人论坛
上海新金融研究院 ◎ 著

 中国金融出版社



中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS



中国金融改革 报告 2015 | China Financial Reform Report

中国经济发展与改革中的 利率市场化

中国金融四十人论坛
上海新金融研究院 © 著

 中国金融出版社

责任编辑：张 铁

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融改革报告 2015——中国经济发展与改革中的利率市场化
(Zhongguo Jinrong Gaige Baogao 2015; Zhongguo Jingji Fazhan yu
Gaigezhong de Lilü Shichanghua) / 中国金融四十人论坛, 上海新金融
研究院著. —北京: 中国金融出版社, 2015. 12

(中国金融四十人论坛书系)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8175 - 2

I. ①中… II. ①中…②上… III. ①金融改革—研究报告—中国—
2015②利率市场化—研究—中国 IV. ①F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 252558 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 170 毫米 × 230 毫米

印张 15.5

字数 201 千

版次 2015 年 12 月第 1 版

印次 2015 年 12 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8175 - 2/F. 7735

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947



CHINA FINANCE 40 FORUM
中国金融四十人论坛

致力于夯实中国金融学术基础，探究金融界前沿课题，
引领金融理念突破与创新，推动中国金融改革与实践。



中国金融四十人论坛书系 CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

“中国金融四十人论坛书系”专注于宏观经济和金融领域，着力金融政策研究，力图引领金融理念突破与创新，打造高端、权威、兼具学术品质与政策价值的智库书系品牌。

中国金融四十人论坛是一家非官方、非营利性的独立智库，专注于经济金融领域的政策研究。论坛由40位40岁上下的金融精锐组成，即“40×40俱乐部”。本智库的宗旨是：以前瞻视野和探索精神，致力于夯实中国金融学术基础，研究金融领域前沿课题，推动中国金融业改革与发展。

自2009年以来，“中国金融四十人论坛书系”已出版40余本专著、文集。凭借深入、严谨、前沿的研究成果，该书系已经在金融业内积累了良好口碑，并形成了广泛的影响力。

中国金融四十人论坛书系编委会

主 任：陈 元 全国政协副主席

谢 平 中国金融四十人论坛高级研究员

钱颖一 清华大学经济管理学院院长

主 编：（按姓氏拼音排序）

管 涛 中国金融四十人论坛高级研究员

黄益平 北京大学国家发展研究院副院长

潘功胜 中国人民银行副行长

阎庆民 天津市副市长

袁 力 国家开发银行副行长

钟 伟 北京师范大学金融研究中心主任

执行主编：王海明 中国金融四十人论坛秘书长

编 委：廉 薇 马冬冬

课题组人员名单

课题负责人：潘功胜

课题组成员：陆磊 刘向耘 牛慕鸿 李宏瑾
莫万贵 张怀清 马志扬 陈俊
姚景超 王进会 郭琪 张朝洋

目 录

绪 论	1
第一章 放松利率管制的中国之路	7
第一节 放松利率管制的路径选择：理论基础及国际经验	7
第二节 中国放松利率管制的过程	22
第三节 中国放松利率管制的特点	31
第二章 中国利率体系的特点	41
第一节 渐进式改革过程中的利率双轨制特征	42
第二节 中国的利率体系现状	50
第三节 中国的利率传导机制	59
第四节 中国利率体系特点概要	78
第三章 利率市场化改革中的中央银行利率调控	81
第一节 中国利率调控的历史回顾	82
第二节 强化中央银行利率调控机制建设的紧迫性	88
第三节 中央银行利率调控的国际经验	93
第四节 健全中央银行政策利率调控的基本路径	111



第四章 利率市场化与经济金融发展的关系	119
第一节 不同经济发展阶段对利率体制的影响	119
第二节 中国经济发展阶段与利率市场化改革	125
第三节 金融创新、金融结构转型与利率市场化改革	134
第四节 “三期叠加”背景下利率市场化面临的挑战	144
第五章 利率市场化改革与相关配套制度建设	155
第一节 增强微观主体预算约束与利率市场化改革	156
第二节 利率市场化与银行竞争程度、破产倒闭制度	166
第三节 金融市场发展与利率市场化改革	179
第四节 利率市场化与金融监管体制改革	186
第五节 利率、汇率改革与资本项目开放的关系	192
第六章 对利率市场化改革的总体评价与政策建议	215
第一节 对中国利率市场化改革的总结	215
第二节 对中国利率市场化改革的总体评价	218
第三节 加快推进利率市场化改革的政策建议	228
参考文献	233

绪 论

中国的利率市场化改革作为金融改革的核心内容之一，一直是理论研究和政策研究的重点关注对象，多年来，关于中国利率市场化的讨论和分析可说是汗牛充栋。

对中国利率市场化的讨论和研究大致可分为以下几个阶段：一是改革前期，大量文献研究中国利率市场化的必要性、前提条件和路径选择；二是在加入世贸组织前后，不少研究者基于加入世贸组织可能带来的冲击、当时我国银行业经营状况不良的情况，进一步论证利率市场化的必要性、前提条件和路径选择，同时也有相当一部分文献分析利率市场化的风险；三是在国际金融危机爆发之前及之后一段时期内，在中国经济发展不平衡问题逐渐突出的情况下，关于中国利率管制与低利率政策引起结构失衡的说法较多，放开利率管制的呼声也较高；四是近几年来，由于金融改革开放进一步推进，利率市场化改革进入存贷款利率逐步放开的核心期，关于利率市场化改革推进的步骤、与金融开放的关系，以及存贷款利率市场化对银行业、金融业、经济发展、中小企业融资等方面的影响都成为讨论的热点，同时，中央银行的利率调控机制建设也成为一个重要研究问题。



从现有研究来看，关于中国利率市场化改革的必要性、前提条件、路径选择、风险和影响等方面的研究，达成的共识较多，很多研究是相互印证和补充的。但对于中国利率市场化改革的评价则分歧较大。一种观点认为，中国利率市场化改革滞后。如尼古拉斯·拉迪（2008，2013）认为，很长一段时间，当局控制了利率，一方面导致实际存款利率过低，尤其是2004年以后，低利率政策限制了居民收入和消费的增长，使得经济增长失衡；另一方面导致了过量的银行信贷需求，为了应付这种需求，中央银行不得不依靠数量控制手段进行调控。但同时也有观点认为这一说法值得商榷，很多证据表明中国的消费率存在低估，中国的利率政策促进了银行业的发展与稳定，也是有利于居民的（易纲，2013）。还有观点认为，海内外都认为中国经济改革和发展是成功的，如果说经济上是非常成功的，金融是完全“滞后”的、不成功的，这本身在逻辑上就是说不通的（夏斌，2011）。中国过去的金融体系改革基本没有拖经济增长的后腿。^①

此外，对于如何进一步推进利率市场化改革也存在一定分歧，这主要集中在如何进一步放开利率管制、扩大市场定价范围上。这方面的观点可大致分为三类：一是间接推进，即通过改善外部条件来推进利率市场化。包括发展直接融资，通过银行体系外的压力和竞争，促使银行实现利率市场化目标；发展货币市场，建立金融体系的核心市场以形成基准的短期利率；发展影子银行体系，通过各种融资途径形成市场化的利率（李扬，2010；王国刚，2014）。二是直接推进，即逐步放开银行存款利率上限和贷款利率下限管制。这种观点不认同通过间接途径推动利率市场化改革。认为在银行利率管制的条件下，通过发展银行外部金融市场的方法来倒逼银行业利率市场化改革，会增加银行业的风险，美国20世纪80年代的银行业危机就是例证。主张在维持通胀预期平衡的情况下，采取渐进方式、

^① 资料来源：德怀特·H. 波金斯、托马斯·G. 罗斯基：《预测2025年之前中国经济增长》——转引自夏斌、陈道富《中国金融战略2020》，北京，人民出版社，2011。

与综合化经营协调推进，并辅以货币信贷调控方式的改进（鲁政委，2010）。IMF 亚太部经济学家 Tarhan Feyzioğlu 等（2009）认为“中国应放开存款利率上限”，并建议“在放开小额短期存款利率之前，先放开大额长期存款利率”。马骏（2010）认为，短期内可从存款利率入手，按照从长期到短期的原则逐步放开存款利率上限的管制，如两年以上的存款利率在目前基础上上浮 20%，三个月到一年期上浮 10%，活期暂时不动，因为活期占存款的 50%，影响比较大，如果动的话容易出现不太容易预期的变化。中长期要看利差的情况和银行、企业的反应，然后再考虑下一步。三是综合推进。如李若愚（2013）认为，未来利率市场化改革的推进思路包括以下方面：一是审慎推进人民币存款利率市场化，用 5 年时间实现完全放开；二是构建完善的基准利率体系；三是确立中央银行政策目标利率，构建利率调控的基本框架；四是同步完善配套措施。

因此，如何认识中国的利率市场化改革，未来如何进一步推进和完善利率市场化改革，仍是需要进一步研究的问题。其中，如何认识和评价中国的利率市场化改革是关键问题，这不仅仅只是对过去改革的评价，还会影响到对未来改革措施与步骤的看法及取向。

应该认识到，中国的利率市场化改革是在中国经济体制改革不断推进和中国经济金融日益发展壮大和开放的背景下展开的。利率市场化既是建设社会主义市场经济体制的重要组成部分，也是中国经济改革和发展成就的重要表现。三十多年来，中国的改革和发展走出了一条独具特色的中国之路，利率市场化改革也不例外。与西方发达国家在较成熟的市場化的经济金融体系基础上推进利率市场化不同，中国是在以前实行计划经济的背景下以及经济金融发展水平较为低下的基础上推进利率市场化改革的，改革是在发展的过程中推进的。与前苏联和东欧国家推行的“市场化 + 私有化 + 民主化”的“休克疗法”不同，中国采取了渐进式的改革方针。改革由易到难、由增量到存量、由局部到整体，由浅入深，不断完善。利率市



场化改革作为整体改革的重要组成部分，其推进过程是与其他改革通盘考虑的，是与其他改革配套推进的。同时，利率市场化改革本身作为一个子系统，其各个组成部分的改革之间也具有渐进性和配套性特点。因此，对中国利率市场化改革的分析和判断，既要从改革全局去看、从中国经济金融发展的背景去看，也要根据中国改革和发展的进程动态地去看。本课题拟从历史的角度，全面分析中国利率市场化的背景及演进逻辑，以便各界更好地认识中国的利率市场化改革。

一

鉴于各国利率市场化改革经验教训、理论认识和经济金融发展的实际情况，中国的利率市场化改革以稳步推进为原则，采取了先放开货币市场利率和债券市场利率，再逐步推进存、贷款利率市场化改革的总体思路。存、贷款利率市场化按照“先外币、后本币；先贷款、后存款；先长期、大额，后短期、小额”的顺序进行。人民银行采取逐步放松利率管制的方式推进利率市场化改革，与此同时，发展和完善市场利率体系，加强利率调控机制建设，利率市场化改革逐步推进。

在金融机构多元化发展、银行经营自主权扩大、银行间市场建设取得长足进步的情况下，1996年至1999年，我国银行间市场基本实现了利率市场化。进入新世纪后，以公司治理为核心的国有商业银行改革和国有企业改革为推进存贷款利率市场化奠定了良好的微观基础，加入世贸组织和中国进入新一轮经济上升周期为利率市场化改革创造了较好的宏观环境，2004年10月我国实现了“贷款利率管下限、存款利率管上限”的阶段性改革目标。之后，人民银行着力引导金融机构加强定价机制建设，培养定价能力。随着2005年以来银行间债券市场的发展，从2007年1月起人民银行开始建立并大力培育银行间同业拆放利率（Shibor），不断改善利率市

场化的基础条件。

近几年来,随着银行理财、信托和互联网金融等金融创新和金融脱媒的迅猛发展,以及经济增长和经济结构的阶段性转换,中国经济和金融市场面貌已经发生了根本性的变化。提高利率市场化程度不仅是决策者的目标,更成为市场主体的内在要求和实际行动。顺应市场发展的内在要求,2012年后存贷款利率市场化改革进一步推进,贷款利率下限逐步扩大直至下限管制完全取消,存款利率上限管制有所放松且浮动区间逐步扩大。

根据中国经济和金融发展转型的需要,中共十八届三中全会作出了全面深化改革的决定,将过去一直奉行的“稳步推进利率市场化”原则,进一步明确为“加快推进利率市场化”的改革要求。人民银行积极推进利率市场化改革,于2015年10月24日放开存款利率,不再对商业银行和农村合作金融机构等设置存款利率上限,至此,利率管制基本取消。不过,利率市场化是一项复杂的系统工程,存款利率放开并不意味着利率市场化改革的最终完成。利率市场化改革包括逐步放宽利率管制、培育基准利率体系、形成市场化利率调控和传导机制、建立和完善存款保险制度以及发展利率风险管理工具等内容。为此,《金融业发展和改革“十二五”规划》在将利率市场化改革列为金融改革攻坚首项内容的同时,进一步明确中国利率市场化改革的原则为“放得开、形得成、调得了”,这也是当前和今后利率市场化改革的主要政策思路。

本课题拟按照“放得开、形得成、调得了”的要求,系统梳理我国利率市场化取得的成就与存在的差距,分析利率市场化改革的主要障碍和制约因素,提出相应的政策建议。针对主要障碍和制约因素有重点地取得突破,是加快利率市场化改革的关键。但无论是“放得开”还是“形得成”,抑或是“调得了”,都与市场条件及经济金融环境相关。正如前文所指出的,中国的利率市场化改革是在中国经济体制改革不断推进和中国金融日益发展壮大和开放的背景下展开的,无论是对过去利率市场化改



革的分析评价，还是对未来改革路径和政策安排的考虑，都不能离开中国经济金融发展和改革的背景。因此，本课题在以“放得开、形得成、调得了”作为写作主线的同时，还结合中国经济金融发展和改革的背景，系统梳理中国利率市场化改革的特点和现状，并分别从经济金融发展与利率市场化的配套制度建设等方面，探讨中国利率市场化改革的经验教训及当前面临的挑战，从而更全面地提出下一步利率市场化改革的政策建议。

本课题的主体内容分为六章：第一章，对照“放得开”的要求，回顾我国放松利率管制的过程，并结合国际经验，说明我国放开利率管制的逻辑、路径及特点；第二章，按“形得成”的标准，总结我国在放开利率管制的同时，加强市场利率形成机制建设的情况，说明利率“双轨制”的特点及表现、利率体系现状，并分析利率之间的传导关系；第三章，则按是否“调得了”，对我国的利率调控进行了梳理，分析了当前强化中央银行利率调控机制建设的紧迫性、环境与条件，并总结了主要国家中央银行利率调控的经验，在此基础上，提出了未来一个时期健全中央银行政策利率调控的基本路径；第四章，从国际经验及国内具体情况两个方面，分析了不同经济金融发展阶段对利率市场化改革的促进或制约作用；第五章，从我国经济体制改革的系统性和配套性特点出发，考虑利率市场化改革与几项重要配套制度改革的关系，包括增强微观主体预算约束与利率市场化改革的关系、银行竞争程度和破产倒闭制度与利率市场化改革的关系、金融市场发展与利率市场化改革的关系、利率市场化与金融监管体制改革的关系、利率市场化改革与汇率形成机制改革及资本项目开放的关系；第六章，是对过去利率市场化改革的总结及对未来改革的展望。

需要说明的是，本课题报告完成于2015年上半年，当时存款利率上限尚未放开。在本课题报告即将付印之时，恰逢存款利率上限取消，我国利率市场化改革达到一个新的里程碑。因此，本课题报告可以说是对我国利率管制基本放开之前利率市场化改革的阶段性总结和分析。放开

存款利率上限并不意味着利率市场化改革已完成，而是一个新阶段的开始，我国的利率市场化改革仍将进一步推进，有关总结和理论分析也将继续深入。希望本课题报告对于今后我国利率市场化改革的实践和研究具有借鉴作用。

第一章 放松利率管制的中国之路

放松利率管制是利率市场化的核心内容，无论是中国还是外国，放松利率管制的措施都是利率市场化改革的重要标志。但各国放松利率管制的方式和路径各不相同，有的在短期内全面放开管制，有的则按一定的次序逐步放开。中国采取逐步放松利率管制的方式，在渐次放开货币市场利率、债券市场利率、外币存贷款利率后，2013年7月全面放开贷款利率管制，2015年10月又放开了存款利率上限。至此，利率管制基本取消，利率市场化改革取得了重要里程碑式进展。本章拟对中国放松利率管制的历程进行系统的梳理和总结，以全面理解中国放松利率管制的原则、思路、步骤和节奏。

第一节 放松利率管制的 路径选择：理论基础及国际经验

一、理论分析：利率的管与放

从一个较长的时间维度看，世界上主要国家的利率管理体制大体上都