



2018年4月11日 宏观研究

## 利率汇率市场化与开放并进

——解读易纲行长在博鳌论坛上的讲话

**郭于玮**

兴业研究

分析师

**李苗献**

兴业研究

分析师

**鲁政委**

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家

### 摘要:

易纲表示：未来基准利率与市场利率两条轨道应逐渐融合。这意味着，未来存贷款利率的浮动将进一步放松，而基准利率可能不会调整。由此，金融机构应该更多选择货币市场基准利率作为存、贷款定价基准；否则，未来将面临越来越大的基差风险。

在谈及中美贸易摩擦与汇率时，易纲表示：“人民银行在过去的相当长一段时间内没有进行过外汇干预”，“未来外汇市场也会运行的更好”。这意味着，无论战和结果如何，不干预将是政策部门对汇率的态度。同时，多次易纲多次提及“利差”，这意味着，在未来的政策选择中，“利差”将扮演重要角色。

在金融开放方面，易纲表示：年内我国还将加快金融开放的步伐，通过放松对银行、非银机构的持股比例限制、扩大外资银行业务范围、提高内地与香港股票互通额度等方式，以更为开放的姿态融入全球化。

1

**特别提示：**本报告内容仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析，不属于证券报告，也不构成对投资者的建议。

关键字：利率，金融开放，汇率

## 事件:

4月11日,央行行长易纲在博鳌亚洲论坛2018年年会分论坛“货币政策正常化”发表讲话。

## 评论:

易纲在博鳌论坛的发言体现了市场化与开放化的政策姿态,对国内货币政策、中美贸易摩擦、金融开放的原则与路线图和控杠杆的任务等进行探讨。本文将就以上内容展开分析。

### 1、消除市场对联储可能存在焦虑

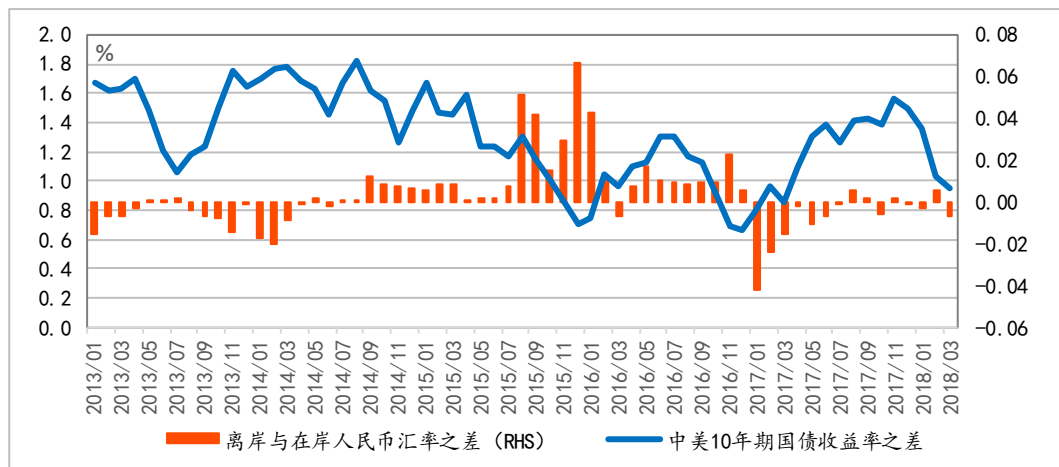
对于全球背景下我国的政策选择,易纲表示:“关于主要经济体央行资产负债表收缩问题,我们在很早前就已经预期到了这种变化,所以已经完全准备好了。”这种对“完全准备好了”的强调和论证,展示了中国政策当局的自信,市场无须为美联储等海外经济体的政策调整而焦虑。

### 2、重新重视利差

在此次发言中,易纲行长多次提及“利差”。易纲表示:“目前,中国十年期国债收益率约为3.7%,美国十年期国债收益率约为2.8%,中美利差处于比较舒服的区间。包括货币市场的隔夜利率和七天利率,中美利差也在舒适的范围内。”如何认识利差的“舒服”区间?从人民

币汇率来看，2017 年下半年以来离岸与在岸人民币汇差在 0 附近小幅波动，折射出升贬值预期相对均衡，在岸与离岸的接近折射出国际资本流动性的相对平衡，这是反映“舒服”的真正尺度。由此，未来人民币汇率将越来越走向成熟市场的“利差”影响波动的柔性模式。

图表 1 中美利差与人民币汇差



资料来源：WIND，兴业研究。

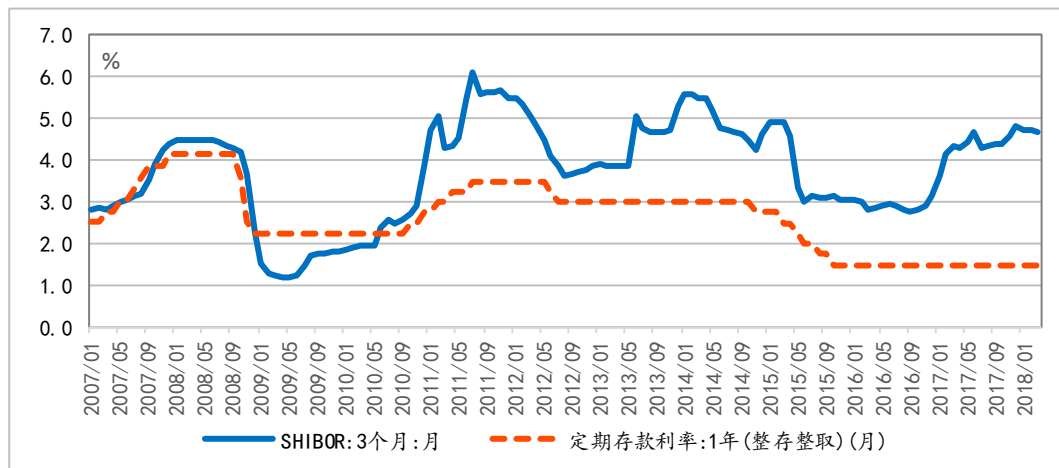
### 3、趋势是两率并轨

面对主要发达经济体逐步收紧货币政策，中国是否有必要上调基准利率呢？易纲表示：“目前中国仍存在一些利率”双轨制”，一是在存贷款方面仍有基准利率，二是货币市场利率是完全由市场决定的。目前我们已放开了存贷款利率的限制，也就是说商业银行存贷款利率可根据基准利率上浮和下浮，根据商业银行自身情况来决定真正的存贷款利率。其实我们的最佳策略是让这两个轨道的利率逐渐统一，这就是我们要做的市场改革。”

这或许意味着，与上调存贷款基准利率相比，更有可能出现的是

更为彻底地放松对存贷款利率的限制，使存贷款利率能够反映货币市场利率的变化。

图表 2 Shibor 3M 与 1 年期存款基准利率



资料来源：WIND，兴业研究。

#### 4、贸易战与货币政策选择

谈及中美贸易摩擦时，易纲认为：“中国对美的顺差其实反映的是整个东亚产业链对美的顺差……。美国的投资在增加、储蓄率在下降，经常账户逆差也都会扩大。”此外，“美国在服务贸易有比较优势，中国对美服务贸易逆差增长很快……”因此，中美贸易失衡实际上是一个结构性问题。

而中国制定货币政策的主要依据是国内的经济形势。易纲表示：“中国的货币政策主要是依据国内经济综合考量，是服务实体经济的。……。目前外汇市场是以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、实行有管理的浮动汇率制度。人民银行在过去的相当长一段时间内没有进行过外汇干预。……。我认为未来外汇市场也会运行的更

好。”“相当长一段时间的无干预”和“认为未来外汇市场也会运行的更好”折射出无论未来贸易摩擦结局如何，在汇率问题上，政策当局更可能采取“Just let it go”的无干预模式。

## 5、金融领域开放加快

易纲在论坛上提出了推进金融领域开放的三大原则与路线图。这三大原则包括：“一是准入前国民待遇和负面清单原则；二是金融业对外开放将与汇率形成机制改革和资本项目可兑换进程相互配合，共同推进；三是在开放的同时，要重视防范金融风险，要使金融监管能力与金融开放度相匹配。”

金融领域开放年内将分两步走。第一步，在未来几个月内取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制；放宽证券公司、基金公司、期货公司、人身险公司的外资持股比例限制，不再要求合资证券公司境内股东至少有一家证券公司；扩大内地与香港股票市场互通额度；允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务，放开外资保险经纪公司经营范围等。

第二步，在今年年底以前，鼓励在信托、金融租赁、汽车金融、货币经纪、消费金融等银行业金融领域引入外资；对商业银行新发起设立的金融资产投资公司和理财公司的外资持股比例不设上限；大幅度扩大外资银行业务范围；不再对合资证券公司业务范围单独设限，内外资一致；全面取消外资保险公司设立前需开设2年代表处要求。此外，争取

于 2018 年内开通“沪伦通”。

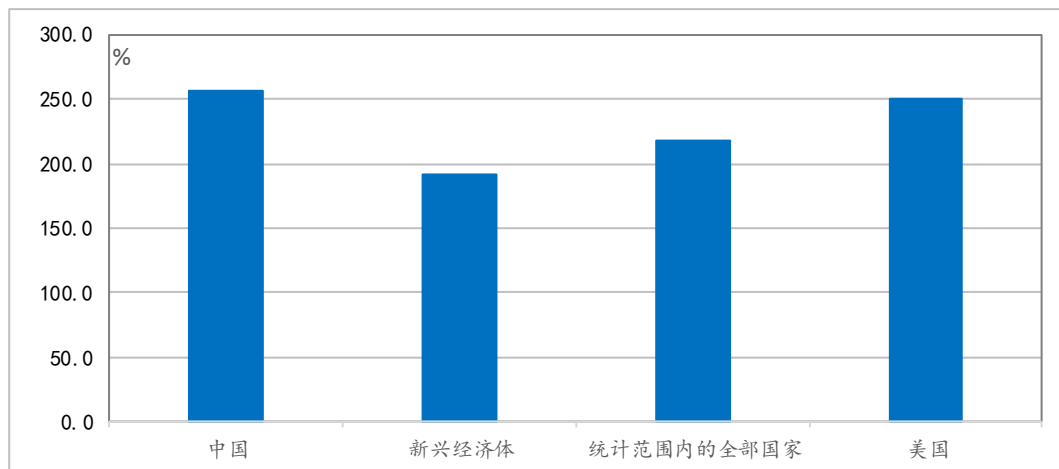
## 6、控杠杆的三个任务

易纲总结了应对高杠杆的三个任务：“首要的任务是要保持债务水平的稳定……”。第一个任务与货币政策“控总量”相呼应，意味着需要通过引导货币信贷和社会融资规模的合理增长，实现债务水平相对稳定。

“……第二个任务是让债务结构更加优化，平衡好政府债务、企业债务及个人债务。”这体现了中央财经委员会第一次会议提出的“结构性去杠杆”的基本思路，我国的高杠杆问题主要表现为地方政府与企业部门的杠杆率偏高，而在企业部门中，国有企业的杠杆率高于私营企业。因此，去杠杆还需要抓住主要矛盾，使债务结构更为合理。

“第三个任务是让总杠杆率更加合理。”中央财经委员会第一次会议要求：“努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。”那么，什么水平的杠杆率较为合理呢？从 BIS 的统计数据来看，2017 年第三季度中国非金融部门的杠杆率为 256.8%，高于美国的 250.9% 和全部统计范围内的国家的 218.3%。由此来看，中国的宏观杠杆率还有一定的下降空间。

图表 3 非金融部门杠杆率



资料来源：BIS，兴业研究。

(完)



## 免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”，CIB Research)提供，本报告中所提供的信息，均根据国际和行业通行准则，并以合法渠道获得，但不保证报告所述信息的准确性及完整性，报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考，一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出，对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告阅读者独立做出评估，我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体，我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读，我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发，需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。