



信息公开	新闻发布	法律法规	货币政策	宏观审慎	信贷政策	金融市场	金融稳定	调查统计	银行会计	支付体系
	金融科技	人民币	经理国库	国际交往	人员招录	学术交流	征信管理	反洗钱	党建工作	工会工作
	政务公开	政策解读	公告信息	图文直播	央行研究	音频视频	市场动态	网上展厅	报告下载	报刊年鉴
服务互动	网送文告	办事大厅	在线申报	下载中心	网上调查	意见征集	金融知识	关于我们		

2021年11月5日 星期五 | 我的位置: 首页 > 沟通交流 > 新闻

中国的利率体系与利率市场化改革

字号 大 中 小	文章来源: 沟通交流	2021-09-28 17:00:06
	<a href="#">打印本页</a>	<a href="#">关闭窗口</a>

（中国人民银行行长易纲在《金融研究》2021年第9期刊发文章，以下为文章全文）

利率是重要的宏观经济变量，利率市场化是经济金融领域最核心的改革之一。改革开放以来我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，中央银行通过运用货币政策工具引导市场利率。经过30多年的持续推进，我国的利率市场化改革取得显著成效，已形成比较完整的市场化利率体系，收益率曲线也趋于成熟，为发挥好利率对宏观经济运行的重要调节功能创造了有利条件。

一、利率是宏观经济中的重要变量

利率是资金的价格，对宏观经济均衡和资源配置有重要导向意义。作为反映资金稀缺程度的信号，利率与劳动力工资、土地地租一样，是重要的生产要素价格，同时，利率也是对延期消费的报酬。考察利率对行为和配置资源的作用，主要以真实利率（也称实际利率，即名义利率减去通胀率）为尺度。理论上，自然利率是宏观经济总供求达到均衡时的实际利率水平。实践中，利率的高低直接影响老百姓的储蓄和消费、企业的投融资决策、进出口和国际收支，进而对整个经济活动产生广泛影响。因此，利率是宏观经济中的重要变量。

利率对宏观经济运行发挥重要的调节作用，主要通过影响消费需求和投资需求实现。从消费看，利率上升会鼓励储蓄，抑制消费。从投资看，利率提高将减少可盈利的投资总量，抑制投资需求，即筛选掉回报率低的项目。利率对进出口和国际收支也会产生影响，国内利率下降，刺激投资和消费，提升社会总需求，会增加进口，导致净出口减少，同时本外币利差缩窄，可能导致跨境资本流出，影响国际收支平衡。当然，真实世界中利率传导机制以及宏观经济变量之间的关系要比上面的简化说法复杂得多。

均衡利率由市场供求关系决定，是企业、居民和金融机构等市场主体的储蓄行为、投资行为、融资行为在金融市场中共同作用的结果（主要通过银行存贷款、债券市场、股票市场、保险市场等进行投融资活动，并将金融资源配置到实体经济和各类资产上）。市场在配置资源中发挥决定性作用，配置过程是在产权清晰的基础上，通过市场交易形成的价格来导向的。在这个过程中，利率作为资金的价格决定资金流向，从而决定金融资源配置的流向。改革开放以来中国经济发展的奇迹证明，社会主义市场经济主要由金融市场来配置资源的效率要比计划经济高得多，广大人民群众的福利要好得多。中长期看，宏观意义上的利率水平应与自然利率基本匹配。由于自然利率是一个理论上抽象出来的概念，具体水平较难估算，实践中一般采用“黄金法则（Golden Rule）”来衡量合理的利率水平，即经济处于人均消费量最大化的稳态增长轨道时，经通胀调整后的真实利率 $r$ 应与实际经济增长率 $g$ 相等。若 $r$ 持续高于 $g$ ，会导致社会融资成本高企，企业经营困难，不利于经济发展。 $r$ 低于 $g$ 时往往名义利率也低于名义GDP增速，这有利于债务可持续，即债务杠杆率保持稳定或下降，从而给政府一些额外的政策空间，但也有研究表明，至少在新兴市场 $r$ 低于 $g$ 不足以避免债务危机。总体上 $r$ 略低于 $g$ 是较为合理的，从经验数据看，我国大部分时间真实利率都是低于实际经济增速的，这一实践可以称之为留有余地的最优策略。但 $r$ 也不能持续明显低于 $g$ ，若利率长期过低，会扭曲金融资源配置，带来过度投资、产能过剩、通货膨胀、资产价格泡沫、资金空转等问题，超低利率政策难以长期持续。

由于利率不仅影响微观主体投资收益、融资成本，更是平衡宏观经济总供求的关键，成熟市场经济体都将利率作为重要的宏观经济调控工具。央行确定政策利率要符合经济规律、宏观调控和跨周期设计需要。我国货币政策的最终目标是“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”，利率是实现货币政策目标的关键。

按照党中央、国务院战略部署，我国持续推进利率市场化改革，既适应中国国情，又与国际基本接轨，在有序放松利率管制的同时，高度重视建立健全由市场供求决定利率、中央银行通过运用货币政策工具引导市场利率的市场化利率体系，发挥好利率对宏观经济运行的重要调节功能。

二、我国已形成较为完整的市场化利率体系

经过近30年来持续推进利率市场化改革，目前我国已基本形成了市场化的利率形成和传导机制，以及较为完整的市场化利率体系，主要通过货币政策工具调节银行体系流动性，释放政策利率调控信号，在利率走廊的辅助下，引导市场基准利率以政策利率为中枢运行，并通过银行体系传导至贷款利率，形成市场化的利率形成和传导机制，调节资金供求和资源配置，实现货币政策目标。

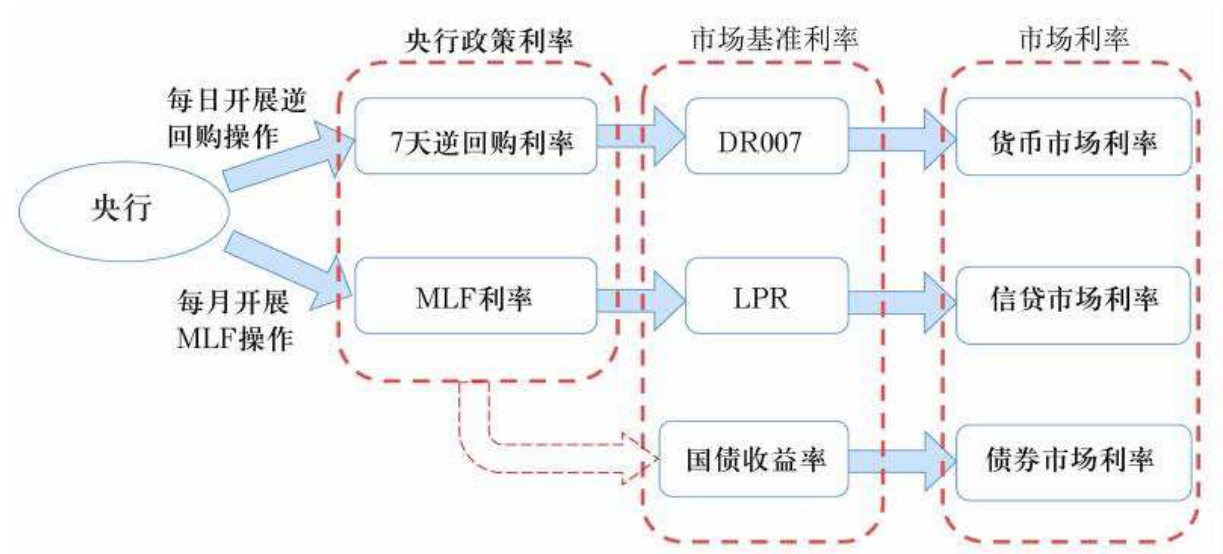


图1 我国利率体系和调控框架

表1 我国主要利率品种

利率品种	目前利率水平	简介
公开市场操作(OMO)利率	7天2.2%	短期限逆回购操作利率
中期借贷便利(MLF)利率	1年期2.95%	央行投放中期资金的利率
常备借贷便利(SLF)利率	7天3.2%(=7天逆回购利率+100BP)	央行在利率走廊上限向金融机构按需提供短期资金的利率
贷款市场报价利率(LPR)	1年期3.85%， 5年期以上4.65%	报价行按自身对最优质客户执行的贷款利率报价的算术平均数
存款基准利率	活期0.35%， 1年期1.5%	人民银行公布的商业银行对客户存款指导性利率
超额准备金利率	0.35%	央行对金融机构超额准备金支付的利率，是利率走廊的下限
法定准备金利率	1.62%	央行对金融机构法定准备金支付的利率
上海银行间同业拆借利率(Shibor)	目前隔夜在2%、3个月期在2.35%附近	由信用等级较高的银行自主报出的同业拆借利率的算术平均数
国债收益率	目前10年期国债收益率在2.85%附近	通过市场交易形成的债券市场利率参考指标

我国市场化利率体系中，最为重要的利率品种包括：

（一）公开市场操作（OMO）利率与利率走廊。公开市场操作7天期逆回购利率是央行短期政策利率，目前利率水平为2.2%。央行通过每日开展公开市场操作，保持银行体系流动性合理充裕，持续释放短期政策利率信号，使存款类金融机构质押式回购利率（DR）等短期市场利率围绕政策利率为中枢波动，并向其他市场利率传导。同时，通过以常备借贷便利（SLF）利率为上限、超额准备金利率为下限的利率走廊的辅助，将短期利率的波动限制在合理范围。其中，SLF是央行按需向金融机构提供短期资金的工具，由于金融机构可按SLF利率从央行获得资金，就不必以高于SLF利率的价格从市场融入资金，因此SLF利率可视为利率走廊的上限。目前7天期SLF利率为3.2%，也就是7天期公开市场逆回购利率加100个基点。近期，人民银行推动SLF电子化操作方式改革，有序实现全流程电子化，有利于提高操作效率，稳定市场预期，增强银行体系流动性的稳定性，维护货币市场利率平稳运行，有效防范流动性风险。超额准备金利率是央行对金融机构存放在央行的超额准备金付息的利率，由于金融机构总是可以将剩余资金放入超额准备金账户，并获得超额准备金利率，就不会有机构愿意以低于超额准备金利率的价格向市场融出资金，因此超额准备金利率可视为利率走廊的下限。目前超额准备金利率为0.35%。



图2 短期政策利率和利率走廊

（二）中期借贷便利（MLF）利率。MLF利率是央行中期政策利率，与公开市场操作7天期逆回购利率共同构成了央行政策利率体系。目前1年期MLF利率为2.95%，代表了银行体系从中央银行获取中期基础货币的边际资金成本。2019年以来，人民银行逐步建立MLF常态化操作机制，每月月中开展一次MLF操作，通过以相对固定的时间和频率开展操作，提高操作的透明度、规则性和可预期性，向市场连续释放中期政策利率信号，引导中期市场利率。以一年期同业存单（AAA+）到期收益率为例，近两年除2020年一季度受新冠肺炎疫情冲击影响，与MLF利率出现临时性偏离以外，其他时间基本围绕MLF利率为中枢波动。

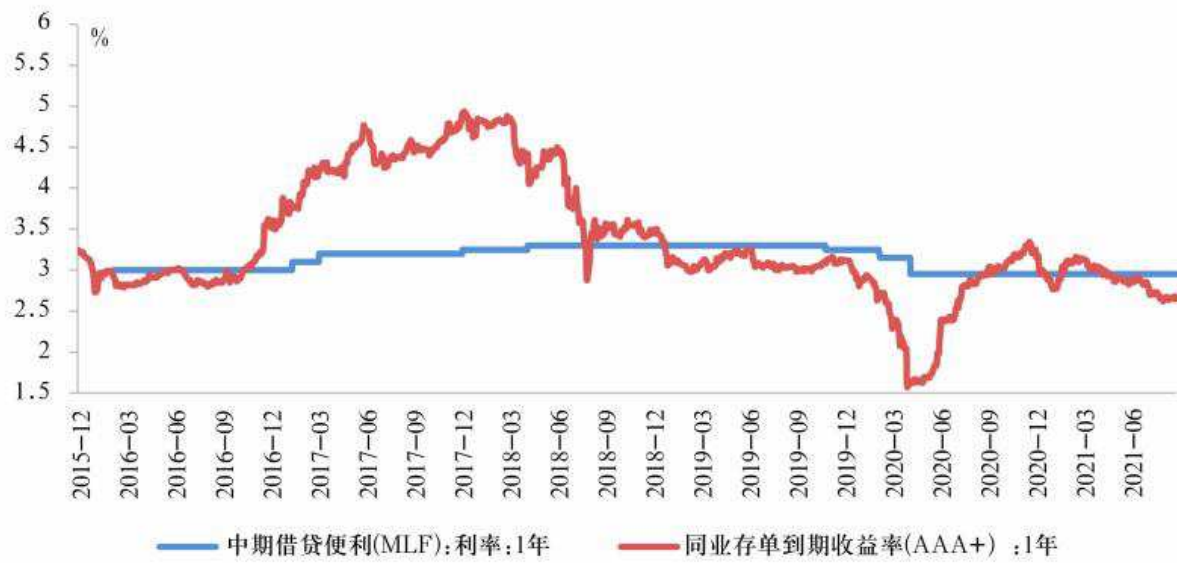


图3 中期政策利率和同业存单利率

（三）贷款市场报价利率（LPR）。2019年8月，人民银行推进LPR改革，报价行在MLF利率的基础上，综合考虑资金成本、风险溢价等因素报出LPR，充分反映市场供求状况。经过两年来的持续演进，金融机构新发放贷款已基本参考LPR定价，存量贷款也已完成定价基准转换，LPR已代替贷款基准利率，成为金融机构贷款利率定价的主要参考基准，贷款利率的市场化程度明显提升。改革后，贷款利率隐性下限被打破，LPR及时反映了市场利率略有下降的趋势性变化，有效发挥方向性和指导性作用，引导贷款实际利率有所下行，并且形成了“MLF利率→LPR→贷款利率”的利率传导机制，货币政策传导渠道有效疏通，贷款利率和债券利率之间的相互参考作用也有所增强。



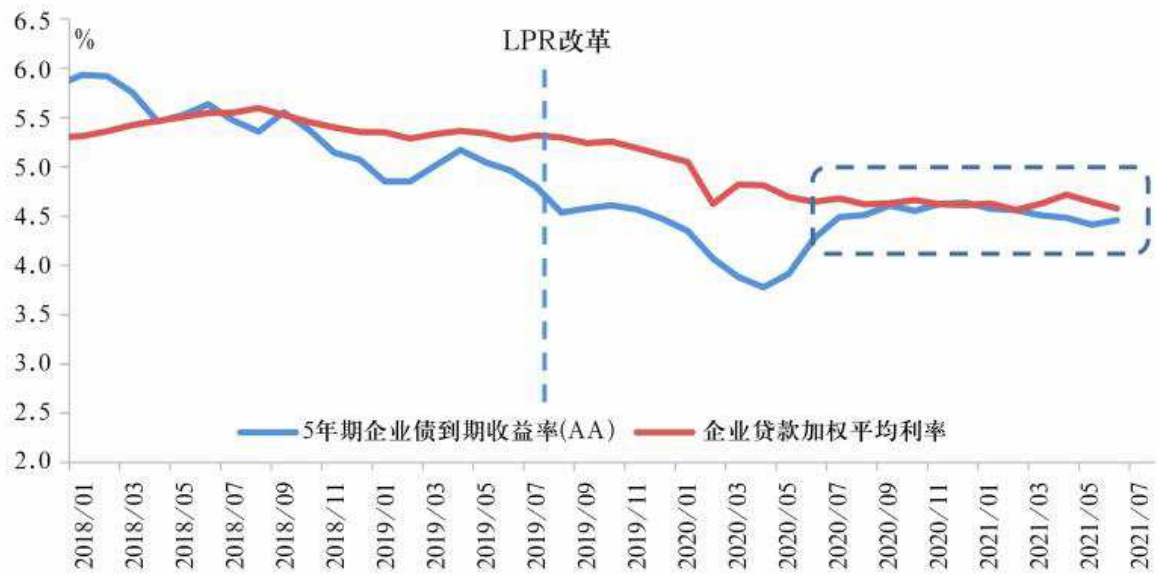


图4 改革后贷款利率和债券利率的相互参考作用有所增强

（四）存款准备金利率。存款准备金利率是央行对金融机构存在央行的准备金支付的利率，分为法定准备金利率和超额准备金利率。目前，我国的法定准备金利率为1.62%，有利于平衡各方面利益，支持金融机构可持续发展。2020年超额准备金利率由0.72%降至0.35%，与活期存款基准利率一致，统一了居民在商业银行的活期存款利率与商业银行在央行的超额准备金利率水平，比较公平。同时，降低了商业银行超额准备金的收益，提高了其闲置资金的机会成本，有利于促使银行提高资金使用效率，鼓励其用好自身资金增加信贷投放支持实体经济。

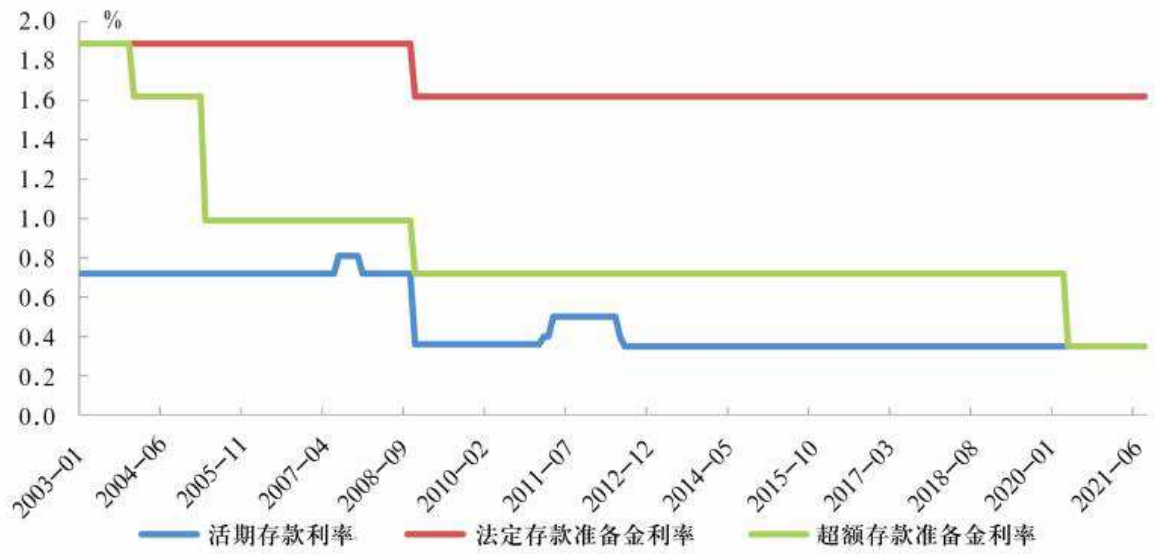


图5 存款准备金利率

（五）上海银行间同业拆放利率（Shibor）。2007年人民银行推出了Shibor。Shibor是由信用等级较高的银行组成报价团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，包括隔夜到1年期的8个期限品种，形成了完整的期限结构，可为不同期限金融产品定价提供有益参考。目前Shibor已被应用于货币市场及债券、衍生品等市场各个层次的金融产品定价。自Shibor建立以来，人民银行持续对Shibor进行监督管理，有效地保证了Shibor的报价质量。同时，按照借鉴国际共识与最佳实践的总体思路，人民银行积极参与国际基准利率改革，指导利率自律机制和中国银行间市场交易商协会分别发布了境内伦敦银行间同业拆借利率（Libor）转换系列参考文本，为境内金融机构应对Libor退出提供了有利条件。

此外，存款基准利率过去发挥了重要作用。随着利率市场化改革的推进，当前金融机构可自主确定存款实际执行利率。几乎每个家庭都有存款，存款是最重要的金融公共服务产品，涉及广大人民群众切身利益。存款利率是在一定规则下，由市场决定的。央行公布的存款基准利率作为指导性利率，为金融机构存款利率定价提供了重要参考。从国际经验看，存款利率一般比其他市场利率更加稳定。当前我国1年期存款基准利率为1.5%，以此为基础既可以上浮也可以下浮，可以说处于“黄金水平”，符合跨周期设计的需要。2013年9月人民银行指导成立了市场利率定价自律机制，对金融机构利率定价行为进行自律管理。利率自律机制参考存款基准利率形成了存款利率自律约定，对维护存款市场公平合理的竞争秩序发挥重要作用。2021年6月利率自律机制将存款利率自律约定上限，由存款基准利率上浮一定比例改为加点确定，有利于进一步规范存款利率竞争秩序，优化存款利率期限结构，为推进利率市场化改革营造了良好环境。将来如有下浮需要，市场主体也可自主决定。

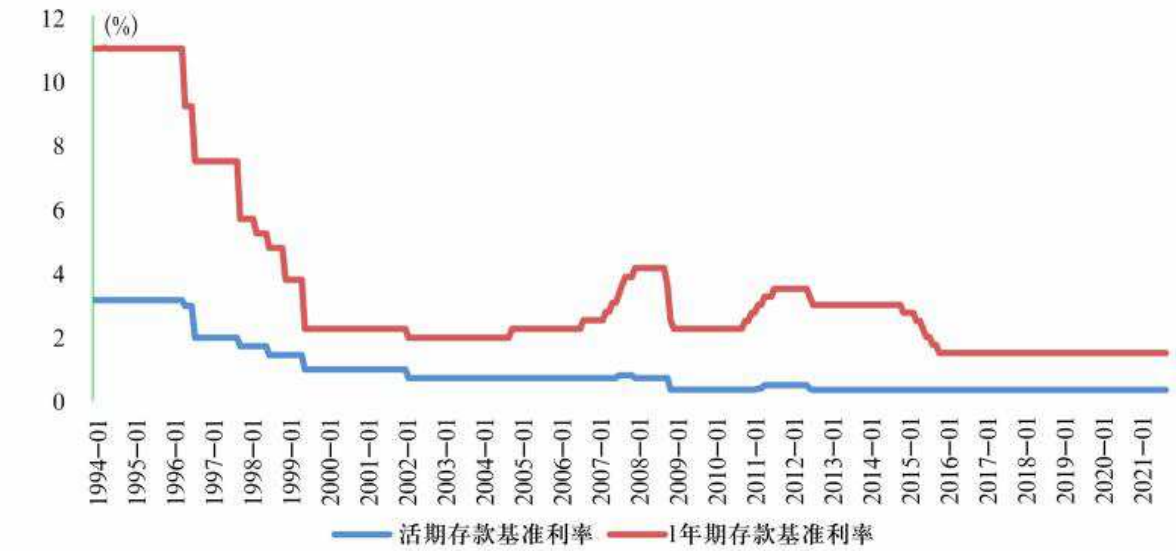


图6 存款基准利率

三、我国的收益率曲线已趋于成熟

在市场化利率体系中，基准性的收益率曲线非常重要，可为各类金融产品和市场主体提供定价参考。收益率曲线反映利率由短及长的期限结构，是由各期限金融产品的主要参考基准利率共同组成的一个体系。收益率曲线的短端为隔夜和7天回购利率DR，长端为国债收益率。国际上看，即便是债券市场较为发达的美国，其国债收益率曲线也主要在中长端发挥作用，货币市场等短端利率仍主要参考联邦基金利率和Libor（改革后将转为SOFR）。对收益率曲线的不同部分，央行与市场发挥的作用有所差异。对于收益率曲线的短端，央行控制着基础货币的供给，通过公开市场操作和中期借贷便利等投放短期和中期基础货币，直接影响短期和中期的市场基准利率。对于收益率曲线的中长端，则主要基于市场对未来宏观经济走势、货币政策取向等的预期，由市场交易形成，投资者和政策制定者可以从中观察重要的市场信息。

中国国债收益率曲线的编制发布日趋成熟。自1999年发布第一条人民币国债收益率曲线以来，中国国债收益率曲线的编制发布工作日趋稳定成熟。包括中央结算公司、外汇交易中心等基础设施以及彭博等国际信息商均编制国债收益率曲线，财政部、人民银行、银保监会均在官方网站发布中央结算公司编制的收益率曲线。美国有影响力的国债收益率曲线则主要是美国财政部和彭博编制的曲线。中国国债收益率曲线中最受市场关注的是10年期国债收益率走势，该期限附近市场价格点丰富，日均成交近500笔、成交量超过200亿元。

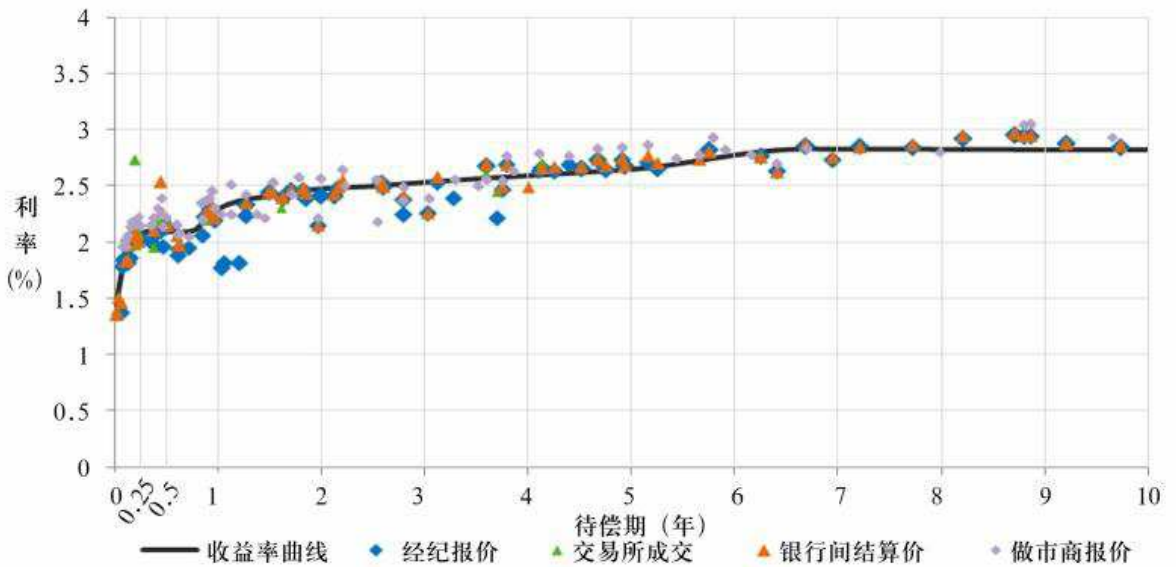


图7 中国国债收益率曲线图（隔夜至10年期）

中国国债收益率曲线的应用日益广泛。目前，国债收益率曲线被市场机构广泛用于风险管理、公允价值计量和交易定价参考，在债券市场上发挥重要作用。将国债收益率作为发行及重定价参考利率的永续债、浮息债等规模近3.7万亿元。地方政府债券、超长期限国债在招标发行时采用中债国债收益率曲线作为发行定价的基准，迄今累计应用于超30万亿元债券发行。国际方面，2016年，3个月期国债收益率纳入特别提款权（SDR）利率篮子，为境外央行类及商业机构投资中国债券市场提供定价参考。

中国国债收益率曲线的市场基础与发达市场相比仍有差距。成熟的收益率曲线能够较好反映宏观经济增长和通货膨胀的变化。从规模上看,我国国债市场存量为21万亿元人民币,而美国国债市场规模超过28万亿美元。从换手率看,我国国债尤其是长期国债换手率相对较低,10年期以上国债换手率不足1倍,远低于美国的5.3倍。从报价价差看,我国做市报价平均价差明显高于美国。近年来中美两国国债收益率的相关性有所上升。以10年期国债收益率为例,2010年-2015年两者相关系数为0.3,2016年以来相关系数为0.67。中美国债收益率利差是各种因素的综合反映。

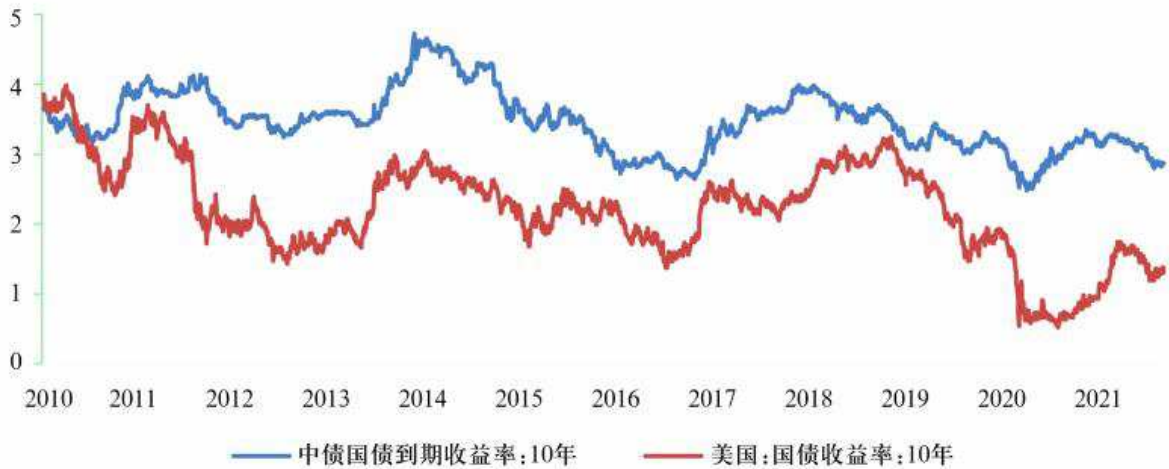


图8 中美10年期国债收益率

关于常规货币政策和非传统货币政策。资产购买工具不属于常规货币政策工具,而是央行在市场出现问题时的被迫选择。央行长期实施资产购买操作会产生危害市场功能、财政赤字货币化、损害央行声誉、模糊央行解决市场失灵和货币政策立场之间的界限、引发道德风险等诸多问题。应当尽可能避免实施资产购买操作,如果必须实施,应当坚持三个原则:一是央行干预的目的应当是帮助市场恢复正常运转,而非替代市场。二是央行的干预措施应尽可能走在市场前面,从而快速稳定市场情绪,避免市场失灵进一步恶化。三是应尽可能减少资产购买规模,缩短持续时间,力求资产购买实施力度与市场失灵的程度保持一致。当前全球主要发达经济体的利率长期趋于下降,一些经济体的政策利率已接近于零利率甚至负利率。中国的经济潜在增速仍有望维持在5%-6%的区间,有条件实施正常货币政策,收益率曲线也可保持正常的、向上倾斜的形态。中国将尽可能地延长实施正常货币政策的时间,目前不需要实施资产购买操作。

人民银行将按照党中央、国务院战略部署,继续深入推进利率市场化改革,着力健全市场化利率形成和传导机制。一方面,继续完善中央银行政策利率体系。继续巩固以公开市场操作利率为短期政策利率和以MLF利率为中期政策利率的中央银行政策利率体系,理想状态为市场利率围绕政策利率为中枢波动。着力完善利率走廊机制,有序实现SLF操作全流程电子化。另一方面,持续强化市场基准利率培育。优化LPR报价形成机制,督促报价行提高报价质量,对报价行进行考核并实行优胜劣汰,适时公布LPR历史报价。拓展回购利率DR在金融产品中的运用,进一步巩固DR的基准性。按市场化原则培育国债收益率曲线。

与此同时,利率市场化既要“放得开”也要“形得成”。当前深化利率市场化改革的一个重要矛盾在于市场化利率在“形得成”和传导方面存在障碍,其原因包括监管套利、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。下一阶段,要继续加强监管、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。

[打印本页](#)

[关闭窗口](#)

[法律声明](#) | [联系我们](#) | [设为首页](#) | [加入收藏](#) | [网站地图](#)

京ICP备05073439号 网站标识码:bm25000001 京公网安备 11010202000016号

网站主办单位:中国人民银行办公厅 最佳分辨率:1024\*768

