

利率市场化改革的四维度分析

摘要

- **进程回顾：我国利率市场化改革的开启与推进。**上世纪90年代我国利率市场化改革正式开启，货币和债券市场的利率限制首先放开，之后是外币，此后逐步放开对存贷款利率的管制。目前，我国市场化利率体系主要由央行政策利率、市场基准利率和市场利率构成，政策利率向市场利率的传导路径较为明晰，基本实现了货币和债券市场的利率市场化，贷款利率市场化不断深入，但存款利率仍存在一定刚性。
- **他山之石：美国、日本和韩国利率市场化经验。**我国利率市场化开启时间较晚，历时较长。改革次序与国际经验大致相似，目前已进入改革的最后阶段。对比来看：上世纪70-80年代，美国推进存款利率市场化，采用先大额和长期，后小额和短期的顺序，影响上，短期存款利率快速上升，利差收窄，中长期利差趋于稳定，大额定存的比重逐步走高，银行更倾向于收益高风险大的资产，由于金融监管宽松，储贷危机在1980年代初爆发。日本的利率市场化主要发生在1970s-1990s期间，主要思路是“债券-货币-存贷款”，也呈现出先长期后短期、先大额后小额的特点，影响上，利率跟随经济周期波动，以下降为主要趋势，存贷利差不断收窄，银行不良资产风险累积，“金融脱媒”现象逐步显现，助长泡沫经济。韩国利率市场化发生在1980s-1990s期间，第一阶段激进的改革方式以失败告终，第二阶段提出渐进放松利率管制的四个步骤，影响上，存贷款利率逐步接近实际利率，短期市场利率均低于贷款利率接近存款利率，长期市场利率逐步下降，也使得韩国货币政策操作机制由货币总量导向型逐步转变为利率导向型。
- **阻碍与发展：利率市场化仍面临多重阻碍，关注未来三大推进方向。**目前，我国利率体系的“硬约束”已基本放开，但利率市场化进程中面临的主要问题在于“软约束”，如何形成真正的市场化利率是我国未来金融改革的重要方向。从面临的阻碍来看，一是，我国利率体系呈现市场分割的特点，二是，存款利率市场化过程中也面临着不少挑战，比如定价机制仍待完善等，三是，目前我国仍存在预算软约束的问题，部分市场主体存在非市场行为。从近期政策导向来看，改革加快推进的方向主要是：一，继续推动银行负债端成本下行，促进金融资源优化配置；二，完善LPR机制，发挥LPR改革的作用，推动实体融资成本继续下降；三，健全市场化利率形成和传导机制，加快培育市场基准利率。
- **风险与监管：利率市场化或增大金融风险，需强化金融监管以应对。**利率风险主要有重新定价风险、基差风险、收益率曲线风险和期权风险四类，为避免出现系统性风险，随着改革的深入金融监管也将有所增强。首先，或将强调商业银行的风险管理，其次，未来仍将加强对资本的有效监管，平台经济将在适应监管和规范后，依据监管层的“绿灯”指引有序开展业务，第三，将进一步强化互联网贷款业务的监管，提升金融监管数字化、智能化水平，云计算、区块链、大数据、AI等技术有望扩大在金融监管层面的应用。
- **风险提示：政策推进不及预期，利率风险超预期增大。**

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：刘彦宏
电话：010-55758502
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

相关研究

1. 短期扰动不改修复之势——10月PMI数据点评 (2022-11-01)
2. 政策落实巩固复苏，海外衰退信号渐强 (2022-10-28)
3. 生产端向好明显，消费仍待改善——三季度经济数据点评 (2022-10-25)
4. 国内重大项目密集开工，海外风险波澜四起 (2022-10-21)
5. 守正致远，新征程的六大看点——“二十大”开幕式报告解读 (2022-10-18)
6. 剪刀差向上，核心CPI向下——9月通胀数据点评 (2022-10-17)
7. 国内政策蓄力中，海外经济风险增大 (2022-10-14)
8. 预期中与预期外的“好”——9月社融数据点评 (2022-10-12)
9. 房地产数据偏弱，肉菜价格有所上涨——假日数据概览 (2022-10-10)
10. 国庆消费成绩出炉，海外继续放鹰 (2022-10-09)

目录

1 进程回顾：我国利率市场化改革的开启与推进	1
1.1 “货币—债券—外币—贷款—存款”逐步推进	1
1.2 贷款利率市场化不断深入，存款利率仍具有一定刚性	2
2 他山之石：美国、日本和韩国利率市场化经验	4
2.1 美国：存款利率逐步市场化，监管宽松导致储贷危机爆发	5
2.2 日本：改革历时长范围广，存贷款利率逐渐走低.....	7
2.3 韩国：激进的改革方式失败，四步骤渐进式改革成功	9
3 阻碍与发展：利率市场化仍面临多重阻碍，关注未来三大推进方向	10
4 风险与监管：利率市场化或增大金融风险，需强化金融监管以应对	12

10月26日，国务院办公厅表示要继续深化利率市场化改革，发挥存款利率市场化调整机制作用，释放LPR形成机制改革效能，促进降低企业融资和个人消费信贷成本。接下来，持续推进利率市场化仍是降低企业融资成本的关键。目前，我国已完成货币、债券和外币市场的利率市场化，正深入推进贷款利率市场化的改革，逐步打破存款利率刚性。我们对比了美国、日本和韩国的利率市场化经验，剖析其改革的步骤以及影响，结合当前我国利率市场化进程中存在的阻碍因素，指出未来的三大推进方向。利率市场化通常伴随着金融风险的增大，为防止出现系统性金融风险，客观上金融领域的监管也需进一步强化，监管的数字化、智能化或是未来监管体系的重点建设方向。

1 进程回顾：我国利率市场化改革的开启与推进

1.1 “货币—债券—外币—贷款—存款”逐步推进

在1993年明确利率市场化改革之前，我国一直采用的是利率管制方式，通过人为设定低利率来实现保护和扶持国有企业、农业对工业部门的补贴等，但在利率管制之下，资本产出的比率降低，产能无序扩张，同时中小民营企业融资困难，影子银行盛行，同时存款利率的僵化也导致资金脱媒现象出现。因此，上世纪90年代我国利率市场化改革正式开启，货币和债券市场的利率限制首先放开，之后是外币，此后逐步放开存贷款利率的管制。

货币市场和债券市场：2000年以前我国主要进行的是货币市场和债券市场的利率市场化改革。1996年，央行放开对银行间同业拆借市场利率的管制；1997年，银行间债券回购和现券的利率开始市场化；1999年，国债开始在银行间债券市场以利率招标方式发行。随着货币市场基准利率体系建设稳步推进，作为货币市场基准利率的Shibor于2007年开始正式运行，随后不断扩大其应用范围，基准性得到提升。7天期银行间同业拆借利率在上世纪90年代的改革初期开始下降，2007年后与Shibor走势大体一致，且波动并不受上下限限制。另外，在债券市场进行市场化改革后，国债收益率走势也不受限制，但大致与经济周期波动趋势相似。

外币市场：外币市场利率市场化按照先贷款和大量、后存款和小额的顺序推进。2000年央行正式放开金融机构的外币贷款利率，外币小额存款利率由银行间同业公会协商报央行批准实行，且300万美元以上的大额外币存款利率限制也逐步放开，标志着外币市场的利率市场化拉开序幕。2003年，放开境内英镑、瑞士法郎、加拿大元的小额存款利率管理，对美元、日元、港币、欧元小额存款利率实行上限管理，并取消小额存款的利率下限。2004年，1年期以上小额外币存款利率的限制也得到放开。

贷款利率：贷款利率的市场化改革是自上世纪90年代便开始起步，1998年小企业和农村信用社贷款利率浮动幅度扩大；1999年县以下金融机构、中小企业贷款利率浮动幅度也得到扩大。直到2002年，存贷款利率市场化改革开始试点，贷款利率的浮动幅度扩大到100%。2004年后，贷款利率市场化进入快速发展期，先放开贷款利率的上限，后放宽下限，2013贷款利率的限制基本放开；2013年，LPR集中报价和发布机制也正式开始运行，但那时大多仍是通过贷款基准利率定价，再套算为LPR加减点，利率双轨制并未得到根本性解决。2019年，LPR形成机制完成并开始推广运用，实现了贷款利率“两轨并一轨”，LPR的运行情况也纳入到了宏观审慎评估（MPA）的考核中，2020年存量浮动贷款利率开始逐渐向贷款定价基准转换，改革后的LPR进一步疏通了货币政策的传导，LPR逐渐取代贷款基准利率成为商业银行内部转移定价（FTP）的主要参考基准。

存款利率：存款利率改革主要经历了放开下限、放开上限以及自律管理三个阶段。2004 年开始实行人民币存款利率下浮制度；2012 年和 2014 年先后提高存款利率的上限，并且 2014 年对存贷款基准利率期限档次做了适当简并，不再公布五年期的定期存款基准利率；2015 年我国存款利率的上限全面打开，意味着存款利率管制基本放开，之后存款利率主要受到市场利率定价自律机制的管理；2020 年央行将结构性存款保底收益率纳入自律管理范围；2021 年优化存款利率自律上限的确定方式，将原来的“基准利率×倍数”改为“基准利率+基点”；2022 年 4 月，央行指导利率自律机制建立起存款利率市场化调整机制，参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。10 月 26 日，国务院办公厅印发《第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案》，表示将继续深化利率市场化改革，发挥存款利率市场化调整机制作用。

图 1：我国利率市场化历程

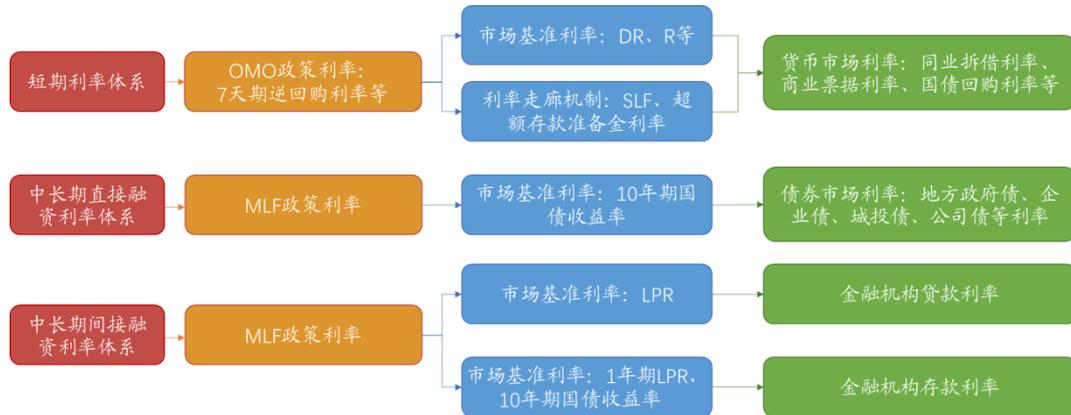


资料来源：中国金融年鉴，西南证券整理

1.2 贷款利率市场化不断深入，存款利率仍具有一定刚性

我国市场化利率体系主要由央行政策利率、市场基准利率和市场利率构成，政策利率向市场利率的传导路径基本明晰。短期利率方面，我国以 7 天期逆回购为代表的公开市场操作利率（OMO）作为短期政策利率，传导至以存款类金融机构质押式回购利率（DR）为代表的市场基础利率，从而作用于货币市场的利率。此外，为了避免短期利率波动过大，我国还采用了以常备借贷便利（SLF）利率为上限、超额存款准备金利率为下限的利率走廊机制；中长期方面，中期借贷便利利率（MLF）是作为中长期政策利率存在，贷款市场报价利率（LPR）按 MLF 利率加点方式形成，对信贷市场上的贷款利率形成指导作用，而存款利率主要依据 10 年期国债收益率和 1 年期 LPR，但目前存款利率市场化调整机制仍待进一步推进。同时 MLF 利率也作用于中长期国债收益率，债券市场的利率则主要参考 10 年期国债收益率。

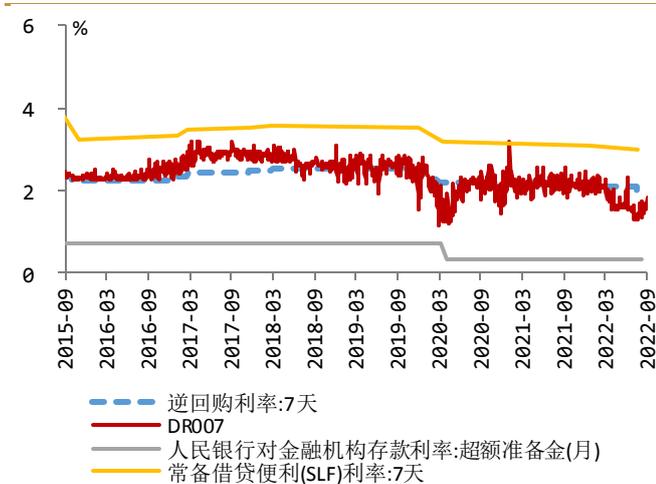
图 2：我国当前市场化利率体系



资料来源：中国人民银行、《我国利率市场化的演进、现状和趋势》，西南证券整理

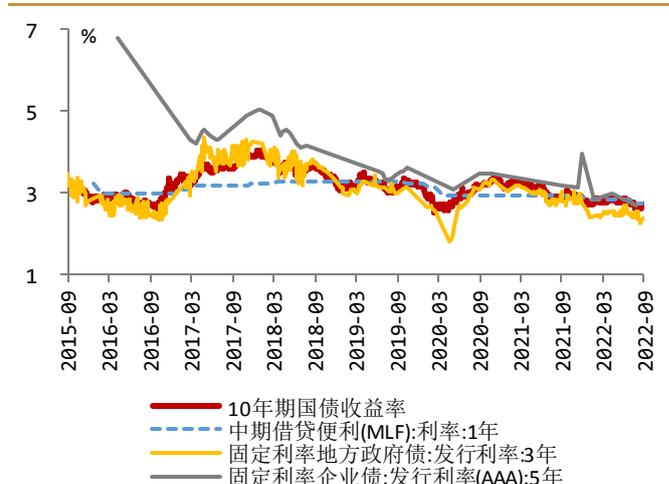
目前，我国基本全面实现货币和债券市场的利率市场化，贷款利率市场化不断深入，但存款利率仍存在一定刚性，市场化改革进入新的阶段。2022 年以来，我国经济面临较大的下行冲击，央行相继下调了 OMO、SLF 和 MLF 的政策利率，引导 LPR 下行。从各市场表现来看，货币市场利率随着逆回购利率的下调进入下行通道，政策利率传导效果较好。截至 11 月 1 日，7 天期逆回购利率年内下降 20bp 至 2.00%，DR007 较年初也已下降约 28bp 至 1.74%，低于政策利率，但 9 月以来随着需求回暖、MLF 减量，DR007 有向政策利率回归的趋势；从债券市场利率来看，MLF 利率分别于 1 月和 8 月下调 10bp 和 10bp，10 年期国债收益率也持续下探，较年初已下行 14bp 左右。在 10 年期国债收益率的调整下，地方政府债和企业债的利率也有所下降；贷款市场中，LPR 持续发挥改革效能，随着 MLF 利率下调，LPR 利率也随之调降，1 年期 LPR 分别于 1 月和 8 月下调 10bp 和 5bp，5 年期以上 LPR 分别于 1 月、5 月和 8 月下调 5bp、15bp 和 15bp。叠加货币政策在数量上的适度宽松，截至 6 月底，金融机构人民币贷款加权平均利率较去年年底已调降 35bp，与民间借贷利率差距也有所扩大；而存款利率仍然具有一定刚性，LPR 的下调对于存款实际利率的下降（存款平均付息率）尚未体现出太大作用，银行负债端成本偏高，一定程度上阻碍了市场利率的传导。

图 3：货币市场利率市场化基本完成

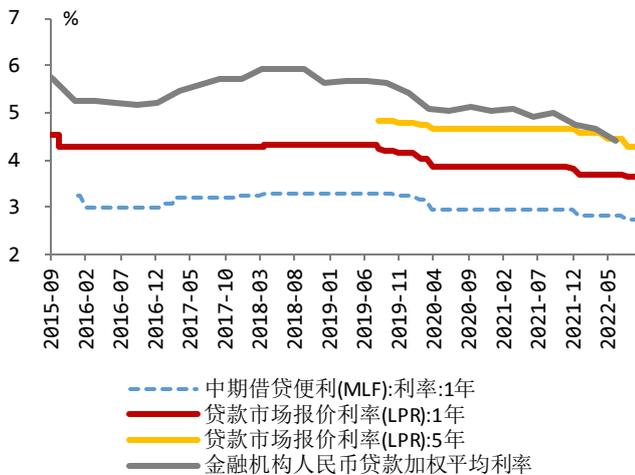


数据来源：wind、西南证券整理

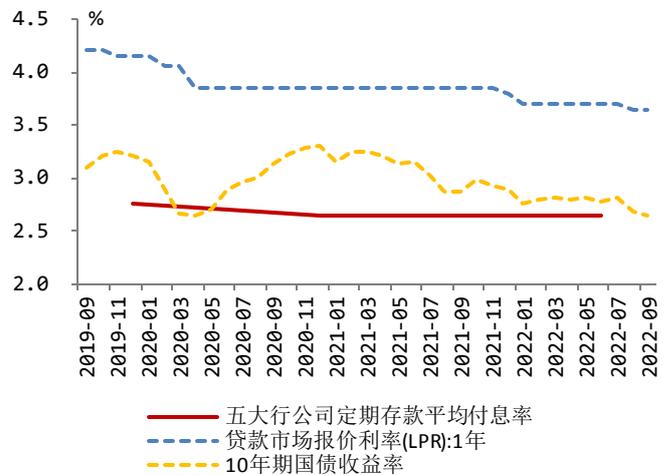
图 4：债券市场利率主要以 10 年期国债收益率为参考基准



数据来源：wind、西南证券整理

图 5：贷款利率仍有下行空间


数据来源: wind、西南证券整理

图 6：银行负债成本仍有一定隐性下限


数据来源: wind、公司财报、西南证券整理

2 他山之石：美国、日本和韩国利率市场化经验

从我国利率市场化改革与国际对比来看，我国的利率市场化开启的时间晚于大多数发达国家，美、日、韩在上世纪 90 年代左右便完成了利率市场化的改革，而我国 1993 年才明确提出利率市场化，且改革持续至今。由于激进的利率市场化改革路径在国际上一般以失败告终，我国采取的是渐进式的改革。从改革时点来看，美、日、韩的利率市场化主要发生在上世纪 70-90 年代全球金融自由化的时期。除美国以外，日本和韩国均进行了债券、货币及银行存贷款的利率市场化改革。从改革的顺序来看，一般是先放开债券和货币市场利率的管制，为存贷款利率限制的放开提供参考，在存贷款利率放开的阶段，一般先放开贷款利率，然后推进存款利率的市场化，且呈现大额和长期优先、小额和短期次之的顺序（韩国却是先放开短期贷款利率），我国的利率市场化改革大致遵循这一顺序。从推进程度来看，韩国在 1997 年开始逐步放开了活期存款利率，美国 2010 年也废除不得对活期存款支付利息的规定，日本银行活期存款的利率目前仍未彻底市场化，我国目前进入到存款利率市场化的最后阶段。从影响来看，利率市场化后，各国存贷款利差波动加大，银行的风险偏好有所上升，若不施以严格的金融监管，短期内银行间的竞争料将加剧，或引发相关风险。从美、日、韩的经验来看，利率机制逐步完善后，存贷款利差中长期会趋于相对均衡的水平，表明利率市场化在中长期可以起到有效配置市场资源的作用。我国在利率市场化过程中现代金融监管体系持续完善，未来一段时期或维持较强金融监管力度，尽可能降低利率市场化所带来的短期风险扰动。

表 1：我国利率市场化进程及影响与国际对比

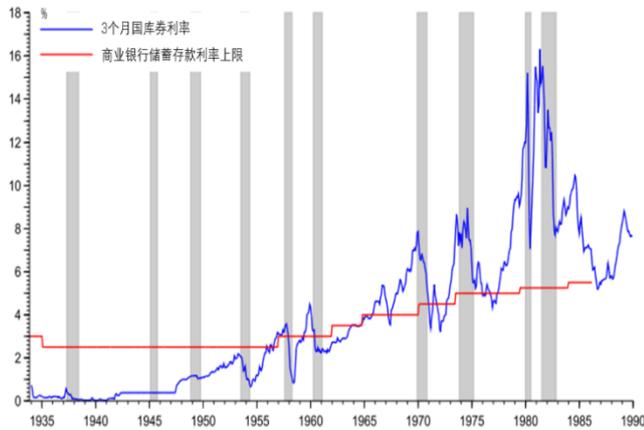
国际对比	中国	美国	日本	韩国
起止时间	1993 年至今	1980 年-1986 年	1977 年-1994 年	第一阶段：1981 年-1986 年 第二阶段：1991 年-1997 年
改革背景	市场经济快速发展，原先的利率管制出现弊端	1970s 石油危机爆发后，美国通胀水平攀升，存款利率滞后于市场利率的上行，银行存款流失	经济出现滞涨的问题，全球金融自由化浪潮掀起	韩国开始采取以市场为导向的经济管理政策，确立金融自由化目标
改革范围	基本完成债券、货币、外币市场的利率市场化，贷款利率市场化正深入推进，目前进入推进存款利率市场化的新阶段	美国利率市场化程度较高，改革的重点在于存款利率市场化	除银行活期存款外，实现债券、货币市场、银行存贷款利率市场化	逐步实现债券、货币市场，贷款和存款利率的完全市场化
改革思路	先外币，后本币；先贷款，后存款；先大额、长期，后小额、短期	存款利率市场化放开的顺序是先大额和长期，然后是小额和短期	债券市场-货币市场-银行存贷款，并且也呈现出先长期后短期、先大额后小额的特点	以存款利率、贷款利率及债券利率为范围，先贷款后存款、贷款利率先短期后长期、存款利率先长期后短期
利差变化	1993-1995 年贷款利率上行，随后总体呈下降态势	1982 年后存贷款利率波动下行，短期存贷利差收窄，之后保持平稳	利率以下降为主要趋势，存贷利差逐渐收窄	利率短期快速上行，中长期走低。利差短期扩大，利率下行时利差收窄，之后保持平稳
金融风险	我国金融监管力度不断加强	银行风险偏好提升，金融监管宽松，银行竞争加剧，储贷危机爆发	银行风险偏好提升，金融脱媒现象逐步显现，催生资产泡沫	利率自由化的同时，维持固定汇率制度，利率上升，国际套利行为激增，引发韩国金融危机

资料来源：《利率市场化国际经验及启示》、《日本利率市场化对中国的启示》、《韩国利率市场化改革对我国的启示》等，西南证券整理

2.1 美国：存款利率逐步市场化，监管宽松导致储贷危机爆发

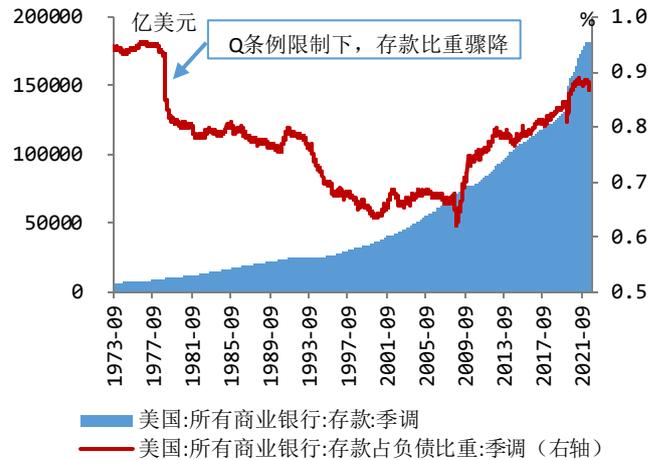
1970 年代石油危机爆发后，美国通胀水平攀升，货币市场利率也随之升高，但当时美国的存款利率仍在“Q 条例”的管制下难以上升（“Q 条例”是 1929 年经济大萧条后实施的金融管制条例之一，对银行储蓄和定期存款利率的上限进行了限制）。在这一背景下，储户转而寻求更高收益的投资渠道，商业银行存款流失严重，同时货币市场基金快速发展，进一步分流银行存款，也抑制了商业银行信贷投放的能力。为解决这一问题，美国开始进行存款利率市场化，放开的顺序是先大额和长期，然后是小额和短期。1980 年，《存款机构放松管制和货币控制法》出台，首先是提出在 6 年内逐步取消对定期存款和储蓄存款利率的上限，但活期存款依旧不得支付利息。随后，存款机构的资金来源得到扩大，比如提出所有存款机构都可为客户开立可转让支付命令的账户（NOW），参加存款保险的银行可为客户开立自动转账服务账户（ATS），这两个账户类似于有息的活期存款。另外，该法案还将联邦存款保险的保险额从 4 万美元提高至 10 万美元。但这一系列措施仍然无法抵御货币市场基金的竞争。1982 年《加恩—圣杰曼存款类机构法案》的出台加快了美国利率市场化的进程。该《法案》消除了储蓄资产持有的一些限制，促进实现更高的收益，比如为家庭创建了新的货币市场存款账户（MMDA），实现了存款利率和货币市场利率的联动，同时为企业和政府创建了超级 NOW 账户，利息均高于普通存款。另外，该法案还允许储蓄机构提供非住宅和浮动利率的抵押贷款。直至 1986 年取消 NOW 账户的利率上限，美国的利率市场化才正式完成。

图 7：Q 条例抑制美国存款利率的上行



数据来源：《Deposit interest rate ceilings as credit supply shifters: Bank level evidence on the effects of Regulation Q》、FRB，西南证券整理。注：阴影部分为 NBER 定义的经济衰退时期

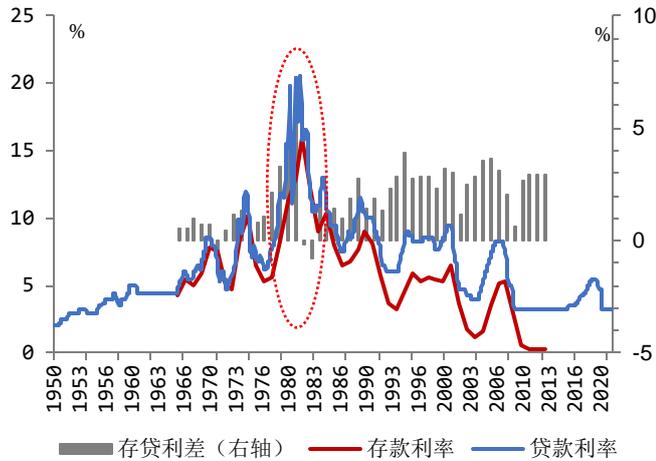
图 8：Q 条例限制下商业银行存款占负债的比重下降



数据来源：wind，西南证券整理

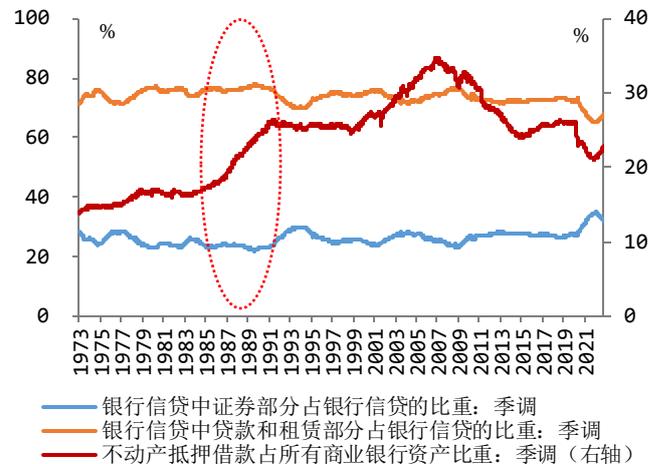
从美国利率市场化的影响来看，主要有以下三方面：一，短期存款利率快速上升，利差收窄，中长期利差趋于稳定。在美国开启存款利率市场化前，存贷利差波动较大。1976年后，美国存贷款利率均呈现持续攀升的态势，但由于存款利率受到政策利率的限制，存贷利差快速扩大。1980年存款利率市场化启动，存款利率快速升高，存贷利差缩小。1982年左右存贷款利率均开始回落，存贷利差逐步回升。1986年存款利率市场化完成后，存贷款利率回升，存贷利差短期也有收缩，但中期利差逐步扩大，尤其是在90年代，之后便逐渐处于相对稳定的水平；二，从银行资产负债结构来看，存款利率市场化遏制住了金融脱媒的现象，有利于商业银行吸收存款，商业银行存款占其负债的比重逐步企稳直至1990年代，其中，由于活期存款不计息，利率市场化程度较高的大额定期存款的比重逐步走高，资产端方面，1982年后，短期内银行信贷中的投资类的比重有所上升，但银行信贷中的贷款类的比重有所下滑，主要由于存贷利差收窄使银行更倾向于收益更高的证券等资产，另外，由于银行风险偏好提升，投资方向更多向房地产等高风险、高回报领域倾斜，美国不动产抵押借款在1980-1990年代的比重也快速上行；三，储贷危机在利率市场化后爆发，美国储贷协会“借短贷长”的盈利模式使其在存款利率市场化后资金成本快速上升，市场竞争加剧、银行收益下降，再加上当时金融监管宽松，对银行资本的要求下降，储贷机构的经营范围不断扩大，使得金融风险迅速攀升。1982-1989年储贷危机期间，美国银行倒闭的数量激增。

图 9：利率市场化后，美国存贷利差短期上升，长期趋于稳定



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 10：利率市场化后，美国资产负债结构变化

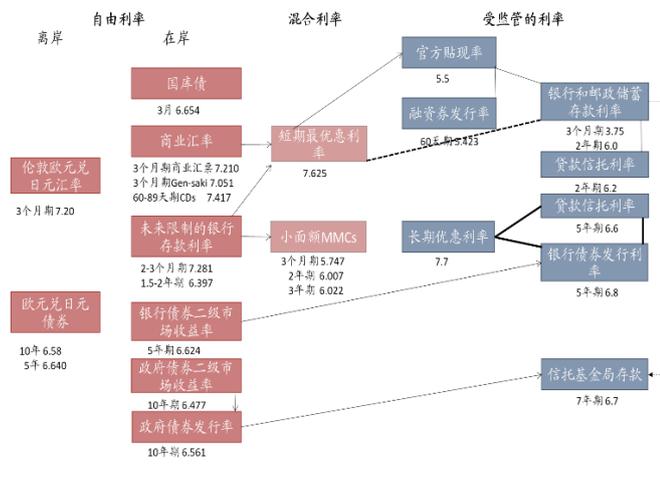


数据来源：wind，西南证券整理

2.2 日本：改革历时长范围广，存贷款利率逐渐走低

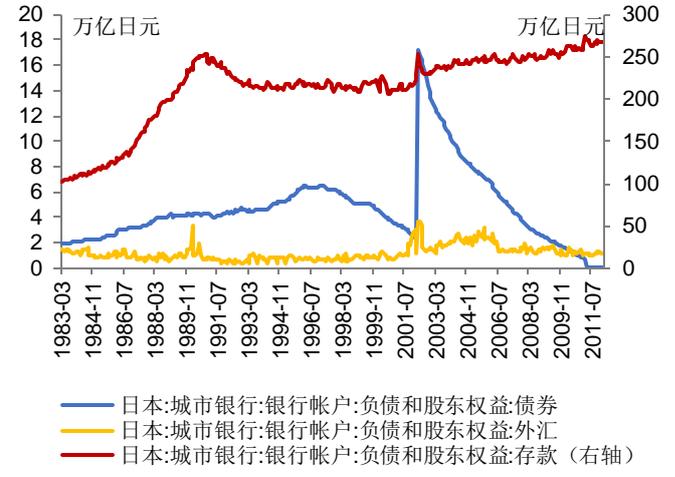
在日本推行利率市场化之前，日本央行的再贴现率是传统利率结构中的基准，央行通过调整再贴现率来实施货币政策。此外，银行贷款的增长额度也受到央行“窗口指导”的限制。日本的利率市场化主要发生在 1970s-1990s 期间，这一时期日本同样面临着滞涨的经济问题，国内政府开始发放国债，再加上全球范围内金融自由化浪潮的掀起，加快日本金融市场化进程。利率市场化是其金融自由化中的一环，主要思路是：“债券市场-货币市场-银行存贷款”，并且也呈现出先长期后短期、先大额后小额的特点。日本的利率市场化历时约 17 年，且涉及的范围广，包括债券、货币、银行存贷款等方面。具体来看：债券市场方面，1977 年，商业银行所持国债的管制放松，标志着日本利率市场化改革从债券市场起步。1978 年首次发行中期国债，1981 年日本银行开始在公开二级市场销售短期的政府债券，1984 年银行获准在二级市场交易国债，债券利率市场化基本完成；货币市场方面，1978 年，允许短期拆借市场和银行间票据交易的市场化，货币市场的竞价更加灵活。1979 年，日本引入大额可转让定期存单（CDs），且利率不受限制，日本短期资金市场交易品种得到丰富，但此时的 CD 的规模和期限受到限制。1987 年商业票据市场（CP）得到创立，货币市场结构基本形成。日本货币市场利率市场化的推进也为后续存贷款利率市场化奠定基础；银行存贷款方面，1985 年，与 CD 市场利率联动的 MMC 型存款推出，开启了银行存款的利率市场化。在此期间，CD 的最低金额限制不断降低，存入期限也逐步缩短，MMC 同时也逐渐降低存入单位限额，期限不断延长。1991 年定期存款利率市场化基本实现。于此同时，贷款利率的市场化也在同步进行。1989 年，短期优惠贷款利率引进，由官定利率改为在筹集资金的利率基础上加点形成贷款利率，随着银行筹资结构中具有自由市场利率的可转让存款和银行间市场拆借资金比重的提升，贷款利率市场化程度也逐步提高。1991 年，日本银行停止“窗口指导”的实施。最后，定期存款和流动性存款利率在 1993 年也逐步自由化，直至 1994 年实现除活期存款以外的利率自由化，日本利率市场化完成。

图 11：1991 年 8 月，日本利率的双重结构



数据来源：BIS，西南证券整理

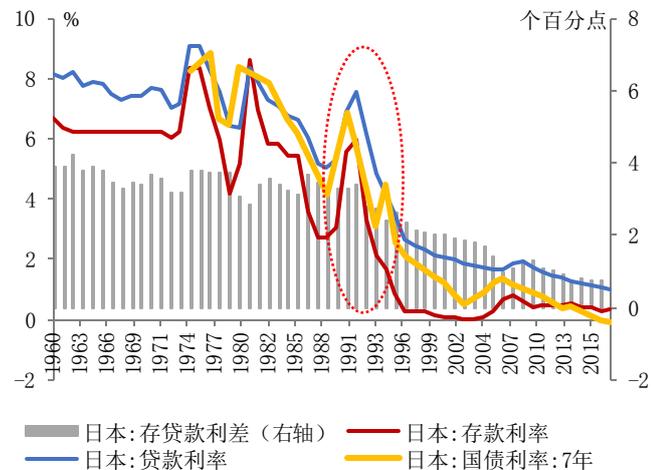
图 12：1980s，日本城市银行负债中存款规模快速扩大



数据来源：wind，西南证券整理

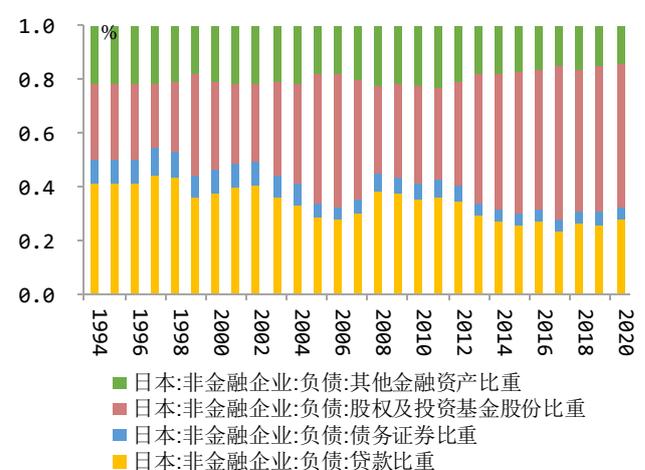
日本的利率市场化主要有以下影响：**其一，利率跟随经济周期波动，以下降为主要趋势，存贷利差收窄**，1985 年，日本推出市场利率联动型存款（MMC）后，日本存贷款利率均延续了下降的趋势。1989 年，贷款利率的市场化开启，日本存贷款利率随着国债利率的上升而升高。1992 年，在贷款利率完全市场化且央行停止了“窗口指导”后，存贷款利率以及国债利率均持续走低，国债利率大致介于存贷款利率之间；**其二，资产负债表结构变化，银行不良资产风险累积**，负债结构中，1980s 日本进行利率市场化时期，城市银行负债中的存款规模快速上行，但在 1994 年完成利率市场化后，债券市场得到较好的发展，城市银行负债中债券的规模快速增长，直至 1990s 末逐渐下降。资产结构中，利率市场化使得银行风险偏好上升，再加上贷款利率下行，1985-1990 年日本国内银行的住房贷款快速升高，因此也使得不良贷款规模急剧扩大，导致中小金融机构开始破产；**其三，“金融脱媒”现象逐步显现，助长泡沫经济**，在 1994 年日本利率市场化完成后，非金融企业的负债结构中，贷款的比重波动下降，而股权及投资基金股份上行，说明利率市场化一定程度上可以推动直接融资市场的发展。

图 13：利率市场化后，日本存贷利差短期上升，长期趋于稳定



数据来源：CEIC，西南证券整理

图 14：利率市场化后，日本非金融企业的银行贷款比重下降



数据来源：wind，西南证券整理

2.3 韩国：激进的改革方式失败，四步骤渐进式改革成功

由于政府控制的金融体系逐渐出现问题，1980s 初全斗焕政府上台后，承诺放松对国内经济的管制，韩国的金融自由化逐步拉开序幕。韩国的利率市场化主要经历了两个阶段：**第一阶段是在 1981 至 1986 年左右，采取了较为激进的改革方式，接连放开商业票据贴现利率、政策性贷款优惠利率、银行间同业拆借利率、企业债券和大量可转让存单利率等，最后取消了大多数银行、非银行金融机构的贷款和 2 年期以上存款利率的限制，基本实现了存贷款利率的市场化。然而在 1989 年初，韩国的经济形势恶化又使得韩国央行重新以“窗口指导”的方式来干预利率，第一次利率市场化的尝试失败。第二阶段是在 1991-1997 年，1991 年韩国利率市场化改革方案率先公布，明确了以存款利率、贷款利率及债券利率为范围，采取“先贷款后存款、贷款利率先短期后长期、存款利率先长期后短期”的推进计划，并提出放松利率管制的四个步骤，1991-1993 年主要放开的是短期贷款利率、3 年期以上长期存款利率以及货币市场利率等；1993 年贷款利率几乎全部放开，继续放松长期存款利率，但存款期限缩短至 2 年期以上，债券发行利率管制也得到全面放开；1994 年可转让的大额定期存单的最短发行期限得到缩短，大额回购协议及商业票据的限制也有放宽，1 年期以上的存款利率均实现市场化；1997 年，3 个月以下的存款利率限制放开，意味着除银行活期存款外，韩国基本实现利率的自由化。**

表 2：1980s-1990s 韩国利率市场化进程

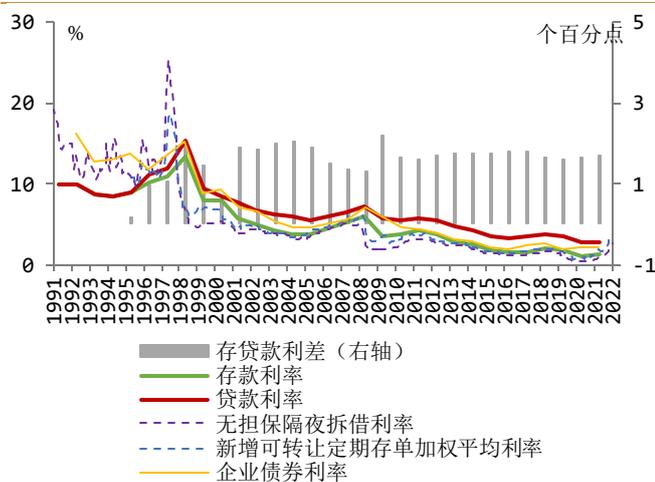
日期	韩国利率市场化进程
1981 年	商业票据贴现利率放开
1983 年	政策性贷款的优惠利率取消
1984 年	允许商业银行贷款利率实施浮动
1986 年	银行间同业拆借利率、企业债券和大量可转让存单利率放开
1988 年	取消对大多数银行、非银行金融机构的贷款和两年期以上存款利率的控制
1989 年	由于经济形势恶化，重新对已放开的利率进行管制，第一阶段的利率市场化失败
1991 年	国银行和韩国财政部联合制定了《对利率放宽管制的中长期计划》
1991 年	银行和非银行机构的几乎全部短期贷款利率、3 年期以上长期存款利率、货币市场利率和资本市场上 2 年以上的公司债券利率放开
1993 年	放开所有银行和非银行金融机构的贷款利率、所有债券的发行利率管制，放宽两年或两年以上到期的长期存款利率限制
1994 年	缩短可转让大额定期存单的最短发行期限，放宽大额回购协议及商业票据的限制，放松了期限至少为一年的存款利率等
1997 年	放开 3 个月以下的存款利率管制，除银行活期存款外，基本实现利率自由化。

资料来源：《韩国利率市场化进程与利率导向操作实践及对我国的启示》、《韩国利率市场化实践及启示》、《韩国金融自由化改革的经验与借鉴》，西南证券整理

1997 年金融危机席卷亚洲，韩国实现利率自由化，但同时维持着固定的汇率制度，因此套利交易行为激增，韩国存贷款利率和市场利率急剧上行，从而引发金融危机。除此之外，韩国利率市场化还具有三点影响：一是，**存贷款利率逐步接近实际利率，有效控制通货膨胀**。在利率市场化前，韩国通胀水平波动较大，90 年代初以来韩国经历“类滞涨”，存贷款利率高出实际利率不少。利率市场化后，1999 年来，存贷款利率和实际利率均呈下降态势，且存贷款利率和实际利率之间的差距不断缩小，通胀水平维持在相对低位；二是，

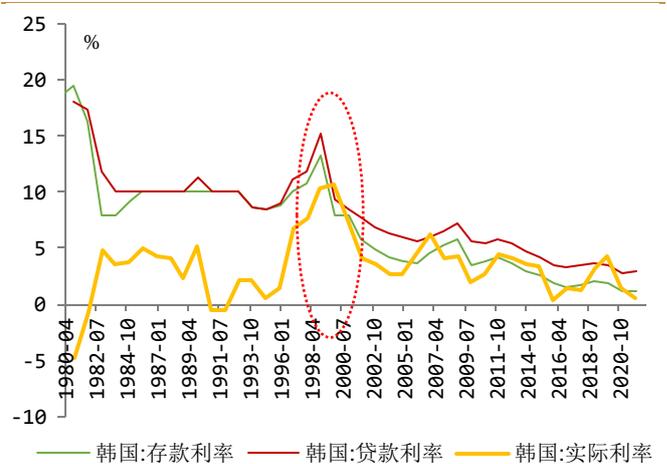
短期市场利率均低于贷款利率，接近存款利率，长期市场利率逐步下降。在利率市场化前，短期市场利率高于存贷款利率，主要由于官定的存款利率比市场均衡水平低，不能提供足够的资金，使得市场利率上升，同时长期市场利率也高于存贷款利率，贷款利率的管制也导致市场资金供不应求。在利率市场化后，短期市场利率比如无担保隔夜拆借利率、可转让定期存单利率均低于贷款利率，接近存款利率，长期市场利率如企业债券的利率也逐步下降，稳定在存贷款利率之间；三是，货币政策操作机制的转变，利率市场化以前，韩国主要采取的是货币总量导向型的货币政策操作机制，1979年M2取代M1成为货币政策的中介目标。但在利率市场化后，利率成为了韩国货币政策传导的主要机制。1998年，《韩国银行法》修改后，货币政策以通货膨胀为目标，并正式将隔夜回购利率作为货币政策利率和操作目标。2008年3月，韩国银行基础利率成为政策利率，央行通过公开市场操作，使得隔夜利率围绕央行设定的基准利率目标运行。

图 15：利率市场化后，短期和长期市场利率下降



数据来源：wind，西南证券整理

图 16：利率市场化后，存贷款利率趋近实际利率



数据来源：wind，西南证券整理

3 阻碍与发展：利率市场化仍面临多重阻碍，关注未来三大推进方向

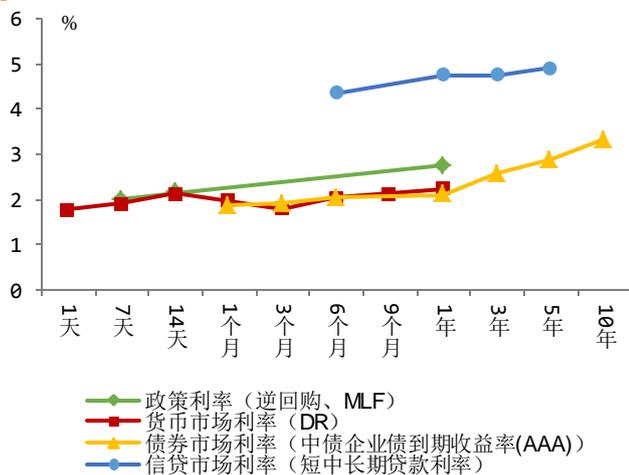
2013 年我国贷款利率限制完全放开，2015 年存款利率监管上限打开，2019 年实现存贷款基准利率和货币市场利率“两轨并一轨”，2022 年 4 月提出建立以 10 年期国债收益率和 1 年期 LPR 为参考的存款利率市场化调整机制。目前，我国利率体系的“硬约束”已基本放开，但利率市场化进程中面临的主要问题在于“软约束”，如何形成真正的市场化利率是我国未来金融改革的重要方向。从利率市场化面临的阻碍来看，一是，我国利率体系呈现市场分割的特点。研究显示¹，在当前我国利率体系中，政策端、中介端和实体端的利率期限结构均存在“倒挂”的问题，市场分割成为利率传导过程中的重要阻碍因素。我国当前政策端利率分别通过 OMO 和 MLF 操作对短期和中长期利率进行调控，利率在短期向长期市场的传导过程中存在一定阻碍和时滞²。此外，我国货币市场基准利率从同业拆借市场的 CHIBOR 和 SHIBOR 转向质押式回购市场的 R 和 DR，但目前 DR 尚未成为金融产品的

¹ 江会芬, 吉翔. 市场分割条件下的金融市场利率传导——基于短期和中期两路径并存视角[J]. 西南金融, 2020(08): 23-32.

² 毕海霞, 王晟婧. 价格型调控转型背景下我国利率传导效应研究[J/OL]. 价格理论与实践:1-5[2022-10-26]. DOI: 10.19851/j.cnki.CN11-1010/F.2022.06.229.

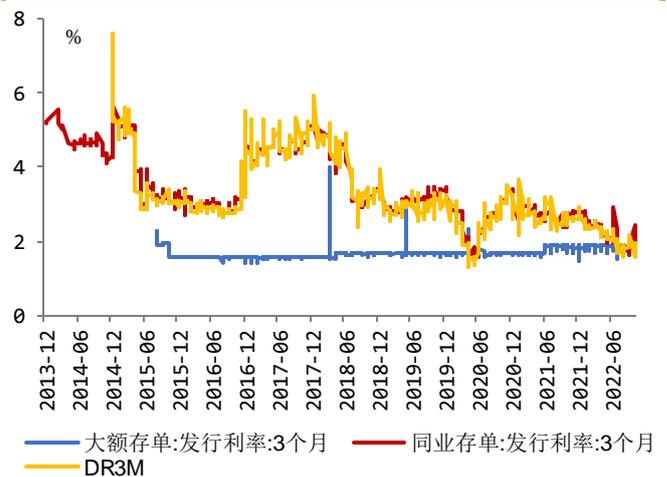
定价基准，其波动幅度较大、市场覆盖面不足的特点也使其暂难成为引导其他金融产品利率变化的基准。基准利率体系仍有待完善；二是，存款利率市场化过程中也面临着不少挑战，我国存款市场竞争激烈，并且存在“存款搬家”的现象，在某些阶段存款利率难以跟随市场利率下降。尽管引入了1年期LPR和10年期国债收益率作为定价参考，但并不意味着存款利率的彻底市场化，基于两种利率的定价机制只是阶段性的过渡。美国存款利率主要以联邦基金利率为基准，日本存款利率则主要以无担保隔夜拆借利率为基准，因此长期来看我国存款利率定价机制仍有待完善，此外，存款利率与其他市场化的银行负债利率定价机制仍未统一，同业存单利率市场化程度较高，但大额存单利率仍未跟随市场利率变化，仍大致以存款基准利率为参考，与海外利率市场化改革中大额存单利率对其他存款利率起到重要引导作用不同；三是，目前我国仍存在预算软约束的问题，市场上很多市场主体存在非市场行为，尽管国有银行和国有企业进行了股份制改制，但地方融资平台和部分国企等仍存在一些非市场行为，对利率变动并不敏感，一方面对其他企业形成挤出效应，另一方面推高无风险利率，从而成为利率市场化推进过程中的阻碍因素。

图 17：我国利率期限结构存在倒挂的现象



数据来源：wind，西南证券整理。注：利率选取日期区间为2022年9-10月

图 18：大额存单利率市场化程度低于其他负债中的同业存单



数据来源：wind，西南证券整理

针对上述问题，结合近期政策动向，我们认为未来利率市场化改革可能在以下三方面的加快推进：

一，继续推动银行负债端成本下行，促进金融资源优化配置。今年4月，存款利率市场化调整机制建立，自律机制成员银行参考10年期国债收益率和1年期LPR合理调整存款利率水平。8月，1年期和5年期以上LPR分别下调5bp和15bp，9月，国有六大行和招商银行集体下调人民币存款挂牌利率。定期存款中降幅最大的是三年期整存整取利率，力度达到15bp，活期存款利率下调力度约5bp。一定程度上体现出LPR对存款利率的定价作用。未来监管层或继续加强对银行存款业务的管理，促进存款市场有序竞争，推动银行负债端成本下降，从而进一步降低实体融资成本。

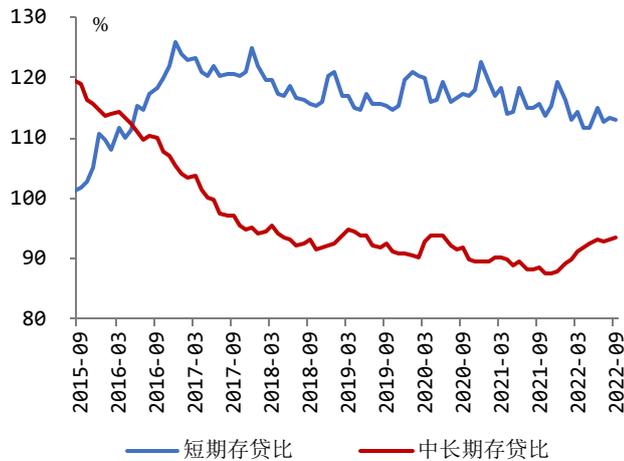
二，完善LPR机制，发挥LPR改革的作用，推动实体融资成本继续下降。首先，2019年LPR报价行由原来的10家扩大至18家，未来有望继续扩大报价行范围，并且报价行的组成结构或根据市场需要逐步得到优化。其次，目前LPR只有1年期和5年期以上两种期限结构，未来或进一步丰富至3个月、6个月、两年、三年等，完善LPR利率曲线。

此外，目前我国与 LPR 挂钩的衍生品的规模、种类及期限结构仍较有限，未来有望继续加强 LPR 衍生品市场的培育，以应对不断加大的利率波动风险。

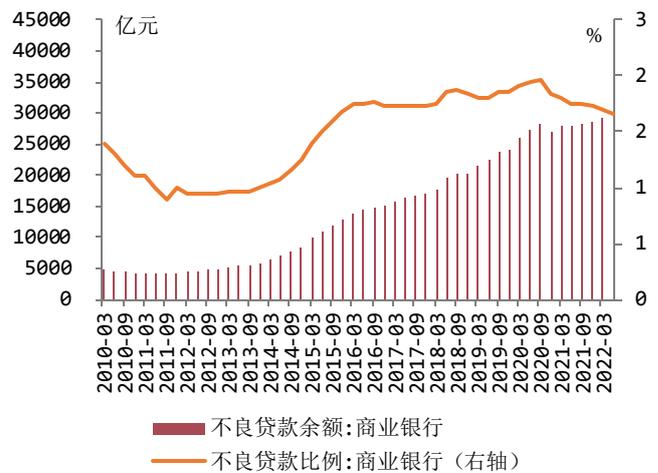
三、健全市场化利率形成和传导机制，加快培育市场基准利率。2021 年易纲在《金融研究》上刊文《中国的利率体系与利率市场化改革》，表示一方面将继续完善中央银行政策利率体系，巩固以公开市场操作利率为短期政策利率和以 MLF 利率为中期政策利率的中央银行政策利率体系，使市场利率围绕政策利率波动，并着力完善利率走廊机制，另一方面将强化市场基准利率培育，包括优化 LPR 报价形成机制、进一步巩固 DR 的基准性、按市场化原则培育国债收益率曲线。其中，DR 有望成为后续基准利率体系的培育重点，比如通过创新和扩大 DR 在浮息债、浮息同业存单等金融产品中的运用等。此外，国债收益率曲线作为定价基准的应用范围或进一步扩大，金融产品不断创新丰富，并以国债收益率为基准，国债收益率曲线的发布频次也有望进一步得到提高。

4 风险与监管：利率市场化或增大金融风险，需强化金融监管以应对

随着我国利率市场化改革的持续推进，一方面有利于促进资金进行有效配置，另一方面或加大相关金融风险出现的概率。从国际经验来看，大部分国家在利率放开之后商业银行的利率水平快速上行，商业银行间竞争加剧，出现银行倒闭现象，“金融脱媒”也有所加快，并且系统性金融危机的爆发往往伴随着金融监管机制的缺位。为避免出现系统性风险，需要在深化利率市场化改革的同时，加强我国的金融监管，尤其是利率风险的监管，提升商业银行应对利率波动风险的能力，从而促进利率市场化改革的平稳推进。巴塞尔委员会将利率风险定义为重新定价风险、基差风险、收益率曲线风险和期权风险四类。重新定价风险是指银行资产和负债重新定价时间（浮动利率）和到期日（固定利率）的不匹配，主要源于存短贷长等期限错配的情况，在利率波动加剧时，商业银行需要对大量的存量贷款进行重新定价，净利息收入或遭遇损失。我国存款类金融机构短期和中长期的存贷比均呈下降的态势，但中长期的存贷比下降趋势更明显，且自 2017 年中以来持续低于 100%，说明中长期存款的增长难以跟上中长期贷款的增长，容易出现期限错配的情况，从而引发重新定价等风险；基差风险中，存款利率和贷款利率调整的幅度不一致也会使银行面临风险。我国目前贷款利率的市场化程度明显高于存款利率，如果贷款利率下降，而存款利率存在粘性，意味着存贷利差收窄，银行利润或受到影响，阻碍贷款利率的进一步下降；收益率曲线风险方面，随着贷款利率更加市场化，其波动频率更高、幅度更大，或使得利率期限结构发生不一致的变化，加大收益率倒挂的风险；期权风险是指利率变化时，银行客户提前归还贷款本息和提前支取存款的潜在选择中产生的利率风险。由于我国商业银行的业务仍以吸收存款、发放贷款为主，当 LPR 引导我国利率下降时，客户可能选择提前支取存款或者提前还款，从而增加商业银行的期权风险。除这四类风险外，利率市场化也可能使得银行间竞争加剧，随着 2013 年全面放开贷款利率的管制，2014-2016 年我国商业银行不良贷款比例迅速上升，由 2013 年末的 1.0% 升至 2016 年末的 1.7%，但之后随着监管加强，不良贷款的比例保持在相对稳定水平，但仍需警惕银行不良资产增加的风险。另外，随着存款利率市场化的不断深入，在利率下降的期间，随着储蓄收益的下降，如果市场竞争过度，可能会引发“存款搬家”的风险。

图 19：我国存款类金融机构存贷款结构或存在期限错配情况


数据来源：wind，西南证券整理。注：短期存贷比=住户和非金融企业活期存款/住户和企(事)业单位短期贷款；中长期存贷比=住户和非金融企业定期及其他存款/住户和企(事)业单位中长期贷款

图 20：2015 年后我国商业银行不良贷款比例升高


数据来源：wind，西南证券整理

4月6日，央行会同有关部门起草了《中华人民共和国金融稳定法（草案征求意见稿）》，包括金融风险防范、化解和处置等内容，有利于处置风险事件措施的法定化、常态化。9月22日，中国人民银行宏观审慎管理局发表《完善中国特色宏观审慎政策框架 筑牢系统性金融风险防线》，9月26日，金融稳定局发表《防范化解金融风险 健全金融稳定长效机制》，10月24日，人民银行党委、外汇局党组也表示要建立健全金融风险防范、预警和处置机制，牢牢守住不发生系统性风险的底线。由此可见，加强金融监管、防范金融风险仍是未来一段时期的主基调。**首先**，对于商业银行来说，监管层或将进一步强化商业银行的风险管理，例如完善商业银行的MPA考核体系、继续加大对不良资产的处置力度、加强影子银行监管等，同时也对商业银行的风险定价的能力提出更高的要求，外部定价上精细化客群分类，内部定价上或进一步完善FTP体系；**其次**，为防止资本在金融领域的无序扩张，未来仍将加强对资本的有效监管，10月末，发改委表示将支持和引导平台经济规范健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，集中推出一批“绿灯”投资案例，后续平台经济将在适应监管和规范后，依据监管层的“绿灯”指引合规有序地开展业务；**第三**，近年来互联网金融快速发展，规模不断扩大，金融脱媒现象逐步显现，7月15日，银保监会发布《关于加强商业银行互联网贷款业务管理提升金融服务质效的通知》，将进一步强化互联网贷款业务的监管，促进平台经济规范健康发展，对互联网平台金融业务实施常态化监管，提升金融监管数字化、智能化水平具有必要性，云计算、区块链、大数据、AI等技术有望扩大在金融监管层面的应用。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn