《中国的利率体系与利率市场化改革》学习笔记

【财新网】(专栏作家 张涛) 易纲行长在 2021 年第 9 期《金融研究》刊发了《中国的利率体系与利率市场化改革》，这是易纲行长时隔 13 年后再次系统地阐述和分析中国利率市场化的进程，之前他曾在 2009 年第 1 期《金融研究》刊发《中国改革开放三十年的利率市场化进程》，13 年前易纲行长曾在文后“结束语”提出了他对后期利率市场化推进的思索，抄录如下：

“笔者笃信市场经济，坚信市场经济能给中国人民带来福祉，一直不遗余力地推进利率市场化改革。近年来笔者变得保守，对于中国如何进一步推进利率市场化没有想清楚，笔者困惑主要如下：产权清晰、自由竞争和退出机制是进一步推进利率市场化的必要条件，这些有条件中国是否已经完全具备？当前推进利率市场化的焦点在于放开贷款利率下限和存款利率上限，由商业银行自主定价。那么，我们是否允许完全的自由竞争？而如果竞争失败，退出机制的约束又是否存在呢？”

沿着易纲行长 13 年前的思索，再结合这十余年间中国利率体系构建与利率市场化推进的实际情况，《中国的利率体系与利率市场化改革》一文对于我们理解货币政策就有很重要的现实意义，因为“利率是实现货币政策目标的关键”。这就是此学习笔记的初衷。

1.政策利率的制定依据是什么

利率作为重要的生产要素价格，在微观上影响资源配置，在宏观上影响经济均衡，但什么是合宜的利率水平对于各国央行均是难题，但这个难

https://www.yunbaogao.cn

题不解决，央行确定的政策利率就很难做到“有的放矢”。

合宜利率水平的评判标尺是“r-g”长期利率黄金法则，即剔除通胀的真实利率（r）应与实际经济增长率（g）相等。换言之，名义利率水平与名义 GDP 增速增长率要大体相当。

央行的利率政策应该采取“留有余地的最优策略”——r 总体上要略低于 g，相应名义利率水平一般也就不高于名义 GDP 增长率，这是央行确定政策利率的重要依据，当然满足跨周期设计需要，符合经济规律等也是影响央行确定政策利率水平时要考虑的重要依据。

央行利率政策的实际效果受很多因素制约。例如，产权清晰、自由竞争和退出机制都是利率政策有效性的必要条件，这些条件具备程度越足，政策效果越好，反之政策效果就要打折扣。另外，经济运行周期及结构变化也会影响政策效果，即政策传导机制受到诸多因素制约，与经济上行期内提高利率对冲通胀压力相比，经济下行期时的利率政策更为复杂。例如，在经济下行期内，降低利率能否有效提振消费和投资需求，还要考虑微观经济主体的债务负担和宏观杠杆率的情况，而国际收支平衡的变化也会对利率政策产生影响，还有经济一旦陷入“滞涨”状态，利率政策面临的经济环境也十分复杂。

2.利率的传导路径是什么？

目前中国的利率传导路径已基本定型，即沿着“政策利率——基准利

https://www.yunbaogao.cn

率——市场利率”路径依次传导。其中政策利率包括短期（每天）和中期（每月），基准利率和市场利率则涵盖三类融资市场，包括货币市场、信贷市场和债券市场。

从利率传导机制而言，由于央行的政策利率直接对应着货币市场和信贷市场，加之两个市场主体是商业银行，因此只要央行政策利率信号清晰，在央行政策利率的“点调控”下，这两类市场的利率传导相对容易。

影响利率传导的复杂部分在于债券市场。首先，债券市场的参与主体最为复杂，涵盖了企业、金融机构和政府等，各类主体对于各自面对的市场利率理解，以及理解后做出的经济行为，差异性巨大。其次，央行政策利率不直接作用于债券市场，只是间接依赖于国债收益率曲线的有效性，而目前国债收益率曲线的市场基础仍然在很大程度上限制了其有效性，从此点而言，央行在债券市场实施“线调控”的基础还不牢。第三，债券市场是较早实现利率市场化的，同时也是金融开放的重要领域，相应境内外债券市场利率的相关性明显上升，那么两个市场相互间的外溢性影响也对利率传导产生影响。第四，由于实体企业既可以通过信贷市场融资，又可通过债券市场融资，然而单一企业主体在两类市场的融资利率常出现不一致现象，则反映出利率传导的无效，但贷款利率和债券利率的关系究竟是谁决定谁呢？第五，债券市场作为财政的重要融资渠道，那么国债利率一端连接着货币政策利率，一端又事关政府的债务负担，因此如何在保证货币、财政政策的实施，同时还保证国债收益率曲线的有效性就更为复杂。

https://www.yunbaogao.cn

3.如何理解资产购买工具?

人民银行一直强调“正常货币政策空间”，易纲行长在文章中再次强调“中国具备继续实施正常货币政策的条件，将尽可能地延长正常货币政策的时间，目前不需要实施资产购买操作”。

但从政策储备的理论讨论，文章首次公开讨论了资产购买工具。首先，资产购买是央行的被迫选择，因为该工具实施的副作用巨大。其次，资产购买工具实施的范围就是对冲市场失灵，因此一旦决定实施，就得越早实施效果越好。第三，资产购买工具实施时间要尽量短，规模要尽量小，避免形成路径依赖，难以退出。第四，维持政策货币政策的条件有二，经济增长和收益率曲线陡峭，而当这两个条件趋势性削弱，则资产购买工具被迫使用的可能性就上升。

基于上述学习认识，虽然近期经济下行压力有所增加，但对于目前政策利率而言，利率居中，情况不清，与其乱动，不如不动。

参考：

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27242