

美、日、欧利率并轨工具、效果及货币政策转型

——太平洋证券货币政策系列之四

核心观点：

利率并轨是货币政策框架转型的必备条件。目前我国处于利率并轨深水区，鉴于不同国家融资结构和货币政策框架不同，利率并轨具有不可复制性，但是货币政策工具和框架是相通的。我们总结美国、日本、英国、德国和法国利率并轨使用的工具，利率并轨效果，以及各自相应的货币政策框架转型。以期为我国利率并轨提供借鉴参考。

美国利率定价分为两部分：Libor 和 LPR，分别对应大小企业。1970 年代石油危机致使美国市场利率大幅上升，银行息差缩小、负债端竞争加剧，后引起银行恶性竞争以及倒闭等现象使得美国利率并轨迫在眉睫。美国在利率并轨过程中主要通过几个工具：大（小）额存单、定期存款、货币市场存单/货币市场存款账户、可转让支付命令账户等。美国利率并轨完成后，利率定价分为两部分：Libor 和 LPR。随着利率并轨的进行，美国货币政策框架也从早期的仅关注货币供给量（M1）逐步转向通过公开市场操作控制联邦基金利率。

日本完成利率并轨后主要采用 LPR 体系。1975 年左右日本经济面临放缓压力，且当时日本货币政策并不独立，在美国利率并轨影响下，日本也被迫开始了利率并轨。其利率并轨过程中多参考美国，工具等并无很多创新，主要为：国债、银行拆借利率、可转让定期存单、货币市场存单（MMC）/账户、存款等。日本完成利率并轨后主要采用 LPR 体系，LPR 利率分为短期 LPR 和长期 LPR，短期 LPR 主要参考银行融资成本，并跟随 CD 和拆借利率，长期 LPR 则为短期 LPR 利率加一定利率。日本在利率并轨过程中货币政策框架同样经历了从控制信贷量到控制货币量，最后通过公开市场操作控制官方利率的转变。

英格兰银行货币框架为利率下限制，主要采用 Libor 体系。欧央行建立后，融资多参考 Euribor 利率，欧央行延续了德国量价货币框架。

1970 年左右，英国通胀加剧，加之全球金融市场的发展导致资本外流。1971 年英国放弃利率协议，允许银行自行决定利率，直至 1981 年英格兰银行取消最低贷款利率，英国利率并轨完成。随后英

宏观研究报告

证券分析师：杨晓

电话：010-88325259

E-MAIL：yangxiao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090004

相关研究：

《货币政策的一个动态判断机制：从央行和商行角度——太平洋证券货币政策系列之一》

《央行是否降息：需要关注的指标和时点——太平洋证券货币政策系列之二》

《中国央行货币政策工具箱：基于欧央行与英格兰央行的经验——太平洋证券货币政策系列之三》

美、日、欧利率并轨工具、效果及货币政策转型

国货币政策框架也顺势转为利率走廊模式，以贷款和存款便利利率作为走廊上下限，但是 2008 年金融危机后，英格兰银行实行 QE 政策导致利率走廊失效，目前仅存在利率走廊下限，称为银行利率（Bank Rate）。

德国利率并轨较早，发生在 1962-1967 年，期间主要是对存款利率的逐步放开。德国利率并轨完成之后很长一段时间都采取货币量数量作为政策目标。在社会融资结构发生变化的影响下，德国将数量指标扩大为 M3，1990 年后则转为量价并重的货币政策框架。

法国利率并轨由 1965 年开始至 1985 年结束，期间主要为存款利率的逐步放开。法国利率并轨后形成了市场基准利率上下限，上下限分别为招标贷款利率、回购贷款和票据贴现利率，通过调整基准利率实现货币政策传导。

总结美日欧等国家利率并轨的共性，未来我国利率并轨过程中也将面临类似情况，包括：

金融机构资产负债端变化：负债端工具增多、资产端创新加速。

融资结构改变：债券等直接融资占比提升。

金融机构功能重叠：出现混业/类混业经营趋势。

利率和汇率：市场化程度加速但完全放开仍需时间。

货币政策框架转型：价格调控为主、数量调控为辅。

风险提示：利率并轨节奏超预期

目录

一、美国利率并轨：事件驱动	5
(一)、美国利率并轨线索	5
(二)、美国利率并轨工具	5
1、大(小)额存单：由长期大额到短期小额	6
2、定期存款：由长期大额到全部	6
3、货币市场存单/存款账户：由长期大额到短期小额	6
4、可转让(超级可转让)支付命令账户：由长期大额到短期小额	6
(三)、利率并轨导致货币政策转型	7
1、1979-1982年：通过非借入准备金控制 M1	7
2、1983-1987年：通过借入准备金控制联邦基金利率	7
3、1990-今：通过公开市场操作控制联邦基金利率	8
(四)、美国利率并轨效果	8
二、日本利率并轨：被动跟随	8
(一)、日本利率并轨线索	8
(二)、日本利率并轨工具	9
(三)、利率并轨导致货币政策转型	9
1、1970年之前：都银行制度控制信贷量	9
2、1970-1979年：通过货币量价调整控制广义货币	10
3、1980年后：通过公开市场操作控制官方利率	10
(四)、日本利率并轨效果	10
三、英、德、法利率并轨：不尽相同	11
(一)、英国：一步到位	11
(二)、德国：混业体系较为通畅	11
(三)、法国：循序渐进	12
四、国际利率并轨对中国的启示	13

图表目录

表 1: 美国利率并轨过程及工具.....	6
表 2 日本利率并轨过程及工具.....	9
表 3 英、德、法利率并轨过程及工具.....	12

利率并轨是货币政策框架转型的必备条件。目前我国处于利率并轨深水区，鉴于不同国家融资结构和货币政策框架不同，利率并轨具有不可复制性，但是货币政策工具和框架是相通的。我们总结美国、日本、英国、德国和法国利率并轨使用的工具，利率并轨效果，以及各自相应的货币政策框架转型。以期为我国利率并轨提供借鉴参考。

一、美国利率并轨：事件驱动

美国利率并轨从1970年开始放松大额存单利率管制开始，直至1986年完全废除Q条例完全结束。美国利率并轨有其特定历史和制度背景，是当下环境自然催生的变革，并不具备可复制性，但是其利率并轨过程中使用的工具有一定参考性。

（一）、美国利率并轨线索

1970年代石油危机致使美国市场利率大幅上升，市场利率大幅高于Q条例限定的存款利率上限，更加贴合市场利率的货币基金兴起，银行负债端被动收缩，负债端不稳定使得银行原有的利差保护模式衰微。且息差缩小、负债端竞争加剧，后面引起银行恶性竞争以及倒闭等现象。因此，美国利率并轨迫在眉睫。

美国以直接融资为主，企业和银行的负债端很大部分来源于市场资金。要进行利率并轨首先要求银行增强对资产端的风险控制和定价能力，也即贷款市场化，美国贷款利率已有LPR机制，银行最初按照自己的成本确定LPR利率。负债端不稳定是当下需要解决的问题，美国并轨主要在于对存款方面的市场化改进。

（二）、美国利率并轨工具

美国在利率并轨过程中主要通过几个工具：大（小）额存单、定期存款、货币市场存单/货币市场存款账户、可转让支付命令账户等。总体节奏是先放松长期大额利率，再放松短期小额利率。

在多种工具使用过程中，大（小）额存单和定期贷款这两个均为逐步放松，而货币市场存单/存款账户和可转让支付命令账户是创新的工具，两种工具相辅相成。货币市场存款账户等创新型工具本质即为存款，其创立使得货币基金回流银行，且成为市场利率传导到银行存贷款的关键，这也是存款利率上限取消何以在1983年一

步完成。

1、大（小）额存单：由长期大额到短期小额

1970-06：放松 10 万美元以上，90 天内大额可转让定期存单利率管制

1973-05：取消大额存单利率上限

1979：允许设立小额不可转让存单账户（SCC），期限不低于 4 年，利率跟随 2.5 年期国债利率

2、定期存款：由长期大额到全部

1973-11：取消 1000 万美元以上，5 年以上定期存款利率上限

1983-01：取消所有定期存款利率上限，存款机构自行决定 1-30 个月存款利率

3、货币市场存单/存款账户：由长期大额到短期小额

1978-06：开设 6 月期，1 万美元以上货币市场存单（MMC），利率参考 CD 利率和国库券利率

1982-05：开设 91 天以上，75000 美元短期货币市场存款账户（MMDA）

1982-11：货币市场存款账户（MMDA）扩大至 2500 美元

1985：货币市场存款账户（MMDA）扩大至 1000 美元

4、可转让（超级可转让）支付命令账户：由长期大额到短期小额

1980-12：允许金融机构开设可转让支付命令账户（NOW 账户）

1983-11：允许金融机构开设超级可转让支付命令账户（super NOW 账户）

1985：super NOW 账户的最低面额要求扩大至 1000 美元

1986-03：取消 NOW 账户利率上限

1986-04：放弃 Q 条例

表 1：美国利率并轨过程及工具

时间	工具	事件
1970年	大额存单	放松大额可转让定期存单(10万美元以上, 90天内)利率管制
1973年	大额存单、定期存款	取消所有大额存单的利率上限; 取消定期存款(1000万美元以上, 期限5年以上)利率上限
1978年	货币市场存单 (MMC)	允许银行开设短期货币市场存款账户(6月期, 1万美元以上), 利率参照CD利率和国库券利率, 分为大额MMC、中额MMC和小额MMC
1979年	小额存单账户(SCC)	准许银行开设小额存单账户(SCC账户), 期限不低于4年, 利率跟随2.5年期国债利率
1980年	可转让支付命令账户(NOW)	允许金融机构开设可转让支付命令账户(NOW账户)
1981年	储蓄账户	允许商业银行开设支付利息的储蓄账户
1982年	货币市场存款账户(MMDA)、货币市场存款账户	允许存款机构引入货币市场存款账户(MMDA账户), 放松定期存款(3年6个月以上)的利率管制, 允许存款机构引入短期货币市场存款账户 (91天以上, 75000美元以上); 允许存款机构引入2500美元的货币市场存款账户
1983年	超级可转让支付命令账户(super NOW), 定期存款	允许存款机构引入超级可转让支付命令账户(super NOW账户)。取消所有定期存款利率上限, 商业银行和储蓄机构可自行决定1-30个月存款利率
1985年	MMDA账户、super NOW账户	对MMDA账户、super NOW账户的最低面额要求降至1000美元
1986年	NOW账户、废除“Q条例”	取消NOW账户利率上限

资料来源: 太平洋证券研究院整理

(三)、利率并轨导致货币政策转型

美联储在 1970 年代采取盯住联邦基金利率方式, 保持联邦基金利率在窄幅区间内波动, 但是鉴于没有能够妥善处理 1970 年代后期的通胀问题, 之后开始随着市场需求而变动。

1、1979-1982 年: 通过非借入准备金控制 M1

允许联邦基金利率波动幅度增大, 关注货币供给量的变化。对货币量的关注主要是因为当时 M1 与名义产出存在比较稳定的关系, 则可通过名义产出推出 M1 增长目标, 继而通过 M1 推算非借入准备金的增长目标。若货币供应量超过目标值, 则非借入准备金目标向下调整, 联邦基金利率有上行压力, 从而降低货币需求。

然而, 随着利率并轨的推进, 金融市场创新产品将 M1 与产出的关联性打断。

2、1983-1987 年: 通过借入准备金控制联邦基金利率

M1 与产出关联性减弱, 则货币当局对 M1 的关注减少, 通过公开市场操作影响联邦基金利率。此时, 美联储关注联邦基金利率稳定性, 通过借入准备金 (如贴现等) 熨平银行准备金的短期波动, 即非借入准备金不足时则通过公开市场贴现弥补。

1987 年股灾后, 美联储放弃 M1、盯住联邦基金利率, 新增货币数量指标 M2 及 M3 等。

3、1990-今：通过公开市场操作控制联邦基金利率

美联储 1993 年宣布放弃货币数量指标，根据泰勒规则确定联邦基金利率目标，即通过通胀和产出缺口确定目标利率。美联储通过在联邦基金市场买卖政府债券影响银行准备金供求，从而使得联邦基金利率维持在目标利率水平。若市场宽松，则美联储抛出国债吸收银行超储，货币供给减少使得联邦基金利率与目标利率同步。

值得注意的是，利率并轨过程中金融混业经营和金融创业不断涌现。利率并轨不仅需要有效的工具，而且需要完备的金融市场，美国混业经营也逐步浮出水面，一系列机构兼并不断发生。

(四)、美国利率并轨效果

美国利率并轨基本完成后，银行负债端稳定且利率敏感性加强，银行更多通过 CD、联邦基金和货币市场凭证等渠道融资，1980 年后，大型银行有一半以上的资金来源源于这些利率敏感的负债工具。银行资产端跟随政策利率波动，大部分银行将本行 LPR 与联邦基金目标利率相关联，LPR 利率跟随联邦基金目标利率浮动。1992 年以来，LPR 稳定在联邦基金目标利率+300BP，稳定性和有效性兼备。

随着实体经济融资方式的转变，目前美国利率定价分为两部分：Libor 定价和 LPR 定价。随着融资工具和金融市场的完善，大型企业的融资倾向于使用短期化、市场化融资工具，这类融资工具利率敏感性更强，其利率更倾向于跟随 Libor 利率波动。中小企业和个人消费贷款则更多地参考 LPR 定价，规模越小的贷款更倾向于参考 LPR，全部的消费贷款参考 LPR。根据美联储的统计，近年来，总体工商业贷款中按照 LPR

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_10715

