

是否应取消“存款利率指导”？

——2021年1月21日货币政策观察

要点

1、是否应取消“存款利率指导”？

近期一些学者指出，我国尚存在“存款利率指导”，人为地压低了存款市场的利率，其结果是银行放贷给国有企业的利润空间过大、国有企业获得的资金过多。（IMF，2021）基于该结论，他们建议取消“存款利率指导”，依靠存款利率上行来抚平信贷结构的扭曲。（注：该部分学者所谓的“存款利率指导”，实际上是市场利率定价自律机制对存款利率的自律管理。）

我们认为这显然是行不通的。中国的银行在贷款市场具有垄断地位（孙国峰和栾稀，2019），因此在存款利率上升的过程中，其较容易将成本上涨压力转嫁给借款人，这样只会推高市场主体的融资成本，并无优化信贷结构的作用。

正确的做法是抓住贷款利率改革这个“牛鼻子”，从改革完善LPR形成机制入手，打破贷款利率的隐性下限（即“地板价”）。这样的话，金融机构放贷给大企业的性价比不再明显，有助于激发其向小微企业供给资金的意愿。

这些学者还认为，“存款利率指导”人为地压低了存款市场的利率，造成了银行体系存款搬家、吸储压力加大，最终推高了存款及其替代品的价格，增加了银行的融资成本。如果按照该逻辑，指导存款利率会提高融资成本，不指导反而能降低融资成本，这显然是有悖于常理的。实际上，长期的金融抑制使存款实际利率低于均衡值，此时取消“存款利率指导”很可能会抬高存款利率。正如上文所述，在垄断竞争且偏垄断的市场格局下，银行会将负债端成本的上涨转嫁至资产端，从而提高实体经济的资金成本，不利于推动企业综合融资成本稳中有降。

相反，应该继续发挥存款基准利率作为我国整个利率体系“压舱石”的重要作用，加强存款利率自律，压降不规范存款创新产品，维护存款市场竞争秩序（孙国峰，2021）。例如，前期利率自律机制已提出自律倡议，将结构性存款保底收益率纳入自律管理范围，并约定各银行停止新办并逐步压降存量不规范的存款创新产品，同时人民银行将各金融机构压降计划的执行情况纳入MPA考核。而且，银保监会对结构性存款的业务开办资质、监管细则、销售管理等作出规范，也提出了结构性存款规模压降的要求。目前实际执行情况好于我们的预期，压降效果显著。

此外需要强调的是，在当前的银行信用货币制度下，银行通过贷款等资产扩张创造存款货币（孙国峰，2001），贷款利率是决定存款利率的关键因素。LPR改革推动了贷款利率明显下行，为了与资产收益相匹配，银行就会适当降低存款利率，通过提高存款利率来“揽储”的动力也随之下降。事实也正是如此，2020年12月三年期和五年期存款加权平均利率分别为3.67%和3.9%，已分别较上年末下降了5个和16个基点。

2、风险提示

市场的不理智行为导致债券市场波动加大。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001

010-58452066

zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001

010-58452070

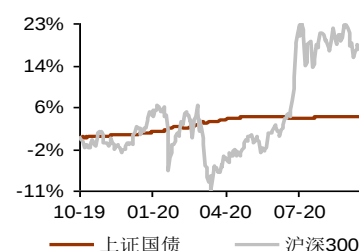
weiwx@ebsecn.com

联系人：李枢川

010-58452065

lishuchuan@ebsecn.com

大盘走势图



相关研报

一文综述地方金控平台——城投债专题研究之十二（2020-11-08）

美国大选拜登获胜，央行表态中性货币政策——利率债周报 20201108（2020-11-08）

1、是否应取消“存款利率指导”？

自党的十四届三中全会提出基本设想至今，利率市场化改革在漫漫征途中不断披荆斩棘、攻城陷地，为全球的货币政策理论及实践贡献了中国智慧、中国方案。在此期间，我国基本放开了对利率的行政性管制，并逐步建立了适应高质量发展需要的市场化利率形成和传导机制，完善了“MLF 利率→LPR→贷款利率”的市场化利率调控传导路径。

图 1：利率市场化改革大事记

时间	事件
93 年 11 月	十四届三中全会提出了利率市场化改革的基本设想：“中央银行按照资金供求状况及时调整基准利率，并允许商业银行存贷款利率在规定幅度内自由浮动。”
03 年 10 月	十六届三中全会进一步指出：“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”。
07 年 1 月	SHIBOR 正式运行。
12 年 6 月	将存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的 1.1 倍。
13 年 1 月	创设 SLF，发挥利率走廊上限的作用。
13 年 7 月	决定全面放开金融机构贷款利率管制。
13 年 9 月	市场利率定价自律机制成立暨第一次工作会议在北京召开。
13 年 10 月	LPR 集中报价和发布机制正式运行。
14 年 9 月	创设 MLF，向金融机构提供中期基础货币。MLF 利率发挥中期政策利率的作用，促进降低社会融资成本。
15 年 10 月	对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限，这标志着中国利率管制的基本放开。
16 年 2 月	决定从正式建立公开市场每日操作常态化机制，根据货币政策调控需要，原则上每个工作日均开展公开市场操作。
19 年 8 月	印发人行公告〔2019〕第 15 号，改革完善 LPR 形成机制。
19 年 8 月	授权交易中心首次公布新机制下的 LPR。
19 年 12 月	印发人行公告〔2019〕30 号，要求金融机构遵循市场化、法治化原则，推动存量浮动利率贷款定价基准转换为 LPR 或固定利率。
20 年 3 月	人民银行准确研判、果断决策，如期启动 LPR 转换。
20 年 8 月	LPR 转换工作顺利完成。

资料来源：中国人民银行，光大证券研究所整理

制图日期：2021 年 1 月 21 日

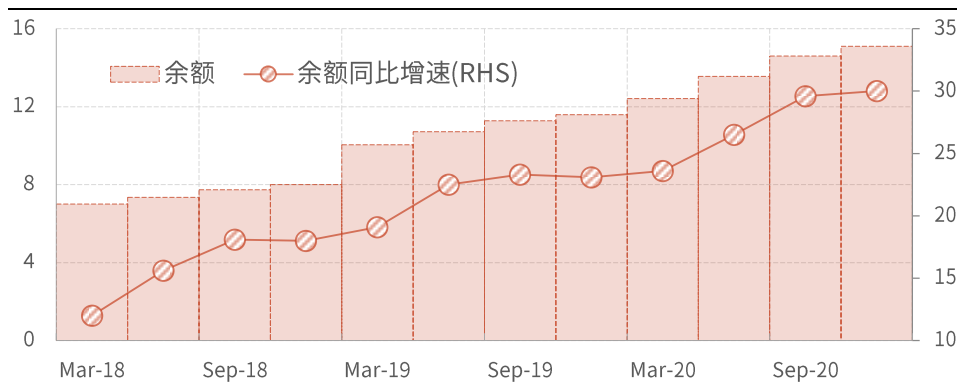
近期一些学者指出，我国尚存在“存款利率指导”，人为地压低了存款市场的利率，其结果是银行放贷给国有企业的利润空间过大、国有企业获得的资金过多。

（IMF，2021）基于该结论，他们建议取消“存款利率指导”，依靠存款利率上行来抚平信贷结构的扭曲。（注：该部分学者所谓的“存款利率指导”，实际上是市场利率定价自律机制对存款利率的自律管理。）

我们认为这显然是行不通的。中国的银行在贷款市场具有垄断地位(孙国峰和栾稀, 2019), 因此在存款利率上升的过程中, 其较容易将成本上涨压力转嫁给借款人, 这样只会推高市场主体的融资成本, 并无优化信贷结构的作用。

正确的做法是抓住贷款利率改革这个“牛鼻子”, 从改革完善 LPR 形成机制入手, 打破贷款利率的隐性下限(即“地板价”), 推动降低大企业以及中小微企业的贷款利率。过去, 由于贷款利率存在地板价, 所以放贷给大企业的性价比明显高于小微企业, 导致金融机构“傍大款”、“嫌贫爱富”。现在, 贷款利率的隐性下限被打破, 金融机构放贷给大企业的性价比不再明显, 有助于激发其向小微企业供给资金的意愿。LPR 改革后, 小微企业融资是“量增、面扩、价降”的。截至 2020 年底, 普惠小微企业贷款余额 15.1 万亿元, 同比增长 30%; 2020 年 12 月新发放普惠小微贷款的利率为 5.08%, 比上年同期下降了 80bp; 普惠小微贷款已支持 3228 万户的小微经营主体, 比上年增加 524 万户。

图 2: 普惠小微企业贷款余额以及增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

左轴: 万亿元; 右轴: %

数据截至: 2020 年 12 月

这些学者还认为, “存款利率指导”人为地压低了存款市场的利率, 造成了银行体系存款搬家、吸储压力加大, 最终推高了存款及其替代品的价格, 增加了银行的融资成本。如果按照该逻辑, 指导存款利率会提高融资成本, 不指导反而能降低融资成本, 这显然是有悖于常理的。实际上, 长期的金融抑制使存款实际利率低于均衡值, 此时取消“存款利率指导”很可能会抬高存款利率。正如上文所述, 在垄断竞争且偏垄断的市场格局下, 银行会将负债端成本的上涨转嫁至资产端, 从而提高实体经济的资金成本, 不利于推动企业综合融资成本稳中有降。

相反, 应该继续发挥存款基准利率作为我国整个利率体系“压舱石”的重要作用, 加强存款利率自律, 压降不规范存款创新产品, 维护存款市场竞争秩序(孙国峰, 2021)。例如, 前期利率自律机制已提出自律倡议, 将结构性存款保底收益率纳入自律管理范围, 并约定各银行停止新办并逐步压降存量不规范的存款创新产品, 同时人民银行将各金融机构压降计划的执行情况纳入 MPA 考核。我们发现, 不少银行已于 2021 年 1 月 1 日起下架靠档计息类存款产品。而且, 银保监会对结构性存款的业务开办资质、监管细则、销售管理等作出规范, 也提出了结构性存款规模压降的要求。目前实际执行情况好于我们的预期, 压降效果显著。截至 2020 年 12 月末, 全国大型银行和全国中小型银行的结构性存款余额分别为 2.59 万亿元和 3.85 万亿元, 已分别较 2019 年末压降了 24% 和 38%。

图 3：全国大型银行结构性存款余额

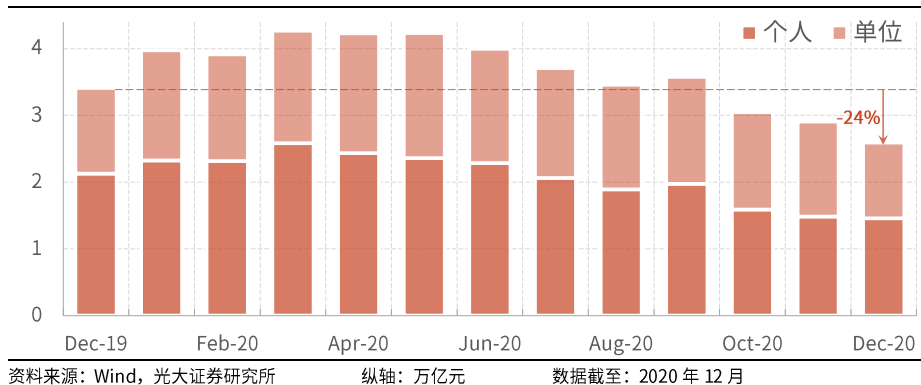
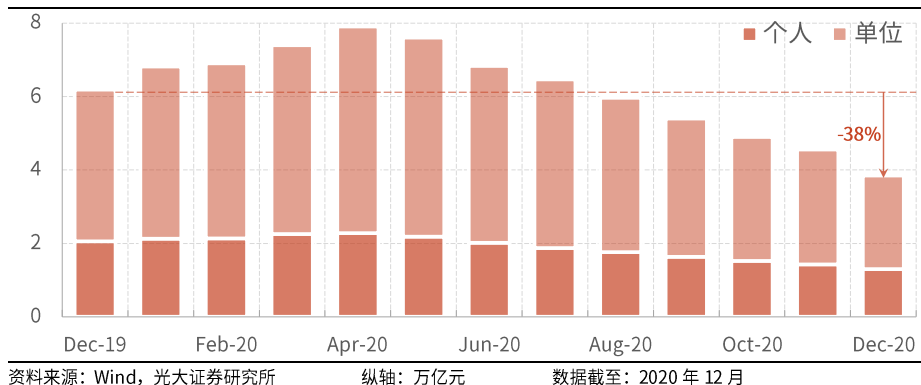


图 4：全国中小型银行结构性存款余额



此外需要强调的是，在当前的银行信用货币制度下，银行通过贷款等资产扩张创造存款货币（孙国峰，2001），贷款利率是决定存款利率的关键因素。LPR 改革推动了贷款利率明显下行，为了与资产收益相匹配，银行就会适当降低存款利率，通过提高存款利率来“揽储”的动力也随之下降。事实也正是如此，2020 年 12 月三年期和五年期存款加权平均利率分别为 3.67% 和 3.9%，已分别较上年末下降 5 个和 16 个基点。

综上，取消“存款利率指导”无法形成改善信贷结构的正面作用，只有推高市场主体融资成本的负面作用。正确的做法是从改革完善 LPR 形成机制入手，打破贷款利率的隐性下限，降低金融机构放贷给大企业的性价比，增加其向小微企业供给资金的意愿。取消“存款利率指导”亦不利于推动企业综合融资成本稳中有降，此时应该继续发挥存款基准利率作为我国整个利率体系“压舱石”的重要作用。

2、风险提示

市场的不理智行为导致债券市场波动加大。

3、参考文献

- [1] 孙国峰，2001：《信用货币制度下的货币创造和银行运行》，《经济研究》第 2 期。
- [2] 孙国峰，2021：《健全现代货币政策框架》，《央行研究》总第 9 期。

[3] 孙国峰、栾稀，2019：《利率双轨制与银行贷款利率定价——基于垄断竞争的贷款市场的分析》，《财贸经济》第 11 期。

[4] International Monetary Fund (IMF), 2021, "Futher Steps to Improve Monetary Policy Effectiveness and Credit Allocation." IMF Country Report, No. 21/12.

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_13

