

厘清歧义，加快推进利率市场化改革^{*}

李宏瑾

2012年以来，中国利率市场化改革骤然加速，党的十八届三中全会进一步明确提出“加快利率市场化”的改革要求。但当前社会上仍有很多学者对如何加快推进利率市场化改革等问题存在不同的看法，如：存款利率开放是否意味着银行利差缩窄，利率市场化与金融危机是否必然相关，正式存款保险制度是否是存款利率开放的前提，当前存款利率水平是否合适，预算软约束是否一定阻碍存款利率开放，存款利率是否影响资源配置效率，利率完全开放是否意味着融资贵、融资难等。文章期望厘清一些容易发生混淆和误解的基本事实，以期为坚定改革信念奠定良好的思想基础。

关键词：利率市场化 金融要素价格市场化 银行利差 经济调整

与2004年10月取消贷款利率上限和存款利率下限并实行利差管理之后，很长一段时间缺乏实质性的改革进程相比，最近两年中国利率市场化改革骤然加速。中国在首次允许存款利率在基准利率水平上浮10%并将贷款利率下限扩大至0.7倍仅一年之后，2013年7月放开了贷款利率管制，9月建立了市场利率定价自律机制，10月引入贷款基础利率（LPR）集中报价和发布机制，12月成功推出同业存单业务。作为放开利率管制后旨在贯彻落实国家有关利率管理规定、自主开展市场利率管理、维护市场正常竞争秩序、促进市场规范健康发展的金融机构市场定价自律和协调机制，由最初10家银行组成核心成员，2014年7月又有93家

李宏瑾系中国人民银行营业管理部副研究员。

^{*} 本文仅代表作者个人观点，与所在机构无关。作者感谢匿名审稿专家的宝贵建议，当然文责自负。

银行成为基础会员，这对银行利率定价能力和市场利率体系建设具有重要意义，有利于促进货币市场基准利率（Shibor）和LPR等市场基准利率报价规则和金融产品定价机制的进一步完善。作为商业银行向最优质客户执行的贷款利率，LPR在金融机构信贷产品、衍生产品定价中的运用不断扩大，在引入当年累计发放以LPR为基准定价的贷款逾300亿元，以其为基准的利率互换交易逐步开展。作为商业银行负债创新性产品和存款利率开放的重要尝试，自2013年12月推出以来，同业存单发行交易稳步推进，2014年上半年已有20家金融机构发行同业存单93只，累计发行金额1368.7亿元，二级市场交易金额898.7亿元，投资主体涵盖了银行、证券、信托和财务公司等各类金融机构。与此同时，以突破存款利率管制为主要动力的银行理财和余额宝等互联网金融的金融创新和金融脱媒迅猛发展，2013年末银行理财产品规模已逾10万亿元，互联网金融背后的货币市场基金突破1万亿元。^[1]可见，利率完全开放不仅是决策者的目标，更成为市场主体的内在要求和实际行动。

为此，党的十八届三中全会将过去一直奉行的“稳步推进利率市场化”原则，进一步明确为“加快推进利率市场化”的改革要求。中国人民银行制定了分三步在中期全面实现利率市场化的整体改革方案，做好了技术和条件上的准备，并可最快在未来一两年内放开存款利率。可以说，利率市场化改革正处于前所未有的有利政策环境。然而，目前仍有学者对加快推进存款利率市场化存在不同的看法，主要集中在利率开放是否会影响到金融机构利差并威胁金融稳定、存款利率是否能够促进资源配置效率等问题。必须承认，这些看法触及中国金融要素价格市场化改革的重要方面，无疑有助于将这一讨论引向深入。

与其他经济领域的改革类似，中国的利率市场化改革也采取了渐近的方式进行。作为复杂系统工程的最后一步，存款利率开放也要考虑到各项基础条件和整体的协调性，而这往往也是最为艰难的。正如周小川行长曾打过的一个比方，从北京去天涯海角，一开始只要明确大的方向就可以了，车子一直向南开就行，但到了三亚就不能只看着太阳开车了，反而要反复看地图或全球定位系统（GPS），依靠比较复杂的办法或精密的技术手段，设计具体的行车路线，才能顺利达到终点。^[2]因此，虽然很多不同的观点早在二十年前党的十四届三中全会正

[1] 相关数据及有关情况来自中国人民银行网站、《中国货币政策执行报告》各期、Wind数据库。

[2] 周小川：“如何理解资本项目可兑换”，《新世纪（周刊）》，2013年第3期，第36-39页。

式提出利率市场化改革设想之初就一直存在，并贯穿于整个的改革实践过程之中，但在加快推进利率市场化改革已凝聚高度共识的当下，主要还是对具体技术路线认识上的分歧。不过，如果考虑到最近十多年来中国经济金融体系的巨大变化，以及对经济理论和各国经验的全面认识，可以发现很多观点是似是而非的。为此，我们需要深入分析并厘清认识，以进一步坚定改革信念，促进相关改革能够更为顺利地推进并尽快完成，从而真正通过深层次改革促进中国宏观结构优化调整和经济金融的长远健康发展。下面，我们就当前社会关于利率市场化的几个主要问题进行讨论，也未必成熟，仅供有关人士参考。

银行利差、金融稳定与存款保险

（一）存款利率开放是否意味着银行利差缩窄？

虽然利率市场化后存款利率将上升，而为了竞争的需要，贷款利率上升幅度可能并不明显，甚至还会出现一定下降，但利率的放开并不一定意味着存贷利差的缩小。根据世界银行WDI数据库统计，从全球名义利差变动趋势来看，利率市场化并没有导致名义利差的缩小，相反随着利率的逐步放开，名义利差呈现显著上升的趋势，在利率市场化持续进行并基本完成的1980年代和1990年代，全球平均名义存贷利差分别为5.05%和9.35%，较利率管制严重时期的1960年代和1970年代分别高1.96%和5.71%。当然，具体到每个国家，名义存贷利差的变化并不一致。如果考虑更为全面的净息差（Net Interest Margin, NIM），根据美国圣路易斯联邦储备银行的统计，美国银行的净息差并未由于存款利率的放开而明显下降。为了应对存款利率上升的压力，银行将更多地向具有议价能力的中小企业投放贷款，利率开放后净息差还一度有所上升并在1990年代中期达到最高点，直至在1990年代末期随着《金融服务现代化法案》的通过和金融分业经营限制的正式取消，银行净息差才有所下降。

（二）利率市场化与金融危机是否必然相关？

应当清醒地认识到，虽然很多国家在利率市场化过程中出现了不同程度的金融动荡和经济危机，但这并不能归咎为利率市场化改革本身，不恰当的宏观经济政策和失败的金融监管应承担更大的责任。为了应对利率市场化后实际利率上升对经济增长可能造成的冲击，很多国家采取了相当宽松的货币政策，流动性过剩和信贷过度扩张使社会积累了大量风险，并在持续数年后终于破灭并引发金融危

机，日本、北欧和东南亚等经济体就是这类情形的典型代表。^[1]尽管利率开放后利差可能会缩小，给金融机构盈利造成影响，市场竞争又使利率风险凸显，但很多金融机构的倒闭与不当金融监管关系更为密切，美国储贷协会危机（S&L）和韩国金融危机就是典型。由于资产和负债期限不匹配的问题更为严重，为了应对利差缩小和其他金融机构竞争的压力，储贷机构非常激进地扩张房地产信贷业务，但其本身和监管者都忽视了贷款风险，最终导致大规模机构倒闭。^[2]国际货币基金组织（IMF）总结了韩国陷入危机的各方面原因，其中就不包括利率市场化改革，转型期政府管理的失败才是韩国遭受重创的重要原因。^[3]

（三）正式存款保险制度是否是存款利率开放的前提？

很多学者都指出，存款保险制度有利于防范挤兑和系统性金融风险，当前隐性的存款保险安排扭曲了金融机构的风险定价机制，无法进行差别化的金融监管，因而建立正式的显性存款保险制度是利率市场化的必要前提。美国存款保险制度的建立对于恢复公众对银行体系的信心、维护金融稳定发挥了至关重要的作用，如今大部分国家也建立了正式的存款保险制度。但是，与任何保险类似，存款保险也可能引发道德风险问题，存款者很可能放松对银行经营的监督，从而损害市场纪律并威胁金融系统的稳定。^[4]IMF对1980—1997年间61个国家存款保险作用的经验研究表明，正式存款保险制度严重危害了银行系统的稳定，尤其是在刚刚取消利率管制和制度环境欠佳的国家地区更是如此；保险的额度越大、担保对象范围越广，存款保险制度对金融稳定的负面作用就越明显。^[5]一个运行良好的存款保险安排，必须从一开始在制度设计上就尽可能地避免道德风险问题，否则在金融危机中不仅可能损害金融系统稳定，也无法有效保护存款人的利益。全球金融危机英国北岩银行（Northern Rock）倒闭过程中发生的挤兑和存款保险制度失效，就是一个非常鲜活的教训。IMF、金融稳定论坛（FSF）、国际清算银行（BIS）等国际组织都对构建有效的存款保险制度提出了具体的原则建议。可见，如果设计失当，在正式的显性存款保险制度中，隐性存款保险制度中产品风

[1] Dees, B. and C. Pazarbasioglu, “The Nordic Banking Crisis”, IMF Occasional Paper, 1998, No.161; Allen, F. and D. Gale, “Optimal Financial Crises”, *Journal of Finance*, 53(4): 1245-1284, 1998.

[2] White, L., *The S&L Debacle*. New York: Oxford University Press, 1991.

[3] IMF, “The Asian Crisis: Causes and Cures”, *Finance and Development*, 35(2), 1998; 郑德龟：《超越增长与分配——韩国经济的未来设计》，中国人民大学出版社，2008年。

[4] 项卫星、李宏瑾：“中国是否应该引入存款保险制度”，《国际经济评论》，2002年9-10月，第29-33页。

[5] Demircug-Kunt, A. and E. Detragiache, “Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability?”, IMF Working Papers, No. WP/00/03, 1999.

险定价机制的扭曲同样会存在，甚至在道德风险的作用下扭曲更为严重。

作为事后的救济安排，存款保险对利率市场化本身而言其实并不一定就是必须先决条件。从各国经验看，利率市场化改革并不一定必然在建立正式存款保险制度之后再行。例如，英国于1971年放开了利率管制，但直到1982年才建立起正式的存款保险制度；俄罗斯在1995年放开利率管制，直到2003年末才正式建立存款保险体系。虽然经受多次银行危机，决策层也多次尝试建立正式的存款保险制度，但出于对自由经济制度、国际金融中心地位和道德风险等问题的考虑，香港地区一直没有建立正式的存款保险制度。不仅是香港地区，在高收入经济体和经合组织（OECD）国家中，澳大利亚、新西兰、以色列、新加坡，以及阿联酋等中东国家，也都未建立正式的存款保险制度。^[1]

因此，当前对中国存款保险的讨论，重点应在于如何设计一个良好的存款保险制度，以更有效地防范系统性金融风险，保护存款人利益。就利率市场化改革本身而言，正式的存款保险制度除了防范挤兑和保护中小存款者利益之外，更主要的还是在于为广大中小金融机构提供更为有利的市场竞争环境，并为金融机构的有序退出提供具有可操作性的制度安排。虽然中小金融机构将承担一定的存款保险费用，但其社会信用度将明显提高，这更有利于其与社会影响更大的大型机构在公平的市场环境中开展竞争。大型金融机构容易“大而不倒”且没有参加正式存款保险的动力，但在正式存款保险制度下，其必须缴纳的存款保险费在一定程度上也是对中小金融机构的补贴。同时，存款保险也为问题金融机构的退出提供了有序清算破产的机制。当前中国之所以对金融机构退出采取保守态度，主要就是考虑到中小储户利益和对挤兑的担心。良好的存款保险制度可以避免这一问题，并为今后探索建立市场化的金融机构风险处置机制和破产制度提供了可能。

利率水平和预算软约束的影响

（一）当前存款利率水平是否合适？

有学者指出，中国3%~4%的存款利率水平并不低，比美、欧、日等主要发达经济体都高且人民币处于稳定升值过程中。^[2]但是，如果认为当前利率水平是

[1] Demirguc-Kunt, A. B. Karacaovali and L. Laeven, “Deposit Insurance Around the World: A Comprehensive Database”, World Bank Policy Research Working Paper, No.3628, 2005.

[2] 黄育川：“中国存款利率太低是假象”，FT中文网（www.ftchinese.com），2014年1月9日。

合适或者是偏高的，那么由市场决定的利率也就应该更低，我们也就不应该过多担心放开存款利率管制的后果。虽然当前中国存款利率远远高于主要发达国家，但这并不意味着中国存款利率就是偏高的。事实上，以美、欧、日和中國相比，显然是不合适的。毕竟，中国与这些国家处于不同的经济发展阶段和周期。发达经济体经历了严重的经济衰退和金融危机冲击，至今其经济仍未走向正常状态。当前美、欧、日的存款利率水平较低，主要是其在全球金融危机之后普遍实行了超低利率或零利率政策。由于中央银行政策目标利率水平较低，当前美、欧、日的存款利率水平自然也就非常低。虽然进一步考虑到币值稳定性，人民币长期稳定升值使得中国居民存款的真实利率水平与印度、巴西等金砖国家和新兴市场国家相比并不低，但毕竟中国的汇率形成机制改革进程仍未完成，以经常账户作为衡量标准的均衡汇率水平与市场稳态均衡汇率水平仍存一定的距离。而且，与当前币值稳定国家存款利率的比较来看，中国的存款利率明显低于澳大利亚、新西兰、韩国等发达国家。

由于每个经济体发展阶段不同，所处的经济周期各异，因此利率水平的合理十分重要。“自然利率”的概念对判断利率是否合理至关重要，也即与实物资本收益率或生产率相符、与资本供求一致、保持物价中性的利率，这与后来著名的“泰勒规则”中经济稳态情形下的均衡实际利率是一致的。理论上，投资的效率应与宏观增速相符，而投资所依赖的储蓄回报也应与这样的投资回报相匹配。甚至，在高速增长的经济体中，储蓄和投资回报还要加上更高的风险溢价。即使考虑到人口结构、国际经济环境变化等因素的影响，未来中国仍可保持中高速增长，中国的潜在产出增速和储蓄回报率都应高于目前的水平。即使是与目前的“零利率”经济体相比，在其正常经济时期，当前中国的存款利率水平也要比这些稳定经济体的存款利率低很多。因此，显然无论是贷款利率还是存款利率，当前中国的利率水平仍然是偏低的，随着市场化进程的加快，利率仍将上升并在未来很长一段时期保持在较为稳定的水平。

（二）预算软约束是否一定阻碍存款利率开放？

预算软约束问题其实一直是制约改革进程的重要因素，这也是中国采取渐进利率市场化改革最主要的考虑。但是，如果当前国有企业、房地产和地方融资平台果真意味着利率的完全开放寸步难行，那是否说明改革开放三十多年，至少是社会主义市场经济体制建设近二十年的努力几乎完全没有意义？事实上，当前包括国企和政府部门的微观经济预算约束的硬化程度已经大大增强。大量经验研究

都表明，随着以公司治理为核心的国有商业银行和国有企业改革的深入，中国经济利率敏感性和银行定价能力及资金配置效率已有显著提高。^[1]

当前中国金融市场违约率较低，很多低效率的国有企业仍难以退出市场，地方债务融资平台规模居高不下，其本身就与当前管制下的较低利率水平有关。利率市场化确实试图倒逼微观经济主体调整，但利率放开本身并不是万能灵药，更需要土地、财税等其他领域全面深化改革予以解决。其实，不仅仅是中国，预算软约束问题同样在发达国家存在，金融机构的“大而不倒”就是其具体的表现形式，正是预算约束的不断软化促使美国以及其他国家政府在过去十多年间不断出手援助企业。但是，科尔奈（János Kornai）也认同萨默斯（Lawrence Summers）的观点：“道德风险的原教旨主义”和纯粹的预算硬约束实际上是不可行的，而是要诊断病因，通过合理的机制设计更好地发挥市场和政府的作用。^[2]可见，预算软约束并不能成为改革犹豫不前的理由。明确公平的市场纪律和监管规则，强化政府责任约束，打造支撑市场运行的微观基础，才是从根本上推动包括利率市场化在内的金融改革的关键。

事实上，预算软约束本身并不是一个严格的经济学概念，任何预算软约束问题都存在一个“硬”的预算约束，并可以通过动态承诺、信息费用与执行成本、竞争性寻租等主流分析框架予以解决。^[3]微观激励机制对价格的扭曲，完全可以通过合理的定价和其他手段（如更为严格的监管措施）予以弥补。房地产和地方融资平台确实推高了全社会平均融资成本，但从市场机制的角度看，一方面，这正是微观金融“高风险高收益”命题的具体体现。即使不对房地产和地方融资平台采取限制性的银行信贷政策，由于过高的风险溢价，银行也会对这两个行业的贷款收取更高水平的利率。另一方面，只有通过利率的进一步放开，使高风险行业的融资利率水平足够覆盖其风险溢价，才能够真正抑制行业的泡沫和潜在风险。即使由于利率过高导致行业发展出现问题，但这实际上也是创造性的毁灭过程，只有这样经济才能够真正实现有活力的创新和发展。融资成本的上升并不是利率市场化的后果，而是改革的诱因，只不过是管制条件下通过金融脱媒的方式体现出来。利率市场化后，由于制度套利空间的消失，实际上还能够在一程

[1] 丁剑平、王婧婧：“中国制造业企业对利率和融资约束敏感度的检验”，《当代财经》，2013年第7期，第47-54页；孙会霞、陈金明、陈运森：“银行信贷配置、信用风险定价与企业融资效率”，《金融研究》，2013年第11期，第55-67页。

[2] 科尔奈：“预算软约束综合症与全球金融危机”，《新财富》，2009年第6期，第32-36页。

[3] 罗长林、邹恒甫：“预算软约束问题再讨论”，《经济学动态》，2014年第5期，第115-124页。

度上降低融资成本，并使部分影子银行体系正规化。因而，我们应当理性看待当前部分行业的高利率，切实通过利率价格手段引导资源的优化配置。

利率市场化与资源配置效率

（一）存款利率是否影响资源配置效率？

有观点认为，只有贷款利率才影响资源配置效率，存款利率只能影响收入分配并不能够优化资源配置，因而当前并不应急于放开存款利率管制。^[1]确实，一方面，信贷资金成本对企业投资和生产行为有着重要的影响；另一方面，存款利率的高低对居民的利息收入更为重要，存款利率的开放似乎更多是利息在银行和居民间的再分配，因而上述观点有着一定的合理性。然而，在“大萧条”之后，美国利率管制的最大特征就是仅对存款利率进行管制，并未明确规定贷款利率，但美国的经验、更多发达国家和发展中国家的经验以及金融发展理论都表明，放开存款利率管制对于有效动员储蓄和优化资源配置具有非常重要的意义。

正是由于实际存款利率水平过低（甚至经常为负），为保值增值，居民更倾向于房地产等投资并容易诱发资产泡沫。同时，存款利率管制使银行仅通过利差就可以获得高额回报，这将促使银行更加依赖传统信贷业务并不断扩张资产规模，致使银行转型动力缺乏和金融部门发展畸形。虽然由于经济发展阶段、特定体制及预防性动机等原因，中国储蓄率较高^[2]，但利率过低仍将影响居民的储蓄意愿，损害银行资金配置效率和金融体系的稳定。近年来，在银行理财、互联网金融以及影子银行体系快速发展的同时，存款增速大幅回落，充分说明了这一点。可见，存款利率管制是中国金融抑制的重要方式，是居民财富向政府和企业转移的重要渠道，也是中国以投资主导传统增长模式的基石之一，即使存款利率的收入分配效应，也会影响社会资源的配置效率。

2004年以来利率双轨制中，存款利率上限约束是有效的，但贷款利率下限约束几乎无效。^[3]可以观察到的典型事实是，2004年10月允许存款利率下浮后，几乎没有商业银行主动下调存款利率，而2012年6月存款利率首次可以上浮10%

[1] 吴晓灵：“存款利率放开中的六项议题”，《利率市场化的影响和挑战》，中国金融四十人论坛研究周报第219期，2013年。

[2] 周小川：“关于储蓄率问题的思考”，www.pbc.gov.cn，2009年3月24日。

[3] He, D. and H. Wang, “Dual-Track Interest Rate and the Conduct of Monetary Policy in China”, *China Economic Review*, 23(4): 928 - 947, 2012.

后，所有商业银行都迅速将存款利率调整至上限附近，却没有银行将贷款利率下调至基准利率70%的最低下限。事实上，存款利率管制人为压低了市场化的资金市场利率，并不利于资金市场和信贷市场的价格发现。过低的存款利率导致过量的信贷需求，扭曲了风险定价机制和金融机构激励机制，阻碍了资本市场发展，货币政策不得不依赖数量手段和人为干预纠正价格信号的失真。^[1]由于仅国有企业才能够享受贷款利率下浮的优质客户待遇，国有银行则是金融主体，因而贷款利率市场化更多仅是国有企业和国有银行部门间利益的再调整，放开贷款利率管制其实只是对现状的事后确认。因此，当前存款利率的开放才更具实质性，在当前情况下也更显迫切。

（二）利率完全开放是否意味着融资贵、融资难？

随着利率市场化的快速推进，企业融资成本问题引起了各方关注，融资贵、融资难再次成为社会的焦点。但应当看到，各国对利率实行管制和金融压抑主要就是为了低成本动员储蓄资金以满足经济增长需要，因而利率完全市场化也将伴随着利率水平的逐步升高。尽管中小企业融资困难，但这也是长期存在并困扰各国的共性金融难题。^[2]事实上，利率市场化还有利于中小企业融资。一方面，利率市场化将促进商业银行开展更为充分的竞争，加快经营模式的转型，这将使广大中小企业得到更优质的金融服务。^[3]另一方面，利率上限管制取消后银行贷款利率定价可以充分考虑到中小企业贷款的风险溢价，真正提高金融支持中小企业的力度^[4]，很多通过民间融资和影子银行体系解决融资问题的中小企业，也将随着利率市场化和金融压抑缓解（民间金融的正规化和部分规避利率管制的影子银行的表内化）而改善融资状况。对发展中国家利率市场化的实证研究都表明，利率市场化确实可以缓解企业（特别是小企业）的融资约束，对中国的实证研究也支持了这一点。^[5]

虽然我们通常将融资贵、融资难作为等价命题讨论，但利率市场化实际上就

[1] 世界银行和国务院发展研究中心课题组，《2030年的中国》，中国财政经济出版社，2013年。

[2] 张健华：“中小企业融资国际比较及经验”，《中国金融》，2011年第18期，第19~22页。

[3] 连平：《利率市场化——谁主沉浮》，中国经济出版社，2014年。

[4] 易纲：“中国改革开放三十年的利率市场化进程”，《金融研究》，2009年第1期，第1~14页。

[5] Laeven, L., “Does Financial Liberalization Reduce Financing Constraints?”, *Financial Management*, 31(4), 2003; Koo, J. and S. Shin, “Financial Liberalization and Corporate Investments”, *Asian Economic Journal*, 18(3), 2004; 王东静、张祥建：“利率市场化、企业融资与金融机构信贷行为研究”，《世界经济》，2007年第2期，第50~59页。

是要通过融资贵，解决企业融资难，这对于改善信贷结构、提升资源配置效率，具有非常重要的意义。一方面，从中国经济结构来看，广大小微企业是经济价值创造的最主要力量，但正如前面指出的，长期占据中国信贷主要资源的是大中型企业，随着利率市场化和利率水平的提高，很多资质优良的大中型企业将更多地寻求成本更低的债务融资，甚至小微企业也开始尝试发行集合债券融资，这样银行的信贷规模将更为充裕并将加大对小微企业信贷服务的力度。自2008年末有数据以来，至2014年2季度，金融机构小微企业贷款增速始终高于大中型企业，占全部贷款的比重已升至18.3%，平均增速高达20.8%，远高于大型企业和中型企业10.1%和13.4%的平均水平，充分说明利率开放有利于提升对小微企业信贷服务的水平。另一方面，正如前面指出的，银行为了弥补利差的不利影响，也将更多地提供具有更大议价能力的小微企业信贷服务。

另外，也应当看到，由于中国尚未完全放开利率管制，仍存在较严格的信贷规模控制，这引发了银行不同程度的信贷配给行为^[1]，信贷资源的配置并非取决于投资收益，而是取决于政府偏好、企业规模、所有制结构等因素，小微企业获得信贷支持难度较高，利率水平因不能完全覆盖风险溢价而长期偏低，这也损害了资金配置效率。随着利率和数量管制措施的完全取消，中国贷款市场将逐渐由数量出清回归依靠价格出清的运行状态，利率定价充分反映企业资本回报和风险溢价，信贷资源将逐渐从低效率、低附加值的传统产业释放出来，高效率、发展前景良好的高新技术产业将获得更多的信贷支持，资金配置效率将明显提升，产业结构优化调整的步伐也将因此加快。同时，虽然利率市场化过程中利率中枢将不可避免地上升，但当前企业债务率水平较高、预算软约束部门、股票市场发展缓慢^[2]以及不恰当监管措施^[3]，也是造成当前融资贵的重要原因，并在一定程度引发融资难问题。因此，所谓融资贵、融资难更多地是与宏观经济周期因素、微观企业运营、资本市场发展和货币调控手段等体制机制性多重因素有关，这些问题

[1] 姚余栋、李宏瑾：“中国货币政策传导信贷渠道的经验研究：总量融资结构的新证据”，《世界经济》，2013年第3期，第3~32页。

[2] 《关于社会融资成本问题的观察》，《中国货币政策执行报告》，2014年第2期。

[3] 当前一些不合理的管制措施一定程度上也提高了利率水平，加大了利率风险溢价。例如，由于对金融风险的过度厌恶，当前的金融分业监管安排和具体的监管措施很大程度上是以效率的损失为代价的，贷存比监管要求就是非常明显的例证。很多影子银行体系的存在就是为了满足一些正规金融所不能满足的要求。诸如“过桥贷款”等方式一定程度上也提高了利率水平，而这也确实让一些实体经济承受了更高的利率。为此，银监会于近期修改了贷存比考核要求，并下发通知要求金融机构解决“倒贷”问题，降低小微企业融资成本。

始终存在并长期困扰中国经济，与利率市场化关系不大。因此，我们更需要包括利率市场化在内的全面深化改革，标本兼治，以更好实现改善经济结构、优化信贷投向、提高资源配置效率、提升经济增长质量的目标。

结 语

本文对当前有关加快推进利率市场化改革争议比较大的几个问题进行归纳和总结，在梳理相关理论、考察各国经验和中国实际的基础上，澄清了一些容易发生混淆和误解的基本事实，以期为在不久的将来顺利全面实现利率市场化的改革目标奠定良好的思想基础。作为渐进式改革时间最长的国家之一，中国的利率市场化改革在积累宝贵经验的同时，也有错失改革良机的教训。在中国各方面改革已进入全面深化阶段并将于2020年在重要领域和关键环节改革上取得决定性成果的当下，距存款利率完全开放仅一步之遥的利率市场化改革，已告别了“看着太阳开车”阶段，除了思想上要做好必要的准备之外，更重要的是要为下阶段改革进行精确周密的设计，做好每项具体改革操作上的技术准备，明确每一个改革步骤和关键环节的方案预案。

当今中国的经济发展和市场化程度已远非利率市场化改革起步的二十年之前可比，我们不能低估市场的力量。近年来，金融创新和影子银行体系迅猛发展，银行理财和互联网金融已在事实上突破了大额和小额资金利率市场化的藩篱，既定的“先大额、后小额”的改革顺序已被突破，利率完全开放的大潮已不以人们的意志为转移。因此，我们应牢牢抓住当前社会对全面深化改革凝聚高度共识的有利时机，充分利用各种积极因素，排除各种短期因素干扰，坚定不移地推进利率市场化改革目标的早日完成，从而使中国经济能够更为顺利地步入平稳健康发展的轨道。■