

中国宏观专题报告

中国漫长而波折的利率市场化之路

来自美国的经验启示

去年底，中国取消了存款利率上限管理。一个存在各种显性利率管制的时代宣告结束，但中国距离建立起真正市场化的利率体系还有很长的路要走。美国是一个“大陆级”经济体实现利率市场化的典型案例。我们在这份报告中试图从美国经验中为中国利率市场化之路寻找一些有益的启示。

美国利率管制是大萧条遗留下来的产物。20世纪70年代，美国通胀和市场利率大幅上升，利率上限带来的问题变得尖锐化。伴随货币市场基金快速增长，美国于1980~1986年间逐渐取消了利率管制。利率去管制化带来了：

- ▶ 存款利率上升，存贷利差收窄，银行服务差异化；
- ▶ 金融中介效率提高，金融创新与冒险行为增加，行业集中度上升。

然而，美国取消利率管制后也经历了一系列重大金融风险事件。在行业重构过程中出现的储贷危机导致1,000多家储蓄机构倒闭，涉及总资产超过5,000亿美元（相当于GDP的11.5%），给政府和纳税人带来的损失超过1,600亿美元。利率市场化后，个人破产数量也急剧增加。面对这些挫折事件，美国没有重拾利率管制，而是引入新的审慎措施，以保持金融系统的稳健运行。

利率市场化不能一放了之。通过回顾美国经验，我们认为中国需要：

- ▶ **保证监管跟上变化的金融形势。**利率放开会促进银行竞争和金融创新。必须要有充分而适当的监管，并根据不断变化的市场环境灵活调整，尤其需从源头上减少因机构过度冒险而造成的扭曲。
- ▶ **加强监管协调。**缺乏监管机构间的有效协调易造成监管真空，使高风险金融活动滋生，并可能削弱应对市场异常波动政策的有效性。
- ▶ **改革货币政策框架。**利率市场化后，货币政策运行环境将发生变化，政策框架需从数量型转向价格型。相应地，央行需要确立一个政策利率，开发引导政策利率的操作工具，并完善其向实体经济的传导机制。
- ▶ **改进金融机构治理，强化市场约束。**激励扭曲在中国仍然存在，如大银行与国企之间千丝万缕的联系。这些扭曲可能弱化市场信号，降低资金定价的有效性。此外，中国还需建立市场化的金融机构退出机制。

诚然，中美之间一个重要区别是，中国金融体系仍由国有金融机构主导。这些机构对利率和 risk 的变化多敏感？特别地，如果考虑到各种隐性政府担保和软预算约束呢？一群国有参与者如何形成一个有效的市场？在国有机构占主导的环境下进行利率市场化是前所未有的。在任何情况下，数量众多而且多元化的参与者群体都将促进价格发现。这意味着中国有必要加速推进国有金融机构改革。

联系人

余向荣

SAC 执证编号：S0080115020007
SFC CE Ref: BFA907
xiangrong.yu@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号：S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | M1 快速增长的启示 (2016.05.04)
- 宏观经济 | 经济向好，通胀温和 (2016.05.03)
- 宏观经济 | 美国通胀 (3)：油价反弹对通胀的影响几何？ (2016.05.02)
- 宏观经济 | 央行加强跨境融资宏观审慎管理 (2016.05.02)
- 宏观经济 | 制造业 PMI 保持在扩张区间，经济复苏路径不变 (2016.05.01)
- 宏观经济 | 欧美增长差强势逆转，美元指数仍有下行压力 (2016.04.29)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



中国漫长而波折的利率市场化之路：来自美国的经验启示

中国已在形式上取消了利率管制，但距离建立起真正市场化的利率体系还有很长的路要走。2015年10月，央行在放开贷款利率下限两年多之后正式取消了存款利率的上限管理（图表1）¹。此举结束了一个存在各种显性利率管制措施的时代，为进一步金融市场化改革铺平了道路。

利率全面放开也引发市场对于潜在风险的担忧。这种谨慎态度并非毫无道理，尤其放在信贷违约事件频发的当前时点上来看。国际经验表明，利率市场化伴生金融动荡并不罕见，去管制化也常被认为是导致金融危机的原因之一。中国经济增速换挡以及近两年所经历的市场波动可能在一定程度上加剧了人们对于金融风险的顾虑。中国如何完成金融体系市场化改革而不招致重大金融风险事件？

作为利率市场化的后来者，中国可借鉴其他国家经验，做好风险管控。美国提供了一个“大陆级”大型经济体如何实现利率市场化的典型案例。在这篇报告中，我们仔细梳理美国利率去管制化的历程，希望能为中国走完利率市场化未尽之路提供一些有益的启示。

图表1：中国放开银行利率所采取的主要措施

时间	市场化措施
外币利率	
2000/09	放开外币贷款利率以及面值3百万美元以上外币存款利率。
2003/07	取消境内英镑、瑞士法郎、加拿大元的小额存款利率管理。
2003/11	放开金融机构外币小额存款利率下限，但保留外币小额存款利率上限管理。
2004/11	取消一年期及以上外币小额存款利率管理。
人民币贷款利率	
1987/01	允许商业银行以流动资金贷款利率为基准上浮贷款利率，上浮不超过贷款基准利率的1.2倍。
1996-2004	逐步将贷款利率浮动上限扩大为基准利率的1.7倍。
2004/10	放开金融机构（城乡信用社除外）人民币贷款利率上限。
2012/06	将贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.8倍。
2012/07	将贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.7倍。
2013/07	取消金融机构贷款利率的下限管理。
人民币存款利率	
1999-2004	逐渐放开更多金融机构和基金的长期大额协议存款利率。
2004/10	实行人民币存款利率下浮制度。
2012/06	将金融机构存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的1.1倍。
2014/11	将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2倍。
2015/03	将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.2倍调整为1.3倍。
2015/05	实行存款保险制度，为存款利率进一步市场化奠定基础。
2015/05	将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.3倍调整为1.5倍。
2015/06	推出市场化定价的大额存单。
2015/08	放开一年期以上（不含一年期）定期存款的利率浮动上限。
2015/10	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。

资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

¹ 请参见我们2015年10月23日发布的中国宏观热点速评《“双降”表明宽松货币政策将持续》。



美国的利率市场化历程

美国被视为世界上最自由的市场经济体之一，但也有相当长一段利率管制的历史。从1933年至2010年，美国都存在某种存款利率上限管制。1986年3月，美国取消了活期存款之外所有其他各类存款的利率上限，是美国利率市场化的重要里程碑（图表2）。直到2010年，美国才最终取消了不得对活期存款支付利息的规定。随着管制逐渐放松，市场化的存款替代品迅速发展。市场发展又反过来进一步推动利率去管制化。

管制措施淡出

美国利率管制是大萧条遗留下来的产物。除了建立联邦存款保险公司（FDIC）和禁止商业银行从事投资银行业务（Glass-Steagall法案）等重大举措外，美国1933年银行法规定银行不得对活期存款支付利息，并对定期存款和储蓄存款设置利率上限（Q条例）。限制利率的主要目的在于：1）鼓励乡村银行增加对当地社区的放贷，而不是将钱存在大银行，从而限制大银行用这些资金进行“投机”；2）限制对存款的竞争，因为这种竞争不仅会增加银行利息支出、降低利润，还可能导致银行为减轻利润侵蚀而从事高风险活动。从1933年至1965年的大部分时间里，美国上限利率远高于可比市场利率，因此并非一个有效约束。

美国在1966年将存款利率上限的覆盖范围进一步扩大至储蓄机构（thrifts），包括互助储蓄银行和储贷协会。此举是为了限制在利率上升情况下商业银行和储蓄机构对存款的竞争，鼓励储蓄机构增加住房按揭贷款供应（储蓄机构在房贷市场发挥着重要作用）。尽管该政策对存款利率设置了有效的上限，但储蓄机构和住房按揭贷款市场并未能避免市场利率波动的影响。

图表2：美国的利率市场化历程

时间	利率管制与市场化措施
1933/06	不得对活期账户支付利息，并授权美联储对其商业银行会员的定期存款和储蓄存款设置利率上限。
1935/08	将利率管制扩大至非美联储会员的商业银行。
1966/09	将存款利率上限管制扩大至储蓄机构，允许其存款利率上限高于商业银行。
1970/06	取消面值高于10万美元、期限在90天以内大额可转让存单的利率上限。
1973/05	取消面值高于10万美元、期限超过90天大额可转让存单的利率上限。
1978/06	推出实行浮动利率上限、面值高于1万美元、期限为26周的货币市场存单。
1978/11	准许商业银行设立自动转账服务账户，允许需要时资金自动从储蓄账户转账至支票账户以避免透支。
1979/07	推出拥有浮动利率上限、无最低面额、期限在30个月以上的小额储蓄者存单。
1980/03	确定6年内逐步取消Q条例（Depository Institutions Deregulation and Monetary Control法案）。
1980/12	准许全国所有存款机构设立可转让支付命令（NOW）账户。
1981/12	推出无利率上限、无最低面值的新型IRA/Keogh账户。
1982/05	取消超过3年半定期存款的利率上限，准许面值高于7,500美元、超过91天存款账户的利率上限浮动。
1982/09	准许面值高于2万美元、期限为7至31天存款账户的利率上限浮动。
1982/10	推出条款能与货币市场基金竞争的存款类型（Garn-St.Germain法案）。
1982/12	准许设立无利率上限、无最短期限、面值高于2,500美元、每月可转账六次的货币市场存款账户。
1983/01	推出允许无限次转账的超级NOW账户；取消面值高于2,500美元、期限为7至31天账户的利率上限。
1983/10	取消活期存折和正常NOW账户以外所有账户的利率上限。
1986/03	取消所有利率上限，但仍不得对活期账户支付利息。
2010/07	废除不得对活期存款支付利息的规定（Dodd-Frank法案）。

资料来源：美联储，中金公司研究部



20世纪70年代，美国市场利率大幅上升，存款利率上限带来的问题变得尖锐化。对此，美国监管机构逐步取消或放松了对部分存款种类的利率上限管制。例如，1978年批准的货币市场存单（money market certificates）实行浮动的利率上限。1978年自动转账服务（automatic transfer service）账户的推出标志着美国向允许带息支票账户迈出了第一步。1979年准许的小额储蓄存单（small saver certificates）也有浮动的利率上限，而且没有最低面额要求。

1980至1986年间，利率管制最终淡出。1979和1980年，美国利率大幅上行，商业银行和储蓄机构经历了严重的存款流失，在与市场化替代者（尤其是货币市场基金）的竞争中处于不利地位。意识到Q条例并没有达到抑制存款竞争或增加房贷供应的预期效果之后，美国于1980年通过利率去管制化立法（Depository Institutions Deregulation and Monetary Control 法案），启动了在6年内逐步取消Q条例的程序。具体而言，首先提高或取消长期和大额存款的利率上限，然后扩展至较短期限和较小金额的存款种类。与此同时，银行推出了直接等同于货币市场基金并可与之直接竞争的新存款产品，如1982年创设的货币市场存款账户（money market deposit account）和1983年开始的超级可转让支付命令账户（super NOW），而且二者均不设利率上限。1986年3月，美国取消了所有存款利率上限，仅保留不得对活期存款支付利息的规定（该规定由2010年Dodd-Frank法案废除）。

市场工具发展

作为上世纪最为重要的金融创新之一，货币市场基金是从利率管制中发展起来。1971年，美国推出了世界上第一支货币市场基金，即Reserve Fund。由于货币市场基金在银行体系外，不受Q条例管辖，它第一次给了个人投资者获得市场化回报的机会。在70年代中期高通胀和高利率的环境下，货币市场基金的收益率远高于银行存款的上限利率（图表3）。为了跑赢通胀、实现更高收益，银行客户纷纷将资金从存款账户向货币市场基金转移（图表4）。到1975年中，美国货币市场基金总资产规模已接近40亿美元，之后至1977年底在30~40亿美元的区间内徘徊。

70年代末和80年代初，美国货币市场基金迎来了爆发式增长，为存款利率去管制化提供了动力（图表5）。一方面，较高的货币市场利率导致了货币市场基金和存款机构所提供收益率之间明显的差别。另一方面，当时一些大金融机构推出了所谓现金管理账户（cash management account），一种带支票功能的货币市场基金。此类产品为客户同时提供了市场化的收益率和支票账户的便利性。得益于这些因素，美国货币市场基金总资产从1977年的40亿美元猛增到1982年的2,350亿美元。正是在这样的背景下，美国通过了Garn-St. Germain法案，允许银行设立由联邦存款保险公司承保的银行货币市场账户，作为货币市场基金的替代品。这些账户的推行导致货币市场基金余额大幅下降：从1982年10月至1983年底，美国货币市场基金总资产下降了558亿美元。与之对应，1982年推出的货币市场存款账户大获成功，在推出的前4个月就吸引了2.98亿美元资金。然而，随着时间推移，货币市场存款账户所能支付的利息相对下滑，至1985年与之竞争的货币市场基金总资产规模又恢复到了1982年的水平。

货币市场基金在利率管制遭遇高通胀和高利率时应运而生，已成为资本市场的支柱之一。即便在非活期存款利率全部放开后，美国货币市场基金总资产仍继续增长。这不仅得益于其有竞争力的收益率，也因为投资者通常将用于长期投资（如股票和债券）的备用资金存放在货币市场基金上。同时，较为健全的监管机制是美国货币市场基金强劲发展的重要因素。自1983年来，美国对货币市场基金监管的主要依据是1940年投资公司法的第2a-7条规定，它对货币市场基金可以承担的风险进行了严格限制。2010年，美国对第2a-7条进行了修订，进一步强化了货币市场基金在流动性、信贷质量、期限和透明度等方面的标准。近年来美联储将短期利率压低至零附近，货币市场基金为投资者提供的收益率已难以比肩，但目前美国货币市场基金总资产规模仍高达2.7万亿美元以上，为投资者提供具备日常流动性、多元化而且专业化管理的投资组合。

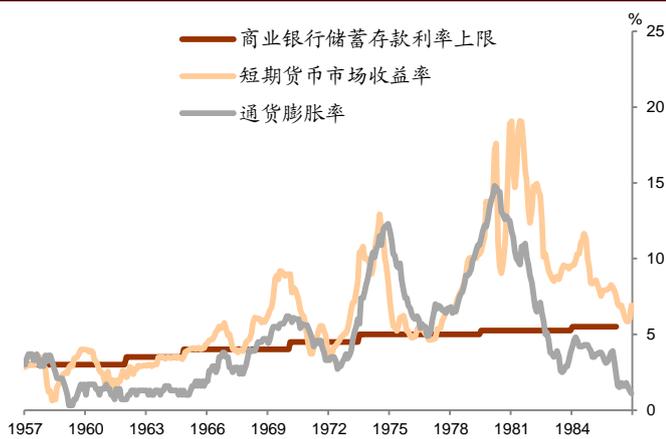


中国利率市场化：踏进同一条河流？

作为全面经济改革的重要组成部分，中国利率市场化沿“双轨”推进：管制范围内逐步放松直至取消限制，管制范围外培育市场发展。一方面，早在改革开放初期，中国便开始了利率市场化改革的探索，确立了利率改革的长远目标：“建立以市场资金供求为基础，以中央银行基准利率为调控核心，由市场资金供求决定各种利率水平的市场利率体系”。从路径上，央行采取“先外币、后本币；先贷款、后存款；先长期、大额，后短期、小额”的总体规划。利率改革的实际执行也基本上遵循了这一渐进思路，直至废除存款利率上限管制。

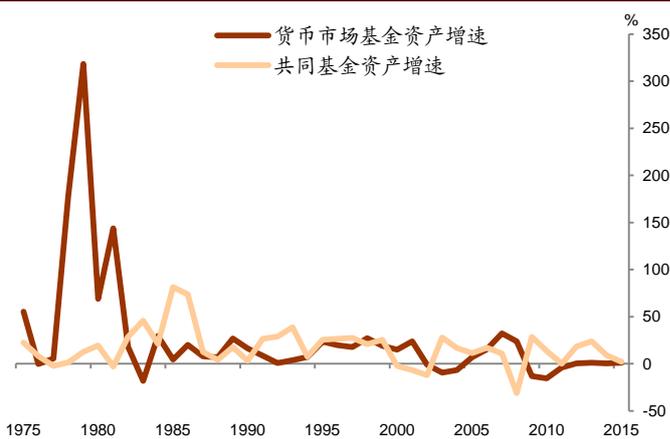
另一方面，正如70年代的美国，中国货币市场基金在利率市场化过程中快速崛起（图表6）。当存款利率上浮至管制上限时，储户就有激励到银行体系外寻求更高回报。从2013年7月到今年4月的34个月内，中国货币市场基金总资产规模增加了近十一倍，达4.3万亿元。与美国经历唯一的区别是，中国货币市场基金的快速扩张叠加了互联网金融的发展浪潮。最具代表性的互联网理财产品“余额宝”本质上就是由阿里巴巴在线销售、由天弘基金负责管理的货币市场基金。它于2013年6月“钱荒”之际应运而生，在存款利率仍受上限管制的情况下为个人投资者提供具有吸引力的市场化收益率，而且没有最低投资额和最短锁定期等限制，允许投资者全天24小时随时存取。这些优势成就了最大的货币市场基金；截至今年3月，余额宝占据了美国货币市场基金18%的市场份额。在货币市场基金崛起之前，中国货币和债券市场长期以来已经没有利率管制。尽管速度可能慢一些，但它们也在持续扩张。中国货币市场基金的快速发展再次凸显了利率管制与市场力量间的碰撞，在一定程度上倒逼、加快了美国利率市场化进程。

图表3：1980年前后，美国存款利率上限遭遇高通胀和高市场利率



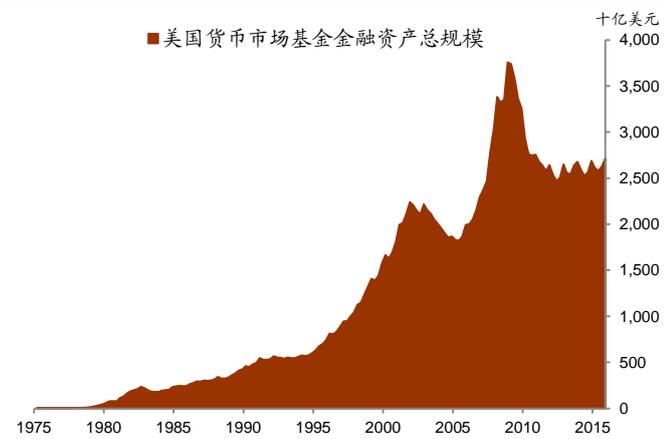
资料来源：美联储，Haver Analytics，中金公司研究部

图表4：70年代末、80年代初，美国货币市场基金增长迅速



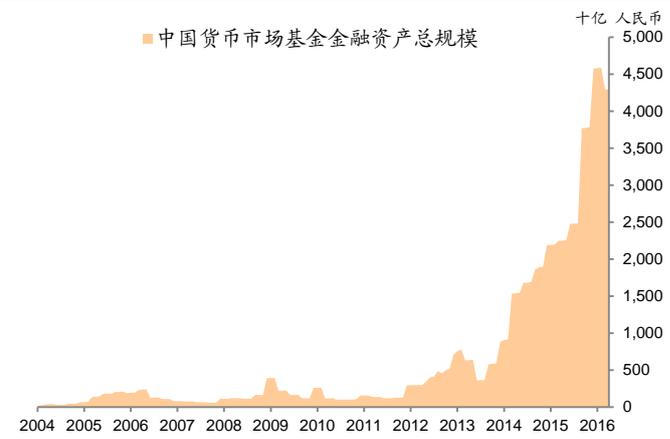
资料来源：美联储，中金公司研究部

图表5：美国货币市场基金的金融资产总规模



资料来源：美联储，中金公司研究部

图表6：中国货币市场基金的金融资产总规模



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



利率市场化的影响：短期痛苦与长期收益

利率和银行服务

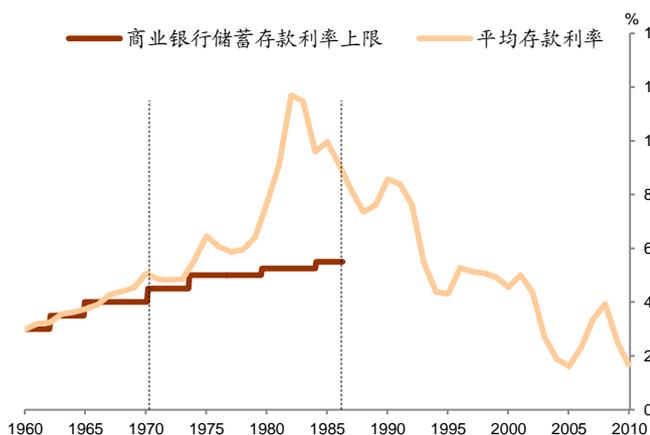
随着管制放松，美国平均存款利率突破了利率上限，但仍由货币政策锚定（图表7）。70年代，在市场利率上行的压力下，利率上限是个有效约束。利率去管制化自然导致平均存款利率逐渐提高，在1981年触及高点，之后随市场利率回落。长期来看，市场化后的存贷款利率基本随货币市场利率等批发资金成本而走，而后者又深受货币政策影响。利率市场化带来的重要变化是，美联储必须通过货币政策操作影响银行利率，而不能像此前直接设置利率上限。

存贷利差在利率市场化后收窄，但在90年代中期后再度扩大（图表8）。管制放松后，存款利率上升也推高了贷款利率，但银行似乎未能将资金成本的提高完全转嫁到贷款客户身上。因此，平均存款利率与最优贷款利率之差从1977~1985年平均3.3%收窄至1986~1994年的1.4%。换句话说，随着银行开始通过利率来竞争存款，过去利率管制所产生的“制度租金”受到侵蚀，传统银行业务的盈利能力下降（图表9）。有趣的是，90年代中期之后存贷利差再度扩大。一种可能的解释是，银行存款市场化使得大银行获得了更大的市场支配力，从而影响利差，而小银行竞争力逐渐减弱。

利率市场化使美国银行能更好地对服务进行定价，更有效地实行产品差异化，以满足各类客户的不同需求：

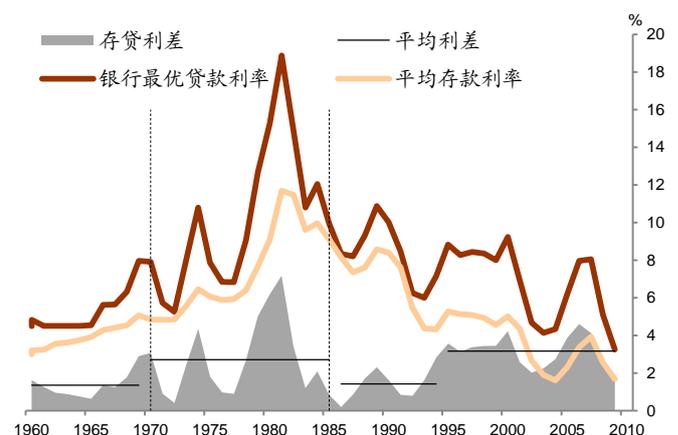
- ▶ **产品差异化。**在市场化前，不同类型存款账户间的差异主要由监管政策决定。废除Q条例促进了银行产品的多样化。例如，支票账户可以在最低余额要求和服务费用等方面进行区分，而储蓄账户除了利率还可以在是否收取提前支取罚息上有所区别。产品差异化满足了客户在按月收费与按交易收费之间或在账户限制与利率水平之间的不同取舍。专业化不仅具有成本优势，也成为一些银行应对激烈竞争的生存战略。
- ▶ **服务费上升。**当银行无法通过利率竞争存款时，银行竞相选择支付“隐性补贴”。此前，它们提供免费或收费低于成本的支票服务，但往往是作为业务套餐的一部分用以吸引储蓄存款。随着定期存款利率的放开和货币市场账户的推出，银行可以通过存款利率来竞争客户，所以不再需要将服务费压低到成本以下。对于客户来说，利率市场化无疑增加了决策的复杂性。

图表7：随管制放松，美国平均存款利率突破利率上限



资料来源：美联储，Haver Analytics，中金公司研究部

图表8：美国利率去管制化后，存贷利差收窄



资料来源：美联储，Haver Analytics，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

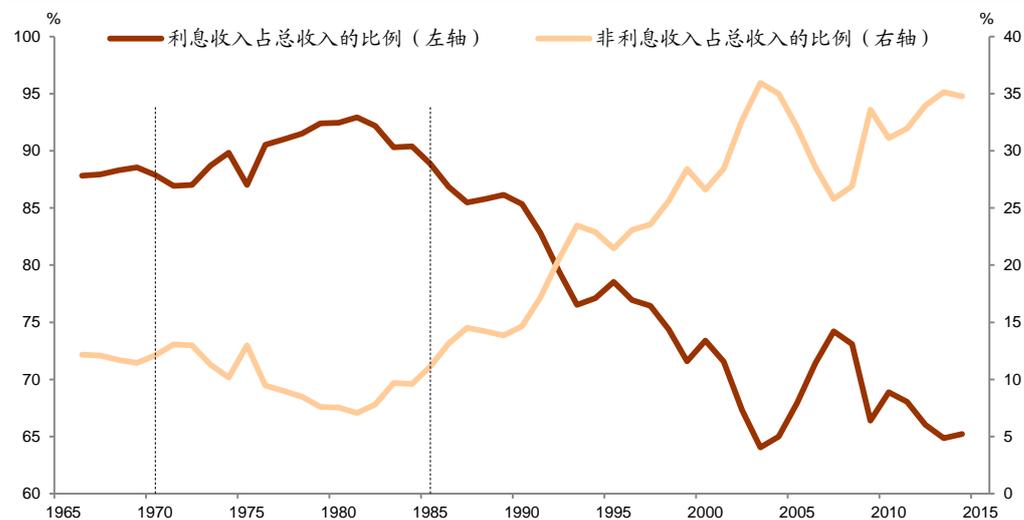


行业影响

管制放开后，存款利率上升有助于减少资金从银行体系流出，至少短期内如此。在被货币市场基金蚕食多年后，银行存款占美国家庭总资产的份额于1982年开始回升（图表10）——尽管由于非银金融的发展，该份额在1986年后再次下降。同时，市场化推高了存款利率，使银行对存款作为其资金来源的依赖程度减少。体现在资产负债表上，存款占银行总负债的份额持续下降（图表11）。借入资金和其他负债在银行负债端发挥着日益重要的作用，直到全球金融危机揭示出非存款资金来源的脆弱性。

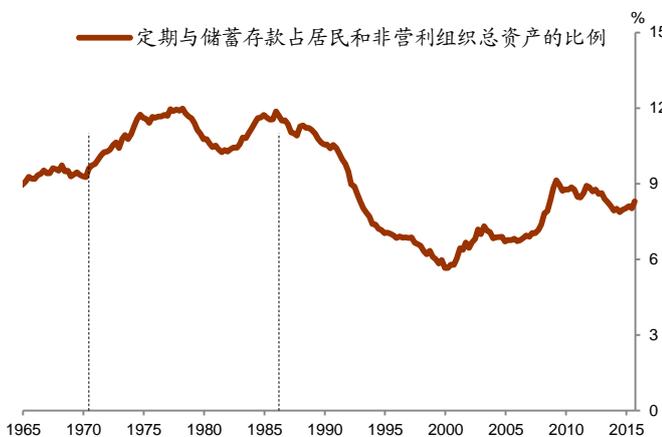
基于市场化利率的存款在总存款中的比重扩大。随着美国逐步废除Q条例，银行客户将资金向收益更高的账户转移。储蓄存款在总存款中的比重稳步攀升，而活期存款由于没有利息收入且服务费增加，在总存款中的比重下降（图表12）。在利率上限放松或取消后，定期存款占总存款的份额于1977~1981年上升，但由于其期限不如一些产品灵活，于80年代中期以后开始逐渐下降，并最终低于储蓄存款。此外，允许商业银行与储蓄机构公平竞争各类存款，也引发了资金向商业银行的再配置。

图表9：利息收入在美国联邦存款保险公司承保的商业银行总收入中的比重下降，而非利息收入的比重上升



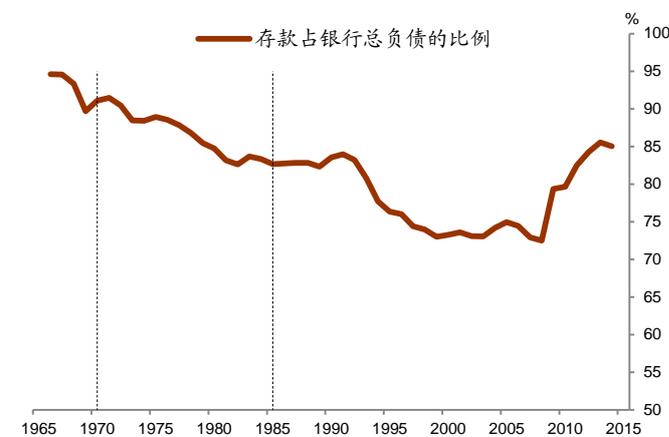
资料来源：美国联邦存款保险公司，中金公司研究部

图表10：1982~1986年银行存款在美国家庭总资产中所占的份额有所回升



资料来源：美联储，中金公司研究部

图表11：利率市场化后，存款在美国银行总负债中所占的份额快速下降



资料来源：美国联邦存款保险公司，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

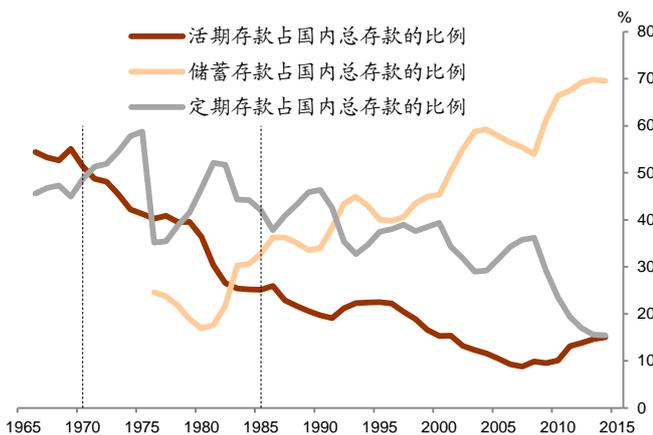


利率市场化也在银行资产端产生了影响。管制措施放开后，净贷款和租赁的比重继续增长但相对温和（图表 13）。但资金成本上升促使银行贷款投向风险更高的领域。特别地，房地产贷款在净贷款和租赁中的比重从 1986 年的 30% 迅速扩大到 2009 年的 61%，此后才出现了调整（图表 14）。当房价开始回落，房地产相关贷款的高占比造成了银行的困境。相比之下，工商业贷款的比重趋于下降。

竞争加剧刺激了业务范围的扩张和金融创新的发展。取消利率管制后，利息收入在美国银行总收入中的比重下降，而非利息收入比重稳步上升（图表 9）。由于竞争压低了成本和利润率，银行的经营范围日益扩大到传统存贷款业务之外，渗透到资产证券化和中间业务领域。例如，利率市场化之后，银行的信用卡业务大幅扩张（图表 15）。银行的参与也是美国资产证券化发展背后的关键力量（图表 16），当然密切相关的还有衍生品市场的发展。总之，银行在美国金融创新和促进资本市场发展中发挥了日益重要的作用。

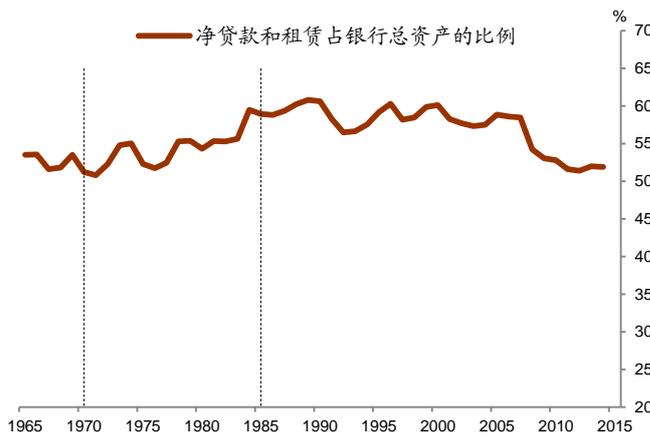
整体而言，利率市场化提高了金融中介效率。在竞争更激烈的市场环境中生存，银行无非两种策略：削减成本和改善服务。正如存贷利差收窄所表明的，竞争加剧降低了金融中介的平均成本。当然，利率去管制化也导致银行放贷不再青睐低风险借款人，造成贷款平均风险水平上升。此外，通过成本较低的资产证券化等方式进行融资的比例上升，也有助于降低借款人的平均成本。同时，银行员工成本和经营费用占总收入的比重双双下降（图表 17 和 18）。

图表 12: 1980 年后，美国储蓄存款在国内总存款中的比重迅速增加



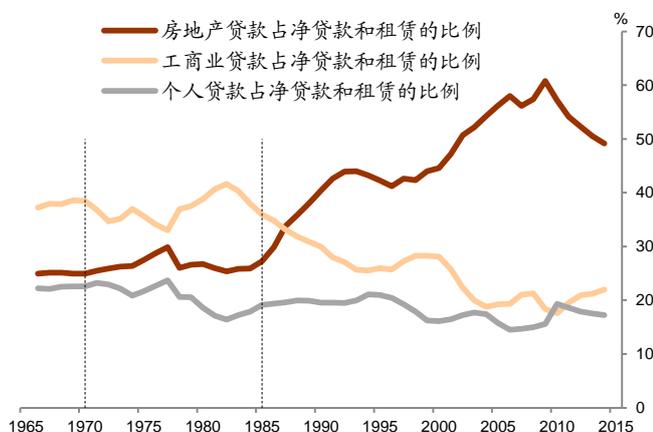
资料来源：美国联邦存款保险公司，中金公司研究部

图表 13: 利率市场化后，净贷款和租赁在美国银行总资产中的比重温和上升



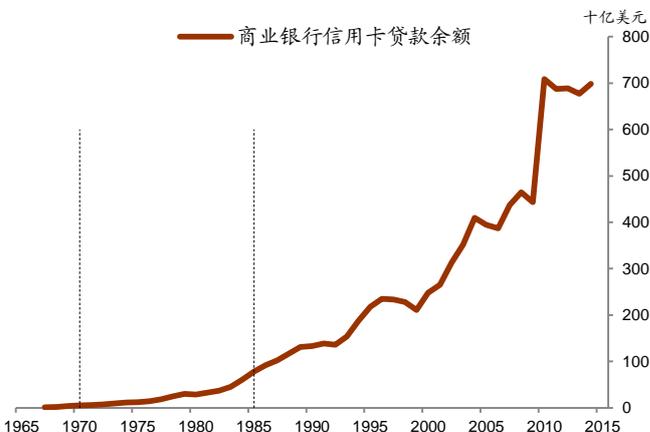
资料来源：美国联邦存款保险公司，中金公司研究部

图表 14: 美国利率市场化后，房地产贷款比重大幅上升



资料来源：美国联邦存款保险公司，中金公司研究部

图表 15: 利率管制放开后，美国信用卡贷款大幅增加



资料来源：美国联邦存款保险公司，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



尽管如此，美国利率市场化导致银行业结构变化，行业集中度上升。1986年4季度，联邦存款保险公司承保的金融机构中有31.2%未能实现盈利，而年初这一比例仅为14.4%。后利率市场化时代的一个突出特点是一批金融机构的倒闭（图表19）。在储蓄机构利率去管制化后的1986~1995年间，美国3,234家储贷协会中有1,043家倒闭²，被称为储贷危机。而之前52年间美国仅有877家金融机构破产，相比之下，这一倒闭潮还是相当震撼的（图表20）。在废除Q条例后，商业银行的倒闭数量也呈显著上升趋势（图表21）。有趣的是，尽管联邦存款保险公司承保的金融机构数量出现下降，但仍不断有新的金融机构成立和加入（图表20和21）。从行业结构看，资产规模在1亿美元以下的金融机构在机构总数量中的份额从1984年1季度的78%下降到2015年4季度的27%（图表22）。同期，资产规模大于100亿美元的金融机构在行业总资产中的份额从28%上升至81%（图表23）。

最后，虽然竞争加剧，但美国金融业整体仍在扩张。金融去管制化消除了融资成本的扭曲，改善了资金配置。金融服务的供给被重新激活，导致行业规模扩大，投入资源增加。金融业在美国总就业人数中的占比从1970年的7.0%上升至1986年的10.5%，年均扩大0.2个百分点。而这一数字还不含金融机构之外从事金融活动的就业人数，可能低估总增幅（图表24）。金融服务投资在美国资本形成总额中的比重亦从1970年的1.7%增加至1986年的5.1%（图表25）。金融去管制化和创新是推动美国金融业增长的最主要因素。

图表16：银行在美国资产证券化的发展中起到了关键作用

	银行占比（%），1983-2008年			
	发行人	服务机构	主承销商	受托人
汽车ABS	29.4	26.6	69.4	97.9
信用卡ABS	93.9	88.6	65.7	98.0
学生贷款ABS	22.8	13.0	88.6	98.7
MBS/HELOCs/HELOANs	39.0	54.2	56.1	96.7
CMBS	53.5	48.8	55.2	99.3
CDOs	38.9	71.8	63.7	93.2
其它ABS	29.9	21.1	60.8	92.1
私营标签ABS	66.8	79.6	71.8	83.5

资料来源：Cetorelli 和 Peristiani (2012)，中金公司研究部

图表17：随着美国利率放开，银行员工成本占总收入的比重下降



资料来源：经合组织，中金公司研究部

图表18：随着美国利率放开，银行经营费用占总收入的比重下降

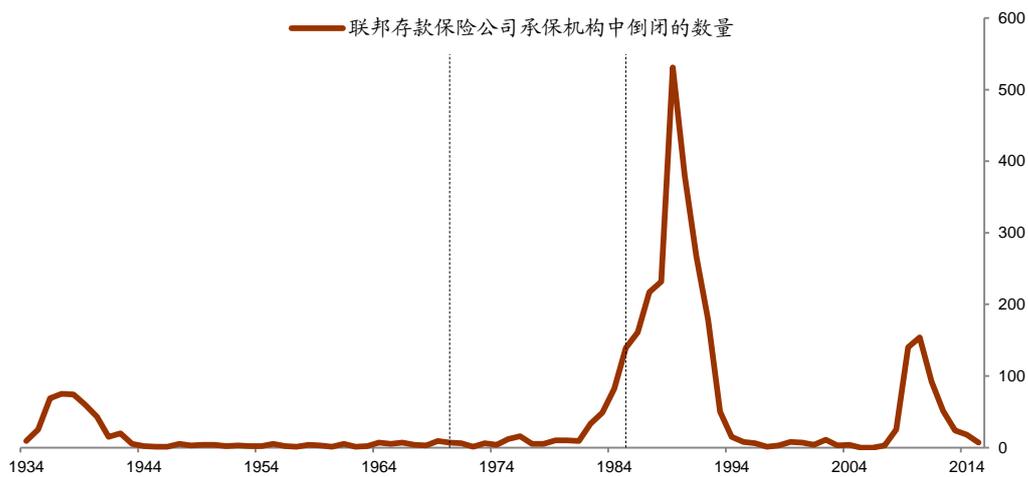


资料来源：经合组织，中金公司研究部

² Curry, Timothy 和 Lynn Shibut, 2000, "The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences", *FDIC Banking Review* 13, 26-35.

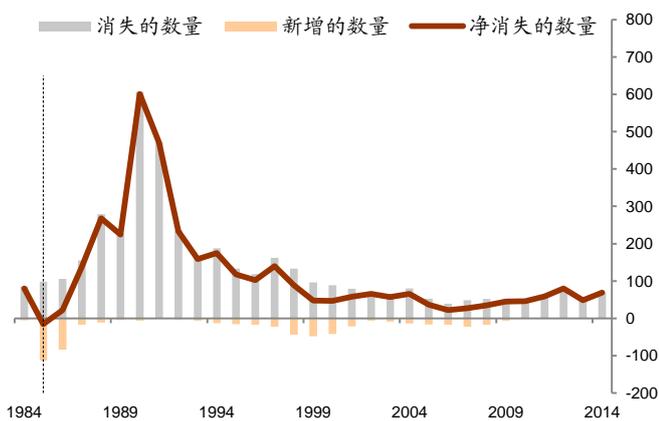


图表 19：美国利率去管制化之后，联邦存款保险公司承保机构倒闭的数量显著上升



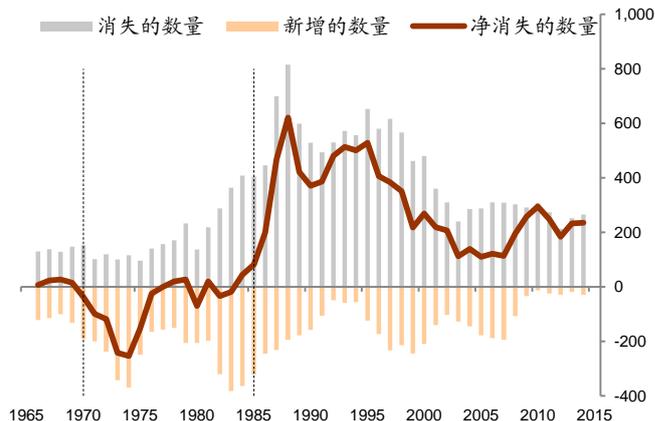
资料来源：美国联邦存款保险公司，中金公司研究部

图表 20：美国利率去管制化之后，联邦存款保险公司承保的储蓄机构数量下降



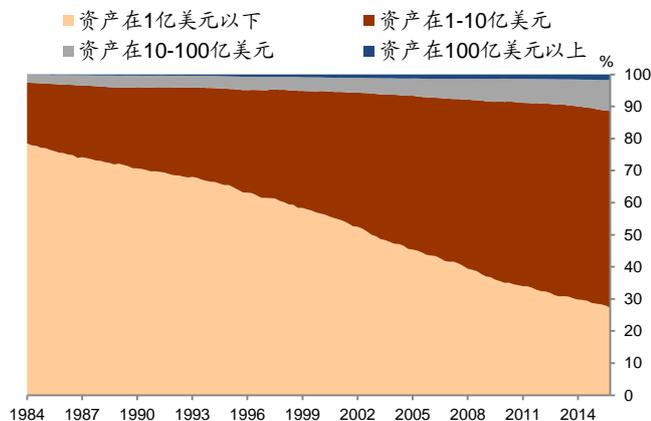
资料来源：美国联邦存款保险公司，中金公司研究部

图表 21：美国利率去管制化之后，联邦存款保险公司承保的商业银行数量下降



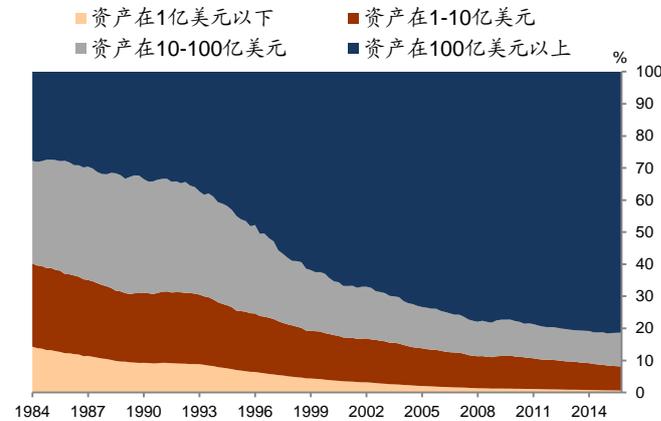
资料来源：美国联邦存款保险公司，中金公司研究部

图表 22：不同资产规模金融机构在美国联邦存款保险公司承保机构总数量中的占比



资料来源：美国联邦存款保险公司，中金公司研究部

图表 23：不同资产规模金融机构在美国联邦存款保险公司承保机构总资产中的占比



资料来源：美国联邦存款保险公司，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



金融稳定

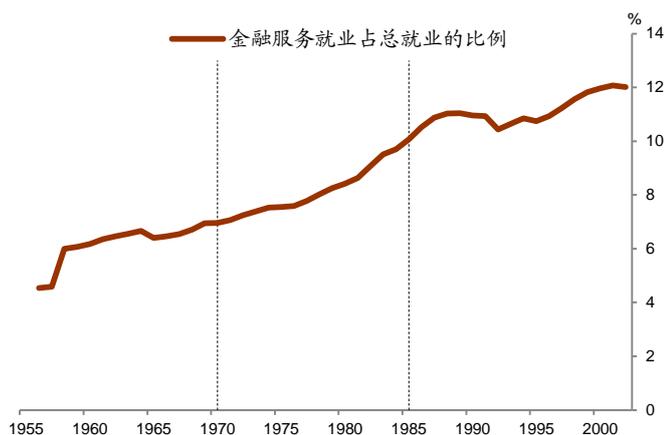
美国取消利率管制后经历了一系列重大金融风险事件。上文提及的储贷危机就是一个突出的例子，期间逾 1,000 家储蓄机构倒闭，涉及总资产超过 5,000 亿美元，相当于 1985 年 GDP 的 11.5%。根据美国审计总署的统计，储贷危机给政府和纳税人带来的总损失超过 1,600 亿美元。由于储贷危机巨大的破坏性影响，美国新成立重组信管公司 (Resolution Trust Corporation) 等专门机构来解决这场危机。

储贷危机与美国利率去管制化带来的结构性变化密切相关。由于利率上限阻碍了储贷协会竞争存款，其存款总额早在 70 年代就已开始萎缩。利率市场化逐渐消除了储蓄机构与商业银行之间的区别。随着美联储大幅提高利率以对抗通胀，一个严重的错配开始出现：储贷协会日益被迫提高利率来吸引存款，但在资产端主要持有 60 和 70 年代发放的低利率长期定息按揭贷款。在这种情况下，储贷协会积极发展新的房地产开发贷款 (包括商业和住宅)，但对潜在风险没有给予足够重视。一些储贷协会也蓄意利用监管缺失进行具有投机性质的投资。当房地产市场出现调整，储贷协会遭受重创。利率市场化后，监管缺位和过度冒险是这些事件发生的主要原因。需要指出的是，在进行利率市场化前储贷协会已经面临巨大财务困境，市场放开和竞争加剧使它们的生存环境进一步恶化。

在美国利率市场化后，个人破产数量也急剧增加。美国个人破产率从 70 年代初的每 1,000 人每年不到 1 人，上升至 2003 年历史高位的 5.6 人 (图表 26)。过去美国信用卡发卡机构受到各州反高利贷法的制约。1978 年美国最高法院的 Marquette 判决允许所在州利率管理灵活的贷款人向所在州利率上限严格的借款人提供服务，并适用前者利率，从而为实际取消价格管制铺平了道路。作为利率市场化的一部分，此举显著扩大了信贷供应，但也增加了借款人的平均风险水平。其结果是，信用卡供应大幅扩张，平均信用质量下降，以及个人破产数量持续增加。

除金融风险事件外，一种普遍的看法是利率市场化加大了金融市场的波动性。剔除一些急剧调整，从数据来看债券收益率和股票价格波动性似乎并没有明显放大的趋势 (图表 27 和 28)。系统性风险更多是长金融周期现象，与资产价格的持续上行和剧烈调整有关。美国数次市场动荡的一个显著特征是：银行累积了对房地产相关贷款的巨大敞口，一旦房价回落，一些银行由此陷入严重困境。美国政府或美联储大体上及时响应，提供必要的流动性，并给储户提供较好的保护。在一些情况下，解决方案是对相关银行进行合并或清算；而另一些情况下、特别是当大银行面临破产时，往往需要联合使用资本注入和政府介入等措施。即使在美国，如何避免金融机构产生过度依赖政府救助的动机仍是一个尚未解决的政策难题。

图表 24：美国金融业就业人数持续稳步上升



资料来源：经合组织，中金公司研究部

图表 25：随着美国金融管制的放松，金融业投资扩大

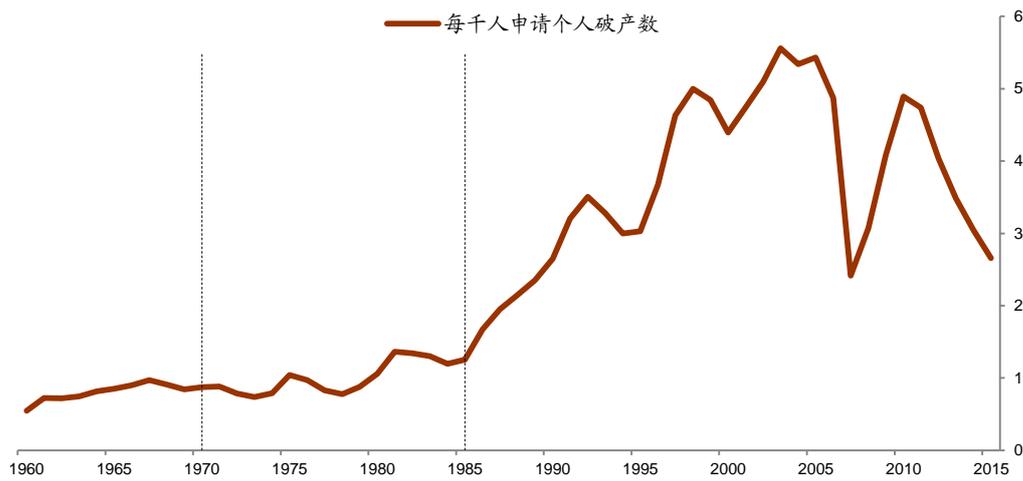


资料来源：经合组织，中金公司研究部



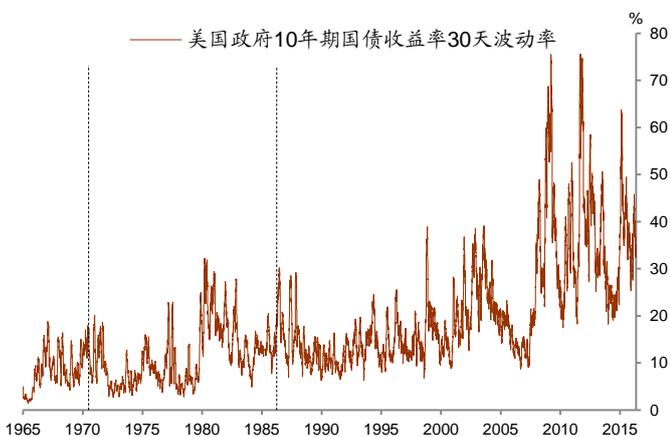
最后，利率市场化意味着货币政策操作环境的重大变化。一方面，金融活动快速增长以及资金在不同类型金融机构之间加速流动导致货币和金融总量作为宏观经济变量的指标性日益下降。80年代初，M1 走势开始变得飘忽不定，美联储不再强调其作为中间目标的作用。80年代中，美联储开始更多关注 M2 的变化。后来，M2 与经济活动之间关系也变得不再稳定和不可预测，也不适合用来衡量政策走势。从 90 年代中期以来，美联储一直主要强调利率目标。另一方面，在传导机制上，货币政策对于支出和财务决策的影响相对数量机制变得更加重要，这也加大了校准货币政策的难度。随着利率成为货币政策操作的中心，金融总量快速扩张所带来的风险有可能易于被忽视，从而加大金融体系的脆弱性。

图表 26：美国利率去管制化后，个人破产数量急剧增加



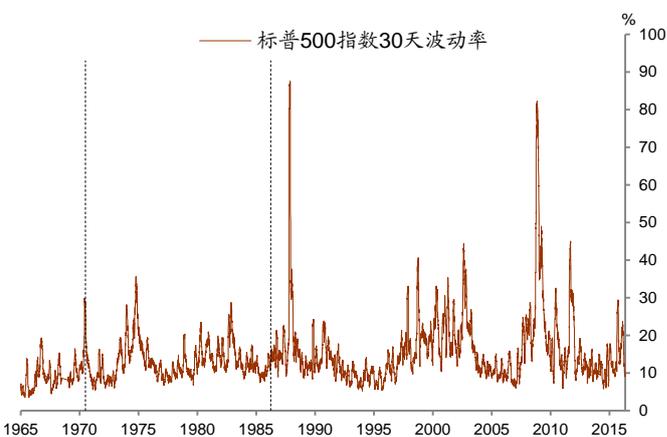
资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

图表 27：美国利率去管制化后，直到全球金融危机前，债券收益率的波动性并未系统性上升



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 28：美国利率去管制化后，剔除一些急剧调整，股票价格的波动性并未显著上升



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



对中国的启示

中国利率市场化改革沿“双轨”推进，其背后有主动和被动两方面因素。一方面，随着银行体系外市场力量的发展，利率管制效果下降，甚至变得难以执行。利率市场化是监管机构顺势而为的结果。另一方面，在向市场经济转轨的过程中，监管部门也有意消除对资本配置的一些人为限制，促进竞争和提高效率。

中国已在形式上取消了利率管制，其中或已借鉴了一些国际经验。利率去管制化后，金融机构倒闭的可能性会上升，因此有必要建立完善的存款保险制度，以确保储户的信心和信任。美国在1982和1987年两度强化对存款的保护。中国在放开存款利率前也采取了类似措施，于2015年5月推出了存款保险制度。中国先放开大额长期、再放开小额短期存款利率的渐进式路径也与美国经验不谋而合。

然而，利率市场化不能一放了之，中国还有很长的路要走。利率市场化意味着信用和风险的有效定价以及金融中介效率的提升。如果仓忙推进，可能会带来市场动荡。展望未来，美国经验仍有中国可借鉴之处。

金融监管

保证监管跟上变化的金融形势。利率管制放开至少在短期内会缩小银行的存贷利差，肯定会促进竞争。来自美国的一个重要教训是，在竞争压力下金融创新可以发展得很快，这可能会衍生金融风险。即便结果不尽人意，市场化改革的简单倒退是行不通的。必须要有充分而适当的监管，并能根据不断变化的市场环境灵活调整，尤其需要从源头上减少因为机构过度冒险而造成的扭曲。在某种程度上，系统性风险是金融创新和金融监管之间赛跑的结果。

加强监管协调。缺乏监管机构间的协调容易造成监管真空，使高风险金融活动得以滋生，并可能削弱应对市场异常波动政策的有效性。美国储贷危机爆发的原因之一是，美国放开利率后对储蓄机构的监管没有跟上：既允许它们提供更多的储蓄产品，又大幅扩大其贷款范围，但有些活动已经超出当时储贷协会专门监管机构联邦住房贷款银行委员会（Federal Home Loan Bank Board）的监督范围。例如，该委员会缺乏监管大规模非住宅建筑贷款的经验。为此，美国成立了隶属于美国财政部的储蓄机构管理局（Office of Thrift Supervision），负责对储蓄机构的许可、规范、检查和监督。回到中国，去年股市的异常波动、近期一些互联网金融平台的关停查封（如e租宝和中晋）以及最近债券市场上违约事件的频发，均表明中国迫切需要加强监管协调。虽然是否应设立一个超级监管机构还有待商榷，但监管的适度集中肯定是必要的，央行或许可以在其中发挥一个更加主导的作用。

改进金融机构治理，强化市场约束。美国储贷危机的处理是激励机制扭曲所造成问题的一个鲜明例子。当时许多已陷入困境的储蓄机构却有激励采取更高风险的行动，使情况进一步恶化：由于资本金较低，有限责任意味着没有下行风险。在中国，激励扭曲仍然存在，如隐性的政府担保以及大银行与国企间千丝万缕的联系。虽然存款利率上限已经取消，但这些激励扭曲可能弱化市场信号，降低资金定价的有效性。中国政府决心建立市场化的利率体系，这势必意味着要逐步打破“刚性兑付”和允许更多债务违约和金融机构退出，尤其是在没有系统性风险的情况下。相应地，银行需要改善其内部治理结构和提高风险管理水平，而储户也应增强风险意识。

建立市场化的金融机构退出机制。美国储贷危机导致数以千计储蓄机构的倒闭。即使恢复利率管制，这些损害已经造成。类似地，金融机构倒闭和退出或是中国利率市场化一种负面但几乎无法避免的结果。监管机构需要建立一个市场化的金融风险防范和解决机制，完善经营失败金融机构的退出安排。存款保险和金融机构退出机制的结合也许是帮助银行和储户合理认识风险的最佳途径。

推进国有金融机构改革。中美之间一个重要区别是，中国金融体系仍由国有金融机构主导。在国有机构占主导的环境下进行利率市场化是前所未有的。如果没有一个数量众多而且多元化的参与者群体，市场如何实现对时间和风险的合理定价似乎还是一个问题。即使可以形成价格，受参与者同质化的影响，它的稳定性也会令人怀疑。潜在的预算软约束是更深层次的激励扭曲。为促进价格的发现过程，中国有必要加速推进国有金融机构改革。



货币政策

改革货币政策框架，从数量型向价格型转变。美国经验表明，利率市场化后，金融活动迅速扩张而且日益复杂化。其结果是，货币和金融总量数据越来越难以充当货币政策操作的有效中间目标。正如时任加拿大央行行长 Gerald Bouey 描述加拿大类似情形时所说，“我们并没有抛弃货币总量，是它抛弃了我们。”目前中国正处于一个相似的历史阶段，货币政策框架正从数量型向价格型转变或是必然。

确立一个政策利率。随着存款利率上限的取消，此前锚定银行资金成本的管制存款利率逐渐变成一个没有约束力的政策工具。央行需要决定使用哪个利率作为市场定价和货币操作的基准。我们预计，7天回购利率最有可能充当这一政策利率的角色。也有人认为，中国央行没必要宣布一个政策利率，而只需在实践中盯住一个市场利率即可。过去几十年的国际经验已清楚地表明，货币政策效果很大程度上在于引导市场形成关于未来利率、通胀和收入的预期。有效的货币政策框架必须让公众尽可能透彻地理解央行的行动。政策利率将是央行沟通的重要工具。

引导政策利率。利率市场化将带来货币政策操作一个根本性的变化：央行未来需要通过市场化操作来引导利率走向，而不能像过去通过行政命令来调节利率。中国正着手构建一个走廊机制以引导短期利率走势。因此，借贷便利的利率或面临更加频繁的调整，以形成有效的利率上限；而法定和超额存款准备金的利率也可能发生调整（在过去很少发生），以形成有效的利率下限。有效的利率走廊机制可降低短期货币市场利率的波动性，而货币市场利率是货币政策影响长期利率的必经通道。

完善货币政策传导机制。短期内，中国的银行可能会继续参考基准利率来确定其存贷款定价。长期看，它们可能需要越来越多地转向参考政策利率（更准确的说，参考政策利率锚定的基准收益率曲线）来决定其存贷款利率。中国货币市场利率的期限结构尚不完备，可能阻碍货币政策的有效传导。因此，有必要增加3个月至1年期货币市场工具（如国债和大额存单）的发行与交易。中国还需要进一步改革、发展其资本市场，尤其是货币和债券市场。

结论

真正意义上的利率市场化将需要更多的努力才能实现。国际金融史上许多金融风险事件都与利率市场化有关。虽然将之完全归因于金融自由化有失偏颇，但金融改革与业已存在的宏观扭曲之间的相互作用可能会加剧过度冒险的倾向。换句话说，利率改革需要谨慎执行，宏观经济管理也需要进一步提高。唯有稳健的监管才能确保中国金融体系的稳健运行。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

翻译：黄金城

编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

