

寻锚启示录：“两轨并一轨”中如何选择利率锚？

——资本市场专题报告

■ **如何实现“两轨并一轨”？** 价格型货币政策框架一般形式是中央银行选择一个关键政策利率（一般为短期）来直接引导市场基准利率，再通过期限结构机制向中长期利率传导，以此引导债券市场利率、存贷款利率变化，最后实现货币政策的最终目标，例如稳定物价、就业或金融稳定等。简而言之，打通整个价格型利率传导渠道需要解决两大关键点，第一步是要解决政策利率→货币利率的传导，第二步是需要解决的环节是货币利率、债券利率→存、贷款利率的传导。

■ **并轨过程中必须要明确几个基本概念。** 什么是关键政策利率？什么是中介目标利率？如何实现政策利率对中介目标（即市场基准利率）的调控？如何实现利率的传导？

■ **确定我国的利率体系的锚：市场基准利率。** 市场基准利率的选取最为关键，其功能在于从上承接中央银行的货币政策工具，向下要反映货币市场的利率水平。在我国现有的利率体系中，7 天银行间存款类机构质押式回购利率（DR007）成为市场基准利率的可能性最大。（为什么不是 R007？为什么不是 SHIBOR 隔夜/1W？具体请见正文）

■ **存、贷款定价参考利率的选择。** 贷款利率定价参考：在期限上，可以根据不同的特性选择合适的市场基准利率，核心要求是所选基准利率能准确反映货币市场的供需。除期限之外，银行也可以依据不同机构的需求采用不同的定价基准。短期贷款利率可以参考 LPR 为贷款定价基准，或者可在货币市场利率上进行加减点，例如以 SHIBOR 或 DR 为参考利率。中长期利率定价可以参考无风险利率为定价基础。

存款利率定价参考：存款利率市场化是利率市场化改革的重要环节和最终目标，需要更为充分的前提条件，要建立在基准利率体系完善，央行对利率的间接调控体系有效，利率定价机制有秩序、可调节、合理化的基础上。活期或短期存款利率可参考银行间短期货币市场利率，中长期、大额存款可参考国债收益率曲线。

刘东亮

资本市场研究所主管

☎：0755-82956697

✉：liudongliang@cmbchina.com

柏禹含

资本市场研究员

☎：0755-83132042

✉：baiyuhan@cmbchina.com



目录

一、我国货币政策调控模式逐渐向价格型转变	1
(一) 我国货币政策正在由数量型向价格型转变	1
(二) 什么是价格型货币政策框架?	1
二、利率市场化改革的下一步：“两轨并一轨”	3
(一) 我国利率市场化取得实质性的成功	3
(二) 我国利率市场化尚未结束，“利率双轨”是当前需要解决的难题	3
三、确定我国的利率体系的锚：市场基准利率	4
(一) 选取市场基准利率	4
(二) 选取关键政策利率	6
(三) 建立利率走廊操作模式	6
四、市场定价参考利率的选择	7
(一) 市场定价参考利率的选择	7
(二) 存贷款利率市场化过程注定是渐进式	10
(三) 并轨过程中需要注意整体性和联动性	10



图目录

图 1: 联邦基金利率和 LIBOR、LPR 走势相关联.....	2
图 2: 美国货币、债券和贷款利率走势相关联.....	2
图 3: 欧央行利率走廊模式.....	3
图 4: 欧元区货币、债券和贷款利率相关联.....	3
图 5: 市场利率与贷款利率走势分化, 利率传导机制并不顺畅.....	4
图 6: 质押式回购余额低于同业存单余额.....	6
图 7: DR007、R007 和 SHIBOR1W 走势相关联.....	6
图 8: DR007、7 天逆回购利率和我国隐形利率走廊的上、下限.....	7
图 9: LPR 跟随贷款基准利率变化.....	9
图 10: 实际贷款利率和货币市场、债券利率相关但不紧密.....	9
图 11: 货币市场利率和理财利率走势相关.....	10
图 12: 货币市场利率和存款利率关联性不明显.....	10

一、我国货币政策调控模式逐渐向价格型转变

（一）我国货币政策正在由数量型向价格型转变

市场经济的本质是要以市场作为资源配置的主要方式，通过市场机制或价格机制来实现，在金融领域的表现是中央银行可以通过价格调控来影响宏观经济。在国际上，成熟经济体的中央银行目前大多采用的是以价格型工具为中心的货币政策调控体系。在我国，随着社会主义市场经济体制的不断完善，建立以利率为中心的价格型货币政策框架是极具必要性的，这也是我国长期以来货币政策改革的方向。近年来，数量型调控工具效果减弱的问题愈加明显，我国货币政策框架向价格型转变的迫切性在不断上升。

（二）什么是价格型货币政策框架？

货币政策框架是有关货币政策目标、手段和传导机制的总和，可以理解为货币当局运用政策工具、借助传导机制以最终实现调控目标的制度¹。价格型货币政策框架的一般形式是中央银行选择一个关键政策利率（一般为短期）来直接引导市场基准利率，再通过期限结构机制向中长期利率传导，以此引导债券市场利率、存贷款利率变化，最后实现货币政策的最终目标，例如稳定物价、就业或金融稳定等。

什么是关键政策利率？政策利率可以有多个，但关键政策利率是最重要的一个，本质上是能够传达央行货币政策立场的利率，要能够有效地引导市场利率走势，属于货币政策工具，利率水平由央行来设定。

在美国，关键政策利率是联邦基金目标利率，由美联储在议息会议后公布；欧洲采用的是利率走廊模式，关键政策利率是再融资操作利率(MRO)，欧洲央行每月会设定再融资利率和围绕该利率的走廊宽度。

什么是中介目标利率？中介目标利率可以理解为央行的操作目标利率，也可以理解为市场基准利率，属于操作目标层面。

在美国，美联储的操作目标利率是联邦基金有效利率，也是美国市场基准利率；在欧洲，银行同业拆借隔夜利率可以视作市场基准利率。

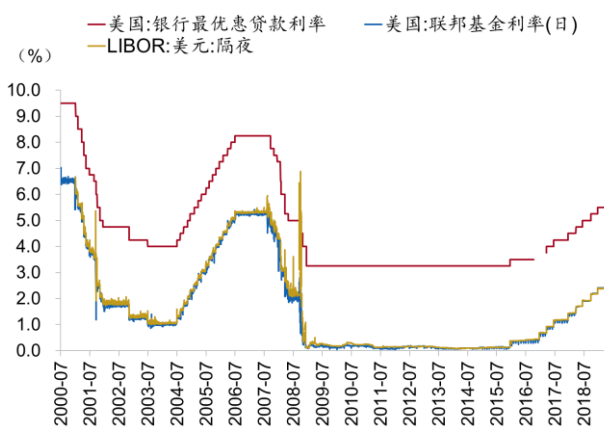
如何实现政策利率对中介目标（即市场基准利率）的调控？目前主流的调控方式主要可以分为目标利率模式和利率走廊模式。目标利率模式是中央银行直接提出中介目标利率的调整范围，例如美联储直接提出联邦基金利率的调整范围（目标值），通过纽约联储的公开市场操作室，在债券市场买卖债券使得联邦基金利率达到目标值。不同于美国，欧央行和其他经济体，如加拿大、日本等国，采用的是利率走廊模式，中央银行通过向商业银行等金融机构提供存贷款便利，依靠设定的利率操作区间来稳定市场拆借利率，在这一模式下，中央银行可以将市场基准利率（如隔夜利率）维持在关键政策利率附近。

¹ 张晓慧，货币政策框架的前世今生，中国金融四十人看四十年，2018年

利率的传导是如何实现的？利率的传导机制大致可以分为二个阶段，第一阶段的传导是政策利率→货币利率、债券利率，央行可以通过调控基准利率稳定在目标区间内来控制货币市场短端利率，短端利率向中长端利率的传导则通过市场的力量来实现。第二阶段的传导是货币利率、债券利率→存、贷款利率，这是通过货币市场对银行负债端的影响以及债券市场和存贷款之间的竞争关系来实现的。最后，金融资产（债券、信贷等）价格的变化将影响实体经济活动，在此过程中，央行通过价格调控来达到货币政策的最终目标。

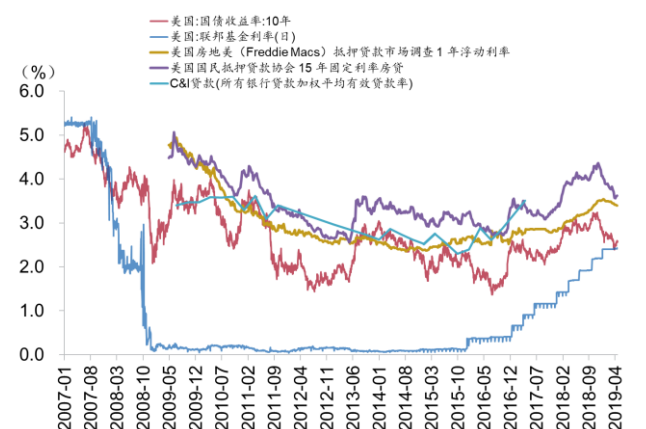
从美国经验来看，在目标利率调控模式下，央行通过调节联邦基金目标利率，可以间接地调控金融市场，大致形成联邦基金目标利率→联邦基金有效利率→存款利率、市场利率(LPR、LIBOR 等)→贷款利率的联动路径。

图 1：联邦基金利率和 LIBOR、LPR 走势相关联



资料来源：Wind，招商银行研究院

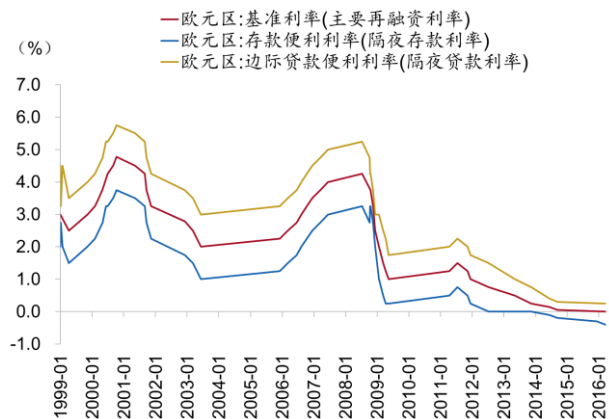
图 2：美国货币、债券和贷款利率走势相关联



资料来源：Wind，招商银行研究院

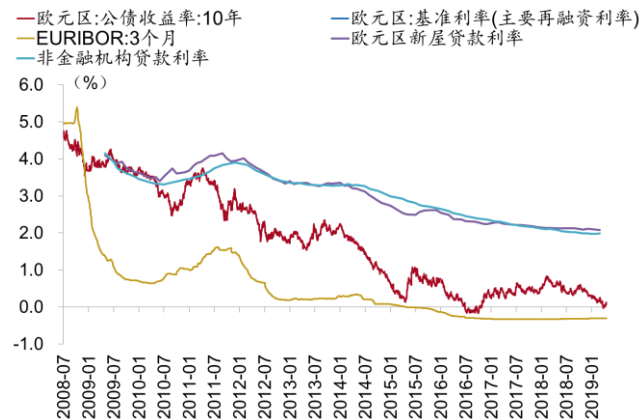
从欧洲经验来看，在“利率走廊”的模式下，中央银行调节再融资利率会导致流动性的注入或回收，从而降低或提高同业拆借利率，此后又进一步传导到商业银行存贷款利率，进而实现降低或提高长期利率的目标，大致形成 MRO→同业拆借隔夜利率→货币市场利率（EURIBOR 等）→存款利率→贷款利率的联动路径。

图 3：欧央行利率走廊模式



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 4：欧元区货币、债券和贷款利率相关联



资料来源：Wind，招商银行研究院

二、利率市场化改革的下一步：“两轨并一轨”

（一）我国利率市场化取得实质性的成功

要使货币政策顺利地由数量型转向价格型调控，利率市场化改革是关键而又复杂的准备环节，目前而言，我国利率市场化取得了实质性的成功。

利率市场化改革最早可以追溯到 20 世纪 90 年代中期，此前我国几乎所有的利率均受到管制，金融资源基本上是通过行政手段按照额度来分配的。1993 年中共第十四届三中全会提出了利率改革的长远目标，历经 20 余年，利率改革基本完成了“狭义”上的利率市场化，我国央行于 1999 年基本放开货币市场和国债市场利率管制，于 2013 年 7 月放开人民币贷款利率管制，于 2015 年 10 月对商业银行和农村合作机构等不再设置存款利率浮动上限。至此，我国取消了对人民币存贷款利率的行政管制，通过渐进式双轨制的推进方式，实现了人民币存贷款利率市场化。

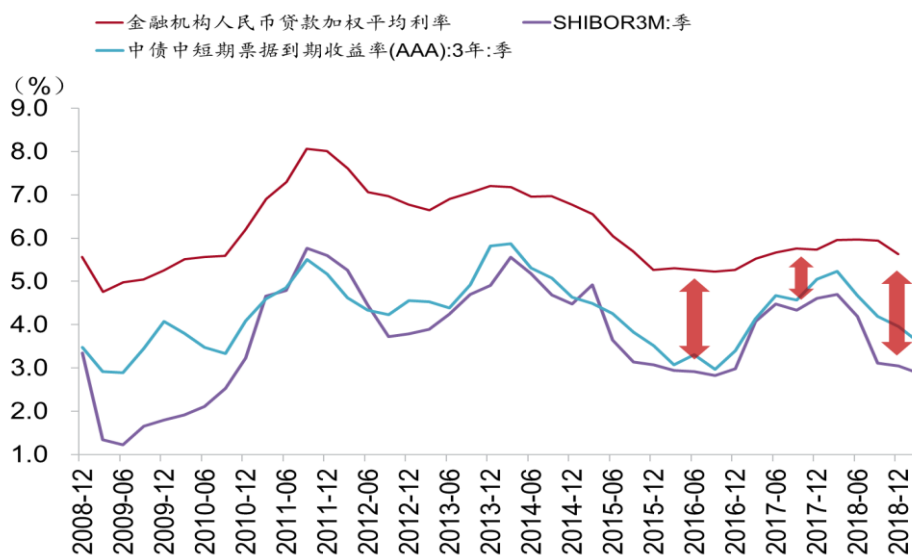
（二）我国利率市场化尚未结束，“利率双轨”是当前需要解决的难题

尽管我国利率市场化取得了不错的成绩，但与成熟经济体的利率市场化程度仍有一段差距，目前利率体系还存在“双轨制”的问题，即同时存在管制利率和市场化利率，表现为中央银行决定的存贷基准利率和市场决定的货币市场利率和债券利率并存。鉴于我国目前仍然是以信贷为主导的间接融资方式，并且短期难以发生根本改变，所以银行信贷仍是我国货币传导的重要渠道。但现在的问题是存贷款定价仍然是人民银行公布的存贷款基准利率，而存贷基准利率和市场化利率之间缺乏联动性和相关性，因此市场利率的变化难以有效传导到存贷款利率，两者容易出现背离，一定程度上阻碍了利率的传导，减弱了价格型工具的调控效率，制约了货币政策从数量型向价格型的转变。

“双轨制”导致的利率传导不顺畅的问题近年来愈加明显。2016年起，央行开始转变货币政策操作方式，维持存贷款基准利率不变的同时，侧重于通过公开市场操作来影响货币市场利率，进而影响各类金融产品的利率，但结果显示传导效果并不明显。自2016年四季度起，受金融去杠杆和货币政策收紧的影响，货币市场利率快速走高，之后债券利率开始上升，但人民币贷款加权利率仅小幅上升，银行净息差快速收窄。同样，利率下行传导也不顺畅，自2018年1季度起，货币政策转向放松，货币市场利率快速回落，之后债券利率开始下行，但人民币贷款加权利率仅小幅下降，实体融资成本下行十分缓慢。

所以，要真正实现以市场化利率有效配置金融资源，达到货币政策有效调控利率的效果，利率市场化改革还需要继续深入，“双轨制”正是下一步需要解决的“硬骨头”。

图5：市场利率与贷款利率走势分化，利率传导机制并不顺畅



资料来源：Wind，招商银行研究院

三、确定我国的利率体系的锚：市场基准利率

解决“双轨制”问题的关键在于推动“两轨并一轨”，实现存贷款利率和市场利率相挂钩。如何实现“两轨并一轨”？第一步是要解决政策利率→货币利率的传导，本小节就我国市场基准利率的选择和如何对市场基准利率进行调控展开讨论。

(一) 选取市场基准利率

在货币政策框架中，市场基准利率的选取最为关键，其功能在于从上承接中央银行的货币政策工具，向下要反映货币市场的利率水平，因此，只有在有效的市场基准利率的调控上，货币政策的传导才会有效。

在市场基准利率的选取上，伯南克（1992）曾给出三个标准，一是对宏观经济指标要具有领先性，这个标准的背后暗含两个条件：（1）市场基准利

率能包含货币政策想要传达的意图，和（2）货币政策可以影响实体经济；二是市场基准利率能否被中央银行所控制，进而可以反映出中央银行对经济的看法；三是市场基准利率变动真正反映的是货币政策变动，而不仅仅是货币市场的变化。

简单来说，市场基准利率需要具备几点特征，第一，引导性。该利率是否能够引导长期利率的变化，对实体经济指标是否具有可预测性。如果落到具体特征上，要能满足以上效果，最佳选择是真实交易出来的利率，因为能够代表货币市场的真实情况；同时，该利率的交易规模足够大，可以反映出货币利率的整体水平；第二，央行对该利率是否有可控度，该利率能否对央行货币政策做出反应，其变化背后是否更多包含的是央行货币政策信息²。

从国际经验来看，市场基准利率可以分为两类，一类是银行间同业拆借利率，包括美国、日本等，主要是通过公开市场操作来进行调控；另一类是银行间质押式回购利率，以加拿大等国为典型国家。从期限来看，通常以短期限为主，大多数国家采用隔夜/7天；从机制上来看，几乎全部采用的是实际成交利率。

在我国现有的利率体系中，**7天银行间存款类机构质押式回购利率（DR007）成为市场基准利率的可能性最大**。DR007较大程度地满足上述要求，一是质押式回购利率市场化程度很高，是目前银行间回购交易市场上最大的货币市场工具，同时，银行间回购市场交易规模高于同业拆借市场，因此，质押式回购利率可以代表真实银行间货币短期供需；二是商业银行是我国货币传导的主要渠道，DR007能够直接反映商业银行的交易情况；三是在央行的培育下，DR007受7天逆回购利率引导较强，能够较大程度体现出央行的政策意图。

为什么不是 R007？不选择 R007 作为操作目标利率的原因其实在于，银行和银行，与银行和非银之间的融资行为有本质上的差别。两个银行之间的融资行为动用的是在央行的超额准备金，反应在央行资产负债表上是结构性的变化。而银行和非银之间的融资是涉及货币创造的。从央行的角度来说，超额准备金的供给总量和货币市场利率相关，这是央行关注的焦点，关注银行和银行之间的交易行为和利率，本质上关注的是超额准备金的变化。银行和非银行金融机构之间的交易行为，不涉及超额准备金的变化，并不和货币政策操作目标直接相关，利率走廊调控的也更应该是银行和银行之间交易的利率。当然，这并不意味着央行完全不关注 R007，但关注的出发点更多在调控信用总量层面。

为什么不是 SHIBOR 隔夜/1W？央行曾向市场传达可能将上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）作为市场基准利率的信号，但从根本上说 SHIBOR 是报价机制，并不是真实交易出来的利率，报价机制容易被操纵，有可能误导货币政策，所以选择 SHIBOR 作为市场基准利率的可能性非常低。

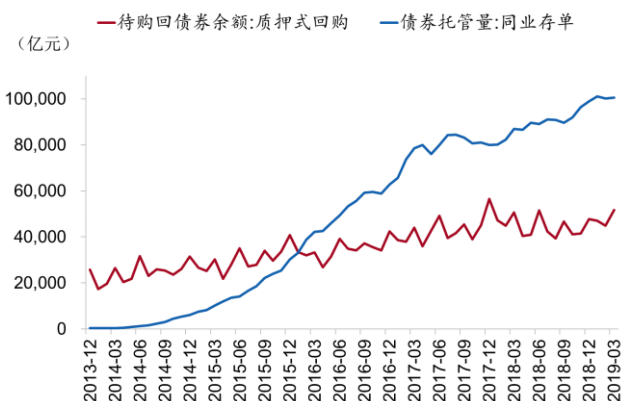
目前 DR007 作为市场基准利率还具有一定的缺陷，仍需进一步完善。DR007 能准确反映商业银行在质押式回购市场的交易情况，但对于整体货币

² 中国人民银行长沙中心支行课题组，利率市场化背景下我国利率调控体系构建研究，金融监管研究，2015年第2期

市场利率的代表性还不高。对于商业银行而言，如果 DR007 偏离货币市场平均利率过多，则商业银行的资金成本无法通过 DR007 被体现出来，因为银行利用资金的机会成本是整体市场的利率水平，而不仅仅是借给银行同业的资金利率水平。

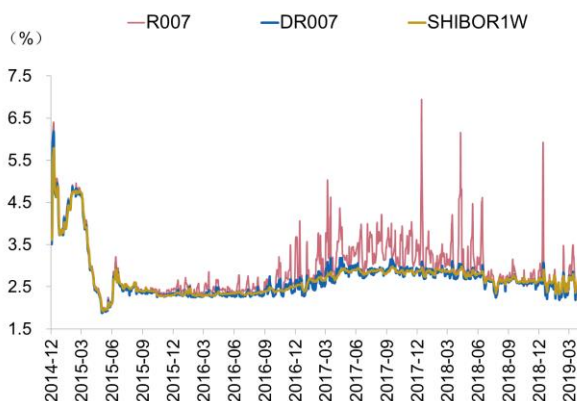
从历史表现来看，DR 系列会在某些特殊的时期与整体货币市场利率出现偏离。背后的原因在于近年来同业存单的发行在不断增多，同业存单的需求不仅来自于银行，也来自于非银。同时，存单供给端容易受到监管的影响，因此 DR 对整体货币市场利率代表性还偏弱。从这个角度出发，未来中央银行需要进一步提高 DR 系列的代表性，可以促进 SHIBOR 或存单定价更贴近于 DR007。

图 6：质押式回购余额低于同业存单余额



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 7：DR007、R007 和 SHIBOR1W 走势相关联



资料来源：Wind，招商银行研究院

（二）选取关键政策利率

关键政策利率的选取最为重要的是考虑该利率是否对市场基准利率有可控性，那么选择关键政策利率的时候需要考虑该国金融市场主要是以何种方式进行融资的，参照各国经验，金融发展程度高的国家一般会将同业拆借目标利率作为政策利率，如美国、日本等；以间接融资为主的国家会选择以证、逆回购或再融资利率作为关键利率，如欧洲、加拿大等。从期限的选择上看，一般以隔夜/7 天为主。

在我国现有的政策利率体系中，无论从品种还是期限上考虑，都有可以作为关键政策利率的选择。从当前央行的倾向来看，7 天正、逆回购利率成为关键政策利率的可能性最大。一方面，从政策利率可控性出发，央行长沙中心支行(2015)在其发表的研究中称，相较于央行票据利率和再贴现利率，7 天正逆回购对文中备选的三个市场基准利率可控性较强；另一方面，我国是以间接调控为主，选择正逆回购利率较为合适，并且，2014 年之后，央行有意培养 7 天逆回购利率，其对货币市场的引导力在加强，DR007 基本围绕央行 7 天逆回购利率波动。

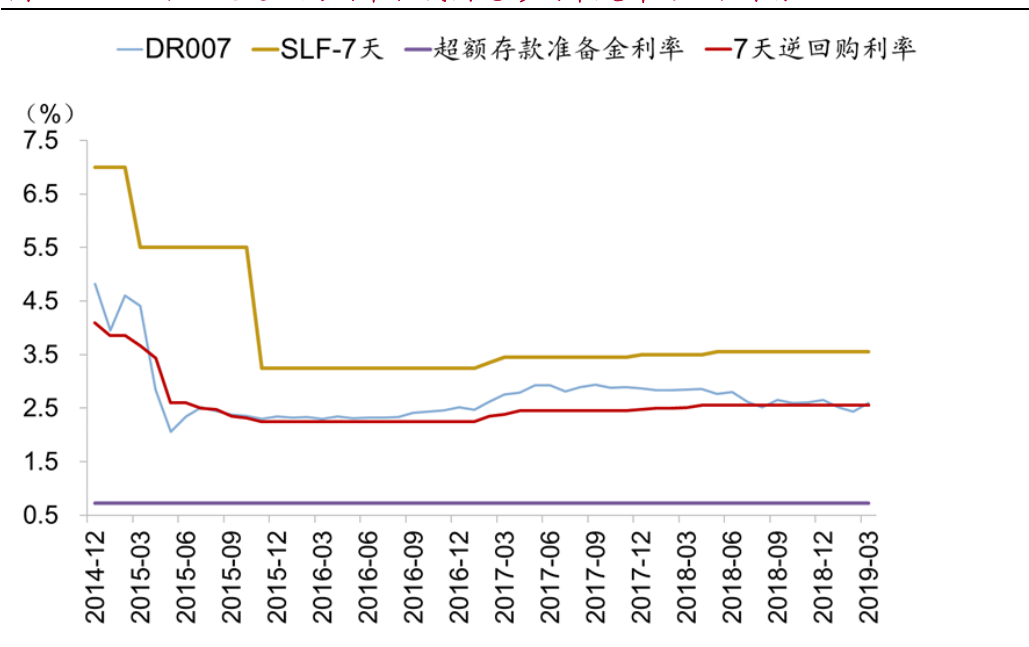
（三）建立利率走廊操作模式

自 2015 年起，央行提出探索利率走廊机制，并明确提出探索常备借贷便利（SLF）作为货币市场利率走廊上限的功能，市场逐步形成了以超额存款准备金利率为下限、SLF（7 天）为上限的隐形利率走廊的认识。

学术上，胡海鸥和贾德奎（2006）从理论和实践两方面对国内外两种利率调控模式的优缺点进行了详细地比较分析，并结合我国国情分析指出，“利率走廊模式”更适合我国。央行在 2015 年的工作论文³中也指出，我国有必要建立利率走廊操作系统，仅仅依靠公开市场操作来稳定利率面临较多的困难。

至今，利率走廊机制还未成熟，央行并未确定哪一个是关键利率，并且现有过多的政策利率，不利于引导市场预期。未来央行还需要进一步减少政策利率的个数，并明确关键利率和利率走廊的上、下限，继续完善利率走廊的建设，进一步有效控制短期利率的波动，提高货币政策透明度，加强对市场预期的调节。

图 8：DR007、7 天逆回购利率和我国隐形利率走廊的上、下限



资料来源：Wind，招商银行研究院

四、市场定价参考利率的选择

（一）市场定价参考利率的选择

在讨论完第一阶段：政策利率→货币利率的传导之后，下一步需要解决的环节是货币利率、债券利率→存、贷款利率的传导，即未来采用什么利率替换存、贷款利率基准，进而实现存贷款利率和货币市场相挂钩。

1. 贷款利率的定价参考利率

³ 央行工作论文，利率走廊、利率稳定性和调控成本，2015 年第 12 号

由于贷款利率的短期、长期定价有所不同，因此在下文中做出区分：

(1) 短期利率定价：短期贷款利率可以参考 LPR 为贷款定价基准，或者可在货币市场利率上进行加减点，例如以 SHIBOR 或 DR 为参考利率。

选择一：LPR：又称贷款基础利率，是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率。央行在 2019 年第一季度货币政策执行报告专栏 3 中提到未来要进一步培育市场化贷款定价机制，其中提及 LPR 已成为金融机构贷款利率定价的重要参考，体现出 LPR 是央行目前重点培育的市场化贷款定价基准利率。

但 LPR 机制仍需进一步改革和完善。在实践中 LPR 对市场利率变动的反应十分迟钝。自 2013 年 10 月有数据以来，LPR 基本上追随贷款基准利率变化，目前仍未有证据表明已与央行所定的贷款基准利率完全脱钩。此外，受期限限制，LPR 尚只能满足中短期贷款利率定价的参考需求。

未来需要让 LPR 与中央银行政策利率保持相对稳定的关联性，方式上可以考虑在市场基准利率上进行加减点的方式来完成 LPR 的定价（可以参考美国 LPR 固定利率的定价方法，直接在联邦基金目标利率加 300bp），切实提升利率传导效率，提高利率定价的透明度。

选择二：货币市场利率：若采用货币市场利率（SHIBOR、DR、同业存单等）作为定价基础，需要关注的要点在于这个利率是否对整体货币市场具有代表性，流动性是否良好。

目前在定价的选择上，SHIBOR 具有一定优势，此前已为同业拆借、同业存单利率等提供了定价参考，也较大程度代表货币市场利率水平，同时也可以有效反映银行资金的整体成本水平。

但是期限上，SHIBOR 期限主要集中在短期，如 3 个月以内，尚不能满足更长期限的定价参考需求。在机制上，虽然央行已通过多重手段来完善 SHIBOR 报价机制，但与国际上报价制度相对完善的 LIBOR、HIBOR 等仍有一定差距；另外，SHIBOR 面临一定的被操纵风险，这也是国外机构对于报价利率较为担心的一点。

DR 的交易规模还需要继续培养，同时 DR 集中在更短期限上，更长期限，如 1M、3M 等的利率流动性和深度尚不够。

有些观点认为可以采用同业存单作为利率定价，但我们认为同业存单的发行受到监管指标影响较大，存在明显季节性波动，波动率相对较高，因此稳定性较弱，暂时不宜作为定价基准。

(2) 中长期利率定价：可以参考无风险利率为定价基础。

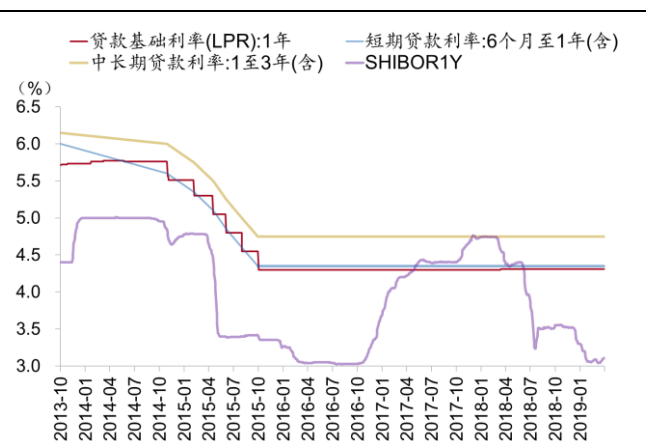
选择一：国债收益率曲线：目前是可行性较高的选择。经过多年发展，债券市场的市场化程度已经有明显提升，货币利率可以较为有效地传导至债券利率上。但债券利率作为存贷款定价参考依然面临诸多问题：一是国债由于发行频率和期限相对单一，缺乏短期（1 年及以下）品种，流动性不够；二是作为无风险利率国债收益率曲线不够平滑，部分期限例如 1 年、3 年、7 年，在二级市场交易较少，容易导致收益率曲线倒挂；三是当前债券市场和理财产品中，

存在一定的刚兑问题，使得市场上有部分收益率也呈现了一定的无风险特征，弱化了国债作为唯一基准的效用；四是现阶段我国还未有足够发达的衍生工具进行利率风险对冲。因此，后续还应继续提高国债市场的流动性，提升国债收益率曲线的平滑度，加大促进衍生品市场发展的力度⁴。

选择二：国开债收益率曲线：我国政金债背后是国家信用的体现，通常被市场视为无风险利率。从存量规模看，国债和政金债规模相当。从期限上看，国开债到期更加分散，有利于形成完整的收益率曲线。相比于国债，国开债受到更多机构的青睐，流动性更好，交易量高于国债。因此，国开债也可在定价过程中发挥定价基准的功能。

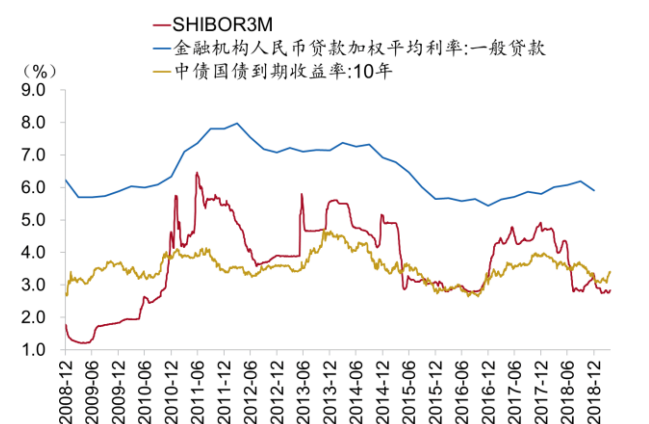
综合而言，从短期到长期，贷款利率的定价基准可能面临不同的选择，在期限上，可以根据不同的特性选择合适的市场基准利率，核心要求是所选基准利率能准确反映货币市场的供需。除期限之外，银行也可以依据不同机构的需求采用不同的定价基准，参考发达经济体的经验，小企业和零售贷款可以选用LPR，大型企业贷款定价可以选用更为市场化的货币市场利率或债券市场利率。

图 9：LPR 跟随贷款基准利率变化



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 10：实际贷款利率和货币市场、债券利率相关但不紧密



资料来源：Wind，招商银行研究院

2. 存款利率定价参考利率

存款利率市场化是利率市场化改革的重要环节和最终目标，需要更为充分的前提条件，要建立在基准利率体系完善，央行对利率的间接调控体系有效，利率定价机制有秩序、可调节、合理化的基础上。

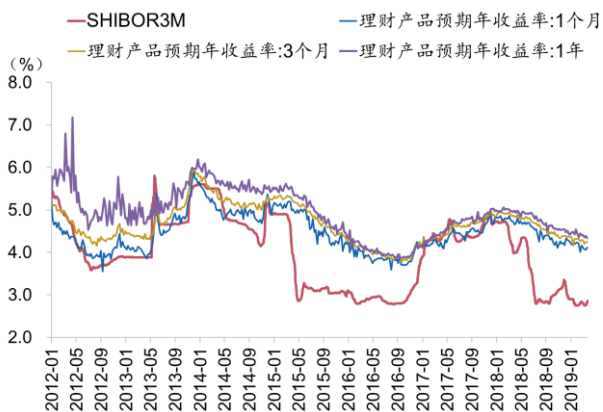
(1) 短期利率定价：活期或短期存款利率可参考银行间短期货币市场利率，如 DR、SHIBOR 系列。未来央行选定市场基准利率以后，可直接采用基准。

(2) 中长期利率定价：中长期、大额存款可参考国债收益率曲线。一般来说，国债和存款是可相互替代的，如果定期存款以国债利率作为定价参考，可以让定期存款利率略高于同期限国债利率。

⁴ 马骏、管涛等，利率市场化与货币政策框架转型，2018 年

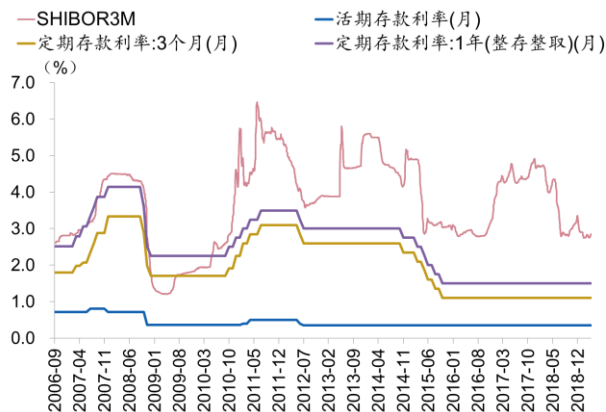
此外，存款的定价对于银行的负债管理能力提出更高的挑战，银行需要深入分析资金的供需状况和资金成本，包括货币市场的流动性变化和债券收益率变化，根据期限结构来确定合理的存款利率。

图 11：货币市场利率和理财利率走势相关



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 12：货币市场利率和存款利率关联性不明显



资料来源：Wind，招商银行研究院

（二）存、贷款利率市场化过程注定是渐进式

从海外主要经济体经验来看，利率市场化改革均采取循序渐进的策略，在存贷款利率市场化顺序上，大致遵循“先贷款后存款”，“先大额后小额”的顺序。我国的存贷款利率市场化也不应一次性完全放松利率管制，从贷款利率市场化的推进中，可以先考虑由企业贷款出发，从大额逐渐推进到小额，之后再推进到居民端贷款，以此循序渐进。从存款利率市场化的推进中，可以先考虑对长期、大额的企业存款进行市场化，之后再推进短期、小额的企业存款利率市场化，之后再到居民存款端。

此外，可先允许部分符合标准的金融机构进行市场化定价，后允许不达标金融机构放开定价。同时，放开程度也应与金融机构、企业和居民的接受程度一致，不应产生过快和过大的偏离。

（三）并轨过程中需要注意整体性和联动性

在正式取消存、贷款利率之前，最为根本的是要建立完善的中央银行利率调控框架，理顺传导机制，要注意整体性和联动性。一是央行要明确市场基准利率、进一步完善利率走廊，最终达到稳定和调节市场基准利率的效果；二是要培育或进一步明确定价参考利率体系，在并轨初期有意向对商业银行进行引导，尽量避免银行在不同产品上选用参考利率不一致而产生经营性风险，等待利率货币政策足够成熟后，可让各家银行根据市场情况自行选择；三是要提高货币利率向债券利率的传导效率，进而提高传导到存、贷款利率的效率，这需要进一步加强债券市场的流动性，完善衍生品市场。四是需要一定程度减弱数量型工具、监管政策对货币政策的干扰。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇