

2012年2月6日



策略研究

核心利率市场化改革，渐行渐近

策略深度报告

◆泛泛而谈：利率市场化对股市影响巨大

无风险利率、风险溢价以及上市公司盈利增长率共同决定估值水平。如果不考虑中国特色的改革进程，一般而言，启动核心利率市场化之后的短期内，市场利率水平倾向于上行，这会提升无风险利率水平，带来对股市估值的负面冲击。具体板块上，利率市场化推进不利于银行股短期利润增长。具体过程上，如果核心利率市场化推进期间出现上世纪拉美的金融动荡，对于市场的负面影响还会更加明显。

◆利率市场化进程回眸

到目前为止，债券市场利率市场化基本完成，货币市场利率市场化基本完成，外币存、贷款利率市场化基本完成，本币存贷款利率市场化还剩下最为核心的两点：第一点，放开存款利率上限、贷款利率下限、信用社贷款2.3倍限制以及企业债利率不超过储蓄存款利率的40%。其中核心为存款利率上限和贷款利率下限。第二点，由市场定价的国债期货利率替代央行公布的利率基准。

◆推动核心利率市场化的理由

中国经济转型的影响：展望未来，投资增速降是经济转型的内在要求。更为重要的是，虽然过程或许漫长，中国经济转型一旦成功，宏观经济调控的重点有望从投资转变为消费。这就意味着，通过利率管制调节投资增长的必要性在下降，这为核心利率市场化改革创造了条件。同时经济增长从依赖投资转变到依靠消费，需要启动收入分配体制改革，这就触及到企业、政府和住户三个部门分蛋糕的问题。考虑到银行业利润的高占比，在需要整个企业部门拿出更多利润让渡给住户部门的时候，启动核心利率市场化有利于平滑企业部门中实体经济部门利润下滑的冲击。

理财产品的倒逼效应：过去两年，表外理财产品规模膨胀至3.3万亿。利率市场化取代理财产品可以避免一些显而易见的缺陷。比如说不会明显影响全社会存款增长，比如说可以将风险控制纳入表内。从国际上看，理财产品的倒逼效应与美国80年代初放开存款利率具有一定程度的相似性。

人民币国际化内在要求：过去两年，跨境贸易人民币结算高速发展，人民币国际化的进程不断加速。人民币国际化进程对资本项目放开和利率市场化提出了内在要求。

◆政策动向：

2011年12月中央经济工作会议，中央一反过去十年不提利率市场化的历史，正式提出“深化利率市场化改革”。在2012年1年全国金融工作会议上，温家宝总理讲话稿明确提出“加快培育市场基准利率体系，引导金融机构增强风险定价能力”。改革启动箭在弦上，具体进程可以参考吴晓灵建议：第一步加大贷款利率下浮的幅度，放开信用社贷款利率的上限；第二步取消贷款利率下限的限制，放开债券利率的限制；第三步放开存款利率上限；

◆结论：综合来看，虽然核心利率市场化的脚步声已经越来越近，但是核心利率市场化进程或许会延续数年。从吴晓灵的思路看，最大的一波冲击应该出现在整个进程的末期而非初期。因此，短期股市负面冲击应该不大。

敬请参阅最后一页特别声明

联系人

徐彪
021-22169120
xubiao@ebcn.com

分析师

刘名斌 (执业证书编号：S0930511100003)
021-22169170
liumb@ebcn.com

开文明 (执业证书编号：S0930510120012)
021-22169160
kaiwm@ebcn.com

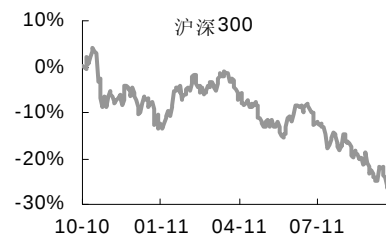
范敏 (执业证书编号：S0930510120021)
021-22169039
fanmin@ebcn.com

冯钦远 (执业证书编号：S0930510120014)
021-22169119
fengqy@ebcn.com

熊伟 (执业证书编号：S0930511060001)
021-22169110
xiongwei@ebcn.com

薛俊 (执业证书编号：S0930510120022)
021-22169045
xuejun1@ebcn.com

大盘走势图



目 录

一、泛泛而谈：利率市场化对股市的影响巨大	3
1.1 利率市场化对估值的影响	3
1.2 利率市场化对盈利的影响	3
1.3 提出一个问题	3
二、利率市场化改革进程回眸.....	4
三、推动核心利率市场化的理由.....	5
3.1 中国经济转型	6
3.2 理财产品规模扩张倒逼	9
3.3 人民币国际化的内在要求	10
3.4 关于利率市场化的一个顾虑.....	12
3.5 利率市场化的配套措施	12
四、具体进度看政策	13
五、结论.....	13

一、泛泛而谈：利率市场化对股市的影响巨大

利率市场化从两个方面对市场造成比较显著的影响, 第一个方面为估值, 第二个方面为盈利。而市场整体涨跌的方向, 往往就由估值和盈利来决定。

1.1 利率市场化对估值的影响

理论上讲, 股市的预期收益率由无风险利率和风险溢价决定。

$$R(E) = R(f) + \text{风险溢价}$$

根据永续增长模型, 在固定增长的条件下, 股票价格等于未来股利 (Div) 减去增长率来贴现的现值。

$$P = \text{Div} / (R(E) - g)$$

于是, 我们可以推导出:

$$PE = \text{Div} / (R(E) - g) * EPS \approx 1 / \{R(f) + \text{风险溢价} - g\}$$

定性的描述可以是无风险利率、风险溢价以及上市公司盈利增长率共同决定估值水平。

在国外的研究中, 无风险利率一般用美国国债收益率来表征。在中国, 表征无风险利率同样可以用国债利率, 国债利率走势受到全社会利率水平的影响。

一个比较具有共性的认识是, 一般而言, 启动核心利率市场化之后的短期内, 市场利率水平倾向于上行, 这会提升无风险利率水平, 带来对股市估值的负面冲击。当然, 具体到中国, 考虑到贷款利率上限已经放开, 冲击或许更多来自于国债期货取代央行利率基准过程中出现的扰动, 马上判断利率市场化会导致利率水平上升似乎稍显草率。

1.2 利率市场化对盈利的影响

毫无疑问, 利率市场化会对企业盈利造成比较明显的影响, 具体体现在几个方面:

首先, 具体板块上, 利率市场化推进不利于银行股短期利润增长。以 2010 年为例, 银行业将近 6 成利润来自净利息收入。考虑到银行股在股市中的高占比 (高于实体经济中的占比), 或许会构成对市场的短期负面影响。具体过程上, 如果核心利率市场化推进期间出现上世纪拉美的金融动荡, 对于市场的负面影响还会更加明显。

其次, 从长期而言, 利率市场化有利于资源配置效率的提高, 减小经济运行的摩擦成本, 从而有利于经济长期增长, 这将构成对市场的长期正面影响。

1.3 提出一个问题

既然利率市场化对市场估值和盈利都有着较为明显的短期影响, 有必要探讨这么一个问题: 利率市场化改革进程已经进行到了哪一步, 是否具备继续推进的条件? 如果具备, 政策迹象是否印证?

二、利率市场化改革进程回眸

利率市场化这个词并不陌生，早在 1993 年，中共十四届三中全会在决定建立市场经济体制时，就提出“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”。

2004 年，中共十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》中进一步明确“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。”

过去近三十年时间里，中国在利率市场化的道路不断前行，并且稳步取得了一个有一个成果。

图表 1 利率市场化历史进程

	时间	文件	事件
货币市场利率市场化	1986 年	《中华人民共和国银行管理暂行条例》	规定同业可以拆借，此后同业拆借业务开始发展
	1990 年	《同业拆借管理试行办法》	首次系统地制订了同业拆借市场运行规则，并确定了拆借利率实行上限管理的原则
	1996 年	《关于取消同业拆放利率上限管理的通知》	年初统一拆借市场，年中取消利率上限
	1998 年		改革再贴现利率及贴现利率的生成机制，放开贴现和转贴现利率
	2005 年		放开金融机构同业存款利率
	2007 年		上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR) 正式运行
债券市场利率市场化	1991 年		国债发行市场化尝试，试行承购包销
	1996 年		财政部通过证券交易所市场平台实现了国债的市场化发行
	1997 年	《关于银行间债券回购业务有关问题的通知》	银行间债券回购利率和现券交易价格同步放开
	1998 年		政策性银行（国开行和进出口银行）运用市场公开招标方式发行金融债券
	1999 年		财政部首次在银行间债券市场实现以利率招标的方式发行国债
	2004 年	《全国银行间债券市场债券买断式回购业务管理规定》	进一步丰富了债券回购的业务形式
存贷款利率市场化	1987 年	《关于下放贷款利率浮动权的通知》	商业银行可根据国家的经济政策，以国家规定的流动资金贷款利率为基准上浮贷款利率，浮动幅度最高不超过 20%。
	1996 年		贷款利率的上浮幅度由 20% 缩小为 10%，下浮 10% 不变，浮动范围仅限于流动资金贷款。
	1998 年		将金融机构对小企业的贷款利率浮动幅度由 10% 扩大到 20%，农村信用社的贷款利率最高上浮幅度由 40% 扩大到 50%
	1999 年		对保险公司大额定期存款实行协议利率，对保险公司 3000 万元以上、5 年以上大额定期存款实行保险公司与商业银行双方协商利率的办法，扩大金融机构贷款利率浮动权。允许县以下金融机构贷款利率最高可上浮 30%，将对小企业贷款利率的最高可上浮 30% 的规定扩大到所有中型企业
	2000 年		放开外币贷款利率以及 300 万美元以上的大额外币存

2012-02-06 策略研究

		款利率
	2002 年	将境内外资金融机构对中国居民的小额外币存款，纳入人民银行现行小额外币存款利率管理范围，实现中外资金融机构在外币利率政策上的公平待遇。全国总共 91 个县的农村信用社开展扩大存贷款利率浮动幅度试点，将贷款利率浮动幅度扩大到 100%，存款利率最高可上浮 50%；统一中外资外币利率管理政策
	2003 年	年中放开境内英镑、瑞士法郎、加拿大元的小额存款利率。小额存款利率的外币币种由 7 种减少为 4 种，即：美元、欧元、港币和日元。年底进一步放开小额外币存款利率下限。商业银行可根据国际金融市场利率变化，在不超过人民银行公布的利率上限的前提下，自主确定小额外币存款利率。推进农村信用社改革试点时，允许试点地区农村信用社的贷款利率上浮不超过贷款基准利率的 2 倍。
	2004 年	商业银行、城市信用社贷款利率上限为利率基准的 1.7 倍，下限为 0.9 倍。农村信用社贷款利率上限为基准的 2 倍，下限为 0.9 倍。放开 1 年期以上小额外币存款利率。此后进一步放开存款利率下限和贷款利率上限（不含城乡信用社，其上限为 2.3 倍）。
	2006-10 年	商业性个人住房贷款利率的下限由贷款基准利率的 0.9 倍扩大为 0.85 倍；08 年又扩大为 0.7 倍；10 年恢复到 0.85 倍

数据来源：光大证券

从过去这些年的实践经验看，中国利率市场化的思路是“先外币、后本币；先贷款、后存款；先长期、大额，后短期、小额”。

到目前为止，债券市场利率市场化基本完成，货币市场利率市场化基本完成，外币存、贷款利率市场化基本完成，本币存贷款利率市场化还剩下最为核心的两点：

第一点，放开存款利率上限、贷款利率下限、信用社贷款 2.3 倍限制以及企业债利率不超过储蓄存款利率的 40%。其中核心为存款利率上限和贷款利率下限。

第二点，由市场定价的国债期货利率替代央行公布的利率基准。

摆在我们面前的，是最核心也是难度最大的核心利率市场化。利率市场化改革进入真正意义上的深水区。

三、推动核心利率市场化的理由

事实上，利率市场化改革已经进行了将近 20 年。2005-2007 年间，我们已经基本完成了除存款上限、贷款下限外的其他所有利率市场化改革。但是，将近 5 年时间过去了，最为核心的贷款下限和存款上限依然没有触碰的迹象。在这种背景下，如何判断改革进入深水区的必要性？

我们尝试着从中国经济转型、理财产品规模倒逼以及人民币国际化这三个角度来回答问题。

3.1 中国经济转型

2008 年，美国次贷危机爆发为金融海啸，紧随而来的经济危机席卷全球。美国从此陷入去杠杆的泥潭。

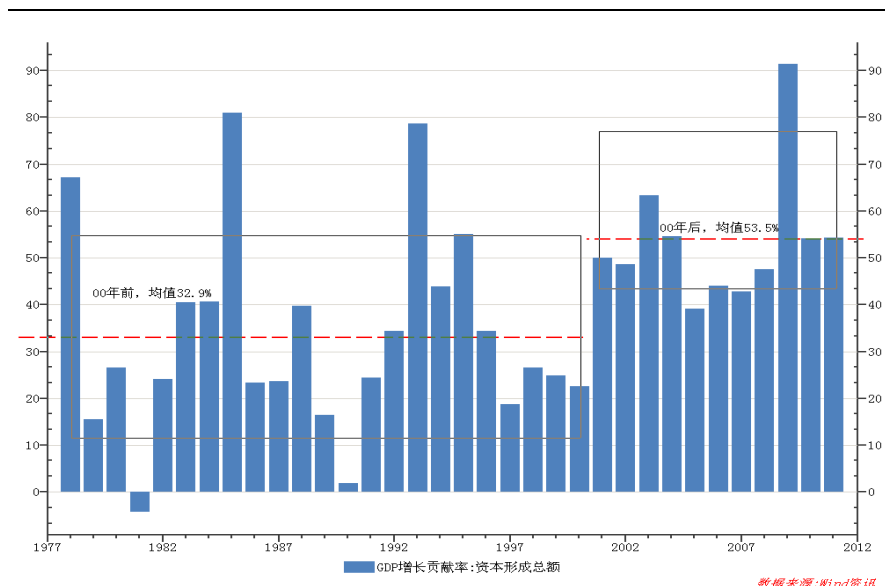
2010 年，希腊引爆欧洲债务危机，经济衰退成为笼罩在全球头上的阴影。欧洲紧随其后陷入去杠杆的泥潭。

在应对危机的过程中，中国政府深刻认识到经济转型的迫切性。2008 年 12 月中央经济工作会议上，中央提出“加快”发展方式转变，相比 2007 年多出一个词“加快”。2009 年 12 月中央经济工作会议，中央提出“加快”经济结构战略性调整，相比一年前又多出了一个“加快”。从过往的经验看，一旦某个例行用词被冠以“加快”字样，意味着中国政府已经下了坚决推动的决心。2010 年 2 月 3 日，胡锦涛在省部级干部研讨班上讲话，阐述了加快经济发展方式转变的重要性和紧迫性。2010 年 3 月，两会召开，主题依然是贯彻落实科学发展观加快经济发展方式转变。

无论经济结构调整还是发展方式转变，都绕不过两点：第一点是从依赖外需转变到依靠内需，第二点是从依赖投资转变到依靠消费。这会带来两个比较明显的转变：

第一是对投资的依赖会逐步下降，过去几十年时间里中国工业化进程不断加速，中国经济增长呈现出严重依赖投资的特征，进入 21 世纪后，伴随重工业化加速，投资对经济增长的贡献进一步上升。

图表 2 资本形成总额对 GDP 贡献度



在经济增长严重依赖投资的条件下，在工业化进程中，我们可以想象，政府有充足的理由去实行管制利率。管制利率的好处显而易见，在中国高储蓄率的宏观背景下，利率管制有利于实现相对较低的利率环境，储蓄向投资转化的成本较低，促进资本积累。事实上，这也是凯恩斯主义的一个核心观点：储蓄取决于收入而不是利率，而收入则有赖于投资带来的经济增长。这就为利率管制带来了实践空间，在较低的利率环境里，利率通常低于投资的预期回报，投资就会变得有利可图，而投资会刺激经济增长带动消费和储蓄的繁荣。虽然 1970 年代后“金融抑制”以及“金融深化”理论提出利率管制的一系列负面作用。但是，比较公认的是，低利率管制和信贷配给的金融政策对于日本战败后的经

2012-02-06 策略研究

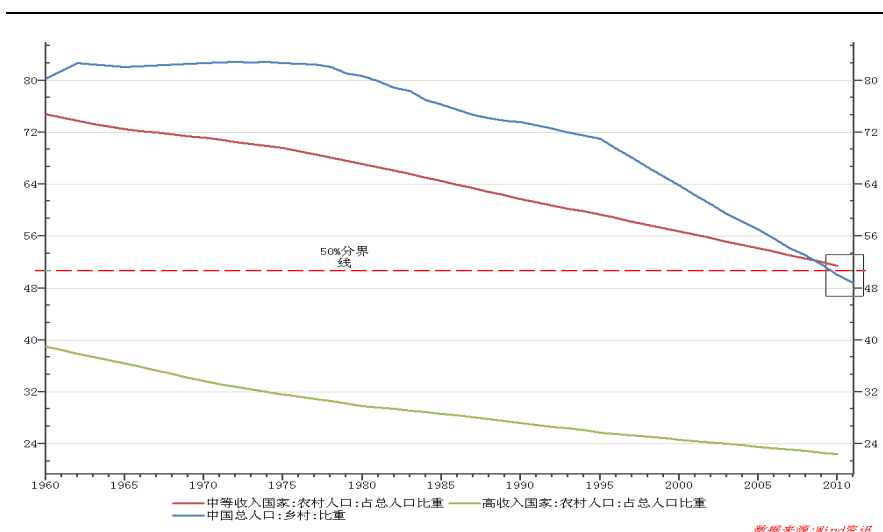
济复兴起到了重要作用，在东南亚奇迹的创造中也可谓功不可没。同样，过去几十年改革开放的实践表明，利率管制同样对中国经济腾飞起到一定的推动作用。

在资本主义的生产方式下，总供给扩张往往取决于需求扩张的步伐，而产能扩张离不开投资。本世纪前十年投资增速明显快于上世纪后二十年，一个很重要的原因就是加入 WTO 之后外需得以启动，外需和中国城镇化双轮驱动工业化快速发展。

展望未来，从外需看，金融海啸后欧美不约而同进入资产负债表修复期。通常来说，去杠杆需要较为漫长的时间，考虑到全球新一轮经济周期依然遥遥无期，中国经济面临的外需环境或许难以重现过去辉煌十年。

展望未来，从内需角度看需要观察城镇化。中国城镇化比例达到 50%，正式超过全球中等收入国家平均水平。离高收入国家还有较长一段距离，相信后面还将继续。具体着力点主要看中西部地区发展。

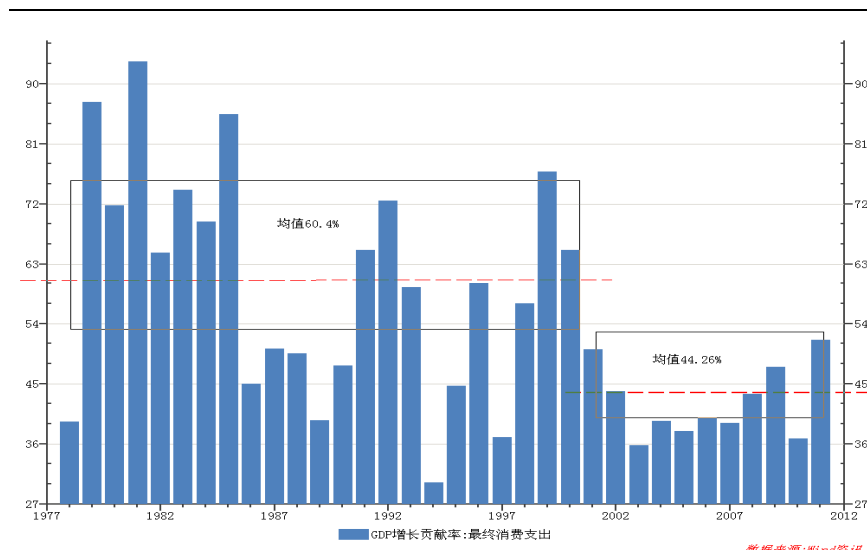
图表 3：城镇化率国际比较



综合来看，中国经济需求环境跟前十年相比下台阶是大概率结果。为了防止产能过剩，必须将投资增速降下来。更为重要的是，过程或许漫长，中国经济转型一旦成功，宏观经济调控的重点将从投资转变为消费。这就意味着，通过利率管制调节投资增长的必要性在下降，这为核心利率市场化改革创造了条件。

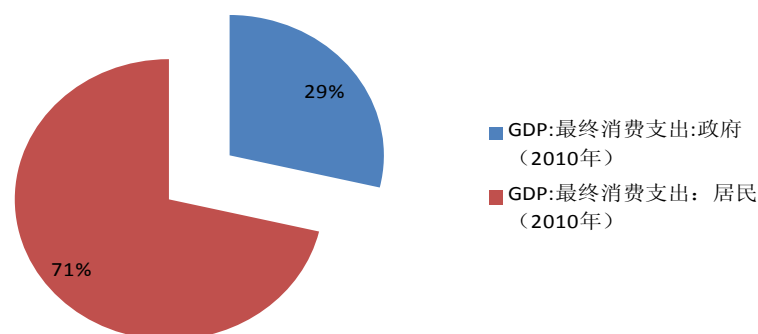
第二是有必要启动内需。过去十年，消费对经济增长的贡献明显回落。

图表 4：最终消费对 GDP 贡献度



以 2011 年为例，最终消费对 GDP 同比增速的贡献均值大约为 50%，考虑到最终消费支出中居民的占比为 71%，住户部门消费对经济增长的贡献只有大约 1/3。

图表 5：2010 年政府与居民在最终消费中的占比



数据来源：wind

展望未来，要想启动内需，就必须启动居民消费，这就涉及到一个非常关键的前提条件：收入分配体制改革。

十二五规划纲要提出居民可支配收入年均增长 7% 以上。2011 年 4 月，人力资源和社会保障部副部长表示，中国要实现职工工资每年增长 15%，力争“十二五”期间实现职工工资“倍增”。

在中国经济增长速度下滑的背景下，收入倍增计划意味着政府、企业和居民三者切蛋糕的时候需要更多地向居民倾斜。因此，从去年开始，大家开始谈及收入增长长效机制。

核心利率市场化将有利于收入分配体制改革。

一方面，放开存款利率上限有利于提高居民利息收入；

另一方面，放开贷款利率下限有利于降低企业利息支出；

以 2010 年为例，整个银行业税后净利润高达 8991 亿人民币，其中 66% 为息差

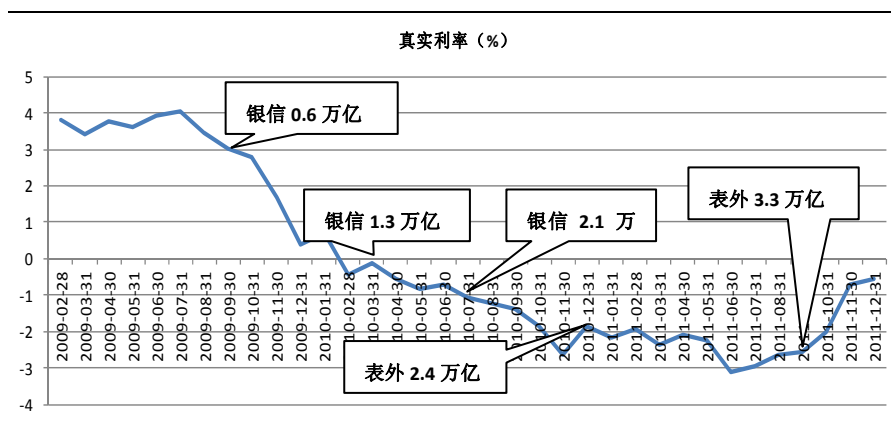
收入，与当年规模以上工业企业利润总额比例约为 1/5。股市中银行利润占比过高的情形还要更为严重，2010 年股市利润总额为 16354 亿，其中 6774 亿为银行业利润，占比高达 41%。如此之厚的利润水平，如此之高的利润占比，在需要整个企业部门拿出更多利润让渡给住户部门的时候，启动核心利率市场化有利于平滑企业部门中实体经济部门利润下滑的冲击。

综合而言，中国经济转型期，是一个比较适合启动核心利率市场化改革的窗口期。

3.2 理财产品规模扩张倒逼

过去两年，在宏观紧缩的推动下，在负利率的倒逼下，在商业银行纷纷加速中间业务发展的背景下，理财产品规模急速发展。

图表 6：负利率助推理财产品规模扩张



数据来源：同花顺

过去两年，在负利率的倒逼下，在商业银行纷纷加速中间业务发展的背景下，理财产品规模急速发展。以下数据口径有所变动，但是大致可以看出理财产品爆炸式扩张的路径。

2009 年 9 月末，银信合作理财规模 0.59 万亿；（来源：21 世纪经济报道《银信合作业务规模上演大跃进 监管层表示不得不管》）

2010 年 3 月末，银信合作理财规模 1.3 万亿；（来源：21 世纪经济报道《银信合作业务规模上演大跃进 监管层表示不得不管》）

2010 年 4 月末，银信合作理财规模 1.88 万亿；（来源：21 世纪经济报道《银信合作业务规模上演大跃进 监管层表示不得不管》）

2010 年 7 月末，银信合作理财规模 2.08 万亿；（来源：21 世纪经济报道《银信合作业务规模上演大跃进 监管层表示不得不管》）

2010 年 12 月末，理财产品存量规模 1.7 万亿；（来源：媒体公开报道，《商业银行理财产品销售管理办法》相关新闻通气会上银监会业务创新监管协作部副主任段继宁介绍）

2011 年 3 月末，理财产品存量规模 1.9 万亿；（来源：媒体公开报道，《商业银行理财产品销售管理办法》相关新闻通气会上银监会业务创新监管协作部副主任段继宁介绍）

2011 年初，表外理财产品规模 2.4 万亿；（来源：央行季度货币执行报告）

2011 年 9 月末，表外理财产品规模 3.3 万亿；（来源：央行季度货币执行报告）

注：2011 年 3 月数据低于 2011 年初的原因是口径不同。

以 2011 年 3 季度末的数据为例，将近 3.3 万亿资金既不体现在 M2 里，也游离于银行系统存款之外。用央行季度货币执行报告的描述“表外理财产品具有一定的存款替代特征，已经成为商业银行竞争客户资金资源的重要方式。”

我们可以将其理解为，以宏观调控为契机，3.3 万亿表外银行理财产品已经成为变相的存款利率市场化先行者，也就是央行所说的“存款替代特征”。

表外理财产品规模发展至一定阶段，管理层开始考虑风险控制。从 2011 年下半年开始，监管层相继出台了一系列政策，清理和整顿理财市场的不规范操作。例如，6 月底，银监会以召开座谈会的方式明确了不得通过短期化和违规提高收益率等手段变相高息揽存；9 月 30 日，银监会下发《进一步加强商业银行理财业务风险管理有关问题的通知》，再次禁止以高息揽存的方式调节监管指标；2011 年 10 月下旬中国经济政策转向“预调微调”之后，管理层进一步加大对理财产品的监管力度，新上任的银监会主席多次提及理财产，11 月 11 日，在第四次经济金融形势通报分析会上，银监会再次强调“严禁通过发行短期理财产品变相高息揽储、规避监管要求、进行监管套利”。

监管控制的效果有待观察，但是，从过去两年的实践经验看，监管本身能起的作用似乎相对比较有限。比如说银信合作理财产品，通过监管的确管控住了规模。但是很快，在旺盛的市场需求面前，新的以资产池为代表的理财产品蓬勃发展，规模更胜往昔。

在这件事情上，可以沿用两种思路看待：

第一条，从长远来看，疏不如堵。核心利率市场化和理财产品规模大发展都意味着银行成本上升，但是利率市场化可以避免一些显而易见的缺陷。比如说不会明显影响全社会存款增长，比如说可以更为灵敏的反应出全社会资金供求的变化。

第二条，从风险管理的角度看，表外理财规模巨大，为了管控风险，有纳入表内监管的必要。硬性要求纳入表内存在一定困难，核心利率市场化有利于抑制表外理财产品规模发展，实现存款竞争阳光化。

从国际上看，理财产品的倒逼效应与美国 80 年代初放开存款利率具有一定的相似性。上世纪 70 年代，通胀高企，受“Q 条款”限制，美国存款利率上限只有 5.25-5.5%。货币市场基金风险较低但收益明显更高，于是银行存款大幅持续流入货币基金。经过近 5 年高速增长后，管理层放开了对存款利率上限的管制。

3.3 人民币国际化的内在要求

金融海啸后，以政府官方推动为标志，人民币国际化进程正式启动。

2008 年 7 月 10 日，国务院批准中国人民银行三定方案，新设立汇率司，其职能包括“根据人民币国际化的进程发展人民币离岸市场”。

2009 年 4 月，国务院常务会议决定在上海、广州等五城市开展跨境贸易人民币结算试点。

2009 年 7 月，六部门发布跨境贸易人民币结算试点管理办法，我国跨境贸易人民币结算试点正式启动。

2010 年 6 月，六部门发布《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》，跨境贸易人民币结算试点地区范围将扩大至沿海到内地 20 个省区市，境外结算地扩至所有国家和地区。

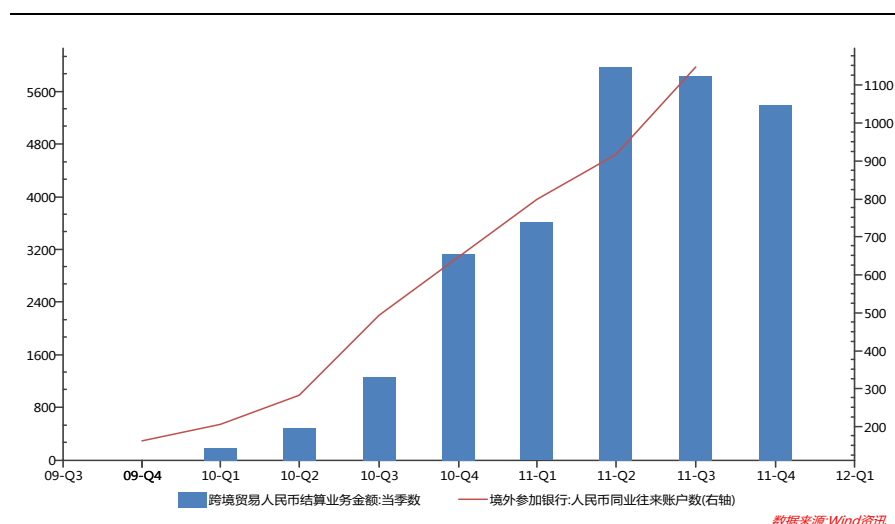
2011 年 1 月，配合跨境贸易人民币结算，央行发布《境外直接投资人民币结算试点管理办法》。

2011 年 8 月 22 日，中国人民银行会同五部委发布《关于扩大跨境贸易人民币结算地区的通知》，将跨境贸易人民币结算境内地域范围扩大至全国。

2011 年 10 月 13 日，商务部发布《关于跨境人民币直接投资有关问题的通知》，中国人民银行发布《外商直接投资人民币结算业务管理办法》，允许境外投资者以人民币来华投资。

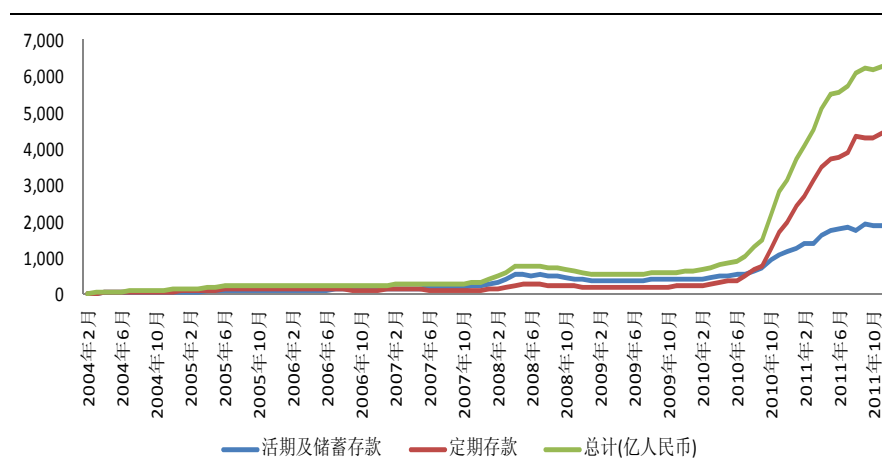
跨境人民币贸易结算发展的速度甚至可以用爆炸式增长来形容。

图表 7：跨境贸易人民币结算规模扩张



在跨境贸易人民币结算大幅增长的推动下，作为人民币国际化最重要的中转站，香港人民币存款规模增长至将近 6000 亿。

图表 8：香港人民币存款规模扩张



数据来源：WIND 资讯

随着跨境贸易人民币结算规模以及境外存量人民币规模急速发展, 资本项目放开的呼声越来越高。2011 年 1 月, 周小川日前接受《中国金融》采访时表示, 下一阶段, 将在有效防范跨境资金异常流动风险的前提下稳步推进资本项目可兑换, 进一步提高证券投资可兑换程度。2011 年 8 月, 国务院副总理李克强访问香港, 提出允许香港建立人民币回流机制, 并表示“积极支持香港人民币市场发展, 拓展香港与内地人民币资金循环流通渠道, 把跨境人民币结算范围扩大到全国, 支持香港使用人民币在境内直接投资, 允许人民币境外合格投资者投资境内证券市场, 起步金额为 200 亿元。”

随着跨境贸易人民币结算规模进一步扩大, 随着人民币贸易结算占中国出口总额的比例进一步提升, 对资本项目可兑换的呼声还会进一步提高。这种呼声最终会成为倒逼人民币资本项目放开的推动性力量。

过去十年, 在资本和利率双管制的条件下, 为了对冲热钱流动, 央行被迫发行央票, 存量规模高达数万亿。展望未来, 一旦人民币资本项目放开, 基于利率平价理论, 一个不合理的利率定价将引发资金大规模流动, 而央行的动作往往迟于市场, 于是, 维持利率管制的成本或将越来越高。

举例而言, 假设资本项目已经可兑换, 如果利率实现了市场化, 那么当你一国利率高企的时候, 资本会大规模流入, 通过资金供求关系降低利率水平, 最终取得均衡, 反之亦然。但在利率管制的条件下, 利率调整往往不及时, 会出现资本大规模持续大规模流入与流出, 导致国内流动性阶段泛滥与匮乏, 增加经济运行的不稳定。

解决的办法就在核心利率市场化上。

从这个角度看问题, 人民币国际化进程对国内利率市场化提出了内在要求。当然, 这个因素的影响偏长期, 并不构成需要立即启动核心利率市场化的理由。

3.4 关于利率市场化的一个顾虑

关于核心利率市场化改革, 市场始终存在一个顾虑: 地方投融资平台问题解决之前, 管理层是否敢于将改革推入深水区?

一方面, 从地方投融资平台融资的偿还高峰期是 2011 年和 2012 年, 两者加总占比高达 41.5%。2011 年已经顺利度过, 并未出现大规模违约。虽然尚未公布其中的贷款展期比例, 我们可以猜测或许地方政府债务对银行业的冲击并没有我们想象那么大。

另一方面, 即便启动核心利率市场化改革, 按照中国政府一贯的谨慎态度, 从配套措施试点到触及核心需要较长一段时间。经过这段时间的缓冲, 即便地方政府性债务问题严重, 或许也能用时间换空间的办法逐渐消化。

因此, 在银行业年利润近万亿的背景下, 地方投融资平台债务未必会构成阻碍改革驶入深水区的充要条件。

3.5 利率市场化的配套措施

利率市场化需要两个重要的配套措施: 存款保险制度与国债期货。

前者承担市场化利率运作的风险, 后者承担起利率价格波动的风向标作用, 同时可以通过国债期货对冲利率敞口风险。

在核心利率市场化启动之前,应该首先需要看到存款保险制度和国债期货的试点。

四、具体进度看政策

从此前的论证看,大方向上,核心利率市场化改革的条件正日渐具备。但是,落到具体进度上,关键看政策。

据周小川透露,早在 2007 年全国金融工作会议上,国家就决定推行存款保险制度,会后实施方案亦已做出来,但正好赶上金融危机爆发,存款保险制度的事情被搁置。

这一等,就是 3 年时间。

2010 年 9 月,央行沈阳分行行长表示争取东北试行存款利率上浮。

2010 年底,央行行长周小川在一次演讲中提出,要在划定范围、提供激励、加强自律的思路下,把利率市场化改革向前推进。

但是,此后,关于利率市场化改革的声音又逐渐轻下去,直至两年后。

2011 年 12 月,中央经济工作会议召开,在谈及深化重点领域和关键环节改革时,提出要深化利率市场化改革和汇率形成机制改革。这是一个非常强烈的信号,我们翻看过去十年中央经济工作会议,这是第一次正式要求深化利率市场化改革。

紧接着,在 2012 年 1 月 6 日至 7 日召开的全国金融工作会议上,温家宝总理讲话稿中提出“加快培育市场基准利率体系,引导金融机构增强风险定价能力,稳步推进利率市场化改革。”

中央层面统一认识后,各部委开始跟进。

1 月 8 日周小川接受记者采访时表示,存款保险制度此前的准备工作是有效的,择机出台。

1 月 9 日中国证监会党委书记、主席郭树清在全国证券期货监管工作会议上表示,积极研究开发股票、债券、基金相关的新品种,稳妥推出国债、白银等期货品种以及期权等金融工具。

考虑到存款保险制度和国债期货对核心利率市场化的配套作用,有理由相信,深化利率市场化改革已经不是一句口号,而是实实在在的政策方向。

展望未来,核心利率市场化进程如何演进?

人大财经委副主任吴晓灵在中国企业家论坛第十二届年会上的建议比较权威,可供参考。

第一步放开信贷市场准入,加大贷款利率下浮的幅度,放开信用社贷款利率的上限。(注:吴晓灵建议第一步今年施行);

第二步取消贷款利率下限的限制,放开债券利率的限制;

第三步放开存款利率上限;

五、结论

假如吴晓灵的建议成为管理层最终选择,考虑到信贷资源供不应求的现实,贷款利率下限调整的影响应该不大,那么对短期市场冲击应该也不大。冲击最大

的是第三步,考虑到中国政府一贯以来的谨慎态度,存款利率上限放开出现在今年的概率并不大。

综合来看,虽然核心利率市场化的脚步声已经越来越近,但是核心利率市场化进程或许会延续数年。从吴晓灵的思路看,最大的一波冲击应该出现在整个进程的末期而非初期。因此,短期内不必过于担忧。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

徐彪，吉林大学载运工具运用工程学士，复旦大学国民经济专业硕士，曾在招商银行负责个金财富条线宏观与策略研究，擅长自上而下研究市场。目前负责光大策略部市场策略。

刘名斌，中国科学技术大学理学硕士、学士，2007 年开始从事期货套利策略研究与交易，2009 年加入光大证券策略团队，目前从事市场策略研究。

开文明，复旦大学经济学院世界经济专业硕士，2008 年第六届新财富最佳分析师评选交通运输行业共同入围，曾担任交通运输行业、环保水务行业、建筑工程行业分析师，目前任策略部副总经理。

薛俊，日本埼玉大学金融学硕士，策略研究团队成员。此前先后在长江证券和中信证券研究部从事策略研究，分获新财富策略第三名和第四名。擅长国际比较，特别是对中外产业发展动态有深入研究。

熊伟，浙江大学经济学硕士，策略研究团队成员。此前从事宏观经济研究经验，经济学基础扎实。

冯钦远，毕业于复旦大学金融系。现任策略分析师，此前任银行业分析师，再之前就职于瑞银证券。目前主要从事行业比较和行业配置研究，注重自上而下和自下而上相结合进行组合配置，所负责光大月度金股和行业配置历史表现优秀。

范敏，西安交通大学金融学学士，上海财经大学证券方向硕士，策略研究团队成员，此前从事传媒行业研究。擅长财务分析和数据处理，善于从事物运行表状发现其背后深层次原因。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com