

经管理论与实践探索

我国渐进式存款利率市场化 对居民储蓄的影响^{*}

——以银行理财产品为例

蔡 真

【提 要】本文收集了2007~2014年我国银行理财产品的信息,将其归类整理后形成31个省份的年度面板数据,在控制住一些重要变量后考察了银行理财产品的收益率对居民储蓄的影响。实证结果表明:银行理财产品收益率与居民储蓄之间存在显著的负向关系,并且期限越短的产品负向关系越显著。结合我国银行理财产品主要以货币市场为定价参照的事实,可以得出如下结论:我国的存款利率市场化是以银行理财产品为形式、以货币市场为载体逐步推进的。

【关键词】居民储蓄 银行理财产品 利率市场化 替代效应

〔中图分类号〕F832.22 〔文献标识码〕A 〔文章编号〕1000-2952(2017)02-0029-08

一、引言及文献综述

党的十八届三中全会提出,要使市场在资源配置中起决定性作用。就金融体系而言,这就意味着要让利率的价格机制功能充分发挥出来,也即进行利率市场化改革,最终实现全面的市场利率。

我国的利率市场化改革始于1996年,中国人民银行按照“先外币后本币,先贷款后存款,先长期后短期,先大额后小额”的思路逐渐推进利率市场化改革。2015年10月23日晚,中国人民银行宣布自10月24日起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。我国的利率市场化改革之所以推进缓慢,主要

是因为理论界和决策层担心存款利率放开后可能出现存款“搬家”的现象,以及银行息差收窄导致金融体系的脆弱性。武剑(2000)对1990~1999年的居民储蓄存款进行了考察,指出居民储蓄存款对1997年以后的央行七次下调利率相当敏感,资金分流的主要去向是股票一级市场。^①汪小亚等(2000)也对央行七次下调利率进行了分析,同样得出股票市场对储蓄具有替代作用的结论,认为利率下调对储蓄结构影

^{*} 中国工商银行产品研发中心李重阳对此文亦有贡献,在此表示感谢。当然,文责自负。

^① 武剑:《储蓄存款分流与货币结构变动》,《经济研究》2000年第4期。

响显著,居民流动性增强。^①

另外一些研究得出了与上述观点相反的结论,认为我国居民储蓄存款对利率变动并不敏感。李焰(1999)对1978~1998年我国居民储蓄存款的影响因素进行了实证分析,结果表明收入增长、收入水平对储蓄存款的作用强于利率的作用;名义利率存在微弱的负效应,实际利率存在不显著的正效应。^②许东江(2002)对1982~2000年的居民储蓄进行实证研究,几乎得出同样的结论,其对名义利率负系数的解释是:名义利率上升意味着对通胀的预期,从而增加现时消费、减少储蓄。^③

除了从简单的货币需求方程入手研究利率对储蓄存款的影响外,一些宏观和结构性因素也被纳入考察和实证研究中。李焰(1999)指出,资本市场不发达是制约利率对居民储蓄作用的主要障碍,也即由于可投资金融产品匮乏,可能形成强迫储蓄的情况。^④齐天翔(2000)认为,转轨时期的不确定性造成居民的预防性储蓄动机增强,从而使得居民储蓄对利率变动不敏感。^⑤Nabar(2011)引入“目标储蓄水平”的概念反映预防性储蓄动机,实证结果表明当实际利率水平下降时,中国居民更难达到他们的目标储蓄水平,从而倾向增加储蓄。^⑥王德文等(2004)在控制了人均GDP等变量后考察了少儿抚养比、老年抚养比对储蓄率的影响,实证结果系数为负,即中国的高储蓄受益于低人口负担。^⑦Aziz和Li(2007)认为,造成中国低消费(高储蓄)的原因除了预防性储蓄动机外,更重要的是居民收入在国民收入中的份额下降,从而导致低消费(高储蓄)。^⑧王国刚(2010)认为,中国的消费率持续下降是结构性的原因造成的,即“住行学”的消费支出增长过慢,从而导致低消费(高储蓄)。^⑨

尽管21世纪最初十年关于利率市场化的理论论证工作已准备充分,存款利率的放开也到了水到渠成的时候,但整个市场和银行中介的运行环境都发生了翻天覆地的变化。其中,银行理财产品市场的蓬勃发展是一个非常重要的变化,这一市场的发展对储蓄存款存在替代作用,也加剧了银行中介之间的竞争。银行理财

产品市场发展的动因,除了规避贷存比考核、缓释资本约束等因素外,利率市场化也是其重要驱动力,而且这一过程也反过来促进利率管制政策的放松。目前,诸多文献的研究结论都倾向于认为银行理财产品市场正成为我国渐进式利率市场化改革的“试验田”。袁增霆等(2010)指出,自2004年以来银行理财产品平均委托期限不断缩短,并呈现出向货币市场基金演化的迹象。^⑩祝红梅(2012)对信贷类银行理财产品的收益率进行了回归分析,结果表明短期限信贷类银行理财产品受同业拆借市场利率的影响显著。^⑪中国人民银行海口中心支行课题组(2013)对海南省表外银行理财产品的余额变动情况进行了统计,发现其与存款月度增减额存在明显替代关系。^⑫丁波等(2012)指出,2010年以来四大商业银行发行的表内银行理财产品中以Shibor为定价基准的产品占所发行产品募集资金的比例达71%,由此可见银行理财产品市场与货币市场的紧密联系。^⑬刘洋

- ① 汪小亚、卜永祥、徐燕:《七次降息对储蓄、贷款及货币供应量影响的实证分析》,《经济研究》2000年第6期。
- ② 李焰:《关于利率与我国居民储蓄关系的探讨》,《经济研究》1999年第11期。
- ③ 许东江:《中国居民、银行、企业对利率市场化的理性反应》,《世界经济》2002年第5期。
- ④ 李焰:《关于利率与我国居民储蓄关系的探讨》,《经济研究》1999年第11期。
- ⑤ 齐天翔:《经济转轨时期的中国居民储蓄研究》,《经济研究》2000年第9期。
- ⑥ Nabar, M., *Targets, Interest Rates, and Household Saving in Urban China*. IMF Working Paper, 2011.
- ⑦ 王德文、蔡昉、张学辉:《人口转变的储蓄效应和增长效应》,《人口研究》2004年第5期。
- ⑧ Aziz, J. and Li, C., *Explaining China's Low Consumption: The Neglected Role of Household Income*. IMF Working Paper, 2007.
- ⑨ 王国刚:《城镇化:中国经济发展方式转变的重心所在》,《经济研究》2010年第12期。
- ⑩ 袁增霆、王伯英、蔡真:《银行理财产品的创新动机及影响因素》,《南方金融》2010年第11期。
- ⑪ 祝红梅:《银行理财产品定价的实证研究》,《投资研究》2012年第9期。
- ⑫ 中国人民银行海口中心支行课题组:《理财产品发展对中国利率市场化影响的评估》,《海南金融》2013年第9期。
- ⑬ 丁波等:《银行表内理财产品助益中国利率体制并轨》,《农村金融研究》2012年第9期。

(2014) 以天津市的银行理财产品市场为例，通过因果关系检验说明银行理财产品收益率与 Shibor 利率存在长期稳定因果关系，进而说明银行理财产品利率是市场化的利率。^① 吴利 (2014) 从银行理财产品可以突破管制利率、加速金融脱媒以及为利率市场化开创平台等方面论述了银行理财产品市场对利率市场化的推进作用。^② 张静斐 (2016) 通过线性回归模型考察了 Shibor 利率和回购利率对银行理财产品收益率的影响，其结论是存款利率市场化已通过银行理财产品市场变相展开。^③

二、研究目标和研究思路

从美国的存款利率市场化经验来看，美国银行业为突破 Q 条例^④的存款上限限制，创新发展了大额可转让存单 (CDs)、可转让提款通知单账户 (NOW 账户)、货币市场存款账户 (MMDAs) 等货币市场工具，存款者通过这些工具可以获得类似支票存款的服务，却取得高于支票存款的利息，同时又不受 Q 条例限制，这造成了货币市场共同基金和银行争夺存款的局面。

笔者认为，美国存款利率市场化与我国突破存款利率上限的过程有类似之处，因而首要的目标是考察银行理财产品市场的发展是否对储蓄存款产生替代作用。市场化的一个重要含义是资源配置是否对价格敏感，因此选择考察银行理财产品收益率这一价格变量对储蓄的影响。从简单的相关性关系来看，在本文的研究期内 (2007~2014 年) 除 2007 年以外银行理财产品收益率与城乡居民储蓄存款之间表现出正相关关系 (参见图 1)，这与预期完全相反。可能的原因是：一方面，由于银行理财产品市场发展初期的激烈竞争导致收益率上升；另一方面，储蓄受居民收入影响持续增长。两者相同的走势并不能反映内在的逻辑关系，需加入其他控制变量进行考察，实证模型考虑了居民收入、消费结构以及抚养比指标。在模型选取上，本文认为面板模型是合适的，因为经过组内组间两层估计后可以更清晰地反映变量之间的

关系。

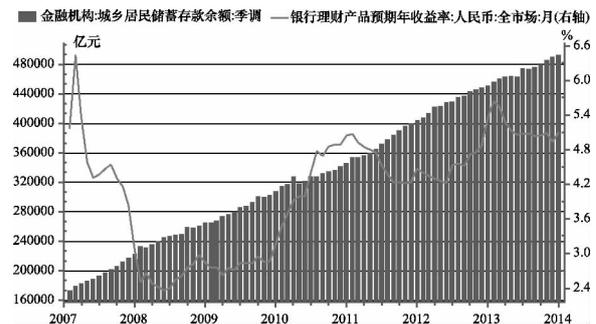


图 1 城乡居民储蓄存款与银行理财产品收益率之间的关系 (2007~2014 年)

数据来源：Wind 数据库。

在完成上述银行理财产品收益率对储蓄的影响分析后，需进一步论证这一过程是不是通过将储户资金与货币市场连接完成的。本文主要考察两个方面的内容：第一，在量的方面，银行理财产品的标的投向货币市场的有多少？第二，在价的方面，银行理财产品收益率与货币市场利率变动的联系是否紧密？尤其是短期利率，因为货币市场以短期资金为主体。

三、指标选取与模型设定

本文旨在考察存款利率市场化对居民储蓄的影响，而传统的储蓄理论主要考虑收入和利率两个变量。笔者选择城镇居民可支配收入和农村居民纯收入的人口加权平均值作为收入的代理变量，在利率方面选择银行理财产品的实际收益率作为代表。由于考察的是一个地区总量上的储蓄情况，还应考虑人口负担因素，故选取抚养比 (包括总抚养比、少儿抚养比和老年抚养比) 作为人口负担的代理变量。居民消费也是影响居民储蓄的重要变量，由于一般消

① 刘洋：《银行理财产品对存款利率市场化推动作用的探讨》，《华北金融》2014 年第 11 期。
 ② 吴利：“利率市场化对我国银行理财产品的影响研究”，北京邮电大学硕士学位论文，2014 年。
 ③ 张静斐：“我国利率市场化对银行理财产品影响的研究”，华东理工大学硕士学位论文，2016 年。
 ④ 所谓 Q 条例，是指美联储按字母顺序排列的一系列金融条例中的第 Q 项规定，其核心内容是：银行对活期存款不得公开支付利息，对定期存款的利率设定上限。

费水平与居民收入高度相关，可能引起共线性的问题，在建模中舍去这一因素；根据王国刚（2010）的研究，中国的消费率下降（储蓄率上升）是由于消费结构未能升级，即“住行学”的比重较低造成的，^①因此以“住行学”消费占比作为代理变量，考察消费结构对居民储蓄的影响情况。

综上，设定如下实证模型：

$$s_{j,t} = \beta_1 Income_{j,t} + \beta_2 r_{j,t} + \beta_3 Depr_{j,t} + \beta_4 ConsStr_{j,t} + u_j + \epsilon_{j,t}$$

上式中， $s_{j,t}$ 表示某一省份某一年的人均居民储蓄； $Income_{j,t}$ 表示某一省份某一年的居民人均收入； $r_{j,t}$ 表示某一省份某一年的本币信用类银行理财产品的平均收益率； $Depr_{j,t}$ 表示某一省份某一年的抚养比； $ConsStr_{j,t}$ 是消费结构变量，表示某一省份某一年的高级别消费占人均消费总量的比重； β_i （ $i=1, 2, 3, 4$ ）表示各变量的系数； u_j 表示某一省份的个体效应； $\epsilon_{j,t}$ 为误差项。之所以选择面板模型，主要是考虑到面板模型不仅能够反映时间序列上的信息，还能够表现我国不同省份的截面差异。而我国幅员辽阔，地区间发展不同步、不均衡，影响居民储蓄的很多因素，如社保体系覆盖面、通货膨胀等，难以观测或者数据难以获得，在实证结果表现出固定效应模型占优的前提下，上述因素将被包含在个体效应 u_j 中，从而增加了检验的可靠性。

根据理论分析，对方程系数作出如下假设：

假设 1： β_1 为正数，即居民人均收入越高，人均居民储蓄越高。这来源于传统储蓄理论的常规假设。

假设 2： β_2 为负数，即本币信用类银行理财产品的平均收益率越高，人均居民储蓄越低。这是本文要检验的核心假设，即银行理财产品对居民储蓄存款存在替代效应。

假设 3： β_3 为负数，即抚养比越高，人均居民储蓄越低。这意味着人口负担越大，消耗的储蓄越多。

假设 4： β_4 为负数，即高级别消费的占比越高，人均居民储蓄越低。

需要特别说明的是，方程中没有考虑名义

利率，这主要是因为各省的名义存款利率相同，且在研究期内（2007~2014年）存在人民银行的存款利率管制，各银行在这一时期的上浮政策也趋同，在时序上和截面上的差异不显著，故而忽略这一变量。

四、数据来源及数据处理说明

本文使用的银行理财产品数据集包括国内二百余家商业银行发行的共 169421 款人民币理财产品，其相关信息全部来源于 Wind 数据库。由于银行理财产品的投资标的多元而丰富，不同产品的风险收益类型存在较大差别，就储蓄存款的替代产品而言，应该包括那些投资标的为利率、票据、债券以及信贷资产类的低风险产品，我们将这些产品统称为信用类银行理财产品。首先，筛选出投资币种为人民币、投资品种为信用类的银行理财产品。^②其次，由于本文的实证模型包含截面信息，故而银行理财产品的发行区域要对应到不同的省份。具体的操作分两种情况：第一，某些产品标注了具体的发行省份，就直接将其标注出来；第二，大部分产品的发行范围标注为“全国”、“全行”或没有标注，对于这种情况，本文认为只要在有该银行分行网点的地方就可以购买到该款产品，故先确认该银行在全国的网点分布，然后标注该产品的发行省份。^③再次，将委托期限划分为不同的期限类别（包括 1 个月以下、1 个月以上至 3 个月、3 个月以上至 6 个月、6 个月以上至 12 个月、12 个月以上），以方便后续考察不同期限产品对居民储蓄的影响。最后，将这些信

① 王国刚：《城镇化：中国经济发展方式转变的重心所在》，《经济研究》2010 年第 12 期。

② 2009 年以后，国内银行理财产品市场出现了较多资产池理财产品，其投资标的包括多个产品类别，只要投资品种的首要产品不是股票、商品或汇率类，且包含其他信用类产品，本文即在统计中将其划入信用类银行理财产品。

③ 这里的统计还存在如下情况，即某些银行在统计期间还经历了跨省经营的情况，因此在不同时点尽管产品发行对应的都是全行发行，但范围却是不同的。对于这种情况，本文尽可能地确定不同时点的银行的经营范围，对于未能查到该银行发展历程的情况，以最后时点其经营所覆盖的省份为准。

息在省一级进行简单平均，从而得到不同期限条件下各省在某一年份的人民币信用类银行理财产品的收益率均值。

此外，还有三点需要特别说明：第一，在统计过程中剔除了公司客户产品，但对于个人客户产品中的普通客户产品和VIP客户产品不加以区分。第二，对于银行理财产品收益率，Wind数据库给出了实际收益率、预期收益率上限、预期收益率下限三种情况，如果该款产品存在实际收益率的信息，就直接取该数值；如果没有实际收益率信息且预期收益率上限和下限都存在，就对两者取均值；如果只存在预期收益率上限或下限一个信息，也进行取数。^① 第三，对于上一过程取出的收益率结果，去除负收益率和收益率超高（如收益率在30%以上）的情形。

关于其他变量的数据选取和处理，作如下说明：人均居民储蓄，先取得各省年度居民储蓄存款余额数据，除以该省人口，得人均居民储蓄存款余额；再对人均居民储蓄存款余额取对数后差分，即得人均居民储蓄变量（实际上是一个用比例表示的流量概念）。居民人均收入，由于被解释变量对应的是某一省份所有居民的人均收入情况，而居民人均收入包括两个指标，即城镇居民可支配收入和农村居民纯收入，对这两个变量按人口比例进行加权平均。抚养比，这一变量包含总抚养比、少儿抚养比和老年抚养比三个待选指标，各省除2010年外各年都可以直接取得数据，对于2010年数据缺失的情况用2009年和2011年两个数据的简单平均进行插值。消费结构，将城镇居民和农村居民消费支出的八大类^②中的五个类别提取出来作为高层次消费并统计其占比，这五个类别分别是居住，交通和通信，教育、文化和娱乐，医疗保健，其他用品和服务（后文将借鉴王国刚的归纳，简称它们为“住行学”消费^③）；获得城镇居民和农村居民的“住行学”消费占比后，再将两者按人口比例加权平均，得到最终的消费结构变量，即“住行学”消费占比。以上数据来源于Wind数据库和CEIC数据库。表1给出了变量的描述性统计结果。

表1 变量的描述性统计结果

变量	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
人均居民储蓄 (对数形式)	248	0.1369	0.0583	-0.0477	0.2683
居民人均收入 (对数形式)	248	9.4367	0.4686	8.4299	10.7357
信用类理财产品 收益率(%)	248	3.6634	1.0352	1.9266	5.1945
总抚养比(%)	248	35.4851	6.5108	19.2700	55.0900
少儿抚养比(%)	248	23.0662	6.5501	9.6400	42.2200
老年抚养比(%)	248	12.4194	2.4787	6.7100	20.0400
“住行学”消费 占比(%)	248	46.7125	5.2944	25.8465	62.6527

五、实证分析

本文的所有计量回归均使用Stata软件12.0版本处理。首先，通过豪斯曼检验确定应采用固定效应模型还是随机效应模型。检验使用随机效应估计量的方差进行估计，在比较系数估计值时包括了常数项，结果显示卡方统计量数值为26.91，P值为0.0000，拒绝原假设，故使用固定效应面板模型进行回归。其次，使用产品最多且极具代表性的1个月以上至3个月的信用类银行理财产品收益率进行检验，表2报告了不同变量对人均居民储蓄的回归结果。^④

在模型一中，解释变量仅包括了居民人均收入和信用类银行理财产品收益率。居民人均收入对人均居民储蓄的影响为正，即收入增加引致储蓄增加，与假设1一致；信用类银行理财产品收益率对人均居民储蓄影响为负，即信用类银行理财产品对居民储蓄存在替代效应，与假设2一致。

- ① 根据本文的统计，90%以上的产品实际收益率都能达到预期收益率下限以上，且绝大部分的产品预期收益率上限与下限相等。对于只存在预期收益率上限或下限，且不存在实际收益率的情况，取数是为了尽可能多保留信息。
- ② 根据国家统计局研究制定的《居民消费支出分类（2013）》，居民消费支出划分为八大类，分别为：食品烟酒，衣着，居住，生活用品及服务，交通和通信，教育、文化和娱乐，医疗保健，其他用品和服务。
- ③ 王国刚：《城镇化：中国经济发展方式转变的重心所在》，《经济研究》2010年第12期。
- ④ 回归使用聚类稳健标准误。下同。

表2 信用类银行理财产品收益率对人均居民储蓄的影响(固定效应)

变量	模型一	模型二	模型三	模型四
居民人均收入 (对数形式)	0.0192** (1.87)	0.0457*** (3.18)	0.0356*** (2.41)	0.0457*** (3.78)
信用类银行理财产品收益率(%)	-0.0218*** (-7.27)	-0.0209*** (-6.60)	-0.0197*** (-6.12)	-0.0206*** (-6.96)
“住行学”消费占比(%)		-0.0052*** (-8.31)	-0.0051*** (-8.05)	-0.0056*** (-8.06)
总抚养比(%)		0.0006 (0.43)		
少儿抚养比(%)			-0.0017 (-1.10)	
老年抚养比(%)				0.0049** (1.92)
R ² ①	0.1234	0.2025	0.2040	0.2102
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

注：*、**和***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平下显著，括号中的数值是t统计量的值。

从模型二至模型四，消费结构和抚养比变量被引入进来，方程总体拟合优度提高、稳健性提升。就新引入的消费结构变量而言，其估计系数均在1%的显著性水平下为负，与假设4一致。这一结果也与现实情况较为契合：我国经历了三十多年的改革开放，工业产品（尤其是轻工业产品）已经出现严重过剩的局面，因此无论怎么对这类消费采取刺激政策都难以降低储蓄率；相反，住房难、出行难、上学难等一系列问题在现阶段各地区广泛存在，在社保体系不健全、教育医疗等公共服务不均等、金融服务可得性较差的条件下，居民只有通过提高储蓄的方式来应对。

抚养比变量的回归结果与假设3的预期不完全一致。首先，老年抚养比系数在5%的显著性水平下为正，与假设3相反。有学者从预期寿命的角度解释抚养比对居民储蓄的影响，^②认为这里的老年抚养比相当于预期寿命的工具变量，预期寿命的增长从而老年抚养比的增加意味着人们在退休之后的时间变得更长，而为了在这延长了的退休时间里仍然保持一定的消费水平，人们将不得不在工作年龄内更多地进行储蓄。或许这一观点能够部分解释此处老年抚养比对居民储蓄的正向关系。其次，少儿抚养比呈现出微弱的负效应，且t检验结果并不显著。由于老年抚养比和少儿抚

养比系数相反，总抚养比系数不显著异于零。

总体而言，在考虑了居民收入、消费结构以及若干人口负担变量后，信用类理财产品收益率对居民储蓄表现出显著的负相关关系，这表明了信用类理财产品市场对传统储蓄存款的争夺，反映出渐进式存款利率市场化的影响。

从银行理财产品的投资标的来看，根据中央国债登记结算公司“全国银行业理财信息登记系统”的统计，2013年以来投资于货币市场工具及非标债权类银行理财产品^③的余额一直保持在65%左右（参见图2）。此外，银行理财产品大都通过资金池方式运作，为满足兑付的流动性需要现金及银行存款占比也较高，考虑这一因素，广义上讲银行理财产品与货币市场相连的标的占比大约为90%。根据Wind数据库的统计，2009~2014年银行理财产品余额由1.7万亿元增长至15.02万亿元，保持了年均54.6%的增速（参见图2）；同期居民储蓄存款余额由26.1万亿元上升至48.5万亿元，年均增速仅为13.2%。从增速的角度来看，银行理财产品对储蓄存款的替代作用明显。

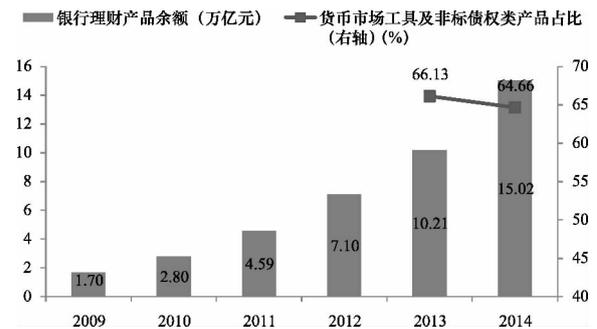


图2 银行理财产品余额(2009~2014年)和货币市场工具及非标债权类产品占比(2013~2014年)

数据来源：Wind数据库、《中国银行业理财市场年度报告》(2013~2014)。

① 对于固定效应模型，使用组内R²。下同。参见陈强编著：《高级计量经济学及Stata应用（第二版）》，高等教育出版社2014年版，第256页。

② 刘生龙、胡鞍钢、郎晓娟：《预期寿命与中国家庭储蓄》，《经济研究》2012年第8期。

③ 非标债权类银行理财产品包括委托贷款、票据类、信托贷款等，大都具有银行同业产品的性质。

从量的关系上看，银行理财产品与货币市场已经完成大部分的对接。从价的关系上看，使用本文的数据库略加处理，可以用上文确定年份维度的方法将信用类银行理财产品的时间区间从年细化到月，在月度上平均其收益率；同时，以从全国银行间同业拆借中心获取的Shibor期限为1周的数据作为代表，并将其进行月度平均，进而考察信用类银行理财产品收益率与货币市场利率之间的关系。从图3中可以发现，二者的变动高度一致，定量计算表明它们的相关性高达75.5%。^①再结合盛方富(2013)^②就两者之间的因果关系所做的实证研究结论，可以得出信用类银行理财产品几乎是以货币市场利率为定价基准的结论。



图3 信用类银行理财产品收益率和Shibor: 1周(2007~2014年)

数据来源: Wind数据库以及作者根据收集的银行理财产品收益率数据整理。

上文分别从量和价两个方面考察了银行理财产品与货币市场之间的关系，既然二者在这两个方面均表现出紧密联系，那么在期限上是否也存在类似的特征呢？本文用不同期限的信用类银行理财产品收益率替换上文使用的1个月以上至3个月的信用类银行理财产品收益率，以此观察哪种期限的信用类银行理财产品的价格对居民储蓄产生显著影响，表3报告了回归结果。模型一至模型五分别使用了1个月以下、1个月以上至3个月、3个月以上至6个月、6个月以上至12个月和12个月以上五种期限的信用类银行理财产品收益率数据，从估计系数来看，1个月以下的信用类银行理财产品相较于其他期限的信用类银行理财产品收益率对居民储蓄存款的替代作用最大。由此可见，信用类银行理财产品在完成与货币市场的对接后，货币市场的短期限特征也传导到信用类银行理财产品上。

六、结论

本文主要考察了银行理财产品市场发展对居民储蓄的影响，在控制住其他重要变量后，发现信用类银行理财产品收益率与居民储蓄之间存在负向关系，即信用类银行理财产品的发展对居民储蓄存在替代效应。另外，从量和价两个方面考察了银行理财产品与货币市场的关系，

表3 不同期限信用类银行理财产品收益率对人均居民储蓄的影响(固定效应)

变量	模型一	模型二	模型三	模型四	模型五
居民人均收入(对数形式)	0.0504*** (4.66)	0.0457*** (3.78)	0.0391*** (3.73)	0.0288*** (4.15)	0.0420*** (4.26)
信用类银行理财产品收益率(%) (1个月以下)	-0.0315*** (-9.51)				
信用类银行理财产品收益率(%) (1个月以上至3个月)		-0.0206*** (-6.96)			
信用类银行理财产品收益率(%) (3个月以上至6个月)			-0.0216*** (-6.97)		

^① 相关性计算的起止时点为2009年1月至2014年12月，忽略更早的数据是考虑到早期两个市场发展尚未成熟，定价机制和利率传导机制都未完全形成。事实上，即便以2007年1月为起点计算，其相关性也达到71.6%。

^② 盛方富：《我国存款利率市场化的制约因素及突破渠道》，《企业经济》2013年第5期。

续表

变量	模型一	模型二	模型三	模型四	模型五
信用类银行理财产品收益率 (%) (6个月以上至12个月)				-0.0235** (-9.39)	
信用类银行理财产品收益率 (%) (12个月以上)					-0.0227*** (-10.54)
“住学”消费占比 (%)	-0.0055*** (-8.02)	-0.0056*** (-8.06)	-0.0052*** (-4.51)	-0.0049*** (-7.41)	-0.0057*** (-8.20)
老年抚养比 (%)	0.0035* (1.49)	0.0049** (1.92)	0.0053** (2.07)	0.0060** (2.33)	0.0074* (2.61)
R ²	0.2620	0.2102	0.2353	0.2862	0.3066
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

注：*、**和***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平下显著，括号中的数值是z统计量的值。

结果表明银行理财产品大部分投资标的指向货币市场，在定价机制上也参照货币市场。进一步地，在对不同期限信用类银行理财产品与居民储蓄的关系进行考察后，发现1个月以下的信用类银行理财产品对居民储蓄的替代效应最强，这说明货币市场的短期限特征也传导到银行理财产品上。结合实证结果和相关文献，可以得到如下结论：信用类银行理财产品是连接

居民和货币市场的桥梁，且对居民储蓄产生明显的替代作用。这证明了，我国的渐进式利率市场化进程在存款一端是以银行理财产品作为实现路径的。

本文作者：经济学博士，中国社会科学院
金融研究所副研究员
责任编辑：任朝旺

The Impact of China's Deposit Interest Rate Liberalization on Household Savings: a Research Based on Wealth Management Products

Cai Zhen

Abstract: This paper collects various banks' wealth management products information, establishes a panel data model of 31 provinces from 2007 to 2014, and studies the impact of return rate of wealth management products on residents' savings with control of some important variables. The empirical results show that, there is a significant negative relationship between the return rate of wealth management products and residents' savings, and the shorter the products' maturity, the more significant the negative relationship. With the fact that the pricing of most of wealth management products is done by reference to money market instruments, we can draw the following conclusion: the reform in deposit interest rate liberalization is promoted progressively through the market of wealth management products.

Keywords: household savings; banks' wealth management products; interest rate liberalization; substitution effect