

研究报告

(2018年第 15 期 总第 46 期)

清华大学国家金融研究院

2018年5月 27日

利率传导机制评估¹

金融与发展研究中心

何晓贝

在放开了对利率的管制之后，货币政策框架改革的一个重要内容就是要建立健全以政策利率向其它利率（包括存贷款利率和债券利率）的有效传导机制，并通过这些利率的变动来影响和调控实体经济。本文在国际比较和实证分析的基础上，评估我国目前的利率传导机制的有效性，比较候选政策利率的传导效率，并分析制约利率传导的各种因素。实证结果显示，近年来我国货币市场短期利率在债券市场的传导效率显著提高，但在信贷市场的传导并不畅通。我们认为，货币市场利率波动过大、商业银行定价仍主要依赖存贷款基准利率、衍生工具不发达、数量管制弱化传导效果等因素是利率传导受阻的原因。

¹ 节选自中国金融四十人论坛课题报告《利率市场化评估和货币政策框架改革的建议》中由何晓贝执笔的第三章。



Research Report

2018-5-27 edition

TSINGHUA UNIVERSITY NATIONAL INSTITUTE OF FINANCIAL RESEARCH

An Assessment of Interest Rate Transmission Mechanism in China²

Center for Finance and Development

HE Xiaobei

Abstract

Effective transmission of monetary policy rates to market interest rates is crucial to the functioning of a modern monetary policy framework. Based on cross-country empirical studies, we assess the effectiveness of transmission of interest rates in China, including via bank loans, the bond market and the shadow banking system. The results show that the transmission of interest rates through the bond market has improved remarkably, but the efficiency of interest rate transmission via bank loans remains low. We believe that the high volatility of short-term interest rates, over-reliance of banks' pricing on PBOC benchmark lending and deposit rates, inadequate development of the derivative market, and intensive use of quantitative measures are factors weakening interest rate transmission.

² This report is based on a study sponsored by China Finance 40 Forum on "Interest Rate Liberalization and Monetary Policy Framework".



一. 央行对短期利率调控所面临的悖论

货币政策框架转型的一个重要内容是形成以政策利率为中介目标的调控机制。在这种机制下，央行通过宣布对目标政策利率的调整（如加息或减息），并通过公开市场操作等政策工具将政策利率推至目标利率附近，带动其它各种利率（包括各个期限的货币和债券市场利率、存贷款利率、理财产品利率等）同方向变动，以起到调控实体经济“热度”，稳定宏观经济的作用。

由于央行目前仍然以 **M2** 作为货币政策的主要中介目标，还无法公开宣布某个市场利率将成为未来的政策利率（否则就出现两个政策目标，而这两个目标之间可能会出现经常性的冲突）。近年来，央行官员已经通过各种途径（包括公开的发言和人民银行工作论文的建议）向市场发出了考虑将上海银行间同业拆放利率（**Shibor**）或银行间市场七天质押回购利率（**R007**）作为央行目标政策利率的候选信号。2016 年 11 月，央行又表示存款类金融机构 7 天质押回购利率（**DR007**）“对培育货币市场基准利率有着积极作用”，意味着 **DR007** 可能被培育成未来的目标政策利率。下文将上述三个货币市场利率作为可能的政策目标利率进行探讨。



央行从 2015 年开始通过公开市场操作稳定 R007，7 天逆回购中标利率与 R007 利率逐步变得贴近，同年央行两次下调 SLF 利率，从 7% 降至 3.25%，作为隐含的利率走廊上限。随后 R007 日度数据的波动率大幅下降，变异系数（标准差/均值）从 2015 年的 0.3 下降到 2016 年上半年的 0.04，有效释放了央行可能将 R007 作为未来政策利率的信号。

然而 2016 年 11 月，央行暗示将 DR007 培育为政策目标利率后，R007 和 DR007 的走势开始发生分离，R007 波动率明显增大，且频繁突破利率走廊上限 SLF。2017 年 2 月央行上调了逆回购利率和 SLF 利率，随后 R007、DR007 和 Shibor 都相应上行。从这段调控过程可以看出目前货币政策运行的若干特点。

首先，央行对短期利率的调控与目前的货币政策决策机制产生了明显的矛盾。央行在没有调整存贷款基准利率和存款准备金率的情况下，将紧缩货币政策的某些信号通过公开市场操作、SLF 和 MLF 的上调传递到了银行间市场。但是，在市场普遍认为货币政策操作开始偏紧的时刻，人民银行出面公开否认这种意图并表示，“（逆回购）中标利率上行是市场化招投标的结果，反映了去年（2016 年）9 月份以



来货币市场利率中枢上行的走势，与存贷款基准利率上调存在较大差别。”这种“政策信号与政策表述之间的矛盾”表明央行处于一个尴尬的境地，一方面希望通过提高市场利率来降杠杆、挤泡沫，另一方面由于央行本身不是货币政策的决策者，在 M2、基准存贷款利率等重大政策（由国务院决策的）信号不变的情况下，不愿意被看作是“擅自”紧缩了货币政策。

其次，短期利率在 2015-16 年趋于稳定之后，2017 年上半年又出现大幅波动。央行在 2015 年以来所作的建立隐性利率走廊的努力取得了相当的成效，2015 年 11 月到 2016 年 11 月间 R007 的走势相当平稳，以变异系数衡量的日波动率为 0.056%。但 2016 年 11 月至今 R007 的日波动率达到 0.196%，波动幅度比 2015 年 11 月-2016 年 11 月间上升 3.5 倍，而同期的 DR007 的波动幅度也上升超过 3.5 倍，利率走廊上限多次被突破，利率走廊的可信度下降。如前所述，这些问题与货币政策与宏观审慎和银行监管政策不协调（监管叠加）、SLF 操作对象和合格抵押品范围过窄等有关。



二. 货币市场利率向债券市场利率的传导

本节通过实证分析，测算短期利率（可能的目标政策利率）向中长期债券收益率传导的有效性。评估的方式包括对利率弹性和脉冲响应进行跨国比较和利率市场化改革前后比较。若无特殊说明，本文数据均来自于 Wind 和 CEIC。

1. 跨国比较

(1) 基于弹性的分析

判断利率传导效率一个方法是估算短期货币市场利率与中长期债券利率之间的弹性（即短期利率上升 1%，长期利率会上升百分之几）。下文通过简单的回归模型，将中国的利率传导效率与美国、韩国和印度进行比较。回归模型如下：

$$R_t^L = \alpha + \beta R_t^S + \epsilon_t \quad (1)$$

其中， R_t^L 分别代表 6 个月、1 年、2 年、3 年、5 年和 10 年的国债收益率。 R_t^S 表示短期货币市场利率，中国采用 R007、隔夜 Shibor 和 DR007，美国采用联邦基金利率（FFR），韩国采用同业拆借利率（Koribor），印度采用货币市场 7 天回购利率。美国的数据从 1982 年



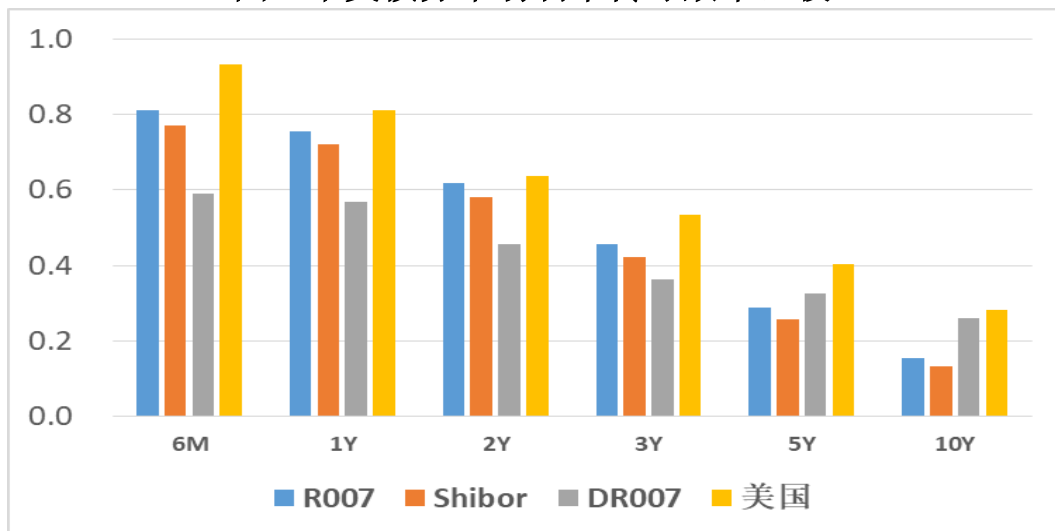
1 月至 2008 年 12 月，原因是 2009 年之后美国实现量化宽松和利率零下限，严重扭曲了利率传导机制。韩国的数据从 2004 年 7 月到 2017 年 7 月，印度的数据从 2001 年 4 月至 2017 年 7 月，中国的数据从 2006 年 10 月至 2017 年 7 月。利率均为月度数据，回归时取对数。估算的 β 代表的是中长期利率对短期利率的弹性。估算的弹性系数结果显示在表 1 和图 1。

表 1 债券收益率对短期货币市场利率的弹性³

	6M	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
DR007	0.590	0.568	0.456	0.363	0.327	0.260
R007	0.813	0.756	0.618	0.458	0.288	0.155
Shibor	0.772	0.720	0.580	0.422	0.257	0.132
美国	0.935	0.813	0.637	0.535	0.403	0.283
韩国	--	0.983	--	0.930	0.867	0.774
印度	--	0.947	0.697	0.545	0.419	0.386

³表格显示的数据均达到 5%或 1%的显著性水平，否则称之为“不显著”。缺乏数据的部分用横线“--”表示。

图 1 中美债券市场利率传导效率比较



根据上述分析的结果，可以对中国过去十年平均的债券市场利率传导效率得出以下几个结论：

首先，中国利率传导效率与国际相比明显偏弱，从 R007 和 Shibor 的情况来看，期限越长的国债差距越明显。中国同期限国债对短期利率的弹性都低于美国、韩国和印度。

其次，总体来看 R007 对中长期利率的传导强于 Shibor 和 DR007。各个期限国债收益率对 R007 的弹性系数都高于对 Shibor 的弹性系数。DR007 对 6 个月至 3 年期的国债收益率传导效率很低，但对 5 和 10 年期的国债收益率的传导效率较强。



最后，中长期国债收益率的弹性系数随着国债期限的延长而逐步减弱，中国的情况尤为明显。从弹性系数来看，R007对6个月-3年中短期国债的传导效率达到美国市场的85%-95%，但对5年和10年中长期国债的传导效率仅达到美国的70%和55%。

(2) 基于脉冲响应的分析

上述简单回归的方法无法剔除其它宏观因素的变化对中长期国债收益率的影响。另外一个方法是在结构向量自回归（SVAR）中识别短期利率的冲击，模拟冲击下中长期债券收益率动态路径，从而判断短期利率对中长期利率的传导效率。因此下文建立新凯恩斯背景的SVAR模型（控制了通胀和产出缺口对长期利率的影响），通过脉冲响应函数对中美两国的债券市场传导效果作比较。美国的数据从1982年1月至2008年12月，目的是剔除量化宽松和利率零下限对利率传导的扭曲。中国的数据从2006年10月至2017年7月。具体做法见专栏1，结果展示在图2和图3。蓝线表示的是面对一个标准差的货币市场利率冲击的国债收益率的脉冲响应曲线，单位均为基点。阴影部分表示95%的置信区间。

专栏 1 SVAR 实证模型

根据预期利率和期限溢价理论，中长期国债利率主要取决于对未来货币市场利率的预期、通胀预期和风险溢价等因素。这些因素都是经济体的内生变量，且相互影响。新凯恩斯模型是刻画利率与宏观变量之间关系的最常用的框架，本文采用建立在新凯恩斯模型基础上的结构向量自回归(SVAR)来识别货币政策冲击，通过脉冲响应函数对中美两国的货币政策对收益率曲线的影响。参考 Bernanke and Mihov (1995)，本文将宏观经济描述为以下形式

$$A_0 Y_t = A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + \epsilon_t$$

$$Y_t = \begin{bmatrix} Gap_t \\ CPI_t \\ R_t^S \\ R_t^L \end{bmatrix}$$

其中 Gap_t 为产出缺口， CPI_t 是用消费

者物价指数同比增长率表示的通货膨胀。中国的货币市场利率 R_t^S 仍然使用 R007 或者隔夜 Shibor，美国的货币市场利率 R_t^S 采用联邦基金利率，两国的 R_t^L 均采用 6 个月到 10 年期的中长期国债收益率。中国的数据产出缺口数据引用人民银行研究局宏观预测小组开发的宏观计量经济模型的估算，美国产出缺口根据国会预算办公室公布的潜在产出水平计算。两国的通货膨胀均采

用消费者物价指数同比增长率。中国的数据从 2002 年 1 月至 2017 年 7 月，美国的数据从 1982 年 1 月至 2017 年 7 月。根据 AIC 和 SC 准则选择两期滞后阶数。

根据基本的新凯恩斯模型，在结构识别上本文采用下三角矩阵对货币市场利率冲击的影响进行识别，即 Cholesky decomposition。下三角矩阵意味着变量的排序是关键：排列第一的变量 Gap_t 并不受同期的另外三个变量的影响（仅受其的滞后期的影响）；排列第二的变量 CPI_t 受同期的产出缺口的影响，但不受同期的货币市场利率和中长期利率影响；排列第三的短期货币市场利率不受当期的中长期利率影响，但会受同期的产出缺口和通货膨胀影响；排列最后的中长期利率则受当期的宏观变量以及货币市场利率影响。假设短期利率受到一个标准差的冲击时，计算各期限收益率变化（基点数）对短期利率变化（基点数）的比例（简称反应程度）。

模型结果显示，美国的中长期国债收益率对短期利率的脉冲响应强度和持续性都显著高于中国。1 年期美国国债的瞬时响应强度为



15%，两个月后达到峰值的 30%。国债收益率的反应强度随着债券期限的延长都有所减弱，10 年期美国国债的高峰期的脉冲响应为 15%。而从置信区间的扩大可以看到，中国 10 年国债收益率的脉冲响应已经不太显著。比较两国同期国债可以看出，中国 6 个月和 1 年期的中短期国债传导效率大约在美国的 65%-75% 左右，而 5 年和 10 年中长期国债的传导效率在美国的 30%-50% 左右。与上文基于弹性系数的分析相比，剔除了其它宏观因素冲击后，中国短期利率在债券市场传导效率明显低于美国的水平。

马骏和纪敏（2016）对于短期利率在国债市场的传导效率也做了基于弹性系数的量化分析，结果显示中国货币政策在债券市场的传导效率大约为美国的 70%，而根据脉冲响应的分析则显示 2002-2015 年中国各期限债券的平均传导效率为美国 42%，近几年有所升高。这些结论与本文的结论基本一致。



图 2 债券收益率脉冲响应：中国

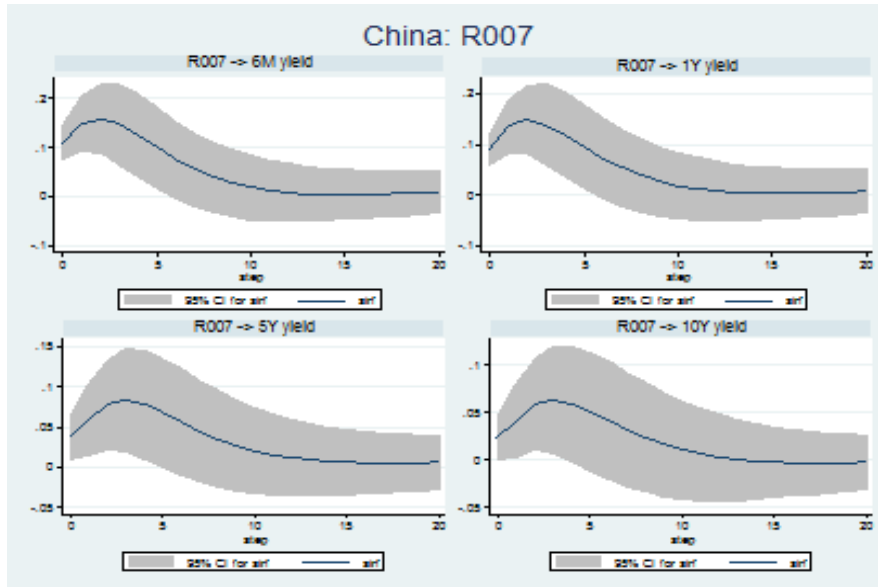
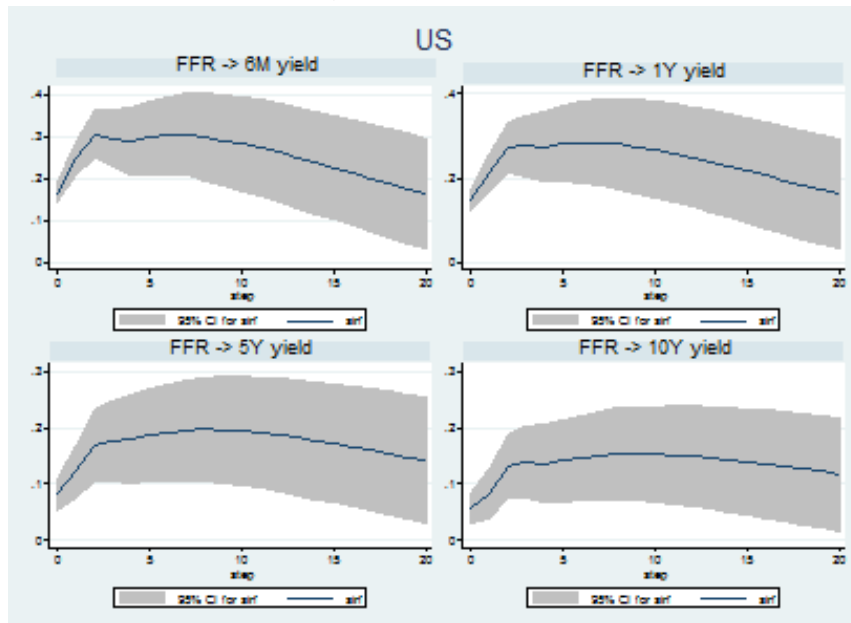


图 3 债券收益率脉冲响应：美国





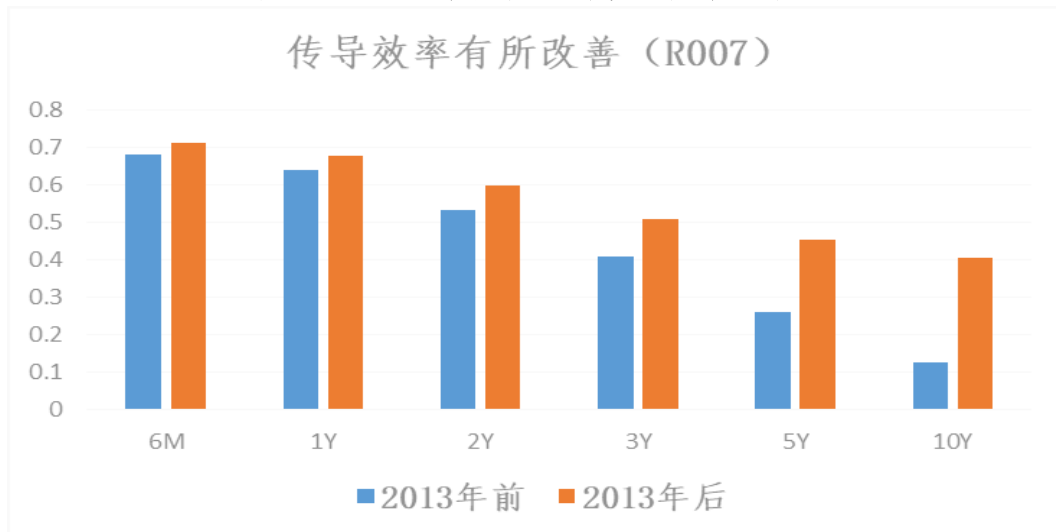
2. 前后比较

(1) 基于弹性的分析

近年来我国利率市场化和金融市场发展加速，对利率传导效率可能产生影响。下文以2013年中为节点将时间序列分成前后两个区间，比较2013年前后我国利率传导效率的变化。根据上文分析，R007传导效率高于Shibor和DR007，且是三者中时间序列最长的利率，因此本节仅采用R007作为市场短期基准利率进行回归分析，估计的弹性数据显示在图10。

图4中可见，2013-2017年之间的短期利率向中长期利率传导的效率显著高于2002-2013年的水平，期限越长的国债收益率传导改善越明显。6个月期限的国债收益率对短期利率的弹性从0.68提高到0.71，即R007变动1%意味着6个月国债收益率的变动从0.68%上升到0.71%。5年期国债收益率弹性则从0.26上升到0.46，10年期国债收益率弹性从0.13上升到0.41，增幅高于中短期国债收益率。

图 4 2013 年前后的传导效率变化



(2) 基于脉冲响应的分析

下文通过脉冲响应比较 2013 年前后两个时间区间内（2006 年 10 月-2013 年 6 月，2013 年 7 月-2017 年 7 月）货币市场利率（R007）向债券市场利率传导的效果。从图 5-6 可以看到，2013 年以前货币市场的利率传导效果较弱。对 R007 实施一个标准差的冲击，6 个月和 1 年期国债的瞬时响应均为 8%，第 3 个月达到 14% 左右的峰值。然而 5 和 10 年期国债收益率对短期市场利率的脉冲响应并不显著。简言之，早期的短期利率并不能有效带动中长期债券收益率的变动，债券市场利率的变化更多受其他因素的影响。



2013 年以后的数据模拟则呈现不同的结果。脉冲响应函数显示货币市场利率传导机制明显增强，债券收益率受短期利率的影响非常显著。对 R007 实施一个标准差的冲击，6 个月国债的瞬时反应强度达到 14%，第 2 个月达到 18% 的峰值。随着期限的延长，国债收益率的响应强度虽然有所减弱，但 5 年期和 10 年期国债仍然有显著的脉冲响应，两者的反应程度在高峰期达到 10% 和接近 10% 的水平。

综合上文的结果可以看出，与美国、韩国和印度相比，中国短期利率在债券市场的传导效率较低，尤其是对长期国债收益率的引导作用较为有限。但同时应该看到，近些年来中国通过债券市场的利率传导效率已经有明显提高，中长期国债的传导效率改善尤其明显。



图 5 债券收益率脉冲响应：2006-2013 年

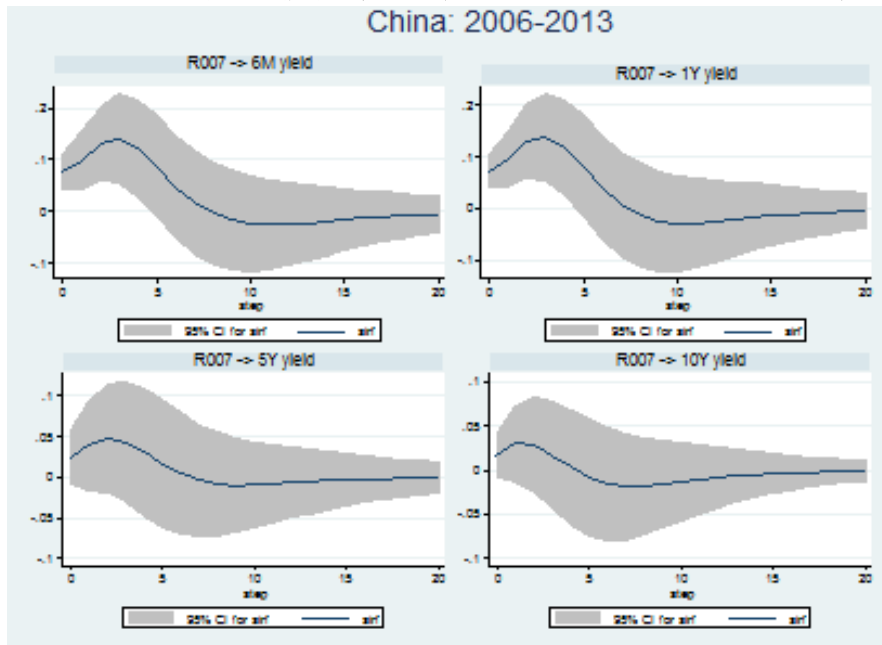
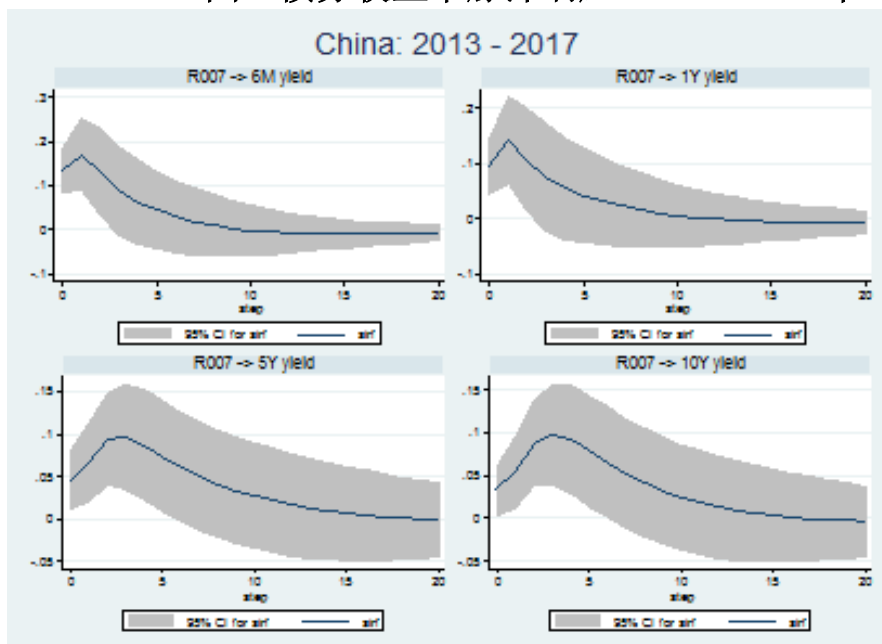


图 6 债券收益率脉冲响应：2013-2017 年





三. 货币市场利率在信贷市场的传导效率

我国的金融体系是典型的银行主导型，间接融资规模在社会融资规模存量中的比重超过 80%，因此利率在信贷市场中的传导效率在很大程度上将决定未来货币政策的有效性。下文对我国货币市场利率在银行贷款市场上的传导效率进行分析。

1. 跨国比较

各国分期限的贷款利率数据难以获得（通常为贷款加权平均利率），因此无法债券市场那样针对同一期限的贷款利率进行跨国比较。本文的中国贷款数据采用由人民银行提供的金融机构人民币贷款加权平均利率（一般贷款），频率为季度数据，从 2008 年 3 季度至 2017 年 2 季度。跨国比较方面，美国、韩国和印度的贷款利率来源于国际货币基金组织。其它频率的数据均调整成季度数据。关于数据的样本区间，美国从 1982 年 1 季度至 2008 年 4 季度，韩国从 2004 年 2 季度至 2016 年 4 季度，印度从 2001 年 2 季度至 2016 年 4 季度。在短期利率方面，中国选用 R007，其它各国仍选用与上文一致的短期货币市场利率。

对美国、韩国和印度数据的估计方法仍沿用公式（1），用 R_t^L 表示贷款利率。中国的情况比较特殊。在长期的利率管制体系下，存贷款基准利率和存款准备金率是我国货币政策的核心工具，银行的贷款利率定价主要取决于贷款基准利率。因此，如果要剔除上述因素（如贷款基准利率和存款准备金率的调整）对短期利率在信贷市场传导的影响，对中国数据的回归分析可以将贷款基准利率和存款准备金率作为控制变量。回归方程为公式（2）：

$$R_t^L = \alpha + \beta R_t^S + \gamma R^{bm} + \delta rrr_t + \epsilon_t \quad (2)$$

其中 R_t^{bm} 表示贷款基准利率， rrr_t 表示存款准备金率，均为季度平均数。为了跨国之间的可比性，下文展示的中国的回归分析结果既包括通过公式（2）估计的结果，也包括不控制上述因素，即通过公式（1）估计的结果⁴。

各国贷款利率对短期利率的弹性系数显示在表 2。可以看出，2008 年至今，我国货币市场短期利率到贷款利率的传导效率非常弱。在控制了贷款基准利率和存款准备金率的情况下，贷款利率与 R007 和 Shibor 之间的弹性系数分别为 0.172 和 0.160。在不控制上述因素的

⁴由于 DR007 季度数据的时间长度非常有限，下文也不对 DR007 的传导效率做评估。

情况下，贷款利率对 R007 和 Shibor 的弹性分别为 0.215 和 0.216，也显著低于美国的 0.473、韩国的 0.533 和印度的 1.373⁵。由于我国间接融资占比高于美国、韩国和印度⁶，信贷市场利率传导较弱意味着改善银行的利率传导效率是下一步我国利率调控体系改革的重要任务。

表 2 各国贷款利率对短期利率的弹性系数

控制其它政策变量 公式 (2)		不控制其它政策变量 公式 (1)				
R007	Shibor	R007	Shibor	美国	韩国	印度
0.172	0.160	0.215	0.216	0.473	0.533	1.373

2. 跨市场比较

下一步我们比较信贷市场和债券市场的传导效率。下文用公式 (2) 重新估算短期利率 (R007) 对国债收益率的传导效率，即在控制了贷款基准利率和存款准备金率的条件下估算国债对短期利率的弹性系数。贷款利率和国债收益率的回归结果显示在图 7。

⁵采用 2014 年至今的数据做分析，在控制贷款基准利率和存款准备金率的情况下，贷款利率与 R007 和 Shibor 均不存在显著的关系。但由于 2014 年至今的季度数据的时间序列很短，该回归结果缺乏稳健性。

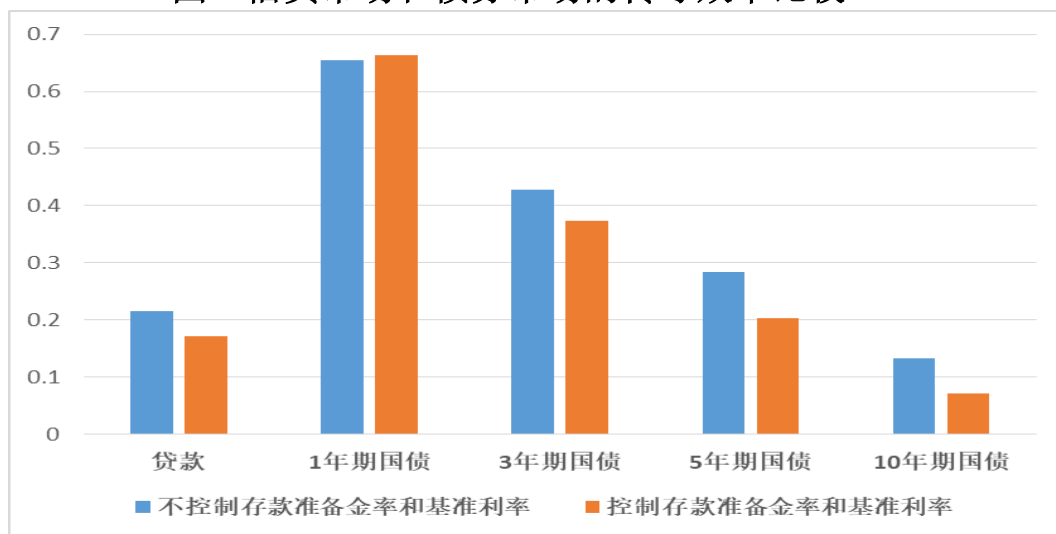
⁶ 祁斌、查向阳等，《直接融资和间接融资的国际比较》，2015 年 5 月。



表 3 信贷市场和债券市场传导效率比较

	贷款	6M	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
控制其它政策变量 公式 (2)	0.172	0.724	0.663	0.523	0.373	0.203	0.071
不控制其它政策变量 公式 (1)	0.215	0.704	0.655	0.551	0.428	0.283	0.132

图 7 信贷市场和债券市场的传导效率比较



从图 7 中可以看出，贷款对短期利率的弹性系数低于 1-5 年期国债，仅高于 10 年期国债。总体而言，短期利率在信贷市场上的传导效率比债券市场弱。马骏和纪敏（2016）对短期利率向银行贷款利率传导的量化分析也有类似的结果。他们通过个体银行的微观数据的面板回归，得到 R007 向银行贷款传导效率在 0.17，与我们本节的估算结果非常接近。



四. 货币市场利率在影子银行体系中的传导

近十年来理财产品迅速发展，其定价不受监管部门管制，因此理财产品的利率从一开始就是市场化的。由于理财产品的存量已经达到28万亿，其定价也会在一定程度上影响实体经济的表现。目标政策利率能否有效影响理财产品的定价，也是政策利率传导过程中需要关注的方面。本节探讨货币市场利率与非正规市场利率（理财产品）利率的传导关系。

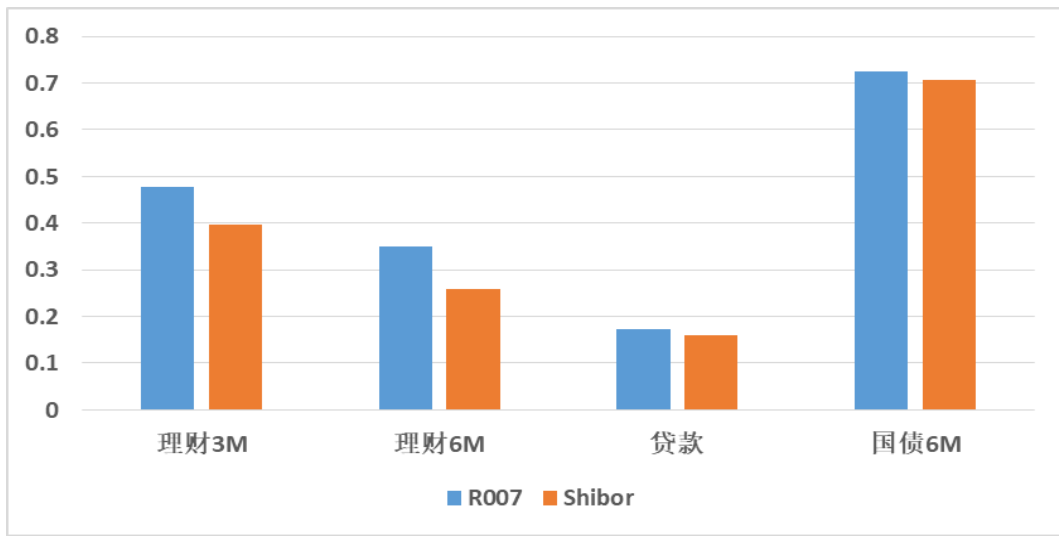
为方便与银行贷款做比较，本文回归估计的方法采用公式(2)，即控制了贷款基准利率和存款准备金率。回归分析中的影子银行利率采用3个月和6个月理财产品预期收益率，数据来源于Wind，回归结果及其与贷款和短期国债的比较显示在表4和图8。

表4 影子银行利率传导⁷

	理财3M	理财6M	贷款	国债6M
R007	0.478	0.350	0.172	0.724
Shibor	0.397	0.258	0.160	0.706
DR007	不显著	不显著	——	0.655

⁷ “不显著”指未达到5%的显著程度，“——”表示由于数据原因无法估计。

图 8 理财、信贷和债券传导效率比较



首先，R007 在理财市场的传导效率弱于短期债券市场，但强于信贷市场。理财产品与 R007 之间的弹性系数显示 R007 对理财产品市场有一定的传导作用，低于期限在 3 年以下的中短期国债收益率，但高于银行信贷。

其次，R007 对理财市场利率的解释力度明显高于隔夜 Shibor 和 DR007。从统计上来看，目前 DR007 对理财产品收益率没有解释力。

导致上述现象的原因十分复杂。理财产品本身就是银行为绕过利率管制、实行主动负债管理而发行的，因此理财产品的利率本质上是比信贷市场利率更为市场化，也与其它同业负债和流动性管理工具有一定程度的替代效应，因此与货币市场利率的联动性较信贷市场高。



但发行理财产品往往是银行为应对监管规则的资金管理需求，而许多监管规则本身就产生了割裂各个市场的效果，因此理财产品的利率水平在一定程度上反映监管规则和考核时点的影响。例如银行倾向于发行在季末到期的理财产品，以压缩广义信贷满足资本充足率考核的要求，这导致理财收益率往往跨季时点出现跳跃式上升。而 R007 由于期限更短，更反映银行间市场日常的流动性情况。另外，债券市场的流动性远高于理财产品市场，因此债券市场对货币市场利率的敏感度最高。

五. 小结

1. 实证结论

第一，央行已经初步建立了调控货币市场政策利率的工具，市场对利率走廊也形成了一定的预期。但由于货币政策决策机制层面和货币与监管政策之间的协调问题，不同政策工具和政策信号之间出现矛盾，导致去年底以来的货币市场利率波动率大幅上升，利率走廊作为利率稳定机制的作用和可信度下降。

第二，R007 比隔夜 Shibor 和 DR007 对各市场利率的影响力更强。



第三，我国短期利率通过银行贷款的传导作用十分微弱。

第四，我国短期利率通过债券市场的传导效率低于美国、韩国和印度，但明显强于我国通过银行体系的利率传导。

第五，近年来短期利率向中长期债券市场利率传导的效率有明显提高，期限越长的国债改善效果越明显。

2. 原因分析和讨论

根据上文的实证结果，在提升利率传导效率方面，我国的改革取得了一定的成效，原因包括以下几个方面。

第一，价格型货币政策操作框架已经初见雏形。尽管还未有明确的目标政策利率，但质押回购利率已成为利率互换市场上大部分短期利率产品的基准（占比超过 85%），意味着 R007 的变动能有效牵动金融市场利率。

第二，利率在债券市场传导效率的改善在一定程度上是源于债券市场的规模和流动性的提高，以及衍生工具的发展。从 2013 到 2016 年的 3 年间，国债余额从 9.5 万亿元增长了 2.3 倍到 22.5 万亿元；企业债余额从 9.3 万亿元增长到 17.5 万亿元；金融债余额从 10.5 万亿元



增长到 17.3 万亿元，银行间债券的日均交易金额从 0.8 万亿元增长了 3.6 倍到 2.9 万亿元。此外，近年来利率衍生品也有较大发展，利率互换的年交易量从 2013 年的 2.71 万亿元增长到 2016 年的 9.92 万亿元，增幅 3.6 倍，5 年期国债期货日均持仓量也较 2013 年增长了 6.8 倍。衍生工具的发展提高了债券市场的流动性，增强了不同期限之间套利的便利性，提升了短期利率向中长期利率的传导效率。

第三，同业业务、大额存单和资产证券化的作用。以往银行的负债端以存款为主，而存款的利率市场化程度有限，资产端的利率（如贷款利率）没有必要与短期市场利率联动。近年来同业业务和大额存单的发展使银行负债端的市场化程度明显提高（完全市场化定价的负债占银行总负债的比例从 2005 年的 14% 上升到 2017 年的 25%），资产证券化的快速发展（资产支持证券发行量在 2013 至 2016 年间增长了 30 倍）在一定程度上建立了货币市场、债券市场和信贷市场的关联。

3. 利率传导机制中存在的问题

第一，短期利率波动仍然过大，难以成为政策利率。跨国比较来看，美国联邦基金利率和欧元银行间隔夜同业拆借利率在 2000-2007



年利率常态化期间的变异系数（日标准差/日均值）均值⁸分别为 0.056 和 0.047，而 R007 的变异系数在 2010-2017 年间的均值为 0.172，是美国和欧元区的 3 倍，也显著高于同期的韩国（0.025）和印度（0.051）。值得注意的是，R007 的变异系数在 2015-2016 年间下降到 0.072，接近发达国家的水平，但 2017 年以来又多次上升到 0.1 左右。总体而言，随着我国货币政策框架的转型和利率走廊的完善，短期利率波动与几年前相比已经显著下降，但与国际比较仍然有差距，还难以成为市场认可的政策利率和可靠的利率产品定价基准。

第二，商业银行的存贷款定价仍然主要依赖存贷款基准利率。问题的来源在于，虽然央行希望商业银行更多使用市场化的定价机制，但同时又没有宣布取消存贷款基准利率的时间表，造成了两种“政策信号（存贷款基准利率和 R007/DR007 作为未来政策利率）并存乃至互相矛盾的情况，使得商业银行无所适从。比如，最近一个阶段，存贷款基准利率没有变化，但央行的多次公开市场操作导致短期利率上行，这两个信号就互相矛盾。在央行尚未宣布存贷款利率将被取消，

⁸数据均为日度数据，三个月滚动的标准差和均值。



R007/DR007 也尚未被官方明确为政策利率，要商业银行放弃以存贷款基准为定价基础是不现实的。

第三，虽然商业银行的存款利率上限管制已经放开，但大银行同质化经营的现象仍然明显，弱化了市场利率向存款利率的传导。比如，在 2015 年人民银行取消存款利率上限之后，五大银行的存款利率虽然有所上浮，但这些银行之间所有存款品种的利率仍然完全一致，银行间缺乏竞争，利率定价不完全反映融资成本、运营成本和利率市场价格变化。导致这种行为的因素十分复杂：有时是监管部门为防止“过度竞争”，通过窗口指导要求金融机构“自律”；有时是主要银行领导出于政治考虑；有时是银行担心“枪打出头鸟”和同行批评，不愿意挑起竞争。

第四，债券市场的流动性和衍生品市场仍待完善。虽然近年来我国国债流动性有所提高，但与发达国家相比差距仍然很大。2015 和 2016 年我国国债全年换手率均在 100%左右，而根据美国证券业及金融市场协会（SIFMA）的数据，美国国债市场年换手率虽然受量化宽松政策影响从金融危机前超过 3000%水平大幅下降到 1000%左右，但仍远高于中国的水平。英国、日本等国的国债换手率也高于我国数倍



（马骏、纪敏，2016）。国债市场流动性较低影响了国债收益率曲线的价格发现功能，也影响了货币政策在不同期限国债中的传导效率。此外，我国利率互换市场与国际相比仍然欠发达，覆盖的利率产品种类很有限，市场参与者结构也很单一。在缺乏有效的利率风险管理工具的情况下，债券产品的投资需求不足，导致债券市场流动性难以提高。

第五，数量型工具、监管政策干扰和软运算约束弱化了利率传导。根据马骏和王红林（2014）的分析，我国较高的存款准备金率增大了银行调整资产配置时的“摩擦力”，降低了银行的存贷款业务对市场利率的敏感度。宏观审慎监管部门对银行采用类似贷款数量限制的政策工具，导致贷款利率由贷款数量限制决定，而不受市场利率的影响，削弱了利率的传导效率。此外，实体经济中的预算软约束问题也会降低部分企业（如地方平台和国企）对市场利率的敏感度，弱化利率的传导。

（2018年5月27日）



参考文献

- [1] Bernanke B S and A S Blinder. *The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission*[J], *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 82(4), pages 901-921, 1992.
- [2] Bernanke B S. and Ilian, Mihov. *Measuring Monetary Policy*[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1998, Vol. 113(3):pp. 869-902
- [3] 马骏, 纪敏. 新货币政策框架下的利率传导机制[M]. 北京:中国金融出版社, 2016.
- [4] 马骏, 王红林. 政策利率传导机制的理论模型[J]. *金融研究*, 2014, (12)



报 送:

联系人: 付静仪

电话: 62797519
