

## 对“利率并轨”的猜想

我们认为取消存贷款基准利率、以 DR007 为短端政策目标利率的利率走廊体系是进一步完善货币政策框架的方向。

在中国经济下行压力加大、社会融资结构性问题日益突出的今天，中国利率市场化的进展再一次受到广泛关注。2月发布的央行第四季度货币政策执行报告提出要继续深入推进利率市场化改革，推动利率“两轨合一轨”；而在刚刚结束的两会期间，易纲行长也强调了要以改革消除利率决定过程中的垄断性因素，通过更加准确的风险定价和更充分的竞争降低风险溢价，以缓解小微企业、民营企业实际融资成本较高的问题。

目前，货币政策传导不畅的症结在于目前中国利率仍存在“双轨制”的现象。取消存贷款基准利率并尽快明确市场化的政策目标利率是政策制定者、学界目前的共识。

我们认为以 DR007 为短端政策目标利率的利率走廊体系是进一步完善货币政策框架的方向。

### “利率双轨制”的现状

“利率双轨制”指的是市场化的货币市场利率与受管制的存款贷基准利率两套并行的利率体系。在 2015 年央行彻底放开存贷款基准利率的浮动区间之后，中国货币政策从数量型调控向价格型调控的转型可以说已接近完成。但由于中国商业银行过去的存贷款定价行为长期依赖于存贷款基准利率，因此保留存贷款基准利率实际上意味着“利率双轨制”依然存在（易纲，2018）。

从实践结果来看，货币市场利率向贷款

利率的传导有进一步改善的空间。以 2018 年的货币调控为例，2018 年央行四次实行“定向降准”，银行间七天逆回购利率下降约 55bp，十年期国债利率下降约 59bp，意味着货币市场利率较好地传导至债券市场的无风险利率。同时，金融机构人民币贷款利率仅下降约 11bp，在 2018 年上半年甚至出现人民币贷款利率不降反升的情况。

贷款利率下降幅度有限有两方面的因素。一方面，在商业银行贷款定价上确实存在垄断性因素，由于存贷款基准利率的存在，商业银行在贷款自主定价上的意愿和能力都不强；另一方面，在经济下行周期，由于风险溢价上升抵消货币宽松效果的情况也时有发生。

#### 货币政策传导低效的结构性因素

根据徐忠（2018）、郭豫媚等人（2018）的研究，除了货币市场利率与存贷款基准利率存在“双轨”之外，以下结构性因素同样会影响货币政策的传导效率。

##### ● 商业银行内部资金转移定价机制

内部资金转移定价（Funds Transfer Pricing, FTP）是商业银行利率定价的核心机制，是指商业银行内部资金中心与业务经营单位按照一定的规则有偿转移资金，达到核算业务资金成本收益等目的的一种经营管理模式。

目前商业银行内部资金转移定价同样具有“双轨制”的特征。同业和金融市场业务部门定价与存贷款业务部门定价处于两个独立的轨道。同业和金融市场业务 FTP 价格以市场利率为基准，选择钉住 Shibor、国债收益率等市场利率，依据市场利率变化按月、按周甚至按日调整，因此通常被称为“市场轨”。人民币存贷款业务则参照存贷款基准利率制定 FTP 价格，仅在人民币存贷款基准利率变动时才进行调整，通常被称为

“计划轨”。

从商业银行内部的管理制度看，由于不同经营单元对应不同的 FTP 曲线，并且不存在同业和金融市场业务与存贷款业务之间进行直接资金转移或相互拆借的情况，因此银行内的套利机制并不存在，导致利率传导效应较弱。

##### ● 同业负债占比

郭豫媚等人（2018）分别对国有银行和股份制银行的定价行为进行研究，研究结果表明一些股份制银行在贷款定价的价格计算公式中不仅包括基准利率，还纳入了各类市场利率，且市场利率的权重因子不断提高。

相比国有银行，股份制银行在贷款利率定价中更看重金融市场利率，这可能是因为股份制银行的资金更多来源于金融市场而非一般性存款。截至 2018 年第三季度，国有银行同业负债占比约为 8.96%，股份制银行同业负债占比约为 17.88%。

自 2018 年央行将同业负债纳入宏观审慎评估体系（MPA）之后，股份制银行同业负债占比呈下降趋势，而向央行的借款呈上升趋势，这有助于在维护金融系统稳定的同时加强货币政策的传导效率。

##### ● 金融产品嵌套现象

随着利率市场化的逐步完善，银行负债竞争日益激烈。在资金来源方面，银行与非银机构通过同业业务、理财等各种嵌套，使得负债端变得极为复杂，市场产品价格无法真正反映真实信用风险溢价，利率传导和利率调控效果大打折扣（徐忠，2018）。2018 年起陆续颁布的资管新规、理财新规等监管措施有望进一步化解金融产品层层嵌套的乱象，疏通货币政策传导渠道。

##### 对“利率并轨”的猜想

为消除现存的利率“双轨制”，取消存贷款基准利率并尽快明确市场化的政策目标

利率是政策制定者、学界目前的共识（徐忠，2017；马骏和管涛，2018）。

自 2013 年起，中国经济进入新常态，货币政策框架从数量型调控向价格型调控的过程中，人民银行培育了一系列市场化基准利率以及流动性创新工具，其中包括贷款基础利率（loan prime rate）、同业存单利率、常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）、存款类机构质押式回购加权利率、大额存单等。

在央行对于市场化基准利率的培育过程中，存在一些效果不尽如人意的例子。例如，贷款基础利率设立的原意是为了鼓励金融机构自主化定价，但实践结果表明，即使在放开存贷款浮动区间之后，贷款基础利率的走势与央行存贷款基准利率依然高度一致，商业银行自主定价与风险管理的能力受到质疑。又如，标准化同业存单设立的原意是为了提高商业银行负债的市场化程度，疏通货币市场利率对贷款利率的传导效率，但在监管缺位的情况下，也一定程度上造成了金融空转、金融套利的乱象。

目前，中国央行已明确利率走廊机制的建设，将常备借贷便利（SLF）利率设定为利率走廊的上限，而从货币价格调控和利率走廊的操作要求上看，央行应该尽快明确短端政策目标利率，并以此为中心确定利率走廊区间，结合日常的公开市场操作，有效开展市场利率引导（徐忠，2017）。

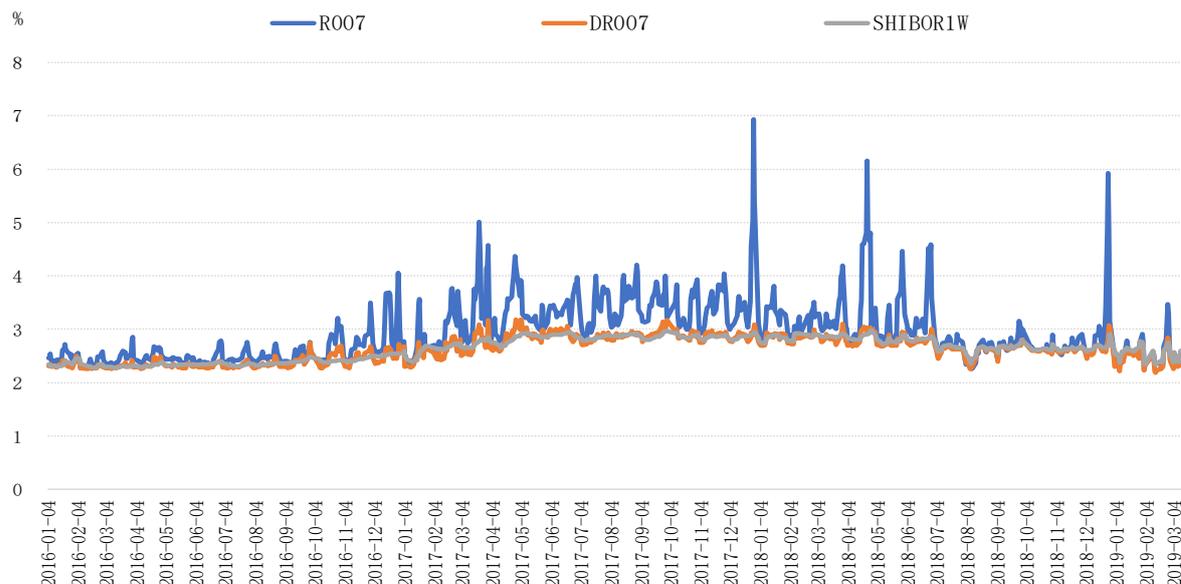
在短端政策利率的选择上，七天质押式逆回购利率（R007）、七天存款类机构机构质押式回购利率（DR007）以及三个月 Shibor（SHIBOR3M）都是较为热门的选择。从作为政策利率的角度来看，三者各有优缺点。以市场化程度最高的 R007 为例，虽然七天逆回购的单日交易量高并且市场的深度和广度兼具，但与 DR007 以及 Shibor 相比，R007 波动性过高，将对央行公开市场操作产生挑战。Shibor 一直是金融市场重要的基准利率，债券、同业存单、短期融资券等金融产品均参照 Shibor 定价，但从国际实践经验来看，Shibor 由于缺乏真实交易做基础，几乎很少成为央行货币政策的中介目标。

表：各基准利率的优缺点

	优点	缺点
R007	市场化程度高；利率互换等衍生品均以R007作为基准利率。	波动性过高，对央行公开市场操作的频度要求较高。
DR007	波动性较R007低；DR007与SLF的操作对象均为存款类机构，隐含的货币政策逻辑一致。	创设时间较短，与之挂钩的金融产品较少。
Shibor	波动性较R007低；债券、同业存单、利率衍生品等金融产品均以Shibor作为基准利率。	采用集中报价机制，缺乏真实交易做基础，可操纵空间较大。

资料来源：第一财经研究院

图：三种基准利率的走势



资料来源：Wind、第一财经研究院

我们认为相较于 R007 和 Shibor, **DR007 是更为合适的货币政策中介目标**。首先, 由于 SLF 已被确认为利率走廊上限, 这意味着货币政策的直接影响对象是政策银行及商业银行, 因此出于相同的逻辑, 以银行为交易市场主体的 DR007 是较为合适的中介目标。其次, 由于 DR007 是由实际交易产生的利率并且日内波动性较小, 对于央行公开市场操作来说也是适宜的操作对象; 事实上, 央行就在货币政策执行报告中多次将 DR007 作为货币市场流动性的代表性指标。最后, 万光彩等人 (2018) 的研究表明, 相较于 R007 和 Shibor, 以 DR007 作为政策目标利率的利率走廊系统对宏观经济变量的敏感度更低, 政策调控系统效果也更好。

在中国货币政策转型的过程中, **中期政策利率也应发挥相应作用, 引导货币政策利率从短端传导至长端**。孙国峰和段志明 (2017) 基于中国商业银行内部相互分割的两部门决策机制, 建立相关博弈理论模型来分析中期政策利率在贷款市场、存款市场、货币市场和债券市场的传导机制, 论证了央行投放中期资金对降低社会融资成本的作

用。研究结果显示央行投放较低中期政策利率的中期资金 (如 MLF) 能够有效降低贷款利率、理财资金利率、货币市场利率和债券利率, 并且能够扩大社会的信贷规模、降低理财资金规模。

为更好地发挥货币政策传导效果, 央行还需进行一系列结构性改革, 其中包括明确取消存贷款基准利率的改革意图、降低存款准备金率、强化前瞻性指引作为货币政策工具的作用、加快利率衍生品市场建设以及进一步对外资开放境内债券市场等种种措施, 通过金融结构性改革推动经济健康增长。

#### 参考文献:

- 郭豫媚, 戴贇, & 彭俞超. (2019). 中国货币政策利率传导效率研究: 2008-2017. *金融研究*, 462(12), 37-54.
- 马骏, & 管涛. (2018). 利率市场化与货币政策框架转型. *中国金融*, No. 882(12), 31-32.

孙国峰, & 段志明. (2017). 中期政策利率传导机制研究——基于商业银行两部门决策模型的分析. *经济学 (季刊)*, (1), 349-370.

徐忠. (2017). 中国稳健货币政策的实践经验与货币政策理论的国际前沿. *金融研究*, 1, 1-21.

徐忠. (2018). 经济高质量发展阶段的中国货币调控方式转型. *金融研究*, 454(4), 1-19.

徐忠, 纪敏, & 李宏瑾. (2018). 以收益率曲线作为操作目标的货币政策: 历史经验与政策反思. *国际经济评论*.

万光彩, 周泽林, & 叶龙生. (2018). 我国利率走廊中的政策目标利率选择分析. *财贸研究*, (11), 5.

易纲. (2018). 《在博鳌亚洲论坛 2018 年年会分论坛的问答实录》, [www.pbc.gov.cn](http://www.pbc.gov.cn).

