



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: 质押式回购回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。

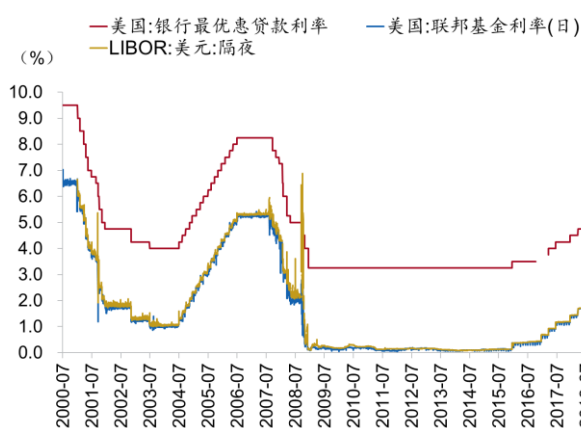
如何实现政策利率对中介目标（即市场基准利率）的调控？目前主流的调控方式主要可以分为目标利率模式和利率走廊模式。目标利率模式是中央银行直接提出中介目标利率的调整范围，例如美联储直接提出联邦基金利率的调整范围（目标值），通过纽约联储的公开市场操作室，在债券市场买卖债券使得联邦基金利率达到目标值。不同于美国，欧央行和其他经济体，如加拿大、日本等国，采用的是利率走廊模式，中央银行通过向商业银行等金融机构提供存贷款便利，依靠设定的利率操作区间来稳定市场拆借利率，在这一模式下，中央银行可以将市场基准利率（如隔夜利率）维持在关键政策利率附近。

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。

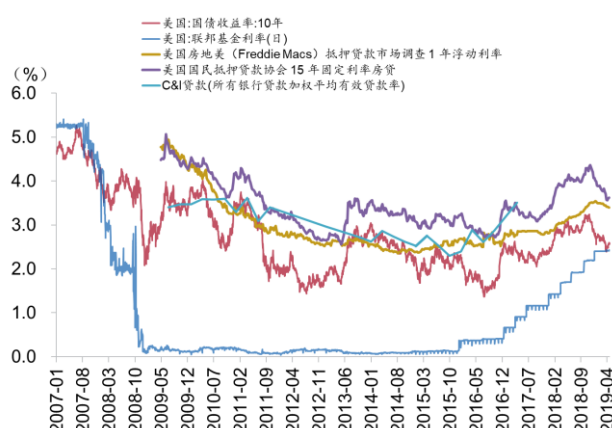
从美国经验来看，在目标利率调控模式下，央行通过调节联邦基金目标利率，可以间接地调控金融市场，大致形成联邦基金目标利率→联邦基金有效利率→存款利率、市场利率(LPR、LIBOR 等)→贷款利率的联动路径。

图 1：联邦基金利率和 LIBOR、LPR 走势相关联



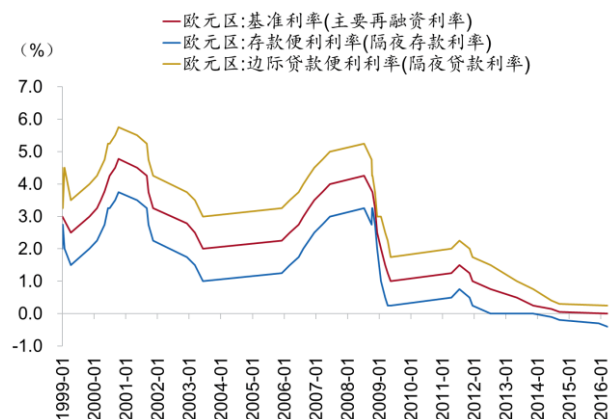
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 2：美国货币、债券和贷款利率走势相关联

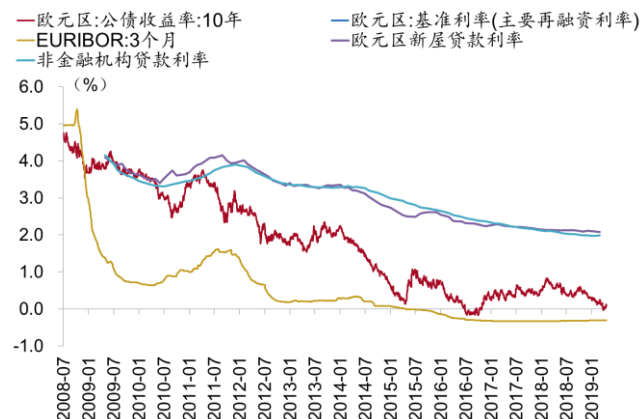


资料来源：Wind，招商银行研究院

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。

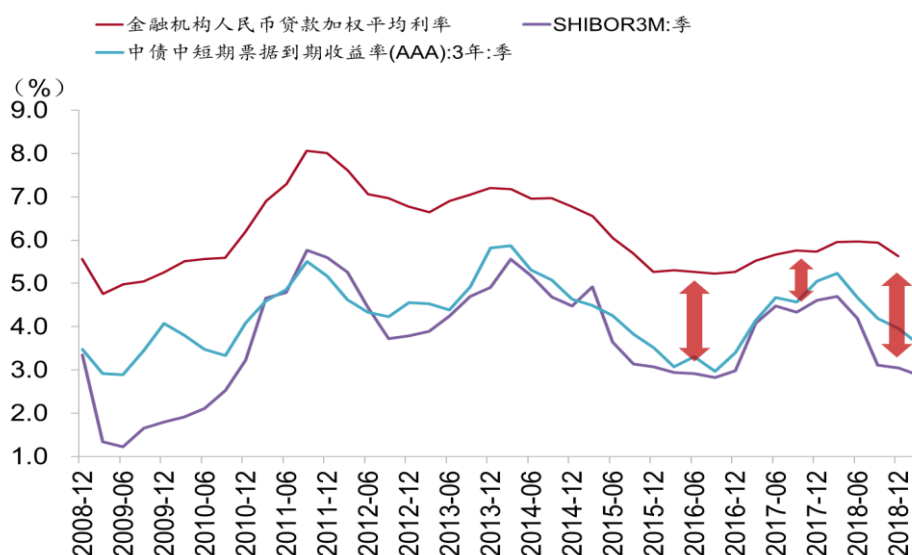
（二）我国利率市场化尚未结束，“利率双轨”是当前需要解决的难题

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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12393

