



# 蒋飞：短期利率的再思考



文/意见领袖专栏作家 蒋飞



## 要点

2022年3月以来，多项指标显示出中国经济下行压力较大，相比较而言利率下降速度较慢，这或与我们政策利率变动幅度不大有关，中国政策利率在历史上变动次数较少。2020年以来，央行通过市场化改革等方法，引导银行根据市场利率变化合理调整存款利率，进一步推动企业融资成本的不断下降。

从利率走廊和市场利率的关系可以看出，央行对某些时间的市场利率下行现象理解为短期现象，中国的长期经济增长基本面没有改变，通胀中

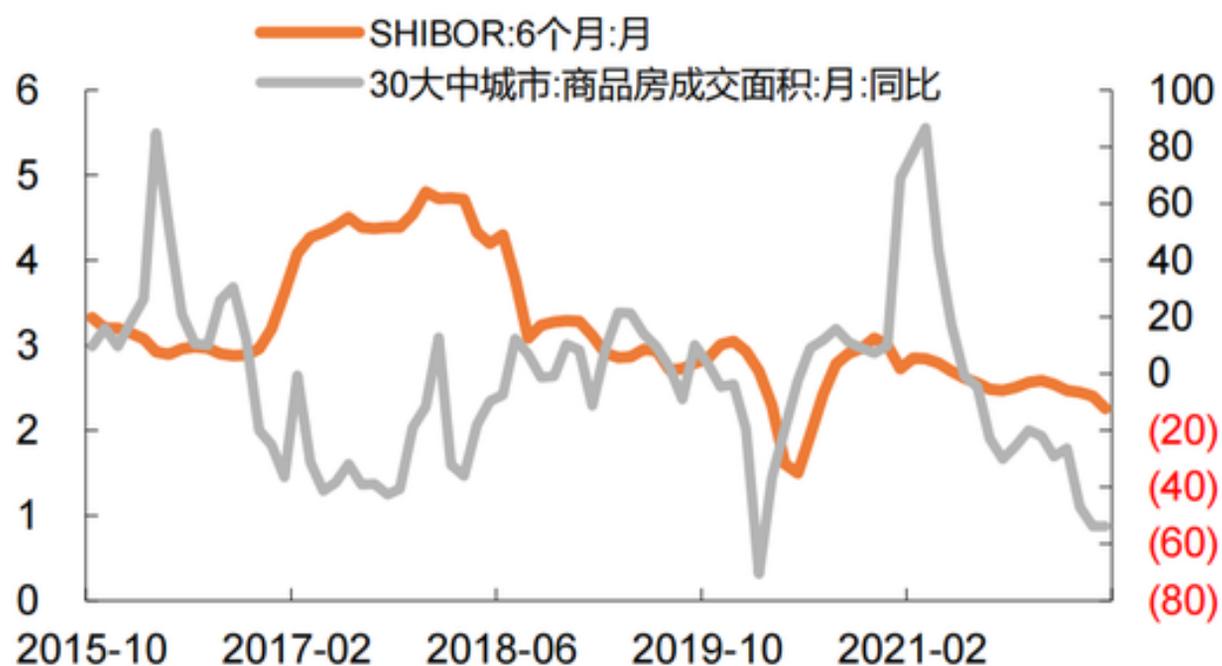
枢仍然保持在 2%甚至以上水平。只要通过财政政策或其他政策的实施，短期经济会再次回升，政策利率仍处于合理的水平之内，利率走廊可以继续保持不变。

2022 年以来疫情对经济的影响比较显著，GDP 增速和居民收入增速均出现了较大幅度的波动，物价在一段时间之后会出现明显的下降。鉴于居民存款增速保持稳定，对稳定经济起到一定的作用。后续需要关注居民存款的稳定性。

### 1、政策利率与实体经济的关系

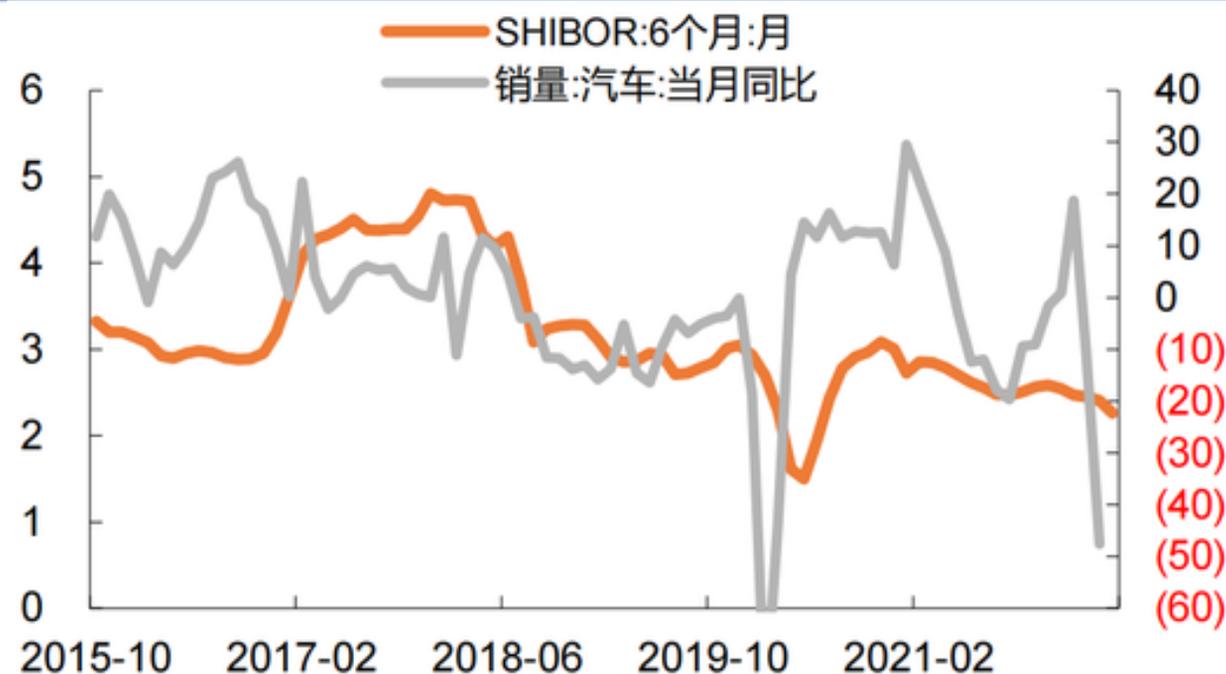
2022 年 3 月以来中国再次受到新冠肺炎疫情的侵扰。国内部分经济指标在对抗疫情中不断回落，尤其是 30 大中城市的商品房成交面积增速到 5 月份下降至-53.75%，汽车销售增速到 4 月份下降至-47.6%，社会消费品零售总额同比增速到 4 月份下降至-11.1%，主要钢厂线材开工率到 5 月份同比下降至-8.6%。多项指标显示出中国经济下行压力较大。

图 1: 商品房销售和 6M SHIBOR 利率



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 2: 汽车销售和 6M SHIBOR 利率



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

而具有代表性的 6 个月期 SHIBOR 利率只从 4 月的 2.4% 下降至 5 月的 2.26%，到 5 月 23 日下降至 2.16%。从 6 个月的 SHIBOR 利率与刚才提到的经济指标相比来看，我们可以发现利率下降速度较慢。这或与我们政策利率变动幅度不大有关，今年以来除了 1 月之外，MLF 利率和 7 天逆回购利率均未变动。1 月 18 日，央行分别下调逆回购和 MLF 利率 10 个 BP，到现在 7 天逆回购政策利率还维持在 2.1%，而 6 个月的 SHIBOR 市场利率距离其仅有 6BP 左右。

图 3: 消费和 SHIBOR 利率的关系



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 4: 6M SHIBOR 利率和线材开工率同比



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

中国政策利率在历史上变动都不是很频繁,尤其是 2015 年之后,央行构建了一个“利率走廊”,来引导资金利率在政策利率区间内波动。只要不偏离这一“走廊”,政策利率都会保持不变。在 2020 年以后央行在调整政策利率上又产生了新思路,即通过改革等手段促使商业银行自发下降市场利率,发挥贷款市场报价利率改革效能,畅通利率传导机制,加大金融机构让利幅度。比如 2021 年 6 月,央行指导利率自律机制优化存款利率自律上限形成方式,由存款基准利率乘以一定倍数形成,改为加上一定基点确定。2022 年 4 月,央行指导利率自律机制建立存款利率市场化调整机制,引导银行根据市场利率变化合理调整存款利率,进一步推进存款利率市场化。

图 5: SHIBOR 利率和逆回购利率



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

## 2、走廊与市场利率的关系

2015 年央行发布工作论文《利率走廊、利率稳定性和调控成本》，该文中提到我国的利率走廊可能的路线图。文中描述如下：“从我国当前的情况来看，建立完备的利率走廊可能需要若干年，在此阶段中的一个可能的路线图如下：第一步：在一个隐性的政策利率周围建立一个事实上的利率走廊，但未必宣布这个隐性的政策利率。第二步：逐步收窄事实上的利率走廊。第三步：取消基准存贷款利率，并宣布建立短期盯住政策利率和中长期参考广义货币供应量增长率的新政策框架。另外，届时可以建立一个正式的（显性）的利率走廊，其上限为常备借贷机制的利率，下限为超额存款准备金的利率。在正式的利率走廊之内，继续用公开市场操作来维持一个更窄的事实上的利率走廊。”

在相关的研究完备之后，央行推出中国版的“利率走廊”。2016年央行行长易纲在两会记者招待会上提到：“当前中央银行运用公开市场业务操作和存贷款的便利，我们来引导短期市场的利率。这样能够探索构建一个“利率走廊”机制。中央银行定存款和贷款的利率区间，通过这样一个利率区间调控和引导利率，这样一个机制就称之为“利率走廊”。”但在利率走廊的上下限上，市场分析师出现一定的分歧。

对于利率上限，央行多次表明利率走廊的上限是常备借贷便利利率（SLF），这一点分歧不大，基本形成共识。借鉴国际经验，中国人民银行于2013年初创设了常备借贷便利（Standing Lending Facility, SLF）。按照央行网站的介绍：“常备借贷便利是中国人民银行正常的流动性供给渠道，主要功能是满足金融机构期限较长的大额流动性需求。对象主要为政策性银行和全国性商业银行。期限为1-3个月。这一工具使用次数不多，每次使用都是为了防止出现系统性流动性风险，是一种“应急”工具。

但是对于利率下限，很多分析师都认为官方认定的是金融机构超额存款准备金率，也就是商业银行在央行存款的利率水平。但还有很多分析师

**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\\_42384](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42384)

