



2022.08.05

货币政策的核心工具箱：利率体系

——中国货币政策分析手册四

报告作者



董琦(分析师)



021-38674711



dongqi020832@gtjas.com

证书编号

S0880520110001



韩朝辉(研究助理)



021-38038433



hanchaohui@gtjas.com

证书编号

S0880121120065



陈礼清(分析师)



021-38676550



chenliqing@gtjas.com

证书编号

S0880522080003

相关报告

解决信用“梗阻”：从负债端调控移步资产端

2022.08.04

行业景气指数 2.0：超三成行业景气度改善

2022.08.01

财政支出补充流动性，8月流动性仍中性偏宽

2022.08.01

复苏进程开始波动

2022.07.31

加息影响显现，美国经济动能走弱明显

2022.07.30

本报告导读：

我国利率体系走过 30 年，已形成多层次的（政策利率、市场利率、基准利率）利率定价和传导机制，利率走廊培育和 LPR 改革进一步推动利率市场化进程。虽然市场普遍认为“重价不重量”，但我们认为“用价判拐点，用量看边际”，两者依然不能偏废。







摘要：

- **利率政策的本质和依据是什么？**央行的利率政策应该采取“留有余地的最优策略”，即名义利率水平不得高于名义 GDP 增长率，这是央行确定政策利率的重要依据。此外，央行确定政策利率水平还要满足跨周期设计的需要、顺应经济规律等因素；同时满足产权清晰、自由竞争和退出机制等条件来保证政策利率的有效性。
- **如何理解我国复杂的利率体系？**
 - ✓ 经过近 30 年来持续推进利率市场化改革，我国已基本形成了市场化的利率定价和传导机制。主要通过货币政策工具调节银行体系流动性，释放政策利率调控信号，在利率走廊的辅助下，引导市场基准利率以政策利率为中枢运行，并通过银行体系传导至贷款利率，形成市场化的利率定价和传导机制，调节资金供求和资源配置，实现货币政策目标。
 - ✓ 从官方的控制程度来看，我国利率分为央行政策利率、市场基准利率和市场利率三类。央行政策利率包括 7 天逆回购利率、MLF 利率，市场基准利率分为 DR007、LPR 和国债收益率，市场利率分为货币市场利率、信贷市场利率和债券市场利率。
 - ✓ 目前各类利率传导之间存在的问题：两类分割（机构间分割和市场分割）——机构间分割是对非银的歧视，同期限买断式回购利率比质押式回购利率更高；市场分割是制度性分割，交易所和银行间出现“同券不同价”，当前的价差仍会引发套利行为。
- **从利率走廊和 LPR 改革探析我国利率市场化进程：**
 - ✓ 央行已经构建起以 SLF 利率为上限，以超额准备金利率为下限，以 7 天逆回购利率为关键政策利率，以 DR007 为市场基准利率的隐性利率走廊机制。意义在于：1) 稳定货币市场利率，降低波动性，稳定商业银行预期；2) 降低货币政策的操作成本，使利率调整操作简洁、精准；3) 有助于货币政策从数量型调控向价格型调控转型。
 - ✓ LPR 报价机制——疏通“宽货币到宽信用”，提高利率传导效率。进入实质利率市场化阶段，LPR 可起到两重作用：1) 从长期发展视角看，LPR 可以是利率市场化完成后小额信贷定价锚；2) 在短期政策对冲视角上，LPR 可以打破二元定价僵局，有助于降低实体融资成本。LPR 改革后，LPR 的报价方式由锚定贷款基准利率改为参考公开市场操作利率（MLF）加点形成，形成了“MLF 利率→LPR→贷款利率”的货币政策利率传导新渠道。
- **如何看待货币政策的量价关系？**政策转变是在潜移默化的过程中，这种边际的变化往往是通过量的信息进行呈现。我们认为在市场普遍认为央行操作“重价不重量”的一致预期下，“用价判拐点、用量看边际”同样是理解货币政策的关键。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

每日获取精选投行研报 限时免费加入

作为投行业务/研究人员,

- 你还在为找不到行业最新研报而发愁吗?
- 还在为找不到项目/对标案例借鉴而苦恼吗?
- 还在为缺乏行业最新动态素材/数据而纠结吗?
- 手足无措不知从何下手之余, 也许你还可以试试这里 
- 或者这里  , 工作那么多苦都受了, 何妨再来一试呢?
- 也许会有惊喜或者意外收获哦, 快快    



投行研究🐶-2群



该二维码7天内(8月22日前)有效, 重新进入将更新

免费解锁链接: <https://t.zsxq.com/03YzFyBqz>

目 录

1. 利率本质、央行制定利率政策的依据.....	3
2. 我国利率图谱.....	3
2.1. 从央行发声中解读“政策利率体系”构建脉络.....	4
2.2. 三类利率系列汇总：政策利率、市场利率、基准利率.....	5
2.3. 目前各类利率传导之间存在的问题：两类分割.....	13
3. 利率市场化进程以及进程中的利率传导机制.....	14
3.1. 利率市场进程：先贷款，后存款，搭配利率走廊和 LPR 报价机制	14
3.2. 利率走廊机制的探索历程：作用与缺陷.....	16
3.3. LPR 报价机制：疏通“宽货币到宽信用”，提高利率传导效率.....	19
4. 当前体系下，如何正确看待公开市场操作：用“价”判拐点，用“量” 看边际.....	20

1. 利率本质、央行制定利率政策的依据

理论角度如何选择合意利率水平？合宜利率水平的评判标尺是“ $r-g$ ”长期利率黄金法则，即剔除通胀的真实利率（ r ）应与实际经济增长率（ g ）相等，其背后的经济含义在于：“ $r=g$ ”是一个能够使人均消费（社会福利）最大化的经济稳态，此时有“资本边际回报率-折旧率=人口增长率+技术进步率”，从长期来看，前者对应实际利率，后者对应实际经济增速

央行的利率政策应该采取“留有余地的最优策略”，即 r 总体上要略低于 g ，对应着就是名义利率水平不得高于名义 GDP 增长率，这是央行确定政策利率的重要依据。此外，央行确定政策利率水平还要考虑满足跨周期设计的需要、顺应经济规律等因素；同时满足产权清晰、自由竞争和退出机制等条件来保证政策利率的有效性。

实际上，利率的构成包括三部分：

$$\begin{aligned}\text{利率} &= \text{名义利率} + \text{风险溢价} \\ &= \text{实际利率} + \text{预期通货膨胀率} + \text{风险溢价}\end{aligned}$$

准确公式为：

$$1 + \text{名义利率} = (1 + \text{实际利率}) * (1 + \text{通货膨胀率})$$

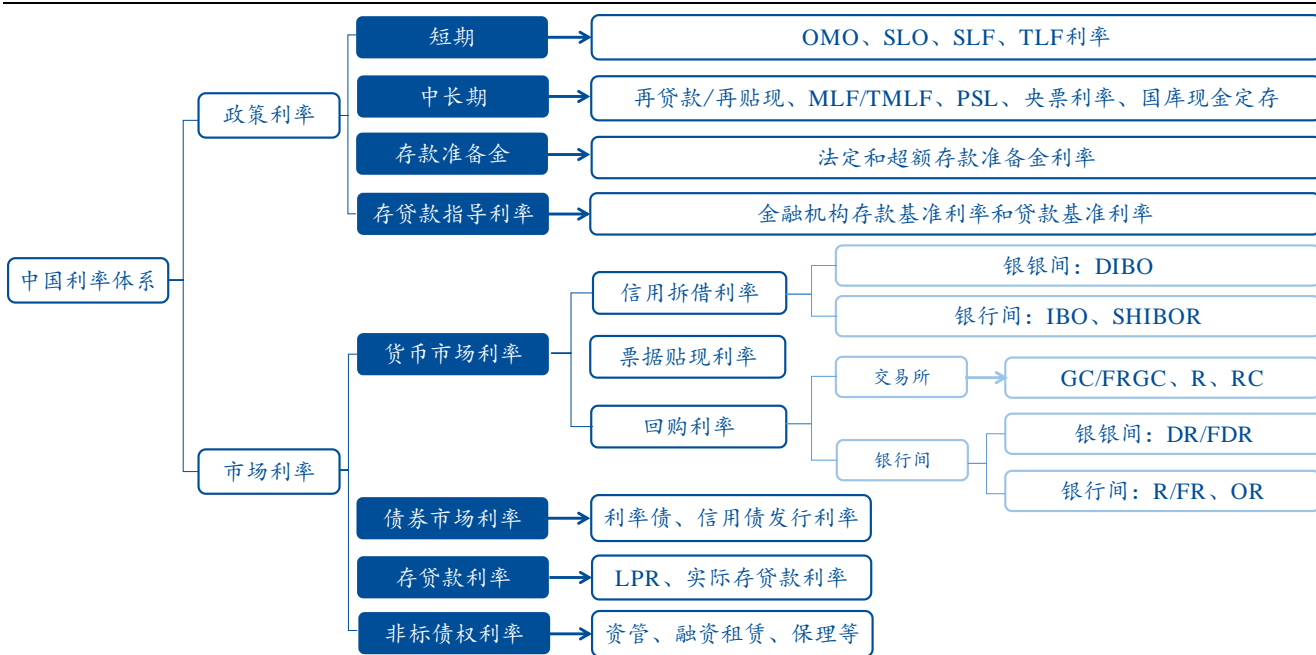
其中，实际利率对应的是资本边际回报率；预期通货膨胀率表示对未来一般物价水平的预期（比如 CPI、PPI），风险溢价表示由于不确定性存在以及投资者的风险（信用风险）厌恶而高出无风险投资收益率部分，与投资的风险水平正相关。

2. 我国利率图谱

经过近 30 年来持续推进利率市场化改革，目前我国已基本形成了市场化的利率形成和传导机制，以及较为完整的市场化利率体系：主要通过货币政策工具调节银行体系流动性，释放政策利率调控信号，在利率走廊的辅助下，引导市场基准利率以政策利率为中枢运行，并通过银行体系传导至贷款利率，形成市场化的利率形成和传导机制，调节资金供求和资源配置，实现货币政策目标。

从官方的控制程度来看，我国利率分为央行政策利率、市场基准利率和市场利率三类。央行政策利率包括 7 天逆回购利率、MLF 利率，市场基准利率分为 DR007、LPR 和国债收益率，市场利率分为货币市场利率、信贷市场利率和债券市场利率。

图 1：中国利率体系



数据来源：国泰君安证券研究

表 1：利率品种

分类	利率品种	目前利率水平	简介
政策利率	短期	公开市场操作（OMO）利率	7天2.1%
		常备借贷便利（SLF）利率	7天3.1%（7天逆回购利率+100BP）
	中长期	中期借贷便利（MLF）利率	1年期2.85%
		再贴现利率	2%
		贷款基准利率	4.35%
		存款基准利率	活期0.35%，1年期1.5%
		超额准备金利率	0.35%
		法定准备金利率	1.62%
市场利率	上海银行间同业拆借利率(Shibor)		隔夜在1.414%、3个月期在 2%附近
	DIBO利率		目前7天DIBO为1.48%
	贷款市场报价利率(LPR)		1年期3.7%，5年期以上4.45%
	国债收益率		目前10年期国债收益率在2.78%附近

资料来源：中国人民银行，wind，国泰君安证券研究

2.1. 从央行发声中解读“政策利率体系”构建脉络

历史上央行关于政策利率体系调控的主要脉络：1）2017 年之后，央行逐渐明确政策利率体现的主要内容。2）2019 年之后逐步明确短期政策利率的调节机制。3）2019 年三季度后明确中期政策利率引导贷款报价利率的机制。4）中期政策利

率对中期市场利率调节机制，正在逐步明确中。当前，央行强调完善政策利率体系，提及“推动货币市场基准利率改革”，近年首次提到，后期关注改革的方向和路径，或对资金价格体系产生系统性影响。

表 2：政策利率体系的发展脉络

时间	事件
2015年	时任央行行长的周小川即提出“选择和培育中央银行政策利率体系”问题，是金融体制改革的内容之一
2016年	央行行长易纲也有明确论述，当时央行的诉求是建立利率走廊机制，也着力推动了SLF的试点改革
2017年	央行货政司司长孙国峰对于政策利率体系内容的进行了较为清晰的论述，谈及国内政策利率包括利率走廊、短期政策利率和中期政策利率，并且明确中期政策利率是用于调节银行资产负债表和预期，以调控贷款利率。
2019年	央行货政报告中开始明确要强化公开市场操作对短端利率的调节，并明确DR007是央行的操作目标利率，至此央行明确了短期政策利率（逆回购操作利率）和目标利率（DR007）的关系，并且逐步为市场所认知并接受。
2019年	开启LPR改革，明确了MLF操作利率对于LPR的引导作用，至此明确了中期政策利率引导贷款市场化基准的机制。
2020年	2020年Q2货政报告中，首次提出MLF作为中期政策利率对中期市场利率的引导作用；其提及的中期市场利率包括国债收益率曲线、同业存单市场利率；但MLF操作如何引导，具体引导什么品种什么期限，仍然不明确。

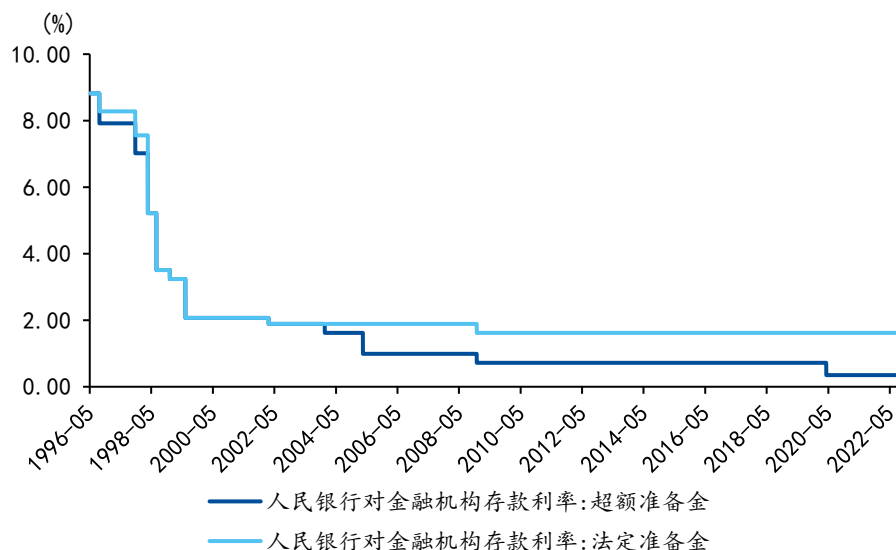
资料来源：国泰君安证券研究

2.2. 三类利率系列汇总：政策利率、市场利率、基准利率

政策利率按照类型划分为准备金类利率、贷款类、贴现类、央票、公开市场操作利率和存贷款指导利率。

- ✓ **准备金类利率**：存款准备金是指金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要而存放在央行的存款，中央银行要求的存款准备金占其存款总额的比例就是存款准备金率，这个比率由央行决定。存款准备金通常分为法定存款准备金和超额存款准备金，其中法定存款准备金是按央行的比例存放，超额存款准备金是金融机构除法定存款准备金以外在央行任意比例存放的资金。

图 2：存款准备金类利率

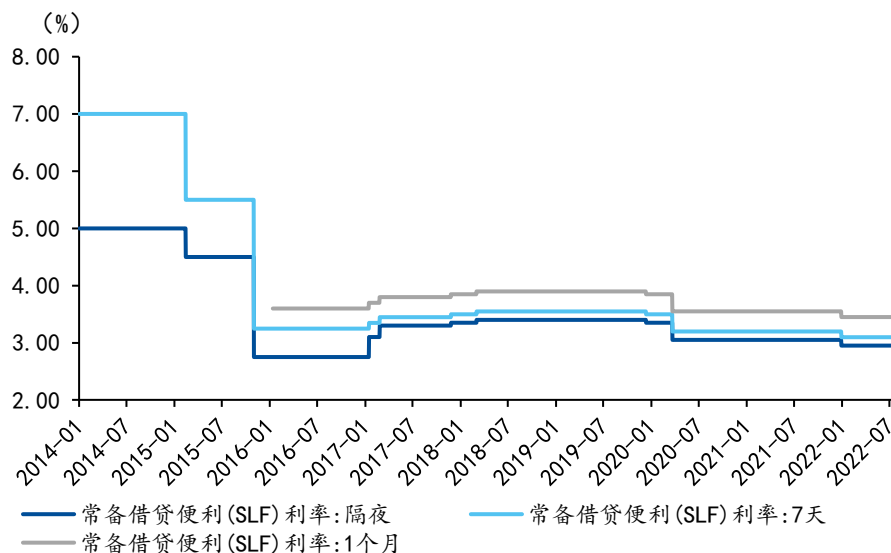


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

✓ **贷款类工具利率**：主要包括常备借贷便利(SLF)利率、中期借贷便利(MLF)利率、定向中期借贷便利(TMLF)利率、抵押补充贷款(PSL)利率和再贷款利率。

1) **常备借贷便利(SLF)利率**：由中国人民银行设立，是我国货币政策工具的一种。它旨在通过此工具来调节金融市场上的资金缺口，通过调节短期的流动性，来调控货币总供应量，实现货币政策的各项目标。SLF的期限主要为1-3个月，由金融机构主动发起，发放对象主要为政策性银行和全国性商业银行，是中央银行与金融机构“一对一”交易，针对性强。根据自身流动性需求申请常备借贷便利，在申请SLF时，需要有一定的抵押品来缓释风险，SLF合格抵押品有国债、央行票据、国开行及政策性金融债、高等级公司信用债等，央行也会设置一定的抵押率来控制风险。

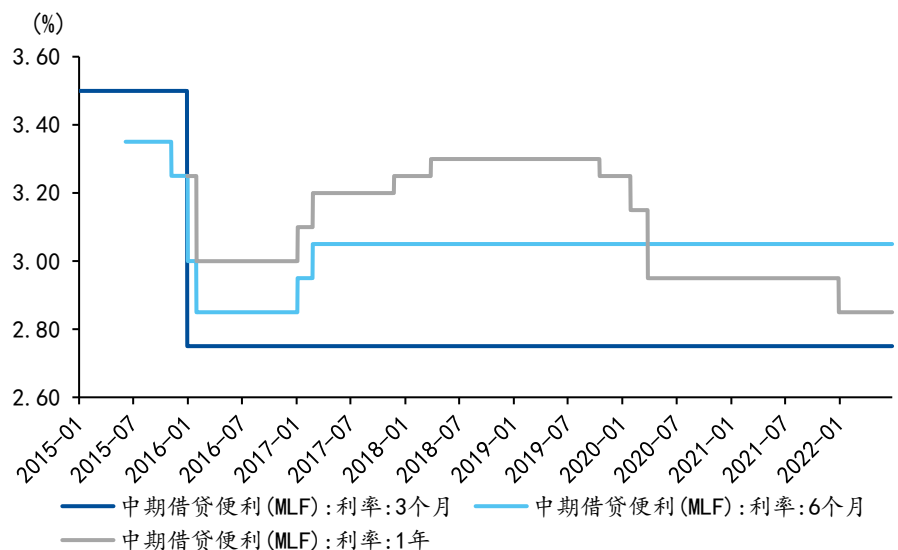
图 3：SLF 利率变动



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

- 2) **中期借贷便利 (MLF) 利率**: 作为中央银行提供中期基础货币的货币政策工具, 对象为符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行, 通过招标方式开展, 理论上期限有 3 个月, 6 个月和 1 年, 现实中运用最广泛的是 1 年。和 SLF 一样, MLF 也需要提供高质量的质押品, 主要有国债、中央银行票据、国家开发银行及政策性金融债、高等级公司信用债等。在利率方面, 主要是通过招标方式来确定, 目前 1 年期 MLF 利率为 2.85%。

图 4: MLF 利率变动

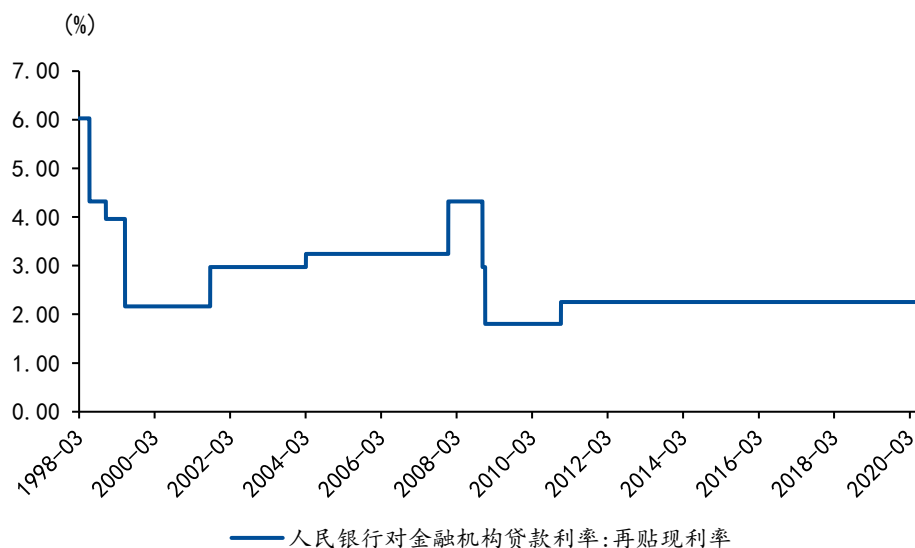


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

- 3) **定向中期借贷便利 (TMLF) 利率**: 定向中期借贷便利是中期借贷便利 (MLF) 的一种。TMLF 是央行为了加大对小微企业、民营企业的金融支持力度, 向其提供长期稳定资金来源而设立的。
- 4) **抵押补充贷款 (PSL) 利率**: 抵押补充贷款于 2014 年 4 月由中国人民银行创设。央行创设 PSL (抵押补充贷款) 工具是为了解决国开行棚户区改造的资金难题: 央行通过 PSL 工具向国开行贷款, 国开行通过棚改贷款向棚改主体贷款, 棚改主体通过货币化安置向拆迁户发放补偿款, 地方政府拆迁卖地支付款项, 棚改主体偿还国开行贷款, 国开行偿还央行贷款, 形成资金闭环。
- 5) **再贷款利率**: 这里的再贷款统称为“信贷政策支持再贷款”, 利率本身也没有实质性意义, 只是为了给最终融资人企业降低融资成本, 所以给申请再贷款的银行一个优惠, 然后规定了银行职能再此基础上加点的形式发放贷款。

- ✓ **再贴现利率**: 再贴现是中央银行的货币政策工具之一, 与存款准备金、公开市场操作合称中央银行“三大法宝”。再贴现不仅影响商业银行筹资成本, 限制商业银行的信用扩张, 控制货币供应总量, 还可以按国家产业政策的要求, 有选择地对不同种类的票据进行融资, 促进结构调整。在利率方面, 目前再贴现利率为 2%。

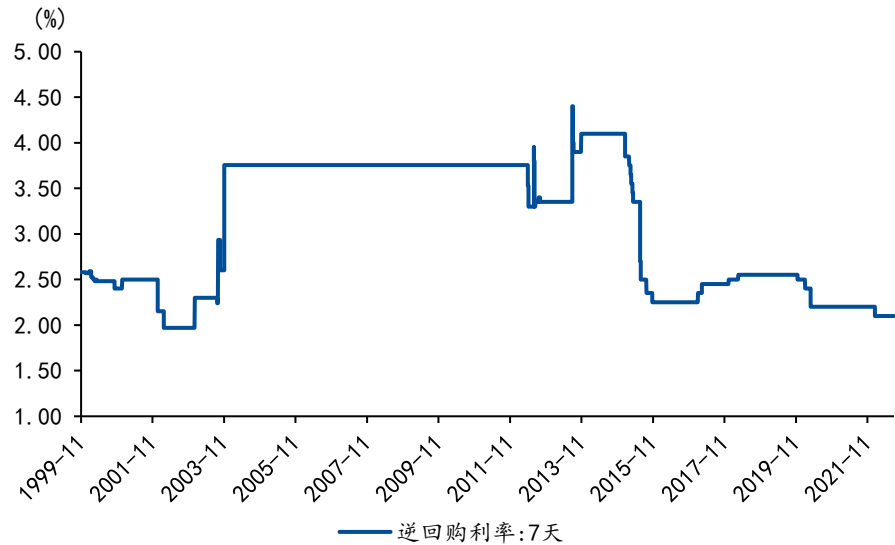
图 5：目前再贴现利率为 2%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

- ✓ **央票利率：**中央银行票据是中央银行为了调节商业银行超额准备金而向商业银行发行的短期债务凭证，本质上是中国人民银行发行的短期债券，其发行的对象是公开市场业务一级交易商，作用主要是为市场提供基准利率，推动货币市场的发展。央行通过发行央行票据可以回笼基础货币，央行票据到期则体现为投放基础货币。
- ✓ **公开市场操作利率：**公开市场操作是中央银行吞吐基础货币，调节市场流动性的主要货币政策工具。按照交易品种分类，则可划分为回购业务（正回购、逆回购）、现券业务、国库现金定期存款等。
 - 1) **正、逆回购利率：**正回购为央行从市场收回流动性的操作，是中国人民银行向一级交易商卖出有价证券，并约定在未来特定日期买回有价证券的交易行为；逆回购为央行向市场上投放流动性的操作，中国人民银行向一级交易商购买有价证券，并约定在未来特定日期将有价证券卖给一级交易商。回购的利率通过招标确定，目前 7 天逆回购的利率为 2.1%。

图 6：目前 7 天逆回购的利率为 2.1%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2) 短期流动性调节工具 (SLO) 利率：SLO 本质是超短期逆回购。2013 年 1 月，中国人民银行决定启用公开市场短期流动性调节工具，作为公开市场常规操作的必要补充，在银行体系流动性出现临时性波动时相机使用。2016 年以来该工具已未再操作。

3) 国库现金定期存款利率：国库现金定存是国库现金管理的一种方法，在国库中开立定期存款的方式管理现金。国库现金管理是指财政部门在代表政府进行公共财政管理时，预测、控制和管理国库现金的一系列政府理财活动。国库现金管理的目标是在确保国库现金支付需要的前提下，实现国库闲置现金最小化和投资收益最大化。目前 1 个月的国库现金定期存款利率为 3.05%。

- ✓ **存贷款指导利率：**央行于 2015 年 10 月 23 日宣布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，而贷款利率下限早在 2013 年 7 月已放开，这意味着名义上存贷款利率已经进入市场化定价时代。然而，目前的存贷款利率实际上仍然受到一些隐形限制，主要是市场利率自律定价机制仍然有一个利率监测，防止过渡利率过渡竞争，一般会对存款利率设置 1.4 到 1.5 倍央行指导利率的上限。

市场利率主要包括货币市场利率、债券市场利率、存贷款利率和非标类利率。

- ✓ **货币市场利率**主要包括信用拆借利率、票据贴现利率和回购类利率。

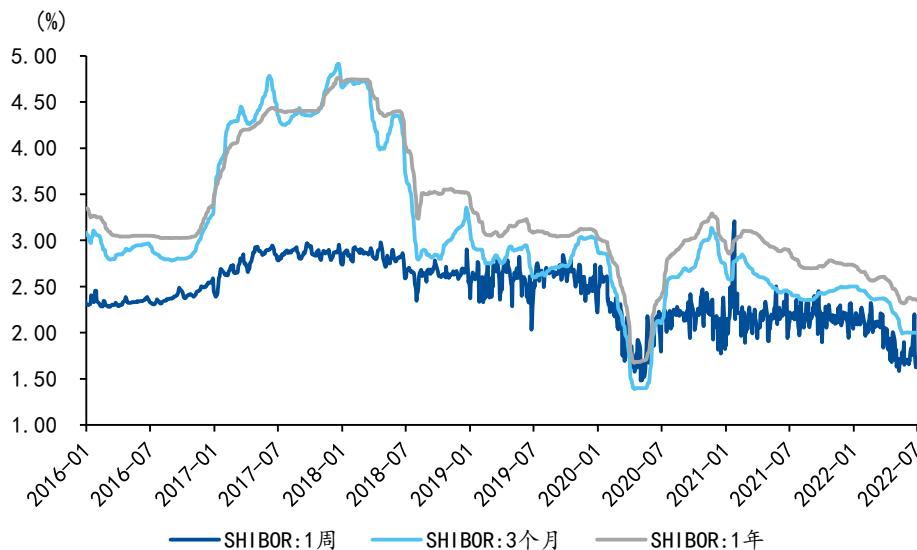
信用拆借利率：包括银银间的 DIBO，银行间的 IBO 和 SHIBOR：

- 1) **DIBO(存款类同业机构拆借利率)：**是以成交量为权重计算出的加权平均利率，包括 DIBO001、DIBO007、DIBO014、DIBO021、DIBO1M、DIBO2M、DIBO3M、DIBO4M、DIBO6M、DIBO9M 和 DIBO1Y。
- 2) **IBO(全银行间市场的拆借利率)：**是包括非银机构在内的所有以成交量为权重的交权平均利率，包括 IBO001、IBO007、IBO014、IBO021、IBO1M、IBO2M、

IBO3M、IBO4M、IBO6M、IBO9M 和 DIBO1Y 共 11 个品种。

- 3) **SHIBOR(上海银行间同业拆借利率)**: 报价利率。SHIBOR 的计算过程是, 先由 18 家信用等级较高的银行组成报价团, 自主报出的人民币同业拆出利率, 然后剔除最高和最低报价后计算确定出算术平均利率。经过十多年培育, SHIBOR 形成了一定的影响力, 被不少金融产品作为定价基准, 尤其是同业存单的支撑使得中长端 SHIBOR 基准性得到提升, 还有一些互换也是基于 SHIBOR 定价。

图 7: SHIBOR 利率变动

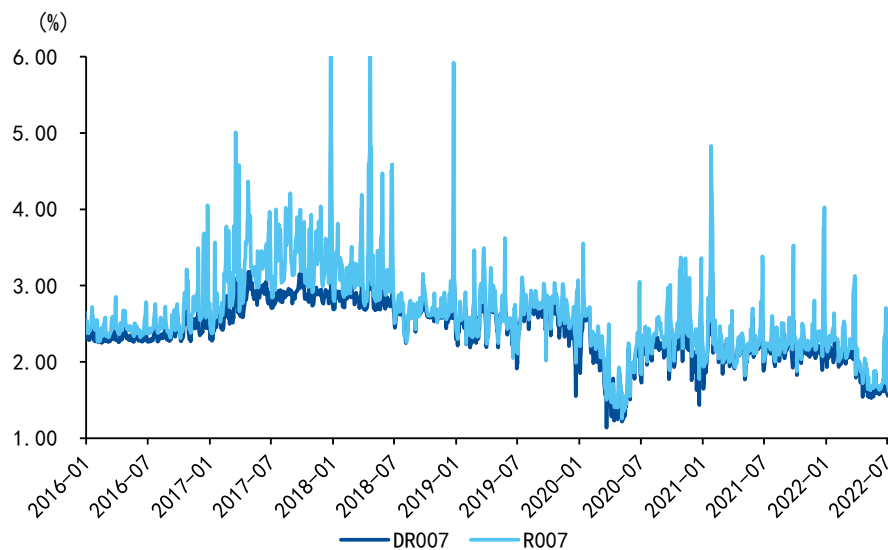


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

回购利率: 回购利率分为银行间回购利率和交易所回购利率。

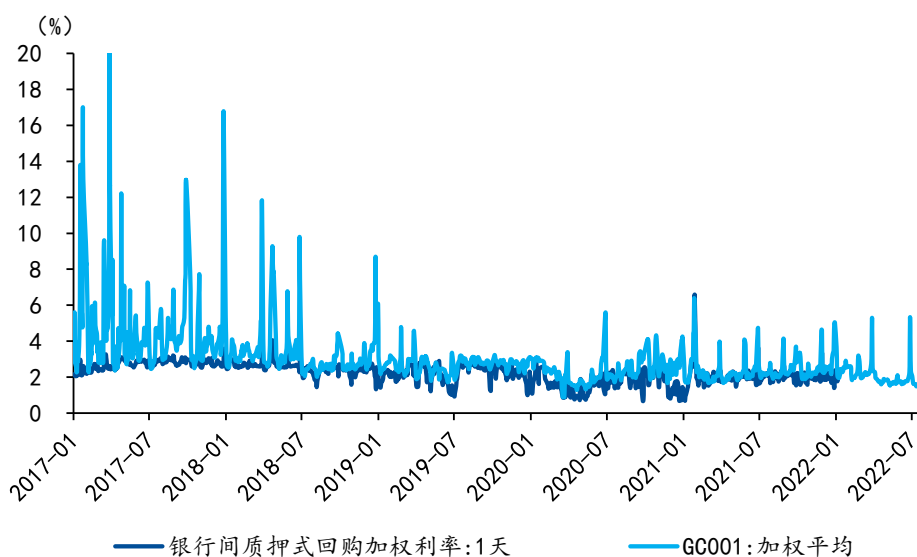
- 1) **银行间回购利率:** 市场中普遍关注的是质押式回购利率, 即 DR 和 R 系列。质押式回购是指资金需求方将债券作为抵押, 抵押给资金供给方来进行融资借入。过程中, 债券所有权并没有发生变化, 这是其与买断式回购最不同的一点。DR 和 R 的区别一是前者参与主体是商业银行, 二是质押债券要求是利率债。而 R 系列的参与主体即有银行又有非银。换言之, DR 系列反映的是小银行向大银行借钱的成本, R 系列反映的是非银金融机构向银行借钱的成本。
- 2) **交易所回购利率:** 在货币市场方面, 交易所市场与银行间市场最大的不同在于两点: 一是交易所市场禁止信用拆借, 因此短期资金融通只能以回购形式进行; 二是银行在交易所市场仅允许进行现券买卖, 而不能进行回购交易, 因此, 作为资金巨头的银行被排除在交易所资金融通的供需之外。也正因为银行不能参与交易所市场内的资金借贷, 交易所的资金利率和银行间市场的资金利率常常出现背离。在交易所的多个利率指标中, 最能表征流动性松紧的是 GC001, 即上交所 1 天国债逆回购, 作为隔夜回购, 交易量最大。但是由于参与者纯粹为非银, GC001 的波动较 R001 更大, 利率也常在 R001 上方, 能更好的反映非银的融资成本。并且由于标准券制度和多边净额结算方式的存在, GC001 利率更多体现的是流动性溢价。

图 8：市场中普遍关注的是质押式回购利率，即 DR 和 R 系列



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

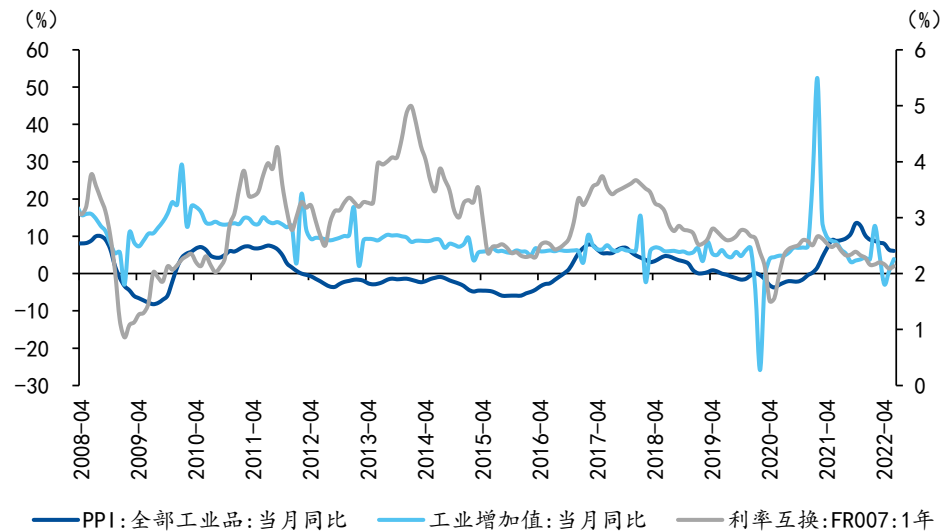
图 9：GC001 波动较 R001 更大，更能表现流动性松紧



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

利率互换市场 (IRS)：是交易双方在未来一定期限内，按照约定数量的名义本金定期交换利率现金流的行为，不涉及本金互换，只有利息的互换。而在我国最为活跃的交易品种就是以 FR007 为基准的利率互换，占比超过 80%，交易主体主要是银行。IRS 市场比现货市场更能反映市场对未来的预期，常常可以用来辅助判断市场对未来资金利率的预期变化。

图 10: FR007 利率互换对主要经济指标具有领先性



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

票据贴现利率: 票据市场属于货币市场一部分, 它可以连接实体部门和金融市场。贴现率的变化可以迅速反应当前市场短期资金状况和开票或承兑主体的信用状况。因此, 票据贴现利率也是市场上比较重要的一种利率。

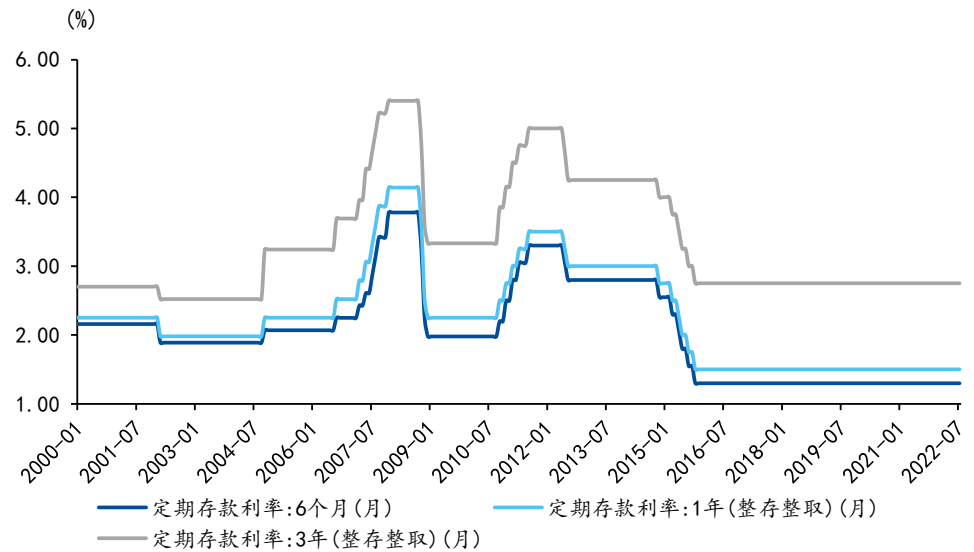
✓ 债券市场利率:

债券市场利率是金融机构和非金融企业发行的监管机构认可的标准化债券融资利率。目前, 国债、政策性金融债、地方政府债等利率债以招标方式发行为主, 信用债以簿记建档发行为主, 而最终的发行利率多以相同时点相似债券的到期收益率为基础确定, 因此债券市场利率主要以国债收益率曲线和对应信用利差为目标。

✓ 存贷款利率:

从存款利率上看, 一年期以内的利率浮动差异不大, 而一年期以上的利率在国有大行、股份行和其他中小银行之间形成了较为明显的差异化定价格局, 且期限越长, 中小银行上浮程度越大, 但几乎没有突破 1.5 倍的情况, 只有部分银行通过大额存单突破了 1.5 倍的上浮倍数。

图 11: 定期存款利率变动



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

✓ 非标债权利率:

非标债权利率即标准化债权以外的其他债权债务关系产生的利率, 包括资管产品投放非标资产形成的隐含利率、融资租赁及保理等类金融机构的投放利率等。

基准利率是人民银行公布的商业银行存款、贷款、贴现等业务的指导性利率, 在整个利率体系中起主导作用。基准利率必须具备以下几个基本特征:

- ✓ 市场化: 基准利率必须是一个市场化形成的利率, 不能是行政直接决定的利率。不仅需要反映实际市场供求状况, 还要反映市场对未来的预期。
- ✓ 基础性: 可以影响其他所有的利率, 在利率体系、金融产品价格体系中处于基础性地位; 且央行可以强有力的控制或影响。
- ✓ 传递性: 其变动会传导到其他利率, 能有效地传递到其他金融市场和金融产品价格上。

目前国内的基准利率还未正式确立, 呼声较高的是 SHIBOR、DR007 和 R007。

2.3. 目前各类利率传导之间存在的问题: 两类分割

目前各类利率传导存在的问题是机构间分割和市场分割两类分割:

机构间分割主要来自对非银的歧视, 导致同期限买断式回购利率比质押式回购利率要高。大型银行通过参与质押式回购的方式将资金投放给中小银行, 而非银机构无法从大型银行直接融到资金, 更多参与买断式回购, 买断式回购的融出方——中小银行会加价将资金批发给非银机构, 这导致买断式回购利率高于质押式利率 (本应相反)。

市场分割主要体现为制度性分隔, 表现为“同券不同价”。不同金融市场的制度性分割是因为由政策而非市场规定的金融机构专业分工导致在不同领域的存在不同的垄断性, 从而造成利率传导不畅。例如, 在交易所债券市场和银行间债券市

表 3: 我国利率市场化的进程

时间	事件
1991年	国债采用承购包销方式招标
1996年	建立了全国统一的银行间同业拆借市场，产生了同业拆借市场利率Chibor，由双方根据市场资金供求磋商决定；交易所平台国债市场化发行
1997年	开办银行间债券回购市场，回购利率和现券交易价格，实现银行间债券市场自由化
1998年	政策性金融债发行利率市场化
1999年	国债进行利率招标；进行存款利率改革的初步尝试
2000年	外币贷款利率市场化，放开大额外币存款利率下限
2002年	放开农村信用社贷款利率浮动区间
2003年	部分小额外币存款利率市场化，邮政储蓄存款利率市场化
2004年	央行放开商业银行贷款利率浮动上限至2倍，下限保持0.9倍。扩大金融机构贷款利率浮动区间；1年以上小额外币存款利率市场化；允许人民币存款利率下浮。
2006年	允许个人住房贷款利率扩大至基准利率的0.85倍
2007年	Shibor成立运行
2008年	商业性个人住房贷款利率下限扩大至基准利率的0.7倍
2012年	金融机构存款利率上限扩大至1.1倍；贷款利率下限调整为基准的0.7倍
2013年	放开贷款利率下限，全面放开金融机构贷款利率、票据贴现利率、农村信用社贷款
2015年	放开存款利率上限，但是利率定价自律机制仍然存在
2019年	央行明确稳妥推进利率“两规并一轨”，完善市场化利率的形成、调控和传导机制。

资料来源：国泰君安证券研究

- ✓ **存贷款利率逐步放开——我国早期存贷款利率均有央行统一定价，随着利率市场化的推进，央行对存贷款利率进行渐进式放开。**2004年基本取消贷款利率上浮上限，对于人民币存款利率，于2004年取消下限管制，但是仍旧将存款基准利率作为存款定价的上限管制。顺应经济放缓和通胀下行，2012央行连续多次下调存贷款基准利率，并随后不久全面放开贷款上浮利率管制。2015年银行间流动性相对宽裕，放开存款利率冲击较小，我国最终于2015年全面放开存款利率上限，意味着我国对金融市场存贷款利率的直接管制基本取消，但该时间点仅仅是名义上存贷利率的定价市场化阶段。存贷利率在实际中仍然存在隐性限制，主要是自律机制下形成的银行间利率同盟设置了存款利率至多上浮40~50%的上限。
- ✓ **在利率市场的进程中，央行对市场利率的调控远远不如管制时代，那么央行如何在市场化之后仍能通过政策工具来影响市场利率呢？答案是构建利率走廊机制。**通过走廊来稳定市场中的拆借利率和调节整个银行间流动性松紧。利率走廊的基本操作原理是，中央银行通过向商业银行提供一个贷款便利工具和存款便利工具，将货币市场的利率控制在目标利率附近。这样，以央行目标利率为中心，在两个短期融资工具即央行贷款利率与存款利率之间形成了一条“走廊”，存贷款便利利率分别构成了这条走廊的下限与上限。与单纯的公开市场操作系统相比，利率走廊操作系统更有利于金融市场主体形成稳定的预期，能够更及时、准确地对市场流动性变化作出反应，从而在控制短期利率波动上更有优势。

如上文所述，我国的利率市场化经历几十年，这一过程中，大部分时间银行自主定价能力并未提升，实际的存贷款利率变化情况并未和货币市场利率联动，并不是完全市场化的利率。

管制放开以后，利率两轨并行情况依旧存在，一方面金融机构货币和债券市场利率基本由市场决定，而另一方面央行依旧公布存贷款基准利率，大部分金融机构并未建立市场化的存贷款利率定价系统，金融机构的存贷款定价依旧将存贷款利率作为重要参考。从国际经验（德国等）来看，利率市场化过渡阶段较多采用利率走廊。利率走廊参照金融机构向央行出借资金的价格，设定相应的利率上下限。

- ✓ **LPR 报价机制的建立——利率走廊对于金融机构存贷款定价引导有限，我国于 2013 年即建立了贷款基础利率集中报价和发布机制(LPR)，这本质是一个自律组织。** LPR 是指金融机构对其最优质客户执行的贷款利率，从国际经验来看，LPR 通常扮演了贷款利率从监管管制到市场化定价的一个过渡角色。2019 年 8 月，央行推动银行运用 LPR，挑选部分银行对最优质客户执行的利率作为贷款市场报价利率，要求各行在新发行的贷款中应当参考 LPR 定价，贷款利率应该以贷款市场报价为定价基准加点形成，因此贷款市场报价利率(LPR)机制在我国正式执行，信贷市场利率市场化由此迈出了关键一步。

而各省级层面的市场利率定价自律机制则陆续在 2015 年前后成立。这一自律组织使得银行间形成利率同盟，以此来预防不正当的定价行为。在存款利率尚未变更加点机制前，存款利率虽然不存在上限，但实际上至多上浮 40~50%。由于大行揽储压力较小，存款上浮比例相应也较低。

3.2. 利率走廊机制的探索历程：作用与缺陷

利率走廊是中央银行为了调控货币市场基准利率而设置的政策操作系统，其运行机制是：中央银行通过向商业银行提供存款便利工具和贷款便利工具，同时配合公开市场操作，将货币市场基准利率控制在中央银行政策目标利率附近，从而实现货币政策目标。

- ✓ **利率走廊上限：**2013 年我国央行创设常备借贷便利工具(SLF)，是央行给金融机构提供的流动性供给渠道，用以满足金融机构期限较长的大额流动性需求，这是我国开始探索利率走廊模式的标志性开端。之后，央行不断推进利率走廊上限的构建进程，从 2014 年初 SLF 试点到 2015 年初将试点推广到全国范围内，2015 年 11 月又将 SLF 隔夜利率由 4.5% 下调至 2.75%，SLF 的实施对象和使用频率都不断增加，逐渐开始发挥出充当利率走廊上限的作用。2018 年，自动质押融资新规将融资利率统一为 SLF 隔夜利率，进一步强化了 SLF 利率走廊上限的地位。
- ✓ **市场中认为的隐性下限——OMO 利率，即 7 天逆回购政策利率。**2008 年之后我国实行的超储利率作为利率走廊下限起到的支撑作用较弱，利率水平始

终维持在 0.72%，与资金利率相距甚远。而 2016-2017 年，央行频繁进行公开市场操作，DR007、R007 持续在 OMO 利率之上运行，因此 OMO 利率作为隐性的利率走廊下限。直到 2018 年下半年以来，货币市场利率经常向下突破 7 天逆回购政策利率，市场才开始更多地关注到超储利率作为利率走廊下限的作用。2018 年 12 月 13 日，易纲行长在长安论坛上表示超额准备金利率 0.72% 构成利率的下限，至此官方明确了超储利率作为利率下限的地位。

- ✓ **利率走廊下限：**2003 年 12 月，央行进行存款准备金利率制度改革，逐渐拉开法定存款准备金利率和超额存款准备金利率的差距，2020 年 4 月更是将超额存款准备金利率（IOER）保持了近 12 年的 0.72% 下调至 0.35%，鼓励贷款投放的政策意图明显——降低超额准备金利率（超额准备金利率是商业银行存放在央行的超额准备金存款获得的利率）的目的在于从量价两个方面激励银行扩大信贷投放力度。央行下调超额存款准备金率会导致商业银行在央行存款的超额准备金的收益降低，实际上央行是希望借此激励商业银行将更多的资金用于信贷投放，而不是将资金存放在央行账上以获得收益。从数量角度看，通过释放超额准备金来支持信贷投放；价格方面，降低超额准备金利率有助于进一步引导资金利率下行，这对于降低银行同业负债成本有较大影响，有助于降低银行整体负债成本，打开银行贷款利率下行的空间。2017 年 12 月，央行建立了临时准备金动用安排（CRA），允许现金投放中占比较高的全国性商业银行春节期间存在临时流动性缺口时，临时使用不超过两个百分点的法定存款准备金，表明商业银行可以利用法定存款准备金利率的资金成本来获得流动性，利率走廊下限的探索取得了进一步进展。
- ✓ **利率走廊关键政策利率和市场基准利率：**2016 年起，央行由每周固定两次开展公开市场操作改为每天进行公开市场操作，建立起了公开市场每日常态化操作机制，并一直持续在 7 天逆回购利率上滚动操作，形成了公开市场操作引导市场基准利率（存款类机构债券质押回购利率—DR007）在关键政策利率（央行 7 天逆回购利率）附近波动的调控模式，有利于央行释放利率信号，稳定市场预期。央行在《2016 年第三季度中国货币政策执行报告》中提出“DR007 可降低交易对手信用风险和抵押品质量对利率定价的扰动，能够更好地反映银行体系流动性松紧状况，对于培育市场基准利率有积极作用。”

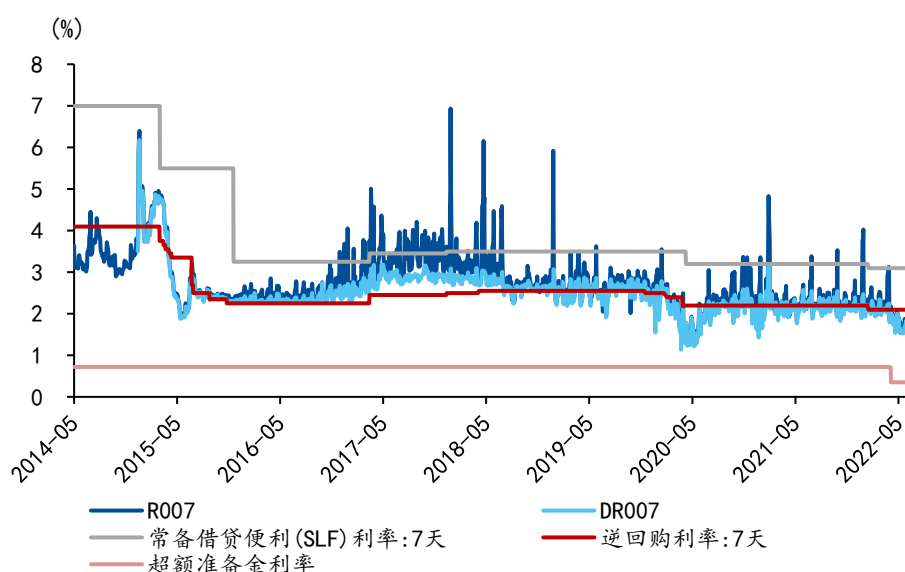
结合各国经验，利率走廊机制的构建过程基本分为三个阶段：第一阶段，围绕市场基准利率建立隐性利率走廊制度；第二阶段，逐步压缩隐性利率走廊的区间范围；第三阶段，由央行明确指定利率走廊机制重要变量，建立显性利率走廊制度。目前虽然我国货币政策调控模式已经在由数量型向价格型进行改革，但利率走廊调控中的相关重要变量如关键政策利率、市场基准利率、利率走廊宽度等，央行并没有在文件中正式宣布。

所以我国利率走廊机制的建设目前基本完成了第一阶段，央行已经构建起以 SLF 利率为上限，以超额准备金利率为下限，以央行 7 天逆回购利率为关键政策利率，以 DR007 为市场基准利率的隐性利率走廊机制，并开始凸显出较为明显的政策效果。利率走廊能够降低货币市场利率波动性，稳定商业银行和市场预期。如果不存在利率走廊，在冲击产生后市场利率的短期均衡水平越高，商业银行的理性选择越倾向于更多的囤积流动性。在利率走廊建立的情况下，冲击发生时市场利率

会稳定在利率走廊的上限，波动性降低。因此利率走廊能够避免预期利率飙升而产生的囤积流动性倾向，稳定商业银行的预期，从而达到稳定利率作用。此外，商业银行只有在短期利率的波动性较低的情况下才有意愿使用某种短期利率作为定价基础，有利于培育出未来的政策利率。探索构建利率走廊，一方面是实现数量型调控向利率型货币政策调控模式的转变；另一方面，更核心的目的在于培育短端政策利率。对政策利率敏感，且波动可控的短端利率形成，是实现短端与长端利率有效联动的必要条件之一。

利率走廊的意义在于：1) 稳定货币市场利率，降低波动性，稳定商业银行预期；2) 降低货币政策的操作成本，使利率调整操作简洁、精准；3) 有助于货币政策从数量型调控向价格型调控转型。

图 13：我国利率走廊机制



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

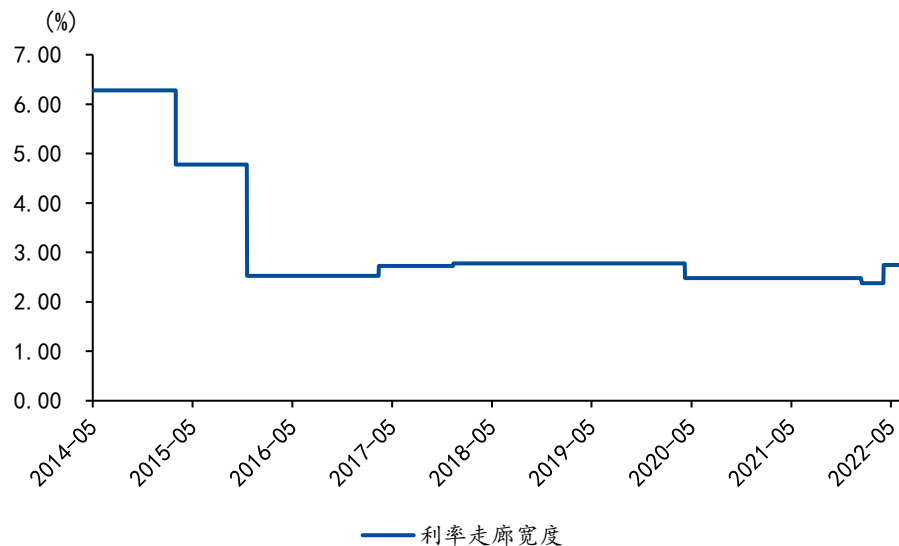
当然，利率走廊也存在法定存款准备金率过高、利率传导机制尚未健全等问题。

1) 我国央行的政策利率体系较为复杂，关键政策利率过多，很难实现多个政策利率与对应期限市场利率的匹配，影响利率传导的畅通性。2) 金融体系问题的制约，如债券市场上中长期债券发行量占比较高，而短期债券发行量占比较低，不利于形成国债收益率曲线，一定程度上影响了公开市场操作的效率。3) 利率传导机制存在问题，国企和地方融资平台的软预算约束，导致贷款供给存在着不平等的偏向，导致总的融资规模对利率水平的敏感度很低，政策利率向存贷款利率进行传导效率较低。

我国利率走廊的宽度与海外央行的利率走廊相比较，当前利率走廊的宽度为 275BP。在 2017 年金融去杠杆、防风险的大背景下，央行在调整 OMO 利率的同时也上调 SLF 利率，利率走廊宽度进一步加大：一是因为我国货币市场利率受到缴准缴税、季末考核等因素扰动，波动较大；二是因为从 2015-2016 年的经验来看，在金融监管政策不完备的情况下，货币市场利率过于平稳会导致金融机构的套利和加杠杆预期增强，破坏金融稳定。

我国利率走廊三大要素的调整同步性较低,政策基准利率的调整是核心。与其他国家利率走廊的变动相比,我国利率走廊要素的调整同步性较弱。从政策基准利率来看,2016-2018 年 OMO 利率从 2.25%调升 30BP 至 2.55%,2019 年至 2022 年调降 35BP 至 2.1%,2022 年 1 月调降至 2.1%。而 SLF 利率作为利率走廊的上限,其调降余 OMO 利率并不同步,体现在 2019 年至 2020 年 4 月在 OMO 利率调降的过程中,SLF 并未发生变动。而利率走廊的下限——超储利率则长期处于稳定状态,直到 2022 年 4 月才调降 37BP 至 0.35%。

图 14: 利率走廊宽度



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

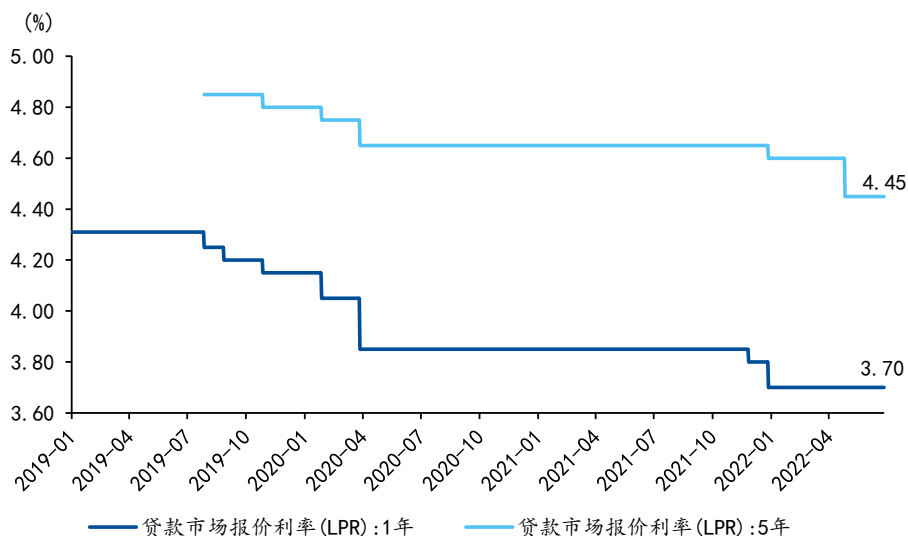
3.3. LPR 报价机制: 疏通“宽货币到宽信用”, 提高利率传导效率

LPR(Loan Prime Rate)意为最优贷款利率,是贷款的基础利率、贷款市场报价利率,也是商业银行对其最优质客户所执行的贷款利率,而其他利率则相应在此基础上加、减点生成。央行对贷款利率管制全面放松后,需要建立一种自律机制,组织综合实力较强的金融机构对各自最优质客户执行的贷款利率开展公开报价,该报价将为金融机构信贷产品定价提供参考。

由此可见,LPR 是为适应放开贷款利率管制后,实现其完全市场化而产生的利率。LPR 的功能主要体现在三个方面: 成为上海银行间同业拆放利率(SHIBOR)机制在信贷市场上的延伸和扩充; 提供定价基准由央行决定向由市场决定平稳过渡的一种机制; 增强商业银行自主定价的能力,从而减少信贷市场上的非理性行为。

当前金融条件下 LPR 有两重角色。进入实质利率市场化阶段, LPR 可起到两重作用。一是从长期发展视角看, LPR 可以是利率市场化完成后小额信贷定价锚; 二是,在短期政策对冲视角上, LPR 可以打破二元定价僵局,有助于降低实体融资成本。

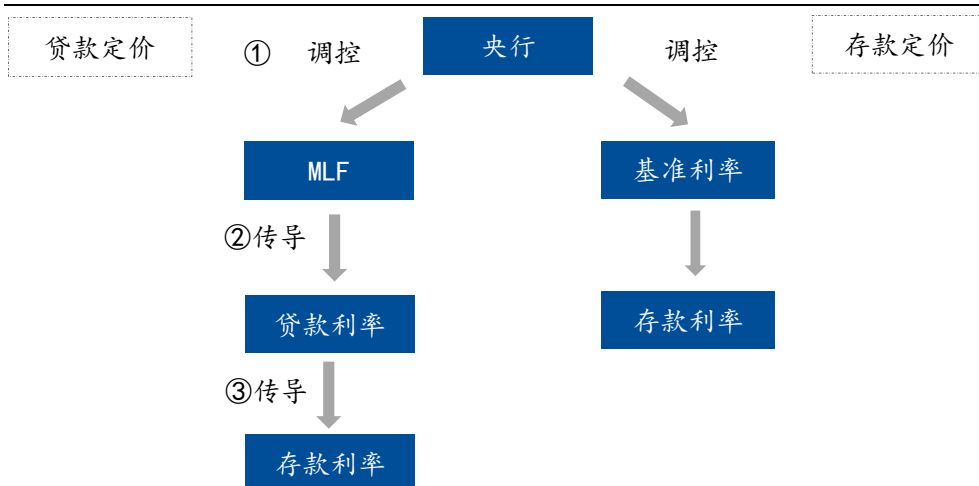
图 15: LPR 走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

贷款利率“双轨制”是我国货币政策传导不畅,难以有效发挥政策效果的症结所在。LPR 改革前,我国贷款主要是以贷款基准利率作为定价基准。由于贷款基准利率的政策刚性较强,难以充分反映市场资金供求关系和流动性变化,央行货币政策意图缺乏有效传导渠道,实体经济难以感受资金市场的“宽松变化”。LPR 改革后,LPR 的报价方式由锚定贷款基准利率改为参考公开市场操作利率(主要是 MLF 利率)加点形成,形成了“MLF 利率→LPR→贷款利率”的货币政策利率传导新渠道。

图 16: LPR 影响货币政策传导



数据来源: 国泰君安证券研究

4. 当前体系下,如何正确看待公开市场操作:用“价”判拐点,用“量”看边际

央行在 2020 年 Q4 货币政策执行报告中曾提出公开市场操作量的解读方法，概括为三点：

- ✓ **公开市场操作量与财政、现金等非货币政策操作因素有关。**如：“公开市场操作数量会根据财政、现金等多种临时性因素以及市场需求情况灵活调整，其变化并不完全反映市场利率走势，也不代表央行政策利率变化”。
- ✓ **关注操作利率，淡化操作量。**如：“判断短期利率走势首先要看政策利率是否发生变化，主要是央行公开市场 7 天期逆回购操作利率是否变化，而不应过度关注公开市场操作数量”。
- ✓ **关注加权平均利率水平，淡化时点值。**如：“在观察市场利率时重点看市场主要利率指标（DR007）的加权平均利率水平，以及 DR007 在一段时期的平均值，而不是个别机构的成交利率或受短期因素扰动的时点值”。

从央行的表态当中可以看出，目前货币政策操作确实重价不重量，但是并不意味着量的信息没有意义。我国目前正处于数量型调控向价格型工具转变的过程中，利率并非货币政策的唯一目标，不能因为利率没有调整就断定货币政策态度没有转变，往往政策转变是在潜移默化的过程中，这种边际的变化往往是通过量的信息进行感知。

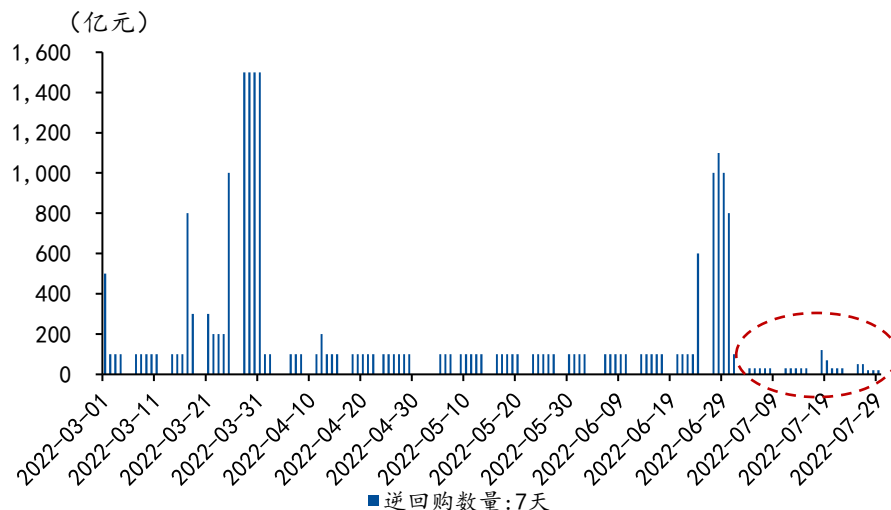
从历史上的经验来看，我国央行在 2016 年 7~10 月期间，通过逆回购缩短放长，从而调节资金利率，为 2017 年初的加息进行预热；此外，在 2021 年 1 月，央行开启散量逆回购，引导资金利率回到政策利率附近。在这两个期间，央行都采取逆回购缩量的方式来引导资金面收紧的预期，但是目的有所区别，前者实际上是后续货币政策转向的标志，而后者旨在扭转市场过于宽松的预期，并没有出现大幅转向。

回到当下，我们看到 2022 年 7 月以来央行逆回购操作频繁微量调整，近期央行的操作规模从 100 亿的整数倍调整为 10 亿的整数倍，且变动频率增加：央行于 7 月 4 日起连续 10 个交易日开展 30 亿元散量逆回购操作，7 月 18 日逆回购操作量上升至 120 亿元，次日下调至 70 亿元，20-22 日连续三天重回 30 亿元日操作量。对此，我们认为：

- ✓ 虽然此次逆回购再现 2021 年 1 月的“地量”操作模式（50 亿以内），但并不是货币政策转向信号。连续三日 30 亿，的确释放了央行引导资金利率回归政策利率、控杠杆等信号，但当前基本面以及信用周期并不支持货币政策转向。
- ✓ 结合近期央行对跨季资金面的呵护来看，当前央行意图尽快修复其“结构性流动性短缺框架”，使得其公开市场操作投放能够在银行超储水平上仍占主导话语权。

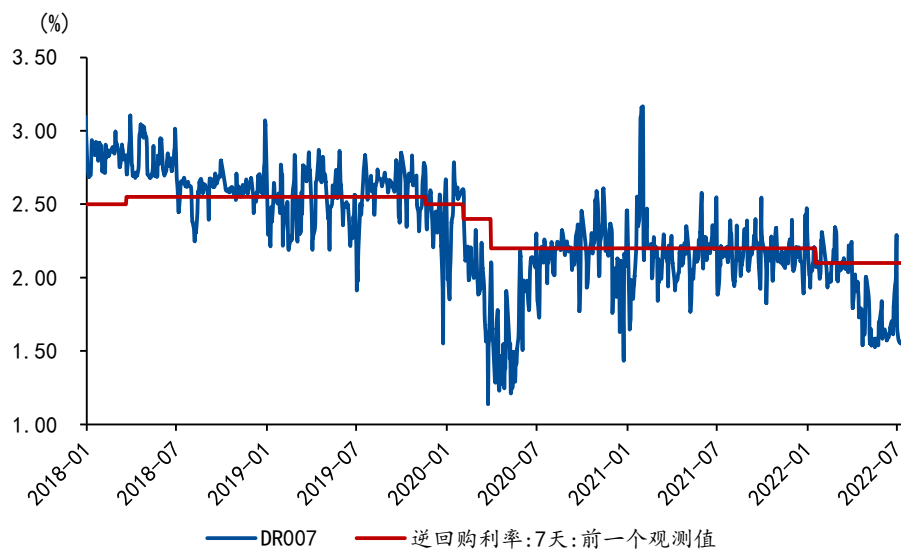
- ✓ 往后看，近期票据利率回升，信贷需求受疫情消退的“反补”效应以及经济修复而有所回暖，无论短端利率和长端利率都有上行压力。但流动性尚未到转向时候，信贷需求回暖的持续性也有待观察，利率上行幅度有限。

图 17：近期逆回购频繁放量调整



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 18：“地量”逆回购旨在引导资金利率回归政策利率



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

因此，我们认为在市场普遍认为央行操作“重价不重量”的一致预期下，我们提出“用价判拐点、用量看边际”才是真正理解货币政策的关键，也是感知政策超预期点的核心视角。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告