

3、中国货币市场、 货币政策和利率体系

宋芳秀

2、央行的政策目标

- 最终目标（四个）
- 中间目标
 - 货币供应量（数量型）
 - 利率（价格型）



2.1

货币供应量

- 定义
- 分类

Money Supply

定义及分类



货币供应量

指一定时点上一个国家在企业、个人及各金融机构中的货币总存量



名义货币供应量

指一定时点上不考虑物价因素影响的货币存量
(M_s)



实际货币供应量

指剔除物价因素影响之后的一定时的货币存量
(M_s/P)

我国的货币供应量统计

1994年我国发布《货币供应量统计和公布暂行办法》，货币供应量的统计根据流动性的强弱将货币层次划分为M0、M1、M2三个层次：



M0=流通中现金

M0是流动性最强的金融资产（指流通中的现金），是中央银行关注和调节的重要目标；



M1=M0+企业活期存款(企业存款扣除单位定期存款和自筹基建存款)+机关团体部队存款+农村存款+信用卡类存款(个人持有)；

M1=M0+活期存款，反映我国资金供求状况；



M2=M1+城乡居民储蓄存款+企业存款(单位定期存款和自筹基建存款)+外币存款+信托类存款；

M2=M1+准货币，反映社会资金总需求变化。

注意：个人所拥有的活期存款，记在M2的储蓄存款中。



M3=M2+金融债券+商业票据+大额可转让定期存单等

(M3系出于金融创新不断出现的现状考虑而设，至今尚未编制)

货币供应量 M_2 统计口径的变化

- 央行分别在2001年、2002年、2011年、2018年对于货币供应量的统计范围进行了四次修改：
 - 第一次：2001年6月，“从2001年6月开始， M_2 包含‘股民保证金’存款”。 M_2 中新增保证金存款。
 - 2002年初，“将在中国的外资、合资金融机构的人民币存款业务，分别计入到不同层次的货币供应量中”。
 - 2011年10月，“自2011年10月起，货币供应量已包括住房公积金中心存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款”。
 - 2018年1月，“2018年1月，人民银行完善货币供应量中货币市场基金部分的统计方法，用非存款机构部门持有的货币市场基金取代货币市场基金存款（含存单）”。

思考：中国的货币供应量

- 据央行19年7月12日公布的数据，“6月末，广义货币(M2)余额**192.14**万亿元,同比增长**8.5%**”。
- 据美联储官网，截止2019年7月1日，美元的M2是**14.8194**万亿美元。按照当前6.88的汇率，美元的M2折算为101.9万亿人民币。
- 相当于90万亿人民币经济体的M2，是21万亿美元经济体M2的**1.885574**倍。
M2/GDP：货币化比率，一方面体现货币化，另一方面也体现效率为什么中国是美国的近2倍？
提示：1. 金融体系。中国以间接融资为主，美国以直接融资为主。还有其他的原因吗？



2.2 社会融资规模

- 社会融资规模的定义
- 社会融资规模的构成
- 社会融资规模与货币供应量的比较

社会融资规模的定义与构成

社会融资规模和货币供应量有很多重合之处



定义：指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金总额；
这里的金融体系为整体金融的概念。



从机构看包括银行、证券、保险等金融机构；



从市场看，包括信贷市场、债券市场、股票
市场、保险市场以及中间业务市场等。



构成：它主要由三个部分构成

一是金融机构通过资金运用对实体经济提供的全部资金支持，主要包括人民币各项贷款、外币各项贷款、信托贷款、委托贷款、金融机构持有的企业债券及非金融企业股票、保险公司的赔偿和投资性房地产等。

二是实体经济利用规范的金融工具、在正规金融市场、通过金融机构信用或服务所获得的直接融资，主要包括银行承兑汇票、非金融企业境内股票筹资及企业债的净发行等。

三是其他融资，主要包括小额贷款公司贷款、贷款公司贷款、产业基金投资等。



社会融资规模

- 指的是实体经济从金融体系拿到的钱（包含直接融资和间接融资），等价于IMF倡导的 信用总量的概念。

- 只统计实体经济从金融体系拿到的钱。金融机构之间的融资、实体经济之间的融资不在社融。
- 社融只统计境内机构和个人的融资。 外商直接投资、外债和外汇占款都不会算在内。
- 社融不是完整的统计。 私募股权投资基金、对冲基金、P2P不计算在内，将来会计入。
- 社融并没有纳入财政借款。

有些内容会被不断纳入社融。比如特别债券。
特别债券的偿还来自项目收益。一般债券的偿还来自税收。

- 2018年7月，存款类金融机构资产支持证券和贷款核销 纳入社融，在其他融资项下反映
- 2018年9月，地方政府专项债券纳入…

社会融资总量与货币供应量的比较



从金融体系的资产角度统计，按资金运用分类，反映实体经济领域的融资量，该指标的变化与实体投资的消长关联性较高；



存量指标，是从金融体系的负债角度统计，按资金来源分类，反映整个社会的货币资金存量，强调货币职能，该指标的变化与物价波动关联性极高；



社融指标的作用

- 1、更好地反映经济趋势
替代人民币信贷数据，同时反映表外和直接融资
和GDP、工业增加值都是高度相关的，有时略有领先
社融数据是最透明的数据
- 2、更好地制定货币政策
价格调控，通过政策工具影响回购利率和上海银行间同业拆放利率。Shibor
和社融的相关性比和M2、人民币贷款都高
数量调控：货币供应量（主要看人民币信贷），不能反映影子银行的情况
- 3、更好地推进直接融资

Interest Rate

2.3

利率

- 利率市场化
- 利率双轨
- LPR改革

中国的利率市场化进程

从数量型指标（货币供应量）向价格型指标（利率）过渡





中国利率市场化

特点:

影响范围从小到大, 控制风险



中国的利率双轨制

- 我国利率市场化进程中曾出现两套利率并行的现象：一个是国家规定的存贷款基准利率，另一个是完全市场化的货币市场利率。
- 由于窗口指导和行业自律，存款利率在基准利率基础上的上浮是有限度的，这也导致存款利率长期低于完全市场化的货币市场利率。

存在套利空间

中国的利率双轨制

- 利率双轨制在一定程度上推动了银行负债的短期化和同业化，资金稳定性下降。
银行 - 余额宝 - 银行
低成本的钱变成了高成本的钱
- 利率双轨制阻碍了人民银行政策利率向金融市场及实体经济的传导，提高了货币政策调控的难度。
- 利率双轨制下利率作为资金价格信号的作用失灵，造成了经济中资金配置的扭曲。

◆8月17日，中国人民银行公告[2019]第15号内容

明确LPR 报价机制

自2019年8月20日起，央行授权**全国银行间同业拆借中心**于每月**20日**（遇节假日顺延）9时30分公布贷款市场报价利率

明确LPR价 格形成机制

报价行于每月20日9时前，按公开市场操作利率（主要指**中期借贷便利利率**）**加点**形成方式向拆借中心报价，拆借中心按去掉最高和最低报价后**算术平均**的方式计算出贷款市场报价利率

扩大报价行 范围

由原有的全国性银行扩大到城商行、农商行、外资银行和民营银行，**由10家扩大到18家**

丰富期限 品种

由原有的1年期一个品种扩大到**1年期**和**5年期以上**两个期限品种，银行1年期以内、**1年至5年期**贷款利率由银行自主选择参考

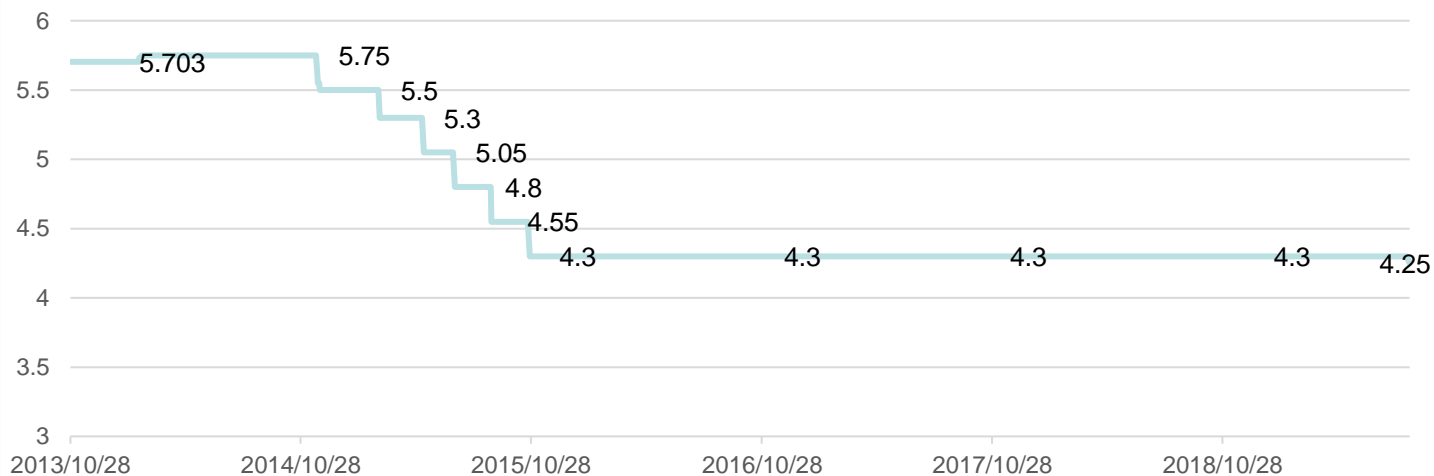
执行要求

自即日起，各银行应在新发放的贷款中主要参与贷款市场报价利率定价，并在**浮动利率贷款合同中采用贷款市场报价利率作为定价基准**。存量贷款利率仍按原合同约定执行；不得通过协同行为以任何形式设定贷款利率定价的隐性下限

央行监管

市场利率定价自律机构加强LPR监管管理，督促各银行运用LPR；**纳入MPA评级**

LPR (%)



工行、农行、中行、建
行、交行

中信、招商、兴业、浦
发、民生

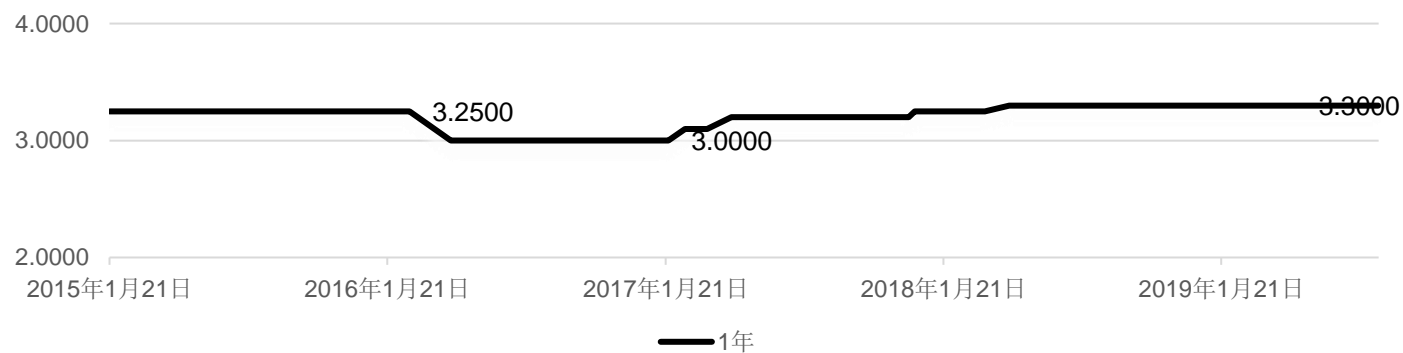
西安银行、台州银行

上海农村商业银行、
广东顺德农村商业银行

渣打银行、花旗银行

微众银行、网商银行

MLF利率走势图



LPR专栏：前世

A

2013年起，我国全面放开金融机构贷款利率管制，取消了贷款利率下限

以前，还未实现利率市场化的时候，我们银行是按照央行发布的贷款利率作为标准，发放贷款时以此利率为基准上下浮动。这个利率被称为贷款基准利率。

但这时候，由于不少银行尚未具备定价能力，若没有一个参考的贷款利率，容易诱发市场定价的混乱，造成非理性定价，这就需要为金融机构信贷产品寻找一个新的定价参考。

LPR的前世

B

贷款基础利率（Loan Prime Rate，简称LPR）

贷款基础利率是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率，其他贷款利率可在此基础上加减点生成。

LPR的前世

C

贷款基础利率怎么报价

10家综合实力较强全国性的银行成为LPR报价行。由工、农、中、建、交、中信、招商、兴业、浦发和民生银行，在每个工作日，根据自身对行内最优客户执行的贷款利率，向全国银行间同业拆借中心报送本行贷款基础利率。

LPR的前世

D

贷款基础利率怎么计算

全国银行间同业拆借中心剔除其中最高和最低的报价后，将剩余报价作为有效报价。以各有效报价行上季度末人民币各项贷款余额占所有有效报价行上季度末人民币各项贷款总余额的比重为权重，进行加权平均，得出贷款基础利率报价平均利率，对外公布。



LPR的前世

D

贷款基准利率怎么计算

$$\begin{aligned} \text{贷款基准利率} &= \frac{\sum_{i=1}^8 P_{i\text{报价行有效报价}} \times M_{i\text{报价行上季度末贷款余额}}}{M_{\text{各报价行上季度末贷款余额合计}}} \\ \text{LPR} &= \frac{6.2\% \times \text{人} + 6.5\% \times \text{人} + \dots + 5.8\% \times \text{人}}{\text{上季度末贷款余额} \times \text{人} + \dots + \text{人}} \end{aligned}$$



LPR的前世

E

贷款基础利率的期限

此时发布的LPR期限都是1年期的。

F

其他贷款利率

通过考虑客户的违约风险和期限风险等因素，在LPR基础上加、减点产生。

$$\text{其他贷款利率} = \text{LPR} + / - x\%$$



LPR的前世

G

利率双轨制度

当时虽然放开了利率管制，但为了稳定市场，贷款基准利率还要存续一段时间。





LPR的前世

H

贷款基础利率执行效果

LPR报价主要参考的还是央行公布的贷款基准利率，这样就造成，贷款基础利率LPR还是和央行公布的基准利率高度相关，市场化程度不高。



LPR：今生

A

贷款市场报价利率(LPR)

贷款市场报价利率(LPR)：是由具有代表性的报价行，根据本行对最优质客户的贷款利率，以公开市场操作利率加点形成的方式报价，由人民银行授权全国银行间同业拆借中心计算并公布的基础性的贷款参考利率。

利率市场化的关键，是央行能够通过调整政策利率舞动整条收益率曲线，包括货币市场、债券市场和存贷市场利率。



LPR的今生

B

报价基础的变化

LPR定价机制由原先参考贷款基准利率，改为采用公开市场操作利率加点的方式。

本轮推动LPR与MLF挂钩的主要目的是推动政策利率和贷款市场利率的联动，建立“政策利率MLF—LPR—贷款实际利率”传导机制

新的 LPR 利率形成机制

连接货币市场和借贷市场

$$1\text{年期LPR} = 1\text{年期MLF利率} + \text{加点}$$

反映了银行平均的
边际资金成本

取决于：
自身资金成本、
市场供求、
风险溢价等因素

微信号: jiangchao8848

资料来源：央行，海通证券研究所

LPR的今生

B

思考：公开市场操作利率为什么选择MLF

货币政策利率，常规的工具主要有OMO（公开市场操作）、MLF(中期借贷便利)、PSL(抵押补充贷款)、SLF(常备借贷便利)、央行发行、再贴现、SLO（公开市场短期流动性调节工具）、TMLF（定向中期借贷便利）、TLF（临时流动性便利）和CRA（临时准备金动用安排）。

LPR的今生

C

报价成员的变化

LPR报价行的类型，在原有的全国性银行基础上增加城市商业银行、农村商业银行、外资银行和民营银行，共计**18**家。



LPR的今生

D

取数方式的变化

我们体重差别这么多，算LPR
还是加权平均吗？感觉我们可有可无



还是去掉一个
最高价和最低价



贷款市场报价利率
LPR

$$= \frac{\sum_{i=1}^{16} P_i \text{ 报价行有效报价}}{16}$$

LPR的今生

E

增加期限品种

LPR由1年期一个期限品种基础上，增加5年期以上的期限品种，这样完善LPR期限结构，也能为银行发放住房抵押贷款等长期贷款的利率定价提供参考。

LPR的今生

F

改变报价频率

LPR由每日报价，更改为每月报价1次。这样有利于提高报价行的重视程度，提高LPR报价质量。

新的LPR由各报价行于每月20日（遇节假日顺延）9时前，以0.05个百分点为步长，向全国银行间同业拆借中心提交报价，全国银行间同业拆借中心按去掉最高和最低报价后算术平均，向0.05%的整数倍就近取整计算得出LPR，于当日9时30分公布，公众可在全国银行间同业拆借中心和中国人民银行网站查询。



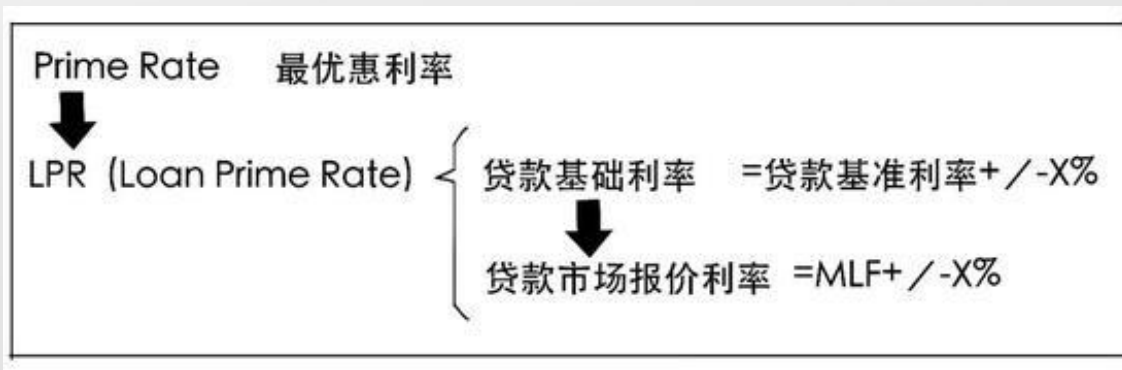
LPR的今生

G

考核要求的变化

央行要求各银行对新发放的贷款主要参考LPR，并在浮动利率贷款合同中采用LPR作为定价基础。

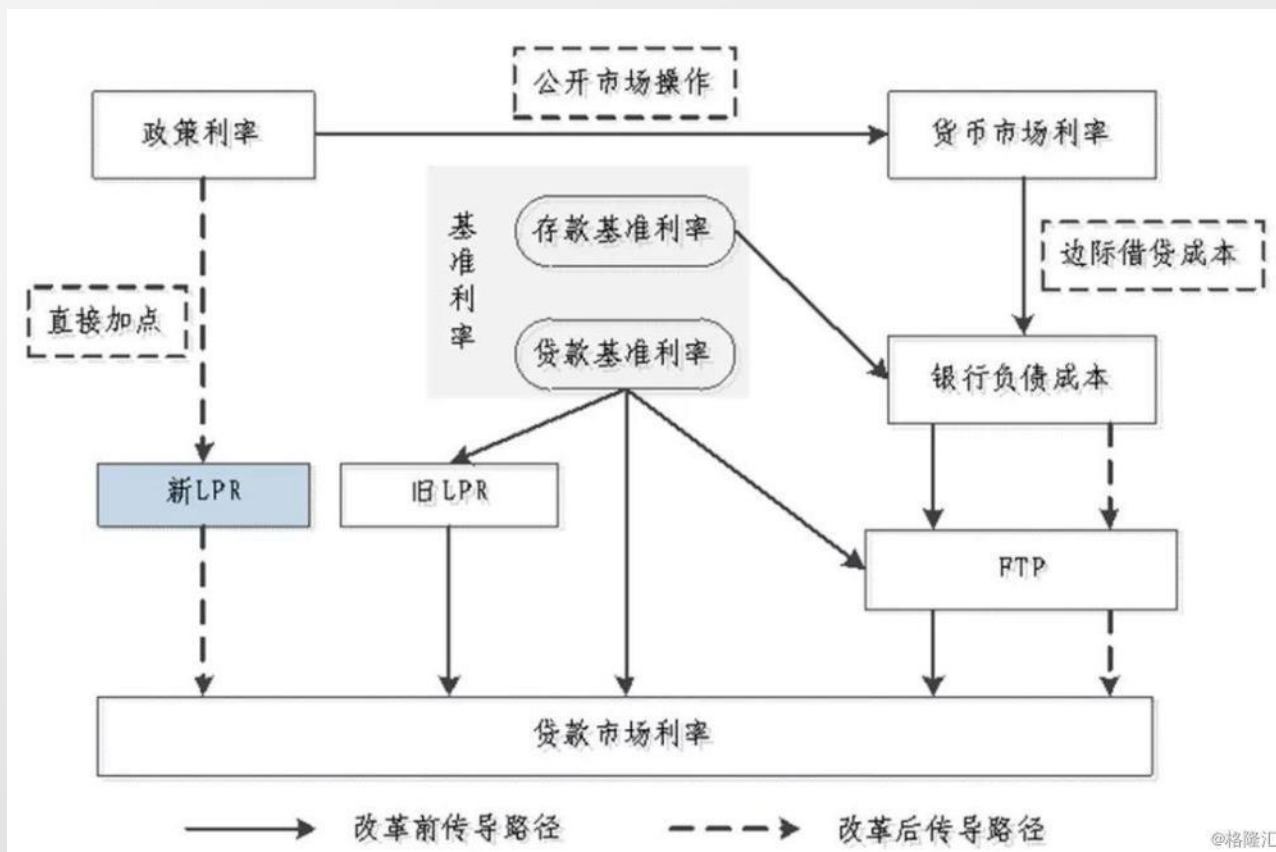
央行将把银行的LPR应用情况及贷款利率竞争行为纳入宏观审慎评估(MPA)，督促各银行运用LPR定价。



LPR的今生

H

货币政策传导机制



3、中国的利率体系

金融市场的重要价格指标

中国利率体系

- 中央银行和金融机构之间的利率
- 金融机构和金融机构之间的利率
- 金融机构和实体经济之间的利率



1、中央银行和金融机构之间的利率

- 正回购/逆回购/SLO利率
- 央票利率
- MLF/TMLF/PSL利率
- SLF利率
- 超额存款准备金率
- 国库现金定存招标利率

2、金融机构和金融机构之间的利率

- 全国银行间同业拆借中心：银行间同业拆借利率：
 - 回购（有抵押物）：质押式回购（Repo, R）和买断式回购（Ourtright Repo, OR）
 - 拆借（无抵押物）：Interbank Offered Rate, IBO

金融机构和金融机构之间的利率

- 全国银行间同业拆借中心：银行间同业拆借利率：定价基准
 - 回购定盘利率：以每个交易日上午9:00到11:30间的回购交易利率为基础算回购定盘利率（Repo Fixing Rate，简称FR）：取平均
FR001,FR007,FR014
 - Shibor

专栏：中国的同业拆借市场

- **上海银行间同业拆放利率（Shanghai Interbank Offered Rate，简称Shibor）自2007年1月4日起开始运行。**以位于上海的全国银行间同业拆借中心为技术平台计算、发布并命名。
- 由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计算确定的算术平均利率，是单利、无担保、批发性利率。

专栏：中国的同业拆借市场

- 目前，对社会公布的Shibor品种包括隔夜、1周、2周、1个月、3个月、6个月、9个月及1年。
- Shibor报价银行团现由18家商业银行组成。
- 全国银行间同业拆借中心受权Shibor的报价计算和信息发布。每个交易日根据各报价行的报价，剔除最高、最低各4家报价，对其余报价进行算术平均计算后，得出每一期限品种的Shibor，并于11:00对外发布。

Shibor报价

上海银行间同业拆放利率 (Shibor)

2023-03-06 11:00

期限	Shibor(%)	涨跌(BP)
O/N	1.2310	6.00 ▼
1W	1.8160	11.50 ▼
2W	1.8780	4.90 ▼
1M	2.2990	0.40 ▲
3M	2.4690	0.30 ▲
6M	2.5780	0.40 ▲
9M	2.6500	0.30 ▲
1Y	2.7320	0.70 ▲

注：点击期限品种可查看历史走势。

金融机构和金融机构之间的利率

- 存款性机构利率: 它们之间的货币交易形成的利率前面会带上字母D (Depository)
 - DR: 存款类金融机构同业质押式回购利率, 有DR001、DR007等, 同理也有FDR。
 - DIBO: 存款类金融机构同业拆借利率, 有DIBO001, DIBO007等。
 - 加D有个附加条件, 要以利率债 (国债、央行票据、政策性金融债) 为质押的回购

金融机构和金融机构之间的利率

		利率	存款性机构	参考基准
有质押物	质押式回购	R	DR*	FR FDR*
	买断式回购	OR		
无质押物	同业拆借	IBO	DIBO	Shibor

*以利率债为质押的回购交易

1天质押式逆回购利率 (R/DR001)

7天质押式逆回购利率 (R/DR007)

3个月 Shibor (Shibor 3M)



银行间市场回购及拆借成交量

单位：万亿元





质押式回购成交占比（分期限）



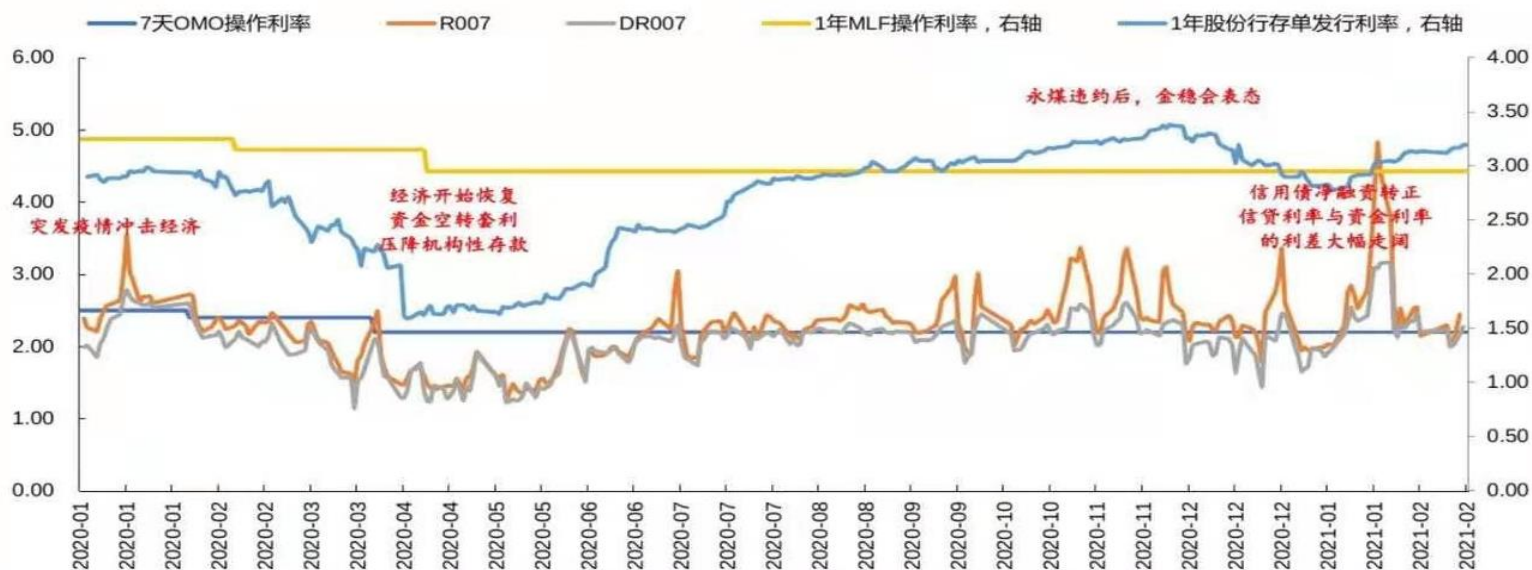


银行间市场利率和债市

- R/DR001、R/DR007和Shibor 3M这三种利率水平对债券投资者来说很重要。
- 当利率处于下降趋势时，说明货币环境比较宽松，银行的会把多余的钱拿去买债券，带动债券牛市。



DR007和R007d的重要性



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

- “双挂钩”政策利率体系充分保留了央行应对金融市场复杂多变和实现金融监管的灵活性, 央行可以在保持政策利率不变的情况下通过增减银行间基础货币等方式引导DR007阶段性偏离7天OMO中枢值来达到“灵活精准, 合理适度”的效果。



3、金融机构和实体经济之间的利率

	存钱	借钱
 居民	<ul style="list-style-type: none">■ 国债逆回购利率■ 存款基准利率■ 货币基金收益率■ 理财产品收益率■ 信托/类信托收益率	<ul style="list-style-type: none">■ 贷款基准利率■ 贷款市场报价利率
 企业		<ul style="list-style-type: none">■ 贷款基准利率■ 贷款市场报价利率■ 非标利率¹■ 信用债利率
 政府	不适用 ²	<ul style="list-style-type: none">■ 国债利率■ 地方债利率■ 政策性银行债利率

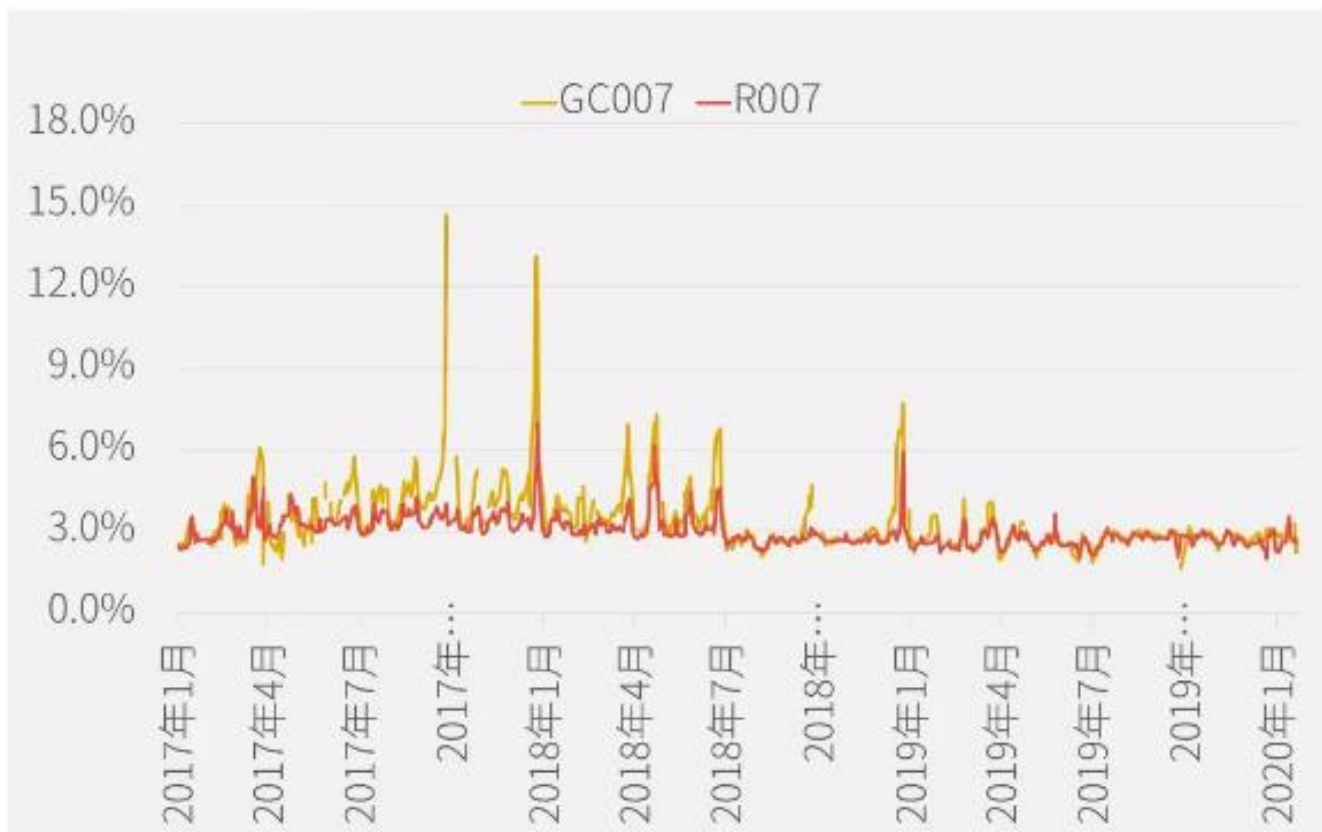
国债逆回购

- 个人投资者不能用债券质押借钱，只能通过国债逆回购把钱出借给机构。
- 国债逆回购的门槛不高，深交所是1000元，上交所是10万元。
- 上交所的国债逆回购产品是GC001、GC007等，深交所则是R-001、R-007等。

国债逆回购

因为参与的更多是中小机构，所以一般利率会更高、波动幅度也会更大——

中小机构才会像个人借钱

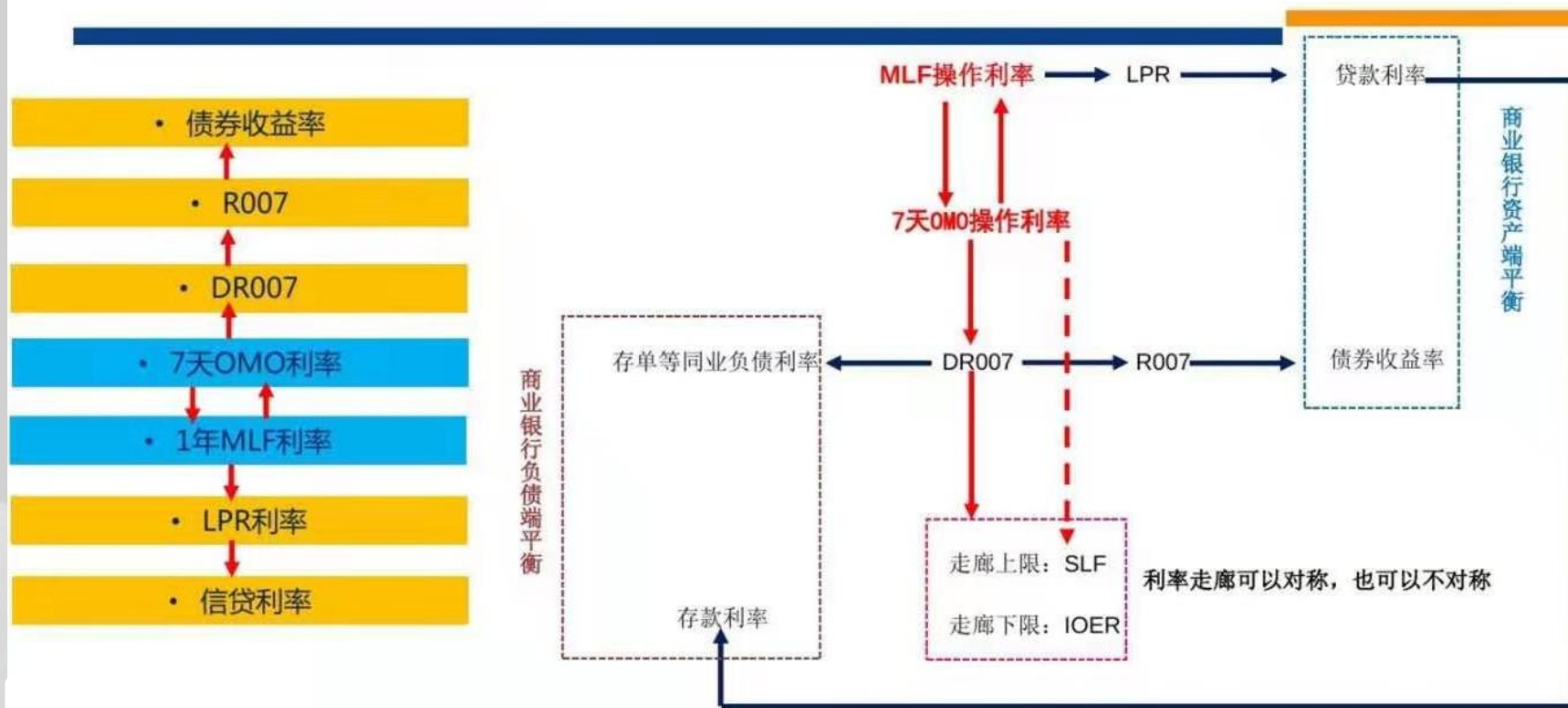


基准利率

- 存贷款基准利率
- LPR



当前的利率传导体系



- LPR改革后, 我国基本形成了以“7天OMO操作利率-1年期MLF操作利率”为政策利率和DR007为基准利率的利率传导体系。



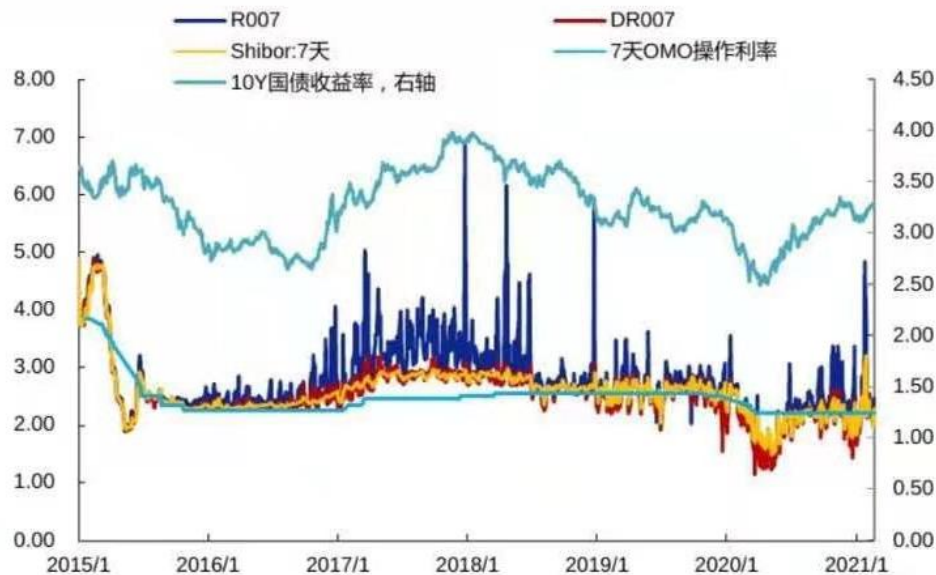
并轨后的利率指标系统





R007基准利率地位逐步确立

货币市场重要利率指标	特点
SHIBOR	由信用等级较高的银行自主报价形成，银行主观性较强，央行可控性较弱
R007	全市场机构的加权平均回购利率，容易受到非银机构流动性的影响
DR007	直接反映存款类机构间流动性状况



资料来源：WIND，安信证券研究中心

- 自2015年起央行开始培育DR007作为基准利率，2016Q3货币政策执行报告提出：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。2020Q4货币政策执行报告指出：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。
- 与SHIBOR、R007相比，DR007波动性更小，真实性、敏感性、相关性更高，央行可控性更强。

未来的LPR改革方向

- 2024年6月潘功胜：要持续改革完善LPR，针对部分报价利率显著偏离实际最优惠客户利率的问题，着重提高LPR报价质量，更真实反映贷款市场利率水平。
- 在不断夯实7天期逆回购操作利率作为主要政策利率的背景下，未来LPR报价或取消与MLF利率的挂钩，转而与7天期逆回购操作利率挂钩。