

公开市场操作、货币市场利率与利率走廊

肖卫国 兰晓梅

摘 要 近年来,我国公开市场操作模式发生了显著变化,公开市场操作与货币市场利率的动态关系需要从新的视角进行分析。利用马尔科夫区制转换向量自回归模型研究我国公开市场操作与货币市场价格波动的动态时变关系发现,在区制 1 (2013–2014 年) 中,我国经济较快增长,货币调控数量特征明显,公开市场操作的流动性效应大于对货币市场利率的调控作用,公开市场逆回购利率对银行间 7 天质押式回购加权利率 (R007) 的引导效果甚微,市场利率波动较大;在区制 2 (2015–2017 年) 中,我国经济发展进入新常态,M2 同比增速下降,公开市场操作常态化机制与工具类型的扩展极大地提高了央行对货币市场利率区间的调控能力,银行间市场存款类机构以利率债为质押的 7 天期回购利率 (DR007) 紧随公开市场逆回购利率变动,政策利率传导效率增强。另外,随着公开市场操作逆回购及便利类工具 (SLF、MLF 等) 的类型和期限日趋丰富,在短中期流动性供给量价调节的流动性管理与利率调控相结合的新模式下,我国利率走廊初步形成。

关键词 公开市场操作;货币市场利率;利率走廊;货币政策;央行

中图分类号 F820 **文献标识码** A **文章编号** 1672-7320(2019)04-0163-10

基金项目 国家自然科学基金国际合作研究项目 (71661137003);教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目 (17JZD015);教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目 (15JJD013)

近年来,随着外汇占款持续下降,我国公开市场操作通过央行票据对冲外汇占款的模式已不再适用,人民银行不断开展公开市场业务工具创新,我国利率调控模式发生了显著变化。一方面,央行自 2013 年起陆续创设短期流动性调节工具 (SLO)、常备借贷便利 (SLF)、中期借贷便利 (MLF) 等创新型货币政策工具增加流动性供给,适时增加 14 天、28 天、2 个月等不同期限逆回购品种可丰富公开市场操作工具箱,以维护银行体系流动性稳定和货币市场利率平稳运行。2016 年起,央行建立公开市场每日常态化操作机制,持续在 7 天逆回购利率上滚动操作,释放央行利率信号,稳定市场预期,形成公开市场操作引导市场利率在政策利率附近波动的模式。另一方面,随着利率市场化的推进,我国传统依靠存贷款基准利率升降来引导实体经济融资成本变化的利率调控方式不断弱化。在此背景下,利率走廊机制就必然成为稳定短期利率的适宜方式。央行在《2013 年第一季度货币政策执行报告》中开始关注土耳其央行的利率走廊机制并同期创设 SLF 工具,这暗示我国央行开始尝试利率走廊的调控模式。2014 年 1 月,常备借贷便利操作试点,我国央行探索发挥 SLF 利率作为货币市场利率上限的作用。2015 年第一季度,央行首次正式提出利率走廊,2015 年 11 月央行下调金融机构 SLF 利率,这标志着 SLF 利率作为利率走廊上限功能的确立。2017 年 12 月,临时准备金动用安排 (CRA) 的确立,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展。2018 年,自动质押融资新规将融资利率统一为 SLF 隔夜利率,这进一步强化了 SLF 利率走廊上限的地位。

由此可见,公开市场操作已不再是一种单纯的流动性投放工具,而是具有增强政策利率基准性和促使货币市场利率围绕政策利率变化的功能,为我国利率走廊的培育创造了条件。人民银行明确提出,将加强运用短期回购利率和 SLF 利率来引导短期市场利率的形成。2018 年初,人民银行行长易纲表示,央行将进一步完善利率走廊机制,增强利率调控的能力。在此背景下,我国公开市场操作的新变化对货币市场利率波动具有哪些影响?其内在逻辑是什么?央行政策利率向金融市场的传导效果如何?公开市场操作对我国利率走廊构建的影响机理是什么?因此,深入研究以上问题具有重要的现实意义。

一、国内外研究动态

为了深入研究公开市场操作、货币市场利率和利率走廊之间的关系,必须首先梳理有关公开市场操作、货币市场利率与利率走廊的现有研究,然后在既有研究的基础上,提出公开市场操作、货币市场利率与利率走廊之间的研究框架和理论分析模型。

(一) 公开市场操作与货币市场利率的关系

公开市场操作是一种重要的货币调控手段,其有效性取决于中央银行对于市场利率变动的调控。货币政策在考虑货币供应量等数量指标时,还应将各种影响微观经济主体行为的非货币性金融资产价格(利率)纳入其中^[1](P32-37)。公开市场操作工具利率与货币市场利率之间存在风险价差,可能引起货币市场利率的变动。

当前,学界对公开市场利率与货币市场操作利率关系的研究主要包括以下内容。第一,央票利率对市场利率的引导作用较小。央票发行利率在利率双轨制情况下对市场利率没有显著影响,央行回购操作方向与数量对市场利率影响较小,2010-2013 年公开市场交易量和存贷款基准利率关系也不明显,不具有因果关系^[2](P82-88)。第二,央票利率与市场利率具有长期协整关系,央票利率初具央行基准利率特征^[3](P13-19)^[4](P169-170)。后金融危机时期我国利用央票作为公开市场操作手段的原因主要是央行可利用大量流动性较高、交易活跃的央票调节短期利率^[5](P16-26)。在一定阶段,人民银行利用我国央行票据进行公开操作已成为引导市场利率变化的重要方式^[6](P5-11)。第三,央票利率与市场利率之间具有周期性与非对称性。周期性即经济正常时期央票发行利率不直接引导市场利率,而是通过市场预期实现,而金融危机时期央票发行利率直接引导市场利率走势^[7](P49-55)。非对称性即央行对央票发行利率的调整与通货膨胀、产出及货币政策松紧变化有关,银行间同业拆借利率会随央票利率波动发生非对称性变化^[8](P41-54)。第四,公开市场操作利率具有良好的定价基础,能够有效引导货币市场利率和利率预期。有研究发现,7 天货币市场利率(银行间市场债券质押式回购利率、上海银行间同业拆放利率(SHIBOR))与政策利率(央票发行利率、正回购利率)之间具有长期协整关系^[9](P44-55),央行回购操作利率能够显著引导相应期限市场回购利率的变动^[10](P41-53)。

经过 10 年发展,央行票据的局限性逐渐凸显,其对冲操作效率下降^[11](P37-44),公开市场操作从 2013 年开始以回购交易为主,此阶段研究主要聚焦于央行调控政策利率的方式及对货币市场利率传导机制的完善。首先,有学者认为央行应通过便利类工具补充公开市场操作对流动性的支持以调控市场利率水平。当发生负面冲击导致市场利率大幅上升突破合理水平时,央行应通过提供常备借贷便利工具迅速投放大量流动性降低利率^[12](P33-44)。其次,有学者证实了我国政策利率传导过程中存在的体制性障碍。制度刚性是制约中国货币政策传导由 M2 增长率逐渐向名义政策利率转变的重要原因^[13](P1-47),贷存比、对贷款的数量限制和企业预算软约束^[14](P1-22)^[15](P31-48),历史上短期利率波动较大、国债收益率基准性有限、高存款准备金率^[16](P1-22)等因素都会不同程度地弱化政策利率通过银行体系的传导。基于这些限制因素,有学者认为,商业银行可以考虑把与利率走廊配套的政策利率保持紧密联动的基准利率作为阶段性的选择^[17](P92-100)。

(二) 利率走廊的特点与优势

利率走廊是目前多数中央银行引导和调控市场利率的政策操作框架, 主要包括对称利率走廊与非对称利率走廊两种。相关研究主要从三个方面展开。第一, 利率走廊的实施机制。在典型的利率走廊中, 商业银行在清算资金出现不足时可向央行申请抵押贷款, 以贷款利率为上限, 商业银行清算资金充足时可将超额存款准备金存放于中央银行获得利息, 以超额存款准备金利率为下限, 上下限之间就形成中央银行短期利率操作的“走廊”。在利率走廊中, 任何政策的调整都是通过利率走廊的边界利率来实现的^[18] (P1067-1080)。第二, 利率走廊的实施效果。学界主要通过建立模型重点研究利率走廊对同业拆借利率形成机制的影响。一方面, 利率走廊能够降低短期利率波动。利率走廊系统可使央行严格地将拆借市场利率控制在走廊内目标利率附近。另外, 实行利率走廊机制的欧元区、英国和美国的短期市场利率波动均低于中国^[19] (P61-73)。有学者进一步指出, 利率走廊是通过降低商业银行对流动性的预防性需求来降低操作成本的^[20] (P16-28)。另一方面, 利率走廊能够降低宏观经济波动。利率调控相对于数量型调控更能有效地调控产出和通胀且不易引发经济波动^[21] (P1-14), 实施利率走廊后短期市场利率对于我国 GDP 和 CPI 冲击的敏感度明显降低。第三, 利率走廊与准备金制度的关系。利率走廊实施的条件之一是中央银行实施零准备金或低准备金制度。准备金需求变化不仅适用于公开市场操作, 利率走廊调控在零准备金情况下仍十分有效。商业银行由于受最小准备金成本的约束, 只有当准备金需求为零时, 拆借市场的政策利率才等于目标利率。因此, 完善的准备金制度安排是利率走廊系统发挥作用的基础条件^[22] (P43-51), 我国需进一步推动准备金制度转型, 为商业银行提供接近对称的机会成本。

(三) 公开市场操作与利率走廊的关系

中央银行公开市场操作及政策利率是利率走廊系统的核心, 两者相辅相成。随着我国以外汇占款为主渠道的基础货币投放方式的变化, 探索完善公开市场操作、利率走廊机制和准备金管理方式, 迫切需要提高中央银行利率引导能力^[23] (P1-17)。一方面, 中央银行通过公开市场操作调节货币市场短期利率水平的增强能够为利率走廊调控模式的形成提供市场条件^[24] (P60-72), 而利率走廊有助于降低中央银行公开市场操作的使用频率和幅度, 降低操作成本, 有助于提高货币政策透明度。另一方面, 公开市场操作通过开展有效的流动性和预期管理, 能够增强利率走廊机制下利率操作的效果, 增强对短期市场利率的引导^[25] (P114-121)。由于价格型货币政策调控相对于数量型货币政策调控模式具有时滞短与力度温和等优点^[26] (P12-37), 构建简单透明的利率走廊机制成为必然。中央银行首先会基于对经济金融形势和流动性状况的判断, 确定当前的货币政策取向和目标利率, 并通过相应方向和力度的公开市场操作, 实现市场利率围绕政策利率小幅波动, 而利率走廊的上下限利率则在一定走廊宽度的约束下相应调整。

(四) 文献评述

已有研究形成了以下共识: 第一, 公开市场操作对货币市场利率具有引导作用, 公开市场操作利率成为政策基准利率的条件逐渐成熟。第二, 公开市场操作对市场流动性及资金价格的引导作用随其模式工具的变化而不同。第三, 利率走廊能够减少短期市场利率波动, 与公开市场操作的有机结合已成为价格型货币政策利率调控的主要方式。然而, 鲜有研究对我国公开市场操作暂停发行中央银行票据之后的动态进行系统梳理, 尤其缺乏追踪 2015 年以来公开市场操作变化前后与货币市场利率动态关系的研究, 更少文献关注公开市场操作与利率走廊之间协调关系构建的内在逻辑。因此, 在已有研究的基础上, 考虑到马尔科夫区制转换向量自回归 (MS-VAR) 模型能较好地刻画样本期内变量间的非线性动态关系, 笔者利用 MS-VAR 模型考察公开市场操作与货币市场利率的时变效应及公开市场操作与利率走廊协调的内在机理。

二、公开市场操作、货币市场利率与利率走廊的模型设定与变量选取

为了更好地检验已提出的研究假设,同时开展实证分析,需要对数据的来源、变量的定义和模型的构建进行阐述。

(一) 马尔科夫模型设定

本文构建了包含公开市场逆回购利率、货币市场利率、经济增长率与 M2 增长率四变量的马尔科夫区制转换向量自回归 (MS-VAR) 模型。一般无限滞后的 p 阶向量自回归 (VAR) 模型可以表示为:

$$x_t = c + A_1 x_{t-1} + A_2 x_{t-2} + \cdots + A_p x_{t-p} + \mu \quad (1)$$

其中 c 为常数项向量, A 为系数矩阵, $\mu \sim N(0, \Sigma(s_t))(iid)$ 。如果时间序列受到区制转换的约束,那么利用无限制的 VAR 模型所估计的参数是不恰当的,因此本文利用 MS-VAR 模型来考察不同区制下公开市场操作逆回购利率与货币市场利率的动态关系。 p 阶滞后的 MS-VAR 模型如下:

$$x_t = v(s_t) + A_1(s_t)x_{t-1} + A_2(s_t)x_{t-2} + \cdots + A_p(s_t)x_{t-p} + \mu \quad (2)$$

在 (2) 式中, x_t 为内生变量, $\mu \sim N(0, \Sigma(s_t))(iid)$, 表示不可观察的区制变量, 则从区制 i 到区制 j 的转换概率为:

$$p_{ij} = Pr(s_{t+1} = j / s_t = i) \quad (3)$$

且转换概率 p 满足 $\sum^m p_{ij} = 1, \forall i, j \in 1, 2, \cdots, m$ 。如果方程中的均值、截距、系数和方差中的某一变量随着区制变量变化而变化, 即可得到相应的 MSM-VAR、MSI-VAR、MSA-VAR 以及 MSH-VAR 模型, 如果均值和方差随着区制变量变化而变化, 则可以得到 MSMH-VAR, 如果截距和方差随着区制变量变化而变化, 则可以得到 MSIH-VAR。

(二) 变量与数据说明

以我国公开市场操作 2013 年暂停发行中央银行票据为研究起点, 样本为 2013 年 1 月—2017 年 12 月的月度数据, 均来自 Wind 数据库。变量的选取与处理如下: 一是公开市场逆回购利率 (Reverse Repo Rate)。2015 年, 公开市场进入逆回购操作时期, 笔者选取 7 天逆回购利率作为我国政策利率的代表, 利用算术平均、平滑法将日度数据处理为月度数据。二是银行间质押式回购利率 (Market Interest Rate)。由于我国银行间质押式回购是所有商业银行普遍参与的交易, 规模占据了货币市场交易总额的绝大部分, 故选取银行间质押式回购利率作为衡量货币市场利率的代表性指标。限于数据的可得性, 2015 年之前选取 7 天银行间质押式回购加权利率 (R007), 2015 年之后选取 7 天存款类机构质押式回购加权利率 (DR007)^①表示。三是经济增长率 (Economic Growth Rate) 与货币政策 (M2)。这两个变量分别用工业增加值当月同比增长率与 M2 当月同比增长率来表示。

三、公开市场操作、货币市场利率与利率走廊模型求解与实证分析

经单位根检验, 所有数据经一阶差分均处理为在 1% 水平上的平稳数据。然后笔者把经济增长率与 M2 增长率作为影响区制划分最主要的环境变量纳入马尔科夫区制转换向量自回归模型的构建。据 VAR 线性系统 AIC、HQ 和 SC 准则判定模型的最优滞后期为 3, 选择区制数为 2。根据截距项不随状态改变、自回归参数和残差方差都依赖于区制变化的假定进行非线性检验, 从各模型 AIC、HQ、SC 与对数似然值判断, MSI(2)-VAR(3) 模型的似然比 (LR) 线性检验统计量为 22.55, 卡方统计量 P 值

① 《2016 年第三季度货币政策执行报告》认为, “银行间市场存款类机构以利率债为质押的 7 天期回购利率 (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”。由此可见, 央行暗示将银行间市场最具代表性的 DR007 培育为货币市场基准目标利率。

小于 1%，显著拒绝模型为线性形式的原假设，这说明在数据变动的形成中存在不同状态的区域，因而成为最具解释能力的模型形式选择。图 1 为样本期马尔科夫区制转换模型的先验概率、平滑概率和预测概率。从图 1 可知，该模型的两区制存在较明显的时域划分，以 2015 年为界，之前表现为区制 1，之后表现为区制 2。

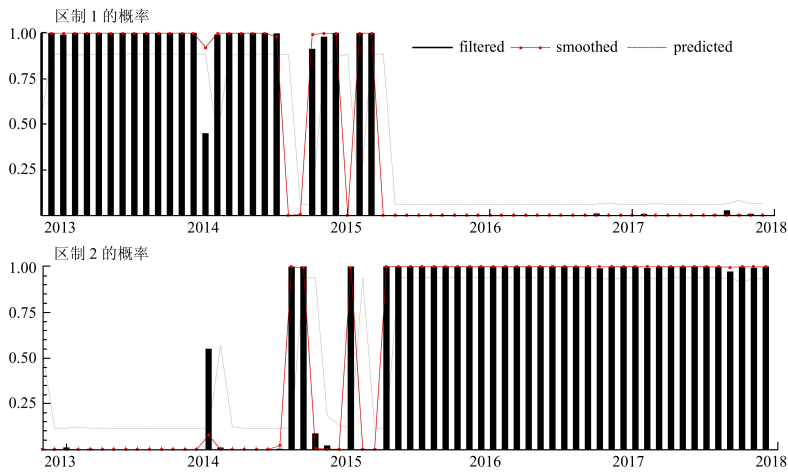


图 1 两区制概率分布

(一) 区制转换概率与持续期

从表 1 时间序列的区制转换概率矩阵可知，区制 1 持续的概率约 89%，区制 2 持续的概率约 94%，具有较高的稳定性。区制 1 和区制 2 两者之间转换概率较低，表明两区制间的转换较大可能为外力所致而非内生结果。表 2 说明样本期内有 34.65% 的时间处于区制 1 中，平均持续时间为 8 个月；有 65.35% 的时间处于区制 2 中，平均持续期为 16 个月。

表 1 区制转换概率矩阵

	区制 1	区制 2
区制 1	0.885	0.115
区制 2	0.115	0.939

表 2 区制持续期

	概率	持续期
区制 1	0.3465	8.69
区制 2	0.6535	16.4

(二) 公开市场操作、货币市场利率与利率走廊模型的估计结果

表 3 显示了 MS-VAR 模型在两区制下的参数估计结果。比较表 3 各变量在不同区制下的截距项可知，区制 1 表示，在 2013–2014 年经济增长较快且货币相对宽松情况下，公开市场逆回购利率与银行间质押式回购加权利率差距较大且相关性较小。区制 2 表示，在 2015–2017 年间，在我国经济增速放缓且货币政策趋紧的情况下，公开市场逆回购利率与存款类金融机构质押式回购加权利率相关性较强。为了研究公开市场逆回购利率对市场利率在不同状态下的影响，在变量系数估计结果经过标准化处理之后，可重点关注公开市场逆回购利率与市场利率自回归系数的正负值。首先，经济增长率对公开市场

逆回购利率及市场利率的影响为正,这表明宏观经济基本面对政策利率与市场利率的影响具有同步正向的趋势。其次,货币增长率对政策性公开市场逆回购利率影响主要为负,对市场利率影响为微弱正向,这说明货币供应量增长会直接影响央行公开市场操作利率,货币供应越多,政策利率越低,而 M2 对市场利率的影响力有限,它间接说明我国货币政策通过 M2 的传导效率下降。再次,公开市场逆回购利率对市场利率影响滞后 1 期为负,其滞后 2、3 期为正,说明央行政策性操作的力量逐步作用于市场,市场利率不断向政策利率靠近。

表 3 MS-VAR 模型估计结果

自回归系数	经济增长率	货币供应量	逆回购利率	市场利率
截距项(区制 1)	0.2486	0.6452	0.3152	0.1605
截距项(区制 2)	0.9917	0.855	0.4475	0.3185
经济增长率滞后 1 期	-0.9448	-0.0165	0.0089	0.0668
经济增长率滞后 2 期	-0.6816	0.0032	0.0037	0.1241
经济增长率滞后 3 期	0.2927	-0.0147	-0.0067	0.1179
货币供应量滞后 1 期	-0.5361	-0.3796	-0.0946	0.0126
货币供应量滞后 2 期	0.3198	-0.2613	-0.0092	0.038
货币供应量滞后 3 期	-0.2742	-0.1119	0.0595	0.0846
逆回购利率滞后 1 期	1.7889	-1.0469	-0.2658	-0.2763
逆回购利率滞后 2 期	0.4473	-0.4328	0.1694	0.2434
逆回购利率滞后 3 期	-2.6047	-0.8014	0.068	0.169
市场利率滞后 1 期	-0.1819	-0.3934	0.1438	0.4479
市场利率滞后 2 期	-0.6303	0.1816	-0.1123	0.1682
市场利率滞后 3 期	0.3872	-0.2227	-0.1026	-0.1535
标准差	1.7496	0.6605	0.1198	0.4718

(三) 广义脉冲响应

为具体考察两区制下公开市场逆回购利率(政策利率)和质押式回购加权利率(市场利率)的动态冲击关系及差异,可用不同区制下的广义脉冲响应模型进行分析。

图 2 自上到下分别给出了两区制下经济增长率、货币供应增长率及公开市场逆回购利率对市场利率冲击的反应曲线,左列表示区制 1,右列表示区制 2。由图 2 可知:

其一,给定经济增长率变动一个标准差的冲击,两区制下公开市场逆回购利率与市场利率变动的响应方向与幅度不同。在区制 1 中,市场利率经 5 期达到负向最大值(<-0.5);在区制 2 中,市场利率经 2 期达到负向最大值($-0.04-0.05$),然后在两区制下,公开市场逆回购利率均在零轴附近小幅变动。在区制 1 中,中国经济增长在合理区间平稳运行,市场利率上升幅度较大;在区制 2 中,我国经济下行压力较大,市场利率上升幅度相对较小。因此,宏观经济增长率不断下降对我国公开市场操作逆回购利率短期有限,对市场利率影响较大,经济增长下降,市场利率上升。

其二,给定货币供应量增长率变动一个标准差的冲击,两区制下公开市场逆回购利率脉冲结果均为负,市场利率在区制 1 中表现为负向变化,在区制 2 中表现为正向变化。在区制 1 中,市场利率经 5 期达到负向最大值,这表明 2015 年之前市场利率随货币增长率上升而下降;在区制 2 中,市场利率经 5 期达到正向最大值,表明 2015 年之后市场利率随货币增长率变化同向变动。事实上,在 2015 年以后, M2 增长率不断下降,在 2017 年 4 月后则呈个位数增长。根据图 2 货币增长率对市场利率的冲击结果可知,在 M2 同比增长下降的同时,市场利率短期上升,长期则会随之下降,即货币供应量与利率间的稳定性在下降。

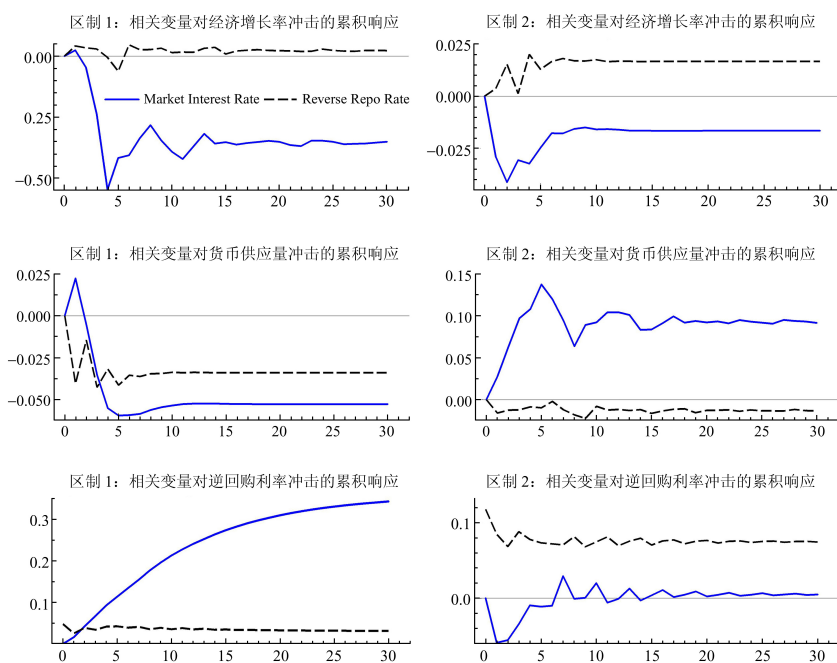


图2 两区制市场利率变动对逆回购利率变动冲击的响应

其三, 给定公开市场逆回购利率增长一个标准差的冲击, 市场利率在两区制下的响应程度截然不同。首先, 在区制 1 中, 市场利率不断上升, 且与公开市场逆回购利率的波动差距越来越大, 这表明 2015 年之前我国政策利率对市场利率引导作用较小, 利率市场化进程较慢的情况下市场利率与政策利率变动趋势不同步, 利率双轨制特征明显。根据图 3 左侧的图显示, 在 2015 年之前, 7 天银行间质押式回购加权利率 (R007) 波动幅度较大, 公开市场 7 天逆回购利率变动幅度较小, 对代表货币市场资金成本的 R007 引导能力有限。这表明实证结果与实际走势相符合。其次, 在区制 2 中, 市场利率与公开市场逆回购利率自第 6 期后随时间的推移差距不断缩小, 市场利率波动幅度不断减小。其原因主要为: 在 2015 年我国存款利率上限放开之后, 利率调节的焦点从存贷款基准利率转向金融机构的资金成本, 公开市场操作常态化操作与结构性便利类工具 (如 SLF 和 MLF 等) 相结合的基础货币投放方式, 从数量上有利于调节金融机构不同期限的流动性水平, 从价格上有利于公开市场操作工具利率通过金融机构向实体经济传导, 因此, 公开市场逆回购利率对金融机构的借贷利率引导能力不断增强, 市场利率与逆回购利率差距不断缩小。根据图 3 右侧的图显示, 银行间市场存款类机构以利率债为质押的 7 天期回购利率 (DR007) 在 2015 年初急速下降, 在 2015 年中开始与 7 天逆回购利率窄幅震荡接近, 在 2016 年下半年之后两者同步上升。出现此种变化的原因主要有两个: 一是央行在 2015 年 4 次降低金融机构存款准备金率向市场注入大量流动性, 以配合结构性便利类工具对金融机构流动性进行调节, 因此, DR007 与 7 天逆回购利率在 2015 年急速下降。二是在 2016 年下半年开始的“去杠杆、防风险”的政策背景下, 央行公开市场操作以 7 天逆回购为主, 且逐渐重启并扩大 14 天、28 天及 2 个月逆回购交易, 并搭配 MLF 进行中长期资金投放, 因此, 在央行“锁短放长”的意图下, 资金投放的综合加权成本不断抬升, 银行间资金成本 DR007 震荡上行; 同时, 在美联储货币政策正常化的外部影响下, 我国政策利率与市场利率同步上升。

其四, 市场利率与公开市场逆回购利率在两种区制下的动态关系表明, 自 2016 年以来, 公开市场逆回购利率逐渐成为引导市场利率的锚定利率, 我国利率走廊框架基本形成。由图 4 可知, 在 2015 年

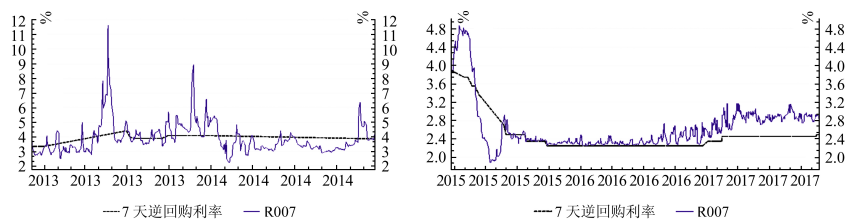


图3 公开市场逆回购利率与 R007、DR007 的走势

第四季度, 人民银行大幅降低 SLF 利率, 以收窄利率走廊, 在 2016 年第三季度之后, 市场就形成了以 DR007 为基准利率的市场预期, 2017 年 5 月, 银行间回购定盘利率 FDR 等利率互换交易正式上线, 加强了市场对 DR007 作为基准利率的预期。与此同时, 公开市场 7 天逆回购利率逐步成为预期的政策利率。

传统利率走廊以银行向央行的拆借利率构建上限, 以银行在央行的存款利率构建下限, 通过公开市场操作调控短期基准利率。因此, 市场普遍预期, 我国利率走廊上限为 SLF 隔夜利率, 下限为超额存款准备金利率。然而, 当前我国 SLF 隔夜利率为 3.40%, 超额存款准备金利率为 0.72%, 区间范围 268 个基点, 这与理想区间 25–50 个基点的差距过大, 不利于稳定短期利率波动来抑制机构套利的金融风险。由图 4 可知, 自 2016 年以来, DR007 紧随 7 天逆回购利率平稳运行, 7 天逆回购利率已成为利率走廊实际上的下限利率。自 2016 年第三季度以来, 受全球货币政策正常化及国内强监管去杠杆等因素影响, DR007 上行逐渐偏离了公开市场操作利率的指引, 虽然央行在 2017 年三次上调 SLF 利率及公开市场操作利率, 以试图通过提高短端利率走廊上下限来降低市场利率与政策利率的偏差, 但银行负债成本 DR007 仍然高于逆回购利率, 7 天逆回购利率则近似成为市场资金事实上的成本下限。

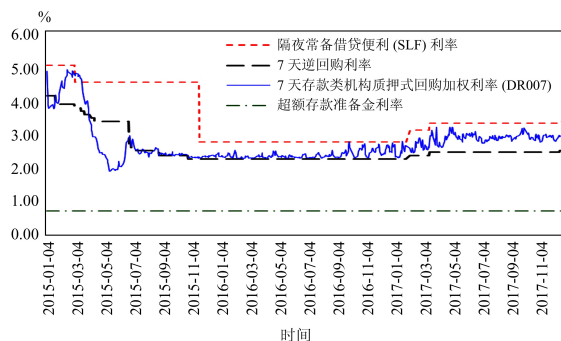


图4 我国拟构建的利率走廊

总之, 目前我国利率走廊的上限是金融机构根据自身流动性需求向央行申请短期资金支持的隔夜 SLF 利率, 下限是央行向公开市场一级交易商主动提供资金的 7 天逆回购利率, 市场基准利率为反映银行间资金借贷成本的 DR007。当市场基准利率 DR007 上升到走廊上限时, 合格金融机构能够直接向中央银行抵押获得流动性, 不必在银行间市场付出更大的成本; 当市场基准利率低于走廊下限利率, 金融机构可将其流动性从货币市场以超额准备金的形式存入中央银行获得更高收益, 央行能够在 DR007 上升时投放流动性, 在 DR007 回落时回收流动性。按照以上分析, 目前 SLF 隔夜利率为 3.40%, 市场利率 DR007 约 3.03%, 7 天逆回购利率为 2.55%, 区间范围 85 个基点, 利率走廊处于适度区间, DR007 与上下限利差分别为 37 个与 48 个基点, 近似对称的利率走廊模式, 有利于稳定市场预期。

四、研究结论与展望

基于马尔科夫区制转换向量自回归模型的实证分析,我国公开市场操作对货币市场利率波动的影响以经济增长率、货币增长率为依据划分为区制1(2013–2014年)和区制2(2015–2017年)。主要结论如下。

首先,在两区制中,我国经济货币状况对公开市场操作的影响较小,对市场利率的冲击较大。在区制1中,我国经济增速较快货币供应充足,公开市场逆回购利率对货币市场利率的引导作用有限,利率双轨制特征明显;在区制2中,我国经济发展进入新常态,M2同比增长下降,公开市场逆回购利率成为引导货币市场利率的锚定利率。

其次,公开市场操作对货币市场利率波动的影响具有内在的逻辑。在2015年以前,我国经济强劲货币供应充足,货币政策数量型调控特征明显,利率市场化进程较慢,存贷款基准利率未完全放开,市场利率与逆回购利率变动趋势并不同步,政策利率向货币市场利率的传导效果有限。在2015年以后,我国经济增速下降货币供应量指标意义弱化,货币政策向价格型调控不断转型,利率市场化基本完成,公开市场操作常态化与结构性便利类工具(如SLF、MLF等)基础货币投放方式的丰富,促使公开市场操作对货币市场利率的引导作用增强,政策利率向金融市场的传导效果增强。

第三,公开市场操作成为央行构建利率走廊的重要操作手段,两者的协调性在加强。自2016年以来,我国逐步形成公开市场操作与SLF、MLF兼顾短中期流动性供应共同调控短期基准利率的模式,以隔夜SLF利率为上限、银行间市场存款类机构以利率债为质押的7天期回购利率(DR007)为市场基准利率,超额存款准备金利率为下限的利率走廊框架基本形成。

总之,我国基准利率目标体系尚未建立,市场利率向实体经济的传导仍然不畅,央行调控和引导市场利率的体制性障碍依然存在,建立真正意义上的价格型调控模式,还任重而道远。

参考文献

- [1] 肖卫国,王光源,刘杰. 转型时期中国货币结构函数的实证研究——基于货币职能的理论视角. 武汉大学学报(哲学社会科学版),2015,(1).
- [2] 王森,张燕兰. 后金融危机时期我国公开市场操作的实际效果分析. 经济学动态,2014,(3).
- [3] 李宏瑾,项卫星. 中央银行基准利率、公开市场操作与间接货币调控——对央票操作及其基准利率作用的实证分析. 财贸经济,2010,(4).
- [4] 叶永刚,陈勃特. 中国政策利率调控对市场基准利率的影响研究. 管理世界,2012,(4).
- [5] 马理,段中元,杨嘉懿. 后金融危机时期公开市场操作的新动态与文献评述. 国际金融研究,2013,(11).
- [6] 刘义圣,赵东喜. 中国利率政策调控机制与经验实证. 江汉论坛,2014,(12).
- [7] 郑振龙,莫天瑜. 政策利率引导市场利率的走势吗——央票发行利率与央票市场利率双向互动关系研究. 财贸经济,2011,(1).
- [8] 熊海芳,王志强. 利率平滑与央行政策偏好的非对称性——中国的证据. 金融研究,2013,(11).
- [9] 中国人民银行营业管理部课题组. 中央银行利率引导——理论、经验分析与中国的政策选择. 金融研究,2013,(9).
- [10] 张雪莹,何飞平. 央行回购操作对货币市场利率的影响——理论模型与实证检验. 金融研究,2014,(3).
- [11] 何平. 我国的央行票据发行与公开市场操作. 经济理论与经济管理,2011,(12).
- [12] 孙国峰,蔡春春. 货币市场利率、流动性供求与中央银行流动性管理——对货币市场利率波动的新分析框架. 经济研究,2014,(12).
- [13] Kaiji Chen, Higgins Patrick, etc. China Pro-Growth Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission. *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Papers*, 2016,(9).
- [14] 马骏,王红林. 政策利率传导机制的理论模型. 金融研究,2014,(12).
- [15] 马骏,施康,王红林等. 利率传导机制的动态研究. 金融研究,2016,(1).
- [16] 纪敏,张翔,牛慕鸿等. 货币政策通过银行体系的传导. 中国人民银行工作论文,2016,(4).

- [17] 郑晓亚,赵自然,陈华.利率走廊、政策利率传导与商业银行贷款市场化定价——结合中美实践的比较研究.财政研究,2016,(7).
- [18] Aleksander Berentsen, Cyril Monnet. Monetary policy in a Channel System. *Journal of Monetary Economics*, 2008, 55(6).
- [19] 申琳.“利率走廊”能降低短期市场波动吗.财贸经济,2015,(9).
- [20] 牛慕鸿,张黎娜,张翔.利率走廊、利率稳定性和调控成本.金融研究,2017,(7).
- [21] 王君斌,郭新强,王宇.中国货币政策的工具选取、宏观效应与规则设计.金融研究,2013,(8).
- [22] 方先明.价格型货币政策操作框架:利率走廊的条件、机制与实现.经济理论与经济管理,2015,(6).
- [23] 徐忠.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,2017,(1).
- [24] 胡志鹏.中国货币政策的利率型调控条件是否成熟——基于动态随机一般均衡模型的理论分析与实证分析.经济研究,2012,(6).
- [25] 李宏瑾.流动性效应、预期效应与中央银行利率操作.经济学动态,2013,(7).
- [26] 韩雍,刘生福.利率市场化与中国货币政策调控方式转变.世界经济研究,2017,(2).

Open Market Operation, Money Market Interest Rate and Interest Rate Corridor

Xiao Weiguo (Wuhan University)

Lan Xiaomei (Hubei University of Economics)

Abstract In recent years, China's open market operation mode has undergone significant changes, and its dynamic relationship with money market interest rate needs to be analyzed from a new perspective. In this paper, we use Markoff Regime Transformation Vector Auto Regression model to study the dynamic time-varying relationship between open market operation and monetary market price fluctuation in China. The results show that the liquidity effect of open market operation is greater than the guidance to the money market interest rate in Regime 1(2013-2014) under the China's rapid economic growth with the obvious characteristics of quantitative monetary regulation. The effect of open market reverse repo interest rate on the R007 is very little and money market interest rate fluctuates greatly. In regime 2 (2015-2017), China's economic development has entered a new normal state and the growth rate of M2 has declined, so open market operation normalization mechanism and the expansion of its tool types greatly improve the central bank's ability to regulate the money market interest rate. DR007 follows the open market reverse repo interest rate, and the transmission efficiency of policy interest rate is enhanced. In addition, with the diversification of open market operation reverse repo and the convenience tools (SLF, MLF and so on), the interest rate corridor has been preliminarily formed under the new mode of the liquidity management and interest rate regulation combined with short and medium term liquidity supply and price regulation.

Key words open market operation; money market interest rate; interest rate corridor; monetary policy; Central Bank

■ 收稿日期 2018-04-28

■ 作者简介 肖卫国,经济学博士,武汉大学经济与管理学院教授、博士生导师;湖北 武汉 430072。
兰晓梅,经济学博士,湖北经济学院金融学院讲师;湖北 武汉 430205。

■ 责任编辑 肖光恩