

政策利率的“随行就市”？

伍戈 方艺萌 沈臻之

2018年5月23日

核心观点：

随着货币数量目标在政府工作报告中的消失，价格型指标尤其是银行间市场利率的重要性不言而喻。然而，该市场中的各种利率之间却存在明显分化，甚至呈现政策利率反而“随行就市”的现象。如何理解上述分化的原因及本质，对于把握流动性松紧及货币政策立场变化有着重要意义。

与国外不同的是，特殊的一级交易商结构使得我国银行间市场的流动性投放分割为“央行-银行”和“银行-非银”两个市场层次。流动性分层客观上使得银行间市场容易出现以DR007和R007为代表的利率分化，甚至呈现政策利率受市场利率影响而“随行就市”的特殊现象。

利率分化不必然表征货币政策松紧，而是更多反映金融监管扰动。特别是2016年以来，“银行-非银”市场中，强监管使得银行对非银的资金供给趋紧，而刚兑等因素使得非银的资金需求难以收缩，该市场利率随之高企。而“央行-银行”市场的利率则由于央行直接的流动性供给而相对平稳，利率分化由此加剧。

展望未来，尽管中国经济短期韧性犹存，但总需求趋势向缓，兼顾资管新规细则落地、信用违约风险暴露等影响，“央行-银行”市场的利率走势有望稳中趋缓。而金融监管的持续约束将使得“银行-非银”的市场利率高位震荡，从而银行间市场的利率分化仍将延续。

伍戈：华融证券首席经济学家，曾长期供职于中国人民银行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。中国经济学最高奖孙冶方经济科学奖获得者（2017）、浦山政策研究奖（2017）和刘诗白经济学奖（2012）获得者，并获中国金融学会全国优秀论文一等奖（2011）、“远见杯”中国经济预测季军（2018）。电子邮箱：wuge@hrsec.com.cn。

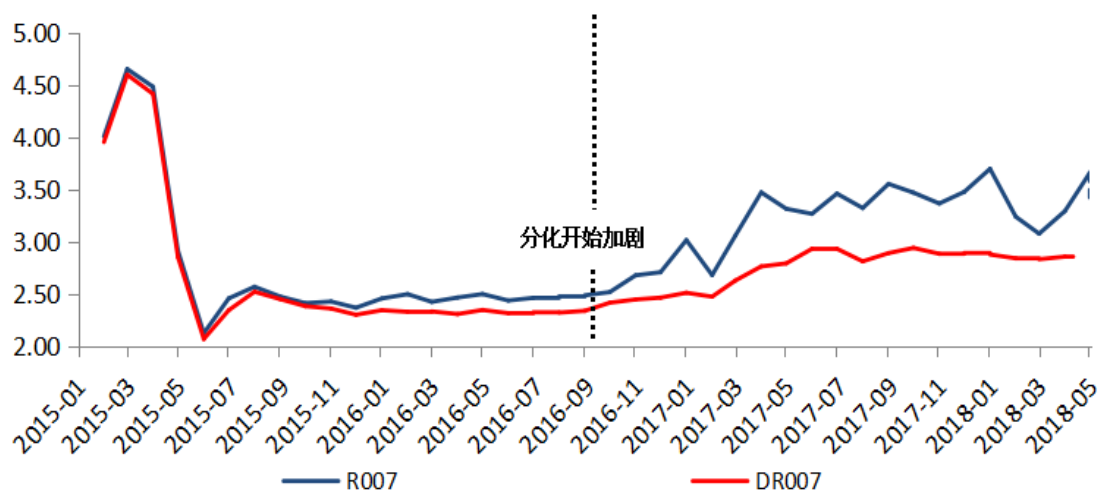
方艺萌：华融证券固收研究员。电子邮箱：fangyimeng@hrsec.com.cn

沈臻之：华融证券实习研究员。

一、引言

2018 年以来，随着货币数量目标在政府工作报告中的消失，价格型指标尤其是银行间市场利率的重要性不言而喻。然而，银行间市场中以 DR007 和 R007 为代表的各种利率之间却存在明显分化。伴随着利率分化的加剧，市场参与者不由会对价格信号产生困惑。特别地，央行多次在公开市场操作时还提及利率的“随行就市”。为何政策利率反而“随行就市”？如何理解上述利率分化的原因及本质？这些对于把握流动性松紧及货币政策立场变化有着重要意义。

图 1：2016 年以来银行间市场的利率分化加剧



来源：根据 WIND 数据整理。

注：统计上，DR007 是指银行间市场所有银行类机构的 7 天期回购利率（限定标的资产为利率债），R007 是指银行间市场所有机构（银行和非银）的加权平均回购利率（不限定标的资产）。现实中，尽管央行尚未明确银行间市场的政策利率，但多次提及 DR007 对于培育市场基准利率有积极作用，目前市场也普遍认为其具有政策利率特征

二、市场分割下的流动性分层

与国外不同的是，特殊的一级交易商结构使得我国银行间市场的流动性投放分割为“央行-银行”和“银行-非银”两个市场层次。央行最近一期的《货币政策执行报告（2018 年 1 季度）》首次提出将流动性分层传导纳入一级交易商考评指标体系。目前我国央行主要向“一级交易商”进行银行间市场的流动性投放。现阶段的 48 家一级交易商中，银行数量占比高达 96%，非银数量占比仅 4%。我国的公开市场操作对象以银行为主导，与美国、日本、欧元区等的情况有较大不同。

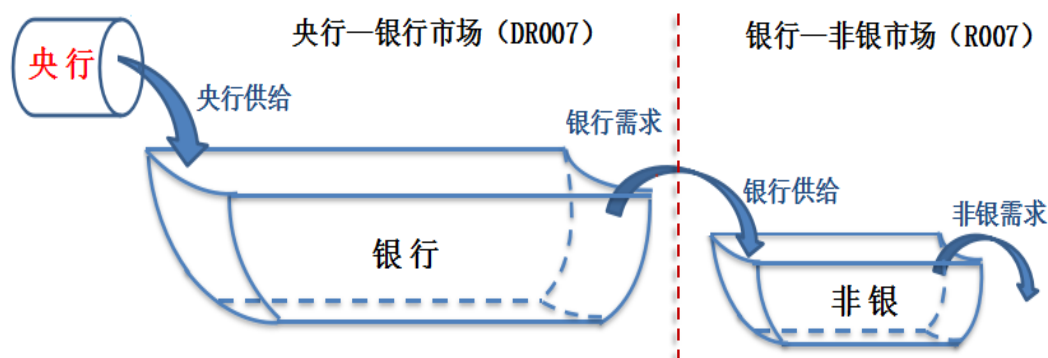
表 1：我国流动性投放呈现明显分层特征

货币当局	公开市场操作对象	流动性投放主渠道
中国央行	一级交易商：银行占比 96%，非银占比 4%	央行 ↓ 银行 ↓ 非银
美联储	一级交易商：银行占比 4%，非银占比 96% 其他交易对手：100 家货币基金、14 家政府支持的企业、16 家银行	央行 ↙ ↘ 银行 非银
日本央行	一级交易商：银行占比 40%，非银占比 60% 其他交易对手：符合条件的个人及企业	
欧央行	所有满足最低准备金要求的机构	

来源：根据各国央行官网等资料整理。

在上述制度安排下，我国央行的流动性供给直接作用于“央行-银行”市场，然后再从该市场传递到“银行-非银”市场。这意味着央行主要通过货币政策操作（逆回购、MLF 等）直接引导“央行-银行”市场，但实际上对“银行-非银”市场的影响还较为有限。流动性分层下的市场分割客观上使得银行间市场容易出现以 DR007 和 R007 为代表的利率分化，甚至呈现政策利率受市场利率影响而“随行就市”的特殊现象。

图 2：流动性分层下的市场分割



来源：笔者自行绘制整理。

注：为了简化，本图及下文中央行-银行市场的“银行需求”和银行-非银市场的“银行供给”均为银行向非银的资金融出；暂时忽略来自其他市场资金供需的影响。

三、金融监管扰动下的利率分化

在没有金融监管等因素扰动时，“央行-银行”市场与“银行-非银”市场的利率走势往往高度趋同。2016 年以前，当央行收紧流动性时，“央行-银行”市场利率开始抬升；相应地，银行对非银的资金供给也开始收缩，从而使得“银行-非银”市场利率也相应抬升。即使两个市场的利率抬升幅度出现不一致，银行也会出于赚取利差的动机而调节对非银的资金融出，直到两个市场的利率大致趋同。

银行间市场的利率分化更多反映的是金融监管的扰动，并不必然表征货币政策松紧的变化。2016 年下半年以来，由于受到金融监管的约束，银行对非银的资金供给不再能自如地根据两市场利差进行调节而收缩明显；非银的资金需求则在刚兑等因素的影响下保持刚性（即使在 2017 年债券熊市中非银机构的杠杆率依然居高不下），“银行-非银”市场中的 R007 利率随之高企。

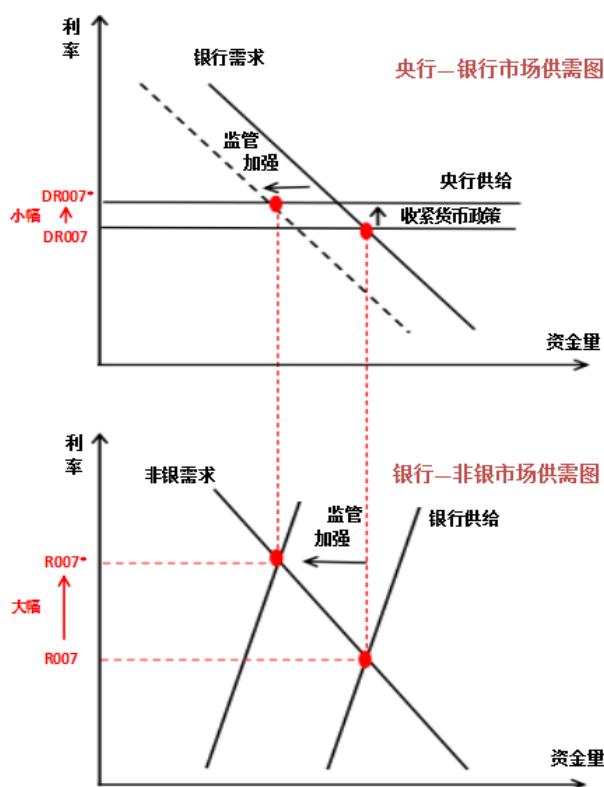
表 2：监管强化下银行减少对非银的融出

监管要求	银行对非银融出的变化
提高流动性覆盖比率（LCR）要求	逆回购的增加会降低银行自身的 LCR。为了满足 LCR 指标要求， 银行减少对非银的融出
表外理财纳入广义信贷的 MPA 考核，资本充足率要求提高	MPA 考核时点资金紧张， 银行减少对非银的融出
限制“同业融出资金”占比	为了满足“同业融出资金”占比要求， 银行减少对非银的融出
限制存款类金融机构自营债券逆回购资金余额	逆回购余额受限， 银行减少对非银的融出
提高 LMR 指标要求	逆回购的增加会降低银行自身的 LMR。为了满足 LMR 指标要求， 银行减少对非银的融出
限制异地授信、同业授信额度	由于回购占用授信额度，为了满足相关额度要求， 银行减少对非银的融出

来源：根据 2017 年来的有关监管政策整理而成。

与此同时，“央行-银行”市场中的利率则由于央行直接的流动性供给而相对平稳（尽管 2016 年下半年开始该市场的 DR007 利率边际抬升，但整体维持在窄幅区间内）。从而，两个市场的利率分化显著加剧。

图 3：金融监管加剧银行间市场的利率分化



来源：笔者自行绘制整理。

展望未来，尽管中国经济短期韧性犹存，但随着国内房地产调控、财政金融条件约束等的滞后影响，加之外需表现难以优于去年，总需求趋势整体向缓。兼顾资管新规细则落地、信用违约风险暴露等影响，“央行-银行”市场的利率走势有望稳中趋缓。同时，金融监管的持续约束将使得银行对非银的资金供给依然趋紧，而刚性兑付使得非银的资金需求短期难以显著改变，“银行-非银”市场中的利率或将高位震荡，从而银行间市场的利率分化仍将延续。

四、基本结论

一是特殊的一级交易商结构使得我国银行间市场的流动性投放分割为“央行-银行”和“银行-非银”两个市场层次。流动性分层客观上使得银行间市场容易出现以 DR007 和 R007 为代表的利率分化，甚至呈现政策利率受市场利率影响而“随行就市”的特殊现象。

二是利率分化不必然表征货币政策松紧，而是更多反映金融监管扰动。特别是 2016 年

以来，“银行-非银”市场中，强监管使得银行对非银的资金供给趋紧，而刚兑等因素使得非银的资金需求难以收缩，该市场利率随之高企。而“央行-银行”市场的利率则由于央行直接的流动性供给而相对平稳，利率分化由此加剧。

三是展望未来，尽管中国经济短期韧性犹存，但总需求趋势向缓，兼顾资管新规细则落地、信用违约风险暴露等影响，“央行-银行”市场的利率走势有望稳中趋缓。而金融监管的持续约束将使得“银行-非银”市场的利率高位震荡，银行间市场的利率分化仍将延续。

作者介绍：

伍戈：华融证券首席经济学家，曾长期供职于中国人民银行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。中国经济学最高奖孙冶方经济科学奖获得者（2017）、浦山政策研究奖（2017）和刘诗白经济学奖（2012）获得者，并获中国金融学会全国优秀论文一等奖（2011）、“远见杯”中国经济预测季军（2018）。

方艺萌：华融证券固收研究员。

沈臻之：华融证券实习研究员。

近期报告：

[全球经济动能：这次有何不同？（2018年5月11日）](#)

[加息周期中的美元贬值（2018年4月23日）](#)

[产能过剩？产能出清？（2018年3月27日）](#)

[消失的货币（2018年3月9日）](#)

[市场预测错了什么？（2018年2月28日）](#)

[房地产投资韧性几何？（2018年2月9日）](#)

[经济韧性与政策定力：博弈 2018（2018年1月26日）](#)

[价格幻觉，还是真实增长？（2018年1月9日）](#)

[再议居民杠杆率（2018年1月3日）](#)

[供给扰动与需求扩张（2017年12月20日）](#)

[当资本外流不再是问题（2017年12月10日）](#)

[居民加杠杆的是与非（2017年12月1日）](#)

[货币的故事（2017年11月21日）](#)

[集中度提升助推经济向好？（2017年11月13日）](#)

[债务-通缩，还是债务-通胀？（2017年10月24日）](#)

[CPI 为何波澜不惊（2017年10月13日）](#)



更多文章请扫描二维码：伍戈经济笔记