中银研究

宏观观察

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

2021 年 2 月 22 日　　2021 年第 9 期（总第 332 期）

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- **《宏观观察》**
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作　者：梁　斯　中国银行研究院
电　话：010　-　6659　4084

签发人：陈卫东
审稿人：周景彤
联系人：叶银丹
电　话：010　-　6659 6874

＊　　对外公开
＊＊　　全辖传阅
＊＊＊　内参材料

我国货币市场基准利率探索历程、问题及建议*

我国货币市场基准利率探索经历了从 CHIBOR 和 SHIBOR 为主的同业拆借市场向以 R 和 DR 为主的质押式回购市场的过渡。其中，DR 作为以真实交易为基础的利率品种，在消除信用风险基础上能够更好反映市场流动性需求变化，其编制原理也符合国际基准利率的改革方向。但 DR 在运行中存在一些需要关注的问题，包括：尚未成为金融产品的重要定价基准；DR007 波动幅度较大，还不能有效引导其他利率品种变化；市场覆盖面不足，未能反映所有市场主体流动性需求。建议：积极扩大 DR 在金融产品定价中的应用；稳定 DR007 走势，更好发挥对其他利率品种的引导作用；扩大 DR 统计覆盖面，综合反映市场流动性需求。

我国货币市场基准利率探索历程、问题及建议

我国货币市场基准利率探索经历了从 CHIBOR 和 SHIBOR 为主的同业拆借市场向以 R 和 DR 为主的质押式回购市场的过渡。其中，DR 作为以真实交易为基础的利率品种，在消除信用风险基础上能够更好反映市场流动性需求变化，其编制原理也符合国际基准利率的改革方向。但 DR 在运行中存在一些需要关注的问题，包括：尚未成为金融产品的重要定价基准；DR007 波动幅度较大，还不能有效引导其他利率品种变化；市场覆盖面不足，未能反映所有市场主体流动性需求。建议：积极扩大 DR 在金融产品定价中的应用；稳定 DR007 走势，更好发挥对其他利率品种的引导作用；扩大 DR 统计覆盖面，综合反映市场流动性需求。

二十世纪 90 年代，我国开始启动利率市场化改革，在相继建立银行间同业拆借、银行间质押回购市场后，货币市场基准利率“寻锚”进程同步推进。现阶段，我国货币政策调控框架正在由数量型向价格型转型，确定“锚”利率成为构建价格型调控框架的重要任务之一。

一、货币市场基准利率建设具有重要意义

一是价格型货币政策调控框架的核心。二十世纪 80 年代，在发达国家以货币供应量为中介目标的数量型调控框架失效后，泰勒规则的提出正式确立了以短期利率为“锚”的货币政策框架，主要央行逐步建立以货币市场利率为中介目标的调控模式，开始打造并建立具有公信力的基准利率。货币市场基准利率是建立价格型调控框架的核心。在价格型调控框架下，中央银行以利率期限结构理论为基础，通过管理流动性作用于货币市场基准利率，改变市场预期和风险溢价，引导整个利率体系发生变化，影响各类主体的货币需求，最终作用于总产出。在拥有可信度较高的利率“锚”情况下，中央银行容易以较小的成本，实现特定的调控目标。

二是金融市场产品定价的重要基础。货币市场处于资金的最前端，是其他市场交易的源头，货币市场基准利率的变化将直接影响其他市场产品的定价。货币市场基准

利率不仅是各类短期金融产品，例如短期融资券、浮息债、票据和银行 FTP（内部资金转移定价）的定价基准，也是多种衍生工具定价的重要参考，在一定程度上发挥着无风险利率的作用。同时，基准利率的变化直接反映市场流动性的松紧程度，会通过改变市场需求偏好、期限溢价和风险溢价影响债券市场、信贷市场的资金成本，继而影响金融机构的资金投放。因此，可信的基准利率不仅有助于提高各类金融产品的定价效率，也有助于稳定金融机构预期，提高金融服务实体经济的效率和稳定性。

三是大国参与国际竞争的重要支撑。打造具有国际影响力的货币市场基准利率有助于更好参与国际竞争，提高国际金融治理中的话语权。一方面，“锚货币”类资产在全球拥有较高的需求偏好，衡量“锚货币”流动性松紧程度的利率品种会成为全球金融市场关注的焦点，金融资产围绕关键利率品种定价是自然选择，这有助于提高“锚货币”国家在金融市场中的影响力和话语权。例如，以 LIBOR 为基准的金融资产中，参考美元 LIBOR 定价的金融资产规模最高接近 150 万亿美元，占比接近 50%，这大大增强了美元的全球影响力。另一方面，“锚货币”国家基准利率变动对全球金融市场运行具有重要影响，一定程度上发挥着全球货币市场利率“锚”的作用。通过对基准利率的调整，既可以改变本币供求影响资金价格，又能影响汇率平衡国际收支，这会提高货币政策的自主性。

二、我国货币市场基准利率建设的探索

自二十世纪 90 年代起，我国货币市场基准利率“寻锚”大体经历了从同业拆借市场向质押式回购市场的过渡。在经历了多年的探索后，货币市场基准利率逐步确立了需要以真实交易为基础和低信用风险两个基本原则。

（一）同业拆借市场利率

第一，中国银行间同业拆借利率（CHIBOR）。1996 年 1 月，人民银行对同业拆借市场进行改革，建立起全国统一的同业拆借市场，并于同年 6 月放开了拆借市场利率上限，由市场交易主体自由决定利率价格，同业拆借市场的市场化改革同步完成。在此基础上，全国银行间同业拆借中心以每天资金成交规模为权重，计算并发布隔夜到

120 天等 8 个不同期限的加权利率品种，CHIBOR 开始正式运行。CHIBOR 是中国第一个市场化的利率品种，但在实际运行中，CHIBOR 的弊端逐步暴露。**一方面，**由于同业拆借市场刚刚建立，市场运行不活跃，出于风险规避的角度，金融机构主要进行短期资金拆借，中长期资金拆借规模较少甚至没有交易，导致中长期 CHIBOR 利率数据缺失。**另一方面，**CHIBOR 的交易主体信用水平参差不齐，利率波动较大，并不满足基准利率低风险、低波动的要求。因此，CHIBOR 无法发挥货币市场基准利率的作用。

第二，上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）。参考伦敦银行间同业拆放利率（LIBOR）经验，我国于 2007 年 1 月正式推出 SHIBOR。SHIBOR 是由 18 家信用资质较好的商业银行进行报价、掐头去尾进行算数平均计算得出，包括隔夜至 1 年 8 个品种。SHIBOR 为纯信用报价利率，无论是否有成交均可根据报价行提供的报价利率计算得出，确保了期限结构的连续，不会出现数据缺失。另外，SHIBOR 报价行均是信用等级较高的商业银行，信用风险较低。期限连续外加低信用风险，SHIBOR 诞生之初即被寄予厚望，成为中国版的 LIBOR。

在经过十多年的培育后，SHIBOR 逐步成为市场认可的基准利率品种。由于期限结构连续，一年期以内的金融产品，包括浮息债、同业存单、短期融资券、利率互换等大都参考 SHIBOR 定价。但 SHIBOR 自身存在一定问题，影响了作为基准利率的代表性。**一是使用范围仍然有限。**2019 年，以 SHIBOR 为基准的浮息同业存单共发行 10 期，规模为 85.5 亿元，市场份额仅为 0.05%；基于 SHIBOR 的利率互换规模占比仅为 26%左右。另外，SHIBOR 在资产证券化、理财、企业债等领域虽然也在发挥作用，但范围有限。**二是 SHIBOR 报价机制存在问题。**SHIBOR 报价存在与 LIBOR 类似的缺陷。虽然设定了优胜劣汰机制避免报价行操纵报价，但由于不以实际交易为依托，SHIBOR 也存在主观报价的可能性，导致报价利率和实际交易利率存在差异。尤其在市场波动较大时，报价行会参考实际交易利率进行报价，这会弱化 SHIBOR 的作用。

（二）质押回购市场利率

第一，银行间质押式回购加权利率（R）。1997 年，我国建立了银行间债券市场，

随即开始计算并发布以实际交易为基础的质押式回购利率，即 R。R 包括 11 个期限品种，涵盖了银行间市场的所有参与主体，对质押物没有设定标准，反映了整个银行间市场流动性的松紧情况，成为货币市场最具代表性的利率品种。长期以来，R 成为各界判断流动性总量和货币政策取向的重要参考。由于 R 以真实交易为基础，同时涵盖交易主体最为全面，代表性较强，业界多认为可以考虑将其作为货币市场基准利率。但由于不设定质押物标准，交易主体信用水平层次不齐导致 R 运行并不稳定，这会影响市场预期，并不满足基准利率低风险的要求。

第二，存款类机构质押回购加权利率（DR）。2014 年， DR 正式运行，从隔夜到 1 年共 11 个品种。与 R 相比，DR 主要有两个特征：**一是**交易对手为存款类金融机构，非存款类金融机构不在计算口径内。**二是**以国债、央票等利率债品种作为质押品，目的是为消除信用风险。DR 充分考虑了交易对手和抵押物对利率形成机制的影响，能够消除交易主体信用风险和抵押品质量的干扰。从报价机制看，DR 是最为“清洁”的利率品种，同时以真实交易为依托能够避免操纵报价。LIBOR 操纵案后，主要国家针对货币市场基准利率改革进行了尝试，确立了必须要有真实交易为基础的原则，DR 也体现出了相同的思路。2020 年，DR 日均交易资金规模超过 1.5 万亿元，占银行间回购市场交易比重超过 45%，大体可以反映市场间的流动性松紧情况。

表 1：货币市场主要利率品种情况

利率品种	类型	开始时间	期限	主体	质押
中国银行间同业拆借利率（CHIBOR）	同业拆借利率	1996 年	隔夜到 120 天共 8 个期限	全国银行间	无
上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）	同业拆借利率	2007 年	隔夜到 1 年期共 8 个期限	信用等级较高的 18 家银行报价	无
质押式回购利率（R）	回购利率	1997 年	隔夜到 1 年期等 11 个期限	所有参加银行间市场交易的主体	有
存款类金融机构间的债券回购利率（DR）	回购利率	2014 年	隔夜到 1 年期等 11 个期限	存款类金融机构	有

资料来源：作者整理

三、当前我国货币市场基准利率建设存在的主要问题

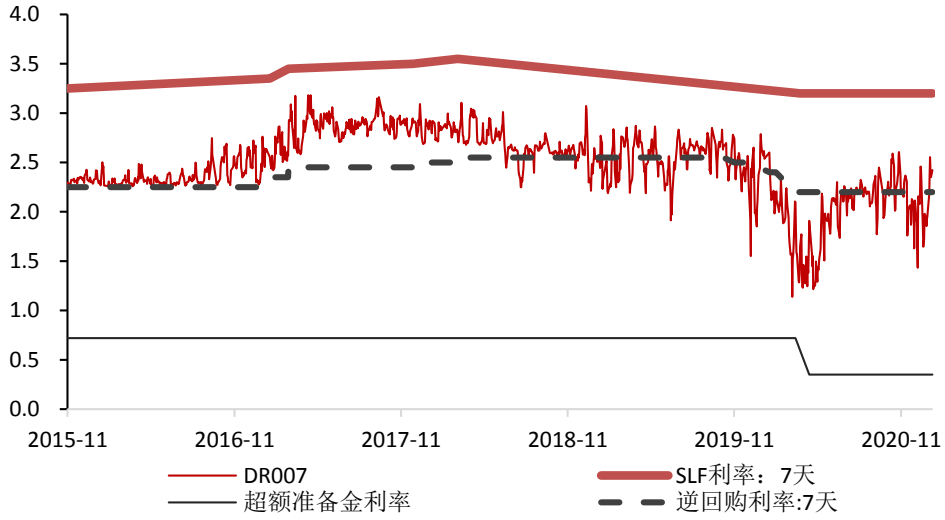
从全球经验看，一般情况下，发达国家由于金融市场化程度高，市场信息反映及时，货币市场基准利率主要以隔夜品种为主。发展中国家由于金融市场化程度相对较低，因此多会选择包含更多信息的 7 天期品种。近年来，中国央行已多次提出要将 DR007 打造为货币市场基准利率，尤其 DR 的编制思路符合国际货币市场基准利率的改革方向，未来 DR 作为货币市场基准利率的作用将进一步凸显。但当前，DR 在发挥基准利率层面存在一些问题。

第一，DR 尚未成为金融产品的重要定价基准。货币市场基准利率通常会成为金融产品的重要定价基准，金融产品与关键利率品种的挂钩程度是体现市场认可度的重要参考。在二十多年的时间里，我国货币市场基准利率更多是发挥判断流动性状况的参照，直接用于金融产品定价规模较小，DR 同样面临类似问题。尤其部分短期金融产品，例如短融、浮息债以及银行 FTP 更多参考 SHIBOR 定价，在利率互换方面的应用也存在明显不足，DR 还未成为金融产品的重要定价基准。从全球看，在出现操纵案前，全球对 LIBOR 具有极高的认可度，以 LIBOR 定价的金融资产超过 300 万亿美元。作为基准利率，DR 需要在金融产品定价方面发挥更大作用。

第二，DR007 走势还不够稳定，在引导其他利率品种走势上存在不足。《2016 年第三季度中国货币政策执行报告》首次强调了 DR007 的重要性，此后央行相关负责人在不同渠道提出要将 DR007 打造为货币市场基准利率。从 DR007 推出至今已超过 6 年，从运行轨迹看，主要存在两方面问题。**一是走势还不够稳定。**2015 年，我国开始搭建以 SLF 利率和超额准备金利率为上下限的“利率走廊”机制调控市场利率，由于超额准备金利率较低，下限作用发挥有限，7 天期逆回购利率长期发挥了走廊下限的作用。从走势看，2016 年以来 DR007 的波动幅度明显增大，尤其在利率走廊区间未出现调整情况下，DR007 依然呈现出较高的振幅。2018 年后，DR007 开始围绕 7 天期逆回购利率上下波动，从操作思路上看，围绕政策工具利率上下波动能够更好体现出“稳健”货币政策，但 DR007 振幅却变得更大，这不利于市场预期稳定（图 1）。**二是 DR007 在引导其他利率品种走势上存在不足。**DR007 作为基准利率，理论上能够有效引导其

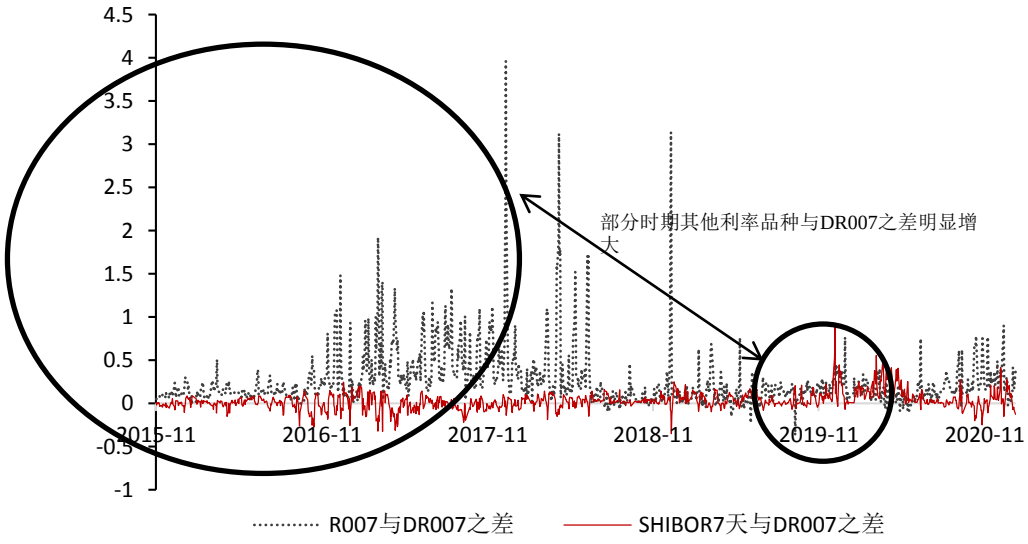
他利率品种走势，其他利率应当与 DR007 呈现“同升同落”的特征。2015 年以来，DR007 与 R007 之差在多数时期还不稳定，尤其在市场出现波动时，二者之间的价差会更加明显。由于 SHIBOR 报价行在 DR 统计范围内，SHIBOR 报价行也会参考 DR 进行报价，DR007 与 SHIBOR7 天利差相对较小。

图 1：利率走廊机制下 DR007 的走势变化（%）



资料来源：WIND，中国银行研究院

图 2：R007 和 SHIBOR7 天与 DR007 之差（%）



资料来源：WIND，中国银行研究院

第三，DR 市场覆盖面不足，未包括所有市场主体。DR 的交易主体为存款类机构，并未包括所有市场参与主体，因此不能反映整体市场流动性需求变化。在市场稳定时，存款类机构流动性需求可以作为判断市场流动性需求的参考。一旦市场出现波动，流动性来源渠道较少的金融机构预防性需求会快速上升。由于非存款类机构流动性需求不在 DR 内反映，市场间可能存在真正的结构性流动性需求缺口，这会弱化 DR007 作为市场基准利率的作用。从国际经验看，美国近些年着力打造的 SOFR（有担保隔夜融资利率）反映了所有以国债为质押融资的交易活动，既可以消除信用风险，同时也能反映市场所有的流动性需求，因此具有更高的代表性。

四、相关政策建议

（一）扩大 DR 在金融产品定价中的应用

一是积极鼓励发行以 DR 为参考的浮息债。2020 年 12 月，中国进出口银行发行了国内首支挂钩 DR007 的浮息债。考虑到浮息债市场仅占债券市场规模的 1%左右，浮息债市场仍有较大发展空间。建议通过简化审批流程、降低发行费用等方式鼓励资金实力雄厚、风险管控能力较强的金融机构发行以 DR 为参考的浮息债，不断推动 DR 在浮息债市场中的延伸。**二是推动 DR 在同业业务中的应用。**目前我国同业业务定价主要参考 SHIBOR，未来应鼓励金融机构发行与 DR 挂钩的各类浮动利率同业存单，推动 DR 在同业存款、同业拆借等业务中的应用。**三是积极推出以 FDR 为参考的利率互换产品。**FDR 作为 DR 的定盘回购利率，目前在利率互换产品中的应用相对较少。建议进一步鼓励使用以 FDR 为基准的利率互换业务，逐步降低对 SHIBOR 的使用粘性，在扩大 DR 使用范围、增大 DR 风险管理品种、帮助交易主体规避利率风险的同时，也可以降低 DR 波动。

（二）稳定 DR007 走势，发挥对其他利率品种引导作用

一是提高流动性管理效率，稳定 DR007 走势。建立更加常态化的沟通机制，对流动性投放操作和频率提前“吹风”，对市场异常波动及时进行回应，稳定金融机构的流动性获取预期，避免囤积流动性的现象，有效稳定 DR007 走势。**二是综合关注其他**

利率品种，更好发挥 DR007 的引导作用。DR007 作为基准利率仍处于建设阶段，只关注 DR007 可能会导致对流动性需求产生误判，降低 DR007 作为基准利率的引导作用。在关注 DR007 运行的同时，要综合关注 R007、SHIBOR7 天等利率品种变化，在 DR007 真正成为市场认可的基准利率前，针对其他利率品种走势的异常情况要及时关注，尤其在市场波动较大时，应综合各类利率走势判断流动性投放规模，满足合理的流动性需求，降低流动性风险，推动其他利率品种与 DR007 实现“同频共振”。

（三）扩大 DR 统计覆盖面，更好反映市场流动性需求

国债、央票等利率债作为低风险质押品，对于所有交易对手是平等的，不同信用层级的交易主体使用利率债质押产生的信用溢价不会有明显区别。为增大 DR 市场代表性，建议拓宽 DR 交易对手覆盖面，在存款类金融机构基础上，将所有使用利率债作为质押品融资的金融机构交易均作为数据样本纳入其中，在消除信用风险的同时可以更好观测整个市场流动性需求情况的变化，为判断市场流动性需求提供更加准确的参考。