

[首页](#) > [要闻](#)[电子杂志用户登录](#)

我国完善利率传导框架又跨出重要一步

发布: 2017-06-07 10:36 来源: 上海证券报 作者: 周子章

全国银行间同业拆借中心5月31日推出了银银间回购定盘利率（包括FDR001、FDR007及FDR014三个品种），同时还推出了以FDR007为参考利率的利率互换交易相关服务。

全国银行间同业拆借中心5月31日推出了银银间回购定盘利率（包括FDR001、FDR007及FDR014三个品种），同时还推出了以FDR007为参考利率的利率互换交易相关服务。此举意味着自去年三季度7天回购利率（DR007）被央行重点提及后，7天回购利率的目标利率地位进一步强化，是完善利率传导框架的重要一步。

FDR007也称为“银银间回购定盘利率”，是以银行间市场存款类机构以利率债为质押的回购交易利率（DR007）为基础编制而成的利率基准参考指标，代表了利率互换协议中的固定端利率。完善银银间回购定盘利率的构建，对培育回购交易利率的市场基准利率有重要意义，相较于FR007能更好地反映无风险利率的未来走势。不过，由于FDR007刚推出，市场反应不一，还存在流动性不足等问题，后续影响仍待观察。

通常，利率“锚”的决定权在央行，直接受到央行货币政策的影响。为实现货币政策的效果，央行手中有传统的三大法宝：存款准备利率、再贴现利率和公开市场操作利率。其中，公开市场操作利率被认为是央行最重要的流动性调节指标。

自推出逆回购业务以来，央行在逐步建设利率走廊，7天逆回购操作利率一直维持在2.25%，成为利率走廊的隐含底部。只是，从去年三季度开始，货币政策逐步转向，但央行并没有直接提高存贷款利率，而是通过公开市场操作及利率传导机制，达到引导市场利率的目的。

为推进金融机构去杠杆，央行以三个途径同时提高了逆回购利率。第一，通过拉长久期变相抬升公开市场操作的加权利率，在去年8月24日和9月13日，在公开市场上实行14D和28D的逆回购资金投放，不到一个月接连两次在公开市场逆回购拉长久期的操作，引导资金加权利率上行，提高加杠杆机构的资金成本，起到降杠杆的作用。其次，两次直接提升逆回购各期限中标利率。第三，央行面向主要银行开展MLF操作，利率也以相同速度上行，1月24日，半年期和1年期MLF利率分别上行10BP至2.95%和3.1%；3月16日，半年期和1年期MLF利率再次上行10BP至3.05%和3.2%。

央行的政策利率意在引导市场利率，但市场利率往往由于对手风险、恐慌情绪的发酵致使一定程度上超调，而此时上调市场利率既是对市场利率的迎合，亦是流动性收紧的落地，并伴随着未来稳中偏紧货币政策的市场预期管理。

梳理近些年央行的利率操作可知，市场利率走势经历了从R007到DR007的演变。

在最初的利率走廊时代以R007为锚。R007是银行间市场参与者以利率债或信用债为质押的7天期回购利率，但用企业债质押相比于利率债的折算率更低。在这期间，R007是央行的主要观测利率，通过多样化的公开市场操作手段维持R007在利率走廊里窄幅波动。

搜索



最新更新

- 1 国家统计局城市司高级统计师绳国庆解读2017年5月份CPI、PPI数据
- 2 欧洲央行按兵不动 删除“进一步降息”表述
- 3 李克强会见出席“全球首席执行官委员会”第五届圆桌峰会代表并座
- 4 一行三会联合发布金融业标准化十三五规划
- 5 利率“倒挂”只是暂时现象无须过度担忧
- 6 中国外贸形势明显回暖
- 7 扩大中等收入群体“三问”
- 8 中国仍是全球投资热土

2015年，央行总体的货币政策偏宽松，并在市场上引导利率走廊的形成，从2015年6月至2016年9月，银行间回购加权利率R001和R007波幅均较小，分别在2.0%和2.5%的区间里窄幅波动，R007刚好处于利率走廊2.25%-2.85%的区间。此时资金面较为宽松，不但降准释放资金总量较多，逆回购市场的短期资金利率亦很平稳，银行间的回购利率也波幅较窄，因而对债市加杠杆的策略极为有利。到了去年二季度末，债市大举加杠杆，收益率下行到历史低位。

但是，随着供给侧结构性改革的深入，防风险去杠杆成了金融领域的重心。去年三季度，货币市场政策逐步转向，MPA考核致使月末时点资金频繁波动，R001和R007的波幅扩大，甚至出现了R007大幅上行，然而银行与银行之间的拆借利率却并未走高，由于银行间质押式回购交易的参与者不仅包括银行，也包括券商等其他非银机构，因此流动性在不同的市场参与者之间开始出现结构性分化，利率走廊或许仍然适用，然而锚定的中枢利率已开始变化。

DR007是银行间存款类机构以利率债为质押的7天期回购利率，相比R007有两个主要变化：其一是市场参与者缩小至银行与银行之间；其二是质押券限制为利率债，交易对手违约风险大降，波动相对稳定，能作为较好的银银之间流动性管理的观测指标。从去年11月起，资金利率较明显的变化是R007加权利率逐步脱离了原来的隐性利率走廊区间，而DR007加权利率继续留在区间内，表明央行更在意的利率基准指标是DR007。

今年一季度的《货币政策执行报告》再度提到“银行间市场最具代表性的7天回购利率（DR007）总体在2.6%-2.9%的区间内运行”，进一步强调了DR007的基准地位。此次专门推出DR系列利率的定盘利率指标，相信是这一思路的延伸。

在不断强调DR利率基准性的环境下，FDR的编制有助于推动基于FDR的利率互换产品的推出，是不可缺少的一环，加固DR的基准地位。

而从传统的期限利差角度看，央行政策利率传导至货币市场利率后，再通过债券市场参与者传导至短期利率债收益率，随后通过收益率曲线从短端向长端传导。然而近期收益率曲线出现M型，可能意味着短端到长端的传导并不畅通，主要由于长短端的制约因素出现了大幅背离：10年期国债收益率更多从基本面分析，在3.6%附近上行有压力主要因经济指标开始出现掉头迹象；而中端3至7年期国债收益率较高代表银行的配置意愿相对较低。

而从负债端来看，债券市场的利率已水涨船高，回购市场利率将使得银行资金更为紧张。目前贷款利率暂未上行，有一定粘滞性。但随着去杠杆的继续推进，不排除银行主动抬升贷款利率的可能。

随着DR利率基准性的提升，以其为基准的衍生品的推出就非常有必要了。从这个角度考虑，基于FDR007的利率互换产品可使DR007成为长端利率参考的重要基准之一，进而提高利率由短端向长端的传导效率，由此大大增强货币政策的实效。

（作者系中国金融网分析师）

分享到:      更多

首页	杂志精选	外汇管理	培训教育	商城	关于我们
要闻	《中国外汇》	政策法规	现场培训	阅读卡兑换	理事会
汇话	《金融&贸易》	案例分析	视频培训	征订单下载	荐稿说明
在线阅读	人物专访	业务问答	培训专刊		招聘公告
					RSS订阅

旗下产品



友情链接 [中国人民银行](#) [国家外汇管理局](#) [和讯](#) [和讯外汇](#) [理财18](#) [通商汇](#) [环球外汇](#) [腾讯财经](#) [每日经济新闻](#) [外贸人才网](#) [货币通](#)



中国外汇
微信公众平台

未经许可，禁止进行转载、摘编、复制及建立镜像等任何使用。版权所有 复制必究。
Copyright© 2003-2017 All rights reserved 京ICP备17012189号