

研究报告

2019 年第 39 期

2019.05.06

执笔人：杨荥

邮箱：yangxing@icbc.com.cn

发达国家利率走廊构建 及对我国的启示

- 近年来，西方发达国家广泛采用利率走廊机制，推进货币政策框架的转型。加拿大、美国、德国等国央行在培育市场基准利率的同时，进一步明确利率走廊区间，稳定货币市场利率波动，并据此调节金融市场流动性。
- 本文首先介绍了西方发达国家构建利率走廊模式的背景和基本机理，然后对加拿大、美国、德国（1998 年之后为欧央行）的利率走廊模式、特点以及对商业银行的影响进行了探讨，最后借鉴国际经验，提出完善我国利率走廊机制及商业银行应对的几点启示。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

一、构建利率走廊的背景和基本机理

自 20 世纪 70 年代以来，西方发达国家央行面临数量型调控与实体经济相关性弱化问题，加上金融创新使得货币需求变得不稳定和难以预测，盯住货币供应量会人为导致市场利率的大幅波动，所以陆续放弃了以货币供应量作为货币政策中介目标的政策框架，转向积极培育市场基准利率，并以此作为货币政策目标利率的政策框架。一般而言，融资结构均衡的国家多以同业拆借利率作为关键政策利率，间接融资为主的国家多选择回购利率或再融资利率。

表 1 主要发达国家利率市场化改革经验

经济体	政策基准利率	当前值（%，2019.03）	转型时段
美国	联邦基金目标利率	2.25 至 2.50	20 世纪 70-80 年代
英国	回购利率	0.75	20 世纪 70-90 年代
德国	再融资利率	0	20 世纪 70-80 年代
瑞士	3 个月 LIBOR	-1.25 至 -0.25	20 世纪 70-80 年代
加拿大	隔夜拆借利率	1.75	20 世纪 80-90 年代

资料来源：城市金融研究所整理。

为解决利率市场化推进过程中，短期市场利率往往波动过大的问题，在 20 世纪 90 年代之后，西方发达国家进一步通过设定利率走廊来稳定货币市场利率的波动。其基本机理是：中央银行分别设定为商业银行等金融机构提供的存、贷款便利利率，以此作为操作区间的上下限，引导短期市场利率在此区间内波动。由于银行能够通过贷款便利工具从央行融得资金，且银行通常不会将资金以低于存款便利工具的价格在货币市场融出，再加上央行定期公布的目标利率稳定市场预期，货币市场短期利率便会稳定在利率走廊区间内运行。通过明确利率走廊的上下限，加之公开市场操作配合，相互协调促进可以提高货币政策传导效率，应对意外冲击和稳定市场预期。一般而言，利率走廊可分为对称利率走廊和非对称利率走廊两种模式。后者包括天花板系统（上限）与地板系统（下限）两类。



二、主要发达国家利率走廊实践经验

在各国央行的实践中，利率走廊形式依据国情设置。其中，加拿大是典型的对称式走廊模式，而美联储、欧央行都由最初的对称式走廊模式，在应对金融危机的过程中，演变成了政策目标利率与下限利率重合的非对称式（地板式）利率走廊模式。

（一）加拿大：20 世纪 90 年代之后采用典型的对称式利率走廊操作，以隔夜拆借利率为政策目标，且运作传导较为稳定

20 世纪 90 年代，加拿大实行零准备金制度，采用利率走廊调控模式。加拿大中央银行在每个交易日公布政策目标利率（隔夜拆借利率），利率走廊上限为中央银行贷款利率，走廊下限为中央银行向金融机构超额准备金支付的存款利率，走廊上下限利差为 50 个基点。中央银行规定商业银行等金融机构在每日日末清算时必须保持账户平衡，若出现透支，将自动从中央银行进行抵押贷款补齐；若出现盈余，将自动以利率走廊下限利率存入中央银行账户。每日日末清算前半个小时为商业银行等金融机构互相拆借的时间，使其不必依靠中央银行来平衡账户。加拿大利率走廊模式较为成熟，除在 2009 年 4 月 21 日至 2010 年 6 月 5 日期间利率走廊一度收窄为 25 个基点，其余时间一直固定在 50 个基点的宽度，且大部分情况下货币市场利率与政策目标利率非常接近。



数据来源：加拿大统计局社会经济数据库

图1 加拿大利率走廊演变态势

加拿大利率走廊操作具有以下特点：一是引入了先进的实时电子清算系统 LVTS，便于商业银行可以随时了解自己的清算账户状况，从而降低了市场资金供求的不确定性；二是实行零准备金制度，极大地降低了商业银行因满足法定准备金要求引起的资金需求波动，提高了中央银行预测市场资金需求的准确性；三是货币政策操作更加透明化，中央银行在交易日开始时宣布利率目标，并承诺在市场利率偏离目标利率时进行公开市场干预，操作简单易于理解，便利引导公众预期，实现政策利率目标。

（二）德国（1998 年之后为欧央行）：20 世纪 60 年代之后平稳实现利率市场化，并于 80 年代之后逐步探索以再融资利率为关键目标的不对称利率走廊调控模式

上世纪 60 年代，适应经济全球化和金融国际化的需要，德国利率市场化改革分步骤平稳推进。在全能银行模式下，德国金融业没有出现像美、英那样的银行集中倒闭危机，银行贷款在非金融部门融资中仍居于主导地位。

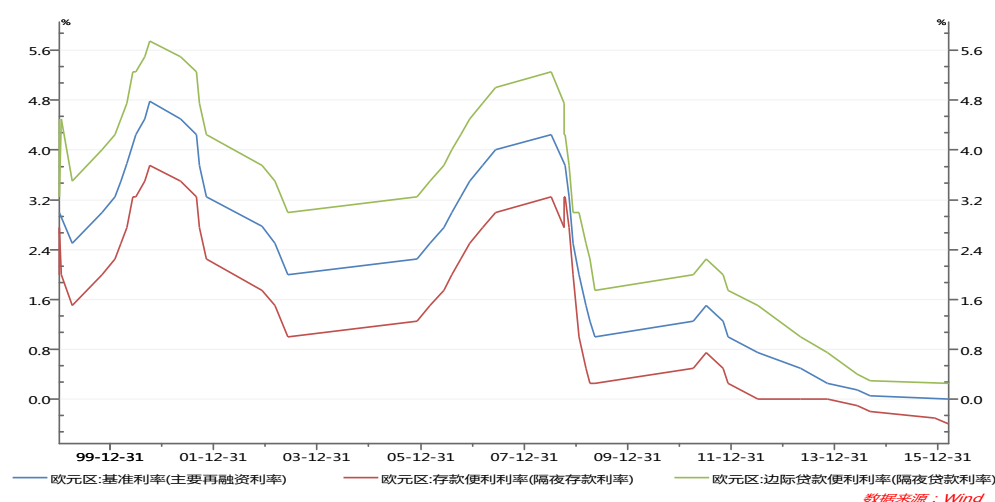
20 世纪 80 年代之后，德国央行开始探索利率走廊调控机制。其主要思路是：通过再融资利率¹影响银行间市场的流动性和拆借利率，并进而影响商业银行对公众的存贷款利率。再融资利率包括：再贴现率、伦巴德贷款利率²和回购协议利率。一般情况下，货币市场利率是在再贴现率和伦巴德利率所构成的利率“通道”内进行浮动，其上限是伦巴德贷款利率，下限是再贴现率。1985 年后，随着有价证券回购协议成为德国央行调控流动性的主要工具，回购利率也逐步成为货币政策的目标利率。

¹ 德国央行每月通过设定基准利率——再融资利率，来实现稳定物价的目标。再融资利率就是商业银行向中央银行融资的利率，商业银行可以根据这一利率向中央银行借入资金，这是中央银行执行货币政策的一种工具，用来影响银行间市场的流动性和拆借利率，并进而影响商业银行对公众的存贷款利率。

² “伦巴德贷款”是德意志联邦银行向信用机构提供的以某些证券和债权为抵押品的 3 个月以内的有息贷款。原则上，联邦银行提供伦巴德贷款仅仅是为了满足信用机构的临时性流动资金需要。伦巴德贷款利率一般总是高于再贴现率，这反映了一个事实，即伦巴德贷款是应急融资工具。从长期看，伦巴德贷款利率与再贴现率的利差从未超过 1 个百分点，但偶尔地，在紧缩的货币政策期间，这一利差也曾达到 3 个百分点。



1998年，欧洲央行成立后，继续延用德国央行的货币政策框架，并探索不对称利率走廊机制。欧央行把向商业银行提供抵押贷款的融资利率（贷款便利利率）作为利率走廊的上限，把商业银行在央行的存款准备金利率（存款便利利率）作为下限，其政策目标利率锚定了主要再融资利率，其利率走廊宽度大约为250个基点。但利率走廊宽度过大，使得央行的调控政策效果减弱，2013年之后欧央行开始逐步收窄利率走廊宽度。目前，欧央行主要再融资利率为0%，存款便利利率为-0.4%，贷款便利利率为0.25%，走廊宽度为65个基点。



数据来源: 世界银行数据库

图2 欧洲央行利率走廊演变态势

欧央行利率走廊模式与加拿大利率走廊模式的不同主要在于：首先，欧洲央行要求商业银行持有最低存款准备金，而在准备金保持期的不同阶段，商业银行的储备需求变动相当之大，尤其在准备金保持期的最后一天，商业银行突然增加的大量储备需求，往往会直接造成当天银行间同业拆借利率的大幅攀升。这导致欧元区货币市场利率的整体波动幅度较大。其次，在利率走廊模式实行之初，欧洲央行设定的利率区间过大，利率走廊上下限相差250个基点，由此形成的利差也较大，商业银行在存贷款机会成本增大的情况下，一般不会使用央行的存贷款便利。2013年以来，欧央行不断依据经济形势对利率走廊的宽度

进行调整，如 2008 年 12 月收窄至 100 个基点，2014 年 6 月一度收窄至 50 个基点，目前维持在 65 个基点。**第三**，自 2014 年 6 月 11 日以来，欧央行为刺激经济复苏开始实施负利率政策，即短期名义利率下降为负值，这意味着短期真实利率也会下降。

欧央行对利率走廊的过快、过频调整以及负利率政策，对商业银行经营造成以下影响：一是导致存贷利差急剧收窄。欧央行基准利率的下调使得贷款利率不断下降，欧洲银行业的存贷利差自 2014 年年中后明显收窄，一些银行的经营由此陷入困境。特别是对利差收入依赖较强的德国银行业而言，影响更为突出。目前德意志银行大额贷款平均收益率仅为 1.3% 左右，与若干年前 5% 的收益水平不可同日而语。二是成本压力日益凸显。由于次贷危机之后，欧央行将商业银行存款准备金利率降为负值，而企业和居民在商业银行的存款利率下降缺乏弹性，使欧洲银行业的存款成本增大。目前，欧洲银行业的平均成本收入比在 60% 左右，远高于中国银行业 28% 的水平。

（三）美国：20 世纪 70 年代之后推进利率市场化改革，21 世纪初开始实施利率走廊调控，但传导效果仍受产品品种、客户差异及银行差异化经营影响

20 世纪 70-80 年代，美国逐步推进利率市场化改革。在此过程中，一度由于利率调控政策没有跟上改革节奏，市场利率波动过大，间接导致 80 年代的储贷协会危机³。1986-1989 年，由于存款付息成本上升，存贷款利差收窄，引发银行利润下降乃至破产倒闭，联邦储贷保险公司关闭或重组了 296 家银行，涉及资产 1250 亿美元。为减缓利率市场化带来的冲击，1994 年，美联储宣布以联邦基金利率⁴为货币政策调控目标，美国商业银行存贷款利率也逐步实现按市场化基准定价。

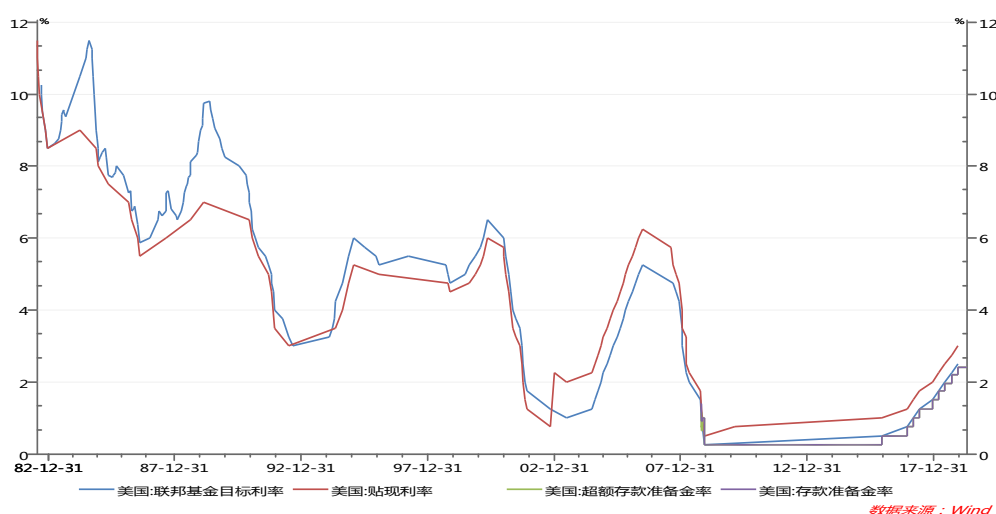
21 世纪初，美联储开始尝试采用利率走廊调控模式。其主要思路为：将 1.25%

³ 美国储贷协会主要负责吸收短期资金，发放固定利率的长期住宅抵押贷款。从负债端来看，存款利率上限取消，储贷协会被迫提高利率吸收存款，导致负债成本与资产收入的缺口扩大；从资产端来看，随着利率上行，储贷协会持有的长期低利率住房贷款缩水，引发道德风险，最终导致利润下滑，直至破产。储贷危机深层次原因是利率调控方式的转变没有跟上利率市场化的节奏。

⁴ 若实际联邦基金利率高于目标值，美联储会通过公开市场操作向私人部门买入证券，银行系统内的准备金余额会增加，从而联邦基金市场供给增加，实际联邦基金利率会被压低，向目标值靠拢；反之亦然。此外，美联储开设了贴现窗口，存款机构可通过贴现窗口向美联储申请短期抵押贷款，因此这类抵押贷款利率（即贴现率 discount rate）为实际联邦基金利率设定了安全上限。



的银行间贴现利率作为走廊上限，0.75%的超额准备金率作为走廊下限，1%的联邦基金利率作为目标利率，形成对称利率走廊。但2008年次贷危机之后，美联储启动量化宽松政策，贴现利率和联邦基金利率均被下调，拆借市场获得了大量流动性，超额准备金率逐渐高于联邦基金利率，成为事实上的利率走廊上限，接近于非对称利率走廊（地板）模式。2015年12月，美联储退出量化宽松政策，并多次对联邦基金利率加息，截至2018年末，银行间贴现率为3%，超额准备金利率为2.4%，联邦基金利率为2.25%-2.5%，走廊宽度为60个基点。



数据来源：世界银行数据库

图3 美国利率走廊演变态势

自美联储实施利率走廊调控以来，联邦基金利率成为了商业银行存、贷款定价的基准利率。但各行客户基础、存贷款结构和定价策略差异等因素，使各行的存、贷款利率定价也呈现差异化特点。以美国大型银行为例，2019年3月花旗集团1年期存款挂牌利率为1.75%，远高于富国银行同期存款挂牌利率（1%）。

三、对我国完善利率走廊机制的几点启示

近年来，我国利率市场化改革稳步推进，存贷款利率已基本放开，价格型调控机制建设不断推进。央行明确表示，我国政策利率标的以存款类金融机构

七天回购利率(DR007)为主,以常备借贷便利利率(SLF,目前隔夜利率为3.40%)为利率走廊上限,以央行超额准备金利率(自2011年以来一直为0.72%)为利率走廊下限,基本构成中国金融市场的隐性利率走廊(利率走廊宽度为268bps)。但从现实情况来看,该利率走廊宽度较大,且由于央行还在公布存贷款基准利率,商业银行存贷款定价主要围绕基准利率浮动,隐性利率向信贷市场乃至实体经济的传导仍有不足。参照国际经验,对我国完善利率走廊机制有以下几点启示:

启示一,利率走廊的宽度以及上下限的具体位置直接影响到利率走廊的效果,需要依据国情设置,但发达经济体利率走廊的宽度呈现逐渐收敛的态势。从加拿大、美联储的经验来看,其将利率走廊宽度始终维持在50-60个基点左右;而欧央行一开始利率走廊宽度设计达250个基点,之后不断收窄。对比我国目前的隐性走廊来看,其利率走廊宽度仍较大,建议央行采取措施,逐步收窄。尤其是我国的超额准备金利率自2008年11月起就一直固定在0.72%,长期未有变动,参考意义有限。

启示二,政策目标利率的培育是利率走廊构建的重要环节。从国际经验看,各国基准利率的选择都是根据本国经济金融实际情况而确定的。目前央行虽然明确提出以存款类金融机构七天回购利率(DR007)为政策利率标的,但政策信号仍不够明确,市场上对OMO利率、MLF利率也存在一定程度的认可。需要央行平衡好公开市场操作工具的创新化和精简化,以政策工具的创新,增强央行对利率决定的主导权;以政策工具的精简化,实现央行预期指引的明确化。

启示三,完善的金融市场有利于培育利率走廊机制作用发挥。利率走廊模式的传导机制是:以短期基准利率为调控目标,通过基准利率向其它短期利率和长期利率的传导最终影响至实体经济。利率传导机制是否通畅取决于各金融子市场,尤其是债券市场的规模、深度、活跃度和规范性。我国在推进利率走廊构建的过程中,还需大力发展各金融子市场,保障利率走廊机制的作用充分发挥。

启示四,商业银行应积极配合利率走廊的构建,提升定价能力,加强负债



主动管理。从国际经验来看，未来利率走廊的完善过程中，可能会对商业银行经营管理产生重大影响，包括综合负债成本上升、银行净息差收窄、利率风险管理难度增大等。商业银行要积极配合人民银行，做好相关工作的转换衔接，加强对中长期稳定负债的主动管理，积极开展存款产品、利率衍生产品创新，提升存、贷款定价水平，保障和推动利率市场化改革效果。