

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》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：赵廷辰 中国银行研究院
电话：010 - 6659 1558

签发人：陈卫东
审稿：周景彤 李佩珈
联系人：王 静 刘佩忠
电话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

高度关注货币市场“利率塌陷”现象*

货币市场利率本应围绕 7 天逆回购等政策利率波动，但 2020 年疫情冲击后却两度出现货币市场利率大幅走低并持续显著低于政策利率的所谓“利率塌陷”现象。特别是 2022 年出现的第二次“利率塌陷”，持续时间较长且至今尚未结束。实体部门融资需求低迷是导致“利率塌陷”的主要原因。面对“利率塌陷”，中国不是简单大幅降息而是灵活运用多种政策手段，对助力经济企稳发挥了积极作用。

高度关注货币市场“利率塌陷”现象

货币市场利率本应围绕7天逆回购等政策利率波动，但2020年疫情冲击后却两度出现货币市场利率大幅走低并持续显著低于政策利率的所谓“利率塌陷”现象。特别是2022年出现的第二次“利率塌陷”，持续时间较长且至今尚未结束。实体部门融资需求低迷是导致“利率塌陷”的主要原因。面对“利率塌陷”，中国不是简单大幅降息而是灵活运用多种政策手段，对助力经济企稳发挥了积极作用。

一、货币市场出现“利率塌陷”现象

2016年2月后，人民银行常态化开展7天逆回购操作向金融机构投放流动性¹，此后7天逆回购利率作为体现人民银行意图的重要政策利率，有效引导了货币市场利率走势。以同为7天的存款类金融机构质押式回购加权利率（DR007）为例（其他各类短期市场利率走势基本相同），2018年前DR007高于7天逆回购利率，但DR007利率中枢随逆回购利率升高而升高；2018年后伴随多次降准，DR007开始持续围绕7天逆回购利率上下30BPs波动（图1）。

但在2020年2月和2022年4月以后的连续数月内，尽管7天逆回购利率仅做小幅下调，DR007等货币市场利率却大幅走低。从图表来看，出现了一段货币市场利率持续显著低于政策利率的“塌陷”区域，本文将这一现象称为“利率塌陷”。自2016年逆回购常态化操作以来，“利率塌陷”已出现两次（图1）。

第一次：2020年2月至同年6月，为期5个月。期间，7天逆回购利率由2.4%降至2.2%，DR007大幅下行并在3、4月份跌至低谷（约在1.3%-1.5%之间），6月后显著回升，并从7月起重新围绕7天逆回购利率波动。

第二次：2022年4月至今，已持续8个多月。期间，逆回购利率由2.1%降至2.0%，而DR007快速降低并在7、8月份探底（约在1.4%-1.6%之间），进入12月后利率开

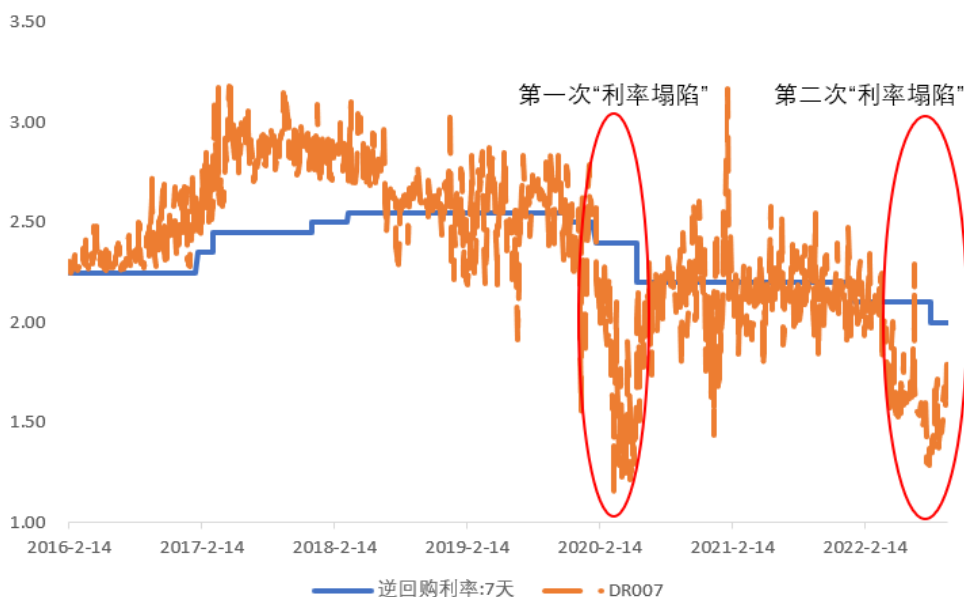
¹在此之前人民银行未常态化开展逆回购操作，例如2014年全年只操作了一次7天逆回购。因此当时的逆回购利率尚不具备有效政策含义，还未能对市场利率形成积极引导。2016年以后货币政策操作更加倾向于使用价格型工具，常态化操作后逆回购利率开始引导市场利率，二者之间的差异尤其值得关注。

始回升，但目前还不能断言已走出塌陷状态。

与7天短期利率相似，1年期利率同样“塌陷”。在相同的两个时间段，DR1Y、R1Y和1年期SHIBOR等利率显著走低并持续低于1年期中期借贷便利利率（MLF利率，与7天逆回购同为政策利率）。

“利率塌陷”是近年来中国货币政策在不断改革完善进程中出现的新现象。在2016年前市场利率也曾大幅下滑（例如2008年金融危机后），但当时更多使用数量型政策工具，尚未形成政策利率有效引导市场利率的局面。2016年逆回购常态化操作后，出现市场利率持续显著低于政策利率的现象，反映了市场现状与货币政策态度间出现了一定分野。2022年4月以来的第二次“利率塌陷”，持续时间长，而且迄今尚未彻底走出塌陷状态。本文主要以第二次“利率塌陷”为例，研究其成因及对货币政策的影响。

图1：货币市场出现“利率塌陷”现象（%）



资料来源：中国人民银行，作者整理

二、融资需求不足是导致市场利率大幅走低的主因

“利率塌陷”现象可分解为两个问题。一是为什么市场利率会大幅下滑；二是为

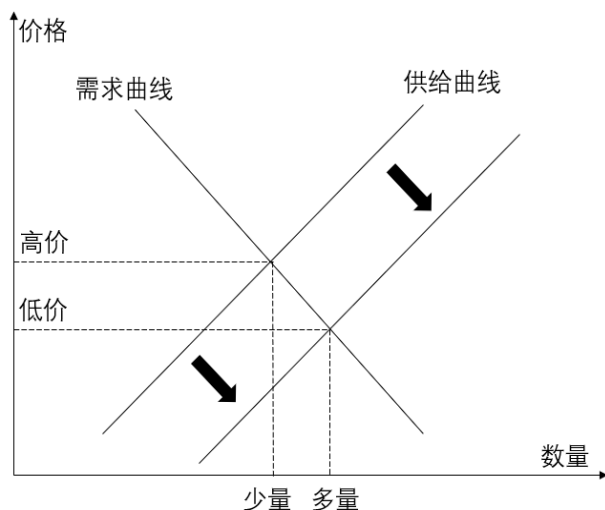
什么政策利率并未同等幅度调降。

要分析市场利率大幅走低的成因，需要分析该现象主要源自流动性供给过剩，还是流动性需求不足。两次“利率塌陷”出现的时间与疫情影响经济的时间高度吻合，因此一种可能的解释是，人民银行为刺激经济加大了流动性投放力度，流动性供给过剩导致市场利率下滑。另一种可能的解释是，疫情冲击下实体部门和金融机构对资金需求不足导致市场利率下滑。通过两种不同分析视角，可判断后一种解释成立的可能性更大。

视角一：分析流动性供给是否显著增加。自 2015 年外汇占款高位回落以来，人民银行流动性投放主要通过三个渠道。一是公开市场操作，以逆回购为主，用于投放短期流动性。2022 年 4 月至 11 月公开市场操作货币投放合计为负值，达-1670 亿元。二是 MLF，目前主要用于投放 1 年期流动性。2022 年 4-7 月 MLF 余额保持 4.95 万亿元，此后不断减少，到 11 月已降至 4.4 万亿元，显示人民银行也未通过 MLF 投放流动性。三是降低存款准备金率，用于一次性释放长期流动性。2022 年 4 月，人民银行下调存款准备金率 0.25 个百分点，此后再未降准。与此前历次降准至少下调 0.5 个百分点相比，这次降准力度明显偏弱。从历史经验来看，即使降准 0.5 个百分点，也从未导致出现过如此长时间的“利率塌陷”。综上，难以从流动性供给过剩角度解释利率持续走低，而是应主要归因于资金需求不足。

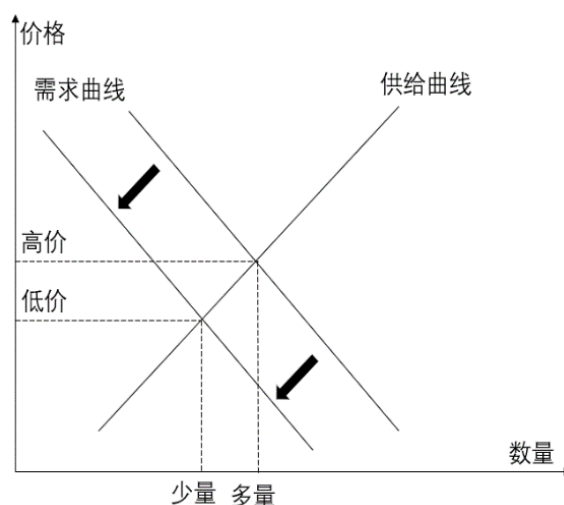
视角二：分析在利率走低的同时，贷款增多还是减少。如果供大于求的主要原因来自资金供给侧，例如需求稳定的同时供给增加，应出现利率下降、贷款增多的现象（“量增价减”，图 2）。例如，2022 年商业银行在监管引导下为扩大贷款，大量开展票据贴现融资业务，导致票据融资金额增长、利率下降，出现“量增价减”。如果供大于求的主要原因为供给稳定的同时需求萎缩，则应出现利率与贷款量同时降低的现象（“量价同减”，图 3）。例如，2022 年由于住房市场持续疲软，导致个人住房贷款增速持续降低、利率大幅下降，出现“量价同减”。

图 2：供给增加导致“量增价减”



资料来源：作者整理

图 3：需求萎缩导致“量价同减”



针对“中央银行——商业银行——实体部门”的二级银行体系，先看商业银行与实体部门间的贷款市场。一方面，贷款价格明显下降。人民币贷款加权平均利率由 2022 年一季度的 4.65% 降至第三季度的 4.34%，5 年期及以上贷款市场报价利率（LPR）由 4 月的 4.6% 降至 11 月的 4.3%。另一方面，贷款同比少增。除了季度末受政策因素影响较大的 6 月和 9 月，2022 年 4 月以来社融中的新增人民币贷款较 2021 年同期明显少增，特别是 4 月和 7 月各大幅少增 0.92 万亿和 0.43 万亿。商业银行对实体部门贷款出现“量价同减”，说明实体部门贷款需求存在不足。

再看人民银行与商业银行间的货币市场。一方面，商业银行从人民银行贷款利率降低。2022 年 4 月以来，人民银行对商业银行投放资金的逆回购、MLF 等主要利率均已下调。另一方面，商业银行从人民银行贷款规模减少。人民银行资产负债表中的“对其他存款性公司债权”余额触顶回落，由 3 月的 12.93 万亿降至 10 月的 12.90 万亿（8 月一度曾降至 11.77 万亿），同期人民银行总资产也不增反降。这说明实体部门贷款需求不足，进而导致商业银行资金需求低迷，使得中央银行对商业银行贷款出现“量价同减”。

基于上述分析可见，疫情冲击下实体部门融资需求不足（从各项企业经营指标、PMI 指数、人民银行公布的贷款需求指数等数据也可体现这点），导致商业银行对实

体部门贷款少增、银行对流动性需求萎靡，因此在银行间市场不愿融入更多流动性，从而出现市场利率大幅下降。

三、价格型货币政策操作面临掣肘，导致政策利率未同等幅度调降

2022 年 4 月疫情反弹以来，货币政策当务之急是加大对实体经济支持以稳定宏观经济大盘。但由于美联储等国外主要央行大幅加息，采取降低政策利率等价格型货币政策工具面临掣肘。

一方面，面对实体部门低迷的贷款需求，如果小幅降息后政策利率未能显著低于现有市场利率，那么降息对促进贷款扩大的作用将相当有限。另一方面，由于市场利率深度下滑，如果采取足够大幅的降息使政策利率显著低于市场利率（例如 2022 年 4 月以来 DR007 均值为 1.62%，7 天逆回购利率需由 4 月的 2.1% 大幅降低超过 0.5 个百分点才可能显著低于 DR007，而历史上每次降息一般只降 0.1 个百分点），在国内贷款需求低迷和美联储加息等因素影响下，或将产生若干副作用。

一是加剧汇率贬值。2022 年以来的中美货币政策方向背离，本就给人民币汇率带来贬值压力。如再大幅降息，市场情绪可能进一步受到冲击并引发汇率快速贬值。例如，8 月 15 日人民银行降低 7 天逆回购和 1 年期 MLF 利率各 0.1 个百分点。美元兑人民币汇率中间价随即变化，并与美联储后续系列加息动作一起，推动人民币出现 2022 年以来的二次贬值（见图 4）。

二是引发资金脱实向虚。以 2022 年 4-10 月为例，金融机构发放的新增贷款超过社会融资总额中的新增贷款，二者之差约为 0.36 万亿元，显示部分新增贷款并未流入实体经济。具体来看，漏损部分主要由境外贷款（约 0.22 万亿元）和非银行业金融机构贷款（约 0.14 万亿元）这两部分组成。2022 年以来，非银行业金融机构贷款筑底反弹，而且境外贷款加速增长。如再大幅降息，可能进一步加剧贷款外流，并使资金在金融体系内部空转投机的风险升高。

图 4：2022 年以来人民币汇率中间价走势



资料来源：中国人民银行，作者整理

四、“利率塌陷”下货币政策对提振经济仍可发挥重要作用

从实践来看，面对市场利率大幅下滑中国没有同等幅度降低政策利率，从而出现了持续性的“利率塌陷”。虽然没有大幅降息，但货币政策仍从多个方面助力经济企稳恢复。

第一，适当调降政策利率，显著减轻存量贷款还款成本。人民银行小幅调降了中短期政策利率，并引导中长期 LPR 利率同步下调。降息不仅刺激贷款新增（但效果减弱），而且减轻了房贷、企业贷等大批存量贷款的还款成本。降息带动商业银行净息差由 2021 年底的 2.08% 降至 2022 年中的 1.94%，据估算仅半年内商业银行就向实体经济让利超过 0.32 万亿²，为实体经济抗疫纾困做出积极贡献。

第二，加大窗口指导力度，托底贷款总量增长。2022 年 4 月以来，国常会多次对贷款新增提出要求，人民银行、银保监会等大力督促商业银行扩大贷款。特别是 5 月下旬国务院召开稳住经济大盘会议后，6 月社融新增人民币贷款超过 3 万亿元，占整

² 2022 年上半年全国商业银行总资产平均约为 290 万亿。鉴于上市银行生息资产占总资产比重超过 80%，据此粗略估计上半年全部商业银行平均生息资产超过 $290 \times 0.8 = 232$ 万亿。净息差是全部生息资产带来的净收益率，可测算因净息差缩小 0.14 个百分点，商业银行从存量资产和新增资产中少获得的净收益合计超过 0.32 万亿。

个二季度新增贷款比例近六成。可以合理推测，如果没有有效的窗口指导，4 月以来新增贷款很可能再次滑坡，“量价同减”问题会更突出。

第三，进一步发挥结构性货币政策工具作用，促进贷款继续加大对重点领域和薄弱环节投入。疫情暴发以来，虽然贷款整体增速放缓，但仍有部分亮点领域贷款增速显著超过全部贷款增速，例如绿色贷款、高技术制造业贷款、普惠小微企业贷款等。这些领域由于行业发展前景较好、正处于起步阶段急需融资等原因，贷款需求依然较为旺盛。近两年来，人民银行创设了碳减排支持工具、科技创新再贷款、普惠小微贷款支持工具、普惠养老专项再贷款等结构性货币政策工具，有力助推相关领域贷款增加。未来可进一步加大此类政策工具的运用。

第四，人民银行上缴结存利润，协助财政政策托底经济。在融资需求低迷时期，财政政策往往比货币政策更具逆周期调控作用。在过去经济较快增长时期，人民银行实施逆回购、MLF 等政策工具通常利率较高，积累了一定利润（从某种程度上可视为铸币税）。2022 年由于经济下行，人民银行将向中央财政上缴留存利润超 1.1 万亿元，对协助财政政策稳定宏观实体经济发挥了积极作用。

