



上海市学术著作出版基金

我国银行间货币市场利率研究

兼论货币市场基准利率的选择

张丽娟 著

上海世纪出版集团



上海市学术著作出版基金

上架建议: 金融学

ISBN 978-7-208-09389-8



9 787208 093898 >

定价: 25.00元

易文网: www.ewen.cc



上海市学术著作出版基金

博士文库

我国银行间货币市场利率研究

兼论货币市场基准利率的选择

张丽娟 著

世纪出版集团 上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

我国银行间货币市场利率研究:兼论货币市场基准利率的选择/张丽娟著. —上海:上海人民出版社,2010
ISBN 978-7-208-09389-8

I. ①我… II. ①张… III. ①利息率-研究-中国
IV. ①F832.22

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 123062 号

责任编辑 刘林心

我国银行间货币市场利率研究
——兼论货币市场基准利率的选择

张丽娟 著

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 635×965 1/16 印张 12.75 插页 4 字数 151,000

2010 年 8 月第 1 版 2010 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-09389-8/F·1969

定价 25.00 元

序 一

美国经济学家麦金农和肖在他们撰写的《经济发展中的货币与资本》和《经济发展中的金融深化》两本著作中,指出造成发展中国家金融抑制的根本原因是发展中国家的金融制度不完善和政府对金融的行政干预太多。发展中国家要想使经济得到发展,就应当重视金融对经济的影响。那么,政府的政策就要实行“金融自由化或金融深化”,其核心是实现金融自由化,即政府放弃对金融体系和金融市场的过分干预,允许市场机制特别是利率机制的自由运行。我国金融市场的改革在 20 世纪 90 年代以后,一直围绕着金融市场的自由化与利率市场化来展开的。在金融自由化和市场化方面,一个关键的问题就是基准利率的选择。

张丽娟博士的专著《我国银行间货币市场利率研究——兼论货币市场基准利率的选择》,以我国的金融开放和利率市场化为背景,研究了银行间货币市场的利率问题以及如何选择基准利率,选题和研究具有理论和应用价值。

该书选择银行间同业拆借利率与银行间债券回购利率为银行间货币市场利率的代表,从中央银行利率对银行间货币市场利率的引导作用、银行间货币市场利率的期限结构、银行间货币市场利率的相关关系以及银行间利率的货币政策传导效率几个方面对我国银行间货币市场

利率问题以及基准利率的选择进行了深入研究。

作者突破国内研究存在的局限性,得出一些重要结论,认为中央银行利率对同业拆借利率和银行间债券回购利率具有引导与控制作用;同业拆借利率和银行间债券回购利率的期限结构不合理,部分原因在于受存款利率的影响;同业拆借利率与银行间债券回购利率的相关程度较高,同业拆借市场的风险高于回购市场,原因在于证券回购公司是同业拆借市场资金的主要拆入者;等等。通过比较指出,目前而言银行间债券回购利率相对更适合作为基准利率,但需要通过存款利率市场化、扩大市场长期品种等来完善利率期限结构。在提高其传导效率方面,需要通过多层次市场体系的建立、多样化交易工具的推出等方面来提高利率传导的效率。

本书是在博士论文的基础上修改而成的。本书理论分析深入、全面,论证充分,逻辑严密,结构合理,政策建议具有较强的现实性。希望本书的出版能进一步丰富我国货币市场基准利率选择问题的研究。

甘当善

2010年1月

序 二

近年来,我国学术界对利率市场化后我国基准利率的选择有很多的探讨,张丽娟博士的专著系统地研究了我国银行间货币市场的利率问题,这对合理选择基准利率以及提高货币政策的传导效率具有重要的现实意义。

本书研究主线是选择货币市场基准利率。采用理论分析与实证分析相结合的分析方法,在预期理论的基础上,分析同业拆借利率期限结构和银行间债券回购利率期限结构的合理性,并分析了利率期限结构的影响因素以及利率期限结构对未来经济增长的预测。事实上,除了利率期限结构的合理性之外,中央银行对利率的可控性、市场利率与其他变量(其他利率、实体经济变量等)的相关性也是作为基准利率的具体要求。通过这三个方面的研究,作者提出了选择基准利率与提高我国货币政策效率的政策建议。

本书的显著特点在于:首先,在文献综述方面,查阅了大量的资料,较为全面地总结了国内外理论研究成果;其次,在研究基准利率的选择标准方面,全面地从中央银行调控对银行间利率的影响作用,利率之间的相互作用,以及其在货币政策中的传导效率等几个方面来研究,充分体现了作者在基准利率选择工作上的谨慎性;再次,在研究中运用了大量的数量分析方法,可见作者在这方面下了大工夫,这些数据对研究提

供了可信的基础。

本书的理论分析全面,论证充分,结构严谨,观点鲜明,对我国市场基准利率的选择具有很好的借鉴意义。

丁 纯

2010年2月

目 录

序一	1
序二	1
第一章 导言	1
一、问题的提出	1
二、选题的意义	3
三、研究思路、研究内容与研究方法	5
四、主要结论、创新之处与未来研究方向	8
第二章 利率决定与利率结构理论综述	13
一、利率决定理论概述	13
二、利率结构理论综述	16
三、中央银行的流动性管理与同业市场的关系综述	24
四、我国市场利率结构与基准利率选择的研究现状	28
五、小结	37
第三章 我国银行间货币市场的发展与市场利率体系的特点	40
一、我国银行间货币市场的发展	40
二、我国货币市场的主要特征	48
三、我国市场利率体系的特点及基准利率的可能选择 标准	52

四、小结	59
第四章 我国中央银行利率与银行间货币市场利率的关系	61
一、我国中央银行的再贷款利率与同业拆借利率的关系	61
二、中央银行的回购利率与银行间债券回购利率的关系	73
三、小结	79
第五章 我国银行间同业拆借市场的利率决定与期限结构	
分析	81
一、我国同业拆借利率的决定因素	81
二、预期理论与同业拆借利率期限结构	88
三、风险升水与同业拆借利率期限结构	96
四、同业拆借利率期限结构对经济增长的预测作用	104
五、小结	107
第六章 我国银行间债券回购市场的利率决定与期限结构	
分析	110
一、我国银行间债券回购利率的决定因素	110
二、预期理论与银行间债券回购利率的期限结构	115
三、风险升水与银行间债券回购利率的期限结构	120
四、银行间债券回购利率期限结构对经济增长的	
预测作用	127
五、小结	129
第七章 我国银行间同业拆借利率与债券回购利率的相关	
关系	130
一、货币市场一体化与金融深化	130
二、银行间同业拆借利率与债券回购利率之间的相关性	133

三、银行间同业拆借利率和债券回购利率的利差与 风险升水	138
四、同业拆借市场风险高于银行间债券回购市场的 原因分析	144
五、小结	145
第八章 基准利率的选择与我国货币政策的利率传导效率	148
一、我国货币政策的传导工具概述	148
二、货币市场利率对货币政策传导作用的国际经验	152
三、我国货币政策利率到市场利率的传导渠道	157
四、我国银行间货币市场利率对实体经济的传导效率	163
五、合理选择基准利率、提高我国货币政策利率传导 效率的思考	174
六、小结	176
参考文献	180
后 记	189

图表目录

插图目录

图 1.1	研究思路图(技术路线图)	6
图 4.1	同业拆借利率与中央银行再贷款利率、超额存款准备金利率的比较	70
图 4.2	我国同业拆借市场各利率期限交易量变化	71
图 4.3	中央银行公开市场操作的回购利率与银行间债券回购市场利率的比较	77
图 4.4	银行间债券回购利率与中央银行再贷款利率、超额存款准备金利率的比较	79
图 5.1	同业拆借市场各期限利率的变化	92
图 5.2	同业拆借市场各期限利率与 1 周利率的利差变化	92
图 5.3	同业拆借市场 1 周利率变化的条件方差	98
图 5.4	同业拆借利率期限结构、存款利率和通货膨胀率对相关冲击的动态反应	103
图 5.5	超前 2 期的经济增长率与同业拆借利率期限结构	106
图 6.1	银行间债券回购市场各期限利率的变化	117
图 6.2	银行间债券回购市场各期限利率与 1 周利率的利差变化	117

图 6.3	银行间债券回购市场 1 周利率变化的条件方差	122
图 6.4	银行间债券回购利率期限结构、存款利率和通货膨胀率 对相关冲击的动态反应	126
图 6.5	超前 2 期的经济增长率与银行间债券回购利率 期限结构	127
图 7.1	相同期限的同业拆借利率与银行间债券回购利率的 比较	135
图 7.2	相同期限的同业拆借利率和银行间债券回购利率的 条件方差	142
图 7.3	1 周同业利率的拆借量与上交所股票交易额的变化	145
图 8.1	中央银行公开市场操作的回购利率与银行间债券 回购利率	161
图 8.2	真实 GDP 与潜在 GDP	164
图 8.3	银行间债券回购利率、M2 增长率、GDP 缺口(y1)和 CPI 对相关冲击的动态反应	171

表格目录

表 3.1	近年来我国银行间货币市场交易量情况	41
表 3.2	银行间债券回购市场的交易情况	48
表 3.3	20 世纪 80 年代以来美国货币市场主要利率的比较	54
表 3.4	1996—2006 年我国主要利率的比较	57
表 4.1	中央银行对金融机构贷款占央行资产的比重	66
表 4.2	1 周同业拆借利率和 20 天中央银行再贷款利率的 单位根检验	72
表 4.3	同业拆借利率和中央银行再贷款利率协整方程残差的 单位根检验	72

表 4.4	中央银行的回购利率和银行间债券回购市场利率的因果检验	78
表 5.1	同业拆借利率决定因素的单位根检验	86
表 5.2	同业银行间利率决定因素回归方程的统计特征	87
表 5.3	同业拆借利率分期限统计	93
表 5.4	各期限同业拆借利率与 1 周利率利差的均值与标准差	93
表 5.5	同业拆借利率及利差的单位根检验	95
表 5.6	同业拆借利率期限结构检验	95
表 5.7	1 周同业拆借利率水平的 GARCH(1, 1)	97
表 5.8	同业拆借利率方程的 ARCH-LM 检验结果	98
表 5.9	同业拆借利率的风险升水与期限结构	99
表 5.10	同业拆借利率与利差变动的方差分解	104
表 5.11	同业拆借期限结构对 GDP 增长率的预测	107
表 6.1	银行间债券回购利率决定因素回归方程的统计特征	113
表 6.2	银行间债券回购市场分机构统计	114
表 6.3	银行间债券回购利率分期限统计	116
表 6.4	各期限银行间债券回购利率与 1 周利率利差的均值与标准差	118
表 6.5	银行间债券回购利率及利差的单位根检验	119
表 6.6	银行间债券回购利率期限结构检验	119
表 6.7	银行间债券回购市场 1 周利率的 GARCH(1, 1)	121
表 6.8	银行间债券回购利率方程的 ARCH-LM 检验结果	121
表 6.9	银行间债券回购利率的风险升水与期限结构	123
表 6.10	银行间债券回购利率和利差的方差分解	126
表 6.11	银行间债券回购利率期限结构对 GDP 增长率的预测	128

表 7.1	相同期限的同业拆借利率与银行间债券回购利率的 相关系数	136
表 7.2	1 周同业拆借利率和银行间债券回购利率的 平稳性检验	137
表 7.3	1 周同业拆借利率与银行间债券回购利率协整方程 残差的单位根检验	137
表 7.4	相同期限的同业拆借利率与银行间债券回购利率的 利差统计	139
表 7.5	利差与风险升水、交易量的回归结果	143
表 8.1	全球主要国家回购操作在货币政策中的运用	153
表 8.2	主要国家回购操作的基本特征	155
表 8.3	2000 年以来中央银行的回购操作	158
表 8.4	我国债券回购交易的基本情况	159
表 8.5	中央银行的回购利率与银行间债券回购利率的 因果检验	161
表 8.6	同业拆借利率、银行间回购利率与存贷款利率的 因果检验	163
表 8.7	利率规则值与实际值、GDP 缺口与 CPI	165
表 8.8	各利率的货币政策反应函数	166
表 8.9	银行间债券回购利率与宏观经济变量关系的 VAR 估计结果	167
表 8.10	货币政策冲击的影响	172
表 8.11	同业拆借利率与银行间债券回购利率的优势比较	175

第一章 导 言

一、问题的提出

自 20 世纪 60 年代起,西方一些学者开始重视对发展中国家的货币、金融发展、金融开放与经济增长关系等问题的研究。1973 年,美国经济学家麦金农和肖先后撰写了《经济发展中的货币与资本》和《经济发展中的金融深化》两部著作,前一本书首创了“金融抑制”的概念,后一本书则提出了缓解“金融抑制”、实现“金融深化”的理论和政策主张,对发展中国家金融与经济关系的辩证关系作出了开拓性的研究。许多发展中国家和地区都试图按照金融深化的思路来进行金融体制改革。

我国在金融市场的发展过程中采取了“先资本市场,后货币市场”政策取向,但是资本市场的发展也不尽如人意,尤其是 2004 年 4 月至 12 月,股市持续低迷,资金失血太多、太快,据估算,流通市值的损失加上证券公司在委托理财、同业拆借、客户保证金等方面资金的流失,将近 5 000 亿元。^[1]市场制度不健全,上市公司的质量不高,股市变成了圈钱的工具,再加上股市的发展一开始就是为了解决国有企业改革中

出现的融资问题,国有股减持是为了解决社会保障基金问题,我国的股市承担了太多的社会责任,所以对股市功能定位的错误也是导致股市未能真正成为经济增长的晴雨表的一个重要原因。

货币市场是短期资金融通的重要场所,也是商业银行进行流动性管理和中央银行进行货币政策操作的重要场所,是资本市场赖以存在和发展的基础。而在改革中,我们似乎忽略了货币市场这一基础地位,股市的混乱也与货币市场发展的滞后有关。

此外,金融深化的前提是金融自由化,金融自由化是实现金融深化的一个重要手段,只有消除不必要的政府行政干预,让市场来决定利率、汇率等价格体系,才能实现金融发展带动经济增长。利率市场化是金融自由化的一项重要内容。2001年11月我国加入WTO后,金融开放的事已提到议事日程上来,中国承诺在过渡期内在主要中心城市逐步开放银行、保险、证券业,2006年底全面开放金融业。近年来关于金融开放问题,就成为政府和学术界关注和讨论的热门话题。

根据国际上其他国家利率市场化改革成败的经验,金融开放的重要前提是实现国内利率市场化和汇率的弹性机制,只有这样,中央银行才能借助以利率为中介目标的货币政策对商业银行进行宏观调控与管理。所以,研究利率市场化的改革问题又成为众望所归。而利率市场化改革的重要内容就是如何确定与选择基准利率问题,使其成为中央银行调控的操作目标,同时也成为其他金融资产定价的一个基础。正是基于这样一个出发点,本书从中央银行利率对银行间货币市场利率的关系、银行间货币市场利率期限结构的合理性、银行间货币市场利率的相关关系、银行间货币市场利率对实体经济的影响几个方面来分析基准利率的特性以及哪一种利率更适合作为基准利率,以期为我国利率市场化后基准利率的选择提供一个思路。