

利率走廊模式下 DR007 作为中国货币市场基准利率的可控性研究

王妍文

云南民族大学，云南省昆明市，650504；

摘要：我国货币市场基准利率还未固定，央行于 2016 年第三季度发布《货币政策执行报告》，首次提到存款类机构质押式 7 天回购利率（DR007）并指出 DR007 有利于培育货币市场基准利率。同时我国目前正处于经济结构调整和转型的重要阶段，央行开始探索利率走廊模式并推出创新型政策工具，在此背景下研究发现利率走廊模式下 DR007 作为货币市场基准利率具有可控性。

关键词：利率走廊；DR007；基准利率；可控性

DOI：10.69979/3029-2700.24.11.011

当前我国的货币政策正在由数量型调控向价格型转变，为了完善利率调控体系和价格型货币政策操作，我国正积极探索合适的货币市场基准利率，中国外汇交易中心于 2014 年推出存款类机构间利率债质押的回购利率（DR）曲线。央行也开始重视货币政策工具的培育，于 2014 年推出利率走廊，有效引导和调控市场利率。近年来 DR007 的发挥愈发有效，研究利率走廊模式下 DR007 作为货币市场基准利率的可控性具有一定的参考价值。

1 文献综述

在国内对利率走廊的研究中，牛慕鸿等（2017）认为利率走廊能够降低市场利率波动，并提高央行货币政策工具使用效果；潘敏（2018）发现常备借贷便利能有效引导货币市场利率，而中期借贷便利和短期流动性调节工具的使用效率不高；汪洋（2022）剖析了目前中国利率走廊模式的缺陷和完善方向。由于国内 DR 利率曲线推出的时间很短，所以关于 DR 各期限品种利率作为货币市场基准利率的研究较少。马亚明（2018）指出 DR007 作为货币市场基准利率具有适用性，且在央行的政策工具调控下 DR007 的可控性较好；曹超（2020）发现 DR007 具有较好的货币市场基准利率属性；彭颖（2023）认为可以优化存款利率市场化调整参考基准，DR 作为存款利率参考基准较为有效。

由于货币政策传导途径中首先是中央银行实施政策工具影响到货币市场基准利率，因此为保证货币政策最初传导环节的效果，货币市场基准利率必须具备较好的可控性。鉴于此，本文对利率走廊模式下 DR007 作为

货币市场基准利率的可控性进行研究。

2 利率走廊模式下 DR007 作为货币市场基准利率可控性的实证分析

2.1 变量选择和数据来源

构建向量自回归模型（VAR），检验常备借贷便利、中期借贷便利和公开市场操作对 DR007 的控制效果。常备借贷便利的品种主要为 7 天和 1 月，故选取 7 天常备借贷便利月度操作量（slf_07）、1 月常备借贷便利月度操作量（slf_1m）和常备借贷便利月度余额（slf）；选取当月 MLF 投放值减去回收值代表中期借贷便利月度余额（mlf）；公开市场操作是利率走廊的重要工具，选择公开市场操作货币净投放量月度值（nhg）；经日度数据加权平均后得到存款类机构质押式七天回购加权平均利率月度值（dr007）。数据来源于中国人民银行网站和 wind 数据库，考虑到各变量的实施时点，选择 2014 年 12 月—2024 年 9 月的月度数据。为保证数据量纲的一致性，借鉴潘敏等（2018）的方法采用原始数据进行实证分析。

2.2 变量的平稳性检验

选取 ADF 单位根检验法检验平稳性，其结果如表 1：

表 1 各变量单位根检验结果

变量	ADF 检验值	1% 检验值	5% 检验值	10% 检验值	结论
dr007	-3.725252	-3.486064	-2.885863	-2.579818	平稳
slf_07	-10.28452	-3.486064	-2.885863	-2.579818	平稳
slf_1m	-2.676546	-3.487550	-2.886509	-2.580163	不平稳
slf	-4.039089	-3.487046	-2.886290	-2.580046	平稳

mlf	-1.849319	-3.486551	-2.886074	-2.579931	不平稳
nhg	-9.328805	-3.486064	-2.885863	-2.579818	平稳

从表1可以看出，有两项时间序列数据不平稳，继续检验以上数据的一阶差分序列的平稳性，结果如表2：

表2 各变量单位根检验结果（一阶差分序列）

变量	ADF 检验值	1% 检验值	5% 检验值	10% 检验值	结论
dr007	-8.709911	-3.486551	-2.886074	-2.579931	平稳
slf_07	-12.68124	-3.493129	-2.888932	-2.581453	平稳
slf_1m	-16.55925	-3.487046	-2.886290	-2.580046	平稳
slf	-8.665912	-3.488585	-2.886959	-2.580402	平稳
mlf	-6.754299	-3.486551	-2.886074	-2.579931	平稳
nhg	-7.217535	-3.491345	-2.888157	-2.581041	平稳

从表2可以看出，所有变量的一阶差分序列在99%的置信水平上平稳，可以进行协整检验。

2.3 协整关系检验和误差修正模型

采用AIC信息准则和SC准则方法判断滞后阶数，结果见表3。可以判断出最优滞后阶数为3阶。

表3 var模型滞后阶数

Lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	5.54e+28	83.21226	83.35391	83.26977
1	734.6135	1.29e+26	77.14934	78.14089*	77.5519
2	105.1509	8.73e+25	76.75366	78.59511	77.50127*
3	64.58839*	8.46e+25	76.70998*	79.40133	77.80263

对各项变量进行Johansen检验，结果如表4：

表4 协整检验结果

Hypothesized No.of CE(s)	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
没有*	224.4808	95.75366	0.0000
至多1个*	112.3464	69.81889	0.0000
至多2个*	65.17624	47.85613	0.0005
至多3个	25.56900	29.79707	0.1421
至少4个	12.13767	15.49471	0.1504
至少5个	3.500303	3.841466	0.0614

从表4可以看出，dr007与slf、mlf和nhg之间存在协整关系，且最多存在3个协整向量。得到协整方程如下：

$$\begin{aligned} \text{dr007} = & -0.005618\text{slf_07} - 0.015603\text{slf_1m} + 0.0149 \\ & 67\text{slf} - 0.0000261\text{mlf} - 0.000175\text{nhg} \\ & (0.00107) \quad (0.00143) \\ & (0.00112) \quad (0.0000076) \quad (0.000059) \end{aligned}$$

从以上方程可以看出常备借贷便利、中期借贷便利和公开市场操作货币净投放与DR007存在负向关系，且常备借贷便利操作量对DR007的影响最大，而常备借贷

便利月度余额与DR007未呈现负向关系，可能是因为常备借贷便利月度余额具有一定时滞性。接着建立dr007的误差修正模型方程如下：

$$\begin{aligned} \Delta \text{dr007} = & -0.0001998 \quad -1.041E-05*\text{ecmt} \\ & -0.022919*\Delta \text{dr007}_{t-1} \quad +1.35E-05*\Delta \text{slf_07}_{t-1} \\ & -4.19E-05*\Delta \text{slf_1mt}_{t-1} \quad -4.35E-06*\Delta \text{slft}_{t-1} \\ & -6.95E-06*\Delta \text{mlft}_{t-1} \quad +3.39E-07*\Delta \text{nhgt}_{t-1} \end{aligned}$$

可以看出，修正系数为-1.041E-05且较显著，说明当短期波动偏离长期均衡时，将以-1.041E-05的调整力度将非均衡状态拉回均衡状态。

2.4 脉冲响应分析

脉冲响应分析前需先通过单位圆检验所建立的VAR模型是否稳定，结果如图1所示：

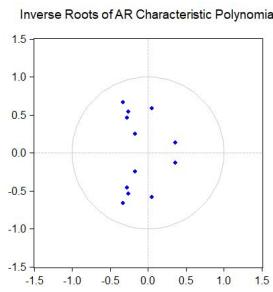


图1 单位根分布图

由图1可知，所有特征根倒数值都在单位圆内，说明该模型稳定，可以对一阶差分的变量进行脉冲响应分析，结果如2所示：

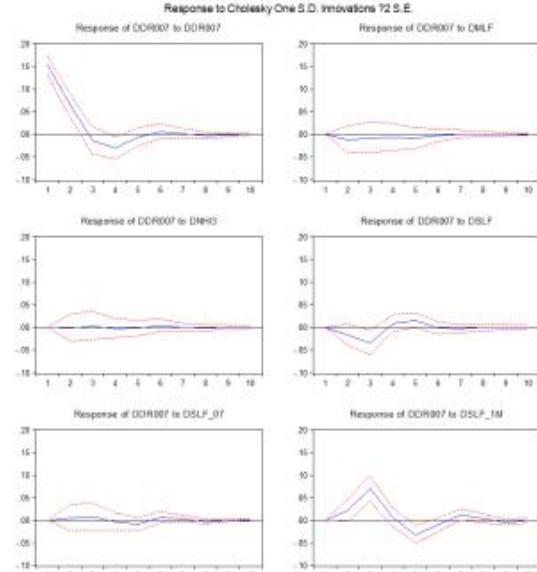


图2 脉冲响应图

从图2可以看出，在受到一个中期借贷便利冲击后，DR007产生负向响应，第2期达到最大负值-0.012，第7期才转为正值，可知DR007对中期借贷便利的冲击反

应不太强烈；在受到一个公开市场操作货币净投放冲击后，DR007 反应较小且平稳，可知 DR007 对公开市场操作货币净投放的反应强度较小；在给予一个常备借贷便利余额冲击后，DR007 立即负向响应，并在第 3 期达到最大负值 -0.035，第 4 期转正，且影响逐渐减小，可知 DR007 对常备借贷便利余额的反应迅速，但强度一般且持续时间较短；在给予一个 7 天常备借贷便利操作量冲击后，DR007 产生正向响应，随后影响逐渐减小，可知 DR007 对 7 天常备借贷便利操作量的反应并不剧烈；在受到一个 1 月常备借贷便利操作量冲击后，DR007 立即正向响应，并在第 3 期达到最大正值 0.071，然后急剧转向负值，在第 5 期达到最大负值 -0.033，之后又转向正值，可知 DR007 对 1 月常备借贷便利操作量的反应迅速且强烈。

2.5 方差分解分析

利用方差分解分析每一个货币政策工具对 dr007 的贡献度，取时期为 10，结果如表 5 所示。

表 5 滞后一阶 dr007 的方差分解表

Period	ddr007	dmlf	dnhg	dslf	dslf_07	dslf_1m
1	100	0	0	0	0	0
2	96.904	0.5209	0.0049	0.9198	0.1016	1.5479
3	73	74	33	45	02	19
4	79.460	0.5951	0.0385	4.2010	0.2201	15.484
5	97	59	99	20	53	10
6	79.601	0.6781	0.0572	4.2963	0.2463	15.120
7	40	85	04	36	54	52
8	76.451	0.8313	0.0637	4.8090	0.4827	17.361
9	63	03	85	27	77	47
10	76.129	0.8435	0.1044	4.7895	0.5800	17.552
11	94	33	83	23	13	51
12	75.825	0.8408	0.1041	4.7954	0.6209	17.813
13	49	65	79	27	51	09
14	75.784	0.8409	0.1096	4.7916	0.6457	17.828
15	04	68	32	20	12	03
16	75.739	0.8407	0.1116	4.7892	0.6462	17.872
17	40	39	12	06	87	75
18	75.734	0.8413	0.1116	4.7903	0.6484	17.873
19	86	07	04	93	57	38

从表 5 可以看出，1 月常备借贷便利操作量对 DR007 的贡献度最大，在第 10 期达最大值 17.87338，然后是常备借贷便利余额，余下三个变量的贡献度都较小。公开市场操作货币净投放和中期借贷便利的贡献有滞后，分别在第 6 期达到 0.1 和第 5 期达到 0.83；7 天常备借贷便利操作量对 DR007 的贡献度逐步增大，但数值都小于 1。

综上，可以得出利率走廊下常备借贷便利、中期借贷便利和公开市场操作逆回购的实施能有效降低 DR007，

其中 1 月常备借贷便利操作量对 DR007 的反应最强最迅速，贡献度最大；其他工具也能与 DR007 有较好的响应关系。整体来看，利率走廊模式下 DR007 作为货币市场基准利率具有较好的可控性。

3 对策建议

首先，可以在利率走廊实行“零准备金模式”。我国商业银行的法定存款准备金率比发达国家高，不利于有效配置资源。可以实行零准备金制度，更加有效配合利率走廊，在一定程度上稳定利率，提高货币当局对货币市场基准利率的可控性。其次，提升使用价格型货币政策工具的频率，例如公开市场操作和再贴现率。同时提高利率走廊模式下政策工具的使用频率，如 SLO 和 SLF 对应使用于暂时性波动和短期波动；中长期市场继续进行公开市场操作与 MLF 搭配使用。最后，扩大抵押物的种类和数量，增加政策工具的使用对象。可以拓宽标的抵押物的数量和种类，建立健全公正公开的抵押物评级体系，逐步建立抵押物先抵押再融资基本制度；降低合格抵押物的门槛，在一定程度上给予中小企业相应的优先与帮扶。

参考文献

- [1] 牛慕鸿, 张黎娜, 张翔. 利率走廊、利率稳定性和调控成本 [J]. 金融研究, 2017(07): 16-28.
- [2] 潘敏, 刘姗. 中央银行借贷便利货币政策工具操作与货币市场利率 [J]. 经济学动态, 2018(03): 48-62.
- [3] 汪洋, 刘腾华. 经济双循环背景下中国利率走廊机制的完善：基于欧洲中央银行的经验 [J]. 世界经济研究, 2022, (11): 3-17+135.
- [4] 马亚明, 赵亮. 利率走廊体系的构建及其有效性分析 [J]. 西南民族大学学报(人文社科版), 2018, 39(07): 137-143.
- [5] 曹超. 中国货币市场基准利率选择的实证研究——基于 DR007 的可行性分析 [J]. 海南金融, 2020, (01): 14-24.
- [6] 彭颖. 存款利率市场化参考基准选择与改革建议 [J]. 中国货币市场, 2023, (04): 53-58.

作者简介：王妍文（2000—），女，汉族，云南省曲靖市，硕士，云南民族大学经济与管理学院（会计学院），研究方向：货币政策

基金项目：云南民族大学 2023 年硕士研究生科研创新基金项目，项目编号：2023SKY039.