证券研究报告
分析师 李怀军 S1080510120001
研究助理 王泉锐 S1080115060003
电 话： 0755-23838253
邮 件： wangquanrui@fcsc.com

# 银行间利率传导专题研究

## ——写在 FDR 出台之际

**摘要：**

- 2017 年 5 月 31 日，全国银行间同业拆借中心正式推出 FDR001、FDR007 和 FDR014，这也意味着自去年三季度 DR007 被央行重点提及后，DR007 的目标利率地位进一步加深，也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，也代表了利率互换协议中的固定端利率。完善 FDR007 的构建，对于培育 DR007 的市场基准利率有重要意义，相较于 FR007 更好的反映无风险利率的未来走势。但由于 FDR007 刚刚推出，也存在流动性不足等问题，领先预测意义有待观察。
- 本文借此为契机，重点梳理了我国近两年政策利率、市场利率的演进过程，并对传导途径进行了探讨；同时对比了欧央行、美联储的政策利率决策中的特色要点，其在利率走廊以及无风险利率的选取方面都为我国利率体系的构建提供了宝贵经验，最后结合对利率体系的梳理对近期债市收益率提出一定预期。
- 总体而言，6 月份面临二季度 MPA 考核，银行间流动性有收紧的压力，因此才会出现利率债短端持续大幅上行的态势。但另一方面，FR007 近期已开始出现较为明显的下行，并且与利率债短端的剪刀差开始扩大，支撑该种现象的原因主要是投资者对流动性偏紧的预期，但近期央行也在进行多样化操作呵护流动性，做空利率的投机性参与者开始增多，可能预示着未来短端利率下行概率增加。至少在现有收益率曲线极平的背景下，短端相较于长端具备更高的性价比。
- 目前 1Y 期短融中票利率和 shibor 利率均超过了 1Y 期贷款基准利率，一方面反映了银行间流动性压力仍然较大，另一方面亦反映了资产收益率大幅上行对贷款的压力，说明目前债市去杠杆虽已达到一定阶段，但还未传导至实体经济，未来银行负债端压力和资产端的替代性压力可能共同逼迫贷款利率上行。

# 目录

**1 国内利率债市场 ..... 3**
1.1 政策利率回顾 ..... 3
构建利率走廊——逆回购利率为隐含下限 ..... 3
货币政策温和转向——提高逆回购利率 ..... 4
1.2 市场利率走势：R007 到 DR007 ..... 5
1.3 传导途径思考 ..... 6
期限利差传导： ..... 6
负债端与资产端相互传导： ..... 7
衍生品到现货的传导：从 FR007 发展到 FDR007 ..... 7
**2 海外政策利率及市场利率类比 ..... 9**
2.1 成熟的欧洲央行利率走廊 ..... 9
2.2 美联储的无风险利率 ..... 10
**3 近期利率走势探讨 ..... 10**
关注第一创业研究所微信公众号，获取相关研究报告！ ..... 12

# 1 国内利率债市场

固定收益类产品的定价主要影响因子只有一个——利率，因而债市的收益率分析可以说是债市投资者进行定价的“急所”，利率走势不论对于交易类还是配置类投资者都至关重要。然而市场的品种五花八门，对不同的利率债、信用债产品进行定价，就需要到先找到利率的“锚”，然后根据期限利差、信用利差的逐步传导，从政策利率传导至货币市场、债券市场利率、再传导至信贷市场利率。

目前央行的短期政策利率包括OMO（逆回购招标利率，7D、14D、28D）、SLO（短期流动性调节工具）、SLF（常备借贷便利，1-3个月）、MLF（中期借贷便利，3个月-1年）；货币和债券市场利率主要包括质押式回购利率（银行间和交易所）、同业拆借利率（IBO）、银行间同业拆放利率（shibor）、同业存单利率、各期限的债券收益率；信贷市场利率包括LRP（贷款基础利率）等。

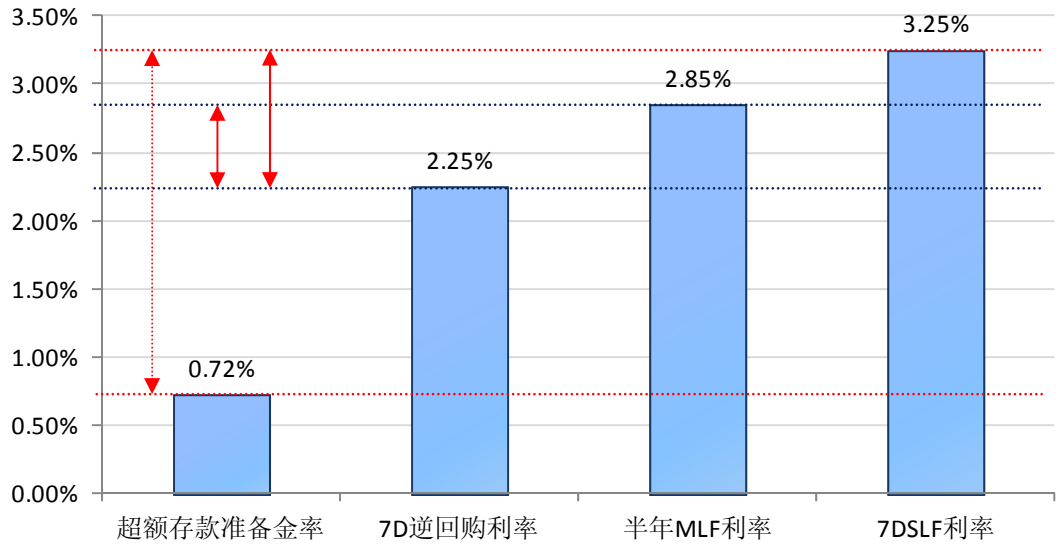
## 1.1 政策利率回顾

### ✧ 构建利率走廊——逆回购利率为隐含下限

利率的“锚”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，央行手中有传统的三大法宝，分别是存款准备利率、再贴现利率和公开市场操作利率。但由于存准率的信号意义过强，再贴现手段容易产生污名效应，从而使得寻求流动性的银行反而更容易受到流动性风险的冲击，因此公开市场操作利率被认为是目前央行最重要的流动性调节指标。

总体来看，从2015年10月直至2017年1月，央行逐步建成利率走廊，最具有支撑意义的下限通常是超额存款准备金率，为0.72%；7D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，主要因为没有市场参与者愿意提供比央行更便宜的资金利率；6个月的MLF操作利率维持在2.85%，7天SLF利率为3.25%，成为利率走廊的上限，主要由于央行在流动性紧张时或通过常备借贷便利、或通过中期借贷便利对市场释放资金，从而封住利率走廊的顶。因此利率走廊大致宽度为60-100BP左右，最大不超过250BP，而市场利率则为央行观测的指标，在利率走廊中小幅波动。

**图 1：央行构建的利率走廊上下限**



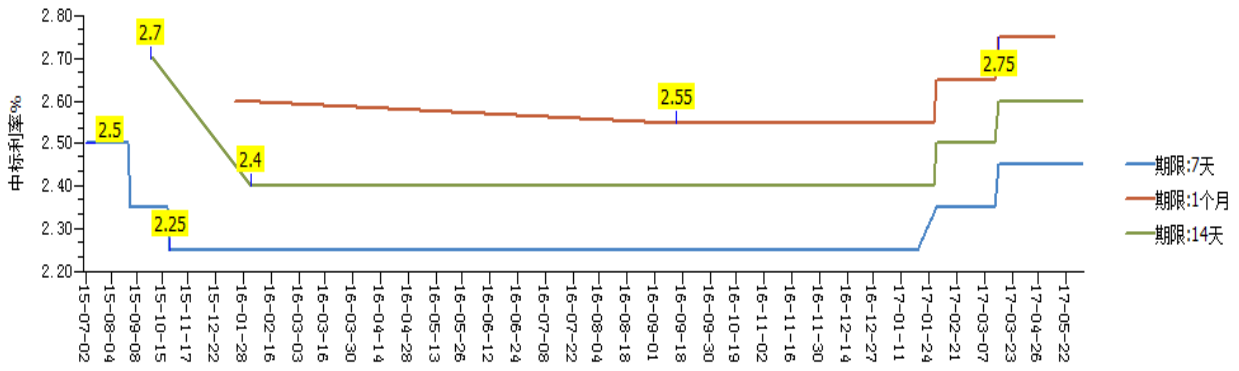

资料来源：Wind，第一创业证券研究所整理

### ✧ 货币政策温和转向——提高逆回购利率

从2016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，达到对市场利率的引导目的。

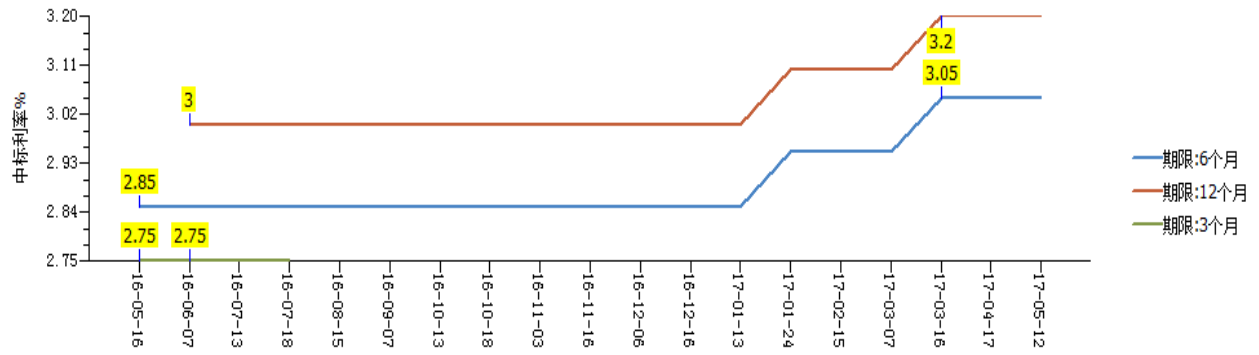
**1）拉长久期变相抬价。**货币政策转向过程中央行通过相对较温和的手段变相抬升公开市场操作的加权利率，分别于2016年8月24日和2016年9月13日，在公开市场上进行14D和28D的逆回购资金投放，利率分别为2.4%和2.55%，当时7D期的利率为2.25%，逆回购中标利率稳定。央行通过不到一个月的接连两次在公开市场逆回购拉长久期的操作，引导资金加权利率上行，从而提高加杠杆机构的资金成本，起到降杠杆的作用。**2）两次直接提升逆回购各期限中标利率。**2017年2月3日，央行公开市场7D、14D、28D逆回购中标利率分别上行10BP至2.35%、2.5%和2.65%，3月16日，7D、14D、28D逆回购中标利率再次上行10BP至2.45%、2.6%和2.75%。**3）央行面向主要银行开展的MLF操作利率也以相同的速度上行，**2017年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%3.2%。

**图 2：公开市场逆回购操作利率提升**




资料来源：Wind，第一创业证券研究所整理

**图 3：MLF 操作利率抬升**




资料来源：Wind，第一创业证券研究所整理

## 1.2 市场利率走势：R007 到 DR007

**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的超调，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。**

**利率走廊时代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。这里与GC007做对比，GC007为在上交所进行的仅以利率债为质押的7天期回购利率。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。

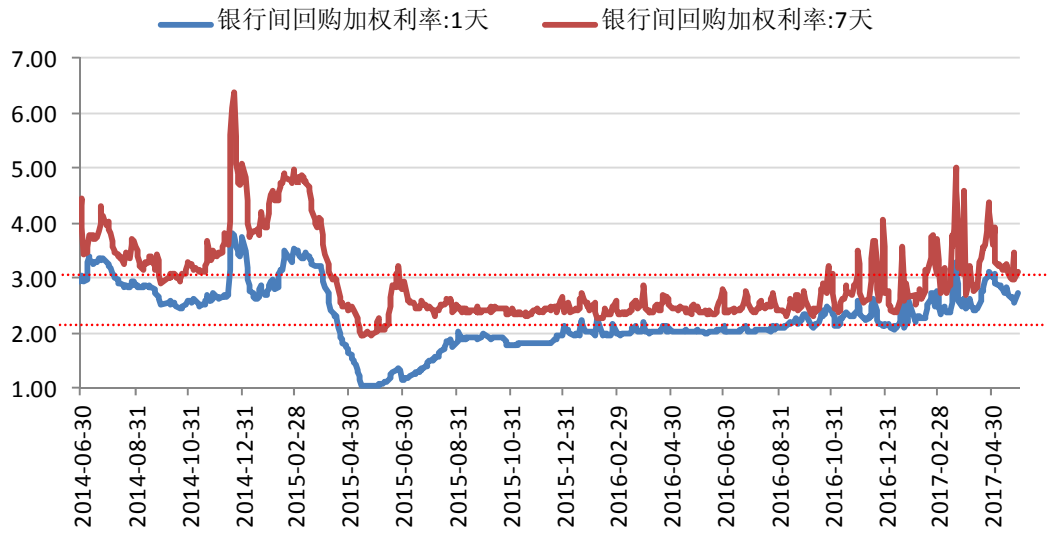
2015年，央行总体的货币政策偏宽松，并在市场上引导利率走廊的形成，从2015年6月至2016年9月长达一年多的时间里，银行间回购加权利率R001和R007波幅均较小，分别在2.0%和2.5%的区间里窄幅波动，R007刚好处于利率走廊2.25%-2.85%的区间，在利率走廊的底部上浮25BP左右。此时资金面较为宽松，不但央行降准释放资金总量较多，逆回购市场的短期资金利率亦非常平稳，银行间的回购利率也波幅较窄，因而对债市加杠杆的策略是极为有利的，演化到2016年二季度末，债市大举加杠杆，收益率水平下行到历史低位。

**DR007重被“重用”。**到了2016年三季度，监管层逐步意识到了债市杠杆率过高，加之房地产市场泡沫较大，因此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的情况，主要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，央行转而培育新的目标利率，即DR007。**

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，相比于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，因此交易对手违约风险大大降低，波动相对稳定，能够作为较好的银银之间流动性管理的观测指标。DR007早在2014年12月底就已推出，然而央行直

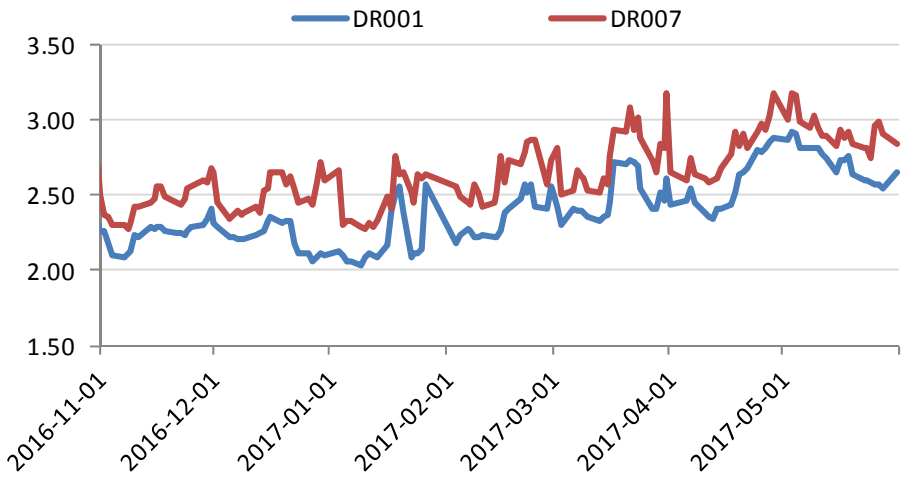
到2016年第三季度的货币政策执行报告中采首次提到。推出之后，DR007相较于R007波动相对稳定，在资金较为紧张的月末时点也最多上行50BP左右，与R007动辄100BP以上的波动形成强烈反差。大体上2017年一季度的DR007在2.6%-2.9%的区间内运行，而二季度以来DR007中枢也没有超过2.8%，大致在2.5%-3.2%的区间内运行。

**图 4：银行间质押式回购利率 R001 和 R007**




资料来源：Wind，第一创业证券研究所整理

**图 5：银行类存款机构间质押式回购利率**




资料来源：Wind，第一创业证券研究所整理

## 1.3 传导途径思考

### ✧ 期限利差传导：

首先，从传统的期限利差角度，由央行的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。然而近期的收益率曲线出现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：10Y国债收益率更多的要从基本面分析，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3-7Y国债收益率较高代表了银行的配置意愿相对较低，因而致使传统的期限利差传导略有失效。

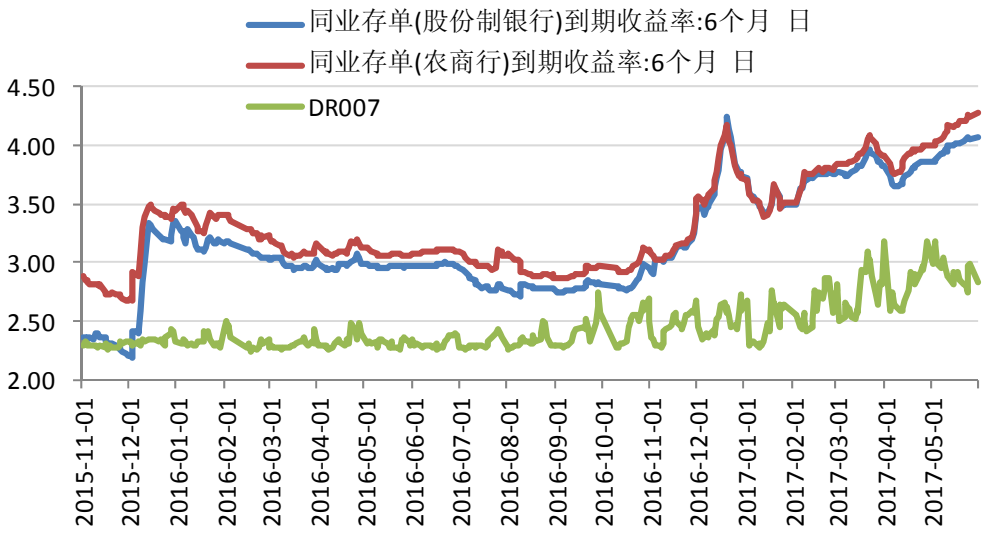
✧ **负债端与资产端相互传导：**

回购利率 → 债市收益率→理财利率
回购利率 → 银行同业存单利率→负债端收益率→资产端贷款利率

回购利率还可能会分别通过负债端及资产端逐步影响到理财利率和贷款利率。1）资产端→负债端：回购利率上行的同时由期限利差传导至债市收益率，资产端收益率的抬升致使银行负债端发行的理财产品收益率上行。

2）负债端→资产端：近期利率债市场一级增发收益率越来越高，对于银行、基金等机构来说，由于去年的债券收益率快速上行，账面浮亏较多，因而不论是出于配置动机的加仓、还是出于维持流动性扛过熊市的考虑，负债端的流动性续作、支持资产端的浮亏、在短期内续命等待黎明这一链条，是今年以来的债市主要参与者银行的主要逻辑。然而由于回购利率上行，导致银行间资金面紧张，同业存单利率亦大幅上行，加之同业负债占银行负债类的比重大幅提升，从而倒逼银行的资产端传统业务也要提升。目前贷款利率暂未上行，有一定的粘滞性，但随着去杠杆的继续进行，不排除银行主动抬升贷款利率的可能。

**图 6：同业存单利率大幅上行**




资料来源：Wind，第一创业证券研究所整理

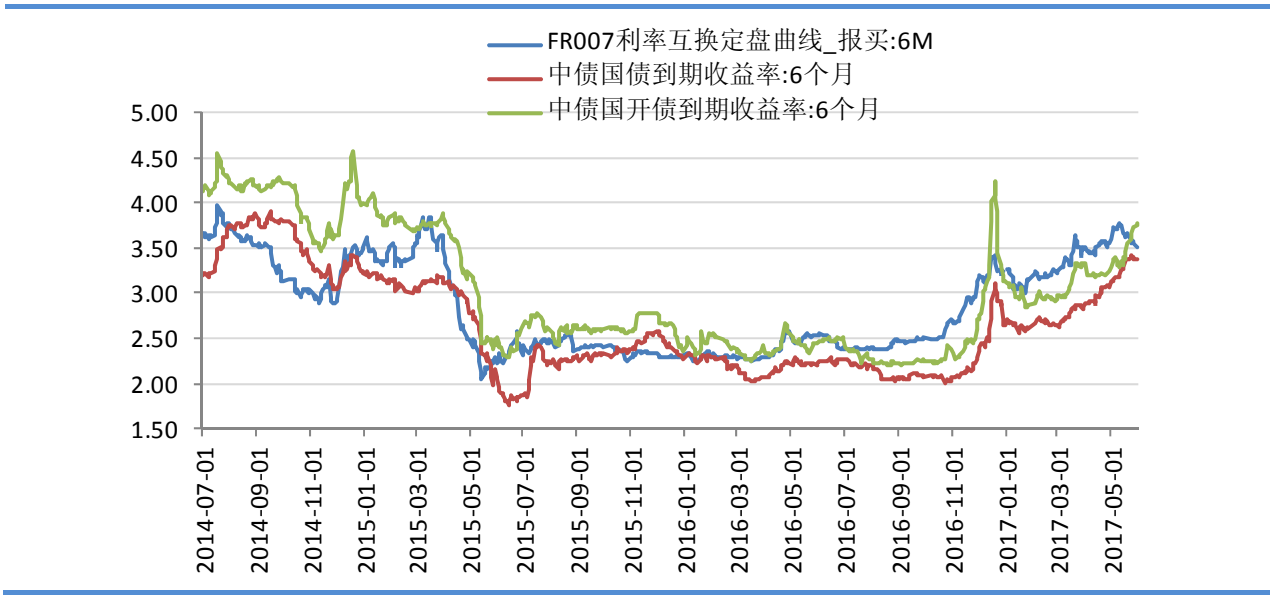
✧ **衍生品到现货的传导：从 FR007 发展到 FDR007**

FR007（Fixing Repo Rate）是利率衍生品的定盘利率，目的是为了给银行间市场开展利率互换、远期利率协议等业务提供参考利率，目前利率互换中的基

准利率主要包括FR007、Shibor等，但FR007是目前IRS的最主流的固定端利率，按名义本金来测算，以FR007为基准利率对应的名义本金占比达80%以上。由于衍生品套保、投机属性的存在，FR007在一定程度上反应投资者对于未来利率的预期，具有一定的先行指示作用。

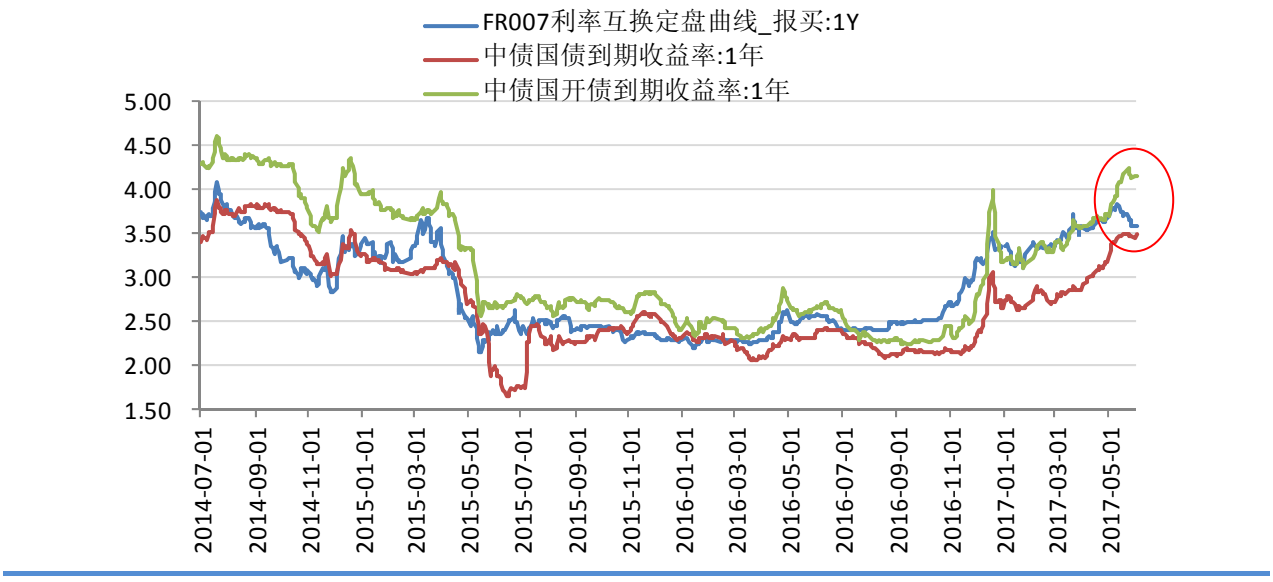
衍生品定价体现了交易对手风险，比纯国债的定价要有一定的利率上浮，因此FR007的利率曲线高于国债，从过去的走势来看，1Y期的FR007与1Y国开债利率的拟合程度较高。**然而近期1Y期FR007利率快速下行，但1Y国开债利率仍继续上行，二者的剪刀差越来越大**，这个信号值得关注，说明利率债短端下行的概率在增加。

**图 7：FR007 与 6 个月期利率债**




资料来源：Wind，第一创业证券研究所整理

**图 8：FR007 与 1 年期利率债**




资料来源：Wind，第一创业证券研究所整理

我们前文分析，R007对债市利率的指示作用不如DR007，因此完善DR007

的远期利率先行指标对未来债市的会具备较好的指向作用。5月31日，全国银行间同业拆借中心正式推出FDR001、FDR007和FDR014，这也意味着自去年三季度DR007被央行重点提及后，DR007的目标利率地位进一步加深。

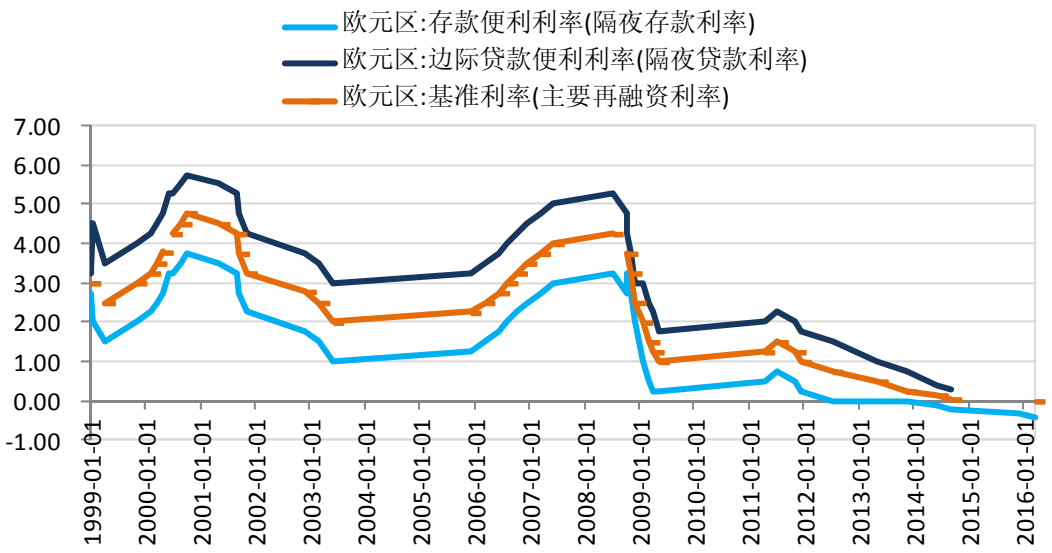
FDR007也称为“银银间回购定盘利率”，是以银行间市场每天上午9:00-11:30存款类机构以利率债为质押的回购交易利率（DR007）为基础编制而成的利率基准参考指标，也代表了利率互换协议中的固定端利率。

完善FDR007的构建，对于培育DR007的市场基准利率有重要意义，相较于FR007更好的反映无风险利率的未来走势。但由于FDR007刚刚推出，也存在一定问题：其一，市场指标具有指示意义需要有足够多的参与者，而创建较高的流动性仍需时间；其二，FDR相对于FR007预计将更加稳定，因此是否能作为更好的先行指标反应利率的未来走势也仍需观察。

# 2 海外政策利率及市场利率类比

## 2.1 成熟的欧洲央行利率走廊

**图 9：欧洲央行的货币市场利率走廊**




资料来源：Wind，第一创业证券研究所整理

欧洲中央银行从上世纪90年代起就构建了利率走廊，欧洲央行的LFR（Lending Facility Rate，边际贷款便利利率）和DFR（Deposit Facility Rate，存款便利利率）两个工具分别构成了利率走廊的上下限，LFR工具类似于再贷款，利率则高于市场利率；DFR为金融机构向央行存款隔夜的利率，通常低于市场利率。MRO是公开市场常规操作的利率，也是货币市场短期利率的目标利率，相当于为利率走廊设置了目标中枢利率，这是与国内较为不同的设置。欧央行理事会每月通过公布Official Bank Rate的方式对目标利率进行调控，并调整利率走廊的宽度，决定DFR和LFR分别低于和高于目标利率多少点。在此条件下，欧洲央行使用一些公开市场操作工具来稳定隔夜利率，这与国内央行通过公开市场操作工

具稳定R007的利率异曲同工。欧元区隔夜拆借利率一直游走在利率走廊内，2014年6月欧央行将利率下限降为-0.1%，正式进入负利率时代，而同业拆借利率也随之突破零利率，当前水平在-0.43%左右。

## 2.2 美联储的无风险利率

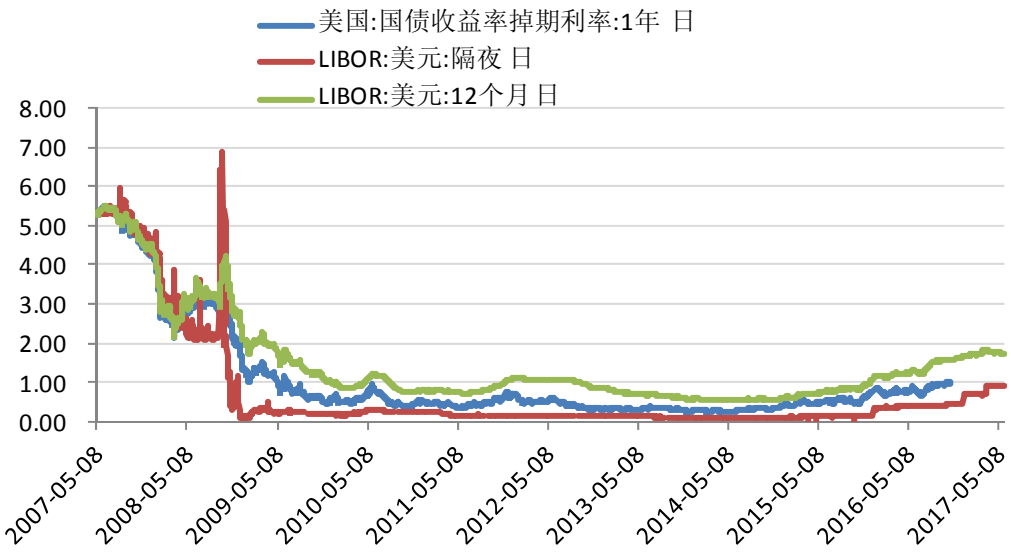
我国资金利率从R007到DR007的转变有点类似于美国衍生品定价中无风险利率libor到OIS的转变：

**DR007←→隔夜利率** | **FDR007←→OIS**

在2008年的金融危机之前，市场普遍的无风险利率为Libor，但金融危机之后，由于银行间出钱意愿大幅降低导致银行间的Libor利率飙升，并不能反映真实的无风险利率，因此金融危机之后，多数银行之间有质押的交易采用OIS利率作为无风险利率的基准，从而对衍生品进行更准确的定价。

OIS（Overnight Interest swap，隔夜利率互换）：通常市场上的OIS利率是指隔夜利率互换中的固定利率一端。具体而言，隔夜利率互换是在T0时刻谈好价格，通常多头以浮动端换固定端，空头以固定端换浮动端，在T0时刻，$V_{浮动}=V_{固定}$。$V_{固定}$代表了固定利率端的现值，用未来现金流根据OIS折现，$V_{浮动}$代表了浮动利率端的现价，用隔夜利率的几何平均数折现而得，由于浮动端的利率通常是美联储定期公布的隔夜参考利率，违约风险非常低，因而OIS利率往往被认为是风险低于Libor的无风险基准利率，类似于我国的FDR007的设置思路。

**图 10：美国国债收益率掉期利率与 Libor**




资料来源：Wind，第一创业证券研究所整理

# 3 近期利率走势探讨

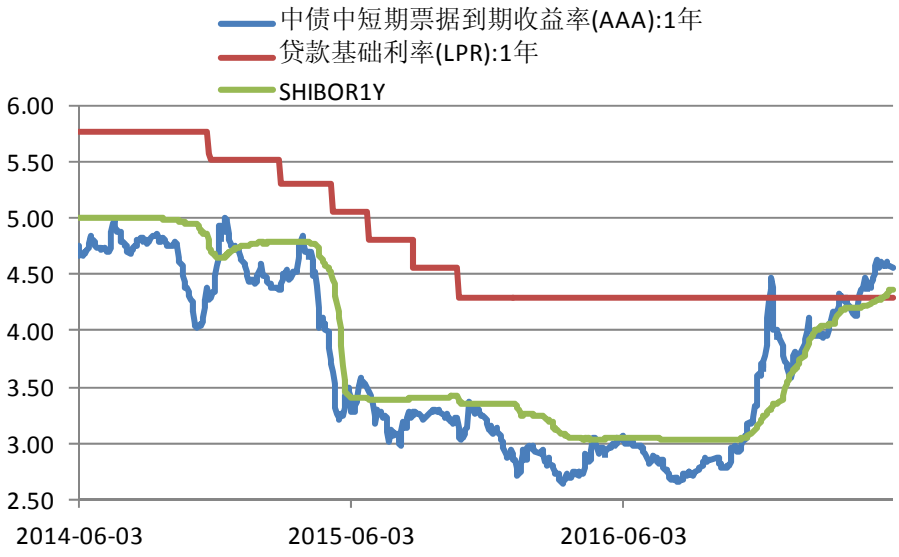
今年以来，债市收益率一直处于动荡上行的格局中，目前10年期国债收益

率已上行至3.6%，10年期国开债的收益率上行至4.4%，创近两年多的历史新高。在经历了2014年初到2016年中的两年多的大牛市之后，债市在2016年四季度起开始进入牛市，而造成这个转折点的主要由于宏观政策的转向，由之前的较为宽松转为中性偏紧。债市的先行指标可以从利率互换定盘曲线FR007的变化窥探一二，利率互换可以更真切的反应债市投资者对于未来利率走势的预期，牛市的开启往往对应着FR007快速下行，而熊市则一般以FR007快速陡峭化上行开启，比如2013年6月和2016年12月。

近期FR007出现较为明显的下行，并且与利率债短端的剪刀差开始扩大，支撑该种现象的原因可能主要是投资者对6月份MPA考核时点流动性偏紧的预期，但同时央行呵护流动性的操作也在近期有所展现，投机市场做空利率参与者开始增多，可能预示着未来短端利率下行概率增加。至少在现有收益率曲线极平的背景下，短端相较于长端具备更高的性价比。

目前1Y期短融中票利率和shibor利率均超过了1Y期贷款基准利率，一方面反映了银行间流动性仍然压力较大，另一方面亦反映了资产收益率大幅上行对贷款的压力，说明目前债市去杠杆虽已达到一定阶段，但还未传导至实体经济，未来银行负债端压力和资产端的替代性压力可能共同逼迫贷款利率上行。

**图 11：中票、Shibor 利率均超过 1Y 贷款基础利率**




资料来源：Wind，第一创业证券研究所整理

关注第一创业研究所微信公众号，获取相关研究报告！

## 免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“ 本公司 ”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。 任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级：

| 评级类别 | 具体评级 | 评级定义 |
|---|---|---|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上 |
| | 审慎推荐 | 预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
| | 中性 | 预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上 |
| 行业投资评级 | 推荐 | 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数 |

**第一创业证券股份有限公司**

**深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层**
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

**北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层**
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

**上海市浦东新区巨野路53号**
TEL:021-68551658 FAX:021-68551281
P.R.China:200135