

学校编码: 10384
学号: 15620131152070

分类号 _____ 密级 _____
UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

近年我国货币政策利率传导的障碍与对策

The Obstacles And Countermeasures of Current Monetary
Policy Interest Rate Transmission in Our Country

李红梅

指导教师姓名: 邱崇明教授

专业名称: 金融学

论文提交日期: 2016年4月

论文答辩时间: 2016年4月

学位授予日期: 2016年6月

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2016年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

本文以中央银行不断降低基准利率，但是长期利率仍然居高不下，短期利率与长期利率走势长期不一致为选题背景，探讨我国货币政策的利率传导受阻的成因和对策。从美国以及欧元区等世界主要经济体的长期利率与短期利率关系的表现来看，绝大多数时期，短期利率和长期利率基本呈同向变动，并且长期利率高于短期利率，但是，在某些期间，二者之间表现出非同向变动。这表明，即使在金融市场发育比较成熟的国家，短期利率向长期利率的传导也常常存在阻滞，即短期利率不能很好地“撬动”长期利率。然而理想的货币政策是中央银行“舞动”短期利率，带动长期利率轻轻“飞扬”，从而影响居民和企业的消费、投资决策行为，最终影响总需求及价格。为此，短期利率与长期利率的联动性成为了决定货币政策利率传导有效性的关键。鉴于短长期利率传导受阻给实现货币政策“稳增长”目标带来的不利影响，这一问题的研究对于提高货币政策的实施效果具有重要的现实意义。

本文首先通过构建 VAR 模型实证检验短期与长期利率之间联动性，并通过方差分解、脉冲响应分析等计量方法分析我国长期利率与短期利率之间的关系，实证结果表明，我国短期利率向长期利率的传导存在较大阻滞。随后，本文从风险溢价的角度分析我国短期利率向长期利率传导受阻的原因。通过建立以期限溢价为解释变量，长、短期利差为被解释变量的回归模型进行回归分析，结果表明，长、短期利差变动与期限溢价变动呈显著正相关，这说明期限溢价的时变性是造成长短期利率关系不稳定的原因，另外，与信用风险溢价居高不下也有一定关系。最后，定性地分析了我国短长期利率传导受阻的其他原因，并提出相关政策建议。本文主要创新点是：已有文献主要研究短期基准利率对总需求以及货币政策最终目标的影响，忽略短期利率向长期利率传导的中间环节，然而短期利率对总需求的影响需要借助长期利率发挥，因此本文将研究重点聚焦在短期利率向长期利率传导的环节，试图找出传导受阻的成因，为疏通短、长期利率的传导路径提供现实依据。

关键词：利率传导；期限溢价；融资成本

ABSTRACT

In this paper, the central bank constantly decreases benchmark interest rate, but long-term interest rates still remains high, and medium and small enterprises still face financing difficulties, which as the selected topic background, we strive to research interest rate transmission mechanism of monetary policy in our country. From the world's major economies such as the United States and the euro zone's performance of the relationship between long-term interest rates and short-term interest rates, in the most of time, short-term interest rates and long-term rates move together, and the long-term interest rate is higher than the short-term interest rate, however, in some period, they do not move together. This suggests that, even in the mature financial market development countries, the transmission from short-term interest rates to long-term interest rates often exists conduction block, namely the short-term interest rates can't very well "leverage" long-term interest rates. However, ideal monetary policy is that the central bank "dancing" short-term interest rates, and long-term interest rates "flying" gently along with short-term interest, thus affects the consumption and investment behavior of the residents and enterprises, and ultimately affects the real economy. Therefore, the linkage between short-term interest rates and long-term rates becomes the key determinants of monetary policy interest rate transmission efficiency. Aiming at the key points, the analysis of correlation between short-term interest rates and long-term interest rates, finding out the root cause, and putting forward measures for perfecting the interest rate transmission of monetary policy become the inevitable topic of this study. To improve the efficiency of the monetary policy has important practical significance.

This paper used variance decomposition and impulse response analysis method by constructing the VAR model to analyze the relations between the long-term interest rates and short-term interest rates in China. The empirical results show that the transmission from short-term interest rates to the long-term interest rate exists conduction block seriously. Then, this article analyzed the root causes of conduction block from the perspective of risk premium. By establishing regression model, this paper set the term premiums as explanatory variables, the spread between long-term

interest rate and short-term interest rate as explained variable to make regression analysis, the result showed that the two correlated to each other positively. Finally, this paper qualitatively analyzes the other reasons for the conduction block, and puts forward relevant policy Suggestions. In this paper, the main innovation point is that the most existing literature research how the benchmark short-term rate effected aggregate demand, but ignored the transmission from short-term interest rates to long-term interest rates, however, the impact of short-term interest rates on aggregate demand needs long-term interest rates, so this paper will focus on the transmission from the short-term interest rates to long-term interest rates, and try to straighten out the interest transmission path of monetary policy in China.

Key words: Interest rate transmission; Term premiums; Financing cost

目 录

第一章 导论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究的问题及研究意义.....	5
1.3 研究方法和研究框架.....	6
1.4 本文的研究创新与不足.....	7
第二章 理论与文献回顾	8
2.1 货币政策利率传导机制的相关理论.....	8
2.1.1 凯恩斯学派的利率传导机制.....	8
2.1.2 托宾 q 理论.....	9
2.2 利率期限结构理论.....	9
2.2.1 预期理论.....	10
2.2.2 市场分割理论.....	11
2.2.3 流动性偏好理论.....	11
2.2.4 优先偏好理论.....	12
2.3 文献综述.....	13
2.3.1 长短期利率联动关系的实证研究综述.....	13
2.3.2 短期利率传导受阻原因分析文献综述.....	15
2.3.3 应对利率传导障碍的文献综述.....	16
第三章 短长期利率联动效应的实证分析	19
3.1 长短期利率关系的国际表现.....	19
3.1.1 美国长短期利率关系的表现.....	19
3.1.2 欧元区长短期利率关系表现.....	20
3.1.3 中国长短期利率关系的表现.....	21
3.2 实证方法选择与数据描述.....	23
3.2.1 方法选择.....	23
3.2.2 数据描述.....	23
3.3 单位根检验.....	24
3.4 建立 VAR 模型以及估计结果.....	25

3.5 Granger 因果检验.....	27
3.6 脉冲响应分析.....	28
3.7 方差分解.....	30
3.8 实证结论.....	32
第四章 短长期利率传导障碍的原因分析——基于风险溢价视角.....	34
4.1 研究假说.....	34
4.2 对信用风险溢价说的实证检验.....	36
4.3 期限溢价与长短期利差关系的实证分析.....	39
4.3.1 长短期利差分析.....	39
4.3.2 变量选取及数据说明.....	41
4.3.3 数据描述.....	42
4.3.4 实证结果分析.....	43
4.3.5 结论.....	44
4.4 长短期利率传导障碍的其他原因分析.....	45
4.4.1 利率体系复杂预期作用难以发挥.....	45
4.4.2 非市场化投资融资行为阻碍利率传导.....	45
第五章 主要结论与对策.....	47
5.1 主要结论.....	47
5.2 政策建议.....	48
5.2.1 稳定期限溢价.....	48
5.2.2 实施非传统的货币政策.....	48
5.2.3 宣示政策利率、引导公众预期.....	49
参考文献.....	50
致谢.....	53

CONTENTS

Chapter 1 Introduction	1
1.1 The research background	1
1.2 Research question and research significance	5
1.3 Research methods and research framework	6
1.4 The research innovation and inadequate	7
Chapter 2 The theory and literature review	8
2.1 The theory of interest rate transmission mechanism	8
2.1.1 Keynesian interest rate transmission mechanism.....	8
2.1.2 Tobin q theory.....	9
2.2 Term structure of interest rate theory	9
2.2.1 Expectation theory.....	10
2.2.2 Segmented Markets Theory.....	11
2.2.3 Liquidity preference theory	11
2.2.4 Priority preference theory	12
2.3 Literature Review	13
2.3.1 Empirical study of linkage between long and short rate.....	13
2.3.2 Literature review about reason analysis	15
2.3.3 Literature review about countermeasure.....	16
Chapter 3 Empirical analysis	19
3.1 The international performance	19
3.1.1 The American performance	19
3.1.2 The European performance.....	20
3.1.3 The Chinese performance	21
3.2 The empirical method and data description	23
3.2.1 The empirical method	23
3.2.2 Data description	23
3.3 Unit root test	24
3.4 The VAR model and estimated result	25

3.5 Granger causality test.....	27
3.6 Impulse response analyz.....	28
3.7 Variance decomposition.....	30
3.8 Empirical conclusions.....	32
Chapter 4 The reason analysis - based on the risk premium.....	34
4.1 Research Hypothesis.....	34
4.2 The empirical test of the credit risk premium.....	36
4.3 Empirical analysis of linkage between term premiums and spread.....	39
4.3.1 Term spreads analysis.....	39
4.3.2 Variable selection and data description.....	41
4.3.3 Data description.....	42
4.3.4 The empirical result analysis.....	43
4.3.5 Conclusion.....	44
4.4 Other reasons for analysis of conduction obstacle.....	45
4.4.1 Complex Interest rate system.....	45
4.4.2 The non-market investment and financing behavior.....	45
Chapter 5 The main conclusions and countermeasures.....	47
5.1 The main conclusions.....	47
5.2 Countermeasures.....	48
5.2.1 Stable term premiums.....	48
5.2.2 The implementation of unconventional monetary policy.....	48
5.2.3 Declared policy rates.....	49
Reference.....	50
Acknowledgements.....	53

第一章 导论

1.1 研究背景

回顾 2015 年，中央银行从 2 月份开始不断下调准备金以及存款基准利率，目的是为了向市场注入充裕的流动性，降低社会融资成本，带动投资和消费，刺激实体经济的发展。最近的一次降息是在 2015 年 10 月 23 日，根据中国人民银行网站的信息显示，央行自 2015 年 10 月 24 日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，同时下调存款准备金率 0.5 个百分点。这已经是 2015 年的第五次降息降准。具体降息降准的信息如表 1.1 所示：

表 1.1 2015 年货币政策信息汇总表 单位：%

时间	次数	幅度	降息降准关键词
2015-02-05	第一次降准	0.5%	降准 0.5 个百分点
2015-03-01	第一次降息	0.25%	降息 0.25%；存款利率上限调整为 1.3 倍
2015-04-20	第二次降准	1%	降准 1%；对农村金融机构额外降低 1%
2015-05-11	第二次降息	0.25%	降息 0.25%；存款利率上限调整为 1.5 倍
2015-06-28	第三次降息（双降）	0.25%	降息 0.25%；同时降低存款准备金率 0.5%
2015-08-26	第四次降息	0.25%	降息 0.25%
2015-09-06	第四次降准	0.5%	降准 0.5%；向汽车金融等额外定向降准 3%
2015-10-24	第五次降息（双降）	0.25%	降息 2.5%；同时降准 0.5%

数据来源：货币信息网

然而效果如何，我们可以看下其他宏观经济指标增幅的情况，具体如下：



图 1.1 2008 年 1 月——2015 年 12 月投资同比增长率 单位：%

从 2014 年 11 月 22 日开始，中国央行持续降息，根据货币政策的利率传导机制，央行调节短期利率，将会通过利率期限结构影响长期利率，长期利率的变动将会引起居民和企业的消费投资决策的调整，最终影响总需求。因此，从理论上讲，短期利率下降，投资应该增加。但是，从图 1.1 来看，我国的固定资产新增投资不仅没有增加，反而持续下降。

利率持续下调，投资表现却不振，中央银行货币政策的效果甚微，这反映了我国货币政策的利率传导存在阻塞。

另外，我们再来看一组流动性的数据。根据人民银行官网上的数据，从 1949 年到 2008 年，中国的银行系统一共投出 300000 亿元信贷，但从 2009 到 2014 年，银行系统投出的信贷是 500000 亿元。换言之，这 5 年的信贷投放量比此前 60 年总和还多 67%。根据人民银行发布的《2015 年上半年社会融资规模增量统计数据报告》，2015 年上半年我国对实体经济新增加的人民币贷款高达 65900 亿元。这一数据仅次于 2009 年（2009 年上半年该数据为 74000 亿）为了应对国际金融危机而采取的超常举措。根据人民银行发布的《2015 年三季度金融机构贷款投向统计报告》，2015 年金融机构人民币各项贷款前三季度增加 99000 亿元，同比增加 23400 亿元。这一数据已经超过 2009 年全年的新增贷款。以上数据表明，我国货币供给充裕，并不存在流动性不足的问题。

市场资金面相对宽裕，银行间短中期利率比年初大幅下降，然而从《2015

年三季度货币政策执行报告》^①的数据来看，管理层的努力似乎成效甚微。截至三季度末，虽然社会融资成本有所下降，但是与企业投资回报率以及发达经济体融资成本相比，仍然处于高位，具体表现如下：

首先，社会融资成本从年初高点处有所下行。2015年9月末，加权平均的社会融资成本接近5.70%，比年初下降了1.08个百分点。2015年一季度后，央行货币政策持续宽松，且市场主体对经济前景较为担忧，投融资需求低迷，长期资金利率处下行。截至2015年三季度末贷款加权平均利率从年初的6.77%降低到5.7%，其中一般贷款加权平均利率从年初的6.92%下降到6.01%，信托及委托贷款利率基本不动。贷款融资规模占比超过50%，这使得整体融资利率下降幅度极为有限。截至2015年三季度末，加权平均社会融资利率为5.7%，较去年同期（5.93%）下降了0.23个百分点，仍处于相对高的水平。

其次，企业投资回报率与融资成本倒挂。ROIC（全投资回报率）是衡量企业投资效益的关键性指标，从上市公司三季度报来看，加权平均ROIC略低于5.5%。考虑到上市公司在全部经济主体中盈利能力、公司资质偏好，那么全行业加权平均ROIC将低于5.5%。而贷款加权平均利率为5.7%，加权平均社会融资成本约为6%。本质上债权人将资金借出获取的利息收益来源债务人的投资回报，根据上述对于融资利率的分析可见，融资成本已高于企业投资回报率，这种畸形的倒挂扭曲了信贷循环链条。

再次，资金利率显著高于发达经济体。截止2015年9月末，美国、欧洲、日本等主要发达经济体的政策利率接近0，贷款、政策利率均较低。以美国为例，10年期国债利率接近2.5%，而我国10年期国债利率约3.32%。美国30年房贷利率约4%，而我国约6%。此前国内企业在海外发行债券，融资利率都远低于国内，且投资者申购踊跃，也反映出国内的利率水平偏高。

以上关于流动性和长期资金成本的数据表明，充裕的流动性压低了短期资金利率，但是长期资金利率依然在高位徘徊。

最后，为了观察我国长期利率与短期利率的关系，本文选取了2006年10月至2015年12月的10年期国债到期收益率和上海银行间拆借利率SHIBOR，从

^① 2015年第四季度货币政策执行报告里指出贷款加权利率已明显降低，但现阶段短长期利率传导受阻是客观存在，且还不止发生一次，这说明以后还可能发生，因此对这一问题的研究并不会因为现在暂时缓解而过时。

图中可以直观地看出我国长期利率和短期利率走势长期不一致，甚至在 2010 年的 12 月份和 6 月份、2011 年的 9 月份和 12 月份、2012 年的 6 月份均出现了短期利率大于长期利率的利率倒挂现象。具体见图 1.3。长短期利率关系的不稳定严重影响了我国货币政策的实施效果。

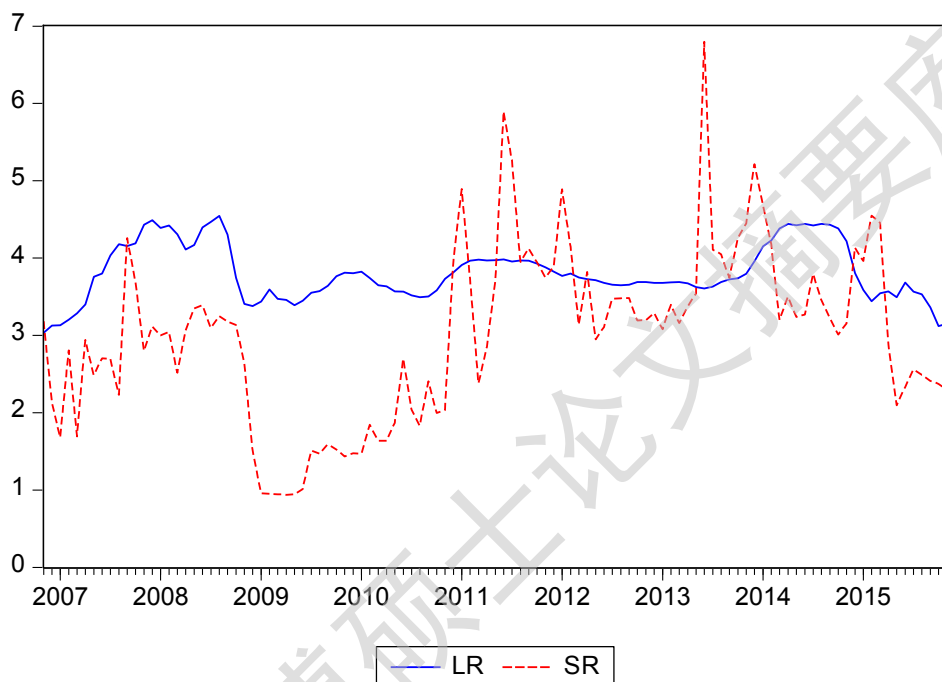


图 1.3 2006 年 11 月——2015 年 12 月我国长短期利率走势 单位：%

另外，从货币当局战略部署来看，疏通货币政策传导机制已经成为中央银行下一步的战略目标。2016 年 2 月 6 日，中央银行发布了《2015 年第四季度货币政策执行报告》，人民银行表示，下一阶段，将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，优化政策组合，加强和改善宏观审慎管理，疏通货币政策传导渠道。适应金融深化和创新发展的要求，进一步完善调控模式，加强预期引导，强化价格型调节和传导机制，疏通货币政策向实体经济的传导渠道，提高金融运行效率和服务实体经济的能力。

综上所述，央行多次下调短期利率，但投资不增反减，这表明我国的货币政策传导存在障碍。从充裕的流动性压低短期资金价格，但是长期资金价格依然维持在高水平，短期利率与长期利率的变动常常出现背离，甚至出现短期利率与长期利率“倒挂”的现象，进一步反映了我国货币政策的利率传导存在障碍。同时，

中央银行已经将疏通货币政策传导机制作为下一步的战略部署，因此，对当前我国货币政策利率传导的障碍与对策的研究具有重要现实意义。

1.2 研究的问题及研究意义

首先，随着金融市场的不断发展，金融工具的创新，我国的货币政策将逐渐从数量型调控向价格型调控转变。这要求我国中央银行构建以短期利率为基础的货币政策市场操作框架，从而中央银行可以通过货币政策利率传导机制来调控实体经济。具体的中央银行货币政策的利率传导机制是：中央银行通过实施货币政策操作工具调控短期利率，短期利率通过利率期限结构影响长期利率，进而影响居民和企业的消费投资行为，最终影响总需求以及价格。因此，中央银行要想通过调节短期利率影响总需求，必须要通过长期利率发挥作用，即短期利率要能够“撬动”长期利率，因为根据凯恩斯的理论，只有长期利率才会对经济主体的行为产生影响。但是，从目前我国货币政策效果来看，央行频繁降息降准，但利率的短端调控并没有影响到长端，我国实体经济的融资成本依然居高不下，实体经济进入融资困境，简而言之，在“央行实施宽松货币—金融机构加大投放—实体经济融资增加”传统的货币政策传导路径中依然存在着诸多的障碍，影响我国货币政策的实施效果，而“输血”路径阻塞的最根本原因是货币政策利率传导受阻。理想的货币政策应该是中央银行调整短期利率，长期利率随着短期利率的调整而随着变动，从而带动经济主体的消费投资行为的调整，实现经济资源的重新配置，最终实现货币政策的最终目标。因此，长期利率与短期利率之间的联动性成为影响货币政策传导效果的关键。为了疏通短期利率向长期利率传导的路径，本文将聚焦在短期利率向长期利率传导的环节，研究短期利率与长期利率之间关系，分析货币政策利率传导障碍的成因，提出完善目前我国货币政策利率传导机制的相关政策建议，这为疏通短、长期利率的传导路径提供了重要的现实依据。

其次，目前我国利率市场已经接近尾声，贷款利率的管制已经完全放开，存款利率的浮动上限也不断放宽。一旦存款利率完全放开，那么我国将完成利率市场化。最终，“行政”手段调控市场利率的措施将被“市场化”的调控措施所取代。毫无疑问，利率市场化的基本条件在于市场对资金价格——利率的调节，并借助市场调控措施将政策意图传导至实体经济的运行中。也就是说，货币政策

的利率传导渠道是否顺畅关系到市场化调控措施是否能够有效调节市场利率。但是,从目前我国货币政策利率传导效果以及长期利率与短期利率之间关系来看,我国货币政策利率传导路径存在诸多阻塞,长期利率与短期利率之间的关系也十分的不稳定,调控利率还不能够有效地影响实体经济。因此,如果只强调市场化的调控措施,而不去真正构建市场,完善市场传导机制,那么不仅不能对实体经济产生理想的效果,而且会破坏金融市场原来的均衡关系,加剧金融市场的震荡。

基于上述原因,我们有必要对我国长短期利率传导是否存在障碍以及导致传导障碍的原因进行分析,并探讨相应的对策,以疏通短期利率向长期利率传导的渠道,最终实现中央银行的政策目标。

1.3 研究方法和研究框架

本文重点研究以下两个问题:一是我国的短期利率与长期利率的传导路径是否存在障碍,具体分析长期利率与短期利率之间的联动性;二是如果存在障碍,则导致传导障碍的原因是什么。

本文将采用理论分析与实证分析相结合的研究方法,一方面,梳理了货币政策利率传导机制的相关理论以及描述长期利率与短期利率关系的利率期限结构理论,为下文研究奠定理论基础。另一方面,对我国的长期利率与短期利率的关系进行实证分析,这部分采用的实证方法主要是向量自回归(VAR)、脉冲响应函数分析以及方差分解等方法。其次,本文采用了描述性统计分析以及最小二乘回归的方法对我国货币政策利率传导障碍的原因进行分析,并据此提出提高我国利率传导有效性的政策建议。

本文研究框架的具体安排如下:

第一章. 导论, 阐述本文的选题背景、研究的问题和研究意义、论文的结构安排、创新与不足。

第二章, 理论和文献综述。概括地介绍利率传导机制和利率期限结构理论, 并对有关长短期利率传导障碍的文献进行比较系统的梳理。

第三章, 实证检验。对中国长短期利率之间联动性的现状进行实证检验。本章首先回顾了美国、欧元区、中国长短期利率关系的表现。然后运用 VAR 模型和脉冲响应分析以及格兰杰因果检验等计量方法, 分析了我国短期利率和长期利

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.