



中期政策利率框架下10年期国债利率波动探析

An Analysis of Interest Rate Fluctuations and 10-year Treasury Bonds under the Medium-term Policy Interest Rate Framework

窦寒

MLF利率在当前央行政策利率框架下的定位

MLF利率的形成和完善是利率市场化进程中的重要环节。在当前央行政策利率框架下，MLF利率与OMO利率共同构成了积极有效的利率调控体系。我国利率市场化改革进程自十八届三中全会以来得到加速推进，并在货币市场工具创新、利率走廊建设、传导机制梳理、健全货币政策框架等方面取得了积极进展。目前我国已基本形成了市场化的利率形成和传导机制，以及较为完整的市场化利率体系（易纲，2021）。由于我国的货币政策主要通过商业银行来进行传导，所以依据当前的央行调控框架，是通过政策利率向基准利率释放调控信号，再引导市场利率以基准利率为中枢运行形成传导机制。在短端方

面，央行通过公开市场操作（OMO）利率作为短端政策利率，引导银行间货币市场利率DR007围绕OMO上下波动；同时打造利率走廊，对货币市场利率的波动性进行调节。在中长期端，央行通过中期借贷便利（MLF）利率作为中期政策利率，使其成为国债收益率、同业存单利率等债券市场利率波动的中枢（央行货币政策分析小组，2020）；然后通过挂钩LPR的方式，打造出“MLF→LPR→贷款利率”的银行信贷利率市场化传导路径。

中期借贷便利（MLF）工具自2014年9月起创设，历经多年探索，目前已逐步形成了具备固定期限（以1年期为主）、固定频率（每月月中操作）特征的常态化操作机制。MLF在创设之初，其利率就曾被定义为发挥央行货币政策之锚的作用（孙国

作者单位：苏州银行金融市场总部资产管理部。



峰，2016）。在实际操作中，MLF还可以反映出银行平均的边际资金成本，传达了央行利率调控的信号，并成为市场利率的中枢（央行货币政策分析小组，2020）。因而可以得出以下结论：MLF利率与OMO利率共同构成了积极有效的利率调控体系。在当前央行政策利率框架下，能够将操作目标、政策目标和货币政策工具有效地合而为一（孙国峰，2021），并为货币市场、债券市场、信贷市场等市场化利率的波动区间提供了锚定的中枢信号。

MLF利率对债券市场利率的传导

中期政策利率制定的必要性

从世界发达国家经验来看，2008年金融危机以前，在泰勒规则的指导下，各国央行主要致力于通过公开市场操作等货币政策来改变短端的利率水平，再通过货币市场向债券市场及信贷市场的传导，以及利率市场自身的期限结构来完成短端对中长端的定价。2008年金融危机后，由于市场利率的传导机制受到了很大破坏，西方国家开始尝试采用通过制定中期政策利率进而实现直接调控市场中长期利率的目标。如欧洲央行自2011年起推出的“长期再融资操作”（LTRO）与“定向长期再融资操作”（TLTRO），即通过推出期限为1到3年的流动性工具来达到刺激信贷的目标。

相形之下，中国的利率调控工具仍

在持续开发和丰富的进程中，制定并建设中期政策利率规则显得十分必要。过往以来，由于国内货币市场、债券市场与信贷市场之间存在着较大的摩擦，利率期限结构也不尽完善，所以央行需要加大力度去疏通货币政策传导机制以加强各期限利率的联动性。上述论点在MLF设立之初的时间段内（2014—2016年），在央行工作论文及相关政策报告中被频繁提及。如2016年初，马骏等（2016）在央行1号工作论文中指出，我国短期政策利率向债券收益率的传导效率仍然偏弱；孙国峰（2016）认为，短期政策利率难以发挥货币政策之锚的作用，需要探索中期政策利率发挥货币政策之锚的作用；中国人民银行南京分行课题组（2015）也提出，需要创建中期政策利率，让短期和中期政策利率双管齐下引导长期利率。故MLF作为中期政策利率工具的设立以及在期限、频率等方面的持续完善，对于平抑市场利率波动、提升政策传导效率、进而实现市场调控目标，有着至关重要的作用。

MLF利率对10年期国债利率的传导

MLF设立初期曾以3个月、6个月、1年等多期限品种并存为主，操作频率也并不固定。自2016年1月起，央行逐步探索出了具备固定期限（以1年期为主）、固定频率（每月月中操作）特征的常态化操作机制。而MLF对债券市场的传导过程，就商业银行而言主要通过内部转移定价



(FTP)与市场化利率期限结构来实现。

在公开市场操作层面，央行对MLF数量和利率进行调控，通过直接投放来影响商业银行从央行获得的资金边际利率。在孙国峰（2016）提出的商业银行资产负债部门和金融市场部门的两部门决策模型下，资产负债部门通常在FTP分配上占有主导地位。央行提供的中期资金进入总行资金池，在银行内部多重博弈后轧差进入货币和债券市场，因而银行金融市场部门能享受到中期资金的溢出效应。在金融市场层面，中期政策利率对10年期国债的传导，主要是通过短端向长端的期限结构传递，以及投资者预期边际变化来实现。梁斯（2018）认为，根据期限结构理论，长期债券利率水平会同步下降。张克菲等（2018）通过脉冲效应验证，MLF操作是市场流动性的重要参考，对投资者情绪有重要影响。而在数据实证方面，邢天才和王再风（2021）选取了1年期MLF利率、1年期MLF投放数量，以及1、3、5、7、10年期这5个关键期限国债利率作为变量，将2015年1月至2020年6月作为样本区间构建了VEC模型，结果发现1年期MLF利率对10年期国债利率有显著引导作用。1年期MLF利率的变动能引导改变国债收益率

曲线的斜率和曲率，且价格型政策工具效果显著于数量型工具，国债收益率曲线围绕MLF利率进行中枢波动。故MLF利率作为中期政策利率对10年期国债利率的传导在作用机制及数据实证方面均得到了验证。

货币政策变迁下MLF利率对10年期国债利率的利差特征

MLF与国债利差分析的方法论

在实际投研工作中，单一照搬央行的“黄金法则”^①用经济增速及通胀增速等相关数据来拟合国债利率，并无法体现出线性相关性。根据董德志（2016）的观点，经济金融数据和市场利率所谓的相关性只在方向上存在，但在具体变化幅度上通常无效。因而在央行政策报告与数据实证均已明确1年期MLF政策利率对国债利率具有中枢作用的前提下，本文通过划分不同货币政策阶段，考察10年期国债利率与1年期MLF利率间的利差变化，来明确两者间的响应特征。具体而言，本文参考了董德志（2020）提出货币政策阶段划分法，以1年期MLF创设日即2016年1月19日，至2021年12月31日共6年作为时间区间，取期间内1年期MLF利率和10年期国

① 根据新古典经济学的索罗模型进行推算，一国真实利率 r 应与实际经济增长率 g 相匹配，这在实践中被称作“黄金法则”。根据易纲（2021）在《中国的利率体系与利率市场化改革》的说明，我国的长期利率情况，总体上是 r 略低于 g 。



债中债到期收益率作为样本数据，根据央行释放的调控信号（政策利率变动、货币政策报告表述、央行领导讲话等）将货币政策划分为“稳定期”“紧缩期”“宽松期”作为政策周期的不同阶段类型，通过统计描述的方法观察10年期国债与1年期MLF利率的利差变动情况。

不同时段利差特征归纳

时段1：2016年，后宽松稳定期

该阶段承接自2015年货币政策宽松期。2月MLF利率下调，3月再次降准，此后PMI开始进入扩张区间，至11月央行三季度货币政策执行报告首提“注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险”之前，货币政策保持相对稳定。10年期国债在3%以下磨底，其利率变动对MLF利率变动呈滞后反应。10年国债-MLF利差区间是

(-47.59,1.52)，中位数为-18.46bps。

时段2：2016年底至2018年底，从“降杠杆”到“稳杠杆”

2016年底至2017年底，在“降杠杆”的工作要求下，全年货币政策相对紧缩，宏观杠杆率得到了有效控制。2018年3月，周小川提及整体进入“稳杠杆”阶段，叠加全年的4轮降准，央行定调流动性“合理充裕”，货币政策进入相对宽松期。从10年国债-MLF利差角度来看，2017年“降杠杆”阶段，由于货币政策紧缩，债市进入快熊，利差区间是(-23.49,78.51)，中位数是38.325bps；2018年“稳杠杆阶段”货币政策宽松，债市进入快牛，利差区间为(-7.35,72.97)，中位数有所下降，为31.35bps。

时段3：2019年初至2020年初，稳中偏宽松

2019年随着中美贸易冲突不断升级，叠加金融供给侧改革不断推进，全年货币政策历经2次全面降准、3次定向降准和1次MLF利率调降，债市全年走出慢牛状态。10年期国债一度下行至3.0附近，后受通胀制约下行动力不足。利差方面总体呈平衡震荡态势，利差区间是(-29.59,13.43)，中位数是-12.67bps。

时段4：2020年初至2021年初，疫情主导，永煤助攻

2020年初由于新冠肺炎疫情爆发，1—4月期间实施了非常规宽松政策，降准





降息及再贷款等力度较大措施接踵而至，债市整体走出一波急速下行行情。5月起货币政策开始逐步边际收紧，伴随疫情后经济快速修复，下半年宽松政策基本退出并回归正常化，债市利率因此迅速反弹。后因永煤事件的爆发，货币政策开始强调“稳字当头，不急转弯”，债市利率再度企稳。利差方面，疫情期间单边急速下行，利差区间达（-66.76,-10.15），中位数是-41.6bps；货币政策收紧后，利差区间上行至（-36.91,39.87），中位数上行至12.385bps。

时段5：2021年初至2021年底，后疫情时代常态化慢牛

2021年起，中国经济进入后疫情时代，基本面温和复苏，全年央行货币政策执行报告持续强调“稳健精准，灵活适度”。年内2次降准、1次调降MLF利率均为保障经济稳定。与之前大起大落不同的是，债市整体走势慢牛，日间波动与整

体波动率均有所减小。这期间利差区间是（-18.46,33.31），中位数是10bps。

基本结论

从趋势上来看，“10年期国债-1年期MLF利差”呈现出向零收敛趋势，印证了MLF利率对国债利率中枢效应的结论，MLF作为政策利率的实施可以有效平抑市场利率波动。自2019年开始除2020年14月防疫特别时期，整体上两者利差的中位数呈向零收敛趋势。尤其是自2021年下半年以来，多数时间利差波动幅度在±10bps以内，同当前国债利率维持日内低波幅状态形成了相互印证。故以1年期MLF利率作为中期利率中枢来看近十年的10年期国债利率走势（图2），近年来其波动率呈逐年下降趋势，MLF利率作为中期政策利率可以有效地帮助实现平抑市场利率波动的目标。

不同阶段的货币政策倾向性对利差的相对位置及振幅均有直接影响，实施平稳

表 1 2016—2021 年 10 年期国债 -1 年期 MLF 利差统计表

序号	年份	类型	利差区间（bps）	中位数（bps）	振幅（bps）	标准差
1	2016年	稳定期	(-47.59,1.52)	-18.46	49.11	11.45088
2	2017年	紧缩期	(-23.49,78.51)	38.325	102	21.79328
3	2018年	宽松期	(-7.35,72.97)	31.35	80.32	19.79604
4	2019年	稳定期	(-29.59,13.43)	-12.67	43.02	9.636831
5	2020年1—4月	宽松期	(-66.76,-10.15)	-41.6	56.61	14.86551
6	2020年5—12月	紧缩期	(-36.91,39.87)	12.385	76.78	19.57025
7	2021年	稳定期	(-18.46,33.31)	10.00	51.77	15.22642

数据来源：中债估值中心、人民银行公开市场业务操作室。



的货币政策有利于减少市场分歧并降低波动的标准差。通过标准差、振幅及中位数等关键数据的观察，在货币政策稳定期，市场交易预期相对一致，数据上体现出标准差较小、振幅收窄、中位数向零收敛的特征；在货币政策宽松期和紧缩期，市场交易预期分歧加大，机构面临趋势性行情又容易追涨杀跌，在数据上体现出标准差较大、振幅变宽、中位数向零偏离的特征。

市场展望与政策建议

年内市场展望

近年来，中国对内面临高质量发展经济的转型要求，对外面临疫情反复、全球通胀等多重不确定因素。在这样的复杂

背景下，央行货币政策会愈发强调“稳健、精准、灵活、适度、合理”等特征，同时更加坚持“以我为主”的政策基调，在操作上加强市场预期引导，充分发挥政策利率的中枢作用，以实现“总量稳、结构优”的政策目标。因而在没有过多外力干扰的情况下，本文预期年内以10年期国债为代表的债市基准利率很难再出现类似于2020年那种非常时刻大起大落的市场行情，债市利率波动率将维持低位运行状态，MLF利率对国债利率的中枢作用将一以贯之，10年期国债与1年期MLF利率利差区间也将继续维持向零收敛的统计特征。

政策建议

进一步丰富MLF的品种期限，解决超长期国债定价难的问题，提升国债收益率曲线长端利率传导效率。当前信贷市场利率已通过MLF与LPR挂钩并加上息差的方式实现；债券市场方面，以10年期国债利率为代表的基准利率也基本围绕MLF利率作为中枢波动。但是作为整体的国债期限结构而言，在长端品种上仍存在一定程度的传导阻碍，超长期国债面临定价难的问题。近年来，以30年期为代表的超长期国债备受市场青睐，一级发行持续增加，二级交易日益活跃。通过外汇交易中心数据平台iData统计，截至2022年2月15日的过往半年国债排名前十活跃券中，30年期品种即占2个。且不同于欧美市场，目前国内超长期国债定价相关研究并不充分，



数据来源：中债估值中心、人民银行公开市场业务操作室。

图2 10年期国债与1年期MLF利率走势：
2012年1月—2021年12月



使得市场交易往往侧重于考虑相对的流动性溢价（牛霖琳和林木材，2017）。对于超长期国债的定价难题，建议可以考虑设立期限更长的MLF品种，积极探索MLF在国债收益率曲线长端利率的传导作用，并同中金所规划的30年期国债期货品种相结合，共同开发其价格发现功能，为30年等超长期国债寻找一个合理的价格中枢。

加强市场预期管理，发布前瞻性指引，结合MLF中期利率的中枢作用，通过市场化手段平抑利率波动。在双支柱政策框架下，运用市场化手段来平抑利率波动，是疏通货币政策传导机制后效率最高、成本最小的调控方式。近年来，央行同市场的沟通渠道也在不断地丰富。目前包括每日公开市场操作、月度MLF操作、

季度《货币政策执行报告》以及央行领导新闻发布会等沟通方式，均对引导市场预期并减少过度波动起到了积极作用。IMF的研究报告就指出，中国央行的沟通有显著成效，但还可以继续进步（McMahon et al., 2018）。从2020年之后来看，后疫情时代全球经济面临产出下降、通胀上升等诸多共同挑战，各国央行同机构的沟通方式均在进一步前置。因而引入发达国家已较为成熟的前瞻性指引制度，宣示MLF作为中期政策利率的功能，有助于降低市场同央行之间的博弈程度，消化国际市场的信息冲击幅度，进而实现稳定市场预期、平抑利率波动的调控目标。 [N]

学术编辑：韦燕春

参考文献：

- [1] 董德志. 投资交易笔记:续[M].北京:经济科学出版社,2016.
- [2] 董德志. 以MLF利率为锚,搭建中国利率曲线定价体系[J].中国货币市场,2020(8).
- [3] 梁斯.利率市场化背景下的货币政策利率传导机制研究[J].金融监管研究,2018(07).
- [4] 马骏等.收益率曲线在货币政策传导中的作用[R].中国人民银行工作论文.2016(1).
- [5] 牛霖琳,林木材.中国超长期国债的相对流动性溢价与收益率曲线的结构性建模[J].金融研究,2017(4).
- [6] 孙国峰,段志明.中期政策利率传导机制研究:基于商业银行两部门决策模型的分析[J].经济学(季刊),2016(10)
- [7] 孙国峰.健全现代货币政策框架[J].中国金融. 2021(1).
- [8] 邢天才,王再丰.中期借贷便利工具对国债利率期限结构的影响:基于主成分分析和VEC模型的实证检验[J].金融论坛,2021(7).
- [9] 易纲.中国的利率体系与利率市场化改革[J].金融研究,2021(9).
- [10] 张克菲,任小勋,吴晗.创新货币政策工具对资产价格的影响:来自MLF操作的经验证据[J].证券市场导报,2018(10)
- [11] 中国人民银行货币政策分析小组. 2020年第二季度中国货币政策执行报告[R].中国人民银行货币政策执行报告,2020-08-06.
- [12] 中国人民银行南京分行课题组.基于短长期利率关系的中央银行政策利率传导机制研究[J].上海金融,2015(10).
- [13] Michael McMahon, Alfred Schipke, Xiang Li. China's Monetary Policy Communication: Frameworks, Impact, and Recommendations[R].IMF Working Paper,2018(11).