

《金融市场研究》专家审稿单

稿件篇名：利率放开后金融市场间利率传导阻滞

外
审
意
见

利率政策传导效率直接决定了货币政策调控的有效性，论文对利率放开后的货币市场、债券市场和信贷市场利率传导效果进行实证分析，指出市场间利率传导存在阻滞并对其成因进行分析，并提出相应建议。论文研究主题具有一定现实意义，但论文的实证研究方法和问题分析仍存在可待商榷之处。

1、货币市场与债券、信贷市场分属于不同的金融市场。利率放开后的价格调控模式下，央行主要是通过短端政策利率调整影响其他市场价格，进而实现政策最终目标。不过，由于金融市场性质不同，利率政策的有效传导只要方向和相关性一致即可，并不意味着不同市场利率的完全同步变化，这取决于市场期限和风险溢价等情况。因而，仅是以市场间利率非同步变化判断利率传导阻滞，结论上过于绝对，利率弹性估算也不能完全得到相应的结论，更何况对于方向不一致的结果，作者未进行进一步的分析。

2、应当说，以利率弹性分析市场利率关联性和利率传导有效性，还是有一定价值的。不过，显然弹性系数是一个时变变量，简单地以既定样本期的回归得到的弹性，不足以说明问题。建议作者采用时变参数估计方法。更主要的是，对于第二部分的原因分析，主要是以理论分析为主，如果是时变参数计算弹性的话，就可以对各因素进行检验，这样得到的结论才更为可靠，政策建议也更有针对性。

	年 月 日
作者 回 复	尊敬的《金融市场研究》审稿专家和编辑老师： 您好！ 非常感谢审稿专家和编辑老师严谨、细致和认真的审阅，给我们提供了难得的学习机会和修订论文的机会。 审稿专家指出了本文存在的不足以及修改建议，非常具有建设性，给文章的进一步修改完善指明了方向。通过阅读和学习审稿专家的反馈意见，我们对论文进行了认真修改，相信文章的质量也由此得到提高。在此，对审稿专家仔细阅读和精心指导表示衷心感谢！下面对审稿专家和编辑老师的具体修改意见逐一回复，并对修改之处（补充的文字在修改稿中用红字标出）进行说明，请尊敬的审稿专家和编辑老师在百忙中抽出宝贵的时间予以审阅： 1. 诚如审稿专家所指出的，“利率政策的有效传导只要方向和相关性一致即可，并不意味着不同市场利率的完全同步变化，这取决于市场期限和风险溢价等情况。”如何精确地刻画利率传导阻滞程度确实比较困难。本文根据各利率变量的时间变化趋势来大体反映利率传导阻滞现象，这种统计观察法虽然不精确，但是可以作为特征事实直观反映利率传导阻滞。为使文章更加严谨，我们将基于弹性系数来测算利率传导阻滞部分删除。对于如何更为准确地刻画利率传导阻滞程度，我们将根据审稿专家的建议，在下一步的研究中进行深入探讨，感谢审稿专家给我们指明了未来的研究方向。 2. 感谢审稿专家的真知灼见，建议我们采用时变参数估计方法估算弹性系数，并且对影响利率传导阻滞的各因素进行检验。在特征事实部分，我们已删除采用弹性系数测算利率传导阻滞的部分内容，这样使文章更加精练。在成因分析部分，本文主要是从理论上定性剖析利率传导阻滞的原因，并提出相应对策。在下一步的研究计划中，我们将遵照审稿专家的建议，采用更精确的方法来测算利率传导阻滞程度，并从定量角度计量检验利率传导阻滞的影响因素。 作者：张永红

	2025 年 5 月 20 日
--	-----------------

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，隐名后的有价值讨论可公开。如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。

《金融市场研究》专家审稿单

稿件篇名：利率放开后金融市场间利率传导阻滞：特征事实、成因分析与疏通对策

外 审 意 见	文章系统探讨了利率放开后金融市场间利率传导阻滞的现状和成因，对阻滞程度进行了量化测算，并提出相应对策，具有一定参考价值。但是文章仍然存在一些问题，建议如下： 1. 第一部分基于弹性系数测算利率传导阻滞的实证模型过于简单且模型设计合理性存疑：第一，文章选用 1 天、7 天同业拆放和质押式回购利率作为自变量，6 个月-10 年期国债和企业债 YTM 作为因变量，自变量与因变量之间存在期限和信用溢价，是否适合纳入同一模型分析有待商榷，需要充分的理论依据和文献支撑，或者考虑重新建模；第二，该回归模型为时间序列回归，但是缺乏数据预处理过程，需要对数据进行平稳性检验，以判断是否适合进行后续建模；第三，自变量和因变量之间是否为简单的同期线性影响关系，还是可能存在滞后影响或者自回归（脉冲响应分析），抑或存在非线性影响？这需要充分的事实依据或理论支撑，建议就现有模型补充论据或者考虑重新建模；第四，回归系数是否显著，在正文中未报告，可能并非所有系数都显著，但是至少需要在表中标注出来并综合参考系数大小与显著性展开分析
------------------	--

2. 第一部分提到了金融市场间利率传导的三类阻滞，第二部分提到了成因，但是第二部分的成因并未紧密围绕第一部分的阻滞结论和测算结果展开分析，这导致两部分内容存在“两张皮”问题。建议第二部分分析成因时更多提及并紧密结合第一部分内容。

3. 第一部分作者基于弹性系数测算利率传导阻滞程度，这里面弹性系数只是为了计算阻滞程度的中间变量，但是作者花了不少篇幅对弹性系数的测算结果进行分析。此外，文章表 2 列出了弹性系数结果，表 3 列出了阻滞程度结果，但事实上表 3 中的数只是用 1 减去所有表 2 中的数得到（表 4 和表 5 也是这个问题），具有一定重复性，导致篇幅冗长。建议精简对弹性系数的测算结果的分析并删除弹性系数测算结果。

4. 文中对策建议部分指出“按照 2023 年 10 月中央金融工作会议的部署，“坚持‘引进来’和‘走出去’并重，稳步扩大金融领域制度型开放，提升跨境投融资便利化”，这个会议距今已经一年有余，是否有最新的重要会议提及相关内容，请核实，如有，请引用。

5. 文中多处存在纰漏，建议仔细排查全文并调整，包括但不限于以下方面：

（1）“利率作为货币资金的价格，利率市场化就是让市场利率在资金配置中起决定性作用，这首先需要……。”这句话不太通顺，建议调整；

（2）第二部分“然而，相比发达经济体而言，我国金融衍生品市场起步晚、规模小。比如，20 世纪 90 年代初我国开始探索和尝试

利率衍生品业务，但直至 2005 年才开始正式推出利率衍生品；2010 年开始推出信用风险缓释合约和信用风险缓释凭证，2016 年推出信用违约互换和信用联结票据。”文中的分号“；”建议改成逗号“，”。另外这段话其实并未体现出我国衍生品市场与发达国家之间的差距，建议简单提一下发达国家金融衍生品发展情况；

（3）对策建议部分：“因此，应健全金融市场监管体系，……防止出现出现监管过严和监管空白并存的现象，保障金融市场间利率传导的顺畅性和稳定性。”请将重复词语删掉；

（4）文中提到 CNABS 的统计数据，但是没有给出 CNABS 的含义（中文全称）；

（5）文中提到“信贷资产证券化产品发行规模为 3495.69 亿元，占比仅为 18.64%，相比银行庞大的信贷资产而言更是偏少。”请给出银行信贷资产规模数据；

（6）“2014—2021 年处于高速发展期，发行规模存量达到 135382.88 亿元；2022 年……，截至 2023 年末发行规模存量萎缩为 43500 亿元……”，诸如此类比较大的数据单位能否换成“万亿元”？（前文描述金融机构总资产等数据用的就是“万亿元”，建议保持一致）；

（7）“同美国、日本等成熟的债券市场相比，我国债券市场国债占比和换手率都处于较低水平。”该论点是否有数据支撑？

（8）文中第二部分、第三部分的一些文字表述不甚简洁，有些冗长，建议精简。

	2025 年 3 月 11 日
作者回复	尊敬的《金融市场研究》审稿专家和编辑老师： 您好！ 非常感谢审稿专家和编辑老师严谨、细致和认真的审阅，给我们提供了难得的学习机会和修订论文的机会。 审稿专家指出了本文存在的不足以及修改建议，非常具有建设性，给文章的进一步修改完善指明了方向。通过阅读和学习审稿专家的反馈意见，我们对论文进行了认真修改，相信文章的质量也由此得到提高。在此，对审稿专家仔细阅读和精心指导表示衷心感谢！下面对审稿专家和编辑老师的具体修改意见逐一回复，并对修改之处（补充的文字在修改稿中用红字标出）进行说明，请尊敬的审稿专家和编辑老师在百忙中抽出宝贵的时间予以审阅： 1. 在特征事实部分，本文初稿参考马骏和管涛（2018）的方法来测算弹性系数，然后进一步计算阻滞程度，以此大体反映金融市场间利率传导阻滞。在特征事实部分，由于计量检验不是本文关注的重点，因此没有进行平稳性检验，也没有考虑变量间可能存在的非线性关系等，这是文章的不足之处。为使文章更加严谨，我们将基于弹性系数来测算利率传导阻滞部分删除，仅根据各利率变量的时间变化趋势来反映利率传导阻滞现象。 2. 遵照审稿专家的建议，在第二部分分析利率传导阻滞成因时，尽可能多地提及并结合第一部分的内容，力求做到前后呼应。 3. 如前所述，第一部分中基于弹性系数测算利率传导阻滞程度的相关内容，已做了删除。 4. 这部分我们已做更新，引用党的二十届三中全会决议中的表述：“推动金融高水平开放”。 5. 非常感谢审稿专家的严谨细致，一一指出文中的纰漏之处，我们对此做了相应修改： （1）为保证语句通顺，此处已调整为“利率作为货币资金的价格，利率市场化就是让市场利率在资金配置中起决定性作用，这要求金融市场利率能够及时反映资金供求状况。”

	(2) 此处的分号改成了逗号。这部分的表述更改为“相比发达经济体而言，我国金融衍生品市场起步晚”，然后对比中美两个国家金融衍生品发展的时间起点，美国在上世纪 70 年代即开始发展金融衍生品，而我国在上世纪 90 年代开始探索和尝试，本世纪初才开始正式发展。 (3) 删掉了文章中的重复词语。 (4) 在文章中补充了 CNABS 的中文全称，即“资产证券化分析网”，这是中城信和逸信息科技（上海）有限公司开发的专注于中国资产证券化的资讯和分析平台。 (5) 因为此处提及的是银行信贷资产证券化发行规模，是增量数据，故此处修改为“相比 22.75 万亿元的新增贷款而言更是偏少”，用银行的新增贷款规模进行对比。 (6) 遵照审稿专家的建议，此类比较大的数据单位已更改为“万亿元”。 (7) 这句话在文章中的作用不大，已做删除。 (8) 针对第二、三部分文字表述不简洁问题，已做相应精简。 作者：张永林 2025 年 5 月 20 日
--	---

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，隐名后的有价值讨论可公开。如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。