

第一，货币政策操作应关注银行体系的结构特征，实施差异化调控。鉴于大型银行与中小银行在流动性管理机制上的显著差异，政策应考虑各个市场主体的流动性需求，确保金融体系整体稳定性。建议构建差异化的宏观审慎监管政策，设计针对不同类型银行的流动性监管指标，确保政策传导的精准性。

第二，强化央行沟通在货币政策框架中的作用，提升预期管理效率。研究证实，清晰、系统的央行沟通能够显著降低市场不确定性，将银行行为从保守的预防性囤积引导至理性的收益权衡，畅通利率传导渠道。为此，中央银行可以进一步完善政策沟通机制。在市场波动加剧或政策调整的关键窗口期，及时发布权威信息，明确政策意图和未来路径，稳定市场预期。同时，根据实时的宏观政策立场与市场环境，灵活调整沟通的内容与方式，最大化信息引导的边际效应。

第三，考虑建立动态的银行资产负债表监测体系，防范跨期流动性风险。鉴于银行资产配置存在跨期替代效应，单纯依赖当期的静态流动性指标可能存在滞后性。监管部门应建立动态监测机制，重点关注银行资产配置的期限结构变化和策略持续性。当观察到银行体系系统性地向高风险、低流动性资产倾斜，即便当期指标合规，也应将其视为未来流动性风险上升的预警信号。应将银行的跨期资产调整纳入宏观审慎评估体系，通过逆周期工具适时干预，引导银行在追求收益的同时，更加审慎地权衡跨期流动性安全。

## 商业银行利率风险的计量与管理 ——基于重定价缺口的研究

刘 冲 张紫嫣 李欣明 程子帅

党的二十届四中全会指出，构建风险防范化解体系，保障金融稳健运行。2025 年中国人民银行金融稳定工作会议强调，要持续提升风险监测的广度和深度，强化金融稳定保障体系。商业银行利率

风险是影响金融稳定的重要因素，可能导致银行经营损失，恶化偿付能力，削弱货币政策传导效果。全球金融稳定报告指出，超过四分之一的国家和地区在银行利率风险计量与管理方面存在不足，硅谷银行破产事件为这一担忧提供了证据。美联储在分析报告中指出，硅谷银行调整了风险管理模型的假设，导致计量指标低估了利率风险，并且错误地削减了利率衍生品头寸。该事件揭示了商业银行利率风险管理中的关键环节——有效的风险计量指标及审慎的风险对冲策略。

稳健的利率风险管理需以准确的计量为前提。重定价缺口可以量化净利息收入对市场利率变动的敏感性，是从收益视角计量银行利率风险的常见指标。理论上，一年以内重定价缺口与市场利率变动的乘积可以预测净利息收入的变动。但在现实情况下，若银行资产（负债）重定价时的利率调整与市场利率变动不一致，重定价缺口则不能准确捕捉净利息收入随市场利率的变化，即重定价缺口指标的有效性依赖于商业银行资产与负债端利率形成机制的市场化程度。

随着我国利率市场化改革的深入推进，市场利率的形成机制和商业银行的利率定价方式均发生了重大变革，银行资产负债的定价基准逐渐由管制利率转变为市场利率。存贷款基准利率曾经是重要的货币政策工具，随着利率市场化改革持续深化，利率浮动区间不断扩大。2004 年取消金融机构贷款利率上限和存款利率下限，2013 年（2015 年）放开贷款（存款）利率管制。在此过程中，利率调控模式也逐步向市场化的利率调控机制过渡。目前，存贷款利率主要由金融机构自主调整，辅之以行业自律来保障有序竞争。商业银行资产与负债的定价机制转变导致利息收入与支出对市场利率的敏感性逐步增强，重定价缺口计量利率风险的效果也随之提升。因此，分析利率市场化不同阶段重定价缺口有效性，不仅可以检验该指标对市场化环境的理论适配性，也能为金融机构优化风险计量模型、制定对冲策略提供经验基础。

因此，本文聚焦利率风险管理的关键环节，基于 2010 - 2020 年

商业银行数据，对银行业广泛采用的利率风险计量指标（重定价缺口）在我国利率市场化不同阶段的有效性差异、衍生品风险管理效果进行实证分析。研究发现：第一，样本期内我国商业银行重定价缺口平均为负且呈下行趋势，表明负债端重定价快于资产端，在利率下行环境中有助于缓和净息差收窄压力；第二，2015 年后存贷款基准利率不再调整，重定价缺口反映出净息差随市场利率波动的效果显著，表明重定价缺口计量利率风险的有效性随利率市场化改革的推进而逐渐显现；第三，商业银行使用利率衍生品可以降低市场利率波动对净息差的影响，进而发挥管理利率风险的作用。

本文的贡献体现在以下方面：第一，拓展了商业银行利率风险识别与计量的相关研究。本文聚焦利率风险计量指标的有效性这一基础问题，而目前国内研究主要集中在不同测度方法的发展历程及优缺点对比的定性分析，对计量指标敏感性、精确性、适用性的实证研究较为缺乏。第二，基于我国利率市场化改革背景，本文通过实证检验揭示了重定价缺口在利率风险计量中的有效性取决于利率形成机制，并从商业银行的微观视角阐释了利率市场化对其有效性的影响，丰富了相关文献。第三，在利率风险得到有效计量的前提下，对银行使用利率衍生品进行风险对冲的实际效果进行实证研究，验证了衍生品在缓释利率风险中的作用，拓展了衍生金融工具方面的研究。

基于以上研究结论，提出如下政策建议：

第一，统一风险计量标准，防范因风险计量自由裁量空间过大导致的指标失真问题。加强缺口测算规范性，针对银行在缺口模型参数设定中的主观偏差，如重定价期限划分、利率敏感性假设，监管层可制定明确的重定价缺口测算规则，约束缺口操作行为。同时，将利率风险计量方法纳入内外部审计范围，确保指标横向可比性与有效性。

第二，深化利率市场化改革，缓解资产与负债的风险敏感性失衡现象。持续推进存款利率市场化调整机制建设，引导银行及时高

效地调整存款定价，增强负债端市场利率敏感性，缓释净息差单边收窄压力。

第三，构建收入与价值双维度的计量框架。银行可通过升级技术系统，推动收入与价值视角的互补融合，逐步建立更加科学的利率风险管理体系。此外，我国银行普遍存在负向重定价缺口，这在利率下行时期具有合理性，若利率趋势反转向上的，将使银行遭受收益损失。因此，需高度关注利率风险，银行主体应不断完善利率预判机制，适时调整缺口方向。

第四，培育利率衍生品市场，完善衍生品信息披露制度。扩大标准化衍生品（如利率互换、远期合约）市场规模，提升衍生品流动性；鼓励中小银行与券商、基金等专业机构合作，完善衍生品业务内控体系；规范衍生品头寸、对冲损益的信息披露模板，如按产品类型分项披露名义本金、使用目的、对冲方向等信息，提升市场透明度与效率。

## 制裁冲击对企业债务融资成本的影响及应对措施 ——基于美国对华管制清单的研究

窦超 李梦佳 刘巍 杨雪

近年来，美国凭借自身强大的影响力与长臂管辖能力，频频对我国企业正常经营进行限制，主要手段包括清单制裁（如华为、中兴等）以及相关技术领域的出口限制（如 AI 技术、芯片、机器人、脑机接口、先进材料等），并阻碍中国经济加入全球价值链。这些措施对中国企业的正常运营及资本市场稳定造成了较大冲击。尤其是 2017 年以来，美国陆续扩大制裁对象、调整制裁手段、加大执行力度，针对中国相关行业与企业的制裁行动持续加强。在此背景下，我国迅速做出了调整与应对，出台大量针对性举措有效抵御了单边制裁带来的负面冲击，这其中以芯片、人工智能为代表的尖端行业更是迎来一系列重大技术突破，倒逼解决了一大批“卡脖子”

# 《商业银行利率风险的计量与管理》附录

## 附录1 重定价缺口与净利息收入的理论关系

本文参考 Ahmed et al. (2004)，通过公式推导说明一年期重定价缺口与净利息收入之间的理论关系。为简化起见，首先假设银行在  $t$  年初持有一年以内的重定价资产  $RSA_{t,1}$ 、一年以上的重定价资产  $RSA_{t,>1}$ 、一年以内的重定价负债  $RSL_{t,1}$  和一年以上的重定价负债  $RSL_{t,>1}$ ，这些资产与负债的数量在一年内保持不变，对应的利率分别为  $r_{t,1}^A$ 、 $r_{t,>1}^A$ 、 $r_{t,1}^L$ 、 $r_{t,>1}^L$ ；其次，假设银行资产与负债的利率调整与短期市场利率变动同步，且变动幅度相同，即  $\Delta r_{t,t+1}^A = \Delta r_{t,t+1}^L = \Delta r_{t,t+1}$ ；最后，假设不存在期权性风险，即贷款提前还款或存款提前支取等现象。 $t$  年和  $t+1$  年银行的净利息收入如下所示：

$$NII_t = r_{t,1}^A RSA_{t,1} + r_{t,>1}^A RSA_{t,>1} - (r_{t,1}^L RSL_{t,1} + r_{t,>1}^L RSL_{t,>1}) \quad (A1)$$

$$NII_{t+1} = r_{t+1,1}^A RSA_{t,1} + r_{t+1,>1}^A RSA_{t,>1} - (r_{t+1,1}^L RSL_{t,1} + r_{t+1,>1}^L RSL_{t,>1}) \quad (A2)$$

其中， $RSA_{t,>1}$  和  $RSL_{t,>1}$  的重定价期限均在一年以上，因此其在  $t+1$  年仍然按照  $t$  年的利率计息。

银行从  $t$  年至  $t+1$  年的净利息收入变动为：

$$\begin{aligned} \Delta NII_{t,t+1} &= NII_{t+1} - NII_t \\ &= (r_{t+1,1}^A RSA_{t,1} + r_{t+1,>1}^A RSA_{t,>1} - r_{t+1,1}^L RSL_{t,1} - r_{t+1,>1}^L RSL_{t,>1}) \\ &\quad - (r_{t,1}^A RSA_{t,1} + r_{t,>1}^A RSA_{t,>1} - r_{t,1}^L RSL_{t,1} - r_{t,>1}^L RSL_{t,>1}) \\ &= (r_{t+1,1}^A RSA_{t,1} - r_{t,1}^A RSA_{t,1}) - (r_{t+1,1}^L RSL_{t,1} - r_{t,1}^L RSL_{t,1}) \\ &= (r_{t+1,1}^A - r_{t,1}^A) RSA_{t,1} - (r_{t+1,1}^L - r_{t,1}^L) RSL_{t,1} = \Delta r_{t,t+1}^A RSA_{t,1} - \Delta r_{t,t+1}^L RSL_{t,1} \\ &= \Delta r_{t,t+1} (RSA_{t,1} - RSL_{t,1}) \end{aligned} \quad (A3)$$

定义  $GAP_{t,1} = RSA_{t,1} - RSL_{t,1}$ ，即一年期重定价缺口，最终得到：

$$\Delta NII_{t,t+1} = \Delta r_{t,t+1} * GAP_{t,1} \quad (A4)$$

## 附录2 变量描述性统计

附表1 主要变量的描述性统计

变量名称	变量说明	Obs	Mean	SD	Min	Max
A						
$\Delta LBR6M$	6个月贷款基准利率变动	188	0.1477	0.4239	-0.2292	0.9508
$\Delta LBR6M\_1Y$	6个月至1年贷款基准利率变动	188	0.1227	0.4412	-0.2592	0.9583
$\Delta DBR3M$	3个月存款基准利率变动	188	0.1701	0.4839	-0.2292	1.0950
$\Delta DBR6M$	6个月存款基准利率变动	188	0.1555	0.4574	-0.2292	1.0275
$\Delta DRON$	DR001 变动	318	-0.0320	0.3911	-0.4232	0.6600
$\Delta DR7D$	DR007 变动	318	-0.1026	0.3246	-0.3890	0.4997
$\Delta DR3M$	DR3M 变动	318	-0.2214	0.9333	-0.9463	1.5978
$\Delta DR6M$	DR6M 变动	318	-0.2405	0.8454	-1.0325	1.3883
$\Delta DR1Y$	DR1Y 变动	318	-0.2440	0.9580	-0.9322	1.6244
$\Delta ShiborON$	ShiborON 变动	563	0.0009	0.7409	-0.9876	1.7158
$\Delta Shibor7D$	Shibor1W 变动	563	-0.0106	0.8840	-1.2702	2.2228
$\Delta Shibor3M$	Shibor3M 变动	563	-0.0534	1.1641	-1.3435	2.8030
$\Delta Shibor6M$	Shibor6M 变动	563	-0.0466	1.0415	-1.1543	2.4879

$\Delta Shibor1Y$	Shibor1Y 变动	563	-0.0545	0.9500	-1.1115	2.3072
<i>B</i>						
<i>GAP</i>	重定价缺口/总资产	563	-0.0492	0.1098	-0.3608	0.2706
<i>LDGAP</i>	管制利率缺口/总资产	188	-0.2102	0.1066	-0.6040	0.1017
<i>OthGAP</i>	市场利率缺口/总资产	188	0.1958	0.0730	-0.0420	0.4687
<i>GAPAsset</i>	重定价资产/总资产	235	0.6885	0.0966	0.3779	0.8778
<i>GAPLiab</i>	重定价负债/总资产	235	0.7733	0.0631	0.4896	0.8769
<i>ReSave</i>	重定价存款/总资产	235	0.5283	0.1004	0.2684	0.8279
<i>ReAother</i>	其他重定价资产/总资产	235	0.3185	0.0893	0.1297	0.5701
<i>ReLoan</i>	重定价贷款/总资产	235	0.3700	0.1094	0.0771	0.5865
<i>ReLoother</i>	其他重定价负债/总资产	235	0.2449	0.0869	0.0187	0.4539
$\Delta NIM$	净息差变动	563	-0.0757	0.3700	-1.4600	1.0929
$\Delta Earn$	利息收入变动	235	-0.1346	0.3629	-1.0400	0.7400
$\Delta Cost$	利息支出变动	235	-0.0885	0.2724	-0.7500	0.4800
<i>SIZE</i>	资产规模对数	563	13.2319	1.6747	9.5634	16.9339
<i>CAR</i>	资本充足率	563	12.8676	1.7224	9.7000	21.8400
<i>ROA</i>	资产回报率	563	0.9028	0.2591	0.0545	1.8561
<i>RWA</i>	风险加权资产/总资产	563	0.6270	0.0914	0.3359	0.8409
<i>NPL</i>	不良贷款率	563	1.2944	0.5613	0.0600	3.8900

### 附录3 DR 相关回归结果

附表2 2015年后重定价缺口与DR变动对净息差的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	$\Delta NIM$	$\Delta NIM$	$\Delta NIM$	$\Delta NIM$	$\Delta NIM$
$\Delta DR$ 期限	隔夜	7天	3个月	6个月	1年
$GAP \times \Delta DR$	1.5937*** (3.4388)	2.0398*** (4.0440)	0.5760*** (3.2521)	0.6596*** (3.2779)	0.6883*** (4.2071)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
银行固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	318	318	318	318	318
$R^2$	0.3452	0.3505	0.3383	0.3403	0.3502

注：\*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%的显著性水平，括号内为t值。限于篇幅，单独项系数和常数项未在表中报告。下表同。

附表3 重定价资产与DR变动对利息收入的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	$\Delta Earn$	$\Delta Earn$	$\Delta Earn$	$\Delta Earn$	$\Delta Earn$
$\Delta DR$ 期限	隔夜	7天	3个月	6个月	1年
$GAPAsset \times \Delta DR$	0.8221* (1.8448)	1.0262 (1.6583)	0.2872 (1.4934)	0.3581 (1.6014)	0.3584* (1.7829)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
银行固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	203	203	203	203	203
$R^2$	0.8022	0.8030	0.8014	0.8022	0.8032

附表 4 重定价负债与 DR 变动对利息支出的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	$\Delta Cost$	$\Delta Cost$	$\Delta Cost$	$\Delta Cost$	$\Delta Cost$
$\Delta DR$ 期限	隔夜	7天	3个月	6个月	1年
$GAPLiab \times \Delta DR$	0.1797 (0.2924)	0.2818 (0.3796)	0.0345 (0.1452)	0.0476 (0.1692)	0.0811 (0.3115)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
银行固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	203	203	203	203	203
$R^2$	0.8027	0.8028	0.8026	0.8026	0.8027

附表 5 重定价资产分解、DR 与利息收入

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	$\Delta Earn$	$\Delta Earn$	$\Delta Earn$	$\Delta Earn$	$\Delta Earn$
$\Delta DR$ 期限	隔夜	7天	3个月	6个月	1年
$ReLoan \times \Delta DR$	0.8135* (1.8189)	1.0061 (1.6357)	0.2842 (1.4925)	0.3540 (1.5895)	0.3500* (1.7472)
$ReAother \times \Delta DR$	0.9356 (1.5011)	1.8114* (1.9582)	0.3153 (1.0698)	0.4057 (1.1939)	0.5305* (1.7799)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
银行固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	203	203	203	203	203
$R^2$	0.8023	0.8052	0.8015	0.8023	0.8042

附表 6 重定价负债分解、DR 与利息支出

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	$\Delta Cost$	$\Delta Cost$	$\Delta Cost$	$\Delta Cost$	$\Delta Cost$
$\Delta DR$ 期限	隔夜	7天	3个月	6个月	1年
$ReSave \times \Delta DR$	-0.2647 (-0.7213)	-0.1653 (-0.3677)	-0.1115 (-0.7842)	-0.1350 (-0.8137)	-0.0791 (-0.5124)
$ReLother \times \Delta DR$	1.7524*** (3.5906)	2.3849*** (3.9544)	0.7024*** (3.9363)	0.8440*** (3.9874)	0.8172*** (3.9629)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
银行固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	203	203	203	203	203
$R^2$	0.8568	0.8690	0.8604	0.8694	0.8732

附表 7 衍生工具对冲效果：DR

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	$\Delta NIM$	$\Delta NIM$	$\Delta NIM$	$\Delta NIM$	$\Delta NIM$
$\Delta DR$ 期限	隔夜	7天	3个月	6个月	1年
$GAP \times \Delta DR$	1.4386*** (3.0470)	1.8299*** (3.5673)	0.5040*** (2.7733)	0.5788*** (2.8335)	0.6036*** (3.5869)
$GAP \times \Delta DR \times Hedge$	-4.2195* (-1.8957)	-5.0414 (-1.4464)	-2.2791* (-1.8269)	-2.7577** (-2.0796)	-2.2576* (-1.8762)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
银行固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	318	318	318	318	318
$R^2$	0.3556	0.3602	0.3474	0.3509	0.3612

## 附录 4 工具变量

在本文的研究框架中，核心解释变量为一年期重定价缺口，用于衡量商业银行是否随利率变动捕捉其净息差的变动信息。然而，在实证估计中可能存在遗漏变量导致的内生性问题，如银行的一年期重定价缺口还可能与银行其他不可观测特征（如风险偏好、管理能力等）相关联，而这些因素本身也可能影响净息差对利率变动的响应能力（Gomez et al., 2021）。因此，针对核心解释变量可能存在的内生性问题，本文通过构建工具变量“一至五年期重定价缺口”进行处理，该变量在理论和实证上均满足工具变量使用的基本条件。

运用工具变量进行两阶段最小二乘回归的结果如下所示。

附表 8 2015 年前工具变量回归结果

第一阶段估计结果	$GAP$			
	(1)	(2)	(3)	(4)
$IV$	-0.9143*** (-6.7498)	-0.9237*** (-6.9140)	-0.9188*** (-6.8657)	-0.9189*** (-6.8638)
第二阶段估计结果	$\Delta NIM$			
	(1)	(2)	(3)	(4)
$GAP \times \Delta Shibor7D$	0.6238 (1.5971)	0.6020 (1.4823)	0.6468 (1.6203)	0.6358 (1.5910)
$GAP \times \Delta LBR6M$	1.1780 (0.7987)			
$GAP \times \Delta LBR6M\_1Y$		1.1875 (0.8024)		
$GAP \times \Delta DBR3M$			0.9190 (0.7138)	
$GAP \times \Delta DBR6M$				1.0180 (0.7398)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes



银行固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	188	188	188	188
第一阶段F值	52.86	56.50	54.26	54.39

附表9 2015年后工具变量与SHIBOR的回归结果

第一阶段估计结果		GAP			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>IV</i>	-1.0501*** (-8.9396)	-1.0556*** (-9.1599)	-1.0470*** (-9.7033)	-1.0416*** (-9.6911)	-1.0401*** (-9.5582)
第二阶段估计结果		$\Delta NIM$			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$\Delta Shibor$ 期限	隔夜	7天	3个月	6个月	1年
$GAP \times \Delta Shibor$	1.0844** (1.9976)	1.2864*** (2.6793)	0.6712*** (3.0507)	0.7571*** (3.3371)	0.8869*** (3.6771)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
银行固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	375	375	375	375	375
第一阶段F值	79.65	102.27	108.90	109.39	107.88

附表10 2015年后工具变量与DR的回归结果

第一阶段估计结果		GAP			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>IV</i>	-1.0373*** (-7.5347)	-1.0328*** (-7.8379)	-1.0412*** (-7.9793)	-1.0396*** (-7.9768)	-1.0363*** (-7.8418)
第二阶段估计结果		$\Delta NIM$			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$\Delta DR$ 期限	隔夜	7天	3个月	6个月	1年
$GAP \times \Delta DR$	1.8644*** (3.9604)	2.5243*** (4.5986)	0.7568*** (4.0050)	0.8943*** (4.0060)	0.8655*** (4.9968)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
银行固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	318	318	318	318	318
第一阶段F值	59.33	83.05	84.07	87.03	80.19