

我国利率市场化下的基准利率的选择

□高培亮¹ 夏园园²

(1. 中国人民大学 财政金融学院, 北京 100872)

(2. 中国工商银行博士后工作站, 北京 100872)

摘要: 本文在对同业拆借利率和银行间国债市场回购利率进行比较分析的基础上, 提出了我国利率市场化下基准利率的选择在短期内还应该是SHIBOR, 而长期来看要培育国债市场回购利率成为基准利率, 并就如何大力发展国债市场以实现国债回购利率成为基准利率提出了一些政策建议。

关键词: 基准利率; SHIBOR; 国债市场回购利率

[中图分类号] F8

[文献标识码] A

[文章编号] 1003-6547 (2013) 01-0035-03

一、文献回顾、国际经验和问题的提出

利率市场化是政府逐步放弃对利率的直接控制, 让金融机构根据资金供求状况自行决定利率水平的过程。利率市场化之后, 货币政策的传导途径如下: 货币当局的货币政策工具→基准利率→资本市场和信贷市场利率→居民消费与企业投资行为→货币政策最终目标。利率市场化之后将以利率作为货币政策的中介目标, 以基准利率作为中央银行的操作目标。“基准利率是在整个利率体系中起主导作用的利率”, 即“在整个金融市场上和利率体系中处于关键地位、起决定性作用的利率” (黄达, 1990)。因此, 基准利率是连接货币当局政策行为与市场微观主体行为的纽带, 是间接调控方式下政策传导的关键媒介。选择和培育合适的基准利率是实现利率市场化的关键, 也是我国当前阶段推行利率市场化需要做的诸多准备工作之一。

从已有的研究来看, 毕玉江 (2001) 借鉴国外基准利率形成的经验, 通过定性分析后认为, 中国同业拆借市场不断壮大, 以银行间同业拆借利率作为整个利率体系中基准利率较为合适。黄晨等 (2002) 定性分析了银行间债券市场回购利率可以作为短期基准利率。姚小义等 (2003) 提出了以国债利率作为基准利率的必要性和对策建议。温彬 (2004) 从七个方面对再贴现利率、银行间同业拆借利率、银行间债券市场回购利率和银行间债券市场现券交易利率进行了比较, 结论是同业拆借利率和债券市场回购利率更适合做基准利率。戴国强、梁福涛 (2010) 在研究国外基准利率选择的基础上, 通过运用统计分析来比较中国利率体系中的各种利率, 认为当前最合适担当基准利率的是银行间债券市场回购利率。

从国际经验来看, 美国以联邦基金利率作为基准利率, 该利率是指定的报价行对每个交易日发生的所有隔夜拆借

利率按照交易量进行加权后得到的平均利率。美国货币政策委员会定期确定并公布联邦基金目标利率, 类似于我国央行的再贷款利率和再贴现利率。如果确定的联邦基金目标利率低于同期市场上实际的联邦基金利率, 金融机构之间的拆借就会转向金融机构与美联储之间, 这样市场上实际的联邦基金利率就会下降。如果美联储确定的联邦基金目标利率高于同期市场上的联邦基金利率, 美联储可以通过债券回购等公开市场操作, 使金融机构资金头寸紧缺, 从而提高市场上的联邦基金利率到联邦基金目标利率水平。

英格兰银行的操作目标是一组短期利率, 包括隔夜拆借利率、3个月国债利率及3个月银行拆借利率, 通过回购等公开市场业务来实现对基准利率的操作, 进而改变市场利率。德意志联邦银行以货币市场利率作为基准利率, 通过公开市场操作等使得货币市场利率在再贴现率和伦巴德利率所构成的利率“通道”内浮动, 其上限是伦巴德利率, 下限是再贴现利率。日本银行一直以同业拆借利率作为中央银行的操作目标。

从已有研究和国际经验中可以看出, 利率市场化之后中国基准利率的选择主要集中在银行间同业拆借利率 (SHIBOR) 和银行间国债市场回购利率上。虽然很多学者考虑了国债现券交易率和贴现率等, 但国债现券交易率由于其复杂性不适合作为基准利率, 而贴现率不属于市场化利率, 同样不适合作为基准利率。而且基准利率是中央银行的操作目标, 主要的基准利率只能有一个, 其他的只能是参考指标。因此, 需要在SHIBOR和银行间国债市场回购利率之间作出选择, 让其中最合适的一个作为基准利率。

二、SHIBOR和银行间国债市场回购利率做我国基准利率的可行性比较

我国现行的基准利率实际上是央行规定的法定利率, 央

[收稿日期] 2012-11-19

[作者简介] 高培亮 (1982-), 男, 中国人民大学财政金融学院博士研究生, 研究方向: 货币政策、中央银行理论;

夏园园 (1983-), 女, 中国工商银行博士后工作站, 中国人民大学博士后流动站,

研究方向: 国际金融、风险管理。

行通过调整金融机构法定的存贷款利率去影响金融市场以及经济系统，这当中具有许多的缺陷：第一，法定利率不能使资金资源实现最优化配置，无法及时反映整个资金市场的供求状况，不利于央行实施货币政策并实现最终目标。第二，法定利率下的各种利率关联度差，基准利率的主导作用难以发挥。一般来说，合格的基准利率应该符合以下几点：首先，能够比较准确地反映货币市场资金供求状况。其次，与包括金融机构存贷款利率在内的其他利率相关性较强。再次，能够对货币政策最终目标产生影响。最后，中央银行易于观测和调控。下面将从不同方面对SHIBOR和银行间债券市场回购利率进行比较，试图从中找出最为理想的基准利率。

1. 交易量和交易主体分析。从英美两国的经验看出，其基准利率都是来源于交易量比较大、金融机构特别是商业银行最为依赖的货币市场。表1对我国的同业拆借市场和债券市场回购市场的交易量进行了比较。

表1 银行间市场拆借和债券回购交易额

单位：亿元

年份	同业拆借	债券回购
2000	6728	1571
2001	8082	40186
2002	12107	101978
2003	22220	119759
2004	14556	99653
2005	12783	165078
2006	21503	273513
2007	106466	462872
2008	150491	599954
2009	193505	725730
2010	278684	947930
2011		1121477

从货币市场交易额来看，银行间债券市场回购交易额大大超过了银行间同业拆借交易额，2011年，全国银行间债券市场回购交易量达到1121477亿元。从交易主体来看，同业拆借市场的参与主体主要是商业银行，而债券回购市场的参与主体有商业银行、证券公司和保险公司等。债券回购交易已经成为金融机构调节流动性水平的最主要工具。单从这点来看，由于债券回购市场规模更大，银行间债券市场回购利率较同业拆借利率而更适合担当基准利率。

但也要看到，我国国债市场缺乏连续、正规的短期国债交易发行机制，国债规模还较小，各交易主体在该市场买入和卖出的资金还很有限。

2. 与存贷款利率的相关性分析。利率市场化后，基准利率的波动将引起其他利率的变化，因此，有必要研究基准利率与其他利率的相关程度。目前我国同业拆借利率和债券回购利率是市场形成的，但存贷款利率仍由央行决定，货币市场利率的变动影响难以从存贷款利率的变动上完全反映出来。但毕竟存款的下限和贷款的上限已经放开，所以同业拆

借利率和债券回购利率在一定程度上会对存贷款利率产生影响，研究它们之间的相关性可以反映利率市场化后基准利率对存贷款利率发生影响的可能情况。

图1描述的是2010-2012年的债券回购利率、SHIBOR和存贷款利率的变化情况。鉴于7天拆借在整个银行间同业拆借市场所占比重最大，以7天拆借利率代表该市场利率。同理，以7天债券回购利率代表银行间债券回购市场利率，而且统一选取月末最后一天的利率数据为代表。从图中可以看出，存贷款利率的变化与SHIBOR和债券回购利率的变化是非常一致的。这说明利率市场化之后央行的货币政策意图可以通过调控基准利率传导到金融机构对企业的存贷款利率上。同样可以看出，SHIBOR与债券回购市场利率之间也表现出了极高的相关性。

3. 可测性与可控性比较。作为中央银行获得资金供求

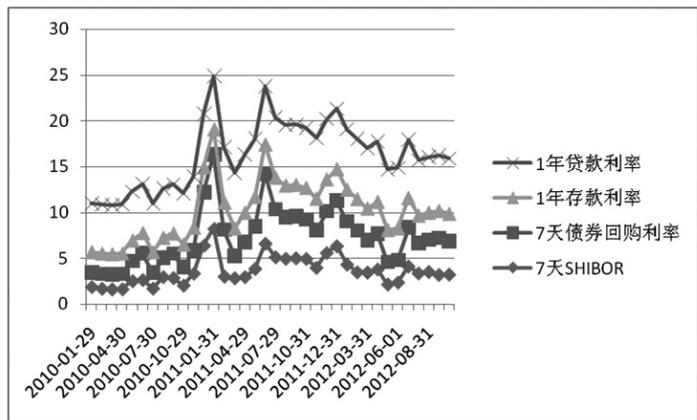


图1 各种利率时序图

情况信息的重要指标和采取货币政策工具的依据，基准利率的准确数据必须能够迅速地观察和监测，以使央行能够快速做出判断和反应。我国的SHIBOR和债券回购市场利率都容易获得，符合这一条件。而且对于SHIBOR和债券回购利率，货币当局有较多的数量工具和价格工具来调控，既可以通过公开市场操作来影响商业银行的流动性，也可以通过调整再贴现率来影响其价格。

三、我国基准利率选择的路径分析

从上面对最有可能成为我国基准利率的SHIBOR和国债回购利率的比较分析来看，二者之间并无明显的优势和劣势。究竟选取哪种利率作为基准利率，还需要结合我国当前的实际情况来决定。笔者认为，最恰当的路径是分两步走完成基准利率的确定：第一步是短期内选取SHIBOR作为基准利率，第二步是长期来看培育国债回购利率作为基准利率。

1. 短期内选取SHIBOR作为基准利率。从目前金融市场状况看，我国的国债回购市场包括银行间国债回购市场、证交所的国债回购市场以及其他场外国债回购市场，而且这些被人为分割的国债回购市场从管理体制、参与主体到运作方式都是相互独立的，各不相同，不同市场的国债回购利率

差别很大,关联度很小。因此,尚未统一的国债回购市场使得银行间国债回购利率暂时不适合担当基准利率。等到将来这些分割的国债回购市场融合为全国统一的国债回购市场之后,再确定国债回购利率为基准利率更为妥当。因而在短期内,确定SHIBOR为我国的基准利率是恰当的选择,而且短期内SHIBOR作为我国的基准利率具有一定的优势。

首先,上海银行间同业拆借市场已具有一定的规模,是我国现行货币市场中最重要的部分,而且大多数金融机构都已参与进来。其次,中央银行能够通过存款准备金率、公开市场操作、再贴现等工具,调节同业拆借市场资金松紧状况,有效地控制和影响同业拆借市场。再次,同业拆借利率的改变反映了金融机构的流动性情况,进而会影响金融机构对企业和居民的存贷款利率和投融资者的行为。最后,SHIBOR的波动较小。从2007年上海银行间同业拆借市场成立以来,SHIBOR一直都比较平稳,没有大幅度的波动。

2. 长期来看选取国债回购利率作为基准利率。

(1) SHIBOR作为基准利率存在的问题。长期来看,SHIBOR作为基准利率存在诸多问题。第一,同业拆借市场的交易额与国债回购市场相比较小,而且随着国债发行规模的扩大和国债市场的进一步完善,金融机构调节流动性的重点将转向国债市场。第二,SHIBOR并不是真正意义上的无风险利率,国债回购利率是世界普遍公认的无风险利率,而基准利率必须是无风险利率。第三,当银行间国债回购市场、证交所的国债回购市场以及其他场外国债回购市场统一为一个市场之后,国债市场的参与者不仅有商业银行,还有证券公司、机构和个人投资者等,这是银行间拆借市场无法相比的。

(2) 国债回购利率作为基准利率的优势。①未来统一后的中国国债市场将横跨资本市场和货币市场,连接货币政策和财政政策,通过发行和买卖国债实现货币政策和财政政策的结合。国债市场将财政、货币政策的实施连接起来,他们之间的协调配合可大大增强宏观调控的有效性。②未来的国债市场参与者包括财政部、中央银行、金融机构、企业和居民等,而且具备数量巨大、交易品种多,信息来源广、流动性强、风险值低、收益稳定、市场规范程度高等特点,因此国债市场将成为政府间接调控经济的重要场所,也是各参与主体获取收益和规避风险的重要场所。国债回购利率也成为基准利率的最佳候选。③中央银行通过国债市场调节货币供给具有无风险性、主动性、灵活性和可逆向性。国债无违约风险,这保证了中央银行政策操作的低成本。中央银行可以根据需要,随时买卖国债,自由决定买卖数量,这给中央银行实行货币调控的时间、额度以灵活的选择余地。④国债利率与金融资产价格关系紧密。在中国的国债市场成熟之后,国债的流动性较高,仅次于通货,而且无风险,其数目和范围将超过其他任何一种金融资产,其价格的变化会影响到几乎所有居民的消费与储蓄、企业的投融资决策和金融机构的资产选择。

四、大力发展国债市场以实现国债回购利率成为基准利

率的政策建议

1. 改变国债市场分割的局面,形成统一的国债市场。第一步是改变目前我国的国债二级市场处于分割的状态。目前流通市场包括了银行间市场、交易所市场和其他的场外市场等。这将投资者分割开来,降低了国债的流动性,使得交易不活跃,而且造成性质相同的国债具有不同的流动性和收益率。第二步是统一发行市场和二级流通市场。以目前的银行间债券市场为基础建立统一的国债市场,以目前银行间债券市场的金融机构或证券公司作为承销商或代销商,允许广大投资者的直接参与,由中央国债登记结算公司进行托管和结算。

2. 减少凭证式国债的发行,改变国债的储蓄化倾向。凭证式国债是一种储蓄性债券,流通性低,投资功能弱。今后应逐步树立居民购买国债的投资观念,将个人投资者吸引到统一的国债市场上来,有机构投资者和个人投资者共同参与的国债市场才能实现市场化,国债利率才能成为市场化的无风险利率,成为其他利率的基准利率。

3. 加大国债发行的计划性和透明度,促进国债发行方式的 market化和制度化。当前,我国的国债市场尚未实现滚动发行,国债市场的规模不断膨胀,但一年以内的短期国债发行量较少,而且国债的发行没有实现制度化和经常化,投资者无法形成合理的预期,国债价格不能反映市场的供求。从长远来看,国债市场应具有“存量相对较小,流量相对较大”的特点,这需要国债市场实现滚动发行。而且发行品种和期限要实现经常化和制度化,让每一种期限的国债都有固定的发行周期,而且每年新发行的国债应以短期国债为主。财政部应根据政府的财务需求,决定发债的规模和不同期限债务发行比例,短期国债的发行应成为经常性的政策行为。

4. 注重国债品种的创新,实现品种多元化。我国国债品种的单一性造成国债期限分布的非均衡性,影响了作为基准利率的国债利率的形成。同时,它也降低了国债的流动性,制约了国债二级市场的活跃程度。对于中央财政来说,单一的期限结构带来偿债额的非均衡分布和偿债高峰期的集中出现,导致债务在短期内剧烈波动,给财政带来巨大压力。因此,要在期限设计上考虑大力发展短期国债,丰富国债品种。债券的品种越多,其价格反映的市场信息就越充分,从而有利于基准利率的形成,而且也能为中心银行的公开市场业务操作提供广阔的操作空间。■

参考文献:

- [1] 黄达等.中国金融百科全书.经济管理出版社,1990.
- [2] 毕玉江.我国利率市场化的基准利率选择.新疆财经学院学报,2001,1.
- [3] 黄晨,任若恩等.中国金融市场基准利率分析.北京航空航天大学学报,2002,2.
- [4] 姚小义,王学坤.论我国利率市场化进程中基准利率的选择.湖南财经高等专科学校学报,2003,1.
- [5] 温彬.我国利率市场化后基准利率选择的实证研究.国际金融研究,2004,11.
- [6] 戴国强,梁福涛.中国金融市场基准利率选择的经验分析.世界经济,2006,4.

责任编辑:江海洋