

专题报告

Features

利率改革过渡期利率锚选择问题及解决办法

文 / Frank Sun

利率市场化以后，基准利率体系是一个相对简洁的体系，但中国现阶段利率市场化尚未完成，处于从传统的存贷款基准利率向金融市场基准利率过渡的阶段。在此情况下，现有的存贷款基准利率很难准确及全面地表达货币政策的意图和态势，无论是央行对货币政策的实施还是市场对货币政策的理解，事实上都出现一定偏差。

一、利率市场化过渡阶段的五大特点

这个阶段存在五大特点。首先，就是存在多重基准利率。即央行公布的存贷款基准利率（5年期以下）、银行间市场基准利率 Shibor（1年期以下）和国债收益率（1-50年期）等，这三种利率是金融机构参照的主要基准利率，作用于金融机构不同的资金来源和运用过程中。此外，作为银行间存款利率下限的超额准备金利率、作为上限的再贷款利率，以及中央银行在公开市场操作时履行的央票利率、正逆回购利率、SLO、SLF 利率等，都在一定程度上体现了央行的政策意图，与存贷款基准利率一起构成了广义的央

行政策利率体系。

第二个特点是，目前任何一种基准利率都不完全算数。存贷款基准利率只对银行资产负债表内的传统存贷款特别是一般存款有约束力，民间有很多在企业 and 储蓄者之间牵线规避存贷款基准利率的办法；Shibor 只是银行间市场部分短期交易的参照，在很多情况下还不等于实际交易的利率；国债收益率则主要成为金融市场上中长期交易的有限参照。

第三个特点是，多种基准并存导致缺乏真正的、终极的基准。不同基准利率概念的混用，在实践上可能导致各种市场化利率定价的混乱，不同基准利率的错位引致金融资源配置的错位，并引致套利行为。

第四个特点是，以银行存款基准利率作为传递中央银行货币政策信号的工具难度加大。央行因此必须借助存贷款基准利率以外的手段来表达或实施货币政策，公开市场操作和各种数量工具的使用就成为更加优先的选择。

第五个特点是，我国现有国债收益率曲线似乎还未成熟到足以担当大任。一是期限不够完整，国债发行品种主要集中在中期，一年期以下国债缺失，十年以上长期国债数量稀少。二是国债主要为银行等金融机构持有到期，二级市场交易不活跃。三是国债期货交易刚刚起步，国债收益率曲线的价格发现功能尚未充分发挥出来。在这种情况下，即使中央银行放弃存款基准利率，转而调节银行间市场的某个政策目标利率，这种新的利率传导机制的效能也有待研究和培养。

二、未来利率锚选择方向

未来的方向可能是，央行主要通过公开市场操作和其他各种数量和价格的综合手段，在银行间市场决定某种短期利率，通过这种短期利率影响国债收益率曲线，进而影响所有市场利率，最终影响经济增长、物价水平和就业等实体经济目标。

而在主张国债收益率曲线在市场经济及货币政策传导中的作用时，一方面要看到市场结构对曲线形成可能产生的影响，另一方

面还得避免一种倾向，即认为国债收益率曲线是可以在很大程度上被中央银行操纵。总体而言，均衡利率的形成自有其规律，违背规律要付出代价。

三、完善国债收益率曲线的三个办法

可以从三个方面完善国债收益率曲线。

第一，可以在保证财政可持续性的基础上，较大规模地扩大国债发行规模，合理安排发行期限和频率。

第二，可以活跃国债二级市场交易，逐步改变大部分国债被一级市场买方持有的状况。加大债券市场对内对外的开放程度，吸引更多类型与数量的投资者入市。另一方面，也可以研究调整税收，减少国债持有到期的比例和数量。

第三，推动资金在不同国债交易市场的完全自由流动。解决这个问题不一定非要靠在物理上合并不同的市场，可通过允许资金在不同市场上的自由流动来实现一个单一的国债收益率曲线。

如果您对本文有任何评论和见解

请发电邮至: shmarketing@cfets-icap.com.cn

更多信息, 请登录网站: www.cfets-icap.com.cn

免责声明

文中信息均来源于公开资料, 上海国际货币经纪有限责任公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 内容和意见仅供参考。本文仅反映作者个人观点, 并不代表公司的看法。