

基准利率改革的国际经验

The International Experience of Benchmark Reform and its Policy Enlightenment

彭振中 马伟

摘要：本文对当前国际基准利率的发展现状及存在的问题，金融危机之后英国、美国、欧元区等发达国家和地区基准利率改革的最新进展情况进行了系统总结，并对我国主要货币市场基准利率的形成机制进行了比较分析。

关键词：货币市场 基准利率 银行间债券回购利率

Abstract: This paper analyzes the current status and existing problems of the international benchmark interest rates and the latest progress of the benchmark interest rate reform in developed countries and regions such as the United Kingdom, the United States, the euro area and other developed countries after the financial crisis. It also compares the formation mechanism of the main benchmark interest rates China's monetary market.

Keywords: Money Market, Benchmark Interest Rate, Interbank Bond Repo Rate

国际基准利率的现状与改革进展

国际基准利率的现状与问题

基准利率在国际货币市场中处于关键地位，通常以市场供求为基础，对整个金融市场的利率变动起到引导作用，是市场公认的金融产品定价的基础依据。从国际经验来看，当前英国、美国、欧元区等发达经济体采用的基准利率主要有两种模式：一是报价

彭振中，中国农业银行金融市场部；马伟，北京师范大学经济与工商管理学院。



以美国为例，金融危机后，美联储量化宽松政策导致美国银行体系超额存款准备金规模的快速增长，商业银行等存款类机构通过联邦基金市场拆入资金以满足支付清算或准备金要求的意愿大幅下降，联邦基金拆借市场的交易量逐步下降。

驱动型的基准利率，如伦敦银行同业拆借利率（Libor）和欧洲银行同业拆借利率（Euribor）；二是交易驱动型的基准利率，包括同业拆借利率、债券回购利率和短期国债利率，有代表性的同业拆借利率包括美国的联邦基金利率（Fed Fund Rate）和欧元区的欧元隔夜指数平均利率（EONIA）；美国国债市场发达，其短期国债收益率如3个月国债利率也常作为货币市场基准利率。

2008年金融危机爆发之后，特别是雷曼倒闭导致交易对手的信用风险逐步上升，全球金融监管环境日趋严格、银行业集中度提高以及零利率甚至负利率的宽松货币政策环境等因素导致全球货币市场交易增速放缓，无担保信用拆借成交额明显下降，Libor的潜在市场基础逐步萎缩，而担保融资（如回购交易规模）逐步增长，其在货币市场中占比逐渐上升，货币市场的交易结构逐步由无担保拆借向有担保融资转变。

以美国为例，金融危机后，美联储量化宽松政策导致美国银行体系超额存款准备金规模的快速增长，商业银行等存款类机构通过联邦基金市场拆入资金以满足支付清算或准备金要求的意愿大幅下降，联邦基金拆借市场的交易量逐步下降。根据美联储的数据显示，2007年联邦基金市场的日均交易量为1100亿美元，而2017年上半年的日均交易量仅为790亿美元，较2007年下降28%，而有担保的隔夜融资市场的交易量却逐步上升并已经成为美国货币市场交易最为活跃的子市场，当前有担保的隔夜融资市场日均交易量达到7540亿美元，远超隔夜银行融资市场、联邦基金市场等其他货币市场的日均交易量。

欧元区货币市场也面临类似的结构变化，根据欧央行2015年4月公布的2014年欧元区货币市场报告的数据，2003年以来欧元区货币市场无担保拆借的交易量显著下降，其交易量在全部货币市场交易量的占比由2003年的20%下降为2014年的6%，而有担保融资交易（回购）的交易量却呈逐步上升趋势，其占比由2003年的28%上升为2014年的41%。其他货币市场交易如外汇掉期、远期利率协议等产品交易量也出现小幅回升，总体占比基本不变。

另外，Libor等报价驱动型基准利率在其形成过程中存在潜在的利益冲突，金融危机后爆发了多起基准利率的操纵丑闻。利益冲突主要表现在两个方面：首先，



近年来，英国央行等监管机构也意识到全球金融市场的巨大交易量完全基于Libor是不合适的，目前Libor的改革措施还不够。

Libor水平主要是各报价行向市场拆借资金的期望水平，在市场环境恶化期间，为了减轻外部交易对手对自身流动性等经营状况的担忧，报价行有调低Libor水平的动力。其次，通常各家报价银行同时也拥有规模较大的基于Libor的金融衍生品合约，不同报价行有较大的动机相互勾结以虚报Libor水平从而影响上述合约的市场价值并以此获利。

基准利率改革的最新进展

金融危机之后，Libor等报价驱动型基准利率形成过程中存在的利益冲突及操纵丑闻导致其市场公信力大幅下降。另外，金融危机之后无担保拆借市场规模的萎缩导致其市场基础不足，全球理论界和实务界人士纷纷对Libor等报价驱动型基准利率的地位提出了质疑，各国对Libor等基准利率的形成机制、监督制度等进行反思，并成立相关机构进行改革。部分监管机构尝试采用以实际交易为基础形成的新基准利率来替代Libor等报价驱动型基准利率，并取得了一些阶段性成果。

英国方面，自2012年Libor操纵丑闻

爆发之后，英国立即着手对Libor的报价及监管制度进行改革。2012年9月，英国金融服务监管局（FSA）发布了“维特利报告”，从监管法规、运行机制等方面提出了诸多改革措施，该报告的大多数提议在随后均被采纳并实施，但这并没有完全消除市场对于Libor能否作为全球货币市场基准利率的疑虑。近年来，英国央行等监管机构也意识到全球金融市场的巨大交易量完全基于Libor是不合适的，目前Libor的改革措施还不够。英国央行正在研究使用英镑隔夜银行间平均利率（SONIA）作为代替，该利率此前由批发市场经纪商协会（WMBA）发布，英国央行于2016年4月起接管SONIA，并着手进行两个方面的改革：一是对其利率的决定方法进行修订；二是逐步推动把它作为英镑无风险利率的基准。尽管英国央行表示SONIA代替Libor并无明确的时间表，但是2017年7月27日，英国金融行为管理局（FCA）宣布2021年前SONIA将逐步替代英镑Libor，一些基于Libor的未到期利率互换合约将会转为参考SONIA。

美国方面，2014年11月美联储成立了替代参考利率委员会（ARRC），该委员会的主要目标是寻找或设计一个更加基于市场交易且被广泛接受的基准利率，以替代美元Libor的基准利率地位。2017年6月ARRC发布报告建议以国库券为抵押的隔夜回购利率替代美元Libor。2018年4月，



由于Libor利率在金融市场的广泛运用，新旧基准利率的转换工作并非易事。但是考虑到严重依赖Libor的风险，这个过渡也是必要的。

纽约联储正式发布上述抵押担保隔夜回购融资利率，该利率由纽约联储在每个交易日8:30公布，计算依据是前一个交易日的美国回购市场的市场成交数据，涵盖范围包括双边回购交易中基于FICC清算的交易数据、三方回购市场中交易商之间的交易数据和三方回购的一般回购交易数据，美联储在回购市场的交易不会被计算在内，以保证这个回购利率是由私人部门决定的。由于Libor利率在金融市场的广泛运用，新旧基准利率的转换工作并非易事。但是考虑到严重依赖Libor的风险，这个过渡也是必要的。ARRC将制定自愿过渡计划，鼓励市场参与者在合适的时候使用新的基准利率。

欧元区方面，基于Libor改革经验，欧盟相关监管机构也尝试把Euribor的形成机制由基于报价向基于实际交易转变，但其总体改革进展相对缓慢，目前尚无明确结论。2017年5月，欧洲货币市场协会（EMMI）经过研究后发布报告称将Euribor形成机制转变为完全基于实际交易是不现实的，主要有两方面原因：一是因为金融危机以来，货币市场无担保拆借

市场的萎缩意味着市场交易量和参与者数量减少，导致无法产生可靠的参考利率；二是无法找到合适的方法来产生一个与Euribor的水平和波动性具有可比性的新利率。EMMI尝试建立一种基于交易和报价预测相结合的方法来形成新的Euribor，目前这项工作仍在进行之中。2017年9月，欧央行宣布将基于欧央行清算系统（Eurosystem）现有的货币市场实际交易数据发展一个新的隔夜无担保拆借利率，目前欧央行仍在与市场参与者就该利率的形成机制等进行充分沟通和交流，预计该利率将在2020年之前完成。

我国货币市场基准利率现状与特征

同业拆借利率

当前我国同业拆借市场利率主要有两个，一个是全国银行间同业拆借利率（Chibor），另一个是上海银行间同业拆放利率（Shibor），两种利率在参与主体、报价机制等方面具有明显的差异。

1996年，中国人民银行对同业拆借市场进行改革，开始建立全国统一的同业拆借市场，并取消了拆借利率上限，由拆借双方根据市场资金供求状况自行决定，率先实现了同业拆借市场利率的市场化。同时，全国银行间同业拆借中心每天以实际成交规模为加权系数计算并发布不同期限的平均加权利率即全国银行间同业拆借利



由于同业拆借是纯粹的信用交易，相比长期限的资金拆借，短期拆借的安全性更高，因此短期品种每天均有大量成交，而中长期品种每天交易规模很小甚至没有交易，导致中长期Chibor的连续性不强。

率（Chibor）。当前Chibor利率包括1天至1年共计11个期限品种。

由于同业拆借是纯粹的信用交易，相比长期限的资金拆借，短期拆借的安全性更高，因此短期品种每天均有大量成交，而中长期品种每天交易规模很小甚至没有交易，导致中长期Chibor的连续性不强。另外，由于同业拆借市场的交易主体信用状况参差不齐，不同交易主体之间的同业拆借利率反映了一定的信用风险溢价，同业拆借利率的上述特点与基准利率的无风险性或低风险性并不相符，上述缺陷导致Chibor很难真正成为货币市场基准利率。

为培育我国货币市场基准利率体系，中国人民银行借鉴伦敦同业拆放利率（Libor）等经验，于2007年1月推出上海银行间同业拆放利率（Shibor）。Shibor是由信用等级较高的18家商业银行组成报价团自主报出的人民币同业拆出利率计算确定的算术平均利率。全国银行间同业拆借中心在每个交易日根据各报价行的报价，

剔除最高、最低各4家报价，对其余报价进行算术平均计算后，得出每一期限品种的Shibor，并于9:30对外发布。目前，对外公开发布的Shibor包括隔夜至1年共计8个期限品种。

由于Shibor是各家报价行的报价利率而不是基于实际成交利率，因此，无论当天是否有实际成交发生，各个期限的Shibor都可以通过各家报价行的报价利率最终确定，不会出现数据缺失的现象，与Chibor相比，Shibor的连续性较好。另外，Shibor的报价行均是市场上信用评级较高、资产规模较大而且交易活跃的商业银行，其信用风险相对较低。由于Shibor利率具有连续性较好、较低的信用风险及期限结构完整等优势，Shibor逐步成为浮息债、短期融资券、同业存单、利率互换等货币市场产品定价的基础，并以此初步确定了Shibor作为货币市场基准利率的地位。

虽然Shibor实际运行已超过10年时间，但由于其市场基础和报价质量的不足，Shibor尚未真正成为货币市场的基准利率。根据中国人民银行公布的《2016年四季度中国货币政策执行报告》的数据显示，2016年全年，我国人民币利率互换交易中，与Shibor挂钩的名义本金占比仅为13.9%；2016年我国仅有13只浮动利率债券以Shibor为定价基准发行，规模仅为550亿元。另外，Shibor在实际运行中还存在



我国债券回购市场根据交易场所可以分为银行间债券回购市场和交易所债券回购市场，当前债券回购市场以银行间市场为主，交易所为辅，两个市场在交易主体方面存在明显的差异。

3个月以上的报价质量不高等问题，具体表现为交易价包含了一些超出市场安排的因素，包括与交易对手方的而其他利益安排、利益调整等，使得交易价与报价存在差距。^①

债券回购利率

我国债券回购市场根据交易场所可以分为银行间债券回购市场和交易所债券回购市场，当前债券回购市场以银行间市场为主，交易所为辅，两个市场在交易主体方面存在明显的差异。当前银行间债券回购市场以机构投资者为主，个人投资者不能参与，除了商业银行、政策性银行之外，证券公司、基金公司、保险公司等非银行金融机构、理财或基金产品、社保基金等均可以参与该市场。而交易所债券回购市场主要包括证券公司等非银行金融机构、企业法人和个人投资者。

两个市场的分割导致两个市场的利率

变化特征明显不同。一般来说，交易所债券回购利率水平较银行间债券回购利率相对较高，部分时期由于资金面紧张或受股票市场行情等因素可能大幅上涨，整体波动性更高。从具体统计变量来看，以两个市场交易最活跃的隔夜质押式回购交易利率为例，2013—2016年，交易所隔夜回购利率均值比银行间隔夜回购利率高44BP；波动程度方面，交易所隔夜回购利率标准差和变异系数^②分别为4.0、1.33，明显高于银行间市场隔夜回购利率的0.96、0.38。

2014年12月，中国外汇交易中心又推出了存款类机构间利率债质押回购利率，与上述银行间质押式回购利率比较，两者的相同之处在于两种回购利率均是以每天实际成交规模为加权系数计算的不同期限的平均加权利率；不同之处在于银行间质押回购利率包括银行间市场所有成员并且质押债券无特别限制，而存款类机构间利率债质押回购利率是专指存款类机构以利率债为质押的回购交易利率，由于参与机构及质押债券的不同，存款类机构间利率债质押回购利率的信用风险相对更低，导致两个利率表现出一定的差异，相比银行间质押回购利率，存款类机构间利率债质押回购利率水平更低，波动性相对更小。

中国人民银行在《2016年第三季度

① 易纲.中国改革开放三十年的利率市场化进程[J].金融研究,2009(1).

② 变异系数可用于度量并比较不同单位或者不同均值的变量之间的离散程度大小，其计算公式为标准差与均值的之比。



DR007可降低交易对手风险和抵押品质量对利率定价的扰动，更好地反映银行体系流动性松紧状况，对于培育市场基准利率有积极作用”。

货币政策执行报告》明确提到“银行间市场存款类机构以利率债为质押的7天期回购利率（市场习惯以“DR007”指代）贴近公开市场7天期逆回购操作利率平稳运行，既体现经济基本面以及季节性变化规律，又合理反映流动性风险溢价。DR007可降低交易对手风险和抵押品质量对利率定价的扰动，更好地反映银行体系流动性松紧状况，对于培育市场基准利率有积极作用。”在《2017年第一季度货币政策执行报告》中又提到“银行间市场最具代表性的7天回购利率（DR007）总体在2.6%—2.9%的区间运行，个别时点的利率波动也很快在市场机制作用下得到修复。”2017年5月31日，全国银行间同业拆借中心正式推出基于存款类机构间利率债质押回购利率的隔夜、7天和14天的回购定盘利率和相关利率互换产品。

从存款类机构间利率债质押回购利率的自身属性及相关表述及政策措施来看，该利率作为基准利率的优势相对明显。

短期国债利率

长期以来，我国短期国债市场发展

相对滞后，在1981年重新发行国债之后的很长一段时期内，我国国债发行期限结构以3—5年为主，1年期及以内期限的短期国债品种一直处于空白状态。一直到1994年我国才首次发行1年期的短期国债，但短期国债的发行并不连续，1997年、1998年、1999年和2001年我国均暂停发行短期国债，2002年以后才恢复连续发行至今。

与美国等发达国家相比，我国每年短期国债发行次数较少而且发行时间不固定，尚未形成定期滚动发行机制，期限结构相对单一。美国短期国债的发行采用定期拍卖的方式，美联储每星期拍卖一次期限为4周、13周、26周的短期国债，每个月拍卖一次1年期国债，另外在政府财政需要时会不定期发行到期期限更加灵活（2天到2周）的现金管理国库券。而我国在1994—2006年每年发行的短期国债次数均不超过5期，许多年份只有2、3期甚至没有发行；且国债期限基本是3个月和1年期，期限结构相对单一。2006年之后，随着6个月和9个月期短期国债品种的发行，我国短期国债的期限结构单一的状况才有所改观，但仍然缺乏更短期限的国债品种，如1个月、2个月期国债。

在2006年之前的很长一段时期内我国均实施国债赤字管理制度，我国发行的国债大部分都是中长期期限，短期国债的发行规模和存量规模较少，短期国债在全部国债中的占比相对较低。2006年国债



余额管理制度改革之后，短期国债的发行规模有所增长，但短期国债在全部国债发行规模种占比依然相对较低，除个别年份（2009、2010年）之外，大多数年份里该比值均小于25%。从存量规模来看，截至2016年12月底，我国短期国债存量规模为1.93万亿元，在所有国债余额中的占比为16.1%。

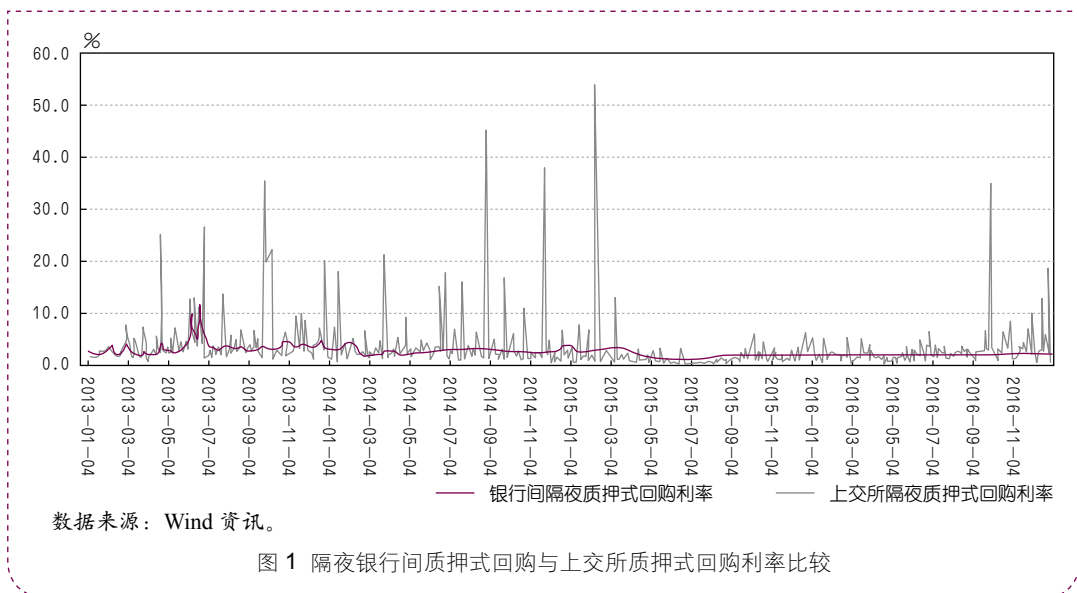
由于长期以来我国短期国债发行规模较小，发行频率较低且无明显规律，没有形成定期滚动发行机制，短端国债收益率曲线并不完整。为进一步完善我国短期国债收益率曲线，虽然我国财政部从2015年第二季度起每月滚动发行一次6个月期国债，从2015年第四季度起每周滚动发行一次3个月期国债，但由于每次发行规模均较小，市场流动性较低，其作为基准利率

的作用相对有限。

政策启示

当前我国货币市场结构特征与金融危机之后国际货币市场交易结构逐步由无担保拆借向有担保融资转变的特征比较类似。相较于债券回购市场，我国同业拆借市场规模及占比相对较小。2016年全年我国同业拆借市场规模为90.66万亿元，而同期债券回购市场交易规模达到830.38万亿元，同业拆借市场规模仅为债券回购市场的九分之一。另外，当前我国Shibor的定价机制基本参照Libor利率的做法，而Libor利率操纵丑闻导致Shibor的公信力和权威性也面临一定的挑战。

在借鉴英国、美国等发达国家基准利率选择及其最新改革进展的实践经验基





当前我国货币市场仍存在较高的准入门槛和行政管制，整体开放程度不高，参与主体以商业银行、证券公司等境内金融机构为主，参与主体的类型和数量依然不足，参与程度不高。

础上，结合当前我国货币市场基准利率的现状和不足，综合考虑交易期限结构、无风险性等因素，当前任何一种利率均无法单独充当货币市场基准利率的角色，未来我国货币市场基准利率的选择和培育应注重以实际交易为基础，可考虑将7天的存款类机构利率债回购利率、短期国债利率分别作为短端和中长端的货币市场基准利率的备选目标，进一步发展和完善我国货币市场，齐头并进地推进基准利率体系建设。

提高货币市场开放程度，提升市场活跃度

当前我国货币市场仍存在较高的准入门槛和行政管制，整体开放程度不高，参与主体以商业银行、证券公司等境内金融机构为主，参与主体的类型和数量依然不足，参与程度不高。另外，当前我国国债和债券回购市场仍存在相互分割的现象，市场分割导致不同市场的利率走势出现不一致的现象，利率走势不一致导致价格信

号功能紊乱，不利于中央银行了解货币市场资金供求状况并实施合理的利率调控措施，也不利于市场参与者形成稳定而一致的预期。

建议进一步鼓励和支持境内外内企业和居民、货币经纪公司进入我国货币市场，增加参与主体种类和数量，提高货币市场开放程度。逐步放开各类主体进入银行间市场和交易所市场的限制，并完善市场转托管机制，统一交易结算规则，提升市场活跃度。

丰富短期国债现货和期货品种，提高发行频率和规模

当前我国短期国债发行频率较低，短期国债现货和期货的期限品种单一，其中短期国债主要以3个月、6个月为主，国债期货目前仅有5年和10年期两个品种。建议财政部从增加公开市场操作工具、完善国债基准收益率等角度认识到当前我国发展短期国债市场的重要性和迫切性，进一步增加1个月等关键期限短期国债品种并形成定期滚动发行机制，参照美国等发达国家国债发行的经验，可考虑每周发行一次1个月、3个月国债，每月发行一次6个月、1年期国债，从而提高短期国债在全部国债中规模占比，形成短中长各期限国债相对合理的比例结构。另外，建议进一步完善国债期货期限品种，增加3个月、6个月、1年、3年、7年等关键期限国债期



货品种，提高期货市场的风险规避功能，从而丰富利率风险的对冲工具，完善国债收益率曲线。

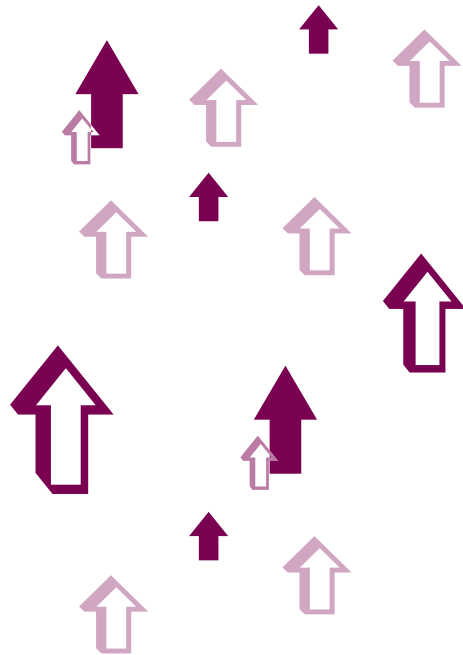
键期限的国债提供常规性的做市支持，减少做市商的流动性风险，从而提高国债二级市场流动性。[N]

学术编辑：曾一巳

完善做市商制度，提高市场流动性

虽然我国于2007年在银行间债券市场引入做市商制度，但是由于市场分层不甚明晰、激励约束机制不健全等原因导致当前做市商制度仍存在一定的缺陷与不足，做市商做市动力不足，市场流动性依然不高。具体来说，当前对于做市商的考核评级量化指标不甚明确，激励机制难以落实，而当前我国货币市场流动性、利率波动风险较高，利率衍生工具相对缺乏，导致做市商面临的风险远大于其做市收益。

建议进一步完善做市相关激励机制，提高做市的实际和潜在收益，并进一步完善财政部短期国债做市支持操作，对各关



参考文献：

1. 戴国强,梁福涛.中国金融市场基准利率选择的经验分析[J].世界经济,2006(4):3-11.
2. 贺力平.政策性基准利率选择[J].中国金融,2014(14):24-25.
3. 金融基准:Libor改革引起的全球博弈[M].北京:机械工业出版社,2015.
4. 李格平.金融市场化改革进程中的货币市场[M].北京:社会科学文献出版社,2008.
5. 梁琪,张孝岩,过新伟.中国金融市场基准利率的培育—基于构建完整基准收益率曲线的实证分析[J].金融研究,2010(9):87-105.
6. 刘杰.我国金融市场基准利率曲线的分段设计思路探讨[J].债券,2017(2):74-80.
7. 罗晶,田野.银行间市场与交易所回购交易比较分析[J].金融市场研究,2014(11):78-88.
8. 彭兴韵.中国债券回购市场的制度演进与进一步的发展[J].经济社会体制比较研究,2005(2):31-37.
9. 时光.金融改革和基准利率:利率市场化与Shibor研究[M].民族出版社,2013.
10. 宋芳秀,杜宁.我国货币市场的基准利率及其管制因素[J].改革,2010(11):91-96.
11. 曾芸,伍旭川,袁绍锋.我国基准利率体系构建研究[J].上海金融,2017(7):63-67.