

何处寻求基准利率的收益率曲线

齐皓辰

北京工商大学, 中国·北京 100048

【摘要】基准收益率曲线,是由流动性、税收以及风险相同而期限不同的债券收益率所连成的曲线。寻找到能够准确反映资金供求信息的收益率曲线,对于推进利率市场化改革进程、指导金融衍生品定价、预测通货膨胀,以及宏观经济预判等方面,意义重大。

【关键词】利率市场化;基准利率;收益率曲线;国债期货;

1 为何要寻找基准收益率曲线

1.1 有利于实现利率市场化

当前全球经济发展历程中,利率市场化是明显趋势之一,而寻找到明确的基准收益率曲线,是实现利率市场化的核心。利率市场化,即将金融机构进行融资活动的利率水平决定权交给市场的这一过程。通俗来讲,即由金融机构根据市场情况以及自身流动性状况,自行调整当前市场利率水平,形成以市场供求决定的金融机构存贷款的市场利率体系和利率形成机制。可见,若要实现利率市场化,必然需要一个明确的基准利率,来影响其他利率水平的变化,而这一利率锚,即基准收益率曲线。

1.2 对金融产品定价具有指导性作用

从国际市场经验来看,发达资本市场通常以期限不重合的国债利率或者 Federal Funds Rate 构成“基准利率曲线”。以这一利率锚为基础,市场可以为各类金融资产进行定价,具体过程如下:根据基准利率,考虑不同金融资产的风险溢价,经过计算得到最适宜的资产价格。

1.3 对未来通货膨胀有预测性作用

收益率曲线所包含的两个核心信息,即收益率差以及收益率水平,该核心信息,对于预测通货膨胀有重要意义。一方面,收益率的差异可展现出短期利率的浮动状况,有利于进一步对未来真实利率以及通胀信息进行预测。另一方面,当前收益率水平也从某种角度包含了通货膨胀信息,这一过程不仅可以反应货币政策松紧状态,还可侧面展示通货膨胀水平以及货币市场供需之关系。

1.4 有利于对宏观经济运行进行预判

从美国经验来看,收益率曲线的不同形态,也可以反映宏观经济的不同运行状态。大多数情况下,当短期利率高于长期利率时,即美国国债收益率出现倒挂,其经济状态有进入衰退阶段;反之,当短期利率低于长期利率时,美国经济也处于繁荣之阶段。可见,国债收益率的形态对于市场利率走的判断以及货币政策制定,都有重要意义。

2 刻画基准收益率曲线的国际经验

在我国已经市场化的几种利率中,我们认为,国债利率最适合充当基准利率。然而,当前我国国债现货市场,仅在银行间、机构间进行交易,透明度低,无法以现货标的作为参照标准形成基准利率。故公开的、流动性充足的期货市场成为形成基准利率的不二选择。具体而言,国债期货市场公开交易、流动性好,市场参与者无论是否购买国债,均可参与国债期货的交易,有助于形成准确的国债现货价格,并延伸出基准利率曲线,推进利率市场化建设。

从成熟市场经验来看,当前我国的基准收益率曲线形成机制与国外有所不同。一方面,成熟市场的基准收益率曲线是一套组合拳,不仅有市场基准收益率曲线做背书,更有国债收益利曲线进行加持,并不是目前我国较为单一的一条曲线所构成。另一方面,发达国家市场,其国债市场也较为发达,相应的国债期货期

限更为完整。具体来讲,日本市场的国债收益率曲线是由一个月至40年的收益率所组成;英国市场的国债收益率曲线是由一个月至50年的收益率所组成;欧洲市场的国债收益率曲线是由隔夜至50年的收益率所组成;美国国债收益率曲线是由到期时间从1个月到30年的收益率所组成。通过观察不同国债期货市场的流动性,可以帮助我们推进中国基准利率曲线建设进程。对于国债市场衍生品的流动性进行统计后发现,欧洲美元期货是全球最活跃的利率衍生品交易市场,可以为短期利率波动,提供相应的风险规避工具。

3 通过国开债寻找基准收益率曲线

通过和国际经验对标,我们发现,我国缺乏三个月期的短期国债期货。由于缺乏一年期以下的短期国债期货,导致我们在刻画基准收益率曲线时,短期利率端出现空白。究其原因,是缺少相应的短期国债衍生品。

对短期利率产品市场的品种进行梳理后,我们发现三月期的国开债是可供选择的现货债券产品,具体原因如下:

其一:国开债流动性好。2018年1月至11月,中国银行间市场,其现券交易量达到69.7万亿元。其中,流动性相对较好的是政策性金融债,包括国开债、国债,占到总成交量的50%以上。具体来讲,金融债券七成以上交易量均为国开债,对于银行间市场来说,国开债的交易量也高于国债交易量20个百分点,因此国开债的流动性好于国债。

其二:国开债交易主体结构优。持有国债的主要投资者,主要以进行配置型投资为主的银行、保险等特殊结算成员。而国开债的投资者结构相较而言更有利于发挥自身的流动性溢价,其投资者中,广义基金、券商等交易性投资者规模显著。

其三:国开债与国债相关性高。

我们通常通过观察国债以及国开债的利差的方式,来比较国开债与国债的波动幅度以及相互关联性。具体而言,当二者利率处于上行周期时,二者利差也同样会出现上升;而当二者利率处于下行阶段时,二者利差往往会出现下降。相关研究结果显示,T合约价格每变动0.08个百分点,国开债利率的变动幅度维持在1.15BP左右。

综上,我国可考虑推出以三月期的国开债现货为标的国债期货,形成短中长期利率曲线。利用期货市场价格发现的功能以及流动性高的特点,推动基准利率曲线形成。

参考文献:

- [1]王华庆,李良松.论基准利率和市场利率的关系[J].中国金融,2020(13):20-22.
- [2]谢宁,王远华,季伟.我国基准收益率曲线的培育与构建[J].金融纵横,2019,486(01):45-55.

作者简介:

齐皓辰(1996.08-),男,汉族,籍贯:北京人,北京工商大学经济学院,18级在读研究生,硕士学位,专业:产业经济学,研究方向:期货市场研究。