



您的位置：首页 - 文章选登

利率市场化对债市影响几何(薛宏立; 3月30日)

文章作者:

我国利率市场化改革进程已经整整进行了10年,利率市场化改革取得了较大成绩。多数专家认为,中国要再用5~10年时间才能完成利率市场化。因为,从中国利率市场化改革的目标来说,就是要建立一个以货币市场利率为基准,市场供求发挥基础性作用,中央银行通过各种市场化政策工具调控货币市场利率,并通过它来对利率水平和结构以有效影响的体系。

利率市场化的进程在深入,其对债券市场的影响也在深入。比如说,中国利率市场化进程起始于同业拆借利率和债券市场利率的放开,并且随着今后利率市场化的深入进行(存款利率放开等),将会进一步对债券市场产生直接或间接影响。

利率市场化对债券市场影响的直接传导途径有两个:一是通过货币市场利率影响浮息债市场的定价基础;二是利率市场化的推进要求固定收益债市场形成更为合理的收益率曲线,从而为中长期贷款、企业债、金融债的定价提供参考。间接影响的传导途径也有两个:一是利率市场化进程中,负债/资产的定价均由市场决定,市场预期因素在定价中的作用日益增强,因此,在债券市场价格波动幅度增大的同时,宏观经济走势与债券市场价格走势的同步性增强;二是商业银行资金成本上升压力将可能导致企业债市场出现一个跳跃性发展。

具体来说,利率市场化对债券市场的影响主要表现为以下4个方面:

利率市场化影响浮息债市场的定价基础,促使发行人和市场参与者共同寻找更加适合的基准利率。

目前人民币浮息债券市场的定价基础有两个:1年期定期存款利率和7天回购利率。

相比国外浮息债的定价基础3个月或6个月LIBOR而言,人民币浮息债的这两个定价基础都不太适合。原因如下:(1)LIBOR是市场化利率,而1年期定期存款利率则不是,造成人民币浮息债的市场价值偏离其原有含义,比如付息日浮息债市场价格应为100,但人民币浮息债付息日价格为100的可能性几乎没有,也就是说,非市场性的基础利率没有刨除浮息债的预期风险贴水;(2)3个月或6个月LIBOR即代表了市场主体观点,期限又相对较长,能较充分地代表付息周期风险。就人民币而言,虽然7天回购的交易量占到回购市场交易量的60%左右(2004年数据),但用如此短期的市场融资利率来定价中长期债券利率(目前仅有4只金融债采用7天回购作为定价基础),显然,期限基差风险将无法避免,再加上付息周期(6个月或1年)与7天回购的定价期限相差过大,付息周期风险也将无法避免。因此,1年期定期存款利率和7天回购利率只能是作为浮息债市场定价基础的过渡对象,需要另外寻找合适的定价基础。

利率市场化促使固定收益债券市场形成以国债为基础、更加合理的收益率曲线,形成企业债和金融债的定价基础。

年初《稳步推进利率市场化报告》在论及利率市场化前瞻问题时,明确提出应逐步形成完整合理的收益率曲线,并首次表示收益率曲线是商业银行中长期贷款、特别是中长期固定利率贷款定价的重要参考。这表明,以债市为主要代表的固定收益证券市场在我国金融改革重点领域中的地位被凸现,形成完整合理的收益率曲线成为央行近期关注的重要课题。要形成完整合理的收益率曲线,央行与财政部的协调必不可少,财政部将承担发行基准债券的责任。也就是说,财政部必须在1年内将至少轮次发行2年期、3年期、5年期、10年期这4只基准债券,以保证形成完整合理的收益率曲线。换句话说,利率市场化将促使债券市场基准债券的发行有序化、周期化。

此外,基准券的发行有利于改善债券市场的发行期限结构,拓展制约债券市场发展的主要瓶颈。因为发行期限结构的缺陷,必然造成剩余期限结构的杂乱无章,要么某些期限过分集中,要么某些期限出现真空,使得套利空间大大缩小,从而其作为交易润滑剂的作用无法发挥,影响了市场的流动性;期限结构的缺乏造成价格缺乏参考,影响了交易的主动性和积极性。

利率市场化将导致市场预期因素在定价中的作用日益加强,市场价格波幅增大,债券市场走势与宏观经济走势将逐步趋向较高的同步性。

利率市场化将导致债券市场价格波幅增大这一特点在日前央行调低超额准备金利率措施上表现最为突出。3月17日,超额准备金存款年利率由1.62%下调至0.99%,对货币市场和债券市场形成重大影响,货币市场代表性利率7天回购一路下探至1.5%左右,债券市场收益率也有较大下跌,平均跌幅在40BP以上。

利率市场化深入或完成后,债券市场走势与宏观经济走势将呈现较高的同步性。这一点,主要是宏观经济走势变化通过市场参与者的预期发生作用,先于央行采取措施避免债券收益损失,从而导致债券市场价格走势与宏观经济表现呈现较高的一致性。因为,《稳步推进利率市场化报告》中已经较为明确地提出,央行已经将常规货币政策操作工具基本转移到与公开市场操作结合,随着利率市场化的逐步实现,市场化的货币政策转型也就完成了。因此在这种大的转型背景下,揣摩公开市场操作所传递出的政策倾向并根据宏观经济走势预期事先进行债券市场操作就显得尤为重要。

债券市场特别是企业债市场将会出现一个跳跃性发展。

一般情况下,存款利率市场化将会使得商业银行资金成本上升,因为竞争的需要要求商业银行竞相提升储蓄存款利率,对优质客户降低贷款利率。在逐步放开企业短期融资券(1年以下)市场后,央行将会进一步允许企业在银行间债券市场发行中长期债券(也许在利率市场化进程中的某一时间点银行间市场与交易所市场将合二为一),由于信用贴水和流动性贴水以及利得税的存在,将使得企业债收益大大高于同期限的国债,商业银行资金成本上升的压力将促使其将债券投资比重更多地转向企业债券。

而贷款收益的降低和更严格的资本要求,将使得商业银行的中长期资产一定比例地向债券资产转移,因为债券资产经风险调整的综合收益率相对较高,坏账率特别低。

文章出处:《金融时报》

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307

版权所有：中国社会科学院金融研究所