

我国货币市场基准利率选择分析

傅毅夫

(华中科技大学 武汉 430070)

【摘要】 本文介绍了我国货币市场利率情况,通过举例分析发现债券市场回购利率具有差分序列平稳性以及与消费者物价指数(CPI)环比增长率、生产价格指数(PPI)环比增长率、狭义货币供应量(M1)同比增长率等经济指标显著相关的特性,是目前货币市场基准利率的最佳选择。

【关键词】 货币市场利率 基准利率 回购利率 银行间同业拆借利率 国债利率

货币市场基准利率在金融市场建设中处于基础性地位,是全社会利率水平的“晴雨表”。自1996年开放同业拆借市场以来,我国利率市场化的进程逐渐加快。利率市场化是我国金融改革的必然趋势,因而选择适合我国国情的基准利率至关重要。

发达市场经济国家在利率已经市场化的条件下,往往选择一种货币市场利率作为基准利率。最常用的基准利率指标是伦敦银行间拆借利率,它是英国银行家协会根据其选定的银行在伦敦市场报出的银行间同业拆借利率进行取样并平均计算出指标利率,于每个营业日对外公布。美联储选择联邦基金利率即银行间同业拆借利率作为基准利率。通过调节银行间同业拆借利率来直接影响商业银行的资金成本,敏锐地反映同业市场的资金余缺,在整个利率结构中具有导向作用。

一、选择基准利率的原则

基准利率要体现“基准”特征,必须含义明确简洁、易于投资者理解,能够真实反映影响债券价格的各种信息,便于央行通过调整基准利率有效传递经济决策信号。因此,本文提出了选择基准利率的三个原则:

1. 市场化程度高。基准利率要发挥作为全社会利率水平“晴雨表”的作用,必须真实反映市场利率的波动。政府可通过货币政策和财政政策加以引导,让市场力量充分发挥作用。

2. 稳定性好。稳定性在基准利率市场化改革进程中至关重要。要保证改革顺利推进,必须防范非正常因素造成基准利率大幅波动而干扰经济运行秩序。

3. 传导性强。基准利率作为政府调控宏观经济的重要指标,直接连接央行、金融市场、金融机构、企业和居民等利益主体。因此,基准利率不仅是稳定利率体系的“锚”,更是调控利率体系的“纲”。基准利率必须有良好的传导性,便于央行操作。

二、我国货币市场利率情况

我国货币市场利率主要包括回购利率、银行间同业拆借利率、央行票据发行利率以及国债利率等。根据国际经验,国债利率、银行间同业拆借利率和回购利率较适宜作为基准利率。

国债虽然以国家信用为基础,安全性高,利率形成机制基

本市场化,对于其他金融产品定价的作用日益重要,但是将国债利率作为货币市场的基准利率仍然有很多不足:①国债市场流动性差,交易量和换手率甚至远低于金融债券。交易不活跃导致国债价格不能充分反映金融市场各种信息。②品种结构不合理,主要是中长期国债,缺少短期品种,且交易分布于集中,没有形成合理的基准收益率曲线。③市场分割严重,不同市场收益率差别较大。

银行间同业拆借利率是金融机构之间短期拆放资金、调剂头寸的利率。它反映着金融市场上短期资金的供求变化,主导着整个利率体系的水平,但是也存在着作为基准利率的障碍:一方面,交易量小,利率波动性大;另一方面,拆放利率期限短,交易主要集中在7天内完成,较长期的拆借成交量稀少。

回购是债券的持有者一方持有债券作为抵押向另一方进行短期借款的一种行为。回购利率具备作为基准利率的特征:①交易主体丰富。从最初局限于商业银行发展到以商业银行为主体、涵盖各种类型的金融机构和机构投资者,参与的机构数量多且范围广。②交易工具从最初的单一国债发展到国债、政策性金融债券和央行票据。③成交量大,交易活跃,市场认同度高。

从目前金融市场状况看,较之同业拆借,国债回购具有明显优势:①由于我国信用体系建设不完善,而国债回购的安全性比银行间同业拆借高,其规模已经并且有望持续大于银行间同业拆借规模。②公开市场业务是央行通过在银行间市场买卖债券及进行正回购交易来开展的。因此,银行间债券回购市场也是央行传导货币政策的有效市场。③国债市场覆盖资本市场和货币市场,是连接财政政策和货币政策的重要纽带,大大增强了宏观调控的有效性。

从建设货币市场基准利率体系的国际经验来看,开始时基准利率多为银行间同业拆借利率,因为信用拆借属于无担保交易,银行间同业拆借利率较单纯地反映了资金的实际价格,减弱了市场利率定价的不确定性。另外,基准利率的报价商多为定价能力较强的银行,其市场判断能力较强,所报出的批发价格具有较大的参考价值。相对而言,回购交易由于抵押

物的存在,更多地反映资金的供求关系。近年来,回购交易的基础地位逐渐显现,随着全球债券市场的快速发展,债券回购的交易量突飞猛涨,回购交易成为货币市场的主要交易品种。回购利率作为一种有担保的市场利率,为整个担保市场提供了一个事实上的参照,成为分析货币市场走势的主要指标。

三、举例分析

根据提出的基准利率选择的三个原则,本文针对基准利率的稳定性与传导性进行了实证分析。

在稳定性分析中,本文对回购收益率时间序列数据进行了平稳性检验。样本选取2005年1月至2008年10月期间7天回购利率数据,数据来源于中国人民银行网站(www.pbc.gov.cn)。

在传导性分析中,本文进行了回购利率时间序列与主要经济指标的相关性分析。选取消费者物价指数(CPI)环比增长率作为反映商品与劳务市场指标的代理变量(数据来源于国家统计局);选取生产价格指数(PPI)环比增长率作为反映生产要素市场指标的代理变量(数据来源于国家统计局);选取狭义货币供应量(M1)同比增长率作为反映货币市场指标的代理变量(数据来源于国家统计局);选取中债指数(INDEX)作为反映债券市场指标的代理变量(数据来源于中央国债登记结算公司)。选择这些指标的原因在于它们在各自的市场中都具有较强的代表性。

1. 回购收益率的平稳性检验。定义7天回购收益率:

$$R_t = (\text{Repr}_t - \text{Repr}_{t-1}) / \text{Repr}_{t-1}$$

式中, R_t 代表在t日的7天回购收益率, Repr_t 代表在t日的7天回购利率。对7天回购收益率进行平稳性检验,结果如下:

平稳性检验结果

	样本数	ADF检验值	5%临界值	结论
7天回购收益率	46	-3.153 085	-2.901 7	平稳

结果表明,7天回购收益率时间序列是平稳的。这里,7天回购收益率实际上是7天回购利率的增长率。

2. 回购利率与主要经济指标的相关性检验。采用7天回购利率 Repr_t 对 CPI 环比增长率 I_CPI_t 、PPI 环比增长率 I_PPI_t 、M1 同比增长率 I_M1_t 、INDEX 收益率 R_INDEX_t 分别进行简单的一元线性回归分析,结果如下:

回购利率与各经济变量的相关系数

	I_CPI_t	I_PPI_t	I_M1_t	R_INDEX_t
相关系数	0.616 1	0.838 4	0.667 8	-0.130 5
R^2	0.38	0.16	0.15	0.017
T值	1.11	1.19	-0.87	-0.68

注:此表给出了相关系数数据,相关系数对说明关系的“方向性”即正相关还是负相关有用。显著性水平取5%时,CPI、PPI和M1的相关系数是统计显著的。

由表看出,回购利率与CPI环比增长率、PPI环比增长率和M1同比增长率在统计上具有显著相关性。

利用回购利率与市场的各项经济指标的相关性,央行可通过调节回购利率来传导信号,并反映到市场和金融产品的

价格上去。

四、政策建议

要使回购利率作为货币市场基准利率并充分发挥其作用,还要注意以下几点:

1. 改变银行间债券市场和交易所债券市场分割的情况,引导统一债券市场利率的形成。目前,我国的国债市场还处于分割状态,银行间国债回购市场、沪深交易所的国债回购市场以及其他场外国债回购市场,在管理体制、参与主体、运作方式上都是相互独立、各不相同的,致使不同市场的国债回购利率差别很大、关联度低。这就要求创造一个稳健的外部市场环境,加强监管者的审查,降低超额存款准备金率,实施并完善企业代理结算制度等,将在交易所交易的投资者吸引到银行间市场来,通过两个市场之间的套利实现资源的优化配置。

2. 继续增加银行间债券市场的参与者人数,进一步丰富上市债券品种和期限结构。这不但能够为构建合理的基准收益率曲线提供分布合理的数据点,而且有利于及时反映短期、中期和长期各种期限跨度债券的利率水平及其变化趋势,使利率能真实地反映资金的供求关系,从而激活债券市场,进一步扩大回购交易的规模,尽快形成资金自由流动的统一市场。

3. 在继续完善国债市场发行机制和交易机制基础上,尽快建立和发展短期国债市场。调整国债市场的品种结构,改变其主要是中长期国债和交易过于集中的现状,定期定量地滚动发行短期国库券和短期国债。协调好货币政策和财政政策的关系,使市场对短期国债的发行有较准确的预期,为央行货币政策的执行和传导提供便利,通过扩大可流通国债的份额来达到进一步增强国债流动性的目的。

4. 进一步加大基准利率的宣传力度,增强基准利率的公告效应。基准利率的调控作用不仅表现为利差的传导,而且表现为可以得到公众合作的公告效应。因此,应该进一步在民间普及金融知识,增大回购利率作为货币市场基准利率的影响力,使得公众能够随着基准利率的调整作出相应预期和决策。

5. 实现政府职能转型,完善利率的传导机制。应加快政府职能的转变,使其在经济建设中充分行使为公众服务的职能,加快国有资本向关系国计民生的重要行业的转移,将社会效益的最大化作为政府政策制定的目标。完善微观市场主体的建设,对国有企业实行现代企业管理制度改革。通过提高企业对财务杠杆的敏感度,来达到利率调控的效果。

另外,可选择一定数量的做市商对较长期限的回购利率进行双边报价,使回购交易的期限结构更加完善,这对培育回购利率作为货币市场的基准利率非常重要。

主要参考文献

1. 胡海鸥.完善我国基准利率主导作用的基本思路.上海金融,2006;11
2. 华红梅.我国利率市场化进程中基准利率的选择.金融经济,2006;10
3. 卢遵华.培育我国货币市场基准利率.银行家,2006;2