

适应我国利率全面市场化的基准利率的研究

李社环

(上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

摘要:基准利率的选择和培育是成功推行利率全面市场化改革的重要举措。本文以我国现行利率体制及其改革趋势为背景,探索了国际上基准利率的选择原则和惯例,分析研究了适合我国利率体制开放环境下的基准利率的选择及其问题,并探讨了解决问题的途径。

关键词:基准利率;利率市场化;同业拆借利率

中图分类号:F832.0 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2001)04-0045-05

2000年9月21日中国人民银行开放了对外币存、贷款利率的管制,这是我国自1996年正式启动利率市场化改革举措以来采取的又一重大步骤,表明我国利率市场化开始往纵深发展。然而就我国目前阶段,完全开放人民币存贷款利率(即推行利率全面市场化)的时机还不成熟,还需要做许多的准备工作。本文认为适应利率全面市场化环境下的基准利率的选择和培育就是要做的准备工作之一。

一、基准利率与利率市场化

“基准利率是在整个利率体系中起主导作用的利率”,即“在整个金融市场上和利率体系中处于关键地位、起决定性作用的利率”(见黄达主编的《中国金融百科全书》,1990),它应是整个利率体系中的一种典型而具体的利率(如再贴现率,同业拆借利率),又应该是其他利率决定的参照体;尤其在利率体制高度开放的环境下,或在推行了利率全面市场化之后,基准利率的变化将导致其他利率的变化,其水平的高低也将决定其他利率水平的高低。这种利率既是金融市场的投资者和参与者进行金融决策的参照体,又是货币当局制定和实施金融政策必须高度关注和利用的对象。

利率市场化是指政府或货币当局(逐步)放松或放弃对利率的直接控制或限制,让金融机构根据资金市场供求状况自行决定利率水平的过程;因此在全面解除了利率管制的环境下,中央银行对宏观经济和金融的调控必须是间接型的。当国际贸易和国际金融还不是整个经济的最主要部分时,利率一般是货币政策的主要传导媒体,因而,利率型传导渠道应该是利率全面市场化环境下的主要货币政策传导渠道。利率型传导渠道大体上为:

收稿日期:2000-12-19

作者简介:李社环(1957-),女,湖南郴州人,上海财经大学金融学院副教授,博士。



也就是说,中央银行可以通过各种间接调控手段如三大货币政策工具去控制或影响基准利率;基准利率的变化将导致货币市场利率、商业银行存贷款利率、资本市场利率以及证券市场的各种收益率的改变,而这些市场利率的变化将引起收入的再分配,影响到工商企业的利润和投资者的收益,进而影响他们的经济行为,如改变他们的储蓄、消费和投资倾向,改变他们对各种层次的货币或金融资产的需求和偏好,使其向着有利于货币政策最终目标实现的方向发展。因此,在全面开放的利率体制下,基准利率是连接中央银行政策行为与微观经济主体和金融市场行为的纽带,是间接调控方式下传导政策旨意的关键媒体。可见,适当选择和培育基准利率是成功推行利率全面市场化改革的重要举措。

二、国际上基准利率的选择惯例和原则

不论是发达国家还是发展中国家,在利率市场化时期都更加强了对利率体系的监管,其手段就是通过控制或影响基准利率来调节整个利率体系,因而基准利率的选择就尤其重要了。基于基准利率的作用和功能,基准利率的选择应掌握下面的原则:(1)基准利率能比较准确地反映资金市场供求状况,并且与货币供给量息息相关;(2)与其他利率关系密切;(3)能由货币当局比较直接地操作或影响;(4)比较稳定,易于控制。

各国选择基准利率的原则应大体相同,然而在各时期采用的基准利率可能是不同的;在不同体制的国家,基准利率发挥的作用也有差异。在实行利率管制的国家,各种法定利率就是名义上的基准利率,央行通过调整法定利率去影响和调节金融市场以及经济系统。然而法定利率作为基准利率具有许多的缺陷,实际上并不完全具有基准利率的作用,原因是:(1)法定利率一般不能及时反映整个资金市场的供求状况,对金融市场的变化反应迟缓;(2)管制的利率不能充分优化配置资金资源,不利于货币当局实施货币政策并实现预定的目标;(3)管制利率下的各种利率关联度差,期限结构常常处于扭曲状态,因而基准利率的主导作用难以发挥。

在实现了利率市场化的国家,基准利率往往是一种货币市场利率。在成熟经济和具有较完善金融市场机制的国家,货币市场不但具有短期资金融通、提供资金便利的功能,而且是资金信息反馈的中心,具有价格发现的作用,更为重要的是它是中央银行利用间接调控手段实施和启动货币政策的支点,是传导政策旨意的重要场所。货币市场所包含的重要子市场——同业拆借市场、票据贴现市场、国债回购市场和短期国债交易市场等所形成的短期利率(或统称为货币市场利率)一般具有较强的联动性,货币市场利率通过影响商业银行和其他金融机构的资金头寸和融资成本来影响资本市场资金的供求和价格。因而,货币市场利率也是货币市场与资本市场的联结器。另外,中央银行可以通过直接参与货币市场交易,即进行公开市场操作,或通过贴现窗口、再贷款窗口等较有效地影响货币市场资金的供求,调节货币市场利率(主要是从中选择的基准利率),从而达到调控货币供给量的目的。因此适当的货币市场利率可起到传导政策旨意和金融市场信息的作用。美国就是以三个月国库券利率和联邦资金利率(一种同业隔夜拆借利率)为基准利率,英国以两周国债回购利率为基准利率。即使许多发达国家以再贴现利率为基准利率,但它们的再贴现利率也是与货币市场利率连动的。例如,美国的再贴现利率是在联邦资金利率基础上加一定利差形成的,加拿大则是由拍卖政府 90 天国库券形

成的利率加上一定利率形成。显然在国债市场规模足够大的国家,央行一般能通过公开市场操作和贴现窗口有效地控制货币市场利率;而一个相当规模的货币市场应是整个资金市场的窗口,其利率变化能及时反映或影响资金市场的资金供给和价格决定。因而,货币当局的政策意向可通过基准利率影响整个货币市场利率,通过货币市场又传递到资本市场乃至整个金融市场。

三、我国在利率市场化过渡时期基准利率的选择及其利弊分析

我国利率市场化的航船已经启动,在利率全面市场化之前,选择并培育适合我国间接调控机制下的基准利率是当务之急。按照基准利率选择的原则和世界惯例,我国也应选择某些货币市场利率作为考察对象;而且,同业拆借利率、短期国债利率和国债回购利率是可供选择的主要对象。

短期国债不但安全性高、流动性强,而且交易方便、灵活,在成熟的货币市场是主要的交易对象和政策工具;配合连续滚动型的发行方式,短期国债利率不但可以及时传导政策旨意,而且能快速地反映资金市场供求信息;因此短期国债利率是比较理想的基准利率。然而就我国目前状况,短期国债利率要作为基准利率还为时过早。首先,这些利率本身的形成以及它们要能对其他利率产生大的影响,要求有相当规模的短期国债市场。然而,我国目前国债市场规模较小,而短期国债市场几乎还没有形成,近几年来虽然国债市场增长速度很快,但短期国债所占比重却非常小,例如,1995年2—5年期的占90%以上,1998年和1999年发行的全是长期国债。其次,短期国债利率要能发挥基准利率的作用,还必须有一个连续的、正规的短期国债发行机制和交易机制。如美国的滚动式发行机制就是值得借鉴的较为完善的典例,而我国在短期国债市场还不存在的情形下,更谈不上能与货币政策相配合的滚动式发行机制的建立了。因此,这方面的建设还需要时日。

国债回购利率和同业拆借利率应该说是可选作基准利率的对象。从目前金融市场状况看,由于我国信用风险较大,而国债回购的安全性要比同业拆借的高,只考虑银行间国债回购,其规模已经并且有望继续一段时间大于同业拆借市场的规模。因而国债回购利率较之同业拆借利率更能全面反映资金市场供求关系,对其他利率产生较大影响。然而,我国的国债回购市场还处于分割状态,有银行间国债回购市场、证交所的国债回购市场以及其他场外国债回购市场,这些国债回购市场从管理体制、参与主体到运作方式都是相互独立、各不相同,致使不同市场的国债回购利率差别很大,关联度很小。从将来发展趋势看,这些国债回购市场融合为全国统一的国债回购市场是必然的,不过这种统一健全的国债回购市场建立本身还需要较长一段时间;再说国债回购市场统一后,参与者除了银行业和其他金融机构,还有一般企业和投资者个人。因而这一市场的价格不但与经济状况有关,而且还将与证券市场联系紧密,其稳定性可能较差,随机性较大,央行比较难以控制。因此国债回购利率作为基准利率不是很合适的,即使可作为基准利率,这也只能是一个长远的目标。

因而在利率市场化过渡时期,培育同业拆借利率,使之成为富有影响的基准利率是重要的;而且同业拆借利率作为我国利率市场化过渡时期的基准利率具有一定的优势。

(一)我国同业拆借市场已具有一定的规模,参与拆借的金融机构会越来越普遍,是我国现行货币市场中最重要的部分。

(二)同业拆借利率最能反映银行流动资金的头寸,而银行超额储备的多少直接反映资金

市场资金的供求状况。作为资金的价格,同业拆借利率一方面可以如实地反映银行在中央银行准备金的状况,中央银行可通过对准备金的要求和控制来调节同业拆借利率;另一方面,同业拆借利率的改变,将影响银行流动资金的头寸,以致影响整个资金市场的价格。例如同业拆借利率上升,表明金融机构对流动资金的需求大于供给,资金市场对银行资金的需求大于供给,在存贷款利率开放的情况下,存贷款利率就会随同业拆借利率的上升而上升,而存贷款利率与资本市场收益率关联度较大,因而同业拆借利率的改变将影响和调节整个金融市场的资金价格和投融资者的行为。

(三)同业拆借市场能直接由中央银行通过再贷款和再贴现窗口有效地控制和影响。在我国,由于传统的信贷管理体制,商业银行对于中央银行的依存度很高,商业银行除了吸收存款作为其主要资金来源外,另一主要来源就是从中央银行获得再贷款。因此在利率市场化过渡时期,中央银行可以通过控制再贷款的总额或再贷款利率来调节同业拆借市场资金松紧状况;以后,可以通过再贴现利率或公开市场操作来进行影响和调控。

(四)同业拆借利率是比较稳定的。从1996年开始完全放开同业拆借利率的限制以来,我国的同业拆借利率基本上变动平稳。随着金融市场运营机制的规范化和金融监管机制的健全和完善,金融机构的借贷行为会更为理性,同业拆借利率更能及时、可靠地反映资金市场信息。

虽然就目前来说,同业拆借利率与其他利率的关联度还不很高,但随着各种管制利率的开放这些利率的关联度会不断提高;而且与其他的短期市场利率相比,同业拆借利率最满足基准利率的条件。因此加强同业拆借市场的规范化发展是发展货币市场的重点,也是选择和培育基准利率的关键。

四、政策建议

基于以上分析,在我国目前利率市场化过渡时期,同业拆借利率是较好的基准利率;而在利率全面开放的时期,同业拆借利率、短期国债利率和再贴现率可以作为基准利率选择对象。不过要使这些利率真正发挥基准利率的作用,成为中央银行间接调控货币政策的手段或关键媒体,还必须在以下方面花大力气,做许多工作。

(一)加强同业拆借市场的监督管理,促使同业拆借市场快速、健康发展

虽然同业拆借利率目前比其他货币市场利率更符合基准利率的条件,是最有影响的货币市场利率,然而我国目前同业拆借市场还存在许多问题,例如,交易规模小、拆借风险(主要是违约风险)大、交易机制不够完善;尤其是违约风险的问题,不但阻碍了中小金融机构入网拆借的进程,而且限制了参网金融机构拆借的数量;这些自然又抑制了同业拆借市场的规模和同业拆借利率作用的发挥。因此,为使同业拆借利率成为间接调控下有效的基准利率,必须:(1)尽快建立和健全信息收集和披露制度,强化金融监管机制,抑制违约风险;(2)借鉴国外经验,完善同业拆借市场交易机制;(3)在此基础上,让更多金融机构加入同业拆借网络进行资金拆借,不断扩大货币市场的规模。

(二)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

这包括:(1)调整国债市场的结构,尤其要增加短期国库券和短期国债的发行比例;(2)建立滚动式发行短期国库券和短期国债的机制,协调好财政政策与货币政策的关系,使有利于公开市场操作及其他政策的实施;(3)扩大可流通国债的份额,增强国债的流动性和便利性。

(三)建立和健全票据市场,完善票据的发行、回购和贴现机制。

票据,如商业票据、银行承兑汇票,不但是重要的货币市场工具,在很多国家如日本、德国、印尼,还是中央银行公开市场操作的交易工具。票据市场的参与主体可以是政府、中央银行、金融机构,也可以是一般非金融机构和企业,涉及面广;中央银行不但可以通过票据市场实施公开市场操作调控货币供应量,而且还可通过再贴现率和贴现政策实施产业政策,调节经济结构,促使经济平衡发展。因此,票据市场的建立和完善不但促进货币市场本身的发展,而且能使再贴现率和贴现政策更有效、有力,增强中央银行调控经济的多样性、灵活性和直接性。因此,发展票据市场是培育基准利率的重要方面,是全面推行利率市场化的重要一环。

参考文献:

- [1]黄达. 中国金融百科全书[M]. 北京:经济管理出版社,1990.
[2]敖惠诚,刘小平,纪志宏. 英国货币政策的变革及启示[J]. 世界经济,1998,(3).
[3]黄国明. 我国央行基准利率选择之分析[J]. 上海金融,1997,(1).
[4]李社环,濮卫东. 我国货币市场利率行为分析[J]. 西南金融,1999,(12).

Choosing and Developing of Base Interest Rates Must Suit with Interest Rate Liberalization

LI She-huan

(School of Finance, Shanghai University of Finance & Economics, Shanghai, China, 200433)

Abstract: It is very important to choose and cultivate appropriate base rates of interest for interest rate liberalization. This paper studies the international principle and practice of developing base rates of interest, analyzes the relative problems in China, and points out ways of improving the situation.

Key words: base rates of interest; interest rate liberalization; interbank market rate

(上接第 25 页)

To modernize the management of small and medium enterprises, we should not copy indiscriminately the modern enterprise system but modify the management means and methods to go along with the modern social trend.

Key words: small and medium enterprise; management model; scale of enterprise; competitive power