



No. 1817

Working Paper

全球主要货币基准利率替代路径研究

边卫红 田园

【摘要】 伦敦银行间同业拆借利率 (LIBOR) 操纵案发生后, 金融市场基准利率的改革成为全球关注的焦点。二十国集团 (G20) 要求金融稳定委员会 (FSB) 对全球市场基准利率和相关监督改革计划的情况进行梳理, 促进各国之间相互协调。为此, FSB 成立市场参与者组织 (MPG), 并提出改革措施。FSB 推动全球金融市场基准利率改革主要从两个方面入手: 一是改革全球三大主要银行间拆借利率; 二是鼓励各国货币寻找新的无风险利率替代现有基准利率。未来全球各主要货币新的无风险基准利率体系将逐步形成和完善。稳健的金融市场要求基准利率具备足够的市场深度和流动性、广泛的投资者参与、较高的透明度和较低的信用风险, 并接近真实融资成本。目前, 美元、欧元、英镑和日元等主要国际货币均已确定采用隔夜利率 (指数) 作为其近似无风险利率。向新基准利率进行过渡成为当前及未来一段时间相关国家的工作重点。制定出合理、稳健、有效的过渡方案, 是相关工作组的重大难题。我国应高度关注主要国际货币选择近似无风险基准利率的进程, 根据其经验教训, 重视发展在岸 / 离岸一体化的人民币基准利率建设, 做好统筹规划及趋势研判等前瞻性工作。

【文章编号】 IMI Working Paper No. 1817



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

全球主要货币基准利率替代路径研究

边卫红 田园¹

【摘要】伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）操纵案发生后，金融市场基准利率的改革成为全球关注的焦点。二十国集团（G20）要求金融稳定委员会（FSB）对全球市场基准利率和相关监督改革计划的情况进行梳理，促进各国之间相互协调。为此，FSB 成立市场参与者组织（MPG），并提出改革措施。

FSB 推动全球金融市场基准利率改革主要从两个方面入手：一是改革全球三大主要银行间拆借利率；二是鼓励各国货币寻找新的无风险利率替代现有基准利率。

未来全球各主要货币新的无风险基准利率体系将逐步形成和完善。稳健的金融市场要求基准利率具备足够的市场深度和流动性、广泛的投资者参与、较高的透明度和较低的信用风险，并接近真实融资成本。

目前，美元、欧元、英镑和日元等主要国际货币均已确定采用隔夜利率（指数）作为其近似无风险利率。向新基准利率进行过渡成为当前及未来一段时间相关国家的工作重点。制定出合理、稳健、有效的过渡方案，是相关工作组的重大难题。

我国应高度关注主要国际货币选择近似无风险基准利率的进程，根据其经验教训，重视发展在岸/离岸一体化的人民币基准利率建设，做好统筹规划及趋势研判等前瞻性工作。

¹ 边卫红：IMI 研究员、中国银行国际金融研究所

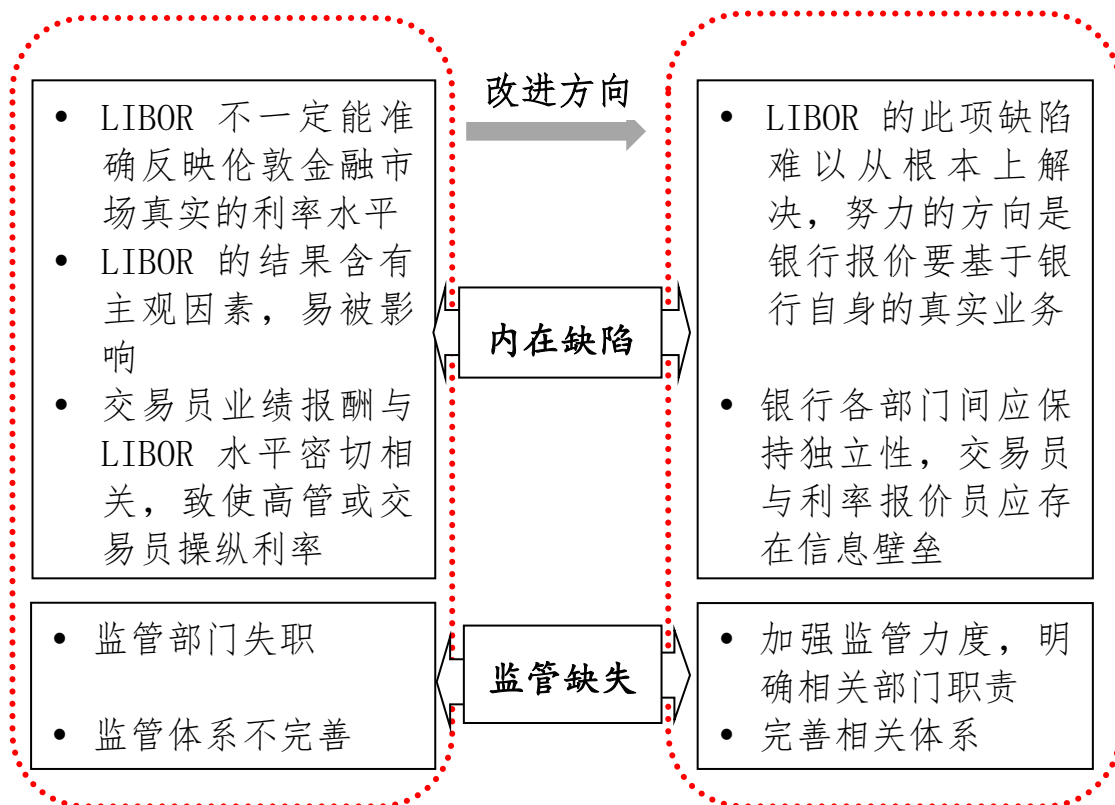
田园：IMI 研究员、中国银行国际金融研究所

一、双管齐下，FSB 推动全球金融市场基准利率改革

全球主要货币基准利率在金融市场交易和资产定价中发挥着“神经中枢”的作用，牵一发而动全身。2008 年全球金融危机后，LIBOR 操纵丑闻被爆出。截至目前，英美金融监管当局开出的罚金总额已超过 85 亿美元，除英国之外的其他欧洲监管机构至今已针对九家欧洲大型银行开出了至少 13 笔、金额在 500 万美元以上的罚单。LIBOR 操纵案揭示了 LIBOR 运行体系中的利益冲突，暴露了自身存在的缺陷和外部监管的不足，引发市场的普遍担忧。具体而言，LIBOR 存在的主要问题及改进方向如图 1 所示。

图 1. LIBOR 的缺陷及改革方向

资料来源：作者整理



LIBOR 操纵案使得寻找新的无风险替代利率势在必行。2013 年 10 月底，在 G20 和 FSB 的支持下，国际证监会组织（International Organization of Securities Commissions, IOSCO）发布公告，敦促各国尽快依照 IOSCO 确立的原则²，对基准利率的制定和监管程序进行改

² IOSCO《金融基准准则》包括有关基准改革的 19 条原则：（1）基准管理者负全责（Overall Responsibility of the Administrator）；（2）接受外部监督（Oversight of Third Parties）；（3）基准管理者要保持中立性，有效处理利益冲突（Conflicts of Interest for Administrators）；（4）基准管理者应公布基准

革。FSB 发布金融基准利率改革报告，提出“双管齐下”的总体方案。

第一，改革全球三大主要银行间拆借利率。改革伦敦银行间同业拆借利率（London Interbank Offered Rate, LIBOR）、欧洲银行间同业拆借利率（Euro Interbank Offered Rate, EURIBOR）和东京银行间同业拆借利率（Tokyo Interbank Offered Rate, TIBOR）。

第二，打造增强版的 IBOR⁺。“+”体现为引入一项或几项无风险利率，使得全球基准利率由原来的单一报价体系 IBORs 体系转向 IBOR⁺,建立另外一套无风险（或近似无风险利率）基准利率体系。

改革现行三大基准利率和寻找无风险利率必须“双管齐下”。美英日等国及欧盟相继成立工作组，寻找可替代 LIBOR 方案、且适用于相应衍生品及金融合约的基准利率。

二、美元无风险替代利率改革提速，2018 年或将有显著进展

2014 年 11 月 17 日，美联储成立了替代参考利率委员会（Alternative Reference Rates Committee, ARRC），旨在壮大在岸美元市场，引导国内金融产品定价与 LIBOR 脱钩。其主要工作内容包括寻找合适的替代利率，设计稳健的交易规则，制定替换步骤、判断是否替换成功的量化指标和时间表等在内的具体执行方案。

第一，选择基于三种交易数据计算得出的担保隔夜融资利率，作为美元新的近似无风险利率。2017 年 6 月 22 日，经过数轮筛选，ARRC 宣布担保隔夜融资利率（Secured Overnight Financing Rate, SOFR）成为最终方案，将替代美元 LIBOR 作为美元衍生品等金融市场的基准利率。

SOFR 由纽约联邦储备银行与金融研究办公室合作发布，基于以下三种交易数据得出：纽约梅隆银行（the Bank of New York Mellon）三方结算平台、美国存管信托和结算公司（Depository Trust & Clearing Corporation, DTCC）的一般担保融资服务以及 DTCC 清算的

制定过程的信息，保证透明度（Control Framework for Administrators）；（5）加强基准利率的内部监督（Internal Oversight）；（6）保证基准利率设计的合理性（Benchmark Design）；（7）保证数据的充分性（Data Sufficiency）；（8）保证清晰的输入值层级（Hierarchy of Data Inputs）；（9）保证基准利率的透明度（Transparency of Benchmark Determinations）；（10）定期检查利率是否发生了结构性变化，来判断是否需要更改基准利率设计方法（Periodic Review）；（11）公布基准利率编制方法（Content of the Methodology）；（12）公示基准利率编制方法的改变（Changes to the Methodology）；（13）基准利率制定过程中需考虑利益相关者和监管部门的意见（Transition）；（14）提交人的行为准则应适用于任何监管机构（Submitter Code of Conduct）；（15）对数据的收集过程进行内部控制，保护数据的完整性和机密性（Internal Controls over Data Collection）；（16）允许利益相关人对某项基准利率制定方案提出申诉（Complaints procedures）；（17）任命独立的审计人员定期审查基准利率管理者对原则的遵守情况（Audit）；（18）管理者的书面记录需保留五年以满足审计需要（Audit Trail）；（19）及时向监管部门提供审核所需文件和信息（Cooperation with Regulatory Authorities）。

双边交货和付款回购服务。

2017 年，上述三类交易的日均规模接近 8000 亿美元，基本反映了美国财政部债券美元回购市场的整体情况。SOFR 将基于三类交易的成交量进行加权平均，并在双边回购数据中应用过滤器剔除最低利率交易，确保数据不会受到“特别”交易的过度影响，使该利率更接近一般的抵押品价格。

第二，以新合约为中心进行逐步转型，而不是改变现有合约的“大爆炸”式转型，以确保市场向 SOFR 平稳过渡。此举目的是要为以 SOFR 为参考利率的衍生品市场建立起最初的需求和流动性水平，最大限度地减少市场中断，同时创造对新利率的稳健需求来源。在这一过渡策略下，将选择未来的某一特定日期，以 SOFR 为基础确定新合约结算中的现金流折现率和价格调整系数（Price Alignment Interest, PAI）。随着新市场逐渐建立，遗留下来的原有合同日益减少，现金流折现率和价格调整系数将完全基于 SOFR 进行。

第三，2018 年替代参考利率委员会进一步扩容，着手公布 SOFR 等交易数据。2017 年 11 月 2 日，替代参考利率委员会召开圆桌会议，明确将于 2018 年上半年吸纳更多会员，成立更多专题工作组，以进行公司信贷、消费贷款、票据利率、会计、合规等专题研究。同时，也会着力讨论现金与衍生品合约转移的稳健性问题。

2018 年 3 月初，纽约联储表示，将从 2018 年 4 月 3 日起发布三个美国国债的回购参考利率，分别是 SOFR、广义一般担保利率（Broad General Collateral Rate, BGCR）和三方一般担保利率（Tri-party General Collateral Rate, TGCR）。这些数据将在美国东部时间每天早 8 点公布，以反映此前一天的数据。3 月 7 日，替代参考利率委员会宣布扩容完成，目前包括 27 个会员单位³。

综合而言，SOFR 面临的挑战主要有两个：一是 SOFR 是以美国国债作为担保的同业融资利率，LIBOR 则是无担保利率，这预示着 SOFR 利率将低于美元 LIBOR；二是 SOFR 只

3 这 27 个会员单位分别是：安盛集团*（AXA）；美国银行（Bank of America）；贝莱德集团*（BlackRock）；花旗集团（Citigroup）；芝加哥商品交易所（CME Group）；德意志银行（Deutsche Bank）；联邦国民抵押贷款协会/房利美*（Federal National Mortgage Association）；联邦住房抵押贷款公司/房地美*（Federal Home Loan Mortgage Corporation）；通用集团金融公司*（GE Capital）；高盛集团（Goldman Sachs）；政府财务官员协会（Government Finance Officers Association）；汇丰银行（HSBC）；美国洲际交易所（Intercontinental Exchange）；国际互换与衍生品协会（International Swaps and Derivatives Association）；摩根大通（JP Morgan Chase & Co.）；伦敦清算所（LCH Clearnet）；大都会集团*（MetLife）；摩根士丹利（Morgan Stanley）；英国企业司库协会*（National Association of Corporate Treasurers）；太平洋投资管理公司*（Pacific Investment Management Company）；加拿大道明银行*（TD Bank）；纽约联邦住房贷款银行*（The Federal Home Loan Bank of New York）；纽约联邦住房贷款银行*（The Federal Home Loan Bank of New York）；美国独立社区银行家协会*（The Independent Community Bankers of America）；银团贷款与交易协会*（The Loan Syndications and Trading Association）；证券业与金融市场协会*（The Securities Industry and Financial Markets Association）；富国银行（Wells Fargo）；世界银行*（World Bank Group）。加*的是 ARRC 此次扩容的新会员。

是隔夜利率，美元 LIBOR 却有隔夜、一周、1/2/3/6 个月和一年等多种发布标准，这可能会导致基于 SOFR 的利率期限错配问题。上述问题仍有待进一步探索解决。

三、欧元无风险替代利率初步选定欧元隔夜指数均值，同时探索其他可能性

目前，欧元已经选定以欧洲货币市场研究所（European Money Markets Institute, EMMI）管理的欧元隔夜指数均值（Euro Overnight Index Average, EONIA）作为其近似无风险利率。此外，欧元替代基准利率同时考虑其他可能的方案，例如基于交易的回购基准指数（Repo Index）。

第一，不断完善目前选定的基准利率 EONIA。2017 年 4 月，EMMI 宣布结束了 EONIA 审查的第一阶段，将采用符合监管要求的新治理框架：一是管理人员的行为准则；二是银行的义务守则；三是确定基准的方法和应急安排。

目前，EMMI 正在进行 EONIA 审查的第二阶段，即分析 EONIA 的市场基础。2017 年春季，EMMI 推出了一项关于隔夜无担保货币市场交易的自愿数据收集项目，从而使该基准利率与欧盟基准利率规则（EU Benchmarks Regulation, BMR）⁴的要求一致。

第二，根据 FSB 的建议，欧洲货币当局和市场参与者也在考虑其他潜在的参考基准利率。早在 2013 年，EMMI 就与欧洲回购和抵押协会发起了一个指数联合工作组，研究基于交易的回购基准指数。近年来，EMMI 通过详尽的分析，评估欧洲最活跃的三个自动交易系统数据是否足以支持确定新的指数，同时还讨论了在制订指数方法时应考虑的因素。

EMMI 打算建立一个综合所有隔夜交易的指数，包括地方政府债券和特殊抵押品债券。EMMI 提出的设计方案是将交易按结算日期对齐，并对初始交易数据应用过滤方法来清除异常值，从而汇总回购交易数据。2017 年 6 月，EMMI 就新的回购基准的设计特点向其利益相关者进行了公众咨询。2017 年 9 月，比利时金融服务和市场监管局、欧洲央行和欧盟委员会等相关机构宣布启动一个新的工作组，负责探索不同于 EONIA 的新的“无风险隔夜利率”。未来将就其首选的无风险利率提出建议，并探讨可能的方法。

⁴ 2013 年 6 月，欧洲证券和市场管理局（European Securities and Markets Authority, ESMA）和欧洲银行业管理局（European Banking Authority, EBA）发布了欧盟基准利率规则（EU Benchmarks Regulation, BMR），于 2018 年 1 月 1 日生效。这一规则具有里程碑式意义，为欧盟地区基准利率的制定建立了总体框架，其指引原则涵盖了基准利率制定的各个环节，包括数据提交、利率管理、利率计算、信息公布、利率使用以及利率连续性。根据 BMR，基准用户被定义为接受监管、使用指数作为基准的实体，这些实体会发布与指数挂钩的金融工具或契约。根据这一规定，这些公司必须了解它们所使用的哪些指数能够作为基准，以及是否能够在欧盟使用这些基准。此外，它们必须拥有备用的替代基准，以防当前所使用的任何基准因新法规而被撤销。

欧洲货币当局之所以考虑其他潜在的参考基准利率,主要原因是 EONIA 的稳健性问题。EONIA 依赖于一些银行的自愿报告。然而,银行数量已从 2017 年初的 33 家减少到年中的 30 家。在 2017 年, EONIA 的交易量偶尔也会达到历史低点(由于假期原因,交易量一度低于 10 亿欧元)。银行数量和交易量的减少将影响 EONIA 的稳健性。

四、英国将英镑隔夜指数均值作为无风险替代利率,但需加强数据供应商合规性管理

2017 年 4 月,英镑无风险参考利率工作组建议,通过改革现在由英国央行管理的英镑隔夜指数均值(Sterling Overnight Index Average, SONIA),作为首选的无风险替代利率。2017 年 6 月,英国央行系统阐述了选择 SONIA 作为英镑无风险替代利率的原因,即 SONIA 有足够和可靠的基础市场数据、对市场结构变化具有稳健性、能够进行适当的控制和治理、能够反映实际市场融资利率水平。

第一,此前 SONIA 已历经两轮公开咨询,并进行了扩大交易范围、改变算法等若干改革。2016 年 3 月,英国央行公布了 SONIA 如何改革的细节,并于 2016 年 10 月和 2017 年 2 月进行了两轮公众咨询。改革主要集中在以下几个方面:一是范围扩大到包括隔夜无担保交易,使用英国央行的英镑货币市场数据收集表(Sterling Money Market Data Collection Form, SMMD)作为数据来源;二是从现在采用简单算术平均的方法转变为基于交易量的加权平均计算方法;三是 SONIA 的发布定在工作日的上午 9 点。2018 年 4 月 23 日,上述改革措施落实。英国央行宣布将 SONIA 定价基础放大至每天 500 亿英镑无担保融资交易,比之前的范围扩大了三倍,新规则下的 SONIA 已于 4 月 24 日 9 点第一次发布。

第二,SONIA 的数据供应商管理需进一步完善。2017 年 9 月,英国发布一份关于 SONIA 数据提供商的管理者——批发市场经纪商协会的报告(《Final Report of WMBA Assurance Review for the SONIA benchmark》)。该报告称,批发市场经纪商协会在很大程度上遵守了与 SONIA 有关的 IOSCO 原则,但同时也提出四点建议:一是落实英国央行和批发市场经纪商协会在遵守 IOSCO 原则和其他适用标准时,其所扮演的角色和承担的职责;二是审查批发市场经纪商协会,尤其是与 SONIA 相关活动的政策合规性、一致性与明确性;三是要求批发市场经纪商协会制定措施评估 SONIA 数据提供商的数据质量和业务规范;四是对决定 SONIA 的相关参与者进行电话录音记录。

就英镑无风险参考利率的推进过程看,SONIA 作为选定的替代利率,其本身的计算基

础与稳健性已受到广泛认可，改革工作也延伸至 SONIA 数据供应商的合规方面，这与欧元选定的 EONIA 明显不同（EONIA 是否将成为欧元替代基准利率尚未最终确定）。

但是，市场是否能够迅速认可并且使用这一新的基准利率，仍值得担忧。尽管 LIBOR 操纵丑闻动摇了市场基础，但 LIBOR 在欧洲市场的应用仍十分广泛。到 2021 年 LIBOR 废除前，SONIA 能否成为成熟的基准利率，仍需要制定完整详细的方案及缜密的过渡计划。

五、日元无风险利率与其他货币基准利率的关系受关注

2016 年 12 月，日本无风险利率研究小组（The Japanese Study Group on Risk Free Rates）确认选择东京隔夜平均利率（Tokyo Overnight Average Rate, TONAR）作为日元 LIBOR 的替代利率。

第一，该利率经过日本无风险利率研究小组的全面考察。研究小组确认了三方面问题，即无风险利率的性质、利率市场化的深度（要求有相当可观的交易量和多元化的交易参与者）以及金融交易（特别是衍生品交易）的广泛适用性（根据实际交易计算，市场参与者认为利率稳健可靠）。

第二，研究小组重点关注日元无风险利率与其他货币的无风险利率之间的关系。考虑到其他货币的发展，该小组研究了衍生交易的潜在问题，即如果无担保利率被认定为无风险利率，而有担保利率被确定为其他货币的无风险利率，会否存在问题。最终研究小组认为，无担保隔夜拆借利率中的信用风险几乎可以忽略不计，这个利率可被认为是无风险利率。因此，担保利率和无担保隔夜拆借利率之间的细微差别不太可能对交易产生直接影响。

作为无担保隔夜拆借利率的管理人，日本央行加强了对利率的披露。2017 年 1 月，日本央行开始发布更详细的数据，如交易量和与利率相关的未偿付金额。2017 年 6 月，日本央行公布了无担保隔夜拆借利率的行为准则和使用条款。

从市场容量和交易深度来看，日元无风险利率的影响范围不及美元、欧元等货币，因而我国市场对其关注度有限。但是，日本无风险利率研究小组所关注的日元无风险利率与其他货币的协同联动问题，值得思考借鉴。一国货币在寻找自己的无风险基准利率过程中，除了要依据本国市场的实际情况选择符合标准的利率（指数），与其他主要国际货币的协同转换问题也值得格外关注。

截至目前，全球主要货币的无风险替代利率基本确定，均采用隔夜利率（指数）作为无风险替代利率（见表 1）。

表 1. 全球主要货币的替代利率最终方案

货币	最终方案	确定时间
美元	隔夜担保融资利率 (Secured Overnight Financing Rate, SOFR)	2017 年 6 月
欧元	欧元隔夜指数均值 (Euro Overnight Index Average, EONIA)	2017 年 6 月
英镑	英镑隔夜指数均值 (Sterling Overnight Index Average, SONIA)	2017 年 5 月
日元	东京隔夜平均利率 (Tokyo Overnight Average Rate, TONAR)	2016 年 12 月

资料来源：作者整理

此外，其他国家 IBOR+的改革进程也在持续推进中。瑞士、加拿大、澳大利亚、新加坡、中国香港、巴西、墨西哥、南非等八个国家和地区 IBOR+的改革和寻找进程详见表 2。这些国家同样接受 FSB 建议，积极探索无风险替代利率。整体上看，各国无风险利率改革进程基本同步，未来均面临相对艰难的过渡阶段。

表 2. 其他八个国家和地区 IBOR+的改革和寻找进程

	负责机构	核心内容
瑞士	瑞士国家工作组	2017 年 2 月选定瑞士隔夜平均利率 (SARON) 作为替代利率。
加拿大	汤森路透	加拿大平均隔夜回购利率 (CORRA) 是加拿大元的无风险替代利率。
澳大利亚	澳大利亚储备银行 (RBA)	银行间隔夜现金利率，此利率用作 BBSW 的替代基准，则需要在一年以上的时间内开发 OIS 市场。
新加坡	新加坡金融管理局 (MAS)	可能选择新加坡隔夜平均利率 (SORA) 等
中国香港	香港财资市场公会 (TMA)	港元隔夜指数 (HONIA) 以港元隔夜无担保银行间交易为基础计算，是港元的参考基准利率。
巴西	巴西中央银行 (BCB)	参考基准利率是隔夜回购协议的平均利率 Selic。通过建立以 Selic 利率为指标的外汇掉期等措施增强 Selic 利率作为参考利率的基础。
墨西哥	墨西哥银行 (BdM)	隔夜银行间抵押贷款担保利率可能是一个潜在的无风险替代利率。
南非	财政部	工作组正在研究如何加强国库券 (TBs) 二级市场，以及如何在国内建立 TB 曲线作为无风险基准的改革方案。

资料来源：作者整理

六、基准利率改革与替代之路仍面临诸多挑战

（一）全球三大银行间拆借市场利率改革存在诸多障碍

实际上，LIBOR 操纵案后，早期的相关研究赞成发展新的无风险替代利率并不多。多数学者仍然认为，应当对 LIBOR、EURIBOR 和 TIBOR 这三大银行间拆借利率进行改革。但是，上述存在诸多限制，固有缺陷难以克服。

一方面，改革无法完全基于交易数据展开，几乎均需要引入专家判断。目前，针对三大银行间拆借利率的改革均是在现有模式下的升级和完善，其根本仍然是“报价”。即使引入部分交易数据作为参考，但专家判断仍是决定利率水平的重要影响因素，因此是“治标不治本”。

另一方面，完善基准利率的制定规则、治理结构和监管环境存在阻力，现有约定俗成的管理模式难以彻底改变。以美国收购 LIBOR 运营商为例：2013 年 7 月 9 日，纽交所母公司——纽约泛欧交易所集团（NYSE EURONEXT）以 1 英镑的象征性价格从英国银行家协会手中收购了伦敦银行间同业拆借利率 LIBOR 的运营商 BBA LIBOR Ltd.，但 LIBOR 监管职责仍留在英国。因此，“自我革新”的力度和成效有待观察，外部监管环境的改善步履维艰。

（二）寻找新的无风险利率是基准利率的未来发展方向

向新的基准利率平稳过渡是成败的关键。LIBOR、EURIBOR 和 TIBOR 是全球利率及衍生品的主要基准利率，涉及范围广，合约金额大。从现行基准利率过渡到 IBOR+这一新的无风险利率体系，显然需要更长的时间、更详细的过渡步骤、更平稳的转移计划。新任美联储主席鲍威尔曾警告称：“市场必须为结束伦敦银行同业拆借利率 LIBOR 做好准备”。这一措辞也说明，过渡阶段是基准利率替代成败的关键。就目前情况来看，实际进展并不理想，替代计划及时间表均有延迟，各国相关工作小组均在考虑更加完善的改革方案。

第一，过渡时期引发的市场基准利率变动，或将放大市场风险。2018 年 3 月，美联储主席鲍威尔表示，倘若 LIBOR 停止发布，很有可能对金融稳定性构成相当大的问题。ARRC 同时指出，约有 200 万亿美元规模的以美元为基础的衍生品及贷款是以 LIBOR 为依据的，其中衍生品曝险比重高达约 95%，比先前预估的规模高 25%。早期学者不赞同发展新的无风险替代利率的主要理由之一就是对涉及数百万亿美元金融产品的基准利率进行替代，发生较大金融风险的概率较高。

第二，新的无风险代替利率既要保证充分流动性和交易量，又要完成向中长端利率的转换。新的无风险基准利率要完全替代 LIBOR、EURIBOR 和 TIBOR，需要满足流动性强、交

易量大、结构合理等诸多要求。在各国相关工作小组的推进下，主要货币的替代利率最终方案已经确定，基本都是在现有隔夜利率的基础上进行再计算，以完全反映无风险或类似无风险短期拆借利率水平。这一做法基本能够确保充分的流动性和交易量，但如何从短期利率向长端利率转变，还需要进一步探索。

第三，需要提前规划，增强市场对新基准利率的认可度。基准利率的确定，最终需要依靠市场认可。倘若选择一个“优质”的无风险替代利率是为市场提供了“原材料”，那么市场是否愿意“下锅”，将此利率用于各类金融产品，在过渡方案真正实施之前，都是未解之谜。因此，前期充分的市场调查、多轮磋商和模拟测试是必经之路，市场对新基准利率的认可度将直接决定过渡方案的质量。

第四，相关配套政策与基础设施建设能否协同推进。如果说市场是否接受是过渡能否成功的主观因素，那么相关配套政策与基础设施建设就是保障顺利过渡的客观基础。这取决于以下因素：一是对新的利率计算基础数据的监管，是否能够确保数据真实性；二是未来向中长端利率的转换机制，是否设计合理且有效监督；三是为熨平市场波动的配套措施是否储备充足，过渡阶段的履约机制尤为重要。

七、启示与建议

通过以上国际实践经验分析，可以为人民币国际化及定价体系的发展提供借鉴。

（一）人民币基准利率体系的构建需要顶层设计

美元、英镑、欧元等全球主要货币基准利率替代历程及其面临的挑战表明，改革与替代之路异常艰辛。未来随着人民币国际化的不断推进，境外对人民币资产的需求将持续涌现。离岸市场的蓬勃发展要求我国未雨绸缪，及早规划，统筹考量全球视角下的人民币定价体系路径。

基于全球视野，未来打造人民币基准利率体系，既要有短期可操作方案、中期发展规划，又要有长远发展路径。既要立足国内市场，稳步推进利率市场化改革，又要考虑全球市场的接受度；既要考虑在岸、离岸市场同步发展，又要探索未来市场的统一与融合；既要考虑金融市场活力，又要考量对金融机构可能的影响及风险；既要把握人民币定价权，又要考虑未来人民币国际化的发展。因此，人民币基准利率体系的构建及发展不是一蹴而就的，既需要顶层设计，也需要利率汇率市场化改革、资本账户开放、金融监管国际协调等诸多配套措施协同推进。

（二）练好内功，完善在岸人民币基准利率

当前，我国利率市场化改革正处于最后关头。但我们也应清醒地认识到，与其他主要国际货币所在国家或地区相比，我国自身利率体系存在特殊性。就我国国内利率体系而言，当前的关键问题不是缺少基准利率这个“锚”，而是“锚”太多了。我们认为，存款类机构以利率债为质押的 7 天回购利率（以下简称 DR007）作为市场基准利率，优于上海银行间同业拆放利率（以下简称 SHIBOR）以及国债收益率。

首先，DR007 作为市场基准利率，传导机制成熟。利率走廊体系下，央行公开市场 7 天逆回购操作利率作为走廊下限，是央行主动投放流动性的主要渠道，成为商业银行获得流动性的最低成本；常备借贷便利（SLF）作为利率走廊上限，是商业银行向央行主动发起的寻求流动性的工具。DR007 则在商业银行之间的“拆借”中产生，从其交易动机角度出发，上、下限利率能够对 DR007 形成有效屏障，该市场的利率传导机制成熟。

其次，根据国际经验，DR007 具备与其他主要国际货币基准利率的联动基础。从理论角度出发，10 年期国债收益率更加符合“无风险利率”的定义。但是，如表 1 所示，全球主要国际货币均选择隔夜平均利率（指数）为基准利率，主要是由于基准利率需要反映市场流动性状况，而长端利率包含过多非货币因素，且需要较长调整时间。DR007 作为基准利率，具备与其他主要国际货币联动的基础。

最后，以 LIBOR 操纵案为鉴，DR007 更加符合当前国际市场的改革方向。SHIBOR 作为报价体系下产生的基准利率，与 LIBOR 一样存在弊端；DR007 是完全基于交易形成的基准利率，符合 IOSCO 原则，符合 FSB 所倡导的发展方向。

（三）推进存贷款利率和货币市场利率两个轨道逐步统一，疏通市场间利率传导机制

全球范围内离岸定价权旁落的典型案例当属美国。离岸美元定价权的丧失，既有欧洲美元存在的历史原因，也有早期美国在岸市场美元交易成本过高的制约。当前，人民币离岸市场尚未形成如“欧洲美元”那样巨大的沉淀规模，但仍需警惕日后离岸市场主导人民币定价权的风险。目前，人民币在岸基准利率体系已经基本搭建成型，但市场间利率传导机制尚未完全通畅。2018 年 4 月 11 日，易纲行长在博鳌论坛上表示，将逐步推进利率市场化改革，使存贷款利率和货币市场利率两个轨道逐步统一。在岸人民币利率体系建设及有效传导是把握定价权的基石。未来，有必要进一步推进、完成我国利率市场化改革，疏通货币市场与借贷市场的利率传导机制，夯实在岸人民币基准利率建设。

（四）培育和提升市场的广度和深度，促进在岸市场、离岸市场协同发展

人民币基准利率体系的建立和发展，需要庞大的、以其为定价基准的金融产品交易规模。

香港离岸人民币债券市场规模在 2014 年底达到峰值（未偿债券余额为 3800 亿元），后因人民币汇率贬值等因素出现下降，存在流动性不足、期限结构和债券种类单一等问题。伴随人民币国际化的发展，其他离岸人民币债券市场也有所发展，可谓多点开花。而在岸的人民币国际债券市场经过 10 年“沉寂”后，2015 年经由政策推动、人民币汇率贬值以及外部环境变化等因素催化，发行量快速增长。

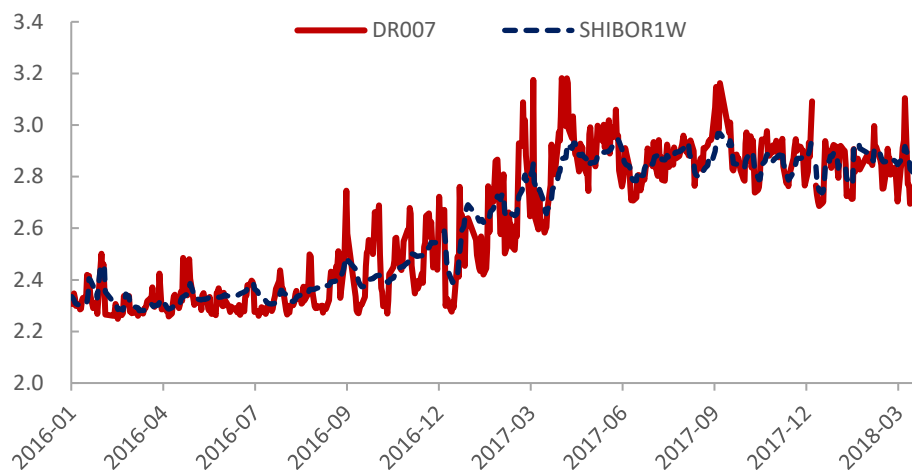
整体而言，人民币在岸与离岸债券市场同时受到人民币汇率波动、资本项目开放进程及外部环境变化等因素的影响，既相互替代，也时现联动；从人民币流动的角度看，也存在部分隔离。此外，人民币在岸、离岸金融衍生品市场均处在发展的初步阶段，市场规模较小。

因此，一方面，我国应着力扩大市场容量，深度与广度并重，在规模扩大的同时关注在岸与离岸市场的联动情况。致力于建立清晰的价格传导机制，在风险可控的前提下稳步推进资本账户开放，形成人民币跨境流动的完整闭合通路。另一方面，以自贸港建设为契机，利用具备地理位置优势的在岸“离岸账户”，依托自贸港未来在离岸金融方面的尝试，适时考虑建立连接在岸、离岸市场的新机制，为未来尝试建立全球一体化的人民币基准利率体系奠定良好的基础。

（五）关注人民币与国际其他主要货币的联动，尝试并论证综合基准利率（指数）的构建

全球主要国际货币均选择隔夜平均利率，或者构建相关指数作为基准利率。这一方面是由于基准利率需要反映市场流动性状况，而长端利率（如国债收益率）包含过多非货币因素，且需要较长调整时间；另一方面则是通过加权平均等处理，熨平单一市场波动，以反映综合状况。DR007 具备与其他主要国际货币基准利率的联动基础，但作为单一市场的基准利率，存在波动性较强的特点。与 1 周 SHIBOR（SHIBOR1W）相比，DR007 的波动性较大（见图 2）。

图 2. DR007 波动性对比



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

因此，借鉴日本无风险利率研究小组的思路，基于未来人民币与其他主要国际货币基准利率的联动，应当考虑建立综合基准利率的必要性和可行性，为未来人民币基准利率融入全球基准利率体系做好准备。同时，还应密切关注当前主要国际货币所在国在全球利率传导机制（跨国传导及长短端传导）方面的推进措施，做好相应政策储备工作。



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn