



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2007年第28期(总第184期)

2007年7月27日

建立收益率曲线的重要性和 完善中债指数的若干问题*

中国社会科学院金融研究所 李扬

女士们，先生们，早上好！今天非常高兴应邀参加这个发布会和研讨会。在这个场合，作为一名研究者，我主要想就以下两个方面的问题谈一点感想。第一，在中国建立收益率曲线的重要性；第二，根据我对中债指数和收益率曲线的了解，讨论进一步改革我国的金融体制，完善中债指数的主要问题。

*本文根据李扬所长6月27日参加中国银监会“银行业金融机构市场风险管理计量参考基准座谈会”上的发言整理。

如所周知，利率是现代金融体系运转的最核心要素。金融产品包括三种主要类型，即利率产品、权益产品和汇率产品。其中，利率产品的价格毫无疑问是受利率决定的；权益产品的价格会受到利率的间接影响；至于汇率产品，就其最基本的决定因素而言，也与利率密切相关。由此可见，利率在金融体系中的地位至关重要。由于利率居于关键地位，我们便要对利率的水平、结构和走势进行系统的刻画。利率是反映市场风险的，收益是对风险的报酬。所以，收益率曲线是对利率风险亦即收益水平、收益结构及其未来走势的系统刻画。在这个意义上，建立收益率曲线，是市场经济正常运行的需要。具体而言，债券收益率曲线的建立，可以为全体市场参与者带来以下好处：投资者可以根据收益率曲线来评估风险、进行产品定价从而制定投资决策；筹资者可以根据自身的需求，参考市场收益率来制定筹资计划；监管当局可以根据收益率曲线及其变动来判断宏观经济形势并制定相应的调控政策；中介机构则可以通过收益率曲线来评价金融工具的市场风险、评价相关企业的收益率及其发展前景。

在市场经济中，收益率曲线是在市场中通过竞争形成的。因此，在发达市场经济国家的历史上，曾经有过很多机构在研究和编制收益率曲线。通过市场参与者长期使用、观察和比较，逐渐形成社会公认的收益率曲线，并构成整个市场的基准。中国作为一个后发展国家，作为一个利率管制尚未完全放开的国家，要通过市场竞争来“自然地”形成收益率曲线，恐怕还需时日。但是，金融改革和开放步伐的加快，来自国内金融发展的强烈需求以及来自发达国家的压力，迫使我们必须通过监管总局的推动来较快形成我们自己的收益率曲线。今天的这个发布会和研讨会的召开，体现了我们在这方面的努力。

根据我的了解，中央结算公司的中债收益率曲线已经有了较长的历史并经历了市场的考验。2002年，中债收益率曲线在国内外专家共同努力下首次推出。以后，经过多次修订，逐渐形成体系。2005

年，中央结算公司成立了中债指数及收益率曲线的专家指导委员会，并且富有成效地开展了工作。在专家委员会和中央结算公司专家们的共同努力下，中债收益率曲线不断升级，其结构也日趋完善。正因为如此，中债收益率曲线逐渐被越来越多的市场参与者所接受，监管当局在研究宏观经济形势、制定宏观经济政策时也对之给予越来越大的关注。应当说，在我国的金融运行中，中债指数事实上已经发挥了中国的收益率基准的作用。

在我看来，中债收益率曲线有以下几个特点。第一，专家治理。在中债指数及收益率曲线专家委员会中，不仅有国内各界的专家学者，而且聘有国际上有经验的专家。同时，中央结算公司也拥有自己的收益率曲线编制小组。小组成员都受过良好的训练，且具有较丰富的市场经验。这些条件，使得中债指数的编制有了坚实的理论基础和实践支撑。第二，在竞争中获得市场认可。近年来，我国市场上陆续有一些机构在编制各种类型的收益率曲线。这些曲线之间事实上存在着竞争关系。通过反复比较、对照和分析，越来越多的市场参与者选择了使用中债收益率曲线。第三，资料透明。中债收益率曲线的资料来源于公开资料，比较客观，使用者可以据以对曲线进行检验。此外，中央结算公司在编制曲线的同时还持续地收集并吸收了来自二十多家机构定期报送的估值数据。第四，编制方法符合中国国情。应当说，国际上编制收益率曲线的方法很多，理论和技术都相当成熟。从根本上说，这些方法之间并无明显的优劣之别，关键要看它是否符合中国的国情。中央结算公司在收益率曲线编制方法的选择上也经过了长期的观察、比较和检验。目前，选定的中债收益率曲线的编制方法比较符合中国的国情。总之，中债收益率曲线已经经过长达5年的市场竞争和实践考验，并已经得到了市场相当程度的认同。今天，银监会向市场推荐这套曲线，是有比较充分、可靠之根据的。

从现在起，中国开始有了自己的收益率曲线。毋庸置疑，这套曲

线仍待在实践中进一步完善。从方向上说，完善收益率曲线，应从编制技术和完善市场经济制度两个方面入手。如前所述，从理论上说，编制曲线的技术已经相对完善。当然，这绝不意味着我们不需要逐渐改善技术，相反，不断根据变化了的情况选择最适合中国国情的技术，始终应成为我们的重要任务。但是，客观地说，这一点是比较容易做到的。市场经济制度则不然。由于收益率曲线无非只是市场上各类可交易的金融工具风险及其报酬的体现，因此，市场经济制度是否完善，市场交易是否有效，投资者和筹资者是否能够充分地显示他们的风险偏好，是决定收益率曲线能否真正成为反映市场运行状态，从而形成决策基准的最基础性因素。我认为，正是在这些方面，我们还存在一系列需要改革和完善的方面。在我看来，如下六个方面至关重要。

(1) 完善债券市场品种及结构。目前，中国债券市场上的产品存在着严重的结构失调。主要表现就是，与企业、居民等实体经济部门相关、与实体经济运行相关的债券产品太少。不妨看看美国的例子。截止到 2006 年底，美国债券市场上未清偿债券按照规模排序的前几名依次是：抵押债券、政府债券、公司债券、短期融资票据、市政债券等。其中，除去政府债券，其他债券都是和实体经济部门以及实体经济活动相关的，这些债券要占到整个债券市场未清偿额的 70% 左右。说到根本上，金融是为实体经济服务的，实体经济和实体经济部门发行的债券占据主导地位，方能真正反映经济运行对金融的需求；在此基础上形成的债券收益率曲线，方能真正反映市场上的资金供求关系和风险偏好，从而才能真正成为决策的依据。反观中国，情况则完全相反。我们的债券市场基本上是一个由金融机构主宰的市场，几乎各类金融机构都陆续获得了发行债券的权利，惟独与企业 and 居民相关的债券发行和交易却至今停滞不前。目前，我国市场上与实体经济相关的企业债、短期融资券、抵押债券的未清偿额几乎微不足道，市政债券则为零。这样，中国的债券市场基本上是一个由金融机构分享资源、

分配收益的市场，说得极端一点，是一个金融机构“自娱自乐”的市场。如此，央行的货币政策，特别是利率政策，便失去了有效的向实体经济传导的机制；在流动性十分充裕的条件下，货币政策至多只能影响金融机构金融投资的相对收益，而很难对企业和居民的投资和消费行为产生实质性影响。我以为，近年来货币政策效力有递减之势，与这种畸形的债券市场结构不无关系。根据这一分析，今后中国债券市场发展的重点，显然应该放在提高与企业、居民等实体部门和实体经济活动相关的债券份额上。舍此，我们便很难指望我们的收益率曲线能真正反映市场上的资金供求以及风险偏好。

（2）完善做市商制度。如所周知，在现代市场经济中，要提高市场的效率，我们必须高度关注市场的微观结构；在一定意义上，市场微观结构的状态，决定着市场效率的高低。正因为如此，金融经济学近年来的主要发展，大量集中于微观市场结构理论方面。在市场的微观结构中，做市商制度居于极为重要的位置。在一个有效市场中，做市商发挥着为市场提供流动性、发现价格和稳定市场的重要作用。应当说，充分发挥做市商的“做市”作用，已经受到了监管当局的高度重视，但是，由于体制分割和监管不当等各种原因，我国的做市商制度还处于相当初始的发展阶段。可以说，我国目前债券市场上出现的报价券种少、期限不完全、报价不连续、价差不稳定等问题的出现，多于做市商制度没有充分发挥作用有密切关系。鉴于此，建立一个有效的做市商制度，构成我国债券市场进一步发展的重要内容。

（3）市场分割。中国债券市场分为银行间市场、交易所市场和柜台市场等。由于各个市场受不同的当局监管，发行与交易制度也不尽相同，各个市场间缺乏有效的沟通。这种人为的分割，使得本就不甚发达的中国债券市场更难发挥应有的作用。我们可以看到，由于市场分割且品种繁杂，中债指数的曲线就有数百条之多。而且，曲线的这种庞杂并不是基于金融创新和金融深化，而仅仅是由于市场分割。

这种低效率的状况，显然不利于我国债券市场的深入发展。就此而论，尽快统一市场，构成我国债券市场深入发展的又一项内容。

(4) 信息透明度不高。在现代市场经济中，信息公开、透明几乎成为最重要的基本原则；市场运行如此，宏观经济政策也如此。事实上，在现代通讯、信息和计算技术高度发展的基础上，依然固着于信息垄断或者保密，已经伤害了市场的效率，降低了货币政策和监管政策效力。因此，要使中债收益率曲线在市场中形成共识，举凡中债收益率曲线的编制方法、数据来源等等都要透明。当然，这同时就要求有关当局的信息也应尽可能透明。

(5) 信用风险的揭示和完善评级制度。目前，国内发行债券的信用风险几乎没有差别而且难以清晰识别，其中一个重要原因就是，几乎所有的债券都被要求有银行担保。这样，市场上的所有债券事实上都基于银行的信用，这就使得市场难以揭示发行体信用差异及其带来的风险，所谓风险管理也就无从谈起。从理论上说，一旦银行信用替代发债机构的信用，信用评级就会沦于虚空。这种情况如果延续，我们便很难指望在中国建立有效的信用评级机制，也就很难指望形成有效的收益率曲线。

(6) 核心金融市场的建设与无风险利率的形成。迄今为止，我国金融市场体系中还没有产生可以被称作为“核心金融市场”的金融产品市场。这使得整个金融体系缺乏“无风险”的利率基准，从而为金融产品的定价造成障碍，并使得金融产品的创新难以深入发展，自然地，这事实上也削弱了收益率曲线的基准功能。应当说，有关当局近年来一直在关注此类问题并相继采取了一些举措，举凡财政部的7年期债券的发行和交易、央行的CHIBOR的推出等等，都体现了这种努力。但是，客观地说，这些努力至今都收效甚微。

造成这种状况的原因是多方面的。

从大环境来说，利率市场化改革尚未完成，当推首因。尽管我国

利率市场化已经取得了长足的进展，目前市场上被管制的利率品种事实上已经很少，但是，影响面最广也是最重要的存贷款利率却依然受到一定的管制，并被央行作为调控手段在不断地使用。这样，在回购市场、拆借市场上形成的市场化的利率基准，很难抵御来自银行存贷款利率变动的冲击。问题在于，央行基于宏观调控的需要，常常与市场上基于资金供求所形成的利率水平和结构并不一致，于是，中国的利率便显示出相当复杂的动态。这无疑增加了在中国形成有效收益率曲线的难度。

核心金融市场及无风险利率基准难以形成的另一原因，在于体制分割、相关当局各行其是。从实践上说，能够构成核心市场，从而其中交易的金融产品的收益率可以作为无风险基准收益率的债券，必须满足发行量大、参与者多、定期敞口发行、且一、二级市场密切关联等条件。而目前我国各种债券的发行和交易制度，都远不能满足这些条件。说到本质上，要想形成中国的核心金融市场和无风险基准利率，我们迫切需要有关监管当局摆脱狭隘的财政政策观点和货币政策观点，精诚合作。

以上就是我作为长期从事市场研究人员的一点粗浅的看法，不当之处请大家指正。我相信，在投资者和筹资者的积极参与和监管者的科学有效指导下，中国会很快形成被市场和国际社会认可的、有效的收益率曲线。谢谢大家！

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn