

# LIBOR 的改革及其对中国的启示<sup>1</sup>

国家金融与发展实验室 李扬

2020 年以来，全球都在为应对新冠疫情而疲于奔命。就在此期间，国际金融市场上悄悄发生了一件堪称里程碑的大事件——经过多年酝酿，从 2022 年初开始，行之多年的全球基准利率即伦敦同业拆借利率（LIBOR）的形成机制改革正式启动。

鉴于 LIBOR 在全球金融体系中的基础地位，这项改革，将全面、深入影响国际金融市场的运行。对于中国来说，我们参与国际金融市场活动将受到的深刻影响自不待言，更重要的是，国内已经推进数十年的利率市场化改革，也因此需要对改革目标和改革路径进行矫正。

## 一、LIBOR（伦敦同业拆借利率）形成机制的改革

学习金融的人对于 LIBOR 都不陌生，因为它是整个国际金融体系乃至国内金融体系的定价基石。这个基石是在二次大战之后在英国伦敦形成的。

### （一）LIBOR 的沿革

要理解 LIBOR 及其改革的意义，须从源头说起。

LIBOR 被国际金融界广泛认可并且成为半官方的金融基准

---

<sup>1</sup> 本文系李扬教授 3 月 30 日在由中国经济 50 人论坛举办的“长安讲坛”上的报告。业经作者校订。

是在 1986 年。但是，在此之前，它曾有过一段很长的民间发展历史。这段历史和欧洲美元的产生发展有密切关系。

欧洲美元的产生是二战之后整个世界格局变化的反映，同时，它的产生和发展也告诉我们，金融可以有多么伟大的创造力。

欧洲美元产生的深厚基础，深藏于第二次世界大战之后的世界格局之中。如所周知，二战结束之后，这个世界出现了“美元荒”。二战将整个世界破坏得满目疮痍，所有国家的生产力均遭到严重破坏，惟有美国远离战火，在战争中获利，使其经济欣欣向荣，成为无可匹敌的超级大国。战争结束之后，无论战胜国还是战败国，都面临繁重且急迫的重建任务，而重建所需的所有物质资料几乎都在美国，要想获得这些物资，只能用美元去购买，因此，美元短缺成为各国共同的“痛点”，这就是二战之后著名的“美元荒”。“美元荒”是导致欧洲美元产生的实体经济原因。

引致欧洲美元产生的金融方面的直接原因有二。

其一，二战期间，美国向苏联提供了大量援助，这些援助资金大都存放在美国的金融机构里。二战之后，全世界形成了分别以苏联和美国为首的两大对立阵营。在苏联一方，他们担心，冷战的形成和发展，会导致美国冻结其在二战中提供的美元援助，于是，他们急切地想把这些资金从美国转移到更安全的地方。在美英阵营，英国虽为美国的盟友，但也有自己的打算。带着对维多利亚时代辉煌的回忆，这曾经的“日不落帝国”却从苏联的需求中看到了商机，欧洲美元应运而生。所谓欧洲美元，就是伦敦

的金融机构为非居民提供以美元为主的非英镑金融业务。在这种安排下，苏联可将其美元存款存放伦敦并自由支用，其他非英国居民也可以在英国的金融机构中从事非英镑（主要是美元）的存贷款业务。为了鼓励这种发生在美国境外的美元存贷业务发展，英国的金融管理当局甚至规定，存放在伦敦银行中的美元存款无须提交准备金，这使得美元存款在伦敦市场上获得了无上限的派生能力。这些举措，不仅使苏联手中的美元资金找到了安全便利的去处，而且使其他急切需要美元的国家和企业获得了新的美元来源。

其二，战后，为了支持欧洲重建，美国国会通过了租借法案，遂使大量资金流入欧洲。为了最大限度地使用这些美元资金，大量的美元留滞在欧洲，主要集中于英国伦敦，为欧洲美元提供了又一来源。

在欧洲美元的实践之上，一个极有想象力的金融创新在战后的欧洲产生并迅速席卷全球，这就是离岸金融。离岸金融范式很快就在国际金融领域中得到迅速发展，欧洲马克、欧洲法国法郎、欧洲日元、欧洲里拉等，接踵而至。可以说，自二战结束至上世纪 70 年代布雷顿森林体系崩溃，离岸金融主宰了全球的金融发展，我们现在熟知的很多国际金融中心，如香港、新加坡、维京群岛、开曼群岛、巴哈马群岛等，都是在离岸金融的阳光雨露下成长起来的。

以上所述是欧洲美元产生的需求因素。供给方的因素是，战

后美国采取了比较严格的资本管制制度，长期禁止美元流出境外，加剧了“美元荒”。后来虽有诸如《爱治法》(Edge-Act)的补救，以及根据该法成立的“爱治法公司”的大发展，终究还是不能满足全世界对美元的渴求，欧洲美元范式还是不可阻挡地获得大发展。

欧洲美元产生后，在伦敦，环绕美元的借贷活动十分活跃，而且，这些借贷活动很多采取货币互换方式，即，用一些英镑或其他国家货币定值的金融工具和美元定值的金融工具进行互换，这就催生了对美元定价的需求。在这个过程中，交易各方通过讨价还价形成了美元的交易利率，这就是 LIBOR 的雏形。

LIBOR 形成之后，立刻得到国际金融界的认可。随着世界经济逐渐恢复，全球金融进入高速发展时期，这就对利率的标准化有了需求。投资者越来越希望有一套统一的基准利率。既然 LIBOR 已经在运行，大家也都同意使用它，将 LIBOR 认定为共同的交易基准便顺理成章。值得一提的是，在伦敦形成的欧洲美元的定价方式承袭了英国的传统，就是：利率由少数银行同人通过报价而不是公开市场交易形成。现在看来，这种报价机制，从一开始就为 LIBOR 的运作埋下了重大隐患。

1986 年，英国银行家协会 (BBA) 将 LIBOR 正式化，包括美元、英镑、欧元、瑞士法郎、日元等 5 种货币，搭配 7 种期限，共有 35 种不同报价。经过整顿与“正式化”的 LIBOR 用途非常广泛，作为全球基准利率，它影响着数百亿美元的债券、工商业

贷款、住房抵押贷款、利率衍生品等的定价。可以说，全球的金融交易都须仰它的鼻息。

## （二）早期的调整

LIBOR 设立之初，为了公平公正地反映市场“真实”利率，管理机构指定了 16 家大型国际银行担任报价银行。在伦敦时间上午 11 点，如果你需要融入一笔资金，想付什么价格；或者，你希望拆出一笔资金，希望得到什么价格，都可以通过一定渠道进行报价。这些报价经由 16 家报价行，最终汇聚在报价中心处理，去掉一个最高点和一个最低点，剩余的报价，通过技术处理，形成 LIBOR。

这个机制很快就显现出问题，国际社会特别是美国的货币当局觉得，以美元为主的利率不能全部由英国人管理，所以，在 2014 年 2 月，LIBOR 交由美国控制的洲际交易所下的 IBA（ICE Benchmark Administration Limited）进行管理并嘱其进行改革。

当时推行了三项改革。第一，报价银行数量增加到 20 个，以期增加代表性。第二，取消未被广泛使用的利率期限及交易币种。诸如卢布等，由于其交易量很小，便属被剔除之列。还有一些期限比较少的品种也逐渐被剔除，以求简化之利。第三，报价方法进一步技术化，改为“瀑布法”，即基于交易基础的报价、基于交易衍生基础的报价以及基于专家判断的报价，顺次推进和叠加，综合形成 LIBOR。

但是，随着金融市场的发展，特别是金融创新的不断深入，LIBOR 的基础逐渐受到侵蚀。因为，在货币市场中，拆借市场的份额在逐渐缩小。我们知道，LIBOR 是若干大型银行之间从事同业拆借时所用的利率，其他银行的拆借交易也参考这个价格。如此形成的利率之所以能够成为指导市场运行的基准，是因为同业拆借是市场流动性的主要源泉，而拆借资金和拆借活动主要掌握在那 20 家参与报价的大型全球银行手中。这个事实告诉我们：倘若市场的发展和金融的深化，使得流动性的主要源泉离开同业市场，那么，以少数参与同业拆借的大型银行的报价为基础形成利率，就存在偏离主流的可能，变革的需要便会产生。

实践的发展不幸正是如此。随着金融市场的蓬勃发展，债券市场（特别是美国的国债市场）逐渐成为市场流动性的主要源泉。这就是说，由于各种原因，美国和很多国家的货币当局逐渐转变为主要依赖在国债市场上的公开市场操作来调控流动性。与之对应，越来越多的金融市场参与者也在自己的资产负债表中保留大量的国债作为二级准备，并通过国债交易来调节自己的头寸，平衡盈亏。在这种情况下，再以同业拆借市场上的资金供求关系为基础来形成基准利率，出现系统性偏差是必然的。

更重要的是，由于 LIBOR 是在挑选出的若干金融机构“报价”基础上形成的，人为因素在所难免，因此也就存在很多体制性矛盾。问题的集中暴露是在 2007/08 全球金融危机时期。在危机起伏的过程中，市场隐约感觉到，一些大型报价银行为掩藏自

己的流动性风险而刻意压低或抬高自己的 LIBOR 报价。而在 2008 年 9 月雷曼兄弟破产之后，LIBOR 利率大幅提升，更是给本已是惊弓之鸟的金融市场增添了新的不安定因素。

### **（三）问题举要**

概括而言，LIBOR 的缺陷主要有三。

第一，前已指出，LIBOR 是在银行间市场上，应大型银行拆借头寸的需求而形成的。然而，由于货币市场发展迅速，银行间拆借市场的规模近年来又急剧萎缩，使得 LIBOR 赖以产生的交易规模与使用它来定价的金融产品的规模和品种严重不匹配。比如，2020 年，LIBOR 的日均交易规模不足 5 亿美元，但是参考它来定价的贷款、衍生品规模竟达到 200 万亿美元。这就出现了严重的不匹配。显然，基准利率既为“基准”，就一定要有代表性，如果说它的交易只是局限于一隅，用之去为更大规模、更大范围的金融交易定价，肯定存在结构性失衡。

第二，特别重要的是，金融运行的深厚基础不是别的什么，而是信用。LIBOR 的发展历程不断在证明这一点。LIBOR 最终被替代，既因为银行间的信用出现了问题，也因为金融市场对无风险利率的诉求在上升。于是，以国债这种更高信用为抵押的回购交易，就成为以银行间同业拆借这种较低信用为基础交易的理想替代品。需要指出的是，用更高等级信用替代较低等级信用的迭代过程还在继续。数字经济大发展之后，在很多国家，市场对

以政府信用为基础的金融活动也开始提出质疑，于是就导致了比特币、稳定币等数字资产的大行其道。关键的原因在于：市场认识到，凡是有人参与的金融活动都有可能被操纵，都有可能被利用来实现操纵者的一己利益。于是人们必然设想，能否找到一个无偏无倚、人力所不能及的基础，找到一个数字的基础，一个算法的基础，来作为整个金融活动的基准呢？现在看来，这至少在理论上是可行的。果若如此，货币、金融的未来必然还会面临更大的变革。

**第三，在交易量收窄、报价样本规模不足的情况下，LIBOR 形成机制的透明度开始下降。**更有甚者，LIBOR 被操纵的问题逐渐显现。历史上，LIBOR 被操纵的问题至少被发现过 9 次，每次都覆盖很多机构，涉及亿美元以上的规模，其中最严重的有两次：

2012 年 6 月 29 日，英国巴克莱银行与美国商品期货交易委员会、美国司法部和英国金融服务管理局就其涉嫌操纵 LIBOR 和 EURIBOR 丑闻达成和解。据上述三家监管机构调查，2005 年至 2009 年期间，巴克莱银行高管和交易员共同向 LIBOR 报价员请求人为更改利率 257 次，试图抬高或降低利率估值，以增加衍生品交易的利润或降低损失。在和解书中，巴克莱银行同意支付总额为 2.9 亿英镑（4.5 亿美元）的罚金。

2014 年 11 月，欧美监管部门以未能阻止旗下交易员操纵 LIBOR 为由，对苏格兰皇家银行、美国银行、花旗集团、瑞银集团、摩根大通、汇丰控股等六家银行开出了 43 亿美元的罚单。

鉴于 LIBOR 已经沦为某些金融机构扭曲市场信息、破坏公平交易的渊藪，对之进行改革势所必然。

#### **（四）寻找新的利率基准：BIS（国际清算银行）的看法**

对于 LIBOR 形成机制的改革，所有金融机构以及主要国家的中央银行和监管当局都倾注了大量精力。其中，BIS 的研究最具有代表性，它认为，**基准利率应当符合几个标准**：第一，具备良好的市场交易量基础，准确、稳健地反应货币市场价格变动，且不易被人为因素干扰和操纵；第二，具备普通适用的代表性，应能满足货币市场以及该市场以外的其他各类金融市场需求，为各种类型的金融交易提供价格标尺；第三，基准利率应能为同时经营存、贷业务的金融中介提供计价标准，存贷两端的利率变动机制最好能保持一致，以准确反映金融中介的融资成本和资产收益，避免“基差风险”。

遗憾的是，BIS 虽然历史悠久，经办很多金融业务，有“西方中央银行的银行”之称，但是，它本质上只是一家协调、合作机构，它所形成的规则等对于成员国并无很强的约束力。

#### **（五）寻找新的利率基准：美联储的安排**

对于 LIBOR 的改革，真正有支配力的主要是各国央行，特别是美联储。果然，美联储很快便对这项改革提出了若干要求，并安排机构予以落实。它认为，**新的替代利率应具备三个特征**：一是基于日交易量大、流动性高、更活跃和更稳健的市场；二是

无风险或近似无风险；三是不能对美国货币政策造成限制。

美联储把塑造新机制的工作交给替代基准利率委员会（ARRC 工作小组），后者根据这三个原则提出了五项更细化的参考标准：第一，基准性（Benchmark Quality），即保证利率的完整性和连贯性——流动性、交易量、流动不足时的弹性、监管方式改变时的弹性、货币政策变化对基准产生制约或不利影响的可能性；第二，方法的科学性（Methodological Quality），即基准指标满足 IOSCO 稳健性原则的程度——数据标准性、数据透明性、历史数据可用性；第三，可问责性（Accountability），即保留遵守 IOSCO 准则的过程证据；第四，有效的治理结构（Governance），即治理结构有助于促进基准的完整性；第五，可执行性（Ease of Implementation），即评估利率转换的难易程度，包括与对冲或交易相关的预期需求、标的利率存在或者可能存在期限结构。

根据这些标准，ARRC 考虑了以下几种备选替代利率方案，包括：隔夜无抵押贷款利率（联邦基金利率、银行隔夜贷款利率），一般抵押贷款利率（基于国债抵押回购市场的隔夜利率，排除以美联储为对手方的交易），政策利率（联邦基金目标利率、超额准备金利率 IOER、美联储逆回购利率 RRP），国债利率，定期隔夜指数掉期（OIS）利率，定期无抵押贷款利率。

最终形成的方案与一般抵押贷款利率（基于国债抵押回购市场的隔夜利率）比较接近，而且突出强调了其是在市场交易中形成的特点。

## 二、改革的步调及主要内容

按照既定的步调，2021年12月31日，对于英镑、欧元、瑞士法郎、日元以及一周和两个月期美元的 LIBOR 报价将会停止。到2023年6月30日，终止所有基于 LIBOR 的报价。也就是说，到那个时候，这个金融世界将会依托另一套基准利率来进行交易。这个变化具有根本性，因为国际基准利率的改革牵一发而动全身，将对利率定价话语权、货币政策实施、金融机构业务发展以及国际金融市场格局等，带来深远的影响。

下表总结了美、英、欧盟、日本、瑞士等五个主要经济体的主要货币基准利率替代改革的情况。遗憾的是，中国现在的体量尚小，影响也不大，利率决定机制与这些国家存在较大差别，目前还只能作为“接收者”来参与这场革命性的变革。这种状况当然隐藏着很大的问题，当世界上的主要国家（特别是一些储备货币发行国）的利率决定机制发生变化之时，中国何以自处，这是我们必须立刻回答的尖锐问题。

经济体	美国	英国	欧盟	日本	瑞士
原基准利率	USD LIBOR	GBP LIBOR	EUR LIBOR	JPY LIBOR	CHF LIBOR
新基准利率 简称	SOFR	SONIA	EONIA	TONAR	SARON
新基准利率 全称	担保隔夜 融资利率 Secured Overnight Financing Rate	英镑隔夜 指数均值 Sterling Overnight Index Average	欧元隔夜 指数均值 Euro Overnight Index Average	东京隔夜 平均利率 Tokyo Overnight Average Rate	瑞士隔夜 平均利率 Swiss Average Rate Overnight
类型	交易型	交易型	交易型	交易型	交易型
抵押品	国债	无	无	无	国债
隔夜利率	是	是	是	是	是
监督机构	纽约联邦储备 银行	英格兰银行	欧洲央行	日本银行	ICE基准管理局
利率市场	隔夜回购市场	隔夜批发存款 交易	隔夜批发存款 交易	隔夜活期贷款 交易	银行间隔夜回 购市场

不妨分析一下此次利率改革比较重要的几个特点。

首要的特点就是，它们都是交易型的，也就是说，它们都是实时交易的结果。谈到这一点，大家一定会联想到数字经济的发展。如所周知，因为数字经济深入发展，我们如今可以做到实时、全额捕捉市场交易的状况，也正因此，我们已经可以直接依据市场交易来为信用定价。在 LIBOR 通行的时代，我们是做不到这一点的。那时，我们只能选取若干代表，例如选择 20 个银行对选定的若干产品进行报价，借以间接推断或反映市场供求。这样的结果当然只能是近似的，因其近似，便存在被人“上下其手”的空间。如今不同了，数字经济的发展，使得我们可以全额、实时获取市场信息。这一点非常重要，因为它对于 LIBOR 而言，意味着一次革命，同时，它也意味着，进一步的革命仍然可能发生。

第二个特点就是，美国和瑞士的新基准利率背后都是有抵押的，而且抵押品都是国债，而英国、欧盟和日本则没有明确的抵押品。根据前文分析，美国、瑞士做此选择，是因为这两个国家的国债市场非常发达，他们的货币政策主要通过国债市场来实施，而且货币政策与财政政策的运行深度契合。英、欧、日的无抵押安排，则反映出它们维护本国货币地位的努力。形成这种格局，一方面说明这几个主要国家和地区正在利率决定权上与美国角力，另一方面，英、欧、日等国可能希望利率的决定彻底摆脱各种经济主体(哪怕是政府)的信用束缚，迅速过渡到数字基础上，

同时，摆脱美元束缚的意图也十分明显。如果是这样，国际利率市场的改革，今后还会有进一步的动作。

### **（一）新基准利率的优点**

新基准利率的优势可以归纳如下：

**第一**，它是基于市场的真实交易而形成，而且，交易的数据是实时、全额、真实的，所以，它可以有效规避报价型利率形成机制在特殊时期可能出现的操纵行为。

**第二**，它的市场基础超越了传统的“银行间”，覆盖了更多的机构和更为广泛的金融交易。如所周知，近几十年来，世界各国金融体系最突出的发展之一，就是非银行金融机构的稳步增长，而传统的银行机构则相对萎缩。现在，非银行金融机构，无论是机构数量还是运作的资金规模，都已经比传统银行机构大得多。从运行特点来说，非银行金融机构的经营更加依赖利率，但是，在 LIBOR 体系下，广大非银行金融机构的交易活动并没有被覆盖在利率形成机制中。这次改革弥补了这一缺陷，具体的转变路径则各国有所不同——依据美国方式，就是直接用交易更为活跃的回购市场利率替代拆借市场利率，形成隔夜担保融资利率（SOFR）；依据英国方式，其做法就是扩大原先的拆借市场主体，将非银行金融机构纳入，以期尽可能涵盖全部的金融市场交易者，形成了英镑隔夜指数均值（SONIA）。

**第三**，它的基石是影响力最大的隔夜回购交易。有了它，新的收益率曲线比较容易形成。

**第四**，美国的新基准以国债为抵押品，从而摒弃了银行的信用风险，杜绝了金融机构参与造假的可能。这个变化，强化了基准利率的无风险性。同时，由于它是以国债为抵押的，而国债又是财政政策的主要工具之一，所以，**新的基准利率的形成机制里不仅蕴含着货币政策和财政政策协调配合的政策取向，而且包含着两大政策体系协调配合的主要渠道。**沿着这条思路展开，如今困扰我们的很多新问题大约都可以找到答案。比如，很多人担心，美国近年来发行了巨额国债，未来的解决方案在哪里？囿于传统的分析框架，很多人忧心忡忡，但是，把国债纳入金融体系来考量，如果国债市场构成金融体系流动性的来源，如果国债市场构成基准利率形成的基础，巨量的国债就没有那么令人担心了。基于此，对于美国的财政政策、货币政策以及两大政策体系的协调配合机制，我们显然需要重新研究。

## **（二）新基准利率的缺陷**

万事都有两面性，新基准自然也有它的问题。

**利率波动大就是问题之一。**前已述及，新基准利率覆盖了尽可能多的货币市场交易，这在提高其代表性的同时，也使得它容易受外部因素的影响。于是，一些过去我们看不到或者在交易中

可能会忽略的因素，都会在新基准利率的形成过程中表现出自己，因此，它对货币市场资金的供应和需求变化更为敏感。在新机制下，多重复杂因素都可能对利率形成产生影响，诸如市场流动性的变化、货币政策的外溢性影响、财政政策调整造成的国债抵押品供需关系的变化、甚至是地缘政治的变化等。

**二是季节性，这是一个新特点。**资料显示，每逢季末，新机制形成的利率出现上涨的概率比较高。

**第三，存在“无风险利率的烦恼”。**这其实是个悖论。过去，面对 LIBOR 反映虚假信息的问题，市场总在想方设法要从其决定机制中剔除信用风险，但是，在我们剔除了这个因素之后却发现，“水至清则无鱼”，新利率对银行信用风险不敏感，使得银行资产端与负债端的利率风险难以对冲，存在“基差风险”，形成所谓“无风险利率的烦恼”。于是，我们还须在它的基础上进一步开发出很多新的交易品种，特别是便利套期保值的新产品来。

**第四，交易期限短。**金融市场需要一条期限连续的曲线，以便为纷繁复杂的金融交易提供基准，仅有一个隔夜利率肯定是不够的。注意到这个缺陷，市场就创造出了所谓“前瞻型利率”和“后顾型利率”，希望有所补益。所谓“后顾型利率 (backward-looking)”，其基本原理，就是结合合约期内各交易日隔夜利率，通过连续复利计算得到，不需要依赖无风险隔夜利率衍生品市场数据，计算结果具有平滑日常小幅波动的特点。其缺点是，由于相关数据只能在合约期末获得，因而其事前参考性差，另外，过

度平滑，也可能导致有效信息丢失过多。所谓“前瞻型利率（forward-looking）”，指的是基于预期和无风险隔夜利率的期货、互换等衍生品证券交易信息，根据短期利率加期限溢价和风险溢价的方式计算得到。其缺点是，计算准确程度与市场价格发现功能紧密相关，需要活跃的无风险隔夜利率衍生品市场予以配合，而后一个市场显然还在建设过程中。

### 三、利率形成机制改革的全球金融治理意义

作为针对全球金融交易基础设施的改革，LIBOR 形成机制的改革当然具有明显的全球治理意义。

#### （一）利率定价权全面回归美国

我们知道，LIBOR 定价的主导权一向在英国伦敦。前已述及，其产生的导因是欧洲美元市场的出现。虽然在 LIBOR 的决定程序中，有一个需要将 20 家银行的报价汇聚上报美国的洲际交易所（ICE）并需后者批准的环节，但那只是最后阶段的技术性处理，真正的决定力量还是在伦敦金融市场上。因为存在这种机制，长期以来，在 LIBOR 的决定过程中，美国的货币当局也只能以普通的市场交易者身份进入，它的货币政策和金融监管政策等，都对 LIBOR 鞭长莫及，难以产生符合美国货币当局所期望的影响。这种局面当然是美国当局不愿意看到的，所以，基准利率改革的首要目的，就是要让利率的决定权回归美国。

离岸美元定价权的回归，大大提升了美联储货币政策操作对

全球金融市场的影响力，整个国际金融体系的格局因此将进一步出现深刻变化。

## **（二）强化美国国债市场在国际金融体系中的中枢地位**

新基准利率的形成过程，依赖于国债作为抵押品的回购交易，这使得国债市场在美国宏观调控机制中的核心地位进一步加强，同时也使得财政、货币两大当局的协调配合更为密切，当然也更复杂。

新基准利率是有抵押的隔夜回购利率，这个抵押品主要是美国政府的债券。这种格局的推行，势必在全球金融市场上大幅增加对美债特别是国债的需求，这有助于缓解美国的财政赤字，并有进一步压低美债收益率的倾向。我们过去一直在说，美联储事实上是全球的中央银行，这主要说的是联储货币政策的外溢影响巨大。如果联储主要依赖买卖美国国债来实施货币政策，则美国的财政政策，特别是其债务政策，势必对国际金融市场和全球经济产生更大的直接影响。

近年来，美国的国债规模膨胀、政府杠杆率上升等，成为国内外研究者关注的焦点。绝大多数的分析都认为，天量债务是美国经济的“死荷重”，总要或迟或早地归还，这个过程，将会把美国经济拖向另一次长期衰退。这是基于传统理论，囿于传统的国债管理政策，无视国际金融领域新发展的论断。倘若我们把分析的视野扩展到此次基准利率定价机制的变化上，扩展到全球流动

性市场发展的新格局上，就会看到别样的图景。初步的分析显示，这种变化，显然可能进一步强化全世界都为美国财政赤字买单的机制，从而有利于缓解美国的财政赤字和巨额债务的压力，进一步，美债的收益率可能被长期压低，从而，已经延续了将近 20 年的美债与利率的耦合关系可能进一步巩固。或许更重要的是，美国国债市场成为美元流动性的源泉，一直被学术界所诟病的“债务货币化”可能被体制化，果若如此，通过债务货币化，巨额的美政府债务每年将有相当的部分被全球经济增长所吸收，解决债务问题的前景至少不会那么悲观。同样的道理在英国、欧元区和日本也是适用的，这就意味着，在这些国家和地区，政府债务对经济的影响，需要全面重新评估。

### **（三）数字经济的影响**

LIBOR 定价机制改革的过程中，也正是数字经济飞速发展的时期。数字经济的发展具有极强的穿透力，一切经济金融进程都会受到其强烈影响。在基准利率形成机制的改革过程中，数字化当然也要表现自己。在上文列示的五个实行利率机制变革的国家和地区中，英国、欧盟和日本并没有像美国那样将信用的基础转移到国债上，而是直接转移到存贷款的隔夜交易上，这看起来保留着央行和商业银行间信用交易的形式，数字化已经全面、潜在地介入了。事实上，即便是美国的改革方案，数字化也没有缺席。

**数字经济渗入新型基准利率的形成过程中，其主要影响有二：**

首先是信用关系技术化。现在，大数据、云计算、人工智能以及各种各样的算法，几乎所有这些我们熟悉的数字经济的要素都融入了金融交易的过程和利率的决定机制。这种被概括为信息化、网络化、数字化、智能化的因素进入金融业，已经且必将进一步改变金融业的信用基础。前文我们已经讨论过，基准利率的决定机制从若干大银行报价转向以国债为抵押，其实质，既是用政府信用代替了银行信用，也是用实时、全额的市场交易替代了交易员的间接叫价机制。更深入地看，随着数字化深入发展，一个新的问题必然提出：鉴于政府信用也或多或少渗入了人为因素，金融交易、利率的形成，是否应当转向比政府信用更可靠的信用基础上呢？现在看来，这种更可信赖的基础确实是存在的，它们存在于数字经济和数字金融之中。

其次，大数据分析、机器学习等新技术手段的采用，可以改善基准利率市场的价格发现功能，深度应用于交易型基准利率收益曲线的构建过程。而且，利率形成机制的这种转换，客观上使得利率进一步抽象化了。在我看来，这种抽象化过程，进一步凸显了货币作为信用关系的本质，而利率则是信用之价格。总之，数字化的介入，将有助于拨开笼罩在货币经济之上的重重迷雾，让我们认清诸种金融活动的本质。

#### 四、中国的利率市场化改革

中国利率市场化改革自上世纪末开始。近十几年来，我们曾

多次被告知改革即将成功，就差“临门一脚”，然而，这一“脚”似乎一直没有踢出。冷静地说，我国的利率市场化改革仍然是一项远未完成的艰巨任务。

2002年SARS疫情期间，利用被封在家难得的闲暇，我曾就我国的利率市场化问题写了一篇长文，在《中国证券报》上发了一整版，题为“用五到十年时间完成利率市场化改革”。文章发表之后，评论者蜂起，对于改革的步调，居然是不支持者居多。很多人说我悲观：改革的步伐如此迅捷，如何用得了五到十年？现在看来，当时的判断还是太乐观了一些。援引最近的例证，在“十四五”规划中，关于金融改革提出的目标是“健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，更好发挥贷款市场报价利率基准作用”，连“基本完成利率市场化改革”的目标都悄悄隐去了。

这充分说明，要实现利率市场化，我们还有很长的路要走。

### **（一）勿忘利率的基本概念**

现实中并不存在抽象的“利率”，在任何时候，市场上的利率都有多种，它们构成一个多样化且彼此关联的复杂体系。

投融资活动的复杂性和多样性、经济主体的多样性，决定了利率的复杂性和多样性。显见，利率是信用的价格，把它认作“货币的价格”，那是误读。

利率体系的最基本结构是风险结构和期限结构。所谓风险结

构，指的是不同经济主体因其风险程度不同，相应的信用等级不同，其筹资所对应的利率存在差别——风险越大，信用等级越低，其筹资须付出的利率越高；反之相反。据此，依经济主体风险之高低，社会上的利率形成一个高低参差的结构，此即利率的风险结构。所谓利率的期限结构，指的是对于同一个筹资主体而言，随着融资期限的延长，相应地风险增大，其融资利率呈现由低（短期）到高（长期）的变化，此即利率的期限结构。**利率的风险结构和期限结构进一步彰显了利率作为信用之价格的本质。**

经济社会中经济主体千差万别，投融资活动千种万般，利率体系便呈现出复杂的结构，已如上述。这些利率彼此联系、相互影响，形成高度复杂的网络。在纷繁复杂的利率体系中，总有一种或几种利率对于利率体系的总体变动产生决定性影响，此即“基准利率”。回忆前文 BIS 和美联储关于基准利率的研究，形成基准利率最重要的条件包括：其一，此种基准利率应当在交易最活跃、市场参与者最广泛、交易量最大的市场中产生；其二，这个市场应当通过金融产品和市场参与者的纽带，与其他金融市场密切联系，从而使得该市场的交易结果和交易规则具备普通适用性，能够满足货币市场以及其他各类金融市场的需求，为各种类型金融交易提供定价标准和流动性来源。其三，基准利率是核心金融市场的产物，因此，它的基础性作用，是以核心金融市场与其他各类金融市场“互联互通”为基础。正因为存在基准利率与其他各种利率相互关联、“纲举目张”的机制，货币政策方能

有效施为。

显然，一个有效运转的市场经济体制，是由有效运转的金融市场体系和相应的利率体系承载着的。正是这种利率的网络，现实地发挥着引导资源配置的导向作用。我们说市场在资源配置中起决定性作用，这个决定性作用，要依托一体化的金融市场体系来实现；其动力结构，则存在于发达有效的利率体系之中。

## （二）改革的主要任务

中国作为新兴市场经济国家，在推进改革的过程中，始终面临两个经常产生冲突的任务体系：一是补上我们在建设市场经济体系方面的短板，同时清除传统计划经济遗留下的“旧土壤”；二是跟上世界发展新潮流，力争在新兴的领域里直面发达经济体，在相同的起点上参与国际竞争。这就使得我们的所有改革都呈现出高度的复杂性。

就利率市场化改革而论，我们需要完成的任务可分三类：

其一，为市场经济正常运行建立所需的基本利率制度。比如，完善利率由市场竞争形成的机制；打通各个金融市场、打通金融市场和信贷市场，建立互联互通的一体化的金融体系；形成中国的基准利率；建立现代的存款准备金制度；完善货币当局公开市场操作制度；完善货币当局对于利率的间接调控机制；依循市场经济原则完善央行贷款（再贷款）制度；理顺国库现金管理制度等等。

其二，为利率政策正常发挥作用创造必须的经济体制条件。其要者，是改革企业特别是国企制度，使得企业成为“真正的企业”，从而能够对利率变化做出符合市场规律的反应；硬化政府的预算约束，规范它们的赤字和赤字融资活动，使之按照市场运行的规则参与金融市场活动。

其三，利用后发优势，跟上甚至领先全球发展步调。其中，认真甄别“影子银行”和“银行的影子”，稳妥发展作为创新源泉的影子银行；对整个金融体系进行数字化改造；大力发展数字货币和平台经济；塑造现代的货币政策和财政政策协调配合机制；完善外汇储备管理体制；积极参与全球金融体系重塑等等，都是刻不容缓的紧迫任务。

### **（三）改革的主要领域**

上节定性地描述了中国利率市场化改革所需完成的三大类任务，本节则就其主要领域略做展开。

#### **第一，大力发展直接融资**

直接融资的本质，就是让资金的最终提供者和资金的最终使用者直接显示偏好，直接订立和约，决定利率水平，并直接进行交易。因此，在理论上，大力发展资本市场便成为利率市场化的必要条件，惟其如此，资金供求双方才能充分展示偏好，通过反复竞争和多次“试错”，有效形成市场均衡利率。

在以间接融资为主体的金融体系中，利率的形成过程受到银

行中介的阻隔，因此，打开银行的资产负债表，构成利率市场化的重要任务。

银行作为融资中介，客观上将资金的最终供给者和最终需求者割裂开来，进而将一项融资活动分解为两个独立过程，并分别对这两个过程进行定价。在传统的技术基础上，在信息不对称的条件下，金融中介的存在有降低信息不对称及专业化、规模化的积极作用，但是，在信息经济、特别是互联网经济充分发展的条件下，信用中介存在的合理性正在逐步丧失。如今，中介居于融资活动中间的结果会降低融资的中介效率：它增加了融资的环节，而且创造并保持着主要以“息差”形式存在的融资成本。在一定意义上，相较其他市场经济国家，中国的利率水平长期高悬，中国非金融部门长期背负沉重的利息成本，这是主要原因之一。

因此，为了有效推动利率市场化，与发展资本市场同等重要的任务，就是要打开银行的资产负债表，有效率地引导全社会的“脱媒”进程。在负债方，就是要让各类存款转变为可交易的债券、借据等；在资产方，就是推动各类贷款的交易，以及在各类贷款基础上的证券化；在发展战略上，就是要大力发展多样化的理财业务。总之，打开银行的资产负债表，就是让存在于银行资产负债表之“黑箱”中那些长期不流动、不交易的资产和负债进入市场交易，参与寻找市场均衡利率的洪流。

事实上，打开银行资产负债表，尽可能将传统的负债和资产投入市场交易，还有一层稳步推动银行业务向服务化转型的意义。

大家一定注意到，自从1992年美国的利率落到5%以下以来，全球利率水平一直呈下行趋势。2008年，随着美国下调联邦基金利率至0~0.25%，全世界进入超低利率时代；2012年，丹麦央行的举措，更让我们见证了负利率的出现，人类社会“从此进入了一片未知领域”。长达20余年超低利率/负利率的新实践，严酷地宣告了“息差为本”时代的过去，彰显了通过提供交易和服务来获取新的生存空间的改革意义。这个方向，与LIBOR改革方向是一致的。

## 第二，解除信贷管制

解除信贷管制是利率市场化的又一必要条件。因为，只有解除信贷管制，资金的供求双方，包括作为“中介机构”的各类金融机构，才能充分展示自己的偏好并展开有效竞争。

1998年中国承认了国际货币基金组织第八条款，中国的货币政策由此起步。然而，虽然我国已于1998年同年宣布废止银行贷款规模管制，但由于改革不彻底，经济运行每遇问题，都会自觉、不自觉地回到信贷分配乃至信贷管制的老路上。如此收收放放，拖累了我们的市场化改革步伐。应当认识到，在信贷管制条件下，由于资金供求双方均无法展示自己的偏好，而且或明或暗受到行政当局的约束乃至管制，利率的市场化是根本谈不上的。毋庸置疑，信贷管制下当然存在利率，而且利率的种类或许比市场化条件下更为庞杂，例如，改革之前，我国就曾有过上百种利率。但是，管制下的利率充其量只是财务分配和财富再分配的手

段，却极少含有市场调控和提高资源配置效率的意义。我们真正需要的是作为资源配置手段的利率体系。

### **第三，市场的一体化**

打破市场分割，促进金融市场一体化，打通金融市场与银行信贷市场，打通银行间市场和交易所市场，简言之，真正实现我们已经提出 20 余年的各类市场“互联互通”目标，是形成有效的利率体系的必要条件。

建立有效的国债市场，形成核心金融市场，并据以产生无风险基准利率，并借以对其他金融市场产生影响，是形成有效利率体系的又一必要条件。同时，在这样的金融市场体系和由此形成的基准利率体系基础上，货币政策和财政政策方能有效地协调配合，共同发挥提高宏观调控效率的作用。

### **第四，改革法定准备金制度**

中国是法定准备金率最高的国家之一。2011 年前后，我国中小型存款类金融机构的准备金率曾达到 19.5%、大型存款类金融机构更高达 21.5%。目前，虽经多次下调，我国加权平均的法定存款准备金率仍在 8.4%，加上超额准备金，加总的准备金率水平依然很高。

现行高得异乎寻常的法定存款准备金率，是 2004 年前外汇储备急剧增加、人民币大幅升值预期下，央行“冲销”流动性泛滥捉襟见肘时的权宜之计，旨在“深度”冻结过剩流动性。如今，实行高准备率的诸种环境条件均已渐次失去，是将法定准备金制

度向正常方向调整的时候了。

必须认识到，畸高的法定准备金率，扭曲了中国的金融关系。我们至少可以指出两个明显的弊端，其一，以准备金形式存在的数以万亿计的资金是不能作为资金供给进入我国资金供求平衡关系的，这无疑人为减少了资金供应，抬高了利率水平。其二，法定准备金率构成存款金融机构的成本，这项成本高达10%以上（过去曾高达20%以上），无疑会扭曲存款金融机构的资产负债行为，从而扭曲整个银企关系。

应当看到，在储蓄率长期高达40%以上，总储蓄率长期高于总投资率的宏观条件下，中国的利率水平却长期高于多数市场经济国家，这是极不正常的。出现这种现象的重要原因之一，扭曲的法定准备金制度难辞其咎。

市场化的法定准备金率改革方向是“零准备”。其要者，是逐步将准备金率降至零水平，支付清算的需求则用交易账户来替代。这种改革的基本理论就是，法定准备金率调控是一种类似税收的高度行政化的调控手段，随着市场化的深入，特别随着市场交易制度的不断完善和广覆盖，这种制度应当退出历史舞台。实行零准备之后，央行主要以交易者的角色在市场上活动，并通过调整自己的资产负债表的总量及结构，影响市场利率和金融机构的头寸。

要启动这一关乎货币政策健康状况的改革进程，需要对央行的货币政策操作框架、外汇储备管理制度、债券市场、货币政策

和财政政策协调配合机制等，进行大规模系统改革。

### 第五，央行调控机制的市场化

在市场经济中，货币当局应当拥有足够且有效的市场手段，通过其资产负债表的调整和资产交易活动去改变资金供求格局，进而影响基准利率的水平和结构，调节货币信贷的供给。

央行当然是市场化改革的积极推动者和组织者，然而，其自身活动的市场化却容易被忽视。例如，我们常说，金融宏观调控从主要对量的调控转换到主要对价的调控，这意味着市场化改革的深入。其实不然，因为在实践上，利率这种手段是可以被当作十分行政化的手段来使用的。不提供任何配套的措施便“宣布”调高或调低利率水平，便可能是一种行政调控手段，因为此时的利率变化只是货币当局的“决定”，市场上的资金供求关系并没有提供利率变化的基础。

上世纪末，我曾亲历了一场关于美联储的利率调控政策是行政化还是市场化的争论，可为此处讨论提供注脚。当时，很多局外人认定联储的利率调控纯属行政行为，根据很简单：这个利率水平是由联储公开市场委员会开会“决定”的。否定者则热心地指出：利率水平需要变动，固然是联储在华盛顿根据形势分析做出的决定，但是，利率水平的现实变动，却是一批主要在纽约活动的国债交易一级自营商们，根据联储的指令，通过与联储账户进行实实在在的买卖交易而实现的。可见，“决定”利率变动和“实现”利率变动是不同的，仅有前者，并不能保证利率政策是

市场化的政策行为。

上述例证告诉我们，要建立货币当局的市场化调控机制，必须形成货币供应量调控和利率调控互为条件、彼此应照的“量价联动机制”。显然，这种机制只能在有效、互联互通的金融市场体系中方能形成。

对于中国来说，逐步完善央行贷款制度（各类“再贷款”），构成央行宏观调控市场化改革的重要内容。从本质上说，运用央行再贷款来实现金融宏观调控目标，是对每年新增货币供给的有效利用途径之一。这是中国金融宏观调控的特色之一，我们大可不必因为发达经济体的央行很少从事此类活动而心中发虚。毕竟，运用新增货币供给来解决某些国家任务，是社会主义市场经济制度的本质要求之一。

#### 第六，不应忽视影子银行的作用

影子银行指的是：向企业、居民和其他金融机构提供流动性、期限配合和提高杠杆率等服务，从而在不同程度上替代商业银行核心功能的那些工具、结构、企业或市场。在我看来，影子银行是创新的源泉、风险的渊藪。

中国的影子银行，大多是“银行的影子”，无非只是借新业务之名，借高科技之平台，行传统金融业务之实。这与中国仍然存在严重的金融管制有关。

影子银行体系主要通过开发交易活动和提升金融市场的流动性，通过对传统金融产品和服务“再构造”来向经济社会提供

源源不断的信用供给。在这个过程中，它成为推动利率市场化的重要力量。十几年前我曾经写过一篇关于影子银行的文章，用的标题就是“创新的源泉，风险的渊藪”，现在，我仍然坚持这个判断。

### 第七，抓住数字货币发展的机遇

这次国际金融市场上的基准利率改革昭示了金融改革和发展的新方向，对于中国金融的改革和发展，具有极强的借鉴意义。

但是要注意，改革的具体路径因各国国情和政策取向差别有所不同：美国方式，是直接用交易更为活跃的国债回购市场利率替代拆借市场利率，形成隔夜担保融资利率(SOFR)；英国方式，则是扩大原先的拆借市场主体，将非银行金融机构悉数纳入，以期尽可能涵盖全部的金融市场交易者，形成了英镑隔夜指数均值(SONIA)。中国的数字经济、数字货币，以及基于数字经济之上的支付清算机制已经走在世界前列，应当继续鼓励发展。我们希望在建立良好的协调财政政策和货币政策的机制的同时，花气力在数字化的基础上推进中国的利率市场化改革。