

基准利率改革的国际进展与启示

摘要：伦敦银行间同业拆借利率操纵案曝光以来，国际社会均在积极制定和推行基准利率改革方案，以确保金融产品市场化定价基础的公允、可靠。我国在推进利率市场化的过程中，应密切关注这一动态，通过借鉴其改革思路和举措，不断完善金融市场基准利率形成机制，促进定价基准由中央银行向市场决定的平稳过渡。

关键词：基准利率改革；Shibor；利率市场化

伦敦银行同业拆借利率（Libor）操纵案曝光至今已一年半有余。在这18个月的时间里，为恢复市场对金融产品定价基准的信心，维护市场正常交易秩序，各国监管机构和市场自律组织都在重新检视Libor及其他基准利率的相关机制，以求找到基准利率体系内生风险和监管漏洞的应对方案。

2013年10月底，在二十国集团（G20）和金融稳定理事会（FSB）的支持下，证券监管领域的国际标准制定机构国际证监会组织（IOSCO）发布公告，敦促各国尽快依照IOSCO设立的原则对基准利率的制定和监管程序进行改革，IOSCO将在FSB授权下于2014年7月对各国的执行情况做出评估。届时若有与原则不符的地方，基准利率的管理机构需做出解释，或明确执行原则的时间表。这一公告的发布意味着全球范围内基准利率改革的正式启动。

事实上，早在这些国际组织行动之前，各个国家和地区就已试图采取一系列行动，

分头推行自己的基准利率改革计划。然而，受制于牵涉的金融合约数量巨大等现实因素，改革的实际进展并不理想，尤其是一些在国际金融市场中拥有较大影响力的基准利率。

一、各国基准利率改革的进展

（一）英国

作为操纵丑闻的风暴中心，英国在基准利率改革上的反应最为迅速，并率先于2012年9月推出Libor改革计划，由其金融管理局负责人马丁·惠特利公布了十条改革建议，即“惠特利方案”。惠特利指出，作为Libor的管理机构，英国银行家协会（BBA）未能履行监督Libor定价过程的职责，建议剥夺其相关权力，另成立一个完全独立的监督小组，并由该小组为Libor定价制定一套新的行为准则。不仅如此，他还建议将试图操纵Libor的行为定义为刑事罪行，同时把Libor所包含的150个利率报价（10种主要货币15个期限）削减至20个，使定价过程更专注于买卖双方常用的期限和币种上。此外，为降低数据被操纵的风险，惠特利提出对报价机构提交的数据保密三个月。

改革计划虽然出台迅速，改革的实际推进却迟迟未见动作。直到2013年6月，BBA才宣布采纳“惠特利方案”中的两条：一是从7月1日起禁止各家银行公布3个月内的Libor报价，二是从7月31日起，停止发布一周期和一个月期同日欧元Libor。出乎意料的是，尚未等各界为改革终于迈出实质性步伐欣喜完，Libor就在7月10日被卖给了纽约泛欧交易所集团。作为收购Libor的部分措施，纽约泛欧交易所集团将在英国建立一个新的法人实体来负责这项基准利率的管理，并接受英国金融市场行为监管局的管辖。至于Libor改革，预计在2014年正式交接工作完成前，都不会有太多进展。

（二）欧盟

2013年1月，欧洲证券和市场管理局（ESMA）和欧洲银行业管理局（EBA）联合发布了它们对欧元区同业拆借利率（Euribor）的系列研究成果，包括一份《Euribor管理报告》、给欧洲银行联盟会Euribor编制机构的建议书、《欧盟市场基准利率制定原则》征求意见稿，以及EBA对国家监管Euribor报价机构的建议。及至6月，《欧盟市场基准利率制定原则》终稿出炉，该报告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。ESMA和EBA表示，任何基准利率的制定过程都必须至少满足这些原则，以确保基准利率的准确性和可靠性。

实践方面，9月，欧盟委员会提交了一个针对市场基准利率制定的强制性的法案，规定由ESMA领导的监管机构联席会负责关键基准指标的监管，且基准利率的提供商需事先获得授权并长期接受监管。预计该草案将于2014年5月欧洲选举前在欧洲议会进行讨论表决，一旦通过，将从2015年开始实施。

（三）亚洲

日本方面，日本全国银行协会（JBA）于2013年7月宣布重新修订有关东京银行间拆借利率（Tibor）的准则，同时增加一些新的监管机制，包括设立独立监测机构负责监督Tibor的报价流程，并雇用外部审计机构提高26种用途较少利率品种的透明度。2013年12月底，JBA宣布会为Tibor单独设立主管机构，并发布了新的《全银协Tibor行动规范》，而它自身则将开始接受日本金融厅的监管。

新加坡政府于2013年6月表示，将在《证券和期货法》中将操纵重要基准价格的行为列为刑事犯罪。同期，新加坡银行业协会和外汇市场委员会公布了一系列改革措施，取消现有十一项定价基准中的六项。剩下五种基准利率中，有四种将根据实际交易价格确定，只有新加坡银行同业拆借利率（Sibor）继续按银行提交的估算来设定。同时，美元、马来西亚林吉特和越南盾等币种的Sibor将不再公布。

香港方面，财资市场公会于2012年11月向香港银行公会提交了《香港同业拆息检讨报告》，认为香港同业拆息（Hibor）定价机制基本稳健，但仍存在优化空间，并据此提出五项改进建议，包括提议由财资市场公会代为管理Hibor^①，以及将定价期限减少，只保留隔夜、1个月、3个月等七个较常用的拆息期限等。如今，香港金管局已将Hibor的管理职能交予财资市场公会，并将由今年4月起，停止提供部份市场需求较小的Hibor定价。

二、各国基准利率改革的思路

纵观各国基准利率改革方案和措施，总体思路基本都与IOSCO设立的原则一致，其改革重点通常落在三个方面：增加编制方法的透明度、完善基准利率的治理结构，以及改革基准利率设计模式。

（一）增加编制方法的透明度

编制流程及政策细节的不透明，将增加市场相关人员理解基准利率的难度，为操纵行为提供机会，还可能导致报价博弈。因此，基准利率的管理机构有必要将利率编

^① 香港金管局为财资市场公会成员之一，故倘若财资会成为Hibor新管理人，金管局亦将会从中参与Hibor管理工作。

制方法向市场公开，并提供足够的信息让市场参与者理解基准利率的制定过程，以便参与者自行评估基准利率的代表性和作为金融工具定价参考标准的适用性。

增加编制方法的透明度，还意味着每一项对基准利率编制方法进行实质性修改的建议，都需向市场公开征求意见，同时提供修改理由、修改程序以及对修改的审核方案。废止某一基准利率的流程和政策也应当明确，且废止流程和政策中必须考虑该基准利率应用的范畴以及停用后给金融和经济稳定造成的影响。

除此之外，许多改革方案还指出，当编制方法依赖于报价机构时，管理机构有义务明确选取和剔除某一报价机构的标准，制定数据提交方行为准则，并负责监测和记录报价机构行为准则的执行情况。

（二）完善基准利率的治理结构

完善的治理结构对维护基准利率诚信来说不可或缺。过往案例表明，若治理结构存在缺陷，则管理机构也有操纵基准利率的可能。例如，当报价机构或其他第三方试图操纵基准利率时，它可以选择影响管理机构中负责做出专业判断的人员。

为完善基准利率的治理，首先需明确管理机构对基准利率制定过程的责任，当制定的相关环节由第三方承担时（如由第三方负责报价数据收集、公布或计算），管理机构应对第三方行使监督权。其次，管理机构内部应设立两套机制，一是解决利益冲突的治理机制，用来及时识别、披露、管理或避免利益冲突；二是基准利率制定和发布的管控机制，对基准利率制定过程中主观判断的使用程度进行管理。

此外，管理机构需建立利益相关方的投诉渠道，允许利益相关方就金融基准是否能反映所代表的利率水平、金融基准制定方法等决策进行投诉。管理机构还应委托有足够经验和能力的独立第三方（内部或外部审计机构）对管理机构的履职情况进行定期评审和汇报，评审频率取决于管理机构职能的范畴和复杂性。

（三）改革基准利率设计模式

基准利率的设计应能够准确、真实地反映经济状况和利率水平，并消除那些可能造成价格、指数或基准利率实值扭曲的因素。目前全球金融市场上重要的基准利率指标基本都通过虚盘报价模式决定。这一模式中，报价机构都是市场参与者，其盈利与基准利率息息相关，因此存在利益冲突和操纵基准的动机。自愿报价、有选择地报送数据等问题进一步为操纵行为创造了机会，影响了基准利率的可靠性，存在改革的空间。

一般来说，设计基准利率时，样本的充足性、相关市场的规模和流动性、市场集

中度等问题都需要考虑。用来构建基准利率的数据必须充分，且最好基于由市场交易定价的指标，非交易数据仅应作为可观测交易数据的参考和补充。另外，管理机构还可建立数据使用指南，并定期审核基准利率所在的市场环境是否出现结构性变化，基准利率设计是否需要做出相应修改。审核结果和任何实质性的修改都需及时向市场公布。

三、对健全我国基准利率体系的启示

基准利率体系的建设与完善是实现利率市场化的重要前提。在利率市场化进程中，随着管制利率的不断放开，金融产品定价的主要依据将逐步由法定利率基准过渡到市场基准利率。此时市场基准利率体系若未能有效运行，金融资产将缺乏定价基准，市场资金供求变化的信号无法在金融产品的价格上体现，利率市场化也就无从谈起。

出于这一考虑，我国早在2006年就已参照Libor体系构建了上海银行间同业拆借利率（Shibor），通过在银行间市场报出同业机构之间的资金拆借利率，为同业市场定价提供参考。经过七年的探索与实践，Shibor与质押式回购、同业拆借等实盘交易利率的相关度越来越高，同时也广泛进入各类金融产品的定价，基本具备金融市场基准利率的特征。

下一阶段，为了给全面推进利率市场化创造更有利的条件，有必要进一步加强基准利率体系建设，强化Shibor对金融产品定价的参考作用，同时以Libor操纵事件为鉴，未雨绸缪，避免重大风险的出现。结合各国推进基准利率改革的思路和实践，可考虑从以下四方面完善我国基准利率体系的建设：

（一）逐步推进Shibor的可成交性

Shibor与国际市场上广泛采用的基准利率一样，使用虚盘报价模式，报价机构并无相应约束条件按此成交，导致报价和成交价之间可能存在背离，且期限越长，差距越明显。根据各国改革方案的建议，构建基准利率的数据应尽量为可观测交易数据，故可考虑在引入惩罚性机制的基础上，逐步推进Shibor成交义务的履行，最终实现以实际交易价格替代虚盘报价，并在基准利率的计算中考虑交易量加权。另外，当市场流动性缺失时，可引入双边报价模式，让报价机构同时报出拆入、拆出价，取二者累计平均价的中间值作为当日基准值，以维持基准利率的稳定性。

（二）完善中长端定价基准

由于中国市场长期利率交易的品种不多，报价机构会将长期Shibor与同期存贷款、

同期同业存款、同期票据等资产的收益进行比较做出报价，而同期存贷款等资产的收益受管制影响。因此长端Shibor市场化程度较低，甚至出现长短期利率倒挂的现象，限制了它的基准作用。为解决这一问题，一方面可以鼓励同业存单的发行和交易，逐步扩大负债产品的市场化定价范围，提高中长端Shibor的基准性；另一方面，也可考虑借助国债期货，活跃债券市场交易，提高债市定价效率，促进国债收益率曲线的健全，使其成为Shibor在中长端定价的替代和补充。

（三）加强Shibor治理监督机制

目前，人民银行对Shibor报价进行监管的主要依据是2010年发布的《Shibor报价行报价质量考评指标体系》。根据当前的报价考核标准，报价行有可能为了满足考核而进行虚假交易，并进行市场基础较差的产品创新等。因此，监管机构可结合IOSCO设立的原则中有关报价机构行为准则的相关要求，对考核办法进行改革，提高Shibor作为基准利率的市场公信力、权威性及合理性。

与此同时，还应完善Shibor外部监管体系的构建，明确人民银行、同业拆借中心及其他金融监管部门等各方的权责，建立解决利益冲突的治理框架并形成举报机制，及时发现并处理异常报价与交易。

（四）促进报价机构多元化

各国基准改革方案均指出，报价机构都是市场参与者，其盈利与基准利率息息相关，因此存在潜在利益冲突。一旦多数报价机构具有了共同的利益导向，就容易形成同盟，合力将基准利率定价于偏离市场均衡但符合其自身利益的水平。为防范这一利益冲突，可考虑进一步健全市场利率定价自律机制，促进报价机构的多元化，提高代表性，让市场表现良好、符合一定约束条件的证券公司、基金公司、保险公司以及财务公司加入报价机构的行列，使金融机构之间无法形成共谋。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。