

# 参与国际基准利率改革和 健全中国基准利率体系

中国人民银行  
2020年8月31日

## 前言

党的十九届四中全会提出，健全基准利率和市场化利率体系。基准利率作为各类金融产品利率定价的重要参考，是重要的金融市场要素，也是货币政策传导中的核心环节。健全基准利率体系既是建设金融市场的关键，也是深入推进利率市场化改革的重要内容，对于完善货币政策调控和传导机制具有重要意义。

在国际金融市场上，运用最广的基准利率是伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）。2008年国际金融危机以来，各国同业拆借市场有所萎缩，LIBOR报价的参考基础弱化。尤其是在国际金融危机期间爆发多起报价操纵案，严重削弱了LIBOR的市场公信力。此后LIBOR管理机构推出了一系列改革举措，但仍未获得市场广泛认可。2017年英国金融行为监管局（FCA）宣布，2021年底后将不再强制要求报价行报出LIBOR。这意味着届时LIBOR或将退出市场。

为应对LIBOR退出，各主要发达经济体积极推进基准利率改革，目前已基本完成替代基准利率的遴选工作。各经济体选定的新基准利率多为无风险基准利率（RFRs），由各经济体独立发布，均为实际成交利率，仅有单一的隔夜期限，且绝大多数由中央银行管理。例如，美国、英国、欧元区和日本分别选择了有担保隔夜融资利率（SOFR）、英镑隔夜平均指数（SONIA）、欧元短期利率（€STR）和日元无担保隔夜拆借利率（TONA）。

考虑到新的基准利率均只有隔夜单一期限，国际上正在研究构建各期限利率的方法，主要有两种：一是参考实际已生成的隔夜基准利率，计算单利或复利得出各期限利率的后顾法；二是根据相关利率衍生品交易计算各期限利率的前瞻法。目前交易基础更为牢固的后顾法受到较多关注，也有部分机构在研究构建前瞻法计算的期限利率。同时，各方面都在积极推进新基准利率的运用和新旧基准利率的转换。目前衍生品的基准转换方案已基本确定，现货产品中新签合同的基准转换方案也已公布，但存量合约则尚未完全明确。

中国境内一些银行开展了基于 LIBOR 定价的美元等外币业务，同样面临基准利率转换问题。中国人民银行积极参与国际基准利率改革，指导市场利率定价自律机制成立了专门工作组，主动开展研究。目前已明确境内涉及 LIBOR 等国际基准利率转换将借鉴国际共识和最佳实践，积极推动新的基准利率运用。根据这一总体思路，中国人民银行指导制定了境内基准转换的路线图和时间表，从参与新基准利率设计运用、推进新签合同基准利率转换、探索存量合约基准转换方案等方面入手，组织开展深入研究，指导相关银行尽早启动基准利率转换的各项准备工作。

与国际相比，中国基准利率体系建设虽整体起步较晚，但在培育基于实际交易的基准利率方面，具有明显的先发优势。自中国建立银行间市场之初，就已培育形成了基于实际交易的债券回购利率等基准利率，具有较好的基准性和公信

力，至今已超过 20 年。经过多年来持续培育，目前中国的基准利率体系建设已取得重要进展，货币市场、债券市场、信贷市场等基本上都已培育了各自的指标性利率。存款类金融机构间的债券回购利率（DR）、国债收益率、贷款市场报价利率（LPR）等在相应金融市场中都发挥了重要的基准作用，为观测市场运行、指导金融产品定价提供了较好参考。

总体看，中国基于实际交易的基准利率运行已久，具有全面、透明、易得的市场交易数据，并且中国人民银行始终高度重视对基准利率的监督管理，这些特征为中国基准利率体系建设奠定了良好的基础，有利于保障各个基准利率具有较强的公信力、权威性和市场认可度。

随着利率市场化改革的深入推进，中国的基准利率体系还需不断健全。对此，中国人民银行做了深入研究，提出了以培育 DR 为重点、健全中国基准利率和市场化利率体系的思路和方案。下阶段，中国银行间基准利率体系建设的重点在于推动各类基准利率的广泛运用，通过创新和扩大 DR 在浮息债、浮息同业存单等金融产品中的运用，将其打造为中国货币政策调控和金融市场定价的关键性参考指标。

为全面介绍中国参与国际基准利率改革的进展和计划，梳理总结中国的基准利率体系建设情况，研究推动进一步健全基准利率体系，特发布本白皮书。

# 目录

一、国际基准利率改革进展及中国准备情况.....	1
(一) 国际基准利率改革进展.....	1
1、基本完成替代基准利率遴选.....	1
(1) 完全替代模式：美国和英国.....	2
(2) 多基准并存模式：欧元区和日本.....	2
2、研究探索各期限利率构建方法.....	3
3、积极推进基准利率转换.....	5
(1) ISDA 基本确定衍生品合约基准转换方案.....	5
(2) 美国拟定了现货新签合同转换方案.....	6
(3) 国际会计准则理事会修订了会计准则.....	6
(4) 国际组织推动国际协调.....	7
(二) 中国对国际基准利率改革的准备情况.....	7
1、中国人民银行统筹规划国际基准利率改革相关工作.....	8
(1) 为国际基准利率转换提供中国经验.....	8
(2) 组织成立专门工作组推进境内基准转换工作.....	8
2、各银行内部积极推动相关工作.....	10
(1) 成立级别较高的工作小组.....	10
(2) 评估 LIBOR 退出影响并编制转换指引.....	10
(3) 积极借鉴国际同业经验.....	10
(三) 中国的国际基准利率转换路线图和时间表.....	11
1、推进新基准利率设计与运用.....	11
(1) 研究新基准利率 RFRs 计算规则.....	11
(2) 推动银行尽早启动新基准利率运用准备工作.....	11
(3) 指导银行推出新基准利率相关产品.....	11
2、探索新签合同基准利率转换.....	12
(1) 研究形成新签合同备份条款.....	12
(2) 择机发布新签合同基准转换方案.....	12
(3) 统筹开展境内基准转换宣传工作.....	12
3、研究存量合约基准转换方案.....	13
(1) 密切关注国际存量合约基准转换进展.....	13

(2) 引导银行逐步停止叙作 LIBOR 产品.....	13
(3) 组织银行开展存量合约基准转换.....	13
4、持续开展相关监测研究.....	13
(1) 密切跟踪国际基准利率改革进展.....	13
(2) 定期统计境内 LIBOR 敞口.....	14
二、中国基准利率体系建设现状及展望.....	14
(一) 中国基准利率体系建设已取得重要进展.....	14
1、基于实际交易的回购利率指标体系.....	14
(1) 质押式回购利率 (R) .....	15
(2) 存款类金融机构间的债券回购利率 (DR) .....	15
(3) 回购定盘利率 (FR、FDR) .....	16
(4) 交易所回购利率 (GC) .....	16
2、银行间拆借市场利率.....	17
(1) 中国银行间同业拆借利率 (CHIBOR) .....	17
(2) 上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR) .....	17
3、国债和政策性金融债收益率.....	18
4、利率互换曲线.....	19
5、贷款市场报价利率 (LPR) .....	19
(二) 中国基准利率体系建设的先发优势及经验.....	21
1、基于实际交易的基准利率运行已久.....	21
2、具有全面、透明、易得的市场交易数据.....	21
3、始终高度重视对基准利率的监督管理.....	22
(三) 进一步培育以 DR 为代表的银行间基准利率体系 .....	23
1、鼓励发行以 DR 及相关利率为参考的浮息债 .....	23
2、推动以 FDR 为浮动端参考的利率互换交易 .....	23
3、鼓励金融机构参考 DR 开展同业业务 .....	24
4、鼓励国际组织以 DR 作为人民币计息基准 .....	24
5、研究构建基于短端 DR 的期限利率 .....	25
结束语.....	26
附录：名词对照表.....	27

## 一、国际基准利率改革进展及中国准备情况

### （一）国际基准利率改革进展

#### 1、基本完成替代基准利率遴选

为避免重蹈 LIBOR 报价操纵覆辙，在金融稳定委员会（Financial Stability Board, FSB）的督促下，各国监管当局对 LIBOR 及与之类似的银行间报价利率（IBOR）进行了大刀阔斧的改革。但经过一系列改革后，LIBOR 仍难获得市场广泛认可，英国金融行为监管局（Financial Conduct Authority, FCA）决定不再强制要求报价行报出 LIBOR，转而培育基于实际交易的基准利率。随后，其他使用 LIBOR 作为基准利率的美国、欧元区、日本、瑞士等主要发达经济体，也开始研究退出 LIBOR 和培育替代基准利率。

目前主要发达经济体已基本完成替代基准利率的遴选工作，墨西哥、巴西等新兴经济体也效仿英美等发达经济体研究推出新基准利率。这些经济体大都选择采用无风险基准利率（RFRs）作为 IBOR 类基准利率的替代。这些替代基准利率均基于实际交易生成，为确保交易基础稳固，仅有隔夜单一期限，交易主体样本也较为广泛，并多由中央银行直接负责监督管理，以增强其基准性和公信力。

主要发达经济体推进基准利率改革主要有两种模式。一种是采用 RFRs 完全替代 IBOR 类基准利率，如美国和英国。另一种则是在引入 RFRs 的同时，对现有 IBOR 报价机制进

行改革，提高 IBOR 报价的可靠性，并允许多个基准利率并存，如欧元区和日本。

### **(1) 完全替代模式：美国和英国**

美国以有担保隔夜融资利率 (SOFR) 替代美元 LIBOR。SOFR 是纽约联邦储备银行 (Federal Reserve Bank of New York, FRBNY) 和美国财政部金融研究办公室 (Office of Financial Research, OFR) 共同编制的新基准利率，于 2018 年 4 月正式推出，由纽约联邦储备银行担任管理人。SOFR 基于隔夜国债回购交易生成，对应的市场日均交易基础超过 1 万亿美元。英国采用完善后的英镑隔夜平均指数 (SONIA) 替代英镑 LIBOR。SONIA 基于英镑隔夜无担保拆借交易生成，1997 年就已推出。英格兰银行进一步改良了 SONIA 计算规则，扩大了 SONIA 的交易基础，日均交易量提升了 4 至 5 倍，目前已达到约 500 亿英镑。2017 年英格兰银行宣布将 SONIA 作为英镑 LIBOR 的替代基准利率。

### **(2) 多基准并存模式：欧元区和日本**

欧元区推出了欧元短期利率 (€STR)。€STR 基于欧元隔夜无担保拆借市场，代表大型银行融入资金的利率，于 2019 年 10 月开始正式运行。同时，欧元区仍保留了欧元银行间同业拆借利率 (EURIBOR)，并引入“瀑布法则<sup>1</sup>”，对 EURIBOR 进行改革，提升报价的可靠性。日本与欧元区类似，既培育

---

<sup>1</sup> “瀑布法则”是指主要基于实际交易利率报价，但当实际交易量无法满足特定要求时，可参考专家意见进行报价。

了日元无担保隔夜拆借利率 (TONA) 作为新的基准利率, 又保留东京银行间同业拆借利率 (TIBOR), 并引入“瀑布法则”改进 TIBOR 的报价形成机制。

## 2、研究探索各期限利率构建方法

国际基准利率改革的一个重大挑战是构建各期限利率。替代 IBOR 的 RFRs 均为隔夜利率, 但市场对其他期限的参考利率也有较大需求, 需要研究以隔夜基准利率为基础构建各期限利率。美国替代基准利率委员会 (ARRC) 等基准利率改革工作组研究提出了后顾法、前瞻法两种构建方法。

### (1) 后顾法 (Backward-Looking Approach)

后顾法是指以过去一段时间内已经实现的 RFRs 为基础, 进行单利或复利滚动计算各期限利率的方法。由此构建的期限利率, 实质上就是 RFRs 历史数据的单利或复利值。后顾法的优点: 一是简易直观, 可操作性高; 二是若按后置取值能最真实、公允地体现计息期内利率走势; 三是取单利或复利计算可平滑个别时点 RFRs 的波动。后顾法在具体的技术选择上, 又有前置和后置的不同计算方法, 分别代表从计息期的起点、终点进行回顾取值。问题是在实际计算时, 无论采取哪种计算方法都有一定不足。若采取前置计算, 即在计息期开始时就根据过去的 RFRs 计算利率数值, 则计算取值的时间段与实际计息期并不一致, 未真实体现计息期内的实际利率。若采取后置计算, 即在计息期结束时再根据计息期

内实际的 RFRs 计算期限利率，则会导致确定利率的时间较晚，不利于参与机构的流动性管理和支出预算管理。

## **(2) 前瞻法 (Forward-Looking Approach)**

前瞻法是指以 RFRs 的隔夜指数掉期 (OIS) 或期货等衍生品交易为基础计算各期限利率的方法，实质上体现的是对未来一段时间内 RFRs 均值的预期。前瞻法的优点是在计息期开始时即可确定利率数值，符合市场一贯以来的定价习惯。但问题是需要较为发达的衍生品市场，以及额外的监管安排，以确保期限利率的公允性和基准性，同时还需要使用该利率的企业和个人具有较高的金融知识，以理解衍生品交易及由此计算的期限利率。

目前 FSB 等国际监管组织及 ARRC 等基准利率改革工作组相对更偏好后顾法。主要原因：一是后顾法的交易支撑更牢固。目前 SOFR 的交易基础日均超过 1 万亿美元，远高于 SOFR 衍生品的日均交易量。二是后顾法与 OIS 合约的计算机制更为吻合，便于机构对冲利率风险。三是前瞻法参考的衍生品交易及其具体计算方式还需研究探索，但后顾法可立即投入运用。因此，在没有特殊需求的情况下，后顾法很可能成为国际上确定期限利率的主要方法。

国际上的监管机构和市场主体已开始探索构建基于 RFRs 的期限利率。纽约联邦储备银行已于 2020 年第一季度开始发布 30 天、90 天和 180 天后置复利 SOFR，供市场参

考。为适应 LIBOR 现货合约用户提前确定利率数值的定价习惯，美国的一些私营基准利率管理人也在研究运用前瞻法构建 RFRs 的期限利率。ARRC 表示后续将对这些私营基准利率管理人构建的期限利率进行评估，若符合标准，将在 2021 年底前向市场推荐。

### 3、积极推进基准利率转换

推动金融合约基准利率由 IBOR 转换为新的基准利率，是国际基准利率改革的另一个重大挑战。FSB 委托国际掉期与衍生工具协会（ISDA）牵头完善 LIBOR 衍生品合约的基准转换方案，LIBOR 现货合约基准转换则由各经济体的基准利率改革工作组各自负责。

#### （1）ISDA 基本确定衍生品合约基准转换方案

经过多轮征求意见，ISDA 已基本确定衍生品 LIBOR 的基准转换方案，根据最新进展，要点包括：一是后备利率。直接采用各币种 RFRs 作为 LIBOR 的首要后备利率。二是溢价调整。对 RFRs 取后置复利计算作期限溢价调整，对 LIBOR 与后置复利 RFRs 的利差取 5 年历史中位数作信用溢价调整。三是触发事件。ISDA 对基准转换设置了永久终止触发事件及提前终止触发事件，分别为：监管当局或基准管理人发布公开声明，基准管理人将永久终止发布该基准利率，且不再有继任的基准管理人；监管当局宣布该基准利率已不再具有代表性。两种情景的任意一种发生均将触发基准转换。四是

转换时点。为相关公告中明确的 LIBOR 正式终止时点或监管当局宣布其“不再有代表性”的公告发布时点。五是适用范围。按新老划断原则，新签合同适用新添加的 ISDA 定义（2006 版）修订文件；存量合约需补充签订 2020 版 ISDA 后备条款多边协议。

## （2）美国拟定了现货新签合同转换方案

美国的现货基准转换进展较快，ARRC 现已拟定新签订 LIBOR 浮息债、双边贷款、银团贷款、可调利率住房贷款、资产证券化产品等基准转换后备条款。以浮息债为例，一是以“瀑布法则”方式确定后备利率与利差。后备利率方面，以官方推荐的前瞻法 SOFR 为第一选择，后置复利 SOFR 为第二选择，考虑到未来 SOFR 也可能终止发布，相应做了兜底安排。利差方面，优先使用官方推荐的利差，其次使用 ISDA 明确的利差，最后以发行人指定的利差作为兜底。二是触发事件与转换时间均与衍生品保持基本一致，有助于降低衍生品和现货之间的基差风险。三是适用范围。目前 ARRC 推出的现货合约基准转换方案均适用于新签合同，存量合约的基准转换问题仍在研究，尚未明确。

## （3）国际会计准则理事会修订了会计准则

2020 年 4 月，国际会计准则理事会（International Accounting Standards Board, IASB）发布了《利率基准改革——第二阶段（征求意见稿）》，针对国际基准利率改革进展，

对相关国际财务报告准则进行修订，拟对企业金融资产和负债的计量方法、套期文件的修改和套期关系的终止、风险成分可单独识别的要求、信息披露要求进行明确，同时建议将生效日期设定为 2021 年以后，并允许企业提前运用修订后的会计准则。

#### **（4）国际组织推动国际协调**

近年来二十国集团（G20）财长和央行行长会、国际清算银行（Bank for International Settlements, BIS）市场委员会（Market Committee, MC）、金融稳定委员会、巴塞尔银行监管委员会（Basel Committee on Banking Supervision, BCBS）等多个国际经济金融组织就基准利率改革开展了国际协调，中国作为成员积极参加协调。2019 年 1 月的 MC 会议建议各经济体监管部门制定过渡策略、推出期限利率并增强跨市场和跨经济体的协同性。2019 年 12 月 FSB 会议同意采用无风险隔夜利率替代 IBOR 利率。2020 年 2 月 BCBS 会议强调了银行需投入足够精力和资源评估基准利率改革对其业务的影响。2020 年 7 月 G20 财长和央行行长会议重申了应推动国际基准利率转换如期进行，促进 LIBOR 在 2021 年底前按时退出。

#### **（二）中国对国际基准利率改革的准备情况**

随着经济全球化和中国对外开放步伐的不断加快，境内银行也持有一定规模的外币风险敞口，其中部分也是参考

LIBOR 等基准利率定价的。在中国人民银行的指导和推动下，各方加强统筹协调，积极参与影响深远的国际基准利率改革。经过深入研究讨论，并广泛征求意见，中国将借鉴国际共识与最佳实践，以较小成本、较高效率，有序推进境内银行国际基准利率转换有关工作。

## **1、中国人民银行统筹规划国际基准利率改革相关工作**

### **(1) 为国际基准利率转换提供中国经验**

中国人民银行积极参与国际会议，并与国际组织以及主要经济体央行保持密切沟通，介绍中国参与国际基准利率改革有关情况，对国际基准利率改革方案提出意见和建议，交流国内基准利率体系建设和推进贷款市场报价利率（LPR）改革的实践，为国际基准利率改革提供经验和借鉴。

### **(2) 组织成立专门工作组推进境内基准转换工作**

在中国人民银行的统筹指导下，市场利率定价自律机制（以下简称利率自律机制）于 2019 年 9 月召开工作会议，决定成立国际基准利率改革工作组（以下简称 LIBOR 工作组），由中国银行担任组长单位，开发银行、进出口行为副组长单位，工商银行等 15 家主要银行为工作组成员，统筹研究推进境内国际基准利率改革的各项工作。

定期召开 LIBOR 工作组会议。中国人民银行组织指导 LIBOR 工作组定期召开工作会议，交流国际基准利率改革最新动态，分享各成员单位推进国际基准利率转换工作进展，

研究境内国际基准利率转换思路 and 方案，讨论审议各成员单位提交的研究报告，并邀请国际有关监管机构和银行同业介绍基准利率改革的考虑及方案。截至 2020 年 8 月，LIBOR 工作组已召开 5 次工作会议。

积极推进国际基准利率改革研究。LIBOR 工作组明确了研究分工，由中国银行牵头研究涉及 LIBOR 的债券和衍生品基准转换方案；工商银行、进出口行牵头研究涉及 LIBOR 的存贷款产品基准转换方案；开发银行牵头密切监测分析国际基准利率改革的动态和相关经验。目前各项研究工作有序推进，研究成果经 LIBOR 工作组审议后，将与有关机构共享，以有序推进各项基准转换工作。

密切监测境内 LIBOR 风险敞口。中国人民银行组织利率自律机制制定了标准化的数据统计模板，建立季度报送机制，定期监测境内主要银行 LIBOR 敞口，评估 LIBOR 退出对境内银行的影响。总的看，境内银行涉及 LIBOR 的存量业务规模不大，久期较短，集中度较高，LIBOR 退出影响有限，风险可控。截至 2020 年第二季度末，15 家主要银行约有 9000 亿美元的 LIBOR 敞口将于 2021 年末以后到期。

邀请外资银行分享改革经验。中国人民银行组织利率自律机制召开国际基准利率改革工作小组培训会议，邀请渣打、花旗等外资银行有关专家就国际基准利率改革的最新进展和相关实践，与 LIBOR 工作组成员进行培训与交流。据介

绍，国际上主要银行已就国际基准利率改革达成部分共识，预计 2020 年下半年和 2021 年将是基准转换工作推进的关键时期，将具体确定许多基准转换的技术细节。

## **2、各银行内部积极推动相关工作**

### **(1) 成立级别较高的工作小组**

目前主要银行均已成立国际基准利率改革专门工作小组，由分管行领导主持，资产负债管理部门牵头，金融市场、风险管理、财务会计、IT 系统等相关部门参与，明确协同机制，发挥专业优势，共同参与国际基准利率改革。部分海外分支机构较多的银行，还搭建了境内外协作的 LIBOR 转换工作团队，对境外机构实行地区负责制，定期召开联络会议，密切跟踪境外机构当地基准利率转换工作进展。

### **(2) 评估 LIBOR 退出影响并编制转换指引**

各主要银行内部已从风险敞口识别、合同文本、业务策略、估值及模型、内部系统建设、财务会计等方面，对 LIBOR 退出的影响作综合评估，并据此编制 LIBOR 转换指引等内部文件，规范指导内部 LIBOR 转换各项工作。

### **(3) 积极借鉴国际同业经验**

邀请咨询公司和国际同业，专门介绍国际基准利率改革最新进展，特别是国际同业推进基准转换的先进经验与具体做法，为本行开展国际基准利率转换提供参考。

### **（三）中国的国际基准利率转换路线图和时间表**

按照借鉴国际共识与最佳实践的总体思路，中国将根据国际基准利率改革进展，同步推动新基准合约设计与运用、存量 LIBOR 合约基准利率转换，稳妥有序推动国际基准利率转换有关工作。

#### **1、推进新基准利率设计与运用**

##### **（1）研究新基准利率 RFRs 计算规则**

为加快推动 RFRs 在现货、衍生品合约中的运用，中国人民银行已组织 LIBOR 工作组，根据国际经验，深入讨论期限利率算法、计息方法、利息支付方案等相关规则，并研究不同计算规则的具体应用方案及推荐适用场景，未来研究确定后 LIBOR 工作组还将组织进行宣传推广，目标是推动形成较为统一的行业应用惯例。

##### **（2）推动银行尽早启动新基准利率运用准备工作**

由于国际上尚未完全明确新基准利率计算规则，按照“早规划、早安排、早落实”原则，中国人民银行积极推动境内银行在密切监测国际动态的同时，尽早启动系统改造、合同文本修订等工作，并为新基准利率的计算规则设定多种可能选项，预留空间以适应未来改革方向。

##### **（3）指导银行推出新基准利率相关产品**

组织银行尝试发行基于新基准利率 RFRs 的金融产品。中国银行已于 2019 年在美国在岸市场发行以 SOFR 为基准

的债务工具，完成 SOFR 定价的票据投资，并在国际离岸债券市场发行以 SOFR 为基准的美元浮息债券。2020 年 4 月，中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心（CFETS，以下简称交易中心）推出新基准利率相关衍生产品，部分银行参与了挂钩 SOFR 等外币利率的货币掉期和外币利率互换交易，探索和拓展 RFRs 在相关金融产品的运用。

## **2、探索新签合同基准利率转换**

### **（1）研究形成新签合同备份条款**

由于新基准利率尚未全面运用，目前仍有大量新签合同参考 LIBOR 定价，需尽快明确新签合同备份条款，以便 LIBOR 退出时可顺利转换为新基准利率。中国人民银行将指导 LIBOR 工作组，借鉴国际经验，尽快明确基准转换的触发事件、生效时点、替代基准利率、利差调整规则、计息规则等要素，并推动银行间市场交易商协会（National Association of Financial Market Institutional Investors, NAFMII）抓紧修订相关衍生品协议文本。

### **（2）择机发布新签合同基准转换方案**

新签合同基准转换方案明确后，中国人民银行将组织 LIBOR 工作组向各金融机构公布推荐的备份条款，引导金融机构参考其制定适合本行的基准转换方案。

### **（3）统筹开展境内基准转换宣传工作**

银行和客户对新旧基准的认识和理解，对基准转换进度

有较大影响。中国人民银行将指导 LIBOR 工作组及各主要银行，通过多种形式进行政策解释和客户宣传教育，推动境内基准转换工作顺利开展。

### **3、研究存量合约基准转换方案**

#### **(1) 密切关注国际存量合约基准转换进展**

目前国际上还未明确存量合约基准转换安排，中国将密切跟踪国际动态，借鉴先进经验，研究推出境内各类存量产品基准转换方案。

#### **(2) 引导银行逐步停止叙作 LIBOR 产品**

目前美国和英国监管机构均已明确要求于 2021 年陆续停止叙作各类 LIBOR 产品，英国还建议金融机构自 2020 年第四季度起为客户提供非 LIBOR 贷款产品。中国人民银行也将根据境内国际基准利率改革进展，督促境内机构停止叙作 LIBOR 产品。

#### **(3) 组织银行开展存量合约基准转换**

待相关转换方案和配套措施完善后，中国人民银行将指导 LIBOR 工作组，督促金融机构尽快落实转换要求，与客户达成补充协议，实现存量合约基准转换。

### **4、持续开展相关监测研究**

#### **(1) 密切跟踪国际基准利率改革进展**

重点加强新基准利率 RFRs 运用、合约设计、新签合约和存量合约基准转换方案、期限利率构建、与 LIBOR 利差调

整规则等方面的改革动态，为境内国际基准利率转换提供重要参考。

## **（2）定期统计境内 LIBOR 敞口**

继续按季度做好 LIBOR 敞口统计工作，动态评估 LIBOR 退出的影响程度。在明确基准转换方案后，对 LIBOR 新签合同备份条款签署、存量合约转换进度等进行跟踪监测，全面掌握基准转换进展。

## **二、中国基准利率体系建设现状及展望**

在完善社会主义市场经济体制、推进利率市场化改革过程中，中国高度重视基准利率体系建设。经过多年持续努力，目前中国的货币市场、债券市场、信贷市场、衍生品市场等基本上都已培育了各自具备一定公信力、权威性、市场认可度的指标性利率，为观测市场运行、指导金融产品定价提供了较好参考。特别是在培育基于实际交易的基准利率方面，与国际上在此次基准利率改革中才开始重视有明显不同，中国从建设银行间市场之初，就培育了一系列基于实际交易的基准利率，具有较为突出的先发优势。

### **（一）中国基准利率体系建设已取得重要进展**

#### **1、基于实际交易的回购利率指标体系**

中国货币市场交易以回购为主，其中银行间质押式回购的占比最高。目前，中国已形成基于银行间质押式回购交易的利率指标体系，主要包括 R、DR、FR、FDR 等关键利率

指标。同时，也基于交易所回购交易形成了 GC 等利率指标。

### **（1）质押式回购利率（R）**

自 1997 年建立全国统一的银行间债券市场，债券质押式回购交易开始在交易中心集中交易之时起，交易中心就开始计算发布隔夜（R001）、7 天（R007）等 11 个期限品种的质押式回购利率，运行至今已超过 20 年。参与主体包括所有参加银行间市场交易的主体，不区分质押物，体现整个银行间市场资金面松紧状况。近年来随着中国银行间市场不断向纵深发展，质押式回购交易量的年均复合增长率约为 30%，2020 年以来日均成交量约为 3.9 万亿元，高于国际上 SONIA、€STR 等基于实际交易的 RFRs 生成基础，接近美元 SOFR 的市场基础，为回购利率指标体系的有效性和基准性提供了重要保障。

### **（2）存款类金融机构间的债券回购利率（DR）**

2014 年以后，中国的同业业务和资管业务蓬勃发展，银行间市场的参与主体不断增加，逐渐形成了“央行→大型银行→中小银行→非银金融机构”的流动性传导层级。特别是非银金融机构的交易增加，使得 R 利率波动受交易对手和质押物的影响有所加大。为更真实、精确反映银行体系流动性松紧变化，降低交易参与者信用风险和抵押品质量对利率定价的扰动，中国人民银行指导交易中心自 2014 年 12 月开始专门编制 DR，即银行业存款类金融机构间以利率债为质押形成

的回购加权平均利率，涵盖隔夜（DR001）到1年（DR1Y）等11个品种。2020年以来，生成DR的交易基础日均超过1.8万亿元，在银行间回购市场中的占比约48%。DR已经成为反映银行体系流动性松紧变化的“晴雨表”，对市场流动性观测行为产生了深远影响，为货币市场交易精细化定价创造了有利条件。

### **（3）回购定盘利率（FR、FDR）**

在中国人民银行指导下，交易中心于2006年3月发布银行间回购定盘利率（FR），以每个交易日9点至11点的质押式回购交易为基础，对所有成交利率进行紧排序后取中位数，11点对外发布。为适应市场结构变化，提高FR基准性，2015年7月交易中心优化了FR形成机制，延长取样和发布时间至11点30分，并以正常排序取代紧排序。FR自推出以来，不仅是回购等资金交易的重要定价参考，也被广泛运用于利率互换、远期利率协议等衍生品市场，目前中国以FR007作为利率标的的利率互换交易约占80%。

2017年5月，交易中心在DR基础上又推出了存款类金融机构间的回购定盘利率（FDR），采用与FR类似的形成方式对DR取中位数，有效剔除异常价格，更准确展现行情，并同步推出以FDR为利率标的的利率互换。

### **（4）交易所回购利率（GC）**

中国的交易所回购交易于2006年推出，由于资管业务

发展较快等因素，近年来交易所回购交易量增长较快，日均交易量已达到 1 万亿元。交易所回购市场的参与主体主要是非银金融机构和产品，多为短期资金，加上与股市波动关系较为密切，以 GC 为代表的交易所回购利率波动性通常高于银行间回购利率。

## 2、银行间拆借市场利率

### (1) 中国银行间同业拆借利率 (CHIBOR)

1996 年 1 月，中国建立了全国统一的同业拆借网络。同年 6 月，银行间同业拆借利率管制放开。在此基础上，CHIBOR 开始运行并每天对外发布。CHIBOR 是将隔夜到 120 天的 8 个期限的拆借成交利率，按交易量取加权平均计算得出，是中国第一个市场化指标利率。由于拆借市场建立初期，交易并不活跃，利率波动较大，影响了 CHIBOR 的代表性和基准性，运用也较为有限。随着 SHIBOR 等基准利率的筹备酝酿，CHIBOR 也逐步淡出市场。

### (2) 上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR)

在中国人民银行指导下，2007 年 1 月，SHIBOR 正式推出。SHIBOR 的形成机制借鉴了 LIBOR 经验，以报价制为基础，交易中心作为授权发布人，每个交易日根据 18 家报价行的报价，剔除最高、最低报价，对其余报价进行算术平均后，于 11 点对外发布。SHIBOR 建立后，中国人民银行高度重视对报价的监督管理，制定并发布了报价质量考评指标体系，

强调报价成交义务，定期开展考评，对报价行实施优胜劣汰，充分发挥激励约束作用，防止报价操纵。

经过十余年悉心培育，目前短端 SHIBOR 能较好反映货币市场松紧程度，与实际成交利率紧密联动，其与 DR001、DR007 的相关性分别为 99%和 95%。而且报价形成的 SHIBOR 能够确保形成完整的期限结构，为中长期金融产品定价提供有益参考。特别是近年来得益于同业存单市场发展，中长端 SHIBOR 的基准性明显提升，目前 3 个月 SHIBOR 与同期限同业存单发行利率的相关性在 90%左右。

但 SHIBOR 发展也面临一些问题。一是与 LIBOR 类似，报价形成的 SHIBOR 与实际交易利率难免存在一定差异，中国的银行间拆借市场发展也慢于回购市场，对 SHIBOR 的支撑作用减弱。二是 SHIBOR 运用范围较为有限，目前主要用于：浮息同业存单，但发行量较小，2019 年发行 10 期、85.5 亿元，市场份额仅为 0.05%；利率互换，2019 年基于 SHIBOR 的利率互换交易量占比约为 26%；SHIBOR 报价行的内部资金转移定价（FTP）参考；部分结构性存款内嵌衍生品的观察标的；在理财、资管、资产证券化（ABS）、企业债定价等领域也有一定运用，但运用范围较小。

### **3、国债和政策性金融债收益率**

国债和政策性金融债收益率是中国最为主要的债券市场指标性利率。中央国债登记结算公司和交易中心均发布这

两类收益率曲线。金融机构在观察中长期债券市场利率变动时，往往使用国债收益率和政策性金融债收益率。由于中国金融体系以银行体系为主，国债市场和政策性金融债市场远小于信贷市场，因此国债收益率和政策性金融债收益率的影响力还比较有限。

#### **4、利率互换曲线**

中国自 2005 年开始陆续推出多项利率衍生产品。其中利率互换市场发展较好，目前日均成交量接近 1000 亿元。基于利率互换市场，2012 年交易中心推出了利率互换曲线，作为利率互换参与机构定价、估值的参考。2019 年 9 月，为配合 LPR 形成机制改革，交易中心又推出了 LPR 利率互换曲线。截至 2019 年末，交易中心共计已发布 16 个参考标的的利率互换曲线，期限最长至 10 年。这些曲线根据利率互换报价机构报出的可成交报价等信息计算得出，分为定盘曲线和收盘曲线，每日对外公布。利率互换市场的发展和互换曲线的编制使用，丰富了银行间市场参与机构的利率风险管理工具，利率互换对冲已成为市场机构投资及风险管理策略的重要组成部分，同时也进一步完善了利率互换市场的价格发现功能。

#### **5、贷款市场报价利率（LPR）**

中国的金融体系以银行体系为主导，银行贷款是最主要的融资工具，因此贷款利率是中国利率体系的关键。过去很

长一段时间，中国的贷款利率主要参考中国人民银行发布的贷款基准利率。由于贷款基准利率有行政色彩，一些银行在贷款定价时协同形成了贷款基准利率 0.9 倍的隐性下限，不利于利率有效传导。2013 年 10 月，中国人民银行组织发布了 LPR，作为贷款定价的市场化参考指标。但运行中报价行仍主要参考贷款基准利率报价，导致原 LPR 市场化程度不高，运用范围也较为有限。

2019 年 8 月 17 日，按照国务院部署，中国人民银行发布公告，决定改革完善 LPR 形成机制。改革后的 LPR 由各报价行根据最优质客户贷款利率，按公开市场操作利率（主要指中期借贷便利利率）加点形成的方式报价。目前，LPR 包括 1 年期和 5 年期以上两个品种，共有 18 家报价行，每月 20 日（遇节假日顺延）9 点前，各报价行以 0.05 个百分点为步长，向交易中心提交报价，交易中心去掉最高和最低报价后进行算术平均，并向 0.05% 的整数倍就近取整计算得出 LPR，于当日 9 点 30 分发布。

自 2019 年 8 月 20 日新的 LPR 首次发布以来，LPR 逐步下行，较好地反映了货币政策取向和市场供求变化，市场化程度明显提高。截至 2020 年 7 月，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别累计下降 0.4 个和 0.2 个百分点。同时，金融机构积极运用 LPR 定价，目前新发放贷款已基本参考 LPR 定价，存量浮动利率贷款定价基准转换于 2020 年 3 月如期启动，

并已于 2020 年 8 月末完成。随着 LPR 改革效果逐步显现，贷款利率隐性下限被完全打破，市场利率向贷款利率的传导效率显著提升，带动贷款利率明显下降。2020 年 7 月，企业贷款平均利率为 4.68%，同比下降 0.64 个百分点，明显超过了同期 LPR 降幅，充分体现了 LPR 改革增强金融机构自主定价能力、提高贷款市场竞争性、促进贷款利率下行的作用。

## **（二）中国基准利率体系建设的先发优势及经验**

### **1、基于实际交易的基准利率运行已久**

目前国际上正重点培育基于实际交易形成的无风险基准利率。而中国自 1996 年、1997 年分别建立统一的银行间拆借和债券市场起，就已培育发布基于实际交易的拆借利率和回购利率，至今已超过 20 年。特别是近年来中国人民银行加大力度培育的 DR，目前已成为观测市场利率中枢最为重要的指标。DR 只包括银行业存款类金融机构间以利率债为质押形成的回购交易，有效地剔除了交易参与者信用资质及抵押品资质的干扰，性质上与国际上培育的新基准利率 RFRs 非常接近。可以说，中国在建设培育基于实际交易生成的无风险基准利率方面已处于领先地位。

### **2、具有全面、透明、易得的市场交易数据**

长期以来，美国、欧元区等经济体普遍存在市场交易分散、信息不集中、透明度低等问题，导致监管当局难以全面掌握交易数据，甚至无法准确获得基于 LIBOR 的风险敞口

等关键数据，加大了基准利率改革难度。而中国的各类交易数据全面准确、时间序列长、信息充分且透明。例如，中国的银行间市场所有交易均在交易中心的交易系统达成，监管有力、组织有序的场外市场形态，既克服了场外市场交易分散、透明度低等弊端，又保持了场外市场的灵活性和交易效率。同时，这也有利于计算发布 DR、R 等市场交易利率，准确有效及时地反映市场资金面变化，确保市场基准利率的代表性和基准性。这是中国在市场基准利率体系建设方面的又一独特优势。

### 3、始终高度重视对基准利率的监督管理

与国际上出现 LIBOR 报价操纵丑闻后才进行补救不同，中国人民银行始终高度重视中国基准利率体系的建设培育和监督管理。利率自律机制建立后，在中国人民银行的直接指导下，积极参与基准利率体系建设。监管机构和行业自律的全面参与和管理，有效地提高了基准利率的质量和公信力。对于 SHIBOR 等报价生成的利率，中国人民银行指导制定了实施准则和报价行报价质量考评体系，定期考察报价行报价质量，强调报价成交义务，并实施末位淘汰，确保报价行认真履行报价职责；对于 DR、R 等实际交易利率，中国人民银行指导交易中心履行市场监测职能，规范交易及履约行为，维护市场秩序，保障交易利率的公允性。

### （三）进一步培育以 DR 为代表的银行间基准利率体系

总的看，目前中国的基准利率体系已较为健全，但除 LPR 被广泛用于贷款利率定价外，其他基准利率主要发挥反映市场资金供求的指标作用，直接运用其作为定价基准的金融产品仍较为有限。下一步中国基准利率体系建设的重点在于推动这些基准利率的广泛运用。其中，由于 DR 最能充分体现银行体系流动性状况和融资利率水平，市场认可度较高，且与国际上新基准利率 RFRs 最为接近，未来要重点通过创新和扩大 DR 在金融产品中的运用，将其打造成为中国货币政策调控和金融市场定价的关键性参考指标。

#### 1、鼓励发行以 DR 及相关利率为参考的浮息债

浮息债的票面利率随挂钩利率定期调整，对于发行人和投资人都有规避利率波动风险的作用。但目前中国债券市场浮息债的存量规模仅 1.1 万亿元，占债券市场总规模的 1.06%，发展空间较大。未来可考虑通过适当简化审批流程，为其发行提供优先受理绿色通道，降低发行托管费用等方式，鼓励政策性银行、商业银行、证券公司等发行挂钩 DR 及相关利率的浮息债。

#### 2、推动以 FDR 为浮动端参考的利率互换交易

目前，以 FR 为浮动端参考利率的衍生品交易已经较为活跃。FDR 是 DR 的定盘利率，目前中国也已推出以 FDR 为浮动端参考利率的利率互换产品，但发展还相对较慢。进一

步推动发展该利率互换产品，既可以扩大 DR 应用范围，提高其市场认可度和影响力，也可以通过衍生品交易更好地发现和验证 DR 的合理性和有效性，还有利于为发行 DR 浮息债提供配套支持，满足 DR 浮息债发行和投资方管理利率风险的需要。未来将积极推动现有市场主体更多参考 FDR 开展利率互换交易，同时积极推动改进衍生品市场管理，发展更多市场主体参与利率互换市场，便利市场主体开展利率风险管理和对冲，并为基准利率体系建设提供有利条件。

### **3、鼓励金融机构参考 DR 开展同业业务**

目前，银行间同业业务以固定利率为主，运用浮动利率工具较少，仅有相当少的一部分同业存单为浮动利率，其在整个同业存单的市场份额不到 1%。未来将适时扩大浮动利率同业存单选择定价基准的范围，由仅限于 SHIBOR 扩大至 DR 及相关利率。同时，若有必要，还可在发行计划备案、交易费用减免、相关评估考核等方面，对金融机构发行和交易参考 DR 及相关利率的浮动利率同业存单给予适当激励。此外，可积极鼓励金融机构参考 DR 开展同业拆借、同业存款等同业业务。

### **4、鼓励国际组织以 DR 作为人民币计息基准**

近期，金砖国家成立应急储备基金（Contingent Reserve Arrangement, CRA），以帮助成员国应对金融危机，其正考虑将人民币等币种纳入储备货币，并正在选取各储备货币的参

考利率。随着人民币逐步成为国际上主要的结算货币和储备货币，未来在有关国际组织选择人民币计息基准时，也可积极推荐其使用 DR 作为参考。

## 5、研究构建基于短端 DR 的期限利率

受银行间市场交易集中在短端影响，短端 DR 的基准性更强，但金融市场对中期限利率也有一定的运用需求。因此，可考虑参考国际实践，结合中国金融市场发展需要，研究构建基于短期 DR 的期限利率，为拓宽 DR 运用范围创造条件。具体方式可研究构建以短期 DR 为基础的后顾法期限利率，同时通过推动以 FDR001 为基础的 OIS 市场发展探索构建前瞻法期限利率。中央银行中期借贷便利（MLF）利率作为中期政策利率，为中长期市场利率提供指导。

## 结束语

培育和健全基准利率体系，参与并适应国际基准利率改革，是中国利率市场化改革和金融市场建设的重要内容，也是疏通从央行政策利率到市场基准利率再到市场利率这一利率传导机制的关键环节。中国人民银行将继续认真总结经验，健全基准利率和市场化利率体系，使市场机制在利率形成和资源配置中发挥决定性作用。同时，继续结合国内金融市场实际需要，指导利率自律机制组织主要银行积极参与国际基准利率改革，推动顺利实现境内国际基准利率转换。

## 附录：名词对照表

中文全称	英文全称	简称
美国替代基准利率委员会	Alternative Reference Rates Committee	ARRC
中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心	China Foreign Exchange Trade System & National Interbank Funding Center	交易中心， CFETS
中国银行间同业拆借利率	China Interbank Offered Rate	CHIBOR
存款类金融机构间的债券回购利率	Depository-Institutions Repo Rate	DR
欧元银行间同业拆借利率	Euro Interbank Offered Rate	EURIBOR
欧元短期利率	Euro Short-Term Rate	€STR
存款类金融机构回购定盘利率	Fixing Depository-Institutions Repo Rate	FDR
银行间回购定盘利率	Fixing Repo Rate	FR
内部资金转移定价	Funds Transfer Pricing	FTP
交易所回购利率	General Collateral Repo Rate	GC
国际掉期与衍生工具协会	International Swaps and Derivatives Association	ISDA

伦敦银行间同业拆借利率	London Interbank Offered Rate	LIBOR
贷款市场报价利率	Loan Prime Rate	LPR
隔夜指数掉期	Overnight Index Swap	OIS
质押式回购利率	Repo Rate	R
无风险基准利率	Risk-Free Rates	RFRs
上海银行间同业拆放利率	Shanghai Interbank Offered Rate	SHIBOR
有担保隔夜融资利率	Secured Overnight Financing Rate	SOFR
英镑隔夜平均指数	Sterling Overnight Index Average	SONIA
东京银行间同业拆借利率	Tokyo Interbank Offered Rate	TIBOR
日元无担保隔夜拆借利率	Tokyo Overnight Average Rate	TONA