

注册会计师

教材精讲班

财务管理

第三章 价值评估基础

目录: 01 利率

- 02 货币的时间价值
- 03 风险与报酬

第一节 利 率

【知识点一】基准利率及其特征

(一) 利率的含义及影响因素

含义: 利率表示一定时期内利息与本金的比率,通常用百分比表示

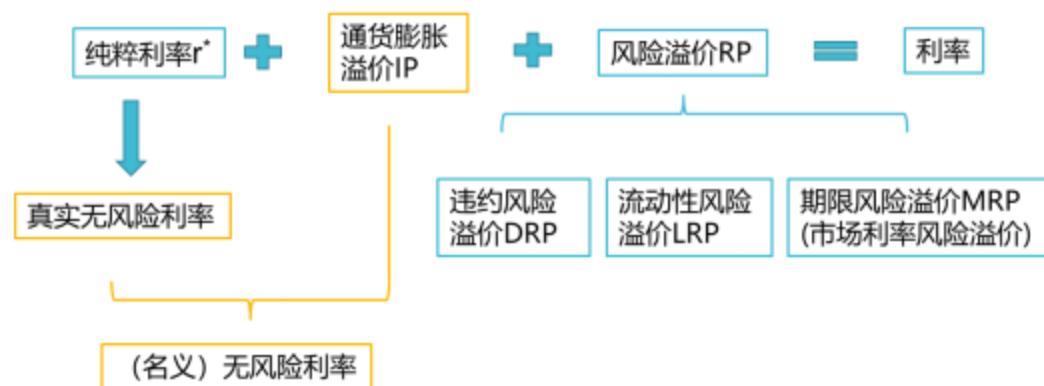
(二) 基准利率的含义及特征

含义: 基准利率是金融市场上具有普遍参照作用的利率,其他利率水平或金融资产价格均可根据这一基准利率水平来确定。

基准利率的特征:

1. 市场化。基准利率必须是由市场供求关系决定,而且不仅反映实际市场供求状况,还要反映市场对未来供求状况的预期。
2. 基础性。基准利率在利率体系、金融产品价格体系中处于基础性地位,它与其他金融市场的利率或金融资产的价格具有较强的关联性。
3. 传递性。基准利率所反映的市场信号,或者中央银行通过基准利率所发出的调控信号,能有效地传递到其他金融市场和金融产品价格上。

【知识点二】利率的影响因素



(一) 纯粹利率 r^*

纯粹利率,也称真实无风险利率,是指在没有通货膨胀、无风险情况下资金市场的平均利率。

【提示】没有通货膨胀时,短期政府债券的利率可以视作纯粹利率。

(二) 通货膨胀溢价

通货膨胀溢价,是指证券存续期间预期的平均通货膨胀率。

【提示】(名义)无风险利率 $=r_{nf}=r^*+IP$

(三) 违约风险溢价

违约风险溢价,是指债券因存在发行者在到期时不能按约定足额支付本金或利息的风险而给予债权人的补偿,该风险越大,债权人要求的利率越高。

(四) 流动性风险溢价

流动性风险溢价,是指债券因存在不能短期内以合理价格变现的风险而给予债权人的补偿。

(五) 期限风险溢价

期限风险溢价,是指债券因面临存续期内市场利率上升导致价格下跌的风险而给予债权人的补偿,因此也被称为“市场利率风险溢价”。

【2018 真题·多选题】确定市场利率时需要考虑的风险溢价有()。

- A. 违约风险溢价
- B. 汇率风险溢价
- C. 期限风险溢价
- D. 流动性风险溢价

【答案】ACD

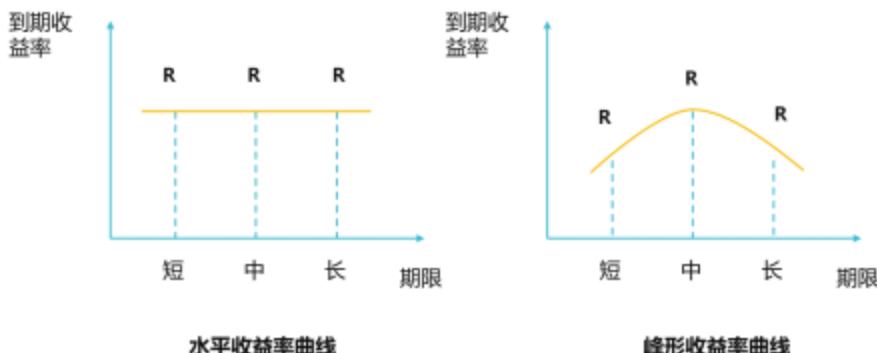
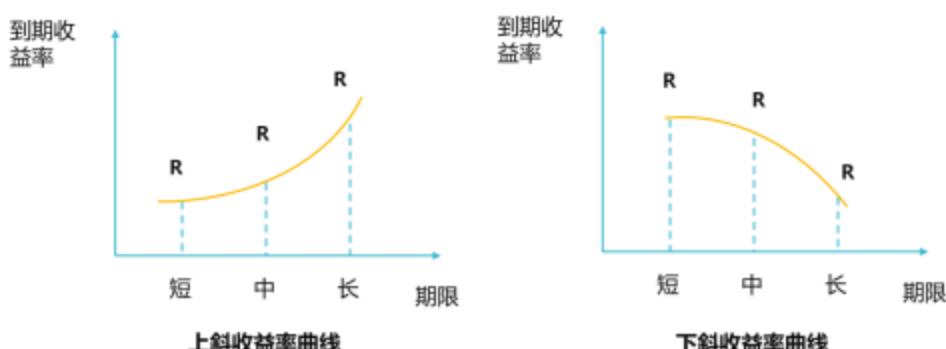
【解析】市场利率=纯粹利率+通货膨胀溢价+风险溢价,其中,风险溢价=违约风险溢价+流动性风险溢价+期限风险溢价。

【知识点三】利率的期限结构

(一) 含义

利率期限结构是指某一时期不同期限债券的到期收益率与期限之间的关系,反映的是长期利率和短期利率的关系。

收益率曲线



无偏预期理论：极端；流动性溢价理论：折中；市场分割理论：极端。

(二) 利率期限结构的相关理论

1. 无偏预期理论（纯粹预期理论，简称预期理论）

(1) 基本观点

利率期限结构完全取决于市场对未来利率的预期，即：长期债券即期利率是短期债券预期利率的函数。也就是说长期即期利率是短期预期利率的无偏估计。

(2) 长短期利率之间的关系

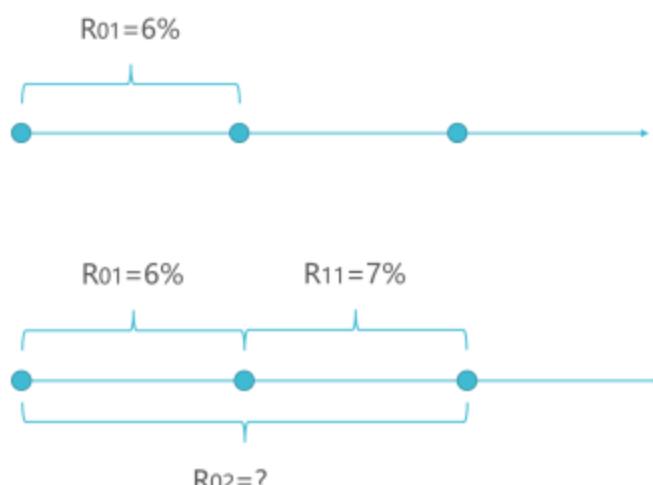
长期即期利率 = 未来短期预期利率平均值

【提示】这里的平均值，指的是几何平均值。

【启发】不同期限的债券是完全替代品。

【教材例 3-1】假定 1 年期即期利率 6%，市场预测 1 年后 1 年期预期利率 7%，那么，2 年期即期利率为多少？

【补充】即期利率与预期利率



$$R_{02} = \sqrt{(1 + 6\%) \times (1 + 7\%)} - 1 = 6.5\%$$

(3) 预期理论对收益率曲线的解释

上斜收益率曲线：市场预期未来短期利率会上升；

下斜收益率曲线：市场预期未来短期利率会下降；

水平收益率曲线：市场预期未来短期利率保持稳定；

峰型收益率曲线：市场预期较近一段时期短期利率会上升，而在较远的将来，市场预期短期利率会下降。

2、市场分割理论

(1) 基本观点

由于法律制度、文化心理、投资偏好等不同，投资者会**比较固定地投资于某一期限**的债券，即每类投资者固定偏好于收益率曲线的特定部分，从而**形成了以期限为划分标志的细分市场**。

(2) 基本假设

不同期限的债券市场互不相关

【提示】即期利率水平完全由各个期限市场上的**供求关系**决定；单个市场上的利率变化不会对其他市场上的供求关系产生影响。

【举例】某上市公司刚刚定增募集资金，按规定，闲置募集资金只能投资**短期的**保本型理财产品。

(3) 长短期利率间的关系

不同期限的债券完全**不可**相互替代

【扩展】长期即期利率≠未来短期预期利率平均值

(4) 市场分割理论对收益率曲线的解释

上斜收益率曲线: 短期债券市场的均衡利率水平低于长期债券市场的均衡利率水平;

下斜收益率曲线: 短期债券市场的均衡利率水平高于长期债券市场的均衡利率水平;

水平收益率曲线: 各个期限市场的均衡利率水平持平;

峰型收益率曲线: 中期债券市场的均衡利率水平最高。

(5) 局限性

该理论无法解释不同期限债券的利率所体现的**同步波动**现象,也无法解释长期债券市场利率随短期债券市场利率波动呈现的明显有**规律性变化**的现象。

3. 流动性溢价理论

(1) 基本观点

短期债券的流动性比长期债券高,因为债券到期期限越长,利率变动的可能性越大,利率风险就越高。

投资者为了减少风险,偏好于流动性好的短期债券。

因此,长期债券要给予投资者一定的流动性溢价。

(2) 长短期利率间的关系

长期即期利率 = 未来短期预期利率平均值 + 一定的流动性风险溢价

【提示】不同到期期限的债券可以相互替代,但并非完全替代。

(3) 流动性溢价理论对收益率曲线的解释

上斜收益率曲线: 市场预期未来短期利率既可能上升、也可能不变;还可能下降,但下降幅度小于流动性溢价。

下斜收益率曲线: 市场预期未来短期利率将会下降,下降幅度大于流动性溢价。

水平收益率曲线: 市场预期未来短期利率将会下降,下降幅度等于流动性溢价。

峰型收益率曲线: 市场预期较近一段时期短期利率可能上升、也可能不变,还可能下降,但下降幅度小于流动性溢价;而在较远的将来,市场预期短期利率会下降,下降幅度大于流动性溢价。

(4) 特点:综合了预期理论和市场分割理论的特点。

三种理论的比较

类别	预期理论	流动性溢价理论	市场分割理论
投资者	对不同期限没有偏好	存在偏好(短期)	固定偏好于收益率曲线的特定部分
长短期债券	完全替代	可替代,但非完全替代	不可替代
长短期市场	完全联通	存在差异	完全隔离
长短期利率之间的关系	长期即期利率=期限内预期短期利率的(几何)平均值	长期即期利率=未来短期预期利率平均值+一定的流动性风险溢价	长期即期利率≠未来短期预期利率平均值

理论	上斜收益率曲线	下斜收益率曲线	水平收益率曲线	峰型收益率曲线
无偏预期理论	未来短期利率上升	未来短期利率下降	未来短期利率稳定(持平)	近期上升,远期下降
市场分割理论	短期低于长期	短期高于长期	各期限持平	中期最高

流动性溢价理论	可能上升,可能不变;还可能下降,但下降幅度小于流动性溢价。	下降,下降幅度大于流动性溢价。	下降,下降幅度等于流动性溢价	近期可能上升,可能不变,还可能下降,但下降幅度小于流动性溢价;远期下降,下降幅度大于流动性溢价
---------	-------------------------------	-----------------	----------------	---

【2017 真题·单选题】下列关于利率期限结构的表述中,属于预期理论观点的是()。

- A. 不同到期期限的债券无法相互替代
- B. 长期债券的利率等于在其有效期内人们所预期的短期利率的平均值
- C. 到期期限不同的各种债券的利率取决于该债券的供给与需求
- D. 长期债券的利率等于长期债券到期之前预期短期利率的平均值与随债券供求状况变动而变动的流动性溢价之和

【答案】B

【解析】选项 A、C 属于市场分割理论的观点;选项 D 属于流动性溢价理论的观点。

【2018 真题·单选题】下列各项中,符合流动性溢价理论的是()。

- A. 长期即期利率是短期预期利率的无偏估计
- B. 不同期限的债券市场互不相关
- C. 债券期限越长,利率变动可能性越大,利率风险越高
- D. 即期利率水平由各个期限市场上供求关系决定

【答案】C

【解析】流动性溢价理论认为长期债券要给予投资者一定的流动性溢价,即长期即期利率是未来短期预期利率平均值加上一定的流动性风险溢价。因为债券到期期限越长,利率变动的可能性越大,利率风险越高。选项 A 符合无偏预期理论;选项 B、D 符合市场分割理论;选项 C 符合流动性溢价理论。