

中级经济师

金融专业知识和实务

教材精讲班

第一节 利率

考点二：利率决定理论

（一）利率风险结构

1、概念：债权工具的到期期限相同但利率却不不同的现象。



2、原因：

01	违约风险
02	流动性
03	所得税因素

1) 违约风险

债务人无法按时付息或归还本金的风险，它影响着债权工具的利率水平。

- ①政府债券的违约风险最低，公司债券的违约风险相对较高；
 - ②信用等级较高的公司债券的违约风险低于普通公司债券的违约风险。
- 一般来说，债券违约风险越大，其利率越高。

2) 流动性

流动性指资产能够以一个合理的价格顺利变现的能力，是一种投资的时间尺度和价格尺度之间的关系。

- ①国债的流动性强于公司债券。
- ②期限较长的债权工具，流动性较差。
- ③流动性差的债权工具，风险相对较大，利率水平相对就高；流动性强的债券，利率低。

3) 所得税因素

同等条件下，具有免税特征的债券利率要低。在我国国债是免税的，利率相对较低。

在美国，市政债券违约风险高于国债，流动性低于国债，但其利息收入免税，长期以来市政债券利率低于国债利率。

【总结】

违约风险越大、流动性越差、无免税债券的利率越高。

【多选题】根据利率的风险结构理论，到期期限相同的债券工具，其利率水平不同的原因在于（ ）不同。

- A.违约风险
- B.流动性
- C.所得税
- D.期限结构
- E.收益率曲线

网校答案：ABC

网校解析：本题考查利率的风险结构。到期期限相同的债权工具利率不同是由三个原因引起的：违约风险、流动性和所得税因素。

【单选题】根据利率的风险结构理论，各种债权工具的流动性之所以不同，是因为在价格一定的情况下，它们的（ ）不同。

- A.实际利率
- B.变现所需时间
- C.名义利率
- D.交易方式

网校答案：B

网校解析：本题考查利率的风险结构。各种债券工具由于交易费用、偿还期限、是否可转换等条件的不同，变现所需要的时间或成本也不同，流动性就不同。

（二）利率的期限结构

具有相同风险、流动性和税收特征的债券，由于距离到期日的时间不同，其利率也会有差异，**债券利率与到期期限的这种关系被称为利率的期限结构。**



根据现实经济中证券收益率与期限的关系，可以发现具备以下三个特征：

- ①不同到期期限的债券利率随时间有同向运动的趋势；
- ②如果短期利率较低，收益率曲线倾向于向上倾斜；如果短期利率较高，收益率曲线倾向于向下倾斜；
- ③一般收益率曲线向上倾斜。

目前，主要有三种理论解释利率的期限结构：

01

预期理论

02

分割市场理论

03

流动性溢价理论

1、预期理论

长期债券的利率等于长期债券到期之前人们所预期的短期利率的平均值。

该理论认为到期期限不同的债券之所以具有不同的利率，在于在未来不同的时间段内，短期利率的预期值是不同的。

预期理论可以解释为：

- ①随着时间的推移，不同到期期限的债券利率有同向运动的趋势；
 - ②如果短期利率较低，收益率曲线倾向于向上倾斜；
- 如果短期利率较高，收益率曲线通常是翻转的。

预期理论的缺陷：无法解释这一事实：收益率曲线通常是向上倾斜的。因为根据预期理论，典型的收益率曲线应当是平坦的，而非向上倾斜的。

预期理论还表明：长期利率的波动小于短期利率的波动。

2、分割市场理论

将不同到期期限的债券市场看作**完全独立和分割开来的市场**。

到期期限不同的每种债券的利率取决于该债券的供给与需求，其他到期期限的债券的预期回报率对此毫无影响。

分割市场理论的假设条件：

不同到期期限的债券根本无法相互替代。

收益率曲线不同的形状可由不同到期期限的债券的供求因素解释。

分割市场理论可以解释收益率曲线通常向上倾斜：

通常情况下，长期债券相对于短期债券的需求较少，因此长期债券价格较低，利率较高，所以典型的收益率曲线向上倾斜。

分割市场理论无法解释：

- ①不同到期期限的债券倾向于同向运动的原因。
- ②由于该理论并不清楚短期利率水平的变化会对短期债券和长期债券的供求产生什么影响，它也就无法解释为什么短期利率较低时，收益率曲线倾向于向上倾斜，而短期利率较高时，收益率曲线又会变成翻转的形状。

3、流动性溢价理论

长期债券的利率应当等于两项之和：

第一项是长期债券到期之前预期短期利率的平均值；

第二项是随债券供求状况变动而变动的流动性溢价。

【例】假定未来3年当中，1年期债券的利率分别是5%、6%和7%。

根据预期理论：2年期和3年期的债券利率分别为

$$(5\%+6\%) \div 2=5.5\%, \quad (5\%+6\%+7\%) \div 3=6\%;$$

假定1至3年期债券的流动性溢价分别为0，0.25%和0.5%，则：

$$2\text{年期债券的利率为 } (5\%+6\%) \div 2+0.25\%=5.75\%;$$

$$3\text{年期债券的利率为 } (5\%+6\%+7\%) \div 3+0.5\%=6.5\%.$$

与流动性溢价理论密切相关的是**期限优先理论**，采取了较为间接的方法来修正预期理论，但结论相同。

期限优先理论假定投资者对某种期限的债券有特别的偏好，即更愿意投资于这种期限的债券（期限优先）。

流动性溢价理论和期限优先理论解释了下列事实：

- 1) 随着时间的推移，不同到期期限的债券利率表现出同向运动的趋势；
- 2) 通常收益率曲线是向上倾斜的；
- 3) 如果短期利率较低，收益率曲线很可能是陡峭的向上倾斜的形状；如果短期利率较高，收益率曲线很可能是翻转的。

【单选题】假定预期当年1年期债券的年利率为9%，预期下一年1年期债券的年利率为11%，根据预期理论，则当前2年期债券的年利率是（ ）。

- A.9%
- B.10%
- C.11%
- D.20%

网校答案：B

网校解析：根据预期理论，长期债券的利率等于一定时期内人们所预期的短期利率的平均水平： $(9\%+11\%)/2=10\%$ 。

【单选题】利率期限结构理论中的预期理论认为，长期债券的利率等于一定时期内人们预期的短期利率的平均值。按照该理论（ ）。

- A.长期利率一定高于短期利率
- B.长期利率一定低于短期利率
- C.长期利率的波动高于短期利率的波动
- D.长期利率的波动低于短期利率的波动

网校答案：D

网校解析：本题考查预期理论。预期理论认为长期债券的利率等于一定时期内人们所预期的短期利率的平均值，该理论还表明，长期利率的波动小于短期利率的波动。

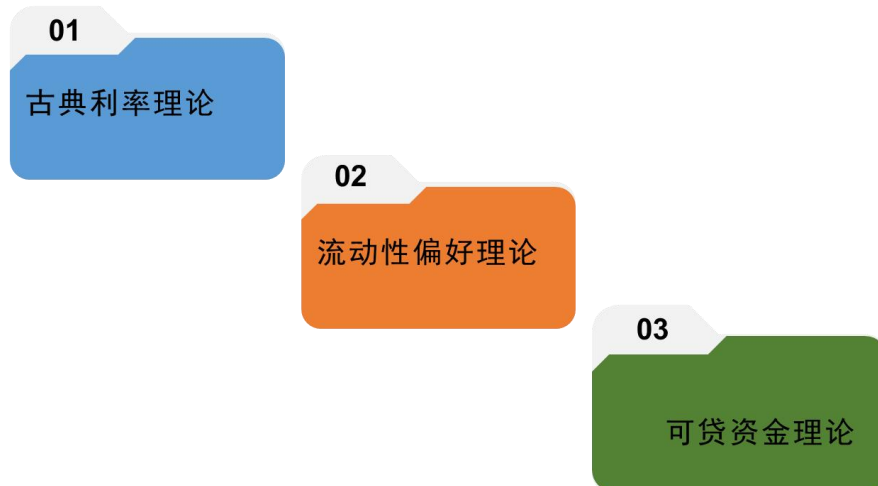
【多选题】关于期限结构理论中预期理论的说法，正确的有（ ）。

- A.短期利率的预期值是相同的
- B.长期利率的波动小于短期利率的波动
- C.不同期限的利率波动幅度相同
- D.短期债券的利率一定高于长期利率
- E.长期债券的利率等于预期的短期利率的平均值

网校答案：BE

网校解析：本题考查预期理论。预期理论认为，长期债券的利率等于一定时期内人们所预期的短期利率的平均值，该理论认为到期期限不同的债券之所以具有不同的利率，在于未来不同的时间段内，短期利率的预期值是不同的。预期理论表明，长期利率的波动小于短期利率的波动。

（三）三种利率决定理论



1、古典利率理论

古典利率理论主要从储蓄和投资等实物因素来研究利率的决定，属于“**纯实物分析**”的框架。在充分就业的条件下，投资和储蓄都是利率的函数。

利率决定于储蓄与投资的相互作用。当实体经济部门的储蓄等于投资时，整个国民经济达到均衡状态。

（1）**储蓄（S）**：利息是对推迟当前消费的一种补偿，储蓄（S）为利率（i）的递增函数。

（2）**投资（I）**：利率是投资的机会成本，投资（I）为利率（i）的递减函数。

均衡的利率水平： $S=I$ ，即储蓄=投资。

此时，社会达到充分就业状态。

当 $S>I$ 时，利率会下降。（大家都提供钱）

当 $S<I$ 时，利率会上升。（大家都需要钱）

当 $S=I$ 时，利率便达到均衡水平。

