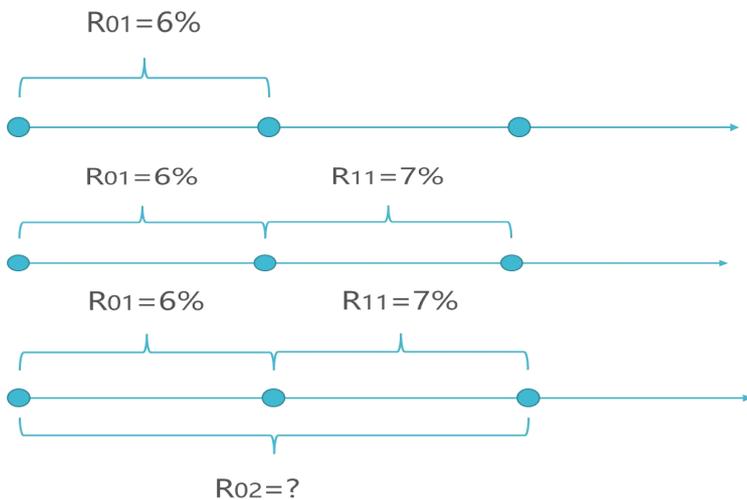


第三章 价值评估基础

第一节 利率

【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 \neq 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 |

【单选题 2017】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。

【单选题 2018】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。