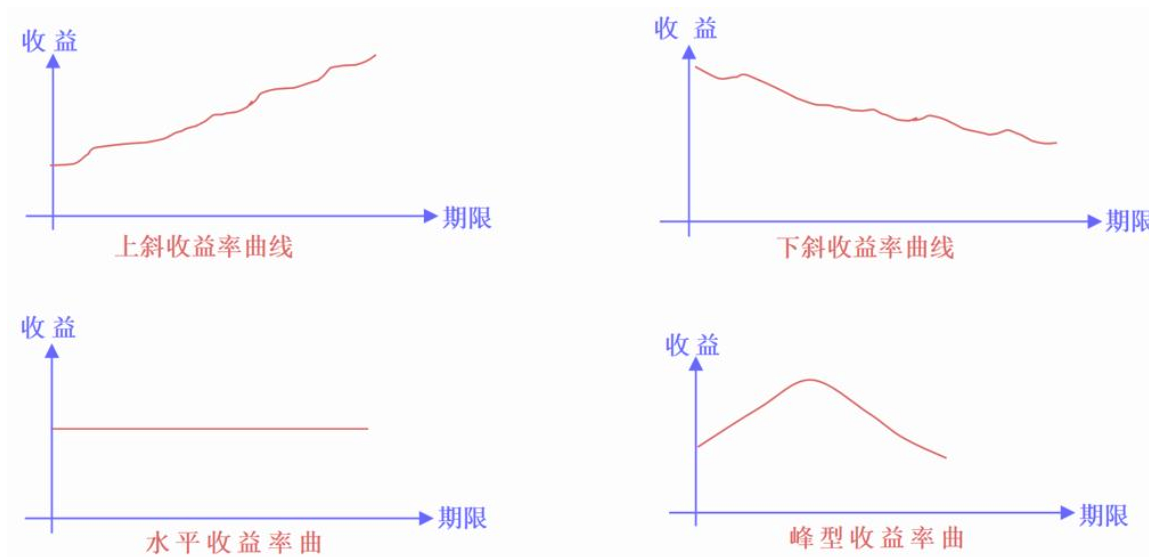


第一节利率

三、利率的期限结构

利率的期限结构是指某个时点不同期限债券的到期收益率与到期期限的关系，反映的是长期利率和短期利率的关系。

1. 常见的收益率曲线有如下“四种形态”



2. 理论解析

理论	利率与期限关系	特点及假定
无偏预期	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	假定对未来短期利率具有确定的预期，资金在长期资金市场和短期资金市场之间流动完全自由
市场分割	观点：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，利率水平由特定的期限市场的供求关系决定	假定认为不同期限的债券市场互不相关，从而无法解释不同期限债券利率同步波动的问题
流动性溢价	是预期理论和分割市场理论的结合。	观点：长期债券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

【例】根据无偏预期理论，假定1年期即期利率为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？

解析：几何平均： $(1+6\%) \times (1+7\%) = (1+R)^2$

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

【简单理解】假如你有一笔钱要存两年的需求，有两种：

- (1) 直接存两年，利率为R。
- (2) 先存一年，利率6%，到期后再存一年，预计利率7%。

如果R低于6.5%，比如6.2%，那么直接存两年的收益会低于连续存两年的预计收益。这时：

存款人(贷款者)会觉得存一年更划算，于是减少两年期存款，增加一年期存款。

借款人(借款者)会觉得借两年更合适，于是增加两年期借款，减少一年期借款。

结果，两年期资金需求增加、供给减少，利率上升；一年期资金需求减少、供给增加，利率下降。市场自动调整，直到两年期利率回到6.5%左右，与短期利率预期相匹配。

【单选题—2018年】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。

3. 收益率曲线的解释

(1) 无偏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。

(3) 流动性溢价理论对收益率曲线的解释：

(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，且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，市场预测短期利率会下降，下降幅度大于流动性溢价。

表格汇总：

项目	无偏预期理论	市场分割理论	流动性溢价理论
收益率曲线的解释（市场预期未来短期利率）	上斜： 短期利率↑	上斜： 短期利率<长期利率	上斜：短期利率↑、短期利率→、短期利率↓，但下降幅度<流动性溢价
	下斜： 短期利率↓	下斜： 短期利率>长期利率	下斜：↓，下降幅度>流动性溢价
	水平： 短期利率→	水平： 各期利率持平	水平：↓，下降幅度=流动性溢价
	峰型：较近期短期利率↑，较远期短期利率↓	峰型：中期利率最高	峰型：较近期短期利率↑、短期利率→、短期利率↓，但下降幅度<流动性溢价，较远期短期利率↓，下降幅度>流动性溢价

【多选题】如果债券收益率曲线呈水平形态，下列表述中正确的有（ ）。

- A. 无偏预期理论的解释是市场预期未来短期利率会保持稳定
- B. 流动性溢价理论的解释是市场预期未来短期利率会下降
- C. 市场分割理论的解释是市场预期未来短期利率会保持稳定
- D. 流动性溢价理论的解释是市场预期未来短期利率会上升

答案：AB

解析：如果债券收益率曲线呈水平形态，市场分割理论的解释是各个期限市场的均衡利率水平持平，选项C错误。如果债券收益率曲线呈水平形态，流动性溢价理论的解释是市场预期未来短期利率将会下降，选项D错误。