

# 余额宝收益率与上海银行间 同业拆借利率的关系

杨毅(教授) 刘柳

(广西科技大学财经学院 广西柳州 545006)

**【摘要】**作为互联网金融的代表性产品,余额宝推出后就受到了市场追捧。从投资规模上看,一般认为,余额宝只能是市场利率的跟随者而不是决定者。但随着余额宝类产品的规模与市场影响力越来越大,有较多的市场声音认为余额宝类产品显著推高了市场利率,提高了银行贷款的成本。本文选取余额宝收益率与市场利率的代表——上海银行间同业拆借利率(SHIBOR)数据进行了实证研究。结果表明,到目前为止,并无证据证明余额宝显著影响和推高了市场利率,而上海同业拆借利率中的短期组合则会显著影响余额宝收益率。

**【关键词】**余额宝 SHIBOR 互联网金融 市场利率

## 一、余额宝及其运作模式

余额宝是阿里巴巴旗下最新推出的为支付宝用户创造余额增值服务的一项业务。余额宝由天弘基金负责运行。支付宝用户能够通过存在支付宝账户上的资金转入到余额宝,不仅能够获得一定的收益,还可以在需要的时候支取和转出。与银行存款相比较,余额宝的收益率要显著高于银行的存款利率,并且在支取方面所受到的限制较小,资金到账迅速,灵活性强。由于这些优势,余额宝推出之后,吸引了大量银行存款资金流入。

余额宝在本质上是通过互联网的方式把大量散户的资金收集起来,通过货币基金参与银行间市场的投资,是一种传统金融和互联网渠道相结合的金融创新模式。余额宝将分散在互联网上的支付宝用户的资金聚集在一起,通过投资于天弘基金旗下的天弘增利宝货币基金,为用户带来收益。天弘基金将由余额宝募集而来的资金主要投资于货币市场上的短期金融工具、银行间市场等,投资标的以银行协议存款为主。

## 二、余额宝与SHIBOR的关系:余额宝显著推高了市场利率吗?

余额宝投资于货币基金市场上的投资标的主要是期限短、流动性大的短期金融工具,比如一年以内的银行定期存款、大额存单、短期债券、短期债券回购和短期央行票据。从实践来看,目前国内的货币市场基金主要投资于银行间市场的协议存款、债券回购等品种。

上海银行间同业拆借利率,英文缩写为SHIBOR,目前为国内货币市场的基准利率,是市场利率的代表。2007年1月4日开始,SHIBOR正式运行,现由信用等级较高

的18家银行组成的报价团进行自主报价,上海银行间同业拆借利率以位于上海的全国银行间同业拆借中心作为报价行,根据一定规则进行算术平均计算报出的人民币同业拆出利率,具有单利、无担保、批发性等特点。报价方法和计算方法符合国际惯例,目前对社会公布的SHIBOR利率组合有隔夜、一周、二周、一个月、三个月、六个月、九个月和一年这八个组合。

从之前的实际运行情况看,货币市场基金更多的是市场利率的接受者,而不是决定者,而上海银行间同业拆借利率正是货币市场的基准利率。从二者间的走势来看,余额宝收益率与上海银行间同业拆借利率的走势相关度很高,余额宝7日年化收益率在2013年6月末和12月末“钱荒”期间,均随着SHIBOR的走高而出现了上升,而随后又跟随SHIBOR的走低而回落。

目前银行间市场的参与主体包括银行、基金公司、保险公司、证券公司、财务公司、汽车金融公司等,其中基金公司作为市场的参与方之一,规模相对并不大。因此,从投资规模上看,一般认为,余额宝只能是市场利率的跟随者而不是决定者。但随着余额宝类产品的规模与市场影响力越来越大,也有较多的市场声音认为余额宝类产品显著推高了市场利率,提高了银行贷款成本,实质上加速了利率市场化的进程。果真如此吗?还是市场利率决定了余额宝收益率呢?本文将通过实证研究寻求解答。

## 三、余额宝收益率与SHIBOR间关系的实证分析

1. 研究数据和方法。将选择余额宝从推出(2013年6月13日)至2014年4月共212个以天为单位的年化收益率日数据,以及上海银行间同业拆借利率组合的日数据作

为研究数据,研究上海银行间同业拆借利率与余额宝收益率之间的关系。

本文将使用格兰杰因果分析的方法研究余额宝收益率与上海银行间同业拆借利率间的相互影响关系。由于SHIBOR利率组合由隔夜、一周、二周、一个月、三个月、六个月、九个月和一年这8个期限的利率组合而成,研究将会把这8个利率全部涵盖。

2. 单位根检验。格兰杰因果检验要求检验数据具有平稳性,因此,首先对余额宝年化收益率数据和上海同业拆借利率数据进行单位根检验。以下将用变量YEB表示余额宝收益率数据,用变量ON、W1、W2、M1、M3、M6、M9、Y1分别表示SHIBOR利率的隔夜、一周、二周、一个月、三个月、六个月、九个月和一年这8个期限的利率数据。单位根检验结果如下表所示:

表1 余额宝收益率与上海银行间同业拆借利率组合的单位根检验

变量	检验统计量	1%临界值	5%临界值	平稳性
M1	-3.259 565	-3.461 63	-2.875 195	平稳
M3	-3.036 288	-3.461 93	-2.875 33	平稳
M6	-2.904 357	-3.461 98	-2.875 33	平稳
M9	-2.794 338	-3.461 63	-2.875 195	平稳
ON	-3.794 095	-3.461 47	-2.875 128	平稳
W1	-3.144 243	-3.461 47	-2.875 128	平稳
W2	-3.215 493	-3.461 47	-2.875 128	平稳
Y1	-2.956 698	-3.461 63	-2.875 195	平稳
YEB	-3.150 225	-3.451 63	-2.870 931	平稳

由上述的单位根检验结果可知,研究所涉及变量的单位根检验都在5%的显著性水平上拒绝了有单位根的原假设,即变量均为平稳的时间序列,所以可以用来进行下一步的线性回归和格兰杰因果检验。

3. 简单线性回归。首先通过简单线性回归来大体看一下上海同业拆借利率组合中各利率对余额宝收益率的影响情况,回归结果如下表2所示:

表2 余额宝收益率和上海银行间同业拆借利率组合的简单回归

变量	系数值	P值
C	26.193 130	0
M1	6.183 606	0.001 400
M3	4.333 535	0.039 500
M6	4.324 271	0
M9	3.795 875	0.044 300
ON	9.047 707	0.003 000
W1	5.073 370	0.083 700
W2	4.117 005	0.031 000
Y1	2.001 058	0.003 000

从上述回归结果可以看出,上海银行间同业拆借利率组合对余额宝收益率的影响都是正向的,且均在10%的显著性水平上显著。回归系数随着SHIBOR利率组合期限的增加而逐渐减小,说明短期利率组合对余额宝收益率的影响更大。从2013年6月到2013年年底,余额宝的收益率一路飙升,是因为银行间出现了“钱荒”的现象,所以使得SHIBOR利率也一路上升,这也带动了余额宝收益率的上升。

在回归结果中,隔夜拆借利率的系数值最大。我们认为是在上海银行间同业拆借利率组合中,短期限的拆借利率的成交量相对比长期限的拆借利率的成交量大,所以短期限的拆借利率比较能够反映市场上资金的需求量,短期限的拆借利率的基准性比长期限拆借利率的基准性要高。

4. 格兰杰因果检验及实证结果分析。为研究上海银行间同业拆借利率组合与余额宝收益率之间的相互影响关系,对其进行格兰杰因果检验,结果如下表3所示:

表3 余额宝收益率与上海同业拆借利率组合的格兰杰因果检验

检验零假设	检验P值
M1不是YEB的格兰杰原因	0.001 0
YEB不是M1的格兰杰原因	0.399 5
M3不是YEB的格兰杰原因	0.143 6
YEB不是M3的格兰杰原因	0.305 6
M6不是YEB的格兰杰原因	0.405 4
YEB不是M6的格兰杰原因	0.340 3
M9不是YEB的格兰杰原因	0.201 1
YEB不是M9的格兰杰原因	0.204 9
ON不是YEB的格兰杰原因	0.025 0
YEB不是ON的格兰杰原因	0.300 1
W1不是YEB的格兰杰原因	0.015 0
YEB不是W1的格兰杰原因	0.501 6
W2不是YEB的格兰杰原因	0.087 3
YEB不是W2的格兰杰原因	0.208 5
Y1不是YEB的格兰杰原因	0.507 2
YEB不是Y1的格兰杰原因	0.606 9

表3格兰杰因果检验的结果表明:在5%的显著性水平下,一个月期上海银行间同业拆借利率(M1)、隔夜拆借利率(ON)、一个星期上海银行间同业拆借利率(W1)和两个星期的上海银行间同业拆借利率(W2)都是余额宝收益率的格兰杰原因。这些SHIBOR利率组合能够使余额宝的收益率产生变化,余额宝的收益率是随着上述上海银行间同业拆借利率组合的变化而变化的,并且余额宝收益率不是上海银行间同业拆借利率组合的格兰杰原因。

短期的SHIBOR利率组合是余额宝收益率的格兰杰原因,但是三个月期的拆借利率(M3)、六个月期的拆借利率(M6)、九个月期的拆借利率(M9)和一年期的拆借利率(Y1)都不是余额宝收益率的格兰杰原因。我们认为原因大致有以下两个方面:①由于上海银行间同业拆借利率的中期和长期利率组合缺乏大量的市场交易量作为基础,并且存在报价机制不够完善的因素,所以这些拆借利率组合对余额宝收益率的解释不够完整,余额宝收益率的定价并不能够以这些拆借利率作为基础。②由于余额宝推出的时间不到一年,所以造成余额宝运行不够成熟,数据也不够完善,在货币基金市场上的定价不能与市场上的基准利率挂钩。这两点原因造成了SHIBOR中长期利率组合不能够对余额宝的收益率做出完全的解释。

中央银行管制的存款利率和市场利率的利差使余额宝应运而生。余额宝等理财产品的本质就是货币基金,天弘基金将互联网上存放在支付宝上的资金集中起来存入银行,进行交易的利率是可以协商的,协商的利率的参考指标就是上海银行间同业拆借利率。上海银行间同业拆借利率变动,货币基金市场上的利率就随之变动,余额宝的收益率肯定会受到影响。2013年年底余额宝收益率上涨是因为在货币市场上货币资金的供不应求,普通存款利率与市场利率又存在着差距,所以余额宝就有了存在和发展的空间。

通过对余额宝与上海银行间同业拆借利率组合的关系研究,我们认为,虽然余额宝是互联网金融创新的产物,它对商业银行产生了一定程度的影响,但是并不能直接对上海银行间同业拆借利率水平产生实质性的影响,因而上海银行间同业拆借利率的基准性并没有因余额宝的影响而显著变动。SHIBOR利率组合中的短期利率组合(隔夜拆借、一周拆借、两周拆借和一个月拆借)。它们都是余额宝收益率的格兰杰原因,对余额宝收益率的定价起决定性作用,但是中长期利率组合(三个月拆借、六个月拆借、九个月拆借和一年期拆借)不是余额宝收益率的格兰杰原因,对余额宝收益率的定价起不到关键性的作用。

#### 四、研究结论

1. 并无证据证明余额宝显著影响和推高了市场利率。余额宝在2013年6月开始兴起,短短不到一年的时间里,用户的数量暴涨,其在本质上是通过互联网的方式把大量散户的资金收集起来,通过货币基金参与银行间市场的投资,是一种传统金融和互联网渠道相结合的金融创新模式。通过对余额宝收益率与SHIBOR利率组合所做的实证研究结果可以看出,余额宝收益率是随着SHIBOR利率的波动而变动的,是随着SHIBOR的变化而变化的。余额宝收益率的变动不能够影响到SHIBOR

的变动,因此也不会明显地影响到社会经济的运行。

2. 上海同业拆借利率中的短期组合会显著影响余额宝收益率。上海银行间同业拆借利率的基准性并没有因余额宝的影响而显著变动,而是余额宝收益率随着SHIBOR利率变动。SHIBOR利率组合中的短期利率组合(隔夜拆借、一周拆借、两周拆借和一个月拆借),它们都是余额宝收益率的格兰杰原因,对余额宝收益率的定价起决定性作用;中长期利率组合(三个月拆借、六个月拆借、九个月拆借和一年期拆借)不是余额宝收益率的格兰杰原因,对余额宝收益率的定价起不到关键性的作用。这可能是因为SHIBOR利率组合中的中长期利率组合的定价机制不够完善,所以利率对货币市场基金的基准性还不够强。

#### 五、建议

1. 上海银行间同业拆借利率中的短期利率组合对余额宝收益率起决定作用,但是SHIBOR利率组合中的中长期利率组合并不能对余额宝收益率做出很好的解释。这就要求我国在不断推进利率市场化的过程中,加快完善上海银行间同业拆借利率的市场基准性地位。

2. 互联网金融的发展推进了余额宝的产生和发展,这对传统的商业银行业务的冲击是不小的。因为银行存款利率毕竟会比货币基金收益率低,余额宝业务的方便快捷会造成传统的商业银行客户流失和存款量的流失。所以商业银行应该不断进行产品的创新,使传统的商业银行业务能够与互联网金融融合在一起,跟上互联网金融发展的步伐。

3. 由前面的实证研究结果可知,上海银行间同业拆借利率的基准性并没有受到余额宝的影响。而SHIBOR利率组合中的短期利率组合都是余额宝收益率的格兰杰原因,对余额宝收益率的定价起决定性作用。但是中长期利率组合不是余额宝收益率的格兰杰原因,对余额宝收益率的定价起不到关键性的作用。我们应不断完善SHIBOR的定价机制,使SHIBOR利率组合中的中期和长期的利率组合能够更准确地反映金融市场上的利率波动情况,并提高依据其为金融产品定价的参考性。

#### 主要参考文献

1. 时光,高珂.对SHIBOR作为我国货币市场基准利率的有效性检验.财经科学,2012;2
2. 项卫星,李宏瑾.货币市场基准利率的性质及对Shibor的实证研究.经济评论,2014;1
3. 马理,黄帆帆,孙芳芳.央行沟通行为与市场利率波动的相关性研究——基于中国银行业同业拆放利率Shibor的数据检验.华中科技大学学报(社会科学版),2013;6
4. 蒋先玲,苏日娜,孙倩. Shibor作为中国基准利率的可行性研究.金融论坛,2012;9