浅议利率市场化深化背景下中国浮息债市场发展之策

王迪南　刘　瑶

摘　要　随着我国利率市场化改革的深入推进，市场主体对利率风险对冲工具的需求与日俱增。在此背景下，浮息债因其票息与市场化基准利率联动的特性，在利率风险管理等方面具备独特优势。相较于国际成熟市场，我国浮息债市场在市场规模、产品结构和功能发挥等方面尚存发展空间。本文建议从推动市场有序扩容服务金融“五篇大文章”、加强产品创新拓展市场深度广度、优化基准利率选择提升市场敏感性和完善估值模型提高定价有效性四方面推动我国浮息债市场进一步发展。

关键词　浮息债　利率市场化　风险管理

近年来，我国金融改革持续深化，利率市场化进程迈入关键阶段。随着资管新规全面落地，近30万亿元的银行理财产品完成净值化转型，市场主体对利率敏感型资产的需求显著提升。[①]浮息债凭借其票息与市场化基准利率动态联动的定价机制为市场主体提供了有效的利率风险对冲工具，既有助于维护金融市场稳定，也有助于畅通货币政策传导机制。本文从浮息债的基本概念和基础功能入手，在梳理美国浮息债市场的概况和我国浮息债市场发展历程的基础上，分析了目前我国市场面临的不足，并提出针对性政策建议，以期为我国浮息债市场发展提供参考。

一、浮息债：基本概念与基础功能

浮息债（Floating Rate Bond），又称浮动利率债券，是一种票面利率随市场基准利率/通货膨胀率定期调整的债券，其核心特征在于利率非固定，通常表现为“基准利率/通货膨胀率＋固定利差”的形式，票息会根据挂钩的基准利率/通货膨胀率周期性重置。浮息债的基础功能主要体现在以下四个方面。

（一）为投资人提供了利率风险管理的有效途径

当市场利率上升时，浮息债的票息随基准利率同步上调，投资者通过获得更高的利息收入对冲利率上升导致的资本利得的损失。另外，由于浮息债的利率定期重置，其久期接近利率重置期，有利于降低投资组合久期，增强投资组合对利率波动的抵抗力。

（二）为发行人节约融资成本提供了支持

浮息债利息支出随市场利率波动而动态调整，有助于发行人在市场利率下行阶

王迪南，中国农业银行金融市场部副处长；刘瑶，中央财经大学金融学院。本文系个人观点，不代表供职机构意见。

① 2022年末，我国债券市场在防疫政策优化、资金面边际收紧的背景下出现调整，彼时银行理财已完成全面净值化转型，由于缺乏利率风险对冲工具，市场出现“净值下跌→集中赎回→被动抛售”的螺旋式负反馈现象，加剧了债券市场的波动。

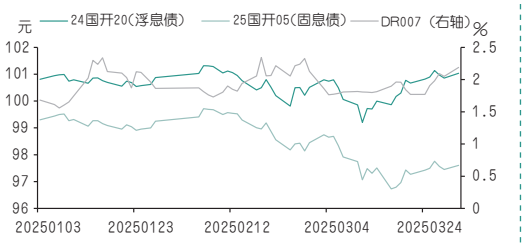
段节约融资成本。此外，浮息债还有利于缓解银行净息差持续收窄的压力。目前，银行资产端收益率持续承压，而负债端的存款成本却呈现刚性特征。在此环境下，银行可发行一定量的浮息债调整负债结构，并使负债端利率与资产端 LPR 定价贷款建立一定的动态联动，当贷款收益率随 LPR 下调时，浮息债的利息支出同步减少，从而有效缓解净息差收窄压力。

（三）有利于熨平市场波动，提高债券市场韧性

浮息债在利率上行周期及市场波动环境下展现出较强的抗风险特性，有利于熨平市场波动，提高债券市场韧性。例如，2025 年 2—3 月，受政策预期、资金流动等因素影响，我国债券市场经历了阶段性调整，十年国债收益率从 1.6% 上升至 1.8%。以 2025 年 1—3 月为观测期，对比剩余期限相近的固息债“25 国开 05”和浮息债“24 国开 20”的净价表现，前者回撤约 3.0%，而后者票息每季度基于存款类机构间 7 天质押回购利率（DR007）动态调整，有效缓冲了利率上行冲击，区间最大回撤约为 2.1%，显著优于前者（图 1）。

（四）有助于完善市场化利率形成机制

从定价机制看，浮息债通过与市场化基准利率深度绑定，能有效提升基准利率的市场影响力，并通过二级市场交易为利率形成提供真实、透明的价格信号。实践证明，浮息债与固息债的利差具有显著的前瞻性指导意义（郭晔 等，2016），若投资者预期未来利率下行，则浮息债投资价值降低，其收益率将相对于固息债下降，这种基于市场交易的预期形成机制，使得利率定价更加有效，为货币政策制定提供了宝贵的市场反馈。



数据来源：通过 Wind 提取 2025 年 1—3 月“25 国开 05”和“24 国开 20”的净价及 DR007 加权利率，并按照公式（峰值净价 – 谷值净价）/ 峰值净价 × 100% 计算区间最大回撤。

图 1 “25 国开 05”和“24 国开 20”净价走势

需要特别强调说明的是，浮息债能有效发挥上述基础功能需要满足一个基本假设，即债券市场收益率与挂钩的基准利率变动高度相关。若两者相关性较弱，将影响浮息债利率风险管理效果。例如，2001—2003 年，债券市场收益率整体上行，10 年国债收益率从 2002 年 4 月的 2.5% 逐步攀升至 2003 年末的 3.8%，而作为浮息债定价基准的 1 年期定期存款利率维持在 1.98% 左右，使得挂钩的基准利率与市场利率之间出现了一定程度的偏离（朱世武和陈健恒，2005）。由于浮息债票息调整未能充分反映市场利率变化，发行人需要提供更高的风险溢价来吸引投资者，投资人在承担债券价格下行损失的同时获得的收益补偿相对有限，影响了市场供需两端的参与意愿，导致该阶段浮息债发行规模显著回落。

二、美国浮息债市场发展概况 ①

截至 2025 年 3 月末，美元浮息债存量规模约为 5.8 万亿美元，约占美元债总

① 本节数据来源：美国证券业与金融市场协会（SIFMA）。

规模的9.7%。发行主体包括美国财政部、商业银行等金融机构以及部分大型实体企业，特别是美国财政部发行的浮息国债，存量规模约2.7万亿美元，占浮息债规模的46.6%。美国浮息债产品主要包括通胀保值债券（TIPS）和浮动利率票据（FRNs）两类。

TIPS与美国的CPI挂钩，发行主体为美国财政部，票面利率固定，通过本金调整来实现价格的浮动，以此抵御通胀风险。[①]1997年，美国财政部发行市场首单通胀保值国债（TIPS），规模70亿美元，期限10年，采用美国城市消费者价格指数（CPI-U）作为调整依据，每半年根据CPI同比涨幅调整债券本金。此后，TIPS国债规模逐步增长，截至2025年3月末，存量规模约2.04万亿美元，占浮息国债的75.7%。

FRNs与美国基准利率挂钩，发行主体更为多元，覆盖美国财政部、金融机构及实体企业。2014年，美国财政部发行市场首单FRNs，期限2年，基准利率为“13周国库券贴现率”，按季调整。截至2025年3月末，FRNs国债存量规模约6 566亿美元，占浮息国债的24.3%。

FRNs一般挂钩美国担保隔夜融资利率（SOFR）、联邦基金利率、美国国债利率、欧元银行同业拆借利率等市场化程度高的基准利率，这使得浮息债发行人的付息成本与市场利率联动性高，显著提升了金融市场的定价效率和风险管理水平。例如，2018年起逐步替代LIBOR成为美元基准利率的SOFR是基于每日国债回购交易量加权计算，覆盖三方回购、通用担保融资回购及采用DVP结算的双边回购等多个市场，能真实反映无风险资金成本，具备较高的市场敏感性。因此，美国联邦农业信贷银行融资公司、联邦住房贷款银行等发行的浮息债主要采用SOFR作为定价的基准利率。

三、中国浮息债市场发展历程

我国浮息债市场自诞生以来，经历了初步发展、规模扩张以及调整转型三个发展阶段。

（一）初步发展阶段（1995—2006年）

1995年，中国进出口银行发行境内首只浮息债“95进出51”，采用“1年期定期存款利率+固定利差”定价机制，期限5年，规模20亿元，正式开启我国浮息债市场的发展历程。其中，1995—2006年是浮息债市场的初步发展阶段，呈现出以下特点。**一是**年度发行规模较小（图2），年均发行量为1 317.34亿元，截至2006年末，浮息债存量规模约为1.05万亿元[②]；**二是**发行主体以政策性银行为主，政策性金融债年均发行规模996.07亿元，占比75%（图3）；**三是**基准利率以一年期定期存款利率

① 英国、加拿大、日本等国家也通过锚定消费者物价指数（CPI）、零售价格指数（RPI）、生产价格指数（PPI）或GDP平减指数等指标发行通胀保护债券（TIPS）（张彦，2006）。值得一提的是，2022年5月，法国政府发行了全球首只与通胀挂钩的绿色债券，利率根据欧洲消费者价格指数进行调整，该债券发行金额40亿欧元、期限15年，名义票面利率0.1%，认购倍数近7倍，既满足ESG投资需求，又提供通胀保护功能，为全球债券市场创新发展提供了范例。

② 除特别说明，本处及下文数据来源为Wind。

为主，年均发行规模 1 209.58 亿元，占比 91%（图 4）。本阶段是我国利率市场化改革的探索性实践，有效提升了市场主体对浮动利率产品的认知度，为后续利率市场化改革积累了实践经验。

（二）规模扩张阶段（2007—2021 年）

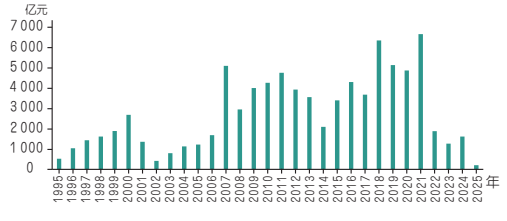
2007—2021 年是我国浮息债市场规模扩张、多元化发展的阶段，实现了规模的跨越式增长和基准利率的市场化转型，有效提高了浮息债的定价效率，满足了不同市场主体的多元化需求，具体呈现出以下特点。①年度发行规模增长显著。年均发行量为 4 340 亿元，2021 年达到 6 663.38 亿元的峰值；截至 2021 年末，存量规模为 1.5 万亿元（图 1）。②债券类型更加多元（图 3）。受益于房地产行业快速发展，信贷资产证券化产品累计发行 3.05 万亿元，占比 46%，成为第一大浮息债发行品种；政策性金融债的年度发行规模从 2007 年 4 126.8 亿元的峰值起持续下降，2007—2021 年累计发行 2.75 万亿元，占比 42%；非金融企业通过债务融资工具、企业债及公司债等品种合计发行浮息债 2 330 亿元，占比 3.57%，有效丰富了市场主体。③基准利率选择日趋多样（图 4）。市场逐步建立起包含 3 个月、6 个月、1 年期定存利率、7 天回购利率、SHIBOR、LIBOR、贷款基准利率等在内的多层次基准体系，其中 7 天回购利率和 SHIBOR 因其市场化程度高而应用广泛，LIBOR 则为外币计价债券提供了国际化的定价参考。值得注意的是，传统 1 年期定存利率由于市场敏感度偏低，在新发债中的份额从 2003 年前的 100% 逐年下降，自 2020 年起不再作为新发浮息债的定价基准。

（三）调整转型阶段（2022 年至今）

2022 年至今，我国浮息债市场进入调整期，发行规模及存量规模均呈现收缩态势，但出现了挂钩新的基准利率的浮息品种，并加强浮息设计在战略主题债券中的应用，对健全市场化的利率调控机制及有效服务国家战略发挥了重要作用（梁琪 等，2010）。

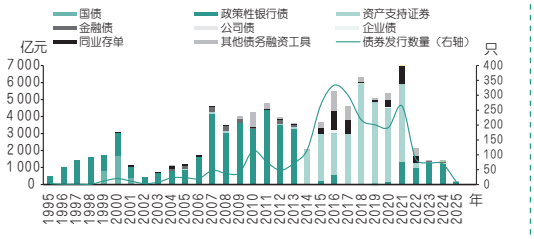
从发行规模看，2022—2024 年年均发行规模降至 1 589 亿元，较 2021 年峰值下降 76%。截至 2025 年 3 月 31 日，市场存量规模下降至 4 579 亿元（图 2），反映出市场供需关系的结构性再平衡。

从债券类型看，伴随房地产行业调整，资产证券化产品发行规模大幅回落，年发



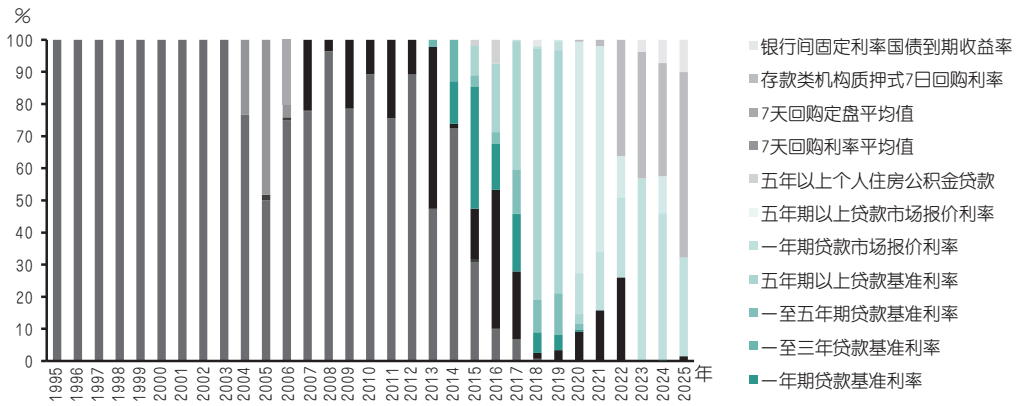
数据来源：从 Wind- 债券专题中，获取 1995 年至 2025 年 3 月末我国已发行浮息债的代码、发行时间及发行规模，使用 Excel 数据透视表，按浮息债发行年份分组，分年度统计发行规模。

图 2　我国浮息债市场发行规模
（1995—2025 年 3 月末）



数据来源：通过 Wind 提取已发行浮息债的债券一级分类，使用 Excel 数据透视表，按债券发行年份分组，分年度统计不同类别浮息债发行规模。

图 3　浮息债发行数量及发行规模的主体分布
（1995—2005 年 3 月末）



数据来源：通过 Wind 提取已发行浮息债的基准利率名称，使用 Excel 数据透视表，按浮息债发行年份分组，分年度统计不同基准利率浮息债发行规模。

注：未展示历年发行规模占比不足 0.05% 的基准利率类别。

图 4　浮息债的基准利率结构（按发行规模占比统计，1995—2025 年 3 月末）

行规模从 2018 年 5 967 亿元的峰值下降到 2024 年的 98 亿元；政策性金融债发行规模有所恢复，年均发行规模为 1 150 亿元（图 3）；2024 年 8 月，上海临港集团成功发行以国债收益率为基准的“24 临港经济 MTN003”，为 2021 年以来首次发行的非金融企业浮息信用债，成为该阶段发行主体的有益补充。

从挂钩利率看，2020 年 8 月，人民银行发布的《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系》明确提出要重点培育以存款类机构间质押回购利率（DR）为代表的银行间基准利率体系。在此背景下，以银行间质押式回购利率为基准的浮息债发行规模稳步增长，与国债收益率、LPR 等共同构成了浮息债市场基准利率体系。2024 年 11 月，国家开发银行创新推出以 DR007 为基准、7 天重定价、期限为 10 年的浮息政策性金融债，进一步丰富了产品的期限结构。

从应用领域看，2023 年无锡华光环保能源集团股份有限公司发行 2 年期 4 亿元的绿色债券“23 华光环保 MTN001”，采取“固定利率＋浮动利率”的结构，浮动利率挂钩碳排放权配额（CEA）的收益率，使发行人与投资者共享绿色资产收益；2025 年国家开发银行发行首单政策性银行浮息科技创新债券“25 国开科创 01”，以 DR007 为基准利率，在支持科创发展的同时为投资者提供了多元化的债券品种选择。

四、我国浮息债市场有待完善的方面

经过三十多年的发展，我国浮息债市场已取得了长足的进步，但相较于国际市场，在市场规模、产品结构和功能发挥等方面还存在较大提升空间。

（一）市场规模较小

我国浮息债市场整体规模仍较小。截至 2025 年 3 月末，我国浮息债存量规模仅 4 579 亿元（图 5），占债券市场总余额的比例仅为 0.25%，与国际成熟债券市场相比存在显著差距。

（二）发行主体较为单一

我国浮息债市场发行人以政策性银行及金融机构为主，政府债券供给较少，非

金融企业参与不足。1995—2025 年 3 月末，境内浮息债发行规模 8.58 万亿元，其中，政策性银行浮息债发行规模 4.3 万亿元，占比 50%；金融机构 ABS 发行 3.1 万亿元，占比 36%；公司信用类债券[①]发行 2 842.51 亿元，占比仅 3.3%。

（三）基准利率市场敏感性不足

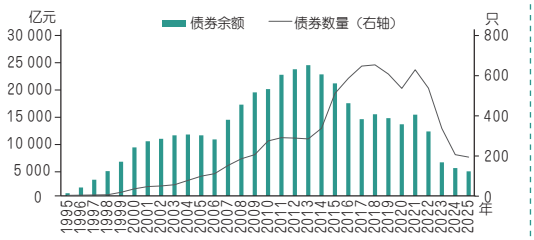
目前，我国浮息债市场基准利率以存款利率、贷款利率以及 SHIBOR 为主，1995 年至 2025 年 3 月末，以 1 年期定期存款利率、五年期以上贷款利率以及 SHIBOR 为基准利率的浮息债发行规模分别为 4.02 万亿、1.15 万亿、1.13 万亿元，占比分别为 46.9%、13.43%、13.16%。由于存贷款及 SHIBOR 利率与债券市场利率相关性偏弱，影响了浮息债的定价合理性和吸引力。

（四）估值方法[②]存在一定局限性

一是目前部分机构采用的浮息债估值模型假定是估值日当日的基准利率可以作为未来所有未确定票息的近似估计基准。当基准利率短期内出现大幅波动时，现有估值方法会放大其价格波动。**二是**我国利率衍生品市场发展不充分，估值机构难以借助利率互换远期利率曲线预测基准利率的变动，影响估值的有效性。**三是**浮息债的二级市场交易不活跃，缺乏足够的成交数据，难以为估值机构提供优先的价格反馈，进一步影响估值的有效性。

五、进一步推动我国浮息债市场发展的政策建议

发展浮息债市场在支持实体经济发展、提升金融市场韧性、优化货币政策传导机制等方面具有重要意义。建议有序推动我国浮息债市场扩容、加强产品创新，完善市场基础设施建设，充分发挥浮息债市场的功能效用。



数据来源：Wind- 债券专题。

图 5　我国浮息债市场存量债券数量和余额（1995—2025 年 3 月末）

（一）推动市场有序扩容，服务金融“五篇大文章”

当前浮息债市场以政策性金融债为主，可考虑激活高等级信用债发行人的积极性推动市场有序扩容，并结合金融“五篇大文章”，丰富浮息债的内涵外延，充分发挥浮息债服务实体经济及国家战略的重要作用。**一是**结合“双碳”目标，推广以市场化利率为基准的绿色浮息债券，尝试推动挂钩碳排放权收益、核证自愿减排量（CCER）收益等的产品创新，为绿色项目建设提供稳定的资金支持。**二是**借助债券市场“科技板”，鼓励市场主体发行长期限浮息科技创新债券，通过建立发行人与投资人共担共享风险收益的交易机制，培育债券市场“耐心资本”，有效解决科创企业长期限金融产品供给不足的问题。**三是**借鉴香港“银色债券”模式，推出低风险抗通胀的养老浮息债券。

① 公司信用类债券指公司债、企业债及非金融企业债务融资工具。

② 中债浮息债全价计算公式，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

（二）加强产品创新，拓展市场的深度和广度

一是推动浮息债交易结构创新，可通过引入利率上下限、嵌套期权等特殊条款，增强产品灵活性。**二是**推动期限创新，针对养老金、保险等长期资金需求，鼓励发行10年期及以上超长期浮息债，完善产品期限结构。**三是**鼓励金融机构开发与浮息债相关的衍生产品，通过扩大利率互换等产品市场规模，支持投资者通过“浮息债＋利率互换”组合对冲利率风险，增强浮息债市场的吸引力。

（三）优化基准利率选择，提升市场敏感性

针对当前我国浮息债基准利率市场敏感性不足的问题，建议从基准利率和重定价频率两个层面进行优化。**一是**扩大DR007基准利率使用范围。鼓励政策性银行和优质信用主体率先发行挂钩DR007的创新产品，将应用范围由短期品种逐步拓展至中长期浮息债领域，切实发挥基准利率的市场定价锚作用。**二是**设置更灵活的利率重置频率。如可依据债券期限适度缩短利率重置周期，推动按周、按月调整的浮息债条款设计，提升票息对市场利率变化的响应速度。

（四）完善估值模型，提高定价有效性

一是建议借鉴国际成熟市场的估值经验，结合我国债券市场特点，开发适用于我国浮息债的定价模型，以更好地解决利率不确定性以及特殊条款等因素对估值的影响。**二是**依据市场变化，实时调整定价模型的参数和假设，提高定价有效性。**三是**鼓励做市商为优质浮息信用债提供双边报价，通过政策引导提升浮息债二级市场流动性，也为估值提供更充分的交易数据。[①] N

学术编辑：张毓

Strategies for the Development of China's Floating-Rate Bond Market amid Interest Rate Marketization

WANG Dinan[1]　LIU Yao[2]
(1.Financial Market Department, Agricultural Bank of China;
2. School of Finance, Central University of Finance and Economics)

Abstract　With the deepening of China's interest rate marketization reform, the demand for interest rate risk hedging tools from market participants is increasing steadily. Floating-rate bonds have unique advantages in interest rate risk management as their coupons are linked to a marketized benchmark interest rate. Compared with the more mature international market, China's floating rate bond market still has room for development in terms of market scale as well as product structure and function. This paper makes four recommendations for promoting further development of China's floating-rate bond market: promoting the orderly expansion of the market to serve the "five articles", strengthening product innovation to expand the depth and breadth of the market, optimizing the choice of benchmark interest rates to enhance market sensitivity and improving the valuation model to improve the effectiveness of pricing.

Keywords　Floating-Rate Bonds, Interest Rate Marketization, Risk Management
JEL Classification　E43　G12　G18

① 参考文献[1]~[5]，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。