

利率市场化的理论分析 与我国的实践考察

张亦春, 许文彬

(厦门大学, 厦门 361005)

摘要:利率市场化是政府或货币当局逐步放松乃至放弃对利率的直接控制或限制,让资金市场供求关系去决定利率水平的这样一个利率决定机制的变迁过程。实现利率市场化是市场经济运行的客观需要,是我国金融—经济体制改革的一个重要组成部分,对我国的社会主义市场经济建设具有特殊意义,是建立社会主义市场经济的核心问题。现阶段,由于存在利率运作主体行为尚不规范,国有银行尚未实现商业化,居民金融意识和风险意识不强,企业对利率的承受能力低等主客观因素,使得我国利率市场化将会、也只能走渐进改革的路径。

关键词:利率市场化;金融深化;回顾;展望

中图分类号 F820.2 文献标识码:A 文章编号:1006-3544(2003)05-0002-04

2000年9月21日,中国人民银行宣布改革外币利率管理体制,启动外币利率市场化改革,这一举措标志着我国利率市场化改革进入了实质性阶段。2001年11月,我国正式加入WTO,在可以预期的激烈的国际竞争前景下,利率市场化作为金融深化和与国际接轨的关键步骤之一,必将得到越来越多的重视;系列改革措施的出台也早在人行时间表的计划之内了。在这种背景下,对利率市场化的具体含义和必要性、尤其是在我国现阶段的特殊意义作一系统分析,并以此为基础对已进行的进程进行一个概要式的回顾、对今后的改革措施安排进行一个初步探讨,也就是必要的和重要的。

一、利率市场化的含义和必要性分析

利率市场化是政府或货币当局逐步放松乃至放弃对利率的直接控制或限制,让资金市场供求关系去决定利率水平的这样一个利率决定机制的变迁过程。在利率市场化条件下,如果市场竞争充分,则任何单一的经济主体都不可能成为利率的单方面制订者,而只能是利率的接受者。具体而言,

收稿日期:2003-07-22

基金项目:教育部人文社科重点研究基地2002-2003年重大项目课题(02JAZJD790031)的阶段性研究成果。

作者简介:张亦春(1933-),男,汉族,福建连江人,厦门大学金融研究所所长、教授、博士生导师;许文彬(1975-),男,汉族,福建泉州人,厦门大学金融系博士生。

利率市场化至少应包括以下几方面的内容:

1. 金融交易主体享有利率“出价”权。在利率市场化的条件下,金融交易主体有权对交易资金的价格(即利率)进行独立的讨价还价,讨价还价的方式可以是面谈、招标,也可以是资金供求双方在不同客户或者服务提供商之间反复权衡和选择。当然,交易主体能决定的只是其“出价”,至于具体市场利率的形成,则还须依赖于资金供求的均衡变化。

2. 利率的数量结构、期限结构和风险结构由市场自发选择。众所周知,资金交易的价格存在着期限差别和风险差别。在利率市场化的条件下,计划当局不再对利率的数量结构、期限结构和风险结构进行测算和具体限定,而由金融交易的双方就具体交易的数量(或称规模)、期限、风险及具体利率水平达成协议;并通过资金市场的买卖竞争机制为整个金融市场产生一个代表市场一般水平的利率数量结构、期限结构和风险结构。

3. 同业拆借利率或短期国债利率将成为市场利率的基准利率。在利率市场化的条件下,市场利率将成为具有多层次结构的资金价格体系,在这一体系中,同业拆借利率或短期国债利率是市场上交易量最大、系统风险最小、信息披露最充分,从而也是最有代表性的市场利率,它们将成为制定其他一切利率水平的基本标准,也是衡量市场利率水平涨跌的基本依据。

4. 政府(或中央银行)拥有间接影响金融资产利率的权

力。利率市场化并不是主张放弃政府或金融当局的金融调控,正如市场经济并不排斥政府的宏观调控一样,在利率市场化条件下,政府(或中央银行)也可以并有必要通过市场化的间接手段对利率水平进行宏观调控,例如通过公开市场操作影响资金供求格局,从而间接影响利率水平;或者通过调整基准利率影响商业银行的资金成本,从而改变市场利率水平;甚至通过窗口指导的方式对商业银行利率形成进行比较直接化的干预。

利率市场化^①对经济发展尤其是发展中国家的经济起飞的意义在金融深化理论中得到充分的论述,成为指导发展中国家推行利率市场化改革的主要理论依据。麦金农和肖从不同侧面论证了实现利率自由化对经济发展和金融深化的重要意义:

麦金农(1973)在《经济发展中的货币与资本》一书中提出“金融抑制”的观点,他认为,发展中国家普遍存在着金融抑制现象,其基本特征是低的实际利率水平(常为负值)和有选择的信贷分配。过低的实际利率水平导致低水平的储蓄和过高的资金需求,政府为抑制对廉价资金的过度需求并引导有限的资金流向政府计划优先的企业部门又采取了有选择的资金分配,也就是说,后一个特征其实是低利率政策的配套措施或直接结果,于是,低的实际利率水平就成为金融抑制的根本。在金融抑制条件下,金融市场被分割成两部分:一个是被政府管制的有组织的市场(即所谓体制内市场),其资金主要流向低效的公有企业和政府部门;另一个则是在正规管制范围之外的自发性自由市场(体制外市场),在这一市场中,利率高于正规市场,中小私人企业和家庭投资或依靠内部积累或依靠这一市场进行高成本的融资。这种严重的价格歧视和市场分割状况降低了资金配置的效率,使市场行为扭曲,从而影响了整体经济的发展。因此,发展中国家摆脱贫困、实现经济起飞的关键在于解除“金融抑制”,而解除金融抑制的关键则是实现金融自由化,尤其是利率真正市场化。

肖(1973)在《经济发展中的金融深化》一书中提出了“金融深化”的理论,成为启动上世纪七八十年代全球性金融自由化和利率自由化浪潮的理论依据。肖认为,金融深化和金融抑制是两个意义相对的概念,它们对经济的效应完全相反。以人为低利率为主要特点的金融抑制造成金融业内的垄断和信贷的硬性配给,减少了金融资产的总量,降低了国内储蓄率,导致高的投入—产出比率和低的生产要素产出率;从而使腐败现象滋生,体制内金融市场日趋萎缩,地下金融市场膨胀,金融市场无序竞争加剧,导致“金融短浅”。要克服金融短浅,实现金融深化,就必须消除金融抑制,放开利率管制,实现金融自由化。

麦金农和肖通过具体国别考察发现,在一个落后的经济体里,政府对市场进行价格控制,尤其在金融市场上对金融资产相对价格(利率)进行各种各样的干预和管制是非常普遍并严重的,典型的干预手法是对银行和其他金融机构存贷款利率施以严格管制或上下限限制,并且这种干预带有自我强化的趋势^②,从而形成一整套政府干预体系,它取代市场成为支配经济资源的主要机制,于是经济行为的扭曲和经济发展的缓慢就成为不可避免的了。只有完全抛开政府的干预,让市场供求关系自发形成一个比较高的实际利率,才有助于

经济的起飞:高利率可以吸引储蓄,促使物质财富和金融市场外的资金转向正规的金融中介或金融市场,形成金融市场的一体化,这又给投资提供了更多的可获得资金,有利于投资规模的扩大,进而促使社会整体经济实现腾飞。而提高实际利率水平的关键在于放松对利率尤其是存贷款利率的管制,如肖所明确指出的:“金融自由化和金融深化的实质是放松实际利率管制,使之反映储蓄的稀缺性和刺激储蓄,提高可以获得的投资收益率和更有效地区分各种投资”^③。

尽管利率的市场化和自由化改革是金融深化的关键,但只依靠放开利率管制,显然尚不能完全消除金融抑制;实现金融深化和利率自由化,还必须伴随其他相配套的金融改革措施。另外,作为一项影响巨大深远的金融改造工程,利率的自由化和市场化过程必须,也只能是一个动态发展的渐进过程,其间必然将包含各个不同的阶段和状态。一般而言,这包括以下几个阶段:(1)初级阶段。利率由严格管制到部分限制(如设定上下限),即由固定到浮动,利率管制的放松必然使基于市场利率的金融品种和数量增加,从而为进一步放松利率管制准备好条件。(2)中级阶段。解除国内银行存贷款利率的管制和限制,实现国内利率完全市场化。(3)高级阶段。利率国际化,即在国内利率已经市场化、资本项目也已开放的条件下,取消对国际货币存贷款利率的限制。当然,各国由于国情不同、面临的具体约束也不尽相同,因此利率市场化的过程可能大相径庭,未必都按照上述阶段划分展开进程。但有一点显然是共同的,并且是十分重要的,即利率的市场化是一个长期过程,需分阶段一步步实现,不能期望一蹴而就。

二、利率市场化对我国经济发展的特殊意义分析

利率的市场化对一个发展中国家经济体而言具有促进金融深化、催动经济起飞的重大意义,而对我国而言,其意义还不止于此。众所周知,我国经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济,作为调节社会资源分配,反映资金供求关系的一种重要手段,利率市场化是市场经济运行的客观需要。因此,实现利率市场化是我国金融—经济体制改革的一个重要组成部分,对我国的社会主义市场经济建设具有特殊的意义,具体而言:

1. 利率市场化是建立社会主义市场经济的核心问题。建立社会主义市场经济的关键就在于要使市场在国家宏观调控下对资源的配置起基础性作用,而资源的配置首先是通

^①英文相关文献通常称之为 Liberalization of Interest Rates(利率自由化)或 Deregulation of Interest Rates(利率管制的消除)。我国近年来的文献则偏向于使用“利率市场化”。当然,在严格的意义上讲,利率“自由化”和“市场化”是有区别的,但在我国决策层和理论界,对之都不做区分而笼统称呼,因此,在本文的论述中也就直接将二者相等同了。参见韩汉君《利率形成机制的发展》,载《金融研究》,1997/7;李社环《利率自由化》,P4,上海财经大学出版社,2000。

^②干预的结果是很低甚至为负的实际存贷款利率,从而导致储蓄率下降和对储蓄资金的过度需求,资金供求矛盾的深化使政府不得不通过更严格的干预措施来吸取存款并分配有限的资金,如实行强制性存款、有选择的信贷配给、差别利率等政策手段。

^③见肖(1973)《经济发展中的金融深化》,P79,上海三联书店,1988。

过资金的配置完成的。这就要求资金的价格商品化,由市场供求决定,使投融资主体根据资金的安全性、流动性和盈利性要求公开自由竞价,最大限度地减少不必要的利率管制。具体而言,利率市场化改革将对以下几方面发生重要作用:(1)金融体制改革。我国金融体制改革的目标是建立适应社会主义市场经济的金融体制,有效利用市场提高资源配置效率,防范金融风险,稳定金融秩序,并适应金融全球化的趋势。国有银行是我国金融体制改革的主体,加快国有银行改革,是适应日益激烈的国际金融竞争的需要。利率市场化有助于国有银行建立自主经营、自负盈亏、自我发展和自我约束的运行机制。国有银行在经营过程中必须考虑市场利率的风险,关注利率变动对其盈利性、安全性和流动性所带来的影响,从而促进国有银行向商业化转轨。(2)资本市场发展。利率市场化改革的完成将使资本市场基于利率的定价机制得以建立,市场工具得到丰富,市场供求均衡格局得以形成,这对抑制我国资本市场目前的过度投机状态、消除市场的各种不规范运作、促进市场理性预期的形成,进而推动资本市场规范、健康发展显然具有重要意义。(3)宏观调控手段。利率市场化有助于建立社会投资和消费的市场传导机制,使中央银行可以有效利用利率变化进行宏观经济调控。中央银行要通过运用基准利率和公开市场业务来作为货币政策的重要调控工具,从而影响商业银行的市场行为和价格决定能力,其前提是利率必须放开,至少是有较大的灵活性,使利率充分发挥经济杠杆的作用,为利用货币政策工具进行宏观经济调控提供一个有效的作用空间。(4)经济结构优化。一方面,利率市场化可促使资金按收益的高低在社会生产各部门间进行分配,通过有效组织资金来源、合理安排资金投向,提高投资效率,达到资金资源的合理配置;另一方面,利率市场化也可以协调各生产要素的使用比例,充分发挥我国土地资源和劳动力资源丰富的优势,实现利润最大化,促进我国社会经济结构的优化调整。总而言之,如果说金融是现代经济的核心,那么,作为金融资产价格的利率的市场化改造,无疑是整体经济市场化改造的核心问题,因此,称利率市场化是建立社会主义市场经济的核心问题实不为过。

2. 我国实现利率市场化不仅具有重要性,还具有相当的紧迫性,这是因为(1)金融国际化的需要。上世纪80年代以来,金融国际化成为世界金融发展的一个重要趋势,也带动了国际贸易和整个世界经济的发展。中国金融业应进一步创造条件逐步实现与国际金融接轨,而条件之一(甚至可以说最为关键的条件)就是以利率和汇率为中心的金融商品价格形成市场化。(2)迎接网络经济的需要。以互联网技术为核心的网络经济无疑将成为未来经济发展的主流。网络银行是银行业适应网络经济发展的一项创新。网络银行迅猛发展的一个原因在于它极大地降低了交易成本,由此带来服务的价格优势。据估计,互联网交易一般能降低1/3的成本。在英国,网络银行信用卡利率一般在9%至10%,而其他商业银行则在13%至15%,上下相差6%。据预测,那些不提供因特网服务的银行,将在未来5年中,每年流失约10%的客户。如果不放开利率管制,银行自己没有定价权,中国未来网络银行的发展将缺乏发挥价格优势的制度基础。

革的反面动因。在我国改革开放的前20年中,银行存贷款的利率是由中国人民银行制定的固定利率,是人行“根据对国民经济的观察制定”再经国务院批准后全国各金融机构遵照执行的,不得擅自更改。在这种计划利率制定机制下,由于程序复杂、周期漫长、决策滞后,加上信息不可能完全准确、及时地获得和传递,因此决策失误不可避免,并且修正性调整十分缓慢,于是银行不得不通过行政干预的办法来分配有限的贷款,从而导致贷款过程中的寻租和腐败现象层出不穷。另一方面,由于政府政策导向中的所有制偏好,大中型国有企业享有很大的贷款特权,其资金运用的软约束倾向更使银行贷款面临着过大的坏账风险,而广大的被排除在贷款特权范围之外的经济主体则不得不通过各种灰色途径获得必要的间接金融支持,这又导致利率违规现象屡禁不止、体外资金金融通活动持续存在、金融体系的不稳定和系统风险日甚一日。种种现象表明,利率管制已经成为阻碍我国金融体系发展和经济继续增长的一个瓶颈因素,实现利率市场化改革已成为我国金融体制改革的当务之急。

三、我国利率市场化进程的回顾和展望

利率市场化改革的重要性已逐渐得到决策层应有的重视,近年来中央银行在利率体制方面进行了一系列市场导向的改革举措,为利率市场化改革工程的正式启动做了一些相应的准备,主要体现在以下几方面:

1. 放开金融市场利率,放宽存贷款利率的浮动区间。我国利率市场化是从货币市场起步的,1996年6月1日,人民银行决定放开同业拆借利率的上限控制,同业拆借利率实现完全的市场化。从1997年组建银行间债券市场起,债券回购利率和债券买卖价格就是完全由交易双方自行决定。1998年和1999年人民银行组织国债和政策性金融债市场化发行,我国债券市场的主导市场——银行间债券市场的债券发行利率都是由市场决定。我国货币市场和债券市场的市场化利率体系基本形成,为利率市场化的进一步深入提供了基础。1996年5月以来,人民银行连续7次调低利率,使银行利率处于相对低位。同时,人民银行扩大了企业贷款利率浮动幅度和范围,1999年更将中小企业贷款利率上浮幅度统一扩大到30%,并允许商业银行试办对保险公司的协议存款。这一系列措施都为进一步放开存贷款利率做了必要的准备。

2. 积极培育金融市场。实施利率市场化的重要前提是中央银行要具备控制存贷款利率的能力,这就要求有足够广度、深度、高效的金融市场来充当货币政策传导的中介。从1997年开始,中央银行大力规范发展银行间债券市场和同业拆借市场,目前两个市场日成交约100亿元,成为商业银行、证券公司等金融机构调剂资金和进行投资的主要场所。

3. 改革货币政策工具。中国人民银行在1998年初取消了贷款规模管理,开始全面转向间接货币政策操作,1998年5月26日,恢复了债券公开市场操作,通过调控基础货币、货币市场和债券市场的利率来实现货币政策目标,1999年全年中央银行通过债券公开市场业务累计融出资金7076亿元,投放基础货币1907亿元,占中央银行当年新增基础货币的50%左右,成为央行主要的货币政策工具。公开市场业务在投放基础货币和调控货币市场、债券市场利率方面发挥了重

要作用,中央银行已经具备了调控利率的充足手段。这些都为实施全面的利率市场化准备了条件。

4. 实施外币利率管理体制改革的。2000年初,央行明确提出了“先外币后本币,先贷款后存款,先农村后城市”的利率市场化改革思路。当年9月21日起又正式实施我国外币利率管理体制改革的,外币贷款利率、单笔300万(含300万)以上美元或等值其他6种主要外币的大额外币定期存款利率、以上7种主要外币以外的外币存款利率(不分金额)以及金融机构间的所有外币利率,由金融机构自主确定,7种主要外币的小额存款利率由银行业协会统一制定,各金融机构统一执行。但外币利率对一国的央行而言本身就是一个外生变量,严格讲根本不存在控制的问题。自上世纪80年代初中国银行就一直受人行委托根据国际市场利率变化适时调整我国外币存贷款利率,从利率水平的调整机制讲,我国外币利率一直就是“市场化”即完全盯市的。而此次外币利率管理体制改革的“市场化”因素主要体现在利率制定主体的多元化上,所以此次改革的深层意义在于其作为未来人民币利率进一步市场化的提前预演,通过预演在外币利率范畴内搭建市场化更加充分的环境,尽快使银行和相关各方进入角色,探索和积累宝贵经验,加速我国商业银行现代管理体制的建设进程,从而确保我国银行业在未来更加激烈的竞争中立于不败之地。

今后几年我国利率市场化步伐将会进一步加快。我国政府和中央银行根据国际经验和我国金融的实际情况,确定了利率市场化改革的目标:建立以中央银行利率为基础,以货币市场利率为中介,由市场供求决定金融机构存贷款利率水平的市场利率体系和形成机制。现阶段,由于存在利率运作主体行为尚不规范,国有银行尚未实现商业化,居民金融意识和风险意识不强,企业对利率的承受能力低等主客观因素,使得我国利率市场化将会、也只能走渐进改革的路径,采取“首先放开货币市场利率,再放开贷款利率,最后放开存款利率”的利率市场化次序。具体而言顺序如下:

1. 国债市场化发行方式将进一步完善。如上所述(短期)国债利率在利率市场化的条件下将成为衡量利率水平的主要标准之一,因此,利率的市场化进程也应以之为首要目标。目前,我国基本上已建立起国债招标利率和二级市场债券交易利率的市场化形成机制。但国债市场仍存在两个问题:一是国债发行利率的确定过于集中,市场自发调节的余地很小;再是国债的期限档次较少,而且多采用固定利率发行。为推进国债利率市场化,首先应使所有国债的利率水平都通过招标和拍卖的方式来确定;其次,应推进国债利率的期限结构多样化,短期、中期和长期国债兼容并存,以满足市场多元化需要;再次,国债利率宜采用固定利率和浮动利率相结合的方式,短期国债则宜采用贴现方式发行。

2. 完全放开贴现利率。当前贴现利率拥有较大的浮动幅度,但仍受到限制。事实上中央银行可以通过再贴现利率来控制贴现利率水平,因此完全放开贴现利率风险不大,贴现利率的完全放开应该可以在近年内实现。

3. 进一步完善贷款浮动利率制度。在我国银企真正实现企业化之前,贷款利率市场化不可能一步到位,作为贷款利率市场化的必要准备,贷款利率的浮动制度是全面放开贷款利率的过渡措施。今后一个阶段贷款浮动利率的调整措施笔者认为应包含以下内容(1)贷款利率的浮动幅度不断扩大(2)扩大商业银行贷款利率的浮动范围,由原来的限定范围扩大到金融机构的所有贷款(3)统一各金融机构的利率浮动幅度。

4. 逐步放松对存款利率的管制。存款利率的放开之所以放在贷款利率之后,主要应是考虑到企业与商业银行经营行为不够规范,若先放开存款利率,在银行的企业化运营未真正实现之前,易出现为争夺存款而竞相提高存款利率,而为抵补存款利息支出,银行又将不得不贷款给那些更倾向于高风险投资项目的企业(它们往往能允诺更高的贷款利率),从而使商业银行面临过大的系统风险。根据国际上通行的惯例,为防止存款的恶性竞争,往往是在一个较长的时期内规定存款利率的上限(如美国的Q条例规定),在上限以下,商业银行根据市场资金状况,并结合自身实际情况自主决定存款利率。在商业银行已经证明能在盈利性和安全性的权衡中做出合理的选择,并通过金融创新在事实上突破存款上限规定从而证实其选择的正确性后,存款上限的放开才成为必要。就我国的情况看,可以预见的是,存款利率将会在一段较长的时间内受到比较严格的上限管制,其完全自由化的进程将是整个系统的最后一步。

参考文献:

- [1] R·I·麦金农. 经济发展中的货币与资本[M]. 上海:上海三联书店,上海人民出版社,1997.
- [2] R·I·麦金农. 经济市场化的次序[M]. 上海:上海三联书店,上海人民出版社,1997.
- [3] E·S·肖. 经济发展中的金融深化[M]. 上海:上海三联书店,1988.
- [4] N·R·拉迪. 中国未完成的经济改革[M]. 北京:中国发展出版社,1999.
- [5] 谢平. 中国金融制度的选择[M]. 上海:上海远东出版社,1997.
- [6] 袁东. 国债、金融创新与利率市场化[M]. 上海:学林出版社,1996.
- [7] 李社环. 利率自由化[M]. 上海:上海财经大学出版社,2000.
- [8] 景学成. 中国利率市场化进程[M]. 北京:中国财政经济出版社,1999.
- [9] 韩汉君. 利率形成机制的发展[J]. 金融研究,1997,(7).
- [10] 孙勇杰,孙连国. 中国利率市场化改革的初步设想[J]. 财经问题研究,1998,(10).
- [11] 周荣芳,曹德云. 我国浮动利率制度的改革和发展[J]. 中国金融,1998,(10).
- [12] 夏小东. 利率市场化问题研究[J]. 投资研究,1999,(4).

(责任编辑、校对:郝彦平)