

从我国利率市场化趋势看发展 资本市场的紧迫性

□ 黄雪霞

摘要:我国实行利率市场化将成为必然的选择,资本市场的发展对利率市场化有促进作用,在我国利率市场化进程中大力发展资本市场已日渐紧迫,发展资本市场可以减少利率市场化后实体经济波动。

关键词:利率市场化;资本市场;通货膨胀

中图分类号:F830.91

文献标识码:A

文章编号:1671-8402(2009)02-0028-03

自从1973年麦金农和肖相继提出“金融抑制”和“金融深化”理论之后,利率市场化在20世纪80年代成为一种世界性潮流,许多国家放弃或放松了利率管制。我国早期的经济体制改革侧重于理顺商品价格,20世纪90年代以后,开始强调生产要素价格的合理化与市场化,利率市场化是生产要素价格市场化重要方面。中国作为利率管制的发展中国家也正在稳步推进利率市场化改革。目前受到中央银行严格管制的仅包括商业银行存款利率和部分贷款利率的水平 and 结构,我国利率市场化改革进程已经取得了可喜的成就。直接融资和间接融资是相辅相成而又相互竞争的两种融资方式。利率水平和结构作为间接融资方式的主要影响因素,其市场化改革必然会在影响间接融资市场发展的同时影响到直接融资市场的发展,作为直接融资市场的资本市场对利率市场化的作用体现在哪些方面呢?

一、资本市场的发展有利于减少利率波动对经济产出的影响

对于处在经济转轨期的国家,在存在着资金短缺和实行信贷配给制情况时,利率市场化改革

可使摆脱了管制的利率出现冲高的现象,利率投机行为在所难免。频繁变动的利率水平将危及金融的稳定运行,资本市场的发展有利于稳定金融市场。本文引用徐璋勇文^[1]将资本市场发展因素引入IS-LM模型如下:

$$\begin{cases} i = -\frac{1-c}{\alpha_1(A)}Y + \frac{\alpha_0+G}{\alpha_1(A)} & (IS) \\ i = \frac{\beta_1(A)}{\beta_2(A)}Y + \left[\bar{i} - \frac{1}{\beta_2(A)} \cdot \frac{M}{P} \right] & (LM) \end{cases}$$

其中,A表示虚拟资本市场发展程度, $\alpha_1'(A) < 0$ 表示由于资本市场的发展、虚拟资本的大量出现,使企业获取资金的渠道增多,实际投资对利率的敏感性降低,即投资对利率的弹性减弱; $\beta_1'(A) < 0$ 表示随着资本市场的发展完善,金融交易效率提高、金融衍生交易中的杠杆效应和用于交易活动的货币量减少; $\beta_2'(A) > 0$ 表示资本市场的发展提高了市场的流动性,不同资产间的转换更方便,投机性货币需求对利率的敏感性提高; \bar{i} 表示预期均衡利率。由模型可知,IS曲线斜率为 $-\frac{1-c}{\alpha_1(A)}$,而 $\alpha_1'(A) < 0$,即当A上升时, $\alpha_1(A)$ 下降,IS曲线斜率的绝对值变大,曲线变得更为陡峭,产出对利

作者简介:黄雪霞(1971-),女,厦门大学金融系博士生,研究方向:证券投资与基金管理。

率波动变得较不显著了；同理，LM曲线斜率为 $\beta_1(A)$ ，而 $\beta_1'(A) < 0$ 和 $\beta_2'(A) > 0$ ，即当A上升时， $\beta_1(A)$ 下降而 $\beta_2(A)$ 上升，则LM曲线斜率变小，曲线变得更为平缓，财政政策效应增强。可见，发展资本市场使得实际投资的利率弹性逐步减弱，能缓解利率市场化后所产生的波动对实体经济产出的影响。

二、资本市场的发展有助于抑制银行市场利率投机行为的发生

我国商业银行目前所具有的寡头地位是一种现实，它不利于市场经济所需要的竞争机制的形成，必须有大量资金在银行体系之外对其形成竞争压力，防止其作为行业寡头垄断和操纵市场利率。因此，发展资本市场、提高直接融资比例是十分必要的。

首先，货币政策的传导是通过金融市场中不同经济主体来完成的，持续繁荣的资本市场将会促进更多的投资者加入金融市场，更多家庭进入消费信贷市场，刺激居民的消费信贷需求，使各类金融中介和机构投资者得到快速发展，增加货币政策传导中的主体数量，共同分担利率波动风险。

其次，资本市场的发展催生了一大批非银行金融机构，随着资本市场和金融衍生市场的发展，这些中介机构的信用供给能力迅速扩张，成为银行信用供给的竞争对手。资本市场的发展使为证券交易服务的各种中介机构部分地演化成事实上的货币供给主体，分流了商业银行作为货币供给者所提供的资金。

第三，我国国有商业银行和非国有商业银行的上市，有助于我国从利率管制向利率市场化的平稳转换。这些银行上市后，在公司董事会、独立董事、境内外机构投资者及广大中小投资者的内外部约束下，其非理性经营行为将得到有效制约。

最后，利率市场化后享受国民待遇的外资银行将争夺国内银行原有的业务份额和优质客户。发展壮大资本市场，可以从总量上减少外资银行的占有数量，为国内商业银行完善自身管理体制、提高市场竞争能力赢得时间。

直接融资市场的发展能分散集中于间接融

资渠道的利率风险，减少经济的波动。如果简单地以金融机构各项贷款与股票市场筹资之比来衡量间接融资与直接融资的规模大小，则其比率从1992年的约为280倍下降到2006年的约40倍，尽管直接融资的比例在不断提升，但要达到有效抗衡间接融资的规模，迫切需把资本市场发展得更加完善和强大。

三、资本市场发展有利于提高利率市场化后的资金配置效率

在利率市场化条件下，银行关心贷款的利率和贷款项目的风险。由于存在着信息不对称和不完全，银行贷款的期望报酬率取决于不同借款人具有的不同还款概率，银行据借款人愿意承担的利率水平进行判断，但是那些愿意承担高利率的借款人往往具有较高的风险倾向。Stiglitz和Andrew Weiss^[2]指出，当银行提高利率时，借款人的平均风险程度就会上升，贷款的期望报酬率则会下降（即逆向选择效应）。同样，当银行提高利率时，借款人很可能会改变其投资行为，即贷款利率越高越倾向于投资风险高的项目，使得银行的期望报酬率降低（即激励效应）。因此，当银行提高利率时，由于逆向选择效应和激励效应的共同作用，贷款期望报酬曲线呈现抛物线形态。假设银行面对五个不同行业的贷款需求申请，五个行业各自的实际生产利润率依次为 $R_1 < R_2 < R_3 < R_4 < R_5$ ，但由于信息不完全和不对称，银行形成对五个行业贷款的预期报酬率（如图1所示）为 $\hat{E}_{r,3} > \hat{E}_{r,2} > \hat{E}_{r,1} > \hat{E}_{r,4} > \hat{E}_{r,5}$ 。

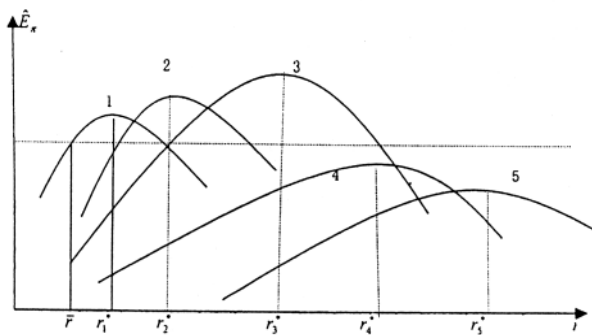


图1：各行业银行预期收益与利率

当利率管制(为 \bar{r})时，银行贷款资金配置优先

顺序为 $1>2>3>4>5$;在利率市场化后,银行贷款资金配置优先顺序为 $3>2>1>4>5$ 。考虑到行业的实际利润率水平,可以看出,利率市场化后贷款资金配置效率有所提高(行业1、2、3所获得的贷款资金与其行业利润率是对应的),但并未完全实现贷款资金的有效配置,因为行业利润最好的行业5、4得到的贷款资金配置的可能性或数量反而最小。但是,在信息不完全的条件下,资本市场不存在着债务合同的约束,不存在着银行贷款资金配置中的逆向选择和道德风险效应,投资者的预期收益率恰好是行业的实际利润率水平,即 $E_{\pi_i} = R_i$ 。因此,投资资金的配置顺序与行业实际利润率是一致的,利润率高的行业将得到所需要的投资资金。

四、货币交易市场的发展有助于市场基准利率的形成

市场基准利率是指在一国的利率体系中起基础作用、作为市场上其他产品利率定价参照系的利率体系。中央银行对利率的控制一般通过基准利率进行,然后通过收益率曲线传导至整个金融市场。利率市场化后,各种利率定价将是商业银行的核心技术与竞争力的主要体现,基准利率的形成是有效地进行利率定价的必要前提。但是,目前我国金融衍生工具还很不发达,限制了商业银行以市场化手段管理人民币利率风险的能力。交易主体和交易品种的数量不足使得我国货币市场的规模偏小,市场分割现象明显,致使货币市场利率之间的有效联动关系无法形成,制约了货币市场的基准利率形成。形成一个统一的货币市场、丰富不同期限和结构的交易品种、增加利益相关经济主体进入交易市场将有助于基准利率的形成。

五、债券市场为中央银行调控利率提供更完善的平台

发展债券市场不仅可以解决政府和企业融资问题,更重要的是以市场化手段来发展资本市场,转换企业经营机制、为利率市场化改革做好准备。债券发行品种的丰富有助于形成完整的收益率曲线,为各种金融产品提供定价基准,为中

央银行在金融市场稳定利率提供必要的操作品种。但是,我国债券市场仍具有对债券发行的规模管理和审批、审批过程长、不限制筹集资金的用途等非市场化特点,我国债券市场规模小、品种少、公司债发展滞后,企业难以自主优化资本结构。利率市场化后,资金供求双方更加需要丰富的债券品种、有效的交易市场机制来满足投资需求,化解利率风险。因此,债券市场的发展已是刻不容缓。

在现代经济中,一个逐步完善的资本市场有利于我国参与世界经济的发展与竞争,富有效率的资本市场能将有限的资金配置到效益最好的企业和行业中去,实现社会福利最大化,使金融商品价格及时准确地反应市场信息的变化。利率市场化需要有效的资本市场,有效的资本市场促进利率市场化进程的完善,因此资本市场的发展显得更为紧迫。

注释:

- [1]参见参考文献第2。
- [2]Joseph E.Stiglitz and Andrew Weiss, American Economic Review,Vol.71(3),pp393-410,1981
- 参考文献:
- [1]中国人民银行货币政策分析小组:《稳步推进利率市场化报告》2005年版。
- [2]徐璋勇:《虚拟资本市场发展对货币政策的冲击效应》,《经济学家》2006年第2期。
- [3]张文路、赵雪芹:《关于构建中国多层次化证券市场的分析与建议》,《金融研究》2004年第8期。
- [4]冯涛、乔笙、苑为:《双重调控下的货币政策绩效研究》,《金融研究》2006年第2期。
- [5]万解秋、孙文基:《开放经济下利率市场化的必要性与制度分析》,《世界经济》2004年第4期。
- [6]利率市场化国际比较研究课题组:《我国利率市场化的风险分析》,《中国金融》2002年第3期。
- [7]Yoon Je Cho,1986:Inefficiencies from Financial Liberalization inn the Absence of Well-FunctioningEquity-Markets, JournaofMoney, CreditandBanking, Vol.18, No.2. (May,1986),pp.191-199
- [8]Joseph E. Stieglitz and Andrew Weiss: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, American Economic Review, Vol.71 (3), pp393-410, 1981

(作者单位:厦门大学金融系,福建 厦门 361005)

(责任编辑:陈燕)