

DRC

丛书主编·李伟

国务院发展研究中心
研究丛书 2013

利率市场化改革研究

Research on Interest
Rate Liberalization Reform

卓贤著

成功的利率市场化大都遵循渐进式改革路径
利率管制约束竞争，但过度管制损失效率
利率市场化促进竞争，但过度竞争引发风险
“有管理的利率市场化”改革兼顾效率与风险



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

DRC 丛书主编·李伟

国务院发展研究中心
研究丛书 2013

利率市场化改革研究

Research on Interest
Rate Liberalization Reform

卓贤著



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

利率市场化改革研究/卓贤著. —北京: 中国发展出版社, 2013. 6

(国务院发展研究中心研究丛书 / 李伟主编. 2013)

ISBN 978 - 7 - 80234 - 957 - 5

I. ①利… II. ①卓… III. ①利率市场化—研究—中国 IV. ①F832. 22

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 124314 号

书 名: 利率市场化改革研究

著作责任者: 卓 贤

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978 - 7 - 80234 - 957 - 5

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京科信印刷有限公司

开 本: 700 × 1000mm 1/16

印 张: 9.5

字 数: 86 千字

版 次: 2013 年 6 月第 1 版

印 次: 2013 年 6 月第 1 次印刷

定 价: 25.00 元

联系电话: (010) 68990642 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网络订购: <http://zgfcbs.tmall.com/>

网购电话: (010) 68990639 88333349

本社网址: <http://www.developress.com.cn>

电子邮件: fazhanreader@163.com

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

DRC

2013
国务院发展研究中心研究丛书
编委会

主 编: 李 伟

副主编: 刘世锦 韩 俊 张军扩 张来明
隆国强

编 委: (按姓氏笔画为序)

丁宁宁	卢 迈	包月阳	冯 飞
吕 薇	任兴洲	米建国	刘世锦
孙兰兰	李 伟	李善同	余 斌
迟福林	张小济	张军扩	张来明
张承惠	陆文强	陈小洪	侯永志
赵昌文	高世楫	夏 斌	郭励弘
徐小青	隆国强	程国强	程秀生
韩 俊	葛延风		

总 序

深化体制改革 促进转型发展

国务院发展研究中心主任

李伟

党的十八大提出了到 2020 年全面建成小康社会的宏伟目标。届时，按不变价计算，城乡居民收入水平比 2010 年实现倍增。要实现这一宏伟目标，到 2020 年前，我国 GDP 年均增长速度需要略高于 7%。如何在转变发展方式的基础上保持经济较快增长，实现全面建成小康社会的宏伟目标，对我们的工作提出了新的要求。

未来中国经济发展面临着全新的国际环境。全球金融危机爆发后，世界经济进入了大调整大转型时期。发达经济体难以在短期内恢复高速增长，世界经济进入低速增长新阶段。全球性产能过剩问题加剧，国际市场竞争更加激烈，贸易投资保护主义有所抬头。区域贸易安排取代多边贸易体系，成为贸易投资自由化的主要形式，发达国家正按照自身利益酝酿新的贸易投资规则。三大主要经济体同时采取宽松的货币政策，导致全球性流动性过剩，对国际资本流动、全球金融市场的稳定均产生巨大影响。能源供

求结构与格局深刻变化。主要发达经济体在救助金融危机和刺激经济的同时，实施“再制造业化”战略，重视新兴产业发展，推动经济加速转型。国际环境的变化，蕴含着新的机遇与挑战，战略机遇期的内涵与条件发生了重要变化。

中国经济发展进入了新阶段。我国已经进入了中等收入国家的行列，潜在经济增长率将出现下降，经济增长动力正处于转换之中。我国比较优势也在发生深刻变化，以往支撑我国参与国际分工与竞争的低成本劳动力优势正在快速削弱，劳动密集型产品在国际市场上面临着日益激烈的挑战。

转变发展方式刻不容缓。依靠要素投入驱动的经济发展方式难以为继，不平衡、不协调、不可持续的矛盾日益尖锐。经济结构不合理的问题日益严重，影响社会和谐稳定的矛盾更加突出，产能过剩、房地产泡沫、地方融资平台蕴含的金融风险等问题不可忽视。年初华北地区大面积持续的雾霾天气，不仅突显了资源环境问题的严重性，更反映了转变发展方式的紧迫性。

既要转变发展方式，又要保持经济稳定增长，唯一的出路是深化体制改革。体制机制是决定经济发展方式的根本因素，老的体制机制决定了老的发展方式。要转变发展方式，必须要有一套新的体制机制，否则，转变发展方式只能是纸上谈兵。除此之外，抓住新的发展机遇，释放经济增长的潜力，同样需要进一步深化改革。

深化改革要坚持不断完善社会主义市场经济体制。深化改革的关键是处理好政府与市场、政府与社会的关系，要尽可能把市场与社会可以自行承担的职能交给市场和社会，要用体制机制用

好、管好政府这只“看得见的手”，充分尊重市场这只“看不见的手”，真正发挥市场机制在资源配置中的基础性作用。

改革进入深水区，需要我们用极大的智慧与勇气推进改革。各种体制盘根错节，相互影响，牵一发而动全身，改革不能零打碎敲，必须做好改革的顶层设计，系统化推进。

国务院发展研究中心是直接为党中央国务院决策服务的政策研究咨询机构。我们始终坚持围绕中心、服务大局的方向，开展政策研究，将战略性、综合性、全局性和前瞻性的重大战略问题研究与对经济社会发展中的热点、难点、焦点问题研究有机结合，力争为党中央国务院决策提供“管用”的政策建议与解决方案。

2013年的“国务院发展研究中心研究丛书”共包括16本著作，是过去一两年我中心部分政策研究成果。《改革攻坚（上）——改革的重点领域与推进机制研究》和《改革攻坚（下）——推进经济体制重点领域改革研究》是对下一步经济体制改革的总体设计，是我中心重大课题研究成果。丛书中还收录了对特定领域改革的研究成果，如《稳定与完善农村基本经营制度研究》《利率市场化改革研究》。关于转型发展方面的研究成果则包括：《中国制造业创新与升级——路径、机制与政策》《中国企业转型发展调查研究》《要素成本上涨对中国制造业的影响及相关政策研究》《大调整时代的世界经济》《全球农业战略：基于全球视野的中国粮食安全框架》《完善城镇化进程中的社会政策》《人口倒挂地区社会管理研究》等。针对经济社会发展中的热点问题，丛书重点收录了建立房地产市场调控长效机制的研究成果，包括《中国住房市场：调控与政策》《土地供应制度对房地产市场影响研究》。另外，丛书还收录了关于经济

社会发展中一些新趋势、新问题的研究，如《中国云计算应用的经济效应与战略对策》《中国场外股权交易市场：发展与创新》《中国中长期负债能力与系统性风险研究》。

我们正在着力建设“一流智库”，不断提高政策研究的水平与质量。尽管如此，丛书中收录的研究成果，可能还存在种种不足，希望读者朋友不吝赐教，提出宝贵意见与建议，帮助我们不断改进。我衷心希望，社会各界都能够关心支持政策研究与咨询工作，为实现中华民族伟大复兴的“中国梦”，不断作出新贡献。

2013年6月3日

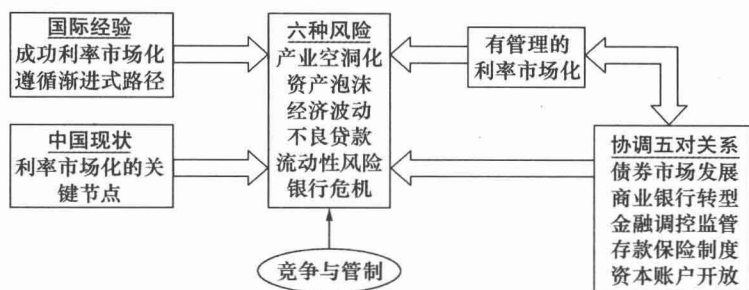
前 言

Foreword

利率市场化是我国金融体制改革的重要内容，也是要素市场改革的核心之一。作为资金的价格信号，利率在总量上影响着一国的储蓄、投资以及货币的供给和需求，在结构上影响着资源配置效率、金融机构转型、产业调整和国民收入再分配，利率市场化改革的成败对经济增长和发展方式转变至关重要。

本书基于对主要国家利率市场化历程的考察发现，成功的利率市场化实践遵循渐进式的改革路径。在 20 世纪超过一半的时间里，多数国家都曾经存在过严厉的利率管制。推动经济快速增长和保持金融稳定是实施利率管制政策的主要原因。许多国家利率市场化都集中在 20 世纪 70 ~ 80 年代，主要受到经济发展阶段转变、通货膨胀、金融创新、经济金融开放、金融自由化思潮五种力量的推动。主要国家利率市场化全过程需经

历 10~20 年，渐进式的利率市场化路径更容易获得成功，激进式路径则可能导致改革的失败。



本书研究逻辑路径图

随着我国经济增速放缓，金融资本的边际收益率将进一步下滑，经济追赶期所实行的利率管制效用降低，而其对资源配置的扭曲作用在加大。经过近二十年的渐进改革，我国利率市场化程度已经有了较大提高，融资端利率大部分实现了形式上的市场化。但是，由于人民币存款这一核心利率仍存在管制，由其传导到其他金融市场的价格信号并不能反映资金的供求关系，从而削弱了整个金融体系的利率市场化程度。

利率管约束竞争，但过度管制影响效率；利率市场化促进竞争，但过度竞争产生风险。实施利率市场化改革后，市场利率一般会出现较明显的上升，并伴随着利率波动的加剧，由此可能产生产业空洞化、资产泡沫、经济波动、不良贷款、流动性风险、银行危机等风险。

为规避进一步放松利率管制所带来的风险，本书提出“有

管理的利率市场化”改革思路：以上海银行间同业拆放利率（Shibor）为动态上下限，推出人民币市场联动利率存贷款，推动人民币存贷款利率定价与 Shibor 挂钩。其优点在于既体现了“市场化”的导向，也反映了“有管理”的协调，兼顾了效率与风险的平衡。从成功实施利率市场化国家的经验看，必须制定一个覆盖利率市场化改革全过程的时间表，给予市场主体明确的预期，促使市场各方主体提前主动调整，减少改革风险。

利率市场化改革与同时进行的诸多改革都会产生交集。要成功实施“有管理的利率市场化”，必须处理好其与债券市场发展、商业银行转型、金融调控监管、存款保险制度、资本账户开放之间的关系。

本书是2012年国务院发展研究中心青年招标课题“利率市场化改革研究”的结项成果。在研究过程中，笔者所在发展部的侯永志、张永生、刘培林三位领导给予了大力支持和悉心指导；在课题立项、写作和修改过程中，中心的张承惠、魏加宁、刘守英、赵晋平、林家彬、贡森、王微、巴曙松、李佐军、刘云中、陈道富等专家也提出了中肯的意见。同时，还要感谢中国发展出版社编辑人员认真、耐心的工作。

作者

2013年6月

目 录

Contents

总报告 以“有管理的利率市场化”推动利率改革	1
一、成功的利率市场化遵循渐进式改革路径	2
二、我国利率市场化正处于渐进式改革关键节点	11
三、深化利率市场化改革应避免六种风险	17
四、“有管理的利率市场化”能在风险可控条件下 推动利率改革	24
五、深化利率改革要处理好五对关系	34
 第一章 成功的利率市场化改革遵循渐进式路径	46
一、利率管制曾经是主流的发展政策	46
二、从利率管制到利率市场化的五个推动力	50
三、利率市场化的两种路径：渐进改革与激进改革 ...	59
 第二章 我国利率市场化正处于渐进式 改革关键节点	71
一、我国利率管制的背景以及存在的问题	71

二、我国利率市场化改革的历程	74
三、我国利率市场化的现状	76
第三章 深化利率市场化改革应避免六种风险	86
一、实体经济领域风险	87
二、金融领域风险	91
第四章 “有管理的利率市场化” 应成为 渐进改革的下一步思路	100
一、利率市场化改革并非只是放开价格	100
二、国际经验的启示	102
三、“有管理的利率市场化” 改革的主要思路	105
四、“有管理的利率市场化” 改革的实施路径	110
第五章 深化利率改革要处理好五对关系	113
一、债券市场发展与利率市场化	114
二、商业银行转型与利率市场化	116
三、金融调控监管与利率市场化	122
四、存款保险制度与利率市场化	127
五、资本账户开放与利率市场化	131
参考文献	136

以“有管理的利率市场化” 推动利率改革

利率市场化是我国金融体制改革的重要内容，也是要素市场改革的核心之一。作为资金的价格信号，利率在总量上影响着一国的储蓄、投资以及货币的供给和需求，在结构上影响着资源配置效率、金融机构转型、产业调整和国民收入再分配，利率市场化改革的成败对经济增长和发展方式转变至关重要。本书基于对主要国家利率市场化历程的考察发现，成功的利率市场化实践遵循渐进式的改革路径，在我国利率市场化处于关键节点之际，为规避进一步放松利率管制所带来的风险，要遵循“有管理的利率市场化”的思路推进改革，并处理好利率市场化与债券市场发展、商业银行转型、金融调控监管、存款保险制度、资本账户开放等五对关系。

一、成功的利率市场化遵循渐进式 改革路径

任何制度变迁都是有成本的，如果成本在较长的一段时间内被改革的收益所吸收，则制度变迁更易成功；倘若成本在短时间内集中释放，往往会导致改革的失败。无论从国际经验，还是从我国的发展阶段来看，深化利率改革都要遵循渐进式改革的路径。

（一）利率管制曾经是主流的发展政策

在一定历史阶段，利率管制是全球多数国家经济发展政策的常态工具。现在，有些研究存在一个潜在的预设，认为西方主要国家的利率原本就是市场化的，即使个别国家存在过利率管制也属特例。但回顾世界利率史，在 20 世纪超过一半的时间里，多数国家都曾经存在过严厉的利率管制，其利率长期保持在较低的水平。观察一些主要国家利率管制的历史，我们发现，推动经济快速增长和保持金融稳定是实施利率管制政策的主要原因。

1. 通过利率管制推动经济快速增长

无论是先发国家还是后发国家，在二战前后都面临着资本快速积累的客观需要。对于先发国家而言，在经济自然演化阶段，其产业结构伴随着技术前沿的推进而自然演变，对资本的需求是逐步增强的。但如果经济发展被突发事件所中断（如经济危机、战争、瘟疫、自然灾害等），先发国家经济发展的轨迹将发生改变。20 世纪 30 年代的大危机以及两次世界大战，使得许多主要工业国家的工业、基础设施等遭到了严重的破坏，需要政府在短时间内有效动员社会资源以形成大规模资本，从而恢复经济增长。对于后发国家来说，经济全球化推动了产业的转移和技术的传播，其技术提升的路径明确，产业投资方向清晰，不仅需要短期资金解决当期原材料周转和商品贸易的融资问题，更需要在较短时间内筹措用于形成产能的中长期资本。与此同时，凯恩斯的国家干预主义已成为当时各国政府治理经济的潮流。凯恩斯利率理论主张行政干预，推行低利率政策，降低投资成本，刺激投资，从而促进经济的增长。这也为各国利率管制政策提供了理论支持。因此，二战前后各国普遍通过利率管制，使得政府能够动员低成本资金，为经济快速增长提供廉价资金，满足特定时期国家发展的投资需求。

2. 通过利率管制来限制竞争，以保持金融系统稳定

对很多国家而言，除了促进经济快速增长，维护金融体

系的安全也是利率管制的初衷之一。美国金融当局曾经将利率管制作为其货币政策的辅助工具。在美国《1933 年银行法》中，Q 条例规定了联邦储备系统对会员银行的存款利率上限，以此直接影响银行信贷规模的扩张，保证银行经营的健全性。日本也借《临时利率调整法》，通过利率管制来限制竞争，并保持金融系统的稳定性。另外，在利率管制期间，由于银行大量持有低利率的资产，为了维持债券价格的稳定性，避免利率市场化可能导致的债券价格波动，美国、日本、德国等国政府也不得不在很长的时期内用低利率维持金融稳定。

（二）从利率管制到利率市场化的五个推动力

无论是以美国、日本为代表的发达经济体，还是以韩国、泰国、中国台湾等为代表的东亚经济体，或者是以阿根廷、智利为代表的拉美国家，都集中在 20 世纪 70 ~ 80 年代推动利率市场化。为什么这么多国家集中在同一个时期开展利率改革呢？我们有必要回顾这一轮利率市场化背后的时代背景。

1. 经济发展阶段转变

一国的利率政策要与不同增长阶段的特征动态匹配。在经济恢复性增长（先发国家）或挤压式追赶增长（后发国家）阶段，由于技术前沿明确、投资不确定性低，政府往往拥有较