

利息率研究

利息和利息率是货币问题的一个重要组成部分，因而也是我们在研究金融活动时经常注意的一个指标。本书是研究利息和利息率的专著。作者首先评介了近现代西方经济学家提出过的关于利息和利息率

- 汤学义 著
- 上海三联书店

责任编辑 周瑶明

封面设计 三星

利率研究

汤学义 著

生活·读书·新知
三联书店上海分店出版
上海绍兴路5号

社会科学文献出版社上海发行所发行
常熟周行联营印刷厂印刷

1988年11月第1版

1988年11月第1次印刷

开本: 850×1168 1/32

印张: 6.625 插页: 2 字数: 157000

印数: 1—4000

ISBN 7-5426-0100-8/F·29

定价: 5.20元

利息和利息率是货币问题的一个重要组成部分，因而也是我们在研究金融活动时经常注意的一个重要指标。本书是研究利息和利息率的专著。作者首先评介了近现代西方经济学家提出过的关于利息和利息率的一些重要理论观点；接着以美国金融市场为背景，分别对利息率结构、利息率波动情况和波动规律以及决定利息率波动的因素，在引用美国的大量统计资料的基础上，作了比较细致而深入的分析，从而使读者对利息和利息率在资本主义经济运行中的地位和作用以及利息率在各种不同条件下的波动程度，获得较全面的了解，对利息和利息率在经济理论中所占的地位也获得较明确的认识。

利息和利息率的变动又往往是国家金融政策所考虑的对象。本书在探讨利息和利息率问题时，也引用了美国金融方面的历史资料。这能使我们看到利息和利息率在国家的金融政策中所占的地位，以及如何通过金融体制的改善使利息和利息率在金融活动中发挥更好的作

序

XU

用。同时,在这里我们还能看到,美国政府通过联邦储备局所推行的金融政策是如何与财政政策相配合的。尽管这些配合在美国很多场合下并不产生很大的功效,有时甚至还发生矛盾,但深入了解这些具体情况,对丰富我们在金融方面的知识仍然是有帮助的。

在研究外国的经济体制及其运行情况时,对我们来说,还有一个洋为中用的问题。就金融活动而言,美国的这些活动是脱离不了市场关系的。不过,金融活动所形成的市场基本上是资金的市场,而与商品市场的直接关系较少。我国是一个社会主义国家,我国经济基本上是社会主义经济。我们也有商品市场,但我们的商品市场毕竟与资金主义国家的商品市场有很大的不同。我们今后也会发展资金市场,但我们今后所发展的资金市场也必然与资本主义国家的资金市场有很大的区别。尽管如此,西方资本主义国家经济体制和经济政策(包括财政政策和金融政策)的利弊得失,仍然可以提高我们的认识,并在有些方面可供我们借鉴。而且,

从发展的观点来看，一个国家商品经济越是发展，资金活动的范围和规模就必然越大，因而，在一定程度上越需要用利息和利息率来加以调节。从这个意义上来看，本书不仅能帮助我们更好地了解美国发达的资本主义经济中金融活动的情况，而且，今后我们在建立和发展社会主义经济中的资金市场时，它也可为我们研究我国金融问题提供参考。

吴纪先
1987年元月

前 言

本书的研究主题是利息率,具体分析对象是战后美国利息率。本书以战后美国金融市场为主要背景,通过对战后美国利息率变动规律及动因的实证研究,分析利息率在美国经济中的地位与作用,从而获得在现代商品经济中作为宏观经济调控手段之一的利息率的一般变动规律及理论。

利息研究,主要涉及两方面的问题:利息与利息率。

从理论侧重和分析重点的角度来看,利息和利息率的研究是有区别的。前者主要讨论利息的本质及来源,其关键在于“质”的分析,回答“是什么”的问题;后者偏重于研究利息率水平的确定,分析利息率的决定因素,其重点在于“量”的分析,回答“是多少”的问题。

西方经济学家大都是以西方经济理论为基础,从实用主义和主观价值判断的角度去进行利息研究的,很少从根本上说明利息的本质和最终来源。近现代西方利息研究的特点之一就是热衷于“量”(即利息率)的研究,这种利息理论重点在于说明利息率水平的确定和变动的原因,丝毫不去触及利息范畴所包含的社会关系

及其不平等的实质。

马克思的利息理论,是其整个政治经济学理论体系的一个主要组成部分。马克思对利息的研究,是紧紧抓住利息的本质与来源而展开的。在资本主义社会,货币资本家构成一个独特的集团,他们凭借货币资本的所有权,与职能资本家共同瓜分由劳动者创造的剩余价值。为了赚取利息而由货币资本家暂时让渡使用权的货币资本,就是借贷资本。借贷资本与职能资本的同一性在于资本的内涵,这是理解利息的“质”的重要楔子。从表面看,借贷资本的公式为 $G—G'$ 。正如马克思所说:“把货币放出即贷出一定时期,然后把它连同利息(剩余价值)一起收回,是生息资本本身所具有的运动的全部形式。”^①实际上,货币资本若不转换成生产资本,不经过生产过程,绝不能自行增殖。因此,借贷资本的完整公式应当写成: $G—G—W\left\langle\begin{smallmatrix} A \\ P_m \end{smallmatrix}\right\rangle \dots P \dots W'—G'—G'$, 可分为三个阶段: (1) $G—G$, 资本使用权的让渡; (2) $G—W\left\langle\begin{smallmatrix} A \\ P_m \end{smallmatrix}\right\rangle \dots P \dots \overline{W'}—G'$, 资本生产和流通过程,即真正的增殖过程; (3) $G'—G'$, 货币本金和增殖额(利息)的回流。不难看出,若没有第二阶段,货币就好像被锁入保险箱一样,连一个硬币也不会增殖。利息在本质上与利润一样,是剩余价值的转化形式。

就像事物的质制约着量一样,利息的“质”的规定性,限制着它的“量”的范围。在一般情况下,平均利润率就规定着利息率的上限。当货币借贷只是经济活动的获利方式之一时,如利息率高于企业利润率,那么社会资金势必纷纷被吸引至金融借贷;如利息率太低,银行业的生存则会受到威胁。事实上,社会平均利润率本身就是经济活动中任何收益以及机会成本的标准。

无论从理论或实际情况来看,利息率总是普遍地低于平均利

^① 马克思:《资本论》,人民出版社1975年版,第3卷,第309页。

润率。然而,这只提供了一个利息率变动的范围,而不能确定利息率的水平。利息率水平,也就是量的确定点,最终决定于借贷资本的供求条件和竞争。同时,许多经济、政治及社会因素,或大或小,或直接或间接地对市场利率水平发生作用。

现实经济是众多经济因素的统一体。经济的发展是在这些众多因素的互相矛盾、作用和推动下,不断地通过均衡→失衡→新的均衡的过程实现的。利息率对现实经济活动存在着直接或间接的影响。利息率水平,直接而显著地影响到投资决策、证券交易和以分期付款及抵押贷款为主的消费信贷,并进而影响到经济增长和就业容量。利息率水平的变动与物价和汇率的变动密切相关,因此,利息率的变动对借贷资本的流动、社会信贷总量的松紧及一国国际收支状况的顺逆均有重大影响。

然而,要研讨利息率对现实经济活动的影响,首先必须研讨和把握利息率本身的变动原因和发展规律,揭示那些导致利息率发生长期性趋势、周期性波动和季节性变动的利息率的决定因素。因此,本书在简要评介西方利息率理论,并对美国金融市场作必要的背景性评述之后,用大部分篇幅分析利息率本身和利息率的决定因素,并在这些分析的基础上,论及利息率在美国经济中的作用。

全书共分5章,现就其内容及逻辑联系作简单介绍。

第1章首先对西方利息理论的演变和发展作一个历史的描述,这不仅能让我们明白当今各种利息理论的渊源,而且可以了解利息率的计量实证研究是怎样逐步成为西方近现代利息研究的主流的;然后对西方近现代利息率理论作简要的评介;同时作者通过分析研究,提出了自己的见解。第2章以美国金融市场为背景,对战后美国金融市场上的短期利率进行研究,确定以优惠利率、国库券利率和联邦资金利率为本书分析研究的具体对象,并由此抽象

出利息率的一般结构及风险差异,同时指出区分名义利率与实际利率的意义与方法。这些都是利息率研究的必不可少的重要内容,也为以后两章对利息率本身的计量实证分析作必要的理论及背景准备。第3章集中于对战后美国利息率的一般规律的探讨,主要涉及利息率的长期性变动趋势、周期性波动规律和季节性变动特点等。这是从总体上和一般意义上对利息率变动规律的认识,也是在不同长短时期里,对利息率变动的一般性把握。对利息率的一般规律的研讨,成为本书立论的基本环节,也是构成作者观点的基础。第4章着重对利息率的决定因素进行计量实证分析,从中获得利息率变动的更深一层次的理论认识。利息率变动的最终原因无疑在于利息率决定因素的综合驱动,对利息率决定因素的计量实证分析将有助于揭示利息率变动的基本动因。作者通过设立计量模型,在分析处理美国的大量统计资料的基础上,得到在各种条件组合下的利息率波动的众多数据,这为形成作者的利息率理论观点提供了坚实的客观基础。前面几章的论证可以在理论和实证两方面推导出关于利息率变动规律的认识。在此基础上,作者在第5章里论述了利息率在美国经济中的地位和作用及其国际影响。作为国家调节经济的重要手段,利息率在战后美国经济发展中的地位和作用是极其重要的,但由于利息率的变动常常受制于金融市场与金融体制的演变,利息率的宏观调控作用亦有其局限性。作者同时认为,衡量某一时期的利息率水平,不应当仅仅依据利息率的一般历史平均水平,还应当考虑到市场供求情况。从这个意义上看,80年代美国利息率的显著变化是美国经济结构、金融体制、货币政策以及经济理论思潮多种因素演变的综合反映,用简单的“高利率”来概括是不够全面的。

目 录

MU LU

序	1
前言	1
1 西方近现代利息率	
理论简介	1
1.1 利息理论研究的回顾	1
1.2 西方主要利息率理论简介	7
1.3 西方现代利息率理论评介	15
2 金融市场和利率结构 28	
2.1 纽约金融市场和短期利率	28
2.2 利率的结构和风险分析	41
2.3 利息率期限结构理论	49
2.4 名义利率和实际利率	56
3 战后美国利息率的一般考察 59	
3.1 长期性趋势	59

3.2 周期性波动	65	5.2 演变中的美国金融体制和利率	135
3.3 季节性变动	69	5.3 80年代的美国利息率与美国经济	148
4 利息率决定因素的质与量分析	77	5.4 美国利率的国际传播与影响	159
4.1 概论	77	附录一 有关经济计量模型的说明	175
4.2 利率与贴现率	81	附录二 线性相关分析的公式与有关数表	178
4.3 利率与物价变动	84	附录三 战后有关统计资料	185
4.4 利率与货币供应量	89	参考文献	195
4.5 利率与国民生产总值	98	后记	201
4.6 利率与投资	101		
4.7 利率与财政赤字	106		
4.8 利率决定因素的多元计量模型分析	114		
5 变动的利率与经济活动的变动	128		
5.1 国家调节经济的重要杠杆——利息率	128		

1 西方近现代利息率理论简介

1.1 利息理论研究的回顾

利息出现在人类历史上的确切时间, 根据目前所能掌握的文献, 尚无从考证。然而, 大多数经济学家对下面的观点是普遍接受的, 即早在三四千年以前的原始社会末期, 利息就存在了。利息存在的基础是商品、货币及信用关系。利息的最早形式是高利贷利息。

17世纪以前, 对利息问题的讨论是极肤浅的, 这种讨论并未对以后的利息研究构成什么理论基础。当时, 大多数人都倾向于反对利息的存在, 对利息问题的探讨也主要以神学的观点和方法为主, 很少涉及经济或法律的考虑。以后, 人们逐渐从民法的观点去讨论利息问题。这样, 利息研究才慢慢地被引至经济的基础上。

从17世纪起, 经济学家们开始了对利息理论的系统研究。

荷兰经济学家克劳迪亚斯·萨尔马西斯 (Claudius Salmasius) 无论从时间上还是从当时的研究水准上, 都堪称利息研究的先驱者。他从1638年起, 在很短的时间里, 连续发表了不少著作。

如:《论利息》(1638年)、《论利息的形态》(1639年)、《论钱庄利息》(1640年)等。萨尔马西斯的利息研究具有开创性意义,并为以后的利息研究奠定了基础。

在长达几个世纪的利息研究过程中,曾出现过形形色色的理论。如:节欲论、时间偏好论、边际效用论、流动偏好论和可贷资金论等等。这些不同的利息理论可以粗略分为两大学派:实际利息理论和货币利息理论。

货币利息理论是一种短期利息理论。该理论认为利息是借钱和出售证券的成本,同时是贷款和购买证券的收益。货币利息率决定于货币的供求。货币利息理论于17世纪末发源于英国。英国哲学家约翰·洛克(John Locke)是最早从事货币利息理论研究的少数学者之一。他于1691年出版的《论降低利息和提高货币价值的后果》一书,是他在经济学方面的主要著作。在该书中,洛克通过地租来论证利息,认为利息是借钱的价格,并认为利息率的水平由货币量或资本量所决定。

洛克的货币利息理论在当时的影响是有限的。这一方面是由于当时的古典经济学家和以后的新古典经济学家大都信奉实际利息理论,以长期的实际经济因素分析为主要潮流的利息研究方法一直处于统治地位;另一方面,也由于洛克深刻的哲学思想更能吸引人们的注意力,因而人们更愿意将洛克视为一位哲学家。相比之下,他的货币利息理论颇有点黯然,以致在漫长的两个半世纪中几乎被淡忘了。

从17世纪古典经济学家对利息开始进行系统研究起,直至本世纪30年代,实际利息理论在利息研究领域一直居于统治地位,其间经过许多经济学家的不断丰富发展,实际利息理论成为利息研究中最富有成果、内涵最为广泛的利息理论学派。实际利息理论是着眼于长期的实际经济因素分析的一种长期利息理论。它认

为利息是实际节制的报酬和实际资本的收益。该理论是以时间偏好论、节欲论、边际效用和生产力论来说明利息的。实际利息率最终决定于个人选择现在消费或将来消费的时间偏好，决定于潜在的真实生产力因素，如技术、资源的可用性和资本存量。由于生产力因素变动缓慢，因此实际利率亦较稳定。

18世纪英国经济学家大卫·休谟(David Hume)结合利润来研究利息，承认两者存在某种联系，但否认这种联系是因果关系。他认为一国利息率的高低不决定于通货的数量的多少，而决定于它的财富与资本的数量的大小。

19世纪实际利息理论的代表人物是奥地利经济学家欧根·蓬巴维克(Eugen Von Bohm-Bawerk)。蓬巴维克于1884年出版的《资本与利息》，被认为是一部评述19世纪以前各种利息理论发展史的著作。他自己也承认该书“写的是利息理论问题的批判史”。^① 蓬巴维克在评价和批判了以往的利息理论之后，提出了自己的利息理论，系统地集中于1888年出版的《资本实证论》中。蓬巴维克的利息理论是以边际效用论和时间偏好论为基础的，所以有人称之为时差利息论。他的利息理论的基础命题就是“现在的物品通常比同一种类和同一数量的未来的物品更有价值”。^② 利息来源于人们的主观评价的差异和时差。人们对物品的主观效用评价的不同和由于时间的差别导致的物品价值的不同是决定利息的两大因素。

这里还必须介绍19世纪另一位实际利息理论的代表人物，他就是瑞典经济学家约翰·古斯塔夫·克努特·魏克塞尔(John Gustaf Knut Wicksell)。他于1898年发表的《利息与价格》，系统地表述了他的利息理论，魏克塞尔的利息理论深受蓬巴维克和李

① 蓬巴维克：《资本与利息》，商务印书馆1964年版，第4页。

② 蓬巴维克：《资本实证论》，商务印书馆1983年版，第243页。

嘉图(David Ricardo)的影响,其主要理论基础仍是边际效用论、时差论和货币数量论。魏克塞尔通过实际利息率(指实际存在的利率)和自然利息率(指预期利润率)的相互关系来说明利息,认为利率变动会引起物价变动,“其对于价格的影响必然是累积性的”。^①这个由于利率高于或低于或等于自然利率的不同排列组合所导致的经济活动和物价不同变化的累积过程,被后人称为“魏克塞尔累积过程”。魏克塞尔通过以利率为中心的累积理论,通过研究利率与价格、货币与价格的相互关系,第一次把货币理论与经济理论中关于价格形成的理论联系起来,并提出了通过调节利率以干预、调节经济活动的宏观货币政策主张,在西方经济学说史上,第一个从理论上向传统自由放任主义挑战,成为西方国家干预主义的先驱者。

从17世纪开始的系统的利息理论研究,经过几个世纪的不断发展,到20世纪30年代,不论在内容、方法上或者在理论体系上都已经相当成熟。1930年美国经济学家欧文·费雪(Irving Fisher)的《利息理论》的发表以及6年之后英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)的《就业、利息和货币通论》(下称《通论》)的出版,标志着实际利息理论和货币利息理论都发展到了体系成熟的阶段。

费雪是实际利息理论的集大成者。《利息理论》是实际利息理论的最系统的论著,其主要理论基础仍是时间偏好论和边际生产力论。所不同的是采用了“不耐烦”和“投资机会”等新概念,分别表示产生利息的主观因素和客观因素。所谓主观因素就是人们偏好现在提供的价值和消费。“换句话说,这就是现在财货优于将来财货的边际偏好。这种偏好叫做时间偏好,或者叫做人性不耐烦。”^②所谓客观因素就是资源“在用法上有选择的事实……投资

① 魏克塞尔:《利息与价格》,商务印书馆1982年版,第77页。

② 费雪:《利息理论》,上海人民出版社1959年版,第51页。

机会的概念是以选择的概念为根据的……它包括那些能超过投资数额或成本而提供大量剩余的投资机会，同时也包括那些只能对投资提供负收获的投资机会。”^①这就是反映边际生产力论的“边际收益超过成本率”的资源配置选择。费雪认为，通过资本借贷市场，由时间偏好率和收益超过成本率的均衡点决定利率的水平。“这一均衡点使市场达到了均衡，它是在表现所有的‘不耐烦率’与所有投资机会率的利率下使市场达到了均衡。”^②《利息理论》一书中，除了传统的定性理论分析外，还专门开辟了《理论的数学论证》一篇。这反映出费雪注重运用数学方法和统计方法，强调定量分析。这不仅是对传统的定性分析的利息研究的突破和扬弃，对现代利息理论研究（乃至整个经济学理论）有广泛的影响，而且也使费雪本人成为经济计量学的开拓者之一。

虽然货币利息理论早在17世纪末便由洛克提出，但由于种种原因，该理论一直被排斥在利息研究的主潮流之外。在约长达两个半世纪的漫长岁月中，默默地承受着近似湮没的冷遇。30年代大危机后，包括实际利息理论的传统经济理论由于难以解释现实和指导经济实践而陷入困境，新思想新理论在新的经济现实环境中迅速孕育发展，并开始向传统理论提出强烈的挑战。就在这样广阔背景下，以凯恩斯的《通论》为标志的一场经济理论革命冲击了传统经济理论的各个领域。《通论》以流动偏好论为理论基础，丰富发展了货币利息理论，使之取代了实际利息理论，开始了在利息研究领域居主导地位的历史。凯恩斯的利息理论着重于短期理论分析，把利息问题视为纯粹的货币现象。他认为，传统理论“所以大惑不解，其基本原因就是因为它利息这个概念属于货币经济范围，不

① 费雪：《利息理论》，上海人民出版社1959年版，第124—125页。

② 同上书，第146页。

应闯入不讨论货币的著作中。”^①“所谓利息,就是在一特定时期以内,放弃流动性的报酬。”^②流动偏好是一个表示人们心理状态的较抽象的概念。在现实中,“贮钱可以看作是流动偏好第一接近值。”^③所以,事实上利息应是“不贮钱的报酬”。

凯恩斯认为,货币利率决定于货币的供求。大众的流动偏好(即人们愿意以货币形式保持财富的心理动机和倾向)决定着对货币的需求,而货币的供给决定于货币政策(由中央银行控制)。流动偏好和货币数量是利率决定的两大因素。政府可以通过增减货币数量的方法来调节利率,从而调节投资规模,达到维持充分就业和经济增长的目的。正由于如此,凯恩斯的货币利息理论成为以国家干预经济为主线的凯恩斯主义的重要理论组成部分,成为战后西方各国推行“廉价”货币政策的理论依据之一。

从美国总统罗斯福的“新政”开始,直到第二次世界大战以后很长一段时间,货币利息理论得到了西方大多数经济学家的肯定。西方各国也将其作为自己制定货币政策的主要理论依据,其受欢迎的热烈程度恰好与前两个世纪中无人问津的冷落境遇形成鲜明的对照。

然而,战后西方各国一味推行“廉价”货币政策,导致了60年代末以来通货膨胀的逐渐失控。利率波动起伏愈加激烈,注重短期纯货币分析的货币利息理论的局限性日益显露。现代经济学家又开始了以往利息理论的检讨与反思。经济学说史上的分久必合的情况以及综合、兼容、扬弃的历史再次重现。实际利息理论以及费雪所引入的数学与计量分析方法重新得到重视和发展。计算机的广泛应用,大量的经验性实证研究和计量与数理统计分析逐

① 凯恩斯:《就业、利息和货币通论》,商务印书馆1983年版,第162页。

② 同上书,第142页。

③ 同上书,第148页。