

主编 姚刚

国泰君安证券 研究报告集

2001

 中国金融出版社

F832.5-53
Y35

国泰君安证券研究报告集

2001

主编 姚 刚

 中国金融出版社

责任编辑:张哲强

责任校对:潘 洁

责任印制:郝云山

图书在版编目(CIP)数据

国泰君安 2001 年研究报告集/《国泰君安 2001 年研究报告集》编写组编. —北京:中国金融出版社,2001.9

ISBN 7-5049-2597-7

I. 国…

II. 国…

III. 股票-证券交易-研究报告-中国-2001

IV. F832.5-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 058931 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

发行部:66081679 读者服务部:66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 固安印刷厂

尺寸 210 毫米×285 毫米

印张 27.25

字数 788 千

版次 2001 年 10 月第 1 版

印次 2001 年 10 月第 1 次印刷

印数 1—5060

定价 70.00 元

如出现印装错误请与出版部调换

序

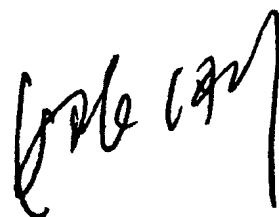
处于体制转轨期和即将加入 WTO 的中国经济正面临全方位的挑战和机遇,新兴的中国证券市场也正发生着历史性的结构变革。我们有许许多多问题需要面对,需要认真研究。例如,如何按照“法制、监管、自律、规范”的方针推动中国证券市场的规范发展;如何把握中国经济的改革与发展方向,提升证券市场的资源配置能力;如何建立市场和企业风险控制体系,提高市场整体的抗风险能力;如何保护投资者尤其是中小投资者的利益;如何建立规范的市场发行和交易制度,提升市场的运行质量和效率,这些问题都是亟待深入讨论和研究的理论问题。

中外证券公司的实践经验证明,没有一支一流的研究队伍,就不可能造就一流的投资银行。我们认为,当今证券公司的核心资产一是人脑,二是电脑,研究机构是证券公司当中最能体现和发挥人脑优势的部门。一些国际著名的投资银行都拥有规模庞大的研究部门,研究人员占员工总数的比例多者达到 50%。我国证券公司研究机构的迅速发展起步于 1996 年,其价值逐步得到认可,研究对业务的先导性和业务对研究的依赖性也愈来愈明显,研究员的市场价值也日渐凸现。今后随着对信息披露的监管不断强化,对内部信息获取渠道的依赖必将逐步被对公开信息的研究成果的需求所取代。

国泰君安证券公司一直高度重视市场研究工作,致力于培育一支高水准的研究队伍。目前国泰君安证券研究所拥有研究人员 100 多人,其中 90% 以上来自国内外名牌院校。90% 的研究员具有硕士以上学历,25% 具有博士学历。他们在研究方式上不断摸索和创新,本着“贴近客户、贴近市场、贴近业务”的方针,着眼于证券市场具有普遍性和前瞻性的重大课题,力求使用多层次、多角度、解剖式的专业化手法探究市场内的焦点问题,在行业

研究、上市公司研究,市场专题研究、金融工程、管理咨询方面占有明显优势。国泰君安证券研究所的研究范围广泛,工作作风深入细致,从国际到国内,从宏观到微观,从货币市场到资本市场,从上市公司到非上市公司,都采取动态跟踪的方式予以有点有面的研究,研究成果在国内外有广泛影响。众多研究人员不仅承担内部业务支持和客户服务工作,还承接了大量来自政府部门、证券市场监管部门和社会各界的各项课题,积极为中国金融证券业的规范发展献计献策,他们的多项研究成果在国内专业性论文评比中获奖,多篇研究报告受到政府相关部门的重视与关注,不少研究作品得到社会各界广泛的认同。目前国泰君安证券研究所已成为国内证券公司中规模最大、研究力量最强、配套设施最完善的专业性研究机构之一。

这本 2001 年度研究报告集,由专题研究篇、行业研究篇和公司研究篇三部分组成,将国泰君安证券研究所最新和有份量的研究成果展示给社会公众,希望能够与广大读者交流观点,并期待大家的批评指正。我们衷心希望国泰君安证券研究所能够在社会各界的关心和支持下不断成长与壮大。

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Jinle 1991' or similar, written in a cursive style.

目 录

专题研究篇

宏观与区域经济

利率市场化现状、走势及对国债价格的影响	闻岳春 周克瑜 王晓东	(3)
论加入世界贸易组织下我国制度变迁实现路径的改变	瞿永祥	(20)
上海国际航运中心深水港建设及其对区域经济的整合效应	周克瑜	(28)

证 券 市 场

我国股市的泡沫效应及持续性研究	李迅雷	(33)
上市公司配股融资及其监管研究	林 彬	(43)
证券税制设置的国际比较与相关建议	魏兴耘	(63)
公司治理结构几种模式的比较及中国企业治理的演进	陈湘永	(70)
股市供求关系研究	徐凌峰 于 洋	(80)
利用财务比率预测 ST、PT 企业的实证研究	王 炫	(89)
A 股、B 股与 H 股之间的互动关系研究	杨 文	(98)
外资银行进入与我国银行业市场结构变动趋势初探	瞿永祥	(105)

业 务 创 新

层系理论与证券研究机构的结构优化	魏兴耘	(111)
新形势下券商的制胜策略——业务流程大重组	郑立辉	(117)
新股增发中的投资机会分析	曹勇志	(125)
上市公司产业结构调整与经营绩效及市场定价的相关研究	陈 亮	(130)

金 融 工 程

上市国债的价格分析——收益率曲线的角度	王晓东	(136)
---------------------------	-----	---------

投资小市值 轻松赢大盘——数量化组合投资在我国的应用·····	彭 艳	(141)
中国指数权数研究·····	金融工程部	(151)

基金研究

中国加入 WTO 对证券投资基金行业的影响·····	杨青丽	(161)
B 股基金的可行性研究·····	杨 昕	(177)
关于社会保险基金入市方式的操作思路·····	向威达	(186)

他山之石

美国投资银行治理结构的实证分析·····	伍永刚	(196)
机构投资者参与公司治理:美国经验及启示·····	许运凯	(205)

行业研究篇

高新产业研究报告

有线电视网络行业分析报告·····	邵 健	(213)
单晶硅片行业报告·····	肖利娟	(232)
光通信产业及上市公司研究·····	李小勇	(242)
看好中国传播文化产业·····	谭晓雨	(258)
中国移动通信设备行业研究·····	王战强	(261)
纳米技术将改变 21 世纪人类的生活·····	梁建敏	(272)

生物制药产业研究报告

抗生素行业研究报告·····	郭思来	(282)
NASDAQ 生物技术公司的运营模式分析·····	李文健	(307)

传统产业研究报告

2001 年糖业的走势及南宁糖业的业绩预测·····	王 峰	(315)
2001 年纺织板块经营前景和投资机会·····	李质仙	(320)
利用资本市场发展旅游产业·····	高广新	(326)

入世对我国纺织业及其上市公司的影响·····	陈湘永	(339)
商业板块控股权转移型资产重组研究·····	徐晓方	(349)
石化行业的投资机会·····	周强松	(355)
油价大幅上涨 利润创历史新高·····	梁建敏	(361)

公司研究篇

友谊股份 连锁商业的典范·····	鲍 隽 郑立辉	(369)
宝钢股份——中国钢铁蓝筹股·····	郑 东	(378)
张江高科投资价值分析报告·····	高广新	(389)
用友软件投资价值分析报告·····	袁同舟	(400)
华侨城(简称华控,0069):未来三年盈利将保持高速增长·····	谭晓雨	(406)
同仁堂公司分析·····	陈希怡	(412)
天药股份公司分析·····	张凌云 李文健	(421)

专题研究篇



宏观与区域经济

利率市场化现状、走势及对国债价格的影响

闻岳春 周克瑜 王晓东

内 容 提 要

第一部分 世界各国利率市场化过程中,利率变动趋势与各国的宏观经济环境、金融市场环境、市场机制发达程度表现出较大的内在相关性,这是一个共同的规律性特点。除拉美一些国家外,利率市场化改革一般都将导致实际利率水平的上升,但上升的幅度主要取决于宏观经济环境特别是经济增长稳定性和资金充裕程度。一般发展中国家比发达国家上升幅度大。利率市场化改革导致一定时期内实际利率水平波动加剧也是一个共同趋势,但是通常情况下,稳定的宏观经济环境具有平稳金融市场的功能,能降低利率水平波动的程度。另外,渐进式改革方式相对于激进型改革方式更有利于降低利率波动程度。因此,发达国家比发展中国家波动幅度小,亚洲发展中国家比拉美国家波动幅度小。利率市场化以后理论上存贷利差的缩小趋势在实践中表现得并不明显,除少数国家外,大多数国家反而有一定的扩大趋势。总体而言,发展中国家存贷利差要高于发达国家。

第二部分 在总结前几年利率改革包括市场化改革的基础上,认为,迄今为止,我国利率市场化改革的程度总体上还比较低:同业拆借利率、货币市场债券回购利率、现券交易利率、外币贷款利率、大额外币存款利率等已完全市场化或基本市场化,人民币存贷款利率的浮动区间已逐渐扩大,并以渐进的方式日益走向市场化。

第三部分 在借鉴境外利率市场化过程中利率变动的经验教训的基础上,认为在我国利率市场化的初期,利率应该有一小幅上扬的过程,但是其造成的市场波动应该不会太大;从改革的实际运作结果和中长期来看,外币利率已经逐步地向国际利率水平靠拢;从短期来看,人民币贷款利率总水平将趋于下降,部分贷款利率有可能上升,存款利率将会单边上扬。但是从长期看,人民币存、贷款利率总水平将趋于上升。同时认为,全球降息潮对我国利率市场化进程没有直接的影响,但是有间接的影响:将促使我国国务院、中央银行、中国银行业协会和其他财经当局根据国际、国内经济金融形势的状况,按既定的计划“渐进”推进并适度加快我国的利率市场化进程,使我国的利率机制更加灵活,在经济金融发展中发挥更大的作用。

第四部分 利率市场化改革是个渐进过程:国债市场(货币市场)利率市场化程度已相当充分,而银行本币存款利率还没有放开。结合我国金融市场的结构特征和发展水平,以及浮息券与银行存款利率挂钩的定价规则,我们认为,在未来的市场化进程中,固息券并不受影响,浮息券之



所受影响亦不显著。由此, 浮息券的投资价值非常明显。

第一部分 世界各国利率市场化 过程中利率水平变化特征分析

利率市场化就是政府逐步解除对利率的管制, 使利率水平由资金市场供求关系来决定, 其核心是银行和其他金融机构存、贷款利率的市场化。利率市场化是 70 年代末和 80 年代初在世界范围内兴起的一股改革浪潮。该改革首先在以美国为首的一些西方发达国家进行, 之后, 包括拉丁美洲和亚洲在内的一些发展中国家和地区也相继推行。

虽然由于各国在推行利率市场化改革之前的制度环境、宏观经济环境以及金融市场环境存在差异, 使得改革的绩效也各不相同。但如果撇开这一点, 单就利率市场化过程中利率水平本身的变化这个问题而论, 我们是否能找出一些带有规律性或趋势性的特点, 并从中得到有益的启示呢? 这里试就这一问题展开分析。

一、利率市场化过程中利率变动趋势的一般理论推导

一般来说, 在利率管制时期, 实际利率水平低于均衡市场利率水平, 处在一种人为的低利率状态。一旦解除或放松对利率的管制, 利率水平在理论上将出现以下几种变动趋势:

第一, 实际利率水平上升。这一方面是因为利率限制解除以后, 在市场供求关系机制作用下, 原来偏低的利率水平必然会向市场均衡利率水平接近, 从而导致实际利率水平上升; 另一方面则是竞争的结果, 由于利率限制放开后, 利率水平由银行根据资金市场供求关系自主决定, 各银行受自身利益动机驱使, 为了争取更多的资金来源, 必然会竞相提高存款利率, 相互之间的竞争不可避免, 其结果也将使各种利率水平不断攀升。

第二, 利率水平波动加剧。随着利率限制的放松和解除, 利率作为资金调节的杠杆将发挥越来越重要的作用。在这种情况下, 各经济主体的经济行为对利率也将变得更为敏感, 从而促使利率比以前更频繁地波动。加上体制变革时期, 金融和经济的不稳定特点, 也在一定程度上加重了各经济主体对利率的敏感性, 使变革时期利率水平的波动呈加剧趋势。这种状况往往是体制改革时期尤其是改革初期所不可避免的, 基本上可看作体制改革震动效应的一种反映。

第三, 存贷利差有缩小趋势。传统的银行主要是靠利差盈利的机构, 它们客观上对存贷利差有扩大的要求。但在利率市场化的环境下和资本相对缺乏的现实经济中, 各银行之间的相互竞争将使银行的业务经营同时面临着双重外部压力: 即一方面, 为了吸引更多的存款者, 银行面临着提升存款利率的压力; 另一方面, 为了吸引更多的借款者, 以便提高资金使用效率, 又同时面临着贷款利率相对下降的压力。两者综合作用的结果, 将使存贷利差有缩小的趋势。而金融领域内的技术进步和规模经营能力的提高, 则使银行在存贷利差缩小后仍有可能进行盈利经营创造了条件。

第四, 利率联动性加强。利率作为货币当局的一个重要货币政策工具, 随着利率市场化的推行, 将大大提高货币政策影响经济的速度和效率, 从而使长期利率更快地对短期利率作出反应, 而银行的存贷款利率对货币市场利率的变化也更为敏感。因此, 利率市场化不仅会导致实际利率水平的上升和利率水平波动的加剧, 也将使利率之间的联动性加强。



二、世界各国利率市场化过程中利率水平变动的实证分析

1. 利率水平的变化

根据表 1 数据显示,我们可以发现,在各国利率市场化过程中,其利率水平的变化主要表现出以下几个规律性特点:

(1)绝大多数欧洲和亚洲国家(除德国和马来西亚)的实际利率水平由负值转为正值,即在 20 世纪 70 年代,或在利率管制时期,实际利率水平基本上是负值,而进入 80 年代,尤其是利率全面放开以后,基本上表现为正值实际利率。德国和马来西亚并非不符合这一规律,实际上,德国早在 1965 年就开始了利率市场化,到 1967 年已全面放开了利率管制;而马来西亚也在 70 年代初放开利率管制,到 1978 年已全部取消了对商业银行的最高存款利率和贷款利率的最低限制。

(2)拉美国家(尤其是阿根廷、墨西哥)利率市场化后的实际利率仍处于严重的负值状态。这完全是这些国家在利率市场化前后宏观经济长期失衡,经济增长极不稳定,通货膨胀严重所造成的。

(3)发展中国家和地区(除拉美国家)实际利率水平上升幅度一般要比发达国家利率上升幅度大。这主要是因为利率市场化对实际利率水平的提升程度和这个国家或地区当时的资金充裕程度有关。资金越缺乏,利率限制解除以后,实际利率水平上升幅度也就越大,大多数发展中国家或地区在推行利率市场化改革时即属于这种情况;而资金相对充裕,则利率放开后实际利率水平的上升幅度相对较小,大多数发达国家就属于这种情况。

由上可见,利率市场化改革一般可提高实际利率水平,而所提高的程度则与当时该国家或地区的宏观经济环境、市场机制完善程度以及资金充裕程度有密切关系。

表 1 世界各国实际存款利率比较表 单位:%

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
美国	0.6	-0.08	-0.43	5.61	6.15	5.89	6.07	4.35	4.62	3.16	3.73	4.29
日本	-1.41	-0.49	-2.3	-0.5	1.05	1.85	1.30	1.50	1.72	1.66	1.06	-0.33
法国		-0.41	-6.25	-5.55	-3.50	-1.42	-0.62	0.45	2.5	1.2	1.8	1.0
英国	-2.12	-1.79	-3.87	-1.23	3.82	6.59	2.27	5.69	6.45	4.47	3.65	3.71
意大利	-1.28	-4.01	-8.6	-3.49	-1.12	-1.69	-0.03	-1.11	3.09	2.31	1.59	0.73
西班牙		-6.09	-2.55	-3.19	-1.14	0.11	1.0	1.73	0.25	3.77	4.26	2.75
德国	0.36	1.04	1.55	3.44	2.24	1.26	2.46	2.24	3.81	3.0	1.99	2.7
马来西亚	0.23	1.8	-0.47	-0.03	1.95	4.32	5.64	8.51	6.47	2.7		1.8
印尼	-2.1	-10.3	-6	-6.2	-3.5	-5.8	5.5	13.3	9.59	7.48	9.72	12.2
菲律宾	1.2	-8.83	-5.95	0.62	3.54	3.58	-29.1	-6.19	10.5	4.4	2.52	1.93
斯里兰卡	-3.6	-2.2	-11.6	1.48	4.5	12.1	8.79	7.73	-1.39	0.5	-3.47	1.53
土耳其	-39.3	-51.4	-99.3	-6.44	14.2	20.5	59.2	4.2	7.31	-3.4	-24.6	-9.85
阿根廷		-42.2	-21.2	52.6	-38.6	-62.5	-22.9	-42.1	4.59	44.7	28.9	-14.2
智利		11.8	2.62	21.2	39.8	0.71	7.73	1.29	-0.51	5.32	0.41	10.7
墨西哥		-4.97	-5.77	1.67	-15.3	-4.71	-17.1	1.78	-1.52	-34.6	-50.5	-16.3
乌拉圭		-16.2	-13.2	13.4	31.1	22.2	13.1	9.7	-14.7	-2.77	5.62	4.3

注:实际存款利率=储蓄存款利率-消费物价指数。

数字斜体部分为相应国家存贷款利率放开的始末年限。



2. 利率波动程度

利率全面放开以后,利率波动程度加剧,几乎是所有推行利率市场化国家所共同经历的一个过程。但波动时期的长短和波动的幅度则会因为宏观经济环境的差异而有所不同。由于发达国家在推行利率市场化改革时其宏观经济环境相对于发展中国家来说较为稳定,因此,在利率全面放开的最初几年里,实际利率水平虽然也出现较大波动,但随后即保持相对稳定,并且波动幅度比发展中国家小。

以美国为例,在推行利率市场化改革的最初几年里,即 70 年代末和 80 年代初,其实际利率也急速上升到较高水平,但从 1983 年起,实际利率水平开始有所下降,并且基本上在 4% 左右小幅波动(如表 2 所示)。

表 2 美国利率限制解除前后宏观经济状况和利率波动 单位: %

年 份	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
实际利率	2.52	3.67	6.41	6.15	4.99	5.87	4.45	3.82	3.66	3.83
GDP 增长率	2.5	-0.5	1.8	-2.2	3.9	6.2	3.2	2.9	3.1	3.9

数据来源:IFS。其中实际利率为定期存款利率与 GDP 平减指数的差。

从发展中国家情况看,在拉美地区,由于推行利率市场化改革时宏观经济极不稳定,特别是通货膨胀十分严重,加上采取了激进型的改革方式,因此,实际利率在负值和正值之间大幅震动(如表 3),同发达国家形成鲜明反差。

表 3 阿根廷、智利、乌拉圭 1975 年~1986 年通胀率、实际利率和经济增长率 单位: %

项目 年份	通胀率			实际利率			GDP 增长率		
	阿根廷	智利	乌拉圭	阿根廷	智利	乌拉圭	阿根廷	智利	乌拉圭
1975	194	342.2	69.7				-0.7	-12.9	5.9
1976	432.1	250.7	48.8				-0.2	3.5	4.0
1977	159.7	103.6	55.8				6.2	9.9	1.2
1978	158.5	56.5	47.5				-3.3	8.2	5.3
1979	153.8	46.3	75.5	-36.51	-1.11	-24.9	7.3	8.3	6.2
1980	165.4	29.2	51	-85.79	8.52	-0.7	1.5	7.8	6.0
1981	106.5	12.2	30.3	50.57	28.7	17.1	-5.7	5.5	1.9
1982	201.9	13.3	16	-75.66	35.38	34.13	-3.1	-14.1	-9.4
1983	383.1	26.6	44.8	-101.8	1.41	26.6	3.7	-0.7	-5.9
1984	609.3	14.3	56.2	-212.5	13.33	12.19	1.8	6.4	-1.1
1985	618.2	36.7	74	11.83	-4.73	7.9	-6.6	2.5	1.5
1986	75.4	22.1	70.9	19.29	-3.11	-9.2	7.3	5.6	8.9

数据来源:IFS(国际金融统计年鉴)1996。

亚洲一些发展中国家由于在推行利率市场化改革时,其宏观经济环境相对比拉美国家较为理想,虽然也有一定的通货膨胀率和财政赤字(如菲律宾),但基本处在可控制的范围内,并且经济增长较为稳定,加上利率市场化改革采取的是渐进式改革方式,因此,利率水平波动基本介于发达国家和拉美国家之间,即波动幅度比发达国家大,但比拉美国家小得多。

由上可见,利率市场化改革所导致的利率水平波动也和宏观经济环境密切相关。总体而言,稳定的宏观经济环境具有平稳金融市场的功能,能降低利率水平波动的程度。Villanueva 和 Mirakhor(1990)的实证研究也表明了这一点。



3. 存贷利差变化

表4列出了部分发达国家和发展中国家在利率市场化前后存贷利差的变化情况。从表中数据可见,只有英国、西班牙、马来西亚和斯里兰卡在利率放开的最初几年里,存贷利差有一定的缩小趋势,其他国家并无明显变化,而且大多数国家在利率放开以后还有扩大利差的趋势。由此说明,利率市场化以后理论上对存贷利差缩小的压力在实践中并没有得到很好体现。这可能和80年代以后银行的业务创新有关,如银行通过扩大业务范围和经营领域,正朝着全能化方向发展,传统的存贷款业务在银行整个业务中的比重逐渐下降,一些创新业务使得银行不必硬通过降低贷款利率来扩大资金运用,而通过其他渠道也能开辟较大的利润空间。

但如果进一步分析发达国家和发展中国家的存贷利差变化趋势,可以发现,两者之间还是有所差异。总体来看,发展中国家在利率市场化以后,存贷利差一般要高于发达国家。原因主要有以下三点:一是发展中国家金融市场规模相对较小,金融机构不够健全,规模经济效应也难以有效发挥,使得银行存贷利差的缩小存在较大压力;二是发展中国家银行业的经营管理手段和技术水平相对较为落后,经营成本较高,存贷利差仍然是其最基本的利润来源,因此,利率市场化以后缩小存贷利差的空间不大;三是发展中国家往国民的金融意识较差,对利率缺乏敏感,资金需求的利率弹性较差,因此,银行通过降低贷款利率来吸引贷款者的效果也不会很显著,在这种情况下,银行方面主动降低贷款利率的积极性不是很高,动力也显得不足。

表4 各国存贷年平均利差比较 单位: %

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
美国	1.45	2.20	2.96	2.51	1.7	1.67	1.88	1.83	1.35	1.59	1.83	1.85	2.62	2.57
日本	3.06	2.85	3.42	3.56	3.38	3.25	3.1	3.70	3.45	3.27	3.32	3.39	3.39	2.80
法国	3.31	5.29	6.5	5.13	4.17	5.07	4.88	4.94	5.1	4.93	5.5	5.99	5.72	5.5
德国	3.49	4.09	4.95	5.96	5.49	4.96	5.09	5.04	5.16	5.04	4.44	4.52	4.84	5.54
意大利	4.05	6.33	4.05	2.09	9.36	11.2	9.97	7.04	6.57	6.88	7.28	7.29	7.26	8.65
西班牙	6.16	3.80	3.85	2.72	2.69	4.28	2.99	3.14	7.39	3.37	6.29	5.36	3.91	3.90
英国	2.21	2.04	2.58	-0.58	-1.34	2.48	0.54	0.98	1.07	1.74	2.41	2.11	10.5	7.46
马来西亚	2.0	1.52	-1.17	1.04	3.06	1.81	2.73	3.42	5.19		2.40	1.17	0.95	
菲律宾	5.33	1.75	1.62	4.38	5.66	7.03	9.7	6.28	5.14	4.6	5.14	4.58	4.27	5.21
斯里兰卡	9.5	4.5	1.12	0.25	-0.5	-6.64	-3.94	-0.64	-1.7	-0.81	-3.26	-6.42	-5.33	
玻利维亚	11.0	10.0	14.1	14.7	17.0	12.34	103.4	190.6	23.7	12.05	13.6	17.98	17.37	22.29
智利	16.9	9.42	11.12	15.2	14.8	10.7	8.84	7.28	7.58	6.06	8.20	8.56	6.23	5.66
乌拉圭	17.5	16.3	13.0	8.41	22.2	14.8	12.7	33.0	35.0	34.2	42.9	76.6	77.7	63.3

注:存贷利差=贷款利率60P-存款利率60I。

数据来源:60I,60P为IFS上的项目编号,其中美国是60Ic项目的存款利率。

三、主要结论

1. 世界各国利率市场化过程中,利率变动趋势与各国的宏观经济环境、金融市场环境、市场机制发达程度表现出较大的内在相关性,这是一个共同的规律性特点。

2. 除拉美一些国家外,利率市场化改革一般都将导致实际利率水平的上升,但上升的幅度主要取决于宏观经济环境特别是经济增长稳定性和资金充裕程度。一般发展中国家比发达国家上



升幅度大。

3. 利率市场化改革导致一定时期内实际利率水平波动加剧也是一个共同趋势,但通常情况下,稳定的宏观经济环境具有平稳金融市场的功能,能降低利率水平波动的程度。另外,渐进式改革方式相对于激进型改革方式更有利于降低利率波动程度。因此,发达国家比发展中国家波动幅度小,亚洲发展中国家比拉美国家波动幅度小。

4. 利率市场化以后理论上存贷利差的缩小趋势在实践中表现得并不明显,除少数国家外,大多数国家反而有一定的扩大趋势。总体而言,发展中国家存贷利差要高于发达国家。

第二部分 对于我国目前利率市场化程度的估计和评价

改革以来至1996年,我国的利率改革主要可以分为下列3个阶段:1978年~1989年,主要是调整利率水平;1990年~1992年,主要是调整利率结构;1993年~1996年,主要是进行利率机制的改革,使利率成为国家资源配置和宏观调控的重要工具。

稳步推进利率市场化是我国迎接“入世”和“十五”期间金融市场化改革的重要内容。

近几年内,我国在利率市场化改革方面取得了比较大的进展,主要体现在:

1. 开放金融市场利率,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。随着1996年全国统一的同业拆借市场的建立,中央银行从1996年6月1日起放开了对同业拆借利率上限的限制,拆借双方按照自主报价的方式进行融资,并于1996年初对外公布“全国银行间拆借市场利率”(CHIBOR)。这是中央银行在利率市场化改革方面推出的一项重大举措,对于推进和实现利率市场化有着重要的意义。同时,相继放开了货币市场债券回购利率、现券交易利率等。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年中国人民银行组织国债和政策性金融债的价格招标的市场化发行,从而使我国债券市场主导市场——银行间债券市场的债券发行利率都由市场决定。我国货币市场和债券市场的市场化利率体系的基本形成,为利率市场化的进一步深入提供了基础。同时,中国人民银行逐步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%,使利率管理具有了一定的市场弹性;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。实施利率市场化的一个重要前提是中央银行要具备足够的控制存贷款利率的能力,这就要求有相当广度、深度、高效的金融市场来充当货币政策传导的中介。我国中央银行从1997年开始就大力规范发展银行间债券市场和同业拆借市场,目前两个市场的日成交约100亿元,成为商业银行、证券公司、基金管理公司等金融机构调剂资金并进行投融资的主要场所。

3. 改革货币政策手段。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控制:1998年5月26日,恢复了债券的公开市场操作,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. 为推进我国利率市场化改革,促进我国银行业对外开放,经国务院批准,中国人民银行发出通知,决定从2000年9月21日开始,改革我国外币利率管理体制:

(1)放开外币贷款利率。由金融机构根据国际金融市场利率的变动情况以及资金成本、风险差异等因素,自行确定各种外币贷款利率及其计息方式。



(2)大额外币存款利率由金融机构与客户协商确定。300万(含300万)以上美元或等值其他外币的大额外币存款,其利率水平由金融机构与客户协商确定,并报当地人民银行备案。今后,大额外币存款起存金额由中国银行业协会负责调整。

(3)小额外币存款利率由银行业协会统一制定,各金融机构统一执行。对300万美元(或等值其他外币)以下的小额存款,其利率水平由中国银行业协会统一制定,经中国人民银行核准后对外公布。各金融机构统一按中国银行业协会公布的利率水平执行。

(4)按照中国人民银行要求,中国银行业协会要制定具体的管理办法和操作规程,报中国人民银行备案。中国人民银行还将派观察员参加中国银行业协会有关外币利率的会议。

(5)各金融机构应按中国人民银行规定,以法人为单位制定本系统的外币利率管理办法,并报中国人民银行备案。

此前,中国人民银行行长戴相龙于2000年7月19日的中外记者招待会上就利率改革问题发表了讲话:利率市场的开放要和汇率、资本项目开放等联系起来综合考虑,还要考虑一国的经济发展阶段和经济发展周期等因素。近年来,中国人民银行在推进利率市场化改革方面采取了一系列措施。利率市场化改革有一个整体的计划,目前,外币存贷利率、同业拆借利率以及银行间的国债市场利率已经由市场决定。今后一个时期,中国人民银行将在现有改革的基础上,坚持渐进改革和与国际惯例接轨的原则,先放开外币利率,后放开人民币利率;先放开贷款利率,后放开存款利率。在3年时间内实现利率市场化。下一步,我们准备加快农村存贷款利率市场化改革。城市银行先提高贷款利率的浮动幅度。在存款方面,大额存单利率由金融机构和客户协商决定。然后再改革其他存款利率制度。利率市场化以后,将发挥银行同业公会的作用,中央银行还会用再贷款、公开市场调节影响利率水平。但对存款利率改革还要等一些时间。他表示,结合我国情况并借鉴国际经验,在利率改革的次序安排上,考虑先放开境内外币利率;确定人民币贷款利率下限,扩大浮动幅度,基本实现贷款利率市场化;同时中央银行对金融机构存款利率仍实行管理。另外,不久前,在利率市场化的问题上,中国人民银行副行长吴晓灵也对此做出了进一步的解释:国家一直在按照“先外币后本币,先贷款后存款,先农村后城市,先浮动后放开”的原则稳步推进。在接受记者专访时吴晓灵对这一原则进行了解释:“为什么要这样考虑呢,因为外币利率不是我们所能决定的,那么跟国际上容易接轨,所以我们想在改革过程中先外币后本币。”至于利率放开先贷款后存款的原则,是由于贷款者的风险不同,先对贷款利率进行浮动,有利于对贷款者进行激励和约束。另外,为了抑制农村高利贷,所以考虑先适当放活农村利率。对于先浮动后放开的原则,吴晓灵解释:“如果一下子都放开了,完全自由了,可能企业和居民都承受不了,那么就采取一个逐步的进程,先扩大贷款浮动的幅度,然后逐渐的再没有上下限,这种渐进的方式使得企业和居民能够适应市场的变化。”

我国利率市场化改革的目标是:经过利率市场化改革后,形成以中央银行的基准利率为核心,以同业拆借利率为中介目标利率,各种市场利率围绕其波动的完善的市场利率体系。以此衡量,并总结以上利率市场化改革的内容,我们认为,迄今为止,我国利率市场化改革的程度总体上还比较低:同业拆借利率、货币市场债券回购利率、现券交易利率、外币贷款利率、大额外币存款利率等已完全市场化或基本市场化,人民币存贷款利率的浮动区间已逐渐扩大,并以渐进的方式日益走向市场化。

第三部分 对我国利率市场化过程中利率变化趋势的预测

一、境外经验教训的借鉴

各国政府对利率市场化最大的担心是:利率市场化会使利率在摆脱严厉的管制之后而出现波