

中国转型经济中的资金配置机制 和利率市场化改革

ZHONGGUO ZHUANXING JINGJI ZHONG DE ZIJIN PEIZHI JIZHI
HE LILU SHICHANGHUA GAIGE

本书从中国转型经济中经济和金融的结构性特征出发，将利率市场化政策的宏观效果和政策的传导机制、微观主体的反应结合起来，研究我国经济中资金配置机制的特点和结构性因素对利率市场化改革的影响，在此基础上建立中国转型经济的特有利率理论，并提出相应的政策建议。

宋芳秀 / 著

 中国金融出版社

中国转型经济中的资金配置 机制和利率市场化改革

宋芳秀 著



中国金融出版社

责任编辑：王效端 吕晶晶

责任校对：潘 洁

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

中国转型经济中的资金配置机制和利率市场化改革 (Zhong-guo Zhuanying Jingji zhong de Zijin Peizhi Jizhi he Lülü Shichanghua Gaige) / 宋芳秀著. —北京：中国金融出版社，2007. 10
ISBN 978 - 7 - 5049 - 4482 - 5

I. 中… II. 宋… III. 利息率—研究—中国 IV. F832. 22

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 123360 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 7.625

字数 219 千

版次 2007 年 10 月第 1 版

印次 2007 年 10 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 20.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4482 - 5/F. 4042

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

序

自 1978 年以来，我国经历了从计划经济到市场经济的转型经济时期，经济体制改革取得了举世瞩目的成就，但我国经济尚未完全实现市场机制在资源配置过程中的基础性作用，作为资源配置核心的资金配置也仍然受到政府管制和行政性干预的影响。直到 20 世纪 90 年代，伴随着金融体制改革的推进，我国才迈出了利率市场化改革的步伐。

利率市场化不能简单理解为政府放松对利率的管制，其根本目的是要实现利率在资金配置中的核心和基础性作用，可以说，利率市场化实际上是中国经济中资金配置机制的一场革命。但是，我们对这一改革的难度、对推进这一改革所需要具备的条件认识还远远不够，人们通常把复杂的利率市场化改革简单地理解为利率放开的过程，政府的政策举措也只是集中在中央银行调整利率水平、逐步扩大银行存贷款利率的浮动幅度上，在利率理论研究方面，我们尚缺乏对中国转型经济中的利率机制和行为的深入分析。

在研究我国的资金配置机制和设计利率改革路径时，我们有必要重温并借鉴西方学者关于发展中国家金融自由化的理论成果。以麦金农（Ronald I. McKinnon）和肖（Edward S. Shaw）为代表的金融抑制和金融深化理论，已广为中国学术界所了解，它为发展中国家的利率市场化改革奠定了理论基础，成为 20 世纪 70 年代一些发展中国家以利率改革为中心的金融自由化的理论支柱。但是，从利率市场化改革的国际经验来看，很多国家在改革过程中遭遇了重重困难，部分国家在放松利率管制之后出现了经济衰退，有的国家甚至爆发了严重的金融危机。这一经济现象引起一些经济学家对金融抑

制理论和金融自由化的批评，在此方面最主要的理论表述被称为“新结构主义”。新结构主义将发展中国家的金融市场区分为正规的市场和非正规的市场，他们认为，非正规市场在发展中国的经济发展中发挥了重要的作用，它能够将资源有效地配置于生产性活动。提高存款利率会导致资金由非正规市场流向商业银行，因为非正规市场的贷款是生产性的，它的流失会造成经济在短期中出现紧缩。新结构主义者对金融抑制理论的批评又受到麦金农的支持者的反批评。其他经济学家，如蒋硕杰、斯蒂格利茨（Joseph E. Stiglitz）等对麦金农一肖理论的批评和扩展也使这一领域的研究不断向前推进。这些理论争论丰富了我们对中国转型经济中利率机制的认识，为我国进行金融改革提供了理论指导和决策依据。

我国在推进利率市场化改革的过程中，不仅应该借鉴上述金融自由化理论和其他国家推行利率自由化的经验教训，还应该重视我国经济和金融发展所处的特殊阶段及所具有的特征，有针对性地制定改革的步骤和策略。如我国转型经济和金融中存在诸多特有的结构性问题，从而导致资金配置机制也有别于西方发达国家。这些结构性问题的根源可以归结为资金配置过程中政府的行政干预。政府倾向于国有企业的行政性资金配置导致中国金融市场出现了正规市场和非正规市场的分割，也使四大银行长期在银行业中占据主导地位。金融市场分割和垄断竞争的银行业市场结构等问题可能会阻碍资金价格发挥调节作用，从而影响利率市场化改革的成效，增大改革的成本。

政府对资金配置的行政干预主要体现在它在很大程度上决定了资金的分配。政府使用优惠利率、利息减免、企业上市、债转股等种种直接或间接的补贴措施，大大降低了银行的贷款利率和国有企业实际支付的利率水平，从而使利率这一资金成本变量对资金的供求双方而言成为“软约束”。我把这一转型经济中特有的资金配置现象称为“利率软约束”，并在发表的文章《中国利率市场化的结构主义分析》中对此现象进行了分析。利率软约束现象不仅扭曲了企业的借贷行为，还容易引发企业的逃废债，导致银行不良资产源源不

断地产生,增大银行体系的风险。因此,利率市场化的关键是改变政府在资金配置中的作用,消除利率的软约束,理顺利率作用机制。

本书作者宋芳秀在我的指导下完成了博士论文,并于2003年获得经济学博士学位。她在博士论文的基础上继续开展研究,完成了《中国转型经济中的资金配置机制和利率市场化改革》一书,阐述了自己对利率市场化的理解和我国利率作用机制的特征。这本书从中国转型经济中经济和金融的结构性特征入手,将利率市场化政策的宏观效果和政策的传导机制、微观主体的反应结合起来,研究我国经济中资金配置机制的特点和结构性因素对利率市场化改革的影响,并据此提出了有针对性的政策建议。具体而言,本书在以下几个方面作出了具有创造性的工作:

第一,作者在借鉴新结构主义学说思想的基础上,研究了中国经济转型时期二元金融结构的现状及成因,指出政府对资金配置的干预是形成正规金融市场和非正规金融市场分割的重要原因。作者还结合中国资金市场上资金供给曲线和资金需求曲线的特点,对二元金融结构下利率政策的传导机制进行了深入细致的分析,认为金融市场分割阻碍了利率发挥调节资金供求和优化资金配置等方面的作用。

第二,在本书中,作者不再将在中国资金配置中起主导作用的银行业作为一个整体进行简单的分析。她抓住中国银行业具有垄断竞争的市场结构这一特点,采用博弈论的分析方法,对利率市场化后银行之间定价策略的相互影响和银行可能的定价行为进行了分析,指出银行业的定价行为存在两种可能:合谋定价和竞争定价,并就两种可能的定价行为对利率改革、金融稳定和金融效率所产生的影响提出了自己的看法。

第三,作者在研究的过程中,强调了定量分析方法的运用。她估算了政府通过财政和金融手段向国有企业提供的本金补贴和利息补贴的规模,并据此计算国有企业实际支付的平均利率水平。尽管由于数据可得性等方面的限制,估算的准确程度受到了一定的影响,但作者在这方面率先作出了尝试,并利用各种方法,尽可能地提高

估算的准确性，以更好地反映转型经济时期政府对资金配置机制的影响程度，这一点是非常值得肯定的。作者还通过建立经济计量模型，利用上市公司的面板数据，对中国利率变动与投资等经济变量之间的关系作了实证研究，为中国利率作用机制的分析提供了有力的论证。

利率改革是当前我国正在推进的金融体制改革的重要一环，它关系到资金配置机制的优化、金融效率的提高和金融稳定的维持，因此也是当前金融研究工作的重点之一。本书从中国转型经济的特点出发所作的研究，是作者在金融自由化和利率理论研究方面进行的有益尝试，它拓宽了利率市场化研究的思路，为中国利率改革的实践提供了理论依据和借鉴。希望更多的学者来关注利率改革这一研究领域，以便在此方面取得更多的成果和更大的突破。

李庆云

2007年8月于蓝旗营

前 言

一、研究背景

随着经济体制改革的深入推进和我国加入世界贸易组织后的日益发展,利率市场化已成为我国金融改革的重点之一。我国政府积极稳妥地推进以理顺资金配置机制为目标的利率市场化改革,1996年到2000年间,依次放开了同业拆借市场利率、银行间债券回购市场利率、政策性金融债发行利率、外币贷款利率和大额外币存款利率;2002年3月,中国人民银行开始试点,放宽了农村信用社的存款利率上限和金融机构贷款利率的浮动范围;2004年10月,中国人民银行报经国务院批准,决定不再设定金融机构(不含城乡信用社)人民币贷款利率上限,允许金融机构人民币存款利率下浮,所有存款类金融机构对其吸收的人民币存款利率,可在不超过各档次存款基准利率的范围内浮动。

在当前的经济形势下,继续推进和深化我国利率市场化改革具有必要性和紧迫性,这主要体现在以下几个方面:

一是与世界经济接轨的需要。按照我国加入世界贸易组织的承诺,在加入世界贸易组织后的3年内,外资银行可以对国内企业开办人民币业务;5年内,外资银行可以对国内居民开办人民币业务。2006年11月11日,中国政府正式公布了《中华人民共和国外资银行管理条例》(以下简称《管理条例》),从2006年12月11日起施行。《管理条例》规定,从2006年12月11日起,中国将全面履行加入世界贸易组织的基本承诺,向在中国注册的外资法人银行开放对中国境内公民的人民币业务,并取消开展业务的地域限制以及

其他非审慎性限制。对于外国银行分行除允许其继续经营原有的外汇业务和人民币批发业务外，还新增了吸收中国境内公民每笔不少于100万元人民币的定期存款业务，而且简化了业务许可层级，下调了营运资金最低数额。2007年3月29日，汇丰银行、渣打银行、东亚银行、花旗银行在华设立的法人银行领到了上海市工商局颁发的企业法人营业执照，这标志着首批改制外资银行可以与中资银行以相同的身份从事各项金融业务。外资银行加入到国内金融业竞争中来已不可避免，中资银行与外资银行将展开全方位的、更加激烈的竞争，新的市场竞争格局将逐步形成。按照国际公认的市场规则运行已成为金融产业改革和为微观主体构造公平竞争环境的迫切需要。

二是优化资源配置的需要。利率市场化改革有助于形成合理的利率信号，正确反映资金稀缺程度，这可在一定程度上改变我国长期存在的资源配置低效率的现状，推动我国经济结构调整和产业升级，促使我国经济增长方式从粗放型向集约型转变。

三是利用货币政策调控宏观经济的需要。伴随着我国由计划经济向市场经济的转型，政府放松了经济性管制，对经济的干预将更多地依靠间接调控。利率市场化有助于确立新的货币政策中介目标——基准利率，能够促进金融市场发展和金融创新，改善利率结构，抑制非正规金融交易，理顺货币政策的传导机制。这些都有助于增强货币政策的有效性，提高宏观调控的成效。

四是继续推进金融自由化改革的需要。如果资本项目开放在利率市场化改革之前实现，低利率管制将引发资本的大规模外流，会对金融稳定 and 经济发展产生不利影响。因此，逐步实现利率市场化，增强国内银行的竞争能力和银行体系的稳定性，提高监管水平，是推进金融自由化改革的重要前提。

我国的利率市场化改革不仅具有必要性和紧迫性，还具有一定的特殊性，面临相当大的挑战。对利率市场化改革问题进行研究，具有重要的理论价值和实践意义。

首先，从利率市场化改革的国际经验来看，各国的改革成效差

异迥然。许多国家在放松利率管制之后出现了经济衰退，阿根廷、智利、马来西亚等国家甚至爆发了金融危机，部分国家如土耳其和韩国还曾反复尝试利率管制和利率自由化政策。在此背景下，如何防范利率市场化的风险、稳步推进利率市场化改革就成为我国迫切需要解决的问题。

其次，1978年以来，我国经济体制改革在理论和实践上取得了重大进展，社会主义市场经济体制初步建立。不过，当前我国尚未完全实现市场机制在资源配置中的基础性作用，仍处于从计划经济向市场经济转型的时期。转型经济中客观存在的政府干预资金分配、金融市场分割、银行业垄断等特殊的结构性问题，可能会阻碍资金价格发挥调节作用，从而影响利率市场化改革的成效，增大改革的成本，这与其他国家有所不同。转型经济中资金配置机制的特点决定了我国的利率市场化改革并不是一个将利率放开由市场供求决定的简单过程，而是一项相当复杂的系统工程。

最后，从国内理论界对利率市场化的研究来看，学者们虽然从20世纪80年代起就开始了利率市场化问题的探讨，但大多数成果或是对国外理论的介绍和评论，或是依据国外的理论阐述中国利率市场化应该具备的基本条件和改革应采取的一般次序，或是对利率和其他经济变量之间的关系进行简单的定量分析。总体而言，目前理论界尚未结合中国转型经济的特点对利率市场化改革进行深入、细致的研究。

在此背景下，本书希望从中国转型经济中经济和金融的结构性特征出发，将利率市场化政策的宏观效果和政策的传导机制、微观主体的反应结合起来，研究我国经济中资金配置机制的特点和结构性因素对利率市场化改革的影响，在此基础上建立中国转型经济的特有利率理论，并提出相应的政策建议。

二、研究方法

本书主要运用了下述研究方法：

首先,本书参考戈德史密斯(Goldsmith, 1969)、结构主义学派^①、新结构主义学派的研究成果和方法,对中国转型经济和金融市场进行了结构分析,指出了经济中的结构性因素,如中国经济和金融市场的二元结构、银行业市场结构、银行业所有制结构和四大国有商业银行的资金运用结构对资金配置和利率市场化改革成效的影响。

其次,本书在对利率市场化之后中国银行业的定价行为进行分析时,使用了博弈论的分析方法,建立了完全信息静态模型,对银行与银行之间、银行与企业之间的相互作用和影响进行了研究。在分析利率软约束对企业还款行为的影响时,本书再次使用了这一方法,建立了关于企业逃废债的完全信息动态博弈模型。

再次,本书借鉴了多个研究领域的理论。如借鉴产业组织理论,对中国银行业的市场结构作出判断,并借鉴了其中的S-C-P (Structure - Conduct - Performance) 范式^②,分析银行业市场结构对银行定价行为所产生的影响。另外,书中多处用到信息经济学方面的知识,如分析银行为特定类型企业服务时在信息方面所享有的比较优势,从而为探讨银行业市场结构对贷款客户结构的影响奠定了基础。

最后,本书在讨论利率软约束对宏观经济和微观主体行为的影响时,采用了规范分析和实证分析相结合的方法,对政府通过财政、银行和资本市场发放补贴的规模,企业实际支付的利率水平,利率软约束对投资利率弹性的影响等进行了较为深入的分析。

三、结构安排

本书共分为五章,第一章进行理论综述;第二章至第四章是本

① 经济学中的结构主义最早兴起于20世纪40年代,它将结构特征作为决定社会变迁的主要因素。20世纪60年代,奉行结构主义学派理论的拉美国家的经济出现了若干问题。于是,结构主义者改变分析方法,趋向于研究短期政策和问题,从而逐渐向新结构主义过渡。新结构主义在20世纪七八十年代较为活跃。

② 以梅森、克拉克、贝恩等为代表的产业组织哈佛学派构造了S-C-P分析范式。

书的主体,分别从宏观、中观和微观的角度对影响我国利率市场化改革的结构因素进行了分析;第五章提出了相关的政策建议。

第一章为理论综述部分,主要目的是为建立中国转型经济时期特殊利率理论及探索利率市场化改革的路径奠定基础。本章首先给出了更适合我国情况的利率市场化定义;其次综述了利率管制理论和发展中国家的金融自由化理论,以探讨各国从利率管制到放松管制的政策变化;最后分析了利率市场化可能给一国经济带来的正面、负面效应及利率市场化改革的风险防范和条件创造。

第二章借鉴新结构主义学派和蒋硕杰等人的研究方法,从宏观经济的角度分析了中国经济转型时期的二元金融结构对资金配置机制和利率市场化改革产生的影响。第一、第二节是对非正规市场现状和成因方面的分析,第三、第四节依次分析了二元金融结构对利率政策传导和资金配置效率的影响。

第三章运用产业组织理论对中国银行业市场结构、所有制结构进行了分析,并据此研究银行业结构对利率市场化后银行的定价行为和贷款客户结构的影响,指出当前的银行业结构可能会阻碍竞争性市场利率的形成和资金配置结构的合理化。本章的最后一节还分析了占据主导地位的四大有商业银行的资金运用结构,认为不合理的资金运用对利率政策的传导、资金合理配置、利率市场化改革的成效产生了不利影响。

第四章从微观层面分析政府对资金配置的行政性干预所产生的影响,指出政府的行政性资金配置导致经济中出现了利率软约束现象,即降低了企业实际支付的利率水平,扭曲了银行和企业的借贷行为。本章还估算了政府通过财政部门 and 银行体系给予国有企业的利息补贴和本金补贴额,并通过建立经济计量模型,对利率和其他经济变量之间的关系进行了实证研究,研究结果验证了理论分析所得出的结论。

第五章在前面几章研究的基础上,有针对性地提出了推进中国利率市场化改革的政策建议,指出利率改革的关键之举是改变政府在资金配置中的作用,消除利率软约束,实行金融市场的结构改革。

这些措施有助于理顺利率在我国经济中的作用机制，使利率更好地发挥引导资金流动、优化资源配置的作用。

四、本书特点

从总体上讲，本书首次从利率市场化的结构性影响因素这一新的角度入手，结合中国转型经济中资金配置的特点对利率市场化改革进行了深入研究。具体而言，本书的特点主要体现在下述几个方面：

第一，细致分析了中国二元金融结构的成因，并从资源配置效率和利率传导两个方面研究了二元金融结构对利率市场化改革的影响。

第二，从中国银行业结构的角度出发，分析了银行定价行为、贷款客户结构、银行业的资金运用结构对资源配置效率、利率形成机制及利率市场化改革成效所产生的影响。

第三，认为政府对资金配置的行政性干预导致了利率软约束现象，尽可能准确地估算了政府通过财政部门和金融系统向国有企业提供的本金补贴和利息补贴的规模。

本书还通过建立经济计量模型，对中国利率变动与投资等经济变量之间的关系作了实证研究，并对此给出了一些新的解释。

目 录

前言	1
一、研究背景	1
二、研究方法	3
三、结构安排	4
四、本书特点	6
第一章 利率市场化的相关理论	1
第一节 对“利率市场化”含义的再认识	2
一、利率自由化和利率市场化	2
二、金融自由化和利率市场化	3
三、利率市场化的定义	5
第二节 利率管制的理论分析	7
一、进行利率管制的原因	8
二、利率管制的影响	11
三、小结	18
第三节 发展中国家的金融自由化理论	18
一、金融自由化理论的基石：金融抑制和金融深化 理论	19
二、二元金融结构下的利率机制分析：新结构主义 学派的利率理论	20
三、金融自由化的路径选择：金融自由化次序论	27
四、信息不对称条件下的利率机制分析：金融约束 理论	28

五、小结	30
第四节 利率市场化的正负面效应	32
一、期望正面效应的不确定性	32
二、可能的负面效应	37
三、小结	41
第五节 利率市场化的风险防范和条件创造	41
一、宏观条件的创造	41
二、微观基础的完善	43
三、结构因素的消除	44
第二章 中国二元金融结构和利率市场化改革	46
第一节 中国二元经济结构和二元金融结构	46
一、二元经济结构和二元金融结构	47
二、我国二元金融结构的现状	49
三、小结	52
第二节 中国二元金融结构的成因	53
一、二元金融结构的主要成因：政府的抑制性政策	53
二、二元金融结构的其他成因	62
三、小结	63
第三节 二元金融结构、利率政策传导和利率市场化 改革	64
一、二元金融结构和利率政策传导机制	64
二、中国二元金融结构的利率特征	68
三、中国二元金融结构和利率市场化	73
四、小结	74
第四节 二元金融结构、资金配置效率和利率市场化改革	74
一、资金的分配和使用效率	75
二、利率双轨制下的效率损失	78
三、资金配置、企业发展和利率市场化	80
四、小结	83

第三章 中国银行业结构和利率市场化改革	84
第一节 我国银行业市场结构及其主要特征	85
一、银行业市场结构的实证分析	85
二、银行业市场结构的特征	88
第二节 银行业市场结构对利率市场化成效的影响 ——银行定价行为分析	93
一、总体分析框架	93
二、合作均衡下的银行行为及其影响	96
三、竞争均衡下的银行行为及其影响	102
四、利率市场化后我国银行的定价行为分析	107
五、小结	111
第三节 银行业市场结构对利率市场化成效的影响 ——贷款客户的结构分析	111
一、银行业市场结构与贷款的客户规模结构	112
二、银行业市场结构与贷款的客户所有制结构	118
三、小结	123
第四节 四大国有商业银行的资金运用结构对 利率市场化改革的影响	124
一、不良资产数额巨大	124
二、存差额和存差率呈扩大趋势	126
三、债券资产的增加	132
四、在中央银行存款的增加	133
五、小结	134
第四章 政府行为对利率机制的影响及实证分析	138
第一节 影响企业资金成本的行政性资金配置方式	139
一、利率管制：租金补贴	140
二、利息补贴	145
三、本金补贴	147
四、小结	153

第二节 对国有企业实际支付利率水平的估算	154
一、政府向企业提供的补贴额的估算	155
二、企业实际支付的平均利率水平的估算	159
三、小结	162
第三节 政府行为、利率软约束及其影响	162
一、政府：从预算软约束到利率软约束	162
二、利率软约束和银行行为	165
三、利率软约束和不良资产的形成	167
四、小结	173
第四节 利率软约束：基于制造业的实证检验	174
一、模型设定	176
二、模型回归结果	178
三、小结	181
第五章 推进中国利率市场化改革的政策建议	182
第一节 转变政府职能	182
一、消除利率软约束	183
二、创造利率市场化改革的条件	186
第二节 改革银行体系	190
一、银行业结构优化、竞争引入和资金有效配置	191
二、保障银行业安全	195
三、银行资金运用结构的优化和外部条件的创造	196
第三节 消除二元金融结构	197
一、正规市场存款：价格提高和种类多样化	197
二、正规市场资金供给：存量增加和结构调整	198
附录	201
参考文献	211