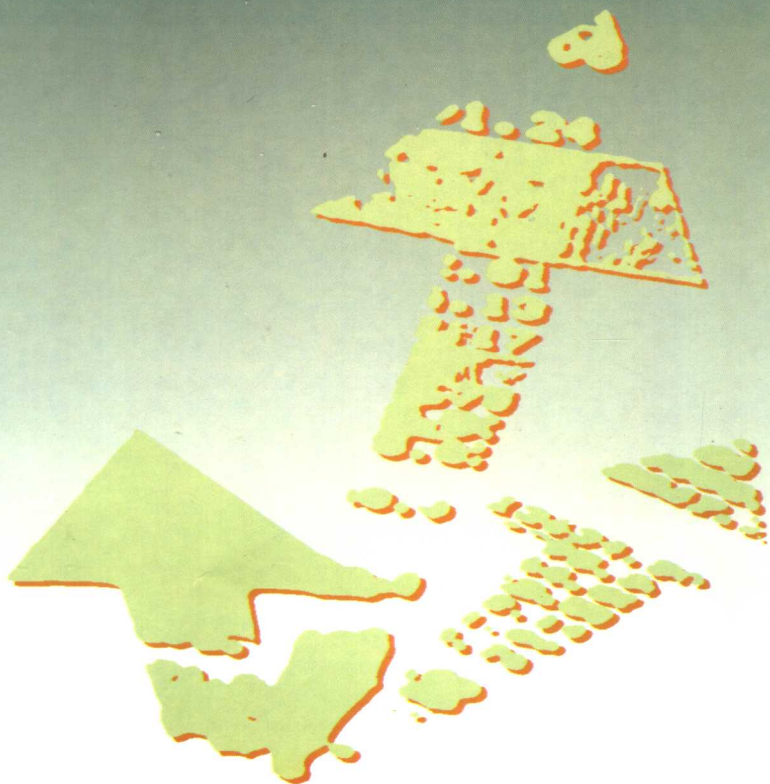




LILU LILUN
YU LILU ZHENGCE

利率理论与利率政策

◆ 施兵超 等著



中国金融出版社

利率理论与利率政策

施兵超 等著



中国金融出版社

责任编辑:王效端

责任校对:刘 明

责任印制:丁淮宾

图书在版编目(CIP)数据

利率理论与利率政策/施兵超等著. —北京:中国金融出版社, 2003.5

ISBN 7-5049-3028-8

I. 利…

II. 施…

III. ①利息率—经济理论 ②利息率—金融政策—对比研究—世界

IV. F830.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 017747 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部:66024766 读者服务部:66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 墨海印制有限公司

开本 148 毫米×210 毫米

印张 8.25

字数 244 千

版次 2003 年 5 月第 1 版

印次 2003 年 5 月第 1 次印刷

印数 1—2000

定价 18.50 元

如出现印装错误本社负责调换

序

中央银行货币政策的主要手段是调控货币、信用和利率。所以,利率政策是整个货币政策的重要组成部分。中央银行要通过调节利率来达到其预期的货币政策目标,就必须制定和实行正确的利率政策,或进行适当的利率体制改革。为此,我们首先要从理论和实践两个方面对市场经济条件下的利率决定、利率结构及利率影响经济的过程加以认真的分析和研究。由上海财经大学金融学院施兵超教授主持撰写的这本书,就是这种分析和研究的成果之一。

在国内外经济学界,有关利率理论和利率政策的著述已有很多。但与已有的著述相比,我认为本书有着不少特色和新意。这些特色和新意主要表现在以下几个方面:

首先,本书将利率理论与利率政策有机结合。在国内外已出版的有关利率问题的著述中,利率理论和利率政策的关系似乎是一个较难处理的问题。所以,在不少著作中,往往形成利率理论与利率政策相互独立的两大部分,而没有将这两大部分有机地联系起来。与这些著述不同,本书在评介利率理论时并不是将各种理论加以简单的罗列,而是为后面将要分析的利率政策奠定必要的理论基础;在分析具体的利率政策时,作者又能根据前面所评介的利率理论进行较深刻的说明。这种将利率理论与利率政策有机结合的方法是应该加以肯定的。

其次,本书对国内学者较少述及的西方利率理论作了比较翔实的评介,从而在一定程度上弥补了同类著作的不足。在已有的有关利率理论的著述中,大多以利率决定理论作为主要的研究对象,而很少论及

其他各种利率理论,如利率结构理论、利率作用理论及利率政策理论等,而这些利率理论与利率政策的关系要比利率决定理论来得更为密切。例如,在本书的第三章,作者以较大的篇幅,对有关利率在现代市场经济中的作用的理论作了比较具体的评介,从而使读者更好地了解利率在现代市场经济运行中的杠杆作用,以及这些作用的具体过程。这些利率理论对我国中央银行制定和实行利率政策以及进一步深化利率体制改革都有着重要的参考价值。

最后,本书对利率政策的实践进行了比较研究。这种比较研究的方法很有特色。在书中,作者既对西方发达国家和其他发展中国家的利率政策进行了横向的比较研究,也对我国半个世纪以来利率政策的实践进行了纵向的比较研究。通过横向的国际比较,作者归纳出市场经济条件下利率政策及其效果的一般规律,这些一般规律对指导我国利率改革具有一定的借鉴意义。通过纵向的历史比较,作者又对我国各个历史时期的利率政策实践作了客观的评价,特别是对改革开放以来的利率政策的效果进行了定量分析,以反映利率改革中取得的成效和存在的问题。随着我国金融体制改革的逐渐深入,利率市场化改革正酝酿着重大突破。利率市场化既是金融体制(尤其是银行体制)改革的前提,又是这一改革的结果,因此,利率市场化改革必须与整个金融体制改革同步进行。这也是为什么利率市场化改革显得紧迫和困难的原因所在。希望本书的出版对我国利率市场化改革有所帮助。

本书主要作者施兵超教授与笔者同属我国著名货币金融理论学者刘絜敖教授的及门弟子。1983年,刘絜敖教授出版了《国外货币金融学》一书。嗣后,他就准备撰写一部《国外利率学说》,并考虑将全书分成利率决定理论、利率结构理论和利率政策理论三大部分。后来,他因健康原因未能如愿,遂将已写的四章利率决定理论作为1989年第二版《国外货币金融学》的一部分。他殷切地期望他的后继者能写出较全面的利率理论的著作来。现在,施兵超教授主持完成了本书的写作,可以说在一定程度上了却了先师刘絜敖先生的一个遗愿。因此,我乐

于推荐本书。

施兵超教授坚守教学和科研岗位,桃李遍布,科研成果不断且质量较高又有特色,这也是我为什么乐于推荐施兵超教授著作的原因之一。是为序。

盛松成

二〇〇二年八月

前 言

市场经济离不开市场调节。市场调节必须借助于相应的调节手段。在市场经济的运行与发展过程中,利率就是一种十分重要的调节手段。为了有效地发挥利率在市场经济中的调节作用,我们必须进一步深化利率体制改革,正确地制定和推行适应市场经济客观要求的利率政策。为此,我们首先必须从理论和实践两个方面来论证市场经济条件下利率水平的决定与变动、利率结构的形成与调整、利率在市场经济各个环节和各个领域中的具体作用以及利率政策与其他政策的相互配合、相互协调等问题。我们撰写本书的主要目的,正是试图对这些问题进行比较全面、系统而又深入的探讨。

在本书中,我们将首先对国内外主要利率理论,尤其是目前国内理论界较少论及或尚未论及的利率理论作一简要评析。然后,我们将选择美、英、德、日等发达国家以及若干发展中国家,对它们的利率政策及其改革进行比较分析,以揭示市场经济中利率政策及其改革的一般规律,并借鉴它们在利率改革过程中成功的经验,吸取它们失败的教训。在此基础上,通过对我国利率政策的历史回顾与分析,找出改革过程中存在的问题,对我国今后如何进一步深化利率体制改革,特别是对如何过渡到利率市场化等问题进行初步的探讨。

客观地说,对于利率理论与利率政策,无论国内还是国外,都已有较多的研究。但是,我们认为,在已有研究的基础上,对利率理论与利率政策作进一步深入的研究,特别是对已有著述中较少论及或尚未

论及的理论问题和实践问题展开论述,对我国利率体制改革的进一步深化将有着直接的现实意义,将为解决我国当前正面临的利率市场化改革这一既重要又棘手的难题提供可资参考的思路或具有实际应用价值的建议。同时,我们也希望本书的研究,对强化中央银行宏观调控、拓展和完善金融市场具备一定的参考价值。当然,能否实现这些目标,将由读者来评判,也将由实践来检验。

本书由笔者选题,拟定提纲,并提出具体的写作要求,然后由我们六人分工撰写。其中第一、第三和第四章由笔者撰写;第二和第八章由祝小兵撰写;第七章由王海侠撰写;第五章由李君波(第一节)、严菲(第二、三节)、王楹(第四节)撰写;第六章由李君波撰写。初稿完成后,笔者对部分章节作了一定的充实或改写,并对全书进行修改和最后定稿。

在本书的撰写过程中,我们得到了上海财经大学科研处及金融学院领导的关心和支持;得到了上海财经大学“211”工程科研基金的资助。在资料收集过程中,我们还得到了中国人民银行上海分行等单位的帮助。尤其是在本书的撰写过程中,我们自始至终地得到中国人民银行上海分行副行长、上海财经大学博士生导师盛松成教授的鼎力协助,在本书初稿完成后,他在百忙之中审阅全书,并为本书作序。没有来自各方面的支持和帮助,本书不可能如此顺利地完成。当然,限于资料和时间,更限于我们的水平,书中一定还有不少缺点或错误,恭请读者批评指正。

施兵超

二〇〇二年八月

目 录

第一章 利率决定理论	(1)
第一节 古典利率理论	(3)
一、从货币利率理论到实物利率理论	(3)
二、古典利率理论的基本内容	(6)
第二节 凯恩斯的流动性偏好理论	(15)
一、凯恩斯推翻古典利率理论的原因	(15)
二、流动性偏好理论的基本内容	(17)
第三节 可贷资金理论	(22)
一、罗伯森等人的可贷资金理论	(23)
二、对可贷资金理论的评论	(25)
第四节 希克斯—汉森模型 (IS—LM 分析)	(26)
一、希克斯的分析	(27)
二、汉森的分析	(31)
第五节 弗里德曼的三效应理论	(35)
一、流动性效应	(36)
二、收入与物价效应	(37)
三、价格预期效应	(38)
四、弗里德曼三效应理论图解	(38)
第二章 利率结构理论	(41)
第一节 利率的风险结构理论	(41)
一、违约风险	(42)

二、流动性·····	(44)
三、税收因素·····	(45)
第二节 传统的利率期限结构理论·····	(46)
一、收益率与利率的变动趋势·····	(46)
二、三种传统的利率期限结构理论·····	(47)
第三节 利率期限结构理论的最新发展·····	(54)
一、CIR 模型·····	(54)
二、Ho—Lee 模型·····	(56)
 第三章 利率作用理论·····	(63)
第一节 利率与物价·····	(64)
一、李嘉图—图克之谜·····	(65)
二、魏克赛尔的利率调节物价论·····	(67)
三、吉布森反论及凯恩斯的解释·····	(70)
四、费雪效应·····	(73)
五、利率与物价关系的总考察·····	(78)
第二节 利率与储蓄·····	(79)
一、利率与储蓄的关系——正相关还是负相关·····	(79)
二、储蓄的利率弹性问题·····	(82)
三、负利率与储蓄增长的并存性——我国的特例·····	(84)
第三节 利率与投资·····	(86)
一、利率与投资的负相关关系·····	(87)
二、利率刺激投资作用的有限性·····	(88)
三、发展中国家的利率与投资·····	(90)
第四节 利率与货币流通·····	(93)
一、利率水平的变动对货币供给的影响·····	(94)
二、利率水平的变动对货币需求的影响·····	(95)
第五节 利率与经济均衡·····	(100)
一、魏克赛尔的累积过程理论·····	(100)
二、霍曲莱的纯货币商业循环理论·····	(103)

三、凯恩斯商业循环理论及其演变	(105)
第四章 利率政策理论	(107)
第一节 利率政策有效性之争	(107)
一、利率政策有效性之争的历史回顾	(108)
二、凯恩斯学派与货币学派关于利率政策有效性的争论	(110)
第二节 利率刺激效应理论	(111)
一、古典学派与新古典学派的分析	(111)
二、凯恩斯的分析	(112)
第三节 一般流动性效应理论	(114)
一、从借款人的利率敏感性到贷款人的利率敏感性	(114)
二、利率变动的流动性效应	(115)
第四节 利率自由化理论	(117)
一、早期利率自由化理论	(118)
二、麦金农—肖金融发展模型	(121)
第五章 发达国家利率政策及其改革	(124)
第一节 美国的利率政策及其改革	(124)
一、20 世纪 30—40 年代的利率政策	(125)
二、20 世纪 50—70 年代的利率政策	(129)
三、20 世纪 80—90 年代的利率政策	(135)
四、对美国利率政策历史演变的现实思考	(140)
第二节 英国的利率政策及其改革	(144)
一、利率结构	(144)
二、利率政策的传导机制	(145)
三、英国利率体制的变革过程	(147)
四、第二次世界大战后英国利率政策的变化过程	(150)
第三节 德国的利率政策及其改革	(154)
一、利率结构	(154)
二、20 世纪 70 年代以来德国利率政策的变化过程	(160)

三、欧洲货币联盟统一利率政策对德国的影响	(163)
第四节 日本的利率政策及其改革	(164)
一、第二次世界大战前和战时的利率政策	(164)
二、第二次世界大战后的利率政策	(166)
三、日本的利率自由化进程	(170)
四、日本利率政策的运用给我们的启示	(174)
 第六章 发展中国家与地区的利率政策及其改革	(176)
第一节 20 世纪 80 年代之前发展中国家和地区的利率 政策	(177)
一、巴西、智利等国家——失败的金融改革	(177)
二、韩国、印度尼西亚和中国台湾地区——成功的金融 改革	(178)
三、对发展中国家利率政策及其改革的现实思考	(181)
第二节 20 世纪 80 年代之后发展中国家和地区的利率 市场化改革	(185)
一、韩国与中国台湾地区——成功的利率市场化改革	(186)
二、阿根廷——失败的利率市场化改革	(187)
三、从不同国家和地区利率市场化改革的成功与失败中 得到的启示	(187)
 第七章 中国利率政策的历史回顾与分析	(189)
第一节 改革开放以前的利率政策 (1949—1977)	(189)
一、国民经济恢复期的利率政策 (1949—1952)	(189)
二、第一个五年计划时期的利率政策 (1953—1957)	(191)
三、第二个五年计划与国民经济调整时期的利率政策 (1958—1965)	(193)
四、“文化大革命”时期的利率政策 (1966—1977)	(195)
第二节 转轨时期的利率政策 (1978—1999)	(196)
一、利率水平逐步提高阶段 (1978—1989)	(196)

二、利率反复调整阶段（1990—1995）	（200）
三、利率水平下降阶段（1996—1999）	（202）
第三节 利率政策效果分析（1952—1977）	（205）
一、总论	（205）
二、利率政策效果分析	（205）
第四节 利率政策效果分析（1978—1999）	（209）
一、总论	（209）
二、利率政策效果实证分析	（210）
第五节 利率政策效果分析（1996—1999）	（216）
一、总论	（216）
二、利率政策效果实证分析	（216）
三、1996—1999 年我国利率政策效果的深层分析	（217）
 第八章 我国利率市场化改革的初步探讨	（222）
第一节 利率市场化的经济分析	（223）
一、利率市场化的具体内涵	（223）
二、对我国目前利率政策的制度分析	（224）
三、中外利率体系比较分析	（226）
四、利率市场化的理论与实证分析	（227）
第二节 我国利率市场化的基本进程	（228）
一、利率市场化改革目标的提出和改革准备阶段 （1993—1995）	（228）
二、利率市场化改革的试点实施阶段（1996—1999）	（230）
三、外币存贷款利率体制改革（2000—2002）	（231）
第三节 利率市场化改革中的几个问题	（233）
一、利率市场化改革的基本条件	（233）
二、利率市场化进程中应注意处理的几个关系	（234）
三、利率市场化改革可能产生的金融风险	（235）
四、利率市场化的法律保障问题	（236）
第四节 实行利率市场化的步骤	（237）

一、推进利率市场化的主要思路	(237)
二、利率市场化的实施步骤	(238)
三、利率市场化需要配套的制度性安排	(239)
第五节 利率市场化与商业银行经营管理	(241)
第六节 利率市场化后利率走势预测	(242)
 主要参考文献	 (245)

第一章

利率决定理论

利率是从属于信用的一个经济范畴。只要有信用,就会有利息,从而也就会有利率。这些经济现象在人们头脑中的反映,就形成了有关信用、利息及利率的理论或这些理论的某些片断。据以色列经济学家唐·帕廷金(Don Patinkin)考证,“信用安排可追溯到史前时期,甚至可追溯及货币经济出现之前。”^①因此,尽管在现代货币信用经济中,信用活动通常表现为货币资金的借贷,利息的收付也通常以货币的形式来完成,因而,利率理论也已成为现代货币经济学中的一个重要组成部分。但从理论本身的形成来看,利率理论早于货币经济理论,甚至早于纯粹货币理论的产生。这就说明,在西方经济学界,利率理论(尤其是其中的利率决定理论)已有着十分悠久的历史。^②

利率理论既已有着十分悠久的历史,则有关利率理论的著述也自然很多。但是,在这些著述中,利率决定理论无疑是其中最主要的利率理论。特别是在我国经济学界,通常所谓的利率理论,实际上往往只是指其中的利率决定理论,而很少论及、甚至完全忽略其他各种利率理论。事实上,完整的利率理论是一个内容十分丰富的课题,除了利率决定理论之外,还有利率结构理论、利率作用理论及利率政策理论等。在

① 唐·帕廷金:《货币经济学之研究》(Studies in Monetary Economics, 1972),中文版,154页,台北。

② 有关利率决定理论的发展概况及早期利率决定理论的具体内容,请参见刘聚散所著的《国外货币金融学说》(中国展望出版社,1989)增补第一章。

本书的以后几章中,我们将依次对这些利率理论分别作一比较具体的评介。从这些评介中,我们将看到,这些利率理论对于利率体制的改革与完善、利率政策的制定与执行都是至关重要的。只有通过对这些利率理论的深入研究,我们才能比较清楚地认识利率在现代市场经济中的杠杆作用,才能更加明确地理解利率水平及其结构的变动对实际经济活动的影响,因而我们才能制定适当的利率政策,或通过对利率体制的适当改革,达到预期的宏观经济目标。所以,从理论与实践的关系来看,这些利率理论甚至比利率决定理论具有更为直接的现实意义。

当然,我们也并不否认,在各种利率理论中,利率决定理论确是其中最基本的利率理论。为了研究利率对实际经济活动的影响,以制定适当的利率政策,我们首先必须从总体上分析利率水平的决定与变动。^①只有在这种分析的基础上,我们才能进一步深入地研究现实经济中的各种利率及其相互关系,才能分析利率水平的变动和利率结构的调整对实际经济活动的影响,从而以这些研究和分析为依据,制定和执行适当的利率政策,或进行必要的利率体制改革。因此,利率决定理论既是整个利率理论的基础,也是整个利率理论的出发点。简言之,要理解其他各种利率理论,我们首先必须比较明确地掌握利率决定理论。

利率决定理论研究利率水平的决定与变动。具体而言,在利率决定理论中,我们要分析利率水平的各种决定因素,以及这些决定因素对利率水平的影响,包括影响的方向、影响的程度以及影响的过程。由于利率水平及其变动受着许多复杂因素的影响,而人们对这些因素及其对利率的影响又有着大不相同的认识,所以在国内外经济学界就产生了形形色色的利率决定理论。在本章中,我们将对利率决定理论中最重要、最有影响的几种理论,尤其是国内学术界较少论及的理论,作一比较具体的评析,为以后各章的分析奠定必要的基础。

^① 一般而言,利率决定理论的研究对象乃是一种比较抽象的、代表一国经济总体利率水平的利率。但具体而言,不同的经济学家在阐述其利率决定理论时通常以不同的某种利率作为其研究的对象。如有些经济学家以债券的利率,尤其是以政府债券的利率作为研究对象,也有一些经济学家以银行存贷款利率作为研究对象。在本章中,我们所谓的利率将是那种比较抽象的利率,而并不特指其中某种具体的利率。

第一节 古典利率理论

现代利率决定理论一般以古典利率理论作为分析的起点。所谓古典利率理论,是指沿着古典学派利率理论的基本思路发展而来的利率理论。他们所说的古典学派,是指亚当·斯密(Adam Smith)前后至约翰·斯图亚特·穆勒(John Stuart Mill)为止的所有早期经济学家。^①在利率决定理论上,这些早期经济学家都坚持实物资本的供求决定利率的基本观点。古典利率理论接受了这种基本观点和基本结论,并对实物资本本身的供求关系进行了进一步深入的研究,从而形成了现代意义上的实物利率理论。

一、从货币利率理论到实物利率理论

美国著名经济学家欧文·费雪(Irving Fisher)是古典利率理论的重要代表人物之一。在他的经典著作《利息理论》一书中,费雪指出:“在经济学中,要证明学说的创始性是不容易的,因为一切新思想都可在早期的作者中重复不断地找到它的萌芽。”^②所以,要明确地理解和把握现代利率理论,我们也有必要对早期利率理论的形成和发展作一简略的回顾。

如上所述,虽然有关利息和利率的思想产生于货币理论之前,但

① “古典学派”这一概念原是马克思首先提出并使用的。根据马克思的定义,古典学派在英国系从威廉·配第(W. Petty)开始,经亚当·斯密发展,至大卫·李嘉图(D. Ricardo)完成;而在法国,则从布阿吉贝尔(Boisguillebert)开始,经重农学派发展,至西斯蒙第(Sismondi)完成。在马克思之后,西方经济学家也沿用“古典学派”这一名称,但扩大其范围。其中,以马歇尔为代表的新古典经济学家所谓的“古典学派”系指从亚当·斯密至约翰·斯图亚特·穆勒为止的所有早期经济学家。凯恩斯则更将“古典学派”的范围扩大到从李嘉图前后直至他出版《通论》以前的所有经济学家。所以,在经济学界,“古典学派”这一概念在不同场合有不同的含义。在本章中所谓的“古典学派”,系指新古典经济学家的规定。在我国出版的有关著述中,通常将这种意义上的“古典学派”及凯恩斯所谓的“古典学派”用引号标出,以与马克思的规定相区别。但在本书中,为方便起见,我们在不致引起误解的情况下,略去其中的引号。

② 费雪:《利息理论》,中文版,3页,上海,上海人民出版社,1959。