

经济学人文库

利率政策 有效性研究

赵尚梅 / 著



经济学人文库

832.22
Z46

利率政策有效性研究

赵尚梅 著



A0966284

 经济科学出版社

责任编辑：吕 萍 马金玉

责任校对：徐领弟 董蔚挺

版式设计：代小卫

技术编辑：王世伟

利率政策有效性研究

赵尚梅 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.csp.com.cn

电子邮件：csp@csp.com.cn

河北省财政厅印刷厂印刷

河北省财政厅印刷厂装订

880×1230 32 开 10 印张 260000 字

2001 年 12 月第 1 版 2001 年 12 月第 1 次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7-5058-2856-8/F·2225 定价：18.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

编者的话

人类社会已跨入了 21 世纪。在 20 世纪的最后 20 多年中，中国经济在改革开放大潮的推动下取得了前所未有的进步和发展。经济理论工作者在中国经济持续增长中所起的作用是有目共睹的。理论来源于实践，是对社会实践的总结与升华；理论又作用于实践，指导着社会实践不断完善和深入。中国经济自党的十一届三中全会以来的发展并非一帆风顺，从计划调节到市场调节，从短缺经济到过剩经济，从通货膨胀到通货紧缩，从经济过热到市场低迷等，我们曾遇到过一个又一个实践上的难题，我们也曾陷入一个又一个理论上的困惑。为了寻求解决这些难题和困惑的方法，也为探索有中国特色的经济发展道路，我们的经济理论工作者进行了不懈的努力，付出了艰辛的劳动，也取得了丰硕的研究成果。这些研究成果不仅是经济理论工作者呕心沥血的劳动结晶，而且是人类社会在从必然王国向自由王国摸索前进中经验的总结与规律的总结；这些研究成果既要为后来人继续攀登新的科学高峰奠定理论阶梯，也要为中国经济的持续稳定发展提供理论依据和决策参考。《经济学人文库》的编纂正是要把这些研究成果集结成套，奉献给广大的读者，奉献给那些关注着中国

经济发展和理论探索动态的朋友们。我们希望这套文库的出版和发行能为传播学术成果和活跃学术气氛，并进而为推动中国经济学理论和改革开放事业的发展有所裨益。

《经济学人文库》编委会

2001年10月

序

随着世界经济、贸易、金融的全球一体化和我国市场经济的发展，利率政策在中央银行货币政策中的地位越来越重要，利率对经济的影响越来越大，已成为反应宏观经济形势的一个重要经济指标。

我国在建国后的很长一段时间里，政府采取行政手段对经济进行直接调控，同样在利率管理体制上实行严格的僵化的利率管制体制，利率更多地被看作是国家“平衡”各方面利益的工具，并且往往被强行压在较低的水平上，根本起不到引导资源优化配置的作用。改革开放以来，有关利率理论和利率政策问题越来越受到重视，中央银行也试图运用利率这一杠杆对经济进行间接调控。特别是自1996年5月至1999年6月，中国人民银行在不长的时间跨度里，连续七次使用利率这一杠杆，显示了中央银行运用利率政策助推经济的姿态和决心。正确判断利率政策的有效性，分析其有效或失效的原因，充分发挥利率政策应有的调控功能，在我国是一个非常值得研究的课题，具有重大的理论意义和实践价值。

分析利率政策效应本身有很大的难度。因为，一项政策出台到这项政策效果显现的“时滞”期，会由于经济形势的变化而有所不同。同时，一项宏观经济政策作用的有效发挥，需要其他相应的经济政策与之配合。因此，当人们认为某项政策效果应该显现而没有显现时，是由于这一政策本身的原因，还是由于其他政策的作用将

其效果削弱？还是由于经济形势因其他不可预料的因素而更加恶化或发生了逆转？即使宏观经济达到了预期调控目标，那么，作为政策工具之一的利率政策的作用到底有多大？如此等等，如果没有相当长的时间跨度，是很难得出较有说服力的结论的。我国正处于转型经济时期，货币政策启用时间较短，利率政策的规范操作更是刚刚起步，政策本身、政策作用的环境和条件都还有待完善。因此，对利率政策有效性的准确判断和导致效应强弱的原因分析是有相当难度的。不过，对问题的研究如同问题本身的发展一样，也要经历一个从不成熟到不断成熟的过程。近年来国内对利率政策是否有效问题的研究刚刚开始，赵尚梅博士的《利率政策有效性研究》一书在已有研究成果的基础上，对利率政策在我国经济中的作用效果、导致利率政策效应强弱的原因以及相应对策作了有意义的探索。该书以“关于魏克塞尔利率政策效果三个命题的争论”——利率对居民储蓄、企业投资和金融机构信贷的效应问题作为研究的切入点，紧紧围绕利率政策有效性这一中心，从理论到实际、从历史到现实、从国际到国内、从宏观到微观，运用经验判断、实证分析和规范分析三种方法展开了系统论述。

自政治经济学产生之日起，有关市场均衡利率的决定机制、利率对经济的作用机制、利率政策的传导机制和传导条件等问题的论争，可谓旷日持久、流派众多、观点纷纭。对此，赵尚梅围绕着利率政策有效性这一主线进行了概要的评介，为本书做了理论铺垫。在此基础上作者结合中国的实际尤其是目前我国以货币供应量作为货币政策中介目标遇到的严峻挑战，全面论述了随着我国利率市场化的实现，利率终将成为我国货币政策中介目标的必然性。

关于利率政策效应问题，应该有一个客观评价，既不可夸大也不可缩小。一个国家的中央银行对利率的控制能力不是绝对的，也

不是无限的。因为利率的决定并不完全操纵在中央银行手中，利率是由企业、银行、公众的经济行为共同决定的，是国内和国际上各种因素综合作用的结果。同时，由于利率自身作用的局限性，它不是一个万能的政策工具，因为影响经济发展的主要因素如投资、储蓄、金融机构信贷等并不仅仅由利率一个因素决定，还有其他经济的、制度的、政治的、历史的、传统的等若干因素在同时起作用。目前我国体制转轨还未完成，各种矛盾错综复杂，利率政策的作用仍会被大打折扣。赵尚梅在对中央银行利率政策的运用、特点及宏观经济效应进行了历史的国际的比较，做出了大概的判断之后，即深入到微观经济主体内部，对居民储蓄的利率敏感性、企业投资的利率敏感性、金融机构的利率敏感性及其效应强弱的原因，进行了历史的、经济和多维度的考察，分析十分精细。我期望该书的出版能够对我国金融理论的研究和金融体制的改革有所裨益。由于作者围绕着利率政策效应这根主线，对有关利率政策效应方面的理论资料和实证资料作了扎实的收集、整理和概括的工作，即使不同意本书观点的读者，也可从中得益。

林青松

2001年12月于北京中国社会
科学院经济研究所

目 录

导 论	(1)
-----	-----

第一部分 理论篇

第1章 利率的决定	(13)
1.1 古典利率决定理论	(13)
1.2 凯恩斯的利率决定理论	(15)
1.3 新古典综合学派利率决定理论	(17)
1.4 马克思的利率决定理论	(20)
1.5 西方利率结构理论	(24)
1.6 影响利率变动的现实因素分析	(30)
第2章 利率对经济的影响	(34)
2.1 利率对居民储蓄行为的影响	(34)
2.2 利率对企业投资行为的影响	(41)
2.3 利率对金融机构行为的影响	(46)
2.4 利率对政府筹资行为的影响	(50)
2.5 利率对国际经济活动的影响	(50)
2.6 利率政策调控的局限性	(51)
第3章 利率政策传导机制	(54)
3.1 利率政策影响总产出量的传导路径	(54)

3.2	利率政策影响总体物价水平的传导路径	(58)
3.3	利率政策直接调整的是名义利率而 盯住的则是实际利率	(62)
3.4	利率政策顺畅传导的条件	(65)
第4章 利率与货币政策中介目标和操作工具的选择 (68)		
4.1	利率作为货币政策中介目标 和操作工具的理论争论	(70)
4.2	利率作为货币政策中介目标的优越性	(72)
4.3	战后西方各国利率与货币政策中介目标的选择	(77)
4.4	中国利率与货币政策中介目标的选择	(79)

第二部分 实证篇

第5章 利率政策的运用、特点及宏观效应分析 (95)		
5.1	适度利率政策问题	(95)
5.2	市场经济发达国家和地区利率政策的运用	(98)
5.3	中国利率政策的回顾	(112)
5.4	利率政策运用的特点及其宏观效应的比较	(128)
第6章 居民储蓄行为对利率政策敏感性分析 (147)		
6.1	我国居民储蓄存款对利率变动缺乏敏感性 ——从总体上和一般居民上看	(149)
6.2	居民储蓄存款对利率具有一定的敏感性 ——从储蓄结构和存款大户上看	(160)
第7章 企业投资对利率政策敏感性分析 (168)		
7.1	高度集中计划经济加短缺经济时期投资	

对利率政策变动的敏感性分析	(168)
7.2 转轨经济加相对过剩经济阶段 利率政策的投资效应分析	(170)
第8章 银行业对利率政策敏感性分析	(186)
8.1 1996年以前国有专业银行对扩张性的 低利率政策具有相当的敏感性	(187)
8.2 1996年以后国有商业银行对扩张性 利率政策反应迟钝	(188)
第9章 开放经济条件下利率政策有效性分析	(201)
9.1 开放经济条件下利率政策效应弱化的原因	(202)
9.2 开放经济条件下高利率政策的风险	(205)
9.3 加入WTO后中国利率政策面临的挑战	(209)

第三部分 对策篇

第10章 强化微观经济主体的市场化行为	(215)
10.1 硬化企业预算约束,使其真正做到自负盈亏	(216)
10.2 国有专业银行的商业化改革	(217)
10.3 重塑银企关系,加强银行对企业的监督	(221)
10.4 把现行融资机制由资金供给制逐步 改变为资金借贷制	(222)
第11章 市场化利率管理体制的确立	(225)
11.1 利率管理体制的发展	(225)
11.2 中国利率市场化改革现状和思路	(235)
11.3 市场化利率管理体制确立的前提条件	(261)

11.4	防范与化解利率市场化进程中 蕴藏的各种利率风险.....	(266)
11.5	建立存款保险制度.....	(277)
11.6	加强利率政策与其他政策的有效配合.....	(284)
	基本结论.....	(290)
	参考文献.....	(295)
	后记.....	(305)

导 论

一、主题与背景

利率是经济生活中备受关注的—个经济变量，利率作为资金的价格，它与我们的日常生活息息相关，并对经济的健康运行产生重大影响。它影响着个人储蓄、消费决策；也影响着工商企业的投资决策；还影响着金融机构的经营决策。随着信用经济和符号经济的不断发展，随着世界经济、贸易和金融的全球—体化，利率对经济的影响将越来越大。世界各国宏观调控已转向频繁运用利率杠杆，利率政策已成为各国中央银行调控货币供求、进而调控经济的主要手段，利率政策在中央银行货币政策中的地位将越来越重要。

我国在建国后的很长—段时间里，政府采取行政手段对经济进行直接调控，同样在利率管理体制上实行严格的僵化的利率管制体制，根本不重视利率杠杆对经济的间接调控问题，利率被强行压在较低的水平上，根本起不到引导资金资源优化配置的作用。在理论界，有关货币政策、利率政策的学术文献也是在1978年以后才出现的。改革开放以来，人们逐渐懂得了利率作为资金的价格，对经济生活具有重大的影响，于是关于利息利率问题的理论和利率政策也越来越受到重视，中央银行也试图去操纵和运用利率这—价格杠杆对经济进行调控。特别是自1996年5月~1999年6月，中国人民银行在不长的时间跨度里，连续七次使用利率这—金融杠杆的做法极为引人注目，显示了中央银行运用利率政策助推经济的姿态和

决心。可是，这个本来应很灵活的经济杠杆，我们运用起来却不如市场经济发达国家和地区那样灵敏。如果说利率政策在我国失效（失效并不等于无效）的话，那么，失效的原因是什么？是利率政策本身有问题，还是我国不具备利率杠杆发挥作用的微观基础和经济金融环境？还是我们的利率体制有毛病？搞清楚利率政策在对宏观经济调控时究竟哪个环节受阻，如何疏导，怎样才能发挥利率政策应有的调控功能，在我国是一个非常值得研究的课题，具有重大的理论意义和实践价值。本文拟对我国利率政策效应问题做全面系统的研究，以期对我国中央银行利率政策的制定及其对经济的调控提供一定的参考。

二、前人的研究

——关于魏克塞尔利率政策效果三个命题的争论

在确定了研究主题之后，首先简要考察前人对这一问题的研究轨迹，是非常必要的。正如牛顿所说：“我看得远是因为我站在了巨人的肩膀上”。在利率政策的效果问题上国外历来意见分歧颇多，并且其分歧的程度超过了一般经济学中任何别的部门所存在的情况。

下面主要借鉴刘絮敖先生对这一问题的研究成果^①，考察围绕魏克塞尔关于利率政策效果三个命题的争论。西方国家自19世纪以来，在大部分时期里，利率政策成为其调节经济的主要杠杆。魏克塞尔在他1898年所著的《利息与物价》一书内，也提出有力的证据，说明利率政策的有效性。魏克塞尔关于利率政策的效果提出了如下三个命题：（1）中央银行变更利率，商业银行将随之作相应的变更；（2）整个长短期利率体系将全面而同时相联系地随着中央银行利率的变动而变动；（3）借款人和储蓄人对利率变动的反应都

^① 刘絮敖：《国外货币金融学说》，中国展望出版社1989年版。

具有弹性。魏克塞尔的这三个命题发表以后，一般资产阶级经济学家和金融家都毫不怀疑地接受了这一理论。直到1927年和1930年，才有伯尔吉斯（W. R. Burgess）和里芙勒（W. W. Riefler）两人发表著作，指出这三个命题与现实情况有差距。即：（1）中央银行变更利率不会自动诱发商业银行相应地变动利率；（2）短期利率的变更即使会影响长期利率，其影响也是很微弱的；（3）对各类企业而言，在当时主要靠内源融资，因此利息费用与其他费用相比，显得微不足道，因而可以忽略不计。对边际企业而言，其他费用的变动比利息费用的变动更为重要。如果实际情况确实如此，则利率政策就难以发挥作用了。凯恩斯在他1930年所著的《货币论》内，仍然承认利率政策的有效性，认为金融当局变更利率，可以影响储蓄和投资，进而使其相等。但到1936年发表《通论》时，由于经济金融形势发生了很大变化，他又认识到在经济周期变动的某种阶段，在某种低利率下货币需求具有无限大的可能性，货币掉进了“流动性陷阱”，投资对利率无弹性，货币政策失灵。凯恩斯的这一见解引起了一般人对利率的效应和整个金融政策的怀疑。而20世纪30年代末牛津大学等机构对投资的利率弹性进行的实证检验，使这一见解作为一种理论被普遍接受。当时，牛津大学、哈佛商学院、法国罗莱统计研究所和国民经济统计研究所等机构，都对许多企业进行了测验调查，调查结果都发表了利率不是影响投资的重要因素的结论。这些结论正好成为凯恩斯上述理论的坚实证据。于是利率政策失效的见解无论在理论上还是在实证上都得到了确认。这是与当时经济大危机和信用状况完全相符合的，由于当时人们对未来的预期普遍不“看好”，再加上当时信用经济不甚发达，利息在当时的企业成本中所占份额很小。所以，利率政策的效应在当时就显得很微弱。

但在第二次世界大战后，在金融结构上却出现了两种至关重要的变化：一种变化是政府债券的巨额积累和大部分政府债券被私营金融机构所持有。如美国在1914年共有公私债券约650亿美元，

其中政府债券占 1.5%，债券的半数以上被公司或个人持有。而到 1948 年，债券总额增加了 6 倍，其中政府债券占 50.4%，而且债券的 3/4 被金融机构持有，公司和个人仅持有 1/4。另一种显著的变化是，金融中介机构大大发展，它们在金融市场中的作用大大增强。这些金融中介机构如储蓄银行、信托公司、保险公司等都成为机构投资者。这些金融中介机构因为是为公众负责保管资金，所以非常关心资产安全性，特别偏好风险较小而利率较低的债券。又由于这些机构以微小的利益管理着资产，所以对利率的微小变动也特别敏感。

由于以上情况的变化，使金融市场对利率的变动特别敏感。因而金融当局通过变动利率，又可以对经济发挥有效的作用。于是，魏克塞尔所提出的三个命题，在经过如下的修正后仍然可以成立。（1）中央银行通过政府债券的公开市场操作，不但可以影响商业银行的准备金，而且可以引导各种贷款人相应变更其资金运用的构成。例如，中央银行若在公开市场买进政府债券，则不但可以使商业银行的准备金增加，而且也可以使其他持有政府债券的机构和个人的资金利用可能性增大。如果在公开市场上卖出政府债券，则所收效果自然相反。（2）中央银行通过在公开市场上买卖各种期限的政府债券，可以使长短期利率体系相联系地变动；必要时还可以通过直接变更官方利率，引导资金流向的变动。（3）中央银行通过贴现政策或公开市场政策，可以变动市场利率水平以影响贷款人和借款人双方的决策。对于借款人的影响是，一方面通过利息影响对某种资金需要的成本来发挥作用；另一方面通过利率影响企业的成本乃至利润分配来发挥作用。对贷款人的影响是，通过变动利率可以影响贷款人的信用提供意愿来发挥作用。

这样，魏克塞尔的三个基础命题又得以成立，金融当局变更利率又可以收到所期望的一定效果。但这个效果不仅是从借款人的利率敏感性产生的，而主要是从贷款人的利率敏感性产生的。在纽约联邦银行工作的罗萨（R.V.Rosa）在其《利率与中央银行》一文

中，对传统的利率作用理论进行了批评，认为传统的利率作用理论存在很大片面性和局限性，即只注意到利率变动对借款人和储蓄人的刺激作用，忽视了利率变动对贷款人的重大作用，因而错误地否定了利率对金融机构的积极作用。罗萨认为，利率的作用主要表现为中央银行通过变动利率影响金融机构的放款决策，第二位的作用才是对借款人和储蓄人的作用。后来，托宾、斯柯特、特别是林德柏克对罗萨的分析作了进一步的发展，提出了利率的一般流动性效应，说明了为何金融机构（贷款人）对放款的态度会随利率而变化。具体地讲，是用贷款人对所持资产的流动性大小来分析利率变动对其贷款态度的影响，这一理论的分析是十分精辟的，因此，为许多国家的货币当局所采用。

从以上围绕魏克塞尔关于利率政策效果展开的争论可以看出，利率政策有效还是无效都不是绝对的，而是与经济金融发展状况及经济制度的变迁密切相关的，在此时、此景、此地无效的利率政策，在彼时、彼景、彼地则变得有效。我们在后面即将展开的利率政策有效性研究也是从借款者、储蓄者和贷款者（金融中介机构）三者展开的。

三、逻辑、框架和方法

前面简要考察了西方经济学界围绕魏克塞尔利率政策效果的三个命题展开的争论，其目的，一方面，是为了确立本论文的研究主题——利率政策效果；另一方面，主要是为本论文研究思路的形成及切入点提供必要的启示——从微观经济主体（居民储蓄、企业投资和金融机构）对利率变动的敏感性扩展到利率政策的宏观效应。通过以上争论可以看出，关于利率政策效应的大小，以及受控对象对利率政策的敏感程度，是与一个国家的经济发展阶段密切相关的，也就是说，利率政策效应的有效发挥，必须具备合适的经济的制度的条件。这就必须深入研究利率作用于经济的微观机制和利率