

李社环 著



XIANDAIJINRONGGUANLIXILIE

现代金融管理系列

利率

自由化

——理论、实践与绩效

LILÜ

ZIYOUHUA

上海财经大学出版社

本书由上海财经大学资助出版

☆现代金融管理系列☆

利率自由化

——理论、实践与绩效

李社环 著

上海财经大学出版社

FA100/08

图书在版编目(CIP)数据

利率自由化——理论、实践与绩效/李社环著. —上海:上海财经大学出版社, 2001. 1

(现代金融管理系列)

ISBN 7-81049-520-8/F·439

I. 利… II. 李… III. 利率-研究-中国 IV. F832.22

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 87360 号

LILÜ ZIYOUHUA

利率自由化

——理论、实践与绩效

李社环 著

责任编辑 王永长 封面设计 周卫民

上海财经大学出版社出版发行

(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮件: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海市印刷十厂印刷

上海浦江装订厂装订

2000 年 12 月第 1 版 2000 年 12 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 8.375 印张 210 千字

印数: 0 001—1 500 定价: 23.00 元

序

20 世纪 30 年代初的大危机中,为了整顿金融秩序,维护金融体系安全,以美国为首的西方国家都纷纷加强金融管制。利率管制是金融管制的主要内容之一,主要是限制银行定期存款利率上限及贷款利率水平。当初这种利率管制的目的是为了加强银行经营的安全性,提高金融市场的效率。第二次世界大战结束以后,西方国家普遍推行凯恩斯主义经济政策,通过实行需求管理,刺激消费,拉动投资,取得了较长时期的经济高速增长。到 60 年代末和 70 年代初,各主要工业国家的国民生产总值年平均增长率为 7%~10%,日本则达到 14%。持续的高增长带动了通货膨胀率上升。美国 1970~1979 年的消费物价指数上涨了 90.2%,年平均上涨 7.4%,1979 年的通货膨胀率为 13.3%。高通货膨胀率刺激了市场利率上扬,市场利率和银行存贷款利率差距拉大,这导致银行存款大量流失。发达国家是如此,发展中国家在战后也长期实行利率管制,在金融市场不发达的情况下,利率管制给发展中国家带来的问题同样十分严重,长期的利率管制使实际利率往往处于负值水平,利率的杠杆作用无法发挥,资源配置效率降低。源于 30 年代的这种金融管制所潜伏的问题开始暴露。人们发现利率管制不仅没有提高市场效率,反而造成了地方垄断势力,限制了银行经营活力,使银行面临着资金来源减少和随之而来的清偿力风险。金融家们为了弥补利率管制带来的缺陷,获取最大收益,纷纷进行金融创新活动,形成了一股至今仍方兴未艾的金融创新浪潮。

利率管制所带来的问题和引起的后果引起人们广泛的关注。当金融创新拉开序幕后,许多国家的学者和管理当局就围绕着“现行金融体制是否适应环境的要求”、“现行金融体制是否应当改革”以及“应当如何改革”等问题展开了激烈的辩论。1973年,美国学者爱德华·肖和罗纳德·I. 麦金农分别出版了《经济发展中的金融深化》和《经济发展中的货币与资本》两本重要的著作。这两本著作虽然是以落后经济国家和发展中国家的经济与金融分析为起点的,但书中所揭示的“金融抑制”现象及其形成的原因,却是具有普遍意义的。麦金农提出的放松金融管制,主要是放松汇率管制和利率管制的思想,和肖所提出的金融深化建议,在目标和实现目标的途径上是一致的,他们共同建立了金融深化理论。

金融深化理论的一个重要内容就是主张放弃利率限制,以便让储蓄得到合理配置。放开利率,以利于金融业的竞争,提高金融市场的效率。要实现金融深化,需要利率市场化,即利率水平由市场资金供求关系来决定。这种取消对利率管制,让利率水平由市场决定的观点又被称为“利率自由化”的观点,它得到了许多国家的重视和支持。美国、日本、欧洲国家等在70年代末和80年代初相继开始了金融自由化改革,而这种改革都是从放松利率管制开始的。美国从颁布《1980年银行法》开始放松利率管制,到1986年基本完成利率自由化改革,取消了存款利率限制和商业贷款利率限制;美国联邦储备委员会仅保留对联邦基金利率的控制权。紧接着日本、欧洲国家也先后完成了利率自由化改革。

发展中国家与地区在70年代末和80年代初也开始进行利率自由化改革,到90年代中期,拉美国家和亚洲“四小龙”、“新四小龙”都已放松利率管制,利率水平基本由资金市场供求关系状况决定。当然,由于发展中国家和发达国家所处的经济和金融环境不同,它们在利率自由化进程中所碰到的障碍与问题也更多、更复杂,但坚持这一改革的结果都是比较好地促进了国内金融业的发展。

展和国民经济的快速增长,这已得到公认。

我国的经济和金融体制改革已经走过了 20 个年头,取得了不少令人瞩目的成就。今天,我们欲将金融体制改革深入下去,进一步推动我国银行商业化改革,推动金融市场向纵深发展,都回避不了利率市场化改革这一要求。关于我国利率管制体制改革的要求,早在 80 年代就已提出来了,经过十多年的努力,我国在利率市场化改革方面已做了许多基础性工作,中国人民银行货币政策委员会 2000 年已提出将利率市场化改革作为金融体制改革深化的内容之一,这是值得庆贺的。但我们也应该清醒地认识到,利率市场化并不等于管理当局立即完全放弃对利率的调控权或影响,它是一个渐进的过程。这一改革要在我国实现,还有许多艰巨的工作要做,除了具体的操作方案需要论证外,还有许多理论问题需要探讨。李社环博士的这本著作,就是目前国内尚不多见的专门探讨利率自由化问题的力作。此书在我看来有以下特色:一是探讨了利率自由化和利率市场化这两个概念的区别与联系,并给出了作者自己的观点;二是对国外利率自由化实践作了较全面的评价,有助于读者了解他国利率自由化过程中的经验教训;三是用理论探讨与实证分析相结合的方法对我国探索利率市场化路径的实践及其结果作了比较深入的研究。我相信读者一定会从作者在书中表达的观点中得到许多有益的启示。此书的出版定能在推动利率理论研究和学术探讨的深入发展方面起到积极的作用。

戴国强

上海财经大学金融学院院长、博导

2000 年 8 月 29 日于上海财经大学

前 言

利率自由化是一项金融体制改革,是政府或货币当局逐步放松或放弃对利率的直接控制或限制,让资金市场供求关系决定利率水平的利率决定机制变迁的过程。

利率自由化改革的实践主要基于 20 世纪 70 年代初美国经济学家罗纳德·I. 麦金农和爱德华·肖的“金融抑制论”和“金融深化论”。麦金农在他 1973 年出版的《经济发展中的货币与资本》中提出的“金融抑制论”认为,发展中国家普遍存在金融抑制现象,金融抑制的两个基本特征是低的实际利率水平(经常为负值)和有选择的信贷分配;过低的实际利率水平是导致经济行为扭曲、经济不发达的根源。在同一时期,爱德华·肖在他出版的《经济发展中的金融深化》中提出了“金融深化论”,从不同角度得出了与麦金农相似的结论。金融深化与金融抑制是两个意义相对的概念,它们带给经济完全相反的结果。爱德华·肖认为,金融抑制主要是人为的低利率政策,金融业内的垄断和信贷的硬性配给等,其后果是减少金融资产总量,导致“金融短浅”;而金融深化可通过储蓄效应、投资效应、就业效应、收入分配效应,促使经济发展。他还认为要实现金融深化,就必须消除金融抑制,放开利率管制,取消信贷配给制,实行金融的自由化。总之,这些理论都认为通过放开利率管制,即实行利率自由化和金融自由化是改变落后面貌、发展经济的至关重要的途径。

基于这些理论,一些发展中国家为改变经济不平衡和落后的

面貌于 20 世纪 70 年代开始了利率自由化改革实践,到 80 年代,包括发达国家在内的许多国家都被卷入了这一改革浪潮中。到目前,利率自由化改革已经经历了 20 多年的实践,几乎所有的工业化国家和大部分的发展中国家都已实现了利率自由化。在这一期间许多国家确实从中获益,金融效率得到了提高,资金分配得到了优化,整个经济、金融系统得到了改善;而也有一些国家遭受了挫折,甚至出现了严重的经济和金融危机,有些国家的经济甚至出现了倒退。

面对这些情况,理论界出现了激烈的争论。有人产生了对“金融抑制论”和“金融深化论”的质疑,甚至有人提出金融抑制有益论。他们认为包含利率管制的金融抑制不是阻碍而是有利于经济的发展和金融深化。有人(包括麦金农和肖)则对麦金农和肖以前的理论进行补充和完善。例如,斯蒂格利兹(Stiglitz)和韦斯(Weiss)通过实证研究发现,开放利率、提高实际利率水平可产生两种效应:逆向选择效应和逆向激励效应。逆向选择效应指的是,在信息不对称的环境里,贷款人若以利率高低来选择借款者,那么那些具有高风险高收益的企业愿意支付高的利率而获得银行资金;而那些具有偿还能力且风险较低的企业无能支付高利率,从而可能会退出信贷市场。这样银行采取高利率策略的贷款对象主要是高风险的投资者。“逆向激励效应”则是指,提高利率可刺激借款人更偏向于高风险高回报的投资项目。这两种效应将导致银行资产具有更大的风险,尤其是违约风险增加。因而得出的结论是:在信息不完全或不对称、市场机制不够健全的经济金融环境下,若宏观经济不稳定、缺乏充分的银行监管,那么利率自由化会加剧道德危害行为发生,导致金融系统的混乱。更多的学者是用实证方法对利率自由化、金融自由化进行绩效分析,并探讨麦金农—肖理论的适应和不适应的方面。总之,利率自由化改革实践已经成了一种国际性的必然趋势,其理论也在不断发展、不断完善。

随着国际经贸一体化和金融市场国际化,在我国实行利率市场化改革是势在必行的;另外,我国即将加入 WTO,这又迫切地要求我国在金融体制和利率体制方面采取重大改革举措,使之能与国际金融市场接轨。为此,作为金融对外开放或金融国际化先导的利率市场化改革在我国已刻不容缓。在这样的环境和背景下,总结国际上利率自由化的经验教训,探讨利率自由化成功的条件和防范由此带来的负面影响的对策,结合我国实际情况,研究我国利率市场化的可行性和改革途径是非常必要的。

关于在我国目前进行利率市场化改革的可行性,经济学界意见不一。有人认为,我国目前宏观经济稳定,利率水平低,是开放利率管制的好时机;有人甚至通过比较我国在商品市场化和同业拆借市场的利率市场化的成功经验,推断我国推行全面的利率市场化也不会有大的困难;另有人则认为我国目前开放利率管制的时机还不成熟,主要原因是我国微观经济基础不佳,如经济行为缺乏利率弹性;等等。这些观点究竟谁是谁非?或者我国究竟处于什么样的经济运行状态,在这样的状态下应如何推行利率市场化改革,以使我国经济能健康发展?这些问题的研究正是本书的出发点。

作者认为,将利率市场化与商品市场化相提并论是很不合适的,对利率市场化改革应百倍谨慎。就我国目前阶段,完全开放利率管制的时机还不成熟。但这并非说我国还不能进行利率市场化的改革(实际上,我国从 1996 年就已启动利率市场化改革的航船),而是说,我国应推行渐进式的改革进程,逐步开放部分金融市场的利率,同时应注重建立和完善利率全面市场化所必须的环境和条件。利率全面市场化就是完全解除对存贷款利率的管制。在我国推行利率全面市场化的关键,除了国际上公认的要稳定的宏观经济环境和充分的银行系统监管外,还要建立和培育一个适合中央银行的货币政策在间接调控下有效传导的市场机制;或者

可以说,现行的直接控制型货币政策的传导机制能否顺利转化为与间接调控方式相协调的货币政策的传导机制是我国能否成功推行利率全面市场化的关键。虽然目前我国宏观经济比较稳定,但充分的银行监管和所要求的市场机制还远未形成。本书以货币政策的传导机制为核心,以货币政策传导渠道为主线,探讨了现行的传导机制与间接调控方式下的传导机制不协调的方面,分析了我国实现利率全面市场化的主要障碍及其解决途径。

本书共10章,大体可分为三个部分。第一部分由第1章和第2章组成,介绍了利率自由化(市场化)的涵义、基本理论以及理论的发展。第二部分由第3章至第6章构成,是对国际上利率自由化实践的经验教训的归纳总结及其绩效分析。第三部分包括第7章至第10章,探讨了在我国实行利率市场化改革的必要性、可行性以及改革途径。第二部分和第三部分是本书的核心内容。

第二部分通过多方位、多角度的比较,分析研究了国际上利率自由化的经验教训以及实现金融系统稳定、高效和安全统一的对策。研究表明,利率自由化具有优化配置借贷资金、提高金融系统的效率和效益、促进经济发展的潜在功能。但实现这些功能是有条件的,这些条件主要有:(1)稳定的宏观经济、金融环境;(2)适度的进展方式和速度,以及协调的配套改革措施;(3)充分的银行监管;(4)健全而完善的市场机制。政府适度的监管和金融机构特别的职能是保障金融系统稳定、高效和安全统一的关键。

第三部分主要针对我国的现状探讨我国实行利率市场化的必要性和可行性。必要性主要通过对我国现行利率体系和体制的问题和弊端的分析来反映,其内容主要包含在第7章。可行性分析主要体现为第8章和第9章的内容,在第7章也涉及一部分。本书认为,利率市场化的可行性主要是中央银行的货币政策在间接调控下有效传导的可行性,因而货币政策的传导机制能否与间接调控方式相协调的问题是利率市场化可行性的关键问题。通过对

货币政策传导机制的分析探讨,得出结论:目前我国全面开放利率的时机还不成熟。其最主要的问题是:(1)央行的货币政策工具难以发挥作用,这主要归因于货币市场发展滞后、功能定位欠妥和结构不合理;(2)微观基础不成熟,其主要问题在于国有经济内部机制以及还没有理顺的国企和银企关系;(3)金融法规和金融监管机制不健全。解决这些问题是全面推行利率市场化的前提和关键。

本书是在博士学位论文基础上增补、修改而成的,在整个写作过程中得到了许多老师、同学、同事和朋友以及家人的帮助,在此我向他们表示真诚的谢意。特别地,我要衷心感谢导师唐国兴教授在我学习期间给予的极大的关怀和悉心的指点,从我发表的小论文到博士学位论文,都曾得到他反复的批阅,大到论文的选题、构思,小到论文的错别字、标点符号,他都认真指导,细致批注。他广博的知识功底、严谨的治学态度和一丝不苟的工作作风,一直鞭策着我克服困难、脚踏实地、完善自我,也将永远成为我学习的楷模。其次,我要特别感谢中国人民银行上海分行的马强博士、成都分行的梁勤星博士在我论文撰写过程中所给予的有益建议和各种友好帮助。我还要感谢外汇交易中心的王勤淮博士和周理先生、上海证券交易所的司徒大年先生、人民银行上海分行的许加银先生以及复旦大学世经所资料室的徐老师,在我收集信息资料过程中所提供的便利和帮助。

李社环

2000年8月于上海财经大学

目 录

序	(1)
前 言	(1)
1 利率自由化的涵义	(1)
1.1 利率的基本概念	(1)
1.1.1 利率的定义及其类型	(1)
1.1.2 各类利率的关系	(3)
1.2 利率自由化的涵义	(4)
1.3 利率自由化与金融自由化	(6)
1.3.1 金融自由化的内容	(6)
1.3.2 利率自由化与金融自由化	(8)
1.3.3 利率自由化与汇率自由化	(9)
2 利率理论	(11)
2.1 西方利率理论	(12)
2.1.1 古典利率理论	(12)
2.1.2 凯恩斯的利率理论——流动偏好理论	(13)
2.1.3 新古典学派的可贷资金理论	(14)
2.2 西方利率理论的分歧及其局限性	(17)
2.2.1 市场利率的作用及其作用机制的理论分歧	(17)

2.2.2	西方利率理论在发展中国家的局限性·····	(18)
2.3	金融自由化和利率自由化理论·····	(20)
2.3.1	金融抑制论与金融深化论·····	(20)
2.3.2	金融深化、金融自由化和利率自由化·····	(22)
2.3.3	理论的缺陷·····	(23)
3	国外利率自由化实践的经验教训·····	(26)
3.1	美国的利率自由化——Q项条例的废除·····	(26)
3.1.1	Q项条例·····	(26)
3.1.2	利率自由化过程·····	(28)
3.1.3	利率自由化给美国经济和世界经济带来的 效应·····	(30)
3.2	日本利率自由化的特色·····	(31)
3.2.1	日本旧的利率体制·····	(31)
3.2.2	日本利率自由化的进程及其特色·····	(33)
3.3	发展中国家利率自由化的经验教训·····	(37)
3.3.1	经济背景和旧的金融体制·····	(37)
3.3.2	利率自由化改革进程·····	(41)
3.4	各国利率自由化的启示·····	(47)
3.4.1	工业化国家与发展中国家利率自由化实践 比较·····	(47)
3.4.2	发展中国家利率自由化应掌握的原则·····	(49)
3.4.3	利率自由化改革成功的条件·····	(54)
4	利率自由化对金融体系的效应·····	(57)
4.1	利率自由化环境下的利率水平·····	(58)
4.1.1	利率水平的变化·····	(58)
4.1.2	利率波动状态·····	(60)

4.1.3	存贷利差趋势·····	(61)
4.1.4	利率的联动性·····	(64)
4.2	利率自由化环境下利率与汇率的关系·····	(64)
4.2.1	汇率制度与外汇管理制度·····	(64)
4.2.2	利率与汇率的关系及利率自由化与资本项目 开放次序的选择·····	(65)
4.2.3	利率和汇率关系的利用·····	(69)
4.3	利率自由化对金融市场参与主体行为的影响·····	(69)
4.3.1	利率自由化对居民和企业投融资行为的 影响·····	(70)
4.3.2	利率自由化对金融机构的效应·····	(73)
5	利率自由化与经济发展·····	(80)
5.1	影响现代经济发展的因素·····	(80)
5.1.1	基本要素·····	(81)
5.1.2	新经济增长因素·····	(81)
5.2	利率自由化对储蓄水平的影响·····	(83)
5.2.1	利率水平与储蓄水平的一般关系·····	(83)
5.2.2	利率自由化对储蓄水平的影响·····	(84)
5.3	利率自由化对投资规模的影响·····	(87)
5.3.1	利率与投资的一般关系·····	(87)
5.3.2	利率自由化的投资效应·····	(88)
5.4	利率自由化与 GDP 的增长·····	(94)
6	利率自由化环境下的风险及其管理·····	(97)
6.1	利率自由化环境下的风险及其测度·····	(97)
6.1.1	利率自由化的风险·····	(97)
6.1.2	利率风险的类型·····	(101)

6.1.3	利率风险的测度	(103)
6.2	利率风险的防范手段和管理措施	(107)
6.2.1	利率风险管理的一般方法——巴塞尔委员会的 《利率风险管理原则》	(107)
6.2.2	利率风险管理的技术手段	(108)
6.3	金融自由化、金融危机与金融监管	(111)
6.3.1	金融危机的周期性与金融监管	(111)
6.3.2	导致金融危机的根源	(112)
7	我国利率体系和体制	(116)
7.1	我国利率体系的历史及现状	(116)
7.1.1	旧的利率体系及其问题分析	(116)
7.1.2	现行利率体系概况	(124)
7.2	我国现行利率管理体制	(126)
7.3	利率管理体制的国际比较	(128)
7.3.1	旧的利率管理体制	(128)
7.3.2	低利率政策	(129)
7.4	我国利率市场化的回顾	(130)
7.4.1	我国利率市场化环境的建立	(130)
7.4.2	我国利率市场化的回顾	(137)
7.4.3	我国利率市场化改革大事记	(147)
7.5	我国利率市场化的问题和难点分析	(148)
8	我国货币政策传导机制的宏观分析	(152)
8.1	我国货币供给机制初探——货币乘数的实证 分析	(153)
8.1.1	货币供给量决定的基本因素及中央银行 的调控方式	(153)

8.1.2	货币乘数的决定因素	(154)
8.1.3	结论和建议	(160)
8.2	货币政策的目标及其操作手段的分析	(162)
8.2.1	发达国家和发展中国家货币政策的目标及其 操作手段	(162)
8.2.2	我国货币政策目标及其操作工具的分析	(168)
8.3	我国货币政策传导渠道的研究——基准利率 探讨	(176)
8.3.1	货币政策的传导渠道	(176)
8.3.2	国际上基准利率的选择惯例和原则	(178)
8.3.3	我国在利率市场化过渡时期基准利率的选择 及其利弊分析	(180)
9	我国货币政策传导机制的微观基础	(183)
9.1	我国主体经济行为的利率弹性	(183)
9.1.1	居民储蓄增长率与利率的相关性	(184)
9.1.2	居民消费与利率的关系	(188)
9.1.3	企业投资行为的利率弹性	(189)
9.1.4	政策建议	(193)
9.2	各种利率之间的联动性分析	(194)
9.2.1	货币市场利率及其联动性	(195)
9.2.2	资本市场收益率及其联动性	(205)
9.2.3	利率政策传导过程中的联动性	(208)
9.2.4	总结与政策建议	(209)
9.3	货币需求行为的实证分析	(211)
9.3.1	货币需求函数	(211)
9.3.2	影响货币流通速度因素的实证分析	(212)

9.3.3	影响我国货币流通速度因素的格兰杰因果 检验	(215)
9.3.4	决定货币流通速度的模型建立	(220)
9.3.5	结论	(222)
10	我国利率市场化的设想	(224)
10.1	我国利率市场化改革的关键问题分析	(225)
10.1.1	货币市场问题	(226)
10.1.2	国有经济部门与银行业的关系问题	(228)
10.1.3	监管机制的问题	(228)
10.2	关于我国利率市场化改革的建议和设想	(229)
10.2.1	利率市场化环境的建设	(229)
10.2.2	利率市场化的次序安排	(232)
	参考文献	(237)