

邵伏军 著

利率市场化改革中的 风险及控制



中国金融出版社

邵伏军 著

利率市场化改革中的 风险及控制

 中国金融出版社

责任编辑：张 驰

责任校对：张京文

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

利率市场化改革中的风险及控制 (Lilü Shichanghua
GaiGe zhong de Fengxian ji Kongzhi) /邵伏军著. —北京:
中国金融出版社, 2005.9

ISBN 7-5049-3829-7

I. 利… II. 邵… III. 利息率—风险管理—研究
—中国 IV. F832.22

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 115947 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

市场开发部 (010) 63272190 (010) 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832 (010) 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833 (010) 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 8.75

字数 200 千

版次 2005 年 10 月第 1 版

印次 2005 年 10 月第 1 次印刷

印数 1—3090

定价 20.00 元

如出现印装错误本社负责调换

序

本书源自邵伏军的博士论文。在他的博士论文公开出版之际，作为他的指导老师，我欣然为之作序。

稳步推进利率市场化是我国改善宏观调控和深化金融改革的核心内容之一。长期以来，我国的经济体制改革侧重于优化产品市场供求关系和理顺商品价格体系，直到 20 世纪 90 年代后期以来，要素供求关系及其价格的合理化和市场化才开始真正得到重视，改革进程才开始加快。资金是重要的生产要素，利率是资金的价格，利率市场化是生产要素市场化的重要内容。然而，国际经验表明，利率市场化是经济金融演进和改革中最为复杂、艰巨的“炼狱”，无论是发达国家还是新兴市场国家，其利率市场化改革大都经历了曲折动荡的过程（对此，在本书中作者也做了比较详尽的介绍）。特别是在发展中国家和经济转轨国家，利率市场化不仅涉及金融体系的稳定，而且还往往对宏观经济增长的可持续性产生重大影响，甚至关系到转轨改革的成败。不仅如此，新古典经济学以来，利率作为资金的价格，就一直是经济学关注的中心内容之一。尤其是自凯恩斯以来，利率作为宏观经济及其调控的重要变量，受到了经济学者们的关注和重视。即使是在利率通常受到管制的发展中国家和转轨国家，利率市场化在金融自由化过程中的次序、利率自由化本身的次序，以及利率在宏观经济增长及其调控中的作用等问题，也一直是经济学界重要的理论命题。因此，有关利率市场化改革的研究具有十分重要的理论价值和实践意义。

当然，有关利率市场化的研究和文献可谓汗牛充栋，过去人们对这一问题已经有了大量的理论分析和实践探索。因此，在这一领域，理论研究想要有所创新，是很不容易的。同时，利率市场化也是一个政策性很强的课题，利率作为一个重要的政策工具，在我国宏观经济金融的发展及其调控中敏感性越来越强。从这个意义上说，作为一名中央银行官员，邵伏军选择这个题目作为博士论文选题，是要有很大的理论勇气、探索精神和创新能力的。

可喜的是，他勇敢地接受了这一挑战，并以扎实的理论功底结合丰富的实践经验，较好地完成了这项研究工作。作者把我国利率市场化改革中的风险作为着眼点，不仅分析了中国利率市场化过程中可能存在的各种风险，而且针对这些风险，着重研究了控制和管理风险的有效途径，并以此来推进我国的利率市场化进程。应该说，这是研究利率市场化问题的一个比较独特的视角，也是一个和中国的实际比较贴切，从而比较务实、比较有实际应用价值的视角。我想，这多少和作者在中央银行的工作经历有关。纵观全文，作者的分析基本上达到了预期的研究目标，诸多见解具有创新价值。

在本书的分析中，作者首先对国际、国内的利率市场化实践作了充分深入的回顾和总结，在此基础上，对利率市场化过程中的风险进行了比较系统的分析、归纳和表述，提出了利率市场化的阶段性风险、恒久性风险、微观风险和宏观风险等概念，并明确指出，有效控制和化解这些风险，是成功推进我国利率市场化改革的关键。应该说，这一判断对我国利率市场化的改革实践具有积极的指导意义。同时，这也是迄今为止，对利率市场化的风险剖析得较为全面和深刻的文献。这不仅显示了作者对利率市场化风险认识的深度和广

度,而且,也为后面对有关利率市场化风险控制的分析打下了良好的基础。随后,作者进一步研究提出,合理安排改革时序、加强审慎监管、提高宏观调控水平,以及增强经济主体的利率风险管理能力等有助于防范和控制可能出现的风险,从而加快稳步推进我国利率市场化的进程。为此,作者提出了一系列相关的理论判断和政策建议。作者的这些理论分析很有创新性,对我国利率市场化改革的政策设计也很具有指导价值。

邵伏军早年分别毕业于南京大学和中国人民银行研究生部,1998年进入中国人民大学攻读博士,具有较好的经济学、金融学理论基础和分析能力。因此,在攻读经济学博士期间,对利率市场化问题的关注非常自然。同时,他长期在中央银行工作,对中央银行业务和使命有着深厚的领悟和积淀。所以,在博士论文的选题和研究中,对利率市场化过程中的风险及其控制的关心也十分合乎逻辑。所有这些,可以在他的博士论文中窥见一斑。本书就是他的博士论文在吸收了评审专家和答辩委员会的意见后修改而成的。在本书即将付梓之际,值得一提的是,作者的论文成文于2004年4月,但作者在论文中提出的一些政策建议,如今有些已经付诸实践。尤其是最近以来,我国利率市场化改革的步伐明显加快,2004年10月29日,中国人民银行宣布,不再设定商业银行人民币存款利率下限,并允许商业银行存款利率下浮。至此,我国实现了存款利率“放开下限、管住上限”、贷款利率“放开上限、管住下限”的改革目标,利率市场化改革取得了前所未有的重大进展。而这一点,也正是作者在论文中强调的改革方向。邵伏军的论文曾几易其稿,倾注了大量的心血和精力,所以,我想改革的成果应该让他满怀欣喜,也是对他的

论文最好的注解和评价。

随着经济全球化的推进，中国经济发展与改革受国际经济环境的影响越来越大，金融体制改革更是如此。由于时间和篇幅所限，本书对这方面的分析，特别是对汇率改革问题的分析，显得不够充分，有待在今后的研究中进一步深化。

是为序。

陈秀山

二〇〇五年八月二十八日

内 容 提 要

本文共分为八章。从结构上看,主要有四部分,第一部分是理论及文献介绍,即第一章,主要介绍利率市场化的有关理论。第二部分是国内外利率市场化改革的实践及经验,包括第二章利率市场化改革的实践:全球视角;第三章中国利率市场化的实践。第四章利率市场化改革的风险分析是本文的第三部分。第四部分从四个主要方面研究我国利率市场化改革中的风险表现及其控制问题。该部分包括第五章利率市场化改革中的风险控制之一:合理安排改革时序;第六章利率市场化改革中的风险控制之二:金融监管;第七章利率市场化改革中的风险控制之三:宏观调控;第八章利率市场化改革中的风险控制之四:微观管理。最后是本文的结束语。

第一章利率市场化:文献回顾,主要介绍国内外有关利率自由化的理论研究成果。利率自由化理论可溯源于麦金农和肖的金融抑制与金融深化的思想,在其著作中,他们指出金融抑制是发展中国家经济发展战略的一个典型的特征。其中利率抑制是金融抑制的一个重要手段。在金融抑制的环境里,一方面,过低的存款利率抑制了人们的储蓄愿望,造成资本供给不足。另一方面,由于贷款利率的限制,借款者可以按照很低甚至是负的利率得到贷款。同时这也降低了金融机构为投资分配储蓄的能力。麦金农和肖主张,为了刺激金融增长,应该实行利率自由化的金融改革措施。他们认为,利率自由化提高了国内私人部门储蓄的报酬,也会有更多的机会分散持有国内金融资产。储蓄率的提高扩大了金融机构

的规模,给更多的物质资本投资者提供了资金的支持。与此相反,托马斯·赫尔曼、约瑟夫·斯蒂格利茨则提出了金融约束理论。斯蒂格利茨认为,由于信息不对称和外部性等原因,金融市场最有可能存在市场失败。一定程度的政策干预不仅使市场能够更好地发挥作用,也有助于提高各部门的经济绩效。他主张政府对利率实行控制。

关于利率自由化的时序、路径问题。马塞耶松研究提出在适应性预期下最优的利率市场化与稳定政策的组合应该分为两个阶段,在第一阶段,要求存款利率、贷款利率和货币增长率三个货币政策工具相机变化,在第二阶段,政策工具将逐渐调整到其长期值。马塞耶松还分析了在理性预期下的稳定计划和利率自由化,第一阶段的稳定计划是:货币扩张必须突然下降到其稳态水平之下。第二阶段应渐进地调整政策工具。

我国关于利率市场化的理论研究很多,本文难以列举。关于利率与储蓄增长的关系、利率与经济增长的关系等,国内学者都有计量分析成果。关于利率市场化的界定问题,有代表性的观点认为,利率市场化改革至少包括四个要点:第一,利率市场化的实质是变革融资活动的风险定价机制,利率通过市场竞争来决定。第二,变革必然表现为逐步推进的过程。第三,通过促进货币市场的发展来促成基准利率形成,是利率市场化改革不可或缺的重要内容之一。第四,在任何情况下,货币当局都必须保持对利率的调控权。关于中国利率市场化的时序与条件,大部分学者都不赞同激进式的利率市场化改革路径,渐进式的利率市场化被认为是一种更为稳妥的方案。这些都是本文研究的重要基础。

第二章利率市场化改革的实践:全球视角。主要介绍工

业化国家、新兴工业化国家和地区、中东欧转轨国家的利率市场化改革的动因、改革的过程和步骤、改革的效果及出现的风险。通过分析介绍,作者认为在利率市场化进程中,对风险的控制应该被放在重中之重,并得出风险控制的一些经验教训,其中主要有渐进的利率市场化是控制风险的有效方式;利率市场化次序的决定要以控制风险为原则;宏观经济运行决定利率市场化的时机选择;有效的调控机制是利率市场化中控制风险的保证;逐步完善的金融市场是进行利率市场化的基础条件。

第三章中国利率市场化的实践。主要介绍中国利率市场化改革的一些基本思路、存贷款利率的改革以及具体的利率改革过程。在近几年的实践中,我国利率市场化改革的一些基本战略已经明确:即我国利率市场化改革最终要实现利率由市场决定,将金融产品的定价权交给商业银行和金融机构自己决定,中央银行通过调控货币市场利率间接影响商业银行和金融机构的利率水平。近几年我国按照先外币、后本币,先贷款、后存款,先长期、大额,后短期、小额的总体思路稳步推进利率市场化改革。在存贷款利率市场化改革过程中,贷款利率先于存款利率实现市场化是普遍经验,我国也是从贷款利率浮动开始。具体来看,中国利率市场化改革从货币市场起步,即先放开银行间同业拆借市场利率和债券市场利率;先放开大额长期存款利率,对一般存款利率实行严格管制;逐步扩大贷款利率浮动幅度。当前我国利率体系和利率管理体制的主要问题,是利率调整的灵活度不够,利率管制程度高,缺乏有效的市场基准利率,利率监管的方式亟须改革,缺乏防范利率风险的机制和手段。

第四章利率市场化改革的风险分析。利率市场化会带来

利率管制时期不曾有过的风险,根据风险持续时间的长短,可以将利率市场化改革风险分为阶段性风险和恒久性风险,阶段性风险是指从利率管制到利率市场化初期,经济主体不能适应利率水平骤然升高和不规则波动所产生的金融风险。恒久性风险即通常所说的利率风险,恒久性风险源自市场利率变动的不确定性,具有长期性和非系统性。巴塞尔委员会在《利率风险的管理原则》中,将利率风险分成重新定价风险、收益曲线风险、基准风险和选择性风险四种。根据风险范围的大小,又可以将利率市场化改革风险分为微观风险和宏观风险,微观风险是指利率市场化改革给金融机构、工商企业和居民等微观经济主体所带来的风险,宏观风险是指利率市场化改革对宏观经济运行和金融体系稳定所带来的风险。利率风险可以通过收入—利率敏感度分析、价格—利率敏感度分析和持续期分析法, β 系数法等来测度。

从国际经验来看,实行了利率自由化的国家中,实际利率大多有不同程度的上升。此外,发展中国家利率市场化改革还有一个明显特征——利率波动频繁、幅度剧烈,出现利率“超调”。利率市场化改革初期,我国资金短缺现象不会从根本上消除,所以利率应该有一个上升过程,但不会像某些国家那样出现超高利率现象。从微观风险看,在我国利率市场化改革中,商业银行、非银行金融机构和工商企业等微观经济主体也将面临一些风险。从宏观风险看,利率市场化改革还可能造成我国宏观经济不稳定,出现金融调控风险、银行危机风险、通货膨胀风险和泡沫经济风险等宏观风险。

第五章利率市场化改革中的风险控制之一:合理安排改革时序。稳步推进我国利率市场化改革,合理安排好利率改革时序,对控制风险具有重要意义。在我国利率市场化改革

的时序上,一是要调整利率结构,理顺利率关系,主要是改变存款利率按来源分类、贷款按用途或投向分类的做法,改按期限划分利率种类和设置利率档次;中央银行在利率制定上应遵循鼓励金融机构首先多通过市场渠道融通资金,减轻融资风险,防止金融机构资金套利的原则。二是要实现正利率水平,满足资金保值增值的需求。三是要以完善浮动利率体系作为利率市场化改革的过渡阶段,在条件成熟时,实行贷款利率下限管理模式,允许存款利率下浮,并恢复大额存单业务,实行更加灵活的利率。实行存款利率上限管理。四是要在利率市场化改革的深化阶段全面放开贷款利率、部分放开存款利率。五是要在利率市场化改革的最终阶段全面放开存款利率。

从国际经验和我国实际看,推进我国利率市场化进程,要做好有关配套工作。其中积极推进商业银行经营体制改革是利率市场化改革的重心,逐步完善金融市场是推进利率市场化改革的重要基础,加快国有企业改革是推动利率市场化改革的重要环节,提高金融监管的有效性和调控能力是利率市场化改革的保障。

第六章利率市场化改革中的风险控制之二:金融监管。利率市场化进程中,一方面利率市场化代表了一个国家的金融自由化进程,监管理念与方式也必须进行相应的变革。另一方面,利率市场化之后会出现众多的利率产品,对这些新的利率产品以及原有利率相关产品的利率风险的新表现形式必须进行恰当的监管。巴塞尔委员会的“资本协议”代表了银行监管方式的重大变革:即从传统的合规性监督转向通过资本充足率和其他资产负债比率,对银行面临的各类风险进行“审慎监管”。国际监管领域的发展趋势因此转向了审查银

行的风险管理体系包括风险模型是否合理、完善和有效，是否建立了完善的风险管理政策和程序，是否对风险进行了及时、准确的度量、监测和控制，是否有充足的资本金来抵御银行面临的风险以及是否建立了完善的内控机制。

在“基于风险的审慎监管”的理念下，监管当局应当制定适用于本国情况以定性要求为主的指引，并对必要的具体风险限额规定最低标准，并通过提供适当的激励机制，促使银行建立完善的风险管理制度。金融创新和发展利率衍生工具以有效管理利率风险是利率市场化的自然要求和必然趋势，监管机构在监管方面也必须进行相应的制度创新。

我国监管当局应当对商业银行利率市场化后的利率风险管理体系建设进行监管和指导，包括资产负债管理技术的指引、为商业银行创新丰富管理利率风险的手段提供制度激励、密切关注商业银行债券投资的利率风险等。商业银行也应适应利率市场化要求，构建与国际接轨的利率风险管理体系。在利率市场化改革进程中，还要进一步完善金融机构危机处理法律制度、建立存款保险制度、发挥中央银行在危机处理中的重要作用、建立银行危机处理信息披露制度。从而更好地处理可能出现的银行危机。

第七章利率市场化改革中的风险控制之三：宏观调控。当前我国宏观经济稳定还存在一些隐患。主要表现为经济内在机制失衡；财政失衡风险增加；金融体系存在一定程度的脆弱性；外部不利冲击增多。为此，在推进利率市场化改革进程中，要进一步加强宏观调控。财政控制和财政政策对宏观经济稳定具有重要作用，对我国来说，适度的赤字和债务政策是政府调节经济运行、促进经济发展的必要手段，积极财政政策在今后一个时期还不具备淡出的条件，只能根据经

济运行环境的变化进行适度的调整和转型，重点是调整财政收入与财政支出结构，强化对财政支出的外部监督，同时建立一个真正适合于市场经济的新财政制度框架，完善财税政策，调整外债管理政策。货币政策在熨平经济波动、控制通货膨胀中作用明显，要进一步提高货币政策调控的科学性、前瞻性和有效性，运用多种货币政策工具保持货币信贷总量的适度增长，强化中央银行的“窗口指导”，运用货币政策工具防范和化解系统性金融风险。在开放经济条件下建立更加灵活的、有管理的人民币浮动汇率制，独立的货币政策和稳定的汇率水平对我国宏观经济稳定、利率市场化改革都是至关重要的，除了运用必要的宏观调控手段维护人民币汇率的基本稳定外，还要在扩大资本账户开放的同时保持必要的资本管制。在开放经济中，经济运行总是存在“内部经济平衡”、“外部经济平衡”和“内外经济平衡”问题，因此，既要从短期着手，又要从长期着眼，加强多种宏观调控政策的协调配合，特别是要建立货币政策与财政政策、货币政策与外汇政策间的协调配合机制。

第八章利率市场化的风险控制之四：微观管理。利率的市场化要求企业的市场化，企业必须成为真正的市场主体，即必须具有内部的所有权约束和外部的市场竞争约束，这样企业才能有追求利润最大、成本最小的激励，才能对包括利率在内的市场价格有灵敏的反应；才能根据包括利率变动在内的市场价格变动及时调整自己的生产经营活动，采取有效措施来管理防范利率风险。我国国有企业离建立真正的现代企业制度和完善公司治理结构还有差距，企业的预算约束软化问题仍然没有得到彻底解决，企业利率管理方式（财务管理方式）落后，企业利率风险管理体制（财务管理体制）、成

本管理还存在问题,提高应对市场利率风险的能力需要采取有关对策,但关键是推进国有企业改革,建立现代企业制度。在融资结构上,我国企业普遍面临的一个困境是企业负债率过高,间接融资比重偏大,资本结构不合理,这不但使企业面临经营风险,同时高负债也使企业的利息负担过于沉重,从而增加了企业的利率风险。为此,扩大直接融资的比重,优化企业的资本结构,就成为企业管理利率风险的一个重要条件。增加企业管理利率风险的手段、提高企业管理利率风险的水平,也是防范和控制利率风险的重要方面,企业进行利率风险管理,首先要对市场利率水平的变动作出正确的预测和判断,而在企业筹资、投资过程中,还可以运用远期合约、远期借入与贷出、与银行订立未来利率合约、签订最高利率担保合同、利率购买期权合约、久期(Duration)方法、资产组合方法、风险价值模型(VaR模型)方法等来评价和管理利率风险。

在本文的结束语中,作者试图对稳步推进我国利率市场化改革提出一些建议,同时也对利率市场化的具体步骤提出了一些初步设想。党的十六大报告提出了全面建设小康社会的奋斗目标,作者深信:在我国经济金融改革的进程中,金融组织体系、市场体系、监管体系和调控体系将进一步完善,宏观经济环境将进一步好转,利率市场化改革过程中可能出现的风险将得到有效控制,利率市场化改革将稳步推进。

Abstract

The paper is composed of eight chapters and is structured into four parts: Part One, introductions on related theories and references, including Chapter One, which introduces related theories on the market – based interest rate. Part Two, domestic and overseas' practices and experiences of market – based interest rate reform, including Chapter Two, practices of market – based interest rate reform from a global perspective and Chapter Three, China's practice of market – based interest rate reform. Part Three, also Chapter Four, is on analysis of risks in market – based interest rate reform; Part Four does some researches on risks and risk control issues associated with China's market – based interest rate reform, including Chapter Five, the first aspect of risk control in market – based interest rate reform: taking appropriate order in the reform; Chapter Six, the second aspect of risk control in market – based interest rate reform: financial regulation; Chapter Seven, the third aspect of risk control in market – based interest rate reform: macro management; and Chapter Eight, the fourth aspect of risk control in market – based interest rate reform: micro management. And Part Four, Conclusions.

In Chapter One, theoretical review of the market – based interest rate, the author mainly introduces theoretical researches on interest rate liberalization by domestic and international scholars. Theories on interest rate liberalization dated back to thoughts

of financial repression and financial deepening by Professor McKinnon and Professor Shaw, who pointed out in their books that financial repression is a typical characteristic of the economic development strategies in developing countries and repression on interest rate is an important tool of financial repression. In a financial repression environment, on the one hand, excessively low interest rate represses the public's desire for saving and therefore results in insufficient capital supply. On the other hand, because of restrictions on lending interest rate, borrowers can get loans at very low, even negative interest rate, decreasing the capacity of financial institutions to allocate savings for investment. Professor McKinnon and Professor Shaw suggested taking reform measures on interest rate liberalization in order to enhance financial development. They believe that interest rate liberalization increases the return on savings for domestic private sectors and increases their opportunities to allocate and hold domestic financial assets. The increase on rate of savings enlarges the scale of financial institutions and provides financial support for more capital investors of materials as well. On the contrary, financial restraint theory was raised by Mr. Thomas Hoffman and Mr. Joseph Stiglitz. Mr. Stiglitz believes that financial market may fail due to information asymmetry and other external reasons. A certain level of policy intervention will not only make the market play a better role but also promote the economic efficiency of various sectors. Therefore, he calls for the government to take control on interest rate.

Regarding the order and ways of interest rate liberalization, based on his research, Mr. Mathoyeson pointed out that two steps