

中国 经济学 博士 论 丛

利率自由化 ——并非自由的选择



赵英军 著

ECONOMICS
DOCTOR

ECONOMICS
DOCTOR

ECONOMICS
DOCTOR

ECONOMICS
DOCTOR

ECONOMICS
DOCTOR

中国经济出版社



中国经济学博士论丛

利率自由化：并非自由的选择

赵英军 著

中国经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

利率自由化：并非自由的选择/赵英军著. —北京：中国经济出版社，1999.1

ISBN 7-5017-4282-0

I. 利… II. 赵… III. 利率的自由化-利率知识
IV. F820.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (98) 第 06616 号

利率自由化：并非自由的选择

赵英军 著

*

中国经济出版社出版发行

(北京市百万庄北街 3 号)

邮编：100037

各地新华书店经销

北京通县建新印刷厂印刷

*

开本：850×1168 毫米 1/32 7.875 印张 170 千字

1999 年 1 月第 1 版 1999 年 1 月第 1 次印刷

印数：1500 册

ISBN 7-5017-4282-0/F·3272

定价：16.00 元

导 言

一、本书写作意义与国内外研究现状

在一国经济中，利率政策在实现内外平衡、保证金融资源有效配置、促进经济增长中的作用已被人们广为接受。因而金融当局选择影响经济运行的任何政策，都应以其为中心。

许多国家都曾选择或正在选择限制利率水平的政策，试图借此达到促进经济增长的目的。尤其是在广大发展中国家更为典型。但大量的实践经验证明，该政策的实施大大出乎政策设计者的意料，由此造成的低利率或负利率，由于长期不变，阻碍了金融资源的合理配置，反而损害了正常的经济增长。于是在利率自由化理论和政策推动下，在世界银行、国际货币基金组织等国际机构的积极倡导下，一些国家和地区在近 20 年中纷纷采取了以取消利率上限、取消信贷直接配给为中心的金融自由化政策。这中间既有发达国家，也有发展中国家。许多国家确实达到了改善资源配置效率、促进经济增长的政策设计目的，但是也有许多国家将一段金融混乱的痛苦记忆留给了后人。如果对此加以分析和总结，对于后来选择利率自由化道路的国家无疑具有非常重要的参考意义。

无论从我国经济发展阶段，还是从改革开放建立社会主义

市场经济体制的进程来看，利率自由化对推进两者都将具有非常重要的影响作用。从建立社会主义市场经济体制来看，这将是关键性的改革之一，从实现经济增长方式转变来看，这是保证今后一个较长时期国民经济稳定、高效增长的有力措施。值得指出的是在1997年东南亚金融危机爆发后，国内有少数人对包括利率自由化在内的金融自由化政策提出怀疑。但是从危机爆发后，东南亚各国政府的应对措施来看不但没有重归老路，反而在加快自由化的进程，难道我们不可以得到某种启示吗？

国内外研究文献已有一大批研究金融自由化的成果，主要代表人物有麦金农（R. Mckinnon, 1973, 1991, 1993）、肖（E. Shaw, 1973）、凯普（B. K. Kapur, 1976）、马席森（D. J. Mathieson, 1980）、加尔比斯（V. Galbis, 1977）等，但专门研究利率自由化的成果还不多。绝大多数研究文献都是在研究金融自由化中加入对利率自由化的研究。单就利率自由化成功实施所依赖的约束条件、可选择的道路和绩效，分别有一些专项和案例的研究，较为系统地从三个方面进行深入全面分析，尤其是结合金融理论在不完全信息条件下的最新发展，来对三个方面进行的研究还比较少见，将利率自由化专门同经济增长结合起来进行讨论也是一种新的尝试，虽然已有文献都肯定了利率自由化对实现经济增长的推动作用，但是并没有明确指出管制利率与自由化利率在促进经济增长中的本质区别，因为管制利率并非一定会导致经济增长的低速度，利率自由化也并不一定会带来经济增长速度的加快。在东亚地区，管制利率便曾经与经济高速增长相伴随。

从国内的研究现状来看，虽然就利率自由化（国内一般称为利率市场化，对两者词义的差别见本文下面的分析）问题已有讨论，尤其是党的十四届三中全会《关于建设社会主义市场

经济体制若干问题的决定》颁布后，掀起了一个讨论高潮。1994年，世界银行和国际货币基金组织（IMF）也向我国提出建议：加速利率自由化过程。但就国内现有的研究成果看，尚缺乏对利率自由化国际经验进行系统比较研究的文献，这种现状必然限制我国在利率自由化战略设计中的政策思路。

本书试图在对利率自由化实践的国际经验进行总结比较后，结合金融理论的最新发展，集中分析了三方面的问题：利率自由化影响经济增长的绩效、利率自由化要成功实施须具备的条件、利率放开管制所选择的道路。从市场自由化的实践来看，这三个方面是该政策选择国成败差异的主要原因所在，也是利率自由化风险的主要来源。从理论上来看，在此三方面总结出一些具有普遍性意义的经验教训，是丰富和发展利率自由化理论的主要内容。从现实来看，这对利率自由化推行国的政府控制改革过程的风险具有重要的参考意义。

二、几个概念和关系的讨论

1. 金融自由化与利率自由化

金融自由化，国外普遍的用词是 financial liberalization、financial deregulation，国内一般都译为金融自由化，也有人译为放松管制，其核心含义应该没什么大的区别，即一个国家的金融部门运行主要由政府管制转变为市场力量决定。依具体情况，又可分为两层意思：一是动态意义，也就是指政府逐渐放松其对金融活动直接干预的过程；二是静态意义，指金融活动主要由市场力量自身决定、而非由政府直接干预的一种状态。从其具体内容上来看，可包容许多，如对利率管制的放松、对直接信贷的取消、对准备金率的降低、资本流动的自由进出、汇率

自由决定、金融部门进入的自由化、金融业务的自由选择等等。从现行世界来看，没有哪一个国家的金融体制是完全的自由化状态，各国政府都在通过各种手段影响其国内的金融运行，一些发达国家甚至试图影响国际间的金融活动。所以，所谓金融自由化，只是相对直接金融管制而言的，或者说两者只是不同的管理程度和手段的差异。有人认为，金融自由化其实是对金融活动游戏规则重新修订（Vittas, 1992）。

利率自由化，是指政府取消对金融机构设置的利率限制，使利率水平由市场供求来决定。它也包括动态、静态两种含义，前者是放松利率管制的过程，后者则是一种利率由市场供求力量决定的状况。利率管制是金融管制中最核心的内容之一，它一般与直接信贷联在一起，即价格管制与数量限制来共同使用。可以认为广义的利率自由化应包括直接信贷的取消，所以，利率自由化也必然伴随着数量限制的取消。很大程度上，现在所言的金融自由化，其实主要是指利率自由化，因为象资本流动、金融业进入障碍的降低都只是程度变化，管制不会完全取消（即使在发达国家，对资本的进出，还是有诸多限制，金融机构尤其是银行也并非随便想建立就建立，想撤消就撤消），而利率管制，则可完全取消，信贷资金分配也可完全由金融机构自由决定。所有金融领域内的其他改革，如果按市场经济最典型的资源分配机制是价格机制的原则来分析，都是为形成公平、客观的金融价格——利率（汇率）来服务的。

2. 利率自由化与利率市场化

在国内文献中，对于利率自由化一词，多用利率市场化来代替。从本质涵义上讲，两者应该说没什么区别。但这两个词义如果仔细区分，还是有一点儿小的差别。许多人认为，“自由化”表示一种完全无拘无束的状态，而“市场化”则表明仍有

“规矩”存在，所以用利率市场化一词更合适。其实这完全是一种误解，如果从是否有“规则”存在的角度来区分，“市场化”状态应该比“自由化”状态还要“自由”。因为市场化是从市场角度界定概念，着重强调的是市场力量的作用，而自由化是相对于政府管制而言，其立足点更加注重的是政府对金融活动的管制的放松。“市场化”并不能表明市场力量生成的利率水平就是客观的，反映的就是正常的市场价格。如果市场发育水平不高，“市场化的利率”照样是扭曲的利率。而“自由化”因为是从政府管制放松角度考虑问题，所以更加注重的是降低扭曲程度。当然，两者的区别并非根本，其实表明的是同一过程和状态。问题是如果强调的重点不同，对政策设计的出发点还是有些影响的。所以，我在本书中用利率自由化一词，以表明这是从政府放松管制角度出发来讨论问题。

3. 金融、利率与经济增长

我们讨论金融（利率）自由化的主要目的是想探讨金融部门怎样更好地对经济增长发挥促进作用。这就要涉及到如何在促进经济增长的因素中引入金融因素的问题。^①

在金融发展与经济增长的关系上存在着著名的帕特里克（H. T. Patrick）难题，也就是说孰先孰后的问题，是金融发

^① 本文所指经济增长一词，其意义已等于同经济发展，这也是现代经济学最新的较为普遍的用法，两者意义已非象国内广泛接受的一项金德尔伯格（1983）的区分。对此的中文介绍见薛进军（1993）。

展促进了经济增长，还是反其道而行之 (Patrick, 1966)^①。这一问题至今尚存较大的争论，如著名的 M—M 定理便认为企业的金融结构与实际部门生产决策无关 (Modigliani and Miller, 1958)，斯德罗斯基 (M. Sidrauski, 1967) 提出货币超级中性论，多恩布施 (R. Dornbusch) 和雷诺兹 (A. Reynsos, 1989) 权力维护金融从属论等。但随着统计检验手段的增多和解释力的增加，如格兰杰 (Granger) 因果检验以及对现实直观的经验的不不断总结，越来越多的研究成果已在肯定金融部门发展对经济增长的影响作用，起码许多人持相互影响的观点^②。在金融影响经济增长的分析中，有三种主要机制被予以较多的讨论：一是货币影响经济增长的机制；二是金融结构和金融中介机构影响经济增长的机制；三是信贷机制。

在本世纪 30 年代之前，除了少数经济学家以外（如威克塞尔、熊彼特等）^③，占统治地位的经济学说都认为：实际部门增加产出推动的经济增长带动了金融部门的发展。自从《货币论》和《通论》发表、凯恩斯肯定了货币对投资需求及对国民

① Patrick 用两个概念来形容金融发展与经济发展之间的关系：需求跟进 (demand-following) 指经济发展对金融服务提出需求导致金融机构建立金融新产品出现；供给引导 (Supply-leaging) 是指金融机构的建立、金融工具的创新，引导了实际经济部门对它需求，促进了经济发展。他认为，在经济发展的不同阶段，这两种现象会交替出现。他本人倾向于供给引导即金融发展促进经济增长和经济发展。

② 运用 Granger 因果检验手段，对金融与经济发展之间的因果关系的检验。Gupta 运用 14 个国家和地区的资料，时间从 1959 年—1980 年不等。做过一个实证检验分析，所得的结论是供给引导几乎存在于每个样本国家和地区，而需求跟进也在一些国家同时存在。Woos. Jang (1986) 也做过一个结论大致与上相同的检验。

③ 威克塞尔在其《国民经济学讲义》(1911) 中批评了穆勒 (1900, P14) 的货币机械说，他指出：“对于货币与信用，若能合理地加以利用，则亦颇能促进实物资本的形成和全部生产的增加”，熊彼特 (1936) 则充分肯定了金融（信用）对于创新的关键作用。

收入产出水平的影响作用后，分析货币与经济增长的作用便成为现代经济理论中一个非常重要的课题。这一思想其实也影响了后来名噪一时、以弗里德曼为首的货币主义学派，而且他们将其作用推至了极限，即 $M \uparrow \rightarrow Y \uparrow$ ，认为短期内通过控制货币供给便可达到促进经济增长的目的（长期中，货币主义者认为货币作用是中性的）。托宾（J. Tobin, 1965）将其引入新古典增长模型后，已在一定程度上内生化了货币的作用。对后来在经济增长模型中讨论货币的作用开了先河，如利夫哈瑞（D. Levhari）和帕廷金（D. Patinkin, 1970）、斯德罗斯基（Sidrausky, 1967）等都是托宾讨论方法的基础上对货币在经济增长中的作用在增长模型中进行了进一步的探讨，尽管他们所得结论与托宾相异。

金融结构派在本世纪 50 年代、60 年代初的兴起，为人们从更为广阔的角度上来认识金融对经济增长的作用拓宽了思路。该学派的早期主要代表人物有格利和肖（Gurley 和 Shaw, 1955, 1960），肖（1973）、哥德斯密斯（Goldsmith, 1969）等。该派从金融体系结构和金融中介机构在分配资源提供服务中的作用来讨论金融发展与经济增长之间的关系，明确肯定了金融发展对经济增长的促进作用，金融自由化学派深受这一学派理论的影响，甚至可以认为是该学派理论的一个发展和分支。近期已有一批新的研究成果，尤其是从实证的角度，对结构学派以及金融自由化学派（以麦金农（1973）和肖（1973）为代表）的理论，进行了较为全面的检验，并提出了有力的支持。如金（R. King）和利文（R. Levine）（1993a, b, C）、让比尼（N. Roubini）和萨拉-依-马丁（X. Sala-i-Martin）（1992, 1995）等。

对金融部门作用从理论上给予充分支持，并使其合理地成

为促进经济增长的内生要素还要归功于信息不完全理论（信息不对称理论）和内生经济增长理论的兴起。在阿罗—德布鲁世界中，金融中介机构并没有存在的必要和价值。而随着“信息不对称”这一更切实际的假设前提的引入，劣质品问题（lemons problems）便为经济分析开辟了一个新的天地，也为金融中介机构的存在找到了充分的经济理由。

这一问题最早由阿可劳夫（G. Akerlof, 1969）在普通商品（旧车市场）市场中提出。之后，人们将其引入金融领域的研究^①证明了金融中介机构在信息不对称条件下可发挥市场不能替代（或即使能替代也是高成本替代）的作用，它们的存在可降低“监督成本（Diamond, 1984），减少信息收集成本（Fama, 1985；Greenwood 和 Fovanovic, 1990），提高选择投资项目的质量，减少“劣质品”问题出现的可能性（Boyd 和 Prescott, 1986），减少企业非生产性资源的占用（相对增加了生产性资源的投入）Bencivenga 和 Smith, 1991），促进创新活动（King 和 Levine, 1993C）等，这就意味着金融中介机构可达到减少中介成本，促证更多资源被投于实际部门的目的。能将金融因素完全包容进经济增长因素的分析，是在新经济增长理论兴起之后（Romer, 1986, 1990；Lucas, 1988）^②，通过内生产经济增长模型的原理，金融因素被合理地纳入其中。

信贷机制对经济增长的影响是最早被注意到的，这一机制在凯恩斯肯定货币作用后被冷落。但近些年已有人重新将其提起，并在新的信息不对称假设下进行讨论，如伯纳克（Ben.

① 最先在保险市场分析中引入。之后由 Jaffee 和 Russell (1976)、Stiglitz 和 Weiss (1983) 引入到信贷市场。

② 对新经济增长理论的中文介绍，可参见邹刚 (1996)。

Bernank, 1983), 伯纳克和格特勒 (M. Gertler, 1987, 1990) 等。

三种机制都要借助利率来发挥他们的作用, 那么利率又是借助什么机制来影响经济增长的呢? 利率一般通过两种机制对经济增长产生影响: 一是对储蓄和投资的刺激; 二是对金融机构资产组合的影响, 从而影响货币供应量和信贷资金的供应。前者对经济增长的影响早已被注意和观察过, 后者则是在罗沙 (Roosa, 1951) 指出后才被人们注意到。在经济增长模型中, 利率的作用也被讨论过, 如在哈罗德经济增长模型中 (哈罗德, 1970)。但在新古典经济增长模型中, 利率对经济增长的作用只局限于由非均衡增长到均衡增长的过渡路径中, 一旦达到均衡状况, 所有金融因素都被排除在外 (索洛, 1970)。而在新经济增长模型中, 利率的作用则被充分肯定和包容了。

三、本书的论述层次安排

本书并未打算对利率自由化的全过程提出一个总的描述和总结, 只是侧重分析三个方面: 绩效、条件和道路。

在理论分析中, 作者想证明, 利率自由化的主要作用在于它可促进国民经济的稳定、高效的生长。利率管制并不一定会损害经济增长的量的速度, 其对经济增长的损害主要体现于效率方面, 因为管制利率仍可以与高速度的经济增长相容, 只有当利率管制造成了深度负利率而且发展至深度金融压抑之时, 才会损害经济增长的速度, 在浅度负利率下, 这种损害在量上表现得的并不明显。利率管制 (不管深度、浅度) 由于造成了资源配置扭曲, 损害了经济增长的质量, 才是问题的关键。利率自由化主要通过对金融资源的合理配置 (带动整个经济资源

的合理配置)达到促进经济增长的目的。在对利率自由化实践经验和实证检验的总结中,本书想指明利率自由化确实可达到上述理论模型所推论的结果,但对管制利率也并非简单一放了之。要成功推进利率自由化,降低利率自由化过程中的风险,必须创造合适的条件和选择好实施道路。全书共分8章:(一)利率自由化与经济增长;(二)利率自由化实践经验与教训;(三)利率自由化的绩效分析;(四)利率自由化的条件分析(I):微观主体行为分析;(五)利率自由化条件分析(II):宏观经济稳定的必要性分析;(六)利率自由化条件分析(III):市场制度建设分析;(七)利率自由化道路的选择;(八)中国利率自由化的前瞻。

本书力图在如下方面作出有新意的论述:

1. 明确提出了利率自由化的作用在于可促进国民经济稳定、高效的生长,而非高速增长。
2. 对利率自由化的国际经验进行了较为全面的总结。
3. 从微观行为主体的角度分析了他们行为对利率自由化的影响,其中将净资产规模和债权、股权比例作为影响企业行为的重要因素引入对利率水平决定的分析是一种新的尝试。
4. 在肯定宏观经济稳定对利率自由化作用的机制分析中,引入了宏观因素通过企业影响市场利率的机制。
5. 在道路选择分析中,首次引入选择路径的分析,并将其与金融市场培育模式联系起来。
6. 对中国利率自由化道路选择提出比较系统的分析。

第一章 利率自由化与经济增长

自由利率论，或曰由市场供求力量来决定利率水平，不是由政府或其他非经济力量干预市场客观利率水平的想法，并非出自当代，在古典经济学诞生早期即有此思想，如配第、洛克、诺思即主张自由利率论^①。近代经济学理论，尤其是凯恩斯理论兴起后，由政府对于利率设置高限，防止高利率打击投资影响增长，成了利率政策的主要工具。本世纪70年代之后，麦金农和肖有关金融自由化理论著作的发表，再加上世界银行、IMF的推波助澜，在发展中国家掀起了一场较广泛的利率自由化运动。利率管制与利率自由化政策的推行，主要是想以此来达到推进经济增长的目的，两者在达到这一目的方面究竟有哪些区别呢？本章想从理论方面与实证对比中分析这一问题，主要是想说明利率自由化如何来达到促进经济增长的目的。

^① 配第认为自然利率（“它至少要等于用借到的货币所能买到的土地所产生的地租。”）的高低决定于一国货币量的多寡。

洛克在《论降低利息和提高货币价值的后果》中，将利率分为人为决定的法定利率与自然利率，认为后者才是符合经济规律的利率，政府对此不应加以限制。（P30--31页）

诺思在《贸易论》中，依照其对利率由借贷资本供求决定的解释，认为国家不宜对利率加以限制，而应听任市场自由决定。他说：“最好是让借贷双方按照他们的实际情况自行订立契经而不加以限制。……限制也是收不到效果的。因为要是借款的人多于放债的人，人们就会秘密来规避法律；而对这点，法律是无从防止的。（P19--20页）

第一节 利率管制与经济增长

对经济活动进行管制的历史已经很久远了，但对利率、对金融部门的管制在整个经济部门中最具代表性，历史也最为悠久。历史上的某些阶段对利率设置上限和对信贷由政府直接配给也许起到过积极作用，但从近 30 年国际经济发展的情况来看，如果实际利率水平过低，甚至长期为负的情况下，该项政策并不能达到其政策设计者所期望达到的理想目标。

一、设置利率上限的理论分析

设置利率上限，从理论上分析大致可分为两类，一种是由政府主动设置；另一种是在无政府管制情况下，由于市场自身的不完善（主要是信息不完全），经济行为人主动设置利率上限。关于后者，我们将在后面详细分析。本章所指设置利率上限只指前者。

设置利率上限主要有如下一些解释：

1. 降低投资成本论

这是从促进经济增长角度提出的最充分的理由。主要的代表人物现在一般归于凯恩斯。他在《通论》（1936，P302）中指出，因为利率不会自动调整到适合社会利益的水平，而且常有趋高之势，所以应被设置高限，原因是高利率会打击投资，导致投资需求不足。

2. 维持金融体系稳定论

如果不对利率水平实施限制，银行间的竞争将会造成银行盈利水平下降，危及金融稳定，所以，为了稳定金融体系，需要对利率、尤其是对存款利率实施限制。

3. 保护弱者论

这一理由有着较深刻的社会历史渊源。由于自古以来高利贷经营者对中小弱者实施盘剥，所以，反高利贷法便成为保护中小投资者利益的重要手段。

4. 防止通货膨胀论

有人从供给角度分析认为，高利率由于增加借款人的成本支出，被认为具有成本推动通货膨胀的倾向，故需对利率水平加以限制，以达到控制物价水平上升的目的。

5. 政府谋利论

许多人从政府作为利益主体的角度来探讨设置利率上限的原因。如果允许利率自由浮动，政府为了筹措资金将不得不按市场利率来发行债券，这自然增加了政府借款的利息支出，所以，要对利率水平进行限制。另外，还有人认为，政府实施以设置利率上限、对信贷实行配给为核心的金融压抑，目的是为了取得更多的“铸币税”（Roubini 和 Sala-i-martin, 1995）。其逻辑是，如果允许利率自由波动、各种金融资产充分流动，必然带来社会上非货币类资产的整体流动性增强，那么人们持有货币的动机将会降低，对货币的需求便会减少，政府获得的铸币收入自然也就大受影响。经济发展水平越低，政府正常税收越少的国家，采用这一政策的动机越强烈。

6. 增加社会利益论

社会利益论是从市场失灵论中演化出的解释。他们着重于管制成本与收益的分析。该种解释的逻辑如下：管制是有利于全社会的，而管制成本则由社会极小部分人来承担。如设置利率上限便是一个获益人数大大超过承担管制成本集团、或者说管制收益大大超过管制成本的例子。规定利率上限，银行放弃了高风险的贷款和证券投资，可使社会受益；而存款利率设置上限，降低了社会筹资成本，可使贷款利率降低，而存款人损

失相对这一收益讲是微不足道的。

关于管制利率的理论解释还有许多，上述我们只是总结了一些有代表意义的说法。

二、利率管制、金融压抑与经济增长

1. 概念区分

确切讲来，利率管制并非完全等同于金融压抑。

利率管制是指政府对利率水平的变化设置一个高限（一般对存款）和低限（一般对贷款），或一个基准利率，可以允许利率在一定幅度内浮动，也可以不允许浮动。

金融压抑的意义要广泛得多。自从麦金农提出这一概念之后，其意义已被扩充了许多（Fry, 1988; Mckinnon, 1991, 1993），但其核心内容仍是：假如实际利率水平太低（多数为负值），将会造成储蓄水平过低、投资不足，从而导致经济增长缓慢。这一点也被许多人视为金融压抑的代表意义。导致实际利率水平过低的一个主要原因是由于政府管制利率水平，而通货膨胀率水平又没有得到有效控制。按照实际利率值的大小，可以将其分为温和金融压抑和深度金融压抑（世界银行，1993）。

在市场机制作用正常情况下，金融压抑必然由政府直接或间接管制利率而引起，但管制利率并不一定导致金融压抑。这主要依赖于政府管制利率的管理方法而定。一般说来，对于名义利率的管制可有两种管理方法，一种是弹性管理方法，即政府尽量设法将名义利率制订接近市场利率；另一种是僵硬管理，即完全忽视资金市场供求情况，以致出现管制利率与市场利率之间存在过大差距，造成实际利率长期为负，这时我们将认为存在利率压抑或金融压抑。或者近似地称前者为温和金融压抑，后者是深度金融压抑。

从亚洲一些国家和地区的情况来看，如日本、台湾、马来