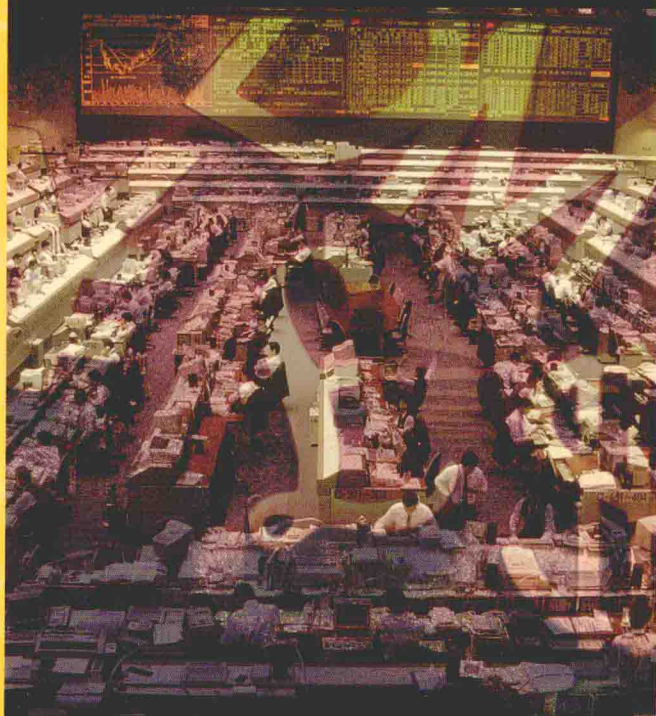


JINRONG GAIGE YU JIZHUN LILYU
LILYU SHICHANGHUA YU SHIBOR YANJIU

金融改革与 基准利率

——利率市场化与Shibor研究

时光 著



民族出版社

JINRONG GAIG
LILYU SHICHANGH

金融改革与 基准利率

——利率市场化与Shibor研究

时光 著

民族出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融改革与基准利率:利率市场化与 Shibor 研究/时光著.
—北京:民族出版社,2013.10

ISBN 978-7-105-12948-5

I. ①金… II. ①时… III. ①利率市场化—研究—
中国 IV. ①F832.22

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 244815 号

策划编辑:虞农 康厚桥

责任编辑:康厚桥

出版发行:民族出版社出版发行

地 址:北京市和平里北街 14 号

邮 编:100013

网 址:<http://www.e56.com.cn>

印 刷:北京市彩云龙印刷有限公司

经 销:各地新华书店经销

版 次:2013 年 10 月第 1 版 2013 年 10 月北京第 1 次印刷

开 本:880 毫米×1230 毫米 1/32 字数:180 千字

印 张:8.75

定 价:28.00 元

ISBN 978-7-105-12948-5/F·363(汉 301)

该书如有印装质量问题,请与本社发行部联系退换

汉文编辑一室电话:010-64271909

发行部电话:010-64224782

目 录

第一章 研究文献回顾	1
一、国外研究文献综述	1
二、国内研究文献综述	37
三、已有研究文献的评述	55
第二章 利率市场化	67
一、利率市场化概说	67
二、利率市场化改革的国际实践	76
三、我国的利率市场化	101
第三章 基准利率	127
一、利率及利率体系	127
二、基准利率的定义	129
三、基准利率的特性	133
四、典型的基准利率样本	142
五、典型基准利率的共同特点	151
六、基准利率的意义	154

第四章 我国的基准利率	160
一、我国货币市场的发展	160
二、我国基准利率的选择	180
三、Shibor 的运行机制	193
 第五章 Shibor 有效性的检验	 200
一、Shibor 的市场性	200
二、Shibor 的基础性	207
三、Shibor 的传导性	219
四、Shibor 的稳定性	228
五、Shibor 的可控性	235
 第六章 问题与对策	 239
一、Shibor 存在的问题	239
二、产生问题的原因	248
三、完善 Shibor 的对策建议	253
 索 引	 263

第一章

研究文献回顾

一、国外研究文献综述

西方利率理论与其市场经济理论一样，都是建立在功能完善、效率很高的商品市场和资本市场基础之上的，它们都隐含着诸多的假设条件，利率理论的演变过程一般都与发达国家的利率市场化过程密切相关，并且成为其实践所遵循的理论依据。

（一）利率决定理论

利率决定是现代经济学必然要讨论的理论课题之一，利率水平由哪些因素决定，通过何种渠道决定，以及决定的程度和广度等基本问题是经济学家必须回答的问题。在利率决定理论的发展历程中，主要经历了古典利率决定理论、凯恩斯利率决定理论、可贷资金利率决定理论、新古典综合派的IS-LM理论等阶段。这些理论的基本观点如下：利率决定于

储蓄与投资、利率决定于货币供求、利率决定于产品市场和货币市场等。

1. 马克思的利率决定理论

马克思的利率决定理论是建立在他的政治经济学框架之上的，并以资本家之间分割剩余价值作为研究的起点。他认为剩余价值的最终转化形式是利润，产业资本家、商业资本家、借贷资本家对这部分利润进行瓜分，其中借贷资本家所得到的利润便形成利息。资本所有权与资本使用权的分离是利息产生的经济基础，利息是与借贷货币资本相联系的一个范畴。由于借贷资本家拥有货币资本的所有权，但他自己并不进行生产投资，而是通过借贷把货币资本的使用权转让给职能资本家使用。职能资本家获得货币资本的使用权后将其投入生产活动，获取利润之后便把一部分利润支付给借贷资本家作为利息。所以利息是使用货币资本的代价，是剩余价值或利润的一部分，利息与借出资本的比值即为利率。

鉴于利息是利润的一部分，因而利率在总量上受到利润的制约，利率的大小取决于利润总量的大小，利率变化的区间一般介于零与利润率之间。而在大于零与小于利润率之间的范围内，利率则是由货币资本的供给与需求决定的。货币资本的供给量越大，利率就越低；货币资本的供给量越小，利率就越高。相反，货币资本的需求量越大，利率就越高；货币资本的需求量越小，利率就越低。

2. 古典利率决定理论

古典经济学通常是指凯恩斯理论出现以前的经济思想主流学派，由亚当·斯密在 1776 年开创，主要追随者包括大

卫·李嘉图、托马斯·马尔萨斯和约翰·穆勒。一般说来，该学派相信经济规律（特别如个人利益、竞争）决定着价格和要素报酬，并且相信价格体系是最好的资源配置办法。古典学派的利率决定理论也称真实利率理论（real interest rate theory），从17世纪古典经济学家对利息进行系统研究开始，直至20世纪30年代，真实利率理论在利率研究领域一直居于统治地位。经过几代经济学家的研究和探索，真实利率理论不断得到丰富和发展，其学派成为30年代以前利息率研究史上最富有成果、内涵最广泛、影响最深刻的利率理论学派。这个学派的理论家均赞同利率的确定取决于储蓄、投资等实物因素而非货币量等因素。古典利率决定理论提出市场决定利率，自然利率是法定利率和货币利率的基础，货币利率围绕自然利率波动。这些研究奠定了基准利率形成和作用机制的早期思想。

最早的利率理论是由威廉·配第和约翰·洛克等提出的，在他们的货币利率理论中已经蕴含了利率由市场决定的思想。配第认为利率只是一种资本的报酬，类似于地租是土地使用的报酬。在存在风险的情况下，利率由社会上货币的供求状况以及人们的习惯所决定。洛克认为经济生活中存在两类利率，一类是法定利率，由国家法律规定；一类是自然利率，是一国货币、贸易和债务所决定的货币的自然价值。自然利率由市场决定，自然利率应是法定利率的基础。由此看出，早期的利率决定理论肯定了供求关系在利率决定中的作用，强调由市场来决定利率，主张利率的市场化。

庞巴维克的时差论与迂回生产理论认为，只有当需求和

供给同时存在时，利息才能够产生。庞巴维克根据人们对商品持有时间的差异，将商品分为“现在的物品”与“未来的物品”，“现在的物品通常比同一种类和同一数量的未来的物品更有价值”，这被庞巴维克称之为他“要提出的利息理论的要点和中心”。他认为，从需求角度讲，“现在的物品通常比同一种类和同一数量的未来的物品更有价值”，“一笔信贷无非是现在物品对未来物品的一个实际而真正的交换”，因而“利息是由现在物品和未来物品之间价值上的差别所产生的”。从供给角度讲，利息主要来源于“迂回生产”，也就是在生产出消费品以前，先生产出工具、设备和原料等中间产品，然后才生产消费品，利息正是产生于这种时间的间隔。由此，庞巴维克得出利率决定的三个因素：国家维持基金的总量和这种基金所赡养的工人人数、生产期延长的生产力程度。如果国家维持基金越缺乏，需要雇佣的工人人数越多，生产期进一步延长所得的剩余收益越高，则利率也应越高，即储蓄和投资的均衡决定借贷活动的利率水平。

马歇尔在 1890 年出版的《经济学原理》中建立了一个以价格理论为中心，以边际分析和局部均衡分析为主要研究方法的经济学体系，从而完成了西方经济学从古典的“斯密—李嘉图—穆勒”模式向新古典的模式转变。马歇尔的利率理论就是其均衡价格理论的一部分，他是古典利率决定理论集大成者，提出的等待说与资本收益说说明了古典利率决定理论的核心定价机制：利率由投资和储蓄的均衡决定，利率是商品市场的一般均衡指标。同时，利率的变动又影响投资和储蓄。马歇尔从资本的供给和需求角度对利率的决定因素进

行了分析，他认为，利率由资本的供给和需求所决定，而资本的供给来源于人们愿意放弃当前资本消费而等待未来更高的收益，资本的需求则取决于资本的边际生产力，这两种决定力量的均衡就决定了利率水平，利息就是人们等待的报酬。马歇尔同时认为，决定资本需求的因素是资本的生产力，即“借款人所愿付的利率，是他使用资本的预期收益的尺度”。企业家为了获得利润的极大化，其对资本的需求要达到资本的边际收益与利率相等为止，资本的需求因此是利率的递减函数。马歇尔把“等待”作为支配资本供给的因素，它包含积累财富、积累资本，为资本的供给提供来源的意思。这种性质的等待，被马歇尔称之为储蓄，它是利率的递增函数。

作为瑞典学派的创始人之一，维克赛尔在利率决定领域的研究集中体现在 1898 年出版的《利息与价格》与 1906 年出版的《国民经济学讲义》中，在这两本书中，他提出了著名的自然利率学说。维克赛尔的自然利率学说从利率与物价的角度对均衡利率进行了研究。他把利率区分为货币利率和自然利率，提出自然利率是取决于资本边际生产率、工资和租金水平的真实利率，认为资本供给和需求相等、储蓄和投资相等时的利率就是自然利率。“自然利率是对物价完全保持中立，既不使物价上涨，也不使物价下落的利率；它与不用货币交易而以自然形态的实物资本来进行借贷时为其需求与供给所决定的利率恰恰相等。”也就是说，自然利率相当于资本（或投资）的预期收益率，也是保持适度投资规模的利率。货币利率则是取决于货币当局货币供应量的市场利率，即银行贷款利率。货币利率围绕自然利率波动，自然利率决定货

币利率。当货币利率低于自然利率时，价格上涨，而且是累积性上涨；当货币利率高于自然利率时，价格下跌，而且是累积性下跌。维克赛尔进一步指出，若货币利率与自然利率一致，投资就既不会使物价上升，也不会使物价下跌，货币就是中性的。但是货币利率常常与自然利率背离，要保持经济均衡，就必须实现货币利率与自然利率的一致。显然自然利率就是维克赛尔设想的标准利率。

费雪关于利率决定理论的研究与庞巴维克有相似之处，他提出的时间偏好与投资机会计认为，利息产生于现在物品与将来物品交换的贴水，也就是由社会公众对现在物品的时间偏好和投资机会共同决定的。社会上会有人偏好现在的物品，愿意支付未来贴水而换取当前的消费；也有人也可能偏好未来物品而让渡一部分现在物品，愿意放弃当前的消费而换取较多的未来贴水。这就需要利息作为补贴或报酬，因为现在物品的未来收入高于将来的物品。同时，也有人愿意支付利息，从而以较多的未来收入换取较少的现在收入。利息便是在这种供给和需求中产生的，而其决定因素则是企业家对于投资机会的一致选择。费雪进一步说明，投资者按照不同的投资机会，进行收入流量最大、时间形态最好的投资安排，以使其投资的收益最高。资本的需求和投资的继续将进行到利润率与利率相等为止。资本的供给则为公众的时间偏好决定。资本供给与资本需求的相等，决定社会的利率水平。这就是说，利率决定于社会公众的时间偏好和企业家对投资机会选择的一致。费雪最先开展对实际利率和名义利率的研究。

3. 凯恩斯流动偏好利率理论

20 世纪 30 年代爆发的世界性经济危机撼动了古典经济学的基石，同时也使以利率的自动调节为核心的古典利率理论遭到了前所未有的挑战。凯恩斯认为，古典学派的储蓄—投资理论过分强调实物因素的作用，并且古典学派所强调的当储蓄与投资相等时才会出现均衡利率的假说犯了循环推理的错误，因为储蓄与投资本身就要受到利率的影响。凯恩斯通过对货币市场流动性的分析，提出了他的流动性偏好理论。该理论放弃了“利息是节欲或期待的报酬”（即利息是人们延迟消费获得的补偿）这一古典的利率命题，认为利率是放弃货币、牺牲流动性所获得的补偿。凯恩斯相信利率决定理论的探讨应该属于货币经济范畴，利率是纯粹的货币现象，完全由货币供求决定。

凯恩斯的流动性偏好理论建立在两个基本假设之上：（1）人们具有流动性偏好，只是因为人们具有交易动机、预防动机和投机动机；（2）假定货币供给量是一个外生变量，由货币当局所控制。

首先，凯恩斯定义货币是流动性最强的资产，它的最大特点是具有使用上的灵活性，能在基本不受损失的情况下迅速变现。流动性偏好是人们愿意以货币形式保留一部分财富的心理动机，人们放弃持有现金货币（即放弃流动性偏好）并借与他人而获得利息，故利率是一种纯粹的货币现象，它是人们在一定时期内放弃这种流动性偏好的报酬。因此，利率受心理规律即流动性偏好规律的支配：人们在心理上有保存现金的偏好，要他们放弃这种偏好而把现金贷给别人，就

必须支付利息，以弥补其放弃流动性偏好所作出的牺牲。

进而，凯恩斯认为，利率不是在商品市场由储蓄和投资所决定的，而是主要取决于货币数量与人们对货币的偏好程度，即是在货币市场上由货币的供应和需求的均衡点决定的。货币的供给由货币数量决定，是一个由中央银行操纵控制的外生变量，可表示为 $M_s = M$ ；货币需求则取决于人们心理上的流动性偏好，流动性偏好决定于人们的三个心理动机：用于日常生活的交易性动机、用于防范未来风险的预防性动机和用于取得收益的投机性动机。交易动机和预防动机所保有的货币数量与利率没有直接的关系，而与货币收入维持着稳定的比例关系，其货币需求为收入 Y 的递增函数，记为 $M_1 = L_1(Y)$ ；而投机性动机的货币需求则为利率 r 的递减函数，记为 $M_2 = L_2(r)$ ，与利率则保持着反比关系。货币市场总需求 M_d 由交易性货币需求、预防性货币需求和投机性货币需求相加而得，可表示为： $M_d = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r) = L(Y, r)$ 。

已知货币需求曲线 $L = L_1(Y) + L_2(r)$ 和货币供应曲线 $M_s = M$ 后，当 $M_s = M_d$ 时候，货币供应和需求决定了均衡利率。设货币供应量为 M ，货币需求量为 L ，则利率的决定由下式表示： $M = L = L_1(Y) + L_2(r)$ 。利率决定于 L 和 M 的均衡点：当货币供应固定不变时，利率高低就取决于货币需求，即如果由于人们的消费和支出增加导致货币需求增加，会使得货币需求曲线向右上方移动，则利率上升，反之则下降；而当货币需求不变时，利率高低就取决于货币供应量，即如果货币供应量增加，利率会由于市场宽松的流动性而下

降，货币供应量减少，利率则上升。同时，伴随着货币供应量和收入的提高，人们会产生通货膨胀预期，这也会在客观上推升利率。因此，均衡利率取决于货币供应量、人们的收入效应以及通货膨胀预期三者之间的共同作用。

凯恩斯的利率传导机制是通过以下途径发挥作用的：货币供应量 M_s 的增减引起货币供求关系的变化，从而导致利率水平 r 的变化，而利率的变化又带动投资 I 的增减，从而影响经济产出水平 Y 和物价水平 P 。凯恩斯认为利率不会自动调整到充分就业水平，反而总有趋高的倾向，所以需要货币当局调控。因此，凯恩斯主张在萧条时期实行扩张性货币政策，使利率降低，刺激投资，增加产出，从而实现充分就业。

凯恩斯的流动偏好利率理论第一次使利率具有了货币政策的含义，使其进入了央行调控目标的体系当中，为基准利率的可控性提供了理论的基础。凯恩斯还指出，当利率降至非常低的水平，利率不能够随货币数量的增加而无限制的降低，人们都会预期利率上升，从而都持有货币，使得流动性偏好可能变成绝对，即存在所谓流动性陷阱，也即利率在较低水平向下具有黏性，此时货币政策无效。

凯恩斯理论的最大缺陷在于仅仅将利率作为了一种货币现象，忽视了实物的因素。当经济运行过程中储蓄与投资不相等时，利率同样无法达到均衡水平。这正如美国一位著名经济学家所说，“凯恩斯对于古典利率循环推理的批判同样适用于他自己”。

4. 新古典可贷资金利率理论

新古典可贷资金利率理论产生于 20 世纪 30 年代，是由

罗伯森、俄林、霍特里等人在古典学派利率决定理论的基础上，基于债券市场供求提出的。这一理论是在古典利率理论的基础上，综合考虑货币因素，承认了货币的非中性，并强调了其在利率决定中的重要作用，提出利率由可贷资金的供求关系所决定的新理论。它将实物因素和货币因素都纳入到了利率决定理论当中，同时克服了古典学派和凯恩斯主义分别只关注实物因素和货币因素的缺点，认为利率不是由实物资本决定，也不纯粹由货币供求决定，而是由可贷资金的供给与需求的均衡点决定的。

可贷资金利率理论认为，利率是使用借贷资金的代价，影响借贷资金供求水平的因素就是利率变动的原因，利率由可贷资金的供给和需求同时决定。经济运行过程中的可贷资金的供给主要来源于储蓄和银行新创造的货币；而可贷资金的需求则包括投资和窖藏货币两部分。在这一理论看来，对可贷资金的供求分析无异于对债券市场供求的分析，对债券的供求进行分析就可以延展到资金供求的层面上。首先如果债券价格越高则需求量越少，使得债券需求曲线 BD 向上方倾斜，即利率越高时债券价格越低，需求数量越多；其次债券价格越高则供给量越多，使得债券供给曲线 BS 向下方倾斜，即利率高时债券价格越低，供给数量减少。在给定价格水平上，债券的购买数量等于出售数量，也就是需求数量等于供给数量时债券市场达到了均衡，用公式表示为 $BD = BS$ 。为此，该理论梳理了影响均衡利率变动的不同因素：（1）债券需求曲线的移动——主要有财富、债券的预期回报率、债券的风险、债券的流动性（均是针对可替代资产而言）四大

类；（2）债券供给曲线的移动——主要有不同投资机会获利的预期、预期通货膨胀率、政府采购支出活动三大类。不同的实体因素的变化，会分别造成债券需求曲线与供给曲线的移动，继而造成利率的变化。

在可贷资金利率理论看来，在可贷资金的供给和需求中，除中央银行的货币发行属于外生变量外，其他变量都要受利率的影响。尽管从局部看，储蓄并不一定等于投资，因为储蓄者可能窖藏一部分货币而不出借，借款者也可能窖藏一部分货币而不投资，但是因为窖藏货币必须放弃利息收入，所以利率越高，窖藏的货币就越少；反之，利率越低，窖藏的货币就越多。同时，商业银行可创造信用货币，这种信用货币也随利率的高低而扩大或缩小，而投资与窖藏则与利率呈反方向变动：利率越高，投资与窖藏越少；反之，利率越低，投资与窖藏越多。由此可以得出，借贷资金的供给与利率成正函数关系，而借贷资金的需求则与利率成反函数关系。

可贷资金利率理论认为，储蓄、投资和利率之间的变动调整是自动的，不需要货币当局的干涉，因此应当由市场上的储蓄、投资等实际变量决定市场利率，再由市场利率的自由波动调整整个经济的生产和投资，实现经济的均衡。这一理论所提出的模型也更加符合当代金融市场的运行规律，实质上为揭示基准利率的作用机制奠定了基础，也使得货币政策在执行过程中对于利率的调控有了更加切实可行的理论依据。

但是，可贷资金利率理论与其之前的利率理论一样，都没有能够解决利率和收入之间的循环决定的问题：一方面，

利率会通过投资和储蓄影响人们的收入水平；另一方面，收入变动会使得人们的交易需求和预防需求发生变动，从而间接影响利率的水平。利率和收入之间的双向决定问题给利率决定理论的研究带来了巨大的困难。直到 1937 年约翰·希克斯在其《凯恩斯先生与“古典学派”——一个受启发的解释》中提出了著名的 IS-LM 曲线，才解决了这一难题。

5. 一般均衡的利率决定理论

古典利率决定理论和凯恩斯流动性偏好利率理论分别从实物因素和货币因素来说明利率的决定，可贷资金利率理论则试图把两者结合起来。但英国著名经济学家希克斯和美国经济学家阿尔文·汉森认为，凯恩斯利率理论和可贷资金利率理论都是采用局部均衡的分析方法探讨利率决定的问题，其实他们分别研究的是货币市场均衡状态下的货币利率的决定和商品市场均衡状态下的实物利率的决定，而没有研究商品市场和货币市场同时实现均衡时利率的决定，因此两种理论都具有片面性。而且包括古典利率理论在内的这三种理论还有一个共同的缺陷，就是都忽略了收入对利率的影响。事实上，利率水平在作为一个宏观经济指标的时候是很难用静态的方法分析的，必须加入收入这一因素动态地进行分析，不论是凯恩斯利率理论的货币需求，还是可贷资金利率理论的可贷资金供给和古典利率理论的储蓄，都是随着收入的变动而变动的。因此，若不考虑收入的因素，均衡利率水平是无法确定和保持的。而收入又恰好能够由货币市场和商品市场的供给与需求反映出来，因而可以将二者结合起来，共同决定利率水平。希克斯和汉森一方面看到了古典利率理论、