



您的位置：首页 - 最新观点

易宪容：利率市场化下的金融生态(11月24日)

文章作者：

“利率”作为市场中资金的价格，一般来说，人们会认为它是由市场的资金供求关系来决定的。因此，利率市场化一般都会理解为存贷款利率由各商业银行根据资金市场的供求关系来调节，最终形成以中央银行基准利率为引导，以同业拆借利率为金融市场基准利率，各种利率保持合理利差和分层有效传导的利率体系。或者说，利率市场化就是金融市场利率水平由市场资金供求关系来决定，它包括了利率决定、利率传导、利率结构、利率管理等多方面的市场化。

根据这样一个界定，利率具有其多样性与复杂性。利率的多样性是指在同一个市场中或不同的市场中，由于融资活动的风险度不同、交易费用的差别，从而使用资金的价格不同，利率水平也就是千差万别。利率的复杂性是指衍生于融资活动及融资人差别性及对风险认知的多样性，从而需要一个多样化的利率体系来安排不同的利率水平。

在中国，改革开放20多年，利率市场化之路也在一步一步的迈进，特别是近几年来取得相当大的进展，但今后仍有很多路要走。到目前为止，除了非正规金融中的利率市场化十分普遍外，在正式的金融体系中，国债市场、金融债券市场、企业债券市场、银行同业拆借市场、外币市场利率等基本上是市场化了。银行的贷款利率也准市场化了，而管制的利率只剩下银行存款利率了。正是针对目前国内金融市场复杂的利率体系，最近，周小川行长提出了一个利率市场化的金融生态问题。也就是说，中国的利率市场化存在于中国金融生态的改进过程中。

他认为，金融生态就是指微观层面的金融环境，包括法律、社会信用体系、会计与审计准则、中介服务体系、企业改革的进展及银企关系等方面的内容。

对于周小川关于金融生态的提法，我十分首肯。20多年来，为什么金融改革进展如此缓慢？金融瓶颈如此严重？看看巨大的不良贷款积聚在国有银行，看看企业贷款对利率的不敏感，看看政府对银行信贷的介入，看看持续低迷的国内股市，看看有十几万亿民众储蓄找不到合适的投资渠道，看看目前的近千亿元资金在银行体系外循环... 就应该从中知晓目前国内金融生态的恶劣。因此，我同意金融生态的改善是目前国内利率市场化的前提条件。但是，我不同意把金融生态局限在如此狭小的范围内。

在我看来，金融生态应该包括整个金融市场得以生成的环境。一般来说，在现代市场经济中，由于交易费用的存在、由于合约的不完全性，政府可以通过提供市场的制度规则来形成和保护私人产权、来有效地执行合约、形成对掠夺个人权利的约束，从而促进市场经济的繁荣。因为，只有政府能够保护个人的资财不受他人或政府掠夺时，才有真正意义上的个人财产。一个社会只有能够保护和清楚界定个人权利时，人们才有动机去进行生产、投资和从事互利的各种交易，社会经济才得以繁荣。

同时，一个经济繁荣的市场不存在任何对个人财产的掠夺。如果一个社会的财富为少数人攫取，那么这个社会的创新就可能被窒息，这个社会市场价格机制的运作就可能被扭曲，这个社会的经济一定会没有活力而僵持。无论是在传统的计划经济里以及在市场经济不发达的地方，还是个人权利得到较好保护的发达社会中，对个人权利掠夺的情况总是会发生。这也是我们政府得以出现的关键。

可以说，周行长的金融生态基本上是从上述意义来理解，即金融生态基本上可以用法治变量来表示。而法治实际上包含了一组权利，我们需要对它们进行分解。比如对于产权的保护，不同的社会群体对产权保护的权理解是不同的。在目前的金融市场中，低收入金融资产少的民众更关注储蓄利率高低所获得的收益权。而对于富裕的投资者来说，他们更关注的是金融市场如何来保护中小投资者利益，监管资本市场以控制内部人滥用职权等。由于不同社会群体关注产权保护的不同方面，那么这些权利如何分配、各群体的话语权如何，就取决于相应的群体在既定政治社会中有多大的政治影响力。

还有，法治中这组权利还可以扩展到个人社会活动参与程度、知识产权的保护。有研究表明，与交易费用一样，知识产权也可能限制不同的社会群体获得其相应的权利。如卡恩等比较了19世纪上半叶美国和英国的专利制度，他们发现：英国当时的专利制度实际上只允许那些富裕的人和有关系的人获得知识产权；相反，美国当时的专利制度则允许更多的人获得知识产权，因此美国当时的专利活动更加活跃也更为广泛。

有研究表明，光有法律制度不足以发展信贷市场的金融基础设施。因为，如果风险投资是不抵押的，加上这种投资的严重的信息不对称，如果没有特定规则及政府支持，这种投资要取得发展是不可能的。在产业化初期，由于市场上缺乏足够的民间金融机构为众多的企业募集资金，这也需求政府在其过程中起到重要的作用。如19世纪法国、德国政府扶持的开发银行，以及最近日本及中国政府扶持的开发银行都说明了这一点。而这些例子说明了以往对产权保护的理解仅限定如何运用权力来实施和保护产权，以及如何通过保护私人产权来确立其可信性。其实，政府作为金融市场技术引进与市场发展的协调者，其基础性作用十分重要。

还有，在金融市场中，推动生产率提高、经济发展的有效率的法律体系与制度框架，可能自行的建立与出现吗？在现实的金融市场中，功能紊乱、无效率及初始条件不平等的法律制度随处可见。这说明，既得利益集团一旦进入了市场，为维护其利益经常会利用管制来提高新企业或未来企业的进入壁垒，而且在位的权力精英也会阻碍引进有效率的技术，因为引进新技术将削弱其未来的权力。如19世纪的俄罗斯和奥匈帝国，当时为了控制其统治地位就下令阻碍有利市场发展的规则与制度的出现。

从以上的各方面都可以看到，社会权力的不平等不仅会影响权力阶层所颁布法律的社会正当性，而且会影响到一般民众对法治的支持

程度。如果我们的法律制度为少数既得利益集团所捕获，那么写在白纸上的法律和法律实施之间就会存在巨大鸿沟，个人对他人守法行为缺乏明确的预期，从而也就失去实现法治的基础。正是这意义上说，金融生态应该比周行长所说的要宽泛得多。

如果用上述理论来讨论中国利率市场化的过程，其解释力可能会深刻不少。比如，这次央行加息，不仅来得突然、显示象征性，而且完全是一种政治角力之结果。很简单，本来加息问题完全是央行的事情，如美联储，格林斯潘之言就可以定夺。但是中国的情况则不然。因为，从年初开始，央行就放出加息的信号，但是这信号一放出，立即引起各种利益集团反复的角力。近一年来，央行无法根据经济形势的变化作出自己决定，只能徘徊在加息与不加息之间，而最后加息拍板只好让更高层来决定。只要看一看加息后不同的利益集团不同的强烈反映，就明白加息前的角力有多激烈了。因此，中国利率市场化央行的金融生态就在于寻求更大的独立性，如何摆脱既得利益集团捕获，以中立者的角度有效运用利率之工具，如何制定更为中立的政策与规则。

至于为何政府能够通过长期的利率管制，让国内银行体系利率处于一个极低的水平上，从而使得持有12多万亿元个人储蓄的民众的利益持续通过银行体系向少数企业输送？其根本的原因就在于，从市场一开始广大民众与政府就完全处于一种弱势与不平等的状况。即金融资源的垄断、个人投资渠道的缺乏被迫广大民众的金融资产只能进入政府管制下的体系。而这种完全管制下的利益输送，并没有让获得这种利益的国有银行及国有企业走出困境，反之，大量的金融资源运作无效率。因此，靠现行的法律体系要改变这种不平等的初始是不可能的，新的金融生态则需要新规则的制定来确立。

总之，对于金融生态的确立，我们还得以权力运作为中心，来研究投资者之间权力的冲突与协调，研究权力规则生成环境、权力规则演进与变化对金融产品的设计、金融组织的确立、金融管理风险等方面的影响，并从这样的角度来揭示金融资产定价是如何确定的、利率机制是如何形成的、利率市场化的过程与发展，从而也从根本上揭示投资者在选择设计及运用各类金融产品与金融机构过程中利益关系的冲突与调整，揭示投资者在金融风险防范与金融秩序演变过程中的主导作用。而这些则是金融生态最为核心的内容。

文章出处：《中国经济时报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307

版权所有：中国社会科学院金融研究所