

利率市场化：理论与实践

周素芳 姚枝仲

一、关于利率市场化的理论分歧

金融抑制与金融深化理论为许多发展中国家金融自由化提供了理论依据。1973年麦金农(1993, 中译本)指出,发展中国家存在低的实际利率水平和有选择的信贷分配等金融抑制现象。金融抑制造成的严重价格歧视和市场分割,降低了资源配置效率,是发展中国家不发达的根本原因。肖(1993, 中译本)指出,金融深化能促进经济稳定和发展,而金融抑制会导致金融资产总量减少,国内储蓄率降低,生产要素产出率低下,腐败现象滋生以及有组织的金融市场萎缩,同时地下金融市场膨胀,金融市场无序竞争加剧,无法实现金融深化。因此,麦金农和肖均提出发展中国家应该实行以放松利率管制为中心的金融自由化方案。许多发展中国家正是在这一理论指导下开始了利率自由化。

然而,不管是迫于现实压力实行利率自由化的美国、日本等国家,还是在理论指导下实行利率自由化的发展中国家,大多在利率自由化过程中或利率自由化后发生了程度不同的银行危机甚至经济危机。面对这种情况,理论开始出现分歧。

Stiglitz是利率自由化的激烈批评者。Stiglitz和Weiss(1981)认为,信贷市场的信息不对称会产生道德风险和逆向选择,因此利率不能对项目进行有效筛选。Hellmann, Murdock和Stiglitz(1998)强调发展中国家中央银行的监管能力有限,提出发展中国家应实行利率管制。人为压低利率,有助于消除由于信息不对称而造成的道德风险,维持银行业的稳定和促进经济增长。

以肖为代表的另一派坚持认为,利率自由化带来的危机主要是改革前或改革过程中的宏观经济不稳定、缺乏有效监管和不当的改革战略所致,而监管可以在短期内得以改善,因此发展中国家必须稳步推进利率自由化,消除金融抑制现象。

事实上,在金融工具飞速发展的今天,利率管制只会带来银行业经营状况恶化和资源配置扭曲,因此试图通过利率管制来维持银行业稳定和促进经济增长已经难以实现。而利率自由化以后由于信息不对称产生的道德风险问题可以通过有效的监管手段来克服,就连提倡利率管制的Hellmann, Murdock和Stiglitz(2000)也通过研究发现,在某种程度上,有效的监管手段对克服道德风险与利率管制具有同样的作用。

二、利率市场化的现实原因

在市场经济国家中,利率管制源于1929-1933年的大萧条。利率管制的初衷在于加强银行系统的安全性或控制金融资产的分配。第二次世界大战后,许多国家为了促进资本积累,加速经济增长,采取了对存贷款利率进行管制的金融抑制政策,试图控制信贷资金的分配,为经济增长提供廉价资金。随着金融工具的发展,旨在加强银行系统安全性的存款利率管制反而造成了银行业经营状况恶化,这是推动放松利率管制的主要动力。随着证券市场的发展,金融投资活动日益多样化,证券市场收益越来越具有吸引力,又由于通货膨胀的原因,市场利率有时明显高于受管制的存款利率,导致存款大量流向证券市场,造成金融中介中断和银行业经营状况恶化。最典型的是美国1971年货币市场互助基金迅速发展以后出现的金融“脱媒”现象和日本证券市场发展导致的银行业经营状况恶化。在这种情况下,为了维持银行系统的竞争力,维护银行系统的安全,防止出现金融风险,要么主动放松利率管制,要么允许

银行进行金融创新，事实上突破利率管制。

旨在促进经济增长的贷款利率管制容易造成经济结构失调、投资效率偏低和经济增长过热。通过低利率政策和信贷政策控制贷款方向，为经济增长提供廉价资本积累的东亚经济模式在后期却出现了许多结构性缺陷，影响了经济的长期增长能力。低利率和信贷投向指导政策一方面使企业获得大量廉价资金，得到超常发展；另一方面使企业迅速累积大量资金，容易造成房地产和证券市场泡沫，同时，使企业的负债融资成本远低于股权融资成本，结果造成企业高负债经营，承受风险的能力极低。过剩的资金供给还易造成投资效率低下的后果。

三、国外利率市场化的经验与教训

(一) 渐进方案已被证明是一种稳健的利率市场化改革方式。韩国 1988 年 12 月一次性放开除政策性贷款以外的所有贷款利率和两年以上的存款利率，结果在 1989 年因引起利率飞涨而被迫中断。智利于 1977 年 6 月一次性放开全部利率管制，由于随后的银行危机，中央银行以公布指导性利率的形式宣布了第一轮自由化改革产生的市场化利率暂时废止。实际上，就连金融体系和市场经济相对发达的美国，为了放开存款利率上限，也制定了一个 6 年计划，而且至今不允许对活期存款支付利息。其他如日本、中国台湾、印度和泰国都采用渐进的方式进行利率自由化。

(二) 利率市场化必须遵守一些原则性次序。利率市场化的第一个原则是货币市场利率市场化优先。因为放松利率管制以后，中央银行仍然必须保持对利率的控制力，而货币市场是中央银行调控金融机构头寸、实现货币政策意图的主要场所。第二个原则是贷款利率市场化应先于存款利率市场化。一般来说，放松利率的上限管制会导致利率上升，因此，先贷款后存款有助于银行在利率市场化过程中控制成本，增加收入。另外，在金融体系还不够发达时，贷款利率市场化对于金融资源的配置作用远大于存款利率市场化。第三个原则是长期存款利率市场化要先于短期存款利率市场化。如果短期银行存款利率市场化先于长期银行存款，那么短期存款利率的提高会导致长期存款向短期银行存款转换，从而加大银行的利率风险。第四个原则是大额存款利率市场化要先于小额存款利率市场化。大量小额存款是银行系统的主要资金来源，放开小额存款利率相当于放开了存款市场的所有利率。同时，如果仍被管制的大额存款利率低于被放开的小额存款利率，那么大额存款就会通过迅速转换为小额存款来规避管制。

(三) 引入一些不受利率管制的新金融产品是利率市场化改革的重要策略。在利率市场化过程中逐步引入不受利率管制的新金融产品，有助于在维持原有格局的情况下进行利率市场化。如美国在放开存款利率管制的过程中，先后允许银行引入不受利率管制的货币市场存款账户、可转让提款通知单账户和大额可转让定期存单。

(四) 充分监管是市场化利率正常运行的重要保证。在管制利率的情况下，银行涉足高风险项目不仅不能通过高利率来增加银行利润，反而会加大经营风险，因此银行不会大量涉足高风险项目。但如果放开利率管制，利率由银行自行决定，则只有对银行的资本充足率和资产负债业务进行充分监管才能有效抑制银行大量涉足高风险领域。美国、日本在利率自由化初期都因为监管手段不到位而发生了小存款机构的大量倒闭现象。

(五) 货币当局保持对利率的控制力是利率市场化以后金融体系健康运行的重要标志。货币当局对利率的控制会受到两方面的影响，一是货币政策的传导机制受阻，二是受到国际资本流动的对冲。货币政策的传导机制是否通畅与货币市场的建立与完善、金融体系的发展以及利率市场化本身密切相关。国际资本的流动则受到资本项目管制与汇率制度安排的影响。

(六) 稳定的宏观经济环境是利率市场化取得成功的必要条件。在宏观经济处于过热时

期,受管制的利率一旦被放开,就会不可避免的加速上升,高利率会导致对高风险项目的追逐,泡沫的产生也就不可避免。如果货币当局通过扩大货币供给来打压高利率,结果将加速通货膨胀。

宏观经济出现衰退时进行利率市场化也会造成不好的后果。因为经济衰退时期资金需求不足,优质客户减少,银行不良资产增加,银行经营状况恶化。在贷款利率放开的情况下,银行为了维持盈利,一方面会加强对优质客户的竞争,结果会降低利率,削弱银行的盈利能力;另一方面又会因为市场疲软,对一般客户的贷款增加风险加价,结果加大企业的经营成本,使银行不良资产累积更快。此时,若放开存款利率管制,中小银行在收入大幅减少的情况下,为了维持日常经营,很可能会争夺存款,结果使利差缩小,盈利能力进一步降低。

四、中国的利率市场化:压力与风险

中国的利率管制制度正面临众多压力,利率市场化的任务非常紧迫,利率市场化实行越晚,成本就会越大。但是,在目前情况下,进一步推进利率市场化又会出现各种各样的风险。(一)中国利率市场化的压力。我国证券市场的发展已经使银行面临居民储蓄存款分流的压力。储蓄存款分流尽管与多次降息、开征利息税和存款实名制等因素有关,但与证券市场的发展密不可分。因为降息导致的存款分流并没有增加消费和投资,而是大量流入股市(武剑,2000)。虽然股市目前处于调整、规范阶段,但是证券市场发展是必然趋势,如果继续对存款利率进行严格管制,实行低利率政策,则银行和信用社由于面对存款转移而陷入经营困境。另外,保险、开放式基金等新的金融工具将为居民储蓄存款分流提供新渠道。

外资银行进入带来的最明显效应是争夺市场份额。对于我国的银行业来说,市场份额的丧失可能会使其遭到致命的打击。因为我国国有商业银行盈利能力较差,存款增长和优质客户是其维持生存发展和产生盈利的来源。外金融机构进入带来的第二个效应是加速我国证券业、保险业的发展,这将加速银行存款转移。

(二)我国进一步利率市场化可能出现的风险。尽管我国利率市场化的任务非常紧迫,但是在目前的情况下贸然进行利率市场化改革,可能会出现以下风险:

1.利率上涨加剧国有企业亏损,甚至大面积倒闭。信贷市场严重扭曲、国有企业资产负债率过高和盈利能力过低是造成利率市场化以后国有企业亏损加剧的主要原因。信贷市场资源配置扭曲的第一个重要表现是占产出较大份额的非国有经济只占用了较小份额的信贷资源,其后果是非国有经济存在严重信贷资金短缺,放松利率管制必然对利率产生巨大上涨压力。信贷市场资源配置扭曲的第二个重要表现是农村存在大量非正规融资,且利率远高于法定利率,反映了利率市场化以后利率的上涨趋势。由于国有企业的高负债率和低盈利能力,利率上涨会迅速降低国有企业利润。

这就是说,如果不在利率市场化之前对国有企业主动实行战略性重组,在利率市场化之后也会因为国有企业的大面积亏损而被迫进行战略性重组,而且那时的国有资产损失将更为严重。

2.不良资产比例居高不下和利率风险容易引发银行危机。大量不良资产的存在、银行监管制度不健全以及治理结构和内部控制制度不完善,使银行业在利率市场化过程中或利率市场化以后必须面对较大的利率风险,从而在激烈的竞争中可能陷入经营困境,甚至出现危机。不良资产比例居高不下增强了银行的道德风险倾向,容易导致不良资产更快累积和存款市场的恶性竞争。同时,银行业缺乏利率风险管理经验,利率市场化以后难以有效控制利率风险。

3.货币政策无法有效调控经济运行。由于我国银行业和国有企业对利率变动敏感性不高,货币市场不能充分反映金融机构之间的资金供求状况,因此利率市场化以后,中央银行的货币政策操作将无法有效调控经济运行。

从以上分析可以看出,中国要抓住目前宏观经济稳定的大好时机,在外资金融机构还没有给我国银行业带来严重经营困难以及开放式基金等新金融工具发展还没有造成银行存款大量转移之前,在资本项目有效管制的情况下,渐进、有序、积极地推进利率市场化改革。加快形成中央银行基准利率,建立以中央银行利率为基础、货币市场利率为中介、市场供求决定金融机构存贷款利率水平的市场利率体系。同时,要充分考虑银行存在的大量不良资产和占有大部分信贷资源的国有企业盈利能力过低的现实,在利率市场化过程中继续化解银行不良资产和推进国有企业改革。在利率市场化过程中和完成后,保持金融体系的稳定与发展,保持货币当局对经济金融运行的调控能力。

参考文献:

- 麦金农(1993):《经济发展中的货币与资本》,上海三联书店。
- 肖(1993):《经济发展中的金融深化》,上海三联书店。
- 武剑(2000):《储蓄存款分流与货币结构变动》,中国改革基金会国民经济研究所工作论文。
- Hellmann, Thomas F., Kevin C. Murdock, and Joseph E. Stiglitz (1998): "Financial Restraint and the Market Enhancing Views," in Y. Hayami and M. Aoki, eds., *The Institutional Foundations of East Asian Economic Development*. New York: Macmillan, pp.255-279.
- (2000): "Liberalization, Moral Hazard in Banking and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?" *American Economic Review*. Vol.90, No.1, pp.147-165.
- Stiglitz, Joseph E. and Andrew Weiss (1981): "Credit Rationing in Market with Imperfect Information." *American Economic Review*, Vol.71, No.3, pp.393-409.

(周素芳、姚枝仲:中国社会科学院研究生院 100102)