

文章编号: 1000-5692(2002)01-0076-05

利率市场化之真实含义

姬亚岚, 顾 蕾

(浙江林学院 经济管理系, 浙江 临安 311300)

摘要: 随着中国正式加入世贸组织, 利率市场化改革已势在必行。之前, 央行已制定出了利率市场化的大体框架并分步实施。当前流行于各类刊物的一些观点对利率市场化含义的理解尚不够准确。流行观点依据新老自由主义理论, 强调市场“均衡利率”水平的重要性, 忽略了利率结构问题。所谓的“均衡利率”实际上是不存在的, 利率市场化改革的真实含义应当是: 由中央银行决定基准利率水平, 由市场决定利率结构。在银行业引入竞争机制是必要的前提。参9

关键词: 利率市场化; 均衡利率; 水平; 结构

中图分类号: F822.0 **文献标识码:** A

随着中国正式成为WTO成员国, 全方位的利率市场化已势在必行。但利率市场化的真正含义是什么? 理论界和实业界有许多误解, 这种误解势必影响改革的内容和方向, 必须予以纠正。

1 流行观点之理解及分析

流行观点认为: 利率是借贷资金的价格, 作为价格体系的一部分, 利率理应交给市场这只“看不见的手”去决定与调节。我国在经历了多年市场化改革后特别是多项产品的价格基本上都由市场决定的今天, 利率仍由政府管制是不合时宜的。流行观点同时指出, 与市场利率相对立的管制利率有很多弊端。其一, 管制利率偏离了“均衡利率”, 扭曲了资金价格, 不能够真实反映资金的供求状况, 从而不能有效地引导资金流向, 调节资金余缺, 使利率丧失了经济杠杆的功能; 其二, 管制利率人为压低利率水平, 使其低于市场均衡利率, 这样造成了储蓄的减少, 使资金的短缺更加突出; 其三, 管制利率往往使实际利率成为负值, 造成了对储户的课税, 从而影响了储蓄的积极性并造成投资不足; 其四, 管制利率为金融机构创造了经济租金, 从而引发了借贷活动中的寻租行为, 使实际的借贷成本增加, 同时又降低了资金的使用效率; 其五, 管制利率抑制了金融机构的竞争能力和创新能力, 使广大储户不能够自由选择多种金融产品的消费, 从而使最终的借者与贷者得不到满意的服务^[1-4]。

我国目前仍实行严格的利率管制, 政府包揽一切利率的制定。所以本文同意市场化的大趋势, 但世界各国都存在不同程度的利率管制。之所以如此, 是因为完全放手不管会出乱子。1997年的亚洲金融危机也已经证明, 以利率自由化为核心的金融深化改革解决不了亚洲的问题。所以利率市场化应当解决的是多大程度和多大范围的市场或管制问题。

关于管制利率的弊端, 对以上第4点和第5点, 本文完全同意, 对第2点和第3点, 本文在此引述黄金老的一段话予以反驳: “与麦金农假定及国内很多想当然看法不同的是, 在1982年以前, 中国并没有实行人工低利率, 实际利率一直都高于5%。即使在1982年以后, 实际利率水平也一直较高,

收稿日期: 2001-08-29; 修回日期: 2001-12-04

作者简介: 姬亚岚(1962-), 女, 陕西澄城人, 讲师, 硕士, 从事基础经济理论及货币政策理论研究。

只有个别通货膨胀剧烈年份，实际利率才是负值，如果考虑到储蓄补贴率，几乎就不存在负利率时期。……所以，近20年来没有把利率市场化作为金融改革的核心，并未造成主流意见所描述的弊端——储蓄不足和投资规模缩减。^[5]另外，负利率一般都发生在通货膨胀比较严重的时期，利率的调整速度跟不上通货膨胀率的上升速度，这时将钱存在银行仍是最合算的，因为如果持在手中，一样要贬值，且不能得到利息——虽然少，总比没有强。

以下分析所针对的主要是第1点，即管制利率偏离了“均衡利率”，扭曲了资金价格，不能够真实反映资金的供求状况，从而不能有效地引导资金流向，调节资金余缺。

不难看出，这一观点的理论基调是新老自由主义。它们都坚信通过价格机制与自由竞争的力量，经济中会自动形成一个能反映市场资金真实供求状况的“自然利率”或“均衡利率”。“均衡利率”这一资金的价格和商品的价格一样，反过来会调节资金余缺，使资金的供求达到均衡。这一过程是自动起作用的，无需政府的干预。

1.1 “均衡利率”存在吗？

“均衡利率”概念最早是由洛克提出的，但洛克在其理论中附加了货币平均分配的条件，表明“均衡利率”的形成必须排除货币的借贷由银行独家垄断的情形^[6]。而后人在使用这一概念时，往往忽略了这一重要的前提条件。马西是第一个否定均衡利率存在的经济学家。继马西之后，马克思也否定了“均衡利率”的存在，马克思的分析是非常精辟的。在主流理论里，价格的形成有2种途径，一是市场供求规律，二是生产规律。如果仅凭供求规律，我们就永远无法解释为什么普通自行车的价格总是比小轿车便宜。但在利率的形成过程中，却只有供求或竞争而没有与商品生产相类似的生产规律。在这种情况下，当供求平衡时，利率就不是唯一的。它的高低完全是“没有法则的、任意的”，因为利率是剩余价值在不同资本家之间的分割，“两种有权分享利润的人将怎样分割这种利润，是和一个股份公司的共同利润在不同股东之间按百分比分配一样，纯粹是经验的，属于偶然王国的事。只有自命博学 and 想入非非的人，才会试图把这种偶然性说成是必然的东西。”^[7]在这里，利率有点像物理学上匀速直线运动的速度。合力为零是物体作匀速直线运动的条件，但这一条件并不要求速度的唯一性。同是匀速直线运动，光、声、飞机、汽车、步行的速度却可以大小各异。“均衡利率”其实是由无数利率水平组成的一个集合，它既然不是唯一的，究竟集中的哪一个利率水平反映的是资金的真实供求状况，自然就不得而知。在这种意义上，所有为供求双方所接受的利率都是“均衡利率”。长期以来，我们用实际利率水平与“均衡利率”水平的偏离程度来分析实际利率水平的合理与否，实际上是事先假想了一个并不存在的参照物。这种分析自然说明不了利率的真实机制。

1.2 利率是如何决定的？

退一步，就算有“均衡利率”存在，它又是由什么决定的？自由主义者认为，它是由资金的供给与需求决定的。供求相等时，就决定了“均衡利率”，供求不等时，实际利率就会偏离“均衡利率”。但在现实的经济中，供给和需求的均衡是无法观察的，只能借助于价格信号，所以价格的真实性和自然性就显得格外重要。古典理论认为，需求量大于供给量时，价格一定是上升的，所以价格上升就显示了需求量大于供给量的信号。人们立刻会意识到这点并增加资金的供给量，使其供求达到平衡；反之，需求量小于供给量时，价格一定是下降的，所以价格下降就显示了需求量小于供给量的信号，人们同样会意识到这点并减少资金的供给量，以恢复均衡。问题是，利率的上升和下降是相对于什么而言的？“均衡利率”还是前期的利率？如果是相对于“均衡利率”，它事先是怎么知道的？如果是相对于前期利率，这种变动对供求状态的描述仍是无法置信的。如果前期利率较低，则利率在此基础上的上升，并不能说明改变了资金供大于求的局面，而仅仅是使前期供大于求的局面稍稍得到一些缓解。如果这时候根据利率上升，就做出资金供不应求的判断，显然是错误的。而利率上升到什么程度时才能真正改变供大于求的局面，使供求平衡，就像在股票市场上，投资者不知道股价的上升什么时候到达最高点一样，是无法确知的。

古典理论同时还暗含着如下假设条件：第一，供求双方直接见面；第二，供求双方力量相当，资金市场是由无数多个借者和贷者组成的完全竞争市场；第三，供求弹性大小相当；第四，完全信息。

但这种无摩擦力的世界在现实中是不存在的。

首先, 银行中介的存在是不言而喻的事实。因为有银行的存在, 资金的最终供给者和需求者通常并不直接见面。供方首先要将钱存入银行, 需方则通过银行获得资金。

其次, 由于银行中介的存在, 资金的高度集中就成了经济中的现实, 银行与客户之间的平等关系就没有存在的基础, 银行具有操纵市场甚至操纵政府的能力。银行业虽有竞争, 但其高度垄断性是尽人皆知的, 最多只能算是寡头垄断行业, 而远非完全竞争或近似的完全竞争行业。我国的情况正是如此。近年来, 尽管有一批新兴股份制银行和地方性银行成立, 但四大国有独资银行仍占有70%以上的市场份额。且地区竞争呈不均衡状况, 新兴商业银行在设立分支机构方面受到严格限制。民营银行的进入和发展尤其受到压制, 迄今为止, 只有中国民生银行一家民营性质的商业银行。外资银行在分支机构的设立和业务开展方面也都受到严格管制。在寡头垄断的市场结构中, 价格的决定权主要在于实施垄断的一方。以存款利率为例, 在存款利率的决定中, 存款的供给方是数量非常多的分散的储户, 和完全竞争市场上的供给者一样, 他们的数目非常多, 单个人的力量非常弱, 任何人的储蓄量都不足以影响市场利率水平, 而只是既定利率水平的被动接受者(在我国, 银行的客户虽有二八之分, 但并不表明2成的重要客户具有影响利率的能力)。另一方面, 银行是存款的买方垄断机构, 在居民的选择很少且厌恶风险的情况下, 银行有能力实行垄断低价。在银行之间存在激烈竞争的情况下, 为了争夺有限的储蓄(相对于银行的需求), 银行会有抬高利率吸引存款的冲动, 但在多次重复博弈中, 银行最终会意识到这样做的结果损害了自身的利益, 所以为了共同的利益, 银行间最终会结成联盟(银行同业协会就是这样一个联盟), 达成一个较低的存款利率协议。与相同市场结构上的产品价格一样, 利率协议一旦达成, 就具有相对的稳定性。另外, 储户和银行之间的关系不同于一般的供求关系, 除了资金的供求外, 还存在服务的供求关系。在后一种情况下, 储户和银行在供求关系中的角色与前一种正好相反, 同样由于这种服务供给的垄断性以及需求的低弹性, 储户并不总是处于有利地位。由于上述原因, 银行间完全可以维持一个低的存款利率水平。

第三, 不管在存款利率还是在贷款利率的形成中, 供求弹性都是不对称的, 且相差悬殊。先分析存款利率: 按古典理论(这也是主流观点), 存款的供给是利率的函数, 在收入既定和其他条件不变的前提下, 存款与利率同向变动。这一描述在理论上是可以理解的, 但古典理论为了突出利率的重要性在此作了不适当的简化。现实中, 由于被古典理论假定掉的其他因素的重要性, 使得古典理论所描述的关于利率与储蓄之间的景象很少出现。许多学者的研究都表明, 存款与利率的关系相当微弱, 这点也可以从我国连续7次下调存款利率后居民储蓄存款余额的变化中得到证实。在可选择的金融资产相对较少又存在风险的情况下, 居民存款主要出于安全需要, 利率弹性小则是必然的。另一方面, 银行对储户资金的需求却具有无限弹性, 可以说, 在一个被认为是合理的利率区间内, 银行对储户资金的需求是无限的。可见, 在存款利率的形成中, 供求双方的利率弹性是极不对称的, 在这种情况下, 利率的形成主要取决于需求方银行。在贷款利率的形成中, 银行变成了资金的供给者, 而投资者(有时是消费者)则变成了资金的最终需求者。对于银行来说, 利率越高, 贷款的积极性越大, 供给的利率弹性是非常明显的。对于资金的最终需求方来说, 由于资金供给的垄断性, 投资者能够选择的筹资途径非常有限, 有时甚至是唯一的, 所以最终需求者对资金的需求弹性是非常小的, 为了获得资金, 投资者常常不得不接受很高的利率。可见, 在贷款利率的形成中, 起决定作用的依然是银行。一个典型的例子是, 在我国中央银行规定的贷款利率浮动范围内, 商业银行总是选择上浮而不是下浮。

第四, 在现实中, 信息总是不完全或不对称的, 作为资金的价格, 利率带给人们的信息是非常有限的, 因为利率并不是衡量资金成本的唯一维度, 隐藏在利率背后的往往是一些更为重要的信息。为了获得这些信息, 防止逆选择和道德风险, 人们所花费的交易费用往往是非常巨大的。可见, 资金的真实成本要比利息高得多。

以上分析可见, 在金融中介机构存在且高度垄断的条件下, 利率的形成并不主要地依赖于市场供求或竞争机制。在这个意义上的利率市场化, 无非是给银行甄别顾客以实行利率歧视的自由。

2 水平的“管制”，结构的自由

既然不存在由市场资金供求自行决定的“均衡利率”水平，在基准利率水平的决定上就为政府的“管制”提供了正当理由和充分的空间（基准利率本来就是政府干预的产物）。尽管政府的干预并不总是有效的，但在没有更合适的替代者时，总比无所作为好，且相对于银行来说，政府的形象和信誉总要好得多。不过基准利率水平存在的意义并不在于凯恩斯主义者所认为的那样，是为了调节宏观经济，而在于稳定金融秩序，防止利率过度波动，给公众一种政策信号和积极的预期，是一种倾向于中性的手段。因为利率与宏观经济各变量之间的内在联系是一只黑箱子，在理论上还没有哪个学派能使人心悦诚服地全盘接受。

在基准利率水平的决定中，首先应肯定中央银行的决定权。其次，基准利率的选择是非常重要的。因为现实中，利率体系是非常庞大的，所选利率如果影响面窄，重要性小，就不能起到影响其他利率和传递信号的作用。第三，基准利率确定后，应当允许在适当的范围内浮动。因为硬性的规定总是会导致租金的出现以及租金的消散。第四，在确定基准利率时，应结合前期的利率水平、国际利率水平、汇率水平、物价水平、企业和银行的利润率和宏观经济周期等因素进行试错。如果一种利率水平不成为金融动荡或经济动荡的根源，就没有理由说这一利率水平不合理。经验在这里是极为宝贵的。第五，基准利率的调整应该是小幅度的，逆风向的，但不一定是频繁的。小幅调整是因为不知道利率变化对经济究竟会产生什么影响而采取的一种保守做法。逆风而动是因为在理论上，利率与投资或宏观经济形势具有反向的变动关系，尽管这种反向关系在其他变量的干扰下有时观察不到，但原则上是存在的。斯密、马克思、休谟以及凯恩斯等人也都认为低利率所对应的是经济的繁荣。不宜频繁变动的理由是，市场上的个别利率虽是不停变动的，但平均利率水平在各种相反力量的作用下，却表现为一个相当稳定的量^[7]。基准利率要影响的是市场平均利率水平而不是个别利率水平，所以它也应该是一个稳定的量。凯恩斯也嫌利率因循守旧，主张通过改变货币供给量来改变它，但改变的结果却使经济付出了通货膨胀与停滞的代价。格林斯潘正在进行一系列的利率操作实践，近年来空前频繁地改变着联邦基金利率，仅2001年1到11月，就连续10次下调了联邦基金利率，但断言这种实践是成功的还为时尚早。

受庞巴维克和费雪的影响，在新老自由主义、凯恩斯主义以及众多的理论中，很少涉及利率结构的分析，他们不仅不考虑期限和风险，而且不考虑最基本的存贷款利率之分，只把研究的重点放在利率水平的决定上。这种研究完全低估了金融中介的作用。在利率形成中，只要资金的最终供求方不是直接见面，而要通过银行中介，利率结构问题就是现实存在而且是非常重要的。

目前，我们所说的利率体制改革及戴相龙行长提出的方案，显然是从利率结构的改革入手的。但一提起利率体制改革，我们所搬出的理论却总是“均衡利率”理论，显得文不对题。现实中，利率是一个庞大的体系，作为这一体系的代表，是由这一体系中各个利率品种经过处理后所形成的平均利率或利率总水平（这种平均利率与“均衡利率”不是同一个概念，但在理论分析中往往被混为一谈）。在同一个平均利率水平下，各利率品种之间的组合或结构可以有很多方式，对经济活动也会产生各不相同的结果。所以在利率中，真正具有意义的不是利率的总水平而是利率结构。因为不同于利率总水平这样一个统计数据 and 一般“均衡利率”这样一个抽象概念，利率结构是直接作用于微观主体的，是微观主体看得见摸得着并真正关心的。

中央银行可以通过法律形式规定基准利率（某些关键的利率品种），如规定再贴现率、同业拆借利率、最低存款利率和最高贷款利率等，以防止利率过度波动而危害经济，纠正市场利率形成过程中的垄断行为和无序。但中央银行如果试图通过规定所有的利率品种来影响平均利率水平的话，结果注定是不成功的。因为首先，平均利率水平的形成虽不依赖于市场供求法则，但同样地也不依赖于政府，对它具有最高决定权的，是全社会的平均利润率水平^[7]。从这个意义上说，它最终是个实际变量，是经济活动的结果，而不是原因。中央银行为各个利率定价既没必要，也是本末倒置的。其次，对付垄断，最好的办法是引入竞争机制，而不是以中央银行或政府的强权取而代之，否则会引起更为

严重的垄断或腐败。第三,中央银行为各个利率定价是无效率的。中央银行在整体的金融形势方面可能比商业银行掌握的信息多,但具体到局部市场上,中央银行就处于信息劣势,对于商业银行的资金充足率、资产负债状况、盈利状况、准备金状况、银行所面临的市场及客户的状况等都无法全面掌握。在我国,尽管中央银行有着众多的分支机构,但对于商业银行的监控仍很难到位,商业银行存在“数据失真、账外账、假报表、大量从业人员的金融诈骗等问题。”^[8]所以,全面的定价,意味着高昂的信息成本以及商业银行的机会主义行为。第四,因为信息成本的存在,中央银行不可能根据具体情况对每一家银行、一个市场或一个地区进行认真区别,所以全面的利率定价,就意味着一刀切^[9]。一刀切就意味着僵化,意味着商业银行在利率上没有任何自主权,这种做法等于创造了租金,势必引发寻租行为,促使租金消散。

解决上述问题的办法就是实行利率结构的市场化,也即除基准利率和一些关键利率外,其他的利率品种一律交给市场去决定。这才是利率市场化的真实含义所在。但这不是说,现行的金融体制不做任何改革就可以完全适应利率市场化改革的要求。竞争任何时候都是市场起作用的最有效手段,在金融领域广泛引进竞争机制是利率结构市场化的当务之急。

参考文献:

- [1] 许崇正. 中国利率市场化问题研究[J]. 经济学家, 2001, (1): 34-39.
- [2] 许崇正. 论中国利率市场化[J]. 经济学动态, 2001, (1): 27-30.
- [3] 王洁. 利率市场化是我国金融改革的关键[J]. 管理世界, 2001, (1): 196-197.
- [4] 杜瑾. 我国利率市场化改革的影响与对策[J]. 经济工作者学习资料, 2000, (64): 35-39.
- [5] 黄金老. 中国利率市场化——意义与模式[J]. 国际贸易, 2000, (7): 55-57.
- [6] 洛克. 论降低利息和提高货币价值的后果[M]. 北京: 商务印书馆, 1997, 6.
- [7] 马克思. 资本论(第三卷)[M]. 中共中央马克思恩格斯列宁斯大林著作编译局. 北京: 人民出版社, 1975. 407-409.
- [8] 谢平. 我国目前金融风险的各种表现[N]. 经济学消息报, 2001-02-02(1).
- [9] 黄金老. 利率市场化与商业银行风险控制[J]. 经济研究, 2001, (1): 19-28.

Real meaning of interest rate marketisation

Ji Ya-lan, GU Lei

(Department of Economics and Management, Zhejiang Forestry College, Lin'an 311300, Zhejiang, China)

Abstract: As China officially entered WTO, the reform of interest rate marketisation seems to be inevitable. Before the entry of WTO, People's Bank of China (central bank) had worked out a general framework of interest rate marketisation and carried it out by stage. Some currently widespread ideas about interest rate marketisation are inexact. Those prevalent ideas base on new and old liberalism, stress on the importance of equilibrium interest rate and neglect the importance of interest rate structure. But equilibrium interest rate does not exist. So the real meaning of interest rate marketisation should be that central bank determines the basic interest rate level and market makes the interest rate structure. For this aim, it is necessary for China to introduce competition mechanism to the bank industry.

Key words: interest rate marketisation; equilibrium interest rate; level; structure