

中国改革开放三十年的利率市场化进程

易 纲

(北京大学中国经济研究中心,北京 100871)

摘 要:本文回顾了改革开放三十年以来,中国利率市场化改革的历程,系统总结了双轨制推进改革取得的成就。即一方面放松利率管制,推动金融机构自主定价,实现“贷款利率管下限、存款利率管上限”的阶段性改革目标。另一方面发展和完善市场利率体系,初步建立了以 SHIBOR 为代表的短期基准利率和以国债收益率曲线为代表的中长期基准利率体系。随着利率市场化改革的推进,中央银行不断完善调控理念和方式,利率已经成为调节经济运行的主要手段之一。文章对下一阶段的利率市场化改革进行了规划,并在深层次上探讨了推进改革的条件。

关键词:利率市场化;宏观调控;改革

JEL 分类号:E43, E42 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2009)01-0001-14

引 言

1993年,党的十四届三中全会《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出了利率市场化改革的基本设想。2002年,党的十六大报告指出,“稳步推进利率市场化改革,优化金融资源配置”。2003年,党的十六届三中全会《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》对利率市场化改革进行了纲领性的论述,“稳步推进利率市场化,建立健全由市场供求决定的利率形成机制,中央银行通过运用货币政策工具引导市场利率”。至此,利率市场化的改革目标得以确立,强调了市场在利率形成中的决定性作用,明确了政府(中央银行)作为间接调控者的定位。

改革开放三十年来,中国逐步确立了市场在资源配置中的基础性作用,并实现了宏观调控由直接方式向主要依靠间接方式的转变。商品关系引入金融资源配置体系后,金融资源稀缺性同样要求通过价格机制甄别需求、提高配置效率,于是利率市场化改革和利率调控方式转变逐步进入了决策者的视野。从经济体制改革的目标看,1984年党的十二届三中全会提出发展“有计划商品经济”,1992年党的十四大确定了“建立社会主义市

收稿日期:2008-12-22

作者简介:易纲,北京大学中国经济研究中心。

济体制”的改革目标,提出要使市场在国家宏观调控下对资源配置起基础性作用。从企业改革看,1986年国务院《关于深化企业改革增强企业活力的若干规定》提出,全民所有制小型企业可积极试行租赁、承包经营,全民所有制大中型企业要实行多种形式的经营责任制。1993年党的十四届三中全会提出要进一步转换国有企业经营机制,建立适应市场经济要求,产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度。从金融体制改革看,1993年国务院《关于金融体制改革的决定》明确了中央银行宏观调控体系、金融组织体系和金融市场体系的职能定位。1995年,《中国人民银行法》、《商业银行法》相继颁布。推进利率市场化各方面的条件已初步具备。

一、存贷款利率的市场化

(一)人民币贷款利率市场化

早在1983年,国务院就曾授予人民银行在基准贷款利率基础上,上下各20%的利率浮动权(《国务院批转中国人民银行关于国营企业流动资金改由人民银行统一管理的报告的通知》,国发[1983]100号)。从那时起,利率市场化就采取了与价格改革相似的“双轨制”推进方式,与管制利率并行,在边际上引入利率的市场化,使得改革具有帕累托改进的特征,在未触及实体经济部门利益的同时,提高了银行金融资源的配置效率。

在长期产业先行、金融抑制的政策惯性影响下,决策者的主要顾虑是贷款利率市场化会增大企业财务成本,同时改革也面临来自实体经济相关各部门的巨大阻力,因此一度有所倒退。1996年5月,为减轻企业的利息支出负担,贷款利率的上浮幅度由20%缩小为10%,浮动范围仅限于流动资金贷款。

1997年亚洲金融危机爆发,在经济景气下滑的环境下,由政府替代银行进行风险定价的管制利率弊端日益凸现:由于银行对大客户的贷款相当于批发,对中小企业的贷款相当于零售,管制利率将批发价格和零售价格一刀切,造成银行没有积极性给中小企业贷款。为扩大中小企业融资,我们建议商业性贷款利率上浮上限统一扩大到30%,上浮原则按信用等级制定。理由是一方面在资金宽松的市场环境下,银行为竞争大企业等信用等级高的客户,不会上浮其贷款利率;另一方面由于收益对风险的覆盖程度提高,银行有动力增加对中小企业的信贷供给,从而实现增加信贷和货币供应的目标,也可推动贷款利率市场化进程。但协调相关部门非常艰苦,甚至到了苦口婆心的地步,我们提出“是否扩大贷款利率上浮幅度实质是‘真想还是假想支持中小企业’的问题,如果真想支持中小企业,就应该允许银行对中小企业收取较高的贷款利率,如果假想支持中小企业,就把银行的贷款利率限制死。”小企业缺乏利益代言人,而相关部门又担心浮动利率会导致大中型企业的融资成本上升,在多轮沟通后达成的折中结果是自1998年10月31日起金融机构对小企业的贷款利率上浮幅度由10%扩大到20%,农村信用社贷款利率上浮幅度由40%扩大到50%,大中型企业贷款利率最高上浮幅度10%不变。

虽然这只是一小步,但却是贷款利率市场化的破冰之举。为支持中小企业发展,1999年贷款利率浮动幅度再度扩大,县以下金融机构和商业银行对中小企业的贷款利率上浮

幅度扩大到30%，但对大型企业的贷款利率上浮幅度仍为10%，国务院确定的512家大型国有企业贷款利率不上浮。

进入21世纪，中国的经济金融环境发生了巨大变化。中国加入了世界贸易组织。金融体制改革取得了新进展，国有商业银行和农村信用社改革进入实施阶段，其自主定价的意识和能力显著增强。金融市场中长期基准收益率曲线的构建为金融机构贷款定价提供了初步基准。中小企业贷款浮动利率的顺利实施弱化了相关部门的顾虑，贷款利率市场化的外部条件进一步完善。2002年，我们对进一步扩大对中小企业贷款利率上浮幅度进行了研究，但由于对通货紧缩的担心犹存，有关政策未能出台。2003年以来，国内经济景气明显回升，扩大贷款利率浮动幅度可以发挥经济自身的适应性调节功能，符合宏观调控的方向。多方面的有利条件促进贷款利率市场化改革取得了突破性进展：2003年8月，农村信用社改革试点地区信用社的贷款利率浮动上限扩大到基准利率的2倍。2004年1月，商业银行、城市信用社的贷款利率浮动上限扩大到贷款基准利率的1.7倍，农村信用社贷款利率的浮动上限扩大到贷款基准利率的2倍，贷款利率浮动上限不再根据企业所有制性质、规模大小分别制定。2004年10月，基本取消了金融机构人民币贷款利率上限，仅对城乡信用社贷款利率实行基准利率2.3倍的上限管理，人民币贷款利率过渡到上限放开、实行下限管理的阶段，市场化程度显著提高。

（二）人民币存款利率市场化

与贷款利率市场化相比，存款利率市场化更为审慎，主要原因是存款利率市场化要求银行具备健全的产权约束机制和经营体制，否则一旦引起价格恶性竞争，便有可能引起存款搬家，影响金融体系安全。为探索存款利率市场化的有效途径，发展直接融资，促进金融机构集约化经营，1999年10月，人民银行选择了风险相对可控的机构间批发市场进行存款利率市场化的初步尝试，允许商业银行对保险公司试办长期大额协议存款，利率水平由双方协商确定。2002年至2003年，协议存款试点的存款人范围逐步扩大。由于金融机构资本约束机制难以在短期内形成，片面追求扩张的冲动依然较强，在零售市场上存款利率的放开可能导致金融机构间哄抬利率的非理性价格竞争，有约束的是利率上限，因此对零售存款利率形成了“管住上限，向下浮动”的市场化思路。2004年10月，与贷款利率下限管理同步实行了存款利率上限管理。

“贷款利率管下限、存款利率管上限”的另一考虑是在一段时期内限制银行价格恶性竞争，合理保护银行业的利润水平，弥补长期低贷存利差对银行资本和自身发展能力的透支，为银行改革赢得时间。在以资本充足率为核心的风险管理框架下，这一政策还赋予银行运用利率杠杆主动调整资产负债规模和结构的空间，有利于发展直接融资。

（三）境内外币利率市场化

与人民币存贷款利率不同，境内外币存贷款利率市场化由于市场基础较为成熟，步伐相对较快。2000年9月，外币贷款利率和300万美元以上大额外币存款利率放开。2003年7月，小额外币存款利率管制币种由7种外币减少为4种。同年11月，小额外币存款利率下限放开。2004年11月，1年期以上小额外币存款利率全部放开。

（四）以逐步放开利率管制的方式推进市场化，理顺和简化必要的管制利率

在利率市场化过程中,虽然金融机构存贷款利率自主定价空间不断扩大,但由于金融交易需求日趋多元化和通过差别利率贯彻产业政策的冲动,改革开放以来的前 20 年间管制利率体系不断膨胀。国家作为非利益主体制定的管制利率体系扩张滞后于市场的创新力量,难以满足新的金融活动定价需要,“正面清单”作用束缚了市场的发展,而差别利率也违背了市场公平竞争的原则,许多优惠利率政策还成为企业逃避市场竞争的避风港。

为扭转管制利率自我膨胀的惯性,鼓励市场定价与创新,人民银行采取逐步放开利率管制的方式推进市场化。只要是有条件实现市场化定价或不必要的差别化利率品种均予以放开。对于放开条件尚不成熟或国家产业政策特殊需要的利率品种,在保留必要管制的同时,最大限度地进行简化。1996 年以来,放开了同业拆借利率,国债、政策性金融债发行利率和回购利率等 6 个品种的批发性市场利率,在银行间市场全面实现利率市场化。简化人民币存贷款利率体系,放开人民银行及金融机构的存贷款管制利率品种 69 个。放开外币存贷款管制利率品种 48 个。截至 2008 年,放开的本外币管制利率累计达 123 个品种,管制利率减少到 24 个品种(见表 1)。

表 1 人民银行利率管理现状明细表

利率	期限档次	管理数量(种)
金融机构人民币存款利率		
1. 活期		
2. 整存整取	含 6 个期限档次	
3. 零存整取、整存零取、存本取息	含 3 个期限档次	
4. 定活两便		
5. 通知存款	含 2 个期限档次	
6. 协定存款	上限管理	
7. 个人住房公积金存款	含 2 个期限档次	
小计		7
金融机构人民币贷款		
8. 商业性贷款	含 5 个期限档次	
9. 个人住房公积金贷款	含 2 个期限档次	
10. 贴现		
11. 罚息水平	在贷款利率基础上加收 30% ~ 50%	
12. 人民币信用卡透支		
小计		5
优惠贷款利率		
13. 中国进出口银行出口卖方信贷		
船舶		

续表

利率	期限档次	管理数量(种)
成套和高技术含量		
低技术含量和一般产品		
14. 民族贸易和民族用品生产贷款		
15. 扶贫贴息贷款(含牧区)		
16. 老少边穷发展经济贷款		
17. 贫困县办工业贷款		
18. 民政部门福利工厂贷款		
小计		8
人民币合计		20
小额外币存款利率		
19. 美元	含6个期限档次	
20. 欧元	含6个期限档次	
21. 日元	含6个期限档次	
22. 港币	含6个期限档次	
外币合计		4
总计		24

(五) 金融机构定价机制建设

利率市场化的实质是市场取代货币当局成为利率定价主体的过程,改革的进度与成败更多地取决于金融机构自身定价体系建设情况。为此,在扩大金融机构存、贷款自主定价空间的同时,我们在培育金融机构自身定价体系方面做了大量艰苦细致的工作。

1998年首次扩大银行贷款利率浮动权时,我们在北京、上海、浙江、福建等地组织商业银行、信用社、企业进行了专题调研,选取了具有代表性的全国性银行(建设银行)和区域性银行(上海银行)的贷款利率浮动管理办法作为模板,发送各银行参照制定各自的管理办法,并要求银行编制相关模型和测算软件,建立利率定价授权制度。2003年,在进一步扩大银行贷款利率浮动权时,我们再次强调各银行和城乡信用社应进一步完善贷款利率定价制度和技术,并针对农村信用社起点低和个体差异显著的特点,专门制定了菜单式的四种贷款利率浮动定价模板发送到各地农信社,由其根据自身实际情况选择、修订后,形成自身的贷款利率浮动管理办法。贷款利率定价模板发挥了政府主导的效率优势,大大降低了制度建设的学习和实施成本。我们的评估表明,目前各商业银行和城乡信用社已基本建立起根据贷款成本、风险等因素区别定价的利率管理制度,有条件的商业银行还加强了利率定价系统和内部转移定价体系的建设,沟通了市场利率与存贷款利率间的传导与反馈机制,提高了资金使用效率,强化了以资本收益为核心的现代银行经营管理机

制。同时,通过建立和完善存贷款利率报备制度,实现了银行和城乡信用社按月向人民银行反馈存贷款利率浮动情况,督促银行建立了集中统一的利率数据采集、分析系统,推动银行建成了覆盖全行的利率风险计量与控制系统。同时人民银行也获得了全国范围利率走势的动态情况,为货币政策制订、实施和评估提供了重要依据。

二、市场利率体系的建立

中国的利率市场化采取双轨制推进的方式,不是单纯放松存贷款利率管制,而是通过引入利率的市场化,通过形成经济学意义上的帕累托改进,减少改革阻力。在间接融资为主的融资格局下,资金批发市场利率市场化不会影响企业的融资成本,同时还有利于提高资金配置效率,因此总体较为顺利。

(一) 银行间同业拆借市场利率先行放开

上世纪 80 年代,随着拨改贷的推进,专业银行逐步恢复,人民银行专门行使中央银行职能,金融机构呈现多元化发展,机构间资金余缺调剂的需求推动同业拆借市场迅速发展,资金批发市场初具规模。由于当时金融机构体制改革尚未到位,在投资饥渴的需求刺激下,这一市场曾经出现乱拆借的现象,市场区域分割和不透明也加大了管理部门监测市场的难度,导致高风险拆借行为盛行。为此,拆借利率一度实行上限管理。90 年代,同业拆借的相关制度规范不断完善,专业银行商业化改革取得阶段性进展,同业拆借业务实现全国联网并生成了统一、透明的中国银行间拆借市场利率。拆借利率放开的制度、主体和技术条件趋于成熟。1996 年 6 月取消拆借利率上限管理,实现了拆借利率完全市场化。

(二) 放开债券市场利率

拆借利率市场化形成了相对独立于原有存贷款管制利率体系的市场利率,一方面为市场注入了创新的原动力,推动了金融机构间市场的迅速发展,另一方面也为资金批发市场利率的市场化提供了一个先例。在银行间市场建设过程中始终坚持制度先行的理念,也为市场化的金融创新产品平稳实现利率市场化营造了有利的制度环境。值得强调的是,在政府主导的制度变迁模式下,政府本身往往在市场发展初期担当了创新的领跑者。1996 年,财政部开创性地通过交易所平台实现了利率招标、收益率招标、划款期招标等多种方式的市场化发行,并根据市场供求状况和发行数量,采取了单一价格招标或多种价格招标的方式(高坚,1997)。国债发行的创新开风气之先,为此后金融债、企业债的创新树立了榜样。1997 年 6 月,银行间同业市场开办债券回购业务,债券回购利率和现券交易价格均由交易双方协商确定,同步实现了市场化。1998 年 9 月,两家政策性银行首次通过人民银行债券发行系统市场化发行了金融债券。1999 年,财政部首次在银行间债券市场以利率招标的方式发行国债。

银行间市场利率的市场化,成功建立了管制利率之外的资金配置体系,使利率的市场化范围不断扩大。银行间市场利率的形成和完善为商业银行自主定价提供了基准收益率曲线,为管制利率市场化和银行完善内部定价机制准备了条件。

(三) 培育金融市场基准利率体系

随着利率市场化的推进,金融市场替代中央银行成为基准利率提供者的重要性日益突出,市场基准利率体系建设承担了多项职能,既为银行提供定价基准,引导建立银行内部定价和资金转移体系,也为中央银行提供利率间接调控的操作目标和监测指标。由于存在较大的外部正效应,基准利率体系建设具有公共产品的特征。近年来,人民银行以制度建设为抓手,通过发展金融市场大力培育基准利率体系。在控制风险的前提下采取了开放性的市场准入政策,促进了银行间市场的快速、健康、可持续发展,市场成员范围不断扩大,交易量不断增加,市场品种和交易方式不断丰富,市场的广度、深度不断扩展,形成了具有广泛代表性的中长期基准收益率曲线,为中长期企业和金融债务产品定价提供了依据。

为建立基于商业信用的短端基准利率,在借鉴伦敦、东京、香港和新加坡等国际金融市场基准利率形成机制的基础上,经过一年时间的摸索、酝酿和3个月的试运行,2007年1月4日,上海银行间拆借利率(SHIBOR)正式上线。我们制定了《上海银行间同业拆借利率(SHIBOR)实施准则》,并成立了SHIBOR工作小组。经过一年的运行,3个月以内的短端SHIBOR充分反映了市场资金供求的变化,与拆借、质押式回购利率的相关系数均在0.8以上,隔夜、7天品种达到0.99。SHIBOR的市场代表性不断提高,以其为基准的市场交易不断扩大,SHIBOR在货币市场的基准地位初步确立(见表2)。

表2 2007年以SHIBOR为基准的金融产品创新表

单位:笔、亿元

交易品种	笔数	交易金额(约数)
利率互换	431	271
同业借款	185	228
同业存款	94	738
理财产品	61	269
人民币质押外币借款	39	24
货币互存	26	33
远期利率协议	18	147
债券远期	2	7
总计	856	1717

目前看来,SHIBOR运行中还存在3个月以上报价质量不高等问题,具体表现为交易价包含了一些超出市场安排的因素,包括与对手方的其他利益安排、利益调整等,使得交易价与报价存在差距,SHIBOR定价基准的作用亟待增强。未来SHIBOR能否成为一个公认、权威的利率基准,对于进一步深化利率市场化改革意义重大:

首先,SHIBOR的权威性决定了它能否在中央银行首肯下,替代官定利率成为市场存贷款利率定价的基准。只有当新的基准确立后,央行才能从存贷款利率制定一线淡出,将

定价空间还给市场主体。以前我们最担心利率市场化后商业银行会恶性竞争,但现在一些大的商业银行都上市了,有董事会、独立董事、战略投资者(包括外资)等等,都会对商业银行的行为产生一些约束。在管制利率条件下,商业银行可以花很少的资源在定价上,但随着利率市场化的不断推进,定价必将是商业银行资源投入的一个主要方面,是其核心技术、核心竞争力的主要体现,需要耗费大量的人力物力加以研究,而 SHIBOR 可以提供一个基准。如果央行放松了对存款利率上限和贷款利率下限的管制,又没有其他可靠的替代基准,结果可能更坏。而放松管制的时机由新的定价基准成熟的时间决定。SHIBOR 能否担当这一角色,对我国未来的利率市场化进程具有决定作用。

其次,SHIBOR 的重要意义还在于它一头连接着市场,一头连接着商业银行内部转移定价。我们很多商业银行都是全国性大银行,在区域、产品、资产负债之间有很多内部转移价格。内部转移定价是业务管理、风险管理、经济资本分配与收益等各项指标算法的依据。如果行内对 SHIBOR 基准地位形成了统一的认识,同时在定价方面又有一些核心技术的话,可以将其应用到内部转移定价中,这对商业银行内部管理是非常重要的。SHIBOR 作为客观的、连接内外的市场价格,只有将它引入内部转移定价,才能建立基于市场基准的绩效考评体系,提高资金使用效率,科学、合理和令人信服地平衡总分行、各部门之间的利益关系。

第三,SHIBOR 还将是其他许多产品和制度安排的基准。目前有很多金融产品都与人民银行制定的某种利率挂钩,人民银行调整利率时,就需要考虑多方面因素,平衡利益关系,要求人民银行的工作人员具备更高的业务素质和调控能力。但是,平衡利益关系涉及不同的利益集团,情况会越来越复杂,就需要一个大家都能接受的、客观的基准,那就是 SHIBOR,通过对现有不同基准利率的比较、借鉴,真正实现 SHIBOR 的基准地位,有利于加快金融产品创新的步伐,为管制利率的进一步放开准备条件。

第四,从更广泛的角度考察,SHIBOR 能否确立基准地位,还关系到中国货币、债券市场的纵深化发展,从而成为实现人民币国际化的重要基础设施和建立中央银行利率间接调控体系的前提条件。我们必须从全球化的视角考虑问题,全世界很多货币都有基准利率,例如 LIBOR、EURIBOR、TIBOR 等。未来如何增强 SHIBOR 的基准地位是需要市场成员和中央银行偕同努力、深入研究的重大课题。

三、完善中央银行利率体系

在利率市场化进程中,完善中央银行利率体系、逐步实现中央银行利率调控由直接方式向间接方式转变成为货币政策调控和传导机制建设的关键内容。近年来,人民银行利率体系建设不断推进。

实行再贷款浮息。再贷款浮息是指中央银行根据货币政策调控意图,对金融机构再贷款(再贴现)利率实行随市场利率水平变化的安排,旨在理顺中央银行和借款人之间的资金利率关系,约束借款人行为,减少央行资产业务的财政补贴性质,避免流动性的被动投放和长期投放。在 2004 年物价出现上涨趋势、国民经济景气上升的背景下,我们研究

出台了再贷款浮息制度,建立了再贷款、再贴现利率以市场利率为基础确定方式,提高了再贷款利率管理的科学性、有效性和透明度,中央银行资产业务定价的功能由对借款人进行隐性财政补贴逐步转向服务于宏观调控。

优化央行存款利率结构。从主要市场经济国家中央银行的成熟做法看,央行的存款利率包括法定存款准备金利率和存款便利利率,后者一般构成货币市场短期利率的下限(如欧洲央行的做法)。2003年12月21日,人民银行改革了准备金存款利率制度,对金融机构法定准备金存款和超额准备金存款采取“一个账户,两种利率”的方式分别计息,超额准备金存款利率客观上发挥了货币市场利率下限的作用。经过2003年12月21日和2005年3月17日两次下调,汇改前超额存款准备金利率下调至0.99%。下调超额存款准备金利率与再贴现浮息安排的政策搭配,一方面拉大中美市场利率的负利差(2005年至2007年,美元利率高于人民币利率),增大了投机人民币汇率的机会成本;另一方面控制央行基础货币被动吐出,为人民币汇率形成机制改革赢得了宝贵的三年时间。

此外,人民银行还改革了邮政储蓄转存款利率制度。邮政储蓄转存款利率是对邮政部门办理储蓄业务的一种补贴性质的利率,邮储吸收的存款转存央行可以获得无风险利差收益,这样的利率结构不符合中央银行利率改革的方向,还导致邮储转存款迅速增长,分流了部分农村资金。2003年,按照新老划段的方式,新增邮储转存款改为按照金融机构法定准备金存款利率计息。

改革开放三十年来,通过利率市场化改革,存贷款利率的市场化程度显著提高,商业银行利率定价机制不断完善,利率在中国金融资源配置中的作用不断增强,中央银行利率体系也逐步向利率间接调控的方向转变。SHIBOR基准地位确立后,中央银行对利率的管制将逐渐淡出。未来可以探讨贴现利率与SHIBOR挂钩的可行性,以此为突破口,可为后续存贷款利率市场化改革提供经验。总体来看,中央银行通过运用货币政策工具引导市场利率的利率间接调控机制、由市场供求决定的利率形成机制和利率传导机制将日臻完善。

四、改革开放三十年的利率调控

在中国,关于利率杠杆的认识经历了一个不断深化的过程。计划经济时期,政府曾一度试图废除商品生产和交换,否定信贷、利率等经济杠杆的作用。在低利率体现社会主义优越性、高利率就是剥削的思想导向下,国家曾大幅调降存贷款利率、缩小计息范围,减少利率档次。然而即便在这一特殊的历史时期,利率也未能被消灭,客观上仍发挥着对经济运行的调节作用。当时虽然利率低,但比无息强,由于投资渠道单一,存款有息还是发挥了鼓励老百姓储蓄、为银行集中资源发放贷款的积极作用。而低息贷款则导致投资饥渴和流动资金紧张,国家只能用计划的方式来配给信贷资源。1978年,国家强调逐步实现主要用经济办法管理经济,利率才逐步作为宏观调控的工具。此后的三十年间,虽然利率调控的有效性备受争议,但在历次宏观调控中,国家一直重视发挥利率杠杆的作用。总体看,我国的利率调整先后经历了六个周期(见图1)。

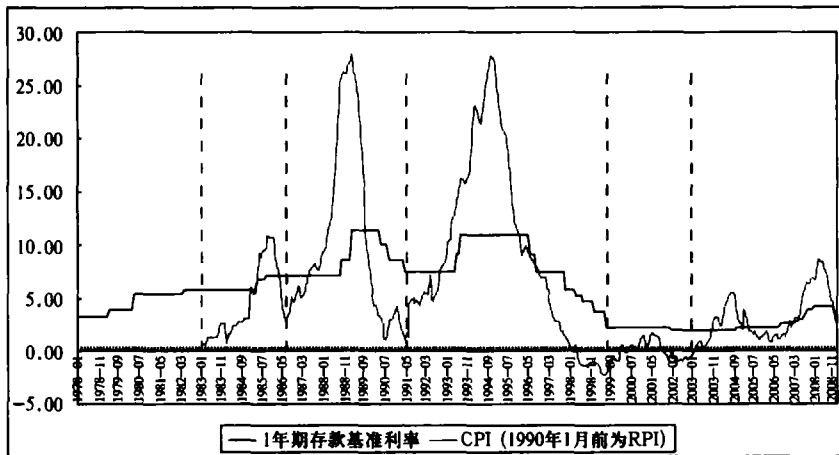


图 1 1 年期存款基准利率与 CPI 走势

(一) 历次利率调控的基本情况

以 1 年期存款基准利率为例,在六次宏观调控中,利率的调整方向均符合中央银行维护物价稳定的职责要求。从发展趋势上看,利率调整越来越注重预调、微调 and 灵活调整,并强调利率调整与利率市场化改革措施出台时机的统筹协调,使其在调控方向上保持一致(见表 3)。

表 3 1978 年以来的利率调整情况

周期	周期时间	利率调控时间	1 年期存款 基准利率(%)	上调幅度 (百分点)	下调幅度 (百分点)	上调 次数	下调 次数
1	1979 ~ 1982	1979. 4 ~ 1982. 4	3. 24 ~ 5. 76	2. 52		3	
2	1983 ~ 1986	1985. 4 ~ 1985. 8	5. 76 ~ 7. 2	1. 44		2	
3	1987 ~ 1991	1988. 9 ~ 1989. 2 ~ 1990. 3 ~ 1991. 4	7. 2 ~ 11. 34 ~ 7. 56	4. 14	3. 78	2	3
4	1992 ~ 1998	1993. 5 ~ 1993. 7 ~ 1996. 4 ~ 1998. 12	7. 56 ~ 10. 98 ~ 3. 78	3. 42	7. 2	2	6
5	1999 ~ 2002	1999. 6 ~ 2002. 2	3. 78 ~ 1. 98		1. 8		2
6	2003 ~ 2008	2004. 10 ~ 2007. 12 ~ 2008. 9 ~ 2008. 12	1. 98 ~ 4. 14 ~ 2. 25	2. 16	1. 89	8	4

从六个利率调控周期持续的时间、利率调整的幅度和频率考察,前几次调控周期明显具有利率调整较为滞后的特点。2003 年以来的第 6 轮调控周期在利率调整的灵活性和预调与微调方面明显改善。总体看,第 1、2 轮利率调控周期均为上调周期,主要原因是通胀来势迅猛,而依靠行政手段调控后总需求快速回落,利率政策在下行阶段尚未及时反应。当然,第 1 轮周期也存在弥补“文革”期间利率过低而上调的因素。第 1 轮调控周期历时 36 个月,平均每 12 个月调整一次,次均上调幅度为 0.84 个百分点。第 2 轮调控周期历时 4 个月,平均每 2 个月调整一次,次均调整幅度为 0.72 个百分点。

第 3 轮调控周期为包括上调和下调阶段的完备周期,其中上调阶段历时 5 个月,平均

每2.5个月调整一次,次均上调幅度为2.07个百分点。周期内利率峰值持续时间13个月。下调阶段历时13个月,平均每4.3个月调整一次,次均下调幅度为1.26个百分点。

第4轮调控周期亦为完备周期,为抑制1993年开始出现的严重通胀,利率迅速上调,而在此后经济惯性下行中,利率较为缓慢地下调。此轮上调阶段历时仅2个月,平均每1个月调整一次,次均上调幅度达1.71个百分点。周期内利率峰值持续时间达33个月。下调阶段历时32个月,平均每5.3个月调整一次,次均下调幅度为1.2个百分点。

第5轮调控周期是为应对东南亚金融危机后我国出现的通货紧缩,利率政策的主要策略是维持较低的利率以刺激投资和消费,其间历时32个月,2次下调利率,平均每16个月下调一次,次均下调幅度为0.9个百分点,利率下调至改革开放后的最低水平。

第6轮调控周期截至2008年底已持续50个月,其中上调阶段历时38个月,采取了前瞻性的微调策略,共8次上调存款利率(9次上调贷款利率),平均每4.75个月上调一次,次均上调幅度为0.27个百分点。周期内利率峰值持续时间12个月。下调阶段主要为应对2008年下半年显著加剧的国际经济、金融危机对我国经济产生的负面影响,利率下调迅速,下调幅度大,2008年9月至12月,连续4次下调存款利率(5次下调贷款利率),平均每月下调一次,次均下调幅度为0.47个百分点。

第5、第6轮利率调控周期也是利率市场化迈出重要步伐的阶段。在利率市场化政策出台的时机把握上强调了与利率调控政策的一致性。1998年以前,长期利率管制导致贷款利率难以覆盖中小企业贷款的高风险,商业银行贷款过度向大型企业集中,而1998年、1999年连续扩大中小企业贷款利率上浮幅度使银行能够借助利率上浮覆盖对中小企业贷款的损失,有利于调动银行的贷款积极性,扩大货币供应量,因此与放松银根的货币政策方向一致。2003年和2004年进一步扩大金融机构贷款利率浮动区间直至取消贷款利率上限、实行下限管理,使金融机构能够根据自身对经济景气和运行风险的判断更主动地调整利率定价策略,为后续利率政策的顺畅传导提供了制度支持。

(二)关于利率政策有效性问题

经济学理论认为,利率对经济运行的调节作用主要通过影响消费需求和投资需求实现。从消费看,利率上升会鼓励储蓄、抑制消费需求。从投资看,利率提高将减少可盈利的投资总量,从而抑制投资需求。成熟市场经济国家都将利率作为重要的宏观经济调控工具。

考察利率的调节作用,要以真实利率为尺度。图2列示了1978至2007年,1年期实际存款利率与实际GDP增长率波动间的相互关系(在高通胀时期,先后于1988年9月至1991年11月、1993年7月至1996年3月开办了长期保值储蓄存款,实际存款利率已补到零左右,在很大程度上弥补了高通胀对居民存款购买力的影响)。总体上看,实际利率与实际GDP增长率呈反向变动关系,1978~2007年间,两者的相关系数为-0.29。自1993年国家确立了市场经济的发展方向后,随着企业和金融机构产权制度改革的深化和各种价格管制的放松,利率传导的有效性提高,这种反向变动关系显著增强,1年期实际存款利率与实际GDP增长率的相关系数变为-0.75。

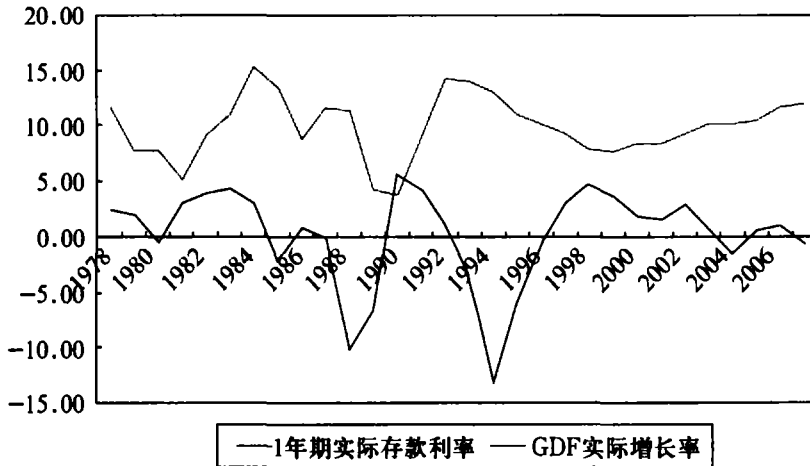


图 2 实际利率与实际 GDP 增长率

从利率水平看,三十年间在宏观经济景气偏热的阶段我国实际利率多次出现过为负的情况,负利率导致社会对信贷资金需求的膨胀,刺激贷款过快增长,常常使信贷规模管理受到挑战。取消信贷规模管理之前,信贷投放常常超出计划规模也表明即使在管制利率和直接调控下,微观主体对利率的敏感性仍比大家预想的要高。1996年至1999年间,真实利率偏高,使储蓄者受益而借钱者受损,收入分配向居民倾斜;过高的真实利率增加了企业的债务负担,企业亏损增大,投资意愿降低;银行不良贷款率上升,放贷约束增强,这是此后形成通货紧缩的原因之一。2003至2004年以及2007年,实际利率偏低甚至为负,收入分配向企业倾斜,增大了投资需求增长的动力,对通货膨胀构成潜在压力。观察改革开放以来我国的宏观经济运行,不难看出中国经济周期在很大程度上是随着真实利率起伏波动的。

近年来,学术界对利率的影响进行了大量研究,结果表明,利率对储蓄、消费、投资和实际产出有显著的影响(谢平、袁沁敌,2000)。名义利率调整对货币政策的中间变量和目标变量也都起到了一定的调节作用(江春、刘春华,2006)。真实利率对财富分配具有很强的效应,而在快速降息过程中,低的真实利率对扩大消费支出具有正向作用(宋国青,2008)。

(三)关于银行贷存利差问题

在存贷款管制利率体制下,银行的贷存利差由国家控制,各界常会质疑利差的合理性。图4显示了1978年以来金融机构贷存利差的变动情况。

从持续时间看,改革开放30年间银行贷存利差大于2%的时间仅占40%,而贷存利差为0或负的时间占比却达17%(若考虑银行对长期储蓄存款保值的支出负担,贷存利差为负的时间更长)。在亚洲金融危机之前的20年时间里,金融机构的贷存利差一直偏低,体现了这一时期国家通过金融部门集中资源促进产业优先发展的政策导向。由于长期的金融抑制带来了金融市场发展严重滞后和市场基础薄弱、信息搜寻成本高等市场失灵问题,因此发展中国家由金融抑制向金融自由化发展的过程中需要经历“金融约束”阶段,即通过政府“有形的手”为金融业发展提供一个涵养期,通过价格和市场准入的管制,

培育市场基础设施和金融机构微观机制。在一段时期内维持适度的贷存利差,可以为提高金融业竞争力和经济金融整体运行效率赢得时间。

2000年以来,持续稳定合理的贷存利差至关重要,它促进了我国商业银行经营效益显著改善,提高了其消化不良贷款的能力,为深化金融体制改革和维护金融稳定提供了有利的环境。未来随着利率市场化的推进和国内金融市场与国际市场的融合,利差将逐步由市场竞争决定,我国商业银行应做好准备。

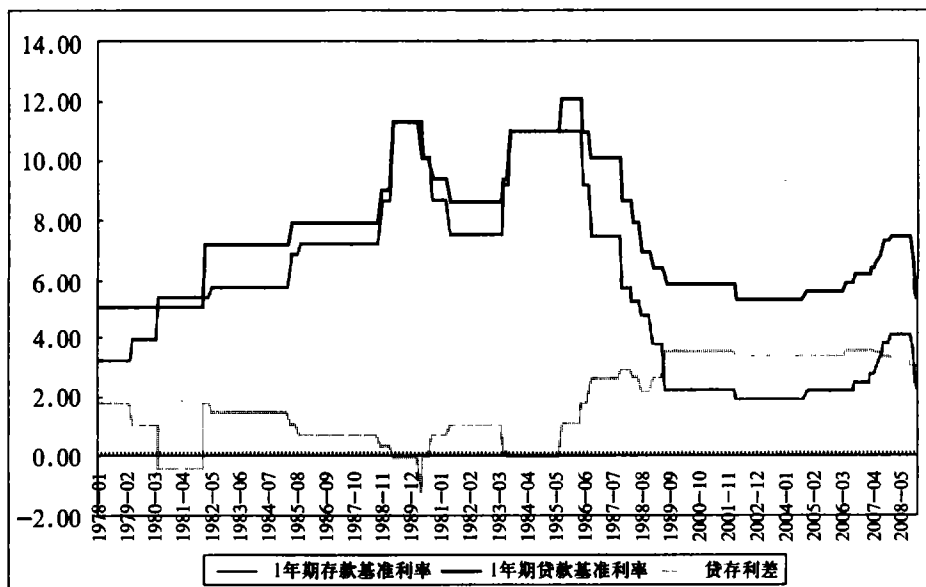


图3 金融机构贷存利差走势

改革开放三十年,见证了中国利率市场化改革双轨制推进的成就,也见证了利率杠杆调节经济运行的强大力量。利率市场化与企业 and 金融机构产权制度改革、金融市场建设的步伐相契合,与宏观调控的方向与节奏相衔接。经历了管制利率的“破”与市场利率形成机制的“立”,市场供求在利率决定中的作用不断增强,利率杠杆经历了历次宏观调控“经济”与“行政”手段之辩的洗礼,在经济运行实践中逐步确立了自己的地位,这一进程将为历史所铭记。

五、结束语

本文主要从中央银行的角度、从利率管理的角度,提供改革开放三十年中国利率市场化的情况,目的是记录历史事实,为进一步分析打下基础。在文中笔者很少提及民间融资和利率市场化在温州等地试点这样一些重要事件,这并不是说市场的力量、民间的推动不重要,而是笔者想以后专门撰文论述市场力量在推进利率市场化过程中的重要作用。

笔者笃信市场经济,坚信市场经济能给中国人民带来福祉,一直不遗余力地推进利率市场化改革。近来笔者变得有些保守,对于中国如何进一步推进利率市场化没有想清楚,

笔者的困惑主要如下:

产权清晰、自由竞争和退出机制是进一步推进利率市场化的必要条件,这些条件在中国是否已经完全具备?当前推进利率市场化的焦点在于放开贷款利率下限和存款利率上限,由商业银行自主定价。那么,我们是否允许完全的自由竞争?而如果竞争失败,退出机制的约束又是否存在呢?

由于零售银行的外部性很强,我想上述问题没有简单的答案。从这次美国金融危机的教训看,他们也没有很好地解决这些问题。这里深层次的问题是,利率完全市场化和国家对大银行控股、存款保险以及国家注资银行等是有矛盾的。而对这一问题不进行梳理和总结,过度竞争和道德风险将难以避免。

结论:培育 SHIBOR 或其他市场基准是中国进一步推进利率市场化在浅层次上的必要条件,而产权清晰和所有制多元化、打破垄断、有序退出、预算硬约束则是在更深层次上的必要条件。

参 考 文 献

1. 陈东琪、宋立,2007年,《我国历次宏观调控的经验与启示》,《宏观经济管理》2007.2
2. 方先明、熊鹏,2005年,《我国利率政策调控的时滞效应研究——基于交叉数据的实证检验》,《财经研究》2005.8
3. 高坚,1997年,《我国国债市场的回顾和展望》,《金融研究》1997.3
4. 江春,2005年,《金融监管与金融发展:理论框架与实证检验》,《金融研究》2005.4
5. 江春、刘春华,2006年,《货币政策的利率效应:来自中国过去20年的实证》,《广东金融学院学报》2006.3
6. 马广奇,2005年,《制度变迁理论:评述与启示》,《生产力研究》2005.7
7. 宋国青,2008,《收入财富大调整》,CCER中国经济观察第15次报告会,2008.11
8. 汪小亚、卜永祥、徐燕,2000年,《七次降息对储蓄、贷款及货币供应量影响的实证分析》,《经济研究》2000.6
9. 谢平、罗雄,2002年,《泰勒规则及其在中国货币政策中的检验》,《经济研究》2002.3
10. 谢平、袁礼敬,2003年,《我国近年利率政策的效果分析》,《金融研究》2003.5
11. 易纲,2003年,《中国的货币化进程》,商务印书馆
12. 易纲,2005年,《转变政府职能与可持续发展》,《财经》总144期
13. 易纲,2006年,《宏观经济政策与市场配置资源》,《财经》总152期
14. 易纲,2008年,《进一步确立 SHIBOR 的基准性地位》,《中国货币市场》2008.1

Abstract: In a retrospective way, this paper depicts the 30-year-long course of the market-based interest rate reform, summarizes the achievements the two-track methodology made in the historic process. On the one hand, the PBoC has eased the regulations upon interest rate step by step and promoted the pricing ability of financial institutions, liberalized the upper limit of lending rate and lower limit of deposit rate. On the other hand, a whole new pricing mechanism of financial market interest rate was ushered into the system, SHIBOR and treasury bond yield curve were established, representing short-term and long-term benchmark rate respectively. The PBoC has been streamlining its operations to make sure that interest rate plays a key role in conducting monetary policy. The paper also looks forward to the advancing of market-based interest rate reform, and discusses the preconditions on that process.

Key words: market-based interest rate; macroeconomic management; reform

(责任编辑:徐忠)(校对:LN)