

## 第3章 我国利率管制与影子银行的发展

### 3.1 利率的功能

利率体现的是信用市场上的资金价格。与普通商品的价格一样,其高低反映了市场的供求关系。在没有中央银行控制的情况下,资金的供给大于需求,则利率低;资金的供给小于需求,则利率高。利率是国家管理经济的一个重要杠杆。利率的经济杠杆作用属于价值规律作用的范畴,是商品经济所固有的(侯涌泉,1982)。

由于利率是代表资金这种特殊商品的价格,因此它与普通商品价格相比也具有一定特殊之处。普通商品的交易一般表现为“一手交钱,一手交货”,交易在买卖的一瞬间完成。但货币交易中资金价格的实现与其交易行为的发生在时间上往往是不统一的。比如说,资金借贷过程中资金供给方将资金的使用权暂时让渡给资金需求方。但需到借款到期后,资金需求方将本息还给资金供给方时,资金价格才得以体现。因此,利率的大小也就与这个资金价格实现的时间长短有关。一般借贷时间长,则利率高;借贷时间短,则利率低。并且,由于资金借贷具有时间上的延续性,未来是否能够偿还资金、获得本息就存在了不确定性。因此,借贷时间越长,不确定性就越大,风险也就越大,利率自然也就越高。

这样以利率为表现的借贷关系给金融信用关系的发展提供了土壤,催生出各种以利率为标价的金融产品以及衍生品,推动了金融市场的发展。

本书在这里选取利率最主要的两项功能做简单说明。

#### 1. 利率能够诱导储蓄,调节资本供给

简单来说,人们会按照预期利率大小在现在消费与未来消费之间进行配比,这是利率的一个基本命题。假定每个人一生的收入是有限的,因此如何配比现在、未来每个阶段的消费数量,取决于其若放弃了目前的消费,在将来是否能够获得更多的消费,而衡量这个比例的指标就是利率。利率越高表示消费者放弃现在消费可以获得更多的储蓄以在未来消费。进一步来看利率对投资比例的影响。

当资金可能出现相对贬值时,投资的利率水平会帮助人们决定将多少资金储蓄以获取利息,多少资金投资于收益较高的生产项目。投资资金的多少对于经济发展来说至关重要。

## 2. 利率是分配生产要素的标准之一,使有限的资源得到最优的配置

一般认为,如果金融市场不存在垄断或管制的话,资金会依价格由低到高依次进入金融市场,并且会优先选择未来收益最高的项目由高到低依次投资。这样的资金配置方式是最优的,而这样分配的唯一标准就是利率。

除了以上所述的两点功能之外,利率还能起到调节经济周期、货币政策信号、金融市场信息载体、调整汇率水平等功能,这里就不再赘述了。

当然,与普通商品价格一样,利率也可能被垄断或者被政府管制,因此其价格也就脱离了其所代表商品的真实价值。而这正是本书将要论述的重点。

## 3.2 对利率的管制与放松

### 3.2.1 利率的管制

利率管制(Interest Rate Control)是政府对商品价格管制的一种,是指市场利率水平由政府或者中央银行统一制定,控制在高于或低于市场均衡利率水平的一种强制性措施。因此,各金融机构不能根据市场资金供求情况自主地确定存、贷款利率及各种金融资产的收益率。利率管制分为两种:一种是仅对存、贷款利率进行人为限制的单项管制方式;另一种是不仅对存、贷款利率实行管制措施,还对手续费等金融服务价格也采取限制的多项管制方式。为简化问题,本书所提到的利率管制只包含对存、贷款利率进行限制。

一般来讲,政府为了抑制针对某一商品或服务的垄断而设置价格上限,以减少甚至取消垄断利润;而为了避免企业间打价格战则通常是设置价格下限。金融业的利率管制则通常采取设置利率上限的措施。由于金融业的特殊性,政府对金融业所采用的限价策略会有所不同,也相对较为复杂。

在 20 世纪 30 年代之前,各国政府鲜有对市场采取利率管制的情况发生。但席卷整个西方世界的经济大萧条直接导致各国政府放弃了以往一直坚持的古典自由主义思想,转而对本国金融业采取严格管制。经济学家们认识到缺少政府干

预的自由竞争市场并不能保证经济的健康发展与稳定,政府的管制与干预是必须的。经济大萧条后,各国政府为了恢复经济活力,对经济各部门甚至人民生活的方方面面采取了严格的管制。金融部门更是政府管制的重点,而利率管制又是其中的重中之重。

美国的利率管制措施始于1933年,并于2011年结束,延续了近80年。美国的利率管制(也称为《Q条例》)源于经济大萧条时期政府对经济的挽救,其主要以存款利率为管制对象(包括对活期存款利息的取消、针对商业银行和存款机构制定定期存款利率上限等措施)。美国实施利率管制主要是为了避免银行之间的恶性竞争,避免因利率自由波动导致经济不稳定和通货膨胀风险;以限制存款利率的方式来降低银行的融资成本,以确保未来低成本的投资行为,有助于美国经济的恢复(刘利,2001)。这是一个国家奉行经济干预思想进行金融监管的典型案例。

美国的利率管制有效地帮助了其经济从大萧条的阴影中走出来,但也有消极的一面。例如,利率管制引发的“金融脱媒”现象,导致美国经济出现滞涨或者下滑(1950—1980年共发生了四次,年份分别为1959年、1966年、1969年、1973年)。在20世纪70年代美国经济再次发生滞涨现象,使得凯恩斯主义者困惑不解的同时,一批主张自由主义的经济理论渐渐崭露头角(如McKinnon和Shaw的“金融抑制”与“金融深化”理论),并逐渐取代了过时的金融管制理论。同时,随着金融产品创新的深入发展,利率管制逐渐流于形式,监管当局最终取消了利率管制。

### 3.2.1.1 利率管制的原因

自20世纪30年代开始,由于受美国经济大萧条及凯恩斯主义影响,世界大部分国家都逐步实施利率管制政策。本书从宏、微观两方面对采取利率管制的原因进行说明。

#### 1. 宏观方面

第一,有助于促进投资和经济增长。从凯恩斯理论来看,一国投资总量的大小取决于资本边际收益和市场资金成本大小的对比。高利率水平必然导致融资高成本的现象,进而会降低整个社会的总投资额,使总产出下降,经济发展减缓。因此,较低的管制利率水平有利于提高社会的投、融资水平,促进经济发展。

第二,有助于维护社会、经济和金融市场的稳定。金融行业的特殊性造成其

具有很强的外部性。在自由市场情况下,金融机构之间的激烈竞争导致优胜劣汰情况的发生,必然会影响整个金融体系的稳定性,进而传染至整个经济体。对金融行业采取利率管制措施可以减少金融机构间的价格竞争,减少金融机构破产倒闭现象,有助于保障投资人的利益,有助于维护金融、经济和社会的稳定。

第三,有助于控制通货膨胀水平。通货膨胀水平与社会融资成本存在明显的正相关关系。市场资金的高利率会导致成本推动型通货膨胀的发生。因此,政府采取对市场利率实施上限限制的措施,以控制物价水平,减少恶性通货膨胀发生的可能。

## 2. 微观方面

20世纪70年代以来,部分经济学家认为政府实施利率管制是为了维护特殊群体或行业的利益,会降低整个社会福利,如Becker和Stigler(1974)。

第一,为特定产业、部门谋取利益。在一国经济发展的某一时期或发展中国家,依据国家经济发展的宏观规划,政府会优先发展某些产业或部门(如环保、农业等)。金融部门需配合宏观政策,向这些产业或部门提供低成本资金助其快速发展。因此,利率管制政策可以降低企业融资的成本,减少企业负债负担,有利于企业发展与短期盈利进入良性发展轨道。一般政府通常还会将信贷配给与利率管制配合使用(Amable和Chatelain,1996)。

第二,保证金融机构的稳定收益。政府在制定存、贷款基准利率时,人为设定的存、贷利差就是商业银行长期获得稳定利润来源的根本。并且,如前文所述,利率管制减少了金融机构间的竞争,也避免了其出现破产等问题。当然,对贷款利率设置上限的管制方式还可以有效控制高利率,以及避免自主利率决定方式可能引发的商业银行经营者的道德风险(Moral Hazard)和逆向选择(Adverse Selection)问题(Stiglitz和Weiss,1981;Caprio和Summers,1996)。

第三,保护贷款人的利益。金融行业往往具有很强的垄断性质,大型机构对市场利率的制定拥有较强话语权,出现“卖家市场”现象。假设不存在贷款利率上限管制的话,商业银行之间可能合谋制定高市场利率,提高社会融资成本,损害投资者投资的积极性,影响整体经济的发展速度。例如,各国制定的《反高利贷法》就是打破“卖家市场”,保护投资者利益的重要手段。

第四,政府为自身谋取利益。对于某些欠发达国家来说,其税收收入较少,政府则采取“低利率、高通胀”的货币政策向民间部门变相攫取租金。并且,较低的

市场利率水平也可以保证政府以较低的成本发行国债来获取资金(Roubini, 1995)。

### 3.2.1.2 利率管制的弊端

利率管制的存在有其特殊的历史使命与合理性。虽然利率管制措施有助于西方一些国家的经济从大萧条中复苏、发展,也指导了一些国家和地区的经济快速发展(如东南亚各国)。但从长期来看,利率管制政策对一国经济、金融的发展弊大于利。并且,随着全球金融创新加速,金融体系日趋复杂,取消利率管制成为大势所趋。

本书认为,利率管制会对一国经济产生如下五个方面的弊病。

#### 1. 收益分配的扭曲

假如政府只压低银行存款利率,则银行就能以低成本从储户手中获取资金,但损害了储户的利益。银行也可利用对市场垄断的地位抬高贷款利率,此时借款者的部分投资收益就会被银行攫取。进而,如果同时对存、贷款利率都进行管制,压低存款利率、抬高贷款利率,则银行可以获得稳定的息差收入。李涛、陈斌开(2012)通过实证分析发现,利率管制会造成居民财产性收入和预期可支配收入下降,降低了居民的消费水平。政府、银行手中拥有的贷款配给或审批权力就成为一种非生产性资源,这也会导致社会收益的重新分配,产生不公平。

#### 2. 导致二元金融体系的产生

政府对利率进行管制就必然伴随着信贷分配的非市场化发展。大量借款需求不能在官方融资渠道满足,就必然会迫使其求助于民间金融市场,也就是影子银行体系,最终造成二元金融市场结构的形成,即官方金融市场和影子银行体系的并存现象。由于影子银行体系不受金融监管部门的监管与引导,因而货币政策在这一体系中的效果并不会十分有效,这对利率的传导机制产生了消极影响。盛松成、吴培新(2008)具体解释了我国利率管制造成货币政策传导不畅的原因:利率管制措施造成我国金融市场中不同层次的利率之间(如同业拆借利率和存、贷款利率之间等)按照收益与风险进行合理定价与竞争,割断了本应存在的市场化传导链条。因此,货币政策的利率渠道不畅。此外,影子银行体系往往也具有较高的风险性、不合法性与不稳定性。并且,官方管制利率水平离均衡利率水平越远,资金黑市的发展就越猖狂(蒋硕杰,1999)。

### 3. 降低资金的配置效率

市场资金的均衡价格是由借、贷双方之间不断自由竞价后匹配所形成的。资金具有追逐高收益、淘汰低收益的天性,实现市场的优胜劣汰功能。而利率管制措施会造成政府在配置资金时的非市场化,如国家政策、寻租力度甚至腐败等非市场因素决定了资金分配,这样的资金配置通常是缺乏效率和具有风险的。并且,由于利率管制会降低资金的分配效率和投资质量,也就影响了一国的经济增长速度与质量,造成经济的粗放型扩张,出现某单一行业产能过剩等问题。

### 4. 降低商业银行的经营效率与经营能力

在利率管制情况下,商业银行若想获取更多的资金只能通过非价格手段,比如,增加网点数量、改善服务质量等,但这些必然提高吸储成本,降低银行的经济效率。并且,利率管制限制了银行间的价格竞争,对于投资者来说,选择哪家银行进行储蓄都是一样的,这就为经营能力差的银行提供了偷懒的机会。这样银行间竞争关系减弱,降低了银行业整体的经营效率与创新意愿,滋生出“懒惰的银行”(Hauner,2009)。一个形象的例子就是,在废除利率管制制度之前,“3-6-3”工作制是对美国各家商业银行经营情况的真实写照,即银行揽储采用3%的定期存款利率,然后以6%的贷款利率投放资金,每天下午3点就全体关门下班(刘利,2001)。

### 5. 金融市场风险增加

管制必然会有规避管制的黑市出现。利率管制迫使金融机构通过更加隐蔽的方式变相自主决定利率水平以完成投、融资。当然,这些规避利率管制的金融创新都具有一定的合理性。金融创新能够通过刺激行业的竞争,提高市场资金效率,但同时它又增加了金融市场和产品体系的复杂化、多元化,增加了金融市场风险以及监管难度。

综上所述,从长期来看,采取利率管制必然会影 响国家或地区经济、金融的发展。

#### 3.2.1.3 我国的利率管制制度

自1949年新中国成立以来,我国政府出于恢复生产、经济建设、遏制恶性通货膨胀的发生等目的对市场中各类利率进行管制。这里根据1999年中国人民银行发布的《人民币利率管制规定》(下称《管制规定》),对我国利率管制制度的主要内容进行介绍。

《管制规定》明确说明：“中国人民银行制定的各种利率为法定利率，其他任何单位和个人均无权变动。所有的银行和非银行金融机构均要执行人民银行制定的统一存、贷款利率。”此外，中国人民银行还对专项贷款、优惠贷款等特殊存、贷款业务，以及对金融债券、企业债券等金融证券利率水平也做出了浮动范围等限制，并且明确要求全国各类金融机构必须按规定严格执行。2000年，依档次、来源、期限等进行分类，我国存款利率分为九大类，共三十四种；依档次、用途、投向、期限分类，贷款利率分为十大类，共三十五种。此外再加上金融机构之间的拆借利率、在途占压利率、存款准备金率等各市场、期限利率，总计约有200多种。这些利率的制定权、调整权、解释权均归中国人民银行。

事实上，各类利率的制定和调整方案都是由我国国务院决定的，中国人民银行只负责颁布、管理、监督等工作。由此，作为我国中央银行的中国人民银行其货币政策制定的独立性相对较低，其中不免会受到政府行政等非经济因素干扰。

我国利率管制的主要表现是存款利率上限和贷款利率下限，这也是本书所关注的重点。但对上、下限的有效性，学者持不同意见。如Porter et al. (2009)和易刚(1999)研究证明，存款利率上限一般被认为是约束有效的。而何东、王红林(2011)通过测算金融压抑导致的利率扭曲来估计中国经济的均衡利率，结果显示中国的存款利率上限及贷款利率下限均有效。

### 3.2.2 利率管制的放松

在对利率管制与放松的研究中，最为经典的理论应该是Mckinnon和Shaw所提出的“金融抑制”与“金融深化”理论。许多发达国家都经历过的以及今日许多发展中国家都存在着的政府对金融市场的一系列管制，比如，利率管制、汇率管制、行业牌照管制、投资范围管制等，这就是“金融抑制”现象。而怎样消除“金融抑制”呢？Shaw的“金融深化”理论给出了很好的答案，其主要思想是放松或者取消政府对金融市场的管制措施，加速金融市场建设，而其中针对利率管制的改革措施就是利率市场化改革。

简言之，利率市场化<sup>[1]</sup>就是取消或放松现有对利率的干预或管制措施，逐步

---

[1] 对于利率自由化(Interest Rate Liberalization)与利率市场化(Interest Rate Marketization)两个概念，本书认为利率自由化与利率市场化只是对概念定义的侧重角度不同，本质上并无区别。利率自由化是从对利率管制放松的角度来定义的，而利率市场化则是从利率的市场形成机制的角度来定义的。

实现市场利率水平由资金的供求关系决定的改革过程。

### 3.2.2.1 利率市场化的积极影响

一般而言,实行利率市场化改革会对一国经济的发展产生积极作用。

#### 1. 有利于宏观经济的发展与稳定

很多学者从不同角度证明了利率市场化对一国经济发展能够起到推动或稳定的作用。Bekaert、Harvey 和 Lundblad(2005)研究了 21 个已经完成利率市场化改革的国家的发现,利率的市场化改革对各国经济增长有显著作用,提高年 GDP 增长率达 1%~2%。李军(1998)指出,凯恩斯主义所支持的以低利率政策刺激需求与投资的做法对经济增长只有短期作用,对于资本稀缺而人力资源丰富的发展中国家显然并非长久之计,对保证其经济长期增长的作用不大。宾国强(1999)研究指出,我国利率管制带来的高储蓄率助推了改革开放前 20 年高速但粗放的经济增长,但这是以低投资质量为代价的。而只有确立良好的市场架构,消除信贷市场的歧视,才能真正有助于经济的长期增长和稳定。对于我国来说,市场经济制度的确立和企业微观制度的建立显得更为重要(吴敬链、汪丁丁,1998)。

#### 2. 利率市场化对家庭部门的影响

利率主要通过改变或调整居民的消费和储蓄行为对居民部门产生影响。在金融业较为发达的国家,金融抑制并不十分严重,利率管制一般仅限于对银行存、贷款利率进行管制,而资本市场的利率会根据资金的供求关系来调整,因此利率管制的解除能够缓解“金融脱媒”。而对于发展中国家,利率市场化对储蓄的增加作用是十分明显的。这是由于部分发展中国家的名义利率很低,而通货膨胀率却又较高,导致实际利率很低或者为负值,造成人们的储蓄意愿很差。利率市场化又可推动金融创新,金融产品(如商业银行理财产品等)为居民提供了更多的投资选择,提高了储蓄量,改变居民的消费行为。

对于利率变动对消费支出的影响在理论界存在争议。大多数经济学家认为,利率的变动对消费的影响不大。李焰(1999)利用 1978—1998 年这 20 年间我国居民储蓄数据研究发现,储蓄率与存款利率之间的相关性不确定,与名义利率弱负相关,与实际利率有不显著的正相关关系。这是因为对于我国大多数家庭来说,利率再高,维持基本生活的支出是必须的。并且数据选择时期的我国居民投资途径单一,存款为大多数居民的唯一投资选择,因而储蓄率与利率水平并不十

分相关。Bandiera 等(2000)选用了 8 个发展中国家 25 年的储蓄数据也没有发现利率对储蓄有正相关的影响。但利率市场化对发达国家,特别是对利用消费贷款进行消费的发达国家影响较大,而对发展中国家的消费水平影响不大(林钟雄, 2001)。

在利率管制下,由于每个银行的存、贷款利率水平都是一样的,居民的储蓄选择主要受非价格因素影响,如与银行的距离、服务水平等。但利率市场化之后,每家银行都会根据自身经营能力与市场环境制定自己的存、贷款利率水平,这样居民在选择储蓄时首先考虑的就是收益与风险了。这不仅优化了市场中资金的配置水平,也培养了居民的金融投资能力和风险意识。

### 3. 利率市场化对企业部门的影响

在利率管制下,利率水平通常被人为地压低至均衡利率水平以下,减少了可贷资金的数量,低于均衡利率下的投资水平。利率市场化会使利率水平随着市场对资金需求量的大小而上下波动,自动调节市场供需。一方面,存款利率的提高能增加可贷资金的供给,从而使投资量增加;另一方面,贷款配给的取消也会使资金自主流向收益高、效益好的企业,避免“劣币驱逐良币”现象的发生(Greenwood 和 Jovanovic,1990)。

### 4. 利率市场化对金融机构的影响

一般来讲,利率市场化改革对金融机构的影响最大也最直接。无论是中央银行、商业银行还是非银行金融机构,利率市场化改革都改变了原有经营环境,增加了风险。由于我国利率管制的主要对象是商业银行的存、贷款利率,因此,不论利率管制是取消还是部分放松,受影响最大的金融机构应该是商业银行。当取消对存款利率的上限管制后,银行特许经营权的价值会受到侵蚀(Caprio 和 Summers,1993)。但积极的一面是,解除存款利率上限,允许商业银行根据市场资金供求情况和自身资产负债水平制定存款利率,可以减少或消除利率管制下出现的“金融脱媒”现象;也可以减少利率管制下所产生的非价格竞争成本,各银行可以通过提高自身的经营水平来形成竞争优势,增加收益。利率市场化会推进金融创新与金融混业化的发展,加快商业银行参与资本市场的脚步,提高商业银行的经营稳定性以及创新能力。值得注意的是,利率市场化后商业银行出现危机的风险明显增加(Kaminsky 和 Reinhart,1999)。

### 3.2.2.2 开展利率市场化改革的基本条件

利率市场化改革必须具备相应的前提条件和配套制度保障,主要有如下三方面:

#### 1. 稳定的经济环境

稳定的经济环境是利率市场化改革成功实现的基础条件。国际案例说明,一国利率市场化后金融危机发生的风险明显增加(如阿根廷、智利等)。陈晨(2012)在分析北欧等国改革的成功经验后认为,在稳定的宏观经济环境的基础上,各种宏观政策的制定要有弹性,特别是要避免顺周期效应,防范叠加效应风险。史宝平(2003)进一步指出,利率市场化改革宏观经济基础的三个标准是经济稳定标准、资金市场规模、金融深化标准。

#### 2. 有广度、有深度的金融市场

利率市场化改革是要将利率决定机制由政府制定向市场供求关系决定过渡,而一个金融场所形成的利率水平是否是市场供需情况的真实反映,能否实现资金的有效配置,金融市场的发达程度具有决定性作用。以往国际经验表明,往往拥有发达的金融市场的国家,其利率市场化改革一般都能顺利完成,其间经济发展平稳。如美国的利率市场化改革是在其货币、资本两大市场建立、运行多年的基础上实现的。同时,完善的金融市场能使利率市场化改革后的风险得到有效分散和释放,保证了改革的平稳进行。而某些拉美国家的改革经验则是应该引以为戒的反例,其缺乏成熟的金融市场,导致短期利率大幅波动,风险集中而得不到分散,最终改革以失败告终。

建立成熟的金融市场就需要着重发展两个方面。一方面,金融市场要有广度。这就要求金融市场必须能够满足不同期限、不同风险偏好、不同收益、不同流动性的资金需求。这就需要拥有丰富的金融机构及产品。另一方面,金融市场要有深度。这就要求金融市场必须能够提供足够的流动性,以使市场交易足够活跃,并实现充分竞争,真实反映市场资金的供需关系。

#### 3. 完善的金融监管体系

当一国的金融监管与风险管控体系建设比较完善时,利率市场化改革对金融行业的冲击可控、可预测,其造成的风险和负面影响较小。因此,建立完善的金融监管体系是保证利率市场化改革顺利进行的基本制度性要求。根据国际经验,许多国家往往是在经济稳定发展的基础上,完成完备、审慎的宏、微观金融监管体系