

中国利率市场化改革的理论分析

易宪容

内容提要 利率市场化改革是保证金融市场资源配置的必由之路。重新确立新的基准利率体系成为中国利率市场化改革最为重要的内容。当前中国基准利率的形成方式需发生根本性的改变。中国金融问题的根本是价格形成机制扭曲。利率市场化改革是一次重大改革,其思路、方式、政策有必要作重大调整。

关键词 利率市场化 基准利率 金融改革

易宪容,中国社会科学院金融研究中心研究员 100732

一、导论:价格机制扭曲是金融市场问题丛生的根源

十八届三中全会审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》(以下简称《决定》)。从《决定》的内容来看,其核心就是如何调整好政府与市场的关系,及如何保证市场在资源配置过程中起决定性的作用。而市场对资源配置起决定性的作用就意味着市场在利率形成过程中起决定性的作用。因此,深化中国金融体制改革最主要的任务就是利率市场化及汇率形成机制市场化。而利率市场化改革就是要重新理顺当前中国金融市场体系的价格关系,把扭曲了的市场价格机制回归到常态。所以,利率市场化也成了当前国内金融体制深化改革的主要任务。

从利率市场化的全球经验来看,由于各国初始条件、经济环境、央行决策者的认知等方面不同,利率市场化改革找不到一个统一的模式或存在一般性经验,也不存在渐进方式还是激进方式的好坏,只不过是各国根据其不同情况做不同的选择。但各国利率市场化往往都是在市场价格机制严重扭曲、金融资源无效运作的情况下开始,其结果基本上是金融市场的价格机制逐渐形成、金融市场结构得以调整、金融服务于实体的能力全面提升、金融风险管理工作全面转型,及金融体系运行效率得以明显提升^[1]。当然,也有研究表明,利率市场化也可能增加银行体系的脆弱性,并由此引发该国银行体系的危机^[2]。也就是说,尽管利率市场化改革没有一般性结论及改革存在风险,但利率市场化改革仍然是保证金融市场资源有效配置的必由之路。

[1]张健华等:《利率市场化的全球经验》,〔北京〕机械工业出版社2012年版,第175-196页。

[2]张荔:《金融自由化效应分析》,〔北京〕中国金融出版社2003年版,第89页。

从1993年开始^[1],中国的利率市场化改革就已经开始,在不少人看来,到目前为止已经取得了重大进展。因为,目前政府管制的利率已经少之又少,除了银行存款利率上限管制之外,其他利率基本上放开。比如货币市场和债券市场的利率,包括同业拆借、回购、国债、金融债、企业债的利率都已经完全放开;外币存贷款利率已经市场化;而银行信贷市场,央行所管制的利率只有存款利率的上限。但是,这些渐进式的利率市场化改革看上去是增强了市场对利率形成过程中的作用,由于所采取的是行政性方式来改革,改革的实际效果并未如预期的那样好,市场价格机制扭曲和资源配置无效率仍然十分普遍。

纵观中国20多年来的利率市场化改革,基本上是采取一种维稳渐进的方式,但这种利率市场化改革的模式与路径,不仅无法让国内金融体系形成有效的市场价格机制,反之导致了国内金融市场的行为及价格机制严重扭曲,和金融市场利益激励与约束机制严重扭曲,利率双轨制长期存在,金融市场潜在的系统性风险及区域性风险则越积越大,甚至于使得国内金融市场还没有走向成熟就出现本质上的全面异化,即金融不是有效地服务实体经济,而是通过各种方式过度的信用扩张,让资金在金融市场体系内自我循环并把金融当成牟取暴利的工具。利率市场化改革不仅没有促进国内产业结构调整,反之导致了关系国计民生的弱势产业、弱势经济、民间经济则出现全面地融资挤出效应,国内金融市场运行的严重的低效率或无效率。而这些都与金融市场的价格严重扭曲及以往的利率市场化改革不成功有关。

比如说,近期国内金融市场出现的一些现象,无论是年初银行抢发贷款^[2],还是货币市场“钱荒”事件频发^[3];无论中诚信托可能面临无法兑付之风险,还是银行理财产品暴增;无论是网络金融突然风生水起,还是比特币流行到中国后暴炒等。看上去这些事件的性质是完全不同,但是实际上这些事件所产生的根源是同一原因,即中国金融市场价格机制严重扭曲,只不过不同现象表现为金融市场价格机制严重扭曲的不同方面。可以说,当前金融市场价格机制的严重扭曲是导致目前银行体系竞争为数量竞争而不是价格竞争、中国银行体系“金融脱媒”严重、影子银行盛行、货币市场期限结构严重错配、互联网金融疯狂崛起、融资结构不合理、房地产泡沫严重等问题的根源。

可见,利率市场化改革就是要矫正当前中国金融市场扭曲了的价格机制。要通过有效的价格机制来决定金融资源的流向,要提高当前国内金融体系运作效率及金融市场服务于实体经济的能力,要调整非市场化的金融体系,改变以银行主导的金融资源配置方式,让企业及居民有更多的金融行为选择权,让市场有金融资源配置过程中起决定性的作用,并以此来推动国内产业结构调整与经济发展。从20多年来国内利率市场化改革实际效果来看,以往利率市场化改革的思路、方式及路径已经不适应发展的经济环境,我们要对此进行深入的研究与反思,要重新界定当前利率市场化改革的初始条件、方式与途径,要根据中国的实际情况重新制定当前中国利率市场化改革的路线图,加快中国利率市场化的改革。

二、金融产品定价法则与实质性商品定价的差异性

一般来说,利率作为要素市场的重要价格,是金融市场有效配置资源的核心,因此,利率市场化就是要让市场在利率的形成和变动中发挥决定性的作用。由于各种资金或资产之间彼此具有替代

[1]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》和《国务院关于金融体制改革的决定》提出了利率市场化改革的基本设想。

[2]今年1月份,国内商业银行抢发贷款达1.37万亿元,如果以2013年银行信贷增加总量计算,该数据占全年的比重达13%,参见<http://finance.sina.com.cn/china/jrxw/20140130/130518125983.shtml>。

[3]从2013年6月底开始,只要货币市场的流动性稍微紧张,市场的利率立即快速攀升。人们把这种市场现象称之为“钱荒”。

与互补关系,由于不同的融资方式会因为风险、流动性、到期日、税收及交易成本等因素不同而利率会有所差异。因此,为了解释利率的形成及彼此之间的关系,各种利率决定理论及利率期限结构理论的文献也就应运而生。

什么是利率?英国的哲学家洛克认为利率就是使用货币的价格^[1];凯恩斯则认为利率是特定时期内放弃流动性所获得的报酬^[2];2013年诺贝尔经济学奖得主希勒把利率定义为,偿付日为T的债券在t时的全期收益率,也可将该债券的支付额向量折现为其价格 $p^{[3]}$;谢德宗认为利率是信用或可贷资金的价格,或是使用资金必须负担的代价。利率作为价格是分配金融资源和实质资源、联系金融和实质部门的重要变量^[4]等。可见,不同的研究者可以从不同角度给出利率不同的定义。但从上述对利率不同的界定来看,其共性是肯定利率为要素市场的价格,只不过,利率这种价格所表示的内涵不同,比如使用资金、放弃流动性、债券及可贷资金等。

本文对利率的定义是,利率是对信用风险定价的价格。因为,金融是指人们在不确定性的情况下通过特定媒介对资源的跨时空的配置,即资金的剩余者通过某种媒介把资金转移到付出一定成本的资金不足者手中使用。而金融学就是要研究这种跨时空资源的金融交易为何会出现、何时会发生,以及这些金融交易发生之后会面临哪些障碍与问题和金融交易行为又是如何演进的等等。从金融的定义出发,金融交易与一般商品(或实质性商品)的市场交易有很大的差别。比如,任何一种金融交易都是在不同空间之间跨时空的资源配置的交易,其支付更多的表现为未来性;金融交易的未来性,使其交易成本与收益是无法事先确定的,其表现为不确定性;还有,由于金融交易支付的未来性及不确定性,也就决定了金融交易必须通过一种特定媒介来完成与保证,如交易合约。任何金融交易都是合约的联接,合约就是一种组织或个人的承诺或信用。在金融交易过程中,不同的信用所具有的风险是不一样的,因此,金融交易又可定义为对信用的风险定价。利率作为对信用风险定价的价格,它既有市场价格一般性,也与实质性产品的定价有很大不同(即投资品与消费品的定价机制很大差异性)^[5]。

一般来说,价格是现代经济学的核心议题。张五常教授甚至于把现代经济学归结为价格理论^[6]。尽管市场价格是多重因素决定的^[7],比如时间、空间、主观、客观、不确定性、风险、交易成本、个人偏好、定价方式、社会心理等,但市场价格机制的三大功能基本上是相同的(如传递市场信息、对分散化决策的当事人的行为激励与约束、促使稀缺资源有效配置)。不过,对于消费品与投资品来说,或对于产品市场及金融市场来说,两者的定价基础、价格形成机制及价格运作机制等方面是有很大差别的。而正是这种差别性则成了我们理解金融市场价格机制的重要的切入口。

对于消费品或实质性产品来说,其交易的目的是为了效用或使用价值,购买为了使用。而对产品的效用无论是客观还是主观,它都是有限的并以当事人的可支付能力为基础的。由于交易当事人的效用及可支付能力不同,由于市场信息不对称及不完全竞争市场存在,产品的市场价格永远是交易者买者卖者对价的结果,市场价格歧视情况也时有出现(即同一产品在同一市场有很多不同的价

[1]参见谢德宗:《货币银行学》,台湾三民书局1993年版,第634页。

[2]凯恩斯:《就业、利息和货币通论》,[北京]商务印书馆1997年中译本,第142-143页。

[3]Shiller, R. J. and McCulloch, J. H., The term structure of interest rates, collected in Handbook of Monetary Economics, Vol.1. Chapter 12, North-holland, 1990, pp.627-722.

[4]谢德宗:《货币银行学》,台湾三民书局1993年版,第629页。

[5]参见卡尔·布鲁纳和艾伦·H·梅尔茨:《货币经济学:货币分析问题》,[北京]中国金融出版社2010年中译本,第58、69页。

[6]张五常:《卖桔者言》,香港信报出版社1984年版。

[7]汪丁丁:《经济学思想史讲义》,上海人民出版社2008年版,第250-264页。

格),但是通过市场的有效竞争最终可达到均衡价格,即使市场上常见的策略性定价也是如此。

这就意味着消费品定价有以下几个方面的内涵:一是任何市场价格都是买卖双方对价的结果,由于交易者出价策略、偏好、需求、所获得信息、产品的可替代与互补性等不同,所以市场价格不是唯一的,而是在一个区间(这就张五常教授所讲的价格歧视,在同一个市场内同一产品,可以卖出的价格不同);二是卖者的边际成本、买者的需求及对产品支付能力为消费品定价基础,也是产品价格形成的底线。在一般情况下,超过这种对价的上下限底线,产品交易无法实现,产品的价格更是无法形成;三是交易者对价格的变化都十分敏感,它是交易者市场行为的激励与约束条件;四是均衡价格是在供求关系调整过程中得以实现。或消费品的市场价格是在供求关系调整中实现的。

对于投资品或金融产品来说,其定价基础、价格形成机制及价格运作机制是有很大不同的。一般来说,任何投资品的交易目的都是为了预期收益,买是预期以更高的价卖。只要投资品预期升值,投资者对其投资品的购买是多多益善。可见,投资品订价基础是投资者的市场预期。而市场预期又是由投资者心理因素及风险偏好、金融市场条件^[1]等因素来决定。而且从投资产品的特性来看,投资品都是一份份标准化的信用合约,投资品就是金融机构对不同信用关系的风险定价^[2]。在这种条件下,投资者对资产价格并不敏感。投资者关注的是投资品未来价格变化。如果预期价格上涨,投资者会继续买入,甚至于放大杠杆率买入。如果预期价格下跌,投资者会纷纷退出这个市场。所以,投资品的需求可以从零到无穷大。由此可见,投资品的定价基础、价格形成机制及价格运作机制与消费品有很大差别。如果有这样的分野,我们对历史众多的利率决定理论及利率作为信用风险定价的内涵就容易理解了。

可以说,由于利率是金融市场要素的价格,因此,从现代经济学出现的一天开始,对利率讨论文献可谓汗牛充栋,众说纷纭。不过,学术界往往把20世纪70年代以前的利率归结为三个流派,即古典利率理论、流动性偏好分析及可贷资金分析^[3]。在古典利率理论那里,它更强调货币为中性,其理论前提是建立在金本位制下的一价理论基础上的^[4]。在一价理论下,经济生活中所有的交易品(无论投资品还是消费品)都可找到与黄金价格的对应关系,因此利率作为资金的价格同样如实质性产品一样可从其供求关系中得出。

凯恩斯的流动性偏好理论则从货币供求角度来讨论利率问题^[5]。但该理论脱离了实质性因素来讨论利率的问题,其理论前提是以货币的信用性为基础。即利率作为金融品的价格,其变化只是取决于交易品的投资性而非实质性,从而这种理论也就无法架起金融品价格如何对实体经济产品价格传导的桥梁。

罗宾逊^[6]和俄林^[7]提出了可贷资金理论。该理论认为利率是实体经济和金融体系共同决定的。货币当局可将短期贷款利率和再贴现率作为官方利率,并通过官方利率来引导整个金融市场价格。官方利率既对银行贷款利率起主导作用,也可通过间接调控的方式来影响金融市场行为,调节可贷资金的供求关系及市场资金长短期利率。可贷资金利率理论不仅希望把货币性的因素及实体性的因素结合起来完善利率理论,而且提出了一个十分重要的概念。即官方利率的设立及官方利率对整个市场影响与作用的基准性。基准利率就由此而来。

[1]金融条件包括了融资成本的高低、融资获得性容易程度及杠杆率高低等。

[2]参见谢德宗:《货币银行学》,台湾三民书局1993年版,第282-300页。

[3]参见Lutz, Friedrich A.(2007). The theory of interest, A Division of Transaction Publisher, New Brunswick and London.

[4]参见卡尔·布鲁纳·艾伦·H·梅尔茨:《货币经济学:货币分析问题》,[北京]中国金融出版社2010年版中译本,第5页。

[5]凯恩斯:《就业、利息和货币通论》,[北京]商务印书馆1997年版中译本,第142-143页。

[6]Robinson, J., The rate of interest, Econometrica, XIX(1951),pp.92-111.

[7]Ohlin, B., Alternative theories of the rate of interest, Economic Journal, XL VII(1937),pp.423-27.

我们可以看到,一个多世纪以来,全球货币体系发生了翻天覆地的变革。20世纪初,在黄金本位制下,货币单位的意义由一价机制贵金属来决定,然后为信用货币所取代。但到上个世纪七十年代布雷顿森林体系崩溃后,特别九十年代起电子货币及电子支付系统的发展,世界上的货币与实质性商品的最后一丝联系也被抛弃了。如今我们生活在纯粹的记帐单位货币的世界中,每个记帐单位货币的价值唯一地取决于对其负责的中央银行的相应政策^[1]。所以近十多年来利率理论研究许多新进展,都会围绕着央行的基准利率设定、基准利率形成机制及运作机制等方面而展开。比如,利率规则理论、利率走廊及利率微调理论等都是如此。但这些理论的核心不是关注货币总量的变化及确定短期名义利率的合适水平,而是通过央行的基准利率所透露的前瞻性指引及变动,来影响企业和居民对未来的行为决策,来影响其他金融市场的价格。所以,中国的利率市场化改革的重要任务,不仅在于央行货币政策宏观调控工具与方式的调整及价值取向的变化,而且还要让当前国内金融市场政府管制下的基准利率体系真正转型。重新确立新的基准利率体系成为中国利率市场化改革最为重要的方面。

三、利率定价与基准利率体系转型

从20世纪80年代开始,发达国家各国央行的货币政策目标逐渐地由货币供应量转向利率指引。那么这个利率是什么?又是如何形成的?为何央行的货币政策调控目标是利率而不是货币供应量等等。对于这些问题,并非如一些研究者所说的^[2],因为利率易于控制,并对消费、投资及汇率影响重要,而是整个金融市场环境发生了较大变化和利率理论的研究创新及进展。比如这个时期的利率规则理论、利率走廊及利率微调理论等理论大行其道就是利率理论创新的结果。而这些理论源头与威克塞尔的思想有关。威克塞尔早就指出^[3],即使是在他处的金本位制年代,所观察到的价格水平的变动主要不是由世界黄金供应量所引导,而主要取决于由中央银行所控制的利率和实体因素所决定的自然利率。古德哈德也认为^[4],当两个伟大的经济学家(即凯恩斯和弗里德曼)在讨论关于短期利率水平的实际政策问题时,他们毫无疑问地认为利率水平一般由货币当局决定并改变,而不是市场自由决定的。而这里所讲由央行控制的利率就是现代货币政策理论中的基准利率。

在这个时期,伍德福德的利率规则理论最有代表性,他对央行基准利率的讨论表明得十分清楚^[5]。他认为央行的货币政策不是如何确定短期名义利率的合适水平,而是要把隔夜利率作为货币政策的操作目标,并将货币政策理解为对这目标进行调节的规则,同时坚持在跨期一般均衡理论的大框架中赋予清晰分析的基础。他还认为,中央银行隔夜利率目标变动影响支出决策的有效性完全取决于这样的变动对其他金融市场价格的影响。因此,中央银行影响支出从而影响定价决策的能力取决于其影响隔夜利率未来路径的市场预期的能力,而不仅仅是当期的隔夜利率水平本身。在这种情况下,如果市场参与者掌握更多关于中央银行的行为和意图的信息,就能够增强中央银行政策决策,及影响这些决策的预期程度,由此增加货币政策稳定的有效性。还有,只要当前关于未来政策变化的重要性为私人部门所熟知,市场就能够很大程度上按照央行意愿行为。在这种情况下,当对未来利率的预期发生变动时,隔夜利率所需要变动的幅度就可以大为减少同时能够对金融市场形成有效的激励。

从上述讨论中,首先我们可以看到,在信用货币时代,特别是在电子货币及电子支付系统快速发

[1][5]伍德福德,《利息与价格—货币政策理论基础》,[北京]中国人民大学出版社2010年版中译本,第1页,第1-2、10-11页。

[2]Bernanke, B.S. and F. Mishkin,1992, Central bank behavior and the strategy of monetary policy: observations from six industrialized countries, in O.J. Fischer(eds), NBER Macroeconomics Annual 1992,Cambridge: MIT Press,pp.183-228.

[3]Wicksell, K., The influence of the rate of interest on prices, Economic Journal 17,pp.213-220,1907.

[4]Goodhart, C. A.E., The conduct of monetary policy Economic Journal,pp.293-346,1989.

展与繁荣的时代,中央银行不仅要对信用货币完全担保,而且央行的货币政策应该由明确的货币规则来规定,以此来保证经济生活物价水平的稳定性。而央行所控制的基准利率是实现该目标之工具。其次,基准利率一般是货币市场的短期利率。因为这种利率不仅反映最近货币的供求关系,也反映了近期市场无风险回报率(比如说,美国联邦的基准利率很大程度上是与10年期国债收益率靠近)。再次,基准利率对市场的影响与作用并非是其利率的本身。因为仅是该利率的本身,其变化幅度即使最大,对市场造成的影响与冲击都是微乎其微的^[1],而是基准利率通过传导机制影响长期利率、股市价格及汇率等金融市场各种价格。第四,基准利率规则更强调利率的前瞻性引导,强调央行的管理预期。就是企业及居民能够透过央行释放出的信息,前瞻性地改变及调整行为决策。这不仅可强化央行货币政策的意义,也降低了企业及居民在行为决策的风险及不确定性。正是从上述意义上来说,与传统的利率决定理论相比较,利率规则理论对利率风险定价的方式发生了质上的变化。

可见,对于当前中国利率市场化改革,不仅要建立起公平公正、信息公开透明、保证充分竞争的交易市场,以此来提高金融机构的自主定价能力,及加强金融市场基础利率体系建设,而且还得建立起中央行政策利率体系,及重新确立新的基准利率体系,这样才能引导和调控各类市场利率,形成新的市场利率机制。如果新的基准利率体系不确立,那么金融资产将缺乏定价基准,市场资金供求变化的信号也就无法在金融产品的价格上体现,利率市场化就无从谈起。可见,新的基准利率体系确立将成为当前中国利率市场化改革最为重要的一环。

那么,基准利率为何是当前中国利率市场化改革的核心?一般人来说,基准利率是无风险或风险最低的投资收益率,是一切金融产品的定价基础和参照系,是人们公认的、普遍接受的、具有重要参考价值的利率。所以,在一般人看来,基准利率就是融资者衡量的融资成本、投资者计算的投资收益、政府宏观调控主要的工具与手段。因为,基准利率具有市场化、基础性、传导性等其他利率不具有的特征。不过,从这些对基准利率的界定来看,只是说明了基准利率在金融市场中的重要性,既没有说明基准利率为何是利率市场化改革的核心,也没有说明金融市场为何要有基准利率?比如说,在一般性的实质性商品市场,为何不需要确立某个市场的基础价格水平?

可以说,对于中国利率市场化改革,基准利率体系之所以重要,之所以是利率市场化改革的核心,主要表现为以下三个方面:首先,对于金融市场来说,利率作为市场资金的价格,正如前面分析过的,它与实质性商品的价格相比,其定价基础、价格形成机制、价格运作机制及市场产品的特性是完全不同的。比如实质性商品的价格完全取决于该商品供求关系,它随着商品供求关系而变化,其交易以商品的实质性为基础。但金融产品是对信用的风险定价,其交易是以信用的虚拟性为基础,从而使得金融产品的价格取决于投资者预期,而这种预期又来自金融市场条件及投资者对未来判断。那么在金融市场信息严重不对称、未来面对许多不确定性及金融产品相当专业性时,个人与企业的这种对未来判断可能会无所适从,甚至于非理性。因此,通过基准利率及传导机制影响金融市场不同资产之价格,就可以帮助一般的投资者及企业降低决策过中的风险和减少不确定性。

其次,对于现代政府来说,既然已经对金融市场进行全面的隐性担保,也有责任为市场提供公开透明的信息,以便保证市场公平交易及稳定,以便保证弱势投资者利益不会受到伤害。在这种情况下,通过政府力量来设立基准利率(即法定基准利率)可以成为一个保证金融市场长期稳定发展依据以此来减少市场价格波动,也可以成为政府通过市场价格机制引导资源有效配置的方式。这也是该现代政府的义务与责任。

第三,近些年来,尽管中国的利率市场化取得不小的进展,但是由于当前中国金融市场的基准利

[1]比如说,如果基准利率为隔夜拆借利率,当天由5厘上升到10厘,而第二天又回到5厘。尽管当天是上升了一倍,但如果第二天又回到正常。这种上升对当时市场是影响不大的。

率是银行一年期存贷款利率,这就表明央行对银行存款直接的风险定价与价格管制。这种政府对基准利率管制,不仅在于政府对银行主体的直接的风险定价,而且这种基准利率的生成依据与机制在哪里也是不清楚的。欧美国家的基准利率或是货币市场隔夜拆借利率或是回购利率,其利率不仅能够反映最近期金融市场供求关系,也必须以无风险的国债利率收益曲线为依据。因此,中国利率市场化改革最为重要的是要确立新的基准利率体系。而这种基准利率体系包括了法定基准利率及市场基准利率,同样也必须与无风险的国债收益率曲线联系起来。不过,我们也可以看到,中国国债市场曾经有一个长期困扰研究者的问题,就是中国国债利率为何会长期高于同期银行存款利率?有研究者认为是由于中国国债市场不发达、市场化程度低的问题^[1]。本文认为这主要在于一年期银行存贷款利率为基准利率的问题,而国债利率是由存款利率派生而不是反之。因此,如果当前中国的基准利率不转型,或由央行对商业银行的直接风险定价的存款利率转型为间接影响金融市场各资产价格的间接利率,并由法定基准利率转型为市场基准利率,那么目前中国国债利率能否成为一个无风险收益率同样是令人质疑的。

所以,当前中国的利率市场化改革就得面临着三个重大的问题要解决:一是新的基准利率的确立(比如采取当前国内货币市场的上海利率或回购利率,还是确立其他新的基准利率)。这是中国利率市场化改革的重要前提。二是如何现实旧的基准利率向新的基准利率转型。三是如何建立起科学规范的国内金融市场的无风险的国债收益率曲线。就目前的情况来看,无论是上海利率还是回购利率都运行较长的时间,要让旧的基准利率向这种利率转型应该是不困难的。困难的是如何建立起国内金融市场无风险收益率的曲线及这些利率的基准性如何。但是,就目前的情况来看,要做到这些并非易事,无论是国内新的基准利率确立,还是无风险的国债收益率曲线确立都需求更多的历史数据及机制形成的过程。当然,这种基准利率体系的转型涉及到重大的利益关系调整,如何突破这方面可能遇到的阻力,是新的基准利率体系确立的最大障碍。

四、近期中国利率市场化改革进展与问题

可以说,近一年来中国利率市场化改革进展最快的一年。比如银行贷款利率下限全面放开,贷款基础利率报价机制推出,同业存单市场建立等。可以看到,尽管这些改革把利率市场化推进了一步,但与实际要求相比,有效的市场价格机制并没有真正形成,金融市场的价格机制仍然严重扭曲,中国利率市场化改革步伐还得加快。

首先,2013年7月19日,中国人民银行决定,自2013年7月20日起全面放开金融机构贷款利率管制。这就意味着中国金融体系的利率市场化开始向纵深发展,它将在中国金融市场产生不小的影响。因为,就现代商业银行的本质来说,其核心就是对信用的风险定价。在贷款利率没有放开之前,国内银行对信用风险定价的权限是十分有限的,银行的竞争不是价格竞争而是信贷规模的竞争。在这种情况下,国内银行不仅同质化严重,而且也没有约束机制与动力来提高其风险定价能力。而贷款利率放开,银行就得针对借款人的不同信用给出不同的风险定价。既然商业银行可对信用风险定价,这既要求国内银行提高其风险定价能力,增强其体质,也要求建立起一个有效的信用评价体系。这样,银行业的竞争会由信贷规模数量上的扩张转向风险定价能力的提高上来。同时,金融市场的信用也能够在这个过程中逐渐形成,而不是现在那样完全由政府的隐性担保。

还有,贷款利率管制的放开可能有利于企业融资成本下降,这有利于促进实体经济的发展。但是,这只是一种理论分析及发达金融市场的经验。因为,在欧美发达的金融市场,其金融机构行为约束严格、信用体系健全,如果市场流动性十分充分,那么银行的风险定价完全取决于市场资金的供求

[1]彭兴韵:《金融学原理》,上海人民出版社2013年版,第321页。

关系,并通过有效的市场竞争降低企业的融资成本。当前中国金融市场仍然是一个发展中的市场,不仅金融垄断问题没有解决,而且企业与个人融资渠道单一可选择性小,企业、地方政府及个人对银行资金基本上处于严重资金饥渴症中,放开对银行贷款利率管制是无法降低企业的融资成本的。

因为,就目前中国的情况来看,无论是企业还是地方政府及个人,由于整个金融市场的信用基本上是由政府担保,从而使得信用的过度扩张成了金融市场基本特征。在这种情况下,无论市场流动性多还是紧缩,谁过度信用扩张,谁就获得利益。因此,每一家企业、每一个人及地方政府都会千方百计地从不同渠道获得资金,过度信用扩张。在这种情况下,资金流向与权力和关系有关。这就造成了国内中小企业融资困难。而贷款利率放开,国内金融市场观念及利益格局同样没有改变,过度信用扩张及可贷资金紧张并存。因此,银行并不会由于贷款利率放开而竞争性地把利率向下行来增长其规模,反之贷款利率上行则银行增加利润最好的方式,利率下行或融资成本下降的空间不会太大。从贷款利率放开后的几个月情况来看,贷款加权平均利率不仅没有下降反之上升^[1]。其问题就在于,贷款利率是银行的收益,而存款是银行的成本。如果利率市场化只是银行收益方面放开,银行对贷款利率有完全的定价权时,那么银行的过度信用扩张行为也在所难免。因为,在这种情况下,银行信用扩张越是过度,其获得的收益就可能越多(因为在可贷资金紧张时其利差水平会越来越高)。如果这样,不仅会让银行来推高融资成本,也可能让这些高成本的资金流入高风险资产,从而推高各种资产之价格。

其次,贷款基础利率报价机制推出起到缓冲作用。银行贷款利率全面放开之后,2013年10月25日,央行推出的贷款基础利率(Loan Prime Rate,简称LPR)集中报价和发布机制正式运行。贷款基础利率的实质就是银行风险定价的自律机制,而这个基准利率既不能由央行直接指定,也不能够由市场自由形成,而是由央行允许准入的国内主导银行报价来形成。它的推出,就是要在某种程度来要求国内商业银行使用公共的金融资源不能只是为其机构利润最大化服务,把利率水平全面提升,而是要考虑其信贷行为是否会提高企业融资成本而影响实体经济发展。

在当前的情况下,贷款基础利率作为一种银行风险定价的价格自律机制,它是否对整个金融市场的价格起到引导作用是十分不确定的。正如上面所分析的,如果国内金融市场的资金过多,银行及金融机构过多的资金无法贷出,那么这种贷款基础利率可能起到贷款利率的底线作用,防止减少银行之间的恶性竞争,让整个银行对利率风险底线就定在这个贷款基础利率上。如果市场信贷严重短缺,那么这种贷款基础利率只是一种象征性利率。银行可在这个价格基础上做一些贷款,但却是象征性。更多的可贷资金仍然会趋向利润最大化。也就是说,当前金融市场,如果央行宏观调控能力不增加、信贷市场卖方垄断优势地位不改变、金融机构约束机制不健全,那么这个基础贷款报价机制能否起到作用是十分有限的。

还有,如果上海利率(shibor)是金融市场的基准利率,贷款基础利率报价机制所起到作用是十分有限的。因为商业银行贷款利率最重要的约束条件是存款利率,它是银行的成本。从中也可以看到,央行推出这个贷款基础利率报价机制,表面上是要对商业银行建立起一种自律贷款价格机制,实际上希望存款利率放开延长的时间越长越好。因为,有了这种银行贷款利率的约束机制,就能够引导银行利率水平更为理性,而不是完全追求利润最大化。

还有,通过这种贷款基础利率的报价机制,既能够起到银行的贷款利率不倾向于利润最大化,也有利于降低市场融资成本,这些都是存款利率不需要调整或不需要市场化的情况下达到。而存款利率的非市场化,甚至于把存款利率压到一个极低的水平,最有利的是银行;其次是各种贷款人及政府,而不利的是广大分散的存款人。可见,这种机制表面是利率市场化,但实际上,这种机制对利率

[1]详见,央行2013年第四季《中国货币政策执行报告》,中国人民银行网站。

市场化所能够起到的作用是十分有限,市场不要过高估计它的市场意义。反之,由于制度依赖关系,这种机制也可能成为未来中国利率市场化障碍。

再次,存款利率市场化还得走很远。2013年12月8日国内央行公布了《同业存单管理暂行办法》(以下简称《办法》)。而所谓的同业存单就是“可转让定期存单”,即在存款没有到期之前,能够自由转让给第三者的定期存款存单。与一般的存款相比,同业存单是由央行允许的银行业存款机构发行,存单到期前不可提款,有资金需求者可将其出售给同业的方式转换成流动性。也就是说,同业存单的推出,不仅在中国货币市场增加一种工具,而且增加一个反映资金供求关系的融资渠道。

从《办法》的规定来看,该产品具有电子化、标准化、流动性强、透明度高等特点,并要求以上海利率为定价基准。可以说,同业存单的发行不仅给中国货币市场增长更多的金融产品与工具,为银行同业提供更多融资渠道选择,有利于银行负债管理,及增强上海利率的基准性,而且也可规范诸多银行同业融资业务的灰色地带,降低“类信贷业务”可能产生的金融风险。所以,同业存单推出是中国利率市场化改革的重要一步,也是央行放开存款利率管制的最为重要一步。不过,市场对此不要过高期望。这不仅在于《办法》仍然有许多问题不明确,如同业存单发行机制不确定、风险权重不明确、及与现有的同业存款差异性不明确。而这些不明确,自然会对同业存单发行可能达到效应产生弱化的作用。

更为重要应该体现为以下几个方面:一是当前中国利率市场化的思路及路径,仍然走在欧美许多发达国家所走过的路径上。即先是放开贷款利率,然后通过引入同业存单,再向个人及企业发行定期存单逐步取消存款利率管制的。这样的路径是否适合中国是相当不确定的。而且一个国家金融改革与经济发展路径的唯一性和不可逆性,一旦走上某条路要做成本收益分析也是不可能的。二是同业存单的定价要以上海利率为基准,这当然有利于增加上海利率的基准性。但是我们应该看到,上海利率的基准性与libor(伦敦同业拆借利率)等利率的基准性是完全不同的概念。因为,中国的基准利率是银行一年期存贷款利率而不是上海利率。货币市场短期资金的利率变化,上海利率可能起到一定的作用,但是国内货币市场利率的基准仍然是来自银行一年期存贷款利率。如果银行一年期存贷款利率是央行管制下的利率,那么这种利率传导到上海利率上同样是管制的,而不是反向的。如果上海利率的基准性存疑,那么上海利率用作为同业存单的定价基础也就面临着不少问题了。可以说,当前利率市场化所采取方式越是曲折,利率市场化改革所需要的成本能够会越高。因此,当前利率市场化改革就得直接从一年期存款利率入手。

五、重新厘定当前中国利率市场化改革的思路

十八届三中全会最为重要的理论成果就是确立了市场在资源配置中起决定性作用,而要使市场在资源配置中起决定性的作用,客观上就要求由于市场决定价格的机制。而利率作为金融市场的要素价格,要让利率有效地配置资源,就得让市场在利率价格机制形成过程起决定作用,因此利率市场化也就成了当前中国金融改革最为重要的任务。也就是说,当前中国要借助新政府上任及十八届三中全会改革之东风,加快金融市场利率市场化改革。

要进一步深化当前的利率市场化改革,首先要做的第一件事情,就是对前20年中国利率市场化改革的理念、模式、路径、效果等方式进行全面反思;检讨问题、总结经验、重新厘定当前中国利率市场化改革的新思路。

其次,从上述分析可看到,当前利率市场化改革最为重要的事情就是要放开银行的存款利率上限管制。而这种存款利率上限管制已经成为当前中国利率市场化改革最大障碍。而放开银行存款利率的管制又包括以下几个方面的内容:一是尽早确定存款保险制度立法;二是放开央行对商业银行存款直接的风险定价或存款利率浮动区间有更大的弹性;三是创造条件让央行直接对商业行风

险定价的法定存贷款基准利率向间接影响金融市场资产价格的法定基准利率转型；四是银行存款利率全面放开，否则以市场决定的利率价格机制根本就无法形成。而实际上，无论是影子银行快速膨胀，还是最近互联网金融爆炸性成长，都逼迫央行加快对存款利率管制的放开。当然，存款利率改革可能产生牵一发而动全身的效应，它需要相应的条件成熟。比如要提高央行运用资产调控货币和金融的能力、要让商业银行真正成为承担风险的主体、让居民及企业有更多多元化的金融行为选择渠道等。因此，在相应条件不成熟，存款利率市场化要采取更为慎重的方式。

第三，重建中国基准利率的新体系。重建中国基准利率新体系包括了以下几个方面。一是让央行直接对商业银行风险定价的法定存贷款基准利率向间接影响金融市场资产价格的法定基准利率转型，让间接的法定基准利率向市场基准利率转型；二是强化上海利率对金融产品定价的参考性及逐渐地推进上海利率可成交性；三是在上述的基础上改革基准利率的设计模式，以此来保证基准利率能够更准确、真实地反映当前经济状况及市场利率价格水平，减少及消除影响价格扭曲和利益冲突的因素；四是建立起科学、系统、全面地适应国内市场基准利率体系。

第四，全面调整央行货币政策思路。就目前情况来看，国内央行货币政策还没有走出传统的思路，目前央行货币政策如市场所关注的那样更多的是关注市场货币总量或流动性，更多的关注流动性如何在影响金融市场之价格，或以货币供应量作为央行货币政策目标。而与货币供应量或流动性相关信息都是事后的信息，如果根据这些信息来对货币政策调整，那么这样的货币政策不仅缺少前瞻性，无法引导市场预期，而且这样的货币政策存在一定时滞性，金融市场资金供求关系的信息也根本无法在市场资产的价格上体现。在这种情况下，金融市场有效的价格机制也无法形成。可以说，利率市场化就得全面检讨当前国内央行货币政策的思路。

总之，利率市场化改革是中国金融市场一场重大变革。对于这场金融市场重大变革，我们既要有理论上研究与准备，也要抓住改革过程中所遇到的核心问题手举刀落，果断而行。比如存款利率放开幅度加大，并对利率市场化改革可能影响与冲击制定应对预案，以便保证中国利率市场改革能够顺利进行，而不是受到某种阻力而半途而废。因为，只有利率市场化改革的深化，才能把中国金融体系带上健康发展之路。

[责任编辑:天 则]

A Theoretical Analysis of

Yi Xianrong

Abstract: Reform of interest marketization is the inevitable course of resource allocation in financial market, and, furthermore, rebuilding a new system of benchmark interest rate is the top priority of China's reform of interest marketization. Fundamental changes need to be made to the current China's mechanism of benchmark interest rate. The root of China's financial problem is the distorted price mechanism. Therefore, reform of interest marketization is a significant reform with necessary major modification to ideas, modes, and policies.

Keywords: interest marketization; benchmark interest rate; financial reform