

中国利率市场化改革的历程、困难及未来走势

——基于一般性理论的分析

易宪容

一、导论：中国利率市场化改革的原因及推力

举世瞩目的中共十八届三中全会在 2013 年 11 月 12 日结束，会议审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》^①（以下简称《决定》）。从《决定》的内容来看，十八届三中全会精神的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。可以说，该原则不仅是《决定》的亮点及最有新意的地方，它也将成为中国金融体制深化改革的理论基础。

可以说，改革开放 37 年来，中国金融体制改革从来就没有停止过，金融市场化也取得了不小的成就，但是中国金融体制落后、金融市场成熟度低，及市场化程度低或非市场化仍然是当前中国金融市场发展的最大困难和障碍。比如说，信贷市场的价格管制与数量管制、市场进入与退出的障碍、证券市场的管制、金融业所有制歧视、资金跨境双向流动严格限制等^②，这些现象都表明中国金融体系的市场化程度很低，中国还没有建立起一个成熟的金融市场。也就是说，现有中国金融体系是计划经济转型而来，资金供给由政府部门用行政机制控制，这就容易切断居民部门与企业部门之间的联系，剥夺了居民部门与企业部门的金融权利，这也容易造成政府对市场绝对主导和过多干预，从而使得既无法形成有效的市场价格机制，也无法对金融市场资源有效配置，更是无法化解金融市场可能面临的系统性风险和区域性风险。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。就如周小川对三中全会的解读报告《全面深化金融业改革开放，加快完善金融市场体系》（以下简称《报告》）^③所指出的那样，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各种价格关系，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，也是当前中国金融体制改革的重点及难点。

在十八届三中全会之后，中国人民银行对整个金融改革进行全面部署、从央行利率市场化改革的部署来看^④，先是建立贷款基础利率报价机制，推进同业存单发行与交易，扩大金融机构负债产品市场化定价范围；然后是建立中央银行政策利率体系，并推动货币政策调控框架从以数量型为主，向价格型为主转变；最后择机逐渐地放开存款利率管制，从而全面实现利率市场化，或达到市场机制在利率形成过程中起决定性的作用。可以说，这个利率市场化改革的框架与思路基本上沿袭了前些年国内利率市场化改革的理念与特点，以行政机制为主导来进行利率市场化改革。即一是改革方式的渐进性，所谓的“成熟一项推进一项”，不要越雷池一步；二是改革的维稳性，就是任何利率改革项目推出使其对市场的影响与冲击降低到最小程度；三是改革利益增量性，就是利率市场化改革只是会增加市场利益而不会触及

^①参见 <http://wenku.baidu.com/link?url>.

^② Abdul Abiad and Ashoka Mody(2003), Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It? IMF Working Paper 70.

^③参见证券时报 2013 年 11 月 19 日刊出的周小川的文章。

^④ 同上。

到既有的利益关系，或不会通过利率市场化调整当前市场不合理的利益关系；四是这种改革行政性主导痕迹仍隐隐可见。由于利率市场化改革的路径相依性及社会经济生活的不可重复性和不可逆性，对于十几年来中国利率市场化改革思路与路径很少有人对此质疑，对其实际效果在理论上进行反思与分析也不多。因此，我们应该先得对以往利率市场化改革进行深入研究及理论反思，并在此基础上重新厘定当前中国利率市场化改革的初始条件、改革的路径与方式，这样才能展望中国利率市场化改革的未来趋势。

我们可以看到，从 1993 年开始^⑤，国内利率市场化改革从来就没有停止过，而且在不少人看来，中国近 20 多年来的利率市场化改革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（到目前为止，存款利率上限管制只剩下 50%没有放开），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，随着 2013 年 7 月贷款利率下限全部放开后，央行管制的利率只是存款利率的上限了。不过，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，改革的实际效果并非如预期的那样好，市场价格机制扭曲和资源配置无效率仍然十分普遍。

也就是说，看上去中国利率市场化改革已经取得重大进展，但实际上，这 20 多年来的利率市场化改革没有理顺扭曲了的利率价格，让金融市场有效的利率价格机制逐渐形成，更没有改变通过存贷机制集中整个金融市场资源配置的方式，从而也就无法明显提升国内金融体系的运行效率，反之，本应受惠于利率市场化改革的农村经济、民间经济、中小企业，却在这一过程中受到更大严重挤压^⑥。而在这过程中涌现出来的各种金融创新（这里包括了市场、机构、产品、工具等各方面），不是提升金融为实体经济服务的能力，而是成了金融机构规避监管及资金在金融体制内自我循环谋取利润的工具。当前国内的不少金融创新只是通过进一步拉长资金投放的链条进行过度信用扩张，导致金融对实体经济的支持效率严重下降，明显地增加了整个金融体系的风险。比如，银行信贷过度扩张、“金融脱媒”严重、影子银行盛行、“钱荒”事件频发、地方政府融资平台泛滥、融资结构不合理、互联网金融突然风生水起、房地产泡沫严重、利率双轨制度长期存在等现象，无不是与国内金融市场的价格机制严重扭曲，利率市场化改革严重滞后有关。因此，要进一步深化当前国内金融市场的利率市场化改革，就得对前 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研究与反思，就得检讨问题、总结经验、重新厘定利率市场化新的改革思路。

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、金融风险管理方式全面转型，及金融体系运行效率得以明显提升^⑦。当然，也有研究表明，利率市场化也

^⑤十四届三中全会《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。

^⑥ 应千伟的研究表明，2004 年贷款利率市场化改革之后，微观资本配置效率不升反降，而且在金融市场发展水平较低的地区下降得更为明显。参见应千伟：《中国贷款利率改革与资本配置》，经济管理出版社 2012 年版第 8 页。

^⑦ 张健华等《利率市场化的全球经验》，机械工业出版社 2012 年版，第 175-196 页。

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^⑩。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。

对于前 20 年来的中国利率市场化改革，基本上是采取一种维稳渐进的方式，先放开货币市场利率和债券市场利率，然后逐渐放开信贷市场利率。对于信贷市场的利率，采取“先外币，后本币；先贷款，后存款；先长期、大额，后短期、小额”，即先易后难逐渐放开的维稳模式^⑪。目的是既让利率市场化的改革能够顺利进行，又希望利率市场化的改革对金融市场及实体经济影响与冲击降低到最小程度。但实际上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^⑫，还是货币市场“钱荒”事件频发^⑬；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^⑭；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；及 2015 年股市的暴涨从而使得大量的资金以不同的方式非法的途径涌入股市等。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、股市场外配资疯狂等问题的根源。

比如说，为何国内商业银行都会在年初抢发贷款而不是对发放的贷款进行有效的市场风险定价呢？其根本原因就在于，目前国内的银行市场，看上去是政府对价格管制少之又少，除了存款利率上限没有放开之外，贷款利率是完全放开的，再加上货币市场的各种利率完全是市场利率。但中国银行的存款利率与成熟市场银行的存款利率有很大不同。它不仅是银行贷款利率成本约束，也是整个金融市场的基准利率。也就是说，银行存款利率不仅决定的银行贷款利率高低，也是影响到整个金融市场之价格走向（比如货币市场的国债利率、拆借利率等）。如果银行的存款利率是管制的，那么银行市场的竞争并非价格的竞争，往往会转向信贷规模的竞争。即在价格水平无差异性的情况下，信贷规模的大小也就决定了各家银行的竞争力水平。所以，信贷规模的扩张成了商业银行业务最大冲动。年初一到，抢贷款则成

^⑩张荔《金融自由化效应分析》，中国金融出版社 2003 年版，第 89 页。

^⑪参见中国人民银行《稳步推进利率市场化的报告》，2005 年 1 月央行网站。

^⑫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>。

^⑬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”。

^⑭国内银行理财产品，2004 年只有 133 款产品，募集资金不足 500 亿；2012 年增加 2.91 万款，募集资金流量达到 19.01 万亿元。8 年分别上涨了 219 倍和 380 倍。见殷建峰和王增武主编的《影子银行与银行的影子》，社会科学文献出版社 2013 年第 4 页。足该类金融工具暴涨的疯狂。

了各家银行增强其竞争力最为重要的标志。

同样，为了限制银行信贷的过度扩张，政府不仅对银行市场的价格进行管制，也得对银行的信贷规模进行管制。而银行业为了规避这些价格与数量管制，国内银行纷纷地把银行存款业务从表内移到表外。比如银行通过金融产品创新设立了大量的银行委托理财产品¹³。而这些银行委托理财产品又得通过委托贷款和信托贷款¹⁴等不同的投资工具以高息方式流入房地产市场及地方政府融资平台，从而形成国内一个巨大的影子银行市场。如果房地产市场价格在上涨，这个巨大的影子银行风险都会隐藏起来，但是一旦这些信托产品或委托产品出现问题，其风险很快就会传导到银行体系上来。

还有，2013 年货币市场“钱荒”接连不断，国内同业市场拆借利率不时飚升，这很大程度上都是国内不少金融机构特别是中小银行透过过高杠杆率使得资金期限严重错配的结果。这个市场不仅有这些金融机构借短期资金做长期贷款(因为只有这样才能让一些银行做到信贷规模扩张最快)，而且也有不少金融机构把该市场当作炒作谋利之工具，而不是解决金融机构短期头寸的市场。正因为国内货币市场行为在这两个方面的严重异化，只要央行对此治理，其问题很快就显现出现，市场的“钱荒”事件立即出现。也就是说，只要当前信贷市场扭曲利率机制不调整，那么货币市场的“钱荒”事件就会没完没了。因为，不仅货币市场的投机者可以操弄市场利率波动倒逼央行不断地向货币市场注入流动性，而且那些资金期限结构严重错配的金融机构也不愿意调整其行为。

还有，最近国内网络金融发展更是风生水起。比如余额宝在短短的半年时间里，其资金管理规模就扩张到 4000 多亿元。而更多的网络金融投资工具更是在迅速涌现。中国网络金融之所以能够如此之快崛起，既有网络技术创新的优越性和智能手机发展而出现的市场聚集优势，也有传统金融机构经营模式之缺陷，而更为重要的在于存款利率管制。2013 年时国内银行人民币活期存款利率 0.35%，即使是银行好的理财产品年化率也只在 4%左右，但是截至 2014 年 1 月 20 日，余额宝 7 日年化收益率为 6.46 厘，理财通 7 日年化收益率 7.338 厘等¹⁵。可见，网络金融投资工具既通过移动网络平台投资便利与广泛性的优势，更重要的是收益上的优势。而这种收益上的优势又是从何而来，从有关资料可以看到这些网络金融投资工具基本上都是与不同的基金公司合作，创立不同的短期理财基金，并主要投资于固定收益领域或货币市场，与传统的投资渠道也没有多少差别。也就是说，国内网络金融迅速崛起最为本质的原因就是利率市场化改革的严重滞后。如果既有的利率市场化改革的理念及路径不改变，利率市场化改革的步伐不加快，那么网络金融发展将对国内传统金融市场带来严重的冲击。比如说，2015 年股市场外配资会那样疯狂，也是与股市上涨及传统金融市场落后有关。

再就是，当前国内金融体系潜在风险很高，金融结构不合理等都是与利率市场化改变滞后及金融市场价格机制扭曲有关。比如对于国内金融市场，由于是由计划经济演进而来、由于是政府隐性担保，所以信用过度扩张直到近几年才出现，在信用扩张不大的情况下，金融危机发生概率当然小。但是，随近几年信用过度扩张潜在的巨大风险正在增加（如流动性风险、影子银行风险、地方政府融资平台及利率风险）¹⁶。而利率市场化改革，及建立存款保

¹³ 文献同上

¹⁴ 从 2008 年起国内信托业也得到疯狂发展。2008 年国内信托业的规模为 12000 亿元，上升到 2012 年为 75000 亿元规模，增长了 625%，其资产规模仅小于银行，在金融业内排名第二。见殷建峰和王增武主编《影子银行与银行的影子》，社会科学文献出版社 2013 年第 102 页。

¹⁵ 参见 <https://financeprod.alipay.com/fund/index.htm>。

¹⁶ 比如中国建国 64 年，前 60 年信贷增加 30 万亿，而且后 4 年则增加了近 40 万亿，这种的信贷严重过度扩张正在累积金融市场严重的系统性风险。该数据来源于各年的中国统计年鉴。

险制度和银行业市场化退出机制，也就意味着将国内银行市场竞争方式将发生根本性变化，以往国内商业银行拼规模的竞争方式将结束，商业银行在成本约束条件下在从根本上提升其风险定价能力，否则，不少银行就会在激烈的优胜劣汰中退出市场。不过，对于当前国内银行市场的风险有多高，还得慎重评估。这里既有现有的监管标准能否识别风险的问题，也有经济逆周期时的金融风险有多大如何评估的问题。也就是说，房地产作为一个周期性产业，如果房地产不经过周期性调整，那么与房地产密切相关联的银行业的风险也不会暴露出来。但如果房地产业出现周期性调整，那么国内银行业所面临的问题与风险也就会暴露出来。2014 年房地产市场开始出现周期性调整，国内商业银行的不良贷款立即增加。2013 年以来，银监会出台关于整顿影子银行和地方融资平台的规定就在于如何来防范国内银行业的风险。但是，要防范这些风险，就得从根源上入手，就得改变现有的理念，就得加快利率市场化改革，让市场价格机制在金融资源配置过程中起到决定性的作用。

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，就要通过有效的价格机制来决定金融资源的流向，就是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，就得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形势，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，在这里没有一般性理论及可借鉴的经验，只能是闯出一条适应中国金融市场发展之路。如果当前利率市场化改革严重滞后的局面不改变，那么中国金融市场所存在的问题会越来越多，面临的风险会越来越大。

本论文第一节是导论；第二节讨论了利率市场化改革的理论基础；第三节分析了金融产品定价特质及与实质性产品定价的差异性；第四节分析了利率定价及基准利率设立；第五节讨论了当前中国利率市场化进展及问题；最后指出当前中国利率市场改革的新思路。

二、利率市场化改革的理论基础

利率作为金融市场资金的价格，利率市场化的程度直接决定了金融市场资源配置的效率。一般来说，利率市场化是指政府逐渐地放松和取消对利率的直接管制，让市场在利率的形成和变动中起到决定性的作用，或由资金供求双方自主地对利率的信用风险进行定价。利率市场化包括利率决定、利率传导、利率结构和利率管理的市场化。因此，利率市场化改革的目的是以市场供求主体决定的利率形成机制的确立，以央行基准利率为基础、货币市场利率为中介的利率传导机制的形成，以市场供求关系决定的融资结构及多元化的市场利率形成机制的出现，从而使得市场对资源配置的效率显著提高，金融市场服务于实体经济的能力全面提升，并促进国内经济增长方式转变和产业结构的调整。

现在我们要思考的是，为什么要进行利率市场化改革？其原因是什么？改革的动力又在哪里？还有，利率市场化的成效可用什么样的指标体系来衡量？这些指标体系设立的依据是什么？其科学性又如何？等等。对这些问题的讨论与思考，才能确立利率市场化的理论基础。

一般来说，利率市场化是相对利率管制而言，利率市场化就是政府放开对利率的直接管制。而政府对利率管制又出于两个方面的主要原因，一个方面是发达的市场经济国家在特定

时期动员低成本的金融资源来满足国家发展的投资需求¹⁷，如二战后的欧美国家为了保证国家经济战后重建，纷纷都采取了利率管制方式。另一方面，战后许多国家纷纷独立而逐渐转向市场经济，以及上个世纪 80 年代后不少计划经济国家也逐渐转向到市场经济国家。由于这些国家的市场经济刚起步，金融市场不成熟，因此，金融压抑成了这些国家金融市场的基本特征，而利率管制则是金融压抑最为主要的方式¹⁸。但无论是哪一类的利率管制，都会导致金融市场价格扭曲，金融资源配置低效率或无效率，都可能增加金融体系的潜在风险。因此，从 20 世纪 60-70 年代开始，金融改革或金融自由化成了一种国际趋势。而利率市场化改革则是金融改革的核心内容。

也就是说，金融改革是更一般意义上的利率市场化改革，对金融改革的动因、效率测算指标及效率效应等研究更有利于我们加深对利率市场化改革的理论基础的理。我们应该看到在上个世纪最后的 30 年里，金融改革基本上成了许多国家政策制定者的首要议事日程。尽管这些国家的金融改革在速度、规模、成效及结果会很大差别，但是 Abiad 等人对从 1973-1996 年间 35 个国家的不同金融政策进行量化的研究，并概括出了这一波金融改革动因的一般理论¹⁹。在 Abiad 等人看来，这一波金融改革的动因主要表现为三个方面。一是一个国家受到内部和外部事件的冲击和影响，从而使得该国的金融政策立即做出反映，金融改革马上得以发生。二是政策制定者知识的学习与更新，从而使得政策制定者有能力重新评估和检讨本国既有的金融市场运作体系，认识到这种金融体系的运作成本高及效率低，因此，就必须打破现状及调整既有的利益体系，就必须进行金融改革。三是意识形态的影响。

从不少文献资料来看，事件冲击对金融改革造成的影响或金融改革之动因，相关讨论不少。Krueger²⁰在对发展中国家案例研究中表示，大部分的金融改革基本上都会两种情况下发生，一是新政府的上任；二是面对经济危机而采取的应对政策。同时，她也认为，这种冲击还包括国际经济形势的突然变化及国际金融机构对援助国改革的要求等²¹。而这种冲击事件所导致的金融改革可以是内生的，也可以是外在的。比如，有人认为金融改革多以可能发生在新政府上任早期(或新政府假说)²²。因为，新政府上任之后，为了回应选举时的承诺，往往都会实行广泛的经济改革。不过，这些改革的广度与深度又取决于新政府对改革成本与收益计算。如果改革的成本发生在短期之内，而改革的收益则要在一较长的时期内实现，那么新政府上任后其改革的动力会逐渐减弱。Haggard and Webb 的案例研究表明²³，在阿根廷、玻利维亚和巴西的民主党领袖，在他们执政早期往往更倾向采取更为广泛的经济改革政策，但在执政后期现实中所需要改革政策往往会延迟。同时，也有人认为，新政府上任将改变既有的政治权力关系的平衡，新上任的政治精英为了维持刚掌握权力的稳定性，在经济状况好时，更注意维持现状。但是所掌握的政治权力一旦稳定及危机事件发生，金融改革将为新政

¹⁷ 张健华等《利率市场化的全球经验》，机械工业出版社 2012 年版，第 177 页

¹⁸ McKinnon, R., 1973. Money and capital in economic development. Brooking Institution, Washington; Show, E. S., 1973. Financial deepening in economic development. Oxford University Press, New York.

¹⁹ Abdul Abiad and Ashoka Mody (2003), Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It? IMF Working Paper 70.

²⁰ Krueger, Anne O., 1993, Political economy of policy reform in developing countries. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

²¹ Krueger, Anne O., 1997, Trade policy and economic development: how we learn, The American Economic Review, Vol. 87, Issue 1, pp. 1-22.

²² Haggard, S., and Steven Webb, 1993, What do we know about the political economy of policy reform? World Bank Research Observer 8(2), pp. 143-68.

²³ 同上。

府的内在要求²⁴。很多证据表明,各国所面对的危机是不一样的,所采取的金融改革的方式也会有很大差异,而危机事件严重性程度也就决定每一次金融改革的难易程度²⁵。事实上,无论是美国 2010 年通过的《多德-弗兰克法案》,还是英国 2012 年底通过《金融服务法》,都意味着两国将推进一系列的重大金融改革²⁶。而这些法案的推出,都是与 2008 年美国金融危机爆发事件冲击有关。可见,事件冲击是金融改革的基本动因。只不过,事件冲击的性质、规模、范围、初始条件等不一样,从而使得金融改革的动力源强弱也许会不同。

对于学习或干中学同样是金融改革的动能因素,相关的研究文献也不少。对于一项金融改革,如果当事人不了解这项金融改革的内容及改革后获得情景,即使这项改革对整个社会都是有利的,那么相关的当事人或是改革动力很弱,或是会反对这项改革。Fernandez and Rodrik(1991)认为²⁷,如果个人或既得利益集团事先并不知道某项改革谁能从中获利,即使这项改革的政策对整个社会是有利的,通过改革能够让社会绝大多数人都能够增加其福利。在这种情况下,这些人会反对改革,并要求维持现状。比如说,假定一个城市分为两个行业。假定行业 L 解决当地就业的 60%,行业 W 解决了当地就业的 40%。现在要出台一项改革政策,其可能的结果是:一是 L 部门的人可能造成的利益损失为负 2;二是 W 部门的人可能增加收益为正 2;三是 L 部门中三分之一的从可以转移到 W 部门工作。从社会福利角度来看,这项改革政策对整个社会利益是增加了,而且事后 60%以上人是受益的。但是由于 L 部门的人事先不知道他们中谁在改革能够增加收益,L 部门的人预期回报是负的,因此,开始时他们全都反对这项改革。但是,L 部门的人逐渐了解到改革可能的结果时,其对改变的支持态度就会发生较大变化。所以,学习及知识的获得是金融改革最为重要的原因。也就是说,任何国家的金融改革都不可能一蹴而就,而是一个学习过程,是对金融改革的学习与获得信息的过程。同样,这种金融改革过程也是一种利益关系调整与博弈的过程。Krueger 就认为²⁸,任何金融改革都是利益关系的调整,都可能来自强大既得利益集团的阻碍。如果这些金融改革更强调利益增量性而不是利益的零和博弈,那么金融改革来自既得利益集团阻碍就会减小,甚至新的利益集团的出现还可能成为金融改革新的支持力量。

还有,不同的意识形态、重大政治变革、新的技术出现及国家改革开放程度等都可能成为金融改革的动因。比如,十九世纪中叶的法国大使命,不仅引发了一场重大社会政治大变革,之后欧洲各国的金融改革也是风起云涌²⁹。因为法国大革命削弱了土地贵族的权力,把政治权力转移给富裕农民及新兴的工商业者。新市场的打开、新技术的出现,在巨大的投资机会面前,新的工商业者不能只依赖传统的资金来源,而是要开辟更好的融资市场。在这样的背景下,一系列重大金融改革随之出现。在这个时期,有限责任公司的设立、股市交易所的出现、新兴金融机构创立及新的融资工具创造都是与这些金融改革有关。政治变革后强大的市场需要成了这些金融改革的强大动力。拉詹等人还认为³⁰,在一个国际贸易和投资开放

²⁴ Tornell, A. 1998, Reform from within, NBER working paper 6497, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

²⁵ Drazen, A. and William Easterly, 2001, Do crises induce reform? Simple empirical tests of conventional wisdom, *Economics and Politics*, Vol. 13(2), pp. 129-157.

²⁶ 李文泓和吴祖鸿《英国金融监管改革最新进展及其启示》,《比较》第 66 期,中信出版社 2013 年版。

²⁷ Fernandez, R. and Dani Rodrik, 1991, Resistance to reform: status quo bias in the presence of individual-specific uncertainty, *American Economic Review*, Vol. 81, December, pp. 1146-55.

²⁸ 参考文献同注释 21。

²⁹ 参见拉古拉迈·拉詹和路易吉·津加莱斯《从资本家手中拯救资本主义》,中信出版社 2004 年版中译本,第 139-144 页。

³⁰ 同上,第 147-151 页。

度更高的经济体中，因为开放后增加了更多的投资机会，所以来自国家内部对金融改革反对的力量会越来越弱，这就有利于金融改革推行。如果外来金融机构因为开放能够在这些国家得到先发优势时，那么这些外来的金融机构也将成为该国金融改革之动力。当国家对国家贸易开放程度越高，国际资本流动速度越快，这些国家金融改革的动力就越强。而上个世纪 80-90 年代，西班牙就是一个最好的案例。

在 Abiad 等人看来³¹，金融改革的效率好坏取决于信贷管制、利率管制、市场进入障碍、证券市场管制、金融部门私有化及金融部门开放度等指标的深化程度³²，用这些指标对 24 年间 35 个国家金融改革的决定因素进行了广泛的统计性分析。其一般性的结论是，重大事件发生会对现状产生巨大冲击，而这些冲击可以引起金融改革也可能导致改革逆转；学习在改革过程中发挥了重要作用。学习不仅是导致金融改革最初原因，也是使得进一步金融改革成为可能。在当今时代，意识形态对推动金融改革有些影响，但并不是那样显著。有利的国际市场环境有助于加强金融改革，但银行危机出现所起到作用是反面的。

对于中国利率市场化改革来说，既有现实条件和一系列事件之冲击，同样可理解为一个学习过程。中国新政府上任、国内外金融市场事件的冲击都迫使中国加快利率市场化改革的进程，否则中国金融市场无法应对及化解所面临的各种危机。同时，中国利率市场改革也是一个学习的过程。因为，当前中国利率市场化改革的初始条件、路径及方式并没有现成案例可照搬，同时中国利率市场化改革又离不开从利率本身内在属性出发。这些都是在学习过程中，下一节我们从利率定价的内在法则来理解利率市场化改革的实质。

三、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。那么利率是什么？它又是如何形成的？有哪些因素对利率变动会产生影响？由于各种资金或资产之间彼此具有替代与互补关系，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。本节并非是对这些利率理论的文献综述，而是把重点放在利率信用风险定价的机理与实质性商品定价的差异上，以便更好地来把握利率为信用风险定价实质，同样这也能为利率市场化改革提供理论基础。

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³³；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³⁴；2013 年诺贝尔经济学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 ³⁵；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³⁶等。可见，不同的研究者可以从不同角

³¹ 同注释 19。

³² 他们把每一个指标给出不同的等级，比如 0、1、2、3，每一个等级分别代表完全压抑、部分压抑、部分自由化、完全自由化，不同等级表示了市场化不同的程度。并根据这些指标来测算一个国家金融体系的市场化程度。

³³ 参见谢德宗，《货币银行学》，台湾三民书局 1993 版，第 634 页。

³⁴ 凯恩斯，《就业、利息和货币通论》，商务印书馆 1997 年中译本，第 142-143 页。

³⁵ 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.

³⁶ 谢德宗，《货币银行学》，台湾三民书局 1993 版，第 629 页。

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。

不过,本文对利率的定义是,利率是对信用风险定价的价格。因为,在本文看来,金融是指人们在不确定性的情况下通过特定媒价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,一般市场交易表现为即时性,即一手交钱一手交货,而任何一种金融交易都是在不同时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;由于一般市场交易的即时性,因此交易双方当时就能够根据对价来进行成本与收益分析,但由于金融交易未来性,其交易的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。正因为,任何金融交易都必须通过合约方式来进行或完成,而合约就是一种组织、个人、企业或政府的承诺或信用。由于每一个人的生存环境、文化背景、认知水平、知识结构、心理素质、需求偏好等方面具有较大的差异性,每个人信用必然是千差万别的。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)³⁷。

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³⁸。尽管市场价格是多重因素决定的³⁹,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,购买是为了使用。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格)⁴⁰,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。

³⁷ 布鲁纳等人也认为,现代经济有四个市场,产品市场、实物资产市场、货币市场和证券市场。四个市场存在三种价格:产品价格、实物资产价格及证券价格。而这些不同市场的价格既有相互关系,也有各自的定价基础和运作方式。参见卡尔·布鲁纳和艾伦·H·梅尔茨的《货币经济学:货币分析问题》,中国金融出版社2010年中译本,第58、69页。不过,从交易品的属性来划分,本文把现代经济划分两个市场,一个是实质性产品市场和金融品市场。两个市场存在两种价格,消费品价格和投资品价格。而实物资产往往具有这两种属性,既是投资品也是消费品。

³⁸ 张五常,《卖桔者言》,香港信报出版1984年版。

³⁹ 汪丁丁,《经济学思想史讲义》,世纪出版集团上海人民出版社2008年版,第250-264页。

⁴⁰ 同注释38。

比如给住房定价，在对市场需求不了解、对土地供应信息掌握不多、对小区周边的城市公共基础设施建设是否会增加不知道的情况下，房地产开发商就可能对小区住房采取策略性开发与定价的方式，以求利润最大化。还有我们平常所使用的打印机，要有墨粉才能用，而打印的需求因人而异，是把打印机卖得贵、墨粉卖得较便宜的好，还是打印机卖得较便宜、墨粉卖得较贵好？如果企业办一个图书展览想图利，是门票价格卖高然后书大打折，还是门票价格便易一些而书的折扣小一些呢？等等。这些都是一个个策略性定价的案例。而从这些案例中，能够帮助我们理解消费品的价格是如此确定的。美国罗彻斯特大学（University of Rochester）Oi 教授对策略性定价研究十分经典。1971 年他发表一篇精彩的文章“迪士尼难题：米老鼠垄断的双层收费”⁴¹。这篇文章对迪士尼乐园的入园门票和园内机动游戏如何策略性定价才能达到企业利润最大化做了一个精彩的分析。

Oi 教授先作了两大假定：第一，消费者的效用来自使用产品，而非入场本身，就如打印机没有墨粉就没有用一样；第二，消费者入场不会给生产商增加成本，但产品有边际成本，就如乐园已经建好，消费者进入园内玩增加成本很小，但玩机动游戏看表演是要成本的。

在这样的假定条件下，企业如何对打印机的策略定价才能实现企业利润最大化呢？假定购买打印机的客户有两类，一类是经常使用打印机的，另一类偶尔使用一下打印机的。如果企业能够清楚识别两类购买客户，那么企业利润最大化的办法就是以成本价销售墨粉，鼓励客户多打印，再以不同的价格向两类客户销售打印机。这时企业就能够向需求多的客户给最高出价及需求少的客户给最低出价，因人而异订打印机价格可让企业利润最大化。如果企业无法识别客户需求与偏好，或需求高的客户假装成需求低客户购买打印机。在这种情况下，企业争取利润最大化，最好的办法就是对墨粉高于成本订价，降低所有客户的需求量，甚至于让一些需求较低的客户离场，再以较低价格出售打印机。反之，客户对打印机的需求大同小异，那么企业就得把打印机的订高价出售而榨取消费者剩余，再以成本价出售墨粉。

从这个案例的分析可以看到，消费品定价的内涵包括了以下几个方面。一是任何市场价格都是买卖交易双方对价的结果，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，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与消费品是有很大同的。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。而消费品与投资品相反，购买之后想卖出更高的概率是贬值，因此消费品的购买往往是既定的量或不会多购买。投资品则不然，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⁴²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

⁴¹ Walter Y. Oi (1971): “A Disneyland Dilemma: Two-Part-Tariffs for a Mickey Mouse Monopoly,” *Quarterly Journal of Economics*, 85(1), 77-96. 也参见曾国平, 《Oi 教授迪士尼定价难题》, 香港《信报》, 2014 年 1 月 9 日。

⁴² 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。

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⁴³。在这种条件下，投资者对资产价格并不敏感⁴⁴。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⁴⁵。古典利率理论从配第开始，到马歇尔为集大成。该理论主要从投资、储蓄等实际经济生活来研究利率决定因素及其对资本供求的影响，认为储蓄是利率的增函数，而投资是利率的减函数⁴⁶。当利率与投资预期回报不相等时，资金就会在投资者和储蓄者之间流动，利率发生变化；如果利率与投资预期回报两者相等，其均衡状态下的利率就是威克塞尔所说的“自然利率”⁴⁷。在这里，货币是中性，不会对利率的变化造成影响。古典利率理论之所以忽略了货币对利率变化的影响与作用，其理论前提是建立在金本位制下的一价理论基础上的⁴⁸。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价格关系，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。这些理论自然会忽略决定利率的货币及信用因素了。

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⁴⁹。他认为，利率是人们放弃流动性的报酬或货币供求的价格。当利率低于均衡价格时，人们持有现金将超过现有的供给数量，反之则反是。因此，政府的货币政策不仅会改变市场货币数量，也会改变人们对未来政策方向的预期，进而对利率产生影响。在此基础上，凯恩斯还提出“流动性陷阱理论”（即当利率降低到某种水平时，货币政策达不到相应的效果）。在这里，凯恩斯之所以脱离了实质性因素来讨论利率的问题，在于他的理论是建立在信用货币制基础之上的⁵⁰。利率作为金融品的价格，其变化取决于交易品的投资性而非实质性。这种理论当然比古典理论对利率讨论有所深化，但是凯恩斯的流动性偏好的利率理论却没有架起金融品价格如何对实体经济产品价格传导的桥梁。

⁴³ 现代资产资本定价理论或各种定价模式，假定在某种条件下，通过统计学的大数法则对未来事件风险概率来确定某种资产价格水平的。所以，现代资产定价理论往往无法把投资者心理因素对未来事件风险的影响考虑进去。参见谢德宗，《货币银行学》，台湾三民书局 1993 版，第 282-300 页。

⁴⁴ 这里投资者对资产的价格不敏感是指投资者要购买该资产时，不在于当时资产价格高低，而在于该资产价格未来变化。比如说，某股票 IPO 上市时，其价格 10 元，三年后上升到 100 元。这时，投资者并不会因价格上涨了十倍而不购买，而是要看自己购买该股票后的预期，其价格是上涨还是下跌。是上涨可以继续购买，如果下跌，则远离。同样，某股票 IPO 上市时，其价格为 10 元，三元后下跌到 2 元。这时，投资者要不要购买该股票并不在于它现在跌到发行时五分之一价，而同样是看预期。

⁴⁵ 参见 Lutz, Friedrich A.(2007). The theory of interest, A Division of Transaction Publisher, New Brunswick and London.

⁴⁶ Marshall, A., Money, credit and commerce, London, 1923.

⁴⁷ Wicksell, K., The influence of the rate of interest on prices, Economic Journal 17, pp.213-220, 1907.

⁴⁸ 参见卡尔·布罗纳和艾伦·H·梅尔茨的《货币经济学：货币分析问题》，中国金融出版社 2010 年版中译本，第 5 页。

⁴⁹ 凯恩斯，《就业、利息和货币通论》，商务印书馆 1997 年版中译本，第 142-143 页。

⁵⁰ 同注释 48。

针对古典利率理论及凯恩斯流动性利率理论不足，罗宾逊⁵¹和俄林⁵²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，并影响实体经济和国民收入。利率是借贷资金的价格，借贷资金的价格取决于金融市场上的资金供求关系。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(比如公开市场操作，国家债务数量、形成期限的调整)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。可以看到，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。

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⁵³。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中国利率市场化改革最为重要的方面。

四、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⁵⁴，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⁵⁵，即使是在他处的金本位制年代，所观察到金融市场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⁵⁶，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是由货币当局决定并改变，而不是市场自由决定的。而这里所讲由中央银行所控制的利率就是现代货币政策理论中的基准利率。

⁵¹ Robinson, J., The rate of interest, *Econometrica*, XIX(1951),pp.92-111.

⁵² Ohlin, B., Alternative theories of the rate of interest, *Economic Journal*, XL VII(1937),pp.423-27.

⁵³ 伍德福德，《利息与价格——货币政策理论基础》，人民出版社 2010 年版中译本，第 1 页。

⁵⁴ 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.

⁵⁵ Wicksell, K., The influence of the rate of interest on prices, *Economic Journal* 17, pp.213-220, 1907.

⁵⁶ Goodhart, C. A.E., The conduct of monetary policy *Economic Journal*, pp.293-346, 1989.

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与详细⁵⁷。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展与繁荣的时代，中央银行不仅要信用货币完全担保，而且央行的货币政策应该由明确的货币规则来决定，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主要工具。其次，基准利率一般是货币市场的短期利率⁵⁸。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⁵⁹，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银行政策利率体系，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？一般地来说，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。因此，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

⁵⁷ 伍德福德，《利息与价格—货币政策理论基础》，人民出版社 2010 年版中译本，第 1-2、10-11 页。

⁵⁸ 作为基准利率的短期利率，不同的国家，其央行控制的短期利率不同。可以是货币市场的隔夜拆借利率，也可以是回购利率等。而基准利率又分为法定基准利率及市场基准利率。前者是各国央行控制的宏观调控目标，后者是由市场报价机制形成的市场利率。

⁵⁹ 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。

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,其交易是以信用的承诺为基础,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程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,可以说,近些年来,尽管中国的利率市场化取得不小的进展,特别是2013年7月份全面放开银行贷款利率以来,中国利率市场化更是迈上一个新台阶。但是由于当前中国金融市场的基准利率是银行一年期存贷款利率,这就表明央行对银行存贷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⁶⁰。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⁶¹。本文认为这主要在于一年期银行存贷款利率为基准利率所引发的问题,由此中国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体系向新的基准利率体系转型。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

⁶⁰ 比如说,现代资产定价模型就是假定无风险资产收益率一定时,通过统计学的大数法则对未来事件风险概率来确定某种资产价格水平的。而这种无风险资产收益率往往就是整个风险资产定价的基础。国债利率收益率之所以是无风险资产收益率,就在于在投资者决策区间是可预测的。

⁶¹ 彭兴韵,《金融学原理》,上海人民出版社2013年版,第321页。

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确立这些利率的基准性如何。在这方面，无论是《决定》中还是周小川金融改革解读文件都从不同方面予以强调。如果国内金融市场无风险收益率曲线科学地建立起来，那么它就能够为新的基准利率提供有效的市场定价基础。所以央行说，只要确定了新的基准利率，银行的存款利率放开就容易了。这正是上面所强调的意义上来说。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。

五、近期中国利率市场化改革进展与问题

可以说，近几年来中国利率市场化改革取得很大进展。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，存款利率的上限弹性放开等。可以看到，尽管这些改革把利率市场化推进了重要一步，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，国内商业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⁶²。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。因为，其中所涉及的利益关系太大。

再次，同业存单发行把利率市场化又推进了一步。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。

⁶² 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。

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，从而使得如果中国信贷危机发生而风险降低等。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，比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。

还有，2015年6月2日，央行推出了“大额存单管理暂行办法”（或简称13号文），并从即日起实施。以往，凡是存款类金融机构包括商业银行、政策性银行、农村合作金融机构等都可以发行大额存单。但这些大额存单只是针对机构，不对个人发售。而13号文所规定的大额存单不仅可对机构发售，也可对个人发售。但个人认购的大额存单最低金额不得低于30万元，法人机构则不得低于1000万元。此外，央行往后可对大额存单最低金额进行调整。

大额存单将采取电子化的方式发行。以后既可以在营业网点、电子银行发行，也可能在第三方平台和央行许可的其他管道发行。央行会授权全国银行间同业拆借中心，大额存单业务提供第三方发行、交易和信息披露平台。

13号文明确规定大额存单发行利率以市场化方式来确定。固定利率存单采用票面年化收益率的形式计息，浮动利率存单以上海银行间同业拆借利率（Shibor）为浮动利率基准计息。目前，Shibor利率只有1年期以内的短期品种，那么对于大额存单1年期以上品种如何定价则还得实践中来摸索。还有，大额存单可以转让、提前支取和赎回，并或以用于质押。同时，大额存单也纳入现有的存款保险范围内，作为一般性存款处理。

可以看到，十八届三中全会以来，利率市场化改革全面提速。先是2013年7月把商业银行贷款利率下限全部放开。同时，商业银行存款利率上限也逐渐地由上限10%到放开到上限50%。所以，就目前来看，央行管制的利率只剩下商业银行存款利率50%以上上限部分。商业银行自主定价范围及弹性越来越大。而这次央行大额存单新金融产品的推出，则是当前中国金融市场利率化最后一里路。大额存单推出再加上5月开始实施《存款保险条例》，显示与利率市场化相关的制度基础和负债工具创新基本到位。

因为，这次推出的大额存单产品，基本上由发行的商业银行或金融机构根据自己的风险定价能力自主发行、自主定价、自行承担发行风险与责任。这就从根本上要摆脱以往商业银行负债产品由政府管制、政府定价及政府对其信用担保的约束，完全通过市场化的竞争方式来进行。这样，不仅要求大额存单发行的商业银行提高风险定价的能力，也需要投资大额存单的个人及机构有识别大额存单风险能力。这样就能通过激烈的市场竞争，形成差别化的大额存单产品，全面提升大额存单产品的市场竞争力。

由于大额存单的价格是通过市场化的方式获得，这就意味着市场参与者（无论是发行方还是购买投资者）都得对自己的商业及投资行为负责。这样，既没有政府对这些产品的隐性担保，也不存在金融投资产品的刚性兑付。一切都由市场参与者来承担其行为责任。当然，13 号文件把大额存单纳入存款保险范围。这也意味着政府一方面要通过制度安排来保护中小投资者的利益，同时也明确了大额存单的投资者进入该项投资时所受到保障是一定的，而不是全部的。也在这种保障之外，同样要承担投资风险的再作。因为，存款保险的范围是既定的。这就自然全面地引入了大额存单者的投资风险。

正是这种存款人的投资风险引入，不仅改变当前国内银行存款收益与风险的同质性，即存款人无论把存款存入哪家银行，其风险都是一样。由于存款人投资风险的引入，这不仅要求存款人全面提升对各家商业银行风险识别能力，也要求国内发行大额存单的商业银行经营能力、定价水平、服务质量等全面提升。否则，利率市场化的激烈竞争将淘汰那些不适应市场者及商业银行。大额存单的市场化还有销售方面的便利和可流通性。因为大额存单的可转让、提前支取和赎回，及用于质押，不仅有利于增加该类金融产品的流动性，也有利于这类产品在流动中不断重新定价，以便更真实反映市场资金流动所市场供求关系，更好地有利于金融资源的配置。可见，，新的大额存单金融产品的推出，它是中国利率市场改革的最后一里路。通过这一里路，不仅要求投资者增强风险识别意识，提高商业银行的风险定价能力及经营能力，也有利于金融市场有效的价格机制形成，并推动中国利率市场化改革最后完成。

第四，存款利率上限不断放开，也意味着中国金融市场利率市场化管制越来越小，利率市场化程度越来越高。这次存款利率市场化最大的特征就是把利率市场化改革寓宏观调控中。从 2014 年 11 月到 2015 年 5 月，央行连续下调存贷款基准利率，同时把存款利率浮动区间的上限，由存款基准利率弹性由 1 倍逐渐扩大至 1.5 倍。也就是说，2014 年 11 月以来央行的三次降息，看上去与以往一样，都是一年期存贷款利率对称性下降，但是每一次在存款利率下降的同时，都提高了存款利率的上浮区间上限。这实质上是非对称降息。即贷款利率下降，而存款利率下降则取决于商业银行。因为，前两次降息存款利率上浮区间上限每次都提升 10%，后一次降息存款利率上浮区间上限则提升 20%，由存款基准利率的 1.3 倍提高到 1.5 倍。央行这样做，以开创性的方式为中国利率市场化奠定了坚实的基础。

就目前中国利率市场化改革的情况来看，在 2014 年商业银行贷款利率下限全部放开之后，央行对利率的管制只剩下商业银行的存款利率。贷款利率是商业银行的收益，由于利率双轨制，再加上转轨而来的融资饥渴症仍然严重，即民间市场融资利率远高于银行市场的利率，在这种情况下，银行市场卖方市场盛行，商业银行根本就没有动力来降低贷款利率。因此，贷款利率下限全部放开所起到作用是十分有限的。

而存款利率是银行的成本，它的高低成了银行成本的硬约束。在存款利率没有放开的情况下，国内银行竞争的成本约束是类同的，所以银行的竞争往往就是贷款量上的规模竞争，即银行的竞争力完全取决于银行信贷规模的大小。这也就是早几年，为何国内银行容易形成信贷过度扩张的动因所在。这就容易导了国内金融市场的价格机制严重扭曲。

如果存款利率全面放开或部分放开，国内银行就得在利率、服务及银行资产质量等综合性方面进行竞争。没有优势的利率及良好的服务，银行就无法吸取更多的居民存款；银行的资产质量不高或银行信用不是太好，居民考虑存款的安全性，也不愿意把存款存到这些银行。而银行存款利率的上升，则成了银行贷款的硬约束。这就需要银行提高风险定价能力，改进服务态度，改善企业经营模式等，以质方式在竞争中取胜。否则，银行就容易破产倒闭，成为高风险行业。可见，存款利率放开对形成国内银行的有效竞争是十分重要的。

央行三次降息并逐渐地提高存款利率上浮上限区间，这不仅在于把利率市场化改革偶于货币政策调整中，以便让银行在这种政策逐渐调整中不断地学习并提高其自主风险定价的能力，也可把利率市场化改革给市场可能带来的风险及震荡降低。因为，根据近几十年来各国金融改革的经验来看，利率市场化改革初期都容易导致利率快速上升从而容易导致金融市场震荡，及影响实体经济增长。可以看到，在 5 月份存款保险制度开始运行之后，各国所经历过的艰难的利率市场化改革，中国的利率市场化改革可能会在逐渐平稳的过程中得以完成。所以，央行降息正在奠定国内利率市场化改革的基础。

不过，在 2015 年上半年央行《货币政策执行报告》中，报告明确强调了当前的货币政策宏观调控由数量型工具向价格型工具转型，强化价格的工具及传导，及如何在达到在“量”与“价”之间的平衡。这个思路是对的。但是，当前中国利率市场化改革不仅在于存款利率全部放开问题，更在于基准利率体系现实全面转型的问题。

因为，在存贷款利率全面放开之后，当前以一年期存贷款为基础的传统基准利率体系的严重缺陷都会暴露出来。因为，一年期存贷款利率是银行一年间的信用风险定价，它无法反映即时或短期资金供求变化，具有明显的时间滞后性；同时，对于资金市场一年期的供求关系来说，由于时间太长，这种利率变化存在更多的不确定性；还有，银行市场仅是金融市场一部分，随着国内融资结构改变，银行利率对整个金融市场影响也会弱化。这种利率是否能够传导到其他市场是令人十分质疑的等。为了弥补这些缺陷，央行也在推出其他的一些基础利率，货币市场贷款基础利率、大额存单利率等，但这只是会把简单的问题更为复杂，增加交易成本。

不过，问题更为严重的是，中国央行一方面宣布，要推进存款利率市场化改革，让存款利率浮动上限上升到基准利率的 1.5 倍，但是另一方面又对这项政策宣布以口头的方式禁止商业银行这样做。央行这样做的理由是为了减弱存款利率上升过快对市场的冲击。这样做不仅不公平，也会严重弱化央行权威性。央行的政策承诺不让执行，那么央行政策权威性何在？本来中国央行的基准利率就与欧美国家完全不同。中国的基准利率是一年期存贷款利率，这是对商业银行直接的信用风险定价。如果这种利率不放松，商业银行根本就没有自主定价权。而且欧美国家央行的基准利率或是货币市场隔夜拆借利率或是国债市场回购利率，是间接利率，是需要通过传导机制才能到商业银行存贷款利率上来的。比如当前美国的基准利率处于 0-0.25% 的水平，但商业银行的住房按揭贷款平均利率则为 3.85%。

现存央行不仅对商业银行存贷款利率直接定价，还得管制这种利率政策面与执行面的不同，这自然更是容易引发银行市场利率价格机制扭曲，实际上，这样做根本就不利于利率市场化的改革，也容易造成银行脱媒体会越来越严重。可以看到，2014 年以来，国内商业银行的存款出现负增长，就是由于这种存款利率过度管制，使得大量居民的存款流出银行体系。在这种情况下，不仅削弱商业银行的贷款能力，也会弱化央行对金融市场的监管。所以，央行根本不要用过多的行政之手来影响市场的价格机制，而是要加快利率市场改革，真正用市

场的力量来决定金融资源的配置，这样才能真正让国内金融资源使用效率提高，并建立起有效的市场价格机制。否则，当前金融市场许多问题根本得不到解决。

第五，存款保险制度确立，为中国金融利率市场化奠定了制度基础。2015年3月31日，国务院公布了《存款保险条例》，宣布在5月1日起正式实施。这表明已经研究与讨论了近22年的存款保险制度终于落地。可以说，存款保险制度的落地不仅在于保护存款人的利益，更在中国金融改革深化，在于引导国内金融机构改变经营方式。也就是说，存款保险制度的实施不仅意味着中国金融改革取得重大突破，也预示着中国今年金融改革还会有更多的实质性进展。

一般来说，存款保险是指存款银行交纳保费形成存款保险基金，当个别存款银行经营出现问题时，使用存款保险基金依照规定对存款人进行及时偿付。按照存款保险制度，就如交强险一样，存款保险也具有强制性，凡是吸收存款的银行业金融机构，都应当投保存款保险。其强制性目的就在于能够防止单个银行危机可能传导到整个金融体系，以此来防范金融体系的系统性风险。那么，讨论酝酿了近20多年的存款保险制度为何要在现在这个时候推出？它的目的与实质又是什么？这种制度推出对那些部门最有利？存款保险制度制订，民众最关注的问题是什么？等，这些都当前国内市场最为关注的问题。

按照一般人的理解，或央行的解释，存款保险制度的推出最为重要的是保护存款人的利益，让绝大多数居民的存款处于安全状态下。它有利于优化银行结构，降低银行体系的风险。所以，对于存款保险制度，估计绝大多数人所关注的应该是存款的最高赔付额，而银行关注的则是存款保险的具体费率等。但这只是按照欧美国家成熟金融市场的存款保险制度的意义与作用来理解，与当前中国出台的存款保险制度的具体情况还有些差距。

试想，为何在欧美国家早就有非常成熟的存款保险制度而中国则酝酿讨论20多年后才决定出台？在技术上，这应该没有多少困难的。一个很根本问题就是中国的金融体系与欧美国家完全不同。一般来说，金融市场交易的是信用风险，任何金融产品都是对信用风险的定价。而信用则是个人、企业及政府的承诺。那么这些承诺是从哪里来？又是通过什么方式来保证？可以说，对于这些问题，不同的经济制度是有很大差别的。在成熟的市场体系下，信用是通过市场的重复博弈演化而形成，并由一套严格的法治体系来保证。但在政府管制下的中国金融市场，信用往往是政府权力来授予，并由国家进行完全的隐性担保。

比如说，为何中国居民把存款存入任何一间银行都不用担心存款风险？就在于这些银行不仅为国家为主导，而且在于国内任何一间银行都有国家作隐性担保，他们根本上不会想到存入这些银行的钱会有多少风险。国内银行的信用及信用担保都是同质的。但是在欧美国家的情况则不是这样，如果没有存款保险制度，居民存入银行的钱随时都可能面临极高的风险。而且这些国家大量的银行破产倒闭也是很正常。事实上，几十年来，中国岂有银行破产倒闭的？岂有因为银行挤兑让居民存款造成损失的？既然国内居民的存款存入任何一家银行都不存在风险（因为有国家的隐性担保），那么制订存款保险制度对国内居民来说，应该是意义不大的事情。即使按照目前存款保险制度规定，存款保险上限50万存款保险的覆盖率达到99.63%以上，同样是意义不大，100%不是更好吗？

存款保险制度的实施，重要的是要改变国内银行的行为方式及运作机制。因为，存款保险制度的出台，就是政府通过制度的强制性，要求凡是吸收存款的银行业金融机构都应当投保存款保险。也就是说，本来居民存款到银行的风险是由国家隐性担保的，现在则要银行自己来承担绝大部分责任。对银行来说，它们当然是不愿意的。因为这样不能会压缩银行的利润（有外资行测算，如果费率为0.05%，那么银行税前利润就得减少2%左右；如果费率为

0.1%，那么银行税前利润就得减少 4%以上），而且也会加剧银行之间的竞争。这就是中国的存款保险制度迟迟以难推出的根本所在。

可见，中国存款保险制度的推出，并非是如何来保护存款人的利益，因为在中国现有的金融体制下，银行的信用风险是国家隐性担保的，即使是没有存款保险制度，存款人也不用担心存款到国内银行面临多少风险。存款保险制度推出的实质就是要把以往国家对存款的隐性担保转移到银行来自己承担部分责任（因为国家对银行的隐性担保不是全部转移，而部分转移）。或以往存款保险的隐性担保显性化。这种担保的显性化之所以重要，就在于能够增加市场及居民对银行体系的信心，对存款的安全性不用担心，为进一步的中国金融体系改革编织安全网，设置隔离带，以便防范个别经营不善的金融机构风险传导而造成系统性的风险。

也就是说，中国存款保险制度的实质不仅在于信用风险的显性化，更在于让银行的信用风险让自己来承担而不是再由国家来隐性担保。这种信用风险担保的转移对当前中国金融体制改革及利率市场化改革具有十分重要的意义。

因为，既然国家对国内银行的信用风险不再进行隐性担保，那么无论是国家、企业还是居民的金融市场行为就得发生根本性的变化。先对国家来说，就得放开对银行业各种管制，比如央行的基准利率就不得对银行直接地风险定价而向国内基准利率转型；也不得有信贷规模管制，而是贷款多少完全由银行自主决定；以及减少对商业银行政策性资源注入等。对商业银行来说，由于要把其行为的收益与风险都归结到自己身上，就得提高自己风险定价管理能力、服务质量及增强竞争力，否则就可能被激烈市场竞争所击败。对居民来说，由于与以往的银行同质的信用担保不同，激烈的市场竞争使得银行的服务及风险差异化，居民的存款不是仅存入那家银行，而是要看银行的风险与服务，有效的市场竞争就会这过程中形成。

可以说，中国存款保险制度的推出，也就意味着中国银行体系一系列的重大制度改革开始，意味着利率市场化的进程会加快，也意味着以前凡是拿到银行牌照就可赠大钱的日子终结。因为，一旦国家放弃对银行信用完全的隐性担保，那么国内任何一间银行的信用就得通过在激烈的市场竞争中获得。任何一间银行就得对自己的行为负完全责任。这也意味着国内任何一间银行都面临着破产之风险。在这种情况下，任何一间风险定价管理能力差、服务不好、没有进取的银行都面临着市场淘汰之风险。这就是存款保险制度推出的实质所在。

还有，《存款保险条例》实施也预示着今年一系列的重大的金融改革将会出台。比如，最近央行在三次降息的同时也兼顾利率市场改革，扩大了存款利率的浮动区间上限。目前存款利率浮动上限已经扩大到基准利率的 1.5 倍。如果《存款保险条例》实施，也将预示着国内存款利率市场化会有进一步的重大改革，甚至于存款利率完全放开。而存款利率完全放开或完全市场化，它将对国内银行体系产生重大的影响。这不仅会改变当前扭曲了的金融市场价格机制，减弱当前国内市场的金融脱媒，并让市场在金融资源配置过程中起到决定性的作用，也有利金融服务于实体经济，降低整个金融市场的融资成本，解决当前国内金融市场许多难题。同时，国内金融市场利率市场化改革推进，也有利于人民币汇率形成机制的市场化，有利于人民币资本项目下进一步开放，有利于人民币的国际化进程。

对于存款保险制度的细节，比如赔付最高额度、保险费率等方面，这些都要在实际的运行过程中不断修定（就如交强险制度推出后的情况那样），不可能一蹴而就，因为当前中国金融市场条件与欧美国家完全不同，也不可能找到现成可参考的历史数据。所以，如果《存款保险条例》能够以确立公平公正的制度原则、公开透明的制度设定与修订程序，那么这项制度安排就能够在实施的过程中不断改订与完善，不断地符合中国的实际情况，从而真正保

护存款人利益并促进国内金融市场健康持续的发展。所以，实施《存款保险条例》对中国利率市场化具有最为重要的意义。

总之，近年来中国央行渐进地推出了一系列利率市场化改革项目，中国金融市场利率市场化也取得了不小进展，但是，市场环境及利率市场化改革本身的因素，中国金融市场的价格仍然是没有理顺，利率价格机制扭曲仍然是很严重，何也？由此所引发的许多问题则值得深刻的反思。

六、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。

还有，实施了 5 年的美国量化宽松的货币政策从 2014 年开始退出。而美国量宽政策退出，不仅意味着 5 年来全球市场廉价资本的盛宴结束，也意味着全球市场的风险偏好、资金流向，及市场的利益结构将发生根本性变化。而这种变化对国际市场造成的影响与冲击自然会对全球市场造成一系列的不确定性，包括中国也是这样。为了减弱这些不确定性对中国市场的冲击，这就要求中国金融体系更为稳健，而加快中国利率市场化改革是保证中国金融体系稳健性最为重要的方面。

同时，我们也应该看到，当前中国金融市场问题丛生，比如，银行信贷过度扩张、“金融脱媒”严重、影子银行盛行、地方政府融资平台风险不减、融资结构不合理、互联网金融突然风生水起、房地产泡沫严重、经济增长方式转变困难、经济结构不合理、产能过剩严重等问题，无不是与国内金融市场的价格机制严重扭曲、利率市场化改革严重滞后有关。如果这次不能借助于当前的十八届三中全会改革之东风，加快中国金融市场利率市场改革的步伐，它将严重阻碍中国经济发展，阻碍中国现代化的进程。

要进一步深化当前的利率市场化改革，首先要做第一件事情，就得对前 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，就得检讨问题、总结经验、重新厘定当前中国利率市场化改革的新思路。因为前 20 年来的中国利率市场化改革，尽管取得了一定的成就及保证市场稳定发展，但这种渐进式的利率市场化改革所付出的代价比所获得的收益要大。比如，当前影子银行盛行、房地产泡沫四起等问题都是这种渐进式改革所造成的巨大成本。如果这些问题不化解而引发中国的金融危机，那么中国金融市场发展所付出的代价会更高。

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商业银行存款利率上限管制。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个方面的内容。一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；二是创造条件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；三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，股市场外配资疯狂等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，但尽管如此，目前已经到了存款利率全面放开的时候了。

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。

第五，创造条件建立起一个多元化、多层次的融资体系，特别是加强公司债券市场发展，加大金融产品创新的力度，以此来推动以信贷为主导的金融体系向多元化的金融体系转型。这不仅为企业及居民提供更多可选择的金融产品，也可为中国利率市场化改革创造条件下。

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，也要抓住实际改革中所遇到的核心问题手举刀落，果断而行，比如存款利率全面放开，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持续发展之路。