

利率市场化实施条件的定量分析与中国的检验

史宝平, 白永秀

(西北大学 经济管理学院, 陕西 西安 710069)

摘要: 选取了美国、英国、日本、韩国、泰国、阿根廷、智利等7个国家作为研究对象, 从宏观经济运行、资金市场发展规模等宏观层面对利率市场化前后所发生的变化进行了一系列的比较研究, 提出实施利率市场化的定量条件, 从而为中国利率市场化改革决策提供一般经验。

关键词: 利率市场化; 国际比较; 检验

中图分类号: F830

文献标识码: A

文章编号: 1671-6248(2004)01-0054-06

The quantity analysis of the conditions to realize ratio adapting to the market and Chinese inspection

SHI Bao-ping, BAI Yong-xiu

(School of Economics and Management, Northwest University, Xi'an 710069, China)

Abstract: This paper chooses 7 countries including US, UK, Japan, South Korea, Thailand, Argentina and Chile as subjects to study. It studies the change before and after putting the ratio adapting to the market from macro-economic operation and the capital developing scale in the market as well as provides the quantity conditions to realize the ratio adapting to the market so as to give a certain experience to the making reformatory policy of Chinese ratio adapting to the market.

Key words: putting the ratio adapting to the market; international comparison; inspection

在全球经济一体化、金融自由化的趋势下, 利率市场化成为必然, 这已经被广泛接受。借鉴各国利率市场化的经验教训, 我们可以看到, 利率市场化既有可能促进一国经济或资金市场的发展, 也有可能给一国经济或资金市场的发展带来负面影响。但是, 为什么利率市场化会给不同国家经济运行和资金市场发展带来不同的影响? 应该如何判断和把握进行利率市场化的条件和时机? 能否对利率市场化的条件和选择时机进行定量分析和判断? 因此, 本文将通过利率市场化的国际比较归纳出一些值得借鉴和参考的国际经验及教训, 提出利率市场化选择时机的定量标准判断, 并结合中国实际情况对推进利率市场化提出参考意见。

一、各国利率市场化前后的宏观经济效果分析

本文选择了美国、英国、日本、韩国、泰国、阿根廷、智利等7个国家作为研究对象, 从宏观经济运行、资金市场发展规模等宏观层面对其利率市场化前后所发生的变化进行了一系列的比较研究。之所以选择这7个国家是因其特点突出, 具有较强的代表性。其中: 美国、英国可以作为最先发达国家的典型代表; 日本可作为后发达国家代表; 韩国、泰国、阿根廷和智利属于亚洲和拉丁美洲发展中国家代表, 相比较他们利率市场化时所处的国际环境以及国内经济发展状况与中国现状更具可比性, 他们的经验教训对于中国现行经济发展有很高的参考价值。

本文力图对各国在进行利率市场化前后经济运行与资金市场发展状况的变化情况进行比较分析, 进而对利率市场化的效果做出评价, 因此, 在确定了所考察的国家之后, 重点考察了各国推行利率市场化的时点, 以及标志性事件(表 1)。

表 1 各国利率市场化完全开放时点及标志性事件

国别	完全开放时点	标志性事件
美国	1986 年 3 月	美国成功废除了 Q 条例
英国	1971 年 10 月	推行金融改革, 一举废除利率协定
日本	1994 年 10 月	实现存贷款利率的市场化, 完全放开利率管制
韩国	1997 年 2 月	放开活期存款利率
泰国	1989 年 6 月	商业银行一年存款利率上限被解除
阿根廷	1977 年 6 月	推行《金融法》, 取消对金融机构利率管制
智利	1975 年 4 月	全面取消所有利率管制

(一)利率市场化前后各国 GDP 增长率变动趋势
通过比较利率市场化前后各国 GDP 增长率的

变化情况(表 2), 从表 2 我们看到 7 个国家的情况不尽相同, 大致可划分为 3 种类型:

(1)利率市场化后 GDP 增长率降低且比较稳定。美国、英国、日本的 GDP 增长率在利率市场化后呈现出比较消极且较为稳定的变化趋势。美国 GDP 增长率在利率市场化后前 2 年有所提高, 之后又降低, 开放后 5 年 GDP 增长率的平均值 2.45% 是开放前 5 年 GDP 增长率的平均值 3.16% 的 78%, 比较稳定; 英国 GDP 增长率利率市场化后前 2 年保持增加的态势, 之后又回落平稳, 开放后 5 年 GDP 增长率的平均值 2.29% 是开放前 5 年 GDP 增长率的平均值 2.55% 的 90%, 也呈现出较平稳的趋势。日本 GDP 增长率在利率市场化后先增加后下降, 总体水平较开放前下降, 但最后又回落到开放前 2 年的水平, 尽管有涨落但幅度不大, 未出现过大的震荡, 也比较平稳。

表 2 各国利率市场化前后 GDP 增长率情况

单位: %

	-5 年	-4 年	-3 年	-2 年	-1 年	0	1 年	2 年	3 年	4 年	5 年
美国	2.45	-2.07	4.33	7.28	3.82	3.37	3.36	4.16	3.50	1.74	-0.50
英国	2.05	2.31	3.98	2.05	2.36	2.08	3.62	7.24	-1.58	-0.56	2.77
日本	5.28	5.33	3.12	0.93	0.42	1.00	1.57	3.47	1.80	-1.10	0.67
韩国	5.44	5.49	8.25	8.92	6.75	5.01	-6.69	10.89	9.33	3.03	-
泰国	5.75	4.65	5.53	9.52	13.29	12.19	11.17	8.56	8.08	8.25	8.99
阿根廷	1.63	2.81	5.53	-0.03	-2.02	6.93	-4.51	10.22	4.15	-5.69	-4.96
智利	2.12	9.02	-0.82	-4.94	2.49	-11.36	3.41	8.7	7.46	8.68	8.15

注: 0 年为利率市场化当年; 开放前为 -i 年; 开放后为 i 年 (i=1...5); 数据来源: 中经网《中国经济统计数据库》中经网数据中心。

(2)利率市场化后 GDP 增长率降低且变动幅度较大。韩国、阿根廷的 GDP 增长率在利率市场化后表现出较为消极但变动幅度较大。这 2 个国家的 GDP 增长率在利率市场化后, 在经历了大幅提高之后, 很快又出现了较大幅度的下降, 其中阿根廷开放后 5 年 GDP 增长率的平均值是其开放前 5 年 GDP 增长率平均值的 35%, 反映出其经济波动比较剧烈。这说明, 利率市场化并没有使两国经济获得稳健的发展, 相反, 由于利率市场化所引发的经济波动可能正是其日后经济危机爆发的原因之一。

(3)利率市场化后 GDP 增长率大幅增加, 利率市场化前后变动幅度较大。泰国、智利的 GDP 增长率在利率市场化前后出现了比较明显的变化, 开放后 GDP 增长率较开放前大幅增加, 开放后两国 GDP 增长率的水平均比开放前明显地上了一个台阶, GDP 增长率平均提高 16% 以上; 另一方面, 利率市场化前后两国 GDP 增长率的波动幅度较大。如

智利开放后 5 年的 GDP 平均增长率 7.28% 是开放前 5 年的 GDP 平均增长率 1.57% 的 464%, 前后变动幅度较大, 利率市场化引发的经济波动较大。

(二)利率市场化前后各国通货膨胀变化情况
测度通货膨胀的指标很多, 本文采用国际上比较通行的 GDP 平减指数用来衡量一个国家的通货膨胀情况^[1]。从 7 个国家利率市场化前后通货膨胀率的变化情况(表 3)看, 呈现如下特点:

(1)利率市场化前通货膨胀率高, 宏观经济极不稳定。阿根廷、智利在利率市场化前宏观经济极不稳定, 通货膨胀率一直居高不下, 市场化前 5 年的平均通货膨胀率为 160% 和 245%, 其中阿根廷在市场化前 1 年即 1976 年通货膨胀率高达 438%, 智利在市场化前 2 年和前 1 年即 1973 年和 1974 年通货膨胀率高达 414% 和 665%。

(2)利率市场化前后通货膨胀率变化幅度较小, 呈下降趋势但相对平稳。美国、日本、韩国在利率市

场化前通货膨胀率变化平稳, 利率市场化后三国均出现通货膨胀率下降趋势, 但变化较小, 比较平稳。

如美国在市场化前后 3 年平均通货膨胀率变动幅度为 5%。

表 3 各国利率市场化前后通货膨胀率情况

单位: %

	-5 年	-4 年	-3 年	-2 年	-1 年	0	1 年	2 年	3 年	4 年	5 年
美国	9.33	6.19	3.96	3.72	3.20	2.23	3.04	3.42	3.83	3.91	3.64
英国	4.32	2.89	4.21	5.45	7.28	9.29	8.13	7.19	15.02	26.93	15.20
日本	1.96	2.43	2.97	1.69	0.60	-0.10	-0.36	-0.82	0.36	-0.06	-1.43
韩国	7.63	7.06	7.66	7.12	3.89	3.15	5.06	-2.04	-1.10	1.35	—
泰国	1.45	2.18	1.65	4.72	5.92	6.12	5.77	5.75	4.49	3.29	5.21
阿根廷	64.24	65.54	30.63	197.70	438.3	159.43	161.37	147.38	90.84	106.36	207.6
智利	40.69	18.26	85.54	414.01	665.4	334.65	250.61	105.79	57.66	45.73	28.76

注: 0 年为利率市场化当年; 开放前为 -i 年; 开放后为 i 年 (i=1…5); 通货膨胀率取 GDP 平减指数; 数据来源: 中经网《中国经济统计数据库》中经网数据中心。

(3)利率市场化后通货膨胀率总体呈增加趋势。英国、泰国在利率市场化当年通货膨胀率增加, 均大于市场化前 5 年的平均数和最大值, 之后英国通货膨胀率继续增加, 泰国通货膨胀率有回落, 但总体上泰国和英国在利率市场化后 5 年的平均通货膨胀率高出市场化前 5 年平均值的 60%和 181%。

(三)利率市场化前后各国资金市场规模变化分析
为了衡量各国资金市场在利率市场化前后的规模大小, 我们采用了金融深化率(M2 占 GDP 的比重)这个相对指标。从表 4 来看, 各国(地区)金融深化率(M2 占 GDP 的比重)的变化情况呈现出下述特点:

表 4 各国利率市场化前后 M2 占 GDP 的比重规模情况

单位: %

	-5 年	-4 年	-3 年	-2 年	-1 年	0	1 年	2 年	3 年	4 年	5 年
美国	57.81	61.67	62.94	62.62	64.29	66.86	66.95	65.08	64.21	63.97	64.56
英国	52.58	55.45	56.24	51.87	49.47	45.52	52.47	57.54	59.72	51.12	51.12
日本	105.8	107.8	106.8	105.3	105.3	106.9	108.7	108.6	109.2	114.4	119.7
韩国	36.63	37.56	37.94	38.04	39.7	42.12	51.99	60.89	70.11	80.79	—
泰国	50.02	53.94	55.82	56.94	56.57	58.25	62.66	67.05	69.77	73.06	73.52
阿根廷	26.73	18.29	21.47	15.46	11.63	14.67	16.77	17.43	18.99	19.26	14.91
智利	12.1	17.35	21.72	16.85	8.68	9.12	12.43	13.93	16.10	17.87	21.01

注: 1. 0 年为利率市场化当年; 开放前为 -i 年; 开放后为 i 年 (i=1…5); M2 为货币加准货币。2. 英国 M2 占 GDP 的比重因数据取得困难, 本文用银行信贷占 GDP 比重代替。数据来源: 中经网《中国经济统计数据库》中经网数据中心。

(1)利率市场化前后表现出相对平稳增长的趋势。美国、英国、日本的金融深化率在利率市场化前后表现出平稳增长的趋势, 无论是开放当年还是开放后几年内, 其变动幅度都不大, 而且开放之后的证券化率均高于开放前的水平, 如美国、英国、日本在利率市场化前后金融深化率平均增加了 5%、2%和 6%。说明在利率市场化之后, 美英日的资金市场规模并没有因此而出现明显的扩大, 但利率市场化对其资金市场的规模依然有着一定的促进作用。

(2)利率市场化后呈现出较大幅度的增长趋势。韩国、泰国的金融深化率在利率市场化后出现了上升, 两国市场化后 5 年金融深化率的平均值高于市场化前 5 年平均值的 72%和 27%。可见, 利率市场化带给韩国和泰国资金市场规模的迅速扩大。

(3)利率市场化前后资金市场规模小, 金融深化率低于 20%。阿根廷和智利的金融深化率在利率市场化前后均保持在 20%以下, 反映出两国的金融深化程度较低, 资金市场规模偏小的金融发展态势。但两国在实施利率市场化后, 其金融深化率也出现了小幅上升, 可规模较小未引起资金市场规模的迅速扩大。

综上所述, 各国利率市场化的效果基本可以分为 2 种情况:

(1)美国、英国、日本等发达国家的 GDP 增长率、通货膨胀率和金融深化率在利率市场化后均没有出现较大的明显变化, 总体波动比较平稳, 上述国家的利率市场化时机的选择基本实现了平稳过渡。

(2)韩国、泰国、阿根廷和智利的 GDP 增长率均

出现较大的波动;金融深化率在实施利率市场化后均有不同程度的增加,这 4 个国家的通货膨胀率在利率市场化前都较高或利率市场化后通货膨胀率迅速提高,由于利率市场化所导致的这种宏观经济运行的不稳定与其日后经济危机的爆发之间有着一定的联系。

二、实施利率市场化条件的定量分析

为什么不同国家推行利率市场化的效果不同?从他们成功和失败后的经验我们能否总结出一些可供借鉴的方面。本文将重点研究是什么原因造成了利率市场化效果的不同,并从分析不同国家利率市场化之前的宏观经济运行状况、资金市场发展规模以及利率市场化的模式选择中,找出实施利率市场化的定量标准。

(一) 各国利率市场化效果不同的分析

1. 利率市场化前宏观经济分析

利率市场化的目标在于建立一个竞争性的资金市场,由市场准确映射资金的价格和配置资源。利率市场化的成功与否,明显地依赖于一个稳定的经济环境。^[2]无论是经验表明还是理论指出,凡是在物价稳定和宏观经济方面获得成功的国家,其利率市场化结果要远好于在宏观经济不稳定条件下实施利率市场化的国家。宏观经济稳定可通过有关指标来反映,如通货膨胀率、GDP 增长速度、企业承受能力、资本产出效率等。下面以衡量宏观经济水平的 GDP 增长速度、通货膨胀率两个重要指标,进行分析利率市场化前各国宏观经济状况,进而为研究利率市场化的定量判断标准提出支持意见。

从各国 GDP 增长率的时间序列数据分析(表 5),各国在宏观经济运行状况方面,存在一定的差异性和稳定性。本文选取各国利率市场化前 3 年、5 年和前 10 年的 GDP 增长率数据,进行变异性和波动性分析,通过对比各国不同样本 GDP 增长率的变异系数,可以得出:智利、阿根廷、日本的变异系数超过 0.9,经济运行波动相对较大,特别是智利和阿根廷在利率市场化前 5 年和前 3 年变异系数高达 3 以上,其宏观经济状况极不稳定,经济波动巨大;而美国、英国、韩国、泰国变异系数较小,经济运行相对平稳。

通过对各国利率市场化前通货膨胀情况分析(表 6),阿根廷、智利、韩国市场化前 5 年和 3 年的平均通货膨胀率在 6% 以上,特别是市场化前 3 年的通货膨胀率平均变化情况(如阿根廷、智利通胀高

表 5 各国利率市场化前不同样本 GDP 增长率变异系数情况

	利率市场化前 10 年	利率市场化前 5 年	利率市场化前 3 年
美国	0.771 ^{①②}	0.480 ^{①④}	0.363 ^{①②}
英国	0.397 ^{③⑥}	0.318 ^{①④}	0.370 ^{①⑥}
日本	0.517 ^{③④}	0.770 ^{①②}	0.962 ^{③⑦}
韩国	0.249 ^{③⑦}	0.227 ^{①①}	0.139 ^{①④}
泰国	0.418 ^{③⑧}	0.466 ^{①⑨}	0.410 ^{①⑧}
阿根廷	0.951 ^{③⑩}	1.804 ^{①②}	3.373 ^{③④}
智利	1.498 ^{③③}	3.251 ^{①①}	3.415 ^{①⑩}

注:变异系数=样本数据的标准差/样本均值。数据来源:中经网《中国经济统计数据库》中经网数据中心。

表 6 各国利率市场化前通货膨胀率变化情况 单位: %

	利率市场化前 5 年平均值	利率市场化前 3 年平均值
美国	5.28	3.626 ^{①⑥⑥⑦}
英国	4.83	5.646 ^{①⑥⑥⑦}
日本	1.93	1.753 ^{③③③③}
韩国	6.672	6.223 ^{③③③③}
泰国	3.184	4.096 ^{①⑥⑥⑦}
阿根廷	159.286	222.216 ^{①⑦}
智利	244.776	388.31

注:通货膨胀率取 GDP 平减指数。数据来源:中经网《中国经济统计数据库》中经网数据中心。

达 222% 和 388%),更能拟合出各国利率市场化前宏观经济运行不稳定水平,高通胀引起的相对价格的不确定,削弱了货币作为价值标准的职能,减弱甚至歪曲了市场上以相对价格传递的信息,加大了经济、金融契约所面临的风险。美国、英国、日本、泰国市场化前 5 年和前 3 年的平均通货膨胀率较低,宏观经济运行相对平稳。

因此,结合本文前面各国利率市场化前后效果的分析,我们认为,各国利率市场化前 3 年的 GDP 增长率变异系数和平均通货膨胀率较好地映射出利率市场化前的宏观经济状况。利率市场化前宏观经济运行稳定性差、波动较大的国家,其在实施利率市场化后,经济运行所碰到的阻力较大,影响和波动较大;利率市场化前宏观经济运行相对平稳,物价相对稳定的国家,其在实施利率市场化后,经济运行也相对平稳。

2. 利率市场化前资金市场发展状况分析

利率市场化前,各国资金市场的发展程度不甚相同。如美国、英国、日本、泰国等国家,其利率市场化前 5 年的平均金融深化率与信贷规模总量占

GDP 的比例与信贷规模总量占 GDP 的比例相对比较高均在 50 % 以上(表 7), 而韩国、阿根廷、智利的资金市场规模和市场活跃程度则较低, 其利率市场化前 5 年的平均金融深化率仅在 40 % 以下。

表 7 各国利率市场化前不同样本
金融深化率均值情况 单位: %

	利率市场化前 10 年平均值	利率市场化前 5 年平均值	利率市场化前 3 年平均值
美国	61. 264	61. 866	63. 283 ^{③33}
英国	53. 028	53. 122	52. 526 ^{⑥67}
日本	100. 692	106. 2	105. 8
韩国	36. 367	37. 974	38. 56
泰国	46. 13	54. 658	56. 443 ^{③33}
阿根廷	18. 434	18. 716	16. 186 ^{⑥67}
智利	13. 357	15. 34	15. 75

注: 金融深化率= M²/GDP。数据来源: 中经网《中国经济统计数据库》中经网数据中心。

结合本文前面各国利率市场化前后效果的分析, 我们认为, 各国利率市场化前 5 年的平均金融深化率与信贷规模总量占 GDP 的比例, 较好地反映出一国资金市场的发展规模和发展状况。利率市场化前一国资金市场的规模和发展状况与开放后的效果之间存在比较明显的联系, 即在规模较小、金融深化程度较低的情况下选择利率市场化, 市场化后市场规模和金融深化率会迅速扩大或由于资金市场本身的规模太小金融深化率不会出现大幅增加, 但同时经济运行会发生波动不稳定的局面, 如韩国、阿根廷、智利; 利率市场化前资金市场过于活跃, 金融深化程度出现提前释放, 则在利率市场化后, 金融深化率还会继续增加, 同时经济增长会出现与市场化前相比的较大波动, 宏观经济运行相对不稳定, 如泰国; 利率市场化前资金市场具有一定的规模且金融深化程度适中, 则市场化后资金市场和金融深化率将继续保持稳定发展态势, 如美国、英国和日本。

(二) 实施利率市场化经济运行条件定量判断标准的提出

本文前面对 7 个国家利率市场化前 GDP 增长率、通货膨胀率、金融深化率等指标进行了实证分析, 并通过与利率市场化后效果的对比验证研究, 基本上可以得出一个国家在选择进行利率市场化时的宏观经济条件的 2 个定量判断标准:

1. 经济运行稳定性定量标准

按照麦金农和 IMF 研究结论, 在那些尚未恢复宏观经济稳定、通货膨胀过高的国家中, 不但不能立

即实行利率的市场化, 而且还需要政府继续进行对利率管制, 要用公共政策实现宏观经济的稳定; 同时根据斯蒂格利茨——魏斯原理, 当通货膨胀预期高且不稳定时, 宏观经济的道德风险和逆向选择问题会特别突出。^[3] 因此, 依据本文前面的对比实证研究, 可以得出: 利率市场化前宏观经济运行的稳定性是决定利率市场化效果能否理想的重要因素。一国利率市场化时点应选择在宏观经济运行相对平稳的时期, 一般应选择最近 3 年经济稳定增长, GDP 增长率变异系数在 0. 6 以下, 平均通货膨胀率在 5 % 以下。

2. 资金市场规模与金融深化定量标准

利率是资金的价格, 反映资金的市场供求状况, 较高的金融深化率不仅反映一国现代金融机构和资金市场的发展, 而且反映了相对较低的通货膨胀和缓和的金融压制。从理论和实证研究表明, 较大的资金市场规模和较高的金融深化率在进行利率市场化时, 解除了利率限制, 缓解了金融约束, 促进了金融深化。因此, 一国利率市场化前资金市场规模的大小和金融深化程度的高低是决定利率市场化效果的重要因素。一般应选择最近 5 年的真实金融深化率达到 60 % 以上, 银行信贷占 GDP 比重在 80 % 以上时, 再考虑利率市场化。

三、中国推行利率市场化的检验

本文将结合前面得出的结论, 研究和检验中国利率市场化问题, 从中能为中国利率市场化过程提供一些可供参考的意见。

(一) 利率市场化的时机是否成熟?

从宏观经济运行状况来看, 中国经济运行的稳定性较好, 特别是近几年来表现比较突出(见表 8)。

表 8 中国近 10 年宏观经济运行分析

	1993~2002 年	1998~2002 年	2000~2002 年
GDP 增长率变异系数	0. 239 ^{③3}	0. 054 ^{③4}	0. 052 ^{③7}
GDP 平均增长率(%)	9. 32	7. 64	7. 766 ^{⑥667}
GDP 增长率标准差(%)	2. 230 ^{③496}	0. 415 ^{③933}	0. 404 ^{③145}
平均通货膨胀率(%)	5. 045	-0. 784	0. 223 ^{③333}

注: 数据来源: 中经网《中国经济统计数据库》中经网数据中心。

近 10 年经济平稳增长, GDP 平均增长 9. 32 %, 近 3 年的 GDP 增长率变异系数为 0. 052, 远小于 0. 6 的标准; 平均通货膨胀率为 0. 22, 低于 5 %, 中国经济实现了经济运行的高增长低通胀, 宏观经济运转呈现相对平稳的发展态势。从资金市场发展情况来看, 2002 年, 中国 M²/GDP 与银行信贷/GDP 已分别达到 185 % 和 141 %, 近 5 年平均的金融深化率和

银行信贷/GDP 分别为 149.03%和 133.33%, 与所考察的国家相比, 排名是比较靠前的, 也大于资金市场规模与金融深化定量标准即近 5 年的真实金融深

化率达到 60%以上, 银行信贷占 GDP 比重在 80%以上, 这似乎说明中国资金市场已经发展到了一个比较高的水平(表 9)。

表 9 中国近 10 年资金市场发展有关指标 单位: %

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	平均值
M2/GDP	86.63	88.33	92.05	100.79	112.78	126	138.06	143.73	152.38	185	149.03
信贷/GDP	103.23	92.18	91.18	97.85	106.82	121.86	130.4	132.8	140.59	141	133.33

注: 数据来源: 中经网《中国经济统计数据库》中经网数据中心。

综上所述, 与其他国家利率市场化前的情况相比, 中国经济运行的稳定性、资金市场发展状况等方面已经符合本文所提出的实行利率市场化经济运行条件的定量标准, 与利率市场化效果较好的国家在利率市场化前的情况相差不多, 基本具备了利率市场化的经济运行条件, 如果说目前进行实施利率市场化也是有一定道理的。

但是, 还不能简单地就此做出结论, 中国利率市场化的时机是否成熟, 有以下几个问题还需要进一步认真研究。

(1)中国金融深化指标是否真实反映资金市场的发展规模? 笔者认为, 中国资金市场实际规模与表面的金融深化率之间还有相当大的差距(表 10)^[4]。从 M2 的构成分析, 资金来源出现结构性变化: M2 中包含的收入—储蓄增长的因素越来越多, 城乡居民储蓄存款在 M2 中的比重从 1993 年的 43.6%增加到 2002 年的 47.1%。在收入—储蓄增长因素的推动下, 准货币占 M2 的比重在逐年上升, 1993 年为 53%, 2002 年为 61%, 1998 年到 2002 年 5 年平均准货币占 M2 的比重为 62.2%, 也就是说,

在 M2 中有超过 60%是处于相对不流动的准货币。也正是货币供给中大量不流动的成分, 使得看似较大规模的资金市场和金融深化率, 由于货币资金的流动性差, 实际上表面的金融深化率大大缩水。1998 年到 2002 年中国 5 年表面的平均金融深化率为 149%, 实际上真实的金融深化率低于 60%(59%)。同时, 真实的银行信贷规模偏小, 使得银行信贷资金缩水, 影响资金市场化发展。从银行贷款规模和占 GDP 的比重分析, 中国银行贷款中不良贷款比例过高, 实际上银行贷款规模大打折扣, 由 2002 年末的 13 万亿元, 实际上仅为 9.7 万亿元; 1998 年至 2002 年 5 年平均真实银行信贷占 GDP 的比重为 99%, 尽管大于前文 80%的判断标准, 但远小于目前名义的银行信贷/GDP 比重 133%。综合以上分析, 目前中国金融深化指标还不能真实反映资金市场的发展规模, 距离利率市场化的经济条件定量标准还有差距, 如果这时候放开利率, 则极有可能导致较大的市场波动, 使得不时处于相当紧张的资金市场总供给和总需求在动态平衡调控过程中得以维持, 并将最终影响宏观经济的稳定运行。

表 10 中国近 10 年资金市场发展有关指标 单位: 万亿元

年度	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
储蓄存款	15 ①203.5	21 ①518.8	29 ①662.3	38 ①520.8	46 ①279.8	53 ①407.5	59 ①621.8	64 ①332.4	73 ①762	86 ①911
准货币	18 ①599	26 ①382	36 ①763	47 ①580	56 ①169	65 ①545	74 ①060	81 ①463	98 ①430	114 ①126
M2	34 ①879.8	46 ①923.5	60 ①750.5	76 ①094.9	90 ①395.3	104 ①498.5	119 ①897.9	158 ①301.9	134 ①610.3	185 ①007.0
储蓄存款/M2(%)	43.6	45.9	48.8	50.6	50.9	51.1	49.7	40.6	54.8	47.1
准货币/M2(%)	53.3	56.2	60.5	62.5	61.7	62.7	61.8	51.5	73.1	61.7

数据来源: 中经网《中国经济统计数据库》中经网数据中心。

(2)通货紧缩能否代表低通货膨胀? 从中国近 3 年的平均通货膨胀率数据来看, 低于 0.3%, 但从近几年的序列数据分析, 中国实际上处于通货紧缩状态。中国从 1997 年开始通货膨胀率连续 5 年负增长, 1998~2002 年平均通货膨胀率为-0.78%, 通货紧缩是一种物价波动的表现, 并不代表中国处于低通货膨胀, 也反映了中国宏观经济运行不稳定。

因此, 中国近 3 年的平均低通货膨胀率 0.22%, 实际上是通货紧缩的表现, 通货紧缩并不等于低通货膨胀, 利率市场化的通货膨胀率定量标准实际上目前在中国并未满足。

(3)中国经济发展水平依然偏低, 宏观经济基础仍需壮大。从人均 GDP 的水平来看, 中国经济发展(下转第 72 页)

足不同的评价主体在不同的经济环境中的需要,其可行性要比现行的高,更有利于评价主体进行各方面的决策。

战略性绩效指标体系比现行的指标体系更重视非财务性指标,体现了注视过程而非结果;注重长期而非短期;注重未来而非过去及内外并重的原则,从而更有利于引导企业向长期、健康的方向发展。

战略性绩效指标体系中采用修正的经济增加值指标,不仅考虑了会计利润中的失真现象,而且还考虑到了各种资金的成本,引导企业提高资金的使用

效率,避免权益资金高投入、低产出的现象,有利于保护股东权益。

参考文献:

[1] 朱羿锟. 公司控制权配置论——制度与效率分析[M]. 北京: 经济管理出版社, 2001.

[2] 张昕海, 于东科, 等. 股权激励[M]. 北京: 机械工业出版社, 2000.

[责任编辑 陈志和]

(上接第 59 页)

的水平依然偏低,从表 11 可以看出,按照 PPP 理论的方法计算,与各国利率市场化前 1 年的水平相比,中国 2001 年人均 GDP 为 4020 美元,远远地落在韩国和阿根廷后面,仅略高于泰国。这说明中国的宏观经济基础还不是很雄厚,居民生活水平还有待提高,如果此时利率市场化,以中国现有的经济基础,将很有可能受到较大的冲击。

表 11 各国利率市场化前 1 年
人均 GDP 情况 单位:美元

国家	美国	日本	韩国	泰国	阿根廷	智利
人均 GDP	16 900	21 110	12 180	3 060	4 280	2 100

数据来源: 中经网《中国经济统计数据库》中经网数据中心。

(4)从中国金融市场的发展看,还存在着许多严重阻碍利率市场开放的特殊问题。利率市场化的过程,实质上是一个培育金融市场由低水平向高水平、由简单形态向复杂形态转化的过程,一旦这一过程完成,利率市场化也就彻底实现了。利率市场化所要求的金融市场应具有如下特征:品种齐全结构合理的融资工具体系;规范的信息披露制度;金融市场主体充分而富有竞争意识;建立以法律和经济手段为特色的监管体制。近年来,中国金融市场建设取得了有目共睹的好成绩,推进了利率市场化改革的新发展。但金融市场仍存在多个缺陷:金融市场各子市场发展不平衡;债券股票发行向国有大中型企业倾斜,影响利率对其它企业的作用;机构投资者数量不足,影响利率作用的深化;市场监管不完善,导致金融市场利率功能扭曲;市场化程度非常低、市场不公平问题严重、监管能力有待提高等。

(二)中国利率市场化时机检验的基本结论

(1)综合以上分析,从表象看,尽管中国已经具备利率市场化经济条件的定量标准,但本文上面 4 个方面的分析,也充分揭示了中国实施利率市场化某些真实经济条件不成熟的客观性,从而说明在认识到中国选择利率市场化具有一定的条件后,还要充分考虑到完全利率市场化的条件和时机并未成熟。要不断塑造利率市场化的基础,同时在有限制的局部领域进行市场化的尝试。继续培育资金市场的规模,使真实的金融深化率达到 60%以上。

(2)塑造利率市场化的外部条件。要加快和深化整个经济体制改革,真正处理好速度与效益的辩证关系,增加有效供给,调整结构,增加就业,提高企业效益,有效刺激经济并保持持续稳定发展,为利率市场化的推进创造良好的宏观经济环境。同时要尽快发展和完善金融市场,给中小型企业和大中型国有企业一个大致公平的融资环境,培育高素质的投资队伍,完善金融市场监管,提高信用评级服务质量,为利率市场化的最终实现创造理想条件等。

参考文献:

[1] 王 益, 齐 亮. 资本市场开放的国际比较与中国的选择[J]. 管理世界, 2003, (6).

[2] 刘 利. 利率市场化问题研究[M]. 北京: 经济科学出版社, 2001.

[3] Gupta 编, 申海波, 陈 莉译. 金融自由化的经验[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2002.

[4] 庞 浩, 黎 实. 社会资金总量分析[M]. 成都: 西南财经大学出版社, 2001.

[责任编辑 陈志和]