

我国利率市场化的前提条件与推进策略

课题组成员：姚洋，徐高，林念，王艺伟

2014 年 11 月

摘要：利率市场化是指政府放开对利率的管制，让自由浮动的利率引导金融资源配置的改革。最近几年，我国利率市场化进程明显加速。这一方面极大地丰富了我国金融市场，但另一方面也带来了影子银行风险的快速累积，金融和实体经济脱节等弊病。从国际和国内两个视角来审视，我国利率市场化之所以引发了一些负面的效应，主要原因来自实体经济中大量存在的利率不敏感资金需求主体（例如地方政府融资平台）。显性存款保险制度的缺失也模糊了政府和市场的界限，加大了市场的扭曲。归根结底，这正如其它一些国家所经历的，利率市场化改革因为前提条件尚未就位，因而难见全功。因此，从利率市场化平稳推进的角度来看，我国必须化解地方政府融资平台带给金融市场的扭曲。这可以通过财税改革来实现。而显性的存款保险也需要加快建立，以取代现行的隐性存款保险制度，以便在金融市场中明晰政府的边界。在操作层面上，决策者还需审慎处理信用风险的个案，以免引发系统性的危机。而货币政策需要保持宽松态势，以对冲利率市场化改革给利率带来的上升压力，减小金融与实体经济的脱节程度。

目 录

1. 引言	1
2. 文献回顾	2
3. 国际视角看利率市场化.....	4
3.1 利率市场化改革的国际背景.....	4
3.2 利率市场化之下利率运行的国际规律.....	6
3.3 利率市场化改革的国际经验.....	7
4. 我国利率市场化改革的逻辑.....	9
4.1 我国利率市场化改革历程回顾.....	9
4.2 我国利率市场化改革成功所缺失的关键前提条件.....	13
4.3 利率市场化改革推升我国融资成本的机理.....	15
5. 我国利率市场化改革的推进策略.....	19
附录 1: 金融扭曲的模型分析.....	21
附录 2: 现实利率估计方程的理论依据.....	23
附录 3: 部分国家利率市场化改革期间的均衡利率与实际利率表现.....	24
附录 3: 主要国家利率市场化改革进程及评估.....	26
参考文献.....	32

1. 引言

利率市场化是指政府放开对利率的管制，让自由浮动的利率引导金融资源配置的改革。由于利率是资金的价格，在金融体系中居于核心地位，所以利率市场化就是建立市场经济体制必不可少的一步。世界上曾有为数不少的国家曾经管制利率。其中既包括美国这样的发达国家，也有中国这样的转轨国家。不过，随着全球市场化程度的加深，许多国家已经进行了利率市场化改革，放松或是完全放弃了对利率的管制。中国并没有在这场利率市场化大潮中置身事外。早在十多年前，我国就在银行间市场放开了利率的自由浮动。而在最近几年，随着存贷款管制的放松，以及诸如银行理财这样规避利率管制的金融产品的快速发展，我国利率市场化进程明显加速，极大地改变了我国金融市场的面貌。

可以说，利率市场化改革主导了过去几年我国金融市场的发展。一方面，利率市场化改革极大地丰富了我国金融市场。新的金融产品、金融运行方式被不断创设出来。金融机构的行为也发生了很大改变。但另一方面，利率市场化带来的负面效应也不容忽视。近些年来我国的金融创新，很大程度上以规避行政管制为目标。这带来了影子银行的迅速膨胀，以及随之而来的金融风险的快速累积。而在金融大发展的同时，金融体系与实体经济却显得更为脱节，实体经济融资难、融资贵的问题更加凸显。

在这样复杂的局面中，更加需要对我国利率市场化改革的逻辑做深入梳理，找出利率市场化改革成功所需的前提条件。然后，通过恰当的政策应对，稳妥推进利率市场化改革。

从国际视角出发，我们研究了世界各国利率市场化改革的成功经验和失败教训，从中找出了对我们有益的启示。在全面梳理了 34 个利率市场化改革的国际案例之后，我们发现利率市场化往往会在短期内给实际利率带来上升的压力。而从结果来看，那些渐进式的、选择了恰当时机、并且有其他改革配套的利率市场化更容易成功。

从国内视角出发，我们需要透过表象，探寻我国利率市场化背后深层次的逻辑，以及其中的关键节点。首先，现行存款保险制度的缺失，模糊了政府在金融市场中的边界，因而一定程度上扭曲了金融市场的运行。而更重要的是，资金需求主体对利率的不敏感，造成了金融市场中“劣币驱除良币”的现象，令金融资源配置效率的不升反降。我们证明了，当经济中存在利率相对不敏感的资金需求主体的时候，放开利率反而会导致资金更多的被配置给这些相对不敏感的主体，而更多将利率敏感的企业挤出市场。我国这几年的现实证实了这一点。在我国经济内部大量存在着地方政府融资平台类公司。这些公司因为拥有来自政府的隐性担保，所以预算约束没有硬化，因而对利率相对没那么敏感。它们由于对高利率有更高的承受力，因而在利率市场化过程中明显挤压了利率更加敏感的民营企业的融资空间。利率水平也因此被推高，加大了金融与实体之间的脱节。

尽管我国的利率市场化改革已经引发了一些负面效应，但开弓没有回头箭，利率市场化只能前进，不能后退。而我国的金融政策应该将重心放在维护利率市场化的平稳推进之上。基于对利率市场化改革成功的前提条件的认识，我们认为利率市场化的关键在于化解地方政府融资平台带给金融市场的扭曲。这可以通过财税改革来实现。而在改革之中，预算口径财政赤字应该大幅放大。这样才可以给隐性政府债务的显化留出空间。而显性的存款保险也需要加快建立，以取代现行的隐性存款保险制度，从而在金融市场中明晰政府的边界。在操作层面上，决策者还需审慎处理信用风险的个案，以免引发系统性的危机。而货币政策需要保持宽松态势，以对冲利率市场化改革给利率带来的上升压力，减小金融与实体经济的脱节程度。

本报告的余下部分结构如下：第二部分文献综述，回顾现有有关利率市场化的国内外研究成果；第三部分总结利率市场化改革的国际经验；第四部分基于现状，分析我国利率市场化的逻辑；第五部分给出了我们的政策建议。本报告最后还有四个附录，给出了我们分析的理论和计量依据。

2. 文献回顾

目前国内外对利率市场化的研究成果已经颇为丰富。与这些研究相比，本报告一方面将更系统而有针对性地总结各国利率市场化改革实践的经验教训，主要是利率市场化改革对该国宏观经济变量产生的影响；另一方面则重点讨论最近两年我国利率市场化改革与常规政策之间的协调问题，以指出我国当前利率市场化改革所面临的主要困难和障碍，并提出相应的政策建议。不过在此之前，还是有必要对现有国内外相关研究做一定的总结和梳理。

(1) 金融抑制理论和金融自由化最优次序假说是指导利率自由化改革的重要参考

在有关利率市场化讨论中，麦金农和肖的金融抑制说是最受关注的一支文献。麦金农(1973)和肖(1973)在研究发展中国家金融发展状况时发现，这些国家普遍存在着金融抑制的现象，如行政规定存贷款利率、严格的信贷配给和高额存款准备金等。在他们看来，这些金融抑制政策所带来的非市场化的低利率会降低资金配置效率，阻碍金融深化，从而不利于经济增长。换言之，发展中国家要推动本国经济增长，就需要进行包括利率市场化在内的一系列金融自由化改革。因此，**麦金农和肖的金融抑制说是金融自由化改革实践的重要理论基础。**

在此之后，不少学者从理论和实证两方面为金融抑制说提供了支撑。Roubini 和 Sala-i-Martin (1992) 通过构建金融抑制政策与长期经济增长的理论模型，得出政府金融抑制政策对长期经济增长不利的结论。不仅如此，他们基于跨国横截面数据的实证研究也为这一理论判断提供了实证证据。Greenwood 和 Jovanovic (1990)、King 和 Levine (1993) 的研究则表明政府对银行系统的干预确实会降低经济增速。Bradley 和 Smith (1991) 对南斯拉夫的实证研究指出，央行选择性的信贷再贴现会对实际经济产出造成负面冲击。Ang 和 Mckibbin (2007) 采用时间序列回归的方法得出，金融自由化改革通过降低金融抑制，有效推动了马来西亚的金融发展。除此之外，Levine 等 (2000)、Levine (2005) 以及 Trew (2006) 等也都为金融自由化与经济增长之间的正向关系提供了经验证据。

不过随着一批国家特别是以智利、乌拉圭、阿根廷等南美国家为代表的发展中国家，因进行金融自由化改革而引发了一系列经济金融危机，不少学者开始对金融自由化改革实践进行反思。一部分学者认为，金融完全自由化未必能够促进经济增长，保留适当的金融管制更有利于一国的经济发展。这派观点的代表人物有 Hellman 和 Stiglitz 等。Hellman 和 Stiglitz (1997) 基于宏观经济条件稳定、低通胀以及真实利率为正的潜在假定，证明了存贷款利率管制会增加全社会可贷资金，从而能够更好地推动一国经济增长。Hellman 和 Stiglitz (2000) 又通过一个包含道德风险的动态模型得出，存款利率管制将提高银行审慎经营的努力。这进一步为利率管制的合理性提供了理论支撑。与此同时，一系列实证文章发现，金融自由化与经济增长之间并不存在显著的正相关关系 (Kose 等, 2009)。McGrath (2006) 对转轨国家利率市场化改革的研究就得出，低的真实利率并不会阻碍经济增长。Chamley 和 Qaizar (1988) 的研究则表明，虽然泰国和菲律宾的利率市场化确实令两国的存款出现了增长，但这些正面影响却被利率市场化改革所伴随着的高通胀等负面因素所抵消。其他学者的研究更发现金融自由化会加剧一国经济的波动从而对该国经济增长产生负面影响 (Winjnbergen, 1983; Díaz-Alejandro, 1985;

Kaminsky 和 Reinhart, 1999)。

尽管如此,大部分国家依然没有否定金融自由化作为经济改革的方向。在 1980 年代后期,国际货币基金组织和世界银行更将金融自由化改革纳入到其对发展中国家倡导的“结构调整计划 (Structural adjustment programs)” (Hamdi 等, 2013)。事实上,人们对金融自由化失败案例的反思更多是集中在如何才能更好地推进包括利率市场化在内的金融自由化改革。其中最有影响力的,是麦金农 (1993) 提出的经济改革存在优先次序的经验假说。麦金农 (1993) 通过总结不同国家因金融自由化改革次序不同而造成的不同后果得出了一个最优的改革次序,即金融自由化改革要先保证国内财政具备可持续性和节制性,惟此才能确保国内价格水平稳定,然后才是放开国内资本市场,最后再放松资本账户管制。麦金农的这一经验假说得到了一些研究的支持。Claassen (1991) 在对新加坡与马来西亚金融自由化改革的研究中就发现,拥有较为充裕的财政盈余或金融资产储备,能够较好地应对资本账户开放所带来的负面冲击。值得一提的是,目前学术界对经济改革是否存在优先序并没有达成共识,但这一理念在各国的改革实践中还是占据着较为重要的地位。

(2) 国内文献一般认为利率市场化改革有积极效果,但需要渐进式地推进改革

在我国建立并不断完善社会主义市场经济的过程中,不论是学界还是政界,对将利率市场化作为金融改革的目标均没有异议。虽然我国利率市场化改革进程中有些时候存在反复,但不可否认,自改革开放以来,我国已经在利率市场化改革方面取得了重大进展。从对这些改革举措的绩效评估看,已有的利率市场化改革对国民经济的整体影响利大于弊。徐爽和李宏瑾 (2006) 通过建立一个劳动收入者和资本收入者相分离的双代表性个体模型得出,利率的市场化能够提高经济作为一个整体在长期内的消费水平。王东静和张祥建 (2007) 利用协方差分析模型发现,在我国贷款利率上限取消后,企业的负债水平出现了显著提升,小企业的提升幅度尤为明显。据此作者得出,利率市场化改革的推进有效缓解了企业的融资约束。许承明和张建军 (2012) 的理论和实证研究表明,农业信贷的利率市场化总体改善了农业信贷资金的配置效率。张宗益等 (2012) 的实证研究发现,贷款利率上限的放开并没有导致银行业整体风险出现显著提升。

从我国现有的利率市场化改革历程中,不难发现,与我国经济改革所采取的“摸着石头过河”类似,我国利率市场化改革也是以渐进式改革为总思路。这与国内大多数学者提出的政策建议相一致。例如,谢平 (1995) 就曾指出,中国的实际情况不允许利率市场化改革一步到位,并给出了“先放开货币市场利率,再放开国债利率,进而放开贷款利率管制,最后放开存款利率”的渐进改革路线图。而闫素仙 (2009b) 在对韩国和拉美国家利率市场化进行经验总结的基础上,也提出应将货币市场利率放开作为突破口,稳步推进利率市场化改革。

而在有关利率市场化渐进改革的内容方面,国内不少学者指出,明晰产权、加强微观主体市场化建设是中国利率市场化成功推进的必要条件。江春 (1999) 就提出产权制度合理化和交易成本约束规范化是利率市场化改革成功推进的前提。杨德勇 (2002) 则呼吁政府在利率市场化改革进程中,应注重微观经济主体的市场化建设。王仕豪 (2006) 指出,由于我国国有企业产权错位令国有企业对资金价格不敏感,严重制约了利率对资金有效配置的价格信号作用,所以产权的理顺对利率市场化改革的成功推进至关重要。易纲 (2009) 在总结改革开放三十年以来中国利率市场化改革所取得的成就的基础上强调,培育市场基准利率、清晰产权、所有制多元化是进一步推进利率市场化的必要条件。

除了清晰产权外,我国利率市场化改革还面临存款保险制度缺失等其他制度建设的挑战。胡新智和袁江 (2011) 指出,我国利率市场化改革的成功有赖于两个关键制度保障,一是存款

保险制度，二是利率市场化改革与汇率制度改革的统筹协调。祝红梅等（2012）对法国的研究则发现，存款保险制度的建立有效防范了法国存贷款利率放开所产生的经济和金融风险。这在侧面反映了建立存款保险制度对我国利率市场化改革的重要性和必要性。其他学者的研究则提出我国利率市场化改革还需要注重中央银行利率管理制度等制度建设（闫素仙，2009a；孔丽娜和郑新，2011）。

3. 国际视角看利率市场化

3.1 利率市场化改革的国际背景

利率管制的普遍存在是利率市场化产生的背景。历史上看，有关利率管理的思想由来已久。最为极端的，是反对利息的存在。亚里士多德就持这一观点。摩西律法禁止犹太人之间索取利息，类似的禁令在罗马也曾出现过。此外，不少宗教书籍也都表达过对利息的仇视。随着商业活动的日益频繁和愈发重要，这种极端观点逐渐失去了市场。但利率管制却从未消失。特别地，二战以后世界各国更普遍加强了对利率的管制程度。以 1973 年为例，在 Abiad 等（2008）金融改革数据库涵盖的 72 个国家中，仅有加拿大、德国、荷兰和瑞士 4 个国家不存在利率管制，法国和英国等 10 个国家存在部分利率管制，而包括美国在内的其他国家仍都采取了严格的利率管制政策¹（图 3）。

政府之所以加强利率管制，很大程度上与二战后流行的国家干预主义的经济发展理念有关。在二次世界大战结束以后，由于很多国家在战争期间遭到重创，百废待兴，它们迫切要求本国经济能够得到较快的恢复和发展。东南亚和拉美等刚取得民族独立的国家更有强烈的实现经济赶超的愿望。在当时流行的经济发展理念中，不论是凯恩斯的国家干预主义思潮，还是以苏联为代表的计划经济体制，均强调了政府在经济发展中的重要性，政府一度被认为比市场具有更强的信息优势。于是这就为包括利率管制在内的管制政策出台提供了思想基础。

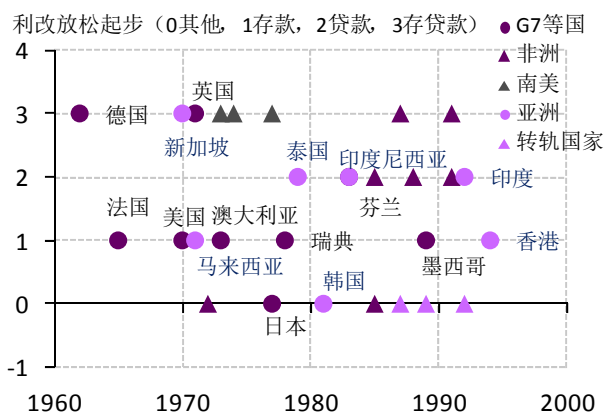
不仅如此，利率管制还是降低银行道德风险这一微观经济理论推演出的政策主张。美国就是这方面的一个例子。大萧条后，出于防止银行之间出现恶性提息以更多揽存等现象，美国政府发布了 Q 条例，宣布加强对利率的管制。根据 Q 条例，银行不得向活期存款支付利息，同时定期存款利率也不得超过 2.5%（1962 年提高为 4%）。考虑到 20 世纪 80 年代初美国 3 个月期国库券利率最高曾达约 15%，Q 条例确实对存款利率构成了实质性的上限限制。不过正如 Hellman 和 Stiglitz（2000）的理论研究所证明的，在存在道德风险的情况下，这种通过限制银行存款竞争而降低银行经营绩效恶化的存款利率上限管制，能够有效地提高银行审慎经营的努力。

除此之外，部分发展中国家实行利率管制其实还与其财税体制不健全有关。Roubini 和 Sala-i-Martin（1992）的研究就表明，发展中国家存在大量逃税的现象很可能是政府实行利率管制辅以高通胀政策的一个原因。具体地，由于发展中国家通常缺乏健全的财政税收体系，政府获得税收收入的代价高昂且效果不佳。在这种情况下，政府通过控制名义利率并加大货币供给而获得的通货膨胀税，便成为政府财政收入的低成本来源。由此也便可以解释为什么利率管制和高通货膨胀在这些国家通常如影随形。

¹ 此处的利率管制仅指狭义上对存贷款等资金价格的管制，不包括信贷配给等数量型的金融管制手段。

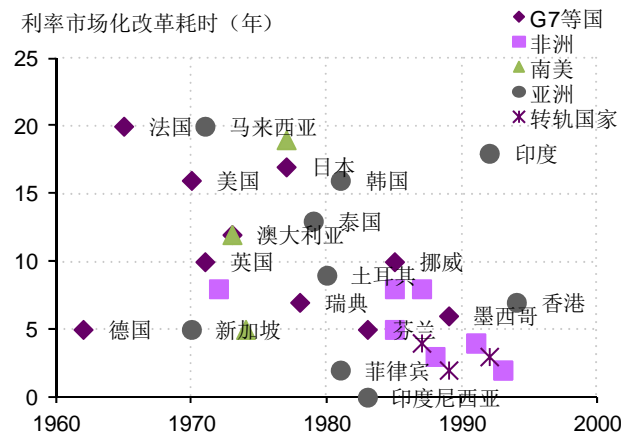
然而随着各国经济的不断发展，以及全球化进程的日益深化，管制下的利率体系开始逐渐不适应经济发展的需要。这一矛盾最早于 1960 年代在以德国、美国为代表的一些发达国家爆发。在这些国家，利率管制所导致的真实利率过低，引发了资本外逃现象的日益加剧，造成银行经营效率的不断恶化，一方面制约了经济的进一步发展，另一方面也放大了经济体所面对的风险。因此，这些国家对利率管制政策的支持性态度逐渐发生了转变，并陆续开始着手利率市场化改革。到了 1970 年代中后期，受自身发展需要推动，同时伴随着金融深化理论的兴起，发展中国家推进利率市场化改革的步伐明显加快，一场以利率市场化为核心的金融自由化改革在全球范围内应运而生：1980 年代，东南亚国家开始纷纷尝试利率市场化改革；1980 年代末和 1990 年代初，不少非洲国家开始进行利率市场化等金融自由化改革；1990 年代东欧转轨国家也加入到利率市场化改革的队伍当中（图 1、图 2）。截至 2005 年，Abiad 等（2008）金融改革数据库所覆盖的 91 个国家中，继续保留利率管制的国家数量大大下降，仅有 17 个国家还存在一定程度的利率管制，其余国家均放松了对存贷款等资金价格的行政管控（图 3、图 4）。

图 1. 各国利率市场化开始时间及起步措施



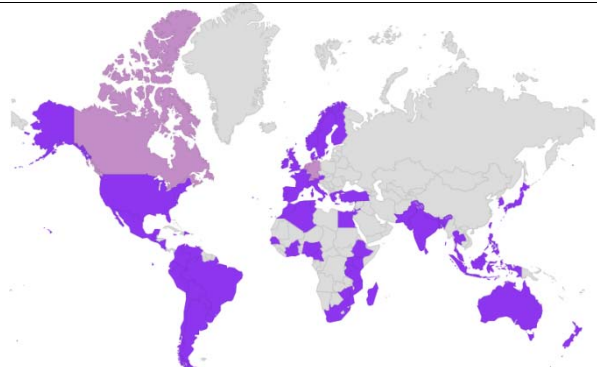
资料来源：作者整理

图 2. 各国利率市场化开始时间及耗时



资料来源：作者整理

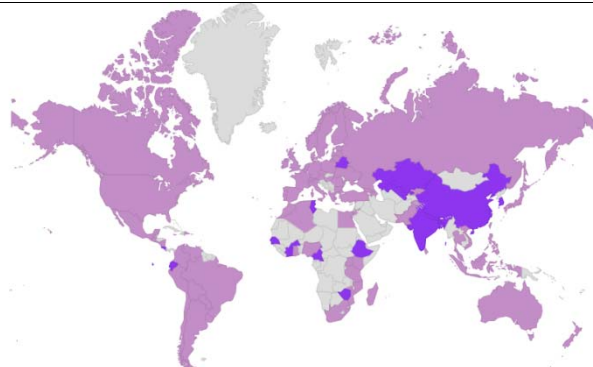
图 3. 1973 年全球部分国家的利率管制情况



资料来源：Abiad 等（2008）

注：图中灰色区域表示无数据覆盖，紫色为有数据覆盖区域，且紫色越深表示利率管制程度越高。

图 4. 2005 年全球部分国家的利率管制情况



资料来源：Abiad 等（2008）

注：图中灰色区域表示无数据覆盖，紫色为有数据覆盖区域，且紫色越深表示利率管制程度越高。

3.2 利率市场化之下利率运行的国际规律

基于 34 个进行过利率市场化改革的国家样本，我们采用假设检验的统计方法考察了这些国家在利率市场化期间及完成后主要经济指标的变化情况，主要总结了以下三条经验规律。这三条规律表明，利率市场化改革会在短期内加大实际利率的上升压力。

(1) 存贷款实际利率在利率市场化改革中将短期上升

在现有的样本中，我们发现，在利率市场化开始及完成前后，一国存贷款的实际利率水平总体会出现一定程度的上升（表格 2）。考虑到利率市场化的目的就是要改变政府行政压低真实利率的状况，利率市场化改革导致真实利率上升并不令人意外。具体说来，在利率管制时期，政府通常将名义利率维持在一个较低的水平，从而人为压低了真实利率。一旦放松行政力量对名义利率的管控，名义利率将会在基本面因素的带动下回升至市场均衡水平，从而令市场观测到的实际利率也出现提升。而除了自发回升的因素外，利率市场化改革所伴随的金融机构的竞争加剧，也会在一定时期内对存款端的实际利率起到推升作用。因此从储户的角度看，利率市场化改革将增加居民的利息收入，改善其在国民收入分配中的地位。而一旦完成利率市场化改革之后，各国存贷款实际利率的变动规律主要与该国的实体经济走势密切相关，顺周期的特征愈发明显。

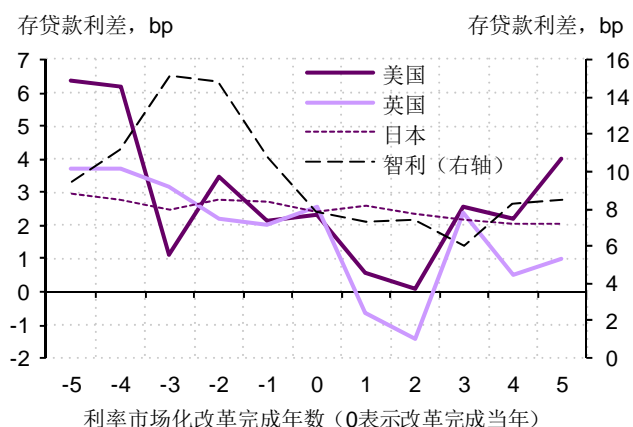
(2) 利率市场化一般会推升长期国债收益率

我们对 34 个利率市场化国家的统计分析显示，在利率市场化初始阶段，除了存款和贷款利率普遍提升、真实利率多数上涨外，政府的长债利率也大多走高，长债收益率与 GDP 增速之间的差距更呈现出不断扩大的倾向（表格 1）。而在利率市场化完成前后，虽然真实利率仍将总体维持升势，但长债收益率与 GDP 增速的差距却由之前扩大的态势转为显著收窄（表格 2）。换言之，在利率市场化改革初期，长债收益率与 GDP 增速之间通常存在较为明显的背离。但随着利率市场化改革的顺利完成，这种背离将会逐渐消除，长债收益率的变化将会逐步收敛至与经济增速相适应的均衡水平。

(3) 利率市场化改革未必一定对应着存贷利差的收窄

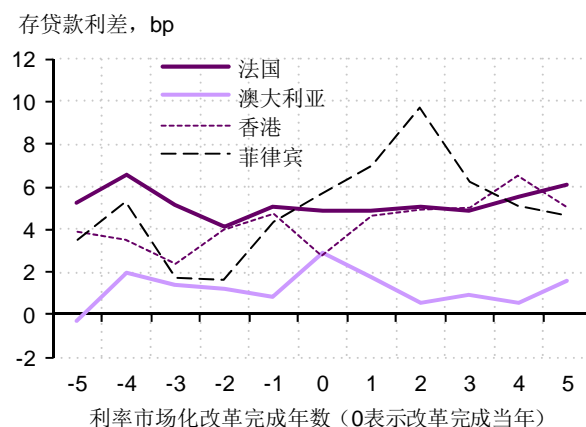
在利率市场化改革的国际样本中，存贷款利差的变化并没有一致的规律。在美国和日本等国，国内银行业的存贷款利差通常会在利率市场化改革完成后小幅收窄（图 5）。这一现象符合经济学理论的预测——利率市场化导致的银行竞争程度的加剧，在存款市场会令存款利率上升，而在贷款市场则会表现为银行对优质客户贷款利率的下降，因此银行存贷款利差便开始缩小。不过应该看到的是，银行存贷利差并不会持续收窄。结合美国的经验，虽然更为激烈的银行竞争程度会在短期内导致银行传统息差收入的下降，但在中长期，竞争会提高银行的风险识别和监控能力，使银行能够接纳越来越多的中小企业。而这些相对高收益但议价能力偏低的客户群体，将重新提高银行整体的贷款收益率，从而保证银行利差收入维持在相对稳定的区间范围之内。不过，法国、澳大利亚、香港和菲律宾等国的利率市场化实践就表明，银行存贷利差并没有在利率市场化改革完成后明显缩小，有些国家的存贷利差甚至还出现了小幅扩大的局面（图 6）。

图 5. 各国利率市场化完成前后存贷款利差变动 I



资料来源：WDI

图 6. 各国利率市场化完成前后存贷款利差变动 II



资料来源：WDI

表格 1. 利率市场化开始前后五年主要经济指标变动

假设检验结果 (个国家)	存款 利率	贷款 利率	存贷 款利率 率差	通胀	GDP	M2	真实 利率	长债 利率	M2/G DP
上升*	13	13	6	7	5	9	7	9	6
下降*	4	4	2	9	8	5	2	1	4
无明显变化	6	3	8	14	19	17	9	4	9

* 表示在 90%置信度上显著。

数据来源：WDI，光大证券

表格 2. 利率市场化结束前后五年主要经济指标变动

假设检验结果 汇总(个国家)	存款 利率	贷款 利率	存贷 款利率 率差	通胀	GDP	M2	真实 利率	长债 利率	M2/G DP
上升*	8	4	9	3	6	5	9	3	18
下降*	12	10	7	13	7	11	5	8	6
无明显变化	6	9	6	12	16	13	10	3	5

* 表示在 90%置信度上显著。

数据来源：WDI，光大证券

3.3 利率市场化改革的国际经验

总体上看，各国利率市场化改革的总体目标和方向大同小异，均是以建立市场供求决定的

利率形成机制为改革的最终目标。不过由于各国国情以及政府经济改革理念的不同，不同国家推进利率市场化改革的具体措施不尽相同。其中的一些差异便成为左右改革成功的胜负手。基于既有利率市场化改革成功和失败的案例，我们总结了以下几点经验。

(1) 渐进式利率市场化改革的成功率更高

目前各国的利率市场化改革实践大体可分为以拉美为代表的激进式，和以美日等发达国家为代表的渐进式两类。其中，激进式改革是指一国在短期内（一般在3年以内）全面放松利率管制。例如，阿根廷的第二次利率市场化改革从宣布到结束就仅隔2年多，智利的银行存贷款利率管制放松也只经历了不到3年的时间，因此这两个国家在这两个阶段的利率市场化改革通常就被界定为激进式改革。与之不同，渐进式改革强调改革应稳步推进，逐渐放松现有体制中的利率管制政策。其改革历时一般较长。以美国为例，美联储于1970年6月放开10万美元以上、3个月以内的短期大额存单利率通常被视为美国利率市场化改革的开端，这次改革直到1986年1月才彻底完成，历时长达16年之久。

通过对比两种改革路径的成功率可以发现，渐进改革完全占据上风，激进改革则大多伴随着利率市场化改革的倒退，甚至引发国内经济金融危机。在我们搜集的34个利率市场化国家样本中，一共出现过10次失败的案例（我们将利率市场化改革发生倒退或引发经济危机定义为改革失败）。其中9次都与激进式改革有关。这意味着激进路线在现实中往往是“欲速而不达”。

(2) 利率市场化改革的成效与改革时点有紧密联系

回顾各国经验，利率市场化改革多是受现实经济条件约束而做出的“被迫”之举。即使是美国这类发达国家，其在进行利率市场化改革时也都在一定程度是受迫于通胀高企、经济增速放缓等压力。尽管如此，不同国家进行利率市场化改革所面对的现实约束还是存在明显差异。例如，美国在开始利率市场化改革时，已经拥有良好的财政纪律、成熟的金融市场、以及相对健全的金融监管体系等内在条件，同时它所面对的整体宏观经济形势也较为稳定。而南美三国却截然不同：国内财政实力有限、金融市场不发达、金融监管体系缺失、经济波动较大等。在这种局面下，南锥体国家却还采用激进的方式推进利率市场化改革，最终只能以失败告终，付出了惨痛代价。通过这一对比不难得出，利率市场化改革应该在正确的时机推出，而决定时机是否合适的主要参数既包括国内经济金融条件，也包括国际基本形势的走向。

(3) 利率市场化改革的成功推进，需要存款保险制度、金融监管等配套政策的支持

渐进式利率市场化改革的成功案例表明，配套政策的充分支持是保证利率市场化改革最终取得成功的关键。以美国利率市场化为例，在美联储不断推进利率市场化改革的过程中，美国银行业因存贷利差缩小而面临巨大的盈利下滑压力，并严重威胁到整个银行体系乃至实体经济的健康运转。在观察到利率市场化的这一负面冲击后，美国国会适时解除了银行混业经营的禁止性限制，允许银行参与证券业务，为银行业增强盈利能力创造了机会，有效地缓冲了改革对整体经济的短期系统性冲击，一方面维护了经济的平稳运行，另一方面也支持了利率市场化改革的深入推进。

与此同时，利率市场化改革的失败案例则大多是因为配套政策失当所致。1980年代发生于阿根廷利率市场化过程中的名义利率大幅飙升就是一个例子。乍看起来，当时阿根廷出现的名义利率猛涨，似乎是利率市场化的产物。但事实上，名义利率飙升是利率市场化改革期间阿根廷政府货币、财政和汇率政策操作不当的结果。其时，阿根廷政府实行了过分宽松的货币和

财政政策，同时还采用了容易加剧民众通胀预期的“蠕动式”浮动汇率。这导致阿根廷出现了严重的恶性通货膨胀，通货膨胀率一度高达 672%。根据费雪方程式（名义利率等于实际利率与通货膨胀之和），在利率市场化的国家，给定其它因素不变，名义利率会随着通货膨胀的高企而相应上涨。于是，这种恶性通货膨胀反映到名义利率上，就表现为名义利率的大幅飙涨，从而进一步恶化了实体经济。因此，阿根廷利率市场化失败的主要原因不在利率市场化改革本身，而在于其他政策的错误操作。

在众多配套政策中，建立存款保险制度、加强金融监管是保证利率市场化顺利推进的必要条件。各国的利率市场化改革实践显示，在那些具有完善存款保险制度且金融监管体制较为完善的国家，利率市场化进程通常推进得相对平稳，如美国和德国等。而这两者相对缺乏的国家，利率市场化改革可能会对该国带来较大的负面冲击。澳大利亚的改革经历就证明了这一点。尽管澳大利亚采取了渐进式的利率市场化改革，但由于其在放松对金融业的行政管制时，并没有配套上相应的金融监管体制，这使得澳大利亚在金融自由化改革过程中出现了信用和债务的过分扩张和膨胀。最终资产价格泡沫在 1987 年破灭，金融危机和经济危机相继出现，澳大利亚的 GDP 增速一度由 1988 年 5% 左右的高点选滑落至 1991 年的零增长。从这一经验教训中，澳大利亚政府成立了“金融体系调查组”，并在此后不断完善金融监管。澳大利亚的经验教训表明，利率市场化并不意味着不监管，相反，审慎的金融监管还将更好地配合利率市场化改革的成功实施。

4. 我国利率市场化改革的逻辑

自 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》提出利率市场化改革基本设想以来，特别是在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》对利率市场化改革做出纲领性论述之后，我国已在利率市场化改革领域取得了不少成就。截至目前，除存款利率仍然由政府行政管制外，绝大多数利率均已形成了市场化的定价机制。不过应该看到的是，相对于产品市场改革，我国利率市场化改革的进展并不算快，包括存款保险在内的制度建设仍未准备妥当，进一步推进利率市场化改革依然困难重重。本报告认为，与显性存款保险制度缺失一样，金融市场大量存在的对利率不敏感的地方政府融资平台，是阻碍当前我国利率市场化改革的关键障碍，也是造成过去一年多国内金融市场乱象的根源。

4.1 我国利率市场化改革历程回顾

我国利率市场化改革总体遵循“先放开货币市场利率和债券市场利率，再逐步推进存、贷款利率的市场化”的思路。为此，同业拆借和债券市场的利率市场化便成为我国利率市场化改革的先手。同业拆借市场是我国最重要的货币市场。在 90 年代以前，与其他利率一样，同业拆借利率受到国家的严厉管制。但随着 1996 年 1 月我国建成全国统一的同业拆借市场，并首次生成中国银行间同业拆借市场利率（CHIBOR），同业拆借利率的市场化改革进程大大加快。同年 6 月，我国取消同业拆借利率的上限管制，实现拆借利率由拆借双方根据市场资金供求状况自行决定。在货币市场利率逐渐放开的同时，1996 年我国债券市场利率市场化也迈出了重要一步。当年财政部借助交易所平台实现了国债的市场化发行。1997 年 6 月，我国宣布在同业拆借市场进行银行债券回购业务，并同步放开了对回购利率和现券交易价格的管制。1998 年，国家开发银行和进出口银行也都尝试进行了各自金融债券的公开招标发行。1999 年 9 月，财政部首次在银行间债券市场以利率招标形式发行国债，标志着我国债券市场的市场化定价初

步形成。至此，我国在货币市场和债券市场的利率市场化任务初步完成。从目前来看，债券利率也是我国各类利率中市场化程度最高的品种。

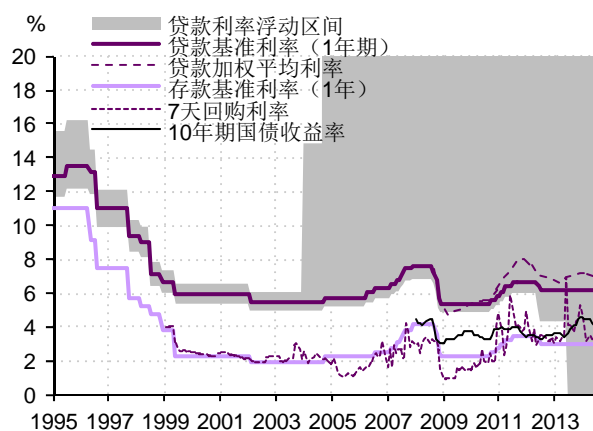
在存贷款利率市场化方面，我国的主要改革思路是“先外币、后本币；先贷款、后存款；先长期、大额，后短期、小额”。1996年以前，我国就已经开始尝试贷款利率市场化的一些工作。当时央行就曾根据不同时期经济形势的不同，对不同金融机构制定差别化的贷款利率浮动区间。相比于之前完全管制的利率水平，贷款利率浮动区间管理已经在朝市场化的方向迈进。1996年以后，我国又多次调整了贷款利率的浮动上限，并最终于2004年10月宣布废除贷款利率的上限管理（仅保留对城乡信用社的人民币贷款利率实行上限管理）。而对于贷款利率的下限，在1993年至2008年间，除2006年和2008年我国对商业性个人住房贷款利率下限做了定向调整外，贷款利率下限基本保持不变，维持在基准利率下浮10%的水平。2012年6月和7月，央行分别将贷款利率浮动下限区间扩大至20%和30%。2013年7月，我国宣布取消金融机构贷款利率下限，标志我国贷款利率管制退出历史舞台（图7）。

出于防范价格竞争、金融安全等考虑，我国对存款利率管制的放松十分谨慎。“先外币，后本币”、“先长期、大额，后短期、小额”这一思路在存款利率市场化的推进过程中表现得尤为明显。例如目前我国对外币存款的利率管制就已经基本放开，而人民币存款的上限依然受到行政管制（表格3）。我国对人民币存款利率管制的放松首先是从大额协议存款开始。1999年，央行允许商业银行试办对保险公司的协议存款，并允许存款利率由双方协商决定。2002年和2003年协议存款的试点范围进一步扩大。考虑到存款利率管制的有效约束是其上限，我国于2004年开始实行人民币存款利率的下浮制度和上限管理，规定所有存款类金融机构对其吸收的人民币存款利率可在不超过各档次存款基准利率的范围内自由浮动。2013年6月，央行将金融机构存款利率浮动区间上限调整为基准利率的1.1倍，这一规定一直持续至今。除此之外，2002年我国曾在8个县的农信社以及温州试点过利率市场化改革，对存款利率浮动区间上限做了较大幅度的扩大。但这些试点至今也未向全国推开。

虽然目前我国利率市场化改革还剩下存款利率上限未放开，但近些年银行理财等浮动利率产品的迅猛发展，已经大幅绕过了存款利率上限的管制，事实上推进了存款利率的市场化。目前，银行理财品的存量规模已经超过10万亿元。月度发行量也在5千支左右。由于理财产品的年化收益率远远高于同期限银行存款基准利率，这些影子银行业务正在对传统存款业务构成巨大的冲击，存款利率上限管制的实际效力也正在不断弱化（图8）。

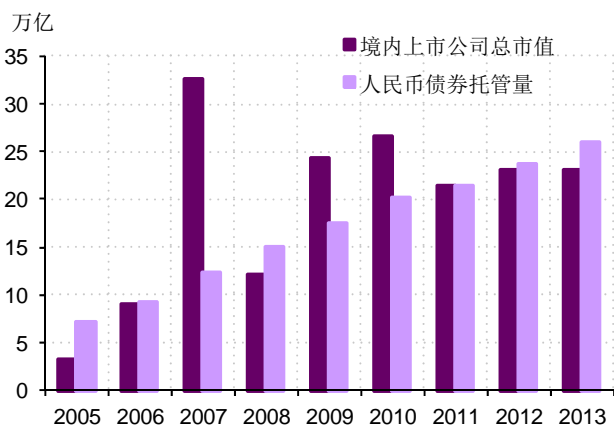
总体看来，我国正在朝着利率市场化的大方向继续前行，而已有的利率市场化改革成就也对我国金融市场的健康发展做出了有益贡献。首先，以商业银行为代表的部分市场参与主体的市场化程度有所增强。通过股份制改造，我国商业银行甩掉了部分历史包袱，大幅硬化了自身经营的预算约束，其在金融市场中的表现也更加以市场为导向。其次，金融市场参与者的范围不断扩大，市场广度得以延伸。以同业拆借市场为例，目前的市场参与主体已经从最初的银行类金融机构扩大到涵盖全部的银行类和绝大部分非银行类金融机构。再次，金融结构进一步优化，直接融资市场深度明显加强。过去十年里，我国股票市场的总市值翻了5倍有余，债券市场的人民币债券托管量也增长了近4倍（图9）。直接融资的快速发展，在一定程度上改善了我国间接融资过于庞大的金融结构，对支持实体经济发展做出了有益贡献（图10）。最后，金融创新层出不穷，理财等创新业务的迅速发展，更令利率市场化的观念已被广大民众所认可。

图 7. 贷款利率的浮动范围逐步扩大，并从 2013 年 7 月起可完全自由浮动



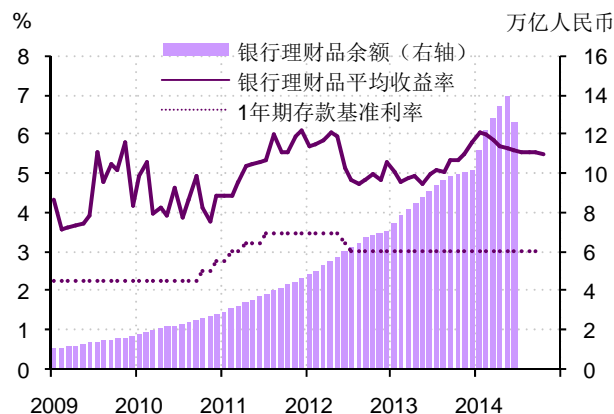
资料来源：Wind

图 9. 我国股票市场和债券市场容量不断扩大



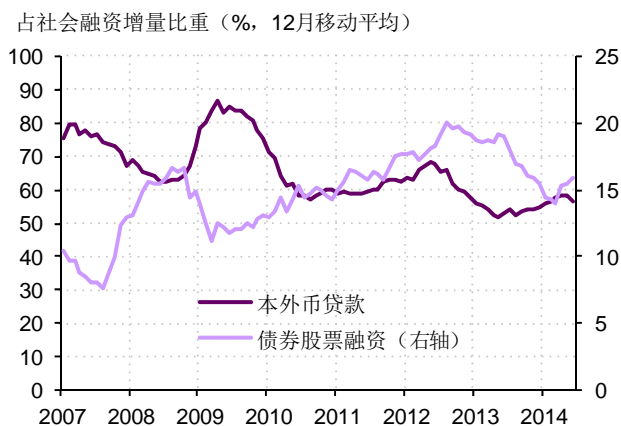
资料来源：Wind

图 8. 目前仍保留浮动上限的规定，但银行理财的快速发展已经极大削弱了存款利率管制的效力



资料来源：Wind

图 10. 银行信贷占社会融资总量的比重下降



资料来源：Wind

专题框：我国影子银行业务

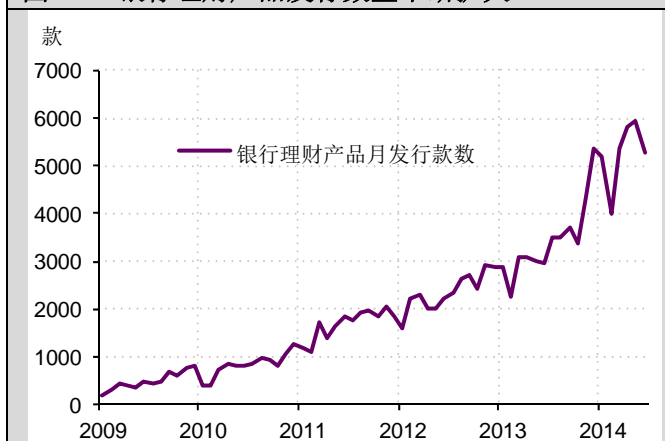
影子银行的兴起是近年来我国金融系统最重要的特征之一。所谓“影子银行”，按照美联储的定义，是那些有着类似银行的功能，但又无法直接获得中央银行流动性和公共部门信用担保支持的金融中介。从美国影子银行的发展历程不难看出，影子银行产生的主要动机是为了规避政府的金融监管。与此类似，中国的影子银行也是规避监管的产物。不过与美国影子银行不同的是，中国的影子银行并非由资产证券化组成，而是高度受商业银行主导。相比发达国家，我国商业银行受到的监管更加严格。居高不下的存款准备金率，严格的信贷额度控制，以及存贷比限制等，

都极大地束缚了银行配置资金的能力。因此在实体经济存在大量融资需求的情况下，为了满足利润最大化的动机，商业银行有很强的动机绕开这些监管的限制。于是，以理财和信托产品等为代表的影子银行业务便应用而生。

影子银行的快速扩张源自经济体的逐利动机。如前所述，银行的趋利性首先保证了影子银行业务的供给。城投公司、房地产公司、以及民营中小企业旺盛的融资需求，则为影子银行提供了充足的需求来源。最后，在投资渠道受限、银行存款利率受到政府行政管控的情况下，影子银行产品以其相对高的收益率和银行隐性担保下相对低的风险，对中国居民形成了强烈的吸引力。为此，影子银行产品的供给方、需求方和投资方就在影子银行业务上成为了利益共同体，一起推动了影子银行的快速扩张（图 11、图 12）。目前市场对影子银行的规模并未达成共识，我们根据社会融资总量的数据，同时考虑民间借贷和融资租赁等金融形式，大致推算出目前中国影子银行的规模在 20 万亿左右，约占银行总存款的四分之一。

不过值得注意的是，虽然影子银行的最终服务对象是实体经济，但这些创新业务的主要目的是规避监管，其所带来的融资链条拉长，一方面会加剧市场对“资金空转”的担忧，另一方面则将推高微观企业的融资成本。同时它还使资金运行愈发远离监管视线，令资金运行的透明度大大降低，加大了金融风险的积累。更重要的是，在显性存款保险缺失的情况下，银行主导的影子银行业务会使投资者错误地将影子银行产品的收益率视为“刚性兑付”，导致金融体系的整体利率水平出现系统性偏高，不仅造成金融产品定价错误，更直接降低资金的配置效率，加剧经济整体信用风险的积累。

图 11. 银行理财产品发行数量不断扩大



资料来源: CEIC

图 12. 信托类产品也经历了快速发展



资料来源: Wind

表格 3. 利率市场化中存贷款利率放松回溯

时间	利率上下限规定	具体事件
1993-8	上浮 20%，下浮 10%	1993 年 8 月 21 日，中国人民银行颁布关于不准擅自提高和变相提高存、贷款利率的十项规定，要求各银行的流动资金贷款利率，按照中国人民银行总行规定的可上浮 20%、下浮 10% 的浮动幅度，依据产业政策、产品结构、信用评估后效益等级确定实行有差别的浮动利率。
1996-5	流动资金贷款上浮区间由 20% 缩小至 10%	为减轻企业利息支出负担，央行于 1996 年 5 月 2 日发出降低金融机构存贷款利率的通知，要求商业银行和非银行金融机构（不含信用社）流动资金贷款利率的最高上浮幅度由 20% 下降为 10%；城市信用社（含城市合作银行）由现行 30% 下降至 10%；农村信用社由现行 60% 下降至 40%；各金融机构

		对流动资金贷款利率的下浮幅度仍为 10%不变
1998-10	定向扩大贷款利率上浮区间	1998 年 10 月，扩大金融机构对小企业的贷款利率的最高上浮幅度，由 10% 扩大到 20%；扩大农信社的贷款最高上浮幅度，由 40%扩大至 50%；大中型企业贷款利率最高上浮幅度 10%不变
1999-4	定向扩大贷款利率上浮区间	1999 年 4 月，《关于扩大县以下金融机构贷款利率浮动幅度的通知》规定，除农信社外，各金融机构县以下营业机构贷款利率最高上浮幅度扩大到 30%；但对大型企业的贷款上浮幅度仍为 10%，国务院确定的 512 家大型国有企业贷款利率不上浮
2003-8	定向扩大贷款利率上浮区间	农村信用社改革试点地区信用社贷款利率浮动上限扩大到基准利率的 2 倍
2004-1	贷款利率上限幅度扩大	商业银行、城市信用社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浮动上限扩大到贷款基准利率 2 倍
2004-10	放开贷款利率上限	放开金融机构人民币贷款利率上限，但城乡信用社的人民币贷款利率仍实行上限管理，利率上限为基准利率的 2.3 倍。金融机构的贷款利率浮动下限仍为基准利率的 0.9 倍
2004-10	允许人民币存款利率下浮	2004 年 10 月 29 日，经报国务院同意，实行人民币存款利率下浮制度，规定所有存款类金融机构对其吸引的人民币存款利率，可在不超过各档次存款基准利率的范围内浮动。
2006-8	定向扩大贷款利率下浮空间	商业性个人住房贷款利率下限由基准利率 0.9 倍扩大至 0.85 倍，其他商业性贷款利率下限保持 0.9 倍不变
2008-10	定向扩大贷款利率下浮空间	央行决定自 2008 年 10 月 27 日起，扩大商业性个人住房贷款利率下限幅度至贷款基准利率的 0.7 倍
2012-6	降低贷款利率下限	央行宣布，自 6 月 7 日起，将金融机构贷款利率浮动区间下限调整为基准利率的 0.8 倍
2012-6	扩大存款利率波动上限	人行宣布，自 6 月 7 日起，将金融机构存款利率浮动区间上限调整为基准利率的 1.1 倍
2012-7	降低贷款利率波动下限	央行宣布自 7 月 6 日起，将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的 0.7 倍
2013-7	放开贷款利率下限	取消贷款利率下限

资料来源：光大证券研究所

4.2 我国利率市场化改革成功所缺失的关键前提条件

尽管我国利率市场化改革已经取得了诸多成就，但目前改革的进一步推进已经明显受到了一些现实因素的制约。结合国际经验和我国国情，我们认为，我国利率市场化改革要取得成功，还缺乏两大关键前提条件：一是显性存款保险制度的缺失，二是金融市场存在大量非市场化的融资主体。事实上，不论是城投公司的大量存在，还是显性存款保险制度的缺失，其核心问题都可归结为政府和市场之间界限的模糊。政府与城投公司之间缺乏明确界限，导致了城投公司存在预算软约束问题，令缺乏利率敏感性的融资主体大量存在于现有的金融体系之中。政府

与银行之间缺乏明确界限，一方面导致银行竞争中的道德风险盛行，另一方面则令影子银行等金融创新沦为金融风险的代名词，加大了金融体系的系统性风险。因此，政府与市场之间缺乏明确界限的现实约束，是我国利率市场化改革必须面对的现实约束。

(1) 显性存款保险制度的缺失

不少人认为我国不存在存款保险。这种观念并不准确。事实上，我国一直以来都存在着存款保险。不过与美国等发达国家不同，我国现有的存款保险制度是隐性的——虽然政府没有明文规定要担保银行存款的安全，但老百姓都相信银行存款没有任何风险。这种隐性存款保险制度的最终提供方是政府。但它最大缺陷在于无法清晰地划定存款保险的范围，从而会模糊政府信用在金融市场中的边界。在这种情况下，普通民众很容易认为，只要是银行参与创造的金融产品如银行理财等，都天然享有政府兜底的保障，即具备“刚性兑付”的性质。这将使投资者对风险的认知变得模糊，令资产定价出现偏差。

与此同时，隐性存款保险制度还不利于资金配置效率的提升。由信息经济学的基本理论可以推知，隐性存款保险制度或政府隐性担保将增强金融机构的道德风险，弱化其风险控制的动力。在这种情况下，银行等金融机构之间的竞争，比拼的将不是在给定风险求取收益最大化的能力，而是是否敢于追逐高风险高收益的资产。因此，越是胆大的金融机构就越能得到快速发展。这种道德风险横行的竞争格局，将导致金融系统对微观项目的审慎筛选能力逐步弱化，大大加剧了资金错配的可能。

进一步地，显性存款制度的缺失，令个体金融风险 and 系统金融风险交织在一起。在成熟金融市场中，融资主体的还款能力来自于其所创造的微观回报率。不同项目之间回报率的不同，天然地在项目之间构建起了防火墙。一个亏损的项目无法偿还其债务，并不会影响到市场对其他盈利项目的信心。但在我国目前的金融市场中，投资者对一些金融资产还款能力的信心很大程度上是来自于隐性的存款保险制度，来自于对政府隐性担保“刚性兑付”的信念。但政府的隐性担保不合法也不合规，其至多只能算是一种约定俗成的惯例，并不能精确地标定在具体资产上。这意味着存在隐性担保的资产将出现一荣俱荣、一损俱损的局面。具体来说，一旦其中有一种资产出现了偿付问题，这将使全市场系统性地证伪隐性担保信念，从而引发投资者对整个资产类别的抛售，产生系统性金融危机。

(2) 金融市场存在大量非市场化的融资主体——地方政府融资平台

地方政府融资平台又被称为城投公司，是由地方政府发起设立，主要承担市政基础设施建设等公用事业项目投融资的公司。目前这类公司广泛存在于我国实体经济和金融市场当中。根据国家审计署 2010 年的审计报告，截至 2010 年底，全国省市县三级政府共设立融资平台公司多达 6576 家。而在 2013 年的全国政府性债务审计结果公告中，被审计的融资平台数量已增加至 7170 家。在金融市场上，城投公司发行的城投债规模更在最近几年经历了快速增长，月度发行量由 2007 年的不足百亿飙升至目前超千亿的水平。

城投公司的兴起与快速发展，缘于地方政府财权和事权的不匹配。过去十几年里，我国经济持续快速增长。经济和社会的不断发展，内生地要求基础设施等公共服务能够不断改善。由于这些公共服务具有极强的外部性，它们往往由政府提供。在中央财政缺乏足够担当的情况下，地方政府自然成为基建投资等公益类项目的主要供给者。然而在现行的财税体制下，这种庞大的事权却并没有相应的财权与之相匹配：一方面，1994 年的分税制改革令地方政府税收收入大幅下降；另一方面，《预算法》又堵住了地方政府自身举债的门路。这种财权和事权的不匹配，决定了地方政府唯有选择设立地方政府融资平台，以城投公司的形式为基建投资募得资金。

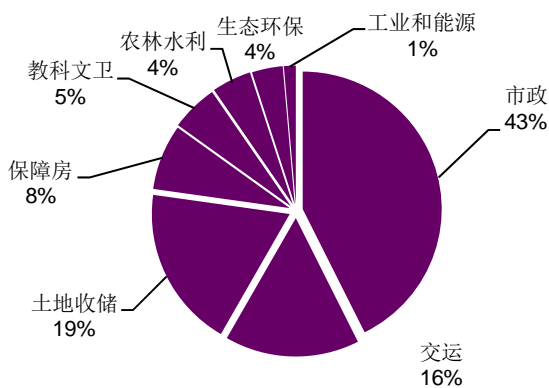
审计署 2013 年关于地方政府债务的审计报告就显示，地方政府通过城投公司等进行的债务融资的资金流向确实是以市政基础设施等公益类项目为主（图 13）。因此，财政缺位是导致我国存在大量城投公司的根本原因。

城投公司面对的最大问题是“收益率倒挂”。由于基建投资项目无法将其给社会带来的正外部性转化为自身回报，它们通常对应于较低的资本回报。而当政府以公司形式举债修基建时，投资者则会以商业资金的回报要求该项目。这种基建投资的“低”收益与商业资金的“高”回报，就导致城投公司必然面临“收益率倒挂”的问题——根据我们的测算，城投公司融资成本（亦即城投债的发行票息率）大约在 6% 左右，远远高于城投公司平均约 3% 的资产回报率（图 14）。在收益率倒挂持续存在的情况下，承担基建投资任务的城投公司的资产负债表将持续恶化，与之相关联的银行和投资者所面临的坏账风险也越来越大。这也是为什么中国这个储蓄过剩的国家，居然会出现债务危机风险的原因。

由于政府隐性担保的存在，“收益率倒挂”并不影响城投公司持续融资的能力。理论上，在正常的市场经济中，一家企业能够支付的融资成本应该受到其自身经营状况的制约。如果其盈利水平持续大幅低于融资成本，这家企业应该会被市场所淘汰。然而当前市场上城投公司发行的城投债却如火如荼，丝毫不受收益率倒挂的影响。这种现实对理论的背离，主要是因为城投公司拥有地方政府的隐性担保。由于目前我国地方政府不存在破产的可能，地方政府给予城投公司的隐性担保通常被认为是“刚性兑付”，所以投资者可以基本忽视收益率倒挂的事实，而继续为城投公司提供资金供给。

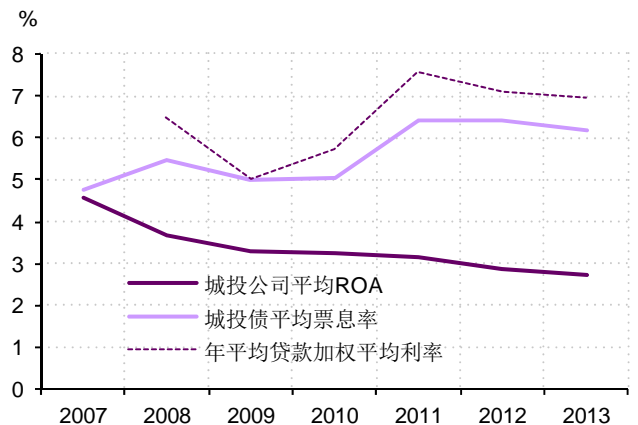
然而，城投公司较低的利率敏感性却会扰乱国内金融市场秩序。虽然政府隐性担保令城投公司可以持续融资，但这并非毫无代价。政府兜底对经济的负面影响在于，它将城投公司置于严重的预算软约束的环境之中，使它们可以不顾未来偿还债务的负担而不断通过出高价来满足自身的融资需求。于是，城投公司在同民营企业等市场化融资主体竞争资金时便一直处于优势地位。这种局面无疑降低了经济体的资金配置效率，加剧了微观层面金融风险的积累，不利于经济持续快速健康发展。

图 13. 地方政府负有偿还责任的债务投向构成



资料来源：审计署

图 14. 城投债息票率远高于资产回报率



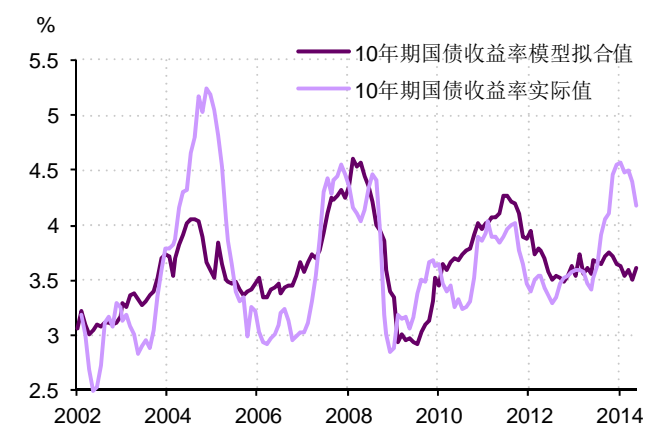
资料来源：Wind

4.3 利率市场化改革提升我国融资成本的机理

去年下半年至今，我国实体经济增长持续面临实际利率水平明显偏高的困扰。通过比较

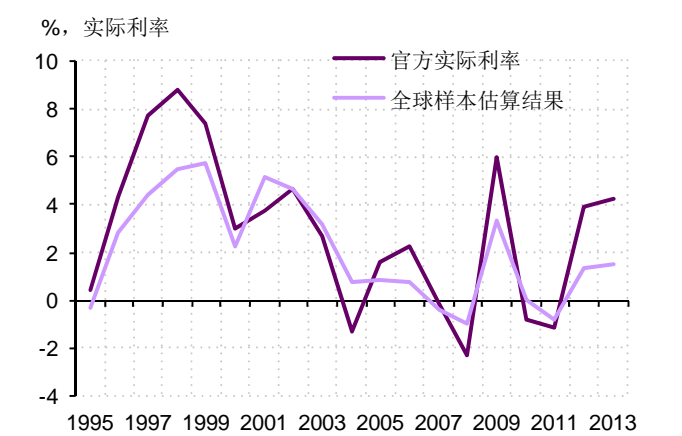
10 年期国债收益率的现实值和我们估算出的理论值可以发现，2013 年下半年以来，现实值确实一直显著高于理论值（附录 2）。这表明实体经济的实际利率很可能严重偏离经济基本面（图 15）。而我们通过跨国面板数据的回归分析也显示，过去一年中国的实际贷款利率明显高于其均衡利率水平²（图 16，附录 3）。为什么会出现这种现象？这很大程度上与我国金融市场上存在大量对利率不敏感的非市场化融资主体有关。

图 15. 自 2013 年下半年至今，长期利率明显偏高，与经济基本面脱节



资料来源：Wind

图 16. 跨国面板数据分析显示，近两年来我国实际利率明显高于均衡利率水平



资料来源：Wind

在具体回答这个问题之前，首先先简单比较市场化融资主体和非市场化融资主体的区别。一般而言，市场化融资主体是指因面临财务约束而对利率具有较高的敏感性的融资方。对于这类融资方来说，当利率上升时，融资方会因为融资成本的上升而降低自身的资金需求；而当利率下降时，融资方对资金的需求会相应增大。在这种情况下，由于资金需求会随着利率指挥棒的调整而相应变化，货币当局可以通过调控利率来较好地控制全社会的流动性扩张。这一理想状况可以通过供需图简单表示（图 17）。图中横轴与纵轴分别代表资金量和利率。如同其他需求曲线一样，资金的需求曲线向下倾斜——利率越高，资金的需求越低，反之则反是。而资金供给曲线则向上倾斜——利率越高，资金的供给越多。需求曲线和供给曲线的交点就对应着市场均衡。一般说来，资金供给受货币当局的高度控制。货币当局可以通过政策工具的调控来移动供给曲线的位置。当货币当局收紧货币时，供给曲线就向内移动，令均衡时的资金量减少，同时带来均衡利率水平的上升；而当货币当局扩张货币时，供给曲线的外推将导致均衡时资金量的上升和均衡利率水平的降低。

与市场化的融资方不同，非市场化融资主体由于享受着政府显性或隐性的担保而通常面临预算软约束的问题，因而对利率的敏感性普遍较低。在供需图中，这就表现为非市场化融资主体所面对的资金需求曲线显著陡于市场化融资主体。换言之，当市场出现一定幅度的利率上升时，非市场化融资主体的资金需求下降幅度将远远低于市场化主体（图 18）。由于整体经济体的资金需求曲线可视为各融资主体资金需求的微观加总，所以一个存在利率不敏感融资主体

² 基于新古典经济增长模型，我们假设一国的均衡利率由人均 GDP 增速和通胀率水平决定，并同时受贸易开放程度和政府规模的影响。据此，我们利用跨国面板回归模型估计各国均衡利率的估计值。在回归方程中，具体的控制变量包括一国的人均 GDP 增速、通胀率水平、贸易开放程度（以进出口占 GDP 比重衡量）、政府规模（以政府消费占 GDP 比重衡量）、以及国家和年度虚拟变量。数据来源为世界银行发展指数数据库（WDI）。样本区间为 1960 年至 2012 年，共涵盖 153 个国家。

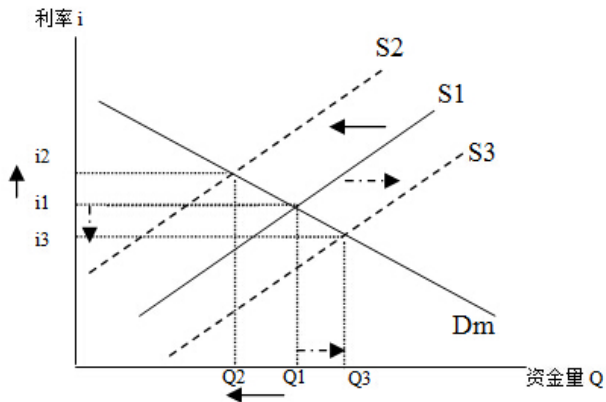
的经济体，其利率敏感度将整体低于完全由市场化融资主体组成的经济体。这反映到供需图上就体现为，由非市场化和市场化融资主体共同组成的经济体的资金需求曲线的斜率将陡于市场化融资主体，但会较非市场化融资主体的斜率略微平坦（图 19）。

容易看到，利率不敏感融资主体的存在将限制利率调控效力，扭曲资金分配结构。在经济对资金需求价格敏感的情况下，由于不同利率水平对应了不同的货币量，央行可以方便地选取最合意的利率与货币量的组合对市场进行调控。但当融资方利率不敏感时，央行很可能会遇到角点解的困境，即融资主体对利率完全不敏感将导致央行控制货币需求的利率调控政策失效——无论央行选择多高水平的利率，非市场化融资主体的融资需求都将保持“刚性”而不会因此而缩减。从简单的供需图中可以看到，当央行因减少一定量的货币供给而带来资金供给曲线向左移动时，利率不敏感型和利率敏感型社会的均衡利率水平都将上升，但前者的幅度明显高于后者。与此同时，前者均衡条件下对应的资金量的下降幅度则明显小于后者（图 20）。之所以出现这种现象，是因为在利率不敏感型社会中，利率不敏感主体和敏感主体对资金的追逐存在竞争关系。由于不敏感主体能够承担更高的资金成本，所以在追逐有限的资金量时，它们总是处于优势地位。这一方面就对利率敏感的市场化主体形成较强的挤出效应，另一方面也抬升了经济整体的利率水平。在一个简单的金融扭曲模型中，不难验证，央行货币政策越紧缩，其对利率敏感类市场化主体的融资挤出效果会越强。不仅如此，当经济体中利率不敏感主体的占比越高时，经济体的均衡利率水平也会越高（附录 1）。

回到我国金融市场的现实。这个金融市场存在着大量对利率不敏感的城投公司。虽然这些城投公司的微观回报率较低，但由于其享有政府隐性担保，因而可以在资本市场上通过不断竞价来融得需要的资金。因此，城投公司相较于市场化的民营企业有更强的融资能力。换言之，城投公司融资会对民营企业产生一定的挤出效应。一旦城投公司加入到市场化融资主体的行列中，原先由市场化融资主体间相互竞争得出的“均衡”资金价格则会出现一定幅度的上升。通过对比城投公司与其他产业债主体的财务指标及融资规模就可以看到，资本回报率由低到高的排序分别为城投公司、国有企业、非国有企业，而债券发行规模由小到大的排序却是非国有企业、城投公司、国有企业（图 21、图 22）。这种“投资回报率越差的企业，债券发行规模反而越大”的局面，表明民营经济在资本市场上的融资被非市场化的城投公司严重挤出，融资市场上“劣币驱逐良币”的现象持续存在。特别地，当货币政策偏紧时，利率不敏感的城投公司相对于民营企业的融资优势更加凸显。最近的例证便是，在去年钱荒之后，城投债的发行量并没有因为市场整体利率水平的抬升而缩量，而是继续处于高位。反观产业债发行规模，其却出现了明显下滑。资金市场上的“国进民退”便伴随着我国资金配置效率的不断下降。

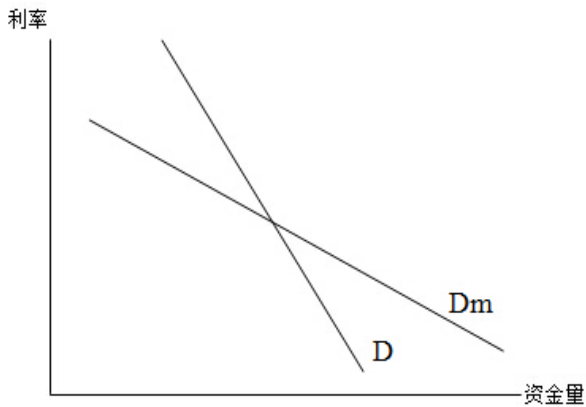
值得注意的是，不少人认为，债券市场违约事件的出现能够加强市场对城投公司等非市场化主体的风险评估，从而有利于改善资金配置流向，提升资金利用效率。然而，违约只是健康市场的必要而非充分条件。更何况目前爆发的超日债等债券违约风波，其主体均不是城投公司，而是民营企业。这种违约风险的引入，实际上只会加大对债券市场的扭曲，进一步挤压民营企业的融资空间。在数据上，今年 3 月超日债违约发生之后，城投债相对于相同评级的产业债和国债利差的收窄就印证了这一判断。

图 17. 货币供应变动对实际利率与资金量的影响



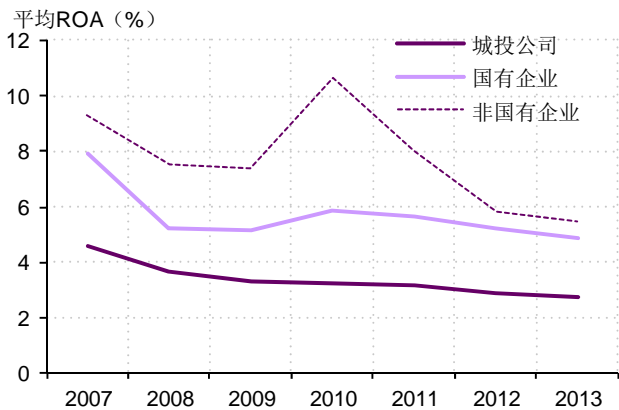
资料来源：笔者整理

图 19. 不同利率敏感主体合成的货币需求函数



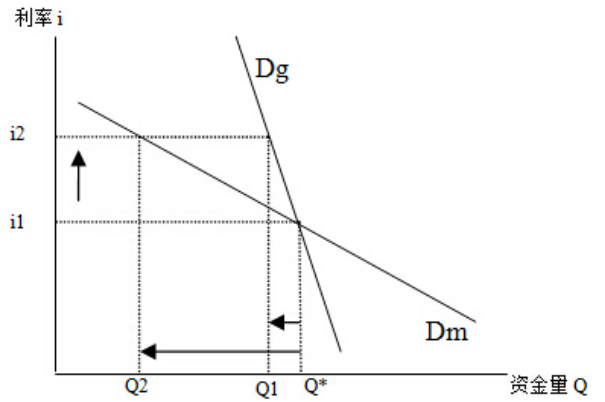
资料来源：笔者整理

图 21. 城投公司资产回报率低于国企和非国企



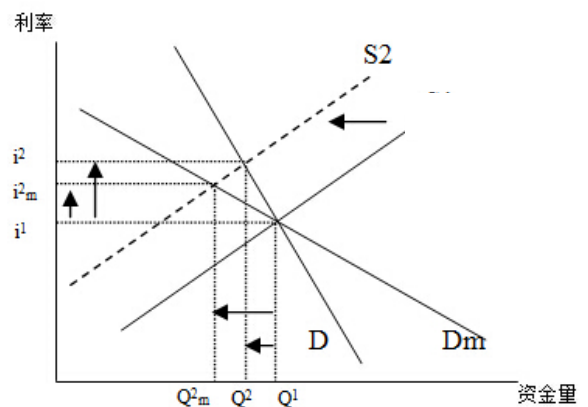
资料来源：Wind

图 18. 不同利率敏感度主体的货币需求函数



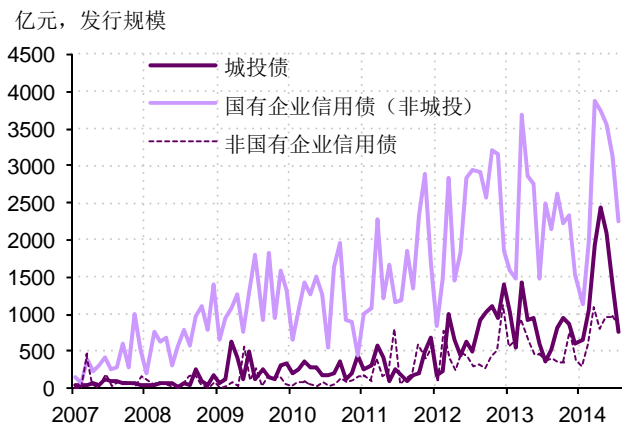
资料来源：笔者整理

图 20. 存在利率不敏感主体的经济体对货币供给变动的反应



资料来源：笔者整理

图 22. 城投债发行规模长期高于非国有企业信用债



资料来源：Wind

5. 我国利率市场化改革的推进策略

利率市场化是大势所趋，开弓已没有回头箭。党的十八届三中全会提出“要紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用深化经济体制改革”。这意味着我国经济的市场化改革将进一步推进。而金融作为经济的关键一环，自然也需要深化其市场化的程度。从这个意义上来说，利率市场化是我国过去三十多年市场化改革在金融体系的自然延续，也是未来我国建立更加全面的市场经济体制的必不可少的一步。另一方面，利率市场化改革在过去几年已经快速推进，极大地丰富了我国的金融市场。金融市场参与者已经接受了利率市场化。而广大民众也已经通过银行理财等产品切实享受到了利率市场化带来的好处。在这样的情况下，即使利率市场化引发了一些问题，也不能就此停步，更不能倒退。站在现在这个节点，利率市场化只能前进，不能后退。

但利率市场化要讲步骤。不可否认的是，过去几年的利率市场化改革带来了一些负面的影响，突出表现为金融支持实体经济的力度减弱，影子银行风险的上升、以及金融资源配置的进一步扭曲。这些问题之所以会产生，很大程度上是缘于我们对利率市场化成功所需要的准备条件认识不够，改革措施的推出步骤方面有所欠缺。正如前文所论述的那样，我国缺乏显性存款保险制度，因而模糊了政府信用在金融市场中的边界。这让政府信用过度延伸，覆盖到了那些本不该覆盖的金融产品，从而扭曲了市场中风险和收益的匹配。另一方面，像城投公司这样拥有预算软约束，因而对利率相对不敏感的融资主体大量存在，一方面扭曲了金融资源的配置，另一方面又推高了社会融资成本，令金融体系与实体经济更加脱节。这些教训提示我们，利率市场化在具体操作中，需要结合不同政策之间的逻辑关系，按照正确的步骤推出各项具体举措，以保证改革的顺利推进。

我们认为，在近期可以从以下几个方面入手，推动利率市场化前进。

第一、改革财税体制，化解地方政府融资平台给金融市场带来的扭曲。特别的，预算口径财政赤字应该大幅放大。正如前文所分析的那样，地方政府融资平台是我国金融体系扭曲的主要根源。为了从源头上化解金融扭曲，需要让明晰投资项目和资金来源的性质，做到相互匹配。平台公司所从事的那些具有公益性，而微观回报率水平较低的项目，就应该由财政资金来加以支持。而那些有盈利前景的商业项目，政府应该撤除其隐性担保，完全交由市场。我们欣喜的发现，在刚刚修订的《预算法》中，已经提到了要剥离地方政府融资平台的融资职能。这是向化解金融扭曲迈出的正确一步。不过，过去的经验已经表明，光堵是不行的。在剥离平台公司融资职能的同时，财政支出必须要相应地放大，接下平台公司留下的融资缺口。这意味着中央财政和地方财政通过规范途径的借债规模会大幅度扩大。因此，我们在制定国债规模（地方政府的规范发债也算在国债口径内）时需要留有较大的余地，为这部分支出的扩大做好准备。

第二、加快建立显性的存款保险体系。我国目前的隐性存款保险体制虽然也能防止银行挤兑的发生，但它模糊了政府信用在市场中的边界，很自然地将诸如银行理财等本不应由国家兜底的金融资产也纳入了其覆盖范围。这形成了国家信用对金融资产的过度覆盖，扭曲了资产的收益和风险对比，从而让过度的风险集中到了国家身上。为了化解这一问题，必须加快建立显性的存款保险体系，明确政府信用的边界。

第三、需要对信用风险的发生持谨慎态度，谨防因应对不当而使个体风险演变为系统性风险。目前，在我国金融市场中存在着“刚性兑付”的潜规则。它紊乱了金融价格体系，让价格不再真实反映资产价值，不仅导致金融资源出现错配，还降低了投资者控制风险的动力，增加了金融体系的整体风险程度。但是，我们需要认识到，中国金融市场扭曲的根源在于市场承

担了太多本不该由它承担的责任，且政府在市场中的边界模糊不清。“刚性兑付”只是这些深层次问题的一个表现。因此，解决“刚性兑付”的根本在于化解深层次的矛盾。也就是前文所述的消除地方政府融资平台带来的扭曲，以及建立显性存款保险制度。否则，“刚性兑付”将难以真正地从金融市场中消除。另外，目前支撑“刚性兑付”的政府隐性担保承诺并不受法律保护，带有较强的模糊性。这就导致个体风险与系统性风险纠缠在一起。一旦发生一起信用事件，那将会系统性地证伪“刚性兑付”，从而引发资金对整体资产的挤兑，甚至导致系统性金融危机。因此，政府在处理信用事件的过程中，一定要正确处理好个体风险和系统性风险之间的关系，防止个体风险演变为系统性风险。

第四、短期货币政策应采取较为宽松的态势，以对冲利率市场化改革带来的利率上升压力。从前文对利率市场化国际经验的总结可以看到，利率市场化改革往往在其初期会推高利率水平。这一点已经在我国有了较为明显的表现。从2013年6月至今，我国利率水平长时间处在高于实体经济对应水平的位置。这让实体经济融资难、融资贵的问题日益凸显，加大了实体经济增长面临的下滑压力。在这样的背景下，短期货币政策就更应该采用较为宽松的态势，对冲市场化改革带来的利率上升压力。只有这样，才可以保证实体经济的平稳运行，为利率市场化的推进营造良好氛围。当然，宽松货币政策可能会更多有利于融资平台等利率不敏感的融资主体，但这个问题出在利率市场化所导致的结构问题，不是总量的货币工具能够解决的。近期，尽管央行通过所谓的“定向性”货币政策试图精确调控货币投向，但这一方面模糊了货币政策和财政政策的界限，反而降低了货币政策的独立性，另一方面则加大了行政对金融市场的管控，本身是对利率市场化改革宗旨的违背。因此，在利率市场化推进的过程中，货币政策理应采用更为宽松的导向。

附录 1：金融扭曲的模型分析

假定一个经济体存在两类资金需求主体 g 和 m 。其中 g 为政府类融资主体， m 为市场类融资主体。这两类融资主体的差异集中体现在二者不同的利率敏感性上。具体而言， g 由于拥有政府的隐性担保而存在预算软约束，故而对利率的敏感性弱于 m 。换言之，给定利率上升某一幅度， g 对资金需求量的下降幅度将远远低于 m 。因此，二者的资金需求可用如下函数表示：

$$D_g = a - bi$$

$$D_m = a - di$$

其中， D_g 为政府类融资主体的资金需求， D_m 为市场类融资主体的资金需求。 $0 < b < d$ ，表明政府类融资主体的利率弹性更小。

与此同时，我们假定市场中政府类融资主体的数量占总融资主体数量的比重为 θ ($0 < \theta < 1$)。于是可以得到，市场的总资金需求曲线为

$$\begin{aligned} D &= \theta D_g + (1-\theta)D_m \\ &= a - di - bi\theta + di\theta \end{aligned} \quad (3)$$

进一步地，我们假设市场的资金供给曲线为

$$S = e + fi \quad (4)$$

不失一般性地，我们可以假定 $a > e$ 。

通过联立需求函数 (3) 和供给函数 (4)，容易解出均衡时的资金量和利率水平

$$\bar{i} = \frac{a - e}{d + f + b\theta - d\theta} \quad (5)$$

$$\bar{D} = \bar{S} = e + f \frac{a - e}{d + f + b\theta - d\theta} \quad (6)$$

据此，我们将验证以下命题。

命题 1. 政府类融资主体比重越高，均衡利率水平将越高，均衡货币供给量越大。

验证：

$$\frac{\partial \bar{i}}{\partial \theta} = \frac{-(b-d)(a-e)}{(d+f+b\theta-d\theta)^2}$$

由于 $d > b$ ， $a > e$ ，所以必有 $\frac{\partial \bar{i}}{\partial \theta} > 0$ ，因而易得 $\frac{\partial \bar{S}}{\partial \theta} > 0$ 。

命题 2. 货币供给收缩将导致均衡状态下政府类融资主体的融资量占全市场融资量的比重将上升

验证:

政府类融资主体融资量占比为

$$\begin{aligned}\varphi &= \frac{\theta D_g}{D} \\ &= \frac{\theta \left(a - b \frac{a-e}{d+f+b\theta-d\theta} \right)}{e+f \frac{a-e}{d+f+b\theta-d\theta}}\end{aligned}$$

易得,

$$\begin{aligned}\frac{\partial \varphi}{\partial e} &= \theta \frac{b(ex+af-ef)-(x-f)(ax-ab+be)}{(ex+af-ef)^2} \\ &= \frac{-ax\theta(1-\theta)(d-b)}{(ex+af-ef)^2} \\ &< 0\end{aligned}$$

其中, $x \equiv d+f+b\theta-d\theta$ 且 $x > 0$ 。

由此可知, 当货币紧缩时, 政府类融资主体的融资量占总融资量的比重将随着货币紧缩程度的加大而提升。命题得证。

附录 2：现实利率估计方程的理论依据

新古典经济增长模型对模拟现实利率走势有较强的指导意义。在新古典经济增长模型中，由消费者效用最大化和厂商利润最大化容易得到以下两式：

$$u'(c_t) = \beta u'(c_{t+1})(1+i_{t+1})P_t / P_{t+1} \quad (1)$$

$$1+i_{t+1} = [f'(k_{t+1})+1-\delta] P_{t+1} / P_t \quad (2)$$

其中，式（1）为消费者跨期替代的欧拉方程，表明均衡利率应等于消费的跨期边际效用比。与此同时，该式还隐含着对利息的基本看法，即认为利息是等待或延期消费的报酬。这与古典利率决定理论对待利息的态度一致。式（2）为费雪方程式。其含义是，均衡利率应等于企业资本的边际回报率。不难看出，式（1）和式（2）为模拟现实利率走势创造了可能。为了能够得到具体的利率决定的显示性方程，我们进一步假定消费者的效用函数为 CRRA 形式。由此，式（1）和式（2）可化为：

$$i_t = \rho + \sigma g_t + \pi_t \quad (3)$$

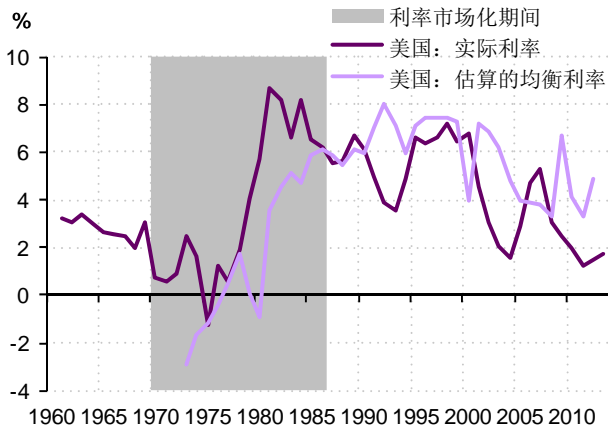
$$i_t = f'(k_t) - \delta + \pi_t \quad (4)$$

（其中， $\rho = 1/\beta - 1$ ， $\pi_t = P_t / P_{t-1} - 1$ ， $g_t = c_t / c_{t-1} - 1$ ， σ 为跨期替代弹性）

于是，式（3）和（4）就成为我们模拟现实利率走势的理论依据。具体地，我们使用工业增加值同比增速、CPI 同比变化率以及 7 天回购利率作为解释变量，构建出估计我国 10 年期国债收益率的计量模型。结果显示，该模型估计的 10 年期国债收益率与真实值之间的拟合效果总体较好，解释力度达到 54%。

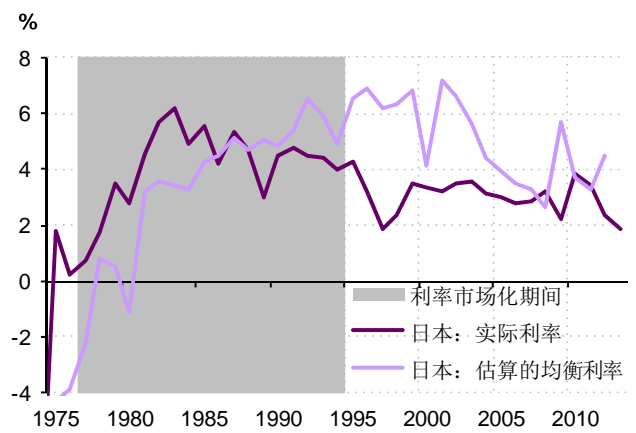
附录 3：部分国家利率市场化改革期间的均衡利率与实际利率表现

图 23. 美国



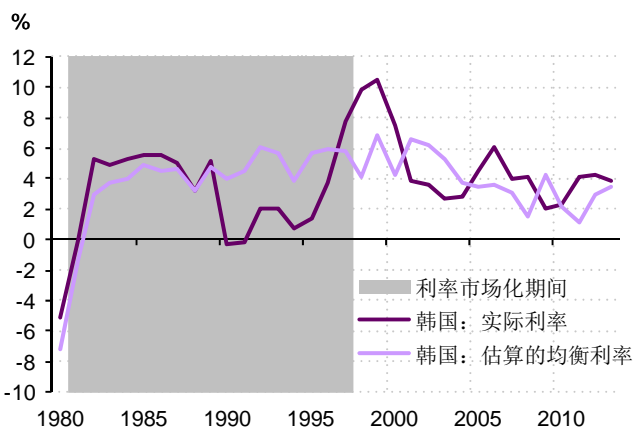
资料来源：Wind

图 24. 日本



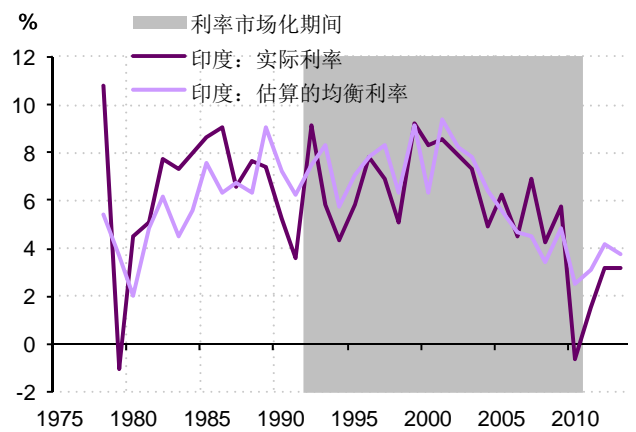
资料来源：Wind

图 25. 韩国



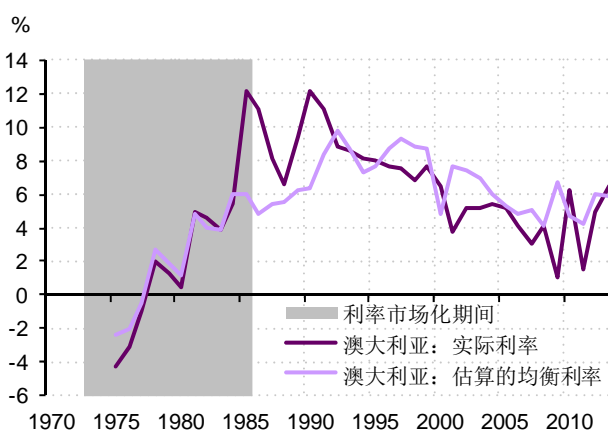
资料来源：Wind

图 26. 印度



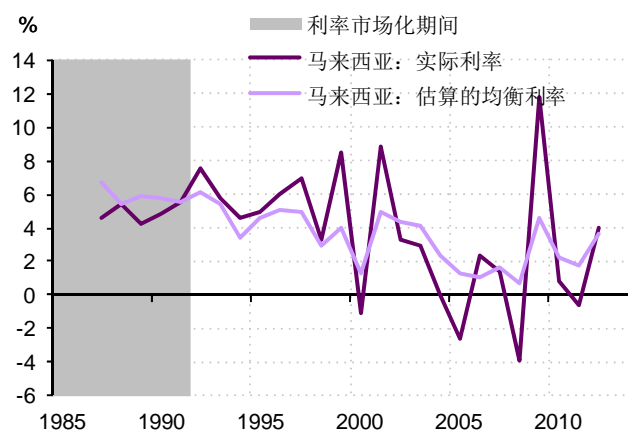
资料来源：Wind

图 27. 澳大利亚



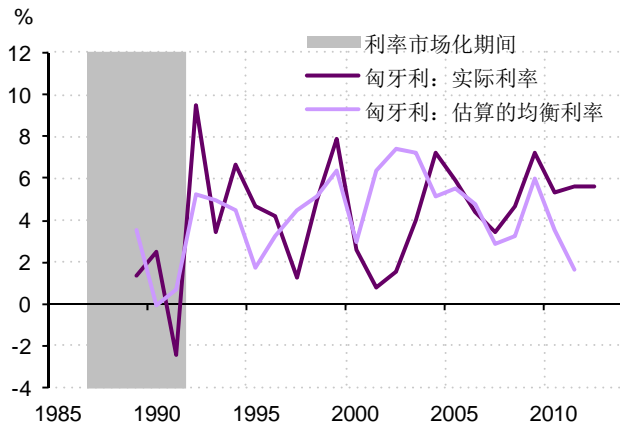
资料来源：Wind

图 28. 马来西亚



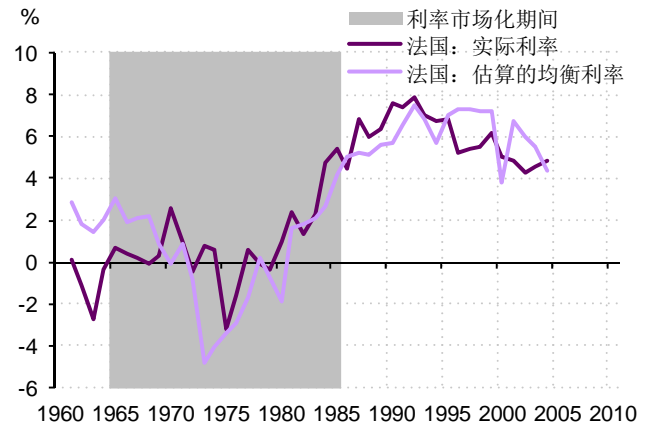
资料来源：Wind

图 29. 匈牙利



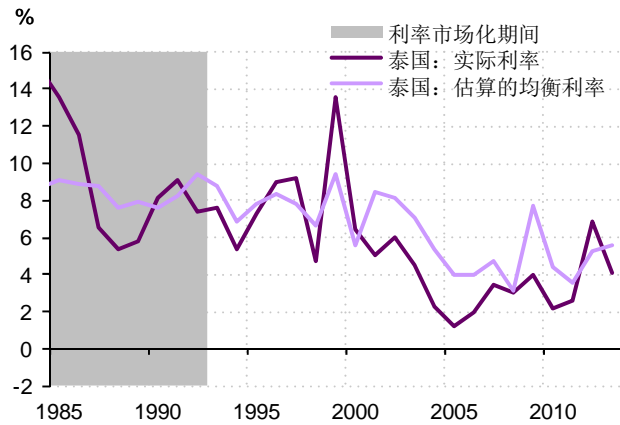
资料来源: Wind

图 30. 法国



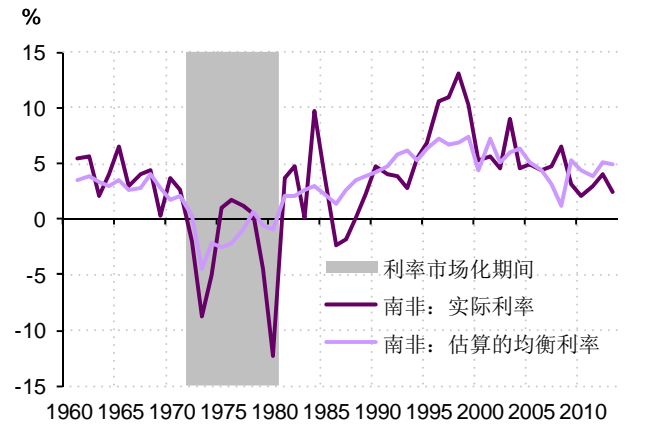
资料来源: Wind

图 31. 泰国



资料来源: Wind

图 32. 南非



资料来源: Wind

附录 3：主要国家利率市场化改革进程及评估

表格 4. 利率市场化改革失败国家的失败表现及原因

国家	国家类别	类型	失败表现	失败原因
智利	南美	激进型	1988 年 9 月智利央行公布指导性利率，重新进行利率管制	高利率下，由于金融监管乏力和银行制度不完善，企业违约概率提升，银行不良贷款增加，结合本币汇率严重高估，引发金融危机，利改也出现反复
阿根廷	南美	激进型	阿根廷政府在 20 世纪 90 年代初放弃了利率市场化政策	利改后，实际贷款利率过高导致外资过度流入比索升值，并且经济环境的恶化令破产企业增加，终于 1981-1988 年爆发金融危机
乌拉圭	南美	激进型	利改后出现通货膨胀和债务危机	利率迅速攀升到令企业无法承受的程度，企业大量破产倒闭，导致金融资产质量大大恶化，迫使中央银行对金融系统注资来挽救
匈牙利	转轨	激进型	发生经济衰退	1992 年利改完成后，银行尤其是国有银行坏账问题严重，引发经济衰退，1990 年后，大部分银行资本被国外投资者占有
波兰	转轨	激进型	发生经济衰退	利改后同样因银行坏账问题导致大量银行破产
俄罗斯	转轨	激进型	利率市场化程度不高	利改完成后，居民储蓄利率敏感性不高，利率与经济增长率及储蓄等变量负相关
英国	G7 及其他	激进型	1973 年 9 月利改期间，英国财政部要求银行不得对 1 万英镑以下的存款支付高于 9.5% 的利率	通货膨胀加剧、经济衰退和货币贬值压力
澳大利亚	G7 及其他	渐进型	发生金融危机	利率市场化后，因金融监管不到位，导致了 90 年代初发生金融危机
韩国	亚洲	初始激进	1984 年，为了抑制日益渐涨的物价水平和恢复经济发展，韩国政府不得不通过“指导”等措施重新对利率进行管制	经济处于周期性下滑期，同时利率市场化改革进程过快，缺乏系统性设计，且相关调整并未配套实施，使得韩国市场利率急剧上升
印度尼西亚	亚洲	激进型	1998 年 2 月，印度尼西亚政府宣布大幅提高本币和外币的银行存款利率，利率市场化改革的成果遭受重创。	一次性开放，加之改革未能在宏观经济稳定的前提下实行，使印度尼西亚金融市场的稳定性不强。具体表现为利率整体上升和局部波动，以及投资受挫和企业偿债能力下降。

资料来源：相关文献，光大证券

表格 5. 利率市场化改革各国主要表现总结

国家	开始时间	完成时间	成败	利率市场化失败表现/成功标志	利率市场化失败原因（成功原因）
美国	1970 年 6 月	1986 年 4 月	否	低效率银行破产或被兼并数量大幅增加，使得市场效率提高。商业银行在利率竞争上同其他金融机构取得一样地位，大大改善商业银行的经营环境。通胀降低，经济回升。	存款保险体系进一步完善，混业监管体系确立，为利率市场化提供了制度保障。出台了一系列加强监管的法律。宏观经济方面美国 80 年代受到贸易赤字、美元升值和利率上升的困扰，以弗里德曼为代表的货币学派反对国家干预经济，主张把货币存量作为唯一的政策工具，而利率调控由市场决定。同时，里根总统出台了一系列改革，比如大幅度减税以刺激私人投资和消费，打破行业垄断等。
英国	1971 年，1973 年 9 月 -1975 年 2 月 恢复管制	1981	是	1973 年 9 月，英国财政部要求银行不得对 1 万镑以下的存款支付高于 9.5% 的利率。该临时管制政策直到 1975 年 2 月才终止	英国经历了全球普遍性的通货膨胀、经济衰退和货币贬值压力，导致不得不再度采取利率干涉的政策
法国	1965	1985 年（1970 年末仅剩短期未放开）	否	金融机构竞争加剧，利差缩小，低效率银行倒闭，提升市场效率。债券市场和股票市场发展迅速。	改革循序渐进性较强，更为稳健。利改过程和金融衍生品发展、外汇体制改革、金融创新发展同时进行，有较强协调性。1980 年建立存款保险制度，为金融体系平稳运行提供制度保障。
德国	1962	1967 年 4 月形式上完全放开（1973 年存款标准利率废止）	否	直接融资规模扩大。存款利率初期上升，有效减少了国内私人和企业为寻求高利息而将存款转向国外货币市场的行为。	从“商业银行存款担保基金”开始逐步建立存款保险制度。存款利率渐进式放开。德国银行体系实施“全能银行制”，银行有其它金融业务来抵消利率市场化带来的风险。
日本	1977	1994	否	货币市场、证券市场发展迅速。市场化后，利率对日本宏观经济的调节作用明显增强，帮助日本成功渡过 80 年代初的恶性通胀和 90 年代的经济萧条。	政府财政支出增加，资金需求加大，发行大量国债，使得金融市场交易品种丰富。基于丰富的交易品，政府放开了银行间市场利率及债券市场的利率。随后逐步降低已实现自由化利率交易品种的交易单位，并逐步扩大利率自由化的范围。在利率完全放开后，政府给中小金融机构装上了“安全阀”，降低中小机构的风险。

澳大利亚	1973	1985	两面性，总体来说成功	银行业迅速扩张，金融市场发展那迅速，85-99年主要产品的交易量增长率超过20%。负面作用是金融自由化导致信用扩张，股票市场过度繁荣，债务增加，导致了87年10月的股票市场大崩溃，引发金融危机和经济衰退。而后政府加强了金融监管，使得90年代中期开始经济保持高增长低通胀。	渐进式改革，但控制风险的监管前期不够，导致股市崩盘。而后推出《审慎监管局法》和一系列金融监管法律，稳定金融市场。
韩国	1981	1997年，88年曾经改为管制，1991年再次启动	是	商品价格开始上升，市场不稳定情绪逐渐集聚。为了抑制日益渐涨的物价水平和恢复经济发展，韩国政府不得不通过“指导”等措施重新对利率进行管制，此次利率市场化改革初试最终只能以失败告终。	韩国经济于20世纪80年代末进入周期性下滑期；同时这次利率市场化改革进程过快，缺乏系统性设计，且相关调整并未配套实施，使得韩国市场利率急剧上升。
俄罗斯	1992	1995	是	经济持续衰退，实际利率长期为负。利率放开未能有效刺激投资增长。居民储蓄率也未能增长，资本存量不足。	法律不完善，银行准入资金太低，导致大量素质不高，效率低下的银行出现，加剧了市场风险。同时对外资银行进入设置大量门槛，市场缺乏竞争，银行体系不健全。国内大银行被国企控制，大量贷款只发放给大型国企，大量中小企业贷款难，社会融资成本高，不利于推动实体经济发展。
印度	1992	2011（1997年基本完成）	否	银行业的经营绩效得到改善，银行不良贷款率显著降低；经济增长恢复活力，经济增速维持较高水平。社会融资结构发生变化，以股票为代表的直接融资规模增加。	利率市场化前政府为了达到获得IMF贷款的条件实施了一系列的经济改革，包括行业许可的取消和物价控制。之后推出渐进式利率改革，先“贷款利率”后“存款利率”，完成改革。
香港	1994	2001	否	94年推行利改后GDP连续4年维持6%的增速，虽然受到了亚洲金融危机的影响，但政府抓住机遇坚定第二阶段改革，最终实现利率市场化，金融产品大大创新，机构的经营效率提升。同时市场竞争和维持货币与金融系统稳定之间的关系也得到了良好的处理	利改前三年，GDP增长率稳定，波动幅度很小，为利改奠定了较为稳定的宏观基础。93年成立的金融管理局起到了很好的宏观调控作用，起到了维护市场稳定的作用，比如在撤销7天定存利率限制之前，金管局对香港的五项经济目标做了评估，达到要求后才放开存款利率。香港银行业为混业经营模式，银行通过旗下基金、保险等业务减缓了由于利差缩小带来的冲击。
阿根廷	1977	1996	是	1981年3月爆发的阿根廷金融危机中，70多家金融机构被清算，占商业银行总资产的16%、金融公司总资产的35%。阿根廷政府在20世纪90年代初	改革后，阿根廷国内利率迅速上升，且利差进一步放大，银行等金融机构放贷热情高涨，国内资金供不应求，资金需求者转向利率较低的国际金融市场借贷资金，导致外债过度膨胀，大批企业因无法偿还银行贷款而倒闭，反过来又冲击银行，导致银行破产，中央银

				放弃了利率市场化政策。	行被迫发行 10 万多亿比索救助，最终导致债务危机。
智利	1973	1985	是	1988 年 9 月智利央行公布指导性利率，重新进行利率管制（孔丽娜，2011）	利改后，实际贷款利率过高导致外资过度流入比索升值，并且经济环境的恶化令破产企业增加，终于 1981-1988 年爆发金融危机（孔丽娜，2011）
乌拉圭	1974	1979	是	通货膨胀和债务危机	利率迅速攀升到令企业无法承受的程度，企业大量破产倒闭，导致金融资产质量大大恶化，迫使中央银行对金融系统注资来挽救
波兰	1989	1991 初步完成，1999 银行私有化完成	两面	经济迅速结束衰退期开始进入长期快速增长，坏账率从 94 年的 73% 迅速下降到 97 年 4.6%。	政府在转轨初期紧缩预算支出，增加税收收入，并减少政府债务，财政政策的控制降低了通货膨胀。银行私有化处于政府严格监控之下，法律保障完善。
匈牙利	1987 年 1 月	1990 年 1 月	是	放开利率初期经济持续衰退，不良贷款高企。	银行由于体制过旧和经济滑坡承担了国有企业大量的不良贷款。
土耳其	1980	1988	是	银行为吸收存款提高利率，使得贷款利率高企，生产部门贷款难，行业萧条。银行因存款利率太高而负债利息成本过重，数家银行倒闭。政府于 1984 年重新管制利率。1988 年重新放开利率后市场也并未完全开始竞争，反而央行的控制力下降，导致 90 年代末大的银行业危机爆发。	政府对国有金融企业保护过度，银行经营低效，不良资产比例过高，而不良资产都有政府埋单。改革前国有银行的市场份额很大，加上政府的保护新的银行进不来市场，市场的竞争机制并没有完全发挥，利率放开对金融产品的丰富和金融行业的效率并没有有效提升。
泰国	1979	1992	是	在 97 亚洲金融危机中损失惨重	未能应对热钱流入，部分银行也参与进对地产泡沫的炒作
菲律宾	1981	1983	是	没有引起更高的经济增速，没有避免亚洲金融危机。	虽然利率放开，但是整个经济的基本结构仍然非常扭曲。
加纳	1983.4	1987.9			渐进型利改
冈比亚	1985 年 8 月				激进型利改
肯尼亚	1981	1985	是	86 年发生严重银行危机导致两家大型银行倒闭	
尼日利亚	1986 年	1987.8.1			
马拉维	1985	1994	是	实际利率在市场化 3 年里虽然上升但是储蓄率在改革后三年大幅下降 7 个百分点。农民贷款覆盖率不升反降。	

南非	1972	1980	是	政府希望利改后实际利率处于正值，但是利改后实际利率一直处于负值，直到 90 年代实际利率才回升到正值。居民储蓄率从利改前 31.5% 一直下滑到 1995 年的 19.1%，投资占 GDP 比值从 1980 年 23.4% 下降到 1995 年的 18.2%。	
印度尼西亚	1983	1983 一次性开放	是	1997 年亚洲金融危机爆发后不久，印尼盾的贬值幅度就达到了 50%，居东盟国家之首。1998 年 2 月，印度尼西亚政府宣布大幅提高本币和外币的银行存款利率，利率市场化改革的成果遭受重创。	一次性开放，同时改革也未能在宏观经济稳定的前提下实行，使得印度尼西亚金融市场的稳定性并不强。这种不稳定在利率层面上表现为利率的整体上升和局部波动，在实体经济方面表现为投资受挫和企业偿债能力下降。
新加坡	1970	1975（1970 年起进行准备，1975 年实行）	否	为适应全球金融自由化浪潮而对金融领域进行了相关调整，一系列改革中包括利率市场化。保证了新加坡银能够在几次全球性的银行或金融系统危机中表现出超出一般发达国家水平的较好状态。	温和的渐进式改革，在改革中始终确保国内金融的稳定，利率放开后，对国内银行业的监管并未放松。
马来西亚	1971	1991	否	在全球金融自由化浪潮的感染下，马来西亚也开始了利率市场化的改革。利率市场化改革完成之后，马来西亚的实际利率表现为正值，利率并未出现预料中的上扬表现。	温和的渐进式改革。
芬兰	1983	1988	是	九十年代初正式利率飙升。资产价格下跌，房地产市场崩盘，最终导致消费、投资下降，储蓄增加。	改革之初的放开管制刺激了银行大量放贷，并引起了实体经济的短期繁荣，但由于政府对风险的认识不足，没有做到稳步渐进改革，最终导致了九十年代初的危机。
挪威	1980	1985	是	九十年代初正式利率飙升。资产价格下跌，房地产市场崩盘，最终导致消费、投资下降，储蓄增加。	改革之初的放开管制刺激了银行大量放贷，并引起了实体经济的短期繁荣，但由于政府对风险的认识不足，没有做到稳步渐进改革，最终导致了九十年代初的危机。
瑞典	1978	1985	是	九十年代初正式利率飙升。资产价格下跌，房地产市场崩盘，最终导致消费、投资下降，储蓄增加。	改革之初的放开管制刺激了银行大量放贷，并引起了实体经济的短期繁荣，但由于政府对风险的认识不足，没有做到稳步渐进改革，最终导致了九十年代初的危机。

墨西哥	1985	1989 ; 1993	是	利率市场化和金融自由化后大量投资都囤积在金融市场，对实体经济投资少，加入 NAFTA 后大量外国资本进入金融市场，94 年因为国内外宏观经济的改变外资大量逃离，导致墨西哥经济危机。	银行私有化加上金融市场完全开放，私人部门投资海外需求增加，银行为急速扩展自己的业务把钱借给私人投资者，而政府监管和法律政策不完善，导致银行准备金不充足。94 年外资大量撤离时银行没有充足的钱买下被抛售的比索，导致货币大量贬值，加速外资撤离，使得资本市场变空，以致于经济危机。
坦桑尼亚	1986 开始(实际上 1992 才正式开始)	1994			
多哥	1993	1995			
乌干达	1980 年代末期	1993			

资料来源：相关文献，光大证券

参考文献

- [1] 巴曙松, 华中炜, 朱元倩, 2012, 《利率市场化的国际比较: 路径、绩效与市场结构》, 华中师范大学学报(人文社会科学版), 51 卷 5 期
- [2] 查子安, 2002, 《国外利率市场化的经验与教训》, 《中国金融》2002 年第 4 期
- [3] 江春, 刘春华, 2006, 《经济转轨国家利率市场化的制度分析》, 《武汉大学经济学报》, 59 卷 1 期
- [4] 祝红梅, 雷耀, 王亮亮, 2012, 《法国利率市场化进程评述》, 《中国货币市场》, 2012 年第 7 期
- [5] 孔丽娜, 郑新, 2011, 《拉美国家利率市场化经验及对我国的启示》, 《国际金融》, 2011 年第 4 期
- [6] 张建华, 雷耀, 朱红梅, 王亮亮, 2012, 《利率市场化的全球经验》, 机械工业出版社
- [7] 张晓朴, 文竹, 2013, 《利率市场化的推进步骤与风险防范的政策安排——基于印度的案例分析》, 《金融监管研究》, 2013 年第 2 期
- [8] 张东奎, 2012, 《东亚经济体利率市场化研究》, 吉林大学博士论文
- [9] 杨德勇, 2002, 《垄断与产权: 利率市场化的制度性障碍》, 《财经问题研究》, 2002 年第 1 期
- [10] 闫素仙, 2009b, 《发展中国家利率市场化深层次思考与对策》, 《管理世界》, 2009 年第 6 期
- [11] 易纲, 2009, 《中国改革开放三十年的利率市场化进程》, 《金融研究》, 2009 年第 1 期
- [12] 谢平, 1995, 《中国经济转轨中的利率市场化问题》, 《财贸经济》1995 年第 8 期
- [13] 胡新智, 袁江, 2011, 《渐进式改革: 中国利率市场化的理性选择——利率市场化的国际经验及其对中国的启示》, 《国际经济评论》, 2011 年第 6 期
- [14] 王东静, 张祥建, 2007, 《利率市场化、企业融资与金融机构信贷行为研究》, 《世界经济》, 2007 年第 2 期
- [15] 许承明, 张建军, 2012, 《利率市场化影响农业信贷配置效率研究——基于信贷配给视角》, 《金融研究》, 2012 年第 10 期
- [16] McKinnon, R.I., 1973, "Money and Capital in Economic Development", The Brookings Institution, Washington DC.
- [17] Abiad, Abdul ; Detragiache, Enrica ; Tresselt, Thierry, 2008, "A New Database of Financial Reforms", IMF Working Paper No. 08/266.
- [18] Bradley, D. Michael, and Stephen C. Smith, 1991, "Financial repression and real output: Macroeconometric evidence from Yugoslavia", China Economic Review, p231-246.
- [19] Lipsey, R.G., and Kelvin. Lancaster, 1956, "The General Theory of Second Best", Review of Economic Studies, pp. 11-32.
- [20] Shaw, Edward Stone, 1973, Financial Deepening in Economic Development, New York: Oxford University Press.

- [21] Greenwood, J. and Jovanovic, B., 1990, "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, pp.1076-1107.
- [22] King, R.G., Levine, R., 1993, Finance, Entrepreneurship, and Growth Theory and Evidence[J]. *Journal of Monetary Economics*,32: 513-542
- [23] Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K. and Wei, S.J. , 2009, "Financial globalization: a reappraisal", *IMF Staff Papers*, p. 8-62.
- [24] Levine, R., 2005, "Finance and growth: theory, mechanisms and evidence", in P. Aghion and Durlauf, S.N. (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Elsevier.
- [25] Levine, R., Loayza, N. and Beck, T. , 2000, "Financial intermediation and growth: causality and causes", *Journal of Monetary Economics*, pp. 31-77.
- [26] McKinnon, R. I., 1993, "*The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*" (second edition), Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- [27] Trew, A. W., 2006, "inance and growth: a critical survey", *The Economic Record*, pp. 481-490.
- [28] McGrath, Patricia, 2006, "Financial Deregulation and Financial Development, and Subsequent Impact on Economic Growth in the Czech Republic, Hungary and Poland", The William Davidson Institute
- [29] Chamley, Christophe and Qaizar, Husain, 1988, "The Effects of Financial Liberalization on Thailand, Indonesia, and the Philippines", Working papers of the World Bank.
- [30] Hamdi, Helmi,. Hakimi, Abdelaziz. and Djelassi, Mouldi, 2013, "Did Financial Liberalization Lead to Bank Fragility? Evidence from Tunisia", *The International Journal of Business and Finance Research*, pp. 77-88.
- [31] Kaminsky, Graciela L., and Carmen M. Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems." *American Economic Review*, pp. 473-500.
- [32] Diaz-Alejandro, Carlos, 1985, " Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, pp. 1-27.
- [33] Ang, James B. and McKibbin, Warwick J., 2007, "Financial liberalization, financial sector development and growth: Evidence from Malaysia", *Journal of Development Economics*, pp. 215–233
- [34] Roubini, Nouriel & Sala-i-Martin, Xavier, 1992, "Financial repression and economic growth," *Journal of Development Economics*, Elsevier, pp. 5-30