

利率市场化与危机后货币政策两难困境的化解

李程

(天津工业大学, 天津, 300071)

摘要: 针对金融危机后我国货币政策实施中的问题, 本文从货币政策的利率传导机制理论出发, 运用货币流量分析方法和信贷配给理论, 结合我国特殊的经济结构, 研究了利率市场化对缓解货币流动性过剩、对实体经济增长和效率提高的积极作用, 论证了利率市场化条件下, 货币政策的实施可以避免两难困境, 通过银行利差变化减轻通货膨胀压力, 通过金融反窖藏使资金向实体经济回流, 通过扩大中小企业融资使经济效率提高, 最终达到经济增长质、量、价三者的和谐统一。

关键词: 利率市场化 货币政策 两难困境

引言

金融危机之后, 针对我国外需降低, 内需不旺的经济形势, 我国采取了扩张性的货币政策, 出现了天量信贷的局面, 但同时也使得我国面临比较大的通货膨胀和资产价格上涨的压力。这种局面的产生说明我国的货币政策处于两难的困境中。当实行宽松的货币政策时, 信贷量和货币量的增加会促进经济增长, 但会带来通货膨胀和资产价格的飙升; 反之, 货币紧缩时, 通胀压力虽然被缓解, 但也会使得企业投资需求下降, 经济增长受阻。因而, 我国传统的货币政策一直在这两难困境中权衡, 很难达到一个两全的结果。

但是, 我国货币政策的困境是在传统的调控框架下发生的, 我国央行货币政策长期以来偏重数量型工具, 即以M2和新增人民币贷款为主要中间目标, 通过调控信贷规模实现货币政策目标。当银行贷款占全社会融资总量较大比重时, 这种调控机制可以说是有效的。但是, 随着金融创新和直接金融的发展, 商业银行表外业务不断扩张, 货币内生性增强, 新增人民币贷款在融资总量中的比重不断下降, 此时对信贷规模的控制仅能回收银行间流动性, 而无法有效约束大量游离于银行体系之外的资金。这要求货币政策从传统的数量型调控机制向以利率为核心的价格调控转变。

但在我国, 利率长期处于管制之下, 尤其是处于核心位置的存贷款利率, 目前仍然没有完全放开, 这使得金融市场的传导机制被割裂, 货币政策的利率工具难以传导到整个市场, 而利率市场化可以解决这个问题。更为重要的是, 利率市场化有助于货币政策两难困境的化解。

一、利率传导机制的理论回顾和文献综述

利率对经济发展的作用是通过利率传导机制完成的, 利率作用于经济发展的不同层面, 进而影响发展方式的转变。

利率传导机制属于货币政策传导机制的一种, 是央行实行货币政策的主要中介目标和工具, 也是货币政策向实体经济传导的主要渠道之一, 在宏观调控与微观主体行为之间, 利率既是杠杆, 又是纽带。

从货币政策作用机制来看, Mishkin(1995)^[1]和 Taylor(1995)^[2]总结了三个理论流派: 凯恩斯主义、货币主义和“信贷观点”, 凯恩斯主义者强调利率的直接作用, 货币主义强调利率通过资产价格的间接作用, 认为传导机制为: 货币政策导致利率变化, 通过资产“财富效应”和托宾 Q 等作用于投资和消费; “信贷观点”认为传导机制分为狭义的“贷款渠道”和广义的“资产负债表渠道”: 货币政策通过银行准备金和企业的资产负债表变化使得信贷规模变化。

虽然各学派对利率如何作用于实际产出的传递机制有不同观点, 但共同点在于在通常情况下, 降低利率会有利于经济增长。

但这些理论都是在成熟的市场经济体系中产生的，当存在着利率管制，实际利率低于市场利率的情况下，市场化改革会使得利率提高，根据经典的理论，会导致产出的下降，这时，利率市场化就会出现经济停滞的隐患。因而，利率市场化是否会使经济紧缩成为我们必须慎重考虑的问题。

国内学者对利率市场化对经济的影响做了很多研究：

王东静和张祥建（2007）验证了中国贷款利率上限取消后，小企业的融资约束有所缓解，大企业资金的过度需求得到了相应的遏制，融资结构趋于合理，说明利率市场化是有积极意义的^[3]；彭方平和王少平（2007）实证研究表明，货币政策改变了利率和国债收益率，进而影响资金成本和企业的投资行为，表明我国利率政策在微观上是有效的^[4]；姜再勇和钟正生（2010）研究表明，随着利率市场化改革，我国货币政策传导机制中，管制利率渠道弱化，而市场利率渠道则得到增强^[5]；张孝岩和梁琪（2010）利用1978到2008年我国农村经济数据，研究表明我国利率市场化改革是有效的，利率市场化水平的提高带动了生产、消费和居民收入的增长，而且，利率市场化对投资增长的作用，表明金融抑制理论仍然适用于我国农村地区^[6]；戴国海和陈涤非（2011）认为，市场化利率能够促进我国的经济增长，而管制利率则会抑制对我国经济增长，但贷款利率上限放开减弱了这种抑制^[7]；罗良文和雷鹏飞（2011）认为，利率管制会造成粗放的经济增长，适当提高利率能够促进经济增长，但由于金融市场的分割，利率市场化的积极作用被削弱^[8]。

从上面的文献回顾中，可以看出，学者们的共同结论是：利率市场化明显地有利于货币政策利率渠道作用的发挥，有利于利率作为中介目标的操作，有利于我国的经济增长。但是，他们都从某一个侧面进行研究，没有对利率市场化与我国经济结构和效率进行全面的审视。而且，也没有考虑到通货膨胀因素，在我国，货币政策一直承担着促进增长与稳定币值的双重责任，但往往会处于两难的困境中，本文从利率市场化与流动性过剩、经济结构和经济效率三个方面的关系来研究我国利率市场化对经济发展的促进作用，进而论证利率市场化对货币政策有效实施的保障作用。

二、利率市场化、银行利差与我国货币流动性过剩

当前我国处于流动性过剩的局面，我国的 M2/GDP 逐年增高，存款余额与贷款余额的差额也在逐年增高，如图所示：

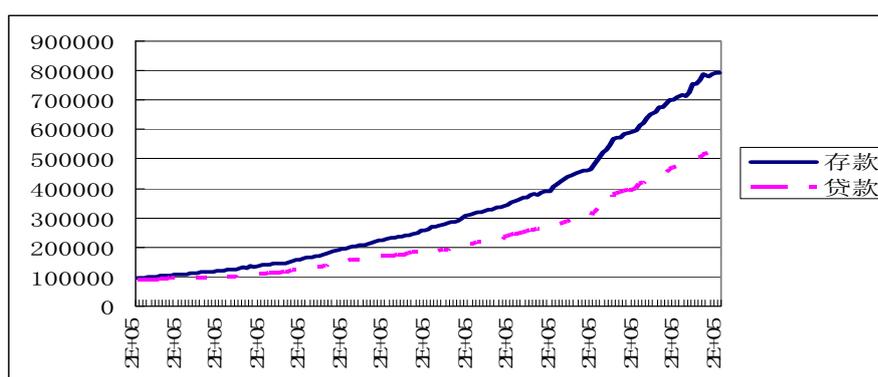


图1 存款和贷款的变化趋势（数据来源：ccer 经济金融网）

图中可见，从1998年12月到2011年10月，存款余额与贷款余额的差额在逐渐加大，这说明过剩的流动性被大量的留存在了银行里，形成银行的负债，这使得我国面临着比较大的通货膨胀压力。期间，我国多次紧缩货币，利率在有多次上下起伏的变化，而存贷差的扩大趋势并没有显著变化，其原因在于管制利率条件下的银行利差而非利率是信贷扩张的主要原因(王国刚和蔡真，2010)^[9]。

图 3 中可以发现，新增贷款额度和信贷额度的关系并不是很明显，有相反变化也有相似变化的趋势。因为贷款利率变化和我国的货币政策工具变化趋势类似，所以可以用贷款利率反映货币政策的松紧。图中显示，当贷款利率上升，即货币政策偏紧缩时，新增贷款额度反而增加，而在贷款利率下调时，信贷则大幅度上升，也就是说货币政策在宽松时其信贷扩张效果被放大，而在紧缩时则信贷收缩效果则效果不佳，甚至出现相反的效果。

其原因恰恰是前面理论分析的利差问题，利差而非贷款利率才是银行信用创造的根本动力。利差与信贷的关系可以用计量方法来检验。

1.先检验变量的平稳性。样本区间是我国 2000 年 1 月到 2011 年 10 月的同比新增贷款额度与利差数据，用一年期短期贷款利率减去存款利率得到样本区间的利差值 *spread*，用每个月的贷款余额减去去年同期的贷款余额得到该月的同比新增贷款额度 *credit*，两个变量都取了对数。单位根检验如下：

表 1 对各变量的单位根检验

变量	检验类型 (C.T.K)	ADF 值	结果	变量	检验类型 (C.T.K)	ADF 值	结果
Lnsread	(C. t. 13)	-1.49	非平稳	DLnsread	(C. t. 13)	-6.77***	平稳
Lncredit	(C. t. 13)	-1.15	非平稳	DLncredit	(C. t. 13)	-11.85**	平稳

从表 1 中可以看出，两个变量都是 1 阶单整的，所以可以用 E-G 两步法检验其是否具有协整关系。

2.协整检验：

第一步，OLS 检验结果如下：

$$Lncredit = 5.84Lnsread + 0.94AR(2) + 1.07MA(1) + 0.04@trend(2000M01) \quad (1)$$

(9.74) (31.09) (20.04) (6.37)

第二步，残差平稳性检验。经过对残差的单位根检验，t 统计量为-8.07，在 1%水平下拒绝原假设，残差平稳。这说明两个变量具有协整关系。

3.格兰杰检验：

表 2 格兰杰因果检验

原假设	观测		
	值	F统计量	概率
利差不是信贷的格兰杰原因	130	1.73496	0.0695
信贷不是利差的格兰杰原因		1.14764	0.3308

检验结果显示，滞后 12 期时，银行利差是信贷变化的原因。而且，从(1)式中可以看出，利差扩大 1%，信贷同比增加额为 5.84%，即利差扩大能够显著地促进信贷的增长。

从前面的理论和实证分析中，可以发现利差而非贷款利率是调节信贷的主要手段，利差是由存款和贷款利率差构成的，而这就涉及到存款利率市场化问题。因为我国的存贷款利率都是管制的，其中贷款利率的浮动区间比较大，处于半管制状态，而存款利率则处于比较严格的管制中，因此存款利率往往成为决定利差收入的主要因素。当央行通过货币政策调控信贷时，如果不对存款利率进行市场化改革，银行就能够在贷款利率上升的时候也获得比较可观的利差收入，因而就有动力去放贷，货币政策也就无法到达预期的效果。可见利率市场化可以通过缩小银行利差来约束其信贷行为，尤其是当前，能够有效控制其放

贷冲动，减少由于信贷创造带来的货币投放和通货膨胀压力。并且，还可以看出，存款利率市场化是我国货币能否有效影响实体经济的关键，也是利率机制能否起作用的关键。

利率市场化通过对银行利差的作用向实体经济传导，主要是通过银行信贷和各种金融创新方式来实现的。因而，我们在研究利率市场化对实体经济影响的过程中，就必须对银行的信贷行为予以足够的关注，或者说，利率市场化的成败也取决于银行信贷行为的优化与否。银行信贷的结构和投放方向对我国经济发展方式转变有直接的影响，这种影响是通过两个方面进行的，即增长效率和增长结构，利率通过信贷也是通过这两个层面进行传导：先是由中央银行制定货币政策，商业银行按照满足盈利性、安全性和流动性的要求，对非金融部门不同经济主体的贷款总量、投向及其利率浮动幅度作出调整，影响该经济主体的投资和消费行为，对经济结构和经济效率产生作用，最终对社会各个经济变量（产出、物价、就业等）产生影响。

三、金融窖藏、经济金融化与利率对经济结构调整的作用

对我国的经济结构分析，一般都集中于经济各层面的内部结构安排，比如企业要素投入结构、产业结构和国民收入结构等，本文认同这种分析框架，但是更多从金融和实体经济关系方面来看待我国的结构失衡，进而分析利率市场化对经济增长的作用。我国的特定经济结构从金融角度来说表现为两个方面：一方面是经济的金融化趋势越来越明显，资产价格的变化对经济的影响日益加剧，这使得实体经济和虚拟经济的分离越来越明显，虚拟经济逐渐脱离实体经济形成自我循环；另一方面是金融市场处于分割的状态，不同类型的金融机构和企业金融体系中所处的位置是不同的。前一个结构影响资本配置的方向，后一个结构影响资本配置效率，本节分析前一个结构，下一节分析后一个结构。

（一）经济金融化、金融窖藏的理论及在我国的表现

1. 我国经济金融化现状

从经济金融化方面看，实体经济和虚拟经济的裂口是当前中国经济结构的一个主要矛盾。微观角度，根据美国经济学家克里普纳（2008）的定义，金融化“是一种积累模式，在这种模式中，利润主要是通过金融渠道而非贸易和商品生产生成”^[13]。宏观角度，经济的金融化可定义为金融资产与国民收入的比率逐渐提高，并对该经济体产生深刻影响的过程。这个比率也可称之为金融相关比率，具体的说，是指包括银行信贷、证券、保险等广义的金融业在一个经济体中的比重。

宏观方面，经济金融化表现为金融相关比率的上升和金融产值占比上。

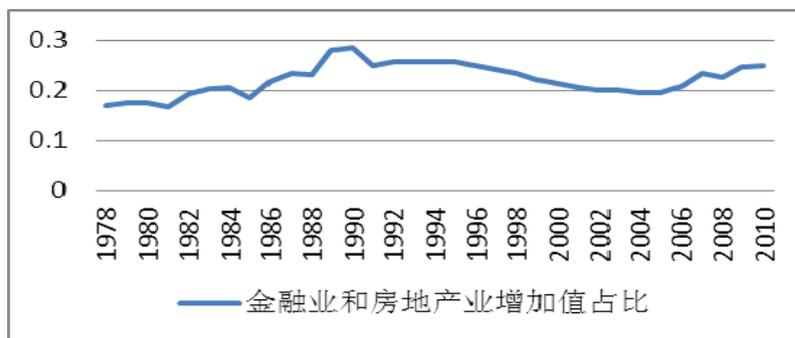


图4 金融业和房地产业增加值占第三产业增加值比重（数据来源：国家统计局）

图4中，1978年到2010年，金融业和房地产业占第三产业增加值的比重经历了持续上升，稳重有降后有不断上升的过程，说明我国经济金融化过程处于波动之中。但是近几年来一直呈现上升的趋势，说明我国经济金融化趋势越来越明显。

2. 窖藏与信贷投放

金融窖藏属于货币流量理论的一个重要应用。和实体经济中生产要素与产品流通相对应的是货币循环，在货币循环流中存在着“货币窖藏”，即居民持有闲置货币，使货币离开流通领域，导致货币流量减少，有效需求不足，形成所谓“流动性陷阱”，但目前，这种情况已经比较少见，因为企业和居民的流动性大都以银行存款形成保存，而银行系统内的货币大都可以为银行通过贷款重新投放到货币循环流当中。这时另一个渠道对货币循环的影响日益加大，就是金融市场交易。当金融机构将资金用于金融交易时，这部分储蓄没有重新回流到货币循环中，而是在脱离了实体经济，形成金融资产的自我循环，也就是所谓的“金融窖藏”。

这种金融窖藏有可能对实体经济造成负面影响。因为银行的利润来源如前所述是资产负债中各个项目的利差收入，银行综合考虑盈利性、安全性和流动性后进行资产负债的组合决策。银行的信用创造用于单纯的金融循环，也就是出现金融窖藏时，资产价格和银行信用可以互相推动，信用扩张与资产价格上升互为因果，使得金融资产收益率上升，而如果金融资产的收益率持续高于实体经济收益率，金融窖藏的扩大可能会抑制实体经济增长，使得经济过度金融化，金融发展反而不利于经济发展水平提高。

3. 与资产价格关系的实证检验

信贷与资产价格的变化有着同周期性，二者的数量关系可以通过实证的方法来检验。

(1) 先检验变量的平稳性。

样本区间是我国 1999 年 1 月到 2010 年 12 月，被解释变量是信贷余额 *credit*，解释变量是房地产价格指数 *P* 和上证综合指数 *SH*，三个变量都取了对数。单位根检验如下：

表3 对各变量的单位根检验

变量	检验类型 (C. T. K)	ADF 值	结果	变量	检验类型 (C. T. K)	ADF 值	结果
Lncredit	(C. t. 13)	2.23	非平稳	DLnsread	(C. t. 13)	-8.62***	平稳
LnP	(C. t. 13)	-1.77	非平稳	DLncredit	(C. t. 13)	-9.87***	平稳
LnSH	(C. t. 13)	-1.48	非平稳	DLncredit	(C. t. 13)	-6.5***	平稳

从表 4.3 中可以看出，三个变量都是 1 阶单整的，所以可以检验其是否具有协整关系。

(2) 协整关系检验

本文用 JONHANSEN 检验方法，结果如下表所示：

表4 协整检验结果

零假设	特征值	最大特征值统计量	5%临界值	P值
无 *	0.152156	34.68616	29.79707	0.0126
至多1个*	0.047539	11.74306	15.49471	0.1697
至多2个	0.035144	4.972879	3.841466	0.0257

注：*表示在5%的显著水平下拒绝原假设。

从中我们可以看出，模型中三个变量间存在着协整关系，协整方程式如下：

$$Lncredit = 9.51LnP + 0.67LnSH \quad (2)$$

(6.02) (2.79)

公式中，房地产价格与股票价格与信贷都是正相关，说明前面的图形分析结果是可以被接受的。

(二) 利率市场化对金融反窖藏与我国实体经济的作用

对于金融窖藏与实体经济关系问题，借鉴宾斯维杰（1999）在《股票市场、投机泡沫和经济增长》一书中的模型[14]，可贷资金均衡等式可以写成：

$$Y_{t-1} + D_t + DF_t + \Delta M_t = GI_t + C_t + IF_t \quad (3)$$

其中， Y_{t-1} 为上一期总收入， D_t 为本期资本折旧， DF_t 为本期的金融反窖藏， ΔM_t 为净货币创造， GI_t 为本期计划总投资， C_t 为本期计划消费， IF_t 为金融窖藏。由于 $Y_{t-1} - C_t = S_t$ ，即收入减去消费等于储蓄； $IF_t - DF_t = \Delta F_t$ ，即金融窖藏减去金融反窖藏等于净金融窖藏； $GI_t - D_t = I_t$ ，即总投资减去折旧等于净投资。因而，(3)式可以写成：

$$S_t + \Delta M_t = I_t + \Delta F_t \quad (4)$$

(4)式表明储蓄和货币创造之和等于净投资和净金融窖藏之和，当储蓄和货币创造固定时，净投资和净金融窖藏此消彼长，孰高孰低取决于实体经济和金融体系的资本收益率。这时，看待利率市场化的作用就可以从资金融通的角度来分析。

其中，金融窖藏是利率的减函数：

$$\Delta F_t = R_f - \theta r_t \quad (5)$$

R_f 是金融机构自发性的窖藏需求， r_t 是利率， θ 代表金融机构窖藏需求的利率弹性。

借贷利率越高，金融机构进行窖藏的欲望越低，资金投入实体经济领域越多。因为当利率提高后，银行的资金成本变高，其进行金融窖藏的成本也越高。

将(5)式带入(4)式：

$$I_t = S_t + \Delta M_t - \Delta F_t = S_t + \Delta M_t - R_f + \theta r_t \quad (6)$$

从(6)式可以看出，当其他变量不变时，利率的提高有助于实体经济投资的增加。

我国目前的利率水平是比较低的，由前面的分析是低于均衡水平的，这种低利率在金融窖藏增加与经济金融化中起到推波助澜的作用，对实体经济和虚拟经济都有深刻影响。因为虚拟资产价格遵循资本化定价，根据公式 $P = R/r$ 来确定价格，即资产价格=预期收益与利率之比。公式显示资产价格与利率成反比，低利率会提高其折现价值，因而会使得资产价格上升，比如房地产和股票，都受这种定价方式的支配。

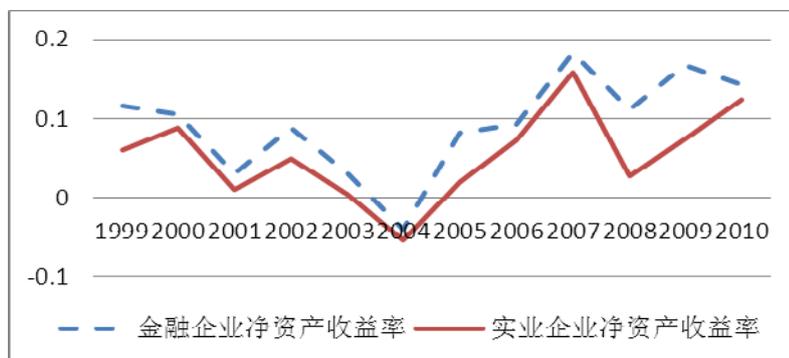


图5 上市公司的平均净资产收益率 (数据来源: CCER 经济金融网)

图5显示，1999年以来上市的金融企业净资产收益率持续高于实业企业，在近两年二者裂口更大，这只能使金融业更吸引投资者资金的进入，出现信贷扩张和经济金融化互相推动的“自我实现”。

四、信贷配给、二元金融结构与利率对我国经济效率的作用

上一节分析了利率市场化对金融窖藏和经济金融化的纠正作用,说明利率市场化有助于调整实体经济和虚拟经济的关系,使得资金向实体经济回流,这是从经济结构角度来分析利率市场化的作用,但是资金回流后,能否促进经济增长还要看资金如何分配,使得经济效率提高,这就涉及到利率市场化对金融效率的影响。从金融效率看,利率的变化影响金融资源在不同部门的分配,利率具有比较大的资本分配功能。

从信贷角度说,信贷本质上是放大的利率机制,利率的变化是通过信贷配置的变化来影响资本的运行的,当利率市场化后,银行为了追求利益最大化,会把信贷配置到收益率更高的行业,使低收益率的行业被逐渐淘汰,引领资金的流动,因此本文把利率和信贷结合起来分析对我国资本配置效率的影响。

(一) 利率与信贷配给和经济效率的一般理论

银行的贷款动机是获得收益,预期收益随着利率的变化而变化,利率对收益的效应由两个部分组成:一个是收入效应,成功的项目会带来更高的利息返还,此效应为正;另一个是风险效应,利率提高出现逆向选择情况,贷款申请项目的违约率提高,此效应为负。最终利率提高后银行的期望收益取决于这两种效应的比较,因此银行的期望收益与利率并不是单调的关系,如图所示:

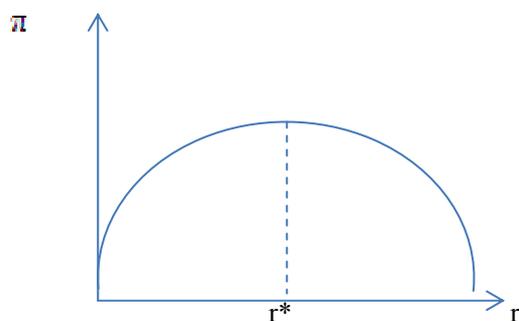


图6 银行期望收益率与贷款利率之间的关系

r 表示贷款利率, π 为银行期望收益, 图6中, r^* 是最优贷款利率, r 小于 r^* 时, 利率上升的收入效应大于风险效应, π 随着 r 上升而上升; r 大于 r^* 时, 情况则相反, 银行的期望收益达到最大后, 利率提高会使得相对安全的借款人离开市场, 银行的收益率下降。这时, 可以通过由银行收益曲线推导出银行贷款供给曲线, 并分析银行信贷配给问题, 如下图所示:

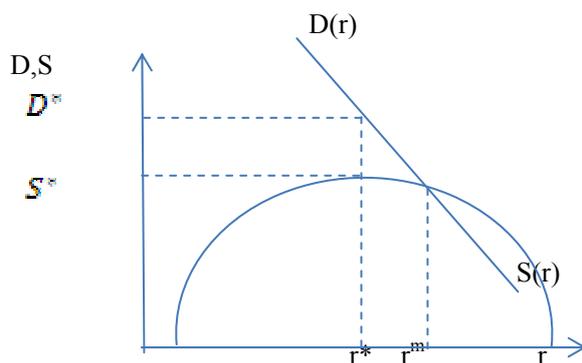


图7 信贷配给市场均衡

图7中, $S(r)$ 为银行贷款供给曲线, 形状和银行收益曲线完全相同, $D(r)$ 为贷款需求曲线, 与利率变化负相关。资金需求等于供给时的利率为 r^m , 但实际的市场均衡利率为 r^* , 因为 $D(r^*) > S(r^*)$, 银行将实行信贷配给, 得不到贷款的申请人可能愿意支付更高的利率, 但较高的利率将降低银行的期望收入, 所以银行的资金供给无法满足他们的需求。前面所讲的信贷配给是市场完全竞争条件下的信贷配给, 如果存在管制因素, 情况会发生变化。当

存在管制利率的时候，信贷配给会变得更加严重，如图所示：

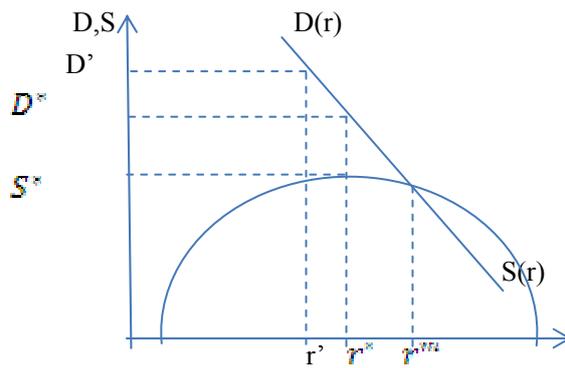


图 8 利率管制下的信贷配给市场均衡

假定利率存在上限管制，管制利率为 r' ， r' 小于银行收益最大化的利率，这时，资金需求和供给的缺口扩大到 $D(r')-S(r')$ ，比图 8 中的缺口扩大了 $D(r')-D(r^*)$ 。这说明利率管制情况下，信贷配给变得更加严重。因此，利率管制从量的方面看会使得信贷配给数量增多。

（二）我国分割经济条件下利率管制对信贷配给和效率的影响

斯蒂格利茨的信贷配给理论说明了利率低于市场均衡利率的必要性，但他的理论是基于成熟市场经济中的银行行为，中国的市场经济具有特殊性，这时利率对信贷配给的影响就会发生变化。

实体经济方面，上游关系国计民生的生产资料市场中国企业处于垄断地位，下游消费资料的生产则是国有企业与其他所有制企业并存。国有企业利润处于高位状态，对生产资料行业的控制使得其行业收入与其他行业企业相比具有优势地位。金融领域则存在比较明显的利率“双轨制”和对中小企业信贷配给现象。在目前的经济发展阶段，金融分割有两层含义。

第一层含义：如前所述，我国处于经济转型期间，微观市场的企业差别既有西方市场经济的一般特征，如效率差别、规模差别，也有经济转型的特殊特征，如不同所有制并存，政府对国有企业的隐性担保等，这使得银行在进行信贷配给时一方面从企业生产效率角度考虑收益，另一方面也要从与政府关系角度考虑贷款的安全性。这层含义侧重于企业的类型，或者说是实体经济的分割在金融领域的表现。

另一层含义则是金融市场的分割，中小企业的融资需求在正规金融市场得不到满足，这使得非正规金融规模日益增大，形成与正规金融并存的局面。

在这种分割条件下，利率管制会造成资源配置的扭曲，导致经济效率的损失。

先来看第一层含义，利率管制通过扩大信贷配给加重了企业的融资困难，但这种困难在不同类型的企业分布是并不均匀的。在我国，信贷配给对象往往是中小企业，其中民营企业居多，而国有企业则相对更容易地得到贷款。对于信贷是否分配向国有企业倾斜，比较直观的方法是研究贷款的投放结构。首先观察银行短期贷款投放结构。

表 6 国有企业短期贷款占比

年份	国有企业贷款占比	年份	国有企业贷款占比
1989	86	2000	78.7
1990	88.2	2001	77.1
1991	87	2002	77.9
1992	88	2003	77.7
1993	88.2	2004	76.8
1994	85.3	2005	75.5
1995	84.8	2006	78.4
1996	84.8	2007	78.5

1997	81.5	2008	78.1
1998	79.3	2009	77.6
1999	78.1		

资料来源：根据历年《中国金融统计年鉴》整理计算

表 6 估算了 1989 年后国有企业短期贷款占比，具体计算过程为：国有经济贷款比例= [(工业贷款+商业贷款+建筑业贷款+其他短期贷款)/短期贷款] ×100%。这个估算方法虽然不是很准确，但它等于短期贷款减去农业贷款、乡镇企业贷款、三资企业贷款、个体和私营企业贷款后余额的变化情况，这个余额大概也能反映出国有企业贷款的占比。表 6 中显示出，1989 年后这个比例虽然有降低的趋势，但一直在 70%以上，说明国有企业获得了大部分的短期贷款。

基础设施是中长期贷款的主要组成部分，而基础设施行业中大都为国有企业所控制，制造业和房地产业中也有很多国有企业，因此，可以估计至少一半的中长期贷款投向了国有企业。

对于效率和信贷配给这种不对称的金融资源分配结构，利率市场化是一个比较好的解决办法。前面分析了利率提高后对资本配置效率改善的作用，我国的民营企业近似认为是第一组企业，或高效率企业，国有企业可以近似认为是第二组企业，或低效率企业。借鉴赫尔曼、穆尔多克和斯蒂格利茨（1996）的模型^[17]，银行给这两种类别的借款人分配资金，如果利率是市场化的，一类借款人能够向银行提供足够多的预期收益，以均衡利率获得资金，另一类提供的收益少，不能获得融资。

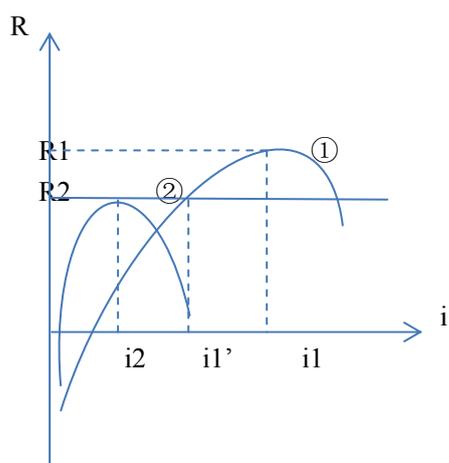


图 9 市场利率下的信贷配给

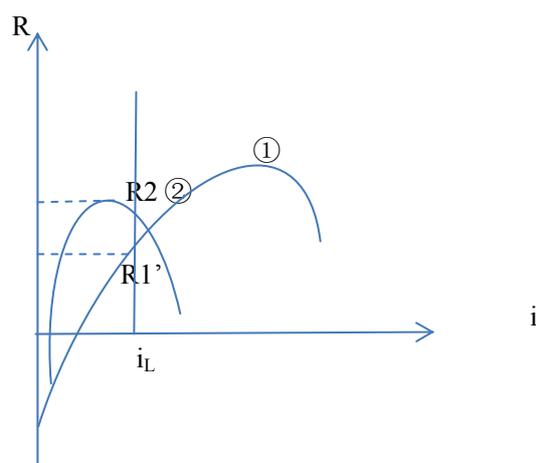


图 10 利率管制下的信贷配给

图 9 和 10 比较了存在两类借款人情况下不同利率体系下的信贷配给情况。图 16 是利率市场化条件下的情况，(1) 类属于高效率企业，(2) 类属于低效率企业，其贷款利率分别为 i_1, i_2 ，预期收益为 R_1, R_2 ，效率越高的企业预期收益也越高。银行按照预期收益的高低配置资金，假定储蓄能够满足 (1) 类和部分第 (3) 企业的融资需求。利率市场化条件下，银行能够充分竞争，使得利率下降，直到第 (1) 企业的贷款预期收益等于边际预期收益 R_2 ，银行向第 (2) 类企业收取利率 i_2 ，第 (1) 类贷款利率为 i_1' 。这种情况下，虽然对第 (1) 类企业收取了更高的利率，但也满足了其贷款需求，银行获得最大利益的同时使得经济总体的效率在提高。

由此可见，利率管制会造成全社会的经济效率的损失，尤其在中国，高效率的企业往往是民营企业，如果他们成为主要的信贷配给对象，资金需求得不到满足，对我国经济效率的改善有很大的不利影响。

当利率市场化改革后，正规金融市场利率上升，这时银行的资金供给曲线会向左移动，

正规金融市场的资金会有一部份从低效率的企业中流出，而当资本要素向中小企业流动时，其面对的资本供给会增加，对非正规金融资金的需求自然减少，需求曲线由 M_d 左移到 M'_d ，非金融市场利率也就随之降低。

由此可见，利率市场化通过资金在正规与非正规金融市场的流动实现了两个市场利率的不断接近，而这一定程度上弥合两个市场的利率差异，降低经济风险，同时中小企业资金成本的降低也有助于其生产效率的发挥。

总之，利率市场化从两个方面提高了经济效率，一方面通过减少信贷配给增加了对中小企业的资金供给，另一方面通过降低非正规金融市场利率来降低中小企业的资金成本，正规与非正规市场共同作用，使得高效率的企业能够获得更多的资金，经济效率得到提高。

五、结论和政策建议

本文得出如下结论：

（一）利率市场化后，银行利差会收窄，这会减少银行放贷冲动，有助于缓解流动性过剩局面；

（二）利率市场化会改变低利率的现状，使得资产价格向合理值回归，资金向实体经济回流，促进实体经济增长；

（三）利率市场化有利于弥合我国金融体系分割的现状，使高效率企业（中小企业居多）融资成本降低，扩大其融资量，使得总体经济效率提高。

总之，利率市场化能够使得货币政策兼顾经济增长和币值稳定，为我国经济发展方式转变贡献力量。因而，加快利率市场化改革是当前金融改革的重点，也是我国金融改革的方向。

参考文献：

- [1]Mishkin, F. Symposium on the Monetary Transmission Mechanism[J].Journal of Economic Perspectives,1995.9,3~10.
- [2]Taylor, J. Alternative Views of the Monetary Transmission Mechanism: What Difference do They Make for Monetary Policy [J]. Oxford Review of Economic Policy, 1995. 16,60~73.
- [3]王东静, 张祥建. 利率市场化、企业融资与金融机构信贷行为研究[J]. 世界经济, 2007, (2): 50~59.
- [4]彭方平, 王少平. 我国利率政策的微观效应—基于动态面板数据模型研究[J]. 管理世界, 2007, (1): 24~29.
- [5]姜再勇, 钟正生. 我国货币政策利率传导渠道的体制转换特征—利率市场化改革进程中的考察[J]. 数量经济技术经济研究, 2010, (4): 62~77.
- [6]张孝岩, 梁琪. 中国利率市场化的效果研究—基于我国农村经济数据的实证分析[J]. 数量经济技术经济研究, 2010, (6): 35~46.
- [7]戴国海, 陈涤非. 中国利率市场化的宏观效应研究[J]. 上海金融, 2011, (9): 22~26, 98.
- [8]罗良文, 雷鹏飞. 利率市场化对经济增长方式的影响[J]. 经济问题, 2011, (10): 20~23.
- [9]王国刚, 蔡真. 资金过剩背景下的中国金融运行分析[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2010. 26~67
- [10]曾刚. 货币流量分析理论研究—基本框架及对几个方面的考察[M]. 北京: 人民出版社, 2006. 17~200
- [11]Bernanke, B. and M. Gertler. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission[J]. Journal of Economic Perspectives, 9, 27~48.
- [12]林毅夫. 新结构经济学—重构发展经济学的框架[J]. 经济学季刊, 2010, vol. 10(1): 1~32.

- [13] 格·R·克里普纳. 美国经济的金融化(上)[J]. 丁为民, 常盛, 李春红译. 国外理论动态, 2008, (6): 7~15.
- [14] 宾斯维杰, M. 股票市场, 投机泡沫与经济增长[M]. 张建森译. 上海: 上海三联书店, 2003.
- [15] 陈雨露, 马勇. 泡沫、实体经济与金融危机: 一个周期分析框架[J]. 货币金融评论, 2010, (6): 1~18.

Marketization of interest rates and monetary policy dilemma to resolve

Li Cheng

(Tianjin Industry University, Tianjin, 300071)

Abstract: To solve the problem of the monetary policy after the financial crisis, from the theory of interest rate transmission mechanism of monetary policy, combined with China's special economic structure, this paper uses the money flow analysis methods and the theory of credit rationing to analyze positive role of the interest rate marketization which can alleviate the excess monetary liquidity, improve the real economy growth and economic efficiency. This paper demonstrates that in the condition of interest rate marketization, the implementation of monetary policy may avoid the dilemma which can reduce inflationary pressures from changes in bank spreads, bring the reflux of funds to the real economy from financial anti-cellars, and improve economic efficiency through the expansion of SME financing. Ultimately the monetary policy may achieve improvement of the quality and quantity of economic growth with the stability of the currency.

Keywords: interest rate marketization; monetary policy; dilemma

收稿时间: 2012-11-12

作者简介: 李程, 天津工业大学