

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

胡新智 袁江

【内容提要】中国国家“十二五”规划明确提出，稳步推进利率市场化改革是深化中国金融体制改革的重要内容。文章比较分析了国际上“渐进式”和“激进式”两类利率市场化改革模式的路径和得失，概括了相关国家在利率市场化之后银行业发展和金融运行的变化特征。相关经验对中国利率市场化进程中的改革模式选择、金融制度创新、货币政策调整、银行业经营转型都提供了有益启示。

【关键词】利率市场化 银行业经营转型 金融制度创新 宏观经济

一、利率市场化的两类模式

二战后，世界绝大多数国家普遍实行了利率管制措施。20世纪70年代，利率管制的弊端日益暴露。^[1]伴随着金融深化理论的兴起，各国随即掀起了一场以利率市场化为核心的金融自由化浪潮。由于各国对本国国情的认知不同，导致改革实践逐渐分化，出现了以美日韩为代表的“渐进”利率市场化模式和以拉美为代表的

作者供职于中国农业银行总行战略规划部。

* 两位作者感谢匿名评审提出的宝贵修改意见，当然文责自负。

[1] 罗纳德·麦金农：《经济发展中的货币与资本》，上海人民出版社，1997年。

“激进”模式。研究两类模式代表性国家的具体改革步骤，分析思考利率市场化改革路径的利弊得失，对于中国利率市场化改革模式的探索和选择具有重要意义。

（一）美日韩的渐进式改革

美日韩三国虽然在利率市场化改革的时点选择上存在差异，但基本都秉承了较为稳健和保守的改革策略。从前期准备到最终完成，改革周期基本都在16年左右。在此过程中，利率市场化的稳步推进和本国的经济发展实现了较为良性的互动和促进。

1. 美国

美国的利率市场化改革开始于20世纪70年代中期。在此之前，银行业和储蓄机构的存款利率都受到1933年银行法中“Q条例”的限制——即活期存款不付息、定期存款和储蓄存款利率规定最高上限。这一规定在限制银行业过度争夺存款、保证稳健经营方面发挥了重要的作用。但是，从20世纪60年代中后期开始，随着美国通胀率的不断走高以及市场利率的上升，Q条例的弊端愈发显现出来。一方面，尽管Q条例的最高上限不断调整，但仍然追不上通胀率，导致“负利率”的情况越来越严重；另一方面，货币市场互助基金和资本市场的迅速发展，吸引大批资金从银行流出，导致了严重的“金融脱媒”现象。由于存款的急剧萎缩，银行的盈利状况出现恶化，成为金融体系中极大的不稳定因素。因此，美国的商业银行一方面通过金融创新来规避管制，先后推出了大额可转让定期存单（CD）、可转让支付命令账户（NOW）等一系列新型存款工具以吸引资金回流，另一方面则是合各方之力推动利率市场化改革。

美国利率市场化改革大致分为以下几个阶段：第一，前期准备阶段。这一阶段美联储逐渐放松了对部分存款的利率限制。例如，1970年6月美联储根据国内经济发展和资金供求的实际情况，首先将10万美元以上、3个月以内短期大额存单利率市场化，之后又将90天以上的大额存款利率的管制予以取消。1973年，美联储放松所有大额存单的利率管制，并取消了1000万美元以上、期限5年以上的定期存款利率上限。1980年，允许所有金融机构开设可转让支付命令账户。第二，正式推进阶段。1980年8月，美国政府制订了《解除存款机构管制与货币管理法》，决定自1980年3月31日起，按照从大额定期存款向小额定期存款、储蓄存款逐步推进的思路，用6年时间逐步取消Q条例。此后，又于1982年10月通过了《加恩—圣杰曼吸收存款机构法》，详细规定了解除Q条例的步骤，利率市场化进程大大加速。第三，改革完成阶段。1986年1月，美国所有的存款利率和大部分贷款利率的限制均被取消，进而实现了利率水平的市场自由决定。

美国的利率市场化体现出以下三个特点：首先，利率市场化改革经历了一个长

期、渐进的过程。正式改革持续近6年时间，而算上前期准备阶段，改革所用时间长达16年之久。其次，利率市场化与金融工具和金融制度的创新相辅相成。金融市场上的创新通过对监管的规避形成了改革的倒逼机制，而改革的推进又进一步推动了金融创新的发展。最后，利率市场化对银行业提出了更大的挑战，促进商业银行提升了风险管理能力和产品创新能力。

2. 日本

日本的利率市场化同样开始于20世纪70年代。在此之前，利率水平受1947年颁布的《临时利率调整法》的管制，该法规定由日本银行制定全国银行存贷款利率的上限，并对不同存款方式实行分档次的指导性利率。到20世纪70年代后期，随着日本经济逐步进入低速增长期，“人为低利率政策”导致的金融交易不公、“超贷超借”、证券市场发展受抑制等问题受到越来越多的诟病。与此同时，日本国内资金面态势也逐渐由短缺向过剩转变，国债发行量迅速增加。主观愿望和客观条件的相继成熟最终推动了日本的利率市场化进程。

日本真实意义上的利率市场化开始于1978年，政府当年开始允许银行间拆借利率弹性化及票据买卖利率市场化，并用招标方式发行中期国债（利率由投票决定），这两个事件成为日本利率市场化的先导事件。此后，货币市场的发育主要转向了交易品种的丰富，从而为形成真正的短期市场利率打下了基础。1979年政府批准商业银行发行大额可转让存单，允许存单发行利率由发行金融机构和购买者自由协商决定，不受《临时利率调整法》的限制。1981年日本银行把政府短期债券放在市场上销售，从而形成政府短期债券流通市场。

1984年，日本大藏省发表了《金融自由化与日元国际化的现状及展望》，真正拉开了日本全面利率市场化的序幕。在存款利率方面，进一步降低了大额可转让存单发行的标准。在贷款利率方面，由以前在日本银行规定利率的基础上加一个小幅利差，改为在筹集资金的基础利率之上加1%，而基础利率则是对活期存款、定期存款、可转让存款、拆借资金四种资金利率的加权平均。由于后两种资金利率已经放开，因此贷款利率部分实现了市场化。1991年7月，日本银行停止利率窗口指导，1993年定期存款和活期存款利率先后实现市场化，至1994年完成了全部利率的市场化。

日本利率市场化进程的总体特点是平稳推进、逐步深入，从1978年算起，历时16年，反映出日本政府在金融自由化过程中的审慎态度。从利率市场化的顺序和步骤来看，先国债利率后存贷利率，先长期资金市场利率后短期资金市场利率，先大额存款利率后小额存款利率，基本契合日本的国情和历史条件。这种顺序也有利于维持金融秩序的稳定，防止短期投机行为的发生。

3. 韩国

韩国利率市场化之前的情况与日本类似，1952年政府颁布了《利率限制法》，规定各金融机构的利率变动权由财政部集中掌握，使得利率的调整和决定不能正确反映资金的供求状况，而只能服务于政府的经济政策意图，造成金融机构的存款利率偏低而黑市利率很高。20世纪80年代之后，为了适应新时期经济发展和开放政策的需要，政府确定了金融产业自由化的政策，着手对利率体制进行改革。韩国的利率市场化进程分为两个阶段。

第一阶段，1981年放开商业票据贴现利率；1984年实行银行间拆借利率和未担保企业债券发行利率自由化；1986年大额存单利率、有担保的企业债券利率自由化；1988年放开除一些政策性贷款外的所有贷款利率和两年以上的存款利率。但由于1989年韩国宏观经济形势恶化，通货膨胀加剧，导致市场利率急剧攀升，韩国央行不得不重新恢复了对利率的管制。

第二阶段，1991年政府再度宣布开启利率市场化改革，并出台了一项分四步放开利率的计划。这次改革明显放慢了利率市场化的步伐。第一步，1991年实现大多数银行和非银行金融机构短期贷款利率自由化，并使3年期以上的存款利率自由化，同时，实现货币市场和资本市场金融工具利率的自由化。第二步，1993年实现了除政府融资贷款和银行再贴现贷款以外的所有银行和非银行金融机构贷款利率自由化。同时，实现两年期或以上的长期存款利率和所有债券发行利率自由化。第三步，1994年，大额存单、大额回购协议和商业票据的最低期限被缩短，一年期以上的存款利率和由韩国银行再融资的贷款利率实现自由化；1995年，由中央银行再贴现支持的贷款利率实现自由化，并且除活期存款以外所有存款利率实现自由化。第四步，1997年所有贷款利率和除活期存款以外的几乎所有存款利率都由金融机构自主决定。

韩国利率市场化进程有两个显著特点：一是非银行金融机构利率放开的速度要快于银行利率。主要由于银行在国民经济中的地位和作用较之非银行金融机构更为重要，所以政府对银行部门的监管更为严格。二是贷款利率的放开速度要快于存款利率，主要因为存款利率的影响面更大，所以更为谨慎。

（二）拉美国家的激进式改革

从二战后到20世纪70年代的二十多年时间里，阿根廷等拉美主要经济体推行国家主导的进口替代工业化战略，促进了经济较快增长，但却导致了普遍的“金融抑制”现象。20世纪70年代，拉美出现恶性通货膨胀，严重威胁到各国经济发展。受发达国家经典经济学理论的熏陶和影响，以阿根廷、智利为代表的南锥体国家掀起了一场轰轰烈烈的金融自由化浪潮，试图通过利率市场化来合理配置市场资

金，解决“金融抑制”问题以促进经济增长。

1. 阿根廷

二战结束后，阿根廷开始推行进口替代的工业化发展战略。虽然政府主导的工业化在前期促进了经济的较快增长，但并未从根本上提高本国工业的国际竞争力。而国家长期对工业的保护和补贴却导致了严重的问题：一方面产生了巨大的财政支出，导致政府财政状况不断恶化，巨额赤字只能通过恶性通货膨胀和负利率的国内债务来弥补；另一方面产生了高度集中和僵化的金融体系。例如，国家规定所有商业银行和其他金融机构必须将其存款的100%存入在中央银行开立的存款账户，由此控制金融机构的全部经营活动。另外，政府制定贷款搭配、利率上限、高额储蓄率等种种限制，金融中介行政化的现象十分明显，“金融抑制”现象严重。

1971年阿根廷政府宣布实行利率市场化改革，是第一个率先推进利率市场化改革的发展中国家。但是，由于种种原因，这次改革在未取得成效的情况下被中止了。1975年，阿根廷重启利率市场化改革，首先是取消了储蓄存款以外的其他利率限制。1976年9月，政府进一步放宽储蓄存款利率的限制。1977年6月则取消了所有利率的管制，实现了利率的全面自由化。以实际改革进程计算，阿根廷从利率管制到全面市场化仅仅用了两年多时间。

伴随着利率市场化，阿根廷其他金融自由化改革也同时推进。1977年国家颁布了《金融机构法》(Financial Entities Law)，允许金融机构自行发展为全能型银行。政府还鼓励商业银行私有化，促进金融产业集中化，发展大型金融集团，追求实现金融业的规模经济和范围经济优势。与此同时，资本项目自由化迅速推进，1977年官方开始公布比索期货汇率，1978年出现了以市场汇率计价的外汇贷款。1976—1978年的3年时间里，放宽了对资本项目的限制，1977年放松了外资进出的限制，实现了资本流动的自由化。

但事与愿违，利率市场化以及其他改革措施的迅速推进忽视了经济金融体系自身的调节能力，导致市场秩序出现混乱。一方面，名义利率与通胀率一起攀升，高利率导致信贷市场出现“劣币驱逐良币”的现象，最终使银行贷款质量下降，呆坏贷款不断增加。另一方面，高利率吸引巨额外资流入，汇率出现严重高估情况。过分脱离经济面的高估汇率终究难以长期维持，随后汇率大幅贬值，外资大量出逃，引发了20世纪80年代著名的拉美债务危机。危机之后，阿根廷的利率又重回管制，之前主要的改革成果几乎付之一炬。

2. 智利

改革之前的智利经济金融体系与阿根廷存在较大相似之处，即推行进口替代工业化模式，“金融抑制”特征明显，通货膨胀高企。但是，智利利率自由化的激进

特征更为明显：一是改革速度快，二是“阿连德”军事管制经济与超级货币主义实验相结合，因此被称为充满经验和教训的“经济社会改革试验室”。

智利分三个阶段进行金融改革：一是放松阶段（1973年9月—1975年3月）。政府放松了对价格的控制，允许私人设立金融公司，提高利率管制的上限。二是实施阶段（1975年4月—1976年6月）。政府大量减少开支，紧缩需求和深化结构改革，实行银行私有化，全部取消对银行存贷款利率的限制，并实行大幅度的货币贬值。三是深化阶段（1976年6月—1979年6月）。继续实行货币贬值，逐步、系统地放宽对外资流动的管制。

事实上，智利的利率市场化作为金融改革的一部分，仅进行了不到一年的时间。智利改革遵照了新自由主义经济学的标准模式，利率市场化与银行私有化、汇率改革、资本项目开放等几乎在同一时间段推进。在改革后的头三年，智利曾出现经济增长加速、通胀率大幅降低、财政赤字有效控制的良好势头。但好景不长，由于利率开放后金融监管机制建设不力，加上银行改制后公司治理机制不健全（由产业资本控制了银行资本），智利出现了一个超高利率时期。与此同时，改革导致外资过度流入和比索升值，出现了出口部门竞争力严重衰退等问题。1982年6月，智利政府不得不宣布比索大幅贬值。由于银行之前大量借外债用于放贷，比索贬值导致智利银行体系处于“实际破产”状态。政府不得不重新国有化银行进行挽救，利率也不得不重回管制。

相比较美日韩等国立足本国国情渐进地推进利率市场化改革，拉美国家的激进式改革体现出较浓的理想主义色彩：一是改革过程简单，推进速度过快。阿根廷、智利等国几乎在短短一两年间就取消了所有的利率管制，短期内将国家实行多年的政策快速改变，未能充分考虑本国经济金融体系的承受能力和改革可能带来的冲击。二是选择时机不当，宏观经济形势不具备金融改革和利率市场化的条件。在通胀率不断攀升、名义利率高企、财政赤字巨大、经济增长停滞的背景下，拉美国家通过利率市场化、放松金融管制等自由化措施不仅无助于解决问题，反而导致利率上升，银行道德风险问题泛滥。三是多项经济金融改革同时进行，使整个经济金融秩序处于混乱状态，导致改革与预期目标背道而驰。

（三）两类模式的比较与思考

客观地说，在经典理论的指导下，“渐进”和“激进”式改革在内容上并无太多本质差异，但改革执行策略的不同最终导致了成功和失败两种完全不同的结局。一般来说，改革行动的差异源于改革者对事前基本状况判断和事中过程控制能力的不同。只有对改革所依赖的外部环境有着深刻的把握能力，才能使改革进程安全有序推进，才能在改革进程中正确认识矛盾，有效解决问题。因此，一项成功的改革

往往不是一蹴而就，而是逐步推进、日臻完善的系统性工程。

首先，改革依存的外部环境要稳定良好。不可否认，改革的直接目的就是为了应对新的经济形势变化。但是，在宏观经济剧烈波动的背景下，市场主体往往对政策预期较为模糊不定，最后将影响到改革成效。作为牵一发而动全身的资金价格，利率对宏观经济波动的敏感性非常强。拉美国家利率市场化失败的重要原因就是恶性通胀导致市场无法对资金给出真实定价，进而丧失了金融市场有效配置资金的功能，给社会储蓄和投资、生产和消费带来严重的负面影响，最终引起经济、社会更严重的动荡。

其次，改革步骤要循序渐进、安全可控。我们必须深刻认识到经典经济学理论指导实践存在的不足：其仅研究给定一系列初始条件下经济系统可能出现的最优结果，而不考虑从前提到结果的过程，因为市场力量将自动实现这个过程。但在现实经济中，市场是不完善的，信息是不对称的，改革实践必须要充分考虑到过程中所蕴藏的风险。渐进式改革的国家较好地认识到了这一点，结合本国实际情况，合理制定改革时间表，在稳步推进改革过程中不断解决问题，从而将改革可能对经济的冲击降到了最低。与此相反，拉美激进式改革则按照教科书标准，在短时间内完全实现金融自由化，最终使市场承受能力失控，经济状况更加恶化。

再次，政策配套支持要适时适度。美日韩改革成功的很重要原因就是在改革推进的过程中，政府能够根据市场主体的实际需要，在合适的时机推出较合理的支持政策，进而为改革的进一步深入奠定基础。以美国为例，在利率市场化之前，“金融脱媒”现象已经较为严重，大量资金流出银行体系；而随着利率市场化改革的推进，不断降低的银行利差收入进一步冲击了银行自身经营。为了维护银行业稳定运营，美国国会在20世纪80年代中期果断决定放开银行参与证券业务的法律限制。银行业务经营结构的调整和盈利能力的增强为利率市场化改革成果的维护和进一步推进打下了坚实基础。

最后，金融市场基础架构要不断完善。在改革过程中，要充分认识到利率市场化的最终目的不是简单地放开利率管制，而是要让市场主体具备资金自由定价的能力，进而促进资源有效配置、经济高质量增长。因此，一个成熟的金融市场是利率完全自由化的重要前提。伴随着利率管制的逐步放开，一方面不可忽视对商业银行利率定价、风险管理、公司治理等各方面能力的培养；另一方面要高度重视市场基准利率体系的形成和完善。美日韩等渐进式改革国家通过“时间换空间”的方式，在较长时间内逐步形成了适合自身国情的基准利率体系，进而为利率完全市场化提供了定价基准。而阿根廷和智利则急于求成，在未形成基准利率的前提下完全放开管制，最终导致了金融市场的混乱。另外，作为市场基础架构的重要组成部分，金

融监管政策也需要积极跟进，根据新形势新情况做出适当调整和完善，使改革过程中的系统性金融风险降到最低水平。

二、利率市场化后金融发展的国际经验

虽然各国改革模式有“渐进”和“激进”之别，但各国在利率市场化之后出现的经济金融现象则存在较大的共性。以下我们将从微观的银行发展和宏观的金融运行两个层面，进一步研究分析利率市场化对一国金融发展可能产生的影响，以期为中国利率市场化改革提供有益的镜鉴。

（一）微观层面的银行发展

1. 利率水平先升后降，存贷利差则先降后升

伴随着利率市场化，多数国家的存贷利率经历了从上升到回落的过程。由于改革之前利率长期处于管制状态，因此多数均低于市场均衡水平。一旦取消管制，利率将在资金供求力量推动下出现不同程度的上升。

在我们的研究样本中，渐进式改革模式的美日韩三国随着利率管制逐渐放开，存贷款利率在改革进程中都经历了一个比较缓和的上升过程。例如，美国在放松管制初期利率出现较大幅度上涨。联邦基金利率从1977年初开始就不断上涨，到1981年7月22日达到历史最高水平的22.36%，至今尚未超越。存贷款利率也出现明显上扬（见图1）。1978年存贷款名义利率分别为8.2%和9.06%，以后逐步上升，在1981年达到15.91%和18.87%的高峰，同期存贷款实际利率也从1978年的0.6%和1.46%，上升到1981年的5.61%和8.57%，然后才开始回落并趋于稳定。^[1]

韩国在利率市场化改革之前，存贷款名义利率均保持在较为稳定的水平。随着1996年利率管制的完全放开，存贷款利率短期内出现了较为明显的上扬，分别从1996年的7.5%和8.84%上升到1998年的13.28%和15.28%，然后经历了一个逐步回落的过程（见图2）。日本的情况则较为特殊，在利率市场化改革初期，存贷利率也经历了一个小幅度上升的过程（1987—1991年），但由于之后宏观经济严重萧条和资金态势长期宽松，利率水平出现持续走低的局面（见图3）。

相比较渐进式改革国家的利率变化，阿根廷和智利等实行激进式改革的经济体，利率上升幅度更大，波动也更为剧烈，出现了所谓的“利率超调”现象。例如，阿根廷在改革结束初期名义存款利率为115%，实际存款利率为-61%，但是到

[1] 各国的经济金融数据均来自世界银行WDI数据库和国际货币基金组织IFS数据库，特殊注明除外。

1981年名义存款利率为157%，实际存款利率则剧升为53%。智利在1976—1982年期间，存款实际平均利率也高达32%。但随着之后通货膨胀的恶性加剧，两国实际存款利率又出现大幅下降。

在存贷款利率调整同时，各国存贷利差也出现波动，大致经历了一个先降后升的过程。美国自1980年全面推进利率市场化改革以来，存贷款利率差就出现持续下滑的趋势，到改革结束的后一年，即1987年达到阶段低点，仅为1.34%。在那之后，存贷利率差才逐渐回升，在改革结束5年后才大致回升到利率完全市场化之前的平均水平。日本在1994年利率完全市场化之后不久，存贷利率差就出现缩窄，并且这种趋势持续了近10年，其与日本国内经济持续不景气有关。韩国的情况则与美国比较相似，存贷利率差在利率市场化之后出现明显波动，3年后降至阶段最低点0.61%，随后才出现回升。

一般来说，在利率管制放松之后，金融发展程度较高的国家往往会出现存贷款利率上升但利差缩小的现象。但是，以阿根廷和智利为代表的部分激进式改革国家，由于国内宏观经济不稳定和金融市场不发达，金融机构处于寡头垄断地位，进而导致改革之后利差波动较大，一度出现存贷利率差持续扩大的局面。

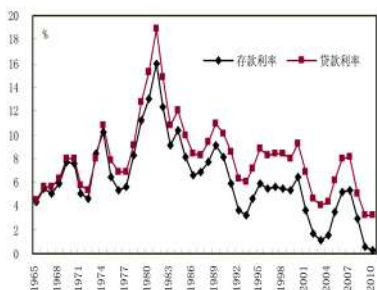


图1 美国的存贷款利率变动趋势

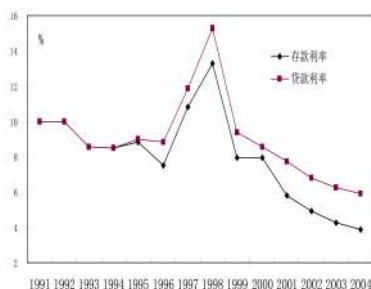


图2 韩国的存贷款利率变动趋势

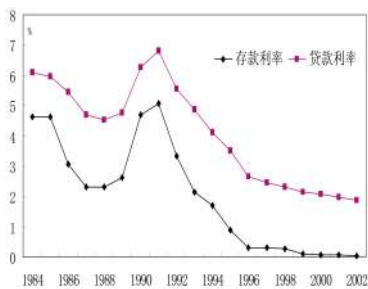


图3 日本的存贷款利率变动趋势

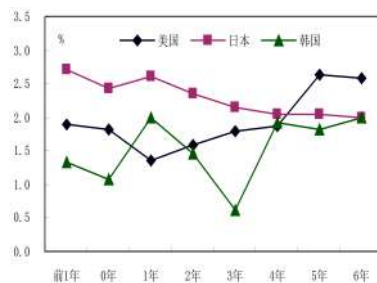


图4 各国利率市场化前后的存贷利率差

数据来源：世界银行WDI数据库、国际货币基金组织IFS数据库。其中0年为利率完全放开当年；开放前为-t年，开放后为t年（t=1, 2, …, 6）。

2. 行业经营风险陡增，中小银行出现倒闭潮

在利率市场化推进过程中，商业银行业的经营风险不断增加。一是贷款利率上升导致逆向选择和道德风险加剧。利率市场化在一定时间内将导致贷款利率升高。面对新的资金价格，部分优质的风险规避型客户将退出市场寻求其他可替代融资渠道，而留在市场上的则是高风险的借款人。随着高风险借款企业后期的破产倒闭，银行贷款质量出现急剧下降。例如，1974年智利的金融机构贷款拖欠占比不足2%，但到1980年则上升至9%以上。

另外，利率市场化将严重挤压中小型金融机构的生存空间。事实上，利率管制一定程度上保护了定价能力和风险管理能力较弱的金融机构。一旦取消利率管制，部分信用程度较低的中小型金融机构与大型商业银行的差距就凸显出来。为了生存的需要，中小金融机构一方面不得不以比同业更高的存款利率和更低的贷款利率吸引客户，最终导致成本上升，收益减少；另一方面，中小金融机构由于之前资金来源的成本高，因此其更倾向于将贷款资源投放给高风险、高收益的客户，由此导致不良贷款率上升。随着问题不断积累，竞争力弱的金融机构将逐渐被边缘化，甚至被淘汰出市场。

在研究美国过往倒闭和救援银行的变化趋势后，我们发现，1980年——美国正式推进利率市场化的年份——成为美国银行业格局变迁的重要分水岭之一。在此之前，美国的利率市场化尚未正式推进，美国每年国内银行倒闭的数量基本都在20家以下。但是，伴随着利率市场化改革的全面展开，美国国内每年倒闭的和接受美国联邦存款保险公司（FDIC）救援的银行数量较以前明显增多，并出现逐年上升态势（见图5）。其中比较著名的就是这段时间爆发的“美国储贷协会危机”。由于“短存长贷”的资产负债结构，以储蓄贷款协会为代表的中小金融机构在日益恶化的宏观环境和不断上升的存贷利率冲击下，筹资成本大幅上升，出现利率倒挂，进而导致经营状况日益恶化，行业危机态势显现。据美国联邦存款保险公司统计，到1989年，美国当年倒闭银行数量高达531家，创历史之最。

而日本20世纪90年代金融机构倒闭事件则较为复杂，是泡沫经济后遗症、宏观政策失误与利率市场化改革等诸多因素交互作用的结果。20世纪90年代初，日本的资产泡沫破灭。为了促进经济增长和化解银行不良债权，日本政府开始实行低利率的宽松货币政策。但是在经济缺乏新增长点的背景下，过度宽松的流动性并未使日本银行业实现贷款的有效投放和利润的快速增长，反而在利率市场化的作用下导致同业竞争加剧，使部分病态金融机构的经营业绩进一步恶化。1994年以后，先是东京协和、安全两个信用组合破产，紧接着宇宙信用金库因经营不善宣告破产，木津信用金库、兵库银行、大阪信用组合、北海道拓殖银行等中小银行相继倒闭。

另外，银行业不良债权大量出现，1995年8月穆迪对日本50家银行的信用评级无一获得A级，C级以上也仅4家银行。^[1]

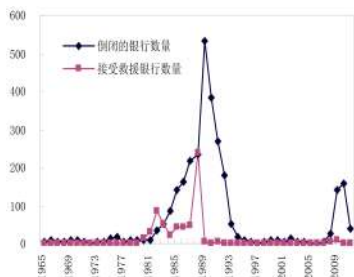


图5 美国倒闭和接受救援的银行数量

数据来源：美国联邦存款保险公司。



图6 美国银行业非利息收入

3. 银行经营策略调整，非息收入成新增长点

伴随着利率市场化的逐步推进，商业银行积极调整经营策略，不断提高自身竞争力，以应对日益激烈的市场竞争。一方面，调整收入结构，提高非利息收入比重，以对冲息差缩窄对银行业务的冲击。例如，美国银行业在20世纪80年代初推进利率市场化改革之后，银行利息收入不断减少，而非利息收入在1979—1989年间则保持了16.4%的年均增长率，非利息收入占比则由1979年的18.28%迅速上升到1989年的31.27%（见图6）。总结美国银行业收入结构实现成功转型的原因，一是银行自身的经营努力，二是得益于政府监管政策的大力支持。例如，美联储在1987年允许几家大银行参与证券业务，而1989年则进一步允许银行通过附属机构在商业票据、公司债和抵押债券等方面从事承销和交易活动。

另一方面，积极改变发展模式，尝试通过兼并收购等方式做大做强。利率市场化打破了原有的利益格局，商业银行在各国政府政策的引导下积极开拓新局面。例如，日本在1996年完成利率市场化，同年3月28日，东京银行与三菱银行就宣布合并成立东京三菱银行，以通过国际业务和国内业务的互补发展提高自身竞争力。1998年4月，日本政府实施新的《外汇法》和《银行法》，并在当年12月1日将投资信托柜台业务全面解禁，进而推动了日本银行业新一轮的合并重组。美国在1986年完成利率市场化改革之后，随着政府有关银行并购法律的松动，也出现了一波以区域中小银行为主的银行并购潮。受联邦存款保险公司保险的美国商业银行数量由1986年之前的14000家左右迅速减少到1996年的9510家，美国银行业集中程度显著

[1] 参见潘功胜等：《国际大型银行成长之路》，中国金融出版社2008年版，第100页。

提高。^[1]

（二）宏观层面的金融运行

1. 货币信贷投放扩张，物价总水平波动加剧

在利率管制逐渐放松之后，各国由于利率水平的上扬，利差缩小，一定程度上刺激了银行扩大贷款投放，进而导致信用总量出现扩张。数据表明，利率市场化过程中信用总量的增速都高于其前后较长一个时期的增速。例如，美国在1980—1986年间货币供应量平均增速为10.2%，高于1980—1992年平均增速3.14个百分点。日本在1988—1994年间M₂平均增速为6.34%，高于1988—2000年M₂平均增速1.31个百分点。韩国则是在1997年利率完全市场化之后，M₂出现爆发式增长，增速从14.1%上升到1999年的27.4%。阿根廷和智利由于宏观经济不稳定，在利率市场化前后几年出现了货币供应失控现象，M₂年均增速高达200%以上。与此同时，各国M₂占GDP的比重出现上升，经济货币化程度明显提高（见表1）。

表1 各国利率市场化前后M₂占GDP的比重

	-6年	-5年	-4年	-3年	-2年	-1年	0年	1年	2年	3年	4年	5年	6年
美国	68.3	67.8	72.4	72.7	72.2	74.2	76.4	76.7	75.1	74.1	72.8	72.0	68.5
日本	180.7	184.6	186.5	186.1	189.3	195.1	201.1	206.4	210.0	215.5	229.7	239.9	242.2
韩国	33.7	34.9	35.9	36.1	36.0	37.0	38.9	47.7	55.5	61.5	67.6	68.5	69.9
阿根廷	17.3	16.7	18.3	21.5	15.5	11.6	14.7	16.8	17.4	19.0	19.3	14.9	12.6
智利	11.6	12.1	17.3	21.7	16.9	8.7	9.1	12.4	13.9	16.0	18.8	22.9	26.8

数据来源：世界银行WDI数据库，其中0年为利率市场化当年；开放前为-t年，开放后为t年（t=1, 2, …, 6）。

当利率市场化导致的过量货币信贷投放与外围市场大宗商品价格波动等因素相互交织的时候，一国国内物价总水平就容易出现大幅波动，部分国家甚至出现非常严重的通货膨胀。以美国为例，20世纪80年代初美国加速推进利率市场化，M₂出现快速增长；在此期间全球爆发石油危机，油价迅速上涨。内外双重因素冲击导致美国年度通货膨胀率在1981年最高攀升至9.4%的水平。南美的阿根廷和智利由于实行激进式金融改革，货币投放失控现象更加严重，再加上当时外围国际大宗商品市场动荡，两国在改革完成前后均出现了恶性通货膨胀。

[1] 数据来源：美国联邦存款保险公司，<http://www.fdic.gov/>。

2. 汇率升值趋势明显，资本流动暗藏危机

利率市场化带来利率上扬，一定程度上吸引了套利的境外资本持续流入，再加上汇率改革的推进，各国本币升值的现象非常明显。除美国外，我们研究样本的各国货币在这一时期均出现较大幅度升值。其中，日本汇率升值幅度最大。从1984年到1994年的十年间，日元兑美元升值幅度为57%。韩国在第一次利率改革时期也出现汇率大幅升值，从1986年到1989年韩元对美元升值达23.8%。拉美国家在完成利率市场化之后，由于外资流入过多，汇率出现严重高估的情况。1979—1982年上半年，智利外资流入两年内翻了两番，比索大约升值25%。但是，过分脱离经济基本面的汇率高估局面最终不能维持，一段时间之后这些国家的汇率大幅贬值，外资大量流出，引发了20世纪80年代以智利、阿根廷为代表的拉美债务危机。

三、对中国的若干经验启示

“渐进”和“激进”两类改革模式的成败经历为中国利率市场化路径选择提供了有益的启示，积极总结这些国家利率市场化前后金融发展的相关经验，将有益于我们提前研判中国在利率市场化改革过程中可能出现的新情况新问题，并做好有效应对。

第一，渐进式改革是中国利率市场化的理性选择。各国利率市场化的经验告诉我们，渐进式改革模式是符合中国经济金融基本国情的理性选择。当前中国经济的特征与利率市场化之前的美日韩等国具有较大相似之处。一方面，通货膨胀率高企和市场利率攀升，“负利率”现象日益严重；另一方面，“金融脱媒”对银行传统业务模式提出严峻挑战。人民币贷款占社会融资总量的比重已经由10年前的92%降至2011年上半年的53.7%^[1]，而高收益理财产品的快速发展则导致大量资金从银行表内流出。据有关统计，2011年上半年中国理财产品发行规模高达3.57万亿元人民币，已相当于同期存款余额的4.5%^[2]。因此，从保护存款人利益和促进银行转型发展角度看，加快推进利率市场化迫在眉睫。但是，美日韩等国长达16年的改革经历告诉我们，利率市场化不是一蹴而就，而是循序渐进的过程。从市场主体看，国有企业作为主要资金需求方，对其的资金硬约束仍需进一步增强；而作为资金供给

[1] 参见中国人民银行发布的《2011年上半年社会融资规模统计数据报告》和盛松成撰写的《社会融资总量的内涵和实践意义》，中国人民银行网站，2011年。

[2] 参见中国人民银行：《2011年第二季度中国货币政策执行报告》，www.pbc.gov.cn，2011年8月12日。

方的商业银行，公司治理机制等仍需进一步完善。培育经济主体的市场观念和市场行为，加强和完善金融市场的基础制度建设，都将是一个长期的过程。因此只有做到改革循序渐进，才能有效应对利率市场化过程中不断出现的新情况新问题。

第二，金融制度创新是利率市场化的有力保障。在推进利率市场化改革的进程中，要加强金融改革总体设计，鼓励金融制度创新，重点解决金融发展中的体制性障碍和深层次矛盾，全面推进利率市场化与经济社会的协调发展。我们认为，利率市场化改革的有效推进依赖于两大制度保障：一是存款保险制度。利率市场化在资金定价市场化的同时将实现定价主体行为的市场化，必将会有部分金融机构退出市场。由于银行破产倒闭涉及到广大储户的根本利益，因此由政府主导构建存款保险制度的紧迫性和必要性就大大增强。二是要统筹协调利率市场化与汇率改革的关系。从国际经验看，利率市场化改革在先，汇率市场化改革在后，可以较好地规避国际资本对国内金融市场的冲击。

第三，货币政策框架调整是金融改革的重要内容。在利率管制完全放开之后，由于市场利率将成为资金供求的决定变量，因此中国目前以货币供应量（ M_2 ）为中间目标的政策调控框架将会调整。一是市场化利率将成为新的中间目标。在美国等利率完全市场化的国家，市场利率是反映市场资金稀缺程度的指示灯。货币当局的政策调控将重点追踪市场利率的变化趋势，维护市场资金平衡。二是货币政策工具将有重大调整。利率、汇率等价格型工具将取代货币供应量、存款准备金率等数量型工具成为主要政策手段。在调控过程中，货币市场将成为中央银行实现政策目标的主要场所。

第四，经营转型是商业银行发展的内在要求。由于目前较高的存贷利差水平，一旦利率管制完全放开，中国银行业必将出现存贷利差缩窄的问题。与这个过程相伴随的则是银行业痛苦的转型和变革过程。一方面，部分资金定价能力弱、风险管理能力差的中小型银行，可能会在激烈的市场竞争中逐渐边缘化，甚至被淘汰。另一方面，多数银行为了谋求更好的生存和发展，将根据形势变化调整经营策略，逐步实施以非息收入为导向的综合化经营战略。银行业转型和变革的进程也是银行业格局重构的过程。值得指出的是，监管当局要把握好改革和监管的进度和力度，保障银行业稳健经营和金融市场平稳运行，促进国民经济健康可持续发展。▲

according to the Pension Act 2004. According to the Pension Act 2008, since October 2012, all employees will have to be automatically enrolled (mandatory in effect) into a qualified pension scheme and pension funds of the second and third categories could be included in the National Employment Savings Trust, whose annual management fee will be as low as 0.3%. Drawing on UK's experience and based on its own Social Insurance Law, China can better regulate pension investment activities to expand the pension pool through shifting the focus to changing the "one child" policy and accelerating the legislation process regarding pension fund supervision and the management of individual pension account investment.

Underground Banking in China's Border Areas: Yunnan's Case

Ding Wenli, Li Yan & You Sutao

123

Underground banking mainly involves mobile private exchange, street currency exchange and underground private banking, which differ in the size and type of their operation, in the Yunnan-Vietnam and Yunnan-Myanmar border areas. Underground banking is most typical and prevalent in the China-Myanmar border area in Ruili city of Yunnan province. Underground banking transactions are generally hard to detect and involve complex market players. While it is understandable for such banking activities to exist in some regions where normal financing channels are adequate, they have posed serious risks to financial security.

Gradualist Reform: China's Rational Option for Interest Rate Liberalization — International Experiences for China

Hu Xinzhi & Yuan Jiang

132

The 12th Five-Year Plan (2011–2015) has included interest rate liberalization in the country's blueprint to step up its financial system reform. This article compares the paths, gains and losses of gradualist interest rate liberalization and those of a radical mode and analyzes major changes in the banking sector and the overall financial operation of relevant countries after they adopted interest rate liberalization reforms. Their experiences provide valuable lessons for China in terms of choice of reform path, financial institution innovation, adjustment of monetary policy and banking sector transformation as it pursues interest rate liberalization.

China's Role in the Nuclear Issue of the Korean Peninsula: Mediator or Contender?

Xu Jin

146

Since the DPRK announced to retreat from the Six-Party Talks on April 14, 2009, the security situation in the Korean peninsula has intensified, but the second Korean War will not burst out. Although "DPRK collapse" has become a buzzword in the west, the country is set to continue to survive in the coming decade or decades. The DPRK has taken participation in the Six-Party Talks as a bargaining chip for normalization of DPRK-US relations in exchange for abandonment of its nuclear capabilities. If participants of the Six-Party Talks only discuss the issue of DPRK abandonment of nuclear weapons while the US does not take meaningful steps to promote normalization of DPRK-US relations, the DPRK has to choose to retreat from the talks. The preconditions set by the US, ROK and Japan, which will prove hard to fulfill, will hinder the resumption of the Six-Party Talks. China's role as a neutral mediator actually reduces its influence on the nuclear issue of North Korea. The history of China's involvement in the peninsular affairs since 1950 shows that it could not become a neutralist; instead, it should better stand by the DPRK and play a strong role of a contender in the Korean Peninsula.