

第四章 利息与利率

学习目标

(一) 知识目标

- 了解利息的本质,掌握利息的来源;
- 掌握利率的概念及其分类,熟悉各种利率的特点;
- 熟悉各种利率决定理论;
- 能把握利率风险因素的一般规律和利率市场化规律。

(二) 技能目标

- 能够结合实际分析、辨别各种利息与利率的特点;
- 根据各种利率的特点,选择合理的储蓄与债券等理财方式。

利息和利率是货币金融理论中的重要组成部分。利息是在信用活动基础上产生的经济范畴,但在现代经济中,利率既是连接货币因素与实际经济因素的中介变量,也是调节经济活动的重要杠杆,从而有着比利息更为重要的意义。本章主要阐述利息的来源、本质及其计量,利率的概念、种类以及利率的决定理论和利率市场化问题。

第一节 利息概述

在现代经济中,利息既是在信用基础上产生的一个经济范畴,同时又构成了信用关系成立的前提条件,利息的存在使信用关系得以产生、发展和壮大。由于借贷行为的出现,不从事经营活动的资本所有者可以通过在一段时期内让渡资本的使用权取得一定报酬,而资本需求者则可以通过支付一定报酬来借入资本。这种报酬就是利息。因此,利息是借者支付给贷者的使用其资金的代价。关于利息来源的学说有很多,这里仅简要介绍西方经济学和马克思的利息学说。

一、利息的来源

1. 西方经济学的观点

古典政治经济学派从借贷与分配关系出发,分两个角度进行研究。其中,威廉·配弟(William Petty)、约翰·洛克(John Locke)、达德利·诺思(Dudley North)等人认为利息是与借贷资本相联系的一个经济范畴,并从借贷货币资本的表面运动来分析利息的来源和本

质。而自马歇尔开始,对利息的研究则倾向于对利息来源的分析,认为利息是与分配理论相联系的一个范畴,利息是社会总收入的一部分,是资本所有者的报酬。

与古典政治经济学派不同,近现代西方经济学家主要从资本的范畴、人的主观意愿和心理活动等角度研究利息的来源与本质,提出了众多的学说。洛克认为,利息是因为贷款人承担了风险而获得的报酬。诺思则说,利息不过是资本的租金。约瑟夫·马西(Joseph Massie)认为,贷款人所贷出的只是货币资本的使用价值。纳索·西尼尔(Nassau W. Senior)认为,利息是借贷资本家节欲的报酬。阿尔弗雷德·马歇尔(Alfred Marshall)认为,利息——从贷者来看是等待的报酬,从借者来看是使用资本的代价。约翰·克拉克(John B. Clark)认为,利息来源于资本的边际生产力。欧根·庞巴维克(Eugen Bohm-Bawerk)认为,利息是未来财富对现在财富的时间贴水。欧文·费雪(Irving Fisher)认为,利息是由供给方自愿延迟消费的倾向和投资机会或资本的边际生产率两个因素共同决定的。

2. 马克思的政治经济学的观点

马克思的政治经济学在批判地继承古典经济学派的利息理论的基础上,建立起了科学的利息理论体系,从而正确、全面地揭示了利息的产生和性质。马克思认为,货币的资本性是利息产生的直接原因,资本所有权与使用权的分离是利息产生的经济基础,收付利息成为协调职能资本与借贷之间的对立关系必不可少的条件。利息性质理论是马克思利息理论的核心内容。对于利息的性质,马克思分别从利息的来源、利息与社会财富、利息与资本价格等三个方面进行了考察。马克思认为,利息的性质决定于利息的来源。借贷资本的利息来源于利润,是生产过程中工人所创造剩余价值的一部分,是通过借贷资本收取报酬的形式而占有的一部分利润,它反映了资本对雇佣劳动的剥削关系。

二、利息的本质

利息的本质是什么,这是一个争论已久的问题。在理论上对利息本质的论述有很多观点,概括起来可以分为两大类:一类是西方经济学对利息本质的论述;另一类是马克思对利息本质的论述。

1. 西方经济学家的观点

西方经济学家的代表人物主要有威廉·配弟和亚当·斯密。威廉·配弟认为,货币持有人贷出货币就等于放弃了用这笔货币购置土地而能获得的地租,所以它应该获得相应的补偿。因此利息同地租一样公道、合理,符合自然规律。亚当·斯密认为,利息的来源有两个:一是当借款用作资本时,利息来源于利润;二是当借款用于消费时,利息来源于别的收入,如地租等。约翰·凯恩斯(John M. Keynes)认为,利息实质上是现金资产持有者因保持流动性而付出的代价,或其他金融资产持有者放弃流动性而获得的报偿。

现代西方经济学中最具代表性的利息理论是庞巴维克的时差利息学说,它承袭了古典经济学关于流动偏好的理论。这种观点认为:现时的物品通常要比同一数量的同一类未来物品更有价值。于是,在现在物品与未来物品之间会有一个价值差。利息就是由这种价值差产生的。对于消费者而言,如果其选择推迟消费,而不是即期消费,那么只能推迟其享受。如果消费者作出了推迟消费的决策,就必须使它在未来消费中除了能消费当前的商品外,还要有升水,即还要有额外的消费。这个额外的消费,就是消费者暂时让渡某一商品或货币给

他带来的利息。

总之,西方经济学认为,利息在本质上就是对放弃货币的机会成本的补偿。

2. 马克思的观点

马克思对利息有着深刻的分析。马克思的劳动价值论认为,一切价值都是劳动创造的,节欲、等待、对货币时间价值的主观评价以及资本本身,都不会使价值增大。货币如果不是参加资本的运动,而是被贮藏或购买生活消费品就不可能有货币的增值。针对资本主义经济中的利息,马克思指出:“贷出方和借入方双方都是把同一货币额作为资本支出的。但只有在后者手中才执行资本的职能。同一货币作为资本对两个人来说取得了双重的存在,这并不会使利润增加一倍。之所以能被双方都作为资本执行职能,只是由于利润的分割。其中属于贷出者的那部分叫做利息。”由于利润是剩余产品的价值形态,因此利息来源于剩余产品。需要指出的是,利息以利润为前提,是指以平均利润为前提,而不是以个别企业的利润为前提。可见,利息的实质是利润的一部分,是剩余价值的特殊转化形式。



小案例

一则减免贷款表外利息案例^①

一、参与者

本案例涉及三个参与者:A为某国有银行分支机构,B为某大型国有企业,C为某上市公司。B企业在A行有1.05亿元贷款,共欠息1.77亿元,其中表内0.07亿元,表外1.7亿元。B企业连年亏损,早已资不抵债,无力偿还贷款本息。C上市公司欲收购B企业,愿意代替B企业偿还在A行的部分贷款,条件是A行对该笔贷款的欠息进行减免。

二、谈判的可能结果

A、B、C三方进行谈判,谈判的结果有以下两种可能:

结果一:谈判失败,B企业继续欠A行贷款本息共2.82亿元,并且每年再增加新产生的2200万元利息。A行贷款本息没有收回,每年账面增加2200万元欠息。C上市公司因为B企业的庞大债务,不愿并购。B企业的债务包袱逐年增加,改善经营状况的可能性越来越小,同时,可用于偿还A行贷款本息的资产价值也越来越小。

结果二:谈判成功,A行对贷款表外欠息1.7亿元进行减免,C上市公司代替B企业偿还贷款本金1.05亿元,偿还表内利息0.07亿元。B企业卸下债务包袱,与C公司进行资产重组。A行清掉一个欠贷款本息共2.82亿元的不良大户。

但是,实行结果二的前提条件是:国家必须有对贷款表外利息进行减免的政策,否则就是违规。

三、理性的选择

从银行的角度出发,在结果一中银行有一个不断增加的账面资产,但并无实际的收益,而且这个账面资产的实际价值将会在无形中被慢慢销蚀。在结果二中,银行使得不

^① 胡海龙:《从一则减免贷款表外利息案例看化解国有银行不良贷款中的政策创新》,载《西安金融》,2003(4):37-38页。

良资产在最大程度上得以变现,是银行的理性选择。从国家的角度,提供减免贷款表外利息的政策,使得 A、B、C 三方受益,是一种“帕累托”改进的政策。

目前,我国化解国有银行不良贷款正处在第一阶段快要结束、第二阶段即将开始的阶段。在前一阶段,国有银行在化解不良贷款的压力下,运用上门催收、法律诉讼等清收方式取得了一定成果,但是这种方式的边际效应正在不断降低,国家已经试探性地出台了一些政策,如减免表外利息政策,来推动不良贷款化解工作进入新的阶段。

三、利息的计算

(一) 单利和复利

利息在计算中有两种基本的方法:单利法和复利法。

1. 单利法

单利是指仅以本金为基数计算利息,所生利息不加入本金计算下期利息。在单利计息的情况下,利息与时间是线性关系。其公式如下:

$$I = P \times r \times n \quad (4-1)$$

$$F = P(1 + r \times n) \quad (4-2)$$

式中, I 为利息额; P 为本金; r 为利率; n 为借贷期限; F 为计息期末的本利和。

【例 4-1】 一笔为期 3 年,年利率为 10% 的 10 万元贷款,利息额为:

$$I = 100\,000 \times 10\% \times 3 = 30\,000 \text{ 元}$$

本利和为:

$$F = 100\,000 \times (1 + 3 \times 10\%) = 130\,000 \text{ 元}$$

2. 复利法

复利法俗称利滚利、驴打滚,是指将本金每期所得到的利息加入本金,在下期再计算利息,即利息本金化。由于企业投资一般涉及固定资产的购置与扩大,要经过许多年才能回收贷款,所以复利的使用十分普遍。复利的计算公式为:

$$I = P \times [(1 + r)^n - 1] \quad (4-3)$$

$$F = P \times (1 + r)^n \quad (4-4)$$

【例 4-2】 一笔为期 3 年,年利率为 10% 的 10 万元贷款,利息额为:

$$I = 100\,000 \times [(1 + 10\%)^3 - 1] = 33\,100 \text{ 元}$$

本利和为:

$$F = 100\,000 \times (1 + 10\%)^3 = 133\,100 \text{ 元}$$

采用复利法按照一定的利率,可以计算出一笔本金(现值)在若干年以后的本利和(终值)。

同样条件下,用单利法计算的利息少于用复利法计算的利息。从理论上说,复利法克服了单利法的缺点,反映了货币运动的客观规律,能完全体现货币的时间价值。因此在实际操作过程中,主要采用复利法计算货币的实际价值。

(二) 终值与现值的计算

终值的计算是把任何较早时间的价值换算成以后某一时间将来值(一笔总的或一系列

的价值),即将借贷期限中较早年份发生的货币金额换算成将来某一年份的货币金额。现值的计算则是把将来的货币值(一笔总的或一系列的价值)换算成现在值,即将借贷期限中以后年份发生的货币换算成现在值,即本金。

在进行上述换算中,将来值和现在值之间的差额即利息。因此,这三者之间的关系可简单地用下列两个公式来表示:

$$\text{现在值} + \text{利息} = \text{将来值} \quad (4-5)$$

$$\text{将来值} - \text{利息} = \text{现在值} \quad (4-6)$$

把现在值(又称现值)加上利息就可以转换成将来值(又称终值)。所以,现值和终值的换算,实质上讲的就是对利息的计算,而且一般用复利方法来进行计算。

1. 终值

终值又称复利值,就是若干期(一期一般指1年)后包括本金和利息在内的未来价值,也称本利和。终值的计算公式为:

$$FV = P(1+r)^n \quad (4-7)$$

式中, FV 为终值。

2. 现值

复利现值就是按照复利方式计算以后若干期一定数量资金现在的价值。现值的计算公式为:

$$PV = FV/(1+r)^n \quad (4-8)$$

式中, PV 为现值。

(三) 银行贴现

需要说明的是,这里仅仅简单比较银行贴现同现值计算的差异。在商业银行票据贴现业务中,贴现的计算和上述现值的计算有很大不同。

银行贴现是用单利法以期满偿还金额计算利息。其计算方法如下:

$$\text{现值} = \text{汇票面额} - \text{贴现利息} \quad (4-9)$$

式中,现值又名实付贴现额,即实贷金额;汇票面额是指终值,即期满应还金额。

$$\begin{aligned} \text{贴现利息} &= \text{终值} \times \text{利率} \times \text{时间} \\ &= FV \times r \times n \\ &= \text{汇票面额} \times \text{贴现天数} \times (\text{月贴现率} \div 30) \end{aligned} \quad (4-10)$$

同样运用单利法进行现值计算,则真实的现值计算是以期初实贷金额计算利息。其计算方法如下:

$$\begin{aligned} \text{现值} &= \text{终值} / (1 + \text{利率} \times \text{时间}) \\ &= FV / (1 + r \times n) \end{aligned} \quad (4-11)$$

$$\begin{aligned} \text{贴现所扣利息} &= \text{终值} - \text{现值} \\ &= FV - FV / (1 + r \times n) \\ &= PV \times r \times n \end{aligned} \quad (4-12)$$

(四) 零存整取和整存零取

在储蓄存款业务中,存在两个有广泛用途的计算方式:一种是零存整取,另一种是整存零取。

1. 零存整取

零存整取是每月(每季、半年)按同一金额存入,到约定的期限将本利和一次取出。零存整取实际是一种期初年金现象。如果一个系列现金流量的每期收入相等,则称其为年金。其中,每期期末获得收入的为普通年金(期末年金),每期期初获得收入的为即时年金(期初年金)。

设每年发生的等额款项为 A , F 为期初年金终值,利率为 r ,期数为 n ,则公式推导如下:

$$F = A(1+r) + A(1+r)^2 + \dots + A(1+r)^n$$

根据等比数列求和公式可以得到期初年金终值计算公式为:

$$F = A \left[\frac{(1+r)^{n+1} - 1}{r} - 1 \right] \quad (4-13)$$

【例 4-3】 某公司决定每年年初为每个职员存入养老保险金 1 000 元,年利率为 10%,问第 3 年年末总共可以得到多少钱?

$A = 1\ 000, r = 10\%, n = 3$, 则

$$F = A \left[\frac{(1+r)^{n+1} - 1}{r} - 1 \right] = 1\ 000 \left[\frac{(1+10\%)^{3+1} - 1}{10\%} - 1 \right] = 3641 \text{ 元}$$

2. 整存零取

整存零取是一次存入若干金额的货币,在以后预定的期限内,每年(月、周)提取等额的货币,当达到最后期限的一次提取时,将本利全部取完。整存零取同样是一种年金现象,可按照普通年金现值来计算。

推导年金现值公式和年金现值因数公式的方法为:设 P 代表第 n 年的年金现值之和,年金为 A ,贴现率为 r ,则

第一次年金的现值 $= A/(1+r)$

第二次年金的现值 $= A/(1+r)^2$

.....

第 n 次年金的现值 $= A/(1+r)^n$

现将各期年金现值相加,得年金现值之和:

$$P = A \left[1/(1+r) + 1/(1+r)^2 + \dots + 1/(1+r)^n \right]$$

根据等比数列求和公式可以得出年金现值计算公式:

$$P = A \frac{1 - (1+r)^{-n}}{r} \quad (4-14)$$

【例 4-4】 张某欲在今后三年的每年年末从自己的银行账户上取 1 000 元,最后一次取钱后账上无余额,年利率为 8%,按复利计息,那么张某现在应存多少钱呢?

这是个典型的整存零取问题,可以通过普通年金现值方法进行计算,即

$$\begin{aligned} P &= A \frac{1 - (1+r)^{-n}}{r} \\ &= 1\ 000 \times \frac{1 - (1+8\%)^{-3}}{8\%} = 2\ 577 \text{ 元} \end{aligned}$$

(五) 收益的资本化

利息转化为收益的一般形态的主要作用,在于导致了收益的资本化,即各种有收益的事物,不论是否是一般贷款,甚至也不论它是否是一个资本,都可以通过收益与利率的对比而

倒过来算出它相当于多大资本金额。这就是收益的资本化。

收益的资本化是从本金、收益和利息率关系中套算出来的,一般来说,收益是本金与利率的乘积,可以用公式表示为:

$$B = P \times r \quad (4-15)$$

式中, B 为收益。

同样地,在已知 B 和 r 时,可以求出 P :

$$P = B/r \quad (4-16)$$

收益资本化是商品经济中的规律,只要利息成为收益的一般形态,这一规律就发挥作用。在我国市场经济发展过程中,这一规律日益显示出重要作用。例如,土地的买卖和长期租用、工资体系的相对调整,以及有价证券的买卖活动中价格的形成等,都是这一规律作用的结果。随着市场经济的进一步发展,资本化规律的作用会日益深化。



资料卡

人力资本收益的生息模式^①

人力资本收益的生息模式一般表现为以固定回报为基础的薪酬制度。它是建立在资本契约理论基础上的人力资本交易模式,它承认人力资本的价值增值能力以及作为资本的收益权,不同质量和价值的人力资本按照市场租金率而取得不同数额的租金,实现人力资本的有效配置。人力资本收益的生息模式与传统工资制度的本质区别在于:人力资本租金在资本获利动机和市场机制作用下生成,包含人力资本价值增值在内的固定回报;而传统的工资制度建立在劳动力是商品(资本主义经济)或劳动力是社会公共资源(社会主义计划经济)的理论基础上,工资只是对劳动力价值的补偿或部分补偿,劳动力产生的价值增值被物力资本所有者剥夺或被社会无偿占有。

生息模式下的人力资本交易建立在人力资本所有者理性预期的基础上,人力资本市场均衡租金率、人力资本所有者的价值偏好和人力资本质量是交易选择的重要依据。人力资本租金由单一的固定货币租金逐步过渡到包含浮动租金、社会福利、社会保险、成就感、荣誉感、安全感和闲暇等可用货币衡量的综合租金,综合租金的参照物是市场竞争产生的人力资本均衡租金率,综合租金可以被人力资本所有者稳定地预期。员工持股制度、股票期权、管理层持股、利润分享制度、虚拟股票等方法是人资本生息模式的创新形式,这些薪酬制度的实质是“基本租金+浮动租金”。其中,基本租金是人力资本租金的主体部分,浮动租金则以上述不同的方式把员工的福利与企业的收益联系起来,以激励特定管理者、技术人员和其他员工的工作潜能的发挥。

第二节 利率的定义及其种类

利率是金融学中一个十分重要的范畴,利率政策也是货币当局的重要调控手段之一。

^① 石邦宏、戴义连:《教师聘任制度中的收益资本化趋势》,载《中国教师》,2007(52):9-10页。

一般来说,一个经济体系中市场越发达、金融资产越丰富、微观经济主体的独立权益越受保护,利率发挥作用的余地就越大。

一、利率的定义

利率(interest rates),就其表现形式来说,是指一定时期内利息额同借贷资本总额的比率。利率是单位货币在单位时间内的利息水平,表明利息的多少。多年来,经济学家一直在致力于寻找一套能够完全解释利率结构和变化的理论,古典经济学派认为,利率是资本的价格,而资本的供给和需求决定利率的变化;凯恩斯则把利率看做是“使用货币的代价”。马克思认为,利率是剩余价值的一部分,是借贷资本家参与剩余价值分配的一种表现形式。利率通常由国家的中央银行控制,在美国由美国联邦储备委员会管理。现在,所有国家的政府都把利率作为宏观经济调控的重要工具之一。当经济过热、通货膨胀率上升时,政府便提高利率、收紧信贷;当过热的经济和通货膨胀得到控制时,政府便会把利率适当地调低。因此,利率是重要的基本经济因素之一。

二、利率的种类

(一) 按照利率的时间期限划分

根据计算利息的时间期限不同,利率可以分为年利率、月利率和日利率。年利率是以年为单位计算利息,月利率是以月为单位计算利息,日利率是以日为单位计算利息。通常情况下,年利率以本金的百分之几表示,月利率按本金的千分之几来表示,日利率则是按本金的万分之几来表示。例如,对于同样一笔金额的贷款,其年利率为 7.2%,也可以用月利率 6% 表示;若每月按 30 天计算,日利率应为万分之二。

(二) 按照利率的决定方式划分

按照利率的决定方式不同,利率可以分为官方利率、公定利率和市场利率。

(1) 官方利率。官方利率是一个国家货币管理部门或中央银行所规定的利率。

(2) 公定利率。公定利率是由银行公会确定的各银行成员必须执行的利率,如香港银行公会定期公布并要求银行执行的存贷款利率。官方利率和公定利率在一定程度上反映了非市场的强制力量对利率形成的干预。

(3) 市场利率。市场利率是按照市场规律而自由变动的利率,即由借贷资本的供求关系之间决定,并由借贷双方自由议定的利率。

(三) 按照借贷期内利率是否浮动划分

按照借贷期内利率是否浮动,利率可分为固定利率和浮动利率。

1. 固定利率

固定利率是指利率不随借贷货币资金的供求状况而调整,在整个借贷期间都固定不变。固定利率的最大特点是利率不随市场利率的变化而变化,因而对借贷双方具有简便易行、易于确定成本和收益等优点,是传统采用的利率确定方式。在借款期限较短或市场利率变化不大的条件下,一般采用固定利率。但是由于近几十年来通货膨胀日益普遍且越来越严重,采用固定利率,对借贷双方,尤其是会对进行长期放款的债权人带来巨大的市场利率变化的风险。因此,对于中长期贷款,借贷双方都不愿采用固定利率,而愿意选用浮动利率。

2. 浮动利率

浮动利率又称可变利率,是指一种在借贷期内随市场利率的变化可定期调整的利率。根据借贷双方的协定,由一方在规定的时间内依据某种约定的市场利率对其借贷利率进行调整,一般调整期为半年。例如,欧洲货币市场上的浮动利率,调整期限一般为三个月或半年,调整依据为伦敦银行同业拆借市场的同期利率。根据不同借款种类相对实行的利率在一定范围内上浮或下调是浮动利率的变形,实际上是差别利率的一种形式。实行浮动利率,尽管可以为借贷双方减少损失,但也因手续烦杂、计算依据多样而增加费用开支。因此,浮动利率方式一般多用于三年以上的中长期贷款及国际金融市场。

需要特别说明的是,在实行利率管制的国家,当局允许以官定利率为基准,在规定的范围内上下浮动的利率通常也叫做浮动利率;但是实际上是官定利率的浮动区间,在含义上与国际上通用的浮动利率是有区别的。

(四) 按照利率的地位划分

按照利率的地位不同,利率可以分为基准利率与一般利率。

1. 基准利率

基准利率是指在多种利率并存的条件下起决定作用的利率。当它变动时,其他利率也相应地随之发生变化。因此,了解这种关键性利率水平的变动趋势,也就了解了全部利率体系的变化趋势。基准利率,在西方国家通常是中央银行的再贴现率,在我国主要是中国人民银行对各个金融机构的贷款利率。基准利率具备市场化、基础性、传递性等基本特征。

2. 一般利率

一般利率是指银行等金融机构和金融市场上的各种金融机构根据基准利率和借贷业务的特点而换算出的各种利率。例如,某金融机构规定,给信用等级分别为 AAA 级、AA 级和 A 级的企业发放贷款,其贷款利率应分别在基准利率的基础上增加 1.5%、1.9% 和 2.5%。这样,根据基准利率的水平就可随之确定相应的贷款利率。

可见,基准利率在金融市场上和整个利率体系中处于关键地位,起着决定性作用。基准利率的变化构成了其他利率变化的基础。

(五) 按照信用行为的期限长短划分

按照信用行为的期限长短不同,利率可以分为短期利率和长期利率。

1. 短期利率

短期利率一般是指融资时间在一年以内的利率,包括存款期在一年以内的各种存款利率,贷款期在一年以内的贷款利率和各种有价证券期限在一年以内的利率。

2. 长期利率

长期利率一般是指融资时间在一年以上的利率,包括期限在一年以上的存款、贷款和各种有价证券的利息率。

短期利率与长期利率之中又各有长短不同期限之分。总的来说,时间较长的利率一般高于时间较短的利率。这主要是由于时间越长,不确定性因素越多,债权人遭受损失的风险越大,再加上通货膨胀的发生,只有利率较高才能使贷方避免贷款期间面临的各种风险所招致的损失,所以债权人要求的报酬较高,利率随之增大。但在不同种类的信用行为之间,由于有各种不同的信用条件,不能简单对比。

(六) 按照利率的真实水平划分

按照利率的真实水平不同,利率可以分为名义利率和实际利率。

实际利率是指物价水平不变、货币购买力不变条件下的利息率,在通货膨胀情况下则是剔除通货膨胀因素后的利率;而名义利率则是指没有剔除通货膨胀因素的利率。例如,假定某年度物价没有发生变化,李某从张某那里取得一年期的 100 万元贷款,年利息额为 5 万元,则名义利率与实际利率都是 5%。

但是在实际生活中,物价不变的情况是极为少见的。从 20 世纪 30 年代以来,物价水平不断上涨的通货膨胀局面是一种普遍趋势。在出现通货膨胀时,利率名义上是提高了,但如果从实际购买力考察,利率实际上并没有增加或并没有增加那么多。所以,要想得知实际利率提高与否,必须先剔除通货膨胀率的影响。而在没有发生通货膨胀情况或在金属货币流通条件下,并没有实际利率与名义利率之分,名义利率就是实际利率。

实际利率才是使用资金的真实成本,实际利率的波动将会对货币资金的供求状况以及人们的资产选择行为产生影响。实际利率与名义利率的关系为:

$$1+r=(1+i)(1+p) \quad (4-17)$$

式中, r 为名义利率; i 为实际利率; p 为借贷期内物价水平的变动率,它可能为正,也可能为负。

由式 4-17 可以推算出实际利率的计算公式:

$$i=[(1+r) \div (1+p)]-1 \quad (4-18)$$

这是国际上通用的计算实际利率的公式,能精确地计算出实际利率,一般用于核算成本和实际收益。在连续计算复利的情况下,式 4-18 可以简化为:

$$i=r-p \quad (4-19)$$

当 $r > p$ 时,则 $i > 0$,实际利率为正值,有利息,借贷资金增值;

当 $r = p$ 时,则 $i = 0$,实际利率为零,无利息,借贷资金保值;

当 $r < p$ 时,则 $i < 0$,实际利率为负值,无利息,借贷资金贬值。

这个公式相对简单,一般用于成本和收益的估算以及理论阐述上,它基本上能反映名义利率和实际利率之间的关系。

实际利率为零或负,会给国民经济的发展带来不利的影 响,主要表现为:储蓄者的储蓄愿望将受到打击,银行筹集的货币量将减少;企业争相贷款,加剧社会总供给和总需求的不平衡。

总之,按照不同的标准,利率可以划分成许多种类。例如,按照借贷主体不同,利率可以划分为中央银行利率、商业银行利率、非银行利率;按照利率的作用不同,利率可以划分为优惠利率和差别利率;等等。由于划分标准本身可以是交叉的,因此,一种利率可以同时具备几种性质。各种利率之间及其内部都有一定的联系并相互制约,共同构成一个有机的整体,即利率体系。利率体系就是一国在一定时期内的各种利率的总和。



资料卡

利率作用的分歧

利率是金融领域最重要的经济变量之一,对它的作用,不同时期、不同经济学派观点各异。古典经济理论认为,在完全竞争的资本市场上,不存在利率刚性,自由伸缩的利率机制会使资本供给量等于资本需求量,使储蓄等于投资,资本市场出清;利率与投

资反方向变动,利率与储蓄同方向变动,因此降低利率会引起储蓄向消费和投资的转化,促进社会总需求扩张。其后,著名的经济学家凯恩斯则驳斥了这种观点。在利率与储蓄关系上,他认为利率只对储蓄形式的选择有决定作用,利率的波动只是引起货币需求的变动,而不是直接影响储蓄水平的变动,在消费倾向不变的情况下,直接制约储蓄水平的是收入的大小而不是利率的高低。在利率与投资关系上,凯恩斯提出利率与资本边际效率之比对企业 and 个人的投资决策起决定作用,当资本边际效率不变时,利率上升会导致投资下降,倘若利率上升的同时资本边际效率也上升,并且上升的幅度大于或等于利率上升的幅度,那么高利率就不会抑制投资,只有当利率高于资本边际效率,投资者的赢利动机不能实现时,高利率才能阻碍投资。因此,单纯的利率波动并不能直接引起投资量的增减。

进入 20 世纪 70 年代以后,滞胀的经济形势使与凯恩斯主义对垒的货币主义学派占了上风。该学派认为,货币需求的利率弹性很低,决定货币需求的因素中,永久收入才是最主要的;在判断货币政策的松紧程度时,利率信号常常失真;利率在经济中的作用不重要,它对经济的影响是间接的和微小的,不是影响经济的最主要因素,不能作为经济的主要调节手段。而以罗伯特·卢卡斯(Robert E. Lucas)、托马斯·萨金特(Thomas Sargent)为代表的新的古典宏观学派则更进一步,认为任何被公众预期到的货币政策只会影响价格水平,而不会带来实际产出的增加,也就是说,货币政策是无效的。可见对于利率的作用,理论界看法不一。国内一些学者的研究则表明实际利率不影响我国的社会总需求,如果真是如此,在扩大内需的政策选择中,利率将很难有所作为。

第三节 利率的决定

利率是货币对实际经济发生影响的重要渠道,它的水平直接影响着储蓄和投资,并对宏观经济活动产生广泛而深远的作用。因此,利率水平是怎样决定的,有哪些因素会使它发生变化,是金融理论中一个极其重要的课题。

一、马克思的利率决定论

在马克思的经济学说体系中,利息与利率理论是其重要的组成部分,而马克思的利率理论,是从利息的本质及其来源展开的,指出利息不是产生于货币的自行增值,而是产生于它作为资本的使用。

马克思的利率决定论是以剩余价值在不同资本家之间的分割作为起点的。马克思认为,利息是贷出资本的资本家从借入资本的资本家那里分割来的一部分剩余价值,而利润是剩余价值的转化形式。利息量的多少取决于利润总额。这里所说的利润不是个别企业或某一个行业的利润,而是全社会的平均利润,所以利率的高低也取决于社会的平均利润率。由于利息只是利润的一部分,所以利润就成为利息的最高界限,而社会平均利润率也构成利率的最高界限,利率只是平均利润率的一部分。一般地,利率不能高于或等于平均利润率,否则,借贷资本的需求者就无利可图而不愿借款了。至于利率的

最低界限,从理论上讲,是难以确定的,它取决于职能资本家与借贷资本家之间的竞争,但不管怎样总不会等于零,否则借贷资本家就不会把资本贷出。因此,利率的变化范围在零与社会平均利润率之间。

马克思进一步指出,在平均利润率与零之间,利率的高低取决于两个因素:一是利润率,二是总利润在贷款人和借款人之间进行分配的比例。当平均利润率已定时,利率的变动就取决于平均利润率分割为利息和企业利润的比例,至于比例如何确定,就由借贷双方通过竞争确定。如果总利润在贷款人和借款人之间分割的比例是固定的,则利率随着利润率的变化而成同方向变化。

二、西方经济学的利率决定理论

在西方利率决定理论的发展中,有代表性的主要是指古典经济学的利率决定理论、凯恩斯学派的流动性偏好理论、新古典经济学的可贷资金理论和 IS-LM 利率决定理论。

1. 古典经济学的利率决定理论

古典经济学派利率决定理论的基本内容是:利率决定于资本的供给和需求,这两种力量的均衡决定了利率水平。资本的供给来源于储蓄,而储蓄取决于“时间偏好”、“节欲”、“等待”等因素。在这些因素既定的情况下,利息率越高,储蓄的报酬就越多,结果储蓄就会增加;反之,则减少。储蓄是利率的增函数,资本的需求取决于资本边际生产率和利率的比较。投资在边际生产率一定的条件下,利率越高,投资越少;利率越低,投资越多。因此,投资是利率的减函数。

以上过程用公式表示则为:

$$\text{投资函数: } I = I(r) \quad dI/dr < 0$$

$$\text{储蓄函数: } S = S(r) \quad dS/dr > 0$$

当储蓄等于投资时,则: $I(r) = S(r)$

这个公式决定了社会上的一般利率水平及储蓄和投资的数量。式中的 I 代表投资, S 代表储蓄, r 代表利率。

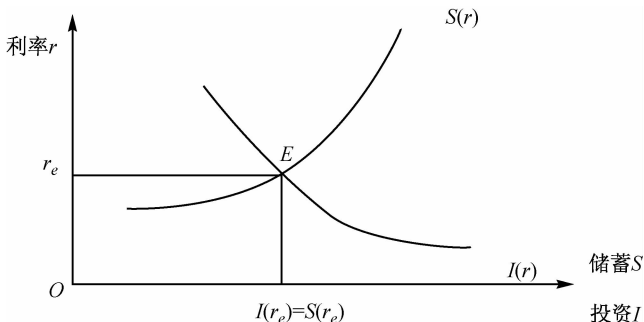


图 4-1 古典利率理论

图 4-1 是古典利率理论的基本模型。按照古典利率理论,储蓄函数 $S(r)$ 与投资函数 $I(r)$ 的交点 E 所决定的利率 r 为均衡利率。古典利率理论被认为是利率决定的一种长期解释,因为它所关注的因素——公众习惯的变化和资本生产率都是长期、变化缓慢的因素。而

在 20 世纪 30 年代,凯恩斯发展了短期利率理论,即流动性偏好理论。

2. 凯恩斯的流动性偏好理论

凯恩斯指出,货币最富有流动性,在任何时候都能转化为资产,而不会遭受损失。利息就是在一定时期内放弃流动性的报酬。利率水平主要取决于货币数量与人们对货币的偏好程度。他假定人们可用来贮藏财富的资产主要有货币和债券两种。因此,经济中的财富总量等于债券的总量和经济中货币总量之和,即等于债券供给量与货币供给量之和。因为人们购买债券的数量要受所拥有的财富总量的影响,所以,人们愿意持有债券和货币的数量也必然等于财富总量。

在其他条件不变的情况下,利率上升,相对于债券来说,货币的预期回报率下降,货币需求减少。按照机会成本的逻辑,货币需求和利率是负相关的。因为持有货币的机会成本就是因为没持有替代资产而牺牲的利息收入,随着债券利率的上升,持有货币的机会成本增加,货币需求就会相应减少。

由上述可知,凯恩斯的利率理论与古典经济学的利率理论不同,凯恩斯的利率理论是一种纯粹的货币理论,即从货币的供求关系来分析利率的决定,而不是从资本的供求关系来研究的,忽视储蓄、投资等实际因素对利率的影响。

3. 可贷资金理论

继流动性偏好理论之后,凯恩斯的学生丹尼斯·罗伯逊(Dennis H. Robertson)在古典利率理论的基础之上提出了可贷资金理论。该理论试图将储蓄、投资等实际因素以及货币因素综合起来加以考虑利率的决定机制。可贷资金理论受到瑞典学派的贝蒂·俄林(Bertil G. Ohlin)、阿巴·勒纳(Abba P. Lerner)等经济学家的支持,并成为一种流行的利率决定理论。该理论认为,利率不是由储蓄和投资所决定,而是由可贷资金的供给与需求的均衡点来决定的。储蓄和投资决定的利率为自然利率,由可贷资金供求决定的利率为市场利率。

可贷资金理论是一种重要的利率决定理论,它从流量的角度研究借贷资金的供求关系和利率的决定,可以直接用于金融市场的利率分析,对利率决定的实证研究具有实用价值。

4. IS-LM 利率决定理论

IS-LM 利率决定理论是英国著名经济学家约翰·希克斯(John R. Hicks)首创,而后由美国的凯恩斯主义者阿尔文·汉森(Alvin H. Hansen)补充和发展而成的。IS-LM 利率理论是对凯恩斯利率理论的修正。希克斯认为,货币的因素与实物的因素对收入和利率同时起作用,收入和利率在投资、储蓄、流动偏好(货币需求)、货币供给四个因素相互影响下同时决定。反映这种理论的 IS-LM 模型精辟地描述了在投资和储蓄、货币需求和货币供给同时相等,产品市场和货币市场达到一般均衡时的国民收入和利率组合的确定,被称为是对凯恩斯宏观均衡理论的标准解释。

总之,马克思经济学的利率理论与凯恩斯和保罗·萨缪尔森(Paul A. Samuelson)经济学利率理论,在利息和利率的产生机制,决定或调整机制以及研究利息和利率的目的、动机等方面,都存在着不同。但两种理论在市场利率由借贷资金决定和调节,利率具有经济变量功能等方面,又具有某些相通之处。马克思经济学更隐含着利率具有经济变量功能的内在

机制。根据马克思经济学的利率具有的经济变量功能,借鉴凯恩斯和萨缪尔森经济学运用利率“逆风向操作”理论,可以推出若干利率调节措施。

三、利率的风险结构

相同期限的金融资产由于风险差异而产生的不同利率,被称为利率的风险结构。这里的风险主要是指违约风险和流动性风险。

1. 违约风险

违约风险是指由于债券发行者的收入会随经营状况的变化而变化,因此债券本息的偿付能力不同,这就给债券本息能否及时偿还带来了不确定性。违约风险低的债券利率当然也就低了,违约风险高的债券的利率也就高。债券利率与无风险证券利率之差称为风险溢价。而无风险证券是指信用风险相对很小的证券,如国库券、政府债券、大银行存单等。有违约风险的公司债券溢价必须为正,违约风险越大,风险溢价越高。

2. 流动性风险

流动性风险是指因资产变现速度慢而可能遭受的损失。假定甲公司债券与乙公司债券在初始时的利率是相等的,甲公司因经营不善亏损使其公司债券不易变卖,流动性下跌,债券需求下降,从而导致该债券的利率上升;而乙公司债券的流动性相对上升,利率下降,产生流动性溢价。流动性风险往往与违约风险相伴而生,风险溢价是由两个风险共同带来的。



资料卡

国债市场利率风险防范^①

1. 推出利率类衍生产品,规避利率风险

在通货膨胀预期增强、利率水平上行的市场环境下,持有债券无疑将资产完全暴露在风险之下,没有避险工具,就像战士在战场上手无寸铁,没有任何抵抗能力。目前,我国债券市场存在着比较突出的利率风险,这是现有的交易体制和交易手段无法解决的问题。市场管理当局应进一步鼓励金融产品创新,在增加短期和长期定息国债发行的同时,适时开展其他交易形式,发展国债期货、期权、远期等衍生产品,为投资者提供规避和分散风险的工具,满足不同类别投资者对风险和收益的不同需求,为完善国债市场、保护投资者提供条件。

2. 培育理性投资者,优化交易主体结构

首先,商业银行要成为一个理性的、健康的市场参与者,核心问题是加快国有商业银行股份制改造,建立有效的资本约束。其次,在条件成熟时,可以适当放宽限制,引进更多的国外机构投资者参与我国国债二级市场。最后,充分利用国债一级交易商的做市商制度,为机构投资者开辟优质服务渠道,并可研究和培育专门的国债投资机构,如国债投资基金等。

^① 谭莹、于萍:《中国国债市场利率风险测量的案例分析及启示》,载《金融经济》,2006(9):151页。

3. 加强中小金融机构对抗利率风险的能力

(1) 降低在债券市场上运用的资金杠杆率。由于商业银行整体上作为回购资金的主要融入方,其债券正回购业务放大了其中长期债券的持有量。

(2) 对库存债券进行结构调整。最好采用相对传统稳健的期限分割法。这样既可以利用自然到期的方式来增进整个债券投资组合的流动性,又可由于各年度现金的稳定与可预见性,可为日后与持久期匹配相关的债券组合管理方式提供相应的空间。

(3) 适当持有有一定浮动利率债券。现存的浮动债券的票面利率是在央行公布的一年期定期存款利率上加上基本利差而确定,而一年期定期存款利率在利率市场化的背景下变得不太稳定,但无论这个基础如何变,浮动债券的收益大体上与商业银行总成本变动同向,但基本利差部分却是固定不变的。因此,适当持有有一定浮动利率的债券,可以保持整个债券组合收益的相对稳定。

四、影响利率的风险因素

影响利率变化的因素是多种多样的,上述关于利率决定的理论反映了影响利率的主要因素,除了这些主要因素之外,还有其他一些因素对利率有着不同程度的影响。

1. 社会平均利润率

当企业从银行和其他金融机构借入资金从事生产经营后,所得的利润分为两部分:一部分以利息形式支付给银行和其他金融机构;一部分作为企业的利润。所以,利息是利润的一部分。利率高低首先由一定时期内一国的平均利润率的高低决定。一般来说,平均利润率越高,利率也越高,平均利润率是利率的最高界限。

2. 资金供求关系

从理论上分析,利率的取值界于零和平均利润率之间。但在某一具体时期的具体市场中,利率则是由借贷资本的供求双方协商确定的。在这种情况下,借贷资本的供求状况决定着利率水平。在通常情况下,当资金供不应求时,利率就会上升;当资金供大于求时,利率就会下降。利率水平的高低反映资金的供求状况,同时也调节资金供求关系。利率政策是国家调控资金供求关系的一项重要手段。

3. 中央银行的货币政策

随着政府对社会经济运行干预的不断加强,中央银行的货币政策对利率的影响也越来越大。在西方发达国家,货币当局往往通过改变中央银行对各专业银行的再贴现率和利率管理政策等方面来调节利率,进而调节经济,使经济运行达到它们的预期。一般来讲,中央银行若实行扩张的货币政策,就会增加货币投入量,使可贷资金的供给增加,利率下降;反之,如果采取紧缩的货币政策,就会减少货币供给,使可贷资金的供给减少,利率上升。

4. 国际利率水平

在国际经济一体化、国际经济联系日益加强的时代,国际利率水平及其变动趋势对一国利率水平具有很强的示范效应。利率在国际间具有很强的传递性。这使得利率的国际影响

越来越大,各国的利率水平呈现出一种趋同趋势,至少在联系比较紧密的国家之间是这样。一般来讲,国际利率水平及其变动趋势对国内利率的影响主要有:一是其他国家的利率水平对国内利率水平的影响;二是国际金融市场上的利率对国内利率的影响。当国际金融市场上的利率水平高于国内利率水平时,国内资金就会流向国外,使得国内资金供应减少,国内市场利率水平提高;反之,当国际金融市场上的利率水平低于国内利率水平时,国外资金就会流向国内,使得国内市场利率水平降低。

5. 预期通货膨胀

在纸币流通的条件下,存在通货膨胀的可能性。在预期通货膨胀率上升的时期内,利率水平将会有很强的上升趋势;而在预期通货膨胀率下降时,利率水平也会趋于下降。这种预期通货膨胀率引起利率水平发生变动的效应称为“费雪效应”。因此,为了保证利息不至于贬值或发生利息成本上升,在决定利率水平时,必须要充分考虑预期通货膨胀和通货紧缩的影响。

6. 财政政策

财政政策对利率的影响主要是通过政府支出和税收政策来实现。政府支出的增加会提高投资的乘数效应,引起收入水平和利率水平的上升。而政府税收政策的变化会直接影响人们的实际收入水平,进而对社会的储蓄和投资行为乃至货币需求产生影响。在货币供应量既定的情况下,最终导致利率水平发生变动。

7. 汇率

在开放经济条件下,汇率的变动也会影响利率的变动。当外汇汇率上升,本币贬值时,外币的预期回报率下降,国内居民对外汇需求就会下降,对本币的需求就会增加,从而使国内利率水平上升。

总之,影响和决定利率的因素很多,也很复杂,如借贷期限和风险、商业周期、历史利率水平、同行业利率水平等因素也会影响利率的变化。它们有些与封闭型经济体制有关,有些与开放型经济体制有关。在决定一国利率水平时,这些因素的相对重要性将取决于该国的经济和金融的开放程度。



资料卡

利率的期限结构

在市场经济国家,债券以及类似的金融工具在经济生活中发挥着越来越重要的作用,这些金融工具的利率也是多种多样。如果说期限相同的各种金融工具由于风险、流动性和税收等因素不同而导致利率不同,那么,上述条件相同而期限不同的金融工具之间的利率差异又是由哪些因素决定的呢?

利率的期限结构理论就是用来解释不同期限债券利率之间的关系。利率的期限结构可以形象地以债券的收益率曲线(即利率曲线)表示出来。债券的收益率曲线就是指把期限不同,但风险、流动性和税收等因素都相同的债券的收益率连成的一条曲线。收益率曲线的基本形状如图 4-2 所示。

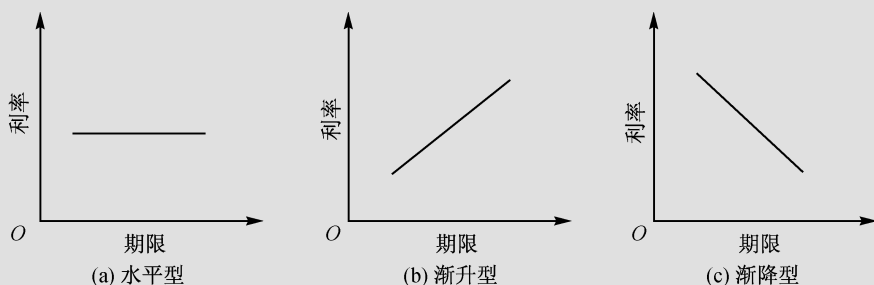


图 4-2 收益率曲线

收益率(利率)水平高低随期限变化的可能性主要有三种:图 4-2(a)表示各种期限债券的收益率均相同;图 4-2(b)表示期限越长的债券收益率越高;图 4-2(c)表示期限越长的债券收益率越低。生活中最常见的情况是第二种。当然收益率曲线也可能有更复杂的形式,如凸起型或凹陷型等。在金融市场上,人们还观察到两个现象。第一,不同期限的债券的利率往往会同向波动,即短期利率上升,长期利率一般也会上升;反之,亦然。第二,如果短期利率偏低,收益率曲线更可能是向上倾斜;而如果短期利率偏高,收益率曲线更可能是向下倾斜。

第四节 利率市场化

目前,我国的金融改革已进入关键时期,加入世界贸易组织后,包括金融市场在内的所有市场都要逐步对外开放。面对国际、国内经济金融形势,在已有改革基础上,必须进行利率市场化改革。唯有如此,才能提高资源配置效率,才能继续深化金融体制改革,提高自己的实力,参与国际竞争。

一、利率市场化的含义

所谓利率市场化,是指市场资金借贷的利率由供求双方根据资金供求的情况来自主调节,最终形成以中央银行基准利率为引导,以同业拆借利率为金融市场基准利率,各种利率保持合理利差和分层有效传导的利率体系,包括利率决定、利率传导、利率结构和利率管理的市场化。具体来讲,利率市场化有如下几层含义:

1. 金融交易主体享有利率决定权

金融交易实质上就是资金这种特殊商品在其盈余部门和赤字部门之间的交易活动。像市场经济中其他商品的交易一样,金融交易的主体有权对其交易的规模、价格、期限以及其他事项进行自主磋商。

2. 利率的数量结构、期限结构和风险结构由市场自发选择

在金融交易主体自主决定利率后,由于资金供求双方会根据自身情况选择不同数量、不同期限的资金进行交易,经过长期的这种主体的自发选择,会形成性质各异的小金融市场。

这些不同的小金融市场有不同的交易规模、交易期限,会形成各自的利率。这样,利率的数量结构、期限结构和风险结构在市场主体的选择中自发形成。

3. 同业拆借利率或短期国债利率将成为市场利率的基本指针

由于金融交易主体的多样性和交易环境的复杂性,市场化的利率层次更多,结构也更复杂。市场利率的大体水平只能根据一种或几种市场交易量大,为市场主体所普遍接受的利率来确定。

4. 政府拥有间接影响金融资产利率的权力

利率市场化并不意味着政府对利率的变化完全撒手不管,市场化条件下金融市场主体行为也会有盲目性、滞后性等缺陷,需要政府从宏观上加以调整和控制。政府以间接的宏观调控形式进行,或者以市场参与者的角色,通过影响资金供求来引导利率的理性变动,或者通过影响其他市场参与者的行为来达到调控利率的目的。



资料卡

中国利率市场化改革历程

新中国成立初期至改革开放之前,我国的本币利率始终是管制利率。1986年初,央行允许各金融机构贷款利率可在央行公布的法定利率基础上适当上浮;1996年实现银行间同业拆借和国债发行的利率市场化;1998年改革贴现利率和再贴现利率生成机制;1999年调整小企业贷款利率的浮动幅度;2000年进一步放开了外币贷款利率;2003年12月再次调整商业银行贷款利率浮动区间;2004年10月,金融机构人民币贷款利率基本过渡到上限放开,实行下限管理的阶段,并允许存款下浮;2005年7月21日人民币与美元脱钩,汇改正式启动。

利率市场化改革是一个逐步明晰化的过程,目前,利率市场化正在全国有步骤有计划地稳步进行。截至2004年底,中央银行已累计放开了对114种利率的管理,但仍对34种利率实施管理。对于包括国债、金融债券在内的非存贷款利率,我国已基本实现市场化;对于包括银行同业拆借市场,银行间债券市场,贴现、再贴现市场在内的货币市场以及外汇市场,我国也已走上了市场化的道路。同时,我国还扩大了金融机构贷款的利率浮动幅度,增强了银行贷款的自主管理能力。目前,我国还没有被市场化浪潮冲击的主要是国有商业银行的存款和贷款利率。

二、利率市场化的意义与进程

(一) 我国目前进行利率市场化改革的意义

1. 有助于培育完善的金融市场

在利率市场化改革过程中,所有的金融产品逐步按照市场供求关系决定的市场价值定价,金融机构可以理性地按照商业原则使用金融资源,积极、主动地按照内在价值设计开发金融产品,通过多种交易方式、分散投资资产组合等方式有效规避运营风险;单个投资者可以按照合理的利率水平评价金融产品的市场价值,更加理性地培育正确的投资理念,合理调整投资行为,在多种金融产品和多种交易方式中作出更切合实际的选择,通过多种避险工具

的选择更加有效地规避投资风险。

2. 是进一步提高商业银行定价管理水平和竞争能力的必然要求

金融产品定价权是商业银行独立自主经营的核心和基础,直接构成商业银行的核心竞争力。要实现商业银行金融产品自主定价,就必须先实现利率市场化。如果商业银行缺乏自主定价的能力,势必难以有效管理其资产及负债。由于我国利率一直是管制的,商业银行自主定价能力很差。因此,通过逐步放开利率管制,促使商业银行自主定价能力的逐步提高意义重大。

3. 是进一步深化汇率体制改革的必然要求

汇率自由浮动是我国早就确定下来的目标,也是经济发展的必然趋势。但是,我国汇率改革的步伐非常缓慢。其中一个重要因素就是利率改革尚不到位。一般认为,利率市场化改革应该先于汇率改革;否则,国际市场变化多端,在僵化的利率体制下,国内金融业难以应对日益频繁的国际冲击。

(二) 加速人民币利率市场化进程

加快人民币利率市场化改革的途径问题,总体来看,要通过加快健全和完善金融市场为利率的市场决定创造牢固的基础。鉴于目前各类金融市场均不完善,因此,加速人民币利率市场化进程应该从以下几方面着手:

1. 明确中央银行再贴现率

明确中央银行再贴现率为基准利率,即采用中央银行再贴现率作为基准利率,是市场经济国家的一般做法。我国由于票据贴现市场发展迟缓,再贴现规模很小,而中央银行贷款及其利息在中央银行资产中所占份额最大,所以中央银行以再贷款利率为基准利率,再贴现利率是以再贷款利率为基础确定的。但中央银行对商业银行发放大量信用并不是基础货币投入的恰当途径,因此要加快商业汇票业务的发展,逐步提高商业银行票据贴现在贷款上的比重和再贴现在中央银行资产中的比重,使中央银行贷款利率与再贴现率相互配合,以再贴现率为中央银行基准利率,加强中央银行基准利率对货币市场利率的引导。

2. 加强同业拆借市场利率的影响

加强同业拆借市场利率的影响,使其成为基准利率形成的关键参照。目前,我国同业拆借市场利率已完全放开,但我国同业拆借市场上的交易主体以国有商业银行为主,范围较窄。已成为我国金融机构重要部分的非银行金融机构,在同业拆借市场上参与程度不够,同业拆借市场交易量偏小,活跃程度较低,其利率主要反映资金比较充裕的商业银行的资金状况,利率水平偏低。所以必须要扩大同业拆借市场的交易量,扩大各金融机构主体在同业拆借市场上的参与范围和力度,使同业拆借市场利率能及时反映货币市场上资金供求状况,成为中央银行基准利率的重要参照指标。

3. 扩大商业银行贷款利率波动幅度

扩大商业银行贷款利率波动幅度,为真正放开贷款利率创造条件。目前我国物价总体水平较低,为我国推进利率市场化改革提供了有利时机。国外经验表明,利率市场化初期不可避免地会出现利率上涨,企业只有具备良好的资本结构,才能减轻利率放开初期的不利影响。而目前我国物价总体水平较低,正好能减缓利率上涨对负债较多的国有企业的压力。

若当前放宽或放开贷款利率,会使商业银行的经营自主权进一步增大,促使其根据企业贷款项目的风险和收益决定信贷行为,建立起利益激励和风险约束的双重机制,提高其放贷积极性。

4. 夯实利率自由化的微观经济基础

利率自由化已是大势所趋,实现利率自由化的关键在于建立起微观经济主体市场行为的制度基础,可以称之为微观基础——包括现代化的银行制度和企业的制度。在此基础上,微观经济主体的行为才可能受到市场和利率水平的制约;才能通过微观经济主体行为与金融市场的相互作用,以利率为作用点实现对经济资源的优化配置,最终实现利率自由化的根本目标——国民经济的高效稳定发展。就我国目前经济和社会发展状况来看,推行利率自由化既要考虑紧迫性又要考虑风险性,必须使这一过程稳妥而又不失时机。

通过实现人民币利率市场化,能有效防止国际游资的冲击;同时,能密切利率与汇率之间的联系,即利率变动会通过国内资金供求、国际资本流动方向及远期外汇供求等方面的变化来影响汇率,为人民币远期交易、期货市场发育以及企业回避汇率风险打下基础。



资料卡

利率市场化给我国银行业带来的风险^①

利率作为一个重要的宏观经济变量,它的变动对各经济主体的行为产生着重要影响。利率市场化将对中国的商业银行带来新的影响与挑战。

1. 商业银行的过渡性风险

就我国目前情况而言,根据风险来源不同,过渡性风险又可分为以下三种:

(1) 逆向选择风险。随着利率水平的上升,高风险的借款人因其高收益不惜成本大量增加,取代风险较小的借款人而充斥市场,使得贷款违约的可能性大大增加,导致商业银行信贷资产质量下降,风险增加。同时,商业银行受资金效用最大化的逐利性影响,可能背离安全性原则而产生逆向选择风险。

(2) 市场竞争风险。利率市场化特别是存款利率的市场化将迅速导致各种金融机构的金融工具间利率水平差距缩小,使商业银行的垄断利润趋于消失,对收入主要来源仍然依赖存贷款利差的我国商业银行来说,其竞争风险是不言而喻的。

(3) 承担改革的风险。在利率市场化的过渡期,一方面由于贷款企业还未做好准备,利率风险管理水平低,抗风险能力差,所形成的风险必将转嫁到金融机构;另一方面,利率市场化使银行特别是国有银行不再受到国家的隐性担保,资产负债双重风险同时产生,必然使商业银行的流动性风险增加。

2. 商业银行的利率风险

商业银行的利率风险是商业银行利率市场化改革完成后面临的最主要的金融风险。

(1) 重新定价风险。由于存贷款计结息方式不同,当利率升高时特别是短期储蓄存款利率的升高,容易引起商业银行成本骤然增加,而利率下降时,贷款利率需随之调整,不能增加商业银行的收益,使其面临风险。

^① 王微:《利率市场化对我国银行业的影响分析》,载《现代商业》,2009(17):23页。

(2) 收益曲线变动风险。银行一般利用长短期利差来获得收益,但当长短期利差缩小甚至出现倒挂时,银行的收益曲线就会出现异常变动,导致收益大幅度降低甚至出现负数。

(3) 基准利率风险。在同一时期内,如果两种不同金融产品的定价基础即基准利率变化水平不同,会导致其利率变动的不一致,增加商业银行的损失。

本章小结

利息是信贷过程中,债务人支付给债权人的超过本金的部分,是本金之外的增加额。利息的本质是利润的一部分,是剩余价值的转化形式。

在市场经济条件下,利率作为一个尺度来衡量投资收益已经成为普遍准则。利息成为收益的一般化形态直接形成了另一个经济范畴:收益资本化。利率有实际利率和名义利率之分,实际利率才是使用资金的真实成本。利率的计算一般分为单利和复利两种,复利更能反映利息的本质。

西方利率决定理论主要包括古典经济学派利率决定理论、凯恩斯的流动性偏好理论、可贷资金理论和 IS-LM 利率决定理论。利率的期限结构理论用来解释不同期限债券利率之间的关系,为了使利率能通过各种途径对经济产生影响,我国进行了利率市场化改革。

复习思考题

1. 如何认识利息的来源与本质?
2. 试用单利法和复利法计算银行 5 年期的储蓄存款利息,两种计息方法对借款人和银行各有什么影响?
3. 按照不同的分类标准,利率可以划分为哪些种类?
4. 简要评述马克思的利率决定理论、古典经济学派的利率决定理论以及凯恩斯学派的“流动性偏好”利率理论。
5. 什么是利率市场化?请结合我国利率市场化改革的进展论述其必要性。

案例分析

长短期利率倒挂之谜

2005 年底至 2006 年第一季度,美国债券利率出现了“长短期倒挂”现象,对美联储调整联邦基金利率最为敏感的两年期债券利率略高于十年期利率。对此,美联储前任主席格林斯潘在位时曾称之为一个谜,并列出了一串可能导致长期利率偏低的理由,包括:市场对未来的投资前景看淡;各国央行对美国短期债券的需求旺盛;全球储蓄过剩;未来经济前景的可预测性增强;长期利息的风险溢价下降等。但是,美联储一直没给出具体的理由。在格林斯潘列出的各种理由中,没有提到战争对经济景气的刺激是有其特殊性的。对于军工

及相关企业而言,在战争期间:

1. 工人加班,失业率下降,设备利用率上升,存货上升

例如,在一片战争叫嚣声中,2002年3月,波音的“精准武器”制造24小时三班倒,加紧生产提高非制导炸弹命中率的JDAM装置,月产1500个,出厂价20000美元一个。就连民航公司也可以从中分一杯羹:2003年,为承载赶赴海湾地区的全副武装的美国大兵,美国大型航空公司都开辟了一些“特殊航班”——不仅不需要正常的安全检查,而且还允许乘客携带武器乘机;这种特殊航班成为当时美国最繁忙、最赚钱的航班,五角大楼在一个月内可能就要付给这些航空公司1.2亿~2亿美元的巨额租金。美国的失业率从2003年第二、第三季度的6.1%下降到2006年第一季度的4.7%;工厂设备使用率重新达到80%以上。有分析认为,美国的剩余劳动力和产能未必足以应付需求。伊拉克战争爆发前夕,美国的非农业存货从2001年的-318亿美元一下猛增到2002年152亿美元。

2. 对流动资金的需求增加,长期资金需求变化不大

军工行业的需求大增,制造商不但要增加劳动力投入和提高设备使用率,而且需要流动资金来采购原材料和支付工资。美国劳工部规定,如果员工在一个工作周内工作超过40小时,加班工资将不得少于正常工资的1.5倍。也就是说,制造商即使在短期内没有增聘工人,类似波音那样的“三班倒”生产,也会给企业带来额外支付加班工资的成本。流动资金的需求增加,对短期利率的上升趋势起到支持作用。但是,军工制造商的长期投资并未相应地大幅增加。这一点与一般耐用消费品不同。对于制造商来说,一般耐用消费品的需求是可以预测的。例如汽车,市场营销学家们在谈到大众轿车的车型定位时,提出了后来被反复引用的“购买能力系数”分析理论,认为只有当轿车的销售价格与人均国民收入之比为1:4左右时,相应型号的轿车才能大规模地进入家庭。又如彩电、冰箱等家电行业,按照产品生命周期理论,可以从普及率的高低来判断是进入了高速增长阶段,还是只处在导入阶段。根据这些指标,制造商们可以比较合理地预测市场需求,一旦预测结果是产品长期需求增加,就需要持续增加产量,就会在增加短期资金投入的同时部署长期投资。这时,对短期和长期资金的需求可能都会增加,两类利率应该同时趋升。

再看军工行业,很难想象制造商能够根据人均国民收入、普及率之类的指标,来判断政府未来需要采购哪一类武器。一个突出的例子就是,人均国民收入差几十倍的美和巴基斯坦,同样拥有核武器。另外,美国的这些高科技军工产品,研发周期长、资金投入大,政府本来就有按部就班、纳入军费预算的拨款,所以不会因为战争的发动而突然大幅增加对长期资金的需求量。

由战争带动的军工需求,使短期资金需求增加而长期资金需求不变,从这个角度来看美国债券长短期利率倒挂之谜,也就不足为奇了。

讨论题

试说明生活中长期利率有时可能低于短期利率的理由。