

从管制到自由化:利率理论的批判与整合^①

高晓红

(中国人民银行 营业管理部,北京 100045)

摘要:围绕管制还是自由化的争论是利率理论长期以来一直进行着的悬而未决的主要问题,透过极不兼容、明显对立的表面观点的争论,深入地理论整合分析可以发现在其内在逻辑上各方又是相通相容的。争议产生的根源在于现实中利率水平与经济增长之间的非线性关系以及各理论研究视角、关注问题的不同。管制并不必然影响增长,自由化也并不必然提高效率。客观地看,基于其特有的制度环境,中国在渐进改革中对利率的管制并没有出现如批评者所言的重大效率损失,反过来也不能由此否认在经济环境与制度环境变化后对利率制度进行变革的必要性。

关键词:利率管制;金融抑制;信贷配给;金融约束;金融深化

中图分类号:F832.0 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2002)07-0046-07

一、管制还是自由化:理论史上的争论

在古典主义的视野里,利率如同其它商品价格一样,天然便应由市场自主决定,不应当有任何人为外在的干预和扭曲。从实践看,在20世纪30年代以前这一时期内,各国利率制度基本上都坚持了这一原则。然而30年代的大危机直接在实践层面上将管制利率制度引入了经济政策操作的实践。此后,凯恩斯在其《就业、利息与货币通论》中对此作了理论上的说明,指出“利率不会自动调整到一种水准,来适合社会利益,反之,利率常有太高之趋势,故贤明当局应当用法令、习惯甚至道义制裁加以抑制”(凯恩斯,1983)。他认为,由于市场失灵,尤其是“流动性陷阱”的存在,利率不可能出清市场。作为对此的矫正,政府的干预和管制是必要的。

然而从资源配置的角度讲,管制利率不可避免地存在着一定的效率损失,由此引发了发达国家风起云涌的金融创新浪潮。但是在各发展中国家,存贷款利率仍然受到严格的管制。金融的人为抑制影响到储蓄投资的正常进行,从而对经济增长造成了严重的影响。经济发展的前提应是以利率市场化为主要内容的金融自由化,借此消除“金融抑制”,促进经济持续快速增长。利率自由化在整个金融深化理论中居于核心地位,甚至可以说金融发展的实质就是以利率自由化为主要内容的金融深化。金融抑制与金融深化理论尽管在刻画利率管制与经济增长之间传导机制方面日益深刻具体,但“始终没有跳出麦金农和萧等的微观经济主体‘黑箱’运动的局限”(何光辉等,2000),其主要分析方法与对其它一般商品市场局部均衡分析法基本相同,基于信息对称的完全市场前提假定,忽略了资金信贷市场的特殊性 & 信息不对称的市场实际。

正是针对这一缺陷,斯蒂格利茨和韦斯(Stiglitz & Weiss, 1981)引用信息经济学的分析方法,提出了著名的“不完全信息市场的信贷资金配给模型”。该模型认为在不完全市场上,信贷的

收稿日期:2002-03-25

作者简介:高晓红(1975—),男,陕西蓝田人,中国人民银行营业管理部,金融学硕士。

供给者除了关心收益以外,还更多地考虑风险因素,因此,通过利率的甄别机制和激励机制而选择的信贷市场实际呈现出一种信贷配给现象。即使在充分竞争基础上,其常态也是信息在借贷双方传递不充分,在这种条件下,市场利率将不会提高至使市场出清的均衡水平,最可能存在的情形便是信贷配给下的非市场出清均衡,所以即使全面的利率自由化也无法达到最有效分配信贷资金的目的。“由于信贷配给,利率的变化不会引起标准的新古典所设想的那种均衡过程”(斯蒂格利茨,1999)。因而需要政府介入信贷分配,以消除信息不完全问题(Stiglitz,1992),也就是说“政府干预能够提高市场资金的配置效率”(王建,1997)。

在利率对于银行增加信贷资金供给缺乏充分激励的情况下,为了保证能有效调动银行挖掘社会潜在储蓄资源,提高资金供给量,新凯恩斯主义者提出了一种全新的更具现实性的观点——金融约束论(赫尔曼等,1997),主张政府通过利率管制、市场准入限制和稳定的宏观政策等一整套金融政策为民间部门创造租金机会,尤其是使银行部门因“特许权价值”而获得租金,从而激励其充分挖掘社会潜在储蓄资源,扩大信贷资金供给,保证投资需要,进而促进经济快速增长。也就是说,金融约束论认为利率控制有利于提高效率、促进经济增长。很显然,这一理论带有明显的调和色彩,它在尊重市场信息不对称的现实基础上,强调了过分竞争与低利润经营将使发展中国家的商业银行缺乏扩张资金供给的激励,同时过高的利率也将加剧企业违约的道德风险和逆选择风险。因而反对利率自由化,主张实行利率管制。亚洲部分国家经济早些年的持续快速增长及金融抑制论对之解释的乏力等都为其提供了有力的经验支持。

但这一理论仍然存在严重的缺陷,一方面,在不完全市场条件下利率的作用将受到一定的限制,利率自由化的效率将打一定的折扣,但这并不能说明政府管制的信贷配给比市场自身的信贷配给更具效率,因而,政府干预的理由似乎并不充分;另一方面,单就其理论逻辑自身看,仍然存在一定的缺陷。即使完全具备“宏观经济稳定与金融稳定的实际利率”(赫尔曼等,1998)两个前提条件,但其“激励效应”与“租金效应”并不一定能明显表现出来。也就是从其假定前提并不能严格推出其理论结论。“如果要得到赫尔曼等人的结论,还必须假定:政府只追求社会福利最大化且完全理性;银行追求利润最大化;银行业充分竞争、生产企业对资金的价格不敏感,即企业资金需求的利率弹性极低;金融资产单一,居民几乎不可能选择资产组合,或者说,金融市场只体现为信贷市场”(周业安,2000)。这些条件中任何一个的缺失,都将导致与赫尔曼等相反的结论。显然,由于这些条件在发展中国家很难同时具备,因而,金融约束关于利率管制有利于提高效率的结论是极为特殊的,而并不具有普适性。

二、单纯基于宏观的分析:合意利率水平的形成与管制和自由化的选择

由上述的理论争论似乎可以看出,主张实行利率管制制度的理论大都认为,市场化利率制度往往导致利率水平过高,影响实际投资需求,进而影响产出增长(凯恩斯,1983)。或者实现资金市场均衡的市场利率往往因市场信息不对称所致的逆选择而压抑商业银行的实际资金供给,最终仍然影响到实际投资水平和产出增长(斯蒂格利茨,1981)。相反,反对利率管制制度的理论又大都认为,管制利率制度往往导致利率水平过低,从而压抑储蓄资金供给或者降低投资质量,影响产出增长(麦金农,1973;萧,1973)。显然,在这一逻辑过程中,利率水平始终是一至关重要的变量。可以说某一利率制度对经济增长的影响,主要取决于在该制度条件下所形成的利率水平的高低。理论争论的实质不在于利率制度本身,而在于在特定制度条件下所形成的利率水平是否有利于促进经济增长。于是究竟利率水平的高低将会对经济增长造成什么样的影响?高利率有利于经济增长,还是低利率有利于促进经济增长?利率水平的高低应当以什么为标准,市场能否实现最有效率的利率水平?对于利率影响经济增长的传导机制问题,一般的宏观经济学理论基本都认同于利率通过影响资金市场的供求而影响实际的储蓄量和投资量,进而影响经济增长。

那么利率对于储蓄和投资量究竟有什么样的影响。正如新古典主义对凯恩斯的批评,事后的实际储蓄与投资总是相等,因而其研究似乎并没有多大意义。更为重要的是事前的投资量与储蓄量,即关键是如何尽可能地挖掘潜在储蓄量,增加潜在投资量。假设所有投资都采取外源融资方式,实际社会储蓄量、投资量取决于信贷市场的供求结构。考虑到市场资金供求对利率水平反应的过程性,在信贷市场中最终的市场资金实际供应量遵循“短边法则”,即在一定利率水平下,最终的市场成交量始终等于供求两方中相对较小的一方。表现在图1中,较低的利率水平 r_1 ,使得资金需求 D_1 大于供给 S_1 ,即相对于较多的潜在投资量,潜在储蓄极为不足,由此决定的实际投资量等于信贷市场的资金供给量 S_1 。与此相反,较高水平的利率 r_2 使得潜在资金需求 D_2 小于资金供给量 S_2 ,即相对于较多的潜在储蓄供给,潜在投资意愿极为不足,从而最终社会投资量只能是相对较小的 D_2 。而不管 S_1 还是 D_2 ,显然都小于市场均衡量 Q_0 。由此看来,过低过高的利率都不能实现社会投资量的最大化。在短边法则的作用下,只有信贷市场均衡时,才能最大可能地提高社会潜在投资水平。最具效率、能最大限度地促进增长的利率水平只有市场均衡利率水平。若利率过低,无疑将压抑潜在储蓄,从而降低潜在投资水平,影响经济增长;相反利率水平过高,则会直接压抑潜在投资,进而影响经济增长。事实上利率与经济增长的这种关系,也获得了统计计量分析的证实。“1995年De Gregorio Guidotti发现了真实利率和经济增长之间是倒‘U’型关系”(何光辉等,2000),其后弗莱(1997)使用了来自85个发展中国家1971—1995年间的资料验证了该结论。

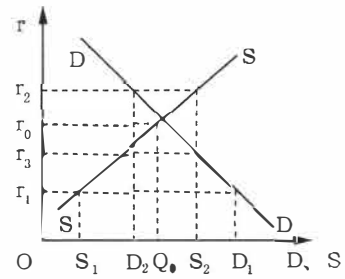


图1 信贷市场供求结构图

显然,凯恩斯主要关注于利率水平过高对经济增长的不利影响,而以后的金融深化、金融自由化理论则又主要关注于利率水平过低的不利影响。从整个争论来看,由于两者的主要研究对象、视角与基本背景都截然不同,因此其结论与观点自然便有很大差异,甚至截然相反。但考虑到信贷市场的这种“短边法则”,其实两者并没不可调和的矛盾。

对于凯恩斯理论的梳理,尤其是过高的利率水平对经济增长的不利影响的分析,似乎引入魏克塞尔对利率的分析方法极有意义。“魏克塞尔通过将利率分为市场利率与自然利率,以其独到的方式发展了古典的利率决定论”(许崇正,2001)。无疑在实际中,投资除受市场利率的影响外,还受其他一些客观因素的影响,预期投资收益率应当是决定投资的最为关键的因素。因此,单从资金需求方来讲,市场利率不可能高于投资预期收益率^②。然而对于利率这一因变量而言,预期投资收益率是外生的,其本身同时受其它经济变量的影响制约,在某一时期可能由于经济周期的影响和整个市场环境的变化,使得投资预期变得极低,因而使得资金需求方对资金的出价较低。而此时由于风险的现实存在,从资金供给方讲,存在着“流动性陷阱”问题,即在利率低于一定水平后,资金供给者可能宁愿将资金闲置,也不愿向外提供,这时,可能只有那些高于社会平均投资收益率的资金需求者才会在支付较高水平利率后实际取得资金。在这种市场利率高于自然利率的实际条件下,无疑将进一步压抑潜在投资,经济增长状况进一步恶化,形成“向上的金融抑制”(Beckman,1998)。在这种情况下,政府通过一定的政策措施,借助一定的途径,对市场利率进行适当的调节,无疑是极为必要的。

应当说,在发达市场经济国家,由于投资收益递减规律的作用,供给相对过剩而需求相对不足,自然利率较低,同时较为发达的金融市场,使得市场利率在泡沫的作用下往往有过高的倾向,因此,市场利率过高的问题是普遍的。为刺激投资、促进产出增长,适当调低利率是必要的。同时由于金融体系的脆弱性,为防止过度竞争,实行利率管制自然便成为政府刺激经济增长的现实选择。然而,随着经济技术条件及其它相关环境的变化,20世纪中后期,发达市场经济国家投资收益率又有进一步提高的趋势,可以保证出清市场的需要,控制利率反倒影响经济的增长。因此

应当说,在发达市场经济国家,由于投资收益递减规律的作用,供给相对过剩而需求相对不足,自然利率较低,同时较为发达的金融市场,使得市场利率在泡沫的作用下往往有过高的倾向,因此,市场利率过高的问题是普遍的。为刺激投资、促进产出增长,适当调低利率是必要的。同时由于金融体系的脆弱性,为防止过度竞争,实行利率管制自然便成为政府刺激经济增长的现实选择。然而,随着经济技术条件及其它相关环境的变化,20世纪中后期,发达市场经济国家投资收益率又有进一步提高的趋势,可以保证出清市场的需要,控制利率反倒影响经济的增长。因此

放弃管制、实行自由化利率制度又成为发达市场经济国家的选择。但不管如何变化,基本都保持在这一逻辑框架之内。

基于发达国家当时的经济背景,凯恩斯的分析无疑是深刻而现实的。但是与此不同的是,发展中国家百废待兴,投资存量较低,收益递减规律作用还未明显显现,因而问题更多的倒是投资机会众多,而潜在储蓄相对不足,在信贷市场上供给缺口较大。如何提高储蓄规模,筛选投资项目、提高投资质量、保证具有较高投资收益的项目获得资金成为促进经济快速发展的关键问题。发展中国家低利率的政策实践,尽管刺激了投资,但同时却压抑了储蓄,而且在低利率条件下一些较低收益的投资项目也获得了刺激,鱼龙混杂,降低了投资质量,从而极大地限制了经济增长。正是这种金融抑制,造成了发展中国家的经济欠发展。

显然,金融深化理论研究的问题主要是发展中国家远远低于市场均衡利率水平的利率管制所造成的不利影响,也就是图1中利率处于 r_1 水平时的经济问题。无疑此时只有提高利率,才能提高实际储蓄与投资,促进经济增长。因此,可以认为凯恩斯主义与金融深化论者虽然观点截然相反,但其分析的问题并不相同,从图1的模型框架看,两者在逻辑上恰好是统一的。

三、微观基础的理论整合与存在信贷配给条件下的利率制度选择

上面单纯基于宏观视角的分析,显然忽视了在信息不对称条件约束下的信贷市场微观主体行为的特殊与变异。在打破处于储蓄与投资中介环节的金融企业这一微观“黑箱”的基础上,我们对信贷市场资金供求重新进行勾画和分析。如图2中,在第IV象限,与普通商品的需求曲线相同,对贷款的需求 L^D 主要取决于贷款利率 r 。但由于风险因素的存在,利率与银行收益并不存在严格的线性关系,而信贷的供给 L^S 主要依赖于银行的期望收益 π ,因此利率与银行的信贷供给的特殊关系决定了我们不能用传统的供给曲线。为了得到信贷供给曲线,我们在第I象限以曲线R描述期望收益 π 与 r 的关系,同时期望收益 π 与 L^S 的关系可在第II象限以曲线 L^S 表现出来,经过第III象限的 45° 线的转换,我们便可得到第IV象限中的供给曲线 L^S ,该曲线表述着信贷供给量与利率的关系。

一般地由于利率所特有的逆选择和风险筛选功能,对于商业银行而言,由于在市场出清的利率水平 r^* 时,往往可能风险较高,因而其期望收益大大降低,此时不能保证商业银行实现其最大利润,所以从商业银行角度看,必然会通过对风险与利率收益的权衡,将利率控制在 r_0 水平,而此时便不可避免的将存在信贷配给 $L_0^D - L_0^S$,以实现商业银行利润的最大化。并且商业银行因此会通过各种非价格手段,充分挖掘社会潜在储蓄资源,增加资金供给,由图中的信贷资金供给曲线 L^S 可以看出,在这一利率水平,银行实际提供的信贷资金量无疑也是最大的。而在低于市场均衡利率水平的情况下(即在 r^* 左边),由于资金市场供给小于需求,根据上面的“短边法则”,实际投资量主要取决于资金供给量,在实现资金供给量最大的同时恰好便实现了社会投资量的最大化,在其他条件不变的情况下,也便恰好可以实现经济增长速度的最大化。

而如果存在官方的利率管制,并且管制利率 $\bar{r} < r_0$,这时,银行将不可能实现其最大利润,即 $\pi_1 < \pi_0$ 。而且,银行资金供应量 L_1^S 将小于不存在管制条件下的银行资金供给量 L_0^S 。由此将导

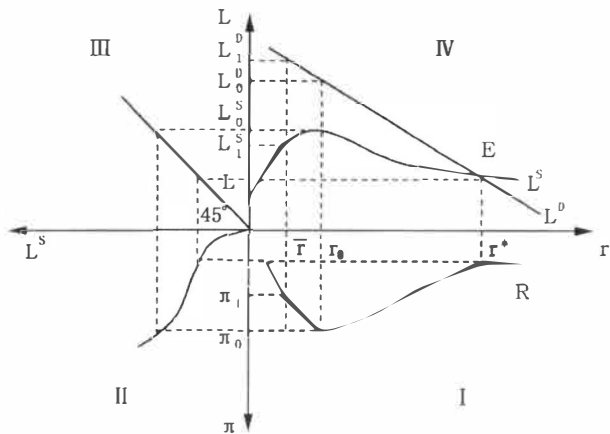


图2 信贷市场中的均衡利率、银行最优利率与管制利率

致一部分潜在投资需求不能得到资金保证,产出无疑将受到一定的影响。尤其是随着这种管制利率水平的降低,这种产出上的损失也将趋于严重。相反,由 \bar{r} 向 r_0 的变动将缩小其与 r^* 的差距,并提高实际银行信贷资金供给量。正是在这个意义上,金融深化理论提高实际利率、实现利率自由化的主张无疑是合乎效率要求的,将有助于增加投资资金供给、提高产出水平。

因此,在区间 $(-\infty, r_0)$ 内,从实际管制的低利率 \bar{r} 向最大化银行贷款量利率 r_0 的提高,与其向市场均衡利率 r^* 的变化,在方向上是一致的。因此,在这一区间,利率的变动无疑可以现实地增加银行的信贷资金供给量,增加对投资资金需求的满足,进而具有增加产出的良好绩效表现。然而在区间 (r_0, r^*) 内,如果继续坚持利率向市场均衡利率移动,提高实际利率水平,则显然,此时不仅不能继续增加银行的资金供给量,反而造成其实际缩减。此时通过进一步管制利率,则可能激励商业银行增加其信贷资金供给量。从这个意义上可以说“利率管制并不一定会损害经济增长,管制利率仍可以同高速度的经济增长相容”(赵英军,1999)。而且,在个别国家的实践中,从正反两方面都可以取得实证支持。因此,对于许多经济学家的计量分析结果需要进一步明确其前提,对之追加新的限制条件。如麦金农(1993)在盖尔伯的回归方程基础上提出的“实际利率每提高1%,产出增长率则提高0.2%—0.25%”,弗来从1960年代和1970年代亚洲国家的几项综合性的、以时间为序的跨国研究中,发现“实际存款利率向着其竞争性的市场均衡水平每提高一个百分点,都和半个百分点的经济增长率提高相联系”,等等,这些结论只有在区间 $(-\infty, r_0)$ 内才能成立。而来自拉丁美洲的三项分析报告和计量检验又恰好反映了在区间 (r_0, r^*) 上的问题。事实上,拉丁美洲国家金融自由化经历最为痛苦,出现了真实利率过高和银行风险不适当积聚等问题。其中许多国家真实利率超过20%,金融自由化表现为家庭和公司对资金信用的需求力量“过度”释放,而储蓄率并没有相应增加。高真实利率完全不能增加储蓄和刺激投资,相反两者实际上却按GDP的一个比例在持续下降。根据前面的分析,在这种真实利率已经过高的情况下,显然问题已不是一般发展中国家的储蓄不足问题了。正是这种复杂性使得取自各不同国家的计量分析结果也不同,根据理查德·克钦(Richard L. Kitchen)1986年对1984年前所进行的计量验证进行汇总,在17项计量验证中,并没有统一的结论,其中有13项为证实结论,4项为证伪结论。

此外,这里的分析也表明,金融深化理论对发展中国家金融抑制的批评与后凯恩斯主义对发达市场经济中信贷配给的认识,两者并不矛盾。但是尽管在发展中国家的金融抑制与发达国家的信贷配给中,都存在着实际利率低于出清市场的均衡利率的问题,但两者还是有着根本的区别:在发达市场经济中,尽管实际利率仍然低于均衡利率,但它是商业银行的自主选择,在该点恰好可以实现商业银行利润的最大化;而在发展中国家,如果管制利率低于商业银行利润最大化点处的利率水平,则不可避免地影响商业银行最大化利润的实现。而所谓从金融抑制、金融约束向金融自由化转变的金融深化过程,也并不是意味着要使实际利率提升至市场均衡利率水平,而是恰好恢复银行等经济主体的利率决定权,使之能利用对利率的调控实现自身经营利润的最大化。

最后还需要指出的是,前面分析中所提出自然利率在这一分析框架中并没有被完全忽视。相反,其作用仍然是极为明显而重要的。可以这样认为,由于自然利率(或社会平均收益率)决定着借款企业资金使用的平均收益率,由此必然影响到银行对贷款收益的预期。因此,在银行预期收益最大化的利率水平 r_0 中实际已经包含了对自然利率的考虑。

四、最后的整合与中国利率制度实践的评述

上面的分析表明,决定管制利率的高低及其对产出的影响,市场出清利率并不是惟一重要的。其它的如能使银行实现其最大利润的利率水平、自然利率等都同样重要。而这些无疑受银行自身的种种特征(如内部产权结构、风险特征、外部市场结构等等)与宏观经济运行状况、所处的经济周期阶段等因素影响。考虑到不同国家,某一时期这些因素可能各不相同,因此,在存在政府管制利

率而且利率水平低于市场均衡利率水平时,不能笼统地予以批评,更为重要的是,必须结合各国商业银行具体的特征进行分析。在金融深化中,“不能仅盯着实际利率或广义货币比重的提高,而努力保持使实物投资有着超额利润以刺激投资行为,这才是利率作用传导机制的重要一环”(沈坤荣等,2000)。从整个理论史的角度分析,不同理论流派的观点并不完全是相互矛盾不可调和的。这种理论上的争论主要根源于实际中利率水平与经济产出增长之间的非线性关系。利率水平的高低是相对的,适合于各国经济最大增长速度的利率水平还同时受其它因素的制约,不能割裂开来,单纯分析利率与经济增长的关系,分析提高利率能否促进经济增长。利率管制对经济增长与效率的影响也是多方面的,在不同的市场条件下,其最终结果往往大相径庭、截然不同,“重要的是权衡损失与好处”(赫尔曼,1998)。分析比较究竟哪一方面的影响更大。管制利率既有可能产生租金效应促进效率,也有可能因“利率效应”而增加福利损失。利率自由化既可能产生管道效应、储蓄效应、投资效应、收入效应、就业效应增进社会福利,同时也可能因市场竞争力加剧、风险加大而使经济增长受损,如东亚金融风暴无疑表现了一幕“告别了金融抑制,却迎来了金融崩溃”的活剧。

而从中国 20 多年来渐进改革的实际看,相对于大量存在的居高不下的黑市利率及由此所预示的市场均衡利率,受着严格管制的正规市场的利率无疑是极低的。然而结合这一时期经济金融发展的实践与渐进改革特有的制度环境进行分析,似乎并没有因管制利率过低而造成过度的金融抑制。主要原因在于:(1)由于较低的收入水平和投资机会的匮乏,极大地压抑了居民储蓄的利率弹性,与低利率相伴随的不仅不是储蓄增长的滞缓,反而是储蓄的高速增长(张杰,1998);(2)国有企业作为主要的资金需求者和投资主体,其普遍而严重的预算约束使其资金需求的利率弹性也极低,市场化利率并不一定会约束其投资扩张行为,也并不能提高整个资源的配置效率;(3)国有商业银行与国有企业之间长期存在的“信贷倒逼”机制,使得整个社会投资总量一直处于高速增长状态,总产出也由此一直呈高速增长势头;(4)经济的货币化和改革中巨额的货币发行迅速形成丰富的货币储蓄资源,客观上发挥了“储蓄效应”的功效。相反,由于信贷交易双方——国有企业和国有商业银行的软预算约束、经营机制的僵化与行为的不规范、内部治理结构与制度的不健全、各种激励约束机制的匮乏、商业银行内部风险控制机制的空缺等制度原因,放开利率管制很可能更易引发金融秩序的混乱与总产出的下降。因此,可以说这一时期实行的利率管制制度并没有造成多大的效率损失。

当然随着我国经济体制改革的进一步深化和经济金融全球化与自由化浪潮的推进,人为将利率控制在较低水平的管制利率制度所造成的效率损失越来越明显,市场化改革的合理性也越来越突出。但需要注意的是,不论是管制利率制度还是自由利率制度,判断其优越的主要标准便是其是否能保证形成最有利于经济增长的利率水平。为此,应当根据具体的经济运行状况与制度环境,选择积极灵活的相机处理方式。在不同条件下,适当加强管制与另一条件下主动放松管制并不矛盾。尤其为保证最有利于经济增长的合意利率水平的形成,在利率制度由管制向市场化的制度变迁过程中应始终注意各项相关制度的健全配套,如政府在银行投资决策过程中的退出、体制外部门的发展与国有银行信贷投向结构的改善、银企关系的规范、商业银行产权结构的改革与内部管理制度的健全、寡头垄断的国有商业银行市场组织结构的改进、国有企业改革的深化与预算约束的硬化、中央银行监管体制改革与监管水平的提高等。

注释:

①本文观点纯为作者个人认识,不代表所在单位对此所持的意见,文责作者自负。

②这种影响应当说与马克思利率理论中“社会平均利润率”对利率水平的影响基本相同。

参考文献:

[1]爱德华·S·萧. 经济发展中的金融深化[M]. 上海:上海三联书店,上海人民出版社,1988.

[2]何光辉,杨威月. 金融自由化理论体系的挑战与金融深化理论的微观重构[J]. 上海经济研究,2000,(4).

- [3]凯恩斯. 就业、利息和货币通论[M]. 北京:商务印书馆,1983.
- [4]罗纳德·I·麦金农. 经济发展中的货币与资本[M]. 上海:上海三联书店,上海人民出版社,1997.
- [5]罗纳德·I·麦金农. 经济市场化的次序——向市场经济过渡时期的金融控制[M]. 上海:上海三联书店,上海人民出版社,1993.
- [6]沈荣坤,汪建. 实际利率水平与中国经济增长[J]. 金融研究,2000,(8).
- [7]青木昌彦,金滢基,藤原正宽. 政府在东亚经济发展中的作用——比较制度分析[M]. 北京:中国经济出版社,1998.
- [8]王建. 新凯恩斯主义经济学[M]. 北京:经济科学出版社,1997.
- [9]拉斯·沃因,汉斯·韦坎德. 契约经济学[M]. 北京:经济科学出版社,1999.
- [10]张杰. 中国金融制度的结构与变迁[M]. 太原:山西经济出版社,1998.
- [11]张维迎. 博弈论与信息经济学[M]. 上海:上海三联书店,上海人民出版社,1996.
- [12]赵英军. 利率自由化:并非自由的选择[M]. 北京:中国经济出版社,1999.
- [13]周业安. 政府在金融发展中的作用——兼评“金融约束论”[J]. 中国人民大学学报,2000,(2).
- [14]周业安. “金融约束”批判[J]. 经济科学,2000,(3).
- [15]Dewatripont, M and Maskin, E. (1995), Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies [J]. Review of Economic Studies, 62(4), 541—555.
- [16]Galbis, V. (1977), Financial Intermediation and Economic Growth in Less Developed Countries: A Theoretical Approach [J]. The Journal of Development Studies, 13(2), 58—72.
- [17]Kapur, B. K. (1976), Alternative Stabilization Policies for Less—developed Economies[J]. Journal of Political Economy 84(4), 777—795.
- [18]Mathieson, D. L. (1980), Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy[J]. Journal of Economies 7(3), 359—395.
- [19]Stiglitz, J. E. and Weiss, A. (1981), Credit Rationing in Markets with Imperfect Information[J]. American Economic Review(71) 393—410.
- [20]Stiglitz, J. E. and Weiss, A. (1992), Credit Rationing and Its Implications for Macroeconomics[Z]. Oxford Economic Papers.

From Regulation to Deregulation: A Criticism and Integrated Analysis on Interest Rate Theory

GAO Xiao-hong

(Department of Business Management, People's Bank of China, Beijing 100045, China)

Abstract: The argument on whether interest rate should be regulated or deregulated has long been a major issue on interest rate theory. The integrated analysis indicates that despite those incongruous and obviously opposite arguments, the basic logic of these arguments is congruous. The arguments result from the non-linear relation between the interest rate and economics growth and the difference among their research angles and focuses. In fact, regulation of interest rate does not certainly hinder growth and deregulation does not necessarily increase economics efficiency. Objectively speaking, due to China's special environment, regulation of interest rate has not brought about the enormous lost of efficiency in the gradual reform as pointed out by those critics. However, it does not mean that we can deny the necessity to reform interest rate system after the economic and system environment has changed.

Key words: interest rate regulation; financial restraint; credit distribution; financial constraint; financial deepening