



许经勇

我国利率市场化改革及其运作态势与面临的问题

如果说,在传统计划经济体制,政策通过对贷款规模的直接控制,基本上就可以控制住货币的供应量;那么,伴随着计划经济体制向社会主义市场经济体制转变,贷款规模的控制作用必然会逐步削弱。这一方面是因为单纯依靠直接行政办法,已经无法控制住投资规模,因而控制不住货币需求量的过快增长;另一方面是因为,我国社会上越来越大一部分货币供应量,是不受贷款规模控制的非银行金融机构贷出去的。我们既要投资对投资和货币供给进行有效的宏观调控,又不能完全沿用计划经济时代的传统手段,这就要求寻找间接调控的政策工具,而利率政策将在这方面发挥重要作用。

在市场经济条件下,利率是资金让渡其使用权的价格,这就要求实现利率的市场化。利率市场化的内涵应当是,实现市场机制在信贷资金价格决定上的基础性作用,并由此形成相对独立的,体现社会主义市场经济特点,调节社会信用资金供求,引导资金合理流动的利率运行、控制和反馈系统。实现资金利率市场化,不仅能够比较灵敏地反映货币供给与市场需求的关系,起着价格信号的作用;而且能够不断地调节货币供给与市场需求,起着经济杠杆的作用。由于目前我国大部分产品价格已经市场化,这就为资金价格——利率的市场化创造条件,同时也提出了迫切的要求。如果产品价格市场化而资金价格(即利率)没有市场化,那么,作为最稀缺而又很重要的资源——资金就无法参与改变产业结构失衡和商品供求结构失衡的资源重组过程。没有资金结构的调整,所谓产业结构调整,不过是纸上谈兵。如果资金配置非市场化,那么,资金以外的其他要素的配置,也不可能合乎市场化要求。

利率市场化作为我国利率改革的总体目标,是伴随着我国市场取向改革的不断推进而逐步深化的。当我国的计划经济体制尚未被市场经济体制所替代,宏观调控的主要手段是控制贷款规模,利率只能作为辅助性工具,还称不上发挥经济杠杆的作用。随着市场取向改革取得突破性进展,利率的经济杠杆作用便愈来愈强化。例如,1992年初邓小平同志南方谈话之后,中国曾经一度出现经济过热、市场物

价上涨幅度过大,中国人民银行两次提高了存、贷款利率;1995年1月至7月,中国人民银行又两次提高了存贷款利率。这几次利率调整,与1994年以来出台的其他重大经济改革措施相配合,对于控制通货膨胀和固定资产投资,发挥了重要作用。1998年7月2日之前的一段时间内,针对市场物价逐月回落情况,中国人民银行分别于1996年5月和8月、1997年10月、1998年3月、1998年7月,先后五次降低了存贷款利率。中央银行连续运用利率杠杆,采用经济手段来调控经济,其货币政策工具实施数量之多和操作节奏之快,在中央银行历史上是少见的,并引起国内外的广泛关注。与此同时,也显现出中央银行对宏观经济的调控,日益娴熟和得心应手。

为了有效地发挥利率的价格信号作用和经济杠杆作用,客观上要求中央银行必须逐渐从贷款规模控制为主过渡到运用多种货币政策工具来调节货币供应量。这就必须按照利率市场化改革方向,采取渐进方式改革利率管理体制。1996年6月1日,中央银行宣布取消同业折借利率的限制,放开各种期限档次的同业折借市场利率。目前已初步形成了全国统一同业折借市场利率,它对国家重大经济、金融政策的调整及金融市场的变化反应日趋敏感,已成为中央银行制定和实施货币政策的重要参考指标,同时也为我国今后利率市场化改革的深化奠定了基础。与此同时,中央银行还允许商业银行在一定的浮动幅度内自行决定贷款利率,及时调整利率,使物价和存款利率、存款和贷款利率、贷款和债券利率保持合理水平。1997年6月16日起,银行间债券回购业务在中国外汇交易市场网络上正式展开。以银行间债券业务的开展为标志,我国货币市场进入了一个崭新的阶段,它为中央银行开展以债券买卖为主的公开市场业务,以及商业银行充分运用证券资产,灵活调剂资金头寸,减少金融风险都创造了有利的条件。

从1998年1月1日起,中央银行取消对国有商业银行贷款限额的控制,将传统的贷款规模管理,改为在推行资产负债比例管理与风险管理的基础上,实行“计划指导、自求平衡、比例管理、间接调控”的新型管理体制。这项改革表明,中央银行不再将信贷规模作为调控的中介目标和操作目标,而改为通过调整货币供应量和商业银行的资金头寸来调节市场资金的供求关系;不再依靠贷款规模控制这一行政手段,而是改为综合运用存款准备金、再贷款、再贴现、公开市场业务和利率等货币政策工具,调整基础货币,保持贷款的适度增长。商业银行也不能再将贷款规模作为与中央银行讨价还价的手段,而必须通过大力组织存款、改善金融服务、积极支持符合国家产业政策和信贷原则的企业贷款需求,来增强竞争实力,求得生存和发展。取消贷款规模控制,还解决了长期以来商业银行在支持企业贷款需求方面所面临的规模和资金相脱节的矛盾,使商业银行具有了以资金价格——利率为信号的贷款自主权,贷款责任和风险约束进一步增强,从而有利于商业银行自控、谨慎管理机制的建立。

中央银行在取消对国有商业银行贷款限额控制、逐步执行资产负债比例管理和风险管理的基础上,1998年3月21日,中央银行又着手对存款准备金制度实行改革。这两项改革将使中国的货币政策具有市场经济的意义,并标志着利率市场化改革迈出重要的一步。1984年,中国人民银行开始专门行使中央银行职能后,即建立了存款准备金制度。但是,在过去十几年中,我国存款准备金制度与国际上通行的惯例有着较大的差别。首先,体现在准备金帐户上,国际上许多国家都是把法定准备金和超额准备金合为一个帐户,唯独我国是把法定准备金和备付金(超额准备金)分为两个帐户(直至1998年3月21日,中央银行改革存款准备金制度,才把金融机构的准备金存款帐户和备付金存款帐户合并为一)。同时,国外的存款准备金帐户大多为不计息帐户,中央银行不对存款准备金支付利息。而我国的存款准备金帐户是带息帐户。其

次,体现在存款准备金率的高低上。国外的存款准备金率一般为5~6%,发达国家为3%左右,英国只有0.5%。1984年以来,我国法定准备金率经历了5次调整。1998年3月21日,中央银行将法定存款准备金率下调至8%。再次,体现在存款准备金率的功能上。国外存款准备金的功能,是保证金融机构现金支付和日常清算资金的需要,以及控制商业银行的信贷扩张及基础货币的供给。而我国的准备金存款是不能用于支付和清算的,金融机构按规定在中央银行开设一般存款帐户(备付金存款帐户)。中央银行则将准备金存款用于再贷款,支持重点产业、重点项目的需要。由此可见,我国的存款准备金的主要功能,不是调控货币供给量,而是调整信贷结构,支持国家重点建设。现在,中央银行所负担的重点建设贷款功能,已经转移给1994年成立的三大政策银行即国家开发银行、农业发展银行和进出口银行来承担。因此,1998年存款准备金制度改革,将有利于发挥存款准备金的支付、清算功能和存款准备金率对货币供给量的调控功能。1998年7月1日,中央银行下调准备金存款利率,为的是刺激国内需求,支持和激励商业银行增加货币信贷供给能力。中央银行在这次降息中,将金融机构准备金存款的利率,由5.22%下调为3.5%;对金融机构贷款平均利率,由7.43%下调至5.61%;再贴现利率,由6.03%下调为4.32%。中央银行通过调整存款准备金率,影响金融机构的信贷资金供应能力,从而间接调控货币供应量。存款准备金率下调,意味着金融机构可使用资金增加,同时准备金存款利率下调,导致金融机构将资金存放在中央银行的收益下降。这样将促使金融机构积极寻找资金用途,挖掘贷款潜力,积极增加贷款,从而增加社会需求,带动国民经济增长。同时,中央银行大幅度下调再贷款利率,向商业银行作了必要的让利。

二

中央银行降低存贷款利率和准备金存款利率,从微观上看有利于降低企业负担,从宏观上看,有利于货币政策与财政政策的配合协调,从而使整个国民经济保持较快的增长速度。但是,1996年以来,中央银行连续5次降低利率,第一次降息至今已经过去两年多了,超过了一般承认的货币政策时滞时间,但经济并未明显出现迅速回升的态势。这就给人们提出这么一个问题,即为什么我国目前的货币政策效果很不显著?这就必须从国有商业银行的经营机制谈起。

1984年至1996年,国有商业银行为为了满足贷款扩张的资金需要,在银行间大搞储蓄竞争,在银行内部大搞储蓄定额考核等等。其根本原因在于国有商业银行具有追求资产扩张的利益冲动。在这段时间,国务院对国有商业银行的资产质量没有制定硬性规定,中央银行对商业银行资产质量的监督也不是很严格的,在商业银行内部缺乏明确的贷款风险承担主体。在这种情况下,国有商业银行对资产质量不可能给予重视。与此同时,通过增加贷款,银行可以扩大其影响,贷款经办人也可以从中得到货币或非货币收益。贷款的收益与成本对比决定了国有商业银行盲目追求资产扩张,而不计较贷款风险。在这种经营机制下,扩张的货币政策取向与商业银行利益相吻合,国有商业银行对此给予积极响应,货币政策能够顺利地向整个经济各部门传导,最终实现货币政策的预定目标。相反的,当中央银行实施收缩银根政策时,货币政策取向与国有商业银行利益相对应,在传导过程中会遇到很大的阻力。这时国有商业银行的经营机制,利于传导扩张性货币政策,而不利于传导紧缩性货币政策。当然,在这一阶段,中央银行可以通过控制信贷规模,实现货币政策的目标,但阻力仍然是很大的。即商业银行为适应国有企业要求,实现贷款规模扩张,往往采用层层倒逼方法,最终迫使中央银行放宽贷款计划规模。据初步统计,从1984年至1995年的12年间,平均每年贷款突破规模44.4%。

但1997年以后,国有商业银行的经营机制开始发生重大的变化。即经历了长时间银行资产规模的盲目扩张,国有商业银行的不良资产迅速增加,并大大超过国有商业银行的自有资金。在这种情况下,国务院命令国有独资商业银行限期降低不良资产比率。作为金融主管部门的中央银行也加大了对商业银行、尤其是国有独资商业银行质量的考核监督力度。在强大的外部压力下,国有商业银行内部也改变了过去放贷责任不清、管理不严的做法,强化了贷款责任管理和贷款授权制度,还颁布了发放不良贷款的严厉处罚办法。无论是对商业银行分行、支行的行长们,还是对银行的广大信贷员,其贷款风险引致成本必然大大上升。再加上国有商业银行的职工收入与银行利润没有直接挂钩,缺乏风险和利润相结合的激励机制,银行职工首先关心的不是建立在一定风险基础上的利润收入,而是如何逃避个人处罚风险。在这个基础上所形成的货币政策传导机制对以刺激经济增长为主要目的的货币政策必然缺乏反应,是一种单向的紧缩性传导机制。以近几次利率调整为例,国有商业银行在中央银行的存款利率下调之后,理应形成商业银行资金运用的压力,迫使其增加企业贷款的主动性和紧迫感;何况,由于存贷款利率的整体下调,企业贷款成本的降低,对银行资金需求也会随之增加,造成对资金供应和需求的双向刺激,促进资金在经济体内循环速度加快,以达到推动国民经济迅速增长的目的。也应当指出,在国内有效需求逐渐显示出乏劲的情况下,采取这一措施是非常正确的。然而,由于国有商业银行缺乏承担风险的利益驱动,不是以银行的利润为主导,在这种情况下,尽管中央银行加大了商业资金运营压力,国有商业银行内部无法通过利益制约关系分配贷款风险,所以不会对来自中央银行的调控压力作出应有的反应。这种微观经济运行机制与货币政策导向之间的矛盾,必然会阻碍近几次的利率下调的宏观效果。

问题的实质在于,价格不仅是一般商品市场的杠杆,同样是资金市场的杠杆。所以说,利率政策是市场经济中货币政策的核心,利率政策的基础是其调控对象必须以利润为导向。而目前国有商业银行以过度规避风险为原则,不以利润为导向的经营机制,必然会导致利率政策和货币政策在一定程度上的失灵。国有银行计划贷款规模出现节余现象,这是过去少有的。银行贷款是创造货币供应的主要渠道,受贷款增幅下降的影响,广义货币供应量增长速度在1997年下降了8个百分点,狭义货币供应量下降2.4个百分点。为了实现1998年的经济发展目标,应当注意货币政策与其他宏观经济政策的综合协调,尤其是发挥财政政策在刺激经济增长、拉动总需求方面的作用。

三

从理论上说,银行存款利率的持续下调,必然会刺激消费品、尤其是高档耐用消费品市场的扩大,即必然会促使居民把部分存款分流出来,用于购买消费品、尤其是高档消费品。中央银行持续下调利率的一个重要目的,就是为了有效地扩大内需,以带动国民经济的增长。但实践的结果,则是降息后居民储蓄存款的增幅虽然有所减缓,但却不很明显,并没有带来消费品需求的同步增长。1997年全社会消费品零售总额的增幅,比1996年回落2.3%。预计1998年社会消费品零售总额,扣除物价因素后,将与1997年大体持平。因此,在现阶段,依靠降息来促进消费市场的复苏,其效果并不理想,其原因是多方面的:

(1)近5次降息是以不损害存款人的利益为前提的。对于存款人来说,连续5次下调利率,的确会给新增存款人的利息收入大为减少。但是,以第5次利率下调为例,人民币存款名义利率虽然略低于国内美元存款名义利率水平,但是,综合考虑物价因素,人民币实际利率仍然高

于美元实际利率。也就是说,商品零售价格和居民消费价格下降的幅度明显大于利率下调的幅度。实际利率乃呈上升趋势。

(2)目前我国消费品市场正面临着“断层”危机。当前城市老百姓对自行车、手表、缝纫机乃至彩电、冰箱、洗衣机等许多家用电器产品的需求已经达到基本饱和,而农村市场的开发仍需要相当的时间,才有可能把潜在的市场变为现实的市场,再加上住房、汽车这类“超级消费品”的消费热潮尚未形成,使得消费品市场难以进一步启动。

(3)是因金融资产分布不均匀而形成的属于结构失衡型买方市场。目前我国约有80%的金融资产掌握在20%左右的人手中,在城镇,富裕层与相对贫困层的差距呈扩大趋势。1989年,我国城镇居民中最富有的1/5家庭的收入占全部收入的29.38%,最贫困的1/5家庭的收入占全部收入的11.65%,至1994年,最富有的1/5家庭收入占全部收入的比重增至44.46%,最贫穷的1/5家庭仅占全部收入的6.04%。而随着金融资产向某一部分阶层的集中,使得这部分人的消费支出在达到一个相对较高的稳定阶段后,收入的再增加将不再有增加消费支出的需求,而是几乎全部变成了储蓄。造成要买的人买不起,买得起的人不需要购买,出现结构型消费断层。

(4)相当一部分居民的金融资产不是来自于持久性收入,而是来自暂时性收入和隐性收入,也就是说,即使现期收入较高,未来收入预期却是不确定的。因而,不敢贸然把这部分收入转化为消费,而是转化为储蓄。与此相联系,在居民预期收入下降的情况下,其边际消费倾向也会跟着相应减少。目前导致居民预期收入下降的一个重要原因,就是就业风险加大了,也就是当前全国议论的中心课题即下岗问题。目前已下岗的国有企业职工以及面临下岗压力的政府公务员、银行职员、税务职员、国有、集体乃至三资企业的职工等,普遍对未来收入的稳定来源产生怀疑,其所采取的对策是减少消费支出,增加储蓄,以备将来无收入之时的生活开支。这就会强化居民的储蓄倾向,从而产生利率下调、储蓄增加的情况。

(5)是个人的收支模式正在从局限于眼前日常消费支出转变为着眼于个人终身消费支出。在传统计划经济体制下,个人在养老、医疗、住房、教育和应付不测等方面的需要,都是由企业和政府提供的。个人获取这类资源所作出的努力,主要表现为获取身份的竞争,以及对行政级别的竞争。而其工资收入的支出,主要是集中在日常生活消费上。即使是存款,也大都是为了购买“大件”日用消费品。但是,随着我国经济市场化改革的深入,传统福利制所提供的“物品”逐步转移给市场,个人在医疗、住房、教育、失业、养老、应付不测等方面的费用,更多地依赖于自己。这就要求个人收支模式上必须作相应地调整,即从集中于眼前日常生活消费支出模式转向兼顾眼前消费和未来消费需要,以及着眼于这类消费的个人资产保值。在今后的一段时间内,个人收入支出未来化的空间还相当大。随着保险、福利制度改革的到位,个人收入支出未来化的趋势还会进一步扩大。

四

银行存款利率的持续下调,必然会刺激部分资金由储蓄转化为投资,扭转居民继续保持较高储蓄的倾向。国有银行存款利率的持续下调,会通过储蓄存款收益的减少以及国家债券、企业债券和股票收益的提高,从而引导储蓄存款分流至证券市场。而在证券市场资金量既定的情况下,现有的利率结构又决定着国家债券、企业债券和股票市场的再分配。在正常的情况下,银行利率的下调对股市的利好影响程度又会超过国家债券和企业债券。因此,在利率下调的相对

收益率效应的作用下,即存在资金从储蓄存款向国债市场和企业债券市场的分流,又存在着资金从储蓄存款、国债市场和企业债券市场向股票市场的分流。

伴随着利率的持续下调,会有更多的居民和金融机构倾向于购买国债,从而为国债的扩大发行提供有利条件。国债从安全性方面优于股票,从收益性方面优于银行存款。这是许多居民将国债作为投资首选的主要原因。这几次的调息有一个共同点,即中长期存贷款利率的下调幅度大于短期存贷款利率下调的幅度,而且期限越长,调整幅度越大,从而在收益方面使国债的优越性进一步显现。因此,预计今后一段时间,不但居民会更多地选择国债,而且一些金融机构在准备金利率调低后,出于安全性方面考虑,也会将部分资金用于购买国债。何况,目前我国国债发行总规模,相对地说,并不高,国债余额占GDP的比重只有5%,而美国、日本、法国、印度等国国债余额占GDP的比重在80年代分别为43%、41%、24%和47%,相比之下,我国通过扩大国债发行筹集建设资金的空间是较大的。

国有银行相继5次降息给股票市场所带来的影响,是一个值得人们深思的较为复杂的问题。已经经历了5次较大幅度的降息,并的确已把城乡居民的一部分储蓄存款分流到股票市场(1997年全年通过股市筹集的资金比1996年增加800多亿元),但并没有出现银行储蓄存款下降的现象。1998年6月末,各金融机构的城乡居民存款,比去年同期增长16.8%。这一方面说明了,随着经济的不断发展和城乡居民收入水平的迅速提高,储蓄存款总额必然不断扩大;另一方面说明了,储蓄存款乃是中国百姓最传统和最信任的家庭和个人财产储备方式。虽然降息曾经使部分资金流向金融市场,但并没有给股票市场带来生机与活力。一种不可思议的现象出现了,即1998年股市总体上对利好的反应是比较冷静的,调低股票交易印花税和连续性下调利率之后,股市依然处于麻木状态,出现所谓“流动性陷阱”。

银行利率下调对保险市场将会产生什么样的影响,也是值得深入探讨的问题。从一定意义上说,降息将会对保险业务,特别是寿险业务的发展起到明显的刺激作用。经过这些年市场经济风雨的洗礼,人们的风险意识、保险意识明显增强,购买人寿保险的人越来越多,这就必然会促进人寿保险业的迅猛发展。人寿保险业务的猛增,也体现人们对保险的投资增值功能的认可。因为许多寿险品种条款的设计,就考虑到抵御通胀、投资增值的功能。如中保人寿的递增型养老保险,养老金年递增5%,其他如平安长寿等险种也都具有增值功能。由于现行的险种都是依照以前的银行利率设计的,连续5次降息将使一些险种的保值增值功能更加凸现,从而激起居民购买保险的积极性。当然,从另一种角度看,这5次降息也会对保险公司、特别是寿险公司带来一些负面影响。道理很简单,银行利率是保险费率计算的一个重要环节,预定的银行利率越高,保险费就比较便宜,反之,则比较贵。根据我国《保险法》规定,保险公司的资金运用,限于在银行存款、金融债券、政府债券等,在这种情况下,银行利率的下调,使得保险公司一部分存在银行的资金收益减少。而已经卖出的有效保单承诺几十年不得变更,养老金的给付期长达几十年。当银行大幅度下调利率时,保险公司的经营风险就会加大。就在中央银行实施第三次降息的第二天,上海1200个储蓄所宣布暂停受理“平安养老金保险”业务,这是降息后上海寿险市场作出的第一个反映,据悉,目前上海各大中资保险公司都在作出相应的调整寿险费率。

五

以上的分析表明,利率政策的基本作用是调节储蓄与投资,影响消费与总需求,但在对外开

放经济条件下,利率杠杆也是调节国际收支中资本项目的重要手段,即相对高的利率会吸引外资的流入(近十几年来的东南亚国家就是呈现这种态势);相对低的利率就会促使资本流出。正确运用利率杠杆,可以有效地调节资本项目的净值变化,它不仅有利于充分利用外资,加快经济建设步伐,克服国际游资对外汇储备的冲击,而且还能抵消外贸波动对外汇储备的不利影响。

但也应当指出,利率杠杆的运用是有一定限度的,即如果高于或低于国际利率水平很多,必然会引起国际资本的大量流入或流出,以至抵消运用利率政策调节国内总需求效果。例如,提高利率有利于增加储蓄,回笼货币,降低消费,紧缩投资,从而达到抑制总需求的目的;但是,高利率又会吸引外资大量流入,引起国际收支顺差,在这种情况下,中央银行要维持汇率,就得买进外汇,增加储备,同时增加人民币投放,这又会与提高利率抑制总需求的初衷相背离。

连续5次下调利率,使得我国的资金价格逐步向国际市场价格靠拢,即缩小了人民币利率与国际市场外币利率的差别,这就有利于防止投机者进行套利交易,从中渔利。同一种货币在国内外市场利率的差别是很微小的,但不同货币在同一市场上的利率差别却是非常明显的。这是由各有关国家的货币实力(购买力)、利率政策、汇价涨跌幅度、投资及再生产的周期性变动等因素形成的。一般说来,强币利率总是处于较低水平,弱币利率总是处于较高水平。低利率的货币(强币)难以同高利率的货币(弱币)做套利交易。这是由于后者的汇率下降风险很大,汇率上可能出现的损失会远远超过利率差额上可能得到的利益。

我国利率作为借贷资金价格,经过最近5次调整后,已经基本上和国际资金实行价格接轨,极大地改变了我国资金价格明显高于国际资金价格的局面,这对国内外资金的合理流动都有重大意义。第5次利率下调之后,虽然人民币存款名义利率略低于国内美元存款名义利率水平,但是,综合考虑物价因素,人民币实际利率仍然高于美元实际利率。在这种比率之下,不会引起外资的回流(即外流)。当然,因降息而导致一部分短期国际投机性游资的撤离,会给我国国内金融市场带来正面的作用,与此同时,我们也要注意测算会有多少其他性质的外资回流,以及外资回流中非正常外资的比例有多少,将会给国内市场带来多大的影响。

对此我们应当综合分析,才能得出正确的结论。

参考文献:

1. 戴相龙:《迈向21世纪的中国金融业》,中国金融出版社1997年版。
2. 赵海宽:《经济转轨时期的宏观调控与货币政策》,中国金融出版社1996年版。
3. 王振营:《货币政策为什么目前效果不显著》,《经济学消息报》,1998年7月3日,第1版。

(作者系厦门大学经济系教授,单位邮编为361005)

简讯

朱钟棣教授赴香港讲学

我校世界经济研究所所长朱钟棣教授日前应香港科技大学邀请前往讲学。在港期间,朱钟棣教授分别为香港科技大学和香港中文大学的教师和研究人員作了题为“上海国际金融中心建设”和“上海服务贸易发展的情况和策略”的三场演讲,并应邀去香港传

讯电视台通过卫星同两位台湾学者就美国减息对世界经济的影响展开了讨论。香港传讯电视台被誉为华语的CNN,该台通过卫星当场向全球华人直播了这场讨论。

(世经所)