

# 我国利率市场化改革的必要性及其困扰

许经勇

我国金融体制改革的一个重要目标,就是逐步实现信贷资金商品化,融通资金市场化。与此相适应的,随着我国金融市场的逐步放开,作为资金使用权转让价格的利率,也应当有控制地逐步放开。我们既要投资对投资和货币供给进行有效的宏观调控,但又不可能完全沿用计划经济时代的传统手段。这就要求我们必须尽快地寻找间接调控的政策工具,而利率政策将在这方面起着重要的作用。资金利率的市场化,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,而且能够有效地调节货币供给与市场需求,起着经济杠杆的作用。

目前我国大部分产品价格已经市场化,这就为资金使用权转让价格——利率的市场化创造条件,同时也提出迫切的要求。如果产品价格市场化,而资金使用权转让价格——利率没有市场化,那么,作为最稀缺而又最重要的资源——资金,也就无法参与改变产业结构失衡和商品总供求结构失衡的资源重组过程。要让市场在资源配置中起基础作用,其前提条件是一切生产要素都必须商品化,可以在市场上自由流动,按照价值规律的要求,由市场竞争和供求机制决定价格,只有这样,才能通过灵敏的价格信号和竞争压力,引导资源的合理流动。货币是商品运动的媒介,商品运动要靠价值运动乃至资金运动来实现。在市场机制调节社会资源配置过程中,资金起着第一推动力的作用。资金流向哪里,资源也就流向哪里。资金是一种决定社会资源配置的特殊资源,社会资源的合理配置有赖于资金的合理配置。当前我国产品结构与产业结构的调整,说到底就是资金结构的调整,是资金流向与流量的改变。没有资金结构的调整,所谓产业结构与产品结构的调整,不过是纸上谈兵。如果资金的配置是非市场化,那么,资金以外的其他要素的配置也不可能达到合乎市场化的要求。

要实现资金配置的商品化、市场化,首先必须推进银行信贷资金利率的商品化、市场化,克服当前资金利率过低、调整滞后,管理过死,难以发挥杠杆作用的弊病,消除利率双轨制和由此而形成的金融秩序混乱以及由此而引发的腐败现象。

须知,对于我国来说,资金是一种较为短缺的生产要素,按照市场供求规律,东西越是短缺,其价格必然越高。而我国资金价格却非常便宜,这就使借款人可以不用花费任何代价而能得到一份补贴。谁都想多要资金,谁都敢多要资金。目前我国资金利率仍然低于物价上涨率,是一种负利率。这样一种负利率对经济运行所带来的消极后果,是相当严重的。它强烈地刺激着对资金这个较为短缺的资源的需求,造成资金使用的极大浪费。目前我国资金较为短缺,极其有限的资金理应贷给那些效益好的企业使用。而利率过低,不仅效益好的企业用得起,效益

差的企业也用得起。资金利率过低,还会诱使某些人利用官方利率与市场利率之差,搞“寻租”行为,这是产生某些不正之风和腐败现象的经济根源。这种低利率、负利率现象的存在,还会导致抢资金搞投资,成为总需求膨胀的推动器,使通货膨胀难以得到有效的抑制。目前我国资金供应的主要渠道是银行贷款。通货膨胀即产生于银行贷款的膨胀。由于我国目前的贷款利率太低,实际利率是负的,在这种情况下,贷款表面上是支付了利息,实际上连本金都没有支付够。因此,谁贷款得多,谁占的便宜也就愈多,从而推动了通货膨胀。与严重通货膨胀相联系的负利率,包括存款的负利率,就是以居民的储蓄贬值为代价,并借此将社会财富转移到能够利用负利率取得暴利的少数人手中。我国目前的确存在着少数人独占改革收益,而把改革成本通过通货膨胀,转嫁给居民群众的危险性。果真如此,通货膨胀必将日益严重。我国防止恶性通货膨胀的根本原则,应当是保持改革收益和改革成本的一致性。社会各个阶层应当按照其获得改革收益的比例,负担改革成本。而与严重通货膨胀相联系的负利率,则是让广大居民群众负担改革成本。如果我国的经济体制改革走偏了方向,被少数人独占改革收益,而由社会广大居民群众负担改革成本,那么,两极分化和恶性通货膨胀,将有可能在若干年内出现,进而从根本上破坏我国改革和发展的正常环境。这就是我国控制通货膨胀的实质性问题。

## 二

在国民经济正常运行的情况下,银行的存款利率一般要高于物价上涨水平,使实际利率水平保持正利率,使投资者有合理的收益率。目前我国存在着利率双轨制:一种是由资金供求关系决定的,比如存在于民间的借贷,企业之间的相互融资等,这方面的年利率基本上都在20%以上;另一种是官方规定的利率,即中央银行定期公布和调整的利率。目前官方利率和市场利率差距很大。1995年7月1日调整了的利率,流动资金的贷款年利率仍然只有12.06%,而市场利率则在24%—25%。市场利率相对客观地反映了资金的供求关系,从演变趋势看,官方利率应尽可能地向市场利率靠拢。市场利率是判断官方利率是否合理的一个重要依据,除此之外,通货膨胀率也是判断官方利率是否合理的又一个重要依据。我们所谈论的利率,应当包括两种:一种是名义利率,一种是实际利率。实际利率是名义利率减去物价上涨后的差额。在正常情况下,银行利率应当是正利率,而不能是负利率。名义利率的计算公式应该是:名义利率=实际利率+物价上涨率,也就是说,名义利率应该高于物价上涨率。但事实上我们的名义利率并没有这样换算。我国这几年的物价上涨率一直在20%以上,1994年接近22%,即使实际利率为零,名义利率也应在22%左右。如果再加上几个百分点的正利率,名义利率应在25%以上。但实际上官方利率即使在1995年7月1日调整后,也只有12.06%,所以,官方利率与物价水平相比显得过于偏低。

一个令人深思的问题,即迄今为止,在我国利率系列中,尚没有哪一种利率能够稳定地发挥基准利率的作用,从而使得我国利率系列在很大程度上还处于无序状态。从表面现象看,银行的存款利率似乎成为某种基准利率,不仅货币当局关心它,其它金融工具的利率,例如国库券利率,也往往是参照它来确定的。然而,如果我们要建立适应社会主义市场经济发展要求的以间接调控为主的金融宏观调控机制,将存款利率作为基准利率便是不可取的。这是因为,固然存款是货币供应的重要组成部分,但随机性很强,并不是货币当局所能完全控制的,再加上存款利率作为广泛影响社会经济生活的金融因素,也不适宜过于频繁地变动。

如果我们再考虑到就银行体系总体来说,是贷款创造存款,而贷款规模的大小,则更多地受到准备金率和基础货币的影响,那么,控制那些最直接影响基础货币取得成本的东西,诸如短期国库券利率,再贴现利率,银行同业拆借利率等,则更为切实可行。正因为这个缘故,在市场经济国家里,一般都是以短期国库券利率,再贴现利率和银行同业拆借利率作为基准利率,而不是以银行存款利率作为基准利率。

在我国公开市场业务还不具备条件正常运行的情况下,中央银行通过再贴现率和再贷款率这类经济杠杆调节信贷和货币供应量,是最灵活、最有效的措施。当商业银行的准备金不足,它可以把工商企业贴现而保有的合格票据向中央银行申请贴现,称为再贴现。再贴现时所使用的利率称为再贴现率。再贴现率是商业银行从中央银行取得资金的成本。当中央银行认为有收缩银根的必要时,它就会提高再贴现率,使商业银行取得资金的成本提高,商业银行就会减少对中央银行资金的需求,也就减少了可贷资金。而当再贴现率上升,商业银行的资金成本提高时,它向企业发放贷款的利率也会跟着提高,企业的贷款需求也会减少。再贴现率是资金市场利率的晴雨表,体现着中央银行的货币政策是抑制或者扩大货币需求。中央银行根据市场银根松紧情况和信用管理需要,提高或降低贷款利率,从而促使或抑制投资和消费需求,调节货币供应量。

在西方国家,金融机构依赖于中央银行的资金,从事其信贷活动的程度,主要是通过贴现来实现的。而在中国,由于贴现业务还不发达,金融机构依赖于中央银行的资金从事贷款活动的程度,主要是通过再贷款。中央银行的再贷款利率在金融宏观调控中的作用,主要表现在,提高或降低再贷款利率,将会影响商业银行和其他金融机构的借贷行为,并对调整全社会信贷规模,引导资金投向,起着重要的作用。作为各项贷款的基准利率——中央银行的再贷款利率,其确定和变动,能够影响商业银行和其他金融机构的信贷活动,影响社会利率的总水平。中央银行应当运用再贷款利率杠杆,有意识地紧缩或放松银根。当出现经济过热,资金供求矛盾突出的情况,通过调高再贷款利率,有利于缓解资金供求矛盾,迫使经济降温,并保持正常的经济发展速度;当经济滑坡,市场疲软时,适当增加信贷投放,降低再贷款利率,有利于注入启动资金,促使经济的回升。通过中央银行的再贷款利率,可以在一定程度上起着调节社会资金的流向与流量,这已经被实践所证明了。但是,由于我国尚未完成从计划经济体制向市场经济体制的转变,中央银行的再贷款往往是交织着专业银行逼迫中央银行基础货币的超额供应,从而导致货币供应量的过快增长。从这个意义上说,目前我国中央银行的再贷款杠杆也不总是有效的。在我国,长期以来存在着的国有企业迫使专业银行增加贷款、专业银行迫使中央银行增加基础货币供应的倒逼机制,使得基础货币供应并非中央银行所能独立操作。因此,要在我国消除货币供给过度增加的趋势,就必须改变企业的软预算约束。

从我国实际情况出发,利率市场化改革应当采取渐进改革的方式,而不可能是一步到位。我国利率市场化改革的第一步,应当是首先放开同业拆借利率,即货币市场利率。货币市场利率放开以后,很快就会形成一个短期市场基准利率。这既有利于我国统一货币市场的形成,也为货币政策的改革提供了基础。由于同业拆借利率(即货币市场利率)是由金融机构之间的交易行为形成,最能反映市场上资金供求状况。当货币市场利率放开以后,可以根据货币市场基准利率相应地调整银行对工商企业的贷款利率,使贷款利率略高于货币市场利率,这时贷款利率还是要管制的,即由政府(或中央银行)统一调整,但它已接近于市场均衡利率。使工商企业

开始承受市场资金成本压力,以强化利率对企业经营行为的敏感性。这时的存款利率还是统一管制的。在货币市场利率放开以后,即可着手实行国债发行利率的市场化。即用招标或拍卖方式发行国债。国债投资者可以根据货币市场利率决定国债的发行利率(或价格)。这就可以把国债二级市场价格与货币市场利率相衔接,促使国债市场规模进一步扩大。当利率市场化改革演变到这个阶段,中央银行即可依据货币市场利率,主动地调整央行的再贷款利率,使央行的再贷款利率成为货币市场的主导信号。同时取消存款准备金和超额储备的存款利率,让商业银行更加积极地参与货币市场交易,充分利用货币市场调节资金余缺,并积极参与国债市场,以持有国债形式调节超额储备。到了这个时候,中央银行的再贷款利率,货币市场利率,国债二级市场价格已形成一个银行间市场利率体系,为中央银行的公开市场操作提供了较理想的市场环境。与此同时,还应允许商业银行根据客户的不同信誉,在一定幅变内浮动贷款利率,相对应的,也可考虑存款利率的浮动幅度,或只规定存款利率的上限。当利率市场化改革走到这一步,以中央银行再贷款利率为主导的市场利率体系便基本形成,或者说,利率市场化改革的目标基本上达到。

### 三

我国经济体制改革以来,由于通过财政渠道对国有企业的投资迅速减少,使得我国国有企业的生产和发展,严重地依赖于外部资金。据调查,除了国有企业的流动资金几乎完全依赖于银行贷款之外,它们的投资资金来源中,内源融资率也不足 25%,而且在高达 75%的外源资金中,银行贷款要占去 90%以上。目前我国国有企业的间接融资规模占绝对比重,其中各类银行融资额占全社会间接融资额的 96%,其中国有专业银行占 74%。而在西方市场经济国家中,企业的内源融资率一般都在 50%至 80%之间,而且其外源融资的 50%左右来自证券市场。相比之下,我国国有企业的资金来源结构显然是扭曲的。这种不合理的资金来源结构,使得我国国有企业大多处于对银行的高负债的境地。货币政策、尤其是利率政策的微小变动,都会对国有企业的经营造成严重的影响。例如,1995年,银行对企业贷款的年利率仅提高 0.96 个百分点,这便意味着国有企业将多承受 120 多亿元的利息负担,致使其自我积累的目标更难实现。与此相联系的,我国金融部门的资产结构中,以信用贷款形式存在的风险资产的比重,也远远高于一般国家。这种畸形资产格局严重地制约了金融部门信用政策的实施,使得它在采取任何政策措施时,既要从宏观上考虑国民经济总体需要,又要从微观上考虑众多企业的要求和“承受能力”。当宏观经济要求和微观经济主体需要发生矛盾时,往往又是照顾微观经济主体的需要,使宏观经济调控政策难以到位。我国目前之所以会出现负利率状况,原因也就在这里。

从理论上说,信贷资金的利率水平应当是由市场供求关系决定的。但是,一旦我们的贷款利率提高到由市场供求决定的水平上,必然会有相当一部分国有企业出现严重亏损以至破产。现在一部分国有企业所以表现为虚假盈利,就是因为利率太低,实际上是靠牺牲资金供应者的利益,特别是靠牺牲广大储户的利益来维持这些企业的生存。这就涉及到存款人和借款人这两大利益团体的利益分配和利益协调问题。作为存款者,他们希望利率能够提高,在通货膨胀下能够得到正利率;而作为贷款企业,他们希望利率低、成本低,避免企业亏损和破产。如何把资金供给者与资金需求者这两大利益集团的利益协调起来,是一个很复杂的问题,实际操作的难度相当大。当然,其最终的根源就在于企业的软预算约束。问题的实质在于,由于我国国有企

业的经营机制和投资机制还没有转移到市场经济运行机制的轨道上来,信贷资金利率水平的高低,对企业货币需求的制约度不高。不论企业经营效率和投资的预期效率多低,信贷资金利息率多高,企业和投资者都敢于贷款,甚至贷款的时候就没有考虑到将来如何还款的问题。这种需求是一种非市场化的需求,或者说是一种虚假的需求,在如此被扭曲了的运行机制下,如果让市场供求决定信贷资金的价格,信贷资金的利息率一定是奇高。

目前我国国有企业的总资产负债比率已达70%左右,流动资产的负债比率则高达90%以上。而在企业负债率和经营效率一定的情况下,国有企业的盈利水平主要决定于借贷资金的利率水平。由于目前国有企业的经济效益还不可能很快地提高,其负债率也不可能很快降下来,在这种背景下提高信贷资金的利率水平,如果企业不能将这部分增加了的利息转嫁给可实现的销售产品价格上,就必然会加强国有企业的亏损程度,进一步削弱其还本付息的能力,造成银行贷款质量的严重恶化。在国有企业经营效益欠佳的情况下,提高信贷资金的利率,将会加大企业的生产成本,而在现有多数企业难以消化这种不利因素,也可以把它转嫁到产品价格的提高上,推动新一轮的物价上涨,这又与国家一系列抑制通货膨胀的措施与目标,背道而驰。因此,信贷资金利率水平的提高是非常困难的,而且极其有限的。

当前保值储蓄或保值贴补率的存在,也是困扰利率市场化的重要因素。在国民经济正常运行的情况下,银行的存款利率一般要高于物价上涨水平,使实际利率水平保持正利率,而贷款利率则要考虑存款利率、费用率和银行利率等因素,与存款利率保持合理的利差。但是,自国家恢复储蓄保值贴补率以来,1995年8月份,已上升到12.99%,明显地高于贷款利率,出现与利率市场化相背离的存、贷款利率倒挂,即出现严重的负利差情况。从理论上说,这笔数额巨大的贴补资金,是应当由国家来承担,即通过财政补贴的形式支付给各家银行。但是,在现有的财政数字状况和储蓄规模庞大下,将使国家财政负担大大增加,甚至难以承受。而且作为全社会代表的国家与作为独立主体的银行目标的不一致,信息的非对称,国家对银行的监督将是很困难的,或者说监督成本很高。银行在使用这笔无成本资金时,也难以真正形成有效的自我约束。在正常的市场竞争条件下,银行的贷款利率与市场利率是不可能长期存在悬殊的差距。但是,当财政拨付贴补资金、执行“保值储蓄”政策,实际上相当于国家为企业支付一定量的利息;它对两种贷款利率的偏离起了支撑作用。贷款企业获得资金的成本低于市场均衡时的正常利率,不仅盲目的投资冲动难以避免,而且该企业产生的利润将是被夸大的利润。在这种情况下,真实的利率水平与真实的盈利水平都被扭曲了。这就不利于不同类型的企业展开公平竞争。而如果由银行承担这笔数额巨大的保值贴补基金,对于经济效益欠佳的国有专业银行来说,可谓雪上加霜。据初步概算,目前国家专业银行的自有资金(家底)总计不过1500亿元,其中被财政拿走1200亿元,企业呆帐占用2000多亿元,没有一家专业银行能够实行真正的自负盈亏。把保值贴补负担转嫁给银行(目前是这样做),等于大幅度提高银行的存款利率,增加了银行的经营成本,加重了银行的债务负担,妨碍着国家专业银行向商业银行的转化,到头来,也必然阻碍了利率市场化改革的进程。

[作者单位:厦门大学经济系]