

金融改革的新阶段——利率市场化

曾芬钰¹, 许经勇²

(1. 厦门大学 经济系, 福建 厦门 361005; 2. 厦门大学 经济系, 福建 厦门 361005)

摘要: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。实现资金利率市场化,不仅能够比较灵敏地反应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。在目前物价持续走低、资金供大于求、资源相对过剩、银行风险意识增强的环境下,放开利率不大会导致通货膨胀,是推行利率市场化的较好时机,并已进入我国金融改革的实施阶段。

关键词:利率; 市场化; 改革

中图分类号: F830.3 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-0117(2001)04-0036-06

一、利率市场化的必要性

如果说,在传统的高度集中的计划经济体制下,政府通过对贷款规模的直接控制,基本上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投放出去的。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,所谓产业结构与产品结构的调整,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终极目

收稿日期: 2000-10-07

作者简介: 曾芬钰(1966—),女,厦门大学经济系博士生;

许经勇(1938—),男,厦门大学经济系教授,博士生导师。

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愈来愈强化。

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拆借市场利率的限制,放开各种期限档次的同业拆借市场利率。目前已初步形成了全国统一同业拆借市场利率,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,同时也为我国往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(直到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6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%,1999年6月又下调至6%。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月和1999年6月,中央银行两次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。

利率市场化,并非完全由市场来决定利率,只是加大了利率由市场决定的比重,任何一个市场经济国家都是如此。美国市场经济高度发达,但其金融市场利率的变动仍旧掌握在美联储的手中,美国联邦储备系统仍然起着相当于中央银行的作用,通过它所掌握的贴现率来操纵市场利率的变动。而美国的银行、非银行金融机构和社会公众始终习惯于把联储的贴现率当成一个重要指标。

利率市场化的真正含义在于商业银行的存贷款利率根据市场情况自行确定,而中央银行仍然要决定和控制利率和基准利率,因此,放开利率不等于放手不管,中央银行还将通过公开市场操作、再贷款、再贴现和存款准备金等政策

工具来影响货币市场、债券市场的资金供求及利率水平,从而达到调控市场利率的目的。此外,银行同业公会等行业自律也将发挥作用,加强对金融机构的各项监管与市场监测,更多地用经济杠杆调控金融市场,防止出现金融机构之间的无序竞争。西方发达国家的经验告诉我们,利率市场化不是出笼虎,实现利率市场化政府不仅能够继续调控利率,还能通过对利率的控制来调控宏观经济。

二、要形成与利率市场化相适应的传导机制

利率市场化要能顺利实现,必须具备一系列条件。即除了必须建立完善的金融市场、充分有效的金融监管和稳定的宏观经济环境外,还应形成与之相适应的微观经济基础。具体地说,利率作用的传导要得以顺利实现,一个重要条件就是众多经营性金融机构和一般企业对利率变动必须作出灵敏反映,并调整其策略,这就要求微观基础应当是真正意义上的商业性企业。

在通常情况下,中央银行降低存、贷款利率和存款准备金利率,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和财政政策的配套协调,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7次降低存贷款利率,至今已过去三年多,超过一般承认的货币政策时滞时间,但国民经济并没有因此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的效果很不显著?这固然有多方面的原因,但其中的一个重要原因,就是还没有完全形成与利率市场化相联系的货币政策传导机制、尤其是商业银行的经营机制。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着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立, 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本金。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紧密挂钩, 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, 理应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力情况下, 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润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。这具体表现在, 1998 年流通中现金(M_0) 供应量增长率由 1997 年的 15.63% 下降为 10.10%, 狭义货币(M_1) 供应量增长率由 1997 年的 16.5% 下降为 11.9%, 广义货币(M_2) 供应量增长率由 1997 年的 17.3% 下降为 15.3%。三个层次的货币供应量增长率均未能完成年初计划。与此相联系, 1998 年全年社会消费品零售总额 29163 亿元, 较前年实际增长 9.7%, 而年末城乡居民储蓄存款余额达 53407 亿元, 较前年增长 17.1%。其居民储蓄增长幅度高于消费品零售总额增长幅度, 为近 7 年的最高值。1999 年, 虽然市场上现金流通量和狭义货币供应量有所回升, 但城乡居民储蓄存款余额, 仍然比上年增长 11.

6%。这就表明,经过 21 年的金融体制改革,我国虽然初步形成一个在中央银行宏观调控和监管下,政策性金融与商业性金融分离的金融组织体系,但国有商业银行的体制还很不完善,国有专业银行向商业银行的转变尚未完成,其经营机制距真正的商业银行还有很大距离。

三、利率市场化的可行性

从利率政策制定者的角度考虑,要废除执行将近半个世纪之久的利率管理体制,要推行利率市场化政策,所面临的首要问题,就是是否会导致利率的大幅度上扬?一旦利率的大幅度上升,必然会引起企业负债成本的大幅度提高,而在市场价格不能有相应变动的情况下,又必然会给企业乃至整个国民经济带来很大的麻烦。与此同时,还担心利率市场化可能引起市场秩序的混乱,出现资金无序流动以及存款搬家等现象,使本来就不太稳定、不太正常的金融秩序又“雪上加霜”。其实,不仅是在放不放开利率、取不取消利率管制问题上有些顾虑,就是在每次调整利率之前,这些顾虑也依然存在。这些顾虑不是没有道理的,但从根本上说,则是违背了市场经济规律。若干年前,当我们放开粮食价格以及将汇率并轨时,我们所面临的风险,也是非常大,但也都取得了极大的成功。如今我们要取消利率管制,要放开利率,要实现这一惊险的跳跃,其所面对的风险,与前两者相差无几。如果我们能够因势利导放开利率,再跨越一步,其结局也会和放开粮价、汇率并轨一样的。

80 年代以来,国际金融市场利率市场化渐成趋势,据国际货币基金组织统计,实行利率市场化的 20 个国家中,有 15 个国家的名义利率是上升的,而实际利率有不同程度上升的则有 18 个国家,所以伴随着利率市场化,在全球金融市场上的货币名义利率和实际利率是呈上涨趋势的。从理论上讲,利率实行市场化后,假如财政政策和货币政策是紧缩的,则利率可能不会上升;如果财政政策和货币政策是扩张性的,那么名义利率和实际利率必然要上升。我国现阶段执行的是积极的财政政策和稳健的货币政

策,对利率市场化后的货币利率有趋升的作用。但是它又与通货膨胀率的走向有一定的关系,倘若名义利率基本保持不变,因为通货膨胀率的升降,实际利率也会发生变化,而实际利率才是社会资金的平均价格,对企业生产经营成本构成直接影响。虽然我国现阶段通货膨胀率依然是负增长,使货币的名义利率和实际利率均处于历史上的双底时期,本身就制约着提高名义利率政策的实施,可是利率是货币的价格,资金只有在市场定价的条件下,才能根据价格信号来反映供求关系,实现资金资源和其它生产要素的优化配置,促使资金使用最大效益化。我国央行利用货币政策来调控经济的传统做法,是控制货币总量,尤其是控制货币供应量,但却不能有效控制货币的需求量,这样最终还是不能有效地控制住货币,所以利率市场化就成为控制货币政策的中间手段,也成为调控经济发展的必然选择。

由于当前我国外汇资金较为充裕,放开外币利率对人民币利率是不会产生很大的影响。根据中国人民银行统计报告显示,2000 年 7 月末,我国各项外汇存款余额达 1170 亿美元,比去年同期增长 25.9%,各项外汇贷款余额为 675 亿美元,比上月下降 2.9 亿美元。从贷款结构上看,目前短期外汇贷款下降,中长期贷款略增。而 7 月末我国全部金融机构各项存款余额为 117155 亿元,比去年同期增加 13.9%;全部金融机构各项贷款余额为 94363 亿元,按可比口径计算增长 14.1%,从这些数字可以看出,目前我国外汇资金供大于求,而外币存款规模与本币存款规模相差甚远,因此外币利率放开对本币利率不会有很大影响。此外,目前我国实行有管理的浮动汇率制,外汇储备连续几年上升,1999 年末达到 1456.75 亿美元,外汇储备远远大于需求,因此,在这样的情况下改革外币汇率管理并不会给人民币汇率造成太大压力。况且,外国银行办理国际业务的利率业已根据市场浮动,我国境内外币利率经过几次调整,与国际市场利率也有一定衔接,已经具备了外币利率改革的基础。换一个角度看,目前我

国外币存、贷款分别约占本外币存、贷款总额的7%和6%,不仅规模较小,涉及面也很有限,放开外币贷款利率,即使出现较大波动,也不会对人民币的存贷款利率走势乃至整个国民经济运行产生什么负面影响。

按照国际货币基金组织和世界银行专家们的观点,只有一国宏观经济稳定和银行监管充分有效同时存在时才可迅速实现利率自由化,否则需要有一个创造条件的过程。而绝大多数国家都不具备上述两个完满条件,所以必须采用渐进式。韩国、台湾地区进行了渐进式利率自由化,在整个改革过程中保持了对利率的灵活管理。即使是美国和日本的利率自由化也不是一步到位,也经历了一个很长的时期。所以,这些国家都比较顺利地实现了利率自由化。

对于我国来说,当前经济回升的基础并不稳固,导致有效需求不足的一些深层次问题还没有完全解决;结构调整进展缓慢,远不能适应经济持续较快发展的需要。同时,在价格总水平止跌回稳过程中,多数消费品仍供过于求,经

济生活中还有一些需要引起高度重视的问题。稳固经济回升的基础,这仍是一个相当艰巨的任务。从这一点来看,尽管人民币利率已经面临来自国际国内外币加息和我国利率体制改革等多方面的压力,但近期内人民币利率仍将保持稳定。人民银行行长戴相龙也在各种场合多次强调,目前我国的利率水平与经济发展是相适应的。如果改变当前的低利率政策,上调人民币利率,可能会产生货币政策收紧的宏观政策信号,不利于经济的进一步复苏。我们也应看到,保持人民币利率的稳定与加快利率市场化并不矛盾,放开利率后利率水平是升还是降目前还难以断言。不过,从世界各国的情况看,市场比较开放的国家,放开后利率一般降多升少;而市场垄断较多的国家,一般升多降少。如果以此为判断依据,目前我国放开利率(主要是贷款利率)后,利率水平在一定时期内有可能出现升势,因此,我国实现利率市场化还需创造条件,循序渐进。

参考文献:

- [1] 林志远. 中国宏观经济问题和改革出路[M]. 北京: 经济科学出版社, 1999.
- [2] 李扬等. 中国金融理论前沿[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2000.
- [3] 戴相龙. 迈向 21 世纪的中国金融业[M]. 北京: 中国金融出版社, 1997.

The New Stage of Financial Reform— Marketlization of Interest Rate

ZENG Fen- yu¹, XU Jing- yong²

(1. 2. The Dep. Of Economics in Xiamen University, Xiamen Fujian 361005)

Abstract: As the general goal of interest rate reform in our country, the marketlization of interest rate, accompanied by the constant market orientation reform, has deepened gradually. To realize the marketlization of capital interest rate, not only responds the relationship between the money supply and the market demand sensitively, but also adjusts them and plays a role of the economic lever. Under the circumstance of keeping a low price, the condition of capital supply is higher than the demand, the natural resources have a surplus relatively, and the conscious of the bank risk has been enhanced, it's not easy to lead to the inflation when we lift the interests rate control over. It's the right time to carry out the marketlization of interest rate, and now the financial reform has been put into effect.

Key words: Interest Rate; Marketlization; Reform