

'96 调息纵横谈

陈金标 江曙霞

1996年是“九五”的第一个年头。前三个季度,中国人民银行对利率频频动作:4月1日起停办三年期以上定期保值储蓄业务;5月1日起存贷利率平均分别降低0.98和0.75个百分点;8月23日起,存贷利率再度下调,平均分别降低1.5和1.2个百分点,幅度更大。那么,“九五”期间暨定的适度从紧的货币政策目标与今年一系列调息动作究竟有何联系,货币政策走势最终将如何发展成为金融界内外人士关注的焦点。

笔者认为,调息是根据当前我国宏观经济形势的需要,按照两个转变的要求,运用货币政策手段实施结构调整,促进有效需求与有效供给平衡的重要举措之一,它表明我国中央银行运用货币政策引导经济周期的宏观调控能力增强,并将产生积极的效果。

一、调息与货币结构调整

1996年几次调息的方向是一致的,直接目的在于对国民经济运行中的货币结构实施调整。调息要促使 M_2 适量向 M_1 转化,使有效需求得以适当增长,实现总需求和总供给平衡。

随着货币政策的实践,货币供应量渐渐成为我国货币经济发展的指示器。自1993年正式公布货币供应指标以来,货币供应量的监测重点愈来愈明确放在 M_1 和 M_2 两个指标上。 M_1 称为狭义货币供应量,包含流通中现金、企事业单位的活期存款和信用卡存款等; M_2 称为广义货币供应量,包含 M_1 、企业定期存款和居民储蓄等。按照货币供应计划,1996年 M_1 的增幅将控制在18%, M_2 的增幅将控制在25%以内。实际执行的结果,第一季度 M_1 增长幅度仅为13.7%, M_2 增长幅度却高达28.3%。5月1日调息后, M_1 和 M_2 均不同程度向目标靠拢,但仍有距离。从 M_1 和 M_2 的构成我们不难知道, M_1 代表社会现实购买力,是直接的有效的需求(含生产消费和生活消费);而 M_2 包含的“准货币”则不一定是当前可能实现的现实购买力,如企业定期存款和居民储蓄存款只代表潜在的需求。很显然, M_1 低于目标增长表明社会有效需求不足, M_2 高于目标增长则不排除今后一个时期通货膨胀压力的存在。假如 M_1 持续低增长, M_2 持续高增长,不难预见,后果是国民经济将陷入“滞胀”的泥淖。因此,构造合理的货币结构有利于国民经济的平稳、健康发展,运用利率杠杆引导经济周

期就成为1996调息的主要动因。

二、调息与经济结构调整

1996调息的最终目的是对国民经济实施结构性调整,配合“九五”期间和2010年要实现的两个具有全局意义的根本转变,为我国经济增长方式转变提供一个重要契机。

首先,调息使企业利息负担发生结构性变化。企业是调息的直接受益者,这是不争的事实。1995年为抑制经济过热和通货膨胀两度调高利率后,我国企业利息负担沉重。据统计,1995年工业企业平均利税率为9.1%,而流动资金贷款利率半年期为10.08%,一年期为12.6%,加上浮动幅度20%(通常是上浮),许多企业完税还贷后几无利润,更多的企业甚至出现亏损,无怪乎企业常叹“为银行打工”。孰不知银行正为“皮之不存,毛将焉附”所困扰;其一,企业拖欠贷款使银行资金周转不灵;其二,企业维持低效益简单再生产致使产品不适合市场要求,生产不能向消费转化,衍生生产资金沉淀、居民储蓄高增长的怪现象,使银行存贷利息倒挂,经营困难;其三,企业大面积亏损使银行贷款本息无归,“大船搁浅,船舶逃生”、“子母裂变”等企业逃、废银行债务的花样层出不穷,银行疲于应付,即便是“对簿公堂”,银行也是“赢了官司拿不到钱”,只“讨了个说法”。在简单再生产都无以为继的情况下,企业的扩大再生产无论是外延扩大或内涵扩大都成为无稽之谈。调息极大减轻了企业的利息负担,为企业注入了新的活力;从总体上看,1996年金融机构贷款计划增加9500亿元,按照二次调息利率下降1.95个百分点粗略计算,企业即可节约利息支出185亿元。企业融资成本下降,还债能力增强,银行信贷资金良性循环也就有了保障。从结构上看,二次调息在减轻企业流动资金利息负担,搞活流动资金的同时,更注重增强企业技术改造的能力和促进国家重点建设的投入,表现在中长期贷款下调的幅度更大,两次平均下降2.785个百分点,几乎是流动资金利率调幅的两倍。调低企业中长期贷款利率一方面杜绝了企业千方百计把流动资金贷款转作固定资产投资的违规行为,另一方面给了企业调整产业结构、产品结构和企业组织结构、贯彻实施“两个根本转变”的动力,可促使企业走出当前的困境。

其次,调息影响融资结构,使社会闲置资金由储蓄向债市和股市分流,推动直接融资市场的发展,加速储蓄向投资

的转化。近年来,国内储蓄一直呈超高速增长的势头。1995年底,城乡居民储蓄存款余额为29700亿元,当年增加8130亿元。进入1996年,尽管4、5月份的调息动作使储蓄存款增长势头有所减弱,但到6月末,城乡居民储蓄存款余额仍增至35458亿元,比年初增长5758亿元,约为1995年全年增加额的71%。然而,自1993年下半年实施“适度从紧”货币政策以来,我国股市、债市由狂热走向疲软,三年的调整期间,股市低迷,企业债市偃旗息鼓,直接融资渠道不畅;国债市场勉为其难,多次随银行利率上调调息,高收益率刺激下的国债市场固然活跃,原来已十分困难的中央财政则显得底气不足,国债发行未能达到应有的规模,1995年,国债占社会金融资产总量的份额不过4.13%。由于利率扭曲,我国金融市场畸形发展,市场传导的信号失真,客观上给金融宏观调控造成障碍。在彻底实现利率市场化改革之前,适时调整利率,使之尽可能准确反映资金市场需求,与国家产业政策、财政政策目标相一致起来,就成为货币政策的一项重要内容。1996年一系列减息动作适得其时,此后,资金的趋利性将自发诱导社会闲散资金向股市和债市分流,注入新鲜血液的股市和债市将更有生气,直接融资市场的发展无疑有利于加速储蓄向投资的转化,同时有利于促进我国宏观金融间接调控的条件早日成熟。

再次,调息会改变银行的存贷结构,使银行的经营条件得到改善,有效推动银行的商业化进程。三年的货币紧缩调整使我国的银行存贷结构发生了令人瞩目的变化,金融机构由连年“贷差”变为“存差”。有关资料表明,1994年全国金融机构各项存款增加11269亿元,同期各项贷款增加7217亿元,“存差”4025亿元;1995年新增存款12957亿元,贷款9340亿元,“存差”3617亿元;1996年截止3月末,再度出现“存差”2712亿元。如此巨额“存差”是社会资源的极大浪费,也使银行的经营困难重重。这种反常的资金供求现象在很大程度上是利率扭曲、资金价格不合理所造成的:一方面,存款高增长。其一,存款利率过高,有些利税率在银行贷款利率边缘的企业索性变着法子公款私存,领利息发工资奖金;其二,存款利率过高,股市债市不旺,有些意欲投资股市债市的投资者干脆将资金存入银行,获利可观且无风险,图个省心;其三,存款利率过高,使人们产生了储蓄“偏好”,收入增长的同时,是储蓄的增长,而不是消费质量和消费品位的提高。另一方面,贷款低增长。其一,在适度从紧的货币政策背景下,银行贷款受到规模控制;其二,多数企业经济效益低下,银行贷款利率高,企业还贷能力差是“秃子头的虱子——明摆着”,银行从贷款效益出发,许多情况下不愿意贷款。调息使资金价格趋向合理,银行存款高增长的压力会得到缓解,银行贷款会有所增长,银行存贷结构得到调整,有利于银行的商业化经营。

最后,调息对国民收入分配产生积极的调节作用。改革开放以来,我国人民的生活水平迅速提高,特别是城镇居民的总体水平已接近“小康”。然而与此同时,我国地区间、家庭间、个人与个人之间收入差距也开始拉大(见表一)。这是由于:其一,在向市场经济转换的过程中,人们对政策的理解和运用存在较大距离,用政策者得发展,用好政策者大发展,不用或没用好政策者不发展;其二,国家出台的经济政策有许多对东部

沿海地区倾斜,促进了这些区经济的极大发展;其三,让一部分人先富起来的指导思想也造就了一些高收入阶层;其四,税制不健全为从事非法活动者留下获取暴利的可乘之机,等等。存款利率过高,会加剧国民收入不均衡分配:每年约有3000个亿的国民收入以利息收入形式向个人分配,助长食利金者阶层的形成。调低利率有利于矫正国民收入通过利息形式向个人倾斜分配的结构失衡现状,促使我国社会主义市场经济朝着公平和效率的方向健康发展。

表一 中国城镇居民家庭经济分类

家庭类型	家庭年收入 (万元)	家庭拥有金融 资产(万元)	占家庭总数 (%)
贫困型	0.5以下	0.3	4
温饱型	0.5-1	0.9	34
小康型	1-3	2.8	55
富裕型	3-10	8.7	6
富豪型	10以上	28	1

资料来源:转引自《粤港信息报》1995年12月26日

三、调息与经济周期

1996调息是新一轮经济周期平稳健康发展的重要保证。

从上面分析我们可以看到,调息旨在对国民经济中的货币、经济结构进行调整,指导思想是引导储蓄向消费转化,引导储蓄向投资转化,使资金在社会再生产的各个环节合理有效配置,形成“消费促进生产,生产促进分配,分配复促进消费,进而促进生产……”的良性循环。

货币政策向来以“逆对经济风向行事”为显著特点,它在通货膨胀到来之时实施“紧缩”,在经济增长停滞之时实行“放松”。但是经验已经证明,货币政策有较长的时滞,超前性是货币政策成功的关键。1993年7月实施货币调整至今已三年过去,应当说,我国基本上成功地抑制了通货膨胀,并保持了经济的积极健康发展(见表二)。

眼下,我们面临着新一轮的货币调整,去迎接新一轮的经济增长的到来。

表二:

项目	年份			
	1993	1994	1995	1996*
GDP增长(%)	13.4	11.8	10.2	9.8
物价上涨率(%)	13.2	22.0	14.8	7.1

资料来源:根据《金融时报》整理

1996*为上半年实际数。1996年计划GDP增长8%,物价上涨率为10%。

1996 调息将引导新一轮的经济周期进入调整产品结构与产业结构、提高经济效益为主要特征的新阶段,并对我国实现从粗放型经济增长方式向集约型的增长方式转变过程产生积极的效果。

四、调息与相应的配套措施

无庸讳言,1996 调息也有其不尽如人意之处。笔者认为:其一,它采用直接的调控手段,即中央银行以行政命令的方式把调整利率的要求直接下达到金融企业,而不是运用货币政策工具向金融企业传导货币政策的意图,间接影响市场利率水平。这样,调息未必能充分反映市场的资金供求关系;同时,直接调息可能对社会经济产生较大的震荡,因为市场接收、传递、消化和反馈信息的功能没有发挥,其应有的缓冲作用也就弱化了。其二,1996 年一系列调息动作时间比较接近,且幅度大,影响面广,在我国当前金融经济形势下这一问题更加突出。一方面,我国的金融市场还不完善,金融资产形式比较单一,融资方式仍以银行信用为主,通货膨胀压力还很大;另一方面,企业自我约束机制尚未建立起来,社会上还潜在固定资产的投资冲动。因此,调息后采取相应的货币、经济配套措施是新一轮货币调整能否达到预期效果的决定性因素。

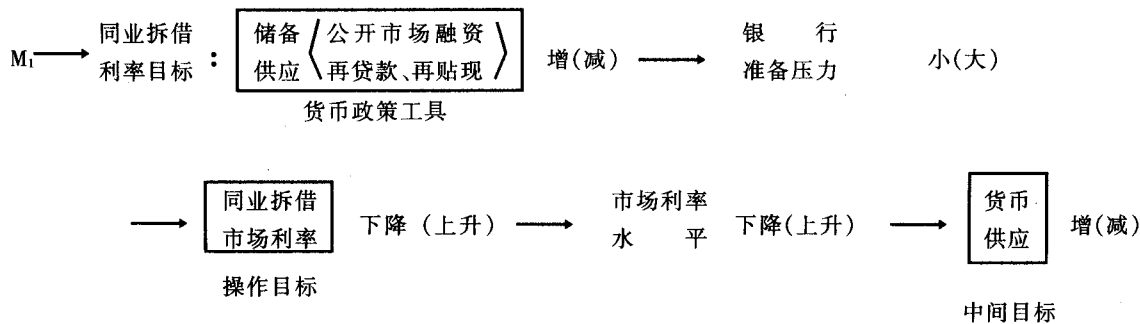
首先,应当坚持利率市场化的改革方向。我国利率市场化改革的最终目标是建立以市场资金供求为基础,以中央银行基准利率为核心,以同业拆借市场利率为中介目标利率,其他所有利率围绕中介目标利率按价值规律运行的市场利率体系。1996 年 1 月 3 月 1 日后全国银行拆借市场试运行以来,尤其是 3 月 1 日后全国 35 个城市的二级网络与一级网络连通后,我国统一的短期资金拆借市场的框架已经基本形成。这是我国利率市场化改革迈出的关键一步。今后,应当加快改革准备金制度,放开同业拆借市场利率,并在适当的时候恢复或加大贷款利率的浮动幅度,以利于我国金融市场形成合理的利益约束机制。这样,中央银行根据一定时期货币供应的要求,通过设定同业拆借市场利率目标,实施必要的储蓄供应调节即能够间接控制市场利率水平,进而达到控制货币供应量的目标(见图一)。利率市场化的进程可以有效地抵减直接调息可能产生的某些负作用,诸如社会集资热重新抬头,金融机

构变相提高利率吸储和其他的不正当竞争,等等。利率市场化还赋予利率机制可逆性,即根据资金供求关系随时间自发调整。

其次,加快国债市场建设,规范股市、债市。调息促使部分社会闲散资金向股市和债市分流,直接融资市场有了新的发展机遇。此时,加大直接融通市场的管理力度,使之准确反映货币政策意图也就成了当务之急。1996 年调息并不意味着放弃适度从紧的货币政策目标,而是要促进货币、经济结构调整,促进经济增长方式的转变,因此股市和债市要摒弃盲目性和投机性,“通过市场机制和国家宏观调控的作用,重点加强农业、水利、能源、交通、通讯”的资金投入,“同时,振兴支柱产业,发展高技术产业,调整提高轻纺工业,积极开拓第三产业,促进国民经济全面发展”(摘自《中华人民共和国国民经济和社会发展“九五”计划和 2010 年远景目标纲要》)。国债市场在 1996 上半年迅速发展的基础上仍应得优先发展,并发挥主导金融市场的作用。

再次,积极引导消费,防止固定资产投资膨胀。1996 年调息后相对低成本的资金往哪里去?除了投资前面列举的国家鼓励发展的基础产业、支柱产业和高科技产业以外,要支持企业的技术改造。尤其是要适当刺激生活消费,提高国民消费质量和消费品位,使人民生活水平的提高和国民经济增长的水平相适应。有资料表明,我国国民储蓄占国民生产总值的 35% 以上,城乡居民存款约占银行信贷资金来源的 60%,有“百姓支撑着银行,银行支撑着国民经济”之说。储蓄率过高(相对国民收入而言)的另一层含义是消费市场拓展受限,最终是不利于经济发展的。反过来说,一个过度依赖储蓄供给资金的经济也是病态的。因此,1996 调息后要注重引导储蓄向消费转化:如推进住房改革,配套开发“楼宇按揭”等住房信贷;又如汽车、家用电器等消费市场的开拓和“分期付款”形式促销;还有推动文化市场、旅游行业和各种休闲中心的高品味消费。储蓄向消费转化还能防止企业运用低成本资金再度膨胀固定资产投资冲动。

综上所述,1996 年一系列调息动作对国民经济持续健康发展具有极其重要的意义,预示着“九五”计划和 2010 年远景规划的良好开端,但是,1996 年调息也需要其他的配套措施,才能达到预期的效果,各行各业不可等闲视之。



图一

(作者陈金标系厦门市物价局副局长 江曙霞系厦门大学教授、博士生导师)
责任编辑 刘伟林