

□ 刘隽亭

## 从居民储蓄看货币市场

自改革开放以来,我国城乡居民储蓄存款余额大幅度上升,1997年底已高达46200亿元,尽管我国从1996年5月1日起连续6次降低利率,居民储蓄存款仍有增无减,目前已突破5亿元大关。这意味着全国平均每人储蓄4000元,意味着其占国内生产总值的60%还要多。如何管好、用好这么庞大的储蓄资金?经济学界人士见仁见智。福兮?祸兮?本文仅就此谈些粗浅的看法。

### 一、居民储蓄的正负效应

谁也不会否认,居民储蓄能促进国民经济良性循环。具体表现为:其一,“集少成多,变死为活”。对个人来讲,手中有几百、几千元钱,根本派不上大用场。因为在大都市,一平方米商品房价格高达万元,区区几千元,是实现不了居民购买住宅愿望的。但通过银行把众多居民的暂时闲置资金集中起来,高达数万亿元的巨额资金,就可以办大事情,满足国家重点建设的需要;其二,“续短为长”。众所周知,居民储蓄,对银行来讲,是负债,是吸收居民暂时不用的资金,即使定期储蓄,居民由于急需,也可以提前支取。由于资金来源是短期的,资金运用也只能是短期的,从理论上讲不能短借长贷。但通过银行发挥中介的作用,此存彼取,此收彼支,环环相扣,在银行帐面上总有一定余额,这部分余额就可以成为银行发放长期贷款的资金来源,满足企业长期贷款的需要;其三,“化消费为积累”。居民储蓄来自于日益增长的货币收入,随着货币收

入的增加,增加的收入用于消费的比例会越来越小,而用于储蓄的比例会越来越大,这是一个基本规律。货币收入所对应一定的消费品本来是供居民即期消费的,由于上述规律的存在,人们不愿全部即期消费掉,而有意识地把购买力推迟,这就使得银行能把其购买力推迟的部分,用于企业发展生产的需要,最终是消费基金转化为积累基金,成为整个经济发展的资金源泉。

但不可忽视的是,居民储蓄的过速增长,同样会给国民经济平稳、协调发展埋下隐患:其一,对企业的消极影响。居民储蓄余额的急剧扩张,意味着消费需求的相应减少,消费品市场供过于求,这种情况一方面导致某些厂商竞相调低产品价格以增强市场竞争能力,在产品成本不能大幅度降低的条件下,投资利润率下降,使该产品投资需求减少;另一方面对于某些具有价格刚性的消费品,由于消费需求不足,导致产品库存积压严重,企业亏损,经济效益下降,预期投资利润率降低,也会使需求减少。此外,由于我国企业融资的数额的4—5%来自股票市场,95%以上则完全依赖银行。国有企业改制至今还未取得实质性进展,并没有成为自主经营、自负盈亏的经济实体,致使企业经营者并不关心信贷资金的使用状况而盲目投资,因为企业欠银行的债可以说是软负债,利息支付可以拖延或减免,或者干脆“赖帐”,这种机制促使企业很少考虑投资效益,对国民经济的长远发展极为

不利。其二,对商业银行的消极影响。由于我国现阶段的“倒逼”机制,企业无钱就找商业银行,商业银行迫于政府的压力,不得不一而再、再而三地将资金贷给效益差的客户。据统计,现在每百元产值所需银行贷款 100 元还要多一点。而在 50 年代,每百元产值只要 20 多元的贷款就够了,即使把财政投资加起来,也不过 50 元左右。流动资金周转速度越来越缓慢,导致商业银行经营风险越来越大,因为流动性与安全性成正比,只有资金周转速度快、流动强,其安全性才高。当前高成本的储蓄存款占资金来源的比重不断增大,而逾期呆滞贷款等不良资产所占比例不断上升,据说已达 30%。这给商业银行改制,与国际惯例接轨带来相当的困难。其三,对宏观经济的消极影响。储蓄的巨额增长从某种程度上会缩减企业投资规模,由于投资是经济发展的推动器,投资下降必然导致经济增长减缓;商业银行的高投入、低产出,资金利用率下降,盈利水平降低,效益难以提高,不利于国民经济的总量和结构平衡。尤其值得注意的是,居民储蓄只是推迟了的货币购买力,可谓潜在的货币购买力,一旦有个风吹草动,政治、经济运行过程中出现偏差,这近 5 万亿元的居民储蓄和流通中万余亿元的现金,就会纷纷出笼,扑向市场。1988 年全国抢购风潮伴随的挤兑风潮,人们至今仍记忆犹新。当时全国居民储蓄存款余额加流通中现金,充其量不到 6000 亿元,所提取的存款只不过是 1/10 左右,就把商业部门多年积压的冷背呆滞商品一抢而光。可以想象,这 6 万多亿元的货币同时出笼,结果如何? 根据 50 年代的经验数据,衡量市场货币流通量是否正常的标志是社会商品零售额与货币流通量之比,二者为 8:1,其含义为:1 元人民币与 8 元商品相对应,或 1 元人民币在一年的时间里周转 8 次,使 8 元商品的价格得到实现。1997 年末,我国社会消费品零售额仅为 26800 亿元,与货币流通量之比仅为 0.5:1。当然,拿 50 年代

的数据衡量现实不科学,因为各种因素的变化,早已事过境迁了。但可以肯定地说,目前货币流通量与商品可供量是不相称的。用“静水流深”来表达也许更恰当。表面上看一平如静,这是因为我国经济在国家的宏观调控下,还没有出现大起大落的震动。但随着经济体制改革的进一步深入,原来掩盖的矛盾会暴露得越来越明显,能量一旦释放出来,巨额居民储蓄对市场的冲击力、破坏力决不可低估。我认为,就目前全国金融形势来看,不是资金短缺的问题,而是如何引导和使用巨额居民储蓄的问题。为把其用得更好,用得更活,趋利避害,重要的举措就是大力发展货币市场。

## 二、发展货币市场的必要性及对策

货币市场是相对于资本市场而言的,它指经营期限在 1 年以内,以短期信用工具为媒介,进行短期资金融通的交易市场。具体包括:同业拆借市场、票据贴现市场、大额存单市场和短期政府债券市场。从目前我国实际情况出发,确立优先发展货币市场的战略是非常及时的。

### (一)发展货币市场的必要性

1. 是商业银行改革的需要。商业银行是一个自主经营、自负盈亏、自担风险、自求平衡、自求发展、自我约束的金融企业。为增强资金实力,要发行金融债券和大量存单,为提高资金使用率和降低贷款风险,就应把多余的资金拆给急需资金的银行,并通过票据市场开展贴现业务。现代银行理论告诉我们,银行资产的保有形式并不是由管理者的主观愿望来决定的,而是要根据资产与负债对称的原则来确定。流动性强的负债只能对应短期资产,即保有现金和政府发行的短期债券,极小部分能用于放款。流动性弱的负债,才能对应长期性资产,即较多地用于放款和投资。在货币市场不发达的条件下,银行的短期负债只有两条出路:现金或放款。如果保有大量现金资产,就违背商业银行利润最大化的原则,银行是不会这样做的;如果用于放款,一旦放

款逾期难收甚至坏帐,就会造成信用危机。因此,解决这个矛盾的办法,一般是在货币市场上购买流动性强、有一定收益率的政府债券作第二储备,以保证整个资产的流动性和收益性。显然,如果不大力发展货币市场搞活商业银行,整个社会的资金就不能有效地进行融通。

2. 是中央银行宏观调控的需要。中央银行的宏观调控要从目前直接调控(信贷限额管理和利率管制)向间接调控转化。其间接调控的三大法宝为存款准备金率、再贴现率和公开市场业务。其中再贴现率和公开市场业务都要依赖于货币市场的充分发展,如果没有票据市场,商业银行就不能办理票据贴现业务,中央银行就更谈不上办理再贴现了,这一货币政策工具便失去了调控的基础。同样,如果没有短期债券市场,中央银行也无法通过对债券的吞吐来实行对货币供应量的调节,商业银行短期性流动性强的资金也无从找到合适的投资场所,公开市场操作当然就没有实施宏观金融调控的工具。在金融宏观调控因缺乏货币市场而无法向间接调控转化的条件下,对资本市场的调控也就只能采取行政性的直接控制办法,进而影响资本市场的正常发展。

3. 是培育居民风险意识、维护居民利益的需要。货币市场和资本市场中每一组成部分的金融工具的风险性各不相同。多数货币市场证券的价格是比较稳定的,流动性强,风险小,但资本市场证券由于经济条件、政治因素和投机因素等多方面的原因,而导致其价格波动不定,这时有的证券易于转让,而有的却难于脱手,给投资者带来很大的风险。可以说,当前我国居民的金融意识和风险意识都较弱,抵抗风险的能力也较低,大多数居民的素质还不适应资本市场的发展。如果将居民贸然推向资本市场,一旦出现了较大的风险,就会带来社会的震荡。因此,应优先发展货币市场,逐步培育居民的金融意识和风险意识,

为居民进入资本市场后承受更大的风险增强免疫力。

## (二)如何发展货币市场

我国金融体制改革的目标之一是要建立一个统一有序、公平竞争、高效运作的金融市场体系。我国货币市场的各子市场发展很不健全、很不完善,与预期发展目标相距甚远。具体表现为:

同业拆借市场从1984年起至今,时冷时热,热的时候发展很不规范,冷的时候又有行无市。本来中央银行规定,同业拆借应遵循短期融通原则,期限最长不超过4个月,然而实际执行结果,最长期限有的高达3年。流向信托公司、证券公司等非银行金融机构的部分,大多数被用于入股、投资,流向银行的部分,也不是弥补存款准备金的不足,而是再批发给企业作为贷款使用,解决的多是企业流动资金不足和固定资产投资的缺口。由于市场分割、封闭,金融机构之间直接进行对手交易,导致利率水平相差悬殊,影响资金使用效益的发挥。

票据贴现市场基础不牢。由于我国商业信用不发达,企业行为欠规范,商业信用难以票据化,资金受地区分割阻碍,商业票据不易流通过转。经济活动中的“三角债”日趋严重,就与票据缺乏流动性有很大关系。

大额存单市场虽然规定利率可以高出基准利率,但由于采取记名发行,名为“转让存单”,事实上流通困难,不利于持单人调整投资结构。存单利率与同期存款利率基本持平,未能反映出货币供求状况。因此,各商业银行只是把发行大额存单作为储蓄存款滑坡时应急措施,而不是当做一项经常开展的业务。

短期政府债券市场,近几年比较活跃,一扫前10多年期限长、流动性差、行政摊派发行、收益率低的落后局面。但发行数额占中长期国库券的比重太低,难以形成市场气候。

企业短期融资券的发行始于1987年,由经济效益较好的大中型企业面向单户和个人

发行,期限为3个月、6个月、9个月和1年四档。由于其发行受到严格的审查和政策的约束,发券企业和发券规模都取决于行政分配而非市场选择,加之流通市场发展缓慢等原因,企业短期融资券市场的发展也受到了相当程度的限制。

因此,目前急需我们按市场规律建设和发展货币市场,尤其是其中的大额存单市场和短期债券市场。具体设想是:

第一,实行利率市场化。利率市场化是货币市场真正形成的基础,真正意义上的货币市场应是一个完全竞争性的公开市场。在市场上引导资金流动,交易的指示器就是利率。在市场经济条件下,货币市场上各金融商品的价格(利率)不应统得过死,卡得过严,由人为制定,而应让市场利率在中央银行基准利率的引导下,由资金供求双方根据各自的盈利能力和承受能力来自主决定。即使是作为货币市场监管者的中央银行,也只能通过公开市场业务,大量买进或卖出市场上的金融商品来影响市场资金的供求状况,通过再贴现率的升降来影响金融商品的价格,从而实现货币市场的间接干预。只有利率市场化,把资金的供求双方推向市场,二者直接见面,才能真实反映资金供求关系,有效调节资金供求,合理配置资源,促进货币市场的繁荣发展。

第二,积极发行短期债券,发展短期债券市场。政府要恢复国库券的本来面目,使国库券的发行真正起到弥补财政收支不足的作用。我国从1993年实行复式预算后,增强了债券发行以弥补缺口的透明度,虽有6个月、9个月和1年的短期国库券问世,但更需要发行1至3个月的国库券来弥补缺口。这样做既切断了中央财政向中央银行透支的通道,使中央银行真正当好“货币卫士”,又有利于中央银行进行公开市场操作。另外,地方政府至今没有发行短期债券,财政收支不足仍然通过向银行贷款来弥补,这显然也会增加

银行投入货币的压力。因此,地方政府财政收支缺口同样要靠发行短期债券来弥补。短期债券市场一旦运作起来,不仅对中央银行有利,而且能满足商业银行、企业和个人的投资需求。如果手中有闲置的资金,就马上买成短期债券,作为随时可以转换成为现金的流动资产。到了需用资金时,再将其转卖出去,就可获得现金,并赚取利差,何乐而不为?目前关键是要增加短期国库券品种,适当加大发行量,建立定期发行制度,活跃交易市场,使各投资主体踊跃参与。

第三,发展大额存单市场并开拓票据市场。大额存单市场既是增强银行资金来源稳定性的需要,又是培育居民金融意识和风险意识的一种好方式。根据我国资金供求状况和银行实际需要,适时和逐步增加大额存单的发行数量,实现全国格式统一,增强其通兑和流动性,努力提高转让比例,商业银行要把大额可转让存单的发行当做一种经常性业务来开展。

推动信用票据化,开办票据承兑和贴现业务,以保持票据的流动性,这既是商业银行减少信用放款、提高资产质量的需要,又是将企业之间信用关系纳入规范化、法制化轨道的需要。由于我国企业资金长期短缺,自有流动资金水平低,企业间商业信用规模小,加之观念、体制难以迅速改变,票据市场的发展可稍迟后一些。但要抓紧基础工作,待时机成熟及时推出,以提高企业之间、企业与银行之间债务清偿的效率。

至于同业拆借市场,可借鉴美国联邦基金市场的经验。联邦基金市场指联邦储备系统会员银行之间准备金交易的市场。它是一个电话市场,想买卖联邦基金的银行可直接给其他银行打电话,或给资金经纪人打电话,经纪人收取佣金非常低。资金拆出时,其拆出者可以和其他货币市场的贷款方式收益率相比较,以取得稳定、较高的收益。拆入资金时,拆入者也可以和其他短期资(下转第63页)

第八次理论研讨会简报。

③[美]R. A. 盖洛等著,王国梁等译:《石油和天然气会计学基础》,石油工业出版社 1997 年版。

⑤[美]西德尼·戴维森主编,石成岳等译:《现代会计手册》(1),中国财政经济出版社 1991 年版。

⑥有的学者认为,资源配置成本是指一种资源转换为另一种资源所造成的损失和所需要付出的代价。它可以分为两类:一是资源成本;二是隐性成本。前者则包括物质性资源成本和非物质性资源成本。物质性资源成本包括经济活动过程中自然资源和资本资源的耗费。非物质性资源成本分为人力资源成本和文化资源成本。人力资源成本包括维系人类自然属性、简单劳动力的再生产的耗费和维系人类社会属性的人力资本耗费。文化资源成本则包括资源配置中社会精神财富的耗费,它所表现的是文化资源本身的价值,它包括交易成本、无形资产成本、经营中非物质性资源耗费等企业所有的非物质性资源耗费和维系企业存在的外部环境耗费的非物质资源成本,如制造成本。隐性成本则是指由于资源配置这一行为发生与存在而形成的资源耗费,包括比较(机会)成本、外部不经济性成本以及维系该项资源活动本身或其结果的延续成本等(详见余青:《浅议资源配置成本问题》,《当代财经》1997 年第 4 期)。笔者认为,此处所指的资源配置成本可以理解为是一种全方位的广义的资源配置成本,而本文中所述的资源配置成本主要是指自然界资源的配置成本

⑦乌杰、赵凯荣著:《系统经济学》,湖北人民出版社 1997 年版。

④⑧翟新生等著:《自然资源会计——大循环成本理论的具体运用》,西南财经大学出版社 1997 年版。

(作者系湖北农学院经济管理系教授,单位邮编为 434103)

(上接第 24 页)金成本相比较,以最少的资金拆入成本获得资金需要的满足。该市场实行无担保拆借,只有信誉较高的商业银行才能获得资金。鉴于前两年我国同业拆借市场比较混乱,在继续治理整顿过程中,除加强法规建设外,应尽快形成全国统一的拆借市场,对全国资金拆借市场实行联网,这既有利于对拆借资金的监管,又能提高资金的使用效率。

第四,创造多样化金融工具,发展直接融资。为了减弱居民储蓄大量增加给银行、给国民经济带来的风险,当务之急是要调整我国长期以来形成的以发展间接融资为主的政策,逐步发展直接融资,一方面增加短期金融工具,另一方面也要适当地放开股票和中长期债券的发行,并放宽上市条件的限制,这样才能满足居民对不同种类金融资产的需求。

从金融业发展的规律来看,货币市场是资本市场赖以生存的前提和发展的基础,货币市场涉及商业、银行、财政三大信用,它们构成了社会信用的基础。如果没有货币市场,短期需要的资金就无法调剂,就会直接影响

到企业生产经营的正常进行,就不能解决企业简单再生产所需资金良性循环问题,而资本市场主要是解决企业扩大再生产的长期投资问题的,若短期资金不能融通,简单再生产不能维持,企业扩大再生产就无从谈起。我认为,要真正解决资金的问题,绝不是增加资金供给的绝对数量。因为居民储蓄余额从总量上看已经不少了,关键是如何加速其流通速度,提高其利用率,减少其负面效应。最好的办法,就是让货币市场转动起来,以适应市场经济发展的需要。

#### 参考文献:

- 1.《中国统计年鉴》1997 年。
- 2.《金融时报》1998 年 6—10 月。
- 3.《金融研究》1998 年第 1、2、3、4 期。
- 4.《天津经济》1998 年第 1、2 期。

(作者系天津商学院会计系教授,单位邮编为 300400)