

□ 郝继伦

## 对我国利率杠杆作用机制的考察与重塑

市场经济体制的确立和市场金融的成长,要求利率在经济运行中发挥最有效、最灵敏的杠杆作用。但在我国现行体制下,利率的杠杆作用却十分微弱,利率的调节也并没有收到预期效果。因此,现实地考察我国利率杠杆的作用机制,从特定的利率形成机制来把握其深层的制度归因,进而探寻我国利率制度改革和利率市场化的现实方针,已是我国金融界的当务之急。

### 一、对我国利率杠杆作用的现实考察

在规范的市场经济中,利率作为有效的社会资源配置机制和金融资源的诱导机制,作为重要的间接调控手段,能同时对资金的供给与需求发挥调节功能,有着“双刃”作用。在考察利率杠杆在我国经济发展中的作用时,也应以利率对资金供给与需求的影响,即从利率——储蓄,利率——投资两个基本经济关系谈起。

#### (一)利率与储蓄

一国经济的发展,很大程度上依赖于金融储蓄以及与之密切相关的资本形成。利率的高低在一定程度上直接决定着经济主体的投资和消费行为。当利率上升时,经济主体会推迟现实消费,增加储蓄份额;当利率下降时,经济主体会减少储蓄份额,扩大即期消费水平。在一国经济发展时期,提高利率往往能使经济主体增加对金融资产的需求,扩大储蓄份额,提高资金积累水平,有利于储蓄向投资转化,对经济增长起到积极的促进作用。

但利率对储蓄的这种正向效应,即利率提高能带来储蓄增加,利率下调能导致储蓄存量的减少,是以储蓄对利率的高弹性为假设条件的。就我国的实际情况来考察,利率的变化对储蓄存款有一定影响,实际利率的升降往往能带动储蓄增长速度的同方向变动,但利率变化对居民储蓄量的影响并不显著(如下表)。由表中可以看到,改革以来,我国的名义利率多次变动,实际利率时正时负,都未影响储蓄存款的稳定增长,只是在实际利率为负时,增长率稍小而已。

我国利率对储蓄效应微弱,利率对储蓄弹性较低的原因比较复杂。笔者认为,最明显有以下两点:一是我国金融市场不发达。利率低调,储蓄不减,其中重要原因在于我国的金融市场不发达,整体经济的证券化水平低,从而导致了居民投资渠道和选择空间十分狭窄,资金无“流”可分。资料表明,目前在居民个人的金融资产总量(现金+储蓄存款+有价证券+保险)中,银行存款占70%,现金占20%,国债、企业债券和股票等有价证券仅占10%。

二是我国居民收入水平的大幅度提高。一定时期内经济主体的可支配收入是储蓄的物质实体,只有随着收入的提高,满足了基本生活需要后,才有了把部分可支配收入转化为储蓄的可能性和现实性,利率才能成为影响经济总量的重要因素。如果只用利率刺激储蓄意愿,而不是提高经济主体的储蓄能力,是仍然达不到大量增加储蓄总量的目的。改革开放以来,我国的经济体制进行了一系列重大变革,我国的经济持续高速增长,从而带来了国民收入水平的大

我国利率水平与居民存款关系一览表

时间	通货膨胀率	一年期储蓄	一年期储蓄	居民储蓄	居民储蓄存款	居民储蓄存款
	<物价指数>%	存款名义利率%	存款实际利率%	存款期末余额	增加额<亿元>	年增长率%
1980	6.0	5.4	-0.6	400	119	42.4
1981	2.4	5.4	3.0	524	124	31.1
1982	1.9	5.76	3.86	675	151	29.0
1983	1.5	5.76	4.26	893	218	32.1
1984	2.8	5.76	2.96	1214	321	36.1
1985	8.8	6.84	-1.96	1623	409	33.6
1986	6.0	7.2	1.2	2238	615	37.9
1987	7.3	7.2	-0.1	3073	835	37.3
1988	18.5	8.64	-9.86	3802	739	23.7
1989	17.8	8.64	-9.16	5147	1345	35.4
1990	2.1	7.56	5.46	7034	2076	36.7
1991	2.9	7.56	4.66	9110	2076	29.5
1992	5.4	7.56	2.16	12116	3006	32.9
1993	13.2	9.18	-4.02	15414	3218	26.56
1994	20.9	10.98	-9.92	21519	6105	39.7

资料来源:各年《金融统计年鉴》

幅度提高,加之国民收入分配格局的逐渐向个人倾斜,居民收入水平不断提高,储蓄的增长有了前提基础,这正是十多年来,我国储蓄规模增势强劲的根源所在。

## (二)利率与投资

投资作为经济发展的原动力和推动力,在一定程度上,要受到利率的制约,利率的过高或过低,都会影响经济主体的投资行为。若利率过高时,就会与投资的预期经济效益相接近甚至超过,投资活动就会减少,储蓄向投资转化中断;当利率过低,经济主体预期的效益较高时,就会扩大投资,但却导致储蓄行为下降。这样,一方面是投资资金需求增加,一方面是资金供给不足,最终要影响到投资的有效活动和经济发展。

从我国具体情况考察,利率的变化对投资几乎无弹性可言。如1988年第4季度,人民银行连续上调贷款利率总水平,使一年期的流动资金贷款年利率从7.92%调高到9%,再调高到11.3%,升幅达3个百分点,但贷款的压力不仅没减,资金供求矛盾反而加剧。再如,1992年底,银行贷款利率持续上调,年底一年期贷款利率高达19.8%,但同年固定资产投资规模却比上年猛增37.6%,达到历史最高水平。由此可见,利率的提高,对平衡贷款的需求几乎不起作用,试图通过利率的调高来抑制资金的过旺需要是难以行通的。

我国利率对投资资金需求的抑制作用微弱的原因比较复杂,笔者认为,其最明显的有如下两点:一是尚未理顺的银企关系。目前,国有企业与银行的关系尚未理顺,与市场经济相适应的新型银企关系尚未确立,银企间的债务约束不强,企业借贷资金的风险全部押在银行乃至国家身上,使得利率很难抑制国有企业的投资冲动。因为在一定体制下,企业在资金使用上所具有的风险约束机制及利益推动机制的状况直接影响着利率对投资作用的发挥。二是现行利率水平偏低。偏低的名义利率水平和居高不下的通货膨胀,使实际贷款利率时常为负,这极大地刺激了信贷和投资冲动,加剧了社会总供求的矛盾。

## 二、制度归因：特殊的利率形成机制

纵观世界各国，利率能否在经济中发挥有效的作用，关键在于利率的形成机制是否合理。所以，我们有必要从我国特定的利率形成机制来寻求我国利率杠杆作用微弱的深层制度归因。

西方古典利率理论以充分就业，储蓄能自动转化为投资为前提来假定，认为利率是由储蓄和投资均衡时决定的市场参数，其中储蓄和投资是自变量，利率是因变量。在凯恩斯学派的理论中，利率水平及其变化主要由货币的供给与需求决定，是货币体系的一个内生变量，但利率水平一经确定就会对两大市场产生有效调节作用，既能有效地约束（或刺激）投资需求，又能有效地调节资金供给。我国的利率形成机制既不同于古典学派，也不同于凯恩斯学说，有着极其明显的不合理特征。这需要从对我国特殊的货币金融体系和储蓄——投资关系的分析开始：（1）中央银行职能转换和专业银行商业化迄今尚未取得实质性进展，银行从属和不独立于政府的情况依然存在，国有四大专业银行垄断分割我国储蓄信贷市场的局面尚未根本改观；（2）财政主导型国民收入分配格局已经打破，居民个人部门储蓄已成为我国资金积累的主要来源，但在储蓄向投资转化过程中，贷款的80%以上流入大面积亏损的国有企业，非国有经济很难取得贷款；（3）从多年实践考察，我国的经济体制属典型的扩张体制。改革前，中央政府曾多次不顾人民生活 and 国力而盲目扩大投资规模；改革以后，随着主体多元化，出现了中央政府、地方政府和国有企业三大国有投资主体，但相应的投资约束机制并未随之建立，强烈的投资“饥渴症”仍然在促使国有投资规模的超常扩张，这样，在我国的货币供求领域便呈现明显的“短缺型”特征，资金永远处于“瓶颈”状态，有多少资金供给，就会有多少资金需求。这导致我国的整个投资——储蓄机制呈现资金供给向资金需求倾斜的趋势性特征。政府和中央银行为了保证国有经济不断扩大的资金投入，为了满足国有经济对资金的需求，实施“行政推动型”的资金定价模式，即通过对存款利率的行政性调整，以扩大储蓄和资金供给，凭借贷款利率的优惠政策甚至存贷倒挂，以满足资金需求，借助四大专业银行的市场垄断保证贷款流向国有经济，从而使整个利率形成机制呈现向资金需求倾斜的态势。而银行不独立于政府及其在市场上的垄断地位正为其提供了制度前提。由此可见，我国的特殊利率形成机制是：利率水准的确定不是取决于货币的供给与需求，而是通过行政手段，由中央银行遵循储蓄乃至利率从属于投资，扩大储蓄以满足投资需求这一基本关系决定的。

从我国特定的利率形成机制出发，不难发现我国特殊的利率——储蓄效应、利率——投资效应的制度归因。（1）在投资领域，由于长期行政性定价中的贷款利率偏低和国有经济投资约束机制的严重缺位，利率水准的高低不能有效控制国有企业预算软约束下的投资需求。相反，利率与投资的关系不是利率约束投资，而是投资需求倒逼利率，即政府和中央银行为了完成既定的投资规模，不断调整贷款利率，迫使贷款利率适应投资的需求。结果，我国的贷款利率明显偏低，甚至出现负利率，过低的贷款利率又刺激了信贷的扩张的强烈的投资冲动，进而加剧社会总供求间的矛盾。目前，在我国资金80%以上靠银行贷款维持的国有企业中，利息支出仅占其成本的2—3%，企业获利中，有25%是靠负利率取得，就是一个很好的例证。（2）在储蓄领域，由于利率的变化能在一定限度内调整储蓄，储蓄又从属于投资需求，因而在储蓄领域呈现出投资反而迫使存款利率上浮的态势。即由我国特殊的储蓄从属于投资、利率向投资倾斜的基本关系所决定，我国经济运行中的存款利率与资金供给的关系，不是资金供给的变动引起利率的变动，而是由于利率的提高才扩大资金供给。这正是我国近年来存款利率连续上调

的深层原因。利率的不断上调,加之我国居民的投资渠道和选择空间的狭窄,居民收入水平的提高,导致我国储蓄规模的迅速增长。

我国这种特殊的利率形成机制给我国的经济金融运行带来了重大消极影响。首先,导致利率的双轨制滋生金融“寻租”行为。货币供给从属于货币需求、储蓄从属于投资需求这一基本关系所决定的政府推动的资金定价模式难以有效地反映资金的供求和稀缺程度,专业银行对国有经济的贷款利率明显偏低。同时,随着金融改革推进,在传统的国有金融外滋生了一个富有活力的民营金融成份,民营金融以市场为依托,按资金的供求和稀缺程度确定资金价格。这样,在国家和中央银行对专业银行存贷款利率实行行政性定价的同时,还存在着一个由资金供求状况所决定的市场利率。在现代市场经济制度下,利率决定着人们占有和拥有实物生产要素的份额大小,而利率的双轨制正好提供了人们不合理扩大实物生产要素的“寻租”空间。目前,国有企业转手倒借低利率贷款以获取利差,金融“寻租”行为和腐败现象的屡禁不止,大量贷款没有真正用于实业工商部门而是流到房地产和证券市场,推进了“泡沫”经济,黑市货币市场活跃等可以在利率双轨制上找到最终答案。其次,刺激投资需求,加剧通货膨胀。投资求倒逼利率,用利率刺激资金供给以满足投资需求的利率形成机制,使我国的贷款利率明显偏低,甚至低于物价上涨率,经常呈现“负利率”状态。在这种情况下,借款者只需借钱进货,囤积一个时期,便可以坐收涨价之利,在获取贷款的同时也获取负利率形成的补贴。这极大地刺激了国有经济的规模扩张和投资冲动,刺激了对银行信贷资金的需求,导致货币供应量的超经济发行,对通货膨胀的发生起到极大的催化作用。

### 三、重塑我国利率杠杆作用机制的现实举措

从以上分析可以看出,由于特定的利率形成机制和特定的杠杆运行环境,我国的利率机制在经济发展和宏观调控中的杠杆作用十分微弱,同时具有滋生金融“寻租”行为和催化通货膨胀的负面效应。因此,我们必须改革现行的利率形成机制,完善利率杠杆的运行环境,重塑我国利率杠杆的作用机制。

#### (一)利率市场化:我国利率形成机制的重构

我国利率杠杆作用微弱的根本原因在于现行利率形成机制及其所滋生的利率双轨制,改革现行利率形成机制和利率双轨制,推行利率市场化改革,无疑是重塑我国利率杠杆作用机制的关键所在。即在国家控制基准利率的前提下,放开其他利率,形成在社会资金供求运动中以基准利率为轴心的多层次、有弹性、充分体现市场供求及资金稀缺程度的利率机制,使利率杠杆在我国资金供求与宏观调控中发挥最有效、最灵敏的调节作用。应该如何推进我国利率市场化改革呢?金融界可谓仁者见仁,智者见智,众说不一。笔者认为,在现行双重体制并存时期,计划指令的作用还未完全清除,市场机制的作用还在某种程度上受到限制,利率的市场化改革应循序渐进,逐步到位。具体设想如下:首先,放开同业拆借利率,即货币市场利率,从而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。第二,在中央银行的统一监管下,根据货币市场基准利率逐步调整对工商企业的贷款利率,使贷款利率能略高于存款利率,并接近市场均衡利率。第三,推动国债发行利率的市场化,即用招标或拍卖方式发行国债,从而实现国债二级市场价格和货币市场利率衔接。第四,允许商业银行根据客户的不同信誉在一定幅度内浮动贷款利率(如30%),中央银行只规定一年期贷款基准利率,其它期限贷款利率由商业银行按照贷款基准利率套算。第五,放松对存款

利率的管制,在规定存款利率上限的前提下,允许其自由浮动。最后,全面放开存、贷款利率。

#### (二)配套改革:我国利率杠杆发挥作用的外部条件的培育

我国利率杠杆真正发挥作用有赖于合理的利率形成机制,同时也需要完善的外部条件。笔者认为,应当从如下四个方面来完善我国利率杠杆的运行条件:一是建立以股份制为主体的多元化现代企业制度,硬化企业约束机制,通过市场让其优胜劣汰。这样,企业就成为真正自负盈亏的独立自主型的生产者和经营者,承担借贷资金风险,在利益机制和风险机制的双重约束下,企业的投资需求和投资结构就会趋于合理化,企业对利率的变动就能作出灵敏的反应。二是建立现代金融企业制度规范金融主体行为,即把专业银行转变成现代商业银行,成为独立的微观金融主体,淡化规模调控,中央银行主要通过再贷款利率和再贴现利率及公开市场业务体现其“最后贷款人”作用;规范其他金融机构运行,按市场原则实现资金借贷关系;对金融企业推行资产负债比例管理和风险管理,实行有效的信贷资金运行机制。三是发展和完善金融市场,拓展投资渠道和选择空间,提高利率的传导弹性,建立良好的储蓄——投资转化机制,为发挥利率调控经济和资源配置功能创造正常的运行环境和外部条件。四是大力扶植、发展民营金融成份。我国十多年来经济改革的重要经验在于从传统的国有体制外滋生出了一个富有生命力的非国有经济;我国金融改革能否顺利推进在很大程度上取决于民营金融的发展。因为民营金融的发展,有利于中央银行对货币、金融秩序的管理,有利于对货币总量的控制,有利于货币供给与货币需求分离。所以,只有扶植和发展民营金融才能彻底根除我国货币体系中的痼疾,才能实现微观金融主体多元化,为利率的市场化创造条件。

### 四、由现行利率作用所引发的宏观思考

(一)应充分认识当前我国利率杠杆的局限性。当前,在宏观调控决策中,不能对利率调节的预期效果寄予太多的希望,不能指望利率下调能使资金的供给,即储蓄存款显著减少,也不能指望利率的上调能有效地抑制过旺的投资需求。

(二)要充分认识利率低弹性机制所隐藏的巨大潜在风险。由于利率对储蓄的低弹性机制,储蓄存款是各专业银行资金的最主要来源,专业银行运营中面临着负债结构过于单一的巨大风险,只要银行债务链一旦发生故障,整个环节就有崩溃的可能,特别是当通货膨胀严重时,居民的挤兑风潮可能引发严重的信用危机,从而导致宏观经济的强烈震动。1988年的抢购风潮就是最好的例证。这不能不令我们警惕与深思。

(上接第 62 页)的房地产市场将呈现出明显的多元化和区域化的发展趋势,并将形成一个房地产市场的“中心同心圈”。上海已初步形成一个颇具规模的 CBD 大区域;在这个 CBD 大区域中还有若干个“亚中心小区域”(如作为 CBD 核心的黄浦金融、商业区,已发挥对外贸易中心功能的虹桥开发区,淮海商业区等),以后还会出现类似的亚中心小区域;在这些亚中心小区域的周围必将产生一系列的社区——新的居住社区。由此形成整个上海房地

产市场的中心同心圈。第三,从 1995 年至 2000 年的 6 年中,上海房地产市场运行的主旋律将是在对存量(包括在建量)的消化吸收的基础上,以需求为导向求得持续而稳步的发展。期间房地产营销,管理层、开发商和投资者的理性行为将起重要的作用。第四,上海房地产市场的发展方向、规模、结构和速度等既要与上海城市发展的特点和人们的消费及投资需求相适应,又要与上海一个“龙头”、三个“中心”的特殊地位相适应。(施祖辉)