

利率市场化与 货币政策效果分析

章丽群

摘 要:利率是货币市场中货币的价格,利率市场化是在中央银行基准利率的前提下,由货币需求与货币供给共同决定的。中国的利率市场化始于 1995 年,至今尚未完成。本文将利率市场化与我国经济现实相联系,说明了我国货币政策效果的体现并提出了现阶段利率市场化面临的困境以及实现利率市场化的路径选择。

关键词:利率市场化;管制利率;逆向选择;货币政策效果

中图分类号:F 832.1 **文献标识码:**A **文章编号:**1006-1894(2004)01-0033-05

自凯恩斯 1936 年出版了他的著作《就业、利息与货币通论》以来,政府的“管制利率”以及此后引发的利率市场化改革便引起人们的关注。在现今经济的发展过程中,各国均进行了不同程度的利率市场化改革。中国的利率市场化改革源于 1995 年,在利率市场化的进程

5. 切实加强政府法制建设 入世后,政府职能将由过去对市场的事无巨细的微观管理彻底转为严格按照法律规定行事的宏观调控和为市场服务。WTO 的一个基本要求就是法制之下的有限政府,政府必须严格按照法律及规则行事。在这一点上,法治的要求与 WTO 规定是相通的,政府必须依法行政,该管的依法管好,不该管的决不能任意干预和插手。因此,严格依法行政不仅是落实依法治国方略的基本要求,同时也是履行 WTO 确定的义务、转变政府职能的重要环节。我们要抓住当前整个社会对法治认识日益加深、人民群众对依法行政的呼声日益强烈的有利时机,借助人世这一强劲的外部推动力,进一步加强政府法制建设,全面推进依法行政工作。一是要进一步加强行政立法工作。加快有关市场开放和市场监管的立法步伐,消除立法盲点,避免在执行 WTO 有关协议时国内法律存在“真空”,保证 WTO 有关贸易规则在国内的统一实施。进一步完善和健全以行政程序法、行政许可法、机构编制法等为主要内容的行政法律法规体系。为依法行政打下坚实的基础。二是严格行政执法行为,要进一步提高广大行政执法人员的依法行政意识,保证各级政府工作人员依法行使职权、严格依法办事;要高度重视行政执法程序问题。WTO 对程序提出了很高的要求,它不仅确立了以程序公正来保障实体公正的原则,而且有相当多的关于程序的具体规定,如许可证发放、反倾销调查等都有明确的程序规定,对此都要严格执行。第三,要切实加强行政执法的监督检查工作。通过行政复议等工作途径,加强政府系统内部的监督工作,落实执法责任制和评议考核制,确保政府及其工作人员行政行为的合法、有效。

(作者单位:潍坊学院)

中,货币政策的效果得到了一定程度的体现,但是利率市场化仍面临困境,需作出合理的路径选择。

一、利率市场化的涵义

利率是货币市场中货币的价格,是反映市场资金状况、衡量金融产品收益率的重要指标,它由货币需求与货币供给共同决定,是连接商品市场与货币市场、宏观调控部门与微观经济主体的重要枢纽。这里所说的利率包括银行同业拆借利率、国债回购利率、商业票据贴现利率、存贷款利率等等。货币需求是指人们以货币的形式持有财富的数量,主要出于 3 方面动机的考虑:货币的交易动机、预防动机和投机动机。货币供给由各国中央银行决定,中央银行主要通过 3 种方式改变货币供给:法定准备金率、贴现率与公开市场操作。中央银行单方面对货币供给的调节,从而结合货币需求形成的“管制利率”对 1929~1933 年美国大萧条起到了极大的刺激作用,此后凯恩斯的政府宏观经济调控理论,特别是“管制利率”在各国经济中都得到了广泛应用。但是,随着经济的发展,“管制利率”模式的缺陷日益明显。首先,由于利率的调整关系到经济体系中各微观经济主体的利益,中央银行并不能完全独立地根据货币政策目标实现利率的调整,从而带来了中央银行货币政策的滞后性;其次,“管制利率”不能真实反映货币市场中货币资金的供求状况,从而容易造成经济结构的失调、投资效率的低下和经济增长的过热,对经济的影响存在片面性;再次,“管制利率”使利率与金融资产的风险及期限脱钩,从而带来货币资金的无序流动,影响货币政策的有效性。

利率市场化意味着政府完全或部分放开对利率的直接管制,使利率由货币市场中货币的供求直接调节。所以,利率市场化包括两个层面的涵义:一是利率即资金价格由市场主体根据供求关系自主决定,使利率起到宏观经济调控的杠杆作用,引导资金合理流动,促进金融资源在贷款、证券、保单中的有效分布和贷款结构的优化,促进金融业的风险管理和有效运作;二是中央银行在利率的生成过程中仍起着重要的作用,中央银行通过货币政策工具间接调控和引导市场利率,以保持利率的相对稳定。具体而言,利率市场化可以体现在以下几个方面:第一,在货币市场上,微观经济主体将根据各自的理性目标决定利率的需求价格;第二,利率的数量结构、期限结构和风险结构由市场决定,而不再由计划当局限定;第三,在利率市场化的条件下,市场利率将成为具有多重层次结构的资金价格体系,在这一体系中,同业拆借利率或短期国债利率将成为衡量其他利率水平的标准;第四,中央银行将通过市场化的间接手段,如通过公开市场操作或通过调整基准利率影响商业银行资金成本,对利率水平进行宏观调控。利率市场化对居民的储蓄、企业的投资效率以及依靠存贷利率差而生存的金融系统将会产生极大的效应。因为在利率市场化条件下,利率的变动对产品市场、劳动力市场和对外贸易同时产生影响,经济体系中各单个个体均考虑其自身的收益与成本。

二、利率市场化与货币政策效果

货币政策是中央银行通过影响货币供给以影响利率从而调节整个宏观经济的一种政策手段。货币政策通过中央银行、金融市场和企业与居民户 3 个主体最终实现宏观经济的稳定。毫无疑问,利率市场化的实现必然对货币政策效果产生深远的影响。

1. 货币政策效果的体现 利率的变动对经济的影响,可以体现在 3 个方面:通过影响储蓄的收益进而影响消费的机会成本;通过影响企业的投资成本进而影响企业的投资需求;通过影响股票、债券等金融资产的价格进而影响投资者的实际净财富和消费支出。所以,货币政策效果取决于利率变动对总需求的两大重要组成部分消费支出和投资支出的影响程度,即表现在经济体系中投资和消费对利率变动的敏感程度,即利率弹性。在各国经济的发展过程中,货币政策的效果随具体的经济状况而有所不同,比如在经济扩张时,紧缩性的货币政策效果就比较明显。当然,在利率市场化的过程中,难免会存在银行对不同借款人的信息的不充分,出现由信息不对称所带来“逆向选择”,由此银行所承担的风险将会上升,产生不良的货币市场。所以,在一定程度上,利率的市场化也会导致资产平均质量的下降和信贷风险的增大,特别是由市场决定的利率过高时,将会使信贷资金流向极具投机性的房地产业、证券投资业等,象日本、瑞典、智利等国家都遭受过利率市场化后资产价格泡沫飙升的情况。

2. 我国利率市场化与货币政策效果分析 我国从 1995 年开始着手利率市场化的改革,在利率市场化的改革进程中反映出相应的货币政策效果,体现货币政策实施的关键和症结。

(1) 利率市场化进程。我国利率市场化改革的基本设想最先在 1993 年《关于建立社会主义市场经济体制改革若干问题的决定》和《国务院关于金融体制改革的决定》中确立。利率市场化改革的基本思路在 1995 年《中国人民银行关于“九五”时期深化利率改革的方案》中初步提出。从 1996 年开始进入实质性的利率市场化改革。1996 年 6 月 1 日,放开了银行间同业拆借市场利率,实现了由拆借双方根据市场资金供求自主确定拆借利率;1997 年 6 月,银行间债券市场正式启动,同时放开了债券市场债券回购利率和现券交易利率;1998 年,将金融机构对小企业的贷款利率浮动幅度由 10% 扩大到 20%,农村信用社的贷款利率最高上浮幅度由 40% 扩大到 50%;1998 年 3 月,改革再贴现利率及贴现利率的生成机制,放开了贴现和转贴现利率;1999 年 10 月,对保险公司大额定期存款实行协议利率,对保险公司 3 000 万元以上、5 年以上大额定期存款,实行保险公司与商业银行双方协商利率的办法;1999 年允许县以下金融机构贷款利率最高可上浮 30%,将对小企业贷款利率的最高可上浮 30% 的规定扩大到所有中型企业;2000 年 9 月 21 日,实行外汇利率管理体制,放开了外币贷款利率,300 万美元以上的大额外币存款利率由金融机构与客户协商确定;2002 年,扩大农村信用社利率改革试点范围,进一步扩大农村信用社利率浮动幅度,统一中外资金融机构外币利率管理政策;2002 年 3 月,将境内外资金融机构对中国居民的小额外币存款,纳入中国人民银行现行小额外币存款利率管理范围,实现中外资金融机构在外币利率政策上的公平待遇。

(2) 货币政策效果分析。在经济发展的不同阶段,我国都适时地调整货币政策力度,特别是东南亚金融危机以来,开始执行以降息为标志的扩张性货币政策,到 2002 年 2 月为止,前后共降息 6 次,1 年期存款利率从 5.67% 逐步下降到 1.98%,同期贷款利率则从 8.64% 下降到 5.31%。但是,对投资、消费和储蓄行为真正产生影响的是实际利率,即名义利率与通货膨胀水平共同决定了整个社会的投资、消费和储蓄。从货币政策的实际运行看,1998 年以来的几次降息共减轻企业利息支出 2 600 多亿元,并在减少企业的利息成本支出的同时刺激了企业的投资;其次,近几年扩张性货币政策的实施活跃了资本市场,可贷资本的需求与供给均得到最有力的体现;再次,在一定程度上促进了居民的消费。然而,与此同时,虽

然名义利率趋于下降,但 1998 年以来的实际利率明显表现为从高到低,再从低到高的波动过程,从而实际经济效果,即货币政策带来的经济增长并不明显(见表 1)。当然,经济增长的决定因素并不完全取决于利率的变动,还在于近几年的经济体制改革,如住房制度的改革、医疗体制的改革、教育收费的改革等等,使得从 1998 年以来的实际利率的下降对总需求中的主要部分即消费的刺激并不明显;另一方面,实际利率的下调总体上可以减少投资成本,但是在当前消费需求不足的宏观环境下,投资的预期收益率不高,投资需求缺乏扩张的基础,表中数据所表明的 2000 年以来的投资增长主要体现在房地产开发投资的上升,以及政府通过发行国债执行积极财政政策带来的政府公共投资的上升,而企业的固定资产投资仍处于疲软状态,消费需求的不足与投资需求的不足相结合从而产生了现有经济中的需求不足型失业及通货紧缩现象。

表 1 1998~2002 年的利率调整与经济增长

单位: %

年份	名义利率	通货膨胀率	实际利率	固定资产投资增长率	消费支出增长率	经济增长率
1998	4.86	-0.8	5.66	14.1	7.8	7.8
1999	3.02	-1.4	4.42	5.2	7.1	7.1
2000	2.25	0.04	2.21	9.3	8.0	8.0
2001	2.25	0.7	1.55	12.1	7.3	7.3
2002	1.98	-0.8	2.78	16.1	8.8	8.0

资料来源:1998~2002 年《金融统计年鉴》;1998~2002 年《中国统计年鉴》。

从货币政策的国际背景看,在经济相对萧条的情况下,利率对经济的调节作用比较有限。目前世界各国中央银行利率都维持在一个较低水平,比如在日本,中央银行短期利率始终维持在零左右的水平,出现了凯恩斯“流动性陷阱”,公众对利率的降低不敏感,从而以降低利率来刺激需求的政策已基本走到了尽头;在美国,从 2001 年 1 月 3 日到 2002 年 11 月 6 日,联邦储备银行已经 12 次下调联邦基金利率,利率从 6.5% 下调到 1.25%,成为自 1961 年以来的最低水平,但是尽管如此,股市仍反应平淡;受美国降息影响,欧洲中央银行也随其降息,主导利率从 3.25% 降到 2.75%,而降息能否帮助欧元区国家摆脱困境则难以预料。在世界经济并不景气的状况下,各国的利率水平普遍走低而效力逐渐减弱的事实,说明现行各国仍以货币供给量的调节为中介目标的货币政策对经济的调节是有限的,而应转向于以实际利率为货币政策中介指标切实地调节经济。

三、利率市场化面临的困境及路径选择

这里所讨论的利率对经济的影响主要体现在存贷款利率对经济的影响,中国的存贷款利率尚未实现市场化。利率的完全市场化将会促使货币资金的需求者和供给者从各自理性目标出发作出各自的选择,从而对经济的作用将更为明显。然而,实现利率的市场化尚面临一些困境,需作出利率市场化的路径选择。

1. 利率市场化面临的困境 利率市场化的实现有赖于监管当局的调控水平及监管能力和金融机构的自我约束能力,而更为关键的是企业经营对利率的变动的灵敏程度。具体而言,一方面,利率市场化改革需要充足的财政基础以维持价格水平的稳定,消除经济的

波动。中国自1978年经济体制改革以来,GDP始终保持较高的增长势头,但财政收入占GDP的比重具有逐年下降的态势,与此同时,财政赤字则有逐年扩大之势。在这一背景下进行利率市场化的改革,面临的财政风险较大。第二方面,商业银行体系尚未建立合理的公司治理结构,尚未解决国有商业银行的委托-代理关系,而且普遍存在资本充足率低下、不良资产比例较高等问题,而利率市场化所引发的宏观经济与物价水平的不稳定,将会加剧银行风险,引发银行危机及金融危机。第三方面,利率调节对经济的作用主要体现在利率对投资需求和消费需求的影响上,利率的市场化所引致的名义利率和物价水平的变动将影响企业的投资成本。从而使利率的改变对经济的正面影响很难确定。

2. 利率市场化的路径选择 利率市场化是一个长期的过程,在当前的经济状况下要实现这一目标,需做好以下各方面的工作:

(1) 完善多种货币政策工具。完善和灵活运用多种货币政策工具,可保持基础货币和货币供应量的适度增长。首先,外汇市场、货币市场、商业银行流动性情况对利率市场化至关重要,因此,应增加公开市场业务一级交易商成员,扩大公开市场业务影响面以协调本外币公开市场操作,调控基础货币,调节商业银行流动性,引导货币市场利率。其次,要发挥再贷款的宏观调控和保持金融稳定的功能,调整再贷款结构,以确保利率市场化进程中的金融稳定。再次,进一步发挥再贴现和存款准备金政策的作用,适时对相关政策进行灵活调整,为利率市场化提供保障。

(2) 大力发展货币市场和债券市场。货币市场和债券市场的融资和投资功能有利于实现利率的市场化,同时国债利率是利率市场化条件下衡量利率水平的主要标准。因此,协调好货币市场、债券市场与相关部门的关系,增加投资工具,扩大投资主体,促进国债、企业债等的协调发展,是建立货币市场与资本市场有机联系的重要渠道。

(3) 扩大贷款利率浮动幅度。实施利率调节,继续坚持扩大中小企业贷款的利率浮动幅度,使金融机构在利率管理上具有更多的自主权,调动商业银行基层加强贷款营销的积极性,满足小企业有效贷款需求,并结合县以下农村信用社利率改革试点的经验,促进农村金融稳定发展。确定先外币、后本币;先贷款、后存款;先长期、大额,后短期、小额的总体改革思路。

(作者单位:上海对外贸易学院)



参考文献:

- [1] 罗纳德·麦金农. 经济发展中的货币与资本[M]. 上海:上海三联书店,1988.
- [2] 爱德华·肖. 经济发展与金融深化[M]. 上海:上海三联书店,1988. 5.
- [3] 梁曙霞. 货币政策传导机制与政策效果[J]. 财政金融,2002,(7).
- [4] 吴涛. 我国利率市场化改革的金融安全问题分析[J]. 金融研究,2002,(11).