

利率改革、金融市场与发展战略

INTERRELATIONSHIPS AMONG INTEREST RATE POLICY, FINANCIAL MARKETS AND ECONOMIC DEVELOPMENT

王 燕

今年1月7日,笔者在《人民日报》(海外版)上发表了一篇短论,题目是《对金融管理与金融改革的一点建议》。该文主要从金融市场的管理、多样化的金融机构及其管理、宏观货币管理等几方面,论证了健全金融法制,开放二级有价证券市场的必要性,探讨了金融机构管理的内容和手段,提出了开办国库券的二级市场贴现买卖业务,并以此作为中央银行新的宏观货币管理政策工具等建议。

本文可以说是上文的续篇,着重从发展经济学的角度,探讨利率改革、金融市场的形成与经济发展战略的关系。

一、从发展战略的高度 认识金融改革

近年来,中国在金融体制改革(Institutional Reform)方面已取得了可喜的进展,但是对利率水平、利率结构及其管理体制的调整和改革却落在后面。面对物价上涨、经济效益下降的局势,人们谈论的大多是“贷款发多了”,“国民收入超分配”,很少提到利率这个有效的政策工具。因此,对于利率改革、金融市场的形成及其在发展战略中的重要地位似有提到日程上来认真论证的必要。

纵观各国经济发展进程,无不需解决资本和劳动力的合理配置问题,而资本短缺与经济发展的矛盾又是发展中国家存在的普遍问题。分析各国解决这个问题的办法,不外乎两种:一种是金

融抑制(Financial Repression)政策,它以低利率为特征,主要是靠政府干预而不是靠金融市场来解决资本的筹集和配置问题。另一种是金融开放(Financial Liberalization)政策,它以有控制的市场利率为杠杆,促进金融市场的发展和不断完善,主要是靠市场机制来解决经济发展所需资本的筹集和分配问题。60年代中期以来,从墨西哥、南朝鲜,到印度尼西亚、南斯拉夫、巴西、伊朗、马来西亚...,许多发展中国家(地区)都先后由战后初期的金融抑制政策转向金融开放政策。各国实践均已证明,金融开放及随之而来的金融深化(Financial Deepening,即金融资产相对于有形资产的较快增长)对于经济发展具有巨大的、深远的影响。而一个合理的利率体系则是金融深化和资本合理分配的关键。

因此,从发展经济学的角度来看,我国金融改革的实质,就是这种经济发展战略的转变:由金融抑制政策转向金融开放政策。这里,利率体系的改革是这一战略转变的“金钥匙”。它与金融体制改革的关系,就象价格改革与经济体制改革的关系一样,是相辅相成的,必须配套进行。如果有了新的资金融通渠道(注1),却没有一个合理的利率体系,仍不能促进资金流向能使它发挥最大效益的地方。一个合理的、灵活的利率体系,是资金合理分配的必要条件,也是统一的资金市场形成和发展的动力。因此,重新认识利率作为生产要素价格和重要的政策工具,在促进金融深化、形成统一的资金市场、合理配置资金及宏观经济平衡中的重要作用,并加强对利率改革的研究,是我们当

王燕 (Yan Wang) 美国康乃尔大学博士研究生。

前面临的一项重要任务。

二、对低利率政策的反思

战后,许多发展中国家都采用了政府积极干预经济,对内实行低利率以促进投资和工业发展的金融抑制政策,对外实行贸易保护或进口替代政策。我国在计划经济的基础上,也执行了一条长期稳定的低利率政策。其理论渊源,在我国,固然可以从建国以来盛行的产品经济论中找到;从世界范围来看,亦与凯恩斯主义的影响不无联系。

实际上,凯恩斯关于用降低利率、刺激投资以促进经济成长的政策主张并不适用于发展中国家。因为他的理论是以统一的资本市场的存在为前提的,而发展中国家的金融市场往往是严重分割(Segmented)的,甚至根本不存在。人为的低利率政策,不仅不能促进,反而抑制金融市场的形成,而且往往给出了一个错误的要素价格信息,引导生产者作出错误的投资决策,造成一方面是资本严重短缺,另一方面又是资本严重浪费的恶性循环。

从发展经济学的角度看,利率过低的危害可归结为:第一,不利于筹集社会闲置资本,不利于鼓励储蓄和限制消费,妨碍了银行信贷规模的扩大,加剧了资本缺乏与经济发展的矛盾。第二,贷款利率过低不能正确反映资本的稀缺程度,助长了企业的“投资饥渴症”,不利于提高资本利用率和周转速度。第三,低利率还助长了早熟的机械化和外延性的扩大再生产。在人力资源丰富的情况下,单靠增加资本投入来发展生产,必造成资源的浪费。同时,利率过低也不利于技术进步,许多技术并不先进、预期收益率不高的项目仍有利可图,从而与其他先进项目争投资。因此,重复建设更屡见不鲜。第四,利率过低使市场机制难于运行,压制了金融业的发展。在利率低于均衡水平的条件下,资本总是供不应求,银行不可能成为真正的银行,而是资本的配给机关,政府的出纳。它们关于贷与不贷,贷多少的决策,往往带有行政命令的色彩,而不是建立在对投资项目预期收益率的科学分析的基础上。最终结果是金融市场难以建立,银行信用无法扩大,金融深化和资源的合理配置更无从谈起,从而延缓了经济的发展。

根据罗纳德·麦肯农(Ronald McKinnon)的模式,笔者运用计量经济学方法进行了一些实证性研究,其初步结果证明,金融市场的形成、扩大与经济发展速度存在着正比关系,而前者又与实际利率的变动有关。我们可以用广义货币量 M_2

(现金、活期、定期储蓄存款总量)与国民生产总值GNP的比率作为衡量发展中国家银行信贷规模和金融市场大小的近似标准。战后,日本、联邦德国实行自由金融政策,信贷规模不断扩大。其中日本的 M_2 /GNP由1953年的0.56增加到1970年的0.97;联邦德国的 M_2 /GNP从1953年的0.30扩大到1970年的0.52。与此同期,日、联邦德国的GNP年平均增长率分别为11%和8%。然而,实行金融抑制政策的智利、阿根廷和巴西,其 M_2 /GNP分别下降到0.18、0.29和0.25。同期三国的GNP年平均增长率分别为4%、4.5%和7.1%。如果说日本和联邦德国尚不能完全与其他发展中国家相比的话,南朝鲜和我国台湾省的例子则应该能说明一些问题:南朝鲜在60年代中期实行金融改革,大幅度地提高了实际利率,其结果 M_2 /GNP由1960年的0.11上升到1970年的0.35,同期GNP的增长率为12.5%。台湾一直实行高利率的金融开放政策,其 M_2 /GNP从1953年的0.11增长到1970年的0.47,接近了英、法等发达国家的水平。

三、利率水平和结构的改革

目前我国利率水平大大偏低,证据是:第一,一般来说,实际利率等于名义利率减去通货膨胀率。由于物价上涨,我国存、贷款的实际利率下降,有些情况下甚至变为负数。据国家统计局公布的数字,零售物价总指数1985年上涨了8.8%,1986年上涨6%;职工生活费用指数1985年上升11.9%,1986年上升7%。然而居民一年期储蓄存款的名义利率在1985年上调两次之后仅为7.2%!由于存在着对通货膨胀的预期,消费者有强烈的购货保值心理。一些大城市青年人平均要花5 000~7 000元用于结婚,购置几大件。农民的消费倾向也有所提高。这里,虽有收入效应、攀比效应的作用,存款利息不足以弥补物价上涨造成的购买力损失,是重要的原因之一。假设利息率提高到15%,7 000元存款利息达1 050元(不计复利),相当于一位青年工人的年工资。若能在工资外获得这样一笔固定收入,人们不会只图眼前消费而全部花掉。此外,人们不愿购买利率低、期限长的国库券,而排队购买利息或股息高的各种债券、股票,也证明人们对利率的高低是很敏感的。虽然我国城乡居民储蓄连年上升,但其中一部分是属于强迫性的储蓄,是由于耐用消费品供不应求,质量不高,可供投资的其他金融资产又很少,人们别无更好的选择而致。

第二,贷款利率过低,利息支出对企业生产几

乎没有任何制约作用。1984年工业流动资金贷款的利息总额仅占生产企业销售收入的1.02%。虽然1985年上调了部分贷款利息,但扣除了物价上涨的因素,企业的实际利息支出并没有提高,反而降低了。这会刺激企业囤积物资,扩大资金占用(1986年工业企业定额流动资金周转天数延长了7.3天),从而导致了贷款的过度需求和信用膨胀的可能。

除了利率偏低以外,我国利率体系还存在档次过少,结构不合理,管理体制统得过死等问题。

那么,什么是“合理”的利率水平和利率结构呢?利率改革与建立、健全金融市场应如何配套进行?

众所周知,在完全竞争的市场上,市场利率是由资本供给量和需求量的相对关系决定的,而资本的供求关系又取决于消费者的收入水平、储蓄倾向,以及对通货膨胀的预期;还取决于投资者的预期收益率、产业周期和政治经济形势等一系列复杂因素。在一个开放的资本市场上,还有国际性资本流动和各国利率、汇率变动的影响。此外,不同金融资产的利率(指实际收益率而不是票面利息),除反映对这种特定金融资产的供求外,还同它们的期限长短、风险高低成正比。这就构成了一个国家的利率结构。

正因为影响利率水平和结构的因素如此复杂和多变,我国的利率改革,既不可能依靠“科学计算”,一次性调整的办法,也不宜照搬任何其他国家的作法。笔者认为,应当与建立健全资金市场的进程相一致,采用多次上调浮动利率,多级管理,逐步放开的办法。

首先,所有利率都应当在中央银行的指导下,实行有控制的浮动。中央银行负责制定和调整再贴现、再贷款利率;根据需要制定优惠利率和优惠贷款方向;公布结构性利率政策,即规定不同类型贷款、存款的最高利率。目前刻不容缓的是分步调高再贴现利率和存、贷款利率的浮动上限(Ceiling),使利率逐步接近和达到均衡水平。

其次,允许各专业银行和其他金融机构在中央银行规定的利率浮动范围内,根据当地资金供求情况确定其利率。不应把统一的资金市场理解为全国一个利率。要允许各地利率差别的存在,让利率差别刺激、引导资金的跨地区流动,最终消灭这种差别。在利率差别存在的条件下,套利行为可能出现;但这是正常的,必要的,有利于促进统一资金市场的形成。此外,当新的资金融通工具出现时,中央银行对其利率的管理宜松不宜紧。比如:不应干涉跨地区同行拆借的利率。这样才能为这种新事物的推广流通创造宽松的环境。

但是,考虑到目前行政对银行业务的干涉,利率管理权限暂时不宜过于分散。

第三,“逐步放开”意味着在利率改革的第一阶段,中央银行可以限定多种利率的上下限,把上下限的范围定得较小。第二阶段,可以扩大上下限的区间,让利率接近其均衡水平,并减少控制的利率种类。最后达到以有控制的市场利率为主。中央银行主要通过存款准备率、再贴现和再贷款利率、以及尚未存在而将会出现的公开市场买卖业务(注2),来控制货币供应量及利率水平。然而,这个最终目标的实现也许要花五年或十年的时间,因为目前仍然割裂的金融市场不可能在一夜之间就统一起来,完善起来;它的实现依赖于经济关系的法制化,金融机构的多元化、企业化,金融投资的证券化,金融信息传递和加工的现代化,以及金融管理知识的普及化。

四、利率与货币的宏观管理

目前国内经济学界常常谈到“国民收入超分配”,或者说银行“票子发多了”,“贷款发多了”。但是,为什么会发生“国民收入超分配”?票子或贷款多了多少?似乎又没有确切的解释。我认为这和某些概念的混乱有关系。

第一,在通货膨胀存在的条件下,一个早已需要引入的概念是:实际货币余额(Real Money Balance)。实际货币余额等于名义货币余额除以物价水平(即 M/P)。“国民收入的超分配”之所以产生,是因为以名义货币分配(积累和消费)的总额超过了当年实际创造的国民收入,而后者是一个实际货币余额的概念。笔者认为,一方面,这个“超分配”的概念是不确切、不科学的,因为它将两个以不同货币概念衡量的东西作比较,而它们本来就不可比。另一方面,所谓“超分配”的发生并没有什么奇怪,任何存在通货膨胀的国家都会发生。所不同的是,在我国“超分配”表现为物资、商品的短缺,而不完全表现为物价上涨。

实际货币余额这个概念在货币的宏观管理中有什么重要意义呢?它的意义在于反映了控制货币供应量的“度”。在通货膨胀已存在的条件下,人们对货币的交易性需求增加,企业生产同一种产品所需的流动资金上升。这就形成名义货币过多→物价上涨→名义货币量的需求进一步增加的恶性循环。为了控制通货膨胀,必须控制名义货币量的增加,但究竟控制到什么程度?经验证明,控制的程度应以不使实际货币余额 M/P 下降为限。也就是说名义货币增加的幅度,仍要跟上物价水平的上涨,使 M/P 保持不变。这是因为物价

上涨以后,企业所需的正常流动资金增加,如果贷款紧缩过份,M/P下降,企业生产的流动资金得不到满足,就会导致生产下降。名义货币的紧缩超过了这个“度”,容易使经济由膨胀走向萧条或滞胀,造成经济的剧烈波动。

第二个需要引入的概念是实际利率。如前所述,实际利率=名义利率-通货膨胀率。在通货膨胀存在的情况下,只有实际利率才反映人们存款的实际收益和企业借款的实际成本。真正起到经济杠杆和政策工具作用的是实际利率,而不是名义利率。

目前,我们对于通货膨胀只采用了紧缩贷款,压缩基本建设等对策,这些政策在执行过程中都不免带有行政命令的色彩。其实,最好的对策是分几步大幅度提高存款、贷款的实际利率,使名义利率大大高于通货膨胀率。这样,一方面抑制集体和个人的消费需求,有利于货币回笼;另一方面使利息支出对企业有较大的制约作用(注3),用经济方法制裁那些占用资金过多过长的企业,用经济方法淘汰那些技术不先进、产品不适销因而预期收益率低的基本建设项目,同时又不致使产品销路好、利润率高的企业得不到贷款。

这种政策的理论基础并不是凯恩斯是提高利率以减少投资的紧缩政策,而是基于发展中国家特殊的经济模式。发展中国家往往没有完备的资本市场,广义货币M₂(包括M₁和储蓄存款)几乎是唯一的储蓄和投资手段。通货膨胀也往往是由于供应不足(而不是需求膨胀)造成的。在这种情况下,广义货币与资本形成是一种互补关系,而不是通常所说的互为消长的关系。当持有广义货币的实际收益率(即存款的实际利率)提高时,不仅储蓄存款上升,资本形成也会增加。这样,用扩大生产的办法,解决供应不足的问题,可以在一个长时期内,逐步根治通货膨胀。而用压缩贷款的办法,搞得不好,容易造成发展停滞与通货膨胀并存的滞胀局面。在这方面,南朝鲜的经验值得借鉴。1964年,南朝鲜的批发价格指数上涨率达到30%。他们在60年代中期进行了金融改革,其中一项重要措施是将存款名义利息率由15%提高到30%,使存款实际收益率大大提高。这样一方面促进了银行信用的扩大,加快了资本的形成和生产的发展,另一方面使批发价格指数上涨率迅速降低到1970年的9%。

第三,西方经济学中货币量的几个概念是有它的客观依据的,对于增强货币量的宏观控制有很重要的作用。比如:狭义货币M₁,包括流通中

的现金、支票帐号存款余额和旅行支票等,它反映了现实的购买力和公众对货币的交易性需求的数量。据统计,一个国家的M₁占GNP的比率是相对稳定的。例如,从1953年到1970年,日本的M₁/GNP稳定在28~30%之间;同期联邦德国的M₁/GNP稳定在16~17%之间。这意味着M₁应随着生产的增长而增长。如果能找出中国M₁/GNP的稳定比率及变动规律,我们就有可能知道某个时期货币供应量M₁超过了生产发展的需要,大约超过了多少。

又如,广义货币M₂包括了M₁和全部储蓄存款,大致反映了银行信用和间接融资的规模。对于发展中国家来说,由于大额存单(CDs)、股票、债券等其他金融资产的数量较少,M₂/GNP可以作为金融市场大小的近似标志。

近似货币M₃和L(注4)依次包含了大额存单、银行承兑汇票、商业票据、财政短期库券、储蓄债券等期限稍长的资本融通工具。对发达国家来说,它们反映了短期资本市场(Money Market)的规模。当然,反映包括长期资本市场在内的整个金融市场规模的最好标志是全部金融资产的总量(注5),但它的统计往往比较困难。所以,要研究金融深化、金融市场的发展对经济的影响,M₂、M₃和L是比较方便和实用的近似标志。

因此,建议在我国从现在起开始运用这几个概念进行货币供应量的统计,同时加强对于它们的变动规律、决定因素和需求弹性的实证性研究,为宏观货币管理提供可靠的依据。

注1. 本文在进行一般性论述和介绍其他国家情况时,用“资本”一词;在谈到中国的具体问题时,用“资金”一词。

注2. 参看作者关于开办国库券公开市场买卖业务的建议,见1987年1月7日《人民日报》(海外版)第二版。

注3. 当然,利息支出对企业的制约作用有待于企业内部、外部条件的完善,如《破产法》的实行、国营企业现有的“软预算约束条件”的“硬化”等。

注4. M₃包括M₂和大额定期存单、再购买约定(Repurchase Agreements)。L包括M₃和银行承兑汇票、商业票据、美国财政短期库券、美国储蓄债券、欧洲美元等其他流动资产。

注5. 金融资产总量包括全部流动性金融资产L加上长期财政债券、地方政府债券、公司债券和公司股票等长期性金融资产的数量。(参考资料略)

美方顾问编委(按姓氏笔画排列)

王 浩 韦潜光 田长霖 冯元楨 任之恭
朱祺瑶 李政道 李耀滋 吴仙标 吴家玮
吴健雄 吴耀祖 陈省身 张明觉 张捷迁
林同炎 林家翘 杨庆堃 杨振宁 范章云
易家训 金祖怡 施铨元 袁家骝 郭晓岚
葛守仁

美方编委(按姓氏笔画排列)

王其允 王念祖 牛春匀 孔宪铎 左天觉
江祖诒 任琦峰 华家熙 沈元壤 陈 干
陈介中 陈国忠 陈 骝 吴京生 吴 瑞
吴健民 陆卫平 邹至庄 张 才 张光直
张健行 周传钧 胡比乐 项武义 聂华桐
袁 休 钱致榕 梁佩璐 梁恩佐 黄云潮
黄 愕 栗庆雄 谢定裕 蒲慕明 潘毓刚

美方联络人: 潘毓刚

中方顾问编委(按姓氏笔画排列)

于光远 卢嘉锡 张香桐 费孝通 唐敖庆
黄汲清

中方编委(按姓氏笔画排列)

王梓坤 厉以宁 刘盛纲 师昌绪 任新民
孙尚清 吴文俊 吴良镛 吴敬琏 邹承鲁
陈念贻 李连捷 李宝恒 周光召 周明镇
高尚全 袁 方 顾方舟 董辅初 慈云桂
潘际銮

主 编 孟昭英

副主编 蔡德诚 冷远猷

编 审(按姓氏笔画排列)

冷远猷 黄宗甄 黎先耀

学术编辑(按姓氏笔画排列)

史清琪 朱涵萍 李以莞 沈勤朴 余宗森
陈伟力 赵南明

中国科技导报社社委会社委(以姓氏笔画排列)

马 洪 王子野 刘 达 沈 鸿 汪道涵
李 超 陈昊苏 陈绳武 段子俊 高扬文
钱止庵 钱伟长 柴泽民 童大林 蔡德诚

社 长 刘 达

副社长

柴泽民 沈 鸿 李 超 陈绳武 钱止庵

编 者 的 话

这一期经济专栏里,美国康乃尔大学博士研究生王燕同志的《利率改革、金融市场与发展战略》一文,从发展经济学的角度探讨了利率改革、金融市场的形成与发展发展战略的关系;中国社会科学院研究生院屠端华同志的《深化经济体制改革的思考》一文着重分析了当前广泛施行的企业承包制的利与弊,同时也对推行股份制的问题作了分析。两位作者都是年轻的经济工作者,所谈问题都是当前深化经济体制改革中的重大问题,从不同的角度都提出了一些有益的建议,我们希望他们的意见能引起有关方面的注意。

大陆地壳深部构造研究是当代地球科学的前沿课题之一,向深部钻探是从事此项研究最直接的手段。通过深钻井或超深钻井可以从地壳深部取出样品或测取各种地球物理参数和化学参数数据。目前苏、美等发达国家都投入很大力量竞相从事这项耗资巨大的研究工作,特别是苏联已钻出世界上最深(12 000米)的超深钻井。这一期我们编发的三篇文章,分别介绍了苏联、美

国在这方面的研究现况、规划和已取得的成果,以及关于我国应尽快制定此项研究规划的建议。

在《中国面临长期能源问题》一文中,中国能源研究会副理事长王庆一同志对如何评估我国能源的现状与前景提出了自己的见解。认为,目前已普遍认识到的我国能源“短缺”的概念不能全面反映我国的能源形势;我国面临的不是暂时的能源“短缺”,而是影响深远的长期能源问题。这是关系到我国现代化建设的带根本性的重大问题,希望引起我们深切的注意。

自然科学和社会科学交叉的边缘学科往往是一些思想十分活跃的重要领域,也是本刊选题的突出重点之一。这一期发表的方福德关于医学社会学的探讨就是又一次尝试。文中提出了一些值得深思的问题和有益的建议。本刊1987年第3期发表了关于巴西电讯业发展的经验的文章,这一期里王东民的文章进一步论述了巴西电讯业发展政策的利与弊,可以说是上文的补充。