

存贷款利率市场化改革的难点、 路径选择和应对之策*

王国刚

[摘要]人民币存贷款利率的市场化改革是中国利率体系改革的攻坚之战。这一改革的难点,一方面在于它要改革中国金融体系的非市场化特点,改变由存贷款金融机构通过存贷款机制集中配置大部分(乃至绝大部分)金融资源的状况,归还居民部门和厂商部门的金融权力;另一方面,需要建立间接调控为主的货币政策调控体系。但在人行运用资产调控货币和金融的能力严重降低的条件下,要建立一个货币政策调控下的市场利率体系极为困难;存贷款金融机构的预算约束硬化并非只是财务概念,还取决于市场格局,但在保持卖方垄断的条件下,存贷款金融机构要真正到达硬约束近乎不可能;存贷款利率市场化改革应得到充分实体企业和城乡居民的全力支持,但在他们缺乏卖方选择权的条件下,这一改革很难不严重影响到他们的权益。要克服这些难点,需要调整人行所持有的外汇资产数额来完善资产结构,以提高人行货币政策的间接调控能力;通过加大公司债券等存贷款替代品的发行规模,运用市场力量强化存贷款金融机构的预算约束硬度;加大金融产品创新力度,为实体企业和城乡居民提供变“存款”为“金融投资”过程中的可选择金融产品。

关键词:存贷款利率市场化 金融资源配置 卖方垄断

JEL 分类号:E44 G10 P11

“稳步推进利率市场化改革”^①,是中国金融体系调整和完善货币政策调控机制的一项战略性举措,也是金融体系体制改革深化的一个重点和难点。中国的利率市场化改革设想早在1993年就已提出了^②。1996年以后,按照“先外币后本币,先贷款后存款,先长期后短期,先大额后小额”的操作路线,利率市场化改革逐步推进,到2004年累计放开、归并或取消的本、外币利率管理种类已达118种^③。2004年10月28日,中国人民银行(以下简称“人行”)出台了《关于调整人民币基准利率的通知》,迈出了人民币存贷款利率^④市场化改革的步伐。但此后19年内,人行屡屡运用行政机制调控存贷款基准利率,按照市场机制决定存贷款利率并配置金融资源的格局并未形成,建立由市场机制决定存贷款利率的改革目标仍未实现。利率是资金的价格,既是债权债务性金融产品的基

* 王国刚,《金融评论》主编,中国社会科学院金融研究所所长,研究员,经济学博士。本文是国家社科基金重大招标项目(项目编号:12&ZD086)的阶段性成果,在写作和修改过程中得到了蔡真、王增武等人的帮助,特予致谢。

① 引自《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》第四十八章。

② 在此之前,1983年国务院已授予中国人民银行在法定贷款利率基础上浮动±20%的权力。但这一权力到1987年才在流动资金贷款中使用。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,明确提出了利率市场化改革的基本设想。

③ 参见中国人民银行《2004年第四季度货币政策执行报告》。

④ 本文下述除特别标明外,“存贷款利率”均指“人民币存贷款利率”,“存款利率”均指“人民币存款利率”,“贷款利率”均指“人民币贷款利率”,如此等等。

本价格,也制约着股权类金融产品价格的水平。从中国利率系统中各个利率体系的相互关系上看,存贷款利率占居基础性地位,它们的市场化程度直接制约着各种金融产品价格体系的市场化程度。存贷款利率的市场化改革是一项复杂艰巨的系统工程,其中存在着一系列巨大的改革风险,贸然举步很可能引致金融体系乃至经济运行的剧烈动荡(甚至可能引致金融危机),带来难以估量的损失。从这个意义上说,存贷款利率的市场化改革深化标志着中国利率市场化改革进入了攻坚阶段,其利益覆盖面、难度、风险和复杂程度远远超过了以往的利率改革,既需要使有关各方充分了解这一改革的深刻程度,也需要更加慎重地选择解决方案和推进路径。

一、利率和利率市场化的相关文献简述

利率市场化改革的基本涵义是,在消解金融抑制过程中,利率的形成机制从行政管制逐步走向以市场机制为基础并最终形成市场利率的过程。简言之,利率市场化是实现或达到市场利率的过程。这意味着,一方面只要利率形成机制从行政决定向市场决定方面迈进,不论其进度如何,都属于利率市场化范畴;另一方面,只要市场利率尚未形成,利率市场化的进程就未结束。

在货币经济学史上,有关利率和市场利率的文献汗牛充栋,几乎所有经济学家都从不同角度对利率问题进行了探讨。以威廉·配第和亚当·斯密为代表的古典学派基于自由竞争的市场意象,强调资本供求决定利率水平的合理性。凯恩斯(1936)则指出货币供求与资本供求之间的差异,引入了更丰富的货币需求因素,尤其是强调流动性偏好在其中的地位,从而为将利率作为政府调控经济的工具提供了理论基础。沿着这一思路,希克斯(1946)将利率置于IS-LM模型之中,使之成为联结商品市场均衡与货币市场均衡的核心要素。此后,新古典经济学将利率作为经济变量,在利率与货币供求、国民收入决定、商品市场与货币市场均衡等相互关系中研究利率水平的形成,强调利率作为经济变量对经济运行的调节作用。20世纪70年代以后,凯恩斯主义的理论和政策主张受到了麦金农(1973)和肖(1973)的系统反驳。他们使用“金融抑制”(Financial Repression)和“金融深化”(Financial Deepening)等概念分析了在发展中国家政府管制利率政策及其后果,提出政府应放松利率管制,使利率充分反映资金的供求关系变化,成为利率市场化改革的重要理论根据。20世纪80年代以后,斯蒂格利茨(1988)等人展开了信贷配给条件利率水平决定的机制分析。他们认为,在信息不对称的市场中,并不遵循“出价最高者获得资金”的拍卖原则,因此利率失去了信息传递的功能。在信贷配给条件下,由于投资风险的存在,银行收益最大化所决定的利率水平并不等于资本供求或货币供求的均衡利率水平。

从西方主流经济学的利率理论中可以看出三个要点:第一,西方学者虽然普遍探讨了利率的方方面面问题,有时也提出了“名义利率”与“实际利率”、“市场利率”和“自然利率”等范畴,但很少将利率作为一个体系进行系统分析,似乎各种金融产品之间只存在一个利率;第二,他们虽然从各种角度探讨了利率水平的形成机制,分析了利率的种种效应,但没有从利率体系出发,研究某一具体的利率形成机制及其对应的金融效应和经济效应,所以,他们几乎没有涉及存贷款利率在利率体系中特殊性及其效应,也没有分析存贷款利率市场化的难点;第三,西方的这些利率理论虽然对中国的存贷款利率市场化改革有着参考意义,但借鉴程度相当有限。

20世纪90年代中期以后,伴随着中国利率市场化改革的展开,国内学者的探讨主要集中在五个方面:

第一,利率市场化的含义。这方面较具代表性的是李扬(2003)的观点,即对于货币当局而言,利率市场化有两个方面的实际含义:一是利率决定方式的市场化,即利率的风险结构、期限结构和

利率水平不再由货币当局直接决定,而是逐渐转变为由金融资产的供需双方依据金融市场供求状况而自行决定;二是利率管理方式的市场化,即货币当局对利率的管理不是通过行政性手段来实现,而是运用自有的金融资源和货币政策手段,以市场参与者身份,通过货币市场交易来改变金融市场的资金供求状况,最终通过调控基准利率来影响整个金融市场利率水平。上述利率市场化的两个侧面都分别有研究加以强调,例如王国松(2001)认为,利率市场化即为利率自由化,当一国利率水平及其结构主要由市场供求以及经济活动中的风险程度、通货膨胀程度、经济性质等市场因素共同决定时,即实现了利率市场化;戴根有(2001)则认为,利率市场化改革的目标是建立中央银行利率为基础、货币市场利率为中介、金融机构存贷款利率由市场供求决定的利率体系和形成机制。

第二,利率市场化改革的必要性。这方面的文献集中于利率作为宏观政策工具的职能发挥。如王召(2001)指出,在受到管制的条件下,利率很难成为判断全社会投资变动的信号,从而使其作为货币政策工具的职能受到很大限制。盛松成与吴培新(2008)也认为,由于我国不同层次利率之间尚未形成市场化的传导链条,货币政策难以通过利率渠道来传导,主要通过信贷渠道来传导,同时,信贷规模构成我国事实上的货币政策中介目标。这种观点在方先明等(2005)和盛朝晖(2006)等实证研究中得到了支持,上述研究发现,我国货币政策的利率传统渠道并不通畅,作用小于信贷渠道。

第三,利率市场化的条件。大部分学者在讨论中国的利率市场化改革时,都将金融市场的完善作为其先决条件。例如许建(2003)强调金融市场基础与金融监管是利率市场化改革的前提,钱小安(2003)也指出构建竞争性金融市场、完善金融机构治理机制、提高企业经营状况和加强金融监管对于利率市场化的重要意义。类似地,周小川(2011)认为,推进利率市场化应满足的条件包括:金融机构正当的市场竞争、达标金融机构必须具备财务硬约束、完善货币政策传导机制、提高风险定价能力、中间业务等一系列金融产品的市场化定价等。

第四,利率市场化与资本账户开放的关系。许多学者在对中国的利率市场化进行分析时,都将开放经济环境作为外部条件,因而特别强调它与资本账户开放的协调关系。例如汪小亚(2001)指出,利率市场化是利率与汇率政策相配合,推进资本账户开放的基本前提。张宗新(2006)、万解秋和孙文基(2004)也从类似角度强调了推动利率市场化改革的重要性。不过在利率市场化改革与资本账户开放的次序上,学界却存在较大争论。一种典型的观点是利率市场化国际比较研究课题组(2002b)所提出的,利率市场须以资本项目管制为辅助;与此相反,中国人民银行调查统计司课题组(2012)则认为在利率市场化与资本账户开放之间没有明确的先后次序,并且倾向于以后者来推动利率市场化改革。

第五,利率市场化改革的风险。由于利率在金融体系中的核心地位,很多文献也就利率系统改革的风险进行了讨论。如王国松(2001)以约束条件的形式指出了利率市场化的三大潜在风险,即财政赤字、银行风险和投资与消费需求萎缩。利率市场化国际比较研究课题组(2002a)的观点也与此相似,但更关注金融市场不完善的情况下货币政策失调的风险。邵伏军(2004)更为细致地对利率市场化改革的宏观等各层面的风险进行了分析,尤其强调了改革后利率水平上升可能给国民经济带来的冲击。另外有很多文献,如黄金老(2001)和武剑(2003),重点分析了利率市场化改革可能给金融机构,尤其是商业银行,带来的风险及其应对。

从上述文献来看,国内学者对利率市场化改革相关问题的探讨是比较充分的,既有较高的共识,也有广度深度。但这些研究较少涉及存贷款在中国金融体系中的地位、存贷款利率市场化改革在利率市场化改革中效应和难点等问题。

二、中国金融体系中资源配置格局调整

存贷款利率市场化改革的难点,首先是由中国金融体系特点所决定的。在宏观经济学两部门模型中,居民(或家庭)部门是资金盈余部门,厂商(或实体企业)部门是资金赤字部门,这两个部门共同构成了实体经济部门。经济运行中资金流动的基本走向是,居民部门的盈余资金流向厂商部门,以支持财富创造,因此,金融活动原本在居民部门和厂商部门之间展开(其中,居民部门是资金的供给者、厂商部门是资金的需求者),这意味着各项金融权力原本属于实体经济部门。具体的资金流动路径包括:第一,居民部门以投资方式向厂商部门提供股权性资金,以购买债券等方式向厂商部门提供债权性资金;第二,厂商部门中,各家实体企业彼此以投资方式提供股权性资金,以购买债券、借贷、融资租赁等方式提供债权性资金;第三,厂商部门将经营运作收益以股息、利息等方式回报给居民部门。在金融发展过程中,金融机构从实体经济部门独立出来,成为专门从事金融业务的组织,但这并不以剥夺或否定实体经济部门的金融权利为前提。

但在长期的计划经济时期,中国的资金供给由政府部门运用财政机制控制,切断了居民部门与厂商部门之间的资金(从而金融)联系,切断了居民部门和厂商部门之间的直接金融联系,也剥夺了他们的金融权利,形成了居民部门将盈余资金存入存贷款金融机构、存贷款金融机构再将资金贷放给厂商部门的格局。改革开放 30 多年来,尽管中国金融快速发展,但这一格局并没有发生实质性改变。主要特点有三:第一,实体经济部门(包括厂商和居民)缺乏最基本的金融权利。对居民部门而言,除了存款,消费剩余资金几乎没有其他的金融运作渠道;对厂商部门而言,除了从存贷款金融机构中获得贷款,也极少有其他获得资金的渠道。金融活动的各种权利成为存贷款金融机构的专有权,没有这些金融机构的准许,实体企业基本得不到由居民部门供给的资金。第二,存贷款金融机构成为嵌入实体经济部门之中的卖方垄断机构,既以低廉的利率从居民部门获得资金,又以高昂的价格将这些资金贷放给厂商部门,从中获得巨额利差。第三,直接金融转变为间接金融。公司债券属于直接金融范畴,它直接连接着发行债券的公司资金需求和购买债券的居民资金供给。但在切断了居民部门与厂商部门的资金供求直接连接关系的条件下,各种公司债券主要由存贷款金融机构购买,由此,形成了居民部门将资金存入存贷款金融机构、存贷款金融机构再用这些资金购买公司债券的流程,即资金供给者并不与资金需求者直接连接的状况。由于存贷款金融机构贯彻着审慎性经营运作原则,属于风险厌恶者范畴,对公司债券风险的可接受程度远低于由人数众多的居民部门,这使得厂商部门的公司债券发行销售受到严重制约。

在中国金融体系中,与其他各种金融产品相比,不论是数额还是比重,存贷款在体量上都占主体地位,存贷款金融机构成为经济运行中的资金配置主渠道。这不仅决定了存贷款数量变动对资产配置等的影响力度和对其他金融产品的影响力度,决定了存贷款变化对货币数量从而对货币政策的影响力度,而且决定了存贷款金融机构的经营运作对整个金融体系和国民经济运行的影响力度。与此相比,实体经济部门和金融市场在金融资源配置中则处于弱势地位。

表 1 显示了 2001~2013 年的 13 年间存贷款余额在金融机构资产中的变化趋势,从中可以看出:第一,虽然各项存款占资金来源的比重在 13 年间呈下降趋势(从 2001 年的 93.54%降低到 2013 年的 88.86%),但依然是金融机构经营运作资金的最主要来源。与 2001 年相比,2013 年的各项存款增加了 6.65 倍。第二,虽然各项贷款占资金运用的比重在 13 年间也呈下降趋势(从 2001 年的 73.15%降低到 2013 年的 61.12%),但依然是金融机构集中资金的最主要路径。与 2001 年相比,2013 年各项贷款增加了 5.4 倍。第三,吸收存款、发放贷款是金融机构展开经营运作最主要也

最重要的业务活动,因此,存贷款数量的变化直接影响着存贷款金融机构的经营状况及其对经济社会的影响力度。

从20世纪90年代中期以后,中国就在强调要大力发展直接金融,改变间接金融为主的金融格局。但从表2中可见,一方面诸如国债、央行债券等非存贷款类债权性金融产品的每项余额均远

表1 存贷款余额在金融机构资产中比重(单位:亿元)

项目	2001	2003	2005	2007	2009	2011	2012	2013
资金来源(或运用)总计	153539.78	225313.26	302042.84	454267.97	681874.78	913226.33	1024067.49	1174666.17
各项存款	143617.17	208055.59	287169.52	389371.15	597741.10	809368.33	917554.77	1043846.86
金融债券	51.38	2226.27	5672.79	11505.04	16203.41	10038.83	8487.57	6681.00
各项贷款	112314.70	158996.23	194690.39	261690.88	399684.82	547946.69	629909.64	718961.46
有价证券及投资	23112.65	30259.47	34942.13	62789.96	86643.15	109304.11	133313.92	125399.38
各项存款占比(%)	93.54	92.34	95.08	85.71	87.66	88.63	89.60	88.86
各项贷款占比(%)	73.15	70.57	64.46	57.61	58.62	60.00	61.51	61.12

数据来源:中国人民银行网站《金融机构人民币信贷收支表》。

表2 2001~2012年中国债权债务类金融产品规模(单位:亿元)

年份	各类存款余额	各类贷款余额	国债余额	央行债券余额	金融债券余额	公司债券余额	企业债券余额	短期融资券余额	中期票据余额
2001	143617.17	112314.70	10973.18	--	8418.63	--	336.10	--	--
2002	170917.40	131293.93	16326.93	1487.50	9875.14	--	643.00	--	--
2003	208055.59	158996.23	21034.60	3376.80	11789.69	--	917.00	--	--
2004	240525.07	177363.49	24176.74	11707.94	14507.97	--	1232.50	--	--
2005	287169.52	194690.39	26702.57	22627.84	19686.44	--	1801.50	1380.50	--
2006	335434.10	225285.28	29048.17	32299.65	25387.92	--	2831.50	2667.10	--
2007	389371.15	261690.88	46502.61	36586.95	32269.75	52.00	4422.10	3203.10	--
2008	466203.32	303394.64	48753.36	48120.95	40968.34	400.00	6803.45	4203.10	1672.00
2009	597741.10	399684.82	55411.38	42326.11	50952.26	1038.40	10970.67	4561.05	8634.65
2010	718237.93	479195.55	62628.29	40908.83	59355.94	1641.40	14511.10	6530.35	13591.12
2011	817651.51	547946.69	73839.07	21289.72	76652.55	2896.60	16799.49	5023.50	19742.70
2012	943943.14	629909.64	80735.93	13439.72	95197.93	5491.40	23012.23	--	24922.00
2013	1043846.86	718961.46	91780.65	5521.72	88719.58	13300.00	23358.65	--	26323.40

注:国债包括记账式国债和储蓄国债(电子式);金融债券包括政策性银行债、政府支持机构债券、商业银行债和非银行金融机构债券;企业债券包括中央企业债券、地方企业债券和集合企业债券。

数据来源:各类存贷款余额数据来自中国人民银行网站;国债、央行票据、金融债券和企业债券数据来自中国债券信息网;公司债券数据来自Wind资讯。

低于“各类存款余额”或“各类贷款余额”，即便是这些非存贷款类金融产品的余额总量在 2013 年底也仅为 249004 亿元，占“各类存款余额”的 23.86%和占“各类贷款余额”的 34.63%。因此，在债权类金融产品中存贷款余额所占比重居于不容置疑的主体地位（即便再加上每年的股票发行融资额和证券投资基金等融资额也不可能从根本上改变这种格局），间接金融的格局并未发生实质性变化。另一方面，即便是这些债权类金融产品，也主要由存贷款金融机构运用从实体经济部门吸收的存款资金进行购买，因此，其只是存贷款的补充品，不是存贷款的替代品，基本属于间接金融范畴。结合表 2 与表 1 可以看出，各类经济主体（居民部门、厂商部门和政府部门等）消费结余资金和运作结余资金的主要使用方式是“存款”，同时，从金融体系中获得资金的主要方式是“贷款”，因此，在中国金融体系中，存贷款是资金集中和资金配置的主要机制，存贷款金融机构则是资金集中和资金配置的直接主体。

以存贷款为主体的金融格局直接影响着货币数量和货币政策的操作。从表 3 中可见，2001~2012 年的 12 年间，各项存款占 M_2 的比重长期在 90%以上，并且有着继续提高的趋势（从 2001 年的 93.94%上升到 2012 年的 96.90%）；工商企业活期存款占 M_1 的比重虽变化不大，也长期在 60%以上。在各项存款和企业活期存款分别为 M_2 和 M_1 的主体构成部分的条件下，各项存款增长率和企业活期存款增长率也就直接制约着 M_2 增长率和 M_1 增长率。由于各项存款的增减在直接关系上是由各类经济主体的收入和支出关系决定的，企业活期存款的增减在直接关系上是由实体企业的资金来源状况和资金使用状况决定的，它们并不主要由人行发行的货币数量制约，所以，在由各项存款为主要构成的货币结构中，人行要通过运用货币政策工具来直接影响到它们的数量增减也就困难重重（王国刚，2011；2012）。

在经济运行中，全社会固定资产投资的增长率对 GDP 增长率有着直接且持续增强的影响力

表 3 存款余额与 M_2 和 M_1 的对比（单位：亿元、%）

年份	M_2	各项存款	各项存款/ M_2	M_2 增长率	各项存款增长率	M_1	企业活期存款	企业活期存款/ M_1	M_1 增长率	企业活期存款增长率
2001	152888.50	143617.17	93.94	19.98	16.00	59871.59	37366.49	62.41	19.86	13.81
2002	183246.94	170917.40	93.27	19.86	19.01	70882.19	45352.99	63.98	18.39	21.14
2003	214358.84	208055.59	97.06	16.98	21.73	80815.22	53585.88	66.31	14.01	18.15
2004	250802.79	240525.07	95.90	17.00	15.61	95971.01	61833.98	64.43	18.75	15.39
2005	296040.13	287169.52	97.00	18.04	19.39	107279.91	66222.96	61.73	11.78	7.10
2006	345577.91	335434.10	97.06	16.73	16.81	126028.05	77744.82	61.69	17.48	17.40
2007	403401.30	389371.15	96.52	16.73	16.08	152519.17	95500.88	62.62	21.02	22.84
2008	475166.60	466203.32	98.11	17.79	19.73	166217.13	101790.78	61.24	8.98	6.59
2009	610224.52	597741.10	97.95	28.42	28.22	221445.81	139997.29	63.22	33.23	37.53
2010	725851.79	718237.93	98.95	18.95	20.16	266621.54	164536.07	61.71	20.40	17.53
2011	851590.90	817651.51	96.02	17.32	13.84	289847.70	191968.20	66.23	8.71	16.67
2012	974148.80	943943.14	96.90	14.39	15.45	308664.23	203448.39	65.91	6.49	5.98
2013	1106524.98	1043846.86	94.34	13.59	10.58	337291.05	216591.39	64.22	9.27	6.46

数据来源：中国人民银行网站。其中 2001 年和 2002 年的“企业活期存款”数据来源于《中国金融统计（1949~2005）》。

度。2000~2012年的13年间,最终消费率从62.3%降低到49.5%,资本形成率则从35.3%上升到47.8%^①。表4列示了2000~2012年的13年间全社会固定资产投资资金来源构成,从中可以看出,来自于“国内贷款”、“自筹资金”和“其他资金”三个科目的资金数额占全社会固定资产投资资金总额的比重高达90%以上,并且有着持续上行的趋势(从2000年的88.51%上升到2012年的94.28%)。毫无疑问,在“自筹资金”和“其他资金”中有一部分资金属于投资主体的自有资金(例如,实体企业将营业利润转投资、城乡居民个人开厂办店或自建房等投资),但从实体企业每年的盈利数额和城乡居民个人投资数额来看,这两个科目中的大部分资金还是通过各种方式来源于存贷款金融机构的贷款。例如,2005~2012年的8年间规模以上工业企业的利润总额分别为14802.54亿元、19504.44亿元、27155.18亿元、30562.37亿元、34542.22亿元、53049.66亿元、61396亿元和61910亿元,农村农户固定资产投资和建房数额分别为3940.6亿元、4436.2亿元、5123.3亿元、5951.8亿元、7434.5亿元、7886亿元、9089.1亿元和9840.6亿元,但同期“自筹资金”和“其他资金”的数额分别为70138.75亿元、90360.2亿元、116769.67亿元、143204.87亿元、193617.42亿元、244041.6亿元、279734.3亿元和325775.4亿元,远大于工业企业利润总额和农村农户固定资产投资总额之和。因此,存贷款金融机构的贷款运作状况是影响全社会固定资产投资状况和GDP增长率的主要因素。

表4 全社会固定资产投资的资金来源构成(单位:亿元、%)

年份	(1)投资资金 总额	(2)国家预算 内投资	(3)国内 贷款	(4)利用 外资	(5)自筹 资金	(6)其他 资金	[(3)+(5) +(6)]/(1)
2000	33110.30	2109.50	6727.30	1696.30	16317.30	6260.10	88.51
2001	37987.00	2546.40	7239.80	1730.70	18914.00	7556.10	88.74
2002	45046.90	3161.00	8859.10	2085.00	22816.70	8125.20	88.36
2003	58616.30	2687.80	12044.40	2599.40	31449.80	9834.90	90.98
2004	74564.88	3254.91	13788.00	3285.70	41272.59	12963.70	91.23
2005	94590.84	4154.29	16319.01	3978.80	55105.78	15032.97	91.40
2006	118956.99	4672.00	19590.47	4334.32	71076.45	19283.75	92.43
2007	150803.61	5857.06	23044.20	5132.69	91373.23	25396.44	92.71
2008	182915.29	7954.75	26443.74	5311.94	118510.45	24694.42	92.75
2009	250229.71	12685.73	39302.82	4623.73	153514.80	40102.62	93.08
2010	285779.24	13012.75	44020.83	4703.64	178744.34	45297.68	93.80
2011	345984.17	14843.29	46344.51	5061.99	229346.84	50387.54	94.24
2012	409675.65	18958.66	51593.50	4468.78	277792.36	56862.35	94.28

数据来源:中华人民共和国国家统计局网站。

中共十八届三中全会“决定”指出,要发挥市场在配置资源方面的决定性作用。存贷款的主体性地位表明,在中国金融体系运行中存贷款金融机构占居着配置资源的决定性地位,由此,提出了一个问题:在中国的市场经济体制建立过程中,金融资源配置究竟应由存贷款金融机构决定还是

① 引自《中国统计年鉴(2013)》。

由金融市场决定？价格是资源配置的基本机制。存贷款利率市场化改革，不仅要求改变存贷款利率的形成机制（即从行政机制调控存贷款利率水平转变为由市场机制界定存贷款利率），而且要求调整非市场化的金融体系，改变由存贷款金融机构通过存贷款机制集中配置大部分（乃至绝大部分）金融资源的状况，归还居民部门和厂商部门的金融权利，充分发挥金融市场在形成各种债权性金融产品利率体系和配置金融资源中的基础性作用，这必将引致实体经济部门和金融部门中各种各样的深刻调整、连锁反应和上述状况的实质性改变，是一场有着决定性意义的攻坚战。

三、存贷款利率市场化改革的难点

1992年中国迈出了建设市场经济新体制的步伐，在此背景下展开了利率市场化改革，但迄今，作为利率体系主体部分的存贷款利率市场化依然举步维艰。一方面原因在于，存贷款利率的改革有着牵一发而动全身的效应，因此，需要审慎出战；另一方面原因在于，存贷款利率市场化改革所需要的各种相关条件并未有效形成^①。这些条件的不具备，是存贷款利率市场化改革的又一难点。其中至少包括：

第一，人行运用资产调控货币和金融的能力严重降低。在存贷款利率由市场机制决定的条件下，人行不应再继续运用行政机制直接管控存贷款基准利率和新增贷款规模，但从金融运行和经济运行的稳定要求出发，存贷款利率又不应在“完全自由放任”的金融市场环境中形成。解决这一难题的关键是，人行拥有充分可调控的资产并通过运用这些资产来影响存贷款金融机构可使用资金数量和各种金融产品的价格走势，从而，可以通过运作这些资产来有效影响存贷款市场利率并由此进一步影响经济运行走势，实现货币政策的预期目标。

但从表5的数据中可以看出^②，人行的资产大量被“外汇”所占用。2003~2013年的11年间，人行总资产增长了4.12倍，同期，“外汇”增长了7.56倍，由此引致“外汇”占资产的比重从48.12%快速上升到83.29%。这意味着，人行的绝大多数资产放于海外配置，可用于在中国境内配置的资产不足17%（并且随着“外汇”资产的继续增加，人行可用于中国境内配置的资产比重还在继续降低）。其次，“对其他存款性公司债权”、“对其他金融性公司债权”和“对非金融性公司债权”等3项的数额，在2003~2013的11年间，虽然从19445.01亿元增加到22080.25亿元，但所增加的数额甚少。从表1看，与2001年相比，2013年金融机构人民币资金来源从153539.78亿元增加到1174666.17亿元（增长了6.65倍）、各项存款余额从143617.17亿元增加到1043846.86亿元（增长了6.27倍），但人行对这些金融机构的债权数额增加量仅为2635.24亿元。这表明了，人行已严重缺乏可调控资产，与此对应，对存贷款金融机构进行调控的能力已严重减弱。最后，“其他资产”是人行直接可用的资金。其数额在2002~2005年间呈增加趋势，但此后却呈减少趋势，从2005年的11459.57亿元减少到2013年的7652.04亿元，占人行总资产的比重从2002年的10.30%降低到2013年的2.41%，占这些金融机构人民币资金来源的比重从2003年的3.78%降低到2013年的0.65%。这决定了，人行缺乏经常性可灵活运用的资产，除了通过公开市场业务对存贷款金融机构资金流动性状况进行微调外，已难有实质性影响力了。

货币政策工具的运用中有着“提高利率收紧银根，降低利率放松银根”的表述。它的实践含义是，央行提高央行利率，收紧了央行对金融机构和金融市场的银根，反之亦反是。在此，所谓银根，

① 那种认为存贷款利率市场化改革条件已基本成熟的观点是值得商讨的，参见于学军(2011)，李稻葵(2012)。

② 关于人行资产负债表的分析可参阅：王国刚，《基于资产负债表的央行调控能力分析》，载《金融评论》2010年第1期。

表5 中国人民银行资产结构(2001~2013年)(单位:亿元)

科目	2001	2003	2005	2007	2009	2011	2012	2013
国外资产	19860.40	31141.85	63339.16	124825.18	185333.00	237898.06	241416.90	272233.53
外汇	18850.19	29841.80	62139.96	115168.71	175154.59	232388.73	236669.93	264270.04
货币黄金	256.00	337.24	337.24	337.24	669.84	669.84	669.84	669.84
其他国外资产	754.21	962.81	861.96	9319.23	9508.57	4839.49	4077.13	7293.66
对政府债权	2821.33	2901.02	2892.43	16317.71	15661.97	15399.73	15313.69	15312.73
对其他存款性公司债权	11311.60	11982.81	12692.01	7862.80	7161.92	10247.54	16701.08	13147.90
对其他金融性公司债权	8547.31	7255.95	13226.11	12972.34	11530.15	10643.97	10038.62	8907.36
对非金融性公司债权	-	206.25	66.73	63.59	43.96	24.99	24.99	24.99
其他资产	-	8516.19	11459.57	7098.18	7804.03	6763.31	11041.91	7652.04
总资产	-	62004.06	103676.01	169139.80	227535.02	280977.60	294537.19	317278.55

资料来源:中国人民银行网站。其中,2003~2005年的“对其他存款性公司债权”的数据为“对存款货币银行债权”和“对特定存款机构债权”两项相加之和。

指的是央行通过再贷款、再贴现或购买证券等渠道向存贷款金融机构和金融市场的放款数量。要有效发挥央行利率的导向作用和对金融体系的资金数量影响力度,一个基本前提是,央行有着足够数量的可用于支持调控的资产。但从表5和表1对比中可以看出,人行严重缺乏这方面资产。在可用于调控的资产不足而调控职能又不能因此而减弱的背景下,2004年以后,在货币政策调控中,人行只能屡屡动用法定存款准备金率、存贷款基准利率和对新增贷款规模的行政管控等政策措施。其中,提高法定存款准备金率所获得的资金又通过集中用于对冲外汇占款而回流到存贷款金融机构,它虽有利于避免因对冲外汇占款而大量发行人民币引致的通胀,但在调控这些金融机构可运作资金方面并无多大效应。提高存贷款利率虽有着“提高利率收紧银根”的政策意向,但它面对的不是人行利率和人行资产,所以,非但没有紧缩效应,反而有着扩张贷款的效应,难以达到人行的调控目标。由于这些政策工具难以达到调控的目标,为了有效调控经济金融运行中的资金数量和贷款增长率,人行只得选择对新增贷款规模实行行政管控的非货币政策措施。

由此,人行实际上面对着两难选择:一方面在存贷款利率市场化背景下,继续运用行政机制直接决定存贷款金融机构的存贷款基准利率和管控这些金融机构的新增贷款规模,明显违背由市场机制形成存贷款市场利率的要求;但另一方面,在缺乏足够可用于调控的资产数量条件下,又缺乏运用央行利率调控银根松紧的能力,极容易使市场化的存贷款利率和其他利率的走势处于失控状态,给经济和金融运行带来严重的不确定性和不稳定性。显然,在人行可控资产数量足以满足货币政策调控需要这一条件未形成的前提下,要实现存贷款利率市场化目标比较困难。

第二,存贷款金融机构硬约束的市场条件难以有效形成。在存贷款金融机构已改制为公司制并且相当部分已成为上市公司的条件下,它们的财务硬约束似乎已经形成。但财务的硬约束并非只是一个盈亏问题,它直接取决于这些金融机构的商业模式和盈利模式。从表1中可见,在中国,存贷款金融机构的资金来源以吸收存款为主,资金运用以发放贷款为主,且处于卖方垄断的市场优势地位。这决定了只要能够充分吸收存款和发放贷款,它们的财务盈亏基本处于无虑态势。几个突出的实例是:其一,从存款市场看,存贷款金融机构卖出存单、城乡居民和实体企业等经济主体买入存单。由于城乡居民和实体企业缺乏最基本的金融运作权利,所以,在这一市场中,存贷款金

融机构处于卖方垄断的优势地位。在表 6 中,2012 年 6~7 月间连续 2 次下调存款利率,1 年期存款基准利率从 3.5%降低到 3%,但当年城乡居民储蓄存款新增额达到 55915.15 亿元,创造了历史新高。这种现象不论称为“强制储蓄”、“被动储蓄”还是“刚性储蓄”都反映了存贷款金融机构在储蓄存款市场的垄断优势。同时,“各项存款余额”从 2011 年底的 80.94 万亿元增加到 2013 年底的 104.39 万亿元,也反映了存贷款金融机构在存款整体市场的卖方垄断优势。其二,从贷款市场看,存贷款金融机构卖出贷款单,实体企业等经济主体买入贷款单。在这一市场中,存贷款金融机构也处于卖方垄断的优势地位。在表 2 显示的债权债务类金融产品规模中,如果将政府性证券(国债和人行债券等)舍去,则在企业面和居民面的债权类金融产品规模中,到 2013 年底,存贷款金融机构贷款余额所占比重高达 78.90%,因此,贷款成为实体企业营运资金的主要来源。在这种条件下,对实体企业来说,贷款资金的可得性比贷款利率水平的高低更为重要,所以,只要对贷款利率具有承受能力(例如,利润率高于贷款利率),即便贷款利率有所提高(例如,提高 1~2 个百分点),企业对贷款数量的需求并不会明显减少。在资金紧缩条件下,为了维持正常的经营运作,企业甚至可能在贷款利率高于经营利润率的条件下继续借款。2004~2007 年间,1 年期贷款利率从 5.31%上升到 7.47%(提高了 2.16 个百分点),但表 2 中同期的各项贷款余额从 2003 年底的 15.9 万亿元快速增加到 2007 年底的 26.17 万亿元,增长了 64.59%。其三,从存贷款金融机构的利息收入看,在存贷款为主要业务内容的条件下,它们的经营性收入主要来自于存贷款中的利差。存贷款利差减

表 6 存款利率调整与存款变化(单位:亿元、%)

年份	1 年期存款利率	1 年期贷款利率	活期存款利率	新增储蓄存款	储蓄存款余额	各项存款余额
1995	10.98	12.06	3.15	8143.5	29662.25	53882.10
1996	7.47	10.08	1.98	8858.59	38520.84	68595.59
1997	5.67	8.64	1.71	7758.96	46279.80	82392.79
1998	3.78	6.39	1.44	7127.67	53407.47	95697.94
1999	2.25	5.85	0.99	6214.33	59621.8	108778.90
2000	2.25	5.85	0.99	4710.58	64332.38	123804.35
2001	2.25	5.85	0.99	9430.05	73762.43	143617.17
2002	1.98	5.31	0.72	13148.22	86910.65	170917.40
2003	1.98	5.31	0.72	16707.00	103617.65	208055.59
2004	2.25	5.58	0.72	15937.74	119555.39	240525.07
2005	2.25	5.58	0.72	21495.60	141050.99	287169.52
2006	2.52	6.12	0.72	20536.31	161587.30	335434.10
2007	4.14	7.47	0.72	10946.89	172534.19	389371.15
2008	2.25	5.31	0.36	45351.16	217885.35	466203.32
2009	2.25	5.31	0.36	42886.31	260771.66	597741.10
2010	2.75	5.81	0.36	42530.83	303302.49	718237.93
2011	3.5	6.56	0.50	40333.40	343635.89	809368.33
2012	3	6	0.35	55915.15	399551.04	917554.77
2013	3	6	0.35	48050.53	447601.57	1043846.86

注:在一些年份,一年中有多次存款利率的调整,本表的存款利率仅取当年底的数值。

资料来源:中国人民银行网站。其中,1995~1998 年的数据引自《中国金融统计(1949~2005)》。

去经营成本后的剩余部分,成为它们的主要利润来源。假定存贷款金融机构的贷款资金都来源于1年期存款资金并且这些资金的贷款期限均为1年,再假定存贷款基准利率均为上年末的水平,由此,将表6中存贷款利差走势带入其中,可粗略估算出2005~2013年间这些存贷款的利差收入分别为6483.19亿元、7502亿元、9420.87亿元、10103.04亿元、12230.36亿元、14663.38亿元、16767.17亿元、18897.29亿元和21568.84亿元。这种估算是不精准的,从表7与表1的关系中可以看出,实体企业和城乡居民的定期存款余额明显小于同期的贷款余额,1年期贷款的基准利率与活期存款之间的利差大大高于1年期存贷款之间的利差,如果再考虑到3~5年期的贷款利率要高于1年期贷款利率等因素,则存贷款金融机构的实际利差收入要高于上述的粗略数额。但仅从此粗略估算中就可依稀看出,存贷款金融机构依其卖方垄断的优势地位从实体经济部门获得的经营收入状况^①。

表7 金融机构存款结构(单位:亿元、%)

年份	企业活期存款	活期储蓄存款	企业定期存款	定期储蓄存款	合计	活期占比
2004	74502.52	41416.53	25382.15	78138.86	219440.06	52.83
2005	83146.00	48787.45	45224.70	92263.54	269421.69	48.97
2006	98802.64	58575.92	52767.10	103011.38	313157.04	50.26
2007	91718.37	67461.59	62685.53	108287.86	330153.35	48.21
2008	97499.04	78336.79	80702.58	143668.84	400207.25	43.94
2009	134747.32	100541.28	108837.62	160230.38	504356.60	46.65
2010	164536.07	126264.39	88424.20	180902.00	560126.66	51.92
2011	191968.20	137576.22	104169.11	210469.40	644182.93	51.16
2012	203448.39	158271.76	125446.87	247919.83	735086.85	49.21
2013	216591.39	178050.21	147524.01	283319.79	825485.40	47.81

数据来源:中国人民银行网站。

在存贷款金融机构的卖方垄断优势地位依然严重的背景下,如果贸然展开存贷款利率市场化(即取消存贷款基准利率的行政管控),很可能出现如下几种情形:其一,在尽力吸收存款“大战”从而存款利率大幅提高的背景下,存贷款金融机构利用贷款垄断优势地位,将贷款利率提高(即“高进高出”),由此,既有效消化了存款利率高企引致的资金成本上升,又获得了充足的营业利润,结果是实体企业的盈利水平明显降低。这不符合“切实降低实体经济发展的融资成本”的要求^②。其二,在存款利率上行过程中,如果贷款利率难以上行,存贷款金融机构则可通过扩大贷款规模来获得充分的营业利润(类似于2009年的“以量补价”状况),结果很可能引致投资过热、通货膨胀和经济过热。其三,在贷款数额和贷款利率受到实体企业需求限制的条件下,这些金融机构可以通过压低存款利率(这不需要“共谋”,只要“跟随”就行),实行“低出低进”策略,结果是存款户的利益明显降低。在所有这些情形中,一方面存贷款金融机构的商业模式、业务结构从而资产结构都没有发生

^① 2011年中国银行业获得了10412亿元的利润,引致了社会强烈反响,所谓“垄断暴利”充斥于耳,它实际上与银行业卖方垄断的优势地位直接相关。

^② 引自2012年12月中央经济工作会议公报。

实质性调整,它们的财务硬约束也不可能真实形成,与此同时,实体企业和城乡居民依然处于缺乏金融权利的境地。另一方面,一旦发生经济社会生活秩序不稳定乃至通胀、经济过热等,存贷款利率市场化改革进程就将陷入涅磐的磨难。

以存贷款为主的业务模式是否可持续,尤其是,在存贷款利率市场化改革过程中,如果存贷款利差收窄,这种业务模式是否还可支持存贷款金融机构的进一步发展?这是多年来不少人对中国金融机构提出的营运模式质疑。问题不在于这种质疑对错与否,而在于存贷款金融机构转换经营模式需要具备哪些金融市场条件?假定中国的债权类金融产品结构依然如表 2 所示,那么,要使这些金融机构改变以存贷款为主的业务模式就几乎是不可能的。如果在存贷款利率市场化过程中,果真发生大批存贷款金融机构因存贷款利差收窄而陷入严重的经营困境,不仅将引发比较严重的系统性风险,给金融体系带来超乎预期的冲击、震荡甚至引致金融危机,而且可能因担忧这些情形的发生,有关部门出台暂停存贷款利率市场化改革的政策,使得这一改革半途而废甚至体制机制复归。

第三,实体企业和城乡居民在金融市场中的买方选择权难以形成。存贷款金融机构在存贷款市场中的卖方垄断优势地位的存在,直接表明了作为它们交易对手方的实体企业和城乡居民在这一市场中缺乏最基本的金融交易选择权。微观经济学的市场理论认为,在一个完全竞争的市场中,价格既不是由卖方彼此间的竞争单向决定的,也不是由买方彼此间的单向竞争决定的,应是由买卖双方之间的双向竞争决定的。买方市场与卖方市场的一个主要区别在于:在买方市场条件下,买方有着较为充分的交易选择权;这种买方选择权制约着卖方的市场选择,迫使其按照买方的要求及其变化实现经营运作的转变。在卖方市场条件下,买方缺乏这些最基本的选择权,只能在卖方提供的产品中抉择自己的交易行为。在金融体系中,各种金融产品资金基础上展开交易,它们之间的互补性和替代性远高于实体经济部门,因此,实体企业和城乡居民的买方选择权本来是比较充分的。但受体制机制制约,市场机制在配置金融资源方面尚难发挥基础性作用,原属于实体企业自主权范畴的证券发行需要经历复杂的金融监管部门的行政审批(或称“核准”)和筛选程序,由此致使,一方面对绝大多数实体企业来说,除了从存贷款金融机构获得贷款外再无其他融资渠道,融资选择权丧失了;另一方面,对绝大多数城乡居民来说,消费剩余的资金除了用于存款外再无其他金融投资运作渠道(在表 2 的各种证券中,除了“国债余额”包含有居民持有的部分外,其他证券品种几乎完全由各类金融机构持有,其中,存贷款金融机构持有了 70%以上),对金融产品的选择权也丧失了。缺乏金融交易选择权意味着,在金融交易中实体企业和城乡居民处于买方弱势地位。存贷款利率市场化改革需要得到实体企业和城乡居民的全力支持,但在处于买方弱势的条件下,一旦这一改革在实质上展开,他们无力通过市场的买方力量形成对存贷款金融机构运作的有效约束机制,结果是他们的权益极易受到种种负面影响。同时,在买卖双方的市场地位差别悬殊的格局中,要发挥市场机制作用、形成比较合理的存贷款利率是相当困难的(在更多场合,形成的是扭曲的不利于维护实体企业和城乡居民利益的存贷款利率水平)。

一个需要关注的问题是,在中国,对广大城乡居民来说,存款利率具有公共福利的保障色彩,尤其是,近年来在 CPI 增长率上行的过程中,“保证存款利率为正”的理念贯彻始终,更是强化了存款利率的公共福利特点。在此背景下,如果存款利率在市场化过程中,贯彻了海外活期存款利率为零(在一些场合,甚至要向存款人收取管理费用)的惯例,则城乡居民的理念和情感将受到严重冲击(某种程度的过激行为也可能发生),由此,可能引致金融运行秩序的不稳定。按照表 6 所示的居民活期储蓄存款和当期年底的活期存款利率计算,2004~2013 年的活期存款利息分别为 298.20 亿元、351.27 亿元、421.75 亿元、485.72 亿元、282.01 亿元、361.95 亿元、454.55 亿元、687.88 亿元、

553.95亿元和623.18亿元,对一部分居民来说,这些利息收入是重要的。更不用说,活期存款利率是各类存款利率的基准,一旦它降低为零,则各类存款利率也将下行。这将在更大程度上影响到存款人的利益。

存贷款利率市场化改革,调整的是中国金融体系中占主体地位的金融产品价格,它不仅将引致各类金融产品及其价格在买卖双方竞争中重新定位,引致金融体系的体制机制再造,而且将从实质关系上引致介入金融活动的各方经济主体的权益关系重大调整。在上述难点未有效解决之前,简单以“放开”为取向,很难达到预期目的。因此,存贷款利率市场化改革的进程,应当是一个创造条件的渐进式“调整”过程。

四、存贷款利率市场化改革的路径选择

2012年以后,在存贷款利率市场化改革的过程中,人行推出的改革措施主要有三:第一,2012年6月8日和7月6日,人行在下调存贷款基准利率过程中,分别将金融机构的贷款基准利率下浮区间扩大为0.7倍和存款基准利率上浮区间扩大为1.1倍,由此,改变了自2004年10月29日以后的存贷款基准利率上下限限制。就此,一些人强调说,存贷款利率市场化改革已迈出实质性步伐,并预期随着存贷款基准利率的浮动区间扩大,利率市场化改革将近于完成。第二,2013年7月20日,人行发出了《关于进一步推进利率市场化改革的通知》(以下简称“通知”),其中指出:取消金融机构贷款利率0.7倍的下限、取消票据贴现利率管制和取消农村信用社贷款利率2.3倍的上限。对此,一些人强调说,这是存贷款利率市场化改革的里程碑事件,它标志着存贷款利率中90%以上已经市场化,还需要将存款利率上限放开,中国的存贷款利率市场化改革就完成了。第三,2013年10月25日,在人行的指导下,贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行。对此,一些人指出,这标志着贷款利率市场化已经实现。毫无疑问,存贷款基准利率浮动区间的扩大,有利于增强存贷款利率的弹性,强化存贷款利率变动给存贷款金融机构业务活动带来的压力,迫使他们关注存贷款供求关系变化。但这些运用行政机制进行的存贷款利率调整措施,并不足以实现存贷款利率的市场化。主要理由有三:

第一,从2013年7月20日人行放开贷款利率下限来看,一方面,这一措施在2012年7月6日就可实行。内在机理是,按照1年期存款基准利率为3%且可上浮10%、1年期贷款基准利率为6%且可下浮0.7倍计算,1年期存款利率的上限为3.3%、1年期贷款利率的下限为4.2%,由此,存贷款利差仅为0.9%,而工、农、中、建等国有控股商业银行经营存贷款业务的成本大致就在0.9个百分点,股份制商业银行、城市商业银行等中小型存贷款金融机构的经营成本均高于0.9个百分点,因此,几乎没有哪家存贷款金融机构会按照贷款基准利率下浮0.7倍放出贷款。从这个角度说,人行放开贷款利率下限的措施不过是将实践中几乎不存在的运作行为以制度方式透明化,并无实质性意义。另一方面,人行并未取消对贷款基准利率的调控。从“通知”中的用语看,“放开”与“取消”有着明显区别。“放开”可以是一种权宜性措施,即今天开放、明天收紧,今天放开此项收紧它项、明天放开它项收紧此项,今天扩大浮动区间,明天缩小浮动区间(既可以扩大存贷款的净利差,也可以缩小净利差),这种变化带有很强的主观随意性和行政机制引致的不确定性。“取消”则意味着人行不再拥有和使用此项行政权利。在“通知”中,并没有宣布“取消”对贷款基准利率的行政管控,同时,还明确强调“个人住房贷款利率浮动区间不作调整,仍保持原区间不变,继续严格执行差别化的住房信贷政策”,因此,“放开”是以弱化对贷款利率的行政调控机制为前提的。

值得一提的是,人行在拥有存贷款基准利率调控权的同时,也拥有对每年新增贷款规模的调

控权。既然新增贷款规模还用行政机制掌控,就意味着贷款规模是一个稀缺性资源,它的价格总走势趋于上行(即高于贷款基准利率)。在此条件下,期待放开贷款利率下限能够使得贷款利率达到市场化的目标,只能是一种奢求。

第二,存贷款利率作为资金的价格,应在买卖双方之间的双向竞争中形成,但 2012 年推出的上述三项措施,集中在卖方(即存贷款金融机构)中实施,对提高买方(即实体企业和城乡居民,下同)的谈判能力(即与存贷款金融机构议价的能力)并无多少实质性意义,至多只是使实体企业在贷款环节中少付了点利息、城乡居民在存款环节中多得了点利息。如果存贷款利率市场化改革仅停留于这一层面,那么,由市场机制决定存贷款利率从而金融体系格局改变、金融资源配置状况调整的目标就不可能实现。

第三,从利率体系中看,在成熟市场经济条件下,基准利率是指金融市场中无风险无套利的利率,它根据各种金融产品的性质、期限、风险和条件在金融交易中形成。存贷款并非无风险无套利的金融产品,因此,并无存贷款的基准利率。在中国,存贷款基准利率是从 2004 年以前的存贷款法定利率变形过来的。近 10 年来,虽然名称改变了,存贷款利率的浮动区间也扩大了,但它作为政府部门运用行政机制给存贷款金融机构主要产品定价的性质并没有发生实质性改变。另一方面,在成熟市场经济条件下,存贷款利率水平和走势乃至存贷款规模等受到金融市场中其他各种债权债务性产品利率和交易状况的严重制约,而中国的情形是,存贷款基准利率决定了其他各种债权债务性产品的利率和走势。这既凸显了存贷款利率的基础性作用,也凸显了其他各种债权债务性产品与存贷款之间缺乏竞争的状况。这种缺乏竞争的状况,在深层机制上,是实体企业和城乡居民通过金融市场的金融产品交易与存贷款金融机构之间的竞争严重不足。在此条件下,不论人行如何运用行政机制放松对存贷款的上下限管制,都很难创造出有利于提高买方谈判能力的金融市场条件,也很难使得利率体系按照市场机制的要求形成。

在中国,推进存贷款利率市场化有两条路径可选择:一是内科手术式调控,即通过人行不断运用行政机制直接调整存贷款金融机构的人民币存贷款利率(包括水平、浮动区间等)来推进。二是外科手术式改革,即通过发展存贷款及其利率的替代产品(例如,公司债券、资产证券化证券和各种财富管理产品等)运用金融市场的机制力量从外部推进存贷款金融机构的存贷款利率市场化改革。这种外科手术式改革的过程,同时就是金融机构业务转型、金融产品创新和金融市场在重新调整中发展的过程。自 1996 年以来利率市场化所走过的操作路线和 2013 年已展开的存贷款基准利率浮动区间扩大等,选择的是内科手术式改革。但正如行政机制不可能创造出市场机制一样,内科手术式的利率调整也不可能造就建立在市场机制充分发挥作用基础上的存贷款市场利率体系。

存贷款利率市场化改革作为中国金融体系再造的关键性举措,是一个“三位一体”工程,它需要同时解决存贷款利率由市场机制形成、存贷款金融机构业务转型和金融市场创新发展等三个相辅相成的问题。但在内科手术式调整中,人行只拥有调控存贷款基准利率的职能,缺乏一举解决这三个问题之招。在运用行政机制调整存贷款基准利率的过程中,虽有可能扩大利率浮动区间,但它既难以改变金融机构在存贷款中的卖方垄断市场格局,又难以给金融机构业务转型、资产结构调整和盈利模式转换提供可选择的市場条件,还难以推进金融市场的创新发展,因此,不可能达到“三位一体”工程的目标。与此不同,外科手术式改革,从发展金融市场中的存贷款替代品入手,通过直接金融机制,在利率同一的条件下,既满足了资金供给者(居民、厂商和政府等部门)追求较高收益率的要求,又满足了资金需求者降低融资成本的要求;同时,通过资金供给者在存贷款金融机构的存款数量减少,使这些金融机构贷款在资产中的比重下降,迫使它们调整资产结构从而实现业务结构和盈利模式等转变。在这个过程中,随着直接金融的宽度、广度和深度的展开,资金供给

者和资金需求者有了更多的金融选择权,与存贷款金融机构展开竞争的能力增强,存贷款金融机构卖方垄断格局逐步被打破,由买卖双方竞争中共同决定存贷利率水平和金融产品结构的格局逐步形成。另一方面,金融市场的创新发展又给存贷款金融机构的业务转型和盈利模式转变提供了外部条件,使他们能够在市场竞争中通过差异化经营、产品创新和服务质量提高等机制,落实优胜劣汰的市场规则。

内科手术式调控主要依赖行政机制展开,不仅很容易陷入分业监管条件下的众多行政机制与利益关系协调的困境中,使存贷款利率市场化改革的复杂程度和摩擦程度大大增加,甚至可能因认识差异、政策转向和某些具体情况而发生暂停或挫折。外科手术式改革则运用市场机制,避开了行政利益关系,一旦相关制度和操作方式确定,基本能够顺利展开。另一方面,内科手术式调控政策出台在时点上具有一定程度的突发性,给参与市场交易的各方行为选择和价格变动以突然性冲击,不利于熨平存贷款利率市场化改革中的各种波动(甚至是引致波动的重要成因)。与此相比,外科手术式改革在时间序列上是一个渐进过程,每笔直接金融产品的发行和交易都不致于给交易各方造成重要的直接冲击,但各笔交易的渗入又将引致交易各方的取向、选择和行为方式发生实质性改变。随着各种替代存贷款的金融产品规模上的扩大、品种上的增加和在价格上的多样,将有效改变存贷款资产占主体地位的状况,推进债务性金融产品的收益率曲线形成。因此,这一路径对人行货币政策选择、金融机构运作和金融市场的运行,对实体企业和城乡居民的利益影响,有着滴水入土的效应。

五、存贷款利率市场化改革的应对之策

存贷款利率市场化改革的应对之策,应以发挥市场机制为基本取向,主要选择“外科手术式”的措施,通过渐进路径,在促使条件成熟的过程中,逐步推进存贷款市场利率体系和机制的形成。具体来看,主要包括三方面内容:

第一,通过调整人行所持有的外汇资产数额来完善资产结构,提高人行资产在国内的配置比重,以此,提高人行货币政策的调控能力。

调整人行持有外汇储备资产的理念。首先,需要确立国家外汇资产的认识。一国的外汇资产并非集中于政府手中才属于该国的外汇资产。从理论上说,一国外汇资产应由政府部门持有的外汇资产+企业部门持有的外汇资产+居民部门持有的外汇资产等构成,其中,政府部门持有的外汇资产只是一国外汇资产的一部分,因此,应从国家角度(而不是政府部门角度)来看待外汇资产的数量关系和结构关系。其次,政府部门持有的外汇资产也不一定是外汇储备资产。它应当包括政府部门的外汇储备资产+政府部门的外汇投资资产。最后,在这些分别由各主体持有的外汇资产中,可以通过外汇交易来调节各个主体的外汇资产余缺。

在调整外汇资产理念的基础上,分离人行以储备资产之名所拥有外汇资产。具体分离方式可以包括:其一,在充分考虑各种因素的条件下进行估算,明确用于经常性支付所需要的外汇数额,将其界定为外汇储备资产。这部分外汇资产继续由人行持有,计入人行资产负债表的“资产方”。其二,通过各种估算,明确应纳入政府外汇投资资产的数额。这部分外汇资产,既可以通过设立外汇投资基金方式,也可以通过设立外汇投资公司的方式,由中央财政从人行购买。这部分外汇应集中于生产资本输出。其三,取消结售汇制度,从外汇体制机制上积极鼓励实体企业实施“走出去”战略,将一部分外汇资产留存于实体企业手中,使他们在推进借贷资本输出和生产资本输出中有比较顺畅的用汇自主权。其四,扩大存贷款金融机构的持有和使用外汇的自主权和经营权,鼓励他们

通过借贷资本输出,有效使用外汇资产。其五,通过金融机构渠道(包括财富管理产品等),展开居民的外汇投资交易,使一部分外汇资产留存于居民手中。毫无疑问,这些体制机制调整必然涉及到外汇管理体制的改革。

截至 2013 年底,人行总资产数额为 317278.55 亿元,其中,“外汇”为 264270.04 亿元(占总资产比重达到 83.29%)。根据 6 个月进口数额、非贸易项的支出和外商投资利润汇回等因素估算,再加上必要的调控人民币汇率市场和风险防范等因素,人行大约留下 1.2 万亿美元左右的外汇储备(按照现价计算大约 7.4 万亿元人民币),调整出 19 万亿元的外汇储备资产,并将这些资产用于国内配置,由此,人行资产的国内配置比重将从 14.2% 提高到 70% 以上,货币政策的调控能力也将随之提高。毫无疑问,这种计算是粗略简单的(随着贸易顺差和外商投资的增加,流入境内的外汇资金还将增加,更是显示了这种计算的粗略程度),但仅此就可看出,人行降低总资产中“外汇”所占比重不是一个短期内一蹴而就的战役,需要渐进展开。

随着资产结构的调整,人行负债结构也将发生相应的调整。发行货币是央行的专有权,也是央行主动负债且成本最低的资金来源。从美联储、欧洲央行和日本央行的负债结构看,在 2008 年 6 月之前(即金融危机爆发之前),他们的负债中货币发行所占比重分别达到 99.28%、66.37% 和 36.74%。但在人行 2013 年底的负债结构中,货币发行所占比重仅为 20.48%。2003 年以来,人行大量资产主要是通过提高法定存款准备金率和发行人行债券等被动负债形成的。频繁使用这些工具,不仅表明了人行主动调控能力的降低,给金融运行带来一系列负面影响,而且大大增加了人行的资金来源成本。在资产结构调整过程中,随着外汇资产的减少,人行资金来源将更多地通过发行货币而获得,由此,人行主动运用央行利率等价格工具来调控金融运行中资金数量的能力将明显提高。在此背景下,包括存贷款在内的金融市场利率将在央行利率导向的路径中发挥其效能。

第二,加大公司债券等存贷款替代品的发行规模,运用金融脱媒机制,迫使存贷款金融机构实现业务结构和商业模式转型,运用金融市场力量强化这些金融机构的预算约束硬度。

在金融产品中,公司债券是存贷款的基本替代品。公司债券作为直接金融的基础性产品,有着直接连接资金供给者与资金需求者的功能。从资金供给看,虽然通过购买公司债券,资金流向实体经济,实体经济又将这些资金存入存贷款金融机构,似乎并没有减少资金进入存款的数额;但它避免了由贷款所引致的派生存款发生,因此,对存贷款金融机构来说,有着减少存款余额的功能。从资金需求看,公司债券的发行属于实体企业的权利范畴,公司可根据经营运作需求自主地发行债券,避免了因信贷政策频繁调整所引致的资金供给数量波动与实体经济正常经营之间的不协调程度;同时,公司债券的发行减少了实体经济对存贷款金融机构贷款的需求,这将迫使这些金融机构业务转型。从利率看,公司债券利率对资金供给者和资金需求者是同一利率,它高于存款利率低于贷款利率,不存在由存贷款金融机构媒介所引致的存贷款利差现象,因此,既有利于资金供给者也有利于资金需求者。在近年公司债券的发行中,5 年期公司债券的年利率大约高于 1 年期存款利率 2 个百分点左右,低于 1 年期贷款利率 1.5~2 个百分点。显然,公司债券对存贷款金融机构以存贷款为主的业务结构有着重要的外部约束,是形成存贷款金融机构预算硬约束的强有力的外部市场机制。

公司债券对存贷款余额的冲击程度取决于规模效应。从表 2 看,虽然以“金融债券”、“公司债券”、“企业债券”、“短期融资券”和“中期票据”等为名的公司债券余额在 2008~2013 年期间有了明显增加,但与 2013 年底的 718961.46 亿元的贷款余额相比依然过少。要使公司债券能够在实体经济融资中担当重任,公司债券的余额规模就必须足以与贷款余额相匹敌。考虑到每年新增贷款还将继续增加,各类公司债券的发行规模如果能够快速增加并超过新增贷款规模,那么,要达到公

司债券余额与贷款余额相抗衡程度,不是短期内所能实现的。这同时意味着,公司债券发行(从而余额)规模对存贷款利率的影响是一个渐进的过程,它不仅为存贷款金融机构的业务结构调整和商业模式转型留下了操作空间,而且为介入金融市场的各类经济主体逐步适应新的市场格局提供了客观环境。通过加快公司债券市场发展的方式是一种不动声色、较易为各方面经济主体接受的外科手术式改革,它所引起的各方面震动和负面效应明显较小。

推进公司债券市场发展关键是,恢复它的直接金融特性,因此,公司债券应着力向资金供给者(包括城乡居民和实体企业)发行,改变集中向金融机构发行的状况。为此,需要着力解决好五个方面问题:一是切实落实《公司法》和《证券法》的相关规定,有效维护公司在发行债券中法定权利。从1994年以后,发展公司债券市场就是中国证券市场建设的一项重要制度性工作。1994年7月1日起实施的《公司法》第6章专门对发行公司债券做了规范,其中规定,股份有限公司3000万元净资产、有限责任公司6000万元净资产就可发行公司债券,公司债券余额可达净资产的40%。2005年,在修改《公司法》和《证券法》中,这些规定移入了《证券法》中。但近20年过去了,按照这一数额规定的公司债券鲜有发行。二是取消发行环节的审批制,实行发行注册制,改变“五龙治水”^①格局,同时,强化公司债券交易环节的监管。三是积极推进按照公司债券性质和发行人条件决定公司债券利率的市场机制形成,在此基础上,逐步推进以公司债券利率为基础的收益率曲线形成,完善证券市场中各种证券的市场定价机制。四是积极发挥资信评级在证券市场中的作用,为多品种多层次的公司债券发行和交易创造条件。五是推进债权收购机制的发育,改变单纯的股权收购格局,化解因未能履行到期偿付本息所引致的风险。

第三,加大金融产品创新力度,为存贷款金融机构业务结构调整和商业模式转型创造可选择的条件,也为实体企业和城乡居民在变“存款”为“金融投资”的过程提供充分可选择的金融产品,由此,推进存贷款利率的市场化改革。

以存贷款为主要业务内容并非存贷款金融机构的本意选择。多年来,金融业务的单一格局,不仅受到社会各界的诟病,而且严重约束着存贷款金融机构之间的竞争。这种格局不打破,非但加快公司债券发展的预期目标难以实现,而且可能严重妨碍存贷款金融机构的业务转型,给存贷款利率市场化改革带来种种障碍。另一方面,存贷款金融机构和金融市场要给企业和居民提供多层次多元化的金融服务,满足他们在风险偏好多样化的金融投资需求,仅仅发展公司债券也是远为不够的,还必须为不同类型的金融投资者提供不同类型的金融产品(包括金融组合产品)。2008年爆发的国际金融危机由美国等西方国家的金融创新过度所引致,但中国金融体系的一个主要问题不是金融创新过度,而是金融创新严重不足。

金融创新以金融产品创新为基础。通过重新组合各种原生金融产品在权益、期限、收益率、交易方式和管理方式等特征,金融产品创新主要在三个方面展开:一是证券类衍生产品,如可转换公司债券、基金债证券、股权证和资产证券化证券等等;二是与信托、租赁、担保和保险等金融机制相连接的新产品;三是存贷款衍生产品。金融创新的过程,是不断满足实体企业和城乡居民的金融投资需求,使这些资产逐步按照市场机制配置展开的过程,此间,他们的存款将随着金融产品创新的发展而转变为金融投资,贷款需求也将逐步减少;这一背景将迫使存贷款金融机构随着市场格局的变化及时进行资产结构调整和商业模式转变,而金融产品创新也提供了这种转变的市场条件。

^① “五龙治水”指,在公司债券发行审批中,国家发改委负责审批企业债券,人行负责短期融资券、中期票据和债务性融资工具,中国银监会负责审批金融债券和各种银行债券,中国证监会负责审批上市公司债券、可转换债券和证券公司债券,中国保监会负责审批保险公司债券,由此形成的公司债券发行市场依行政机制而分割的状况。

由此,在这些变量互动和竞争中,存贷款利率市场化改革进程逐步向宽度和深度展开。不言而喻,缺乏金融产品创新,存贷款利率市场化改革很可能陷入各方均输的境地(从而,难以顺利推进);有效展开金融产品创新将形成各方共赢的格局。

从更加宽广的视野看,存贷款利率市场化改革与存款保险制度建立、汇率形成机制改革和资本账户开放等相互连接(但在相互关系上很难列出先后次序)。在金融体制机制改革中,它们相辅相成,是一个同步渐进的过程。从这个意义上说,金融产品创新也是推进存款保险制度建立、汇率形成机制完善和资本账户进一步开放的基础性工作。

参考文献

- 戴根有(2001):《中国金融改革和发展若干重要问题研究提纲》,《金融研究》,第9期。
- 方先明、孙毓、熊鹏、张宜浩(2005):《中国货币政策利率传导机制有效性的实证研究》,《当代经济科学》,第4期。
- 黄金老(2001):《利率市场化与商业银行风险控制》,《经济研究》,第1期。
- 李稻葵(2012):《利率市场化改革条件已成熟》, <http://finance.sina.com.cn/hy/20120317/125911614318.shtml>。
- 李扬(2003):《中国利率市场化:做了什么,要做什么》,《国际金融研究》,第9期。
- 利率市场化国际比较研究课题组(2002a):《我国利率市场化的风险分析》,《中国金融》,第3期。
- 利率市场化国际比较研究课题组(2002b):《国外利率市场化的经验与教训》,《中国金融》,第4期。
- 凯恩斯,约翰(1936):《就业、利息和货币通论(中译本)》,商务印书馆1993年版。
- 麦金农,罗纳德(1973):《经济发展中的货币与资本(中译本)》,上海三联书店1988年版。
- 钱小安(2003):《金融开放条件下利率市场化的动力、约束与步骤》,《世界经济》,第3期。
- 邵伏军(2004):《利率市场化改革的风险分析》,《金融研究》,第6期。
- 盛朝晖(2006):《中国货币政策传导渠道效应分析:1994-2004》,《金融研究》,第7期。
- 盛松成、吴培新(2008):《中国货币政策的二元传导机制——“两中介目标,两调控对象”模式研究》,《经济研究》,第10期。
- 斯蒂格利茨,约瑟夫(1988):《不完美市场与新凯恩斯经济学》,《斯蒂格利茨经济学文集》第四卷,中国金融出版社2007年版。
- 万解秋、孙文基(2004):《开放经济下利率市场化的必要性与制度分析》,《世界经济》,第4期。
- 王国刚(2010):《基于资产负债表的央行调控能力分析》,《金融评论》,第1期。
- 王国刚(2011):《简论货币、金融与资金的相互关系及政策内涵》,《金融评论》,第2期。
- 王国刚(2012):《中国货币政策调控工具的操作机理:2001-2010》,《中国社会科学》,第4期。
- 王国松(2001):《中国的利率管制与利率市场化》,《经济研究》,第6期。
- 汪小亚(2001):《我国资本账户开放与利率-汇率政策的协调》,《金融研究》,第1期。
- 王召(2001):《对中国货币政策利率传导机制的探讨》,《经济科学》,第5期。
- 武剑(2003):《利率市场化进程中的利率风险管理》,《财经科学》,第2期。
- 希克斯,约翰(1946):《价值与资本》,商务印书馆1995年版。
- 肖,爱德华(1973):《经济发展中的金融深化(中译本)》,上海三联书店1988年版。
- 许建(2003):《利率自由化的约束及其实践》,《金融研究》,第8期。
- 于学军(2011):《利率市场化改革条件已成熟》,《金融时报》,11月7日。
- 张宗新(2006):《金融开放条件下利率改革和汇率改革的协同效应分析》,《国际金融研究》,第9期。
- 中国人民银行调查统计司课题组(2012):《协调推进利率汇率改革和资本账户开放》,《中国金融》,第9期。
- 周小川(2011):《关于推进利率市场化改革的若干思考》,《西部金融》,第2期。

(责任编辑:赵一新 马辰)