



您的位置：首页 - 彭兴韵

推进利率机制市场化改革比升息更迫切(2005年4月5日)

文章作者：

随着石油、铁矿石等价格的上涨和美联储数次提高联邦基金利率的目标值，主张升息的观点不绝于耳，而认为中国已经进入升息周期的观点更是大行其道。笔者认为，利率政策牵一发而动全身，它的变动对整个经济、金融体系都会有相当大的影响，我们现在需要的不是提高利率，而是更加积极主动地推动利率机制的市场化改革，这才是问题的关键之所在。

银行体系对提高贷款利率意愿不强

虽然贷款利率分布更好地反应了贷款的风险贴水，中国的银行体系并没有再提高贷款利率强烈意愿，如果要“人为”地提高利率，显然是与经济金融运行的实际状况相违背的。我们倒是觉得，相对于改革前，既然利率市场化改革是中国金融体系市场化的必要组成部分，既然中国已经放开了贷款利率上限，商业银行完全可以在央行法定贷款基准利率水平之上自由的确定贷款利率水平。与其我们将心思花在央行提高利率水平上，倒不如更多地研究如何将中国的利率市场化改革更深入的推进。这，或许才是我们的经济金融发展所迫切需要的。

除了商业银行实际的存贷款利率动向外，货币市场利率对于我们分析宏观经济、金融市场状况以及自然利率更有意义。由于中国货币市场利率形成机制已经完全市场化，早在1999年它就成了中国金融体系中资金供求关系的晴雨表，货币市场利率的变动不仅可以反映金融机构流动性的变化，而且也会对宏观经济的变动做出先行反应。但随着宏观调控效果的逐渐显现，投资增长率开始大幅回落，升息预期开始减弱，这又导致了6月份之后的同业拆借利率和回购利率双双回落，货币市场利率的不断下降，表明我国金融体系中存在着过多的流动性，它们无法通过现在的货币利率进入到实体经济之中。因此，我们有理由判断，现在的名义贷款利率可能对实体经济产生了较严重的抑制作用，货币政策已经偏离了“中性”。

升息对企业不利

如果企业的资产利润率高于银行借贷的利率，经济该如何恢复均衡呢？调整方式之一是，银行借贷的利率不变，这时企业通过不断地增加借款扩大生产规模，从而导致资产利润率相应地下降到与借贷利率相当的水平。这种让经济恢复均衡的过程，往往是投资的过快增长和经济过热。调整方式之二，就是提高银行借贷的利率，使企业的资产利润率与货币利率相当。这一理论分析表明，货币利率的变动最终还要取决于企业的资产利润率：如果资产利润率上升，货币利率会相应地上升；反之，企业的资产利润率下降，货币利率也应当相应地下降。是故，如果说中国进入了利率上升的周期，那就意味着中国企业部门的资产利润率也进入到了持续上升的周期。如果企业部门的资产利润率没有进入上升周期，那么，中国进入了持续升息阶段的说法无疑显得有些武断了。

物价走势与名义利率的变动

一些人一直主张升息的一个主要理由便是所谓的“负利率”要求名义利率上升。这里所谓的“负利率”就是经济学当中的“实际利率”为“负”。虽然最终决定名义利率的是资本的边际生产力，然而，资本的边际生产力是无法准确地统计的。这时，物价水平的变动在人们对实际利率的判断中就起到了极为重要的参照作用。从费雪效应来分析，所谓利率进入了上升周期，其同义的表述，无非是中国已经进入了持续的通胀时期。现在，认为物价还会持续上升的理由主要有两个方面。第一，原材料价格和工资的上涨会导致成本推动型的通胀；第二，包括水、电、气和旅游门票存在涨价的可能，将直接导致CPI的上升。

实际上，这里有两个方面值得注意。其一，认为中国原材料价格的上涨还没有传导到最终产品价格上与事实是相矛盾的。我国的三种价格指数——原材料价格指数、消费者价格指数和工业品出厂价格指数走势的时间分布上基本是同步的。所谓原材料价格的上涨还没有传导到最终产品的说法，其依据是10%以上的原材料价格上涨率远远高于3%以内的消费者价格指数。再细想想，其背后的逻辑无非是，原材料价格上涨了10%，消费者价格指数也应该上涨10%。这种逻辑显然是不成立的。其二，认为原材料价格的上涨会导致成本推动型通胀的观点，其背后的逻辑无非是成本加成定价方法，即企业根据自己的生产成本加上合意的利润率来确定自己产品的价格。然而，这样的定价策略并不适合于竞争性的市场体制之中。至于民工工资的上涨对物价的冲击还要取决于民工与老板之间的谈判能力。人们现在才对“民工荒”和“民工工资”的上涨表示关注，恰恰反映了民工与老板之间谈判时处于极不利的位置，中国不可能出现工资与物价交替上升的局面，因此，即便民工工资上涨，也不会对物价上涨形成持久的冲击。总之，我们可以做出这样的判断：在一个非均衡的经济体制中，上游产品价格的上涨完全可以由下游产业生存状况的恶化来消化，并不必然产生成本推动型通胀。

在分析物价走势时，我们还必须深入到企业去分析。受投资及价格的上涨，2004年企业部门总体上实现了利润的大幅度增长，但主要集中在资源约束型的行业，即石油和天然气开采、钢铁、建材和有色金属行业。由于能源等原材料价格的大幅度上涨，且由于竞争更加激烈，那些下游行业生产最终产品企业的利润受到了严重的侵蚀。我们在看到企业部门利润在总体上得到大幅增长的同时，另外两个数据却不得不让我们表示担忧。那就是，企业的成品资产和应收账款。

无论是企业应收账款增长率的上升，还是成品资金增长率的上升，都意味着在宏观紧缩之后，中国买方市场格局又在逐步加深。这将极大地制约物价水平的上升。去年以来，“通胀”一词也被随意地滥用了。按照标准的定义，“通胀”是指一般物价水平的持续、大幅度的上升。所谓“一般物价水平”就是指社会中的绝大多数产品的价格都上涨；所谓“持续”就是指至少在半年以上；所谓“大幅度”则是指上涨的幅度至少在2%以上。2004年初以来，中国并不是绝大多数产品的价格都在上涨。就一般物价水平上涨的原因来说，不管它多么复杂，但

最后都要归结到是“过多的货币追逐少量的商品”。换言之，通胀最终还是一个货币现象。然而，自2004年5月份后，中国的货币供应量的增长率呈持续不断的急剧下跌之势，今年2月份M2的增长率只有13.9%、M1的增长率更是跌落到了11%以下。在这种情况下，我们从何谈起“通胀”呢？利率是一个包含了多种含义的非常复杂的概念，我们利率水平的变化，有三个关键的利率概念，那就是名义利率、实际利率和自然利率。名义利率的变动不仅要取决于通胀率，而且要使它具有中性，从而使货币政策保持“稳健”，货币利率不应该较大幅度地偏离自然利率，或者说，自然利率的变动才是名义利率变动的引擎。然而，我们的分析表明，中国的自然利率并没有大幅上升的迹象，货币膨胀的压力也并不像人们想象的那样大，因而，并不存在名义利率上升的较大的压力，自然地，所谓中国进入到了升息周期之说，是缺乏更深入周全的分析。

再者，名义利率的提高对于中国目前的经济结构而言，其作用可能非常有限。如果我们要跟随美联储的步伐而加息，那么，央行首先必须要解决的一个问题就是，中国的自然利率到底是多少？货币利率应该达到多少才不会对经济起到抑制或者刺激作用？否则，无异于东施效颦。然而，根据我们的判断，在中国现在的货币政策操作中，并没有对这些根本的问题做出明确地分析和判断。我们现在需要的不是提高利率，而是更加积极主动地推动利率机制的市场化改革，才是问题的关键之所在。

文章来源：《中国证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所