

从金融市场及其参与主体的现状看我国的利率市场化

□沈维涛 周星

纵观世界上大多数国家推行利率市场化的历程,我们知道,利率市场化是一个漫长、复杂、渐进的过程,它需要具备许多条件,加入WTO本身,并不是利率要实现市场化的理由,许多GATT(WTO的前身)成员国,如美国、日本、法国等,实现利率市场化经历了20年左右的时间。本文通过借鉴国外的有关经验,主要从利率实现市场化所必需的宏观市场条件和微观市场参与者主体的情况,来考察我国利率市场化的进程,认为对于利率市场化,我们的态度要积极,这是适应国际竞争的需要,但更需要有计划、有步骤、稳妥地推行。

利率国际化的国际经验

在国际上,利率市场化有正、反两方面的经验可供借鉴。20世纪70年代,智利、阿根廷、乌拉圭等拉美国家过早、过快地放开对利率的管制,导致了大批银行倒闭,结果给以智利为代表的南锥体各国的金融和经济带来了巨大的风险。在成功的案例中,除了德国、英国的利率市场化经历的时间较短外,其它各国,包括美国、法国、日本、韩国等实现利率市场化先后均花了15~20年左右的时间,分别于1986年、1985年底、1994年、1996年实现了利率市场化。以资本主义市场经济最为发达的美国为例,美国实行利率自由化不仅起步晚,而且经历的过程漫长、曲折、复杂。从20世纪七十年代初开始讨论和研究利率管制的不良效果和产生的问题,并提出解除利率管制的问题,但直到1982年才开始正式组织实施,前后经历了十余年。利率自由化正式实施的时间也相对较长,从1982年开始到1986年3月止,前后持续约五

年。美国的利率自由化从酝酿到最终完成,先后用了十几年的时间。

从国外利率市场化的经验教训来看,顺利实现利率市场化既要有良好的经济环境和条件,又要有适当的政策和秩序,包括物价稳定、经济增长、宏观经济整体处于良好的运行状态、金融市场完善、宏观经济体系具备了完善的市场化基础,即“金融人”行为规范等等。

我国金融市场参与者主体现状与利率市场化

利率要实现由市场资金的供求情况来决定,其中的一个必备条件是,市场的各类参与者,包括各类经营性金融机构、企业和居民个人对货币政策、尤其是利率政策的变化反应要足够灵敏,并进而做出理性的决策。可是,从目前我国的实际情况来看,无论是国有企业还是各类经营性金融机构都还不是真正意义上的市场主体。

首先,各类经营性金融机构对货币政策变化反应迟钝。以国有商业银行为例,目前其对中央银行货币政策工具的调整变化,如对公开市场操作,准备金率和利率的变化,反应都很迟钝,其原因在于商业银行缺乏有效控制自身资产和负债的手段,无法形成资产负债的高效均衡,或者说,放松银根的宽松政策可以使各商业银行有充分的选择余地(如加大贷款和贴现数量)。但是当实施紧缩的货币政策时,银行就很难调整经营策略,因为目前银行还没有足够的灵活性资产来调整资产流动性状况,具体到对利率市场化的适应能力上,我国商业银行还普遍缺乏一套行之有效的

效的市场定价机制，管理水平落后，尚不适应市场竞争的要求。

其次，国有企业还没有建立现代企业制度。目前，我国对国有企业的行政性干预和摊派仍很多，企业缺乏自主经营条件，自主经营权扩大后又缺乏必要的自我约束，绝大多数企业还没有建立起现代企业制度。由于产权关系不明确，国有企业普遍缺乏完善的法人治理结构，在投资效益、资产质量和财务状况等方面缺乏预算硬约束，导致国有企业通常只注重量的扩张而忽视质的提高，不能根据市场的需求及其变化情况来组织生产经营活动。

最后，居民个人对利率变动的敏感性差。从1996年5月起，虽然国家已连续降息，但是居民储蓄存款总量下降并不明显，反而稳中有升，目前已近7万亿元，这一方面是因为我国的投融资渠道不畅，缺乏能有效地引导储蓄转化为投资的途径；另一方面是人们受传统观念和心里预期影响的结果。由于人们普遍收入水平不高，而教育、住房、医疗保险和社会保险制度等各项改革，却在不断地深化过程中，居民预期的未来支出增加，为了应付未来的不确定性，只好预先进行累积性的消费积累。

可见，当前我国的商业银行、企业和居民三类市场主体对利率变动的敏感性都还很弱，商业银行和企业也还不能对利率变化及其它货币政策的变化根据市场原则作出理性的反应，也就是说，利率市场化的微观基础还很不成熟。与此同时，我国也还缺乏一个相对完善、健全的金融市场。

我国金融市场现状与利率市场化

改革开放20多年来，我国初步构建了以银行间同业拆借市场、票据市场、债券市场、外汇市场和股票市场为主体的金融市场体系，但是这些市场的市场化程度普遍都比较低，而且互相分割，存在许多不完善的地方，就与利率市场化关系最为密切的货币市场而言，它的建设起步较晚，发展缓慢，自80年代起步后几上几下，直到1993年后才开始逐步规范和完善。1996年，全国统一的银行间同业拆借市场在人民总行的统一部署和直接领导下开始正式运行，使原来分散、分割的同业拆借市场得到初步的统一。1997年6月16日，银行间债券交易系统正式开通，各商

业银行一律退出证券交易所而进入银行间债券市场进行债券回购和现券买卖。1998年7月，公开市场操作恢复，成为央行传导货币政策的窗口。3个市场的建立和发展，初步构筑了我国的货币市场体系。

但是，目前我国货币市场发展的状况是规模小、水平低，无论是在广度还是深度方面都亟待进一步完善，货币市场的效率一直不高，主要表现在：

第一，交易主体单一。市场参与者主要是城市商业银行、股份制商业银行、国有商业银行及其授权的分行、农村信用联社等资金盈余的单位，其它的如证券公司、财务公司等资金需求较大的金融机构进入的却还较少，从而形成“单边市场”。

第二，市场主体数量有限。截至2000年底，银行间同业拆借市场成员还不足500家，在中央结算公司开设账户并参与银行间债券市场的各类金融机构也才600余家，而其中只有约1/3参与了市场交易结算，获准参与公开市场操作的一级交易商则更少，只有40家左右。

第三，交易工具单一。我国货币市场业务主要集中在同业拆借市场和债券回购市场上，其它市场如商业票据市场、银行承兑汇票市场等规模都很小，而且不同的市场间互相分割，造成货币市场功能残缺，影响了公开市场业务操作的效果。

第四，成交量较小。1999年银行间债券市场交易量只有4050亿元，至2000年末银行间同业拆借和债券回购市场累计成交额也仅为2.32万亿元，占整个社会资金流量的比重还很低，债券流动性不强。同时，央行进行公开市场操作的种类、数量和频率也还很有限，调节能力比较差。

第五，市场主体信用不高，再加上受当前社会信用状况脆弱因素的影响，致使它们在货币市场上发行的融资工具有行无市，阻碍了市场的发展。

第六，衍生工具市场几乎空白。由于缺乏这一市场，货币市场就丧失了“风险管理服务”的重要功能，打击了市场参与主体参与交易的积极性，导致货币市场上形成的利率信号相对失真。

由于货币市场存在市场分割、效率低下、行为扭曲、功能残缺、结构失衡等缺陷，导致货币市场对金融、经济运行的影响力大大降低；与此同时，资本市场又还处于起步阶段，同样存在许多不完善的地方。

金融市场不发达,就不可能形成通畅的社会融资渠道,资金的供求不能通过利率变化进行有效调节,在此条件下也不可能形成真正的市场利率。不仅如此,在市场不完全时,利率市场化还可能引起更为严重的问题。利率上升使得风险偏好较大的企业更愿意接受较高利率,那些有偿付能力的保守企业不愿冒违约和损失名誉的风险而退出借贷市场,即所谓企业的“逆向风险选择”效应。由于银行不能对借款人进行全面监控,任何借款人都倾向于改变其项目的性质,使之更具风险,即所谓市场的“激励机制”效应,这两种效应将导致贷款违约率随着利率的上升相应增加。而存款保险制度则会引起严重的“银行道德公害”。此外,金融机构还会产生提高利率的自增强倾向,引诱资金流向非生产部门,给经济造成极大伤害。

利率市场化和金融市场的培育、完善是一个相互促进、相互影响的过程,从国际经验来看,推进利率市场化一般与培育货币市场并举,通过培育货币市场,促使其市场化利率的形成,建成利率体系中具有导向性的价格信号,而目前我国还缺乏这样的市场。因此,我国在利率市场化进程中应加强金融市场建设,开拓更多的融资场所和渠道,鼓励开发更多适合市场需求的金融产品,以此强化金融市场功能,促使二者协调发展。

结论与对策

总之,利率市场化是一个漫长的过程,它不仅涉及到银行对利率风险的管理水平,还涉及到市场的成熟度及市场主体对这一变化的适应、掌握过程。从以上分析我们知道,实现利率由市场主体来自主决定,需要具备诸多条件,不仅要有一个市场机制能很好地发挥功能的相对完善、健全的金融市场;还要有一大批行为规范、理性的各类市场参与者,即理性的微观经济主体。当前,我国正处于向市场经济过渡的转轨时期,一方面市场发育不健全,社会信用基础脆弱,另一方面市场的各类参与者还不能遵照市场原则来规范自身的行为,再加上政府金融监管能力、宏观间接调控能力有限,因此,从国内的现状来看,我国实现利率市场化还要经历一个比较长的时间,仅根据国内的现状来测算,至少需要20年左右的时间。但是,如果从国际金融业竞争的角度来考察,随着我国经济

国际化程度的不断提高,为了增强我国金融业的国际竞争力,我们又不得不加速我国的利率市场化进程。即使这样,要真正实现利率市场化,也至少需要10年左右的时间。就目前的情况而言,马上全面放宽对利率的管制还为时过早。不过,我们可以积极进行探讨、试点,有计划、有步骤、分阶段地进行。

为了加快我国利率市场化的进程,当前我们要通过深化改革,加快进行国有企业的债务重组与制度创新,硬化国有企业的预算约束,促进国有企业早日建立现代企业制度;同时要积极推进商业银行制度建设,强化商业银行的资产负债比例管理和风险管理,建立现代商业银行,并通过完善投融资体制和建立健全社会保障制度来改变人们的心理预期,促进市场主体早日成为理性的微观经济主体。

此外,还要采取积极有效的措施来完善货币市场机制,具体包括:第一,完善货币市场体系。建立和发展以公开市场一级交易商为核心的货币市场;建立以商业银行和非银行金融机构为主体的信用拆借市场;发展银行间的债券交易,吸引一般金融机构进入债券交易市场;发展以金融机构为核心、面向广大企业的票据市场,推进信用票据化和结算票据化。第二,建立统一的债券市场。从提高债券市场流动性功能出发,克服银行间市场、交易所市场、银行柜台交易三分割的债券市场格局,建立商业银行二级债券托管体系;向公众发行可流通的记账式债券,发展银行柜台交易。第三,努力推进信用制度的重建与提升,将以商业信用为背景的融资工具逐步引入货币市场,在建立与完善市场规范、社会监督与信息披露制度的基础上加快发展拆借、票据、存单及非政府信用债务工具市场。

随着货币市场和资本市场的不断发展和完善、市场参与主体市场化观念的增强,我国利率市场化的步伐必将大大加快;同时利率市场化反过来又将促进我国金融市场的发展、完善,从而形成良性循环,更好地促进国民经济实现可持续发展。

作者单位厦门大学管理学院

邮政编码 361005