

当前储蓄存款利率失灵原因剖析

许经勇

(厦门大学经济系教授、博导 361005)

[摘要] 近几年来,我国银行储蓄存款利率虽连续5次下调,但却未能有效地分流银行存款的数额,反而出现了银行储蓄存款利率持续下调与储蓄倾向不断增强的相悖态势。这究竟是什么原因呢?文章对此展开了层层剖析。

[关键词] 存款利率 调节失灵 原因剖析

1996年5月至1998年7月,中央银行连续5次下调银行存款利率,下调幅度之大为历史上所罕见。以一年期存款为例,其利率已由1995年的10.98%降至目前的4.77%,共下调6.21个百分点,为1987年以来的利率最低点。利率作为特殊商品——资金的价格的变化,其实质是对资金存货双方经济利益的一种重新分配,必然导致资金流向的变化。换句话说,储蓄存款利率的下调,必然促使城乡居民把一部分储蓄存款从银行分流出来,转向其他投资领域。但是,一种非正常的现象出现了:即与银行储蓄存款利率下调幅度之大相比,银行储蓄存款的分流数额是微不足道的。甚至出现银行储蓄存款利率持续下调与储蓄倾向不断增强的相悖态势。这究竟是什么原因?有一种观点认为,这是和中国转型时期利率杠杆的特殊性所决定。即迄今为止,我国利率仍然不是由经济体系内部变量供求力量均衡所决定的内生变量,它的生成仅仅决定于货币政策的偏好和操作目标,基本上是一种纯粹的外生变量。这种缺乏市场供求生成基础的利率作为价格而言是扭曲的,它没有、也不可能反映供求的

变化,不能对储蓄与投资、货币供求的均衡起到自动调节的作用,也不能起到引导资源配置这样一个指标器的作用,货币供给与利率的传导机制在这里被割裂开来了。但除此之外,还由以下几个方面的原因所决定。

首先,与边际消费倾向下降相联系。目前我国城乡居民的消费存在断层现象,可供选择的银行存款替代品的多寡,决定着银行存款利率杠杆,对刺激城乡储民的即期消费的作用程度。倘若可供选择的替代银行存款的金融资产越多、范围越广,那么,银行存款利率的升降,更多的是引起金融产品之间的替代,而不会刺激消费的增加或减少。例如,当银行存款利率下调,就会有更多的人购买股票和债券。但是,如果可供选择的金融产品很少,人们延期消费的方式就会减少,这时银行存款利率杠杆对消费的调节作用就越大。极而言之,假定社会只存在着银行储蓄存款这一种延期消费的形式,那么,当银行存款利率下调,为满足效用最大化,人们就会增加即期消费。由于诸方面的原因,我国股票市场和债券市场的发育严重滞后,再加上股票市场的风险很大,因

而银行存款利率的下调,理应刺激储民把银行存款转化为市场消费。

问题的实质在于,我国的国民经济经过20年高速增长的数量积累,已经出现质的变化,即从根本上摆脱了短缺经济状态,绝大部分商品的供给随之由以前供不应求转化为供求平衡或供大于求。我们面对的已经不是生产与消费、供给与需求之间此长彼短的简单失衡,也不是总供给与总需求之间对平衡点的短期偏低,而是从以短缺为经济常态到以过剩为经济常态的根本性转折。在这种特定态势下,价格变动已经难以调整供求双方的经济关系,相当多的生产经营者被迫在成本线以下抛售。连续5次下调存款利率并没有导致银行储蓄存款的大幅度缩减和市场消费需求的同步增长。1998年的消费市场在1997年相对走软的情况下有进一步萎缩的现象。

当前我国城镇居民的消费品需求正面临着“断层”危机。城镇居民面对商品供应充足、市场物价持续回落,预期消费(相对于即期消费)意识日趋增强,再加上自行车、手表、缝纫机以及彩电、冰霜、洗衣机等基本生活消费品的需求

已经达到基本饱和,而住房、汽车这类“超级消费品”的消费热潮尚未到来,使得消费品市场在存款利率大幅度下调的情况下也难以启动。分析20年来全社会消费场景气的基本走向,我们可以清楚地看到,1985-1988年是第一个消费高峰期;1991年后消费景气又出现持续6年的消费高峰期,社会商品零售总额的实际年增长率超过9%。这两个消费高峰期都是以城市居民消费水平提高,家用电器普及和更新换代为特征的。那么,第三个消费高峰期,能不能转移到农村呢?这是需要作深入分析的。

目前,我国农村洗衣机、电冰箱、电视机的普及率仅10%左右。家用电器普及率每提高一个百分点,就会增加200万台的需求。开拓农村市场的潜力还是很大的。但是,从总体上看,我国农村的消费仍然处于较低的水平。造成这种状况的主要原因,是农民收入水平依然较低,且收入增长呈减缓趋势,农村市场购买力增长较慢。当前主要问题是,农产品价格下跌较多、“卖难”问题相当突出、乡镇企业效益下降、农民外出打工收入减少、农民负担依然很重,严重地影响了农民的购买力。

其次,我国广大股民对股票市场的前景缺乏应有的信心,也是影响银行储蓄存款向股票市场分流的重要原因。应当这样看,即连续5次下调存款利率,毕竟会不同程度地提高其他金融产品的投资回报率,从而会分流一部分储蓄存款转向其他投资领域,其中股市是首选对象。因为目前我国股市市值只占GDP的24%,而发达国家股市市值占其GDP的80%。存款利率的下调对股市的利好可以从两方面来看:一是降息或多或少会刺激了消费需求,这就有利于扩大企业产品销路,同时又可减少企

业贷款利息负担(近5次存贷利率下调,将为企业减少贷款利息负担2400亿元左右);二是降息提高了股市整体收益水平,会吸引一部分社会资金加盟股市。我国一度出现的新基金热销,无疑从一个方面证明了这一点。

中央银行连续5次下调储蓄存款利率,造成居民利息收入减少,利息滚存因素明显下降,因而减缓了银行储蓄存款的增长幅度。1997年,全部金融机构各项存款年末余额为82390亿元,增长18.6%,比1996年回落8.7个百分点。全年累计各项存款增加12940亿元,比1996年少增1816亿元。其中城乡居民储蓄存款年末余额为46280亿元,增长19.3%,比1996年末回落10.6个百分点;储蓄存款全年累计增加7500亿元,比1996年少增1305亿元。与此相联系的,1997年3月中旬至5月上旬,出现股市过热,造成一部分储蓄存款分流,使得中国的股票市场在1997年获得了长足的发展。截至1997年12月30日,沪深两市上市证券总数达888种,比1996年增长33.13%;上市公司总数达745家,比1996年增长40.57%;市价总值达17529.24亿元,比1996年增长78.10%,已占国内生产总值的23.4%;两市股票累计成交额达30721.85亿元,比1996年增长44.01%;两市开户投资者突破3300万户,比1996年增加60%,1997年末,上证综合指数为1194.1点,比1996年末高277.1点;深成指数为4184.8点,比1996年末高969点。全国上市发行股票筹集的资金,1995年为150亿元,1996年为425亿元,1997年为1285亿元。但是,银行储蓄存款向股票市场分流的数额,与城乡居民储蓄存款增长数额相比,是微不足道的。城乡居民新增储蓄存款的数额,1995年为8126.0亿元,

1996年为12000.0亿元,1997年为15600.0亿元,从而呈现银行储蓄存款迅速增长势头。

第三,我国城镇居民的储蓄,在相当程度上表现为积累性储蓄,这种性质的储蓄受银行存款利率下调的影响,相对小得多。在目前我国城乡居民的储蓄存款中,城镇约占80%,乡村约占20%,因此,银行储蓄存款利率的下调,对金融资产分流的影响,将主要集中在城镇居民储蓄存款这一块。而城镇居民的储蓄存款率,在很大程度上又是和城镇居民的消费支出模式联系在一起。

在计划经济体制下,国家融资的主导形式,是通过低工资、工农产品价格剪刀差等途径,把城乡居民应得的收入中可以用于长期储蓄的部分,以国有企业盈利的形式集中起来,形成国有资本,然后用这些资本直接开办和经营国有企业。一个容易被人们所理解的道理是,城乡居民将其个人收入的一部分储蓄起来,并不是真的“用不着”这部分收入。因为个人收入在消费和储蓄之间的分割,实质上是一种跨时期的消费选择,是将收入在现期消费和未来消费(包括留给下一代消费)之间的合理分配。而在人均国民收入水平很低的情况下,居民收入中可以被集中的部分,实际上就是居民未来消费的保障,是居民为住宅、医疗、子女教育、养老等方面的开支所必需的资金。因此,国家在使用了居民这部分收入的同时,也不得不承担起为居民提供这些服务或保障的义务。这就是指气性计划经济体制下形成的低工资高福利制度。这种高福利制度不仅阻碍了私人消费,造成国家财政的沉重负担,产业发展无法进入良性循环,最终陷入所谓高福利、实际低保险的怪圈。这就要求必须改革传统的消费体制,因势利导地把这类福利品推向市

场。

如果说,在传统计划经济体制下,城镇居民在养老、医疗、住房、教育、应付不测等方面的需要都是由企业和政府提供的,个人获得这类资源所作出的努力,主要表现为获取身份的竞争,以及对行政级别的竞争。而其工资收入的支出则主要集中在日常生活消费上。即使是储蓄存款,也大都是为了购买“大件”日用消费品。但是,随着我国经济市场化改革的逐步深入,传统福利制所提供的“物品”逐渐转移给市场,个人在医疗、住房、教育、失业、养老、应付不测等方面的费用,将更多地依赖于自己。这就要求个人在收支模式上必须作相应的调整,即从以往集中于眼前日常生活消费的支出模式,转变为兼顾眼前消费和未来消费相结合的支出模式。与这一转变相适应的,目前很多人储蓄存款的主要目的,是着眼于应付个人未来消费需要,以及着眼于这部分消费的资产保值。今后随着福利制度改革的到位,个人收入支出未来化的趋势还会进一步扩大。在这种情况下,银行储蓄存款利率的下调,对这部分金融资产的调节作用,就会显得不够敏感,从而出现银行储蓄存款利率下调和居民银行储蓄倾向增强同时并存的运行态势。

第四,我国城镇居民储蓄存款中有相当一部分是属于预防风险储蓄,或防风险性储蓄,这部分储蓄是不可能转化为有风险性的资本供给(如购买股票)和即期消费的。因而,银行储蓄存款利率的下调,对这部分金融资产的调节作用是很小的。目前值得重视的一种迹象,即居民预期收入下降,强化储蓄倾向。目前导致居民预期收入下降的最主要原因,是全国范围内的下岗问题。在传统计划经济体制下,中国解决劳动力总量供求矛盾的基本做法,是以计划手

段尽可能对劳动力进行安置,使可能出现的显性失业问题转化为企业内部的隐性失业。而且城镇劳动力一旦就业,事实上也就获得了终身就业保障。在这种劳动就业制度下,显性的失业问题几乎不存在,所以也就没有对失业进行保障的考虑和制度安排。随着80年代中期城市经济体制改革的全面推进,劳动就业制度改革也开始进行,过去长期存在的隐性失业问题必然显性化,城镇的失业率将是比较高的。目前已经下岗及面临下岗压力的国有企业职工、政府公务员、银行职员、国有与集体甚至是三资企业的职工等,普遍对未来收入的稳定来源产生怀疑,其结果必然是减少消费支出,增加银行储蓄,以备将来无工资收入时的生活开支。也就是说,失业风险的存在,决定着城镇居民的一部分金融资产不是来自持久性收入,而是来自暂时收入,即使现期收入较高,未来的预期收入乃是很不稳定的,因而不敢贸然把这部分收入转化为消费,而是转化为储蓄。在这种消费倾向大为降低、储蓄倾向越来越强的情况下,连续调低存款利率的结果,并不可能促使居民把银行储蓄存款大规模分流出来,转入风险大的投资(股票)领域和其他消费领域,近年来一直呈现负数的物价上涨率,更是鼓励居民的储蓄积极性,而不是消费的积极性。1998年上半年,社会商品零售价格总水平比1997年同期下降2.1%,降幅呈逐月增大趋势,6月份比上年同期下降3.0%。1998年上半年的居民消费价格比1997年同期下降0.3%,6月份比上年同期下降1.3%。与此相联系,1998年上半年,社会消费零售总额比1997年同期的增速下降7.3个百分点。这种状况在1998年下半年,也不可能有明显的回升。这就会助长居民买涨不买跌的市场消费心理,强

化储蓄倾向。

第五,连续5次下调存款利率是与市场物价的持续回落相适应,是以不损害存款人的实际经济利益为前提,因而储蓄存款仍然是一种有利的金融资产保值形式。金融机构的存款利率,可以用两个指标表示:一个是名义利率;一个是实际利率。所谓名义利率,就是由中央银行根据国民经济发展的形势和要求确定的,各金融机构照此挂牌公布执行的存款利率;而实际利率则是名义利率减去通货膨胀率或物价(包括零售物价和消费物价)上涨率后的差额,它真实地反映了利率水平的高度。唯有实际利率才真正决定着储户获益的多少。以第一次存款利率下调为例,在这次存款利率调整前,一年期存款利率比同期零售价格涨幅高出6.17个百分点,比消费物价的涨幅也高出3.47个百分点,这在世界上任何国家都是少见的。即使是这次存款利率下调后,储蓄存款的实际收益率仍然比零售物价和消费物价的涨幅高出了4.37个百分点和2.27个百分点。在前三次存款利率的下调中,第三次(即1997年10月)的力度明显加大,存款利率下调1.80个百分点,降幅达16.39%。以一年期为例,从7.47%下调至5.67%。但由于这一年为改革开放以来物价涨幅最低的一年,储蓄存款的实际收益率仍然比零售物价和消费物价的涨幅高出4.87个百分点和2.87个百分点。以名义利率最高的1995年为例,当时一年期储蓄存款利率为10.98%,但由于通货膨胀率为14.8%,其实际利率则为-3.82%。而第五次下调存款利率虽然降至4.77%,但由于1998年上半年的零售物价比1997年同期下降2.1%,实际利率高达5.87%。由此可见,第五次降息后,虽然储蓄存款的名义利率下降了,但综合考虑物价因素,实际存款利率仍然是相当高的,银行储蓄存款乃是有利可图的。同时,相对于股票、期货投资,银行储蓄存款的安全度最高,风险性最小,至今乃是中国百姓最传统和最受信任的家庭和个人财产储备方式。(责编:谭)