

论降息之后投资与 消费市场的运行态势

许经勇

在1996年5月至1998年3月的不到2年的时间里,中央银行相继4次作出降息的决定。目前我国银行的利率已降至1987年以来的最低点。银行利率的下调,对我国投资市场与消费市场将会产生什么样的影响,是本文所要探讨的重要问题。

一、降息与投资市场的运行态势

银行存款利率的下调,必然会刺激部分资金由储蓄转化为投资,扭转居民继续保持较高储蓄的倾向。我国城乡居民储蓄的增长速度是很惊人的。改革开放初期的1979年,全国城乡居民的储蓄余额不到300亿元,10年以后的1989年达到5000亿元,当时人们已经觉得这是“笼中虎”,谁也没有想到3年以后的1992年就突破1万亿元;接着,仅过2年,到1994年,又突破2万亿元;1995年,接近3万亿元;1997年就达到4.628万亿元。城乡居民储蓄余额突破第一个万亿元用了40多年的时间,第二个万亿元用了2年时间,第三个万亿元,仅用了1年时间。以后几乎每年增加一万亿元,大大超过当年的财政收入。在国家财政收入占国民收入比重大幅度下降(从1978年的31.2%下降到1996年的11.8%)、银行储蓄存款大幅度上升的情况下,城乡居民把储蓄集中于国家银行,投入到经济建设中去,这本身是一件很有意义的事情。但是,城乡居民储蓄存款采取银行存款单一形式,也有不可忽视的负面影响。这集中表现在银行信用资金的运用的软预算约束,使得银行因此承担着巨大的风险。对于国家银行来说,由于其资金投向主要集中在目前经济效益欠佳的国有企业,风险是很大的(表现在不良资产比重很高);但对于城乡居民来说,把钱存入国家银行就等于把钱交给国家,是不承担风险的。由于国家银行对国有企业缺乏强有力约束,不良贷款大幅度增加,目前已显著超过国家银行的自有资本金。要避免上述负面影响,需要进行多方面的改革。其中应采取的措施之一,就是发展资本市场,把居民在银行中的一部分储蓄逐步分流出来,拓宽直接融资的渠道。而最近银行相继四次降息,使得城乡居民对金融市场的选择发生了变化,即利息降低之后对存款人的吸引力会减弱,从而促使民众的资金投向发生一定的变化,即由银行向诸如国家债券、股票等回报率较高的金融品种转移。

在当前房地产等新的消费热点尚未形成的情况下,社会资金增量基本上反映在储蓄存款与证券市场资金的增加上。降息通过储蓄存款收益的减少以及国债、股票和企业债券价格的提高,而提高了证券投资的相对收益率,从而引导储蓄存款分流至证券市场。而在证券市场资金量既定的情况下,现有的利率结构又决定着国债、股票和企业债券收益的大小,从而进一步引发资金在国债、股票和企业债券市场的再分配。在正常情况下,降息对股市的利好影响程度又会超过国债和企业债券。因此,在利率下调的相对收益率效应的作用下,既存在资金从储蓄存款向国债市场和企业债券市场的分流,又存在着资金从储蓄存款、国债市场和企业债券市场向股票市场的分流。

银行相继四次降息给股票市场所带来的影响,是一个较为复杂的问题,一个值得人们深思的问题,即尽管在不到两年的时间里,已经经历了四次较大幅度的降息,并的确已把城乡居民的一部分储蓄存款分流到证券市场,但并没有出现银行储蓄存款大幅度下降的现象。这一方面说明随着经济的不断发展和城乡居民收入水平的迅速提高,储蓄存款总额必然不断扩大;另一方面说明储蓄存款乃是中国百姓最传统和最信任的家庭和个人财产储备方式。虽然降息后曾经使部分资金流向金融市场,但并没有给资本市场带来长线投资者,相反的,却引起资本市场的不断震荡。尤其是每次降息前后都给股票市场带来明显的系统性风险,这就涉及到我国目前上市公司的经营机制问题。众所周知,目前我国股票上市公司的质量并不高,而且还有下降的趋势。这主要是上市公司的机制的不合理所造成的。现在我们决定哪家公司企业能否上市,是由行政审批的,这是典型的计划经济运行机制。这种由中央向省下达指标的办法,省里拿到配给的指标,首先考虑的往往不是规模最大、效益最好的企业,而是把重点放在困难较大、经济效益不那么好的国有企业,或者是微利企业。由于通过政府计划所分配的上市公司的额度本身就具有价值匪浅的“含金量”,使得上市公司无论亏损多么严重,股票市场价格也不会出现大跌,甚至还经常出现“垃圾股”价格持续上升的怪现象。我们可以想一想,效

益欠佳的企业或微利企业的股票上市,究竟能给股票市场带来什么呢?应当这样看,微利企业之所以不能取得较好的效益,其原因主要不在于缺乏资金,而是在于缺乏应有的市场竞争力。虽然股票上市有利于企业经营机制的转换,但是在仍然由国家控股的情况下,这种变化毕竟是有限的。完全可以预料,许多微利企业在用完募股资金之后,仍然会陷入困境,这就有可能把银行风险转变为股市风险。在一个已经发育成熟的股票市场,微利企业是很难在股票市场中进行融资的。但是,由于我国的股票市场还处于发育初期,还很不成熟,存在严重的缺陷,使得股票市场价格和上市公司的业绩(效益)相脱节。这是许多股民所以热衷于短期性投机,而不着眼于长期性投资,以及不敢轻易把银行存款大规模分流于股票市场的根本原因。

银行降息对保险市场将会产生什么样的影响,也是值得作深入探讨的。从一定意义上说,降息将会对保险业务、特别是寿险业务的发展起到明显的刺激作用。经过近几年市场经济风雨的洗礼,人们的风险意识、保险意识明显增强,购买人寿保险的人越来越多,这就必然促进人寿保险业的迅猛发展。人寿保险业务的猛增,也体现人们对保险的投资增值功能的认可。因为许多寿险品种条款的设计,就考虑到了抵御通胀、投资增值的功能。如中保人寿的递增型养老保险,养老金年递增5%,其他如平安长寿等险种也都具有增值功能。由于现行的险种都是依照以前的银行利率设计的,这次降息将一些险种的保值增值功能更加凸现,从而激起居民购买保险的积极性。当然,从另一种角度看,这几次降低利息,也会对保险公司特别是寿险公司带来一些负面影响。道理很简单,银行利率是保险费率计算的一个重要环节,预定银行利率越高,保险费就比较便宜,反之,则保险费就比较贵。根据我国《保险法》规定,保险公司的资金运用,限于在银行存款、购买政府债券、金融债券等,在这种情况下,银行利率的下调,使得保险公司存在银行的资金收益减少。而现在已卖出的有效保单承诺几十年不得变更,养老金的给付期长达几十年。当银行大幅度下调利率时,保险公司的经营风险就会加大。就在中央银行实施第三次降息的第二天,上海1200个储蓄所宣布暂停受理“平安养老金保险”业务,这是降息后上海寿险市场作出的第一个反映。据悉,目前上海各大中资保险公司都在考虑相应调整寿险费率。而国内首家外资保险公司美国友邦保险公司上海分公司则宣布,公司现有的寿险险种不会停售,条款也不会变动。

二、降息与消费市场的运行态势

为了确保1998年实现经济增长8%的目标,中央出台了一系列重大政策措施,包括扩大投资规模、下调商业银行存款准备金率、适当增加货币供应量,以及较大幅度降低银行存款利率等,所有这些都是着眼于启动消费,扩大消费,增强消费对经济增长的拉动作用。因为我国消费对经济增长的拉动作用,已从前几年的54.5%下降到目前的34.4%,是90年代以来最低的。

1996年5月至1998年3月,银行利率连续4次下调,理应刺激消费品、尤其是高档耐用消费品市场的扩大,即必然促使居民把部分存款分流出来,用于购买消费品,尤其是高档耐用消费品。但实践的结果则是四次降息后居民储蓄增幅的下降,并没有带来消费需求的同步增长。1997年的消费品市场在1996年相对走软的情况下,有进一步萎缩的现象。这种状况在1998年的上半年也没有改变。估计目前全国累计有3万亿元商品压在仓库里,致使相当多的企业停产半停产。因此,靠降息促进消费市场复苏的效果并不理想。造成上述状况的原因是多方面的:

1. 现有的生产结构不能适应市场需求的变化。随着经济的发展和人们收入水平的提高,城乡居民的消费选择出现了新的变化,即不仅要求商品数量的满足,更要求商品质量、档次的提高,品种、花色的增加,消费开始向高质量的服务领域扩展。在这种情况下,我国经济原有的生产结构开始明显表现出与市场需求不相适应,生产能力大多趋于饱和,相当多的行业生产能力过剩。诸如彩电、冰箱、洗衣机等家用电器,80年代以来平均每年以20%以上的速度增长,在城镇居民中已基本普及。我国城镇居民对家用电器的需求,正处在更新换代的转变周期,要使这类产品的市场需求有一个较大的扩张,就必须在产品的质量和档次上来个飞跃。当前,我国许多商品(包括家用电器)大量积压,消费的拉动作用明显减弱,并不是现实中没有或缺少需求,其重要原因之一是需求发生了变化,即消费者的主权意识、品牌意识增强了,而生产者的观念还停留在自己生产什么、消费者就得使用什么的阶段,供给的调整相当滞后。这种需求拉动乏力不是依靠降低利率就能改变的。

2. 我国农村市场的潜力,还不可能使之在短时间内,依靠利率的下调而充分释放出来。我国最大的市场需求可以说是在农村。我国近13亿人口,农村占72%。而我国农村市场的容量,在相当程度上取决于农民收入的增长速度。1996年,是近10年来农民人均纯收入增长幅度最大的一年,也仅比1995年实际增长9%。由此可见,农民人均纯收入的增长幅度是甚为有限的。特别是近年来在我国出现买方市场条件下,因粮、油、肉等农产品的需求刚性,导致农民增产不增收,或收入增长缓慢。据统计,1997年农民人均纯收入实际增长4%,比1996年增幅降低5个百分点,低于国内生产总值增速4.8个百分点。今后要增加农民收入,提高农民购买力,依靠提高农产品价格的余地并不大,因为目前我国主要农产品市场价格已接近甚至超过国际市场价格,加入世界贸易组织后,一味提高国内农产品价格也不现实。在近中期,在科学技术应用没有重大突破的情况下,农产品产量大幅度提高的可能性不大,即使有所提高,在劳动生产率不高、农产品结构未有较大调整和市场需求不旺的形势下,依靠增加农产品数量使农民增加收入的贡献也是有限的。实际上,前几年农

民收入新增部分来自劳务收入的比重,呈明显上升的趋势,而来自家庭种植业收入,则呈明显下降趋势。根据国家统计局1992-1996年各省农村住户调查资料进行的分析,农民劳务收入与其毛收入、人均纯收入之间的相关系数最大,分别达到0.83和0.93;而农民家庭种植业收入与其毛收入的相关系数为0.47,大大低于劳务收入与毛收入的相关系数,与农民人均纯收入则表现为不相关。然而,伴随着国民经济结构的战略性调整,国有企业下岗人数的增加,以及当前乡镇企业发展面临着前所未有的严峻挑战,使得农民的非农业收入,即劳务收入的增加,必然受到很大的限制。而农村居民收入增长相对缓慢,则是开发农村潜在市场的主要障碍。

3. 金融资产结构的刚性削弱了利率对消费的调节作用。我国目前金融资产的分布是很不均匀的,约有80%的金融资产掌握在20%左右的人手中。而随着收入水平向一部分阶层的集中,使得这部分人的消费支出在达到一个相对较高的稳定阶段之后,收入的再增加将不再有增加消费支出的需求,而是近乎全部变成了储蓄和证券投资了。应当这样看,即社会收入分配差距的拉大,是走向市场经济过程中的一个难以避免的现象,但差距如果过大,不仅会影响社会的稳定,对居民的购买力也会起抑制作用。针对这种情况,今后政府应当通过国民收入再分配(如强化个人所得税、开征遗产税等新的税种),把高收入者的一部分收入调节给贫困居民,以提高其购买力。与此同时,还可以因势利导地下调存款利率。存款利率的下调可以限制因利息收入因素而带来的收入差别的扩大,同时还有利于促进消费和投资。在居民金融资产结构中,仍有相当一部分金融资产不是来自持久性收入,而是来自暂时性收入和隐性收入,也就是说,即使现期收入较高,未来预期收入却是很不确定。因而,不敢贸然把这部分收入转化为消费,而是转化为储蓄和债券,为的是“以丰补歉”。在居民的金融资产中,还有相当一部分是为了弥补社会保障体系不完善,诸如子女上学、养老、失业、生病等方面的费用,是不能直接用于消费的,只能转化为储蓄和债券。

4. 消费领域狭窄,消费需求与支付能力差距悬殊,限制了总体消费的增长以及利率对消费的调节作用。改革开放以来,我国城乡居民的生活有了很大改善,消费能力有了很大的提高,这是有目共睹的。但在居民的消费支出中,食品依然是大头。据国家统计局的最新调查,1997年城市、农村人口用于食品的支出分别占46.4%和55.2%。用于居住、交通通讯、服务等支出虽有增加,但在总体支出中的比重依然很小。最近几年,我国开始启动住房、医疗、教育等制度改革,对于未来支出的预期,以及收入增幅减缓的现实,使相当一部分居民在购物与存钱的选择中,更倾向于后者。

实践经验表明,要启动消费,扩大消费市场容量,光靠降低利率是不够的,还必须调整现有的分配制度和消费政策。当前所应采取的重要改革措施,就是要逐步建立以个人为主体的消费制度,大幅度减少福利性、实物性分配,通过分配货币化、工资化,切实提高职工的工资收入,增强消费者的购买力,扩大个人消费领域。由于我国居民的消费水平与发达国家相比还有很大差距,潜在的消费需求是非常大的。正是在这广阔空间,我们可以不断地培育新的经济增长点。而发展居民住宅业就是其中的一个重要方面。中央早已明确指出,要加快住房制度改革和居民住宅建设,使之成为新的经济增长点,而降息无疑是其中的一项重要措施。因为银行利率的下调,必然导致住房按揭利率的连锁反应。以上海市为例,1997年10月23日第3次降息之后,建设银行和上海市公积金管理中心,分别同步调低个人住房商业性贷款和公积金贷款利率。以15年期住房按揭贷款为例,利率从12.276%降到10.386%,可以减轻贷款购买者的利息负担近4万元。公积金贷款的降息效果就更加显著。以15年期贷款计算,利率从调整前的9.09%降到5.76%,贷款人借款10万元,月还款从1019.60元降低到830.90元,累计还本付息总额从183532.90元降低到149570.20元,利息负担减轻40%。1998年3月25日的降息,虽然幅度不大,但无疑会进一步降低住房购买成本,刺激住房需求。

当然,要把住宅建设,作为新一轮经济增长点和消费热点,还应改变传统的住房供应方式,实行住房分配货币化。由于我国长期实行的无偿分配的住房福利制度、相当低的租金与市场房价形成极大的反差,使得普通住宅的销售面临着体制障碍。因此,改革住房供应方式,变福利分房为货币分房,实行住房分配商品化、货币化,是住房消费热赖以形成的关键。与此同时,还应改变工资分配方式。我国以前通行的那种工资分配形式,不利于促使人们自己购买住房。过去住房采用实物分配形式,要求人们拿没有住房含量的低工资去购买价格颇高的商品住宅,显然是不切实际的。1997年4月,中央银行发布了个人住房抵押贷款试行办法,期望依此引导居民住房消费,却未能如愿。截至当年10月底,此项贷款只发放170多亿元。其中的一个主要障碍,就是房价相对于职工的货币收入,偏高很多,即使银行贷款70%,首期30%的房款对工薪阶层而言,还是难以承受的。因此,住房分配若不实行货币化,就不可能最终形成住宅消费的良性循环。提高居民的住房购买能力,一方面要使职工通过贷款方式增加支付能力;另一方面要在工资收入中增加住房消费含量,也就是现在所说的住房分配货币化。人们借助于工资、公积金、住房补贴、购买抵押贷款和个人储蓄,将可以选购自己想要的住房。住房货币化所需要的资金,主要来自财政拨款的住房建设资金、单位筹集的住房公积金、单位售房收入、提租后的折旧和投资利息及单位的自有资金等等。

(作者单位: 厦门大学经济系)

(责任编辑: 曾国安)