

论利率决定及利率调节功能

陈享光

一、利率决定的经济分析

利率理论是经济理论的重要组成部分,因而一直受到不同经济学流派的重视,他们从不同的角度解释利率的决定。西方的古典学派从资本的供求关系说明利率的决定,按照他们的利率理论,资本的供给来源于储蓄,资本的需求来源于投资,储蓄和投资都是利率的函数,均衡利率取决于投资流量与储蓄流量的均衡。这种利率理论为凯恩斯革命所否定,在凯恩斯看来,利息是放弃货币流动性的报酬,而不是储蓄或等待的报酬,因此利息是货币现象,利率不是取决于资本供求关系,而是取决于货币供求关系。货币供给由货币当局决定,货币需求则由交易动机、预防动机和投机动机决定,均衡利率取决于货币供求均衡关系。可贷资金利率理论则把以上两种利率理论加以综合,用可贷资金的供求关系来解释利率的决定。根据这一理论,可贷资金供给由自愿储蓄、社会的“反窖藏”和银行体系创造的新增货币量决定,可贷资金的需求则由投资和社会窖藏决定,利率取决于可贷资金的供求关系。不可否认,这些利率决定理论都从一定层面分析了影响利率决定的因素,但是这些理论有一个共同的缺陷,那就是把利率看作是脱离经济关系和经济过程而存在的经济变量,似乎利率决定与经济关系及其运动规律没有关系。实际上并非如此。

正如其他经济范畴是一定经济关系的反映一样,利率也是一种反映一定经济关系的范畴,它的决定受一定经济关系及其运动规律的制约。在资本主义社会,利率是以资本商品化为前提的,它是伴随货币资本家和产业资本家的分离而出现的一个经济范畴。正如马克思所说,“事实上,只有资本家分为货币资本家和产业资本家,才使一部分利润转化为利息,一般地说,才创造出利息的范畴,并且,只有这两类资本家之间的竞争才能创造出利息率。”^①借贷资本是一种资本商品,利息可以看作它的价格。由于利息是平均利润的一部分,所以利息率是由一般利润率调节的。一般情况下,利息率水平取决于一般利润率。同时,由于借贷资本是一种特殊的商品,市场利息率自然取决于借贷资本的供求关系。

在社会主义资金运动过程中,同样也会有一部分暂时闲置的货币资金分离出来,形成借贷资本,这部分借贷资本也将作为资本商品提供给借贷资本的需求者,其价格就是利息。从利息的来源看,它来源于企业新创造价值的一部分,是资本借入者为取得资本的使用权而支付给借出者的一部分

报酬。认识到这一点对于认识利率的决定是重要的。我们知道,资金借贷关系发生在企业部门、金融部门、政府部门和家庭部门之间以及企业部门和家庭部门内部,他们之间进行资金的借入、借出,引起收入在他们之间再分配。如果抽象掉企业部门和家庭部门内部的借贷关系以及金融部门的中介活动,那么从宏观上看,借贷关系就发生在企业部门、政府部门和家庭部门之间。就企业、家庭之间的借贷关系看,家庭部门表现为资金最终供给者,企业表现为资金需求者,企业为取得家庭部门的借贷资金而让渡一部分利润,家庭部门则以利息形式参与企业收入再分配,因此利率高低直接影响企业收入在企业和家庭部门之间分配的比例。利率水平高低一方面取决于企业利润率水平,另一方面取决于借贷资本的供求关系。问题是决定借贷资本供求关系的因素是什么。

根据我们的分析,家庭部门表现为资金的最终供给者,而这种供给来源于家庭部门的储蓄。家庭部门的储蓄借助于直接融资渠道和间接融资渠道流向企业部门和政府部门,显然对利率具有直接关系的是以借贷形式提供给企业和政府的储蓄部分。在其他条件一定的情况下,以借贷形式提供的储蓄愈多,由此形成的借贷资本愈多,市场利率就会愈低;以借贷形式提供的储蓄愈少,由此形成的借贷资本愈少,市场利率就会高。由此看来,家庭部门储蓄的形式从供给方面影响着利率走向。

在借贷资金供给一定的条件下,利率取决于借贷资金的需求。借贷资金的需求主要来源政府部门和企业部门。企业部门和政府部门的资金需求来自两部门投资与储蓄的缺口。企业部门和政府部门的投资与储蓄的缺口都需要家庭部门的储蓄来弥补。如果说家庭部门的储蓄从供给方面影响利率,那么企业部门和政府部门投资与储蓄的缺口则从需求方面影响利率。一般来说,企业部门和政府部门投资与储蓄缺口缩小会促使利率降低,反之则使利率趋高。从企业部门看,其投资储蓄缺口需通过股权融资和债权融资来弥补,在融资渠道畅通的情况下,企业会根据最优资本结构选择融资结构,相应确定了对股权资本和债权资本的需求。然而,在现实经济中,企业融资渠道的选择受到金融体制的限制,特别是在我国现阶段,由于实行以间接融资为主的金融体制,企业并不能自由地选择融资结构,这种情况下,就必然产生债券融资对股权融资的强制性替代,这种强制性替代会对借贷资金需求产生影响。在企业负债率较低的情况下,这种强制性

替代会增加对借贷资金的需求,其他情况不变的条件下,会带动利率上升,然而随着这种强制性替代的不断发展,企业的负债率不断提高,企业的利息负担因此不断增加,如果一般利润率不能提高,企业的投资需求就会减少,对借贷资金的需求相应会下降。由此看来,借贷资金的需求不仅受企业储蓄投资缺口影响,而且受企业融资结构的影响。

同样政府部门的投资储蓄缺口也有赖于家庭储蓄来弥补,政府无论采取何种形式筹资,其结果都是要把一部分货币资金从民间转移到政府部门。因此政府部门投资储蓄缺口的扩大,将会改变借贷资金市场上的供求关系,从而影响利率走向。

以上分析我们抽象了金融中介的作用。实际上金融中介和金融政策都会对利率产生一定的影响。从银行等金融中介看,由于银行等金融中介直接经营货币资金,其活动既影响借贷资金的供给,也影响借贷资金的需求。金融中介效率的高低影响着利差的大小,利差大,意味着部分借贷资金为金融中介所吸收,金融中介因此会影响借贷资金的供给。只有在金融中介开展有效竞争,才能促进其降低利差,更多动员储蓄,增加资金供给。同时银行等金融中介可以通过技术性手段实现借贷资金的积累。这一点马克思早已指出:“有时在没有任何现实积累的时候,借贷资本的积累可以通过各种技术性的手段如银行业务的扩大和集中,流通准备金或私人支付手段准备金的节约而实现。”^②再者,银行体系具有创造信用的能力,信用规模的扩大和收缩对利率的影响是不同的,其影响大小,与信用扩张的程度有关。

货币是借贷资本的存在形式,借贷资本的供给影响利率,货币供给是否影响利率?根据马克思的理论,借贷资本的量不同于流通中的货币量,并且不以后者为转移。货币的绝对量只有在紧迫时期,才会对利率产生决定性的影响,“在另外的情况下,通货的绝对量不会影响利率。第一,这是因为通货的绝对量——假定周转的节律和速度不变——是由商品的价格和交易的总量决定的,这时候,一个要素通常会抵消另一个要素的作用,最后是由信用的转换决定的(而通货的绝对量决不是反过来决定信用的状况);第二,这是因为在商品的价格和利息之间并无任何必然的联系。”^③因此,是借贷资本的供求而不是货币供求决定利率。要说明的是,马克思讲的是金属货币流通下的情况。纸币流通的情况有所不同,因为纸币流通量超过流通中货币必要量会导致通货膨胀,从而引起名义变量的变动,名义利率会因此受到影响。从各国的实践看,名义利率通常会随物价上涨而上升,但二者之间并不存在固定比例关系。

可见,利率的决定只有根据借贷资本的特性和借贷关系形成的基础才能得到科学的解释。根据我们的分析,借贷资本(资金)作为一种资本(资金)形态,具有增值性,它要通过借贷实现价值增值,因而利息进而利率要受一般利润率调节;它是一种资本商品,利率作为这种资本商品的价格,受其供求规律的作用,而借贷资本的供求关系不仅同非货币部门的储蓄投资活动相联系,而且同货币部门的活动有关,货币部门的活动也能够一定程度上影响借贷资本的供求,进而影响利率。

二、利率与储蓄、投资

以上我们分析了利率与借贷资本供求之间的关系,说明利率的决定既受借贷资本供求关系的影响,同时也说明利率的变动会影响、调节借贷资本的供求关系。根据我们的分析,借贷资本的供求与家庭、企业、政府部门的储蓄、投资流量和结构有关。这里对利率与储蓄、投资三者之间的关系作进一步的分析。

首先分析利率与储蓄的关系。利率与储蓄的关系涉及两个问题,一是利率对储蓄影响的大小问题即储蓄的利率弹性问题,一是利率对金融资产需求的影响的大小问题。第一个问题涉及到利率变动是否影响或在多大程度上影响储蓄率的变动。第二个问题涉及到利率变动对流入银行体系储蓄量大小的问题。就第一个问题来看,储蓄具有利率弹性,这是因为利率的变动影响储蓄者的增值动机和对现在消费与未来消费的选择。然而储蓄利率弹性的大小一方面同家庭储蓄行为相关,另一方面同储蓄结构有关。家庭储蓄是家庭可支配收入扣除消费后的余额,尽管人们有各不相同的消费习惯,支配收入的方式也存在很大差别,但是基本生活消费有一个社会规定性,那就是基本生活的范围是由劳动力再生产所需要的物质资料决定的。尽管基本生活消费会随着社会经济条件的变化而变化,但它只有一定的稳定性,基本生活消费的变动一般落后于收入的变动。由于家庭的基本生活消费基本不受利率变动的影响,满足基本生活消费后的剩余部分是用于储蓄还是用于提高消费水平在很大程度上取决于利率水平的高低。一般说来,可支配收入与基本生活消费差额越大,储蓄的利率弹性就越大,这种差额越小,储蓄的利率弹性就越小。显然,在这方面,家庭储蓄有别于企业储蓄和政府储蓄,正因为如此,储蓄的利率弹性的大小还要受储蓄结构的影响。而储蓄结构取决于国民收入的分配结构,在国民收入一定的情况下,家庭部门取得的国民收入份额愈大,相应家庭可支配收入满足基本消费后的剩余部分愈多,家庭储蓄的利率弹性就愈大。反之,储蓄的利率弹性就愈低。所以,在家庭基本生活消费相对稳定的条件下,国民收入分配结构的调整进而储蓄结构的调整直接影响储蓄的利率弹性。改革以来,我国居民储蓄的利率弹性明显提高,这同我国国民收入分配结构的调整和储蓄结构的调整有直接关系。改革以来,我国的国民收入分配结构逐渐向微观主体方面倾斜,相应形成了以家庭、企业储蓄为主的储蓄结构,家庭储蓄在总储蓄中的比例大幅度上升,在这种情况下,储蓄的利率弹性提高自然就不足为奇了。

利率不仅影响储蓄率,而且影响金融资产的需求和储蓄的分配。我们知道,金融资产分为两大类,一类是银行等金融机构提供的间接金融资产,另一类是政府和企业提供的直接金融资产。银行利率的高低,直接影响这两类金融资产的需求。因为银行利率的高低对银行金融资产的持有者来说意味着收益率的高低,而对非银行金融资产的持有者来说,则意味着机会成本的高低,因此对这两类金融资产的需求结构会由于银行利率水平的高低有所不同,银行利率愈高,对银行资产的需求就愈大,相应储蓄流入银行体系的比例就愈高,反之,储蓄流入银行体系的比例就会降低。这意味着低利率

会限制银行金融中介的作用,在直接融资受到限制的情况下,会鼓励自我融资的发展,阻碍储蓄和投资过程的分离,不利于储蓄、投资的合理分配。要指出的是,金融资产需求的利率弹性的大小既同国民收入水平有关,也同国民收入分配结构有关,国民收入分配结构的变动会导致储蓄结构的变动,同时会导致金融资产需求的利率弹性的变动,因为金融资产的持有者主要是家庭,国民收入分配结构的变动直接影响家庭金融资产的持有量及其构成。

储蓄具有利率弹性和金融资产需求受利率的影响说明银行体系在利用利率杠杆动员、集中和分配社会储蓄、促进储蓄的增长方面具有重要作用,一些经济迅速发展的国家和地区的实践充分说明了这一点。如韩国,在1965年金融改革前,实际利率为负数,如一年期定期存款的实际利率为 $-10\sim-15\%$,各种贷款利率实际上也为负数。1965年金融改革大幅度提高了利率水平,如1964年一年期名义存款利率为 8.1% ,而实际利率为 -14.6% ,1965年将其名义利率提高到 18% ,实际利率达到 8.1% ;1966年名义利率进一步提高到 30.0% ,而实际利率达到 19.4% 。利率的提高促进了存款的大幅度增加,1966年与1964年相比,活期存款上升幅度 11% ,较长期定期存款上升 26% 。^④因此,利率对储蓄和金融资产需求的影响不容低估。

如果说利率对储蓄的影响集中在家庭储蓄上,那么它对投资的影响则集中在企业投资上。利率对企业来说代表着筹资的成本或资金的机会成本,因此它影响企业的投资决定和生产技术的选择。企业投资的利率弹性如何?按照马克思的利率理论,利息是平均利润的一部分,利息率取决于利润率或者说利率由平均利润率来调节。平均利润率决定利率的上限,但通常低于平均利润率,低多少,在资本主义社会取决于借贷资本的供求关系和借贷资本家与产业资本家之间的竞争。如果不存在这种意义上的竞争,利率和平均利润率就会缺乏内在联系,特别是在我国现行体制下,利率与利润率之间的差别很大程度上是人为造成的。利率与一般利润率的差别的大小必然影响利率对投资影响的大小即投资的利率弹性的大小。道理很简单,利率与利润率之间的差别愈大,意味着投资获得的利润中支付利息的比例相对愈小,增加投资更有利可图。这种情况下小幅度提高利率,企业投资需求不会受很大影响,投资的利率弹性很小。而当利率接近平均利润率水平时,将使投资项目的预期利润率低于利率时,投资的利率弹性将会提高,即便是小的利率变动,企业也将作出及时的反应,调节其投资需求。

要指出的是,投资的利率弹性对不同类型的企业来说是不同的,它要受制于企业预算约束状况,硬预算约束型的企业能够根据成本—收益原则进行投资项目的优化选择,其投资必然对利率变动作出灵活反应。而软约束型的企业则不然,由于其能够向外部转嫁财政困难,这种类型的企业不可能对利率变动作出灵敏反应。

对投资者来说,投资决策自然要涉及生产技术的选择问题,利率作为资金的价格,必然影响生产技术的选择。生产技术一般可分为节约资金(本)的生产技术、节约劳动的生产技术和中性生产技术。选择何种生产技术取决于要素的相对价格。当资金(本)价格相对低时,投资者倾向于选择节约劳动

的生产技术;而当资金(本)价格相对高时,投资者倾向于选择节约资金(本)的生产技术。显然,如果人为的抬高利率或压低利率,都可能引起资金(本)对其他要素的无效替代,降低资源的利用效率。

三、强化利率调节功能

上述分析表明,利率一端联结着储蓄,一端联结着投资,它既受储蓄和投资的影响,同时也作用于储蓄和投资,具有调节、平衡储蓄和投资、引导资源合理配置的功能,利率如同一柄双刃剑,使用不当就会损害储蓄或投资,从而影响宏观经济稳定与增长。在我国体制转变过程中尤其要主要发挥利率的调节功能,避免利率对储蓄、投资产生不利的影响。

在我国传统体制下,国家直接控制储蓄—投资过程,既是储蓄主体,也是投资主体,利率对经济活动的影响极其有限。然而随着我国经济体制改革的不断深化,情况发生了根本性的变化,一方面储蓄过程和投资过程逐渐分离,企业和政府成为典型的资金亏绌部门,家庭成为社会储蓄的主体,成为资金的主要供给者;另一方面随着收入水平的提高,收入满足基本生活消费后的剩余部分增加,储蓄的利率弹性因此而提高。在这种情况下,如何强化利率的调节、平衡功能,意义重大。然而,我国的利率依然不能有效地发挥作用,其重要原因在于还没有形成利率有效发挥作用的基础。在我国现阶段,由于国民收入的分配过分向家庭部门倾斜和工资对利润的侵蚀,使得储蓄结构相应向家庭部门倾斜,企业储蓄严重不足。近些年来,我国企业部门储蓄占国内总储蓄的比重约在 26% 左右,低于发达国家和一些发展中国家的水平,如在1976—1980年间,美国、英国、日本和韩国企业部门储蓄占国内总储蓄的比重分别为 $58\%、56\%、37\%、35\%$ 。家庭部门储蓄占国内储蓄的比重达 65% 以上,远高于发达国家和发展中国家的一般水平,如1976—1980年间,美国、英国、日本和韩国家庭部门储蓄占国内总储蓄的比重分别是 $35\%、42\%、54\%$ 和 38% 。由于企业储蓄远远不足以满足其投资需要,不得不依赖外源融资,特别是靠借款来支撑投资,这不仅提高了企业的融投资成本,而且使企业陷入高负债经营,增加了企业的利息成本,使一些企业特别是国有企业负担加重,恶化了企业的生产经营条件。在如此环境和条件下,国家对利率的调整往往陷入两难的境地,提高利率将把更多的企业推向绝境,降低利率固然可减轻企业负担,但不可避免地带来低利率造成的不良后果。因此利率调整和改革中难免顾此失彼,利率调整难免走入调上去、又调下来的怪圈。

根据我国的实际情况,要强化利率的调节功能,必须构建利率合理形成的经济基础。根据我们的分析,利率的形成要受储蓄结构和企业微观基础的制约,没有合理的储蓄结构和合理的微观基础,就不可能有合理的利率形成机制。笔者认为,强化利率的调节功能,必须从改进利率形成的基础条件入手,促进市场化利率机制的形成。为此首先应进行储蓄结构的适当调整,逐步提高企业部门储蓄的份额。这可以通过国民收入分配结构的调整来实现。从我国国民收入结构看,家庭部门占近 70% ,企业部门占不到 20% ,而从提供的税收看,家庭部门提供的税收在 10% 左右,企业部门提供近 90% 的税收。这不仅影响企业部门的储蓄增长,而且不利于

社会总储蓄的增长,因为企业的储蓄倾向一般高于家庭。因此,无论是从完善储蓄结构来看,还是从促进社会总储蓄的增长来看,都应对此进行改革,一方面要减轻企业的税收负担,提高企业的可支配收入和储蓄;另一方面要控制个人或家庭收入的增长,特别是随着收入水平的提高,要逐步提高家庭或个人税收的份额,改变目前国民收入分配结构过度向家庭或个人方面倾斜而税收结构过度向企业部门倾斜的状况。在进行储蓄结构调整的同时对国有企业进行综合性的治理和改革,这包括建立产业再配置基金,实行产业援助政策、企业重组,优化国有企业的资源配置和国有企业的制度创新。随着储蓄结构的调整和企业微观基础的变革,适时推进利率的市场化改革,以转变利率的形成机制,使利率能够由市场的供求关系及资金的稀缺程度来决定。

在转变利率形成机制的同时,改革利率的传导机制。现代市场经济中,利率有微观利率即市场利率和宏观利率即中央银行利率之分。前者是在市场供求关系的基础上形成的,具有自动调节的功能;后者则是根据宏观经济状况决定的,是以宏观经济平衡为目标的,具有自觉调节的特点。所谓利率传导机制,就是两种利率联结起来发挥作用的方式。良好的传导机制能够把利率的自动调节和利率的自觉调节有机地结合起来,使两者功能互补。我们知道,市场利率具有平衡资金供求、引导经济决策、协调资源配置的功能,但不能保证储蓄—投资和货币的宏观动态平衡。宏观动态平衡还有赖于宏观利率的自觉调节。这种自觉调节不仅能够弥补市场利率自动调节的缺陷,促进宏观动态平衡的实现,而且能够为市场利率功能的有效发挥创造条件。当然,只有在灵活有效的利率传导机制下才是这样。在我国这种有效的传导机制还没有建立起来,中央银行还不能通过宏观利率的调节有效地引导市场利率达到均衡利率目标值,这一方面是因为金融市场不够规范,存在着严重的市场分割;另一方面是因为存在利益障碍,两层次的利率涉及不同部门间的利益关系,既有纵向的利益关系,也有横向的利益关系,这两方面无论哪方面存在利益障碍都会导致传导过程中的“梗阻”现象。从我国的情况来看,这两方面都存在着利益障碍。从纵向的利益关系看,中央银行要面对还没有完全按商业化原则经营的国有商业银行,由于国有商业银行不是完全按商业化原则经营,不能对其经营活动的结果承担全部责任,因而难以对中央银行发出的利率信号作出及时有效的反应;从横向的利益关系看,面对着活力不足而又受到行政性保护的国有企业,国有商业银行难免要承担向国有企业“输血”的职能,同时由于国有商业银行和国有企业都缺乏严格的利益约束,信贷供求的利率弹性都会受到限制,利率的传导相应缺乏灵敏性。因此,建立灵活有效的利率传导机制,应对上述两个方面进行改革。

1. 打破市场分割,推进市场一体化。金融市场的各个组成部分有着内在的联系,它们相互制约、相互作用,推动市场的运行。人为地分割市场,必然导致价格的扭曲和利率传导的阻隔。为避免这种情况,必须根据金融市场的内在联系及其运行规律,进行市场的建设和管理,疏通金融渠道,使市场的各个组成部分有机地联接在一起,使之协调地发挥作用,

这对于货币市场来说尤为重要,因为货币市场上的各种证券更具有替代性和竞争性,其收益的变动更具有有一致性,正因为如此,发达的货币市场既是利率灵活传导的必要条件,也是宏观间接金融调控的基础。而货币市场的发达程度一方面同市场的参与者是否广泛和具有代表性密切相关,另一方面同市场的内部联系是否密切相关。从我国货币市场的发展目标看,应打破人为造成的市场分割,使更多的金融机构进入货币市场,使不同形式和层次的市场相互连通,推动货币市场向一体化方向发展。从货币市场的结构看,要形成拆借市场、回购市场和票据市场三位一体的货币市场。为保证货币市场的健康发展,防范金融风险,应根据不同机构的性质和其对风险的承受能力确定各机构进入市场的层次和形式,但不同层次和形式的市场不能割裂开来,应把它们联接在一起,使各种不同类型的证券能够直接或间接地相互竞争,只有在此基础上,利率的形成和传导才不至于为不同市场所阻隔。当前,应在增加银行间货币市场交易主体的同时把银行间的市场和非银行间的市场联接起来,一方面要适当放宽对非银行金融机构进入同业拆借市场和银行间回购市场的限制,使非银行金融机构也能够适当利用同业拆借市场和银行间回购市场平衡资金头寸;另一方面让非金融机构参加回购和票据市场,利用合格的债券和票据同金融机构进行融资活动。这样,不仅使得各种机构都能够利用货币市场进行短期资金的融通,更好地发挥货币市场调剂资金头寸、平衡资金供求的功能,而且能够消除市场分割造成的多重价格和利率,强化利率传导的有效性。

2. 消除行政性保护,硬化利益约束。利率的传导是通过利益关系的调整来实现的,当经济主体的利益受到某些行政性保护时,利率就难以有效地调节人们的经济行为和变量间的关系。因此,完善利率的传导机制,必须消除对经济主体利益的行政性保护,强化其利益约束。为此随着我国储蓄结构的调整 and 市场化经济运行机制的形成,不仅要取消对国有企业的行政性保护,而且要取消对国有商业银行的行政性保护,使国有企业和国有商业银行自依而不依它,能够在市场经济竞争中求得生存和发展。只有这样,才能彻底消除利率横向传导和纵向传导的利益障碍,建立起灵活有效的利率传导机制,使中央银行能够根据宏观平衡的要求,及时有效地引导市场利率向均衡目标值变动。

注释:

- ①《马克思恩格斯全集》,中文版,第25卷,415页,北京,人民出版社,1974。
- ②③马克思:《资本论》,中文版,第3卷,561,601~602页,北京,人民出版社,1975。
- ④Ronald I.Mckinon (edited), Money and Finance in Economic Growth and Development, Marcel Dekker Inc., 1976, pp. 77~85
- ⑤世界银行:《中国:长期发展的问题和方案——主报告》,中文版,192页,北京,中国财政经济出版社,1985。

(作者单位:中国人民大学经济学院 北京 100870)

(责任编辑:曾国安)