

# 勿让高利率扼杀经济创新动力

□芝加哥期权交易所董事总经理 郑学勤

借贷利率正在成为中国经济创新改革的瓶颈。在过去的几十年里,经济发展在很大程度上依赖政府主导的投资,这是因为社会经济体制改革没有到位,没有足够的来自底层的创新动力。今天随着改革深入、政策松绑,人们有可能发挥主动性,从根部开始创新。但是,过高的借贷利率会把这种创新动力扼杀在孩提阶段。

## “纯市场利率”并不存在

借贷利率是央行决定货币发行总量之后出现的借贷资金利率。在相同经济情况下,什么样的利率是高,什么样的利率是低,没有一定标准。它同货币流通总量、借贷需求、银行结构、中介机构、政府政策以及文化习惯都有关系。在历史上,影响利息政策的有自由市场理论,也有政府指导理论。说到底,不同的借贷利率反映了借方与贷方间的不同的利益平衡。

完全由市场决定的利率,一般会偏高,但是这并不等于说贷方最终一定受益。自由利率的另一方面是自由通胀。否则,高利率加上低通胀,社会经济发展一定会窒息。高通胀带来高工资和高物价,最终会蚕食现有储蓄价值。持有储蓄而以高利率放贷的人,在整体上最终会输给具有生产能力的借方。

完全不受政府指导的借贷利率是不存在的。以美国为例,利率市场化之后,美国政府不再规定银行的存款利率,但是始终通过美联储的公开市场运作和银行储备金来限制银行间拆借的联储基金目标利率。银行根据向其他银行借款的利率来给企业贷款。因此,不管银行觉得零利率的日子有多难受,在美国这个自由市场利率的社会里,只要联储将目标利率保持在0.25%,银行就只能在这个利率上加上银行运作的成本向企业贷款。

在国际上,为了避免政府监管成本,在伦敦出现了相对独立的所谓“欧洲美元(Euro dollar)”等“欧洲”货币以及“伦敦银行同业拆借利息(Libor)”。国际金融机构使用由此产生的

短期利率,对国际间特别是场外衍生品交易进行支付。即使是这样的利率,也紧密跟踪美联储的利率,而不是反过来。所以,“纯市场利率”只是理论的构想。

## 高利率并不反映真实风险

同股市一样,借贷也是个交易风险和回报的市场。在金钱转手的背后,人们交易的也是信息。同其他金融市场相似,如果市场有效,借贷市场就其总体而言也有一个“无风险坐标”。也就是说,如果把全社会的借贷收益和亏损加在一起,总的收益会接近这个坐标。高利率借贷自然高坏账,低利率投资则回报稳定。综合起来,收高息群体的总体收入未必比收低息的群体要高。

从整个社会而言,如果市场是有效的,借贷的社会总回报应等于国民经济生产总值增长率减去居民承受的通胀率,再减去银行或机构的中介成本。在这个合理利率的框架里,借贷利率随着供需关系的变化而变化。市场最终决定具体借贷在具体时间有什么样的具体利率。因此,市场化是发现合理利率的必由之路。

正如霍姆尔在《利率史》中反复强调的,现代社会信用结构出现梗阻的关键是缺乏充分的机构从事中介活动。在美国,债券市场是个大众市场,因此政府担保的10年期国债就给出了一个同无风险坐标相近的借贷利率。美国上世纪80年代利率市场化之后,经过一场经济大萧条和大通胀,以几百万失业为代价,才悟出了这个道理。金融压抑并不取决于绝对的利率,而是取决于现有利率同合理利率的相对水平。高利率未必是市场利率的合理象征,如果缺少合理的银行结构和充分的银行外的金融中介和金融市场,民间出现畸形的高借贷利率就不是一件奇怪的事了。

在具体的借贷中,利率是由供需关系决定的。但是,货币的稀缺未必一定是因为缺少货币引起。在任何一个既定时刻,社会货币既存量都不可

能等于用货币来衡量的国民收入。因为每个货币单元并不只是简单地用了一次就存了起来。每一块钱在一个既定期限都有可能发生多次转手,这就是所谓的货币周转率。一个经济体的货币周转是否充分,现有货币存量是否能满足实体经济的需要,在很大程度上取决于这个国家的银行体系和金融结构。如果银行体系内出现大量储蓄从左手到右手的货币空转,那么货币周转率会恶化,原本不应出现的货币稀缺现象会因此出现。抬高的借贷利率反过来会增加银行自身产品的收益,从而进一步减缓货币周转的速度。

货币传统上只是衡量的媒介,它是对储存财富、商品服务计价以及交易支付的衡量单元。如果货币本身的价值不发生变化,那么借贷利息就是一种“固定收益”。自从进入纸币经济,货币本身的价值也会根据利率和汇率的政策发生变化。人们不只是把货币作为衡量媒介,而是把它作为再生货币的投机工具。于是,根据古德哈特定律,“当一项衡量指标变成一种目标,它就不再是一项衡量指标。”无风险利率是对储蓄的时间价值的补偿,高利率是用货币作为工具进行投机。既然是投机,就应当有风险。由于货币可以是储蓄载体,同时也可以说是投机工具,这就给借贷利率的生成增加了复杂性。

## 高利率危害经济

在目前国内经济金融发展的具体情况中,高利率会造成特别严重的危害。

第一,利率在金融发展成熟的经济体中是调节储蓄的一种工具。凯恩斯的著名利率理论认为,银行利率会调节资金在不同金融资产和市场之间的流动。在国内,因为其他投资市场发展不充分,高利率起不到调节资金在各个市场之间流动的阀门作用。

第二,在对通胀预期进行管理的情况下,高利率预期是一种通缩压力。因为预期利率会上涨,银行推延贷款,企

业不愿开拓,居民不愿消费,投资者不愿风险投资。

第三,由于资本项目没有开放,居民和企业几十年来创造的大量财富积聚在国内。在高利率的情况下,一方面,金融空转创造出的货币不可避免地会稀释这笔财富;另一方面,如果同经济发展状况不匹配,利率和汇率的恒常上涨会使得货币成为财富外流的便捷工具。

第四,高利率同投资主导的经济发展模式相关联,因为地方政府和国企敢于不计风险和产能过剩而高息借债。低利率则同创新主导的经济模式相匹配,它可以避免经济刺激的弊端,让资金更有效地满足实体经济的实际需要。

第五,高利率会增加违约事件,加大利率波动,同时不合理的高利率会不合理地推高汇率。这两者都不利于人民币国际化进程。

要解决不合理的高利率状况,以下几点也许是关键。首先,政府不能对所有信贷都进行担保。利率只有同风险相匹配才有经济意义。如果政府对所有的存款利息都担保,那么银行自然会高息吸储,放贷的一端就有恃无恐。如果地方政府和国企的借贷都有政府背书,那么借债的一端对多高的利息都无所顾忌。

其次,利率改革的重点是改革银行借贷结构和建立银行外的借贷市场。只有做到这两点,才有可能在不增加货币发行量的情况下,通过增加货币的周转率来满足社会对资金的需要。否则,高利率反映的将不是供需关系,而是结构性缺陷。

最后,通过调节社会无风险的坐标利率来管理借贷者对利率的预期。一个经济体,特别中国这样幅员广阔经济多元的国家,没有坐标利率的引导,经济和金融体系会出现紊乱。因此,利率市场化应当是一个稳步推进的过程。全球大部分国家都为利率市场化付出过经济萧条和高度通胀的代价。有前人经验作为借鉴,中国的利率市场化设计理应高出他人一筹。

## 中日韩自贸区应成亚洲经济复苏突破口

□中国国际经济交流中心副研究员 张茉楠

中国大陆、日本、韩国、中国台湾四个地区的出口额今年一季度较去年同期下滑2%,亚洲贸易能否重现往日辉煌对亚洲经济复苏意义重大。中日韩应加快自贸区谈判,将其成为带领亚洲经济复苏和区域合作的重要突破口。

近几年,随着全球经济重心“东移”和贸易规模的扩大,加快推进亚洲经贸一体化迫在眉睫。数据显示,过去10年中亚洲对欧美出口所占比重明显下降,但区内贸易比重大幅上升,区内贸易更为紧密,形成了以中国为中心的亚洲价值链和新的“雁阵模式”。2000年以来,中国同周边国家的贸易额从1000多亿美元增至1.3万亿美元,已成为众多周边国家的最大贸易伙伴、最大出口市场和重要投资来源地。目前,中国与周边国家贸易额已超过中国与欧洲、美国的贸易额之和。在亚洲空前的发展大潮中,中国的拉动作用越来越突出。未来五年,中国将释放64万亿元购买力,有望成为世界规模最大和增长最快的进口市场。

十八大之后,中国自贸区战略大提速,中国已与东盟、巴基斯坦、新西兰、秘鲁、哥斯达黎加、瑞士、中国香港等国家和地区签订了12个自由贸易协定,贸易总额超过了中国进出口总额的1/4。但相比之下,于2002年就已启动的中日韩自贸区谈判却明显滞后于亚洲自贸区战略进程。

事实上,中日韩自贸区应该是中国亚洲自贸区战略的最重要组成部分,其产业优势互补成为自由贸易区成立的基础。中日韩三国人口占东亚总人口的74%、世界的22%;经济总量占东亚的90%、世界的20%;贸易总量占东亚的70%、世界的20%。三国GDP总额占世界GDP总额的比重不断上升,从2002年的18.02%上升至2012年的21.59%。如果建成,中日韩自贸区将是一个拥有15.2亿消费者、GDP总量达到12.3443万亿美元、占世界GDP总量19.6%的巨大经济圈。在全球范围内,中日韩自贸区的贸易规模仅次于欧盟和美国。

当前看,三国内部贸易仅占总贸易量的21%,投资仅占6%,这与三国

的经济总量规模不相符(占世界20%,占亚洲70%多),也远低于欧盟(内部贸易为65%)和北美(内部贸易为40%多),因此建立中日韩自贸区所带来的经济和贸易溢出将十分巨大。根据模型预测,涵盖货物贸易、服务贸易、投资等在内的中日韩自贸区如若建成,中国的GDP增长将获益1.1%-2.9%,日本会获益0.1%-0.5%,韩国则将获益2.5%-3.1%。

中日韩自贸区建成也将带来巨大的产业效益,有利于实现三国产业结构优化,逐步实现区域内产业分工和平等资源配置效率的提升。在以产业转移与承接为内容的国际分工格局中,日本是最大的资本输出国,同时也是高新技术的主要来源。韩国既是日本资本和高新技术的“吸收器”,又充当了向中国提供部分资金、中等技术和部分中间品供应者的角色。中国则在吸收日韩资金和技术的同时,向它们提供大量的自然资源和初级产品。中国的廉价劳动力和潜在市场、日本的尖端技术和充足资本、韩国在生产技术和经济开发方面经验等因素结合,有力促进了东北亚地区分工模式的形成。三国间商品、资本、劳动等生产要素的便利流动与融合,有助于降低东北亚区域内的生产成本,提高三国消费者的整体满意度和社会福利,提升亚洲价值链分工层次和水平,与RCEP(区域全面经济伙伴关系协定)形成重要补充,并进一步助推亚太地区经济一体化的发展。

在自贸区战略选择上,可以先易后难,先韩后日”。中韩自贸区谈判具有率先完成的可能性。出于对中国贸易的严重依赖,韩国在关注TPP的同时,实际更关心中韩自贸区的谈判。韩国已明确将中韩自贸区的谈判作为最优先的选项。目前中韩自贸区谈判已经启动,中韩两国态度较为积极,中韩谈判难度也小于中日、日韩自贸区,更小于中日韩自贸区,最有可能率先完成谈判,取得实质性成果。由于日韩两国的敏感产业以及在投资、服务等领域的需求比较相似,通过中韩自贸区的谈判,有助于探索合理的谈判路径,积累处理各自敏感产业和敏感产品的经验和模式,可为中日韩自贸区建设提供借鉴,进而为中日韩自贸区达成铺平道路。

建行供应链融资  
环环相扣 节节生金 全流程贴心服务

专业专注 量身定制

建行供应链融资系列产品是根据企业供应链管理增信服务需求,为整个供应链提供量身定制的结构化、多产品组合及增信服务的综合金融服务方案。主要包括:保理、订单融

资、动产融资、仓单融资、应收账款融资、金银仓融资、国内信用证融资、保单融资、汽贸融等产品和服务。

中国建设银行  
China Construction Bank

客户服务热线:95533  
网址:www.ccb.com