

财经时评

# 理顺调控机制 加快利率市场化

——央行调整超额准备金利率政策行为评析



李扬,中国社会科学院金融研究所所长、金融研究中心主任,研究员,博士生导师。清华大学、北京大学、中国人民大学、复旦大学等大学兼职教授。曾任中国人民银行货币政策委员会委员。国家级有突出贡献中青年专家,享受国务院政府特殊津贴,曾四次获得孙冶方奖。

□特约撰稿 李扬

中国人民银行日前宣布,从3月17日起存款金融机构的超额准备金利率下调至0.99%。这是从1996年5月以来超额准备金利率的第九次下调。这一举措的意义十分深远,一方面,它表明我国存款准备金利率体系以及与之密切关联的存款准备金制度逐步趋向合理,从而进一步理顺了我国货币政策的传导机制;另一方面,也表明我国的利率市场化改革又迈出了新的步伐。

超额准备金利率以及法定存款准备金利率,是我国存款准备制度的组成部分,因此,分析超额准备金利率调整的意义,必须从分析我国的存款准备金制度入手。

## 我国存款准备金制度的特点

我国的存款准备金制度在这个世界上是独一无二的。其独特性首先就表现在:我国央

行是对准备金支付利息,而且是付较高的利息。众所周知,通过规定存款货币银行必须保持其存款负债的某一比例作为支付准备金,一方面,存款户的存款事实上得到了某种“保险”;另一方面,货币当局事实上对存款货币银行的贷款行为设定了一个上限,从而可以有效地约束商业银行的信用创造能力。所以,中央银行制度建立以后,调整银行的存款准备金率便成为它们进行宏观调控的主要工具之一。因其影响力极大,准备金率制度甚至获得了货币政策之“巨斧”的美称。显而易见,存款准备金制度发挥作用的基本原理是:通过提取准备金的安排,货币当局事实上对存款货币银行课征了“税收”。由于税收发挥作用的条件之一是其无偿性,因而对存款准备金提供利息便成为准备金制度发挥作用的必要条件之一,这就是世界各国央行均不对存款准备金支付利息的基本原因。

反观我国的情况。长期以来,我们是对存款准备金提供利息收入的。实践显示,这种制度扭曲了存款准备金的功能。其机理是:它客观上为存款货币银行提供了“倒吃”央行利息的便利,从而弱化了准备金作为央行“课税”的经济意义。我国商业银行的超额准备金率一直保持较高的水平,尤其是,每当经济发展处于不够活跃的较低水平,因而发放贷款的收入下降或风险加大时,我国银行体系的超额准备金率便会迅速上升,目前已经超过5%,其主要原因就在于:将吸收的存款放在央行的超额准备金帐户上,足可使得商业银行在弥补吸收存款之成本之外获得净收益的好处。简言之,对准备金

提供利息,事实上相当于央行对存款货币银行提供了某种补贴。

研究显示,我国的利率政策效力不高的原因,从利率体系来寻找,就在于现行的存款准备金利率体系为存款货币银行提供了合理的“套利”机会,从而弱化了利率政策的力度;而大规模套利活动赖以存在和发展的主要基础,则在于存款货币银行能够从央行那里安全地获得事实上敞口供应的最低为1.62%的收益。因此,要想使得存款准备金制度能够充分发挥作用,要想使得利率政策具有足够的刺激力,我们必须撤除准备金利率这种“缓冲器”。

我国存款准备金制度的第二个特点,就是法定准备金事实上不能发挥清算头寸的作用,因而需要同时存在一个比例很高的超额准备金。基于如此复杂准备金率的“此涨彼消”,总准备金率并不会发生较大变化。于是,调整法定准备金率的政策未能产生应有的效果,就是理所当然的了。分析起来,导致我国银行体系较高超额准备金率的原因之一,也归因于我们对超额准备金支付了收益可观的利息。

顺便指出,在理论上,对准备金支付利率因属不合理,对活期存款支付利率同样也很难成立。这是因为,活期存款的功能,主要是满足客户的交易需求而非投资需求,而银行在满足这种需求的过程中,需要付出大量的资源。因此,对活期存款支付利息固然没有道理,对其索取费用倒是合理之举。分析一下诸如花旗、汇丰等国际一流银行进入中国后便毫不犹豫地要对低于某一水平的存款索取费用的行为,我们便可明了其中的道理。

## 为利率市场化提供必要条件

应当看到,对存款准备金支付利息的制度,是在我国特殊的历史条件下形成的。如今,随着金融体制改革的逐步深化,对存款准备金支付利息的客观条件已渐趋丧失,其弊端则日渐明显,因此,调低对存款准备金支付的利率,是完善我国存款准备金制度的重大改革。同样可以预料,在未来,不仅超额准备金利率还会下降,法定准备金利率也会逐步下降,直至达到零水平。

调整超额准备金利率的第二个意义,在于它为我国的利率市场化提供了必要的条件。下图展示了1997年以来我国同业拆借市场利率的走势同超额准备金利率走势的关系。可以明显地看到,较高的超额准备金利率使得我国的利率机制发生了“变异”,即:存款货币银行从央行获取的超额准备金利率事实上构成我国市场利率的底限。这是因为,如果市场利率低于央行给付的超额准备金利率,则任何理性的商业银行都会毫不犹豫地吧资金反存至央行帐户上。问题在于,在我国这种银行主导的金融体系中,资金的主要吸收者——银行,是以超额准备金利率作为其零利率底限的,而居民、企业以及其他非银行金融机构显然无此优惠条件。这种变异的潜在弊端需要我们深思。首先,我们的经济中存在着一一种使得商业银行无须发放贷款而又能敞口且无风险地取得收入的合法机会,从而可能导致资金不进入实体经济部门,而仅仅在金融部门之间流动。这显然大大降低了我们的金融中介效率。其次,对准备金支付利息,显然是造成我国银行超额准备金率过高的基本原

因之一,而准备金率过高,特别是超额准备金率过高,显然会大大降低我国存款准备金制度以及货币政策的效力。再次,同业拆借利率和回购利率紧贴着超额准备金利率这种中国的“零利率”水平运行,说明我国的金融运行在相当程度上与日本有相似之处,即,我国的利率事实上已接近了零水平。这种状况值得我们高度警惕,它显然会收窄我国利率改革乃至利率政策的活动空间。正是在这个意义上,我们认为,从降低超额准备金利率开始的对我国准备金利率以及准备金制度的改革,将为推动我国利率市场化改革创造必要的条件。

最后需要指出:由于超额准备金利率事实上构成了中国金融市场的“零利率”,它的任何变动显然会对金融市场利率产生显著影响。这种变动,是通过超额准备金利率对银行保有超额准备金之意愿产生影响,继而通过对货币市场乃至债券市场的资金供求关系产生影响而展开的。以拆借市场为例,根据我们对1997年至2004年的月度数据统计的分析,国有银行与其他银行的超额准备金率同超额准备金利率呈现显著的正相关关系,且前者的相关系数大于后者。换言之,超额准备金利率的下降可以显著地降低银行体系的超额准备金率,并且,国有银行降低的比例要大于其他银行。同时,市场拆借量及拆借利率同超额准备金利率分别呈现显著的负相关和正相关关系。也就是说,超额准备金利率的下降将导致市场出现显著的量涨价跌现象。这意味着,此次央行降低超额准备金利率的改革行为,同时也具有较强的货币政策含义,它对今后我国金融市场的运行将产生深远影响。

提高房贷利率影响有限 调高首付比例后景难料

## 沪上银行平静应对房贷新政

□记者 高改芳 上海报道

“我个人认为央行房贷新政策对房地产直接的影响是有限的,但它是个强烈的政策信号。说明中央宏观调控的力度把握是正确的。”某股份制商业银行的董秘对记者说。

“我们对房地产的看法有三点,一、从局部静态、短期看,泡沫是明显的;二、从一个较长周期看,从全局看,这些泡沫是可以化解的;三、要想让泡沫爆炸,要靠金融。想让泡沫平缓地过去,最有效的手段也是金融。上海现在房地产泡沫还没有破裂,是因为金融手段还不严厉。”该人士说,“房地产现在是有泡沫的,但是完全没有泡沫就成了死水一潭,所以要适度。”

## 银行对房贷利率上调反应平静

据中行上海市分行理财专家分析,面对如火如荼的房贷市场,央行此举调控之意非常明显。升息会对炒房投资者产生较大影响,但市民无需为此过于紧张。因为炒房的利息支出会增加,炒房成本会随之提高。而对购房者自己居住的一般购房者影响较小。

该理财专家还解释,对于3月17日之前已经获得贷款的购房者,真正执行新的利率也要到明年1月1日,所以市民仍有充裕的时间调整个人贷款安排;而对于此前已经递交申请表,却未得到放款的客户,银行将对其施行新的房贷利率。

中行上海分行告诫贷款购房者,应合理安排收支,冷静选择是否提前还贷。因为提前还贷意味着必须放弃一部分流动资金,同时承担较大的资金压力。一次性投入过大或许会降低日常生活质量,而升息后每月还贷额的略微增加却未必会带来明显的生活压力。如果提前还贷,银行还将收取一定的手续费,如果手续费大于利息增加,提前还贷同样可能增加成本支出。

## 调高首付比例会产生多重影响

“上海目前还没有,但其他地方有,要求首付80%。但高首付的影响是复杂的。比如遇到一个户头,要买60万的房子,他手头凑够55万,还差5万,来向银行贷款,我们就不敢贷了。为什么呢,因为他竭尽全力还差那么一点点,万一收入结构,收入状况有所改变,他的钱就还不出来了。”某股份制商业银行的高层向记者分析。

据他介绍,上海市很多银行的房贷今年以来就实行三七开了——首付30%。“有些已经开始四六开了。”

这是因为,从今年1月1日开始,最高人民法院执行《关于人民法院民事执行中查封、扣押、冻结财产的规定》,其中第六条规定,对被执行入及其所扶养家属生活所必需的居住房屋,人民法院可以查封,但不得拍卖、变更或者抵债。针对这一条,沪上各商业银行纷纷提高房屋抵押贷款门槛,有的把首付比例提高到50%,有的要求贷款买房者必须已拥有一套住房,以确保其如果违约也有房抵债。

“高院三宗旨一出来,我们吓了一跳,逼得我们银行更爱富人,更不爱穷人了。对于经济适用房,我们作为商业主体来说,贷款很谨慎了——你不还了我钱,我又不把你赶出去。第二,买第二套房的人,按照人民银行宏观调控,要提高利率;但按照商业主体微观运行来讲,对买第二套房的人我更放心;他比较有钱,所以到时候不发愁他还款。即使到时候把他赶出去,他还有一套旧的房子嘛。”

相比之下,央行“对房地产价格上涨过快城市或地区,个人住房贷款最低首付比例可由现行的20%提高到30%”这一规定就没了多少力度。

## 有利房地产市场长期稳定

□记者 黄继汇 北京报道

对日前中国人民银行的房贷新政,全球著名不动产咨询及物业管理公司高力国际认为,连续升息体现了政府维护房地产市场持续稳定发展的决心,将有效抑制短期投机行为,从而达到建立成熟稳定的市场秩序的目的。

高力国际认为,两次加息明确地将矛头指向短期套利的投机炒家,对整个房地产市场而言甚至是一种利好,央行利率政策的变化将增大中国经济软着陆和房地产价格稳定的可能性。资金充足的优质开发商以及理性投资者,尤其是海外资金,更关注的是具有低风险和稳定收益的市场。

## 央行松紧政策有堵有疏

□海通证券研究所 陈峥嵘

此次央行收紧个人住房贷款政策,是央行继“121”文件后对房地产市场亮出的又一道警示牌,也是对“121”政策的有效补充和完善。可以采取遏制目前房地产市场利用房贷政策套取资金抬高房价的投机现象。

此次央行下调超额准备金利率,被央行赶出的商业银行资金将投向信贷、货币和债券市场,促使市场收益率结构进行再次调整,特别是进一步打开了短期利率下行的空间,拆借、回购、央行票据和短期债券等短期利率水平将进一步快速下降。从收益率曲线来看,下调超额准备金利率将带动1—3年期品种的收益率水平下降。可见,此次下调超额准备金利率对货币市场利率影响较大,将会引导货币市场利率下行,而对债券市场则不会带来太大影响。

# 对新购房居民影响十分有限

——央行有关负责人就调整个人住房信贷政策和超额准备金利率答记者问

◇ 预计自营性个人住房贷款利率实际上调幅度在0.07-0.32个百分点之间

◇ 已签订的住房贷款合同将到明年初才执行调整后的利率

◇ 对风险相对较小的居民自住性购房,商业银行可实行下限利率

◇ 商业银行应与借款人协商确定个人住房贷款利率计息方式、利率确定方式(浮动利率或固定利率)、罚息水平及提前偿还条款等合同要素

□记者 于力

为什么选择当前时机调整个人住房信贷政策,此次调整对居民有什么影响、为何取消自营性个人住房贷款优惠利率、下调超额准备金利率意义何在、此次政策调整是否意味着货币政策取向的变化?昨天,在上调个人住房贷款利率和下调超额准备金利率的当日,中国人民银行有关负责人就上述投资者关心的一系列问题回答了记者提问。

问:选择当前时机调整商业银行个人住房信贷政策是出于什么考虑?

答:2004年以来,在党中央、国务院的领导下,宏观调控取得明显成效,国民经济继续保持平稳较快发展的良好势头。房地产业作为国民经济的支柱产业,在扩大内需和促进消费方面发挥了巨大的作用,金融机构将一如既往地支持房地产业的健康发展。

1998年以来,为了促进住房消费、拉动内需,改善银行的信贷资产结构,国家有关部门出台了一系列支持商业银行自营性个人住房贷款的政策。截至2005年2月末,商业银行发放的自营性个人住房贷款余额已达16508亿元,占商业银行中长期贷款的23%,对解决居民住房问题和促进房地产业的发展起到了重要作用。近期,房地产价格涨幅持续高位运行,2004年全年新建商品房平均销售价格上涨14.4%,其中住宅上涨了15.2%,远高于其他各类物价指数的涨幅。房价过快上涨,隐含了潜在的金融风险,因此,有必要调整商业银行自营性个人住房贷款政策,从调控需求入手,引导社会对未来房地产价格形成较合理的预期。

问:调整商业银行自营性个人住房信贷政策对居民有什么影响?

答:由于商业银行自营性个人住房贷款是居民以房屋为抵押的贷款,对商业银行而言是优良资产,考虑到市场竞争因素,多数银行会执行下限利率,预计实际上调幅度在0.07-0.32个百分点之间,因而对新购房居民的影响十分有限。这项政策调整对已购房居民也有一个较长的适应期,已签订的住房贷款合同将到明年初才执行调整后的利率。

问:为什么要将商业银行自营性个人住房贷款利率纳入商业银行的正常贷款利率管理?

答:近年来,在党中央、国务院的正确领导下,人民银行在利率市场化改革方面迈出了重要的步伐。2004年10月29日,人民银行决定放开贷款利率上限,实行下限管理,由商业银行根据贷款风险等具体情况,自主确定贷款利率浮动水平。同时商业银行也可与借款人协商确定贷款利率计息方式和再定价方

式(浮动利率或固定利率)。

本次调整商业银行自营性个人住房信贷政策,将现行的住房贷款优惠利率回归到同期贷款利率水平,实行下限管理。对风险相对较小的居民自住性购房,商业银行可实行下限利率;对风险较大的住房贷款,商业银行可向上浮动利率,以便更好地覆盖资产风险。赋予商业银行一定的住房贷款定价权,有利于他们按照风险与效益对称的原则,区分不同的产品和客户,建立科学的利率定价和利率风险管理体系,不断提高金融机构自我积累、自我发展的能力,符合利率市场化改革的方向。

为确保商业银行正确贯彻落实政策意图,充分保障借款人的合法权益,各商业银行应根据人民银行文件的要求,与借款人协商确定商业银行自营性个人住房贷款利率计息方式、利率确定方式(浮动利率或固定利率)、罚息水平及提前偿还条款等合同要素,并在合同中明确列示,保证借款人享有充分的知情权。

问:什么是超额准备金利率,下调超额准备金利率的意义是什么?

答:超额准备金存款是金融机构存放在人民银行、超出法定准备金的部分,主要用于支付清算、头寸调拨或作为资产运用的备用资金。随着我国金融电子化程度和人民银行大额支付结算系统效率的提高,商业银行流动性管理水平明显改善。下调超额准备金利率,有利于促进商业银行进一步提高资金使用效率和流动性管理水平,稳步推进利率市场化;有利于理顺中央银行的利率关系,优化准备金存款利率结构,增强货币政策操作的科学性和有效性。

问:本次政策调整是否意味着货币政策取向的变化?

答:当前货币政策取向仍然保持稳健的态势。2005年前两个月,国民经济继续保持平稳较快发展的良好势头。2月份,CPI同比上涨3.9%,前两个月同比上涨2.9%。与此同时,货币信贷增速平稳,2月末,广义货币供应量同比增长13.9%,继续保持比较合理的水平。前两个月,金融机构人民币贷款增加3768亿元,同比少增851亿元,基本处于预期的目标范围之内。

本次恢复商业银行自营性个人住房贷款的正常利率管理并下调金融机构超额准备金存款利率,是一项优化利率结构的制度性建设,旨在赋予商业银行根据风险因素进行差别定价的权利,有利于其充分利用加入世贸组织的过渡期完善资产定价机制,加强风险管理 and 资产负债管理,有利于进一步推动利率市场化进程。

□中金公司 哈继铭 范维维

## “有保有压”的利率政策

这次利率变化充分体现了有保有压的调控思路:压的是房地产价格持续上涨中的泡沫成分,降低国内经济过热的风险;保的是适当的银行流动资金贷款额增长,促进更合理的收益率曲线的形成。

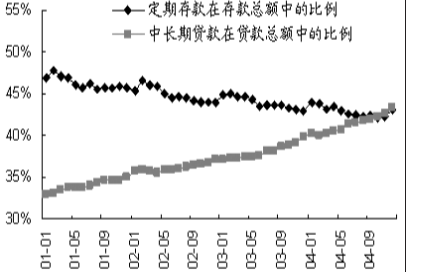
具体来说,此次利率政策调整将有以下影响:有利于抑制房地产价格过快上涨,有利于从源头上控制总需求,实现中国经济的降温。近几年中国房地产市场持续繁荣,房地产价格持续上涨。一些城市房地产价格上涨幅度更远超全国水平。然而,持续上涨的房地产价格孕育着泡沫的风险,也吸引了大量外资金的流入,增大了人民币升值压力。如果房地产价格进一步大幅上涨,银行贷款的风险将逐渐显现。在房价过快上涨的同时,全国房贷增速也同步高速上扬。个人房贷高速增长带来的风险已经不容忽视:贷款集中度高、信贷结构不合理。据报道,从上海地区看,国有独资商业银行和股份制商业银行全年新增个人住房贷款占各自新增人民币各项贷款的比例分别高达49%和79%。贷款高度集中于房地产。截至2004年年底,上海市中资金融机构人民币自营性房地产贷款累计增加1023亿元,占全部新增贷款的76%。

房地产价格的持续上升带来了房地产投资的火爆,而房地产投资过热是本轮经济过热的直接原因,因为它带动了高耗能工业如钢铁、水泥等行业的投资过度扩张,从而导致通货膨胀和能源、交通运输的短缺。可以说,由于其较大的份额和较长的产业链,房地产投资的变动将在很大程度上影响固定资产投资的变动。此次利率政策的调整使得5年以上房地产贷款利率平均上升幅度将大于20个基点。由于今后住房贷款利率将实行下限管理,银行可能对资信较差的贷款人或拥有多套房子的贷款人收取高于5.1%的利率,并且收取更高比例的首付款。这将在一定程度上遏制房价上涨,抑制房地产投资的持续快速增长。因此,政

府当前引入需求管理的政策,提高住房按揭贷款利率与首付比率,不失为釜底抽薪之举。

该政策能在抑制中长期贷款的同时鼓励银行发放流动资金贷款。房地产需求的放缓将逐步带来经济中对中长期贷款的需求。同时,超额存款准备金利率的下调将迫使银行寻找其他的短期资产品种,包括改进自身风险定价能力,增加对企业短期流动资金贷款的发放。

商业银行资产负债期限结构失衡问题不断恶化



资料来源:CEIC,中金公司研究部

央行在其全年货币调控目标中就明确表示,05年央行将在搞好总量控制的同时,加大信贷结构调整的力度。其中包括商业银行资产负债期限结构日益失衡以及中小企业流动资金贷款不足的问题。图2显示目前商业银行中负债期限短期化和资产期限长期化的现象不断持续。同时,在宏观调控加强以来,银行为实现总量压缩的目标,大量压缩短期贷款,而中长期贷款增长并未受到明显抑制(表2)。商业银行这种“压短保长”的行为偏向使得央行的总量调控目标难以实现信贷结构的优化。

有利于债券市场的发展。超额准备金利率的下调将使银行更多地发放流动资金贷款和购买债券尤其是短期债。从供给方面推动债券价格上涨。同时,超额准备金利率的下调将降

表2:银行在宏观调控中的“压短保长”偏好导致中长期贷款的比重愈加提高

(亿元)	2003年上半年	2004年1季度	2004年上半年	2004年1-8月	2004年11月	2005年1月
贷款新增额	18,100	8,351	14,300	15,722	1,495	2,809
中长期贷款	6,593 36.4%	3,587 43.0%	7,310 51.1%	8,561 54.5%	1,034 69.2%	1,248 44.4%
短期贷款及票据融资	10,618 58.7%	4,484 53.7%	6,771 47.3%	5,704 36.3%	425 28.4%	1,503 53.5%

注:百分比数为各项占当期贷款增加额比例

资料来源:CEIC,中国人民银行,中金公司研究部

# 公告 导读

股票代码	股票简称	版位	股票代码	股票简称	版位	股票代码	股票简称	版位	股票代码	股票简称	版位
000158	常山股份	C30	000938	清华紫光	C19	600162	香江控股	C04	600526	菲达环保	C33
000502	恒大地产	C14	000962	东方铝业	C01	600175	美都控股	C03	600578	京能热电	C01
000504	赛迪传媒	C09	000968	煤气化	C17	600182	*ST桦林	C03	600580	卧龙科技	C07
000510	金路集团	C30	000988	华工科技	C27	600230	沧州大化	C13	600602	广电电子	C06
000532	力合股份	A05	002018	华星化工	C34	600240	仕奇实业	C05	600618	氯碱化工	C03
000569	长城股份	B09	002031	巨轮股份	C02	600282	南钢股份	C21	600644	乐山电力	C07
000608	阳光股份	C04	002035	华帝股份	C22	600319	亚星化学	C25	600674	川投控股	C28
000616	亿城股份	C35	600009	上海机场	C03	600338	*ST珠峰	C07	600683	银泰股份	C05
000618	ST吉化	C23	600012	皖通高速	C12	600356	恒丰纸业	C01	600751	*ST 天海	C04
000637	茂化实业	C04	600018	上港集箱	C10	600382	广东明珠	C16	600791	天创置业	C05
000728	北京化二	C04	600071	凤凰光学	C08	600408	安泰集团	C04	600795	国电电力	A04
000761	本钢板材	C07	600110	中科英华	C03	600416	湘电股份	B09	600796	钱江生化	C26
000800	一汽轿车	C04	600153	建发股份	C03	600497	驰宏锌锗	C32	600976	武汉健民	C04