

商业信用、银行信用与货币政策

于泽 龙伟

摘要:近年来,我国中小企业融资难问题日益严重,民间借贷利率不断攀升,很多企业不堪“高利贷”的重压,资金链断裂。本报告认为,这主要是由于我国货币政策采用数量化调控手段导致的结果。由于货币的本质是债务计量工具,所以其具有内生性。这意味着,当央行控制银行贷款时,企业会转向另一种货币形式——应付账款融资。应付账款融资对于借款企业的资金链非常敏感,一个偶然风险因素的爆发就可能导致整个融资链条崩溃,从而导致局部金融风险放大。利用我国上市公司的数据进行估计,本报告发现,我国企业确实在利用应付账款进行融资。同时,由于应付账款融资一定程度上属于“体外循环”,即为央行无法控制的用于计量债务的货币,所以央行无法利用数量型工具调整其数量。我们发现,准备金率对于应付账款融资没有影响,而利率有显著影响。在这种情况下,如果要稳定金融体系,发挥金融对于实体经济的支持作用,应该放弃数量型调整策略,不要频繁采用准备金政策,而是应该发挥利率的调节作用。这就要求我国进一步推进利率市场化。本报告认为,放开贷款利率具有较强的市场基础。可以通过不断降低贷款利率下限或者简化贷款利率期限档次的方法来推进。但是,贸然放开存款利率是不可行的,逐步提高存款利率上限也只会“一浮到顶”,达不到区别定价的目的。因此,从发展替代性金融产品入手推动存款利率市场化相对可行。此外,利率市场化还应进一步加强中央银行利率调控机制建设以及完善利率期限结构。

关键词:商业信用、银行信用、利率市场化

一、导言

近年来,我国通货膨胀水平较高。在2009年以来,代表通货膨胀程度的CPI与PPI指数逐月上升,至2011年7月,CPI指数攀升到了6.45%的高位,创下了从2008年6月份以来的新高。为了稳定币值、保证人民生活质量、防止通货膨胀恶化,中国人民银行开始实行从紧的货币政策。在执行从紧的货币政策过程中,央行较多采用了数量型货币政策来调控货币增长速度。例如,从2010年2月份开始,连续12次上调存款准备金率,至2011年6月份,大型金融机构的存款准备金率升至21.5%的历史新高。在此背景下,M1、M2与人民币贷款余额增速都出现了较快下降。

在这种紧缩的货币环境下,很多企业,特别是中小企业普遍出现了融资难的问题,引起了社会各方的关注。与此同时,民间借贷利率不断攀升,很多企业不堪忍受“高利贷”的重压,资金链断裂。那么,数量型调控对于企业融资的影响作用机制究竟如何?为什么会出现上述状况?这是本报告希望回答的问题。

本报告作者在前面的报告中曾经对于中国货币的性质进行了识别,发现其具有内生性。因为货币的本质是债务的计量工具,本报告在此基础上认为企业融资中的应付账款在性质上就是货币。这意味着,央行实际上无法控制货币数量。在央行控制银行贷款的时候,企业会转向应付账款融资。这就导致了民间借贷频发。应付账款融资对于借款企业的资金链非常敏感,一个偶然风险因素爆发的时候就可能导致整个融资链条崩溃,从而导致局部金融风险放大。

利用我国上市公司的数据进行估计,本报告发现了我国企业确实在利用应付账款进行融资。此外,我们发现准备金率对于这种融资没有影响,而利率有显著影响。这与内生货币理论相一致。因为央行无法控制用于计量债务的货币,所以无法利用数量型工具调整其数量。当央行控制银行贷款的时候只能增加应付账

款。同时，调整融资价格，即变动利率是有效的政策。

在这种情况下，如果我国要稳定金融体系，发挥金融对于实体经济的支持作用，应该放弃数量型调整策略，不要频繁采用准备金政策，而是应该发挥利率的调节作用。这就要求我国进一步推进利率市场化。本报告认为，放开贷款利率具有较强的市场基础。虽然，为保证稳妥，可以暂时不采取一次性放开的方式，但是通过不断降低贷款利率下限或者简化贷款利率期限档次的方法总体来说都是可行的，并不会对商业银行的贷款业务构成较大冲击。贸然放开存款利率是不可行的，逐步提高存款利率上限也只会“一浮到顶”，达不到区别定价的目的。因此，从发展替代性金融产品入手推动存款利率市场化相对可行。此外，利率市场化还应进一步加强中央银行利率调控机制建设以及完善利率期限结构。

二、内生货币下的企业内外部融资机制

众所周知，企业的融资方式大体上可以分为外部融资和内部融资两种。从几种外部融资形式来看，目前中国的债券市场相对于信贷市场较小，2011年社会融资规模为12.83万亿元，人民币贷款增加7.47万亿元，企业债券净融资1.37万亿元，虽然企业债券净融资占同期社会融资规模的10.6%，为历史最高水平，但是相对于银行贷款来说，仍然较小。与此同时，我国作为一个发展中国家，金融体系上不太健全，金融市场不够发达，民间借贷规模尚小，且处于灰色地带。商业信用融资总量虽然不能被准确计算出来，但是商业信用作为一种短期融资方式，对于企业有着至关重要的作用，1989年和1993年中国两次企业“三角债”危机就是明证（樊纲，1996）。商业信用对于国民经济的支持，可能超过银行借款，（Ge and Qiu, 2007）。由此可见，在这些融资方式中，银行借款与商业信用是企业负债中最重要的组成部分，研究这两者之间的关系以及央行不同货币政策工具对于商业信用的影响显得尤为重要。目前的分析逻辑是在外生货币和金融形成的环境中讨论的。作者前面进行的工作表明我国目前货币具有内生性，应在此环境下进行分析（于泽，2008）。

内生货币论者强调货币是人类创造出来的一种计价单位，货币的性质为债务，这是货币的本质所在。Keynes(1930)提出了“记账货币”的概念，记账货币可以记载债务、价格以及一般购买力，当国家宣布什么事物可以作为货币，以对应记账货币的时候，传统意义上的货币便产生了，他同时肯定了银行票据是当前流通货币的一部分。当私人产权出现后，参与人之间会发生私人债务，债务借贷合同中的计量单位就是货币。

在不同的信用体系下，存在不同的债务工具，现代社会的一种表现是银行和中央银行这种多级体制下的银行贷款。在现代市场经济的生产过程中，由于生产和销售过程必须耗费时间，企业需要预先采购原材料，预付资金给工人，也就有了贷款需求。在认为企业可信赖的前提下，银行会通过向企业的银行账户注入资金或者给企业信用额度等方式向企业提供信贷，企业以此为基础进行采购。当企业获得资本和劳动力后，便开始了生产过程。这样的贷款过程产生了货币，使货币无中生有，其发生的前提是银行负债必须被社会广泛认可和接受，这样企业才会需要银行的信贷，银行也才能够满足其需求。否则，如果其他企业和工人不接

受企业从银行的贷款作为其收入，那么工人和企业、企业与企业之间的合约关系就无法执行，生产也就不能进行。正是将银行存款接受为货币使得银行可以不需要存款而发行贷款。这一货币产生过程可以通过一个简单的银行资产负债表变动来表示（表 1）。

银行 A	
资产	负债
企业 A 贷款+100	工人、企业 B 存款+100

表 1 银行创造货币

企业 A 首先获得银行 A 的信贷支持，表现为商业银行资产负债表的资产方增加一笔对企业 A 的贷款。企业 A 用银行存款支付其他企业的货款、工人的工资，得到货币资金的企业和工人会将这些货币资金存入银行 A，构成了商业银行的负债。

这个过程中，企业的资产负债表变动如表 2 所示，第一行表示企业 A 从银行获得借款，第二、三行表示企业用银行借款去采购原材料，在这种情形下，企业的采购行为分两部完成。

企业 A	
资产	负债
银行存款+100	短期/长期负债 +100
银行存款-100	
原材料 +100	

表 2 银行信贷渠道下企业采购过程

在社会信用体系下，债务工具的另外一个表现形式之一是企业之间的商业借贷——即商业信用。商业信用是指企业之间货款的延迟支付，即卖方允许买方在获得货物后可以不必立即支付货款，而是延迟一段时间后再进行支付。当商业信用发生时，在企业的资产负债表中，买方资产栏中增加一笔原材料，负债栏中增加一笔应付账款，卖方在资产栏中增加一笔应收账款，这就相当于卖方赋予买方的一个短期融资。企业的采购行为在资产负债表中的表现如表 3 所示，此时企业的采购行为一步即可完成。

企业 A	
资产	负债
原材料 +100	应付账款/应付票据 +100

表 3 商业信用渠道下企业采购过程

由于银行信用与商业信用都具有债务结算的性质,都属于社会信用供给和社会中“流动性资产”的一部分,商业信用可以称为“准货币”。在前一种情况下,当企业生产的产品完成销售时,企业就会利用收回的货币资金去偿还银行借款,后一种情况则是偿还应付账款、应付票据。商业信用与银行信用都可以帮助企业以垫资的形式完成生产过程,理性的企业会在这两种形式之间选择边际成本较小的一种。

通常应付账款也有付款期、折扣等信用条件。应付账款可以分为:免费信用,即买方企业在规定的折扣期内享受折扣而获得的信用;有代价信用,即买方企业放弃折扣付出而获得的信用;展期信用,即买方企业超过规定的信用期推迟付款而强制获得的信用,所以应付账款也有成本,倘若买方企业在卖方规定的折扣期内付款,便可以享受免费信用,这种情况下企业没有因为享受信用而付出代价,倘若买方企业放弃折扣,超过免费信用期后付款,该企业便要承受因放弃折扣而造成的隐含利息成本,一般来讲,放弃现金折扣成本=现金折扣比*360/[(1-折扣百分比)*(信用期-折扣期)],本文把企业放弃现金折扣成本作为企业应付账款的边际成本。

由于票据市场发展较为缓慢,应付票据所占比重较小¹。最能体现商业信用的商业承兑汇票不到汇票融资总量的10%,故可以把应付账款的边际成本作为企业商业信用的边际成本。从本文的角度讲,它是一个外生变量。

当银行存在信贷配给,或者说央行采用差别化贷款拨备政策时,会相应提高企业贷款的边际成本时,企业会倾向于更多的采用另外一种“货币”形式——商业信用,来完成采购和生产过程,故可以提出:

假设 1: 商业信用与银行信用之间存在着此消彼长的负向关系²。

货币政策是指一国的中央银行通过采用各种货币政策,调节或控制货币供应量、利率和信用等经济变量,影响本国宏观经济运行,进而实现既定的经济目标的方针和措施的总和。货币政策有多种传递渠道,但在目前中国,信贷渠道居于主导地位。按照主流经济学的理论,货币是外生的,货币总量 $M = m * B$, B 表示基础货币,包括银行准备金和公众手中的现金, m 表示货币乘数,等于 $(1+b) / (b+r)$, 其中 b 表示现金与存款的比率, r 表示储备占存款的比重,包括法定和超额储备两部分,在这个框架下实际经济中货币供给量的波动来自于基础货币和货币乘数的变化,央行通过控制基础货币和存款准备金率来控制社会的货币供给量。

内生货币理论认为 $M = m * B$ 只是一个等式,而因果链条应该是 $B = M / m$ 。银

¹ 据本文统计,2006年至2011年三季度期间,A股上市公司应付票据约为应付账款的40%。

² 其他学者在论述这种关系时,均用了“替代”一词,但是基于内生货币观点,本文认为商业信用与银行信用本质是一种债务结算工具,都属于“货币”的范畴,这个词语的用法有待商榷。

行首先向企业贷款，贷款引致形成货币存量 M ，央行负责供应货币存量需要的准备金，这个逻辑是“贷款创造存款，存款寻找准备”。因而货币存量就是经济的内生变量，货币供应量由企业的贷款意愿和商业银行的信贷标准等决定。在既定利率和贷款条件下，商业银行无法拒绝客户的需求，当商业银行提供贷款时，相应的存款被直接创造出来，一部分留在贷款银行，另一部分在借款者使用这部分资金对其商业交易进行支付时流失。当银行在一个相同利率上相互贷款时，清算存款回流的损失被相等的存款收入所抵消，也就是当一家银行流失了一些由贷款直接创造的存款时，另一家银行得到了这些存款，这个过程如表 4 所示。

银行 A		银行 B	
资产	负债	资产	负债
对非金融机构贷款	存款	对非金融机构贷款	存款
	从银行 B 借入资金	对银行 A 贷款	自有资金
	自有资金		

表 4 具有两个银行的存款创造过程

当中央银行出现以后，会设定法定准备金，商业银行每接受一笔存款，必须向中央银行缴纳一定比例的存款准备金，这个比例由中央银行规定，即法定存款准备金率。在这种情况下，商业银行的存款创造过程由表 5 所示：

私人银行		中央银行	
资产	负债	资产	负债
贷款 L	存款 D	对私人银行贷款 R	私人银行存款（准备金 R ）
准备金 R	从中央银行借入资金 R		

表 5 央行出现以后的存款创造过程

从表面上看，央行可以通过设定法定存款准备金来控制商业银行的信贷规模，进而控制货币供给量。其实不然，首先，货币乘数并不是一个稳定的量，它受到很多经济因素的影响，如现金漏损率、超额准备金率等，央行很难控制这些变量；其次，商业银行可以通过理财产品与银团贷款转让等方式对绕开央行信贷规模的限制；央行为了稳定金融系统，维护商业银行的流动性，会适应性的提供准备金与清算资金（于泽，2008），因此央行无法有效控制货币供给量。在既定的利率水平下，央行的货币供给曲线是一条水平线，均衡点由货币需求曲线与货币供给曲线的交点确定，最终的货币供给量取决与货币需求量。央行无法通过控

制准备金投放来控制货币供给量，所以准备金率不会影响企业贷款的边际成本，也就无法影响企业对于商业信用和银行信用的使用。基于以上分析，我们可以推论，如果货币是外生的，央行可以通过调整存款准备金率来控制银行信贷的供给，当央行提高准备金率时，银行信用供给下降，如果假设 1 成立的话，银行信用受到限制的企业将会倾向于采用商业信用来完成生产过程，那么存款准备金率与商业信用之间存在显著的正向关系；如果货币是内生的，央行没有能力通过调整存款准备金率来控制银行信贷的供给，当央行提高准备金率时，银行的信贷供给没有受到显著影响，因而企业商业信用的使用也不会受到显著影响，那么存款准备金率与商业信用之间没有显著的关系。因此本文基于内生货币理论提出：

假设 2：存款准备金率与商业信用之间没有显著关系。

主流经济理论认为利率是由货币供给和需求内生决定的，而内生货币理论认为，利率是外生的，央行可以设定短期利率，这就意味着央行可以控制短期利率来控制经济活动的规模，来实现控制通货膨胀、促进就业、经济增长等短期目标。央行提高利率有两种效应，一是提高了银行信用的边际成本，当其大于企业放弃现金折扣的成本时，企业会倾向于采用商业信用，这种效应可以称为“替代效应”；另一种央行提高利率，会提高整个社会的信用成本，导致整个社会经济活动的萎缩，一方面企业倾向于减慢扩张计划或者缩减经营规模，相应减少商业信用的使用，另一方面对方企业提供的商业信用会相应缩减，这种效应可以称为“收入效应”。当“替代效应”大于“收入效应”时，贷款基准利率与商业信用呈正向关系，反之，贷款利率与商业信用呈负向关系。内生货币理论倾向于后者，认为央行能够通过控制利率来控制整个经济的规模，来实现宏观调控的短期目标。于是，本文提出：

假设 3：贷款基准利率与商业信用存在显著的负向关系。

三、经验分析

为了检验上述假设，本报告共设定以下三个计量模型。首先是：

$$cc1_{i,t} = \alpha bc_{i,t} + \beta_1 rir_{i,t} + \beta_2 roa_{i,t} + \beta_3 alr_{i,t} + \beta_4 car_{i,t} + \beta_5 age_{i,t} + \beta_5 \log_ta_{i,t} + \sum industries_i + u_{i,t}$$

$$u_{i,t} = a_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$cc1_{i,t}$ 代表 i 公司第 t 期的商业信用使用量， $bc_{i,t}$ 代表代表 i 公司第 t 期的银行信用使用量， $rir_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 期的营业收入同比增长率； $roa_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 期的总资产收益率， $alr_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 期的资产负债率， $car_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 期的流动资产比率， $age_{i,t}$ 表示 i 公司到第 t 期的成立时间， $\log_ta_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 期的总资产的自然对数， $industries_i$ 表示 i 公司所处的行业，为虚拟变量。如果 a 的系数为负数，则证明了商业信用与银行信用的负相关关系。

其次是：

$$cc1_{i,t} = \alpha bc_{i,t} + \beta lag_rr_{i,t} + \beta_1 rir_{i,t} + \beta_2 roa_{i,t} + \beta_3 alr_{i,t} + \beta_4 car_{i,t} + \beta_5 age_{i,t} + \beta_5 log_ta_{i,t} + \Sigma industries_i + u_{i,t} \quad (2)$$

$$u_{i,t} = a_i + \varepsilon_{i,t}$$

lag_rr_{i,t} 表示滞后一期, 即一个季度的央行公布的大型金融机构的存款准备金率的算数平均数; 如果 β 的系数较小, 且结果不显著, 则证明了准备金率与商业信用没有显著的相关关系。

最后是:

$$cc1_{i,t} = \alpha bc_{i,t} + \beta lag_ir_{i,t} + \beta_1 rir_{i,t} + \beta_2 roa_{i,t} + \beta_3 alr_{i,t} + \beta_4 car_{i,t} + \beta_5 age_{i,t} + \beta_5 log_ta_{i,t} + \Sigma industries_i + u_{i,t} \quad (3)$$

$$u_{i,t} = a_i + \varepsilon_{i,t}$$

lag_ir_{i,t} 表示滞后一个季度的央行公布人民币一年期贷款基准利率的算数平均数; 如果 β 的系数为负且显著, 则证明了利率与商业信用有显著的负相关关系。

本报告所有回归均使用 stata10 计量分析软件进行, 采用固定效应, 为了克服异方差的影响, 在回归中利用 stata 工具对异方差进行了修正, 回归结果的标准差是稳健的, 回归的结果显示如表 1 所示:

表 6 固定效应模型回归结果

cc1	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)
bc	-0.1600*** (0.0089)	-0.1600*** (0.0089)	-0.1600*** (0.0089)
rir	0.0002 (0.0001)	0.0002 (0.0001)	0.0002 (0.0001)
roa	0.0232 (0.0189)	0.0232 (0.0189)	0.0234 (0.0189)
alr	0.1510*** (0.0095)	0.1510*** (0.0095)	0.1510*** (0.0095)
car	0.0538*** (0.0053)	0.0539*** (0.0053)	0.0538*** (0.0053)
age	-0.0022*** (0.0003)	-0.0024*** (0.0004)	-0.0023*** (0.0003)
log_ta	0.0082*** (0.0016)	0.0082*** (0.0016)	0.0083*** (0.0016)
lag_rr		0.0127 (0.0161)	
lag_ir			-0.0792** (0.0343)
常数项	-0.0223	-0.0202	-0.0165

	(0.0169)	(0.0172)	(0.0171)
行业	控制	控制	控制
观测值	25,408	25,408	25,408
R平方	0.1762	0.1762	0.1764
F检验	93.5100***	82.1600***	81.9900***

注：*** 表示0.01的显著性水平，**表示0.05的显著性水平，* 表示0.1的显著性水平，括号内为稳健的标准差

三个模型回归的结果均显示 bc 的系数为负，且都在 0.01 的水平上显著，可见，就中国的上市公司而言，2006-2011 年期间，企业的银行贷款使用量与应付账款之间存在稳定的负相关关系，从而可以认为商业信用与银行信用之间存在着显著的负向关系，从而验证了假设 1。本文的研究结果与石晓军、李杰(2009)、文群星（2011）、Ge 和 Qiu（2007）以及 Cull（2009）等人对我国的研究结果是一致的。商业信用与银行信用作为债务结算工具，都可以帮助企业以垫资的形式完成生产过程，对于企业而言，两种工具确实存在此消彼长的负向关系。当企业倾向于采用银行借款预付工资、采购原材料完成生产过程时，会相应减少商业信用的使用量；当存在银行信贷配给，或者说央行采用差别化贷款拨备政策时，相应提高企业贷款的边际成本时，企业会倾向于更多的采用商业信用，来完成采购和生产过程

第二个回归的结果显示，lag_rr 的系数为正，但是数值较小，仅为 0.018，且不显著，与文群星（2011）的研究结果不同。这说明商业信用与存款准备金率之间没有显著的相关关系，假设 2 基本得到了验证。当央行存款准备金率提高时，商业信用仅有非常轻微的上升，而且这种上升的趋势并不显著，这说明存款准备金率的提高对银行信贷的供给造成的影响较小。这也从一个侧面证明了目前中国货币具有一定的内生性，央行无法通过控制存款准备金率来有效控制银行信用的供给，从而控制货币供给量。

第三个回归的结果显示，lag_ir 的系数为负，为-0.079，且在 0.05 的水平上显著，与 Cumby(1983)的研究结果不同，这说明了商业信用与利率之间存在显著的负向相关关系，证实了假设 3。央行提高利率时，“收入效应”大于“替代效应”，即央行提高利率会提高整个社会的信用成本，导致整个社会经济活动的萎缩，一方面企业倾向于减慢扩张计划或者缩减经营规模，相应减少商业信用的使用，另一方面对方企业提供的商业信用会相应缩减。这个结果这从另一个侧面证明了央行能够通过控制利率来控制整个经济的规模，来实现宏观调控的短期目标。同时，lag_ir 的系数的绝对值大约为 lag_rr 的绝对值的四倍，也说明了利率对于商业信用的影响相对于准备金率来说要大的多，这也意味着利率相对于准备

金率来说，对于银行信用的供给有着更大的影响力。

控制变量方面，营业收入增长率与商业信用基本上没有相关关系，总资产收益率与商业信用呈正相关关系，但是不显著，资产负债率与商业信用呈显著的正相关关系，不过这个有可能存在内生性问题，因为商业信用本来就是负债的一部分，总资产、流动资产比率均与商业信用存在显著的正相关关系，说明规模越大、流动资产占总资产的比重越高，使用商业信用越多，企业成立时间与商业信用呈显著的负向关系，但是系数较小，基本可以忽略不计。

四、政策建议

在内生货币的环境下，采用数量型政策会导致金融风险的进一步积聚，因此，应该采用价格型政策，确定合理的利率水平，而这就需要建立市场化的利率形成机制。

利率市场化的最终目的，是通过市场供求关系对稀缺的金融资源进行配置。在我国当前的金融发展阶段，利率市场化更多地泛指利率由行政性管制确定向市场化自主调节的过程。目前，我国包括货币市场利率、债券市场利率、同业利率等在内的大部分批发性利率已经实现了市场化调节，人民银行仅对以存款利率上限和贷款利率下限为首的部分零售利率进行管制。但是，由于我国商业银行的存、贷款业务分别占到了其资金来源和资金运用的 80% 和 60% 以上，管制利率在我国利率决定体系中的作用仍是举足轻重的，我国的利率市场化仍然任重道远。

在管制利率退出舞台后，中央银行的货币政策仍然需要通过调节资金成本和市场供求来间接影响利率水平，进而引导投资和生产。广义的利率市场化包括三个方面：存贷款管制利率的市场化放开，这也是通常意义上所说的利率市场化，也可将其理解为狭义的利率市场化；以及中央银行利率调控机制的建立；利率期限结构的完善。

存贷款利率市场化可分为两个方面：存款利率市场化和贷款利率市场化。

关于贷款利率市场化，市场上给出的路径选择包括：一次性放开、逐步扩大贷款利率下浮空间或者简化贷款利率期限档次等。由于贷款对象多为企业客户，且已经过多年的贷款利率浮动实践，贷款利率的市场化定价水平相对较高。根据《2012 年第一季度中国货币政策执行报告》，2012 年 3 月份的贷款发生额中，执行基准利率上浮、基准利率和基准利率下浮的贷款占比分别为 70.43%、24.95% 和 4.62%。放开贷款利率具有较强的市场基础。虽然，为保证稳妥，可以暂时不采取一次性放开的方式，但是通过不断降低贷款利率下限或者简化贷款利率期限档次的方法总体来说都是可行的，并不会对商业银行的贷款业务构成较大冲击。

存款利率的市场化相对复杂，也需要更为慎重。市场上对此问题的讨论也分歧较大，有人认为可以采取逐步提高存款利率上限的方式，也有部分人士指出应该通过发展大额 CD 等替代性金融产品的方式来扩大存款利率市场化定价的范围。2004 年以来，虽然我国实行的是基准存款利率上限管理，但由于竞争压力的存在，各商业银行实际执行的存款利率均为基准利率，并未出现存款利率下浮的情形。参考美国、日本、韩国等国的利率市场化经验，存款利率放开以后一般会伴随存款利率绝对水平的升高。同时，从我国目前的情形来看，一年期以内的理财产品收益率在 5% 左右，而一年期存款基准利率仅为 3.5%，贸然放开存款利率是不可行的，逐步提高存款利率上限也只会“一浮到顶”，达不到区别定价的目的。

从发展替代性金融产品入手推动存款利率市场化相对可行。近两年，商业银行的理财业务大规模发展，其定价根据市场供求自由确定，这本身就是对存款利

率市场化的一种“民间的”、“自发性的”尝试。不管是年初媒体炒作的中国银行的表内结构型存款，还是一般的浮动收益类理财产品，实际上均对一般性存款构成了一定的替代，与美国 70 年代出现的货币市场基金相同，是市场推动政府进行利率市场化的自发过程。对于政府来说，与其等待市场挤压，不如把握存款利率市场化的主动权。第一，是要通过金额、期限和投资范围等维度对投资者进行区分，有步骤地扩大存款替代金融产品的覆盖面来达到逐步市场化的目的。第二，要引导替代性金融产品合理定价。虽然理财产品的发展总体是有益的，但目前理财产品定价面临一定的无序性，货币政策对其利率的调节性相对隐蔽。参照美国的经验，其利率市场化之初，在创新某种金融产品时，会要求其与其相应期限的国债收益率挂钩浮动。类似地，我国可借助与货币政策联系更为紧密的 Shibor，在发展新的金融产品时要求其与其 Shibor 挂钩，以保证利率期限结构的合理传导。从这一思路来看，发展以 Shibor 为基准面向金融同业的同业存单市场，并进一步发展面向企业、居民等最终客户的大额可转让存单市场，有助于逐步发现存款利率价格，是积极稳妥地推动存款利率市场化的可行步骤。

综上所述，目前市场对于利率市场化的讨论更多地关注存贷款管制利率的放开，即狭义的利率市场化。实质上，利率市场化还应包括中央银行利率调控机制建设以及利率期限结构的完善。

中央银行利率调控机制建设是利率市场化的根本出发点。目前，我国仍实行的是数量调控，通过调控货币总量以及贷款规模实施货币政策，利率在调控中发挥的作用相对有限。而在盯住数量的同时，必然会对价格构成一定扭曲。在不对中央银行货币政策调控框架进行调整的情况下，单纯放开存贷款管制利率，难以保证货币政策的有效传导。在下一步的改革中，中央银行需要进一步完善货币政策价格调控框架，确定政策性利率并完善相应的走廊制度安排，通过公开市场操作等调控政策性利率影响市场利率，进而引导投资和产出。

利率期限结构的完善是利率市场化后，利率政策能够有效传导的市场基础。中央银行通过政策性利率对市场利率进行调控，意味着中央银行的货币政策需要从货币市场传导至债券市场、存贷款利率市场，进而达到对投资和产出的引导，而这需要一个合理、有效的利率期限结构。目前，由于利率在政策调控中的作用相对较弱的原因，我国的货币市场、债券市场、同业市场、票据市场等市场面临的监管政策和定位不同，各自之间的相关性相对较弱，对货币政策反应的灵敏度相差较大。下一步，需要借助货币市场基准利率 Shibor，加大 Shibor 与其他市场利率的相互联系，提高各品种、各期限利率走势的一致性，形成货币政策引导 Shibor，Shibor 影响其他市场利率的合理格局，夯实利率调控的市场基础。

最后，需要指出的是，利率市场化是一个全局政策，类似于温州所提出的在单个地方搞利率市场化改革试点的方法是不可行的。如果规定在单个区域实行低于全国的贷款利率或高于全国的存款利率，资金的流动性必然会使得贷款资金流出该区域或存款资金流向该区域，导致本质上是全局推开，从而就不再是试点。实质上，只要有利差，即便是跨国资金都会有不同程度的流通。例如，目前随着人民币跨境资产运用规模的不断扩大，已经有部分企业试图通过海外发债，或集团内部资金调拨等方式利用成本相对较低的海外人民币资金，这无疑会对管制利率构成一定的冲击，使国内的利率市场化陷入相对被动的局面。

主要参考文献:

Ge, Y., J. Qiu, 2007, "Financial Development, Bank Discrimination and Trade

Credit”, *Journal of Banking and Finance*, 31, pp.513-530.

Keynes, J. M., 1930. *A Treatise on Money*. London: Macmillian&Co.

樊纲：《企业间债务与宏观经济波动（上下）》，《经济研究》，1996年第3、4期。

陆正飞、杨德明，《商业信用：替代性融资，还是买方市场？》，《管理世界》，2011年第4期

刘仁伍、盛文军：《商业信用是否补充了银行信用体系》，《世界经济》，2011年第11期。

石晓军、李杰，《商业信用与银行借款的替代关系及其反周期性：1988-2006年》，《财经研究》第35卷第3期，2009年3月。

石晓军、张顺明：《商业信用、融资约束及效率影响》，《经济研究》，2010年第1期。

于泽：《我国 M2 顺周期性的原因分析——货币供给内生性的视角》，《管理世界》，2008年第12期。