

# 利率市场化 任重道不远

央行下调金融机构人民币存贷款基准利率并将存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的1.1倍，最近几天，五大商业银行和股份制纷纷将存款利率上浮，而城商行的存款利率上调幅度最大。这完全与央行下调基准利率的货币政策操作方向以及意图相悖。央行在逐步放开银行存贷款利率的同时，建立起一套高度关联的利率体系，形成统一的基准利率并完善传导机制。

王勇

中国人民银行宣布从6月8日开始，下调金融机构人民币存贷款基准利率并将存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的1.1倍，即可升至3.575%；贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.8倍，即可达5.048%。这表明今年的利率市场化改革已开始正式启动。但从6月8日之后几天商业银行的执行情况看，下一步利率市场化还有许多工作要做。

## 银行初尝自主定价权

实际上，利率市场化的最终目的就是将利率的决策权以及定价权交给金融机构，由金融机构根据资金状况和对金融市场动向的判断来自主调节存贷款利率水平，央行通过运用货币政策工具间接调控和引导市场利率，使市场机制在金融资源配置中发挥主导作用。

6月8日之后几天商业银行的利率执行情况，可以充分体现出我国利率市

场化改革迈出实质性步伐。近几天来，中、农、工、建、交五大行和邮储银行将活期、3个月、半年和1年期存款利率上浮了1.08倍，分别为0.44%、3.1%、3.3%和3.5%；同时，民生、招行、光大、浦发、中信、渤海银行等股份制银行也将利率调整的幅度基本与大行保持一致。城商行的存款利率调整幅度最大，诸多城商行的存款利率全线上涨1.1倍，调整后，1年期存款利率达3.575%。由此可见，从来没有变动过的商业银行存款利率上限被突破，破除了存款利率严格管制上限的禁区；贷款利率也突破了基准利率下线管制的禁区。这就给客户存款提供了议价的余地和选择银行的机会，居民存款可以“货比三家”，选择利息更高的银行。同时，也给商业银行等金融机构按照市场化直接调控和引导市场利率，使市场机制在金融资源配置中发挥主导作用。

在市场化的利率形成机制中，金融市场基准利率应当是金融市场利率中具

有普遍参照作用的利率，其他利率水平或金融资产价格均可根据这一基准利率水平来确定。在利率市场化条件下，融资者衡量融资成本，投资者计算投资收益，客观上都要求有一个普遍公认的利率水平作参考。所以，基准利率是利率市场化机制形成的核心。

当前，商业银行将存贷款基准利率和上海银行间同业拆放利率（Shibor）作为其定价的基准利率的条件下，商业银行的定价行为就容易发生变异。比如今年5月份以来，受央行连续降低准备金率、暂停央票发行、持续开展逆回购等政策的影响，加之物价开始见顶回落，Shibor利率开始明显下行，尤其是中长期利率下行幅度更为明显。其中，7天Shibor利率由5月初接近4%的水平回落到目前2%略高的正常水平。尽管如此，商业银行存贷款利率却高高在上。而且，这次央行降息，主要是针对前5个月各项经济数据指标逐步走低，经济下滑压力增大而作出的，旨在引导金融机构支持扩大内需，尤其是支持投资与消费的适度增长，支持实体经济发展，以此来“稳增长”。但这次央行基准利率下调后，多数商业银行经过浮动，反而比下降之前的基准利率还要高，其定价行为所体现出来的方向完全与央行货币政策操作方向以及意图相悖。

## 症结源于诸多环境因素

究其原因，首先，利率传导机制不畅。市场化需要有一个顺畅、有效的传导机制，并对市场价格的形成产生必要的影响。当前，在央行实质上将存贷款基准利率作为宏观调控的目标利率的条件下，市场调控手段尚较少，并且金融市场利率以及公开市场操作利率不能有效引导商业银行。其次，目前中国和西方国家银行的情况有相当大的差异。在欧美国家，银行利率高低是与银行大小以及银行信用度成反比。而中国商业银行的情况是，只要是商业银行，无论大小信用度都很好，鲜有到期存款不能还本付息的。在这样的金融环境下，无论是公司客户还是个人客户一定会将存款存入利率高的银行。那么在各家银行拼命拉存款的情况下，这些银行都会抢先提高存款利率达政策上限。再次，长期以来，商业银行过分强调“存款立行”，因此，扩大存款规模成了各商业银行的头

等大事，甚至将吸收存款当做各级银行非常重要的考核指标，以至于无论我国经济是在上行周期还是在下行周期，商业银行始终都是在搞存款竞争，甚至不惜血本拉存款。另外，我国间接金融占重要比重，金融投资渠道单一，股票市场持续震荡，萎靡不振，缺乏投资价值和投资吸引力，股票基金普遍陷入亏损的境地。在这种情况下，银行存款就成了客户闲置资金的最佳去处。

## 多策加快利率市场化改革

下一步，我国利率市场化改革要扎实推进，还应在如下方面作出努力：

第一，在逐步放开银行存贷款利率的同时，建立起一套高度关联的利率体系，形成统一的基准利率并完善传导机制，为货币政策操作提供条件。从目前情况看，Shibor已具备了作为基准利率的重要条件，应进一步强化其作用。

第二，加快商业银行经营战略转型。商业银行应当尽快转变“存款立行”传统理念，有效借鉴国际银行业先进经验，加快经营战略转型。推进综合经营向纵深发展，促使银行收入趋向多元化。具体来说，就是要推动综合经营布局广度进一步扩大，在证券、保险等重点领域取得突破；在完成机构布局的基础上，开展以发挥协同效应为目的的各种整合与重组。同时还要在传统的信贷业务之外不断拓展新型业务，以满足客户的需求，逐步改变以息差作为盈利的主要模式，着力打造业务多元化和盈利多渠道的格局。

第三，加快推动资本市场健康稳定发展。资本市场健康稳定发展，能为利率市场化改革提供优越的市场环境和条件。眼下应当着力推动多层次资本市场发展，逐步形成包括主板、中小企业板、创业板、国际板和场外市场在内的结构合理、功能健全、运行高效的市场体系。更要高度重视资本市场回报，真正为广大投资者提供参与经济发展和分享经济增长成果的机会。

（作者系中国人民银行郑州培训学院教授，高级培训师）

# 从历史的角度看欧元

李克

如今出问题的所谓“欧猪五国”都处于欧洲南部，其实这并非巧合。西罗马帝国灭亡之后，欧洲就一直分为三个世界。一是北欧盎格鲁-撒克逊为首的新教地区，二是南欧罗马为首的天主教地区，三是巴尔干半岛以东的东正教地区。15~16世纪的宗教改革运动起源于北欧，以马丁路德及加尔文派为代表的新教，代表了新兴的皇家世俗政权及市民中产阶级的力量，清教徒教义引领盎格鲁-撒克逊走向了现代文明。而罗马天主教廷面对外部压力，也在特兰托会议上进行了适度革新，延续了其在南欧地区的势力范围。从中世纪以来，东欧与南欧的物质发达程度就一直落后于北欧地区。现在的“欧猪五国”不是新问题。

## 欧洲国家偏爱固定汇率

历史上，欧洲国家一直偏爱固定汇率制度，也是在纷乱之中追求联合的一个注脚。1914年之前，欧洲各国一直采用的是金本位的固定汇率制度。从自我调节结果看，金本位固定汇率制度可以说是效果最佳的制度。当一个国家的出口过快、外汇储备过多时，过剩的黄金储备会增加本国货币的供应量，从而抬高本国物价，削弱出口优势，最终回到均衡的态势。但主战场位于欧洲的第一次世界大战，造成欧洲黄金储备大规模流向美国，严重削弱了欧洲金本位汇率制度的基础。1920年前后，彼时的欧洲霸主——英国费尽九牛二虎之力，不惜压迫新兴的美国数次调低其国内利率，配合其恢复金本位制度。但后见之明的我们知道，结果只是造就了美国的一轮人造信用繁荣，并最终引发了大萧条。1931年，英国率先宣布退出金本位制度，宣告了欧洲金本位固定汇率制度的彻底失败。

后布雷顿体系时代，欧洲各国先是采取了所谓蛇形浮动机制，即每一种货币对另外货币的升值贬值区间不得超过2.5%，使得欧洲各国货币的浮动只能在一个狭窄的蛇形区间波动。随后建立起欧洲货币汇率机制，在浮动汇率时代，欧洲重新回归到了内部固定汇率体系。可以说，欧洲货币汇率机制是欧元的先声与预演。

## 推动欧元法国最积极

与现在的流行认识相反，推动欧洲货币统一最为积极的并非德国，而是法国。法国认识到自身的整体实力不足以与德国抗衡，因此积极推动欧洲货币统一：一是让法郎搭上马克的顺风车，增强法郎的实力；二是通过欧洲经济一体化，限制德国力量的过分膨胀。在货币一体化概念提出之初，以法国、比利时为主的国家就与德国、荷兰为主的国家之间存在理念上的差异。德国、荷兰为主的经济学家派，认为货币统一只能是经济统一的结果，只有在欧洲各国的经济条件及经济政策趋同时，才能选取相同的货币。而以法国、比利时为主的货币主义派则认为时不我待，经济统一的过程太过漫长，只有先建立起统一的货币，才能倒逼经济一体化的快速推进。

历史最终选择了法国的路线，而转机则来自于两德的统一。拜戈尔巴乔夫新思维改革所赐，苏联东欧剧变，两德统一的时间大大超出世界的预期。面对一个实力更强劲的新德国，法国总统密特朗意识到必须提前推进欧洲货币一体化的努力。而德国政府在深刻反思纳粹历史教训之余，也担忧本国实力的异军突

起，会抬升国内极端民族势力的思想。德法思想统一，欧元区的建设快步提速。

但回顾当时情形，不得不说是当年的欧元区设想是一个有些早产的婴儿。为了快速实现两德合并，彼时的西德政府同意了东德的要求，以1:1的比例兑换东德货币。这一决定的结果是德国货币供应量瞬间急剧增加（统一前，东德与西德货币的兑换比例是4:8.1），同时由于来自于东德的内需迅速扩大，德国面临着极大的通胀压力。为了应对国内通胀压力，德国央行大幅提升国内利率。而为维持欧洲货币汇率机制，英法等其他国家也被迫跟进德国提高利率的决定。不幸的是，此时的英法等国正面临着小衰退的威胁。国际投机资金早已算定英法等国无法永远跟随德国上调利率的决定，英镑及法郎兑马克的固定汇率迟早要突破之前限价，大幅贬值。结局是，国际投机资金赌对了英镑的走势。索罗斯在此役大赚10亿美金。英国最终退出了欧洲货币汇率机制，并最终与欧元无缘。法国则在德国央行支持下，勉强维持住法郎兑马克的汇率，但代价是国內经济的小衰退。

## 固定汇率制度都经历退出问题

所以现在的希腊退出问题，实在不是新鲜的课题。可以说，历史上固定汇率制度都经历过退出问题。如1992年英镑退出欧洲货币汇率机制，距今不过20余年历史而已。距今更远的，1997年东南亚金融危机，最终的结局也是东南亚国家货币大幅贬值，退出盯住美元的固定汇率制度。上世纪30年代的金本位制度，则先经历了英国的退出，最后经历了法国的退出，溃不成军。这些退出有一个相同的结果，即退出之后，在快速贬值的帮助下，本国经济在短期内实现了复苏。大萧条时，率先退出金本位制度的英国第一个复苏，而最后退出的法国，衰退时间最久；1992年英国退出欧洲货币汇率机制，随后的5年中，英国经济平均增速达3%，而未退出的法国等国，平均增速只有1.3%；1997年东南亚等国在退出盯住美元汇率制度，大幅贬值后，2003年就基本回到了危机前的经济水平。

然而，货币一体化之下，希腊等债务国面临着货币错配的巨大压力。希腊等国退出后，当然可以享受货币贬值带来的出口复苏，但其以欧元计价的债务规模也会瞬间倍增。这也是为何德国财部长朔伊布勒判断希腊等国不可能退出欧元区的底气所在。当然，希腊等国不会轻言退出，但如果一直面临着100%以上的发债利率时，其退出与不退出的债务规模，似乎也区别不大了。显然，要留住希腊等国，德国为首的北欧国家还需要付出更大的代价。

单一货币是固定汇率制度的终极表现形式。历史上，所有的固定汇率制度都失败了。现在的欧元，从经济角度而言，也不成功。即便从当初法国的政治目的看，距通过货币一体化限制德国实力的初衷也偏离甚多。目前德国在欧洲的影响力较欧元诞生之前是更大了。

但我们知道，通过货币统一一逼经济统一本就是欧元设立之初的顶层路线设计，而深刻反思本国历史的德国推进货币一体化的决心又不容置疑。所以，面对着这个终极的固定汇率制度，现在还不是完全悲观的时候。

（作者供职于中国农业银行金融市场部）

## ■ 舆情时评 First Response

# 宗教场所上市 股市不可承受之轻

苏容若

近年来，宗教场所过分商业化乃至谋求上市这一剧目在中华大地巡回上演。据中国上市公司舆情中心观察，从少林寺、法门寺到财神庙，主角更迭，剧情微调，而舆论则总是几乎一面倒地批评，其间夹杂着无神论者对以神之名圈钱的情绪，裹挟着对于过度商业化的厌恶，渗透着对于净土流失的惆怅。

这一回的主角是财神庙景区借壳上市，而背后的主事者亦曾参与筹划法门寺景区赴港首发上市。从法门寺景区的上市进展来看，倒是令许多观众松了一口气——当地政府官员称，鉴于二期项目还没有开工，原本定于2013年上市的法门寺工程暂时搁置。

宗教场所上市，实乃股市不可承受之轻。文化搭台，经济唱戏，已是地方政府招商引资大考中屡见不鲜的招数。凡事总该有个界限，当文化搭台变成宗教搭台，我们必须划出楚河汉界。手握审核权的部门在开始审核之前，首先需直面其宗教属性，而这又超出了其职能范畴。陈力就列，不能者止，这里的“不能”，不在能力之高下，而在机构职能管辖之领域。

不过这番辩词，倒是绘出了打宗教擦边球者的心态，也给有关宗教管理部门、宗教组织提了醒。似是而非的宗教场所，以宗教之名，缺敬畏之心，行牟利之实，损宗教之魅。

在划分宗教场所和景区的上市政策及其他政策上，禁令容易下，执行相当难，甚至可以说是一个系统工程，需以理性的方法，捍卫信仰的尊严。举例来说，对于何谓“寺”、“庙”，是否该由宗教相关部门建立名称使用规范？对于与宗教场所相关的经营行为如何审慎思考并加以规范指引？

请审慎对待股市不可承受之轻，这关乎生命中不可承受之轻。

（作者系中国上市公司舆情中心特约观察员）

再论其他。

其实国家宗教局态度鲜明。国家宗教局有关人士指出，寺庙道观是满足信教群众宗教活动需求的场所，是民间非盈利组织；综观世界其他国家，从没有将宗教活动场所打包上市的先例；发展市场经济应该有边界，要符合社会的基本底限。

“财神庙”主事者振振有词，此庙非彼庙，宗教场所不得上市，可“财神庙”虽然叫庙，却只是个景区。几句辩词，尽现狡黠，一边把“庙”之魅作为最大卖点，另一边说其实并不是那么回事。“财神庙”岂是任人打扮的小姑娘，在游客面前蒙上宗教的面纱，在股市面前慷慨讲演美妙的商业逻辑和盈利思路。

最近行情比较差，新股上市多破发。融资步伐太频繁，接盘力量很匮乏。发展固为硬道理，休养也是辩证法。股市规模扩张快，内在质量待优化。

## 焦点评论



昨日5只新股上市4只破发  
最近行情比较差，新股上市多破发。融资步伐太频繁，接盘力量很匮乏。发展固为硬道理，休养也是辩证法。股市规模扩张快，内在质量待优化。

赵乃育/漫画  
孙勇/诗

# 期待“紧数量、低利率”货币政策持续给力

胡月晓

当前经济困难是经济周期和经济结构双重叠加的结果。一方面，经济处在周期性的低迷阶段，过去的错误政策延长了经济的低迷期；另一方面，结构转型要求淘汰一些现存产业，但新产业需要对要素进行重新组合，短期内不能形成新产出，这对当前的经济增长构成了很大压力。

从海外经济形势看，欧美经济体金融部门的资产负债表仍处在恶化过程中，还未进入修复期，实体经济只能勉强企稳不再继续下降。对中国而言，这意味着出口带动的经济增长模式，在未来也不再适用。中国经济在新的增长点形成前，货币手段对中国经济的刺激作用有限。中国货币激励过

去的巨大作用，在于货币放松对房地产和投资的巨大推动作用。随着房地产泡沫的回落和对投资方向选择控制的加深，货币政策开始下降。中国经济增长的敏感点，更多地转向了产业政策等供给方面的调控管理，如减税、体制改革、破除垄断等。

通胀变通缩的压力犹存。目前通货膨胀已进入了实际上的受控阶段。受到经济景气度降低的影响，需求因预期悲观有所改变，价格上涨的动力开始减弱，价格上涨趋势开始改变，价格波动开始回归正常。如果当前的价格变动趋势延续，2012年下半年通货紧缩的“幽灵”将重现。

2012年以来，经济下行压力日益沉重：投资、消费增速双双下降，工业生产快速回落。经济增长放缓带来了需求的

疲弱，物价回落态势基本形成。制约降息的最大因素通货膨胀，5月份消费者物价指数（CPI）已回落到3%的临界点。在物价持续回落的态势下，制约扩张性货币政策的障碍基本得以消除。从环比变动趋势看，只要不出现灾害性天气，物价持续回落态势已成定局。从物价变动形势看，未来CPI同比增速一定破3，生产者物价指数（PPI）同比增速也可能继续回落。

“收数量、降价格”的货币组合有利于经济转型。在当前的经济形势下，通胀高企的基础是货币数量过多，治理的对策应是货币数量型工具，控制货币增速；经济增长则需要通过提高增长和激活需求入手，在货币手段上价格型工具是最佳的选择。从反通胀和保增长的双重目标看，经济的低迷加上价格水平的回落，为货币当局采用价格刺激手段创造了空间。在当前信贷意

愿不强的情况下，采用数量宽松政策对经济的刺激作用有限，价格手段是比较有效的选择。同时调整存贷款利率上下限，显示出央行既关注经济发展又考虑通货膨胀的双重考量。

物价的回落，从另外侧面反映了经济运行的低迷局面——需求不足。为保证需求的平稳，财税政策上出台系列促投资的措施，尤其是跟经济转型、结构调整一致的工业投资促进政策，会持续跟进。货币政策在促进信贷投向转向实体经济的结构调整同时，对促进基础投资和降低工业经济资金运行成本的降息动作，伴随经济低迷状态的延续，或再次推出。

经济低迷、货币数量仍过多；经济转型、保增长和价格稳定的三重目标，或逼出“紧数量、低利率”的货币政策组合。

（作者系上海证券研究所分析师）

## 联系我们

本版文章如无特别申明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83501640；发电邮至ppl18@126.com。