

目前我国利率政策效应下降的原因分析

杨文军

一、利率政策的效应下降

自改革开放以来,我国中央银行依照具体经济情况的变动,运用利率政策及其他一系列货币政策对我国宏观经济进行了较为成功的调控。其中,最为典型的例证是央行在1993年经济过热的情况下,果断采取提高存款利率和法定存款准备金率等紧缩性的利率政策,遏制了通货膨胀的加剧,使我国国民经济走上了适度发展的正轨,实现了经济增长的“软着陆”。

随着市场环境的变化,我国经济已由卖方市场转向买方市场,使市场需求成为经济增长的制约因素,利率政策的重心也因此由调控货币供给转向引导货币需求。1996年以来,央行采取连续下调利率(参见表1)的措施,就是央行对买方市场作出的利率政策选择,旨在通过刺激投资和消费来拉动经济增长。

然而,以上这些利率政策并未达到刺激经济、扩大需求的效果。根据国家统计局的资料,1998年第一季度,我国国民生产总值仅增长7.2%,增幅比1997年同期回落2.5个百分点,经济增长速度跌入1992年以来的谷底;1~6月出口增长7.6%,出口增幅逐月回落,5月份甚至出现了22个月连续增长以来的首次负增长;物价水平继续走低,1~6月商品零售价同比下降2.1%,居民消费价格指数同比下降0.3%。在这样的情况下,人们不由地产生了一个疑问,利率政策不灵了吗?

二、对利率政策效应下降的分析

我们对利率政策效应的分析,可以从凯恩斯的货币传导机制开始,并结合中国的实际情况不断放宽其假设条件。

首先,我们假设利率政策的执行是在一个封闭经济体中,且不考虑预期因素。此时,根据凯恩斯学派的观点,利率政策的传导机制是先通过货币政策工具(如降低法定存款准备金率、公开市场业务等手段)使货币供应量 M 增加,从而影响利率水平(使 r 下降),再经利率水平的变动改变投资活动水平(使投资 I 增加),最终导致国民收入水平 Y 的增加。在这一传导机制中,利率是一个最重要的环节。一项扩张的利率政策若能使利率下降较多,并且利率的下降能对投资有较大的刺激作用,则该项利率政策的效果就强,反之,利率政策的效果就弱。

表1 中央银行利率调整

项 目 \ 日 期	1996年 5月1日	1996年 8月23日	1997年 10月23日	1998年 3月25日	1998年 7月1日	1998年 12月7日
存款利率降低百分比%	0.98	1.50	1.1	0.16	0.49	0.50
贷款利率降低百分比%	0.75	1.20	1.50	0.60	1.12	0.50

资料来源:中国人民银行

根据以上分析,我们可以看到利率政策执行效果的好坏与两个因素有关,其一是利率与货币供给之间的弹性;其二是利率与投资需求之间的弹性。

然而,我国现在的利率并不是一种市场利率,而是一种政策性利率,基本上不反映实际的货币供求关系。根据中国人民银行所作的调查(见表 2),在中国经济增长和总需求的变动中,利率变化与货币供给之间基本上不存在什么相关性,这表明中央银行很难通过降低利率、增加货币量来达到经济增长的政策目标。另外,由于利率本质上是资本的边际生产率,故当企业缺乏能盈利的投资项目,或企业的资本边际生产率较低,那么,即使下调利率也不能刺激企业增加投资。根据国家统计局的资料显示,有半数以上的国有企业就是由于找不到良好的投资项目而被迫放弃了银行贷款申请。

表 2 中国经济增长因素相关性分析

年 份 \ 项 目	名义 GNP (%)	实际 GNP (%)	利率 (%)	实际货币供给 (%)	利率弹性	货币供给弹性
1991	116.5	109.1	9.2	120.7	-0.14	0.34
1992	122.6	114.1	8.8	108.9	-0.21	0.51
1993	129.6	113.1	10.1	113.6	-0.16	0.48
1994	134.5	112.6	11.0	106.1	-0.18	0.58

资料来源:中国人民银行

可见,由于中国目前的体制原因(即利率无法市场化),以及经济状况原因(即资本边际生产率低),从而造成了利率政策的调控功能减弱。

其次,结合中国的实际情况,我们放宽关于封闭经济体的假设,对开放经济中利率政策的效应进行分析。在开放经济中,一国利率政策的制定与实施已不再是一个单纯的内生变量,商品市场、货币市场和外汇市场均对利率政策的实施效果有着重要的影响。从传导机制方面来看,在较高的经济开放度下,利率政策的变化会引起国内利率水平、金融资产价格的变化,影响国内总供给与总需求的水平,从而导致国际收支和汇率水平的相应变化,而国际收支和汇率水平的变化,又会引起该国宏观经济的一系列调整,从而引起国内货币形势的变化。另外,在经济一体化的趋势下,一国利率政策的执行必然会对其他国家的经济产生影响,同时也会招致来自国外的各种反馈,波及本国利率政策的实施效果。

经过 20 年的改革开放,我国贸易依存度已大为提高(1996 年进出口总值已占 GDP 的 35.4%),而且成为仅次于美国的第二大接受外国直接投资国。可以说,我国经济已经具备了较高的开放度。由此,经济开放度对我国利率政策的影响也日益明显。然而,我国的货币市场还很不发达,货币市场与外汇市场、资本市场之间缺乏联系,使得中央银行的各种利率政策工具不能有效地协调运作,容易产生政策冲突,导致利率政策失灵。例如,此次央行采取的降息政策,本应使人民币汇率在短期内贬值,而在远期有升值的预期。但是,由于东南亚金融危机的影响,我国政府处于各方面考虑,已承诺人民币汇率不贬值,从而造成了利率政策传导链条的中断,使得贸易收支不断恶化,经济增长速度减缓。另外,此次央行降息后仅两个多月,西方各国为了摆脱金融危机的影响,纷纷宣布降息,以刺激本国经济。这在客观上也削弱了我国降息的刺激力度,使得利率政策的刺激效用不够明显。

最后,我们再放宽预期假设,导入公众预期来分析我国利率政策的效应问题。根据理性预期学派的观点,公众凭借当时所得的信息就可以预见到一切与经济状况有关的政策规则所产生的影响,并据此采取相应的对策以抵消这种影响。因此,不论中央银行采用什么样的利率政

策,公众就已经预测到了,并且马上采取预防性措施,使得中央银行利率政策的执行效果受到影响。我国学者薛万祥根据我国经济政策的制定和传导机制,以及公众的知识水平,认为我国公众属于准理性预期阶段,并提出了准理性预期模型: $Pa = qAa + (1 - q)E$ 。该模型认为,公众仅能利用过去的信息和当前所能得到的信息,对经济变动进行预测,并由此影响央行利率政策的执行效果。

我国中央银行在制定利率政策的过程中,一般采取汇总各级银行上年度计划执行情况,然后再由中央银行制定本年度利率政策的方法。这样的做法一方面会因为缺乏对公众预期的充分了解,而不能保证中央银行利率政策是建立在比公众更理性的基础上,从而可能造成政策的偏差;另一方面,由于信息的不对称性,公众难以得到中央银行利率政策方向的信息,从而使公众的预期不能向政策制定者所希望的方向发展,造成了利率政策“失灵”的现象。央行这几次调低利率、法定存款准备金率的措施,之所以难以发挥效用,原因在于公众预期利率还要下降,故越发不愿意投资,反而转向储蓄或购买债券,造成消费不振、物价水平继续下跌。

三、关于提高利率政策执行效应的几个建议

综上所述,中央银行利率政策的“失灵”是有其深层次的原因的。针对影响中央银行利率政策执行效应的几个因素,笔者认为可以从下面几个方面解决:

第一,抓紧进行体制改革,加快利率市场化进程。利率市场化是充分发挥利率政策效用的需要,也是进一步深化各种金融体制改革的需要。有关利率市场化的论述很多,由于篇幅限制,就不赘述了。但是,必须指出的是,在目前阶段,国有企业和银行的体制制约着利率市场化的进程。只有先解决上述结构性体制性制约因素,才能使利率市场化的步伐加快。所以,抓紧解决国有企业向现代企业制度的转变,以及加快国有银行向商业银行的转变,应该成为国家体制改革的重点工作。

第二,完善金融体系,加大金融深化力度。目前,我国金融市场缺乏统一协调,货币市场、资本市场和外汇市场之间缺乏必要的联结渠道,造成利率政策的实施受阻。这就要求进一步加快金融深化力度,例如,可以建立国内的外币同业拆借市场来提高货币市场与外汇市场的联系,通过发展证券市场来沟通货币市场与资本市场。

第三,综合考虑多种因素,完善利率政策制定过程。利率政策的制定需要综合考虑多方面的因素,中央银行应当对公众的预期有充分了解,在制定利率政策时把公众的预期因素考虑在内,并加强与公众的信息沟通,以使利率政策能产生最佳效果;其次,利率政策的制定还要考虑到对汇率和国际间资本流动的影响,要把汇率变动作为一个评价指标纳入利率政策的制定过程中,以保证利率政策在开放经济中的有效执行。

(作者单位:上海对外贸易学院)

参考文献:

- ① 尹伯成:《西方经济学简明教程》,上海人民出版社。
- ② 林德特:《国际经济学》,上海科技出版社。
- ③ 李拉亚:“预期与不确定性的关系分析”,《经济研究》1994年第9期。
- ④ 姜波克:“开放经济下的宏观调控和政策搭配”,《中国社会科学》1995年第6期。
- ⑤ 杨帆:“我国经济周期中的利率与汇率”,《中国软科学》1998年第2期。