

从降息看我国货币政策的有效性

刘媛媛

摘 要:我国目前尚未完全扭转通货紧缩。自 1996 年 5 月 1 日以来,人民币利率连续数次降低,名义利率进入了近 20 年以来的最低水平。降息是政府采用货币政策刺激经济的手段之一,有观点认为利率政策失灵,我国已陷入“流动性陷阱”之中。通过分析可以得出我国尚未陷入“流动性陷阱”之中的结论。但是,鉴于我国目前的利率水平已经降到历史最低水平,继续下调的空间非常有限,我国的货币政策应该结合财政政策和其他诸如利率市场化改革等配套改革措施。

关键词:利率;通货紧缩;流动性陷阱;货币政策

中图分类号:F832.0 **文献标识码:**A **文章编号:**1006-1894(2002)06-0010-05

一、西方经济学关于通货紧缩的论述及我国通货紧缩的状况

1. 西方经济学关于通货紧缩的论述 按照经济学理论的一般解释,通货紧缩(Deflation)是与通货膨胀(Inflation)相反的一种货币现象,通常指社会物价总水平(即商品和劳务价格)不断下跌,货币量不断减少,货币不断升值的过程。通货紧缩往往与经济周期的下降阶段相联系,是经济萧条的结果。目前国际上对通货紧缩的普遍理解为“与货币和信贷供应紧缩同时发生的一般物价水平的下降。”一般来讲,通货紧缩有 4 个主要特征:第一,社会有效需求不足,以货币计算的商品总需求持续下跌;第二,非技术进步和劳动生产率提高引起的物价下跌,在长时间内持续进行;第三,生产下降,市场萎缩,企业利润率降低;第四,失业增加,收入下降。

进入 80 年代中期和 90 年代,世界各种不同类型的国家都先后出现了通货膨胀逐年下降趋势,整个世界进入了持续的通货紧缩时期。经济持续增长与通货紧缩结伴而行已成为 90 年代世界经济发展的一个显著特征。

在西方经济学中,对于通货膨胀以及与之相应的通货紧缩,主要有凯恩斯主义和货币主义两种不同的理论,并由此产生了两种政策主张。货币主义者认为,只能控制货币供给才能控制通货紧缩,即“唯有货币重要”;而凯恩斯主义则认为,货币政策可以治理通货紧缩。同时,扩张的财政政策、实际因素(如转换工作,移动总供给曲线)、工资和物价控制、道德劝说(施加压力)、改变心理预期等,也可以达到治理通货紧缩的目的,即“货币也重要”。

2. 中国显示出通货紧缩的势头 近些年来,我国国民经济持续增长,但在一定程度上显示了通货紧缩的势头。从我国的消费品物价指数来看,消费品的零售价格指数总体呈

现下降趋势。消费品零售价格指数是国际通行的衡量一国通货紧缩状况的重要指标。从我国的情况来看,零售物价指数从1997年初开始下降,其中经历了一些反复。从1998年2月消费物价指数开始负增长开始,我国进入了通货紧缩。同年10月,通货紧缩曾经有一段时间的缓和。1999年的头5个月,零售物价指数下降了2.5%,是迄今为止下降幅度最大的。2001年物价水平一直保持较低的涨幅,但变化幅度不稳定,5月份最高达到1.7%,相反9月份出现了负增长。而且,由于一般工业消费品市场供大于求的结构性矛盾依然突出、多数商品价格继续走低,工业品出厂价格、生产资料价格持续下降等因素的影响,居民消费价格指数回升的动力不足,继续走低的可能较大。这表明,我国经济再次面临通货紧缩的威胁。

从需求来看,刺激经济增长的需求不足。首先,外需不足,其主要原因是世界经济增长放慢而导致国外需求不足。其次,内需不景气。以消费需求为例,社会消费品零售额从1995年开始几乎一直在下降;在1996年底和1997年初,零售额增长率迅速递减;到1997年底,已跌至大约6%。假如用社会消费品零售额作为居民消费支出的代表,这意味着居民消费支出有5%的增长率。到1998年上半年,增长率上升了一段时间,从那以后又开始降低,1999年5月增长率已经减至大约为2%。考察国内生产总值,1997年的年增长率为8.8%,1998年为7.8%,消费需求增长幅度显然与国民经济增长幅度不符。

二、降息是我国治理通货紧缩的货币政策之一

人民币名义利率自1996年5月1日以来连续数次降低,名义利率进入了近20年以来的最低水平。我国几次降息是政府采用货币政策刺激经济的手段,这主要由以下两个方面的因素决定的。

首先,世界经济发展放缓,尤其是9·11事件给世界经济带来了很大的冲击,对我国经济造成了负面影响。中国人民银行发表的《货币政策执行报告》认为,9·11事件后,全球的货币态势进一步松弛,这可能对我国利率的总体水平产生向下的压力。我国已加入WTO,与世界经济的联系更为紧密,在全球各国纷纷降低利率刺激经济的情况下,为了让中国经济列车运行不减速,最近一段时间人民币利率下调仍将是一个现实的选择。

其次,国内经济中的一些深层次矛盾还没有解决,1万多亿不良资产尚没有消化,国内就业压力依然很大。我国国内经济增长有减速的迹象。居民消费水平有下降趋势。要保持较高的经济增长速度,客观上需要财政和货币政策的支持。通过降息,可以降低企业的融资成本,在一定程度上刺激投资和消费。

降息效果引起中国是否陷入“流动性陷阱”的讨论。凯恩斯主义通过著名的“流动性陷阱”理论,说明了货币政策失灵的情况。在IS-LM模型中,如果LM越平坦,或IS越陡峭,财政效果越强,货币政策效果越弱,如果出现一种IS曲线为垂直线而LM曲线为水平线的情况,财政政策将十分有效,而货币政策将完全无效。这种情况被称为凯恩斯主义的极端情况,即“流动性陷阱”,其确切含义是指政府无法通过增加货币供应量使得利息率下降从而导致投资需求增加这样一种状态。“流动性陷阱”包含三层意思:(1)经济处于严重大萧条之中,公众对经济前景悲观,而对流动性货币的需求量无限大,即有多少货币就持有多少货币,而不用增加的货币去购买其他金融资产,如股票和债券等;(2)在货币政策失灵的情况下,政府用增加支出或减税的财政政策来增加总需求,则效果十分大,因为政府实行这类扩张性财

政政策向私人部门出售公债券,并不会使利率上升,从而对私人投资不产生“挤出效应”。这就是说,在凯恩斯陷阱中,即使 IS 不垂直而向右下倾斜,政府实行财政政策也会十分有效。(3)利率对刺激消费和投资的回升已失去作用。

从我国的现状看,虽然现实中也出现了利率下降反应“失灵”的现象,但从根本上说,我国当前还不存在“流动性陷阱”,主要原因有如下几个方面:(1)我国经济增长速度虽然比前几年有所减缓,但这只是增量的减缓,7.1%的 GDP 增长在世界范围仍属较高水平,我国经济并没有萧条;(2)在“流动性陷阱”状态下,利率杠杆失灵,但不能作反向推理:利率杠杆失灵并非只在“流动性陷阱”状态下存在;(3)名义利率虽然较低,但并未处于接近零利率的水平;(4)居民缺乏购买意愿并非因为名义利率低,也不是因为实际利率高,而是因为即期收入降低和预期收入的不稳定,以及即期与预期支出的增加;(5)企业缺乏投资意愿也不是因为实际利率高,而是由于经济结构性调整,造成市场有效需求不足,这一方面使企业的盈利水平下降,另一方面也增加了企业经营的系统风险和商业风险。

三、以降息为手段的货币政策不是唯一有效的

1. 经济形势表明扩大内需有助于保持我国经济长期稳定增长,而以利率调整扩大内需的空间不大 2001 年国民经济增长幅度虽略低于 1999 年,但仍保持稳定增长。相反,物价水平一直保持较低的涨幅,消费需求增长幅度与国民经济增长幅度不符。这表明我国尚未彻底扭转通货紧缩。2002 年我国宏观经济发展增长所需的外围环境存在更多的不确定性。综合各方面的分析,2002 年世界经济仍是低速增长。外需不强,出口对 GDP 的贡献率降到最低点。IMF 就世界各主要国家 2002 年 GDP 增长率作了预测,见下表。

IMF 预测 2002 年各主要国家 GDP 增长率

国家和地区	美国	欧盟	日本	亚洲	非洲	拉美	世界
GDP 增长率	0.7%	1.3%	-1%	5.6%	3.5%	1.7%	2.4%

国内投资和消费仍保持上年的增长势头,但在政府投资增长的同时,仍然存在民间投资不足的问题,由于出口面临更多的不利因素,国内 GDP 增长主要依靠投资和消费的拉动。中央经济工作会议确定,2002 年继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策,因此 2002 年的投资和消费仍将保持增长。此外,由于我国加入 WTO 的关税承诺,必然有低价商品流入国内市场,特别是国外低价的农产品。这将直接推动目前占物价指数重要位置的农产品价格下行,我国的消费物价指数(CPI)也可能遇到更多的不确定因素,保持物价稳定的目标将面临新的考验,因此要谨防产生新一轮的通货紧缩。

本币利率政策是利率政策的一个组成部分。2002 年的利率政策必须根据 2002 年货币政策的要求来制定。由于今年的宏观经济增长面临着以上环境,特别是受美国经济复苏快慢、日元是否继续贬值等不确定因素的影响,因此货币政策的调控应更灵活、及时。由于现行存款利率水平处于历史最低水平,因此调整人民币利率政策的空间很有限。但是通货紧缩还有进一步的可能性,国外的不确定因素不断增加,调整利率可以为其他货币政策工具的运用提供较大空间,因此存在可调整的必要性,但必须既有前瞻性,又具有及时性,以求调整效应最大化,以防有限的调整空间被浪费。

2. 降息需要财政政策配合 中国人民银行负责人年初就降低人民币存贷款利率答记

者问时说:“我国正处于经济转轨期间,利率传导机制仍有待于进一步完善,利率杠杆作用受到一定程度的制约。而且,当前影响消费和投资增长的因素是多方面的,单靠降息是不够的,作为调控经济运行的手段之一,利率政策必须要与其他政策相互配合才能发挥最佳效果。”

积极的财政政策和稳健的货币政策是我国几年来刺激经济增长、启动内需的主要手段。20世纪90年代后期,央行率先启动货币政策,连续降息,当时虽然有治理通货膨胀时期高利率遗留问题的因素,但是灵活调节利率是对原先单纯控制信贷规模的货币政策的一次突破。从1998年开始,国家又提出积极的财政政策,国家增发1 000亿国债,银行配套1 000亿贷款,大量基础设施纷纷动工,有效地改善了当时有效需求不足,经济增长放缓的情况,实践证明积极的财政政策和稳健的货币政策相结合,是国民经济平稳运行的有力保障。最近这次降息也是这一政策的继续。

继续推进积极的财政政策有几项工作要做。一是发行社会保障特别国债,并计入国有企业事业单位已退休人员的个人账户之中,作为刺激居民消费的重大举措,将离退休人员从原单位脱离出来,并将财政收入账目中划拨的国有亏损企业亏损补贴额,直接援助于亏损企业下岗职工或失业者;二是大幅度提高城镇失业等各类补助标准,使他们成为扩大内需和政府公共支出的主要受益人口,并将对城镇居民普遍实行国家财政价格补贴直接转向城镇低收入人口或特困家庭的补贴;三是逐步取消对粮食流通企业的补贴,转向对农业研究与开发的直接投入;四是各级政府用于技改的投资应分别转入社会保障金、技改财政贴息,建立国家或地区旨在技术创新的研究与开发基金、高技术风险及产业化基金,打破行业界限,鼓励企业和科研机构公开竞争;五是适当扩大周期性赤字,因为经济衰退时期应大幅度增加周期性赤字,多搞一次性支出,例如兴办公共工程项目、其他基本建设项目以及公共就业计划。

3. 推进利率市场化改革 利率市场化改革是指实行利率管制的国家通过建立市场机制、规范金融机构行为等措施,逐步或完全放弃对利率的直接管制,转向由市场决定利率水平的过程。简言之,利率市场化是指由市场主体自主决定利率的过程,即金融交易主体享有自主决定利率的权利,利率的数量结构、期限结构和风险结构等方面都由市场自发选择,而政府或中央银行仅享有利用间接手段影响利率的权利。

为治理通货紧缩,有必要下调利率,调整利率结构,但同时更应加快利率体制的改革,下调利率和加快利率市场化相结合。利率市场化在货币政策实施过程中具有重要意义,有利于发挥货币政策的有效性。银行同业拆借市场利率、再贷款利率、国债回购市场利率等是否具有弹性、市场是否完善,都直接影响着货币政策的有效性。由于目前我国银行同业拆借市场利率仅仅从制度上,而并非在实质上实现了市场化,并不能完全反映市场资金的供求状况,而且银行同业拆借市场利率与基础货币、再贷款也不联动,从而难以形成通过市场传导货币政策的稳定机制,导致了货币政策效应的降低。

我国自1996年以来,已经连续降低金融机构存贷款利率,利率下调频率之高、下调幅度

参考文献:

- [1] 爱德华·S·萧(1973). 经济发展中的金融深化[M]. 邵伏军等译,上海三联书店、上海人民出版社,1988
- [2] 王建. 新凯恩斯主义经济学[M]. 经济科学出版社,1997
- [3] 沈荣坤、汪建. 实际利率水平与中国经济增长[J]. 金融研究,2000.8
- [4] 郭建伟. 利率政策回顾与展望[J]. 经济界,2002.2
- [5] 魏杰. 治理通货紧缩的政策建议[N]. 证券时报,1999.12.28
- [6] 黄凤羽. 西方经济学关于我国通货紧缩实证分析[J]. 财金贸易,2000.6
- [7] 王元龙. 利率市场化改革与利率政策的调整[N]. 中国信息报,2000.9.19