

中国利率政策效果分析

黄 宪 王静然 王 栋

自1996年我国经济实现“软着陆”以来，货币政策由适度从紧转为适度放松。其中使用最频繁的货币政策工具是利率调整。1996年5月至1999年6月，中央银行连续七次下调银行存、贷款利率，下调幅度之大，为历史上罕见。一年期存款利率由1995年的10.98%降至目前的2.25%；一年期流动资金贷款利率由12.06%降至5.85%。利率调整的目的主要是刺激消费与投资，分流储蓄，扩大内需。本文将对利率政策的效果进行实证分析

一、利率政策对消费和投资的影响

从消费市场来看，1996年至1998年，全国消费品零售额的年均实际增长率逐年下降；由1996年的12.5%，1997年的10.2%降至1998年的9.7%。1999年5月，消费品零售额与去年同期相比增长6.2%，增幅进一步回落，且消费品零售额在城市下降的幅度较农村大。市场疲软，供过于求。抽样调查表明，1997年底613种样本中供过于求的只有31.8%，供求基本平衡的为66.6%，供小于求的1.6%。到1998年6月，这613种样本已全部供大于求。

从投资方面来看，如以1995年底金融机构各项贷款余额5万多亿元为基础，六次贷款利率下调累计减少企业利息负担2800亿元以上。全社会固定资产投资总额1996年比上年增长18.19%，到1997年其增长率仅为1996年的6.93%，1998年增长率回升到12.48%。然而，1998年固定资产投资增长主要表现在基本建设投资上，政府投资是1998年投资增长的主要推动力量。但政府对民间投资的带动作用不明显，民间投资仅增长7%~8%。就经营业绩来看，5000户工业生产企业销售成本利润率自1996年5月第一次降息时的1.76%，缓慢上升至1997年12月的4.20%，1998年初则亏损达-1.11%，三次降息后略有回升，但利润不超过2个百分点，与降息前持平。可见，下调利率虽有助于企业减少利息支出，改善其效益，但带动投资的作用并不显著。

总体而言，利率调整对刺激消费与投资作用不大。其原因有多种，我们认为实际利率在六次降息后未降反升是重要成因之一。实际利率是名义利率减去通货膨胀率后的值，它真实地反映了利率水平的高低。表1是按照居民消费物价指数和生产

资料价格指数调整后的实际存、贷款利率。

表1 实际存、贷款利率

	居民消费物价指数 (以上年同期为100) (1)	生产资料价格指数 (以上年同期为100) (2)	一年期存款利率 (%) (3)	一年期流动资金贷款利率 (%) (4)	实际存款利率 (%) (5)	实际贷款利率 (%) (6)
1996.05	108.9	102.0	9.18	10.98	0.28	8.98
1996.08	108.1	100.0	7.47	10.08	-0.63	10.08
1997.10	101.5	99.8	5.67	8.64	4.17	8.84
1998.03	100.7	98.5	5.22	7.92	4.52	9.42
1998.07	98.6	96.4	4.77	6.93	6.17	10.53
1998.12	99.0	95.4	3.78	6.39	4.78	10.99
1999.06	98.2	97.6	2.25	5.85	4.05	8.25

资料来源：(1) (2) (3) (4) 取自《中国人民银行统计季报》。
说明：(5) = (3) + 100 - (1)。 (6) = (4) + 100 - (2)。

由于反映通货膨胀率的物价指数自1995年以来一直呈下滑趋势，且居民消费物价指数回落较利率下调速度快，因而实际存款利率呈上升趋势，1998年12月降息后为4.78%。按1999年4月居民消费物价指数97.8（以上年同期为100）计算，该月实际存款利率升至5.98%。储蓄存款保护较大获利空间，名义利率下调对分流储蓄的作用明显受到抑制，不能有效刺激消费。另外，由于商品供需结构不适应，供给结构升级滞后；收入增幅趋缓制约消费扩大；制度变迁等深层原因综合导致了消费需求不足。

实际贷款利率自1998年以来长期保持在10%左右，是改革开放以来的最高水平，使企业经营成本居高不下。近年来商业银行行为趋于理性化，面对较高的贷款风险，收缩信贷规模，在一定程度上降低了利率下调和扩大货币供给等扩张性货币政策的效果，投资需求难以得到有效的资金支持。

由此可见，总需求对利率下调不敏感主要是由于名义利率调整期间，实际利率上升或维持较高水平所致。利率政策的有效性要求二者保持一致或相近的变化趋势及水平。这意味着需要有稳定的可预测的物价水平。物价水平持续回落或上升，在很大程度上是一种货币现象，源于狭义货币供给不足。由于货

币名义供给 M_s 与货币名义需求 M_d 是恒等关系, $M_s = M_d$, 货币供给的不足反映了货币需求的同一变动趋势。货币需求是收入和利率的函数, 经验研究也表明货币需求对利率敏感。下面将分析利率与货币需求之间的关系。

二、利率调整期间货币需求的变化

在货币需求理论中, 人们主要出于三种动机: (1) 交易动机; (2) 谨慎动机; (3) 投机动机而持有货币。货币需求是收入 Y 与利率 r 的函数: $M_d = f(Y, r)$ 。现代货币数量论发展传统货币数量论与凯恩斯流动性偏好理论, 认为在市场经济条件下, 在金融市场较发达的情况下, 货币需求函数中的利率 r 包括各种金融资产以及实物资产的收益率。货币需求函数可扩展表述为:

$$M_d = f(\bar{Y}, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi^e - r_m)$$

\bar{Y} 为恒久性收入;

r_m 为货币的预期回报率;

r_b 为债券的预期回报率;

r_e 为股票的预期回报率;

π^e 为预期通货膨胀率。

等式下的符号表示货币需求与上面变量正向 (+) 或负向 (-) 相关。利率变动对货币需求的影响主要是通过影响其他资产相对于货币的机会成本来实现的。值得注意的是, 在我国经济体制转制时期, 人们对未来的收入与支出难以确定, 以期收入和制度变迁因素代替恒久性收入更为恰当。这两者对货币需求的影响程度大于利率调整。

货币需求 (供给) 按流动性大小可划分为不同层次。在我国: $M_0 =$ 流通中现金;

$M_1 =$ 流通中现金 + 活期存款;

$M_2 = M_1 +$ 准货币 (定期存款 + 储蓄存款 + 其他存款)。

表 2 货币需求与居民储蓄存款名义增幅与增速 (%)

	货币需求增幅			货币需求增速			城乡居民储蓄存款增幅
	M0 (1)	M1 (2)	M2 (3)	M0 (4)	M1 (5)	M2 (6)	
1996.03	12.11	13.63	28.31	-	-	-	40.19
1996.06	9.55	14.66	28.14	-2.56	1.03	-0.17	38.60
1996.09	11.20	14.84	25.77	1.65	0.18	-2.34	34.61
1996.12	11.51	22.50	25.80	0.31	7.66	0.00	30.66
1997.03	11.37	21.25	23.43	-0.14	-1.25	-2.37	24.52
1997.06	17.85	26.14	21.32	6.48	4.89	-2.11	20.09
1997.09	11.80	22.66	19.14	-6.05	-3.48	-2.18	19.23
1997.12	17.20	22.50	19.82	5.40	0.16	0.68	20.18
1998.03	9.20	14.35	15.21	-8.00	-8.15	-4.61	17.06
1998.06	5.77	8.59	14.30	-3.43	-5.76	-0.91	16.78
1998.09	13.74	7.87	16.42	7.97	-0.72	2.12	16.99
1998.12	12.05	11.48	14.72	-1.69	3.61	-1.70	15.31
1999.04	10.40	14.10	17.90	-1.65	2.62	3.18	19.20

资料来源: (1) (2) (3) (7) 栏由《中国人民银行统计季报》数据计算并得 (以上年同期为 100)。(4) (5) (6) 栏为当期与前期增幅之差。

表 3 三期移动平均值 (%)

	货币需求增幅			货币需求增速			城乡居民储蓄存款增幅
	M0 (1)	M1 (2)	M2 (3)	M0 (4)	M1 (5)	M2 (6)	
1996.03	12.11	13.63	28.31	-2.56	1.03	-0.17	40.19
1996.06	10.83	14.15	28.23	-0.46	0.61	-1.26	39.40
1996.09	10.95	14.38	27.42	-0.20	2.96	-0.84	37.80
1996.12	10.75	17.33	26.58	0.61	2.20	-1.57	34.62
1997.03	11.36	19.53	25.01	2.22	3.77	-1.49	29.93
1997.06	13.58	23.30	23.52	0.10	0.05	-2.22	25.09
1997.09	13.67	23.35	21.30	1.94	0.52	-1.20	21.28
1997.12	15.62	23.77	20.09	-2.88	-3.82	-2.04	19.83
1998.03	12.73	19.84	18.06	-2.01	-4.58	-1.61	18.82
1998.06	10.72	15.15	16.44	-1.15	-4.88	-1.13	18.01
1998.09	9.57	10.27	15.31	0.95	-0.96	-0.16	16.94
1998.12	10.52	9.31	15.15	1.54	1.84	1.20	16.36
1999.04	12.06	11.15	16.35	-1.67	3.12	0.74	17.17

说明: 表列数据由表 2 数据计算而得。

表 2 反映了七次降息期间, 货币需求 M_0 、 M_1 、 M_2 与城乡居民储蓄存款名义增幅与增速。表 3 是表 2 数据以 3 为时间段作移动平均所得的值。从不同层次货币需求的增长情况来看, M_0 增幅波动不大, 在均值 11.83% 左右浮动; M_0 当期与前期增幅之差 (即其增速) 围绕 0 点有较大起伏, M_2 增幅变化较大, 1996 年第四季度和 1997 年增幅均在 20% 以上, 其余的时间则在 12% 左右波动, 相应 M_1 增速在 1997 年末之前基本为正, 此后转为负值, M_2 增幅稳定回落, 自 1996 年 3 月的 28.31% 降至 1998 年末的 14.72%, 1999 年 4 月升到 17.9%; 增速保持为负值, 水平较稳定。三者比较, 在绝大多数情况下, 虽然 M_2 增速持续为负, 但其增幅仍明显大于 M_0 与 M_1 的增幅。

上述情况表明, 可直接作为交易媒介的 M_0 受利率调整影响较小; M_1 在 1996 年末和 1997 年的快速增长说明活期存款在此期间增长迅速, 这主要是由于股市在 1997 年受利率下调、香港回归等多种利好因素作用发展较快, 分流储蓄作用较为显著。而 1998 年国际、国内经济形势变化, 股市一直呈低迷状态, 抑制了 M_1 的增长; M_2 与 M_0 、 M_1 相比持续较高的增幅是由于准货币特别是居民储蓄存款增幅较大。居民储蓄存款是居民货币需求中现金之外的部分, 占准货币的比重超过 80%, 占 M_2 的比重稳定在 50% 左右。以前六次降息期间的居民储蓄存款 S 与 M_2 值进行回归分析得到回归方程:

$$M_2 = 6886.134 + 1.7765S$$

判定系数 $R^2 = 0.997$, T 、 F 值均通过统计检验, 两者之间存在显著的正相关关系, 同一时期两者具有一致的增幅下降趋势 (见表 2、表 3)。横向比较, M_2 较大的增幅反映了因制度变迁因素所致的较高的储蓄倾向, 而 M_2 纵向增速保持负值则显示了收入增长趋缓对储蓄增长的抑制作用。

具体而言, 近年来居民收入增长放慢: 1997 年, 城镇居民人均实际收入增长 3.4%, 增幅比“八五”时期的平均水平下降 4.4 个百分点。1998 年, 城镇居民人均可支配收入 5 425 元, 考虑价格因素, 实际增长 6.54%, 农村居民人均纯收入 2 160 元, 实际增长 4.8%。可见, 收入是影响居民货币 (下转第 89 页)

适度增长,在防范金融风险的前提下,积极支持经济发展;二是要着重理顺货币政策传导机制,引导金融机构进一步改善金融服务,用好信贷杠杆,同时积极稳妥地推进利率改革,努力发挥货币政策的作用,积极拉动内需增长。

2. 加强微观机制改革,促进企业进行有效率的扩张。相对通货膨胀而言,通货紧缩更具有内生性特点,要尽快走出通货紧缩困境,最终有赖于经济主体的自主性创造活动和经济绩效的根本提高。许多历史经验说明,单靠政府行为去启动经济和培植新的增长点,往往事倍功半,不可持续,只有让市场活起来,微观经济主体的自主性创造活动得到激发,才能从根本上提高经济绩效,最终保持经济的健康发展。从目前来看,微观机制改革所涉及的内容十分广泛,如国有企业改革和非国有经济发展等,而当前最需要解决和可能解决的是建立健全有力的法律体系,保护产权包括非公有产权,放开市场,维持秩序,打破垄断,向非国有企业开放更多的领域,进一步放开金融业,改革投融资体制,为非国有经济发展开拓多元化融资渠道,使民间投资有一个较大和持续的增长机制。

3. 调整经济结构,促进形成新的需求和经济增长点。当前通货紧缩的一个重要原因是经济发展的结构矛盾比较突出,主要表现为重复建设严重,生产能力大量过剩;产业结构升级受阻,市场竞争加剧,企业利润大幅度下降,投资积极性低落;企

业产权结构不合理,企业创造需求的能力下降。针对这些问题,政府必须在合理规划的基础上积极推动经济结构调整,促进形成新的需求创造和经济增长点。从我国现实经济增长的结构状况来看,新的需求和经济增长点至少可以考虑三个方面的因素:一是我国资源许可范围及我国可能形成的竞争优势,二是满足现今人们最基本的物质生活和精神生活需求,三是有利于一国长远发展和竞争力的提高。

从以上三方面来看,大力发展科研、教育事业,加强基础设施建设,发展微电子、通讯、环保等技术和努力促进这些产业的形成,对提高我国竞争力和维持经济长远发展有重大意义。从创造新的需求方面,大力推进农村城市化建设,积极开拓农村市场,深化住房商品化政策,发展消费信贷业务等,都是国家经济政策的必要选择。

在我国推进改革的过程中,围绕着推动市场建设和加强宏观调控,促进技术创新和产业升级,我国需要大力加强相关的配套设施建设,包括担保体系和风险防范机制、住房贷款的政府和社会担保制度、风险投资体系、社会保障体系等,这都应当成为我国长远发展战略和当前调控政策的重要立足点。

(作者单位: 中国光大银行发展研究部 北京 100045)

(责任编辑: 刘传江)

(上接第 76 页) 需求增长的最重要因素。

目前,我国又处于新一轮制度变迁之中,多项改革措施如:机构精简、医疗制度改革、住房改革、学校收费改革等陆续出台。这些制度变迁因素一方面降低了居民收入,另一方面成为影响人们未来预期的重要因素,增加了居民对未来收入和支出不确定性,进一步增强了居民的储蓄倾向,抑制了即期消费的增长。

从其他资产相对于持有货币的机会成本来看:由于预期通货膨胀率 π 的进一步回落, $\pi - r_m$ 减小,居民储蓄不会大幅向消费分流,其他金融资产相对于储蓄存款收益率的升高引起储蓄存款的部分分流,但与各年新增储蓄存款额相比,数量仍然较小。

总的看来,收入增长减慢是抑制货币需求增长的主要因素;制度变迁,扣除通货膨胀率的实际存款利率上升刺激了广义货币需求,但作用不及收入因素大,因而货币需求量 M_2 增长持续不足,致使货币供给增长同样不足。

三、结论

从上述的分析,我们可以得出以下几点:

1. 目前,名义利率已较低,但 1999 年前 4 个月的物价水平未显著回升,实际利率特别是实际贷款利率在未来有可能继续保持较高水平,从而使名义利率的下调仍有一定空间。

2. 利率下调的作用不可夸大。由以往的情况来看,名义利率下调不一定伴随实际利率的同向变化,分流储蓄、刺激消费

和投资的作用有限。另外,降息的同时,存、贷利差波动较大,给银行经营管理带来很大压力;

3. 应注重制度变迁因素的影响。由于即期收入和制度变迁预期是相当长一段时期内影响居民储蓄行为和消费行为乃至货币需求量的最重要的因素,大于通货膨胀率和利率的作用,因而在制度上进行改革,降低人们对未来的不确定性并保证居民收入的稳定增长。尽快建立完善的社会保障体系,使医疗、养老、住房、就业等一系列福利制度改革早日完成,减少居民对未来收入与支出水平的不确定性,降低较高的储蓄倾向;

4. 分流储蓄、扩大消费除利率政策外,还应在消费品供给结构上进行调整,启动收入分配政策,扩大居民名义收入,缩小社会不同群体之间的收入差距,提高居民的总体消费倾向,并实现社会供给与需求的基本平衡。

注释:

根据《中国人民银行统计季报》资料整理。

卡斯特经济评价中心, <http://drc.go.cn.net>

袁国良:《有效需求不足与当前资本市场》,载《中国证券期货周刊》,1998-12-21。

(作者单位: 武汉大学金融学系 武汉 430072)

(责任编辑: 向运华)