

体制转轨时期货币政策的效果分析

于振英

摘要: 中国人民银行自 1996 年至今多次降低利率,但却不能圆满达到预期效果。本文以此为背景,并结合体制转轨时期各方面的特点,采用西方宏观经济学中的 IS- LM 模型分析了影响货币政策效果的因素,并从这些因素出发,提出增强货币政策效果的一些措施。

关键词: 利率 体制转轨 效果 敏感度

西方经济学家认为,在实行市场经济体制的国家里,政府面前都摆着两杯苦酒——失业与通货膨胀。或者说,在市场经济社会里,失业与通货膨胀是两大痼疾。为了达到充分就业和物价稳定目标,凯恩斯提出利用需求管理政策对经济进行调节:在经济萧条时期,采用扩张性财政与货币政策,刺激总需求,降低失业率;在经济繁荣时期,采用紧缩性财政和货币政策,抑制总需求,降低通货膨胀率。它普遍被各国政府采用,在理论上是一剂“良方”,经西方主要资本主义国家的实践,也收到了一定成效。但理论与各国现实之间毕竟存在一定差距,使这剂药方或者疗效不明显或者干脆无效。例如,中国人民银行自 1996 年至今多次降低利率(即实行扩张性的货币政策),但国内消费与投资需求并未达到预期的增长率即为明证。结合我国实际,分析影响货币政策效果的因素,并对症下药提出增强货币政策效果的个人所见,是本文的主要意图所在。

一、理论基础: IS- LM 模型与货币政策效果

西方宏观经济学中的 IS- LM 模型由希克斯最早提出,是用来解释、修正凯恩斯宏观经济理论体系的,后来被用来论证宏观经济政策工具的效果。宏观货币政策效果受 IS 曲线和 LM 曲线斜率大小的影响,而 IS 曲线斜率的大小取决于投资的利率弹性和边际消费倾向, LM 曲线的斜率大小与货币需求对利率变动的敏感度、货币需求对收入变动的敏感度有关。具体如下:

$$\text{IS 曲线方程: } r = \frac{(a+e)}{d} - \frac{(1-b)}{y}$$

上式中, d 为投资的利率弹性, a 为自发消费, e 为自发投资, b 为边际消费倾向,当 d 不变时, b 越小, IS 曲线越陡峭;当 b 不变时, d 越小,亦会得出相同结论。

$$\text{LM 曲线方程: } r = \frac{ky-m}{h}$$

上式中, k 、 h 分别表示货币需求对收入、利率变动的敏感程度。 h 越大或 k 越小, LM 曲线就越平坦。

扩张性货币政策使 LM 曲线向右移动。当 IS 曲线陡峭, LM 曲线平坦时,货币政策效果不明显(见图 1)。

图 1 中,扩张性货币政策使 LM_1 右移至 LM_2 , 所导致的国民收入增加的幅度 Y_1Y_2 并不大。所以,如果 d 、 b 、 h 、 k 在数值大小上呈现出一些特点,使 IS 陡峭, LM 平坦,货币政策的实施就收不到预期效果。

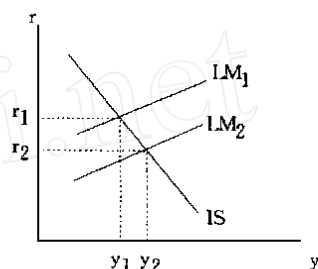


图 1

二、影响货币政策效果的因素

在我国,由于计划经济体制影响的沉淀,再加上体制转轨时期各方面改革不到位,使 d 、 b 、 h 、 k 几个因素数值的高低造成 IS 陡峭, LM 平缓,使货币政策效果打了折扣。

1 边际消费倾向分析

凯恩斯在《就业、利息与货币通论》中提及三大基本心理规律,其中之一是边际消费倾向递减规律,即随着收入的增加,消费增量在收入增量中所占比重逐步下降,其原因在于人们具有爱好储蓄的天性。由此可见,凯恩斯经济学具有主观唯心主义倾向,把边际消费倾向递减归因于人们的“天性”。但在从计划经济体制向市场经济体制转轨的中国,储蓄的上升从而边际消费倾向的递减并非源于人们的“天性”,而是由于未来收入的不确定性(袁志刚、宋铮,1999)。这种不确定性包括两个方面:(1)从主观角度看,有未来个人情况的不确定性。例如,工作中激烈的竞争导致人们生理上的劳累和心理上的压力,未来的身体和心理健康状况是每个人都关心的,而现在的医疗制度改革还不到位,促使人们进行预防性储蓄;在私营或三资企业工作的员工,其报酬的多少以及个人在公司的地位高低取决于个人才干和雇主满意程度,谁也不能肯定自己永远被雇主青睐,所以他们要多多考虑自己的未来从而进行储蓄;正处于改革时期的国有企业,在激烈的市场竞争中是否能永远站稳脚跟也很难说,而职工的收入是和企业经济效益挂钩的,所以职工在企业经济效益好时增加储蓄以防“不测”(“不测”包括企业效益滑坡、个人下岗)也就顺理成章。(2)从客观角度看,有宏观经济环境的不确定性。经济的周期性波动使繁荣与萧条交替,失业率和通货膨胀率或此消彼长或齐头并进,经济系统中存在的风险也促使人们增加储蓄。例如,失业率高时,人们觉得未来生活无保障而增

加储蓄;通货膨胀发生时,由于名义利率很高,有一部分人把储蓄看成一种投资理财方式。总之,未来收入的不确定性,使我国城市居民平均储蓄倾向上升,平均消费倾向下降,边际消费倾向则以更快的速度下降,具体数据见表1。

表 1 改革开放以来我国城镇居民消费倾向变化情况		
	平均消费倾向	边际消费倾向
1978	0.97	-
1981	0.91	0.84
1982	0.88	0.81
1983	0.88	0.81
1984	0.85	0.79
1985	0.90	0.86
1986	0.88	0.80
1987	0.87	0.79
1988	0.93	0.79
1989	0.87	0.78
1990	0.85	0.73
1991	0.85	0.73
1992	0.83	0.70
1993	0.82	0.69
1994	0.82	0.67
1995	0.83	0.70
1996	0.81	0.67

资料来源:范剑平:《我国居民消费率偏低的原因分析与开拓城镇市场的对策选择》,载《宏观经济研究》,1999(6)。

从表1数据可以看出,1981—1996年,边际消费倾向保持长期下降趋势(1985年和1995年除外)。边际消费倾向越小,IS曲线越陡峭,采用货币政策导致LM曲线移动的效果越不明显。这可以解释为何利率下调但却未使消费需求有明显扩大,从而国民收入水平不会有明显增加。其原因在于:边际消费倾向小,乘数就小,利率下降导致的投资增加不会使国民收入发生大幅度变化。相反,倒是1985、1995两年利率高时,边际消费倾向较高,这与经济过热、货币贬值从而刺激了人们消费有关。

2 投资的利率弹性分析

市场经济体制下的投资函数是 $I = e - dr$, 其中 I - 投资; e - 自发投资,是受利率以外因素影响的投资; d - 投资的利率弹性,即利率在多大程度上影响投资; r - 利率。从以上函数可以看出,降低利率可以扩大投资需求。但对于正处于体制转轨期的我国来说,投资需求却具有不同于 $I = e - dr$ 的特点: (1) 从投资主体和资金来源来看。在计划经济体制下,绝大部分投资由国有企业进行,资金来源主要是国家财政拨款,很少来自于银行贷款以及企业自有资金的转化,而财政拨款的规模是根据经济增长的指标和财政收入的多少来确定;即使投资来自于银行贷款,也是银行遵从行政命令行事,所以投资与利率无多大关系。在体制转轨时期,投资主体呈现多元化趋势,包括政府投资、个人投资、国有企业投资、非国有企业投资,决定每个主体投资规模的因素各不相同,所以投资与利率的关系较为复杂,投资并非仅和利率有关。例如,政府投资于原材料生产部门和基础设施部门,投资规模依经济发展需要而定;而个人投资于股市主要是政策导向型的。(2) 在转轨时期,被计划经济体制庇护惯了的国有企业,已逐渐开始适应激烈的市场竞争,具有一定的风险意识。如果在经济萧条时期降低利率,企业要考虑投资风险和预期收益,不敢贸然从银行贷款进行投资。(3) 商业银行实行企业化经营,由过去的按行政命令向企业放款逐步转向以利润最大化作为经营目标,在贷款的发放上十分谨慎,对贷款对象要

进行严格的考察,不愿增加对效益差的国有企业以及还贷能力差、盈利少的其他企业的新贷款。(4) 固定资产投资结构变化,传统产业投资增长速度下降,而传统产业投资占总投资的比重较大,这种情况会在今后相当一段时间内影响投资的增长。综合以上特点,可以看出,尽管利率一再下调,储蓄也未必能马上转化为投资。

我们投资的利率弹性不大,降低利率收不到明显的增加投资的效果,扩大投资需求的目标难以圆满实现。以新开工项目为例,我国1999年固定资产投资新开工项目为97655个,与1998年相比减少5221个。另一方面,投资的利率弹性小又造成IS曲线陡峭,进而影响到国民收入的增加幅度。

3 货币需求对利率的敏感度分析

货币需求指人们宁肯牺牲持有生息资产会取得的债息收入,而把不能生息的货币保存在手边。根据人们持有货币的三种动机,货币需求包括交易需求、预防需求、投机需求,其中投机需求和利率有关,二者呈反方向变化,记为 $L_2 = -hr$ 。式中 h 表示利率在多大程度上影响人们的货币投机需求,称为货币需求对利率的敏感度,或称作货币需求的利率弹性。

近两年,我国居民货币需求的利率弹性较高。其原因在于:债券的资金回报率高于储蓄存款,尤其是国债和中央发行的企业债券,信用等级高且预期收益稳定,风险又小。当利率下调时,人们竞相购买债券是必然的。例如,1998年,个人可以购买的国债发行总额超过了2000多个亿,卖得很“火”;有些城市居民甚至“走后门”才能买到。1998三峡债券一经发行,两天就销售一空。又如,虽然近两年受经济形势影响,股市一度低迷,但从1999年6月份开始,各地证券公司门前停放的大量交通工具足以说明人们对股市的“执着”。这种“执着”固然和多种因素(如政府政策、金融市场的波动、人们的期望)有关,银行存款利率的不断下调,使储蓄存款利息收入下降,仍是一个不可忽视的基本原因。

货币投机需求的利率弹性越高,LM曲线越平坦,在IS曲线陡峭时,货币政策效果越小。所以,发行国债和企业债券是一把“双刃剑”,一方面它可以聚集资金进行经济建设,另一方面它在一定程度上降低了货币政策效果。

不容忽视的是,我国城市居民对股市的投资带有很多的投机成份。如果法律制度不完善,管理不严格,股市将成为居民“心中的痛”,居民就会对整个经济形势产生悲观预期,进而对消费、投资产生负面影响。既然不能要求每个居民都像经济学家那样冷静分析经济形势,就必须健全、完善股票市场,使之成为一个真正好的投资场所。

4 货币需求对收入的敏感度分析

货币交易需求和预防需求(二者合称交易需求)与人们的收入有关,记为 $L_1 = ky$ 。收入在多大程度上影响人们的货币交易需求,被称为货币需求对收入的敏感度,以 k 表示。根据预防性储蓄假说,消费对劳动收入具有“过度敏感性”;即消费与当期劳动收入高度正相关。但如前所述,由于体制转轨时期种种因素的影响,我国居民的未来收入不确定,增加当期消费的机会成本较高。对未来的强烈悲观心理预期,使消费者对劳动收入的变化又具有“过度平滑性”;居民增加预防性储蓄,交易需求对收入的敏感度 k 降低,从而LM曲线平坦,货币政策效果小。

综上所述,由于我国体制转轨时期在储蓄、消费、投资等

方面呈现出的诸特点,使边际消费倾向和投资利率弹性小,从而IS曲线陡峭。货币按机需求对利率的敏感度高,货币交易需求对收入的敏感度低,又使LM曲线平坦。在IS曲线陡峭和LM曲线平坦时,货币政策导致LM曲线移动带来的效果不明显。表现于图1中,即市场均衡利率大幅度下降,但均衡国民收入的增加幅度不大。

三、增强货币政策效果的宏观措施

既然货币政策效果的大小受以上四个因素的影响,所以为了增强货币政策效果,要从改变四个因素入手,再辅之以其他措施。

1. 加快与居民切身利益有关的各方面的改革步伐,使居民对未来的心理预期由消极转为积极,从而提高边际消费倾向和货币需求对收入的敏感度。在经济体制转轨时期,城市居民最关心的是住房、养老、医疗以及教育改革。在计划经济体制下,居民对这些方面的消费支出很少,住房往往只需交低廉房租,养老均由工作单位包办,医疗享受公费,子女受教育(尤其是高等教育)的学费支出也只占收入的一小部分,所以居民的消费支出主要集中于吃、穿和其他一些日用品的购置上。改革开放以来,城市居民的收入水平有了大幅度提高,消费也应该随之大幅度增长。但由于上述几个居民关心的问题还处在改革过程中,究竟结果如何,还不得而知,再加上近两年各行各业的就业竞争激烈,居民对未来的社会状况和自己的收入产生消极预期,尽管利率一降再降,居民的消费支出却无明显增长。所以,必须加快改革进程,进一步完善各项改革措施。例如:(1)住房已由实物分配制转向由居民自己购买,但对中低收入家庭来说,即使是安居工程也是可望而不可及,住房消费信贷的利率如果太高,住房改革势必难以推进。所以住房改革的重点在于中低收入家庭。房地产开发公司要注意降低开发成本,政府在这方面要给予政策上的扶植与优惠,防止人为抬高住房价格。银行则应该推出更适合中低收入家庭的消费信贷。1999年9月21日,中央银行调低住房贷款利率,并且延长了还款期限,为住房消费信贷起到了推波助澜的作用。今后要进一步放开住房二级市场,满足各收入层次家庭的住房需求。(2)要打消居民在养老和医疗方面的顾虑,关键是完善社会保障制度。西方经济学大师们针对社会保障提出了各种理论观点,各国也根据本国的实际情况形成了自己的模式。从我国的实际情况看,在社会保障制度上,改革开放前沿用前苏联的统包统揽模式,现在正处在改革、探索阶段。由于我国地域辽阔,各地区经济发展水平不一,不一定提出一个一统天下的模式,各地区要有自己的特色。“两江模式”可以推广,但不一定要推广到全中国。(3)教育改革已经取得了一定成果,最显著的是实行高等教育收费制度。过去,高校招生人数少,学生进入大学校门后,很多费用都由国家包揽,每个学生还能领上助学金。现在,高校扩大招生规模,而且实行收费制度,使居民的银行存款转化为教育投资,而且是心甘情愿的投资,通过乘数效应,能够在一定程度上刺激内需。此外,扩大招生可以延缓低素质劳动力就业,减轻现在时期的就业压力,培养出更多的高素质劳动力。

2. 注重扩张性货币政策和扩张性财政政策的协调配合使用。经济萧条时期,实行扩张性财政政策增加政府支出会挤占私人消费和投资,是为“挤出效应”。所以从理论上来说,使用扩张性财政政策,由于挤出效应的存在,使财政政策收

不到预期效果。挤出效应大小取决于乘数 $1/(1-b)$ (与挤出效应成正比)、货币需求对收入变动的敏感度 k (与挤出效应成正比)、货币需求对利率变动的敏感度 h (与挤出效应成反比)、投资的利率弹性 d (与挤出效应成正比)。根据本文的分析,这几个因素的共同作用正好使我国的挤出效应变小,所以两种政策的配合使用能收到良好效果——使用扩张性财政政策能增加总需求,使用扩张性货币政策降低利率又可克服挤出效应。

3. 健全和完善金融市场,使各类投资者进行真正意义上的金融市场投资。通过健全和完善金融市场,可以降低投机需求对利率的敏感度,提高投资的利率弹性。体制转轨时期的金融市场,既具备反映市场经济要求的新特点,又有计划经济的痕迹。可采取如下措施使金融市场更好地运转,从而规范投资:(1)健全金融法规,这是金融市场正常运转的必要条件。1998年12月,我国发布了《证券法》,为证券市场运作提供了法律依据。今后主要是进一步完善此类法律。(2)鼓励保险行业发展。保险公司作为重要的金融机构,对吸引投资起着不可替代的作用。中国人民保险(集团)公司1999年被撤销,三家子公司独立,各公司职能更加明确,为各类投资主体提供了良好的投资场所。保险公司应在追求利润的同时兼顾社会效益,在吸引投资的同时真正让投资主体受益,这样才能更好地运转。(3)提高金融市场的操作水平,包括金融市场投资者操作水平的提高、业务人员素质的提高、硬件设施的改进。(4)中央银行利用经济手段加强对金融市场的管理,使金融市场除了有法律约束以外,又有经济手段的引导。从1999年固定资产投资来源看,债券融资在所有资金来源中增长最快,证券市场通过发行、配售股票共筹资941亿元,同比增长12%。所以不能忽视金融市场对投资的作用。

4. 增加有效供给,使之与刺激有效需求比翼齐飞。扩大内需是近两年的热门话题,但在存在有效需求的前提下,如果无有效供给与之匹配,增加国民收入的目标也就难以实现。例如,为了降低大气污染浓度,石家庄市规定从1999年5月1日起,停止为新购买的摩托车上牌照,从而限制了摩托车的销售。这项规定对保护环境有利,但也从供给方面抑制了居民的消费需求。如果能开发出一种环保型的摩托车(不是指现在的电动自行车,这种商品使用成本太高),即增加有效供给,则会开拓出一片宽阔的市场。在增加有效供给方面,政府的职责是适时调整产业结构,企业要调整产品结构,提高产品质量,增加有效供给。

参考文献:

1. 袁志刚、宋铮:《消费理论的新发展及其在中国的应用》,载《上海经济研究》,1999(6)。
2. 石良平、肖海燕:《利率的政策效应分析》,载《上海经济研究》,1999(6)。
3. 范剑平:《我国居民消费率偏低的原因分析与开拓城镇市场的对策选择》,载《宏观经济研究》,1999(6)。
4. 欧阳明、袁志刚:《宏观经济学》,上海,上海人民出版社,1997。
5. 高鸿业主编:《西方经济学》(下册),北京,中国经济出版社,1996。
6. 中国宏观经济信息网。网址:<http://www.macrochina.com.cn>。

(作者单位:石家庄经济学院 石家庄 050031
武汉大学商学院博士生 武汉 430072)
(责任编辑:一夫)