

世纪之交国际利率政策趋势分析

李天德, 刘爱民

(四川大学 经济学院, 四川 成都 610064)

摘要:本文讨论了由于货币的边际效用总为正, 如果经济存在市场未出清的持续状态, 只有通过扩张性的财政与货币政策, 才能提高收入水平, 降低失业率。但政策使用不当或频繁使用, 也会引起经济的波动, 造成不必要的损失。目前发达国家特别是美国由于自身金融自由化的不断深入、经济结构的调整以及技术创新, 使得市场的均衡水平更接近市场完全出清。利率弹性以及市场的自我调节能力得到提高, 利率水平比较稳定, 因而政策的实施更倾向于比较轻微的调整。发展中国家以及我国的政策取向应侧重于利率市场化、技术创新以及合理使用宏观政策调控手段, 今后全球利率水平的趋同性将更为明显。

关键词:国际利率; 政策趋势分析; 利率市场化

中图分类号:F113 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2000)12-0002-07

最近发达国家特别是美国的利率呈现比较稳定的态势, 经济稳定增长, 通货膨胀率与失业率都保持在比较低的水平, 持续的时间已有 10 年左右, 货币当局根据国内与全球的实际情况, 不失时机地对利率进行微调, 利率虽时有反复, 但始终保持在比较平稳的状态, 并未对国际金融市场带来过度冲击和震荡。由于美国经济总量占全球经济总量的 25.4%, 1999 年估计为 28%, 美元占国际流通中货币的 68%^①。因此, 发达国家, 特别是美国的利率走向背后所蕴含的经济理论含义以及政策走向值得我们思考。

一、经济的萧条现象及政策选择

大萧条是西方世界经历过的最严重的经济危机, 凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中解释了发生了什么, 可以做什么来阻止萧条。凯恩斯在书中作了两个重要的假定(postulate): 1. 货币(或财富)的边际效用始终为正, 即便真实余额趋于无穷大^②; 2. 商品市场的价格调整速度较慢, 而债券市场很快出清。在这两个假定下, 经济将会呈现持续萧条的状态。有关凯恩斯萧条经济学的文献比较多, 其中 Yoshiyasu Ono(1994)不仅丰富了凯恩斯的经济理论, 而且还增加了许多新颖的内容, 现在此作一简要分析。

经济中利率存在两个侧面, 即: 时间偏好与流动性偏好。时间偏好实际上是期间利率(intertemporal rate of interest), 反映了目前消费者对将来消费的相对偏好, 而流动性偏好即期

收稿日期: 2000-09-27

作者简介: 李天德(1949—), 男, 河南郑州人, 四川大学经济学院教授;

刘爱民(1970—), 男, 山东东营人, 四川大学经济学院硕士生。

图 3 中曲线 π 移动到 π_m , 也同样提高了有效需求, 由 B 表示, 需要指出的是货币供给的增长速度应保持持续稳定才能提高有效需求。

虽然政府制定政策能有效改善经济状况, 但也有失灵的时候, 有时还会造成巨大损失, 引起经济波动。

二、政策的效果偏差

二次大战后, 凯恩斯经济学描述如何运用政府政策减轻经济周期波动的幅度, 而不会造成通货膨胀, 但事与愿违, 政策的过度或不当使用, 也会给经济运行带来不良影响, 有时还会恶化本来就不够好的经济状况, 即出现效果偏差。

如图 2、图 3 所示, g' 表示过度的财政支出, u' 表示过度的货币增长率。当出现这些情况时, 在图 2 中曲线 π_g 移动到 π'_g , 在 π'_g 与曲线 c^* 的交点 D 处显然消费大于 $y-g'$, 于是出现通胀现象, 真实余额减少, 曲线 c^* 就会移到 c' , 最终经济运行到点 B', 即财政支出挤出了部分私人消费需求, 出现了效果偏差。

而图 3 中曲线 π_m 继续移到 π'_m , 即货币增长速度提高, 这时有效需求将超过完全均衡水平, 于是同样出现通胀现象, 真实余额减少, 曲线 c^* 移到 c' , 最终均衡点为 B', 与 B 相比并没有得到改善, 相反却有较高的通货膨胀率与名义利率, 这时货币是呈中性的。在 1984 年和 1985 年, 玻利维亚由于货币供给增长巨大, 经历了一场恶性通货膨胀, 货币迅速贬值, 甚至不能再用。

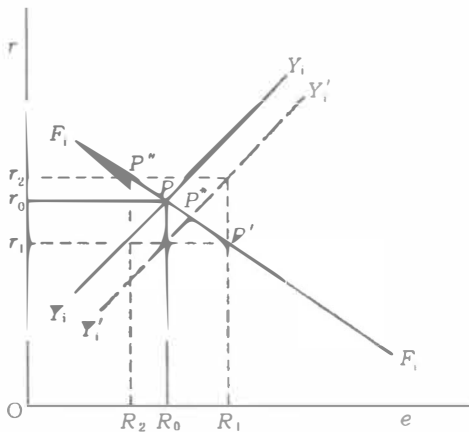


图 4 浮动汇率下的政策使用

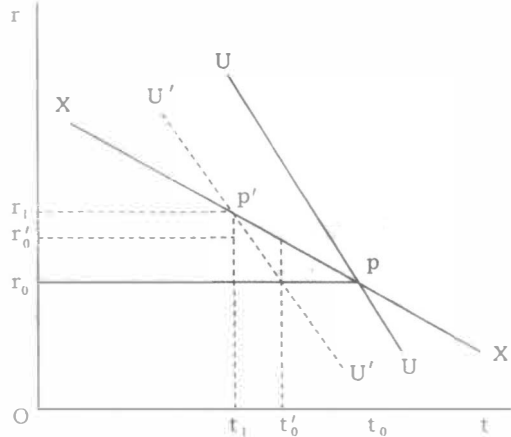


图 5 固定汇率下的政策使用

在封闭经济条件下, 政策的使用不当会产生负面影响, 那么在开放经济条件下同样也会出现政策的效果偏差。这里分别讨论浮动汇率与固定汇率下政策使用的情况。

图 4 中曲线 Y_iY_i 表示内部平衡所需的利率与汇率组合, 曲线 F_iF_i 表示外部平衡所需的利率与汇率组合。由于利率的降低会引发进口倾向与资本流动, 两者都会引起汇率的贬值, 因此曲线 F_iF_i 比 Y_iY_i 更加平坦, 即在对外平衡上, 汇率的利率弹性要大于对内平衡的利率弹性。另外, 当汇率浮动时, 经济运行不能脱离曲线 F_iF_i 。在 P 点经济处在失业状态, 需要货币扩张, 曲线 Y_iY_i 移到 $Y_i'Y_i'$, 央行降低利率 Or_0 到 Or_1 , 由于汇率将由 OR_0 贬值到 OR_1 , 则经济将直接运行到 P'。而 P' 位于内部平衡曲线 $Y_i'Y_i'$ 下, 存在通货膨胀压力, 于是央行将提高利率到 Or_2 , 同时货币将升值至 OR_2 , 这时将存在失业压力, 于是央行又将改变政策方向。经济的运行路径将是 P, P', P' 一直下去, 但始终不能趋于 P*, 相反将会远离 P*, 经济的运行呈

现一种不稳定的波动状态。

图 5 中曲线 UU 表示内部平衡所需的税率与利率组合,曲线 XX 表示外部平衡所需的税率与利率。由于外部平衡所需的利率降低要小于内部平衡所需的利率降低,因此,曲线 XX 较 UU 更平坦。在 P 点存在失业现象,于是财政部门就会降低税率从 O_t 到 O_t' ,以刺激有效需求,但这样会造成国际收支赤字,于是为了外部平衡,又需要央行提高利率从 O_{r_0} 到 O_{r_0}' 。以恢复外部平衡,但不幸的是由于利率的提高,经济将出现紧缩,内部平衡被打破,财政部门又将削减税率,这时外部平衡被打破,央行又将提高利率,最终政策均衡趋于 P' 点。这种政策安排存在着致命弱点,即利率的提高增加了利息支出,而由于利率的提高产生了新增的资本输入,这又将增加利息支出,这样持续下去不仅不能改善国际收支状况,还会进一步恶化,出现大规模的资本倒流现象。1977 年发展中国家的债务清偿支付为 395 亿美元,到了 1985 年则达到 1290 亿美元,引发了世界范围内发展中国家的债务危机,造成全球经济的衰退。

在开放经济中各国之间的政策协调也至关重要,但由于政府也像个人一样,经常会因为自己的利益而单独采取了行动,即采取以邻为壑的政策,最终都没有得到好处。1979 年以来,美国实行货币紧缩政策,造成全世界的经济衰退,自 20 世纪 30 年代的大萧条以来,这次应是最严重的。全球的平衡和稳定政策比一国实行内外平衡的政策难度大得多,这更需各国政策的合理应用,无论哪一方单独行动都会造成其他国家的利益受损。

三、金融创新与技术创新对利率水平的影响

由于政策的过度使用可能造成经济不必要的波动,因此发达国家特别是美国越来越注意政策的协调配合。克林顿上任以后采取了比较务实的政策,最为典型的就采取了紧缩的财政政策。长期以来,由于美国一直奉行凯恩斯主义的赤字财政政策,虽然也创造了有效需求,刺激了投资,但却造成了惊人的赤字额。1992 年达到了 2904 亿美元,巨额赤字挤占了巨额的私人资本,引起的高利率又影响了私人投资信心,从而严重阻碍了美国经济的发展。因此克林顿削减赤字的政策实是明智之举,另外货币政策也比较温和,大体偏松,但随时会略微从紧,在这样的政策配合下创造了比较好的经济环境,使得美国经济能平稳地增长。美国经济的健康发展除了是因为政策比较合理外,最主要的应归功于金融创新与技术创新。

自从 20 世纪 80 年代以后,出现了许多金融创新工具。像其他行业一样,金融创新工具也是为了满足自己获得利润的需要。另外金融机构开发出金融产品也可满足客户的需要,客户能够利用这些创新工具如可变利率抵押贷款、金融期货逃避风险,又能获得一定的收益。而一些交易技术的改善、信息技术的传播大大改善了金融市场的交易条件,使创新工具品种增加,交易迅速,流动性风险也相应减少了;另外一些金融机构为了绕过限制性管理法规创造了金融产品,如 NOW 帐户、ATS 帐户、隔日回购协定以及货币市场互助基金。这些金融创新工具使得人们面临更多的货币选择,另外未来的非流动性风险也相应降低。这里以 $P(m, \sigma)$ 表示流动性不足的概率, m 为真实余额, σ 为不确定的程度,则由于金融创新工具的大量出现, m 增加,而 σ 降低,则 $P(m, \sigma)$ 也就降低,由于货币的边际效用 $v'(m)$ 与 $P(m, \sigma)$ 有关,则 $v'(m)$ 减少,那么它的下限值 β 也将减少。

另外技术创新对经济的贡献也越来越重要。克林顿政府虽然采取了紧缩的财政政策,但在对教育科学和技术方面的支出却大大增加,在私人投资方面,通过税收优惠政策鼓励私人在科学技术与人力资源开发方面进行投资,美国的网络经济以及生物技术产业的发展一直领先

于世界,资本市场的发达更加促进了高科技产业的迅猛发展,创造了一个又一个网络神话,美国的经济已逐渐走向知识经济,知识经济意味着存在连带外部效应。以电脑产品为例,随着电脑拥有量的增加,越来越多的软件得到编写,这样电脑的边际价值呈递增趋势,因为现在购买的电脑比以前所享受的技术服务,应用水平都大大提高,另外,正在迅速发展的网络业更是典型的边际价值递增的行业,也就是说随着技术创新的深入,知识经济的兴起,人们消费品的边际价值即 $u'(c)$ 将增加。

那么把 β 的减少、 $u'(c)$ 的增加两因素综合考虑进去,图 1 中曲线 c^* 将向下移动到 c'^* , c'^* 的位置不仅低于 c^* ,而且更为平坦。这就意味着市场的实际持续状态 A'^* 更接近于市场出清状态 B,这时只要采取轻微的货币扩张政策,就会达到充分就业,而利率与通货膨胀率都比较低。

正因为此,克林顿政府采取了较为温和的政策,却取得了美国前所未有的经济美景,格林斯潘还认为这是半个世纪以来所未有过的。美国政府不仅平衡了财政赤字,而且还保持了近十年的低通胀低失业率的经济增长,这实际上是美国经济内部结构已发生了变化,政策只是起到辅助的作用。相反如实行扩张政策,则只会起到负作用,不到非常时刻,最好不要冒着把好事做过头的风险。美联储最近的利率上调实际上是属于一种对经济的微调,防通货膨胀于未然,另外还可挤出一点股市的泡沫。欧盟各国也由于前期利率下调过底,一些国家出现了经济过热的迹象,欧洲央行最近也作出了升息的举措,由于欧盟各国经济的均衡水平要低于美国经济的均衡水平,这主要因为美国的经济结构要优于欧盟各国,因此欧盟各国为了达到更高的就业水平,只能借助于货币政策的扩张,通胀预期与名义利率都将有上调的可能,这也是欧元汇率为何持续走低的原因,预期得到了提前释放。因而欧盟各国为了保欧元只能提高利率,但它们将忍受较高的失业率,1999 年底的数据表明欧盟各国的失业率为 8.9%,而同期美国的失业率仅为 4.1%。总的来说发达国家的利率水平将在平稳的水平下波动,略有上升,而发展中国家由于经济还需恢复,利率水平还处在下降的趋势当中,而且由于本身经济结构处于调整的时期,经济不可能马上得到恢复,财政政策和货币政策的使用也存在局限,因此应有合理的政策取向。

四、发展中国家以及中国的政策取向

发展中国家经过 1998 年的亚洲金融危机以后更加认识到正确的发展过程及合理的政策实施的重要性,而我国现正处在经济发展过程中经常出现的通货紧缩持续发展的困难时期,而从目前发达国家所采取的政策及其表现出来的利率水平可认识到今后的政策取向。

1. 利率市场化与技术创新

利率市场化是提高居民一般消费的利率弹性,即增强利率政策的有效性的重要前提。陈东(1999)一文分析了 K-M 利率市场化理论模型,从提高投资水平的角度上指出了利率市场化对经济增长的促进作用。由于发展中国家历史上普遍存在利率管制现象,而从 20 世纪 70 年代起,许多发展中国家陆续实行利率市场化建设,取得的成效不尽相同,较成功的如韩国、马来西亚,而另一些国家的利率市场化却不够成功,如阿根廷、智利等。从这些国家的利率市场化实施的过程及背景来看,我国可借鉴一些宝贵的经验教训,其中最重要的是利率市场化建设应有一定的配套政策措施,如进行相应的金融机构以及国有企业改革。利率市场化只有在企业和银行都是硬预算约束的经营主体情况下才能起到真正的作用,而目前国有企业预算软约束并未消除,可能造成利率在放开后大幅上扬,加大利率市场化难度。金融机构尚没有形成比

较完善的监管体系以及竞争机制,另外与国有企业的产权边界不清晰而对企业约束不力,更加大了利率市场化的难度。因此利率市场化建设应以比较稳妥的方式进行,逐步放开同业拆借市场利率以及国债的市场利率,调整利率结构,加快商业银行与国有企业的改革,以配合利率的完全市场化。

发展中国家特别是新兴工业国家从来没有放慢技术创新的步伐,虽然遭遇了 1998 年的金融危机,但不能否认一些新兴工业国家的产业结构已逐渐向知识密集型的轨道发展。我国目前比任何时候都注重技术的创新,只有发展高新技术产业我国国有企业才能走出困境,国家的综合实力才会不断提高。但是也要注意技术创新并不是提倡传统产业都要抛弃,而应更深入地理解技术创新的目的,才能更好地促进整个经济的发展。Williamson, J. and Milner, C. (1991)指出技术创新应结合自己的实际情况,如一国的劳动力富裕,资本稀缺,就应发展能节约资本并充分利用劳动力的技术,而不是盲目去开发或引进先进的技术,却浪费了大量的劳动力,这样的技术对整个社会的发展是不配套的。中国香港在这方面就做得比较合理,它的工业着眼于传统工业高级化,如发展成衣时装化,生产会说话的玩具,以及电脑鞋等,这样就把高科技与劳动密集型产业结合起来。我国内地就应考虑到自身的特点,在劳动密集型产业上进行技术的挖掘、创新,而不是所有企业都去搞高新技术产业。产业结构调整,一定要注意自身的实际情况以及每个环节的协调与配合,只有这样,技术创新才能真正地在各个方面提升我国的综合实力。

2. 政策的合理应用

利率市场化与技术创新有利于利率政策的有效性,提高市场参与者消费的利率弹性,即提高了持币的机会成本,可防止流动性陷阱,但由于我国目前的经济状况不可能使得这些改革措施很快取得明显效果,因而政策的合理应用也非常重要。

降低利率是货币政策的主要手段之一,可用来刺激有效需求,但由于降低利率可能会受到流动性陷阱等因素的制约,因而扩张性的财政政策应加以配合,就能提高就业水平,上文的图 2、图 3 实际上就描述了这种情况。由于目前利率市场化建设以及经济结构的调整还在进行当中,因此利率弹性仍然较低,导致利率政策的敏感性较差,即利率已调到相当低,而投资与消费却没有明显提高。此时扩张型的财政政策与货币政策的配合使用可改善这种状况,但上文已指出财政政策与货币政策的使用可能会导致其他负面影响,因此政策的使用程度因视利率弹性的改善而定,如经过一段时间,随着经济情况的好转,利率市场化建设的深入进行,国有企业技术结构与产品结构得到调整,利率弹性提高,这时政策的使用不应过于扩张,应以微调为主,使得市场不断步入自我调节的轨道。财政政策的使用应以紧缩为主,并对政府开支的方向加以调整,如加大对技术创新的投入;另外增税的范围应以个人所得税和公司所得税为主,调整财富的分布情况,Yoshiyasu Ono(1994)认为调整收入的分配真正做到了公平与效率兼顾。克林顿政府的成功之举就是只对 1.2%的富有家庭增加税负,而对 98.8%的美国家庭不增加税负。货币政策应很好地与财政政策配合,以适度宽松为宜。

五、结论

2000 年主要发达国家的利率由于经济的继续增长,将呈上升趋势,但上升的幅度不会太大,这也得益于政策的合理调控;而反观发展中国家由于面临经济复苏阶段,利率水平可能仍将下调,但由于发达国家的利率水平有所上升,再加上发展中国家的经济不断地步入增长的轨

道,因而利率水平可能呈先抑后扬的态势,另外随着各国利率市场化的深入,知识经济的不断扩展,发展中国家的利率弹性不断提高,政策实施更趋理性与稳健,因而全球利率变化的趋同性将会逐步增强,利率的大幅波动也会减少,这也是大家所期望看到的。

注释:

- ①参阅杨鲁邦:《全球利率走向何方》,载于《国际金融报》2000年2月24日,第4版。
②凯恩斯(1936)认为货币在经济中的流动性收益总是超过持有成本,而新古典经济学认为货币的边际效用随着真实余额的扩张将最终趋于零,参阅 lanchard, O. J. and Fischer, S., 'Lectures on Macroeconomics', Cambridge, Mass., MIT Press, 1989。

主要参考文献:

- [1]陈东. 利率市场化理论与当今中国利率市场化进程[J]. 世界经济文汇, 1999, (6).
[2]蔡志强. 金融创新与商业银行可持续发展[J]. 经济评论, 1999, (2).
[3]多恩布什、费希尔. 宏观经济学[M]. 北京:中国人民大学出版社, 1997.
[4]江源. 发展中国家的利率市场化进程:比较与借鉴[J]. 南方经济, 2000, (1).
[5]凯恩斯. 就业、利息和货币通论[M]. 北京:商务印书馆, 1977.
[6]克鲁格曼、奥伯斯法尔德. 国际经济学[M]. 北京:中国人民大学出版社, 1998.

Analysis of Policy Trend of International Interest Rate in the New Century

LI Tian-de LIU Ai-min

(School of Economics, Sichuan University, Sichuan Chengdu, China, 610064)

Abstract: In this paper we consider that when the marginal utility of money is positive and the market weakness exists, only by carrying out a fiscal and monetary expansible policy can the income be raised and the rate of unemployment come down. But if the policy failures occur, the economic will fluctuate, which will cause unnecessary damage. On one hand, in some advanced countries, especially in the U. S. A. today, with the development of financial liberty, adjustment of economic structure and technology innovation, the persistent stagnation has turned to be a full-equilibrium. There, the elasticity of interest rates and the self-adjustment of market have increased and the interest rate level remains quite steady. So the policy is more tempered and it needs to be adjusted slightly. On the other hand, the developing countries, including China, should adopt a policy, which prefers the liberalizing of interest rates and technology innovation, and use the macro-economic policy more effectively. From that we may conclude that in the future the level of the globe interest rates will become coincident.

Key words: international interest rate; analysis of policy trend; liberalization of interest rates