

□ 蒋振声 陈军泽

## 扩大内需中利率作用的弱化与强化

**内容提要:**降息与扩大内需有其内在的因果关系,但我国近期的连续降息,现实效果却不明显,原因是储蓄、消费、投资及降息水平在我国存在不同于西方国家的特殊性。提高降息的效果应采取加快建立有效的社会保障体系、完善金融市场、增加投资品种、降低投资风险、提高城乡居民的收入水平、支持个体私营经济的发展、注意供给结构的调整,以及注意实际利率的调整等措施。

**关键词:**利率 储蓄 投资需求 消费需求

**作者简介:**蒋振声,男,1933年生,浙江大学管理学院教授,博士生导师;陈军泽,男,1973年生,浙江大学管理学院博士研究生。

### 一、扩大内需政策取向中的利率问题

我国自1992年邓小平同志南巡讲话之后,出现了经济持续快速增长的良好局面,取得了举世瞩目的成就。但近两年来由于经济周期波动的影响,以及国际经济环境、国内市场环境、体制环境和经济增长方式的变动,经济发展进入了低潮时期,主要表现为需求不振,物价总水平持续下滑,即所谓通货紧缩。这次出现的通货紧缩,有两个显著特征:一是有效需求明显不足,产品相对过剩,据国家内贸局对601种主要商品统计,1999年一季度供过于求的产品所占比例高达67%,比上年提高41.2个百分点,出现了买方市场;二是储蓄丰富,目前我国银行存在大量存差,1998年底达9173.77亿元。告别商品短缺,结束了发展中国家发展初期普遍存在的“储蓄不足”,这既体现了发展的辉煌业绩,同时也给我国继续保持经济较高速度增长以缓解就业压力带来新的难题。从表面看,解决需求(特别是内需)不足比解决供给不足容易,然而事实并非如此,因为防止通货紧缩需要有与以往完全不同的思路与方法,即使在国外,理论与经验也不足,而且在我国还有一个市场机制尚不完善这一因素,更增加了问题的复杂性。

在外贸扩大受客观条件制约的情况下,要走出通货紧缩,扩大内需是首选的对策。扩大内需的关键是实现储蓄分流,使之转化为有效的消费和投资需求。发行国债,将储蓄转化为财政投资,通过政府的主导作用,能迅速扩张投资需求,实践证明是实现储蓄分流的有效手段。但是国债有个成本问题,有个规模问题,不能无限扩大;而且财政投资效率低下历来是其一大通病,即使是美、德、日等国号称财力庞大且管理有效的政府,都对动用财政政策存有戒心。对我国财

政策的效率曾有一种形象的描述,财政投资有效益、零收益和血本无归者各占1/3。解决产品与储蓄双多,运用利率手段,调动市场主体消费与投资的积极性,不失为一个重要的选择。

凯恩斯主义认为,在经济萧条时期,货币政策是一种软弱而无效的政策工具。其原因在于货币需求较高的利率弹性和投资函数较低的利率弹性,增加的货币供应量常常落入“流动性陷阱”,而降低利率却由于投资预期收益率偏低而不能有效拉动投资需求。我国在1996年至1999年间已连续7次降低银行存贷款利率,但总的说来并未产生预期的效果<sup>①</sup>。这究竟是利率作用的理论问题,还是市场机制或是市场主体行为的问题,探明其原因并提出解决的办法,对于我们正确运用利率手段治理当前的通货紧缩以及今后的预防工作,将是十分有益的。本文将着重于从市场主体行为角度进行研究。

## 二、利率的作用:分歧与实证

### (一)利率作用的分歧

利率是金融领域最重要的经济变量之一,对它的作用不同时期、不同经济学派观点各异。古典经济理论认为,在完全竞争的资本市场上,不存在利率刚性,自由伸缩的利率机制会使资本供给量等于资本需求量,使储蓄等于投资,资本市场出清;利率与投资反方向变动,利率与储蓄同方向变动,因此降低利率会引起储蓄向消费和投资的转化,促进社会总需求扩张。其后著名的经济学者凯恩斯则驳了这种观点。在利率与储蓄关系上,他认为利率只对储蓄形式的选择有决定作用,利率的波动只是引起货币需求的变动,而不是直接影响储蓄水平的变动,在消费倾向不变的情况下,直接制约储蓄水平的是收入的大小而不是利率的高低。在利率与投资关系上,凯恩斯提出利率与资本边际效率之比对企业 and 个人的投资决策起决定作用,当资本边际效率不变时,利率上升会导致投资下降,倘若利率上升的同时资本边际效率也上升,并且上升的幅度大于或等于利率上升的幅度,那么高利率就不会抑制投资,只有当利率高于资本边际效率,投资者的赢利动机不能实现时,高利率才能阻碍投资。因此,单纯的利率波动并不能直接引起投资量的增减。另外凯恩斯还提出从总量上看,利率不仅与储蓄反方向变动,而且与消费也是反方向变动的。因此,凯恩斯认为高利率是资本主义社会有效需求不足的重要原因,降低利率是提高有效需求的措施之一,但是利率的下降是有限度的,当利率降到一定水平以后,由于人们的预期作用,货币的投机需求会变得无限大,即使投入更多的货币供给也只能落入货币投机需求的“陷阱”之中,此即“流动性陷阱”。此时要提高有效需求,仅靠扩张性的货币政策是不能完全奏效的,还必须运用扩张性的财政政策和奖出限入的外贸政策与之配套。凯恩斯的理论在二战后经过大批经济学家的不断发展,成为相当长的一段时期里各国政府进行宏观经济调控的主要理论依据。

进入70年代以后,滞胀的经济形势使与凯恩斯主义对垒的货币主义学派占了上风,该学派认为,货币需求的利率弹性很低,决定货币需求的因素中,永久收入才是最主要的;在判断货币政策的松紧程度时,利率信号常常失真<sup>②</sup>;利率在经济中的作用不重要,它对经济的影响是间接的和微小的,不是影响经济的最主要因素,不能作为经济的主要调节手段。而以卢卡斯、萨金特为代表的新古典宏观学派则更进一步,认为任何被公众预期到的货币政策只会影响价格水平,而不会带来实际产出的增加,也就是说货币政策是无效的。可见对利率的作用,理论界看法不一。国内一些学者的研究则表明实际利率不影响我国的社会总需求<sup>③</sup>,如果真是如此,在扩大内需的政策选择中,利率将很难有所作为。

## (二) 利率与需求因果关系的实证

在分析我国利率与需求关系前,首先要明确的就是两者之间是否确实存在关联。本文在此采用格朗杰因果关系检验法就两者之间的关系进行实证分析,以从实证角度说明利率调整是否影响需求。格朗杰因果关系检验法是美国计量经济学家 C. W. 格朗杰在 1969—1980 年间创立并完善的用以检验经济变量之间因果关系的方法。其基本原理是:如果变量 X 过去和现在的信息被考虑进了总体的所有其他信息中时, Y 能被预测得更有效,那么就就可说 Y 是由 X 原因引起的,或者说 X 是引起 Y 变化的原因。检验步骤如下:

建立检验方程:

$$Y_t = C + \sum_{i=1}^n \beta_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^m \lambda_j X_{t-j} + V_t \quad (1)$$

$$Y_t = C + \sum_{i=1}^n \beta_i Y_{t-i} + U_t \quad (2)$$

式中  $Y_t$  和  $X_t$  为稳定的时间序列变量,  $U_t$  和  $V_t$  是随机干扰项。C 为常数,  $\beta$  和  $\lambda$  是 Y 和 X 的系数。如果  $\lambda_j = 0$  对所有  $j=1, 2, \dots, m$  都成立, 则 X 不会引起 Y 变化, 两者不构成因果关系, 滞后期的选择可以是任意的。因此我们可以设定  $H_0$  假设:  $\lambda_j = 0, j=1, 2, \dots, m$ 。再分别对方程(1)、(2)用普通最小二乘法(OLS)进行回归分析, 得到解释平方和  $ESS_1$  和  $ESS_2$  以及残差平方和  $RSS_1$ 。这里  $ESS = R^2 \cdot RSS / (1 - R^2)$ 。构造统计量:

$$F = [(ESS_1 - ESS_2) / n] \{RSS_1 / [T - (n + m + 1)]\} \quad (3)$$

式中 T 为样本总数, F 服从第一自由度为 n, 第二自由度为  $T - (n + m + 1)$  的 F 分布。在给定的显著性水平  $\alpha$  下, 若有 F 大于临界值  $F_{\alpha}$ , 则拒绝  $H_0$  假设, 在格朗杰意义上 X 是 Y 变化的原因, 否则接受  $H_0$  假设, Y 的变化不能归因于 X 的变化。为检验我国实际利率与社会总需求之间的因果关系, 我们选择  $n=2, m=3$  构造如下模型进行回归分析:

$$DM = C + \beta_1 DM(-1) + \beta_2 DM(-2) + \lambda_1 RR(-1) + \lambda_2 RR(-2) + \lambda_3 RR(-3) + V_t \quad (4)$$

$$DM = C + \beta_1 DM(-1) + \beta_2 DM(-2) + U_t \quad (5)$$

这里 DM 为社会总需求的实际增长率<sup>④</sup>, RR 为实际利率, 括号中的数据表示滞后阶数。对 1978—1997 年间的数据进行回归分析, 结果见表 1:

表 1 格朗杰因果关系检验结果

	C	$\beta_1$	$\beta_2$	$\lambda_1$	$\lambda_2$	$\lambda_3$	$R^2$	DW	RSS
模型(4)	0.035	0.256	0.379	1.29	-0.8	0.237	0.51	1.62	0.031
模型(5)	0.074	0.503	-0.303				0.23	2.09	0.0489

将表 1 中数据代入(3)式, 得到 F 统计量为 4.01, 而在给定显著性水平  $\alpha=0.05$  下, 临界值  $F_{0.05}(2, 14) = 3.73, F > F_{0.05}(2, 14)$ , 因此拒绝  $H_0$  假设。实证结果表明, 实际利率在格朗杰意义上构成社会总需求波动的原因。

## (三) 结论

尽管对利率作用的认识存在分歧, 但就我国的情况进行实证分析, 结果表明实际利率与社会总需求之间存在关联, 在格朗杰意义上实际利率变动是引起社会总需求变动的一个原因。因此, 利率在扩大内需的政策取向中的作用是不应低估的。我们应认真分析以往利率调整现实经济效果不高的原因, 并在此基础上探明在我国当前条件下, 提高利率调整效果的相关措施。

### 三、利率调整效果的因素分析

在我国,利率杠杆主要是配合国债向国有企业注入,收效不大的主要原因在于体制,如国有企业产权制度改革和经营机制转换进展缓慢,影响了其对利率的敏感性;金融体制改革滞后,导致利率政策传导机制不畅通等。但从市场主体行为的角度分析,以下这些方面也必须予以充分重视:

#### (一)利率与储蓄

储蓄生命周期理论认为,储蓄主要取决于人的终生收入,储蓄的变化与生命周期息息相关。影响个人储蓄行为的因素主要有个人收入的生命周期及家庭规模、工作期和退休期的长短、流动性抑制以及对将来的考虑。由于利息是储蓄行为的未来收入,是当前消费的机会成本,因此利率的变动也会影响个人的储蓄行为。人民银行研究局课题组的一份研究即表明,利率对我国居民的金融储蓄率、货币储蓄率和银行储蓄率影响显著<sup>⑥</sup>。因此,国家在必要时可运用利率杠杆来动员居民储蓄。但动员能力的大小要受到其他因素的制约。就目前我国实际情况分析,绝大多数家庭刚达到小康水平或正在向小康努力,其储蓄主要是生存型和风险型的,即为未来的生存需要,预防未来可能发生的失业、生病、养老、子女教育等而储蓄。这些储蓄基本上不受储蓄利率影响,即使储蓄利率低到只能保值,也不会轻易投入即期消费。另外居民储蓄的一个重要目的是获取利息收入。在中国,储蓄可以说是一种基本无风险而收益最少、最保守的投资方式。利率降低可以影响储蓄的收益,引起其向其他投资渠道分流,但是能否分流出去还要取决于其他投资渠道的比较风险和比较效益。我国的居民储蓄总额在1998年底已达6万亿元,但因人口众多,人均储蓄水平并不高,大部分储蓄仍属生存型和风险型储蓄,加上资本市场受到抑制,缺乏投资渠道,这就决定了降息对储蓄向消费和投资的分流作用是有限的。

另外,在微观经济活动中,真正影响企业和城乡居民行为的,不是银行的名义利率,而是市场的真实利率。周业安对此作了研究,他认为我国居民储蓄对名义利率缺乏弹性,对实际利率才具有一定的弹性<sup>⑥</sup>。降息之所以效果不明显,一个很大的原因就在于通胀率下降得比利率快,企业和居民储蓄的实际收益是上升的。

#### (二)利率与消费

在当前产品大量剩余,存在买方市场条件下,消费需求的利率弹性低,即期消费需求不足,储蓄转为即期消费的量主要不是由储蓄利率决定,而是要受到收入水平和预期等因素的有力制约。当利率下降,是否增加消费,对不同收入阶层反应不同,对未来收入的预期不同,反应也不同。一般说来,低收入阶层,生存型和风险型储蓄还未达到目标,增加消费数额有限;高收入阶层,基本消费已经饱和,边际消费倾向趋于下降,增加消费常常受到供给结构上的限制;只有中等收入阶层,储蓄较充足而消费相对不足,消费需求的利率弹性最大。降息主要引起中等收入阶层的储蓄向即期消费分流。此外无论哪个阶层,当对未来收入预期高而风险预期小时,消费的意愿会增强;反之,消费的意愿就会减弱。

自改革开放以来,我国居民收入的差距呈扩大态势,到90年代中期,居民收入分配的不均等已经达到相当高的程度。从国际比较看,中国的收入差距已处于中等偏上的水平。不仅城市内部、农村内部,而且城乡之间和地区之间收入差距均持续扩大。衡量收入差距的基尼系数1988年和1995分别达到了0.382和0.452。收入差距的扩大造成中等收入阶层在总人口中所占比例下降,加上消费信贷开展还不广泛,住宅、汽车等高档消费品短期内难以成为消费热点。

同时,随着医疗、保险制度改革的进一步深入,企业经营普遍不景气,造成居民对未来的风险预期增大而对收入预期降低。这些因素都制约着降息刺激即期消费的效果。

### (三)利率与投资

投资需求取决于投资的预期收益率与现行利率的对比关系,只有投资的预期收益率超过现行利率,投资才会实际发生。投资预期收益率首先取决于产品的消费需求与价格。在当前内外贸不旺,消费需求不足,价格下滑的外部宏观环境制约下,投资需求缺乏扩张的基础,利率下调虽然总体上可以降低投资的成本,增加投资的收益,但消费需求不足的根本原因没有消除,调低贷款利率的投资扩张作用自然大打折扣。

目前储蓄转化为投资一是通过银行贷款间接转化,这除了受银行放款和风险控制能力以及企业借款意愿的制约外,相当程度上还受到金融体制不完善的制约。由于国家实行利率管制,对不同所有制企业,确定不同的贷款利率,使资金向国有企业倾斜,同时抑制资本市场,导致企业过度依赖银行,在国有企业盈利能力逐年下降时,极大地增加了银行和企业的破产风险。这也弱化了利率杠杆对投资的调控能力。再从企业融资意愿角度看,我国的企业主要可以分为两大类:一类是对利率变动非常敏感的集体和个体私营企业,这类企业具有较好的盈利能力,但社会上存在的所有制偏见,中小企业本身固有的自有资本较少、抗风险能力差的弱点以及担保手段不足等均使其在获取外部资金方面处于劣势,降息后它们虽有扩张投资的愿望,却无法筹集到充足的资金;另一类是以经营不善的国有企业为代表的劣差企业,这些企业亏损严重,风险太大,银行一般不愿意贷款给他们,降息对它们来说主要是减轻了利息负担。

储蓄转化为投资还可以直接通过股市实现,但据“中国经济景气监测中心”调查报告显示<sup>⑦</sup>，“股市对居民储蓄的吸引力有限”，主要原因有二，一是股市的风险顾虑。二是股民中中小储户居多，它们抗风险能力差，是典型的风险厌恶者。所以就短期看，降息并不能使储蓄大量向股市分流。

### (四)利率与消费观念和习惯

我国居民的消费观念与西方不同,属于保守型,崇尚俭朴,满足于小康,关注未来风险,看重储蓄。这是旧社会长期的贫困生活造成的。表现在消费上,习惯于控制即期消费,适当延期消费(储蓄),不敢运用消费信贷超前消费。尤其是老年人,反对吃光花光,主张有备无患。这种观念和习惯是中国特定经济社会文化背景的产物,希望彻底改变是不可能的,即使有所变化,也需时日。

## 四、提高利率调整效果的措施选择

以上分析表明,在我国运用降低实际利率手段,可以起到刺激社会需求的作用,只是由于种种特定因素的影响,使降息的效果难以在近期凸现。根据影响因素的多面性,应从多方面采取措施提高利率杠杆的作用效果。

### (一)加快建立有效的社会保障体系

当前影响降息推动内需效果的首要因素是对未来生活不确定性的忧虑,居民储蓄的目的主要不在于利息收入,而在于为子女教育、防病养老、购买住房和失业风险作准备。这些后顾之忧不解决,即使利率再降也是枉然。为此,需要制定现实可行的改革计划,加快医疗、失业、养老保险制度的建立,提高保险制度的有效性。应当说美国等发达国家居民之所以敢于超前消费、冒险投资,与其社会保障体系的有效性不无关系。此外,可考虑随着存款利率的降低,先推出优

惠的学习贷款和住房贷款等消费信贷,解决对子女教育和购买住房的实际困难。

## (二)完善金融市场,增加投资品种,降低投资风险

当前制约储蓄转化为投资的因素,除了利益驱动力不足外,主要是投资品种单一,投资风险过大。配合适当增加货币供应量和实际降息措施,还应研究增加投资品种,以开辟更多的投资渠道。如在1—5年期的国库券之外,可考虑推出1年期公司债券,5年期至10年期的公司债,进而推出低级债券与10年期以上的公债。股票市场的风险从长期投资角度看,还只是中等风险的投资。在我国股市波动较大,因素很复杂,主要原因还是市场运作不规范,投资者经验不足,以及短期投资和投机过盛。这有一个发展完善的过程,短期内是解决不好的。近期可以考虑建立由专家理财的投资基金,以降低风险和提高收益的稳定性。长期内则立足于证券法的普及,推进市场的规范化运作。

## (三)提高城乡居民的收入水平

提高城乡居民的货币收入,在当前或将来都有重要的意义。我国居民的人均收入总水平不高,同时收入差距趋于扩大,这意味着有相当数量的城乡居民的收入还相对较低,提高这部分居民的货币收入,可以使原先被收入压制的一部分潜在消费转化为现实的购买力,使消费能力和消费需求相统一。而中高收入居民的收入提高则可以促进新的消费热点与高潮的形成。城乡居民货币收入的提高还可以增加信心指数及对未来收入提高的预期,有利于增加投资的信心和力度,不失为提高降息效果的一项治本措施。

在当前,应当根据城市中大多数工薪阶层原来高度的福利性实物分配逐步减少和取消的情况,以及由于技术创新引起劳动生产率提高的事实,适当提高工资,以较大幅度地提高货币收入。而最重要的则是提高占人口大多数的农村居民的收入。国家应当考虑通过财政手段,支持兴建农村基础设施,发展农村小城镇。在此基础上扶持农民增收,支持农民减负。

## (四)支持个体私营经济的发展

新修改的宪法已经承认个体私营经济是社会主义市场经济的重要组成部分。个体私营企业经营资本由投资者自筹。它的建立和发展就是储蓄转化为投资的巨大动力和拉力;个体私营经济按市场需要经营,有助于改善供给结构;个体私营经济可以增加就业机会和就业者收入,间接拉动消费和投资。因此应当充分重视和大力支持个体私营经济的发展。当前个体私营经济发展除了“名份”支持之外,最重要的是消除信贷上的“非公民”待遇,取消利率管制。应发挥利率对个体私营经济支持的杠杆作用,对科技含量高,符合市场需求,有经济实力的个体私营企业应给以与国有企业同等的贷款与利率待遇;对个别风险较大的个体私营企业,允许实行利率上浮。政府应出财力、出政策支持建立必要的贷款担保机构,给个体企业向银行贷款提供风险担保。此外,还应支持建立地方性的专门为个体企业提供资金支持的银行或其他金融机构。

## (五)注意供给结构的调整

供给与需求互相影响互相制约,当我们研究通过调低利率刺激需求扩张时,不应忽视供给方面的问题。供给学派的主要代表人物之一马丁·费尔德斯坦即主张通过投资,对现有生产力进行改造,提高生产效率和实行生产结构调整,进而达到经济的重新平衡。供给学派认为美国经济在70年代出现产品成本上升,缺乏国际竞争力的情况,就是由于长期推行凯恩斯主义的扩张性财政政策和货币政策,人为地膨胀社会需求,而不去注意供给方面的问题造成的。我国当前经济中的产品过剩主要是需求不旺,但也存在供给结构不合理,不能与消费需求相适应的问题,存在大量无效供给与低效供给。供给过剩给调整供给结构提供了最有利的时机。改善供

给结构需要按现实消费需要调整和优化投资结构,在此可发挥利率杠杆在调整投资结构中的作用,这就是继续实行差别利率的政策,对鼓励投资的项目给予优惠利率,对限制投资的项目给予高利率。

#### (六)注重实际利率的调整

要真正发挥利率调整的作用,必须注重实际利率的调整。实际利率是指扣除了物价水平变动部分之后的利率。如果降息幅度等于物价下降幅度,实际利率并没有下降,只有当降息幅度大于物价下降幅度,才是实际利率的下降,才是具备了分流储蓄推动消费与投资的可能。为使实际利率设计准确,关键在于对降息后一段时间物价走势的测定是否准确,为此必须深入研究近期物价的变化规律,并在此基础上准确地预测降息后一段时期物价的基本走向及变化幅度。

注:

①对前几次降息效果的分析可参见陈东琪(1998)和中国社会科学院经济研究所宏观课题组(1999)的文章。

②可参见布赖恩·摩根:《货币学派与凯恩斯学派》,中译本,商务印书馆1995年版。

③具体分析可参见苏剑:《降低利率有助于解决我国的失业问题吗?》,《经济研究》1998年第10期。

④这里的社会总需求由按支出法计算的国内生产总值减去非自愿库存投资而得。用库存投资对国内生产总值进行回归分析,将库存投资的拟合值看作自愿库存投资的数量,然后计算出非自愿库存投资:非自愿库存投资=库存投资-自愿库存投资

⑤参见中国人民银行研究局课题组:《中国国民储蓄和居民储蓄的影响因素》,《经济研究》1999年第5期。在该研究中,把居民储蓄中的金融资产部分称为居民金融储蓄,把居民金融储蓄中的银行存款和现金部分称为居民货币储蓄,把居民货币储蓄中的银行存款部分称作居民银行储蓄。本文其他地方若未特别指明,均指居民银行储蓄。

⑥参见周业安:《金融抑制对中国企业融资能力影响的实证研究》,《经济研究》1999年第2期。

⑦转引自经济生活报1999年7月31日第2版。

#### 参考文献:

林民书:《扩大内需必须与增加有效供给同步进行》,《财经研究》1999年第7期。

刘树成:《论中国经济增长的速度格局》,《经济研究》1998年第10期。

苏剑:《降低利率有助于解决我国的失业问题吗?》,《经济研究》1998年第10期。

陈东琪:《对近两年宏观经济政策操作的思考》,《经济研究》1998年第12期。

周业安:《金融抑制对中国企业融资能力影响的实证研究》,《经济研究》1999年第2期。

中国社科院经济研究所宏观课题组:《投资、周期波动与制度性紧缩》,《经济研究》1999年第3期。

李实、赵人伟:《中国居民收入分配再研究》,《经济研究》1999年第4期。

中国人民银行研究局课题组:《中国国民储蓄和居民储蓄的影响因素》,《经济研究》1999年第5期。

周延军:《西方金融理论》,中信出版社,1992年版。

冉光和:《中国货币供应问题研究》,东北财经大学出版社1998年版。

王洛林:《经济周期研究》,经济科学出版社1998年版。

陈军泽、杨柳勇:《通货紧缩下有效货币政策的选择》,《财经问题研究》1999年第8期。

(作者单位:浙江大学管理学院;邮编:310029)