

浅析利率平价模型在中国的演变

薛宏立

(中央党校研究生院,北京 100091)

摘要:在充分有效的金融市场条件下,利率、汇率与国际资本流动三者间的互动关系形成一种自平衡机制,而利率平价模型就是该种机制的抽象体现。对于经济和金融都处在转型期的我国来说,这种自平衡机制尚未生成,三者之间是一种不协调的关系。但是,随着我国金融体制改革的深化,自平衡机制将会逐步在我国确立。本文在分析利率平价模型在中国的适用性的基础上,引入制度摩擦系数,导出适合于我国国情的利率平价模型,并且用该公式的演化过程来对自平衡机制的逐步建立过程给以表述。同时在分析我国制度环境的基础上,对利率、汇率、国际资本流动三者之间不协调的关系作出理论分析,对人民币汇率的升(贬)值压力予以预测。

关键词:利率平价模型;交易成本;制度摩擦系数;国际资本流动;自平衡机制

中图分类号:F832.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2002)02-0014-06

随着经济全球化的发展,各国的金融市场越来越开放,联系越来越紧密,利率变化对汇率波动的影响也越来越大。这种影响具体通过利率平价理论来体现。1923年,在《货币改革论》中,凯恩斯从资本流动角度较为系统地总结了远期汇率与利率的关系。后来,英国经济学家保罗·艾因齐格从动态的角度考察了远期汇率与利率的相互关系,真正完成了古典利率平价体系。20世纪50年代至70年代,西方学者对利率平价理论进行了新的补充和完善,形成了现代利率平价理论。

本文在继承已有的利率平价理论的基础上,试图做进一步的研究和探讨,提出更适合我国现实情况的利率平价模型。 R 表示国内利率, R_F 表示国外利率, E 表示即期汇率, A 表示预期汇率或远期汇率,设交易成本为 C ,则引入交易成本的利率平价模型为:

$$R - R_F = [(A - E) / E] \pm C \quad (1)$$

其中,“+”号表示达到无利可套前国际套利资本流向为内流;“-”表示达到套利平价前国际套利资本流向为外流。(1)式的经济学意义为:当预期的利差收益与汇率变动收益之和等于交易成本时,套利资本无利可套,利率平价成立。这里,所使用利率为名义利率,汇率采用直接标价法。

一、利率平价模型对我国的适用性分析

1. 我国利率和汇率变动对利率平价模型的契合性。图1给出了1980—1999年中美两国一年期存款利率的变化情况。1986年以前, $R_S > R_{RMB}$,根据利率平价,这预示着人民币应该升值,但实际上人民币却贬值了(见图2)。1987—1993年, $R_S < R_{RMB}$,人民币应该贬值,人民币在此期间的确在贬值,与利率平价的预测相符。1994—1999年, $R_S < R_{RMB}$,且两者的差距前期在加大,利率平价理论预示了人民币更大幅度的贬值,但人民币名义汇率1994年升值1.3%,1995年升值3%,1996—1999年继续保持稳中有升的势头,与利率平价的预测正好相反。经过以上数据考

收稿日期:2001-12-02

作者简介:薛宏立(1972—),男,河南长葛人,中央党校研究生院博士生。

察可知,总体而言,利率平价的预测与我国的实际形势并不契合。原因何在呢?

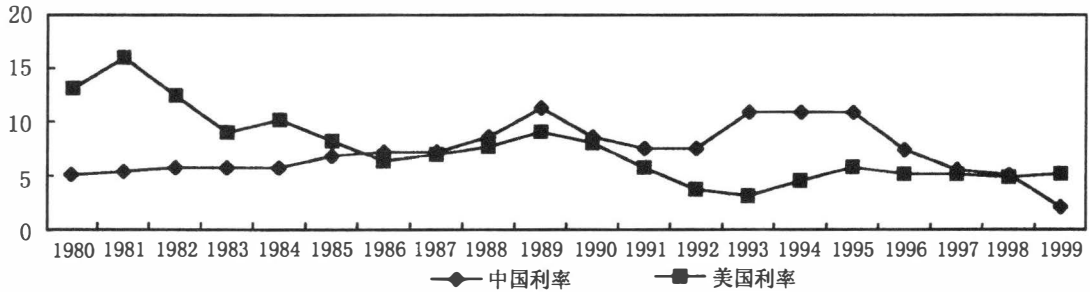


图1 中美两国利率比较(%)

注:1. 一年内如遇两次以上利率调整,以年内最后一次为准;2. 资料来源:《中国金融年鉴 1999》, Federal Reserve Statistical Release.

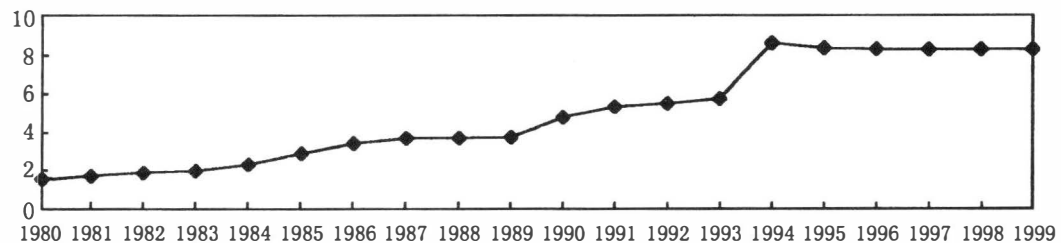


图2 1980—1999年人民币汇率走势(单位:RMB元)

注:1. 汇价数据为年平均;2. 数据来源于《中国统计摘要 1999》,中国统计出版社 1999 年版。

利率平价成立的前提条件是均衡的市场利率加货币的完全可兑换。假定这两个前提条件得到满足,在考虑了利息收益和汇率变动的收益后,两种货币存款的实际回报率应该相同。但是,《人民币利率管理规定》(1999年6月版)第4条规定:中国人民银行制定的各种利率是法定利率,法定利率具有法律效力,其他任何单位和个人均无权变动。《中华人民共和国外汇管理条例》(1997年1月14日修改通过)中明确指出:我国实行人民币经常项目可兑换,国家对经常性国际支付和转移不予限制。从两个法令中可以看出,在目前情况下,我国的利率调节距市场利率还有相当长的距离,外汇管制和人民币非全面自由兑换也是长期的。既然这两个前提条件在中国均不成立,人民币汇率也就不可能按照利率平价理论调整,那么利率平价在我国解释能力不强也就不言而喻了。可以这样说,影响利率平价在我国成立的主要原因是制度性因素。那么能不能把制度性因素也引入利率平价模型,以此来说明我国的情况呢?下面将试图做此尝试。

二、引入制度摩擦系数的利率平价模型在中国的演变阶段

制度摩擦系数指由制度性因素产生的对利率平价的摩擦系数,如利率管制、外汇管制、市场缺陷(即期外汇市场无效率、没有远期外汇市场)等体制性因素造成的摩擦系数,记为K。当前条件下,汇率变动应等于两国利率之差加(减)交易成本C与制度摩擦系数K:

$$(A-E)/E=R-R_F \pm (C+K) \quad (2)$$

(2)式移项得:

$$R-R_F=[(A-E)/E] \pm (C+K) \quad (3)$$

(3)式是广义的利率平价模型,也是利率平价模型在我国的表述。更准确地说,由于目前我国还不存在完善的远期外汇市场,因此,(2)式中的期末汇率A将不能代表远期汇率F,只代表预期汇率 E_E 。于是,利率平价模型在我国的更准确的表述应该是:

$$R-R_F=[(E_E-E)/E] \pm (C+K) \quad (4)$$

此就是适合我国国情的无抛补利率平价的变形表达式。随着我国金融体制改革的逐渐深入,人

人民币向可兑换货币的方向迈进,金融自由化进程的逐步发展,制度摩擦系数 K 的绝对值应该越来越小,利率平价的预测力会越来越强。1994 年以前,由于我国实行全面的利率管制和外汇管制以及人民币汇率的官方定价,国际套利活动基本无法进行,故系数 K 趋于无穷大。1994 年外汇体制改革后,虽然尚未实现人民币在资本项目下的自由兑换,但由于外汇管制政策的不完善,以及执行管制政策的力度不足,国际套利短期资本的流动获得了较为宽松的环境,套利活动实际上可以通过多种渠道实现。主要有以下四种渠道:(1)混入经常项目办理结售汇;(2)利用资本项目管理中的漏洞实现人民币的兑换;(3)直接通过外汇指定银行特别是外资银行实现国际短期资本进出,一般采取私下议定汇率,境内收付人民币资金,境外收付外汇的办法;(4)通过外汇黑市实现国际短期资本进出(张萍,1996)。国际短期资本在我国的流动规模数据无法获得,但从国际收支平衡表“净误差与遗漏”数据中可窥一斑。

表 1 1994—2000 年度国际收支平衡表“净误差与遗漏”统计 单位:亿美元

年度	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
净误差与遗漏	97.75	178.12	155.66	169.52	165.76	148.04	118.93

资料来源:国家外汇管理局网站 网址:<http://www.safe.gov.cn>。

1994 年外汇体制改革产生的“制度漏出效应”(即套利资本流动的多渠道实现),直接导致了系数 K 的变形,变形后的 K 记为 K_1 。此变形表现在两个方面:(1)资本流动的有限性。国际套利资本流动从基本无法进行到有限流动;(2)交易成本的增加。国际套利资本寻找制度的漏洞需要付出的制度成本会增加其交易成本。也就是说, K_1 身兼两项职能:既是交易成本的一部分,又要保证套利资本的有限性。那么,(4)式就化为:

$$R - R_F = [(E_E - E)/E] \pm C_1 \quad (5)$$

其中, $C_1 = C + K_1$ 。经过以上对制度摩擦系数 K 的分析,适用于我国的利率平价模型将会出现以下三个演化阶段:(1)1994 年以前。利率平价模型表现为: $R - R_F = [(E_E - E)/E] \pm (C + K)$ 。在此阶段,系数 K 趋于无穷大,国际套利资本基本不流动,利率平价模型不可能成立,无法用利率平价来预测汇率变动。(2)1994 年开始一直到中国实行金融自由化之前。利率平价模型表现为: $R - R_F = [(E_E - E)/E] \pm C_1$,其中 $C_1 = C + K_1$ 。在此阶段,系数 K 转变为 K_1 ,交易成本上又增加了制度成本,国际套利资本具有有限流动性,利率平价模型有可能成立,只是其达到平价的过程拉长,利率平价的解释和预测能力会越来越强。(3)中国实行金融自由化以后,即利率市场化、资本自由流动、人民币完全可兑换以及具备完善的远期外汇市场等。利率平价的模型表达式将和西方发达国家完全相同,即: $R - R_F = [(E_E - E)/E] \pm C$ 。在此阶段,系数 K 趋于 0,可以忽略,国际资本自由流动,利率平价模型成立,利率平价的解释和预测能力将更强。

三、利率平价在中国作用的制度环境

1. 利息计算的非分段性和利率的管制保证了套利资本利差收益的稳定,有利于国际套利的进行。利息计算的非分段性指的是不分段计息。《人民币利率管理规定》中明确规定:储蓄存款、单位存款从 1993 年起,遇利率调整不实行分段计息,按存款日挂牌公告利率计算,利随本清。国际套利中的利率风险由于此项规定的实行几乎被完全消除了。利率的管制使得资本的供给和需求变动不能自动调整资本的价格——利率,造成利差固定,客观上延缓了利率平价的过程。

2. 汇率的单一盯住制减少了国际套利的汇率风险。我们说人民币汇率制度是“单一盯住制”,主要就两方面而言:一是近年来人民币汇率的实际运行情况;二是中央银行的目标与手段。1995 年以来,人民币与央行所关注的美元之间的汇率仅有微小变动,围绕着 1:8.30 波动,上下浮动幅度不超过 0.5%,而与其他货币上下浮动幅度则相当大,因此可以说人民币“盯住”了美元。《中华人民共和国中国人民银行法》规定,“保持币值稳定”是中央银行货币政策的最终目标,

显然对外币值稳定即人民币汇率稳定也是其最终目标。近几年,中央银行利用市场手段在外汇市场上实现了这个目标。在法律上,中央银行与其他金融机构的成员一样是这个市场的普通交易者。但在客观上,中央银行似乎成了这个市场唯一的“造市者”(Market Maker,即同时有双向报价,并可以几乎无限制地买卖外汇)。这就使得中央银行相应承担了较多的隐性义务,内定波动幅度(央行规定日波动范围保持在交易基准价上下0.3%的幅度内),并酌情入市进行干预,以维持汇率不变或在极小幅度内变动。实际上只盯住和管理美元汇价,人民币与其他货币之间的汇率则通过美元与其他货币之间的汇率套算得出。“单一盯住制”使得预期汇率的可确定性增强,减少了国际套利的汇率变动风险,国际套利者不必再为规避风险而付出成本和代价,保证了较高的收益率和套利收益的稳定性,有利于国际套利的进行。

3. 国际套利资本的有限流动性拉长了利率平价的过程。1996年12月1日,我国宣布实行人民币经常项目可兑换,但对资本项目仍然实行管制。再加上国债市场和股票市场尚未对外开放,仅有B股一个离岸金融市场对外开放且规模尚小,因此国际套利资本进出的流动性是有限的。资本流动量的降低必然推迟达到利率平价的时间,拉长利率平价过程。总之,汇率的单一盯住制减少了国际套利的汇率风险,使预期汇率的可确定性增强,预期的汇率变动率几乎为零;加上利率管制和利息计算的非分段性使国际套利的收益率高且稳定,几乎无风险;再加上套利资本的有限流动性拉长了利率平价的过程,就会使国际套利资本持续流出或流入,其结果必然是影响了我国正常的金融秩序,积累了汇率风险。

通过以上分析可知,解决这个问题的最好方法莫过于尽早达到利率平价。尽早达到利率平价的方法有三个:一是资本自由流动;二是变动预期汇率;三是利差变动。目前,在我国还不可能放开资本项目管制的情况下,资本自由流动无法实现。再者,因为对人民币未来汇率的预期是国际套利者对我国经济形势和汇率管制制度的综合考量,要改变国际套利者对人民币未来汇率的预期相对比较困难。在短期内影响我国宏观经济形势比较困难,而放活事实上的“单一盯住制”十分必要,也较容易。这就是扩大人民币汇率的浮动范围,从目前的上下浮动0.3%扩大到0.5%~1%都属正常浮动范围,这样预期汇率的浮动范围也就相对扩大,通过变动预期汇率也就能尽早达到利率平价的目的。此外就是利差变动,在这种方法里,我们只能变动本国利率,而无法影响国外利率。

简言之,套利资本持续流出或流入问题的解决,要么靠变动本国利率,要么靠扩大人民币汇率浮动范围,或者二者相结合,使得利差和预期汇率变化率处于利率平价中性带,套利资本无利可套,自然不会流动。也就是说,要使货币政策和汇率政策相协调。

四、中美利差变动与人民币升(贬)值压力

1994—1998年间,我国的一年期存款利率持续高于美国,最高时达10.98%,利差高达5%。而1994年人民币汇率并轨时,由官方汇率1:5.8与外汇调剂市场汇率1:8.7并存统一到1:8.7的市场汇率,人为贬值达13.33%。这种人为的过度贬值在市场形成汇率的基础上必然形成人民币汇率的升值反弹。因此,使国际资本形成人民币汇率必然在两三年内保持稳定甚至升值的预期。汇率预期升值收益加上高利差收益使得国际套利资本获得高额风险报酬,促进了国际资本的流入,给人民币带来了现实的升值压力。仅1994年就升值4.6%,此后趋于稳定,在央行的干预下形成事实上的“单一盯住制”。1999年以来,中央银行为了刺激国内经济,多次调降利率,先从4.77%降为3.78%,又从3.78%降到2.25%,再加上20%利息税的征收,实际上使利率收益下降为1.8%,降到了远低于美国利率之下。而美国又接连5次加息,使得中美利差逐渐扩大,实际利差已经升到4.7%(见图3)。美元连续升息,而人民币利率几次下调,这就扩大了美元与人民币之间的利差,形成了资本外流的压力。我国为了扩大内需,不但无加息的可能,反而有下调的需要,最大的可能是选择利率稳定不变。再者,由于我国宏观经济走弱,经济增长放缓,内

需不足,外需又不甚旺盛,下岗失业增加等等,再加上亚洲金融危机时人民币相对周边货币升值,这些因素都会促使预期人民币汇率贬值。预期贬值加上美国高额利差的诱惑,将导致国内资本外逃,难以吸引外资进入,给人民币汇率带来现实的贬值压力,促使人民币小幅贬值(见图4,人民币汇率在2000年2月至5月实际上已经处于小幅贬值状态)。

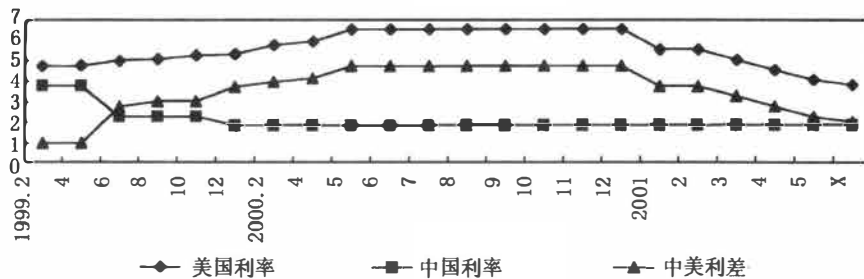


图3 中美两国利率及利差走势图

注:1. 美国为联邦基金利率,中国为一年期存款利率,以月末利率为准;2. X为预测期,与其相应的数据为预测数据;3. 资料来源:Federal Reserve Statistical Release。

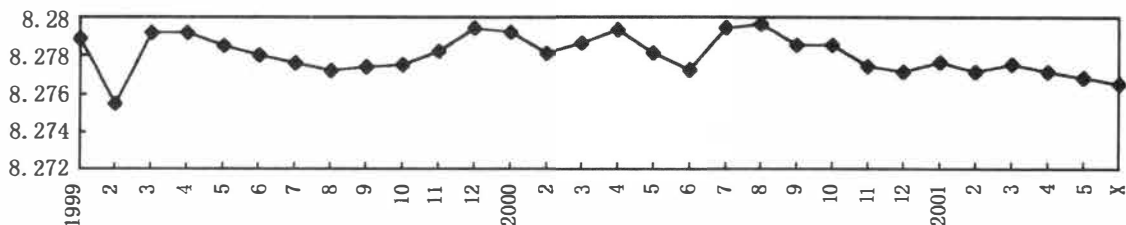


图4 人民币汇率走势图

注:1. 除2001年5月份为5月18日数据外,其他数据均为月平均数据;2. X为预测期,相应数字为预测期数字;3. 数据来源:Federal Reserve Statistical Release。

进入2001年,美国经济出现了衰退的势头,经济增长率连续下降。美联储主席格林斯潘为了挽救经济下滑,分别于1月3日、1月31日、3月20日、4月18日和5月15日连续5次降息,联邦基金利率从6.5%降到4.0%,降幅高达2.5%。单从美国降息对中国的影响来看,美国这5次降息,缩小了美元与人民币的利差,从4.7%降到2.2%,有利于缓解高利差造成的人民币贬值压力。从目前美国经济的表现来看,美联储仍有降息0.25%的可能性。美元利率的持续走低将形成美元贬值的预期,给人民币在短期内带来升值的压力,人民币对美元汇率在短期内将升值(见图4,进入2001年,人民币就一直处于小幅升值状态)。

五、结束语

本文研究表明,随着我国金融市场发展阶段的不同,利率平价的表现形式也不同。在现行的金融体制下,利率平价在我国有着特殊的表现形式,即引入交易成本(C)和制度成本(K₁)的利率平价。这一形式反映了从原计划经济模式转向新的开放的金融运行机制过程中,汇率、利率与国际资本流动之间没有形成一种自平衡机制,而是一种不协调的关系。这种关系表现为:当市场普遍预期人民币汇率将单向升值(贬值)或保持稳定时,国内与国际金融市场之间基本稳定的利差将形成相对稳定的高额收益,在套利成本(包括纯经济意义上的交易成本和制度成本)基本固定的情况下将引发套利资本的单向流动,并且由于利率平价过程的延长,形成这种单向流动的长久持续性。这将使人民币汇率存在更大的升(贬)值压力,外汇储备的变动也难以控制,国内基础货币投放面临失控局面,宏观经济的健康运行受到威胁。

要解决这种不协调给国内经济造成的负面影响,可以采取短期和长期两种措施。短期内可以运用各种政策手段对资本流动进行控制和调整:(1)通过利率水平的调整对本国资产与外国资

产的相对吸引力施加影响,进而对资本流向结构、长短期资本期限结构、资本流动形式等进行调整 and 诱导。(2)采取相对灵活的汇率政策,打破稍显僵硬的“单一盯住制”,扩大汇率的自由浮动范围,维持投资者对本国金融体系的长期信心,进而控制大规模的资本逃逸。(3)在利率与汇率相互影响的前提下,选择能够相互匹配的利率政策与汇率政策的组合,使资本流动结构趋于合理,并使资本流向不发生逆转。比如在目前由于宏观经济形势造成的预期汇率上升(即贬值)的情况下,可以考虑适当地调升利率,缓解对人民币汇率造成的贬值压力。

但要从根本上解决问题,必须从长期措施入手:(1)进一步改革利率形成机制和汇率制度,实现市场化的利率和汇率,改善利率和汇率之间的联动性,使利率与汇率的协调机制市场化;(2)进一步完善货币市场和外汇市场,提高其效率,建立远期外汇市场,把汇率预期的风险通过远期外汇市场上的远期外汇交易予以化解,加快利率平价过程;(3)实行意愿结售汇制度等等。

随着经济体制改革的深化和国内金融市场对外开放程度的提高,制度摩擦系数将趋近于零,人民币汇率、利率和国际资本流动之间的关系将接近于引入交易成本的利率平价的表現形式,并且交易成本将会有逐渐下降趋势,因为任何能够有效地提高国内金融市场开放度的措施将缩小中性区间的宽度。此时,利率平价理论将是远期外汇市场上汇率定价和汇率预测的最好工具。

参考文献:

- [1] 人民银行货币政策司. 人民币利率管理规定[M]. 北京: 中国经济出版社, 1999.
- [2] 孙杰. 汇率与国际收支[M]. 北京: 经济科学出版社, 1999.
- [3] 连平. 上海外汇市场[M]. 上海: 上海远东出版社, 1997.
- [4] 中国统计摘要 1999[Z]. 北京: 中国统计出版社, 2000.
- [5] 中国金融年鉴 1999[Z]. 北京: 中国金融出版社, 2000.

Analysis on the Evolution for Parity Model Interest Rate in China

XUE Hong-li

(The Graduate School of the Party School of the Central
Committee of C. P. C., Beijing 100091, China)

Abstract: In fully effective financial market, mutual connection among interest rate, exchange rate and international capital flow forms a self-equilibrium system embodied by interest rate parity model(IRP). China is witnessing a transition from a planning economy to a market economy, and there is no such self-equilibrium system but an inconsistent relationship in between exchange rate and interest rate formed by international capital flowing. However, with the development of financial system's reform, a self-equilibrium system will come into being in China step by step. With a factual illustration for the applicability of IRP in China, the thesis intends to deduce and IRP model fitting into the Chinese context by introducing a frictional modulus of system. It also depicts the process of forming self-equilibrium system by picturing the evolution of IRP. meanwhile, it analyses the inconsistent relationship between exchange rate, interest rate and international capital flow, and predicts the pressure of devaluation or re-valuation of RMB.

Key words: interest rate parity model(IRP); transaction costs; frictional modulus of system; international capital flow; self-equilibrium system