

美国利率上调及我国经济对策选择

郑璋鑫

(南京财经大学经济学院, 江苏南京, 210003)

摘要 美元利率连续调整, 将对我国人民币汇率和利率产生影响。为适应美元利率的调整, 人民币汇率和利率也应作出相应的调整。但人民币汇率的调整弊大于利, 因此, 我们的最佳选择是相应地逐步上调人民币利率。

关键词 汇率; 利率; 经济对策

近期, 美联储在其货币政策会议上, 将利率提高 0.25 个百分点, 这已是美联储自 2004 年 6 月 30 日以来连续第三次加息, 联邦基金利率已提高为 1.75%。美联储主席格林斯潘表示, 将逐步取消低利率货币政策对经济的刺激作用, 并将“逐步有序”地提高利率, 他在国会作证说, 在经历了夏季的暂时减缓后, 美国经济已重新获得一些推动力。虽然我国为应对美元利率上调也相应上调了国内美元存款利率, 但是国内人民币一年期基准利率和汇率还保持不变, 从而就有可能出现人民币汇率不均衡, 带来人民币贬值的问题, 必然加大国际社会要求人民币升值的压力。当前, 如何调整汇率、利率政策就成为一个至关重要的问题。分析均衡汇率的决定以及利率上调可能带来的影响, 比较我国应对美元利率上调可以采用的两种政策(即汇率、利率政策)的效果, 则是正确决策的关键。

一、均衡汇率的决定和美元利率上调的影响

1. 均衡汇率的决定

根据汇率的利率平价理论 (Theory of Interest-rate Parity), 设本国金融市场上一年期存款利率为 i , 外国金融市场上利率为 i^* , 即期的汇率为 e , 远期汇率为 f , 那么 1 单位本国货币的投资选择就有如下的三种形式:

- (1) 若 $1+i > f - (1+i^*)$, 则投资于本国金融市场;
- (2) 若 $1+i < f - (1+i^*)$, 则投资于外国金融市场;
- (3) 若 $1+i = f - (1+i^*)$, 则投资于两国金融市场均可。

但是由于在金融市场上有较多的投资者, 他们都面临着同样的抉择, 因此, 如果在 $1+i < f - (1+i^*)$ 时, 众多投资者都将资金投入外国金融市场, 这必然会导致即期外汇市场上外国货币需求上升, 从而使本币即期贬值 (e 增大), 远期升值 (f 减小), 投资外国金融市场的收益率下降, 只有当两种投资方式的收益率相同时, 市场才处于均衡状态, 即 $1+i = f - (1+i^*)$, 整理可得 $\frac{f}{e} = \frac{1+i}{1+i^*}$ 。

如果以 ρ 代表即期汇率与远期汇率之间的升(贴)水率, 则

$$\rho = \frac{f-e}{e} = \frac{1+i - (1+i^*)}{1+i^*} = \frac{i-i^*}{1+i^*}, \text{ 即 } \rho + \rho \cdot i^* = i - i^*,$$

由于 $\rho \cdot i^*$ 的数值极小, 可以忽略不计, 因此, $\rho = i - i^*$ 。

这就是说汇率的远期升(贴)水率等于两国货币利率之差。若本国与外国利差扩大, 则本币远期贬值; 若本国与外国利差缩小, 则本币远期升值。也就是说, 汇率的变动会抵消两国间的利率差异, 使金融市场处于均衡状态。

2. 美元利率上调的影响

我们可以从利率平价公式中得知, 美元利率的上调使得美元相对升值, 从而也就破坏了两国汇率均衡的实现条件。若要实现两国汇率均衡, 则另一国的利率或汇率也要作出相应的调整, 以便实现外汇市场的均衡状态。这种调整我们可以借助图 1 来分析利率或汇率是如何作出调整的。

收稿日期: 2004 年 10 月

作者简介: 郑璋鑫, 硕士, 南京财经大学经济学院讲师, 研究方向为货币银行。

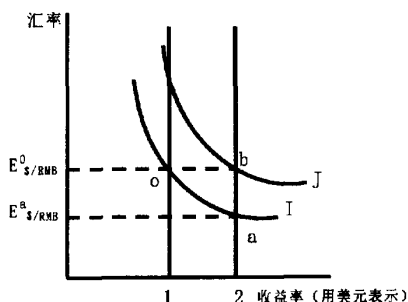


图 1 均衡汇率的决定

如图 1 所示, 美元投资的收益率曲线 I 和人民币存款的预期收益曲线 J 的交点为 o, 决定了两国均衡的汇率水平为 $E^o_{\$/RMB}$ 。若美元利率从 1 上调到 2, 即美元存款的收益曲线向右移动, 美元对人民币的汇率水平若保持原来的汇率水平不变, 则美元存款的收益要高于人民币存款收益, 两者的差额促使美元相对于人民币升值到 $E^a_{\$/RMB}$, 也就是说人民币相对于美元贬值, 从而达到均衡点 a 点, 实现新的均衡。从图中我们也可以看出, 为减轻人民币币值被贬低而造成的不利影响, 我们可考虑使人民币在一定幅度内升值; 另一方面, 我们也可上调人民币存款的利率, 因为人民币存款利率的上调, 必然使得人民币存款的预期收益曲线 I 向右上移动至 J, 从而在 b 点实现新的均衡, 同时, 保持两国的汇率水平不变。

二、调整汇率, 使人民币升值, 弊大于利, 不可行

从以上理论分析可知, 当美元利率上调时, 为保持美元与人民币汇率之间的均衡关系, 减轻人民币币值被贬低而造成的不利影响, 我们考虑的选择之一便是促使人民币升值。

当然, 人民币升值对于我国经济的影响有着一一定的积极意义, 如有利于中国进口; 原材料进口依赖型厂商成本下降; 有利于人才出国和培训; 我国外债还本付息压力减轻; 中国资产出卖更合算; 中国 GDP 国际地位提高, 中国百姓国际购买力增强等等。据此, 有些人认为强势人民币时代已来临, 现在是人民币汇率浮动最佳时机。中国社科院经济与政治研究所张明博士表示: 2004 年下半年和 2005 年上半年, 应是我国调整汇率水平的最佳时机。

问题是, 如果人民币在目前的外部压力下马上升值, 那么人民币升值对于中国经济的积极意义相对于其消极影响而言将是微不足道的。人民币升值的消极影响主要表现在如下方面。第一, 人民币升值后, 企业出口的生产成本和劳动力成本会相应提高, 作为中国优势企业的劳动密集型企业的产品档次不高, 附加值含量低, 在国际市场价格保持不变, 而人民币又升值的情况下, 企业利润空间必然被压缩, 出口厂商的积极性下降, 工人的工资不可能上涨, 人们

的收入不可能增加, 国内需求也难以被拉动。第二, 由于进口商品的替代性, 人民币升值后国内需求必然降低, 就业难度进一步加大, 失业率将进一步上升, 社会不稳定因素进一步增加。第三, 人民币升值后, 国际游资(热钱)必然大量涌入, 我们必须投入大量的基础货币, 这必然会导致经济过热, 而且, 人民币升值后必然会引来大量的投机资本, 这些资本捞一把就跑, 会造成汇率的剧烈波动, 对经济的发展非常不利, 东南亚金融危机已经提醒我们保持币值稳定的重要性。第四, 人民币升值后, 国有资产必然会被高估, 其中的劣质部分将更难处理, 我国大量不良资产的处理将变得更难, 深受不良贷款之累的银行经营也将更加困难。第五, 如果人民币升值, 将会使得我国货币政策失灵。因为人民币升值将导致人民币的利率降低, 最终导致零利率, 货币政策失效。由于当前我国的利率已经很低了, 因此降低利率的危险性更值得关注。此外, 如果人民币现在升值, 还将影响到中国对外资的吸引。“欧元之父”蒙代尔认为, 如果人民币现在升值, 将对中国吸引外资造成很大打击, 中国经济增长将至少因此下降 2-3 个百分点。

显然, 调整汇率, 使人民币升值, 弊大于利, 不可行! 因此, 无论是官方机构、经济组织还是经济学家均不主张我国人民币升值。中国人民银行行长周小川表示, 人民币币值稳定与人民群众的根本利益密切相关, 因此要不断增强实施金融宏观调控的前瞻性和科学性。国际货币基金组织(IMF)首席经济专家罗戈夫也表示, IMF 不会支持要求中国放手让人民币升值的做法, 人民币升值将会导致其他国家面临风险。对于人民币的汇率问题, 许多专家提出了“主动应对、稳中求变”的建议。专家们认为, 在目前强劲的汇率升值预期下, 任何有可能导致升值的操作都是危险的, 而政府坚持汇率稳定、延缓升值的做法是明智的, 等到升值预期消除以后再讨论这个问题才是上策。

三、相应地逐步上调人民币利率, 是理想选择

既然当前人民币升值弊大于利, 那么面对美元利率上调, 相应上调人民币存款利率成为首选的应对之策。亚洲开发银行驻中国代表处首席代表布鲁斯·莫利说: “利率的高低还是应该由市场来决定。”他建议中国可以采取多次、小规模加息的方式。该行 9 月 20 日发布的《2004 年亚洲发展展望更新》报告中, 为中国未来的经济政策提出了四个建议, 排在第一位的就是提高利率。可见人民币利率的上调, 对于

中国经济的积极作用非同小可。

1.人民币利率上调,有利于防止国内资本大量外流,同时对外资保持足够吸引

为了防止国内资本外流,同时对外资保持足够的吸引,人民币兑美元利率必须保持一定的利差。然而,随着美联储连续三次上调美元利率,这种利差正在缩小。中国目前的基准利率即人民币一年期定期存款利率为税前1.98%,美联储三次加息后,美元一年期的基准利率达到1.75%,两国间的基准利率已经相当接近,而且,美国市场普遍预计美联储在年底前会再度加息。如果美元利率继续上升直至高于人民币利率,就有可能导致国际投资流向逆转,甚至导致国内资本大量外流。根据国内外的研究估计,改革开放以来,我国累计的资金外流约为800~1000亿美元,近年来资本外逃仍保持每年近100亿美元^①。宋维佳(1999)估计中国资本外逃总量为1431亿美元,而同期我国实际利用外资总额为2261亿美元,资本外逃占资本流入的60%^②。当前,在我国国内资本已出现大量外流的情况下,如果我们仍坚持人民币利率不调整,那样,必然将产生国内资本的进一步外流以及国际投资流向的逆转,这对于我们这样一个对外资依赖程度较大的国家来说,危害性极大。因此,在美元逐步上调利息时,我们采取的对策也应是逐步地小规模加息,保持人民币与美元之间的利差。

2.利率上调将对我国居民储蓄产生影响,在一定程度上能够带动国内需求扩大

利率的提高,一方面人们认为减少当前消费,增加将来消费比较有利,从而鼓励居民增加储蓄,这种利率的提高使储蓄增加是利率变动对储蓄的替代效应;另一方面,利率提高使存款人的将来利息收入增加,会使得存款人认为自己比较富有,以致增加当前消费,从而可能反而减少储蓄,这种储蓄的减少是利率对储蓄的收入效应。就低收入者而言,利率提高,主要发生替代效应(因为他没有太多钱可以放款收利息,利率提高也不会增加他将来的收入),故利率提高使得低收入者增加储蓄;就高收入者而言,利率提高,主要发生收入效应,从而可能减少储蓄。当前我国居民收入差距进一步拉大,基尼系数不断上升,

目前已超过国际公认的0.4的警戒线,在0.45左右^③,因此,可以说,利率上调在我国发生的主要是收入效应,即高收入阶层会将较多的储蓄转向当前消费,这样在一定程度上会提高我国居民的平均消费倾向,从而刺激国内消费市场,扩大内需。

关于利率变动与居民储蓄变动之间的相关关系,很多学者作了有益的探讨,李焰(1999)认为自1978年以来,名义利率对居民储蓄率的影响有微弱的负效应^④;王国松(2001)运用中国宏观经济数据对居民储蓄存款余额的增长率与利率之间的相关性进行了单变量线性回归检验,发现中国居民储蓄存款余额的增长率与实际利率水平变动存在显著的负相关^⑤。下面我们利用SPSS经济计量软件来对我国1982—1996年利率变动与储蓄存款余额变动作回归分析。数据见表1。

表1 中国的各项统计指标

年份	GDP 增长率 (%)	城乡居 民储蓄 余额(百 亿元)	名义 利率	城镇人 均收入 (百元)	农村人 均收入 (百元)	储蓄增 长率 (%)
1982	7.5	6.754	6.57	5.266	2.701	28.97
1983	9.3	8.925	6.84	5.64	3.098	32.14
1984	13.7	12.147	6.84	6.512	3.553	36.1
1985	11.9	16.226	6.99	7.391	3.926	33.58
1986	7.2	22.385	7.2	8.996	4.238	37.96
1987	9.8	30.814	7.2	10.022	4.626	37.65
1988	9.5	38.222	7.68	11.814	5.449	24.04
1989	2.5	51.964	11.12	13.757	6.015	35.95
1990	2.3	71.198	10.45	15.102	6.863	37.01
1991	7.7	92.416	7.89	17.006	7.086	29.08
1992	12.8	117.594	7.56	20.266	7.84	27.24
1993	12.2	152.035	9.42	25.774	9.216	29.29
1994	11.4	215.188	10.98	34.962	12.21	41.54
1995	9.3	296.623	10.98	42.83	15.777	37.84
1996	8.4	385.208	9.21	48.389	19.261	29.86
1997	7.7	462.798	7.17	51.603	20.901	20.14
1998	6.8	534.075	5.03	54.251	21.62	15.4
1999	6.2	596.218	2.93	58.54	22.103	11.64
2000	7.1	643.324	2.25	62.80	22.534	7.9

资料来源:根据《中国统计年鉴》相关年份数据整理而得。

^① 顾书柱.稳定中逐步推进金融自由化:中国金融开放的基本原则.金融与保险,1999,(5):20~26

^② 宋维佳.中国资本外逃:总量估计与成因分析.财经问题研究,1999,(5)

^③ 谭成文.当前消费的制约因素和改革建议.宏观经济管理,2004,(8):38~40

^④ 李焰.关于利率与我国居民储蓄关系的探讨.经济研究,1999,(11):39~46

^⑤ 王国松.中国利率管制与利率市场化.经济研究,2001,(6):14~15

我们选取城镇人均收入(Income 1)、农村人均收入(Income 2)、利率(名义利率I)、人均GDP增长率(GDP)作为自变量,城乡居民年末储蓄余额 S_t 为因变量,回归结果如下:

$$S_t = 91.523 + 9.857 \text{ Income 1} - 15.894I - 3.851 \text{ GDP}$$

(7.222) (77.535) (-15.442) (-4.903)

$$R^2 = 0.998 \quad \text{Adjusted } R^2 = 0.998$$

$$F = 2844.350 \quad DW = 1.591$$

在这里,农村人均收入系数经t值检验不明显,即农村人均收入对储蓄变动无太大影响,但值得关注的一个问题是,一年期存款的名义利率的系数竟然是负数!一个可能的解释是:中国居民对通货膨胀的预期较为理性,一旦名义利率上升,他们预期货币会贬值,从而减少储蓄,增加消费,因此,名义利率高的年份,储蓄额低,因为名义利率高的年份,居民认为通货膨胀率也高,为避免通胀带来的损失,会减少储蓄,增加消费,也就是说我国居民储蓄与名义利率之间呈减函数的关系。所以,在当前我国国内需求不足的情况下,完全有可能利用上调名义利率,使居民形成一定的通货膨胀预期,从而使得居民储蓄存款增幅下降,增加消费支出,带动国内需求扩大。

3.适当提高利率,有利于促进经济增长

很多经济学家对利率与经济增长之间的相关关系作了积极地探索,普遍认为利率与经济增长之间存在正相关。弗莱在1978年曾对亚洲七国在1961—1972年的实际经济增长与利率的时间序列综合数据做过一次检验,得出的结论是:利率与经济增长之间存在正相关。之后,他又对14个亚洲国家1961—1982年的数据进行了估计,得出的结论是:实际利率每向竞争的均衡利率方向提高1个百分点

可与经济增长提高大约0.5个百分点相联系^⑥。盖尔博认为利率是经济增长的一个内生变量,他通过对34个国家在1965—1985年的实际利率与实际经济增长率的数据进行回归,就利率与经济增长的相关关系进行检验,他认为:实际利率每提高1个百分点可与年经济增长率0.2%~0.25%相联系,再次说明利率提高对经济增长是具有推动作用的^⑦。

我们仍以表1中数据来分析我国人均GDP增长率与名义利率之间的相关关系,所使用的统计分析软件仍为SPSS。这里人均GDP增长率(GDP)为因变量,名义利率(I)为自变量,回归结果如下:

$$1982-1989 \text{ 年: } GDP = 7.761 + 0.678 I$$

(5.73) (1.98)

$$R^2 = 0.807 \quad DW = 1.56$$

$$1990-2000 \text{ 年: } GDP = 9.581 + 0.095 I$$

(4.63) (0.26)

$$R^2 = 0.08 \quad DW = 0.70$$

由此可以看出,在1982—1989年间,较高的利率推动了当期经济较快增长,利率与经济增长率之间呈现较为显著的正相关,而在1990—2000年间,利率与经济增长之间虽相关性已变弱,但仍存在一定的正相关,这也就说明我国人均GDP增长率与名义利率之间的确存在相关关系,利率的提高在一定程度上促进了经济增长。

参 考 文 献

- 1 赫国胜,杨哲英,张日新.新编国际经济学.清华大学出版社,2003
- 2 柴学武.中国利率体制的形成逻辑、绩效评价与改革方向.财经科学,2002,(1):29-33
- 3 许东江.中国居民、银行、企业对利率市场化的理性反应.世界经济,2002,(5):69-75
- 4 <http://finance.sina.com.cn/nz/RMBav>.

The Interest Rate of the U.S. Ascends and the Economic Polices in China

Zheng Zhangxin

(the Economic School, Nanjing University of Finance & Economics, Nanjing, Jiangsu 210003)

Abstract: The interest rate of the U.S. adjust continuously, and it will influence the exchange rate and the interest rate of RMB. To adapt to this adjustment, China should also adjust the exchange rate and the interest rate of RMB. The damage of the adjustment of the exchange rate of RMB exceeds the benefits, therefore, to adjust the interest rate of RMB is the best choice in China.

Key words: exchange rate, interest rate, economic polices

^⑥Fry. Models of Financially Repressed Development Economics. World Development, 1982, 10(9), Sept.

Fry. Money, Interest and Banking in Economic Development. John Hopkins University Press, 1988

^⑦Gelb. Financial Policies, Growth and Efficiency. World Bank Working Paper, Washington, DC, 1989