

升值优于加息

——运用 China_QEM 模型对上调存贷款利率与人民币升值的模拟分析

何新华 研究员

利用 China_QEM 模型对上调存贷款利率和人民币升值进行模拟分析表明,上调存贷款利率虽对控制固定资产投资十分有效,但无助于抑制通货膨胀的加剧。而上调人民币汇率却可在进口价格下降的同时使通货膨胀降温,并使固定资产投资得到适当控制。

过去一年来,随着固定资产投资的逐渐升温,为控制贷款规模的快速膨胀,我国央行不仅先后三次调高存款准备金率、降低了超额准备金存款利率,而且放宽了贷款利率的浮动空间,同时发行了大量央行票据,但一方面由于商业银行存有过量的超额准备金,另一方面在事实上的固定汇率制度下被动的结售汇造成货币供应量的过快增长,货币政策的宏观调控效果并不明显。事实上,在本次宏观经济调控中,行政干预起到了重要作用。然而,由于消费者价格指数年同比增长率仍在上升,央行将采取何种政策抑制经济过热仍成为热门话题。

对宏观经济的影响

在 China_QEM 模型(见 He et al, 2004)中,利息率为外生变量。模型中直接受利息率影响的变量主要有,城镇居民人均可支配收入、非政府固定资产投资、M1 口径

的货币供应量、居民储蓄存款等。通过上述变量,利息率的变动将进一步引起消费、投资、以及 M2 口径货币供应量的变化,最终对 GDP 增长率产生影响。

在 China_QEM 模型中,利息率变动对城镇居民人均可支配收入的影响是通过其对居民储蓄存款利息收入的影响而产生的。利息率作为资本使用者成本的重要组成部分,其调整将首先引致资本使用者成本的变动,并进而通过资本使用者成本影响到非政府固定资产投资。虽然贷款利率的调整也将通过对居民贷款消费的影响发挥作用,但由于缺乏相应的数据,模型中未能考虑利息率对贷款消费的影响。汇率对宏观经济的影响主要表现在其对国际收支的调节上。由于难以取得相关数据,在经常项目项下,模型中只考虑了商品进出口额;在资本和金融项目项下,模型中只考虑了外来直接投资。汇率在模型中为外生变量。模型中受汇率变动直接影响的变量有:商品进出口额、外来直接投资、进出口价格指数等。在上述变量的作用下,汇率波动将进一步引致 GDP 及其增长率的变动。

在参照实际经济运行现状适当给定外生变量取值的前提下,得

到一个据以进行模拟分析的基准方案。该方案给出的预测结果为,2004 年 GDP 增长率为 8.98%,2005 年为 8.78%,随后几年 GDP 增长率虽略有下降,但基本在 7% - 8% 之间。

对升息的模拟结果分析

目前一年期存款利息率为 1.98%,2004 年上半年消费者价格指数同比增长率为 3.6%。如利息率的调整至少能保证存款利息率为非负,则需上调 1.62 个百分点。

方案一。2004 年第四季度存贷款利息率各上调 1.62 个百分点。存贷款利息率各上调 1.62 个百分点后,资本使用者成本在当季较基准方案即上涨 16.31%(其后,资本使用者成本将基本保持在高于基准方案 16% 左右的水平上),进而导致非政府投资在当季较基准方案下降 4.13%。受其影响,2004 年四季度固定资本形成将较基准方案减少 3.23%,名义 GDP 将较基准方案减少 1.07%。由于名义 GDP 的下降使得 M1 口径的货币供应量与名义 GDP 的增长速度之差较基准方案有所增加,因而消费者价格指数较基准方案将会出现些许上升(0.04%)。受存款利息率上调的影响,居民储蓄存款较基准方案有

所增加(0.03%),进而使得准货币(M2-M1)较基准方案有所增加(0.02%)。居民储蓄存款的增加和存款利息率的上调使得城镇居民可支配收入较基准方案有所增加(1.62%),同时在消费者价格指数上扬的作用下,名义居民消费较基准方案上涨0.3%,不变价居民消费较基准方案增加0.26%。受消费者价格指数上涨的影响,GDP减缩指数较基准方案也有所上升(0.03%)。受以上各变量的影响,GDP同比增长率较基准方案下降1个百分点。

存贷款利率各上调1.62个百分点之后的第二个季度,非政府固定资产投资将继续下降,与基准方案相比已下降8.06%。受经济增长较基准方案减速的影响,外来直接投资将较基准方案有所下降(0.26%),政府投资将较基准方案有所增加(0.17%)。三者联合作用的结果导致固定资本形成将较基准方案下降6.95%。受上个季度GDP减缩指数较基准方案上扬以及名义GDP较基准方案下降的影响,M1口径的货币供应量将较基准方案下降0.46%,但由于该下降幅度小于GDP的下降幅度,消费者价格指数将较基准方案继续上扬(0.12%)。上期二第三产业增长速度的下降引致工业品出厂价格指数较基准方案有所上升(0.13%),并进而引起下个季度出口价格指数较基准方案有所上升(0.02%)。受GDP下滑影响,进口额将较基准方案有所下降(0.12%),并进而导致出口额较基准方案下降(0.04%)。受GDP增长

较基准方案减速的影响,农村居民人均现金收入开始较基准方案出现下降(0.99%),进而导致农村居民消费较基准方案开始下降(0.46%)。综合上述各因素的影响,GDP同比增长率较基准方案下降2.74个百分点。

存贷款利率各上调1.62个百分点之后的第三个季度,其对GDP同比增长率的影响达到最大(较基准方案下降3.31个百分点),但其对投资、物价以及进出口的影

利用 China_QEM 模型
对上调存贷款利率和人民币升值进行模拟表明,上调存贷款利率虽对控制固定资产投资十分有效,但无助于抑制通货膨胀的加剧。

响仍在上升。这种冲击的影响,从长期看将使GDP同比增长率低于基准方案约1个百分点,消费者价格指数将高于基准方案0.4%,不变价居民消费约低于基准方案1.2%,固定资本形成约低于基准方案12%,出口额将较基准方案下降2.4%,进口额将较基准方案下降3.5%。

人民币升值与加息利弊

根据张斌(2004)的估计,人民币约被低估10%~15%。分别以一次性升值10%和15%进行模拟,结果如下:

方案二。自2004年第四季度起人民币一次性升值15%。人民币升

值15%后的第一个季度,我国进口相对价格随即下降15%,出口相对价格相对基准方案上升6.38%,尽管以美元表示的进出口额将分别较基准方案上升8.9%和7.08%,但以人民币表示的进出口额却分别较基准方案下降7.44%和8.98%。由于以人民币表示的进口价格将较基准方案下降15%,导致以人民币表示的出口价格也将随之下降至低于基准方案9.58%。尽管由于实际汇率的上升,以美元表示的外来直接投资将较基准方案增加6.43%,同时由于资本使用者成本将较基准方案出现一定幅度的下降(4.35%),非政府投资将较基准方案上升1.25%,但名义固定资本形成却基本等同于基准方案。在名义GDP增长速度与M1口径货币供应量增长速度变化不同步的作用下,消费者价格指数较基准方案有些许上升

(0.03%),名义居民消费较基准方案也有些许上升(0.01%),但不变价居民消费却较基准方案有些许下降(0.02%)。综合上述分析,在以人民币表示的出口额较基准方案的下降幅度大于进口额较基准方案的下降幅度(GDP其它组成部分的变化基本可忽略不计),但以不变价表示的出口额较基准方案下降,而以不变价表示的进口额较基准方案上升的强力作用下,GDP减缩指数较基准方案有大幅度上升(4.55%),进而导致GDP同比增长率将较基准方案减少4.68个百分点。

人民币升值15%后的第二个季度,尽管我国进口相对价格较基准方案的下降幅度继续加大,出口

相对价格较基准方案上升的幅度也继续加大,但以美元表示的进出口额相对基准方案的变动幅度却在呈下降趋势。以美元表示的进口额将仅高于基准方案 6.91%,出口额将仅高于基准方案 6.86%。以人民币表示的进出口额较基准方案的下降幅度则分别增至 9.12% 和 9.17%。出口价格较基准方案的下降幅度开始减小(8.98%)。受上期二三产业增长速度下降的影响,工业品出厂价格指数开始高于基准方案(0.46%)。消费者价格指数在上期进口价格指数下滑的影响下开始较基准方案出现下降(0.54%)。名义居民消费开始较基准方案出现下降(-0.27%)。不变价居民消费开始高于基准方案(0.27%)。以美元表示的外来直接投资高出基准方案的幅度继续加大(10.48%)。非政府投资较基准方案的增加幅度开始减少,仅高于基准方案 0.47%。固定资本形成开始较基准方案下降(0.3%)。GDP 同比增长率较基准方案减少 4.64 个百分点。

人民币升值后的第三个季度,其对固定资本形成的影响达到最大,低于基准方案 1.13%。无论是以美元表示的进出口额相对基准方案的变化幅度还是以人民币表示的进出口额相对基准方案的变化幅度均将出现转折。从这一季度开始,以美元表示的进口额相对基准方案增加的幅度将低于以美元表示的出口额相对基准方案增加的幅度,以人民币表示的进口额相对基准方案减少的幅度将大于以人民币表示的出口额相对基准方案的减少幅度。GDP 同比增长率低于基准方案的幅度继续减小至 4.22 个百分点。

之后,GDP 同比增长率将从第五个季度起高于基准方案并形成最高值,即高于基准方案 2.26 个百分点,之后高出的幅度将逐渐下降,并于第八个季度起重新转为低于基准方案。不变价居民消费将在第 12 个季度达到与基准方案的最大偏离,即高于基准方案 2.91%,之后高出的幅度将缓慢下降。固定资本形成对基准方案的偏离,约在两年后基本可忽略不计。尽管消费者价格指数较基准方案将出现较大偏差,最高将低于基准方案 3.5% 左右,但以消费者价格指数计算的通货膨胀率最大仅低于基准方案 0.6 个百分点,三年后人民币升值对通货膨胀率的影响已可忽略不计。

方案三。自 2004 年第四季度起人民币一次性升值 10%。方案三与方案二的情况相类似。不同之处仅在于,对冲击的反应要小些。以 GDP 同比增长率为例,其与基准方案的偏离幅度将低于方案二,最低仅低于基准方案 3.15 个百分点(第一季度),最高将高于基准方案 1.45 个百分点(第五个季度)。本方案中各变量出现转折的时间与方案二是一致的。如从第二季度起,名义居民消费将低于基准方案,不变价居民消费将高于基准方案。再如从第三季度起,以美元表示的进口额相对基准方案增加的幅度将低于出口额相对于基准方案增加的幅度,以人民币表示的进口额相对基准方案减少的幅度将大于出口额相对于基准方案减少的幅度,等等。

同时调整汇利率

方案四。自 2004 年第四季度起人民币汇率升值 10%,存贷款利率

各上调 1.62 个百分点。鉴于选择人民币升值和上调存贷款利率各有利弊,本方案选择同时对两者进行调整。结果表明,本方案中各宏观经济变量的变动介于方案一和方案三之间。政策开始实施的 2004 年第四季度,受人民币升值的影响,进口相对价格下降 10%,出口相对价格上涨 4.09%,以美元表示的进出口额分别较基准方案上升 5.68% 和 4.54%,以人民币表示的进出口额分别较基准方案下降 4.89% 和 5.92%,与方案三相同。受存贷款利率上调的影响,资本使用者成本较基准方案上升 12.87%,非政府投资较基准方案下降 3.32%,低于方案一中的下降幅度。外来直接投资较基准方案上升 4.12%,与方案三相同。固定资本形成较基准方案下降 3.24%,高于方案一中的下降幅度。由于名义 GDP 较基准方案下降幅度超过方案一和方案三,而 M1 口径的货币供应量并未发生变化,消费者价格指数较基准方案上升 0.06%,高于方案一和方案三中的涨幅。由于存款利息率的上调,使得城镇居民人均可支配收入较基准方案增加 1.62%,进而使城镇居民消费上升 0.51%。受消费者价格指数上扬的影响,农村居民消费上升 0.04%。名义居民消费较基准方案上涨 0.3%,不变价居民消费较基准方案上涨 0.24%,居民储蓄存款上升 0.03%,并进而导致准货币(M2 - M1)上升 0.02%。在上述各变量的综合作用下,GDP 同比增长率将下降 4.15 个百分点。

政策推出的第二个季度,即 2005 年第一季度,进口相对价格较基准方案继续下降,出口相对价格

较基准方案继续上升。以美元表示的进口额较基准方案的涨幅(4.28%)开始小于出口额较基准方案的涨幅(4.34%),以人民币表示的进口额较基准方案的降幅(6.14%)开始超过出口额较基准方案的降幅(6.09%)。这种转折较方案三提前了一个季度。出口价格指数较基准方案下降幅度(5.92%)与方案三相同。工业品出厂价格指数开始高于基准方案(0.45%)。消费者价格指数开始转为低于基准方案(0.22%),但下降幅度小于方案三。政府消费开始低于基准方案(0.24%),这一降幅大于方案三。名义居民消费虽仍大于基准方案,但超出的幅度开始下降,仅高于基准方案0.24%。不变价居民消费继续高于基准方案,并且高出的幅度加大至0.46%,高于方案三中的增幅。M1口径的货币供应量较基准方案下降0.65%,大于方案三中的降幅。GDP同比增长率下降5.88个百分点,降幅超过方案一和方案三。

此后,虽然较基准方案下降幅度有所波动,名义农村居民消费较基准方案下降的幅度将呈增加趋势,并且下降的幅度高于方案一和方案三。名义城镇居民消费较基准方案将继续保持高于基准方案的态势至约四年之久后转为低于基准方案,其中,高出的幅度先升后降,并于约一年半后达到最大(1.63%)。不变价居民消费则将保持高于基准方案约四年之久,其高出的幅度略高于方案三。非政府投资较基准方案下降幅度与方案一相当。外来直接投资较基准方案的涨幅约与方案三相当。固定资本形成较基准方案的降幅略高于方案一。与方案三所

带来的以美元表示的进出口额始终高于基准方案相比,本方案中以美元表示的进出口额较基准方案的增幅仅分别持续约两年和四年,之后将分别转为低于基准方案。同时,以美元表示的进出口额较基准方案的增幅均自第二个季度起即低于方案三。尽管与方案三类似,在政策推出后的约两年半左右以消费者价格指数计算的通货膨胀率即与基准方案无显著差异,但消费者价格指数将在此前持续低于基准方案,并于约三年后达到最大值(2%左右)。GDP同比增长率与基准方案的偏差在第三季度达到最大(-6.15%),第四季度该偏差减小为-4.03%,之后转为高于基准方案,但不仅高出的幅度最高只有0.94个百分点,并且仅持续三个季度后复又转为低于基准方案。从长期看GDP同比增长率约低于基准方案1.3个百分点,约为方案二(1.0%)和方案三(0.3%)的降幅之和。

结 论

从对GDP同比增长率的影响来看,如若人民币升值10%以内即可基本达到均衡汇率,则人民币升值优于上调利息率。但如果人民币升值10%尚不足以满足均衡汇率的要求,则由于从长期看,选择上调利息率与人民币升值并无太大差别,但人民币升值在短期内对宏观经济影响较大,因而以选择上调利息率为好。

从对物价的影响看,贷款利息率的上调对物价产生的影响尽管非常之小,但显然未能起到控制物价过快增长的作用。产生这种结果的原因在于,由于我国事实上实行的

是固定汇率和强制结售汇制度,在外资大量流入的背景下,利息率的上调对货币供应量的调节力度非常有限。相比之下,调高人民币汇率却可通过以人民币标价的进口品价格的下降,使工业品出厂价格指数和消费者价格指数得以下降。

然而值得注意的是,人民币汇率的上调在短期内对宏观经济的影响要大大高于对利息率的调整,尤其是在目前人民币低估幅度较高情况下,一次到位的调整可对宏观经济产生难以承受的冲击。而分数次调整人民币汇率的做法,虽然从理论上讲可能对宏观经济的影响较小,但其将会使公众产生汇率升值预期,从而有可能使汇率调整的计划落空。

通过合并对汇率和利息率的调整可以发现,由于其对宏观经济产生的负面影响过大,有可能使宏观经济运行受到严重伤害,而这与宏观经济政策制定的初衷是相背的。通过政策模拟也可发现,央行的政策空间非常有限。

综合而言,选择使人民币升值的做法既可使过热的投资得到有效控制,也可抑制物价增长过猛的势头,是较为可取的一种政策,但其代价将是至少两年内经济增长率大幅波动。如若采取这一政策,必然要求出台相应的政策以抵消其对经济增长的负面影响。如何应对经济增长3至4个百分点的下降,将是一个非常棘手的局面。另外,如何保证实际利率转为非负,也是亟待解决的问题。

(作者单位:中国社会科学院世界经济所;责任编辑:李晓丽)