

从预期的角度看中国“流动性陷阱”

许庆明，孙向光

(浙江大学 经济学系,浙江 杭州 310027)

[摘要]对“流动性陷阱”的分析应引入预期的因素,产生“流动性陷阱”的根源是公众对未来经济发展预期出现逆转而导致的有效需求不足。当前,我国经济陷入“流动性陷阱”的可能性来自于公众对经济前景的不利预期,降低了当期的有效需求,削弱了积极货币政策对消费和投资的影响。远离“流动性陷阱”的关键是深化改革以增强公众对未来经济增长和收入增加的乐观预期。

[关键词]流动性陷阱;有效需求;预期;利率

[中图分类号] F123.9 [文献标志码] A [文章编号] 1008-942X(2003)04-0040-06

从2001年11月份开始,随着物价水平再次出现下跌趋势,我国经济面临的通货紧缩压力开始加大。2002年2月,中国人民银行宣布存贷款利率分别下调0.5个百分点,这已是时隔两年之后,连续第8次调低利率,但消费和投资依然不旺,物价下滑趋势并未减缓。2002年4月,中国居民消费价格指数(CPI)同比下降1.3%,创下1999年8月以来最大降幅^①。关于我国经济是否陷入“流动性陷阱”的讨论再次升温。本文试从公众预期的角度对比做一探讨。

一、公众预期逆转可以成为“流动性陷阱”的产生根源

“流动性陷阱”最早是凯恩斯在讨论货币需求的灵活偏好动机时提及的概念,它指这样一种状态:随着货币供应量增加,利率降低至一定的水平后,货币需求的利率弹性为无限大,在这一水平上,无论再怎样增加货币供应量,都会被巨大的灵活偏好带来的货币需求所吞灭,利率无法再进一步降低,对投资和消费需求也不产生刺激作用,导致产出水平不能增加。

凯恩斯认为,由于制度因素和心理因素,把借者与贷者拉拢在一起要有费用,因此,“流动性陷阱”的临界利率是一个正值,因而无法降低到刺激消费和投资的水平。但从目前看,在现代金融制度下,央行可以通过各种手段和方式将利率水平降到几乎为零。在实行利率管制的金融体制中,央行更可能通过直接调整的方式而将名义利率降到零,因此凯恩斯描述的“流动性陷阱”往往只是宏观经济学教科书中一种极端的特例[1](p.43),在实际分析中有很大的局限性。

克鲁格曼在分析日本的经济衰退时对“流动性陷阱”给出了自己的定义[2](pp.3-5),他认为,当一个经济出现了总需求连续下降,即使名义利率已经降到零而总需求仍然小于生产能力的状况,那么就可以认为这个经济陷入了“流动性陷阱”。克鲁格曼的分析中把产生“流动性陷阱”的主要原因归结于有效需求(主要是消费和投资的需求)不足造成的生产萎缩,因此相对于凯恩斯的定义而言,

[收稿日期] 2002-10-18

[作者简介] 1.许庆明(1957-),男,浙江东阳人,浙江大学经济学院经济学系教授,主要从事宏观经济等方面的研究;2.孙向光(1975-),男,山东聊城人,浙江大学经济学院经济学系硕士研究生,主要从事货币经济、金融市场等方面的研究。

^①数据来源:《国际金融报》,2002年06月03日第4版。

这是一种广义的“流动性陷阱”。他认为利率降到一定点时,人们并不是增加手持货币,仍然可以把钱源源不断地存入银行,以至于储蓄总量超过充分就业所需要的量,而又不能通过金融机构转化为投资,因此导致总需求不足的原因不是投机货币需求对利率的弹性无限大,更主要的是预防货币需求对利率弹性的无限大。克鲁格曼在这里的分析中引入了预期的因素,认为当消费者对经济前景不乐观,预期未来收入水平下降、支出水平上升时,就会压低消费、增加储蓄,而投资者的投资意愿很大程度上取决于对未来经济和投资回报率的预期。所以,归根结底,对未来收入、支出、投资回报的预期直接制约着当期的消费和投资增长,一旦预期扭转,扩张性的货币政策往往失去效用。而且由于预期的“自促成”效应,就会使预期真正实现,形成恶性循环。预期的引入对古典“流动性陷阱”是一个重要修正;对未来通货膨胀的预期可以打破名义利率不能小于零的约束,使实际利率成为负数,从而推动经济重新达到均衡。

从克鲁格曼描述的概念出发,可以得出以下推论:(1)如果人们预期将来的收入是下降的,支出是增加的,那么,即使名义利率很低甚至降为零,人们也会增加储蓄,减少消费,导致生产的萎缩,这又反过来增强人们实际收入将会减少的预期而形成恶性循环。此时扩张性的货币政策往往达不到预期效果。(2)消费支出的持续减少,导致预期产出下降,尽管名义利率很低,本期投资相应减少,使投资不能将经济中所有的储蓄消耗掉,银行存贷差加大,这是产生“流动性陷阱”的重要信号。(3)不完善的资本市场会不仅不能把储蓄有效的转化为投资,而且不同社会成员群体中储蓄和消费的数量也很难达到平衡,比如说获得消费信贷非常困难,将使想增加消费的人们对资金需求的影响低于那些想多储蓄的人们对资金供给的影响。换言之,资本市场的不完善将导致需求小于供给。(4)在这种情况下,只有实际利率为负,才能诱使人们增加消费和引诱投资。由于名义利率不可能为负,只有制造通货膨胀预期,才能产生负的实际利率。克鲁格曼曾指出日本经济已经陷入了“流动性陷阱”[3](p.483),即无论是投资者还是消费者,都捂紧钱袋,对投资或消费缺乏信心。而治疗“流动性陷阱”的处方就是财政赤字,人为制造通货膨胀以产生负的实际利率预期。

二、当前我国“流动性陷阱”产生的可能性

从我国 20 世纪 90 年代中期以来的经济情况看,我国国民经济一直保持较快速度增长(见表 1),预期经济增长率也均为正值,相对与其他主要国家来讲,我国的经济增长速度还是比较高的,并没有出现经济衰退的迹象。

表 1 1996—2002 年我国 GDP 变动

年份	GDP(亿元)	GDP 增速(%)
1996	67795	8.7
1997	74772	8.8
1998	79553	7.8
1999	82054	7.1
2000	89404	8.0
2001	95933	7.3
2002.2.1—9	71682	7.9

数据来源:历年《国民经济和社会发展统计公报》,中国国家统计局网站:<http://www.stats.gov.cn/tjgb>;《新闻稿:前三季度国民经济持续快速健康发展》,中国国家统计局网站<http://www.stats.gov.cn/tjfx/index.htm>。

同时,尽管消费和投资的增长率的波动幅度有所加大,但在“九五”期间始终保持了一定速度的增长态势(见表 2),同期并没有采取人为制造通货膨胀预期的措施。这说明目前能够刺激投资增长的实际利率仍是正的,利率水平还有一定下调的空间,2002 年的第 8 次降息也正是说明了这一

点。我国经济并未到需要制造通货膨胀以产生负的实际利率才能刺激投资和消费的地步,当前公众对未来经济发展的预期还可以支撑消费和投资的稳定增长。而且,这一时期的积极货币政策对经济增长还是有一定促进作用的[4](p.13)。因此,说中国目前陷入“流动性陷阱”的理由尚不充分。

表2 1996—2002年商品零售总额、价格变动和全社会固定资产投资变动

年份	商品零售总额 (亿元)	商品零售总额 变动(%)	居民消费价格 变动(%)	固定资产投资 (亿元)	固定资产投资 增幅(%)
1996	24614	19.4	8.3	23660	18.2
1997	26843	11.1	2.8	25300	10.1
1998	29153	6.8	-0.8	28457	14.1
1999	31135	6.8	-1.4	29876	5.2
2000	34153	9.7	0.4	32619	9.3
2001	37595	10.1	0.7	36898	12.1
2002.1—9	29111	8.7	-0.8	25838*	21.8

数据来源:历年《国民经济和社会发展统计公报》,中国国家统计局网站:<http://www.stats.gov.cn/tjsj/tjbz/>

但是应该看到,我国20世纪90年代后期以来的一系列扩张性货币政策对投资和消费的刺激作用偏弱,通货紧缩程度持续加深,一些经济和金融指标出现恶化,表明我国货币政策对经济增长的作用机制受到阻碍,产生“流动性陷阱”的可能性正逐步加大。

首先,消费需求和投资需求增幅出现下降趋势,而且对积极货币政策的反应敏感度减弱。国内专家相关的实证分析[5](pp.50—58)表明,消费对利率的弹性由1993年的-0.2左右降至1999年的-0.1,投资对利率的弹性由1993年的-0.3左右降至1999年的-0.07,中央银行的降低利率政策对刺激消费和投资需求的拉动效果越来越不明显。2002年上半年固定资产投资出现的快速增长并不是降息产生的结果,而是和国家计委明令要求今年大部分国债项目要在年底完工,各地加快国债资金拨付速度密切相关,而银行贷款资金增幅低于上年同期5.6个百分点。投资增加主要集中在基本建设投资和房地产项目,增幅分别比去年提高11.2个和4.7个百分点,而更新改造投资增幅反而低于去年同期10.8个百分点^①。可见,2002年上半年的投资增幅加大主要得益于国债项目,社会投资意愿依然偏弱。

其次,商业银行存贷款差持续扩大,储蓄转化投资不足。虽然存贷款利率连续下调,但我国金融机构的储蓄和贷款规模并没有发生预期的变化,国内学者已经论证前七次利率下调的过程中,储蓄存款的增长对名义利率和实际利率均缺乏弹性[6](pp.11—18)。事实上,我国金融机构的储蓄存款总额和各项贷款在上升趋势中的不同步正日益明显。1996年底,金融机构的存贷差额为7439亿元,1998年底增至9174亿元,1999年底增加到15045亿元,2001年底增加到31302亿元,2002年9月末增加至40304亿元^②,这说明大量居民储蓄没有被有效利用转化为投资。这种情况持续发展下去,就可能导致投资不足、需求萎缩和产出下降,最终是“流动性陷阱”的出现。

再次,货币流动性指标逐年降低。M1/M2比例由1995年12月末的43.8%降到1999年5月末的34.5%的最低点,显示货币流通速度减缓,这会导致社会整体购买力萎缩,社会有效需求不足,有可能促成流动性陷阱形成。M1占M2的比重减弱的一个原因是居民储蓄的大量增加,虽然央行连续调低储蓄存款利率。但当人们预期收入降低,还是将大部分收入作为储蓄存入银行,使M2增加的同时M1相对减少。另一个原因是与我国新增贷款的大量沉淀有关。1998年我国改革了存款准备金制度,将商业银行的存款金账户和备付金账户合二为一,并将法定准备金率从13%降到

① 数据来源:《2002年上半年投资形势分析》中国国家统计局网站:<http://www.stats.gov.cn/tjsj/tjbz/fxbg/>

② 数据来源:《2002年上半年投资形势分析》中国国家统计局网站:<http://www.stats.gov.cn/tjsj/tjbz/fxbg/>

8%,1999年11月再降到6%,取消备付金比率,其目的在于增加基础货币供应量,提高商业银行增加贷款的能力,但企业新增贷款中有相当比例的资金滞留或沉淀在存活或销售环节,另有一定比例进入非生产领域,降低了以企业存款方式留存银行的比例。作为M1主要构成部分的企业存款增幅偏低,而构成M2组成部分的居民储蓄存款却大幅增加,导致整个经济的货币流动性大为降低。1999年下半年以来,这一趋势一度好转,到2000年末,M1/M2指标上升到39.3%,但2001年下半年开始又出现反复。截至到2002年9月末,这一指标已下降为37.3%^①。

出现上述情况的主要原因是公众收入预期降低、支出预期增加,导致了现期消费需求的萎缩和储蓄倾向的提高,不管利率如何调低,居民储蓄都保持持续增长,而企业预期平均利润率的下降减少了企业现期的投资欲望。公众的不利预期是我国总需求不足的主要原因,也是各项刺激消费需求的货币政策效应不明显的原因。

三、目前我国公众预期分析

从2002年2月降息的效果看,公众对未来的经济前景预期偏淡,有意识地增加储蓄,压低消费,同时企业投资意愿不强,这主要是经济体制改革中的制度缺损造成的。

1.企业机关下岗、分流人员增加,人们心理预期收入减少。随着企业裁员和下岗人员不断增加,需要领取失业保险的人员快速增长,2001年年底全国领取失业保险金的人数达350万人,同比增加160万人,2002年将超过500万人,一些地方出现了失业保险基金当期收不抵支,支付能力明显不足。即便是在岗人员,由于企业经济效益普遍不好,拖欠工资现象较多。2001年7月企业职工缴纳基本养老保险费的比例由5%调高到8%,而个人账户规模从11%调整为8%。这些都减少了居民对未来收入的预期。

2.社会保障制度滞后,人们未来的预期支出大大增加。随着养老、医疗制度改革、住房制度改革、教育体制改革的全面推行,原来的社会福利转向个人承担,居民对未来支出的预期大大增加,不得不压低现期消费,增加储蓄,“即牺牲今天来积累明天”,造成消费需求的萎缩。尤其是近年来教育费用成倍增加,为了支付和储备子女的教育费用,以工资为主要收入的普通城镇家庭必须节衣缩食,大幅缩减物质消费,而广大农民家庭则更加觉得负担沉重。

3.贫富差距加大导致储蓄分布不均。尽管储蓄总额不断创出新高,实际上大量储蓄越来越集中在少部分储户中,大部分储户的平均储蓄金额很低。我国大部分家庭目前的消费水平应该是比较适应的,甚至不排除有一部分人消费已经过度,降息对这部分人的消费基本上起不到什么刺激作用。另外少部分储户的储蓄额虽然较高,但是由于其消费水平已经很高,市场上可供增加消费的高端商品和服务又少之又少,因此,如果没有商品市场的有效配合和刺激,单单依靠降低利息水平是无法刺激高收入者增加支出的。

4.企业经济效益预期水平偏低降低投资需求。2002年1~8月份国有及国有控股企业盈亏相抵后实现利润1526亿元,比上年同期下降4.1%。亏损企业亏损额836亿元,比上年同期增长1.9%,其中,国有及国有控股企业亏损额503亿元^②。各项指标虽比前期有所好转,但总的来说企业盈利能力还是偏低,影响了企业的投资能力。大多数国有企业的生产技术含量还比较低,机制转换不到位,供过于求的产品占总产品的比重比较高,出现总体供大于求和局部供不应求并存的状况。无效产出造成企业效益低下,社会平均利润率下降,抑制了企业的投资冲动。

① 数据来源:历年《金融机构人民币信贷收支表》,中国人民银行网站:<http://www.pbc.gov.cn/data/data.html>

② 数据来源:《1~8月工业企业经济效益水平继续提高》,中国国家统计局网站:http://www.stats.gov.cn/tjsj/tjfx_

5.资本市场的不完善扩大了预期对有效需求的负面影响。在一个经济中,一些人预期将来收入增加,另一些人则预期将来收入降低,前者将会在现期增加消费,减少储蓄,而后者的行为则将会相反。如果资本市场完善,那么计划多消费少储蓄的数量与计划多储蓄少消费的数量就很容易达到平衡。但当前,我国资本市场很不完善,一般人获得消费信贷非常困难,这样就使想增加消费的人们对资本需求的影响低于那些想多储蓄的人们对资金供给的影响。同时目前商业银行尤其是国有银行主要是对国有企业和国债项目提供贷款支持,对中小民营企业的贷款扶持力度不够,抑制了这部分最活跃企业的投资意愿。

值得一提的是,中国股市在2001年由于各种原因从2245点的高位巨幅下跌,两万多亿元的市值化为乌有。股市下滑使证券市场的融资功能几乎完全丧失,企业不得不压缩投资规模,而广大投资者饱受“套牢”之苦,纷纷缩减消费支出。尤其是股市大幅下挫带来的“负财富效应”凸显,极大地改变了公众对未来经济前景的预期,给本已步入下降通道的宏观经济起了一种雪上加霜的作用。2002年2月份的降息,储蓄存款不降反升,3月上旬,中国人民银行上海分行进行的调查也表明降息后居民储蓄并未流向股市。

四、结论和政策建议

综上所述,虽然目前我国经济并没有出现“流动性陷阱”,但由于公众对未来的不利预期,阻碍和扭曲了货币政策对经济增长作用的传导机制,增加了产生“流动性陷阱”的可能性。而这又不是货币政策本身能够解决的,这是和中国当前的体制改革中出现的制度缺损密切相关的。社会经济体制的缺损导致货币政策传导机制不畅。因此,要使中国经济远离“流动性陷阱”,并保持长期稳定的发展,必须在继续深入进行各项体制改革的基础上,把重点放在对中国经济结构和生产方式的彻底改革上,包括企业产权制度的改革、资本市场的完善、社会保障制度的健全。同时只有改善生产经营单位的投资效益,增加有效供给,才能够促进消费,刺激投资,改变公众预期,增强经济增长和收入增加的乐观估计,远离“流动性陷阱”,使货币政策走出无效区域。

[参 考 文 献]

- [1] 刘宪法.“日本陷阱”与当前中国宏观经济现实[J].经济研究,1999,(8):40-47.
- [2] Krugman Paul. Further Notes on Japan's Liquidity Trap[DB/OL]. <http://web.mit.edu/krugman/www>,1998-06.
- [3] Scott Sumner. Some Observations on the Return of the Liquidity Trap[J]. The Cato Journal,2002,(3):481-490.
- [4] 戴根有.关于当前货币政策的几个问题[J].中国金融,2000,(6):13-15.
- [5] 高铁梅,王金明.我国货币政策传导机制的动态分析[J].金融研究,2001,(3):50-58.
- [6] 汪小亚,卜永祥,徐燕.七次降息对储蓄、贷款及货币供应量的实证分析[J].经济研究,2000,(6):11-18.

[责任编辑 曾建林]

Chinese “Liquidity Trap” in Attitude of Anticipation

XU Qing-ming, SUN Xiang-guang

(Department of Economics, Zhejiang University, Hangzhou 310027, China)

Abstract: The objective of the article is to study Chinese “liquidity trap” on the basis of the public anticipation affection on the nation’s economy systems.

From 1990s, some indexes of Chinese economy & finance become worse. The level of consumption and investment didn’t improve as fast as ever, the deposit balance in commercial bank increased faster than the loan, the currency liquidity became more and more slowly than ever. The nation economy lost sensitivity to highly expansionary monetary policy. All above shows that it’s likely to lead Chinese economy into a “liquidity trap”.

According to Krugman’s definition on “liquidity trap” with analyze, the pessimism reverse of the public anticipation to nation’s economy development may cause the lack of the effective demands, which would lead the economy into a “liquidity trap”. Along with deepening the reforming of Chinese nation’s economics system, the unemployoyed from business enterprise and government organization increased rapidly, to the people expect the future income decrease hile the future expenditure gains because social security systems developed behind the demands. The people have to lower the level of present consume to meet the future need. The expected level of economic performance of the business is still low, which restrained the level of investment demands. However, the margin between poor – rich and faultiness capital priched up the negative effect of pessimism anticipation on effective demands. The transmit mechanism of the currency policy’s affect on economy development was blocked and distrted. Especially, Chinese stocks’ price went down rapidly from a high level; the public lost their fortune, thich worse the affection of the public anticipation on nation economy.

In order to make Chinese economy keep off the “liquidity trap”, it’s required attach importance to turn the public anticipation to future economy trend, optimize the public anticipation of economy development and income increasing. It’s should to reform the Chinese economic structure and the way of production, perfect the social security systems, along with proceeding deepen the reforming of Chinese nation’s economics system, which would turn the public anticipation, promote consume, and stimulate investment. As a result, monetary policy will be effective and “liquidity trap” can be kept away from Chinese economy.

Key words: liquidity trap; effective demand; anticipation; interest rate