

## 中国财政货币政策的扩张性配合<sup>1</sup>

龙向东

(中国人民大学经济学研究所)

**摘要** 本文分析了不确定条件下的利率政策效应,进而指出在当前的经济形势下应该采取扩张的财政政策,同时采取扩张的货币政策加以配合。从传统的比较静态分析和引入不确定性后的随机模型两个角度出发本文分析了货币政策的中介目标问题,得出当前的货币政策应该以利率作为中介目标的结论。财政政策的融资问题引出对1998年税收政策的分析,采用国债融资的方式需要解决发行问题,这与扩张的货币政策中货币存量的扩张是硬币的两面:加大中央银行在公开市场上的业务操作即可。

**关键词** 财政政策 货币政策 利率 国债 公开市场

### 一. 不确定条件下的利率政策效应

消费始终是宏观经济学家们关注的一个焦点。人们提出了各种消费理论来解释消费这个变量。而今年1-8月,全国同比零售价格指数为-1.6%;其中8月份消费和零售价格指数分别为-1.3%和-2.6%。至此,零售价格指数已经连续20个月为负值。在消费不旺这种情况下,经济学家们从各个角度提出了自己的刺激消费的理论和相关政策操作。其中一种认为,之所以会出现消费需求不足,是因为人们的意愿需求难以转化成为有货币支付能力的有效需求,转化的障碍在于信贷约束,即当典型代表人意图购买商品时,难以将未来的收入贴现到当期。因此,解决消费需求不足的办法也就是“消费信贷”——通过银行提供的贷款将典型代表人下一期的收入贴现到当期,这样,当期可支配收入增加了,典型代表人的当期消费就会相应增加(同时当期边际消费也会减少)。但是,在广泛实行了消费信贷政策之后,消费需求并没有出现大量增加的迹象;相反,物价水平的持续下跌说明意愿需求难以向有效需求转化的真正障碍并非信贷约束,而是另有他因:本文作者认为在中国经济正处于转型期的这一背景之下,造成意愿需求难以向有效需求转化的因素是不确定性的增大。现代消费理论的消费函数形式是: $C=aWR+b\dot{E}YD+b(1-\dot{E})YD_{-1}$ ,其中C代表消费,WR代表财富,YD代表当期可支配收入, $YD_{-1}$ 代表前一期的可支配收入,a、b、 $\dot{E}$ 分别代表相应的权数。沿着这条最优化的思路发展,霍尔在连续时间假设下由跨时最优化消费模型提出了随机游走假说,即每相邻两期消费的边际效用之比等于市场利率与消费者主观贴现率之比,在基本效用函数为对数形式情况下,消费函

<sup>1</sup> 本文在写作过程中得到了郑超愚副教授的悉心指导,在此表示感谢!文中的观点完全由本人负责。文中所有数据都来源于《中国统计年鉴》或据此进行的计算。

数表示为： $C_t = \frac{1+r}{1+d} C_{t-1}$ ，其中  $C_t$  代表  $t$  期消费， $C_{t-1}$  代表  $t-1$  期消费， $r$  代表市场利率， $\delta$  代表消费者主观贴现率。霍尔认为如果没有新的消息出现，消费就将遵从随机游走模型。本文认为，用阿莱、萨缪尔森、戴蒙德发展的世代交叠模型这种离散时间模型更能描绘实际中人们的消费行为，同时考虑到中国目前处于转型之中、经济带有明显的过渡经济色彩这一特点，笔者在阿莱、萨缪尔森、戴蒙德等人的世代交叠模型上略加变化，引入了就业概率（与失业率负相关）这一变量，试图分析在存在不确定性的情况下，利率政策究竟会对消费产生什么样的影响；另外，本文试图研究在不确定性较大的情况下利率对消费的影响是否有可能忽略不计。

本文的基本模型是：假设典型代表人生存两期。时刻  $t$  出生的个人在时期  $t$  消

费  $C_{1,t}$ ，在时期  $t+1$  消费  $C_{2,t+1}$ ，获得的效用为： $U(C_{1,t}) + \frac{U(C_{2,t+1})}{1+d}$ ， $d \geq 0, U' > 0, U$

"  $< 0$ 。假设该典型代表人只在其生存的第一期工作，他第一期的就业概率是  $P_t, 0 \leq P_t \leq 1$ ，如果工作则得到工资  $Y_t$ ，在其生存的第二期他的消费依赖于他在第一期的储蓄  $S_t$ 。T 期储蓄的利率是  $r_t$ ，典型代表人的主观贴现率是  $1/(1+d)$ 。这样，该典型代表人在最大化其效用时所面临的约束方程是：

$$C_{1,t} + S_t = EY_t$$

$$C_{2,t+1} = (1+r_t)S_t$$

$$EY_t = Y_t E P_t$$

最大化的一阶条件是：

$$U'(C_{1,t}) - \frac{(1+r_t)U'(C_{2,t+1})}{1+d} = 0$$

在此我们引入常相对风险厌恶 (CRRA) 效用函数  $U(C) = \frac{C^{1-s}}{1-s}$ ，代入方程中，得到

消费函数： $C_{1,t} = \frac{(1+r)EY_t}{A+1+r}$ ，其中  $A = \left(\frac{1+d}{1+r}\right)^{-1/a}$ ，分别对找到工作的概率及利率求消费的偏导数，得到：

$$\frac{\partial C_{1,t}}{\partial P_t} = \frac{Y_t(1+r)}{A+1+r} > 0$$

$$\frac{\partial C_{1,t}}{\partial r} = -\frac{Y_t E P_t (1/s - 1)(1+r)^{1/s-2}}{\left[\frac{(1+r)^{1/s-1}}{(1+d)^{1/s+1}}\right]^2 (1+d)^{1/s}}$$

由消费的偏导数可知如果  $P$  较小, 则降低利率  $r_t$  对刺激消费  $C_{t,t}$  的影响很小。在极端情况下, 若  $P_t$  等于零, 降低利率  $r_t$  对消费  $C_{t,t}$  甚至没有影响。因此, 在  $P$  较小的情况下, 采用降息的政策来刺激消费效果不会特别明显。如果想要刺激消费, 则必须另辟蹊径, 提高人们对就业概率  $P_t$  的预期( $EP_t$ )。在劳动力人数固定不变的情况下工作岗位增加, 人们对就业概率  $P_t$  的预期( $EP_t$ )就会增加, 这样一方面可以根据消费对就业概率的偏导数来刺激消费; 另一方面也可以通过提高消费对利率的偏导数中的  $P_t$  值来提高消费对利率的偏导数, 从而达到刺激消费的目的。提高  $EP_t$  的方法之一就是扩大政府的投资支出, 在投资乘数的作用下增加收入, 为人们提供更多的就业岗位。因此根据本文建立的模型, 在人们对就业概率  $P_t$  的预期( $EP_t$ )普遍较低的情况下, 应该采用扩张的财政政策来提高人们对就业概率  $P_t$  的预期值( $EP_t$ ), 以此间接刺激消费。

## 二. 财政支出的融资机制及其债务负担

增加工作岗位的有效途径有三条: 一是利用技术进步、技术创新开创新的行业, 从而获得新的工作岗位, 但这主要是从长期的角度考虑, 就短期而言, 由于技术进步、技术创新发生时间的不确定性, 使得这项措施往往难以取得可预见性的效果; 二是扩大投资。投资的来源有两个: 私人投资和国家投资。经济不景气时期, 私人投资者由于对市场前景预期欠佳, 往往会减少投资, 这样国家投资就不但要补上由于私人投资减少造成的“投资缺口”, 还要进一步扩大投资以便逆周期操作达到增加工作岗位的目的。三是国家通过减税来提高私人投资者的税后盈利率预期, 只有这一预期提高了, 私人投资者才会扩大投资。而 1998 年中国政府在财政方面的政策操作主要有: 1) 增加财政支出。1998 年 1—11 月份, 财政支出比上年同期增长 17.8%。在财政支出项目中, 最突出的两点是基本建设支出和社会保障支出。其中, 1—11 月份基本建设支出比上年同期增长 46.3%; 而 1—11 月份社会保障支出完成 64.25 亿元, 是年度预算的 107.1%。2) 增加税收。根据国家税务局元旦电话快报统计, 1998 年我国工商税收完成 8551.74 亿元, 比上年增长 13.3%, 增收 1003.36 亿元, 这也就是人们通常所说的“税收增收 1000 亿元”。3) 增加国债的发行。1998 年 9 月 4 日, 财政部向 4 家国有商业银行定向发行 10 年期附息式国债 1000 亿元, 年利率 5.5%, 在两年内纳入国家预算, 专门用于基础设施建设。<sup>2</sup>

假设是两部门经济, 不考虑对外贸易<sup>3</sup>, 总支出是:  $Y=C+I+G=\alpha+\beta(Y-T)+I+G$ ,

<sup>2</sup> 针对这些政策措施, 有一些同志提出了不同意见, 主要集中在 1998 年的增加税收方面。大家认为国家在扩大财政支出的同时又实行增税措施, 这样增加的税收会将扩大财政支出对经济的刺激作用抵消, 换言之, 财政政策支出和收入方面不同措施的政策效应相互抵消了, 财政政策对经济完全没有起到它应该起的作用, 积极的财政政策实际上是不积极的。我们并不同意这种观点。因为虽然在扩大财政支出的同时增加了税收, 但它们二者对经济的影响是不一样的, 即财政购买支出乘数与税收乘数相加并不等于零。

<sup>3</sup> 本文只分析了封闭经济中的政策选择, 这是因为近两年来受东南亚金融危机的影响, 我国对外贸

T是定量税。均衡收入是： $Y = (\alpha + I + G - \beta t) / (1 - \beta)$ 。财政购买支出乘数  $K_g = 1 / (1 - \beta)$ ；而税收乘数  $K_t = -\beta / (1 - \beta)$ 。注意在公式中的T是定量税，由于我们在此处是希望分析1998年增税所得1003亿元人民币对经济的影响，因此我们可以直接将增税所得1003亿元看作T即可。另外由于我国财政是赤字财政，因此我们可以认为增加的这1003亿当年又都全部用出去了。而社会保障支出在超额完成预算的情况下也只有64.25亿，占整个财政支出的比重非常小，可以认为增收的1003亿主要用于当年用于财政购买性支出了。财政支出乘数与税收乘数相加为1。其经济含义是：1998年增收的1003亿元税收全部用于购买性支出后，促进国内生产总值增加了1003亿元。因此增税并没有像某些同志认为的那样完全抵消了财政支出扩大的经济效果。

但在当前的经济形势下增税也是不合适的，因为它虽然没有完全抵消增加财政支出对经济的刺激作用，但却部分抵消了这一刺激作用。如果扩大财政支出的同时没有增加税收，那么等量财政购买性支出的扩大对经济增长的促进作用就会更大，因为  $0 < \beta < 1$ ，财政购买支出乘数  $K_g = 1 / (1 - \beta) > 1$ ，这样等量的财政购买性支出就会使国内生产总值有一个  $K_g$  倍的增加，而不只是1倍的增加。

如果一方面扩大财政支出，另一方面又不通过税收的方式筹集资金，那就只能通过发行国债来为扩大的财政支出筹集资金了。实际上就刺激经济而言，通过发行国债来为扩大的财政支出筹集资金要比通过税收的方式为扩大的财政支出融资更有效果。

“李嘉图等价命题”认为对于一个既定的政府支出路径，筹资方法是通过税收还是通过赤字，对资源配置都没有影响。因为根据家庭预算约束，目前的减少与预期的将来增加恰好以现值互相抵消，使得预算约束没有变化。但问题在于，“李嘉图等价命题”成立所要求的一系列假设条件是无法满足的，如该模型暗含的完全竞争假设就是无法满足的，因此李嘉图等价实际上是小概率事件，赤字融资总乘数大于税收融资总乘数是大概率事件。因此，在当前需求不旺的情况下，我们应该发行国债为扩张的财政政策融资。

但一旦提及发行国债，我们就不得不分析我国国债的规模问题。对这一问题，当前有两种截然不同的观点。一方面，从国债负担率（=当年国债余额/当年国内生产总值）和国民应债率（=当年国债余额/当年居民储蓄额）这两个指标来看，我国目前的债务规模是比较适中的，并不存在明显的压力，尚有较大的国债发行空间（我国1991—1996年国债负担率的相应数据是5.14%，5.25%，5.50%，5.21%，5.45%，5.60%；我国1991—1996年国民应债率的相应数据是12.8%，12.1%，11.8%，11.5%，10.6%，9.78%）；但另一方面，从国债偿债率（=当年还本付息额/当年财政总收入）和债务依存度（=当年债务收入额/当年财政支出额）这两个指标来看，我国目前的债务规模债务压力又比较大（我国1994—1997年国债偿债率的相应数据是9.6%，

---

易对经济增长的贡献度下降，同时我国当前的汇率制度也有效地隔绝了国际冲击因素对我国国内经济的冲击。

14.2%, 17.7%, 23.3%; 我国 1994—1997 年国家财政债务依存度的相应数据是 20.2%, 22.2%, 26.4%, 28.2%; 我国 1994—1997 年中央财政债务依存度的相应数据是 52.41%, 53.28%, 55.61%, 57.77%)。笔者比较倾向于前一种观点, 但与大家分析该问题的思路(计算上述反映国债规模的指标, 看其是否超过了警戒线)不同, 笔者试图通过建立一个差分方程从国债占 GDP 比例的动态发展这一角度来讨论这一问题。

假设  $t$  期发行的国债是  $B_t$ ,  $t$  期的国债余额是  $D_t$ ,  $t$  期的国内生产总值是  $Y_t$ ,  $t$  期国内生产总值的增长率是  $G$  (假设经济在一段时间里是平稳运行的, 即  $G$  是国内生产总值实际增长率平滑后的平均值), 国债的利率是  $R$ , 写出会计恒等式:

$$D_t = (1 + R)D_{t-1} + B_t \quad \langle 1 \rangle$$

在  $\langle 1 \rangle$  式的两边都除以国内生产总值  $Y_t$ , 得到:

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{(1 + R)D_{t-1}}{Y_t} + \frac{B_t}{Y_t} \quad \langle 2 \rangle$$

设  $B_t/Y_t = b_t$ ,  $Y_t = (1 + G)Y_{t-1}$ , 代入  $\langle 2 \rangle$  式得到:

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{(1 + R)}{(1 + G)} \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} + b_t \quad \langle 3 \rangle$$

在这个差分方程是收敛的条件下, 这个差分方程得到均衡解。而在  $(1 + R)/(1 + G) < 1$ ,  $0 < R, 0 < G$ , 也即  $R < G$  的条件下, 该差分方程是收敛的。因此在  $R < G$  的情况下, 国债余额占国内生产总值的比例  $D_t/Y_t$  不会发散, 而是收敛于一个稳定的均衡值。在收敛条件  $R < G$  之下求解这个差分方程, 得国债余额占国内生产总值比例的均衡值  $D/Y = b(1 + G)/(G - R)$ 。因此当国债的利率小于国内生产总值的增长率时, 每年发行一定数额的国债并不会造成国债余额占国内生产总值比例的无限增加, 而是使这一比例趋于一稳定的均衡值。这样, 也就不会导致债务比例过高, 造成对经济良性运行的扰动。根据这一差分方程, 可以得出以下结论: 在我国目前名义利率低于国内生产总值增长率的情况下, 发行一定数额的国债并不会造成对经济良性运行的扰动。

对国债发行的另外一个担心是害怕由此引发通货膨胀, 对此, 可运用 Granger 因果关系来检验国债发行和物价指数之间是否存在 Granger 因果关系。经计量模型检验, 国债发行和物价指数之间并不存在 Granger 因果关系。<sup>4</sup>在实证分析的基础上可以认为我国目前继续发行国债并不会引发通货膨胀。因此我国目前发行国债的空间仍然较大。

财政部发行国债以后, 存在一个由谁购买以及以何种方式购买的操作性问题? 就我国目前的情况而言, 相当一部分国债发行之后都流入了金融机构。银行等各种金融机构吸纳社会剩余资金(按照经济学的现代观点, 是典型代表人为下期消费提

<sup>4</sup> 参见陈守东, 《国债与国民经济的关系》, 载于《数量经济技术经济研究》, 1999年第2期。

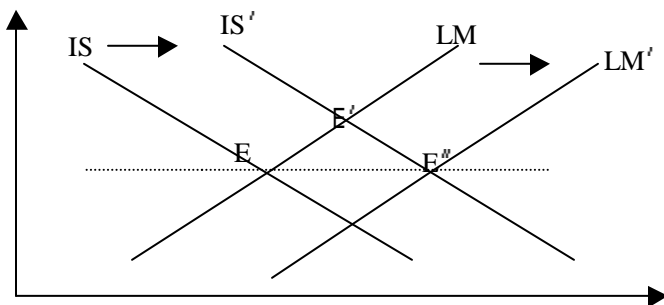
前预备的收入)之后,鉴于国有企业的经济效益欠佳出于降低金融风险等因素的考虑,没有将该贷放出去的贷款贷放出去(按照经济学的现代观点,没有让那些欲提前投资的企业或提前消费的居民将未来的预期收入流贴现到当期),而是在国债利率高于同期存款利率的利差驱动之下,在国债市场上大量购买了国债。这样的间接影响就是企业普遍抱怨现在越来越难以从银行得到贷款了。结果在信贷约束之下相当一批企业<sup>5</sup>的经营运转发生了困难。当然,我们不能说企业目前的困难都是由银行惜贷造成的,但我们也不得不承认银行的惜贷对面临困难的企业是雪上加霜。因此,如果从供给方面考虑促进经济的增长,就必须想办法解决银行的惜贷问题。这就必须从银行购买大量的国债坐享利差这一点着手。在居民储蓄利率连续7次下调、名义利率已经很低的背景下,减少利差就必须采取降低国债利率的方式。降低国债利率以后,一方面可以促使银行从经济角度出发发放贷款;另一方面,可以减少政府的利息负担,降低政府陷入滚雪团式债务陷阱的概率。

如果出于供给角度的考虑降低了国债利率,就不得不面对这样一个问题:发行的国债由谁来购买呢?在讨论增加基础货币与公开市场业务操作时我们将回到这一问题。

### 三. 货币政策的适应性操作

在下图中,我们可以看到,如果实行扩张的财政政策,则IS曲线将会向右移动至IS'处,这样均衡点也相应的由E点移动到E'点,此时利率会上升,而收入会上升,但上升幅度小于理想状况,换言之存在挤出效应。这时如果用扩张的货币政策相配合,则可以消除挤出效应:利用扩张的货币政策则LM曲线向右移动至LM'曲线,在上图中均衡点由E移动至E''点,利率保持不变,而收入增加。

因此,从配合扩张的财政政策的这一角度出发,应该同时采用扩张的货币政策。传统的分析认为扩张的货币政策是用增加货币供给量来降低利率,刺激投资从而增加收入。问题在于,货币政策的中介目标应该选择利率呢还是应该选择货币存量?



图(1)

本文试图从传统的比较静态分析和引入不确定性后的随机模型两个角度出发来

<sup>5</sup> 注意我们在这里指的是在未来有预期收入流的企业。对于那些没有预期收入流的企业,理论上银行是不应该向其提供贷款的。

分析这一问题：1) 确定性条件下的选择，多恩布什与费希尔在其《宏观经济学》中已经通过几何图形说明了：当央行的目标是使经济达到一个特定水平的产量（对美联储来说，这一特定水平的产量是产量在长期动态稳定条件下的稳定均衡值；但对中国人民银行来说，这一特定水平的产量则是经济增长过程中产量的目标增加值）时，何时应该以利率为中介目标，何时应该以货币存量为中介目标。下面我们简要介绍一下。在（A）图中，当  $IS'$  曲线由于有效需求不足向左移动到  $IS$  曲线

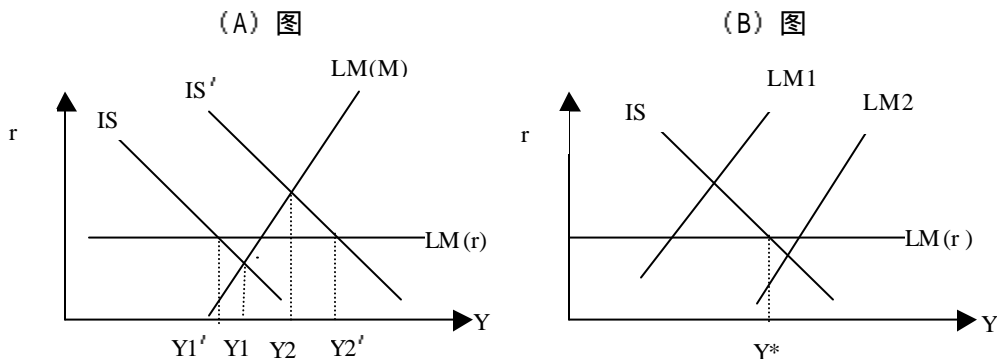
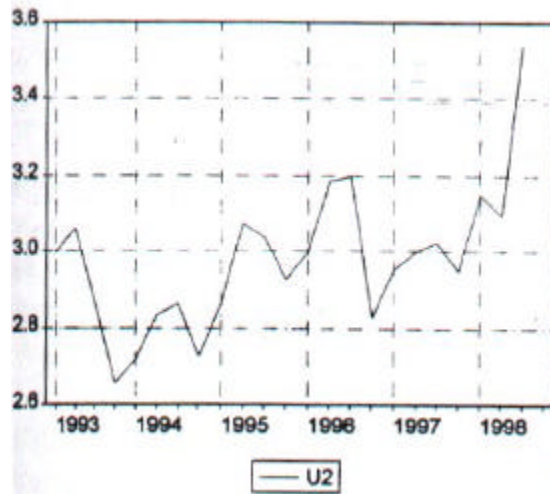


图 (2)

后，在扩张的财政政策作用下复归到  $IS'$  曲线处，以利率为目标的  $LM(r)$  曲线造成的产量波动范围为  $Y_1'$  至  $Y_2'$ ，而以货币存量为中介目标的  $LM(M)$  曲线却能使产量分别达到  $Y_1$ 、 $Y_2$ ，产量波动幅度减弱。因此如果产量偏离其均衡水平的主要原因是  $IS$  曲线的移动，那么央行的中介目标应该选择货币存量。在（B）图中，假设  $IS$  曲线是稳定的， $LM$  曲线是移动的。如果央行的目标是要达到目标产量  $Y^*$ ，由于货币需求函数移动， $LM$  曲线也移动，虽然央行可以固定货币存量，但它并不知道当它固定货币存量时利率将是多少，也即  $LM$  曲线可能是  $LM_1$ 、 $LM_2$  中的任意一条。因此如果产量偏离其均衡水平的主要原因是货币需求函数的移动，那么央行的中介目标应该选择利率。实际中，根据我国目前的经济情况判断，造成我国产量偏离其均衡水平的原因既有总需求不足方面的原因（也即  $IS$  曲线的移动），也有货币需求函数移动方面的原因。前者是指我国目前的总需求不足；后者是指由于我国目前的货币乘数不稳定表现出来的货币需求函数不稳定这一问题。（我国货币乘数的波动情况参见图 3，由该图中可见近几年我国货币乘数不稳定、波动幅度较大）这样，我们就不能简单地套用上面关于中介目标选择标准的结论（若以此为依据则会得出双中介目标的结论），而要进一步分析。由于货币存量是由基础货币和货币乘数共同决定的，如果货币乘数在短期内也是波动的，那么央行实际上是无法控制货币存量的，因为虽然央行可以控制基础货币的投放量，但它是无法控制由居民、企业决定的货币乘数的。因此即使我们选择货币存量作为中介目标，我们也无法在事前知道经济中的货币存量将会是多少，我们只可能知道事后的货币存量是多少。因此由于货币存量不具备中介目标所要求的可测性、可控性，我国央行目前的中介目标不应

图3 我国广义货币 M2 的乘数变动情况<sup>6</sup>



该选择货币存量，而应选择利率。如图(1)所示：当由于总需求不足造成收入低于目标值时，通过积极的财政政策将 IS 曲线移动到 IS' 曲线，然后我们需要移动 LM 曲线来加以配合，但由于我们无法控制货币存量，故央行在操作中不能以货币存量作为中介目标来测算到底政策效果如何，是否已经达到了预期的目的。这时就要如前面所分析的，选择适当的利率，然后以其作为中介指标。利率的选择在于要使它 与 IS' 曲线的交点位于目标收入处。然后，我们可以通过变动基础货币投放量来影响 LM 曲线的移动，使其与 IS' 曲线也交于目标收入处。总之，通过我们的分析，我们得出结论：在货币乘数不稳定的情况下，我们只能选择利率作为中介指标，但需要通过变动基础货币投放量来影响 LM 曲线的移动加以配合。2) 如果引入不确定性、理性预期，模型转变成随机模型，萨金特在其《宏观经济理论》中已经作了详细论述。简而言之，就是：可以通过一个确定的货币供应法则来将物价水平调整到需要的水平，但需要满足一个终端条件；另外，通过一个确定的利率法则来调整物价水平到需要的水平则需要满足一个更加严格的终端条件。因此，在随机模型中，与利率法则相比较，利用货币供应法则理论上可以更加容易地调整物价水平，但是这一结论的得出是以利率法则、货币供应法则的可实现性为前提条件的，而基于货币乘数不稳这一同样的原因，央行无法真正控制其制定的货币供应法则的实行。也就是说，利用货币供应法则来调控经济虽然在理论上讲有其优越性，但其不可执行，这是一个更加强力的约束条件。相比之下，利率法则虽然有终端条件较强这样一个不利之处，但它毕竟是可操作的。理论再优美，实际中行不通也是不行的。因此，在随机模型中由于可操作性这一要求我们也不得不选择终端条件更强的利率法则。

根据我们介绍的两种理论，我们可以认为：当前扩张的货币政策应该以利率为中介目标，采用的主要政策措施应该是通过增加基础货币投放量来增加货币存量<sup>7</sup>。

<sup>6</sup> 引自《中国货币政策分析》，中国人民银行研究局课题组，《经济研究》1999年第3期

<sup>7</sup> 我国当前众多讨论货币政策中介目标选择的文献主要是运用计量方法分析 M0、M1、M2 三者



#### 四. 增加基础货币与公开市场业务操作

在本文的第二部分,通过分析如何为扩张的财政政策融资的问题,得出要发行国债的结论。另外,我们也分析了当前扩张的货币政策应该将操作的重点放在通过增加基础货币投放量来增加货币供应量。二者之间是相互配合的关系。1998年我国基础货币的供应结构发生了很大变化。<sup>8</sup>突出表现为以下三点:(1)外汇占款不再重要。1998年全年外汇占款增加额占基础货币增加额的比重为35%(剔除存款准备金制度改革和农发行划帐因素)而1995、1996、1997年这一比重分别为64%、45%、87%。(2)政策性银行贷款增加额下降,1998年其占基础货币增加额的比重为33%,而1995、1996、1997年这一比重分别为103%、27%、53%。(3)对四大国有商业银行的贷款占基础货币增加额的比重有所增加,1998年达到59%。一改前几年对四大国有商业银行贷款减少的局面,成为基础货币投放的主要渠道。但问题在于,大家普遍认为企业面临信贷约束,即各商业银行惜贷:它们从央行得到贷款之后并没有用于发放面向企业的贷款,而是大量购买了国债,从中坐享利差。这就造成部分企业面临信贷约束。因此,我们虽然实现了扩张的财政政策和扩张的货币政策,但由于国有商业银行用吸收的存款和从中央银行借的贷款购买国债,总需求扩大的效果没有预期的那么明显<sup>9</sup>。因此,根据本文第二部分的分析,我国在实行扩张的财政、货币政策的同时要用降低国债利率的方式加以配合。

降低国债利率之后,商业银行购买国债的收益减少了,低利率国债如何发行以及基础货币如何发放出去就成为了硬币的两面:中央银行要增加其在公开市场业务操作的力度,大量购买财政部为扩张的财政政策融资而发行的国债。这样一方面解决了低利率情况下国债的发行问题;另一方面又解决了基础货币发放渠道不畅的问题:根据今年头几个月我国外贸出口的情况判断,1999年的外汇占款不会有太大增加(历年外汇占款的数据见表1),而政策性银行的贷款增加额估计只会略有增加,同时,降低国债利率之后商业银行再贷款的利益动机也会削弱,唯一有希望可以利用的途径就是中央银行的公开市场业务操作。通过分析,我们认为:当前的货币政策应该以利率为中介指标,具体的操作途径就是公开市场业务操作。只有通过扩张的货币政策配合,扩张的财政政策才能解决融资问题。这样,通过扩张的货币政策和扩张的财政政策,我们可以通过实际效应(提供更多的工作岗位)和信号效应(在当前不确定性很大的情况下,这一效应也是很重要的)改善大家对未来的预期,扩大消费和投资,从而实现经济增长的目标。

表1 1994—1998年国家外汇人民币占款变化情况 单位:亿元

年份	1994	1995	1996	1997	1998
外汇占款	3104.69	2302.85	2764.59	3072.15	440.37

作为中介目标的优劣比较,从而先天地排除了利率作为中介目标的这一选择。

<sup>8</sup> 参见《中国货币政策分析》,中国人民银行研究局课题组,《经济研究》1999年第3期。

<sup>9</sup> 参见 Long Xiangdong, "A vicious circle —banks are hindering the government's expansionary plans" on "China Infrastructure, March 1999".

**参考文献：**

- 1) 奥利维尔·琼·布兰查德、斯坦利·费希尔，《宏观经济学》，中译本，经济科学出版社
- 2) 托马斯·J·萨金特，《宏观经济理论》，中译本，中国经济出版社
- 3) 多恩布什、费希尔，《宏观经济学》，中译本，中国人民大学出版社
- 4) 潘介仁，《宏观经济模型的解析》，上海交通大学出版社
- 5) 中国人民银行研究局课题组，中国货币政策分析，《经济研究》1999年第3期