

寻求多重经济目标下的有效政策组合

——1998年中国宏观经济形势分析与建议

北京大学中国经济研究中心宏观组^①

内容提要

当前宏观经济中存在的主要问题是有效需求不足，就业压力大，经济有下滑趋势以及真实利率趋高所导致的内生性通货紧缩的危险。1998年中国宏观经济政策有四大目标：继续保持适度经济增长；坚决推进国有企业改革并做好下岗分流和再就业工作；提高银行系统资产质量防范金融风险；维护人民币汇率稳定并防止通货膨胀再度出现。多重目标使可选择的政策组合的空间十分狭小。本文的政策建议如下：1、扩大财政支出以增加总需求。2、对投资减税以促进有效供给。3、财政增支减收之不足部分可考虑以下两种办法，一是出卖以上市公司国有股为抵押的可转换债；二是特批少数中心城市的地方政府发城市基础设施（如地铁）建设专项债。4、适当增加货币供给，优化利率结构。

1995—1996年期间，中国宏观经济“软着陆”的成果明显，1997年接近于零的物价水平以及8.8%的增长速度标志着中国经济进入了一个十分难得的“高增长低通胀”的新阶段，今后宏观经济政策的关键在于，如何通过灵活的政策操作保持这一发展态势。

1998年中国宏观经济政策有四大目标：继续保持适度经济增长；坚决推进国有企业改革并解决好下岗工人的安置与再就业问题；提高银行的资产质量，防范金融风险；维护人民币稳定，防止通货膨胀再度出现。本文将讨论在多重宏观经济目标下的有效政策组合，共分四部分：一、中国宏观经济“软着陆”及其意义；二、当前宏观经济中存在的问题；三、有效需求不足还是经济结构问题？四、多重宏观经济目标下的有效政策组合。

一、中国宏观经济“软着陆”及其意义

1993年下半年以来，中国政府实行了以治理通货膨胀为首要任务的宏观调控，到1996年，初步达到预期目标。1997年以来，中国宏观经济“软着陆”进一步取得成效，管理当局表现出相当高的政策操作水平。1996—1997中国经济连续两年保持了“高增长低通胀”的态势。表1给出了中国经济“软着陆”的主要数据。

表1 中国“宏观软着陆”表

特征	指标	1993	1994	1995	1996	1997
1.宏观经济稳定增长	GDP增长率(%)	13.5	12.6	10.5	9.6	8.8
	工业总产值的增长率(%)	23.6	21.4	16	13.1	10.9
2.有效控制通货膨胀	零售价格增长率(%)	13.2	21.7	14.8	6.1	0.8
	消费价格增长率(%)	14.7	24.1	17.1	8.3	2.8
3.固定资产投资增长趋缓	固定资产投资增长率(%)	58.6	31.4	17.5	18.2	9
4.货币供应量增长平滑下降	广义货币增长率M2(%)	37.3	34.4	29.5	25.3	17.3
	狭义货币增长率M1(%)	38.9	26.8	16.8	18.9	16.54
	现金货币增长率(%)	35.3	24.3	8.2	11.6	15.63

^① 本文执笔：易纲、赵晓；参加讨论的有林毅夫、宋国青、周其仁、赵耀辉、胡大源、梁能、江慧琴。

	M2/GDP(%)	100.4	103.9	110.9	119.6	121.7
5.国际收支状况改善	进出口总额(亿美元)	1957.1	2367	2808.5	2899	3250.6
	出口(亿美元)	917.6	1210	1487	1510.7	1827
	进口(亿美元)	1039.5	1157	1320.8	1388.3	1423.6
	贸易差额(亿美元)	-121.9	53	166.2	122.4	403.4
	外汇储备(亿美元)	212	516.2	736	1050.03	1399
6.稳定的人民币汇率	汇率(人民币/美元)	11.9	8.7	8.4	8.3	8.279
7.外国直接投资FDI	FDI流入(亿美元)	275.15	337.67	375.21	417.26	452.78

资料来源：《中国金融展望》1997，国家统计局有关资料

1996-1997年宏观经济数据表明上一轮经济紧缩周期的结束。自1979年以来，大部分的年份里，经济增长与物价上升走势相同，两者呈现出高度相关，即经济增长时物价上升，物价回落时增长速度下降，显示出中国经济具有“速度效益型”的特点，是典型的短缺经济状态下的增长。1992年以来，市场竞争增强，市场能力过剩，表明短缺经济（数量型）已告结束，仅靠投资的扩张已不可能带来有效益的高速增长。因此，用“软着陆”来结束扩张的周期实在是唯一的选择。

从世界经济格局的变化看，“软着陆”还有更重要的意义。1997年夏爆发的金融危机对亚洲许多国家和地区造成严重危害，中国大陆却奇迹般地置身度外，免受侵袭。中国经济和政府的出色表现，在此事件中得分很高，中国在世界经济格局中的地位大大提高（朱文晖、王玉清，1997）。对于中国大陆免受金融危机不利影响的内在原因的一般说法是中国资本市场尚未开放。但我们认为资本市场未开放只是挡住外部冲击的四道防线之一（易纲、方星海，1998），而1993年以来的中国宏观经济“软着陆”的成功则是更为深层的因素。

评价1993年以来中国经济的软着陆，可以用“怎样评价，也不会过高”来概括。评价一个经济政策，要综合考虑以下方面：方向、时机、力度、效果，最后是成本收益分析。

1992年和1993年曾一度出现房地产热、股票热、开发区热和社会集资热以及投资膨胀的局面，特别是房地产投资急剧上升，分别膨胀了118%和165%，如果不是适度从紧的宏观政策下的大规模清理，而是任由过热的态势蔓延，后果肯定会难以设想。1994年物价上涨率达到21.7%的顶峰，然后逐年回落，1995年为14.8%，1996年为6.1%。到1997年10月亚洲金融危机最关键的时刻，中国大陆却出现了通货收缩。1997年10月份开始出现了物价的负增长。1997年10月到1998年2月物价水平连续4个月下降（与上年同比），而且幅度不断加大，分别为-0.4%、-0.8%、-1.2%、-1.5%、-1.9%。这5个月正是港币、人民币都受到巨大的压力的时期。通货收缩本身并不是好事，但此时出现通货收缩无疑对人民币与港币的稳定起了积极作用，而且时机令人叫绝。

从港币与人民币的流通关系看，大陆尤其是华南地区已经有数百亿港币在流通，同时香港也有100亿左右人民币在使用，由于港币与美元直接挂钩，实行联系汇率制，香港的金融市场不是与大陆而是与美国的资本市场联系得更紧，这样，中国的资本市场名义上虽然尚未对外开放，实际上已经放开了一个口子，没有良好的宏观经济局面，是很难保证在这样一场大风暴前完全风平浪静的。适度从紧的政策使中国摆脱了经济过热以及“泡沫经济”的阴影，并在短短的几年中，积累起抵抗住金融危机的另外三道防线：经常项目高额盈余、名列世界第二的巨额外汇储备以及名列世界第二的外国直接投资流入。在亚洲金融危机发生以后，一度曾有争议的巨额外汇储备明显利大于弊——中国巨额外汇储备在投机家和公众预期的形成所带来的价值是难以估量的。

再就是1996年下半年和1997年上半年，中国股票市场和回购市场异常活跃，股票价格狂升，市场风险急剧加大，政府及时采取各项措施，包括舆论引导，以及1997年5月间出台的禁止银行对证券公司提供贷款的政策，加强了市场规范和监督，赶在东南亚危机来临之前即有效抑止了股市泡沫的上扬。宏观调控的力度也相对到位。

综上所述,我们认为,虽然中国资本市场未开放形成了一道防止金融危机输入的屏障,宏观经济“软着陆”所带来的较好的基本面却构成了防止金融危机输入的多道屏障,因而从根本上保证了中国在金融危机中的稳定。

二、当前宏观经济中存在的五大主要问题

1. 总需求不足

关于总需求不足一直有种种争议,我们认为目前已有充分证据表明宏观紧缩政策已到位,如不采取有效对策,下一步供求矛盾必然加剧,将明显出现总需求不足的状况,引发宏观经济的失衡。1992—1996年总需求的增长速度已逐年下降,从1992年的17.4%下降到1996年的8.5%,下降幅度达50%以上。

表2 1992—1996年中国国内总需求变化(%)

年份	1992	1993	1994	1995	1996*
总需求	17.1	12.3	15.4	8.8	8.5

资料来源:国家统计局; *世界银行官员估计

目前的需求不足主要表现在:

(1) 经济增长在高速增长的下线运行,低于多年平均增长水平(表3),经济有下滑趋势。从GDP增长来看,1997年出现明显的增速下降趋势,1997年上半年GDP增长速度为9.5%,而到下半年逐渐下滑,12月份下降到8%。

表3 1996年和1997年经济增长、物价水平与多年平均水平比较

	1981—1991	1986—1991	1991—1995	1996	1997
国内生产总值增长率%	10.1	9.7	11.6	9.7	8.8
零售商品价格总指数%	8.3	10.8	11.4	6.1	0.8

资料来源:《中国统计年鉴1996》、《中国统计年鉴1997》

(2) 消费品存在严重的供大于求的现象。内贸部的调查结果表明,1997年第2个季度主要商品中过度供给增加。在其调查的613种商品中,1季度只有5.3%是过度供给的,而到2季度增加到31.8%,而36种家庭设备过度供给的比率从5.6%增加到55.3%。另据统计,产品材料存货到9月底上升18%,给价格造成向下的压力。企业普遍感觉到销售困难,盈利下降。

(3) 企业生产能力放空,产品积压,相互拖欠现象进一步加剧。据国家统计局1996年调查资料第134期,被调查的17种工业产品生产能力利用率低于60%的有8种,其中一些产品如化工原料、空调器的利用率低于40%。由于市场销售不好,1997年工业企业的产销率虽然有所好转,也只达到96.2%,产品积压严重。一些企业担心丢掉市场,仍然在不给钱或拖欠的情况下发货,使得相互拖欠继续增加。1997年1—11月企业应收帐款净额达10888亿元,比去年同期上升17.2%。

(4) 企业亏损依然严重,盈利水平只是恢复性增长。1997年1—11月亏损企业亏损额高达1243亿元,比上年同期增亏110亿元,其中国有企业亏损状况仍然严重,亏损面高达45%,比全部工业企业亏损面高出18个百分点,而地方国有企业仍净亏损40亿元。全国10大盈利大户主要是基础类能源企业,其效益增长主要得益于调价、调税以及降息等因素,效益增长的根基并不牢固。

(5) 进口需求不旺。1997年出口增长快于进口,贸易顺差为历史最高,403亿美元。

2. 失业正接近临界点

宏观“软着陆”的成功也不是没有任何成本的，一是前述经济增长下降的代价，二是失业人口增加的代价。据国家统计局统计，1997年底城市登记失业人口为3%，比上年增长0.3%（邱晓华，1998）。1997年乡镇企业经营相对不佳，1997年集体工业完成增加值11,726亿元，比上年增长7.1%，回落6个百分点，其中乡办工业增加值4,236亿元，比上年增长12.4%，回落6.3个百分点。乡镇企业发展缓慢减少了农村的就业机会。与此同时城镇职工的下岗待业有较多增加，失业问题趋于严重。据劳动部快报，1997年全国企业下岗职工人数1151万人，比上年增长336万人，增长41%；其中国有企业787万人，占全国企业下岗人数的68%。最近的一项调查表明，约有52.3%的专家认为目前我国城镇失业率在8%以上，其中有25%的人还认为实际失业率在10%以上（深圳综合开发研究院，1998）。按照国际通行的经验，一国失业率若高于12%即为恶性失业，因此我国的失业率可能正接近临界点水平。

1998年国有企业改革攻坚战必然带来下岗人员的增加，但是减人增效，下岗分流是改革的必由之路。因为如果一个企业生产的东西是在市场上卖不出去的，继续让这个企业生产，会浪费更多的社会稀缺的原材料和能源。这时马上停产是节约社会资源的最好选择。这一调整过程是痛苦的，但别无它路。宏观政策的目标是将此阵痛程度降到最小。同时还要考虑社会的承受程度。有时，政府为此不得不牺牲一些效率，以维持就业，保持稳定。所以，失业这笔帐既是经济帐，又是政治帐。在社会可承受的范围内主要算经济帐，超过此范围，政治因素就更主要了。

3. 出口阻力增大

亚洲金融危机后中国维持汇率不贬的政策将导致出口阻力增大，从而使1998年中国经济维持高速增长有一定的困难。

出口是中国经济增长尤其是1997年中国GDP增长的重要动力。中国权威部门对1997年出口对于增长的贡献估计较高，认为8.8%的GDP增长中有2%—3%是由出口带动的。这说明1997年经济增长主要是国外净需求有相当高的增长率所带动的，1997年出口1827亿美元，增长20.9%，进口1423.6亿美元，增长2.5%。贸易顺差403.4亿美元，比上年增长229.58%。而国内需求在1997年上半年比上年同期只增长6.8%，是自1991年以来最低的。1998年1—2月，中国出口顺差仍然很大（70亿美元），但这主要是中国国内需求不足所致，相信汇率所带来的出口竞争力的压力会逐渐显示出来。

4. 真实利率所导致的通货紧缩效应

危险还在于，1996年以来真实利率所导致的通货紧缩效应比人们想象的严重，在其导致的分配变化中企业面临极其不利的影 响，如不采取相应对策，有可能引发通货紧缩。80年代末期以来，由于通货膨胀的变化幅度越来越大，在名义利率变动不大的情况下，真实利率的波动加剧，由此导致财富的转移并引发一系列宏观效应。这一为人们所忽略的不同利益主体在真实利率作用下导致的转移支付的波动恰恰是这些年来国民收入分配中最猛烈的部分（宋国青，1997）。

1997年居民的真实利息收入大概为3614亿元，相当于全部独立核算国有工业企业利润总额的8倍，如果1997年下岗职工1151万，平均每人比正常工资少得3600元，总额也少414亿元，相对而言，真实利率所导致的分配波动要激烈得多。所以，高昂的利率对企业的负面效应要比人们所想象的大得多。有人提出1996年两次降息，1997年10月第三次降息而且幅度都相当大，企业由于降息而少付了至少1500亿元的利息。降息大大减轻了企业的负担。这话没错，这说明1996—1997期间三次降息都是非常正确的。但是通货膨胀率下降的更快，幅度更大，致使企业的实际利息负担接近改革开放以来的最高峰（图1）。

当前的货币政策存在着导致内生性通货紧缩的危险。高企的真实利率水平给企业营造的是相对严峻的金融环境，一方面导致企业负担上升从而投资下降，另一方面导致货币供应总

量减少从而总需求下降。这也正是导致美国1929—1933年史无前例的大萧条的根本原因。当时美国的名义利率为1-2%，而物价指数为-10%左右，这样真实利率达11-12%，而在此之前美国历史上最高的真实利率才5%（杰拉尔德，1976）。

中国1996年以来，个人债权的真实增长率远高于全社会资本的真实增长率，是推动企业负债率上升的非常重要的因素之一。在自有资本率为1/3即负债率为2/3的情况下，真实利率上升1个百分点，企业自有资金的名义利润率将反向变化3个百分点。另外，针对企业负债率和银行呆坏帐的上升，1993年以来建立了一系列控制银行贷款回收率的规则，在这些规则的约束下，企业越困难，银行越惜贷，反过来，货币数量增长率的下降进一步引起通货膨胀率的下降，使原来贷款的真实利率进一步上升，更加引起企业的困难。企业的负债率越高，受真实利率上升的影响就越大。

5. 中国银行体系的不良资产问题

银行体系的不良资产是困扰中国当前及今后经济的一个大问题。但是，中国的银行体系有多少不良资产？众说不一，世界银行、国际货币基金组织、亚洲开发银行等国际金融组织的经济学家们对此有过许多的估算。标准普尔评级公司和许多投资银行（如美林证券等）对此也有过不少研究。既然是看法不一，估算的结果也不一样，我们在这里取一个大家估算的众数，即24%这个数，因为24%出现的频率最高。这里我们想讲以下几个问题。

第一，概念问题。中国的银行系统不良资产包括三类：逾期、呆滞和呆帐。这三类的划分完全是按贷款的到期来决定的。到1997年底，这三类大概这样划分的，逾期的定义好理解。一笔贷款到期不能偿还则为逾期。呆滞的定义是逾期两年以上。呆帐的定义是按财政部规定的原则（基本一条是根本找不到债主了）。而世界大多数国家是按照巴塞尔协议的原则按五类对银行资产进行分类。由于目前中国采用的一逾两呆的不良资产统计与世界通行作法不同，数字不可比，直接拿中国的不良资产与其他国家相比较容易产生误导。中国将于1997年底实行按国际惯例的五类资产划分（戴相龙，1998）。

第二，在24%的不良资产中，我们估计呆帐占2%，呆滞占4%，加在一起为6%左右。认为整个24%都是收不回来的死帐显然是不符合实际。理解中国银行系统的不良资产既要向后看，也要向前看。向后看是要搞清不良资产产生的原因。其中有一部分是银行的体制问题造成的经营不善，甚至是金融犯罪造成的，但其主要部分是历史上积累下来的银行代替财政职能而形成的。可以说银行不良资产的相当一部分是过去中国的隐性赤字。向前看的意思是说，中国银行的不良资产的大部分是可以通过改革逐步收回、消化、解决的。

第三，要分清偿债能力（Solvency）、流动性（Liquidity）和利润（Profit）三个概念。是不是有偿债能力的分界点是看用市价来衡量的净资产是否大于零。美林投资银行的研究报告讲中国工农中建四大银行已在技术上破产，根据就是中国工农中建四大银行的净资产远远小于按24%计算的不良资产，所以其净资产为负数，于是技术上破产了。但是，一家银行是否破产主要是看其流动性（能否按时偿债）。只要它的流动性不发生问题，就可以继续运转下去。在老百姓和企业的储蓄率正常的情况下，中国主要国有银行的流动性就不会发生问题。当然说流动性很重要并不意味着偿债能力不重要。中国政府宣布1998年财政部要发2700亿特别国债，用于对四大国有专业银行注资，目的是使资本充足率（偿债能力）达到8%（戴相龙，1998）。而利润是指企业的收入大于所有的支出的那部分。我们经常说到国有企业亏损还是盈利，就是这个概念。我们分析银行的不良资产，要将其偿债能力、流动性和长期盈利的可能综合起来看。

中国过去20年的高增长，非常得益于银行的贷款支持，但其重要特点是投资成功了归投资者，失败了烂的是银行的帐，这和财政赤字一样，可以维持一时却不能长久。现在，提

高银行贷款回收率已经成为无可置疑的基本政策。这相当于逐步撤销对投资的补贴，当然会引起投资增长率的下降，从而导致经济增长率下降。

三、造成上述问题的原因分析：有效需求不足还是经济结构问题？

当前宏观经济中的供需矛盾包含需求与供给的双重原因。一方面是中国特有的体制因素导致的重复建设、结构失衡等造成的总供给的问题，如无效供给及超量生产等；另一方面是总需求不足，并面临通货紧缩的危险。

从1996年初，就有许多学者提出中国是否存在有效需求不足的问题。学者们主要有两种意见，一派认为中国生产能力相对过剩，有效需求不足，主张政府应当适当放松货币政策与财政政策，以推动社会的总需求。另一派认为中国主要是体制和结构的问题，主张政府应坚持适度从紧的政策，把效率低下的企业逼到墙角，迫使他们破产或重组。这两种观点均有道理。如果你坚持一种观点，你大约可以对一半，错一半。我们可以从以下几个方面理解这两种观点。

1. 表面与深层

有效需求不足是表面现象，大量商品卖不出去，工人下岗，当然是需求不足。但是只要分析有效需求不足背后的原因，就会发现体制和结构的问题。体制和结构导致有效供给不足问题，成为导致供需缺口扩大的供给方面的另一深刻原因，但这一问题常被过度供给的矛盾所掩盖。什么是有效供给不足？举例来说，美国的“麦当劳”在中国红火，台湾的“永和”豆浆也是生意兴隆。如果说“麦当劳”有相当高的“技术含量”，永和豆浆的技术含量却绝没有超出中国人的理解水平，为什么到现在中国大陆还很少有自己的精品快餐连锁店呢？中国餐馆在城市过剩，需求相对不足。在这种情况下，问题就不是如何采取措施扩大社会对餐饮业的需求，而是如何鼓励出中国自己的精品，并占领市场的问题。因为事实上中国还是需要快餐馆的，关键是你提供什么样的餐馆而已。这一问题也正是当前的经济体制转换与结构调整中的一个重大课题，其本质上是要求中国经济从粗放型增长转向集约型发展道路上来。

2. 长期与短期

强调经济体制和结构问题的同仁们是指长期，要解决结构问题需要时间。强调总需求不足是指短期，工厂停工，工人工资发不出，现在日子就过不下去，必须马上解决。绝不能天真地认为等体制和结构问题都解决，其他问题就迎刃而解了。看来长期短期都不能扔，问题在于寻求兼顾长期和短期的对策。

3. 失业与通货膨胀哪个问题更重要？

认为中国主要是体制和结构问题的人往往强调通货膨胀是天下第一敌人，主要理由是通货膨胀扭曲了各类资源的价格，使资源得不到最优配置，通货膨胀是对老百姓（特别是穷人）的征税，通货膨胀对经济的最坏的影响在于它的不确定性。认为有效需求不足的人则指出，失业比通货膨胀更严重，通货膨胀把转轨的成本加在全社会（对所有人征税），失业却把这种成本加在一小部分人身上，这样就使失业工人走投无路，会造成社会问题。从道理上讲，两害相权取其轻，分清通货膨胀与失业何者更为严重有利于抓主要矛盾，但在实际决策中，却往往只能寻求平衡，因此如何兼顾才是上上之策。

4. 中国是否存在稳定的菲利普斯曲线？

就政策含义而言,以上争论的实质为是否需要采用较松的货币与财政政策解决当前经济的矛盾。主张有效需求不足和失业问题重要的学者希望能通过放松的货币与财政政策的配合来启动需求,缓解失业的压力。反对宏观政策放松的人都认为,这样可能会引起一定程度的通货膨胀。无论这些经济学家是否承认,在他们的脑子里其实是有一条菲利普斯曲线的,不然的话,他们为什么认定一定的通货膨胀可以换取较低的失业率呢?根据我们对中国体制的分析,用较松的财政和货币政策是可以在短时间内(半年左右)换取较低的失业率。其传导机制为增加贷款,工厂可以维持生产,工厂暂时不下岗,于是生产出更多的缺乏市场需求的存货,工厂对银行的负债增多,按时付息更困难。但这个过程维持不了多久就必须停下来。当停下来时,工人还得下岗,失业率还得上升,而这时我们面临的是较高的通货膨胀,人们不禁要问,到那时是否还要用较松的政策刺激经济以减少失业?

现在(1997年底—1998年初)中国有许多闲置的资源,并且不存在通货膨胀这个敌人了。我们的问题是通货紧缩,而不是通货膨胀。中国目前所有的宏观经济指标:经济增长率、失业、物价、进出口、投资、消费乃至汇率都一致表明中国面临着通货紧缩的危险。不错,这一点已越来越成为大家的共识。本文要强调的是启动需求时还要有利于结构调整和体制改革,而不只是全面的启动需求。

5. 中国是否会出现类似于美国30年代的大萧条?

中国避免发生通货紧缩的根本在于政府和公众都充分认识到经济增长在目前所蕴含的政治意义,看到目前中国社会存在着通货紧缩的可能,认真吸取历史的(包括美国大萧条)经验教训。当大多数人认识到通货紧缩的危险并努力防止它时,真正的通货紧缩发生的可能性其实很小。有人说通货紧缩已经发生了,那么,通货紧缩再进一步恶化的可能性将由于宏观政策的调整而大大减小。

四、1998年中国宏观经济政策的目标和对策

1998年中国宏观经济政策有四大目标:(1)继续保持适度经济增长,防止可能的经济萧条;(2)坚决推进国有企业改革、迈出三年解困的重大步伐并解决好职工下岗和再就业问题;(3)提高银行资产质量,有效地加强金融监管、防范金融风险;(4)维护人民币汇率的稳定,防止过高的通货膨胀出现。

在宏观经济学中有一个“经济政策理论”,指出实现N种目标需要有N种相互独立的有效政策工具,这个理论对我们的政策制订有一定的参考价值。时势决定着1998年有着多重经济目标,任何目标都不能偏废,由于这些目标之间彼此存在矛盾,因此,在制定宏观经济政策时,各项目标都需要兼顾,同时又都要有所牺牲,这就必然需要多重政策工具。1998年宏观政策成功的要点就在于找到平衡点,找出政策的最佳组合。既要有增加总需求的政策,又要有增加有效供给的政策;既要用扩大需求启动市场,又要用改革启动市场;既要有有效的财政政策,又要有有效的货币政策。总的来说,政策取向应该在适度从紧的大前提下,适当地有一些结构性的松动。有人把1996—1997的经济增长速度放慢的原因归结为货币政策过紧,他们问在中国目前失业率较高、需求不旺的情况下,为什么还要坚持“适度从紧”的货币政策?其实,1996—1997年起货币政策一直不紧,而是向着相当宽松的方向发展。1996年中央银行两次降息,1997年10月央行再次降息。1997年国有商业银行的贷款额度均未用完,1998年1月1日开始取消对国有商业银行的贷款额度管理。这一切都表明过去两年中国的货币政策并不紧。在目前的情况下(银行系统不良资产比例高,国有企业改革尚未完成,重复建设无效投资多),过松的货币政策其实是撒“胡椒面”,虽然企业会感觉普遍松了一些,

但这样不易保持对困难企业的“改革压力”。其结果是日子暂时好过了几天，然后就是库存增长，再后是又陷入困境。

中国的财政与银行一向存在替代性，银行实际上是第二财政，财政赤字可以用银行的贷款弥补。世界银行和其他学者的研究表明中国政府的实际赤字在改革开放期间平均占GDP的8—9%而不是公布的1—2%。他们将银行系统的政策性贷款划为财政赤字。从某种意义上说，我国银行系统的不良资产中有一大部分是替代财政的政策性贷款积累而形成的。因此，中国事实上存在显性与隐性两种赤字，这些年经济增长的主要推动力量之一正是来自银行的“财政赤字”。经过亚洲金融危机，在新的国际环境下，金融体系的防线健康十分重要，因此银行的不良资产一定要刹车。但在目前中国的经济中存在经济过冷危险的情况下，在不能再增加银行的隐性赤字的前提下，只有将银行隐性的“财政赤字”变为财政的显性赤字。使财政赤字显性化至少有两个好处，一是符合国际惯例，便于比较；二是我国公众和政府的结构对显性化的赤字的监督相对健全。我国目前的情形是，如果财政赤字多了100亿，许多人会出来说话，但若为了不出这100亿赤字，改用银行贷款，就可能在将来造成500亿的不良资产。由于用银行贷款把问题暂时掩盖起来了，所以很少人出来说话，大家不知情，这样下去我们的金融系统就危险了。

给定1998年的多重经济目标，我们建议的政策组合如下：

扩大财政支出 1998年政府支出可以成为加速经济增长的重要动力。用财政政策来扩大总需求，要政府增加财政支出。需要回答的第一个问题就是钱从拉来？目前我国政府债务的余额相对GDP并不高（大约占18%，大大低于欧盟国家60%的债务存量标准），但中央政府收入的债务依存度已经相当高了（每年债务收入占财政总收入的比重）。在中央政府发债不能过快增长的情况下（九届人大要求1998年财政赤字比1997年下降100亿），财政融资方式上可以考虑如下选择。

第一，设立发行中央特许、地方财政担保的“公共工程专项投资债券”。根据财政平衡法，未经中央政府批准，任何地方政府不能发债，但政府可以试行地方发行项目融资债券，把项目看作是一个法人，以公司制管理方式实行封闭运行，专款专用。国家从宏观上严格把关，对项目融资债券进行严格的资金管理，增加其运行的透明度。其实，中国已有类似的债券。例如上海城市建设投资开发总公司发行的“市政建设债券”。这类债券现在被划为企业债，建议把它变成地方政府债。铁道部发行的“铁路建设债”则是“条条”发行此类债的例子。

第二，将一部分国有资产存量在市场上变现，用现金投入到公共基础设施中，实现国有资产实物形态的置换。李剑阁曾提出过将已经上市公司的国有股用可转换债券的形式卖给公众。这种债券以上市公司的国有股权为抵押，给债券的持有者如下选择，在若干年后可以还本付息；或按一定比例折成上市公司的股份。这样做有几个好处：一是国家马上就能从公众手中筹一笔钱用于基础设施投资。二是平稳解决国有权上市流通的问题，给投资者一个过渡消化时期。将来无非有两种可能：一是该公司业绩好，股价较高，债券持有者选择持股。二是公司业绩差，股价低，债券持有者选择要国家还本付息（这时要财政担保）。

第三，允许非国有（特别是民营）企业进入公共工程领域。对一些回报比较稳定的项目（如高速公路）等，现在是允许外资进入，但是民营企业进入十分困难，这也是一种不平等竞争。在目前中国最近并不紧张的情况下，民营企业要上公共工程是相当有把握的，不应在政策上歧视它们，并应在银行贷款等配套措施上与给予支持。

税收政策 目前提得比较多的多是扩大公共支出的财政政策，这只是财政政策的一个方面。我们认为还有必要考虑采取减轻企业税收的财政政策。中国目前实行的生产型增值税，税率为17%。欧洲一些国家的增值税率也是17%，但他们是消费型增值税。我国17%的生产型增值税大约相当于欧洲的25%的消费型增值税。中国企业的税务负担重，中国国有企业的

税赋尤其重（要计算在中国投资的税赋有多重，应该计算一下每100元投资有多少是交了税就行）。退税的国际惯例，欧洲是按用途分，即按投资还是消费来划分退税，用于投资的可以退税。我们建议将生产税转为消费税，鼓励企业投资。中国法制不健全，变生产型为消费型增值税的最大困难是如何对付骗税，故建议有关部门对此作研究。这样做的一个额外的好处是有利于国内外企业公平竞争。国外的机械设备进口是免税的，而我国自己生产的设备则不能退税，这显然不利于我国制造业的发展。如果增值税改消费税全面推广有困难，可考虑先对国家产业政策鼓励的一些生产资料产品实施税改。从长期来看，这样做有利于中国装备工业的发展，从而有助于中国实质经济增长，提高国际竞争力。

货币政策 多重的宏观目标把货币政策可选择的范围限制得十分狭小。维持经济增长的目标和解决下岗工人的再就业都需要适当货币供应量，但是提高银行的资产质量、防范金融风险、稳定汇率目标却要求在选择增加货币供应量的渠道和方式时要特别小心，谨防出现新的不良资产。

维护人民币汇率的稳定是对货币政策的一个很强的制约，从理论上讲，在固定的汇率制度下，货币当局基本上丧失货币政策的功能。我国1994—1997年人民币升值的压力大，央行大量买入美元，外汇占款成为放出基础货币的主要渠道。为不使货币增长过快，央行前几年一直靠收回对商业银行的贷款来对冲。如果维持既定汇率是目标，那么货币政策的操作就要围绕这一目标来进行。当汇率目标与经济增长目标、失业率目标、通货膨胀目标等发生冲突时，只好进行轻重取舍。在维持固定汇率的目标下，货币当局不仅在货币发行量上要围绕着外汇占款而操作，在利率政策上也基本上失去主动权。利率平价在中国是否成立有许多讨论。从过去的数字上看利率平价在中国是不成立的（易纲、范敏，1997），但是向前看利率平价显然是越来越趋重要了。

关于利率作用值得讨论一下。许多学者认为利率弹性在中国低，所以经济对利率的反应十分有限。在分析1996年、1997年几次降息的影响时，大多数学者认为，经济中的实际变量（消费、投资）对利率变化的反应小，利率对这些实际变量的弹性很小。而对名义变量（如老百姓是存款还是买股票、债券）的影响较大，1996年降息后对股市的影响就是一例。分析其原因有以下几条：一是中国目前耐用消费品和住房贷款少。降低利率不用像西方那样使耐用消费品和住房的实际分期付款数量下降（尽管其价格没变），从而刺激消费。在投资上，中国国有企业和各级政府存在投资饥渴症，多高的利息也敢借，借款时根本就没想还本付息。这时对资金的配置不能靠其价格（利率），而必须靠额度。

这些因素现在都有变化。在不久的将来我们将看到对汽车、住房的放款将增加。企业与银行的改革（加上非国有经济所占比例越来越大），使得企业投资行为对利率已经敏感起来。不难看出，在目前和不远的将来，在中国经济中不仅老百姓和企业的投资行为对利率将会敏感，就是利率的变化对实际变量（消费、投资、进出口）也会有重要影响。

在当前经济过冷的危险在加大时，在实际利率接近改革开放以来最高点的时候，降低利率对促进经济增长、减轻负担、增加投资无疑是一个最有效的选择。但是降低利率与维持汇率稳定之间相悖。目前中国的利率和美元利率水平很接近。如果此时将人民币利率降到明显低于美元利率的水平上将产生巨大的压力。1998年解决中国宏观经济政策的关键在于对付实际利率过高的问题，而解决实际利率过高的问题又在于怎样兼顾人民币汇率的稳定。

结论

综上所述，分析中国的主要宏观经济问题的原因，既有有效需求不足，又有经济结构的问题。我们所考虑的政策组合既有现在就增加总需求的，也有立足于调整结构的改革之策。然而，1998年中国经济的四大目标使得我们可选择的政策组合的空间十分狭小。增加财政支出（赤字）受人大立法之限；增加银行贷款受提高银行资产质量防范金融风险之限；降低利息受维护人民币稳定之限。在这个狭小的空间内，我们的建议如下：1、扩大财政支出以增加总需求。2、对投资减税以促进有效供给，从长期看减税不一定减少财政收入的绝对量，因为减税后，经济活动（投资）会增加，从生产型增值税变为消费型税基变小了，但如果整个经济变大，税收也不一定会减少。3、财政增支减收之不足部分可考虑以下两种办法，一是出卖以上市公司国有股为抵押的可转换债；二是特批少数中心城市的地方政府发城市基础设施（如地铁）建设专项债。4、适当增加货币供给，研究利率是否还有下调空间，优化利率结构。

参考文献

- 戴相龙，《戴相龙答中外记者问》，《金融时报》1998年3月8日；
易纲、范敏（1997），《人民币汇率的决定因素及走势分析》，《经济研究》1997年10月；
易纲、方星海（1998），《东南亚国家和墨西哥金融危机对中国的启示》，《财贸经济》1998年1月；
宋国青（1997），《债务—通货紧缩》研究课题，北京大学中国经济研究中心内部文稿；
朱文晖（香港）、王玉清（1998），《东南亚金融危机与世界经济格局》，《战略与管理》1998年1月；
中国社会科学院经济研究所宏观经济学科课题组（1998），《总量态势、金融风险 and 外部冲击》《经济研究》1998年3月；
深圳综合开发研究院（1997），《130位专家点评中国经济大趋势》，《开放导报》（深圳）1997年12月。