

宏观经济政策与经济稳定增长

张晓晶

课题内容摘要

处于转型时期的中国,为寻求长期的经济增长,改革是必不可少的;前20年的增长,体制变革在其中作出了巨大贡献,在未来的20年(或更长时间),改革也必将发挥它不可替代的重要作用。但改革毕竟是一个中长期的过程(这在其它子课题中都有涉及),而政策当局还需要面对一个短期宏观经济波动问题,即如何通过明智的宏观调控政策熨平经济波动的问题。实际上,经济只有在宏观调控中避免大起大落,才能真正保证经济的长期、稳定增长。

本课题考察了改革开放20年来宏观政策变动与经济增长的关联,重点考察了宏观调控在保持经济稳定增长(或者说熨平波动)中所起的作用。从70年代末到90年代末,我们的宏观调控逐步从直接调控走向间接调控(但这一过程并没有完成,不少时候还需要二者并用),这主要得益于间接调控政策赖以有效实施的微观基础的逐步形成。各类市场的发展、指标体系的完善、预警系统的健全以及政策手段的多样化,为形成有效的宏观调控体系奠定了基础;并且随着历次经验教训的积累,宏观政策的操作艺术也在逐步提高。

总结起来,为保持未来经济的持续稳定发展,政策当局的宏观调控政策应该注意以下几点:

一、历次调控的经验告诉我们,政策当局在调控的方向上基本能保持正确,但在政策实施力度和政策实施时间方面仍需作出重大改进。

政策力度的把握要基于对微观经济主体行为方式的把握,特别是微观主体对政策变量的反应弹性。当前还处于“双轨过渡”阶段,既有国有经济这样的非(或准)市场化主体,又有非国有经济这样的市场化主体,它们的反应方式是不一样的,对同一个政策,反应的程度也各异。这就给政策力度的把握带来更大困难。从而,逐步地将国有经济市场化,政策当局对于微观主体的政策反应才会有一个相对稳定的预期,在政策实施的时候才能把握好力度。

政策时间的把握,需要考虑两点。一点是,选择某个时间推出一项新的政策,或者政策发生转向,需要建立在实际经济形势是否发生了转向的前提下;另一个是,在政策实施的时间长度上,要考虑政策从实施到发挥作用有一个时滞,从而,在很多时候,政策这张弓不能拉满了,而要留有余地。

总之,无论是政策实施力度还是政策实施时间选择,都要基于对经济形势的正确判断;

而要做到这一点，除了要依靠实践中积累的经验外，更重要的是要有科学的预警指标体系以及统计指标本身的可信度，这才是进行准确判断的基本依据。而当前这方面的严重不足，是造成在政策力度与时间把握上出现偏差的重要原因，因而，建立一个准确的、科学的统计指标体系将是完善我国宏观调控体系的重要组成部分。

二、运用宏观调控手段要注意不同手段的不同特点。

财政政策是较为直接的调控手段，见效快，因而一般都是在经济过冷或过热的情况下紧急启用，它往往是促成经济形势发生变化的第一推动力。货币政策则不同，它是间接的调控手段，它需要通过市场这一迂回的途径最终作用于经济，发挥作用有较长的时滞。但它是经济稳定发展的一个持续的推动力量，也是在经济形势出现变化后能够进行微调的重要手段。另外，考虑到财政政策的实施有财政年度的限制，对财政政策的运用就不可能非常频繁；相对而言，货币政策不受这些限制，可以根据经济形势的变动频繁使用，这些特点决定了真正能对经济进行微调的主要是货币政策。

三、宏观经济政策若要有效地调控经济，必须考虑体制格局与开放经济这两个因素。

体制格局是宏观政策有效性的一个限制条件。体制格局变动意味着政策微观基础的变动。当前的体制格局变动体现在非国有经济已经成为经济发展的主要推动力量，从而宏观政策的作用对象也应该超出国有经济的视界。只有扩张政策真正调动了非国有经济，经济的全面启动才有望实现。进而，要充分发挥宏观调控政策在未来经济增长中的作用，必须锐意改革，努力构造宏观政策得以有效实施的微观基础，这是 93 - 96 年宏观调控得出的成功经验。最近的宏观调控也反映出，只有这些微观基础存在了，政策实施才能达到预期的效果（比如货币政策向中小企业、非国有经济“倾斜”就是很好的证明）。

另一个需要考虑的因素是开放条件对于宏观政策独立性的限制。

一般而言，对于（1）货币政策的独立性（2）汇率的稳定性以及（3）资本的完全流动性这三个目标，只能实现其中的两个而不能三个目标同时实现。这就是所谓的“三元悖论”。目前中国选择了“货币政策的独立性和汇率的稳定”，而对资本流动进行了管制。但资本流动如果得不到完全的管制（如出现变相资本外逃）时，货币政策的独立性就会打折扣。从而，为维持货币政策的独立性，以及维持汇率的稳定，政策当局必须在控制资本流动方面更加谨慎（不开放资本帐户）。

四、今后一段时间，中国经济遇到的主要问题将是阶段性有效需求不足，从而扩张性宏观经济政策成为这段时间的主导政策；鉴于货币政策在当前经济扩张中的局限性，发挥财政政策的作用将是主要的政策选择。

货币政策方面，有 M2/GDP 的限制。目前 M2/GDP 已非常之高，这一方面表明银行部门积累了太多风险，另一方面也预示着通货膨胀的潜在压力。不过，与通货膨胀直接相关的并不是 M2/GDP 的水平，而是 M2 的增长率。鉴于目前 M2 的增长率还不是很高（93 年以来 M2 的增长率一直是下降的），而且经济还基本处于通货紧缩阶段，M2 的增长率适当提高是完全可以接受的。这也就是货币扩张的余地。

财政政策方面，各项指标（狭义、广义及最大债务负担率，以及中央财政赤字占 GDP 的比重）均表明，财政扩张的余地还较大。并且，财政扩张主要是公共支出、基础设施建设，这些在当前来讲属于瓶颈产业，且符合城镇化建设的发展方向。同时，考虑到货币政策的余地不大，以及货币政策的效果有限（如前所述，由于信贷萎缩、体制及开放条件的限制，货币政策的作用大打折扣），在今后一段时期内，财政政策将是主要的经济扩张手段，配合以货币政策的微调。

宏观经济政策与经济稳定增长

过去二十年中国经济的高速增长，被外界誉为“奇迹”，这中间关于宏观经济政策的作用一直存在很大争议。因为在这里，宏观经济政策扮演着双重的角色，既是经济波动的发动机，又是经济波动的稳定器。尽管如此，通过历次宏观调控经验教训的总结，特别是最近一轮经济软着陆的成功，还是取得了这样一个共识：即正确的宏观调控政策是实现中国经济快速稳定增长的根本保证。

考察宏观经济政策与中国经济稳定增长的关系是一项富有挑战性的任务。这里的困难主要体现在我们的经济是一个不断变动的经济，既存在经济发展的问題，又存在体制转型的问题，这是双重的转变。前者决定了我们的政策当局总有一种赶超的冲动，对于经济高速增长有着特殊的偏好（即几年要上一个新台阶），体现在宏观经济政策上，就是易于放纵扩张，使过热成了经济的常态，于是治理过热或者说实施经济软着陆就成了政策调控的最主要内容（这一点到90年代中后期开始发生变化）；后者决定了我们想和发达市场经济国家一样，以既定的微观经济基础为政策实施的前提还做不到，因为我们的微观经济基础在不断发生变化，有些变化甚至是根本性的（比如非国有经济逐步成长并成为国民经济的主要支柱），从而政策目标、政策手段的变动要频繁得多，而政策效果也会因微观经济主体行为的变化而呈现出较大的不确定性。

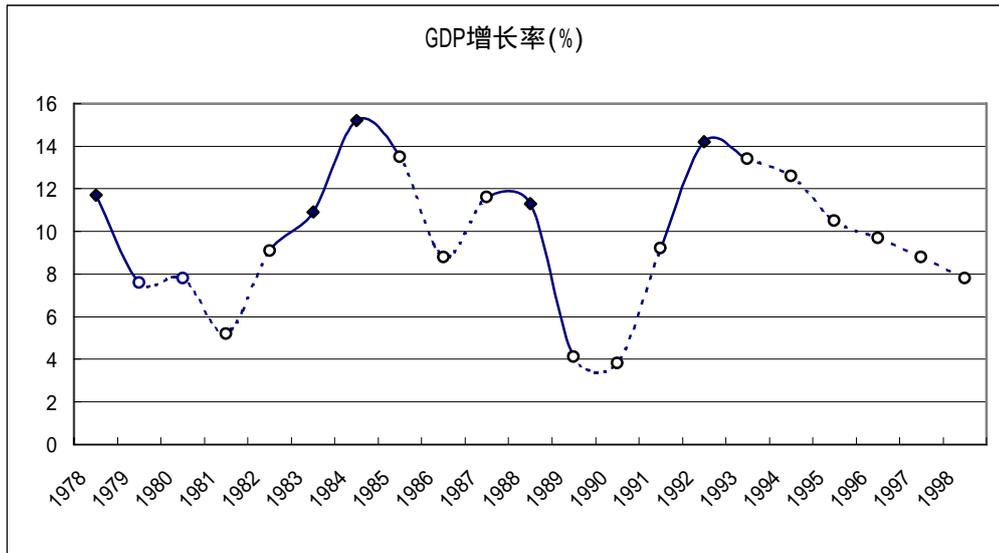
在这样一个变动的环境中考察政策与增长，想找出几个简单的政策变量来解释经济增长（和波动）是很困难的。本文希望通过实证研究，刻划出宏观经济政策变动的轨迹，总结出宏观经济政策在促进经济稳定增长方面（确切地说，在熨平波动方面）的经验和教训，分析它在当前经济启动中所起的作用以及对于中国未来经济发展的含义。

0. 文章的结构安排

过去20年，中国经济增长取得了令世人瞩目的成就。但其间也经历了经济的大起大落和调整。主要的调整有四次：1) 1979-82年的“调整、改革、整顿、提高”；2) 1985-87年的“调整、整顿、充实、提高”；3) 1989-91年的“治理整顿”；4) 1993-96年的“经济软着陆”以及当前新一轮的经济启动。从图1也可以清楚地看出这四次调整的情况（每次调整时期用虚线表示）。之所以将93年以来的软着陆与最近一次的经济启动放在一起作为一次大调整，主要依据是：根据各次调整情况，政策调控所经历的时期都是从经济下滑（或者说经济由热变冷）起到经济回升止，这次的软着陆尽管成功实现了，但经济还没有出现明显回升，因而可以将它看作一次长调整。全文分为以下四部分，其中第二、三部分是一次调整，为分析的方便，将它作为两部分来论述：

1. 90年代初以前的宏观调控（主要分析前三次调控）；
2. 93年以来的宏观调控（主要分析经济软着陆的经验和教训）；
3. 经济发展新阶段的宏观调控（主要分析这一轮的经济启动，以及将会遇到的问题和相应对策）；
4. 几点结论。

图 1 - 中国经济的增长与波动 (1978 - 98)



资料来源：《中国统计年鉴》

1. 90年代初以前的宏观调控

1.1 1979-82年的宏观调控

改革开放以来的第一次经济过热主要是由于“洋跃进”（即不顾当时的国力，试图通过加速引进国外的技术设备和举借外债，来实现高速发展）。面对“洋跃进”造成的国民经济重大比例关系的严重失调，中央提出“调整、改革、整顿、提高”的八字方针，对经济实行调控。当时采取的主要举措是大规模压缩基本建设投资，减少财政开支。1979、1980年先停建缓建了400多个大中型项目，1981年又停建缓建了另外22个大型外资引进项目。这样，投资总规模才被明显地压下来。财政支出方面也有大幅下降，78-81年的财政支出增长率分别为33%、14.2%、-4.1%、-7.5%。而且，基建投资由财政拨款、无偿使用变为试行贷款的方式（即“拨改贷”），也减轻了财政的压力，财政赤字由1979、1980年的170.6亿元和127.5亿元下降为1981年的25.5亿元。不过需要提出的是，由于基建投资“砍”得过猛（如1981年基建投资增长率下降了20.75%），GDP增长率由1978年的11.7%下降为81年的5.2%，现在看来，当时的紧缩政策稍稍有些过度，至少在基建投资方面是如此。

此次宏观调控采用的主要是行政手段和财政手段，这是由于：在当时情况下，特别是刚从传统的计划经济体制下解放出来，经济运行的很多方面还带有浓厚的计划色彩，从而采用行政性手段及财政手段（财政手段本身也具有行政性的特点）是非常有效的，微观主体（主要是国有企业，非国有经济才刚刚起步，见附表）在当时是“听话”的，毕竟，它们还没有太多的自主权。尽管当时为配合紧缩，名义利率也有所上升，从79年的3.78%上升为80年的5.4%，不过，在改革开放之初，一方面，国有经济对利率的变动还很不敏感，另一方面，基本上还是“资金跟着计划走，金融跟着企业走（where enterprise leads finance follows）”，信贷计划只是计委投资计划中的一部分，因而，金融调控手段基本上没有。特别是在84年以前，我们还不存在真正的中央银行，更谈不上运用货币政策了。

1.2 1985-87年的宏观调控

1984年第4季度经济再次出现过热，银行信贷猛增、投资规模膨胀、消费基金增长过快

和物价上涨趋势明显。84年GDP增长率达到15.2%，是近二十年中增长率最高的年份。面对这一局面，1985年政策当局提出相应的调控措施：统一制定信贷计划和金融政策，加强中国人民银行对宏观经济的控制与调节职能，严格控制信贷总规模和现金投放；从严控制固定资产投资，特别是预算外投资的规模；坚决压缩行政开支，压缩社会集团购买力；严格控制消费基金的盲目增长，严禁任何单位和个人在财务上乱开口子，乱提工资，乱发奖金，津贴和实物。

在紧缩政策的作用下，从1985年第4季度开始，信贷失控状态基本上扭转过来，工业生产速度降至10.2%。尤其是1986年上半年，国民经济，特别是工业生产增长速度逐渐放慢，工业增长率仅为4.9%。为了防止工业生产的滑坡，主要是为了解决国有企业面临的困境，从当年第4季度又开始放松信贷，工业生产大幅度回升。1986年全年的工业总产值增长率为11.7%，1987年继续升为17.7%；1986年的国内生产总值增长率为8.8%，1987年升高为11.6%；1985-87年城镇商品零售额年均增长21.5%，比1980-85年的平均增长水平高出11.8个百分点。整个经济依然在偏“热”的状态中运行。

84年的过热到85年的紧缩到86年（第4季度）的松动再到87年的偏热，刚好完整地演绎了宏观调控与经济波动的全过程。为什么在短短的四年中，经济就经过了由“热”到“热”的循环，分析起来，恐怕与当时当局的政策调控力度有关。

应该说在出现86年上半年经济增长速度明显放慢的情况下（86年全年的GDP增长率为8.8%，考虑下半年经济逐步升温的影响，上半年的增长速度还会低于这一数字，那么，比起85年的13.5%来就是明显下降了；且86年上半年的工业增长率仅为4.9%），适当放松信贷是完全可以的，但显然也没有把握好力度。我们来看统计数字，86年的货币供应量，只有M0比上年下降1个多百分点，M1与M2增长率为28.1%和29.3%，分别比上年高出22.3和11.7个百分点。除了92年，86年M1与M2的增长率在近二十年中是最高的。与此同时，中央财政支出、全社会固定资产投资都是下降的，而名义利率还略有提高，可见，过度放松信贷是造成87年经济再度过热的最主要原因。换句话说，86年的松动政策是恰当的，但放松信贷的政策力度过大。

1.3 1989-1991年的宏观调控

1988年出现的经济过热与上一轮的过热有较大的相似性。一方面是在1985-87年的宏观调控措施并未使经济实现“软着陆”的情况下，当时的决策层认为，中国经济已经走出了一条在低通货膨胀环境下实现高速发展的路子。这在一定程度上刺激了投资规模的进一步扩张。另一方面是提出加快价格改革的步伐，认为“价格改革关”晚过不如早过，并在8月份的北戴河中央工作会议期间发表了《公告》。在当时物价已呈上升趋势的情况下，决定加快物价改革，并且采取公开宣告的做法，强化了人民群众对物价上涨的心理预期，从而导致8、9月间全国出现了较为普遍的商品抢购潮和大量挤兑储蓄存款的现象。上述因素的直接作用，加上上一轮宏观调控未能抑制的投资需求和消费需求膨胀的潜在威胁，形成了1988年经济运行过热，经济秩序混乱通货膨胀不断加速的更为严重的局面。

1988年第四季度开始提出紧缩。政策当局最初采取的是间接调控手段，比如提高居民存款利率（一年期储蓄存款利率由1987年的7.20提高到1988年的8.64和1989年的11.34）、对部分产品征收消费税等抑制消费的调控政策。但效果不明显。1988年第四季度社会商品零售总额增长率仍居高不下。这里，微观主体的预期起到了非常大的作用。由于预期未来通货膨胀还会继续上升，增加现期消费的行为无法阻止。于是，政策当局不得不启用直接的调控手段。其中最主要的是压缩投资的各种直接的行政控制手段，包括规定压缩幅度、停建缓建各种项目的指令性计划、派出固定资产投资检查小组等。这些紧缩措施落实以后立竿见影，工业生产增长率从1989年4月份开始下降，并于10月至1990年1月达到低谷。1989年名义投资额下降8%，实际投资规模下降了25%左右，1990年上半年投资仍然控制在较低水平。货

币供应量 M0、M1、M2 的增长率也分别由 1988 年的 46.7%、22.5%、22.4% 下降为 1989 年的 9.8%、6.3%、18.3%。无论是投资规模还是货币供应量，这次调整的力度都非常之大，导致经济增长率下降过猛，1990 年经济增长率仅为 3.8%，这一增长率是近二十增长中最低的了。正因为如此，这次宏观调控的结果被称为一次“硬着陆”。造成此次“硬着陆”的根本原因主要还是政策调整的力度过大了（尽管还有当时的政治风波的影响）。

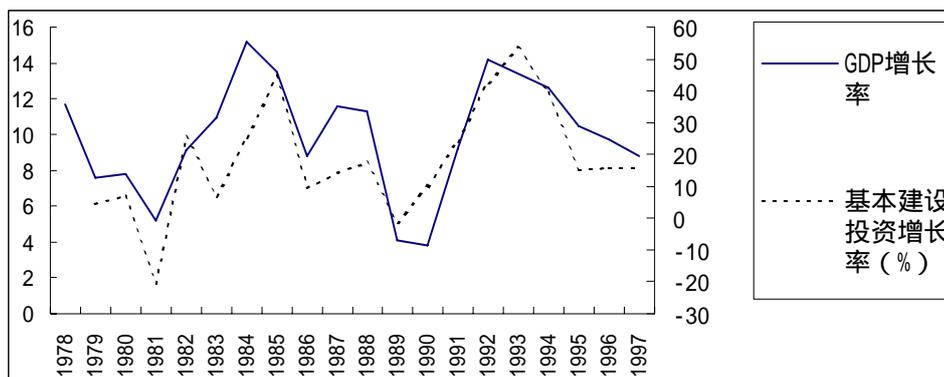
1.4 小结

总结 90 年代初以前的宏观调控，发现有以下几个特点：

1) 由于分权制的改革，经济的扩张机制基本形成，经济主体有内在的扩张冲动；但与此同时，经济的收缩机制却没有形成（经济的收缩机制要依靠市场机制的完善以及真正市场化主体的兴起。整个 80 年代，这些都处在初级的发展阶段，只是到了 90 年代才发生了较大变化，见表 5），因而过热成了经济的常态。从这三次宏观调控可以明显看出，每次调控都起始于经济过热，而调控的目的就是要使经济冷下来。

2) 这一阶段，宏观调控手段基本以直接调控为主，典型的是投资（计划）政策与财政政策的运用。压缩基本建设投资是应付过热的最常用的手段。图 2 显示，基本建设投资波动与 GDP 增长的波动非常吻合，这表明这一政策手段非常有效。

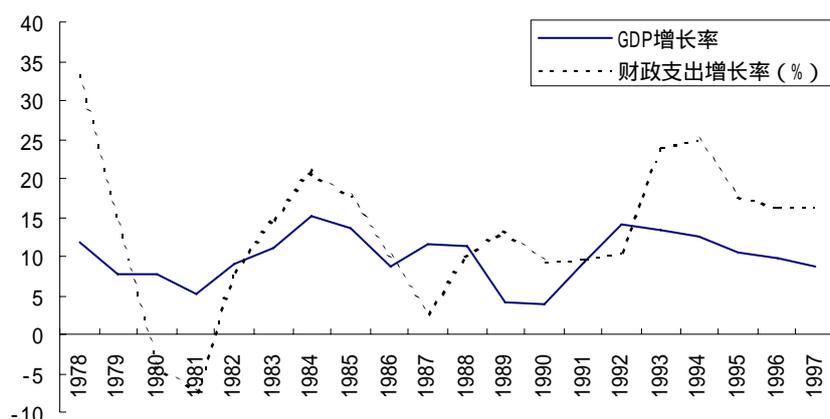
图 2- 基本建设投资与 GDP 增长



资料来源：《中国统计年鉴》各年

在财政政策的运用方面，除了 78、81、85 年有盈余之外，其它年份都是赤字。但赤字增长呈现出的规律性不强（见附表），倒是财政支出与 GDP 的波动较为相关。从下图可以看出，90 年代初以前的调控中，政策当局为使过热的经济冷却下来，在调控期间（79-81，85-87，89-91），财政支出基本都是下降的。这表明财政政策是当时调控经济、熨平波动的重要政策手段。

图 3 - 财政支出与 GDP 增长



资料来源：《中国统计年鉴》各年。

3) 间接的调控手段,如货币政策,在这几次调控中的运用体现得不明显(86年放松信贷造成87年经济的再度过热,其实还不能看作是典型的货币政策的运用,因为这不是扩大信贷计划的盘子,从而更接近于行政性手段)。这主要是由于货币政策赖以有效实施的微观基础(即能对利率等货币政策变量作出积极反应的市场主体)还没有真正形成。间接调控手段的运用到93-96年的经济软着陆中才得到了较充分的体现。

4) 一个特别提出的宏观调控的特点(或者说问题)是,政策当局在把握调控力度的时候常常是“过了”,这在三次调控中都有体现。调控的本意是要减少波动,而如果在调控的力度上把握不好,就会使波动加剧。这是我们的政策当局在以后的政策实践中所要着力注意解决的问题。

2. 1993年以来的宏观调控

从1991年起,我国经济步入升温阶段。1992年小平南巡讲话,真正在“理念、体制、政策、技术”四个层面全面推动经济向前发展,经济启动极其迅速。仅92年第四季度的增长率就比第三季度高出3个百分点,这在历史上是没有过的。1992、1993年的GDP分别比上年增长14.2%和13.5%。

这次政策当局没有简单地运用直接调控手段给经济降温,而是综合地运用了各项调控措施,其中十分突出的是货币政策的成功运用(见附表,为配合经济软着陆,广义货币供应量M2的增长率一直是下降的)。

与此同时,充分运用利率政策调控经济也起到了很好的效果。利率调整在以前所起的作用很小(如88、89年),为什么在这一轮能够对经济起到较好的调控作用呢?

首先是利率的变动对居民储蓄存款的作用。我国个人储蓄存款存量很大,利率的边际变动对于利息总收入的影响很大。1993年下半年,及时较大幅度上调存款利率和实行保值储蓄政策,引致此后几年储蓄存款大量增加。

其次是利率对固定资产投资的调控作用。1993年7月到1995年7月,先后3次利率上调,对固定资产投资的抑制作用非常明显。全社会固定资产投资的增长率从1993年61.8%,逐渐下降到1994年的30.4%,1995年的17.5%,1996年的14.8%。

第三是利率的信息功能。利率综合反映了中央政府对经济走势的判断,中央银行对通货膨胀的态度,资金市场供求状况,企业和个人的通货膨胀预期,以及资金的机会成本等。利率变动所揭示的信息,显然会对微观主体的决策产生很大影响。

第四是利率对资本市场的影响。1993年以来，我国股票市场的发展和波动与利率水平相关性很强，因而对利率的调控也会影响到资本市场。

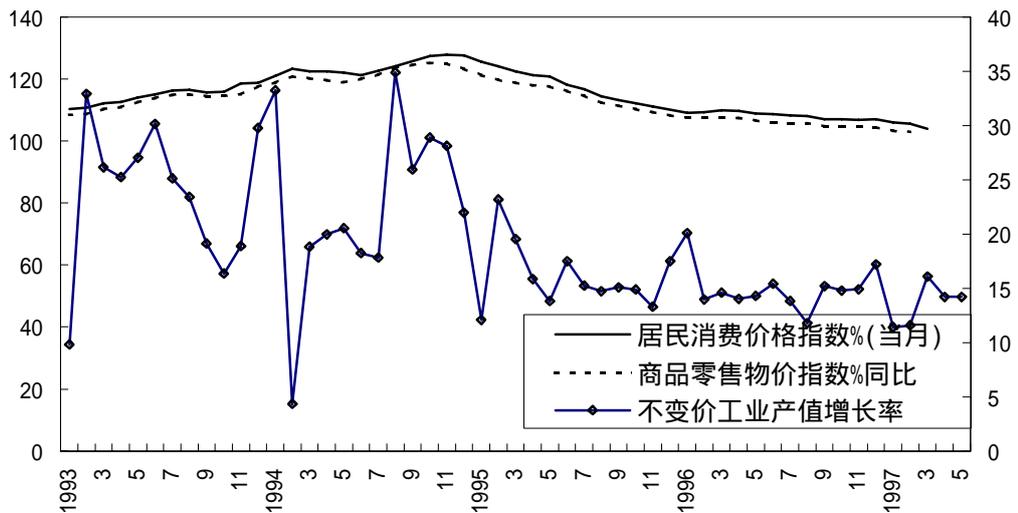
货币总量控制以及利率政策的灵活运用之所以能起到较理想的效果，其中最重要的一条原因是：我们的宏观调控政策赖以有效实施的微观基础在逐步形成。

这里的基础包括两个方面：一个是市场化的机制，随着金融、财税、外贸和外汇等各方面的改革的推进，形成了较完善的市场化机制，特别是货币、资本及外汇市场的发展，为货币政策的成功实施提供了初步的操作空间和体制环境；另一个是市场化的微观主体，这里主要指的是非国有经济。到1996年底，非国有经济对GDP的贡献已经是三分天下有其二（刘伟，1998），尤其重要的是，这一微观主体的行为方式是市场化的，从而对于间接宏观调控中的政策变量能够作出可以预期的反应，这成为政策得以有效实施的另一保证。

不过，93年以来的软着陆也给了我们提出了一个在以后的宏观调控中必须注意的问题：即如何认清形势的变化，及时调整政策方向的问题。

从93年开始到95年八、九月份，经过两年的调控，经济从过热趋于平稳。据卡斯特经济评价中心1995年9月28日的分析，从1995年4月份开始，总体经济已连续4个月在绿灯区运行，表明经济运行态势已开始摆脱“过热”状态，朝相对稳定的方向发展。从当时的经济运行情况看，大多数指标在绿灯区，特别是工业生产、固定资产投资、货币供应量M1、银行现金支出等，是支撑总体经济在绿灯区运行的重要因素，从这方面看，当时经济运行的态势是平稳的。当时顾虑的一个重要因素是物价水平，因为物价指标仍在红灯区运行。但到95年底，通货膨胀率为14.8%，控制在15%以内。这一目标在年初被认为是难以实现的，年底却达到了，说明当局在物价水平的控制方面也取得了成功。图4显示，95年底96年初，物价水平是平稳下降的，而在实际经济方面，工业产值增长率也基本维持在15%这样一个并不“热”的水平上。正是处于这样一种情况，当时要求放松银行，改变政策方向的呼声很高。但当局没有这样做，当时的考虑是：1）由于中国经济有一放就乱的特点，以及经济增长的质量在偏高的增长速度下较难实现，因而希望在控制增长速度的前提下进行企业的改革和产业结构调整；2）政策当局仍担心物价的反弹，于是进一步紧缩。但当局没有考虑到的是，当前的紧缩因为政策时滞会影响以后的经济增长，特别是，经济真的冷下去后，再行启动已经远不是以前那样容易了（这在后面将有进一步分析）。而现实情况是，软着陆成功之后，我们的经济一直呈下滑的趋势，这就表明当时的紧缩是过度了，该调整政策方向的时候没有及时调整。

图4 - 软着陆过程中的经济变动



资料来源：国家统计局

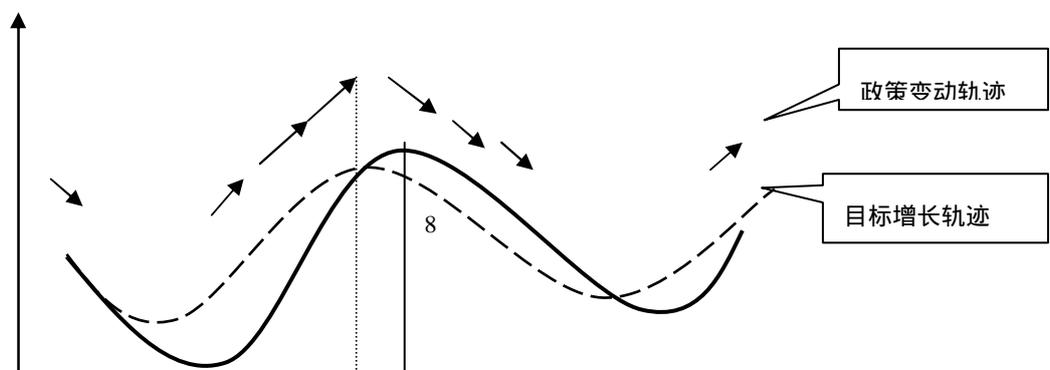
注：价格指数依左轴，工业产值增长率依右轴

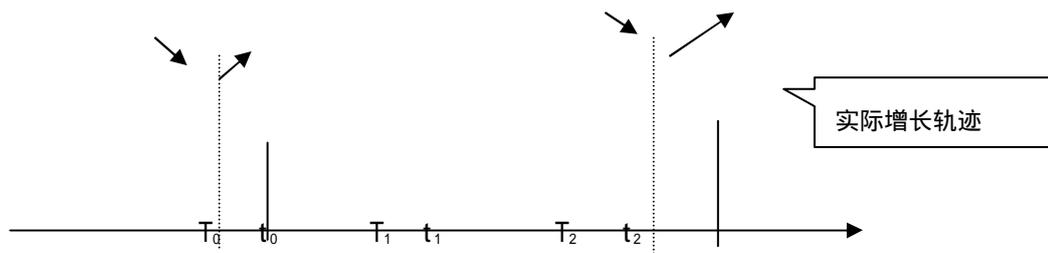
任何政策从实施到发挥作用都有一段时滞。从而，政策力度与政策目标之间就应留有一个余地，这个余地是靠时间来填充的；如果不留余地，比如一直紧缩直到物价水平完全达到预定目标才肯松动，结果就只可能是紧缩过度。因为导致预定目标实现的政策其实是数月以前的政策，而此后的政策只会影响到目标实现以后的经济。换句话说，几个月前的政策就足以实现预定目标，此后应该适当改变政策方向了。宏观调控政策如果不考虑到政策时滞，在政策方向和力度上留有一个余地，而是完全以达到预定目标为止，那么宏观调控就不是熨平波动而是加剧了波动。

参见图 5。假定政策实施完全以达到预定的增长目标为止。那么，实际的增长轨迹就比目标增长轨迹的波动要大得多。比如为了将过热的经济降温到 T_0 点（目标增长轨迹的谷底），相应的紧缩政策也到 T_0 才停止，结果经济并不是当局所期望的在 T_0 点到达谷底，而是进一步下滑，在 t_0 点才达到谷底。 T_0 点的政策到 t_0 点才真正发挥作用，其中 $(T_0 - t_0)$ 就是政策的时滞。同样，旨在给经济升温的扩张政策也不能到 T_1 点才停止，因为那样的话，实际的经济就会在 t_1 点到达顶峰，比起目标增长轨迹，经济又过热了。如此一来，经济要么过冷要么过热，实际增长轨迹就比目标增长轨迹的波动幅度大多了。

1993 年以来的软着陆有点类似从 T_0 到 t_0 或者从 T_2 到 t_2 的情况。这是说，我们的政策当局也只是等到几乎所有的指标都达到了预定的目标时，才开始考虑宏观政策的全面松动。1997 年 10 月，全国商品零售价格比上年同月下降 0.4%，价格水平出现了改革开放以来的首次下降。在政策当局看来，物价水平的控制目标算彻底实现了，但这时候才来调整政策方向显然为时已晚。对政策时滞因素考虑不足，导致此后物价水平及经济趋势一直下滑，直到 98 年底也没有出现根本好转。

图 5 - 政策变动与经济增长示意图





考虑到政策时滞，政策方向的调整就必须有一个提前量，而到底何时调整要基于对当时经济形势的正确判断。这里的正确判断有时候是需要对于形势把握的丰富的经验（甚至感觉），但更多的时候，对于形势的判断是靠数据，特别是反映经济变动的统计指标（如先行指标、同步指标及滞后指标等），其中先行指标对于掌握政策调整的提前量十分重要。

关于先行指标，国外已建立了较为完善的体系，在中国，先行指标体系还处在不断摸索和逐步建立阶段。

在国家统计局的预警指标体系中，原有的十项先行指标（国内财政支出、国内财政基建拨款、工业流动资金贷款、城镇储蓄存款、基建财务国内贷款、基建新增固定资产、基建新开工项目数、钢材库存、木材库存、水泥库存）现在已作了调整，只保留了工业流动资金贷款和基建新开工项目数。这主要是由于随着经济结构的变动和经济运行机制的变化，一些指标在反映宏观经济运行状态的灵敏程度下降了。较为典型的如钢材库存、木材库存和水泥库存这三个指标，90年代以前这三项指标的超前性十分良好，90年代以后，受我国经济发展阶段和经济增长方式的影响，进出口数量的大量增加，对三材库存数量的变动冲击很大，现在三材库存的变动在经济变动的超前性方面已经十分微弱。基于上述原因，目前新确定了五项预警指标，它们分别是：海关出口总额、工业流动资金贷款、货币流通速度、国家银行各项存款余额、基建新开工项目数¹。

除了先行指标外，还有一个因素会对经济形势的判断产生影响，那就是经济指标本身的可信度。有人认为这次经济启动有所滞后就是因为（不准确的）统计指标提供了误导的信息。目前，统计指标的可信度问题已经引起了当局的高度重视，指出要尽量挤掉统计数字里的“水分”。针对地方总是高报经济增长率和少交税的倾向，据说99年开始实施将经济增长率与税收挂钩的政策。类似的政策会提高统计指标的可信度。统计指标体系的完善以及统计指标可信度的提高，将是完善宏观调控的重要组成部分。

这次软着陆给我们的启示有两条：一条是经验。由于微观基础的逐步形成，间接的宏观调控政策（主要是货币政策）开始发挥重要的作用，这是和前三次调控有较大区分的地方。一条是教训。间接调控政策的运用需要考虑政策作用的时滞，否则，只会加剧经济的波动。

3. 经济发展新阶段的宏观调控

1996年实现软着陆以后经济仍然一路下滑，尽管有前述的对政策时滞考虑不足以至紧缩过度的因素，但在宏观政策全面松动以后，经济形势仍未很快好转，这也是政策当局始料不及的。各种迹象表明，当前的经济已经发展到一个新阶段，现在宏观调控遇到的问题是过去20所没有遇到的新问题。

3.1 宏观调控的新问题：阶段性有效需求不足

¹ 这里的资料来自国家统计局。

过去较长的一段时间，我们的经济被视为短缺经济。相对于短缺的供给，需求总是处于膨胀状态。从而经济易于过热，而政策调控的基本目标也就是防止过热，防止通货膨胀。现在所说的有效需求不足是过去所没有过的，显然是经济发展到一定阶段出现的新情况，这种新情况的出现也导致政策调控的方向以及政策手段等都要发生相应的改变。

3.11 阶段性有效需求不足的表现：

1) 生产能力的明显过剩。

根据第三次工业普查资料，1995 年主要工业产品生产能力利用率比较充分的占 36.1%（这主要是能源、原材料和一部分名优产品）；生产能力利用不足，闲置 1/5 至 1/3 的占 27.2%；生产能力利用严重不足，闲置一半的占 18.9%；处于停产、半停产状态、生产能力利用不到一半的占 19.1%。可参见下表。

表 1 生产能力利用率不到 50%的产品（1995 年）

生产能力名称	原料云母	耐火材料制品	轮胎内胎	中成药	内燃机制造	汽车制造	载货汽车制造	黑白电视机	彩色电视机	普及型录像机	摄像机
生产能力利用率	29.6	26.2	37.4	34.3	43.9	44.3	35.9	47.8	46.1	40.3	12.3

生产能力名称	印染布	机制甜菜糖	奶粉	肥皂	电影胶片	彩色照相胶卷	复印机械	家用洗衣机	家用空气调节器	吸尘器	排油烟机
生产能力利用率	23.6	48.6	44.1	42.2	25.5	22.1	34	43.4	33.5	43.2	40.2

资料来源：《中国统计年鉴》1997 年。

2) 市场商品供求态势是：供不应求的商品趋于 0，供过于求的商品不断增加，绝大多数商品供求平衡。

表 2 近年来我国市场商品供求平衡状况变化 单位：%

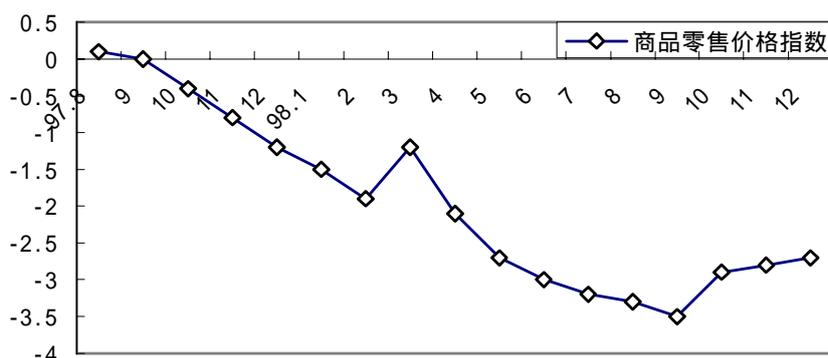
	供不应求比重	供求平衡比重	供过于求比重
1995 年上半年	14.4	67.3	18.3
1995 年下半年	13.3	72.3	14.6
1996 年上半年	10.5	74.5	15.0
1996 年下半年	6.2	84.7	9.1
1997 年上半年	5.3	89.4	5.3
1997 年下半年	1.6	66.6	31.8
1998 年上半年	0.0	74.2	25.8

资料来源：引自韩文秀《买方市场条件下的宏观调控》，《管理世界》1998 年 5 期。

3) 物价持续走低。

自 1996 年以来，零售物价指数一直呈下滑趋势。1997 年 10 月，零售物价首次出现负增长（-0.4%），此后一直为负增长，1998 年 9 月零售物价为-3.5%。物价指数的持续下跌尽管与上一轮宏观调控形成的惯性有关系，但出现负增长，在短缺经济状态下是罕见的，物价的持续走低也印证了市场供求态势的变化：有效需求不足。

图2 商品零售物价指数（当月比上年同期）变动情况（1997.8-1998.12）%



资料来源：樊纲主编《中国宏观经济分析》各期。

单纯依据某些生产能力过剩，或者某些消费品过剩，都不能推出有效需求不足，因为在经济存在结构性问题，尤其是出现投资失误的情况下，也会出现上述情况。但是，当大量的生产能力过剩，以及几乎所有消费品过剩，再加上物价的持续走低，在这种情况下，我们有充分理由得出有效需求不足的判断，这不再仅仅是一个结构问题（尽管这一问题不可避免地是存在的），而主要是一个总量问题了。

当然，有人会提出，对于象中国这样一个人口多、资源少、人均 GDP 很低、恩格尔系数还很高的发展中国家而言，我们生产的东西似乎不是太多了而是太少了，怎么会有效需求不足呢？应该说，这是一个长期与短期、潜在需求与有效需求之间的矛盾。就长期的经济发展格局而言，就供给相对于潜在的市场需求而言，我们的确没有理由宣称自己生产得太多了，我们甚至还被视为未经充分开发的最大的世界市场呢。但目前我们必须面对的是一个短期的宏观形势，我们的供给是相对于短期的有实际购买力的需求的，我们的实际产出低于潜在产出，大量的资源处在利用不足的状态（underemployment），我们是在这个意义上来谈有效需求不足的。我们说这种有效需求不足是阶段性的有效需求不足，是因为，导致它出现的因素并不都是短期性的，有一些因素会在较长一段时间内起作用。见下面的分析。

3.12 阶段性有效需求不足的成因

形成阶段性有效需求不足的一个短期因素是上一轮宏观调控紧缩过度（见前面的分析），此外，还有较长期的影响因素，这些是更根本更重要的：

1) 信贷萎缩限制了货币扩张，抑制了投资需求，导致有效需求不足²

1996 年以来，一共七次下调利率，货币政策逐次放松，但结果并没有达到期望的货币扩张。数据显示：截止到 1998 年底，金融机构贷款余额增长率仅为 15.5%，而 1995、1996 和 1997 年金融机构贷款余额增长率分别为 24.1%、21.2%和 16.7%，显然，贷款余额的增长率是逐年下降的，这说明经济生活中出现了“信贷萎缩”的现象。

造成信贷萎缩的原因主要有以下几条：

由于许多国有企业负债累累，坏债比重很高，银行已难以再对其进行贷款，尽管今年中央政府放松了对贷款的管制，但贷款的增加主要是对基础设施项目的长期贷款；

由于所有制关系的差别，国有银行对私人经济贷款难以增长；

国家鼓励对中小企业贷款，但国家银行都是大银行，运行成本又较高，难以实现对中小企业的“微观信贷”。利率允许向上浮动一些当然有利于这类贷款活动的开展，但对信贷的需求本身又会因利率的提高而下降。

² 对信贷萎缩的分析参见樊纲：《克服信贷萎缩与银行体系改革：1998 年宏观经济形势分析与 1999 年展望》，《经济研究》1999 年第 1 期。

原来一些向非国有企业贷款的非银行金融机构（如信托公司），由于前些年积累起来的坏账问题逐步暴露，经营难以为继，国家也开始对它们进行整顿，导致一些金融机构停业，并由此引发许多存款人把大量在这类金融机构中的存款提出来存进国家银行，也导致中小企业所能获得的贷款减少，使过去存在的一些信贷链条中断。

国家整顿基层小金融机构，如关闭农村合作基金、将信用社并入由政府控制和管理的合作银行等，也使中小企业贷款更加困难，使原有的一些融资渠道不复存在。

总之，一方面，国家银行已不愿对一些国有企业增加贷款，又不能、不愿向非国有企业增加贷款；另一方面，在经济中又缺乏非国有的中小金融机构为非国有的中小企业提供信贷，结果就是我们现在的情况：货币当局不断地采取了放松银根的措施，而经济中继续存在着“信贷萎缩”。信贷萎缩严重限制了货币的扩张，从而抑制了有效需求的扩大。

2) 居民储蓄增加，减少了消费需求。

总体上，中国经济的国内储蓄水平是不断上升的。

中国名义国内储蓄总额由 1978 年的 1276.5 亿元上升为 1997 年的 31309.5 亿元；实际国内储蓄总额则由 1978 年的 1276.5 亿元增加到 1997 年的 8997.6 亿元，实际国内储蓄（按 1978 年价格计算）年平均增长速度为 10.3%。1978 年至 1997 年国内储蓄平均为 37.1%。总体上看，改革开放以来国内储蓄率呈持续上升趋势，而 1993 年后基本稳定于 40% 左右（武剑，1999）。根据世界银行 1994 年统计，目前世界上国民总储蓄率超过 40% 的国家只有新加坡，足见我国当前储蓄水平之高。

另外，由于一系列社会福利制度的改革（如养老保险、失业保险、医疗保险及住房、教育改革等），使得以前由国家“包下来”的很多费用以后将由个人来承担，这改变了人们对未来的预期，导致储蓄倾向上升。而一系列商业保险体系的建立和发展（如财产保险、人寿保险等）则对储蓄倾向的上升起了推波助澜的作用。有数据显示，从 95 年开始，居民的边际储蓄倾向是不断上升的（92 - 97 年居民边际储蓄倾向分别为的 0.354, 0.198, 0.185, 0.155, 0.267, 0.424）³。

一个很高的国民总储蓄水平加上居民储蓄倾向的上升，显然抑制了总消费需求的上升。而这一格局在短期内很难改变，这是形成阶段性有效需求不足的另一因素。

3) 城乡居民收入增幅下降以及城乡二元结构所形成的收入差距导致农村居民消费跟不上节拍，抑制了消费需求的生长。

近两年城镇居民收入增长出现较大幅度下降。1997 年城镇居民人均实际收入增长 3.4%，1998 年扣除较大幅度物价负增长的影响后，实际收入也仅增长 6.6%，两年增幅比“八五”时间平均水平分别下降了 4.4 和 1.2 个百分点。农村居民收入也出现了改革开放以来从未有过的现象，即收入增幅连续两年大幅下降。1997 年农村居民人均纯收入比上年增长 4.6%，增幅回落 4.4 个百分点。1998 年农村居民人均纯收入即便考虑价格下降因素，实际增长率也仅为 4%（计委宏观经济研究院课题组，1999）。城乡居民的收入下降显然直接影响了消费需求的生长。

而二元结构引起的城乡消费水平差异也妨碍了消费需求的快速增长。

在城市，三大件已经基本饱和（城镇居民每百户冰箱、彩电、洗衣机的拥有量分别为 72.98, 100.48, 89.12），但在农村，还有着广阔的市场（农村居民每百户冰箱、彩电、洗衣机的拥有量分别为 8.49, 27.32, 21.87），但农民因为收入低，没有能力购买。在城市居民的消费已经发生转向，而农村消费却不能及时跟上的情况下，就形成了消费断层，从而抑制了消费需求的生长。

表 4 城乡居民家庭平均每百户耐用消费品年底拥有量（1997）

³这里的数字是据中国社会科学院经济研究所宏观课题组：《大调整：一个共同的主题和必然的选择》（《经济研究》1998 年第 9 期）中的有关数据整理。

品名	单位	城镇居民拥有量	农村居民拥有量
组合家具	套	53.38	-
沙发床	个	41.62	-
大衣柜	个	83.42	-
写字台	个	85.14	-
摩托车	辆	11.6	10.89
自行车	辆	179.1	141.95
缝纫机	台	57.48	63.97
洗衣机	台	89.12	21.87
冰箱	台	72.98	8.49
冰柜	台	4.46	-
彩色电视机	台	100.48	27.32
黑白电视机	台	-	65.12
录放像机	台	21.32	1.79
游戏机	台	-	-
组合音响	台	15.32	-
录音机	台	57.2	32.02
照相机	台	33.64	2.02
钢琴	架	0.93	-
家用冷暖风机	台	-	-
空调器	台	16.29	-
电炊具	台	92.35	-
沐浴热水器	台	38.94	-
排油烟机	台	42.6	-
吸尘器	台	10.66	-

资料来源：《中国统计年鉴 1998》。

4) 国际市场需求的限制⁴

从需求角度看，拉动我国 GDP 增长的因素有三大块：消费需求、投资需求和国际市场需求（净出口需求）。通过改革开放 20 年的长时期考察，对 GDP 增长的贡献所占的比重分别为：消费需求占 50%，投资需求占 35.6%，国际市场需求占 14.4%（庄健，1998）。可见，国际市场需求在总需求中占有一个不可忽视的地位。显然，出口的稳步增长是保证国际市场需求的重要条件（不排除通过减少进口达到这一目标，但这一作法是不可取的）。1978-1997 年，出口占中国 GDP 的比重从不到 5% 上升到 20%。这 20 年间，中国商品出口若按美元价值计算，年均增长率为 16.7%。两位数的出口增长率是很高的，但这样的高速增长到底能维持多久呢？

一国经济想维持较长时间的出口高增长是十分困难的，这是因为：一、两位数的出口增长大大超过世界经济和国际市场的总体增长速度，在长期中，这将进一步意味着国际市场吸收本国出口产品的能力在趋于递减，特别是相对于中国这样一个规模巨大的出口经济体而言。二、在一定时期中，一国出口的高速增长可以表示本国出口产品对国际市场上竞争者产品的替代，包括对进口国当地竞争者和来自第三国出口竞争者的替代。随着本国比较优势的充分发挥，本国产品对另国竞争性产品的替代空间便会趋于缩小，从而引起出口增长的减速。三、如果长期高速出口增长过程伴随着本国生产供给状况的改善以及对进

⁴ 以下论述参考了贺力平：《市场需求：制约中国长期经济增长的一个因素》，1999 年。

口资本需求的相对减少,那么,已经获得长期高速出口增长的经济或迟或早会面临汇率升值的压力,而汇率的升值趋势将成为阻止出口继续高速增长的重要因素。根据预测,2000-2020,我国出口增长率为8.0%,这表明,后20年,出口年均增长率只及前20年的一半还不到。这显然对于保持中国经济的高增长是一个限制,一个国际市场需求的限制。

3.2 宏观调控的有效性

以上从多个角度论证了“有效需求不足”这样一个经济发展新阶段的特点将会在未来较长时期内存在。基于这一判断,宏观调控的目标就变成如何扩大有效需求了。

扩大有效需求,最主要的政策手段就是扩张性的财政和货币政策。但在经济发展的新阶段,这些政策措施的有效性到底如何呢?以下从体制变动及开放经济两个方面来探讨政策措施的有效性。

3.21 体制变动对政策有效性的影响

改革开放20年,最大的体制变动是从计划体制到市场体制的转变。表5显示,从衡量市场化程度的五个方面,都可以看出,中国的市场经济体制已经初步形成。

表5 中国经济市场化的程度(%)

年份	产品市场化程度	要素市场化程度	企业市场化程度	政府行为适应市场化程度	经济国际化程度
1978	2.56	0	0	-	3.3
1980	11.1	2.17	3	-	4.2
1984	22.27	7.88	16.1	-	7.7
1987	40.57	11.79	23	-	13.7
1990	45.08	14.69	26.7	-	15.4
1993	55.42	22.15	34.7	-	19.1
1994	59.67	29.04	39.6	24.3	24.6
1995	60.21	30.89	46.4	28.9	22.2
1996	60.69	34.03	48.8	33.5	20
1997	61.71	36.61	51	36.6	21.3

资料来源:常修泽、高明华:《中国国民经济市场化的推进程度及发展思路》,《经济研究》1998年第11期。

体制变动的另一项指标是非国有经济的大发展(见表6)。

以上数据显示了中国经济体制的变动。

体制变动意味着宏观调控的微观基础在发生变化;微观基础的变化影响了政策作用的机制,最终影响到政策作用的效果。这一点在此次经济启动中有非常明显的体现。

98年实行扩张性财政政策,但它带动的主要是国有经济这一块。1998年底,国有固定资产投资增长率达到19.5%,而非国有固定资产投资增长率基本为0(其中集体经济投资下降了3.5%,个体经济投资增长6.1%),从而全社会固定资产投资只有14.1%。财政政策是直接的调控手段,它能直接影响国有经济,但对非国有经济的影响是很微弱的。对于市场化主体的非国有经济只能更多地使用间接手段去调控,如运用货币政策进行调控。

表6 非国有经济成长综合指标情况(%)

年份	占全国工业总产值的比重	占工业总产值增量的比重	就业占社会劳动力的比重	占城镇新就业人口的比重	占国家财政收入总量的比重	占固定资产投资的比重	占流动资金占用额的比重	占商业零售额的比重

1952			92.4		41.9	98.2		83.7
1978	22.4		80.9	28.0	14.1			45.4
1980	24.0		81.1	36.4	23.3	18.1		48.6
1984	30.1	54.7	82.1		23.0	33.9		
1985	35.2	50.5	81.9	31.7	34.4	36.3	24.0	59.6
1990	45.4	62.2	83.8	39.5	28.7	33.9	29.4	60.4
1991	47.1	56.3	83.5	52.6	28.7	33.6	30.3	59.8
1992	51.9	67.5	83.4	50.5	28.7	32.0	34.5	58.7
1993	56.9	68.7	83.5	56.1	28.4	39.4	38.3	62.5
1994	66.9	89.6	83.3	58.9	28.6	43.6		68.1
1995	69.1	91.7	83.4	63.9	28.9	45.6		70.2
1996	71.5	91.2	83.6	65.6		47.8		72.8

资料来源：引自“中国改革与发展报告”专家组：《中国经济的“软着陆”：我国宏观调控经验的初步总结》第219页，上海远东出版社1998年。

但由于货币政策沿习了过去的配置信贷资源的方式（即大量的信贷资源主要投向国有部门），没有因微观基础变动及时作出调整，从而出现货币扩张的预期目标并没有顺利实现（见前文对信贷萎缩现象的分析）。

货币政策当局对国有部门的贷款偏好一直存在（Shangjin Wei and Tao Wang, 1997）。为GDP增长作出贡献近70%的非国有经济（及中小企业）所获得的信贷资源只有近30%。这种格局严重扭曲了资源配置。因为在当前的经济中，国有经济是没有效益，缺乏活力的，而非国有经济是最有效益最具活力的（见表7）。如果政策当局将大量的政策资源、经济资源支持了国有经济，而忽略了非国有经济，那么就只会加剧资源的误配置，启动经济就会事与愿违甚至南辕北辙。

表7 不同经济类型经济效益的差异比较(%)

经济类型	市场占有 率	利 税 占有率	全员劳动生产 率 (元/人)	成本费用 利润率	总资产 报酬率	净资产 收益率	资产利 税率
国有企业	49.31	56.91	18985.0	2.72	8.72	4.10	8.01
私营工业	0.25	0.33	25713.7	2.56	18.51	24.58	17.06
股份制企业	5.10	7.24	31435.9	8.23	10.68	10.27	11.33
三资企业	17.04	13.89	36154.6	4.15	8.22	7.43	7.48

根据《第三次全国工业普查资料》整理

事实上，非国有经济的复苏比国有经济要快得多。就拿1989-90年的那次衰退来说，从1989年第四季度开始，政府采取了“贷款启动”的政策，大规模地向国有企业发放贷款，1989年第四季度一个季度就把全年的贷款用掉了，但国有企业还是“启而不动”，用贷款买进原材料进行生产，产品卖不掉放在仓库里，资金又压在那里了。这样一次次重复。1990年说要启动最终需求，给国有企业大量投资，效果仍然不好，但就在这时，非国有的乡镇集体和私营企业经过激烈竞争的考验和优胜劣汰的筛选，优势企业开始活跃起来。到1991年一些地区中小企业的情况已经相当好了。

目前在全国工商行政部门注册登记的中小企业已超过 1000 万家，在全国的工业产值和实现利税中分别占 60%和 40%左右⁵。忽略了这一块，就等于忽略了启动经济的一台重要引擎。货币政策实施效果的不理想导致政策当局意识到必须拓宽政策视野。于是在支持非国有经济方面，在支持中小企业方面出台了相应的政策措施。这里包括：1) 1998 年 5 月，国务院作出决定，要求加强对中小企业的金融服务；2) 中国人民银行发表了指导性意见，要求支持中小企业的发展；3) 工、农、中、建四家国有商业银行都成立了中小企业信贷管理机构，对中小企业的信贷投放明显增加；4) 对中小企业贷款利率上浮幅度由 10%放宽到 20%，这增强了商业银行向中小企业发放贷款的积极性，从而便利了中小企业资金的获得。另外，支持建立小型企业贷款担保基金，为他们提供担保服务。金融机构对中小企业贷款出现资金不足时，中央银行可给予必要的流动性支持。

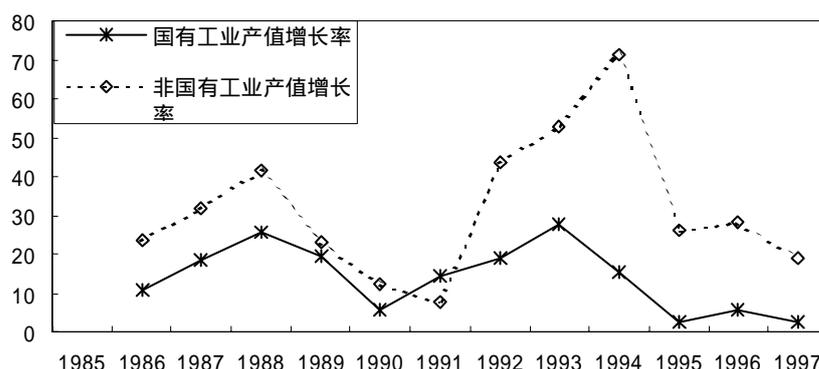
以上做法尽管还局限于国有银行及金融机构全面垄断的现状（在大力发展非国有银行与金融机构方面还做得很不够），但毕竟是对以前的信贷资源配置格局的一种纠正。据人民银行对 15 个省、7 大银行的调查，在 1998 年的 86000 多亿元贷款中，非国有经济占到 41.8%，比前两年增加了 3 个多百分点（见下表）⁶。城乡信用社和城市商业银行 80-90% 的贷款贷给非国有经济。1996 - 98 年三年间，全国金融机构的贷款余额年均增长 17.2%，而对非国有经济的贷款年均增长 27.3%。相信这样一种信贷资源配置格局的调整会增强宏观调控的效果。

金融机构对非国有经济的贷款比重

	金融机构贷款 (亿元)	对非国有企业贷款 (亿元)	比重 (%)
1996	61156.55	23771.55	38.47
1997	74914.07	30191.22	40.30
1998	86524.13	36186.98	41.82

另外需要指出的是，国有经济与非国有经济在经济周期波动中的表现是有较大不同的。

图 8 国有与非国有工业产值增长率比较



资料来源：《中国统计年鉴》各年

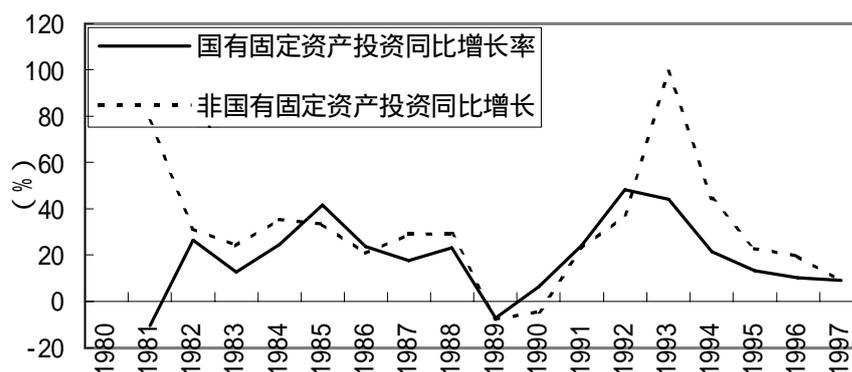
图 9 显示，无论是固定资产投资增长率还是工业总产值增长率，90 年代以后，非国

⁵ 《中国金融时报》1998 年 10 月 12 日评论员文章。

⁶ 资料来源于中国人民银行统计司：《金融统计与分析》1999 年第 9 期（总第 698 期）。

有部门的增长都有一个显著的提高,其增长幅度要比国有部门高出一截;但其波动幅度也比国有部门的要大。前者说明非国有经济在 90 年代后有一个大发展,从而在国民经济中占有举足轻重的地位;后者说明,作为市场化主体的非国有经济,其对市场形势的反应要比国有部门更为敏感(比如在 98 年经济处于萧条的状态下,其固定资产投资增长率为 0)。这意味着政策当局必须超出国有经济的视界,更多地关注非国有经济的波动,惟其如此,宏观调控才能有的放矢,更有效地熨平波动;而更多关注非国有经济波动的一个直接政策含义就是要更多地运用间接的调控手段进行宏观调控。

图 9 国有与非国有固定资产投资同比增长率比较



资料来源：《中国统计年鉴》各年

3.22 开放经济对政策有效性的影响

经济的开放必然会对国内宏观政策的有效性产生影响,这是 Mundell-Fleming 模型的基本结论。而这一次的经济启动也充分印证了这一结论。

标准的 Mundell-Fleming 模型有两个重要的假设:存在高度一体化的资本市场;利率是内生的,由商品市场与货币市场的均衡共同决定。中国目前的情况是,存在有限的资本流动,如我们有大量的 FDI 流入,还有外债及少量的证券投资,在特定情况下也有资本外逃;利率尽管由货币当局定,但也不完全是外生的,尤其是利率市场化改革的推进,目前的利率也要在一定程度上反映资金的供求,从而利率可以看作是准内生的。这样,我们就可以借鉴 Mundell-Fleming 模型来分析了。

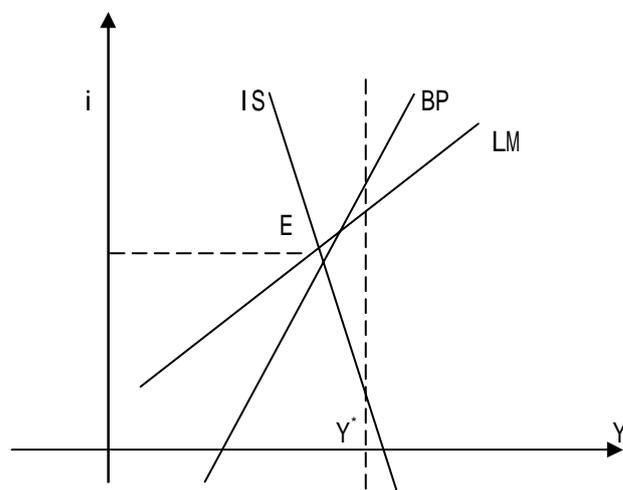
LM 曲线是存在的;IS 曲线的形状可以讨论。可以将投资主体分为两组,一组为国有经济,一组为非国有经济。一般认为国有经济对利率变动的反应是不敏感的,非国有经济对利率变动很敏感。现在需要进一步分析的是,如果政策当局象以前一样,将大量资金主要投放给国有经济,那么 IS 曲线就是垂直的,因为非国有经济尽管会对利率变动有反应,但它较难从正规渠道获得资金,从而它的行为就难以在 IS 曲线上反映出来。当前的情况不一样了。前文曾分析,政策当局的信贷政策一定程度上向非国有经济(主要是中小企业)⁷“倾斜”(说“纠偏”可能更合适一些),从而利率对于投资有了较大的调控作用,IS 曲线就不再是垂直的,而是向右上方倾斜的,只是比较陡。

再看 BP 线。在资本完全自由流动的情况下,BP 线是水平的;在资本完全不流动的情

⁷ 非国有经济主要由中小企业构成;国有经济中虽然也有很多中小企业,但随着抓大放小政策的实施,这些中小企业也会逐渐变成非国有的,因此,为分析的方便,在文中,对于非国有经济和中小企业没有作特别的区分。

况下，BP 线是垂直的；在资本有限流动的情况下，BP 线是倾斜的，考虑到中国的资本流动十分有限，BP 线较陡。

于是我们得到下面关于 IS-LM-BP 的图形。这是财政与货币政策扩张前的状态。IS 与 LM 的均衡点 E 处在 BP 线的左上方，也处在充分就业下的产出 Y^* 的左边。这表明，我们的商品市场与货币市场的均衡是处在国际收支盈余但就业不足的状态。这基本符合我们当前面临的经济形势。



现在来分析一下宏观经济政策的作用效果。

为扩大内需、启动经济，货币当局实行了一系列扩张性政策。一年期储蓄存款利率由 96 年的 9.18% 经过几次下调，降到 98 年底的 3.78%。但利率的下降对引起货币扩张并没有产生非常明显的效果，这除了前文提到了信贷萎缩的因素外，开放经济条件对国内政策自主性的限制也是一个重要的方面。

根据 Mundell-Fleming 模型，在利率降低、汇率稳定的情况下，会引起资本外流，国际收支状况恶化。这是由于，在资本完全自由流动的情况下，存在套利公式 $i = i^* + (E_{t+1} - E) / E$ ，即国内利率 i 必须等于国外利率 i^* 加上汇率贬值率 $(E_{t+1} - E) / E$ 。

现在以 i 代表中国国内利率水平， i^* 由美国国内利率水平表示，来分析一下中国降息可能产生的效果。1998 年，中国政府 9 个月内三次下调利率，由 5.76% 下调到 3.78%；美联储七周内三次下调利率，由 5.5% 下调到 4.75%。至此，中国国内利率 i 已经低于美国国内利率 i^* ，根据套利公式， $(E_{t+1} - E) / E$ 必须下降，即人民币应该贬值。但中国承诺了汇率的稳定，从而表面上汇率没有贬值，但显然存在下降的压力，存在公众对汇率贬值的预期。这种预期必然会导致资本外流。在资本受到管制的中国，这种外流当然不会以合法的资本流动出现，但会以变相的形式出现，比如推迟结汇，将外汇滞留在境外的方式来实现资本外逃。截止到 98 年 7 月份，我们的贸易盈余达到 267 亿而外汇储备只增加了 7 个亿，这中间的差额就有大量的资本外逃。

以上分析表明，通过降息来刺激经济会由于可能引致的资本外逃而受到局限。由于目前的通货紧缩状况，名义利率虽然很低，但实际利率还较高，从这个角度看，利率仍有下调空间；但开放条件下利率下降必须考虑套利行为的影响：即国内利率降得过低，会产生资本外逃。正是由于开放条件对降息的这种限制，政策当局在不断降息的同时，又不得不人为提高了美元在中国国内的存款利率。

另外，开放条件下，货币政策的实施还会由于外汇占款而受到影响。比如 1994 年，新增的 4024 亿元基础货币，有 70% 以上就是由外汇储备增加造成的。近年来，外汇占款

一直是我国中央银行基础货币投放的重要渠道。95、96、97 年外汇占款占基础货币新增额的比重分别为 64%、45%和 87%。1998 年上半年，由于变相资本外逃的影响，中央银行的外汇占款同比少增加 1000 多亿元，截止到 1998 年 11 月，外汇占款仅为 371 亿元，不到上年外汇占款额的 1/8。单是这一因素就严重削弱了中央银行扩大基础货币的能力⁸。

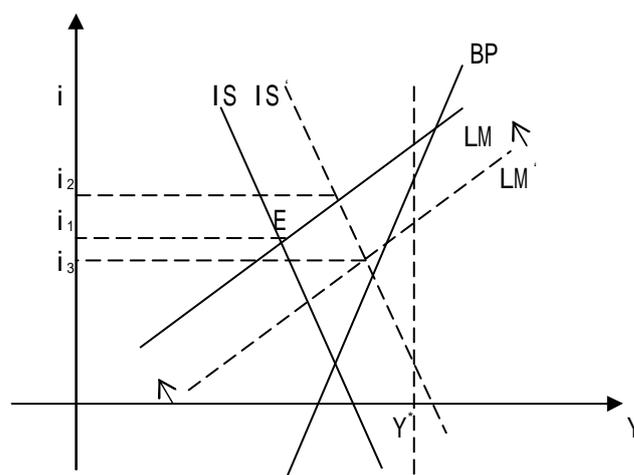
这样，我们会看到：一方面，货币当局希望通过降低利率、进行货币扩张来刺激经济；另一方面，在固定汇率、资本有限流动的情况下，由于套利行为的影响，货币政策的独立性大大削弱（包括降息的限制，以及外汇占款对货币投放的限制），用模型的术语来说，就是原本向外扩张的 LM 曲线（扩张性货币政策）会向其初始的位置复归（见下图），从而货币政策的效果也就不很显著。

财政扩张政策的效果。

在资本有限流动、汇率固定的情况下，财政扩张导致总需求增加，相应净进口也增加，引起贸易余额出现逆差。但随时间推移，贸易逆差将导致货币供给下降，LM 曲线会向左上方移动，这移动将一直持续到贸易逆差消除为止。当总需求回复到初始水平，贸易逆差会消除。可见，财政政策只在短期内有效。当货币供给对财政冲击调整时，总需求将回复到它的初始位置。

上述理论状态在中国并没有出现。

在中国，IS 曲线向右移动很大程度上是政府投资引起的。由于我们的目标是扩大内需，因而，在政府投资引起总需求增加的同时，进口并没有随之增加，从而也就不会出现贸易逆差（实际上我们的贸易盈余是历史上最高的）。这样，由贸易逆差引起的一系列连带效应也不会出现，总需求也就不会回复到初始水平。理论上，财政扩张会导致利率上升从而产生挤出效应（图中利率将由 i_1 上升到 i_2 ），但在中国，由于货币当局几次下调利率，这种挤出效应短期不会出现。因此，在注重扩大内需并保持贸易盈余的情况下，财政政策的扩张效果是较为明显的。



3.3 宏观调控政策自身的限度

除了因经济开放对宏观政策的效果产生影响之外，宏观调控政策本身也有一个限度。对扩张性政策来说，就是扩张空间的大小并不是无限的，它会受到因政策扩张的累积效应而引起的国家金融风险增加的限制。

⁸ 截止 1998 年 11 月，我国基础货币投放比上年下降了 2826 亿元（未剔除存款准备金制度改革和农发行划帐因素），其中，对四大银行贷款下降了 1931 亿元，对政策银行贷款下降了 889 亿元。（资料来源：《中国货币政策分析》，《经济研究》，1999 年第 3 期。）

先分别考察财政扩张与货币扩张的限度。

财政扩张的限度主要用债务余额占 GDP 的比重来衡量。

表的债务负担率主要是指国家财政统借统还的债务余额占 GDP 的比重（这是较窄的口径，后面将不断放宽）。显然，发达国家的债务负担率都很高，几乎都在 50% 以上，有的还超过 100%；发展中国家相对较低，中国则处于非常低的一个水平，98 年还不到 10%。欧盟的标准是 60%，单纯从这一指标看，中国发债的空间还是很大的⁹。

表 8 中国及部分发展中国家债务负担率（债务余额/GDP） %

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998f	1998r
中国	6.18	5.80	5.32	6.05	6.55	7.28	8.12	8.56	9.14
菲律宾	78.3	73.4	86.0	73.0	70.0	61.0	52.7		
泰国	13.0	11.0	8.0	6.0	5.0	4.0	20.0		
韩国	24.0	27.0	26.0	24.0	27.0	18.0	16.0		
巴西	39.0	44.0	44.0	57.0	39.0	49.0	47.7		
墨西哥	40.2	28.4	25.6	24.7	60.0	55.0	28.0		

资料来源：根据财政部国债司资料整理。

注：1998f 为计划数、预算数，1998r 为增发 500 亿元内债，10 亿美元外债后的调整数；其它国家债务余额占 GDP 比重由 JP. 摩根提供。

表 9 部分发达国家债务负担率（%）

	美国	日本	德国	法国	意大利	英国	西班牙	荷兰	希腊
1996	63.0	90.1	60.4	55.7	123.8	54.4	65.7	77.2	111.3
1997	62.1	97.3	62.2	57.5	122.6	52.7	69.3	73.4	108.6
1998			62.7	58.0	121.5	50.2	68.2	71.1	104.8

资料来源：经济合作与发展组织，1998 年为预测数。

前面所说的债务负担还只是指的中央政府统借统还的债务，考虑到所谓“中国特色”，实际的债务负担要比这高。其一，地方政府或公共部门等有实体从国外的借款，以及国有企业以各种形式（如依靠国家的信誉，甚至由国有银行或地方政府等政府机构担保）从国外的借款，也在一定程度上构成中央政府的负债；其二，中国政府一直把中央和地方银行作为向公共部门(国有企业)和公共项目提供资金或补贴的主渠道，这是导致不良债务的重要原因。所以，我们还应当将不良债务视作“准赤字”和政府负债的一个部分。如果在中央政府统借统还的债务水平上再加上后“两块”，我们就得到一个最大政府负债（参见樊纲，1998），它比狭义的债务负担率就要高出许多。

表 10 中国债务负担率情况（1991-97） %

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
狭义债务负担率	6.18	5.80	5.32	6.05	6.55	7.28	8.12
广义债务负担率	19.93	18.92	18.42	21.86	20.88	20.44	21.86
最大债务负担率（1）				45.80	45.08	45.41	49.91
最大债务负担率（2）				67.65	65.97	65.85	71.77

⁹ 中国人民银行行长戴相龙在两会期间答记者问中提到，1998 年底，中央财政赤字和累计国债发行余额分别占 GDP 的 1.7% 和 10% 左右，低于国际公认的警戒线，国有商业银行和中央财政筹资解决国有商业银行不良贷款仍有较大潜力。

资料来源：财政部国债司；《中国统计年鉴》1997，1998；《中国金融展望》1998。

注：狭义债务负担率指中央政府统借统还的债务占 GDP 比重；广义债务负担率指内债加上所有外债之和占 GDP 比重；最大债务负担指所有债务加上金融机构不良贷款之和占 GDP 比重，其中最大债务负担率（1）是假定不良贷款占总贷款余额的 28%（这是根据国内的三级分类标准，这一比例是估计值），并且假定这一比例没有变化（实际上 98 年还略有上升）；最大债务负担率（2）是假定不良贷款占总贷款余额的 50%（这是根据国际的五级分类标准，这一比例也是估计值）。

表 10 显示，根据狭义的债务负担率指标，中国还有很大的发债空间；但根据最大债务负担率，这一空间就变得小多了。按照欧盟 60% 的标准，1997 年最大债务负担率（1）达到近 50%，说明增发债务的余地还有一些；而如果以最大债务负担率（2）来衡量，中国已经超出 60% 的警戒线了。

通过债务负担率的国别比较，我们发现，发达国家与发展中国家在这个问题上有一定的不可比性。这是说，当一个国家的金融体系很发达、很健全而且很健康的时候，高的债务负担率本身并不就直接体现为高的金融风险，而当一个国家的金融体系很落后而且金融资产质量很成问题的时候，一个并不很高的债务负担率也可能引发危机。比如，韩国的债务负担率并不是很高，但却因为支付短期外债问题而发生危机；而一些发达国家债务负担率特别高却没有出问题。从这个意义上说，将银行不良贷款纳入债务负担是很明智的做法，尽管最大债务负担可能在某种程度上夸大了风险，但比狭义债务负担率指标更切实际一些，也更能说明债务负担对于中国所意味着的金融风险。出于这一考虑，在存在大量银行坏帐的情况下，中国的发债空间也是有限的。

关于货币扩张的限度，有人提出用 M2/GDP 来衡量（M2 指广义货币）。这样提法的一个最直接原因是，与其它国家相比，中国的 M2/GDP 在 90 年代以来一直处在一个非常高的水平，97 年底达到 120% 以上（见表 11）。这种情况自然要引起货币当局的重视。不过，M2/GDP 到底在什么意义上是衡量货币扩张限度的指标却是需要进一步分析的，毕竟，还没有一个国家的货币当局把 M2/GDP 作为货币政策的中介目标，哪怕是附加的中介目标。

表 11 中国与部分其它国家 M2/GDP 的水平（%）

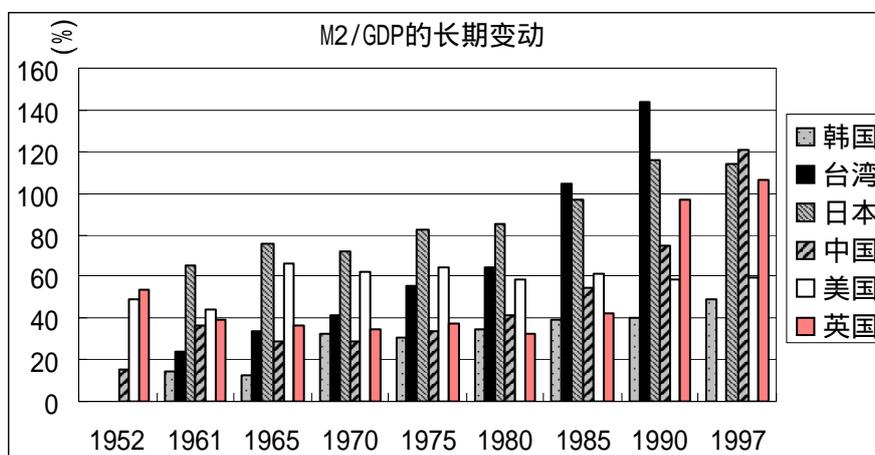
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
中国	87.40	94.06	100.69	99.60	102.25	109.70	120.76
印度尼西亚	39.77	42.16	43.41	44.93	48.05	52.15	55.61
印度	46.62	47.60	48.55	49.59	46.91	48.81	NA
韩国	38.82	40.04	42.01	43.53	43.75	45.74	48.35
新加坡	92.08	93.57	87.08	86.84	84.48	85.61	86.32
泰国	73.09	74.81	79.09	77.92	79.03	81.05	89.92
马来西亚	67.68	78.30	88.71	86.81	90.59	99.55	105.97
俄罗斯	NA	NA	23.83	21.23	17.40	16.24	17.79
墨西哥	25.95	26.89	27.58	29.70	30.60	28.33	28.31
巴西	NA	57.72	78.67	39.59	29.71	26.33	NA
加拿大	50.77	54.40	58.73	60.55	61.42	61.49	
德国	59.59	59.68	64.91	63.21	63.45	66.63	
法国	61.60	60.36	61.98	63.39	67.77	68.58	

美国	65.74	63.34	61.25	57.93	58.44	59.00	59.22
意大利	65.18	65.29	68.04	65.52	61.96	59.91	54.20
英国	92.37	96.16	95.39	96.11	103.42	108.67	106.31
日本	110.7	107.6	109.0	111.4	113.6	112.4	114.02

资料来源：《国际统计年鉴》1998，IMF, *International Financial Statistics*, 1998 December.

表 11 显示，各国的 M2/GDP 是有很大的不同的。根据较长时段的考察（见图 10），我们发现各国的 M2/GDP 都有一个逐步上升的过程。但什么样的水平是个限度呢？它会一直上升吗？表 11 显示，发展中国家一直上升的势头更强一些，有不少国家达到了一个非常高的水平，如新加坡、泰国、马来西亚；而一些发达国家 M2/GDP 并不很高（英国、日本除外），基本处在 60% 以上的水平，上升势头也远没有发展中国家那样强，有的还可能略有下降（如美国、意大利）。这是什么原因呢？

图 10 M2/GDP 的长期变动



资料来源：韩国、台湾、日本的数据为 M2/GNP（97 年数据为 M2/GDP），转引自[韩]赵淳：《韩国的经济发展》，中国发展出版社，1997；中国数据来源于《中国金融年鉴》各期，The Historical National Accounts of the People's Republic of China 1952-1995。其它数据来源于 IMF, *International Financial Statistics*。

形成 M2/GDP 差异的长期影响因素主要有两个¹⁰：一个是经济的货币化过程，一个是金融结构的差异。

发展中国家的经济都有一个货币化的过程。这个货币化过程会导致 M2/GDP 的急剧上升。比如中国从 52 年的 14.9% 上升到 90 年代初的 90% 左右的水平，就被认为是经济的货币化引起的（谢平，1997，易纲，1996）。而发达国家货币化过程已经完成，因而，这种快速上升也基本成为历史（如美国、意大利）。

货币化过程的结束并不意味着 M2/GDP 的上升就停止了，象发达国家的日本，M2/GDP

¹⁰ 另外，还有通过解释货币流通速度来解释 M2/GDP 的不同的。因为 M2/GDP 反过来 GDP/M2 就是关于流通速度的表述，M2/GDP 的上升就表明货币流通速度 GDP/M2 的下降。这只是一个问题的两种不同的表达方式。中国过去 20 年以来 GDP/M2 的下降是什么原因引起的呢？费雪认为，货币流通速度是由经济中影响个人交易方式的制度决定的。当人们在交易中较少使用货币时（如用转账或用信用卡交易），则名义 GDP 引起的交易就只需要少量的货币，从而货币流通速度上升；相反，则货币流通速度下降。从这个角度讲，发展中国家货币流通速度普遍比发达国家的慢是有理由的，因为，发达国家金融体系更为发达，从而其交易制度比发展中国家更先进。尤其是金融创新，导致货币流通速度上升。不过，改革开放以来，中国的交易制度应该说是改进了，为什么货币流通速度反而是下降而不是上升呢？显然，单纯用交易制度来解释是行不通的。

仍然上升，这就涉及到另一个影响因素，即一个国家的金融结构对 M2/GDP 的影响。在 M2/GDP 中，关键是 M2 的变动问题。M2 等于一国的狭义货币（现金加活期存款）加上准货币（储蓄存款、定期存款加上其它存款）。狭义货币与准货币之间是可以相互转化的，这种转化就短期来讲与利率有关，就长期来讲，则与一国金融市场的发达程度及金融结构大有关联。这里我们更感兴趣的是后者。

当一国的金融结构是以银行为主，金融市场还很不发达的情况下，全社会金融资产的大部分就只能以银行储蓄的形式存在，这样，准货币就处在一个非常高的水平，从而导致 M2 也很高；而一国的金融结构是以金融市场为主，居民在资产选择上就有更大的自由度，其资产形式也不会仅仅是银行储蓄，它可以是股票、债券以及其它形式的金融资产，这样，银行储蓄就可以转化为股票、债券，准货币的量就会下降，M2 也就会减少。就所考察的情况来看，日本是典型的以银行为主的金融结构，而这种特点在亚洲不少国家也存在，即所谓亚洲模式。金融结构以银行为主的国家，M2/GDP 都相当高（象日本、新加坡、马来西亚、泰国）。而金融结构以金融市场为主的国家，典型的如美国，其 M2/GDP 就要低得多¹¹。

具体到中国，M2/GDP 居高不下，也和当前中国的金融结构有着很大关系（实际上 M2/GDP 本身就是衡量金融结构的一项指标）。

中国金融市场的发展还是近几年的事，而且，就金融市场的规模而言，它与银行还不能同日而语。1991 年，中国居民金融资产中，银行储蓄存款占到了 70% 以上（谢平，1992）；1988 年，城乡储蓄存款余额占 GDP 的比重还只有 25%，而到 1997 年这一比例上升到 62%，这就是说，在 1997 年的 M2/GDP 达到 120% 的时候，其中储蓄存款解释了其中的一半还要强。

居民大量的金融资产都是银行储蓄，是中国的金融市场不发达造成的。居民在选择金融资产时由于没有太大的余地，银行储蓄成了迫不得已的选择。居民的资产选择没有分散化，都聚积在银行，实际上等于将大量的金融风险都聚积在了银行体系。对居民而言，风险增加了，对银行体系而言，也是承担了更多的风险（这些风险本来是可以借由金融市场的发展来分担一部分的）。这说明，M2/GDP 的居高不下，实际上意味着中国的银行体系聚集了极高的风险。人们从这个意义上关注 M2/GDP 的变化是有充分理由的。

支持人们关注 M2/GDP 的另一个理由是，M2/GDP 是衡量未来通货膨胀威胁的一项指标。其基本逻辑如下：通货膨胀最终是一种货币现象，也就是说，通货膨胀最终是由增发货币引起的。从而 M2 的上升，特别是 M2 以超出 GDP 增长率的速度在上升（这体现为 M2/GDP 的不断上升），就会形成通货膨胀的潜在压力。

这样一种逻辑基本上是正确的，但用 M2/GDP 这一指标来衡量通货膨胀风险却不够恰当。因为，在 M2/GDP 很高的国家（如英国、日本、中国）并没有出现超级通货膨胀，而曾经出现超级通货膨胀的国家如巴西、墨西哥，其 M2/GDP 并不是很高。也就是说，M2/GDP 与通货膨胀并没有非常直接的关联。而与通货膨胀率有较直接关联的是 M2 的增长率。考察若干国家 1983-93 年平均通货膨胀率与同期平均货币增长率的变动时发现，通货膨胀率同货币增长率之间存在着正相关。如阿根廷近来经历相当高的通货膨胀率，它的货币增长率也高，

¹¹ 不过，金融结构并不能解释所有 M2/GDP 变动的情况，英国就是个例外。英国与美国是较为典型的以金融市场为主导的金融结构（一般称为所谓英美模式，而以银行为主导的金融结构称为日德模式），但美国的 M2/GDP 就很低，从未超过 70%；而英国的 M2/GDP 却很高，超过了 100%。考察英国 M2/GDP 上升的过程可以看出，直到 80 年代中期以前，M2/GDP 从未超过 60%，而 87 年一下子从上一年度的 48% 跃升至 82%，这是一个突变，此后，M2/GDP 一直不断上升（此处数据根据《国际金融统计》有关资料整理）。很难说 87 年英国的金融结构发生了突然的变化，一个可供解释的原因是，87 年，英格兰银行彻底放弃了 M3 作为货币政策目标，而只留下 M0 作为唯一的货币总量目标。正是由于货币当局对于广义货币的不再重视，才造成了广义货币增长的突变。

与之相反，同期瑞士和德国的通货膨胀率非常低，它们的货币增长率也一向很低（米什金，1998，第6页）。

具体到中国，高通货膨胀之前总有 M2 的过快增长。研究发现（王大用，1996），在 1988 和 1989 年的高通胀之前，有 1986 至 1987 年过量的 M2 供应；在 1993 至 1995 年的高通胀之前，有 1990 至 1992 年过量的 M2 供应，且 1994 年通胀高峰时 M2 供应的加速，使得本次通胀的时间延长。从长期看，M2 的增长率与通货膨胀率的联系是清楚的。

根据以上分析，衡量货币扩张限度的指标应该有两个，一个是 M2/GDP 的变动，一个是 M2 的增长率。M2/GDP 的居高不下显示的是目前我国金融结构的畸型，但这并不表明 M2 的增长没有任何余地，而是表明我们需要通过发展金融市场、调整金融结构，来逐步分散银行部门积聚的风险。M2 的增长率与通货膨胀有较密切的关系。93 年以来，M2 的增长率一直下降，这解释了我们的经济何以会出现通货紧缩（如果我们仅仅依据 M2/GDP 指标，显然不能理解：在 M2/GDP 如此之高时，怎么会有通货紧缩呢？）。从这个意义上说，当前为了经济启动，M2 的增长率还是可以适当提高的。

以上分别考察了财政扩张与货币扩张可能积累的金融风险。财政扩张引起的风险是国家债务负担率的提高（假定主要通过发债的方式进行财政扩张）；而货币扩张的风险是银行风险的增加以及通货膨胀率的上升。现在用一个统一的指标同时将财政扩张与货币扩张的风险都考虑进去，这个指标叫作国家综合负债指数（樊纲，1998）。

$$\begin{aligned} \text{国家综合负债指数} &= \text{最大债务负担率} + \text{通货膨胀率} \\ &= (\text{内外债总额} + \text{银行不良债务}) / \text{GDP} + \end{aligned}$$

这里为什么要在最大债务负担率上再加通货膨胀率呢？这是考虑到单纯用债务负担率指标来衡量一国的金融风险是较为片面的，通货膨胀本身也是一种风险，因而要考虑。假定一国的债务负担率水平很高，达到 80%。这时候，政府可以通过通货膨胀来降低债务负担率的水平。假定通货膨胀率上升到 100%，可以使该国的债务负担率水平下降到 40%。这时，如果单看债务负担率水平 40%，可以认为该国的金融风险并不高；但实际上，政策当局在降低债务负担率的同时已经积累了高达 100% 的通货膨胀风险。因此，必须将通货膨胀风险也考虑进去，才能综合考察一国的金融风险。在该例中，实际的金融风险用国家综合负债指数来衡量应该是 40% 的债务负担率加上 100% 的通货膨胀率，为 140%。

现在来看一下用这一指标衡量的中国当前金融风险的大小。见下表，比起亚洲的其他一些国家，中国的综合负债比例并不算高，这表明中国当局的政策操作空间还有较大的余地。考虑到中国经济从低谷到回升还要经历一段时间，扩张性的宏观政策将是近期的主导性政策，因而较大的政策操作空间对当前的中国经济而言非常重要。

表 12 1997 年各国综合负债指数比较 (%)

国别	中国(1)	中国(2)	韩国	印尼	泰国	日本
综合负债指数	50.7	72.6	79.9	103.8	114.9	133.2

资料来源：除中国外，其它数据来自樊纲：《扩张性宏观政策：潜力与约束》，1998。

注：中国的数据是根据表 10 中的最大债务负担率，然后加上 0.8% 的通货膨胀率得到。

不过，必须清醒地认识到，目前中国经济体系内部所积累的风险（特别是金融体系所积累的风险）远比用一个国家综合负债指数所反映的风险要严重。从而，政策当局的扩张必须是有限度的、适当的扩张，单纯依靠量上扩张来启动经济恐怕不是最好的办法。如前分析，量上的扩张在很大程度上是在积累风险（如果 GDP 的增长并未很快上升的话），因此，政策当局必须在注重量上扩张的同时，注意结构调整，尽量减少或缓解由量的扩张所带来的风险。财政政策方面，发债还有一定空间，但要注意合理的债务结构（内外债的

结构、期限长短结构等)；货币政策方面，为启动经济，M2 的增长速度可以适当提高，但考虑到 M2/GDP 处在极高的水平，M2 的扩张要适当控制，特别要在调整不同层次货币结构方面做文章，即，开拓融资渠道，发展金融市场，让大量的银行储蓄变成其它类型金融资产。

4、结论

本文考察了改革开放 20 年来宏观政策变动与经济增长的关联，重点考察了宏观调控在保持经济稳定增长（或者说熨平波动）中所起的作用。从 70 年代末到 90 年代末，我们的宏观调控走过了从直接调控向间接调控过渡的历程，这主要得益于间接调控政策赖以有效实施的微观基础的逐步形成。各类市场的发展、指标体系的完善、预警系统的健全以及政策手段的多样化，为形成有效的宏观调控体系奠定了基础；并且随着历次经验教训的积累，宏观政策的操作艺术也在逐步提高。

总结起来，为保持经济的持续稳定发展，今后的宏观调控应该注意以下几点：

一、历次调控的经验告诉我们，政策当局在调控的方向上基本能保持正确，但在政策实施力度和政策实施时间方面仍需作出重大改进。

政策力度的把握要基于对微观经济主体行为方式的把握，特别是微观主体对政策变量的反应弹性。当前还处于“双轨过渡”阶段，既有国有经济这样的非（或准）市场化主体，又有非国有经济这样的市场化主体，它们的反应方式是不一样的，对同一个政策，反应的程度也各异。这就给政策力度的把握带来更大困难。从而，逐步地将国有经济市场化，政策当局对于微观主体的政策反应才会有一个相对稳定的预期，在政策实施的时候才会较好地把握力度。

政策时间的把握，需要考虑两点。一点是，选择某个时间点推出一项新的政策，或者政策发生转向，需要建立在实际经济形势是否发生了转向的前提下；另一个是，在政策实施的时间长度上，要考虑政策从实施到发挥作用有一个时滞，从而，在很多时候，政策这张弓不能拉满了，而要留有余地。

总之，无论是政策实施力度还是政策实施时间选择，都要基于对经济形势的正确判断；而要做到这一点，除了要依靠实践中积累的经验外，更重要的是要有科学的预警指标体系以及统计指标本身的可信度，这才是进行准确判断的基本依据。而当前这方面的严重不足，是造成在政策力度与时间把握上出现偏差的重要原因，因而，建立一个准确的、科学的统计指标体系将是完善我国宏观调控体系的重要组成部分。

二、运用宏观调控手段要注意不同手段的不同特点。

财政政策是较为直接的调控手段，见效快，因而一般都是在经济过冷或过热的情况下紧急启用，它往往是促成经济形势发生变化的第一推动力。货币政策则不同，它是间接的调控手段，它需要通过市场这一迂回的途径最终作用于经济，发挥作用有较长的时滞。但它是经济稳定发展的一个持续的推动力量，也是在经济形势出现变化后能够进行微调的重要手段。另外，考虑到财政政策的实施有财政年度的限制，对财政政策的运用就不可能非常频繁；相对而言，货币政策不受这些限制，可以根据经济形势的变动频繁使用，这些特点决定了真正能对经济进行微调的主要是货币政策。

三、宏观经济政策若要有效地调控经济，必须考虑以下两个因素：

一个是体制变动引起的政策微观基础的变动，这里要特别注意的是，非国有经济已经成为经济发展的主要推动力量（它的重要性已在刚刚修订的宪法中得到了体现），从而宏观政策的作用对象应该超出国有经济的视界。只有扩张政策真正调动了非国有经济，经济的全面启动才有望实现。

进而,要充分发挥宏观调控政策在未来经济增长中的作用,必须锐意改革,努力构造宏观政策得以有效实施的微观基础,这是 93 - 96 年宏观调控得出的成功经验。最近的宏观调控也反映出,只有这些微观基础存在了,政策实施才能达到预期的效果(比如货币政策向中小企业、非国有经济“倾斜”就是很好的证明)。微观基础涉及到市场机制与市场主体(这其实可以看作一个问题的两个方面)。关于市场机制,这里要提的是我们的投融资体制。由于旧的投融资体制导致我们经济资源的误配置,即大量资金投到那些最没有效率的部门(国有部门)。这一问题不解决,在经济启动中即使实现了大量货币的投放,只是使原有的资源误配置问题更加恶化而已。因而,一方面,政策当局要扭转以前的贷款偏好,另一方面要允许那些非正规的金融渠道发展起来,使它们规范化、制度化,这种市场机制一旦形成,政策当局在金融调控方面就会更加游刃有余。微观基础的另一个方面是市场主体。这里包括非国有经济的发展与国有经济的深化改革。非国有经济已经是市场化的主体,它能够对经济变量作出反应,但政策当局没有给予它足够的反应空间。比如,非国有经济对利率是敏感的,但如果非国有经济并不能从正规金融渠道获得资金,那么这种对利率的敏感意义又会有多大呢?因而支持非国有经济不仅是政策上的允许而且要有相应的政策支持(如信贷支持)。国有经济尽管在萎缩,但它仍在占用和消耗着国家的大部分资源,并且是国家财政收入的主要来源和国家银行的主要信贷对象,如果国有经济的运行机制不发生根本的转变,必定会大大制约国家宏观调控政策的实施和调控手段的运用,因而,国有经济改革仍是当前最为迫切的任务之一,这将是构造宏观经济政策微观基础的关键所在。

另一个需要考虑的因素是开放条件对于宏观政策独立性的限制。

一般而言,对于(1)货币政策的独立性(2)汇率的稳定性以及(3)资本的完全流动性这三个目标,只能实现其中的两个而不能三个目标同时实现。这就是所谓的“三元悖论”(Krugman,1999)。目前中国选择了“货币政策的独立性和汇率的稳定”,而对资本流动进行了管制。但正如前文所分析的,当资本流动以变相的形式出现的时候,货币政策的独立性就会打折扣。从而,为维持货币政策的独立性,以及维持汇率的稳定,政策当局必须在控制资本流动方面更加谨慎(不开放资本帐户)。

四、今后一段时间,中国经济遇到的主要问题将是阶段性有效需求不足,从而扩张性宏观经济政策成为这段时间的主导政策。正如前文分析的,政策扩张必须注意由此造成的风险积累。尽管由国家综合负债指数所体现的政策操作空间还较大,但考虑到潜在的金融风险未能由这一指标全面反映出来,从而无论是财政扩张还是货币扩张都有一个限度。

货币政策方面,有 M2/GDP 的限制。目前 M2/GDP 已非常之高,这一方面表明银行部门积累了太多风险,另一方面也预示着通货膨胀的潜在压力。不过,正如前文分析的,与通货膨胀直接相关的并不是 M2/GDP 的水平,而是 M2 的增长率。鉴于目前 M2 的增长率还不是很高(93 年以来 M2 的增长率一直是下降的),而且经济还基本处于通货紧缩阶段, M2 的增长率适当提高是完全可以接受的。这也就是货币扩张的余地。政策当局所提出的“适当的”货币政策恐怕也是出于这一考虑。

财政政策方面,各项指标(狭义、广义及最大债务负担率,以及中央财政赤字占 GDP 的比重)均表明,财政扩张的余地还较大。并且,财政扩张主要是公共支出、基础设施建设,这些在当前来讲属于瓶颈产业,且符合城镇化建设的发展方向¹²。同时,考虑到货币

¹² 目前世界城市化平均水平是 47%,而中国 1997 年城市化率为 29.9%,1998 年也只有 30.4%(王小鲁,1999)。根据世界平均状况,人均收入为 460 美元、690 美元、920 美元的国家,其城市化率一般达到 36.2%、43.9%和 49%(邓英淘,1998《战略与管理》4 期)。不管如何算法,中国的人均 GDP 也已经超过了 460 美元,因而,城市化水平至少为 40%,但 98 年才刚到 30%。可见,与国际比较,中国的城市化进程还有很长的路要走。换言之,我们的城市化建设还有非常大的空间。

政策的余地不大，以及货币政策的效果有限（如前所述，由于信贷萎缩、体制及开放条件的限制，货币政策的作用大打折扣），在今后一段时期内，财政政策将是主要的经济扩张手段，配合以货币政策的微调。

主要参考文献：

樊纲：《克服信贷萎缩与银行体系改革：1998年宏观经济形势分析与1999年展望》，《经济研究》1999年第1期。

常修泽、高明华：《中国国民经济市场化的推进及发展思路》，《经济研究》1998年第11期。

刘伟：《经济“软着陆”与非国有经济》，《经济研究》1998年第4期。

韩文秀：《买方市场条件下的宏观调控》，《管理世界》1998年第5期。

庄健：《改革开放以来我国GDP增长因素分析》，《中国工业经济》，1998年第7期。

王大用：《中国货币政策的中介目标问题》，《经济研究》1996年第3期。

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。

国家计委宏观经济研究院课题组：《不断满足人民基本需求，推动经济高速健康增长：1999年宏观经济形势展望》，《管理世界》，1999年第1期。

当前的有效需求不足，很大程度上与城市化水平不足有关。一项研究指出，目前中国的城市化率提高1个百分点，由于对消费品和城市基础设施的需求拉动，按照保守的估计也可带动GDP增长1.5个百分点（愈敬志，《经济持续增长需要城镇化牵引》，《人民日报》1988年10月26日）。可见，城镇化建设将会对总需求起一个强烈的拉动作用。

“中国改革与发展报告”专家组：《中国经济的“软着陆”：我国宏观调控经验的初步总结》第219页，上海远东出版社1998年。

樊纲主编：《体制改革与宏观稳定：中国体制转轨新时期的宏观经济问题研究》，浙江人民出版社，1997年。

易纲：《中国货币、银行和金融市场1984-1993》，上海三联出版社，1996年。

谢平：《中国金融制度的选择》，上海远东出版社，1996年

项目组其它成员的报告：

樊纲：《体制转轨、经济风险与持续增长》

贺力平：《市场需求：中国长期经济增长的一个因素》

武剑：《储蓄、投资与经济增长》

《中国统计年鉴》、《国际统计年鉴》、《第三次全国工业普查资料》。

Paul Krugman, 'Return of Depression Economics', Foreign Affairs, 1999.

Shangjin Wei and Tao Wang, 'The Siamese Twins: Do State Owned Banks Favor SOEs in China?', China Economic Review, No.1, Spring, 1997. Vol.8.

IMF: International Financial Statistics Yearbook 1979-98

附表：1978-97年经济增长主要指标概览（%）

年份	经济实绩				财政政策			货币政策					投资政策		
	GDP增长率	通胀率	进口增长率	出口增长率	财政赤字增长率	财政收入增长率	财政支出增长率	名义利率	实际利率	M0增长率	M1增长率	M2增长率	全社会固定资产投资增长率	其中：国家投资所占比重	其中：基本建设投资增长率
1978	11.7	0.7	41.1	20.0		29.5	33								
1979	7.6	2	29.6	26.3	-13.66	1.2	14.2	3.96	1.96						4.49
1980	7.8	6	20.0	28.7	-0.49	1.2	-4.1	5.4	-0.6						6.76
1981	5.2	2.4	26.2	34.9	-1.55	1.4	-7.5	5.4	3				5.5	28.1	-20.75
1982	9.1	1.9	-2.8	12.6	-1.47	3.1	8	5.76	3.86				28.03	22.7	25.43
1983	10.9	1.5	18.0	5.9	1.41	12.8	14.6	5.76	4.26				16.23	23.8	6.95
1984	15.2	2.8	47.1	32.5	0.37	20.2	20.7	5.76	2.96				28.17	23	25.08
1985	13.5	8.8	102.7	39.3	-1.01	22	17.8	6.84	-1.96	24.7	5.8	17	38.75	16	44.57
1986	8.8	6	33.8	19.1	-146.44	5.8	10	7.2	1.2	23.3	28.1	29.3	22.7	14.6	9.47
1987	11.6	7.3	35.8	7.7	-0.24	3.6	2.6	7.2	-0.1	19.4	16.2	24.2	21.51	13.1	14.2
1988	11.3	18.5	20.2	27.3	1.13	7.2	10.1	8.64	-9.86	46.7	22.5	22.4	25.37	9.3	17.21
1989	4.1	17.8	10.7	7.0	0.19	13.1	13.3	11.34	-6.46	9.8	6.3	18.3	-7.22	8.3	-1.43
1990	3.8	2.1	52.6	17.0	-0.08	10.2	9.2	8.64	6.54	12.8	20.2	28	2.42	8.7	9.8
1991	9.2	2.9	28.2	32.0	0.62	7.2	9.8	7.56	4.66	20.2	23.2	26.5	23.85	6.8	24.18
1992	14.2	5.4	22.2	30.7	0.09	10.6	10.5	7.56	2.16	36.5	35.7	31.3	44.43	4.3	42.39
1993	13.4	13.2	13.0	34.7	0.13	24.8	24.1	10.98	-2.22	35.3	21.6	24	61.78	3.7	53.2
1994	12.6	21.7	97.2	66.4	0.96	20	24.8	10.98	-10.72	24.3	26.8	34.4	30.37	3	39.46
1995	10.5	14.8	19.5	10.9	-0.51	19.6	17.8	10.98	-3.82	8.2	16.8	29.5	17.47	3	15.02
1996	9.7	6.1	1.0	4.6	0.88	18.7	16.3	7.47	1.37	11.6	18.9	25.3	14.46	2.7	15.76
1997	8.8	0.8	20.5	2.1	0.1	16.8	16.3	3.47	4.9	15.6	16.5	17.1	8.85	2.8	15.71

资料来源：据各年《中国统计年鉴》整理。