

□ 骆玉鼎

货币数量调控的作用

——1993—1996年中国经济“软着陆”的经验证据

1993—1996年,中国宏观经济顺利实现“软着陆”,通货膨胀率由最高时的24.6%(1994年3季度)下降到一位数,最低达到5%(1996年),同时避免了经济出现大的滑坡,保持了相对较高的经济增长率(1997年仍达到9.7%)。很多人将这段时间出现的经济奇迹归因于同期实行的“适度从紧的货币政策”,给人以这样的印象:美国1979—1982年以失败而告终的“货币主义”实验似乎在中国却取得了成功。本文则力图证明,中国1993—1996年的经济成功是多种因素共同作用的结果,即使在中国这样一个信用还不发达的国家,单纯靠货币量调控也同样不可能取得太大效果。

一、1992—1993年的中国经济形势

经历了1988年的高通货膨胀之后,紧接着为期3年的“治理整顿”,政府的紧缩措施虽然抑制住了两位数的高通胀,但也使中国经济元气大伤,GDP年增长率下降到1990年的4.7%和1991年的7.7%。对中国这样一个必须靠高增长解决经济生活中诸多矛盾的发展中大国来说,连续3年的低增长是不堪忍受的。1992年,在邓小平“南巡讲话”之后,全国普遍出现了回升势头,GDP增长率达到12.8%,在沿海经济发达地区,增长更为迅猛,其中,江苏达到27%、广东18.7%、浙江17%、山东16.9%、福建16.3%、上海14.4%,标志着新一轮的经济周期已经开始启动。不仅实际经济部门出现高投资、高增长,全国许多地方的不动产价格也出现大幅上涨,在沪、深两个股票市场上,平均股票价格翻了一翻。

1992年的高增长主要来源于投资尤其是固定资产投资规模的膨胀,按名义价值计算,投资总量比上年增加了37.6%,扣除通货膨胀因素后仍然达到24%。高速度的投资增长在带动经济总量增长的同时也造成了很多麻烦。第一,投资重复、低效的问题日益突出。有限的资源被越来越多地投向加工工业,其中还有相当部分是不能马上产生效益的长线产品,而基础设施和能源部门投资不足,“瓶颈”限制日益明显;第二,原材料和生产资料价格大幅上涨,到1992年12月底,大中城市粮食价格上涨了43.3%,建材价格上涨25.0%,燃料(民用)价格上涨69.9%。

在上游产品价格上涨的带动下,通货膨胀率出现1990年以来的首次回升,到1992年底,消费物价指数增长6.7%,生活费用指数增长8.2%,35个大中城市生活费用指数增长13.4%。受国内需求及通货膨胀的影响,1992年全国外汇调剂中心人民币对美元的汇率平均贬值25%,按海关统计,1992年贸易盈余减少了大约40亿美元。

1993年上半年,经济保持了发展过快的势头。第1季度,经济增长率达14.1%,实际投资增长40%,到3月份,原材料价格上升了40%,零售物价指数上升到两位数水平——10.2%,

35个大中城市生活物价指数上升到17%。1年期银行存款利率分别为7.6%和8.6%，扣除通货膨胀影响，实际利率为-2.4%和-1.45%（准确地说，这里的实际利率应为事后实际利率）。

负数的实际利率使银行存款增长率受到严重影响，1季度末，储蓄存款增长率为14.1%，而1992年是27.1%，在江苏、山东、陕西、郑州、南昌等省市的主要国有银行甚至出现了储蓄存款绝对数下降的情况。在商业银行“脱媒”严重的同时，各种集资活动却猖獗一时，据不完全统计，1季度计划外自筹资金达1000亿元人民币，出现了所谓的“资金体外循环”。第2季度，经济增长率仍达到14.1%，同时消费物价指数上升到13.9%，美元兑人民币的黑市汇率达到1:10。

1992—1993年上半年的形势说明，中国经济已经明显过热，必须采取果断措施，把过快的经济增长率和过高的通货膨胀率降下来。

二、1993—1996年的宏观经济调控效果与货币政策的作用

自1993年下半年起，中国政府采取了一系列的调控措施，经过为期3年的调整，成功地制止了经济的恶性膨胀，实现了宏观经济的“软着陆”。由于这次“软着陆”的特征是通货膨胀率得到控制，同时经济增长并没有因此受到过度削弱，而许多中国经济学家相信米尔顿·弗里德曼关于通货膨胀“无论在何时何地都是货币现象”以及货币量变动“短期影响产出，而长期只影响物价”的论断，因此，他们很自然地将这次宏观调控的成功归因于货币政策的胜利。

三方面的证据支持上述判断。

第一，从经验数据看，1993—1996年中国经济增长率、通货膨胀率与货币增长率之间的关系提供了有利的证据（见图1）。由图1可以看出， M_1 和 M_2 的年增长率分别由1993年的43.8%和42.8%下降为1996年的19.79%和25.27%，而消费物价指数则滞后一年由1994年的24.24%下降为1996年的8.32%，与此同时，GDP年增长率在1993—1996年中分别为13.4%、11.8%、10.2%和9.7%，年平均降幅不到1%，且下降速度逐步减缓。上述情况似乎正好为“货币主义”关于货币量变动在短期内影响产出，而在长期中只影响物价的论断作了注脚。

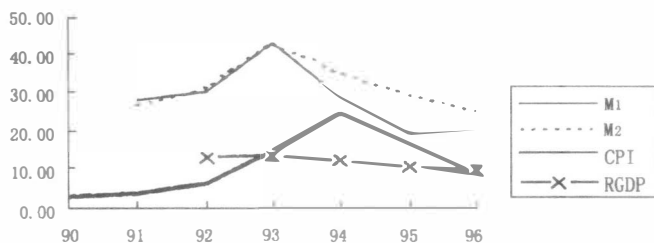


图1 1992—1996年的货币增长率、经济增长率和通货膨胀率

第二，中国政府和货币当局所采取的政策姿态和一系列政策变动似乎证明，这次宏观调控主要是一次针对货币量的有意识的调控。

1. 1993年12月，国务院发布了《关于金融体制改革的决定》，把货币政策目标规定为：“保持货币的稳定，并以此促进经济增长”。中国人民银行的一些研究人员认为（见《中国金融体制改革跟踪研究》课题组，1997，P64），这是对多年来实行的“稳定货币、发展经济”双重目标的重重大改革，“和世界各国货币政策有多目标向单一目标（即稳定币值的目标）转变的趋势保持了一致，因而是一个重要的突破。”

2. 1994年9月，中国人民银行正式把货币供应量作为监控目标，并第一次按照流动性强弱

对货币层次进行了划分。从此,中国人民银行按季度公布不同层次货币供应量的指标,每年年初,人民银行都要提出当年各层次货币供应量的监控范围,作为执行货币政策的依据。也许是出于巧合,1994年第4季度起,通货膨胀季度同比增长率开始下降(由3季度的24.6%降至23.2%)。

3. 1995年3月颁布了《中华人民共和国中国人民银行法》,把1993年国务院关于货币政策目标的决定用法律形式固定下来,强化了货币当局单一目标的合法性。并且规定,从此以后,财政赤字不得以透支或银行信贷方式弥补。

第三,有学者通过经验数据证明(谢平、俞乔 1996,谢平、唐才旭 1996)中国货币乘数在长期中呈现相对稳定性,短期中存在可预测性。虽然也有很多人认为(包括谢平、俞乔 1996)我国的基础货币供给存在相当强的内生性(比如农副产品收购、外汇占款在基础货币供给中所占的显著地位),但从理论上说,基础货币是中央银行的净负债,人民银行可以通过再贷款、公开市场业务等手段进行抵销或对冲操作并以此保证基础货币供给可以在很大程度上由中央银行决定。货币乘数稳定与基础货币可控性两方面相结合,可以得出中央银行可以自主决定货币供给的结论。

如此看来,在1993—1996年期间,中央银行既有控制货币供给的能力,又有控制货币供给的意愿,经验数据还提供了货币供给确实下降的证据,几方面情况一汇总,更证实了货币量调控决定“软着陆”成功的说法。

三、“软着陆”不是“货币主义”的成功

应该承认,货币政策在1993—1996年的宏观调控中起到了一定的作用,其间提出的“适度从紧的货币政策”也的确创造性地解决了过去中国经济中长期存在的“一放就乱,一紧就死”的痼疾。但是,如果把这次宏观调控的效果全部归功于货币政策,并因此认为货币政策从此可以解决中国宏观经济的全部或大部分的问题,把在西方已经证明是存在极大缺陷的“货币主义”作为法宝重新祭起,则不论是对理论发展还是对实际经济运行都将是有害的。对于上述论断,可以找到以下几方面的佐证。

第一,从经验数据层面看,年度数据掩盖了货币量变动的真实轨迹,若采用季度同比数据,则可以看出,1993—1996年的货币供给增长率、经济增长率与通货膨胀率之间的关系并不如年度数据

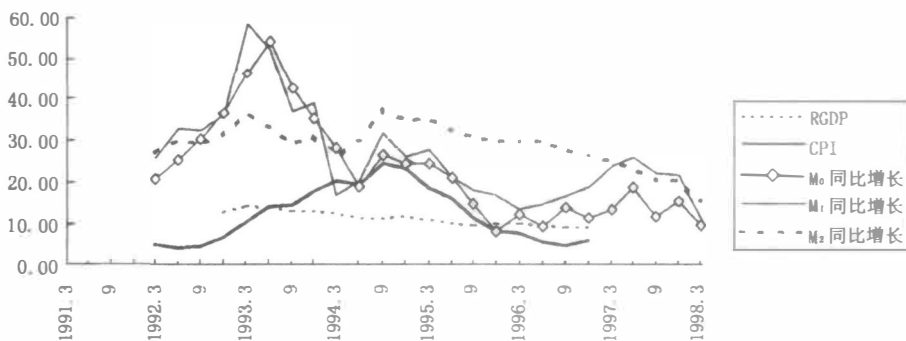


图2 1991—1997年若干经济指标的季度同比数据

所显示的那样一一对应。要解释这段时期中的经济运行状态,尚有许多问题值得深究(见图2)。

对比图1与图2,可以观察到如下特征:

1. 图1中, M_1 与 M_2 年增长率在1993年达到最大值,随即开始下降,两个指标表现出极

好的相关性。但由图 2 可以看出, M_1 的季度同比值增长率在 1993 年 1 季度达到最大值 (58.15%) 后开始下降, 到 1994 年 1 季度降至极小值 (不是最小值) 17.14%, 季平均降幅达 10.25%, 同期 M_2 降幅为 10.36%, 季平均降幅 2.59%, 尽管下降幅度悬殊, 但总的趋势还是一致的。1994 年 2、3 季度, M_1 和 M_2 的季同比增长率又同时开始回升, M_1 增长率升至 26.37%, 不到 1993 年 1 季度的一半, 而 M_2 增长率却升至 36.80%, 成为 1993—1996 年间的最大值。这里, M_1 与 M_2 的增长率变动轨迹显然出现了分歧。同样的情况在 1994 年 3 季度—1995 年 4 季度再次出现, M_1 增长率由 26.37% 降至 8.19%, 季平均下降 3.64%, M_2 增长率由 36.80% 降至 29.95%, 季平均只有降幅 1.37%, 由上述数据可以得出:

命题 1: 在 1993—1996 年中, M_1 与 M_2 的季度同比增长率存在相当大的差异, 按照基础货币——货币乘数分析的思路, 分歧的原因只能是按季度计算的 M_1 与 M_2 的货币乘数发生了变动, 换言之, 是由货币当局有意识变动基础货币之外的原因造成的。

2. 在图 1 中, M_1 与 M_2 年增长率的变动与消费物价指数变动之间表现出较强的相关性, 与 GNP 增长率变动关系不密切。而图 2 则表明, M_1 的季度同比增长率曲线与消费物价指数曲线较为一致, M_2 季度同比增长率曲线则与 GDP 增长率曲线较为一致。可以得出:

命题二: 1993—1996 年间通货膨胀率的下降可能与 M_1 增长率迅速下降有关, 同期经济增长保持稳定则可能与 M_2 增长率的相对稳定有关。或者说成, M_1 的剧烈变动不能解释 GDP 的相对稳定, 而 M_2 的相对稳定也难以解释通货膨胀率的下降。

综合以上两点, 我们可以大致得出结论, 1993—1996 年中国宏观经济调控的成功, 不能全部用货币当局有意识调控基础货币的说法加以解释, “软着陆”过程中, 至少有许多非货币因素在起作用。

第二, 从“软着陆”过程中所采取的政策措施看, 货币量调控只是其中的一个部分。1993 年初, 中央银行加强了对金融机构贷款规模控制的检查力度, 并对“乱集资”提出警告, 5 月份, 将银行定期存款利率平均提高 2.18 个百分点, 贷款利率平均提高 0.82 个百分点。1993 年 7 月, 在中央金融工作会议之后, 出台了 16 条宏观调控措施, 力求把经济稳定下来, 其中主要有:

1. 自 1993 年 7 月 11 日起提高银行存贷款和新发行国库券的利率。定期储蓄存款利率平均上调 1.72 个百分点, 贷款利率上调 1.38 个百分点。对 3 年期以上定期储蓄存款实行保值, 同时, 财政部新发行的 3 年、5 年期国债利率分别上调 1.44 和 1.8 个百分点, 并实行保值。

2. 命令所有专业银行在 8 月 15 日前收回全部超限额贷款, 收回期限超过 1 年及向国有银行以外机构的非法同业拆借。

3. 按有关规定将股份公司股票挂牌上市。

4. 行政费用削减 20%。

5. 重新审查地方政府批准建议的开发区, 使“开发区热”降温。

6. 削减基建投资规模。

7. 向 20 个省、市、自治区派遣检查组, 检查金融纪律执行情况。

8. 在年底前停止出台可能造成物价上涨的价格改革措施。

1994 年前半年, 由于农业歉收造成粮食价格上涨, 带动整个物价指数上涨, 为此, 国务院于 1994 年 9 月 6 日出台了抑制通货膨胀的 10 条措施, 旨在提高农业产量, 控制固定资产投资, 加强政府在控制物价走势方面的作用。针对 1994 年 1 月 1 日外汇汇率并轨后巨额外贸顺差导致的基础货币投放过猛, 中央银行采取了收回再贷款等对冲措施 (1994 年, 国家外汇储备增加 304 亿美

元,外汇储备占用人民币资金 2843 亿元,同时中央银行减少对各金融机构贷款 2059 亿元[见戴根有,1996]),力图控制住货币供给的增长,同时,加大了粮食进口力度,部分缓解了供求矛盾。

从“软着陆”期间所采取的上述政策措施看,货币政策在当中的确具有重要地位(比如收回银行违规贷款,对外汇占款实行对冲交易等),但同时也应该看到,货币政策并不是全部。在所采取的金融调控措施中,两次提高利率,允许股份公司股票上市交易都非常重要,对稳定储蓄、吸收社会游资起到了大作用。同时,紧的财政政策在这次宏观调控中也具有一席之地(削减行政支出和基建投资)。此外,行政措施在“软着陆”期间的作用也不可忽视,由于这些措施中既有直接针对实际经济部门的(如用行政命令压缩投资、推迟价格改革措施出台等),也有针对金融部门的(如禁止乱拆借、乱集资,严格金融纪律等),从某种意义上说,它甚至比纯粹的货币政策和财政政策更重要。

第三,从中国通货膨胀的深层次原因看,非货币因素在通货膨胀发生机制中具有相当大的份量,从理论上说,单靠货币政策不可能取得既治理了通货膨胀又不伤害经济增长的成绩。这里主要谈四点。

1. 公众预期错误在 1993—1996 年“软着陆”过程中起到了稳定储蓄的作用。宋国青(1995)指出,1988 年和 1994 年,公众的通胀预期都出现明显错误(前一次偏高、后一次偏低),这导致居民储蓄倾向在两次高通货膨胀期间出现极大差异,对通货膨胀的实际表现和对通胀的治理具有很大影响。具体说,造成 1993 年下半年和 1994 年通胀预期偏低的主要原因要归结于公众在 1988 年 4 季度至 1989 年的恶性通胀及随后的治理整顿期间所取得的经验。在 1989 年 1 月,同比通胀率为 27.8%,名义利率 2 月 1 日调整为 11.34%,根据当时的通胀实际情况和对未来通胀的过高估计,储蓄存款的实际利率为负数,因此,出现了储蓄大面积滑坡和抢购、囤积风潮。而到了 1990 年 1 月,同比通胀率降至 4.4%,老百姓很容易发现,如果在 1989 年年年初坚持存款的话,最后实现的实际利率为 6.6%,比历史上大多数时期都高,这样一来,1989 年的抢购囤积行动就显得有些“聪明反被聪明误”。通过上一次紧缩,政府树立了反通胀的“声誉”,使公众有理由相信,这次出现的通胀也只是暂时的,政府一定会采取果断措施制止通胀,再考虑到储蓄还有保值贴补,因此,没有必要减少储蓄,也没有必要去抢购。从实际情况来看,从 1993 年年初到 1994 年年中,储蓄增长率与通货膨胀率均表现出同步上升趋势。

2. 1978 年以来,物价改革一直是中国通货膨胀的重要原因,据中国社会科学院经济研究所宏观室(1995)估计,1986—1993 年间,由市场化改革导致的年平均通货膨胀率为 2.93%。1994 年 3 季度以前通货膨胀率一直降不下来,跟工资、物价及其它一些改革措施有很大关系(如 1993 年进行了公务员制度改革,10 月份起,公务员平均工资提高了 30%—40%;1994 年 1 月外汇并轨导致进口成本上升;1994 年 5 月提高粮食收购价格,粮价上涨 50.7%)。而 1994 年 3 季度起,通货膨胀率开始下降,则与暂缓实行新的改革措施有关(比如铁路运价改革、房租改革、公用事业收费改革都推迟执行)。

3. 这段时期中,资本市场的较大发展对吸纳社会游资,防止游资冲击商品市场也起到了一定作用。

4. 1992 年后,随着各项改革措施的推进,老百姓的储蓄动机出现明显变化,在市场化趋势日渐明显而社会保障制度又尚不健全的情况下,预防动机成为储蓄增长的重要原因。另一方面,在享受了十几年经济改革的成果之后,居民的一般生活消费需要已经满足,而新的消费热点(如住房、汽车)尚未形成。这两方面因素是“软着陆”成功的特殊社会环境。

四、从“软着陆”经验看单纯货币量调控的局限性

1993—1996年的宏观调控过程中,还暴露出单纯货币量调控所具有的一些局限性,其中比较突出的是“三角债”和区域经济发展不平衡条件下货币紧缩带来的公平与效率问题。

1. “软着陆”期间的“三角债”问题

商业信用是普遍存在的市场经济现象,各国都有,但它发展为“三角债”就不正常了,“三角债”不是商业信用,它的实质是反信用。许多学者正确地指出(平新乔、蒋国荣,1994;樊钢,1995),近年来中国经济中出现“三角债”现象的内因是企业预算约束软化、金融市场不完全、缺乏商业票据的贴现和抵押机制、缺乏银行对企业财务状况的监督等制度性原因。

——1993年7月中央采取宏观调控措施后,企业间债务连续3年超正常增长,1993年为69.62%,1994年为37.97%,1995年仍达到20%水平;

——企业间债务与工业增加值(相当于工业GDP)的比重,1994年已经达到43%,超过发达国家平均水平,仅低于日本(英国为20%,美国17%,法国38%,日本59%);

——采取货币紧缩措施后,企业间债务的周转天数急剧上升,1992年底,平均周转天数为26.57天,1993年底增至78.32天,1994年底进一步上升为114.43天;

——银行收缩信贷后,企业间债务迅速上升,根据工商银行对4000家重点企业的调查,1993年6月企业债务与银行贷款比值为17%,12月底升至36.86%。

从上述情况看,可以肯定地得出结论,1993年中开始的紧缩货币、收紧银根的宏观调控措施是后来企业间债务超正常增长的主要外因。在信用经济分析框架下,很容易理解这种现象。国家纸币、银行货币与企业间商业信用是信用的不同形式,都可以起到流通媒介的作用,它们之间本来就存在一定的替代性。由于实际经济运行具有惯性(由长期合同、生产的经济规模等因素决定),短期内实际交易量不会因某种流通媒介的减少而随之下降,而是用增加其它交易媒介的办法维持原有的交易规模。考虑到 M_1 季度同比增长率由1993年1季度的58.15%迅速下降到1994年1季度的17.14%,企业间债务出现急剧上升的情况也就不足为奇了。企业间债务超正常增长(“三角债”)在短期内具有抵销宏观紧缩措施的作用,使经济增长率和通货膨胀率都不能马上降下来;从长期看,过高的企业债务一方面加重了企业负担,另外也不利于建立起正常的信用关系。

其实,紧缩货币与“三角债”之间的关系在上一次为期3年的“治理整顿”中就已经很明显了,早就有学者正确地指出(钟朋荣,1992)“(三角债)由货币不足引起,由于货币不足,为了进行商品交易,不得不以债务循环代替货币流通……因此,清理三角债的办法是增加贷款”。在1993—1996年的“软着陆”期间,“三角债”问题也曾一度打乱了货币当局紧货币的部署,由图2可以看到,1993年3季度和1994年1、2季度, M_1 增长率曾经有过较大幅度的回调,主要就是为了解决企业资金紧张、债务拖欠严重的问题。

2. 区域经济发展不平衡条件下货币量调控的局限性

拙文(骆玉鼎,1998)曾经指出,从纯粹的经济学意义上说,还很难判断我国是否符合作为一个“最适货币区”的条件,而从1993—1996年“软着陆”的经验看,我国区域经济发展的这种不平衡特征导致货币政策的运用具有相当大的副作用。首先,自1992年起的新一轮经济启动在沿海和内陆地区的发展存在较大差距。其次,从紧缩性政策的实际效果看,经济不发达地区受影响的程度比沿海发达地区要严重。

五、小结

过去通常认为,松的货币政策对刺激经济于事无补,但紧的货币政策对抑制经济过热还是有效的。这个教条目前在西方国家已经受到挑战,然而在中国还有不少人相信。通过对1993—1996年中国经济“软着陆”成功经验的分析,可以得出三点结论。第一,“软着陆”成功不等于“货币主义”在中国取得了成功,这段时期的经济运行中存在大量不能用货币数量变动解释的现象,“软着陆”是多种政策手段以及其它非政策性因素共同作用的结果;第二,单纯采用货币量调控会产生一些副作用,尤其在中国目前的现实条件下,货币政策存在相当大的局限性;第三,即使在当前社会信用还不够发达的情况下,也会出现用非正规的信用形式替代正规信用形式的现象,如用“集资”取代银行信贷,用商业信用甚至“三角债”替代货币信用。这说明,随着改革开放的深入和经济主体自主性的增强,今后宏观调控的难度会进一步增大,控制货币供应量和商业银行信贷规模的效果会不断减弱。

参考文献:

1. 戴根有:《1984—1995年中国货币政策的十点经验》,《金融研究》1996年第1期。
2. 樊纲:《企业间债务与宏观经济波动》,《经济研究》1996年第3、4期。
3. 华而诚:《中国经济的软着陆》,中国财政经济出版社1997年版。
4. 景学成、沈炳熙、郑耀东:《关于适度从紧货币政策问题的思考》,《财贸经济》1997年第5期。
5. 骆玉鼎:《区域经济发展不平衡与货币政策的局限性》,《金融研究》1998年第3期。
6. 宋国青:《利率、通货膨胀预期与储蓄倾向——从两次高通胀期间的储蓄倾向看预期的作用》,《经济研究》1995年第7期。
7. 谢平、俞乔:《中国经济市场化过程中的货币总量控制》,《管理世界》1996年第4期。
8. 谢平、唐才旭:《关于中国货币乘数的预测研究》,《经济研究》1996年第10期。
9. 中国金融体制改革跟踪研究课题组:《中国金融体制改革跟踪研究》,《改革》1997年第3期。
10. 钟朋荣:《三角债》,中国金融出版社1992年版。

(作者系上海财经大学金融学院经济学博士,单位邮编为200433)

· 简讯 ·

上海市严格培训企业“财务总监”

我校资深教授、学者系统授课

最近,上海市企业“财务总监”培训班,在新建的上海会计学院举办。上海市常务副市长陈良宇同志在首期开班仪式上作重要讲话。中共上海市委组织部副部长周鹤龄同志、上海财经大学党委书记兼校长谈敏教授等有关领导出席开班仪式。

“财务总监”是由公司董事会聘任的对公

司财务活动和会计活动进行管理和监控的高级管理人员。根据中央和市委、市府的有关指示精神,财务总监人员都必须接受系统的专业知识训练和政策培训,以期全面提高财务总监队伍的素质。首期培训班开设企业会计规范等十余门课程与专题讲座,由上海财大等资深专家、教授、学者授课。 (朱)