

# 通货紧缩条件下的货币政策及选择

王元璋 程建国 秦春花

货币政策是一种相机抉择的短期政策, 主要应根据宏观经济运行状况制定。近十年来中国的货币政策在治理通货膨胀上是卓有成效的: 1984年经济过热, 1985年实行紧缩的货币政策; 1993年下半年整顿金融秩序, 实行适度从紧的货币政策, “经济过热”现象得到了治理, 1996年成功地实现了“软着陆”。但由于这种“软着陆”是强行的, 再加之“亚洲金融危机”的影响, 随着我国长期以来盲目投资、重复建设造成的生产能力大量过剩的显现, 以及货币供应量增幅和货币流通速度的下降, 1996年底, 生产资料批发价格首次出现负增长, 1997年10月和1998年3月, 零售商品价格和居民消费价格也相继变成负增长。面对物价由高通胀变成负增长, 已经习惯了治理通货膨胀的中央银行, 显得经验不足, 行动迟缓, 尽管从1996年底以来连续五次调低利率, 取消保值储蓄, 放松信贷, 但适度从紧的货币政策直至1998年初都未改变, 加之其他复杂因素的共同作用, 导致了货币政策效果不佳, 刺激消费, 扩大内需, 推动经济增长的目的未能达到。与此同时, 对中国是否出现了通货紧缩, 以及货币政策在治理通货紧缩中是否有效等问题, 理论界和实践中发生了不同的看法, 本文试图对以上问题尝试着进行探究, 并试图寻找治理通货紧缩的货币政策方面的对策。

## 一、中国通货紧缩的具体表现和成因

通货紧缩是与通货膨胀相对应的一种经济现象。目前, 国际、国内对其定义尚有争议, 但都认为: 通货紧缩主要是物价的普遍持续下跌。它的典型特征是投资机会的减少和投资边际收益的下降, 与此相应的则是储蓄相对过剩, 开工不足和物价下跌; 在金融领域, 则是全社会信贷量的螺旋式紧缩, 同时, 伴

随着物价水平的下降, 实际利率在不断提高。因此, 通货紧缩实际上是有效需求不足、经济资源闲置、经济衰退和萧条。从以上几方面来判断, 中国已经出现了明显的通货紧缩。虽然1999年初, 似乎经济有所回升, 但事实上, 那是财政资金注入产生的局部投资扩张, 而非来自消费需求和全面投资需求的显著扩大, 所以并非经济根本好转的标志, 从种种迹象来看, 通货紧缩的威胁并没减缓。

第一, 物价水平普遍持续下跌, 时间已达2年之久。自从1996年6月生产资料批发价格首先出现负增长, 1997年9月达到零通胀以来, 我国的价格水平一直在负值区间运行(见表1)。截止1999年7月, 与上年同期相比, 社会商品零售价格指数已连续20多个月负增长, 居民消费价格指数连续14个月负增长, 生产资料价格指数连续38个月负增长, 多种价格指数同时出现长时间的全面性的下降, 创历史之最。

第二, 储蓄存款居高不下, 消费仍然不旺。尽管国家采取了各种措施, 如降低利率, 开征储蓄税等, 但由于种种原因, 银行储蓄存款依然继续增长, 据统计城乡储蓄存款金额1997年为46314.1亿元, 1998年为55770.2亿元, 比上年增长17.1%, 1999年预测可达到67219.8亿元。与此同时, 我国居民对支出预期扩大, 收入预期下降, 因此, 消费需求受到抑制, 即期消费不旺, 社会消费品零售总额, 1997年为27298.7亿元, 1998年29300.5亿元, 增长率为7.3%, 与历史上其他年份相比, 增幅较小。1999年形势并未有大的改观, 5月比1998年同期增长5.3%, 增幅低于1998年同期2.1个百分点。

表1 1997年9月以来全国零售物价上涨率(%)

|       | 1997 |      |     |     | 1998 |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     | 1999 |     |     |     |     |     |     |
|-------|------|------|-----|-----|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
|       | 9    | 10   | 11  | 12  | 1    | 2   | 3   | 4   | 5   | 6   | 7   | 8   | 9   | 10  | 11  | 12  | 1    | 2   | 3   | 4   | 5   | 6   | 7   |
| 物价上涨率 | 0.0  | -0.4 | 0.8 | 1.2 | 1.5  | 1.9 | 1.2 | 2.1 | 2.8 | 2.9 | 2.1 | 2.2 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.8  | 2.9 | 3.1 | 3.2 | 3.2 | 3.1 | 3.0 |

资料来源: 《宏观经济管理》1998-1999年各期。

第三, 工业生产增长速度下降, 库存增加。1999年5月工业增加值增长与1998年同月相比增长8.9%, 比4月下降0.2个百分点, 比1998年同期下降了0.1个百分点。1998年库存积压约6094亿元, 占国内生产总值(GDP)的7.7%。虽然政府投资大幅度增长, 但民间投资仍未跟进, 1998年国有部门投资增

长19.6%, 而全社会投资仅增长14.1%, 今年此种趋势仍在继续。

第四, 信贷紧缩, 货币供应量和现金流量减缓。1999年4月份以来, 市场中现金流量M<sub>0</sub>比上年同期增长10.4%, 货币供应量M<sub>1</sub>和M<sub>2</sub>分别比上年同期增长14.1%和17.9%, 与一季度

相比, 现金流量和货币供应量 $M_1$ 的增速下降0.8个百分点。

造成我国通货紧缩的原因是多方面的, 归纳起来主要有以下几方面:

第一, 多年来盲目投资, 重复建设造成的生产能力大量过剩的显现, 这是通货紧缩发生的根本经济原因。我国多年以来, 盲目投资, 重复建设, 生产能力已大量过剩, 但这种所谓的过剩, 一方面是因为在传统产业方面投资过大, 造成低技术含量、低附加值产品供大于求, 价格下跌, 库存积压; 据有关部门统计, 我国目前大约有70~80%的工业品, 出现了绝对过剩; 另一方面在新技术和高科技产业却投入不足, 缺乏带动价格回升的高新技术产品。这两方面的综合效应, 造成了中国目前所谓的产品过剩, 生产能力过剩、产品积压、库存增多, 产品价格普遍下跌, 回升乏力。

第二, 国内政策和国际经济因素双重叠加的结果。我国从1993年为治理通货膨胀, 采取适度从紧的货币、财政政策导致了一定程度的紧缩效应。虽然实现了“软着陆”, 但中国经济也进入了周期的调整阶段, 市场相对过剩, 投资前景看淡。加之, 东南亚金融危机的影响, 恶化了中国所面临的国际经济环境, 减少了国际市场对中国产品的需求, 使我国出口出现急剧下降。与此同时, 我国的宏观财政、货币政策, 迟迟未做调整, 1997年宏观调控仍以反通胀为目标, 事实上1997年已经出现了通货紧缩的征兆。但直至1998年初, 仍继续实行适度从紧的财政货币政策。1998年7月, 面对经济增长下滑的态势, 才决定实施积极的财政政策, 11月才确定了以“适当的货币政策”代替“适度从紧的货币政策”, 1999年初又改为“稳健的货币政策”。可见, 宏观调控政策明显的滞后于经济形势的变化, 人为地影响了对通货紧缩的预防和治理。

第三, 经济体制改革加大力度造成的影响。近年, 我国加大各项改革的政策力度, 如住房商品化、医疗社会保障、教育收费制、下岗分流再就业等, 这些改革虽然势在必行, 但它在近期加强了居民对远期消费的预期, 使当前消费倾向趋于下降, 加之, 农民收入增长缓慢等, 不仅引起一般价格下跌, 还导致企业为争夺有限的市场进行价格大战, 大多数商品和劳务销售竞相降价, 从而引起普遍性的价格下跌, 进而引起投资减缓, 企业收缩生产规模, 银行“惜贷”, 工人失业, 结果引发通货紧缩。

第四, 货币供应量和货币流通速度的减缓是通货紧缩发生的货币原因。通货紧缩是一种货币现象, 不能完全排除货币因素。由于我国正处于转轨时期, 因此, 货币传导机制发生了新的变化, 扭曲和不畅, 导致了1994年以来, 货币供应量一直下降, 以年7~8个百分点的速度下降。 $M_2$ 的增幅从1994年的34.4%, 下降为1998年的25.3%, 1999年17.3%;  $M_1$ 的增幅从1994年的26.8%, 下降到1998年的18.8%, 1999年的16.5%。货币供应量和货币流通速度的减缓, 使流通中的现金过少, 不能满足商品流量的需要, 较多的商品追逐较少的货币, 商品跌价, 出现通货紧缩。

## 二、不应忽视货币政策在治理通货紧缩中的作用

面对当前越来越严重的通货紧缩阴影, 我们既要反对单纯推崇凯恩斯的崇尚财政政策的观点, 也要反对单纯的推崇弗里德曼的唯货币要紧的观点。二者应有有机结合, 相互协调和配合, 不应将货币政策与财政政策对立起来。因为事实上就不存在独立的货币政策和财政政策。从财政政策与货币政策的自身特点而言, 它们既有同质性, 也有异质性。在治理通货紧缩中, 不应

忽视货币政策的作用, 仅有积极的财政政策是不够的。因为:

第一, 财政政策和货币政策都有各自的特点、作用。财政政策是政府为了调节和作用于经济运行过程使之达到某种经济政策目标而制定的财政活动的指导方针, 是结构型宏观调控政策, 它具有以下特点: (1) 以国家政府为主体, 政策变动受政府决策和社会环境影响大; (2) 财政政策具有明显的行政调控特色, 这是财政收入的税收性和支出的分配性决定的, 其调控方式更直接, 具有较强的行政性; (3) 调控对象为国家、非营利性部门和居民; (4) 时滞短, 见效快。

货币政策是中央银行为实现经济目标而采取的调节货币供应量的各种规则与措施, 是总量型宏观调控政策。它具有以下特点: (1) 使用手段: 货币供应量、信贷规模、利率、汇率水平、金融市场等; (2) 调控对象主要是企业、居民; (3) 具有市场性、间接调控性, 一般不直接采用行政性的指令手段, 主要通过经济机制间接调节经济总量; (4) 时滞长, 见效慢。

货币政策是一种社会资金分配政策, 财政政策主要是收入调节政策。因此, 从它们二者的各自特点和作用出发, 在治理通货紧缩的过程中, 各有自己的长处和短处, 财政政策力度大, 见效快, 从短期而言, 对止跌转升作用大; 从长远来说货币政策与市场机制建立的内在要求更趋一致, 代表了市场调节的方向, 只要应用得当, 与积极的财政政策配合协调, 对治理通货紧缩是很有用的。

第二, 财政、货币政策各自都有局限性。财政政策的局限性表现在: 一是受财力不足和平衡财政预算的制约。改革以来, 国家收入分配政策明显向个人倾斜, 加之国有企业效益不佳, 亏损严重, 导致国家财力很紧张, 实行赤字政策要受到财政平衡预算和中央财政向中央银行透支的约束, 因而无法满足继续实行扩张性财政政策的庞大资金需求。二是受财政风险制约。财政赤字和债务总额是有一定限度的, 过度膨胀必然会出现危机。这种危险性在现实生活中, 已经有所表现, 近年来许多县市经常出现拖欠工资现象, 以至一部分县市实际上处于无法正常运转的境地。

货币政策的局限性表现在: (1) 必须考虑信贷收支的期限结构; (2) 利率的调整有一定的期限, 当利率低到一定程度, 再调低利率, 生产投资不会扩大, 而只会导致金融投机和持币待购现象的增加。

因此, 就财政、货币政策各自的局限性而言, 必须根据宏观经济形势的变化, 即时调整各自的政策取向, 并相互配合, 注意二者的协调应用。

第三, 财政、货币政策的现实表现说明需将两者配合使用。1998年以来反周期财政扩张政策并没有扭转通货紧缩的趋势, 价格形势表明, 通货紧缩形势依然严峻, 1999年1-5月份生产资料价格在连续两年负增长的基数上跌幅仍深达7.8%, 比1998年同期加深4个百分点。政府投资大量增长, 但民间投资仍未跟进。全国固定资产投资1999年1-5月份比上年同期增长17.6%, 比一季度的22.7%有大回落, 消费并没有旺盛增长, 人心依然看淡经济前景, 1999年3、4、5月份社会消费品零售总额比上年同期分别只增长了3.8%、5.7%和5.3%。由于紧缩性的货币政策与积极的财政政策不相协调, 尽管1998年采取了各种货币政策刺激内需, 然而均未见效。

## 三、以扼制通货紧缩为首任, 应采取适度扩张的货币政策

面对日益严重的通货紧缩, 国内对选择怎样的货币政策主

张是有所不同的,大多数学者认为,要加大货币政策的力度(中国人民银行货币政策委员会第四次例会上提出)。也有不少学者认为为了防范金融风险,还是应采取稳健的货币政策为佳。但笔者认为:综观一年来的货币政策,缺陷是明显的,过于谨慎,力度不够,调整迟缓。在现有的所谓“稳健”的货币政策力度下,要扭转通货紧缩是不可能的。唯有在继续坚持扩张性财政政策的同时,及时将“稳健”的货币政策调整为积极的、扩张性的货币政策,才能不失时机地遏制通货紧缩。这是因为:(1)只有强化货币政策,才能激发消费需求。从整体上看,目前城市居民手中不是没有钱,也不是无物可购,关键是后顾之忧加重,支出预期扩大,产生了严重的惜购心理。如果这种心理得到改变,消费支出自然会扩大,但要改变人们的预期,在二三年内几乎是不可能的。(2)投资需求的全面扩大也有赖于货币政策的进一步强化,只有消费需求扩大了,企业才能增强投资欲望,而存款利率的降低又为贷款利率的再降低奠定了条件,从而使企业投资成本进一步降低,同时再对准备金、再贴现率等做出强力调整,弱化商业银行的借贷现象,投资需求自然会全面扩大。

当然,实施扩张性的货币政策是否带来金融危机?对我国的经济建设是否有益?这样一些问题仍旧困扰着人们,这也正是许多人认为应坚持稳健的货币政策的根本原因之所在。事实上,实施适度扩张的货币政策并非铤而走险,是符合我国通货紧缩日益严重的国情。首先,在我国目前的情况下,存在着适宜采取扩张性货币政策的前提条件:第一,社会存在一定的闲置资源。这样,增加货币可以用来开发未被利用的资源,使其有了一定的社会产品作保证,可避免发生恶性通货膨胀的可能。第二,普通居民还存在有货币幻觉,即大多数存款人对所持货币的购买力尚未失去信心,即使物价有所上涨,也不致引导他们改变消费习惯和消费结构,因此发生“银行挤兑风”和“抢购风”的可能性甚小。

实施适度扩张性的货币政策对治理通货紧缩和整个国民经济正常发展是有积极作用的:(1)可使财政增收、企业增利、居民增薪、投资与消费预期看好,从而产生生产与消费互相促进的良性循环。(2)资源配置能得到优化。由于短线产品价格上升,刺激投资者增加投资,增产短线产品,从而生产结构得以调整。(3)能促进经济增长。物价上涨在不抑制消费的情况下,可以促进生产扩大。因此,适度的物价上涨(5%以内),有利于促进经济保持一定的增长速度。

不过,实施扩张性的货币政策,一定要注意其与积极的财政政策的搭配,在社会资金格局的调整和企业银行体制改革的基础上,构造新型的财政、货币政策协调配合机制。第一,增加财政收入,压缩开支,强化税收监管,完善财政政策体系,充分发挥财政政策在解决经济结构问题上的优势。第二,大力推动国有企业向现代企业制度转轨,重塑市场微观主体,为财政、货币政策的运用及协调配合打好基础。具体而言,就是要调整企业的资产负债结构,财政、银行共同努力,重组企业债务;从资金和政策方面支持国企运用集团制、公司制、股份合作制,加快向现代公司的转变,推进企业组织架构调整和规模经营。第三,加快国有银行商业化改革进程,尽快建立以间接调控为主的金融调控体系。第四,完善政策性金融体系,切实解决政策性银行资金来源与资金运用问题。1994年以来,我国相继成立了国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行三大政策性银行。实践

已反映出政策性金融业务是财政政策与货币政策的搭配必不可少的着力点。在我国目前金融市场有限与财政资金紧张的背景下,政策性银行资产来源存在着成本高和稳定性差的缺点。所以,应坚持以放款为主,但要以法律、法规、行政手段制约放款收回的机制,确保政策性银行的保本微利经营。第五,廊清、重构财政金融职能,明确各自侧重点,在此基础上适时协调两大政策的运作。鉴于财政、货币政策在新形势下职能混淆,互相干扰,必须在深化财政、金融体制过程中对二者的事权、职能范围进行明晰而具体的划分,尽量减少功能的混同而产生的相互扰乱,各司其职,各负其责。当然,其中尤其要保证中央银行制定和执行货币政策的独立性和财务预算制度的独立性。第六,寻求两大政策的最佳结合点,加强二者在宏观经济调控中配套运作的效果,主要要充分发挥国债的调节作用。在目前市场销售平淡,物价持续下降,消费需求低迷的状态下,国债发行有利于增加投资需求。总之,我国现阶段要从多方面加强财政、货币政策的协调配合,确实提高二者的配合效力,适时适度对国民经济进行反周期调节,熨平经济波动。

最后,为了保证扩张性货币政策充分发挥作用,当前,应对货币政策工具的操作进行改革:(1)选择适当的方式扩大中央银行的基础货币投放。过去,基础货币投放的主渠道,主要是通过外汇买卖。现在,首先要扩大公开市场的操作作用,进一步开发公开市场的交易工具,使基础货币更多地在公开市场上吞吐。其次,要合理运用中央银行再贷款,中央银行应适当增加对信誉好、资产质量好的中小银行的再贷款。(2)放松利率管制,加快利率市场化进程。要抓住目前通胀率为负,银行存贷款利率水平相对较低,国企的扩张冲动受到总需求下降的抑制,商业银行自我约束加强的有利时机,扩大贷款利率浮动幅度和范围,放开贷款的利率管制,让商行根据贷款对象的资信状况和贷款的风险大小,确定贷款利率,使利率真正发挥调节作用。(3)大力拓展消费信贷业务。在去年的基础上,进一步扩大消费信贷范围,延长贷款期限,降低贷款利率,简化消费信贷手续,加快发展住宅、汽车和耐用消费品抵押贷款业务。(4)继续扩大对基础设施建设的信贷支持。(5)积极寻找多种渠道拓展对国有中、小企业和民营企业的贷款,促使非国有投资增大,推动经济增长。(6)加大对外贸出口的信贷支持力度。金融企业要利用多种形式为外贸企业扩大出口,优化出口结构,提高出口商品质量和档次服务,同时商业银行还要为国内企业在海外建立生产基地、开拓海外市场等提供贷款支持和外汇抵押人民币贷款。

#### 注释:

刘国光、王洛林、李京文等:《1999年中国经济形势分析与预测》,365~371页,北京,社会科学文献出版社,1999。

《人民日报》,1999-06-17。

《中国人民银行统计季报》,1999(2)。

范剑平:《遏制通货紧缩需要积极的货币政策》,载《中央财经大学学报》,1999(9),29~32页。

中国社会科学院经济研究所宏观课题组:《投资、周期波动与制度性紧缩效应——当前中国宏观经济分析》,载《经济研究》,1999(3)。

(作者单位:武汉大学经济学系 武汉 430072)

(责任编辑:金萍)