

货币政策乎？财政政策乎？

——中国宏观经济政策评析及增长的建议

北京大学中国经济研究中心宏观组*

内容提要:1996年,中国经济出现了“软着陆”所向往的“高增长低通胀”局面,社会各界预期普遍乐观,但总需求不足、失业加剧、出口受阻、通货紧缩以及金融风险等一些新的问题开始变得严重起来(北京大学中国经济研究中心宏观组,1998a)。对中国经济增长的关注、对人民币汇率要否贬值的权衡以及对下岗、金融风险等问题的担忧,引发了宏观经济形势和政策讨论的新热潮。其中,如何运用宏观经济政策促进经济增长是讨论焦点之一,目前主流的意见是:1、货币政策已经失效,甚至落入了所谓的“凯恩斯陷阱”,保八要靠财政政策;2、需求管理能有效地扩大内需、加快经济增长。针对这些看法,本文将借助IS-LM图式进行分析,并探讨究竟什么样的政策能够促使中国经济增长。

本文的主要论点如下:(1)货币政策和财政政策从理论上讲都有失效的可能,但在中国均未成为现实,认为货币政策已落入“流动性陷阱”及想象财政政策可发挥完全效力均有失偏颇;(2)在启动中国经济新一轮增长周期中,货币政策较快地完成了从适度从紧向适度放松的转换,其对经济周期的反映较为灵活,相比之下财政一直奉行稳定性的政策,但终于在1998年6月完成政策思路的转换;(3)目前,货币政策和财政政策都面临制约,单独实施难以取得最佳政策效果;(4)为启动经济增长,短期内大可将财政政策与货币政策结合起来考虑,而不对立;(5)中长期来看,实现可持续发展的关键将不是需求管理的货币政策和财政政策,而是促进结构转换的供给政策,为此需要进一步明确政策思路。

一、货币政策、财政政策及其有效性——IS-LM图式的简要说明

假设函数关系取线性形式,IS-LM的数学推导如下:

消费函数: $C = a + c(1-t)Y = a + bY$

C: 消费; Y: 产出; a: 自发性消费; c: 边际消费倾向; t: 税率; a, c, t > 0.

储蓄函数: $S = Y - C = -a + (1-b)Y$

S: 储蓄

投资函数: $I = d - eR$

I: 投资 R: 实际利率 d: 自发性投资 e: 边际投资倾向 d, e > 0.

一般来说在产品市场上,只要实际利率低于企业的资本边际收益率,企业就会进行投资,因此产品市场均衡条件是:

$S + T = I + G$

G: 政府支出; T: 税收

即 $-a + (1-b)Y + T = d - eR + G$

$-a + (1-b)Y + T - d + eR = G$

(1)

由此导出IS曲线:

$$R = \frac{G - T + d + a}{e} - \frac{1 - b}{e} Y$$

(2)

货币市场均衡条件:

$$M_d = M_s = M/P = m = kY - hr = kY - h(R + \pi^e) = kY - hR - h\pi^e$$

(3)

M_d: 货币需求; M_s: 货币供给; P: 价格水平; m: 实际货币供给; r: 名义利率; π^e: 预期的通货膨胀率; k: 货币需求的收入弹性; h: 货币需求的利率弹性; k, h > 0.

假定价格水平给定,预期的通货膨胀率外生。公众持有货币抑或持有债券由二者的机会成本决定;货币的名义利率为零,债券的名义利率为r,因而持有货币的机会成本为二者之

* 本文执笔:杨目、赵晓、顾义河。感谢江慧琴整理了大量的材料并绘制图表。参加讨论者还有林明。

差: $r - 0 = r$, 正好是名义利率; 加入预期的通货膨胀率后, 情形类似, 持有货币的实际利率为 $0 - \pi^e = -\pi^e$, 持有债券的实际利率为 $r - \pi^e$, 因而持有货币的机会成本为二者之差: $r - \pi^e - (-\pi^e) = r$, 即机会成本未受预期通货膨胀的影响。

由此导出 **LM 曲线**:

$$R = -\pi^e - \frac{m}{h} + \frac{k}{h} Y \quad (4)$$

(1), (3)对 G 求偏导, 经过静态分析整理可得:

$$\frac{\partial Y}{\partial G} = \frac{1}{(1-b) + \frac{ek}{h}} \quad (5)$$

(5)即为产出对政府支出的反应程度。

(1), (3)对 m 求偏导, 经过静态分析整理可得:

$$\frac{\partial Y}{\partial m} = \frac{1}{k + \frac{h(1-b)}{e}} \quad (6)$$

(6)即为产出对货币供给量的反应程度。

当 $e=0$ 或 $h=\infty$ 或 $e=0, h=\infty$ 时, 货币政策无效, 其中, $h=\infty$ 即为“凯恩斯流动性陷阱”。

$e=0$ 表明公众的投资对利率毫无弹性, 投资水平由不依赖于利率的自发性投资决定, 此时, IS 曲线为一条垂直线(相对于 Y 轴)。在这种情况下, 当 LM 曲线由于货币供给增加而移动时, 利率下降, 但利率下降并不能刺激投资, 增加自发支出, 所以国民生产总值不变。这是极端的凯恩斯主义者的观点。

$h=\infty$ 表明公众的货币需求对利率的弹性为无穷大, 在既定的利率水平下, 公众愿意持有任何数量的货币, 此时, LM 曲线为一条水平线。在这种情况下, 货币政策无效, 但财政政策由于无任何“挤出效应”, 因此对实际国民生产总值有最大的效应, 也是一种极端凯恩斯主义的观点。

如果用 IS-LM 图式来表示, 则“凯恩斯流动性陷阱”如图一所示:

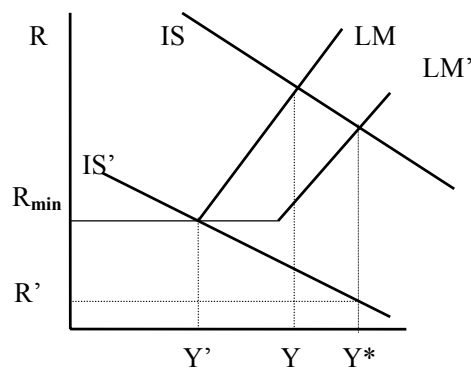


图 1 凯恩斯流动性陷阱

图一的经济含义如下: 1、由于公众对经济的前景预期不佳, 导致自发性支出(自发性消费和自发性投资)大大减少, 经济衰退严重, 有(2)式, 即 a, e 减少的幅度比较大, IS 曲线内移至 IS' ; 2、此时如果利率水平已经足够低, 即 $R = R_{min}$, LM 曲线表现为水平线, 公众的货币需求弹性为无穷大, 并且均衡产出(或目标产出) Y^* 与 IS 曲线的交点所决定的利率水平 R' 小于 R_{min} , 此时, 经济在 Y' 点被套住, 无论货币供应如何增加, 都不能使经济解套(注意: 此时, IS 曲线并不要求必然垂直)。

当 $e=\infty$ 或 $h=0$ 或 $e=\infty, h=0$, 财政政策无效, 其中, $h=0$ 即为“古典情形”。因此, 从理论上讲, 货币政策和财政政策都有失效的可能。

$e=\infty$ 表明公众的投资对利率有无穷弹性, 在既定的利率水平下, 公众的投资需求为无穷大, 此时 IS 曲线为一条水平线。在这种情况下, 货币供给量变动引起 LM 曲线移动和实际

国民生产总值增加，而利率不变。这是极端货币主义者的观点。

$h=0$ 表明公众的货币需求对利率毫无弹性，货币需求完全由交易需求决定，此时，LM 曲线为一条垂直线（相对于 Y 轴）。这时尽管由于政府支出增加，IS 曲线往右移动，但实际国民生产总值不变，而利率上升，利率上升所引起的投资减少与政府购买的增加同样多，存在完全的“挤出效应”，也是极端货币主义者的观点。

以下，我们结合上述 IS-LM 框架，分析中国当前的经济状况，并对货币政策与财政政策的效力进行判断。

二、货币政策与财政政策的效力分析

（一）货币政策效力的分析：货币政策无效吗？

央行自 1996 年以来五次降息，但没有扭转经济下滑之势，有些学者提出货币政策已落入“流动性陷阱”中，货币政策失效。应当说中国经济的确出现了“流动性陷阱”的某些迹象，然而，认为落入流动性陷阱的根据不足。试分析如下。

1. 企业总体（尤其是非国有企业）的投资倾向仍然对利率变动反映灵敏

中国目前的企业情况极为复杂，但可以大概分为三类：第一类、以 512 户国家重点企业。第二类、为数众多、分布广泛，有盈利但不稳定的中小企业为代表的中间企业，中间企业中有少数会成长为优势企业。第三类、以各种亏损严重的企业（多为国有企业）为代表的劣差企业。

其中，一类企业普遍经营较好，有相当的经济效益，基本上能够借款必还，虽然投资的回保率未必高，但风险较小，信用良好，而且还被认为有国家信用在背后作保证，因此银行无论利率如何，借款需求多少，一般都愿意对其发放贷款。所以，降息对这类企业的投资需求刺激不大。

三类企业基本上属于无信用一类，长期严重亏损，道德风险加剧，利率再高也敢求贷，但由于风险太大，银行一般不愿意贷款给它们。因而，降息对这类企业的投资需求刺激也不大。

但对于二类企业就不同了，这类企业对利率变动应该说是非常敏感的。二类企业有多少，没有准确的数字，但应该在中小企业中占据相当比重。这些企业的特点是，一方面有着比较好的获利项目、较强的灵活应变能力、较好的成长空间等优点，另一方面又有产品单一、技术老化、自有资本较少、抗风险能力差等中小企业固有的弱点，其投资冲动强烈，同时十分计较利息成本，投资对利率的弹性较高。

综上所述，虽然一类和三类企业的投资对利率的弹性非常小，二类企业投资的利率弹性却较大，所以，企业总体的投资对利率的弹性较大，随着政策环境的改善，如落实已出台的银行专设为中小企业贷款的部门等措施，则这类企业的投资对利率的弹性将进一步上升。

2. 居民消费倾向对利率变动也是有反应的

有种说法是认为中国老百姓文化传统上有高储蓄的习惯，因此对利率变动缺乏反应，对此我们认为不妥。

也许中国老百姓的消费行为对利率敏感的最好是农民在“存粮”与“存钱”两种资产选择的案例。1993 年物价飞涨时，出现了农民持粮惜售的现象，这一资产选择方式的变化，可以很好地说明农民对利率是敏感的。农民的决策理由“钱不值钱了、还是存粮合算”，完全符合经济学原理，即由于预期通货膨胀还将上升，银行存款的实际利率下降，因而在缺乏投资方式选择的情况下，便将资金投入实物中进行保值。

中国老百姓的消费行为对利率敏感的另一例证是踊跃购买国库券的事实。

1993—97 年的社会商品零售总额的增长率分别为 28.4、30.5、26.8、20.1、11.1，这表明居民的消费增长幅度放慢，原因一方面在于物价走低，尽管降息，实际利率还是上升的，因此居民的消费减少，居民更多的是“存钱”，而不是“存粮”；另一方面在于居民可支配收入的降低，对未来的不确定性增强。但是，1997 年以来，居民“存钱”的方式发生了变化，利率下降促使居民储蓄向几个渠道分流：第一、股市看好，一部分储蓄流入股市；第二、97

年个人凭证式国债发行量增大，比上年同比增加 1402 亿；第三、97 年股份制改造的企业和向个人的集资总额均高于往年，分流了部分储蓄。

再就是消费信贷。从美国的例证来看，其消费信贷占居民收入的比重很大，老百姓每年工资的 30%用于对消费信贷的分期付款，主要是住房和汽车的抵押贷款，一旦利率下降，由于房价短期内不变，而每月的付款额则下降；其它分期付款消费的价格也由于相似的原因而降低。中国的消费信贷尚处于发展之中，从近期来看，住房信贷、按揭贷款、分期付款逐渐进入寻常百姓家，从长期来看，居民消费信贷，特别是分期付款的住房消费的方式势必成为时尚，对利率肯定是会非常敏感的。

有人说，中国没有或少有消费信贷，但没有可以变成有，少有可以变成多有，降息正好提供了这样一个金融创新的良机。上海等一些发达地区的商家就利用降息，推出了许多消费信贷项目，促使消费的传输机制加快形成，随着传输机制日益强化，居民消费对利率的敏感程度进一步增强。

综上所述，可以发现居民的货币需求弹性远非无穷大，从而 $0 < h < \infty$ ，也即 LM 曲线并非水平，居民消费对实际利率其实是很敏感的。

表 1 从 1989—1990 年和 1997—1998 年对比看利率的作用

比上年增长%	1989	1990	89—90 平均	1997	1998 年上半年
消费品零售额	8.3	2.5	5.4	8.4	7.5
居民储蓄余额	35.4	36.7	36.0	20.1	16.8
1 年期贷款利率 (算术平均)	11.0	9.9	10.5	7.1	5.4

制表:宋国青教授

利率导致居民消费倾向的变化可以通过历史对比来看清楚。从表一可以看出，1989-1990 年居民储蓄余额增长 36%，高于 1997 年约 16 个百分点和 1998 年上半年 19.2 个百分点，与此同时消费品零售额平均增长 5.4%，低于 1997 年 3 个百分点和 1998 年上半年 2.1 个百分点，表明 1989—1990 年居民的储蓄倾向高而消费倾向低，从而导致了消费品零售额的极度偏低，并导致 GDP 增速的下滑。导致当时储蓄倾向高、消费倾向低原因是什么？几乎唯一的原因就是利率。1997 年的平均利率比 1989—1990 年间低 3.3 个百分点，1997—1998 年的平均利率将比 1989—1990 年间低约 4 个百分点，1989—1990 两年的 GDP 平均增长率为 4.0%，利率的降低对 1997—1998 年平均 GDP 增长比 1989—90 年高出至少 4 个百分点左右起到了至关重要的作用。“因此，从两个时期的对比来看，说货币政策效果甚微或者甚至无效毫无根据。”（宋国青，1998）

3. 降息减轻了企业的负担、增加了企业效益、有利于保证企业投资和职工消费

两年来，贷款利率下降了 5.17 个百分点，其中一年期贷款利率从 96 年初的 12.06%降低到 97 年 7 月的 6.93%，如果以 1995 年底金融机构各项贷款余额 5 万多亿元为基础，这五次降息，将减少企业利息负担 2400 亿左右。

利息在国有企业的财务费用中占据的比例高于其他企业，降息的意义对于国企因此更为重要，特别是当前国有企业的改革正处于关键时期，企业效益普遍不佳，下岗分流压力增大，降息可以称得上是雪中送炭，1997 年国有企业盈利状况相比上年有所回升，新增盈利约相当于少支付利息。1998 年 1—7 月份，国企一直处于净亏损状态，但 7 月 1 日前两次降息即可让企业减少付息约 900 亿，其中大部分将受惠于国有企业，对于正处于困境中的国企不啻是一剂强心针。

降息的作用在一定意义上相当于减税，而且数量肯定要大于减税（主要是减费）。奇怪的是，就减轻企业负担，降低经营成本、提高竞争能力以及保障职工生活水平而言，减税政策被普遍推崇，降息的作用却被认为无效，这在逻辑上是讲不通的。

综上所述，我们认为经济中的 LM 曲线远非水平，因而，中国经济远未达到凯恩斯陷阱，货币政策依旧在发挥作用。中国当前经济的情形更近似于下图：

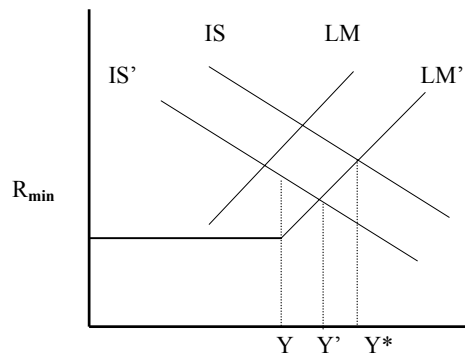


图2 中国当前经济的情形

据上图，我们可以从理论上反推出货币政策的作用。衰退导致 IS 内移至 IS'，如果 LM 曲线不外移，即货币政策不扩张，那么经济将衰退至 Y，但由于 LM 曲线移至 LM'，经济衰退至 Y'，尽管这一产出水平离 Y* 有距离，但应该注意到 Y' 至少部分缓解了经济衰退的幅度，即货币政策还是起到了很大作用。换个角度看问题，我们对五次降息的作用可能有新的认识。这就如同一个非常饥饿的人，吃了三个馒头以后，还是感到饿，但我们却不能以此断定这三个馒头没用。五次降息未能使得中国经济这个饿汉吃饱，但毕竟大大降低了饥饿感。

1998 年上半年经济增长 7%，离 8% 的目标略有差距，但却是在外部冲击（shock）加深^①、内部灾害严重以及多重目标并举的情形下取得的，依然是全世界最高的速度，应该说来之不易、说明一段时期以来货币政策持续灵活的调整是有效的，政府刺激内需的计划已成功地将周边国家的严重萧条挡在国门之外。

有人用 1998 年以来货币发行量下降，特别是 M2 增长离全年目标有一定差距来证明货币政策无效，但这种简单的比较有两点不妥：一是未剔除物价影响；二是没有考虑 1998 年 M2 中不同于往年的一些因素，如外汇占款基本没有增加以及粮食收购款的减少。下图是剔除了物价影响的 M2 变化图。从中可以看出，1998 年上半年 M2 真实增长并不低，达 17.4%，在 1988—1997 年平均水平（15.85%）之上，且增速呈逐步加快之势，这与 1989 年的情形毫无相似之处。

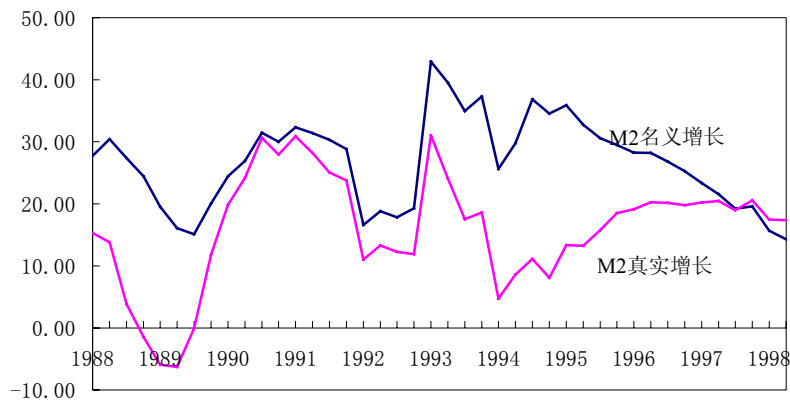


图3 1988 —1998年M2增长率 (%)

目前，谈论货币政策失效时可能有三种含义：一是所下的药非但无益，反而有害；二是所下的药虽无害，但也无益；三是所下的药有益，但不能药到病除。前两者是真正的失效，第三者则不能算真正的无效。

^① 据测算，由于金融危机使出口下降，约影响工业增长两个百分点，GDP增长1个百分点，排除这一因素，上半年实际已经完成1998年增长目标。

最后，不妨让我们引用 Rudiger Dornbusch 和 Stanley Fischer（1997）的一段话：

“流动性陷阱有可能出现在较低的正利率（而不是零利率）水平上的思想起源于伟大的英国经济学家凯恩斯的理论。然而，凯恩斯本人确实声称，他意识到这样的情形从未出现过。60 年后的今天，我们也同样没有发现类似的情形。”

（二）财政政策的效力分析：IS 曲线会一推就走吗？

去年以来物价的持续走低和经济紧缩，使得公众对经济前景的预期暗淡，从而自发性支出和自发性投资都下降，IS 曲线内移，但是，经济中的 IS 曲线远非垂直，因此想象财政政策可以发挥完全的效力是不切实际的，财政扩张导致 IS 曲线向右移动并不意味着 IS 曲线会一推就走。

由图二可知，采取扩张财政政策使得 IS 曲线外移，似乎也能够使经济走出困境，但仔细分析，即使先不考虑乘数的作用，在实践中至少还存在五大问题：

1. 效率问题。发达国家一般不太愿用财政政策，皆因财政政策效率低下是一通病，就连素以高效著称的日本也不例外，其 90 年代以来的公共投资，或是建成的渔港捕鱼量小，或是扩大的耕地减产严重，或是修筑的国道流通量很小，或是建设的大桥根本没用，因此受到广泛批评。中国财政政策效率如何，恐怕更不容乐观。众所周知，中国各级政府均执行着一条“新官不理旧帐”的政策，即每一任政府都奉行当期开支最大化，其目标函数是追求本级政府任期内所控制的资金流量最大化，因此在任期内都愿意上新项目，但到任期满后，拍屁股走人。按权威的说法，中国财政政策的记录大概是有效益、零收益和血本无归者各三分之一。现在每年几百亿呆坏帐的核销，相当部分就是政府投资交的“学费”。

新一轮的财政投资由于以下两个原因很可能进一步降低记录：一是一些项目为保八而上，难免仓促，成功的概率进一步降低；二是基础设施类的建设投资期长、投资回报率低。投资效率差的结果是财政政策从中长期来看将难以为继。

2. 解决失业的力度不如想象的那样大。目前，大家都在鼓吹通过扩大基建支出以刺激经济，解决城市中下岗职工的就业问题。从理论上分析，财政政策的“挤出效应”使私人投资减少，即使能够创造许多就业机会的中小企业的投资下降，从而不能有效地改善失业问题。从实践看，基本建设项目如修路、架桥、修码头等，都属于资金密集型的项目，能够吸收的就业有限；而且，这些项目所吸收的劳动力在结构上与下岗职工存在差异，希望通过扩大基建支出以解决下岗职工问题的做法能否奏效值得怀疑。如果通过货币政策，将资金投向中小企业，能够创造的就业机会就多，甚至不需要 8% 的经济增长率就可达到就业目标，反之通过财政政策投向资金密集的大项目，即使经济增长达到 8%，就业问题也未必能得到解决。

3. 产业带动差的问题。由于所投的并不是关联度特别高的产业，因此对经济增长的乘数作用要打一个折扣，由于大型项目的装备往往要从国外进口，边际进口倾向的扩大导致边际支出倾向相应缩小，启动国内经济的效果也要打一个折扣。

4. 基本建设中同样存在着严重的重复建设问题。众所周知，长江沿岸万吨级以上的码头有好 100 多个，珠江三角洲并不太大的区域已建成若干个机场，在这样的情况下中国的基础建设想要完全避免重复建设并非易事。

5. 时滞问题。不知为什么，目前主张实行财政政策的人有一个重要理由是货币政策时滞长而财政政策时滞短，其实认识并不完全。政策的时滞可以分为认识时滞、决策时滞和行动时滞。财政政策外部时滞较短，因此对收入的作用要快于货币政策，但如果从 1996 年“软着陆”成功算起，我国的财政政策认识时滞至少长了半年乃至两年，逊色于货币政策；另外，不要忘记财政有一个长得多的内部时滞，尤其是政府扩大基础设施的项目一般都比较庞大，从立项设计到工程开工，再到工程完工发挥效益，周期很长，见效很慢。

综上所述，我们认为，靠扩张性的财政政策就能轻易地推着 IS 曲线向右走的想路也许不能算错，但可能失之于太理想。

在目前，货币政策和财政政策难以发挥效力还因为都面临着一些制约，以下试对此作些分析。

三、货币政策和财政政策：回顾及面临的制约

(一)“软着陆”成功以来货币政策和财政政策的回顾

1. 货币政策

自1996年中国政府公开宣布实现“软着陆”以来，货币政策就开始灵活微调，方向是从适度从紧转变为适度放松。尽管货币当局声称仍然遵循适度从紧的政策，但显然是就中长期而言，近期仍有必要根据宏观经济形势的变化，及时、灵活地进行政策转换。“为了刺激经济，去年下半年以来，中国人民银行货币政策工具实施数量之多和操作之快在央行历史上是少见的。”（深圳综合开发研究院宏观研究中心，1998）

1996年和1997年货币政策接连三次降息，其给出的信号是：控制通货膨胀目标已经基本实现，因此要适当改变控制通货膨胀的主要措施即抽紧银根的货币政策。回头来看，应该说降息出台的时机非常及时，否则1998年的8%势必无法确保。保八目标确立后，1998年以来货币政策又有两次降息，并采取了包括调整准备金率、贴现率等、公开市场业务等一系列手段，节奏、力度均较好。至1998年7月1日第五次降息，完全消除了商业银行向中央银行贷款而谋利的可能，货币政策启动内需、刺激经济回升的基本动作可以说已经完成，标志着货币调控越来越走向以利率调整为主的成熟境界。

需要提出的是，货币政策的目标并非单一的经济增长，而是包含稳定金融，保证人民币币值稳定在内的一系列目标，因此既需要对经济周期的变化作出反映、又要切实把握好多重目标的平衡以及政策的力度。

在遭受亚洲金融危机对增长的强烈冲击的形势下，中国政府作出了人民币不贬值的承诺，这是一个很强的货币政策。总的来说是利大于弊，即虽然付出了出口增长的代价，但避免了金融动荡加剧，提升了中国的国际地位，维持了人们尤其是外来投资者对中国经济的信心，有效地降低了国内金融风险等。

试将1998年以来的重大货币政策列表如下：

表2 1998年出台的货币政策
(1—7月)

时间	政策	作用或效果
1月1日	取消贷款限额控制，给商业银行以充分的贷款自主权	上半年国家银行贷款完成全年9000亿元指导性计划的28.5%，超过前三年的平均水平。
2月初	确定信贷重点，1998年对国家以后贷款性计划是9000亿元，比去年实际新增贷款还要多出800亿元以上。	一个极强的启动信号，不得已运用传统手段。
3月21日	改革存款准备金制度，将原来作为人民银行资金来源的机关团体存款和财政预算外存款划为金融机构的资金来源。	商业银行从划转财政性存款中一次性增加可用资金836亿元。
3月21日	将法定存款准备金从13%下调为8%	金融机构从当年新增存款中可相应增加可用资金约700亿元其中，上半年已经增加100多亿元。
3月25日	降低金融机构存贷款利率，存款利率平均下调0.16个百分点，贷款利率平均下调0.6个百分点。	估计四次降息共减少企业利息负担近2000亿元
5月初	央行发出《关于加大信贷投入、支持住房建设和消费的通知》，要求各商业银行进一步加大住房信贷投入，支持住房建设和消费。	启动住房投资，带动经济发展
	银行的呆帐准备金增加到400亿元	补充商业银行的资本金
	戴相龙表示央行1998年做好三件事：一是在坚持适度从紧货币政策的情况下，适当增加货币供应量，M2将比上年增长16—18%；二是支持进出口贸易，改善外商投资企业的金融环境，保持国际收支平衡，维持人民币稳定；三是深化金融改革，整顿金融秩序，防范和化解金融风险。	启动信号
5月26日	恢复中央银行债券回购业务，增加了商业银行再融资渠道	到7月14日，累计融出资金196.4亿元，未到期余额达159.2亿元
6月3日	定期向全国银行同业拆借市场成员公布中央银行债券回购利率等有关信息。	
	调增国家开发银行固定资产贷款计划200亿元	支持基础设施建设
	所有商业银行从1998年起均可办理住房公积金委托贷款业务，出台《个人住房贷款管理办法》	贷款期限延长，允许所有商业银行在所有城市对所有普通商品房开办个人住房担保贷款

7月1日	降低存贷款利率，主要是降低中长期贷款利率。存款利率平均下调0.49个百分点，贷款利率平均下调1.12个百分点	估计五次降息可减轻企业负担2700多亿元。中长期贷款利率的下调，大大降低了固定资产和居民购买住房的成本。
7月1日	制订并公布了《关于改进金融服务、支持国民经济发展的指导意见》	是一个较为全面的指导性的意见，显示出及时调整货币政策，刺激经济回升的强烈信号
7月	央行明确1998年整顿金融秩序内容	防范金融风险
7月初	发布《关于进一步改善对中小企业金融服务的意见》	扩大投资、改善就业

资料来源：《经济日报》各期

2. 财政政策

相对于货币政策较为灵活的进行微调、逐步转变政策取向而言，要在2000年前消除庞大赤字的财政政策受到的约束显然更大，实施适度从紧的财政政策的要求更加迫切。

如果说1996年5月1日首次降息标志着货币政策开始转向逐步放松的话，财政政策却一直奉行的是适度从紧的财政政策。这从1997年的收支情况及1998年的财政预算计划就可以清楚地看出。

1994—1996年全国财政收入比上年增长分别为20.0%、19.6%和18.7%，1997年在连续三年大幅度增长的基础上，增幅达16.7%，大大超过国民经济增长水平，财政总收入达到8642亿元。财政收入占国民生产总值在1996年止跌回升的基础上，又提高0.6个百分点。财政支出为9197亿元，比上年增长15.9%，继续保持了支出增幅低于收入增幅的趋势（中国国情研究会，1998）。

中央财政总收入4819.64亿元，比上年增长13%；中央财政总支出5379.64亿元，比上年增长10.4%；中央财政收支相抵，支出大于收入560亿元，比预算确定的赤字数额减少10亿元。1997年地方财政总收入7280.03亿元，比上年增长12.5%；地方财政总支出7989.35亿元，比上年执行数增长9.7%，情况大体相似。

从1998年财政预算看，中央财政收入和支出的预算的增长率分别比1997年的实际增长率调低了2.8和3.2个百分点，支出增长率的减少大于收入增长率的减少，尤其是，中央财政的预算赤字减少100亿元，比1996年的10亿元减少额高出90亿元。

相对于货币政策的频频降息，财政政策在宏观经济成功“软着陆”后仍然继续“适度偏紧”取向，表面上体现出财政政策对宏观经济形势的变化反映迟缓，但更主要的是受制于财力的困顿以及既定的消除赤字的政策目标。

值得注意的是，1998年以来，财政政策在具体实施中其实已作出了一系列调整，从而迈开了更加积极的财政政策的步伐，如扩大出口退税、鼓励外商投资、减税（费）等，均是值得肯定的启动经济增长的措施。特别是6月16日财政部长公开撰文，阐述扩大财政支出并采取清费改税措施的必要，更是不平常的举动，标志着财政政策思路的重大转变，对改变悲观预期、保持增长信心可以说意义不同寻常。

试将1998年以来主要的财政政策列表如下：

表3 1998年出台的财政政策
(1—7月)

时间	政策	效果或作用
1月1日	对国家鼓励发展的国内投资项目和外商投资项目进口设备，免征关税和进口环节增值税	进一步吸引外商直接投资
2月20日	开始发行1998年凭证式国债，计划发行票面总额1250亿元人民币。 宣布我国将逐步取消财政周转金，争取用三年时间完成	积极财政政策的必要准备 取消财政周转金主要是整顿进入秩序、防范金融风险、转变财政职能的需要。
	1998年财政对于农业的投资在去年12亿元的基础上又增加了9亿元	扩大财政支出
	将纺织品出口退税率从9%提高到11%，将输美纺织品协议配额总量的15%以上直接戴帽分配给纺织品自营出口企业	支持和扩大中国纺织品的出口，促进进出口增长
	下发了《关于股份制企业转增股本和派发红股免征个人所得税的通知》，股份制企业用资本公积金转增股本，对个人取得的转增股本数额，不增收个人所得税（用盈余公积金派发红股仍征收个人所得税）。	有利于企业发展
5月初	发行2700亿特种国债	补充银行资本金，有利于增加贷款
7月2日	对1998年7月3日(含本日)以后购买的1998年凭证式国债，其发行利率及提前及提前兑取的档利率作如下调整：1998年三年期凭	

	证式国债，发行利率由原来的 7.11%调整为 5.85%;1998 年五年期凭证式国债，发行利率由原来的 7.86%调整为 6.42%。	
7 月底	颁布企业投资与建造合同会计准则，从 1999 年 1 月 1 日首先由上市公司执行。	规范公司运作

资料来源：《经济日报》1998 年 1-7 月各期。

(二) 货币政策和财政政策在当前所面临的制约

1. 货币政策面临的制约

对于货币政策所面临的制约，已有多人做了分析（李杨，1998；刘宪法，1998；），概括起来主要有以下几个方面：

第一、商业银行增加信贷和防止坏帐的矛盾

90 年代中国经济体制改革的显著进展是银行商业化的进程明显加快，银行和政府、银行和企业之间初步形成了符合市场经济运行规则的关系。银行业市场化程度的提高，直接改变了银行的行为目标和方式。其经营活动逐渐向商业化方向发展，注重安全性、流动性和盈利性的统一。但放松的货币政策将各商业银行置于两难境地，既要增加信贷，又要防止坏帐。在现实情况下，这实际上是互相矛盾的两个目标，难以兼得，如果任务压倒一切，那么在金融风险上必然失于防范，各银行的压力在今后将显著增大。商业银行行为理性化的结果，会在一定程度上降低中央银行扩大货币供给、提高利率等扩张性货币政策的有效性，导致货币乘数变小。

利率具有在存款者、银行和借贷者中间进行收入分配的功能。第五次降息后，银行的存贷利差进一步缩小，利润空间受到打压，在目前银行平均利润率已低于工业平均利润率水平的情况下，降息必须考虑银行的承受能力。

第二、实体经济结构与金融经济结构的不对称

在实体经济领域，中国已形成了国有经济和非国有经济同在，大型企业和中小型企业并存的二元结构。在金融经济领域，形成了由计划性的正规金融体系和市场性的非正规金融体系构成的二元结构。正规金融体系支配了绝大部分的信贷资金供应，但其服务对象主要是国有经济和大型企业；非正规金融体系主要服务于非国有经济和中小型企业，但其掌握的资金量很小，而且其存在的合法性一直存在问题。实体经济结构与金融经济结构的这种不对称，使得全社会的资金供给结构和资金需求结构产生严重偏差。

第三、保持人民币汇率稳定和扩大货币供给的矛盾

在亚洲金融危机面前，中国政府承诺人民币不贬值，有利于维持人们的信心，有效地防御金融风险，但对国内货币政策却是一个较强的限制。具体地说，首先，央行控制基础货币供给的政策将受到约束，如果人民币有升值的压力，要实现人民币固定汇率目标，央行就要通过公开市场操作，购买美元，发放基础货币，扩大货币供给量；如果人民币有贬值的压力，央行就必须进行相反的操作，即抛售美元，收回基础货币，减少货币供给。1998 年，由于东南亚国家包括日本的货币纷纷大幅贬值，出口需求将锐减，人民币存在着事实上的贬值压力，同时，为了启动国内需求，又需要扩大货币供给，这本身就构成了矛盾；其次，在美元利率下调、日元贬值，通货膨胀率持续走低的情况下，目前的真实利率仍然偏高，但是，在人民币固定汇率的条件下，当人民币法定名义利率低于美元利率，或虽然人民币法定名义利率与美元利率基本持平，但市场普遍预期人民币的汇率将下跌，根据无风险外汇抛补理论，会诱使外汇资金的流出，从而恶化中国的国际收支状况。

第四、近期刺激经济增长和远期通货膨胀压力增大的矛盾

近期为刺激经济回升，需要采取适度扩张的货币政策，但在货币化程度已极高的情况下，M2 的增加将构成长期通货膨胀的压力，有悖于“九五”规划和 2010 年远景规划中平衡货币需求与供给，保持低通货膨胀的目标。

2. 财政政策面临的制约

第一、财力不足和平衡财政预算的制约。平衡财政预算是“九五及计划 2010 年远景规划”所确定的基本宏观政策取向，近几年实施适度从紧的财政政策以来，国家财政状况出现了一些积极的变化，但国家财力紧张的局面并未根本改变，一旦改弦更张，便有可能前功尽弃。

1997 年财政收入占国内生产总值的比重为 11.5%，全国财政收支相抵，支出大于收入 555.06 亿元。在收支矛盾突出的情况下，国家债务规模迅速膨胀，财政负担越来越重。1997 年国家债务收入 2496 亿元，债务还本付息支出 1960 亿元，大大超过 1993—1996 年的 336 亿元、499 亿元、878 亿元和 1372 亿元。1997 年中央财政债务依存度为 55.2%，比 1993 年高出近一倍。在“吃饭财政”的基本格局下，财政实际已陷入既要“借钱吃饭”，又要“借新还旧”的困境。近年国家债务收入中用于还本付息支出的比重直线上升，从 1994 的 43.2%、提高到 1995—1996 年 57.2%和 69.0%，1997 年进一步提高到 77.45%。

第二、中央财政不允许向中央银行透支的约束，使政府通过扩大开支，直接干预和刺激经济的能力受到削弱。

经过十多年的改革，我国已由财政部门主导资金配置的格局转向金融部门主导资金配置的格局（谢杭生，1998）。第一、财政预算内收入占 GDP 的比重逐年下降，已由 1979 年的 26.7%下滑到 1997 年的 11.5%；第二、企业部门尤其是国有企业高负债经营，资产平均负债率达到 75—80%，并存在继续提高的趋势；第三、居民部门已成为唯一的盈余部门，其收入占到全部收入的 70%以上；第四、在这样一种分配格局中，作为最终债权债务方的中介的金融部门，集聚了绝大部分社会生产资金，事实上成为社会资金循环、周转的核心部门。

90 年代逐步出现的政府预算内财力不足与资金集中于金融部门的格局，导致金融部门承担起社会商业性供需的职能，成为政府宏观调控的主闸门，银行不但承担起社会商业性资金供需的职能，而且还背上了大量的政策性资金供应的重负，银行尤其是四大国有独资商业银行事实上成了政府的第二财政。由于中央财政已不再允许向中央银行透支的约束，“第二财政”的作用也就将逐渐削弱。

第三、财政风险的制约。现在金融风险已受到广泛关注，其实财政同样面临风险，一旦爆发，其影响后果甚至可能比金融风险以及任何其他经济风险更严重。财政风险既有来自内政内部（如“财权分割”）的风险也有来自财政外部（如“准国债”）的风险，集中表现在连年财政赤字和债务膨胀的危机。这种危险性已在现实生活中表现出来，1997 年底，全国近 1/4 的县已累计欠发工资 50 多亿元，以至一部分县级政府实际上处于无法正常运转的境地。

第四、分税制的建立初步清晰了中央和地方的财权，在很大程度上削弱了地方与中央在财政收入分享比例上存在的“讨价还价”机制。地方政府在产值目标和财税收入目标的选择方面，更加重视财税收入目标，其支出规模更多地受到其可支配的财力的限制，在“搭便车”行为的作用下，有可能坐等中央财政进行基础设施的投资，而不是主动积极地进行配合。

第五、体制改革方向的制约。货币政策与财政政策之争表面上是不同的政策主张之争，实质是主张市场多一点还是政府干预多一点的理念之争。相信市场的人一般都偏向于货币政策、相信政府干预的人一般偏向于财政政策。美、德、日等都国的政府都是号称财力庞大且管理有效的政府，但对运用财政政策普遍深怀戒意。我国的公共投资效率之低名列前茅，计划经济体制尚未完全消除，大规模使用财政政策最大的危险莫过于有可能强化计划体制，导致体制复归。

四、如何促进中国经济增长：对当前及中长期宏观经济政策的建议

（一）短期

我们同意短期内继续发挥需求政策（财政政策、货币政策）来刺激内需、保持一定速度的经济增长的政策思路（北京大学中国经济研究中心宏观组，1998a）。除众人通常提到的出口退税、开拓农村市场等措施外，在此提出我们的若干建议：

1. 一定要协调运用货币政策和财政政策

从政府的政策思路，我们可以看出，1998 年上半年及之前主要是依靠货币政策，而到下半年预计将以财政政策为重心。但我们以为，大可不必将财政政策和货币政策对立起来考虑，短期内中国的问题主要是需求不足，解决这一问题的思路，有效的政策应该是二者的有机配合。

从西方国家的经验来看，财政政策和货币政策的配合近年来日益受到重视。过去 20 多

年，由于受货币主义的影响，西方各国普遍推崇货币政策、轻视财政政策，担当宏观经济调控主要任务的是各国的中央银行。近几年来，西方各国开始强调货币政策与财政政策的协调，以使货币政策产生更好的效果，宏观政策的这种调整不仅在各个国家（集团）之间加强，而且得到像 IMF 等国际组织的鼓励和支持。

中国过去是轻货币重财政，今后我们也应向二者协调方向调整。在多重经济目标并举且相互制约的情形下，单纯依靠货币政策或单纯依靠财政政策都不可取。从前述 IS—LM 分析及货币政策和财政政策的制约的分析中，我们知道中国目前并没有到达极端情况，因而只有财政政策和货币政策同时着力时，乘数效应才能最大发挥。

上半年货币政策之所以未能达到充分的效果，除货币政策存在的时滞以及上述种种约束之外，很重要的一点是因为松货币政策受到紧财政政策的制约，其实在国内经济衰退而国际收支盈余的情况下，应该也有可能实施松货币松财政相结合的政策。

新一轮扩大有效需求的政策选择，在货币政策方面应更多地运用中央银行再贷款利率、准备金率等变量进行间接调控；在财政、投资政策方面应继续坚持政府只直接参与基础设施等具有“公共支出”性质的投资活动，少用国家财力建新企业，多让市场去调节竞争性行业的投资方针。

货币政策和财政政策之所以一定要相配合，首先是因为独立的货币政策或财政政策在理论实际上不存在。

我们知道，政府预算是政府支出 G 和税收收入 T 之差 ($G-T$)。如果 $G-T>0$ ，为政府预算赤字； $G-T<0$ ，为政府预算赢余。在出现预算赤字时政府一般有两种方法维持平衡：一是发行政府债券；二是增加货币供应。用公式表示就是：

$$G-T=\Delta B+\Delta M$$

这一公式便是**政府预算恒等式**。由它可知政府应付赤字的办法，一是通过借贷获得债务收入 (ΔB)，二是通过增加货币发行征收通货膨胀税 (ΔM)。假定 $\Delta M=0$ ，也就是说货币供应既不增加也不减少，即在没有货币政策配合的情况下，任何财政扩张政策（即增加政府支出 G ）都只能靠借贷 ΔB 来维持。假定单独使用货币政策，财政政策不变，即公式等号左边为零，就有： $0=\Delta B+\Delta M$ ，亦即： $\Delta M=-\Delta B$ ，货币供应增加的数量 ΔM 必须正好等于公众手中的政府债券减少（即中央银行买入）的数量 $-\Delta B$ 。由此可见，财政政策 ($G-T$) 和货币政策 ΔM 之间并不相互独立。

其次，货币政策和财政政策配合使用可以取长补短。

前文已述，如果单独使用财政政策，增加政府支出，会马上见效，使总需求增加，从而总产出上升，但由于财政政策的挤出效应，将使得利率上升。由此直接产生两方面的负作用，第一是影响国内的投资环境，使中小企业投资下降，而中小企业是提供就业机会的一个重要方面，所以用财政政策不能有效地改善失业问题；第二是利率上升会导致汇率上升，从而使本国产品在国际时常上的竞争力下降。货币政策通过货币增加，使得利率下降，不会产生财政政策的负作用，从而在刺激经济时能改善整个经济环境，对投资和净出口都有利，但由于货币政策不能直接导致总产出的提高，用它来对付经济衰退时就有可能难以把握准确的操作时机。货币政策和财政政策单独作用各有利弊，只有把两者配合使用才有可能收到较好的效果。

2. 加大财政政策力度

财政部长项怀诚在公开撰文中所提出的近期财政政策宏观调控的基本思路是：在坚持适度从紧的财政政策，保持国家财政基本稳定的前提下，合理把握财政调控的时机和力度，按照转变增长方式，注重调整经济结构，推动提高质量和技术进步的原则，适当追加财政收入，特别是中央财政收入，适时适度地扩大财政举债规模和财政支出，追加投资、消费，扩大出口，并通过推动改革，克服抑制有效需求的体制和政策因素，促进经济的适度增长。

我们认为，其中的关键是如何理解“**适时适度**”。

首先，财政政策要迅速贯彻新的政策意图，因为时机稍纵即逝，财政政策对宏观经济周期的变化的认识时滞已嫌太长，决策和执行时滞一定要尽量缩短，否则财政政策时滞较短的优势就会减弱。

其次，财政政策的力度相对平时要大大增加。

促使经济回升需要较大的财政力度的原因是经济衰退时期财政政策作用的乘数要小于

复苏时期。从美国的例证看，两者差距能达到 2—6.6 倍，也就是说，在不存在其他因素作用的情况下，繁荣时期 100 亿财政支出通过乘数作用实现的国民生产总值，在衰退时期可能需要 200 亿—660 亿的财政支出才能实现。

不妨回想一下 30 年代大萧条时的罗斯福新政，财政政策在当时的背景下本来是大有用武之地的，而且罗斯福主要也是运用了财政政策，但事实证明效果并不佳，罗斯福费了整整 10 年的劲却没有使美国经济恢复到大萧条前的水平、甚至在 1937—1938 年还使美国经济坠入了一道更深的低谷（北京大学中国经济研究中心宏观组，1998b，1998c）。原因在于，罗斯福对货币政策、赤字预算和动态财政平衡的理解比较表面的，并不明白“只有实实在在地花钱，才能战胜大萧条”的真谛（Gerald Gunderson, 1994）。

90 年代以来，日本宏观政策的实施几乎重演了罗斯福的教训。从 1992 年以来，日本经济进入萧条，日本政府每年大约注入 10 万亿日元用于公共事业，现在加起来已有 70 万亿日元，但是并未取得取得效果，致使日本经济至今未摆脱低迷。其道理便在于萧条时期乘数作用小，日本政府的财政政策未能相应增加力度。日本经济界人士现在终于明白了“一开始就下决心比拖到今天好得多”，“与其每年滴几滴水还不如一下子投放”以及“没有经济的重建就没有财政的重建”的深刻道理（余永定，1998）。

因此如果决定使用财政政策就要下大决心，尽快在较短的时间里集中增加较多的资金投入。

3. 增加中小银行贷款、扩大利率浮动范围以加大对中小企业的贷款力度

大银行在给中小企业借款时要受到交易费用增加的制约，因为中小企业无法提供充分信息揭示并让银行确信自己的类型，大银行只好一个一个地去了解分散于各地的中小企业的信誉和还贷能力，这比了解几个大企业和项目无疑要大多数的交易费用。所以，国外解决中小企业企业贷款的关键是大力发展各类中小银行尤其是地方性的中小银行。中小银行有三大特点：一是无力经营大的贷款项目，只好以中小企业为其主要服务对象；二是地方性的中小银行对于当地的中小企业比较了解，彼此之间在信息上易于沟通，相对减少交易费用；三是对利率变动更为敏感，在降息的情况下，能够找到大量适宜的中小企业进行放贷。遗憾的是，我国目前不仅存在着对中小企业贷款的歧视性政策，而且受金融体制格局，主要为中小企业贷款的只有民生银行、城市商业银行和城乡信用社，这些金融机构实力较弱，所提供的帮助也微乎其微，1997 年底，三类金融机构资产占全部金融机构总资产的 15%，而贷款的相应比重也仅为 16%，因此未能充分挖掘降息潜力。另外，农行也为中小企业提供许多贷款，工行、中行和建行也都提供，但缺乏积极性。为此，我们建议一方面考虑适时对部分中小商业银行发放一定数量的再贷款，另一方面可考虑要求大银行对于中小企业的贷款要达到相应比例。

中小企业贷款的另一制约是风险相对较大。解决这一问题可采取提高利率的办法，在高风险情况下，银行如果可以获取高利率，那么其放贷的积极性和主动性将大为提高。但是，我们目前的利率定得较死，银行自主性差，因此，可考虑扩大利率上下浮动的范围，使银行根据企业情况选择适当利率的空间增大，最终有利于情况各异的中小企业都能得到贷款。再就是要适当改变发放贷款的银行职员对每笔贷款负完全责任的做法，如允许贷款发放者在一定期限内可以有某个比例的失败，这样才可能避免消极的惜贷行为（林毅夫，1998）。

4. 实施消费政策

消费形成最终需求，在促进 GDP 增长的四个因素中，消费对 GDP 增长意义重大，从表三可以看出，改革开放以来，中国经济的增长在很大程度上依赖于消费需求的增长，在 1990 年以前，消费增长对 GDP 增长的贡献经常在 60%以上，近几年也仍在 50%以上。经验研究表明，消费增长 1 个百分点可以带动 GDP 增长 1.05 个百分点，而投资和政府支出增长 1 个百分点只能带动 GDP 增长 0.44 和 0.51 个百分点，净出口的增长率对中国长期 GDP 的增长率影响不显著，且系数趋近于 0（台湾经济研究院董瑞斌估计）。财政政策能取得多大作用在很大程度上也将取决于消费倾向，因此，在当前由卖方市场转向买方市场的情况下，必须制定相应的消费政策来启动市场。

从 90 年代中期后，中国城镇居民的耐用消费品的消费逐渐饱和，进入包括住房、小汽车在内的重工消费阶段，去年私人购车占购车总数的 40%，已成为汽车消费的主力，但总

的来说，由于积极的产业政策和缺乏行之有效的消费政策，受自身购买力不足所限仍处于储蓄等待阶段，并导致重工原材料产业的虚假的“相对过剩”。

在利率不断下调的有利时机，如果针对消费结构的变化，注意到消费的不同层次，居民消费热点的分散化以及农村消费的巨大潜力，出台合适的消费政策，不仅具有立竿见影的短期意义，还对产业结构的调整有长远意义。

表 4 真实 GDP 增长的因素及其贡献率 (%)

年份	真实 GDP	消费		投资		净出口	
	增长	增长	贡献率%	增长	贡献率%	增长	贡献率%
1979	7.6	7.08	93.2	0.72	9.5	-0.2	-2.6
1980	7.81	6.2	79.4	1.48	19.0	0.13	1.7
1981	5.26	5.67	107.8	-0.98	-18.6	0.57	10.8
1982	9.01	4.73	52.5	2.7	30.0	1.58	17.5
1983	10.89	7.1	65.2	4.53	41.6	-0.73	-6.7
1984	15.18	9.3	61.3	6.69	44.1	-0.82	-5.4
1985	13.47	8.98	66.7	9.24	68.6	-4.75	-35.3
1986	8.86	4.62	52.1	2.81	31.7	1.43	16.1
1987	11.57	5.98	51.7	2.96	25.6	2.62	22.6
1988	11.27	7.6	67.4	4.91	43.6	-1.24	-11.0
1989	4.07	3.06	75.2	1.15	28.3	-0.14	-3.4
1990	3.83	0.31	8.1	-0.49	-12.8	4.02	105.0
1991	9.19	5.42	59.0	3.4	37.0	0.38	4.1
1992	14.24	8.69	61.0	7.24	50.8	-1.68	-11.8
1993	13.49	4.71	34.9	12.08	89.5	-3.3	-24.5
1994	12.66	6.59	52.1	2.59	20.5	3.49	27.6
1995	10.51	6.46	61.5	3.53	33.6	0.51	4.9
1996	9.61	6.16	64.1	2.8	29.1	0.65	6.8
1997	8.8	4.65	52.8	1.91	21.7	3.124	35.5

资料来源：根据《中国统计年鉴 1997》和《中国统计摘要 1998》加工整理所得。

(二) 中长期

为实现可持续性增长，要求宏观政策的导向从需求政策转向供给政策，消除束缚增长的各种障碍，转变增长方式，提高增长效率。

1981—1996 年中国国内生产总值平均增长速度为 10.1%，其中 1991—1996 年更是高达 11.6%（中国统计年鉴 1997 第 25 页），今后将怎样？

由于近几年 GDP 的下滑态势超出人们预料，人们开始对中国中长期经济的高速增长表示悲观，尤其是加上亚洲金融危机的外部冲击，更使人不仅从数字上，更从感觉上不太相信中国还能再度出现以往持续两位数的高速增长。我们认为，中国中长期的宏观经济政策如果一直放在需求管理上，增长的基本格局不变，那么以上的担忧很有可能成为现实；但是，如果调整宏观经济政策，转向以推动结构转换、消除供给约束的供给政策，仍能保持中长期高速增长。从目前的情况，我们分析中国存在可持续性高速增长的四大空间，这四大空间应该是中长期宏观经济政策的主要着力方向。

1. 城乡结构转换空间

中国经济在高速增长过程中产生一个严重的结构畸形问题是二元经济结构的矛盾。城镇化进展缓慢，城乡分割严重，城乡差距从一度缩小再次扩大为超过改革开放以前的程度（约 2.4: 1）。城镇化进程缓慢的一个后果是农村居民收入低，消费需求较低。中国工业对经济增长的贡献极大，但我国目前的重化工业增长势头，只是由城镇居民消费升级所引发的，占

全体人口 70%的农村居民，消费结构远未达到足以引起工业增长向重化工业方式转换的时期。目前，中国的消费市场表现出需求不足，产能过剩。据估计，中国目前产能过剩最严重的家用机电产品中，只有自行车和电风扇基本饱和，彩电、冰箱、洗衣机等 11 种产品的全国平均普及率仅在 25%左右，如果中国农村城市化步伐能达到国际平均水平，中国市场需求就会呈现比较好的梯度，仅家电产业至少还可以高速增长 20 年，耐用消费品对中国的带动至少还有十余年。因此，现阶段投资的方向之一应向城市化发展方面倾斜，以加速城市化进程为中心来调整投资方向，适当加大居民住宅投资与基础设施的公共投资的比重，通过促进城市化，实现大规模过剩农业劳动力的转移，扩展就业的空间和层次，实现收入支出结构和总水平的调整和升级，带动产业关系的转变和重组，从而形成新的宏观供求格局（邓英淘等，1998）。

2. 所有制结构的调整

所有制结构的变化是改革开放以来我国经济体制向市场经济演进的最为根本的制度原因。在所有制结构变化中，最为突出的特点是，国有资产比重迅速下降，非国有资产比重持续上升；而随着资产比重的变化，是不同所有制结构主体对经济增长贡献更大的变化。以工业为例，国有资产占全社会资产比重，由 1978 年的 88%降到 1995 年的 67%，非国有资产上升到 33%；在第二产业中，在 1996 年非国有经济的产值占 70%，国有经济只占 30%。而综合三大产业再比上 1996 年全国的 GDP，非国有经济的贡献约为 63%，国有经济的贡献为 37%左右（刘伟，1998）。我们可以推算出，非国有资产比重每上升一个百分点，对经济增长的贡献远大于一个百分点，因此，非国有经济的成长，将换来经济高速增长的空间。

3. 产业结构调整空间

对产业政策和经济增长关系的数量研究表明，产业政策的正确与否对经济增长关系重大，尤其是连续正确的产业政策能够产生的并不是简单的叠加的增长效应，而是累积的效应（汪同三等，1995）。

伴随买方市场的出现，中国工业经济结构矛盾日益突出，调整任务日益紧迫。1998 年上半年工业经济增长速度明显放慢，工业增加值与去年同期相比仅增长 7.8%，增幅回落 3.7 个百分点，不仅表明工业增速放慢的趋势没有得到扭转，还说明整个工业尚未走出调整期。但值得注意的是，虽然平均增速较低，居然还有象电子通信这样增长速度近 30%的绝对高速增长产业。对此，人们不禁要问，假如其他产业都以电子通信那样的速度发展，中国工业增长该有多高的速度？

中国目前的产业政策显然还没有将资源配置到这些有效率的产业中来，如股票上市，往往考虑是非产业因素，许多成长潜力不太的企业纷纷上市。

80 年代被认为是我国经济由消费需求所主导的轻型化产业主导增长时期，从 80 年代末到 90 年代初，由于居民消费需求结构的变化，我国经济增长阶段进入到由储蓄和投资需求所主导的重化工业阶段（王建，1998）。根据日本和“亚洲四小”的经验，在进入到这一新的发展阶段后，经济增长有可能维持 20 年左右高达两位数的增长。当前的问题在于，虽然重化工业中的基础设施和基础原材料已发展到近乎“相对过剩”的地步，但重加工业却并未得到相应的发展，其中的关键则在于投资比例太低。因此，虽然存在对重加工产品的最终需求，却难以拉动与其相关的中间产业的发展，也就不能吸纳 90 年代以来新形成的基础产业（能源、电力、钢材、水泥、玻璃）的巨大生产能力。从上半年的情况看，能源行业生产总量同比下降 5.5%，增速呈下降趋势；铁路、公路、水运货运量分别下降 5.9%、6.6%、5.1%，运量减少最多的是煤炭和石油；钢增长 6%，钢材增长 6.9%，平板玻璃增长 7.6%，均低于平均增长速度。

为此，有必要重新思考产业政策的取向，对需要振兴的支柱产业进行倾斜，特别是有效地增大投资力度，并对最终需求予以引导。

4. 区域结构转换空间

中国由于地域广大，并存在三个明显的经济发展分级地带，即呈现出产业结构明显差异的东、中、西部地区三个不同地带，因此，可以利用区域差异发挥劳动力的比较优势。从理论上说，中国这样一个 12 亿人口的经济，劳动力投入增长的可持续性可因为区域差异

的存在而长久保持，支撑起中国 30—40 年的高速增长（樊纲，1996）。

一些学者（王建，1998）已经注意到我国近几年来我国区域经济发生的一些重要特点。特别是从 1994 年起，我国中西部一些省区的经济增长速度明显加快，以至于 1996 年第一次出现了中部地区增长率高于东部地区 1 个百分点的情况，并体现出 80 年代沿海地区的增长特征，即先是农业增长高峰，然后是农村工业化高潮，并导致港台地区以劳动密集型出口产业，向中、西部地区移动的趋势。1997 年西部地区投资大幅增长，达 20.9%，增长速度居全国之首；中部地区投资增长 9.7%，增幅超过东部 1.6 个百分点，反映国家布局在中西部地区重点建设如南昆铁路、西南地区出海大通道、黄河小浪底工程、长江截流以及三峡工程等进展顺利（中国国情研究会，1998）。

国家应充分利用区域经济结构的大转换来拓展高速增长的空间。一是可以通过财政对中西部地区基础设施的投资，改善其投资环境，吸引更多的投资，借助于中、西部地区的发展，使我国经济增长源源不断地获得廉价劳动力，从而抵消他国货币贬值的压力，长久地赢得国际市场。二是在东部在进行产业结构调整向更高的技术性产业发展时，鼓励劳动力密集型产业向中西部转移，以继续发挥劳动力的比较优势。

5. 中小企业的发展空间

中小企业的发展将成为支持中国经济可持续发展的最有活力的一部分，目前我国的中小企业个数占全国企业的 99%，雇佣了 75% 的城镇劳动力，新增就业机会中 80% 来自中小企业，中小企业创造的增加值大约占 GDP 的 60%，提供的利税占 40% 左右。

中小企业有以下几个特点：第一，中小企业的产权较明晰，激励制度强，因此效率高，这已为各国的实践所证明。在美国的研发费用中，大企业占 90%，中小企业占 10%，但是在 1975—1995 这 20 年间，美国在市场上成功的科研成果按价值量计算，中小企业却占了一半以上。第二，中小企业每单位投资吸收的劳动力多，有利于创造就业机会。第三，中小企业高风险，每年新生及死亡企业大多数是中小企业。

目前，中国的融资体制与经济发展的要求不相适应，直接融资基本上不对中小企业开放，中小企业贷款难。经验表明，每一个高效、持续发展的经济都有活跃的中小企业，都较好地解决了如何支持中小企业的问题，如美国、日本、意大利、台湾省等，支持中小企业是一个系统工程，需要建立科技、培训、管理、金融服务、法律框架等一整套的服务体系。就金融而言，当前迫切需要解决的问题有：中小企业贷款担保基金的建立和运行，中小企业贷款抵押手续繁杂，费用高的问题，金融机构为中小企业贷款的积极性问题。

亚洲金融危机发生后，人们的目光开始转向中小企业，这是一个了不起的转变。中小企业的成功将意味着我国经济效率、活力、就业即可持续有了基本保障。

我们必须指出的一点是，财政政策和货币政策可能解决暂时的经济困难，宏观调控只是暂时的措施。从一个中长期的角度来看，财政政策和货币政策都无法最终解决经济中存在的问题。日本已经意识到这一点，开始进行经济结构的改革。中国的问题也存在经济结构中。因此，从中长期的战略角度来看，我们必须进行的是调整经济结构。

鉴于在现实经济运转过程中，体制问题、结构问题与总量问题往往是密不可分的。因此，在判断经济形势时，需要正确区分各种不同的问题与采取相应的对策。比如，同一个“实业投资不足”的现象，就可以是多种因素的结果：企业与地方政府投资缺乏约束，自有资金不足，导致银行惜贷，显然与现行企业制度的缺陷相关；政策性银行筹资成本高，不愿向基础设施投资，出现“政策银行商业化”倾向，显然与我国目前财政、税收体制以及进入体制方面的问题有关。而以往的“重复建设”、盲目投资、存量资产长期不能重组等等因素导致的结构失调，又是导致银行资产质量低下、企业负债率高、投资回报率低的“结构性”原因。这些问题显然需要通过体制改革和结构调整加以解决，而不能通过以总量关系为目标的宏观经济政策加以调节。

但在体制与结构问题之外，毕竟有一个相对独立的“宏观总量”关系问题，需要通过总量的调节来加以解决。“总量调节”或宏观调控，属于经济生活的“短期问题”，是在给定的体制与结构条件下通过一些政府可调节的政策变量调整，达到熨平经济波动，实现经济稳定增长的目的；在经济高涨时期防止通货膨胀，而在经济不活跃的时期促进就业增长、促进现有生产能力和增长潜力的充分发挥。

结束语

启动中国经济象推一辆车，用 1000 公斤的力量推 10 次，车还是沿地不动，如果用 1000 公斤的力量推一次，车就启动起来了。但是风险是，车有可能在启动以后，加速飞驰，再次失控。因此在用力推车时，要检查车的闸和其他装置，防止一个倾向掩盖另一个倾向，同时，让骑车的人自己有能力往前更为重要，要争取这次启动起来以后，车能高效、均速、可持续地前进。

各国经验表明，货币政策和财政政策都有时滞。货币政策对经济增长的作用一般要在 6 个月以后才能显现出来，在 12 个月至 18 个月期间达到高潮，24 个月以后效果逐渐减小。中国的情况我们没有做过实证分析，不好对时滞结构作出判断。但有一点必须指出：你要能够预测一年以后的情况才敢用货币政策，而只要你使用货币政策，又会对一年后的情况产生影响。

政府的宏观调控的结构是熨平经济周期还是放大经济波动是一直有争议的问题。

参考文献

- 1、北京大学中国经济研究中心宏观组（1998a），《寻求多重经济目标下的有效政策组合》，《经济研究》1998 年第 4 期。
- 2、北京大学中国经济研究中心宏观组（1998b），《美国 30 年代大萧条对中国经济的启示》，《战略与管理》1998 年第 3 期。
- 3、北京大学中国经济研究中心宏观组（1998c），《罗斯福“新政”，评价及启示》，《国际经济评论》1998 年第 4 期。
- 4、李扬（1998），《形势与对策三议》，《改革》1998 年第 4 期。
- 5、深圳综合开发研究院（1998），《近期回升有望，长期问题显现——当前中国宏观经济形势分析》，《开放导报》1998 年 8 月。
- 6、林毅夫（1998），《市场经济新形势下如何启动经济增长？》，北京大学中国经济研究中心简报。
- 7、宋国青（1998），《联办研究报告》1998 年 7 月 17 日。
- 8、刘宪法（1998），《当前启动经济面临的矛盾及政策取向的选择》，深圳综合开发研究院工作论文系列。
- 9、张昌彩、姚永玲、王蕾（1998），《为了确保 8%：政策效应分析与经济博弈》，《中国经济信息》1998 年第 15 期。
- 10、邓英淘、姚纲（1998），《产业就业重组与城镇化进程》，《战略与管理》1998 年第 4 期。
- 11、王建（1998），《我国经济发展的新阶段及发展与改革中的若干问题》，中经互连网络。
- 12、刘伟（1996），《经济“软着陆”与非国有经济》，《经济研究》1998 年第 4 期。
- 13、中国社会科学院经济研究所宏观经济课题组（1998），《大调整：一个共同的主题和必然的选择——中国宏观经济分析》（讨论稿）。
- 14、新华社北京 6 月 24 日电，《项怀诚向全国人大常委会报告去年中央财政决算：财政收入继续保持增长》，《金融时报》1998 年 6 月 25 日。
- 15、项怀诚（1998），《运用财政杠杆，促进经济增长》，《中国证券报》1998 年 6 月 17 日。
- 16、新华社北京 8 月 26 日电，《国家将实施积极财政政策：曾培炎提出确保经济增长九项措施》，《金融时报》1998 年 8 月 27 日。
- 17、新华社北京 8 月 26 日电，《财政部拟发千亿国债用于加快基础设施建设：项怀诚向九届人大常委会第四次会议作说明》，《金融时报》1998 年 8 月 27 日。
- 18、经济日报北京 7 月 13 日讯，《上半年我国金融形势平稳发展》，《经济日报》1998 年 7 月 14 日。
- 19、尚福林（1998），《进一步加强和改进对中小企业金融服务》，《中国金融》，1998 年 6 月。

- 20、王殿和等(1998),《捡了西瓜勿忘芝麻:加强对中小企业的支持》,《金融时报》1998年7月13日。
- 21、汪同三、齐建国(1996),《产业政策与经济增长》,中国社会科学出版社1996年
- 22、《1997年中国统计年鉴》,中国统计出版社。
- 23、《1997年中国财政年鉴》,中国财政出版社。
- 24、刘仲藜在九届人大一次会议上《关于1997年中央和地方预算执行情况及1998年中央和地方预算草案》报告。
- 25、谢杭生(1996):《从社会资金的宏观配置格局谈财政与货币政策的协调配合》,《金融研究》1996年第7期)。
- 26、多恩布什、费希尔,《宏观经济学》,中国人民大学出版社,1997年版。
- 27、梁小民,《宏观经济学》,中国社会科学出版社,1996年版。
- 28、欧阳明、袁志刚,《宏观经济学》,上海人民出版社,1997年版。
- 29、Oliver Blanchard, "Macroeconomics",清华大学出版社,1997年。
- 30、Robert J. Gordon(1990), "Macroeconomics",
- 31、John. Hicks, "IS-LM: An Explanation", "Modern Macroeconomic Theory", edited by Jeal-Paul Fitoussi,1983.
- 32、Axel Leijonhufvud, "What was the matter with IS-LM?" "Modern Macroeconomic Theory", edited by Jeal-Paul Fitoussi,1983.
- 33、Warren Young (1987), "Interpreting Mr Keynes: The IS-LM Enigma".
- 34、Gerald Gundersun(1994),A New Economic History of America,McGraw-Hill,Inc.