

1998年货币政策回顾和1999年展望

北京大学中国经济研究中心宏观组*

一、1998年货币政策目标的重大变化：对外目标由防止人民币过度升值变成确保汇率稳定，对内目标由抑止通货膨胀转向谨防通货紧缩

1995年，中华人民共和国《中国人民银行法》的实施，从法律上明确了中国人民银行作为中央银行的地位和职责，中央银行体制的建立，为中国货币政策的制定和实施提供了必要的制度基础。规定“中国人民银行在国务院领导下，制定和实施货币政策，对金融业实施监督管理”；同时首次从法律上明确了货币政策目标是“保持货币币值稳定，并以此促进经济增长”，币值稳定的目标包括对内和对外两个方面：对内是指物价稳定，对外是指人民币汇率稳定。

1994年汇率并轨以来，人民币汇率相对稳定并略有升值，从1994年的8.7上升到1997年的8.3左右。这一时期由于通货膨胀高企，稳定物价、保持增长成为宏观软着陆的主要任务，治理通货膨胀成为货币政策的头等大事。同时维持汇率稳定也成为货币政策实际上的首要目标。从1994年到1997年，中央银行平均每天买进一亿美元，通过买入美元每年放出3000多亿元的基础货币。为了避免通货膨胀，中央银行采取了收回对商业银行的再贷款的方式进行对冲。可以说这一阶段的货币政策的目标是对内对外并重，而维持汇率稳定是硬约束，是第一位的目标，收回再贷款的对冲操作是配合措施。到1996年，出现了“高增长低通胀”的局面，而国际收支表中，经常项和资本项连续几年保持盈余，外汇储备和外商直接投资增加，投资者对人民币有充分信心，对外目标即人民币汇率一直相对稳定，略呈上升趋势。至此，货币政策的实施可以说非常成功，实现了银行法所规定的目标：货币币值稳定，经济持续高速增长。

1994—1997年的货币政策目标是防止人民币过度升值，在市场美元供大于求的情况下，中央银行买入美元。1997年亚洲金融危机的发生，保持人民币汇率稳定成了货币政策必须确保的头等目标。1997—1998年周边国家货币纷纷贬值，中国出口形势受到挑战，同时投资者受危机影响对中国投资举棋不定，人民币汇率面临很大压力，中国政府仍然在国际上一再庄严承诺人民币汇率不变。人民币汇率不贬不仅出于经济考虑，也是政治考虑，具有重大的意义。

1997年以来还出现了改革开放以来所未有过的另一现象。那就是中国面临通货紧缩的危险，表现为物价持续走低，货币供应量下降、消费不振、经济增长乏力等（北京大学中国经济研究中心宏观组，1998a）。1998年7月底，朱熔基总理在视察内蒙古和山西时，首次用“通货紧缩”一词表示了政府对当前经济形势的判断。在出现“通货紧缩”迹象的情况下，货币政策对内稳定物价的目标在方向上理所当然地要加以调整，即在通货膨胀危险基本上不

* 执笔人：易纲、江慧琴。赵晓参加了本文的讨论，在此深表感谢。

存在的情况下，货币政策主要是谨防通货紧缩。虽然中国政府积累了丰富的治理通货膨胀的经验，治理通货紧缩却是第一次。

综上所述，与前几年相比，1998年货币政策目标具有新的特征：一是对外目标凸显并成为必须确保的中心目标；二是对内目标由抑止通货膨胀转向了谨防通货紧缩。值得注意的是，除了人民币汇率稳定和国内防止通货紧缩这两个最主要的目标之外，1998年宏观经济具有明显的多重目标并举的特点，货币政策的效力在多重目标的平衡之间难免受到制约，在判断货币政策对各目标的执行情况时，我们应该把握其主要目标的效果。

二、货币供应量：货币政策的中介目标及1998年走势评析

1、货币供应量作为货币政策中介目标的由来

中国货币政策的最终目标是实现人民币值的稳定，为此中央银行需要采用中介目标来观察货币政策实施的效果及最终目标实现的程度。长期以来，人民银行曾选择信贷规模和现金发行作为货币政策的中介目标。然而，改革开放以后，经济金融运行环境逐渐变化，中央银行仅仅控制国家贷款和现金投放已难以有效地控制货币供应，1979年以后多数年份M2明显高于贷款增加额的事实表明通过控制贷款规模已经不能完全达到控制货币供应量的目的(表1)。

表1 1979—1995年贷款增加额占M2增加额的比重 (%)

年份	比重	年份	比重
1979	63.4	1988	100.6
1980	101.5	1989	111.2
1981	78.7	1990	93.3
1982	75.1	1991	81.4
1983	84.9	1992	72.3
1984	105.8	1993	88.3
1985	154.9	1994	58.6
1986	119.7	1995	65.9
1987	83.8		

资料来源：《成就辉煌的20年》P305

中国人民银行于1994年第三季度开始按季度向社会公布货币供应量，1995年尝试将货币供应量纳入货币政策中介目标体系，1996年正式确立为货币政策中介目标，这是中国货币政策发展史上，货币政策中介目标选择的重大改革。

在理论上，中央银行实现货币政策的目标可以采用两种中介目标。一是以短期利率为中介目标（大多数发达国家均以短期利率为中介目标），通过影响杠杆性的市场利率来影响货币市场状况，由此改变银行资金使用的边际成本，达到调节银行的存款创造及货币总量的目的。二是以货币供应量为中介目标，通过基础货币与货币总量的稳定关系来调节货币总量存量。

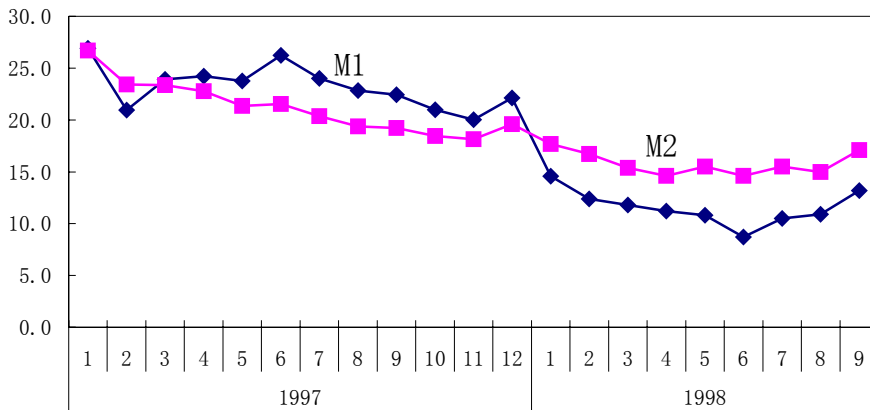
利率手段的有效性取决于若干基本条件的实现。第一，稳定的宏观经济环境，特别是可预测的稳定的通货膨胀率是利率工具可行性的前提条件；第二，竞争性与预算硬约束的银行制度是市场利率作为货币政策有效手段的重要前提；第三，具有具备完善的、对利率信息反映灵敏的金融市场，才能够迅速与均匀地传递中央银行货币政策的调整信息，从而达到中央

银行通过利率实施货币政策意图的目的。显而易见，目前以短期利率为货币政策的中介目标的条件还不成熟。

2、当前的货币供应量是否适度

在当前以及今后很长的一段时间内，货币供应量都将是货币政策的中介目标。然而，1998年，货币供应量增速出现下降，1998年1月广义货币供应量M2（ $M2=M1+$ 单位定期存款+储蓄存款+其他存款）增幅为17.4%，1-4月份逐月回落，到4月份增幅为14.6%，6月份再次下降为14.6%（见图1），引发了货币供应量是否适度的怀疑。

图1 1997-1998年M1和M2名义增幅 %



经济中的货币量是由货币需求和货币供给两方面共同决定的。货币需求取决于经济发展规模、经济增长速度以及由此衍生的一些经济变量。在现代金融体制下，中央银行可以采取各种货币政策手段，调控货币供应，但毫无疑问，中央银行的调控受制于经济内在因素的影响。

影响货币需求的因素主要有国民收入水平、利率水平、对通货膨胀的预期以及体制变革等，而国民收入基本是由投资、消费、净出口构成。货币需求的增长要受经济增长、物价水平、经济市场化和货币化程度的提高以及货币流通速度的变化等因素的制约。

居民收入水平：目前我国经济景气度不高，居民收入水平呈下降趋势。统计数据表明，1993年以来居民人均生活费收入的增幅呈下降趋势。另外由于机构改革、下岗减员、社会保障体系的不完善等因素导致人们对收入增加的预期下降，这些均会降低人们对货币的需求。

消费：目前消费市场疲软，由消费支出带动的货币需求有限。当前我国消费品市场的供求格局已发生根本变化，买方市场已经形成。在居民家庭中，有支付能力的普及性需求已经饱和，高、中、低档消费品均出现供过于求的局面。社会消费品零售总额1998年前8个月为18580亿元，同比增长7.3%，而去年与前年的同期比为13.8%，明显下降。

投资：随着市场竞争的日益激烈和结构调整力度的加大，作为经济主体的企业的自我控制作用加强，企业缺乏投资的积极性。1998年以来，工业企业特别是国有工业企业经济效益下滑严重，前6个月国有企业盈亏相抵净亏损93亿元，一些企业处于停产半停产状态。企业的现状使其对增加贷款、扩大生产的积极性降低，表明投资状况对货币的需求增长有限。

进出口：受亚洲金融危机的影响，我国出口增长明显回落。据海关统计，1998年1—8月，出口额达1187亿美元，同比增长5.5%，而去年与前年的同期比是26%；进口额达873亿美元，同比仅增长0.4%。因此，1998年的贸易形势表明进出口对货币的需求增长有限。

从货币供给来看，人民银行增加货币供给的措施受到了各方面的制约和影响，主要体现在以下几个方面：

(1) 外汇占款的减少。受亚洲金融危机的影响，导致银行结售汇差额的缩小，上半年中央银行的外汇占款同比少增1000多亿元。

(2) 农副产品收购资金和再贷款减少。由于粮食购销体制改革，以及农副产品收购资金管理加强，1998年农副产品收购资金少增，人民银行再贷款由此少增，1998年上半年，人民银行收回农发行用于收购农副产品的再贷款达136亿元。

(3) 备付金率偏高。实行商业化经营以后，商业银行在整个紧紧增长乏力的海关环境下倾向于谨慎放贷，具体表现为银行的超额储备额居高不下。6月末，国有独资银行超额储备率为9.1%，其他商业银行的超额储备率为16%。较高水平的备付金率削弱了基础货币的扩张能力。

(4) 企业产成品积压和应收帐款增多占用银行贷款。统计数据表明，上半年工业产品销售同比只增长了3.7%，远低于生产的增速。这样就会影响商品、货币的正常循环，影响银行贷款转化派生相应的企业存款，起到降低货币乘数的作用。

因此，从货币需求和供给方面的分析表明我国的货币供应量是适应经济发展的需要的。另一方面，货币政策由于受到各种制约使得货币政策的措施不能充分体现为货币供应量的增长。对于货币政策实践的措施、效果及制约因素，我们将在下一节进行讨论。

三、1998年货币政策的主要措施和效果

(一) 措施

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，具体则应根据宏观经济形势的变化，及时、灵活地进行政策转换。

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，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。“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，1998）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成熟。

我们在第一部分中已经提及，1998年货币政策有多重目标，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。

1998年货币政策及其调控下的金融运行有以下特点：

一是货币政策渐趋积极。

为防止出现全面的通货紧缩，中央银行利用各种货币政策工具进行了宏观调控，包括增加指导性贷款指标达10000亿元，比去年实际贷款增加1800亿元左右；改革存款准备金制度，将法定存款准备金率从13%下调为8%，使商业银行增加可贷资金4000亿元以上；两次降低存贷款利率，分别降低金融机构存、贷款利率0.65、1.72个百分点，加上前三次降息可减轻企业负担2400亿元；追加国家银行的固定资产贷款指导性计划，从年初的2700亿元追加到3700亿元，大大高于上年固定资产实际贷款22%的水平，是“八五”以来最高的一年；调整国有商业银行的存贷款比例，明确提出，年度中间可以突破，年末不够可以调整，最近不足可向央行申请再速效渠道；恢复中央银行债券回购业务，增加了商业银行再融资渠道；发布“关于进一步改善对中小企业金融服务的意见”，加大对中小企业贷款支持；以及相继出台并发放封闭贷款，督促商业银行贷款等各项信贷政策，对国民经济的持续稳定发展起到了明显作用。

二是货币供应逐月加快。

1998年年初广义货币供应量M2（ $M2=M1+$ 单位定期存款+储蓄存款+其他存款）一度出现下降，其中4月份增幅仅14.6%，但由于努力，下滑势头很快得到遏止，总的来看仍然表现出了供应逐月加快的趋势。特别是7月份以后，货币供应增幅明显提高，到9月末广义货币M2余额为99795亿元，比上年同期增长16%，增幅比前两个季度末分别高0.7和1.4个百分点。在经济增速放慢、物价持续下跌的情况下，M2保持这样的速度应当说是不低的。

狭义货币（ $M1=$ 现金+单位活期存款）7月份止跌回升，增幅为10.5%，8月末余额3.51万亿元，同比增长10.93%，9月末狭义货币M1余额为36501亿元，比上年同期增长13.2%，增幅比前两个季度分别高1.5和4.5个百分点，回升态势明显。

市场现金流通量M0为10528亿元，增长11.7%。

三是新增贷款不断增加。

1998年各月贷款增幅与去年同期相比有所下降，但5月份之后呈上升趋势，8月份增幅突破16%，为16.4%，9月份的贷款余额增幅为17.1%，是今年以来的最高值，并与去年同期持平，表现出贷款余额增幅止跌回调，今后几个月有望继续增长。9月末，全部金融机构各项存款余额为91881亿元，增长17.3%，增幅比今年第1、2季度末高0.4和1.9个百分点。其中城乡居民储蓄存款余额为51581亿元，比去年同期增长17.1%。前9个月累计，储蓄存款增加5789亿元，比去年同期多增430亿元。另外，贷款结构不断改善，尤其是中长期贷款增加1234亿元，同比多增667亿元（1—8月数）。这说明今年以来的两次降息尤其是第7月1日大幅降低企业中长期贷款利息的货币政策措施取得了比较显著的效果。货币政策的效果还会在今后逐步显现出来。尽管截止到1998年8月贷款增幅有所下降，但由于降息大大减轻了企业的利息负担，企业的资金相对来说并不紧张。

试将1998年以来的重大货币政策列表如下：

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年对国家指导性贷款计划是9000亿元，比去年实际贷款增加800亿元以上。	一个极强的启动信号。
3月21日	改革存款准备金制度，将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
4月	追加国家银行的固定资产贷款指导性计划，从年初的2700亿元追加到3700亿元	占国家银行全年贷款指导性计划9000—1000亿元的40%左右，大大高于去年固定资产贷款实际比例22%的水平，是“八五”以来最高的一年
5月初	《关于加大信贷投入、支持住房建设和消费的通知》	启动住房投资，带动经济发展
5月	调整国有商业银行的存贷款比例，明确提出，年度中间可以突破，年末不够可以调整，最近不足，可向人民银行申请再贷款	
	银行的呆帐准备金增加到400亿元	补充商业银行的资本金
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	
	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
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2400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	《关于改进金融服务、支持国民经济发展的指导意见》	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：《金融时报》各期

（二）效果

我们已将1998年以来货币政策采取的具体措施的效果在上表中详细列出。下面我们来分析货币政策主要目标的执行情况以及两项重要措施的效果。

1、货币政策总体效果

（1）人民币汇率稳定 1998年中国的对外目标——人民币汇率稳定这个目标实现得相当成功。人民币汇率是一个很强的货币政策，总的看来利大于弊，即避免了金融动荡加剧，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，尤其是保证了香港联系汇率的稳定，从而大大提升了中国的国际地位。

至于人们所担心的人民币汇率不贬对出口的负面影响做具体分析。1998年中国出口下降主要是由于危机各国需求收缩造成中国对这些国家的出口减少，是收入效应，而与汇率关系较小。原因如下：A、中国有一半的出口是加工贸易；B、一些主要进口国对一些产品实行配额限制，危机国家即使货币贬值，其产品出口也受配额限制；C、危机国家出口的进口依存度都比较大，贬值对其出口的正面影响有限；D、危机国家的通货膨胀使得实际汇率较高，

因此抵消了货币贬值带来的一些好处。但是应该指出，亚洲各国的货币贬值所造成的替代效应将在1999年开始显现，将对中国的出口造成压力。

(2) 经济增长 1997年中国国内生产总值总值8.8%，1998年预计全年国内生产总值增长将在7.5—8%之间。其中，工业增加值增长9%左右，M2增长16—17%，M1增长13—14%；全社会固定资产投资增长15-17%；社会消费品零售额名义增长8.1%；居民消费价格可望不再下降；外贸出口增长0—3%。

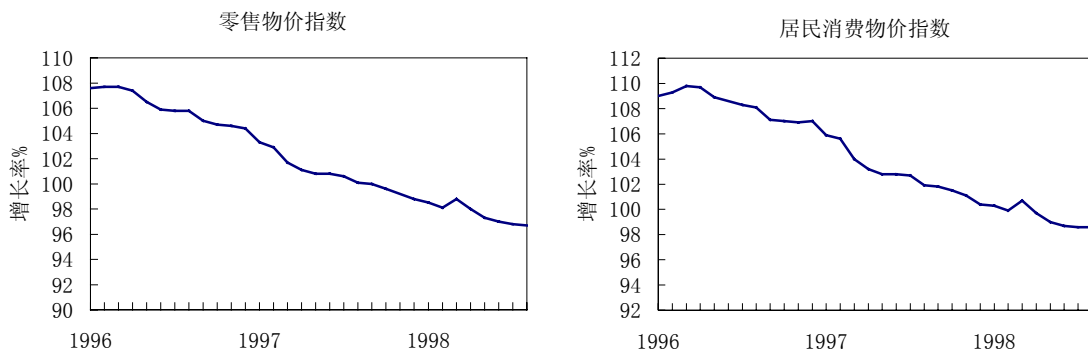
1998年的经济增长是在外部冲击加深、内部灾害严重以及多重目标并举的情形下取得的，虽较上年有所回落，但依然是全世界最高的速度，特别是在亚洲国家经济普遍衰退的情况下，能保持这样稳定的增长，应该说相当不易。

(3) 中国是否出现了通货紧缩

中国是否出现了通货紧缩的迹象？ 答案是肯定的，下面我们来分析物价、货币供应量以及存贷款情况。

物价：自1996年以来，零售物价指数和居民消费物价指数呈现下滑趋势。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8月零售物价为-3.3%；居民消费物价从1998年2月也开始出现负增长（-0.1%），到3月份略有反弹，增长为0.7%，但一直在零增长线以下。1998年1—8月累计，居民消费物价同比下降0.6%，商品零售物价下降2.4%（图2）。从物价持续走低的表象来看，我国目前出现了通货紧缩的迹象。

图2 零售物价指数和消费物价指数(1996-1998)



货币供应量：与经济增长密切相关的狭义货币M1增幅仍然偏低。狭义货币（M1=现金+单位活期存款增幅1998年1月份为14.6%，此后一直回落，到1998年6月份增幅为8.7%。M1中现金约占三分之一，活期存款约占三分之二，1998年现金少投放574亿元，相应降低M1增幅1.8个百分点。

企业活期存款在贷款多增的情况下反而少增有一些客观因素。一是工业增速放慢，1—8月累计工业增加值增长7.8%，比年初回落3.4个百分点。二是受市场约束，企业资金被不合理占用较多。7月末，全国独立核算工业企业产成品资金占用及应收货款增长均高于工业增长速度，预算内国有工业销售收入同比下降3.8%，亏损企业亏损额637.4亿元，同比增长51.9%。三是出口增幅下降和推迟结汇，8月末金融机构外汇占款减少209亿元，去年同期为增加2119亿元，企业从结汇渠道获得人民币资金减少2328亿元。因此，工业增长速度放慢，企业效益下降是企业活期存款少增、企业资金相对紧张及M1增幅偏低的主要原因。

存贷款增长：1998年1—8月储蓄存款月度平均增幅，1997年为22.4%，1998年为17.5%，比1997年低4.9个百分点。储蓄存款同比少增的主要原因如下：首先，国有企业改革的深化使下岗失业人员增加，居民总体收入水平下降，使得储蓄存款下降；其次，亚洲金融危机对

国内企业效益造成一定影响，从而影响居民收入水平；第三，1998年的两次降息，存款利息下降，也在一定程度上影响了居民存款的积极性，但这种影响有限，不应高估。

中国是否出现全面的通货紧缩？通货紧缩(deflation)作为与通货膨胀(inflation)相反的现象，是指商品和劳务价格的持续下跌，往往与经济衰退相伴随，是经济衰退的货币表现，通常有三个特征：一是物价的持续下跌，货币供应量持续减少；二是有效需求严重不足，失业率居高不下；三是经济全面衰退，GDP负增长或大幅下滑。我国目前出现的只是通货紧缩的迹象，而不是全面的通货紧缩，因为经济衰退和通货紧缩的两个最重要的特征在中国并没有出现。第一，尽管货币量的增长率减慢，中国并没有出现货币量下降。M1增幅偏低主要是货币的结构问题，需要进一步采取措施加大货币性，但目前货币供应总量是适度的。第二，中国经济并没有衰退，这一点我们在前面谈到经济增长时已经提及，中国的经济增长速度相对来说是高的。

2、降息的效果

在分析了货币政策的总体效果之后，再来看看1998年两次重要的利率改革的效果。

1996年以来，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，但据计算新增盈利仅相当于少支付利息。1998年1—7月份，国企一直处于净亏损状态，如果没有1998年的两次降息（企业少付息约900亿，其中大部分将受惠于国有企业），处境会更加困难。

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。

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。

3、存款准备金制度改革

存款准备金制度改革是中央银行实施货币政策的重要工具之一。由于调整准备金率对金融机构的流动性影响较大，因此，自1988年上调存款准备金率后，未再作调整。

与西方国家相比，中国存款准备金制度具有其独特性，商业银行不可动用法定存款准备金。商业银行处理银行间的资金清算、现金投放与回笼等业务，通过其在人民银行开设的“在人民银行存款”帐户进行，称为备付金帐户。根据需要，法定准备金帐户与备付金帐户的资金可以相互划转。

为进一步完善存款准备金制度，中国人民银行于1998年3月对存款准备金制度实施了重大改革。调整金融机构一般存款范围，将金融机构代理人民银行财政性存款中的机关团体存款等划为金融机构的一般存款，金融机构按规定比例缴存法定存款准备金；将金融机构在人民银行的“缴来一般存款”和“备付金存款”两个帐户合并，成为“准备金存款”帐户；把法定存款准备金率从13%下调到8%。1998年准备金制度改革的最主要方面是将过去逐级向人民银行各级分（支）行交纳法定准备金改为由金融机构以法人为单位向人民银行统一交纳法定准备金（占8%的存款总额）。金融机构在人民银行各级分（支）行的存款成为超额准

备，主要用于清算。超额准备成为金融机构主要用于清算的铺底资金，其数额多少由金融机构自主确定。这一改革的意义在于它大大减少了商业银行在交准备金方面所受的限制条件。一个银行在全国有几千个分支行。在改革前，每个分支行要按其存款额的13%向当地人民银行交纳法定准备金。这样商业银行的资金调度要受几千个限制条件。改革后，商业银行以法人为单位向人民银行统一交准备金。在法定准备金上只受一个限制。至少商业银行超额准备是其用于清算（通过人民银行联行）铺底资金。只要不透支就可以。这项改革大大提高了商业银行调动资金的效率。

1998年存款准备金制度改革是货币制度的重大改革，同时有极大的货币释放作用。估计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，增加的全部可贷资金在4000亿元以上。

四、1998年货币政策面临的制约及金融运行中的问题

（一）制约

经济决定金融，金融反作用于经济。综合来看，目前经济增长速度和物价水平决定的实际货币、信贷需求增长较慢，货币、信贷供给受到市场需求的严重制约，货币政策面临的种种制约因素限制了其效力。

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，按利率平价的原则，保持人民币汇率的稳定对央行的货币政策操作是一个强约束。

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。

(二) 问题

1998年金融运行也还存在着一些问题。

一是贷款投放进度不均衡。上半年国家银行各项贷款发放占全年计划发放数的25%，低于以往年度30%的水平。导致1-9月整个金融机构企业存款、短期贷款与去年同期相比增幅下降，企业存款1-9月份同比少增加400亿元（9月当月多增加504亿元）；工业短期贷款1-9月份同比少增加117亿元（9月份当月多增加20亿元）。

二是存贷款结构不均衡。居民存款增加较快。企业存款增幅一度逐月降低，三月末比上年增长13.7%，6月末增长11.5%，9月末增长14.8%。基本建设贷款增加较快，1-9月份同比多增加786亿元，但技术改造贷款同比少增加41亿元。工业短期贷款与上年同期相比，一季度少增305亿元、二季度少增235亿元，三季度少增230亿元。

三是从各地情况反映看，银企关系还没有理顺，企业融资特别是中小企业融资难的问题还比较突出，已出台的一些措施和办法不能得到很好的落实。据统计，1-8月份全国封闭贷款仅落实275户企业，发放贷款20亿元，尽管各地正在积极落实这项政策，但推进的速度并不理想。

四是短期央行再贷款利率仍然偏高，银行存在超额储备。7月1日降息后，中央银行对金融机构一年期贷款利率为5.67%，而金融机构法定贷款一年期利率为6.93%，两者相差仅1.26个百分点，加上贷款有风险，成为银行不愿向央行借款的原因之一。

五是相互拖欠比较严重，资金流通速度不够理想。1-9月应收帐款净额为12178.15亿元，比上年同期增长15.7%。

六是防范金融风险的目标难以兼顾，商业银行收息率下降，不良贷款增加，金融风险有加大的趋势。

五、1999年货币政策展望

1、1999年世界经济形势展望

亚洲金融危机后，世界经济出现大调整，经济增长速度不可能迅速回升，不会出现类似于墨西哥经济危机后的V形调整，但也不会出现类似美国30年代的大萧条，理由如下：（1）目前普遍采取的是浮动汇率制度，而30年代采取的是金本位的货币制度。（2）各国中央银行及政府积累了丰富的经验，将采取灵活的政策。美国已开始采取降息措施，西方七国开始联合起来共商全球经济救助措施，日本宣布将提供300亿美元的支持亚洲危机国家的振兴

经济贷款并将制订新的刺激经济方案以促进经济的复苏。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。

我们估计，未来世界经济发展态势很可能是一个U型调整，即在一段低速增长的调整后进入新的增长周期——不同于30年代大萧条平底锅形整理、日本90年代L形调整，它们都在低谷运行了10年之久。

1999年世界经济增长比1998年略有加快，预计增长速度为2.2%。亚洲危机国家的经济形势可能会在1999年逐渐止落回调，并在下半年会出现小幅增长，其中新加坡、韩国、泰国和菲律宾有望出现正的经济增长；日本经济持续下滑势头将得到遏制，可能在零增长左右；美国经济仍然保持增长，但增幅将低于1998年；欧盟受欧元启动的刺激，会平稳增长，预计为2.4%；俄罗斯经济将继续负增长；拉美和非洲经济的不确定因素较大。

2、1999年国内经济形势展望

世界经济形势表明我国的外部环境趋于好转，但总体仍比较严峻，1999年我国宏观经济走向将是：扩大内需的各项政策进一步落实，经济发展有望呈逐渐上升趋势。

——1998年货币政策和财政政策的力度都较大，随着时间的推移，政策效应将在1999年全面体现

——经济增长主要靠内需拉动，净出口对经济增长的贡献继续下降。

我们预计，1999年经济增长将略高于1998年，1999年上半年工业生产将继续回升，经济结构逐步改善；国家投资增长将进一步加快；市场消费增幅有所加大；净出口和利用外资走势不明朗；物价逐渐回升。

国家权威部门预测明年经济增长较低，GDP增长约7%—7.5%。与此相对照，中国社科院的专家作了一个较乐观的预测：GDP增长为8.6%；固定资产投资规模将为33300亿元左右，实际增长率和名义增长率将分别为14.5%和15.6%；商品零售价格指数上涨率将为1.7%左右；社会商品零售额名义增长和实际增长将为10.6%和8.6%左右；出口和进口增长率将分别为7%和11.5%左右；财政收支将再次出现较大的赤字；人民币汇率坚持不贬值。

我们预计，1999年GDP增长8%左右，零售物价涨幅为1—2%，消费物价涨幅为3—4%。全社会固定资产投资将增长15%，社会消费品零售总额将增长10%，出口增长0—2%，进口增长3—4%，对外贸易顺差大幅度减少。

我们较为担心的是，地方政府片面地理解增长速度，政治周期再次推动经济周期，经济增长速度之高超出大多数人的意料，而高速度的不良后果同样出乎大多数人的意料之外。

3、1999年货币政策目标展望

根据以上对宏观经济的基本估计，考虑货币流通速度的因素，预计1999年广义货币M2增长16—18%，狭义货币M1增长14—15%，流通中现金M0增长13—14%，国有银行需要新增贷款10500亿，增长10%。

1998年中国是把人民币汇率作为一个中心目标来坚守，人民币不能贬值。但从长期来看，没有一个成功的大国的货币政策是以汇率为中心的。因此，1999年最好根据中国的实际情况来制定相应的汇率政策。在国际情况不发生大的变化下，人民币汇率仍然保持相对稳定。如果危机国家经济出现复苏，人民币汇率也可以根据新的情况，服务于中国的实际形势，采取灵活机动的政策。总之，长期的汇率政策应该是有管理的浮动汇率，最终以提高中国的国际竞争力为目标。

1999年必须采取措施使物价转正，也完全有可能使物价为正，如能在1—3%的范围内浮动比较合适。

因此，建议1999年货币政策的目標是：以国内物价稳定的目标为主，保持人民币汇率相对稳定，或者至少做到国内目标和对外目标并重；既要继续实行积极的货币政策，与财政政策相协调，以适度促进经济增长，又要更加重视金融风险，谨防可能带来负面作用。

4、1999年的货币政策若干建议

(1) 扩大公开市场业务，进一步发挥公开市场操作在基础货币日常管理中的作用。取消贷款规模后，直接调控向间接调控转变，公开市场操作将逐步成为中央银行的主要政策工具。这一措施的好处在于，它可以实施扩张与收缩的双向操作，且运作方便，中央银行的主动性也强。1999年中国人民银行将采取措施，根据需要，逐步扩大交易工具，增加交易主体，规范规章制度，完善市场建设和市场监管，进一步发展和扩大公开市场业务，积极拓展中央银行公开市场操作的空间，突出发挥公开市场操作在调节日常基础货币供应中的作用，进一步为国民经济注入流动性。

(2) 继续加强再贷款的管理。1999年对农业发展银行的再贷款将继续坚持和粮、棉、油的库存挂钩的原则，严格控制再贷款的增加。在粮棉油购销环节，积极推行银行承兑票据结算，发展承兑、贴现、再贴现业务。继续加强对国有商业银行再贷款的管理，根据情况，适时适度掌握再贷款的收放力度。

(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

1999年进一步发挥货币政策效力的一个重要方面是增强占我国企业绝大多数的中小企业的贷款。由于大银行在给中小企业借款时要受到交易费用增加的制约，因此国外解决中小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。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。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，另一方面可考虑如何增加大银行对于中小企业的贷款。

针对中小企业贷款风险相对较大的制约，解决的办法可采取提高利率浮动的办法，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。

(4) 加强货币政策与财政政策的配合。1998年8月以后，货币政策与财政政策逐渐走上相互协调、密切配合，共同促进经济增长的有效轨道。1999年应该继续财政政策和货币政策的有机配合，以充分发挥乘数效应。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。

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利率杠杆进行间接调控；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。

(5) 加大金融监管力度，制止违规行为，改善金融服务，防范金融风险；始终把提高银行资产质量作为首要工作来抓。

参考文献

1、北京大学中国经济研究中心宏观组(以下简称宏观组)(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、“中国货币政策的发展”，《成就辉煌的20年》，中国统计出版社，1998年版。
- 3、“中国货币政策展望”，《中国金融展望98》，中国人民银行，1998年。
- 4、世界银行1998年经济简报；
- 5、毕韬（1998），“什么是通货紧缩？”，《经济日报》1998年9月24日。
- 5、毕韬（1998），“当前货币供应量是否适度”，《经济日报》1998年9月25日。
- 6、任合璧（1998），“我们处在流动性陷阱中吗？”，《经济日报》1998年9月28日。
- 7、李国斌执笔（1998），“1998年我国金融运行新特征及对未来的影响”，《上海证券报》1998年8月5日。
- 8、谢平、俞乔（1996），“中国经济市场化进程中的货币总量控制”，《金融研究》1996年第1期。
- 9、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。
- 10、宏观组（1998c），“货币政策乎？财政政策乎？——中国宏观经济政策评析及建议”，《经济研究》1998年第10期。
- 11、李扬（1998），“形势与对策三议”，《改革》1998年第4期。
- 12、林毅夫（1998），“市场经济新形势下如何启动经济增长？”，北京大学CCER简报。
- 13、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内部稿。