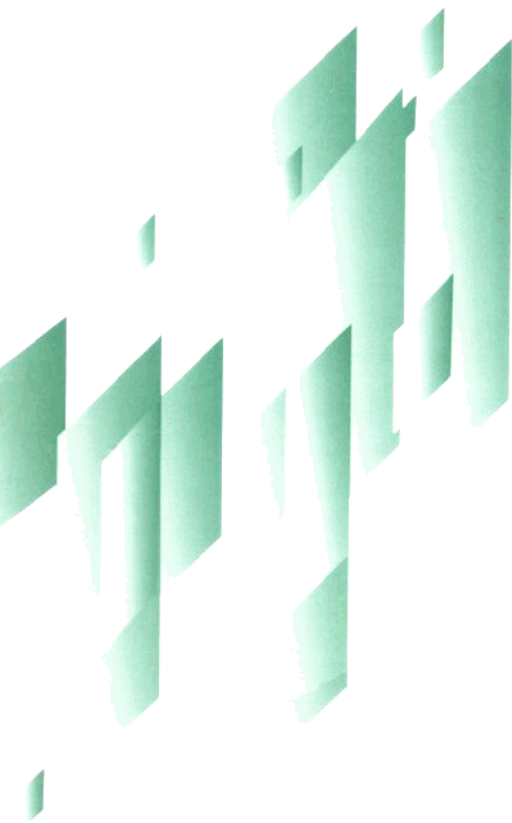


中国经济改革 二十年货币和 信用周期考察

ZHONGGUO JINGJI GAIGE ERSHINIAN HUOB
HE XINYONG ZHOUQI KAOCHA

于学军
●
著





于学军，1958年10月出生。

1982年毕业于中国人民大学，获财政金融专业学士学位；2000年毕业于西安交通大学，获经济学博士学位。曾在党政部门工作，后在金融系统工作。喜欢读书和调查研究，曾写过各类论文、调研报告近百篇，发表于地方及国家级一些专业刊物上。

目 录

1.0 导论	(1)
1.1 制度变迁与通货膨胀	(1)
1.2 经济周期与货币信用周期	(6)
1.3 理论指导与研究方法	(11)
1.4 为何从改革开放起步	(15)
1.5 结构体系与主要观点	(16)
2.0 旧制度的延续：改革后第一次通货膨胀的发生	(28)
2.1 1980 年通货膨胀是如何发生的	(29)
2.2 财政赤字引发的通货膨胀	(33)
2.3 财政赤字：旧制度条件下发生通货膨胀的 显著特征	(36)
2.4 本章重要提示	(39)
3.0 制度变迁：不同种类的通货膨胀	(41)
3.1 通货膨胀的两种类型	(41)
3.2 制度性缺损：1984 年投资、消费、信贷膨胀 的成因	(45)
3.3 1984 年“三大膨胀”的情况及后果	(48)
3.4 本章提示	(50)
4.0 制度完善中的政策失误	(52)
4.1 1985 年开始的紧缩政策到 1986 年就	

不理智地放弃·····	(52)
4.2 经济增长约束与“软着陆”的提出·····	(54)
4.3 中央银行扮演了一个什么角色·····	(57)
4.4 本章重要提示·····	(63)
5.0 1988年强烈通货膨胀的发生·····	(64)
5.1 强烈通货膨胀为什么在1988年爆发·····	(65)
5.2 货币供应量适度增长：一个需要说明 的问题·····	(68)
5.3 经济的货币化问题·····	(71)
5.4 “治理、整顿”政策的实施·····	(79)
5.5 本章提示·····	(81)
6.0 制度性复制：1993年为何重演历史·····	(83)
6.1 “时滞”问题·····	(83)
6.2 1993年通货膨胀的发生·····	(87)
6.3 发展中的新问题：非银行金融机构与资金 拆借市场·····	(95)
6.4 中央银行资产负债的管理和运用·····	(102)
6.5 制度性弊端：中央银行年初计划从未实现·····	(106)
6.6 另一个制度性问题：政治产业周期·····	(109)
6.7 本章提示·····	(111)
7.0 制度性变革：实现经济“软着陆”·····	(113)
7.1 整顿金融秩序的开始及效果·····	(113)
7.2 1994年金融体制的重大改革·····	(116)
7.3 外汇占款与基础货币·····	(119)
7.4 外汇占款与再贷款对经济的不同影响·····	(123)
7.5 财政赤字弥补方式的改变·····	(128)
7.6 “软着陆”的成功实现·····	(132)
7.7 总结：实现“软着陆”的经验·····	(145)

8.0	1998 年货币政策效用解析	(149)
8.1	1998 年货币政策面临的经济形势	(149)
8.2	1998 年货币政策简述	(152)
8.3	货币政策效果不佳分析	(158)
8.4	1998 年下半年形势及财政政策分析	(163)
8.5	总结	(166)
9.0	1999 年货币政策研究	(168)
9.1	经济增长困难的成因	(169)
9.2	通货紧缩的形成	(178)
9.3	货币政策操作力度加大	(185)
9.4	外汇存贷款对货币供应量的影响	(193)
9.5	本章提示	(198)
10.0	20 年货币和信用周期考察的概括性总结	(200)
10.1	制度变迁: 20 年货币和信用周期考察的 描述	(200)
10.2	货币供应量管理: 货币和信用周期的一个 根本性问题	(206)
10.3	中央银行独立性: 一个需要解决的重要的 一般性问题	(208)
10.4	汇率市场化改革: 货币和信用周期波动 复杂化	(210)
10.5	通货紧缩: 货币和信用周期波动的另一种 现象	(212)
10.6	财政赤字: 并非引起货币和信用周期波动 的根源	(213)
10.7	金融体制改革: 实现经济“软着陆”的制度 性原因	(215)
10.8	基础货币管理: 一个至关重要的问题	(217)

附录 I 主要参考文献.....	(220)
附录 II 主要科研成果目录.....	(222)
后 记.....	(225)

1.0

导 论

自 1978 年实行改革开放政策以来，短短 20 年中我国共发生了四次明显的通货膨胀，1998 年以后又遭受到通货紧缩的磨难，至今仍未能摆脱。这种货币、经济现象是如何产生的？原因是什么？彼此之间有无内在联系？如何才能克服这种现象的发生？等等，显然这是一个充满诱惑的研究领域，而改革开放 20 年恰恰又提供了这样一个极具分析和考察价值的良好素材。

1.1 制度变迁与通货膨胀

对于货币和信用周期的研究来说，最著名和最具代表性的是米尔顿·弗里德曼的货币主义。可以说，弗里德曼的全部研究就是围绕着“货币和信用周期”来展开的，他的重要著作《美国货币史 1868—1960》，顾名思义，即是一部写货币的历史。他提出的著名命题及重要结论，都是从对美国货币历史的实证考察中得出的。

借用一句未置可否的套话，如果说“金融是现代经济的核心”，那么货币在整个经济领域无所不在，一切经济活动都是围绕着货币来展开的，从货币来到货币去，而且货币问题最复杂、变化莫测并难以捉摸，应该是“核心中的核心”了。中国经济改

改革开放 20 年的历程，经过了许多风雨和波折，其中几次大的宏观经济失控，使我们感到非常有必要对我国的货币及其波动情况进行深入系统的分析和研究，从中揭示出我国产生经济周期波动及通货膨胀方面的规律、生成机理，等等。货币研究可以为宏观经济分析及政策制定提供一个独特的视角。

20 年，对货币和信用周期展开考察和研究，最具共性的东西是什么？或者从哪个角度、线索来加以考察？这是我们首先碰到并要解决的问题。经过深入思考，我们得到这样一个认识：20 年我国改革开放的历程中，最突出的特征恐怕即是改革本身；改革的过程是一个不断“破旧立新”的过程，正是要打破旧有计划经济体制下的各种不合理制度，而按照建立社会主义市场经济的改革要求创立新的制度。因此，本课题我们选择了“制度变迁”这一主线，并成为课题研究的重要思路，这正好与 20 多年的改革开放实践相结合。

围绕这一主线进行考察，我们发现我国几次通货膨胀的发生确与当时的制度安排有关，并据此把我国历次发生的通货膨胀划分为三种类型和三个阶段。

建国后至 1983 年之前为第一阶段。这个时期我国共发生过三次明显的通货膨胀，第一次是 1960—1962 年，峰值为 16.2%（物价指数涨幅），第二次是 1973—1977 年，峰值为 2%，第三次是 1979—1981 年，峰值为 6%。这三次通货膨胀发生时期，恰好是我国历史上仅有的三个连续发生财政赤字的年代，而且三次通货膨胀的高峰期往往是连续发生财政赤字的最后一、二年。这是因为财政赤字有一个累加的过程，并最终由增加货币发行的办法来解决，所以导致社会总需求膨胀并最终体现在物价上涨中。因此，这一阶段我国发生通货膨胀与发生财政赤字紧密联系，基本上是同步的，而与经济周期波动关系不大；并进而得到这样一个结论：计划经济时期的经济周期波动往往由政治运动外

部冲击造成，而与货币供应波动关系不大。其生成机理在于：那个时期我国实行高度集中的计划经济管理体制，社会生活、经济活动十分贫乏，国家财政包容了社会经济的一切领域，实行全国范围的统收统支；其中也包容了银行，银行不过是财政体系统辖中的一个会计出纳角色（事实上当时全社会只有人民银行一家银行并包办了所有极其简单的结算、信贷业务）。这种体制下，即使银行想扩大货币信用投放也往往无从下手，只能是由“大一统”的财政赤字进行扩张，所以，财政赤字便成了货币信贷投放的重要阀门。结果使人们（甚至是专家学者）产生了一个错觉，以为中国的基础货币投放有两个渠道，一个是“财政口”即通过财政部门投放基础货币；另一个是“银行口”，即通过银行信贷投放基础货币。其实这是不对的。基础货币的扩张只能是出自中央银行一个阀门，这是货币供应的真正源泉，而其他任何渠道的投放只能是第二位、甚至是第三位的。一些学者之所以把财政看成是货币投放的一道阀门，是因为没有看到这道门之后还有一道门，而那道门正是中央银行本身。

综上，我们把1983年之前我国30多年中发生通货膨胀的情况稍加归纳和总结，似乎可以把这一阶段的通货膨胀类型概括为“财政赤字型通货膨胀”。

1984—1994年为第二阶段。改革开放后，我国再度发生通货膨胀是1984年，这次通货膨胀的情形及成因与以前历次发生的通货膨胀相比已发生重大变化，今非昔比，大相径庭。1984年通货膨胀的发生，显然不是由财政赤字引起的，因为1984—1985年恰好是我国财政收支状况在20多年改革开放历史上的一个最好时期，其中1985年是惟一出现财政收支结余的一年。1984年发生的通货膨胀是由银行信贷资金管理失控造成的，事实上这一年发生了历史上（之前）从未有过的所谓信贷、投资和消费基金的“三大膨胀”。1984年之前的30多年中，我国曾多

次发生投资膨胀和消费基金膨胀（主要是投资膨胀），但从未发生过信贷基金同时膨胀的情况。显然，“三大膨胀”中最例外、最独特、最引人注目的便是信用膨胀，它反映出此次通货膨胀与以前历次通货膨胀相区别的不同凡响之处。这一点在我们以后对问题的分析中应特别注意。

1984年以后通货膨胀进入的第二阶段，是我国改革开放历史上十分重要的一个时期，许多重大的体制改革及重要的历史事件均发生在这段时间。1984年之所以成为我国划分通货膨胀阶段的一个重要起点和分界线，关键因素是这一年我国进行了一些重要的金融体制改革——尤其是中央银行体制的设立。原来的中国人民银行既承担发行和管理货币的中央银行职能，又从事一般性工商信贷业务，1983年由人民银行分设出来一个中国工商银行，人民银行则专门行使中央银行职能。体制改革使各家银行（已成立了中国银行、农业银行、建设银行）及其分支机构开始有了利益激励机制，并且各地区的地方主义倾向和地方利益动机也十分强烈，再加上当时中央银行体制改革在基础货币的管理上存在较大漏洞，这样几个因素结合起来就造成各家银行及其分支机构在1984年四季度突击放贷，从而引发了严重的信用膨胀。所以，1984年通货膨胀的成因，主要是由于银行无节制地大量投放信贷资金造成的，从而便以这次发生的通货膨胀为标志，开始了我国通货膨胀发生的新阶段、新类型。

第二阶段1984—1994年大约10年当中，我国共发生了三次大的通货膨胀，1984年为第一次，1988年为第二次，1993年为第三次。尽管每一次发生通胀的具体情况、程度及制度原因不尽相同，但总的看却与银行的信用膨胀结下了不解之缘，每一次通胀都由信用膨胀伴随而来，都离不开银行信贷资金的大量投放。而与财政的联系，尽管这个时期发生财政赤字仍然沿用中央银行透支的办法来弥补，但总的看融资数额并不大（虽然分析中也可

以看做是中央银行基础货币投放并引发通货膨胀的一个诱因),绝对不是主要原因。据此,如果我们对这一时期的通货膨胀类型加以总结和描述的话,那么最突出、最大的特征便是信贷资金在通货膨胀发生前的过量投放,所以我们可以用“信用扩张型通货膨胀”来概括第二阶段的通货膨胀类型。世事苍桑,从“财政赤字型通货膨胀”到“信用扩张型通货膨胀”,反映了制度变迁的巨大跨度。

第三个阶段以1994年来划分,直到如今。1994年我国对金融体制进行过一次重大改革,并把这些改革成果直接吸收到《中国人民银行法》中作为法律条文确定下来。其中对中央银行体制建设及货币控制来说,最重要的几点是:(1)停止中央银行用直接融资的办法弥补政府财政赤字;(2)中央银行停止并收回各类专项贷款,中央银行不再向非金融机构直接发放贷款;(3)成立三家政策性银行,把过去工、农、中、建四家专业银行的政策性业务与商业性业务从机构的设置上彻底分开;(4)中央银行财务费用的会计管理体制由过去的利润留成制改为收支两条线的预算制。1998年以后又进行了一些体制的完善,包括:(1)取消信贷规模管理办法,并代之以资产负债比例管理和风险管理;(2)合并存款准备金与备付金账户,并将存款准备金率先后降低到8%和6%。所有以上各项体制改革,均硬化了中央银行对货币信贷的管理,为我国以后发生通货膨胀设置了较为严格的屏障。这是我国1994年以后三年宏观调控并实现“软着陆”,从而形成近两年通货紧缩现象的一个重要的制度性原因。

1994年及以后的金融体制改革,既封堵了财政赤字通过向中央银行透支解决从而引发通货膨胀的渠道,又严格了由银行体系过多信贷投放而形成通货膨胀的体制限制。因此,1994年以后的第三个阶段,我国既未发生“财政赤字型通货膨胀”,也未发生“信用扩张型通货膨胀”,我国货币和信用周期显然进

入了一个新时期。新时期会否重复以前的通货膨胀“怪圈儿”？又会以什么样的形式表现出来？都需要留待我们今后进一步考察和研究。

1.2 经济周期与货币信用周期

国内学者对我国的经济周期做过很多研究。所谓经济周期，就是国民经济扩张与收缩、波峰与波谷不断交替的运动。对解放后我国经济周期比较有代表性的划分为九个周期，其中改革开放之前有五个，分别是：1953—1957年、1958—1962年、1963—1968年、1969—1972年；改革开放之后有四个，分别是1977—1981年、1982—1986年、1987—1990年、1991—1998年^①。经济周期按时间及跨度长短来划分，共有四种类型，这里划分的是长度最短的“短周期”。^②

应该说，经济周期的划分概念清楚，划分也较为简单，根据经济增长波动的起伏状况即可一目了然。但货币和信用周期的考察却颇费思量，首先碰到的便是一个周期如何划分的问题，是以经济增长率的起伏涨落为标志呢？还是以物价（即通货膨胀率）涨幅来判断？抑或以货币供应量增长率的起伏来划分？如果以经济增长率来划分，那与经济周期合二为一，显然与货币信用的自身运行周期有所差别，并且难以反映货币和信用的周期轨迹和规律，所以不应以经济增长率来划分。如果以物价涨幅来划分呢？因为通货膨胀最终是反映在物价上，物价指数上涨率通常也是指通货膨胀率，因此用物价涨幅来划分货币和信用周期，显然比经济增长率更接近我们的要求和目标；但物价本身并不等于货币和信用，所以也难以满足我们的分析要求。最后就是货币供应量增长率，这个指标本身反映的正是货币信用的增长及波动情况，所以选用这个指标显然与我们要研究的问题最为接近。但货币供应

量本身又有 M0、M1、M2 三个指标，而它们的运动及其规律又是不完全一致的，每一个指标划分出的周期波动应该也是不同的，那么到底选用哪个指标最合适呢？此外，在我国改革开放 20 多年的历史中，银行信贷在形成通货膨胀及经济周期波动中具有十分重要的推动作用，可以说 1984—1994 年第二阶段的三次“信用扩张型通货膨胀”的发生，正是由于银行信贷扩张作为推动力。因此，银行贷款增长率也应该是我们考察的一个重要指标。

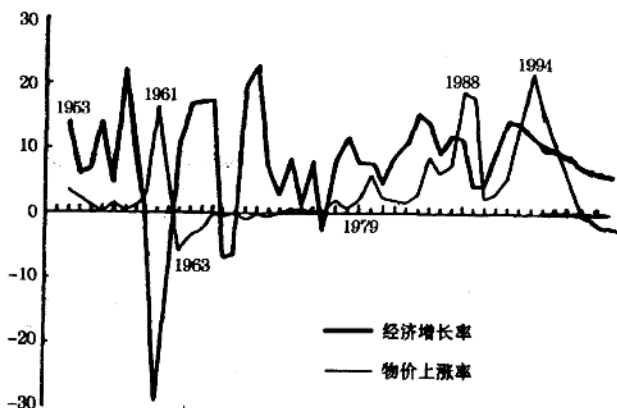


图 1-1 中国经济增长率与物价上涨率波动曲线

图 1-1 至图 1-3 的三个图形，分别把经济增长率、物价上涨率、货币供应量及银行贷款增长率共计五个指标刻划出来（没有选择现金 M0 指标，显然该指标最缺乏代表性），从中，我们至少可以看到：

(1) 五项指标实质上都是相联系的，并且有些指标关系密切。比如 M1 和 M2，本身即是一对孪生兄弟，M2 当中包括了 M1，因此它们之间的波动永远是互动的。银行贷款与货币供应

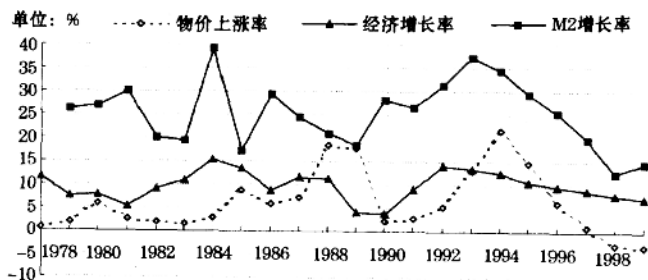


图 1-2 中国经济增长率、物价上涨率与 M2
增长率波动曲线 (1978—1998)

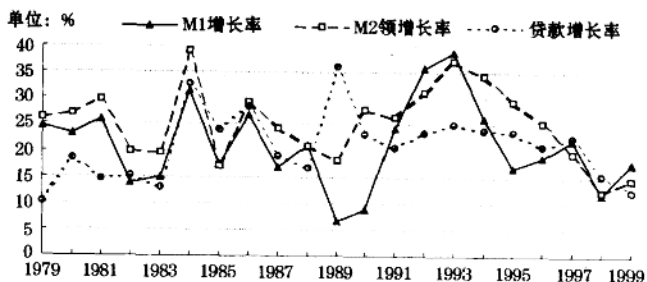


图 1-3 M1 增长率、M2 增长率与贷款增长
率波动曲线 (1978—1999)

量相联自不待说，它们三者（M1、M2、贷款）与物价指数也有密切的关系，甚至有明显的因果关系：物价指数大幅上涨之前，必然出现货币供应量的超常增长，换句话说，货币供应量不适当的高增长，必然带来物价上涨的反应。因此，货币主义认为，货币的增长率是通货膨胀的原动力，货币才是通货膨胀之源。经济增长与物价指数的关系有些特殊，我们从图 1-1 可以看出，1978

年改革开放之前的30年中,物价指数与经济增长之间几乎没有什么联系,30年中经济大起大落、剧烈波动,但物价指数却极为平稳,几乎是在零增长的水平线上保持不动;这显然是在过去计划经济管理体制下,物价也实行由政府部门计划管理,物价冻结使其不能反映正常的市场供求状况,所以1978年之前的物价指数实际上没有多大的分析意义。在60年代初期(即三年困难时期)仅有的一次物价剧烈波动,还表现出与经济周期波动的反向波动,即不是经济过热推动物价指数上涨,而是经济困难、货物极度短缺造成物价大幅度攀升;经过政府实行“调整、巩固、充实、提高”的经济“八字”调整方针^①,国民经济从1962年开始便迅速得到恢复,但与此同时,物价指数却反而出现较大下跌(1963)。1978年改革开放之后,我国物价管理体制也逐步放开,物价指数明显开始出现了波动起伏状况,物价对市场供求开始反映并逐步增强,因此我们看到,以1978年为界,1978年之前的经济波动远远超过物价指数的波动,而1978年之后物价指数的波动,幅度又超过经济增长的波动。改革开放之后,物价指数与经济增长的联系与1978年之前出现相反变化,其生成机理是:经济过热推动物价上涨,从图1-2中可以明显看出,经济高增长在前,物价高涨在后,1988年、1993年两次经济过热增长,物价上涨的峰值均超过经济高增长的峰值。经济增长与货币供应量的关系及其波动图形更为相近,货币供应量前一年的周期波动基本上印迹清楚地反映到下一年的经济增长波动中[参见图6-2(a),GDP与M2上年增长率变动关系图],这说明:货币供应量对经济增长有直接的推动作用。

(2) 五项指标之间又是相互区别的。因为很明显,五条曲线图都是不一致的,周期波动在时间上是不重合的,此起彼伏,波动的起伏状况、峰值、波谷、波长等各个不同。那么这就带来一个问题:五项指标一方面是相互联系、关系密切,另一方面又是

不一致、相区别的，到底应该以哪项指标为标志来划分货币信贷周期并以此作为主要的考察对象呢？

这里重要的是有三个指标，即 M1、M2 和物价指数，综合考虑选用 M2 指标最为合理，原因是 M2 容量最大，包含了 M1，并且波幅较小，同时与物价指数的关系也相对稳定。改革开放 20 多年来我国共发生了四次大的经济周期波动（短周期），从物价指数波动来看也明显地印刻在曲线图形中。而货币供应量 M2 的波动轮廓、线条却相对要复杂一些，不太规则，这给周期的划分带来一定的困难。这是货币供应量直接受控于中央银行，政府的经济政策可以直接作用于货币供应量，并通过货币供应量的增减变化来调控宏观经济的缘故，所以货币供应量波动有许多人为和技术因素。

本课题像经济周期的研究和划分一样，仍以短周期为研究对象。我们以广义货币供应量 M2 的波动来划分，改革开放 20 年的这段历史大致也可以划分为四个周期，第一个是 1978—1982 年，峰值是 1981 年；第二个是 1982—1985 年，峰值是 1984 年；第三个是 1985—1989 年，峰值是 1986 年；第四个是 1989—1998 年，峰值是 1993 年。四个周期的划分，时间长短不一，一般是 3—5 年，但第四个周期拖长到九年；波峰的高低不等，1984、1993 年为两个最高的峰值年份，升幅分别都超过 30%。此外，1984 年我国货币供应量增长达到一个高峰后，M2 的增长除 1985 年升幅有所降低外，始终都保持在一个高位运行，直至 1988 年爆发强烈的通货膨胀，所以研究中也把第二个周期与第三个周期合并起来进行分析和考察。

最后，顺便提出一个问题：到底是经济周期波动引起货币供应波动？还是货币供应波动引起经济周期波动？显然，这是一个经济周期与货币信用周期的关系问题，应该由本课题做出一个回答。从本课题的通篇分析中，我们得到的结论是：虽然经济周期

波动的高增长可能推动货币供应高增长，双方关系密切，但最重要的还是货币供应波动推动和影响经济周期波动，货币供应显然要比经济周期波动更为活跃。

1.3 理论指导与研究方法

提起货币理论，自然就想到凯恩斯主义和货币主义。凯恩斯主义是30年代资本主义世界经济“大萧条”的直接产物，最早凯恩斯的奠基之作《就业、利息和货币通论》所要表达的基本思想，就是通过财政和货币政策把市场经济同对总的需求管理结合起来，以确保充分就业。后来，凯恩斯主义经过几十年的不断发展和补充完善，凯恩斯主义经济学不断丰富和充实起来，成为西方现代主流经济学；西方现代宏观经济学最重要的理论之一是关于社会总需求与总供给总量平衡的分析，即所谓“总量分析方法”。弗里德曼的货币主义则另辟蹊径，虽然他也同样研究了30年代资本主义的“大萧条”情况，但他却是以实证考察的研究方法，从货币信用的独特视角研究了美国的货币历史，而提出了不同于凯恩斯主义的观点。他得出的结论是：货币的变化与波动是经济周期波动的一个原动力，货币最重要；30年代经济“大萧条”是由中央银行错误的货币政策造成的。我们姑且抛开这些具体的历史问题不谈，单就货币主义研究经济波动与货币供应的相互联系这一观点和方法，显然是正确的，并且两者之间肯定存在着密切的因果关系。因此，这里我们不妨借用美国前总统罗纳德里根的经济顾问委员会主席马丁·弗尔德斯坦的一段话来做一個注释，他说：“我们出现经济衰退的主要原因是联邦储备委员会紧缩并且是在通货膨胀失控时紧缩。由于这是美国经济衰退的主要原因，控制住通货膨胀使联邦储备委员会可以不紧缩，这给我们较大的稳定性。”^④这基本上是货币主义的观点，我们给予很