

世纪中国
金融战略
丛书

主编 戴根有

中国货币政策 传导机制研究

THE STUDY OF MONETARY POLICY TRANSMISSION MECHANISM IN CHINA



经济科学出版社

世纪中国战略金融丛书

中国货币政策传导机制研究

戴根有 主编

经济科学出版社

责任编辑:王东岗
责任校对:孙 昉
版式设计:代小卫
技术编辑:舒天安

中国货币政策传导机制研究

戴根有 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址:北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编:100036
总编室电话:88191217 发行部电话:88191540

网址:www.esp.com.cn

电子邮件:esp@esp.com.cn

北京天宇星印刷厂印刷

振昌装订厂装订

880×1230 32 开 11.75 印张 330000 字

2001 年 12 月第一版 2001 年 12 月第一次印刷

印数:0001—8000 册

ISBN 7-5058-2772-3/F·2158 定价:39.60 元

(图书出现印装问题,本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

中国货币政策传导机制研究

编 委 会

主 编 戴根有

编 委(按姓氏笔画顺序)

王 煜	刘 薇	张敬国	张 蓓
余 明	高材林	黄晓龙	戴根有

内 容 提 要

亚洲金融危机以来，中国人民银行认真执行稳健的货币政策，有计划、有步骤地陆续出台了一系列政策措施，支持扩大内需，促进国民经济增长；同时，组织力量深入研究货币政策的有效性和货币政策传导机制问题。由中国人民银行货币政策司戴根有司长主编的《中国货币政策传导机制研究》一书，就是这一研究成果的集中体现。

该书在货币政策传导理论的指导下，从历史发展的观点出发，全面研究三年多来中国货币政策传导机制的现状、存在的问题和进一步理顺传导机制的政策建议。本书包括五部分（主报告一篇，调查报告三篇，专题报告6篇）。内容涉及货币政策制定与操作、货币市场发展、利率市场化、商业银行改革、企业改革与货币政策等重大问题。包括了中央银行总行及11个大区分行（营业管理部）、3家政策性银行、4家国有独资银行和10家股份制商业银行关于该问题研究的最新成果。

本书内容全面、翔实，分析深刻，密切联系实际，在我国金融界关于货币政策传导机制研究方面具有权威性，是理论和实际工作者值得一读的参考书籍。

中国稳健货币政策的实践与经验

(代序)*

戴根有

1984年中国人民银行专门行使中央银行职能以后，中央银行体制在中国正式确立，现代意义上的货币政策开始形成。1984年到现在，中国的货币政策按主要任务和调控方式可以分为两个阶段：1984年到1997年为第一阶段，货币政策的主要任务是治理通货膨胀，调控方式以贷款限额管理为主；1998年以来为第二阶段，这期间货币政策的主要任务是治理通货紧缩，以1998年1月1日取消贷款规模限额控制和扩大公开市场业务操作为主要标志，中国货币政策调控基本实现了由直接调控向间接调控的转变。

一、1998年以来中国货币政策实践

改革开放以来，中国经济在经历了较长时期快速增长之后，20世纪90年代后期，经济增长速度有所放慢。特别是1997年亚洲金融危机以后，支持经济增长的外需因素发生明显变化，1998年出口增幅由上年的21%降为接近零增长；与此同时，国内市场供求关系也发生了转折性变化，大多数传统产品供过于求，市场有效需求不足。金融方面，由于早几年形成的房地产泡沫破灭，不良贷款

* 本文作者现任中国人民银行货币政策司司长。本文内容是根据作者在中国人民银行国际货币基金组织货币政策操作国际研讨会上的发言整理。

问题突出，部分中小金融机构面临支付危机，商业银行体系面临防范和化解金融风险的艰巨任务。党中央、国务院审时度势，及时确定扩大内需的方针，实行积极的财政政策，增发国债，扩大基础设施建设；货币政策方面，中央提出坚持稳健原则，正确处理防范金融风险与支持经济增长的关系。中国人民银行执行国务院制定的稳健货币政策方针，在以下三个方面采取了一系列措施：

（一）灵活运用货币政策工具，保持货币供应量适度增长

1998年中国货币政策面临前所未有的复杂局面。一方面，面对相当严重的金融风险和由于经济不景气带来的有效贷款需求不足，商业银行要降低不良贷款比例，贷款普遍比较谨慎；另一方面，由于当时资本市场相对不发达，要扩大内需，客观上需要货币供应量和贷款规模保持适度增长。在坚持防范和化解金融风险、提高贷款质量的前提下，适当扩大货币供应量，是当时货币政策操作所追求的目标。为此，1998年1月，中国人民银行取消了对商业银行的贷款限额控制，这一措施使商业银行具备了按信贷原则自主增加贷款的条件；1998年和1999年先后两次下调法定存款准备金率，由13%下调到6%，按1999年末存款余额计算，下调7个百分点存款准备金率相应增加金融机构可用资金近8000亿元，这就为商业银行增加贷款、购买国债和政策性金融债，支持积极的财政政策创造了条件；在1996、1997年三次降息的基础上，1998、1999年又连续四次降息，7次降息存款利率平均累计下调5.73个百分点，贷款利率平均累计下调6.42个百分点，其中1998年7月5年期固定资产贷款利率一次下调2.34个百分点，降幅之大，中外罕见。降息减少了企业利息支出，提高了企业效益，支持了资本市场发展，降低了国债发行成本，对启动投资、促进消费，对抑制通货紧缩趋势发挥了重要作用；1998年5月恢复公开市场操作，1998、1999两年通过公开市场扩大基础货币投放累计2600多亿

元，对增加商业银行资金力量，促进贷款投放，适当增加货币供应量，起到了重要作用。另外，连续三年每月召开国务院有关综合经济部门、主要商业银行参加的经济、金融形势分析会，对商业银行及时进行窗口指导，对统一思想、统一步调，起到了重要作用。

（二）及时调整信贷政策，引导贷款投向，促进经济结构调整

我国经济中的问题，有总量问题，但更多的是结构问题。在金融市场还不发达的情况下，中央银行很难仅仅只靠总量政策手段完全达到预期政策目标。特别是经济体制处于转轨时期，现行信贷政策不可避免带有过去计划经济时期的痕迹，随着市场经济的发展，及时调整过时的信贷政策，对于优化信贷结构、促进经济结构调整就显得十分重要。1998年以来，我们对信贷政策进行了一系列调整，主要包括：调整基础设施贷款政策，支持积极的财政政策，鼓励和督促商业银行发放国债资金项目配套贷款；调整个人消费信贷政策，特别是个人住房贷款政策，1999年发布的《个人住房消费信贷指导意见》，其宗旨就是鼓励所有的商业银行去发展所有的消费信贷业务，根据国务院领导指示，对个人住房贷款利率在按同档次固定资产贷款减档执行的基础上又下降了10%，商业银行的住房信贷资产1997年为190亿元，到2001年4月达到4061亿元，增长20倍；调整农村信贷政策，推行适合我国农村实际的小额农户信用贷款制度；调整出口信贷政策，支持出口企业扩大出口；调整对中小企业、特别是高新技术企业的贷款政策，扩大对中小企业贷款利率浮动幅度由10%扩大到30%，以提高商业银行对中小企业增加贷款的积极性；调整对证券公司的信贷政策，发布《证券公司股票质押贷款管理办法》，支持资本市场发展；调整对非生产部门的信贷政策，开办助学贷款，开办学生公寓、医院等贷款新项目。在调整商业银行信贷政策的同时，中央银行对再贷款政策也进行积极调整。1998~2000年三年中，中央银行对农村信用社再贷

款限额累计增加 500 亿元，同时较大幅度增加了对股份制商业银行、城市商业银行再贷款、再贴现等等。

由于上述一系列信贷政策调整，商业银行贷款结构更加符合国民经济发展的要求。三年来，国有银行发放与国债使用项目配套的贷款超过 8000 亿元；农业贷款增幅逐年提高；个人住房贷款快速增长。2000 年金融机构贷款增加 13 347 亿元，同比多增 2500 亿元，其中，个人住房贷款多增 1047 亿元，占全年多增贷款的 42%；个人其他消费信贷多增 646 亿元，占 26%；固定资产贷款当年增加 3793 亿元，同比多增 303 亿元，占 12%（其中，投向国债配套项目的有 2000 多亿元）；农业贷款多增 190 亿元，占 8%，以上四项贷款多增额占全年贷款多增额的 88%。在当年新增贷款中，国有独资商业银行占全部多增贷款的 42%，中小商业银行占 65%。非国有经济贷款份额继续上升，据抽样调查统计，年末对非国有经济贷款余额达 4.8 万亿元，占全部贷款余额的 48%，比 1996 年末上升 9 个百分点。

（三）执行金融稳定工作计划，发挥货币政策保金融稳定的作用

由于各种复杂历史因素的综合作用，商业银行不良贷款比例较高，部分中小金融机构出现支付困难，其中少数严重资不抵债的需要从市场退出。根据党中央、国务院的决策，人民银行认真执行金融稳定工作计划，发挥货币政策保稳定的作用，主要工作包括：组建信达、长城、东方、华融等四家金融资产管理公司，向资产管理公司发放再贷款，支持其从国有独资商业银行收购不良资产和支持债转股；为确保少数严重资不抵债地方金融机构顺利退出市场，确保居民存款支付，确保金融和社会稳定，根据从严掌握的原则，适当给予再贷款支持；支持和配合财政部发行 2700 亿元特别国债，补充国有独资商业银行资本金，提高其资本充足率，等等。

执行稳健的货币政策取得明显成效，三年来货币供应量、贷款

平衡增长。广义货币（M2）1998～2000年分别增长15.4%、14.7%、12.3%（含股民保证金为14%），狭义货币（M1）分别增长11.9%、17.7%、16.0%，金融机构贷款分别增加11491亿元、10846亿元、13346亿元。货币、信贷的平稳增长，为经济持续快速增长提供了良好的外部环境，经过三年努力，逐渐走出亚洲金融危机的阴影，国民经济进入低通胀、高增长良好状态。1998～1999年，国内生产总值分别增长7.8%、7.1%、8.0%，居民消费价格分别为-0.8%、-1.4%、0.4%。2001年一季度，经济增长8.1%，居民消费价格上涨0.7%，继续向预期方向发展，我国货币政策目标是保持币值稳定，并以此促进经济增长。经过三年努力，我们成功实现了低通胀、高增长的良好态势，目前宏观经济形势是多年来最好的，货币政策达到了预期目标。

二、中国货币政策运行机制改革

货币政策作用是通过一定的传导机制实现的。1998年以来，中国人民银行努力推进货币政策运行机制改革，主要包括三个方面：一是取消贷款规模限额控制和推进存款准备金制度改革。二是稳步推进利率市场化改革。三是积极推进货币市场的发展。三个方面的改革，增强了金融机构的活力，提高了金融市场的效率，在这个基础上，中国货币政策调控基本实现了从直接调控向间接调控的转变。

（一）取消贷款规模限额控制

1998年1月1日，经国务院批准，中国人民银行宣布取消对国有独资商业银行贷款规模的限额控制，实行资产负债比例管理和风险管理。由于在此之前我们已经取消了对其他非国有商业银行的贷款限额控制，因而1998年1月1日开始，我们实际全面放弃了曾经在我国实行了将近半个世纪的最主要的货币政策工具。这是我

国金融宏观调控方式的重大转变。此后，每年商业银行贷款增加多少，完全由商业银行自主决定，中央银行不作直接干预，只通过间接工具进行间接调节。

（二）推进存款准备金制度改革

1998年3月，推进存款准备金制度改革。主要内容包括：合并法定存款准备金账户和备付金账户，法定存款准备金由法人统一缴存，商业银行每日营业终了其存款准备金账户余额不得低于核定存款的6%，存款按旬考核等。存款准备金制度的改革，恢复了准备金存款原有的支付、清算功能，增强了商业银行资金自求平衡、自我发展的能力，有利于中央银行建立间接调控机制。

（三）稳步推进利率市场化改革

在1996年6月1日放开银行间同业拆借市场利率和1997年6月放开银行间债券市场债券回购和现券交易利率的基础上，1998年以来利率市场化改革取得了重要进展：（1）1998年3月改革再贴现利率及贴现利率的生成机制，放开了贴现和转贴现利率。在此之前，贴现利率与贷款挂钩，贴现利率只能比同档次贷款利率最大下浮幅度不超过10%，再贴现利率与再贷款利率挂钩，再贴现利率只能在再贷款利率基础上最大下浮幅度不超过10%。1998年3月改变这一规定，实行再贴现利率由央行根据货币市场利率独立确定，贴现和转贴现利率由商业银行在再贴现利率基础上自行加点生成，实际上放开了贴现和转贴现利率。（2）1998年9月放开了政策性银行金融债券发行利率。1998年9月2日，国家开发银行在银行间债券市场首次运用市场利率招标方式成功发行1年期金融债券；同年11月，进出口银行也成功实现了市场利率招标发行金融债券。随后，银行间债券市场债券发行利率全面放开。（3）1999年9月成功实现国债在银行间债券市场利率招标发行。1996年国债在证券交易所尝试过招标发行，其利率是放开的，但是在银行间

债券市场发行国债的利率一直是管制的。从 1999 年 9 月 23 日开始，吸收政策性金融利率招标发行的经验，银行间债券市场国债发行也成功实现了利率招标发行。(4) 1999 年 10 月对保险公司大额定期存款实行协议利率。即对保险公司 3000 万元以上、5 年以上的大额定期存款，实行保险公司与商业银行双方协商利率的办法，实际上放开了这项存款利率。这是首次对大额长期存款利率进行市场化的改革尝试。(5) 逐步扩大金融机构贷款利率浮动权，简化贷款利率种类，探索贷款利率改革的途径。1998 年 10 月 31 日，扩大了金融机构对小企业的贷款利率浮动幅度，由 10% 扩大到 20%，同时扩大了农村信用社的贷款利率浮动幅度，最高上浮幅度由 40% 扩大到 50%；1999 年 4 月 1 日，允许县以下金融机构贷款利率最高可上浮 30%；同年 9 月 1 日进一步扩大金融机构贷款利率浮动范围，将对小企业贷款利率的最高可上浮 30% 的规定扩大到所有中型企业。同时，简化了贷款利率种类，取消了大部分优惠贷款利率，完善了个人住房贷款利率体系等。对存款利率种类也进行相应调整。(6) 根据宏观经济、金融形势变化和货币政策需要，灵活运用利率政策工具，连续七次降息，支持国民经济持续、快速发展。1998 年连续三次降息，在历史上是没有过的。(7) 2000 年成功实现了境内外币利率改革。2000 年 9 月 21 日，一步放开了外币贷款利率；同时放开 300 万美元以上的大额外币存款利率由金融机构与客户协商确定。外币利率改革总体运行平稳。(8) 中央银行灵活运用公开市场操作，调控货币市场利率。1996 年 4 月，中央银行启动以国债回购为主要形式的公开市场操作；1998 年 5 月 26 日央行重新恢复公开市场操作业务。经过三年多努力，公开市场业务操作已经成为央行调控基础货币的主要政策工具，公开市场利率已经成为货币市场的基准利率。

总结中国利率市场化改革所走过的道路，中国利率市场化改革从货币市场起步，遵循的是先外币、后本币，先贷款、后存款的总体顺序，其中贷款利率走的是逐步扩大浮动幅度的路子，存款利率

是先放开大额、长期，而对一般存款利率一直是实行严格管制的。在整个改革过程中，始终注意改革进程与商业银行的自我约束能力和中央银行对利率的宏观控制能力相适应。利率是重要的金融变量，利率的失控会带来银行和企业利润下降，以及资本大量外流的风险，甚至造成金融危机，一些新兴经济国家利率改革的经验教训说明了这一点。因此不论是否以利率作为货币政策的中介目标，中央银行都应对利率水平有很强的控制力，尤其在放开利率的进程中。利率市场化改革并不是中央银行放弃对利率水平的影响，而是改变中央银行影响利率的手段和机制。在某种意义上说，当中央银行具备了通过间接货币政策工具调控市场利率的能力，商业银行有了完善的自我约束机制时，利率放开就是水到渠成的。从实践看，迄今为止，中国渐进式利率市场化改革是成功的。

（四）积极推进银行间同业拆借市场的发展

20世纪80年代初，我国银行同业拆借业务开始发展。由于种种主客观原因，发展过程中几经起伏，有成绩，也有严重教训。90年代初的乱拆借是导致房地产泡沫的重要原因。1996年，在整顿乱拆借的基础上，健全全国银行间同业拆借市场，形成全国银行间同业拆借中心和各省市融资中心两级网络，其中全国银行间同业拆借中心作为一级网，面向各商业银行总行和各省市融资中心，各省融资中心及所属分中心作为二级网，面向辖内各商业银行分支机构和中小金融机构。由于泡沫经济破灭后相当一部分融资中心出现大量逾期拆借资金，风险很大，因此1997年10月人民银行决定对融资中心进行清理，停止了其自营业务，结果1998年银行间同业拆借业务量比上年下降76%。金融机构之间的资金拆借需求是客观存在的，如何满足这种需求是1998年我们集中研究的一个课题。在充分调查研究的基础上，从中国实际出发，形成发展我国银行间同业拆借市场的基本思路：一是扩大全国银行间同业拆借市场的统一电子联网，努力扩大全国银行间同业拆借中心交易系统的覆盖

面。二是吸收符合条件的证券公司进入全国银行间同业拆借市场，开展人民银行批准的资金拆借和债券回购、现券买卖业务。经中国证监会推荐，目前人民银行已批准 14 家证券公司进入同业拆借市场，批准 32 只基金进入银行间债券市场。三是积极推进代理行制度，使小金融机构通过代理行进入全国货币市场。全国银行间同业拆借业务量，1999 年得以大幅度恢复，比上年增长 2.7 倍，2000 年继续快速增长，比上年增长 82%，其中 7 天以内同业拆借量占 71%，银行间同业拆借市场逐渐成为商业银行管理短期头寸的重要场所。

（五）积极推进银行间债券市场发展

银行间债券市场 1997 年 6 月开始启动，最近三年发展十分迅速。1997 年底，银行间债券市场余额为 3819 亿元，到 2000 年底已达到 16 774 亿元，增长 3.4 倍。加上金融资产管理公司定向债券，金融机构债券余额达 1.96 万亿元，占其总资产的比重，1997 年为 4%，2000 年已上升到 14.2%。银行间债券市场债券回购交易量，1997 年为 307 亿元（半年），1998 年达到 2816 亿元，1999、2000 年分别达到 4047 亿元和 1.6 万亿元，分别比上年增长 44% 和 2.98 倍。目前，银行间债券市场的托管量和交易量都已经明显超过了两个交易所市场，中国债券市场的重心已经实现由交易所市场向银行间市场的转移，同时也完成了以交易所交易制度为主向场外交易制度为主的制度变迁。

最近三年银行间债券市场之所以能够快速发展，主要是国家实施积极的财政政策，商业银行有调整资产结构的内在要求，市场有供给、有需求。从我们工作上总结，主要抓了两个方面的的工作：一是抓住时机，提高银行间债券市场的市场化程度，按市场规律发展市场。1998 年 9 月推动国家开发银行在银行间债券市场实现利率招标市场化发债，是债券市场发展的一次重要突破。利率招标市场化发债，使市场有了适合市场行为的交易工具。随后，国家进出口

银行也在银行间市场实现了市场化发债；1999年财政部回到银行间市场，成功实现了国债的市场化发行。二是不断完善债券市场制度建设，同时严格监管和执法。在推出每一项新业务之前，都有与之相应的规章制度出台；市场运行过程中，出现违规行为，坚决给予处罚，任何人说情都不放过。银行间债券市场启动以来，在市场交易量快速增长的同时，交易秩序规范，基本上没有出现过违约现象，市场风险得到了有效控制，这在中国金融市场发展历史上是难能可贵的。银行间债券市场的快速、健康发展，为商业银行流动性管理和资产多元化，为有效降低国债和政策性银行金融债的发行成本，为支持积极财政政策的顺利实施，为中央银行完善以公开市场操作为基础的货币政策间接调控，奠定了基础。

（六）积极推动票据市场的发展

以真实票据流通为基础的票据市场，是与实体经济联系最为紧密的一种融资形式。在我国企业债券市场发展相对滞后的情况下，发展票据市场，对于支持中小企业发展，十分必要。

1998年以来，我们千方百计推动票据市场发展。继1998年3月份改革再贴现利率生成机制以后，连续四次下调再贴现利率，特别是1999年6月10日利用下调金融机构存贷款利率的机会，将再贴现利率由3.96%一次性下调为2.16%（下调180个基点，同期再贷款利率下调135个基点），对提高商业银行开展票据贴现业务的积极性，起到了重要推动作用。2000年，商业银行承兑票据量和累计贴现量分别超过7400亿元和6400亿元，比上年分别增长47%和158%。据对全国29个中心城市统计，在当年银行承兑贴现票据中，票据背书3~5次的占40%，背书5次以上的占11%，中小商业银行办理的贴现占60%。人民银行2000年再贴现余额达到1258亿元，比上年增加758亿元，增长了一倍多，其中79%投向中小商业银行。再贴现不仅成为央行投放基础货币的重要渠道，而且成为支持中小商业银行、帮助中小企业解决资金拖欠问题的重

要措施。票据业务发展对 2000 年解决企业之间相互拖欠、促进景气回升，增加就业，功不可没。

发展票据市场，最近两年我们主要遵循以下思路进行：一是强调发展有真实贸易背景的商业票据。这主要是考虑到在社会信用秩序还很不规范、商业银行自我约束机制特别是对票据风险控制还不完善的情况下，防止由融资性票据而导致的票据诈骗等风险问题。二是在发展银行承兑票据的同时，支持发展商业承兑票据，防止票据市场风险过度集中于商业银行。三是票据贴现业务强调从商业银行专营票据的窗口开始做起，尽量充分利用商业银行的信用和管理能力。是否建立具有独立法人资格的票据贴现机构，将来在发展中逐步提出。在目前各商业银行对办理票据业务普遍存在较高积极性、且票据业务实际已经成为商业银行新的重要利润增长点的情况下，首先支持商业银行开办票据贴现的专营窗口，符合现阶段中国国情，也不影响票据业务的发展。四是中央银行的再贴现，通过人民银行分行和中心支行进行，以充分发挥中心城市在组织票据市场发展中的作用。在目前条件下，央行再贴现除发挥其对基础货币的总量调节功能外，重要的是还需要其发挥结构调整的功能，以利于促进中小金融机构、中小企业以及特定区域、特定行业的发展。五是票据市场的中介组织，需要在发展中逐渐完善。票据市场是个十分分散的过程，面对众多企业，客观上需要有中介机构作为中间环节发挥作用。在这方面，我们还缺乏经验，需要根据中国实际情况逐步探索。

三、中国货币政策经验

1998 年以来，中国经济发展和货币政策处于一个转折时期。面临十分复杂的经济环境，货币政策操作不仅达到了其总量平衡和结构优化的预期目标，保证了货币供应和贷款的适度增长，为国民经济走出通货紧缩、为经济持续快速增长创造了宏观条件，而且在

调控方式上平稳实现了由直接调控向间接调控的过渡。我们在“八五”后期和“九五”前期取得治理通货膨胀经验的基础上，最近三年又取得了在更为开放条件下治理通货紧缩的经验。总结近几年中国货币政策调控经验，有以下几点值得特别注意。

（一）坚持货币政策的稳健原则，正确处理防范金融风险与支持经济增长的关系

中国货币政策目标是保持货币币值稳定，并以此促进经济增长。实现这一目标，必须坚持货币政策的稳健原则。1998年初，当社会舆论普遍批评银行“惜贷”时，国务院领导对银行行为及时给予了正面评价。中央要求，货币政策要兼顾防范金融风险和支持经济增长两个方面。江泽民总书记在1998年末中央经济工作会议上和朱总理在1999年3月人代会上分别对货币政策的稳健原则作了原则指示和全面的概括。实行稳健的货币政策，就是要以币值稳定为目标，正确处理防范金融风险与支持经济增长的关系，在确保贷款质量的前提下，保持货币供应量和贷款的适度增长，支持国民经济发展。

中央提出实施稳健的货币政策，是当时的现实需要。1998年，在实行积极财政政策的同时，对货币政策坚持稳健原则，当时主要考虑，一是1997年全国金融工作会议以后，我们面临的首要任务是防范和化解金融风险。当时的情景是国内金融风险问题突出，而亚洲金融危机正愈演愈烈，国际舆论预测下一个出现金融危机的国家可能是中国，当时金融形势十分严峻。二是实行积极的财政政策，本身包括了对货币政策的运用。当时银行资金比较宽松，但由于市场有效贷款需求不足，贷不出去。财政增发国债，由银行购买，本身是运用银行资金，就是发挥货币政策的作用；同时由于国债资金作为资本金投入基础设施项目，又为银行增加贷款创造了条件。三是当时经济运行方面面临的问题，虽然表现为市场有效需求不足，但深层矛盾是结构问题，它不是靠货币政策扩张就能解决