

2002年中国金融与投资发展报告

HUOBİ ZHENGCE YU

ZİBEN SHİCHANG

货币政策与 资本市场

主 编

周 骏

张中华

郭茂佳



中国金融出版社
CHINA FINANCIAL PUBLISHING HOUSE

2002 年中国金融与投资发展报告

货币政策与资本市场

主编 周 骏 张中华 郭茂佳

 中国金融出版社

责任编辑:古炳鸿

责任校对:潘 洁

责任印制:丁淮宾

图书在版编目(CIP)数据

货币政策与资本市场:2002 年中国金融与投资发展报告/周骏,张中华,郭茂佳
主编. —北京:中国金融出版社,2002.9

ISBN 7-5049-2843-7

I. 货…

II. ①周… ②张… ③郭…

III. 货币政策-影响-资本市场-中国-2002-研究报告

IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 056877 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部:66024766 读者服务部:66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 固安印刷厂

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 21.5

字数 425 千

版次 2002 年 9 月第 1 版

印次 2002 年 9 月第 1 次印刷

定价 37.00 元

如出现印装错误本社负责调换

序 言

货币政策的若干问题^①

货币政策是货币当局或中央银行为实现宏观经济调控目标而采用各种方式调节货币供应量和利率水平进而影响宏观经济的方针和政策措施的总称。一般来说,货币政策包括:货币政策的最终目标;一定时期的政策要求,如扩张性货币政策或收缩性货币政策;中介指标与操作指标;政策工具;政策传递机制及政策效果等。货币政策是国家总的经济政策的一个重要构成部分,它是随着国家总的经济政策的变化而变化,而国家总的经济政策又是决定于一定时期的经济形势及要求解决的任务。经济形势与任务发生重大的变化,国家总的经济政策及其构成部分货币政策也应发生变化。没有绝对不变的货币政策。

一、货币政策目标

货币政策目标是货币政策的首要内容。货币政策目标是多重目标为好,还是单一目标为好,这在理论界和实际工作部门都是一个有争论的问题。凯恩斯学派认为经济现象错综复杂,问题是多方面的,因此货币政策目标以多重目标为好,并主张权衡性的货币政策;货币学派代表人物弗里德曼则认为多重目标难以兼顾,而且容易引起过头的政策行为,因此认为单一货币政策目标为好,并主张实行“单一规则”的货币政策,即根据经济增长率和人口增长率确定一个相对固定的货币供应量增长率。

在经济发达的国家中,有的实行多重货币政策目标,有的实行单一货币政策目标,他们都有取得成功的经验,最为明显的是美国和德国。美国联邦储备体系(以下简称美联储)是实施多重货币政策目标——币值稳定、充分就业、经济增长、国际收支平衡。由于充分就业与经济增长是一致的,币值稳定包括对内稳定即物价稳定和对外稳定即汇率稳定,汇率稳定又以国际收支平衡为条件,因此多重货币政策目标主要是两个方面的内容——充分就业和币值稳定。多重目标使美联储在实施

① 本文数据除注明者外,均取自国家统计局、中国人民银行公布的资料或根据上述资料整理。

2 货币政策与资本市场

货币政策时有比较灵活的选择,在一定时期内对某一目标有所侧重。德国两次大战深受通货膨胀之苦,德国中央银行则实施单一货币政策目标——币值稳定,将币值稳定作为主要目标,其他目标只有在实现币值稳定之后才可以实现。

近 20 年美国、德国经济增长与币值稳定状况见表 1。

表 1 美国、德国经济增长与币值稳定情况

	GDP 年均增长率(%)		消费物价年均变化率(%)	
	1980—1989	1990—1999	1980—1989	1990—1999
美国	2.7	2.4	5.5	3.0
德国	1.8	2.4	2.9	2.5

资料来源:根据世界银行有关资料整理。

20 年间,美国的通货膨胀率高于德国,同时经济增长率也高于德国。虽然多重目标使美联储在处理经济增长与币值稳定之间比较大的弹性区间,但通货膨胀率仍处在可接受范围之内。德国中央银行虽然以稳定货币币值作为单一货币政策目标,但也不是无通货膨胀的经济增长,而是在 20 年间把通货膨胀率控制在 3% 以下。应该说,美国、德国的货币当局在制定和实施货币政策方面都是比较成功的,很难区分谁绝对优,谁绝对劣。实施何种货币政策目标,取决于各国国情。具体来说,决定于该国政治、经济与金融体制以及面临的经济形势与任务。

我国在改革开放初期,经济不均衡比较严重,农产品总量短缺,能源、交通、电力、主要原材料供不应求,某些工业消费品也短缺。由于长期粗放式经营,企业冗员和企业办社会,企业几乎承担了职工的全部社会保障任务,企业是政府的附属,不能自主经营,导致企业经济效益低下,而且工资具有很强的刚性。“文化大革命”结束之后,百废待兴,历史欠账很多,经济不能不有比较高的增长速度。在经济结构不均衡的条件下,通货膨胀是发生在充分就业之前,即生产要素充分运用之前。这时经济要以比较高的速度发展,不能不以一定的通货膨胀为代价。但通货膨胀率又不能太高,超过社会的承受能力。在 20 世纪 80 年代和 90 年代初,我国是实施稳定币值、经济增长的双重货币政策目标。如果这时以稳定币值作为单一的货币政策目标,就需要按短线资源进行平衡,国民经济只能有很低的发展速度,就像 1989 年、1990 年的情况那样。1988 年第四季度开始,政府为了制止过高的通货膨胀率,实施了紧的财政政策和紧的货币政策,价格水平涨幅迅速回落,1990 年、1991 年零售物价指数分别较上年上升 2.1%、2.9%,消费价格指数分别较上年上升 3.1%、3.4%,但 1989 年、1990 年 GDP 则分别较上年增长 4.1%、3.8%。当然,双重目标不易兼顾,有的年度通货膨胀率过高,但总的来说还是成功的。1978—1995 年,我国 GDP 年均增长 9.9%,零售物价指数年均上涨 7.4%。

1991 年开始放松银根,经济增长率开始回升,1991—1994 年 GDP 增长率分别为 9.2%、14.2%、13.5%、12.6%,同时,以居民消费价格指数为代表的通货膨胀率分别较上年上升 3.4%、6.4%、14.2%、24.1%。显然,12% 以上经济增长率和两位数的通货膨胀率反映了经济过热。1993 年政府开始实施适度从紧的财政政策与货币政策,以“软着陆”的方式治理通货膨胀,把治理通货膨胀作为首要任务。与这一经济形势相适应,1995 年公布的《中华人民共和国中国人民银行法》第三条规定:“货币政策目标是保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长。”这可以理解为中心银行是以保持货币币值稳定作为货币政策的单一目标,其他目标只有在实现币值稳定之后才可以实现。

适度从紧的财政政策与货币政策,到 1997 年取得了明显的成功。1994—1997 年,GDP 分别较上年增长 12.6%、10.5%、9.6%、8.8%,年通货膨胀率分别为 24.1%、17.1%、8.3%、2.8%,1997 年,我国经济高速增长,而通货膨胀率则降低到 3% 这个国际上通常认为的可接受的通货膨胀率之下。这次“软着陆”成功,主要不在于“急刹车”、“软着陆”方法问题,而在于 90 年代中期与 80 年代和 90 年代初期相比,我国经济形势发生了巨大变化。由于农产品不断提价、农业连年丰收,投资结构的变化,加大了对短线产品的投资力度,我国供应能力大大加强。1997 年,我国不仅出现了“买方市场”,而且开始出现了部分生产能力的相对过剩。

我国商品供求从 1997 年下半年开始,处于供求平衡和供过于求状态,而且供过于求的比重不断扩大,2001 年下半年达到了 83%,供不应求商品消失。当前我国全社会生产能力有 35% 以上过剩。

就世界范围来看,美国、欧盟、日本经济增长幅度均减慢。根据 2002 年 1 月 10 日,联合国发表的一篇报告说:2001 年世界经济仅增长 1.3%,而 2000 年为 4%;美国经济 2001 年增长 1%,2000 年为 4.1%;15 个欧盟国家 2001 年经济增长 1.6%,2000 为 3.4%。预计 2002 年世界经济增长 1.5%。2001 年、2002 年日本经济均负增长。世界经济走势疲软,影响我国出口,2001 年我国出口比上年仅增长 6.8%,贸易顺差减少,为 225.5 亿美元,2002 年估计出口增长 5%。

在当前国内、国际经济形势下,2000 年我国 GDP 增长 8%,居民消费价格上升 0.4%,通货紧缩的趋势得到抑制,但进入 2001 年后 GDP 增长幅度逐季下滑,一季度同比增长 8.1%,上半年同比增长 7.9%,前三季度同比增长 7.6%,全年增长 7.3%,2002 年预计增长 7%。当前我国经济主要问题是如何消除通货紧缩趋势,保证国民经济持续、快速、健康发展。通货膨胀不是当前的现实威胁。货币政策目标不仅应包含币值稳定,而且应包含经济增长。

同时,我国现已加入世贸组织,我国金融市场将逐步对外开放,人民币最终要自由兑换,成为自由兑换货币。在新形势下,我国货币政策目标就不应只限于国内,必须考虑国际收支平衡。我国金融业遗留的历史问题比较多,银行不良资产比

率高,金融稳定存在隐患。由于外资进入中国金融市场,如何保证金融稳定就比原来复杂,货币政策目标还必须包含金融稳定。

根据国外经验,中央银行的主要职责是制定和执行货币政策,对金融进行监管。我国则不同,根据我国政治经济体制,中共中央和国务院是货币政策的制定者,中国人民银行是货币政策的执行者。货币政策是国家宏观经济政策的一个重要构成部分,货币政策和财政政策是国家调控经济的主要杠杆。我国是世界人口最多的发展中国家,现在刚进入小康水平,人均 GDP 还很低,12.8 亿人口的大市场,为经济发展提供了广阔的空间。“发展是硬道理”,经济政策应保证国民经济持续、快速、健康发展。中共中央、国务院制定货币政策,政策目标包含内容宽广一些为好,给货币政策执行者——中国人民银行在执行中根据实际情况有所侧重。

根据我国政治体制及当前经济形势,在今后一段时期内,我国货币政策目标应该是多重目标:币值稳定、经济增长、国际收支平衡、金融稳定。在某一个年度内,可以根据当时经济形势,对多重目标中某一个或一些内容有所侧重。当前通货膨胀不是现实威胁,应更多注意防止通货紧缩,促进经济增长,并保持金融稳定。

货币当局是根据实质经济发展的要求来确定货币供应量和贷款规模的增减,而不是根据金融资产价格来确定货币供应量和贷款规模的增减。从这个意义上讲,金融资产价格不直接包含在货币政策目标范围之内。但是,金融稳定是货币政策目标之一。金融稳定既包括间接融资市场的稳定,也包括直接融资市场的稳定。货币当局应该根据资本市场上金融资产价格的变化,运用利率和短期融资工具,影响金融资产价格,促进资本市场的稳定与发展。

二、通货膨胀率、经济增长率双目标制

在多重货币政策目标中,最主要的是币值稳定与经济增长。为了保证多重货币政策目标的实现,应该对币值稳定、经济增长两大目标加以量化,实施通货膨胀率、经济增长率双目标制。

币值稳定是一个不太精确的概念。零通货膨胀率、负通货膨胀率都可以说是币值稳定。对币值稳定这个政策目标应该加以量化。经济增长不能没有一定的速度,但也不能增幅太大,导致通货膨胀,因此对经济增长率也应该有一个量化指标。20 世纪 90 年代,一些国家实施了“通货膨胀目标制”,确定一定的通货膨胀率作为货币政策目标或目标区。虽然一些国家实施“通货膨胀目标制”是以抑制通货膨胀为主要任务,它是从属于稳定币值这个单一货币政策目标,实际上它对实施单一货币政策目标和实施多重货币政策目标都是有效的。因为有了量化指标,当通货膨胀率高于目标时,则可以抽紧银根把通货膨胀率降下来;当出现通货紧缩时,则可以放松银根,促进经济增长。

吸收国外经验,结合我国实际,我国货币政策可以实施通货膨胀率和经济增长率

双目标制。以居民消费价格变化率代表通货膨胀率,年通货膨胀率控制在1%~3%这个区间,即年通货膨胀率不低于1%,避免零通货膨胀率和负通货膨胀率,高限不超过3%。给经济增长一个比较宽松的环境,但又避免通货膨胀率过高。

1978—2000年,我国国内生产总值(GDP)年均增长9.5%,零售物价年均增长5.92%,我国经济是同期世界上最高的增长速度。23年中虽然有的年度通货膨胀率过高,但总体来看,零售物价平均年增长5.92%,尚属于可接受范围之内。“九五”期间,经济增长和价格水平变化见表2:

表2 1996—2000年我国经济增长与物价增长

年度	实际 GDP 较上年增长 %	居民消费价格较上年增长 %
1996	9.6	8.3
1997	8.8	2.8
1998	7.8	-0.8
1999	7.1	-1.4
2000	8.0	0.4

表2表明,经济增长低于8%时,社会尚未达到充分就业状态,物价水平负增长;经济增长高于9%时,通货膨胀率偏高。把经济增长率确定在7%~9%这个区间,中点是8%,是比较适当的。

我国是世界上人口最多的发展中社会主义大国,2001年人均国内生产总值为909美元,广大人民群众消费水平、生活质量均不高,许多生活资料和服务尚未广泛进入居民消费领域,中西部地区和广大农村基础设施还比较差,国内市场给生产力的发展有广阔余地,我国经济仍处于高速增长阶段。过高的经济增长率导致过高的通货膨胀率不可取,经济增长率过低,社会尚未达到充分就业状态,物价水平负增长也不可取。在今后一段时期内,把经济增长率确定在7%~9%这个区间,中点是8%,是符合我国实际的。

三、中介指标与操作指标

1996年我国中央银行正式将货币供应量作为中介指标,并宣布“九五”期间货币供应量控制目标为 M_2 ,年均增长23%左右, M_1 年均增长18%左右。但实际执行结果与控制目标相差较大。

相对实际GDP的增长来说,“九五”期间 M_2 和 M_1 两个层次的货币供应量都是比较宽松的。1998年、1999年 M_2 的增长幅度比实际GDP的增长幅度高一倍, M_1 的增长幅度也超过实际GDP的增长幅度,特别是1999年比实际GDP增长幅度高一倍以上,但通货膨胀率仍为负值,经济增长幅度下滑。这是因为决定价格水平从

表 3 1996—2000 年我国货币供应量、实际 GDP 与物价上涨率

年份	M ₂ 较上年 增长 %	M ₁ 较上年 增长 %	实际 GDP 较上年增长 %	居民消费价格 较上年增长 %
1996	25.80	17.99	9.6	8.3
1997	19.82	22.50	8.8	2.8
1998	14.72	11.48	7.8	-0.8
1999	14.40	16.53	7.1	-1.4
2000	12.30	16.00	8.0	0.4

而影响产出的因素,不单是货币存量,而是货币流量(MV)与商品流量(PT)的对应关系。M 表示货币存量,V 表示货币流通速度,P 表示价格水平,T 表示商品服务的实际数量。 $MV = PT$,这是一个恒等式。1998 年、1999 年我国 M₂ 的年增长率约为实际 GDP 增长率的一倍,1999 年 M₁ 的增长幅度为 GDP 增长率的一倍以上,但价格水平仍然负增长,这是由于货币流通速度减慢和商品供应能力相对过剩。根据我国和国外统计资料表明,货币流通速度具有不规则性变化的特点。商品供求状况、各种金融资产及实物资产的收益率、收入状况、预期、偏好及心理状况,都会影响价格水平和产出。而货币流通速度又是难以准确预测的。

表 4 1986—2001 年中国货币流通速度(名义 GDP/M)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
M ₂	1.52	1.44	1.48	1.42	1.21	1.12	1.05	0.99	1.00	0.96	0.98	0.82	0.75	0.68	0.66	0.62
M ₁	2.41	2.42	2.49	2.65	2.67	2.50	2.27	2.13	2.28	2.41	2.41	2.14	2.04	1.79	1.67	1.66

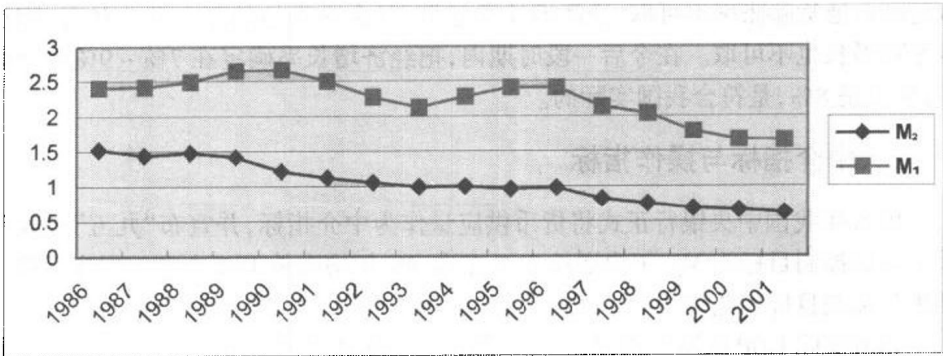


图 1 1986—2001 年中国货币流通速度示意图

表 4 表明,M₂、M₁ 的流通速度都呈现减慢的趋势。在一些资本主义市场经济

国家,广义货币是“奢侈品”,狭义货币呈现规模效应;而在我国,广义货币、狭义货币都是“奢侈品”。在货币流通速度减慢这个总趋势中,有的年度货币流通速度又加快,变化不具有规则性,而且 M_1 流通速度的波动幅度大于 M_2 流通速度的波动幅度。 M_1 是流通中货币, M_2 是流通中货币加准货币,直接影响价格水平的是 M_1 。因此,我国如确定 1%~3% 的通货膨胀率和 7%~9% 的经济增长率作为货币政策目标区,作为中介指标的货币供应量就不宜过于硬性规定,要允许它有一个比较大的弹性区间,使其符合政策目标的要求。确定货币供应量增长率,应根据经济增长率、通货膨胀率、货币流通速度变化率三个因素的变化,特别是要分析货币流通速度的变化。

中国人民银行是以货币供应量作中介指标,以基础货币作操作指标。基础货币要与货币供应量紧密相关,要求货币乘数稳定。因为货币供应量是基础货币与货币乘数的乘积。我国货币乘数也不够稳定。1997—2000 年, M_2 的乘数分别为 2.96 次、3.32 次、3.54 次、3.85 次, M_1 的乘数分别为 1.11 次、1.21 次、1.31 次、1.48 次;2001 年 9 月 M_2 、 M_1 的乘数分别为 4.25 次、1.59 次。如果没有现金漏损,货币乘数是存款准备率的倒数。1998 年 3 月 21 日中国人民银行将法定存款准备率由 13% 调低到 8%,并将“缴存准备金”和“在人行存款”两个账户合并,取消备付金比率;1999 年 11 月 21 日,又将法定准备金率由 8% 调低到 6%,理应货币乘数大幅增加,但 2000 年 M_2 乘数比 1997 年仅提高 30%, M_1 乘数仅提高 33%,2001 年第三季度末 M_2 、 M_1 的乘数也是只分别较 1997 年提高 43%。

与货币乘数偏低相应的是,商业银行在中央银行的超额储备过多。2000 年 12 月金融机构各项存款余额 123804.4 亿元,法定储备应为 7428.26 亿元,但实际缴存准备金为 16019 亿元,超额储备 8590.74 亿元,整个缴存准备金占存款比例为 12.94%,其中超额储备占存款总额 6.94%,超过法定储备。同时,与金融机构超额储备过多相联系,金融机构存款大于贷款的差额近几年逐年扩大。

由于存款大于贷款的差额不断扩大,近几年在存款货币银行的资产负债表上发生了以下明显变化:

第一,减少了来自中央银行的再贷款。中央银行对存款货币银行债权 1996 年 12 月为 14518.4 亿元,2000 年 12 月则为 13519.2 亿元,2001 年 9 月为 11205.3 亿元。存款货币银行一方面资产规模不断扩大,另一方面得自中央银行的再贷款不断减少,这反映了存款货币银行对中央银行资金上的依赖性减弱,这也意味着中央银行通过增加基础货币扩大货币供应量的能量减弱。中央银行对非货币金融机构债权则由 1996 年 12 月的 117.7 亿元增加到 2000 年 12 月的 8600.4 亿元,2001 年 9 月有所减少,也达 8276.1 亿元。

第二,债券投资在资产业务中的比重加大。存款货币银行对政府债权由 1996 年 12 月的 1804.3 亿元增加到 2000 年 12 月的 7380.1 亿元,为 1996 年末的 4.09

倍,2001年9月更增加到10526.4亿元,为1996年末的5.83倍;对非货币金融机构债权由1996年12月的775.7亿元增加到2000年12月的4813.9亿元,为1996年末的6.2倍,2001年9月更增加到5523.6亿元,为1996年末的7.12倍;对其他部门债权(一般贷款)则由1996年12月的58231.6亿元增加到2000年12月的101815.6亿元,为1996年末的1.75倍。一般贷款在存款货币银行资产中的比重下降。

第三,储备资产增加。1998年3月21日,中国人民银行将法定存款准备金率由13%调低到8%,并将“缴存准备金”和“在人行存款”两个账户合并,取消5%~7%备付金比率;1999年11月21日又将法定存款准备率由8%调低到6%,存款货币银行1996年12月各项存款余额为61715.7亿元,2000年12月为113231.2亿元,为1996年末的1.83倍,储备资产理应相应减少,但存款货币银行储备资产由1996年12月的13694.9亿元增加到2000年12月的16082.2亿元,增加17.4%。

以上情况表明,存款货币银行对企业贷款的意愿不强。其他条件存而不论,存款货币银行增加超额储备,会导致货币供应量收缩;增加贷款会形成派生存款,导致货币供应扩张。如减少贷款相应增加国债投资,国债资金最终要使用出去,形成银行存款,如果没有现金漏损,这时货币供应量既不扩张,也不收缩;如有现金漏损,因现金是中央银行负债而不是存款货币银行负债,不能形成存款货币银行的资产,这带有收缩货币供应量的作用。存款货币银行资产结构的这种变化,使货币乘数难以扩大,货币乘数的实际值与理论值相差很远,实际货币乘数偏小。

1996—2001年货币当局资产负债表上“储备货币”(基础货币)与货币供应量关系见表5:

表5 1996—2001年我国基础货币与货币供应量关系

单位:亿元

	储备货币	M_2	M_1
1996.12	26888.5	76094.9	28514.8
1997.12	30632.8	90995.3	34826.3
1998.12	31335.3	104498.5	38953.7
1999.12	33620.0	119897.9	45837.2
2000.12	36491.4	134610.3	53147.2
2001.9	35727.5	151822.6	56824.0

按6%的法定存款准备金率,如果没有现金漏损, M_2 乘数的极限值可达16.67倍,而2000年仅3.69倍,2001年9月为4.25倍。货币供应量的扩大主要靠增大基础货币来支撑,这一方面反映了货币政策的传导机制不畅通,影响了货币政策效果;另

一方面会形成通货膨胀的隐患。目前我国货币流通方面有两个指标预警着通货膨胀风险。其一是实际货币乘数大大低于货币乘数可能达到的理论值;其二是 M_2 /GDP 比率偏高而且在不断提高。1998 年为 131%,1999 年为 146%,2000 年为 151%,2001 年为 161%,而美国 1998 年为 67%。如果 M_2 中的准货币转化为流通中货币,货币乘数扩大,相应流通中货币量扩大,就有可能出现现实的通货膨胀威胁。

目前我国中央银行以货币供应量作为中介指标,以基础货币作为操作指标,为了使它们服从于通货膨胀率和经济增长率两个政策目标,作为中介指标的货币供应量应该有一个比较大的弹性区间,从而基础货币量也应有一个比较大的弹性区间,而且注意发挥其乘数效应。

四、政策工具

现在,我国运用的货币政策工具,大体上也是西方国家曾经长期使用过的一般性政策工具:存款准备率、再贴现、公开市场操作。

最初,商业银行将其存款的一部分不运用出去,作为支付准备金,是为了保证资产的流动性,保证商业银行的清偿力。以后,存款准备制度成为中央银行调控货币供应量的重要工具。因为货币供应量是基础货币与货币乘数的乘积,而简单货币乘数是存款准备率的倒数。由于存款准备率的变动直接关系到商业银行可贷资金多少,因此一直被认为是金融调控中的“猛剂”,西方国家都不轻易采用这一政策工具。

票据贴现是商业银行的一项重要资产业务。商业银行在票据尚未到期但需要资金时,将此未到期商业票据拿到中央银行再贴现,以解决资金的暂时需要。早期中央银行再贴现,是一种纯粹的融通资金的业务。随着中央银行对宏观经济调控的地位作用加强,再贴现就成为一项重要的货币政策工具。现在讲中央银行再贴现,已经不同于早期中央银行仅仅为了融通资金而进行的商业票据再贴现,它是指:(1)商业银行在什么条件下可以获得中央银行信用,这可以是票据再贴现,也可以是信用放款,即我国中央银行称为的“再贷款”; (2)商业银行从中央银行获得信用的利率水平。也就是说,现在所谓的再贴现,是指商业银行从中央银行获得信用的条件与费用。中央银行向商业银行提供信用,在中央银行资产负债表上,资产方和负债方是增加等额资金,资产方对存款货币银行债权增加,负债方则是存款货币银行缴存准备金增加,可贷资金增加。存款货币银行缴存准备金,是基础货币的主要构成部分,其中超额准备金是基础货币中的可运用部分。超额准备的增减,通过乘数效应,会使货币供应量倍数收缩与扩张。因此,再贴现对金融调控的力度虽弱于存款准备率,但强于公开市场操作。

公开市场操作是发达的市场经济国家广泛采用的货币政策工具。它具有操作规模、方向、力度可以完全由中央银行控制,可以大量操作也可以微量操作,可以正向操作也可以反向操作,对商业银行的资产负债活动的影响比较温和等特点,因此

适于经常性的微调。

随着我国经济、金融体制改革的深化,金融调控从直接调控逐步转向间接调控,中央银行对货币政策工具的运用也逐步加强。

1984年,我国开始实行存款准备率制度。当时中国人民银行是按不同类别的存款规定存款准备率:企业存款为20%,农村存款为25%,储蓄存款为40%。这样规定存款准备率不仅过高,而且期限较长的存款反而存款准备率高于期限短的存款。1985年将存款准备率统一调整为存款总额的10%。此后,为了实施紧缩性货币政策,1987年调高到12%,1988年9月再次调高到13%,1989年进一步规定各专业银行在13%的法定准备金之外,再缴存5%~7%的备付金。1997年10月,我国零售物价开始负增长,1998年2月,居民消费价格开始负增长,结构性的生产能力相对过剩,经济增长幅度下滑,出现通货紧缩的趋势。中央银行由1993年开始实施的适度从紧的货币政策改变为稳健的货币政策。并根据经济形势和当时货币政策的要求,适时调整存款准备金率,影响货币供应量和存款货币银行的贷款规模,这方面是做得比较成功的。

在我国经济、金融体制改革过程中,再贷款与利率是中国人民银行扩张或收缩基础货币,调节商业银行贷款规模,调节货币供应量的重要工具。

1993—2001年中国人民银行对存款货币银行债权与存款货币银行债权关系见表6:

表6 1993—2001年中国人民银行对存款货币银行债权与存款货币银行债权关系

单位:亿元

	中国人民 银行对存 款货币银 行债权(A)	存款货币银行债权(B)				A/B
		合计	其中			
			对政府 债权	对其他 部门债权	对非货币金 融机构债权	
1993.12	9609.5	30967.3	74.5	30892.8	0.0	31.0
1994.12	10451.0	39745.1	460.1	38640.0	645.0	26.3
1995.12	11510.3	49903.5	1041.4	48086.0	776.1	23.1
1996.12	14518.4	60811.6	1804.3	58231.6	775.1	23.9
1997.12	14357.9	74410.7	1495.7	70691.0	2224.0	19.3
1998.12	13058.0	89337.2	4969.9	81493.2	2874.1	14.6
1999.12	15373.9	100878.7	6061.7	91160.2	3656.8	15.2
2000.12	13519.2	114009.6	7380.1	101815.6	4813.9	11.9
2001.9	11205.3	116968.6	10526.4	100918.6	5523.6	9.6

中央银行对存款货币银行债权与存款货币银行债权之比,1993年12月为31%,以后呈下降趋势。1993—1997年,我国政府为了抑制过高的通货膨胀率,实施了适度从紧的财政政策与货币政策。在这段时期中,中央银行对国有商业银行实行贷款规模控制,在已定的贷款规模下,中央银行通过再贷款来弥补国有商业银行资金缺口。当时在金融机构的资产分布中,国有商业银行占7成。适度从紧的货币政策,使中央银行对存款货币银行的再贷款有所控制,以制约其贷款规模的过度增长。1998年1月1日起,中国人民银行取消了对国有商业银行的贷款规模控制,只对国有商业银行按年(季)下达贷款增量的指导性计划,实行“计划指导、自求平衡、比例管理、间接调控”的信贷资金管理体制。同时,从1996年开始,存款货币银行开始从贷款大于存款转变为存款大于贷款,存款大于贷款的差额1996年12月为3484.1亿元,1997年12月为4618.9亿元,1998年12月为5134.6亿元,1999年12月为9180.1亿元,2000年12月为11415.6亿元,2001年12月为31303亿元。1998年、1999年调低法定存款准备金率之后,存款货币银行吸收存款中可用资金的比例扩大,存款大于贷款的差额扩大,从而依赖中央银行资金支持的比例减少。

目前我国利率尚未市场化,中央银行对利率仍进行管制。中国人民银行不仅规定法定准备金利率、对金融机构贷款利率和再贴现利率等基准利率,还规定金融机构法定存款利率与法定贷款利率,允许不同的金融机构在一定范围内对利率进行浮动。利率是中央银行金融调控的重要工具。改革开放以来,中国人民银行多次调整利率以调节货币供应量,特别是从1996年6月以来8次降息,存款平均利率累计下调5.98个百分点,贷款平均利率累计下调6.92个百分点。2001年金融机构各项贷款余额112314亿元,与1996年6月前相比,企业每年少支付利息支出7772亿元,提高了企业的经济效益。低利率有利于使股价维持在相对高位,支持了资本市场发展;降低存款利率,相应也使国债发行成本降低,扩大了投资,同时也促进了消费,抑制了通货紧缩趋势。

鉴于1998年、1999年存款准备金率大幅下调,而且取消了备付金的比率规定,目前存款准备金率下调的空间不大,存款货币银行要求中央银行信用支持的意愿减弱。近几年来,中央银行加大了通过公开市场操作进行金融调控的力度。我国中央银行公开市场操作的品种主要是外汇和国债。1994年,随着我国银行间外汇交易市场的建立,中国人民银行正式启动了外汇公开市场操作,根据经济形势和外汇市场变化情况,相机入市买卖外汇,平衡外汇供求,保持人民币汇率的相对稳定。1996年4月9日,中国人民银行的人民币公开市场操作正式启动,主要采用国债回购方式进行交易。1998年以来,公开市场操作已成为投放或收回基础货币的主要方式。1998年通过公开市场操作投放基础货币1920亿元,占当年基础货币增加额的52%;2000年通过公开市场操作净收回基础货币3000多亿元,对控制基础货币

和货币供应量发挥了重要作用。^①

中国人民银行从我国实际出发,运用存款准备金率、再贷款与再贴现、公开市场操作、利率等政策工具,调控货币供应量与贷款规模,进而影响经济,是很有成效的。1998年以前对抑制通货膨胀,1998年以来对抑制通货紧缩,均发挥了良好的作用。积极的财政政策与稳健的货币政策相配合,使我国在2000年取得了GDP较上年增长8%,居民消费价格较上年增长0.4%的成绩。但2001年我国GDP增长率逐季下滑,一季度为8.1%,上半年为7.9%,前三个季度为7.6%,全年为7.3%。居民消费价格全年上升0.7%。2001年,美国、欧盟、日本经济增长幅度均下降。2002年世界经济预计增长1.5%。世界经济的不景气,会影响我国出口,2001年,我国出口增长率由2000年的27.8%降低到6.8%,估计2002年出口增长大约只能保持5%左右,这给我国经济带来不利影响。防止通货紧缩趋势延续,保证经济持续、快速、健康发展,是我国货币政策当前的主要任务。

五、政策配合

市场经济是需求决定供应(生产),需求包括消费、投资、净出口。当前我国经济的主要问题是经济结构失衡,部分生产能力相对过剩,社会有效需求不足,世界经济不景气对我国出口带来消极影响。根据当前国际、国内经济形势,要实现货币政策目标,更应注意政策配合,主要是货币政策与收入政策、财政(税收)政策、投资政策的配合。我国是一个有12.8亿人口的发展中大国,国内市场有十分巨大的潜力,发展经济首先要立足于扩大国内需求。

(一)货币政策与收入政策配合

国内需求包括消费与投资需求。消费需求是最终需求,没有消费需求的不断增长,投资需求也会受到限制。消费需求决定于居民收入水平与边际消费倾向。1998年以来,我国出现有效需求不足,很大程度上是由于城乡居民特别是农民收入增幅下降,以及城乡居民边际消费倾向没有随收入增加而加强。我们把“九五”时期与“八五”时期作一比较,明显看出扩大内需对促进经济增长的巨大潜力。

从表7可以看出:(1)“八五”时期是我国改革开放以来经济增长速度最快的时期;(2)五年城乡居民名义收入平均增长幅度大大超过实际GDP增长幅度;(3)全社会固定资产投资额每年的增长幅度均超过实际GDP增长幅度;(4)5年外贸净出口仅222.8亿美元,1993年净出口-122.3亿美元,经济增长仍保持13.5%的速度。这表明“八五”时期拉动我国经济高速增长主要是靠内需。当然,“八五”时期投资和城乡居民名义收入增长过快,形成重复建设,并导致较高的通货膨胀率,这一点应该引以为鉴。

^① 戴根有:《中国证券报》,2000年12月30日。

表 7 “八五”时期我国经济情况表

	1991	1992	1993	1994	1995
GDP 较上年增长 %	9.2	14.2	13.5	12.6	10.5
城镇居民人均可支配收入较上年增长 %	12.6	19.2	27.2	35.6	22.5
农村居民人均纯收入较上年增长 %	3.2	10.6	17.6	32.5	29.2
全社会固定资产投资较上年增长 %	23.9	44.4	61.8	30.4	17.5
外贸净出口(亿美元)	80.5	43.5	-122.2	54.0	167.0
居民消费价格指数较上年增长 %	3.4	6.4	14.7	24.1	17.1

表 8 “九五”时期及 2001 年我国经济情况表

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
GDP 较上年增长 %	9.6	8.8	7.8	7.1	8.0	7.3
城镇居民人均可支配收入较上年增长 %	12.98	6.64	5.13	7.90	7.20	8.5
农村居民人均纯收入较上年增长 %	22.08	8.51	3.44	2.22	1.95	4.2
全年固定资产投资较上年增长 %	14.8	8.8	13.9	5.2	9.2	12.1
外贸净出口(亿美元)	122.3	404.2	435.9	291.0	240.2	225.5
居民消费价格指数较上年增长 %	8.3	2.8	-0.8	-1.4	0.4	0.7

从表 8 可以看出,九五时期,我国外贸净出口共 1493.6 亿美元,大大超过“八五”时期的 222.8 亿美元。1998 年以来,我国出现通货紧缩趋势,经济增长幅度下滑,主要是国内有效需求不足。特别是 1997 年以来,城乡居民平均收入水平增长幅度均低于 GDP 增长幅度,其中农民收入水平大幅度下降。而且城乡居民储蓄增长率高于收入增长率。1996—2001 年城乡居民储蓄较上年增长,分别为 29.87%、20.14%、15.40%、11.64%、7.90%、13.9%,这表明居民边际消费倾向随着收入增加而降低。根据 2001 年居民消费、投资、净出口额测算,由于进口可以代替产出,拉动经济增长的是净出口,而 2001 年净出口为 225.5 亿美元,折合 1869 亿元人民币,而社会商品零售额为 37595 亿元,固定资产投资为 36898 亿元,拉动经济增长的力量主要是国内消费与投资。

我国是有近 12.8 亿人口的发展中社会主义大国,2001 年国内生产总值为 95933 亿元,人均 7516 元,折合 909 美元,刚进入小康水平,很多商品和服务尚未广泛进入居民消费领域,多数人的消费水平和生活质量还不高。不断提高广大人民群众的物质文化水平,既是社会主义社会生产的目的,又是拉动经济增长的动力。

在当前社会有效需求不足、部分生产能力相对过剩的条件下,“十五”期间,我国完全有必要也有可能实施较大幅度增加城乡居民收入,特别是增加低收入者收入的政策,力求使城乡居民平均收入水平增长幅度不低于经济增长幅度,要把增加农民收入作为重点。增加农民收入除近期应加大财政对农村投资的力度和减轻农民负担外,要特别注意利用我国劳动力成本低的优势,在发展高科技产业的同时,大力发展劳动密集型产业,增大农民转向第二、第三产业的比重;要进一步深化农业结构的调整,增大质优价高农产品比重,从发展生产入手来增加农民收入。

货币政策本身不能直接导致居民收入增加,但中央银行可以通过低利率政策和在符合安全性、流动性、盈利性原则的前提下促使商业银行发放消费贷款,以扩大居民的边际消费倾向,扩大即期消费。

(二)货币政策与投资政策的配合

要扩大内需,除了增加消费需求之外,还必须增加投资需求。现在全社会生产能力有35%以上过剩,增加投资需求既要增加总量,又要注意结构。对于生产能力已经相对过剩的行业,重点应该是技术更新、产品升级、淘汰落后的生产力,不适于外延型扩大再生产,重点是技术更新改造方面的投资。目前,适于外延型扩大再生产投资的主要是基础设施与环境保护,特别是西部地区及农村的基础设施,此外是房地产和高新技术。基础设施特别是西部地区的基础设施,它的社会效益、对经济的拉动作用是显而易见的。但其中一些项目短期经济效益不明显,难以吸收民间投资。“十五”期间,投资主要是政府行为这种现象很难根本改变。“十五”期间应实施积极的投资政策,以促进经济增长与经济结构的调整。

我国固定资产投资的资金来源,外资约占10%,国内资金约占90%。国内资金包括财政资金、信贷资金、企业资金、个人资金。信贷资金主要是政策性银行及国有商业银行的贷款,企业资金很大一部分也是国有企业及国家控股企业的资金,这些资金都可视作国家资金。所以,目前我国投资主要是政府行为。现在应特别注意带动民间投资。带动民间投资的关键是在规范中大力发展资本市场。

截至2001年底,我国上海、深圳两家证券交易所共上市公司1160家,总股本4820亿股,流通股本1474亿股,股票总市值43523亿元,流通市值14463亿元。^①与2001年国内生产总值95933亿元相比,股票市值,特别是流通市值所占比重较小。资本主义市场经济发达的国家一般股票市值与GDP的比例在100%~150%,而我国不到50%,流通市值的比例仅15.1%。2000年、2001年股票市场筹资分别为1589.2亿元、1097.98亿元,而同期金融机构贷款净增加为1.33万亿元、1.3万亿元。2001年金融机构各项贷款余额达112314万亿元。我国直接融资比重偏小,间接融资比重偏大,应该大力发展资本市场,扩大直接融资。

^① 《证券市场导报》,2002(1)。