

改革·增长·宏观调控

中国金融学会金融改革与发展战略研究会

新疆维吾尔自治区金融学会

编

中国社会科学院《财贸经济》编辑部

中国金融出版社

前 言

自1992年邓小平同志南巡重要谈话和中共中央有关文件精神贯彻之后，中国改革开放和社会主义现代化经济建设正进入一个崭新的历史发展阶段。但是，在国民经济持续高速增长之际，1993年上半年，随着投资增长过猛、货币供应偏多，通货膨胀压力开始释放，能源、交通等经济“瓶颈”制约加剧，金融形势趋紧。1993年7月份，中共中央、国务院采取了加强宏观调控和整顿金融秩序的一系列措施，如调高存贷款利率，抽紧银根，清理整顿开发区、房地产业等。一些人担心这些措施会导致1989年那样的市场疲软、经济大滑坡的重演，许多人迫切希望了解宏观经济金融的走向及其深层次的原因等等。

为了探讨金融宏观调控出现的新问题，提出一些相应对策与建议，达到用改革的办法进行整顿，在整顿的基础上加快改革，中国金融学会金融改革与发展战略研究会、新疆维吾尔自治区金融学会和中国社会科学院《财贸经济》编辑部于1993年9月下旬在乌鲁木齐市联合邀请全国部分著名经济金融专家、学者30余名，就当前金融宏观调控问题进行了讨论。现将与会专家、学者的论文汇集成《改革·增长·宏观调控》一书，供广大经济、金融理论研究人员和金融业务部门的工作者研究与参考。

参加本书编辑的有赵一新、全秉中、王美英、张军洲、薛峰、王廷科、陈令淑、谢卫等同志，由于编者水平有限，一定会有诸多不妥之处，谨请公众赐教。

编 者

1993年10月

目 录

(一)

宏观调控与货币供给.....	黄 达 (1)
强化金融宏观调控功能的外部环境.....	刘溶沧 (23)
怎样看待我国金融宏观调控.....	曾康霖 (31)
积极培育金融间接调控的微观基础.....	凌 涛 (43)
我国货币供应量增长率应控制在比GNP 增长率高一倍以内.....	张卓元 (52)
经济体制转轨时期货币政策在控制宏观 经济波动中的作用.....	戴根有 (57)
宏观经济计划在宏观经济管理中的 地位和作用.....	胡 季 (63)
当前金融宏观调控问题散论.....	李茂生 (69)
社会主义市场经济下的金融宏观调控.....	周升业 (81)
货币与信贷调控宏观经济运行的机制及效应.....	房郁琴 (87)
经济发展与金融宏观调控.....	郑祥芝 (103)
论经济的货币控制.....	郭明奇 (113)
金融宏观调控的思考.....	薛 峰 (130)

(二)

社会主义市场经济与金融改革.....	江其务 (145)
论当前的金融体制改革.....	樊 纲 (155)

当前深化金融体制改革中的若干问题探讨.....	秦池江 (164)
再论向社会主义市场经济金融体制的过渡.....	李晓西 (175)
试论市场金融体制.....	许树信 (186)
我国金融改革与发展的着力点.....	王广谦 (193)
建立运用利率杠杆引导储蓄发展的机制	
.....	张忠山 倪克湖 (206)
金融宏观调控与同业拆借.....	李守荣 (217)
市场经济条件下宏观调控中的利率机制.....	陈令淑 (226)
加快深圳特区金融体制改革的步伐.....	李 强 (232)

(三)

在发展市场金融的基础上重建金融宏观

调控体系.....	刘光第 (241)
论我国金融宏观调控的改进思路.....	谢 卫 (250)
论直接金融的扩张对金融宏观调控的影	
响及对策.....	张亦春 朱孟楠 (262)
金融宏观调控机制及转换问题研究.....	王廷科 (279)
加强金融监管 改进宏观调控.....	杨希天 (297)
忌“一刀切”的全面紧缩.....	赵一新 (305)
影响金融宏观调控的因素.....	张军洲 (321)
加强金融宏观调控 建立市场金融体制	
——新形势下金融宏观调控研讨会综述.....	(325)

(一)

宏观调控与货币供给

中国人民大学校长 教授 黄 达

宏观经济问题是国家经济生活中总量方面的问题，诸如国民生产总值与国民收入的总量，全社会商品、服务的供与求，劳动力的供与求，货币的供与求，预算的收与支、结余或赤字的总量，以及相应的经济增长率，价格水平和通货膨胀率，工资率和就业率，利息率和汇率的总量比率。这些总量和比率，在均衡与失衡、协调与失调、相容与排斥等相关形态的运动过程中，按照怎样的规律趋向或背离均衡点，构成宏观经济分析的内容。

其中，矛盾的焦点最终集中在全社会商品与服务的供给与需求，即市场总供给与总需求的对比关系上。总供给与总需求的对比对价格水平的升降有决定性的作用，对经济增长和就业水平能否取得较为良好的状态也有关键意义。

在总供给与总需求关系中，一方偏多或偏少，都是不均衡。偏多偏少无疑是相比较而言的，此方偏多必然与彼方偏少相对应，反之亦然。但仅观察相对的是多是少难以对经济有一个全面的认识。比如，1990和1991年，产品销售困难，是供过于求，即相对于求来说，供偏多；相对于供来说，则求偏小。但这两年GNP的增长率明显低于1989年以前10年的平均值，而GNP

增长较快的以前那些年份却是供不应求。所以，对于1990、1991这两年，与其说是供给偏多，不如说是需求过小；而对以前那些年份的供不应求，与其说是供给偏小，不如说是需求过旺。我们这些年实际碰到的问题基本上是这两种状况：一是供过于求对应着供给已经处于受抑制的状态，在这种情况下，决策的方向当然不应该再抑制生产，减少供给，而是增加需求；二是供不应求对应着经济已经处于较高速度的增长状态，“瓶颈”矛盾已经十分尖锐，这时的决策不应该对已经相当热的经济再行加热，不应该不顾客观条件去增加供应，而应该设法抑制需求。这两种情况虽然一属供过于求，一属供不应求，但决策所要调整的都应在需求面。一般说来，短期的宏观调节主要是对需求面的调节。

由于市场需求是由货币作为载体、作为担当者的需求，即有购买力的需求，所以调节需求的焦点应该集中在对货币供给的调节上。这也是货币供给问题在宏观调控中占有突出重要地位的缘由。

一、市场供求与货币供给

既然货币是市场需求的载体，那么，粗略说来，货币供给多市场需求也多，货币供给少市场需求也少。但是，仅靠这种粗略的理解，还是不能实施宏观指导的；要想通过调节货币供给达到调控总需求的目标，还需进一步把握较为具体的规律。

一般说来，货币供给与社会总需求这两者之间呈正相关关系，但又绝非必然存在等比关系。货币供给增加的幅度相当大而社会总需求依然增长乏力的情况是存在的，如1989年1990年的两次“启动”就是例证。至于对货币供给加以控制而需求依然旺盛的情况也不罕见，这种情况大多发生在要贯彻适度紧缩意向的短暂期间。如果从较长期间看，改革开放以来，货币供给增长的幅度明显大于总需求的增长幅度。1986~1991这六年间，不同口

径的货币供给年平均递增率：M1为24.5%；M2为18.7%；现金为21.5%。而相应期间的总需求，以GNP替代，按可比价格计，年递增7.7%，按现行价格计也不过是15.1%。这说明，长期趋向也非等比关系。

货币供给与社会总需求这两者之间的复杂相关关系，取决于诸多因素。从货币供给的角度看，可以归结为如下的规律：（1）货币供给必然划分为两部分，一部分要用于现实购买，形成考察期间的市场需求；一部分则面对流通而不流通，即不用于当前的购买，因而形不成考察期间的市场需求。（2）原来预定要用于现实购买的，由于种种原因可能转化为不动用的货币；同样，原来不准备动用的货币而由于种种原因也可能转化为用于现实的购买。也正是由于这样的特点，所以可能有增大了的货币供给，但货币持有者不用以购买，从而社会需求依然疲软；也可能货币供给虽未增加但储存的未曾动用的货币进入市场购买，导致社会需求过旺趋势抑制不住的现象依然出现。

对于货币供给的这种特点，我们似了解又似不了解。我们通常用“笼子里的两只老虎”来形容居民手中“沉淀的”现金和在银行中的居民储蓄。所谓在“笼子里”，是说它们没有用来购买；所谓“老虎”是说它们一旦大量投入购买，后果不堪设想。以1991年为例，年底社会商品库存总额为4237.9亿元，而同期的储蓄总额为9107亿元，现金发行量为3177.8亿元。一旦“老虎”真的“出笼”，无疑会把库存彻底吃光。这里用关在笼子里和跑出笼子外来形容货币供给两种状态的转化，应该说表明人们懂得两种状态的区分和转化的可能性。但另外的一些说法又表明人们不懂这个道理。比如有一种最流行的观点，认为应该把死钱变活钱，即现金存在箱子底是死钱，拿出来投资，是死钱变活钱；银行储蓄是死钱，拿出来投资，也是死钱变活钱。钱这样用活了，利己又利国。的确，从微观角度看这个道理是可以成立的，但从宏观角

度看，就未必如此了。如果当时的市场是处于稳定状态，那么钱“死”在那里正是保证总供求协调的条件，要是把它变活，也就是把它从“笼子”里放出来，则会成为动摇稳定的“老虎”。货币供给的部分活、部分死，其道理不难说清。但由于它们相互转化，而且这种转化一般不受行政命令的干预，所以在动态过程中如何调节总量以使活的部分形成恰如其分的社会需求，则是很难把握的事情。

难而又无法绕路走，即不能撇开货币供给来调节总需求。出路只有一条，这就是努力把握货币供给规律。然而，我们往往把问题想简单了。有一个颇为根深蒂固的看法，即认为根据货币需求确定货币供应量，就可以使货币供给不多也不少，从而市场总供求也就可以相互协调。如果我们有可能把一切决定货币需求的因素完全估计到，比如上面说的货币“死”、“活”也可估计在货币流通速度的变化之内，这当然是正确的。但到目前为止，世界上没有任何一个国家能进行这样精确的计算。

我们通常讲的货币需求理论及据以确立的需求函数，只是说明货币需求与极少几个最有决定意义的自变量，处于怎样的相关关系之中。根据这种类似的函数式是无法进行计量的。过去，曾经试图直接用马克思的货币必要量公式进行计算，但未取得成果。80年代中期，一些同志提出了一个货币需求公式，即用经济增长率加物价预期上涨率，来说明货币供给增长率的界限。原意本是提供一个较为简单的思路。既然是简单思路，也就决定它只应在思考中作为参考而不能直接据以决策。可是，现在这个公式不仅流传很广，而且往往成为形势分析和决策判断中具有确定性数量界限的标准。比如，货币供给增长率大于GNP增长率加物价指数上升之和，即据以判断货币供给过多。对现代市场经济中货币供需量这样一个复杂的问题作如此粗略的判断，显然不切实际，也很难提高宏观决策的水平。

二、钞票的发行并不是货币供给的全部

为了对调节社会总需求焦点的货币供给做出正确的决策，需要澄清有关货币供给的某些模糊观念。其中，首先是货币的范围问题。

几十年来，决策层一直认为货币就是钞票——我们习惯称之为现金，现金就是货币。在经济学界中也不乏这样的认识。作为购买力的承担者，作为社会需求的承担者，这无疑是现金具备的职能。然而在现代的经济生活中，不只是在市场经济，就是在过去高度集中的计划经济中，除去现金之外，也还有其他具备这样的职能的货币形态。比如企事业单位和军政部门，可以根据活期存款签发支票和各种结算凭证，无需动用一张钞票就可购入各种办公用品、机器设备、建筑材料、原材料和燃料辅料，就可付清各种水、电、邮、运等费用，因而这种支票和结算凭证也是购买力和社会需求的承担者。现今流行的各种银行卡，也是不需动用现钞即可用于购买和支付的工具。市场经济越发展，对绝大部分生产资料的需求越是由银行存款来体现；消费资料需求的体现以现金为主，但也有越来越大的部分与现金无涉。所以，考察总需求只考察现金而不考察可用于购买的存款，不可能得出全面的概念。应该说，这本不是什么理论问题，然而在现实经济生活中，人们却往往把货币简单地等同于钞票，而忽视了仍可用于购买手段的银行存款。

世界上通行的货币范围口径是国际货币基金组织认定的口径，即“货币”是指现金（包括钞票和硬辅币）加活期存款。各国相应的统计口径则大多以M1标示。在银行存款中除活期存款外，还有定期存款、外币存款等等。它们大多不准许签发支票，即不能立即用于购买，所以不计入M1。但定期存款到期可转为活期存款或现钞，外币存款可通过兑换变成本国货币存款等等，

即通过必要手续，它们可以转为M1。不是M1，又可转为M1，国际货币基金称之为“准货币”。把准货币与M1加在一起，通常以M2标示。此外还有M3、M4等更大的货币口径。现在中国人民银行已按这样的口径公布统计数字，统计局也在使用货币供给概念。但我们的官方文件中却仍然只有“货币发行”也即现钞发行的概念，而无货币供给的概念。这种观念显然是不适应发展社会主义市场经济的新情况、新形势的。

以近些年的情况为例，1985年执行的是“软着陆”的宏观政策，即对1983年开始的扩张进程，特别是针对1984年底的信贷失控，稍加控制；1986、1987两年说是要控制，实际执行的仍是扩张的方针。可是就现金发行来看，1984年有个极其突出的高峰——一年之间增长了49.5%。1985年，增长率已回落到24.7%，似乎“软着陆”有了成效；而1986、1987两年的增长水平还低于1985年，似乎执行的并非是继续扩张政策。这就很容易使自己失去了对几年连续执行扩张政策的警觉。如果事先对货币形势的认识一致，警觉意识较强，1988年矛盾的爆发可能不会那么强烈。1988年夏秋之后开始大力紧缩，但现金发行却继续猛增，一年间又增了46.7%。只就现金来分析，紧缩力度不够是自然的结论。于是1989年继续强力紧缩，现金增发量的确是大大降低了，即当年只增加了9.8%。但随后两年经济持续在低谷徘徊却说明紧缩力度的掌握又超过了降温的需要。因而1989年底和1990年，为了“启动”经济，实际上又开始了宏观扩张的过程。但现金增长不多，似乎“启动”的力度并不超限。然而1992年现金的大增发是否已蕴育于“启动”之中，这还有待再作观察。经验说明，单纯以现金状况为据，很难作出正确的宏观判断。

当然，简单地把现金等同于货币的观念不符合现今生活实际，但绝不等于否认现金是货币供给的一个重要组成部分。这里

所强调的是，如果单就现金数量分析货币形势和宏观形势，容易得出不恰当的判断，绝不是否认在宏观分析中考察现金动态的必要性。现钞发行变化是一个极为重要的信号，但解释这个信号的意义，绝不是只靠它本身的数量变化以及与国民经济一些主要指标的对比变化，那还需借诸更详细的分析。

三、货币供给的形成机制应以银行信贷活动为基础

与货币范围问题同时存在的还有一个货币供给形成的机制问题。

如果货币就是指钞票，那么钞票首先需要印制，而印制之后如何按照一定的规律投放到货币流通渠道，这一直是世界各国仍在探讨的大学问。至于在现金之外以各种银行存款形式存在的货币，则不需要印制钞票的过程，但也有一个怎么“创造”出来的规矩。这就是货币——无论是存款形态的货币还是现钞形态的货币——的形成机制问题。

问题的简捷回答是：现代经济生活中的货币供给完全是通过银行信贷的发放和回收进行的，或者说，货币供给的机制是奠定在信贷活动的基础之上。形式机制的运作过程可以这样概括说明，在现实生活中，银行每发放一笔贷款都意味着货币供给的增加，而每回收一笔贷款则意味着货币供给的减少。诸多银行亿万笔贷款放放收收的过程，也同时意味着货币供给在亿万个点上的增增减减。亿万点上增减的集合，在一个确定的时点上便形成货币供给总量；与前一个指定的时点比，则有货币供给总量的增加或减少之别。

稍具体地说，比如为了收购农产品，银行要贷款给收购部门。对贷款的一部分，收购部门可能要求提供现钞，这样由贷款而引出现钞向流通中的投放；不要现钞的另一部分，则记入收购部门的存款帐户，可据以开出支票用于收购。再如贷款给工商企

业用以收购工业品或购入原材料等，由于这种交易多用支票结算，所以贷款主要反映为借款单位存款的增加。当借款单位向供货单位付款时，则前者存款减少后者存款增加，存款总额不变。但由于发放工资等用途，存款的一部分总会通过提现而使存款减少和现钞投放增加；如把现钞存入银行，则现钞投放减少和银行存款增加。在类似的变化中，现钞和存款的对比可变而对两者之合却毫无影响。所以总起来说就有这样一个规律：贷款的发放造成同等金额的货币供给，其中部分为存款，部分为现钞。也就是说，增加的存款与投放的现钞之和恒等于贷款额。相反的过程也是一样。用现钞还贷款，现钞流回银行，贷款相应减少；用存款归还贷款，则存款减少与贷款增加的金额也相等。于是又有减少的存款与流回银行的现钞之和恒等于贷款减少额。就每一笔贷款、存款与现钞看的信贷活动来说是这样，就所有信贷活动的集合来说也是这样。

既然货币供给的形成机制如上所述，那么要调节货币供给，就必须通过调节信贷来进行。但要现实地、具体地解决对货币供给的调控问题，还要弄清通过信贷能对货币供给调节到怎样的程度，以及通过怎样的途径调节信贷从而调节货币供给。

不少人提出，只要严格控制住信贷规模，就可以顺利达到对货币供给总额的预定控制目标。这样的思路从逻辑上说是无可厚非的，但实践已经反复告诉人们，问题并非如此简单。

首先，现在已不复是大一统的银行体制。在大一统体制下，信贷总额的控制是直接的、有效的。因为那时实际上只有一家银行，而且实行高度集中计划管理，可以保证信贷规模的控制很少受到冲击。而现在的银行已是由多银行所构成的体系，虽说主体是国有的专业银行，但环境已经发生变化，市场规律已在起作用，国家的银行也有日益增大的本身利益考虑，而且还受到地方的和客观经济进程多方面的压力。纵然对国家专业银行的信贷规

模还可控制住，但有很多其他金融机构，控制它们的信贷规模要困难得多。所以，突破规模控制的力量日益增强，因而真正控制住全社会信贷规模，已经十分困难了。

其次，控制信贷规模充其量只能控制住货币供给的总额。如前所述，货币供给是由两个部分构成的：作为现实市场需求的承担者，其额度大体相当于M1的统计口径；另一部分则是笼中“老虎”，在考察期间不形成现实的市场需求。假设这两者的比例固定，那么控制住总额即可控制住现实的市场需求规模，而这对宏观调控来说是有最直接意义的。问题是比例并不固定，而且多变。例如1985~1991年这七年间，M1占M2的百分比分别为64.3、63.0、59.4、59.3、53.4、49.8和48.4。这种变化似有下降趋势却又很难说是必然的，如1992年即有所回升。况且，比例的大小非决策者意志所能左右。比如1989和1990年的“启动”，曾想通过增加货币供给加大需求以推动经济尽快走出低谷，但M1占M2的比例却明显偏小，即货币供给增加了，市场需求并未相应扩大。所以，单单依靠控制信贷规模来调节社会需求，其作用是间接的，而且相当不全面。

最后，用控制信贷规模控制现金发行量有很大的相对性。本文开始就曾经指出过，贷款可能引出现钞，也可能增加存款。这说明在信贷的现实运动中，现金可以转为存款，存款也可转化为现金。关于现金与存款这两者之间的转化，过去，在计划体制下有“现金管理”制度，它规定在怎样情况下可以要求用现钞贷款，在怎样的情况下可以从存款中提取现钞。只要符合使用现金的规定，银行就得支付现钞。因此，现钞发行的具体数量是很难精确掌握的；同信贷规模的增减变化也不存在精确的比例对应关系。改革开放以来，虽然“现金管理”并未取消，但由于市场机制的发展，用现金的自由度也在加大。因而现金发行对信贷规模的比例有明显的增大，但比值各年仍变化不定。

通过以上的说明，我们可以得出如下几点结论：（1）调节货币供给应从调节信贷入手；（2）但单纯着眼于信贷规模控制，对调节货币供给既不充分，又与建立市场经济体制的改革方向不协调；（3）货币供求的调节，在于市场需求的形成，因此通过信贷调节货币供给不只在总额，更重要的还在于那种能形成当前社会需求的量，对此，规模控制的作用并不直接；（4）企图用信贷规模来实现具体的现钞发行目标更无实际操作意义。

总之，不是说“规模”控制根本无用，而是说对它的作用不可估计过高，不能认为只有它才能够及时保证实现我们在调节货币供给与市场需求方面的所有期望。况且，规模控制是直接行政性的控制，把它作为唯一的方法也是与市场取向的改革不相符合的。

四、货币供给形成机制中的财政问题

关于货币供给与财政的关系，较之它与信贷的关系，在人们的印象中恐怕要深刻得多。比如，赤字一定引起钞票发行，或赤字必定要靠发票子来弥补这类的道理，在人们的头脑中好像是无需论证的常识。

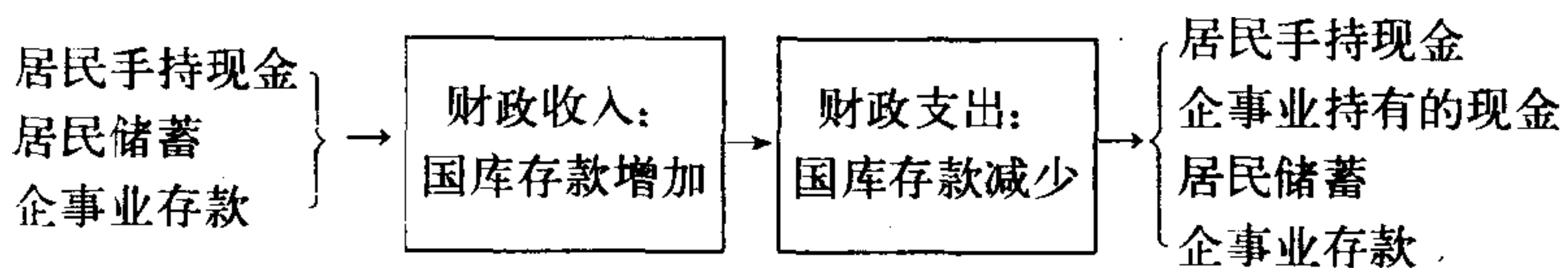
其实，这个论断只有在一定的条件下才是真的。比如，在我国历史上的南宋、元以及明初，那时的纸币发行基本是这个情况。在建国前的革命根据地内，实际上不存在银行货币信用，钞票的发行也可以说完全服从于这一规律。在建国之初，经济尚处于恢复阶段，赤字与发行的因果关系也仍然比较直接。至于在现代市场经济条件下，甚至包括过去的集中计划体制下，这种赤字与现钞发行之间的简单因果关系已不复存在了。例如，我国从1953～1992年这40年间，钞票增加发行的年份共有33年，其中与财政结余对应的是11年，与财政赤字对应的是22年。如果说有赤字要发票子，结余似应票子回笼，但结余的这11年说明

并非如此。至于钞票增发与赤字对应的22年中，两者数字的差距大于一倍乃至几倍的有13年，较为接近的也不过四五年。当然也有可见的联系，如赤字较大的1976、1979、1980、1983、1990、1992等年份，钞票发行的增长也较猛，但也同样看不出数量上的直接决定关系。

问题在于，现代经济生活中必然存在的是以信用活动为基础的货币供给形成机制，财政状况对货币供给的作用也完全是通过这个机制实现的。所以，不结合这个机制，不结合信贷的情况，就弄不清它们之间联系的特点。

在现代经济生活中，赤字的弥补，主要是两个途径：一是用发行债券的方法；一是直接向中央银行借款，我们习惯叫财政透支或财政借款。至于借外债（包括在国外发行债券）弥补赤字也是通行的办法。不过为了简化，抽象这一部分也不会影响对问题的分析。

用发行债券的方法弥补赤字，通常认为，对现钞发行量无影响。这个论断有些道理，但不确切。如据以推导出对市场协调无影响，那就成问题了。这是因为，购买债券的有个人，有企事业单位。个人买债券或用现金，或用银行储蓄；企事业单位购买通常是用存款。销售了债券，国库存款相应增加；而国库存款通过各项支出将会形成居民和企事业单位的手持现金、居民储蓄和企事业单位的存款。可用图示如下：



销售债券的收入通常是全部支出的，所以上图左方总金额与右方总金额相等。如用最大的统计口径，那就是货币供给总额不

变。但左方总额中的M1（现钞加可开具支票的存款）与右方总额中的M1却并不必然相等。通常是右方的M1大于左方的M1。最典型的就是用储蓄买债券。储蓄大多是暂不动用的，假如这部分金额为S，财政支用之后，相当部分会形成企事业要动用的存款和现钞，而通过发放工资等形式再转到居民手中的现钞只能是原来购买债券金额的一部分；而这一部分又会大部支用，余下的才储蓄起来。即再储蓄的金额只是S中“部分的部分”。右方M1大于左方的M1，意味着加大了市场需求。所以货币供给总额虽然未变，但对市场供求均衡的影响却变了。这就是用债券弥补赤字对货币流通状况的效应。至于左方的现金量与右方的现金量也同样不存在必然相等的关系。但只要注意到了M1的变化，现金作为M1的一部分，其数量是多一点还是少一点并不一定有关键意义。简言之，用发行债券办法弥补赤字，这个过程本身对货币供给总额无影响，而总额中的现金部分则可能变化，它使M1增大，因而增加当期的市场需求。

通过直接向银行透支的办法弥补赤字，通常认为，那必定要靠发票子，而对这样的赤字我们习惯称之为“硬赤字”。财政向银行透支，银行帐户上的财政借款与国库存款等额增加。如增加的存款通过财政支出全部支用，则会相应形成现钞、居民储蓄和企事业存款三种形态，其合计与财政向银行借款的总金额相等。

在这个财政行为中，原来并无货币供给。通过这个过程，有了货币供给——现金、储蓄与存款。这就意味着货币供给总量的增大，M1的量也会增多。但很显然，在增大的货币供给中，现钞只是一部分而非全部。所以，即使是硬赤字，也并非都是用现钞发行来弥补的。至于当期市场需求，由于货币供给中M1的增多而自然要增大。

需要说明一点，如果国家债券的发行事实是靠中央银行扩大贷款实现的（如中央银行收购债券或发放以债券为抵押的贷款，

等等)，那么，形式是发行债券，实质上则等同于财政直接向银行透支。但即使存在这种情况，无论是硬赤字还是大口径赤字，与现钞发行的增加量也无等额的必然联系。

从上面的分析，很容易得出这样的结论：现金的增发量总会小于赤字金额。1979、1980两年似可作为例证。但很多年份，特别是近些年来，现钞发行量均大大超过硬赤字，1992年还超过了大口径的赤字。问题在于，货币供给的增大不只与财政赤字有联系，而且与信贷扩张有联系，即使没有财政赤字，信贷的扩张也会引起货币供给及其构成部分的现金的发行额增多。如果看看近十年的统计数字，信贷资金总额年复一年的迅速增大。1992年的信贷增长额比当年的硬赤字要大十多倍。在这种情况下，出现较大规模的现钞发行是不难解释的。

此外，每年开始，都面对着流通中原来已经存在的货币供给，它的金额较之该年新增的货币供给要大得多。只要客观经济形势发生较大的甚至突发性的变化，这个原有货币供给的结构——如M1比M2，现金比M1、比M2——必然相应变化。如公众追逐现钞，就会使现钞投放幅度有超常增加。1988年的情况似可作为例证。

总之，赤字，不论是硬赤字，还是大口径的赤字，与现金发行并无一对一增减的直接相关关系。面对现代的经济机制，如下的提法较为确切：赤字的存在与货币供给状况的变化有必然联系，但相关关系比较复杂，是不易用一句话概括的。如非要概括一下，至多可以归纳为：就赤字本身来说，弥补方式不同对货币供给的影响也有不同；但无论通过怎样方式，通常总会使货币供给——或总量、或结构、或兼两者——的状态有所变化，并从而使当期市场需求有所增加。