

# 第一部分

## 经济发展战略与宏观经济分析

### 正确总结东南亚金融危机的经验教训 促进我国经济稳定持续快速发展

林毅夫

(1998 年 3 月)

自去年以来的东亚金融风暴，给亚洲和其他地区的经济造成了巨大的冲击。韩国、泰国、马来西亚、印度尼西亚等国经济损失近 6000 亿美元。这些国家按美元计算的人均收入水平一下倒退 10 多年。

东南亚金融风暴的导火线是银行不良贷款比例太高，储蓄者对银行体系和本国货币的币值丧失了信心，因而给国际金融炒家提供了狙击本国货币的机会。国际炒家先向银行借入当地货币，然后拿到外汇市场上去抛售。政府为了维系汇率的稳定，拿出国内的外汇储备去托市，但国内储蓄者见到国内货币受到狙击，信心随之崩溃，也争相抛售本国货币，改持外币以保值，外汇市场出现墙倒众人推的局面。为了维系脆弱的汇率，数百亿美元的国家外汇储备几日之内即耗尽，等外汇储备用尽，中央银行再也无力去托市时，外汇市场出现崩盘，短短几个月，币值贬低 50%，甚至 80%。这些国家短期外债又太多，为了还债，只好接受苛刻的条件，向国际货币基金等国际金融机构借款，丧失了按国内情况制定经济政策的自主权。

由于我国金融市场还未开放，人民币不能自由买卖，外汇储备丰富，外债也少，是少数几个不受这场金融风暴直接冲击的东亚国家。人民币币值

的稳定，使东亚国家的货币免于新一轮的竞相贬值，对于世界金融体系的稳定以及东亚国家早日走出这场危机，做出了积极的贡献。

目前我国经济的总体发展水平还较低，为了更好地利用外国的资金、技术，加速我国经济的发展，开放国内金融市场，加入国际金融、外贸体系是必然要走的道路。但是，我国目前的金融体系还很脆弱，银行不良债务的比例偏高，为了避免金融风暴将来在我国发生，我们应该分析清楚东亚国家银行不良债务偏高的原因，及早采取防范措施，将危机消除于未发之时。

东亚国家银行不良债务偏高的第一个导因是泡沫经济的破灭。泡沫经济又可分为房地产泡沫和股市泡沫。

就东亚国家和地区而言，房地产泡沫上从日本、韩国，下到泰国、马来西亚、印尼，几乎是无一幸免。这种现象的产生既有经济规律的内在原因，也有人为政策的外在原因。东亚国家和地区，总的情况是人多地少，土地资源相对稀缺。和人少地多的国家和地区相比，在同样的发展水平下，东亚的土地价格相对比较高。但造成房地产泡沫更关键的因素是，在经济发展过程中，随着社会总需求的增长，供给弹性越小的要素的价格会增长得越快，在所有生产要素中，土地的供给弹性最小，因此，价格的上涨也会最大。尤其在东亚国家，其经济活动经常集中于像日本的东京、大阪、韩国的汉城、泰国的曼谷、菲律宾的马尼拉等大城市，这更加限制了土地的供给弹性。由于在经济增长的过程中，大家预期土地价格会快速上涨，为了赚取土地价格上涨的资本所得，许多人将大量资金投入房地产业，因此更加速了房地产价格的飙升。当大家看到房地产价格只涨不跌，就大胆以购买到的房地产为抵押向银行借款来进行房地产投资。因为房地产是不动产，容易查封、保管和变卖，而且，房地产的价格只涨不跌，银行以为房地产抵押贷款万无一失，所以不少银行发放过量的房地产贷款。但不幸的是，当经济发展的速度因各种原因而放慢时，价格跌得最惨的也将是供给弹性最小的土地和房地产业，而房地产投资者看到房地产价格下跌，为了保护投资利益，竞相抛售，使房地产价格直线下落，泡沫随之破裂，原来万无一失的房地产抵押贷款也就成了不良的呆账、坏账。

东亚国家银行不良贷款比例偏高的第二个原因是股票市场泡沫经济的破灭。股票市场泡沫产生的机制和房地产泡沫相似。在短期内，股票的供给弹性有限，当经济处于上升期时，大家看到股票价格普遍上升，为了赚取价格上涨的资本所得，大量资金涌向股市，推动了股市的狂飙，股票价格远远偏离了股票分红所能支撑的水平。涌向股市的资金中有不少是以股票为抵押的银行贷款。和房地产市场一样，当经济发展减缓时，股市泡沫随即破

灭，以股票为抵押的银行贷款也就变成了不良贷款。

东南亚国家银行不良贷款比例偏高的另一类重要原因是银行将可贷资金投向效益低的行业和企业。许多以高额银行贷款建立起来的项目，建成后利润低得无法付息还本，银行贷出去的钱逐渐变成呆账、坏账。这样金融机构可贷资金开始减少，银行资金紧缩，利率提高，还不起银行贷款的企业增加，可贷资金进一步减少，利率进一步提高，金融机构的不良资产便迅速膨胀起来。一方面，这种膨胀一旦到了储蓄者对某一家银行失去信心，该银行就会出现挤提而崩溃。而一两家银行的崩溃经常会产生多米诺骨牌效应，使许多家银行同时发生挤提，从而爆发金融危机。另一方面，如果经济中已存在房地产泡沫和股市泡沫，银行可贷资金减少，利率上升，投资和消费需求下降，经济增长减缓，也可能导致前面论述的泡沫经济的破裂而引发金融危机。

以银行贷款来支撑低效益行业的扩张又可分成两类情况。一类情况是国家的产业政策好高骛远，不顾国内经济发展水平的实际状况，盲目追求资本密集、技术密集型产业的发展。在东亚地区，即使是发展最快速的四小龙，国内资金的拥有量和发达国家相比，还是处于相对稀缺的阶段，由市场决定的利率水平相对较高，不具有发展资本密集型的重工、重化及高新技术产业的条件。为了支持这类型产业的扩张，政府以人为方式压低银行利率，并指令银行贷款支持这类型项目。由于资本密集和技术密集型产业的资本规模一般很大，单靠国内自有资金尚不足以支撑这类型产业的大规模扩张，因此它们便大量向国外举债。但资本密集、技术密集型的项目到底不是资金相对稀缺的东亚国家的比较优势之所在，在政府的支持下，这类型产业可以建起来，但和发达国家相比生产成本较高，只有以亏本的方式才能把产品卖出去。导致投资于这类型项目的企业无力还本付息，国内外的银行贷款变成呆账、坏账。

在上述类型的问题中，韩国是一个典型的例子。韩国在 70 年代以前的发展，以充分利用国内比较优势的劳动密集型产业为主，经济发展取得了很大的成功。70 年代以后开始以政府政策扶持少数几家大型企业集团发展重工、重化、汽车和微电子产业。但建起来的产业资金利润率极低，不仅难于还本付息，有时企业连维持生产所需的流动资金都成问题。为了解决燃眉之急，这些企业就以建设新项目为借口，去向银行借款，用借来的钱去维持已建项目的运转。国内银行借不到钱，就向国外银行借。开始时，外债少，信用等级高，而且，经济处于扩张期，借款容易。企业集团以债养债，规模越来越大，负债率也越来越高，30 家主要企业集团的平均负债率为 350% 有些

竟达 1200% 而资金利润率却越来越低 达不到 0.5%。当外债高到一定比例,外国银行和投资者看到韩国企业利润率低,对还本付息失去了信心,不再给予新的信贷,并开始回收资金。大型企业集团立即陷于岌岌可危的状况,开始有一两家维持不住而倒闭,这影响到投资者对大型企业集团和韩国经济的信心,进而韩国的汇市、股市、房地产市场出现恐慌,在经济扩张期形成的泡沫破裂,外汇和金融市场双双出现危机。存在于韩国大企业集团的问题在相当程度上也存在于马来西亚、印度尼西亚等东南亚国家。

以银行贷款来支撑国内产业扩张而效益低下的另一类情况是国际资金大量流入,融资容易,投资的产业虽大体还和国内的比较优势相符,但投资时未经细致的市场分析,已建和在建生产能力调研都很不够,生产能力扩张太快,超过国内外市场能够吸收的规模,导致建成的项目开工不足,投资效益低。80年代中期以后,日本经济出现低增长,银行利率低,不少日本银行和企业将资金投向东南亚,推动了东南亚经济的繁荣。在90年代初期整个国际资本看好东亚经济,大量国际私人资本流入东亚地区,1995年日本给中国内地、印尼、韩国、马来西亚、菲律宾、台湾、泰国等地的融资余额为1090亿美元,英、德、法、荷、比等欧洲国家银行的贷款余额则为870亿美元,1996年日本给东亚的放款余额为1140亿美元,欧洲银行则增加为1160亿美元。这些大量涌入的资金有一部分流向股市和房地产市场,导致股市和房地产市场的过渡兴旺,另有一大部分流向出口产业,90年代初期亚洲各国出口增长很快,而从1996年下半年起出口增长率普遍下降。1995年上半年,泰国出口增长23%,1996年上半年只增长5.8%,1997年以来出口增长为零;新加坡从1996年的28.2%降到1997年的10.4%,马来西亚从26.8%降到11.6%。外贸出口增长率下降的一个后果是,许多新增的生产能力大量闲置,投资效益低,企业信用和还债能力下降。另一个后果是外贸逆差增加,危及外汇储备的安全。

在导致金融风暴的两类原因中,泡沫经济和投资失策有内在的联系。当经济增长快时,房地产和股市容易出现过热,但只要发展的行业有竞争力,企业的效益高,自有资金的积累快,对外债的依赖程度就低,经济增长率容易维持,股市和房地产泡沫破裂的可能性也会相对小。比较台湾省和韩国的发展模式和经验最能说明这点。同为亚洲四小龙之一,台湾省和韩国从60年代以来的平均年增长率差不多,在70年代以前,台湾省和韩国的发展同样以劳动密集型产业为主,70年代以后,发展模式开始分道扬镳。韩国政府大力发展资本密集的大型产业,台湾省虽随着资本和技术的积累而产业不断升级,但仍以资本和技术密集程度不如韩国的中、小型企业为主。以

汽车产业为例，韩国生产和出口的是整车，台湾省生产和出口的是零部件，以计算机产业为例，韩国生产的是芯片，台湾省生产的是鼠标、键盘、计算机主板、显示器、没有品牌或替名牌厂家组装的个人计算机、手提计算机等。但韩国生产的整车和芯片无法和欧、美、日本同类产品竞争，必须以低于成本的价格才能出口，而台湾出口的汽车零部件和计算机产品则获利甚丰。台湾省由于发展的产业利润率高，企业资金雄厚，经济内部的资本积累快速，新投资项目的规模一般不超过岛内资本市场所能动员的资金规模，因此，外债很少。其实，台湾省经济也已有泡沫的迹象，根据美林证券台湾分公司的研究台湾省 40% 的银行贷款用于房地产投资，这个比例和发生金融危机的东南亚国家不相上下。但台湾省发展的行业竞争力强，企业利润率高，经济和出口仍维持适度增长，房地产和股市泡沫并未受东亚金融风暴的影响而破灭。即使台湾省将来像日本经济增长那样由 80 年代中期前的缩小和发达国家技术差距的高速期，转向 80 年代中期后技术成熟的慢速期，房地产和股市泡沫破裂，但因为台湾省外债少，外汇和金融市场也可能像日本一样可以维持住一段相当长的时间，而不是像泰国、马来西亚、印尼那样，立即发生大崩溃。

从东亚的这场金融风暴中，我们可以吸取如下几点经验教训：

1. 产业的发展应以充分利用我国的比较优势为主导。在我国目前的资本和劳动力的结构条件下，根据比较优势建立起来的企业，一般规模不会过于巨大，多数依靠国内自有资金即可建立起来，不会形成过渡依赖外债来发展经济的格局。而且，这样的企业竞争力强，利润率高，一般不会出现还本付息的问题。企业利润率高也有利于资金的积累和整个国民经济资源结构的升级。随着资源结构的升级，资金逐渐由相对稀缺变为相对丰富，劳动力由相对丰富变为相对稀缺，产业结构和技术结构自然要随着比较优势的变化而升级。这样按比较优势来发展产业，最有利于国民经济的持续、稳定、快速发展，以及较快速地缩小和发达国家的差距。

2. 在经济快速发展时期，房地产和股市的发展容易产生过热的现象。如果允许以房地产和股票做为抵押来炒卖房地产和股票，而政府对银行向房地产和股票的放款比例又没有合适的规定，或是有规定而没有严格的监督和执行，这种过热很容易变成泡沫。为了减低房地产在经济快速发展期的过热现象，政府应考虑经济的合理地理布局，增加土地的有效供给，避免经济活动过度集中于一两个城市。为了减低股市的过热，政府应避免采用金融抑制政策，让银行储蓄有合理的利率水平。当然，如果国民经济是按比较优势来发展，劳动密集型产业分布的地域会较广，而且劳动密集型产业较

依赖于银行间接融资，也付得起较高的贷款利率。这样，房地产泡沫和股市泡沫就较不易形成。

3. 在我国目前这样的发展阶段，对于外国资金，应以鼓励直接投资为主。外国直接投资流动性较低，不容易受心理和预期因素变动的影响于短期内大进大出，而使国内经济突然大热，突然大冷。利用这种外国直接投资的方式还有利于外国先进技术向国内转移。同时，我国政府也可以允许一些条件成熟的中国企业到国外的资本市场去上市。但对开放我国的资本市场，允许外国资金直接炒买炒卖流动性大的国内股票、债券和允许国内企业借用短期外债等融资方式，则要格外谨慎。

4. 对我国的银行体系要早日下定决心彻底改革，真正实现在 14 届三中全会决定的“银行商业化，利率市场化”的改革目标。让银行对贷款项目的审批、资金的使用和回收以及银行的利润负起完全的责任。既要避免再以政策指令要求银行以低息贷款去支持不具比较优势的资本过度密集型产业的发展；也要避免再度在人为压低银行利率的情况下，出现一放开对银行信贷的控制即出现投资过热，盲目、重复建设的情形，使生产能力在低水平的情况下形成过剩。上述两种情况都会使银行的贷款变成呆账、坏账。只有对银行进行彻底改革，完善银行监控体系，铲除产生银行不良贷款的原因，才可真正避免产生金融风暴的危险。

# 寻求多重经济目标下的 有效政策组合\*

——1998 年中国宏观经济形势分析与建议

(1998 年 3 月)

在亚洲金融风暴和国内机构改革的压力下，今后一段时期中国的政策取向应该如何？北京大学中国经济研究中心宏观组最近对中国宏观经济形势作了一个细致的研究，并于 1998 年 3 月 20 日在北京大学中国经济研究中心作了一个讲演，针对当前经济中存在的四大目标提出一些政策建议。观点如下：

## 一、中国宏观经济“软着陆”及其意义

1993 年下半年以来，中国政府实行了以治理通货膨胀为首要任务的宏观调控，到 1996 年，初步达到预期目标。1997 年以来，中国宏观经济“软着陆”进一步取得成效，管理当局表现出相当高的政策操作水平。1996~1997 年中国经济连续两年保持了“高增长低通胀”的态势。

“软着陆”的意义在于它是结束中国投资扩张周期的唯一选择。从世界经济格局的变化看，“软着陆”还有更重要的意义。1997 年夏爆发的金融危机对亚洲许多国家和地区造成严重危害，中国大陆却奇迹般地置身度外，免受侵袭。对于中国大陆免受金融危机不利影响的内在原因的一般说法是中国资本市场尚未开放。但我们认为资本市场未开放只是挡住外部冲击的四道防线之一，而 1993 年以来的中国宏观经济“软着陆”的成功则是更为深层

\* 江慧琴整理。

的因素。中国的物价在 1994 年上涨率达到 21.7% 的顶峰,但到 1997 年 10 月亚洲金融危机最关键的时刻,中国大陆却出现了通货收缩。1997 年 10 月份开始出现了物价的负增长。1997 年 10 月到 1998 年 2 月物价水平连续 4 个月下降,而且幅度不断加大,分别为 -0.4%、-0.8%、-1.2%、-1.5%、-1.9%。这 5 个月正是港币、人民币都受到巨大的压力的时期。通货收缩本身并不是好事,但此时出现通货收缩无疑对人民币与港币的稳定起了积极作用,而且时机令人叫绝。适度从紧的政策使中国摆脱了经济过热以及“泡沫经济”的阴影,并在短短的几年中,积累起抵抗住金融危机的另外三道防线:经常项目高额盈余、名列世界第二的巨额外汇储备以及名列世界第二的外国直接投资流入。在亚洲金融危机发生以后,一度曾有争议的巨额外汇储备明显利大于弊——中国巨额外汇储备在投机家和公众预期的形成所带来的价值是难以估量的。

另外,1996 年下半年和 1997 年上半年,中国股票市场和回购市场异常活跃,股票价格狂升,市场风险急剧加大。政府及时采取各项措施,包括舆论引导以及 1997 年 5 月间出台的禁止银行对证券公司提供贷款的政策,加强了市场规范和监督,赶在东南亚危机来临之前即有效抑制了股市泡沫的上扬。宏观调控的力度也相对到位。

我们认为,虽然中国资本市场未开放形成了一道防止金融危机输入的屏障,宏观经济“软着陆”所带来的较好的基本面却构成了防止金融危机输入的多道屏障,因而从根本上保证了中国在金融危机中的稳定。

## 二、当前宏观经济中存在的五大主要问题

### (一) 总需求不足

关于总需求不足一直有种种争议,我们认为目前已有充分证据表明宏观紧缩政策已到位,如不采取有效对策,下一步供求矛盾必然加剧,将明显出现总需求不足的状况,引发宏观经济的失衡。1992~1996 年总需求的增长速度已逐年下降,从 1992 年的 17.4% 下降到 1996 年的 8.5%,目前的需求不足主要表现在:经济增长在高速增长的下线运行,低于多年平均增长水平,经济有下滑趋势;消费品存在严重的供大于求的现象;企业生产能力放空,产品积压,相互拖欠现象进一步加剧;企业亏损依然严重,盈利水平只是恢复性增长;进口需求不旺。

## （二）失业正接近临界点

宏观“软着陆”的成本是经济增长下降与失业人口增加。中国失业率究竟为多少，说法不一。普遍的观点认为中国的失业率已经达到 8% 以上，接近临界水平。而 1998 年国有企业改革攻坚战必然带来下岗人员的增加，但是减人增效，下岗分流是改革的必由之路。因为如果一个企业生产的东西是在市场上卖不出去的，继续让这个企业生产，会浪费更多的社会稀缺的原材料和能源。这时马上停产是节约社会资源的最好选择。这一调整过程是痛苦的，但别无它路。宏观政策的目标是将此阵痛程度降到最小。同时还要考虑社会的承受程度。有时，政府为此不得不牺牲一些效率，以维持就业，保持稳定。所以，失业这笔账既是经济账，又是政治账。在社会可承受的范围内主要算经济账，超过此范围，政治因素就更重要了。

## （三）出口阻力增大

亚洲金融危机后中国维持汇率不贬的政策将导致出口阻力增大，从而使 1998 年中国经济维持高速增长有一定的困难。在国内需求不旺的情况下，出口是 1997 年中国 GDP 增长的重要动力。中国权威部门对 1997 年出口对于增长的贡献估计较高，认为 8.8% 的 GDP 增长中有 2%~3% 是由出口带动的。1997 年出口 1827 亿美元，增长 20.9%。贸易顺差 403.4 亿美元，比上年增长 229.58%。而国内需求在 1997 年上半年比上年同期只增长 6.8%，是自 1991 年以来最低的。1998 年 1~2 月，中国出口顺差仍然很大（70 亿美元），但这主要是中国国内需求不足所致，相信汇率所带来的出口竞争力的压力会逐渐显示出来。

## （四）真实利率所导致的通货紧缩效应

危险还在于，1996 年以来真实利率所导致的通货紧缩效应比人们想象的严重，在其导致的分配变化中企业面临极其不利的影 响，如不采取相应对策，有可能引发通货紧缩。80 年代末期以来，由于通货膨胀的变化幅度越来越大，在名义利率变动不大的情况下，真实利率的波动加剧，由此导致财富的转移并引发一系列宏观效应。这一为人们所忽略的不同利益主体在真实利率作用下导致的转移支付的波动恰恰是这些年来国民收入分配中最猛烈的部分。高昂的利率对企业的负面效应要比人们所想象的大得多。有人提出 1996 年两次降息，1997 年 10 月第三次降息而且幅度都相当大，企业由于降息而少付了至少 1500 亿元的利息。降息大大减轻了企业的负担。这话没

错 这说明 1996~1997 年期间三次降息都是非常正确的。但是通货膨胀率下降的更快，幅度更大，致使企业的实际利息负担接近改革开放以来的最高峰。当前的货币政策存在着导致内生性通货紧缩的危险。过高的真实利率水平给企业营造的是相对严峻的金融环境，一方面导致企业负担上升从而投资下降，另一方面导致货币供应总量减少从而总需求下降。

#### （五）中国银行体系的不良资产问题

银行体系的不良资产是困扰中国当前及今后经济的一个大问题。但是，中国的银行体系有多少不良资产？众说不一，我们在这里取一个大家估算的众数 即 24% 这个数。这里我们想讲以下几个问题。

第一，概念问题。中国的银行系统不良资产包括三类：逾期、呆滞和呆账。这三类的划分完全是按贷款的到期来决定的。到 1997 年底，这三类大概这样划分的，逾期的定义好理解。一笔贷款到期不能偿还则为逾期。呆滞的定义是逾期两年以上。呆账的定义是按财政部规定的原则（基本一条是根本找不到债主了）。而世界大多数国家是按照巴塞尔协议的原则按五类对银行资产进行分类。由于目前中国采用的一逾两呆的不良资产统计与世界通行作法不同，数字不可比，直接拿中国的不良资产与其他国家相比较容易产生误导。中国将于 1997 年底实行按国际惯例的五类资产划分。

第二 在 24% 的不良资产中，我们估计呆账占 2% 呆滞占 4% 加在一起为 6% 左右。认为整个 24% 都是收不回来的死账显然是不符合实际。理解中国银行系统的不良资产既要向后看，也要向前看。向后看是要搞清不良资产产生的原因。其中有一部分是银行的体制问题造成的经营不善，甚至是金融犯罪造成的，但其主要部分是历史上积累下来的银行代替财政职能而形成的。可以说银行不良资产的相当一部分是过去中国的隐性赤字。向前看的意思是说，中国银行不良资产的大部分是可以通过改革逐步收回、消化、解决的。

过去 20 年的高增长，有一个重要的支持是来自银行的贷款，其重要特点是投资成功了归投资者，失败了烂的是银行的账，这和财政赤字一样，可以维持一时却不能长久。现在，提高银行贷款回收率已经成为无可置疑的基本政策。相当于逐步撤销对投资的补贴，当然会引起投资增长率的下降，导致经济增长率下降。

### 三、造成上述问题的原因分析：有效需求不足还是经济结构问题？

从 1996 年初就有许多学者提出中国是否存在有效需求不足的问题。学者们主要有两种意见，一派认为中国生产能力相对过剩，有效需求不足，主张政府应适当放松货币政策与财政政策，以推动社会的总需求。另一派认为中国主要是体制和结构的问题，主张政府应坚持适度从紧的政策，把效率低下的企业逼到墙角，迫使他们破产或重组。这两种观点均有道理。我们可以从以下几个方面理解这两种观点。

#### （一）表面与深层

有效需求不足是表面现象，大量商品卖不出去，工人下岗，当然是需求不足。但是只要分析有效需求不足背后的原因，就会发现体制和结构的问题。体制和结构导致有效供给不足问题，成为导致供需缺口扩大的供给方面的另一深刻原因，但这一问题常被过度供给的矛盾所掩盖。

#### （二）长期与短期

强调经济体制和结构问题的学者们是指长期，要解决结构问题需要时间。强调总需求不足是指短期，工厂停工，工人工资发不出，现在日子就过不下去，必须马上解决。绝不能天真地认为等体制和结构问题都解决，其他问题就迎刃而解了。看来长期短期都不能扔，问题在于寻求兼顾长期和短期的对策。

#### （三）失业与通货膨胀哪个问题更重要？

认为中国主要是体制和结构问题的人往往强调通货膨胀是天下第一敌人，主要理由是通货膨胀扭曲了各类资源的价格，使资源得不到最优配置，通货膨胀是对老百姓的征税，通货膨胀对经济的最坏的影响在于它的不确定性。认为有效需求不足的人则指出，失业比通货膨胀更严重，通货膨胀把转轨的成本加在全社会，失业却把这种成本加在一小部分人身上，这样就使失业工人走投无路，会造成社会问题。从道理上讲，两害相权取其轻，分清通货膨胀与失业何者更为严重有利于抓主要矛盾，但在实际决策中，却往往只能寻求平衡，因此如何兼顾才是上上之策。

#### (四) 中国是否存在稳定的菲利普斯曲线？

根据我们对中国体制的分析，用较松的财政和货币政策是可以在短时间内换取较低的失业率。其传导机制为增加贷款，工厂可以维持生产，工厂暂时不下岗，于是生产出更多的缺乏市场需求的存货，工厂对银行的负债增多，按时付息更困难。但这个过程维持不了多久就必须停下来。当停下来时，工人还得下岗，失业率还得上升，而这时我们面临的是较高的通货膨胀，人们不禁要问，到那时是否还要用较松的政策刺激经济以减少失业？

1997 年底至 1998 年初，中国有许多闲置的资源，并且不存在通货膨胀这个敌人了。我们的问题是通货紧缩，而不是通货膨胀。中国目前所有的宏观经济指标 经济增长率、失业、物价、进出口、投资、消费乃至汇率都一致表明中国面临着通货紧缩的危险。我们要强调的是启动需求时还要有利于结构调整和体制改革，而不只是全面的启动需求。

#### (五) 中国是否会出现类似于美国 30 年代的大萧条？

中国避免发生通货紧缩的根本在于政府和公众都充分认识到经济增长在目前所蕴含的政治意义，看到目前中国社会存在着通货紧缩的可能，认真吸取历史的，包括美国大萧条的经验教训。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。有人说通货紧缩已经发生了，那么，通货紧缩再进一步恶化的可能性将由于宏观政策的调整而大大减小。

### 四、1998 年中国宏观经济政策的目标和对策

1998 年中国宏观经济政策有四大目标：1. 继续保持适度经济增长，防止可能的经济萧条；2. 坚决推进国有企业改革、迈出三年解困的重大步伐并解决好职工下岗和再就业问题；3. 提高银行资产质量，有效地加强金融监管、防范金融风险；4. 维护人民币汇率的稳定，防止过高的通货膨胀出现。

在宏观经济学中有一个“经济政策理论”，指出实现  $N$  种目标需要有  $N$  种相互独立的有效政策工具，这个理论对我们的政策制订有一定的参考价值。时势决定着 1998 年有着多重经济目标，任何目标都不能偏废，由于这些目标之间彼此存在矛盾，因此，在制定宏观经济政策时，各项目标都需要兼顾，同时又都要有所牺牲，这就必然需要多重政策工具。1998 年宏观政策成功的要点就在于找到平衡点，找出政策的最佳组合。既要有增加总需求的

政策，又要有增加有效供给的政策；既要用扩大需求启动市场，又要用改革启动市场；既要有有效的财政政策，又要有有效的货币政策。

给定 1998 年的多重经济目标，我们建议的政策组合如下：

扩大财政支出 财政融资方式上可以考虑如下选择：

第一，设立发行中央特许、地方财政担保的“公共工程专项投资债券”。

政府可以试行地方发行项目融资债券，把项目看作是一个法人，以公司制管理方式实行封闭运行，专款专用。国家从宏观上严格把关，对项目融资债券进行严格的资金管理，增加其运行的透明度。

第二，将一部分国有资产存量在市场上变现，用其投入到公共基础设施中，实现国有资产实物形态的置换。李剑阁曾提出过将已经上市公司的国有股用可转换债券的形式卖给公众。这种债券以上市公司的国有股权为抵押，给债券的持有者如下选择，在若干年后可以还本付息；或按一定比例折成上市公司的股份。这样做有几个好处：一是国家马上就能从公众手中筹一笔钱用于基础设施投资。二是平稳解决国有股权上市流通的问题，给投资者一个过渡消化时期。

税收政策 目前提得比较多的是扩大公共支出的财政政策，这只是财政政策的一个方面。我们认为还有必要考虑采取减轻企业税收的财政政策。中国目前实行的生产型增值税，税率为 17%。我国 17% 的生产型增值税大约相当于欧洲的 25% 的消费型增值税。中国企业的税务负担重，中国国有企业的税赋尤其重。我们建议将生产税转为消费税，鼓励企业投资。这样做的一个额外的好处是有利于国内外企业公平竞争。

货币政策 多重的宏观目标把货币政策可选择的范围限制得十分狭小。维持经济增长的目标和解决下岗工人的再就业都需要适当货币供应量，但是提高银行的资产质量、防范金融风险、稳定汇率目标却要求在增加货币供应量的渠道和方式时要特别小心，谨防出现新的不良资产。货币政策就其本质而言是宏观政策工具，要紧则都紧，要松就全松。要做到在某个行业紧而另外行业松是非常困难的。有人说商业银行在选贷款项目时，好项目给贷款，差项目不给，这就做到了该紧的紧，该松的松了。但是严格说来，商业银行选项目是微观机制，已经不属于货币政策的范围了。中国是从计划经济来，到市场经济去。在转轨时期的 1998 年我们也仍然可以利用一下计划经济留下遗产，尽可能的发挥货币政策调整结构的作用，比如我们 1998 年安排国家银行贷款指导性计划增加 9000 亿。

维护人民币汇率的稳定是对货币政策的一个很强的制约，从理论上讲，在固定的汇率制度下，货币当局基本上丧失货币政策的功能。如果维持既

定汇率是目标，那么货币政策的操作就要围绕这一目标来进行。在维持固定汇率的目标下，货币当局不仅在货币发行量上要围绕着外汇占款而操作，在利率政策上也基本上失去主动权。在当前经济过冷的危险在加大时，在实际利率接近改革开放以来最高点的时候，降低利率对促进经济增长、减轻负担、增加投资无疑是一个最有效的选择。但是降低利率与维持汇率稳定之间相悖。目前中国的利率和美元利率水平很接近。如果此时将人民币利率降到明显低于美元利率的水平上将给人民币汇率产生巨大的压力。1998年解决中国宏观经济政策的关键在于对付实际利率过高的问题，而解决实际利率过高的问题又在于怎样兼顾人民币汇率的稳定。

## 五、 结 论

综上所述，分析中国的主要宏观经济问题的原因，既有有效需求不足，又有经济结构的问题。我们所考虑的政策组合既有现在就增加总需求的，也有立足于调整结构的改革之策。然而，1998年中国经济的四大目标使得我们可选择的政策组合的空间十分狭小。增加财政支出（赤字）受人大立法之限；增加银行贷款受提高银行资产质量防范金融风险之限；降低利息受维护人民币稳定之限。在这个狭小的空间内，我们的建议如下：（1）扩大财政支出以增加总需求。（2）对投资减税以促进有效供给，从长期看减税不一定减少财政收入的绝对量，因为减税后，经济活动（投资）会增加，从生产型增值税变为消费型税基变小了，但如果整个经济变大，税收也不一定会减少。（3）财政增支减收之不足部分可考虑以下两种办法，一是出卖以上市公司国有股为抵押的可转换债；二是特批少数中心城市的地方政府发城市基础设施如地铁建设专项债。（4）适当增加货币供给，研究利率是否还有下调空间，优化利率结构。

# 当前我国宏观经济的几个问题

—— 中国经济研究中心经济学座谈会纪要 \*

(1998 年 4 月)

3 月 15 日, 北京大学中国经济研究中心召开座谈会, 围绕我国的经济形势和东南亚金融危机对我国的启示展开了探讨。宋国青、林毅夫、周其仁等教授分别从不同的角度发表了自己的见解。

## 一、利率至关重要

宋国青教授首先发言, 他的论述如下。中国经济的大幅度波动主要是当期需求的波动引起, 而不是由于供给的波动。尽管前一时期的投资高潮或低谷加上对投资波动的政府控制会影响下一个时期的生产能力, 但从数量上来看, 这种供给的波动与当期实际的经济波动相比实在是太小, 从而无法解释这么大的经济波动。因此, 应当主要用需求来解释经济波动。可以认为我国从 1997 年第三季度开始的经济增长速度放慢是由于当前国内需求不足引起的。

那么, 什么是国内需求变动的主要原因呢? 一些宏观经济学家认为货币数量能在某种程度上刺激真实经济活动, 这同时可能带来较高的通货膨胀率。从经济现象上看, 这表现为高增长高通货膨胀, 低增长低通货膨胀, 经济学上将之描述为菲利普斯曲线。从到目前为止的中国数据来看, 真实经济活动水平和通货膨胀率之间存在着明显的很强的正相关关系(增长率并不是反映经济活动水平的一个很好的指标)。但这并不意味着二者必定有一种因果关系。在这二者之间起作用的是真实利率, 是真实利率的波动

\* 秦琦、郭明等人整理。

而不是通货膨胀率的波动导致了真实经济的波动。真实利率等于名义利率减去通货膨胀率。真实利率太高时，经济活动水平便降低。在中国改革开放之后，有三次真实利率的大波动，从而带来了经济的三次相对衰退：1981~1982年，1990~1991年，以及1997年到现在。其中1990~1991年的市场疲软非常严重。在名义利率变化不大的情况下，这三个时期的通货膨胀显著低于平均水平，这使真实利率大幅度提高，导致消费需求和投资需求严重不足，造成市场疲软、经济滑坡。由于在名义利率一定时，真实利率与通货膨胀率呈反向变化，所以从表面上看，似乎是通货膨胀率下降（传统的看法认为这是货币供给率下降的结果）与经济衰退有一定关系。宋国青认为并非如此，例如，1990~1991年货币供给上升了20%，但却出现了严重的市场疲软，其根本原因是由于当时真实利率过高。

从真实利率过高到经济衰退中的一个最重要的“传递员”是储蓄倾向，由于真实利率太高，居民和企业的短期储蓄倾向大大提高，从而使消费需求和企业短期需求大大下降，导致市场疲软。一般认为中国居民对真实利率很不敏感，但宋国青认为中国居民对真实利率十分敏感。在1990~1991年的市场疲软中，消费品市场严重疲软。一个比较流行的看法认为这是由于预期的未来收入下降。但从收入方面来看，居民的名义货币资产的增长率只比平均水平略低一点，而由于通货膨胀率的下降，真实收入的增长率远高于长期平均水平，所以用个人收入或其期望无法解释那时的疲软，在更大程度上是高利率带来的高储蓄倾向（从而低消费倾向）导致了市场疲软。

真实利率是一种真实的价格，这种价格严重偏离其均衡水平对市场影响极为巨大。真实利率的人为扭曲会导致经济活动的扭曲。所以，中国在面对目前的经济困境时，应努力降低过高的真实利率，使经济恢复应有的活力。

真实利率也是国际竞争的核心内容。企业制度、高科技等实质是实现要素高价格的手段，只不过对劳动力的流动来说有一定限制。所以最关键的是资本竞争，即利润率和利息率竞争。较大的真实利率的偏差意味着资源配置的严重扭曲。因而人为抬高真实利率只能是短期的，而且以未来可能更大的损失为代价。从长远看，解决汇率问题的关键在于解决国内经济问题。只有国内经济效率得到不断提高，真实利息率的提高才有坚实的基础，与此相应的人民币汇率才能有坚实的支撑。

就目前的情况来说，要启动经济，一个办法是在目前的利率基础上增加货币供给；因为真实利率很高，贷款的风险比较大，银行从安全的角度不太愿意贷款，所以政府就要降低对银行预防风险的要求，甚至简单地用财政政

策即不需收回的资本投放来增加货币。另外一种办法是较大幅度地调低利率，这本身意味着一定的货币供给增加；如果以后出现较高的通货膨胀，当然可以再提高利率。比较这两个办法，都有降低真实利率的效果，对汇率的影响基本是一样的。但是有一种隐含的看法认为，调低利率会影响汇率，而增加货币供给不会影响汇率。在这个方面，宋国青的主要结论是，汇率取决于真实利率而不是名义利率；要想不影响汇率，就应该既反对降低名义利率又反对增加货币供给；只反对降低名义利率而不反对增加货币供给隐含着的含义就是通货膨胀不影响汇率，这在理论上是通不过的。

## 二、发挥比较优势 控制资金流向

林毅夫教授对东南亚金融危机的经验和教训进行了总结，并指出其对于我国经济建设的启示。

东南亚发生金融危机的国家普遍存在的问题是银行不良贷款比例大、外债比例太高。而其中一个重要的原因就在于国内的房地产泡沫和股市泡沫的破灭。经济发展的过程中，由于供给弹性小的要素价格上涨快，因此一定时期内供给有限的土地（从而房地产）和股票在经济增长、社会总需求上升时价格上涨很快。许多人将大量资金投入房地产和股市，不少银行也发放过量的房地产抵押和股票抵押的贷款。可以说随着经济的增长。房地产泡沫和股市泡沫的产生有其必然的原因。但反之，当经济衰退时，由于同样的原因，其价格会迅速下跌。以上的贷款变成不良贷款，泡沫经济破灭。

几乎所有的东亚国家都有房地产和股市泡沫，但不同的东亚发展模式对金融危机的抵御力不同。第一种是韩国模式，以韩国为典型，即国家的产业政策好高骛远，不看国内经济的实际发展水平，以发展资本、技术密集型产业为主导。政府出面以银行贷款优惠等政策支持这种产业的建立，国内资金不足时就需要向国内外大量借款。资金来源而来时形成了投资拉动的快速经济扩张，从而导致了房地产和股市的过热。但这种产业并非该国的比较优势所在，所以与欧美相比，这类型的企业生产成本较高，只有以亏本的方式才能将产品卖出去，久而久之，投资于这类型企业的国内外贷款就成为坏账。因而外国银行和投资者开始对这类企业失去信心，收回资金，使这类企业陷入困境，甚至出现倒闭现象，使经济增长减缓、停滞，进而影响到股

① 详细内容请参阅中国经济研究中心发行的 1998 年第 3 期（总 24 期）简报《正确总结东南亚金融危机的经验教训促进我国经济稳定持续快速发展》（林毅夫）见本书首篇。