

清华大学 中国经济研究中心 研究动态

总字91期

2001年12月18日

通货紧缩再现，货币政策要防止历史性失误 姚余栋

2001年，我国经济在世界经济低迷的形势下保持了一枝独秀，这主要是近年来宏观政策调控的结果。尽管如此，2001中国经济增长前高后低，四个季度的经济增长一路滑坡，我国GDP在今年前3个季度的增长速度分别是8.1%、7.8%和7%，呈增速减缓的趋势。据有关部门预测，今年第4季度GDP增长可能很难达到7%，全年经济增长将在7.4%左右；国民经济重新跌落到通货紧缩中的威胁。国家统计局发布报告说，11月份居民消费价格总水平比去年同月下降3%，其中城市下降6%，农村上涨2%。2002年，国际经济环境仍存在着较大的不确定性。2001年，在世界经济增长明显放缓的情况下，2002年世界经济可能进入“冬季”，经济增长的平均值可能为2.4%。当前，美国和日本两大经济体同时陷入低潮，世界经济活动的最坏情况即经济衰退不是不可能的。国际经济形势跌宕起伏，这对我国经济滞后的不利影响将在明年逐步显现，特别是使我国外贸出口的难度进一步加大。

2002年的中国经济将面临12年来最严峻的挑战。与中国经济20多年的迅猛发展相比，2002年我国经济“冬天来了”。我认为，2002年中国经济政策要靠毅力，坚定从容，打持久战；两军相逢，勇者必胜。我们既要清醒地看到明年我国经济工作的艰巨性和挑战性，“冬天来了”，也要看到“春天的呼唤”。我们已经建立了比较雄厚的物质技术基础；资本帐户没有放开，外汇储备充裕，我国不怕金融危机；我国广阔的国内市场为内需提供了较大的回旋余地；在“冬季”，实施积极的财政政策是中国经济的“取暖器”。中国的人均GDP只有1000美元左右，处于发展的早期阶段，大量的公共基础设施建设投资失误的风险小，投资的社会收益有把握。国债/GDP的比例目前还不高，即使达到100%也不怕；我国利率尚未放开，“财政挤出”效应不明显。我国仍然是一个发展中国家，产业结构、区域结构正处于调整上升时期。进一步改善城乡基础设施条件、加快西部大开发、提高企业技术水平等都需要大量的投入。我国有近13亿人口的发展中国家，扩大内需特别是通过发行国债扩大投资需求面临很好的时机。我国有钱（居民储蓄率高），有好项目，即使世界经济衰退，心里不慌。

但是，我认为，我国当前的货币政策存在严重问题，要防止历史性失误。过去三年，稳健的货币政策作为宏观经济政策的一个重要组成部分在保持金融稳定、促进经济发展方面发挥了重要作用。从逻辑上讲，有三种可能。第一种可能是积极财政政策起作用，稳健的货币政策没起作用；第二种可能是积极财政政策没起作用，稳健的货币政策起作用；第三种可能是积极财政政策起作用，稳健的货币政策也起作用。稳健的货币政策不能有100%把握确定为中国经济增长作出了主要贡献。不能因为我国经济总体健康成长，就放弃检讨货币政策的得失，单纯以为稳健的货币政策是正确的。

中国人民银行有双重目标，金融监管和货币政策。“一心难以二用”。央行在金融监管上花精力太多，没有集中精力于货币供给量这个货币政策的终极调控目标。在国有企业改革尚未完成的情况下，金融监管超前于中国经济结构调整，过分强调金融风险，导致货币政策传导机制不灵的情况下，从而货币供应量严重不足，中国经济严重“供血不足”，不能适应当前的经济增长需要。货币政策应迅速转为积极，放松金融监管力度，保持银行系统的正常贷款功能，在配合财政政策方面应发挥更大作用。

货币政策的严重问题具体体现在四方面：首先，由于过去三年的通货紧缩和今年物价回升乏力造成的，2001年11月通货紧缩重新出现，导致实际利率过高，严重抑制了民间投资的快速增长。社会民间投资增长有效启动是积极的财政政策的最终目的，货币政策要配合。低的实际利率不一定启动投资，象美国经济目前的困境一样；但高的实际利率一定压制投资；第二，近期货币供应量增长减速，9月末狭义货币M1比去年同期增长12.3%，增幅比去年同期低八点五个百分点，比去年年底低三点七个百分点，比今年上半年低二点六个百分点。11月，狭义货币（M1）余额为5.7万亿元，比去年同期增长11.4%，增幅比上月下降0.9个百分点。今年前11个月，现金累计净投放127亿元，比去年同期少投放295亿元。第三，从2001年9、10月份开始，银行的钱贷不出去了，货币供应量下来了。11月末，全部金融机构各项贷款余额为11万亿元，按可比口径计算仅增

长10.9%；最后，1至9月份货币流动性比率（M1/M2）为37.2%，比年初有所降低，表明货币的流动性也在减弱。据初步统计，11月末，广义货币（M2）余额为15.4万亿元，比去年同期增长13.2%，增幅比上月增加0.3个百分点。城乡居民储蓄存款11月末余额为7.23万亿元，同比增长13.9%，增幅比去年同期高6.6个百分点，比去年底高6个百分点。

降低实际利率可能选择是人民币的降息。目前银行一年期存款利率为2.25%，扣除利息税后实际为1.8%。国内降息的呼声很高。但中国人民银行行长戴相龙日前指出，人行没有减低利率的方案。戴相龙的这句话暂时为降息划上句号。我基本同意戴相龙行长的看法。的确，人民币的低利率政策已维持了相当长的时间，2002年降息政策的操作空间仅有0.5个百分点，人民币降息的空间其实已经非常有限，降息意义不大、担心我国利率陷入“流动性陷阱”，况且零利率是在经济实在到没有办法的情况下迫不得已的选择。中国1996年至1999年连续降息的背景是防止经济出现大幅滑坡。可是，降息对经济的刺激作用不是十分明显。1996年至1999年中国连续七次降息，并没有把庞大的居民储蓄赶出银行，而是持续攀升。从投资来看，能够从银行贷到款的国有企业对利率是很不敏感的，而对利率较为敏感的中小企业则由于制度性原因融资较为困难。

中国人民银行在贷款利率下调空间有限的情况下，应大幅度增加货币供应量，降低实际利率，为社会民间投资的启动和增长奠定基础。这要求放松金融监管力度，疏通货币传导机制。应当看到，在人民银行加强监管的同时，各商业银行已普遍加强了风险管理。2001年上半年，国有银行不良贷款比例比年初下降了2.1个百分点。在国有企业和国有商业银行的现代企业制度创新没有完成的改革阶段，继续强调和加强的金融监管已缺乏建设性，导致中国货币政策传导机制失灵。中国的资本帐户没有放开，担心货币危机和银行危机是不必要的。中国人民银行的金融监管“弦”绷得太紧，急于促使国有银行不良贷款比例整体下降。《巴塞尔协议》目前只对发达国家适用，不能急于在中国短期内实行。

“发展是硬道理”。我建议，中央银行今后要进一步贯彻扩大内需的方针，迅速执行适度积极的货币政策，保持货币信贷总量快速增长；金融监管不能做过头，防止“杯弓蛇影”，要适应经济结构调整的速度。应考虑采用原有的信贷管理计划的方式，促进商业银行放宽信贷管理权限，调动信贷工作人员营销贷款的积极性，要继续支持国有企业改革；近一步加大对企业技术改造、小企业及农户的金融支持力度，与积极财政政策更好配合，促进经济结构调整，使中国经济渡过世界经济的“寒冬”，高歌猛进，为2050年第三步经济发展战略目标的实现打一个漂亮的前哨战。冬天到了，春天还会远吗？

作者简介：姚余栋，英国剑桥大学经济学博士，清华大学经济学硕士，东南大学工学学士，1996至1997年任中国经济协会常务理事（英国）；曾分别于1995年在国家经贸委企业司和1999年在美国花旗银行伦敦分行金融监管部短期工作；2000年11月至2001年7月任世界银行经济咨询顾问。

（版权所有，转载、转摘请与本中心联系）

主办：清华大学中国经济研究中心
地址：清华大学经济管理学院中楼302

联系电话：（010）62789695
邮 编：100084

[返回](#)