

清华大学
中国经济研究中心
研究动态

总字67期

2001年5月21日

央行应当集中精力于货币供应量目标
姚余栋 *

毛主席在《中国革命的战争战略问题》中指出，“我们决不可以四面树敌，任何情况下都必须有一个主攻方向，在一个方面集中兵力，在其它方面牵制敌人”。我国国有企业活力不足，虽体制问题是根本，但目标多元化，包袱太重，难以突出盈利目标是一个重要原因。国有大中型企业“三年扭亏”之所以基本实现，可以说，与效益成为主要目标分不开。集中精力这个原则也适用于央行货币政策工作中。

我国央行肩负改革和发展的双重任务，过去三年多做了大量工作，成就是全方位的和公认的。中国人民银行货币政策分析小组《2001年一季度货币政策执行报告》（以下简称《报告》）总结三年来货币政策的工作实践，指出央行货币政策工作主要体现在以下三个方面：

- 一是根据扩大需求的方针，适当增加货币供应量；
- 二是及时制定信贷政策，引导贷款投向，促进经济结构调整；
- 三是加强金融监管，执行金融稳定计划。

我认为，央行在既有重大成就的基础上，应当进一步明确货币政策措施的“主攻方向”，不可平均用力。应当拿出超凡的勇气、坚毅的决心执行扩大内需的方针。尽管信贷政策和金融监管都很重要，但不是当务之急。我建议，央行应集中优势兵力于制定适当的货币供应量上。以下是我的粗略的分析判断，不足之处，请指正。

一、我国经济的运行模式

2001年中国是一个不开放资本帐户、实行固定汇率、拥有充足外汇储备、长期保持高储蓄率的开放经济。央行货币政策手段主要是货币供应量或国内利率，并可以灵活地操纵强大的货币供应量或国内利率。因我国拥有高额外汇储备，即使出现了经常性帐户逆差，也要花三四年时间耗尽外汇储备。三四年时间足够货币政策应变了。

央行应当保持货币政策的稳定性、连续性和前瞻性，同时，货币政策也应当发挥比财政政策更灵活机动的特点。国际国内经济金融形势瞬息万变，货币政策必须随时反应。不怕出错，就怕反应慢，时机有时比力度更重要。

《报告》认为，美国经济下滑和日本经济衰退对中国经济的影响，主要通过国际贸易、资本流动、汇率渠道和市场预期四条途径进行。我认为，国际贸易是主要渠道，必须化大力气研究分析预测，刻不容缓！我们不开放资本帐户，不怕资本流动；我们拥有充足外汇储备，不怕汇率起伏；我们有巨大的国内市场，只要拉动内需，不怕软的市场预期。

二、运用货币政策工具要防止把精力分散

《报告》认为，从货币市场、债券市场、股票市场、外汇市场几方面分析一季度金融市场的运行及其与货币政策的关系。近几年央行出台了一系列货币政策措施，主要包括：取消商业银行贷款限额、连续七次降息、两次下调法定存款准备金率、扩大公开市场操作、灵活运用再贷款、再贴现手段，积极调整信贷政策、执行金融稳定工作计划等。同时，积极推进货币运行机制及货币政策工具改革，改善货币政策传导机制。

我认为，央行运用货币政策工具太多，可能会“花了眼”，对应用符合中国国情的最有效工具花精力不够。中国国情是：资本市场尚不健全，四大银行商业化尚未完成，中小银行尚未兴起，国企现代企业制度尚未完全建立，中小企业正在兴起。央行要防止把精力分散在尚未成熟正在成熟的货币政策工具上。当然，大胆尝试是正确的。

三、货币供应量仍是央行货币政策的主要工具

在中国国情下，货币政策传导的中间环节有障碍，利率杠杆还不太灵，只有靠货币供应量。另外，货币供应量与物价水平有着密切的关系。“九五”期间，国家实施适度从紧、稳中求进的宏观经济政策。从附表1中看出，“九五”期间货币供应增长只有百分之十几。这导致固定资产投资增长速度逐渐放慢，而投资品市场则供应充足，总体上形成了买方市场，全国固定资产投资价格平稳低走。五年中，固定资产投资价格累计上涨6.3%，年平均1.2%。“九五”时期固定资产投资价格累计上涨6.3%，比“八五”时期价格涨幅低80.6个百分点；年平均上涨1.2%，比“八五”时期低12.1个百分点。

2001年一季度，全国居民消费价格总水平同比上升0.7%，比去年同期高0.6个百分点，呈现出平稳并略有上升的势头。其中，城市上涨0.6%，农村上涨0.8%。生产数据价格总指数继续小幅上涨，一季度累计上涨3.5%。从国内批发物价指数的变化来看，物价水平总体比较稳定，但月环比略有回升。

市场价格略有回升表明市场供过于求的状况没有根本改变，内需扩大力度还不够，这很可能与“九五”期间较低的货币供应增长有关。而2000年正因社会资金投入较多，带动了经济的加速发展。

表1注释：《研究参考资料》第23期提出了一个"资金总量"概念，并把"资金总量"界定为"财政支出"、"金融机构贷款"、"外汇占款"、"实际利用外资"、"股市筹资"五大资金之和。根据这一方法，可计算出九十年代以来各年度的资金总量及其增长率。如下表所示：

表1：中国资金与经济增长和物价的关系 单位：%

年份 资金增长率 经济增长率 物价上涨率

1991	14.6	9.2	3.4
1992	16.8	14.2	6.4
1993	45.3	13.5	14.7
1994	45.7	12.6	24.1
1995	11.5	10.5	17.1
1996	14.3	9.6	8.3
1997	11.3	8.8	2.8
1998	-3.2	7.8	-0.8
1999	7.8	7.1	-1.4
2000	13.2	8.0	0.4

四、货币供应量看起来简单，实际很难，不集中精力不行

随着我们经济迅速发展，社会资金渠道日趋复杂，新的资金形式不断出现，货币需求难以预测准确。那些资金量大、用途明确且能及时取得数据的资金为：财政资金、金融机构贷款、外汇占款、实际利用外资、股市筹资。但是，还有大量不确定的资金需求。由于央行对市场利率还未放开，货币供应量失去了重要的价格信号。到底货币供应量以多大为好，央行应集中精力下大力气研究才行。

《报告》似乎认为，M2增长幅度14%-15%为合理水平。我认为，市场价格略有回升表明市场供过于求的状况没有根本改变，这个M2幅度不够。美国1929年"大萧条"和其长期性，与当时年轻的美联储紧缩货币供应量有关。1979-1982年美联储紧缩过头，为抑制通胀付出了经济衰退的代价。

* 作者简介：清华经管学院经济学硕士，英国剑桥大学经济学博士。
现为世界银行咨询顾问，10月起任国际货币基金组织经济学家。Email: yyao@worldbank.org
作者声明：本文仅代表作者意见，不代表世界银行和国际货币基金组织。
(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](#)