



# 宏观调控与 货币供给 (修订版)

黄达 著

Macroeconomic Regulation  
and Money Supply



中国人民大学出版社



# 宏观调控与 货币供给 (修订版)

黄达 著

Macroeconomic Regulation  
and Money Supply

 中国人民大学出版社



### 图书在版编目 (CIP) 数据

宏观调控与货币供给/黄达著 .-2 版 (修订版)

北京: 中国人民大学出版社, 1999

ISBN 7-300-02321-5/F·696

I. 宏…

II. 黄…

III. 货币管理-研究-中国

IV. F822.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 25525 号

## 宏观调控与货币供给

(修订版)

黄达 著

---

出版发行: 中国人民大学出版社

(北京海淀路 157 号 邮编 100080)

发行部: 62514146 门市部: 62511369

总编室: 62511242 出版部: 62511239

E-mail: rendafx@263.net

经 销: 新华书店

印 刷: 北京市丰台丰华印刷厂

---

开本: 850×1168 毫米 1/32 印张: 11.25 插页 1

1997 年 2 月第 1 版

1999 年 7 月第 2 版 1999 年 7 月第 1 次印刷

字数: 229 000

---

定价: 19.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



## 修订版说明

这本书的初版是在 1996 年 7 月定稿的，出版发行是 1997 年 2 月。

定稿时，在《作者的几点说明》中，最后写了这样几句话：“这本书是 1994 年开始动笔写的，也不过是两年前写的部分，今天看来，用语用词不少已经需要改动。如再回顾 80 年代中期以前，那时使用计划经济的用语、用词来论述经济问题并没有多大困难，今天则行不通了。关键是客观现实发生了变化……可以设想，当这本书与读者见面的时候，相对于书中的描述，客观现实又会有诸多的发展变化。”

从那时到现在也不过是两年半，仅就金融领域角度看，变化之大，以“出乎意料”几个字形容，并不为过。

其一是国际金融环境。国际金融震荡本不是新鲜事。但是当震荡中心距离较远时，影响较小，我们仍然可以按自己的步调行事，缺乏切身感受。这次始于东南亚的国际性金融危机，发生在周边，对我们的影响不仅十分直接，而且力度甚强。这就促使我们不能不重新审视国际金融环境并对今后改革和建设的战略部署



进行审慎的再思考。

其二或许更出乎人们的意料：多少年来的通货膨胀和市场供不应求的格局，几乎成了经济生活中的天然存在；在考虑社会经济问题时则成为不必论证的前提。可是突然之间竟然转化为需求不足。理论上，经验上，缺乏精神准备；对策的酝酿，客观没有给出充裕的时间。无论如何，实践中必须紧急应战；但如何认识这个并非偶然的过程，却绝非几篇“急就章”能够解释清楚的。

在此期间，在国际、国内金融领域，还有不少引起广泛关注的变化、进展和症结问题。这些一再告诫人们：理论的判断和概括不仅极难达到对已有的现实给予终极解释的境界，同时更必须时刻警惕不能自我满足，并从而封闭进一步认识总处在变化、动荡中的客观世界之路。比如，正是由于很容易忽视自我的警觉，所以不只在我国，也在全世界，多年来，人们的视线只局限于通货膨胀而却极少乃至完全没有考虑可能袭来的通货紧缩。再如，如果拘守钞票（包括硬辅币）的发行无可置疑地应该是主权行为的经典论断，就难以解释欧元的出台。如此等等。

与此同时，引起世界普遍关注的金融问题，又使得人们重新认识经济理论的基本问题，纵然由于时间条件的变化可能一时被淡忘，但属于基本规律的问题归根结底还是起着制约作用。这次国际性的金融大震荡，就把一个最基本的经济问题再次提了出来。最近，在一篇文章中我写了这样几句话：

“……由于金融危机威胁到全世界，对自由市场经济到底应该怎么看，在老牌的自由市场经济国家里，成为又一个热门的话



题。当然，没有人从根子上否定市场经济。但近些年来几乎一统天下的论调——只要强力推进自由化，全世界就会有美妙的将来——重新受到了挑战。其中，有涉及对资本主义本性的评论；但更多的是围绕国际间的资本流动，以市场并非万能来批驳市场万能论；以不能让市场决定一切来批驳让市场决定一切论。

“形势的这种转换以及淡出了几年、十几年、甚至几十年的一些基础经济理论又重新讨论起来，说明客观经济生活的基本规律是长期起作用的。斗转星移，改变的是经济规律的表现形式，而不可能把经济规律取消。经济理论会帮助人们不被当前的现象所迷惑；但在当前的现实包围中，人们却往往不自觉地忘掉了经过多少代人发展的基本理论。这必然会降低统揽全局的洞察力，失先着之机。

“其实，一切问题既新又不新，新的问题中都有老的骨架和脉络。……但我们不是‘九斤老太’，今不如昔；没有随时代开拓进取并使基本理论不断发展的立足点，简单重复多少年前的理论条文，只能被时代所淘汰。”<sup>①</sup>

正是在这样的背景下，对本书进行了修订。

**黄 达**

1999年2月下旬

---

<sup>①</sup> 《经济研究》，1998（11）。



## 作者的几点说明 (第一版)

一、这本书是给经济学专业硕士研究生写的。本科生也可以读。其中有些基础知识的内容；其他内容可能有助于开阔思路，有助于避免把知识学死的毛病。

经济部门，特别是综合经济部门，有一定经历的在职工作者可以读。书中讨论的是中国的金融和经济问题，没有多少高深学理的思辨论难（作者的水平所限），更多的是人所共知的有关改革和建设思路的剖析，一得之见，或许有所启发。

理论工作者读一读，哪些是你赞同的，哪些是你不那么赞同乃至坚决反对的，哪些是作者没有搞清楚而你也同样没有搞清楚的，如能引发思考，也算是本书的一点贡献。而且现代金融问题并非人人熟悉，对于不怎么熟悉而有理解水平的理论工作者，这本书还是不难读的。

二、这本书的写作可以回溯到1983年。从这一年开始，我给中国人民大学硕士研究生开财政信贷综合平衡课程。那年的课



程名称是《社会主义货币的理论与实践》。通过这次讲课，完成了《财政信贷综合平衡导论》（中国金融出版社1984年出版）一书的写作。1985年的课程正式采用了这个名称，只是后来把“导论”二字改为“理论”。在形势不断发展变化从而课程内容随之不断调整的情况下，从1988年起，课程改名为“财政金融与货币供求”；1993年起改为“宏观调控与货币供给”，这也就是本书所采用的名字。

回顾十几年前，精力主要放在如何建立一门经济学科的理论体系，并曾设想，经过一番努力，把《导论》再提高一个层次。而随着时间的推移，关注点也日益转到改革和建设推进思路的剖析、发展趋势的估价和主要症结的把握等方面。当然，切入点一直是自己较为熟悉的金融以及财政的角度。由于长期从事教学工作，不论观察什么问题，最后总是归结到基本的理论、方法和基础知识，所以思考了现实问题的收获倒是回到了教学之中。可是由于主要精力不是集中于学科体系建设，从而原来的设想没有能够实现。不过一点一点的积累形成了这本书。就基本思路来说，这本书与《导论》一脉相承；就具体内容来说，变化极大——全书只引用了《导论》中不多的几段。

三、关于基础知识，书中占有一些篇幅。有些像是本科已经学过的东西，啰啰唆唆再说一遍似无必要。但十多年的教学经验说明，货币银行学中的有些问题，不只是外专业考来的研究生，就是本专业升入的研究生，往往学得也颇不扎实。比如，关于货币创造的问题，通常都能讲几个有关的概念，背几个公式，却经





不住推敲。应该说，有的公式记不记得无关紧要，但公式所以推导出来的根据却要弄懂。不然就不会懂得现代的货币供给形成机制。不懂得现代货币供给形成机制要想议论现代社会经济问题，实在是太困难了。

四、中国的事情变化很快。这本书是1994年开始动笔写的，也不过是两年前写的部分，今天看来，用语用词不少已经需要改动。如再回顾80年代中期以前，那时使用计划经济的用语、用词来论述经济问题并没有多大困难，今天则行不通了。关键是客观现实发生了变化，不调整用语、用词已经论证不了当今的问题，甚至与党政文件也难以衔接。可以设想，当这本书与读者见面的时候，相对于书中的描述，客观现实又会有诸多的发展变化。

可以把握的只是一条，即改革的方向不可逆转。也正是这一条，使我们信心百倍地迎接充满希望的明天。

**黄 达**

1996年7月中旬



# 目 录

导 论	1
宏观调控已列入《宪法》之中 / 经济学中“宏观”的含义 / 宏观调控的目标 / 改革、发展、稳定 / 三者不可割裂 / 宏观目标实现的关键在于协调市场总供求 / 均衡与协调 / 主要是需求面的管理 / 也不应忽视供给面 / 调节需求的主渠道是对货币供给的调节	
<b>第一章 货币需求与货币供给</b>	<b>12</b>
第一节 货币	12
货币是人类生产关系的体现 / 货币在经济生活中的作用	
第二节 货币需求	16
中国古代的货币需求思想 / 马克思关于流通中货币的理论 / 交易方程式 / 剑桥方程式 / 凯恩斯和凯恩斯学派对货币需求理论的发展 / 货币主义的货币需求函数 / 发展的脉络 / 微观分析同宏观分析都是对客观需求的分析 / 名义需求与实际需求 / 我国对货币需求研	



2 ..... → 宏观调控与货币供给 (修订版)

究的状况

第三节 货币供给 ..... 36

金属货币的流通 / 社会经济的发展要求摆脱金属货币流通的限制 / 现代经济生活中的货币都是信用货币 / 信用货币与信用经济 / 货币供给与现金 / 更需要注视未来的发展 / M 系列 / 统计分组与实际流动性的出入 / 现实流通着的货币和不处于流通状态的货币 / 货币供给的形成机制

第四节 货币供需均衡 ..... 52

均衡与非均衡 / 均衡与否的显示机制 / 货币均衡与市场均衡 / 均衡存在于运动的过程之中——流量与存量

第二章 货币供给形成机制 (一) —— 信贷与货币供给 ..... 59

第一节 存款货币的创造 ..... 59

存款货币银行 / 存款货币创造的基本过程 / 初始存款与派生存款 / 存款准备与存款货币的创造 / 纯金属流通的社会没有存款货币的创造 / 存款货币范畴的前提条件 / 必须考虑现钞的提取——银行存款准备的两种形态 / 加入提现因素的存款货币创造 / 考虑到活期存款与定期存款区分的存款货币创造 / 只是“可能形成的最大存款额” / 存款货币创造过程中任何一笔存款都不是凭空创造的

第二节 中央银行和现代货币供给形成的机理 ..... 89

准备存款和现钞从何而来 / 资产与负债的关系 / 扩大资产业务并不以负债的增加为前提是中央银行特有的



	权力 / 中央银行体制建立前商业银行扩展业务的界限 / 集中计划体制下的信用货币创造	
第三节	货币供给的宏观模型 ..... 102	
	货币供给形成的再描绘 / 货币供给与基础货币 / 乘数模型 / 三个决定因素	
第四节	货币供给中的现金 ..... 105	
	在货币供给中通货所占的比重 / 通货比重高的原因 / 顺便提到一个理论问题 / 通货发行是否应规定最高限量 / 关于“发行收入” / 树立降低通货存款比的目标	
第五节	商业银行创造存款货币的自我约束机制 ..... 118	
	制约存款准备与存款货币比的因素 / 商业银行经营的盈利目标 / 盈利、流动、安全——商业银行的自我约束机制 / 商业银行的自我约束机制和货币供给 / 公众的货币需求对商业银行创造货币的制约 / 中国商业银行的自我约束机制尚处在形成的过程之中	
第六节	宏观调控的必要性 ..... 127	
	分析这一问题的思路和假定前提 / 真实票据原则及其局限 / 剖析真实票据原则所提出的问题 / 计划经济中的信贷三原则 / 理想的三原则仍不是保证货币均衡的充分条件 / 矛盾的剖析 / 一般性的论断	
第七节	中央银行宏观调控的工具 ..... 142	
	中央银行行为影响货币创造的各个因素 / 调节工具 / 法定准备 / 超额准备和教科书通常列出的存款货币创造公式 / 法定准备率工具的局限性 / 贴现政策 / 公开	



市场操作 / 规模 / 经济手段和行政手段

第八节 现代货币供给制度的总体理论剖析..... 159

双层次的货币供给机制 / 货币供给的界限 / 金融范畴  
的界定 / 信用作用的再认识

**第三章 货币供给形成机制 (二) —— 财政与货币供给**..... 171

第一节 在货币供给形成中财政所处地位的历史演变..... 171

前资本主义社会财政在货币供给形成中一直占主导地位 / 新兴资产阶级要求摆脱由财政操纵的货币制度

第二节 财政收支对比与货币供给..... 174

一个最简单的模型——财政有赤字就得发票子 / 排除  
“其他条件不变”的分析 / 必须从均衡的层次认识财  
政收支与货币供给的关系 / 通过货币供给机制弥补赤  
字的最直截了当的途径

第三节 国家债务与货币供给..... 181

又一个简单的模型 / 在现代经济生活中这个简单模型  
是否仍然成立 / 国债发行与现金 / 国债发行与基础货  
币

第四节 赤字与货币均衡..... 187

消除赤字并不是无通货膨胀的充分条件 / 但又不可丝  
毫忽视财政收支对货币供给的关键意义 / 对赤字概念  
的附带说明 / 隐蔽赤字

第五节 财政信贷综合平衡..... 192

财政与信贷——货币供给形成机制中的两个阀门 / 财  
政信贷如何综合平衡 / 财政赤字有时必要并非奇怪怪



论 / 建国以来的实际 / 还要具体把握财政信贷之间千  
丝万缕的联系 / “三平” / “三平”理论的形成与发展 /  
“综合平衡”还是简明概括的经济理论范畴

#### **第四章 货币供给的宏观分析方法** ..... 207

需要学习宏观分析的方法

##### **第一节 整体不等于局部的加总** ..... 208

货币供给方面有典型的例证 / 货币需求中的部分和整  
体 / 微观主体的货币需求常常有充足理由 / 加上时间  
因素的一般分析 / 宏观分析的结论——各个微观主体  
合理货币需求的总和并不等于整个经济的客观货币  
需求 / 市场需求疲软时这个问题应如何分析

##### **第二节 是多元函数就必须把“多元”置于视野之内** ..... 214

对货币问题的实际考察大多需要多元函数模型 / 化多  
元为一元——典型例子之一：赤字与货币供给 / 典型  
例子之二：外汇占款与基础货币 / 典型例子之三：人  
民币为什么不贬值 / 宏观分析必须摆脱微观分析习惯  
思维的束缚

##### **第三节 要考虑全过程而不能停留在片断上** ..... 220

片断思维举例之一：紧缩与“复归” / 片断思维举例  
之二：扩张与启而不动 / 再多想想进一步的后果 / 宏  
观问题要求全过程的分析

##### **第四节 必须判明宏观过程的先后次序** ..... 225

围绕居民银行储蓄的困扰 / “一女不能二嫁” / 先举一  
个礼堂的例子 / 摆脱困扰的宏观分析思路——判明宏



观过程的先后次序

**第五节 总量约束** ..... 229

约束货币供给的总量 / 以“集资”为例说明 / 企图突破总量约束的集资所造成的后果 / 需要对一个常见说法“死钱变活钱”作点分析 / 从其他事例看总量约束

**第五章 货币供给与价格** ..... 238

**第一节 货币供给与价格水平的一般讨论** ..... 238

最简明的概括 / 简明论断所包含的进一步的剖析 / 需求拉动 / 本书对通货膨胀概念用法的简单说明 / 通货紧缩 / 改革开放前供不应求的长期存在 / 改革开放后需求拉上的压力依然强劲 / 意料外的转折——需求拉动不足和物价疲软

**第二节 价格改革与货币供给** ..... 249

价格改革 / 计划价格与调价 / 价格领域中矛盾的积累 / 调价与价格水平 / 从什么意义上说调价是改革 / “一步到位” / “二放” / “放”与价格水平 / 价格改革对物价上涨的压力今后是否仍将继续存在 / 价格改革、货币供给与价格水平

**第三节 工资、成本、价格与货币供给** ..... 262

改革使不完全的工资向比较接近完全的工资转化 / 改革使不完全的成本向比较接近完全的成本转化 / 作用于价格水平的结果 / 工资成本转化与调放改革的区别以及引出的价格内涵的变化 / 成本推动 / 工资、成本与货币供给



第四节	物价方针.....	272
	物价方针与货币供给方针 / 物价方针种种 / 普遍地或大面积地降价为何行不通 / 对“稳定”的诠释 / “基本稳定”方针的几十年 / 客观允许物价波动的上限何在	
<b>第六章</b>	<b>货币政策.....</b>	<b>285</b>
第一节	货币政策及其目标.....	285
	货币政策 / 在我国货币政策日益受到重视 / 货币政策的“单目标”与“双目标” / 市场经济国家对货币政策目标的讨论 / 稳定物价与稳定汇率的关系 / 我们的讨论和《中国人民银行法》对货币政策目标的提法 / 货币政策目标并非一成不变 / 是否只应有惟一的目标 / 中央银行独立性的问题 / 透明度 / 我国古代的货币政策思想	
第二节	货币政策的运作.....	301
	传导机制与中介目标 / 通货膨胀目标法 / 我国的中介目标 / 紧缩与扩张 / “适度从紧” / 时机与力度 / 政策的着力点	
第三节	货币政策的效力.....	311
	国外对宏观经济政策效力估价的演变 / 我们对宏观经济政策效力的估价 / 货币政策的效力与限制 / 1997年显现的市场需求不足与货币政策	
第四节	货币政策与财政金融对比格局.....	319
	货币政策独挑宏观调控大梁的背景 / 财政岁入占 GDP	





的比重迅速下滑 / 对财政收入大口径的界定及其意义 / 金融扩张速度突出 / 金融快速扩张的根据 / 个人可支配货币收入的迅速提高是金融扩张的主要支柱 / 银行信贷超负重运行 / 国有企业资金的紧缺和对间接融资的过分依赖 / 银行不良债权的积累 / 财政金融对比格局不利于货币政策作用的充分发挥 / 已开始了好转的进程



## 导 论

### 宏观调控已列入《宪法》之中

1993年3月29日第八届全国人民代表大会第一次代表会议通过的《中华人民共和国宪法》修正案，将宪法的第十五条修改为：

“国家实行市场经济。”

“国家加强经济立法，完善宏观调控。”

宏观调控列入《宪法》，说明伴随着建立社会主义市场经济的改革进程，已经使它成为社会经济生活中不可缺少的有机组成部分。

### 经济学中“宏观”的含义

宏观经济理论，在改革开放之前，只有少数高等院校和科研单位的学者，在限定颇严的范围内作过介绍，一般人对它是很陌生的。改革开放伊始，人们开始从多种途径接触到这一理论。对于刚刚接触的理论，无疑需要一个吸收、消化的过程，但“宏观”这个词却很快地流行起来。

从70年代末80年代初起，宏观这个词被广泛使用并且使用



范围大得惊人。经济领域讲宏观，政治、文化领域也讲宏观；全国问题讲宏观，地区问题讲宏观，部门问题讲宏观，乃至一个单位也讲本单位的“宏观”。本来有的“全局”、“整体”这些概念由于不那么时髦而遭到冷落。

经济学中的宏观，在引进的西方现代经济学中是有其确切界定的。它是专指一个国家、一个地区经济生活中总量方面的问题。所谓总量，是指：

——国民生产总值 GNP、国内生产总值 GDP 和国民收入 NI 之类的总量。

——社会商品、服务的总供给与总需求，劳动力的供给与需求，货币的供给与需求，国家预算的收入与支出、结余与赤字，对外贸易的出口与进口，外汇收支的顺差与逆差，资本的流出与流入之类的总量及其对比关系。

——相应的经济增长率，物价水平和通货膨胀率，工资率和就业率，利息率和汇率之类的与总量及其对比存在相互决定关系的比率，等等。

这些量，这些率，在均衡与失衡、协调与失调、有序与无序、匹配和排斥等相关形态的运动中，按照怎样的规律发展变化，构成宏观经济分析的内容。换言之，不是任何范围内任何多少带有总体、全部之类含义的问题都可称之为宏观经济问题。

## 宏观调控的目标

西方现代经济学把经济发展的目标归结为成长、就业、稳定



和平衡。宏观调控所要“调控”的对象是处于发展变化中的经济，所以调控的目标也不能不是这四者。

在经济发展的这四个目标之中，成长无疑处于核心地位。在我们这里，成长与发展这两个概念往往混用。

这四个目标时时处于紧密的相互制约之中。可是，相互制约的这四个目标却各有特性。它们相互之间，有的可以统一，有的则很难统一。因而如何协调和正确处理这四者的矛盾是首先要明确的方针。各国由于国情不同，目标之间的矛盾也各有特点，从而重点的选择也各有不同。而且由于条件的变化，一国在不同时期也往往有所差别。

### **改革、发展、稳定**

中国的宏观问题，过去主要集中在如何处理好稳定和速度这对矛盾上。当今，改革关系着整个社会政治经济的进程，因此矛盾主要归结为改革、发展与稳定这三者的关系。

改革是要建立社会主义市场经济体制。发展主要体现在增长速度方面，它以 GNP、GDP 等指标的增长率进行度量。在通常情况下，就业和收入的状况直接依赖于发展的状况。稳定可以在两个层次上理解：一是全社会的安定团结；二是仅就经济领域来说的，它通常以价格水平的变动来度量。

这三者相互关系的理想状态应该是：

(1) 一方面要求在国民经济快速发展的过程之中推进经济体制的改革，同时则要求在加快建立社会主义市场经济体制的改革



之中保持国民经济的增长。

（2）一方面要求快速、持续的经济增长和不断推进的改革进程必须控制在不致破坏稳定的限度之内，同时要求努力创造具有强韧弹性的稳定区间，以便给改革和发展提供有利的环境。

### 三者不可割裂

改革、发展、稳定必须统一把握，然而人们往往易于孤立地强调某一个方面而片面地理解这三者的关系。

改革，现已无人可以逆转。“宁要社会主义的草，不要资本主义的苗”的极左观念再也不会为群众所接受。改革方向正确与否如何衡量，根本性的标准，正如邓小平同志所概括的，是三条：要有利于生产力的发展，要有利于增强综合国力，要有利于提高人民生活水平。这三条衡量标准，其实都是发展问题：“发展才是硬道理”；不发展，要改革何用？但发展需要解释。在当今世界，发展必须建立在生产力不断提高的基础之上；自我欣赏的低水平的量的扩张，只能是越来越落后。发展，就我们这样的大国来说，必须有独立发展的根基，又有强劲地吸纳国际支援和广泛地开展国际合作的条件，这属于综合国力的问题。发展还必须是提高生活水平的发展，牺牲人民生活水平的提高求发展，实践教训告诉我们，是不能持久的。满足这些要求的改革取向是社会主义市场经济。世界的经验，我们自己的经验，特别是改革开放以来的经验，一再说明，只有这一取向才能给真正的发展开拓宽阔的道路。这就是说，改革要受发展的约束。



与此同时，改革还要受到稳定的约束。改，必然是人们之间各种关系的重新调整和利益的再分配。分配格局的变化如果过快、过猛，缺乏必要的消化过程和调节措施，势必激化人们之间的矛盾；超越一定限度，改革的方向纵然对头，也难以持续进行。

发展，在大方向确定之下，矛盾的焦点就集中在速度上。当然应是以必要的效益为条件的速度。对于发展速度，事实上存在两个极端的态度。一是受当前利益的驱动，仍然片面追求高速度。过快的速度安排必然抑制改革，而没有改革则不会有真正的速度。过快的速度又必然导致过快的物价上涨，稳定则难以保证。因此，改革和稳定，特别是后者，对速度的制约极为直接，极为明显，说明“高速度”的老路绝不能再走。另一个极端则是鉴于片面追速度的危害而看轻速度的意义，乃至社会经济生活中一出现矛盾就企图以压低速度的措施来解决。片面追求高速度是错误的，但速度本身并不能否定。现实生活中，没有必要的速度，人们收入的矛盾难以有调整的余地——要提高当前收入水平，则不能不舍弃长远利益，要照顾长远利益，当前的日子就过不去；收入总水平没有明显持续的提高，收入的必要差距也会加剧“分配不均”的抱怨，而拉回平均主义的格局显然也不是出路。如果联系到国际环境，无速度则无国力的增强，就得受制于人。所以，讲速度，绝不单纯是主观愿望，而是生活本身所提出的客观要求。而就改革和稳定的角度看，没有必要的速度，难以坚定改革的信心；没有保持一定速度的经济发展，稳定也就不具



备牢固的基础。因此，对速度的两种极端态度均不可取。

稳定，多年来一直受到重视。虽然稳定涉及社会的、政治的、经济的诸多方面，但在日常生活中，物价是最集中的体现。而物价波动——人们通常不用思考就把它理解为向上的波动——到何种程度才意味着突破稳定的界限，又要看社会心理承受能力。1988年夏秋之交，由于人们对经济前景和物价改革有种种疑虑，认为必将有大幅度的物价上涨，一时之间出现了提取银行储蓄存款和抢购物品的行为，严重地冲击了经济运转的正常秩序并有转化为社会政治问题的可能。这说明社会心理承受力是最后界限，不能突破。然而，把稳定的要求绝对化也不正确。不改革，现有的关系不予触动，倒是易于求得稳定；不力求发展，对物价水平的上涨压力不大，也易于求得稳定。但这种稳定，从长远发展进程看，孕育着更大的不稳定。因为它不是消除矛盾而是积累矛盾，从而也就是积累社会、政治动荡的危险。因此，讲稳定，必须讲改革和发展背景下的稳定，是要力求保持在社会心理承受能力临界点之前给改革、发展提供最大空间的稳定。

这里需要指出，物价疲软和下滑，其实也是物价波动——向下的波动，也意味着稳定的不存在。认识到这一点，对于我们常常下意识地只把物价上涨与不稳定等同起来的看法至关重要。后面有关章节将对这个问题加以解释。

### **宏观目标实现的关键在于协调市场总供求**

改革、发展、稳定这三者关系的正确处理是宏观调控的出发



点和最根本的要求。宏观调控是调控各经济总量的关系，因而这一要求还必须具体化为对经济总量关系的具体安排。一般说来，或许可以这样表述：力求尽可能地缩小经济波动的幅度，以实现产出的增长较快，收入的水平较高，投资的力度较强，失业的比率较小，而预算收支、物价水平、国际收支等方面的矛盾均不突破稳定的临界点，等等。当然，对宏观调控的要求各有各的说法。但究其核心，还是如何保证成长速度的实现和保持物价水平波动（当然既指向上的波动，也指向下的波动）不超越允许的限制，换言之，也就是国家通过对经济生活的干预来促成速度和稳定的协调。不说各种可行的行政干预，经济干预的手段也是各种各样的。但诸种干预手段必须围绕一个矛盾集中的焦点才能奏效。

经济总量相互之间的作用，总是集中体现在社会的或者说市场的总供给与总需求的对比上。这两者的对比状况决定物价水平是升是降，决定经济发展能否顺利进行；调节这两者的对比，也就有可能调节物价升降的幅度和创造有利于实现经济增长的市场环境和条件。

宏观调节通常是指短期的调节，如对年度的或两三年之内经济进程的调节；长期的经济规划通常不用调节、调控这样的概念。当然，在丰富的语汇之中也不排除长期宏观调控方针或中期宏观调控方针之类的提法。长期发展所形成的基础，短期之内是无法改变的，但在同一的基础上，经济各总量之间的对比则可有不同的匹配。其中具有提纲挈领意义的就是总供需的对比。所以





宏观调节也可归结为对社会总供需的“短期”调节。

### 均衡与协调

当社会总供给和社会总需求的对比既有利于保证经济高速度发展，又有利于保证物价水平的波动不超越允许的界限，从而有利于保持改革、发展与稳定三者关系处于比较理想状态的时候，可以用“均衡”、“协调”的概念加以表述；反之，则是不均衡、不协调。本书后面凡提到总供需是否协调、是否均衡时，均是这样的含义。

是否说，只有总供给与总需求两者的量处于相等的状况时，才意味着达到均衡、协调的境界？回答是否定的。经济发展是一个不断运动着的过程，过程中不可能时时保持量上的等一；而且绝对的等一，等于消除了无论是需求方还是供给方的能动作用，这不符合生活中的真实。当然两者差距过大，如我们通常说的“供过于求”或“供不应求”，无疑是均衡、协调的破坏。至于两者差距控制在何种程度之内，是要求哪一方偏多，哪一方偏少，这取决于诸多条件。全面的论证恐怕要求专门的研究和著述。

### 主要是需求面的管理

对于宏观调控来说，显然，当总供需均衡、协调时，无疑是要力求予以保持；反之，则是通过国家干预使之恢复均衡、协调的状态。

总供给与总需求对比状态是相比较而言的：说需求偏多，则



对应的必然是供给偏小；说供给偏大，相对应的必然是需求不足。抽象想来，调节哪一方都有可能实现向均衡的逼近。其实不然。

从中国实际来说，改革开放开始到 1997 年以前，供需对比基本上是两种状态。一是供不应求对应着经济处于高速增长的状态，瓶颈矛盾十分尖锐。可以说这是这一期间的基本状态。二是在实施严峻紧缩政策时，供不应求的大趋势虽说并未扭转但矛盾有所缓和，不过对应着的却是由于经济过冷使生产、流通，从而市场供给处于受抑制的状态。1981 年初和 1989、1990 两年就是这种局势。显然，在后一种情况下，决策的方向应是克服对生产的抑制，增加供给。但前提是如何消除过分紧缩的后果。而在前一种情况下，决策方向也不应该是不顾客观条件对已经过热的经济再行加热，期望在经济增长率平均达到 10% 的水平下再进一步增加供给。换言之，在两种截然不同的对比状态下，需要的都是调节需求：前一种情况下要求抑制需求；而后一种情况下则需要的是恢复必要的需求。

1997 年以来所出现的情况有些特殊：市场总供求的对比，竟然出乎人们的意料，从需求过旺这个多年的格局转化为需求拉动不足的格局。这个转化无疑有其深层次的原因。但就调节供需对比的角度来看，现实的政策抉择不能不是设法增加需求。

就西方国家来说，宏观干预政策源于 30 年代。当时西方现代经济学的创始人凯恩斯是在大萧条的背景下建造其理论体系的，有效需求不足是他对经济病症的诊断。在这种情况下，政策



的重点无疑是针对需求面。而在半个多世纪的发展进程中，供求对比的短期症结也经常出现在需求这一方。因而需求管理政策在国家干预中常占主导地位。也就是在这样的背景下，对于宏观调控政策也往往称之为短期需求管理政策。

### 也不应忽视供给面

然而，矛盾终归是由供与求这两个方面构成的，矛盾的主要方面不可能总是凝固在一个方面。

回顾我国三四十年代革命战争期间的财政经济工作总方针，供给面为主要的观点是非常鲜明的，那就是“发展生产，保障供给”。当然，这样的观点不是产生于现代的社会经济生活之中。但涉及人类生存的最基本的命题绝不会由于条件的改变而失去其真理性的意义。而且在现代市场经济生活中也产生了曾红极一时的供给学派，倡导供给面的主导地位。它的存在至少说明，在宏观调控中认为供给面任何时候均不可能有其主导意义乃至完全排除于视野之外是不全面的。

一般说来，供给面的状态主要取决于长期经济发展所形成的基础条件，因而当供给达到对经济条件（或者说，在当前经济条件下有可能动员的产出潜力）已经充分运用的水平时，期望短期再增加供给是困难的。但通过宏观政策在短期内实现对供给的抑制则完全是有可能的。而且现实生活中供给的潜力并未充分调动情况经常存在。在这种情况下，动员对经济条件的充分运用以增加供给，也是实现均衡所不应忽视的。



此外，灾害造成农业歉收，或类如 70 年代石油危机的特殊事件，供不应求可能是在需求并未发生变化时由于供给突然减少所造成的。这时，矛盾主要在于供给面也显而易见。

### **调节需求的主渠道是对货币供给的调节**

如果说宏观干预政策主要是对需求面的调节，由于市场需求是由货币作为载体的需求，是由货币所体现的有现实购买力的需求，所以它的实现必然要通过对货币供给的调控来进行。这也就是货币供给问题在宏观调控中占有突出地位的缘由。

但是对货币供给的调节包含颇为丰富的内容。首先，无疑是调节货币供给总量（宏观调控的实质就是调控总量）；但也不排除调控货币供给本身的结构（如通货、M1 占总量的比重）和供给增减的地区或部门的指向。仅就总量这个角度来说，调节货币供给并不是调节市场需求的惟一手段；换一个说法，调节了货币供给总量，也并不是在任何情况下就等于调节了市场需求，更不等于等比正相关地引起市场需求的变化。后面有关章节，从不同角度将有较为具体的说明。



# 第一章

## 货币需求与货币供给

### 第一节 货币

从一般理论角度研究货币这个经济范畴不是本书的任务。这里只是指出在研究宏观调控问题时对于货币这一范畴应予以注意的几个问题。

#### 货币是人类生产关系的体现

按照马克思经济理论的观点，把货币这一范畴视为人类生产关系的体现，是对货币本质最深刻的揭示。“……物的货币形式是物本身以外的东西，它只是隐藏在物后面的人的关系的表现形式。”<sup>①</sup>

货币体现人类的生产关系可以从两方面理解：

---

<sup>①</sup> 《马克思恩格斯全集》，中文1版，第23卷，109页，北京，人民出版社，1972。



其一，货币是商品交换的结晶。产品作为商品来生产并通过交换来实现人们彼此之间的经济联系，这是一种特定的生产关系。在这种关系中，货币是必然的存在。所以，对于这种关系通常称之为商品货币关系。现代市场经济是商品货币关系的最发达的形态。

在这种关系中，人们之间的经济联系都要通过货币来实现。对于人与人之间纷繁复杂的关系，可以有非常精深的、透辟的分析，但回到现实生活中，从经济角度考察，却总要凝结为应收应付、债权债务等货币关系。企图超越这种关系来实现人们之间的经济联系是不可能的；硬要这么做，结果只能是社会的倒退和生产力的破坏。

其二，货币在其运动过程中，是升值还是贬值，是顺畅流转还是阻塞迟滞，其分布是保持原有地区、部门之间的格局还是有急速的变化，如此等等，不论是由社会经济过程本身引起的，还是由政策的干预形成的，都会造成利益在不同阶级、阶层，在不同利益集团，乃至在不同国度之间的重新调整。这种调整有时是缓慢的，有时是突发的，但只要是利益调整，即便是微弱的、渐进的，也会为有关利益者所感知并会作出反应。

宏观政策对货币的动态有着关键的作用。在政策的贯彻执行中，产生利益的重新调整是不可避免的。当思想认识中树立有货币是人类生产关系的体现这一观念时，那就会自觉地根据是否有利于正确处理人们之间各种关系这个具有根本意义的准则，牢牢把握宏观决策的方向和力度。



### 货币在经济生活中的作用

货币在经济生活中的作用，人们的看法是不完全一致的：过去与现代不同，同一时代的人们看法也不相同。

一般说来，在古代，货币被看重的是它的“通有无”<sup>①</sup>的作用——“维币之行，以通农商”。应该说，直到上一个世纪，人们对货币的看法仍集中在货币的媒介作用方面。说货币是经济的大车轮，这对货币作用的估计是很高的，但也主要是指货币润滑了整个经济进程，着眼点仍在其媒介作用上。当然，是对媒介作用作了最高的评价。马克思说，价值尺度与流通手段的统一是货币。除去有关价值尺度的深刻论述外，落脚点也在于流通。

在现代，货币被看重的是它对经济生活的调节作用。虽然，对其作用的大小估计并不相同，但议论所围绕的中心是“调节”，而不再是单纯的“媒介”。在改革开放前，对货币的调节作用，我们从原则上是否定的。改革开放后，这种观念逐步被接受，并渗入到决策的指导思想之中。所谓调节，通常是指对经济周期、对经济波动的调节，即通过货币这一杠杆可以抑制经济的过热发展，也可以防止经济的下滑或扭转下滑的趋势。近些年在我国的政策建议和政策措施中所常见的“适度从紧”一词，其实质内容就是通过控制货币供给的增长幅度以抑制经济的过热；也曾多次使用的“启动”一词，其实质内容就是通过减小货币供给的紧缩

---

<sup>①</sup> 《汉书·食货志上》：“货谓布帛可衣，及金刀龟贝，所以分财布利通有无者也。”



力度或采取扩大货币供给方针以期使经济下滑或长期疲软的状况有所改观，等等。

当人们看重货币的媒介作用时，“面纱论”占统治地位。这种理论的核心是：货币以及一切货币现象，对于实的再生产过程来说，是外在的因素，好像是罩在上面的一层面纱。这层面纱可以起积极作用，推动实的再生产过程，也可以起消极作用，阻滞乃至破坏实的再生产过程。但从长期过程看，这种作用是中性的，即它改变不了实的再生产过程本身。在这一理论指导下，金融政策的目标可以归结为一点，即给经济的运行保证一个稳定的金融环境，以使“看不见的手”正常发挥作用并实现充分就业和资源的合理配置。

人们看重货币的调节作用，实质是以另一种观点为依据，即货币并不是浮罩在实的再生产过程之上的一层面纱，而是整个再生产过程的一个不可须臾割裂开来的要素。它的状况，不仅在短期过程中，而且在长期过程中，对再生产都不是中性的；换言之，即它的状况对经济结构、对经济比例、对经济周期的形成，都不是无关紧要的。当然，在经济模型的研究中，货币中性的模型仍然有其意义。但如就经济生活总趋势，而不是孤立就个别过程来剖析，非中性模型则更接近实际。也正是在这一观点的基础上，金融政策的目标除了保证一个稳定的金融环境，以有利于“看不见的手”发挥作用外，同时还要把货币作为一个调节工具，以解决那些只凭“看不见的手”所不能实现的类如充分就业等课题。进一步说，不把货币作为调节工具来看待，稳定的金融环境





并不能实现，“看不见的手”也难以充分发挥作用。所以，在现代经济学中，货币也就被看成是经济发展中的政策变量。

对货币作用估价的演变实质是商品货币关系在经济生活中所处地位演变的反映。当商品货币关系只是整个经济关系一部分的时候，货币的媒介作用十分突出。在这样的背景下，虽然1 000多年前已可做出“钱神论”<sup>①</sup>那样的文章，但人们终究不会认为它可以改变整个经济进程。而当商品货币关系覆盖整个经济生活并使之全面受支配于自己的规律时，货币的作用在实际生活中就不能再用原有的观点来剖析。不过，观念是落后于实践的：媒介和“面纱”的观念仍然长期被用来说明新的现实；一直到本世纪上半叶，观念的转变才得以完成。

这是货币理论中最为抽象、最为概括的部分，直到今天仍然存在着不同的解释。对这个问题的把握要以对货币这一范畴的全面理解为基础。记住这一观念的演变，了解不同观点的演变，可以使自己对货币理论问题的剖析有较为开阔的思路，从而可以求得较为全面、较为深刻的认识。

## 第二节 货币需求

研究货币供给，不能超越一个与它直接对应的范畴——货币

---

<sup>①</sup> 三四世纪时，先后有两篇“钱神论”。前一篇的作者名成公绥；后一篇最著名，作者是鲁褒。主题都是揭示社会上货币拜物教的现象。“有钱可使鬼”的谚语就引录在后一篇。



需求。在西方经济学中，这个范畴表述为“对货币的需求”（Demand for Money）。货币需求，从字面上也许可以解释为“处于货币形态上的市场需求”，“以货币形态体现的市场需求”等等。但联系上下文，通常不会产生这样的误会。

### 中国古代的货币需求思想

恐怕货币一经成为经济生活中不可缺少的因素，货币需求的思想也就产生了。

在中国古代，就有关于货币需求的思想。例如，在《管子·山国轨》中论及治国的法度、准则时，“币有轨”，“币若干而中用”（意思是货币有准则，要考虑有多少可以够用）是其中的重大事项之一。这反映了当时的治国者，在其经济政策中，已经包括有考虑货币需求来把握其数量的内容。

货币需求的量如何决定，在那时的文献中很难找到直接的论证。就思想脉络看，有把需求数量与国力大小建立联系的，有把需求数量与谷物、与万物建立联系的，等等。其中颇为独特的是以人口为自变量的货币需求函数，即人口乘人均所需的钱币数量，等于治国者所应铸造的钱币量。《管子·国蓄》中有这样一句话：“人君铸钱立币，民庶之通施也，人有若干百千之数矣，然而民有不及，用不足者，何也？利有所并也。”这是论述抑制兼并的道理。但其中提到了铸造钱币，用于“民庶之通施”，即用作流通手段，而掌握数量的准则，则是“人有若干”。当商品货币关系发展的背景还是自然经济，并且这种关系在整个经济中纵



然已经显示出相当地位但其比重的增长变化依然相当缓慢时，把人口作为一个自变量来考虑也不是没有道理的。关于人均需要量在古籍中没有看见过理论剖析，所采用的数值当为经验数据。此外，还有以国土度量货币需求的讲法。如《管子·山至数》载有：所谓对货币的筹划，是指“布币于国，币为一国陆地之数”。这同用人口度量货币需求实际是类似的思路。

按每人平均铸币多少即可满足需要的思路，一直是中国历代统治者控制钱币铸造数量的主要思路。直至建国前夕，在有的革命根据地计划钞票发行数量时，人均多少为宜，仍然是考虑的一个方面。

### 马克思关于流通中货币的理论

当今讨论的货币需求理论，其发展、建设是西方经济学界的功绩。

伴随着新兴资本主义制度的建立，重商主义者、重农主义者、亚当·斯密、李嘉图等许多经济学家注意到流通中货币数量的问题并从不同角度作了多方面的剖析。马克思对于这一问题的剖析，可以说是为这一阶段作了理论总结。

我们常常讲马克思论证了“货币必要量”规律。其实，这是后人所作的概括。马克思本人提出问题时，有时是问流通中“有”多少货币，有时是问流通中“需要”多少货币，有时是问流通中“可吸收”多少货币。基本思路是论证：为什么流通中有这么多的货币。他所列出的基本公式是：



$$\frac{\text{执行流通手段职能的货币量}}{\text{商品价格总额}} = \frac{\text{同名货币的流通次数}}{\text{同名货币的流通次数}}$$

我们用符号可以表示为：

$$M = \frac{PQ}{V}$$

式中， $M$  表示货币量； $P$  表示价格水平； $Q$  表示待销售的货币数量； $V$  表示货币流通速度。

这个公式的前提是金币（或金属货币）流通。论证的逻辑是：（1）商品的价格取决于商品的价值和货币的价值，而按照马克思的价值论，价值决定于生产过程之中，所以商品是带着价格进入流通的。（2）进入流通的商品，它们的价格有多大，就需要有多少金币来实现它，从而就把多少数量的金币引进流通。（3）与金币交换后，商品退出流通，或用于生产消费，或用于生活消费；而金币，在新的商品不断要求交换的情况下，则不断被吸引在流通之中以使新的商品得以出售。从而一枚金币流通几次，就可以使相应几倍价格的商品实现其价值。所以，马克思的这个金币流通公式只能是右方决定左方，而不能相反。

这个公式的成立必须有一个前提，那就是该经济中存在着数量足够大的黄金贮藏；或者在周边国家同时有数量足够大的黄金流通。当存在这个前提时，如果流通中需要较多的黄金，黄金贮藏中的一部分进入流通或黄金从国外流入；如果流通中有一部分不需要了，多余的黄金退出流通转化为贮藏，或者流出国外。也



正是假设有这样一个调节器的存在，所以待实现的商品价格总额就决定了有多少货币处于流通之中。

规模足够大的黄金贮藏调节器这个假设的前提是否是一个必然的存在呢？在当时西欧多国并存的条件下，或许是这样，但不是在任何情况下都能成立。如中国历史上多次出现“铜荒”、“银荒”，即铜、银不足以满足铸币需求的情况。这说明那时在中国存在的调节器，其规模保证不了调节货币流通的要求。由此可以推论，要保证一国货币流通的正常进行，流通之外的调节器也要求有足够的规模。因此，对一个经济来说，把足够的货币金属贮藏理解为对货币的“需求”，也许是可以成立的思路。只不过这个调节器所必需的量应有多大却是未曾有人论证过。

在分析了金币流通条件下流通中货币数量规律之后，马克思紧接着分析了纸币流通问题。在马克思经济著述的用语中，纸币，是专指由国库发行、强制行使、不兑现的钞票。他指出，纸币本身没有价值；只有流通，才能作为黄金的代表。由于流通所能吸收的金量是客观决定的，所以向流通中无论投入多少纸币，所能代表的也只是客观所能吸收的金量。这样，纸币投入越多，每一单位纸币所能代表的金量越少，而无论票面注明应代表多少金量都无济于事。纸币代表的金量少了，商品的价格就上涨。于是，在纸币流通条件下，纸币数量的增减则成为商品价格涨跌的决定因素，即把金币流通条件下货币数量与价格之间的决定关系颠倒了过来。不过，要说明一点，马克思论述的纸币规律是在其金币流通规律的基础上推演出来的，而不是对金币流通规律的



否定。

### 交易方程式

本世纪初，美国教授欧文·费雪提出了著名的交易方程式，也称费雪方程式：

$$MV = PT$$

式中， $T$  表示交易的商品量。

应该说，这个方程首先不是为货币需求建立的方程，而是用来表示交易两个方面的恒等关系和价格水平——以纸币（单位如元、镑、法郎等）所表示的价格水平—— $P$  是怎样决定的。

依照恒等式， $P$  的值自然取决于  $M$ 、 $V$ 、 $T$  这三个变量。费雪分析，货币流通速度  $V$  是由制度因素决定的，而制度因素变化缓慢，因而它可被视为常数。 $T$  代表交易量，它与产出水平保持一定的比例，大体说来也是相对稳定的。于是  $M$  就成为关键因素。

方程式中的  $M$ ，与马克思及其以前的经济学者所指的货币已经不同。虽然上世纪末和本世纪初正是金本位制的鼎盛时期，但处于流通中的货币，其中金铸币的比重已经极小，银行券可以说已经覆盖了现金领域。所以，在这个方程式中的  $M$  也就摆脱了金本身和金符号之类问题的困扰，而直接地就是指流通中以银行券为主的现金以及在当时人们已经普遍承认的存款通货。费雪对其交易方程式就有一个展开形式：



$$MV + M'V' = PT$$

当流通中的货币是金时，按马克思的公式，它在货币需求函数中是因变量；而当它是纸币时，就是在马克思的剖析中，也已经视之为由模型之外的因素所决定的外生变量。并且这个外生变量决定着价格水平。费雪在这里显然也是把  $M$  视为外生变量，并极其强烈地肯定： $P$  的值特别取决于  $M$  的变化。如果我们仔细研究马克思关于流通中货币的理论，由此推导出来的结论也正是这个交易方程式中  $M$  对  $P$  的决定作用。<sup>①</sup>

交易方程式虽然主要说明  $M$  决定  $P$ ，但是，当把  $P$  视为给定的价格水平时，它也就成为货币需求的函数：

$$M = \frac{1}{V}PT$$

即在给定的价格水平下，总交易量与所需要的名义货币量之间具有一定的比例关系。换言之，要使价格水平保持给定水平，只有当货币量与总交易量保持一定的比例关系时才能实现。

交易方程式的称呼清楚地说明方程式思考的出发点是交易；而  $MV$  这个购买总支出中的  $M$ ，所被看重的也显然是其媒介作用。费雪正是继承了以前经济学家的这个思路，并以完整的形式作了总结性的表述。

---

<sup>①</sup> 参见黄达：《我国社会主义经济中的货币和货币流通》，北京，中国财政经济出版社，1964。



### 剑桥方程式

在货币需求理论探讨中，具有转折意义的是剑桥学派。

本节开始曾指出，恐怕货币一经成为经济生活中不可缺少的因素，货币需求的思想也就产生了。但严格说来，直到剑桥学派以前，过去的经济学家还没有把“货币需求”作为一个学术概念正面加以论证。如前所说，马克思分析的是：为什么有这么多的货币处于流通之中。无疑，在他的分析中包含有论证货币需求的精辟思路——一个商品的价格是多少，就会把多少数量的货币引进流通。这正是后人把他的论述概括为“货币必要量规律”的根据——虽然他本人并没有作这样的概括。费雪的交易方程式，据以推导，可以说当价格给定时，就成为货币需求的方程式。但他本人所直接论证的却是货币数量与价格水平的关系。只有到了剑桥学派这里，他们的着眼点才正面面对“对货币的需求”—— $M_d$ 。

他们不同于前人之处，还在于着手剖析的角度是微观经济行为主体对货币的需求。而前人，如上述的马克思和费雪，则都是从整个经济角度考察货币数量问题。当然，剑桥学派剖析微观经济行为主体对货币的需求也同样是论证经济整体的货币需求——总体需求就是个体需求的集合。而前人的切入点一上来就是经济的总体：或是待销售的价格总额，或是经济中的交易总量，等等。

当从全社会的价格总额或交易量考察货币数量问题时，货币被注视的是其媒介作用。这时，可以只考虑作为媒介的货币，而





不把作为贮藏的货币放在货币数量的函数之内。如马克思所指的流通中货币量就不包括汇集为蓄水池的贮藏货币。而当从个体角度考察持有货币的需求时，显然可以看到，人们既需要持有货币以备用于购买和支付，同时，也需要用货币作为保存自己财富的一种选择。也就是说，置于视野之内的，就不应只是其媒介职能，而且还应有其保存价值的职能。如果论证个体货币需求时，只考虑准备购买和支付的需要，而不考虑保存财富的需要，那就意味着只论证了一半，无疑是不完整的。

剑桥学派的货币需求方程是：

$$M_d = kPY$$

式中， $Y$  表示总收入； $P$  表示价格水平； $PY$  表示名义总收入； $M_d$  表示名义货币需求； $k$  表示  $PY$  与  $M_d$  的比。

与前面所介绍的费雪方程式的区别，一是以收入  $Y$  代替了  $T$ ；二是以个体持有货币需求对收入的比  $k$  代替了货币流通速度  $V$ 。这样的变化是自然的。因为以个体货币需求作为考虑的出发点，其自变量当然是收入，而不是社会的交易量；相应地也就必然有一个新的系数  $k$  来代替  $V$ 。

需要注意的是，如果孤立地把费雪的交易方程式与剑桥的方程式对比，只要纯形式地把  $k$  与  $1/V$  相互代替，并强调交易总量与收入之间所存在的紧密相关关系，那就很容易把这两个方程混同起来。两个方程就同一的经济剖析货币数量问题，无疑有很多相通之点。但问题在于，剖析同一问题的思路的确颇有区别。



总的来说，剑桥学派反映了一个更广阔的思路，从而把货币需求理论推到了一个较高的层次。

### 凯恩斯和凯恩斯学派对货币需求理论的发展

凯恩斯对货币理论的贡献是他关于货币需求动机的剖析，并在这个基础上把利率稳定地、不可动摇地引入货币需求函数。

凯恩斯是沿着剑桥学派的思路，从人们持有货币的需求出发来论证的。他把决定人们货币需求行为的动机归结为三点：交易动机、预防动机和投机动机。

交易动机决定人们为了进行交易持有多少货币。这是建立在确认货币作为流通媒介职能基础上的货币需求论，在这点上与过去的货币需求理论是一脉相承的。他对预防动机的解释是：为应付可能遇到的意外支出等等而持有货币的动机。这个动机引起的货币持有仍是购买与支付的准备，只不过是扩大了准备。所以，就实质来说，预防动机与交易动机可以归入一个范围之内，而由这两者所引起的货币需求也都是收入  $Y$  的函数。

投机动机是凯恩斯独自归纳出来的。有财富，可用货币贮藏，这是从古代就已为人们所注意到的；联系到货币需求，也非始于凯恩斯。但在货币需求理论中，用投机动机进行规范化的分析并建立起函数式，则是他的功绩。

他把可用于保存财富的资产划分为两类：不产生收益的资产和能够产生收益的资产。前者是货币，后者则以债券为代表。货币不生利，但最具有流动性；债券有收益，有收益则可放弃流动



性。购买债券的收益是大是小，是正是负，取决于利息率。因而在非此即彼的选择中，人们对利息率前景的预期成为决定的因素：对利息率的预期如果有利于买债券，则货币需求小；如果不利于买债券，则货币需求大。附带说一句，从这几句粗略的解释，可以了解投机动机中“投机”这两个字组成的词只是概括类如预期价格涨跌而进行买卖以获取收益的经济行为，既不含褒意，也不含贬意。但“投机”这个中文词的习惯用法是贬意，如由此认为类似的经济行为只应贬斥，显然并不准确。英文原文是 Speculative Motive，似也没有更好的译法。

凯恩斯的货币需求函数如下：

$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$$

式中， $M_1$  表示交易动机和预防动机引起的货币需求，它是  $Y$  的函数； $M_2$  表示投机动机的货币需求，是  $r$  的函数； $L$  表示作为“流动性偏好”函数的代号——货币最具有流动性，所以流动性偏好函数也就相当于货币需求函数。

这个函数式与过去所有函数式的关键区别在于：如果过去所有的函数式可以最概括地表示为  $M = f(Y)$ ，则凯恩斯的函数式可表示为  $M = f(Y, r)$ 。的确，看到利率与货币需求有联系，并非始于凯恩斯，如剑桥学派即有分析。但把  $r$  确定地视为货币需求函数中与  $Y$  有同等意义的自变量，则是始于凯恩斯。

凯恩斯的后继者从两个方面推进了他的货币需求理论。

其一是论证交易动机和预防动机引起的货币需求同样也是利



息率的函数。因为作为交易和意外准备的货币，其中部分也会用来购买可以带来收益的资产，如债券。通过剖析交易需求所建立的“平方根法则”就是有名的一例：

$$M = kY^{\frac{1}{2}}r^{-\frac{1}{2}}$$

方程说明交易的货币需求是  $Y$  的函数，这是正相关。但由于有可能不必自始至终全部以无收益的货币形态保存，有规模节约的特点，因而指数为  $1/2$ 。有多少以有收益的资产形态保存，取决于对利率变动的预期，这是负相关。同时还必须考虑保存有收益资产的交易成本。其变动将小于利率的变动，因而指数为  $-1/2$ 。

其二是凯恩斯的后继者认为，他论证投资者依据对利率变动的预期会在货币与债券这两者之间进行选择，但在现实生活中，通常并不会简单地进行非此即彼的选择，而是全面权衡得失，调整两者持有的比例；并且可供选择的也并不限于货币与债券这两者。这样，就发展了多样化资产组合选择理论。凯恩斯后继者发展的资产组合理论使货币需求理论更加精细；而对于利率的分析则增强了这个变量在货币需求函数中的分量。

### 货币主义的货币需求函数

与凯恩斯主义对立的货币主义学派有自己独具特色的理论观点和政策主张。在其理论体系中，货币需求函数占有重要地位。

货币主义对货币需求的分析同样是以微观主体行为作为起点，并吸收了包括凯恩斯在内的一些经济学家对这一理论的推进



成果。他们以  $M_d/P$  代表实际货币需求，并建立了如下的货币需求函数：

$$\frac{M_d}{P} = f(y, w; r_m, r_b, r_e, \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}; u)$$

式中， $y$  表示收入，但它所指的并不是当期收入，而是其学派代表人弗里德曼所提出的一个概念——恒久性收入。它可以理解为预期的平均长期收入。在弗里德曼看来，如果说人们的当期收入会不时变化，预期的平均长期收入则相对稳定。他从自己实证研究得出的结论是：恒久性收入对货币需求的决定有重要作用。而且进一步的论断是：由于恒久性收入较之当期收入波动幅度小得多，并且货币存量与恒久性收入的比值——可以称之为货币流通速度——也相对稳定，所以货币需求也是比较稳定的。这就是说，在他的货币需求函数中，自变量虽有长长的一列，但所看重的则是  $y$ 。

$w$  表示非人力财富占个人总财富的比率，它与货币需求负相关。这是货币主义所列出的独特变量，但并未作出进一步的发展。

$r_m$  表示货币收益率； $r_b$  表示收益固定的债券利率； $r_e$  表示收益不固定的证券利率； $\frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}$  表示预期的物价变动率，即通货膨胀率。这四者都是机会成本变量。把机会成本变量展开，这也是货币主义货币需求函数的特点。其中物价变动率也就是保存实物的名义报酬率，与货币需求负相关。这个问题前人早有分析，但一般没有列入函数式。特别强调这一点，恐怕是难以摆脱



的通货膨胀在理论上的反映。

在  $r$  中，需要说明的是  $r_m$ 。货币收益率的概念在凯恩斯那里是没有的，换言之，他把货币收益率视为零。这个变化反映了如下的事实：在凯恩斯那里的货币指的是  $M1$ ，即现钞和活期支票存款，而在英国以及诸多西方国家，活期支票存款一直是无息的；在弗里德曼这里的货币，实际至少已扩展到  $M2$ ， $M2$  中很多形态的存款货币则是有利息收入的。所以  $r_m$  变量的纳入函数式，说明货币主义者所论证的货币需求函数中的货币，其口径大于过去各学派所考察的货币。

### 发展的脉络

上面是对货币需求理论发展的极其简略的描述，从中可以看出如下的脉络。

1. 货币需求理论中所考察的货币，马克思及其前人重视的是贵金属。不过到了马克思从事研究这一问题的时候，他也用了相当的篇幅分析纸币的规律。费雪的方程式建立的时候，金币本身在视野中已不再占有重要地位，而存款通货则已经受到重视。至于凯恩斯所指的收益为零的货币，明确地就是指现钞和支票存款，而货币主义所说的货币，其边界已是  $M2$  或较之更大的口径。简言之，是从金到摆脱金；从纸币到一切可称之为货币的金融资产。

2. 宏观总量作为这一问题考察的出发点是费雪及其前人一贯的思路。在这样的思路下，个人对货币需求的动机虽然也有所



分析，甚至分析得很精辟，如对贮存金银、铸币和金银饰物的分析等等，但却并未由此建立微观行为主体的货币需求模型。开始于剑桥学派的思路则是一个大转折，那就是把微观行为主体的持币动机作为考察货币需求这个宏观经济范畴的出发点。换了一个角度，就产生了质的变化——扩大了对货币需求观察的范围。

3. 如果说仅从宏观角度考察这一问题，那么纳入视野的就只是商品实现的需求和各种支付的需求，从而需要的只是作为购买手段和支付手段的货币。而考察角度转向微观经济行为主体，则显然不只有交易的需求、支付的需求，还有保存自己财富的需求。这样，所需求的就不只是起流通职能的货币，还有起保存价值职能的货币。

4. 于是货币需求函数，如果可以这样粗略地加以表述的话，就从  $f(Y)$  发展为  $f(Y, r)$ ，并不断纳入更多的自变量。

这样的演变过程说明，任何精辟的货币需求理论均受其时代条件的局限，只能构成这一理论发展中的一个环节。客观经济生活不断发展，这一理论也在不断发展，并无止境。当然，古典货币需求理论的合理内核，仍然是发展了的需求理论的有机构成内容，但也只有从发展的观点把握它，才可用以指导当前的实践。同样，用发展了的理论来否定前人在发展过程中的理论成果，也不可能真正把握发展了的理论的真正精神。

### **微观分析同宏观分析都是对客观需求的分析**

无论是从全社会的宏观角度出发，还是从经济主体行为动机



的微观角度出发，都是考察经济生活对货币的客观需求。在这里，往往有这样的误解，似乎排除了微观主体动机而只就宏观总量指标来思考的货币需求才是客观的；如果谈微观主体的需求动机，则似乎不能不是主观的。当然，有的人希望大量金钱源源不断地流入自己的腰包，“腰缠十万贯，骑鹤上扬州”。这是一种纯主观愿望，更确切地说，是梦想。但货币需求理论所要研究的微观主体货币需求却是受收入所制约的需求。说得通俗一点，就是有了货币之后要在手中存多少、存多长的需求。至于不同的具体需求动机也是由经济生活的客观条件所制约的。比如在收入极低的情况下，就不会有保存财富的资产选择动机，利息率对货币需求也就不会发生作用，等等。

不过，经济生活是复杂的。个人可以有负债购入，经营者可以有负债经营。这似乎超越了收入决定的客观界限。但就整个社会看，负债购入建立在收入预期的基础之上，而且还有销货方对这种预期的认可，否则负债购入则不能成立；经营者的资金借入则要受预期的资本回报率所制约，而且同样有贷方对这种预期的认可，否则负债经营也不能成立。所以界限的客观性仍未突破。

我们通常认为，从宏观角度分析货币需求不包含主观因素。对于这样的判断也需加以说明。人们作宏观思考时，往往容易不自觉地忽略了这样一个事实，即整个社会的货币需求不能不是微观行为主体货币需求的集合。经济生活是具体的，对货币的需求也是千万个、亿万个个体在各个地点、在不同时间所提出的需求。没有这些微观个体的需求，就没有宏观总量的需求。肯定了





这一点，那么在微观行为主体货币需求形成中起作用的动机这个心理因素，事实上也就是货币需求这个宏观经济范畴所不能不包括的内容。而且，行为动机虽然是一个主观意愿和判断的过程，因人而易，但从总体上看，人们对有关经济变量怎样进行反映还是有其共同的规律。不具体分析这样的规律不等于规律不存在；更重要的是，不论分析者在分析货币需求这个问题时是否注意了这样的规律，这样的规律其实都是他们论证中的一个不可排除的客观存在。

### 名义需求与实际需求

在金属货币流通条件下，名义需求与实际需求的矛盾是不存在的。在价格水平很少变化的条件下，也没有必要区分名义的货币需求和实际的货币需求。但在价格水平经常变动的条件下，这种区分则非常必要。

实际货币需求通常记作  $\frac{M_d}{P}$ ，名义货币需求记作  $M_d$ 。在完全排除了金属货币流通的条件下，观察期的实际货币需求，就是相对于基期价格不变的需求；而与观察期的当期价格水平相对应的则是名义货币需求。就人们的愿望来说，价格水平不变最为理想。要真是不变，货币需求的名义量与实际量也就统一起来了。但在现实生活中，由于价格水平事实上在不断变动，而且主要是向上涨的方向变动，从而必然存在通货膨胀预期。问题是，如果根据过高的通货膨胀预期所计算的名义需求量安排货币供给，过



多的货币供给就成为直接加重物价上涨的因素；反之，如不考虑价格不可避免的波动而简单按实际需求供给货币，则会因货币供给不足而直接造成对经济增长的抑制。举个最简单的例子，设原来粮食收购价为 0.90 元 1 公斤，现考虑到保障粮农利益而决定在计划年度把收购价提到 1.20 元 1 公斤，收购预计 500 亿公斤。如按价格不变的实际货币需求供给货币 450 亿元，则按允诺的提价只能收购 375 亿公斤。其余的 125 亿公斤如要收购则只能打白条或干脆拒绝收购。

### 我国对货币需求研究的状况

70 年代以前，我国对货币需求问题的研究主要限于理解和应用马克思关于流通中货币的论述。对于马克思这方面的论述我们称之为货币必要量规律。代替马克思论述中的金币，我们的视野中只有现金。

马克思的公式中，决定货币需求的是待销售的商品价格总额。在集中计划体制下，生产资料与消费资料的流通明确划分为两个领域：生产资料不视为商品，在这个领域通常讲“调拨”，不讲“流通”；讲流通的主要是认为可以视为商品的消费资料。后者的总额在统计口径中是社会商品零售总额。所以这个总额就进入马克思的公式之中与现金数量加以比较。正是在这样的比较之下，在 60 年代初产生了“1:8”这个极为有名的标准。

所谓“1:8”，其含义是：每 8 元零售商品供应需要 1 元人民币实现其流通。符合这个标准，说明货币流通正常；不符合这个



标准, 如 1:7、1:6 等等, 说明货币供应超过了需求。社会商品零售总额与作为实现零售商品运动主要工具的现金量, 对货币运动的状态均有决定意义。选取它们的存量, 把两者的年序数列加以对比, 并找出一个适当的比值作为度量的标准, 在方法论上是成立的。这个标准用于分析 60 年代和 70 年代货币流通状况也颇有作用。问题在于 1:8 这个具体数值所以能够成为尺度, 是有其严格约束条件的。那就是经济体制及其运作机制, 乃至相应的政策法规等等必须高度稳定。改革开放后, 经济本身不断发生变化, 这个数值也就很快失去了意义。然而, 在很多人的头脑中, 对它神化的观念很久才日渐淡化。

80 年代, 人们企图找出一个简明易解的公式, 于是提出:

$$\dot{M} = Y + P$$

式中,  $Y$  表示经济增长率;  $P$  表示物价水平变动预期的上涨率或价格计划上调的比率;  $\dot{M}$  表示名义的货币需求增长率。

这个方程的意义在于: (1) 强调经济增长 (不论是由 GNP、GDP 还是由国民收入代表) 对货币需求的决定作用, 而不是仅仅注视“社会零售商品总额”; (2) 提醒人们对名义货币需求的重视。

针对这个方程提出的问题主要在于  $P$ 。在计划价格体制下, 选用计划安排的价格调升率可能是适当的。但在放开价格的条件下, 上涨率如何论证并不是很容易解决的课题。假如按一个实际偏高的上涨率来安排货币供给, 那岂不是支持了通货膨胀? 其实,  $P$  只不过是表示在价格水平不可能保持不变的条件下名义货



币需求中必然应该包含的一个因素。至于在实践中如何具体把握它，那不是公式所回答的问题。

这个公式的思路较之“1:8”宽阔得多。至于其中没有利息率这类机会成本的变量，是无足为怪的。因为在公式提出之际，像利息这样的变量，对于货币需求，的确还看得出来有什么作用。就是在今天，如何估价利息率在这方面的作用也还需继续观察。

方程提出之后所造成问题，应该说不在于方程本身，而在于人们的理解。本来  $Y + P$  是说明这两个自变量并行起作用，而人们却往往把它当成可以具体计量的算式。其实，不仅  $P$  的预期值很难论证，而且决定货币需求的还有很多其他具体因素。相对于  $Y$  和  $P$ ，这些其他因素可能不重要，但叠加起来，却会使  $Y$  和  $P$  的算术相加值事实上距客观的货币需求增长率有很大距离。当然，这并不否定在考虑按“规则”安排货币供给时， $Y + P$  可作为重要的根据之一。但无论如何不应过分简单地认为，客观经济生活对货币的需求就等于这两者的相加。<sup>①</sup>

① 用下面的数字资料可作点验证：

年份	环 比							
	M2	M1	M0	Y	P <sub>1</sub>	P <sub>2</sub>	Y + P <sub>1</sub>	Y + P <sub>2</sub>
1992	1.312	1.359	1.364	1.142	1.054	1.064	1.196	1.206
1993	1.373	1.388	1.353	1.135	1.132	1.147	1.267	1.282
1994	1.345	1.262	1.243	1.126	1.217	1.241	1.343	1.367
1995	1.295	1.168	1.082	1.105	1.148	1.171	1.253	1.276
1996	1.253	1.189	1.116	1.096	1.061	1.083	1.157	1.179
1997	1.173	1.165	1.156	1.088	1.008	1.028	1.096	1.116

资料来源：《中国统计年鉴（1998）》；《中国人民银行统计季报》，1998（1）。



### 第三节 货币供给

#### 金属货币的流通

本世纪初以前的很多世纪，世界上经济多少有所发展的国家里，大都流通着金属货币。在金属货币广泛流通之前，有多种实物充当过货币。如中国流通过贝；在世界广大地区，牲畜都曾起过货币的作用。此外，如烟草、鱼干、盐巴、皮革等等，在一些地区也有充当货币的历史。当一国金属货币已经广泛流通时，在该国的一些落后地区也往往保存有各种形态的实物货币。如《马可·波罗游记》中就有关于中国少数民族地区用盐巴进行交易的记载。这本游记是记载元朝的事，而在元朝之前，中国已有很长的金属货币流通的历史。至于元朝，当时甚至超越了金属货币流通而全面流通着纸币。

金属货币主要以铸币形态流通。西方很早就有金银铸币，中国长期流通的则是铜铸币。中国金属货币流通的特点还在于，从宋元直至明清，与铜铸币并行流通的白银，到外国银元流入之前，却一直未能发展到铸币形态。

根据金属货币以及各种其他实物货币流通的经验，前人曾总结出充当货币的商品要求具备如下的特点：价值大、可分割、易携带、易保存。贵金属最具有这些特点，因而排除了其他商品而独占货币的地位。于是有“金银天然是货币”还是“货币天然是金银”之类的论辩。然而，却也有例外。如中国，早有金属货币



流通的历史，但从晋至唐，与铜铸币并行流通的却是帛。帛作货币，很不理想，可是流通几百年却是事实。再如，人们在太平洋的密克罗尼西亚岛，发现充当货币的竟是很难搬动的大石磨。也许正是由于它搬运困难才成了作为“流通”手段的货币。

上面介绍这些情况并不是要研究货币的历史，而是为了提醒人们：经济生活，其中也包括货币，是非常复杂和多彩的。就一般情理推断不合逻辑的事并非不可能出现；即使是根据大量事实总结出来的认识也不见得在任何情况下都可据以作出正确的论断。

### 社会经济的发展要求摆脱金属货币流通的限制

在社会经济发展的历史中，与其他各种实物形态的货币比较，金属货币的流通是一个极其重大的进步。但随着商品货币关系的不断发展，金属货币的流通也成为社会的沉重负担。为了解决货币流通的需要，要开采金矿、银矿、铜矿，要冶炼，要运送炼好的金属去铸造货币，铸好的货币仍需运送，等等。为此所占用人力、物力无疑与日俱增，数量极为可观。这是一种由社会负担的纯流通费用。它的比例越大，对经济发展的拖累越严重。

而且还有一个更为重要的问题，即面对经济的迅速发展，货币金属的供给越来越暴露出不能满足需求的矛盾。中国早在唐代中期和宋代曾两度出现“钱荒”；明清之际则有“银荒”。说明铜银的开采、冶炼赶不上经济的需要。进口曾是解决流通中货币不足的途径，但长期单方面进口货币金属也是一个经济所难以承担



的重负。西欧中世纪的经济史也记载有金银不足的问题，主要是14世纪和15世纪。后来则未见有类如中国的货币金属极度短缺的危机。这或许是与殖民地贵金属的大量流入和信用货币的迅速发展有关。不过在它们那里，曾一再提出货币制度的黄金保证基础脆弱的问题，这反映了贵金属的供给同样也无充实可言。总之，社会发展趋势说明，单靠贵金属作为货币，经济是无法发展的。例如，1990年，按世界银行统计，全世界各国的GDP共为222 988.5亿美元。设需1/4的货币实现其流通，则需作为流通手段的货币55 747.125亿美元。除去用于流通的货币，还需有用于保值的货币。设也是1/4，那么两者共需111 494.25亿美元。按每盎司黄金的价格400美元计<sup>①</sup>，共需黄金278.735 625亿盎司。世界上历代开采一直积累到今天的黄金，在1986年，估计为30.54亿盎司。<sup>②</sup>考虑到工业用黄金、首饰用黄金以及其他各种原因造成的损失，作为货币用途也不过2/3，即20.36亿盎司。那就是说，黄金只能满足货币需求的7.3%。而且需要指出，关于流通货币的需求加保值货币的需求只相当于GDP的一半，这是一个大大偏低的假设。按国际货币基金组织统计的大口径货币供给，它与GDP的比值在很多国家通常明显超过50%，

---

① 一盎司黄金的价格，1980年1月曾达到850美元；80年代中期以来，徘徊在400美元左右的时间最长；1997年底1998年初则出现了降到300美元以下的趋势。

② [意]阿尔贝托·夸德里约·库茨里奥主编：《黄金问题》，中文版，9页，北京，中国对外经济贸易出版社，1988。



不少国家则接近或超过 100%。<sup>①</sup>

克服贵金属的桎梏，就历史发展看，有两条途径：一是国家凭借其政治强力发行用纸（也曾有用布帛等材料）印制的钞票；二是在民间信用的基础上产生信用货币。

国家发行纸币，其性质也可以说是一种信用行为，但它是国家信用，在那个时代往往是有借无还从而是丧失信用的信用。所以严重过量发行是其特征。中国从南宋至元明曾大量流通国家纸币。西欧那时还无这种现象。后来有些国家先后也流通过国家纸币。由于过量发行，造成不断贬值的货币紊乱，不利于资本主义经济的发展。因此，除战时外，国家纸币在现代资本主义制度中没有站住脚。

最终取代金属货币的是信用货币。信用性质的货币在中国通常认为产生于唐代，但流通有限；到南宋则被当政者所利用，转化为国家纸币。现代的信用货币则产生于西方。

### 现代经济生活中的货币都是信用货币

现代信用货币，其最早的典型形态是银行券。当前世界各

① 中国近些年的 GDP 与“广义货币供给”见下表：

单位：亿元

年份	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
GDP	21 617.8	26 638.1	34 634.4	46 759.4	58 478.1	68 593.8	74 772.0
货币供给	19 349.9	25 402.2	34 879.8	46 923.5	60 750.5	76 094.9	90 995.3

资料来源：《中国人民银行统计季报》，1998（1）。





国，包括我国在内，流通着的钞票都是银行券。

银行券，习称钞票，这是大家天天用的。早年间，家家商业银行都发行钞票。中国在1935年以前还是这样。但在发达的资本主义国家，在上个世纪，已经先后把钞票发行权集中在中央银行。钞票发行是中央银行对持有者的负债；钞票的持有者则意味着握有对中央银行的债权。不论在法律形式上如何规定，人们总是把中央银行与国家联在一起的，在中国特别是这样。所以，人们认定，持有钞票就是持有对国家的债权，或者更通俗地说，在人们心目中要求国家对钞票负责。

与钞票共同构成通货的硬币也不是过去意义的金属货币。它并不是以自己所含金属的价值流通。铸造它所用的金属与印制钞票的纸都同样是债权债务凭证的制作材料。硬币的领域是：小面额本币，如我国的一元硬币，和本币以下的零钱，如我国的角币、分币。现在世界各国，硬币与钞票的发行通常都统一于中央银行。

伴随着银行券的流通，不以现钞形态存在的货币也出现了。在上个世纪和更早的年代，人们曾广泛讨论商业票据和支票由于背书流通所发挥的货币功能。见仁见智，看法颇不统一。到上世纪末和本世纪初，人们则已明确认识到：银行活期存款，其本身就应视为货币。至于商业票据和支票，由于背书流通的现象逐渐减少，已不再讨论它们是否是货币的问题。

银行活期存款，其根本特征是随时可据以签发支票用以购买和支付，同时也有权从中提取钞票。活期存款的名称多种多样，



如美国叫 Demand Deposit, 英国金融统计口径中用 Sight Deposit, Retail Deposit, 等等。我国在出现新式银行以后多年, 习惯称之为支票存款。现在我国机关单位在银行开经费存款账户, 这种账户也是一种活期存款账户, 只是由于管理习惯, 多年来一直延续这样的称呼。此外, 更具有重要意义的是在世界发达国家, 由于金融创新, 有些存款不叫活期存款但实际有活期存款的功能, 如美国的 NOW (可开出相当于支票的“转让支付命令”的账户) 就是一例。这类账户就其实际功能来说, 无疑应同活期存款一样视为货币。

定期存款和居民在银行的储蓄存款 (大多不能据以签发支票), 直至进入本世纪, 人们并没有统一的见解把它们明确地视为货币。但是, 只要对微观行为主体的货币需求进行研究并把视野扩及货币的价值贮存职能, 很容易认识到, 如果不把它们视为货币的存在形态, 微观主体的货币持有量就是不完整的。而且宏观调控的实践, 也会使人认识到, 如果不把它们视为货币供给而只考察钞票和活期存款, 那就很难把这两部分货币供给的相互转化置于视野之内, 从而对货币供给的分析必然是不全面的。

现实生活中, 定期存款与活期存款, 储蓄存款与活期存款, 它们之间的界限也不断被打破。如储蓄, 最初多是小额定期, 后来不仅发展了活期储蓄, 而且有了可以签发支票的储蓄。如大额存单是定期的, 但在货币市场上很容易变现, 已不完全是本来意义的定期存款。至于美国的 ATS, 更是一种可以自动地从定期存款账户向活期存款账户转移款项的制度。要是不把定期存款和



储蓄与活期存款、与钞票视为同质的货币，则很难说清这些转化形态之所以可能形成的根据。

所有上述以银行信用为基础的货币，除钞票和硬币外，国际货币基金组织概称之为“存款货币”。

今天的货币形态，与历史上几千年只是简单的几种形态统治流通的情况不同，不仅极其多样，很难一一列举，而且变化迅速。当人们正在对现有的形态分析其是否是货币的时候，新的形态又涌现出来。但无论形态如何多样，变化如何迅速，任何形态的货币，无一例外地都是信用货币。

### 信用货币与信用经济

形形色色的信用货币之所以成为流通中货币的统治形态，是与信用这种经济联系全面覆盖现代经济——对于这样的特点有“信用经济”的提法——紧密相关的。

观察现代的经济生活，能够明显地看出，各种经济行为主体之间都是由债权债务关系联结在一起的：

个人相互之间的借贷，工商企业相互之间的借贷，个人与工商企业相互之间的借贷，政府与个人、与工商企业相互之间的借贷——这些都是很古老的借贷关系。

银行等金融业发展起来之后，它们与个人、与工商企业、与政府相互之间的借贷，以及它们相互之间的借贷，成为整个社会借贷关系的中枢。关于这些，人们也是看得很清楚的。

那么，买与卖这种等价交换的关系中是否有债权债务问题



呢？如果是赊销赊购，那当然有。如果是现款结清，在金属货币流通时，这里发生的是商品、服务与金属货币的换位，不存在债权债务行为。而在现时，不论是用钞票还是用支票等凭证来完成支付，那么发生的则是商品、服务同债权的换位，即通过债权从买者向卖者的转移实现商品的售出和服务的提供。各种支付义务的实现过程也类似。比如纳税，在金属货币流通时，用金属货币纳税，货币从个人、从工商企业转入国库，其间无债权债务关系介入；而在现时，用钞票、用支票等凭证纳税，则是个人和工商企业对银行的债权转为国家对银行的债权。

如此等等又说明，在过去从不存在债权债务关系的领域，也同样可以通过债权债务的联系使人们之间的经济交往顺畅实现。也正是由于原来并不发生债权债务关系的领域全都转化为通过债权债务关系实现人与人的经济交往，这就使得整个经济中的任何经济交往都同时伴随着债权债务的消长和转移。换一个角度也可以说，所有经济行为主体，在现代经济生活中，都是在债权债务的网络中进行运作的。

债权债务，有的是口头协议，但绝大部分是以一定的文书形式来体现。债权债务文书，有的是一时一事一形式，但绝大部分则逐渐具备由法律规范的确形式，如票据法规范的商业票据，银行法规范的银行券和各种存款货币，国债法、公司法规范的各种公、私债券等。由法律规范的债权债务文书，有些记载着长期的或不易转移的债权债务关系，另一些则记载短期的、无期的、易于转移的债权债务关系。



一时一事一形式的债权债务文书不可能被社会普遍认可，从而难以成为债权债务转移的工具，所以它们成不了货币。虽有法律规范的确形式，但不那么易于借以实现债权债务的转移，如长期国债券，也与货币保持一定的距离。至于很容易当作债权债务转移工具的规范文书，特别是银行信用文书，自然而然地就成为代替贵金属流通的最为理想的货币形态。

### 货币供给与现金

货币供给这个与货币需求相对应的经济范畴，在当今世界，就是体现为经济生活中多种形态信用货币的集合。从上面极其简单的描述来看，其最终形成，在经济发达国家，至迟是本世纪之初。但在我国，直到1993年秋中国人民银行公布货币供应量统计办法时，这个词才在正式官方文件中出现；在国家决策性文件中采用这个词则始于“九五”计划。至于经济学界和有关经济部门较为普遍地使用这个词，也不过是始于80年代中期。

在我们这里，几十年来，一直有一个占支配地位的观念：经济中的货币就是指钞票和硬币——我们习惯称之为现金。直到今天的官方文件，“货币发行”这个用语中的“货币”，指的仍然只是钞票和硬币。而且，“货币发行”与“货币供给”这两个词往往出现在一个文件之中。于是，同一的词“货币”却应有不同的解释：“货币发行”中的“货币”应该理解为“钞票和硬币”；而“货币供给”中的“货币”则应该理解为“多种形态信用货币的集合”。



应该说，只把现金视为货币不符合实际生活的观念。现金无疑具备货币的职能。然而现代的经济生活中，不只是在市场经济里，就是在过去高度集中的计划经济中，除去现金之外，也还有其他的信用形态起着货币作用。比如，在那时，企事业单位和军政部门，就是根据活期存款签发支票和各种结算凭证，无需动用一张钞票即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，以及付清各种水电邮运等费用。显然，活期存款较之现钞，在起货币作用这方面，并无本质区别。市场经济越发展，就会有越来越大部分的交易和支付不用现钞；储存财富用现钞，也日益显示是比较保守的形式。过去现钞主要活动的天地——工薪的发放和日常消费的购买和支付，也已经被、并必将会由越来越大的部分被各式各样的工薪卡、银行卡所代替。

现金不等于货币供给的全部，这是一个简单的事实。但只认定现金是货币的观念，虽说其支配地位已日益动摇，直至今天却仍有相当的阵地。

这种不符合生活实际的观念之所以难于摆脱，有其历史原因。西方国家明确流通中货币由现钞和存款货币所构成，也是在上世纪和本世纪之交。不发达的中国普及这种观念自然需要有一个过程。问题是在 30 年代末期开始的战争和恶性通货膨胀，甚至使人们认为真正的货币只是银元和黄金。长期处于革命战争中的银行工作者，他们在革命根据地的任务主要是发钞票；国民党地区，焦点也是大量发钞以支持打内战的军政开支。所以，当新的共和国成立之际，人们有关货币的观念，现钞仍是惟一的形



态，即比西方落后了半个世纪。随后，我们又接受了一种理论：生产资料不是商品；经济中的商品只是消费资料。那时，实现可以称之为“商品”的消费品流通，主要用现金；实现“非商品”的生产资料分配，则是通过活期存款的转账结算。现金与商品对流，当然是货币；用以转账结算的活期存款不与商品对流，也就自然不能算货币。这种观念又束缚了我们 30 年。在这种情况下，视野中只有现金的传统观念极难改变也就不难理解了。

### **更需要注视未来的发展**

我们不只要从类如只把钞票视为货币的过时观念束缚中解脱出来，或许更应该注意货币形态的进一步发展。

未来的货币将是什么样子？有人说是电子货币，有人说是数字货币，有人说是信息本位。什么是电子货币？各种银行卡可以使我们有一些形象的概念。但银行卡在中国的流行还不很广泛；而且相对于发展了的电子货币，现行的银行卡大概只能算是一种初始的形态。至于这种货币体系发展起来之后，将对经济、社会产生怎样的深刻影响，还不那么清楚。

之所以现在就要注视，就要研究，是由于货币世界的变化，同其他诸多领域一样，也是处于一种加速的状态。实物形态的货币，由于其上限不易具体考证，不知其经历了多少岁月，后来的金属货币流通可以说有几千年没有受到挑战；而从现代信用货币的兴起到曾被视为最完善的金本位制的终结，也不过是几百年就走完了这一段的历程而转入当今的信用货币一统天下的局面。电



子货币、信息本位，是否预示着货币存在的一个新的阶段，它们将以怎样的速度建立自己的一统天下？未知数是不少的。

20世纪80年代出现了“新货币经济学”的假说，一些提出这一假说的经济学家认为，电子信息技术突飞猛进的发展，使得传统意义上的货币将随之消亡，经济和金融之间的关系均将发生根本性的变化。未来是否会被新货币经济学家所言中，这只能在21世纪人类社会的不断实践中给予肯定或否定的验证。根据历史发展加速的经验来看，纵然不久的将来不会如新货币经济学所论证的那样，但在货币领域由这些新事物引发的变化恐怕不会等待很久很久之后方才到来。如果缺乏预见，那就会在迅速变化的现实中陷于落后、被动的地位。

不过，现在在这本书中，还得回到现实的土地上，讨论直到今天我们依然不算很熟悉的现代货币供给体系。

### **M 系列**

上面说明了现代经济生活中形形色色的货币。它们形态千差万别，我们着重要说的是：它们都是货币。

但这是问题的一面，与之同时还有另一面，即流通中形态多种多样的货币，就其流动性看，则有很大区别：有的可立即用来购买和支付，如钞票和活期存款；有的则不能，如定期存款和储蓄存款。不能直接用来购买和支付的货币形态，如要用以购买或支付，则需转化为可直接用来购买和支付的货币形态，如从储蓄存款提取钞票之类。而转化过程也有容易或手续比较繁杂之别。





为了进行宏观分析和调控，统计上加以区分是必要的。

现在世界通行的是以口径依次加大的  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$ , …把货币划分为若干层次的系列。但由于各国经济情况不同，银行等金融机构所经营的业务名称不同，同一名称的业务内容也不尽相同，所以虽然都采用  $M$  系列，也还颇有区别。其中只有“通货”和  $M_1$  两项大体一致。通货 Currency，各国的解释一致，指钞票和硬币。前面提到，我国习惯称之为现金。现在使用  $M_0$  的符号代表。但  $M_0$  不是一个国际通用的符号。如英国用这个符号代表基础货币，而且使用的较我们为早。 $M_1$  都是指通货加支票存款这两者之和。

国际货币基金组织采用三个口径：通货、货币 Money 和准货币 Quasi Money。通货用一般定义；货币等于通用的  $M_1$ ；准货币是指定期存款、储蓄存款与外币存款之和，即包括  $M_1$  之外可以称之为货币的各种形态。这个组织要求它的各成员国按照这样的口径报告数字。

至于各国的统计，多由各该国中央银行公布。如美国联邦储备银行公布  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$  和  $L$  (Liquidity) 的数字；英格兰银行公布  $M_0$ ,  $M_2$ ,  $M_4$ ,  $M_{4c}$  和  $M_5$  的数字；日本银行公布  $M_1$ ,  $M_2 + CD$  (大额定期存单)、 $M_3 + CD$  和“广义流动性”的数字，等等。我国的货币供给统计由中国人民银行编制。口径采用国际货币基金组织的标准，分为  $M_0$ 、 $M_1$  和  $M_2$  三档； $M_2$  也叫广义货币， $M_1$  则叫狭义货币。

由于金融创新等原因，各国的统计口径所包括的内容都不时



地进行调整。

前面我们提到，现代的货币都是债权债务的文书。所以  $M$  系列实际上也就是对起货币作用的各种债权债务文书的分类。同时，由于有的债权债务文书并不能充当货币，有的能否作为货币还有不同的归类标准，所以一国由所有各式各样债权债务文书所体现的债务总额是一个较之最大货币口径还大得多的口径。

美国的金融统计最清楚地表现出这样的层次。在《联邦储备公报》中有一个表，叫《货币余额、流动资产和债务量 (Money Stock, Liquid Assets, and Debt Measures)》。货币余额包括  $M1$ ,  $M2$ ,  $M3$ , 最大口径到  $M3$  为止；流动资产指的是符号  $L$  所表示的口径，这个口径中包括  $M3$  和  $M3$  之外所有近似货币但还不认为可以等同于货币的部分；而在这之上更有个债务量，其中除  $L$  之外的其余部分是肯定不具备流动性或流动性极弱，从而也肯定不应纳入货币范围的部分。现引其几年的数字供参考（见表 1—1）。

表 1—1 货币余额、流动资产和债务量  
(日平均数，经季节调整) 单位：10 亿美元

时间	1990 年 12 月	1991 年 12 月	1992 年 12 月	1993 年 12 月
$M1$	826.4	897.7	1 024.8	1 128.9
$M2$	3 350.0	3 455.3	3 509.0	3 567.4
$M3$	4 125.7	4 181.4	4 183.0	4 229.4
$L$	4 974.8	4 992.9	5 057.1	5 131.8
Debt	10 670.1	11 147.3	11 727.7	12 309.8

资料来源：美国《联邦储备月报》，1994（8）。



### 统计分组与实际流动性的出入

有一个情况需要指出,即  $M$  系列是按统计工作的要求分组的,比如所有活期存款均列入  $M1$ ,定期存款则包括在  $M1$  之外的大口径范围里。其实,正如我们都知道的,我国活期储蓄存款中有相当大的部分是长期不动的,而定期存款中的一部分,则经常被提前取出用于购买和支付;钞票按说是最具有流动性的,但储存钞票长期不用的行为仍不罕见。只不过要把这些一一分清是办不到的。所以,实际工作中只能就各该货币形态的主要特征分别将其全部归入某一口径之中。

事实上,货币供给中每一单位的流动性均不相同。而且,如果从流动性高到流动性低依次排列,会形成一条近乎连续的曲线。统计上的  $M$  系列则是把它归之为几个层次,相邻层次之间,按约定理解,均有清楚的断点。所以,不仅如上所说,  $M1$  中会有很不流动的部分,非  $M1$  中也有相当流动的部分,从而  $M$  系列的层次划分与实际有出入。严格推敲,有清楚的断点的本身就与生活实际有出入。但要求毫无出入,在统计操作上难以作到;而不分层次,又难以进行分析。

### 现实流通着的货币和不处于流通状态的货币

可是,就理论上的分析需要看,层次的划分甚至还可更加粗略。从宏观分析谈,最需要的划分是一分为二:观察期间流动的和观察期间不流动的。流动的,形成该期间的现实市场需求,这直接关系到市场总供给与总需求的平衡;不流动的,则不形成该



期间的现实市场需求，从而对总供给与总需求的对比起的不是直接作用，而是间接作用。显然，正确区别两者并把握两者之间的转化规律有极为重要的意义。此外，了解这样的区别，对于剖析信用货币供给机制也是关键。以下章节，将会一再涉及这个问题。

对于如此划分的两部分，过去我是分别用“现实流通的货币”和“面对流通而暂不流通的潜在货币”加以表述的。前者的表述尚可，后者的表述则总觉得不确切。“面对流通”说明它与流通的关系不可割裂，似乎还无大问题。“暂不流通”则不明确。实际其中有的是“暂”不流通的，有的可能好多年也不流通，换言之，就是进行长期分析也可把它视为不流通的，从而“暂”字就显得很不确切。至于“潜在货币”似更不妥——它们已经是货币，而不是有“成为”货币的“潜在”可能。但直到现在也没有想出合适的词语。为了简化，姑且采用与“现实流通的货币”相对应的表述法，即“现实不流通的货币”或“不处于流通状态的货币”。

### 货币供给的形成机制

如果讲宏观调控，货币供给的形成机制问题更会受到重视。因为如何实现宏观目标，要通过调节货币供给量实现，而不掌握货币供给的形成机制，显然也就谈不上调节它的数量。

这是一个自古存在并为统治者十分重视的问题。金属货币的供给靠的是开采和铸造等环节。在中国封建社会的2 000年中，



有很多关于这方面的政策记载。比如，金属矿山在中国自古即归最高皇权所有，垄断开采；有时分权，也不过是赏赐给封疆皇室和宠臣以开采权。贵金属及铜的输出入一直有严格的限制。铸造钱币，长期是由国家垄断；其间也有过“放铸”政策，即允许百姓自由铸造，但实施时间都不长。发行纸币也有一套机制。中国封建统治者发行纸币是为了解决国用的不足，自然全由国家垄断。

西方在建立现代货币制度和货币供给形成机制方面曾进行过几个世纪的摸索。如随着民族国家的形成，逐步取消分散在诸侯和城邦手中的造币权，统一铸币形制并实施“自由铸造”政策；不断完善银行券发行制度，把分散在众多商业银行的发钞权集中于中央银行，并建立起形形色色的发行保证制度，以保证银行券对金银铸币的兑现；在银行存款的基础上发展既不用铸币也不用银行券的支票结算办法，建立票据交换所并形成全国性的清算体系；建立外汇的自由交易市场，实行货币金属自由输出入的政策，等等。到现在，这些方面有的还起作用，有的则已成为历史。但无论如何对于今天研究这一问题仍有重要的史鉴意义。

货币供给的形成机制可以说是本书内容的重要构成部分，这将在以下两章展开。

#### 第四节 货币供需均衡

##### 均衡与非均衡

货币的均衡与非均衡是用来说明货币供给与货币需求的关



系：货币供给符合客观经济生活对货币的需求，是均衡；反之，则为非均衡。

均衡是人们普遍追求的目标；货币的均衡反映着经济生活中各主要对比关系较为协调的状态；同时，也是保持经济整体均衡运行的必要条件。然而事实上，人们却总是在非均衡的经济过程中生活：均衡点似乎总是可望而不可及，可求而不可得。但不可“及”，不可“得”，却又必须在视野中时时保持这个可“望”的目标，并在政策决定上时时力“求”向这个目标靠近。整个经济的发展，似乎也就是在这样的矛盾中推进的。

### 均衡与否的显示机制

人们往往这样提出问题，按货币需求安排货币供给，岂不最为理想？问题是货币需求虽有理论模型，但也有计量经验的积累，但却极难准确地计算出来；换一个角度说，计算出来的数量是否准确地反映了客观的需求也难以作出有把握的判断。在这种情况下，按计算出来的需求安排供给，显然并不能必然保证实现均衡。而且，从下面章节的讲述还可以看出，在市场经济中，对货币供给可以进行宏观调控，但要按货币需求具体安排供给是不存在有可能组织实施的某种权威机构的。

货币供给与货币需求的对比，在一个完全竞争的市场经济中，对于利率水平的高低有决定作用：相对于货币需求，如果供给偏多，利率下降；供给偏少，则利率上升。当供给与需求处于均衡点，这时的利率可以称之为均衡利率。如果能够确切知道均



衡利率是百分之几，那么，据此即可确切知道货币供需是否处于均衡状态。然而，百分之几是均衡利率呢？逻辑的推导是解答不了这个问题的。当然，根据利率的历史水平，根据利率本身的动态——是在不断地波动还是相对稳定，根据当时经济环境的状况——各方面的关系是相对协调还是相对紧张等等，可凭经验进行判断。但如此作出的判断显然不具备客观的权威性。仁者见仁，智者见智，难作定论。而且在利率理论中，货币供需决定说只是一说，其他说法还不只一个。同时，不论持何说法，几乎都承认，历史的、现实的诸多因素对于利率的形成均有作用。所以凭利率状况判断货币供需对比只是一个应予考虑的极其重要方面，而不具有决定意义。要是说到集中计划体制，利息水平由国家集中制定，不论货币供求对比如何，国家不调利率，利率就不会变动。在这种情况下，谁也不会通过利率观测货币供需对比。今天，在我们这里，利率仍未放开。我们能够观察的非法定利率倒是通过市场供求形成的，但恐怕还不足以作为剖析均衡问题的重要依据；全国银行间同业拆借市场的利率形成已是市场机制，但目前用以判断利率均衡状态也不充分。

利率之外，人们通常理解，价格是货币供给与货币需求均衡与否的关键标识。“票子发多了，不涨价不可能”，这似乎是绝对真理。但如稍稍具体化，就会发现很多问题。比如，价格反映货币供需对比的时滞有时很长，发现问题，往往已是几月、甚至几年的积累。而且在这样的过程中，其他因素的变化往往会把它们之间的相互作用冲淡甚至抵消。再如，由于需求的难以计量，所



以能够加以对比的只是价格水平变化和货币供给数量的变化。假如现实生活中价格水平的变化仅仅取决于货币对比,那么,对可以有准确数量标识的价格水平和货币供给量加以比较,自然可以推断货币供需的对比状态。问题是实际生活中还有不少其他因素影响价格水平。所以除了价格水平的波动极其剧烈从而可以据之作出货币均衡遭到破坏的论断外,幅度不大的波动,至多可以说明货币供需的对比发生了变化,但要据以作出多少较为准确的判断则不大可能。

总之,货币均衡与否可有种种显示,但要具体判断均衡是否存在和具体度量非均衡的程度则是很不容易的事。自然,不能因此否定考察货币均衡的意义,因为它终归是人们对经济形势进行思考、判断、并据以决策的一个具有关系全局意义的标准。

### 货币均衡与市场均衡

上面所说的价格变动与货币均衡的相关关系,实际上是通过一个极其重要的环节连接起来的,这个环节就是市场总供给与总需求的均衡。

如果设想的是一个完全竞争的市场条件,那么市场价格取决于市场总供求的对比。商品、服务构成市场供给,其给定的价格总额构成总供给;市场需求的载体是货币,考虑到货币流通速度,一定的货币量乘以一定的货币流通速度构成总需求。价格水平的涨跌也就是在总供给与总需求的直接较量中形成的。





市场均衡与货币均衡有紧密联系,但市场均衡决定价格并不就等于货币均衡直接决定价格。

其一,市场需求是以货币为载体,但并非所有的货币供给都构成市场需求。满足交易需求而作为流通手段(包括流通手段的准备)的货币,即现实流通的货币形成市场需求,而作为保存价值的现实不流通的货币则并不构成市场需求,或者说它是潜在的需求而不是当期的需求。这种差别可表示如下:

$$\text{货币供给} = \text{现实流通的货币} + \text{现实不流通的货币}$$

$$\text{市场需求} = \text{现实流通的货币} \times \text{货币流通速度}$$

其二,市场供给要求货币使之实现,或使之出清,因此提出对货币的需求。但这方面的货币需求也并非对货币需求的全部。对积蓄财富所需的价值保存手段则并不单纯取决于市场供给,或至少不单纯取决于当期的市场供给——用于保存财富的货币显然有很大部分是多年的积累。这种差别可表示如下:

$$\text{市场供给} \div \frac{\text{货币流通}}{\text{速度}} = \frac{\text{对现实流通货币}}{\text{的需求}}$$

$$\text{货币需求} = \frac{\text{对现实流通货币}}{\text{的需求}} + \frac{\text{对现实不流通货币}}{\text{的需求}}$$

如果简单理解,可以说市场总供需的均衡关系是与处在现实流通状态的货币的供需关系一对一地对应着。但理解死了恐也有



问题。例如，现实流通的货币与现实不流通的货币，它们相互之间是可以而且事实上也是在不断转化的。这就意味着，现实不流通的货币量对这个均衡也有作用。所以，在思考市场均衡与货币均衡有紧密联系的命题时，必须明确它们两者之间的区别，并不断深入认识在这有所区别的两者之间所存在的种种复杂的关联。

### 均衡存在于运动的过程之中——流量与存量

货币供求与市场供求的均衡是在不断运动的过程中达成的。就一个社会经济体来说，一方面是向市场提供商品、服务、信息等种种供给的源；另一方面是向市场提供货币供给的源。市场供给是一个不间断的流：市场供给源提供的供给不断进入市场，又不断进入生产消费和生活消费，而供给从进入市场到最终消费，往往还要经过一些层次的流通过程。货币供给也是一个不间断的流：货币供给源不断把货币投入市场，又不断把货币从市场注销，而货币从投入到注销的过程中，有的从现实流通状态转入暂且不流通的状态，有的则从暂且不流通的状态转入现实流通的状态。流是不断的，但在一定时点上则一方是处在市场上的市场供给，一方则是处在市场上的货币供给，它们是余额，是存量。看市场供给，我们习惯上是从流量角度；看货币供给，我们习惯上是从存量角度。这往往会造成一些混乱。但不论是从两个流量角度和两个存量角度还是从一个流量角度和一个存量角度来观察，均衡的要求是存在于相互作用的运动过程之中：市场供给大体可



以出清；货币供给作为购买力的代表大体可以实现。紧紧把握问题的核心，可能有助于避免被一些不同角度的数量计量搅混了思路。



## 第二章

# 货币供给形成机制（一）

### ——信贷与货币供给

#### 第一节 存款货币的创造

现在我们开始讨论信用货币进入经济生活的机制。先从存款货币的创造讲起。

##### 存款货币银行

存款货币是由存款货币银行创造的。

“存款货币银行”（Deposit Money Bank）是国际货币基金组织采用的有关金融机构分类中的一个口径。纳入这个口径的金融机构，其特点，粗略地说，是接收活期存款并可以创造存款货币。通常称之为商业银行的金融机构是这个口径中的主要部分。其余部分是一些并不归之为商业银行，甚至根本不叫“银行”，但却具备上述特点的金融机构。如英国就常常把建房会社



(Building Society) 与商业银行相提并论；很多国家的信用合作社也经营商业银行业务，等等。其实，“商业银行”也只是国际上比较通行的概括性称谓，有些国家对这类银行则另有习惯叫法。如英国、法国习惯称之为存款银行；英国还有 Retail Banks 的统计口径；美国称之为国民银行、州银行；有些国家则称之为普通银行，等等。

我国纳入商业银行范围的首先是四大国有独资银行——中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行以及政策性银行中的中国农业发展银行。其次是交通银行、中信银行、光大银行等全国性的银行和广东发展、福建兴业、深圳发展、蛇口招商、浦东发展以及华夏等开始明确为地方性的而近几年均已向全国发展的银行。城市信用合作社和农村信用合作社，虽然不叫银行，但除去一部分资力微弱的农村信用合作社外，其实从事的就是商业银行业务；由城市信用合作社组建的城市合作银行实际是地方商业银行，近来则“正名”为商业银行并冠以所在市的市名。外资在华银行、合资银行和外国银行在华分支机构，在其被允许从事人民币业务之前，则无创造人民币存款货币的功能。

下面为了叙述简化，谈及存款货币银行时，往往也使用商业银行的概念。

### **存款货币创造的基本过程**

商业银行的典型业务是存款、放款和收取费用的各种服务性中间业务。存款货币的创造就是在各项业务活动之中实现的。



现代的典型存款过程可以这样描述：

客户甲把他收取的一张由银行 X 付款的支票交给自己开立账户的银行 A 并委托收款；金额假定为 100 000 元。银行 A 通过由中央银行组织的票据交换向银行 X 收取款项。如果支票兑付，则银行 A 在中央银行的准备存款增加 100 000 元；同时，银行 A 在客户甲的活期存款账户上增记 100 000 元。账务表示如图 2—1 所示。

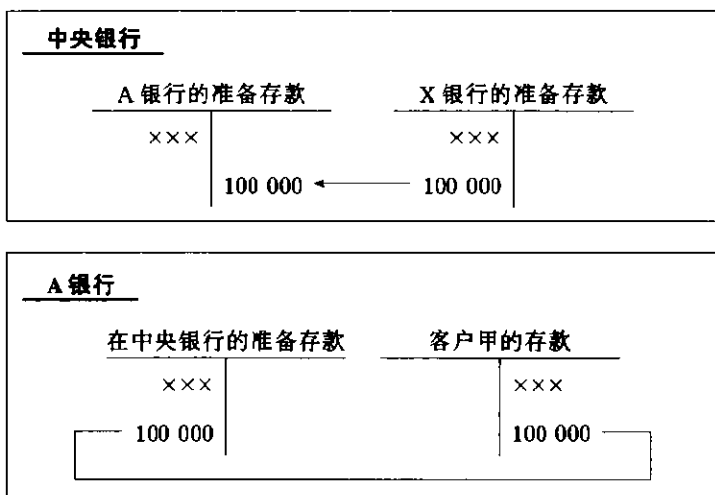


图 2—1

通过这项业务，A 银行：

- (1) 吸收客户的存款增多，增 100 000 元；
- (2) 相应地，在中央银行增加了准备存款 100 000 元。

或根据法律的规定，或根据经营的经验，或根据这两者的结



合, 设一个商业银行在中央银行的准备存款对该银行所吸收的存款总额的比, 最低不得低于 20%。那么, A 银行由于一方面有新增存款 100 000 元, 同时并相应增加了准备存款 100 000 元, 从而就有可能增加贷款 80 000 元。

典型贷款过程可以这样描述:

A 银行向需要货币进行支付的客户乙贷款, 假设贷款金额是其可能贷款的最大金额——80 000 元; 从而乙立即有权签发支票。假如乙签发 80 000 元的支票用以向丙付款。为了说明方便, 先设丙不是银行 A 而是银行 B 的客户, 丙收入支票也会委托自己的开户银行 B 收款。银行 B 则根据委托通过清算系统向 A 银行收取款项。

有关的账务如图 2—2 所示。

通过这一过程:

(1) A 银行扩大贷款 80 000 元; 在中央银行的准备存款减少 80 000 元, 余 20 000 元; 存款总额仍为 100 000 元。存款总额 100 000 元对自己在中央银行的准备存款 20 000 元, 准备比率符合要求。

(2) B 银行增加吸收存款 80 000 元; 在中央银行的准备存款增加 80 000 元。

这样, 新的存款货币——相对于原来的那笔 100 000 元的存款货币来说是新的存款货币——80 000 元创造出来了。

按照同样的道理, B 银行扩大贷款的最大限度为:

$$80\,000 \times (1 - 20\%) = 64\,000 (\text{元})$$

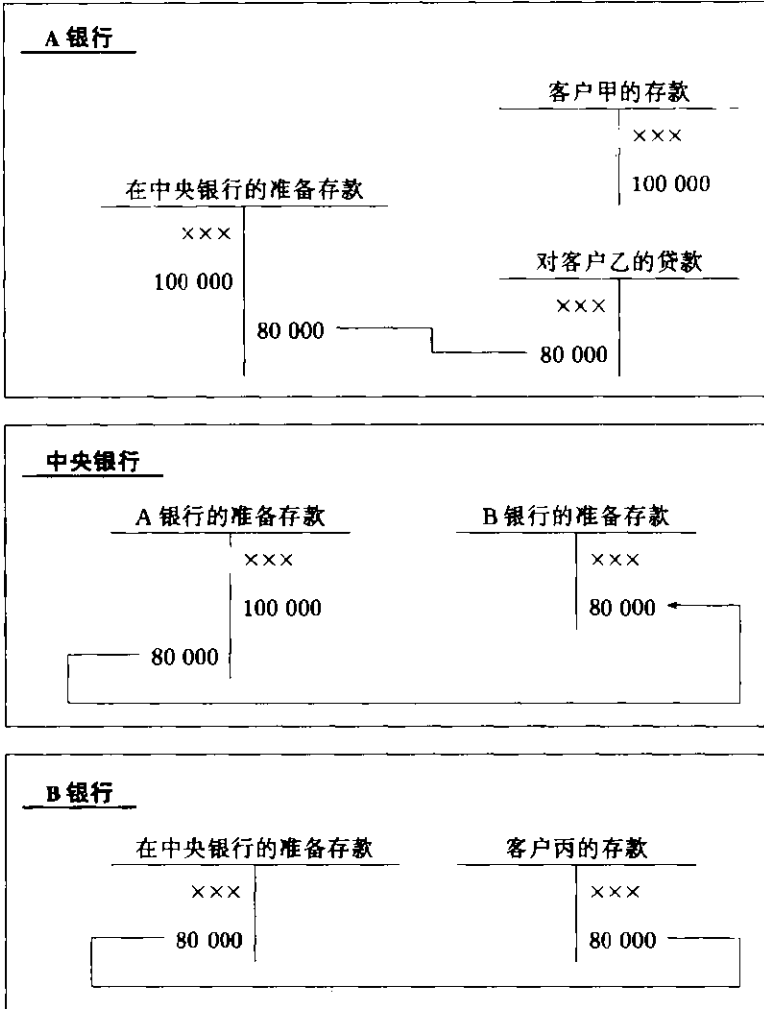


图 2-2





如果这笔贷款 64 000 元使得银行 C 增加了存款, 那么又有 64 000 元新的存款货币出现在经济生活之中。C 银行吸收的存款增加了 64 000 元, 并相应增加了在中央银行的准备存款 64 000 元, 这个银行又有可能扩大贷款:

$$64\ 000 \times (1 - 20\%) = 51\ 200 \text{ (元)}$$

于是有 51 200 元的新的存款货币继续被创造出来。如此类推, 银行 D, E, ..., N 将会依次吸收存款并相应增加在中央银行的准备金, 从而也就有可能按照准备率不低于 20% 的约束条件扩大贷款并相应创造出新的存款货币。

新增贷款, 从而新增的存款货币, 呈如下递减级数:

$$100\ 000 \times (1 - 20\%) = 80\ 000 \text{ (元)}$$

$$80\ 000 \times (1 - 20\%) = 64\ 000 \text{ (元)}$$

$$64\ 000 \times (1 - 20\%) = 51\ 200 \text{ (元)}$$

.....

新增贷款从而新增存款的总和为:

$$\frac{80\ 000}{20\%} = 400\ 000 \text{ (元)}$$

连同最初的 100 000 元存款, 存款总额为:

$$100\ 000 + 400\ 000 = 500\ 000 \text{ (元)}$$

或 
$$\frac{100\ 000}{20\%} = 500\ 000 \text{ (元)}$$

如以  $D_0$  代表最初的一笔存款;  $L$  代表新增贷款;  $D_n$  代表



新增存款； $D$  代表存款总额； $r$  代表存款准备率，这个规律可表示为：

$$D = \frac{D_0}{r}$$

$$L = D_n = \frac{D_0 (1 - r)}{r} = D - D_0$$

有两点需说明：

1. 例子是按银行 A, B, C, …, N 的顺序依次说明存贷、贷存和存款货币创造的过程，但现实中的这个过程是在银行相互联系的过程中发生的。银行 A 的客户可用支票向银行 B 的客户结清债务，银行 B 的客户可用支票向银行 C 的客户结清债务，如此依次进行；同样，银行 B 的客户也有可能用支票不是向银行 C 的客户，而是向银行 A 的客户结清债务，银行 C 的客户用支票不是向新的一家银行结清债务，而是或向银行 A 的客户、或向银行 B 的客户结清债务，等等。但这种情况的结果与 B 向 C、C 向 D 依次进行的结果并无区别。

2. 如果银行 A 的客户乙不是如本例所说，向银行 B 的客户丙用支票付款，而是向同一银行 A 的某客户用支票付款，那么银行 A 会增加一笔 80 000 元的存款。而在中央银行的准备金却一文未动。这时银行 A 增加了客户甲和某客户的两笔存款共 180 000 元，为了至少要在中央银行保有 36 000 元的准备存款，从而它现在最大的增加贷款可能为：

$$100\,000 - 36\,000 = 64\,000 \text{ (元)}$$



很清楚，这与上面叙述的银行 B 有 64 000 元贷款的最大可能完全一样。换言之，发生在银行 A 和 B 之间的过程变成发生在银行 A 自身内部的过程，也不会使结果有何改变。

### 初始存款与派生存款

在说明存款货币创造的机制时，我们常常使用初始存款和派生存款这对概念。在我们的例子中，银行 A 吸收的 100 000 元可称之为初始存款，在由此产生的增加贷款并相应增大存款的连锁过程中，所有扩大的存款均可称之为派生存款。它们之间的数量关系可表示为：

$$\frac{\text{经过派生过程可能形成的最大存款总额}}{\text{初始存款}} = \frac{1}{\text{必须保存的最低准备金比率}}$$

$$\text{可能形成的最大存款总额} - \text{初始存款额} = \text{派生存款总额}$$

然而，怎样的存款才能称之为初始存款呢？在我们这个例子中假设的是银行 A 所吸收的 100 000 元存款。问题是，银行 B 吸收的 80 000 元存款，或银行 C 所吸收的 64 000 元存款等等不是也可以设定为初始存款吗？完全可以。只要这么设定，由银行 B，或由银行 C 等开始的存款创造过程，其性质相同，其数量关系也同样符合上述规律。而且问题还在于，银行 A 所吸收的存款，是否也如银行 B，C，…，N 所吸收的存款一样，是在它以前已经开始了的存款派生过程中的一个环节呢？完全有这样的可能。那么，初始点到底在什么地方呢？



用微观分析方法剖析存款货币创造的机制, 选定任何一点都是成立的。就这个意义来说, 初始存款与派生存款的含义都是相对的。但要从总体上找出初始点, 那必须换一个角度。

### 存款准备与存款货币的创造

在所举的这个例子中, 有一个方面极其重要, 那就是各个银行的存贷、贷存无论多么频繁, 银行之间通过中央银行所进行的结账无论多么错综复杂, 各银行在中央银行的准备存款总额都始终丝毫未变——100 000元。

如果假定准备存款总额不是100 000元, 而是加倍的200 000元, 设定的最低存款准备率不变, 按照存款创造的规律, 可以推出最终的存款总额, 其最大可能就不是500 000元, 而是1 000 000元; 如果假定准备存款总额不是增大, 而是减小, 如为50 000元, 也可推出, 最终存款总额的最大可能必将相应减半, 即为250 000元。

所以, 要从商业银行系统这个整体来考察存款货币创造的初始点, 那就在于它们准备金的增减变化。因而存款货币创造的数量决定, 也可表示为:

$$\text{经过派生过程可能形成的最大存款总额} = \frac{\text{准备金总额}}{\text{必须保存的最低存款准备率}}$$

设商业银行在中央银行的准备金总额为  $R$ , 必须保持的最低存款准备率为  $r$ , 则经过派生过程形成的最大存款货币额, 其规律也可表示为:



$$\frac{R}{r} \left( = \frac{D_0}{r} \right)$$

至于商业银行在中央银行的准备金及其增减变化是来自哪个源头，在下节中讨论。

### 纯金属流通的社会没有存款货币的创造

在一个假定纯由金属货币流通，也即一切买卖交易、付费、纳税和结清各种债务都要用金属货币进行的经济生活中，由于有银钱业的存在，由于银钱业也经营存款和贷款业务，所以也会有一个存款创造的过程。

可以按前面举例的思路来描述这一过程。假如客户甲把100 000银元存入银钱业 A，这样 A 的账户上增加了客户甲的存款100 000元。现金库存相应地有了100 000银元。按照经验，存户提取银元用以进行各种支付的比例，也假定一般不超过存款的20%，那么银行 A 则可向需要货币的自己的客户贷款，其数额自然会以不超过80 000元为度，由于各种付款要用金属货币，所以贷款必然在同时支出金属货币。在我们这个例子中就是银钱业 A 要付出80 000银元，从而库存减到20 000银元。收取了银元的人如果也把所有的80 000银元存入银钱业 B, C, D 等，B, C, D 等由于通过存款吸收了银元，从而也可以在其80% 的限度内向需要货币的自己的客户放款。由这些贷款提出的银元，其收取者又有可能存在银钱业，从而增加了存款总额。如此反复，按照前面的分析，可以推论出，最初的100 000元的存款，也可引出



包括初始存款在内的总额为500 000元的存款，而支撑这500 000元存款的则是100 000元的金属货币——银元。

然而，这是一个抽象的推论。第一，在存户以保存财富为目的的或虽要用以经营但支付频率很低的情况下，银钱业在自己的金库中保存一个较低的金属货币准备率也许是成立的。假如今天存入，过不了两三天就要支用，要求的比例就会较高，而较高的准备率，则会使存款的创造极为有限。第二，取得金属货币的人是否会把金属货币都存入银钱业：恐怕只能说会有部分存入，而很难说会全部存入。那么存款创造的数量就会大为减小。所以，如果用存款创造的概念，只能说，100 000银元的初始存款会在一个相当缓慢的过程中，在银钱业内，引出一个比100 000元数量为大的存款金额。

更为重要的是，当货币支付是在用金属货币进行的背景下，虽然也有“存款”，虽然也有存款派生的过程，但却不会产生“存款货币”的范畴，即人们并不把“存款”视为“货币”；在那时，客户之间的结算虽然也日益有相当大的部分通过银钱业的转账划拨得以结清，但转账划拨只不过意味着对金属货币的节约。这样的观念，直到上一个世纪，即当存款货币已日益成为现实的经济范畴时，仍占统治地位。

### 存款货币范畴的前提条件

存款货币成为现实的经济范畴，以如下两个密切联系的前提为条件：其一是银行活期存款业务相当广泛地发展；其二是以票



据交换所为中心的清算体系的形成。

随着新式银行的出现,越来越多的工商业者在银行开立存款账户并委托银行为其货币支付进行服务。其中最典型的是把收入的支票委托自己的开户行收款。最初是接受委托的银行持支票向应对支票付款的银行收取铸币以及信誉高的银行所发行的银行券。随着这种服务的不断开展,一个银行对其他银行必然既有应收也有应付。在这种情况下,先是两个银行之间就会只支付应收应付的差额。这样的行为一经产生,自然而然就会推及一个银行不是分别对每个其他银行,而是对所有其他银行计算应收应付:如差额为应付,则付出差额金额;如差额为应收,则收进差额金额。通过这样的操作,就使各银行之间的应收应付全部结清。而对各个银行来说,它所需支付的差额,平均看来,较之它对其他银行的应收应付总额,会是一个相当小的金额。当然,大大提高了清算效率的这种方式,其实现必须以银行间组建起清算体系为条件。票据交换所的建立则标志着现代银行支票清算体系的形成。票据交换所中应收应付差额的支付不会再用铸币和钞票,各种银行间的同业往来账户或在清算中心开立的账户都可用来结算应收应付差额。当中央银行承担起组织全国性清算体系的责任之后,通过各银行在中央银行准备存款账户的划拨则是清算的最后一个环节。

活期存款业务的发展要求推动清算体系的建立,而清算体系的日益完善更使银行的活期存款服务成为经济生活中绝对不可缺少的一环。而且通过这个环节,经济生活中的货币支付大部分可



以摆脱铸币和钞票。如果说，过去存款只不过是保存货币的一种方式，要结算，还需提取铸币或钞票，而随着清算体系的发展，存款则取得了独立进行结清各种债权债务的职能。

当今，各国的清算系统和国际之间的清算系统是相当复杂但又是高效率的。特别是电子计算机的发展对于改进这一系统有着重大的意义。80年代以来，工业化国家的支付系统陆续实现了这样的转变：小额支付依然实施上述的轧差结算系统，而对大额支付则发展成为分别对每一笔支付进行实时全额结算的系统。但不论变化如何巨大、如何迅速，都更为加强了存款货币作为独立范畴存在的意义。

### **必须考虑现钞的提取——银行存款准备的两种形态**

上面讲了商业银行创造存款货币的最基本的道理，并推导出一个公式：初始存款或准备金总额除以存款准备率等于存款总额。不过，推导隐含着—一个假定前提，即完全排除现钞的转账结算。然而在现实生活中，现钞是不能排除的。比如工商业者要从存款账户提取现钞用以发放工资，要提取现钞用以进行零星支付，等等。我国的农副产品收购，绝大部分还是要付现钞的。至于居民的消费开支，就是在银行卡广泛使用的国度中，相当部分也仍然要用现钞进行。这样，从存款提取现钞就是必然的过程。

如果说，从存款提取现钞是必然的，那么必然同时有一个逆向的过程——用现钞向银行存款。个人的现钞收入到银行去储蓄，在我们这里是最为普遍的。发达国家也有同样的过程。此





外,不少工商企业,其销货收入和服务收费的主要形式就是现钞,如零售商店、公共事业等等。它们每日均要将收入的大量现钞存入银行。

任何商业银行通常都面对着这两种情况:顾客从存款提现和用现钞存款。为了能满足客户对于提取现金的需求,银行必须有一个现金库,以保存必要数额的现款;当客户以大量现钞存入时,这些存入的现钞就构成该银行的现金库存。吸收的现钞当然可以用来满足提现的要求,但这两者通常并不是相等的。一个银行,如果向它提取现钞的要求大于向它存入的现钞,它就必须随时补充现金库存。其途径则是从自己在中央银行的准备存款中提取。设提取金额为1 000元,其过程如图2—3所示。

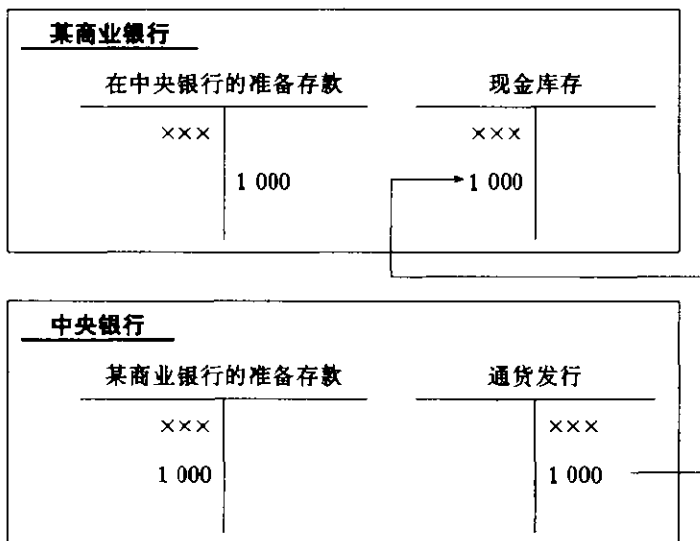


图 2—3



一个银行，如果向它存入的现钞大于向它提现的要求，它就会将不需要在自己现金库中保持的现钞存入中央银行，增加自己在中央银行的准备存款。设需要存入中央银行的现钞金额为 1 000 元，其过程如图 2—4 所示。

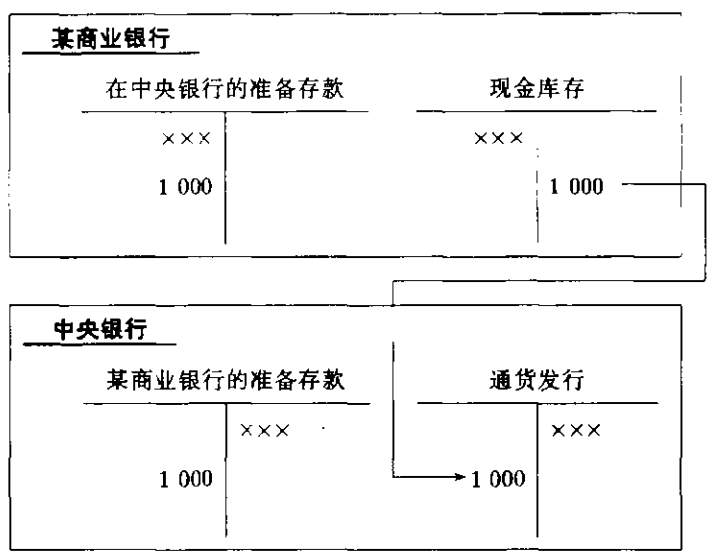


图 2—4

从上述的说明中可以看出，商业银行对存款的准备是以两种形态存在的：在中央银行的准备存款和自己的现金库存。这两者可以通过向中央银行存入现钞和提取现钞而随时转化。所以，计算商业银行的存款准备率，是要用这两者之和与存款总额对比。

这里顺便提一句，一些宏观经济学讲存款货币创造的规律，



是从吸收一笔现钞作为初始存款来推导的。这样的假设可以成立。但必须注意,在现代经济生活中,现金的运动与非现金的运动是交织在一起的,切勿与上面关于纯金属货币流通社会的分析混为一谈。同时,也必须注意,用现金到银行存款也绝非具有绝对意义的“初始”存款。现钞从何而来,与在中央银行的准备存款一样,也同样有个源头问题需要讨论。

### 加入提现因素的存款货币创造

可采用上面所举的例子着手分析。上例中:(1)设客户甲委托银行 A 收取一张 100 000 元的支票并把这笔款项存入该行;(2)设银行平均需要为存款保持不低于存款 20% 的准备。现在再设,存款之中通常平均会有 10% 要求提取现金。从这些假设出发,将会有如下的过程:

(1) 通过从存款提取现金,离开银行系统进入流通的现金为:

$$100\ 000 \times 10\% = 10\ 000 \text{ (元)}$$

(2) 经过提现,存款余额为:

$$100\ 000 \times (1 - 10\%) = 90\ 000 \text{ (元)}$$

(3) 必须保有存款准备为:

$$100\ 000 \times (1 - 10\%) \times 20\% = 18\ 000 \text{ (元)}$$

(4) 可发放贷款的金额为:

$$100\ 000 \times (1 - 10\%) \times (1 - 20\%) = 72\ 000 \text{ (元)}$$

其账务处理如图 2—5 所示。

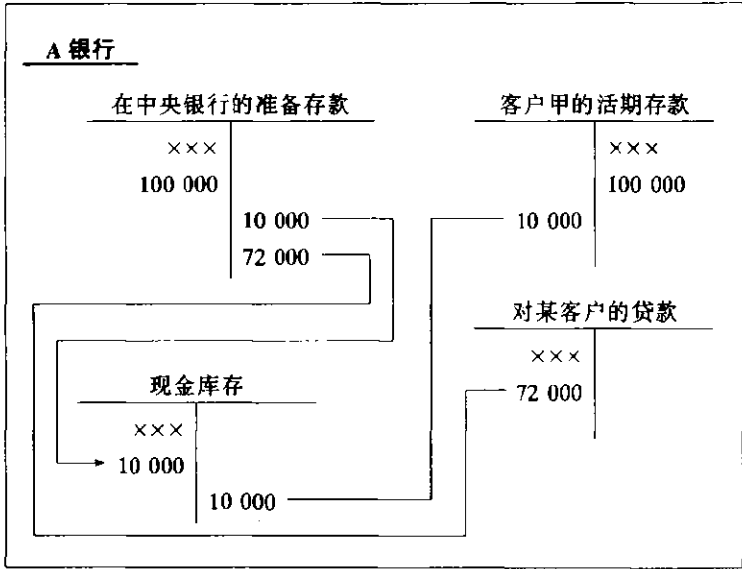


图 2-5

当 A 银行把 72 000 元贷出并由客户用以向银行 B 的客户付款时，B 银行就会吸收 72 000 元的存款并相应地在中央银行增加 72 000 元的准备存款。之后，在 B 银行内会发生类似在 A 银行内发生的过程：

(1) 通过存款提现并从而进入流通的现金为：

$$72\,000 \times 10\% = 7\,200 \text{ (元)}$$

(2) 提现后的存款余额为：

$$72\,000 \times (1 - 10\%) = 64\,800 \text{ (元)}$$



(3) 必须保有的存款准备为:

$$72\,000 \times (1 - 10\%) \times 20\% = 12\,960 \text{ (元)}$$

(4) 可贷金额为:

$$72\,000 \times (1 - 10\%) \times (1 - 20\%) = 51\,840 \text{ (元)}$$

72 000 元是  $100\,000 \times (1 - 10\%) \times (1 - 20\%)$  的结果, 所以这四个式子要表示出全过程应为:

$$\begin{aligned} (1) & 100\,000 \times (1 - 10\%) \times (1 - 20\%) \times 10\% \\ & = 7\,200 \text{ (元)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} (2) & 100\,000 \times (1 - 10\%) \times (1 - 20\%) \times (1 - 10\%) \\ & = 64\,800 \text{ (元)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} (3) & 100\,000 \times (1 - 10\%) \times (1 - 20\%) \times (1 - 10\%) \times \\ & 20\% = 12\,960 \text{ (元)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} (4) & 100\,000 \times (1 - 10\%) \times (1 - 20\%) \times (1 - 10\%) \times \\ & (1 - 20\%) = 51\,840 \text{ (元)} \end{aligned}$$

B 银行贷出 51 840 元如引起 C 银行吸收的存款和在中央银行的准备存款以同等金额增加, 而后会相应有如下过程:

(1) 通过存款提现并从而进入流通的现金为:

$$\begin{aligned} & 100\,000 \times [(1 - 10\%) \times (1 - 20\%)]^2 \times 10\% \\ & = 5\,184 \text{ (元)} \end{aligned}$$



(2) 提现后的存款余额为:

$$100\ 000 \times [(1 - 10\%) \times (1 - 20\%)]^2 \times (1 - 10\%) \\ = 46\ 656 \text{ (元)}$$

(3) 必须保存的存款准备金为:

$$100\ 000 \times [(1 - 10\%) - (1 - 20\%)]^2 \times (1 - 10\%) \\ \times 20\% = 9\ 331.2 \text{ (元)}$$

(4) 可贷金额为:

$$100\ 000 \times [(1 - 10\%) \times (1 - 20\%)]^2 \times (1 - 10\%) \\ \times (1 - 20\%) = 37\ 324.8 \text{ (元)}$$

如此继续下去, 现金进入流通的总额应是:

$$\frac{100\ 000 \times 10\%}{1 - (1 - 10\%) \times (1 - 20\%)} = 35\ 714.29 \text{ (元)}$$

提现后的存款总额应是:

$$\frac{100\ 000 \times (1 - 10\%)}{1 - (1 - 10\%) \times (1 - 20\%)} = 321\ 428.57 \text{ (元)}$$

各银行在中央银行共保有的存款准备 (其中一部分可能处在银行的现金库存形态) 应是:

$$\frac{100\ 000 \times (1 - 10\%) \times 20\%}{1 - (1 - 10\%) \times (1 - 20\%)} = 64\ 285.71 \text{ (元)}$$

各银行贷款发放总额则应是:



$$\frac{100\,000 \times (1 - 10\%) \times (1 - 20\%)}{1 - (1 - 10\%) \times (1 - 20\%)}$$
$$= 257\,142.85 \text{ (元)}$$

前面我们曾采用了  $D_0$ ,  $D_n$ ,  $D$ ,  $L$ ,  $R$  和  $r$  这六个符号, 这里再设  $u$  为从存款中提取的现金比率;  $C$  为进入流通的现金量, 则这四个式子可表示为:

$$C = D_0 \frac{u}{1 - (1 - u)(1 - r)}$$

$$D = D_0 \frac{1 - u}{1 - (1 - u)(1 - r)}$$

$$R = D_0 \frac{(1 - u)r}{1 - (1 - u)(1 - r)}$$

$$L = D_0 \frac{(1 - u)(1 - r)}{1 - (1 - u)(1 - r)}$$

在推演的过程中没有计算新增存款  $D_n$  的数值。它的值, 从存款总额减去初始存款的 90% (因为 10% 已提现) 即可。用符号表示为:

$$D_n = D - D_0(1 - u)$$

新增存款直接取决于新增贷款。在上面不考虑提现因素时, 新增存款等同于新增贷款。考虑到提现因素, 新增贷款所引起的新增存款, 其中一定的比例要以现金形态提取, 在所举的例子中提现比例平均为 10%, 因而新增存款额将为新增贷款额的 90%。



以符号表示为：

$$D_n = L(1 - u)$$

很容易证明，这个式子与上个式子等值。

回过头来，再看  $C$ ， $D$ ， $R$ ， $L$  这四个式子。每个式子的分子分母都除以  $(1 - u)$ ，则

$$C = D_0 \frac{\frac{u}{1-u}}{r + \frac{u}{1-u}}$$

$$D = D_0 \frac{1}{r + \frac{u}{1-u}}$$

$$R = D_0 \frac{r}{r + \frac{u}{1-u}}$$

$$L = D_0 \frac{1-r}{r + \frac{u}{1-u}}$$

几个式子中都有  $\frac{u}{1-u}$ 。 $u$  是初始设定的从存款中平均提出的现金占存款原有金额的比率。很显然， $\frac{u}{1-u}$  则是存款户从其存款中平均提出的现金数额与提出现金后所余存款金额的对比。从总额上看，也就是在设定初始条件时，已经存在于流通之中的通货总额与当时存款总额的比。换言之，这个比也就是  $u$  依以设定的根据。这个比率习称现金漏失率，如以  $c$  表示，则四个式子可简化为：





$$C = D_0 \frac{c}{r + c}$$

$$D = D_0 \frac{1}{r + c}$$

$$R = D_0 \frac{r}{r + c}$$

$$L = D_0 \frac{1 - r}{r + c}$$

在这几个式子中，我们首先关心的是存款货币的创造。如果说抽象掉提现，存款货币的总值  $D$  等于初始存款  $D_0$  除以存款准备率  $r$ ，那么考虑到提现，则它的值等于初始存款  $D_0$  除以存款准备率加现金漏失率之和—— $r + c$ 。

其次，只要各银行遵循保持必要存款准备率的要求，则各银行存款准备之和  $R$ （上面指出，它包括存款货币银行在中央银行的准备存款和自己的现金库存）与存款总额  $D$  之比可以保证处在存款准备率  $r$  的水平上。

再次，对  $D$  的支持并不只是必要的存款准备金  $R$ ，由于提取现款是必然的过程，所以现金  $C$  的供给也是保证  $D$  能够成立的必要条件。而且可以看出， $R + C$  恰恰等于初始存款  $D_0$  的金额。在所举的例子中，现金总额  $C$  为35 714.29元；存款准备总额  $R$  为64 285.71元。两者相加为100 000元，与初始存款  $D_0$  及与其对应的准备金100 000元相比，一分不多，一分不少。简言之， $D$  的形成，要求有必要的  $R + C$  支持。所以存款创造的公式也可表示为：



$$D = \frac{R + C}{r + c}$$

最后，当把现实生活中必然存在的提现行为考虑进来之后，可以明显看出，现金漏失率  $c$  与存款货币创造之间存在着负相关关系。 $c$  的值越小，在其他条件不变的情况下，创造的存款货币量越大； $c$  的值越大，创造的存款货币量越小。当  $c$  的值趋近  $1 - r$  时，实际就不会有新的存款货币创造，当  $c$  的值趋近 100% 时，连初始存款也会被提光。

#### 考虑到活期存款与定期存款区分的存款货币创造

上面在说明存款货币创造的基本过程时，是没有区分活期存款与定期存款的。如果定期与活期作为一个整体而且在存款准备率方面并不分别考虑，则所说的存款货币创造可以理解为包含这两种形态的。引入提取现金行为时，仍未区分定期与活期，当然可理解为考察的是包括这两种形态的存款货币创造。不过现金提取是涉及活期存款的事情，所以也可以只看作是活期存款的创造。现在开始，把定期与活期的区分引入。这种区分是客观存在的，但如果两者的存款准备率同样，在考察存款货币创造数量方面，则可把两者的区分抽象掉。因而，所谓引入区别，即必须分别设定两者有不同的存款准备率。通常，定期存款准备率低于活期存款准备率。

在这里的说明中不再假设具体数字，而只用代数符号。延续上面所采用的符号并加以补充如下。



$D_0$  为初始存款, 与之等额的初始存款准备不再另设符号;

$D$  为经过存款创造过程后的存款总额;

$D_c$  为经过存款创造过程后的活期存款总额;

$D_t$  为经过存款创造过程后的定期存款总额;

$g$  为设定的活期存款在存款总额中的比重, 相应地  $(1-g)$  为设定的定期存款在存款总额中的比重;

$u$  为设定的从活期存款中提取现金的比率;

$c$  为设定的现金漏失率;

$C$  为经过存款创造和提现过程后流出银行体系的现金总额;

$r$  为设定的活期存款的准备率;

$r_t$  为设定的定期存款的准备率;

$R$  为最终形成的存款准备金, 也可叫做存款准备的总额;

$L$  为由初始存款引出的新增贷款总额;

$D_n$  为新创造的存款货币总额。

从银行 A 开始, 它吸收了初始存款  $D_0$  并相应地有了等额的存款准备。

$D_0$  由客户分别以活期和定期两种方式持有, 其中,

活期存款—— $D_0 \cdot g$ ,

定期存款—— $D_0(1-g)$ ;

客户从活期存款账户提取现金:

提现额—— $D_0 \cdot g \cdot u$ ,

提现后的活期存款余额—— $D_0 \cdot g(1-u)$ ;



银行计算必须保有的存款准备:

活期存款所必要的准备—— $D_0 \cdot g(1-u) \cdot r$ ,

定期存款所必要的准备—— $D_0(1-g) \cdot r_t$ ;

初始准备减去提现, 减去必要的准备, 即为可贷金额:

$$D_0 \{1 - g \cdot u - [g(1-u) \cdot r + (1-g) \cdot r_t]\}$$

为了简化书写, 下面用  $Q$  来代表  $\{1 - g \cdot u - [g(1-u) \cdot r + (1-g) \cdot r_t]\}$ , 则银行 A 的可贷金额为  $D_0 \cdot Q$ 。按这个金额贷款, 则会使下家银行 B (或 C, D, ...) 吸收同等金额的存款并有如下过程:

吸收存款额—— $D_0 \cdot Q$ ,

其中: 活期存款—— $D_0 \cdot Q \cdot g$ ,

定期存款—— $D_0 \cdot Q(1-g)$ ;

提现额—— $D_0 \cdot Q \cdot g \cdot u$ ,

提现后的活期存款余额—— $D_0 \cdot Q \cdot g(1-u)$ ,

活期存款所必要的准备—— $D_0 \cdot Q \cdot g(1-u) \cdot r$ ,

定期存款所必要的准备—— $D_0 \cdot Q(1-g) \cdot r_t$ 。

这家银行的可贷金额当然还是取决于吸收存款所形成的等额准备减去提现, 减去必须保持的存款准备, 即为:

$$D_0 \cdot Q \{1 - g \cdot u - [g(1-u) \cdot r + (1-g) \cdot r_t]\} = D_0 \cdot Q^2$$

再下一个过程则显然是:

吸收存款额—— $D_0 \cdot Q^2$ ,

其中: 活期存款—— $D_0 \cdot Q^2 \cdot g$ ,



定期存款—— $D_0 \cdot Q^2 \cdot (1 - g)$ ;

提现额—— $D_0 \cdot Q^2 \cdot g \cdot u$ ;

提现后的活期存款余额—— $D_0 \cdot Q^2 \cdot g(1 - u)$ ;

活期存款所必要的准备—— $D_0 \cdot Q^2 \cdot g(1 - u) \cdot r$ ;

定期存款所必要的准备—— $D_0 \cdot Q^2(1 - g) \cdot r_t$ 。

于是可贷款为:

$$D_0 \cdot Q^2 \{1 - g \cdot u - [g(1 - u) \cdot r + (1 - g) \cdot r_t]\} = D_0 \cdot Q^3$$

以下类推, 派生的结果将是:

$$D_c = D_0 \frac{g(1 - u)}{1 - Q}$$

$$C = D_0 \frac{g \cdot u}{1 - Q}$$

$$D_t = D_0 \frac{1 - g}{1 - Q}$$

$$R = D_c \cdot r + D_t \cdot r_t = D_0 \frac{g(1 - u) \cdot r + (1 - g) \cdot r_t}{1 - Q}$$

$$L = D - C - R$$

$$= D_0 \frac{1 - g \cdot u - [g(1 - u) \cdot r + (1 - g) \cdot r_t]}{1 - Q}$$

$$D = D_c + D_t = D_0 \frac{g(1 - u)}{1 - Q} + D_0 \frac{1 - g}{1 - Q}$$

$$= D_0 \frac{1 - g \cdot u}{1 - Q}$$

新增存款是从吸收初始存款的银行发放贷款之后才开始派生



的, 其始点是  $D_0 \cdot Q$ , 所以:

$$D_n = D_0 \cdot Q \frac{1 - g \cdot u}{1 - Q}$$

可以很容易证明, 如下等式成立:

$$R + C = D_0$$

$$D_n = D - D_0(1 - g \cdot u)$$

上列式子, 特别是创造后的活期存款总额以及定期存款总额的式子, 需整理简化。先把各个式子的共同分母  $1 - Q$  整理为:

$$\begin{aligned} & 1 - \{1 - g \cdot u - [g(1 - u) \cdot r + (1 - g) \cdot r_t]\} \\ & = g \cdot u + g(1 - u) \cdot r + (1 - g) \cdot r_t \end{aligned}$$

则

$$D_c = D_0 \frac{g(1 - u)}{g \cdot u + g(1 - u) \cdot r + (1 - g) \cdot r_t}$$

分子、分母均除以  $g(1 - u)$ , 则

$$D_c = D_0 = \frac{1}{\frac{u}{1 - u} + r + \frac{1 - g}{g(1 - u)} r_t}$$

式中,  $\frac{u}{1 - u}$ , 如前指出, 是现金漏失率, 是用  $C$  代表的;

$\frac{1 - g}{g(1 - u)}$  实为设定条件时经济生活中定期存款与活期存款的

比, 换言之, 也正是  $g$  依以设定的根据, 用  $(D_t/D_c)$  表示。则



$$D_c = D_0 = \frac{1}{c + r + (D_t/D_c) \cdot r_t}$$

同样的办法可把定期存款总额的式子整理为:

$$D_t = D_0 \frac{1}{\frac{g \cdot u}{1-g} - \frac{g(1-u)}{1-g} \cdot r + r_t}$$

式中,  $\frac{g \cdot u}{1-g}$  实为设定条件时经济生活中已经存在的通货与定期存款的比, 可用  $(C/D_t)$  表示, 所以这个式子可写成:

$$D_t = D_0 \frac{1}{(C/D_t) + (D_c/D_t) \cdot r + r_t}$$

至于  $D$ , 则可整理为:

$$\begin{aligned} D &= D_0 \frac{1}{\frac{g \cdot u}{1-g \cdot u} - \frac{g(1-u)}{1-g \cdot u} \cdot r + \frac{1-g}{1-g \cdot u} r_t} \\ &= D_0 \frac{1}{(C/D) + (D_c/D) \cdot r + (D_t/D) \cdot r_t} \end{aligned}$$

式中的  $(C/D)$ ,  $(D_c/D)$ ,  $(D_t/D)$  相应地是设定条件时经济生活中通货、活期存款、定期存款分别与包括定、活在内的存款总额的比。

在  $D_c$ ,  $D_t$ ,  $D$  这三个存款总额的公式中, 用  $R + C$  代  $D_0$ , 无疑也均成立。

通常宏观经济学和货币银行学中, 大多仅列出经创造后的活期存款总额即  $D_c$  的公式, 而又往往没有加以提醒。在通行的公式中还有一个  $e$ , 即超额准备。这个因素将在本章第七节提到。



### 只是“可能形成的最大存款额”

在开始考察存款货币创造的基本过程时，一再采用“可能增加贷放”、“扩大贷款的最大限度”、“可能形成的最大存款总额”等说法，以强调所推导出的公式只是指可能的最大值，而不是一个必然的值。加入提取现款和区分为定期存款与活期存款这些因素之后，所考察的创造过程也是这样。

首先，关于存款准备率，我们所作的假设，本节一开始即强调是“最低限”，即“或根据法律的规定，或根据经营的经验，或根据这两者的结合，设一个商业银行在中央银行的准备存款对该银行所吸收的存款总额的比，最低不得低于”某一比率的界限。一个银行要保持其正常运营，在通常情况下，总会考虑有必要的保险系数。因而一般不会任何时候都把存款准备压到最低限。当然，这并不排除一些银行在投机的驱使下冒险，过分压低存款准备，或由于贷款不能回收而补足不了必要的存款准备。如果是这样，将会面临破产的命运，存款的创造过程将会在这些环节上中断。

其次，就银行来说，在可能的范围内尽力扩大贷款是增加利润的关键。但贷款需求是独立于银行的行为。如果贷款需求不足，银行并不见得能把扩大贷款的可能充分利用，换言之，想把存款准备率压到最低限的愿望也往往不可能实现。

### 存款货币创造过程中任何一笔存款都不是凭空创造的

上面所以不厌其烦地把存款货币创造的公式反复加以解说，





并不在于论证早已是货币银行学 ABC 的这些公式的本身。其所以如此，主要的目的在于，加深对这一创造机制的印象和从本质上把握信用创造货币的规律。

其中，把握如下的一点至关重要：

一笔存款以及与之金额相对应的存款准备可以派生出几倍于初始存款的存款总额，这是过程整体运行的结果；而就其间的每一笔存款和每一笔贷款来观察，都是有实实在在的货币金额（或如我们习惯所说的有实实在在的“资金”）为内容的经济行为，没有任何凭空“创造”的意味。

任何顾客向银行存款，如用现金，则存款的增加有等额的现金收入与之对等；如用支票，则通过清算系统用支票收取的款项使银行在中央银行的准备存款等额增加。简言之，是真正有“钱”存进来，而且是有多少钱存多少款，不能虚报。任何人都知道，顾客无钱是无法存款的，想用少的钱存多的款也是幻想。同样，银行向顾客贷款，也必须用“钱”来进行：如果贷款人要求现款，银行必须把现实的钞票交给贷款人；如果贷款人用支票付款，银行则必须从中央银行的准备存款账户上划出相应的金额。如果是贷款允诺，不论是口头上的，还是见诸契约的，在“允诺”的当时，确不需要拿出现实的钱，可是一旦要求实现“允诺”，就与通常的贷款行为没有区别。至于顾客把尚未动用的贷款就存在取得贷款的那个银行，也不是凭空地货币创造。本节在开始论述存款货币创造的基本过程时即特别指出：“发生在银行 A 和 B 之间的过程变成发生在银行 A 自身内部的过程，也不



会使结果有何改变”。总之，从银行与顾客的关系上看，任一笔存款行为与任一笔贷款的行为都未“造”出货币。

然而总体上看，新的货币的的确确创造出来了。问题的关键就在于银行并不需要为其所吸收的存款保持 100% 的存款准备。但对各银行来说，它们也并不认为自己通过这种行为创造货币。的确，它们一分货币也未创造：它们的行为只不过是把顾客暂时（不论这个暂时多么短暂）不用的钱贷出赚取利息，而同时承担只要顾客按存款契约所允许的条件用钱，则必须及时予以保证的义务。当把各个银行不认为可以创造出一分钱货币的行为连成一个系统之后，却发生了质的变化：形成了存款货币创造的机制。这正是现代银行体系的奥妙之处。

## 第二节 中央银行和现代货币 供给形成的机理

### 准备存款和现钞从何而来

上节分析存款货币银行创造存款货币的过程是从假设有一个开始点入手的。这个开始点或是顾客用一张支票向自己的开户行存款，或是顾客用一笔现款向自己的开户行存款。

先从现款谈起。现款从何而来？钞票首先需要有个印制过程；硬币则需铸造。钞票的印制和硬币的铸造都是组织相当严密的过程；印制和铸造的权力完全集中在中央银行。所以经济生活中的通货（包括钞票和硬币）只能来自中央银行。现在的问题



是，中央银行是怎样把通货投入流通的。

上节所举例子说道，公众可用通货向银行存款；也可从存款账户提取通货。这是人们直接感知的。公众存入通货过多，商业银行则把过多的通货存入自己在中央银行的准备存款账户上；如顾客提取通货的要求过大，商业银行就要从中央银行的准备存款账户提取。虽然大多数人对这个过程并无直接经验，但也并不难以设想。假如，公众向各商业银行存入的通货和提取的通货数量相当，从而商业银行向中央银行存入的通货和提取的通货数量相当，那就无需中央银行增发新的通货。假如经济生活要求更多数量的通货，那么商业银行对公众的通货收支呈支大于收的状态，从而必须从各自在中央银行的准备存款账户上多提通货，于是，中央银行必须增发新的通货来满足商业银行体现的要求。然后，商业银行用多提的通货满足顾客对通货增长了的需要。这样，增加发行的通货就进入流通之中。

接着，出现了另一个问题。如果商业银行准备存款账户上通货的存取相当，其他条件不变，则准备存款的金额也不变；同时，在通货存取相当条件下，商业银行的库存现金也可维持原有水平。这就是说，商业银行的存款准备额不变，相应地存款货币的创造规模也不变。然而，如果存在的不是对通货的存取相当，而是取大于存，其他条件不变，则必然产生如下后果：准备存款随通货的提取而等金额地下降。当然，通货存取的流量加大，银行的现金库存也会相应有所增加，但现金库存的增加额无论如何抵不住准备存款额的下降。因为靠提取准备存款而增加的



通货投放，其绝大部分是在银行之外流通，回到银行使现金库存增加的只不过是一小部分。结果则是商业银行的存款准备——既包括准备存款又包括库存现金的存款准备——下降。于是存款货币的创造数量也相应缩小。在正常的经济运行过程中，如果要求通货供应数量增加的基本原因是经济增长，则必然也同时要求存款货币增加，即整个货币供给量增加。显然，那就必须同时设法增加商业银行在中央银行的准备存款金额以增加存款货币的创造，并从而满足经济生活对货币不断增长的需求。

商业银行在中央银行的准备存款如何增加呢？人们往往设想：商业银行吸收的存款增加了，就可多向中央银行存款。然而，从上节的例子可以看出，一个银行由于吸收了存款，从而准备存款相应增加，但与此同时另一个银行的准备存款却相应下降。简言之，其他条件不变，商业银行之间的准备存款不管如何流动，其总额并不会因之增加。公众用通货存款，似可增加银行的准备存款。但都用通货存款，流通就会感到通货不足。而且如上指出，若客观对通货的要求数量是增大的趋势，还会使准备存款总额减少。所以，这两条设想都不能使商业银行在中央银行的准备存款增加。

要使商业银行一方面可以从准备存款账户提取通货以满足经济对通货的追加需求，而与此同时还能使自己在中央银行的准备存款增加，以满足经济对存款货币的追加需求，其实现途径只有一条，即扩大中央银行的资产业务。具体包括以下几条主要渠道。

1. 中央银行通过收购金银外汇，增加国家集中的外汇储备，



使商业银行准备存款增多。例如，出口商把收入的外汇出售给商业银行并把收入的人民币存入自己的存款账户。这时，商业银行中存款的增加与外汇资产的增加相对应。顾客的存款是要支用的。如果商业银行有超额准备存款，问题不大，如果准备存款已用到逼近最低点，那么根据资金运作的需要，则需把外汇售给中央银行（有时国家管理外汇的规定要求商业银行把一定金额以上的、或一定比例的、乃至全部的外汇售与中央银行）。于是，商业银行的准备存款就会由出售外汇而增加。收购外汇，这是中央银行的资产业务，而由此增加的商业银行准备存款，就如同上节所举例子中那些与初始存款对应的准备存款一样，成为创造存款货币和提取通货的始发点。

2. 中央银行支持财政，从而使商业银行准备存款增多。无论是中央银行直接对财政贷款或直接贴现国库票据，也无论是通过公开市场业务使持有的国债资产增大，都是中央银行扩大了对财政的资产业务，并同时使财政金库存款相应增加。财政金库款是要支用的。无论是用于军政部门，是用于文教体育卫生事业，是用于扶助本国出口的对外援助等等，其支付方式不外是向应取得拨款者签发支票或类似的支付命令；取得财政付款凭证的则委托自己的开户行收款。于是在中央银行的财政金库款转为商业银行的准备存款。也就是说，中央银行有关财政的资产业务成为商业银行存款准备增加的来源。

3. 更为主要的还是中央银行对商业银行的资产业务。如对商业银行所贴现的票据再贴现，如对商业银行的证券回购协议，



如对商业银行直接信用贷款，等等。在再贴现业务中，中央银行增加了票据持有的资产；在回购协议中，中央银行增加了证券持有的资产；在信用贷款中增加了对商业银行的债权。而无论哪种业务，都相应增加了商业银行在中央银行的准备存款。

各国金融体系运作规则的形成历史背景不同，还会有各种各样的其他形式。但不论具体形式如何，商业银行准备存款的增加（包括从准备存款提现从而增加自己的现金库存并向流通中追加通货投放），其源头都是中央银行的资产业务，都是来源于中央银行资产业务的扩大。反过来表述，如果中央银行不扩大其资产业务，商业银行的存款准备，即准备存款加现金库存的和，不会有一丝一毫的增加。至于上述几种资产业务分别占资产业务总额的比重，同样由于金融体系运作规则的形成历史背景不同而有所区别。例如，有的国家，其外汇储备不是由中央银行，而是由财政部或某种外汇平准基金保有和管理，这些国家中央银行的外汇占款即不占重要地位。

本小节的标题是“准备存款和现钞从何而来”，而说明的却是“增加的”准备存款和通货从何而来。像是有点出入。其实，现有的准备存款和通货就是历年逐步“增加”的结果，说明了新增的途径也就说明了现有存量的由来。

### 资产与负债的关系

从准备存款和通货来源的说明中，可以明确地形成这样一个观念：在中央银行，银行资产与其负债的关系是资产引出负债。



如果用人们比较易于把握但却不够确切的话来说，就是发放贷款可以引出存款。凭常识，这样的关系难以理解。就为数众多的商业银行来说，上一节曾特别指出，不论存款货币的创造如何奇妙，任一银行的任一笔贷款活动，都是以存在着实实在在的可以贷出的“钱”为前提的。贷款活动是增加资产的业务；有“钱”——不论是在库存现金形态还是在中央银行的准备存款形态——都是银行开展负债业务（其中主要是吸收存款）的结果。所以，在那里是先有负债，然后才能扩大资产。在人们的心目中，这是合乎逻辑的常识。但是在中央银行，违反常识的资产与负债关系又是无可置疑的客观存在。

而且，如果就整个银行体系来说，各个商业银行虽然必须靠扩大负债业务来开拓资产业务，可是它们的现金库存和准备存款却又是由中央银行的资产业务创造的。没有这些存款准备作依据，商业银行这个环节也难以通过扩大自己的业务不断地创造出存款货币来满足经济生活的需要。从这个意义上说，包括中央银行和商业银行的整个银行体系，正是资产业务导出了负债业务。

这是个体汇合为总体过程中所发生的质的飞跃。在上一节分析存款货币创造时，已经指出，就每一个银行来说，都只是吸收存款而没有创造存款；但从各个商业银行所联结的总体来说，在初始存款的基础上却实实在在地把存款货币创造了出来。同样，就具体银行开展具体业务来说，吸收存款，发放贷款，天经地义。但如就整个银行体系来说，不通过贷款创造存款，也扩大不



了吸收存款发放贷款的规模。总体并不总是个体的简单相加，或者说个体联结成整体，则可能产生出分别各个个体所不具备的功能。

### **扩大资产业务并不以负债的增加为前提是中央银行特有的权力**

在中央银行的体制下，所有的商业银行，包括名称各异而实质上是从事商业银行业务的金融机构，贷款的发放是以吸收存款为前提，或者确切一点地说，资产业务的开展以负债业务的开展为前提。这是一般的原则。当然，一些商业银行为了追求更高的利润，往往会过分扩大贷款等资产业务。它们寄予希望的或是负债业务有可能进一步扩大，或是由于资产业务过大而面临支付危机之际有可能想方设法补进“头寸”——可以用来结清应收应付差额的资金。然而，负债业务能否进一步扩大，并无绝对保证，特别是在迫近无力支付的境地时，能否补进头寸更是在两可之间：补进了头寸，渡过了危机；补不进头寸，则会面临被惩处、被制裁乃至破产清理的后果。这更进一步说明负债业务对资产业务的制约作用。

至于对中央银行来说，则完全排除了这一原则的约束。商业银行发放贷款要有准备存款和通货库存为支撑，而中央银行，在国内信用交易的范围内，第一，它没有类似的准备存款，也没有任何一个在它之上的机构可以保存它的存款；第二，它不需要通货库存，通货就是它印制和铸造的。中央银行扩大了资产业务，





立即或经过一些迂回途径,必然相应形成商业银行的准备存款;商业银行从准备存款提取正当营运所需要的通货,中央银行则随时给予保证。简言之,中央银行的任何资产业务均会有商业银行准备存款和通货发行之和与之对应。这就是中央银行运作的规律。

如果把中央银行的资产负债表作最高度的简化,则如图 2—6 所示。

资产	负债
各种贷款和占款	以商业银行准备存款为主的存款 通货发行

图 2—6

资产与负债是衡等的。但是我们知道,当扩大了资产业务并从而扩大了商业银行的准备和通货发行之后,商业银行则可以成倍地创造存款货币。

那么对中央银行的行为有什么约束呢?当银行券必须保持兑现黄金时,资产业务的扩大必须考虑能否保证兑现。这可视为对中央银行运作本身的约束。但真的面临不能兑现时,政府就会出面明令停止兑现。这又说明,兑现这种约束也是十分相对的。到了银行券与黄金兑现的操作已成为历史的陈迹时,这种约束也就彻底不存在了。当然为了约束中央银行的行为,还制定了不少法律和法规,但这些规定都是外在的约束,而不是信用运作本身资产与负债相互之间的约束。就资产与负债关系来说,它不需要以



负债的增长为前提就可扩大资产；只要扩大了资产，就必然有等额的负债扩大来平衡。约束不存在了。

这是中央银行的“特权”。其所以有这种特权，就是因为中央银行与商业银行构成的银行体制下它是“中央银行”。

那么中央银行的行为是否完全不受任何约束呢？不，客观经济过程是约束，而且这种约束是强有力的，并且是具有决定意义的。这将在后面分析。

### 中央银行体制建立前商业银行扩展业务的界限

中央银行体系建立之前，那时银行券的发行尚未集中于一家有发行垄断权的银行，各商业银行均可发行自己的银行券。在这种情况下，银行券的发行，对各个商业银行来说，就是突破其吸收存款等通常负债业务活动和开展各种中介服务活动所能集聚、所能支配的资金规模来扩大贷款等资产业务的主要手段。

各个发钞商业银行的允诺——持本行所发钞票可以随时兑现金属铸币的允诺，是使公众愿意接受银行券的必要条件。也正是这个条件使银行券的发行受到强有力的约束：不仅过分的发行会使随时兑现的允诺不能保证，而且在经济不可避免的波动过程中，并非过分的发行也往往受到挤兑的威胁。所以，虽说商业银行发行钞票使得自己可以“突破”原有汇集资金渠道的限制而扩大资产业务（这也可以说是中央银行特殊运作的雏形），但又终究要受到资产负债业务相互制约的约束，而使这样的突破还有其限度。只有到了中央银行垄断银行券的发行权并最后停止了银行



券的兑现，这才使信用运作本身的限制被彻底克服。

### 集中计划体制下的信用货币创造

集中计划经济的实验，其根本目标是实现人类的社会主义和共产主义的理想。其组织经济运行的指导思想则是在公有制的基础上，通过对经济高度集中的管理，克服市场经济的无政府状态以及由之所造成的人力物力浪费，并从而保证经济的高速度发展。

在计划经济中，微观经济行为主体只有三大类：（1）国有经济的企业单位，（2）集体经济组织，（3）广大的城乡居民。前两类的每一个单位，它们的生产、流通和其他经济活动均纳入国家的统一计划并由计划直接约束；城乡居民的消费则实行总量计划，每个人、每个家庭是在自己收入和主要生活资料计划供应和限量供应的范围之内自主安排。

适应于生产和流通高度集中的计划化，当时中国的银行体系也是高度集中的，即全国只有一家银行——中国人民银行。当然，这是典型的完成形态。其间，中国银行曾是独立的。后来在名义上一直保持独立，但对内则是人民银行的一个从事对外金融业务的局。那时，中国农业银行曾两度成立，但无独立性。中国人民建设银行也曾存在一段时间，但在那时，只是一家执行财政拨款业务的名为银行而实非银行的银行。至于为数众多的农村信用合作社，财力均极薄弱，实质上是人民银行在农村的代办点。在这种体制下，自然也不存在中央银行和商业银行的划分。

那时，银行除承担代理国家金库的任务外，与国有企业和集



体经济组织之间存在存款与贷款的信贷关系，和居民之间，则只有吸收居民储蓄存款业务而基本没有贷款业务。至于国有的和集体所有的经济单位，只能在中国人民银行的一个分支机构开立进行存贷业务的基本账户；各经济单位之间则不得发生商业信用。这就是说，给国有和集体单位只开通一条可以从惟一的一家银行的惟一的一个分支机构通过信贷取得货币资金的途径。

大一统银行机制的优劣不是这里研究的任务。其所以要对它作些剖析，是由于正是这种大一统的银行提供了现代银行体系创造信用货币基本机理的最简单明了的模型。

在当时，中国人民银行的分支机构每年要分别工业、商业、农业等系统，根据各个经营单位对贷款的要求和国家的信贷政策制定本辖区的信贷计划，上报总行。总行根据发展国民经济的总体计划要求，分别批复各分支机构的信贷计划并下达信贷额度。额度是准许提供贷款的最高金额限度。各分支机构有了批准的额度，就可在额度之内具体向经营单位放款。

各分支机构放款是否以吸收了必要的存款为前提呢？一点也没有这种必要。那时各分支机构也吸收存款——企业经营单位的存款，军政机关和群众团体的存款和居民个人的储蓄存款。但只管吸收，却无权运用。而且也无法运用：如果存款人是用一张支票存款，只要证明支票是真的，就把金额记入存款人的账户。至于总行并不相应地给这个分支机构开立“准备存款”账户并把相应金额记入这个账户。如果它们在存款业务中收进了现金，除了用于补充上级批准的现金库存，多余的都要交入发行库。发行库



是由人民银行总行垂直管理的独立系统，保管准备进入流通但并不属于流通范围的现金，现金交入发行库即意味着退出了流通。简单说来，不论是收了支票还是收了现金，并不等于该分支机构就有了属于自己的可供贷放的资金来源。换言之，吸收了存款的分支机构并没有可以由自己支配的钱用以贷款。那么分支机构凭什么贷款呢？如上指出，就是凭上级行下达的“额度”：只要有额度虽然没有一分钱也可贷款。

贷款发生之后的过程可简单描述如下：贷款金额立即记入借款人的账户成为存款，从而借款人就可据以提取现金，也可据以开出结算凭证向它的供货人转账结算。转账结算，在当时，由于哪个分支机构都没有准备存款，所以不必像现在办理商业银行转账那样，从一个行的准备存款中把转账金额划出来并记入另一个行的准备存款，而只是极其简单地从付款单位的存款账户减去转账的金额并把同等金额记入收款单位的存款账户，过程即可完成。如现金满足不了提取的需求，可向上级行申请从发行库提取现金。现金支付给需要从存款提取现金的单位，单位的存款相应减少。

从以上概略的描绘中可以看出这样一个基本脉络：贷款事实上是一个完全独立的过程，它取决于人们的判断——把额度定在多大规模为宜，而不是受有没有信贷资金来源这种现实的、直接的约束；存款实质上是一个被动的过程，它不只对每一个分支机构，而且对总行，都不是现实的、直接的用以发放贷款的资金。

不过在当时，人们总是囿于先存款后贷款这种银行微观主体



经营规律所形成的观念，在制定信贷计划时，也常常说些估算计划年度的存款是否足以支持要求的贷款规模这类的话。其实，问题的关键在于，假如没有现金提取，任何贷款都会转成等额的存款，即任何贷款都必然有等额的存款支持。但由于提现是必然的，所以存在着现金发行（前面指出，多年来我们一直称之为“货币发行”）总额多少的问题。现金，由于它是实现消费品和农用物资分配的手段，而且使用的自由度较大，会对当时所称的“市场”形成压力，因而要努力控制不使之发行过多。至于转账结算，由于主要用以实现生产资料的分配，而生产资料是计划分配，价格管理又极严，所以存款货币使用的自由度甚低。那时，主流的观点一直不把可用以签发支付凭证的具有活期存款性质的存款视为货币，并且认为它的数量再多也无足为患。所以，当时人们关于存款不足以支持贷款之类的议论，其实质只不过是顾虑贷款计划规模偏大有可能引出过多的现金发行。

在这个大一统的模型中，银行资产业务的主导作用是一目了然的：是资产业务导出了负债业务，而不是相反，从而控制资产业务也就可以控制货币供给的相关关系也十分清楚。这非常有利于我们用来观察众多商业银行体制下由于极其复杂的信用运用过程而不易揭示的问题实质。

大一统的银行体制过分单一了，众多商业银行的体制又过于复杂了。但经过分析，它们却有着共同的规律：集中计划体制下是资产业务为主导；众多商业银行体制下，通过对中央银行活动规律的剖析，也同样摸出了资产业务主导的脉络。极其不同的经



济体制，极其不同的银行体制，在信用运作最基本的规律上却有着共同点，恐怕很能说明在现代这个大的历史背景下，不论经济体制有何不同，现代市场经济的规律都在为自己开辟发挥作用的道路。

### 第三节 货币供给的宏观模型

#### 货币供给形成的再描绘

根据以上两节，对于货币供给可简要作如下概括。

——流通中需要的货币有两种形态：通货和存款货币。

——存款货币是商业银行创造的，它以在商业银行的存款形式存在。

——通货是通过商业银行投入流通的：主要是通过存款提取现金的渠道；径直用现金贷款也是一个途径。

——通货，商业银行无权印制、铸造，对于商业银行来说，它只是“过路财神”。

——商业银行创造存款货币依据的是存款准备：在中央银行的准备存款和库存通货（从准备存款可提取通货，通货存入即为准备存款）。

——虽然有如此巨大的作用，但它却不是流通中的货币，并不归入货币供给的范围，因为它并不进入公众的经济生活之中；其中的准备存款仅仅在商业银行之间流转，库存现金则仅仅反映商业银行与中央银行之间的关系；如果要把存款准备称之为货



币，那是专门为商业银行等金融机构服务的“货币”。

——无论是准备存款，也无论是通货，其增减变化的阀门均在中央银行。

### 货币供给与基础货币

上述过程不论如何复杂，说来说去，货币只有三部分：

(1) 通货——离开银行体系的钞票和硬币；

(2) 存款货币；

(3) 存款准备(商业银行在中央银行的准备存款和它们保有的现金库存)。

(1) + (2)，是货币供给，即流通中的货币；

(1) + (3)，是创造整个货币供给的基础，通常称之为基础货币，也称高能货币。

其中(1)，即通货，颇为特殊，它既是流通中的货币，又是基础货币。说它是流通的货币，因为它与存款货币共同服务于公众的经济运作过程；说它是基础货币，是因为缺了它，只靠准备存款，是无法把存款货币创造出来的。它虽然在创造存款货币的过程中起着不可或缺的作用，但通过货币创造这一过程，它本身却丝毫也不增加——中央银行发行多少，流通中就只能有多少。

### 乘数模型

于是出现了(1) + (2)对(1) + (3)的对比关系。如果用  $M$  代表(1) + (2)，用  $B$  代表(1) + (3)，用  $m$  代表(1) + (2)对(1) +





(3)的比, 则形成最基本的模型:

$$M = m \cdot B$$

用上节已使用过的符号( $C$ ——通货;  $D$ ——存款货币;  $R$ ——存款准备)代入, 则

$$M = \frac{C+D}{C+R} \cdot B$$

式中,  $m$ , 也即  $\frac{C+D}{C+R}$ , 称之为乘数, 表示货币供给对基础货币的倍数。

国外不少宏观经济学和货币银行学的教科书都介绍这样一个图(图2—7)。

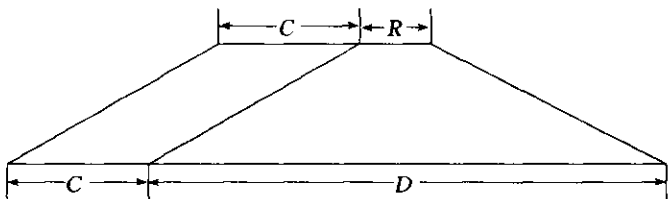


图 2—7

图 2—7 简明而形象地说明货币供给各有关因素的相互关系。

### 三个决定因素

对乘数  $(C+D)/(C+R)$  进行整理, 有两种形式:



$$\frac{\frac{C}{D} + 1}{\frac{C}{D} + \frac{R}{D}} \quad \text{或} \quad \frac{\frac{D}{R} \left( 1 + \frac{D}{C} \right)}{\frac{D}{R} + \frac{D}{C}}$$

但不论哪一个，均只有两个比例关系： $C/D$  或  $D/C$ ； $R/D$  或  $D/R$ 。 $C/D$  是货币供给中通货与存款货币之比； $R/D$  是存款准备和存款货币之比。再加上基础货币，可以看出，决定货币供给的是三个因素： $C/D$ 、 $R/D$  与  $B$ 。

这三个因素，在有的西方宏观经济学教科书中，分别归之为私人行为、商业银行行为和中央银行行为。事实上三方面的行为对这三个因素的作用是交叉的。分别对货币供给中的现金、商业银行创造存款货币的自我约束机制和中央银行的宏观控制系统进行分析，可对现代的货币供给有更深一步的认识。

#### 第四节 货币供给中的现金

##### 在货币供给中通货所占的比重

$C/D$  表示货币供给中通货——我们习惯称之为现金——对存款的比，也意味着占货币供给总额比例的高低。

可先看一看各国货币供给中现金比例的状况。现引用国际货币基金组织《国际金融统计年鉴（1994）》的资料，编成一个表（见表2—1）。为了便于比较，中国的数字也引自该年鉴。

从表2—1的数字可以看出，在“货币加准货币”这个宽口径的货币供给中，现金所占的比例，发达的市场经济国家明显低



于发展中国家。中国现金所占的比例甚高，在列举用来比较的国家中，仅稍低于印度；较之发达国家则要高出一倍、甚至两三倍。现金对活期存款的比，中国也明显高于市场经济发达的国家；在发展中国家中则居于中位。

表 2-1 1993 年通货占货币供给的比重

国家	单位	银行外的 通货 (1)	货币+ 准货币 <sup>①</sup> (2)	(1)/(2) (%)	活期 存款 <sup>②</sup> (3)	(1)/(3) (%)
中国	10 亿元	585.55	3 007.59	19.47	766.81	76.36
美国	10 亿美元	327.5	4 244.2	7.72	902.8	36.28
英国	10 亿英镑	18.98	546.81	3.47	233.64	8.12
法国 <sup>③</sup>	10 亿法郎	259	5 835	4.44	1 383	18.73
德国	10 亿马克	212.0	2 048.1	10.35	484.8	43.73
日本	万亿日元	40.85	518.19	7.88	104.77	39.00
韩国	亿韩元	121.09	112 2.19	10.79	17 3.44	69.82
泰国 <sup>③</sup>	10 亿铢	180.2	2 117.8	8.51	66.1	272.62
印度尼西亚 <sup>③</sup>	10 亿卢比	11 478	119 075	9.64	16 997	67.53
印度	10 亿卢比	783.3	3828.0	20.46	512.7	152.78
菲律宾 <sup>③</sup>	10 亿比索	74.30	488.98	15.20	34.72	214.00
新加坡	亿新元	89.42	821.30	10.89	139.40	64.15

① “货币加准货币”一栏中，美国是采用该国统计口径 M3 的数字；英国是采用该国统计口径 M4 的数字。

② 活期存款中，美国是采用商业银行加储蓄机构活期存款之和；中国是采用专业银行（即现有的国有独资银行）加农村信用合作社活期存款之和。

③ 法国、泰国、印度尼西亚、菲律宾只有 1992 年的数字。

### 通货比重高的原因

C/D 比值的高低，西方有些教科书说它取决于私人行为。



如果稍作具体分析，它好像取决于好几个因素。

首先考虑到的是人们的习惯。像中国这样一个在改革开放前还仅仅把现金视为货币，而且到今天不少人还是把通货向流通的投放等同于货币供给的国度里，人们特别重视现金是无足为怪的。落后的经济曾决定人们以窖藏金银作为积累财富的形态。当钞票大量进入人们的日常生活后，也逐渐成为储蓄金银的代替品。但在建国以前的40年代，严重的战乱和恶性通货膨胀曾使钞票的储存极不可靠，以致人们又去拼命追逐金锭银锭、金银铸币和饰物，乃至追逐各种多少可用以保存财富的实物。建国以后，迅速制止了通货膨胀，在农村，储藏钞票的需求又多起来了，它曾吸收了通货发行的相当可观部分。也就是说，钞票这种流动性最强的货币形态仍然使不少人觉得只有持有它才等于是真正把财富掌握在自己的手中。现在市场经济发展了，有收益的金融资产形式不断增加，储存钞票的需求无疑将会日渐减少。但只有钞票才可使自己自由支配的心理，由于种种客观原因，能否很快扭转还需继续观察。在这种情况下，今后一段期间，现钞在货币供给中所占比重可能还会维持一个较高的水平。

其次是银行体系的运作状况。通过银行体系所组织的转账结算如果效率高，通货使用的范围就会压缩到较低水平；如果效率低，满足不了经济中支付的要求，甚至在大额交易中人们也不得不使用清点麻烦、携带不便而且极易被不逞之徒窥觑的现钞。在计划体制下，如果仅从组织转账结算这个角度来说，大一统的银行曾有很高的效率。遗憾的是，在改革过程中这一优点没有保持



下来。例如，改革以来，很多非国有经济的企业和个体户，他们的货币资金没有被国有银行主动地纳入转账结算的范围之内。而且近几年来，屡有发生的银行通过故意拖延付款的伎俩占用资金的做法，极大地降低了转账结算的效率，损害了银行的声誉，也成了促使通货需求增长的一个重要原因。至于在发达市场经济国家大量流行的银行卡，我国各大银行倒是着力推行了好多年，不过目前仍处于较低的发展阶段。

再次是国家对通货使用的管理。现在我们仍然延续着计划体制下的“现金管理”，对机关团体和国有企业的现金支用范围和保有数量加以限制。这种办法，在计划体制下，曾使现金与各项存款（不包括财政存款）的比值保持相当稳定的水平。从表 2—2 可以看出，第一个五年计划期间通货对存款的比值较高，并且波动较大；自 1958 年开始下降；1960—1962 这三年，由于特殊的经济困难，比值反弹；但自 1963—1976 年这些年比值极其稳定，大体保持在 25% 上下，最高最低值的差距仅 4 个百分点。不过对市场经济来说，现金管理是一种过于机械、过分繁琐的管理办法，必须改革。应该指出的是，在市场经济发达的国家，对通货的使用，或直接、或间接都多少有所限制。比如有的国家对大额支付不得使用现金有严格规定。这点和我国的管理办法是一个思路。有的国家，对于用现金储蓄规定有条件，<sup>①</sup> 这事实也是对通货使用范围的限制。对比我国“为储户保密”的原则，思路

---

① 不少国家实施“实名”储蓄制，即向银行储蓄时必须使用真实姓名。



则完全不同。但思路同也好，不同也好，不论什么样的国家，对通货事实上都有管理措施。问题是要管而有度。过分繁琐、过分机械，往往会带来相反的效果。

表 2-2 中国计划经济中的通货存款比 (C/D)  
(年末余额) 单位: 亿元

年 份	存款总和	财政存款	存款货币 <sup>①</sup>	通 货	通货存款比 <sup>②</sup>
1952	93.3	19.5	73.8	27.5	0.37
	107.6	33.3	74.3	39.4	0.53
	152.5	61.3	91.2	41.2	0.45
1955	141.7	36.1	105.6	40.3	0.38
	134.1	16.4	117.7	57.3	0.49
	165.5	20.6	144.9	52.8	0.36
	295.3	49.9	245.4	67.8	0.28
	398.7	82.1	316.6	75.1	0.24
1960	459.8	146.6	313.2	95.9	0.31
	488.7	174.6	314.1	125.7	0.40
	409.6	79.9	329.7	106.5	0.32
	414.0	67.3	346.7	89.9	0.26
	439.5	84.8	354.7	80	0.23
1965	481.0	74.2	406.8	90.8	0.22
	553.6	95.8	457.8	108.5	0.24
	575.1	67.3	507.8	121.9	0.24
	625.1	92.3	532.8	134.1	0.25
	641.7	119.6	522.1	137.1	0.26
1970	704.3	176.8	527.5	123.6	0.23
	767.6	188.9	578.7	136.2	0.24
	776.3	172.6	603.7	151.2	0.25
	865.0	160.8	704.2	166.1	0.24
	897.5	137.5	760	176.6	0.23
1975	975.1	140.2	834	182.8	0.22
	978.5	97.9	880.6	204	0.23

① 存款货币 = 存款总和 - 财政存款

② 通货存款比 = 通货 / 存款货币

资料来源: 中国人民银行: 《中国金融统计 (1952—1978)》, 北京, 中国金融出版社。



### 顺便提到一个理论问题

货币理论中，很多人都知道古罗马有位皇帝的一句名言——金子没有臭味。在说明商品交换中的等价原则时，马克思也曾强调价值对等中没有具体形体上的美丑之别。对于价值规律来说，货币不论存在于什么样的人的手中，也不论是由何转化而来，它都是价值的独立体现者，是独立的购买载体，可用以进行任何购买和支付。货币是处于能与其他一切商品直接交换的形式上，在现代的市场经济中，这更是真理。

自然，对之不能绝对地理解。在任何社会中都还有高于这个准则的准则。比如，在中国的封建社会中，衣着车乘、居室门庭均有严格的等极规定。等级的特权加上钱，才能实地按规格享用；没有取得等级特权，纵然有钱也是不准购买超过一个人所处等级的穿戴，建起超等级的居室。如果凭着钱多，干了这样的事，叫做“犯制”，一旦事发，甚者罪至杀头。现代社会，封建等级制不存在了，但也还有种种限制。且不说计划经济中的严格规定，如公民个人不得购买生产资料等限制，就是在市场经济中，也并非什么都能随便购得，如用钱买枪械就是不被允许的。至于杀人越货，不仅官府，普通人也有义务辨清钱财的来路。概括说来，在货币所具有的无限购买、支付能力之上还有国法的约束。在法的界限内，货币的能力是无限的；犯了法，它的能力就难以保持。

在金属货币流通的条件下，贵金属本身的确很难据以辨认其来路。但不发达的经济生活，钱币在某些人手中的突然积集，其



本身就很容易暴露问题。现代的经济生活中，贫富易位于转瞬之间不是什么稀奇的事情；货币流动频繁、方式多样、渠道互通，追索来路，无疑较之过去要难上不仅千万倍。然而，转账体系的普遍采用，则使无论多么复杂的货币转移过程均有循踪觅迹之可能。从而就有“洗钱”的行业，就有专门为大存户保密的国度。不过从近几年的发展趋势看，洗钱、保密，像是越来越困难了。

对于现钞来说，终归不能要求对每张钞票都附加其来路的记载并颁布具体限定只能用于某些用途的禁令。所以，通货则成为规避法令约束和法律追究的手段。在这种情况下，对通货的使用加以管理显然已越出了经济本身的要求，而是具有社会意义的问题。

### **通货发行是否应规定最高限量**

由于传统的观念和多年持续的通货膨胀压力，在中国，公众关注的重点，还是在投入流通的通货数量，也即我们习惯所说的“货币发行”的问题上。

改革开放以来，每当价格水平明显上涨之际，把货币发行数量的控制权收归人民代表大会或其常委会的主张就会一再提出。认为只要在这方面真正限制了人民银行的权力，即可遏止通货膨胀。

首先，可回顾一下世界各国对钞票发行的管理历程。当建立起中央银行体制后，在典型的金本位制度下，货币制度是这样





的：钞票由中央银行发行并保证随时可兑取金币；商业银行创造存款货币并保证可随时提取钞票。在这种情况下，数额庞大的存款货币实际上通过钞票与有限的中央银行黄金准备相对应。一旦存款不能顺畅地提取钞票，钞票不能顺畅地兑现为金币，整个货币银行体系就会陷入混乱。为此，对钞票的发行规定了各式各样的保证制度，有的则直接规定了最高发行额，限制其发行量，以期通过对钞票发行数量的控制来制约存款货币的创造。从实践来看，这样的制约法令，在经济正常运行或繁荣阶段，并限制不了货币供给的过度增加；而当不论由于什么原因引起经济震荡时，多么严格的制约规定，对于存款提取现钞和现钞兑现金币的要求也难以保证。最后的手段则是国家明令停止钞票兑现。虽然如此，在当时的情况下，以制约发钞作为保证货币制度核心手段的种种法令还是有其存在的客观根据和合理性。到了银行券完全停止兑现并已于无恢复希望的布雷顿森林会议，原有的钞票发行保证制度实际已落到视野之外。从那以后，西方世界中人们关注的是本国的货币能否保持对美元的固定汇率；而对整个货币供给（即不单对通货）的调控，则是实现这种国际货币体系要求的一个重要方面。现在固定汇率虽已为浮动汇率所代替，但对整个货币供给调控的基本思路未变。至于通货，在有的国家的法令中还有最高发行限额的规定，但突破限额并无困难之处；有的国家则只把是否突破发行限额作为是否征收发行税的依据，等等。简言之，控制通货作为稳定货币制度的思路和措施已是历史。当然，复杂的世界总有例外。如香港所实行的联系汇率制，其重要的保证措



施是：港钞的发行要求百分之百的美元等外汇作为发行的保证。<sup>①</sup>

集中计划体制，对通货，或者按这种体制下习惯的叫法，对现金，确是相当重视的。然而有以下三点应予以注意：（1）计划体制下也是不兑现的银行券，其发行基于信用操作的机制，就其最基本点来说，前面曾经指出，与市场经济国家也无根本区别。这应作为一个理论问题另作讨论。（2）形式中虽把货币的控制归结为对现金发行的控制，但由于在那种体制下，现金在整个货币供给中的比重比较稳定，控制了现金，也就实质上控制了整体，所以不确切的理论并未导出错误的实践。（3）更为重要的是，在那种控制极其严格的体制下，现金发行一直不是硬性的计划任务指标，而只是一个重要的观测指标；对它的要求并非必成，而是及时加以调控。因为实践证明，它不仅与钢产量、煤产量、发电量、劳动就业指标等等有别，与财政收支，与工资基金总额等等也有原则区别。比如，农产品收购，价格可以计划规定，产量却在很大程度上决定于老天爷。丰收了，多收多少也得收购，而且收购要用现金。在这种情况下，硬性管住现金就是荒谬的了。我们现在已向市场经济转轨，不确定的因素更多，通货在货币供给中的比重也在不断变化，如要回过头来实现在计划经济中也未予实施的方法，显然是不切实际的。

---

① 香港未设中央银行，港钞的发行是指定三家大商业银行进行的。



### 关于“发行收入”

中央银行发行钞票，而每张进入流通的钞票都是按其面值来说的实实在在的购买力。那么，中央银行发行钞票的“收入”跑到哪里去了？如果被中央银行所占有，应如何安排使用？

“发行收入”这个词倒是相当广泛地被使用。追溯起来，应是“铸币收入”——铸币面值与铸币成本的差额——在钞票代替了铸币条件下的延伸。通常对这个概念是一种相当粗略的界定：票面值与发行成本的差额。对发行成本，人们的理解往往偏窄，即只限于钞票印制费用，而不太注意钞票的保管、运送、清点，旧币兑换及销毁，账务处理，以及管理费用等方面所需的物资消耗和人力开支。但无论如何，成本终归要大大低于票面值，从而终归会有不能不令人极为关注的“收入”。

问题是发行收入是否直接就会被发钞银行所占有？为此可看看钞票是怎么发出去的：（1）是否中央银行可以把印制的钞票自己用来盖房子、买设备、发工资等等？在现代多少有些规范的中央银行运作中，这类行为是不存在的。从而也不存在通过这类途径占有发行收入。（2）钞票的发行基本上是通过各金融机构从它们在中央银行的存款准备账户提取现钞的方式实现的。而提取现钞的金融机构或用现钞贷款，或用以支付存款客户提取现钞的要求。但要循着这样的过程分析，不太容易从总量上搞清发行收入流向何方。

换一个角度，钞票发行是中央银行的负债，与钞票发行所对应的资产则可说明钞票的去向。与发行钞票对应的资产基本是三



项：一项是对政府的债权（下一章将作进一步的说明），在不少国家，这部分债权的增减变化对钞票发行关系甚大；另一项是对金融机构的债权，由于金融机构主要是对经济过程给以信贷支持，因而这部分债权也可视为对经济各部门的债权；再一项则是收购外汇金银的占款。

钞票发行对应着对政府的债权，这说明一方面中央银行以负债的增长换得对政府债权的增长，与之同时，政府通过对中央银行负债的增加而取得相应金额的收入——这是按票面值的足值的收入而并非扣除发行成本后的收入。从道理上说，借债要还。但只要经济对现钞的需求不断增加，也就有可能事实上不存在归还的问题；除非政府改变财政政策，彻底转变举债的方针。对银行的负债，政府的实际负担是按照规定支付利息。

对应着对金融机构债权的钞票发行，实际意味着负债的经营单位或个人以对中央银行以负债换取钞票——按面值的金额而不是扣除发行收入的金额。对此，其义务是支付利息。举一个例子，如农业发展银行从中央银行以现钞形式取得资金并用以向农产品收购企业贷款；这些企业用现钞收购了农产品；农产品的销售收入如果可用以补偿收购成本并取得利润，贷款可归还，并可支付使用钞票所应付的利息。当然，经营单位，或取得消费信用的个人，在正常的情况下，是要有借有还的。但这个单位还了，还有另个单位借；这个人还了，还有另个人借。只要经济不断发展，包含对钞票借入在内的融资需求总会越来越大。

讨论这个问题的一开始就指出，中央银行不能用发行的钞票



直接购买，但收购外汇金银则是例外。在这里的确是利用钞票发行集中了巨额的外汇财富。但这种财富既可以有收益，也可能受损失。而且，这是执行国家管理外汇基金和货币政策的任务，损益通常单独核算，不归中央银行支配。这里可不再讨论。

经过这样的分析可以了然：中央银行发行的钞票构成了国家财政的债务收入和经济行为主体的借款收入。无论是政府还是经济主体，通过借入途径所得的钞票都是按面值来说的百分之百的收入，所以不好说它们得到了“发行收入”。至于使用这种收入，是负有按约定归还本金的义务，其代价则是按期实实在在地支付利息。利息不是发行成本，也不必然等于发行成本。在现实生活中，举债的人们并没有一定要和发行收入扯在一起的概念。

由此可以看出中央银行与“发行收入”的关系：由于中央银行不能直接用自己印制的钞票去购买、去支付，而只能用它去“换取”债权，所以它不能支配发行收入。由于换取到债权，从而取得收取利息的权利。只要利息收入大于发行成本，其差额即构成发钞银行收益的一个部分。既然发钞银行没有占有发行收入，也就不存在如何安排发行收入的问题。而且，说来说去，“发行收入”不过是一个分析性的概念，它在任何会计科目中均无直接反映。

对发行收入，也还有一种带有推演性的界定，就是把它界定为由发钞所取得的利息收入减除发行成本的净收益。循着这样的思路，发行收入所涵盖的面必然要扩及准备存款的创造。中央银行创造准备存款，其成本更大大地低于印制钞票。但不管是低是



高，收益仍然是利息收入减成本。如果依此类推地把“发行收入”的涵盖面推广，那就实际上与发行银行的毛收益等同起来。

提出发行收入问题，往往是包含这样一个潜台词：古来，铸币收入归国家财政，作为现代铸币收入形态的中央银行的发行收入，也理应划入国家财政。中央银行是国家的银行，其收益应归国家是题中之义，没有必要绕发行收入这个弯子。至于中央银行的收益（以及决定收益消长关键因素之一的成本）和收益分配，涉及许多重大经济运行和宏观政策问题。讨论这些问题，“发行收入”的概念绝不是不可缺少的环节，而一个“发行收入应归国家”的论点也不是就可据以判断是非曲直的。

### **树立降低通货存款比的目标**

中国目前降低通货存款比的潜力极大。商业银行扩大转账服务面，改善转账服务质量可以立即显示效果。努力开拓各种银行卡的使用对于改变消费需求必须借助现金流转的格局则有长远意义。现金管理办法要根据市场经济的要求进行改革：就经济来说，不应简单限制通货与存款的相互转化，而应通过经济措施鼓励节约用现；就社会和法治要求来说，则应考虑各国行之有效而我们又可采用的有效做法。至于人们的习惯与观念，并非形成于旦夕之间，不必专门着意宣传扭转——在生活的发展中人们是会接受更方便的新鲜事物的。

在改革不断推进的过程中，通货存款比的下降，在我国应是必然的趋势。通货存款比的下降，在其他条件不变的情况下，会



使同等的基础货币创造出较大的货币供给；换言之，同等的货币需求会由较小的基础货币所创造的货币供给来满足。这是宏观调控中必须予以关注的一个重要问题。

## 第五节 商业银行创造存款货币 的自我约束机制

### 制约存款准备与存款货币比的因素

$R/D$ ——存款准备与存款货币的比取决于公众对信用的需求、商业银行对存款货币创造的意向和中央银行对这个比例的法定要求和宏观调控目标等因素。其中，商业银行的行为占有中心地位，是本节所要讨论的内容。关于公众对信用的需求，也在本节涉及。至于法定存款准备率等宏观调控问题将在后面讨论。

### 商业银行经营的盈利目标

在市场经济中，商业银行与工商企业、运输邮电企业等等一样，也是一种产业，现今把它归入第三产业。

作为一种产业，盈利是其基本准则；不盈利，资本就不会向这个领域投入。如有水平较高的盈利，说明这个行业的现有规模尚不足以满足客观需求，则会吸引资本继续向这个领域集中。

现在国内对金融业的蓬勃发展甚为关注。对比国有企业相当部分处于窘困状态，金融业的高盈利——虽然近来趋于下降——特别显眼。就经济发展本身的规律看，金融业的特别景气状态反



映着经济建设和改革开放对于这一行业的强劲需要。而且这种状况看来还会保持一个相当长的阶段。企图抑制这一势头，对于改革和建设均为不利，特别是与建立市场经济体制的要求相悖。这是一个方面。另一方面则是我国银行这一行业，并不是任何人都能自由进入的。因而高盈利又与其缺乏完全竞争条件的特殊状况联系着。理论上的抽象推导，如果存在完全竞争环境，高盈利会引起资本的投入，并最终会把盈利水平拉下来。但就是在市场经济高度发达的国家，竞争也多少是不完全的。问题是，中国刚由计划经济向市场经济转轨，私人办银行不会开放；机构法人办银行也受到极严格的限制。外资银行的进入，原则上、长远方向上无疑是必然趋势，而且还要对之实行“国民待遇”。但今天，开多大口子，业务范围如何把握仍需探索进行。因而这一行业的高垄断性质短期不会有大的改变。在这种情况下，高盈利水平是不会自然而然降下来的。

银行与一般工商企业甚至公用事业有一个极其不同之处，即其所承担的社会责任明显高于其他行业：创造货币的多少，对整个经济生活的影响无疑是极其重大的。对此公众往往主要关注中央银行发多少票子，而不太了解商业银行有创造存款货币的大权。能否稳妥地运用公众的存款并保障其不受损失，也涉及社会经济生活的安定问题，公众强调银行的社会责任则大多是从这一角度出发。但无论如何，特殊的社会责任是客观存在。于是就有如何一个如何处理盈利与社会责任这两者关系的问题。应该说，盈利吸引着资本的投入，才会有承担这种社会责任的银行为社会服





务、为公众服务；而银行则只有在承担社会责任的营运中取得盈利才能在社会中扎下根基。或许简单从银行所负的重大社会责任出发，认为把银行办成无盈利目标的公益事业似乎最为理想。但资本从何而来？公益事业，不可能筹集到建立这样一个巨大经济部门所需的资本；再者，公益事业也难以有市场经济发展所要求的高效率。毫无疑问，追求盈利绝不等于即可自然而然地保证实现其所承担的社会责任。两者之间的矛盾是客观存在。因此，各国对银行业均有严格的监管制度。

### **盈利、流动、安全——商业银行的自我约束机制**

商业银行要取得盈利，有一个最为必要的前提条件，即在激烈的竞争市场上能够保持自身的存在。

提到银行业，人们自然而然会想到这是经济力量足可左右市场的一个部门。但如用经营工商企业的观念来观察，它们又是极其脆弱的。负债累累，对工商企业来说，是经营已陷入困境的描绘；而对银行来说，如不“负债累累”，却说明它的业务尚未正常开展起来。有形的资产，如厂房装备、仓库存货等等，构成一般工商企业资产总额的主要部分；而银行的大楼和装备在其资产总额中的比重却是次要的，最主要的则是债权。形形色色的巨额债权对应着累累的巨额负债，就使得正确处理债权与债务之间的关系成为银行运作的核心问题，也是其难点之所在——债权债务链条中的任何梗阻都有可能使银行在某一时刻陷入丧失清偿能力的状态之中。如果丧失清偿力，面临破产、清理的威胁，盈利



显然也就谈不上了。

于是就产生了盈利性、流动性、安全性的商业银行经营原则。盈利性，追求实现盈利的最大可能，无需再解释：无盈利目标，也无这个行业发展的动力。流动性，即保障必要的清偿能力，以便无论面对任何情况均有可能按契约满足支付的需求。安全是针对风险而言。贷款有风险，利率升降有风险，汇率升降有风险，证券行市有风险，如此等等，应该说在银行营运中几乎无处无风险。因而，力求把风险降到最低限度与保证清偿能力成为保障银行自身存在的两个互相补足的最具有根本意义的要求。

两者与盈利性在具体营运中是矛盾的。最具有流动性的资产，是风险最小的资产，收益最低；最易于取得的负债和可以最长期支配的负债，成本最高。片面追求盈利，不顾流动与安全，不能成立；只片面强调流动与安全，造成无盈利可言，同样也不能成立。因而，营运的核心是寻求这三者的均衡点。这正是商业银行本身内在的自我约束机制。

### **商业银行的自我约束机制和货币供给**

商业银行的自我约束机制对于适度的货币供给有着关键的意义。

货币供给是为了满足货币需求的。作为一个范畴，货币需求表现为一个总量。但在现实生活中，它则是在为数众多的各类市场上，由数不清的经济行为主体，为了形形色色的目的，分散提出的亿万笔货币需求的集合。如何供给货币以满足这种随时随地



分散提出的货币需求，基本上是两个路子。

一是计划经济高度集中体制下的路子。本章第二节在论述货币创造问题时作了简要的描述。在这种体制下，货币供给权全部集中于中央，中国人民银行总行贯彻执行中央的决策。对于不同地区的不同需求，由中央根据各地方、各经济部门提出的计划批准供给的数量，具体由中国人民银行的分支机构贯彻执行。但就是在管得相当死的计划体制下中央也不能具体审核每一笔货币需求的合理性。所以必须在批准的数量下授权给地方根据具体需求供给货币。由于考虑地方的水平不高，视野偏狭，局部利益驱动和地方党政的干预等问题，则规定了诸多约束条款。从而地方的自主决定权限实际上不仅限制在总量之内，还限制在约束条款之内。于是出现了“打油的钱不许打醋”这样的规矩。<sup>①</sup> 现在听起来，这样的规矩非常好笑，但在那种体制下也并非全然没有理由。从这样的简单描述中可以看出，这种货币供给的路子实际上是面对极其复杂的经济生活所提出的货币需求，由一个中心决策，而对具体贯彻中央决策的各个基点则靠行政隶属关系加以约束、管理。

二是市场经济体制所形成的路子，即货币供给的权限分散于各个商业银行。在这种体制下，许多并存的商业银行以及它们的

---

<sup>①</sup> 那时各级上级行对下级行的贷款额度是分别工业贷款、商业贷款、农业贷款等等下达的。其中有些贷款额度不许“挪用”。如工业贷款需求小，下达的工业贷款额度有余，而商业贷款需求大，下达的额度不够，对于这种情况，基层行长往往无权在额度之间进行调剂使用，即工业贷款额度有剩余不能动用，而商业贷款的发放则不能满足商业部门的需求。



分支机构，面对范围大小不同的地区，根据不同经济行为主体的不同货币需求，决定是否给予、如何给予和给予多大的信贷资金支持，也就是决定是否供给、如何供给和供给多少货币。

在市场经济体制下，货币需求者是分别独立地进行决策的。他们从本身的利益出发，根据可能搜集到的所有信息，对自己必须承担经济行为后果（对自己的行为必须承担经济责任，这在市场经济中是无需附加说明的）作出预测性的判断，并确定是否提出货币需求。就这个意义来说，他们的需求决策可以认定是理性的。然而，由谁代表市场对其合理性进行理性的评价并决定是否予以满足？在市场体制下是具体经营货币业务的众多商业银行：

——如果说，在集中计划体制下，一个高度集中的货币供给决策者，无论如何，没有能力面对亿万笔货币需求作出具体的判断，那么众多的商业银行则是众多的货币供给决策者，它们与货币需求者的距离，则无论如何，较之一个高度集权的决策者要近得多，从而有可能掌握较多的信息并作出较具体的判断。

——在集中计划体制下，银行虽只一家，但也有千万家分支机构与货币需求者发生经常的直接联系。问题是这些分支机构与商业银行不同，它们不是对自己的行为承担经济后果的独立经营者。而市场机制下的商业银行，正因为是对自己的行为承担经济后果的独立经营者，所以它们必然会从自身的利益出发，根据可能搜集到的所有信息，根据安全、流动和盈利相统一的原则，认真慎重地对每一笔贷款需求作出鉴定，并决定是否供给货币。



——形形色色的干扰，几乎在任何国度，都是客观存在（自然，干扰的来源、形式、强度不一样）。但银行抗干扰的能力则大有区别。在这里，是否是独立的经营者有关键意义。真正的独立经营者，其抗干扰的能力是内在的——自身生死存亡的经济利益是必然全力死守的防线；也只有具备这样的防线，才有可能进行真正独立的决策。

这就是说，商业银行从货币供给者的角度对每笔货币需求是与否的合理所进行的决策性评价，也应认定是理性的。

理性的货币需求决策和理性的货币供给决策构成货币供求协调的微观基础。也可以说是货币供求协调的首先一个层次的保障。但这个层次的保障还不充分。合理的微观行为的总和并不总等于宏观均衡，还需要有再一个层次的保障，即中央银行的宏观调控。这将在下节讨论。

### **公众的货币需求对商业银行创造货币的制约**

商业银行的自我约束机制，是说明在通常情况下它们对货币的创造有一个根据盈利、流动和安全三原则所自行判断的最高临界点。这个临界点指明商业银行在不破坏安全、流动原则下所能达到的最大盈利的边界。毫无疑问，达到这个边界对商业银行是有利的，然而，这并不完全取决于它们的意愿。因为，对于货币的需求是由客户提出的。无论是工商业者对于营运的信用需求，还是消费者对于消费信用的需求，主动方均是客户。客户需求大，超过临界点，临界点的把握在于商业银行；客户需求少，达



不到临界点，经过拓展业务的种种积极措施之后，仍然达不到临界点，那么客户的需求则决定商业银行创造货币供给的规模。

客户对于货币的需求，就每一个行为主体来说，取决于其主观的判断和意愿，然而从总体上说，也是取决于客观经济过程。经营者是否要求信贷，要求多少，关键取决于资本回报水平的预期；消费者是否要求信贷，要求多少，关键取决于对收入及其水平的预期。而这些预期则受制于整个经济发展的态势。经济发展的态势是高涨，是衰退，是趋向上升，还是低谷徘徊，决定主导的预期是乐观的，是不那么乐观的，还是悲观的，从而会使对货币的需求有极大的波动。这也可以说是客户——需求货币而向银行要求支持的客户方面的自我约束机制。也正是这一方面，使得商业银行不论经过如何努力并不总能使自己的经营达到既逼近临界点而又不超过的那种最优状态。

### **中国商业银行的自我约束机制尚处在形成的过程之中**

以上是就发达的市场经济讲的。在我们这里，情况则颇为不同。

可先从银行的顾客说起。现时，在中国，消费信用极小。近期，住房信贷已有迅速的推进，但发展也要有一个相当长的过程。至于经营者向银行借款，多年来是这样形容的：只要能借到钱，无论任何信贷条件，能借多少借多少；至于还得了还不了，以及利息是否承担得起，以后再说。简言之，像是没有“自我”约束的机制。国有企业这方面的问题突出，乡镇企业也并非完全



不存在这样的问题。因而，贷不贷的矛盾一直集中在提供贷款的银行方面。可是，商业银行，主要是国有商业银行，长期并不存在类如市场经济中那些商业银行的自我约束机制。

1994年，银行体系的改革提到了重要的日程上，1995年通过了《中华人民共和国商业银行法》。中国银行体系改革的最核心的问题是把几家国有专业银行改造为真正按照市场经济中商业银行经营准则独立经营的银行。为此，1994年建立了三家政策性银行，把基础设施的固定资产投资、进出口信贷和农产品收购方面的政策性信贷从现有四大家国有商业银行划分出去。但这样的措施并没有从根本上解决把困扰银行的政策性融资与经营性融资划分开来的难题。因为在流动资金方面的贷款业务和留给商业银行的固定资产投资方面的贷款业务中，仍然有相当大量的“政策性”融资。所以也就还不能不把相当数量的信贷资金投入效益差乃至无效益，从而不能保证支付贷款本息的国有企业。大量不良债权和应收利息收不回来的问题就是具体表现。商业银行法规定，商业银行的经营要遵守安全、流动、效益的原则。但在现实生活中，其基本实现还有明显距离。

贷款发放，也即向流通增加货币供给；贷款不能收回，也即应该通过归还贷款等途径减少货币供给的渠道不通畅。只投不回，如无其他均衡措施，货币供给偏多则难以避免。

对于这种状况，从以前好多年就有一种相当广泛的见解：问题在于下不下决心，只要下决心要求各国有商业银行按商业银行经营准则行事，无可挽救的企业则只有走破产清理的道路；而另



一些企业则会在资金压力的促使下改革经营，改变低效益的局面。然而，回到现实的土地上，假如在国有经济改革没有大幅推进的条件下，几家大国有商业银行真正毫不犹豫地立即按商业银行的准则营运，如贷款必须以企业有足够的盈利水平为前提条件，而且毫不通融，那就会有相当大量的企业陷入无法周转的状态之中。但是要破产，适应改革形势发展的新的破产法尚在制定之中，大量的下岗工人还没有较为成熟的社会保障系统加以救济，如此等等，问题极多。这种情况不改变，金融改革决心大不大，对比于社会的安定团结，就是次要的问题。所以，“百分之百地”真正按商业银行经营准则办事，不考虑现实，是行不通的。或者说，金融体制的改革特别不能脱离微观基础的改革而孤立地考虑。当然不是说，我们只能维持现有的状况。事实上，转折点已在显现。现在，建立现代企业制度在试点，国有资产法、破产法、社会保障法等一系列法律正在拟定，各方面的试点不断推进。特别是1997年“十五大”对于国有经济改革作出了重大决策。如此等等说明，已在采取实际步骤走向改革的目标。但对目标的实现则必须如实地理解为一个实实在在的、不可能完成于旦夕之间的客观过程。

## 第六节 宏观调控的必要性

### 分析这一问题的思路和假定前提

宏观调控，其必要性，对于从集中计划体制过来的人们来





说,是自然而然无需论证的事情——整个经济不加管理如何能成?而市场经济,这是分散决策的经济,它依靠的调节机制是“看不见的手”。立足于这一机制之中的人们,他们所讨论的是这只“看不见的手”有否必要辅之以国家的宏观干预;如果说有必要,如何把握干预的程度。那就是说,从市场经济出发,宏观调控的必要性绝非不言自明,而是需要论证的。其实,在上一个世纪,由社会集中计划资源和劳动分配的思想也是在社会科学领域艰苦研究、反复论证后才提出的。

在这里,仅从货币供给角度来考察这一问题。

商业银行的自我约束机制发挥作用是本节的假定前提。这样的假定前提能否构成适度货币供给的充分条件是本节所要研究的内容。

当然,在现实生活中总会有一些为了追逐利润而甘冒风险的金融机构过度扩张信用甚或进行金融欺诈活动。但这并不否定在市场经济体制下商业银行这一类经济行为主体是遵循内在的自我约束机制进行营运这个客观存在。

### **真实票据原则及其局限**

自我约束机制体现在业务营运的方针和原则上,即自我约束机制约束营运活动按这些方针和原则办事。

在本世纪以前,真实票据原则曾被认为是银行业所必须遵循的原则。

早期商业银行的信贷业务,主要是服务于商品流通的短期信



贷。其代表形式是票据贴现——银行购入（行业语言叫“买断”）商业票据。所谓真实票据原则是指，给予贴现的票据应是产生于真实商品交易基础之上的票据。

真实票据原则的意义是从两个角度论证的。一个角度是对各个商业银行的意义——能否保证安全、流动和盈利；一个角度是对整个经济生活的意义，用现在的习惯说法，即能否保证货币供给与对货币的需求相符合并从而保证宏观经济的稳定。

从各个银行来说，如果贴现的是在真实商品交易基础上所产生的票据，由于票据的支付义务履行者掌握着购入的商品，商品可以销售并获得销售收入，所以，支付义务可以履行，从而银行可以把票据所示金额的款项收回。这就是说，贴现业务是安全的。通常商业票据都是短期的：半个月、一个月、三个月，长也不过半年，对银行来说，资金不会长期占压。要是一时周转不灵，还可把贴现的票据拿到中央银行再贴现。既安全，又有相当的流动性，这样的盈利业务自然是很理想的。

从货币供给的角度看，银行作一笔贴现业务，无论是付给顾客现钞，还是把款项记入顾客的活期存款账户，都意味着是向流通增加货币供给；付款人履行了被贴现的票据的支付义务，无论是向银行支付现钞，还是开出支票从活期存款账户支付，则都意味着流通中相应减少了货币供给。众多的商业银行一方面通过千万笔贴现业务向经济供给货币；另一方面又通过收回到期票据而从经济取走货币。在这个过程顺畅进行的条件下，处于经济中的货币主要是短期吞吞吐吐为商品流转服务的货币，那就意味着货



币供给对应着对货币的需求，不会是过多的。

然而就是在上一个世纪讨论这一问题时，已揭露了很多矛盾。一是不少银行家说明，在实践中很难分清真实票据和融通票据——以获取银行信贷资金为目的而并不存在实在商品交易背景的票据。二是在经济繁荣时期，由于整个经济之中的资金循环在景气之下运行顺畅，没有商品交易为根据的票据也能到期履行支付义务；而在危机时期，即使票据的开出有真实的商品交易为根据，但由于大量商品销售困难，也没有到期一定能履行支付义务的把握。所以，真实票据原则对于各个商业银行的稳健运作虽然有重大意义，但绝不是说，只要遵循这一原则，商业银行的安全营运即可得到充分的保证。

结合整个经济周期来看，经济走向高涨的进程中，真实票据原则并不能保证整个商业银行系统不向经济中投入过多的货币；而在经济下滑的突发转折点，这一原则也不能保证整个货币支付系统不陷入紊乱。上一个世纪的前半叶，也正是真实票据原则理论占统治地位的时候，伴随着经济周期所出现的多次银行和货币体系的震荡，也恰恰说明这一原则从宏观角度考察有极大的局限性。

### **剖析真实票据原则所提出的问题**

真实票据原则，在当前的西方金融界早已成为历史，教科书中也是作为过时的理论加以介绍。其所以还要进行理论剖析，是由于从中可以提出一个在货币供给方面极为重要的问题。



真实票据原则如果在各个商业银行真正得到贯彻,说明自我约束机制发挥作用,或者说微观主体行为合理。但当真实票据原则被奉为银行经营圭臬的时候,上面的分析说明,宏观的稳定并不会因之得到保证。如作进一步的概括,问题可这样提出:创造货币的微观主体,其行为假设是合理的,是否等于宏观的货币均衡即可得到保证?当然,上个世纪的实践并不能说所有商业银行都全心全意、百分之百地遵守这样的原则;但实践也同样说明,当时所爆发的金融领域危机,主要原因并非是因为银行贴现的票据其主要部分都是不“真实”的。所以,问题仍可成立。

用当时的实践来检验,对问题的回答应是否定的。然而,那时非常复杂的社会经济背景,很难对这样的判断能否成立作出毫不犹豫的、有十足把握的答复。有幸的是,计划经济的实验使得我们有可能在一个极其“简明”的环境下,对这个原则进行再考察。

### 计划经济中的信贷三原则

本章第二节,极其简略地描述了计划经济及其高度集中的大一统的银行体系。并指出,当时银行对国有的、集体的经济单位负有由其一个分支机构提供贷款的任务。

当时,银行提供贷款,遵循信贷三原则:计划原则、物资保证原则和归还原则。

计划原则的简单解释,就是贷款的发放要有计划根据。在集中计划经济体制下,经济单位的生产、流通等经济活动都是纳入



计划的；在生产、流通等经济活动计划化的基础上，借取款项等融资的财务活动自然也是有计划的。第二节、第五节已经两度介绍当时各地区银行的分支机构要把所属地区各单位要求贷款的计划汇总上报，全国总的计划定下来之后，再层层下批；有了下达的计划，各单位才能在计划信贷额度之内具体申请贷款，银行也才能在计划的额度内发放贷款。计划经济中，信贷要遵循计划原则，是题中之义，无需解释。

归还，本是信用本身的本质特点，不言自明。西方银行在其长期发展过程中也未曾作为“原则”加以强调。其所以在计划经济中特别提出并作为“原则”对待，是由于30年代初，前苏联在信贷改革时已经强烈地被国有企业大面积不履行归还贷款义务的行为所困扰。看到我们今天国有银行所碰到的不良债权问题，那就不难理解为什么“借债还钱”这个人人皆知的通俗常识也成为社会主义信贷原则的缘故。不过顺便说一句，这样的矛盾并不是制定一项信贷原则所能解决的。

对我们在这里所要讨论的问题来说，更关键、更具有理论意义的是三原则中的物资保证原则。<sup>①</sup>

物资保证原则，是要求贷款必须有物资保证。所谓物资保证，并不是说要像通常抵押贷款那样的做法，把这些物资抵押给银行，而是说向银行要求取得贷款的单位，或从会计账目上申

---

<sup>①</sup> 从这里开始的有关“三原则”的剖析，引用了我在《财政信贷综合平衡导论》（中国金融出版社，1984年版）一书中有关部分的内容。文字则多有调整。



查，或实地检查仓库和作业现场，确有与贷款金额相当并且未曾作为贷款保证的物资存在。而且只有那些可以作为商品立即进入流通或经过加工在不长时间内即可以作为商品进入流通的物资，才有作为物资保证的资格。固定资产，就字面上说，也有机器厂房等“物资”存在，但它们的价值是以折旧形式通过很长期间才能逐步转到投入流通的商品之中，所以不能作为保证贷款的“物资”。具体一些说，工业生产单位要求贷款，必须有相当的生产储备、在产品储备、成品储备作为保证；商业单位要求贷款，必须有处于流通过程的商品——不论是生产资料还是消费资料——作为保证；农业生产单位的贷款保证有点特殊，那是将要生长出来或正在生长着的作物。

坚持物资保证的原则，应该说并没有市场经济中商业银行所必须考虑的稳健经营的目的。当全国只有一家银行时，挤兑倒闭的问题事实上是不存在的。其所以要坚持这一原则，中心目的是为了货币流通的稳定，就我们今天的用语，可以说是在于宏观的货币均衡。论证的基本思路大体是：贷款的发放如果遵循着物资保证原则，就可使货币运动与物资运动相符合从而使货币供给量的增减变化在总体上与商品物资运动对货币的需求相适应。具体一点说，一方面是贷款增加意味着货币进入流通，形成购买力；另一方面，如果贷款有物资保证，那就意味着或是商业部门有商品储备随贷款的增加而增加，或是生产部门有生产储备、在产品储备、成品储备随贷款的增加而增加。流通部门的商品储备和生产部门的成品储备，或直接可以进入流通，或经过运送、包



装等过程进入流通；生产部门的生产储备和在产品储备经过加工过程也可进入流通。所以，贷款之后，同时、稍迟、最长不超过一年，就会有新增加的商品供给在流通中出现并提出对货币的需求。这就是说，在贯彻物资保证原则之下，一笔贷款所投入流通的货币及其所形成的购买力，无论注入哪个部门和哪个地区，无论是处于现金形态还是处于存款形态，从总量上说，总会有等量的商品供给和对货币的需求与之相对应。货币供给与货币需求对应，市场供给与市场需求的平衡得以实现。

比较信贷三原则中的物资保证原则和西方商业银行曾奉行的真实票据原则，从形式和做法看差异极大：计划经济中由于不允许经济单位之间发生商业信用，从而也不存在商业票据，更提不上票据是否真实的问题。但只要考察其思路，特别是就货币与物资对应这个基本思路来考察，两者却显然是一脉相承的；甚至可以说，物资保证原则是使真实票据原则在一个简明划一的计划经济模型中更为理想化。

### **理想的三原则仍不是保证货币均衡的充分条件**

然而，事实显示，在微观层次上最为理想并得以严格贯彻执行的物资保证原则也不是保证宏观货币均衡的充分条件。“一五”时期，贷款基本是短期贷款；那时的贷款原则，包括物资保证原则在内，贯彻得相当认真。按上面说的道理，货币供需应该均衡。可是，在有些年份，货币的均衡却明显地必须由国家采取补充的措施才得以实现。与这种情况相反，改革开放后的几年，物



资保证等贷款原则的贯彻逐年松弛下来，无物资保证的贷款从无到有，迅速增加。按上面所讲的道理，货币供需应该明显地不均衡。但那几年的货币流通和市场的状况并未显著恶化。在改革开放前，人们已明确意识到，货币均衡要求国家在信贷领域之外采取措施。但并未怀疑到有关贷款原则的理论本身存在有什么问题。而当改革开放后有了相反的现象时，则促使人们把目光转向对信贷原则本身的重新认识，并开始注意到这样的矛盾：纵然贷款的物资保证状况不好，货币均衡并非不能实现；相反，就是贷款有良好的物资保证，也并不等于有货币的均衡。问题发生在什么地方？

### 矛盾的剖析

贷款意味着货币的投出。但投出的货币却不一定完全是现实流通着的货币，从而不一定是现实的购买力。比如，向商业提供的收购工业品的贷款，或向工业提供的购入原材料的贷款，使相应金额的工业品实现，而通过贷款投出的货币则成为工业企业的存款。存款用于流动资金补偿的部分要立即花用，从中提取的折旧基金则不一定全部立即花用；存款用于发放工资，大部分要立即支用，但或多或少总会有一部分或以现金形态存放起来，或到银行储蓄起来，较长时期不支用；存款用于利润分配，上缴财政的，有一部分可能作为结余不用，支用出去的部分，分配给工教人员的，也将会有储蓄存款，分配给机关部队等经费单位的，如允许结余留用时，也会有一部分不花用；留给企业的利润，则视





财务管理体制而会有多一点或少一点的不动用的专用资金，等等。如果贷款是用于收购农副产品的，货币则注入农民手中，其中会有一部分转为银行储蓄存款或现金沉淀；至于流入农业集体单位手中的货币，其中有一部分不立即花用也是必然的。总之，贷款投出的货币必然有一部分会转化为不处于流通状态的或者说现实不流通的货币。

如果我们以  $L$  表示任一笔短期贷款的数量； $r$  代表由贷款所投出的货币中将转化为现实不流通的货币的比例，那么，贷款所引出的现实流通着的货币和现实不流通的货币将分别是：

$$L(1-r); \quad L \cdot r$$

在一定期间，短期贷款会有许许多多笔，每一笔所形成的现实流通的货币，在流通中所停留的时间有长有短：可能是几小时，可能是几天，可能是几个月。如过长，例如超过一年，则可归入现实不流通的货币的概念之中。至于每一笔贷款所形成的不流通的货币，最短也应是在一年之内不动用的。就一定时点看，贷款余额是过去所发生的许许多多贷款中这时仍未归还的贷款的累计额。与之相对应的现实流通的货币是过去许许多多笔贷款所形成的现实流通的货币到这时仍未花用部分的累计额；而与之相对应的现实不流通的货币则是过去许许多多笔贷款所形成的这类货币的累计额。如果用  $\sum L$  代表一定时点上的贷款余额，也即货币供给额；用  $\bar{r}$  代表供给的货币中现实不流通的货币的平均比例，则该时点上的现实流通的货币量与不流通的货币量分别为：



$$\sum L(1 - \bar{r}); \quad \sum L \cdot \bar{r}$$

再看贷款的物资保证这另一面。物资保证——我们这里先假设都是符合要求的物资保证——经过或长或短的时间是可以投入流通的。但是,就如同贷款投入流通的货币有一部分要转化为不流通的货币那样,贷款的物资保证事实上也会有一部分并不能形成现实的商品供应。从流通过程来说,随着商品流转额的扩大,除非有过去库存过多等特殊情况,必然要求库存增大。这是保证商品不间断地供应市场的必要条件,甚至可以说,没有这种库存的增大也不会有商品流转额的扩大。所以,本期商品供给增加的金额并不是流通部门本期收购增加的金额,而是这个金额减去库存的增加额。从生产过程来说,生产的扩大也必然伴随生产过程资金占用的增多,如原材料的储备、辅料燃料的储备要增多,在产品的数量会加大。这也是保证生产扩大的必要条件。而随着产出的增加,脱出生产过程的成品,其库存量也势必加大。所以,本期生产部门增加的商品供给额并不等于增产的产品总值,而是要从这个总值中减去资金占用的增加额。总之,在生产和流通扩大的情况下,贷款的物资保证总会有一部分不能形成现实的市场供给。当然,这是就客观经济条件,如技术条件、管理体制、管理水平等没有发生重大变化的情况来说的;如果发生了重大的变化,商品库存对流转额的比例,生产资金占用对生产规模的比例则可能有脱出常规的升降。但变化了的情况一旦相对稳定下来,这个规律又会在新的基础上起作用。



与这个规律同时存在的是:物资从开始作为贷款的保证到投入流通作为现实供给的间隔可能要长于货币——现实流通的货币——从投入流通到实现购买力的间隔。进入商业系统的物资看来都是可以立即投入流通的。但也要有从批发转到零售,从此地运到彼地,从这个季节存到另一个季节,从大包装加工为小包装等一系列的过程。至于作为生产储备的物资,则更要有个加工过程。这里需要时间。当然,货币也要有分配过程。如取得销售收入到发放工资有过程;工资支出也有过程;向财政上缴税款和利润有过程;财政的集中和分配也有过程,等等。于是也需要时间。假如货币从投入流通到实现购买力平均是一个月,物资从作为贷款保证到可以现实地供应市场也是一个月,那么,在一个月后的市场上则有供求平衡。如果货币从投入流通到实现购买力只需要半个月,那么半个月后则只有货币购买而无物资供给。为此,我们就需要有一部分库存作准备,以平衡这时间上的差距。由于经济发展是个连续过程,这类性质的库存本已存在。不过只要经济增长,这类性质的库存也就会有加大的需要,那么,也就会使相应的物资保证不能成为本期的供给。

上面,先仅就规模,后仅就时间作了分析,或许还应有其他的分析角度和更科学的论证方法。不过可以肯定一点,即贷款的物资保证假设全部合乎要求,那么也会有一个合乎规律的部分并不能形成现实的商品供给。

从一定时点上,如果短期贷款的发放都坚持了物资保证原则,那么,物资保证所值金额的总和就是贷款总额。因而,对物资



保证的数量也可以用来表示。由于物资保证并不是全部而只是其中的一部分能够形成现实的商品供给并向流通提出对货币的需求,所以它们向流通所提出的货币需求,不会是 $\sum L$ ,而是一个较小的量。如用 $\bar{i}$ 表示不能对市场形成商品供给的平均比例,则可以下式表示:

$$\sum L(1 - \bar{i})$$

而不能形成现实商品供给并从而不会提出对货币需求的量则可表示为:

$$\sum L \cdot \bar{i}$$

这里有一个问题需要加以说明,即在现实生活中,就是在物资保证原则贯彻得较好的年代,除了合乎要求的物资保证外,还往往有一定数量的不合乎要求的物资保证:可能在贷款时就不合乎要求,也可能是贷款后变成不合乎要求的。即使管理体制和工作条件都好,而且也注意努力消除不合要求的物资保证,就如同非常注意交通安全但并不能使交通事故一点也不发生一样,这种不合要求的物资保证也总会以一定的概率存在。如果承认这一点,那么,也就得承认在物资保证与商品供应之间的差额中还必然存在着这样一个扩大差额的因素。

归结上面对贷款所投出的货币和对贷款的物资保证的剖析,可以看出,由于种种原因,贷款所投出的货币并非都是现实的购买力,并非都是现实流通的货币;而贷款的物资保证则并非都是现实的商品供给,从而并非都能提出对货币的需求。所以,事实并不像



通常所理解的那样简单,即贷款总额与其所对应的物资保证总额相互比较,而是它们双方各自的一部分——现实流通的货币与现实市场供给所决定的对货币的需求——相互比较。用上面的符号来表示,即:

$$\sum L(1 - \bar{r}) : \sum L(1 - \bar{i})$$

这里出现了一个  $\bar{r}$  与  $\bar{i}$  的关系问题。就数量关系来说,不外三种可能:

$$\bar{r} = \bar{i}; \quad \bar{r} < \bar{i}; \quad \bar{r} > \bar{i}$$

如果  $\bar{r} = \bar{i}$ , 那么现实流通的货币量适度, 市场供求平衡。但问题是, 并不存在  $\bar{r} = \bar{i}$  的必然性。因为决定进入流通的货币转化为现实不流通的货币, 其原因, 同决定物资保证的一部分不能转化为现实的市场供给, 从而并不现实地提出对货币需求的原因, 从上面的分析可以看出, 不是同一的。所以,  $\bar{r}$  与  $\bar{i}$  即使相等, 也纯属偶然。

如果  $\bar{r} < \bar{i}$ , 则

$$\sum L(1 - \bar{r}) > \sum L(1 - \bar{i})$$

即现实流通的货币、现实的市场需求多出了  $\sum L(\bar{i} - \bar{r})$ 。

如果  $\bar{r} > \bar{i}$ , 则

$$\sum L(1 - \bar{r}) < \sum L(1 - \bar{i})$$

即现实流通的货币不足, 相应的市场供给偏多, 其差额为  $\sum L(\bar{r} - \bar{i})$ 。



无论哪种情况都说明不存在货币的均衡。

分析到这里，可以清楚地看出，作为信贷三原则的物资保证原则，虽然在每一笔贷款中都坚持了货币运动与物资运动的结合，但货币、物资各有自己的独立运动过程，从而其总合并不能保证实现货币均衡，也不能保证实现市场均衡。

对于解决宏观的不均衡，物资保证原则很重要，但不充分。为此，需要从宏观经济角度考虑措施：货币供给不足，需考虑如何刺激货币需求，引导货币供给增加，引导不处于流通状态的货币转化为现实流通的货币；货币供给过多，则需考虑如何抑制货币需求，减少货币供给量，并使现实流通的货币有一部分转化为不流动的。<sup>①</sup>

### 一般性的论断

所以要回顾计划经济中的信贷三原则，是由真实票据原则问题引出的。通过对真实票据原则在计划体制下的更为理想的实验——坚持物资保证原则——所进行剖析，从中提出的核心问题是：就微观角度，用微观分析方法判断是合理的行为，其总合并不能保证宏观运行的均衡要求。

顺便指出，在我国，应该说，由于古典经济理论的影响，过分夸大真实票据原则这类思路意义的倾向还是存在的。要是把这

---

<sup>①</sup> 关于这方面的系统分析，可参见我在1984年出版的《财政信贷综合平衡导论》。



样的思路看成是绝对正确的思路，不利于金融事业的改革、开拓。

然而现代银行的经营，已经不再受这样原则的约束。银行的业务内容，即使在仍然要求严格贯彻分业经营的条件下也是极大地丰富了。所以，体现着安全、流动、盈利的商业银行自我约束机制，也是由新的经营管理方针和原则所体现。如现代银行的资产负债比例管理和风险管理，如银行对顾客和业务方式的选择，对不同资产业务的掌握标准等等，都有很多新的理论和做法。那么这些新的原则和作法是否使真实票据原则和物资保证的局限性——微观行为合理但不能保证宏观货币均衡——已经被突破了呢？科学的论断应该根据对新的原则和作法作逻辑剖析。这是需要从事大量研究的任务。这里只是指出，从实践中的大量事实来看，在现代经济生活中，没有宏观调控的货币均衡和市场均衡几乎是不可想像的。所以可以推论，本节前面剖析真实票据原则和物资保证原则的论断在改变的条件下也仍然有效。那就是：从宏观经济角度来说，单靠约束微观行为，不论是国家监管的约束还是来自更具有效力的内在自我约束机制，不论这些约束如何严格，如何理想，都是不充分的，因而还必须补充以宏观调控系统。

## 第七节 中央银行宏观调控的工具

### 中央银行行为影响货币创造的各个因素

在宏观调控系统中，中央银行占有关键性的地位。



前面在分析宏观模型时提到,通常把基础货币  $B$  的形成视为中央银行行为。的确,中央银行行为对于  $B$  的增减变化有关键性的作用,但却绝不局限作用于  $B$ 。也有的把中央银行的调控表述为对基础货币的调控,即所有调控手段均作用于基础货币而以之为中心。这有道理,但也不尽然。应该说,中央银行行为关系到货币创造的各个方面。

### 调节工具

中央银行的传统调节工具有三:法定准备率、贴现政策和公开市场业务。实际上各国不同时期并非三者并存;即使三者同时存在,重要性也不相同。这些均视各国各时期的不同条件而变化。

此外,如我国长期使用的主要控制工具——规模,国外有一个相应术语 Ceiling,也并非我们所独创。不仅不少发展中国家使用,甚至发达国家也并非任何时候都绝然排斥。

《中国人民银行法》规定,中国人民银行可运用的调节工具为:

- (1) 要求金融机构按照规定的比例交存存款准备金;
- (2) 确定中央银行基准利率;
- (3) 为在中国人民银行开立账户的金融机构办理再贴现;
- (4) 向商业银行提供贷款;
- (5) 在公开市场上买卖国债和其他政府债券及外汇;
- (6) 国务院确定的其他货币政策工具。





### 法定准备

前面分析商业银行时曾一再提到它们的存款准备，这包括在中央银行的准备存款和银行本身的现金库存。存款准备对商业银行来说，是它们保持支付能力所必需的。保有存款准备比例的高低则关系存款货币的创造。

准备比例的大小，可由行业的经验来把握。由于经济处于不断的周期波动之中，这个比例——对保证商业银行支付能力来说的必要比例——是可变的：在经济趋向高涨时期，这个比例可以压低水平，支付周转仍能保证顺畅；在经济处于低谷时期，整个经济周转不畅，这个比例则需较高水平。至于经济一旦发生激烈震荡，再高的比例往往也难以保证支付。

对于后一种情况，实际是不能用提高存款准备率的办法来防范的。极而言之，只有百分之百的准备才可万无一失。但这时，银行也就没有经营的理由了。然而就一般波动的情况来说，把比例控制在既可防止经济高涨时信用的过度扩张，又可在经济低潮时保证支付周转，是一个可行的思路。也正是从这样的思路出发，不少政府推行了法定准备率的政策，即由法律规定存款准备率的最低限，以力求保持银行制度的稳定并进而保持经济的稳定。由于准备率的高低直接关系存款货币的创造，所以它又能成为更积极的用以控制信贷规模和货币供给的工具：调到较高的准备率，紧缩的政策；反之，则是扩张的政策。



### 超额准备和教科书通常列出的存款货币创造公式

在商业银行的日常经营中，准备率——吸收的存款总额与在中央银行的准备存款这两者的比率——事实是在不断变化的。而法定准备率是一个不变的常数。要保证不低于法定准备率，商业银行则必须使实际的准备率高于法定的。从而就有一个超额准备率的概念。考虑到超额准备，活期存款形态的存款货币，其创造公式表示为：

$$D_c = \frac{D_0}{c + r_c + e + \frac{D_t}{D_c} r_t}$$

式中， $r_c$  表示活期存款的法定准备率； $e$  表示超额准备率； $r_c + e$  等于第二节中的活期存款准备率  $r$ ；其他符号的意义同该节。

需要强调一下，教科书列出这个公式，通常只说它是存款创造的全公式；在等号的左方是一个不带下标的  $D$ 。其实，确切地说，它只是“活期”存款创造的公式，而不是全部存款创造的公式。

### 法定准备率工具的局限性

法定准备率这一工具是普遍承认的一种重要调节工具，但世界各主要发达国家并非同等予以重视。有的国家一直把比例规定得很低，也即不是把它作为主要的调节工具看待，而是更倾向于重用其他工具。就是在曾经非常重视它的国家中，如美国，也很少用调整比例的措施来进行宏观干预。



其所以很少用它来进行调整,是因为它的作用力过于猛烈。调高准备金率,其他条件不变,立即反比例地缩小乘数:如存款准备额不变,则信贷规模,从而创造的存款货币规模,相应减少;要维持信贷和货币供给规模,则必须设法使基础货币金额相应增大。问题还在于,如果考察总额,只是正反比的等比变化;如果考察增量,其变化会极其突出。即法定准备率的一个百分点的变化会使增量的变化成倍地扩张或缩小。假设现有的存款货币总量与存款准备之比是100 000:10 000,即准备率为10%。在经济发展过程中,设基础货币在考察期的增量为1 000,即基础货币总额达到11 000,如果准备率不变,存款货币则有增加到110 000的可能,即增量可能为10 000;假如准备率提高一个百分点,即从10%增到11%,基础货币虽然从10 000增长到11 000,存款货币总量仍将为100 000 ( $11\ 000 \div 11\%$ ),结果增量为0。假如准备金率降一个百分点,即从10%降到9%,在基础货币增加1 000的情况下,存款货币总量则会达到 $122\ 222 \times (11\ 000 \div 9\%)$ ,即增量可能为22 000。不同准备率下增量的变化是0—10 000—22 222,差距的幅度极大。

其所以特别指出增量变化,是因为现实生活中,要满足客观变化了的需求,主要靠增量;存量服务于已有的关系,不那么容易调整。当经济增长时,如果存款货币增量为零,那无疑是强烈的紧缩;增量增加过猛,则会立刻显示扩张推动经济过热的效果。

由于银行业务利用电子等现代技术,发达市场经济国家的超



额准备率普遍低于1%；同时，由于银行的国际化，哪一个国家的法定准备率订得高，在国际竞争中就会处于不利的状态。因而降低法定准备率的压力不断增大。完全取消法定准备制度的国家也已出现，如卢森堡就没有最低准备率的要求。

我国是从中国人民银行成为中央银行的1984年开始建立法定存款准备率制度的。1988年9月以来，我国对存款货币银行实行不分存款类别的13%的统一准备率。<sup>①</sup>而且我们还有一个特点，即把各商业银行在中央银行的准备存款账户一分为二：法定存款准备金账户和备付金存款账户。在法定存款准备金账户上必须保持13%的法定存款准备率之外，在备付金存款账户上还要保持必要的“备付率”，要求掌握的备付率为5%~7%，两者相加为18%~20%。此外，有时还规定带有行政强制性的“特种存款”，这实质也意味着提高存款准备率以限制货币乘数。在一定时候提高存款准备率，无疑有紧缩作用，但长期要求高准备率则并不具有这种意义。当国有商业银行长期主要靠人民银行的大量贷款给予支持时，过高的准备率不能不由人民银行的贷款所支持。这时只是国有商业银行要向人民银行多缴一部分利息。如1988年法定准备金存款年利率为5.04%，而人民银行对金融机构的年度贷款利率为8.28%，利差达3.24%。不过自1990年后利差迅速缩小。如1993年这两种利率分别为9.18%和10.62%，

---

<sup>①</sup> 最初是分别存款种类规定法定存款准备金率：企业存款，20%；储蓄存款，40%；农村存款，25%。1985年，改为不分存款种类的统一准备金率，并下调为10%。1988年调高到12%。



利差降到 1.44%。顺便说一句,很多国家,对商业银行的准备存款,中央银行是不付利息的。

关于各国存款准备率的差异,用国际货币基金组织统一口径的统计资料便于比较。表 2—3 是 1993 年底的统计数字。

表 2—3

国 家	单 位	存 款 <sup>①</sup> (1)	准 备 <sup>②</sup> (2)	准备率 (2) / (1) × 100
美 国 <sup>③</sup>	10 亿美元	2 152.6	64.2	2.98
英 国	10 亿英镑	269.91	6.78	2.51
法 国 <sup>④</sup>	10 亿法郎	3 984	31	0.78
德 国	10 亿马克	1 835.3	109.1	5.94
日 本	万亿日元	437.34	7.22	1.65
加拿大	10 亿加元	393.03	5.92	1.51
新加坡	百万新元	731.88	57.70	7.88
韩 国	10 亿韩元	100 522	10 836	10.78
印 度	10 亿卢比	3 028.3	481.2	15.89
泰 国 <sup>④</sup>	10 亿铢	1 934.2	60.9	3.15
菲 律 宾	10 亿比索	526.74	87.67	16.64
中 国	10 亿元	1 858.02	526.69	28.35

① “存款”为 IMF 国际金融统计第 24、25 两项之和。第 24 项为活期存款;第 25 项为不能直接开具支票的定期存款、储蓄存款和外币存款之和。各国的统计口径小有出入。

② “准备”为该统计的第 20 项。

③ 美国的口径是专指商业银行;其他各国包括各类存款货币银行。

④ 法国与泰国是 1992 年底的数字。

资料来源:IMF:《国际金融统计年报(1994)》。

从表 2—3 的数字看,差别是极为突出的,发达国家中只有德国



的比例高一些，但也不过是5%多一点，亚洲的发展中国家大都较高，中国则有点高得出奇。

1998年3月，中国人民银行决定把各商业银行在中央银行的法定存款准备金账户和备付金存款账户合二为一，同时法定存款准备率从13%下调到8%。

### 贴现政策

票据贴现业务，前面已经介绍，是指商业银行以倒扣利息的方式购买工商业者的商业票据的行为；商业银行如头寸不足，则以自己购进的票据向中央银行再贴现。中央银行购进商业银行持有的商业票据所据以计算倒扣金额的利率称之为贴现率。这个贴现率，在不少国家，曾很长时期代表中央银行的基准利率，左右着商业银行进行贴现和其他短期信贷业务利率的高低，并从而影响整个金融市场的利率水平。

所谓贴现政策就是运用贴现率——中央银行再贴现的利率——来调节信贷资金供求，从而调节货币供求的政策。商业银行在扩大信贷业务从而扩大存款货币创造时，必须相应补充在中央银行的准备存款乃至现金库存。当这种情况不是个别银行，而是带有普遍性时，同业之间的调剂不能完全解决问题，那就需要从中央银行取得信贷支持。如果中央银行倾向于紧缩，则提高贴现率。贴现率提高，商业银行就要从成本角度考虑或是适当控制贷款规模，或是提高本身资产业务的利率；而工商业者由于借入成本的提高，则会相应压缩对于资金的需求，也即对货币的需求。



如果倾向于扩张，则可维持较低的贴现率以刺激商业银行扩大信贷业务和工商业者对信用的需求。所以贴现政策也就是运用利率进行宏观调控的政策。

需要指出的是，由于发达市场经济国家多年一直对经济生活进行干预，公众非常注意国家干预的倾向。如提高利率，说明当局认为经济已经过热并且已达到必须采取行动的程度。这时工商业者则会相应调整自己的活动而不一定等待利率直接作用到自己的经营成本再采取行动。从这个角度说，贴现政策的告示作用是非常明显的。

由于中央银行对商业银行的资金支持，其大宗并非永远钉在贴现业务上，所以起主导作用的也并非永远是贴现率。有的国家则两种或两种以上利率均起作用。近年来，回购协议业务大发展，所以，有的国家回购协议利率成为主导的利率或主导利率之一。不过由于习惯关系，贴现率通常还是作为官方基准利率的代用语。

经济对利率的反应，总的说来，是敏感的。在历史上，在经济波动幅度特别大的情况下，利率作用的局限性则较为明显。如经济周期的高涨阶段，利率提高往往高不过工商业者对资本回报的乐观预期，从而起不到抑制的作用。相反，如在 30 年代大萧条时期，利率已降到极低的水平，但仍然刺激不起工商业者投资的积极性。不过，当市场经济的发展比较成熟时，这种极端的状况少见，对利率反应的敏感性则突出出来。近些年来，甚至只是 0.5 个百分点的利率升降也会引起金融市场的颇大反应。所



以，很多国家现在都用利率作为宏观调控的主要手段和中介目标。

我国利率虽然已被列为中央银行宏观调控的手段，但作用相当有限。

在计划体制下，实行官定的低利率政策。改革开放以来，利率仍然实行由国家最高决策层决定的政策。只是在某些利率上允许一定的浮动。至于利率水平仍是较低的。从名义利率看，这些年来，我国的利率水平较之发达市场经济国家都高，但估计到通货膨胀，实际利率并不高。有一个利率和通货膨胀率的比较图可以参看（见图 2—8）。很多发展中国家，由于高通货膨胀的存在，而利率又由官方控制，负利率的问题十分突出。我国，总的说来，这方面的问题还不严重，只是在通货膨胀较高的几个年份之中存在。虽然如此，也值得注意。如 1988 年中，偏低的利率就是一度造成银行储蓄大量提取的原因之一。

在计划体制下，利率的低水平和利率缺乏弹性是相伴随的。那时，利息支付计入成本，计划成本则随利率的变动而相应调整，并不影响企业经济效益的考核。同时，利率高了，为了完成计划任务，不能少借；利率低了，由于借款有计划额度的限制，也不是想借多少就可借多少。改革开放之后，非国有经济成分迅速发展。在这些领域，利率弹性日益显现。只是在市场形成处于开拓时期，投机运作在高收益预期的驱使下，促成了不公开或半公开的非官定利率的攀升。至于国有经济领域，虽然经营权逐步放开，但利率弹性依然很低。由于经营者或主管单位的决策者事



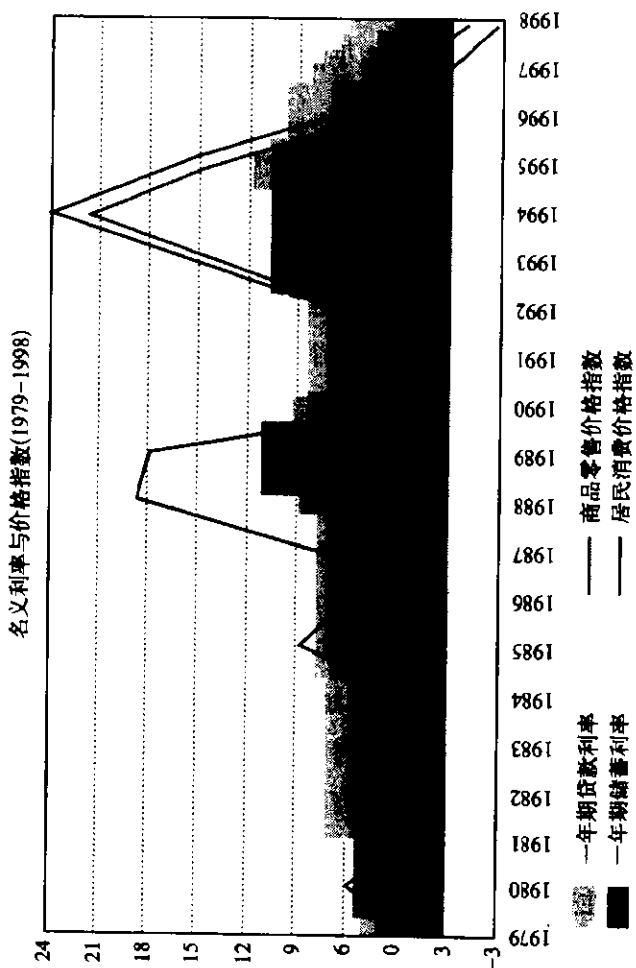


图 2-8



实上对经营结果并不负担真正有约束力的责任，所以追逐官定利率的贷款成为经营管理的重要手段——即使利息高，也是借来再说，不计后果。

直到今天，事实上存在着官定利率和不合法的“市场”利率。更为复杂的是，官定利率与市场利率并非是在两个界限分明的市场——国有经济市场和非国有经济市场——分别运行。事实上，两者相互交错，难以划分。在这种情况下，要运用官定基准利率杠杆进行宏观调控，其作用无疑极其有限。

商品价格的双轨已经并轨，资金、资本价格事实上的双轨并行状态也并非有长期必然存在的理由。这种与市场经济相悖的状况宜尽快予以解决。

当然，利率形成机制本身的改革，是发挥利率作用的必要条件，但还有赖于国有经济改革的成功。只有当国有企业的经营机制能对利率的变动有灵敏反应时，利率作为宏观调控工具的作用才能真正发挥。

### 公开市场操作

公开市场操作是指中央银行通过在市场上购入或卖出国家债券和外汇等金融工具，特别是国家债券，以实施货币政策的活  
动。这一操作是对商业银行存款准备和基础货币的直接调节：买  
入，商业银行存款准备增加，基础货币增加；卖出，则商业银行  
存款准备减少，基础货币减少。由于是公开的市场交易，中央银  
行有可能随时买入或卖出，买入或卖出的数量也可机动掌握。所



以, 对于货币供给的调节颇为灵活、有效。

这一政策工具的实施, 首先要求有一个完善的、规模足够大的国家债券市场。这个前提是不言而喻的。不过, 也需说明, 国债需要足够大, 但绝不能是发债难以控制的局面。如果国家债券的发行不能控制, 则发行债券与过高的通货膨胀率相伴, 公众和商业银行并不把国家债券视为持有资产的良好金融工具, 那也就不存在中央银行用以作为调控工具的条件。在这种情况下, 中央银行持有大量国家债券实际是以货币供给直接弥补财政亏空。

就国债而言, 公开市场操作的债券主要是短期国库券, 因为只有短期国库券才能成为商业银行用作调剂头寸的理想流动性资产。除去国家短期债券外, 其他金融资产, 只要是能够构成商业银行流动性资产的重要构成部分并且可为中央银行作为资产接受的, 也可成为公开市场操作的买卖对象。比如外汇、银行承兑票据、大额存单等。我国是把中央银行融资券和外汇作为补充的对象。

我国的公开市场操作已列入宏观调控的法规之中, 并于1996年4月开始实施。从国债方面来看, 现已有一定规模, 在可预见的将来, 有继续增大的趋势。国债的二级市场虽还有待进一步规范, 但已建设几年, 有一定的基础。从国家债券的券种看, 一年期以下的短期国库券已开始发行。同时, 由于通货膨胀处于可控状态, 从而有可能使国债发行不致成为直接吸取银行体系资金的渠道。总之, 从前提条件来看, 实施公开市场操作的基础和环境逐步改善。



至于外汇，由于我国进口总额和出口总额与 GDP 的比已经很大，如 1996 年进出口总值为 2 899 亿美元，按当年平均汇率 8.313 9 计，为人民币 24 102 亿元，与当年 GDP 68 593.8 亿元比，已相当 35% 强<sup>①</sup>，其他经常项目和资本项目的外汇收支金额也颇可观，其收支状况对经济生活的影响日益重大。1994 年人民银行结汇投出人民币约 3 000 亿元，这都是形成基础货币的。而 1993 年底，金融机构在人民银行的准备存款为 5 541.1 亿元。把这两个数额对比，可以清楚看出，外汇在形成存款准备方面的不可忽视的作用。所以，外汇作为一个补充的操作对象用以调节基础货币数量是有现实意义的。

公开市场操作不仅直接调节基础货币数量，而且还对利率有很大影响。如美国联邦储备银行通过公开市场操作买卖短期国库券，在竞买竞卖中所形成的利率水平直接左右着整个短期市场利率水平的形成。也就是说，这一操作的意向和力度除主要由基础货币量的增减体现外，并同时由利率的升降予以加强。即基础货币的减少与利率水平上扬匹配和基础货币的增加与利率水平的下浮匹配。公开市场上吞吐外汇，在使基础货币增减的同时，并会影响汇率的升降。不过汇率的升降，与利率不同，对货币供给的影响较为间接，较为复杂。出于基础货币控制而进行的外汇吞吐是否符合汇率变动的要求也并不必然是肯定的。至于像瑞士那种作为国际货币存储中心的国家，外汇则成为主要的操作对象。

---

<sup>①</sup> 《中国人民银行统计季报》，1998 (2)。



## 规模

过去多年来,我国中央银行进行宏观调控的最主要的手段一直是“规模”。其基本做法是中国人民银行编制综合信贷计划,按年分季确定贷款增加的总规模并分门别类确定各项贷款的增加总量,在总量的范围内,划分给各个国有商业银行作为指令性计划下达;未经人民银行批准,各个国有商业银行不得突破下达的计划规模,也不得在各项贷款规模之间调剂使用。

人们往往把“规模”管理看作是中国的特色。准确地说,也并非如此。在市场经济国家,这也是一种工具,在它们那里,习惯称之为 Ceiling,这在上面提到过。此外也还有其他一些称呼。如日本,过去长期实施的中央银行对商业银行的“窗口指导”就是规模控制的一种形式。法国则是在很长期间采用信贷总规模直接控制方式的国家。再如,美国 1965 年有一个自愿对外信贷限制计划,硬性规定商业银行对外国居民的贷款限额以历史最高水平为限。1999 年 1 月 1 日,墨西哥“银行储户保护协会”还规定,为了避免银行、金融机构重新陷入债务困境,从年初起,它们的放贷额不能超过其以往三年总债务的 6%。诸如此类,都是“规模”管理的性质。如果说“特色”,在于这曾长期是我们的主要控制手段。

规模的一般含义很少有人给予界定。或许可以大体表述为:由中央银行(或类似的货币管理当局)或分别对所有商业银行规定扩大贷款业务的总的最高限额;或分别对所有商业银行的某一种或某几种信贷业务规定最高限额;或掌握一个总的增长限额并



在限额范围内逐日分配对各商业银行的支持额度，等等。总之，凡对商业银行遵循法定经营规则扩大资产规模或根据法定经营规则从中央银行取得资金支持等方面附加行政性数量限制的，可归入规模管理范围。这样的概括也可能颇不准确。

中国的银行工作者对“规模”并不陌生。在计划体制下称之为“限额”或“额度”，有年度的、季度的，还有时有季中最高，等等。对于计划经济大一统的银行体制，这是不可缺少的环节。因为，统一的一家银行，其基层行所有的负债全部转给了总行，换言之，它们手中一分钱也没有，所以要贷款、贷多少必须由总行告知并加以控制。当国有商业银行相继分出后，很快就明确它们是独立经营单位并应有自己独立的资产负债表。在这种情况下，通俗地说，应该允许它们吸收存款多，多贷款；吸收存款少，少贷款。然而当国有经济的改革，相应地国有商业银行的管理改革，还没有迈出决定性的步骤时，中央银行一时也建立不起来有效的经济调控手段。假如放手让国有商业银行自行决策，信贷扩张的规模，也即货币供给的规模将是经济所承受不了的。于是不能不沿用“规模”这一轻车熟路的手段。不过，“规模”的确定，不论事先多么注意要把应考虑的因素都考虑进去，但由于高度集中决策的固有特点，都不能不带有强烈的主观判断的色彩，而在操作过程中又不能不受人事关系所左右。所以难以保证货币供给符合客观的需求。其现象之一，则是经常出现银行有资金而无规模或有规模而无资金的矛盾。

随着改革的不断推进，随着中央银行宏观调控能力的提高和



对金融监管力度的加强，先是几家大国有商业银行之外的商业银行开始推行资产负债比例管理办法。1996年开始，对国有商业银行实行以资产负债比例管理为基础的贷款规模管理。这就是说，规模已非惟一的重要手段。与此同时，国有商业银行新增贷款的数量，在1996年，已下降到全部金融机构新增贷款总量的51%。这表明，对于调控货币供给总量来说，只控制国有商业银行的贷款规模也是不充分的。更何况它的消极作用日益突出。1998年起，这一调控手段已取消。

### 经济手段和行政手段

上面所述宏观调控的工具，前面三个通称为经济手段，后一个则称之为行政手段。

利率作为经济手段最典型。它是通过影响需求资金的厂商和商业银行对成本效益对比的预期发挥作用。公开市场操作作为经济手段是因为中央银行与商业银行是作为市场上平等的买者与卖者进行交易，交易没有行政强力的干预而完全取决于买卖的利益考虑。法定准备政策就准备率水平的确定来说，是行政性的决定。但一经确定，只要在保持这个准备率的限度内，商业银行的运作完全是自主的。从这个角度看，也应视为经济手段。至于我国在运用这一工具中不仅准备率订得很高，而且还曾不时变相调整比率，这就使得它的性质更接近行政手段而不太像经济手段。

规模是行政手段，其性质是极其清楚的。虽然它一直在宏观调控手段中挂帅，但多年来却是一直强调——不论见诸文字的文



件还是口头议论——改革的方向应以经济手段为主。规模控制的取消，表明这一方针已经实现。也许在这里需要提一提，行政手段是否一定要扫除净尽，恐也不宜作简单的论断。

## 第八节 现代货币供给制度的 总体理论剖析

### 双层次的货币供给机制

本章第一节说明，现代经济的货币体系必然是由信用货币构成的体系。信用货币之替代金属货币，这一过程的萌芽早就存在于古老的信用工具之中；这一过程的不可逆转决定于商品经济覆盖整个经济生活，也即资本主义生产方式的勃兴和发展；这一过程的最终完成则是在经历了几百年之后的本世纪。

在现代货币制度发展的总进程中，中间出现了计划经济的货币制度。计划经济的实验开始于本世纪初。虽然是在信用货币体系取得完成形态之前，但却已经是这一货币体系不可逆转地占据当代生活的接近完成形态之际。所以，不论强调计划经济与市场经济体制有何本质的区分，而就采用信用货币流通这个角度看，计划经济也摆脱不了这一必然进程的约束。

当然，货币供给的形成机制则有显著的区别。本章第二节、第五节、第六节从不同角度，以我国的情况为例，概略地介绍了计划经济下的货币供给形成机制。那就是，适应于高度中央集权的计划体制，全国惟一的一家银行中国人民银行，通过自己遍布





全国的分支机构，与客户——主要是国有企业、集体经济组织和居民——发生存款、贷款、结算汇兑和居民储蓄等金融业务往来。这是每日每时分散在全国各地发生的亿万笔现金的和转账的金融往来行为，通过这些分散的微观主体行为，人民银行向经济供给现金和存款货币。对货币供给的宏观要求则体现在国家的信贷计划上：信贷计划按地区、按系统层层分解下达到分支机构，基层分支机构则遵照下达的计划指标组织自己的活动。其中关于现金部分，前面未作具体说明。简言之，人民银行总行统一掌握现金发行的增减总量。至于每个分支机构，当现金收入大于支出时，必须把收大于支的部分立即交给总行统一管辖的发行库；支出大于收入，则要进行预计、申请，经批准后才能从发行库领取。在这种货币供给的体制下，微观行为和宏观调控是由计划直接统一起来并由一个银行统一运作。这种体制对货币供给的数量控制是极其强有力的，但也极不灵活。第五节就曾介绍僵死管理制度之下关于“打油的钱不许打醋”的调侃。但在那样的体制下，这样的矛盾是无法解决的。假如不严格在从上而下管理得非常具体，高度集中的计划经济则难以运作。

市场经济的货币供给机制，根据前几节的说明，则是由两个层次构成的货币供给形成系统。第一个层次在商业银行——创造存款货币的存款货币银行。在这个层次上，众多的商业银行及其分支机构面对着众多顾客随时随地提出的形形色色的货币需求。它们如何有区别地满足和在多大程度上满足这些需求，取决于它们自己根据安全、流动、盈利的准则，衡量利弊得失所作的判



断。这就是说，在这一层次上创造多少存款货币是由许许多多商业银行，在经济生活中无数的时点和地点上，通过自我约束机制分散地决策的。正是商业银行的分散决策，才有可能针对千差万别的需求，随时随地、机动灵活地供给货币；而商业银行的自我约束机制则使它们不能不认真地对客户所提出的需求进行评价和筛选，并从而事实上把住了货币供给是否真正符合客观需求的第一道关口。

然而，商业银行的自我约束机制并不是保证货币均衡的充分条件，或者更强调地说，单纯依靠这一机制来保证货币均衡是绝对不充分的。这在第六节作了专门的分析。于是，要求中央银行的宏观调控层次。关于中央银行如何进行宏观调控，则构成上一节的内容。

市场经济货币供给形成机制，在与计划经济货币供给形成机制相比较进行观察时，可以明显看出，其本质特征就在于分散的商业银行通过日常业务活动分散地、独立地进行货币供给决策。因而，保证这一本质特征的充分实现是建立、健全市场经济货币供给形成机制的根本要求。当然，中央的宏观调控，亦即集中的指挥仍很必要。但要把分散决策和集中指挥相结合，那必须是指挥的意向通过种种经济利益的信息去影响处于基层的分散决策者，使它们自己调整自己的行为，而不是剥夺它们的决策权利。满足这样要求的正是经济手段；而要通过剥夺分散的决策权来实现集中指挥，简单的行政方法最便于贯彻。从计划经济转向市场经济的过程中，轻车熟路正是后一种做法。如果不能自觉地调整



观念，也即不是力促全国各地、各层次形成一支庞大的对货币供给进行分析、决策的队伍，而仍然是只相信少数人从中央的最高层次指挥，那实质就是在改革的大形势下，自觉不自觉地阻碍建立与市场经济相适应的货币供给形成机制，并从而必然与改革的整个进程发生矛盾。通过改革的逐步推进，经济的多元化发展表现在各个方面，从而货币需求的主体，需求的数额，需求的方式，需求是否满足所可能产生的连锁效应等等，均极大地复杂化了。面对这种新的情况，以传统观念判断是好的、可以管得住的方法，开始可能主要得到的是“僵死”的反映，而在不断发展中，必然会有事实上越来越管不住的后果。这样的情况，在“规模”上已不断有所反映并导致其最后的取消。

当然，非常时期应有非常措施。如果处于那种境地，比“规模”更具强制性色彩的手段，如强制银行停业，冻结账户等等，只要有必要，均可采用。显然这已是另一种性质的问题了。

### 货币供给的界限

前面谈到，信用货币制度下的货币供给突破了金属货币流通条件下货币金属数量的限制。那么，这种体制能提供多大数量的货币呢？

从技术上，可以说是无限的。无限是就整体而言。当考察商业银行这一层次时，看到的是直接向经济吞吐货币的存款银行体系，它们创造存款货币的可能受制于存款准备的状况；而当考察到中央银行这个层次，那就看不到它扩大资产业务的技术限制。



我们在 80 年代中期成立中央银行时，曾有人顾虑，吸收存款这类业务都让专业银行去做，中央银行本身岂不没有资金可以掌握了？因而力图给中央银行尽量多留下一些业务。显然这是由于不了解中央银行运作规律而产生的顾虑。其实计划经济体制已经显示，当全国只有一家银行时，这一家银行并不需要先吸收存款再进行贷款。恰恰相反，正是由于扩大了贷款才引起存款的增加和钞票的发行。而在市场经济体制下，当存在着千万个其资产业务扩大的界限受约束于其负债业务的微观金融主体时，不受限制的“特权”则集中赋予中央银行。如果中央银行认为商业银行应予支持，不论采用何种形式，是再贴现，是抵押贷款，是回购协议，是收购金银外汇等等，它均可立即实施。实施的结果是：扩大了资产由引出的扩大了负债——商业银行准备存款和通货发行——来平衡。1994 年中国人民银行收购了 300 多亿美元的外汇形成外汇储备。那是否要准备 3 000 亿人民币去收购呢？完全不需要。只要决定实行结汇政策，那么，外汇就进入了人民银行；而 3 000 亿的人民币就以商业银行准备存款和现钞的形式进入经济生活。简言之，从技术上看，扩大任意数量的货币供给，在现代这种货币供给的形成机制下是毫无困难的。

但这并不等于说，整个银行体系可以毫无顾忌地供给任意数量的货币。其限制表现在经济方面：过多的货币供给，使货币供给量超过对货币的需求，就会造成通货膨胀局面。当不论是经济方面，是社会方面，是政治方面，反映出通货膨胀已超出该社会经济所能容忍的程度时，那就必然要迫使中央银行对货币供给加



以控制。假如过量供给达到极其严重的程度，货币制度本身则会陷入崩溃境地。当货币供给形成机制所创造的货币不为人们所接受时，那它就丧失了供给货币的能力。所以，现代的货币供给体系往往与反通货膨胀的政策相伴而行。

### 金融范畴的界定

通过对现代货币制度——信用货币流通制度——的剖析，有可能对金融这个今天已为大家极其熟悉的范畴给予科学的界定。

“金融”的“金”和“融”这两个字，古已有之。古往今来的辞书，分别对每一个字，均说明历史上见于什么典籍，是什么意思。至于把这两个字组成一个词，则只载于当今的辞书，但释义中均无古籍的出处；这个词始于何朝何代，更无解说。

估计，作为一个词，是日本明治维新之际由旅日学者带回中国的。那时，日本人吸收西方文明，在经济学方面也翻译了大量词汇。我们经济学中的很多词汇就是那时直接把日语中的“汉字”拿来并沿用至今。比如“银行”这个词就是来自日本。听日本学者说，最初对于如何翻译 Bank 这个词还曾有过争论——是译为“银行”好，还是译为“金行”好？

使用了一个多世纪，金融这个词——以及拿来的类似的词——已经像是土生土长的了。问题是，在我们今天的实际生活中，对这个词事实上是怎么使用的。通常情况下，在讨论与金融这个范畴的有关问题时，并不是先给它下定义。但就实际用法分析，事实上各有各的看法。



有一种相当普遍的看法，即认为金融 $\equiv$ Finance。但英语的 finance，以及法语的 finance，德语的 Finanz，西班牙语的 finanza，俄语的 Финансы，等等，均源于古法语 finer。在外国传统的权威辞书中，对源于古法语 finer 这个词的诠释基本上是一致的：即用于指货币资财、货币收支，指对金钱事务的管理。具体包括三个方面：政府的货币资财及其管理；工商企业的货币资财及其管理；个人的货币资财及其管理。在中国，政府的货币收支构成“财政”范畴。财政和金融存在着密切的联系，如国家信用就是两个范畴的重叠域。虽然存在着重叠和交叉，但不能把财政范畴纳入金融范畴，也不能把金融范畴纳入财政范畴，这在中国是不会发生混淆的。工商企业的货币收支构成“财务”范畴，或称“公司理财”，这也是一个已经定型的概念。虽然理财必然要介入金融活动，但两者不能等同或混淆。个人的货币收支，有称之为“家计”的，尚无定型的术语。这部分货币收支同金融的联系也极密切，如收支的货币主要就是金融领域创造的工具——银行券，在发达的市场经济国家则都有大量消费信用。但要把家计说成金融也不成立，如个人对商品、劳务的购买和支付就不能称之为金融活动。所以，如用外国这类辞书诠释 Finance 的外延去界定金融，那么我们现实生活中的国家财政、企业理财等就要被金融所涵盖。当然，不准两者简单互译，也有不少地方行不通。

也有把国外对 Finance 的狭义诠释来界定金融范畴的。即认为现代金融是指以金融市场运作为背景的有关金融产品的成本、风险、收益和定价等经济运行机制的领域。显然，这样的诠释几



乎把我们现实生活中许许多多视为金融的事物都排斥在金融领域之外。但这是一种诠释，通行面也相当广，不能简单予以排斥。

最常见的认识是从“融”字导出的，认为金融指的就是货币、资金、资本的融通，内涵基本与“信用”相当。所以金融所涵盖的是：融通的活动、融通的机构、融通的市场等有关方面；货币与金融联系紧密，但金融范畴不包括货币。如此诠释，“金融”与“信用”就难以区分了。

然而我们事实上可以称之为金融的事物，既包括资金融通，也包括货币运动；既包括国内的货币与信用，也包括国际之间的货币与信用；既包括这些领域的传统活动和机构，也包括这些领域形形色色的创新。或者说，从生活实际看，这个范畴的外延不仅包括一切信用形态，也包括几乎所有的货币形态。是否生活实际的理解出现了什么误会？

在历史上，<sup>①</sup> 货币与信用一直是两个虽有联系但却相互独立发展的范畴。货币的产生是与商品交换联系在一起的。最古老的货币是各种实物形式的货币，而后几千年则是各种金属的货币。实物货币和金属货币的存在并不以信用的存在为前提。比如货币金属的开采、冶炼和铸造，大多是集权于国家或某种政治实体；允许私人参与的，也与信用活动无本质联系。信用的产生是与财富非所有权转移的调剂需要相联系的，也并非以货币存在为逻辑

---

<sup>①</sup> 我在《中国大百科全书·财政税收金融价格》卷的“金融”条目中，曾对金融范畴的界定作过论述。在最近出版的《中华金融词库》（中国金融出版社，19××年版）的“金融”概述条中又加以阐发。



的前提。在前资本主义社会，一直是实物借贷与货币借贷两种形式并存，这种并存状态在我国维持得更久。这说明实际生活中货币的存在也不是信用存在的不可缺少的条件。

然而，两者之间的交错发展却不断增强：一方面是货币在借贷中日益占重要地位；另一方面是信用使不流动的货币成为流动的以及某些信用流通工具——如中国的飞钱、交子——的出现，等等。随着现代银行的发展，规范的银行券出现了，规范的存款货币出现了，于是流通中除了原来不依存于信用的金属铸币流通之外又有了依存于信用的信用工具的流通。而且两者结合，形成了西方上一个世纪的典型货币制度。在这种货币制度的发展中，流通中的铸币日益减少，而大量金银集中于中央银行成为币值稳定的保证。第一次世界大战后，发达工业化国家金属铸币全部退出流通，30年代则完全停止了信用货币与货币金属的兑换。这时，货币的流通和信用的活动则变成了同一的过程：任何货币的运动都是在信用的基础上组织起来的，任何独立于信用活动之外的货币制度已荡然无存；任何信用活动也同时都是货币的运动——信用扩张意味着货币供给的增加，信用的紧缩意味着货币供给的减少，信用资金的调剂则时时影响着货币流通速度和货币供给在地区、部门之间的分配。就币值来说，如果说过去还是由铸币的贵金属含量所支配，现在则取决于由信用张缩所制约的货币供需对比。本世纪70年代，在世界范围内的黄金非货币化，可以视为这一演化过程的最后的一个句号。

当货币的运动和信用的活动虽然日益有多方面联系却终归还





保持有各自独立发展的过程时，这是两个范畴；而当两者密不可分地结合成一体时，那就在货币范畴与信用范畴分别存在的同时又增加了一个由这两个范畴长期相互渗透所形成的新范畴——金融。

金融作为一个客观的经济范畴，无疑首先是在西方形成的。但却没有一种西方语言能够只用一个词汇概括货币与信用相互渗透所形成的这个范畴。Finance 这个词，早已形成确定的内涵和外延，不可能与这个新范畴完全吻合。非常典型的是：外国传统权威辞书对 Finance 外延的诠释涉及的范围虽极广泛：有国家财政、有工商财务、有家庭收支，却偏偏极少明确指出涉及这些收支相互调剂余缺的部分，也即金融所涉及的部分。在中国，金融这一范畴的形成无疑较晚，但却有一个并非传统的，从而内涵也并非相当确定的“金融”概念。或许正因为如此，在我们这里，在日常经济生活中，日益形成了在客观与词语之间能建立一对一关系的理想的吻合局面：客观——由货币和信用这两个范畴长期相互渗透所形成的新范畴；词语——金融。

在西方，与中国金融一词相吻合的——不仅从内涵方面，也从外延方面——是“货币与信用”这类词组。以货币和信用作为研究对象的经济学科有“货币与银行”、“货币银行经济学”和“货币、银行、金融市场学”等名称，所研究的领域也正是“金融”这个概念在中国所涵盖的领域。日语中有“金融”一词，作为一个经济科学概念，与中国对金融的运用大体一致。



### 信用作用的再认识

对信用作用的评价，历来是从它对货币资本和货币收入的再分配功能着眼的。它把资本从一些人手中转到另一些人手中；它把货币收入转化为营运性的资本。这是一种灵活的方式，借助这种方式，由追逐利润所引导的资本流动可以更方便、更快捷地实现，并从而实现资源的合理配置。资源的合理配置是市场经济运行的核心问题，就信用极大地便利了这一过程的角度来说，如无信用，市场经济的运作将难以进行。马克思曾从这种“媒介”作用出发，对信用的作用给以极高的评价。他说：“信用制度的必然形成，以便对利润率平均化或这个平均化运动起中介作用，整个资本主义生产就是建立在这个运动的基础上的。”<sup>①</sup>

可是，当我们剖析了信用货币制度之后，又给我们形成一个十分鲜明而深刻的观念：在现代经济生活中信用的首要任务好像是组织货币供给。没有货币供给，则没有现代的市场经济，这无庸解释；以调控货币供给为核心的货币政策，是宏观调控不可须臾或缺的手段，任何实行市场经济体制的国家也概莫能外。显然，组织货币供给的作用，在信用的诸作用之中应更加予以重视。事实上，世界各国对银行体系的监管，也包括对中央银行行为的关切，首先都是从货币和货币政策的角度考虑的。当然，强

---

<sup>①</sup> 《马克思恩格斯全集》，中文1版，第25卷，492页，北京，人民出版社，1974。



调信用这个方面的作用，并不丝毫贬低其实现资源合理配置的作用。而且，只要我们对现代货币供给的形成机制如实地进行观察，就可很清楚地看出，资源合理配置的过程与货币供给适应经济客观需求的过程实际是一个统一过程的两个方面。其所以特别强调在组织货币供给这方面的作用，是因为在现实生活中，人们更容易看到的是借借还还存存贷贷的这个方面；而对其在货币流通方面的作用，过去的经济学通常只是把它看成为通过节省货币金属和加快流通速度等途径节约了流通费用。面对现代经济，如果仍然是这样的观察角度和估价，对信用的作用显然不能给予充分的认识。



## 第三章

# 货币供给形成机制（二）

### ——财政与货币供给

#### 第一节 在货币供给形成中财政 所处地位的历史演变

##### 前资本主义社会财政在货币供给形成中一直占主导地位

在资本主义社会之前，在货币供给形成中起主导作用的一直是国家财政。

现代货币制度形成之前，中国在几千年的历史中，铸币的铸造和纸币的发行，除少数阶段，都由国家垄断。原因有二：一是货币流通关系国计民生，统治者要“安天下”，确有努力使之稳定的要求；二是国家财政，包括宫廷开支，往往需要利用货币供给作为一个重要的财源。

铸币的铸造，有“铸币收益”，即铸币成本低于其购买力的差额。在铸币正常流通之际，这个差额极小。但铸造数量庞大，



收益也颇可观。当财政亏空时，则铸造成色不足乃至重量轻或小于形制规定的铸币。这些劣币在流通中必然不能按面值流通，但财政在支出的瞬间，却是按面值使用或高估使用的。不仅铸造垄断，中国古代，山林河泽归于天子，老百姓无权染指；矿山的开采也是官家的特权。这些收入在汉代是宫廷开支的重要来源。汉初，当财政收入充裕，不必依靠铸币收入时，曾允许民间铸造。当时称之为“放铸”。但由于放铸后劣币充斥，市场紊乱，遂很快又把铸币权收回。当然，也有铸币成本高于铸币流通价值的时候。这时，保持造币垄断权则是财政的一项支出，有时给财政构成相当重的负担。

至于纸制货币符号的印制，如宋朝的交子、会子，在其初期阶段，是民间发展起来的流通工具，发行规模和行使地区有限。但官府很快插手。最初的名义是加强监管以保护商民的利益。但很快表明，朝廷垄断发行则完全是为了满足财政支出的需要。南宋、元代及明初的纸币流通史都是这样的性质。

在西方，上古、中古时期，纸币罕见，铸币流通则较中国发达。如它们那里主要是金银铸币，而我们则长期是铜铸币，至于白银，一直到外国银元输入之前，未能自己形成铸币体制。但铸币与财政的联系，中外一理，即在它们那里，铸币的铸造也是封建领主和城邦的事情，并与他们的财政收支不可分割地联系在一起。

如果更深一步地考察，中国朝廷垄断铸币的铸造还有“宏观调控”的目的。集我国先秦和汉初管理经济思想大成的《管子》一书，其“御轻重”之说，核心内容是要求君王对币值和价格进



行调控——不单纯是追求稳定，而是要求通过操纵它们的升降变化以实现如富国强兵的政策目标，等等。显然，不控制造币权则不可能主动选择货币投放数量的多少以及投放时机的早晚，从而也无法实现这样的政策要求。至于有关通过征收货币税可以促成“币重物轻”，征收实物税可以促成“币轻物重”之类的极其精辟的论述，表明当时货币供给与财政活动的紧密联系使得理财家自然而然地要注视这两者的相关关系并思考政策上的配合和运用。

### 新兴资产阶级要求摆脱由财政操纵的货币制度

商品生产和市场的发展要求统一、稳定的币制。自由铸造制度结束了君王为了财政目的而使铸币重量、成色难以保持稳定的弊端。在自由铸造制度形成之际，银行券已有大发展。关于银行券保证制度的立法，则大多有限制财政通过把公债作为银行券保证等途径造成过多货币供给的约束性条款。如英国 1844 年的“皮尔条例”，即限制英格兰银行的发行保证中只能以 1 400 万英镑的公债为度，等等。所以，建立资本主义货币制度的最重要的指导思想就是结束过去财政对货币供给形成机制的支配，并使财政只能在有限的范围内从货币供给中来弥补自己的亏空。就资本主义的财政理论来说，早期的平衡预算观点也包含着不使财政动摇币制稳定的意向。

从实践中看，现代货币供给制度的具体操作的确同财政脱了钩。在这方面，财政部门保留的部分，在大多数国家，曾是小额钞票的发行和硬币的铸造。到现在，这一部分也已大多统一在信



用形成货币的机制之中。至于财政收支差额要在货币供给领域来弥补的问题,应该说,在大多数国家事实上没有实现最初的理想。不只是战时,在和平时期也往往如此。而且,理论研究的不断推进,说明财政与货币供给脱钩,也不见得是建立现代货币制度的必要条件。当然对此一直有颇为不同的见解。不过,在现今的世界中也有特例。如香港地区,它的货币供给从未受到来自财政方面的压力。

## 第二节 财政收支对比与货币供给

### 一个最简单的模型——财政有赤字就得发票子

我国公众头脑中有一个广为流行的判断:财政有赤字就得发票子。对这个判断的最简明的注释就是:赤字与钞票的增加发行存在着一对一的关系。

在一定条件下,这是确定无疑的。比如,在革命战争年代,根据地内的钞票发行基本上就是为了满足财政的需要。那时的战时供给大体可这样描述:(1)军火:靠从敌人方面缴获;(2)军政人员的口粮:靠在根据地征收实物形态的农业税——“公粮”;(3)必要的货币支出(如军政人员的油盐菜金,部分被服的购置,部分办公用品的购置等),在基本没有开征货币税的情况下要靠发钞票解决。具体程序也很简单:由银行印制钞票并交给财政,财政向军政机关拨款,军政机关用拨下的钞票在市场上购买——钞票进入流通。



从历史上看，南宋至明初的钞票发行是这样的规律；辛亥革命后军阀混战时，军阀控制地区的财政和钞票发行也是这种情况。

如果说，在落后国度中自然经济占主要地位的农村不存在存款货币，就是在城市，当战时通货膨胀存在时，存款货币也非主要形式。在这样的背景下，把财政状况和钞票发行简单联系起来，是自然而然的事。但在发达的现代市场经济中，钞票已不是货币供给的全部。面对已经变化了的情况，这个判断似应修改为：赤字与货币供给的增长存在着一对一的关系。

这样的判断能否成立呢？

这里，必须暂时排除赤字不依靠货币供给机制进行弥补的途径。如赤字靠向民间借债等方式加以解决就有可能不直接影响货币供给。假设赤字完全依靠这类途径弥补，显然赤字与货币供给不存在一对一的关系。那么，排除了类似这样的途径，赤字是否一定会引起货币供给发生相应的变化？

### 排除“其他条件不变”的分析

首先，必须明确，货币供给是经济生活中的一个总量指标。谈论货币供给的增减变化，如不加任何附注，都是指整个经济中货币供给总量的增减变化。所以，赤字与货币供给的增减变化是否存在一对一的关系，必须准确地理解为赤字的大小对整个经济中货币供给总量的增减变化是否存在着一对一的关系。

明确了这样的概念，可以很容易作出这样的推论：假如经济





生活中不存在任何其他可以引起货币供给变动的因素，这样的判断自然可以成立。但问题是，在现代经济生活中，决定货币供给增减的原因并不限于财政收支状况这一个因素。上一章的分析已说明信贷形成货币供给的机制——信贷的扩张与紧缩直接左右着货币供给的数量变化。所以，就整个经济观察，至少必须假设信贷的活动不改变已有的货币供给规模，才可以讨论：财政赤字是否必然引起货币供给等量的增加。

实际生活中，制约货币供给增减变化的还有其他因素。如国际收支的顺差和逆差，不论是由对外贸易收支，是由非贸易收支，还是由资本的流出流入所引起的，对货币供给的增减变化就是一个极其重要的因素。比如，从1994年年中到1997年年中，不少学者担心，外汇储备的急速增大会使基础货币从而使货币供给过分超常增长，反映的就是这样的问题。对于外汇及其他因素，由于未作专门研究，本书虽有所涉及，但不作专门讨论。本章及以后章节，在行文中只提信贷和财政因素，只是简化分析，并不意味着否定其他因素的存在。

所以，赤字与货币供给总量之间只有在极其特定的条件下才有可能存在一对一的关系，这个特定条件即“其他条件不变”。

然而，其他条件不变，事实上是罕见的。

如果其他条件使得供给增加了，那么由赤字所增加的货币供给，只不过是货币供给所增加的总量中的一部分；只有当这一部分在总量增加中是绝大部分时，其他因素才可忽略。但这绝非普遍的、必然的规律。



假设其他条件造成货币供给减少，在这样的条件下可出现三种情况：

（1）赤字引出的货币供给恰恰与其他条件所引起的供给减少相等，货币供给总量不变。

（2）赤字引出的货币供给还不足以补足其他条件所引起的供给的减少，货币供给总量在赤字存在的情况下也会有所收缩。

（3）赤字引出的货币供给大于其他条件所导致的货币供给的减少，货币供给总量增多，但增加部分小于赤字的金额。

上述的其他条件不论是使货币供给增大，还是使货币供给减少，都使货币供给的增减变化不会与赤字存在一对一的关系。

### **必须从均衡的层次认识财政收支与货币供给的关系**

更重要的问题是，评论货币供给总量的增减变化并非是纯客观的，它总包括对发生的增减变化是好还是坏的判断。评价是好还是坏，显然不能说增多了就不好，减少了就好：当经济增长时，货币供给适度增多是好事，绝非坏事；不增多或者减少则是坏事，而绝非好事。这是常识。这里，根本性的衡量尺度不是孤立的“多”或“少”，而是整个经济的均衡，其中包括市场的均衡、货币的均衡。

所谓赤字必然引起钞票发行或必然引起货币供给增大的论断也并不是纯客观的，事实上都包含着钞票发行或货币供给“过多”的贬意评价。

这样的论断和评价是否任何时候都能成立？当排除其他条件



不变时,上面分析已经说明,赤字的存在并不一定必然意味着货币供给量的增大。现在则需要经济均衡这个较高的层次上来表明赤字的存在是否必然通过货币供给的变动造成经济的失衡。为此,就要把上面以其他条件是否引起货币供给量增减变化作为观察的起点,转换为其他条件所调节的货币供给量的增减变化是否满足均衡的需求作为观察的起点。

从均衡角度衡量,信贷活动等其他条件所调节的货币供给量可能是适度的,也可能是不适度的。如过分的信用扩张会使货币供给过多,过分的信用紧缩会使供给不足,等等。把赤字摆在这样的前提下,则会存在多种可能的组合。

(1) 当信贷活动等其他条件所调节的货币供给适度时,财政赤字会导致货币供给过多。

(2) 当信贷活动等其他条件所调节的货币供给已经明显偏多时,赤字将使货币供给过多的矛盾进一步扩大。

(3) 当信贷活动等其他条件所调节的货币供给明显偏紧时,可有三种情况:

如果赤字本身所引出的货币供给恰恰可以补足由信贷活动等其他条件所调节的货币供给不足,就整个经济来看,货币供给可能是适度的;

如果赤字不大,从而它本身所引起的货币供给不足以补足由信贷活动等其他条件所调节的货币供给之不足,就整个经济看,货币供给仍然处于偏紧状态;

如果赤字很大,以至于由它本身所引出的货币供给超过由信



贷活动等其他条件所调节的货币供给之不足，就整个经济看，则是货币供给偏多的局面。

总之，具体问题要具体分析。企图用一个简单的模型来解释现代复杂经济生活中的货币供给，是不成立的。

### 通过货币供给机制弥补赤字的最直截了当的途径

讨论财政收支与货币供给的关系，其中赤字的弥补不外两条途径：其一是不依靠货币供给机制，上面已经提到如向民间借债，这将在后面讨论；其二则是依靠货币供给机制。这后一途径，如果仅限于微观分析，那倒可以说赤字与货币供给的增加存在着一对一的关系。顺便说一句，恐怕也正是把微观分析的论断直接搬到宏观经济领域，才造成赤字与货币供给相互关系的理论过分简单化的问题。

在现代货币供给形成机制形成之前，利用货币供给机制弥补赤字的具体途径，前面提到是铸造劣质铸币，是朝廷直接发行钞票。现代货币供给机制已断绝了这类途径，但却演化出新的、极其多样的、有时是相当复杂的运作过程。其中最直截了当的一个渠道，即国家财政直接向中央银行贷款。

财政向中央银行借款，中央银行的操作技术是极其简单的：一方面在财政贷款账户上记上一笔贷款，另一方面在财政金库账户上记上一笔等额的存款。不论金额如何大，只不过是两个账页上各记一笔相同金额的数字，过程即已完结。但有了这个过程，金库就有了存款，财政部门即可据以向有关军政部门、文教



体卫部门及各级地方拨经费、补助、投资等等。有关部门、单位接到金库支票之类的支付命令，即可委托与自己有往来的存款货币银行收款。于是这些客户有了存款，有了可以动用的存款货币；相应的往来行则增加了在中央银行的准备存款。货币供给增加的过程，参看图 3—1，就可一目了然。

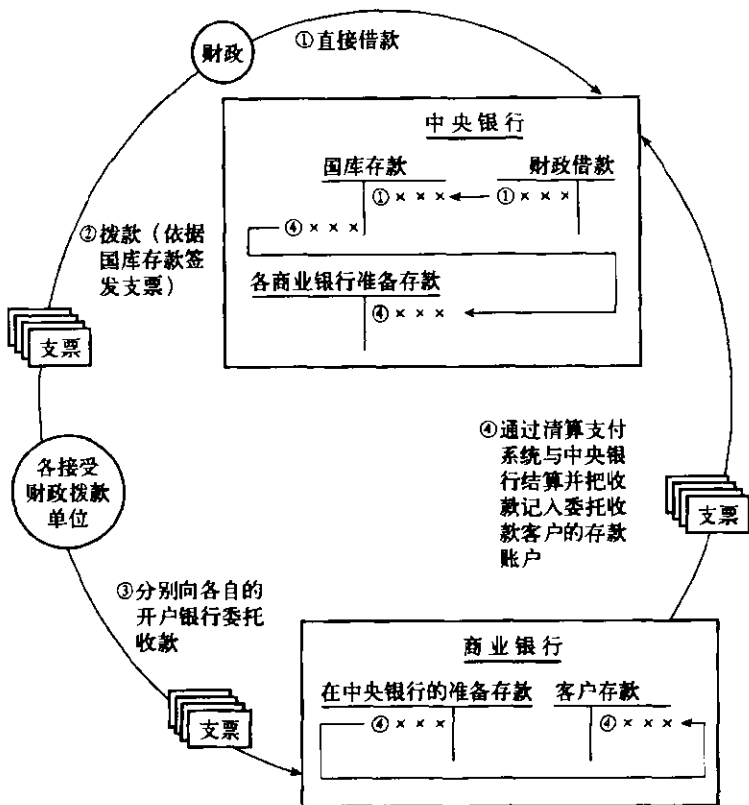


图 3—1 财政直接向中央银行借款的货币创造过程



这里特别需要指出的是，银行准备存款的增加，是基础货币的增加，也就意味着有了创造更多存款货币的可能。所以，赤字所引出的货币供给存在着大于其本身金额的倍数效应。从这点来看，一对一的关系又被突破了！

过去，我国财政弥补赤字的一条重要途径就是向中央银行——中国人民银行借款。现在已经不再采用这种方式。

如果财政不再向中央银行借款，是否就杜绝了赤字通过货币供给机制进行弥补的途径了呢？现在财政利用货币供给的机制极其复杂。直接向中央银行借款只不过是其中一种直截了当的形式。有人认为断绝了这一渠道似乎也就杜绝了赤字与货币供给，特别是钞票发行的通道。其实，这不过是又囿于另一个简单模型的结果。

### 第三节 国家债务与货币供给

#### 又一个简单的模型

上节分析的假定前提是：暂且不去考虑财政赤字不利用货币供给机制进行弥补的途径，并举出向民间借债的例子。现在则取消这个假定的约束，开始讨论国家债务与货币供给的关系。

国家向人民借债，古已有之。“债台”这个典故就是指公元前 200 多年周赧王还不了债的事情。债主是何许人，记载不详。但看来不是战国诸强，诸强讨债，赧王是无处可躲的。不是“外债”，那就是“内债”，即向有钱的公众借债。向民间借债，西欧



中世纪的封建领主和城邦是经常这样做的。债主则是富商和高利贷者。在这类借贷关系中，债主的货币转到借者的手中，如此很容易推导出结论：向民间借债弥补财政赤字，不会引起货币供给总量的变化。换一个说法，也即赤字的弥补在这种情况下并不依靠货币供给的机制——不需要通过货币供给机制来创造追加的货币。

货币供给总量不变，但货币供给的结构，比如现实流通着的货币与现实不流通的货币这两者的比例则不会不变。债主有钱可以借出，说明在他们的手中握有现实不流通的货币。而债务人借入货币后必然会立即支用，即现实不流通的货币转化为现实流通的货币。而现实流通着的货币与现实不流通的货币的比例变化，在货币供给的分析中，无疑是不能忽略的。不过下面还是先沿着总量不变这个思路继续讨论。

### **在现代经济生活中这个简单模型是否仍然成立**

向民间发债不增加货币供给这个国家债务与货币供给的简单模型，在过去，并不像赤字与发票子那个简单模型那样受人重视，甚至可以说，人们很少去考虑它。但近些年来，第一，财政赤字本身已经极其现实地告诉人们，它不是暂时现象；第二，宏观调控的观念日益受到人们的关注。于是推动人们去思考，能否有一个既能弥补赤字而又不发发票子的途径？这样，发债与货币供给的模型遂日渐被人们所称道。

在现代经济生活中，这个简单模型是否仍然成立呢？粗略地



分析，公众购买公债是用手中握有的货币，即发债只引起现有的部分货币供给从公众手中转到国家财政手中。所以，必然的判断是：只要控制住不向中央银行借钱，为弥补赤字而发债不会使货币供给增加。对于谈及货币只有现金这种观念的人则推断为：发债不会导致发票子。

应该说，在特定的情况下，这个判断可以成立。比如，当公众——不论是个人还是企业、单位——用手中已有的钱，不论是现金还是存款，购买债券并把债券或一直保存在自己手中，或通过有价证券的二级市场把所购债券的全部或部分转卖给另一些公众，而购买者或保存或转让给其他公众等等，在这样的限度内，这个过程本身并没有使货币供给增加。可是，一旦超越这个限度，这个模型就不管用了。

就中国当前的具体情况来说，一般老百姓买了公债大多会存在手中直待到期兑付。但对企业等营运单位来说，则并非必然如此。债券是抵押对象，据以向商业银行贷款属正常的财务活动；以债券为对象的回购协议在世界上也是普遍发展的资金拆借业务。只要债券可据以取得贷款，债券的发行对存款货币银行创造存款货币的规模，必将发生影响。

当债券不论通过怎样的途径成为商业银行资产的一定部分的时候，如果商业银行需要支持而中央银行也认为应该给予支持时，商业银行用持有的债券从中央银行取得抵押贷款或作为回购协议对象，那是正常的。并且，也只有当债券发行具备一定规模并且其相当部分为商业银行持有时，作为宏观调控的公开市场操





作才具备可以现实施行的条件。而在进行公开市场操作中,中央银行的资产中国家债券必然占有重要地位。不论怎么说,在这些情况下中央银行虽然并未通过直接贷款资助财政,但间接的资助也同样是增加基础货币的途径。这时,发债与货币供给总量之间显然并非没有联系,而是联系仍然非常密切。

表 3—1 是从国际货币基金组织 1995 年年鉴中摘出的几个工业化国家中央银行持有中央政府债务的资料,可以参阅。

表 3—1

国 别 (1)	年份 (2)	单 位 (3)	国库未清偿债务总额 (4)	中央银行对 中央政府的 要求权 (5)	(5)/(4) (%)
美 国	1993	10 亿美元	3 391.9 (国内债务)	344.20	10.15
加拿大	1989	10 亿加元	233.72 (国内债务)	7.59	3.25
英 国	1992	10 亿英镑	168.61 (国内债务)	14.60	8.66
法 国	1994	10 亿法郎	1 751.1 (法郎债务)	72.00	4.11
德 国	1993	10 亿马克	429.65 (国内债务)	27.40	6.38
意大利	1993	万亿里拉	1 768.06 (内外币债务)	187.00	10.58
瑞 典	1994	10 亿克朗	1 007.6 (克朗债务)	87.52	8.69
挪 威	1990	10 亿克朗	123.454 (国内债务)	12.56	10.17
日 本	1990	万亿日元	238.746 (国内债务)	21.33	8.93

### 国债发行与现金

认为发行债券不会改变货币流量,也即现金的发行量,其



实不过是两种观点的结合：不正确的把现金视为现代生活中惟一的货币形态和仅仅了解债券发行与货币供给相互关系的简单模型。这两者在上面已经作了剖析。不过要具体证明债券发行量同现金发行量之间的关系，倒不是件容易的事。或可作如下分析。

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。见图 3—2。

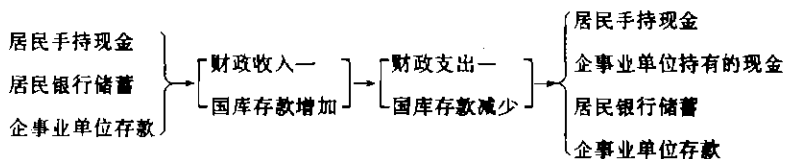


图 3—2

销售债券的收入通常是全部支出的，所以图 3—2 左方总金额与右方总金额可视为相等。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  $M1$  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  $M1$ 。典型的就是用储蓄存款买债券。储蓄存款大多是暂不动用的，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单位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，即  $S \cdot 1/x$ ；而这一部分又会大部分支用，余下的，也即  $S \cdot 1/x \cdot 1/y$ ，才储蓄起来，这就是说，再



储蓄的金额只是  $S$  中“部分的部分”。

如果没有其他因素改变  $M1$  中的现钞比重，右方  $M1$  大于左方  $M1$  也就意味着右方的现钞量大于左方的现钞量。其实，只要注意到了  $M1$  的变化，现金作为  $M1$  的一部分，数量是多一点还是少一点并不一定有关键意义。因为决定现实市场需求的主要是  $M1$ 。但无论如何，国债发行不改变现金发行量的规律是不存在的。

### 国债发行与基础货币

国债发行几乎是现代国家弥补赤字的基本途径。

如果国债的一部分直接由中央银行承购，那就等于财政直接向中央银行借款。这立即使基础货币增加。

如果不允许中央银行直接承购国家债券或承购量有严格限制，由于实施公开市场操作或对商业银行给予必要的资金支持，国家债券的相当部分仍会成为中央银行的资产。如上面列举的几个国家中，除加拿大外，中央银行对政府要求权大约均相当于各该国政府未清债务的 5% ~ 10%。这还不包括对商业银行要求权中用国家债券抵押贷款的部分。而与这些要求权相对应，则主要是各家商业银行的准备存款和现金发行，即国际货币基金组织称之为“准备货币”的基础货币。

所以，剖析国债发行对货币供给的影响时，考察它对基础货币增减变化的影响是一个极其重要的方面。

当然，与之同时还要注意分析国债发行对货币供给结构的影



响,主要是活动力强的那部分货币在整个货币供给中所占比重的增减变化。

#### 第四节 赤字与货币均衡

以上两节从不同角度讨论了财政收支,特别是赤字与货币供给、与货币均衡的关系。但围绕赤字,还有些问题要讲一讲。先对上两节所讲的再作些概括。

##### 消除赤字并不是无通货膨胀的充分条件

在第二节的讨论中,说明在现代市场经济生活中决定货币供给的主要因素已不单纯是财政;在财政的旁边,还有信贷以及对外收支等等。所以赤字的存在既可能导致钞票或货币供给的增多,但也绝非必然导致这样的结果;既会成为使经济均衡保持不住的原因,但失衡也绝非必然。因而并不存在赤字与发钞的一对一的关系,也不存在赤字与货币供给过多的一对一的关系。

对于这样的论断如从另一个角度表述,那就是认为只要财政收支平衡了,就不会多发票子,就不会货币供给过多,从而就可保证无通货膨胀的市场均衡和货币均衡,实际是已经与生活实际脱节的论点,不能成立。

其所以特别强调不能把财政收支视为货币供给的决定因素,不仅是因为生活实际已经发生了变化,更是因为财政决定观在我们这里过于根深蒂固。可能的原因,首先是几千年历史传统观点



的延续；其次，也是更重要的，是计划经济体制中，财政在国民收入分配中占有绝对主导地位；而信贷，其整体规模，与财政比，居于明显次要的地位；国际收支由于闭关锁国的政策和绝对的管制，又是一个完全可以排除在外的独立因素。所以，在这种体制下，使得历史的传统观点和战时的经验又得到了进一步的加强。改革开放后，形势虽已发生了重大变化，但作为一种社会观念，其惰性则妨碍了随形势的变化而及时调整。

### **但又不可丝毫忽视财政收支对货币供给的关键意义**

强调理论观念必须符合已经变化的条件，绝不等于说可以忽视财政收支对货币供给的意义。在第二节，当分析绝非任何条件下财政收支都将对货币供给及经济均衡起关键作用时，实际已经指出在哪些条件下它将会起关键作用。而第三节，具体从当代国债的角度论证了这两者的关系，说明了财政状况，特别是通过国债渠道，对货币供给的形成仍起着强大的作用。实际上这也正是世界上很多国家把平衡财政和制止通货膨胀联系在一起的原因。

总之，需要坚持的是全面的、符合生活实际观念：考察货币供给问题时，既不能只看财政状况，又不能对之有任何忽视。

### **对赤字概念的附带说明**

赤字，前面已经谈了很多。但赤字概念的本身还有些问题要明确。

建国之初，我们使用的赤字概念同国际通用的概念一致。那



时，是把发行“胜利折实公债”作为弥补赤字的一个手段。后来，引进了苏联计划经济体制的概念，把借债列入财政收入，而后再计算出来的差额才是赤字或结余。这样一来，从抽象道理上说，既然把借入算作收入，那么，预算将永远是平衡的。改革开放后，曾一度在沿用计划经济赤字概念的同时，也说明大体相当国际通行赤字概念的数额。1994年实行经常性和建设性分开的复式预算，不再有并行的两个赤字概念，但我们的赤字概念同国际通行赤字概念之间仍然有明显的差别。

我国现行的预算，名义是两块：经常性预算和建设性预算；实际上是三块，即建设性预算又可分为建设性收支和债务收支。经常性收支不包含债务收支因素的建设性收支，这两者合起来，支大于收的差额即是我们称之为赤字的口径。债务性收支包括债务收入和还本付息支出，前者大于后者的收入是弥补赤字的来源。

国际惯例，预算大体分经常性收支和债务收支两大块。经常性收支可有各种分法，各国多有差异。经常性的收入不抵支出是赤字。债务收支通常列“净”收入或“净”支出，即发行新债收入和归还旧债“本金”的差额。赤字的弥补靠的是债务净收入。至于债务的“付息”，通常是列入经常性支出的。

区别明显集中于一点：债务利息列入哪一部分。当发债规模较小时，归在哪里无本质区别；如发债规模足够大的时候，赤字口径的差别就不是可以不加考虑的。如美国这个在1998年以前持续多年的赤字大户，在1982—1990年的9年间，财政的利息



支出同赤字(也即债务净收入)相比较,如表3—2所示。从表3—2看,假如不把利息计入经常性收支,其中有三年财政是结余,其余年份的“赤字”,就美国来说,数额也不算什么了。

表3—2

单位:10亿美元

年 份	利息支出	赤字 = 债务净增长
1982	97.89	125.69
1983	108.46	202.52
1984	125.33	178.26
1985	154.14	212.11
1986	156.63	212.63
1987	157.77	147.54
1988	168.13	155.51
1989	181.63	143.79
1990	197.87	218.11

资料来源:国际货币基金组织:《政府财政统计年鉴(1991)》。

当然,当项目一项项清楚列出之后,不同的计算方法和赤字的不同概念并不会改变财政收支的实际状况和问题。不过对经济形势分析来说,采用国际通行的概念比较方便。

### 隐蔽赤字

形势分析,不仅要看账面的赤字金额,而且要看包括隐蔽赤字在内的实际赤字的大小。

在我们这里,隐蔽赤字包括两个方面。一个方面是“虚收”,另一方面是应由财政安排的支出未安排,却由银行扩大信贷途径



解决的部分。

“虚收”是在改革开放以前就已存在的问题。所谓“虚收”，并不是指财政没有收入而在账面上假造收入。我们所说的“虚收”，的确是实实在在的财政收入，只是从经济过程的实质来说是“虚假”的。

在第一章讲到货币均衡问题时，曾对均衡作过极其概括的描述。为了说明“虚收”，需再作些剖析。一方面是市场供给源不断向市场提供商品、服务等各式各样的供给，这些供给或长或短将进入生产消费和生活消费；另一方面是货币供给源不断向市场提供货币，它们服务于市场供给的流转并经过或长或短的时期从流通中注销。市场供给流与货币供给流这两者的协调配合，是均衡。假设存在这样的前提，财政收支的正常运作不会破坏均衡：财政从取得销售等收入的企业和赚得工资收入的个人征税，货币从企业、个人流入财政，财政支出，同量的货币又转回企业、个人，市场上的货币流不变。在市场供给正常的背景下，均衡仍会保持。然而，如下的情况在我们这里是存在的：一些企业，它们提供的市场供给实际是市场所不需要的或是将要按贬低的价格销售的产品。但它们可能把产品卖给流通部门并取得销售收入。有了销售收入即可支付税款。也可能径直以不合格的产品为抵押从银行取得贷款并履行了纳税义务。从财政角度看，税收收入是实实在在的货币，用以支出也不改变货币供给流的原有数量。问题是市场供给流因为实际有一部分不能进入流转，所以货币供给流实际偏大。这就看出，形成偏大货币流的一个中间环节就是财政





的一部分收入从经济上说不真实，是“虚收”；而支出是真的形成购买力，是“实支”。虚收实支的隐蔽赤字与公开赤字在性质上并无不同，都意味着财政支大于收而不得不靠扩大货币供给来弥补，从而造成货币流相对于市场供给流偏大。

财政本应负担的支出没有支出却迫使银行“代为”支出的情况也是一种隐蔽赤字。例如，不断用银行贷款填国有企业亏损窟窿的问题。国有企业的亏损，当尚未建立起其他可用以弥补的长期性资金来源时，是应由财政安排支出弥补的。但在我们这里，企业的资金主要借自银行，亏损了，那就是说无法向银行还本付息。于是，国有企业亏损的主要弥补形式是银行不良债权的积累。再如，农产品收购中财政有价格补贴。从设计上说，收购的补贴由银行垫付，财政过后及时补还。但过后财政因没有资金而补还不了，于是形成特殊的“挂账”问题。这两例都是财政支出占用了银行信贷资金。如果财政把这些支出列在支出的账面上，如未列入时的财政收支平衡，则因之产生等额赤字；如未列入时的财政收入大于支出，结余相应减小或收大于支转为收不抵支；如未列入时的财政支出大于收入，赤字等额加大。但赤字不论是公开还是隐蔽，对扩大货币供给的压力完全是同性质的。

## 第五节 财政信贷综合平衡

### 财政与信贷——货币供给形成机制中的两个阀门

第二章说明，现代经济生活中的货币无一不是通过信贷的机



制进入流通的。无疑，信贷活动和信贷的状况——是扩张还是紧缩——直接调节着流通中的货币供给数量。本章则说明，历史上曾是货币供给枢纽的财政，在现代经济生活中已与货币供给形成的具体操作全然脱钩。但财政收支的状态对货币供给数量的多少仍然具有关键性的意义。所以，谈均衡，就必须把这两者统一考虑。按我们过去的习惯说法，就是财政与信贷必须综合平衡。

在上一章曾提及，对货币供给形成有重大意义的不仅是财政与信贷这两者。如近年来，外汇收支就以其巨大的冲击力表明自己在货币供给形成中不容忽视的地位。所以，一般地提财政信贷综合平衡，总是用它表达决定货币供给的诸多重大因素必须统筹考虑、综合处置的思路。

### **财政信贷如何综合平衡**

这里有两个层次。

一个层次是共同的目标：市场均衡和货币均衡。既然无论是信贷还是财政都紧密地关系着、决定着货币供给的状况，而货币供给是否适当的尺度是市场均衡和货币均衡，那么，两者均必须遵循这个共同目标来安排自己的活动。换言之，即必须使自己活动所引出的货币供给状况符合市场均衡和货币均衡的要求。

如果分别均能实现这样的要求，即信贷活动所创造的货币供给量适度，而财政收支平衡，那当然是最理想的。但环顾世界发达国家、发展中国家和回顾我们自己，这样的理想状况似不多见。于是综合平衡就有了第二个层次的含义，即财政与信贷相互



“支持”、相互“弥补”的问题。

先从信贷角度看，假如信贷活动所创造的货币供给过多而信贷本身又无力紧缩时，最理想的应是财政把过多的货币供给消化。再稍微具体一点地分析，当假定信贷造成了过多货币供给时，隐含着一个没有说明的假设，即信贷本身已经采取了尽可能采取的措施但还不能减少货币投放，又不能使投放的过多货币注销。如果用第二章第六节的符号，即存在着如下的局面：

$$\sum L(1 - \bar{r}) > \sum L(1 - \bar{i})$$

在这种情况下，必须从信贷之外寻求解决的途径，使货币供给中过多的现实流通着的货币转化为现实不流通的货币。其数额应是：

$$\sum L \cdot (\bar{i} - \bar{r})$$

可行的途径是很多的，如号召居民节减开支，号召企业多积累一些货币资金等等，但最集中、最有力的解决途径是使财政减少支出、增加收入。假如原定是平衡的收支，现在要力争实现相应金额的财政结余，等等。

再从财政角度看，假如财政赤字的长期存在不得不通过货币供给机制予以弥补时，不论是使货币供给总量增加，还是使现实不流通的货币转化为现实流通的货币，或者同时要求这两者，那都必须由信贷创造一个环境，可以平衡由财政引出的货币过多的矛盾。如果用同样的符号来表示，这个环境就是：



$$\sum L(1 - \bar{r}) < \sum L(1 - \bar{i})$$

而  $\sum L \cdot (\bar{r} - \bar{i})$  的数量应能吸收由财政引出的过多的现实流通的货币量。假如信贷也无力创造这样的环境，那么，货币供给过多的局面将不可避免。

### 财政赤字有时必要并非奇谈怪论

当然，还有另外一个方面的情况：假如信贷活动所创造的货币供给不足以满足需求而信贷本身又无力扩张时，那么经济生活中则会有 30 年代西方经济学家所称的那种“有效需求不足”的局面。在这种局面下，财政支大于收的安排强使货币供给增加的策略是成立的。

多少年来，这样的论点是我们一直批判的，认为这样的局面在我们这里不会产生，并从而溢之为通货膨胀论，等等。然而客观经济生活变幻多端，连可能性也不允许思考，仅从治学角度来看，也不成立。没有料到，不可能变成了可能：中国也出现了需求不足的问题。赤字，不论它令人多么不愉快，也不得不加以运用。

就财政方面，假如收大于支的局面是不依人们意志为转移的长期存在（历史上曾有过这种局面，现代社会似乎只能是假设），那么，扩张的信贷安排无疑是经济发展之所必要。

### 建国以来的实际

40 多年的历程可分为明显不同的两个阶段。如果考虑到



1998 年的新情况，像是出现了个第三阶段。

在改革开放之前，我国财政信贷综合平衡的格局基本上是以财政结余保持货币均衡。具体认识这一规律是始于 1953 年。那年是新中国从恢复阶段转入经济建设的时期。恢复时期，财政积累了就当时来看为数可观的结余。开始建设，动用结余也是自然而然的决策。但结余刚一动用，国营经济的商业库存立即急速下降，削弱了对市场进行控制的力量，物价开始波动。在当时的情况下，国营商业保持必要的库存是市场均衡的条件，而货币供给的一部分以财政结余形式变成暂不流通的货币又是保持商业库存的条件。从而事实使人们得出的结论是：财政结余不能动用。而究其实质，则是在改革开放前，信贷所创造的货币供给，其中现实流通的货币所占比例一直较大，从而出现货币供给偏多的压力。用公式表示为：

$$\sum L(1 - \bar{r}) > \sum L(1 - \bar{i})$$

如果考虑到矛盾是在市场供给和信贷这两方面均以采取了尽可能采取的措施后仍然存在的，那么，为了实现货币均衡和市场均衡，出路就只能使为数

$$\sum L \cdot (\bar{i} - \bar{r})$$

的现实流通着的货币变为现实不流通的货币。而这就不能不依靠当时强大的财政。

改革开放之后，从现象上看，1979 年，财政在出现了 170 亿元赤字的情况下动用了历年滚存的所有结余，而 1980 年赤字



继续达 120 亿元。自此财政出现了一个大转折，从结余的局面转向赤字的局面。如果按改革开放前的经验看，市场均衡和货币均衡必将受到极大的破坏。应该说，货币供给的增长大大快于改革开放之前，货币供给偏大的压力是存在的，但却未出现不可控制的后果。从逻辑上推论，应是货币供给中现实不流通的货币所占比例加大，从而为财政所造成的过多货币供给提供了如下环境：

$$\sum L(1 - \bar{r}) < \sum L(1 - \bar{i})$$

对此，人们曾作过大量的分析：个人收入的提高，使居民储蓄增长迅速；由于企业财务和行政财务管理制度的改革，过去除了维持日常开支和经营周转所需的活期存款和现金之外别无其他余钱的国有企事业及机关、部队各单位，有了迅速增加的可由自己支配而暂不动用的存款，以及由于城乡、特别是农村经济核算单位的划小，要求更多的准备金，等等。这些重大的变化，或可概括为货币化程度的提高，应是保持货币均衡的原因。

不过，就总体来说，货币供给过多的矛盾，在改革开放前一直存在。滚存的财政结余只是使矛盾有所缓和，而并没有使之消除；改革开放后，货币化程度的提高虽然大量吸收了信用扩张所带来的新增货币供给，但由此所造成的环境，其数量可表示为：

$$\sum L(\bar{r} - \bar{i})$$

这个数量对于吸收财政赤字所带来的过多货币供给则并不充分。因此多年来，实际维持的是相当紧张的平衡。

至于 1997 年开始显现 1998 年明朗化的需求不足，则可解释



为现实流通着的货币数量不足，从而呼唤着财政手段的出台。

### 还要具体把握财政信贷之间千丝万缕的联系

前一章单纯论述信贷与货币供给形成机制，本章在论述财政与货币供给形成机制时，逐步讲到这两者同是货币供应总量的关键因素，讲到现代经济生活中财政收支差额的弥补必然要通过信贷机制，然后又讲到在货币供给形成中两者必须统筹考虑，综合平衡。对于不处在财政、金融圈子之中，不处于具体经济领导岗位之上的人，把握这些概略的说明会有助于增进对两者关系的认识。但要真正把握财政与信贷综合平衡的深刻内涵，还必须具体了解这两者之间存在的割不断的千丝万缕的联系。

在计划经济体制下，这种联系曾以极其简明的形式表现出来。例如，要调整利率，首先涉及工商企业各部门的利益。政府的各经济部门，作为各行业的代表，要统一计算本行业由此引起的利润额变动。调高利率，要付出较多的利息，利润额减少，因而会要求减少向财政缴纳的税利。由于利率调高，相应地银行增加收益，应该增加向财政缴纳的义务。这时，减少了工商企业税利上缴的财政，会要求银行增加向财政的缴纳义务或减少对银行提供信贷基金的支持。反之，如利率调低，银行收益降低，会要求减少向财政的缴纳，或要求财政加大对银行信贷基金的支持。而财政则会要求因利率调低而增加收入的工商企业相应地增加向财政上缴的税利。这说明，一项利率的变化就会引起工商企业与财政、银行之间资金分配的原有格局；而单就财政和银行来说，



则是此高彼低，此低彼高。正是因为这样的紧密联系，当时人们把财政与银行形容为国家的两个底下通着气的钱口袋。

在发达的市场经济条件下，财政与银行信贷之间的联系如何呢？像上面所举的这个计划经济中联系到如此直接的情况是不存在的。但把两者之间的关系形容为存在着千丝万缕的联系也并不过分。

就日常最“平凡”的联系说，各级财政均在银行开户，银行代收税款、规费和罚款，代为汇划各种上解下拨款项；财政碰到先支后收的矛盾，银行则为其垫款，等等。这是现代经济生活中避免不了的联系。80年代初，我国有些财政部门人士看到巨额财政金库款及库款调拨的在途资金成为银行资金来源时，提出财政建立自己独立的收付、解拨系统，把大量被银行占用的资金收归自己支配，以解决支大于收的困难。姑且不谈这种另立门户的做法将是社会的极大的浪费。其实在收收付付和上解下拨过程中的资金，也即构成银行资金来源的资金，在绝大多数情况下是无法用以进行财政拨款的。就如同带一笔款项从甲地飞往乙地，如果需半天路程，在这半天中有钱也不能用一样。如果非要用，那要遵循信贷活动原则，进行信贷活动并创造货币。但走出这一步，这个财政收付系统则转化为银行；而这种转化过程进行到确信必将培育出银行之际，这个由财政自己建立的系统也必将再次独立于财政体系之外。于是，仍然有财政与银行两个系统。

除去这种日常的联系，第二、第三节已论述了财政收支差额的解决，在现代经济生活中不能不借助于信贷的货币形成机制。





这是一方面。另一方面，金融体系也事实上不断得到国家财政的强大财力支持。比如，市场经济国家也要对经济生活进行干预，执行经济政策，而其中有些只宜于通过信贷方式加以贯彻。为此，或委托适当的金融机构办理，或由国家支持创办政策性银行，等等。于是，财政必须注入相当数量的资金，而金融事业在财政的财力支持下得到了发展和丰厚的收益。再如，为了保持金融系统的稳定，财政拨出巨额资金加以救助，自 30 年代以来，已不是罕见的事。1997 年，在日本闹得沸沸扬扬的政府为了解决住宅金融专业银行的不良债权要拨出几千亿日元的事件就是典型的例子。在此之前，法国政府对连年亏损的里昂信贷银行曾先后采取承担几百亿法郎的坏账和提供信贷损失担保等措施，则同样典型。

我国改革开放之后，财政与信贷的联系形式，在 80 年代中期之前，应该说变化不大。而后逐步有所变化。有些开始借鉴市场经济国家久已采用的模型。但由于国有经济的存在，仍有相当大的部分未脱出原有的轨道。例如，我国国有商业银行的不良债权问题都认为应该解决。主要的途径之一是通过提取呆账准备金加以冲销。银行提取呆账准备金的多少直接影响到银行向财政履行缴纳义务的金额：呆账准备金提取得多，少上缴；反之，则可能多上缴。由于银行上缴的金额可观，因而呆账准备金提取的规模直接就成为财政承担能力的问题。就发展来看，这类相关关系应力求减少，但总要有一个过程。

财政与信贷的紧密联系是现代经济中的必然现象。过去我们



往往把这种紧密联系归之于计划经济体制，但改革开放以来的经验体会及对西方市场经济的了解，它的存在有一个极其重要的基础，那就是无论从哪种类型的经济体制来看，当代货币供给形成机制及货币运动规律都有着超越体制区别的共同的特点。

### “三平”

本节的主题是论述财政信贷综合平衡。财政信贷综合平衡是我国“三平”理论的核心部分。

所谓“三平”是指财政收支平衡、信贷收支平衡和物资供求平衡。关于这三种平衡的关系曾有各式各样的提法。较为大家公认的是：物资供求平衡是基础，财政收支平衡是关键，信贷收支平衡是综合反映。

如果使用现在较为大家熟悉的观念，可作这样的诠释：

物资供求平衡要扩展理解为市场总供给与总需求的均衡。这是宏观均衡中最核心的部分。“物资供求平衡是基础”这个提法中的“基础”二字恐不能就字面作刻板的推敲，把它解释为能保持这个均衡对整个经济的发展有关键意义或许更为贴切。

市场总供给与总需求是两个方面的。就市场供给来说，在当时属于生产和流通部门的任务；如果从货币均衡来说，它是与货币供给以及由之体现的市场需求相对立的那个方面。至于货币供给以及由之体现的市场总需求，从本书前面的分析看，那是信贷和财政这两个系统共同作用的结果。当然，信贷和财政的活动对市场供给也有重大作用，但这是它们两个部门通过影响非信贷和非



财政部门实现的，而它们两个部门直接调节的则是货币供给。

有关这一点，在过去的提法中是由“财政收支是关键，信贷收支是综合反映”两句体现的。明确提到财政和信贷，说明了它们两者的重要作用。至于“关键”，这是由于过去财政在国民收入分配中占绝大比重，从而对货币供给的控制起决定作用。但无论财政较之信贷如何强大，财政的收支活动还都要通过银行系统，它的收支对比状况还都要反映到信贷资金来源与资金运用的对比之中。把信贷收支解释为“综合反映”应该说还是对客观进程有着本质的认识。

“三平”理论，作为一个重要理论，其所以提出，或者说这一理论所体现的基本精神，是要表达这样一个认识：国家建设的规模和速度是由“三平”的客观规律所制约，而不是主观愿望所能决定的。就这一点来说，到今天仍有其现实意义。

### “三平”理论的形成与发展

计划经济的平衡理论是前苏联发展起来的，其中也包括“三平”理论的一些思路。但系统的“三平”理论，其发展则是在中国的土壤之上。有关这一段历史，在我主编的《社会主义财政金融问题》（中国人民大学出版社，1981年版）一书中曾从1950年初的制止通货膨胀作了回顾，现摘抄如下（文字稍有修改）：

“解放之初，为了制止旧社会遗留下来的恶性膨胀，我们党在经济工作上采取的第一个重大措施就是1950年的‘统一财政经济工作’。这一措施，一方面是在生产恢复的基础上，依靠迅



速壮大的国营商业，统一物资调拨，加强对市场商品供应的控制；另一方面则是整顿并统一财政收入，紧缩财政开支，发行胜利折实公债，实施现金管理，一句话，即大力紧缩通货，紧缩购买力，紧缩对商品的需求。这一措施的贯彻，迅速地制止了绵延了十多年的恶性通货膨胀，稳定了币值和物价，为恢复和发展国民经济，为安定人民生活，为改造私人经济创造了必要的前提。虽然，当时并未提出类如财政信贷综合平衡这样的概念，但是必须指出，这是一次把国家财政和银行体系作为一个整体加以系统地、统一地安排和运用的成功典范，它包含着综合平衡的基本观点。

“进入大规模经济建设的1953年，由于动用财政结余搞建设，引起了国营商业库存的下降和银行贷款的紧缩并从而使国营商业对市场的控制有所削弱。通过对这一问题的剖析，初步搞清了财政存款（主要是结余存款）、银行信贷同商业库存之间的关系。这可以说是对财政信贷综合平衡问题中一个方面的具体规律有了认识并启示人们开始注意这一问题的复杂性。不过，类如财政信贷综合平衡的概念当时仍未提出。

“1956年，计划安排的步子大了。基本建设投资过大，工资增长过快，农业贷款增长过多，财政出现了赤字，生产资料和生活资料的供应都比较紧张，消费品物价指数有明显的提高。针对这种情况，在1957年初，陈云同志总结了1950—1956年的经验，提出了建设规模必须和国力相适应的思想，并明确只要财政收支和银行信贷是平衡的，社会购买力和物资供应之间，就全部



来说也会是平衡的观点。随后，很多同志对财政收支平衡、信贷收支平衡和物资供求平衡的问题，简称之为‘三平’问题，展开了研究。这标志着我们已经明确地把财政信贷综合平衡问题作为一个既有重大实践意义又有重大理论意义的课题，提到了经济理论研究的日程上。也正是在这种科学的、实事求是的指导思想之下，克服了1956年财经工作的缺点并取得1957年国民经济的稳步发展。

“但是，仅仅不过一年，到1958年，一切科学的、实事求是的思想都被谥之为右倾保守，而‘瞎指挥’、‘浮夸风’、‘共产风’等等却在‘左’倾的指导思想下大肆泛滥。‘三平’的问题不再提起，代之而来的则是财政的‘大收大支，以大支促大收’；银行的‘大存大贷，以大贷促大存’……财政金融工作违背客观规律的结果是财政的假结余掩盖着赤字，银行则是以极度的信用膨胀掩盖着财政矛盾并把大量过多的通货投入流通。于是，不只消费品价格上涨了，生产资料的价格也上涨了。这实际上是建国以来经济生活中所出现的一次爆发性的，也可以说是完全自我制造的严重通货膨胀。只是由于经济的迅速瓦解才中止了这一过程。在‘调整、巩固、充实、提高’八字方针下，‘三平’的问题再次提到研究的日程上来。而1958—1960年这三年的教训则给这一问题的研究提供了生动的实践素材。如果说1957年是探讨这一问题的开端，那么60年代初的这次研究则是进一步的深入。但是由于当时还不存在能够真正总结三年‘大跃进’的条件，所以深入的重点还主要限于探索财政、信贷、货币流通、物



资供求等方面相互联结中的某些具体规律性。就是这样的研究，也由于‘四清’运动的开展，也就是说，在‘文化大革命’开始前的一两年，即已停顿下来。

“十年动乱之中，当然更提不到‘三平’的问题了。不过，由于在此期间没有简单重复1958年的‘大跃进’作法，所以财政金融领域中的矛盾，同整个国民经济中的矛盾一样，不是采取爆发的形式，而是采取累积的形式，因而猛然看来，矛盾不如1958年那次突出。但由于时间持久，矛盾的累积更为严重：财政是多年的假平衡真赤字，信用和货币流通则是长期的膨胀，至于物价，公开的或隐蔽的波动也非常突出。然而粉碎‘四人帮’之后，我们在看到了国民经济面临崩溃边缘之际，却没有正视财政金融领域中所存在的严重矛盾。所以，对财政信贷综合平衡的研究虽然再次有所开展，但未得到应有的重视……直到1979年以来大量财政赤字的接连出现才开始使人们认识到这一问题的严重性。”

由于有了日益有利于开展学术研究的气氛，由于眼界之日益扩大，由于理论界和实际部门大量有研究能力的新生力量不断注入，这一问题的研究步入了新的阶段。研究不断深化，但实践又不断提出新的课题。同所有经济问题一样，对于它的研究也不可能达到穷尽的境地。

### **“综合平衡”还是简明概括的经济理论范畴**

有关财政、信贷以及这两个范畴同货币供给的关系问题，研



究日益深入，但“综合平衡”这个理论范畴，如果说在 80 年代中期以前还经常被提到的话，那么，近些年来却很少见诸文件和文章之中了。

综合平衡这个经济术语，无疑是产生于计划经济体制的背景之下。是来源于前苏联，还是形成于中国，说法不一。有人说，“综合”和“平衡”在前苏联计划经济理论中都是存在的，但稳定地把它们联系在一起使用，则是始于中国人。不论如何，说它是计划经济的术语，是确切无疑的。

是否当逐步走向市场经济体制之际，这个理论范畴已失去了它的理论概括的意义了呢？当然，我们如果把综合平衡理解为经济计划化的一个环节，经过综合平衡后的计划要通过行政系统贯彻并应成为必须执行的计划法令，这样理解，无疑这个术语是应该摒弃的。

但是如果对于“平衡”二字不是机械地理解为类似会计之中借与贷、收与支双方必须数额绝对相等，而是理解为运动中的协调、均衡，如果用“综合平衡”使这种理解超出各个范畴本身协调、均衡的局限并着眼于各个范畴与其周围环境的相互作用以及各个范畴相互之间的紧密联系，如果不仅把“平衡”和“综合平衡”理解为人们对客观进程的观察方法，而是理解为客观进程本身的内在规律性，那么在市场经济体制下，“综合平衡”也同样应该是对客观经济过程的理论概括。



## 第四章

# 货币供给的宏观分析方法

### 需要学习宏观分析的方法

从总量角度分析货币供给，诸如货币供给是否符合客观对货币的需求，调节货币供给的措施能否达到紧缩或扩张的预想，扩张或紧缩的货币供给能否实现预期的经济目标，经济措施、特别是筹集资金的措施将会对货币供给产生怎样的效应，如此等等，都属于围绕货币供给的宏观分析问题。前面曾经指出，人们往往用微观分析的方法来分析宏观问题。结论的推导看似无懈可击，但却与经济生活的实际不符。宏观经济问题的分析要用宏观分析的方法。不过，对于宏观分析方法大多不很熟悉。从小学到中学，主要是培育掌握微观分析方法，人生中从小到大，日常生活的经验积累也基本是微观分析的经验。因而对于宏观分析的方法需要自觉地进行学习。

宏观分析方法应是一门大学问，如何把握它的体系和要领，还需探索。宏观经济学包含有宏观经济分析方法，但通常没有具





体化到如何去剖析有关货币的种种宏观问题。我们现在是研究货币供给，对有关这个方面分析方法的经验积累作点总结，无疑有利于提高剖析的水平。当然，沿着这个路子不断探索，那是有可能在创建宏观分析方法的科学体系中做出贡献的。

## 第一节 整体不等于局部的加总

整体不等于局部的加总，或者说局部的加总不等于整体，这个命题往往是宏观经济学开头部分就要讲的内容。具体化到货币问题，这也是一个必须把握的要点。

### 货币供给方面有典型的例证

在第二章讨论货币供给问题时，不少方面可以论证这个命题。这里举两个例子。

其一，存款货币银行，分别每一家来看，吸收存款、发放贷款，丝毫没有“创造”的意思；但诸存款货币银行作为一个整体，却实实在在地给经济生活创造出不断增多的、构成货币供给主要部分的存款货币。

其二，安全、流动、盈利的经营准则约束商业银行审慎地对待顾客向自己提出的每一笔货币需求，从而使是否满足顾客需求的决策能够确实具有较为可靠的经济根据。在这种情况下，也就意味着每一笔货币的供给有可能在较大程度上保证合理、适度。但即使所有商业银行的自我约束机制都发挥作用，我们曾用较大



篇幅论证，也不能保证宏观的货币均衡。为了宏观的均衡，还必须有宏观的调控。

在这两个例子中，部分和总体的关系已经一目了然，无须再作分析。这里对货币供给的对应面——货币需求来作些解剖。

### 货币需求中的部分和整体

从理论上说，货币供给应符合客观对货币的需求；在实践中，没有形形色色来自各个方面的具体货币需求也不出现现实的货币供给。关于货币需求，在第一章讨论了微观货币需求与宏观货币需求同具客观性的命题，强调我们所要剖析的货币需求不仅从宏观角度看是客观的，从微观角度看也是客观的。这包含两重意思：一重意思是，与宏观货币需求一样，微观货币需求也是收入  $Y$  的函数。 $Y$ ，这是一个客观的自变量。再一重意思是，“负债购入”和“负债经营”对货币的需求在如下的限度内也是客观的，即有经济依据并能够得到社会认可的收入预期和收益预期。

### 微观主体的货币需求常常有充足理由

分期付款的购销方式，除居民住房外，近期在我国的发展还只是在逐步推进。因而这方面的货币需求不是主要矛盾。主要的矛盾在于各种产业，特别是第二、第三产业在其发展中对货币的需求。有一种最典型的理论概括：一方面存在着生产市场所需产品的自然资源、原材料和技术装备，另一方面存在着具有生产该产品技能的人力资源，缺的只是可将两者结合的货币资本。这



时对货币的需求肯定是经济过程对货币的客观需求。因为两方面一旦结合，就会有提出货币需求的市场供给。在我国，经常可以听到根据以下这种思路的争辩：有市场、有原材料的供给、有现成的设备、有技术和人力，为什么不给资金支持！沿着这样的思路还有：万事俱备，欠的只是一条生产线的技术改造；再进一步，比较各种方案，具备最优投资条件，有根据进行新建、扩建。如此等等，都是要求资金支持的理由。与之同时则又经常听到资金筹集不到的抱怨。按常理，这里所说的货币需求给予满足是应该的，得不到满足的抱怨也完全可以理解。然而矛盾却总是存在——紧缩时突出，扩张时也不是就没有了。原因何在，只要放眼宏观，就不难找到。

现实生活中，说得天花乱坠，事实全不是那回事的情况并不罕见。当然由之提出的货币需求不是客观需求。排除虚假的，留下真实的，是否所有的需求都可视为客观需求而予以满足呢？

### 加上时间因素的一般分析

在第二章第六节分析信贷原则时，就有时间因素的考虑。时间是一个很重要的因素，加上这个因素，就会看到，上述的几种情况，都是要求货币供给在前，而可能的市场供给在后。其中，给以货币资金支持很快即有产出的，时间因素可以略而不计。新建扩建，要能提供产品或服务，短则三五年，长则十余年；更新改造通常也要以年计；就是加工、销售，要形成有效市场供给，往往也需要假以时日。不论时日长短，假设的确都会保证有效供



给，对于货币需求是否应予满足的问题也会有不同的回答：微观主体认为应予肯定的回答；从宏观角度看，假设“其他条件不变”，要是用新增的货币供给来满足这些需求，由于追加的货币供给出来之时，追加的市场供给尚需稍待，那必然出现货币供给过多的局面。

### 宏观分析的结论——各个微观主体合理货币需求的总和并不等于整个经济的客观货币需求

在整个经济进程中，流动资金的需要、更新改造的需要、新建扩建的需要是无时无处不在的。或许可用简单再生产与扩大再生产的划分解释，或许可用零增长与正增长的划分解释。由这些方面所提出的货币需求，部分可由已有的货币供给存量满足，部分则必须由新增的货币供给满足。从微观角度，只是要求解决自己的资金需要而不管体现资金的货币是来自货币供给的原有存量还是新增的量。而宏观角度，从均衡的客观要求出发，经济本身必然要比较两个量：(1) 原有的市场均衡和货币均衡的状况，是宽松还是紧迫；就货币供给满足货币需求的角度来说是少还是多。如果是“少”，数量可用  $S$  表示；如果是“多”， $S$  为负值。(2) 在经济增长基础上，由新增市场供给所提出的追加的货币需求与众多微观主体所要求的新增货币供给，如果后者的量以  $N$  来表示，前者的量用  $D$  来表示，这两者的差额可能为正，也可能为负。在经济前景看好，在存在通货膨胀的经济过程时，通常  $N - D$  是一个正值；如果经济背景疲软，市场需求不足，则  $N$



-  $D$  是负值。

假如有一个就市场供求来说相当宽松的经济环境, 有增加货币供给的余地, 即  $S$  为正, 而其数量即便是在  $N - D$  为正值时也能满足

$$S \geq N - D$$

那么来自微观主体的所有有经济根据的资金需求均可支持。而且这是经济均衡之所必要。实际上, 在发达的市场经济下, 人们这时担心的不是货币需求过多, 而是微观主体没有这样的需求; 1998 年以来, 我们也出现了这种情况。

如果经济环境不那么宽松, 维系货币供需的均衡已较紧张,  $S$  纵然不为负也不会是多大的正值, 只要  $N - D$  的值为正, 即只能有

$$S < N - D$$

那么, 微观主体所提出的需以货币形态满足的资金需求就会有或大或小的部分进入不了经济整体所提出的货币需求之内。

如果经济环境根本不宽松而是紧迫, 货币供给本来已经过多, 即  $S$  明显为负 (这种类型的矛盾, 在我们的经济中, 截至 1997 年前, 一直是比较典型的情况), 而这时微观主体所提出的需以货币形态满足的资金需求, 如在经济过热的驱动下, 往往过大, 即大大高于  $D$ 。这就是说, 要求追加货币供给的压力, 必然有相当大的部分不能为客观经济整体所提出的货币需求所容纳。如果货币供给按  $N$  的规模得到满足, 后果只能是通货膨胀



的进一步发展。

再重复一句，各个微观主体的货币需求，从微观环境来看纵然是合理的，其总和也并不等于是整个经济的客观货币需求。

### 市场需求疲软时这个问题应如何分析

需要补充说明一点：本书的分析基本是以货币供给偏多乃至过多、市场需求偏旺乃至过旺为背景的。如果是市场需求偏低乃至过低，宏微观货币需求的差异会如何表现？上面作了些抽象的数量表述，这里再作些具体分析。

从微观角度来说，消费者的货币需求，结合我国具体情况，可以作这样的剖析：（1）只要收入不降低（实际还有所提高），不会因此降低货币需求。（2）由于种种原因，收入中用于现期的消费支出与用于储蓄的比例会发生变化。如在改革不断深入的情况下，为了预防将来需由自己担负支出的份额将会增大，如在收入增幅减小的情况下，对预期收入倾向于作不怎么乐观的估计，如当前缺乏新的消费增长点等等，都会使现期消费份额受到抑制。（3）采取刺激消费支出的措施，如住房的货币化，这是增大当期消费份额的因素，如实行扩大住房贷款政策，有可能增大公众对货币的需求。但问题是数量。如果由此引起的当期消费需求不足以抵消由（2）所述的当期消费的相对缩减，则改变不了消费份额受抑制的趋势。把以上三者结合起来看，那就是货币需求的总量增减趋势无大变化而结构则是用于储蓄的货币需求份额增大。



从生产者这类微观行为主体来看，出于对预期回报的疑虑乃至悲观的估计，对货币的需求会明显减少。可以保持资本周转甚至仍有较高回报的，其货币资本中用于扩大投资的份额也会受到抑制，自然更会减少从金融系统贷款的欲望；需从金融系统取得信用以维持周转以至于扩大经营并从而提出货币需求的，在对预期回报把握不大的情况下，金融系统往往不会给予积极支持而使之成为现实的货币需求。

从宏观角度来看，无论微观行为主体是消费者还是生产者，其货币需求趋向无疑是决定因素，但与之同时，在货币需求函数中还有一个市场供给的因素。考虑到生产结构的各种瓶颈制约，由可动用的生产资源潜力所能形成的市场供给决定着货币需求，这是客观的货币需求。可是面对疲软的市场，从这个角度提出的货币需求，如上面所作的分析，通常得不到微观行为主体货币需求的支持：当期消费的货币需求份额有可能受到抑制；当期投资的货币需求有使之保持一定势头的客观条件却难以使之充分转化为现实。这也可以作为部分之和并不必然等于总体的例证。

## 第二节 是多元函数就必须把“多元” 置于视野之内

### 对货币问题的实际考察大多需要多元函数模型

我们现在研究的领域，存在的几乎都是多元函数。货币需求曾有一个一元函数的理论模型，当代最概括的理论模型也只是二



元函数。其实，就是在论证一元函数的理论模型之际，如马克思即曾这样指出：“……决定流通手段量的一切要素，如流通的商品量、价格、价格的涨落、同时进行的买和卖的次数、货币流通速度，都依赖于商品世界的形态变化的过程，而后者又依赖于生产方式的总的性质、人口数、城乡关系、运输工具的发展，依赖于分工的粗细、信用等等，——简言之，依赖于一切处于简单货币流通之外而只反映在简单货币流通中的情况。”<sup>①</sup>这就是说，作实际的考察，仅从作为流通手段的货币量来看，就是一个多元函数，而函数中的每一个自变量又分别是一个个多元函数。货币供给如果理解为货币需求的函数，是个一元函数的理论模型。要是考察它在经济中数量多少的直接决定过程，至少取决于信贷的扩张或紧缩、财政的赤字或结余、国际收支的顺差或逆差。即明明白白是个多元函数。正面讲述这些，通常倒是不会有什么不同意见。

#### 化多元为一元——典型例子之一：赤字与货币供给

然而具体到货币供给的分析中，往往就把它视之为“一元”函数。

最典型的例子就是上一章所剖析的“财政有赤字就得发票子”的观念。在这种观念中，货币供给实际成了财政收支的一元

---

<sup>①</sup> 《马克思恩格斯全集》，中文1版，第13卷，95页，北京，人民出版社，1962。





函数。一个多元函数，如其中某个自变量，在一定条件下，对于函数值的决定起着关键作用时，视同一元函数也未尝不可。但也只能用作粗略的分析，用于稍微具体一点的数量分析则不能作这样的“简化”。比如在改革开放之前，财政对货币供给的确起关键作用，可是要用财政收支对比来具体说明通货发行和  $M_1$ 、 $M_2$  的数量变化是完全不够的。那时至少还有一个绝对不能不考虑的信贷因素。至于到了客观经济条件大大变化了的改革开放之后，更是不能把货币供给视同财政收支的一元函数了。然而，这样的观念却仍然占有着不少人的思维阵地。如果就方法论来说，原因恐怕就在于微观分析方法过于根深蒂固。当这种思维方法根深蒂固时，碰到任何问题，一个潜在的“其他条件不变”成了自然而然的前提。函数中不论有多少其他自变量，都自然而然地假定为“不变的”、“给定的”，于是，一个多元函数就深信不疑地变成了一个一元函数。

### 典型例子之二：外汇占款与基础货币

1994 年关于外汇储备迅猛增长将对货币供给有何影响的分析也相当典型。在这前一年，人民币对美元的汇率黑市曾攀升到 1:10 以上。1994 年一开始实施了外汇改革。最初，对于形势的估计并非那么乐观。不料，不仅汇率平稳，且人民币的比值稳中有升，同时外汇储备还有以百亿美元规模计的迅速增长的趋势。在这种形势下，一股强劲的议论出现了，而且主要出现在内行圈：基础货币将由于外汇储备而猛增 1 000 亿、2 000 亿或者更



多，货币供给形势严峻。1993年年末，基础货币的金额为9 228亿元，要是增1 000亿元~2 000亿元或更多，那就是仅此一项的增幅即达20%上下；1993年较之1992年，基础货币增长35.9%，而1991—1993这三年间，外汇储备大体维持在200亿美元上下的水平，即35.9%之中基本没有外汇占款增大的因素。如此推论下来，不是外汇占款的因素加上外汇占款的因素，1994年的基础货币将增长50%以上，的确有些令人触目惊心。然而，当年基础货币的实际增长为37.3%，与1993年基本持平。原因也颇简单：中央银行在外汇占款大幅度增大的同时，相应大幅度地减少了对商业银行的直接贷款。内行对于这点是不难理解的。之所以很多人只把眼光固执地盯在外汇这一点上，大概也是微观分析的惯性所致。

当把外汇占款和对商业银行的直接贷款这两个可以对冲的项目均置于视野之内时，还可以提出这样的问题：如果直接贷款逐步压到最低限度以至于不能再起对冲作用时，外汇占款的继续增大是否将成为货币供给过多的强大压力？如果客观的确呈现这样的趋向，而无其他因素进入实际生活，那当然可作肯定的回答。然而，这还是假设其他条件不变的微观思维方法，似乎没有必要去考虑在发展中还会有什么其他的可能。而宏观分析的要点，是把客观实际可能存在而又不可忽视的所有因素均纳入分析的范围之内。

### 典型例子之三：人民币为什么不贬值



这并不直接是货币供给问题，但在化多元为一元的毛病上也极典型。

从1997年秋冬之际开始，人民币贬不贬值的问题成了国内外关注的大热点。无论是国内国外，也无论是恶意善意，都有不少人认为贬值是人民币不可避免的命运。而论据则是一条原理：本币估价偏高，不利于出口。这的确是自有经济学以来就为实践反复证明的一条颠扑不破的真理。考虑到亚洲金融危机爆发后，东南亚一些国家、韩国乃至后来一些拉美国家、一些工业化国家，货币相继贬值，按照这一原理，为了保持自己的出口，使人民币贬值在所必行。但中国一再宣称人民币不贬值。矛盾出在了什么地方？

第一，首先应该明确，一个国家的货币贬不贬值，直接的决定因素是该国的国际收支状况：国际收支是逆差，本币贬值；国际收支是顺差，本币升值。要想凭借国家力量逆向操作，即在国际收支逆差时企图使货币升值，国际收支顺差时企图使货币贬值，这既不符合市场经济的准则，也是开放经济条件下（即使只实行经常项下可兑换）难以做到的。我国实行的是浮动汇率制度，调节人民币对外币值的正是这样的规律。1997年底到1998年，不只在外国，也在国内，不少人纷纷议论人民币会贬值之际，中国的国际收支并不存在逆差。也就是说，贬值的决定性客观经济条件并不存在。假如国际收支不是暂时的，而是一时难以扭转的支大于收，有多大的外汇储备也阻止不了贬值的命运。显然，把决定性的制约关系置于视野之外的分析是不能成立的。



第二，我们要解的是个什么函数？是单纯的出口利益，还是与币值有直接关联的多因素的总体利弊得失？

其实不用想得太远，出口的另一面就是进口：贬值有利于出口，同时却不利于进口——使进口品价格抬高。如果进口在经济生活中占有很大比重，则会直接导致或加重通货膨胀。1998年的中国，是物价低迷的年份，使得人们把本币贬值有可能抬高物价的方面全然忽略了。但中国出口品的成本中有一半是进口品。因而至少要算这样一笔账：贬值可以使出口品增强的竞争力会有一半要被进口原材料、配件的价格抬高所抵消。

而且，就中国的现实情况看，与出入口相并列的至少还有一个重要方面，即外债问题。对于外债，本币的贬值会直接加大还本付息的负担。对于多年来大量引进外资的中国，这一方面是绝不可略而不计的。

显然，即使暂不考虑对币值有决定作用的国际收支状况，在贬值问题上只考虑出口也是极不全面的。只有把不可忽略的因素均考虑在内，并总体衡量是利大于弊还是弊大于利，才能得出从经济上说贬值对国家是否应该采用的论断。

第三，还要考虑心理上可能引起的后果。这次始于东南亚的金融危机，以极大的震撼力，破坏了人们——不只是国内，也包括国际人士——的思维常规。在思想准备十分不足的情况下，冷静的心态让位给仓促的反应：似乎只有贬值才是惟一的出路。于是在经济界出现了种种违反现行外汇管理条例的行为，冲击外汇供求对比。如果不能以明朗的态度坚持依据客观条件所作出的宏



观决策，盲目的冲击也会造成本来不应产生的紊乱后果。

至于把人民币不贬值用固定汇率制度或联系汇率制度的思路加以解释，那也是片面的。

### **宏观分析必须摆脱微观分析习惯思维的束缚**

应把客观实际存在的不可忽视的所有因素均纳入分析的范围之内，这有点像老生常谈。但要在宏观分析中突破微观分析习惯思维——下意识地把设定“其他条件不变”所推导的结论即作为最终结论——的束缚，还必须时时自我提醒。

“其他条件不变”在分别分析每一个自变量时是必要的。多元函数包括多个自变量，所以应该多次作“其他条件不变”的分析，但同时必须不断进行综合。宏观经济问题，在作实际考察时，几乎都要建立多元函数模型。所以对宏观经济问题进行思考时，千万注意不要使这个“其他条件不变”成为操纵自己排除其他元素并把某一元素定于一尊的习惯思维力量。

### **第三节 要考虑全过程而不能 停留在片断上**

如果说上一节强调的是，宏观分析中要把并行存在的各个因素——当然是主要的、不可忽略的因素——均置于视野之内，那么在这一节要说明的则是，依次把相继发生的各个环节进行全过程分析，也同样极其必要。



### 片断思维举例之一：紧缩与“复归”

80年代末、90年代初曾对1985年开始的紧紧松松的货币政策讨论过一段，并提出了一个“复归”概念。所谓“复归”，每一个人使用这个概念所赋予的内涵是不尽相同的，但基本不脱离这两个字的字面含义。粗略说来大体是：在经济过热时采取紧缩的货币政策，但带来的并不是市场供求的平衡或缓和，而仍然是供不应求；在经济疲软之际，采用扩大货币供给的手段以期“启动”经济，但投入的货币并未形成能够刺激经济振奋的市场需求，过冷的局面依然难以改观。

1985年，面对经济的过热，我们第一次正面表明要运用控制货币进入经济闸口的政策并提出了“软着陆”的方针。意图是通过适度的紧缩，扭转需求过旺的格局并创造一个供略大于求的比较宽松的经济环境。当时不少论者认为，有了这样的经济环境，会加强竞争并加大对企业按照市场要求改革其生产和经营的压力；会稳定市场物价，加强市场信号的作用，有利于资源的合理配置，等等。总之，认为这一宏观政策有可能为改革和建设构建理想的前提，从而对之曾寄予颇高的期望。

就紧缩本身来说，已是经济学的常识问题：经济过热、需求过旺、供不应求都是说市场总需求大于总供给。市场需求是由货币承担的，要是把货币供给紧缩一个相当于市场供求差额的数额，那么市场总供求即可取得均衡。“软着陆”政策所依据的正是这个原理。但这个政策几度贯彻，却总带不来宽松的经济环境。问题出在：从货币供给这个方面看，的确对其增长幅度给予



了适当的控制，从而适度地控制了市场需求；然而也就是这个货币供给的紧缩，同时抑制了市场供给——并不是“原理”中隐含的市场供给不变的假设而是也紧缩了。后来人们常常说：软着陆，不着陆。对于出现这样的状况，在有一点上没有多大分歧意见，即在经济体制和经济结构没有明显变化的条件下，紧缩的货币政策既是紧缩市场需求，也会同时紧缩市场供给。至于围绕能否取得比较宽松的经济环境和这样的环境假设可以取得之后将会对改革和建设有什么意义的深层次的剖析，见仁见智，争论颇多。不过这样的环境在当时终未取得，讨论也就自然而然地过去了。

### 片断思维举例之二：扩张与启而不动

1989年秋实施了极其严峻的紧缩政策。这次倒是没有出现自1985年后反复出现的压需求却总也扭转不了供不应求的“复归”，但经济却陷入了极度的疲软。于是在1989年末和1990年两度扩张货币供给，以期刺激市场需求，“启动”经济，特别是处境最为困难的国有经济，走出过冷的境地。然而，投入流转的大量货币，对于经济却是启而不动。一般推论，货币进入流通过程，必然成为市场需求的承担者，需求拉动供给，供给再创造需求，经济则会从复苏重新走上增长之途。处于流通中的货币是市场需求的承担者这是没有疑问的，但市场需求可以是现实的、积极涌向市场供给的需求，也可以是待机而动暂不要求市场供给的需求。而且现实的需求还具有指向何处的明显特性。当时，货币通过“点贷”方式倒是首先进入了国有经济，但却没有形成对大



中型国有企业主要产品的强劲需求。启而不动也就不足为怪了。

### 再多想想进一步的后果

扩张但启而不动，再扩张还是启而不动，这时，当然会分析启而不动的原因，分析扩张货币供给以拉动经济的局限性，等等。可是，就货币供给本身而言，还有一点是极其重要的，即现时看来并未能带动需求的货币扩张是否可能给市场态势发生转化的下一阶段埋下货币供给过多的隐患？

如果考虑到现实流通着的货币和不处于流通状态的货币这两者之间的相互转化，这并不是怎么复杂的问题。扩张的货币供给未能带动市场需求，有时关键并不是货币供给总量的增幅不足，而是由于有较大比例的货币从现实流通着的状态转化为现实不流通的状态。在市场疲软的条件下，这样的转化是合乎规律的。可是，同样合乎规律的是，当市场趋热时，现实不流通的货币就会有一定的部分转化为现实流通状态的货币。从而，新增货币供给的幅度纵然并不是特别大，加上过去货币供给所蕴蓄的“潜能”的释放，也可能使市场需求呈现意料之外的过热；如果新增货币供给幅度也很大，两者合力所推动的市场需求过旺就会使经济陷入承受不了的境地。

实施紧缩的宏观决策，也会存在类似的过程。当经济过热已经受到抑制之际，不仅对货币供给总量的控制起紧缩的作用，总量中现实流通着的货币和不处于流通状态的货币的对比变化——现实流通着的货币以较大比例转化为现实不流通的货币——也同





样起紧缩作用。而且在放松对总量的紧缩控制之后, 这后一方面的紧缩冲力往往还会持续一段时间。

无论是紧缩还是扩张, 在实施过程中, 当它们的作用距政策预期有较大距离时, 往往会再行加大力度。这样做的结果极易走向反面。紧缩再紧缩, 力度过头, 不仅抑制了过热, 还会导致经济的大滑坡; 扩张再扩张, 则会由启而不动的过冷态势猛然间转入新一轮的过热, 以致又不能不立即实施调控。就决策时的宏观分析角度来看, 问题也是出在不明确必须进行全过程的分析, 特别是不注意多前瞻几步所难以避免的结果。

### 宏观问题要求全过程的分析

从方法论的角度来说, “复归”的结果, 是由于在决策时对于货币供给紧缩的分析只停留在片断的分析上——只分析了它对直接紧缩市场需求的效应, 而没有明确必须进行全过程的分析。在这个例子中就是特别没有分析它对市场供给的效应; “启而不动”的毛病则出在对于货币供给扩张的分析又只停留在片断的分析上——只分析了它一定会使市场需求相应扩张, 而没有循着经济过程继续分析下去, 在这个例子中就是没有接着分析由此引出的需求是“积极的”, 还是“消极的”, 以及它的指向是否有可能推动经济复苏。至于紧缩, 紧缩过了头, 扩张, 扩张过了头, 问题也是出在分析只停留在片断上, 而没有思考, 用一个通俗的说法, 一个经济政策行为的前冲力。

经济总量之间经常处于相互交错作用的过程之中, 某一总量



的变化必将引起相关总量的连锁变化。只有跟踪这个总量的影响直到影响逐渐减弱到可以忽略时为止，这次分析才可视为完成。也只有经过这样的全过程分析，才有可能得出比较接近客观实际的判断，并相应作出比较恰当的宏观决策。

#### 第四节 必须判明宏观过程的先后次序

##### 围绕居民银行储蓄的困扰

改革开放以来，总的说，成长速度极快。与之相伴随，资金也一直处于相当紧张的状态。另一方面，居民在银行的储蓄存款大量、快速增加。因而很多人总是把眼光盯在储蓄存款上，企图从中找到解决资金短缺的途径。

其实，这样的思路早就出现在 1958 年的“大跃进”年代。那时居民储蓄存款不多，可是有不少与之同性质的党费、团费、工会会费等存款。当时就有人建议动用这些存款支持“大跃进”。1981 年，在总结出改革开放时期也要求经济发展有必要的速度之际，资金从何而来的问题被提出来了。认为大量增长的银行储蓄存款有相当大的部分可用于长期投资的论点支持着不少建议。1991 年经济走出谷底，1992 年增长之势迅猛。再加上开发区热、房地产热，资金十分紧张，非官定利率快速攀升。在这种形势下，集资活动越炒越热。而它主要盯着的也是金额从 1990 年初的 7 000 多亿元到 1992 年底已超万亿元的储蓄存款。以上只是点出几个突出的时刻。其实，打储蓄的算盘一直没有冷下来，直到



今天可以说也还是这样。

如果说储蓄可以动用，用来支持建设，打它的算盘是应该的；如果说不可以动用还要打它的算盘，那不是引出消极的后果，就是白费心计。到底公众在银行里的储蓄存款能不能动用呢？

### “一女不能二嫁”

银行工作者说，不能！储蓄已经动用了，再加以动用，那就是一女二嫁。不少不大熟悉银行活动的人们，对于这样的说法实在难以接受：储蓄明明记在账上，银行没有从储户的账上提走一分钱，储户也是一分钱没有花，怎么说已经“用”了呢？银行工作者会解释说，银行动用储蓄不是把储蓄账户上的款项划走，而是把吸收的储蓄作为信贷资金来源发放了贷款。也就是从这个意义上说，储蓄已经动用了。但紧接着会提出这样的问题：吸收的储蓄是否立即动用了？是否全部动用了？嫁出去的女儿不能二嫁；还有没嫁出去的女儿为什么不能出嫁？就某一个时点来说，一个银行有过多的超额准备金，可以说这个银行信贷资金运用不充分；整个银行体系有过多的超额准备金，说明整个银行体系的信贷资金运用不充分。不过要把银行的资产负债表——不论任何时点上的资产负债表——拿来看一看，居民储蓄存款都是作为资金来源中的一个项目与贷款等资金运用项目相对应；当全国只有一家中国人民银行时是这样，现在把各个银行的资产负债表汇总到一起来看也是这样。那就是说，很难在储蓄存款中分出来还有



哪些女儿没出嫁。而且，回顾第二章有关存款货币创造的说明，增加新的贷款，实际同时创造了新的货币供给，而货币供给也就是包括居民储蓄在内的信贷资金来源。换言之，要是可以把资产负债表分成新旧两部分，新的贷款并不是由老的、包括未充分动用的储蓄在内的资金来源所支持，而是由新的、包括新的储蓄在内的资金来源所支持。如果这时超额准备金已压到最低限，即信贷资金已得到充分的运用，那么老的、新的储蓄则都成了已经嫁出去的女儿。

这是遵循微观分析方法所进行的讨论；储蓄存款的存在在前，储蓄存款的运用在后——这是基本的思路。但不可避免地会有进一步的讨论：储蓄的运用如果不充分，应扩大信贷，而信贷的扩大又同时创造了存款货币，居民储蓄则是存款货币的形态之一。在这一关系中，虽然即将产生但毕竟尚未产生的储蓄，其运用却翻在了前头；而其本身的存在则处于自身被运用的后面。又是前，又是后；又是后，又是前。在这剪不断的链条中，头绪颇难理清。即使论证了储蓄已被占用，但要从数量上判明储蓄占用的充分度则极其困难。出路则在于引入宏观的分析方法。

### 先举一个礼堂的例子

有一个礼堂，1 000 个座位。每次讲演发1 000张票，由于总有些人不来，常常空很多位子。多次经验，有票不来的人大体占20%。总结经验，后来每次讲演发票1 250张。票虽发多了，由于有20%左右有票的人不来，并没有发生有票无座的麻烦。而



且座位都坐满了，给讲演造成了良好的气氛。这里，发票在前，有票不来在后；并且经常有人不来，所以可以而且应该多发票。

### 摆脱困扰的宏观分析思路——判明宏观过程的先后次序

假设有 1 000 亿元的市场供给，是要出清的，就像礼堂有 1 000 个座位可供听讲演者享用一样。市场供给是要靠货币所体现的市场需求使之出清的。货币在这里的作用也类似礼堂听讲演的票。有讲演票的并不一定都来；有货币的并非把全部货币用来追求市场供给，而是要多多少少地储蓄起来一部分。有票不来，按 1 000 个座位发票，座位就坐不满；部分货币要储蓄，按 1 000 亿元供给货币，市场就不能出清。从坐满礼堂出发，要多发一些票；从市场出清的要求出发，考虑到用货币进行储蓄会使市场需求有一部分蕴蓄起来的规律，货币供给也应多出相应的金额。这里分析的要点是：就像礼堂发票在前，有票不来在后一样，从宏观角度看，不论经济生活如何纷繁复杂，相对于货币储蓄，货币供给总是在前，而货币储蓄则总是在货币供给之后，即在货币供给中，用于储蓄的部分变成现实不流动的。至于货币供给，如第二章反复论证的，它作为资金来源的体现，总是由资金运用所引出的。就如同礼堂决策要提供准许听众进入的权利才引出发票一样。

宏观过程的先后次序判明了，即可作出简明的论断：

当经济基本处于市场均衡态势之际，可以认为居民银行储蓄这一部分货币供给正以其不流通的状态成为市场均衡得以保持的



必要条件。换成本节提出问题的语言，即储蓄已经在银行体系中得到“充分的运用”，因而对它是没有什么算盘可打的。要是供不应求，那就更没有什么讨论的余地了。

当经济形势是疲软状态，也即有些市场供给不能出清时，如无其他重大情况，可以认为银行对其所吸收的储蓄有动用一部分的可能。用礼堂的例子比喻：礼堂虽然多发了250张票，但由于种种可能的原因，听讲演的积极性降低了，仍然有120个~130个座位空着。这就是说，不来的比例不是原来的20%，而是变成了30%左右。这时，要想使座位坐满，还得再多发150张~200张票。总数为1400张~1450张票，按到场率70%计，那是恰到好处的。按照这个思路理解，市场不能出清，在供给给定的条件下，是有效需求有所不足。所谓“可以认为银行对其所吸收的储蓄有动用一部分的可能”，实际是指，类似礼堂可以再多发150张~200张票那样，银行系统可以相应扩大一部分货币供给，增加市场需求，以保证市场供给全部出清。就这个意义讲，说“一女二嫁”，依然像是不怎么贴切，倒不如比喻为还有没嫁出去的女儿较好。当然，不论如何比喻，“动用”——也就是如何扩大货币供给——则需审慎决策。

## 第五节 总量约束

### 约束货币供给的总量

直接约束货币供给的是客观对货币的需求。就像礼堂发票最



终究受礼堂座位数量的约束一样。不过礼堂的座位是死的，而货币需求则是一个不断变化的量。

货币供给受货币需求约束包括两方面含义：(1) 货币供给由货币需求引进经济之中；疲软的货币需求，在发达的市场经济国家，会使货币供给想扩大也不可能。(2) 超过货币需求的货币供给会引出经济本身强行重建货币均衡的反应，并会使经济为之付出代价。

货币需求取决于市场供给，而市场供给又取决于资源、制度、结构等多种因素。第一章已经分析，货币需求难以度量，所以货币供给是否与货币需求相适应，要通过市场总供给与总需求的均衡态势来判断。当然，有通常理解的均衡，有保持低通货膨胀率的均衡，甚至有高通货膨胀率的均衡，而且经济通常是非均衡的发展，所以对于市场总供给与总需求的态势分析不能不包括价值判断的因素。不过无论如何，不仅在理论上，就是在实践中，也是摆脱不了均衡这个标准的。

这样，货币需求对货币供给的总量约束实际体现为市场总供求的约束；货币供给是多还是少，具体由市场总供给与总需求的态势来衡量。因此，涉及货币供给的任何政策措施是否可行，都要看对市场总供求的影响如何而定。

### 以“集资”为例说明

上面提到 90 年代初开始的集资风。这两年，集资的名声不好，原因很多，需要具体分析。这里主要剖析它同货币供给的



关系。

在 80 年代，已出现集资的做法。主体主要是企业，对象主要是企业职工，目的有的是为了解决资金问题，有的是利用这种方式规避奖金税，给职工多谋点福利。由于总的规模不大，没有成为经济中的热点。90 年代初，瞬息之间集资风吹遍全国。主体有企业，而唱主角的则是形形色色的公司。公司的背景有企业、有事业单位、有机关、有群众团体，更有相当数量的投机者和投机集团。集资的对象也从企业职工扩及所有职工和有收入的人们，更扩及所有单位乃至政府机关。企业集资的目的主要的仍在于经营资金，只是希望借以脱出资金困境的色彩突出了；但或明或暗从事房地产投机则是各种公司这次集资的主要意图；当然，也有本不懂得经营却希望借助这个“神奇”的手段为当地、为单位做点好事的良好意愿。

为集资鼓吹的最基本的论点是：经济中有极大的资金潜力，足以支持改革和建设；“集资”则是调动资金潜力的最有力的方式。似乎只要广泛推进集资，牵制经济成长的资金问题即可迎刃而解。

所谓资金潜力，实际是指：(1) 在这个期间迈过万亿元大关的居民银行储蓄存款；(2) 两三千亿的手持现金；(3) 属于政府机关单位团体所有并希望寻求较高收入的存款，等等。

关于储蓄，上一节已经作了一般分析。1991 年下半年的形势已使不少人担心经济运行有过热的苗头，货币供给多于货币需求的趋向人们已有了较明显的感觉。这就是说，相对于货币供





给，货币需求这个具有约束力的总量已无余量，从而银行储蓄在蕴蓄货币供给和市场需求以实现市场均衡方面也不会有什么余力。以银行储蓄为对象的集资，其过程是参加集资的人提取储蓄交给集资者，而后者则把集起来的货币资金以银行活期存款等形式加以支配。这就是说，现实不流通的货币——银行储蓄——变成了处于现实流通状态的货币。很显然，这个过程只要达到一定的规模，市场需求过大的压力必将更为增强，过热将不再只是苗头。

关于手持现金，应该区分为两块：一部分是手持备用现金，从整个经济角度可以称之为正在为经济周转服务的现金；另一部分是当前不使用而由自己保存的现金。

前一部分是经济周转之所必要，除了发钞的中央银行作为资金来源外，谁也无法聚拢起来加以运用。当然，例如横征暴敛，强行压低百姓的生活水平可以做到这一点，但原有的社会经济秩序即无法保持。而且征敛者的征敛所得也要花用，现金仍然处于现实流通状态，只不过在不同阶层圈子里流通的比例发生了变化。所以不论在任何情况下，也有最低限度的现金处于现实流通的状态。这个客观要求如果得不到满足，整个社会经济将处于难以运行的困境。

后一部分即存而不用的现金，其性质与银行储蓄一样，是以其现实不流通的状态为保持货币均衡做贡献。同样的道理，当银行储蓄不能动用时，也不能打这部分现金的算盘。

至于机关单位团体的存款，按同样道理剖析，也可判断没有



多少潜力可挖。只是需要指出，这部分存款，只要允许其依法存在，较之以上两种形态更倾向于寻找有利的投资场所。所以，以其不流动来促成货币均衡的作用较弱；它要是流动起来，对均衡的冲击却会较强。

总之，就货币、资金角度来分析，在 90 年代初的那个时候，是没有多大资金潜力可供集资来挖掘的。

### 企图突破总量约束的集资所造成的后果

无潜力可挖的理论分析结论并不能阻挡集资的现实社会经济行为。由于这样的现实行为必然使  $M1$ ，从而总需求超常增大；假如在没有集资这个社会经济行为的条件下市场总供求基本是均衡的，均衡将被破坏；假如已经是供不应求的局面，矛盾将进一步扩大。原则上也可作这样的推论：

(1) 假设集资使  $M1$ ，从而市场需求增大  $\Delta C_D$ 。

(2) 不论其投机因素占多大比例，总会有一部分会促成人力资源和物质资源的结合，因而也会使市场供给增加，现以  $\Delta C_S$  表示。

从第二章和本章的有关论述中可知， $\Delta C_S < \Delta C_D$  是不可避免的，这里不再分析。

(3) 再设鉴于集资的扩展，为了均衡，通过一些措施压缩了信贷总规模并使原有信贷总规模下的  $M1$  相应压缩了  $Q$ 。

(4) 如果  $Q \geq \Delta C_D - \Delta C_S$ ，从均衡角度，集资可以成立。

然而，压缩信贷总规模的假设在当时过热的苗头已经明显显



现的条件下几乎是没有什么可能的，因为这时它已经是一压再压而难以压缩的规模。强行使它压缩，只有在强烈的紧缩决策之下才有可能。而这时，集资更会先行被压缩。

也还需要指出，本节开始说到货币需求、市场供给又取决于资源、制度、结构等诸多因素。所以，总量约束还存在于资金领域之外，从而深入的分析不应局限于资金领域之内。

90年代初，集资的确搞得风风火火。对于没有多少市场经验的人们来说，畸高的利率是真正的诱饵。正常的工商经营是支持不了过高的利率的；要想高收益，就要冒高风险。正是高风险的房地产投资和投机，以其高收益的预期，把人们卷进集资的旋涡。通过集资集中起来的资金，再加上金融系统用以投机的拆借资金等，它们强有力地向着总量约束的规律挑战，但终未突破客观的约束。由它们所造成的需求过旺和经济过热使得1993年年中以“宏观调控”名义出台的紧缩政策成为必然；而资金在房地产市场上的套牢使得卷入集资的很多人蒙受了损失。

### 需要对一个常见说法“死钱变活钱”作点分析

分析到这里，需要提一提“死钱变活钱”这个广为流传的说法。说法中归之于“死钱”的，有老百姓在手边或任何保密地方存而不用的钞票；居民银行储蓄；机关单位持有的类如定期存款的存款货币，等等。这一些是不处于流通状态的货币。在统计中，除钞票不论当前是用着的还是存而不用的难以区分只有笼而统之地计入M1外，其他都属于“准货币”的范围，只能计入



M2 - M1 的口径之内。把它们不论通过什么方式变成活钱，即变成类如活期存款的存款货币，其结果，都是使现实不处于流通状态的货币变成现实流通着的货币。于是，M1 增大了。虽然死钱变活钱并没有使货币供给总额改变，但其中 M1 比例的增大有实质意义，那就是会突破 M1 的“总量约束”并改变市场总供给与总需求的对比。显然，把“死钱变活钱”说成无论如何都会是好事，在宏观立场上是不能成立的。

有一种说法：死钱变活钱会使信贷资金来源减少。分别从各个商业银行看，个人储蓄和定期存款的提取会使其中某些银行的资金来源减少。但它们的提取是为了转化为“活钱”，那主要是活期存款，所以从整个银行体系看，资金来源不会减少。把当前存而不动用的现金动员出来，如果只是使之花用，通货总量不变；如果转化为活期存款，那倒会使商业银行的资金来源增加。

从持有“死钱”的微观主体来说，死钱变活钱是否有好处呢？如果抽象地把死钱定义为零收益，把活钱定义为有收益，后者比前者好，像是没有疑问的。但是，其一，有个价值判断的问题。如有人把存现钞视为一种享受，虽然观念陈旧一些，却对宏观均衡有利，不必指指点点。其二，收益是由风险相伴的，也许还有其他矛盾，即存在选择问题。而且，在我们这里，被列入死钱的一个主项是储蓄存款，储蓄存款不仅不是零收益，而且权衡收益和风险，至少在目前条件下，不能不说是相当好的一项金融资产选择。

归结起来，越是现代化的市场经济，这个说法越不能成立：



从宏观角度说是有害的；从微观角度也不见得有利。如果倒回到一个基本上自然经济的农村来看，人们手中有一点点钱，凑起来，搞点生产自救，这时的死钱变活钱对这个村的好处非常实在，而对宏观，这一点点钱从不流动变成流动的，大概也不会有什么损害。要是再退回到金属货币流通，死钱变活钱或许应该作积极的评价，因为就总量上看，货币金属不足常常是主要矛盾。

### 从其他事例看总量约束

总量约束实际存在于方方面面，而人们在设计经济政策、经济措施时忽略总量约束的例子随手可得：

比如，国有经济资金困难，有出售部分国有资产就可使资金困难迎刃而解的主张。姑且不论更深层次的问题，试问真正有钱并真正要买中国国有资产的资金（国内的、国外的）估算大体有多少，同我们想卖的那个部分——有可能解决国有经济资金困难而想卖的那个部分来比，是大大有余，是基本够用，还是杯水车薪？往往是根本没把这样的总量估算问题置于视野之内，或者是并无根据地认为资金有的是，等等。没有许多的资金，说的再热闹也并不等于在现实生活中可以实现。应该说，这类议论的确多是空论，而且往往还没有作量的思考就由于方向、政治等问题而深入不下去了。

再如，城市改建，原来杂处在闹市和居民区的工厂必须搬迁，资金从何而来？由于土地使用权的允许转让，不少地方用这笔钱搬迁了工厂、安置了职工，乃至还有剩余在工厂原址及其附



近进行房地产开发。这的确是个好出路。而且的确有不少成功的实例。问题在于，人们推而广之，计算出来全国多少大中城市有多少有转让价值的土地，可收入多少钱，用以弥补城市改建如何足足够用——似乎城市改建问题迎刃而解！这倒是估算了总量——一厢情愿的总量，却惟一没有考虑我们国家的财力以及愿意来中国的外资，到底有多少资金可投入这个方面？事实证明，现实的可能与这类主张的良好愿望存在着极大的差距。



## 第五章

# 货币供给与价格

### 第一节 货币供给与价格水平的一般讨论

#### 最简明的概括

票子发多了，物价必然上涨；反过来说也一样，物价之所以上涨，就是因为票子发多了。这是我们的广大公众，乃至颇多领导干部，对货币供给与物价水平相关关系的最通俗、最直截了当的论断。如果把“票子”二字换成“铜钱”，这样的论断应该说古已有之。

古代，这个理论论证的是金属货币同物价水平的关系。如《史记·平准书》所说的“钱益多而轻，物益少而贵”，是把当时与“物”相对应的铜钱数量作为价格水平的决定者。西方最典型的货币数量论是把金银、金银铸币的数量与价格的高低直接联系在一起。本世纪初的交易方程式这个典型货币数量论的模型则是把包括银行钞票和存款货币在内的货币数量作为价格水平函数中



起决定作用的自变量。我们这里票子多了少了的说法，也就是在视野中把票子和货币完全等同的认识水平上对交易方程式的一种通俗表述。

由于当今社会经济生活中货币供给的多层次构成已被认识和把握，对这个论断的表述也必然进一步具体化。如果把货币供给原则地区分为现实流通着的货币和不处于流通状态的货币，那么，直接关系价格水平变动的应是现实流通着的货币；如果要确定  $M$  系列中到底是哪一个层次直接起作用，这要根据实证分析的结果来判断。就我国的情况看， $M1$  的相关程度高一点。

这个数量论的论断的确有其真理性：货币供给是扩张还是紧缩，必将引起价格水平同方向的波动。但是，仅仅把货币供给作为价格水平变动的惟一解释变量，正如后面将要分析的，则不能对复杂的现实经济生活所提出的问题作出全面的解释。

### 简明论断所包含的进一步的剖析

需要说明的是，这个简明论断的本身，在其发展的过程中，也必然会不断地深入，从而对它的理解也不能过分地简单化。进一步的剖析、研究主要是从两个方面着眼。

一个方面是货币供给的变动作用于市场供给方面的效应。通常的分析思路是：设按原有价格计的，或者说按实物量计的市场供给——为了简化行文，下面所说的市场供给即指这种意义的市场供给——给定，同时其他条件不变，价格水平随货币供给的变动同方向、同幅度地变动；设市场供给与货币供给这两者的变动





同方向、同幅度，价格水平不变；如此等等。在这样的分析中，市场供给是作为不受货币供给影响的独立变量来看待的。似乎只有在过程的终点，货币供给的影响才通过价格水平的变动反映在按现行价格计量的市场供给上面。但实际生活进程并非如此。比如，当市场价格由于货币供给的扩张而有上扬的态势时，有可能导致看好的收益预期并刺激市场供给增多；当市场供给由于货币供给的紧缩而有疲软的态势时，则有可能使收益预期不那么看好而使市场供给下降。再如，货币供给在人力资源和物质资源相结合方面是必要因素。当具备结合的可能而只欠货币时，扩张的货币供给会促成结合并使市场供给增加；同理，由于货币供给的紧缩而使已有的结合不能充分继续时，市场供给将会减少。也存在另一种可能：货币供给的过分扩张或过分紧缩所引起的市场价格和市场秩序的紊乱，既造成严重悲观的预期，也阻滞了人力、物力资源的结合，以致在货币供给扩张的情况下市场供给反而减少，或者在货币供给紧缩的情况下市场供给的下跌幅度超过货币供给紧缩的幅度。所以，仅仅考虑货币供给作用于市场供给的效应，货币供给与价格水平的关系也不会是同幅度地升降。很容易设想，当货币供给扩张时，如使市场供给增大，其他条件不变，价格水平的上涨程度将会小于货币供给的扩张程度；如反而使市场供给减少，价格水平的上涨程度必将高于货币供给的扩张。其他可以类推。

另一个方面是货币流通速度的变动。从理论分析角度，可以给货币流通速度以种种解释，但综观所有货币数量的模型，它都



只是一个比值。如交易方程式中它就是  $PT:M$  的值。对于这个值，理论分析中往往把它视为常数，长期货币史的实证分析也往往证明它的变动不大，可作为常数对待。但剖析当前的、短期的经济形势时，由于它的值实际上是经常变化的，所以一点也不可忽视。不过引起这个值发生变化的原因极多，很难一一剖析其影响程度。就货币供给角度来说，希望像上面单独分析它对市场供给的效应那样来单独分析它对货币流通速度的效应，几乎是达不到的。只有在特定的情况下，这样的分析才有说服力。例如，在恶性通货膨胀下货币贬值极其严重，为了减少货币贬值的损失，人们都尽可能快地把收入的货币脱手，无疑，货币流通速度因而大大加快。在这种情况下，如果按实物量计的市场供给不变（更不要说因恶性通货膨胀而减小），价格水平上涨的速度必然快于货币供给的增长速度。并非由于货币供给引起的货币流通速度变化，也同样只有在发生重大社会经济政治事件时才易于找出主要原因。如政治动荡、战争等等会立即加快货币流通速度。至于货币流通速度的减缓则可用改革开放之初的几年为例。那几年货币供给以明显大于改革开放前的增幅扩张，按改革开放前的经验，物价的大幅度上涨不可避免。但除了1980年的价格指数因1979年调高农产品收购价格而上涨了6%之外，1979—1984年这几年间，物价水平基本平稳。原因则是：快速的货币化进程；在收入显著提高的基础上居民手中越来越多的货币储蓄；企业、机关按改革的财务制度而保有种种货币资金；农村基本核算单位划小对货币准备的增大需求，等等。这在前面已经提到。由此所造成的



货币流通速度的减缓抵消了货币供给大幅度增长对市场物价所带来的强大压力。

把这两方面考虑在内，货币供给与价格水平这两者的变动幅度不一致应视为通常的现象。甚而可能有：货币供给变化不大而价格水平明显波动，或货币供给有明显的增减而价格水平却保持基本平稳等情况。

### 需求拉动

货币供给作用于价格水平是通过市场供求机制。

货币供给是市场总需求的载体，而总需求是由货币持有者对于形形色色的商品和服务的具体需求所构成；至于构成市场总供给的也正是面对着多种多样具体市场需求的、品种以亿万计的商品和服务。从宏观角度说，市场上总供给与总需求相对应；而人们在现实生活中见到的、参与的则是每一种具体商品和每一种具体服务的需求和供给。从宏观角度说，总供给与总需求在市场上相比较决定价格水平的涨跌。但这只是对客观经济结果的理论概括。而实际的经济进程则是每一种具体商品、劳务的价格在供需的较量中或跌或涨。也正是这亿万种商品、服务的价格涨落，其综合，才构成价格水平——说得更确切一点是价格总水平或总的价格水平——的变动。

简单地说，供给到经济中的货币是多是少决定着需求是多是少，并由此导致价格水平的波动。从而可以看出，货币供给作用于价格水平的机制，核心的一环是需求的拉动。所以，对于由货



币供给扩张所引起的价格水平的上涨，称之为需求拉动型的通货膨胀。

### 本书对通货膨胀概念用法的简单说明

通货膨胀是当前世界经济生活中最为重大的问题之一；但在我国对于这个概念的界定却极不统一。80年代中期以前，我是用它来概括由于财政赤字和主动的信用膨胀所引起的货币供给过多的经济过程；而由于调价等原因被动引出追加货币供给的经济过程则排除在外。后来，觉得论证很费劲，而且有些问题也说不清楚，遂把通货膨胀作为与价格水平上涨的同义语来使用——在国外，通常就是这样使用这个概念。本书也约定如此使用。书中也可能有与约定不太一致的地方，那只是行文叙事采用了某些习惯的用法，而非表示对通货膨胀有什么新的科学理解。

### 通货紧缩

顺便也把通货紧缩作点说明。许多年来，通货紧缩，不只在我国，也在世界，在现实生活中已经成了相当生疏的概念。似乎那只是遥远的1929—1933年世界大危机时所发生的事情。然而不料在1998年竟然成为议论的热点；国际上议论，是否世界会再次陷入30年代的可怕境地；在我国，用这个概念对1998的经济形势加以概括的也在所多见。如果与通货膨胀概念相对应，通货紧缩通常也是作为与价格水平下降的同义语来使用。不过需要注意的是，在这里不能把时间界限给抽象掉。比如，不能因某个



月或某几个月的物价上涨了,就断定为进入了通货膨胀过程;同样,也不好把某个月或某几个月的物价下降了,就断定为进入了通货紧缩过程。至于不论是物价上涨还是物价下降,其过程要连续多长时间,是半年以上,是一年以上,还是要更长一些,是否还应有涨跌幅度的约定,才可说是通货膨胀或通货紧缩,也应有个说法;但尚未见到公认的标准。作为理论分析是否可以这样考虑:通货膨胀用以指物价上涨的态势——不是偶然的、一时的,而是成为经济走向、趋势的物价上涨;通货紧缩用以指物价疲软乃至下跌的态势——不是偶然的、一时的,而是成为经济走向、趋势的物价疲软乃至下跌。还有一点,即不宜把通货紧缩简单地理解为货币供给不足——在这种形势下,往往是货币当局放松了对货币供给的控制但市场需求就是振作不起来,物价的疲软也扭转不了!

### 改革开放前供不应求的长期存在

我国在改革开放以前多年存在着供不应求的局面。至少从1958年起,这样的矛盾即开始明朗化。“大跃进”期间,一方面是货币供给的严重失控,另一方面是人力资源和物质资源的严重浪费,供求矛盾急速爆发。60年代初,物资极度匮乏,曾使供求紧张的尖锐程度达到建国以来的极点。通过经济调整,以及通过财政和信贷在货币供给方面厉行严峻的紧缩措施,从1963年起,供需的缺口曾明显趋于缩小。但1966年又开始陷入十年动乱,缓和供需紧张的进程中断,并一直延续到改革开放之初。

长期供不应求,而且总的说来缺口较大,但在价格上却没有



充分反映出来。从1958年到1976年的19年间，除1961年的全国零售物价指数较上年上涨16.2%以外，其他年份的环比仅波动在94.1%~103.8%之间；而动乱的十年，物价水平竟然处于冻结状态。这是因为在那时的计划经济体制下，生产资料实行计划调拨制度，执行国家制定的“调拨价”；无调拨计划，有钱买不到生产资料。消费品，除有时允许农民可有极少量的产品在集市上出售外，统由国有商业经营，国有商业经营的价格也是计划规定的价格。其中，主要消费品都规定有每人、每户每个月或每年的“计划分配”数量（从现在看是明显地品种少、档次低、数量有限），这是购买的最高界限。所以，不论是生产品还是生活消费品，相对于供应来说，需求无论如何大，国家不调价，需求也不能直接把计划价格拉上去；价格拉不上去，那就表现为有钱买不到东西。当然，客观经济规律并不能取消。在生产产品方面，是变相的价格上涨：计划价之外有协作价；不合格的产品要合格品的价；名义的计划价但数量不给足或要求价外的附加条件，等等。在消费品方面，集市上会涨价，有时国有商业也被迫出售“高价品”。明显的需求大于供给但又不能主要表现在物价上，人们称之为隐蔽的或压抑的通货膨胀。

需求大于供给是计划经济体制的痼疾。前苏联曾有一种论点：在社会主义条件下，群众消费购买力的增长总是超过生产的增长，即需求总是走在供给的前面。对于这样的观点我们曾提出不同的见解：认为计划经济就其本性来说应该可以完全避免这样的矛盾。自然，把供不应求说成是社会主义的优越性未免有些强



词夺理，但生活实际说明，在高度中央集权的计划经济中这的确难以避免。无论是从经济角度还是从政治角度出发，一个国家力求尽可能地使经济发展得快一点是完全应该的。问题是高度集权的决策机制不可能把所有约束条件均置于视野之内并予以充分估价，再加上种种其他难以克服的原因，从而固定资产投资规模安排过大就成了反复总结却总也吸取不了的教训。从固定资产投资规模过大推演开来，必然是国民收入分配中的积累挤消费（用国民经济核算体系来说，即投资压缩了消费）。实现的途径则是向积累领域注入它们所要求的货币，而当注入消费领域的货币量不能再行压缩的条件下，必然导致货币供给超量。80年代初，我们曾使用过“国民收入超分配”的说法，就是指这种过多的货币供给进入流通并借以实现高积累格局的现象。

### 改革开放后需求拉上的压力依然强劲

改革是要求从社会主义集中计划体制转向社会主义市场经济体制。但目标的实现是一个相当长期的过程，所以集中计划经济中所形成的决策机制也会在颇长的阶段仍然起支配作用。这也就使得货币供给偏多和市场需求大于市场供给的局面必然延续下来。

对于货币供给长期偏多的背景，在改革开放之初并未予以重视。1979年由于大上项目的压力，由于提高农产品收购价格和提高职工收入的压力，货币供给迅速增大。1980年底作出了立即紧缩的决断。但紧缩过程本身也不过仅仅贯彻了几个月，就由



于经济陷入运转困难而不得不重新调整。于是延续下来的货币供给偏多的大背景并没有改观。在1984年的乐观气氛下，货币供给又猛然增多，这才使上上下下一致认识到控制货币供给的必要性，并吸取了1981年年初简单大力紧缩并不成功的教训，提出了“软着陆”的方针。虽几度试图紧缩，但无适当的对策，不仅没有扭转货币供给过多的局面，而且矛盾还在加剧。终于在1988年秋爆发了消费品的抢购风潮。1989年实行了严峻的紧缩，以致经济急速滑入低谷。其间，为了扭转下滑，“启动”经济，曾两度注入大量货币。“启动”的当时，收效并不明显，但却使1991年下半年开始的经济复苏进程一上来就有个货币供给扩张的底子。而后货币供给再次急剧膨胀。1993年中，实施了加强宏观调控的措施。“九五”计划，对货币供给的控制，强调必须坚持的方针是始终应“适度从紧”。到1996年、1997年，控制货币供给和抑制通货膨胀的“软着陆”取得了显著的成效。

### 意料外的转折——需求拉动不足和物价疲软

然而，从1997年年中开始到1998年，却呈现出物价疲软、下降的局面。1998年，商品零售价格指数竟然降低了2.6%；居民消费价格指数仅微升0.8%。直接的解释并不复杂：市场需求拉动不足。

在这之前一两年，有些说法，认为货币供给偏紧，影响经济增长和加剧工人下岗。这是否是其间的主要相关关系，还值得研究。图5—1，在与GDP的比较中，考察了进入90年代这几年，





### 三个层次货币供给的绝对值、环比指数、定基指数以及对 GDP

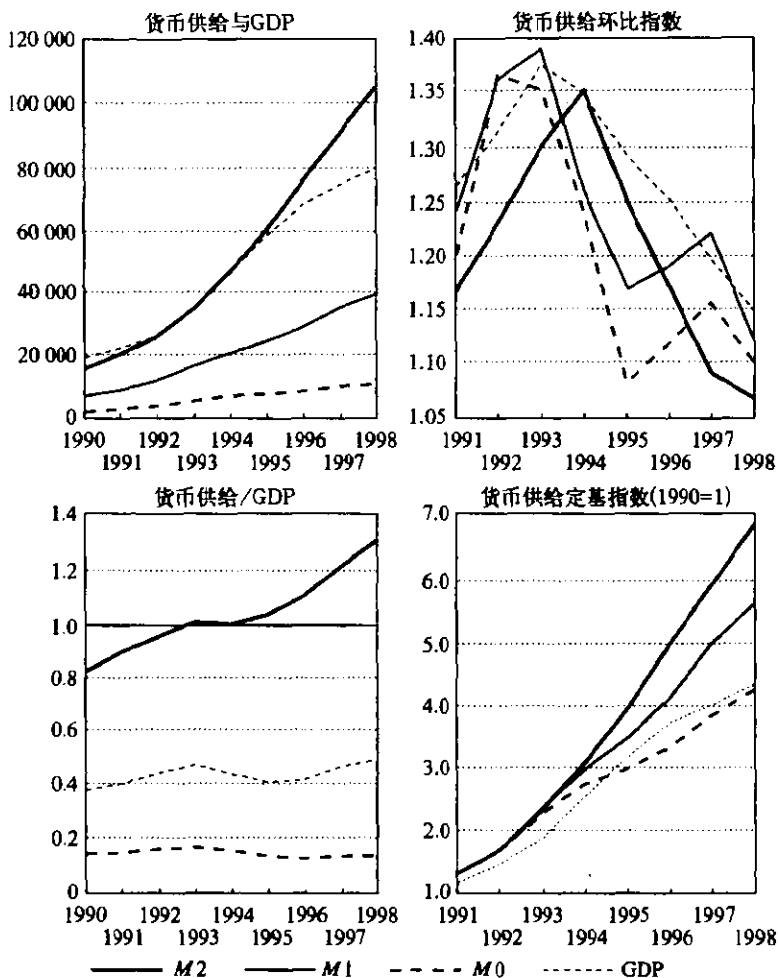


图 5-1



的相对值的增减变化，从曲线的走向来看，还难以作出货币供给偏紧的判断。

特别是1998年，在扩张货币供给方面还采取了不少措施，但均未扭转市场需求不足和物价疲软的态势。总的看来，不好说“软着陆”的前冲力造成了1998年的市场态势。其原因应处于更深的层次。

问题是这种市场需求不足的状况会持续多久？需求不足得到扭转之后是否将有一个供求协调的局面，而不一定是又一次的供不应求？换言之，半个世纪以供不应求为特征的历史阶段是否将会结束？当然，其证实要在今后。不过，如果考察长期过程，货币供给的今后趋向，偏多恐怕仍会是主要矛盾，对需求拉上型的通货膨胀依然必须特别警惕。所以，1998年扩大的货币供给，是否有可能像1989年、1990年两年蕴蓄的过多货币供给成为随后几年的市场压力，也不可掉以轻心。

以上是讨论货币供给与物价的关系。然而，价格水平的波动并非全然是由需求拉动的。

## 第二节 价格改革与货币供给

### 价格改革

价格改革是整个经济改革的重要组成部分。对改革开放以来在价格方面的改革，人们简单概括为“一调二放”。从实践看，无论是调还是放，都是推动价格水平上扬的原因。



### 计划价格与调价

计划价格体制下，绝大多数的产品价格和收费标准，其中最主要的由中央政府规定，其他的由各级政府根据管理权限的划分分别规定。价格规定的合理不合理关键在于相互之间的比价，如一公斤棉可换几公斤粮？几公斤粮可换一米布，等等。工业品价格和农产品价格的对比对哪一方面有利？能源价格、原材料价格、加工工业产品价格的对比对各方面的经营活动有何影响？比价合理，利于调动有关方面的积极性；不合理，偏低一方的积极性会受到损害，偏高则有可能浪费资源，等等。比价不合理，或是由于价格制定的不合理，或是制定时本来合理，但由于条件的变化变成了不合理。要把不合理的比价变成合理的，必须由原来制定各该价格的那级政府或把偏低一方的价格提高，或把偏高一方的价格降低，或同时改变双方的价格。由“官方”改变原来由“官方”制定的价格就叫调整比价，或简称调价。在市场经济里，官定的价格不多，官方的“调价”也就不像我们这类社会体制下成为重大的经济问题之一。

从计划经济的理论讲，计划价格是最理想的价格体系。它的制定可以在科学理论的指导下进行；发现问题可以有计划地进行调整。实则不然。就大量商品而言，赋予它们以计划价格，实际是把现有的价格以官定的形式固定下来。至于固定下来的计划价格，执行一段发现不合理，甚或确定价格之际就发现不合理，理应调整，但较之市场自发地改变价格，要受到更大的阻力、更多的钳制，以致往往把市场不可能维持的不合理比价长期地维持下



去。因而，计划价格虽然避免了市场价格的波动，但却付出了积累矛盾的代价。

### 价格领域中矛盾的积累

改革开放以前比价的不合理主要表现在两个领域：

一是工农产品比价不合理，工业品价格偏高，农产品价格偏低。这通常概括为工农产品价格剪刀差。应该说，建国之后，在这方面还是不断地采取了调价措施。因为人口绝大多数是农民的中国，巩固工农联盟是首要的政治问题；同时，农业的丰歉不仅关系农业本身，而且关系以农业产品为原料的大量工业，从而关系整个经济发展。也正是形势的压力迫使我们不得不采取调价的措施。

剪刀差，这是一步步陷入半殖民地半封建社会的旧中国给我们留下的一笔从上一个世纪开始形成的遗产。新中国成立之际，人们是以 1930—1936 年工农产品比价的平均水平为基期来度量剪刀差的：与基期比较，1950 年剪刀差扩大了 31.8%。新中国建立以后，经过几次调高农产品收购价格，到 1958 年，工农产品比价回复到了战前 30 年代的水平。但 30 年代，中国已经是半殖民地半封建社会，从道理上说，不会没有剪刀差；那时农村的极度贫困由于农产品价格的下跌而更加悲惨也为世人所公认。据战前的统计资料看，如以 20 年代中的 1926 年为基期，1930—1936 年剪刀差扩大了 34.5%。所以，工农产品比价即使相当于 30 年代水平，农产品价格依然偏低。在继续调节工农产品比价



的政策下，到1974年、1975年，同1926年比较，剪刀差也已不复存在。然而，农产品价格偏低仍是一致的呼声。当然还可上溯到上一个世纪的工农产品比价，不过过于久远，似乎已经没有什么现实意义。看来，不管是不是“遗产”，问题依然存在。

核心的问题是，建国以后虽然农产品收购价格不断调高，农民生活也明显改善，但工农、城乡的差距仍然很大。十年动乱，矛盾有进一步加剧的趋势。同时，农民对全社会的贡献一直主要是通过价格机制实现的，农业税的课征只占次要地位。因而焦点自然而然地集中在价格问题上。就改革开放前夕的形势分析，工农产品比价已严重影响到农业的发展并成为制约整个经济发展的关键一环。

二是能源、原材料价格与加工工业产品价格对比不合理：能源、原材料价格偏低；加工品偏高。

这也是旧中国给新中国留下的遗产。不过，同是遗产的工农产品比价不仅认识到它的不合理，而且也的确进行了好几次调价措施；至于工业产品内部的比价，虽然也认识到了它的不合理，却一直停留在议论上而没有采取过任何够得上解决矛盾的步骤。其所以如此，是因为在国有经济的内部有可能通过财政补贴等再分配的途径把矛盾压下来。特别是十年动乱期间，物价实际处于冻结状态。代价则是违背价值规律，破坏经营准则，使矛盾越积越大。改革开放之时，如能源工业，其处境极其困难，以致到了难以支持整个经济发展的严峻地步。



### 调价与价格水平

计划调价之所以难以实施，最核心的就是受到必须保持价格水平基本不变这个准则的钳制。

农产品收购价格如果调高，主副食品和以农产品为原料的轻工业品则会受到提价的压力；如果主副食品和轻工业品的价格普遍提高了，那就必须调高职工工资；工资提高，轻工业、重工业、所有工业的产品成本加大，工业品价格普遍上涨，从而价格水平上涨不可避免。如果要使价格水平不涨，必须采取如下之类的措施：

提高农产品收购价格而不提高其销售价格。我们长期主要就是采取这样的措施，其他前社会主义国家也大多如此。收购农产品的部门以提高了的价格收购，但不能相应提高销价，必然亏损。为此，国家财政必须给予补贴。用于这方面的补贴，在许多前社会主义国家曾成为国家财政难以承受的负担。我国也同样存在这样的问题。所以，这一措施能运用到何种程度要受国家财力所制约。

适当提高主副食品价格，尽量控制轻工业品调高价格的品种和幅度，同时调低不以农产品为原料的工业品价格，以抵消由于农产品收购价格提高而迫使价格水平上涨的影响。这样的措施，或要求财政补贴，或会使财政减收，即也要受制于国家财政的承担能力。而且，并不是任何时候都有足够的、可供选择的降价商品。“一五”时期，通过有升有降的调价，曾避免了由于调整农产品价格所可能引致的价格水平上涨。后来，虽然不能说没有，



但确是越来越难以找到可供降价的商品了。

在这样的情况下，农产品的价格虽然不能不调，但往往是处于一拖再拖直到拖不下去的被动局面之中，并且调高的幅度也往往不能痛痛快快地“到位”。

认识到能源、原材料的价格偏低，大约是在60年代初。“一五”时期，在错误的理论指导下，还曾实施过降低生产资料价格的举措。但认识了矛盾，却不等于可以解决矛盾。真的要解决这一矛盾，直接后果势必是引起加工工业品的涨价；同时，也要增加农民的支出。要保持价格水平不变，这样的措施显然是不会轻易采取的。特别是同时存在着农产品提价的强大压力，就使得解决这方面的矛盾很难现实地排上日程。

### 从什么意义上说调价是改革

改革开放路线的确立和四个现代化目标的提出，使经济管理体制的改革立即提上日程。改革经济管理体制的关键一环是要调动生产者的积极性并为他们创造积极性得以充分发挥的客观保证条件。要调动积极性，实践反复证明，必须使生产者改进生产和改善生活的需求与其经济活动的成果挂钩。于是，尊重价值规律并按价值规律的要求办事的理论观点就被首先提出并取得共识。如何贯彻，议论纷纷，但有一点是肯定的，即合理的价格是推进改革和建设所不可缺少的条件。这就坚定了理顺价格也即调价的决心。

从当时的经济状况看，已经很难通过“有升有降”的办法使



价格水平不变。换言之，要调高农产品收购价格，除了对粮食等几种最主要的生活必需品可以用财政补贴保持销售价格不变之外，必须允许价格水平上涨。事实上，1979年农产品收购价格的调高导致了1980年全国零售物价指数上升了6%，这是60年代初以来物价上涨的最大幅度。随后，1979年没有调升的农副产品价格和能源、原材料的价格也陆陆续续地打破了十年动乱中实际被冻结的状态。

本来，在计划价格体制下，调价是题中之义。不允许市场机制的存在，官方又不调价，物价长期冻结，无论从马克思主义经济理论还是任何可以称得上经济理论的理论来说，都是不成立的。因而，把调价视之为改革行为似乎不怎么贴切。然而事实上，在计划经济中本是题中之义的调价，如上所述，却很难实施。假如没有改革开放的大背景，1979年以来的调价行动是很难设想的，即使有，规模也必然极其有限。从这个角度说，把调价归之于改革也不是没有道理。

### “一步到位”

改革开放之初，当下定决心扭转比价不合理状态之后的好多年，一直存在着这样的看法：蓄积财力，集中一两年的时间把价格理顺。在理顺各种不合理比价的过程中物价难免上涨，但“理顺”之后，至少会有一段期间不再需要调价，于是就会形成在一个新的稳定价格水平上的新的比价体系。由于理顺价格而引起的价格波动必须有财力支持，如必须增加工资，必须增加价格补贴





等等。但所需的财力，在改革开放的头几年，实际是难以蓄积起来的。所以在调价方面总是等待条件而不能全面推进。1988年曾经试图强行“闯关”，使调整比价的改革目标一步到位。结果却触发了当年8月的抢购风。

实际上，不合理的比价通过调价“一步到位”的想法是实现不了的。经济在前进，特别是改革过程中经济条件变化很快，各种商品和服务的比价必然会时时不断变化。要使之在将来的某一阶段“稳定”下来，那只不过是延续计划经济观念的一种设想——用计划价格使本来应该变动的比价再次人为地冻结起来。显然，这并不符合市场经济改革的精神。

## “二放”

“放”是在“调”实施了一段之后提出的。“调”虽是改革的重大举措，但就经济体制改革本身来说，要求的无疑是价格形成机制的变革。我国改革的目标模式，其表述，有一个发展过程。但从一开始仅仅提出尊重和发挥价值规律的作用以及市场调节只能“为辅”的阶段，就已逐步取得共识：在由国家有计划调整价格的同时，价格的理顺还要借助于市场力量，也即价格形成领域至少部分地要依靠市场机制。“放”就是对这个改革思路的简明而通俗的概括。随着建立社会主义市场经济体制的逐步明确，也就明确了价格改革的本质要求是用市场形成价格为主的机制代替计划定价的机制，放也就从面对部分价格扩及整个价格领域。

1982年，放开了工业品中100种小商品的价格。这是放的



开端。随后一步步放开的是次要的——与粮、棉、食用植物油和油料等关系国计民生产品相比较来说的是次要的——农副产品和一般的工业消费品和生产资料。主要工农产品的价格放不放，如何放，则较为复杂。重要生产资料，以钢材为例，开始允许少量的超产钢材可以双方协议的价格——简称议价——销售；后来限定产量的一定比例必须执行国家规定的价格——习称平价；其余部分则放开，按市场价买卖。这在当时叫价格的双轨制。最后，全部放开，双轨变一轨。目前，如电力价格、原油和石油制品、铁路客货运价等少数价格和服务收费还由国家统一规定。主要农产品价格放的过程更为曲折。如棉花的收购曾一度部分放开，后又完全由国家统一控制，最近又决定 1999 年重新放开收购价格；粮食价格更有放了又收的反复，等等。

就是在发达的市场经济中，也不是说官方对任何价格和收费一点也不干预了。例如，公用事业的价格和收费往往就不能任意调高。我们实行了 30 年的计划价格制度，而且计划经济体制向市场经济体制的转轨还处于过程之中，价格放开不可能立即达到理想的地步。事实上，由于市场刚刚发育，在放的过程中，某些紧俏的出口农产品和工业原材料的价格就曾几度暴涨、暴跌。在这种情况下，放和收的反复难以避免；当市场物价形势紧张时，又把计划价格的某些做法拾起来，重新使用，也不奇怪。不过，只要坚持“放”的方向，与“调”相互配合，适应社会主义市场经济的价格形成机制终究是会建立起来的。



### “放”与价格水平

价格原来是计划规定的，一旦放开，让市场供求机制自行决定，大体是两种情况。一种情况是放开之际各种价格有升有降，总的说来波动幅度不大，基本平稳。工业小商品和肉蛋禽、蔬菜等农副产品的价格放开，在放开之际基本是这类情况。主要工业材料价格的放开则是另一种情况。在允许产品的少量部分可以议价销售时，议价猛然上涨；产品的越来越大的部分变成议价时，议价居高不下；当平价和议价并轨时，并轨的价格往往向议定价水平靠近，等等。一般说来，计划价格的总趋向是偏低的，一旦解脱捆绑，价格上扬在所难免。所以，放，就其基本趋势看，也会直接成为价格水平上提的推力。

放与价格水平的关系只能就“放”作为一项措施付诸实施的当时来考察。一种或几种、一类或几类产品的价格决定放开，不论放开的当时价格是升是降还是不变，都是放所直接导致的。至于以后的价格变动，会由种种其他因素所引起，那就不能再归在放的账上。

### 价格改革对物价上涨的压力今后是否仍将继续存在

从1979年年中调升农产品收购价格算起，到1998年，价格改革已经历近20个春秋。经过不断的推进，价格形成的机制有三种形式：政府定价、政府指导价和市场调节价。“放”的含义是让市场的价格形成机制代替政府定价，以这个标准来衡量，经过80年代的中后期，零售商品和农副产品领域放开过半，生产



资料领域放开 1/3；再经过 90 年代的前半期，应该说，绝大部分的价格和收费标准已经放开。可参看表 5—1 和表 5—2。

表 5—1 1990 年三种价格形式的比重

	零售商品	农副产品	生产资料
政府定价	29.8	25.0	44.6
政府指导价	17.2	23.4	19.0
市场调节价	53.0	51.6	36.4

资料来源：《中国物价五十年》，1070~1071 页，中国物价出版社。

表 5—2 1996 年三种价格形式的比重

	零售商品	农副产品	生产资料
政府定价	6.3	16.9	14.0
政府指导价	1.2	4.1	4.9
市场调节价	92.5	79.0	81.1

资料来源：同表 5—1。

问题是政府定价、政府指导价和市场调节价相互之间的界限，如何根据社会主义市场经济的要求，合理地加以区分，还需要有一个经验积累和理论探索的过程。上面已经提到放与收的反复问题。这主要是在农产品方面。1993 年在这一领域，市场调节价的比重已达到 87.5%。而从 1996 年的数字看，回收的幅度则较为明显。这说明价格形成的形式之间，其界限还是可变的。那么，就“调”与“放”同物价水平的关系来说，是否调放仍然



会迫使后者上涨。“调”与“放”会迫使物价水平上提是因为政府定的计划价格低于市场价。在迄今没有放开今后也不会放开的价格（如公用事业收费）中，仍然还存在着应该调高价格和收费标准却压着未调的问题；但今天却有了一个不同于过去的情况，即在粮棉等重要农产品领域的政府定价不只高于市场价，有时还高于国际价格水平。所以，综合考虑，是否可以这样判断：“放”与“调”压物价水平上涨的阶段已告一段落。

### 价格改革、货币供给与价格水平

这节的分析说明，在货币供给过多造成需求拉上型通货膨胀的同时，价格改革也直接造成物价的上涨。计划工作者和物价工作者经常计算：如果调升某几种价格，将会使价格水平上升几个百分点；如果放开某几种价格，又将会使价格水平上升几个百分点，等等。计算是具体的，也是相当精确的。对于非价格改革引起的物价上涨也计算，由于不时有未曾预料的因素出现，所以有时准确，有时不那么准确，有时颇不准确。但不论如何，价格上涨的两个过程，对物价工作者来说，是可以相当清楚地划分开来的。

然而，价格改革和货币供给却并非两个可以截然划分开来的过程。

实际难以及时调整的计划价格，一方面是使不合理的比价凝固起来；另一方面则是在货币供给一直偏多的条件下强行压低了价格水平。上面分析了旨在使比价趋向合理的“调”，由于种种



原因，基本是只能调升，难以调降。但无论具体的原因有多少，最终的缘由正是存在着货币供给过多和价格水平被强行压低的背景。至于上面对旨在建立市场形成价格机制的“放”的分析，则已经指出，正是由于价格水平被强行压低，从而使“放”与“涨”不能不直接联系起来。

但是，作为背景的过多货币供给只是体现为一种势能——迫使价格改革引发物价上涨的势能，却不能满足由价格改革所提高了的价格水平对货币的需求。因为原来处于流通中的过多货币供给已经被流通所吸收。所以，对于提高了的价格水平，还必须由追加的货币供给来服务。第一章第二节举过一个最简明的例子。比如基期的粮食收购价格每公斤是 0.90 元，收购数量是 500 亿公斤，为了保证顺利收购，当年及时足额供给货币 450 亿元。计划年度如果决定把收购价格提高 0.30 元，假定预计收购数量不变，要保证顺利收购，则必须及时足额供给货币 600 亿元，即多供给 150 亿元。对于组织收购的人们来说，这一点也没有理论的味道，而是明明白白的实际。可是就我们所要讨论的理论来说，则必须分清：是价格提高 0.30 元引出了这笔追加的 150 亿元；而这 150 亿元却绝不是提价 0.30 元的原因。换言之，这里的问题不能用需求拉上来说明。至于对实现调价 0.30 元来说，150 亿元的补充货币供给绝非可有可无——假如这 150 亿元不到位，按 1.20 元的价格则只能收购 375 亿公斤。其余的，不是打白条就是不收购。农民有粮卖不出，那就等于没有调价。



### 第三节 工资、成本、价格 与货币供给

上一节从价格改革的角度讨论了价格水平上升的趋势及其与货币供给的关系。这一节则要从经济体制改革作用于工资、成本的角度讨论价格水平上升的趋势及其与货币供给的关系。

#### 改革使不完全的工资向比较接近完全的工资转化

劳动力不管是不是转化为商品，它的再生产都必须依靠一定结构和一定数量的生活资料。当存在工资范畴时，工资是否能够保证取得这些必要的生活资料，就是衡量它是否是“完全”工资的标志。从这个意义上说，社会主义集中计划体制下的工资是极不完全的工资，因为必要生活资料很大一部分是在工资之外由国家、机关单位和国有企业供应的；典型市场经济中的工资，由于是取得必要生活资料基本部分的惟一保证，所以是比较接近完全意义的工资。

在具体分析之前，有必要指出的是，我国目前职工货币收入的渠道十分复杂。就是从经济性质上说应属于工资范畴的收入，大多并非全部反映在单位财务部门开具的“工资单”上。所以，这里所说的工资是泛指从经济性质上说应属于工资范畴的收入。

具体分析如下：

第一是住房。在计划经济中，领取工资的职工，除极少数外，



住房都靠政府或工作单位提供；住房租金极低，据《中国统计年鉴（1995）》提供的数字，1994年城镇居民家庭平均每人住房支出占消费性支出的2.77%，占平均每人可支配收入的2.26%。在市场经济中，工资收入者或买房、或租房。租房的租金，买房的分期付款，占工资收入1/4、1/3的极其普遍，有的国家和地区比例还要高。不少市场经济国家，在住房方面采取国家补助的办法，如降低售房价格、提供购房优惠信贷条件，以及降低房租，等等。但住房的支出在支出的比例中通常仍占第一、二位。

国家把职工的住房包下来，使职工在住房方面的负担很低，像是好事。实际上，住房的持续供给、住房的及时维修、住房的合理分配等问题极难解决，相应地，在国民经济中占举足轻重地位的建房产业也缺乏蓬勃发展的推动力量。就我国来说，到90年代中期，在这方面已经落到不改革则难以为继的局面。但只要向市场机制的方向改，那就要把住房方面的支出包含在工资之中。而且，就是设想国家仍然通过多种渠道负担工资收入者有关住房费用的相当部分，假设是一半，现有工资也必须成倍提高才使工资收入者有可能负担得起那一半的费用。

目前，住房改革措施中同家庭支出有关的一是卖房；一是提高房租；再则是征集住房建设资金。以房租为例，住房改革前，有一个月租金平均每平方米0.13元的数字。这些年逐步提高。但提高10倍不过1.3元，20倍不过2.6元。即使提到这样高，仅与建房投资的利息比，差距依然极大。在1995年、1996年曾作过如下的简单计算：设城镇建房每平方米的造价是1000元





(这不算是高估价),按10%的年利率计,每月的利息8.33元,为2.6元的3.2倍——租金水平并不能实现建房投资的循环。可是,租金毕竟长了10倍、20倍。至于住房建设基金,这是住房改革后才在一些大城市先后扣缴的。这些势必迫使工资不能不有所调高。

但不论如何,把住房纳入——哪怕部分地纳入——市场经济轨道是不可避免的。实际上,这几年,特别是1998年,房改的进程在不断加快。

第二是养老、救济、医疗和子女教育等方面的问题。在这些方面,我们过去统统是实行包下来的政策。同时,对于如何包下来也缺乏长远的考虑和规划。

在计划经济中,关于退休养老和失业救济,我们的做法是:军政、文教、卫生、体育等人员由国家财政包;国有经济职工分别由职工所属的各该国有企业包。建国之初的一些年,退休人员很少;各项事业大多处于发展阶段,社会主义没有失业不只是信念,事实上也的确少见。改革开放之后,日益发现这方面的问题实际是既多又大。退休人员增加的速度极快,有些行业,如纺织行业,很快意识到,只凭本行业自身的当前收入是根本无法保证养老金的支付的。经济转轨又促使失业问题很快地暴露出来,而且其规模也使人们认识到,只靠由失业者的原单位用隐蔽失业的形式加以维持,绝不是解决问题的出路。在市场经济中,多年积累的成功经验是:由受雇者和雇主双方,按工资支付时间,缴纳养老金和失业救济金。从理论上推敲,这样的做法就是计划经济



似也应借鉴，更何况要建立市场经济体制！我们在这方面已经确定了由国家、单位、个人三方面共同负担的原则，并已开始推行。原来工资中不包括缴纳养老金和失业救济金的内容，现在要从工资中缴纳，而且要求覆盖所有经济成分的企业、单位，这无疑使工资水平不得不调高的一个因素。

关于医疗保健，我们多年实行的是：国家机关和事业单位有“公费医疗”制度；企业经营单位有“劳动保护”制度。前者靠国家财政支持，后者分别由各单位承担。不论哪种制度，通俗地说，就是看病不要钱。十年动乱以前已经发现它有浪费医药、泡病号等缺点；改革开放后更暴露出来，无论是国家财力还是企业单位财力，都无力继续予以支持。以国家公教人员为例，财政按一定的标准和人员数目拨付医疗费由单位统一使用，超支部分单位自行设法补贴，实际上大多数单位是贴不起的。战后，社会主义国家和工业化国家，特别是福利国家，做法虽不尽相同，但均拿出大量财力为居民提供免费医疗服务。发展到今天，几乎所有国家都在这个方面陷入窘境，理想的办法似乎也还没有找到。我们目前已处于不得不改的境地。至少有一条思路是清楚的，即要把全包下来改为个人负担一部分，并且已在不断地试点、推进。看病不要钱，工资的设计中也就没有这项内容；个人负担一部分，哪怕是一小部分，工资之中就要添上这项内容。

关于子女教育，我们多年的做法所造成的观念是：不只是义务教育国家应该包，上高中、上大学、攻读研究生，甚至出国留学，由国家包下来同样像是天经地义的事情。实际上，包括在工



资中的子女教育费用也的确不大。非义务教育，个人必须自己负担一部分费用，是一项重要的教育改革。在教育经费不足严重制约了教育发展的情况下，这是突破困难的必由之路。不仅如此，这一改革对于像高等教育中招生、分配等一些重要制度的改革会有更深远的意义。但明确了这样的改革方向，也就等于明确了在工资中又要增添这样一项内容。

不过，与上面所说的养老、救济、医疗不同，在养老、救济、医疗等方面，只要改革，所有工资收入者人人都承担缴纳的义务，而且大多是依法强制执行的。所以，从没有这些方面的缴纳义务，到有了这些方面的缴纳义务，必然直接推动工资的调整。至于非义务教育阶段的子女教育属于选择性的行为，是视家庭收入水平为转移的，所以不会直接带动工资的上调。但无论如何这是一笔很大的开支项目，而且分别层次（如高中层次、大学本科层次等）会逐步依次成为带有普遍性的开支项目。因而也必然在事实上会逐步使工资中含有这方面的内容。

目前，随工资发放而扣缴的项目已有养老金、失业救济金、医疗保险和大病医疗统筹、住房基金等等。虽然每项扣缴占工资的比例不过百分之几，有的很小，但累加起来有的省市已达百分之十几。

第三是以物价补贴为主的各式各样的财政补贴。关于这个问题，上一节主要从农产品方面作了说明。这里是从工资角度观察：由于补贴的存在，城镇职工可以用较低的价格和收费标准支付消费品和服务，从而构成不完全工资的另一因素。改革开放以



来，有关物价等财政补贴的改革已在逐步实施。在吃的方面，不小的部分已从“暗补”改为“明补”。如自1979年以来，配合着物价调整，已多次以货币形态提高工资性收入，其中有的已并入基本工资。但到目前为止，各种价格补贴依然不少。比如，1995年财政的价格补贴支出仍然有364.32亿元，占当年经常性支出的7.17%。其中，有的是原来的补贴项目尚未完全解决；有的是补贴曾经取消，可是由于要压低上涨过快的物价又恢复了补贴，等等。从世界各国的实践看，采用补贴措施的相当普遍，但补贴数目大多有限。按照市场经济要求，暗补转明补还会是今后改革的方向。

上述情况概括起来，意味着工资所涵盖的内容在不断扩大，意味着原来极不完全的工资已经朝着完全工资的方向转变。但这一转变不会以完全的工资为终极目标。事实上，在发达的市场经济国度里，或对居民住房、或对养老失业、或对医疗卫生、或对物价收费等，大多有程度不同的补助，因而也不存在彻底意义上的完全工资。

### **改革使不完全的成本向比较接近完全的成本转化**

工资是成本的重要组成部分，不完全的工资必然有不完全的成本，不完全工资向完全工资的方向转化，也必然有不完全成本向“完全”成本的方向转化。无疑，这意味着成本的加大。

不仅如此。上面提到，由于改革的推进，在工资中不断加入了扣缴养老金、失业救济金、医疗统筹、住房基金等项目。对于



这些项目，除工资收入者自己缴纳外，企业同时还需另行缴纳，而且缴纳的比例高于职工缴纳的比例。例如，按现行做法，养老金是从工资中按工资金额的 2%~5% 扣缴，企业同时则按工资的 17%~20% 的金额缴纳。现在各省市的改革进度快慢有些差距，推进项目较多的，由企业缴纳的总额已相当于工资总额的 50% 左右。显然，这对成本的影响极其可观。

成本的另一部分是物化劳动的转移。过去计划经济下的成本制度也没有保证这方面的消耗得到充分补偿。这特别反映在固定资产折旧的问题上。其一，折旧率明显偏低；其二，不承认马克思时代已经清楚判明的精神磨损、无形损耗；其三，排斥风险企业所应采用的快速折旧。如此等等的结果则是提取的折旧基金全然不足以保证更新。在这方面的改革已经开始，完成改革则还需要一个相当的过程。

在成本中，还必须包括消耗自然资源的补偿费用、必要的环境保护的费用，等等。是否估计类似的费用开支，恐怕应该说是掠夺性的开发和文明的、可持续开发的分界。当然，在这半个世纪中，人们在这些方面的认识水平在不断提高，行为准则在不断调整，具体到成本的内涵也在不断丰富，不应简单用今天的水准衡量过去。但我们的确感到自己过去行为和见解的落后已给今天造成了困难，必须改变。具体到成本来说，也就是应使其不完全的缺欠在改革中逐步得到补足。

### 作用于价格水平的结果



不完全的工资、成本向比较接近完全的工资、成本的转化，作用于价格，其结果必然是推动整个价格水平趋向提高。

价格由成本加利润构成。假若利润足够大，在工资、成本提高的条件下仍然保持有必要的利润，价格可以不变。改革开放以来，每当出台调高工资以及其他影响成本的措施时，经常强调企业自行消化，就是建立在企业经过努力可以实现这样要求的假定之上的。在经济中，一些企业有可能满足这样的要求，至于企业作为一个部门能否满足这样的要求则取决于整个部门的利润总额或利润平均水平状况。

企业部门的利润，原则上应能保证两方面的需要。一方面是来自企业为了保证自身生存的需要。如在技术进步非常迅速的当代，为了进行必要的更新改造所必需的最低限度的追加投入；应由企业负担的必不可少的培训开支和福利开支等。另一方面是保证社会公共需要。如国防行政文教卫生和各种社会保障以及救济赈灾等需要（这后一方面，大部分是以课税等形式进入财政以及各种社会基金）。如果企业部门的利润可以满足这两方面的最低需要并有剩余，剩余部分即可用来抵冲工资、成本的提高，价格水平不变也可以得到保证；如果满足了这两方面的最低需要而无剩余，或者连这两方面的最低需要也满足不了，工资、成本的提高必将迫使价格水平上升。而我们的现实正是这后一种情况。

**工资成本转化与调放改革的区别以及引出的价格内涵的变化**  
上一节论述的“一调二放”是在价格领域之内采取的改革措



施。从不完全的工资、成本向比较接近完全的工资、成本转化并作用于价格的过程一点也不包括对价格本身所直接采取的任何改革措施，而是整体经济改革，其中也包括工资、成本领域的相应改革在价格领域的表现和效应。

但两者均导致价格水平的上升，可如何导致价格水平上升区别也极明显。调，其出发点在于理顺不同组别的商品、服务相互之间不合理的比价，其实施是一项一项比价分别地调整；放，其出发点在于把价格由官方制定改为主要由市场形成价格的机制，其实施也是分别不同商品、服务一项一项地放。而不完全的工资、成本向比较接近完全的工资、成本的转化，纵然是任何微小的步骤，也要直接影响涵盖价格领域整体的价格水平。

或许还应更深一步地思考。一提到价格改革，人们就注意到了调和放。调，不涉及价格的内涵，改革时要调，计划体制下也有调的必要。放，使计划价格变成市场价格，这是一种根本意义上的改变，它必将逐渐引起价格内涵的演化。但就放这个措施的本身来看，它的任务只是解开束缚，如何演化那是以后的事情。而不完全的工资、成本向比较接近完全的工资、成本的转化立即使价格内涵处于演化的过程之中，即包含着不完全工资、成本的价格逐步向包含着比较接近完全的工资、成本的价格方向演化。显然，这属于范畴内涵的变化，是经济改革总体作用于价格范畴的结果，具有更深刻的意义。由此进一步的逻辑推论必将是不完全的价格向比较接近完全的价格的转轨。这将是一个需要单独探讨的理论课题。



### 成本推动

关于工资、成本演变趋势的分析展现了当前我们经济生活中成本对价格水平的推动。

在发达的市场经济国度里，和需求拉上并列，成本推动也是一种主要的通货膨胀类型。不过，它们那里开始论证这个问题的背景是受雇者与雇主在通货膨胀中的利益冲突。成本推动说是这样论证的：受雇者根据对通货膨胀率的预期，并依靠占有垄断地位的工会与雇主谈判，由此取得的工资提高的契约成为推动通货膨胀进一步上升的原因。成本推动说也从垄断价格的角度来论证：垄断价格提高了以这类产品为原材料、为动力的那些产品的成本并从而提高了整个价格水平。至于在我国改革之中所呈现的成本推动却是全然不同的背景：计划经济体制向市场经济体制转化过程中工资、成本所涵盖的内容从不完全趋向完全的必然性。如果也以成本推动来概括，则必须看到这是成本推动在经济体制转轨中的新内容。

### 工资、成本与货币供给

工资、成本的转化对价格水平的推动，与一调二放对价格水平的推动一样，都是发生在货币供给多年一直偏多的背景之下，但都不是直接由过多的货币供给所引出。

还与调放一样，工资、成本的提高并不能由原来的过多货币供给予以满足，而是引出新的、追加的货币供给以满足提高了的工资、成本对货币的需求。





问题是实际生活中, 过多货币供给的存在, 调放措施的不断出台, 工资、成本的日益提高, 相互交错, 共同作用于价格水平, 形成了对物价上涨的强大压力。但人们往往把眼光集中于货币供给, 似乎只要控制住了货币供给, 物价问题即可解决。如上的分析可以清楚地看出, 货币供给不过是问题的一个方面, 与之同时还有其他方面。如在此之前的调放改革; 如完全有可能一直伴随到整个改革的完成的不完全工资、成本向比较接近完全的工资、成本的转化, 等等。复杂问题不能简单化, 在这方面也可看得很清楚。

## 第四节 物价方针

### 物价方针与货币供给方针

无论在什么制度的国家里, 物价都是经济中最重要的问题之一, 有时还是首要问题。比如我国《国民经济和社会发展“九五”计划和 2010 年远景目标纲要》中就把抑制通货膨胀作为宏观调控的首要任务。前些年, 美国总统里根和英国总理撒切尔都曾把反通货膨胀摆在施政目标的首位。如果看看各国各派政治力量的经济纲领, 几乎可以说没有不把物价和通货膨胀问题摆在重要地位的。

东南亚金融危机之后的 1998 年, 对世界性通货紧缩的担忧, 也即担心物价是否有可能在世界范围内大面积地疲软和下滑, 成了热点话题。其所以极受关注, 因为历史表明, 通货紧缩对经济



发展的损害，较之通货膨胀一点也不逊色。

价格水平和货币供给，如上面几节的分析，密切相关，货币供给的多少会关系价格水平的涨跌；价格政策的贯彻，如我国价格改革中的调与放，则要求货币供给的配合和保证。所以，物价方针与如何供给货币的方针紧密相关。

### 物价方针种种

猛然提到物价方针，似乎除了“稳定”之外，不会再有其他选择。实则并不这么简单。

至少像是没有故意实行通货膨胀方针的。的确，即使处于严重通货膨胀的过程之中，当政者所宣告的也总是如何坚决贯彻反通货膨胀的方针，等等。但究其实质，并不完全如此。例如，当一个国家全面卷入战争时，除通货膨胀的物价方针外别无选择。只有当已经具备条件摆脱战时经济的情况下，反通货膨胀物价方针的宣告才有可能表里如一。此外，在经济陷入严重困境而一时又别无出路之际，通货膨胀作为政策选择的实例也并非罕见。

在和平环境中，如战后曾有一段时间，通货膨胀与就业可以置换的理论实际一度指导了政策实践。不论从理论上论证这是一种如何如何不正确的论点，也不论根据后来的“滞胀”证明这样的实践如何如何没有出路，但低通货膨胀率的物价方针至少是一种相当普遍存在的政策实践。

也有一种降低物价的方针，曾于40年代、50年代之间在前苏联宣扬过。其实背景是，战时过高的消费品价格在战争结束后



有可能逐步下调。即只是特定条件下的特定举措而不可能构成什么方针。后来的史实是：这种在政治上曾大肆宣扬的方针，没有实行几年就不再提起了。

还有一种绝对稳定，也可以说是零通货膨胀率的物价方针。

1950年，我国在一举制止了绵延十几年的恶性通货膨胀之后，曾经有过“为物价完全稳定而努力”，“达到物价最后稳定”之类的提法，但极其短暂。因为实践表明，在经济发展过程中，各种价格都有不断变化的缘由；允许具体价格变动，同时又要保证价格水平一点也不动，实际行不通。

然而，十年动乱之间的确实实施了这样的方针——几乎百分之百地冻结了物价。当然，不排除极“左”的思潮会作出奇奇怪怪的决策，但问题在于当时的情况是，一方面存在着过多的货币供给；另一方面是极低的社会消费水平承受不了物价波动，冻结物价实际是别无出路的出路。在那期间，物价指数的变动倒是逼近于零，可是经济却陷入了崩溃的边缘。这倒也不是中国所独有，类似的情况在前苏联和东欧国家中也曾出现过。

不过值得指出，还有一种并非是冻结物价的零通货膨胀率的“理论”设想。大体的思路是：虽然每一种具体商品和服务的价格不可能不变，但是在排除了金属货币流通的条件下，把零通货膨胀率作为货币供给的目标，通过货币供给总量的约束，使具体价格呈有升有降的格局并从而有可能保持价格水平不变。这种设想从未变成现实，可是听起来却很诱人。



### 普遍地或大面积地降价为何行不通

上面提到降价的实践，曾从理论上论证其可行性和优越性，但极其短命。上面提到零通货膨胀率的设想，在这一设想中，是以相当大面积的降价作为必要的均衡条件，也只是诱人的停止在书面上的文章。核心的问题是：普遍地或大面积地降价实际行不通。

这个问题在今天似乎已经没有多大现实意义。其所以还需要费些笔墨，是因为其中有一个人们常常容易犯的方法论的毛病。

不论是计划经济，也不论是市场经济，物价和工资这个货币收入的主要形态共同对广大人民群众的生活状况起决定作用：物价水平不变，工资提高，人们的生活水平提高，工资下降，生活水平下降；工资水平不变，物价上涨，人们的生活水平下降，物价下跌，生活水平上升。这已是人所共知的常识。

不论何种经济，也不论出于何种考虑，不断地使人们的生活有所改善和提高都是关键问题、要害问题。要付诸实践，则都要对物价和工资的配合进行政策设计。如果要对一两年后生活水平的提高作个规划，两种思路似乎是同值的：保持价格水平不动而提高工资，设提高 10%；保持工资水平不动而降低物价，设降低物价指数 9.09%。仅就工资、物价的关系推理，问题并不复杂，都可达到使人们的生活水平提高 10% 的目标。可是放到实践之中考察，却截然不同。

抽象地、心平气和地讲道理，谁都承认提高工资和降低物价同样可以改善和提高生活水平。然而在日常生活中对两者的感知



则大不一样。工资和各种货币收入的增减不论多么微小，其数量具体到元、角、分，所以升降比例可以计算得非常精确。至于物价水平即使真的降低了，由于各种商品的价格和服务的收费标准有的降得幅度大，有的降得幅度小，有的不涨不落，甚至有的上涨，在这种情况下，对于物价的降幅很难有统一的估价。虽然有权威的统计数字，但对统计数字，特别是价格水平的统计数字，不只是我国，外国也是一样，对其准确性人们均持强烈的保留态度。而且只要下降的幅度不是足够的大，甚至对于是否真的下降了也有所怀疑。所以，即使假设国家有可能通过干预措施把价格水平往下拉，但费了很大力气却换回不了公众的承认，恐怕决策者是不会这么下决心的。

然而，更关键的问题还在于：即使决策者想这么下决心，实际上也做不到。分析这个设想，可以清楚地看出，是采用两个点的静态比较方法：现存的工资和物价，作为基期；今后某一时点的两个目标——对基期来说是工资提还是物价降的两个等值的组合。但从基期的起点如何达到不论是哪一个目标，也就是通俗说的“桥”和“路”的问题，却没有论证。这恰恰是问题的关键。

降价的基础是劳动生产率的提高。在一个兴旺发达的经济中劳动生产率的提高是必然的，即降价的可能性的确是客观存在而非幻想。但要使可能性转化为现实，要受到很多条件的约束。

- (1) 劳动生产率提高的同时，工资方面必然有增加的效应。举一个最简单的例子，在计件工资中劳动生产率与工资支付的变动就是同步的。
- (2) 在劳动生产率提高而“设想”的物价下降尚未到



来之际，也就是不论产值还是增加值尚按现价计算时，税是按率计征的，劳动生产率提高的好处至少有一小部分要进入财政。

(3) 税后利润如果可望增加，在尚未实现之前就会派上改善福利、增加分红等用场，等等。简言之，在价格尚未来得及反应之前，提高劳动生产率所可能带来的“好处”就早已被安排了用场。假若劳动生产率提高的幅度足够大，如百分之十几或更多，价格的下降也不是没有可能。这也许会在此时或彼时出现于某种产品或某个行业方面，但就整个经济而言，可能性则是极小极小的。以我国为例，自 50 年代以来，工业部门的劳动生产率年平均提高不过 5% 之谱。在这样的幅度之内，要降低价格水平，必须把工资勒住，一点也不许动：“大家稍安勿躁，工资虽然不动，物价很快就要降低，实际收入即将提高！”但是，要叫人们接受这样的说法，恐怕是极不容易的。

### 对“稳定”的诠释

用零通货膨胀率来诠释稳定，似乎最为贴切。但除去冻结物价，零通货膨胀率事实上不可能是现实的客观存在。所以，假如用零通货膨胀率来诠释稳定，就无异于在稳定与冻结物价之间划上等号。显然，谁也不赞成。多年来，实际生活中视之为“稳定”的毋宁说是物价在较低界限内向上波动的局面。这自然就产生了一个问题：稳定与低通货膨胀这两者如何区分。应该说，这是极其难以区分的。过去曾有一种说法：当决策的目标是价格水平平稳而在操作过程中发生难以避免的物价向上小幅波动，这是



稳定的政策；当决策的目标就是以低通货膨胀性的物价上涨来实现成长和就业，那就是低通货膨胀的政策。从对经济过程的客观科学分析角度来看，这样的区分是没有多大意义的。

从50年代初，我们对这个问题的处理是在稳定之前加上“基本”二字。但由此必然产生一个问题：物价上涨水平在百分之几的限度之内才可称之为保持了基本稳定。改革开放之初，曾企图找出这样一个界限，如有不超过1%~3%，即可叫基本稳定的说法。无疑，这只是一种说法而难以论证。

现在，人们突然之间懂得了物价疲软和下滑也是一种不稳定。本来30年代世界性的大萧条时期，人们讲稳定，就是要扭转物价疲软和下滑的局面。但多年的通货膨胀性物价上涨使人忘掉了稳定的这样一重极其重要的含义。至于下滑多大百分比就是失去了稳定，看来，好像一点也不能下滑——不是坚挺而是疲软，经济就紧张得不得了。要以不致发生经济的大衰退为底线，物价下滑倒是还有一定的空间。但这个尺度恐怕谁也把握不住。

### “基本稳定”方针的几十年

从1950年初制止恶性通货膨胀之际，我们即提出了稳定物价的方针。除当年年中，如上指出，曾一度有过过分绝对的提法外，关于物价方针的标准提法，到今天为止，一直是“基本稳定”这四个字。

对于如何把握这一方针，可以划分为两个阶段。

从这一方针的提出到改革开放的初期，对基本稳定的把握大



体包括这样的内容：

在一定期间，大部分产品的价格不动，至于“大部分”可以解释为“绝”大部分，也可以解释为“相当”大部分，颇有弹性。

小部分可作调整，其含义包括有重要产品的价格调整要极其慎重，而次要的价格可以稍加放宽的意思。

列入价格调整范围的要有升有降，以保证价格水平不变，而对“不变”的解释并非为零，而是极小的百分比，如1%、2%，等等。

就计划体制来说，这样的价格管理思路应该认为是颇富弹性的。但由于体制的原因，这样的思路还是不能保证给经济提供一个合理的比价体系。关于这一点在第二节已作过分析。

需要指出的是，在这一阶段，基本稳定方针的贯彻也颇曲折。从制止通货膨胀到“一五”期间是力求贯彻这一方针的。起初，由于严峻的紧缩，制止通货膨胀后曾有物价大幅度下跌和失业加剧的过程。通过救助失业的适度扩张，遏止了物价下跌势头；随之而来的抗美援朝战争又迫使物价上涨。由于稳定方针明确，到1952年底基本把物价控制在制止通货膨胀时的水平上。第一个五年计划期间，既有大规模建设的压力，又有生产关系大变革的压力，但价格水平平均年递增不过1.6%。应该说这是基本稳定方针取得显著成绩的几年。1958年开始的“大跃进”实际上否定了这个物价方针。以1957年为基期，到1962年物价指数上涨了25.8%，其中1960—1962年三年间，平均每年递增





7.5%。实际上，黑市价格的上涨幅度要大得多。1962年之后，在纠正“大跃进”偏向的过程中，调整了经济政策，经济情况有迅速的好转。特别是在财政金融方面实施了大力的紧缩措施，迫使物价回落。这三年可以说是从背离基本稳定方针回到坚持基本稳定方针的三年。十年动乱期间，如前所述，实行的实际是冻结物价。就物价指数来说，倒是“稳定”了，但长期强行不准调整价格是与基本稳定物价方针的精神完全背离的。如果说十年动乱前在价格问题上已经积累了一些矛盾有待解决，那么经过这动乱的十年，物价体系则被搞成一团乱麻。

改革开放后的几年，人们仍然延续着理解基本稳定方针的原有思路。那时的希望是，摘清价格乱麻之后，再恢复到价格大部不变，小部调整，有升有降，水平变动幅度不出一二三个百分点的轨道。可是生活的发展却是另一种样子。前面曾提到，由于1979年以较大幅度提高农产品收购价格和职工工资，1980年的全国零售物价指数上升了6%。这是自60年代初以后的最大幅度。那年年底的确紧张了一阵子，并提出了实际上的强紧缩方针。但刚一实施，整个经济立即出现要被憋死的苗头，社会经济效果不好，于是政策很快调整。至于物价，因为1980年的情况主要是基于大幅度调整比价，大的调价措施不继续出台，即不会有物价再行上升的直接推力。更由于农村改革的成功和收购价格的调高增大了市场供给，就使物价保持平稳有了可能。1981—1984年物价环比处于1.5%~2.8%之间。但是在此期间，全力推进建设的势头日益增强，改革日益深入，如具有旺盛生命力的



乡镇企业即主要是从 1884 年起步的。这些都对物价持续上涨给予强大的压力。于是到了 1985 年，物价在年初即呈上涨势头。有鉴于 1980 年年底的经验，提出了“软着陆”的方针。当年物价上涨 8.8%，随后两年分别是 6% 和 7.3%，上了一个新的平台。这两三年，物价是人们议论的中心，批评的基调是：软着陆不着陆。1988 年又陡然上涨了 18.5%，当年秋季还爆发了抢购潮。这说明对于这样的涨价水平已经超过了人们所能承受的上限，于是强力紧缩。由于 1989 年物价没有迅速回落势头，于是继续紧缩。随后两年物价大回落，环比指数分别为 2.1% 和 2.9%。但经济疲软又是一种紧张。因而逐渐有紧缩政策掌握力度过强的议论。1992 年经济快速回升，到 1993 年又出现物价大涨的形势，环比指数达 13.2%。这年年中实行了加强宏观调控，实际也就是紧缩的措施。物价一度像是受到了控制。不料年底物价反弹，到 1994 年价格指数竟然突破了 20%，达到 21.7%。这个 21.7% 是否已逼近客观对物价上涨所能允许的上限？如果从没有出现 1988 年的抢购潮来衡量，似乎还在限度之内；要是从社会舆论来看，比 1988 年更强烈，像是已处于极限的边缘。正是在这样的背景下，1995 年的施政方针就把抑制通货膨胀问题摆在首位。全力以赴的结果是指数压到 14.8%。那时，对随后的物价趋势如何估价？从我国《国民经济和社会发展“九五”计划和 2010 年远景目标纲要》可以得到一个轮廓概念：“需求拉动和成本推动价格上涨的因素依然存在。要采取综合治理的政策，明显降低价格上涨幅度，首先要努力使之低于经济增长率。”直



到1997年前，人们从未怀疑过这样的判断。如果说有分歧，则只是对通货膨胀率所应、所能控制的水平有不同的见解。

上面的说明可以给我们一个概念，在1997年以前，发展和改革时时伴随着甩也甩不掉的价格水平上涨。至于没有物价上涨的发展和改革则只能是愿望。那时，大多是这样的看法：也许到了发达的社会主义市场经济境地，可以实现逼近于零的通货膨胀率，但确切的论证则不易作出。

概括说来，改革前后的物价方针虽然基本稳定四个字没有变，内涵却发生了变化：不仅对允许的物价波幅有极明显的差异——从一两个百分点已逐步变化到不超过两位数左右；而且在对内涵的实际解释方面已发生质的变化：计划体制下要求的是给经济提供一个近乎不变的核算条件；改革后逐步形成的则是如何控制物价，不使其波动幅度突破一定的限度，以为改革和发展提供最大的空间。关于这一点在导论中曾有所说明。

至于实现基本稳定方针的内容从抑制物价上涨转化为保持物价不疲软、不下滑，这是新问题。就我国的实际情况来看，物价的疲软并没有使经济陷入零增长、负增长，而且增长速度，对比其他国家，还相当地高——只是比自己前几年慢了点儿。如何作理论总结，还要继续观察。

### **客观允许物价波动的上限何在**

过去许多年，总是承受物价上涨的压力。虽然1997年、1998年两年，这样的压力急速缓释并趋向反面，但今后重新压



来的可能性依然极大。所以，物价波动的客观上限还是值得讨论的问题。<sup>①</sup>

有人认为，只要人们的实际收入提高了，物价上涨的幅度再大，也不可怕。实际情况并非如此。比如1988年实际收入并非没有提高，但发生了抢购潮；1994年和1995年初也不是没有实际收入的提高，但人们对物价的情绪已引起是否会再次出现1988年问题的担心。从统计数字，从实地观察，都证明全国实际收入水平的确是提高了。然而平均水平的提高，包括着提高得有快有慢，也会有并未提高甚或降低的。在价格相对平稳时，由这种收入对比格局急速调整所引起的矛盾比较易于处理；当价格突发上涨时，矛盾则非常易于激化并常常以反对物价上涨的形式表现出来。而且就是收入的确提高的，在物价波幅变化异常的情况下，也会情绪躁动，成为增强社会不安定气氛的一份力量。

问题的关键就在于从导论即已指出的社会心理承受能力。对于物价波动的心理承受能力，中国人是不高的。老年人受三四十年来恶性通货膨胀的影响，对物价波动谈虎色变；改革开放前生活过来的中年人，当时虽然极其清苦，但在下意识中物价不变似乎天经地义。于是一旦物价有了波动，或不知伊于胡底；或觉得很不适应。所以一二三个百分点的物价波幅才是可以接受的、理

---

<sup>①</sup> 以下几段摘录自我在《财贸经济》1995年第6期发表的文章，文字小有更动。



想的经济环境。经过 1985—1989 年，在市场经济改革的实际锻炼中，人们事实上已经接受了不超过两位数的通货膨胀率，超过了两位数也还有耐心看一看。这也就是 1994 年没有发生 1988 年秋季现象的原因。耐心是有限的，如果物价上涨的波峰继续呈上扬之势，恐怕对形势的把握就难以预料了。

谈社会心理承受能力，往往是着眼于剖析、观察广大人民群众的心理承受能力，实际上还有决策圈心理承受能力这个不可忽视的方面。当物价上涨的水平高到一定限度和各阶层、各利益集团由于物价上涨过快而施加于决策圈的压力高到一定限度时，决策圈中则会失去相对从容的气氛并有可能仓促地作出考虑不周的决断。即使方向对头，也会因力度、步调的安排不够妥善而产生过大的副作用。因而，使决策圈对这种心理承受极限保持必要的距离或许更具有关键意义。



## 第六章 货 币 政 策

### 第一节 货币政策及其目标

#### 货币政策

“货币政策”，这是引进的名词。这一政策大体是指国家通过调节货币供给数量，调节利息率水平和汇率水平等手段，干预经济生活，以期达到预想经济目标的政策行为。

货币政策，望文生义也可理解，这是有关货币的政策，是有关国家利用货币供给以实现特定目标的政策。当然，现代货币政策的贯彻不仅靠直接调节货币供给数量，还要靠调节利率等手段。如利率，其作用虽然在于诱导投资并从而直接作用于市场供给，但它同时也正是调节货币供给的重要手段。

货币供给，这是很古老的问题，只要国家多少认识到了货币的重要性，就必然会有围绕如何对待货币供给问题的货币政策。从这个意义上说，这是一个古老的政策。



随着现代资本主义经济及其经济理论的发展，关于货币政策的观念和实践可以区分为两段：自由资本主义理念的货币政策，这是力求排除国家对货币供给的形成进行干预的政策；本世纪，特别是 30 年代以来，由新的经济学理念所指导的货币政策，这是要求国家运用有关货币的工具干预经济生活的政策。我们现在一提货币政策，如不加注解，就是指作为国家宏观干预政策组成部分的这种货币政策。

### **在我国货币政策日益受到重视**

在市场经济国家实行了大半个世纪的现代货币政策，在我国，直到 80 年代末，连这个词还很少用。问题倒也很清楚，当货币、信用在经济生活中不占重要地位，如计划经济体制下的那种情况，虽有有关货币政策这类性质的问题，但左右不了经济的发展，也就不会汇集为一个独立的政策而摆到决策者的桌面之上。当然，在特定的时候，客观真有需要，纵无货币政策之名，也会有货币政策之实。如在 60 年代初，在极其严重的供不应求的局面之下，与财政紧缩的同时，就曾实施了事实上的紧缩货币政策（通过紧缩信贷的手段），并曾有力地促成了物价的回落。

改革开放之后，商品货币关系迅速扩展，市场经济化的过程不断推进，金融在经济中的地位日益受到重视。这样的趋势在 80 年代初就已非常明显。到 1984 年底和 1985 年初，一方面是物价新一轮上涨的势头极为强烈，与之同时则是信贷总额急速扩大和对现金发行的压力猛然大增，这就促使人们把目光聚焦于货



币、金融之上。虽然货币政策的观念尚未提出，但把控制货币（应该说，关于货币的观念当时也不是怎么清晰的：理论讨论中货币供给这个词汇虽然已经多有使用，但在经济决策圈子之中关注的还是现金发行）看作是抑制物价和掌握经济关键环节的议论一时成为非常时尚的声音。也就是说，货币、银行真正受到了上上下下广泛的重视。前面曾多次提到，1989年下半年，为了压下1988年过高的通货膨胀率，采用了强力的紧缩货币政策；1989年底和1990年，为了阻止经济的下滑，则曾两度采用了“启动”措施，即扩张的货币政策。这可以视为最高决策层对货币政策最典型的运用。随着我国体制改革的终极目标明确地确定为社会主义市场经济体制，货币政策也明确地列入宏观经济调控体系之中。在1993年中共中央《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》中是这样提出的：“运用货币政策与财政政策，调节社会总需求与总供给的基本平衡，并与产业政策相配合，促进国民经济和社会的协调发展。”应该说，现在只要提及宏观调控，不论是党政文献，是理论论证，还是对策研究，几乎没有不提及货币政策的，而且还往往把它放在首位。

### 货币政策的“单目标”与“双目标”

在我国，关于货币政策目标的讨论很是红火了一阵子。分歧观点被概括为：是单目标还是双目标。所谓单目标是主张货币政策的目标应该只有一个，即稳定币值；双目标主张应是稳定币值和经济发展（经济增长）这两者的统筹考虑。就国外实行货币政





策的实践看，除稳定和增长之外，重要的政策目标还有充分就业和汇率稳定、平衡国际收支，等等。

### 市场经济国家对货币政策目标的讨论

我们的讨论有一个背景，那就是发达的市场经济国家对于它们自己实行货币政策的经验，特别是战后这些年的经验，不断地、反复地进行了总结。战后的一大段，大多数国家是以充分就业为首要目标。美国可作为代表。在美国，货币政策的目标，并不像很多国家那样规定在中央银行法——《美国联邦储备法案》——里面，而是受1946年的《就业法案》所约束。就业法案要求“最大限度地提高就业、生产和购买力”。关于“最大限度地提高……购买力”，联邦储备制度当局的解释是稳定物价。如果确是这样的解释，好像是以就业为主的双目标。70年代中期之后，“滞胀”促使这些国家的货币政策目标先后转为以稳定货币为主。其中，法国颇为典型。多年来，一方面是通货膨胀率较高，另一方面是成长和就业问题也较突出，在这样的背景下，1993年有关法兰西银行的立法中规定：“法兰西银行制定和执行货币政策以保持物价稳定为目标”。有的国家还提出了“低通货膨胀增长”或“无通货膨胀增长”的方向。另有少数国家一直以稳定为目标。德国是其中的代表。1992年修改的《德意志联邦银行法》规定：“德意志联邦银行运用本法律所赋予的货币方面的权力，以稳定货币为目的……”日本在实践中也一直重视稳定货币，但是在1942年制定的《日本银行法》中却只有极为笼统



的规定：“切实发挥国家经济总体力量，适应国家政策的需要，调节通货……”最近，日本在新修改的银行法中，则十分明确地把目标确定为稳定物价。

国际货币基金组织和其他国际金融组织对于货币政策的主流观点都是强调单目标的稳定币值。

### 稳定物价与稳定汇率的关系

需要说明一点，“稳定币值”包括两个方面：稳定对内的币值，也即稳定物价；稳定对外的币值，也即稳定外汇汇率。这两方面的要求并不是总能兼顾的，因而就有一个以哪个方面为主的问题。在西方工业化国家之间，80年代国际协调的重点是放在汇率方面。为维持汇率不超过允许的波动幅度，如德国和日本都采取过收购美元的措施，这就给国内造成货币供给增加和通货膨胀的压力。后来，强调的重点转向从中长期的观点出发，首先要稳定国内物价，实现经济的持续发展，作为国际协调的基础。这在日本方面表现得较为强烈。如新的日本银行法强调要稳定的是“物价”。德国在解释其1992年的银行法时，一方面明确过去维持美元汇率的矛盾，但又论证保持币值对内与对外同时稳定的可能性。

### 我们的讨论和《中国人民银行法》对货币政策目标的提法

由于有了国际上讨论的背景，所以我们的讨论一上来就集中到：是稳定的单一目标还是应该同时考虑其他目标。其他目标不



外是两组：经济增长和就业；汇率和国际收支平衡。关于后者，过去的计划体制和严格的外汇管制使汇率和国际收支同国内的经济运行保有极大的独立性，那时是人民币高估的国际收支平衡。现在的经济转轨阶段，虽然对外经济联系迅速发展，外汇管制逐步放开，但国内运行机制和对外运行机制尚未高度融合，人民币对内价值和对外价值的不统一是正常现象。比如1994—1995两年，人民币对内贬值28.42%，而对外币的比价却略有升值。在这样的具体条件下，货币政策难以兼顾币值的对内稳定和对外稳定这两个方面是显然可见的。关于经济增长和就业，由于我国当今的就业问题有其特殊性——大量的农村剩余劳动力如何转移和国有经济中需要再就业的职工如何安排都很难指望货币政策能直接给予多大的助力，而经济增长必须靠货币供给来支持则是人所共知的。同时，在我们这里，通常是把就业问题视为从属于增长的问题。所以经济增长就成为惟一一个可以与稳定争取“并列”资格的目标。在双目标的主张中，也还有把增长放到首位的。

在世界主导思潮的强大影响之下，单一稳定目标的观点占了优势。也还应该看到，人们特别强调稳定，也包括用稳定来抗拒各级政府部门的压力——往往要求金融部门扩大货币供给这个事实上经常存在的压力。反映在1995年通过的《中国人民银行法》上的行文是这样的：“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。”

### 货币政策目标并非一成不变



在货币政策目标的演变过程中，可以看出，在不同国家，在各该国家的不同时期，货币政策的目标是可变的。目标改变之后，对过去目标的确定进行事后总结，是否可以作出决策不当的判断，还要看过去的客观条件。过去的条件如果允许重视稳定目标而未重视，这是决策不当；如果认识到稳定的重要性但却缺少转变目标的“桥”和“路”，那就应该肯定过去决策有其合理性的成分。直到今天，有的国家仍把增长和就业的目标放在前面，恐怕就不是理论和政策的素养问题，而是有其不得不如此决策的理由。而且今天对货币政策目标的认识是否已经达到终极之点，显然不能作不留余地的论断。

从现代货币政策实践的几十年也可看出，任何国家，任何国家的任何时期，货币政策的目标无论是如何规定的，稳定币值——无论是否有明文的规定——都是其中的一个目标。如果回溯历史，从古代直至现代货币政策推行之前，围绕货币所制定的政策，也没有不涉及稳定币值的。这不难理解。货币从它一产生的时候起，币值就是其本身的一个必然组成部分——不能设想没有币值的货币。因而，事实上，任何有关货币的政策也不可能不包含币值问题。不过，虽都不能不涉及币值，但对币值却有不同的方针：力求保持币值的稳定；维持低通货膨胀率；对高通货膨胀率无可奈何之下把增长与就业摆在首位；政策的意向至少不是力图降低货币贬值速度，有时甚至就是加速货币贬值，等等。后一种情况都是发生在非常时期，属于非常问题。第三种情况，在当今世界比较常见，虽然没有稳住货币，但通常都有反通货膨胀



的纲领。前两种情况是否都可以纳入把稳定币值作为首要目标的范围之内，一定有不同的见解。的确，这两种政策的意向有所区别，但就实践检验，有何原则不同可能并不容易分清。

### 是否只应有惟一的目标

有一个问题还值得作些分析。那就是货币政策是否只应有“惟一”的稳定目标？假如只把稳定币值作为目标——的的确确是惟一的、排他性的目标，那么这个目标的具体化则只能是惟一的零通货膨胀率，甚至想考虑一个可以允许的波动幅度，也无法作出逻辑论证。从理论方面考察，过去曾把货币看作是蒙在实经济之上的一层面纱，对于实经济，它的作用是中性的。立足于这样的观念，稳定无疑是其惟一的理想状态，而且会认为对稳定的任何偏离都会搅动实经济并使之付出代价。但现代经济学对货币的认识已经突破这种古老观念的框子：在整个经济进程中，货币运行和实经济运行不可解开地连结在一起；货币运行的状态既在量的方面，也在质的方面积极地作用于实经济而并非是中性的。立足于这样的观念，就不应把稳定币值孤立起来。纵然认为在货币政策目标中应该把稳定摆在首位，甚或只提一个稳定目标就够了，那也必须把它置于与其他目标的有机联系之中加以论证。

从我国的实际来看，稳定的界限何在？从一个较长时期来看，如果在今后，我国的物价水平不可避免地还会受到上涨的压力，可以称之为稳定的上限，是1%、2%、3%，还是不超过两



位数，自可论证，而孤立地就稳定论稳定则是难以回答的。如果与发展、与改革联系在一起，如同导论和上一章论证过的，至少可能为稳定确定一个回旋的空间。至于当物价上涨有突破社会心理承受能力的界限时，稳定作为货币政策的首要考虑则会现实地发挥决定性的约束作用。

应该说，各国对货币政策的表述事实上反映了如上的考虑：由于当前经济中通货膨胀压力的持续存在，不能不把稳定的目标摆在首位，乃至惟一的地位；但同时即使在文字上也表达了不把稳定作绝然排他性解释的立场。如法国，在上面提到的货币政策的目标是稳定的明确表述之后，紧接着还有一句话：“完成此任务要按照政府的整个经济政策进行”。再如《韩国银行法》表述得也颇明确：“为国民经济发展而稳定通货价值”。至于我国的《中国人民银行法》，如上面所引述，则后缀“并以此促进经济增长”的字样。

《德意志联邦银行法》关于德意志联邦银行对其稳定货币的职责不受侵犯表述得毫不含糊，但也指出，在职责不受侵犯的条件下，“德意志联邦银行必须支持联邦政府总的经济政策”。而且德意志联邦银行还有这样的说明：“稳定货币的职责并不意味着通货的稳定能够完全脱离于总体经济的发展，也不能把稳定通货作为货币政策的惟一指导方针。但是在各种经济政策的决策者（议会、联邦政府、中央银行、劳资双方）之间的相互影响中，



联邦银行必须始终将保卫货币视为其首位任务。”<sup>①</sup>也许还应指出，德意志联邦银行，在较长时间，在确定货币供应目标时，“考虑到已经被计入经济部门决策中的价格上涨不可能立即消除，而只能是程度上的减弱”，实际是把通货膨胀率考虑在内的；1985年后，则在目标中包括有2%的“正常”价格上涨。<sup>②</sup>

刚刚成立的欧洲中央银行的政策思路也可以说就是德国式的思路。1998年9月14日欧洲中央银行行长介绍：欧洲中央银行货币政策的最终目标是保持物价的稳定；在与此不发生矛盾的情况下，可为促进就业和经济增长方面提供支持……汇率政策不是该行货币政策考虑的政策性目标。

但就是在德国，仍然存在不同见解。1998年上台的社会民主党总理明确强调：央行必须理解它的责任不仅是维护货币稳定，而且还要提高就业和推动经济增长。财政部长则要就此问题发起公开辩论。

### 中央银行独立性的问题

这是与货币政策突出稳定目标密切联系在一起的一个争论了好多年，而且争论得相当热闹，以致《宏观经济学》、《货币银行经济学》大多有专门段落进行讨论的问题。

所谓独立性是说中央银行对政府要不要保持独立性。在中央

---

① 《德意志联邦银行货币政策》，10页，中国金融出版社，1995。

② 参见同上书，83~86页。



银行理论中，中央银行不论其资本金的构成如何，是国家全资，是银行出资，还是允许私人部分持股，都是“国家的”银行。现在的问题是，作为国家银行的中央银行对于实施国家经济政策的政府应保持怎样的关系。

对于应保持独立性是这样论证的：如果中央银行完全听命于政府，那么货币政策的取向就会取决于政治判断。而当今经济的发展日益复杂，没有熟知专业的判断为据，则难以进行货币供给的正确决策。特别是政府的经济目标是多向的，中央银行没有独立性，单一的稳定目标将难以坚持。就是在西方民主的政治体制下也是如此。日本一位资深银行家曾这样形容：“为避免景气过热而紧缩银根，就如同当宴会达到高潮时把茅台酒收起来一样，在民主政治中采取这样的政策非常困难。”不同的观点则认为，宏观经济政策，尤其是财政政策与货币政策需要相互配合，过分强调中央银行独立不利于宏观调节的全局。从讨论的趋向看，就如同货币政策只应单目标的主张颇为流行时那样，独立论也得到广泛的重视。

在西方国家中，中央银行与政府的关系颇不一样。德国的中央银行——德意志联邦银行——被誉为是最具有独立性的典范。该行的行长、副行长及执行理事会的成员由联邦政府提名，由联邦共和国总统任命。在《德意志联邦银行法》中，如上指出，该行与联邦政府的关系规定为：“在对其职责的执行不受侵犯的条件下，德意志联邦银行必须支持联邦政府总的经济政策”。但随即补充：“在行使本法律所赋予的权力时，联邦银行可以不接受





联邦政府的指示”。美国中央银行——联邦储备系统——的独立性也很强。其独特之处在于向国会负责，联邦储备委员会的委员和主席也由国会确认。大多数国家则是另一种格局：有的直接听命于财政部；有的明确，当中央银行与财政部有分歧时，决定权在于后者。有人对西方七国中央银行的独立性还作过量化分析：德国第一；美国、加拿大次之；英法意较低；日本最低。不过，按最近修改的银行法，日本中央银行的独立性有明显的加强。

主张独立性的人认为，独立性与币值稳定有密切联系：独立性越强，通货膨胀率越低。关于西方七国中央银行的量化分析也大体可以说明这样的相关关系。然而也有明显的例外，如日本，多年来是大藏省管中央银行，中央银行的独立性极弱，但通货膨胀率却是很低的。此外，像英国，消费价格指数在70年代平均为13.68%，80年代平均为6.55%，90年代的前4年平均为3.40%——通货膨胀率显著下降，而中央银行的独立性却并未见极大地增强。至于意大利，其中央银行的独立性并不见得更弱于英法等国，可是通货膨胀率却突出地高。显然，有关这方面的分析，还需扩及更深刻的政治经济原因。

概括起来看，赋予中央银行在货币政策领域以独立决策的权限，对于货币政策的制定和贯彻，对于保证稳定目标的实现，是必要的。但如何赋予这样的权限，属于国家管理领域的问题。国情不同，不可能有统一的模式。由于国情不同，独立性的强弱水平也不会是同一的。再者，也决不是说独立性越强越好。就如同稳定不可能是货币政策的绝对的惟一目标一样。



环观世界的货币管理当局，如果不拘泥于其法律条文的文章表述而究其实质，作为一个国家的中央银行事实上也不可能绝对地独立于政府之外。除了发生在德国、美国的极少一些典型事例外，中央银行鲜有不贯彻政府的大政方针的。至于在德、美，中央银行行长有时不听从政府首脑的要求，也应看到这样国家的国力和市场运行机制具备容纳经济政策歧见的回旋余地；而且更应看到它们之间政策取向的一致和存在显然分歧后的某种妥协。不过，无论如何，（1）对于中央银行在货币政策方面如何贯彻国家的大政方针，其原则性的要求，政府应当充分尊重央行的建议；（2）在确定的原则性要求之下，如何具体实施的决策权则应归属于中央银行，对具体操作过程政府应避免干预。

基于我国的政治体制，《中国人民银行法》规定：“中国人民银行在国务院领导下，制定和实施货币政策……”至于“独立性”问题，人们对该法中所规定的货币政策委员会将如何组建和运作颇为关注。中国人民银行的货币政策委员会于1997年8月组建，是“中国人民银行制定货币政策的咨询议事机构”。

### **透明度**

货币政策决策的透明度也是受到十分关注的问题。

货币政策，其取向，是紧是松；其目标，如定位于物价，掌握在怎样的水平；其工具，是利率，是准备率，还是公开市场操作，对市场经济运作的各个方面均有影响，必然受到各个方面的密切关注。由此，提出透明度问题。



从方针政策和决策准则来说,要求在决策者与广大的微观经济行为主体之间高度沟通。如果决策者的行为准则不能被微观经济行为主体所领会,在胡乱猜测中所造成的紊乱必然会使经济付出沉重的代价。这是一方面。

另一方面,有关货币政策的具体举措又要求严格的保密。以调整利率为例,如利率是否调整,是调高还是调低,调整的比例有多大,从哪天起开始实施,事前是不能透露风声的。如果在酝酿和议论过程中透露了信息,由于人们对信息了解的有多有少,有的一点不了解,必将破坏公平竞争,破坏金融秩序。所以,在这方面的透明性要求不是放弃保密,而是要使决策的运作程序规范而公开。在这方面越透明,就越能实现保密的要求。

### 我国古代的货币政策思想

1992年,在主编《货币银行学》时,我曾添写了一段“我国古代的宏观经济政策思想”<sup>①</sup>。了解一些古代围绕货币的政策思想很有帮助,故摘抄如下:

围绕货币的政策思想,最初是从价格角度提出的。早在春秋战国之际,范蠡认为,粮价过贱,不利于农民,过贵,不利于商人,因而把价格控制在限度之内,“则农末俱利……治国之道也”<sup>②</sup>。后来有李悝,主张尽地利之教。他的关于控制谷物价格

---

① 黄达:《货币银行学》,433~434页,成都,四川人民出版社,1992。

② 《史记·货殖列传》。



的措施是这样记载的：丰年，谷价下跌，国家用货币收购，掌握的尺度是“贾（价）平则止”；荒年则出售丰年收购的谷物，平抑上涨的谷价，“籴不贵则民不散”。史书说，他的办法“行之魏国，国以富强”<sup>①</sup>。

古人看得很清楚，要实现这样的要求，国家必须有实力。首先是要掌握货币。其最强烈的主张是要求从铜的开采、保有直到铸造都由君王垄断。实践中占统治地位的做法是中央垄断铸币铸造的制度。在掌握货币的同时，还要求掌握谷物。否则也无力调节谷价。所以，当时有这样的论点：国家必须依据自身的大小掌握足够的钱币和谷物。

关于古代货币政策的思想，在《管子》一书中有最集中的反映，其内容大体有：

——明确货币与物价的相互关系：“币重而万物轻，币轻而万物重”<sup>②</sup>。即货币购买力高则物价低，货币购买力低则物价高。

——调节货币购买力的高低和物价水平的高低，其操作是：把货币聚敛在国家手中，流通中缺少货币，货币购买力提高，物价跌；投放货币收购万物，物价上升而货币购买力下降。“国币之九在上，一在下，币重而万物轻；敛万物应之以币，币在下，万物皆在上，万物重十倍。”<sup>③</sup>

——除去货币的操作，还强调要辅之以财政措施和信用措

---

① 《汉书·食货志》。

② 《管子·山至数》。

③ 《管子·山国轨》。



施。《管子》强调：“令有缓急，故物有轻重”<sup>①</sup>。如下令征货币，则币重；如征谷，则谷重，等等。而且征敛日期越急，货币购买力和物价的变化越大。同时主张君王应依靠集中的钱谷，对百姓在春耕、夏耘、农具、籽种、口粮等方面的需求给予支持<sup>②</sup>，以缓解市场对小农命运的操纵。

——《管子》为自己确定的直接目标并不是价格的绝对稳定。商品价格的不断上下摆动，《管子》认为这是自然而然的事情，它称之为“衡，无数也”<sup>③</sup>；认为正是在这种情况下国家调节才有存在的意义。

——其最终目标是保护小农经济，遏制大商贾通过市场对小农的兼并，并从而巩固封建君王的统治。涉及这方面的提法很多，如“若是，则田野大辟而农夫劝其事矣”<sup>④</sup>，等等。

——关于货币，《管子》有这样一句话：“先王以守财物，以御民事，以平天下也”<sup>⑤</sup>。还有这样高度的理论概括：“五谷食米，民之司命也；黄金、刀布，民之通施也。故善者，执其通施以御其司命。”<sup>⑥</sup>这些精彩而深刻的论断，使运用货币实现“宏观调控”的统治者意志跃然纸上。

当然，上述思想只能是古代的，即以古代小农经济为其产生

---

① 《管子·国蓄》。

② 参见《管子·山国轨》。

③ 《管子·轻重乙》。

④ 《管子·轻重乙》。

⑤⑥ 《管子·国蓄》。



背景。不过，的确是从经济整体出发，是从总量上确定目标，因而的确是具有“宏观”意义的政策。指导这样政策的思想是中国经济思想史中极其光辉的篇章。

## 第二节 货币政策的运作

### 传导机制与中介目标

在第二章第七节，从货币供给形成机制的角度讲了中央银行的调控工具：法定准备率、贴现政策、公开市场操作以及信贷规模控制等等。上一节讲了货币政策的目标。目标的实现有待于对工具的运用；工具则旨在为实现目标而操作。但从工具的开始操作到目标——不论是单目标还是多目标——的实现（当然这应该包括充分实现、部分实现，乃至证明实现不了）需要有一个传导过程。这是因为调控工具的作用需要经过一系列经济机制，由此及彼，才能一步步地作用于经济中的有关环节而及于政策目标。其间的一系列的相互作用机制，概括称之为传导机制。如再稍加描述，那就是中央银行调控工具的实施，通过利益机制，而不是行政命令，影响银行等金融机构的决策并进而影响微观经济主体的决策，而后是微观经济主体的行为总和推进政策目标的实现。

有时这个过程颇短，如十天半月，有时则需几个月，甚或经年、逾年。特别是当工具的作用传导到目标并有所显现的过程较长时，很难及时判断工具的运用是否确能保证目标的实现。为此，需要在传导过程中间选择一个中介目标，这个中介目标应能



满足两方面的要求：一方面与政策目标存在着高的相关关系，即根据这个目标能否实现以及实现的程度如何可以比较有把握地判断政策目标能否实现以及实现的程度如何；另一方面则可以比较确切地判明工具的选择、工具的组合、工具运用的方向和力度是否妥当和有效。从前者的角度看，中介目标距离政策目标越近越有把握；从后者的角度看，则希望中介目标对工具操作的反应更直接一些。显然，不可能有完全满足不同方面要求的理想选择。因此，在实际工作中，必然还会要求有一些次要的、辅助的观察标志。

世界各国货币政策的中介目标，有的选用货币供应量，有的选用市场利息率。美国前些年曾选用货币供给，而且是选用 M1 还是 M2 也作过调整，近些年则选用市场利率。这里没有哪个绝对好哪个绝对差的定论，如何选择要看条件，并且也只有根据经验的积累才能判断怎样的选择对本国条件来说较为理想。至于选用汇率的均有些特定情况，如对外经济联系比重较大的国家，如过去的欧共体之间，等等。

### 通货膨胀目标法

进入 90 年代以来，如新西兰（1990）、加拿大（1991）、英国（1992）、芬兰和瑞典（1993）、西班牙和澳大利亚（1994）等已直接依据最终目标——通货膨胀率（参照多种经济变量和金融变量）来观察、评估货币政策。

实行通货膨胀目标法的经济条件，总的来说，是以该经济有



可能保持一个稳定而且是低的通货膨胀率为前提。当通货膨胀率很高，如超过两位数字，或通货膨胀率虽然不高但波动幅度较大，把通货膨胀率作为货币政策目标，既没有多大实现的把握，也无从取得公众的信任。

实行通货膨胀目标法，必须保证这一目标在货币政策中的优先地位；同时也要求政府确认其他的经济决策应该避免与这一目标相冲突。其中，特别是国家预算收支的安排必须与这一目标协调一致；对于货币供给如果存在着弥补预算支出的过大压力，显然就难以采用这一目标方法。

此外，当然要求保证中央银行在实施货币政策方面的独立性。

通货膨胀目标法使货币政策的目标明朗、透明，货币政策的措施有可能围绕一个明确的目标确定并加以阐释。但从以上说明的实施条件来看，并非所有经济体特别是发展中国家和地区所能推行的。

### 我国的中介目标

我国虽然明确实施货币政策已有好几年，但中介目标的选择只有到进入 90 年代以后几年，才成为现实的议题。这里涉及一个传导机制问题，即经济的、间接意义的调控机制尚处于开始形成的阶段；或者说，直接的行政命令不只是轻车熟路，而且多年来也只能主要靠这样的办法。第二章第七节提到，主要的直接调控工具就是信贷规模。当商业银行系统基本由国有商业银行构成





和金融活动方式基本只是较单一的存与贷的情况下，确定了信贷规模，也就确定了货币供给的规模。不过，近两三年情况发生了较明显的变化。一是在几家国有大商业银行之外其他商业银行发展起来了；这几年，大城市的城市信用合作社先是组建成城市合作银行，随即又更名为城市商业银行；此外，具有存款货币银行性质的城市信用合作社、农村信用合作社的业务发展也颇可观。这就使信贷规模直接控制的范围从基本覆盖全面变成了覆盖部分，虽然仍是主要部分，但也有继续缩小的趋势。而且《商业银行法》也对国有大银行明确了商业银行化的方向。所以，不仅非国有银行已经不再简单实行行政性的规模控制，国有大银行也不宜继续单一地采用直接规模控制的办法。二是金融资产的形式已不再简单限于存款、贷款而日益多样化。最为突出的例子就是1994年以来外汇占款的急速增长并成为货币供给增长的重要原因。在这种情况下，纵然假设贷款全由规模控制，货币供给的增长也不会全部取决于贷款规模。于是，中介目标悄然而来。

我国当前尚不存在中介目标在货币供给与利率水平之间进行选择的问题。因为不仅在集中计划体制下没有多大的利率弹性，直到今天，利率对经济的调节作用虽然日益显现，但由于尚未过渡到基本上的市场形成机制，弹性依然相当有限，从而不具备作为中介目标的首选。至于在货币供给中哪一个层次，是通货，是M1，还是M2，应作为主要目标，趋向是选定M1。从通货膨胀问题突出的现实看，M1体现当前的市场需求并且最直接地作用于物价水平，选定它是恰当的。M2可用来作为观察和调控中



长期市场均衡的目标；而现金波幅较大，只可作为观测目标。当然，这并非是一成不变的。货币供给的各个层次主要以时点——年末、季末、月末——的存量标示，也是货币政策的主要监测值。在分析中，一定期间的平均存量和流量也很有参考价值。

### 紧缩与扩张

货币政策，就其取向来说，不是扩张，就是紧缩。

建国后，由于采取紧缩政策，一举制止了延续十多年的战时恶性通货膨胀，稳定了币值。60年代初，由于采取紧缩政策扭转了“大跃进”造成的严重供不应求，使腾贵的物价逐渐回落。所以，在我们这里，“紧缩”的名声是好的。而且对紧缩的语义，人们理解的倾向还是强力的、严峻的紧缩。至于“扩张”，那时很少使用这个词，似乎与紧缩对应的就是“膨胀”。特别是1958年伴随着“大跃进”的任意扩大财政支出和任意扩大银行贷款更加深了这样的观念。其实，并非膨胀的扩张是有的，如1950年制止通货膨胀后的“调整工商业”<sup>①</sup>就是紧缩之后的扩张，从实施的效果看，无疑应该予以肯定。

迎来改革开放之际，人们的观念大体如此。但1980年底

---

<sup>①</sup> 由于通货膨胀的迅速制止，通货膨胀的虚假繁荣突然消失，当时为数众多的私人工商企业，立即陷入周转不灵的境地：工厂倒闭，工人失业。为了争取经济状况的好转，当时采取了由国有经济（那时主要是“国营贸易公司”）向私人工商业加工订货、统购包销的政策，以扭转形势。而国有经济为此所需的资金则由国家银行给予信贷支持。



1981年初，面对连续两年的巨大财政赤字等情况，决定强紧缩，效果却很不理想并很快停止实施。于是，当1985年经济过热已到不能不治理的时候，并没有再次进行强紧缩，而是采取了“软着陆”的方针。然而，这次软着陆的具体实施没有抑制住经济的过热，于是再次有了1989年的强紧缩。也正是这次强紧缩所造成的1990—1991年的经济滑坡教育人们懂得了掌握紧缩力度的重要性。这样，才有了1993年以后“适度从紧”的提法。与紧缩不同，扩张这个词的使用仍然限于学界，而且在语义上似乎总有点与“过分”、“过多”联系在一起的味道。

### “适度从紧”

适度从紧的概念见诸文献是在《中共中央关于制定国民经济和社会发展“九五”计划和2010年远景目标纲要的建议》之中。文件的提法是：在“九五”期间要以抑制通货膨胀作为宏观调控的主要任务，实行适度从紧的财政政策和货币政策……

经济学中在使用“紧缩”与“扩张”的概念时，是以把宏观政策视为短期需求管理政策为前提。而“适度从紧”则显然是对中长期政策取向而言的。无疑，这一决策指导思想又是导源于通货膨胀的强大压力必将长期存在，从而必须长期坚持抑制通货膨胀方针的判断。

半个多世纪的经验积累，人们几乎极少怀疑通货膨胀的强大压力必将长期存在。但从1997年、1998年两年经济发展的实际态势来看，通货膨胀的进程，至少已被可能的通货紧缩所打断。



当然，展望不久的将来，通货膨胀压力卷土重来的可能性还是很大的。从这个意义来说，在今后，适度从紧仍应成为中长期的宏观调控的方针，也并非没有根据。

不过，与中长期方针同时存在着短期管理的必要性。我们通常说的“微调”，也即相机抉择，就是短期的宏观管理。短期的宏观管理应该服从于中长期的宏观管理方针，这是不言自明的。当始终存在着通货膨胀过程，即波动显示的只是物价上涨幅度的高低有别时，短期的微调是紧一些还是松一些，必然难以突破抑制通货膨胀方针的框架。这时，似乎可以用下述类似的语言来表达：适度从紧原则下的继续收紧；适度从紧原则下的适度松动，等等。但当通货膨胀的进程被打断时，词语的协调则较为困难。在这种条件下，“适度从紧”除了用以表明通货膨胀压力还会长期存在的判断外，或许可以理解为不论在任何情况之下的宏观调控指导思想均应持“谨慎”、“稳健”原则。

1998年12月中央经济工作会议期间，又有了“适当的货币政策”的提法。对于这样的提法，恐怕也可以用上面的精神来理解。

### 时机与力度

经济过热要紧缩；经济过冷要扩张。这样的论断毋庸置疑。然而要使之付诸实践，却不像论断本身这么简单。

首先是形势的判断：什么是“过”热，什么是“过”冷？我国统计部门编有经济监测指数，对经济运行态势进行预警分析，



用红灯区、黄灯区、绿灯区、浅蓝灯区、蓝灯区分别表示过热、偏热、正常、偏冷、过冷，并定期公布。有其权威性，但绝非惟一的、绝对的权威。其他不少政府部门、研究机构和大学也长期系统地从事这方面的研究并定期提出报告。实践中，大家据以观测的指标不外乎经济增长速度、投资占 GNP 的比率、物价指数和股市指数、货币供给和利率、订单和成品库存、进出口贸易、汇率和外资利用等情况。但如何选取、运用这些指标并据以进行分析判断，不同的理论观点、不同的角度和视野、不同的利益考虑，会有很大的区别。比如，对进入 1996 年的经济形势就有完全不同的见解：一种见解是应该继续坚持适度从紧的方针以保持已经取得的有利宏观形势；另一种见解是必须适度松动紧缩方针以缓解经济生活中类如下岗、待业等矛盾。到 1997 年，争论的焦点则集中在市场是否已经呈现需求不足以及如何遏止和扭转需求不足的问题上。

在形势判断方面并不是某些特定时候才有不同看法，存在分歧意见倒毋宁说是经常的现象。

问题还不仅在于判明是否已经过热还是已经过冷，对于决策来说，或许更重要的是需要判明：发展趋势是否必将导致过热还是可以避免过热；是很快将陷入难以控制的过热还是在相当期间可以保持经济活跃而却不陷入过热的困境，等等。例如，充分利用国际国内形势所提供的有利于我国建设和改革的时机，具有头等重要意义。有利的时机并不是任何时候总是存在的。当机遇有利时，自应抓住机遇，推进增温过程。在这种情况下，如果



本可以保持较长的强劲势头却由于顾虑陷入过热而过早地采取了遏制性的紧缩措施，结果则是机遇也会过早地从身边滑过。反之，如果只一味推进增温而不注意冷静地、如实地估价对增温过程的控制能力，以致过快地陷入过热而不得不采取急刹车的强紧缩对策，这也同样是丧失了机遇。至于对经济下滑的问题，同样应采取对待经济过热问题的态度，即要求从发展趋势和可控程度等方面进行冷静的分析判断。

判明了形势和时机，还有掌握力度这个环节。就紧缩来说，力度不足，有1985年“软着陆不着陆”的例子；力度过强，有1989年之后的经济大滑坡。至于扩张，我们多年面对着的往往是这样的局面：扩张容易偏大，偏大则自然而然地滑进膨胀。掌握力度，事后的评论容易，事前的准确判断极难。比如1989年的紧缩是以1985年及其以后几年的软着陆不着陆为背景的。人们从这几年的情况所形成的认识是：紧缩力度不足，需求过旺的矛盾继续积累，于是1988年的市场震荡不可避免，结论自然是必须强力紧缩。严峻紧缩之后的相当一段期间，主要的呼声一直还是紧缩必须继续加强。直至经济下滑后无力回升，两度紧急扩大信贷“启动”经济，但却启而不动。这才普遍意识到力度问题。也正是有了这方面的经验，1993年中的加强宏观调控才没有重复1989年的做法。

总之，形势、时机、力度的分析判断，就大体思路来说，似乎还可以说出一些道理。但实际的掌握还涉及政治、社会诸因素，就是经济本身的变化动向也不是任何模型所能充分反映的。



或许可以说，这里起决定作用的更是决策艺术。

### 政策的着力点

货币政策，作为宏观调控手段，是通过调控总量实现政策目标。就数量指标如货币供给量本身来看，它是抽象了具体经济活动形象的总和数字，但这个量的增减变化却一点也不能与具体的经济活动割断联系。所以不论是松是紧，都不能不研究通过怎样的路径实现松或紧，以及松或紧将对不同的经济活动产生怎样的不同效应。如果不能审慎地剖析、判断，特别是过冷过热逼来时仓促应战，即使在某种程度上实现了目标，也会带来很大的后遗症或付出过大的代价。

1993年年中的“加强宏观调控”可以作为一个比较成功的例证。在我国，经济增温直至过热，一直是由固定资产投资所牵动，从1991年底开始的新一轮的增温过程也不例外。然而这次的投资冲动却有其特点。就投资领域来说，除传统的基本建设之外，更集中于建立开发区和房地产投资；就财力支持来说，则与新的融资渠道相联系：诸如几乎涉及党政军民学的各种各样的集资渠道、银行给所属金融机构和非金融机构拆借资金的渠道、非银行金融机构超越批准经营项目融资的渠道，等等。房地产投资对于一个起飞的市场经济来说是最具有活力的因素。但在其刚刚发育之际，狂热的投机倾向必然会强烈冲击正常的金融秩序并成为迫使货币供给膨胀的直接原因。所以，当社会心理承受能力已有逼近极限的迹象并使加强宏观调控必须现实地提上日程时，整



顿金融秩序和抑制房地产投机即成为不可避免的切入点和着力点。也正是把握了问题的症结，使得这次紧缩既抑制了过热，又使正常的经济发展保持住了高速增长的势头。当然，由于整个经济的各个方面几乎都或多或少卷入了房地产投机，因而资金循环到处发生窒碍。这是避免不了的困难，也是不能不付出的代价。现在，房地产套住的资金数量依然很大，以致任何宏观决策依然不能不考虑这个因素。

1989年的紧缩，从这个角度来衡量，则有较明显的缺欠。那时，紧缩的着力点是控制基本建设规模，而控制基本建设规模事实上是对整个经济提出的。因而紧缩的着力点，除极少数确保的项目外，遍及整个经济，从而也就导致整个经济的下滑和较长阶段处于疲软的低谷。当时，还为紧缩的货币政策规定了诸如调整经济结构之类的任务。为货币政策规定它所不能承担的任务，这也说明对紧缩的理解比较笼统地限于遏制过热和平抑物价等总体效应，而缺乏深入对具体经济运行机制作进一步的过细分析。

### 第三节 货币政策的效力

#### 国外对宏观经济政策效力估价的演变

包括货币政策在内的宏观政策能对调节经济起多大的作用，自30年代以来，估价多有变化。

现代宏观经济政策的理论奠基人凯恩斯论断：市场机制本身不能实现充分就业的均衡，因而必须由国家干预来补足。到第二





次世界大战后，以这样的论断为根据的宏观政策曾备受推崇，认为斟酌运用货币政策与财政政策，实行逆风向调节，可以熨平经济波动，使成长、就业和稳定诸目标统一实现。

后来，客观生活实际显示，并没有成长和稳定的统一，而是成长和通货膨胀并存。在这样的背景下，流行起以菲利普斯曲线为代表的论点，认为成长与通货膨胀之间存在置换关系——成长必须付出通货膨胀的代价。可是 70 年代的“滞胀”又证明，付出通货膨胀的代价也并非必定带来成长。

货币学派反对凯恩斯学派关于国家干预经济生活的主张，重新强调市场机制的自我调节作用。该学派论证，货币需求函数从长期看是相当稳定的，因此，反对逆风向的“斟酌”调节，主张实施货币供给按“规则”增长的政策。

供给学派也主张尊重市场本身的调节作用，并重新确认供给决定需求的古典原理。该学派不赞成强调需求面的管理；采取刺激投资和产出的措施是其政策主张的主要内容。70 年代末到 80 年代的一段，这一学派的论点曾成为一些国家执政者的指导思想。

随后的一些年，得到颇大发展的理性预期学派提出了政策无效命题。该学派认为，由于公众对于国家干预政策的理性预期，可以把推行政策原来设想的作用抵消；如果说政策产生了效应，那是靠出乎微观主体预期的结果，而要使人们长期受骗是不成立的。

关于宏观经济政策到底能起多大作用，西方在估价方面所存



在的分歧，说明这还是一个需要不断探索的具有重大实践意义的理论课题。

### **我们对宏观经济政策效力的估价**

在这里有必要先交待一句：我们上上下下注视到现代宏观经济政策是在 80 年代中期，在那以后许多年的决策观念中，事实上是把宏观经济政策等同于货币政策（其所以如此，下面有所分析）。所以，我们多年来对宏观经济政策效力的估价，实际谈的是对货币政策的估价。

就总的趋向看，是估价偏高。比如那时有一种颇为流行的观点，认为只要控制住货币，就可以给建设和改革创造一个比较宽松的经济环境。这样的高估价在 1989 年的紧缩中有明显的反映：紧缩的贯彻，货币政策显得单枪匹马，过分突出；企图扭转下滑的趋势，也过于单独依靠扩大货币供给这一个杠杆“启动”。给人的印象，货币政策得心应手，是极其强有力的工具。但实践证明，过分高估其效能，不是实现不了设想的目标，就是在强力贯彻实施中带来很大的副作用。

### **货币政策的效力与限制**

当 30 年代开始提出宏观经济政策之际，对于货币政策的效力受制于经济发展态势已有明确说法。

在分析如何克服有效需求不足的课题时，肯定能起关键作用的是财政政策而非货币政策。当不景气的经济前景和回报率极不



确定的预期导致投资需求和消费需求均呈低迷态势时,即使有宽松的货币政策也难以调动起厂商和家庭的融资热忱并从而增加有效需求。而在融出资本的还本付息保障程度下降之际,纵然中央银行采取有利于商业银行获取头寸的条件,也难以提高商业银行扩大贷放资金的积极性。财政政策则不同。扩大财政支出是国家行为,不是私人行为,它不受回报率预期的约束,当然不会拒绝短期即会有回报的投资项目,但更着眼于长期的回报,如基础设施等大型公共项目,即使长期回报也无确切把握,只要对脱出需求不足的困境是必要的,也有理由实施。所以,对于创造有效需求,主要可以依靠的是财政政策而非货币政策。

如果经济发展的态势是需求过旺,货币政策则是得心应手的工具。为了抑制过旺的需求,扭转需求过旺的态势,或是提高利率,以降低厂商对投资的资金需求和居民对消费信贷的需求,抬高商业银行扩大融资的成本;或是直接用行政操作手段控制货币供给的数量。而这些都属于货币政策的范围。至于财政政策,无论是紧缩开支还是增加课税,要完成其决策程序,通常需经较长的过程,而且会遇到来自多方面的难以克服的阻力。减税以增加市场供给,是改善市场总供给与总需求矛盾的带有根本性的途径。无疑,这更需时日。所以,如无货币政策对过旺需求及时、持续的抑制,纵然实施了可能会有理想预期效应的财政政策,也会由于经济条件的继续恶化而难以使可能的效应转化为现实。

但是由于我国的经济多年一直处于通货膨胀的压力之下,这是货币政策的长期用武之地,并从而在人们面前只展现其易于发



挥效应的一面，于是，从直觉上极其自然地形成了货币政策可以用来解决任何经济问题的观念，这是不足为奇的。

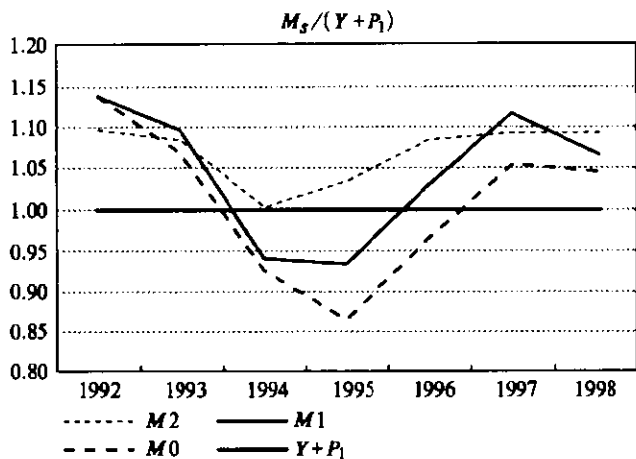
### 1997年显现的市场需求不足与货币政策

从1995年秋冬开始到1998年初，在如何判断经济形势的不同思路中，均涉及货币政策。将来在回顾改革、发展的进程时，很可能把这一段视为一段极其重要的期间。至少，在探讨货币政策理论和总结货币政策实践时，这一段确实是难以忽视的。

最初，问题是这样提出的：今后，从中长期考虑，抑制通货膨胀是否总是首要任务？如果用1997年、1998年的经济形势——从市场需求过旺转为市场需求不足——来判断，似乎很容易作出是非的判断。但当时围绕通货膨胀趋向的思考并没有涉及：中国社会主义市场经济改革的推进，是否会从一个短缺经济很快转化为一个有可能呈现需求不足——哪怕是阶段性相对需求不足的经济？那时，不同的形势估价毋宁说是集中于“首要任务”这个焦点上：是始终只有一个首要任务——抑制通货膨胀，还是应该把缓解当时已经突出出来的就业问题摆在首位，或至少作为首要任务之一。类似这样有关形势估价的分歧，通常难以作简单的是非评判。就决策艺术来说，这属于选择问题，而非只有一个绝对正确的答案。然而在当时，相应引出的不同对策——涉及货币政策的对策，则是极其现实的、事关具体操作的问题。即一是认为货币政策必须继续坚持适度从紧，一是认为应该有所放松。



如果仅仅从字面上看,“紧”、“松”的区别是显然的。然而,考诸生活实际,则不这么简单。1995年、1996年,在一直强调“适度从紧”方针的提法下,以GDP加物价指数作为准线来观察<sup>①</sup>,货币供给并非继续从紧掌握,而是明显趋于扩张。这一过程实际延续到1997年。有人曾这样概括,至少从1996年起,可以说,是提法上的坚持“适度从紧”,而实际上的“适度宽松”。对此,可参看第五章的图5—1;还可再提供一个图:图6—1。图6—1是根据第一章提供的那个我们在改革开放后所发展的货



<sup>①</sup> 我们事实上也遵循一个货币供给的“规则”,即以GDP增长率加通货膨胀率作为度量货币供给多少的基准。



币需求模型，即货币需求增值率等于经济增长率加通货膨胀率的思路绘制的。图中的曲线相当清楚地表明，货币供给的趋紧是1993年、1994年两年，1995年已有所松缓，1996年说是适度宽松也并不勉强。所以，在这样的情况下要求掌握从松，无异于要求更进一步地再行加大扩张力度。然而，就业问题之所以突出出来，姑且不论农村过剩劳动力，在城镇，根本问题是国有经济的矛盾已经不再能用老的办法加以维系。如果企图从货币政策角度寻求出路，只能是沿着轻车熟路用扩大信贷的办法去填几乎谁也不认为应该继续去填的无底洞。这既不利于国有经济的改革，也不利于国有银行体系的改革。因而，针对就业这个的确必须给予极大重视的问题，在已经松动的货币供给的基础上再进一步扩张，不是对症的药方。

进入1997年，市场冷清、需求拉力不足的矛盾日益显露出来。当一部分理论工作者开始提出这一问题时，同样也伴随有松动货币政策的处方。到了夏秋之际，不仅理论界，而且实际部门，也逐步认同这样的形势判断。至于处方，已有应重视财政政策的建议，但众多的眼光还是聚焦于金融部门，如对银行“惜贷”日益强烈的反应，等等。于是分歧的观点又再次集中于货币政策：是必须继续坚持“适度从紧”，还是必须对“适度从紧”进行调整。

应该说，市场冷清、需求拉力不足的突然出现，几乎所有人在思想上都是没有准备的。对于这一客观事实，经过1997年，特别是1998年，已无从怀疑。不少人已经从不同角度作了多方



面的解释。至于深刻、全面、本质的机理剖析，这是一个大课题，还有待于不断深入的探讨。可是，无论如何，有一点是可以肯定的，即它的成因并不是取决于货币政策；换言之，转折的出现决不是由于适度从紧的货币政策，也决不是宽松的货币政策可以保证不出现这样的转折。

显然，把需求拉动力的不足归因于货币政策并要求调整政策，这同样是正确判明了病状，却开错了处方。但认为当时货币政策掌握的力度并非过紧的一方，面对放松货币政策的强烈呼声，却产生了一种逆向思维，即为了论证不应再放松货币政策的掌握力度，而不愿及时正视悄然而来的需求不足。其实，这也是由于把货币政策与需求不足捆得过死的观点使然。需求不足与宽松货币政策并存，在实际经济生活中并不罕见；作为宏观经济理论的一部分，也不是新奇的理论。可是在我们这里，却由于拒绝接收不当的处方，而延缓了确认的确已经呈现的病状并从而未能及时采取必要的处置措施。

对于需求拉动不足，货币政策既非原因，也不会是缓和这一态势的主要宏观调控的手段。上面关于货币政策发挥效应的限制已经作了分析。但在1997年底、1998年初，对形势估计终于取得共识之时，首先应命的宏观调控手段，还仅是金融手段。这是我们一贯只重视金融工具使然。只有当事实证明，在增强市场需求方面货币政策的作用确实不足，财政政策才被提上议程。1998年8月，九届人大常委会第四次会议通过关于增发1 000亿元国债的议案，标志着“积极的”财政政策，作为拉动经济增长的主



力走上前台。对于货币政策来说，这意味着独挑宏观调控大梁阶段的结束；就宏观决策指导思想和领导艺术来说，则意义更为深远。

#### 第四节 货币政策与财政金融对比格局

##### 货币政策独挑宏观调控大梁的背景

1998年中，财政政策走上前台之前，宏观调控的大梁一直由货币政策独挑。这在前面反复提到多次。

自30年代国家干预经济的宏观政策在发达的市场经济国家推行以来，实施宏观调控一直是两大支柱——货币政策与财政政策。虽然在不同的时期，不同的经济形势下，是侧重于运用财政政策还是侧重于运用货币政策不断有所交替变化，但几十年来宏观调控的格局始终都是由两者共同支撑。在我们这里，之所以在许多年的宏观调控中形成了货币政策独木撑天的局面，除去通货膨胀的压力呼唤货币政策在宏观调控的舞台上充当主角外，还有一个极其重要的原因，那就是由于存在着一个特定的背景，即改革开放之后，财政与金融的实力对比急剧变化——集中的财政力量趋于畸弱，金融的力量变得畸强。这在市场经济国家中是极其罕见的。

不论是财政政策还是货币政策，在宏观调控中可以起作用，根基是实力——依靠巨大的货币流量来左右经济的动向。实力强，资金可以调动的余地大，自然可起大作用，不用论证就会受





重视，如多年来的金融，从而货币政策；实力弱，资金可以调动的余地小，难以起作用，不论如何在提法上加以重视也实际重视不起来，如多年来的财政，从而财政政策。

改革开放以来，财政改革、金融改革成绩巨大，功不可没。没有这些方面的改革，不会有今天经济改革的成就；否定这些方面的改革，经济改革的现有成就则无法说明。但也就是在这一过程中，发生了财政与金融实力对比的变化。这个过程一直持续到1995年。1996年出现了拐点，集中财政收入占GDP的比重停止下滑并开始回升。这就为1998年财政政策走上前台提供了有利的条件。

### 财政岁入占GDP的比重迅速下滑

在经济迅速增长的局势下，财政却越来越“相对贫困化”。1978年的岁入为1 132.26亿元，占GDP的比重是31.2%；1995年的岁入为6 242.20亿元，占GDP的比重降到10.7%。<sup>①</sup>1978年财政无债务收入，1995年的岁入加债务收入1 549.76亿元，合计是7 791.96亿元，占GDP的比重也不过13.3%。债务依存度（债务占总支出的比重）从“既无内债，又无外债”一步步发展到1995年的20%左右。同时，中央财政支配的比重越来越小，而赤字的弥补完全由中央财政负担。

表6—1引了一些国外的数字，可用来比较。

---

<sup>①</sup> GDP和财政预算的数字，均引自《中国统计年鉴（1998）》。



表 6-1

国家	年份	岁入占 GDP 比值的波动区间(%)	岁入加债务收入占 GDP 比值的波动区间(%)
美国	1982—1991	32.7~34.9	36.3~39.4
英国	1980—1991	41.2~45.3	41.4~48.0
法国	1981—1992	44.0~47.3	47.1~50.9
原联邦德国	1981—1991	43.5~48.2	43.9~51.4
日本	1983—1989		24.4~29.7
印度	1981—1986	17.8~20.5	24.8~31.1
韩国	1981—1992	16.0~18.9	16.3~21.5
泰国	1982—1990	16.0~21.6	16.5~23.0

资料来源：除日本外，均来自 IMF 的 1991 年度和 1993 年度政府财政统计年鉴。日本的材料来自日本大藏省的统计，是对 GNP 的比值。各国数字均包括中央财政和地方财政；韩国只包括中央财政。

在计划经济体制下，由于国家财政是国民收入分配的主要形式，不仅行政国防、文教卫生靠财政拨款，发展国有经济和支援农业的资金也主要来自国家财政，所以，财政在经济中的地位最为重要。无论是经济增长的速度，基本建设和更新改造的规模，工资水平和价格水平的调整等等，财政的态度对于如何安排均匀有决定的分量。50 年代提出的“三平理论”，第三章曾经指出，第一句就是“财政收支平衡是关键”。

改革开放一开始，不少人认为财政分配权的过分集中，从而



它对经济的干预力量过强，不利于搞活经济。极端的意见是：财政应该只是“吃饭财政”，要尽快从经济领域退出。要求财政从经济领域全部退出的主张不是现代经济学的理论，也不符合现代经济生活的实际。实际发展的结果是：(1) 财政对经济领域的投入，即建设性支出仍保持一定的比例，如 1995 年这部分支出为 2 855.78 亿元，占支出总额的 41.9%。比重虽然不低，但如果考虑到财政收支占 GDP 的比重，这不到 3 000 亿 的金额，也仅仅是 GDP 的 4.9%。(2) 就“吃饭”财政来看，也是捉襟见肘，极为拮据。如政府公务人员由财政支付的“档案”工薪不足以养廉；如教育文化艺术体育等方面的投入极其不足；如国防支出对国防现代化的要求差距甚大；如各项开支标准严重脱离现实生活，实际无法执行，等等。而且更重要的是，(3) 财政的日子如此窘迫，本身已无扩张和紧缩的余地，这就很难承担它在市场经济中本应承担的宏观调控任务。

### 对财政收入大口径的界定及其意义

上面把列入中央预算和地方预算的收入看作是财政收入。这是一种口径。另一种口径认为，只计预算收入是把财政收入缩小了；应该把凡是行使国家职能或是为了满足社会公共需要所进行的无偿征收均视为财政收入，而不管是否列入预算。按照这后一口径，除预算收入外，还应包括预算外资金和“预算外的预算外”资金。

“预算外资金”是计划经济的范畴。按照计划体制的观念，



凡政府各部门收取而未列入预算之内的和国有企事业单位留在本单位而未上缴预算的资金都算预算外。“文化大革命”前，预算外收入不到预算内收入的10%，财政部门管得也很严格。改革后，财权不断下放，观念却在一个很长的期间依然故我。按老概念的预算外资金，改革以来迅速增长。到90年代初，其收入的规模已逼近甚至超过预算内收入的规模。<sup>①</sup>然而，对于预算外的观念，要求改变的议论越来越强。比如，留归企业支配的利润就是企业的，财政管不了，更不应该管，还叫预算外有什么意义？1993年，把预算外的口径作了调整，不再把划归国有企业的资金视为预算外。按调整后的口径，1995年的预算外收入为2 406.50亿元，占GDP的4.1%，与包括债务收入的预算内收入比，相当于30.9%。

至于“预算外的预算外”，这是曾经存在过的一种口头叫法，后来规范称为“制度外的”征收。此类课征实际是“预算外”的延伸，如在规定的行政收费项目之外增设收费项目，或自行提高收费费率，以及形形色色难以列全的各种摊派等等。这是事实上的存在。但对其规模的估计却有颇大的出入。

把这几部分加起来有多大？在1995年，包括债务收入和预算外收入在内的财政总收入为10 198.46亿元，占当年GDP的17.4%。预算外之外而理应视为财政性质的收入，无确切数字，如果采用不低于摆在明处的“预算外”的估计值（恐怕这不是高

---

① 1992年财政收入为3 483.37亿元，而预算外收入为3 854.92亿元。



的估计值），那么最大口径的“财政收入”占 GDP 的比超过 20%。

以这样的口径估算财政收入，其意义在于：第一，说明企业部门和个人部门在财政方面的负担，并不像只看列入预算的岁入规模，会得出颇低的印象。减轻农民负担多少年来一直受到关注而现在仍然列为农村工作的重点。这说明农民的财政负担并不是轻而是并不轻。至于企业，往往提到这样一个数字：改革开放以来，财政的放权让利给国有企业留下多少多少亿元资金。然而企业并没有由此感到负担轻了。问题是通过基金缴纳和国债认购等途径财政又征回了一块；加上主管部门和其他政府部门以各种名义的征收和摊派，企业负担到底是多少有所减轻还是甚而有所加重，恐怕还值得仔细推敲。第二，大口径的财政收入说明我们政府的运行成本是并不低的：预算内的开支的低标准并不意味着实际开支的压低，而是由预算外和预算外的预算外来补足。换言之，精兵简政仍然有其巨大而迫切的意义。

但是，采用大口径看财政收入改变不了财政目前的困境。财政收支有一个本质特点，即其集中性。现在，财政部门对预算外资金的控制极大地削弱了，就是那些的确属于财政性的预算外资金也往往成为财政政策的逆向和干扰力量。至于预算外的预算外，财政即使可以实际控制一部分，其比重也有其限度。简言之，分散的财力不论如何多，也改变不了财政系统集中财力的窘困矛盾。

既然预算岁入之外还有那么多的具有财政征收性质的财源，



把它们统统纳入预算，财政状况不就立即好转了吗？的确，这是一个必须认真加以研究解决的问题，而且已经不断采取措施。如1996年将13项重要的预算外基金在预算中列收列支；1998年开始“费改税”的改革，等等。但这也是一个必须慎重对待的问题。应该重新纳入财政的必须收权；应该财政监管的必须强化监管。不过同时需要警惕，轻率地扩大收权和监管的范围并操之过急，并不见得可以真正达到振兴财政的目标。

此外，由银行信贷所弥补的隐蔽赤字等类似的情况，按理说，也应列入财政的规模之内。但这一部分是否可以与上几部分简单相加，恐怕还需要作些剖析。

### 金融扩张速度突出

与财政状况形成鲜明对比的，是银行系统集中的财力，其增长速度令人刮目以视。1978年国家银行贷款余额与农村信用合作社贷款余额之和是1 895.1亿元<sup>①</sup>（那时只有一家中国人民银行和众多的农村信用社），到1995年，包括各种存款货币银行和信托投资公司等特定存款机构的国内信贷，其总的余额增长到53 333.8亿元<sup>②</sup>，为1978年的28.1倍，平均每年递增21.7%。同一期间，包括债务收入的财政收入，仅增长到6.9倍，平均每年递增12.0%。

---

<sup>①</sup> 1978年的金融数字均引自中国人民银行调查统计司：《中国金融统计（1952—1987）》。

<sup>②</sup> 1993年以后数字均引自《中国人民银行统计季报》，1998（4）。



同期，GDP 名义值增长到近 16.1 倍，平均每年递增 17.8%；按不变价格计，平均每年递增 9.9%。据此换算的平减指数为 7.2%。以这个平减指数进行调整，信贷平均每年递增 13.5%；包括债务收入的财政，平均每年只递增 4.5%。相对于 GDP 的递增率，信贷的增速大大超过，而财政则大大落后。

如果从支持经济建设的角度看，1978 年，财政的经济建设费支出为 718.98 亿元，各种贷款余额（包括中国人民银行和农村信用社）当年增长额为 192.1 亿元，即前者为后者的 3.74 倍；而 1995 年，建设性财政支出总额，前面曾引述过，为 2 855.78 亿元，国内各种金融机构的国内信贷余额增长 10 230.1 亿元，倒转过来，后者反为前者的 3.58 倍。

如果把年度的财政收入额和信贷余额的增长额加以对比，1978 年财政收入为 1 132.26 亿元，当年，信贷增长，如上指出为 192.1 亿元，与财政收入比，为 17%；1995 年，加债务收入的财政收入为 7 791.96 亿元，而 10 230.1 亿元的信贷增长额较这个数大出 31.3%。

“老银行”过去在工作中总觉得有点憋气——相对于财政，银行不过是个出纳员。现在形势大变，开始几年心情上倒是有扬眉吐气之感，但对于这种单兵突出的趋向有没有问题则日益有些疑虑。表 6—2 引用一些国外 60 年代至 80 年代最简单的数字可用以比较。

数字说明，没有一个国家的信用增长额超过同期财政岁入。其中日本的比值较高；美国在 30 年间最高的五年平均值还没有



超过 50%，而美国的银行事业不能说是不发达的。

表 6-2 国内信用增长额相当于财政收入的百分值

		最高值		最低值	
		年份	比值	年份	比值
美国	与中央岁入比	1971—1975	44.8	1986—1989	19.7
英国	与中央岁入比	1986—1989	64.8	1966—1970	7.8
法国	与中央岁入比	1976—1980	40.4	1962—1965	17.0
原联邦德国	与中央岁入比	1962—1965	53.3	1986—1989	17.6
日本	与总税收岁入比	1988	81.4	1985	63.6
印度	与总岁入比	1984	46.0	1987	35.4

资料来源：据 IMF 1991 年《国际金融统计年鉴》和《政府财政统计年鉴》数字整理。日本和印度只有 80 年代数字。

### 金融快速扩张的根据

金融之所以能够快速扩张，在于商品货币关系的迅速扩展，在于迅速扩展的商品货币关系提出了迅速增大的货币需求，在于迅速增大的货币需求使有可能迅速加大货币供给，而货币供给，这是银行的负债——没有迅速增大的银行负债，也就没有迅速增大的银行信贷等资产业务。

关于建国以来乃至改革开放以来的货币供给统计数字，仍在按 1994 年的新口径整理之中。1978 年的数字，通货发行有我们公布的统计，M1、M2 取我们给国际货币基金组织提供的统计，1995 年的数字中国人民银行已公布。对比如表 6—3。





表 6-3

单位: 亿元

	1978 年	1995 年	增长倍数	年递增 %
M0	212.0	7 885.3	37.2	23.7
M1	580.4	23 987.1	41.3	24.4
M2	889.7	58 252.0	65.5	27.9

当然, 这明显地包括货币供给过多的通货膨胀因素。如果用全国零售物价指数 (自 1978 年到 1995 年平均年递增 7.76%) 调整, M0、M1、M2 的实际年递增率仍分别是 14.8、15.4 和 18.7 的极高水平——与同期 GDP 年递增 9.88% 比, 高出一大截。

支持银行信贷急速扩张的不仅在于经济为扩大货币供给所创造的可能性, 而且, 或许是更重要的, 还在于货币供给中有越来越大的部分转化为不处于流通状态的货币。从上面的数字可以看出, 准货币 ( $M2 - M1$ ), 即不处于流通状态的货币, 在 1978 年是 309.3 亿元, 占 M2 的 34.8%; 在 1995 年则是 34 264.9 亿元, 占 M2 的 58.8%。也正是通过银行信贷投入流通的大量货币供给不流动, 从而使不时处于相当紧张状态的市场总供给与总需求的对比毕竟能得以维持, 银行信贷的扩张才能成立。

那么, 是谁为大量货币的不流动做出了主要的贡献? 改革开放前, 财政经常有几十亿元的结余滚存存在人民银行, 是保有不流动货币的大户。1979 年结余全部动用, 自那时以来, 在这方面财政就不再做贡献了。按照改革开放前的财务制度, 企事业单



位和党政军各机关不可能在银行有定期存款之类的不流动货币，改革开放后，有了经费结余留用和建立专用基金等规定，从而在形成不流动货币方面有了贡献。但最主要的贡献还是个人部门。

### 个人可支配货币收入的迅速提高是金融扩张的主要支柱

个人可支配收入在 GDP 中的份额，1978 年改革开放之初不到一半，1990 年约近 2/3，1995 年则上升到约近 3/4。比例提高如此迅速，以致现在已经提出如何改变收入分配过分向个人倾斜的问题。

收入低时，有点不多的余钱，叫消费结余，或留在手头，或到银行储蓄。收入多了，扣除消费之后已不是剩下的零头，而是有一个可观的比例。在这个比例可观的“大”储蓄之中，到现在为止，大头仍是银行储蓄存款。据典型调查，个人拥有的金融资产中，银行储蓄存款约占总额的 3/4；股票债券投资约占 20%；其余不到 5% 是手持现金。

个人可支配货币收入增长迅速，个人的储蓄中仍以银行储蓄存款为主，因而城乡储蓄存款总额以极大的幅度增大。1978 年为 210.6 亿元，1995 年为 29 662.2 亿元<sup>①</sup>，17 年增大到 141 倍，平均年递增 33.8%。这个增幅较之 M2 的增幅 27.9% 大得多，从而使银行储蓄存款在 M2 里的比重越来越大。在 1995 年 58 252.0 亿元的 M2 总额中，29 662.2 亿元的银行储蓄存款竟占

---

<sup>①</sup> 《中国金融年鉴（1996）》。



到一半。

这也反映在银行资产负债之中。1978年,国家银行吸收的存款为1 134.5亿元,农村信用合作社吸收的存款为166亿元,两者共计1 300.5亿元,210.6亿元的城乡储蓄存款占其中的16.2%;1995年,存款货币银行和特定存款机构所吸收的各项存款合计为52 865.2亿元,29 662.2亿元的城乡储蓄存款占其中的56.1%。1978年,国家银行各项贷款为1 850.0亿元,农村信用合作社各项贷款为45.1亿元,两者合计为1 895.1亿元,作为资金来源的城乡储蓄存款是它的11.1%;1995年,存款货币银行和特定存款机构的国内信贷,上面已经引述过,合计为53 333.8亿元,作为资金来源的储蓄存款是它的55.6%。

以上的数字很能说明个人部门的银行储蓄存款在金融事业大发展中的关键意义。

### 银行信贷超负重运行

我国的金融活动,到目前为止,依然是间接融资占绝对统治地位;说金融实力增长突出,也主要是指银行信贷规模的急速扩大。所以,在金融实力增强的过程中,也就是银行承担的任务急速加重,不可避免地又必然意味着矛盾的急速集中。

计划体制下,国有经济的固定资产投资,包括新建、扩建、更新改造,基本靠财政拨款,现在拨款只占极小部分。1994年的统计,国有单位固定资产投资额1.1万多亿元,其中,预算内投资555.8亿元,只占4.9%。1979年以前,银行信贷不许用于



固定资产投资。改革开放使这个口子放开了。在 1995 年的统计中，国有银行固定资产贷款的增加额为 2 852.7 亿元，仅这个数字即与当年包括范围极广的财政经济建设拨款相当。但实际上，通过各种短期拆借和挤占流动资金等途径占用的银行贷款，通常估计，比固定资产贷款还要大。人们估计，国有经济固定资产投资至少有一半靠贷款。至于非国有经济成分的发展，特别是乡镇企业的发展，在固定资产投资方面，银行信贷也有大量的投入。

再者是流动资金。在计划经济体制下，国有经济的流动资金由财政和银行“两口”供应。财政方面，在 1952—1978 年的 27 年间，每年有关流动资金的支出占总支出的比重，平均为 7.28%。只是波幅极大，最高为 15.7%，最低为 3.3%，颇有收支宽松时多给点，紧巴时少给点的味道。财政拨付的部分构成企业自有流动资金；自有流动资金满足不了流动资金需求的部分由银行贷款补足。不过，那时财政有结余，实际是信贷基金；60 年代初大幅度降低银行利润上缴的比例也实质是增补信贷基金的措施，等等。即贷款中还有财政的贡献。改革开放不久，财政天天叫紧，银行却讲“存贷两旺”，于是在 80 年代初，流动资金的供给顺理成章，归银行一家承担。按理说，我们搞计划经济，重大问题都要讲计划，但在流动资金这个问题上却最不讲计划。比如，一个几亿元、几十亿元的项目，论证中找不到流动资金如何解决的内容，并不罕见。真的上了马，银行就得供给。而且更严重的是，流动资金这个口袋事实上是一个无底的口袋。银行注入



这个口袋的资金无疑要用以补充流动资金，但是否合理，是否有效益则出入极大。而且通过这个口袋用来弥补基建和更改资金的缺口，更可以说是轻车熟路。

有实力，自应扩大业务，然而，我们的银行所服务的主要对象——国有经济——却难以为信贷资金的正常运转提供保证。

### **国有企业资金的紧缺和对间接融资的过分依赖**

资金紧的呼声在国有经济中一直存在。当然，不能一概而论。有的企业和部门，资金实力极强，甚而有余；有的资金虽紧，但可以经营运转。问题是就总体而言，资金严重紧缺已是制约国有经济发展和关系改革开放的关键性的症结。改革开放以来的情况可简单概述如下。

先看资金需求。

从国民经济发展的角度，从国有经济发展的角度，国有大中型骨干企业生死攸关的问题是急需更新改造投资。当今，企业只有在世界生产力发展的潮流中，及时提高技术装备水平以及工程技术人员和工人的水平，生产出符合现代经济要求的产品，才有立足之地。否则，不只参与不了国际市场的竞争，在我国进口总额已超过万亿人民币而且今后还会增长的情况下，就是国内市场也保不住。过去，在闭关锁国的氛围之中，建一座工厂，这座工厂就像是万古长青的；生产一种产品，这种产品也像是万古长青的。产业结构的调整，产品的升级换代，口头也重视。但缺乏国际比较和激烈竞争，除极少的产品和产业外，现实的压力不大。



总的来说思想上并不认真重视。实际的规章制度也有明显的反映。按那时的财务管理体制，企业除纳税外，利润全部上缴，折旧全部上缴，如果想更新改造和试制新产品，还要申请专门拨款。要是摆在市场经济中，不让有折旧和未分配利润的积累，不认为工厂一经建设，现有产品一经投产，即必须时时考虑技术更新、产品更新，这无异是置企业于死地。应该说，这本质上是生产力问题，不是社会制度问题。只是在原有制度之下掩盖了矛盾，而一旦改革开放，在市场经济条件下，矛盾就立即明显地暴露出来。

企业不只急需更改资金，也急需新建、扩建的固定资产投资。在改革所唤起的经济快速发展中，分别就各个有发展前途的企业说，需要扩建；从国有经济整体说，需要新建。对于“基本建设”，各级决策层都是极其重视的，建设资金向这个领域的集中规模也颇可观。但由于既需更改资金，又需基建投资，固定资产投资需求总额加大，再加上人所熟知的好大喜功和决策失误等等浪费了大量资金，更使得真正必须的基础工业和基础设施以及可以极大发挥企业现有潜力的项目得不到必要的资金支持，矛盾极为突出。

经济发展越快，增补流动资金的需要越大。通过改善经营管理，提高劳动生产率和加速资金周转，会使增补需求相对减少；但计划经济向市场经济转轨过程中调整产品结构和购销渠道等方面所必须付出的代价，以及在不断加强环境保护等方面所必需的付出，则又是使增补需求加大的因素。还有一个企业工作者不断



申诉的重大原因，那就是在通货膨胀过程中生产资料的不断涨价。生产品涨价，而且往往是某些行业的生产品涨价畸高，会给增补流动资金以极大的压力。不仅如此，无视通货膨胀存在的会计制度又给流动资金直接造成损失，这又不得不予以弥补。

在以上直接有关营运的资金需求之外，国有企业还必须支付改革开放之后成倍增加的退休职工的养老金，必须为保持隐性失业状态而支付的实质性的失业救济金，必须保证公费医疗和其他劳动保护开支，以及还必须想方设法解决职工住宅，等等。这些支出不论其性质如何，企业必须设法开支，否则就不可能进行正常的经营。虽然社会保障改革的方针已提出多年，并从1998年加快落实，但企业还必须在这个方面承担超过按市场经济准则所必须承担的费用。

那么，为了满足这些资金需求，企业部门有多少资金来源？

第一，按照计划经济体制下的财务制度，企业的盈利乃至折旧几乎是扫数上交的，因而在进入改革开放之际，企业部门本身可以说没有一分钱可供投入的资金。

第二，财政的放权让利，上面在剖析财政负担时已经分析，即使企业从中得到一些好处，为数也颇有限。但与之同时，过去保证国有企业固定资产投资的财政拨款日益变成了涓涓细流。而且其间我们自己还创造了一个“拨改贷”，凭空使国有经济在接受财政拨款方面增加了一大笔利息负担。幸好已决定改回，但已造成十几年的不良后果。

第三，在企业改革之初，曾设想通过留下一部分利润以赋予



企业“自我发展”的能力。但资金需求并不能等待留利实现之后，而且由于需求方面甚多而又一文不名，所以办什么事都得靠贷款，基本建设靠贷款，更新改造靠贷款，日常经营靠贷款，后来一步步地发展到甚至有的企业发工资、交税款、付利息也要靠贷款。贷款用以弥补亏损，很难把还贷期望寄托于企业；但对于盈利企业倒像是可以寄希望于未来的留利。然而，一则国有企业的利润水平由于种种原因不高，二则实际的财政负担又不轻，所以可用来对银行支付的部分能否足额付清利息已成问题，至于还本通常是根本谈不到的。这样，继续经营的资金需求还得靠进一步的借钱来满足。

多年来，间接融资成了企业资金来源的主渠道——从专业银行借；从政策银行借；通过国际金融市场向海外银团借；通过财政、金融、经贸等部门取得国际金融组织的贷款，等等。国际金融组织的贷款，还有外国政府的贷款，或利率低，或有优惠条件，自应争取利用。至于各种商业性贷款，都要求按期支付利息和归还本金。无论是新建、是扩建、是更新改造，一上来就穿上这件紧身衣是极不轻松的。然而要想懂得这个道理还得付学费。改革开放以来，“负债经营”是一个很行时的词儿。经常看到借钱上项目没过几年本利就已还清的报导。应该说，的确有这样的项目，决策对头，负债经营有利。但并非任何项目都可以走这个路子。还有的报导计算就有问题：把利税和折旧总额与本息总额简单对比就下判断。殊不知，税要上交财政，是不能用来还本付息的；利润有必须由它保证的多方面开支，也并非都能用于还本





付息；折旧如果全都拿来还债，也就没有了更新改造的自我资金来源。所以听来的本利应已偿清往往并非事实——借款单位实际上还在背着并不轻松的债务营运。特别是基础工业和基础设施，从整体上说，主要靠借债上项目是不成立的。至于流动资金全靠贷款，利息负担也同样不得了。企业方面常讲，“全厂上下，辛苦一年，都给银行干了”。这就是说，过分依赖间接融资又成为国有企业当前资金窘迫的重要原因。

### 银行不良债权的积累

问题是，过分依赖间接融资的国有企业，由于体制的原因，不少营运无效益，而且亏损面越来越大，从而使得银行信贷质量明显下滑。在银行体系中不良债权的大量积累，不仅困扰着中国的银行业，而且引起国外的广泛关注。

扩大业务中以一定的概率出现不良债权，也是银行经营的常规现象。问题在于，在我们这里，甚至连扭亏无望的企业也要支持，也就是说，银行信用直接被用来弥补亏损。国有企业的亏损，过去全由财政弥补。现在财政虽仍然负担一部分，但日益有越来越大的部分压在银行身上。初始的一段，是以挤占流动资金的形式出现的；后来是这种挤占日益成为经常的大量的行为；90年代之后，则公开采取了安定团结贷款，乃至生活困难补助贷款这类名义。从银行经营准则上，如此提供信贷的合理性是很难论证的。可是银行有钱，财政缺钱，任务不压在银行身上压在谁的身上？



如此运作，金融的实力再大也难以承担。于是，近些年，金融作用确是越来越大，地位遂也越来越高，不过矛盾也越来越多，日子越来越不好过。勉强为之，虽可维持于一时，但扭曲变形，必然种下种种病根。

也许在这里需要说明，在国内外沸沸扬扬的不良债权问题，确属金融领域中的重大病症，不能掉以轻心，但也应全面分析。有个事实不会存在分歧见解，即现存的不良债权是过去贷款行为的结果。只要肯定这一点，那自然而然就应引出判断：与造成不良债权的那些贷款相对应的是已经发生的经济损失，从而不良债权实际上是已经发生的经济损失在银行账面上的会计反映。“已经发生的经济损失”包括应倒闭而不倒闭的企业所造成的净消耗，重复的、无经济效益的项目投资，特别是由开发区热、房地产热所套牢的投资等等，这是人所共知的。同样也是人所共知的，那就是过去年份中国经济的高速成长，实际上就是背着这个巨大损失的沉重包袱取得的。如果说过去的经济损失没有阻止了过去的经济成长，那就很难作出过去的经济损失在银行账面的反映——不良债权——会阻止今后经济成长的结论。同时，国有商业银行由于是“国有”，虽然账面上存在巨额未核销的不良债权，也并不会直接导致流动性的不足。所以，在这方面，也没有必要过分惶恐。

### **财政金融对比格局不利于货币政策作用的充分发挥**

具体到我们现在讨论的货币政策，这样的财政金融格局颇不



利于其作用的发挥。

货币政策发挥作用要求两个条件：(1) 微观行为主体能对政策的意向有反应；(2) 能取得财政政策的配合。

微观行为主体能对宏观政策作出灵敏、充分的反应，是以它们的确已是市场经济中自主经营的主体为前提。改革开放以来，国有企业也发生了不小的变化。然而对货币政策意向反应之迟钝乃至无所反应，好像全然未曾改革一般。之所以如此的一个重要原因，恐怕就是企业资金对金融的过分依赖。在过分依赖的条件下，企业对金融条件并无选择之余地；同时倒逼过来，也迫使银行丧失贷款的主动性和机动性，从而政策的贯彻还得依靠行政手段。靠行政手段贯彻的货币政策，应该说并不是“宏观调控”意义上的货币政策。

至于与财政政策协同、配合，由于财政与金融的实力对比急剧变化——政府集中的财力趋于畸弱，金融的力量变得畸强，应该说极不理想。甚至可以说，在宏观调控中形成了货币政策独木撑天的局面。这在我们的党政文件和理论论述中多有反映，如往往在讨论金融问题中提出完善宏观调控体系的思路和措施；在论证完善宏观调控体系时往往把目光只集中在金融领域，等等。似乎金融和宏观调控天生就是一而二、二而一的事物。上一节提到，我们对货币政策的效力有高估的倾向，这除了开始运用宏观政策之际易于过分关注其效应的原因为外，也是由于财政金融实力畸形对比的这个背景所致。虽然后来已注意把货币政策和财政政策并提，但财政政策由于财政资金可以调动的余地不大，事实



上难以发挥配合和缓冲的作用。

### 已开始了好转的进程

这个十分特殊而又极不理想的格局，已经开始了好转的进程。就财政与金融的对比来看，上面提到，1996年出现了拐点，集中财政收入占GDP的比重停止下滑并开始回升。这一年，财政的岁入是7 407.99亿元，占当年GDP的10.9%，比1995年高0.2个百分点；1997年的岁入是8 651.84亿元，与GDP的比是11.5%；这个比值在1998年超过12%。回升趋势明显，而且将会持续一些年份。如果从支出角度看，考虑1998年年中，随着“积极财政”方针的提出和对国债的积极利用，在GDP中财政支配的份额必然有较大的增长。当然，更为重要的是，财政明确了在宏观调控中，应采取积极、主动的态势，这就标志着财政政策与货币政策的协调、配合开始步入一个新的阶段。就金融这个角度来看，1996年以来的增长速度依然可观，但与财政比较，已不显过分地突出。

可参看图6—2。限于缺乏权威部门公布的连续统计数字，在图中，“金融”的实力，是用国有银行的贷款量代表，不太理想。但趋势还是可以看得出来的。<sup>①</sup>

至于金融运行的状态依然颇不理想，但也有极为重大的

---

<sup>①</sup> 其中，1993年的财政岁入，从环比看高得突然。这是由于当时地方财政，为在1994年的财政改革中争取有利的收入基数而人为造成的。



推进。

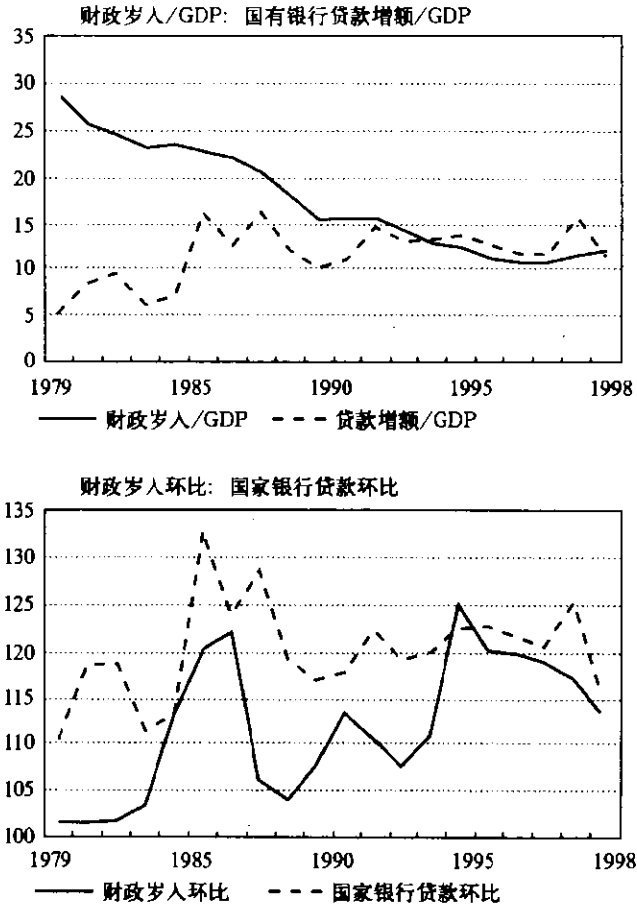


图 6-2



股份化和股票发行的直接融资形式，在 1997 年下半年，经过中共“十五大”，突破了意识形态的束缚，拓展了进一步发展的途径，为缓解银行间接融资的过重负担提供了可能。基本靠间接融资经营的格局，使企业部门自己积累不起资本金。不同的产业部门、不同的经济环境、不同的历史传统对自有资本金和借入资金的搭配有不同的要求。不遵守搭配比例要求，自有资本金的比例过低，企业经营陷入困境自然难以避免。如何解决资本金的问题，理想的融资形式应是直接融资中的股票发行。股票作为投资的对象，长期投资者对它的期望主要不在于短期的收入，而在于股票市场价格的增值，在于公司资产增值后的配股等收益。因而对于办实业来说，解决开业资本和大宗追加长期投资，发行股票是最为适宜的。改革前我们这里没有股票；改革后最初的股票或是变相的职工福利，或是不规范的集资；当一、二级股市逐步建立之后，在“投资”和“投机”这两个必然扭结在一起的功能之中，活跃的是后者而非前者。再加上国有经济之中如何推进股份化问题的意识形态的纠缠，直接融资的推进举步维艰。但 1997 年方针政策的突破，并不等于直接融资即刻有大幅度的进展。特别是各个地方单纯想利用股份化途径从资本市场套取资本的做法极大地损害了这一市场的声誉。1998 年证券市场的持续低迷，表明了客观经济规律是不容嘲弄的。

再者，是在 1997 年 11 月的全国金融工作会议上明确了要加快把国有商业银行办成“真正”的银行，也即实现“商业银行化”的步骤。从原则上说，1995 年《中华人民共和国商业银行



法)的通过,就意味着方向已定。同时,在金融领域之内,各项管理性质的具体改革措施,近年来也一步一步实实在在地得到推进。应该说,这些改进管理的改革,开始不断地改变了金融领域从业人员的气质和金融机构的经营思想。而全国金融工作会议的意义则在于从最高层次上给予进一步的明确和推动,不过,在这一方面,也同直接融资的推进一样,并非想像的那样顺利。

就大环境来说,不利的条件是:需求拉动不足突然代替了长年存在的强大通货膨胀压力;同时,又爆发了从东南亚开始的周边乃至蔓延到全球许多地区的金融危机。这不能不影响我们原来的安排和部署。但根本的问题还在于整个体制改革,特别是国有经济的改革。在“十五大”之前,已经充分暴露,国有经济的改革如无实质性的突破,整个改革进程则难以再行推进。经过1998年,人们再次认识到,以“十五大”的精神为指导,即使有改革的决心和正确的政策与措施,要实现根本性的、质的转变,仍然需要一个相当长的过程。

这也就决定了货币政策借以运行的金融机制和财政金融的协调配合,在短期内,还难以形成市场经济所要求的比较理想的状态。

只要是客观的必然,路总归会走出来的。