

回顾改革十年来的金融宏观调控过程，我们虽然从直接调控模式逐步向间接调控模式过渡，但从调控效果看，我国的宏观经济却始终处于膨胀——紧缩——再膨胀——再紧缩——再膨胀——再紧缩的周期性震荡之中，而且震幅不断放大，调控的难度也不断加大。这种状况勾起了对改革的浓厚悲观情绪，甚至出现了旧体制复归的危险。应该承认，改革是个艰难复杂的过程，潜伏着许多意想不到的挫折。但是走回头路是没有出路的，希望只能在于改革的深化。改革的深化又是以稳定为前提的，因此我们有必要对我国金融宏观调控的现状进行思考，找出经济不稳定的金融方面的根源，以期求得一个相对稳定的改革环境。

我国宏观调控周期性震荡之金融根源

●张亦春

一、倾斜的货币政策目标 是震荡的思想根源

货币政策目标是组织和调节货币流通的出发点和归宿点，它既是制定和执行政策的根本依据，又是衡量政策执行效果的基本标准。虽然我们在理论上也承认稳定币值和发展经济双重目标，但在实际执行过程中往往向发展经济一方倾斜，忽视了稳定币值目标。这种倾斜是以急功近利型的决策思想为指导，以最佳通货膨胀率理论为理论基础，通过自下而上的数量型扩张冲动倒逼出来的，其结果是经济的过热增长和通货膨胀的加剧。

急功近利型决策思想和整个经济的数量型扩张冲动，究其原因，是新体制下利益调节和行为约束的不对称以及行为评价系统不完善造成的。前一阶段以扩权让利为特征的改革给我国的经济运行注入了动力和活力，各级地方政府和企业的自主权逐步扩大。然而，这些权力的扩大并没有伴随着相应的责任加大。这种缺乏约束机制的动力机制，只能是一种冲动机制。再加上以数量和规模为主的行为评价标准，使各级地方政府和企业都具有一种强烈的并带有一定盲目性的投资冲动和扩大生产的欲望。对地方政府来说，本地区的物价稳定对它来说是没有意义的，因为货币本身并未标明是哪个地方的银行发出去的，它可以在全国范围内流通。因此地方政府对当地银行施加压力挤压贷款所造成的恶果可以由全国所有地区共同承担，而该地方政府却能单独享受经济扩张给它带来的好处。全国银行同穿一条连裆裤的现实又使地方政府产生“能挤多少就挤多少”的强烈欲望，地方政府通过行政干预手段把这种强烈欲望化为竭力争取的行动，

层层向上倒逼后，呈现在中央银行面前的是“僧多粥少”的局面。遗憾的是，“粥”的多少并非由中央银行决定，而是由计委和国务院决定的，于是为了满足更多的“僧”的需要，中央银行被迫端出“经济稀释的粥”。在下挤上压过程中，“稳定币值发展经济”的货币政策双重目标就倾斜甚至让位给“发展经济”一重目标了。

与决策思想的急功近利相对应的是理论上的“拔苗助长”。最佳通货膨胀率或温和通货膨胀理论就是表现形式之一。温和通货膨胀论者只注意到适当的通货膨胀可以在短期内加快运转这一表象而忽视了我国经济的短缺特征。西方一些国家在生产相对过剩的情况下，政府为刺激需求而采取扩张性的货币政策，以刺激经济增长，从而形成一定程度的通货膨胀。而我国的情况与此恰恰相反，在国民经济“瓶颈”束缚下的总供给长期落后于总需求。在这种情况下，如果采取总量扩张政策，那么一哄而上的局面将使“瓶颈”相对变小，供需缺口越拉越大。虽然它在短期内可能造成繁荣，但这种繁荣只是虚假的繁荣，在它的背后，原材料、电力、能源等被低效、掠夺式地高速消耗掉。当经济负担不起这种超负荷的运行时，紧缩被迫开始，可其结果往往又是该压的没压下来，不该压的反而成了紧缩的对象。在这种胀缩跌宕中，摔伤的不是长线而是短线，因此温和的通货膨胀是以短期虚假繁荣替代长期稳定增长的短期行为。

实际上，稳定币值和发展经济两者是辩证统一的：只有稳定币值，才能有良好的社会经济环境，为发展经济创造客观的不可缺少的条件，从而有利发展经济目标的实现；而发展经济又是稳定币值的基础。经济发展了，商品增加了，反过来又有利于币值的稳定。这里关键在于经济发展速度要掌握在一个适度的范围之

内,超过了适度的“度”,两者的辩证统一关系就转化为对立关系。因为超过客观物质条件的过高的经济发展速度,必然是总需求超过总供给,这时依其总需求超过总供给的程度,相应地发生不同程度的物价上涨和币值下跌。因此,稳定币值和发展经济是我国货币政策的基本目标,两者都要考虑,互相制约,不可偏废,以实现我国经济的持续、协调、稳定的增长。

同时,基于我国现实条件的基本考虑,我国货币政策目标在兼顾稳定币值和发展经济的基础上,应以稳定币值为重点。这是因为,我们的生产目的是在现有条件下最大限度地满足人们日益增长的物质文化生活需要。其中,“现有条件”就是我国短缺经济这一现实,“最大限度”只能通过“最高效率”来实现。因此为了实现社会主义的生产目的,我们要最高效率、最经济地利用现有短缺的物质条件,特别是“瓶颈环节”的物质条件。要做到这一点,其前提是保持币值稳定,防止因经济过热而出现掠夺式生产。

当然,以稳定币值为货币政策目标的重点并不是单纯只顾币值的稳定,而不顾经济发展的消极保守倾向,使本来可以达到的经济发展速度却无法达到。而是说,在金融宏观决策中,要在兼顾货币政策双重目标的基础上侧重考虑币值的稳定,坚决纠正向发展经济这一重目标倾斜的倒错偏向。

二、倒错的金融宏观调控模式 是震荡的认识根源

金融宏观调控有两种截然不同的模式:①货币供应量的供给型调控模式,指的是中央银行不是根据货币需求量来供给货币,而是依据经济合理增长的客观需要,即依据货币必要量来供给货币,并通过各种手段尽力使货币供应量符合货币必要量的调控模式;②货币供应量的需求型调控模式,指的是中央银行对货币供应量的社会需求进行调节,其调节重点不在货币供给上,而在货币需求上,中央银行利用利率等杠杆扩大或抑制社会对货币供应总量的需求,并按调节后的货币需求量供给货币,从而达到调控社会货币供应总量的目的。

这两种调控模式存在着以下两个重大区别:

首先,从科学性来看。在需求型调控模式中,中央银行在调节货币需求量和确定货币供应量时缺乏科学的参照系,即在到底应把货币需求量调到什么水平这个问题上,缺乏一个科学的依据,因此容易犯主观随意性的错误。而在供给型调控模式中,中央银行确定货币供应量的依据是货币必要量。由于货币必要量是经济运行所必需的量,它是客观存在的量,这就为

中央银行调控货币供应量提供了一个客观的、科学的参照系。

其次,从是否违背货币流通规律来看。根据货币流通规律的要求,货币供应量应等于流通中客观所需要的货币量(即货币必要量),否则就会造成通货过多或通货匮乏。在需求型调控模式中,中央银行依据货币需求量来确定货币供应量,货币需求量替代货币必要量占据支配地位,货币必要量被抛到九霄云外,因此货币必要量、货币供应量和货币需求量三者的关系被简化并扭曲成:

货币需求量决定货币供应量

我们知道,货币需求量是个和货币必要量完全不同的量,它指的是个人或单位希望持有的货币数量,它是由经济主体的主观愿望决定的。因此,货币供应量的需求型调控是违背货币流通规律要求的。在供给型调控模式中,中央银行依据货币必要量来确定货币供应量,货币必要量占据支配地位,而货币需求量只能处于从属的、被动的地位。因此,货币必要量、货币供应量和货币需求量三者的关系被正确的确定为:

货币必要量决定货币供应量适应货币需求量。

这种关系和货币流通规律的要求是相一致的。

从以上的区别中我们必然得出这样的结论:在商品经济条件下,中央银行控制货币供应量的唯一选择只能是实行供给型调控。这是因为,只要存在商品经济,就必然存在商品流通起媒介作用的货币;只要存在货币,货币流通规律就必然起作用。

长期以来,我们由于没有注意到货币必要量和货币需求量之间存在的质的区别,有意无意地坚持了货币供应量的需求型调控。反映在金融宏观调控的实际操作中,我们实际上执行的是货币供应量的需求型调控,它表现为“先自下而上再自上而下”的编制计划过程,这种过程实际上是中央和地方之间的讨价还价过程。也就是说,信贷计划是在各方面信贷需求压力下为调和供求矛盾而确定的,而不是根据经济允许的货币供应量增长来确定的。中央银行难以把握控制信贷的主动权,因此容易产生通货膨胀倾向。

货币供应量需求型调控的一个重要弊病是主观随意性。纵观建国四十年来的金融宏观控制史、货币供应量增长率和经济真实增长率之间的关系是极不稳定的,有时前者远远高于后者(如1961年现金增长率比社会商品零售总额真实增长率高出62.25%),有时前者又远远低于后者(如1963年现金增长率比社会商品零售总额真实增长率低25.16%)。货币供应量超经济增长率的这种跌宕起伏而造成的危害是可想而知的。

为了保证我国经济持续稳定的增长,我们大声疾

呼,金融宏观调控模式应切切实实转到货币供应量的供给型调控模式上来,保证按货币必要量而不是货币需求量来供给货币,把倒错的调控模式纠正过来。

三、落后的金融宏观调控手段 是震荡的操作根源

金融宏观调控的方式总是与一定的社会经济发展水平和组织方式相适应的,它是一定经济体制的产物。最近几年,我国的金融体制改革一直滞后于经济体制改革,表现在金融宏观调控手段不能适应新的情况。随着经济体制改革的不断深化,我国经济的商品化程度不断加深,市场机制发挥着日益重要的作用,它要求金融宏观调控手段也应相应地从直接调控手段为主逐渐过渡到间接调控手段为主。然而,从我国目前中央银行使用的五大调控手段来看,我国现行的金融宏观调控手段仍是以直接调控为主。

我国现行的金融宏观调控主要有以下五大手段:

①存款准备金制度。存款准备金制度是实现金融宏观间接调控的重要条件。因为它既可发挥专业银行供给货币的积极性,又可限制专业银行任意创造派生存款的可能性。因此我国于1984年开始实行存款准备金制度。但从执行情况看,它所起的作用并不大。这是因为我国目前专业银行与中央银行之间的“脐带”尚未真正割断,专业银行还不是自负盈亏的实体,专业银行上交存款准备金造成的“超储”减少可以通过存贷款差额计划指标的追加来弥补,专业银行指令性的贷款规模并不会因此而受到影响。此外,由于我们对基础货币和货币乘数的调控缺乏经验,因此在运用间接调控手段时也就显得缩手缩脚,这也是存款准备金制度未能真正发挥作用的原因之一。

②利率手段。我国中央银行在利率手段的运用上表现得相当保守。这几年我们虽然多次调高存贷款利率,但由于通货膨胀率的不断升高,真实利率的负值反而越来越大,它表明我国的利率抑制程度正在加深!实际上,根据1952—1987年36年的统计资料进行的回归分析表明,我国居民储蓄存款的利息弹性为0.11,这已接近台湾1952年到1983年间0.14的弹性水平。我们知道,台湾是利用利率反通货膨胀取得成功的例子之一,这说明我国居民储蓄的利息弹性不低。此外,随着各种不同形式的所有制改革的日益深化,企业投资的利息弹性也在逐渐提高。目前投资的利息弹性低只是由于我国的真实利率为负造成的。我们知道,市场机制越完善,所有制改革越彻底,那么在真实利率为负的情况下,企业的投资需求也就越大!在通货

膨胀率较高情况下,即使中央银行提高名义利率,只要真实利率仍为负,那么企业的投资需求就无法压下来。基于这点判断,笔者认为我国目前运用利率杠杆的条件已趋成熟,中央银行应大胆启用利率杠杆,以加强间接调控的力量。

③特种存款。这是中央银行为暂时冻结专业银行过多的“超储”而采取的一种办法。由于它是通过指令性计划执行的,因此容易形成“一刀切”。此外,专业银行可以从其它货币政策工具获得资金以弥补这部分被冻结的资金,因此它的作用也是有限的。

④再贷款。中央银行对专业银行的再贷款包括年度性贷款和临时贷款,其中年度性贷款属于基数贷款性质,而临时贷款则属于非基数日常调节性贷款。我国的再贷款跟西方发达国家的再贴现政策之间的最大差别是前者是信用放款,而且带有行政色彩,而后者通过金融资产的再贴现来提供货币资金。再贷款的信用放款特征和行政色彩使其常常受制于贷款规模的调整,从而失去其灵活调节货币供应量的作用。

⑤贷款规模。贷款规模是我国中央银行目前唯一可以起到控制货币作用的控制手段。我们虽然几次试图取消这个控制手段,但终因出于无奈,只能多次请它重新出山。实际上,贷款规模控制是一种指令性的信用配给手段,由于它缺乏效益评判标准,因此这种资金配置手段只能导致效益低下和刚性控制的局面。

总之,我国目前的金融宏观调控手段虽然在形式上具有一些间接调控的形式,但在实际操作过程中,直接控制仍占主要地位。在以贷款规模控制为主的直接控制中,中央银行在制定计划时常被各地区、各部门、各企业的讨价还价能力所左右,从这个意义上说,它的调控硬度较弱。然而,一旦遇到经济过热需要实行紧缩性货币政策时,由于各单位都不愿被“切一刀”,而且中央银行又缺乏效益评判标准,于是它只能采取“一刀切”措施,结果常常造成经济的震荡。从这个意义上讲,这种调控模式的硬度又太大,缺乏弹性。制定政策的软弱和执行政策的刚性决定了直接控制手段不能适应商品经济的发展需要。

因此我们要创造条件使金融宏观调控手段切实转到以调控基础货币为核心的间接调控上来。这是因为,在间接调控中,中央银行面对的是整个市场,因此在制定政策时碰到的阻力要小得多。同时,在执行政策时,由于存在市场这个缓冲器,市场可以充当企业经营效益高低的“裁判员”,它可以把有限的资金判给效益好的企业,因此货币政策的弹性较大,对经济运行的冲击较小。制定政策的刚性和执行政策的弹性决定了间接调控手段能适应商品经济的发展需要。

我国经济、金融体制的改革，使旧的产品经济体制已经打破，而新的有计划的商品经济尚未健全，以指令性计划为轴心的经济运行机制软化，但以指导性为轴心的经济运行机制仍欠成熟，出现了经济约束机制的“断裂层”。治理整顿，正是为缝合这类“断裂层”而作出的决策。因此，治理整顿是前段改革的继续，是进一步深化改革的表现。那么，金融方面的改革应如何向更高层次、更高质量方向深入发展呢？作者进行了——

深的 化再 金思 融考 改革

● 陈锡古
● 胡学光

治理整顿中金融面临的挑战

对金融进一步治理整顿和深化改革的核心是降低通货膨胀率，但通货膨胀率从1984年以来一直居高不下，这是旧体制造成的，是一种体制病。这种体制病，

四、脆弱的市场机制是 震荡的环境根源

金融宏观间接调控需要有完善的市场机制作为传导货币政策的媒介。1984年以来，全国各地轰轰烈烈地进行“建立金融市场”的开拓，以为只要从西方搬来金融市场的外壳，就找到了金融体制改革的突破口，其它问题就可以迎刃而解了。令人失望的是，在1988年底的紧缩之风扫荡下，金融市场已经名存实亡了。于是不少人对金融市场产生了怀疑，加上为制止严重的通货膨胀，行政性的直接调控措施的不断出台，人们难免担心旧体制有复归的危险。

实际上，我们前几年轰轰烈烈开拓的金融市场只是建立一个金融市场外壳，而金融市场的运行机制如

对前段治理整顿和深化改革金融遇到有力的挑战，主要表现在如下几方面：

(一) 中央银行地位的“超脱”变为“虚脱”，宏观调控乏力。

改革遇到了种种困难，使中央银行的地位“超脱”变为“虚脱”，其宏观控制乏力。主要由于(1)中央银行难于超脱于政府，一是在组织领导关系上，直接受国务院领导，中央银行的政策制定信贷与货币发行计划的确定和执行对国务院负责，而不是直接对人民代表大会负责。二是在业务上，历来是中央银行同财政部密切配合，在财政连年赤字的情况下，中央银行无力抵抗中央财政的透支。(2)中央银行未能超脱于专业银行。经济体制改革没有攻克“企业关”，企业还不能自立。企业生产经营的资金需要，在财政无力拨补，企业无力自补，又难以走向市场筹集的情况下，只能依靠银行供应。专业银行摆脱不了现有体制的束缚，排斥不了行政干预，割不断向企业供给资金的脐带，自然导致中央银行向专业银行超计划发放贷款。

(二) 间接调控工具和直接调控工具的摩擦，金融调控效益减弱。

经济金融体制改革旨在把自然经济、商品经济条件下的直接调控方式转化为有计划商品经济条件下的

资金供求机制、竞争机制、利率机制、风险机制、证券价格机制等并没有得到相应的建立和完善，在没有完善的市场机制约束下，金融市场只能对经济过热起到推波助澜的作用。因为它为各企业提供了获得资金的新途径。而在紧缩环境下，金融市场因无人问津而冷落下来了，紧缩因此失去了市场缓冲机制，无法形成“软着陆”。因而这里的关键问题并不在于金融市场本身，而在于我们建立金融市场时所表现出来的只着重于形式上的开拓，而在内容上则却步不前。

应该承认，完善金融市场机制是个艰难的过程，但这个过程的长短则在很大程度上取决于人为因素。如果条件尚未成熟而我们采取“拔苗助长”的策略，那就可能欲速则不达。相反，如果条件在逐步成熟，而我们没有充分利用它，那就会人为地拉长金融市场机

直接调控和间接调控有机配合的方式,灵活运用各种经济杠杆调控整个经济运行。然而,市场发育不成熟使间接调控工具不力、调控传递机制反应迟钝,社会效益差。主要表现在:(1)中央银行传统的三大货币政策操作工具在我国难以奏效。首先,我国商品经济水平较低,金融市场不发达,债券、股票发行量较少且不规范,国库券期限长,缺乏流动性,有价证券交易量极少,公开市场操作缺乏起码的条件。其次,我国信用主要是银行挂帐信用,商业信用极少,商业信用票据化尚未形成,票据贴现、再贴现处于萌芽阶段。因此,再贴现率对金融资产起不了调节作用。最后,存款准备率效率极为有限。由于我国专业银行现在交存的准备金与中央银行对专业银行的再贷款的比例不到1/5,在这种情况下,当准备率降低或升高的时候,专业银行只须把中央银行的再贷款作同数量的减少或增加就行了。中央银行和专业银行分家不立业,即资金供给不分开,使存款准备率失去了应有的作用。(2)贷款规模控制刚性太强,无弹性,难以操作。各专业银行基层行处在没有独立经济地位的情况下,按照分摊指标行动,根本没有可能选择地进行结构性的控制。这种调控工具是不能适应有计划商品经济条件下的间接调控的。(3)利率引导资金流向,调节资金供求作用力较弱。利息本来是资金的价格,如同商品价格调节商品市场一样,通过利率的升降,在资金市场上发挥引导资金流向,调节资金供求关系,从而对社会总需求和总供给产生调节作用。但是,我国利率长期处于“死杠杠”状态,既不反映资金成本,又不影响供求,因此不能成为我国调节经济的有效操作工具。

(三)专业银行盈利性经营和政策性经营不相容,行为严重扭曲。

制完善的进程。从现实生活来看,我们一方面在建立金融市场外壳(或形式)急于开拓与建立,另一方面却在完善金融市场机制方面显得过于缩手缩脚,使本来可以利用的市场机制没有很好地利用起来。

例如,前面已提到,我国的利率机制已具有了运转的基本条件,储蓄和投资都具有一定的利息弹性,可是由于中央银行未能充分认识到这一点,采取了负的真实利率政策,从而使利率机制不但未能发挥正效应,反而发挥了负效应。又如,我们在证券价格方面也过于保守。其实,在流通市场上,证券价格完全可以放开,让市场根据证券的流动性、收益性和风险性来评判证券的价格,使其与利率机制相配合,共同发挥作用。再如,我们也没有很好地利用风险机制。风险机制是金融市场的约束机制,它使证券投资者不仅要考

金融体制改革目标是把专业银行建立成自主经营、自负盈亏、自担风险、自求资金平衡的金融实体。但是,我国专业银行目前受体制所限,一身二任,既承担国家政策性的业务,又经营盈利性的业务,专业银行的目标不明确,导致各专业银行行为严重扭曲。

首先,从专业银行经营盈利性业务的行为来看,第一,专业银行自我利益的驱动,追求业务量最大化,竞相贷款成风。在目前的存贷利差条件下,各家金融机构的利润总额在很大的程度上还取决于其业务量,即业务量越大,利润量越大。因此,信用膨胀有其内部冲动力。第二,专业银行为了追求利润,盲目竞争,竞相扩大业务交叉面,以致出现(1)机构增设泛滥,各专业银行不论当地的经济程度如何,不问业务量大小,均按行政区划设立分支机构和储蓄网点,相互争地盘,挖墙脚,搞“存款大战”。(2)业务交叉一哄而起。各专业银行既不考虑自己的实力和长处,也不进行可行性研究,盲目业务交叉,形成“农行进城,工行下乡,中行上岸,建行破墙”四足鼎立的结局,浪费人力、物力、财力,扰乱金融秩序。(3)“银行选企业,企业选银行”和“多头开户”的提出,使银行竞相贷款相互挤占和扣押结算汇兑资金,以及以贷谋私和盲目无效投资,呆滞贷款居高不下;企业多头套取贷款,逃避监督,导致资金盲目流动。

其次,从专业银行经营政策性业务的行为看,第一,挪用和挤占政策性贷款资金。目前我国专业银行还承担着很多优先项目、必保项目的资金供应任务,指令性计划的约束力很大,而各专业银行执行信贷计划过程中,往往把资金首先用于非优先的项目,把资金“硬缺口”贷款留下,如农副产品收购贷款、外贸出口收购贷款、国家重点建设项目贷款等,这样迫使中央银行增

考虑到证券收益,而且要考虑到风险,因此可以对证券投资者的行为起制约作用。可是很多企业在发行股票债券时,都低估了市场对证券的需求。为了避免证券发不出去,这些企业往往把一切风险都包揽在自己身上,兼收股票、债券对证券投资者的有利汇集于一身,创造出股票式债券或债券式股票,从而使风险机制无法发挥作用。

金融市场机制是金融宏观间接调控得以运转的基本条件。为了把金融宏观调控由直接调控为主转到间接调控为主,我们应着力于完善金融市场的内在运行机制。为此我们应深入进行专业银行企业化改革,促进竞争,消除垄断和分割,大胆进行利率改革,放开证券流通市场的证券价格,规范金融资产。同时加强对金融市场的管理,以便趋利避害○