

中国宏观经济发展报告

柳 欣

〈南开大学〉

摘 要

本文使用了一种新的宏观经济分析方法，简单而言，这种新的理论认为国民经济统计中的变量均为货币量值的加总，它决定于特定的货币金融体系或者说是社会关系，而非新古典经济学所强调的技术或者生产函数。本文分为七部分，对包括经济中的政府、企业、商业银行、居民等部门的运行进行了分析，它们共同组成一个整体，从而可以看到经济运行的全貌。总的来说，经济运行决定于居民的资产选择和企业、商业银行等部门的行为特征，这表现为内生的货币供给下货币资金在整个经济中的流动以及企业资产值得变化。本文根据这种方法，对20世纪90年代以来我国的宏观经济波动和当前的宏观经济形式进行了重新解释和实证分析。

关键词 宏观经济分析、收入分配、有效需求、货币供给、经济增长

一、一种新的宏观经济模型

本报告在理论上提出了一种完全不同于主流经济学的宏观经济模型，其要点是把表明市场经济关系的企业的成本收益计算和利润率作为收入—支出模型的基础。由于总成本中的固定成本是由上一期的资本存量价值和投资所决定的，从而是一种资本存量与收入流量的同时均衡。这种存量和流量的同时均衡来自于内生的货币供给体制；而利息率同时调节投资、资本存量价值和货币供求，由此可以把实际领域和货币领域紧密联系起来，其中起作用的是货币金融体系中的内生货币供给。

(一) 基本模型

本模型的核心是把表明市场经济或资本主义经济关系的成本收益计算和利润率加入到收入—支出模型中，用支出流动的相互作用来解释经济波动和产出的决定，这里，重要的是考察企业是否盈利或亏损，进而在一个自发的货币金融体系中引起经

济的增长和衰退，以及经济周期的出现；就企业以货币量值为基础的成本收益计算而言，主流经济学用生产函数表示的实物的投入产出的技术关系和实际变量与此是完全不同的，这一点是本模型的一个重要特性。

1. 基本假设和前提

本模型的构建使用通用的国民经济计算体系，通过考察国民经济统计中常用的指标，对模型加以阐述。一般我们用Y表示国民总产出即国内生产总值(GDP)，表示一国某一时期内所生产的所有最终产品和所提供的服务的价值总和，GDP从不同的方面进行度量表示着不同的涵义，用成本收益法描述的是生产方面的情况，而支出法则表示需求方面的情况，但从数量上来说，各种度量必定相等，且都以货币单位来进行计算。则有

$$Y = \text{总收入} = \text{总支出}$$

(1) 成本收益法计算的GDP

在国民经济核算体系中，成本收益法计算的

GDP 是由四个组成部分构成的：(1)生产中作为劳动报酬的工资成本 (W)，(2)生产产品过程中消耗的资本存量价值——固定资产折旧成本 (D)，(3)企业的营业盈余 (S)，(4)支付给政府组织公共服务的税收成本 (T)。则：

$$Y=W+D+S+T$$

(2) 支出法计算的 GDP：

从支出角度计量的 GDP，是把实际经济生活中四大类对最终产品和服务的需求进行相加，包括消费支出 (C)，投资支出 (I)，政府支出 (G) 和净出口 (NX)，其中净出口是出口与进口之间的差额，也可以用 Ex 表示国际贸易出口，Im 为国际贸易进口；

$$Y=C+I+G+NX$$

2. 基本模型

在主流经济学中，收入——支出模型被表述为： $C+S=C+I$ 。这一模型中，收入一方只是一种收入的分解，而不能表示市场经济的性质，即完全没有考虑企业的成本收益计算。在这一收入——支出模型中，虽然我们可以用总支出决定收入水平，但总支出与生产函数是无关的，如果收入水平不能直接由生产函数中推导出来而又不能联系到企业的成本收益计算，收入水平的决定或什么是充分就业的收入水平就成为一个难以说明的问题。实际上，主流经济学教科书只是假设了一种充分就业的收入水平而回避了这一问题。当把表明市场经济或资本主义经济关系的成本收益计算和利润率加入到收入——支出模型中，重要的是考察企业是否能够盈利或亏损，就企业以货币量值为基础的成本收益的计算而言，由生产函数表示的实物的投入——产出的技术关系和实际变量与这种成本收益计算是完全无关的，这一点是本模型的一个重要特性。

本模型的研究以完全的市场经济为研究的起点，即在所有生产领域，商品和劳务的生产都是以利润最大化的为最终目标，所有的生产只是为了获取一笔利润，因此，基于成本——收益的经济核

算具有重要的意义；这里的分析抽象掉了微观特性，整个宏观经济由居民、银行、企业和政府四个经济部门构成，这里的成本——收益计算也主要从宏观的角度去分析影响企业收益的经济变量。联系到国民经济统计实际，把企业的成本——收益计算进行重新表述，国民生产总值可以表示为：

$$Y=W+D+S+T$$

这里，营业盈余可分为利息和利润两部分，分别用 R 和 π 表示：

$$S=R+\pi$$

总支出由消费、投资和政府支出构成，分别用 C、I 和 G 表示按照国民收入核算等式，总收入与总支出均等于名义 GDP，则：

$$Y=C+I+G$$

为了简化分析，我们先不考虑政府的税收和支出。假设整个宏观经济由居民、银行和企业三个部门构成，则企业的成本构成主要有：劳动者报酬、固定资产折旧、利息和利润；作为企业成本收益的重要变量工资、利息和利润又构成了居民、银行和企业的收入来源，可以将传统的收入——支出模型改写为：

$$W+D+R+\pi=C+I$$

模型中的收入一方可以表示企业的成本收益计算，企业生产的总成本由固定成本和可变成本两个部分所组成，固定成本包括折旧费和管理费用，可变成本由原材料成本和工资成本构成。由于一个企业使用的原材料只是另一个企业生产的，其原材料的成本也可以分解为工资和原材料成本，因此，为了简化，这里假设可变成本仅仅由工资构成，固定成本则由摊提费用所决定。摊提费用取决于厂商购买固定的厂房和机器设备时的投资和利息率。这样，总成本由折旧 D、工资 W 和利息 R 构成，当总支出超过成本，厂商将获得利润。这样，如果给定企业的成本，则总支出的变动将决定企业是否盈利或

亏损。

这里加入企业的成本—收益计算和特定的货币金融体系，来讨论货币经济体系中所有统计变量的规律性或宏观经济学所讨论的经济增长和经济波动问题，实际领域与货币领域是不能分开的。宏观经济的研究必须把企业的资产负债表与商业银行的资产负债表联系在一起，主流宏观经济学的收入—支出模型只是收入流量的恒等式，它不能表明这种恒等式的决定和意义，主流经济学的一个明显的缺陷是没有能够把国民收入核算体系中企业的成本收益计算和货币金融体系联系起来。这里的分析就在于把所有以货币量值计算的统计资料连接为一个整体来表明其规律性。

(二) 模型的均衡与经济波动

以上我们具体地分析了各种变量在一个高度抽象简化的模型中是如何决定的，下面我们进一步分析这一简化模型的均衡机制，前面我们已经阐明，此模型的一个重要机制是存量和流量的同时均衡，即当期的投资流量会转化为下期固定资产存量，从而带来利息及折旧成本的变化。

1. 稳定状态的条件

由于折旧取决于折旧率和资本存量价值，即 $D = dK$ ，其中 d 为折旧率， K 为按价值计算的资本存量；再把营业盈余 S 划分为利息 R 和利润 π 两部分，利息就成为企业的成本，其中 $R = rK$ ， r 为利息率；这一利息率是由企业在借入资本或在股票市场筹资时的契约所决定的，可以把它等同于市场利息率，从而 rK 是企业必须支付的利息成本， π 为企业支付利息后的利润，即 $\pi = S - rK$ 。这样当利润 $\pi < 0$ 时，就表明企业是亏损的。则有下面的公式：

$$W + (d + i)K + \pi = C + I$$

现在加入企业以盈利为经营目标的假设，这样，企业增加或减少产出和是否扩大投资的决策取决于利润量，即当 $\pi > 0$ 时，企业将扩大产出和投资，而当 $\pi < 0$ 时企业将减少产出和投资，我们将得到

上述模型的均衡状态，即 $\pi = 0$ 。让我们在这一简单模型的基础上来讨论稳定状态的条件和经济波动。

假设折旧率和利息率不变，则这一模型的均衡条件或稳定状态增长的条件为经济增长率 $\Delta Y/Y$ ($Y = \text{GDP}$) 不变，资本—产出比率 K/Y 不变，工资对折旧的比率 W/D 和消费对投资的比率 C/I 以及投资对资本存量价值的比率 I/K 都是不变的，从而收入在工资与利息（利润）之间分配的比率 W/R 也是不变的，从而 $R/K = r$ 。上述稳定状态增长的条件来自于资本存量与收入流量的关系，一旦利息率被给定，则稳定状态的增长率将取决于利息率。上述稳定状态均衡的条件正是卡尔多的程式化事实所表明的，即由统计资料所显示的资本主义经济长期增长的事实。

这里重要的是投资流量和资本存量之间的联系，即本期的投资流量将转化为下一期今的资本存量，即：

$$\begin{aligned} K_t &= K_{t-1} + I_t \\ D_t &= D_{t-1} + dI_{t-1} \end{aligned}$$

从而构成了这一模型稳定性的内在机制。例如，假设其它条件不变，当由某种外在因素导致了投资的增长率超过稳定状态的增长率，则企业会出现盈利，即 $\pi > 0$ ，从而会引起投资的增加和产出的扩大，而投资的增加又会使利润增加，从而引发更多的投资。但在上述模型中，本期投资的增加将使下一期的资本存量价值增加，从而使折旧成本和利息成本增加，因此，要使增加的投资能够获得利润，则投资必须以累积的比率增加，同时，上述保持稳定状态条件的各种不变的比率也将以累积的比率变动，但这种累积的比率是不可能持续的，而一旦投资的增长率不再能以累积的比率增加，就会导致企业的亏损，即 $\pi < 0$ ，从而使投资下降，投资的下降又会使利润下降或亏损增加而导致经济进一步衰退。因此，只要利息率不变，则经济将围绕着由利息率所决定的增长率周期性波动。

2. 收入分配与消费倾向

对于消费函数的讨论，主流经济学教科书完全抛开了凯恩斯的边际消费倾向递减的假设，即消费随着收入的增加而下降，而这一假设涉及到市场经济或资本主义经济的性质。需要说明的是，这种边际消费倾向递减并不意味着在长期消费随着总体上收入水平的增加而下降；因为这将打破稳定状态增长。边际消费倾向递减意味着具有不同收入的阶层其消费在收入中的比重是不同的，或者说富人比穷人具有更高的储蓄倾向。这一点作为市场经济或资本主义经济中的经验事实来自于储蓄或资本积累并不是为了未来的消费，而是为了积累用货币价值表示的财富以表明所有者的成就和社会地位。

按照边际消费倾向递减的假设，消费函数将取决于收入分配的差距。在市场经济中，收入分配的差距或消费倾向的不同来自于工资收入与财产收入和经营收入的不同。如果把收入划分为三类，工资、利息和利润，这样的假设可以说是具有经验基础的，即利息和利润收入的消费倾向要远低于工资的消费倾向。这样，消费倾向的变动与收入分配的变动将直接相关，问题就在于收入分配是如何决定的。在前面模型的收入一方 $W+D+R+\pi$ 中，不考虑折旧因素，由于 $R=rK$ ，假设利息率 r 不变，则随着资本存量价值对收入流量比重的增加，利息收入在总收入中的比重将增加。对于利润的决定，我们在前面已经讨论过了，由于存在着以前的契约，企业的成本在短期可视为给定的，从而利润取决于经济增长率的变动。这样，当投资〈货币供应量〉的增加使经济增长率提高时，一方面，经济增长率的提高将使利润增加，另一方面，增加的投资将转化为下一期的资本存量，这使得资本存量对收入流量的比重提高，从而导致利息在总收入中的比重提高。如上所述，当经济向上波动和投资以累积的比率增加时，必然导致收入分配中利息和利润在收入中的比重提高或工资在收入中的比重下降，从而使消费倾向下降或储蓄率提高。

3. 有效需求

有效需求问题涉及的市场经济或资本主义经济

的性质，即生产不是为了消费，而是为了利润。这种有效需求不足在现实中的表现是生产过剩，不是绝对的生产过剩，而是一方面人们想要消费这些“过剩”的商品而没有购买能力，另一方面又存在着大量的失业，从而使需要这些商品的人们的购买力进一步下降。

假设资本家的利润不用于消费，那么全部产品将是由个人的工资购买和消费的，资本家所获得的只是永远不消费而转化为资本的利润，这样，假设利润率或货币利息率不变，则在前面的收入——支出模型中，工资对利息（加利润）的比率 $\frac{W}{\pi+R}$ 和产品成本中工资成本对折旧和利息成本的比率 $\frac{W}{D+R}$ ，这两个比例成为重要的比例关系。在稳定状态下，工资对利息（加利润）的比率 $\frac{W}{\pi+R}$ 和产品成本中工资成本对折旧和利息成本的比率 $\frac{W}{D+R}$ 将是不变的，唯此才能保证工人购买全部消费品而资本家得到稳定的利润率或利息率，因为工资不仅是成本而且决定着需求。

现在来看经济高涨时企业成本比率的变动。随着投资的增加，资本存量价值对收入流量的比率将提高，假设折旧率和利息率不变，这将使企业的成本构成中工资成本对非工资成本或折旧与利息的比重下降，即 $\frac{W}{D+R}$ 下降。加入前面讨论的收入分配的变动，即经济高涨时工资收入对非工资收入的比重下降 $\frac{W}{\pi+R}$ 。这样，随着经济扩张，一方面是消费需求的减少，另一方面是产品成本上升，到了一定的阶段，必然形成工人的工资买不起企业按现行成本生产和定价的产品了，而如果企业降低价格就会引起亏损。这就是有效需求问题的核心。

有效需求是真正用于消费的那部分收入，投资利润需要依靠有效需求来实现，这与各收入阶层的消费倾向是息息相关的，则收入分配直接决定了有效需求状况。均衡状态下，保持收入分配和工资与

折旧和利息成本的适当比例，以保证投资利润的实现。由于这几个因素的决定各不相同，在出现外在冲击时，会以不一致的方向和速度变化，从而与均衡位置偏离，而货币经济体系又保证了它的周期循环运动。

4. 一般周期变动分析

假设其它条件不变，当由某种外在因素导致了投资的增长率超过稳定状态的增长率，则企业会出现盈利，即 $\pi > 0$ ，企业将增加投资，产出将扩大，经济增长率上升，但投资的增加在给企业带来利润的同时会引起下一期折旧、利息成本的不断上升，即财产性收入不断增加，工资份额相对减小，收入差距会逐渐拉大，资本家要想保持一定的利润率进而维持经济的高增长，投资必须以累进的比率增加，一部分用于支持利润的增长，一部分用于弥补由上一期增加的投资而导致的折旧、利息成本的增加，这样的后果是收入分配将进一步恶化，引发有效需求的严重不足，一方面企业的成本不断上升，产品定价较高，另一方面工人的收入份额减少，购买力下降，消费开始萎缩，当生产的消费品不能全部转化为新的收入流量时，投资的累进增长速度是不可能维持下去的，产品的积压将导致投资不足，而一旦投资不能以累进的比率增加时，就会导致企业效益下滑，当越过临界点 $\pi < 0$ 时，企业亏损，经济开始衰退和引起投资的下降，投资的下降又会使利润下降或亏损增加而导致经济进一步衰退，由于工资刚性的存在，利润和利息的下降速度会大于工资的下降速度，收入分配状况又会有所好转，有效需求逐渐回升，成本的降低在有效需求的带动下，经济重新出现有利可图的投资机会，企业扭亏为盈，可见，整个经济是围绕一个与均衡的收入分配相对应的经济增长周期波动的，均衡状态下，工资性收入和财产性收入的比例是稳定的。在利息率不变的前提下，则经济将围绕着由利息率所决定的增长率周期性波动。

以上对最基本模型的周期分析会发现，不同的收入来源都是跟着经济增长趋势波动的，经济高涨时，各个阶层的收入都上升，经济衰退时，各个阶

层的收入都下降，但波动的幅度不同，这就引起了收入分配的周期变化，工资性收入的波动幅度相对较小，财产性收入的波幅相对较大，经济往上走时，资本家由于对利润的追逐，会大量增加对非人力资本的投资，利息和利润的增长速度要远远超过劳动者报酬的增长速度，正因为如此，才引起了收入分配的恶化和有效需求的不足，在经济下跌时，由于企业利润的大幅下降，通过企业的破产和兼并使资产值下跌，又会逐步降低利息和折旧成本，加上工资的粘性，使得工资的下降速度会低于利息和利润的下降速度，这样收入分配在经济衰退的过程中会逐步修整经济高涨阶段时对它的破坏，而使其恢复均衡，经济又会重新进入新一轮的增长。

按照上述分析，经济衰退来自于经济高涨时所产生的过高的资本存量价值，它改变了收入分配和成本结构，同时还改变了货币金融体系的资产结构，如当货币供应量增加时，必然使企业的资产负债率提高而导致信用关系的不稳定。因此，克服经济危机的方法只能是资本存量价值和原有比率的恢复。市场经济中自我调节的方式是，当经济衰退而引起企业亏损时，商业银行也将减少货币供给（否则将导致银行的亏损和倒闭）和向企业追债，这必将引起企业的破产，而企业的破产又会使银行进一步减少货币供给和引起更多企业的破产。正是这种企业的破产，使不合理的比例得以恢复。对此，只要知道破产的含义即可理解这一问题，因为破产正是资本存量价值的降低或资本贬值，资本存量价值的下降将改变收入分配和企业成本结构的比率，从而使经济进入下一个周期。

(三) 内生的货币供给与货币金融体系模型

内生货币供给宏观模型是将内生货币与宏观经济变量、企业的资产负债表联系在一起的理论模型。模型中的内生货币供给过程是建立在企业和商业银行资产负债表的基础上的，是企业成本收益计算和商业银行资产负债管理的结果。它有效地将生产与货币结合起来，货币的供给过程与收入支出模型构成宏观经济周期波动的基础。

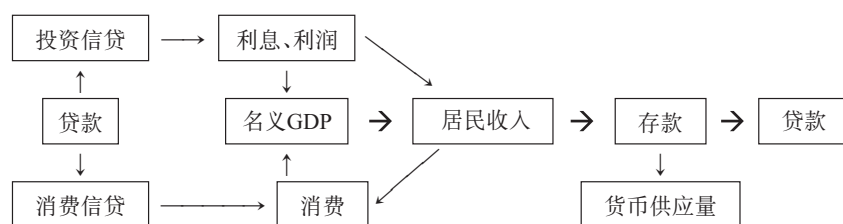


图 1.1

模型分为几个部分：总需求和总供给模型，主要包括消费和生产要素的收入分配；居民资产选择模型，主要包括居民在商业银行存款与证券市场证券之间的资金分配；商业银行内生货币供给模型，主要包括商业银行如何吸收存款并发放贷款，进而实现货币创造的过程；企业成本收益计算模型，主要包括企业的资产值与企业投资、利润、工资等核算；财政模型，主要包括政府如何运用直接或间接的调控手段，对宏观经济的整体运行做出调控；外贸模型，主要讨论在开放的经济环境下，一国的宏观经济如何产生周期波动与实现增长。

1. 内生货币供给的简单流程图

从货币供求到以货币量值表示的宏观经济变量的循环过程，是一个典型的内生货币供给过程，它以经济体系中各个主体的资产选择及投资行为为基础，这些行为反映在商业银行的资产负债表两端的变动上。在内生货币供给的体系中，货币是生产的契约，商业银行根据资产抵押发放货币，以降低交易费用。在商业银行的资产负债帐户上，货币是负债方，因此，只有商业银行的资产（即贷款）涨，则负债涨，由此形成贷款→投资→收入→存款→M2相继增长的这一循环。因此，货币并不独立于经济体系之外，而是与投资、收入、存贷款存在极为重要的相关关系。

假设一个封闭的经济由三个经济部门——商业银行、企业和家庭（居民部门）构成，其运行机制如下。

设商业银行增加一笔 t 期的贷款，则有如下的连锁反应：贷款 $_t$ →名义GDP $_t$ →存款 $_t$ →货币供应量 $_t$ →贷款 $_{t+1}$ 。贷款通常分为两部分，一部分是形成对企业的投资贷款，另一部分是形成对家庭的消费信贷。前者构成企业的投资成本，但其利息构成

名义GDP的一个组成部分；后者构成居民的消费，直接形成名义GDP。企业的投资贷款又分为两个流向：一是发放工人工资，二是进行资产交易，即购买资产存量与流量。工资构成企业成本，同时又形成名义GDP（通过工人的消费）；资产交易变动（提高或降低，视具体情况而定）企业利润，如果企业利润增加，则名义GDP增加，家庭收入增加，在家庭储蓄率不变的情况下，存款增加。存款的增加有两个效应，一是货币供应量增加，因为在统计中货币供应量即各项存款的加总；二是银行的可贷基金增加，若银行的存贷款比率不变，则贷款增加。整个模型的货币流量循环图如图1.1所示。

由此可知，经济中的货币只能通过商业银行提供，除此之外，没有别的渠道可以增加货币供应量；同时，增加的货币只能通过企业和家庭以存款的形式流入银行，从而进入下一个货币创造的循环过程。在这一过程中，随着货币的创造，名义GDP的绝对量上升；如果银行的存贷款比率、家庭的储蓄率保持不变，则名义GDP将以不变的增长率稳定增长。

2. 包含资本市场的货币经济模型

资本市场是实现资产抵押机制的场所，资本市场的资金量 E ，是居民资产选择的结果。收入扣除消费的部分构成了总储蓄，总储蓄分为资本市场的货币资金与银行的存款，因此，资本市场就成了内生货币供给的一个很大的漏出。在一个完整的货币供给过程中，流到资本市场的货币量越多，银行的存款越少，整个社会用于投资和生产的货币量越少。

货币被商业银行体系内生地创造出来以后，将通过居民的资产选择进行下一轮的运动。居民的储蓄存款构成了下一期贷款，居民的投资决策形成了

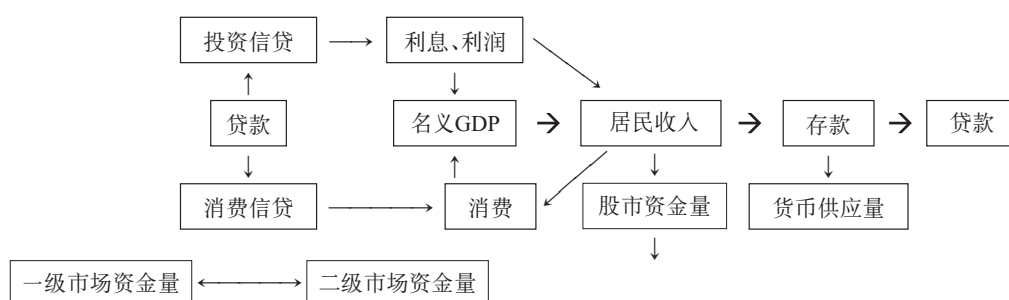


图1.2

资产值存量的增加。这两个因素都是一把双刃剑，一方面，贷款用于生产形成GDP，但是却增加了企业的资产负债率；另一方面资产值的增加降低了资产负债率，但是却增加了企业的成本。所以，这两种因素的平衡比率才能保证稳定的增长率，因为二者呈现的是此消彼涨的关系。二级市场的价格就反映了这种资产值存量的变化，因为这个价格是资产交易的实际价。因此，二级市场的价格与资本市场吸纳资金量的多少有着重要的正相关关系。

资本市场分为一级市场和二级市场，两个市场的功能不同。二级市场主要是资产定价功能，确定一级市场的资产交易价；一级市场则更多的完成资产交易。但是，一级市场和二级市场的资金量是很难明确区分的，而且也处于不断的变换与流动之中。以股票市场为例，一级市场资产交易占用的资金主要用于新股的申购与资产交易，它有两个特点：一是相对而言比较稳定，变化不大；二是新股的发行和资产交易都与二级市场的股票价格密切相关。

作为一种金融商品，二级市场上的股票同其他商品一样，也是有买必有卖，购买股票和销售股票是一个过程的两个方面。假定在二级市场上股票存量是既定的。同时假定股市资产分成两部分：一部分是股票存量 Q ，一部分是沉淀在股市的货币存量 E ，二者是一一对应的关系。也就是说，货币存量 E 恰能购买数量为 Q 的股票存量。若设股票价格总水平为 P ，则公式 $E=P*Q$ 成立。假设股票持有者以等于其购买价的价格把股票售出，则这次交易不改变整个股市的货币存量，甚至也不会改变股市资产的结构，也就是说，交易后的股票存量仍是 Q ，货币存量仍是 E 。但是，即使在二级市场股票存量不变的情况下，货币存量也会变。从公式中可以清

晰地看出，当股价变动的时候， E 就会发生变化。比如：股价上升，需要更多货币作为媒介完成股票的交易，这样，在原有货币存量的基础上，必须有一部分新增货币以实现股价上涨的需要，设它为 ΔR 。 ΔR 来自居民的资产选择行为，只有居民将其货币收入的更多部分投入到股票二级市场，形成资金的增量，才能使股价上涨成为现实。由于 ΔR 表现为股票价格变动，而且通常情况下为正值，所以它也可以理解为资产值变动收益。同样，也有 P 下降的情况，此时 E 的变动方向相反。

加入资本市场以后，新的货币流程图为：

在后面的各部分，我们将以上述理论为基础，分析自1990年以来的中国宏观经济运行和经济波动。

二、企业运行与经济波动

(一) 企业成本与收益

1. 工资、利润与折旧

我们以国内生产总值项目结构中的劳动者报酬作为工资，以营业盈余作为企业利润，以固定资产折旧作为企业折旧，以这三项的加总作为企业的全部收入，分析工资、折旧和利润在企业收入中的变化。¹⁾需要说明的是，由这三项加总得到的“企业收入”平均占到当年名义GDP的89.09%，因此具有相当大的代表性。在经济高涨的1991—1995年，营业盈余在收入中比重一直较大，稳定在收入的30%，而折旧的比重相对较小。工资收入从经济高涨初期的51%上升到61%，并一直稳定在60%左右。在衰退的过程中，企业的盈余不断下降的同时折旧不断上升。营业盈余在收入中的比重由1994

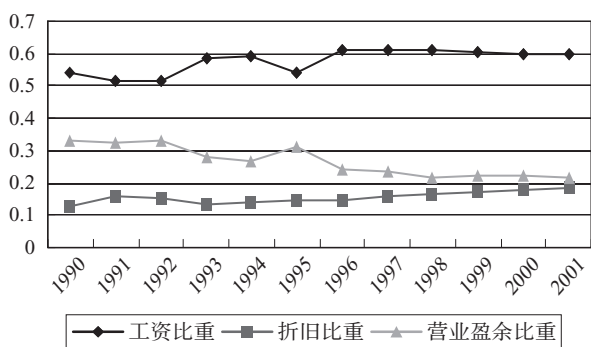


图2.1

注：本文除特别注明之处，所用数据均来自各年《中国统计年鉴》和各期《中国经济景气月报》。

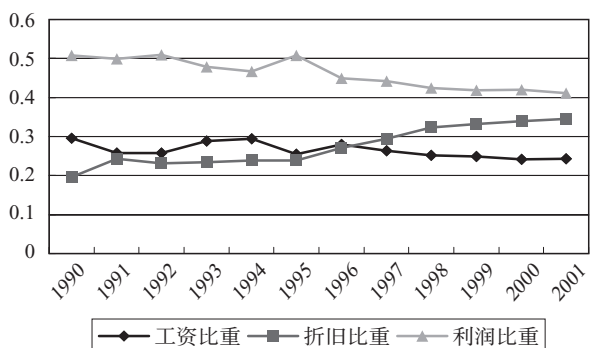


图2.2

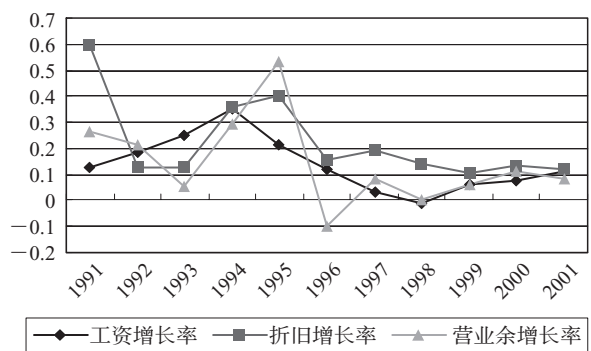


图2.3 工资、折旧和营业盈余的增长率

年的26.93%下降到2001年的21.83%，下降了5.1个百分点，而折旧的比重由1994年的13.79%上升到2001年的18.29%，上升了4.5个百分点。衰退过程中折旧的上升和营业盈余的下降，这与模型的结论是一致的。（见图2.1）

为了消除非企业职工工资变化的影响，我们以职工工资总额代替劳动者报酬来代表企业的工资支出。仍以固定资产折旧作为企业折旧，以营业盈余

作为企业利润的替代指标，以上述三项数据之和作为企业收入。图2.2描述了1990—2001年企业工资支出、折旧支出和利润在收入中的变化。从图2中我们可以看到工资在收入1996年以来呈现了连续下降的趋势，而折旧支出比重的上升和营业盈余比重的下降趋势也更加明显。在经济波动初期的1990年，工资、折旧、营业盈余在收入中的比重分别为29.57%、19.66%和50.77%，而在2001年这三项的比重分别为24.33%、34.50%和41.17%，工资下降了5.24个百分点，折旧上升了14.84个百分点，而营业盈余下降了9.6个百分点。这是由于折旧的上升造成了工资收入比重的下降，从而引发了有效需求不足，降低了名义总收入的增长速度，最终导致了利润比重的大幅度下滑。在以职工工资总额代替劳动者报酬指标后，二十世纪九十年代以来我国企业成本收益在经济波动中变动情况与理论模型的结论是一致的。

仍以职工工资总额作为企业的工资支出，图2.3描述了1991—2001年企业工资、折旧和营业盈余增长率的变动情况。工资增长最快的是1994年，达到35.4%，折旧和营业盈余增长最快的是1995年，增长率为40.48%和53.97%，在此以后三项指标的增长率均出现逐年下滑的趋势，但是最重要的一点在于折旧的增长率一直高于工资和营业盈余的增长率，从1995年至2001年间，折旧的年平均增长率为17.92%，而工资和营业盈余分别为8.77%和10.91%，折旧的增长率要远远高于工资和营业盈余。由前面的模型可以推出，折旧的快速增长正是前一时期的经济高涨的结果，后面对我国前一时期的投资和资产值的考察也证明了这一点。

2. 利息

由于在我国各地区国内生产总值的项目结构中没有利息项目，因此在上面的分析中只分析企业的折旧和工资支出的变化，而没有提到利息的变化。图2.4是非金融企业1992—1999年的利息支出。在经济快速增长的1992—1995年，由于企业贷款的增加，利息支出增长迅速。但在1996年以后，利息支出出现了连续的下降，这并不符合模型的结论。

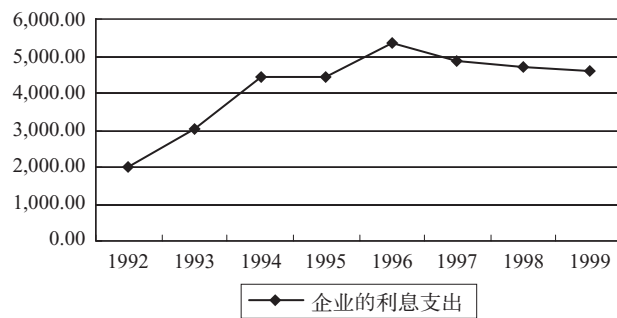


图2.4

注：图中1998年数据为1997和1999年数据的算术平均值。

在理论模型中，在经济衰退时期由于企业资产值过高，企业的利息支出将相应增加。这并不表明模型的结论是错误的，之所以出现了与模型的结论相悖的情况，是由于模型为了分析的简化，假定利息率在经济波动中保持不变，同时也不存在体现政府意图的中央银行，而我国的中央银行在1996年以来，为了促进经济增长，减少企业负担，连续降低企业的贷款利率。（见表2.1）由于我国的利率至今仍未实现市场化，中央银行降低利率的决定对企业利息支出的变动影响很大。

表2.1 1990.8—1998.7利率变化情况

日期	利率	日期	利率
1990.8.21	9.36	1997.10.23	8.64
1991.4.21	8.64	1998.3.25	7.92
1993.5.15	9.36	1998.7.1	6.93

注：利率为一般流动资金一年期利率。

非金融企业的利息支出在收入中的比重在1996年出现了大幅度的下降，²⁾由最高时1994年11.35%下降到1999年的6.04%，下降了5.31个百分点，这一方面是由于企业贷款利率的连续下调，另一方面是由于企业贷款增长速度的下降。在模型的传导机制中可以看到，在衰退时期由于企业利润下降和资产负债率上升，银行的贷款风险加大。在成熟的市场经济中，商业银行必然会采取紧缩性政策，减缓企业贷款增长速度。我国从1994年以来，商业银行贷款的增长速度连续下降，从1994年的24.44%下降到2000年的7.13%，直到2001年略有提高，上升到9.62%，贷款增长速度的下降与模型

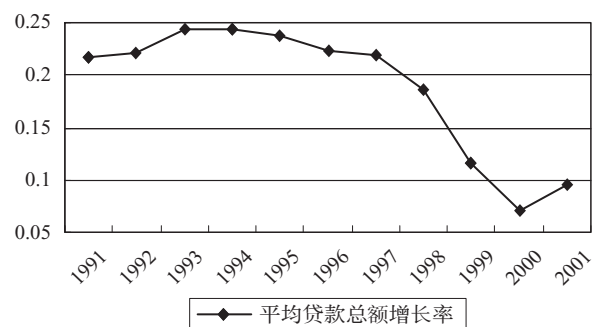


图2.5

注：平均贷款总额为年初和年末的算术平均值。

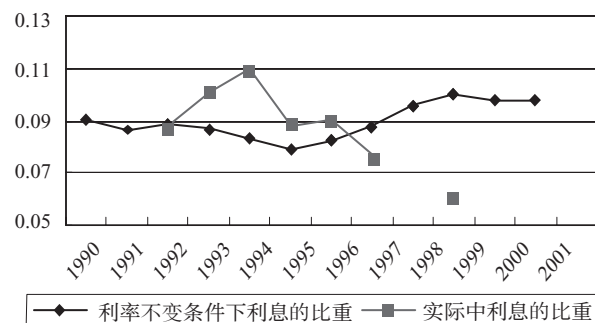


图2.6

的结论是一致的（见图2.5）。在衰退的过程中，虽然利息支出的增长速度在下降，但是企业收入的增长速度也在同时下降，因此，如果商业银行的贷款利息保持稳定，则企业的利息成本在收入中的比重可能还会上升。图2.3.7正是说明了这一点。如果贷款利率保持在1991年的水平，则利息支出在收入中比重从1995年开始逐步上升，由1995年的7.64%上升到1999年的10.27%，2000和2001年稳定在10%左右。（见图2.6）

以上我们分析企业的工资、折旧和利息支出以及作为利润的替代指标的营业盈余在经济周期性波动变化。前期高速增长形成的资产存量价值的积累造成了企业折旧成本的大幅度提高，而工资成本相对下降，企业盈利在收入中的比重也相应下降。中央银行连续降息的举措减少了企业的利息负担，否则企业利息支出在收入中的比重也将有所提高，这必然使得企业利润进一步下降，经济衰退将进一步加深。由于目前贷款利率已经降到较低的水平，再次降息的空间很小，这意味着如果不能尽快调整企业资产值，利息成本可能和企业的折旧一样成为企业沉重的负担。

(二) 利润、投资与资本存量

投资和消费作为 GDP 的主要组成部分，对宏观经济的波动有重要的影响。在模型的传导机制中，企业的投资支出和居民的消费支出即构成了本期企业的收入，它们直接影响企业的盈亏状况，从而又影响企业下一期的投资及以后各期的资产值的变化。资产值的变化将影响企业以后的成本和收益，并通过影响有效需求使宏观经济产生周期性波动。这里将对我国八十年代以来投资进行分析。由于在模型中消费的变动与居民的收入分配联系在一起，因此对消费需求的分析将在有关收入分配的部分介绍。

投资对经济的影响历来受到人们的重视，实证分析证明，我国宏观经济的周期性波动与投资的关系十分密切。

图2.7是1986—2001年投资增长率与名义GDP增长率的比较，两者的相关系数为0.7176，显示了较强的相关性，而1990—2001年两者的相关系数为0.793，表明投资与经济波动的关系变得更加密切。图2.8是不同资金来源的固定资产投资在总投资中所占的比重，其中ID、IG、IF和IC分别代表来自于国内贷款、国家预算内资金、国外资金和自筹及其他资金的部分。从总的趋势来看，国家预算内资金所占的比重出现了大幅度的下降，而企业自筹和贷款的比例相应增加，来自于外资的部分变化不大。国家预算内资金比重的下降体现了政府对经济直接影响的减弱，而比重与经济周期的逆向变化体现了政府试图通过投资对经济进行调节的政策意图。来自于国内贷款的固定资产投资在经济波动中的变化最为剧烈，也最能体现企业的投资意愿。在经济高涨时期，即使银行贷款利率较高，企业贷款进行投资的比重依然会增加，而1996年以来，虽然我国银行贷款利率一再下调，贷款投资的比重仍然处于相对较低的水平。

如上所述，利息成本并非企业决定投资数量的主要考虑因素。正如本文所强调的，在市场经济中企业以盈利为主要目标的，企业的投资与企业的盈利状况密切相关，当企业利润增加时，企业往往会增加投资的力度，而在利润减少时，企业的投资意愿就会受到种种限制。由于缺少全部企业盈利状况的统计资料，我们分别以独立核算工业企业和上市公司作为全部企业的代表，分析这些企业利润的变

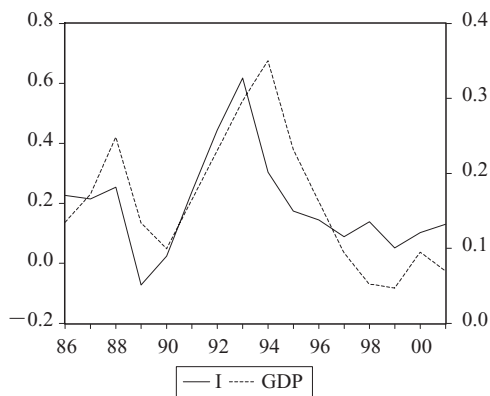


图2.7

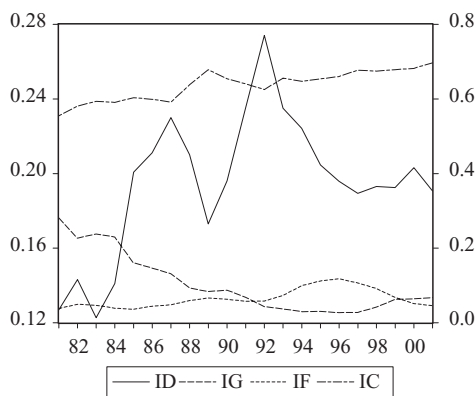


图2.8

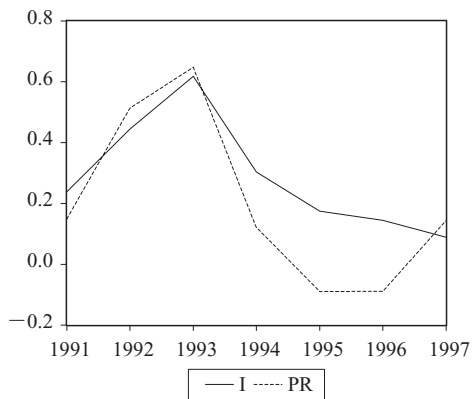


图2.9

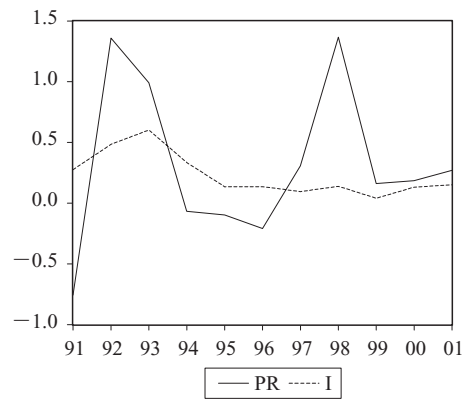


图2.10

注：上市公司数据根据各年年报整理，见 www.cninfo.com.cn。

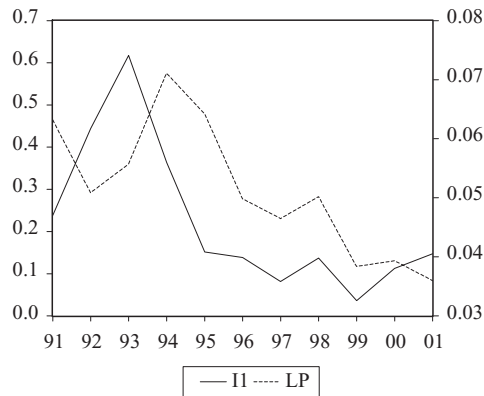


图2.11

化与固定资产投资的关系。九十年代以来我国企业的利润与投资的变化也验证了这一点。图2.9是1991—1997年我国独立核算工业企业利润总额的增长率和固定资产投资增长率的比较，两者具有很强的相关性，相关系数达到0.8968，剔除1997年的数值，两者的相关系数达到0.9731。图2.10是1991—2001年我国上市公司主营业务利润的增长率与来自于贷款和自筹及其他资金的固定资产投资的增长率的比较，两者在多数年份的变动趋势都是相同的，相关系数为0.397，体现出一定的相关性。³⁾ 投资的变化不仅与企业利润的绝对量有关，同时也与企业的盈利能力即资产收益率有关。图2.11是1991—2001年上市公司总资产收益率与来自于贷款和自筹及其他资金的固定资产投资的增长率的比较，两者具有较强的相关性，相关系数为0.559。当然，正如模型所表明的，当期投资的增

加意味着企业收入的增加，在企业的成本支出相对稳定的条件下，必然会使利润相应增加，这也使得利润和投资的关系更加密切，也更加复杂。如何准确的把握利润和投资之间关系，还需要更深入的研究。

九十年代前期，在经济高涨的过程中，投资的快速增长增加了企业的利润，利润的提高促使企业进一步增加投资，从而出现了投资和利润同时大幅增长。但是，随着企业资产值的增加，企业成本开始上升，利润开始下降，这又导致了投资与利润同时下降的累积过程。图2.12和图2.13分别描述了1991—2001年固定资产投资和企业固定资产价值的变化以及固定资产与折旧的变化。1992—1996年五年间投资的年均增长率为34.31%，而1997—2001年五年间投资的年均增长率仅有10.29%，下降了14个百分点。投资的下降使资产值增长速度

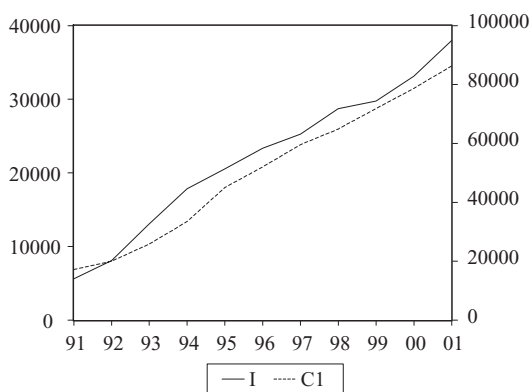


图2.12

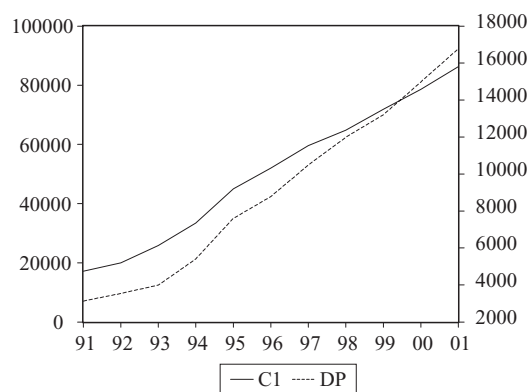


图2.13

表2.2 投资、固定资产与折旧在收入中的比重

年份	投资	固定资产	折旧
1992—1996	0.3431	0.2508	0.2346
1997—2001	0.1029	0.1067	0.1387
增长率变化	0.1402	0.1441	0.0959

注：固定资产为1992—1997年以前为独立核算工业企业数据，1998—2001年为国有及规模以上非国有工业企业数据。折旧为国内生产总值项目结构下固定资产折旧。

有所减缓，但是由于折旧取决于固定资产原值即以前各期投资的结果，与投资相比有一定的“滞后”效应。因此，折旧增长率下降的速度要比投资和资产值慢一些（见表2.2），这也是当前经济在低谷徘徊的主要原因之一。图2.3.3显示的折旧在收入中比重的上升也正体现了这一点。

三、收入分配与有效需求

(一) 收入分配与宏观经济波动

我国1992—1995年工资性收入对资产性收入即利息加利润的比率 $\frac{W}{\pi+R}$ 呈上升的趋势，此时，经济处于上升时期；经济往上走时，资本家由于对利润的追逐，会大量增加对非人力资本的投资，这一点是与中国的经济实际是相一致的，根据国家统计局的统计资料显示：1996年以前，全国平均工资增长率都高于同期人均国内生产总值的增长率，同时国民经济在波动中保持了较快的增长速度。随着投资的增加，企业的收入、资本存量价值和资产

值的折旧、利息成本以及利润都持续的上升。到1996年，物价水平和工资在收入中的比重都达到了历史较高水平，工资性收入对资产性收入比

$\frac{W}{\pi+R}$ 达到了3.56，由于利息和利润的增长速度要

远远超过劳动者报酬的增长速度，假设折旧率和利息率不变，资本存量价值对收入流量的比率将提高，这将使企业的成本构成中工资成本对非工资成本或

折旧与利息的比重下降，即 $\frac{W}{D+R}$ 下降，这样，

随着经济扩张，一方面是消费需求的减少，另一方面是产品成本上升，到了一定的阶段，必然形成工人的工资买不起企业按现行成本生产和定价的产品正因为此才引起了收入分配的恶化和有效需求的不足。1996年以后，我国工资水平的增长率持续下跌，

由于收入分配结构中工资性收入的降低和资产性收入的提高，收入差距越来越大，造成社会平均消费倾向和边际消费倾向的降低，导致前所未有的通货紧缩。当经济下跌到一定时期，由于企业利润的大幅下降，资产值的下跌又会逐步降低利息和折旧成本，加上工资的粘性，使得工资的下降速度会低于利息和利润的下降速度，随着工资成本对非工资成本的

比重 $\frac{W}{D+R}$ 或工资性收入对资产性收入比 $\frac{W}{\pi+R}$

逐步上升的时候，收入分配结构向工资性收入增加，有效需求逐渐回升，经济复苏，企业盈利。（见图3.1）

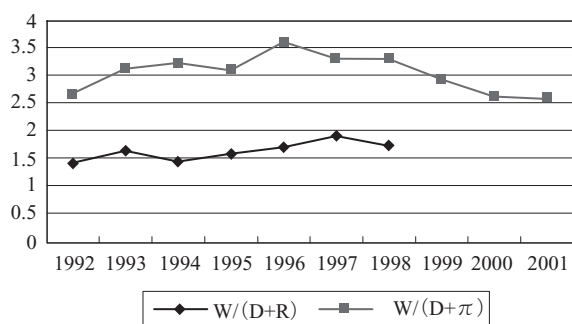


图3.1 工资在成本中的比重与工资收入变化

(二) 收入分配渠道的变化

自改革以来，我国的收入分配发生了很大的变动，私人的储蓄率提高了，私人的资产或非国有资产大幅度增加了，同时来自于资产的收入增加了，收入分配的差距扩大了。从家庭财产收入的数量来看，以1996年6月城镇居民家庭的数据为例，按收入水平高低排列，最高的20%家庭拥用全部金融资产的37%，次高20%家庭拥用21.1%，最低20%家庭仅拥有8.4%，从绝对数来看，月收入在3000元以上的居民占有金融资产152726元，而月收入不足500元的居民平均只拥有12390元金融资产，前者是后者的12倍多；⁴⁾由于工资性收入主要用于消费，而财产性收入多用于储蓄，所以财产性收入是形成居民金融资产（包括储蓄存款、手持现金、有价证券和保险等）的主要来源，因此从金融资产的分布也可以反映出财产性收入的集中情况，这些都体现了收入分配差距不断拉大的现象。

但作为过渡时期的特征是，在最初阶段，收入分配的差距来自于经营收入，而不是财产收入，因为在改革初期，私人只有极少量的资产，随着收入分配的差距扩大和私人的资本积累，来自于财产的收入增加了，这会使收入分配的差距进一步扩大和储蓄率进一步提高。从前面的模型分析中，不难看出，劳动者报酬与财产性收入之比（ W/L ）是个重要的宏观变量，在92年以后，我国这两者的比例是不断下降的，由以上分析自然可以联系到收入分配的不断恶化和消费疲软等现象。国家的一系列刺激需求政策没有很明显的效果就在于此，一方面企业的资产值居高不下，折旧成本在GDP中的比重

这几年是持续上升的，90年为10.55%，95年为13.21%，96年至98年分别为14.6%、14.2%和15.09%，利息成本也没有明显下降，这就造成了严重的有效需求不足问题。

就现阶段仍处于过渡时期来讲，经营收入依然在家庭财产中占有很大的比重，或者说，经营收入所决定的收入分配对于提高私人的资本积累在总资产中的比重是重要的，但财产性收入和资本存量的价值变动对于储蓄率的变动和货币金融体系的运行变得越来越重要了。

(三) 居民家庭资产选择的变化

金融资产是居民财产中最具有生命力的一部分。作为衡量社会经济发展水平的一个客观尺度，居民金融资产的增长与国民经济综合实力的提高高度相关。我国城市居民家庭金融资产主要由人民币和外币两部分组成，其中人民币金融资产又由储蓄存款、国库券、股票（含基金按现价计）、其它有价证券、储蓄性保险（累计交款额）、借出款、手存现金、住房公积金余额和其它人民币金融资产组成；外币金融资产由外币储蓄存款、外币手存现金和B股票（折成美元）等组成。据国家统计局城调总队的资料显示，我国89%的城市居民家庭财产的性质尚停留在生活资料的层面，他们的投资意识较淡，储蓄仍是城市家庭最钟情的投资方式，子女教育、养老、防病成为居民家庭进行储蓄的主要目的。⁵⁾

收入来源、宏观经济形势和国家经济政策的变动都从不同方面影响着居民家庭的资产选择，前面已经提到，居民的金融资产包括手持现金、储蓄存款、有价证券和保险等部分，储蓄存款一直占有很大的比重，近年来，伴随着中国经济市场化程度的加深和金融市场的发展，城镇居民拥有的金融资产不仅增加迅速而且呈现多元化发展的态势。在92年到96年，城镇居民人均手持现金、储蓄存款和手持持有价证券增长率都处于一个高峰期，94年、95年达到最高值，与此相一致的是名义GDP增长率、货币供给量以及企业经营效益等宏观经济运行

的相对乐观, 96年以后特别是97年出现通货紧缩以来, 不同金融资产的持有出现了很大的波动, 体现了居民在经济变化时期通过对经济形势的预测改变资产选择的行为, 储蓄存款的增长率一直下降, 有价证券增长率的变动幅度很大, 反映了我国资本市场的健全和股民投资行为的不规范, 近两年人均持有有价证券没有出现持续下跌, 人均手持现金增长率也趋平稳, 如果从流动的角度来说, 活期存款与手持现金的性质类似, 即 M1 这两年却是上升的, 保险部分的增长这几年一直维持在一个较高的水平上, 这表明在近两年经济紧缩状态下, 居民在收入增长速度下降的情况下, 一方面大量减少储蓄, 同时却愿意持有大量的现金在手中, 这其中相当一部分被用于保险, 以降低风险, 另一部分被股市所吸收, 股票市值和流通量大幅增加, 但企业从股市筹集的资金额却明显下降, 即大量流通资金沉积在股市中促成了股价的攀升, 并没有被企业所利用, 居民的消费性支出增长率也在快速下降, 对应的消费明显萎缩, 这就必然引起货币供给的减少和有效需求的不足以及企业效益的下降。影响居民金融资产选择行为的因素有很多, 包括: 收益预期和利率、风险与不确定性、流动性、时间偏好和资本市场的发育与完善状况等, 这些方面通过对居民资产选择行为的影响直接与宏观经济相联系起来。

(四) 收入分配与消费函数

在分析收入分配的现状所产生原因及后果时, 我们不能不提到消费函数。众所周知, 生产、分配、交换、消费是社会再生产的四个环节, 它们相互依存, 相互制约, 保证着人类社会物质资料和劳务的生产和发展, 四者缺一不可。下面结合模型, 就着重对四个环节中的分配与消费的关系作以论述, 说明我国当前的收入分配现状对消费的影响。

我国经济自1997年以后出现衰退的迹象, 至今仍未走出这个泥潭。在完善的市场经济运行体系下, 一旦企业不能从金融体系得到资金以实现其以积累的比率扩大投资, 就会出现亏损, 企业则缩减投资, 这又使得利润进一步下降, 企业进而又减少

其投资, 循环下去, 这就是经济的衰退。在衰退过程中, 利润迅速下降, 利息成本也由于资本存量价值的减少而下降, 使得非工资收入 ($R+\pi$) 快速缩小, 而工资 (W) 由于具有向下的刚性, 变动缓慢, 造成 $\frac{W}{R+\pi}$ 上升。这意味着工资收入在总收入中的比重上升, 非工资收入比重下降。贫富差距逐步缩小。社会消费倾向增加, 扩大了有效需求, 防止了经济的进一步衰退。这是理论上的分析。在实际中, 在我国1997年以后, 经济处于衰退期, 理论上资本存量价值应下降, 但由于我国金融体系不健全, 许多亏损企业不能实现破产、兼并, 造成衰退期依然保持较高的资本存量价值。通过前面的论述可知, 过高的资本存量价值是产生贫富分化的根本原因。由此, 在目前我国经济的衰退阶段, 资产值过高导致贫富分化严重, 从而消费倾向下降, 有效需求继续不足。这也是为什么我国经历了近五年的经济衰退依旧没有恢复的原因。当前, 我国存在高储蓄率与低消费率共存的现象, 全国城乡居民储蓄存款年底余额2002年底达到73762亿元。城乡居民储蓄逐年攀高, 且其增长速度一直超过国民生产总值的增长。

一般而言, 高收入群体的消费倾向比较低, 而低收入群体的消费倾向比较高。我国存在收入分配两极分化, 高收入群体占人口总数很小, 中低收入群体占绝大部分比例的情况, 其中最低收入10%的家庭其财产总额占全部居民财产的1.4%, 而最高收入10%的富裕家庭其财产总额占全部居民财产的45.0%, 高收入群体有能力承担各种消费, 可以作为住宅、汽车、电信等消费热点的消费主力。但高收入群体占人口总数比重很小, 而且由于其已有消费已达到一定水平, 一般商品都已满足, 消费倾向较低, 因而这部分收入群体的总体消费需求有限; 而中低收入群体虽占人口总数大部分, 消费需求很强, 但由于收入水平较低, 对高额消费无力承担, 例如购买汽车、住宅等, 主要消费支出还在用于生活必需品, 因而其有效需求不足。收入差距已经成为制约我国有效需求不足的重要因素。可见,

收入分配状况与消费状况密不可分，由于90年代的经济波动导致了我国收入分配差距的不断扩大，这使得消费倾向日益下降。

四、银行体系与货币供给

20世纪90年代以来，中国银行体系总的发展情况表现在三个方面，一是1994年以来实行的商业银行资产负债管理，二是不良资产的显性化，三是与证券市场发展相配合的银行资金入市。三者共同决定了商业银行体系的贷款量，进而决定货币供给量，决定整个宏观经济增长量。下面我们按具体的问题对银行体系的状况做出详细分析。

(一) 存贷差

1995年以来，商业银行和宏观经济的共同变化导致了存贷差随货币供应量、企业盈利而变化。这种作用机制表现为存贷差随企业盈利的下降而上升，银行惜贷，企业惜借，从而银行的超额准备金增加，存款远远多于贷款，银行体系的存差加大，资金闲置。另一方面，闲置的资金无法进入实体经济，企业盈利率无法回升，经济增长缓慢甚至停滞。

表4.1 1984—2001年我国的存贷差的情况
(单位：亿元)

年份	存贷差	年份	存贷差
1984	-1182.2	1993	-3316.1
1985	-1640.7	1994	-337.6
1986	-2236.1	1995	3324.2
1987	-2515.5	1996	7418.4
1988	-3125.5	1997	7476.24
1989	-3573.9	1998	9173.81
1990	-3668.1	1999	15044.66
1991	-3258.8	2000	24433.3
1992	-2854.9	2001	31300

从表4.1中可以看出，中国从1995年开始出现正的存贷差即存差，此前一直是贷款高于存款的状况。经济的波动从1994—1995年形成了转折点，出现了增长到衰退的转折，这一点在存贷差方面清晰地反映出来。

据资料统计，1998年开始国有商业银行减少

信贷投放量，1998年贷款增长率15.5%，1999年贷款增长率12.4%，2000年13.4%。2001年12月末，金融机构各项贷款余额为11.2万亿元，贷款累计增加12913亿元，增长1.6%；个人消费贷款增加2648亿元，票据融资增加1551亿元。2001年12月末，金融机构各项存款余额为14.4万亿元，增长16%。2001年存贷比为78.2%，高于法定水平3.2个百分点，帐面存差为3.13万亿元。金融机构的存差资金多用于持有国债、政策性金融债和外汇占款。

银行体系的信贷资金对企业投资影响巨大，因为企业的资金来源在金融体系不发达的情况下，主要来自于银行体系的贷款。1995—1998年各类型企业固定资产投资增长率如下表所示，个体经济和集体经济的投资率都有极大幅度的下降，说明银行体系的信贷对经济的制约作用是何等地显著。

表4.2

	1995	1996	1997	1998
集体经济	19.2	11.3	5.5	-3.5
个体经济	29.9	25.4	6.8	6.1
国有经济	13.3	10.6	9.0	19.6

(二) 不良资产

不良资产对经济的稳定增长是不利的，商业银行的不良资产在经济周期的不同阶段具有不同的作用，但是，究其一点，都是加剧经济周期波动的作用。目前，在周期的下降阶段，且以间接融资为主，企业对商业银行的信贷高度依赖，不良资产的存在将延长周期下降的时间，使得商业银行的贷款难以发出，企业也将难以产生盈利。

据资料统计，1980年国有企业的资产负债率为18.7%，其中流动资产的负债率为48.7%。1993年，国有工业企业的资产负债率升至67.5%，其中流动资产负债率为95.6%。1994年，国有企业的资产负债率为79%。高负债率阻止了商业银行继续向企业的贷款融资，因此进一步加深了企业的亏损，因为根据我们的模型，企业的盈利来自于商业银行的进一步贷款所创造的货币收入。这种情况循环持续，就造成了企业对商业银行的诸多的无法偿还的

不良资产。

不良资产逐年上升的趋势使不良资产的处置成为一个日益急迫的问题,如果不设法解决这个问题,商业银行的贷款意愿将受约束,同时,银行体系的资本充足率和流动性将大受威胁。出于解决银行体系不良资产的考虑,1999年开始组建四大资产管理公司,并采取债转股等多种形式处理国有商业银行体系的不良债权。1999年四大资产管理公司一共剥离了13939亿元,其中债转股4000亿元,呆滞贷款8000亿元,呆帐贷款1700亿元(《货币政策报告》2002年第2期)。据有关人士估算,这占银行体系不良资产的50—70%之间,因此,总量应达19912.86—27878亿元,占1999年名义GDP的24.3%—34%。

目前有关银行体系不良资产的最新数据来自英国金融时报2001年11月1日的报导,该报导指出,根据里昂证券公布一份有关大陆金融情势的报告预估,中国金融业目前不良债权的总额大约为四千五百亿(美元,下同),相当中国2001年GDP的37%;而这些不良债权的提报损失预估为三千六百亿,大约是GDP的30%。里昂证券的预估应该相当中肯客观,因为中国人民银行的最新资料虽然指出,今年四至八月大陆的不良债权率已经减少1.5%,成为23%;但是一些较悲观的经济学家则认为,大陆的不良债权比率可能达到GDP的50%。目前许多分析家关注的焦点,已经不放在国有银行不良债权的绝对值为何,而是更注意整个不良债权总量是上升或是下降。中国人民银行行长戴相龙在今年三月时,曾要求各家国有银行将他们的不良债权比率降低3%,不过里昂证券中国区主管罗斯曼(Andy Rothman)说:“我们的观点是,大陆金融业的不良债权总量仍以明显的比例增加中。尽管如此,中国金融体系仍有几个光明面。首先是消费性贷款在过去几年快速成长,其中抵押贷款更占了80%;加上在二千万中国商人中仅有四十万人使用信用卡,以及每一千人仅有三辆车的消费市场潜力,消费性借贷目前的表现显然还算不差。”据统计,截至2001年12月末,各类消费贷款余额达到6990

亿元,比年初增加2755亿元,同比多增260亿元。

不良资产的总量随企业盈利的变化发生动态的变化,企业盈利好则不良资产减少,企业盈利差则不良资产增多。据统计,国有商业银行实现不良贷款比率每年下降2—3%;2002年上半年,按四级和五级分类,不良贷款比率比年初下降1.96%和2.65%。

(三) 货币供给

银行体系的贷款是货币供给的直接来源,模型中生货币的创造根本上取决于存款是否能转化为贷款。九十年代中期以来,随着存差的加大与不良资产问题的显现,支撑经济的货币量增长维艰。

表4.3 1990—2001年货币供应量和货币增长比率

年份	M ₁	M ₂	M ₁ 增长率	M ₂ 增长率
1990	6950.7	15293.4		
1991	8633.3	19349.9	24.2	26.5
1992	11731.5	25402.2	35.9	31.3
1993	16280.4	34879.8	38.8	37.3
1994	20540.7	46923.5	26.2	34.5
1995	23987.1	60750.5	16.8	29.5
1996	28514.8	76094.9	18.9	25.3
1997	34826.3	90995.3	22.1	19.6
1998	38953.7	104498.5	11.9	14.8
1999	45837.2	119897.9	17.7	14.7
2000	53147.2	134610.3	16.0	12.3
2001	60577.2	157853.5	12.7	14.4

以上数据和图形都明显地说明,1993年以来货币供应量迅速下降,货币的减少与经济的衰退是一一对应的。至2001年12月末,货币流动性(M₁/M₂)为37.8%,比上年同期下降0.6个百分点;2001年我国M₂增长率为13.5%;如果把股票保证金计入,M₂实际增幅达15.3%,且随资本市场发展与银行间接融资比重的下降,广义货币增长率逐渐降低。

五、资本市场与宏观总量

(一) 金融资产与经济总量

金融资产的价格取决于流入资本市场的货币供应量，其中，一部分来源于家庭在储蓄和消费之外购买金融资产的货币量，另一部分来源于企业，即企业利润和贷款中在投入实物投资和必要的现金储备之外投资于资本市场的货币量。

根据上市公司财务报表的显示，其所投资金的融资来源是从资本市场筹集的资金和银行贷款，在资本市场上发行股票所筹资金 $E1$ 全部构成上市公司净资产，即上市公司的资本金或资本存量。银行贷款 D 全部构成上市公司负债，则上市公司总资产为 $E1+D$ ，资产负债率为 $\frac{D}{E1+D}$ ，当销售收入扣除贷款本息、工资、股息红利后，剩余部分构成利润并作为资本存量沉淀下来。于是股票价格指数决定于家庭和企业的总储蓄中用于在股市中炒股的资金量 $E2$ （二级市场资金量）或说取决于总储蓄中分入资本市场的货币量以及这个货币量在 $E1$ 和 $E2$ 之间的划分比例。当资本市场处于稳定状态或说股指不涨不跌处于原始均衡状态时，上市公司资

本存量的价值就是其市场价值。这样，就要求总储蓄中投入资本市场资金量的比例保持稳定，而且投入资本市场的资金量在一、二级市场中的分配亦保持一稳定比例。这时上市公司的净资产值就与其股价一致起来。但是，资本市场是一个买卖“预期”的市场，在这里交易的不仅仅是上市公司的资产现值，还要附加上投资者对这部分资产升值或跌值的预期，这时的股指就由上述的两个比例来决定了。

我国八十年代以来，金融资产在资产总量中所占的比重越来越大（图5.1），在八十年代末期金融资产终于脱离了与实际资产的交错而超出实际资产。1990、1991年设立上海和深圳证券交易所以后，金融资产迅速增长而实物资产比例大幅下降。其中也有波动，比如在1996年底—1997年初的股市下跌中，金融资产值大幅下降而实物资产一度超过金融资产总量。但总体来说，总资产的增长是在二者增长的基础上进行的，见图5.2，金融资产的波动幅度大于实物资产，而总资产则在二者相互影响、相互制约中不断增长，带动了国民经济的平稳健康发展。

这样，我们就易于理解资本市场如何通过货币供求的相互作用影响着GDP的走势，尤其是中

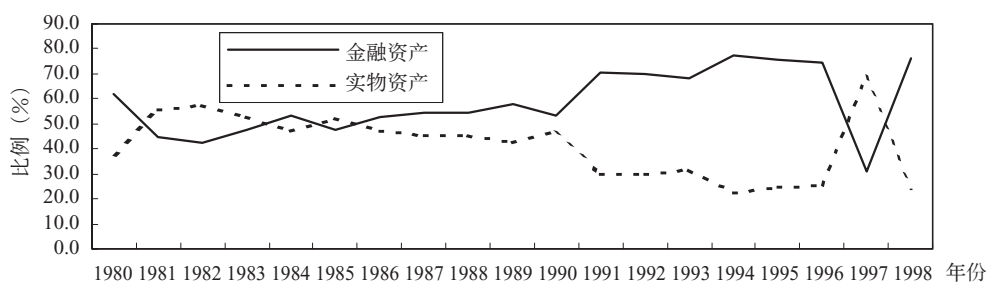


图5.1

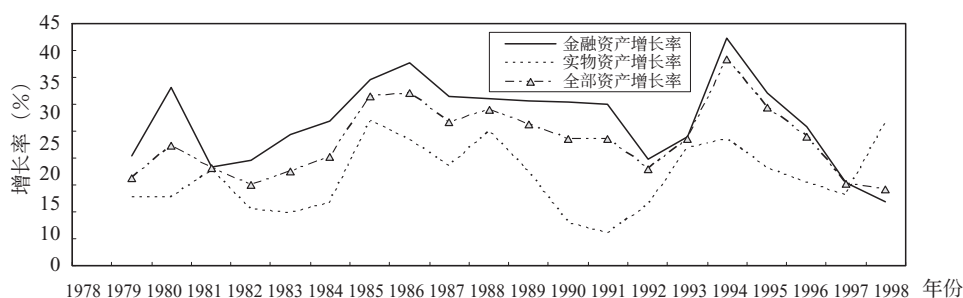


图5.2

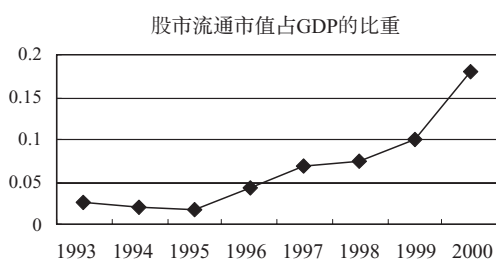


图 5.3 1993-2000年流通市值 /GDP



图 5.4 1991-2000年股市成交额 /GDP

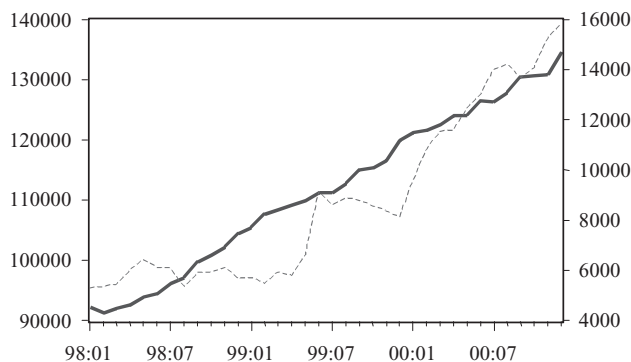


图 5.5

国资本市场规模不断扩大的条件下资本市场与GDP的相关程度更高，如图5.3与图5.4所显示的。

(二) 资本市场与筹资

由于中国股市的股本份额结构中，非流通股基本占有接近三分之二的比重，如果我们把这部分仅仅显示于帐面上的非流通市值作为股市交易的衡量指标。显然不合适，因此在市价价值的选取方面我们主要参照的是股票市场流通总市值。并且，为了尽量减小误差，我们选取流通市值一筹资额（包括增发新股和配股在内）（用LTCZ表示）作为衡量资本市场交易规模的主要指标。

以资本市场筹资额为被解释变量，以货币供应量M₂、M₁、银行存贷差率（cdcl）、反映股票市场资金流动性的换手率（用hsl表示）、反映资本市场人气的开户数（khs）、市盈率（syl）等指标为解释变量，进行回归分析。我们选取数据的区间为1998年1月至2000年12月。

最终得到差分回归方程为：

$$\begin{aligned} \Delta \ln LTCZ = & -11.619 + 1.247 \Delta \ln M_2 + \\ & (-10.299) \quad (5.348) \\ & 0.044 \Delta \ln hsl + 0.830 \Delta \ln syl + \\ & (3.520) \quad (9.385) \\ & 0.658 \Delta \ln khs - 0.117 \Delta \ln cdcl \\ & (2.722) \quad (-2.307) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.993 \quad DW = 1.952 \quad s.e. = 0.029$$

通过回归分析可以看出，LTCZ变化的百分比受到本期和上一期货币供给量M₂、印花税、市盈率、开户数、存贷差率等自变量影响。其中，同理本期的货币供应量对融资影响较大，M₂每变化1%，也会引起本期LTCZ的1.247%。如图5.5是LTCZ与M₂实际值的相关状况，从中可以看出，资金量是其波动原因的核心因素。

六、经济增长与就业

(一) 经济波动中的固定资产投资与工资

在国民经济的指支出—收入恒等式 $Y=C+I=W+D+R+\pi$ 中，其中 $D+R=K(d+i)$ 。一般地在投资中用于购买生产资料中包括固定资产和流动

表6.1 固定资产增长率和工资报酬增长率比较

年份	名义 GDP	名义 GDP 增长率	固定资产投资 (K)	固定资产投资增长率 (K')	劳动力报酬 (W)	劳动力报酬增长率 (W')	W' / K'
1990	18547.9	5.93	4516.97	2.4	8194.83		
1991	21617.8	16.48	5592.009	23.8	10084.32	23.0571	0.968786
1992	26638.1	23	7854.98	44.4	12052.44	19.5166	0.439563
1993	34634.4	29.67	12457.88	61.8	17327.49	43.76749	0.708212
1994	46759.4	35.04	17042.44	30.4	23235.82	34.09801	1.121645
1995	58478.1	23.2	20019.26	17.5	27893.73	20.04625	1.1455
1996	67884.6	16.27	22974.03	14.8	35668.53	27.87293	1.883306
1997	74462.6	9.89	24941.11	8.6	40628.24	13.905	1.61686
1998	78345.2	5.37	28406.17	13.9	43970.55	8.226569	0.591839
1999	81910.9	4.55	29854.71	5.1	45525.95	3.537368	0.693602
2000	89403.5	9.14	32929.75	10.3	49948.06	9.713383	0.943047

注：91年劳动力报酬为估计值，用劳动力报酬与职工工资收入进行回归求得。

资产，但由于流动资产所占比例较小，而且我们可以假定他们之间比例是稳定的，因此，为了研究问题的方便，在下面我们直接用把 K 当作固定资本来用，这对我们所要考察的结论并无多大影响。

在整个90年代，我国的经济运行明显地经历了一个从高涨到下落的一个经济周期，90—94年是高涨时期，95—97下落时期，98—2000年是在谷底处于徘徊阶段。其中名义 GDP、W 和 K 的增长率，在整个周期中表现出相当高的一致性。

(1) 上涨阶段

从名义 GDP 增幅的角度来看，经济从91年开始表现出了明显的上扬趋势，从90年的名义 GDP 增长率5.93%上升至91年的16.48%，增幅达10.55%，也就是说，经济实现快速增长实际上在91年就已经开始起步。

与此同时，固定资本和劳动力报酬也大幅上涨，固定资产增长率 (K') 从90年的2.4%猛增至91年的23.8%，劳动力报酬 (W') 同年也上涨到23.05%。在92—96年期间，名义 GDP 保持高速增长，在94年达到最高35.04%，固定资产投资增长率与劳动力报酬增长率则在前一年即93年达到最高，分别为61.8%和43.78%。

再来考察 W' 和 K' 之间的相对比率关系 W' / K'，它反映的是工资总额的变化速度与固定资产变化的速度之间的比较关系。我们发现，再 W' 和 K' 快速

上涨的91、92和93年时间里，它们的比值小于1，分别为0.97、0.44、0.71，即固定资产投资增长率一直高于劳动力报酬的增长率，这可以说明国民经济的增长主要是由固定资产投资的增加而带动起来的。

(2) 下落阶段

在表6.1中，可以看到，K' 和 W' 分别在93年达到最高值，随后开始下降，直到97年分别下落到90年代的最低点。然而这两个指标在下降的过程中并没有按照统一比例下降，在95、96、97年间 W' / K' 的值大于1，其值分别为1.15、1.88、1.62，这说明 K 增加的幅度小于 W 增加的幅度。究其原因，这是由于在经济增长率下降的时期，由于资本的变动速度要快于劳动力报酬的变动速度，而且工资的变动是存在粘性的。

但是，为什么在经济持续衰退的时候 W' / K' 并没有延续95—98年的态势，反而在98、99、2000年连续三年重新小于1呢？原因是多方面的，中国经济从1992到1996年的高速增长导致了1997年以来的经济衰退，目前中国经济继续衰退的根本原因是内生的货币供给所导致的经济周期造成的。这个经济周期的核心就是有效需求问题。

但是问题的关键并不在于高涨和衰退的接替关系上，因为这种接替可以促使经济自行运动，调节内部比例并按照一个最优的 W' / K' 来运行。如果在

经济持续衰退的时候 W'/K' 延续 94—97 上升趋势, 即资本存量增长率 K' 小于劳动报酬增长率 W' 的话, 则 W'/K' 的正常比率将得以恢复, 经济也将自行走出衰退, 迎来新的高涨。但是, 这种经济的自行运行状态是以低增长速度为特征的, 难以为政策制订者和社会所接受, 因此, 政策当局为了确保经济的保持一定的增长速度, 采取了一系列扩张性的财政政策和货币政策, 使得 W'/K' 在 98 之后发生逆转。

如 1997 年固定资产投资增长率只有 8.6%, W' 是 K' 的 1.6 倍, 而 98 年为了确保 8% 经济增长目标, 启动扩张性财政政策, 当年增发 1000 亿元长期国债和向国有独资商业银行发行了 2700 亿元特别国债, 98 年开始已连续四年增发长期建设国债和特种国债, 累计已达 5100 亿元, 使财政支出增长率从 98 年至今一直保持在 20% 左右, 从而 W'/K' 只隔一年就从 1.6 下降到 0.6。

再看货币政策, 98、99 年我国的货币政策由适度从紧改为稳健的货币政策 (实际上是扩张性的货币政策), 先后两次下调法定存款准备金, 由 13% 下降到 6%。在 96、97 年三次降息的基础上, 98、99 年又连续 4 次降息, 7 次降息存款利率平均累计下调 5.73 个百分点, 贷款利率平均累计下调 6.42 个百分点, 然后又征收了利息税。此外还有取消贷款规模限额, 恢复公开市场操作, 推进银行间同业拆借市场和债券市场发展等扩张性货币政策。

毋庸置疑, 这些政策对促进经济增长和实现增长目标起到了一定的作用, 但试图人为熨平经济周期的做法却进一步延缓了经济的衰退时期, 经济的持续低迷使劳动报酬增长率 98 年来一直保持在 10% 以下的低水平上, W'/K' 的稳定比率由此迟迟不能恢复, 出现了有效需求不足问题, 经济也由此不能迎来新一轮的高涨, 反而有可能陷入“滞涨”状态。

(二) 总量与结构: 劳动力就业与经济增长

从上面的分析可以看到, 工资总额与固定资产投资一样, 随着整个经济的周期而波动。在整个 90 年代, 工资总额都在不断上涨, 只是在不同阶

段上涨的速度有所区别, 而随着工资总额的变化, 劳动力的就业也随之发生了变化, 下面我们就来分析这些问题。

1. 劳动力就业的基本描述

劳动力报酬在整个 90 年代都在逐年增长, 从 90 年到 2000 年, 共增长了 5.1 倍, 平均年增长率达到 0.51 倍, 其中在 93 年增长幅度最大, 达到 43.76%, 在 99 年达到最小为 3.53%, 劳动力报酬总额在 2000 全年已经达到 49948.06 亿元人民币。

劳动力报酬的增加促进劳动力就业人数总量的不断上升, 其中之一的表现就是农村劳动力大量流向城市。1992—1995 年, 各种经济成分的投资大幅度增加, 平均名义增长率达到 27.5%, 这使农村劳动力大量流入城市。仅仅 1992 年和 1993 年农村劳动力转移就分别达到了 1800 万人和 3000 多万人。1998 以后, 农村劳动力流动的速度明显放缓。⁶⁾

据统计, 我国第二和第三产业的就业人数在 2000 年底为 35575 万人, 比 1990 年的 25482 万人就业人数净增加了 10093 万人, 说明随着经济总量的增加, 社会劳动力就业总数也随着增加, 这对于我们这样的人口大国具有重要的意义。仅仅考察就业的绝对量远远不够, 观察我国城镇就业人数的增长率, 可以看出, 90—94 年是就业人数增长率不断上升, 之后开始减小, 与国民收入增长率的变化相一致。

再来看三次产业之间的就业比例变化。从 1997 年开始到 2000 年之间, 第二产业的劳动力就业人数开始减少, 第一产业的劳动力不但没有减少, 反而增加。王金营在对 1978 年到 1998 年之间的研究分析表明, 第一产业从 90 年代开始, 其增长率一直是负数, 但在 98 年变成正数 (0.51), 第二产业人员的增长率在 93 年和 96 年达到最大值, 分别为 4.24 和 3.57, 在 1997 年这一指标急剧下降到 0.76, 而在 98 年继续下降为负数, 即 -0.14, 表明第二产业的就业人数在大量减少, 同时第三产业的就业增长率在整个研究时间区间 (1978 年到 1998 年) 中, 在 97 年和 98 年的两年里几乎达到了最小值。⁷⁾ 胡英和陈金永在对 1990—2000 年之间城镇人

口变动的研究表明，由农村人口进入城镇在90年代中期达到最大值，90年代的后半期开始减缓，表明农村人口的城镇化减弱。⁸⁾

2. 劳动力就业总量变化的原因

对整个90年代劳动力就业总量和结构的变化给予的解释可能包括以下几个方面：第一、投资的增加包括劳动力报酬的增加，导致劳动力就业人数的增加。在整个90年代，国家的投资一致维持在一个较高的水平，固定资产投资从90年的4516.97亿元，上升到2000底的32929.75亿元，增长了6.3倍，与其配套的劳动力工资总额也同期提高了5.1倍。因此在国家投资大量增长的时候，就业人数在不断增长，吸引了大量的农业劳动力流向城市部门就业，推动了工业化和城市化的发展。第二，投资增加的幅度与就业增加幅度不一致。在经济波动的不同阶段，由于固定资产投资的增长与劳动力报酬的增长并不是按同比例进行，因此，如果在工资率不变的条件下，就业人数必然会小于固定资产增长的幅度。在90年代初期的高涨阶段，固定资产的投资增长率和劳动力报酬的增长率都有很大的提高，因此就业率非常高，同时还吸引了大量的农村劳动力进入城市，在经济处于下降的阶段，就业增长率就相对高于固定资产投资率。

3. 行业结构与就业变化

我们从第二产业中选取最有代表性的采掘业、制造业和建筑业来与第三产业中有较强代表性的金融保险业、房地产业和社会服务业来进行比较。1990—93年期间，这六个行业的平均工资相差还不是很大，甚至第二产业的一些行业的工资率要高于第三产业行业的工资率。但是从94年以后，随着国家大力发展第三产业、优化产业结构，推动经济结构由劳动密集型向资本密集型的转变，一些产业包括金融保险业、房地产业和社会服务业发展得很快，相应的工资率也逐渐上涨，超过了采掘业、制造业和建筑业的工资率，并且这种差距有越来越大的趋势。在2000年金融、保险业的工资率是制造业的1.54倍。

如果从解决就业的角度来看，上述两个产业之

间的关系又颠倒了过来，第二产业所能解决的就业人数要远远的多于第三产业。究其原因是因为采掘业、制造业和建筑业属于劳动密集型行业，可以用少量的资本来配比大量的劳动力，而金融、保险业和房地产业属于资本密集型产业，同量的资本与劳动密集型产业相比所能配比的劳动力要少的多。

下面我们分析劳动力工资比，即用某一产业的就业人数除以该产业工资总额，其值反映的是为支付一定的工资所能雇佣劳动者的数量。我们同样选用以上几个行业的相关数据进行运算，在所选取的第二产业的三个代表行业中，每一亿元资本所能实现就业的职工的人数（制造业为1.12，建筑业为1.11，采掘业为1.017），明显要大于第三产业的三个代表行业（它们的比值都小于1，其中金融保险业为0.74，房地产业为0.798，社会服务业为0.967）。

对第二和第三产业的其他行业的研究也同样具有类似的性质。因此我们可以基本得到这样的结论：不同的工资总额在不同的部门所实现的就业人数相差很大，降低高工资率行业工资率的增长速度，有助于提高这些部门的就业水平那个；同时，加大对提高低工资率部门的投资，提高这些部门的工资总额，对于增加此部门的就业，进而提高整个国家的就业水平具有重要的意义。所以，从解决就业问题的角度上来看，发展劳动密集型行业要比发展资本密集型行业对中国的就业形势更为有利。

4. 进一步的总结

中国是一个典型的二元经济国家，大部分农民的收入仅仅能够维持基本的生活需要，城市工业部门的工资只要城镇中的工资率高于农村的最低生活费用与进入城镇寻找工作的成本之和，一旦存在岗位空缺，它们将流入城市，参与生产活动获取劳动报酬。以1995年为例，我国有城镇人口32174万人，第二、三产业从业人员32479万人；乡村人口85947万人，第一产业从业人员有35468万人，就是从乡村人口中除去非劳动力人口的话，农村的剩余劳动力数量仍是巨大的。

自1996年以后，第二产业职工平均工资已经

超过4000元人民币，到2000年超过5000元人民币。而农民收入仍然偏低，尽管农村的生活消费有很大一部分是自给自足，但是自90年代中期以来，农民的绝对收入已经连续下降，加上很多不合理的税费，使得农民的货币收入已经非常小，仅仅能够维持简单的再生产，因此对于农民来讲，城市中只要有多余的岗位，对它们的吸引力将是巨大的。

理论上，如果全国存在一个完善的劳动力市场的话，这种由农业部门向工业部门的劳动力流动，最终会使各行业的工资率趋于统一，无限的劳动力供给将使得劳动力工资水平保持长期的稳定状态。这种假设在理论上是无可挑剔的，但是在中国的现实中由于经济结构、体制等诸多方面的原因，劳动力的流动还受到各种因素的限制，完全实现市场化的劳动力市场还不现实。但是多年以来所形成城乡低收入差距还要长期存在，所引发的农业劳动力流向城市也会长期存在，这对于抑制工业部门工资水平的上涨将是长期的。

根据统计数字，我国第二产业的职工平均工资由1990年的1542元上涨到2000年的5184元，上涨了2.36倍，平均每年增长14.9%，同时，第二产业的从业人员数(L)的增长幅度却没有这么大，平均每年仅增长1.62%，其中在98、99、2000年的时候第二产业的从业人数甚至在绝对数上呈现下降趋势，增长率分别为-0.33%、-1.24%、-1.39%。第二产业就业率增长缓慢可能有这样几个原因，一是我国很多制造业企业开工率不足，处于半开工半生产状态，造成就业率不高；二是相对于农民的收入，第二产业部门的工资水平还是提高了，减少了就业率的提高，如果保持一个较低的工资率，那么可能会增加更多人的就业；三是由于第三产业的工资率上升过快，劳动力报酬总额的提高其中较大部分是由第三产业工资率的提高引起的。可以看到，总的劳动力报酬在90年代增长了5.1倍，第二产业职工工资率上涨了2.36倍，可以认为劳动力报酬所增加的很多部分是增加了第三产业职工的工资。

不难设想，如果第二产业的工资总额能够得以提高，也就是在公式 $L=W/w$ 中，W提高，工资水

平(w)保持一个相对低的水平的话，将会极大地提高就业率水平，即L的提高，并吸引大量的农村劳动力进入第二产业，加快我国工业化和城市化水平，发展资本密集型的制造产业和服务行业，只能减少就业率，拉大收入差距，中显然与我国实现工业化的目标背道而驰。

(三) 简单结论

根据我们的估计，要想解决1000万人员的就业问题，或者说要想每年从农村向城市转移1000万劳动力，名义GDP至少应增长16%。同时我们又可以从K与名义GDP回归方程中可以得出，这样的又要求每年的固定资产投资K的增加15.5%。

虽然在现实生活之中，影响名义GDP的因素不仅仅只是L与K，这个模型的提出也并不使要人们放弃其他的调控方式而只关注固定资本投资的增加，但是它提出的是一个思路，即用投资的增加来促进名义GDP的增加，从而解决农村劳动力的流动或是就业问题，同时需要主义的是，要保证工资和固定成本之间的稳定关系，产业的发展要更倾向于现有的以劳动力密集型产业为主，对以往所谓的资本密集型产业的发展要持慎重态度，而对于在像中国这样的典型的二元经济国家里，发自己劳动力密集型产业具有理论与现实的双重意义。

利用货币量值模型对我国20世纪90年代的宏观经济进行的分析，有效地解释了经济增长中的波动原因，尤其对于90年代后半期，政策运用的性质分析可以给予很好的解释。我们得出的一些结论包括以下几个方面：

第一，在经济增长的过程中，工资与固定资产比率的变化是形成经济波动的根本原因。在周期的上涨阶段，工资增长率小于固定资产的增长率，而在经济下落阶段，则相反。在这里暗含着这样一个结论，就是强制性的维持较高的名义资产值，不利于经济的迅速回升，反而会延长周期。

第二，从长期来看，GDP的增长率与就业的增长率是相对稳定的，也就是说，在经过一个经济周期后，劳动力报酬与GDP能够保持一致性，在

工资率稳定的前提下，就业率将随着 GDP 的增长而同步增长。

第三，在经济稳定的条件下，发展劳动力密集型产业将有利于减小工资率的上涨幅度，从而提高总就业量。

七、财政政策分析与评价

(一) 当前积极的财政政策

1998年受亚洲金融危机的影响，我国长期以来投资扩张带来的资本存量过高等深层次矛盾，在国际经济环境急剧变化和国内市场约束带来双重因素的作用下凸现，内需不振、出口下降，投资增长乏力，宏观经济面临着严峻的考验。中国政府在分析了制约经济增长的因素后，调整了宏观经济政策，由适度从紧的财政政策向积极财政政策转变。然而，积极的财政政策在影响带动经济增长的同时，也给经济运行带来诸多负面效应。

中国政府自1998年实行的积极财政政策的主要特征是增发国债以增加政府支出，主要用于扩大公共投资，而不是弥补经常性预算赤字。这种扩张性的财政政策在短期内有一定的刺激需求的作用，为提高长期经济增长潜力奠定基础。很多学者认为，积极财政政策不仅通过增加政府开支直接推动了经济增长，而且通过带动银行、地方政府、企业资金的投入间接推动了经济增长。1998—2000年发行的3600亿元国债，包括银行贷款和其他资金，共形成15100亿元的工作量，国债的资金带动效应是1:3.2。其中，技术改造贴息的资金带动效应最大。1999—2001年，国家共安排265.4亿元国债用于企业技改贴息，共带动投资2810亿元。据测算，四年增发国债分别拉动经济增长1.38、1.44、1.81和1.66个百分点。

在肯定积极财政政策的同时，也应该看到在过去五年中中国的许多财政状况指标，如财政赤字对GDP之比、国债负担率、偿债率和债务依存度等都出现恶化的趋势（图7.1）。特别是把包括不良债权、社会福利保障体系中的缺口等因素考虑进去，

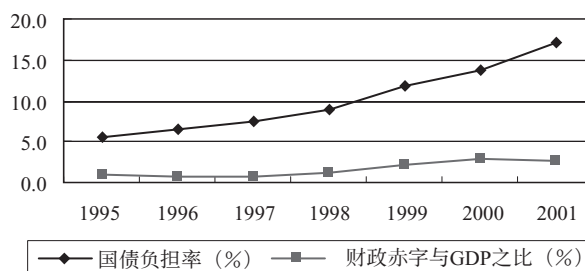


图7.1

中国实际财政状况可能要比表面上看的严重得多。实际上，扩张财政政策效果并不理想，经济仍旧未能恢复自主性增长，这离政府要达到的经济调控目标还有很大的差距。主要表现，一是国债投资并没有有力的刺激国内企业投资需求的增长。据统计，2001年固定资产投资增加12.1%，其中国有经济增加12.8%，集体和个体分别增加8.1%、12.7%，个体经济增幅有所下降。从投资规模上看，集体和个体投资规模只占总规模的28.4%。二是城乡居民储蓄存款持续大幅度增长。2001年底城乡居民存款已达73762.4亿元大关，增长14.66%，这说明积极的财政政策并没有把居民储蓄有力的转化为企业的投资需求。三是2001年企业投资需求呈现不稳定性特征，投资额由升而降的同时亏损额由降转升，上升了4.5%。四是居民消费并未得到刺激，物价指数继续下滑，2001年底全国居民消费价格总体水平同比下降0.3%。

由于以上原因，扩张的财政政策已经实施了五年时间，不可避免地出现长期化趋势。然而，一个国家经济的持续增长是不能靠长期实行扩张性财政政策支撑的，持续的财政赤字必然导致国债的不断积累，这对经济和财政状况以及国债的信用都会造成负面影响。尤其是在以货币经济为主要特征的市场经济中，财政政策必然会影响到整个货币金融体系的运行。

(二) 财政政策与经济运行

从1978年开始我国处在由计划经济向市场经济体制转轨的特殊时期。在这一时期，可以把国家财政作为货币金融体系的重要组成部分，它与中央

银行共同执行控制货币供给和货币金融体系的职能。与中央银行不同的是，政府财政可以在更大的程度上改变包括银行和企业的资产负债表，如政府的税收可以改变企业的成本—收益计算，财政支出和公债的发行量可以改变货币供应量和资产结构，这引起相当于外生的货币供给的变化。由于财政政策的作用也经历着由决定货币供应量的特殊金融机制向市场化财政政策的转变，货币金融体系也体现了货币供给从外生的财政方式向内生的货币供给机制过渡的特点。

1. 财政收入在 GDP 中的比重变化

在我国现行经济体制下，财政收入来自于对企业征收的增值税、个人所得税、国有企业上交的利润和政府发行的公债。首先是政府财政收入在 GDP 中的比重。由于国有企业的利润上交依然在政府收入中占有很大比例，随着经济的增长国有企业在经济中的比重会下降。又由于国有企业的效率要远低于非国有企业，当经济增长率提高和利润增加时，企业的留利也会增加；在经济增长率下降时，由于国有企业的效率低于非国有企业，从而国有企业的利润减少的更多。这也会使政府的财政收入在国民收入中的比重降低（同时亏损的增加会使政府的财政支出增加）。上述原因使政府的财政收入在国民收入中的比重从1992年以来持续下降（图7.2）。在经济高涨的1992—1995年，这一比例一直维持在11%左右，1995年这一比例下降为10.7%最低点，远远低于1983年的23%的高水平。这一比例在1998年以后开始有快速提高，2000年、2001年这一比例分别达到15%、17.1%。导致近年来财政收入在 GDP 中的比重提高的原因，主要是由于经济增长趋缓，GDP 的绝对数额增长较慢，

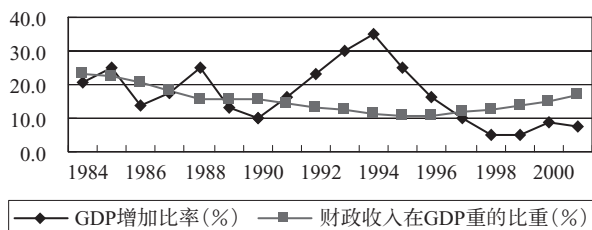


图7.2

而财政收入征收力度加大，增速远高于 GDP 的增长率。

货币经济中，任何财政收支必然会引起货币供应量的相应变化。通过计算可以知道，税收和财政支出与 M_2 的相关性都非常高，其中税收增长率与 M_2 的增长率相关系数为0.96，财政支出增长率和 M_2 增长率的相关系数为0.98。现在考察财政收支对 M_2 的共同影响。由于重在考察税收 (T) 和财政支出 (G) 对广义货币供应量 (M_2) 的影响，所以首先对1985—2000年年度数据分别取自然对数，然后采用回归分析的方法，可以得到结果：

$$\begin{aligned} \text{LN}(M_2) = & 0.075425 + 1.278345 \cdot \text{LN}(G) - \\ & (0.729212) (1.278345) \\ & 0.241208 \cdot \text{LN}(T) \\ & (-3.313156) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.94 \quad F = 38.59 \quad DW = 1.21$$

回归系数及方程均通过统计检验。可决系数 $R^2 = 0.94$ ，表明方程对样本数据拟合优度很好。方程的经济分析表明，税收 (T) 与广义货币供应量 (M_2) 成反相关关系，税收的增加会引起 M_2 的减少；财政支出 (G) 与广义货币供应量 (M_2) 成正相关关系，对 M_2 的增加有较大的弹性。

2. 税收、财政支出与 M_2 的弹性分析

由于税收与财政支出的变动分别对 M_2 具有很强的相关性，不妨引入弹性的概念继续分析，即用税收的增加比例与 M_2 的增加比例之比表示“税收对 M_2 的弹性”，用财政支出增加与 M_2 增加比例之比表示“财政支出对 M_2 的弹性”，如表7.1。

可以发现，税收、财政支出对 M_2 的弹性的呈现出相似的变动。除了1985年税收政策的变动导致弹性较大之外，在经济高涨的1986—1988年及1991—1996年，税收与财政支出对 M_2 的弹性远小于经济衰退的1997—2000年，这一方面表明财政收支较少的时期 M_2 仍旧保持较大增长，受财政收支的影响较小，受私人投资需求较大，这在一定程度上说明了货币供给的内生性；另一方面，近年来由于经济衰退，加大财政收支力度在很大程度上影

表7.1 税收与财政支出对 M₂的弹性

年份	税收对 M ₂ 的弹性	政府支出对 M ₂ 的弹性	M ₂ 的增长率 (%)	年份	税收对 M ₂ 的弹性	政府支出对 M ₂ 的弹性	M ₂ 的增长率 (%)
1985	6.8	1.0	17.0	1993	0.8	0.9	37.3
1986	0.1	0.3	29.3	1994	0.6	1.0	34.5
1987	0.1	0.1	22.8	1995	0.6	0.8	29.5
1988	0.5	0.5	22.4	1996	0.6	0.8	25.3
1989	0.8	0.7	18.3	1997	1.0	1.0	19.6
1990	0.1	0.3	28.0	1998	0.8	1.3	14.8
1991	0.2	0.5	26.5	1999	1.0	1.7	14.7
1992	0.3	0.4	31.3	2000	1.4	1.9	12.3

响了 M₂ 的变化，尽管如此，M₂ 的增速仍远低于经济高涨的时期，如 1993 年 M₂ 增加 37.31%，2000 年、2001 年仅为 10.93%、14.40%。而且，财政收支类似于外生的货币供给，用财政政策调节 M₂ 的做法极易引起内生货币供给机制的扭曲。因为经济衰退来自于过高的资本存量价值，依靠增加政府支出改善的办法会使收入和利润流量增加，从而资本存量的价值进一步提高，这种资本存量价值的继续提高是由相对价格向均衡或充分就业方向调整是相反的，一旦经济恢复到原有的产出和就业水平，资本边际效率会以更大的幅度下降，从而使投资的货币需求下降，使失业进一步增加和加剧经济波动。

财政支出还会直接作用于企业和个人的收入分配。国内很多学者认为 1998 年以来实施的积极财政政策效果显著，认为增加财政支出用于基础设施的建设、国有企业结构调整、社会保障制度的完善等，拉动了经济的增长。但加大基本建设支出只会增加资本品的需求而不是增加日益萎缩的消费品需求；依靠政府支出增加企业盈利是短暂的，还会提高资本存量价值而使存量与流量的比例更加失衡；也没有从根本上改善个人的收入分配甚至加大了收入分配的差距。据有关专家估算，全国居民的基尼系数有升无降，1999 年我国城乡、城镇和农村居民收入的基尼系数分别为 0.456、0.354、0.336，比 1978 年分别提高 38%、121% 和 60%，高于世界上绝大多数国家。调查显示，中国目前的基尼系数为 0.458，已超过国际公认的 0.4 的警戒线，进入了分配不公平区间。

3. 中国国债发行现状及效应分析

由于 1994 年国家规定财政不得向中央银行透支或用银行借款来弥补，因此发行国债便成了弥补财政赤字和债务还本付息的唯一手段。这也是我国国债发行额从 1993 年的 381.32 亿元猛增到 1994 年的 1167.54 亿元的原因。在 1998 年上半年货币政策作用效果不明显时，开始转向积极的财政政策后，我国五年累计发行长期建设国债和特种国债共 5100 亿元，主要用以扩大财政支出。但实际上五年来扩张的财政政策对经济的刺激作用非常有限。很多学者对此的解释并非如此，认为应该继续加大力度增发国债以刺激经济的复苏。如果按照我们的理论分析可以得出不同的结论：经济衰退时大量增发国债以扩大财政支出，不仅对经济的复苏难以产生理想效果，而且还很可能对经济运行造成不良影响，尤其会影响到货币金融体系的建立与完善。

通过研究，我们发现国债余额规模对货币供应量必然产生较大影响。由于国债余额与货币供应量的统计均为存量数据，所以把国债余额作为自变量对 M₂ 进行相关性分析，从而说明国债发行的货币供给效应。ND 表示国债余额，回归分析结果如下：

$$\ln(M_2) = 6.165143 \ln(ND) + 32.89546293$$

$$(8.964609) \quad (4.850684)$$

$$R^2 = 0.86 \quad F = 80.36421 \quad DW = 1.288698$$

回归系数及方程均通过统计检验。可决系数 $R^2 = 0.86$ ，表明方程对样本数据拟合优度良好。对此方程进行经济分析可知，国债余额 (ND) 与货

币供应量 (M_2) 成正相关关系, 国债发行对货币供应量有相当大的扩张效应。然而, 这种外生的货币供给扩张可能是有害的。

在没有政府干预的情况下, 经济衰退必然导致商业银行减少贷款, 从而减少货币供给量、提高利率, 引起企业的大规模破产, 使经济繁荣时期积累的过高的资产价值下降, 由此经济循环进入下一个周期。而当政府为了避免经济衰退, 采用发行大量公债刺激经济时, 一方面, 国债的大量发行会人为地增加商业银行的货币供给, 从而降低利率, 按照托宾的 Q 理论, 利率与资产价值成反比, 使得本来就高的资本存量继续攀升, 全国国有及规模以上非国有企业主要财务指标表明, 亏损企业亏损额的增加和资产贡献率提高缓慢的同时, 固定资产原价却在大幅攀升。显然这与经济复苏的方向是相反的。另一方面, 公债作为一种抵押品总是要联系到货币供给, 而且其本身在使储蓄转化为投资的同时又可能创造出更多的货币。公债的大量发行增加了商业银行的货币供给, 国债回购又会带来货币供给的大幅波动, 这不仅对调整扭曲的相对价格起不到积极作用, 相反还会造成无资产抵押信用的膨胀。这对于目前我国建立完善的金融体系可能是有害的。如 1993—1995 年出现的国债回购极大地影响了货币供应量, 这种公债发行对资产结构和货币供给的影响是很少为政府所考虑的。

市场经济是一种货币经济, 因此我国的市场经济体制改革是一个货币化的过程。由于我国现阶段处在特殊转型时期, 货币金融体系尚不完善, 也不存在一个完备的资本市场, 利率和货币供给不能使收入流量的变动传导到资本存量价值的变动上, 而且由于现存经济体制或金融体制上的缺陷, 企业即使存在着大量的亏损也不会破产而导致资本存量价值的大幅度贬值。即使是自发的市场机制, 也会导致经济运行的不稳定。就现阶段我国情况来看, 公债的发行很少考虑对资本存量和货币供给及货币金融体系的影响, 而只注重收入流量的调节, 如通过增加支出使国有企业亏损减轻, 以及通过转移支付暂时增加一部分居民的收入。还应该看到, 长期建

设国债用于基础设施、技术进步和产业升级, 这在短时期很难拉动经济的相应增长。扩大有效需求的关键在于降低过高的资产负债率, 从根本上改变资本和工资收入分配比例。简单的扩大政府支出是不能做到的, 其原因就是无法取代企业的成本~收益计算, 但却能严重地影响内生性货币供给机制作用的发挥。这对我国的经济体制改革和货币金融体系的建立是极为不利的。

(三) 我国财政政策的调整

前面分析了中国的财政现状, 表明五年的积极财政政策不仅没有启动民间消费和投资, 而且大量发行国债引起了较重的债务负担。因此今后继续实施积极的财政政策面临效果不佳和加重财政负担的双重结果, 而如果停止实施积极的财政政策, 则经济有进一步下滑的可能。国内很多经济学者对差也深表忧虑, 认为积极的财政政策必须“淡出”, 否则也会面临日本“财政重建”失败的结局。但是对于“淡出”的时机和方式, 则尚未形成统一的看法。因此, 积极的财政政策“淡出”陷入两难境地。现阶段, 我国运用的财政政策的依据, 仍旧局限于主流宏观经济学。如前文所述, 1998年开始的积极财政政策的实施效果并不明显, 甚至还产生了诸多负作用, 不利于经济的复苏和货币金融体系的建立、发展。要解决众多难题, 就要从新的角度研究财政政策功能, 应看到在货币政策对利率调节作用有限、内生货币供应量无法增加的情况下, 可以依靠财政政策这种外生的货币供给机制来调节经济运行, 其中最重要的就是财政政策能够从外部干预企业成本收益计算和影响内生货币供给机制, 其中国债的运用和财政支出方向是重要的。

按照我们的理论, 经济衰退来自于经济高涨时所产生的过高的资本存量价值, 它改变了收入分配和成本结构和货币金融体系的资产结构, 货币供应量增加必然使企业的资产负债率提高而导致信用关系的不稳定。因此, 克服经济危机的方法只能是使资本存量价值和收入分配恢复原有的比率。市场经济中自我调节的方式是, 当经济衰退而引起企业亏

损时，商业银行将减少货币供给并向企业追债，其结果必将引起企业的破产，而企业的破产又会使银行进一步减少货币供给和引起更多企业的破产，从而降低资本存量价值，使不合理的比例得以恢复。资本存量价值的下降将改变收入分配和企业成本结构的比率，使经济进入下一个周期。

要使财政政策发挥其货币供给的功能，依靠财政所引起的外生货币影响甚至帮助恢复内生货币供给机制，就必须充分注重内生的货币供给体系下经济复苏的自发机制。因此在这种意义上，我国市场化进程中最为关键的问题，就是财政所引起的外生货币与商业银行及企业连在一起的内生货币供给体系的协调互动。需要说明的是，一旦在经济复苏，所有财政的强烈干预就必须需迅速淡出。如前文所述，财政政策与货币政策最大的不同就是政府财政可以在更大的程度上改变包括银行和企业的资产负债表，而经济的复苏需要降低企业的资本存量价值。由于现存经济体制或金融体制上的缺陷，企业即使存在着大量的亏损也不会破产，而且占濒临破产的大多数的国有企业，如破产将会牵涉到社会等诸多方面。所以国有企业极高的资产值的降低需要政府来承担，即国家用发行国债获得的收入核销企业的巨额资本存量。

目前商业银行存在很大部分的呆帐和坏账，银行考虑到自身的成本收益“惜贷”现象严重。而一些商业银行的生存问题之所以不需要解决，在很大程度上是因为可以依赖政府。但要使经济尽快摆脱萧条，必须首要帮助银行处理呆坏账并且使整个货币体系健康运转，重新承担起发放贷款从而增加内生货币供给的职能。不妨考虑用发行国债的办法处理此问题。也就是说，由政府大量增发国债但并不用于增加财政支出，而是由商业银行购买国债冲销呆坏账，从而解决商业银行的不良资产。由于政府具有良好的信誉，发行国债并不会带来信用危机，从而靠政府处理银行的坏账和改变银行的资产负债表。

注释

- 1) 这里使用的数据由各地区数据加总而得。由于本部分分析的重点在于企业的运行，这里暂且不考虑政府税收的影响，因此舍去了其中的生产税净额。
- 2) 这里的收入是指国内生产总值项目结构中劳动者报酬、固定资产折旧和营业盈余之和。
- 3) 由于上市公司数量在不断增加，因此这里采用了各家上市公司主营业务利润的均值。在固定资产投资中忽略了来自于国家预算内资金和外资的部分。
- 4) 国家统计局城调总队课题组，家庭财产总量和结构，中国统计信息网，2002-09-27。
- 5) 国家统计局城调总队课题组，家庭财产的历史变化，中国统计信息网，2002-09-28。
- 6) 了国家统计局农调总队社区处：《关于农村剩余劳动力流动的定量分析》，《国家行政学院学报》2002年第2期。
- 7) 王金营：《1978年以来中国三次产业从业人员受教育水平估计》，《人口研究》，2002年第5期。
- 8) 胡英、陈金永：《1990-2000年中国城镇人口增加量的构成及变动》，《中国人口科学》，2002年第4期。

参考文献

1. J. 伊特韦尔, M. 米尔盖特, P. 纽曼编:《新帕尔格雷夫经济学大辞典》, 经济科学出版社, 2000年版。
2. 藏旭恒:《中国消费函数分析》, 上海三联书店、上海人民出版社, 1994年版。
3. 陈宗胜:《经济发展中的收入分配》, 上海三联书店, 1991年版。
4. 格利和肖:《金融理论中的货币》, 上海三联出版社, 1994年版。
5. 凯恩斯:《就业、利息和货币通论》, 商务印书馆, 1983年版。
6. 劳伦斯·哈里斯:《货币理论》, 中国金融出版社, 1989年12月版。
7. 刘国光:《中国经济增长形式分析》,《经济研究》, 2000年第6期。
8. 刘树成:《中国经济增长与波动的新态势》,《中国社会科学》, 2000年第1期。
9. 柳欣:《资本理论:价值、分配与增长理论》, 陕西人民出版社, 1994年版。
10. 柳欣:《资本理论:有效需求与货币理论》, 人民出版社即将出版。
11. 宁咏:《内生货币供给:理论假说与经验事实》, 经济科学出版社, 2000年。
12. 项怀诚:《中国积极的财政政策》, 中国财政经济出版

- 社, 2001年8月版。
13. 柳欣: “货币、资本与一般均衡理论”, 《南开经济研究》, 2000年第5期。
 14. 柳欣: “中国宏观经济运行的理论分析——宏观经济研究的一种新方法”, 《南开经济研究》, 1999年第5期。
 15. 张曙光等: “投资、周期性波动与制度性紧缩效应——当前中国宏观经济分析”, 《经济研究》, 1999年第3期。
 16. Mark Blaug. 1998. *Economic Theory in Retrospect*. English: Cambridge University Press.
 17. Tobin, J. A. 1958 *Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk*, *Review of Economic Studies*, 25.
 18. Tobin, J. A. 1980 *Asset Accumulation and Economic Activity*, Chicago: Chicago University Press.