

从微观经济主体行为看中国通货紧缩

——对走出通货紧缩的长远思考

郭 晔

目前,我国处于通货紧缩状态,这在理论界已基本达成共识。所谓通货紧缩,按我的理解,即指物价的持续下降,而不论其有无伴随经济的负增长。当然,通货紧缩时常会造成经济增长减缓、经济衰退等现象。在我国,虽然近两年在物价持续下降的同时,经济仍保持一定的增长速度,但是经济发展减慢、市场萧条的局面已经暴露无疑。对此,国内许多文章进行了较深入的研究,几乎一致认为有效需求不足乃根源所在。然而我以为,仅仅将其归纳为有效需求不足是远远不够的,更具体、细致地分析其原因,从微观的角度来分析此次通货紧缩形成机制,将更有助于我们尽快走出通货紧缩的阴影。本文意即在于此。

一、通货紧缩产生的三大充分条件

宏观经济的研究目标,是使整体经济达到或保持均衡。就“均衡”一词来理解,必定是有两股“力量”或多股“力量”相制衡所产生的结果。因而,就整体经济而言,在某一观察期内,可以认为有这样两股“力量”在发生作用:其一,现有的市场供给,假定用 S 表示;其二,众多微观主体要求且得到的货币供给所形成的市场需求,假定用 D 表示。此两股“力量”发生作用的不同情况,从理论上讲,造成了经济状况的不同结果;1. 当 $D > S$ 时,即从多微观主体要求且得到的货币供给所形成的市场需求大于现有的市场供给时,经济呈现景气状况,市场

上供不应求,物价上涨。2. 当 $D = S$,即前者等于后者时,经济发展较平衡,物价基本稳定。3. 当 $D < S$ 时,此时现有的市场供给超出各微观主体要求并得到的货币供给所形成的市场需求,市场上供大于求,物价下跌,持续一段时间后出现通货紧缩,并可能引起经济衰退。

具体分析 $D < S$ 的情况,不难发现产生通货紧缩的充分条件不外乎有三个:

第一,观察期内,各微观主体要求且得的货币供给不足。微观主体获得的货币供给不足,致使其形成的市场需求不足以满足现有的市场供给,市场供大于求的状况产生,物价持续下降,形成通货紧缩,这也即是所谓的“货币供给不足型通货紧缩”。

第二,在观察期内,各微观主体所得到的货币供给中有相当一部分不能形成该期的市场需求,即存在货币“沉淀”。当不存在货币供给不足的情况时,各微观主体要求且得到的货币供给本是足以令市场出清,然而由于此时货币供给中的相当一部分作为暂不进入流通状态的货币而“沉淀”下来,微观主体得到的货币供给不能悉数形成现时的市场需求,其结果很可能是市场需求不能满足市场供给,物价不断下降,通货紧缩随之而至。当货币供给中暂不进入流通状态的那部分货币占有比例过大、超出一般水平且居高不下时,通货紧缩就成为不可避免的现象。

第三,在观察期内,市场供给中的无效供给比例过大。在宏观经济中,供给与需求之间存在着相互推动与促进作用,即不存在如凯恩斯所提的“有效需求创造供给”的单方面作用,也不存在萨伊所奉行的“供给自动创造需求”的单方面作用。与需求分为有效需求与无效需求类似,市场供给也同样有着有效供给与无效供给之分。有效供给是指与有效需求相适应并能带动有效需求增长的供给。相应地,无效供给指不能适应有效需求且不能促进新的有效需求形成的那部分供给。显而易见,当无效供给客观存在并且逐渐增加直至超过极限时,一方面市场供给中的有效供给受到“排挤”;另一方面,市场有效需求缺乏拉动力量,导致货币供给中越来越多的货币“沉淀”下来,市场需求低迷。

二、从微观主体行为看我国通货紧缩的形成

至于我国近段时间通货紧缩的缘由我认为,一是货币供给中的货币“沉淀”过量;二是市场中无效供给过度。至于货币供给不足,无论从 M_2 与 GDP 的比较还是从货币供给 M^s 与必要货币需求 M^d 的对比关系(黄达,1999;张衔,1999)来考虑,目前并不存在这一问题。分析至此,似乎已找出根结,然而继续深究下去,这两类宏观现象的发生必然有其微观基础。而在中国目前特定的经济、金融环境下,各微观经济主体为了追求自身利益最大化而作出的决策行为则是问题产生的基础。

1. 中央银行的决策行为。不可否认,处于一国金融核心地位的中央银行对于国家宏观经济调控起着决定的作用。中央银行运作的主要目标是稳定币值并在此基础上促进经济增长。显然,当经济处于通货紧缩状态时,中央银行必然会运用货币政

策扩大货币供应量以改变局面。我国自从1996年经济实现“软着陆”以来,面对物价持续下降,经济不景气的局面,中央银行采取了数次降息以及降低法定准备金率等货币政策手段,以期通过扩大货币供给来刺激经济。从表面上看效果并不明显,再进一步看,目前我国中央银行在运用政策工具促进经济增长的过程中,存在一些必然的矛盾。其一,不存在规范的货币政策传导机制。根据西方货币经济学理论,货币政策传导机制通常表现为四条传导途径:

1. 利率传导机制,即货币供给 $M \rightarrow$ 短期利率 $i \rightarrow$ 长期利率 $R \rightarrow$ 投资 $I \rightarrow$ 总产出 Y ;
2. 信贷传导途径,即货币供给 $M \rightarrow$ 短期利率 $i \rightarrow$ 银行存贷款利率 $r \rightarrow$ 投资 $I \rightarrow$ 总产出 Y ;
3. 非货币资产价格途径,即货币供给 $M \rightarrow$ 利率 $i \rightarrow$ 非货币金融资产价格 $P_e \rightarrow$ 消费 C 和投资 $I \rightarrow$ 总产出 Y ;
4. 汇率传导途径,即货币供给 $M \rightarrow$ 利率 $i \rightarrow$ 汇率 $E \rightarrow$ 净出口 $X \rightarrow$ 总产出 Y 。由此可见,利率、货币市场、资本市场(特别是货币市场)在中央银行货币政策传导中的作用是关键性的。而我国货币市场、资本市场发展滞后,利率、汇率均受到管制,根本不存在上述任一传导途径。我国的货币政策传导主要是靠两条不规范的途径:管制利率 $i \rightarrow$ 投资 $I \rightarrow$ 总产出 Y 及货币供给 $M \rightarrow$ 投资 $I \rightarrow$ 总产出 Y (同时管制利率 i 不变)。由于其间存在着众多不规范,政策传导不通畅,效果不佳是显而易见的。其二,中央银行的政策效果要受到金融机构、企业、个人等其他微观主体行为的制约。其中,最主要的制约来自于以商业银行为主的金融机构。可以说,中央银行刺激经济增长的效果是以商业银行等金融机构扩大资产运用为重要前提的。如今,中央银行的行为表现为扩张而商业银行的行为则表现为收缩,自然中央银行很

难有所作为。其三,近期整个金融体系发展的总方向是适度扩张,中央银行在其间不遗余力地发挥着作用。然而,同时由于近几年,特别是东南亚金融危机之后,防范金融风险、整顿金融机构等措施已经提上重要议事日程,中央银行对金融机构的监管力度日益加强,这无疑对整个金融体系又产生了紧缩的效应。

2. 金融机构的决策行为。随着银行商业化转轨的推进,各银行的风险意识逐步增强。当前,商业银行等金融机构面临的决策环境是:首先,国有企业普遍效益低下,经营混乱,产权不明晰,银行贷出去的资金往往无法收回;中小企业由于自身存在信用风险,又没有担保机构,银行向其贷款的“交易成本”较大。其次,货币市场的不发达甚至萎缩,金融机构无法将多余的资金投放于货币市场,也很难通过货币市场筹集到急需的资金,货币市场形同虚设。再次,伴随金融体系中金融风险的聚集且逐步暴露,金融机构受到央行监管的力度日益增大,致使各银行在逐步走上自主化的道路上更加谨小慎微。最后,存在一些制度性环境,如法定存款准备率仍过高、央行对金融机构准备金存款仍支付利息等。以上种种环境使得银行在权衡利弊之后,势必会谨慎地运用资金,于是出现了“惜贷”,更确切地说是“慎贷”行为。

3. 企业的决策行为。一方面国有企业长期以来缺乏自我约束机制,资金使用效率低,由从前依赖财政变为现在过分依赖银行。并且由于我国经济金融体制、社会管理体制中长期存在着的缺陷,使社会信用变得混乱——国有企业因为受到特殊的“庇护”可以理直气壮地借钱不还,银行成为国有企业的“提款机”。另一方面,中小企业因资信程度低,又没有肯为其担保

的机构,很难从银行贷得所需资金,特别是从国有大银行。这样一来,国有企业的决策行为无疑是在缺乏利益约束的情况下进行大量低效甚至无效投资,形成大量银行不良债务,毁灭了自己也拖垮了银行。应该说,目前企业(包括国有企业和中小企业)对资金供不应求的状况基本没变,而企业决策所面临的环境则有所改变:第一,中央银行对金融机构的监管加强,对银行贷款行为作出一系列规定,并对出现问题的一些中小金融机构进行了整顿,商业银行等金融机构出现“慎贷”现象。第二,市场上个人部门的消费需求低迷,无消费热点,令企业投资茫然不知所从。过去消费需求旺盛,企业投资需求高涨,为取得银行贷款而不顾效益地乱上项目。而如今即能通过贷款取得资金,也缺少项目可投。第三,企业由间接融资向直接融资转变的步伐受阻。货币市场的萎缩,使为企业提供融资场所的票据贴出、企业短期债券等市场几乎不存在,再加上资本市场低迷。故此,企业决策将倾向于减少投资等待时机。

4. 个人部门的决策行为。目前影响个人部门决策行为的主要因素在于:(1)整体经济环境、其他微观主体的行为影响了个人部门的心理预期。至1999年8月止,我国居民消费价格指数持续17个月负增长,商品零售物价指数持续23个月负增长(通货紧缩及对策研究课题组,1999);市场萧条,企业大批商品积压,投资减少;银行“慎贷”行为明显。所有这些均对个人部门的心理预期产生了消极的影响。(2)由于企业重复建设、产品简单增量再生产、品质伪劣以及定价过高等行为,使得市场上充斥着越来越多的无效供给。无效供给的存在,导致消费者打消原有的购买欲望,等待更符合要求的产品的出现。(3)个人部门

的资金运用渠道过于狭窄。货币市场发展滞后、资本市场的完善,令个人部门的资金运用更倾向于储蓄。而储蓄过多则意味着货币供给中有相当一部分不进入流通形成现时的市场需求。综观上述影响因素,自然就可以理解,尽管在银行存款利率连续降低的情况下,个人部门仍不放弃增加储蓄,减少消费的决策行为。

三、走出通货紧缩的长远思路

既然引起我国此番通货紧缩的原因在于货币供给中的“沉淀”过度与市场上的无效供给过多,那么很显然采取积极措施,走出通货紧缩局面所遵循的原则必然是:诱使货币供给中暂不进入流通状态的货币转变为现实流通的货币;减少无效供给,增大有效供给。

针对通货紧缩的局面,国内许多学者均提出了各自的思路,集中起来主要表现在两方面:一是运用货币政策增加货币供应;二是实施扩张性财政政策。在这里暂且不论其是否有效,即使对经济确实产生了扩张效果,也只能是短期性增长效应。况且从长远来看,过多运用扩张性货币政策及财政政策,极有可能为引发新一轮通货膨胀埋下伏笔。为此,我们提出摆脱通货紧缩状态的长远思路:着力发展货币市场,保证货币市场对资本市场的优先发展;改善实体经济运行状态。

首先,长期以来,我国在资本市场方面花费了一定气力,也取得了明显的成效。应该说,资本市场的发展长期优先于货币市场的发展,这种跨越货币市场来建设、发展资本市场的模式无异于搭建空中楼阁。货币市场发展的严重滞后对于我国各微观经济主体的行为产生了不容忽视的负面影响:中央银行规范的货币市场传导机制无法建立;国有银行的大量闲置资金无处可去,而相当一部分非国有金融机构因融通不到资金而陷入困境;企业直接融资渠道

受阻;个人部门缺乏短期投资渠道等。然而,发展货币市场是一项长期而艰巨的工作,不能要求其一蹴而就,也无法做到其各子市场同时发展起来。第一,货币市场的发展需有主次之分,先保证同业拆借市场、短期国债市场的带头发展,再是其它重要子市场的发展。在此过程中,逐步建立和完善各子市场的微观运行机制,并建立各子市场的微观联系,同时“打通”货币市场与资本市场的市场分割,真正做到资金在整个金融市场内的自由流动。第二,在发展货币市场进程中,更为重要的是货币市场的“定价机制”,包括中央银行确立的同业拆借市场上短期利率的监控范围;同业拆借市场上短期利率与商业银行贷款利率的数量关系确定;货币市场利率与资本市场利率的利率期限结构确定等,这些将为今后我国金融理论界的研究提供新的课题。

其次,改善实体经济运行状况。继续推进企业制度改革,在国有企业中真正建立起现代企业制度,改变观念,提高效益;政府应积极为中小企业发展提供足够的政策空间,剔除“所有制歧视”,发展与中小企业相配套的非国有银行业,拓宽其融资空间;同时,国家应着力发展社会性、制度性的基础设施建设,最主要是社会保险体系的建立,以缓冲在深化企业改革中所带来的冲击作用。

参考文献

- 1 黄达著:《宏观调控与货币供给》,中国人民大学出版社1999年版。
- 2 张衔:“中国通货状况分析”,《金融研究》1999年第10期。
- 3 胡培兆:“论有效供给”,《经济学家》1999年第3期。
- 4 通货紧缩及对策研究课题组:“关于反通货紧缩的货币政策”,《金融研究》1999年第10期。
- 5 余永定:“打破通货紧缩的恶性循环”,《经济研究》1999年第7期。

(作者单位:厦门大学财政金融系 所在地:厦门
邮编:361005) (特约编辑 王素珍)