

④
4中国通货紧缩成因的实证研究^①

23-38

—VAR 方法

王春峰, 康莉, 李汶华

(天津大学管理学院, 天津大学金融工程研究中心, 天津 300072)

F120.1
F822.1

摘要:运用向量自回归(vector auto-regression, VAR)方法研究了我国通货紧缩的成因. 实证结果表明, 民间投资不足是引发我国通货紧缩的初始冲击力量, 而使通货紧缩深化的主要因素在于居民消费需求的下降; 偏紧的货币政策是导致民间投资出现最初负面冲击的主要原因, 而居民消费需求急剧下降则主要是由预期因素造成的; 民间投资的冲击对经济的影响程度较为剧烈, 但影响周期较短, 居民消费对经济的冲击影响较为缓和, 但持续时间较长.

关键词:通货紧缩; 向量自回归; 脉冲—响应分析 中国

分类号: F123.16

文献标识码: A

文章编号: 1007-9807(2000)01-0023-16

0 引言

近年来, 通货紧缩已成为我国宏观经济运行面临的突出问题, 主要表现在物价的持续走低、货币供应量增速下降、经济增长出现回落, 扩大内需、治理通货紧缩、刺激经济增长已成为一个时期来理论界和决策层关注的主要问题. 从物价下降的时间(两年)、程度(2%~3%)和经济增长状况看, 并考虑到我国作为一个发展中国家, 特别是前几次我国宏观经济出现低谷时, 随着扩张的财政政策或货币政策, 都很快回升甚至出现过热, 而此次虽大力放松财政和货币政策, 但对经济的刺激效果并不理想, 因此我国目前的通货紧缩状况较为严重, 且可能持续恶化, 形势严峻.

1 通货紧缩的概念、成因与后果

1.1 通货紧缩的概念

对于通货紧缩概念, 国内外学术界主要有三种观点: 第一种是以萨缪尔森和斯蒂格里茨为代

表的定义形式^[1], 即通货紧缩是指价格水平的普遍、持续下降, 其判断标准是如果物价连续六个月以上负增长, 即认为发生了通货紧缩; 第二种是以弗里德曼和施瓦茨为代表的定义形式^[2], “作为通货膨胀的对立面, 通货紧缩在任何时候任何地方都是一种货币现象”. 不论其机理如何, 通货紧缩的本质是货币供应量的持续下降, 或货币的升值. 这种定义以物价指数与货币供给量同时持续下降为判断依据; 第三种是三因素定义形式, 认为通货紧缩是指物价水平和货币供应量的持续下降、经济增长率的持续下滑. 因此其判断标准为物价指数、货币供应量和经济增长三个指标的同时持续下降. 这一定义在国外并没有学者明确提出, 一些学者如 Greenspan、Krugman^[3,4]等对通货紧缩原因与后果的分析时, 指出通缩的原因是货币供应量的持续下降, 后果是经济衰退. 因此, 国内一些学者认为通缩定义应包括这三个因素, 北京大学中国经济研究中心还通过对历史数据的整理, 认为判断通缩的依据必须考虑这三个因素^[5].

可见, 国内外学术界对通货紧缩概念尚未达

①. 收稿日期: 1999-11-11; 修订日期: 1999-12-22.

基金项目: 国家自然科学基金委主任基金应急研究项目“中国通货紧缩的成因及发展趋势研究”资助项目(79941013).

作者简介: 王春峰(1966-), 男(汉族), 河北人, 博士, 天津大学管理学院教授, 博士生导师.

成共识,即使采用同一定义的学者,在判断通货紧缩时看法也不同,如价格、货币供应是绝对还是相对下降。我们比较同意刘树成、谢平等^[6,7]的观点,认为通货紧缩概念采用“价格水平的普遍持续下跌”为宜,原因有四:(1)通货紧缩最明显的特征表现为物价的普遍持续下跌;(2)货币供应量的下降只是物价的可能成因之一,而经济衰退也只是物价下降的可能结果之一;(3)国际学术界在讨论通货紧缩问题时,通常还是基于物价方面;(4)借鉴通货膨胀定义(尽管通胀成因很多、后果也不一,但学术界只将物价作为通胀的唯一标准),作为与通货膨胀相对的概念,把通货紧缩理解为价格的普遍和持续下降也更规范。

1.2 我国通货紧缩判断

就我国目前宏观经济形势而言,有三种不同观点,一种认为我国目前不属于通货紧缩,一种认为只是出现了通货紧缩的迹象,第三种观点认为我国已经处于通货紧缩状况^[6]。另外认为我国处于通货紧缩状况的学者,对其严重程度也认识不一。

考察两年来经济运行状况,我们认为我国已经进入通货紧缩状态,且较为严重:我国社会商品零售价格总水平自1997年10月到1999年9月已连续24个月下降(见图1),作为经济景气先行指标的生产资料价格从1996年4月以来一直连续绝对下降,1999年5月末又下降7.5%,比1998年末又下跌了2.9%;居民消费价格指数从1998年3月开始连续下降的时间也已超过了19个月。从货币供应看,从1994年起,各层货币供应量增长率均出现连续下降(见图2),1994年狭义货币M0增长率为24.3%,广义货币M1和M2的增长率分别为26.2%和34.5%,到1998年,M0、M1和M2的增长率已分别下降为10.1%、11.9%和14.8%,1999年各层货币供应量的增长率虽都有所增加,但与80年代至90年代中期的平均水平相比明显偏低。货币流通速度也在逐年下降,1994年M0/M2、M1/M2为15.3%和43.8%,1997年下降到11.1%和38.3%,1999年9月末,M0/M2只有10.6%,M1/M2也只有36.4%。从经济增长方面看,1992年以来GDP的增长速度就出现逐年下降(见图3),1999年1—9月份GDP的增长率只有7.4%,比1992年的平

均水平14.2%下降了将近二分之一(以上原始数据来源于国家统计局和中国人民银行)。以上三方面的数据表明,无论从哪种形式的定义看,我国经济目前已出现了通货紧缩。

1.3 通货紧缩成因

对于通货紧缩的成因,国际学术界的代表性观点可归纳为三种:货币供应不足论,包括货币紧缩政策和金本位下的黄金量不足^[2];实体经济供需失衡论,包括供应过剩论^[4]或需求不足论(需求、投资或出口的外生性下降)^[8];经济周期论,以债务—紧缩论为代表^[9]。

国内学术界对通缩成因的分析,基本上在这三种框架下,又加入了我国转轨经济的一些特殊因素,代表性观点可简单归纳如下:

(1) 供需失衡论

1) 社会有效需求不足论:认为我国的通货紧缩是由社会有效需求不足而引起的内生性货币流通量下降的通货紧缩^[10]。社会有效需求下降的原因是,工业生产增长率下降、企业利润率下降、工人下岗人数增加等实体经济现象迅速改变了国内生产者和消费者的预期,企业投资意愿减退、生产性投资减少,消费意愿下降,社会消费品零售额大幅下降。投资品和消费品市场低迷又进一步压低价格总水平,从而形成通货紧缩与经济增速减退相互作用的惯性运行。周天勇^[11]指出目前总需求萎缩的深层原因是融资体制、工业资本有机构成、城乡二元结构、消费结构等变迁过程中收入、储蓄、投资、消费等经济流程发生梗阻;

2) 民间投资需求不足论:认为我国通货紧缩的最主要原因,不是所谓的“消费需求不足,而是国内体制性信用萎缩和由此导致的社会(民间)投资需求不足^[12]。导致整个经济中信用萎缩的关键问题并不在于紧缩的货币政策,而是社会经济微观结构中存在的一系列因素,如国有企业经营状况恶化,银行难以再对其进行贷款;国有银行在信贷政策方面对民间投资存在的歧视性;由于呆坏帐问题一些金融机构关闭停业,使得中小企业融资渠道受阻等;缺少与非国有中小企业发展相适应的非国有中小银行业的发展。张曙光等人指出^[13],此次政府再次运用扩张国有投资方式拉动经济,但效用递减,没有能够遏止经济增长继续下滑的主要原因,就是民间投资没有跟进,而民间投

资未能启动的根本原因是体制性收缩的效应,即在实行扩张性财政政策,促进经济回升的同时,政府出于防范风险的考虑,在体制上又采取了一些集中化和行政性的安排和举措,形成了宏观政策的工具性扩张和体制性收缩并存的格局,在很大程度上冲消了政策扩张效应,也造成了一些新的扭曲:

3) 外部冲击论:认为中国通货紧缩源于外部因素的冲击^[14],1992—1993年出现的盲目投资、重复建设加剧了生产的相对过剩,中国经济客观上存在了产生通货紧缩的可能性。由于中国经济与世界经济具有较高的依存性,世界性经济危机和全球性通货紧缩对中国经济产生了强烈冲击,这种冲击首先造成外贸出口急速下降,而且外部需求在受到冲击时,又不得不压回国内寻找出路,使原本严重过剩的国内市场更加萎缩;外部冲击还导致了外商直接投资的下降,并对中国经济结构调整力度产生了限制;出口的下降还导致了外汇占款发行基础货币的减少,造成了货币发行量内生性的紧缩,因此,当前的通货紧缩是“引入型”为主的通货紧缩。

4) 生产能力过剩论:认为生产能力过剩是造成我国通货紧缩的主要原因^[15]。具体说来目前我国真实经济增长率已明显低于增长趋势,产出缺口扩大并造成了大量的社会生产能力闲置,这说明,一方面改革以来中国从供给能力或潜在生产能力方面达到空前的增长趋势;另一方面,在目前由于有效需求不足、实际产出水平下降形成了前所未有的大量生产能力的过剩,而盲目投资、重复建设是造成生产能力过剩的根源。

(2) 货币紧缩论

认为自1993年起,长达五年的紧缩货币和财政政策的滞后效应,及1998年仍然过紧的货币政策,特别是银行系统的贷款紧缩政策,使得紧缩政策过度,货币供应量偏少,从而引发1998年通货紧缩的出现和深化^[16]。

(3) 债务紧缩论

北京大学中国经济研究中心宏观组认为^[17],中国出现的问题是由于国有企业长期低效引发的债务—通货紧缩。随着对金融机构的治理整顿、对银行贷款规模约束不断加强,低效的国有企业得不到贷款,经营日益困难,银行贷款的风险加大,

不良资产比重的上升,收息率的下降,导致银行贷款越发谨慎。同时,在低效重复投资的情况下形成的产品能力相对过剩,从而一般价格水平下降,使得国有企业利润下降,还本付息的压力加大,经营更加困难。由于一般价格水平下降,真实利率上升,真实负债加重,企业的财务流动性压力又进一步增加了经营的困难,如此形成一个内生性的、有自我加强趋势的通货紧缩过程。

上述观点所谈到的因素在我国经济运行中都有一定程度的体现,表明我国通货紧缩成因的综合性和复杂性。

1.4 通货紧缩后果

对于通货紧缩的后果,国际学术界看法不一:一种认为通货紧缩对经济发展的影响是负面的,有些学者甚至认为,通货紧缩比通货膨胀对经济的威胁更大,即使是轻度的通缩;另一种观点认为,通缩对经济的影响应看其成因和持续时间^[18],如果是由于技术进步导致的生产效率的极大提高而导致的物价的下降,会促进经济的发展和人们生活水平的提高,这时其影响是正面的;还有一种观点认为,时间较短和程度较轻的通货紧缩引起的利率下降会导致股市的繁荣,与轻度的通货膨胀相比更能给经济的发展提供一个宽松的环境。

然而“有害论”目前是国际经济学界的主流观点,认为通货紧缩对于经济的负面影响是主要的,特别是通货紧缩具有自我加强的特征,往往会超出温和的限度,使经济陷入收缩和衰退的漩涡。通货紧缩对于经济的负面影响,可以归结为以下几个方面:1)价格的下跌使经济中不确定性增加,提高了风险贴水,使市场价格发生扭曲,从而影响资源的合理分配,使得经济发展水平只能达到次优平衡点;2)造成实际利率水平上升,加重了企业的债务负担、阻塞了其融资渠道;3)价格的下跌会直接对企业的利润造成打击、企业经营形势恶化,企业减少投资,整个社会投资水平下降;4)失业增加,人们实际生活水平下降;5)通货紧缩还会引发银行业的危机,进而可能引发更为严重的经济危机和社会危机;6)更需要重视的是,通货紧缩还会使得一些宏观经济政策(特别是货币政策)失去效用,造成政策制定的困难,使得对陷入通货紧缩的经济更难以治理和恢复。通货紧缩对经济的负面

作用,使得经济界对通货紧缩问题都给予了极大的重视^[18].

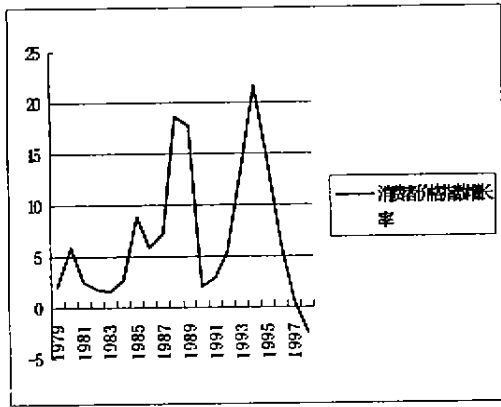


图1 物价增长率变化趋势(以1978年为基期)

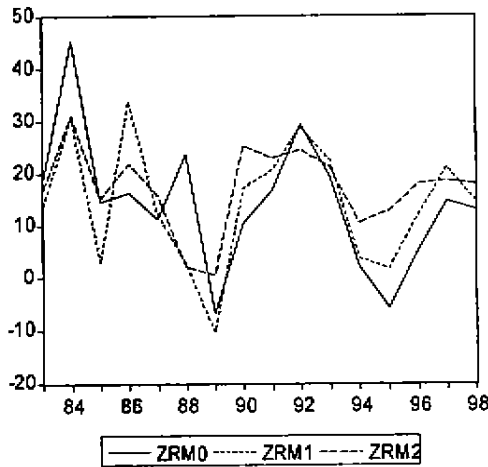


图2 各层次货币供应量增长率变化趋势

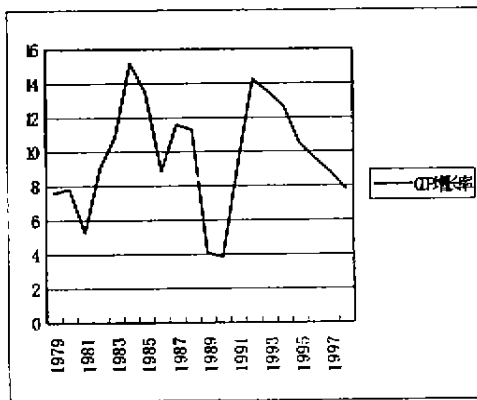


图3 GDP增长率变化趋势

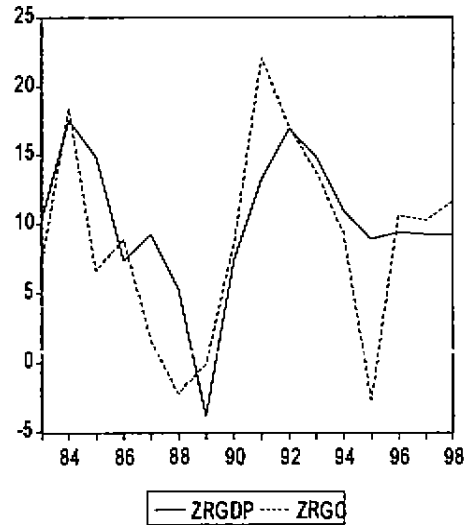


图4 实际政府消费增长率与GDP增长率变化趋势比较

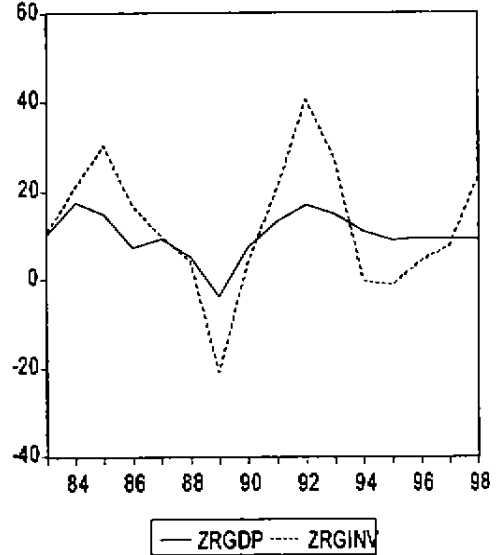


图5 实际政府投资增长率与GDP增长率变化趋势比较

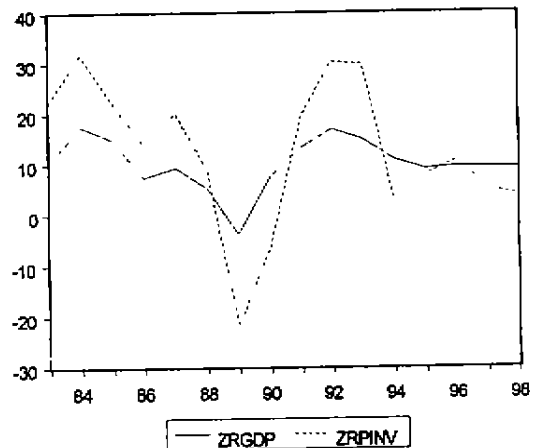


图6 实际民间投资增长率与GDP增长率变化趋势比较

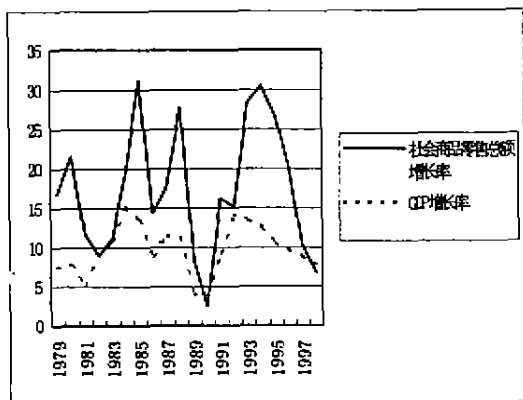


图 7 实际居民消费增长率与 GDP 增长率变化趋势比较

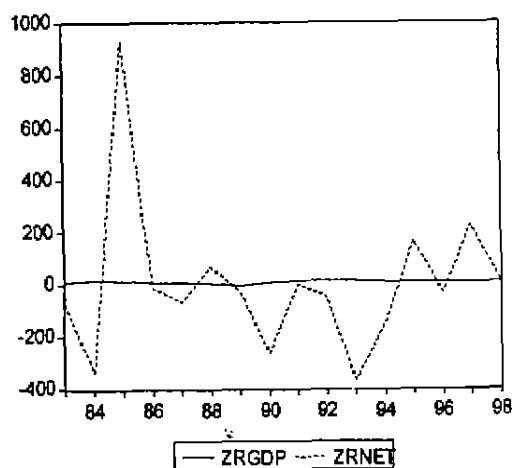


图 8 实际净出口增长率与 GDP 增长率变化趋势比较

国内学术界对通缩后果争论也比较大,一些人认为通货紧缩危害极大,是目前制约我国经济发展的主要因素^[1],一些人则认为通货紧缩并非全“姓恶”,短期性通货紧缩不一定会导致经济衰退,长期性通货紧缩可能伴随经济的衰退和萧条^[6]。

我们认为,对于通货紧缩后果的判断还是要根据引发通货紧缩的具体原因和持续时间,就我国情况而言,通货紧缩已成为制约我国经济持续增长的主要因素(见后面分析)。

2 我国通货紧缩成因的实证分析

如前所述,我国通货紧缩的成因在实体经济(供给过剩、需求不足)、货币因素、经济周期(债务

一紧缩)方面都有一定程度的体现,其成因具有一定的综合性和复杂性^[6-1]。然而,政策制定的关键在于,必须准确判断哪种因素是将经济推入困境的最直接和最主要的冲击力量,这种冲击对经济系统产生的影响是长期的还是暂时的。

考虑到通货紧缩成因的复杂性、综合性,特别是我国目前仍处于通货紧缩中(动态性),这就使得探寻通货紧缩的主要原因十分困难(对大萧条 60 多年的研究,学术界至今也没有形成统一认识),因此,仅用定性和简单数据分析的方法,很难得出科学的结论,为此我们尝试引入目前国外经济学界在分析宏观经济现象时常用的计量经济学手段——向量自回归(vector auto-regression)技术,以确定导致我国通货紧缩的主要冲击因素、发展和深化机制,并分析这些冲击因素对经济产生的影响及其作用强度。

2.1 初步定性分析

首先通过定性分析判断导致通货紧缩的可能因素,为定量分析作准备:

(1)财政方面,首先,实际政府消费增长率的波动趋势在 1997 年前与实际 GDP 增长率的波动趋势相一致,且对 GDP 的拉动作用也比较明显。1995 年底政府消费增长率出现小幅下降后,1997 年开始则呈现出上升的趋势(图 4);其次,实际政府投资增长率的波动趋势与 GDP 增长趋势也呈现出较强的一致性,且长期看,政府投资对 GDP 的拉动作用更为明显,拉动时滞也更短(图 5)。从 1995 年起,政府投资一致呈上升趋势,特别是 1997 年以后,上升幅度更大,1998 年比 1997 年的增长率提高了一倍还要多。可以说从 1995 年起财政政策基本上是扩张的,特别是 1997 年以后扩张的力度加大,这与 GDP 增长率从 1996 年开始就一直缓缓下跌的趋势相背离,可见财政政策并不是导致 1997 年底出现通货紧缩的原因。

(2)民间投资方面,将实际的民间投资增长率与实际 GDP 增长率的变动趋势比较发现(图 6),二者的变化趋势呈现较好的相关性,民间投资的增长率与政府投资增长率波动的情况在 1994 年之前大体相同,反映出,长期看政府投资对民间投资具有明显的拉动作用;而 1995 年后,二者变动趋势发生了背离,政府实际投资的增长率一直不

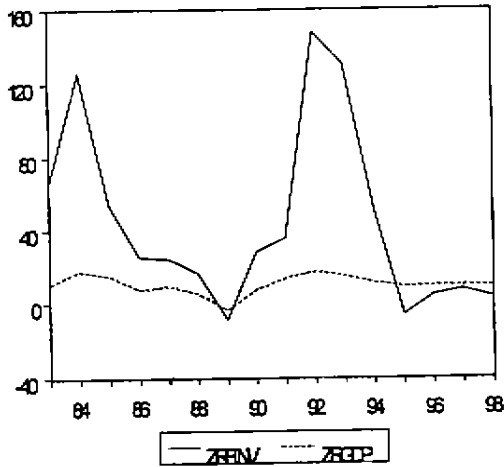


图9 实际外商投资增长率与GDP增长率变化趋势比较

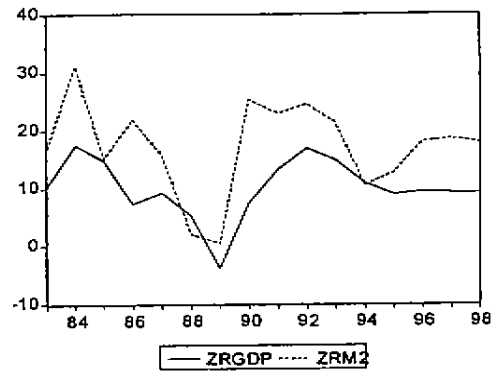


图12 M2增长率与GDP增长率变化趋势比较

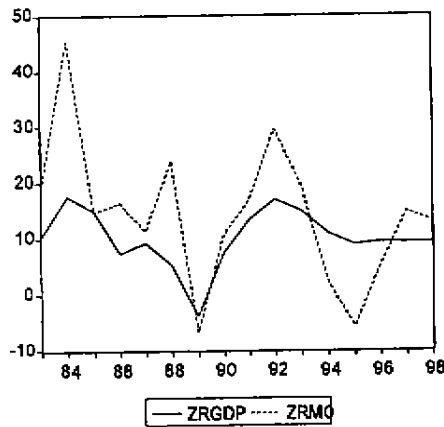


图10 M0增长率与GDP增长率变化趋势比较

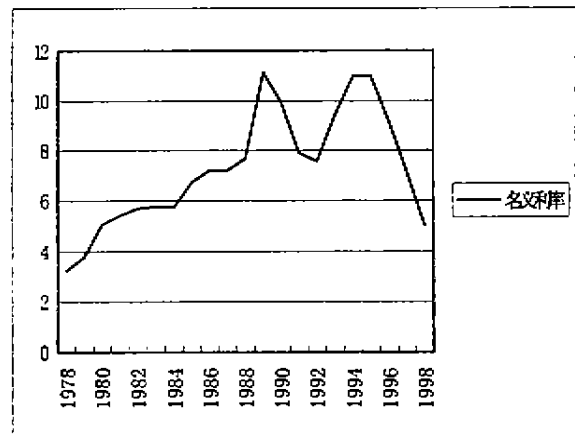


图13 名义利率变化趋势

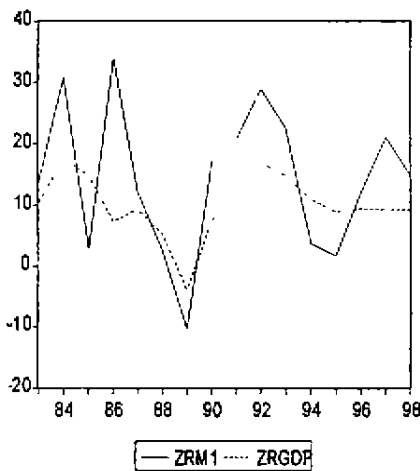


图11 M1增长率与GDP增长率变化趋势比较

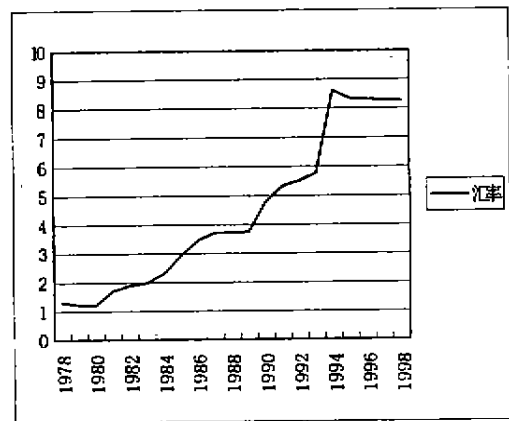


图14 汇率变化趋势

断上升,特别是在 1997 到 1998 年出现了急剧的上升,而民间投资增长率则在 1996 年以后逐渐下降,到 1998 年底下降的趋势仍未扭转,表现出近年来政府投资对民间投资的拉动作用大大减弱。民间投资增长率持续三年的下降与实际 GDP 增长率的下降区间相吻合,显现出对 GDP 增长率向下的拉动力量,可见民间投资因素可能是通货紧缩的原因之一。

(3)消费需求方面。从社会商品零售额的增长率与 GDP 增长率的变化趋势比较看(图 7),前者对后者表现出较明显的下压作用。在 1993 年消费需求有一个短暂而迅速的上升后,从 1994 年开始就出现较快的下降,到 1998 年底的下降幅度将近 4/5,同期的 GDP 增长率也是下跌的,这反映出经济增长的下降与消费需求的下降存在着很大的相关性。另外,从政府消费的增长趋势中发现,政府消费在近两年并未下降,可见社会总体消费水平的下降,很大一部分来自于居民消费的下降。居民消费因素可能是导致通货紧缩的原因之一。

(4)外部部门。图 8、9 显示,实际净出口增长率的波动幅度相对于实际 GDP 增长率的波动幅度要剧烈的多。1997 年受亚洲经济危机的影响,净出口出现大幅下降,从 1997 年 200% 多的增长率下降到 1998 年的零增长,实际的外商投资增长率的波动趋势与实际 GDP 的增长率呈现出一定的相关性,1995 年以后外商投资增长率一直维持在零左右,而 1997 年又有所下降。随着我国改革开放程度的加深,净出口和外商投资对 GDP 的贡献率不断增加,两项增长率的下降势必对国内经济产生直接或间接的影响。另外,净出口的下降,通过外汇占款发行渠道,对货币发行也产生了负面影响。总之,来自外部因素的冲击引发我国通货紧缩成因的假设可以存在。

以上初步分析表明,社会总需求的增长速度在 1997 年之前已呈现出连续下降的趋势,且这种下降的势头一直持续到通货紧缩的出现。因此,由社会总需求不足导致通货紧缩的可能性是存在的。而总需求的影响不仅受到经济增长的收入效应的影响,还要受到货币政策、预期及其他因素的影响。

(5)货币政策。货币供应量增长率在 1992 年之后均发生了大幅的下降,其中,现金 M0 下降升

势停止并又出现缓慢下降;M1 和 M0 增速的下降直到 1995 年才开始转变,分别较 1992 年的增长率下降了将近 30 和 37 个百分点;并且,M1 和 M0 在 1997 年之后又出现了较大幅度的下降,特别是 M1 下降的幅度最大;另外,从 M0、M1 和 M2 增长率的变化分别与 GDP 增长率变动趋势比较中可以较清晰地看出(图 10、图 11、图 12),各层货币供应量的增长率与实际 GDP 的增长率也有着极大的相关性。货币供应总量在通货紧缩出现的前两年及出现期间都持续在下降,而且其下降区间与民间投资和居民消费的下降区间也基本一致;代表企业流动资金宽松程度的货币供应量 M1 的增长率在通货紧缩发生前下降的幅度最剧烈,直观上反映出货币供应量增幅的下跌可能是导致企业生产和经营收缩、投资水平的下降的重要原因;M1 和 M0 继续下降时,M2 却出现了增长的势头,且 M2 的下降幅度也较 M1 和 M0 平缓,而 M2 的增长表现为储蓄的增加,这进一步说明了货币供应量中用于实际消费和投资的部分在下降,而滞留在银行系统的货币增加了,这与名义利率的下降不相吻合,却能被由于物价下降而使实际利率上升所解释,从而反映出消费需求的下降并不能全部归于货币原因。

汇率方面,从 1994 年汇率并轨后,央行一直执行稳定汇率的政策,在亚洲金融危机爆发、各国货币纷纷贬值的情况下,仍坚持了人民币名义汇率的不贬值,这是导致近年内出口下降的一个重要因素。

因此,总的来说,近年来我国的货币政策是偏紧的,这可能是导致通货紧缩的一个原因。然而,货币因素对支出和经济总体状况的影响作用,在国内外国经济学界一直存有争论^[16,20~22]。特别是在我国金融市场尚不完善,利率尚未市场化,并存在着大量对金融机构的政策计划性管理的情况下,尤其如此。如对于消费需求,货币因素的收入和财富效应经常被由于产品供给结构的变化和预期方面的因素所抵消,货币政策对于投资的影响也会被劳动力的替代作用所弱化,再加上我国当前处于经济体制转轨时期,过去国家指令性政策对投资、消费以及其它经济部门的滞后影响依然存在。因此,货币政策对经济的影响具有复杂性,仅用定性分析和简单的测算方法很难得出有说服力的论

断。

(6)其他影响因素。在民间投资方面,民间投资增速的下降一方面可能受经济整体状况变差、市场萧条、投资边际收益下降等经济实体运行因素的影响;另一方面,由于我国投资政策和资金支持、银行信贷政策等一直向国有投资倾斜等,对于民间投资则存有政策性歧视,造成民间投资机会较少,因此,政策方面的限制、对政策预期的不确定性以及对消费市场和宏观经济前景预期的悲观也是造成此次民间投资下降的一种很重要的力量。在居民消费方面,居民消费受到企业经营不景气、收入下降的财富效应影响,但储蓄率的上升表明这种当期收入下降对消费行为的影响似乎不能作为主要的原因,却反映出居民对未来收入和消费支出的极大的不确定性。

通过对经济各方面运行状况的初步直观分析发现,除政府投资和政府消费外,其它几个经济方面都出现了负面波动,都可能成为导致通货紧缩的冲击力量,这些因素间还存在着互动关系,如投资需求和消费需求之间就存在着很大的相互影响,二者之一的首先下降都会通过实体经济或预期导致另一方的下降,从而促成总需求大幅度的负面波动。而且,对于货币因素和预期因素的分析也显示出他们都可能引发总需求的波动,因此,仅通过直观的趋势分析很难分辨出导致我国通货紧缩的初始冲击力量来自那一个部门,冲击是由货币因素还是预期因素导致。

下面运用 VAR 方法实证分析导致通货紧缩的主要冲击因素及内在原因。

2.2 VAR 模型构造

向量自回归(VAR)技术自 Sims(1980)^[21]首先将其引入宏观经济结构建模领域后,近年来获得广泛应用^[20,24,25],成为一种定量分析宏观经济问题的有力工具。VAR 的核心是由一组等式方程式构成的方程组,方程中每一变量都被其自身的滞后变量和方程组中其它变量以及它们的滞后变量所决定。VAR 方法特别适用于对复杂宏观经济现象无须提出先验假设的情形——VAR 本身不排除任何假设,但可以使我们通过信息的时间序列将这些假设区分出来,因此这种方法比较适合客观寻找我国此次通货紧缩的成因(因为不用对生成原因作先验假定)。

建模分为三个阶段。1)通过对总需求的主要组成部分进行 VAR 分析,以确定出经济系统中出现的负面冲击主要来自总需求的那个部门;2)将货币因素加入到 VAR 中,构造扩大的 VAR 模型,以判断上一阶段 VAR 确定的需求冲击主要来自货币因素,还是来自不易被实体经济状况或实际收入效应所解释的因素(如预期因素等);3)采用动态模拟技术,应用脉冲—响应(impulse-respond)分析来测试这些冲击对经济产生影响的程度。

2.2.1 第 1 阶段 VAR 模型

在第 1 阶段构造的 VAR 模型中,只采用国民经济中主要的 6 个支出变量,包括:实际居民消费(RPC)、实际政府消费(RGC)、实际民间投资(RPINV)、实际政府投资(RGINV)、实际出口(REXPO)和实际进口(RINPO)(全部以当年价格扣除物价上涨因素计算)。由这 6 个变量构成的 P 阶 VAR 模型(即,取 P 阶滞后变量)可以表示为:

$$\Delta Y_t = K - \sum_{i=1}^{P} \theta_i \Delta Y_{t-i} + U_t \quad (1)$$

$$\text{其中 } Y_t = \begin{bmatrix} RPC_t \\ RGC_t \\ RPINV_t \\ RGINV_t \\ REXPO_t \\ RINPO_t \end{bmatrix}, K = \begin{bmatrix} K_1 \\ K_2 \\ K_3 \\ K_4 \\ K_5 \\ K_6 \end{bmatrix}$$

$$\theta_i = \begin{bmatrix} \theta_{11,i} & \theta_{12,i} & \cdots & \theta_{16,i} \\ \theta_{21,i} & \theta_{22,i} & \cdots & \theta_{26,i} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ \theta_{61,i} & \theta_{62,i} & \cdots & \theta_{66,i} \end{bmatrix}, U_t = \begin{bmatrix} U_{1t} \\ U_{2t} \\ U_{3t} \\ U_{4t} \\ U_{5t} \\ U_{6t} \end{bmatrix}$$

$$U_{it} \sim N(0, \sigma_i^2)$$

该模型方程组的每一个变量都被它自身的滞后变量和方程组内的其它变量及其滞后变量所决定。对以上六个变量首先进行单位根检验,结果表明,所有变量的原始值都不平稳。我们对这些变量作对数二阶差分变换后,它们都通过了单位根平稳性检验,因此将变量取对数二阶差分后进入 VAR 模型。由于构成 VAR 模型的原始变量是构成 GDP 的主要部分,因而 GDP 作为一个辅助性等式进入模型。首先采用 likelyhood ratio test 测

试初始 VAR 模型变量合理的滞后阶数, 检验结果表明, 选择二阶滞后模型效果最佳. 因此, 在本文的 VAR 模型中, 六个变量取对数二阶差分, 变量滞后阶数为 2.

第 1 阶段 VAR 模型的主要目的是估计总需求各组成部分的残差, 这些残差代表该变量的变化不能被实体经济系统的历史性规律所解释的部分, 即可能给经济系统造成冲击的变化. 例如, 居民消费变量出现的一个较大的残差表示, 居民消费方面发生的一些变化不能被其自身的历史发展规律及与其它需求变量的关系所解释.

VAR 模型中不同方程的残差存在着相关性, 即这些残差都对共同的冲击存在联合的依赖性, 因为构成 VAR 模型的变量间也同时相互依赖. 为了区分出各变量自身真正的冲击, 我们将各变量的残差正交化, 将变量的残差中来自其它变量的部分剥离掉. 在正交化时, 假设: 1) 在每一个时期内, 各等式方程的残差都只通过收入因素相互联系. 该假设从经济学理论看是可以成立的, 例如, 假设消费变量的残差与投资变量的残差间的联系只是建立在它们共同对收入的相关性基础上; 2) 假定政府消费和出口变量具有同期的外生性, 因此可以被用来构造 GDP (外生性检验结果不拒绝政府消费和出口同是宏观经济系统其它部分的“Granger 原因”的假设).

这样可以将 VAR 变量的残差中来自于 GDP 冲击的部分分离出去, 方法是将需求变量的残差对辅助等式中 GDP 的残差进行回归. 但这一过程不能直接实现, 因为需求部分的残差与 GDP 的残差是高度相关的, 因此, 我们用 VAR 中政府消费和出口的残差构造出 GDP 的残差, 各残差变量回归方程中的误差项即为该需求变量自身“真正的”冲击. 具体的正交化过程如下 (以剥离出居民消费残差 (RPC) 为例):

第 1 步 用 VAR 中政府消费残差 γ_{RGC} 和出口残差 γ_{REXP} 回归 GDP 的残差 γ_{RGDP} (残差为 VAR 中得出的原始残差, 根据 GDP 辅助等式, GDP 的残差为各项支出变量残差的加权和).

$$\begin{aligned} \gamma_{GDP} &= \beta_1 \gamma_{RGC} + \beta_2 \gamma_{REXP} + \epsilon_0 & (2) \\ \epsilon_0 &\sim N(0, \sigma_0^2) \end{aligned}$$

第 2 步 分离出 (RPC 中来源于 GDP 冲击的部分, 得出居民消费变量自身的冲击.

$$\begin{aligned} \gamma_{RPC} &= \lambda \gamma_{RGDP} - \epsilon_{RPC} & (3) \\ \epsilon_{RPC} &\sim N(0, \sigma_{RPC}^2) \end{aligned}$$

其中, $\lambda \gamma_{RGDP}$ 是用上面的回归方程构造出的 GDP 的残差; ϵ_{RPC} 即为居民消费变量正交化的残差或产生于自身的冲击.

2.2.2 第 2 阶段 VAR 模型

第 2 阶段 VAR 是为了检验第 1 阶段 VAR 正交化残差中, 有多少是由于货币因素造成的, 多少是由一些不易被实体经济系统的变化很好解释的因素造成的, 如预期因素等. 因此在第 2 阶段 VAR 中, 我们加入货币因素变量如货币供应量、实际利率、实际汇率. 在确定货币供应量变量的选取时, 我们发现: 1) M0、M1 和 M2 相互之间具有较强的相关性, 发展趋势基本相同; 2) M2 与 M1 和 M0 在近几年的波动趋势有所背离的原因主要是由于储蓄率的上升, 即货币资金流出经济系统的数量增加, 而且由于我国 M2 的概念与西方国家不同, 仿照西方国家用 M2 代表货币供应量结果并不理想^[21]; 3) 我国的货币统计量 M1 更接近于反映企业流动资金的宽松程度, 且其近几年的变化与经济运行的总体趋势也较为接近. 所以, 在本研究中, 我们采用 M1 来作为货币供应变量. Granger 检验的结果不拒绝 M1、实际利率和实际汇率这三个变量的变化是经济系统发生变化的原因, 因此, 在第 1 阶段 VAR 的基础上加入这三个货币性变量作为 VAR 系统的外生变量. 单位根检验结果表明三个变量的原始值不平稳, 而其取对数二阶差分通过了平稳性检验, 因此, 将这三个变量取对数二阶差分后进入 VAR 模型. 这样第 2 阶段扩大的 VAR 系统中包括六个内生变量 (居民消费、政府消费、民间投资、政府固定资产投资、出口和进口) 及三个外生变量 (实际货币供应量 M1、实际汇率、实际利率).

重复与第 1 阶段 VAR 相同的过程, 可以得到扩大化后 VAR 模型中需求变量的正交化残差. 若第 1 阶段 VAR 中的负面冲击在扩大化的 VAR 中显著下降, 则表示需求冲击有相当部分是由于货币政策引起的; 如下降不多, 则表示需求冲击是由货币政策以外的因素如预期等引起的.

2.2.3 动态模拟

在第 3 阶段, 动态模拟这些冲击因素与 GDP 的关系, 并采用脉冲—响应函数来测试经济系统

对有关变量负面冲击的反应,以考察不同冲击对通货紧缩的影响程度。模拟系统中包括的变量为GDP和对其产生负面冲击的变量,并考虑了这些变量间长期的协整关系。

以上计算用E-Views软件实现。数据来源为:中国统计年鉴(1998)、中国统计摘要(1999)、International Financial Statistics(IMF,1999)、中国

人民银行有关统计数据。

2.3 VAR运行结果及分析

2.3.1 第1阶段VAR的运行结果及分析

第1阶段VAR所用的数据期间为1980—1998年,运行结果见表1。表中的数字为1990—1998年间正交化后各需求变量的残差再经过标准化后的结果,数字表示变量在当年出现的冲击。

表1 第1阶段VAR中各变量出现的冲击(数字为当年值)

	GDP冲击	政府消费冲击	政府投资冲击:居民消费冲击		民间投资冲击	外贸部门冲击
1990	0.475 901	-0.514 087	0.022 325	0.534 466	1.153 381	0.775 947
1991	-0.288 892	-0.894 813	-1.333 356	-0.209 504	0.116 208	1.031 494
1992	-0.094 374	-0.073 987	-0.338 178	-0.247 090	0.293 144	0.479 968
1993	0.253 086	0.133 457	0.320 606	0.106 432	0.533 762	0.161 563
1994	-0.176 683	-3.144 462	-2.273 895	1.609 437	-1.329 264	0.394 407
1995	0.069 824	0.040 816	0.224 716	0.169 096	-0.125 280	-0.268 007
1996	0.033 711	0.349 208	0.589 463	0.179 570	-0.547 230	-0.833 742
1997	-0.043 420	0.777 866	0.466 033	-0.498 331	0.492 285	0.102 048
1998	-1.098 160	1.501 286	0.081 006	-1.502 712	-2.230 436	-1.530 716

从表1可以看出,GDP在1994年之后一直是正的冲击,1997年开始出现负面冲击,开始较小,到1998年突然出现较大的负面冲击,这与1994年之前逐渐出现的负面冲击相比幅度要大的多。政府支出变量在此期间一直未出现负的冲击;民间投资从1994年开始到1996年连续三年出现了负面冲击;外贸部门在1995年和1996年也都出现了负面冲击。在GDP出现负面冲击的1997年,只有居民消费变量出现了负面冲击。在GDP均出现大量负面冲击的1998年,居民消费、居民投资和外贸部门均出现负面冲击,其中来自于民间投资部门自身的冲击相对较大。

(1) 外贸部门的负冲击:虽然外贸部门早在1995年、1996年就出现了负冲击,当时的冲击应主要来自国际贸易保护主义的抬头,但由于外贸部门对GDP的贡献率相对较小,国内巨大的市场可以抵消这些冲击对经济的影响,因此并未引起宏观经济出现大的波动。但造成国内出口企业经营效益的急剧滑坡,为通货紧缩的发生起到了一定的基础作用。1998年外贸部门出现的负面冲

击,很大一部分是受亚洲危机的影响,其次也受全球通货紧缩的国际环境影响,国际市场的不景气对我国的出口贸易也带来了打击。但其冲击的幅度小于民间投资的负面冲击。可以看出,外贸部门的负冲击给我国经济造成了较为严重的负面冲击,但从其冲击的程度与居民消费和民间投资的相对大小,以及在GDP中所占的比重来看,它不能成为引发并使得通货紧缩深化的主要原因。

(2) 民间投资的负冲击:最先出现负冲击的需求变量就是民间投资,其一直持续到1997年通货紧缩迹象显露之前,而且1998年出现负面冲击的幅度急剧加大。虽然外贸部门在通货紧缩出现之前也出现了连续的负冲击,但其累积冲击程度和持续性都弱于民间投资,因此,民间投资1994年以来出现的连续负面冲击是通货紧缩发生的初始触发因素。

(3) 居民消费的负冲击:1998年是我国通货紧缩全面出现,经济发展运行状况较差的一年,GDP出现了较大的负面冲击。虽然居民消费自身负冲击的程度小于民间投资,但由于其对GDP占

有一半以上的贡献率,对GDP的影响也比民间投资和外贸部门高出好几倍,因此,居民消费方面出现的大量负冲击成为经济形势持续恶化的最主要的推动力量。

综上所述,我们认为,民间投资的下降是引发通货紧缩出现的初始冲击力量;而居民消费的迅速萎缩则是导致1998年通货紧缩进一步发展和深化的主要原因;此外,外贸形势的恶化也是导致我国通货紧缩的重要原因之一。

2.3.2 第2阶段VAR的结果及分析

第2阶段VAR的目的就是要分辨出上一阶段VAR中,民间投资和居民消费出现的负冲击是由货币因素造成,还是由不能被经济系统内部原因所解释的因素如预期因素等造成。如果加入货币因素后,第1阶段VAR的负残差出现大幅下降,则表明紧缩的货币政策是导致通货紧缩发生的真正原因;如果还有大量的负残差存在,则表明这些负冲击是由其它一些非实际经济因素和非货币因素造成的,如预期因素或体制转轨方面的因素等,第2阶段VAR的结果见表2。

表2 第2阶段VAR中各变量的残差(残差为正交化和标准化后的数值)

	GDP 冲击	政府消费冲击	政府投资冲击	居民消费冲击	民间投资冲击	外贸部门冲击
1990	0.176 977	-0.527 348	-0.248 263	0.535 345	-0.238 523	0.031 827
1991	0.036 432	-1.209 795	-1.427 374	0.377 106	0.729 744	1.071 597
1992	-0.173 506	-0.122 698	-0.615 631	-0.428 889	0.774 928	0.656 807
1993	0.187 941	0.004 410	0.543 871	0.533 024	-0.804 504	-0.630 957
1994	0.508 864	-3.294 497	-2.500 896	2.402 056	-0.076 093	1.304 616
1995	0.207 832	0.032 975	-0.235 416	0.282 426	0.388 456	0.290 124
1996	0.052 958	0.237 152	0.297 907	0.055 963	-0.169 998	-0.231 136
1997	-0.017 816	0.968 878	-0.505 297	-0.489 722	0.742 183	1.060 698
1998	-0.422 285	0.918 210	0.671 994	-0.964 311	-0.876 543	-0.334 471

(1) 外贸部门。从表2表明,加入货币因素后,外贸部门出现的负冲击减小程度很大,1995年变为正值,这说明货币因素是导致外贸部门负冲击出现的原因。长期以来,我国偏高的实际利率和实际汇率经常相伴随,给出口企业经营带来压力。特别是1994年汇率体制改革后,我国货币政策以稳定汇率为目标,汇率一直稳中见升,在1997年亚洲危机爆发后,我国维持人民币不贬值的政策,使得我国汇率相对偏高,成为出口下降的重要原因。

(2) 民间投资。民间投资出现的负冲击,在加入货币因素后发生了较显著的变化,表明民间投资的负冲击来源于货币因素。一方面,“软着陆”时期,我国实行了适度从紧的货币政策,防止经济过热。到1996年,货币供应量、经济增长率和物价增幅均将到了合理的水平,可以说宏观金融调控的目标已基本实现,此时货币政策应到了转向的

时机;另一方面,由于外汇占款发行已成为我国基础货币发行的重要渠道,亚洲危机爆发,出口下降造成了基础货币发行的减少,同时国内企业经营

Response of D2LRGDP to One S.D. D2LRPINV Innovation

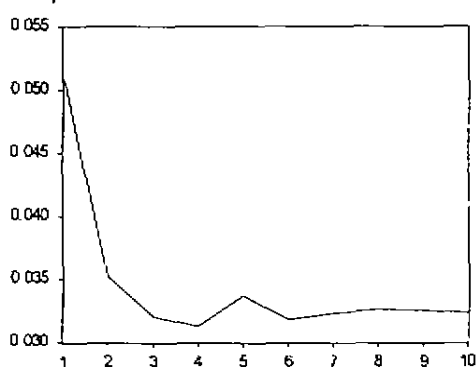


图15 民间投资的冲击对GDP的影响

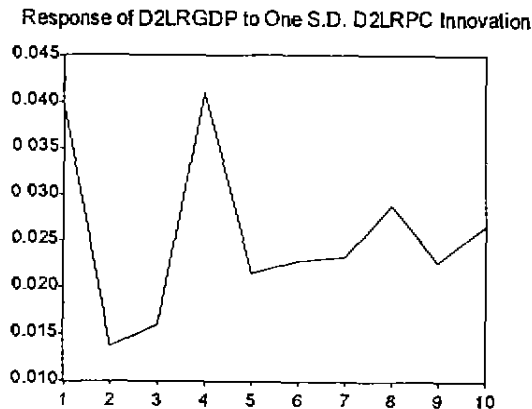


图 16 居民消费的冲击对 GDP 的影响

效益的恶化,也使得贷款发行渠道受阻,其时已存在货币供应紧缩的压力,但当时由于对通货膨胀的反弹仍然十分担心,国家确定的 1997 年货币政策目标的重点还是反通货膨胀^[26],其结果必然导致货币供应量不足,再加上我国的信贷政策一向对民间投资存有歧视性,银行的“信用萎缩”首先是对民间投资的紧缩,因此,民间投资出现下降不可避免。

1998 年民间投资的负冲击,加入货币因素后仍保留了一定程度的负值,说明 1998 年民间投资的负冲击不能全部被货币政策所解释,还受到了其它一些原因如预期或体制性因素。具体而言,经济形势的恶化使投资者不愿投资,而银行也由于不良债务比率过高以及对企业的未来发展的不确定性增加,不愿贷款,体制方面的原因导致的“在制度上还没有创造出非国有部门预期的发展空间,非国有部门投资难以跟进”^[15]。这与 1998 年采用扩张性宏观政策后民间投资仍然不足的情形相符。也正如樊刚指出,“1997 年讨论通货紧缩问题时,国内面临两大问题,一是 1996 年“软着陆”后宏观经济政策未能及时调整,对投资的控制过紧,导致投资需求不足;二是银行不良债务过高,中小企业贷款渠道窄等非货币政策的体制性因素造成的信贷萎缩导致民间投资不足,1998 年政策调整后,第一个问题已不存在,第二个问题却依然存在,并有所加重。”除了樊刚所说的体制性原因外,投资者投资意愿不强也是 1998 年民间投资出现大量负冲击的一个原因。

(3) 居民消费,居民消费出现的大量负冲击

在加入货币因素后并没有出现较大幅度的下降。1997 年的负冲击基本没变,1998 年货币因素的加入只使得冲击下降了不到 1/3,说明大量的消费需求冲击主要来自于消费者预期因素。随着 1997 年亚洲经济危机的爆发,以及国内企业经营状况的恶化,人们对经济前景持保守态度,再加上体制改革,职工下岗压力增大,特别是住房、医疗、养老保险和教育四大政策的同时出台,进一步加剧了人们对未来收入和支出的不确定性,即期消费下降,预防性储蓄大量增加,在实际经济中表现为扩张的货币政策对经济失去效用,经济中出现了类似于日本的“流动性陷阱”现象。国内许多学者在研究和讨论我国的“流动性陷阱”现象时,都提出了消费者预期所起的强大作用^[27,25]。本文的实证检验结果也反映出,预期因素是导致我国通货紧缩的状况持续存在难以扭转的主要原因。

通过随第 2 阶段 VAR 的结果及分析,我们认为,紧缩的货币政策是导致通货紧缩初始冲击(民间投资不足)出现的主要原因,而导致通货紧缩局面迅速出现并进一步深化的主要力量来自于预期因素,特别是消费者预期。企业经营效益恶化,宏观经济陷入低迷;伴随着下岗压力的增大,四大改革政策的同时出台;全球性通货紧缩压力的出现,这些因素迅速改变了消费者和生产者的预期,人们对未来的不确定性大大增加,实际的消费和投资需求进一步下降,预防性货币需求增加。金融系统也由于对经济发展形势以及借款人未来预期的不确定性增加,及自身不良资产比例过高,出现了“惜贷”现象。从而使得 1997 年底显露的通货紧缩苗头在 1998 年得以全面出现并进一步深化。

2.3.3 冲击因素对经济系统的影响

通过前两步 VAR,我们已确定出导致通货紧缩出现的初始冲击力量和深化的主要原因分别来自于民间投资和居民消费方面,而这两方面出现问题的原因在于偏紧的货币政策和预期因素。在第 3 阶段 VAR 中,动态模拟以上因素与 GDP 关系,运用脉冲—响应函数来测试经济系统对这两方面冲击的反应,这种测试能更深入分析和解释此次通货紧缩的严重程度。

在脉冲—响应分析中,使用的变量包括居民消费、民间投资、GDP、货币供应量、实际利率和实际汇率。与前两个阶段的 VAR 不同的是,在脉冲

— 响应分析中,将变量间的协整关系加入到模型中是非常重要的,因为它反映了变量间长期稳定的动态关系.因此我们将上述变量的原始值做了协整检验,Johansen cointeger test 检验结果发现 GDP、民间投资和居民消费有协整关系,因此将这一协整关系作为误差修正项包括在该阶段的 VAR 系统中.脉冲——响应分析的结果见图 15、图 16.

从民间投资和居民消费对 GDP 的冲击响应图中可以看出:一个标准单位民间投资的负冲击对 GDP 产生的影响初始最大,然后直线下降,在将近 3 个周期后,影响消失.每一标准单位居民消费的负冲击将会给经济带来 10 个周期以上的影响.居民消费冲击对经济的影响在开始的第 1 个周期较大,第 2 个周期出现下降,第 3 个周期又会飞速上升到最大,随后影响逐渐减弱,特别是到第六个周期以后,影响会出现大幅的下降.六个周期后,影响缓慢下降直到逐渐消失.因此,居民消费冲击对经济的影响主要出现在前六个周期,而且在第 1 个和第 3 个周期的影响最大.

民间投资和居民消费的冲击对经济的影响比较而言,民间投资在前期对经济产生的影响较为强烈,但影响下降的较快,影响的实际周期也较短;而居民消费的影响虽在程度上弱于民间投资的冲击,但持续的实际周期较长,影响下降的速度也较缓.因此,对居民消费冲击引发的经济问题,消除其影响需花费较长时间和付出更多的努力. L. Catao 和 R. Famaswamy 1995 年用 VAR 方法对英国 1990—92 年出现的经济衰退进行分析时,也得出了相类似的结果^[20]. 他们的研究结果表明,在英国来自于一个单位消费需求的负面冲击,将会给 GDP 带来较为强烈的冲击,且持续的时间长达 16 个周期,并由此解释了经济出现较长时间衰退的原因. 我们的这一结果较好地解释了我国 1998 年虽然采取了多方的扩张政策,亚洲经济的回升也使出口出现了转机,但经济增长低迷、物价增幅持续下降的趋势迟迟未见好转的实际状况.

综上所述,我们认为,1998 年通货紧缩进一步深化主要是由居民消费的冲击引起的,而居民消费冲击的影响持续时间较长.因此,治理通货紧缩,使经济恢复健康运转,不能指望一蹴而就,要

做好需要较长恢复期的准备.

3 结论与政策建议

3.1 结论

通过上述实证分析,可以得出如下结论:

1. 我国自 1997 年底以来出现的通货紧缩现象,其初始冲击主要来自于民间投资的下降,而造成 1998 年通缩局面进一步发展、深化的最主要的因素则在于消费需求方面,居民消费需求 1998 年突然出现的大幅度负面冲击成为最大的推动力量;另外,外贸形势的恶化也对通货紧缩的出现和深化起着不可忽视的作用.

2. “软着陆”时期紧缩性货币政策的滞后效应,以及在国内经济受到打击,并出现恶化迹象时未能及时调整货币政策取向是导致民间投资不足的主要原因;而随之居民消费的急剧下降及民间投资的继续萎缩则主要是由预期因素引起的;

3. 脉冲——响应分析的结果表明,来自民间投资对经济的冲击相对较为剧烈,在开始时对经济的影响强度比较大,容易把经济推向低水平的平衡点,但其影响持续的时间比较短,大约为三个多周期;来自于居民消费的冲击对经济影响的作用强度相对较缓,在开始的第 1 个周期影响较小,在第 2 和第 3 个周期影响达到高峰,其影响持续的时间较长,大约在六个周期后才会有较大幅度的下降.因此,治理我国通货紧缩不能急于求成.

进一步看,通货紧缩更深层的原因则在于经济的微观机制问题.旧体制下经济实体和经济结构中存在的问题不断积累,在转轨时期,在市场经济体制和改革开放后国际市场力量的冲击下,这些问题就会集中显露出来,并造成了经济的脆弱性增加,在受到某一方面的冲击下就容易陷入低迷甚至衰退.

3.2 前期宏观经济政策评价

1998 年 6 月以来,为治理通货紧缩、扩大内需,我国政府实行了扩张性财政政策和货币政策,这些政策对遏止经济滑坡起到积极作用,但并没有达到预期的效果,下面结合我们的实证结果对前期宏观经济政策给予评价.

(1) 货币政策

1998 年虽然放松了货币政策,但对经济的刺

激作用效果并不理想,其原因尽管有多种,如1) 货币政策取向没有根据经济发展的具体情况进行及时调整而导致的滞后效应;2) 利率的非市场化导致传导渠道效应差,货币政策实际上缺少了利率这一手段;3) 汇率方面,尽管我国坚持人民币不贬值的政策在亚洲危机以后相当长时间内正面效应大于负面效应,但固定汇率政策在一定程度上限制了央行货币政策选择和调整能力和经济的自我调节能力。

但根据本文实证结果,主要原因在于,1) 我国货币政策的对民间投资、中小企业融资渠道的限制,随着市场经济发展,近年来民间投资已成为推动我国经济发展的重要力量,而民间投资在融资渠道方面受限;2) 货币政策的宣誓效应差,从“适度从紧的货币政策”、到1998年7月“适当的货币政策”、1999年初的“稳健的货币政策”,反映出政府反通货紧缩的政策取向不坚定明确,货币政策在改变投资者和消费者预期中作用不理想。

(2) 财政政策

前一时期积极的财政政策,对阻止通货紧缩的进一步深化,刺激经济增长的回升起到了积极的作用。但与历史上比,此次财政政策对经济的拉动作用却明显减弱,主要原因在于:1) 财政投资过于偏重于基础建设项目、对民间投资重视不足,基础建设项目投资大、效益低、链条短,再加上对民间投资的参与重视不够,因而对经济的拉动效果差;2) 财政支出偏重于投资而忽略了社会保障体系的建设,住房、医疗、就业、教育四大改革政策的出台对公众的预期造成巨大的影响,成为消费需求下降的主要因素之一;3) 分配体制上存在着缺陷,主要是居民可支配收入和消费的增长总是持续低于国民生产总值的增长^[9]、城乡居民收入差距拉大、农民实际收入下降、居民不同阶层的收入差距拉大,收入结构的不平衡也成为导致消费需求不足的重要原因;4) 由于我国债券市场不发达,财政的扩张很大部分是由增加税收来实现,造成财政政策实施效果不理想。例如,在增发1000亿元国债的同时,又增加税收约1000亿元,使得增发国债的扩张效应被紧缩的税收政策所抵消,民间投资企业增加缴纳的税收被财政用于国有投资,实际上限制了民间投资的自主性,也成为导致民间投资热情不高的原因之一。

3.3 政策建议

根据本文实证结果和对前期扩大内需政策的评价,我们认为,政策取向应立足解决民间投资、居民消费和预期因素等导致通货紧缩的主要问题,为此提出如下政策建议:

(1) 货币政策方面

总体上仍应继续实行适当宽松的货币政策。首先,宏观经济的紧缩形势尚未出现明显好转的迹象,居民消费和投资需求仍未出现回升的势头;其次,实证结果表明居民消费对经济冲击的影响将会持续一个较长的时期。

1) 预期因素是目前推动通货紧缩的主要力量,因此货币政策应明确其反通货紧缩的目标,实现政策的“宣示效应”,以改变公众对货币政策不确定和对通货紧缩持续发展的预期,使得社会的消费行为和投资行为更能和货币政策有效配合,避免“流动性陷阱”现象的再次出现,同时也有利于增强银行的贷款意向;

2) 放开对中小企业贷款的限制,拓宽民间投资的融资渠道;加快以民间投资为主要对象的中小型金融机构的建设,并增加央行对这些中小金融机构的信用支持;

3) 继续加大居民消费贷款的种类和力度,加强金融创新,促进消费需求的提高;

4) 央行应逐步放开利率,推进利率市场化进程,使利率真正成为反映经济形势的敏感指示剂,成为央行货币政策对经济进行温和调整的有效手段;

5) 从对汇率政策的分析中可以看出,在现代开放经济体系下,只有适度放开汇率,才能使经济更具有适应市场变化的自我调节能力,增加经济抵抗外来冲击的能力。当然,这是一个逐步的过程,要以国内经济体制的完善和经济基础的扎实性为基础。

(2) 财政政策方面

1) 我们认为,国有投资效益低下、产业技术水平落后是导致我国通货紧缩发生的深层次原因,并且它还进一步引发了消费者和投资者对未来不景气的预期,因此财政政策在加大基础建设投资的同时,还应加大用于国有企业技改、增强国有企业发展潜力的投资,以改善微观经济基础,扭转消费者和投资者对未来的预期;

2) 政府投资应加大西部开发的力度,其重要的意义主要在于,开发和利用潜在资源并对民间投资和消费具有较大的拉动作用,还很有可能成为启动我国经济的新的增长点。

3) 财政还要对农村的发展加大支持力度,目前,我国农业方面存在较大问题,主要是乡镇企业由于产品技术含量低,质量低下,经营普遍陷入了困境;融资渠道受限,资金缺乏,因此财政对于农村支持的重点应放在提高农村科技水平、促进产品升级,以及拓宽农民的融资渠道和减轻农业的税收负担。

4) 财政政策需要对民间投资给予一定的支持,一些基础性项目和公共产品项目要适当地创造能够允许和吸引民间投资加入的条件,充分发挥财政投资的杠杆作用,这样才能在较小的财政投入下,取得更好的政策效果;

5) 调整收入分配关系也是当前财政政策的重点之一,特别是城乡居民收入差的问题,当前治理通货紧缩的重点就是扩大消费需求,而收入结构存在的问题大大限制了消费需求的提高,因此财政政策应在税收方面对收入差距拉大的情况做些调整,在一些财政收费项目上减轻农民的负担,提高农民的消费能力和有效消费需求;

6) 加快社会保障体制的建立,并对改革政策给居民生活带来的影响作一些适当的补偿,这是尽快扭转居民支出预期的最重要的措施。

7) 税收政策应适当放松,在当前国有企业经营不景气、民间投资不足的情况下,增加税收只会加重这种状况,并抵消其它财政政策的扩张效应,而且这种政策的不一致会导致公众对政策预期的更加不确定,使得扩张性政策失去效用,因此适当宽松的税收政策将会对通货紧缩形势的好转具有多方面的意义;

8) 财政政策还是要进一步依赖国债渠道,以防止由于税收增加而导致的抵消作用,但国债的发行要有一定的限度,以防由于政府的负债过多而导致公众的不良预期。

在政策的制定和实施中,我们还需要对以下几个方面予以重视:

1) 财政与货币政策的配合,只有货币政策和财政政策密切配合,才能保证政策效果的如期实现,这种配合不仅表现在松、紧等方向性方面,而且还表现在政策的微观结构配合上,如在国有投资增加的同时,贷款政策却对民间投资存有歧视,民间投资缺乏迅速回升的条件,这势必减弱了财政政策的实施效果。

2) 对于“预期”在宏观经济中的作用要予以更多的重视,反映在宏观政策方面就是要注意政策发布和实施的时机问题,而且,在考虑政策直接效果的同时还要考虑到政策的“宣示效应”对公众预期产生的影响,以免政策的某些副作用改变了政策制定的初衷;

3) 由于目前通货紧缩深化的主要原因在于居民消费,且居民消费冲击的影响周期长,再加上通货紧缩的深层原因在于我国转轨时期的经济微观机制问题,因此目前经济的恢复可能需较长时间,治理通缩、扩大内需的政策制定应注意长期效果,不能急于求成。

综上所述,我国政府当前面临的改变通货紧缩状况的最急迫的问题就是改变投资者和消费者的预期,这一方面要依赖于财政政策和货币政策对经济的实际拉动强度,另一方面还要依赖于政策的“宣誓效应”,而长期看,主要工作和目标还应该是,将市场经济体制改革进一步深化,努力改善和调整经济系统的微观结构,增强经济系统的实力和活力。

参考文献:

- [1] 斯蒂格里茨. 经济学[M]. 北京:中国人民大学出版社,1997
- [2] Friedman M, Schwartz A. A Monetary History of the United States. 1867—1960[M]. Princeton University Press, 1963
- [3] Greenspan A. Remarks by Chairman Alan Greenspan[R]. At the Annual Meeting of the American Economic Association, Chicago, Illinois, 1998,1
- [4] Krugman P. The Accidental Theorist—All work and no play makes William Greider a dull boy. Internet, 1997

- [5] 北京大学中国经济研究中心. 寻求多重目标下的有效政策组合[J]. 经济研究, 1998, 4: 3~12
- [6] 刘树成. 通货紧缩: 即不能估计不足 亦不能估计过重[J]. 经济研究, 1999, 10: 23~30
- [7] 谢平, 沈炳熙. 通货紧缩与货币政策[J]. 经济研究, 1999, 8
- [8] Temin P. Did Monetary Forces Cause the Great Depression? [M]. W. W. Norton, New York, 1976
- [9] Fisher I. The Debt—Deflation Theory of the Great Depressions[J]. Econometrica, 1933
- [10] 范剑平. 当前国民经济面临的一个新现象: 通货紧缩[J]. 城市金融论坛, 1998, 11: 9~12
- [11] 周天勇. 总需求萎缩的深层梗阻及其扩张途径[J]. 经济研究, 1999, 1: 9~17
- [12] 樊纲. 克服信贷萎缩与银行体系改革[J]. 经济研究, 1999, 1: 3~8
- [13] 张曙光等. 投资、周期波动与制度性紧缩效应[J]. 经济研究, 1999, 3: 16~25
- [14] 中国证券报, 1999年8月19日
- [15] 胡鞍钢. 我国通货紧缩的特点、成因、及对策[J]. 管理世界, 1999, 3: 10~23
- [16] 曾令华. 98 货币供应量分析和 99 货币增长区间[J]. 经济学动态, 1999, 4: 18~21
- [17] 北京大学中国经济研究中心. 正视通货紧缩压力, 加快微观机制改革[J]. 经济研究, 1999, 7: 10~17
- [18] Economist. The new danger. The Economist[J]. 1999, 2, 20: 22~23
- [19] 刘国光. 对我国经济形势与宏观调控一些问题的看法[J]. 经济学动态, 1999, 10: 3~11
- [20] IMF. Recession and recovery in the United Kingdom in the 1990s: a vector autoregression approach[R]. WORKING PAPER, 1995, 4
- [21] 于学军. 1998 年货币政策效用分析[J]. 经济研究, 1999, 3: 34~40
- [22] Mckiernan B. Monetary Disturbance or Financial Market Collapse: test of two theory of the Great Depression[J]. Applied Financial Economics, 1998, 8: 133~144
- [23] Christopher A. Sims, Tao A. Zha. Does Monetary Policy Generate Recessions? [R]. Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 98—12, 1998, 7
- [24] IMF. The Morning After: Explaining the Slowdown in Japanese Growth in the 1990's[R]. WORKING PAPER, 1999
- [25] IMF. Japan's Stagnant Nineties: A Vector Autoregression retrospective[R]. WORKING PAPER, 1999
- [26] 中国人民银行研究局课题组. 中国货币政策分析[J]. 经济研究, 1999, 3: 26~33
- [27] 刘利. 我国经济是否出现了“流动性陷阱”[J]. 国际金融研究, 1999, 10: 50~55
- [28] 刘宪法. “日本陷阱”与当前中国宏观经济现实[J]. 经济研究, 1999, 8: 40~47

Empirical research on the causes of the deflation in China

—A VAR approach

WANG Chun-feng, KANG Li, LI Wen-hua

Center for Financial Engineering, School of Management, Tianjin University, Tianjin 300072

Abstract: This paper uses a vector autoregression (VAR) approach to identify the causes of the recent deflation in China. The main finding is that the recent deflation was precipitated primarily by shocks to private investment and deepened mainly by the sharp decline of consumption. Monetary factors can explain the most part of the initial shock to private investment, while the decline of consumption was mainly caused by expectational factors. The results of impulse-response analysis show that the consumption shocks have a long lasting impact on GDP and this can explain the relatively long duration of the recovery.

Keywords: deflation; VAR; impulse-response function