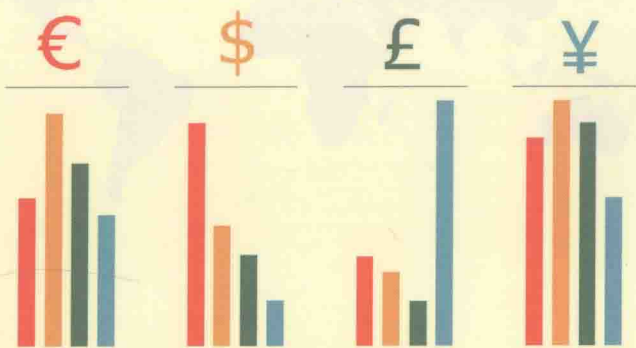


货币政策调控

与经济周期的实证研究：

1984年以来中国反周期货币政策的实证分析

刘旺霞 著



WUTP

武汉理工大学出版社

Wuhan University of Technology Press

货币政策调控与经济周期的 实证研究

——1984年以来中国反周期货币政策的实证分析

刘旺霞 著

武汉理工大学出版社

· 武 汉 ·

图书在版编目(CIP)数据

货币政策调控与经济周期的实证研究：1984年以来中国反周期货币政策的实证分析 / 刘旺霞著. —武汉：武汉理工大学出版社，2016.1
ISBN 978-7-5629-4656-4

I. ①货… II. ①刘… III. ①货币政策-研究-中国 ②中国经济-研究 IV. ①F822.0 ②F12

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第238481号

项目负责人:李兰英

责任编辑:史卫国

责任校对:刘凯

装帧设计:许伶俐

出版发行:武汉理工大学出版社

地址:武汉市洪山区珞狮路122号

邮编:430070

网址:<http://www.wutp.com.cn>

经销:各地新华书店

印刷:武汉兴和彩色印务有限公司

开本:880×1230 1/32

印张:9.375

字数:266千字

版次:2016年1月第1版

印次:2016年1月第1次印刷

定价:38.00元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页等印装质量问题,请向出版社发行部调换。

本社购书热线电话:027-87515778 87515848 87785758 87165708(传真)

· 版权所有 盗版必究 ·

基金项目：

2014 年度湖北省社会基金一般项目“货币政策调控与经济周期的实证研究——1984 年以来中国反周期货币政策实证分析(2014080)；

湖北第二师范学院湖北省重点培育学科应用经济学学科建设项目；

湖北省普通高校人文社会科学重点研究基地——湖北文化产业经济研究中心重点资助项目(HBCIR2013Z003)

作者简介：

刘旺霞,女,汉,1975 年出生,湖北崇阳人,经济学博士,湖北第二师范学院副教授,主要从事货币金融政策、文化产业经济与金融研究。2005 年华东师范大学政治经济学专业毕业,获经济学硕士学位,2008 年中南财经政法大学经济思想史专业毕业,获经济学博士学位。近年来,在《经济学动态》、《经济问题探索》、《广东金融学院学报》、《华中师范大学学报(社会科学版)》、《经济纵横》、《商业时代》等期刊上发表论文 30 多篇,主持省部级项目 1 项,省厅级科研项目 5 项,并参与国家社会科学基金项目、国家自然科学基金项目、教育部人文社会科学规划项目、文化部文化艺术类项目等科研项目多项,参与编写教材 4 部,参编专著 1 部。

前 言

货币政策是宏观经济政策的核心内容,是国家进行宏观调控的两大政策支柱之一。关于货币政策调控与经济周期之间是否存在关系以及其具体关系如何等,理论界一直都存在着诸多争论。实践中,无论是国内还是国外,货币政策都是调节经济的一种重要手段,得到了广泛的运用,取得了一定的效果,但也产生了一系列相关问题,迫切需要通过进一步的研究加以解决。从其他各国以及中国的货币政策调控实践来看,还存在诸多争论与差异。具体到中国,特别是自1984年中国人民银行专门行使中央银行职能以来,货币政策在我国宏观经济调控中的作用越来越大,然而在货币政策调控实践中存在的政策效果差异及其具体原因等许多问题都缺乏相应的理论指导,尤其缺乏关于1984年以来我国反周期货币政策调控方面的具体实证分析。因此,对这些理论争论进行梳理,厘清货币政策调控与经济周期关系的理论研究之发展脉络与相关研究成果,并在借鉴各国货币政策实践经验的基础上将理论研究用于指导我国1984年以来的反周期货币政策调控实践并进行实证分析,从而提出中国反周期货币政策的基本思路与对策,就具有十分重要的理论意义和现实意义。这不仅有利于我们进一步丰富和完善货币政策调控与经济周期的相关理论与研究内容,而且有助于我们更深入地认识我国货币政策调控中存在的体制、市场和政

策操作等诸多方面存在的现实问题,并为其改革提供理论依据与实证材料,为货币当局的政策调控等提供相应的政策建议与参考。

本书主要采用规范分析与实证分析相结合、定性分析与定量分析相结合、具体与抽象相结合、归纳与演绎相结合,以及比较与借鉴相结合的方法。在提出货币供给具有内生性倾向等理论观点的基础上,对国内外反周期货币政策实践特别是中国 1984 年以来反周期货币政策实践中存在的政策弱效问题及其货币供给内生性等原因进行分析,并在得出相应实证分析结论与启示的前提下,提出中国反周期货币政策的具体措施与对策建议。

理论是实践与实证分析的基础与前提。关于货币政策调控与经济周期关系的理论非常丰富。根据货币中性与非中性理论,货币政策调控与经济周期之间是存在关系的,但是具体到各国货币政策实践,其关系究竟如何,则应由实践加以说明并通过实证分析加以检验。根据货币供求与货币供给内生外生性理论,货币供给既有内生性也有外生性,但主要具有内生性倾向。根据货币政策效果非对称性理论,紧缩性货币政策效果强于扩张性货币政策效果,可以部分解释中国货币政策在不同经济周期阶段中存在的非对称性效果。货币政策动态不一致性理论以及规则与相机抉择理论则认为,政策应坚持一定的货币政策规则并保证可信用与灵活性兼顾。货币政策传导包括利率、汇率、资产价格等货币渠道传导与银行贷款渠道、资产负债表渠道等信用渠道传导。

货币政策作为一种政府宏观调控的手段,在国外尤其是发达国家早已有了实践。由于各国市场化进程及其程度各不相同,各国反周期货币政策的实践也存在较大差异。美国中央银行独立性比较强,特别是 20 世纪 90 年代以来反周期的规则性货币政策比较

成功,而第二次世界大战后至 80 年代中期采取的相机抉择货币政策效果不佳。英国中央银行只具相对独立性,但其后来采取了比较透明的前瞻性货币政策,其政策效果相对明显。德国具有最独立、最权威的中央银行且始终以稳定物价为最终目标,其第二次世界大战以来反周期货币政策是成功的。日本货币政策实践中因存在中央银行缺乏独立性并且对形势缺乏正确的判断等问题导致政策效果不明显。俄罗斯中央银行独立性不强且政策缺乏稳定性与连续性,政策效果总体上不理想。波兰采取了灵活的汇率制度,其反周期货币政策比较成功。而巴西、阿根廷以及泰国因为固定的汇率制度等问题,其反周期货币政策效果不佳,但其通货膨胀目标制相对比较成功。这些实践的经验与教训给我们在中央银行的独立性、货币政策操作、物价稳定以及汇率制度选择等方面以借鉴和启示。

真正意义上的中国货币政策调控实践开始于 1984 年中国人民银行正式行使中央银行职能之际,本书以此为起点对 1984 年以来的中国反周期货币政策的执行情况、效果及其原因进行了探讨,并根据我国经济与金融体制改革以及货币政策调控与经济周期的特点分别以 1993 年、1998 年以及 2003 年为分界点将其分为如下四个阶段:1984—1992 年反通货膨胀货币政策阶段、1993—1997 年适度从紧货币政策阶段、1998—2002 年反通货紧缩货币政策阶段、2003 年以来适度从紧与适度从松反周期货币政策阶段。通过分析总结得出:除了 1993—1997 年适度从紧的货币政策取得了较好效果之外,其他三个阶段的反周期货币政策效果都不佳或不明显。其原因主要体现在我国货币供给内生性不断增强、体制和制度改革滞后且市场不完善、中央银行独立性不强以及货币政策操作失

误等方面。

为进一步检验 1984 年以来中国反周期货币政策的调控效果,本书根据数据的可获得性选取 1987 年第 1 季度至 2013 年第 4 季度的时间序列数据,运用 Johansen 协整检验、格兰杰(Granger)因果检验、脉冲响应函数 IRF 等计量经济学方法及向量误差修正模型 VECM 等相应模型,对 1984 年以来中国货币政策调控变量国内信贷余额 CR、狭义货币供应量 M1、广义货币供应量 M2、实际利率 RR 与最终经济变量国内生产总值 GDP、消费者价格指数 CPI 之间的关系进行了实证检验。检验结果表明:(1)信贷供给及信贷渠道是有效的,但信贷供给存在明显的内生性。我国信贷余额 CR 的变动无论是对 CPI 还是 GDP 都能产生一定影响,而且与 GDP 之间存在相互正向影响,与 CPI 之间也存在互动影响。这说明信贷供给和信贷渠道对宏观经济总量的调控是有效的,同时,信贷供给具有明显的内生性。(2)M1 与 M2 对实际经济变量 GDP 无明显影响而只对名义经济变量 CPI 产生影响,货币是中性的。该实证分析结果为“新共识”宏观经济学的理论主张提供了强有力的支持。因此,稳定物价具有特别重要的意义,在货币政策的最终目标上,中国更应该选择保持物价稳定。(3)M1 对 CPI 比 M2 具有更直接并增强的正向作用,应特别重视 M1 并关注 M2。M1 能直接对 CPI 产生具有增强趋势的正向影响,而 M2 与 CR 结合起来总体上能对 CPI 产生影响并在其中起正向作用。(4)RR 对 GDP 和 CPI 都无明显影响,利率渠道是无效的。可见,1984 年以来中国的反周期货币政策对宏观经济的调控效果总体上不显著。这与实践分析所得出的结果是一致的。

通过对国外反周期货币政策实践和中国反周期货币政策的理

论与实证研究,本书认为,中国反周期货币政策的基本思路应以理论和实践为依据,以体制改革和制度创新以及市场化改革为核心,抓住货币政策调控发展的趋势与规律。应根据我国现实环境与可行性坚持宏观与微观相结合、原则性与灵活性相结合、稳定与效率相结合、总量与结构相结合等基本原则。在基本方法上应动态地对经济形势进行科学预测与前瞻性把握,以提高货币政策调控效率为目的。增强中国反周期货币政策调控的有效性,不仅需要提高中央银行的调控艺术和政策操作水平,而且需要不断地健全市场机制、体制和制度等。因此,中国反周期货币政策的具体措施与政策建议主要体现在:以稳定物价为最终目标并合理确定和控制M1和M2;提高中央银行的独立性并把握政策的前瞻性与科学性;确保政策的稳定性与持续性以及具体操作上的灵活性;把握政策的时机与力度并加强与财政等政策相协调;深化金融体制改革和制度创新并重视微观主体行为与预期;进一步推进利率市场化并实行更加灵活的汇率制度。最后对全书进行了总结,阐明了主要的研究结论,并指出本书研究不足之处以及未来进一步研究的方向。

本书的第一部分是理论部分,第二、三部分分别是国外及国内货币政策调控实践部分,第四部分是实证计量分析部分,第五部分是对策建议部分,最后是全书的结论部分。实证分析数据表见书尾附录。

感谢对本书的撰写进行过指导的陈银娥教授及对本书的撰写提供过帮助的张恒老师等,感谢支持本书出版的2014年度湖北省社会科学基金一般项目、湖北第二师范学院湖北省重点培育学科应用经济学学科建设项目及湖北省普通高校人文社会科学重点研

究基地——湖北文化产业经济研究中心重点研究项目的资助,同时感谢武汉理工大学出版社的李兰英编辑及史卫国编辑等,是他们的辛苦与支持使本书得以出版。

本书可为高校及企事业单位相关科研、决策人员提供重要的参考,也可为从事与此相关研究的硕士、博士研究生提供相应的借鉴或启发,还可为政府相关人员提供决策方面的参考。从事与此相关教学科研的高校教师也可从中有所获益,可以将此书作为所任相关课程的辅助读物,其他相关读者对象也可从中获得相应的启发与思考。

因本人写作水平有限,错误之处难免,请相关专家、学者等不吝赐教。

刘旺霞

2015年8月20日

目 录

导 论	1
第一节 问题的提出——选题背景与研究意义	1
一、选题背景	1
二、研究意义与目的	3
第二节 国内外研究现状:文献综述	6
一、相关概念界定	6
二、国外研究现状	7
三、国内研究现状	17
第三节 本书的主要内容与研究方法	25
一、本书的研究思路与主要内容	25
二、本书的研究方法	28
三、本书的创新点	29
第一章 反周期货币政策调控的理论基础	33
第一节 货币中性与非中性论	33
一、货币中性论	34
二、货币非中性论	35
第二节 货币供求与货币供给内生外生性理论	38
一、货币供求理论	38
二、货币供给内生性与外生性理论	42
第三节 货币政策动态不一致性理论与效果非对称性理论	47

一、货币政策动态不一致性理论	48
二、货币政策在不同经济周期阶段中的效果非对称性	52
第四节 规则与相机抉择理论	57
一、特定规则还是相机抉择	57
二、相机抉择还是单一规则	58
三、最新规则与相机抉择	60
第五节 货币政策传导机制理论	64
一、货币政策传导机制概述及其过程理论	65
二、货币渠道传导理论	67
三、信用渠道传导理论	70
第二章 国外反周期货币政策实践	77
第一节 发达国家反周期货币政策	77
一、美国二战以来反周期货币政策	77
二、英国二战以来反周期货币政策	82
三、德国二战以来反周期货币政策	86
四、日本二战以来反周期货币政策	90
第二节 转轨国家反周期货币政策	95
一、俄罗斯转轨以来反周期货币信贷政策	95
二、波兰转轨以来反周期货币政策	100
第三节 发展中国家反周期货币政策	104
一、巴西二战以来反通货膨胀货币政策	105
二、阿根廷二战以来反通货膨胀货币政策	110
三、泰国二战以来反周期货币政策	112
第四节 国外反周期货币政策实践的经验与启示	116
一、国外反周期货币政策的经验与教训	116
二、国外反周期货币政策的借鉴与启示	120

第三章 1984 年以来中国反周期货币政策实践	130
第一节 1984—1992 年:反通货膨胀的货币政策	130
一、1984—1992 年反通货膨胀货币政策执行情况及其效果	131
二、政策效果总体不理想的原因分析	134
第二节 1993—1997 年:适度从紧的反通货膨胀货币政策	137
一、1993—1997 年适度从紧货币政策执行情况及其效果	137
二、政策效果较佳的原因分析	142
第三节 1998—2002 年:反通货紧缩的货币政策	144
一、1998—2002 年反通货紧缩货币政策执行情况及其效果	144
二、政策效果不明显的原因分析	148
第四节 2003 年至今:适度从紧及适度宽松的反周期货币政策	151
一、2003 年至今反周期货币政策执行情况及其效果	151
二、政策效果不理想的原因分析	163
第五节 我国反周期货币政策的教训与启示	166
一、我国反周期货币政策实践的经验和教训	166
二、我国反周期货币政策实践的启示	169
第四章 1984 年以来中国反周期货币政策的实证分析	175
第一节 主要计量经济学方法及模型与变量的选择	175
一、主要计量经济学方法	176
二、模型以及变量和数据的选择	182
第二节 1984 年以来中国四阶段反周期货币政策的实证分析	187
一、第一阶段:1984 年至 1992 年	188

二、第二阶段:1993年至1997年	195
三、第三阶段:1998年至2002年	205
四、第四阶段:2003年至2013年	212
第三节 中国反周期货币政策实证分析结论与简要解释	221
一、实证分析结论	221
二、简要解释	223
第五章 中国反周期货币政策的基本思路与具体对策	227
第一节 中国反周期货币政策的基本思路与原则	227
一、中国反周期货币政策的基本思路	228
二、中国反周期货币政策的基本原则与方法	230
第二节 中国反周期货币政策的具体措施与对策建议	234
一、以物价稳定为最终目标并合理确定和控制 M1 及 M2	234
二、提高中央银行的独立性以及政策的前瞻性与科学性	236
三、确保政策的稳定性与持续性以及具体操作上的灵活性	238
四、把握政策的时机与力度并加强与财政等政策的协调	240
五、深化金融体制改革和制度创新并重视微观主体预期与行为	243
六、进一步推进利率市场化并实行更加灵活的汇率制度	245
结 论	255
参考文献	260
附录:实证计量分析数据表	278

导 论

第一节 问题的提出——选题背景与研究意义

一、选题背景

货币政策是世界各国宏观经济调控的主要工具,在市场经济比较成熟的国家作用更为突出,几乎成为宏观经济调控的代名词。在中国,自从1984年二级银行体系建立特别是20世纪90年代中期以来,货币政策在宏观经济调控中扮演着越来越重要的角色。面对经济增长的起伏和经济的周期波动,无论是治理通货膨胀还是通货紧缩,货币政策都发挥了一定的作用。尤其是近年来,在更加复杂、严峻的国际国内形势下,货币政策通过各种操作手段,成功地保证了货币供应和币值的基本稳定,促进了经济平稳快速增长。随着经济改革的推进、金融体系和金融市场的逐步健全,货币政策将更加成熟,金融宏观调控的科学性、前瞻性、有效性将不断增强。

在看到成绩的同时,我们却无法忽视其中存在的问题。从中国近30年的货币政策实践来看,货币政策的作用不但未得到充分的发挥,而且付出了比较惨痛的代价。1985年,中国经济过热,为了控制通货膨胀,中国人民银行实行了“紧缩银根”的货币政策,其后,1986年和

1987年又相继实行了“稳中求松”和“紧中有活”的货币政策。这一期间,偏紧的货币政策虽取得了一定的成效,但由于力度不够,偏热的状况没有得到根本改变,结果导致1988年发生了严重的通货膨胀。当年中国继续加大力度实行紧缩的货币政策,由于力度过大,到1989年下半年,经济出现下潜。于是1989年人民银行开始放松银根,促使国民经济良好发展,这种状况持续到1992年。由于过于宽松的货币政策,使国民经济快速发展,导致需求膨胀、信贷扩张、房地产急剧升温,经济再度处于过热状态。1993年开始,中国实行了适度从紧的货币政策,有效地治理了通货膨胀,到1996年实现了国民经济的“软着陆”。但由于受到1997年亚洲金融危机的影响,1998年下半年以来,中国出现了有效需求不足和通货紧缩的现象,经济出现了下滑态势。针对这种状况,人民银行采取了多次下调利率、取消贷款规模限制、降低法定准备金率以及增加货币供应量等政策措施,但经济迟迟难以走出低谷与萧条,直到2003年才从紧缩中走出来。然而,随之而来的是经济局部过热。为此,中央银行频繁地进行公开市场操作,采取了减少再贷款、市场回购、发行贴现票据、提高存贷款基准利率和法定准备金率乃至扩大人民币汇率浮动空间等多种措施,多管齐下,并与提高印花税、降低出口退税和利息税以及发行特别国债等财政政策甚至窗口指导等行政性措施配合,意图收缩信贷,减少流动性,但效果仍不够明显。流动性过剩仍然严重,物价上涨压力反而加大,货币信贷增速等依然高位运行。根据国家统计局数据显示,2007年6月份全国居民消费价格总水平即CPI同比上涨4.4%,8月份与10月份CPI均同比上涨了6.5%,11月为6.9%,2008年上涨更快,3月份CPI同比上涨8.3%,4月份为8.5%。这是CPI自2007年年初以来连续数月同比上涨达3%以上。信贷增势也较猛,2007年前三季度货币净投放1958亿元,同比多投放302亿元,而第三季度M1增速达到22%,较前两个季度要高^[1]。2008年以来根据经济形势及经济周期波动的情况中央银行也采取了一系列相关措施进行调控,但同样未达到理想状态。凡此种种与政策

调控方向逆行的现象不得让我们深思:货币政策对经济增长和周期波动到底有没有影响或者是否有效?货币政策到底是平抑经济周期波动的有效工具还是引起经济周期波动的关键因素?货币政策到底能做什么或者说货币政策要发挥其应有的作用需要具备什么样的条件?怎样把握好货币政策调控的时点、力度及操作工具?等等。这些都是值得我们进一步思考和研究的课题,目前关于这些问题理论界仍争论颇多。基于上述背景及当前经济中存在的各种相关问题,本书试图通过对1984年以来中国反周期货币政策的分析,探讨货币政策与经济周期之间的关系。

如果说20世纪90年代中国还处于货币政策实践的初探阶段,那么现在国内货币政策实践已经为系统研究货币政策有效性及经济周期波动提供了大量的素材,国际上其他国家的货币政策实践也出现了一些值得我们借鉴和研究的新动向,这为作者的研究提供了丰富的背景材料。而且,当前中国货币政策中存在着一些亟待解决的问题,例如:目前中国还没有形成一套完整的指导货币政策实践的理论体系;货币政策的运行体制、市场环境还不完善;中央银行至今还缺乏运用货币政策调控经济的独立性与有力手段等。这些实践中不断涌现出的新问题也是本书的研究对象。

二、研究意义与目的

围绕着一国的货币政策对经济发展及平抑经济周期是否有效等一系列的问题,无论是国外还是国内的经济学者均提出了各自的理论或观点,争论颇多,莫衷一是。从各国货币政策调控实践来看,不同国家甚至同一国家在不同时期所实施的货币政策对经济增长等最终经济变量是否存在影响及其影响程度如何都存在着一定的差异,同样的货币政策在不同的国家或不同的时期,其政策效果也各不相同。特别是我国1984年以来的货币政策调控实践中存在诸多经验与教训需要