

现代经济学研究丛书



张 搏◎ 著

中国货币政策 中介目标选择研究

The Research on the Choice of the
Intermediary Targets of the Monetary Policy in China



华中科技大学出版社

<http://www.hustp.com>



现代经济学研究丛书

中国货币政策 中介目标选择研究

The Research on the Choice of the
Intermediary Targets of the Monetary Policy in China

张 搏◎著



华中科技大学出版社

<http://www.hustp.com>

中国·武汉

图书在版编目(CIP)数据

中国货币政策中介目标选择研究/张搏著. —武汉:华中科技大学出版社,
2016.5
(现代经济学研究丛书)
ISBN 978-7-5609-9284-6

I. ①中… II. ①张… III. ①货币政策-研究-中国 IV. ①F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 308132 号

中国货币政策中介目标选择研究

张 搏 著

Zhongguo Huobi Zhengce Zhongjie Mubiao Xuanze Yanjiu

策划编辑:陈培斌 周小方

责任编辑:苏克超

封面设计:原色设计

责任校对:曾 婷

责任监印:周治超

出版发行:华中科技大学出版社(中国·武汉)

武昌喻家山 邮编:430074 电话:(027)81321913

录 排:武汉楚海文化传播有限公司

印 刷:武汉鑫昶文化有限公司

开 本:710mm×1000mm 1/16

印 张:13 插页:2

字 数:258千字

版 次:2016年5月第1版第1次印刷

定 价:48.00元



本书若有印装质量问题,请向出版社营销中心调换
全国免费服务热线:400-6679-118 竭诚为您服务
版权所有 侵权必究



现代经济学研究丛书

编委会

主 任

徐长生 (原华中科技大学经济学院院长、教授)

副主任

唐齐鸣 (原华中科技大学经济学院副院长、教授)

王少平 (华中科技大学现代经济学研究中心主任、教授)

委 员 (按姓氏笔画排序)

石寿永 (加拿大多伦多大学经济系教授)

艾春荣 (美国佛罗里达大学经济系教授)

田国强 (美国得克萨斯农工大学经济系教授)

孙焱林 (华中科技大学经济学院教授)

李昭华 (华中科技大学经济学院教授)

宋 敏 (香港大学经济金融学院教授)

张卫东 (华中科技大学经济学院教授)

杨继生 (华中科技大学经济学院教授)

钟春平 (华中科技大学经济学院教授)

黄晓东 (美国范德比尔特大学经济系教授)

韩民春 (华中科技大学经济学院教授)

简志宏 (华中科技大学经济学院教授)

谭国富 (美国南加州大学经济系教授)

作者简介

About the Author

张 搏 男，1983年生，湖北人。法国里昂高等商学院和法国巴黎第一大学双硕士，华中科技大学理论经济学博士，2016年3月华中科技大学应用经济学博士后流动站出站。现任职于中国农业银行总行。主要从事宏观经济和金融市场方面的研究。在《金融研究》、《经济学动态》、《经济学家》等期刊上发表《在华外资银行分层区位战略及影响因素研究》等论文数篇。

总序

General preface

▶▶▶

华中科技大学出版社与经济学院酝酿已久,拟出版一套现代经济学研究丛书,现在终于正式启动了。华中科技大学经济学院在张培刚、林少宫等老一辈经济学家的带领下,自改革开放以来一直坚持国际化的办学方向,以西方经济学和数量经济学两个学科点为基本,积极跟踪现代经济学基础理论和方法的前沿进展,并贯穿在教学和科研的全过程之中,在经济学研究和人才培养上取得了丰硕的成果。华中科技大学出版社的领导和编辑同志们希望利用我校经济学科在国内外的影响,以我校经济学院的教师和博士生为基本作者队伍,同时积极联络国内外的同行加入,比较集中地出版一批现代经济学的研究专著,这对于促进我校经济学科的学术研究、提升学术水平,并加强与国内外同行的学术交流合作,将是一个有力的推动。所以,非常感谢华中科技大学出版社的领导和编辑同志们!

希望这套现代经济学研究丛书的出版,能够在微观经济学、宏观经济学、国际经济学、计量经济学、金融学、政治经济学、制度经济学等现代经济学的主要领域,在基础理论和方法、前沿进展和对现实重大问题的应用研究方面,推出一批学术精品,为繁荣我国经济学的学术研究作出一点贡献。

华中科技大学经济学院学术委员会将本着“质量第一、对外开放、不拘一格”的原则来推荐和评审进入该丛书的作品，经济学院将给予必要的出版资助，欢迎校内外的同行们积极投稿加盟！

华中科技大学经济学院院长，教授、博士生导师

徐长生

2012 年 10 月于武昌喻家山



我国正处于一个向经济新常态变革的时代。习近平总书记明确了新常态的基本特征：从高速增长转为中高速增长，经济结构不断优化升级，从要素驱动、投资驱动转向创新驱动。经济新常态需要货币政策也要满足新常态的要求：利率调控仍是关键，但总量型和结构型的数量工具也不可或缺；汇率政策必不可少，但汇率目标与利率目标的相互牵制明显增强。在蒙代尔三角的约束下，新常态的中国货币政策表现出不同于以往的运行机制和操作效用：一是过去所谓的有管理的浮动汇率制更接近固定汇率制，而目前的有管理的浮动汇率制更加名副其实；二是过去利率与汇率基本独立，而现在需要两者相互协调；三是资本项目开放程度不同，资本项目短期内尽管不可能全面开放，但是逐步放宽限制已成必然趋势。总体来看，中国货币政策采用“独立的货币政策+部分资本流动+有管理的浮动汇率制度”这一不可能三角中的内部解是可行的。

货币政策中介目标作为货币政策框架中的重要一环，需要为央行制定合理的货币政策提供有效信息，因此选取能够客观反映经济运行状况和货币政策实施状况的中介目标对于成功实现货币政策最终目标来说至关重要。20世纪90年代末，中国人民银行根据金融宏观调控需要主动取消贷款规模管理，实现了我国货币政策调控框架的第一次重大转型，即从以直接调控为主转变为以间接调控为主，并逐渐形成了以广义货币(M2)为中介目标、以维持物价稳定为最终目标、多种货币政策工具组合运用的数量型为主的货币政策调控框架。但随着我国经济金融的改革发展，特别是随着利率市场化改革的稳步推进，金融产品不断创新，货币需求函数稳定性呈下降趋势，加之货币供应量的增长具有波动性，中央银行难以准确测算M2、货币流通速度及货币乘数等数量指标。在此背景下，为了提高货币政策的调控效率，中国人民银行逐步推动货币政策调控框架从数量型向价格型转变，即在逐步放开存贷款利率管制的同时，不断加强政策利率体系的建设，标志着我国货币政策框架正式进入价格型框架时代。

经济变量是否适合作为货币政策的中介目标，在于其能否客观反映出我国经济运行状况，能否为央行及时提供正确的有助于制定货币政策的经济信息，并

且要求其具有较高的可控性和可测性。这要求中介目标的货币政策传导机制必须是有效的,也就是央行可以通过货币政策工具影响到中介目标,进而有效地影响到货币政策最终目标。因此,本书旨在从理论和实证方面,以货币政策传导机制为基础,探讨货币供应量、利率和汇率作为中介目标的适用性。

本书从货币政策传导机制出发,阐述了货币政策传导机制的理论、相关要素,以及具体的传导途径与不确定性,并分析了我国经济环境下货币政策传导途径的复杂性。在货币供应量中介目标方面,本书探讨了货币的中性与非中性理论,而货币非中性是货币供应量可以作为中介目标的前提条件之一。本书还阐述了货币供应量作为中介目标在我国的理论研究,以及其对通货膨胀和产出的影响,分析了货币供应量的传导途径,并通过实证检验证明了货币供应量仍然可以考虑作为我国货币政策的中介目标。在利率中介目标方面,本书回顾了利率作为中介目标的历史,并且利用扩展式泰勒规则对我国的利率走势做了分析,得出泰勒规则可以比较好地作为预测市场利率的工具,以及利率的传导途径有效等结论,认为利率可以优先考虑作为我国货币政策中介目标,并且在此基础上对我国利率市场化程度作了阐述。在汇率中介目标方面,本书在理论上将实际汇率制和汇率目标区间制做了对比,并对汇率对国际贸易和国与国之间通货膨胀传导作了实证检验,得出汇率不适合作为我国货币政策中介目标的结论。最后,本书讨论了一种最终目标制度——通货膨胀目标制在我国的可行性,认为我国目前仍然需要设定一个合理的中介目标,以帮助央行制定合适的货币政策。因此,本书建议我国采取以利率为主、货币供应量为辅的双中介目标制。而汇率由于无法客观地反映我国的贸易结构,因此不适合作为我国货币政策中介目标。

张 搏

2015 年 11 月于北京



第一章	绪论	1
1	第一节 货币政策及其目标概述	1
	第二节 国外与国内研究状况	8
	一、国外研究状况	8
	二、国内研究状况	12
	第三节 本书研究思想、研究方法与创新点	14
第二章	我国的货币政策传导机制	16
16	第一节 货币政策传导机制理论	16
	一、国外的理论综述	16
	二、国内研究状况综述	22
	第二节 货币政策传导机制的相关要素	23
	一、货币政策传导机制的主体	23
	二、货币政策传导机制的主要影响因素	24
	三、货币政策传导的过程	25
	第三节 货币政策传导途径的种类	26
	一、利率传导机制	26
	二、货币供应量传导机制	28
	三、资产价格传导机制	29
	四、汇率传导机制	31
	五、信贷传导机制	32
	六、货币政策的成本传导途径	34
	第四节 货币政策传导的不确定性	35
	第五节 我国货币政策传导的复杂性	45

货币供应量中介目标的适用性	48
第一节 货币中性与非中性之争	48
一、古典经济学派的货币中性论	48
二、新古典学派的货币中性论	51
三、货币非中性论	56
第二节 关于货币供应量的实证检验	58
第三节 货币供应量中介目标在我国的理论研究	66
第四节 货币供应量、通货膨胀率与产出	68
一、最优货币量与通货膨胀	68
二、货币供应量与短期产出	73
第五节 货币供应量的传导途径	75
一、货币供应量在政策传导中的投资渠道	75
二、货币供应量在政策传导中的消费渠道	76
第六节 我国的货币供应量实证检验	77
一、我国 CPI 的构成对通货膨胀率的影响	77
二、我国的货币供应量与物价水平 和实际产出水平	79
三、我国货币流通速度以及狭义和广义货币乘数	82
四、货币供应量作为中介目标的检验	85

利率中介目标的适用性	98
第一节 利率作为中介目标的历史回顾	98
第二节 利率中介目标的理论综述	99
一、国外研究综述	100
二、国内研究综述	102
第三节 泰勒规则及其扩展形式	105
一、泰勒规则的原始模型	105
二、泰勒规则的扩展形式	107
第四节 我国的利率市场化改革	117
一、利率决定理论	117
二、利率市场化改革理论	118
三、利率市场化在我国的改革经历	122
第五节 利率作为中介目标适用性检验	126
一、泰勒规则在我国的检验	126

	二、利率的传导机制检验	131
	第六节 利率中介对我国货币政策的适用性分析	135
第五章	汇率中介目标的适用性	137
137	第一节 实际汇率目标制	138
	一、购买力平价理论	138
	二、实际汇率目标制的理论研究	142
	第二节 汇率目标区理论	146
	一、克鲁格曼的汇率目标区间理论	146
	二、汇率目标区理论的扩展	148
	第三节 汇率的传导机制	151
	第四节 我国汇率目标制的研究	154
	第五节 我国的汇率制度改革	157
	一、我国汇率制度改革的历史阶段	157
	二、我国汇率改革面临的问题	160
	第六节 汇率中介目标的适用性检验	162
	一、数据的选择	162
	二、跨期动态相关图	163
	三、单方程回归检验	167
	四、ADF 检验	170
	五、协整检验	171
	六、VAR 检验	172
	七、格兰杰因果检验	177
	第七节 汇率中介对我国货币政策适用性判断	179
第六章	我国货币政策中介目标选择	181
181	第一节 通货膨胀目标制	181
	一、通货膨胀目标制的发展历史	181
	二、通货膨胀目标制的内涵	183
	第二节 我国货币政策中介目标选择的建议	188
	参考文献	190
	后记	196

第一章

绪论

。。。。。。。。。。

第一节 货币政策及其目标概述

货币政策目标,是中央银行制定和执行货币政策的首要依据和根本出发点;确定货币政策目标是一国货币政策框架的核心内容,应该是与国家所要实现的宏观经济目标相一致。理论上一般把货币政策最终目标认定为四个大的愿景,亦即币值稳定、经济增长、充分就业和国际收支平衡,然而这四大愿景在同一性的基础上也体现出了斗争性相关关系,存在着较为明显的对立统一特征。摆在政策制定者面前的有两条思路:一是兼容并蓄,力求协调;二是权衡利弊,择善而从。“条条大路通罗马”的智慧在这个问题上是否适用呢?各国中央银行在两种思路之间进行了反复博弈。

货币政策经过几十年的发展演变,学术界论证了多目标货币政策存在的局限性,主要表现在以下几个方面。第一,货币政策的政策效果需要配合财政政策一起实施来突显,多目标货币政策下,政府和中央银行无法明确各自的职责,货币政策仅靠中央银行无法独立实施,因此货币政策的有效性也难以评估,在政策决策上政府和中央银行存在着潜在的利益冲突,然而解决这一问题还需要两者互相的协调。第二,多重目标之间的一致性问题。事实上,多重目标之间通常是矛盾的,比如政策决策者需要在经济增长、物价稳定和就业充分之间进行取舍。第三,货币政策操作因为多重目标的约束而变得更加困难,通常实现不同的目标需要利用的独立政策工具不同,而同时使用多种工具不仅带来了“工具不稳定”的问题,而且会增加操作的难度。美国经济大萧条之后,凯恩斯主义的声望如日中天,扩张性货币政策配合财政政策实现经济增长和充分就业的提法备受推崇。但步入 20 世纪 70 年代,经历了滞胀的洗礼之后,凯恩斯主义的政策主张开始受

到质疑,银行家与经济学家达成了共识,认为货币政策并不能系统地解决就业和产出的问题,采取任何试图稳定经济的政策都可能会导致市场更大的波动。

中央银行的决策者们越来越清晰地认识到,多目标齐头并进的做法缺乏可操作性,主次分明才是明智之举,维持本国币值稳定^①应该是货币政策的最终目标,货币政策也随之出现了由多目标政策向单一目标政策收敛的趋势。一些国家的中央银行直接实行单一货币政策目标,比如欧洲中央银行(European Central Bank)将维持欧元币值从而基本确保欧元区内的物价水平稳定作为其政策目标,并宣称,欧盟总体经济政策必须满足不与物价稳定相冲突的条件时才会获得支持。与此同时,另一部分国家则将众多宏观经济目标都作为货币政策的最终目标,最具代表性的就是美联储将货币政策的目标确定为“有效实现充分就业,保持物价稳定并且实现温和的长期利率水平”^②。但是值得注意的是,美联储认为“长期的物价稳定是实现可持续经济增长和就业以及温和的长期利率水平的前提条件”,即美联储将保持物价稳定放在数个货币政策目标之首。其他国家,如《新西兰联邦储备法》规定,“新西兰联邦储备银行的货币政策目标是维护总体物价水平的稳定”,同时储备银行行长对能否实现所宣布的具体通胀目标负责;《智利中央银行法》规定,“中央银行的首要目标是通过管理货币和信用供应,维护货币稳定和国际收支平衡”;《日本银行法》第二条规定,“日本银行的基本任务是稳定物价,并借此保障国民经济的健康发展”。

在我国,从1984年中央银行制度建立至20世纪90年代初,中国人民银行的货币政策目标是“发展经济、稳定货币”,这段时期经济增长是首要任务,优先级排在稳定货币之前。1993年国务院发布《关于金融体制改革的决定》和1995年通过《中国人民银行法》均确立了我国的货币政策目标为“保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长”,从而使得价格稳定目标优先于经济增长目标。2003年12月27日第十届全国人民代表大会常务委员会第六次会议修改通过的《中国人民银行法》第三条再次重申,我国的货币政策目标是“保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长”,币值稳定目标重要性获得了极大认可。然而尽管《中国人民银行法》第三条规定货币政策目标是保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长,但是学术界并不认为这样一条法律能够真正代表我国货币政策的最终目标,“中国似乎比法律规定的拥有更多的货币政策目标”(Zhang, 2009)。谢平(2000)表示,中国货

① 对于币值稳定的含义,学术界一方面认为是保持国内的物价水平稳定,防止通货膨胀和通货紧缩(范从来,2000),另一方面认为币值稳定表现在对内的价格水平稳定、对外的汇率稳定上(钱小安,2000)。在实际中,更多的意见是偏向于前者,如后文提到的欧洲中央银行,将币值稳定作为货币政策的目标,而将价格稳定作为币值稳定的必然结果。

② 参见美联储2009年11月发表的《美联储目的和职能报告》。



币政策实际上面临多目标约束,这些目标包括:物价稳定、促进就业、确保经济增长、支持国有企业改革、配合积极的财政政策扩大内需、确保外汇储备不减少、保持人民币汇率稳定等。中国人民银行行长周小川在“2009 中国金融论坛”上表示,中国货币政策需要考虑多重目标,目前要围绕通胀、经济增长、就业、国际收支四大目标考虑政策制定。实际上,除了隐含在我国货币政策制定中的这四大目标之外,促进金融自由化和改革也被纳入目标之中(Zhang, 2009)。周小川(2013)发文表示,由于中国在市场化的程度、货币政策运作和传导机制上不同于发达国家,也不同于一些市场化程度较高的新兴市场国家,因此单一目标制并不符合中国国情;中国货币政策的目标是多元化的,需要统筹考虑物价、就业、增长以及国际收支等目标之间的关系。

就币值稳定单目标制而言,我国学者通过计量检验得出,我国在目前的汇率体制下无法同时实现价格稳定和汇率稳定的目标,即货币政策目标存在内在冲突性,削弱了我国货币政策的独立性和有效性,使其难以达到预期的调控效果(王国松, 2009)。如果我国的货币政策目标不仅局限于单目标制的话,那么四大目标之间具有内在冲突,比如:在长期内,稳定的物价水平可以促进持续性产出增长和充分就业;在短期内,扩张的货币政策可以促进经济增长,但是会导致通货膨胀压力;放缓的就业通常会减轻物价上涨的压力,但是不利于产出的增加;经济增长和国际收支的平衡存在冲突,经济增长会导致进口增加,如果在短期内无法扩大出口,那么国际收支会出现逆差或顺差减少;充分就业和国际收支的均衡目标存在冲突,增加就业,使总需求增加和进口增加,导致国际收支逆差。还有学者指出,我国的货币政策目标不应该包括经济增长,而应该包括充分就业,因为以经济增长为目标的货币政策在短期内必定伴随着通货膨胀,对于发展中国家而言不能从根本上提高人民的生活水平(范从来, 2010)。

在货币政策框架中引入中介目标,主要是为解决两方面的问题:一是避免信息不完全情况下的决策错误;二是避免货币政策制定者的机会主义行为。

(一)避免信息不完全情况下的决策错误 ▶▶▶

从理论上讲,如果信息完全,中央银行完全可以利用货币政策工具直接盯住最终目标,而不需要借助中介目标。弗里德曼反对直接盯住最终目标的货币政策,他认为,中央银行通过货币政策工具直接盯住最终目标具有难度,因为稳定性政策要想降低经济波动,必须满足两个条件——恰当的时间和适当的力度,即政策行动的时机必须和波动的时间相符,政策的力度也必须正好和最终目标波动的大小相吻合。如果央行的信息不完全,上述条件就满足不了,稳定性的政策就难以成功,甚至加剧经济波动(Friedman, M., 1953)。然而,中央银行进行政策决策时信息显然是不完全的,体现在以下三个方面。①中央银行关于货币政策传导的知识不完全。如果能够完全预测到自身的货币政策行为所导致的结

果,中央银行就完全可以直接通过政策工具实现最终目标。但实际上央行关于经济运行规律的知识是不完全的,央行无法完全掌握经济变量间的复杂关系以及影响的滞后结构,反映在宏观经济预测模型上,仍然存在广泛的分歧,所需货币政策力度的大小往往取决于采用何种预测模型。②货币政策存在传导时滞。也就是说,从货币政策实施,到货币政策最终目标(物价、产出、就业等)变化存在较长的“时间差”,根据当前最终目标做出的任何积极政策,其效应都可能在不恰当的时机出现。在存在较长传导时滞的情况下,最终目标难以作为央行货币政策工具实际操作依据。③统计时滞。最终目标的统计资料,比如物价、产出和就业等,一般需要较长时间的汇总整理,中央银行无法随时掌握最终目标的变动情况。最终目标的变动情况无法随时掌握,具有较强的时滞,进一步影响了中央银行政策反馈的及时性。

基于以上三方面的原因,中央银行必须设置一些短期内可以显示出来的、数量化的、具有实际操作意义并与货币政策最终目标高度相关的指标变量,作为信号反馈和调整政策工具时观测和调控的中介变量,这就是中介目标。中介目标的引入可以降低中央银行在信息不完全环境中决策错误的风险。在一个动态系统中,中间目标变量的有关数值在最终目标变动之前就可以获得,通过观察中介目标的变动可以传递出预测最终目标未来变动的有用的信息。并且,在货币政策效果不确定的情况下,通过盯住中介目标,中央银行可以提前根据反馈信息修正货币政策的力度,有效降低最终结果的偏差。从这个意义上讲,货币政策中介目标的引入是中央银行在信息不完全情况下的应对策略。

(二)避免货币政策制定者的机会主义行为 >>>

在货币政策框架中引入中介目标,约束货币政策制定者的机会主义行为。这一早期主张主要反映了政治上的考虑,即“主张法治,而非人治”。经济学家担心,货币政策制定者的目标函数可能与整个社会的福利最大化相互脱离,特别是,中央银行往往受到政治上的压力或者基于短期的目标采取通货膨胀的政策。因此中央银行内在具有通货膨胀的政策倾向(Friedman, B., 2000),需要通过明确的货币政策中介目标对中央银行进行约束。

20世纪70年代末以来,宏观经济理论发展为这种主张提供了更为坚实的经济理论基础,即动态不一致问题。动态不一致理论始于 Kydland 和 Prescott (1977),动态不一致理论的核心在于认为中央银行具有增加产出和就业的内在冲动,从理论上讲,中央银行必须通过非预期的通货膨胀才能达到这个目的。但是一旦中央银行采取通货膨胀政策,市场参与者就会提高通货膨胀的预期,因此中央银行需要实施更高的通货膨胀政策才能增加产出和就业。这种过程将一直持续下去,直到通货膨胀率如此之高导致通胀成本的增加大于产出增加的收益。此时,产出将恢复到正常水平,但是通货膨胀将自我持续,而降低通货膨胀的努



力会导致大量失业。也就是说,在理性预期下,拥有相机抉择权的中央银行被认为一有机会就可能做出短期最优决策,但从长期来看,机会主义行为得不到任何好处,平均来说,得到的结果还比不上存在一定的约束。这与货币学派的结论是一致的,即相机抉择的货币政策不仅不能稳定经济,相反会成为经济波动的根源。

Carl E. Walsh(1998)提出了解决动态不一致问题的三种方案:一是在模型中加入货币当局的信誉约束,如果中央银行实行通货膨胀政策,就会使自身的信誉受到侵蚀,中央银行为了提高自身的信誉,就会避免货币政策制定中的机会主义行为;二是提高中央银行通货膨胀政策的边际成本,比如通过构造一定的报酬支付计划避免中央银行的通货膨胀倾向;三是对中央银行货币政策的灵活性加以限制,要求中央银行公布具体指标,然后依照规则行事。从这个角度来看,在货币政策框架中引入中介目标,特别是以货币供应量作为中介目标,正是对中央银行货币政策的灵活性加以限制,实际上是在经济体系中引入了一个名义锚(nominal anchor),可以解决相机抉择策略中存在的动态不一致问题。

在货币政策中介目标选取标准方面,选取中介目标要满足可测性、可控性、相关性和抗干扰性四个方面的要求^①,合适的中介目标对于中央银行货币政策的执行意义重大;第一,作为处于沟通货币操作工具与最终目标的纽带位置的经济变量,中介目标是货币政策运用和影响的主体,即它们既受到货币政策的影响而变化,也通过变化反映出货币政策的效果和实施情况;第二,中介目标能够将中央银行的货币政策决策和意向传达至各经济单位和金融机构,为其所了解,这是信息沟通的一个重要渠道;第三,中央银行通过对中介目标经济变量的观察及分析,可以了解到货币政策的实施情况,并及时对货币政策做出调整。

在历史上,我国曾将“现金”和“贷款规模”作为货币政策的中介目标,随着经济体制的改革与发展,我国在1996年起正式将M1(狭义货币)作为货币政策中介目标,将M0(流通中货币)和M2(广义货币)作为观测目标,并于1998年取消了贷款规模限制,意味着贷款规模不再是我国货币政策的中介目标,而实行货币供应量的单中介目标制。然而,夏斌和廖强(2001)从我国货币供应量的相关性、可测性和可控性三个方面进行研究指出,自从M1作为货币政策中介目标以来,货币供应量的目标值就几乎没有实现过。其主要原因是货币供应量本身不好控制以及货币流通速度的下降,深层原因在于货币传导机制失灵。邓忆瑞(2006)研究发现,我国M1、M2增长率与物价变动率、经济增长率相关性并不强,货币供应量作为我国货币政策中介目标的有效性正逐步降低。胡列曲(2006)认为,在金融自由化和经济全球化的基本趋势下,不仅货币供应量与国内经济活动的紧密联系日趋松散,货币当局对货币供应量的控制也越来越困难。1986—2004

① 付一书. 中央银行学[M]. 上海:复旦大学出版社,2007:244.