

货币数量、利率调控 与政策转型

Money, Interest Rate and Policy Transition

伍戈 李斌◎著

 中国金融出版社

货币数量、利率调控 与政策转型

Money, Interest Rate and
Policy Transition

伍戈 李斌◎著



中国金融出版社

责任编辑：张 驰

责任校对：刘 明

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

货币数量、利率调控与政策转型 (Huobi Shuliang、Lilü Tiaokong yu Zhengce Zhuanxing) / 伍戈, 李斌著. —北京: 中国金融出版社, 2016. 1

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8285 - 8

I. ①货… II. ①伍… ②李… III. ①货币政策—经济改革—研究—中国 IV. ①F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 320813 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 29.5

字数 380 千

版次 2016 年 1 月第 1 版

印次 2016 年 1 月第 1 次印刷

定价 69.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8285 - 8/F. 7845

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

序 一

早在 20 世纪的 30 年代，凯恩斯就在《就业、利息和货币通论》这一经典著作中阐述了货币数量与利息（率）之间的关系。值得回味的是，这部现代宏观经济学奠基之作的题目包含了三个重要的宏观变量，其中后两个（即“利息”和“货币”）都直接涉及货币金融领域，可见宏观经济学与货币金融理论之间天然的紧密联系。时过境迁，近年来无论是理论界还是政策决策层面，大家对货币数量与利率的关系及其政策选择方面又有了许多新的认识，但据我所知，国内外对其进行系统分析的作品却不多见。我很欣喜地看到，伍戈研究员与李斌研究员在扎实的宏观经济理论研究和丰富的央行货币政策实践基础上，切实结合转型中国的现实国情，对有关货币理论与实践问题展开了一系列有价值的创新性探索。

通常地，数量与价格是洞察经济现象这枚“硬币”的两个重要方面，即在供求力量的作用下，市场将自动实现数量与价格的动态均衡。对货币问题的考察也不例外，货币数量与利率价格也内在统一于市场的均衡动态之中。因此从这个视角来看，货币数量与利率价格所折射出来的经济信息似乎并没有本质上的区别。然而，或许是由于微观主体对量价的敏感程度存在差异，或许是由于宏观经济发展阶段的不同，各国在货币政策量价调控方

式选择及其演进方面却存在着显著的差别。即使是同一国家在不同的历史时期也可能选择不尽相同的货币政策框架，在美国甚至还出现了对货币数量与利率价格目标选择上的多次反复。

那么理论上，货币数量目标与利率价格目标可否得兼？如果难以得兼，那么中央银行究竟应选择货币数量目标还是利率价格目标？如果选择了利率价格目标，现实中我们又将如何实现货币政策框架由数量型向价格型的逐步转变？这些表面上看似乎是“ABC”的问题，但其逻辑上却是环环相扣、层层递进的，过去我们并没有很好地梳理和总结过。伍戈研究员与李斌研究员的这本专著对此进行了详尽的诠释。除了发达国家的一般经验之外，我国的货币政策转型还有着十分独特的现实背景，这其中既包括高投资发展模式下过度投资和产能过剩等问题，也包括“两部门”结构性特征下软预算部门等不断扩张、制造业等实体经济出现“产业空心化”以及“融资难”、“融资贵”等复杂现象。这些都是研究我国货币政策转型所不能忽视的现实经济“土壤”。

从全球各主要新兴市场及转型国家的实践来看，目前货币数量目标对于这些国家中央银行的吸引力不断减小，但由于市场经济与金融体系不发达等结构性原因，完全基于价格型的货币政策调控体系又不可能一蹴而就。那么究竟应采取何种货币政策规则就成为了这些央行面临的重大现实挑战，转型中的我国也不例外。虽然近年来我国经济金融改革及利率市场化进程不断加快，但数量型工具仍在发挥重要作用，这就使得“量”和“价”相互协调以共同实现货币政策调控目标成为可能，即在经济转型时期实施以货币数量和利率价格工具并用的混合规则，这也是现阶段

段我国货币政策的重要现实特征。

货币政策是一门科学，更是一种艺术。特别是在货币政策操作等方面，存在着诸多的策略选择问题。近年来，预期管理成为货币政策的重要组成部分。现代预期管理理论强调央行“怎么说”和“说什么”，从而实现“不战而屈人之兵”的境界，货币政策的有效性在很大程度上取决于市场预期是否稳定。同时，货币政策的演进发展也是一个理论与现实不断创新的过程。例如，货币政策操作的传统做法是调控收益率曲线中的短期利率，但此次国际金融危机以来，各主要央行的“扭曲操作”事实上强化了对中长期利率的调控。近期我国央行进行的一系列货币政策工具的创新，其中似乎也包含了部分中长期利率调控的“印迹”。此外，随着资本市场在国民经济中的重要性不断提高，货币当局是应该在事前去阻止资产泡沫破裂，还是在事后采取措施，这一“两难”问题至今仍困扰着各国中央银行。这些都值得我们重新审视。

当前对货币政策的研究越来越离不开开放经济的视角，因此还应充分考虑宏观经济内外均衡的分析框架。展望未来，随着汇率利率市场化、资本项目可兑换不断推进，我国货币政策规则（体系）将趋近“不可能三角”的角点解。值得关注的是，国际上还提出了所谓“二元悖论”的新观点，即避险情绪导致全球风险溢价的同步变化，阻碍了利差对汇率的调节作用，从而削弱浮动汇率制国家货币政策的有效性。在此情形下，全球金融一体化的发展使本来局限于一些中心国家（如美国）的情绪或恐慌能够迅速传播到全球其他国际金融市场。此外，跨境资本的大规模频繁流动也容易引致正反馈循环和跨部门风险传染，成为导致

实体经济顺周期性与金融加速器发挥作用的部分原因。开放经济条件下如何维护金融体系的稳定，优化跨境资本流动的宏观审慎管理，也成为货币政策能否有效传导的重要前提。

总的来看，《货币数量、利率调控与政策转型》一书论证过程逻辑严密，资料翔实，充满着智慧与乐趣，引人入胜。对于货币理论的一般规律以及货币政策转型的诸多问题，伍戈研究员和李斌研究员都有其独特而深刻的理解。其中，不少问题他们已给出了明确的答案，而有些可能还处于提出问题的阶段，值得未来进一步探索。但我以为，有时候提出问题或许比找到答案更为重要和有趣！

易 纲

2015 年 12 月于中国人民银行

序 二

近年来，我经常被邀为青年经济学者写序，从而较多地接触到年轻一代经济学者的研究成果。我深感中国的经济学研究已经进入一个新时代。“70后”和“80后”迅速崛起，成为中国经济学研究的主力。“江山代有人才出”，看到新一代的迅速成长，作为“40后”，我既感到十分欣喜也不免感慨万端。这一代新人是幸运的！他们大致来自三个领域：科研单位（包括高校）、政府部门和市场。他们之中更有一些人在职业生涯中已先后涉足过这三个领域。良好的教育与相当丰富的实践经验使他们获得了老一代经济学者所没有的综合优势：掌握分析特定领域经济问题的理论框架、熟悉建模技术和计量经济学方法以及来自实践的强烈问题意识。在这个群体中，来自中国人民银行各部门的年轻研究人员表现尤为突出。出身中央银行这一背景，自然是独特的优势，但他们的丰硕研究成果足以证明了他们本身的优秀。伍戈和李斌两位研究员是央行青年研究团队中的两位重要成员。我虽同他们谋面不多，但对他们的研究能力和研究成果早就多有耳闻。他们的这本专著《货币数量、利率调控与政策转型》果然给我留下了深刻印象。

本次国际金融危机以来，全球经济进入深刻的调整期。我国经济也步入新常态。经济结构调整和发展方式转变，对进一步完

善货币政策提出了多方面的新要求。首先，在新常态下，必须处理好作为总量工具的货币政策与经济结构调整之间的关系。这就要求经济研究者建立考虑经济结构性特征的新的货币政策理论框架。其次，中国金融调控的环境总体正在向更加市场化和平衡增长的常态状况转变，尤其是近年来我国国际收支趋向平衡、金融市场和金融创新都在加快、利率和汇率市场化改革稳步推进。在这样的大环境下，如何实现货币政策从数量型调控向价格型调控成为亟须深入探讨的理论问题。

李斌研究员和伍戈研究员在2014年出版的《信用创造、货币供求与经济结构》一书中对前一个问题给予了回答。《货币数量、利率调控与政策转型》一书则是对后一个问题的深入、系统研究。

对货币政策问题的研究，离不开对数量型调控还是价格型调控的探讨。这是个老问题，一般性的讨论也比较多。比较而言，强调规范性和系统性，是本书的一个特点。对数量型调控与价格型调控的有关问题，他们都力图将其纳入规范的现代经济学框架和语言体系中进行讨论，尽可能给出实证研究的检验。他们注重细节而不满足于停留于一般性的讨论。本书研究所涉及的问题包括货币政策目标选择、传导机制及其效果比较，政策转型的现实选择以及开放宏观格局对货币政策的影响等。实际上，本书的涉猎范围早已超过货币政策中间目标的讨论。

对货币中间目标选择的讨论首先涉及对货币性质的认识问题。什么是货币？什么是资金，资金与货币的区别是什么？什么是流动性？狭义货币同广义货币到底有什么不同。这些问题看起来是些最简单不过的常识问题。但是，恰恰是对这些问题的不同

回答造成了我们对货币政策的不同认识。例如，在货币主义者那里，货币的功能是价值尺度和交易媒介。而货币作为价值贮藏手段这一重要功能却被忽视。维克塞尔（Knut Wicksell）的可借贷资金理论可以很好地解释均衡利息率，即他所说的自然利息率，但我们却不知道交易需求在他的可借贷资金供求中充当什么角色。狭义货币 M0 和 M1 既可以充当交易手段也可以充当价值贮藏手段，但储蓄存款 M2 中扣除了 M1 的那一部分显然不能充当交易手段，为什么货币当局还要把 M2 作为货币政策的中间目标加以控制（能否控制姑且置而不论）以实现控制通货膨胀的最终目标？储蓄存款只不过是储蓄者将体现为 M0 或 M1 的购买力暂时让渡给投资者（借贷者）的通过银行作为中介订立一种契约。在我看来，储蓄存款根本不是货币。储蓄存款可以转化为活期存款并不能改变储蓄存款不是货币这一事实。首先，任何金融资产，只要不能充当交易手段就不能视为货币。其次，除非居民储蓄偏好发生变化，除非有其他金融资产代替，某甲储蓄存款的减少必然被某乙储蓄存款的增加所抵消。中国的 M2 对 GDP 之比超过 180%（堪称世界之最），但通货膨胀率始终保持在较低的水平。这一事实是能够用中国的高储蓄率加以解释的。在讨论价格型调控时另一个重要概念是流动性。什么是流动性？超额准备金可以理解为流动性，但流动性与超额准备金是否是等价概念？如果两者等价，为什么在货币政策并未发生改变（包括准备金率未发生变化——一些发达国家根本就没有准备金率要求）时，流动性可能会突然消失？在中央银行概念中的流动性同市场人士眼中的流动性有何区别？在现实中我们常常把资金和钱混为

一谈，Funds 和 Money 其实是完全不同的概念。那么，我们又应该如何定义资金的概念呢？我以为澄清上述基本问题，对讨论货币政策中间目标转型应该是十分重要的。

在确定货币政策中间目标选择标准时，伍戈和李斌引用了 Poole 的理论。该理论确实是分析货币政策中间目标选择的有力工具。但其分析是建立在凯恩斯主义的 IS-LM 模型基础之上，IS-LM 模型本身所包含的许多假定在现实中恐怕很难满足。例如 IS-LM 模型排除了发生通货膨胀的可能性；无论在产品市场还是货币市场，失衡都是通过利息率或产出变化加以调节的。物价只是给定的外生变量。Poole 的理论是不错的教学题材（我当年在牛津读博时的考试内容），但离现实可能还有些距离。或许，作者可以找到更好的分析框架。当然，我赞成作者的基本结论，数量型调控和价格型调控两者很难兼顾，应该根据货币政策的最终目标和我们对不稳定性来源的判定决定中间目标的选择。

伍戈和李斌指出，随着调控思路的转变，我们需要从以往的主要基于货币数量方程的分析框架转向基于利率传导和调节的框架，转向对收益率曲线的更多关注。在实行价格型调控的情况下，如何保持住整体的物价稳定的一个关键就是要稳定预期，从而稳定经济主体的行为。价格型调控与稳定预期以及强调政策的规则性、透明度都是紧密联系在一起。对这些重要理念，本书都作了深入细致的解释和阐释。阅读这本书，有助于读者深化对量价调控及政策转型有关问题的认识。

注重从结构视角来研究货币政策转型面临的约束与挑战是

本书的一大特点。分析不同部门之间的相互关系的结构视角，可以帮助我们解释许多从传统总量视角出发所难以解释的问题。如近年来部分企业反映“融资难、融资贵”，但与此同时货币信贷总量则保持了较快增长，流动性总体也比较充裕。这就表明经济中可能存在影响供求平衡的结构性问题。因此，从根本上缓解结构性矛盾与问题，而不是简单依靠货币总量宽松，就成为解决问题的关键之道。可以说，对很多总量问题，都可以从结构化视角进行分析，从而深化我们的理解和认识。在本书中，两位作者运用多部门模型和结构化方法研究了结构扭曲可能对货币政策传导及转型造成的影响，并由此探讨政策转型的现实策略。这样的分析更接地气，从而也更具理论价值和实践价值。

值得一提的是，在海量信息时代，即使是严谨和规范的经济理论著作，也要注意增强可读性和吸引力。本书以发生在2013年大家十分关注的货币市场利率波动作为分析的起点，容易引发读者的兴趣，并通过层层设问和剥茧式的剖析逐步梳理出一个理解量价调控及其转型的基本框架。这样的写作方法和逻辑安排也为本书增色不少。

当前，我国正处于经济结构调整和发展方式转变的关键时期，新情况、新问题不断涌现，内外部环境依然错综复杂，这些都对做好货币政策调控工作提出了更高的要求。应当说，央行的货币政策工作是十分紧张和繁忙的。在过往的三年多的时间里，两位作者围绕通胀、货币与利率这三个货币与宏观领域的基本问题先后出版了三部有分量、有价值的著作。这充分反映了中国新

一代经济学人，特别是央行经济学家对货币政策工作的执著与热爱。中国经济学的发展寄托在他们身上。“任重而道远”，希望伍戈和李斌坚持对货币政策理论的探讨，为中国经济理论发展作出更大贡献。

余永定

2015 年 12 月于中国社科院

目 录

第一部分 引言	1
第一章 研究的现实背景与目的	3
第二章 研究的基本思路和框架	6
附：全书的研究路线图	17
第二部分 货币数量与利率目标：权衡选择	19
第三章 货币数量与利率目标 I：从所谓“钱荒”说起	21
一、从理解“钱荒”到理解“量”、“价” 调控框架的演进	23
二、进一步延伸：预期管理与价格型调控机制	34
三、小结	38
第四章 货币数量与利率目标 II：能否兼得	40
一、货币数量与利率目标的交替：国际案例	41
二、货币数量与利率目标是否可同时兼顾： 理论分析	49
三、小结	59
第五章 货币数量与利率目标 III：如何选择	61
一、选择货币数量还是利率目标：普尔理论	61
二、选择货币数量还是利率目标：实证检验	65
三、小结	69

第三部分 货币数量与利率传导：效果比较	71
第六章 货币数量与利率传导 I：数量型框架的困境	73
一、货币数量论是否失效：现实情境	73
二、货币数量还是利率传导：基础货币的视角	77
三、小结	88
第七章 货币数量与利率传导 II：价格型传导的实效	91
一、宏观经济对利率的敏感性：典型事实	91
二、中央银行的利率调控与利率传导	97
三、进一步分析：对利率市场化影响的一点测算	115
四、小结	122
第八章 货币数量与利率传导 III：融资方式的影响	125
一、融资方式变化与货币政策传导效果	126
二、融资方式的量化测度：金融脱媒指数	128
三、金融脱媒对货币政策传导的影响：实证考察	131
四、小结	143
第四部分 量价调控与政策转型：结构问题制约	145
第九章 数量型调控转向价格型调控 I：投融资体制的掣肘	147
一、高投资发展模式下的货币运行特征	147
二、货币数量、利率与企业投资行为：基本假设	150
三、货币数量、利率与过度投资的关联：量化分析	155
四、小结	168
第十章 数量型调控转向价格型调控 II：结构扭曲的约束	170
一、结构扭曲下“产业空心化”的若干表现	170
二、信贷市场的量价均衡：不考虑扭曲的单部门情形	176
三、信贷市场的量价均衡：考虑扭曲的两部门框架	182
四、扩张还是紧缩：结构扭曲下货币政策的“两难”	189

五、小结	193
第十一章 数量型调控转向价格型调控Ⅲ：政府行为	
对经济周期的影响	195
一、经济周期波动的特征事实：货币政策转型的宏观环境 ...	196
二、经济周期波动的解释：体制转轨因素	205
三、经济周期波动与可持续增长：社会福利视角	213
四、小结	215
第五部分 量价调控与政策转型：现实策略	219
第十二章 货币政策策略探索Ⅰ：转型期的规则选择	221
一、单一规则还是混合型规则：现实挑战	222
二、数量型规则与价格型规则的结合：理论框架	227
三、数量型规则与价格型规则的结合：模型估计	234
四、数量型规则、价格型规则与混合型规则： 政策效果比较	241
五、小结	250
第十三章 货币政策策略探索Ⅱ：为什么预期 是重要的	252
一、预期、规则和相机抉择：一般性认识	253
二、预期在量价调控中的作用：规则与相机抉择比较	255
三、预期管理的实践：成熟与转型市场的差异	264
四、小结	269
第十四章 货币政策策略探索Ⅲ：是否应调控中长期利率	271
一、短期与中长期利率的联系：传统理念	272
二、中长期利率的调控：国际实践	273
三、中长期利率的调控：若干争议	275
四、小结	286

第十五章 货币政策策略探索Ⅳ：如何应对资产价格波动	287
一、资产价格在货币政策中的若干作用	288
二、货币政策对资产价格的反应：经典分析框架	292
三、货币政策对资产价格的反应：美联储的现实选择	301
四、小结	311
第六部分 货币政策与内外均衡：开放经济视角	315
第十六章 开放经济下的货币政策Ⅰ：多目标与多工具	317
一、开放经济下的多目标与多工具：内外均衡的框架	318
二、货币政策对内部均衡状况的反应	323
三、货币政策对外部均衡状况的反应	328
四、货币政策与内外均衡的相互关联	334
五、小结	338
第十七章 开放经济下的货币政策Ⅱ：	
三元悖论还是二元悖论	339
一、三元悖论还是二元悖论：开放经济下	
货币政策的有效性	340
二、二元悖论的理论假说：蒙代尔—弗莱明模型的修正	342
三、二元悖论的实证检验：金融一体化因素的影响	350
四、小结	359
第十八章 开放经济下的货币政策Ⅲ：资本流动的	
宏观审慎管理	361
一、系统性风险与宏观审慎管理：基本认识	362
二、跨境资本流动的宏观审慎管理：国际实践	368
三、跨境资本流动的宏观审慎管理：中国探索	373
四、小结	379