

“我国货币政策体系与传导机制研究”丛书

主 编◎刘 伟 副主编◎黄桂田

我国货币政策 有效性的实证研究

冯 科◎著

An Empirical Study
on the Effectiveness of China
Monetary Policy



中国发展出版社

我国货币政策 有效性的实证研究

冯 科◎著



中国发展出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

我国货币政策有效性的实证研究 / 冯科著. —北京:
中国发展出版社, 2010. 6
ISBN 978-7-80234-542-3

I. 我… II. 冯… III. 货币政策-研究-中国
IV. F822. 0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 066353 号

书 名: 我国货币政策有效性的实证研究

著作责任者: 冯 科

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978-7-80234-542-3

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京科信印刷厂

开 本: 720 × 1000mm 1/16

印 张: 14.5

字 数: 210 千字

版 次: 2010 年 6 月第 1 版

印 次: 2010 年 6 月第 1 次印刷

印 数: 1—3000 册

定 价: 40.00 元

联系电话: (010) 68990630 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网 址: <http://www.developress.com.cn>

电子邮箱: bianjibul6@vip.sohu.com

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

总序

刘伟

经济政策是政府为了实现一定的经济和社会发展目标，运用一些政策调节工具，形成的一系列行动方针和措施的总和。市场经济发展至今，已经有了数百年的历史，经济政策也随之发生了巨大变迁。古典经济学家普遍主张“自由主义”的经济政策，倡导政府对经济的不干预。例如亚当·斯密就认为，政府无需对经济的发展进行干预，而是要让“看不见的手”，即市场机制来发挥主导作用，进行资源配置。

然而，20世纪30年代的大萧条，使社会经济遭受了巨大的破坏，自由放任的经济政策受到了广泛的批评，为人们所摒弃。此时，凯恩斯主义应运而生。凯恩斯认为，大萧条中严重失业现象的关键原因是有效需求不足，政府应通过大规模增加政府开支等财政政策手段，以及通过降低利率水平等货币政策手段，来扩大投资支出，增加社会总需求，解决就业问题。奉行凯恩斯主义的“罗斯福新政”，使美国经济得以快速复苏。此后，西方各国政府长时间偏好财政政策，对经济直接进行干预，调节总需求。

到了20世纪70年代，西方各国出现了严重的经济“滞胀”，传统的财政政策已不再能解决问题。以弗里德曼为代表的货币主义随之兴起，主张对货币供应量进行调节，运用货币政策干预经济发展。此后，各国政府更加青睐货币政策，将其作为宏观调控的最重要的手段之一。然而好景不长，货币主义也难以解决新的经济形势下的问题。

2008年下半年以来，由美国次贷危机引发的金融危机和经济危机席卷了全球，货币政策面临着严峻的危机和挑战。有一些人甚至认为，当前的金融和经济危机是货币政策积弊的爆发。新的经济形势呼唤新的宏观经济政策理论。然而，

在 20 世纪 80 年代之后，宏观经济学缺乏革命性的进展，难以应对新形势提出的各种挑战。也就是说，对于货币政策的研究势在必行。

当我们把目光聚焦在中国时，则会看到更多的挑战。自 20 世纪 70 年代末我国开始实施改革开放政策以来，经过 30 年的高速发展，我国的经济总量已经跃居世界第三，并成为世界第一大出口国和第二大进口国。不仅我国国民经济发生了翻天覆地的变化，世界经济版图也因为我国经济的高速发展而开始重新划分。我国在短时间内取得如此巨大的经济成就，宏观调控政策功不可没。而货币政策作为宏观调控的最重要的手段之一，对于我国经济发展的影响是不言而喻的。总体而言，改革开放以来，我国的货币政策实践是较为成功的，在保持高速增长率的同时维持了较低的通货膨胀率。

然而，我国仍然处于经济体制的转轨时期，商品和金融市场不完善。例如，我们缺乏市场化的利率指标；货币政策公开市场操作工具有限；货币政策传导机制不顺畅等。此外，我国的工业化和城镇化正在加速进程中，城乡二元经济并存，正规金融和非正规金融并存，这些因素都会影响货币政策的制定和实施。从外部来看，全球金融和经济一体化对于我国货币政策的实践也构成了挑战，近年来美国和欧盟指责我国“操纵汇率”就是其中之一。这些问题和挑战，在短期内都是难以解决的。不仅如此，我国目前的经济形势对货币政策的制定和实施也构成了挑战。

2009 年，为了应对国际金融危机的冲击，我国实施了庞大的经济刺激计划。货币政策也发生了重大转变，中央首度提出“适度宽松的货币政策”。在这些政策的推动下，我国经济逐步企稳回升，达到了 8.7% 的增长率，顺利实现了“保八”的目标。然而，由于在此过程中货币供应量和人民币信贷都大幅度增加，通货膨胀的压力也随之加强。显然，货币政策在促进经济增长和稳定物价两个目标之间面临着两难抉择。货币政策面临着前所未有的挑战。

尽管如此，我们认为，适度宽松的货币政策需要坚持，但应进一步注重“适度”。从货币供应量来看，2009 年末，广义货币供应量（M2）的余额为 60.6 万亿元，比上年末增长 27.7%，增幅同比加快 9.9 个百分点；金融机构各项贷款余额为 40 万亿元，比年初增加 9.6 万亿元，同比多增 4.7 万亿元。从利率政策和准备金率来看，2008 年 9 月以后，我国连续数次下调存贷款利率和准备金率，调控力度和频率非常罕见，可以说，我国的货币政策已经处于相当“宽松”的状态。2010 年，在宏观经济企稳回升的基础上，我国将更加注重经济结构的调整

和抑制通货膨胀，因而货币政策应该重在“适度”上。

进一步说，中国的货币政策不应该是简单的总量扩张，而是要强调其扩张效应向实体经济的传导，否则就会滞存在虚拟经济中，使得股票、房地产等资产价格大幅度波动。在2008~2009年的国际金融危机中，中国的实体经济首先受到损害，而金融体系本身受的冲击并不大，银行的流动性充裕。所以说我国货币市场上不是需求大于供给，而是相对于需求不足的流动性过剩，这一点在货币政策的制定和实施中是要重视的。

2010年是我国“十一五规划”的最后一年，我国经济将在扩大内需、调整结构、保障民生等方面取得更大的进展，这将为“十二五”期间国民经济和社会发展建立一个更好的基础。而货币政策作为我国宏观调控的重要手段之一，理应为我国经济的持续健康发展发挥积极有利的作用。

北京大学经济学院历史悠久，是我国经济学研究的一方重镇，2009年，经济学院科研课题研究经费超过1300万元，成为国内综合性大学经济学院中为数不多的科研经费超千万元的学院之一。在货币政策研究方面，我们经济学院也处于领先地位。教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目：“我国货币政策体系与传导机制研究”（项目编号：08JZD0015），就是我们正在承担的一个十分重要的研究项目。

作为北京大学一个十分重要的研究课题，“我国货币政策体系与传导机制研究”，从2009年1月开始，时间跨度为三年，我们经济学院的许多教师和研究人员都参与其中，包括刘伟、黄桂田、林双林、何小锋、李绍荣、蔡志洲、董志勇、吕随启、李连发、苏剑、张辉、赵留彦、冯科等，他们都有着很扎实的学术功底和严谨的治学态度，在货币政策的各个研究领域都颇有专长，为本课题组的研究做出了很大贡献。

作为课题组的研究成果，除了论文和研究报告，专著是主要的形式之一。我们的研究形成了一系列的专著，其主题都是对我国货币政策体系与传导机制的研究，这一系列专著作为丛书出版。

这一系列专著具有下列特点。

第一，作者阵容强大。这一系列专著的作者，既有知名的经济学家，也有出类拔萃的青年教师，他们都是货币政策研究方面的佼佼者，而且，他们的孜孜不倦的研究探索精神和极为严谨的治学态度，在我国也都是非常突出的。这些在这一系列专著的字里行间都得到了很好的体现，读者在阅读和研究的过程中将会深

切地感受到。

第二，高水平的研究成果。本着科学务实的精神，我们对我国的货币政策体系与传导机制进行了艰苦的探索，在很多探索陷入困境时，我们没有主观臆测，而是坚持科学研究的精神和负责任的态度，来找到合理的解释。同时，我们高水平的研究团队，充足的研究经费，丰富的研究资料，都保证了做出的研究成果是高水平的。

第三，透彻的分析。课题“我国货币政策体系与传导机制研究”分成了四个子课题，即货币政策体系与传导机制的理论研究、我国货币政策体系研究、货币政策与其他政策之间关联研究、开放条件下货币政策的有效性研究。在对课题进行细化的基础上，各研究者对于我国货币政策的现状和存在的问题展开了定性和定量的分析，我们相信，通过这种方式，从各个侧面来进行探讨和研究，有助于将问题分析透彻。

第四，对中国特殊问题的关注。我国正处于发展与经济体制转轨的关键时期，很多货币政策问题带有鲜明的中国特色的烙印。本研究课题，大都是在我国发展与转轨的这个大背景下，来探究货币政策的相关问题，得出相应的结论。例如，对于我国货币政策传导机制不顺畅的原因的分析，就考虑了我国信贷的巨大规模和资本市场的相对偏小的现状。

总之，这一系列专著集中体现了北京大学经济学院对“我国货币政策体系与传导机制研究”这一课题的研究成果。当然，随着经济形势的不断变化，货币政策也会随之不断做出调整，我们对于货币政策的研究，将紧跟时代的变化，力图保持前沿性。

最后，希望这一系列专著，能推动中国货币政策理论研究的发展，同时为中国货币政策的实践提供有价值的参考建议。

2010年4月于北京大学

序 言

刘 伟

自 20 世纪 70 年代末我国开始实施改革开放政策以来，经过三十年的高速发展，我国的经济总量已经跃居世界第三，并成为世界第一大出口国和第二大进口国。不仅我国国民经济发生了翻天覆地的变化，世界经济版图也因为我国经济的高速发展而开始重新划分。

在短时间内，我国能取得如此巨大的经济成就，与我国的宏观调控有着很大的关系。货币政策作为宏观调控的最重要的手段之一，对于我国经济发展的影响是不言而喻的。总体而言，改革开放以来，我国的货币政策起到了积极的作用，特别是在 2002~2008 年，在保持高速经济增率的同时维持了较低的通货膨胀率。然而，很多专家学者也认为，我国的货币政策也存在一定程度的失效。例如，货币政策公开市场操作工具有限，货币政策传导机制不顺畅等。

2009 年，为了应对国际金融危机的冲击，我国实施了庞大的经济刺激计划。货币政策也发生了重大转变，中央首度提出“适度宽松的货币政策”。在这些政策的推动下，我国经济逐步企稳回升，达到了 8.7% 的增长率，顺利实现了“保八”的目标。然而由于在此过程中，货币供应量和人民币信贷都大幅度增加，通货膨胀预期也随之加强。而我国政府表示，要“继续实施适度宽松的货币政策”。显然，货币政策在促进经济增长和稳定物价两个目标之间面临着两难抉择。货币政策的有效性也受到了质疑。因而，研究我国货币政策有效性有着非常重要的理论价值和实践意义。

现在，很高兴读到冯科副教授的这本《我国货币政策有效性的实证研究》。这本书对于我国货币政策有效性这一问题作出了定量的研究和解释。冯科副教授现供职于北京大学经济学院金融系，曾经有过多年在金融机构担任高级管理人员

的经验，他对于我国金融市场和金融机构的发展历程、现状以及存在的问题都有着非常独到的认识和理解。最重要的是，他对货币政策如何通过金融市场发挥作用有着深刻的观察和研究。

《我国货币政策有效性的实证研究》一书的研究主题是“我国货币政策的有效性”，这一研究课题，属于教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目：“我国货币政策体系与传导机制研究”（项目编号：08JZD0015）的阶段性成果。该研究课题，是北京大学经济学院的一个十分重要的研究项目。冯科副教授作为课题组的核心成员，为该课题的研究做出了一定的贡献。

本书最大的特点是广泛采用了实证研究方法。作者收集了我国上个世纪 90 年代到现在的大量关于宏观经济和金融市场的统计数据和资料，并以实证分析为主要研究方法，系统地处理了海量的数据，从货币供应量、利率、信贷、证券市场、房地产市场等多个侧面，定量地分析了我国货币政策有效性这一问题，并结合自己多年的工作经验和研究心得，提出了较有价值的政策建议。

非常值得赞赏的是，作者孜孜不倦的研究探索精神和极为严谨的治学态度。这些在本书的字里行间都得到了很好的体现，读者在阅读本书的过程中将会感受到。

十一年前，冯科副教授还在北京大学攻读博士学位的时候，我指导了他的博士论文，在那时，经过刻苦的、严格的经济学训练，他逐渐具备了相当的经济学素养和扎实的学术功底。在现在看来，他的学术素养又到了一个更高的层次，而他严谨的治学态度更是难能可贵的。相信广大研究货币政策的人士和对货币政策感兴趣的读者一定能从本书中获益匪浅。

因此，我很高兴为本书作序，并向广大的读者朋友们郑重推荐。

2010 年 3 月于北京大学经济学院



本书的研究主题是“我国货币政策有效性”。本研究课题属于教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目：“我国货币政策体系与传导机制研究”（项目编号：08JZD0015；主持人为北京大学经济学院院长刘伟教授）的阶段性成果，本书的作者属于该课题组的核心成员。

货币政策是指中央银行在一定的宏观经济目标之下，对货币供应量、利率、汇率等经济指标进行调节和控制，而采取的各种政策和行动的总和。其最终目标，是要促进经济增长、保持物价稳定、实现充分就业以及保持国际收支平衡。而货币政策有效性，则是指货币政策在其作用空间对最终目标的实现程度。

改革开放之后，中国人民银行开始专门行使中央银行的职能，我国真正意义上的现代货币政策开始形成和发展。经过二十多年的实践，伴随着社会主义市场经济发展的历史进程，我国的货币政策逐步向前，发挥了其宏观调控功能，对促进经济发展起到了一定的作用。然而，我国经济运行的实际情况，以及大量的研究都表明，我国货币政策的有效性并不是很高，而是存在一定程度的失效。

从2008年底开始，我国的经济受到国际经济危机的巨大冲击，货币政策也面临着前所未有的巨大挑战。2008年11月，我国首度提出将实施“适度宽松”的货币政策，而此前的2007年底，我国曾明确表示要实施从紧的货币政策。在2008年底的几个月之内，中国人民银行数次下调基准利率和存款准备金率，调控频率和力度创下了我国央行货币调控历史之最。

2009年，我国的经济增长率达到8.7%，圆满实现了“保八”的任务。然而，在宏观经济形势较为乐观的情况之下，货币政策却面临着严峻考验。一方面，我国的CPI从2009年2月开始，连续下降了9个月，直到11月由负转正，

但2009年全年CPI同比下降了0.7%；PPI从2008年12月开始，连续下降了12个月，直到12月由负转正，但2009年全年PPI同比下降了5.4%。CPI和PPI连续下跌近一年后终于转正，似乎表明我国刚刚摆脱通货紧缩。另一方面，我国的货币供应量和信贷规模都大幅度地上升，2009年12月末，广义货币供应量(M2)的余额为60.6万亿元，比上年末增长27.7%，增幅同比加快9.9个百分点；金融机构各项贷款余额为40.0万亿元，比年初增加9.6万亿元，同比多增4.7万亿元。大幅度增加的货币供应量和信贷规模，使得通货膨胀的风险加大。在“促进经济增长”和“保持物价稳定”这两个目标之间，货币政策面临着两难境地。货币政策的有效性值得怀疑。

因此，研究我国货币政策有效性，提供相应的政策建议，对于改善我国货币政策的制定和执行，提高我国货币政策有效性，有着重要意义。这也是本研究课题的价值所在。

本书收集了过去十多年的大量数据和资料，以实证研究方法为主体，从货币供应量、利率、信贷、证券市场、房地产市场等不同的侧面，定量分析了我国货币政策有效性的程度，并提出了政策建议。

对于全书的结构安排，正文部分一共分成了十章。第1章是导论部分，介绍了本课题的研究背景，研究目的和意义，研究方法，主要创新以及全书框架；第2章对货币政策有效性的相关理论基础和国内外相关研究文献进行了梳理；从第3章到第7章，分别从货币供应量、利率、信贷、证券市场、房地产市场五个方面着手，运用收集的数据，通过实证研究方法，来分析它们与我国货币政策有效性的关系；第8章讨论了开放经济下我国货币政策有效性的问题。第9章则总结了实证研究的主要结论，并给出了政策建议；第10章指出了本课题进一步的研究方向。

货币政策一直是国内外决策层和理论界广泛关注和激烈争论的焦点之一，有关理论和研究文献也是汗牛充栋。在本课题的研究过程中，由于作者水平的限制，又加之时间较为仓促，因而文中的错误在所难免，恳请各位同仁予以批评和指正，笔者将不胜感激！作者也希望与各位同仁一起努力，为改善我国货币政策的制定和执行，提高我国货币政策的有效性而贡献力量。

作者

2010年3月于北京大学

目 录

CONTENTS

序言	1
前言	1
第 1 章 导论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的和意义	9
1.3 研究方法	10
1.4 主要创新	11
1.5 全书框架	12
第 2 章 相关理论基础	15
2.1 货币的内生与外生理论	15
2.1.1 内生性货币供给理论	15
2.1.2 外生性货币供给理论	19
2.2 货币的中性与非中性理论	21
2.2.1 货币中性理论	21
2.2.2 货币非中性理论	24
2.3 货币政策传导机制理论	27
2.3.1 货币渠道	28
2.3.2 信贷渠道	33

2.3.3 国内外学者的研究	35
----------------------	----

第3章 货币供应量与货币政策有效性

39

3.1 货币供应量与货币政策中介目标的相关理论

39

3.1.1 货币政策中介目标	39
----------------------	----

3.1.2 货币供应量与宏观经济	43
------------------------	----

3.1.3 我国货币供应量的变化：1998~2009年	45
-----------------------------------	----

3.1.4 我国货币供应量与宏观经济	48
--------------------------	----

3.2 货币供应量与产出关系的实证分析

51

3.2.1 变量选取与数据说明	51
-----------------------	----

3.2.2 单位根检验	52
-------------------	----

3.2.3 协整检验	53
------------------	----

3.2.4 格兰杰因果关系检验	54
-----------------------	----

3.2.5 脉冲响应分析	54
--------------------	----

3.2.6 主要实证分析结论	57
----------------------	----

3.3 货币供应量与物价关系的实证分析

57

3.3.1 变量选取与数据预处理	57
------------------------	----

3.3.2 平稳性检验	58
-------------------	----

3.3.3 协整检验	59
------------------	----

3.3.4 基于VEC模型的格兰杰因果检验	60
-----------------------------	----

3.3.5 脉冲响应分析	61
--------------------	----

3.3.6 主要实证分析结论	63
----------------------	----

3.4 我国货币供给内生性的实证分析

63

3.4.1 变量选取与数据预处理	64
------------------------	----

3.4.2 各变量的单位根检验	64
-----------------------	----

3.4.3 协整检验	65
------------------	----

3.4.4 格兰杰因果检验	66
---------------------	----

3.4.5 脉冲响应分析	67
--------------------	----

3.4.6 主要实证分析结论	69
----------------------	----

第 4 章 利率与货币政策有效性	70
4.1 利率与货币政策	70
4.1.1 利率与货币政策利率传导机制	70
4.1.2 利率与实体经济	72
4.1.3 利率市场化	73
4.1.4 利率渠道在我国	75
4.2 利率与产出关系的实证分析	76
4.2.1 利率与产出的变化趋势分析	76
4.2.2 利率与产出的相关性分析	79
4.2.3 利率与产出的回归分析	80
4.3 利率与投资关系的实证分析	81
4.3.1 利率与投资变化趋势分析	82
4.3.2 贷款利率与投资增长率的相关性分析	83
4.3.3 利率与投资回归分析	84
4.4 利率与消费关系的实证分析	85
4.4.1 利率与消费变化趋势分析	85
4.4.2 利率与消费的相关性分析	86
4.5 利率传导机制有效性的实证分析	88
4.5.1 变量选择和数据说明	88
4.5.2 平稳性检验	89
4.5.3 协整检验	90
4.5.4 VEC 模型的格兰杰因果检验	90
4.5.5 脉冲响应分析	92
4.5.6 主要实证分析结论	93
第 5 章 信贷与货币政策有效性	95
5.1 关于信贷与货币政策的理论	95
5.1.1 货币政策传导的信贷渠道	95
5.1.2 信贷渠道有效的前提条件	97
5.1.3 相关研究	98

5.2	我国信贷状况分析	99
5.2.1	信贷规模与结构	99
5.2.2	信贷的重要地位	102
5.2.3	信贷渠道有效性的分析	103
5.3	信贷市场货币政策有效性的实证分析	104
5.3.1	样本选取与数据预处理	105
5.3.2	第一阶段：从货币政策到信贷市场的传导有效性的实证分析	105
5.3.3	第二阶段：从信贷市场到最终目标实体经济的传导有效性的实证分析	108
5.3.4	两阶段的主要实证分析结论	111
5.4	信贷与货币政策对上市银行信贷扩张影响的实证分析	113
5.4.1	研究方法和指标数据说明	114
5.4.2	货币实证分析结果	115
5.4.3	主要结论	116
第6章	证券市场与货币政策有效性	118
6.1	我国的证券市场与货币政策	118
6.1.1	我国证券市场的发展	118
6.1.2	有关证券市场与货币政策的理论和研究	120
6.2	股票市场货币政策有效性的实证分析	125
6.2.1	股票市场与货币政策相互作用的实证分析	126
6.2.2	股票市场的货币政策传导效果实证分析	133
6.2.3	主要实证分析结论	136
6.3	债券市场货币政策有效性的实证分析	137
6.3.1	指标选取与数据说明	137
6.3.2	平稳性检验	138
6.3.3	协整检验	138
6.3.4	格兰杰因果关系检验	140
6.3.5	主要实证分析结论	140

6.4 货币市场基金对货币政策传导机制影响的实证分析	141
6.4.1 货币市场基金概述	141
6.4.2 货币市场基金对货币政策传导机制的影响	142
6.4.3 货币市场基金影响货币供应量的实证分析	145
6.5 证券投资基金对货币政策传导机制影响的实证分析	147
6.5.1 证券投资基金市场与股票市场的协整检验	148
6.5.2 证券投资基金影响货币政策的其它途径	150

第7章 房地产市场与货币政策有效性

7.1 我国房地产市场与货币政策	157
7.1.1 我国房地产市场的发展	157
7.1.2 我国货币政策对房地产市场的影响	162
7.2 有关房地产与货币政策的理论	163
7.2.1 房地产市场影响货币政策	164
7.2.2 货币政策对房地产市场的影响	166
7.2.3 房地产市场与宏观经济	167
7.3 房地产市场货币政策有效性的实证分析	168
7.3.1 变量选取与数据说明	168
7.3.2 平稳性检验	169
7.3.3 协整检验	171
7.3.4 格兰杰因果检验	172
7.3.5 VAR 的建模与分析	173
7.3.6 主要实证分析结论	174

第8章 开放经济下货币政策有效性

8.1 中国经济：从封闭到开放	176
8.1.1 对外贸易持续高速增长	176
8.1.2 外汇储备增长速度惊人	179
8.1.3 利用外资的规模不断扩大	180

8.2 开放经济对货币政策的影响	181
8.2.1 通货紧缩和通货膨胀压力的外部化和国际传导	182
8.2.2 中央银行货币政策目标的抉择面临两难	183
8.2.3 货币政策的传导机制受到扭曲	183
8.2.4 货币政策操作目标和政策工具的有效性被制约削弱	185
8.3 开放经济下货币政策有效性理论综述	185
8.3.1 蒙代尔—弗莱明 (M-F) 模型理论	186
8.3.2 克鲁格曼“三元悖论”理论	188
8.3.3 “扩展三角假说”理论	189
8.3.4 其他相关理论	190
8.4 开放经济的度量	191
8.5 实证分析	193
8.5.1 模型建立	193
8.5.2 回归分析	194
8.5.3 主要结论及分析	196
第9章 结论和政策建议	198
9.1 主要研究结论	198
9.2 政策建议	200
第10章 进一步的研究方向	205
10.1 研究的局限性	205
10.2 进一步的研究方向	207
参考文献	210
后记	216