

国家社科基金重大项目 (11&ZD017)

A collage of financial symbols. On the left, a large, stylized Japanese Yen symbol (¥) is superimposed over a globe. Below it, several Euro banknotes and coins are visible. The background is a blue and green gradient with floating numbers and currency symbols, including the Yen symbol and the Euro symbol (€).

王爱俭 刘通午 等著



中国金融出版社

国家自然科学基金项目 (70873087)

国家社科基金重大项目 (11&ZD017)

金融稳定下 中国货币政策运行研究

王爱俭 刘通午 等著

 中国金融出版社

责任编辑：赵天朗 张彩琴

责任校对：李俊英

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

金融稳定下中国货币政策运行研究 (Jinrong Wendingxia Zhongguo Huobi Zhengce Yunxing Yanjiu) / 王爱俭 刘通午等著. —北京: 中国金融出版社, 2012. 9

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6522 - 6

I. ①金… II. ①王…②刘… 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 (2012) 第 175445 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 20.5

字数 390 千

版次 2012 年 9 月第 1 版

印次 2012 年 9 月第 1 次印刷

定价 42.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6522 - 6/F. 6082

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

课题负责人：王爱俭

子课题负责人：刘通午 林楠 刘喜和
李向前 孟昊 王学龙
牛凯龙 杨兆廷

参编人员：高晓燕 王岩 温博慧
郭强 王璟怡 林文浩
何燕 徐虔 王盼
胡龙 尚航飞 刘瑒

前 言

开放条件下金融稳定任务日趋繁重，中央银行货币调控面临严峻形势。在经济发展与综合国力相互竞争的国际大舞台上，如何有效配置经济资源，平滑经济周期性运转所带来的经济波动，合理分散并化解风险，已成为我们所面临的重大战略问题。目前，中国经济已进入了制度与绩效双重转型的崭新时期。金融稳定作为经济可持续发展的重要保证，不断拓展中国经济融入世界经济大循环的深度与广度，金融开放广泛而深刻地影响着中国经济并不断震动原有世界经济格局。在 2008 年“防止经济增长由偏快转为过热，防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀”的背景下我国实施了从紧的货币政策。此后，全球金融危机蔓延进一步增加了中国经济和货币政策调控的复杂性。伴随欧美消费支出和投资支出的下降，我国对外出口需求拉动也在下滑。国际货币汇率动态所引起的世界物价变化压力和中美、中欧之间的贸易、汇率摩擦压力使得货币政策调控外部环境更为复杂。在美国量化宽松货币政策冲击下，我国货币政策受到外生因素的影响不断加大。人民币外汇占款成为货币政策调控效果实现的制约因素之一，而国际大宗商品价格攀升冲击影响加剧，包括原油、铁矿石等大宗商品的价格不断上涨，使中国面临着输入型通货膨胀的冲击。为了“保持货币币值稳定，并以此促进经济增长”，中央银行要动用基础货币大量购汇，再对“被动发钞”进行冲销干预。在此过程中，我国外汇储备巨额累积，通货膨胀压力持续，央行票据规模膨胀、存款准备金率高企，冲销干预外汇政策成本不断增大，货币政策独立性受到挑战。

伴随全球经济金融格局不断调整，以及局部冲突和战争频发，这些现象的背后是世界各国分担危机成本，争取发展先机的过程。与此同时，包括贸易保护主义抬头、迫使人民币汇率升值的压力，甚至朝鲜半岛、中国南海以

及利比亚军事行动等,使得中国的外部环境存在诸多挑战,受国际金融危机和外部不确定性因素的影响仍在持续。这些影响因素,又反馈到国内经济层面,增加了中国经济转型以及应对短期经济调控及政策协调的难度。在此过程中,我国货币政策经历了由从紧→灵活审慎→适度宽松→从紧→稳健的转变,并且在从紧和稳健的货币政策执行过程中积极应对国内通胀和经济增长变化。2011年上半年我国货币政策主要以抗通胀为主,进入2011年下半年以来,兼顾国内经济增长、就业、物价以及国际收支多方面因素,货币政策调控进入了审慎平衡时期。中国人民银行行长周小川曾指出,2011年中国的GDP增长率超过9%,在国内整体经济形势并没有出现太大的改变情况下,货币政策总的提法保持不变,同时还要对国际经济形势保持警惕,货币政策对此将保持充分的灵活性和针对性。从中央银行货币政策操作来看,央行采取了多种手段加强流动性管理,并较多地使用存款准备金率手段,而利率、汇率等价格杠杆调节仍然有待完善。当前需要结合中国国情,实现作为中国货币政策主要手段的存款准备金率调整以及信贷规模的总量调控逐渐向利率、汇率等价格调控转变。如何完善中国货币政策框架,有效执行货币政策,显然是颇具紧迫感的重要课题。

在中国经济开放程度日益加深的今天,当市场经济在反映生产力的实体经济和反映金融力的虚拟经济双轮驱动下,货币调控需要在金融稳定约束下实现货币政策的相机抉择:一是在币值对内稳定和对外稳定中相机抉择,二是在支持虚拟经济发展与防止其过度泡沫化之间进行权衡。当下宏观经济领域,中国需要处理好经济增长与资产价格泡沫和通货膨胀容忍的权衡。如何协调好货币目标与汇率目标,从而“管好货币、稳定币值”,成为影响货币政策调控执行效力的关键所在。在货币政策运行机制方面,相机抉择的试错方式产生的动态非一致性是简单相机抉择机制逐渐退出宏观调控过程的基本原因。但是,中央银行并不简单排斥相机抉择,而是要规范相机抉择行为。实际上,尽管在货币政策操作细节上存在诸多差异,但在货币政策框架上却都表现出“有约束的相机抉择”的制度安排特征,这并非巧合。基于我国当

前经济形势和现实条件,对于金融稳定约束下货币政策相机抉择运行机制进行系统研究与科学分析具有重要的理论价值与实践意义。从实体经济与虚拟经济特定角度探讨货币政策相机抉择的运行机理并进行政策评估及预测,将汇率政策作为开放条件下货币政策的重要组成部分,并通过调整汇率政策,来配合当前的货币政策目标也是一个非常重要的问题。

作为国家自然科学基金项目(70873087)和国家社科基金重大项目(11&ZD017)的研究成果,本书对上述内容分篇章进行了详细阐述。通过将货币调控体系模型构建及优化作为研究目的,基于系统、动态和可持续的研究思路,以“有约束相机抉择”为主线贯穿,采取逐层推进方式扩展“金融稳定约束下货币政策相机抉择”的内涵与外延。在分析框架方面,本书通过引入预期因素,尝试以不同的二元划分方式,并考虑大国经济开放的货币国际化特征,既着眼于全局,又拓展开放经济条件下从紧货币调控的政策外延。在分析逻辑方面,考虑金融稳定、规范相机抉择行为的主体要件,在货币政策调控与汇率动态调整的相机抉择模型中,尝试将货币市场、外汇市场、资本市场统筹考虑,将货币政策与人民币汇率放在一个统一的分析框架之中。在研究模式方面,以汇率超调模型及其拓展为基础,突出虚拟经济与实体经济双轮驱动,进而尝试构建新的分析框架,对应于货币政策的运行机理以及市场关键参数的刻画与分析及经济预测与政策分析,以保证理论分析与实证研究的框架合理性与集约性。在本书撰写过程中,我的研究生团队为本书的资料收集和整理做了大量工作。限于时间和水平有限,书中难免有不足和失误,恳请广大读者批评指正。

王爱俭
2012年1月于天财园

目 录

第一篇 金融稳定下货币政策运行的基础分析

第1章 导论	3
1.1 研究背景及研究意义	3
1.2 国内外研究现状及分析	6
1.3 研究内容概要	13
1.4 重要概念释义与研究方法和创新	16
第2章 金融稳定、金融杠杆化与货币政策相关理论准备	21
2.1 金融稳定、金融危机与金融杠杆化	21
2.2 金融全球化下国际市场联动性实证研究	28
2.3 货币政策规则理论	32
2.4 西方货币政策传导理论	36
2.5 中国货币政策的传导渠道：利率渠道和信贷规模渠道	43
第3章 内外失衡下中国货币政策应力传导	47
3.1 开放条件下中国宏观金融稳定任务日趋繁重	47
3.2 中国经济内外失衡的外部影响	56
3.3 中国经济内外失衡的内部因素	58
3.4 中国货币政策传导机制的演变及其效果	62
第4章 中国货币政策实践再考察	72
4.1 中国货币化进程分析	72
4.2 中国货币政策工具与政策调整	81
4.3 我国货币政策传导模式的不足之处及改革方向	87

第二篇 金融稳定约束下货币政策相机抉择关键参数分析

第5章 资产价格和通胀预期与开放条件下货币政策动态	91
5.1 资产价格与通胀预期相关性研究	91

5.2 开放条件下货币政策动态	101
第6章 大宗商品价格波动的通货膨胀效应	111
6.1 相关研究背景	111
6.2 大宗商品价格波动的通货膨胀效应分析	115
6.3 大宗商品价格波动对我国通货膨胀影响的实证研究	122
6.4 应对大宗商品价格波动影响通货膨胀的对策建议	129
第7章 我国货币政策对股票价格的影响研究	135
7.1 研究背景目的及主要内容	135
7.2 股票价格波动对货币政策目标的影响	142
7.3 货币政策作用于股票价格的有效性分析	152
7.4 主要结论与政策启示	182
第8章 我国货币政策对房地产价格的影响研究	185
8.1 研究背景目的及主要内容	185
8.2 货币政策房地产价格传导机制的理论分析	189
8.3 国内外货币政策调控房地产价格的历史实践与评价	193
8.4 我国货币政策对房地产价格影响的实证分析	196
8.5 结论与建议	201
第9章 货币政策调控土地市场	204
9.1 货币政策调控土地市场的理论基础	205
9.2 货币政策调控土地市场的现状和不足	212
9.3 货币政策调控土地市场的调控途径与对策建议	219

第三篇 金融稳定约束下货币政策相机抉择范式与 DSGE 政策空间

第10章 虚拟经济与实体经济协调发展下货币调控	235
10.1 “虚实二分法”下货币调控研究范式的提出	235
10.2 “虚实二分法”下汇率研究范式的模型构建	236
10.3 “虚实二分法”下研究范式的解释效力	239
10.4 “虚实二分法”下货币调控研究范式的政策空间	242
第11章 开放条件下人民币汇率动态与货币调控	246
11.1 引言与文献综述	246
11.2 理论模型	248
11.3 实证研究	256
11.4 结论与政策建议	263

第 12 章 动态随机一般均衡模型 (DSGE) 下货币政策分析	266
12.1 中国现有模型的特点以及 DSGE 模型的主要特征.....	266
12.2 新开放宏观经济框架下 DSGE 架构.....	270
12.3 开放条件下均衡汇率决定	274
第 13 章 实施货币政策维护金融稳定的对策建议	282
13.1 中国金融发展成绩问题与改革重点	282
13.2 货币调控政策空间拓展与货币政策传导效率提高	286
13.3 货币政策相机抉择时所要考虑的因素和准则	292
13.4 中央银行应对资产价格波动的货币政策框架完善	295
13.5 金融稳定约束下开放经济货币政策相机抉择	299
参考文献	308

第一篇 金融稳定下货币 政策运行的基础分析

本篇主要探讨金融稳定约束下货币政策相机抉择运行的基础。首先，分析研究背景与研究意义，结合货币政策研究重心在实践中向更加灵活、易于实施、较为适用的“有约束的相机抉择”式的规则方面不断发展的现实，进行国内外研究综述、重要概念和西方货币政策传导理论的梳理。在此基础上，明确本课题研究的主要方法。其次，分析金融全球化和金融稳定维护。本次全球金融危机凸显维护金融稳定的重要意义，从金融杠杆化和国际资本流动新特征出发，对国际金融市场的联动性进行了实证分析，对金融杠杆化与流动性问题进行了研究，重点分析了现行货币政策框架所面临的挑战和金融稳定维护的重要性。再次，对内外失衡条件下中国货币政策应力传导和中国货币政策实践的再考察。在货币政策规则的理论综述与国际比较基础上，探讨货币政策规则的理论演变与各国政策操作，归纳出一般共性即“有约束的相机抉择”，并对通货膨胀目标规则与泰勒规则进行比较分析与借鉴，分析货币政策对宏观经济内外失衡的响应与传导，从政策搭配国际协调角度研究中国当前把金融稳定作为目标约束的必要性。对中国货币化进程，货币政策工具与政策调整，以及中国货币政策传导机制演变及其效果进行系统梳理，为后文构建分析模型奠定基础。

第1章 导 论

后危机时代，中国经济已进入制度与绩效双重转型的崭新时期。经过 30 多年改革开放的不懈努力，金融支持作为经济快速发展的重要保证，不断拓展中国经济融入世界经济大循环的深度与广度，金融开放广泛而深刻的影响着中国经济并不断震动原有世界经济格局。“十一五”期间，中国综合国力显著增强、快速崛起，国民经济总量接连超越德国和日本，成为全球第二大经济体，“十一五”规划时期成为改革开放以来平均增速最快、增长最平稳的五年。尽管国民经济总量迅速扩张，但是伴随着多年经济快速发展和政策调整，中国的人口结构、资源条件、技术水平、经济总量占全球的份额发生了重大改变。中长期，在人口、资源、能源、国际经济金融秩序等一系列客观因素的制约下，中国经济内在矛盾与结构失衡逐步加深。进入“十二五”规划战略机遇期，在经济发展与综合国力相互竞争的国际大舞台上，如何有效实施货币政策，优化经济资源配置，平滑经济周期性运转所带来经济波动，合理分散并化解风险，已成为我们所面临的重大战略问题。

1.1 研究背景及研究意义

伴随着中国经济对内改革对外开放的持续深入推进，为“防止经济增长由偏快转为过热，防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀”，2008 年中国实施了从紧的货币政策。2010 年至今，国内的一般物价水平上行压力较大、房地产价格调控效果有待强化，包括资产、投入要素、农产品等价格的高位运行，制约了实体经济资源配置。在推动中国经济转型发展的基础上^①，如何通过优化中国货币政策运行，为成功化解中国经济深层次矛盾赢得时间，对实现中国经济平衡、协调和可持续发展具有至关重要的作用。

1.1.1 研究的主要背景

从目前中央银行货币政策操作来看，尽管我国央行采取多种手段加强流动性管理，但完善货币政策框架日益紧迫。在“保持货币币值稳定，并以此促进

^① 中国经济转型是指发展方式的转变与经济结构的调整。

经济增长”的货币政策目标下，长期以来中国人民银行为维护汇率走势平稳，动用基础货币大量购汇，在银行间外汇市场上进行买卖操作形成基础货币的吞吐。由于外汇市场长期供大于求，央行承受被动干预外汇市场的压力，并在此过程中持有的外汇储备巨额累积（通货膨胀压力持续）；为平衡外汇干预形成的基础货币，对“被动发钞”进行冲销干预，央行票据规模膨胀、存款准备金率高企，冲销干预外汇政策成本不断增大。截至2011年6月末，中国外汇储备已达到3.2万亿美元，比2010年末的2.9万亿美元较大幅度增长。从收益来看，主要是所投资的国外资产收益；从成本来看，一方面当这些外汇储备的持有收益率比其融资成本还要低，另一方面当这些外汇储备的人民币计值表示在下降并且还将持续下降时，都会出现损失。

1. 开放条件下金融稳定任务日趋繁重，央行货币调控面临严峻形势

从涉外经济与国际环境来看，中央银行信贷调控将面临新的不确定因素，全球金融危机将会导致欧美消费支出和投资支出的下降，从而导致其国内生产总值和经济增长的下降，进而可能引发欧美进口下降，从而可能会减少我国对外出口。而美元贬值速度如果加快，引起世界物价上升压力和中美、中欧之间的贸易、汇率摩擦压力，也增加了未来中国经济运行的复杂性。短期内，外汇占款压力使得货币调控的灵活性和有效性受到严重制约；从长期来看，货币调控的主动性和自主性也因此大打折扣。

2. 央行冲销“被动发钞”货币政策成本巨大

对于中国外汇储备的币种构成，显然美元和欧元占绝大多数（外汇储备的币种构成并不对外公布，假设美元占比60%，欧元占比25%），其他为日元、英镑等（其确切比重实际上并不重要，因为上述这些货币具有趋近的利率和汇率预期贬值率）。在此情况下，假设持有外汇储备的主要形式是国债和平均大约2年期的银行存款（收益率的加权平均值大约为0.33），则中国外汇储备年收益大约为110亿美元。假设2011年末至2012年末美元预期贬值5%，欧元预期贬值6%，日元预期贬值9%，英镑预期贬值3%，结合相关测算可得到中国外汇储备将预期贬值大约平均5.4%，这意味着资本损失为1720亿美元。进一步假设由外汇储备累积所导致的中央银行“被动发钞”可通过央行冲销干预来抵消，而央行可通过出售其他资产对此进行融资，其成本正是这些资产的未来收益。假设中央银行法定存款准备金的利率支付为1.6%，估计有超过一半的外汇储备是按照这种方式进行融资，则每年的成本大约为410亿美元；假设持有短期政府债券购买央行票据利率在3%的水平，从而发行央行票据的成本大约为100亿美元；剩余的外汇储备等于持有政府债券的资产量，每年约为260亿美元。截至2011年6月，总的利息成本为770亿美元（410+100+260）。综上所述，目前根据相关数据估算可得中国外汇政策的成本大约为2380亿美元（1720+

770-110), 并且快速增长的外汇储备意味这种政策成本很可能会继续上升而下降。由此, 引发的重要问题是: 央行的对冲政策是否有效和可持续。

3. 当前以货币供应量为中介目标的货币政策框架面临挑战

加入世界贸易组织后, 伴随金融竞争压力不断提升, 利率市场化不断推进, 我国金融创新水平显著提高, 新型金融替代资产层出不穷, 在改变自身结构的同时对货币需求的变量关系也产生重要影响。作为学术界的前沿性研究领域, 货币需求稳定性的下降以及金融创新对货币需求不稳定的冲击已成为中国今后一段时间面临的重要命题。理论界有呼声认为我国的货币供应量不适合作为我国的货币政策中介目标, 需要建立一个通货膨胀目标下的货币政策框架(夏斌、廖强, 2001)。对中国超额货币的成因分析以及货币供应量与物价、产出的动态相关系数、单方程分析以及VAR系统研究已对此给出了有力证据, 表明货币供应量与物价和产出相关性在下降。对此, 争论越大, 货币政策框架及传导机制研究就越发重要与迫切。

4. 货币政策操作相机抉择与政策规则争论与实践引发思考

“规则还是相机抉择”的争论由来已久, 而简单的相机抉择忽略了政策结果依赖于人们对政策运行的期望, 货币政策规则虽然强调透明性和可预测性, 但对保持宏观稳定最为重要的因素同样重视不够, 其中, 预期的重要性逐渐显现且不容忽视。伴随“政策体系”对“政策规则”的超越彰显货币调控由从分散到系统的动态演变, 泰勒(1993, 1999)提出政策规则作为一种系统的而非随机予以实施的政策体系, 显然不是一个机械的计算公式, 也并非简单的政策工具的固定设定。实际上, 货币调控正是一项非常具体而又复杂的近乎于艺术的操作。试错方式产生的动态非一致性是简单相机抉择机制逐渐退出宏观调控过程的基本原因。但是, 中央银行并不简单地排斥相机抉择, 而是要规范相机抉择行为。成功的货币政策的国别案例分析表明, 尽量在货币政策操作细节上存在诸多差异, 但在货币政策框架上却都表现出“有约束的相机抉择”的制度安排特征, 这并非巧合。

综上所述, 基于我国当前经济形势和现实条件, 对于金融稳定约束下货币政策相机抉择运行机制进行系统研究与科学分析具有重要的理论和实践意义。

1.1.2 研究目的与研究意义

本研究将货币调控体系模型构建及优化作为研究目的, 基于系统、动态和可持续的分析思路, 以“有约束的相机抉择”为主线贯穿, 采取逐层推进方式扩展“金融稳定约束下货币政策相机抉择”的内涵与外延, 在货币政策调控多层次递阶动态系统模型、货币调控与汇率动态调整的相机抉择模型基础上, 对当

前中国货币政策框架有效性面临挑战所引发的争论予以合理解释,并提出实际可行的调整路径,有助于规范及提升我国货币调控理论研讨的实际操作水平,对促进经济平稳发展及保障金融系统稳健运行有一定的推动作用。研究的理论和现实意义如下:

第一,构建分析应对经济波动货币政策的数量化模型,可以为我国中央银行建立以利率等间接工具为基础的政策体系提供理论指导。主要的理论模型,如基于货币政策调控多层递阶动态系统的货币调控与汇率动态调整的相机抉择模型和货币政策效应分析的动态随机一般均衡模型等,正是课题研究理论价值的核心所在,是货币政策理论分析的重要内容。

第二,尝试打开中国货币调控作用与传导的“黑匣子”,在相关模型对接基础上,突出思路清晰化(主线相连+模块展开)、论证客观化(理论模型+实证模型)和分析精细化(运行机制+政策效应),探讨开放条件下中国货币政策运行,有助于规范及提升我国货币调控理论研讨的实际操作水平。从学术研究角度出发,对货币政策的实施进行客观的经济分析和预测,对于货币当局更加关注社会评价起到一定的推动作用,具有重要的实际意义。

第三,在宏观层面上,具有很强的实用参考价值及广阔的应用前景。对当前中国货币政策框架有效性面临挑战所引发的争论予以合理解释,并提出实际可行的调整路径。在未来中国经济所面临的不确定环境下,针对各种冲击尝试设计出反应及时、时间一致、有效的货币政策体系,对促进经济平稳发展及保障金融系统稳健运行具有重要的作用。

1.2 国内外研究现状及分析

1.2.1 国外研究现状及分析

转型经济体货币政策及汇率政策与货币政策协调开始受到广泛关注。在转型国家货币政策的总结方面,班里诺、霍尔舍和霍德(Balino, Hoelscher 和 Horder, 1997)对俄国货币政策工具的演进进行了分析,斯洛克(Slok, 2000)以蒙古为例分析了转型经济体的货币政策操作。此外,大量有关“货币政策科学”方面的文献也重点关注工业化国家和较为先进的新兴市场经济体(Clarida, Gali 和 Gertler, 1998; Taylor, 1999)。巴塔查里亚等(R. Bhattacharya, I. Patnaik 和 A. Shah, 2011)指出,一些新兴经济体由于国内金融体系以及市场分割导致货币政策传导效率很低,通过规范货币传导及汇率传递,研究发现汇率渠道可以替代小国开放经济的货币政策传导,对于印度而言,最有效的机制是通过汇率影响通胀的货币政策。将利率规则纳入汇率决定对于货币政策具有重要意义

(Benigno, 2008)。对此,巴克斯等(Backus, Gavazzoni, Telmer 和 Zin, 2010)进一步将麦克勒姆(McCallum)规则中外生的货币风险升水内生化,班尼诺等(Benigno 和 Nisticò, 2011)通过基于货币政策溢出与反馈的时间变化非确定互动的一般均衡理论,对风险、货币政策与汇率,特别是日益增加的货币政策不确定性进行了深入分析,研究发现风险因子和利率平滑对于解释 UIP 回归中的负系数具有重要影响。

近年来一些国外学者纷纷对中国货币政策展开深入研究。盖格尔(Geiger, 2006)分析了1994年至2002年我国货币政策的有效性,并对货币变量是否与通货膨胀存在紧密关系,以及中央银行是否可以通过货币政策工具控制通货膨胀等问题进行了考察。指出我国货币与信贷实际值与目标值经常偏离,并且中间目标与利率之间的关系微弱,尚不存在货币政策传递机制动力之有效的利率渠道。考虑到利率与通货膨胀率之间的模糊关系,盖格尔(Geiger, 2006)指出货币政策指标(如中间目标)具有相关性,利率仅可作为支持性而非主导性工具。此外,他还指出使用货币定标的重要原因在于搜寻名义锚,扭曲失真导致利率渠道功能丧失。盖格尔并不反对将短期利率作为货币政策操作目标,而是要强化利率传递渠道。格林和常(Green 和 Chang, 2006)通过对2003年1月至2006年3月期间我国银行准备金与外汇流入量进行回归分析进而评价银行准备金及 M_2 的可控性。他们发现调整后的外汇流入量变化解释了78%的银行准备金变化,中国人民银行能够控制银行准备金。通过银行准备金与 M_2 的回归分析,他们指出两者并非紧密相关,即使中央银行能控制银行准备金,由于货币乘数不稳定也并不能较容易地控制 M_2 (见表1-1和图1-1)。

表 1-1 货币增长率

年份	M ₁ 增长率		M ₂ 增长率	
	目标值	真实值	目标值	真实值
1994	21	26.4	24	34.5
1995	21 ~ 23	16.8	23 ~ 25	29.5
1996	18	18.9	25	25.3
1997	18	16.5	23	17.3
1998	17	11.9	16 ~ 18	15.3
1999	14	17.7	14 ~ 15	14.7
2000	15 ~ 17	16	14 ~ 15	12.3
2001	13 ~ 14	12.7	15 ~ 16	14.4
2002	13	16.8	13	16.8
2003	16	18.7	16	19.6
2004	17	13.6	17	14.6

资料来源: Geiger (2006)。