

内生货币、名义粘性与我国货币政策的有效性研究

王延军 著

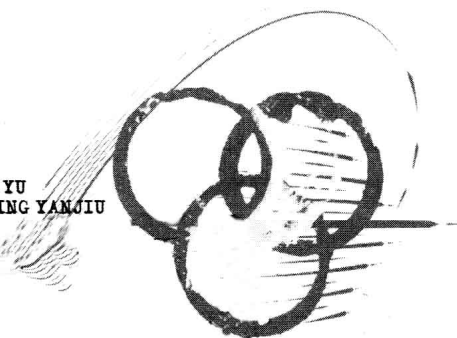
NEISHENG HUOBİ, MINGYI NIANXING YU
WO GUO HUOBİ ZHENGCE DE YOUXIAOXING YANJIU



内生货币、名义粘性与我国货币政策的 有效性研究

王延军 著

NEISHENG HUOBİ, MINGYI NIANXING YU
WO GUO HUOBİ ZHENGCE DE YOUXIAOXING YANJIU




江苏大学出版社
镇江

图书在版编目(CIP)数据

内生货币、名义粘性与我国货币政策的有效性研究 /
王延军著. —镇江: 江苏大学出版社, 2012. 9
ISBN 978-7-81130-401-5

I. ①内… II. ①王… 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 218823 号

内生货币、名义粘性与我国货币政策的有效性研究

著 者/王延军

责任编辑/顾正彤 柳 艳

出版发行/江苏大学出版社

地 址/江苏省镇江市梦溪园巷 30 号(邮编: 212003)

电 话/0511 84446464(传真)

网 址/<http://press. ujs. edu. cn>

排 版/镇江文苑制版印刷有限责任公司

印 刷/丹阳市兴华印刷厂

经 销/江苏省新华书店

开 本/890 mm×1 240 mm 1/32

印 张/6. 375

字 数/220 千字

版 次/2012 年 9 月第 1 版 2012 年 9 月第 1 次印刷

书 号/ISBN 978-7-81130-401-5

定 价/29. 00 元

如有印装质量问题请与本社营销部联系(电话: 0511-84440882)

前 言

自 1978 年改革开放以来,我国经济一直保持着快速增长的态势,但也出现过较大的波动。此外,我国经济增长过程中所表现出来的一些现象也值得思考。现象一,伴随着 GDP 的高速增长,我国的货币供给量也在快速增长,而且,实际 GDP 与实际 M_0 , M_1 , M_2 之间呈显著的相关性,相关系数分别达到了 0.993 6, 0.990 8 和 0.991 9;现象二,名义产出、名义消费、名义资本形成总额等名义变量的波动显著大于实际产出、实际消费、实际资本形成总额等实际变量的波动。

这些现象应该如何理解呢?

对于现象一,我们可以从两个可能的方面对其进行解读。第一种解读是,这种相关关系可能表明我国通过货币政策对实体经济的调节发挥了显著的作用,因为货币政策发挥效应的必要条件是实体经济随着货币供给量的变动而变动;第二种解读是,可能由于货币供给内生性的存在,我国货币供给被动地随着实体经济的变动而变动,从而导致两者之间明显的相关性。对于现象二来说,由于剔除名义变量的价格因素则得到实际变量,即名义变量的变动中包含了价格因素的变动。所以,名义变量波动大于实际变量波动意味着货币供给量是加剧了而不是削弱了名义变量的变动。

现象一和现象二都与货币政策有着非常紧密的联系。从现象一看,如果现象一表明是实体经济由于货币供给量的变动产生了



显著的反应,则意味着我国的货币政策产生了实质性的效果;如果现象一表明是货币供给内生性导致了货币供给与实体经济的高度相关性,则往往意味着货币当局对于货币供给的控制能力弱,可以预期货币政策调节效果不会太好。从现象二看,因为货币政策实施的目的是平滑经济波动,所以,一个有效的货币政策应该使得名义变量波动小于实际变量波动,而不是相反。那么,当前的名义变量波动大于实际变量波动是不是就表明我国货币政策调控效果欠佳?如果是,究竟是什么原因导致了名义变量波动大于实际变量波动呢?

针对以上现象,本书提出如下问题:第一,为什么我国货币供给量和实际产出之间存在显著的正相关关系?这种显著的正相关关系是有效的货币政策导致的呢,还是货币供给的内生性使然?第二,是什么原因导致了我国名义变量的波动大于实际变量的波动?这种现象真的意味着我国货币政策效果甚微吗?

为了解答上述两个问题,本书首先对历史文献进行了回顾,明确关于这两个问题的研究现状,并尽可能地吸收其他文献先进的研究方法和技巧,同时,说明了本书的研究方法和手段与之前文献间的关系。然后,本书构造了一个随机动态一般均衡模型,通过对模型中一些变量的生成状态的改变以及某些机制的设立或者删除,分别模拟了一个存在内生货币和存在粘性的经济,通过对比说明了究竟是什么原因导致了我国货币供给与实体经济之间显著的相关关系。粘性是指工资或者价格在外部冲击下不能迅速变化而只能进行缓慢调整的一种经济属性。凯恩斯认为,粘性是货币等名义冲击发挥效果的必要前提。当然,即使假定经济存在粘性仍不能表明我国货币政策就一定有效,因为,粘性只是为货币政策的实施提供了一个前提条件,货币政策有效与否还取决于政策是否正确以及政策的实施是否适时、有力。为了进一步明确我国货币政策的有效性,依照思维的逻辑,本书利用SVAR模型对这一问题进行了论证。此后,为了寻找导致我国宏观名义变量波动大于实



际变量波动的原因,本书首先对我国货币政策的宏观经济调节历程进行了详细的回顾,然后借助宏观经济理论的一些最新研究成果,利用政策的时间不一致性揭示了我国宏观名义变量波动大于实际变量波动的原因。

本书的结论和对问题的解答如下:第四章和第五章的实证研究表明,我国经济存在明显的货币供给内生性特征和一定的粘性特征,我国货币供给与实际产出的正相关性主要是由货币供给的内生性引起的。这样,第一个问题就得到了解答。第六章和第七章主要解决了导论中提出的第二个问题,即我国货币政策的调控效果如何以及为什么我国名义变量的波动要小于实际变量的波动。结论表明,我国货币政策的调控效果很弱,而货币供给内生性、相机抉择政策所引发的政策时间不一致性是我国货币政策有效性弱化的重要原因;另外,本书分析认为我国货币政策在多目标间摇摆、调控的剧烈性、政策缺乏连贯性和前瞻性等特点导致了政策的时间不一致性,同时也导致了我国名义变量呈现强烈波动,从而大于实际变量波动。

那么针对货币供给的内生性和货币政策时间不一致性,我们应该采取什么措施来增强货币政策对经济的调控效果,并减弱宏观经济的波动?

首先,我们必须弄清楚导致我国货币供给内生的原因。就我国经济的发展历史来看,1994 年以前我国货币供应量内生性主要表现为地方政府行政干预专业银行、信贷计划管理制度本身缺陷等因素所导致的“倒逼机制”;而 1994 年以后主要体现为商业银行信贷供给能力的增强、信贷需求和货币需求自主性的增加等市场经济因素。尤其是 1994 年外汇体制改革后,外汇占款成为中央银行基础货币投放的主要渠道之一。当然,诸如金融体系创新等因素也增强了我国货币供给的内生性特征,但相对于前几个因素来说,其影响要小得多。

尽管货币供给的内生性弱化了我国货币政策的独立性,并继



而减弱了货币政策对经济的调控作用,但在目前面临经济极大增长和就业压力的前提下,短时间内对我国外汇制度做出大的调整是不现实的。所以,在较长的一段时间内,我国仍将面临由外汇占款所导致的货币供给内生性。不过,从经济持续增长的角度来看,在我国货币供给内生性趋势有所加强,使得中央银行对货币供给的控制力较弱的现实条件下,货币供应量已经不再适合作为货币政策中介目标。西方国家货币政策中介目标一般经历了利率—货币供应量—利率这样的发展过程。如今有些国家甚至摒弃了两阶段货币政策操作模式,直接采用通货膨胀目标做法。由于内生货币是经济活动自身创造出来的,是实际产出、利率、物价水平等经济变量的函数,其中只有利率是中央银行执行货币政策时可以较好控制的变量,因此以利率作为货币政策中介目标已被以美国为典型代表的大多数国家所采用。而我国在以货币供应量为中介目标的货币政策实施效果不明显的情况下,应该将货币政策中介目标转向对利率的调控。此外,笔者认为通货膨胀目标目前并不适合我国的实际情况,因为通货膨胀率在我国并不是一个可控性较强的变量,这一点从1998年以后我国虽大力扩张有效需求但仍陷入了通货紧缩怪圈这一事实便可看出。

在我国货币供给依然表现出较强内生性的前提下,尽管利率是一个不错的选择,但短期内就将货币政策中介目标从货币供应量转向利率是不现实的。因为,利率指标的使用要求银行等金融机构以及消费者必须对利率做出敏感的反应,但由于我国金融机构尚没有完全市场化,而在未来不确定性增强的情况下,消费者的消费和投资都对利率反应迟钝,所以以利率作为中介目标也值得商榷。因此,针对货币供给内生性的一些措施很难在短期内提高我国货币政策的经济稳定作用,从而只能着重采取针对政策的时间不一致性问题的措施来提高我国的货币政策有效性。为了降低政策的时间不一致性,增强货币政策的有效性,笔者认为应首先增强中央银行的独立性,减少对央行的行政性干预,从而使得央行的货



币政策真正为经济发展和稳定服务。另外,中央银行在制定政策时应注意:第一,增强货币政策的规则性和预先承诺性。第二,提高货币政策透明度。第三,避免政策突然、剧烈地调整,保持其连贯性和前瞻性。

目 录

第一章 导论 001

第二章 文献综述 011

- 2.1 古典经济学派关于货币供给与实体经济之间关系的认识 014
- 2.2 从货币的“面纱论”到货币政策的提出 016
- 2.3 从货币与实体经济的两分到内生货币供给理论 020
 - 2.3.1 早期的内生货币供给理论 021
 - 2.3.2 现代内生货币供给理论 023
 - 2.3.3 后凯恩斯主义的内生货币供给理论 029
- 2.4 关于货币供给与实体经济之间关系的实证研究 033
 - 2.4.1 关于货币供给对实体经济产生影响的实证研究 033
 - 2.4.2 关于实体经济对货币供给产生影响的实证研究 035
 - 2.4.3 将内生货币与货币政策结合起来的实证研究 038
- 2.5 我国关于内生货币与货币政策有效性的研究 039
 - 2.5.1 货币供给内生性的研究现状 039
 - 2.5.2 货币政策有效性的研究现状 041
- 2.6 本章小结 041



第三章 我国货币政策实践的回顾 043

3.1 货币政策框架的基本构成 045

3.1.1 货币政策的最终目标及我国货币政策最终目标选择的历史演变 045

3.1.2 我国货币政策的中介目标 046

3.1.3 我国货币政策的常用工具 048

3.2 我国经济周期的划分 052

3.2.1 第一阶段(1984—1987年) 052

3.2.2 第二阶段(1988—1992年) 055

3.2.3 第三阶段(1993—2000年) 057

3.2.4 第四阶段(2001—2007年) 059

3.2.5 第五阶段(2008年至今) 061

第四章 我国货币供给内生性的实证研究 063

4.1 货币经济模型的构造及求解 065

4.1.1 经济模型的结构 066

4.1.2 货币经济模型的竞争性均衡 068

4.1.3 求模型的静态均衡方程以及模型的对数线性化 070

4.2 经济模型的实证检验 074

4.2.1 模型参数校准 074

4.2.2 模型模拟的结果 079

4.3 模拟结果分析 081

4.3.1 不存在货币供给内生性的经济模型与实际经济的对比 081

4.3.2 不存在货币供给内生性的经济模型中产出与货币之间关系的分析 083



4.3.3	货币供给内生经济模型和标准模型的对比	085
4.3.4	货币供给内生模型中实际产出与货币供给之间关系的分析	087
4.4	本章小结	089
第五章 我国经济中名义粘性的实证研究		091
5.1	名义粘性经济模型的构造及求解	093
5.1.1	名义粘性经济模型的结构	094
5.1.2	名义粘性经济模型的竞争性均衡	098
5.1.3	名义粘性经济模型的稳态方程及其对数线性化	100
5.2	名义粘性经济模型的实证检验	101
5.2.1	名义粘性经济模型参数校准	102
5.2.2	名义粘性经济模型模拟结果	110
5.3	名义粘性经济模型模拟结果的分析	110
5.3.1	名义粘性经济模型与标准货币经济模型的比较	111
5.3.2	名义粘性经济模型与内生货币经济模型的比较	113
5.3.3	对3种模拟经济中产出与货币关系的综合分析和对比	114
5.3.4	实际产出与货币供给之间正相关关系的解释	116
5.3.5	模型参数的灵敏性分析	117
5.4	本章小结	119

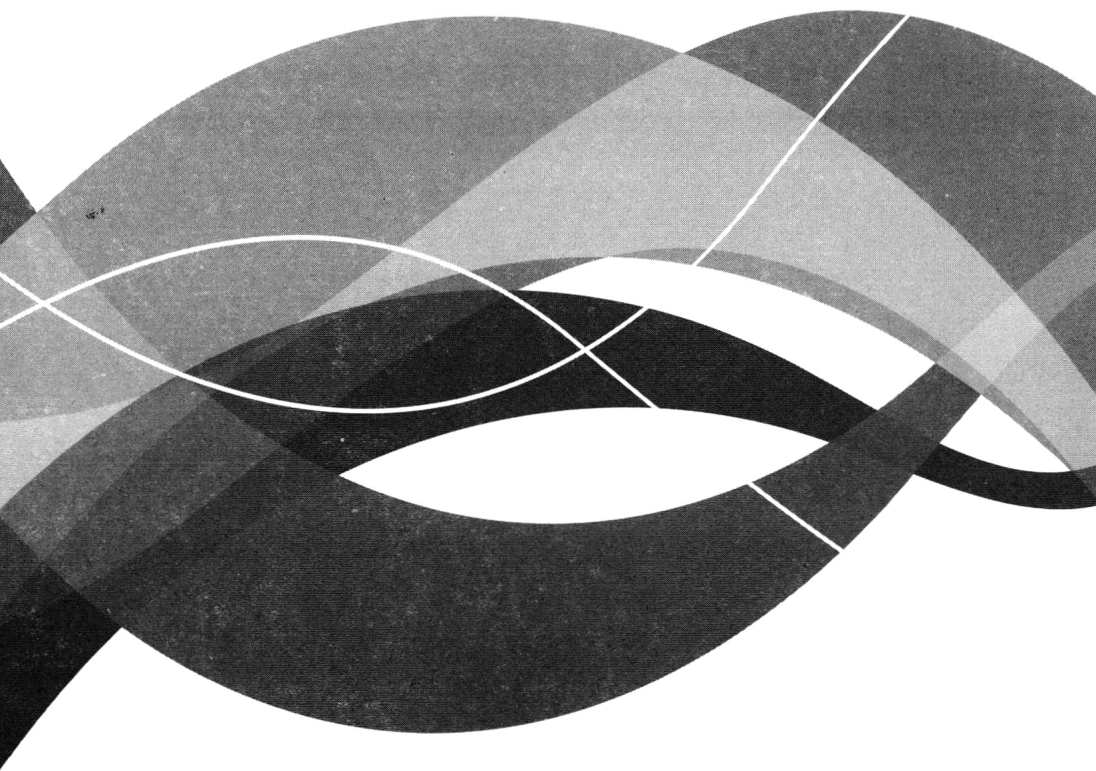
第六章 我国货币政策有效性的实证研究 121

6.1	货币政策有效性的研究综述	125
6.2	我国货币政策有效性的实证研究	127
6.2.1	基于SVAR的理论框架	127



6.2.2	变量选择及数据处理	128
6.2.3	我国货币政策有效性的实证分析	130
6.3	本章小结以及货币供给内生性与我国货币政策	133
第七章 政策时间不一致性与我国货币政策的有效性		137
7.1	理论模型	141
7.1.1	新古典宏观经济学视角	141
7.1.2	新凯恩斯主义的视角	143
7.2	中国不同阶段货币政策规则的特征及其有效性分析	144
7.2.1	改革开放初期阶段的货币政策	146
7.2.2	金融体制改革初期阶段的货币政策	147
7.2.3	金融体制改革深化阶段的货币政策	151
7.2.4	金融体制完善阶段的货币政策	155
7.3	本章小结	158
第八章 内生货币、时间不一致性与政策有效性		159
8.1	货币供给的内生性与我国货币政策的有效性	161
8.2	政策的时间不一致性与我国货币政策的有效性	163
8.2.1	由规则决定货币政策	163
8.2.2	声誉	164
8.2.3	委托	170
8.2.4	政策的时间不一致性与我国的政策选择	172
参考文献		174
附录		187
后记		191

第一章 导 论





自 1984 年我国中央银行和商业银行分离,中国人民银行独立行使中央银行的职能以来,货币政策已成为我国宏观经济管理部门的重要调控工具。此后,随着我国经济发展进程的推进和金融体系的逐步完善,货币政策的使用频率不断提高。特别是近几年,由于世界性金融危机以及我国经济自身调整的需要,货币政策已经成为实现我国经济稳定的“国之利器”。例如,在世界性金融危机爆发的 2008 年,我国宏观管理部门 6 次上调人民币存款准备金率,4 次下调人民币存款准备金率,5 次调整金融机构人民币存贷款基准利率,2 次调整再贴现率和再贷款利率。^①又如,2010 年央行 6 次调整人民币存款准备金率,2 次调整金融机构人民币存贷款基准利率。^②另外,从我国货币政策的制定以及国内外经济形势变化来看,我国货币政策的目标并没有局限于稳定经济增长,实际上,稳定物价、促进就业也在货币政策的目标范围之内。

频繁的货币政策调整使得我国货币供给量和产出之间存在非常强的相关关系(本书称之为“现象一”)。表 1.1 至表 1.6 分别是利用月度、季度和年度数据计算的我国产出^③与各层次货币供应量之间的相关系数。由表 1.1 和表 1.2 可知,不论是名义变量还是实际变量,我国月度工业增加值和货币供应量之间的相关系数均高达 0.96 以上;由表 1.3 和表 1.4 可知,我国季度产出与各层次货币供应量之间的相关系数也均高达 0.95 以上;而我国年度产出与货

① 2008 年,我国分别于 1 月 25 日、3 月 25 日、4 月 25 日、5 月 20 日、6 月 15 日和 6 月 25 日上调存款准备金率,分别于 9 月 25 日、10 月 15 日、12 月 5 日、12 月 25 日下调存款准备金率,分别于 9 月 16 日、10 月 9 日、10 月 30 日、11 月 27 日、12 月 23 日调整金融机构人民币存贷款基准利率,分别于 11 月 27 日和 12 月 23 日调整人民银行对金融机构再贷款(再贴现)利率。

② 2010 年,我国分别于 1 月 18 日、2 月 25 日、5 月 10 日、11 月 16 日、11 月 29 日、12 月 20 日上调存款准备金率,分别于 10 月 20 日和 12 月 26 日调整金融机构人民币存贷款基准利率。

③ 由于我国没有公布 GDP 的月度数据,所以本书采用工业增加值代表我国的月度产出。



币供应量之间的相关系数则高达 0.99 以上。另一个需要关注的现象(本书称之为“现象二”)是,我国的名义产出、名义消费、名义资本形成总额等名义变量的波动要显著大于实际产出、实际消费、实际资本形成总额等实际变量的波动。由表 1.7 可知,名义 GDP 波动的标准差是实际 GDP 波动标准差的 2.63 倍,名义消费波动标准差是实际消费波动的 1.96 倍,名义资本形成总额波动是实际变量波动的 1.58 倍。

表 1.1 月度名义产出与月度名义货币供给量之间的相关系数矩阵

	IP	M_1	M_2
IP	1.000 0		
M_1	0.972 5	1.000 0	
M_2	0.975 3	0.998 5	1.000 0

注:表中 IP 为名义产出,用名义工业增加值表示, M_1, M_2 为名义货币供给量。

表 1.2 月度实际产出与月度实际货币供给量之间的相关系数矩阵

	IP_t	M_{t1}	M_{t2}
IP_t	1.000 0		
M_{t1}	0.966 6	1.000 0	
M_{t2}	0.970 3	0.998 2	1.000 0

注:表中 IP_t 表示实际产出, M_{t1}, M_{t2} 表示货币供给量。

表 1.3 季度名义产出与季度名义货币供给量之间的相关系数矩阵

	GDP	M_0	M_1	M_2
GDP	1.000 0			
M_0	0.971 0	1.000 0		
M_1	0.968 7	0.991 8	1.000 0	
M_2	0.962 4	0.990 8	0.998 6	1.000 0

注:表中 GDP 表示产出, M_0, M_1, M_2 表示名义货币供给量。



表 1.4 季度实际产出与季度实际货币供给量之间的相关系数矩阵

	GDP_t	M_{t_0}	M_{t_1}	M_{t_2}
GDP_t	1.000 0			
M_{t_0}	0.961 4	1.000 0		
M_{t_1}	0.961 7	0.988 7	1.000 0	
M_{t_2}	0.954 3	0.986 7	0.998 3	1.000 0

注:表中 GDP_t 为实际产出, M_{t_0} , M_{t_1} , M_{t_2} 表示实际货币供给量。

表 1.5 年度名义产出与年度名义货币供给量之间的相关系数矩阵

	GDP	M_1	M_2
GDP	1.000 0		
M_1	0.993 7	1.000 0	
M_2	0.994 3	0.999 6	1.000 0

注:表中 GDP 表示产出, M_1 , M_2 为名义货币供给量。

表 1.6 年度实际产出与年度实际货币供给量之间的相关系数矩阵

	GDP_t	M_{t_1}	M_{t_2}
GDP_t	1.000 0		
M_{t_1}	0.993 8	1.000 0	
M_{t_2}	0.995 4	0.999 4	1.000 0

注:表中 GDP_t 表示实际产出, M_{t_1} , M_{t_2} 表示实际货币供给量。

表 1.7 我国名义变量与实际变量波动比较表

变量	GDP	消费	资本形成总额
实际变量	0.027 9	0.034 3	0.072 2
名义变量	0.073 5	0.067 3	0.114 0

注:表中采用变量的增长率来衡量该变量的波动。

依据经济理论,有三种可能性会导致我国货币供给量和产出