

中国社会经济制度变迁前沿研究丛书

---

# 中国货币政策 传导机制研究

陆前进 卢庆杰 著



立信会计出版社  
LIXIN KUIJI CHUBANSHE

中国社会经济制度变迁前沿研究丛书

# 中国货币政策 传导机制研究

陆前进 卢庆杰 著



立信会计出版社  
LIXIN KUIJI CHUBANSHE

## 图书在版编目(CIP)数据

中国货币政策传导机制研究/陆前进,卢庆杰著.  
上海:立信会计出版社,2006.12  
(中国社会经济制度变迁前沿研究丛书)  
ISBN 7-5429-1654-8

I. 中... II. ①陆...②卢... III. 货币政策—研究  
—中国 IV. F822.0

中国版本图书馆CIP数据核字(2006)第145458号

责任编辑 方士华  
封面设计 周崇文

书 名 中国货币政策传导机制研究

---

出版发行 立信会计出版社  
地 址 上海市中山西路2230号  
邮政编码 200235  
电 话 (021)64411389  
传 真 (021)64411325  
网 址 www.lixinaph.com E-mail lxaph@sh163.net  
网上书店 www.lixinbook.com Tel: (021) 64411071  
经 销 各地新华书店

---

印 刷 上海申松立信印刷厂  
开 本 890毫米×1240毫米 1/32  
印 张 11.125  
插 页 2  
字 数 301千字  
版 次 2006年12月第1版  
印 次 2006年12月第1次  
印 数 1—2000  
书 号 ISBN 7-5429-1654-8/F·1481  
定 价 20.00元

---

如有印订差错,请与本社联系调换



## 作者简介

陆前进，男，1969年9月出生，安徽省繁昌县人，经济学博士，博士后，复旦大学国际金融系副教授，美国哥伦比亚大学经济系访问学者（2003年9月—2004年10月）。研究领域：国际金融；货币理论和政策。出版专著、教材和译著共11本，先后在《金融研究》、《国际金融研究》、《世界经济文汇》、《复旦大学学报》（英文版）和《南开经济研究》等上发表多篇学术论文。

## 内 容 提 要

本书主要探讨了我国货币政策的传导途径，认为货币政策的信贷渠道仍然是我国货币政策传导的主渠道，随着金融市场的建设，货币政策的信贷渠道会弱化，货币政策传导的利率渠道、非货币性资产渠道和汇率渠道会逐步增强。

本书重点考察了货币政策传导机制的几个重要问题，包括中国的货币化进程和货币市场的建设、货币政策的工具、利率市场化、货币政策的目标和货币政策的有效性。目前我国要加快货币市场的建设、完善货币政策工具和推进利率市场化改革，进一步为货币政策的有效传导创造条件，完善市场化的运作机制，提高中央银行货币政策的有效性。

# 丛书编委会

丛书主编 复旦大学 伍柏麟 教授

丛书编委 (按姓氏笔画排序)

复旦大学	丁栋虹	教授
复旦大学	韦森	教授
上海社会科学院	左学金	教授
复旦大学	石磊	教授
复旦大学	史正富	教授
浙江大学	史晋川	教授
复旦大学	刘昶	研究员
复旦大学	张军	教授
复旦大学	张晖明	教授
同济大学	胡景北	教授
复旦大学	袁志刚	教授
北京大学	夏业良	教授

丛书总策划 孙时平 王小卫

# “中国社会经济制度变迁 前沿研究丛书”总序

伍柏麟

历经 20 多年的市场化改革,中国的发展与崛起已成为不可阻挡的现实,中华文明浴火重生不再是遥不可及的梦想,乐观的预言认为 20 年后的中国经济将成为世界上规模最大的经济。但即使在这种高速增长和乐观预期的氛围中,更需要认真思考和审视中国经济的根本性问题。虽然我们离开传统计划经济的框架已经是如此之远,改革正在步入深水区,一种新的、我们不太熟悉的经济制度已经初步形成,但在许多方面模糊不清。

改革的实践与问题对既有的理论和观点提出了挑战,可以说从改革伊始,经济学界就存在着争论与分歧,仁者见仁,智者见智,但总体来看,是改革的实践在检验理论的生命力,而不是相反,抱残守缺与盲目崇拜都不足取。时至今日,我们应该清醒地认识到,长期受到前苏联和斯大林影响的政治经济学的基本范式和内容已经严重落后于改革的实践,同时也出现了大量无法简单运用新古典经济学一般均衡范式来解释的现象。在新的历史背景与发展阶段,需要有海纳百川的胸怀,需要以新的参照系和新的视野来审视改革问题,从学科融合的角度深化对问题的认识,明辨改革的成败得失,从理论与实践二个层面来提炼改革的大思路。目前最为关键和迫切的问题是重新审视关系到中国社会繁荣与和谐发展的制度层面的问题。

从制度层面来透视中国的经济问题,至今仍是一个热门话题,中国的改革为制度经济学研究提供了难得的机会与丰富的素材,已成为推动经济

学研究的大金矿。年轻一代的经济学者生逢其时,面对今天中国社会波澜壮阔的变化,以及伴随而来的诸多现象与问题,中国的问题已经不再是简单的“拿来主义”就可以回答和解释得了的,在接受国际学术范式的同时我们更关心本土问题。通过对本土问题的近距离观察、理解和透视,我们才可能为中国的社会经济制度变迁研究作出自己的努力和贡献。

正是在这种信念与欲求的驱使下,我们组织和编辑了这套中国社会经济制度变迁丛书,丛书计划采取开放式,由编委会长期负责选择、推荐符合丛书精神和有较高学术水准的著作陆续出版。首批选定的书目,分别是《私有产权的社会基础——城市企业产权的政治重构(1949~1956)》、《产业集聚与中国地区差距研究》、《中国:人口过剩与土地改革》、《从商品、产权到行为空间——制度与契约分析的意义、局限及超越》、《药品价格管制的经济分析》、《宪政经济学——探索市场经济的游戏规则》和《中国货币政策传导机制研究》等。尽管丛书的作者有着经济学、社会学、管理学等学科的不同学术背景,所研究的问题涉及对私有产权的社会基础、产业集聚与中国地区差距研究、中国的人口过剩与土地改革、产权改革、药品价格管制、宪政经济学与中国经济改革等重大理论与现实问题。其总体特征是对中国社会经济制度变迁的某一层面进行系统深入的学术研究和思考。

其中,桂勇博士对“资本主义的社会主义改造”作了重新研究与解读,重新从宏观方面考察了“资本主义的社会主义改造”与国家、与所有权、与社会动员的关系,从微观层面考察了“资本主义的社会主义改造”与权力、产权、与社会行动者关系。范剑勇博士尝试用 Krugman 新贸易理论中的制造业中心—农业外围理论,来分析改革以来中国地区经济发展的不平衡性,强调地理因素与地区制造业发展的互为因果关系。他的研究认为东部沿海地区的经济快速发展本质上是与人口聚集互为因果循环的累积过程,而这个机制对西部地区的含义是加快西部农民向当地城市迁移,以便促进本地的制造业发展。赖涪林博士将中国土地改革全面放在世界经济背景与世界土地改革和自耕农制度变革运动



## “中国社会经济制度变迁前沿研究丛书”总序

的时代背景下来考察,通过对佃富农和佃中农经济的实证分析,揭示了新地主、佃富农、佃中农和游民无产阶级等阶层反映出来的中国社会变化中的经济学逻辑关系;揭示了土地改革与农业集体化的内在历史关联,并从土地改革追溯了决定现代中国土地制度某些经济特征的历史性规定与制约。李健博士则通过对企业的本质、边界、产生及存续理由、相关制度和契约以及“企业所有权”、“控制权”、“剩余控制权”等诸多问题的较深入梳理,对国企改革等问题进行了研究。王耀忠博士在大量调研的基础上应用信息经济学、管制经济学等经济理论,重点研究了药品价格管制的理论、发达国家药品价格管制的经验,以及对目前中国目前的药品价格管制的现状进行了全面的实证分析,并提出了改革的建议。王小卫博士应用宪政经济学理论对中国经济转型进行了尝试性解释,认为“计划经济”的概括并没有很好地反映出传统经济体制内在的政治经济关系,提出传统经济体制的一个重要特征是以全能政府及其所界定的权利结构为支撑的经济系统,经济转型过程是权利资源的重新配置过程,并把经济转型界定为资源配置方式的转型与决定资源配置方式的基本游戏规则的两个层次。针对政府—市场二分法的局限性,提出了宪法—政府—市场三分法的分析框架。

丛书的作者都具有博士学位和在国内从事博士后研究的学习与工作经历,对于学术研究具有极其虔诚的态度,已分别在各自的岗位上作出了一定的成绩,在国内与国际学术刊物上发表了一批高质量的学术论文,这部丛书是他们对中国的制度经济学的研究奉献的一份绵薄之力,以期通过与学术界的交流和碰撞来推动对问题的深入思考。

这部丛书的顺利完成,首先感谢学术界同仁的慷慨支持,他们从不同角度对本套丛书撰写提出了宝贵的建议和意见。还要真诚感谢丛书总策划、立信会计出版社孙时平社长的鼎力支持,感谢丛书责任编辑方士华先生,正是由于他的敬业精神和辛勤劳动,才使这部丛书能如此迅速地让广大读者见面。

# 前 言

中国货币政策传导机制的研究和探讨一直是国内金融学界和货币当局长期关注的问题。货币政策能否有效地传导是决定货币政策有效性的重要前提,也是国家制定货币政策必须考虑的环节。我国的金融市场化改革要为货币政策的有效传导创造条件,增强货币政策工具操作和货币政策目标之间的联系和相关性,疏通货币政策的传播渠道。

本书主要围绕中国的货币化进程和货币市场的建设、货币政策的工具、利率市场化、货币政策的目标、货币政策的传导途径和货币政策的有效性这几个主要问题展开分析的,这几个问题贯穿了货币政策传导机制的起点、步骤、过程、终点等主要环节。中国的货币化进程的加快和货币市场的建设为货币政策的有效传导提供了条件和物质基础;货币政策的工具完善为货币政策的实施提供了操作手段,是货币政策传导的起点;利率市场化为货币政策的有效传导创造了条件,利率是货币政策的价格信号,市场化的利率有利于货币政策传导和金融市场价格的联动;货币政策目标是中央银行货币政策是否有效实施的标准,它包括操作目标、中介目标和最终目标,中央银行货币政策的操作就是要实现货币政策的目标;货币政策的传导主要是考察货币政策的工具实施对货币政策目标的影响路径及影响程度;货币政策的有效性是研究货币政策的操作能否实现货币政策的目标。

本书的创新和特色主要体现在:

1. 分析了我国货币化进程,指出了我国货币化指标偏高的原因;货币市场建设存在的问题及不断完善的方法。
2. 结合中央银行的资产负债表结构来分析货币政策的工具,详细

考察了我国货币政策的工具,指出如何能提高我国货币政策工具操作的有效性。

3. 详细探讨了我国利率市场化的进程,重点分析了我国利率水平和利率结构,考察了我国本外币利率之间的协调。

4. 分析了我国货币政策的操作目标、中介目标和最终目标,结合我国金融改革的实际,指出将来我国货币政策目标调整的方向。

5. 从理论分析的角度重点考察了我国货币政策的每一种传导途径,并进行了相关的实证研究,同时也重点考察了利率变动对房地产市场的影响和人民币升值条件下的货币政策传导。

6. 综合分析了货币政策传导途径的有效性,提出完善我国货币政策传导机制的政策建议和制度建设。

在本书的写作过程中,得到了立信会计出版社孙时平社长和责任编辑方士华老师的关心和支持。在最后的统稿过程中,复旦大学国际金融系研究生陈红和刘德斌为本书的进一步完善提供了帮助,在此表示衷心的感谢。由于作者水平有限,书中缺点和错误在所难免,希望读者提出宝贵的批评意见。

陆前进

2006年12月1日于复旦大学

# 目 录

第一章 中国的货币化进程和货币市场的建设	1
第一节 经济货币化程度的衡量	1
一、经济货币化程度的衡量指标	1
二、货币化与货币需求	3
第二节 中国经济的货币化进程分析	4
一、金融资产的结构与货币化进程	4
二、中国的货币化进程演变	6
三、 $M_2$ 的构成分析	9
四、中国 $M_2$ /GDP 水平偏高的含义	13
第三节 中国的货币化指标偏高的原因分析	14
一、货币流动性下降	14
二、融资结构扭曲	17
三、货币供应量的超常增长	19
四、商业银行的发展滞后	21
五、汇率机制的影响	22
六、经济景气因素的影响	23
第四节 中国货币市场的框架结构	24
一、同业拆借市场	26
二、国债市场	30
三、票据市场	38
四、银行间外汇市场	41
五、完善我国货币市场的建设	44

第五节 回购市场 .....	45
一、回购协议及功能 .....	45
二、我国银行间回购市场 .....	46
三、影响回购协议利率的因素 .....	52
四、中央银行回购协议的操作 .....	53
五、加快我国银行间回购市场的进一步发展 .....	54
<b>第二章 中央银行的资产负债表和货币政策工具 .....</b>	<b>56</b>
<b>第一节 中央银行对基础货币的创造和控制 .....</b>	<b>56</b>
一、基础货币的构成 .....	56
二、货币供给的来源 .....	58
三、影响我国货币供给的因素 .....	59
四、中央银行控制基础货币的工具 .....	63
五、各国中央银行资产结构的比较 .....	65
<b>第二节 货币乘数 .....</b>	<b>68</b>
<b>第三节 各国货币政策工具运用的比较分析 .....</b>	<b>69</b>
<b>第四节 中国的货币政策工具 .....</b>	<b>74</b>
一、信贷政策 .....	75
二、再贷款 .....	80
三、存款准备金制度 .....	83
四、再贴现 .....	89
五、公开市场操作 .....	90
六、中国货币政策工具有效性分析 .....	97
<b>第五节 货币政策工具与债务管理之间的协调 .....</b>	<b>103</b>
一、中央银行的货币管理与公共债务管理 .....	104
二、中央银行的货币管理与票据债务管理 .....	108
<b>第三章 中国的利率市场化 .....</b>	<b>112</b>

第一节 中国的利率市场化改革实践·····	112
一、利率市场化的理论意义·····	112
二、中国的利率市场化改革实践·····	115
三、中国市场化利率的形成机制·····	125
四、利率衍生品市场的发展与利率价格发现·····	128
第二节 中国的利率结构问题·····	132
一、货币市场的利率结构·····	132
二、利率的期限结构理论·····	150
三、中国的利率期限结构·····	152
四、本外币利率之间的关系·····	160
五、人民币升值预期条件下的利率调控·····	165
第四章 货币政策目标选择·····	167
第一节 货币政策的操作目标·····	167
一、货币政策操作目标的种类·····	167
二、我国操作目标的选择·····	170
三、操作目标与政策工具·····	175
第二节 货币政策中介目标的理论综述·····	177
一、汇率目标·····	177
二、货币目标·····	179
三、利率目标·····	181
四、通货膨胀目标·····	182
五、隐含名义锚·····	184
第三节 货币政策中介目标的选择·····	186
一、货币政策中介目标的选择标准·····	186
二、货币政策目标的选择——普尔分析·····	187
三、美国和英国货币政策中介目标的变化·····	189
四、新兴市场经济国家的货币政策中介目标·····	190

第四节 我国中介目标的选择和控制	192
一、我国中介目标的选择	192
二、中央银行的冲销干预	196
三、金融创新、开放经济对货币政策中介目标的影响	206
第五节 货币政策最终目标与目标体系	208
一、货币政策的最终目标	208
二、货币政策的目标体系和中国货币政策的最终目标	211
<b>第五章 货币政策传导途径分析</b>	<b>218</b>
第一节 货币政策传导机制理论综述	218
一、传统的利率传导通道	219
二、信贷渠道	223
三、非货币性资产价格传导渠道	231
四、汇率渠道	235
五、理论评述	237
第二节 货币政策传导机制的国际比较	238
一、美国的货币政策传导机制	239
二、英国的货币政策传导机制	243
三、欧元区的货币政策传导机制	245
四、中国的货币政策传导机制	246
第三节 中国的利率传导途径	248
一、利率对宏观经济的影响	248
二、利率对房地产市场的影响	253
第四节 信贷传导机制的模型分析及政策含义	259
一、基本模型	259
二、信贷渠道的有效性	263
第五节 中国的银行体系与信贷传导途径	265
一、中国银行体系概述	266

二、信贷渠道在我国转轨时期的特殊性 .....	267
三、国有商业银行的人员管理影响运作效率 .....	272
四、国有商业银行的产权制度影响了其对货币政策传导的 效率 .....	273
五、信贷分配的不均影响信贷渠道的畅通 .....	274
六、信贷渠道紧缩作用使货币政策存在顺周期作用 .....	275
七、货币政策信贷传导渠道与银行体系运作 .....	276
八、不良资产影响货币政策的信贷传导通道 .....	277
第六节 货币政策的非货币性资产传导途径 .....	280
一、股票市场的传导 .....	280
二、货币供应量的变化对股市的影响 .....	284
三、股权分置改革对股票市场传导机制的影响 .....	288
第七节 汇率渠道 .....	289
一、人民币汇率制度的演变 .....	289
二、人民币升值压力的原因分析 .....	294
三、人民币升值条件下的传导机制——基于投机冲击和 Mundell—Fleming 模型的分析 .....	296
第八节 中国货币政策传导的障碍及对策 .....	299
一、货币政策传导的障碍 .....	299
二、完善中国货币政策传导机制的对策 .....	302
<b>第六章 货币政策的有效性分析 .....</b>	<b>307</b>
第一节 货币政策的有效性与货币流通速度 .....	307
第二节 中国货币政策有效性分析 .....	308
一、向量自回归模型 (VAR) .....	308
二、中国货币政策传导机制有效性的综合分析 .....	312
三、中国货币政策的效果 .....	318
第三节 影响我国货币政策有效性的综合因素 .....	319



## 中国货币政策传导机制研究

一、官方干预 .....	319
二、金融市场的竞争力、深度和多样化 .....	321
三、对外开放度与外部融资 .....	322
四、金融结构与货币政策有效性 .....	323
<b>第四节 影响我国货币政策有效性的其他因素 .....</b>	<b>328</b>
一、货币政策的可信度 .....	328
二、国债 .....	328
三、其他政治经济因素的影响 .....	329
四、财政政策与货币政策效果 .....	329
<b>第五节 金融创新对货币政策有效性的影响 .....</b>	<b>329</b>
一、金融创新影响了货币政策实施的基础 .....	330
二、金融创新对货币需求的影响 .....	330
三、金融创新对货币供给的影响 .....	331
四、金融创新影响了货币政策工具的作用 .....	333
五、金融创新对货币政策传导机制的影响 .....	334
<b>参考文献 .....</b>	<b>335</b>