

Law and Economics

中国政法大学法和经济学研究中心
法律与经济系列研究丛书

货币、信用与经济稳定

Money, Credit and Economic Stability

贵斌威◎著



中国政法大学出版社

Law and Economics

中国政法大学法和经济学研究中心
法律与经济系列研究丛书

货币、信用与经济稳定

Money, Credit and Economic Stability

贵斌威◎著



中国政法大学出版社

- 声 明
1. 版权所有，侵权必究。
 2. 如有缺页、倒装问题，由出版社负责退换。

图书在版编目（CIP）数据

货币、信用与经济稳定/贵斌威著. —北京:中国政法大学出版社, 2014. 8
ISBN 978-7-5620-8608-4

I. ①货… II. ①贵… III. ①货币制度—研究—中国②信用制度—研究—中国
③经济稳定—研究—中国 IV. ①F822.1②F832.4③F120

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第200385号

- 出版者 中国政法大学出版社
地 址 北京市海淀区西土城路25号
邮寄地址 北京100088信箱8034分箱 邮编100088
网 址 <http://www.cuplpress.com> (网络实名: 中国政法大学出版社)
电 话 010-58908524(编辑部) 58908334(邮购部)
承 印 固安华明印业有限公司
开 本 880mm×1230mm 1/32
印 张 7
字 数 190千字
版 次 2014年8月第1版
印 次 2014年8月第1次印刷
定 价 28.00元



目 录

导 论 / 1

第一章 货币理论简要综述 / 9

第一节 货币体系 / 10

一、货币的界定 / 10

二、货币的性质 / 15

三、货币的等级 / 18

第二节 货币需求 / 19

一、费雪的交易方程式 / 20

二、剑桥现金余额方法 / 21

三、凯恩斯的流动性偏好理论 / 22

四、凯恩斯理论的发展 / 25

五、弗里德曼的货币需求理论 / 30

六、货币需求小结 / 34

第三节 货币供给 / 35

一、外生货币理论 / 35

二、内生货币理论 / 37

2 货币、信用与经济稳定

第二章 M2/GDP 问题的理论综述 / 42

第一节 M1/GDP 问题研究 / 43

一、货币化假说 / 43

二、经济虚拟化假说 / 45

第二节 M2/GDP 问题研究 / 48

一、金融资产结构单一化假说 / 48

二、银行不良资产理论 / 51

三、外汇占款理论 / 53

四、政府控制理论 / 54

第三节 金融风险理论 / 55

第四节 小 结 / 59

第三章 可贷资金理论 / 61

第一节 可贷资金基本理论框架 / 62

一、基本模型 / 62

二、与凯恩斯模型的比较 / 66

三、可贷资金运行机制 / 69

第二节 模型扩展 I: 需求层面 / 73

一、交易性窖藏 / 73

二、中间交易 / 77

三、外国部门 / 79

第三节 模型扩展 II: 总体经济模型 / 81

一、基本框架 / 81

二、资产账户的动态分析 / 86

三、理论模型的现实扩展 / 92

第四章 M1/GDP 问题研究 / 95

第一节 M1/GDP 问题的理论讨论 / 95

- 一、M1/GDP 的演进机制 / 96
- 二、M1/GDP 变动的宏观视角 / 100

第二节 M1/GDP 问题的实证分析 / 102

- 一、M1/GDP 问题的总体考察 / 102
- 二、交易深化进程 / 106
- 三、客观货币需求量 / 113

第五章 M2/GDP 问题研究 / 126

第一节 M2/GDP 问题的理论分析 / 126

- 一、M2/GDP 稳态值的构建 / 127
- 二、M2/GDP 稳态值的边际分析 / 128

第二节 M2/GDP 稳态值的因素分析 / 134

- 一、融资结构 / 135
- 二、消费行为分析 / 136
- 三、投资行为分析 / 140
- 四、中国的净出口行为 / 145
- 五、中国的通货膨胀控制 / 147
- 六、资本生产率分析 / 148

第三节 M2/GDP 问题的综合实证分析 / 153

- 一、M2 增量比例值的相对稳定性 / 154
- 二、M2/GDP 演进机制分析 / 158

第六章 金融风险与管理当局的责任 / 162

第一节 金融风险 / 163

第二节 利率运行机制 / 165

4 货币、信用与经济稳定

一、储蓄、投资和融资体制 / 165

二、中央银行合意利率的确定 / 166

第三节 实际利率的形成机制 / 173

一、通货膨胀与缺口放大机制 / 173

二、投资效率的损失 / 175

第四节 中央银行的货币政策 / 177

第五节 不良资产与资本充足率监管 / 184

附 录 / 194

事前比例和事后比例的关系 / 194

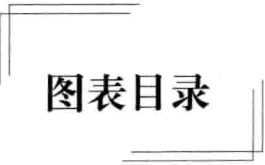
“天”动态演进路径 / 194

年度动态演进路径 / 196

希腊字母含义表 / 198

参考文献 / 199

后 记 / 210



图表目录

- 图 1-1 外生和内生货币供给曲线 / 37
- 图 1-2 分段的货币供给曲线 / 41
- 图 3-1 可贷资金供给示意图 / 65
- 图 3-2 可贷资金流程图 / 69
- 图 3-3 动态货币窖藏 / 75
- 图 3-4 可贷资金市场的均衡变动 / 83
- 图 4-1 中国 1978 ~ 2012 年 $M1/GDP$ 比值 / 102
- 图 4-2 1979 ~ 2012 年中国的货币深化参数与名义 GDP 增长率 / 106
- 图 4-3 1998 ~ 2007 年工业领域交易深化值 / 108
- 图 4-4 1978 ~ 2011 年进出口总额 GDP 占比 / 110
- 图 4-5 1992 ~ 2012 年股票成交金额与 GDP 的比例 / 113
- 图 4-6 1978 ~ 2011 年存贷款利率 / 123
- 图 4-7 1978 ~ 2010 年实际货币量与计量预测值 / 124
- 图 5-1 投资对总供给—总需求的影响 / 133
- 图 5-2 1953 ~ 2012 年中国融资结构 / 136
- 图 5-3 1952 ~ 2012 年中国的消费率 / 140

6 货币、信用与经济稳定

- 图 5-4 1978~2012 年中国的投资率、消费率与通货膨胀率 / 144
- 图 5-5 1952~2012 年中国的净出口率 / 146
- 图 5-6 1978~2012 年中国通货膨胀 / 147
- 图 5-7 中国 1952~2012 年资本生产率 / 153
- 图 5-8 1978~2011 年中国的 $M2/GDP$ 值以及 $M2$ 变动量 GDP 占比 / 155
- 图 5-9 $\Delta M2/GDP$ 实际值和预测值 / 157
- 图 5-10 1978~2012 年 $M2/GDP$ 与潜在稳态值 / 159
- 图 5-11 1978~2012 年 $M2/GDP$ 与资本生产率的相关图 / 161
- 图 6-1 一般储蓄——投资分析 / 168
- 图 6-2 可贷资金市场需求分析 / 170
- 图 6-3 可贷资金市场总供给—总需求分析 / 171
- 图 6-4 中央银行合意利率的确定 / 172
- 图 6-5 资金缺口放大机制 / 174
- 图 6-6 信贷配给的投资效率损失 / 175
- 图 6-7 1994~2006 年 $M1$ 目标值与实际值 / 179
- 图 6-8 1994~2012 年 $M2$ 目标值与实际值 / 180
- 图 6-9 1994~2013 年国有银行不良贷款余额和不良贷款率 / 187
- 图 6-10 1979~2012 年隐性铸币税 / 189
-
- 表 3-1 可贷资金流程表（第一种框架） / 70
- 表 3-2 可贷资金流程表（第二种框架） / 71
- 表 3-3 简化的银行资产负债表 / 88
- 表 4-1 中国 1978~2012 年 $M1/GDP$ 变动分析 / 103
- 表 4-2 1998~2007 年工业总产值与增加值 / 106

- 表 4-3 1978~2012 年进出口总额 / 108
- 表 4-4 1992~2012 年股票成交金额 / 111
- 表 4-5 中国 1978~2012 年实际货币量、GDP 平减指数、
实际产出等数据 / 115
- 表 4-6 1978~1991 年存贷款利率 / 117
- 表 4-7 1990~2006 年利率调整表 / 119
- 表 4-8 1978~2012 年存贷款利率 / 121
- 表 4-9 客观货币量回归结果 / 123
- 表 5-1 中国事后消费函数回归结果 / 138
- 表 5-2 中国事后投资函数回归结果 / 143
- 表 5-3 中国 1978~1995 年通货膨胀率与物价指数 / 147
- 表 5-4 中国 1952~2012 年资本生产率 / 149
- 表 5-5 M2 增量比例值回归结果 / 156
- 表 5-6 M2 增量比例值的分解 / 157
- 表 5-7 M2/GDP 潜在稳态值估计 / 159
- 表 6-1 1994~2012 年货币供应量目标值和实际值 / 177
- 表 6-2 1994~2012 年国有银行不良贷款余额和不良贷
款率 / 185
- 表 6-3 1979~2012 年隐性铸币税 (单位: 亿元) / 188

导 论

货币是现代经济运行的命脉，货币的创造、流通对于一国经济的稳定和发展具有重要意义。在现代信用货币体系中，货币具有两个维度的性质：其一，货币作为一种交易中介，体现了物与物之间的交易关系，主要对应着货币的流通过程；其二，货币作为一种信用关系综合体，体现了人与人之间的社会关系，主要对应着货币的创造过程。在前者，货币体系基本上行使着便利交易的职能，对应的是资源的等价交换；而在后者，货币体系却行使着一种购买力创造的职能，对应的是社会资源、财富的实质性再分配。

一方面，货币作为交易中介维系着经济体系日常的运作；另一方面，货币作为信用关系网络参与着经济社会资源的重新分配，可以说其已经和整个经济、社会体系融为一体。毫无疑问，一旦货币体系出现问题，将对经济、金融、社会的稳定产生根本性的影响：经济资源的浪费、金融信用体系的毁灭、社会财富的强制性再分配。与传统的商品货币体系不同，在现代信用货币体系中，货币的发行主要是通过商业银行来完成的，而货币创造的直接授予对象也往往是企业，此时铸币税的分配就显得更加隐蔽，而货币对于经济社会体系的影响也更加深刻而复杂。

当下，我国货币体系的一个焦点问题就是“货币超发”，或者说是 $M2/GDP$ 的高企和不断攀升。 $M2/GDP$ 指标从 1978 年起开始攀升，很快就吸引了经济学界的注意。最初对于指标的上升，学术

界基本上持一种乐观其成的态度，认为 $M2/GDP$ 指标的上升是中国金融体制发展、金融深化的表现。同时，学者们也对 $M2/GDP$ 指标上升的机制表现出兴趣。因为从货币数量方程的角度， $M2/GDP$ 指标的上升意味着货币收入速度的下降，而这一速度在货币主义学派看来在短期内是相对稳定的。学术界通过引入货币化、经济虚拟化等假说对货币收入速度的下降进行了解释。

但是，随着 $M2/GDP$ 指标的进一步攀升，学术界开始出现了某种不安。因为从货币数量方程的角度，过多的货币追逐过少的商品，长期而言必然意味着通货膨胀的风险。同时，学术界对 $M2/GDP$ 指标攀升如此迅速的作用机制也表现出困惑，视角也逐渐从货币化向金融体制本身转变，或者说从货币作为交易中介的维度向货币作为信用关系的维度转变，提出了金融资产结构单一化、不良资产、外汇占款、政府控制等解释。同时倾向于认为 $M2/GDP$ 上升与我国特殊的金融结构有关，并不一定意味着通货膨胀风险。

上述假说从多个方面对 $M2/GDP$ 的上升进行解释，但是仍然存在一些不足：

第一，有些研究对现代货币体系的复杂性认识不足，混淆了货币 $M1$ 和广义货币 $M2$ 的关系，其对 $M2/GDP$ 的研究实质上是对 $M1/GDP$ 的研究。而 $M2/GDP$ 问题和 $M1/GDP$ 问题是两个性质不同的问题（两者分别对应货币的不同维度），对于 $M1/GDP$ 适合的结论并不能直接推及 $M2/GDP$ 。

第二，在对本质为 $M1/GDP$ 问题的分析中，一般的分析框架为货币交易方程。这种宏观分析框架难以对经济主体的货币需求进行讨论，从而也就无法对货币流通速度问题进行真正深入的探讨。

第三，大多数关于 $M2/GDP$ 问题的研究缺乏总体的分析框架，基本上是一种局部分析。分析的是各个因素对 $M2/GDP$ 的独立影响，但是这些因素是如何相互作用、并通过何种机制导致 $M2/GDP$ 上升的全面分析却几乎没有。

第四，缺乏动态演进的视角，对“存量—流量”关系把握不

足。很少研究从动态的角度构建 $M2/GDP$ 的演进方程，从而无法真正理解 $M2/GDP$ 的动态演进机制，并可能对央行的货币政策产生误导。

第五，受商品货币思想的局限，缺乏对于现代信用货币创造过程的深入分析。无法深刻揭示货币创造过程中隐藏的财富再分配机制，从而对其背后所隐藏的风险估计不足。

本书基于现代货币理论，主要包括信用货币理论、内生货币理论，试图从动态总体的角度对 $M2/GDP$ 以及 $M1/GDP$ 问题进行研究，主要的分析工具是罗伯特森—蒋硕杰提出的“可贷资金理论”。在可贷资金理论中，货币 $M1$ 和准货币 QM （广义货币 $M2 = \text{货币 } M1 + \text{准货币 } QM$ ）的区分是明确的。对于货币 $M1$ 的需求构成了一种“资金”的需求（即交易性货币的需求）；而对准货币（储蓄性存款）的需求构成了一种“资金”的供给（即交易性货币的供给）。此时利率的上升将减少货币 $M1$ 的需求，增加准货币（储蓄性存款）的需求，其逻辑是明晰的。同时可贷资金理论是一种动态理论，所有的交易以“天”为单位进行，并且将交易分解为两个市场：可贷资金市场和商品市场，前者通过利率的调整来实现货币供求的均衡，后者通过价格的调整来实现商品市场的均衡。在每“一天”，货币只能在商品市场中进行一次交易，因此货币流通速度就和经济主体的活动货币与窖藏货币的配置有关。通过对经济主体活动货币与窖藏货币配置行为的考察，就可以从微观角度对货币流通速度进行分析。同时，由于在可贷资金市场中，资金的转移每“一天”只能进行一次。所以就可以对每一天的资金配置、货币供给和市场利率等行为进行深入的分析。

为了对 $M2/GDP$ 问题（以及 $M1/GDP$ 问题）进行分析，本书对可贷资金理论进行了四个方面的扩展：

第一，引入生产部门，构造了一个总体经济模型。根据可贷资金市场和商品市场的划分进一步定义了主观货币量和客观货币量，并强调了中央银行在调节主观货币量和确定合意利率方面的作用。

第二，引入资产账户概念。通过对每一天资金转移的加总，建立“存量—流量”关系的作用机制，讨论了 $M2/GDP$ 以及 $M1/GDP$ 的演进规则，从而确定其动态演进路径和稳态值。

第三，扩展了窖藏货币的概念。定义了“交易性窖藏”，用以表示经济主体计划用于交易需求，但“当天”并不支出的货币。

第四，引入中间交易概念。将货币交易分为两部分：中间交易——用于购买中间产品的交易；最终交易——用于购买最终产出（ GDP 核算商品）的交易。

通过扩展的可贷资金理论，本书对中国 $M2/GDP$ 以及 $M1/GDP$ 问题进行了深入分析。本书的主要结论如下：

第一，作为一种“存量—流量”关系， $M2/GDP$ 以及 $M1/GDP$ 变动服从动态演进机制；具体而言，这种变动包含两种基本机制：向稳态值靠近的动力机制、稳态值变动的结构机制。

第二， $M1/GDP$ 稳态值主要受到交易深化和货币市场效率两个因素的影响。1978 年改革开放以来，由于市场化的推进，推动了货币化和交易深化的发展，导致中国 $M1/GDP$ 稳态值升高，这是造成中国 $M1/GDP$ 上升的主要原因。同时货币市场滞后，使得经济主体需要更多的交易性窖藏货币，这也是我国 $M1/GDP$ 稳态值相对西方发达国家而言偏高的重要原因。

第三， $M2/GDP$ 稳态值和融资结构、家庭的储蓄偏好、中央银行的通货膨胀控制决心、净出口偏好、资本生产率（贷款质量）等因素有关。

（1）融资结构单一。中国主要依靠银行贷款的融资体制，使得大量的资金以储蓄存款的形式进行转移，而通过资本市场（债券或者股票）进行的资金转移相对较少，从而膨胀了 $M2$ 的数量，提高了 $M2/GDP$ 的稳态值。

（2）高储蓄偏好。中国家庭的高储蓄偏好为投资和净出口提供了实际资源，为银行贷款提供了资金，从而在低通货膨胀的环境下支持了高 $M2/GDP$ 稳态值。

(3) 中央银行的通货膨胀控制决心。投资偏好对于 $M2/GDP$ 稳态值具有负面影响。面对国有部门强烈的投资偏好，中央银行实行了相对严格的信贷控制，使得投资率保持在一个合理的限度，防范了通货膨胀的风险，支持了 $M2/GDP$ 高稳态值。

(4) 高出口偏好。从直接影响的角度而言，净出口偏好对 $M2/GDP$ 稳态值具有负面效应。但是由于净出口的货币创造偏好高于投资，从而存在净出口相对刺激定律：当支出结构从投资向净出口转移时， $M2/GDP$ 稳态值增大。

(5) 不良资产、企业经营不善所导致的资本生产率下降。在供给的层面， $M2$ 对应的是企业通过银行贷款积累的资本，而 GDP 表示的是产出。所以在一定程度上， $M2/GDP$ 的上升也反映了资本产出比的上升，或资本生产率的下降；并在相当程度上反映了不良资产率的上升。

(6) 需要强调的是，与传统的事后分析理论框架不同，本书在事前分析的框架下区分了事前 (*ex ante*) 行为 (偏好) 与事后 (*ex post*) 行为的不同，并提出了“总需求抑制定律”、“事后储蓄率 (投资率) 不确定定律”、“通货膨胀负面影响定律”等基本理论。

第四， $M1/GDP$ 和 $M2/GDP$ 过高的风险。

(1) $M1/GDP$ 的攀升，并不必然意味着通胀风险。因为这是因交易深化所导致的客观结果。但是中央银行必须关注交易深化的速度，以及货币市场发展的程度。如果交易深化趋缓、货币市场发展加快，那么中央银行就必须适当降低货币供应量的增长速度，从而有效防范通货膨胀的风险。

(2) $M2/GDP$ 过高的风险，可以根据货币的两个基本维度，划分为以下两个方面：

一方面，从货币作为交易中介的角度而言， $M2$ 中大量的储蓄存款，作为家庭部门未来消费的资金，在短期内不会被家庭部门用于储蓄，所以 $M2/GDP$ 过高并不必然意味着通货膨胀风险。但是由于储蓄存款具有很高的流动性，可以很容易地转化为货币 $M1$ ，从

而膨胀 M1 的数量，所以对通货膨胀始终存在潜在危险。

另一方面，随着资本市场的发展，居民的储蓄存款可能被用于购买金融资产，从而可能导致资产价格的泡沫，危害经济的稳定和发展。

从货币作为信用关系的角度而言，高投资驱动下所形成的贷款，往往伴随着低营利性，从而极有可能形成银行的不良贷款。大量的不良贷款将威胁到银行体系的安全，一旦国家推进银行体系的改革，或者取消对银行的隐性担保，将直接形成银行的挤兑破产风险。如果银行破产，将导致居民财富的极大损失，并实质性地完成财富的强制性再分配，即将居民财富转移到国有企业等银行借款者手中。金融体系的这种破裂，不仅会对经济金融体系产生极大冲击，也将对社会稳定造成巨大伤害。

如果国家试图挽救破产银行，重组银行资本，也将支付巨额的资金。这些资金将恶化政府的财政收支，并可能造成政府的财政危机。

同时，随着人口结构的变化（从人口红利期进入老龄化社会），整个社会的消费将必然增多。与此同时，与储蓄存款对应的投资如果效率低下，无法形成有效的生产能力，那么必然会造成通货膨胀风险和整个社会的生存危机。

第五，由于 $M2/GDP$ 是一种“存量—流量”关系，其变动具有累积性，即服从向稳态值靠近的动力机制，因此并不适合作为研究分析的基准（如货币是否超发）。研究货币扩张要从存量比例视角（ $M2/GDP$ ）转向增量比例视角（ $\Delta M2/GDP$ ）。

第六，中央银行在维持合意利率方面负有责任。中央银行可以通过货币政策工具，来影响市场利率和货币的供给。因此中央银行必须综合判断实际经济的增长、交易深化的进程、货币市场的发展程度，适时对可贷资金市场进行市场操作，使得市场利率趋于合意利率（自然利率），从而保持物价的稳定和经济的平稳发展。由于货币供给量既不可控，又和目标变量（如名义 GDP）缺乏相关性，

已经不适合作为货币政策的中介目标。货币政策的中介目标应该转向对基准利率，如对上海银行间同业拆放利率（Shanghai Interbank Offered Rate, Shibor）的调控。

第七，银行业监督管理委员会（以下简称银监会）在审慎监管方面负有责任。现代货币的创造主要是通过商业银行的贷款完成的。只有当商业银行能够保证贷款质量并有效控制风险时，才能保证其对负债（货币）的偿付能力，从而维持自身正常运行，并保持整个金融系统的稳定和经济资源的有效配置。如果银行系统的信贷质量出现问题，其货币偿付能力将无法维系，从而导致金融—经济系统的巨大风险和居民财富的强制性再分配。因此，银监会有义务强化对商业银行资本充足率的监管，并在金融创新不断推进的环境下，适时将约束货币扩张的基本机制从存款准备金率转变为资本充足率。

本书的主要内容安排如下：

第一章对货币理论进行简要综述。包括货币范围的界定、货币的性质、货币的等级体系、货币需求理论，以及外生和内生货币供给理论。

第二章对 $M2/GDP$ 问题进行了理论综述。从货币化、经济虚拟化、金融资产结构、政府控制、不良资产、外汇占款、金融风险等七个方面对以往的研究进行了评析。

第三章介绍了可贷资金理论，并从需求层面和供给层面对其进行了扩展，构建了可贷资金的总体模型。在需求层面引入了交易性窖藏、中间交易和外国部门购买等因素；在供给层面引入了生产函数以及实际价格水平决定机制。并通过引入资产账户建立了 $M1/GDP$ 以及 $M2/GDP$ 的动态演进机制。

第四章从理论和实证的层面对 $M1/GDP$ 问题进行了讨论，分析了交易深化和货币市场的影响，并对客观货币需求量和主观货币需求量进行了辨析，从实证角度对中国的客观货币量进行了回归。

第五章从理论和实证的角度对 $M2/GDP$ 问题进行了讨论，分析