

“十一五”国家重点图书出版规划

中国经济问题丛书

KAIFANG TIAOJIAN XIA ZHONGGUO HUOBİ ZHENGCE DE XUANZE
开放条件下中国货币政策的选择

范志勇 著



中国人民大学出版社

“十一五”国家重点图书出版规划



中国经济问题丛书

ZHONG GUO JING JI WEN TI CONG SHU

开放条件下中国货币政策的选择

KAIFANG TIAOJIAN XIA ZHONGGUO HUOBİ ZHENGCE DE XUANZE

范志勇 著

中国人民大学出版社

• 北京 •

图书在版编目 (CIP) 数据

开放条件下中国货币政策的选择/范志勇著.

北京: 中国人民大学出版社, 2009

(中国经济问题丛书)

ISBN 978-7-300-10517-8

I. 开…

II. 范…

III. 货币政策—研究—中国

IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 048473 号

“十一五”国家重点图书出版规划

中国经济问题丛书

开放条件下中国货币政策的选择

范志勇 著

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 涿州星河印刷有限公司

规 格 148 mm×210 mm 32 开本

版 次 2009 年 5 月第 1 版

印 张 10.5

印 次 2009 年 5 月第 1 次印刷

字 数 234 000

定 价 28.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换



《中国经济问题丛书》

总 序

经济理论的发展与变化是和经济实践紧密联系的，在我国继续向社会主义市场经济体制过渡的今天，实践在呼唤经济学的发展和繁荣；同时，实践也为经济学的发展创造着条件。

中国的市场化改革是没有先例的，又没有现成的经济理论作指导，这是中国学者遇到的前所未有的挑战。他山之石，可以攻玉。随着一大批西方经济理论译介进来，以及一大批具有现代经济学素养的人成长起来，认识 and 解决中国问题开始有了全新的工具和视角。理论和实践是互动的，中国这块独一无二的“试验田”在借鉴和运用现代经济理论的同时，势必会为经济理论的发展注



入新的活力，成为其发展的重要推动力量，而建立在探讨中国经济问题基础之上的经济学也才有望真正出现。中国经济问题正是在这个大背景下获得了特别的意义。

我们策划出版《中国经济问题丛书》的主要目的是为了鼓励经济学者的创新和探索精神，继续推动中国经济学研究的进步和繁荣，在中国经济学学术著作的出版园林中，创建一个适宜新思想生长的园地，为中国的经济理论界和实际部门的探索者提供一个发表高水平研究成果的场所，使这套丛书成为国内外读者了解中国经济学和经济现实发展态势的必不可少的重要读物。

中国经济问题的独特性和紧迫性，将给中国学者以广阔的发展空间。丛书以中国经济问题为切入点，强调运用现代经济学方法来探究中国改革开放和经济发展中面临的热点、难点问题。丛书以学术为生命，以促进中国经济与中国经济学的双重发展为己任，选题论证采用“双向匿名评审制度”与专家约稿相结合，以期在经济学界培育出一批具有理性与探索精神的中国学术先锋。中国是研究经济学的最好土壤，在这块土地上只要勤于耕耘，善于耕耘，就一定能结出丰硕的果实。



前 言

从经济学自身发展的进程来看，货币经济学一直都是经济学中争论最激烈的领域之一。争论的焦点大致可以概括为两个方面：其一，货币对经济有没有实质性影响？其二，货币量究竟是由经济系统内生决定的，还是由货币当局或政府外生决定的？换句话说，货币究竟是内生变量（endogenous variable）还是外生变量（exogenous variable）？

对于第一个问题而言，在研究真实（real）经济变量的决定因素时，许多经济理论和政策思考都没有将货币因素放到足够重要的位置上。比如 20 世纪末宏观经济学界盛行的“真实经济周期”（real business cycle）模型（Kydland and Prescott, 1982；

Snowdon and Vane, 1997; Ryan and Mullineux, 1997), 其名称本身就反映出了对货币因素的忽视。同样, 不论是否考虑了“内生增长因素”, 新古典增长模型都倾向于将经济增长的源动力仅仅归因于诸如实物资本积累、人力资本积累和技术创新等因素 (Jones, 1998; Romer, 1986)。史密森 (Smithin, 2003) 认为, 对货币因素的忽视根源于整个经济理论的教育传统, “古典经济学家, 如亚当·斯密 (Smith, 1776)、李嘉图 (Ricardo, 1817) 以及穆勒 (Mill, 1848), 其经济思想的本质就在于, 他们对之前重商主义者的缺陷进行了无情的批判, 例如重商主义者认为‘财富包括……金和银’ (Smith, 1776), 而金和银正是重商主义者所处时代的货币。这种对货币作用的矫枉过正的观点, 一直持续到现在”^①。就大部分的新古典经济分析而言, “除了在经济失衡的情况下以外, 货币对真实经济活动的演进无足轻重。而经济失衡无论多么严重都只可能是短期现象, 因此, 货币自然就不能对真实经济均衡产生长久的影响”。

对于第二个问题同样也是存在争议的。

1997 年之后出现的通货紧缩使得货币经济学中另一个长期争论的问题再度回到了人们的视野当中, 即, 货币是如何被投入经济的? 或者说, 货币是怎样被创造, 又是怎样消失的? 货币数量是应该由中央银行之类的机构外生地决定且保持不变, 还是更应该被视为一个内生变量, 随着金融机构信用的扩张或收缩而改变其数量?

^① [加] 约翰·史密森:《货币经济学前沿: 论证与反思》, 2 页, 上海, 上海财经大学出版社, 2004。下面的两处引文分别引自该著作的第 2 页和第 7 页。



在主流经济学中，无论是早期的新古典经济学、凯恩斯经济学还是新古典宏观经济学，都认为货币供给是由货币当局外生地给定的。凯恩斯（1936）在《就业、利息和货币通论》中指出：“要改变货币数量，则只要公开市场政策或类似办法便可办到，故已在大多数政府掌握之中。”^①

在货币主义的理论模型中，货币数量是既定的，并且可以由中央银行或其他货币当局外生地决定。货币数量的改变也许会对真实经济变量产生短期或暂时的影响，但只有对名义价格的影响是唯一持久的。换句话说，货币只在短期内表现出非中性，而在长期内却是中性的。特别是货币学派认为，自然利率和自然失业率在长期内只由真实因素决定，而不受货币因素的影响。因此“从纯理论的角度上来说，货币主义者所描述的经济体系，只不过是凯恩斯所说的合作的物物交换经济”。货币主义的主要代表人物弗里德曼是另一个典型的外生货币供给论者，弗里德曼和施瓦茨（Friedman and Schwartz, 1963）合著的《1867—1960 年的美国货币史》中阐明了外生货币供给的观点：“如果其他条件不变，高能货币总量的任何增长都将导致货币存量的同比例增长。”^② 一个经常被引用的外生货币供给的极端例子是弗里德曼描述的用直升飞机直接将货币抛撒下来的故事。

要寻找上述两个问题在中国的答案，我们首先必须对中国的货币经济特征进行系统研究。正如希克斯（Hicks, 1967）认为的，“尽管在其他经济理论中，有时会忽略现实

① [英] 凯恩斯：《就业、利息和货币通论》，228 页，北京，商务印书馆，1988。

② Friedman, M. and Schwartz, J., *A Monetary History of the United States: 1867—1960*, Princeton University Press, 1963, p. 50.



的经济现象，但货币理论与经济现实却是密不可分的。经济的理论不一定从属于社会经济历史，但货币理论却从属于货币的历史……货币理论总是产生于发生货币失调的时候”。

出于回答上述问题的需要，本书分为4编，共12章。如无特别说明，本书中中国的数据来源于《中国统计年鉴》、《中国经济景气月报》、统计局网站和中国人民银行网站，美国的数据则来源于国际货币基金组织的《国际金融统计》（International Financial Statistics, IFS）和美国劳工部网站。

一、中国宏观经济波动中的货币特征

货币政策是宏观调控的基本手段之一。货币政策是否有效，取决于各经济变量能否对货币政策的冲击做出响应。长期以来，经典教科书中关于货币政策的结论大多是以美国等发达市场经济国家的经济特征为基础的。中国目前正处于市场化改革进程当中，制度环境与完善的市场经济尚存在一些差异，直接运用西方国家货币政策选择的理论和事实作为中国货币政策选择的依据可能会存在潜在的危险，因此我们有理由怀疑相关货币理论的结论在中国的适用程度。所以，我们有必要首先对中国货币经济的基本特征进行总结，并与西方国家的经济事实进行对比。这样不仅可以检验相关货币理论在中国的适用程度，为中国货币政策选择提供事实依据，而且有利于发现新的研究课题，并对某些学术观点进行事实检验。

经济学在其发展历史上曾经高度重视对典型事实（styl-

ize facts) 的研究。经济学中所谓的典型事实,可以理解为“是从众多场合中获得的一种观察结果,这种观察结果被广泛理解为具有经验意义的真实性,并且理论一定与此相吻合。典型事实被特别地应用于宏观经济理论”(Econ-Term and Forex, 2006)。典型事实研究对于经济学具有重要意义,麦克林(MacLean, 2005)认为,“经济学全部都是关于典型事实的研究”。海因、梅耶和斯特兰奇菲尔德(Heine, Meyer and Strangfeld, 2005)则认为,典型事实是使人们从纷乱的经济现象中准确确定研究问题之所在的“研究景象”,是系统性地深入研究经济问题的方法论基础,是为了解释可观测的经济现象而对不同经济模型进行比较分析的参照点。王诚(2007)对典型事实在经济理论中的地位和作用做了一般化的探讨,他认为,“典型化事实就是一种能够反映经济运行的真实和基本特征具有代表性的关键性事实”^①。典型事实的重要性在于,如果一个经济理论没有典型事实的支持,那么看似“自洽”的理论马上会变得摇摇欲坠。

现代宏观经济学领域中最具代表性的典型事实研究是由卡尔多(Kaldor, 1961)完成的,此外,康特(Cont, 2001)总结出了11项与金融市场相关的典型事实。基欣(Kehoe, 2005)利用美国的数据对卡尔多(Kaldor, 1961)提出的典型事实重新进行了验证,结果表明这些典型事实在今天的美国仍然基本成立。因此有研究者认为,“在相对成熟的西方发达经济形态基础之上,关于‘典型化事实’的研

^① 王诚:《从零散事实到典型化事实再到规律发现——兼论经济研究的层次划分》,载《经济研究》,2007(3)。



究阶段已经基本结束，整个西方经济学界的主要任务和主要精力，都可以放在各个‘具体细节’和‘精确参数’的琢磨上”^①。然而，卢卡斯（Lucas，1988）发现，新兴工业化国家与发达市场经济国家在宏观经济的一般特征方面可能存在较大差异，因此，基于发达市场经济国家典型事实的经济理论未必完全与中国现实相吻合，直接套用西方经济理论解释中国经济现象是相当危险的。

通过对货币经济特征的研究发现，根据不同国家、不同时间数据得到的结论存在巨大差异。正如沃什（2003）指出的，“我们对货币经济学的兴趣很大程度上是因为我们想了解货币现象，尤其是货币政策，如何在几个月或几个季度的时间跨度内影响宏观经济行为”^②。也许正是因为各国在货币经济特征方面存在较大差异，很难找到适合所有经济体的一成不变的典型事实，所以更有必要对中国货币经济特征进行总结和研究。这些特征和事实可以用来发现新的研究课题，或者对某些理论假说进行检验，同时还可以为中国货币政策的制定提供事实依据。

本书的第一编由第一章组成。在第一章中，我们着重研究货币和部分宏观变量的静态二阶矩特征和动态相关性，希望以此发现中国货币经济的基本特征，以建立更加严格意义上的中国货币经济的典型事实体系。

具体来说，我们重点考察中国货币经济的以下七个方面的特征：

① 王诚：《从零散事实到典型化事实再到规律发现——兼论经济研究的层次划分》，载《经济研究》，2007（3）。

② [美] 卡尔·沃什：《货币理论与政策》，第二版，3页，上海，上海财经大学出版社，2004。



- (1) 通货膨胀与产出缺口；
- (2) 货币供给与投资需求；
- (3) 货币供给与工业产出波动；
- (4) 货币供给与通货膨胀；
- (5) 通货膨胀、货币流通速度和名义总需求波动；
- (6) 实际利率^①与产出波动；
- (7) 价格体系传导。

其中特征(1)~特征(3)主要描述了中国货币经济的静态特征，特征(4)~特征(7)主要描述货币经济的动态特征，以及开放条件下价格体系的传递。为了探索中国货币经济的特征是否具有特殊性，我们选取了美国进行对比，结果发现各货币经济特征在中美两国之间存在较大差异，这表明本研究确实具有必要性和现实意义。

二、货币政策传导过程中的内生性因素

通过本书第一章的研究，我们发现货币变量至少在短期意义上来说对中国经济是有显著影响的，同时我们还可以发现，各国在货币经济的动态特征方面存在较大差异。为什么相同的变量之间可以存在如此显著的差异？一个可能的解释是：各国在货币冲击的传导机制方面存在较大差异。与此相关的一个问题则是：居民在货币供给或货币冲击的传导过程中发挥什么作用？

^① 在本书中，如无特别说明，我们所说的“实际利率”等于名义利率与预期通货膨胀率之差。



当中国经济在 1997 年出现通货紧缩后，按照主流货币理论制定的反通货紧缩政策并没有像人们所预期的那样收到立竿见影的效果。弗里德曼断言，通货膨胀是一个货币现象，而价格是由流通中的货币量决定的。价格下降的直接推论是流通中的货币量减少，这与货币当局增加基础货币供给的初衷形成了鲜明的反差。一个直观的判断是：货币政策传导渠道出现阻塞。所谓货币政策传导渠道，在本书中是指货币政策如何通过诸如货币量、通货膨胀率、利率、汇率等中间变量对产出、就业、进出口等真实变量产生影响。事实证明，货币当局扩张性的货币政策与价格水平之间并没有像人们过去所想象的那样呈现出简单的线性关系，这充分表明了货币政策传导渠道的复杂性。正确认识货币政策传导渠道是保障货币政策能够收到预期效果的关键。流通中的货币量不同于货币当局意愿的货币供给量，流通中的货币量甚至在某些时候还显示出较强的独立性，这构成了本书研究货币政策传导过程中的内生性因素的原始动机。

根据主流经济学的观点，给定居民部门的货币需求函数，货币当局独立调整基础货币供给，并通过货币乘数对基础货币进行放大，最终决定经济的均衡价格和利率。然而，一些非主流经济学家的著作（如 Kaldor, 1986; Moore, 1988; Lavoie, 1992; Nell and Deleplace, 1996; Wray, 1998, 2000 等）认为，居民部门在决定货币量方面也发挥着重要的，甚至主要的作用。货币量和相关其他宏观变量不再是可以被货币当局任意操纵的。上述两种观点分别被称为“货币外生”和“货币内生”观点。货币内生的思想源远流长，最早可以追溯到 19 世纪的银行学派。货币内生的观点认为，虽然货币当局的货币供给意愿对流通中的实际货币



量有影响，但是从本质上说，流通中的货币是参与市场交易的所有主体（包括诸如家庭、厂商、银行等）共同决定的。没有任何一方可以单独决定流通中的货币量，也不存在完全独立于货币需求方的货币供给单位。

本书对货币传导机制中的内生性因素的界定相对宽泛。我们把由私人部门最优化行为造成的货币政策效果扭曲、货币供给渠道的阻塞等现象归因于货币传导机制中的内生性因素造成的后果。在政策实践中，货币传导机制中的内生性因素并不妨碍其他外部冲击可能对货币供给的影响，也不排除政府根据宏观经济运行情况来调整货币政策，然而本书的研究对象并不包括这两种情况。本书所论述的货币冲击传导内生性可以从四个方面来概括：

（1）货币政策冲击通过商业银行传递到经济中，商业银行的利润最大化行为可能扭曲货币当局的政策目标，这是货币冲击传导内生性的第一重含义。

（2）厂商根据预期利润、真实债务水平决定贷款需求，商业银行也根据厂商的偿债能力等因素决定贷款市场供给，从而实现贷款市场均衡。这是货币冲击传导内生性的第二重含义。

（3）在实际利率冲击下，家庭根据收益率调整对不同实际资产的需求，从而导致不同产品相对价格发生变化，这是货币冲击传导内生性的第三重含义。

（4）在货币冲击下，家庭根据实际利率调整货币需求，导致货币流通速度内生波动，放大或者缩小货币冲击对名义总需求的影响，这是货币冲击传导内生性的第四重含义。

货币政策传导中的内生性因素是本书分析的重点，构成了本书的核心部分（即第二编），在结构上作如下安排：



第二章介绍了内生货币的概念，内生货币与货币政策传导机制中的内生性因素密切关系，并明确了本书所要研究的对象；此外，还简要分析了货币在各个发展阶段展现出来的不同程度的内生供给特征。

第三章简要介绍了货币内生供给理论的相关研究成果。

第四章到第八章借鉴内生货币理论的研究成果，结合中国改革开放以来特有的制度背景，在新古典框架下研究中国货币政策传导中内生性因素的表现、原因及其货币政策含义。其中第四章至第七章分别研究了货币冲击过程中商品相对价格、货币流通速度、商业银行贷款供给和厂商偿债能力变化对货币冲击传导的影响，第八章在前文的基础之上总结了货币政策传导中内生性因素的政策含义。

具体来说，第四章研究了在货币冲击下，家庭资产选择对商品相对价格的影响。在一个理性预期动态一般均衡模型框架下，预期通货膨胀率波动和利率调整通过实际利率影响经济主体的存货需求，存货需求波动进一步导致大宗商品价格波动幅度超过通货膨胀率的波动幅度，并使得大宗商品价格出现“超调”现象。进一步运用该模型分析中国粮食价格的短期变化，结果发现，中国粮食价格的短期波动很好地印证了该模型的结论。

第五章研究家庭资产选择和货币流通速度内生变化的关系。在货币供给冲击下，家庭根据实物资产和金融资产的收益率调整相应资产的需求以达到合意的风险收益组合。当实物资产的收益率相对于金融资产的收益率提高时，家庭倾向于增持实物资产。实物资产需求增加拉动价格升高，导致家庭真实货币存量下降，货币流通速度加快。因此货币流通速度表现出较强的顺周期性，即货币增长率越高，通货膨胀率



越高，金融资产真实收益率下降，货币流通速度加快，反之亦然。

第六章研究商业银行对货币供给的影响。商业银行净贷款的增减构成了流通中货币量增减的重要组成部分。在研究货币政策传导渠道的传统文献中，商业银行的作用往往被忽略了。外部经济环境变化，比如风险、贷款收益率、中央银行的货币政策都会影响商业银行的利润最大化行为。当商业银行的最优化行为与中央银行货币政策目标相冲突时，就会影响货币政策的传导，导致政策传导渠道阻塞，货币政策不能发挥其预期应该发挥的作用。作为一个特例，我们在第六章研究了存款准备金利率对贷款供给的影响。

第七章研究厂商“有效”^①贷款需求对货币供给的影响。进入流通的贷款量是由作为供给方的商业银行和作为需求方的厂商通过“短边规则”共同决定的，理论和实证检验均发现厂商的财务状况对其所能获得的贷款量有显著影响。中央银行货币政策在影响商业银行贷款供给意愿的同时往往也会对厂商的财务状况产生影响，从而影响厂商获得贷款的能力。在第七章中，我们将货币政策冲击纳入金融加速器模型，研究货币政策冲击通过厂商净资本波动对货币供给和整个宏观经济的影响。

第八章是对第二编的小结，在总结前文的基础上分析了货币政策、财政政策以及资本市场资金需求对货币供给的影响。

^① 我们在这里套用凯恩斯“有效”需求理论的名词，是因为在信息不对称的条件下，厂商贷款面临着外部融资升水，导致厂商的贷款需求不一定得到充分满足，详见第七章。



三、需求拉动型与成本推动型通货膨胀研究

2007 年以后,随着我国同比消费价格指数出现自 1998 年通货紧缩以来的最高水平,通货膨胀问题再次成为学术讨论的焦点。与以往的历次通货膨胀不同,2007 年我国通货膨胀率的上升是在国际流动性过剩和初级产品国际市场价格快速上涨的背景下出现的,同时国内工资水平出现了较大幅度的上升,并且在少数地区出现了劳动供给不足的现象。由此,关于此次通货膨胀的根源形成了两种截然不同的观点:一种观点认为此次通货膨胀是典型的成本推动型通货膨胀;另一种观点则认为此次通货膨胀仍然是由过度需求造成的。^①对于通货膨胀类型的认定不仅具有理论上的意义,更重要的原因在于治理不同类型的通货膨胀所采取的政策可能是完全相反的。对于需求拉动型通货膨胀,治理的手段在于采取紧缩的宏观政策。在面对成本冲击时,紧缩的政策有可能造成有效供给不足 (effective supply failure),从而加剧经济收缩的压力。

考察中国近期的通货膨胀情况可以发现,从 2003 年下半年到 2004 年上半年以及从 2006 年下半年到 2007 年底,在以消费价格指数为代表的最终消费品价格出现快速上升的同时,原材料购进价格指数也表现出了类似的上升趋势。剔除季节因素后,其中 2003 年 6 月至 2004 年 9 月消费价格指

^① 即使是认为通货膨胀属混合类型通胀的观点亦无法回避成本和需求何者是主要因素的问题。