

山西财经大学中青年学者文库

SHANXI CAIJING DAXUE

ZHONGQINGNIAN XUEZHE WENKU



中国经济发展中的超额货币： 原因、度量与政策选择



ZHONGGUO JINGJI FAZHAN ZHONGDE CHAOE HUOBI
YUANYIN DULIANG YU ZHENGCE XUANZE

王书华◎著



中国财政经济出版社

山西财经大学中青年学者文库



中国经济发展中的超额货币： 原因、~~度量~~与~~政策~~选择

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国经济发展中的超额货币：原因、度量与政策选择 / 王书华
著. —北京：中国财政经济出版社，2008. 12

(山西财经大学中青年学者文库)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1184 - 8

I. 中… II. 王… III. 货币政策 - 研究 - 中国 IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 213601 号

责任编辑：翁晓红

责任校对：李 丽

封面设计：陈 瑶

版式设计：汤广才

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京富生印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 6.75 印张 180 000 字

2008 年 12 月第 1 版 2008 年 12 月北京第 1 次印刷

定价：14.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1184 - 8 / F · 1000

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010 - 88190744

总序

大学学术是作为科学策源地、文化发祥地、人才群聚区、社会智力库、知识辐射源的高等学府独具一格的宝贵财富，而大学学者的学术成果则是每一个高等学府经年累月所积淀的思想宝库。大学源于学术，学术是大学的生命力。

我校是一所学术气氛浓郁的财经类高等学府。50多年来，我校学科覆盖经、管、法、文、理、工、教等7个门类，有30余个博士学位、硕士学位授权点，有12个省级重点学科，2个省级人文社科重点研究基地。学科复合、专业交叉、资源互补、观念互渗、乘势而上……在新的发展机遇期，山西财经大学已经绘制了宏伟发展蓝图，确定了学校由教学型转向教学科研型的发展战略。由学校资助出版的中青年学者文库，是具有丰富内涵的山西财经大学中青年学者成果的立体化呈现。它不仅是对学校50多年学术文化和学术传统的历史性继承，而且是我校在战略发展阶段所采取的重要举措。

第一，在于推出学术精品。通过资助出版学术精品，形成精品学术成果的园地，为繁荣国家财经、管理、政法以及人文社会科学研究，解决党和国家面临的重大经济、社会问题，做出我校应有的贡献。第二，培养学术队伍。特别是通过对一批处在成长期的中青年学术骨干、博士的成果予以资助出版，促进学术梯队建设，提高

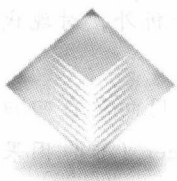


学术队伍的整体实力和水平。第三，凝炼学术特色。通过资助在学术思想、学术方法和学术观点等方面有独到和创新点的学术成果，培育学术特色，力争通过努力，形成有我校特色的学术思想体系。因此，本文库面向中青年，面向原创精品。

我们欣喜地看到，今天的财大学人正沐浴财大学术精神的光辉，凝视前行者或深或浅的脚步，敞开我们日月经天的情怀，共同拥抱山西财经大学无比美好的明天，让我们共同的学术精神发扬光大。

原梅生

2008年12月



Xu

序

作为现代经济的核心，金融的每一次变革都会对宏观经济制度、微观经济主体行为产生重要的冲击和影响。自货币数量学说的重新表述以来，金融宏观调控，特别是在货币供求均衡调控中居核心地位的货币政策体系，对经济增长的支持和影响发挥着愈来愈不可忽视的作用。

20 世纪 70 年代末以来的金融深化，使我国的货币金融制度、经济发展模式、微观经济主体的经济行为都发生了重大的变迁，宏观领域内的货币需求函数、货币供给模式和居民消费储蓄行为大大相左于改革之前的运行方式。特殊的时代背景和金融制度变迁路径，也使我国的金融深化进程迥异于工业化国家的金融自由化次序，许多经济金融现象似乎与西方成熟市场经济体制下的理论模型并不吻合。探讨我国特殊制度背景下的经济金融问题无疑具有重要的理论与现实意义。

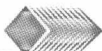
王书华同志的这本《中国经济发展中的超额货币：原因、度量与政策选择》，对我国金融深化过程中的重要经济现象——超额货币问题——进行了细致的阐释、检验、论证和度量，从历史变迁、理论渊源、微观基础和经济计量模型检验等角度，首次系统地进行了梳理和剖析，提出了许多新的观点与看法，很值得重视。

作者为寻找我国超额货币问题产生的原因、度量及其规模，做



了大量的数量分析和理论推导。除基本的经济统计分析外，对现代计量经济分析方法的成功运用是本书的一个突出特色。

本书以我国 1978 年以来的时间序列为依据，利用向量自回归模型（VAR）、基于向量误差修正（VECM）的 Granger（非）因果性检验、Johansen 协整分析的弱外生变量检验和非均衡计量建模等现代计量经济方法，对我国金融深化进程的货币供求状况、超额货币对货币政策有效性的冲击、总供给的菲利普斯曲线等问题进行了深入的分析和检验，探讨了我国金融深化进程中超额货币问题形成的制度原因。在细致分析这些宏观经济变量变迁规律的同时，本书又对我国微观经济主体——居民的消费和储蓄行为中的流动性约束、预防性储蓄等现象进行了大量实证分析，尝试寻找超额货币问题产生的微观基础。作者从我国金融制度变迁中货币功能演进的角度入手，通过对居民金融资产结构的变迁分析，论证了我国居民储蓄在准货币增长中所具有的重要位置，进而在不确定性预期、流动性约束和预防性储蓄理论假设的基础上，验证了我国经济改革以来城乡居民经济行为中的流动性约束和预防性储蓄存在的事实，并在理论上对居民储蓄推动准货币快速增长的机制给予了证明。作者指出，金融市场体系的不完善性，制约了我国居民的流动性；我国超额货币现象的形成，不但与外汇管理体制相关，而且与微观经济主体的经济行为密不可分。作者对不同层次货币需求、货币供给以及非均衡模型的估计显示，以货币供求函数的比较为评判标准的超额货币问题，在货币 $M2$ 层次表现得较为突出，而在货币 $M1$ 层次却并不存在较为明朗的证据。而在货币 $M2$ 的超额增长问题上，准货币具有十分重要的作用。经济社会体制的改革，使微观经济主体对未来的收入和支出产生了较为强烈的不确定性，而不完善的金融体制却限制了微观经济主体流动性的可获得性，因而，产生于改革之中的不确定性和流动性约束问题，就成为推动我国居民进行大量预防性储蓄的重要原因。这成为推动我国准货币快速增长并进而导致



超额货币现象发生的根源。

这些结论与观点，囿于历史时间序列数据的特征，某些结论可能还有待商榷。但不可否认，本书是对我国超额货币问题进行系统研究的有益探索。作为一项实证研究，本书的论述在许多方面令人耳目一新。纵观国内已有的关于超额货币问题的研究，大都是从货币化、货币流通速度等宏观角度通过分析货币需求函数来考察，而本书则探寻了这一问题背后的微观基础，并没有局限于对货币需求估计的窠臼。作者对现代计量经济方法的熟练运用，使本书的结论与分析更趋科学性。

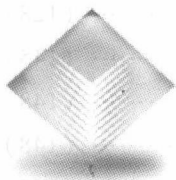
这本书是作者在他的博士论文基础上修改而成的，我作为王书华的导师，也许有过于溢美之嫌。但是，看着他从学士、硕士、博士一路走来，不仅思维敏捷，善于思考，而且始终勤奋刻苦，扎实好学，是一位忠厚谦和的年轻人。他对金融计量研究有很深的功底，对问题有自己独立的见解，他在学术上不畏艰辛的探索精神确实令人钦佩。希望作者一如既往，不断进取，向社会奉献更多的有益成果。

当然，华尔街金融海啸以来，一些学者开始琢磨次贷风暴与信用贷款违约机率计算公式的关系，质疑某金融工程学者的数理假设，使那些连 BBB 级都不可能的次按证券获得 AAA 的极品评级，导致各国证券机构和银行敢于动用投资人的资金大量购进，酿成泡沫。在当今金融信息瞬息万变的时代，数学模型虽然提供了人工智能与商业智慧，但是在密闭系统环境下生成的数理科学的理论方法，遇到了开放的、动态的、千变万化的金融运行系统，如何使其答案更贴近现实，看来，金融研究者在整合信息技术方面的任务还很艰巨。唯望王书华同志迎难而上，社会正期待着金融计量研究的新突破。

孔祥毅

于太原老军营荆舍

2009 年 3 月 6 日



MU LU

目 录

1 导论	(1)
1.1 问题的提出	(1)
1.2 文献综述	(9)
1.3 研究思路与方法	(17)
1.4 主要内容与框架	(18)
2 中国超额货币问题分析的理论框架	(19)
2.1 货币供求均衡分析框架的起源	(19)
2.2 货币供求函数的理论与估计	(29)
2.3 小结	(47)
3 中国超额货币的规模与度量	(48)
3.1 基于维克塞尔货币均衡模式的判断	(48)
3.2 基于交易方程式的经验公式	(53)
3.3 外生货币供给假设下对超额货币的判断	(60)
3.4 内生货币供给与超额货币度量	(79)
3.5 小结	(89)
附录 1 对我国货币供给内生性的检验	(91)
附录 2 货币供求非均衡模型的估计结果	(95)
4 中国超额货币问题的经济社会根源	(98)
4.1 对超额货币现象的解释：文献与述评	(98)
4.2 改革以来的金融增长：国家的金融控制	(108)



4.3	准货币与居民储蓄行为的变迁	(128)
4.4	结论与补充	(145)
5	超额货币与中国货币政策的有效性	(148)
5.1	货币控制与经济发展：稳定政策的争论	(148)
5.2	超额货币对货币政策有效性的冲击	(156)
5.3	改革以来的经济发展与货币政策实践	(169)
5.4	小结	(181)
6	结论与政策选择	(183)
6.1	总结与回顾	(183)
6.2	政策选择	(187)
	参考文献	(190)
	致谢	(205)



1.1 问题的提出

1973 年, 在一份著名的研究报告中, Goldfeld (1973) 指出美国经济发展中货币需求的利率弹性是十分稳定的, 可以从很多传统的货币需求函数来准确地估计整个战后的货币需求^①。然而时隔 3 年之后, 在另外一篇文献中, Goldfeld (1976) 却敏锐地提出了一个引起广泛关注的问题——即经济发展中的“失踪货币”现象 (the missing money)^②。此后, 在货币供求关系的研究中如何寻找失踪货币的文献开始大量涌现。20 世纪 80 年代之后, 美国经济运行中货币流通速度的减缓以及科技发展所带来的金融创新的不断冲击, 使经济发展中对不稳定的货币需求函数的估计成为货币理论研究的一个重要方面。

与发生在美国经济运行中的“失踪货币”现象相反, 在 1978 年以来的中国经济发展过程中, 货币需求与供给之间的关系不是表现为“传统货币需求方程的估计结果系统地大于实在

① Goldfeld, Stephen M., The Demand for Money Revisited, Brookings Papers on Economic Activity (1973: 3), pp. 577 - 638.

② Goldfeld, Stephen M., The Case of the Missing Money, Brookings Papers on Economic Activity (1976: 3), pp. 683 - 730.



的货币余额”^①，而是长时期的、持续的超额货币供给（见图 1-1 左）^②。改革开放以来，我国以 $M2$ 衡量的货币增长速度一直存在着超过经济增长速度与通货膨胀率之和的经济现象，不管其原因如何及是否合理，这一现象已是一个不争的事实。期间或有较为严峻的通货膨胀现象，但物价低迷问题在经济运行中也是持续存在，特别是始于 20 世纪 90 年代末的物价低迷的阴影直到目前还没有完全得以摆脱。自 2000 年以来，伴随着美国硅谷经济的衰落，全球性的货币流动性过剩问题开始不断蔓延，在输入性的流动性过剩冲击之下，中国持续多年的货币流动性过剩现象除日益严峻之外，一些宏观经济参数（如货币供求函数、货币乘数、货币流通速度和汇率等）和微观经济主体的经济行为（如居民和企业的消费、储蓄、投资行为等）也在逐步嬗变。

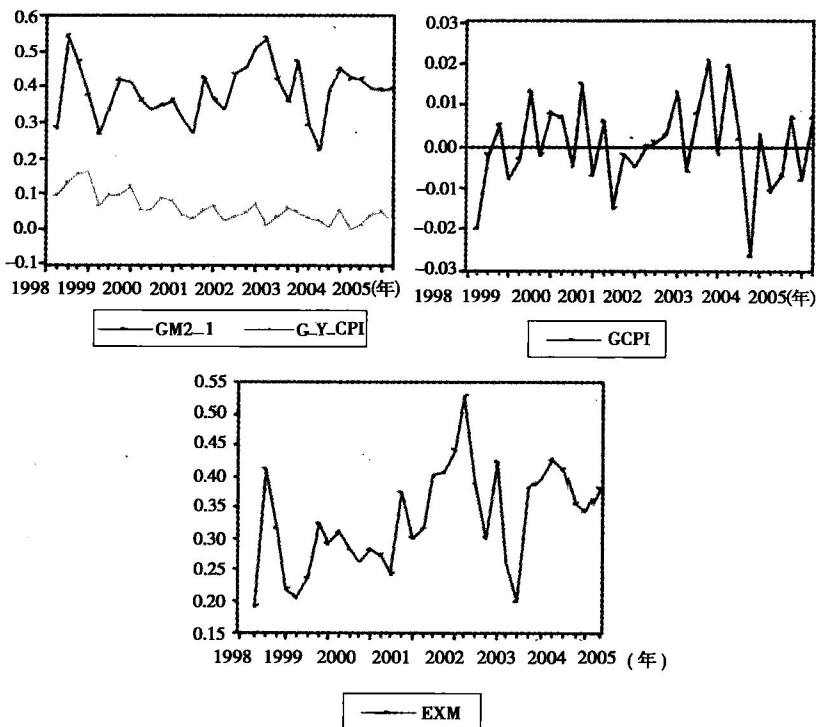
20 世纪 70 年代中期以来，包括美国在内的许多西方国家在货币层面出现“失踪货币”、货币需求函数日趋不稳定的同时，经济层面也一直饱受“滞胀”的肆虐——经济衰退、失业上升和物价膨胀现象持续了整个七八十年代。然而，“一旦将特有的制度因素考虑进货币需求关系，我国的货币需求便呈现出较强的稳定性”^③。此外，按照货币数量理论的解释，我国货币层面存在着如此之多的超额货币供给，那么在经济运行中应该出现较为严峻的通货膨胀现象，而经济运行中并未充斥持续的物价上涨，甚至一度为严峻的通货紧缩所累。特别是 1997 年以来，我国经济运行中物价持续走低，居民消费价格长期在负增长区间徘徊（见图 1-1 右、下）。直到

① Benjamin M. Friedman & Frank H. Hahn, Handbook of Monetary Economics, Volume 1, 经济科学出版社 2002 年版，第 283 页。

② 黄达：《金融学》，中国人民大学出版社 2003 年版，第 510-511 页。在这里，黄达教授对超额货币现象所采用的判断标准是： $\dot{m} > \dot{y} + \dot{p}$ ，这里我们不对这一判断标准展开评价，下文在对超额货币进行定义时会进一步详细分析。

③ 秦朵：《改革以来的货币需求关系》，《经济研究》，1997（10）。

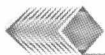
2002 年随着宏观调控滞后效应的发挥,居民消费价格才开始走出通货紧缩的阴影。但同期经济的货币层面,无论是广义货币 $M2$ 还是狭义货币 $M1$ 的增长率都持续保持在两位数以上。如此充足的货币供给,经济却并没有发生不可控制的通货膨胀现象,反而不断充斥着挥之不去的物价持续低迷。对于这一经济现象,传统的货币数量理论似乎无法给予合理的解释 (Peebles,1992)。



资料来源: 中国人民银行网站 (www.pbc.gov.cn) 金融统计数据, 这里超额货币以 $exm = \dot{m} - (\dot{y} + \dot{p})$ 度量所得。

图 1-1 中国改革开放以来的超额货币供给、物价与经济增长

尽管改革开放以来,中国的经济增长表现得较为耀眼,对外开



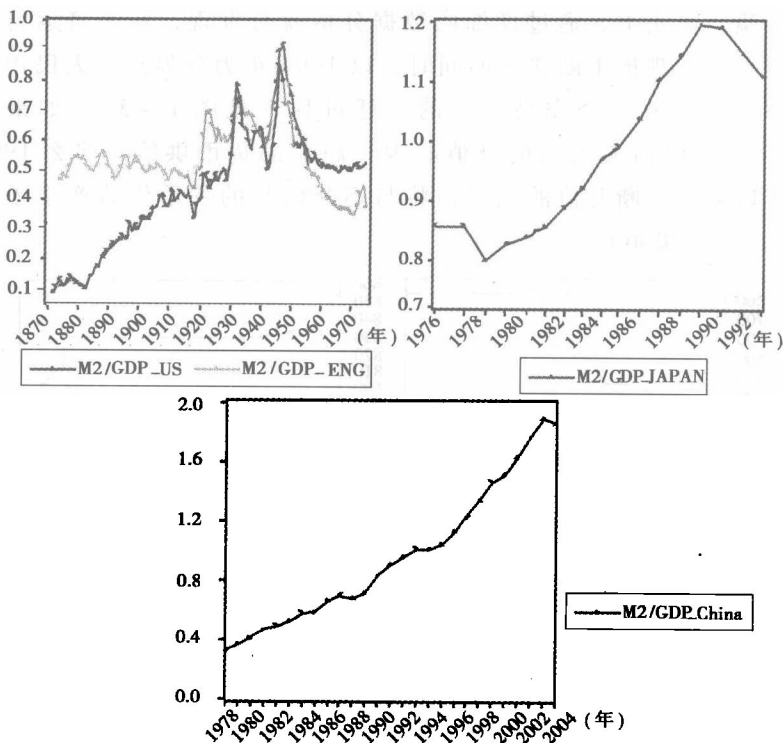
放的程度也在不断加大，经济市场化的比重日趋增加，但金融领域内金融体制改革的滞后仍是一个不争的事实。与发达国家相比，我国无论是金融发展水平还是金融结构分布的合理性都存在着一些差距，特别是处于主体地位的商业银行的运行和金融资产结构的单调性还存在着较大的改革区间。按照 Goldsmith (1969) 的研究，“金融相关比率是一个深受历史影响的比率”^①，同时，“每个国家的金融结构发展是渐近而非突变的”^②，我国目前的金融发展似乎应该属于 Goldsmith (1969) 所描述的第六类型的金融结构^③，远落后于发达国家的金融发展水平。然而，与这一分析相冲突的一个悖论是在以货币化率指标所描绘的金融发展水平中，我国目前的金融发展状况竟然显著高于美、英等发达国家 (McKinnon, 1991; 易纲, 1996; 戴根有, 2000; 刘明志, 2001; 钟伟、黄涛, 2002; 黄昌利、任若恩, 2004; 张杰, 2006; 李健, 2007) (见图 1-2)。一般地，按照货币数量理论的分析，货币化率是对货币需求函数的一个反映，从宏观层面看，高的货币化率无疑意味着较低的货币流通速度；从微观经济主体的行为进行分析，不断增长的货币化率似乎揭示人们货币需求行为的变迁；进一步，考虑到货币数量理论市场出清的古典经济假设^④，较高的货币需求函数意味着在均衡的货币市场中存在着同等数额的货币供给与之对应。因此，如此之高的货币化率似乎意味着我国经济运行中蕴含着比发达国家高出许多的货币供给数量。但如此之巨的货币供给是否是经济运行内生需求的必

①② 雷蒙德·W. 戈德史密斯：《金融结构与发展》，中国社会科学出版社 1988 年版，第 344 页。

③ 雷蒙德·W. 戈德史密斯对这一类型的金融发展状况的描述是：“……债权比股票占更大的比重；银行在金融机构中占支配地位。”具有这一类型金融结构的国家见于热带非洲、中东和东南亚的大部分。更详细的描述参见雷蒙德·W. 戈德史密斯：《金融结构与发展》第 26-27 页的论述和该书表 1-4 的解释。

④ 关于货币数量理论市场出清假设的一般分析可参见劳伦斯·哈里斯：《货币理论》，中国金融出版社 1989 年版，第 57-60 页，他对剑桥方程式货币市场供求均衡分析提供了一个简单明了的推导过程。

然结果呢？或许“政府和企业的数量扩张冲动造成信贷需求的膨胀，导致银行增加贷款并通过‘倒逼机制’迫使中央银行增加货币供给”^①可以视为是对发生大规模货币供给现象的解释，但是，“自 20 世纪末以来，这些情况均已发生或必将发生实质性的演变。



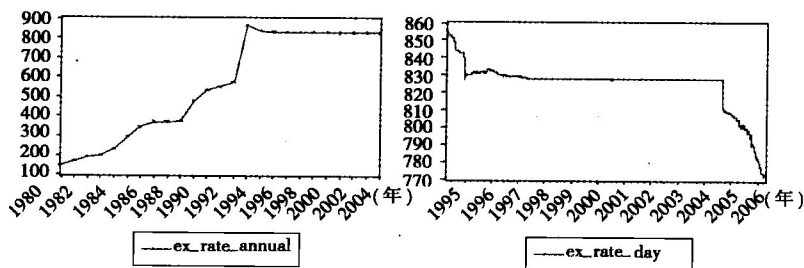
资料来源：中国 M2/GDP 的度量数据来自《中国统计年鉴》各期；日本的数据来自《世界经济年鉴》各期；美、英的数据来自米尔顿·弗里德曼和安娜·施瓦茨：《美国 and 英国的货币趋势》，中国金融出版社 1991 年版，第 144 - 158 页，其中英国的数据在 1920 年之后不包括南爱尔兰。

图 1-2 中国的 M2/GDP 比率及其与美、英、日的比较

^① 宁咏：《内生货币供给：理论假说与经验事实》，经济科学出版社 2000 年版，第 161 页。



倒逼机制不过是历史上一个特定阶段的事例。”^① 尤其值得注意的是，在考虑以“倒逼机制”模型来解释经济运行中的巨额货币供给问题时，我们总是不约而同地舍弃了开放经济内外均衡矛盾冲突的背景，将货币供给的作用机制置于封闭经济的运行环境。事实上，通过详细的数据分析就会发现，在经济运行中货币供给规模不断膨胀的同时，以1994年为分界点，人民币汇率却存在着一个先高后低的变迁过程（见图1-3）。如果说1994年以前人民币的贬值起因于超额的货币供给，那么1994年以后，不断升值的人民币将与不断增长的货币供给产生矛盾（江春，2006）。



资料来源：左图：人民币兑美元汇率的年度数据来自《中国统计年鉴》各期；右图：人民币兑美元汇率的日成交数据来自新浪网（www.sina.com）财经数据库（1994-2007年）。所示数据为100美元兑人民币的中间价。

图1-3 人民币兑美元汇率

另一方面，在宏观领域经济体制不断变迁的同时，微观经济主体——居民的经济行为似乎也在逐步发生嬗变。特别是，20世纪90年代中期之后，伴随着亚洲金融危机和国内经济通货紧缩，居民储蓄呈现出迅猛的增长势头，而消费率几乎降至历史最低水平（见图1-4）。“以消费倾向的大幅下降为标志，中国城镇居民的消

^① 黄达：《金融学》，中国人民大学出版社2003年版，第510页。

费行为在近 10 年来的转轨过程中发生了较大变异。”^① 收入水平低，且存在着流动性约束，使居民消费对本期收入产生过度敏感性；失业、医疗、子女教育以及社会保障体系的不完善加大了居民的预防性储蓄行为；同时，尽管存在着流动性约束，为平滑生命周期的消费以取得最大化效用，居民普遍增加储蓄；这些因素共同决定了改革以来我国居民的消费行为^②。储蓄存款余额的增加加剧了经济运行中本已十分突出的超额货币供给现象（见图 1-5）。从广义货币 $M2$ 与储蓄存款的增长率来看（见图 1-5 左）， $M2$ 的变动率与储蓄存款的变动率几乎存在着完全相同的趋势，且在这种几乎同步的变动过程中，储蓄存款占 $M2$ 的比重呈现出不断上升的趋势（见图 1-5 右），一旦从 $M2$ 中剔除储蓄存款（见图 1-5 下），除去 1993 年因外汇体制改革所带来的剧烈冲击外，货币供给的增长率表现出明显的下降趋势。

综上，尽管改革开放以来我国经济取得了令人瞩目的成绩，实现了近 30 年的高速增长，但我们也必须看到在经济的高速增长背后所隐含的一些问题：剧烈的制度变迁是否意味着微观主体经济行为的嬗变并进而改变了宏观经济领域内货币需求函数的稳定性质？非均衡的货币市场中超额货币和物价低迷与经济的内外均衡存在着怎样的冲突和矛盾？又如何解释“在财政下降的同时保持价格水平稳定与高金融增长”^③ 的悖论？基于这些问题，本书拟从我国经济发展中货币供求的经验、事实出发，对经济运行中的超额货币供给问题进行细致的分析与评价。

① 袁志刚、宋铮：《城镇居民消费行为变异与我国经济增长》，《经济研究》，1999（11）。

② 孙风：《预防性储蓄理论与中国居民消费行为》，《南开经济研究》，2001（1）。

③ R. I. 麦金农：《经济市场化的次序——向市场经济过渡时期的金融控制》，上海三联书店、上海人民出版社 1996 年版，第 271 页。