

*Central Bank
and
the Money Supply*

中央银行与 货币供给

(第二版)

盛松成 翟春/著

本书以货币供给过程、中央银行货币政策与货币供给的联系为主线，以当代西方主要的货币供给理论及美国和我国的货币政策操作为基本内容，对货币供给的基本理论和重要实践予以阐述和剖析。

 中国金融出版社

Central Bank
and
the Money Supply

中央银行与 货币供给

(第二版)

盛松成 翟春/著



 中国金融出版社

责任编辑：王效端 张菊香

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

中央银行与货币供给 (Zhongyang Yinhang yu Huobi Gongji) / 盛松成, 翟春著. —2 版. —北京: 中国金融出版社, 2016. 8

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8621 - 4

I. ①中… II. ①盛…②翟 III. ①中央银行—研究②货币供给—研究
IV. ①F830.31②F820.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 168105 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 29.75

字数 526 千

版次 2015 年 4 月第 1 版 2016 年 8 月第 2 版

印次 2016 年 8 月第 1 次印刷

定价 75.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8621 - 4/F. 8181

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

编辑部邮箱: jiaocaiyibu@126.com

序一

西方货币供给理论发轫于上世纪 20 年代初。上世纪 60 年代，产生了现代意义的货币供给理论。到上世纪七八十年代，货币供给理论有了长足的发展，西方国家以货币供应量为中间目标的货币政策操作也逐步完善。

上世纪 90 年代后，美联储将货币政策中间目标由货币供应量调整为利率，但货币供应量仍是美国货币政策操作和宏观经济分析的重要参考指标。在欧元诞生之前，德国一直奉行货币供应量增长目标，实践长达 20 多年，成功控制了通货膨胀。至今，部分国家央行仍支持以货币供应量为货币政策中间目标。欧央行货币政策的制定也在很大程度上受德国成功经验的影响，货币供应量和信贷总量成为欧央行货币政策的重要指标。本次国际金融危机中，美联储推出的多轮量化宽松政策，实际上就是数量型调控。危机中，美联储长期实行零利率政策，其大规模资产购买实际上就是通过货币供应量扩张来影响经济运行。

上世纪八九十年代以来，随着我国市场经济体制的逐步建立，人民银行的货币政策操作发生了根本性转变。1995 年《中国人民银行法》实施后，中国人民银行开始独立执行货币政策，专门履行货币政策职责，逐步建立起了货币政策操作框架和货币政策调控机制。1998 年人民银行取消对商业银行信贷规模的直接控制，以货币供应量为中间目标，并于当年 5 月恢复公开市场操作，货币调控方式由直接调控向间接调控转变。至今，人民银行以货币供应量为中间目标的货币政策操作已有近二十年历史。这期间，我国总体上实现了低通胀下的经济高速增长，经济发展成就世界瞩目。货币政策对于促进经济增长、维护物价稳定发挥了重要作用。

目前，我国的利率市场化尚未完成，利率调控机制也有待进一步完善。在未来较长时期中，我国的货币调控仍将是价格型调控和数量型调控相结合，并逐步从以数量型调控为主，转变为以价格型调控为主。为此，我们还需重视货币供应量指标。

盛松成同志在其 1993 年出版的《现代货币供给理论与实践》一书的基础上，吸收上世纪 90 年代以来国内外货币供给理论和货币政策实践的新发

展，和翟春同志一起，撰写了《中央银行与货币供给》一书。该书对当代西方主要的货币供给理论和中央银行货币政策等一系列基本问题进行了全面、深入、细致和准确的阐述。理论部分评述了西方重要的货币供给乘数理论，提出了决定货币供应量的两大因素：基础货币和货币乘数，对基础货币的本质、特征及来源结构等诸多理论问题，提出了自己独到的见解；运用数理方法分析了1914年以来美国基础货币来源和供给结构的变化，1959年以来各决定因素对美国货币乘数的影响，以及1993年以来我国基础货币和货币乘数的变化。实践部分以专章分别阐述了三大货币政策工具在美国和我国的源起、制度变迁和职能演变，尤其分析了两国在货币政策方面的最新变化：2003年美联储对贴现窗口管理程序的调整，2008年开始的美联储对准备金存款付息，国际金融危机中美联储货币政策工具的创新，及美联储操作对美联储资产负债表、基础货币和货币供应量的影响等；2013年人民银行对再贷款分类的调整，分别于2013年和2014年创设常备借贷便利和中期借贷便利，及我国公开市场操作的最新变化等。同时，该书还在国际研究的基础上，分析了金融创新对我国货币供应量的影响，提出了完善我国货币供应量统计的设想；对我国存款准备金政策的有效性、人民银行对货币供应量的控制力、货币供应量与货币政策最终目标的关系等问题进行了实证研究。

该书兼顾理论与实践、国外与国内、历史与现实、理论论述与数量分析，结构合理、逻辑严密、条理清晰、论述深刻、文句精炼，既是一本货币供给的专门著作，也可作为高等院校金融专业的教材。自十八届三中全会以来，中国金融改革步伐进一步加快，人民银行的货币政策也在发生重要变化，相信该书的出版有助于广大读者理解货币供给的有关问题，也有利于我国中央银行金融宏观调控的实施。

吴晓灵
2015年1月

序二

《中央银行与货币供给》是在盛松成 1993 年出版的《现代货币供给理论与实践》一书的基础上，吸收上世纪 90 年代以来国内外货币供给理论和货币政策实践的新发展，由盛松成和翟春撰写的又一部专著。

该书出版之前，为了写推荐语笔者曾对全书进行了粗读。笔者的第一印象是：该书兼顾理论与实践、国外与国内、历史与现实、理论论述与数量分析，结构合理、逻辑严密、条理清晰，是一部不可多得的优秀著作。后来松成、翟春邀笔者为该书撰写序言和书评，笔者未多考虑便欣然应允。但出乎笔者预料的是，一篇篇幅不长的书评却处于“难产”状态。尽管对该书的一些章节反复阅读、消化，笔者仍感觉难于动笔。但应允的事情，总应该有个结果，笔者只好满足于把自己的一些感觉和不成熟的看法写出来与大家分享。

首先，作者对西方货币供给理论了解之深入和细致，给笔者留下深刻印象。笔者自认对西方经济学说史比较熟悉，但作者在本书第二章《货币供给理论——货币乘数分析》讨论的一些理论模型却是笔者过去并未接触过的。阅读本书使笔者又重新回到学生时代，对过去缺失的知识进行补充。不仅如此，笔者对过去认为理所当然的一些概念和理论有了新的认识。

其次，作者对西方中央银行，特别是美联储货币政策演进、发展历史了解的翔实程度，以及对它们的货币政策操作细节了解的翔实程度，使笔者深感佩服。如果没有长期知识积累和孜孜不倦的努力，这是无论如何也达不到的。

再次，作者对中国中央银行货币政策演进、面临的挑战和未来发展趋势进行了权威的阐述。鉴于作者中央银行调统司负责人的地位，这种权威性是难以质疑的。笔者曾不揣冒昧为邹至庄教授主编的《中国经济手册》撰写过中国货币政策的章节。同松成和翟春的阐述相比，我不免有“局外人”孤陋寡闻之叹。

最后，但也是最重要的是，作者在本书提出了不少有关货币性质与功能的重要理论问题，并对这些问题进行了深入探讨。例如，作者在讨论乔

顿的“货币乘数模型”时提出，定期存款在存款总额中比率的变化之所以会影响货币存量“有两大原因：第一，在存款总额中，定期存款的比率越大，活期存款的比率就越小，当存款总额和公众手持通货不变时，狭义的货币量 M_1 也就越少，反之则反是；第二，如前所述，只有活期存款才能开列支票，才能创造存款货币，而定期存款则不能，所以，当采用狭义的货币定义时，定期存款在存款总额中所占的比重越大，货币乘数就越小，反之则反是。”这是一个很有意思同时也重要的问题。笔者愚钝，正是在类似问题上颇费了一番思量，以致使序言迟迟不能交稿。

为了讨论上述问题，有必要首先简单重温一下大家所熟悉但却又不甚了了的货币创造过程。设在比例储备制度下，中央银行通过公开市场操作，从某个私人机构购买政府债券。若该客户（私人机构）将央行支票（或现金）存入某商业银行的活期存款账户，这家商业银行的活期存款和准备金将等量增加^①。由于准备金率小于1，这家银行出现超额准备金。银行把超额准备金贷给客户，就需在客户的存款账户中计入一笔等额活期存款。有了活期存款，客户就可以开立等额的银行支票购买产品和劳务。而产品和劳务的出售者则会把支票存入另一家银行。第二家银行为存入支票的客户（产品和劳务的出售者）在其账户中计入一笔存款（活期还是定期取决于客户要求，这里设存入的是活期存款），同时把支票存入在中央银行的账户。中央银行则把与支票等额的准备金从第一家银行的账户划入第二家银行的账户。第二家银行的准备金和活期存款因此而等量增加。

由于准备金与存款等量增加，第二家银行也出现了超额准备金，它也会把超额准备金贷给客户。由于准备金的一部分要用于支持客户的活期存款，第二家银行可贷出的超额准备金小于第一家银行最初的超额准备金。同理，当这个客户用支票购买产品和劳务之后，第三家银行的准备金和活期存款等量增加。由于出现了超额准备金，第三家银行又会把超额准备金贷给新客户。第四家银行的准备金和活期存款又等量增加。这样，货币的创造过程会继续延续下去，直至最初创造的超额准备金全部被各家银行用于支持各自的活期存款。

^① 央行既可以从商业银行购买政府债券，也可以从非银行私人部门购买政府债券。两者对货币创造的作用没有本质区别。但在两种情况下，对货币创造过程的叙述会有所不同。在前者，叙述的起点是准备金增加。在后者，存款和准备金同时等量增加。在前者，第一笔新增存款出现在第二家银行（商品出售者在银行的存款）。在后者出现在第一家银行（国债出售者在银行的存款）。

在上述货币创造过程中，所有产品和劳务的出售者都把支票存入另一家银行的活期存款账户。如果他们都把支票存入另一家银行的定期存款账户，情况又有何不同呢？假设客户（私人机构）将出售政府债券（或外汇等其他资产）给中央银行所得的现金存入某商业银行的定期存款账户，该银行的准备金和定期存款等量增加。在这个例子中，新增准备金采取了新增现金的形式。假设定期存款的准备金率为零，新增现金（准备金）就全部是超额准备金。该银行可以把全部新增现金（超额准备金）贷给客户。客户将把这笔现金贷款用于购买产品和劳务。而产品和劳务的出售者则会把现金存入自己在另一家银行的定期存款账户。在上述过程中，由于不能根据定期存款开立支票，新增的作为流动手段的货币（ M_1 的增量）自始至终是客户最初存入银行的现金。 M_1 的乘数为1。但是，从理论上来说，定期存款却可以继续增加下去，直至银行客户不愿意或不再能够增加定期存款。换言之，在上述例子中，“定期存款的乘数”（最终的定期存款总量对客户最初存入银行的现金的倍数）——因而“ M_2 的乘数”——可能会远远大于1。在现实中，银行存款中当然既有活期存款也有定期存款。不难想象，正如作者所说的那样：“当采用狭义的货币定义时，定期存款在存款总额中所占的比重越大，货币乘数就越小，反之则反是。”可见，尽管分析的角度有所不同，上述结论同作者对乔顿模型的批评完全一致。但是，我们似乎可以得出更为“极端”的结论： M_1 是央行货币政策决定的，定期存款则取决于经济体中的储蓄（需求）。 M_1 与定期存款没有直接的关系。因而 M_2 同央行货币政策也没有直接关系。 M_1 与 M_2 之间的关系是通过两者同实体经济的各自关系而建立的。脱离实体经济，广义货币乘数和定期存款在存款总额中的比重等概念并没有什么意义。这些比率都是事后结果，对于预测广义货币的增长并无真正的帮助。中国 M_1 与 M_2 之间存在比较稳定的关系可能主要是实体经济中储蓄率比较稳定的结果。当然，到此为止，我们的分析只是现实情况的一级近似，在引入资本市场和金融创新等概念之后， M_1 与 M_2 之间会呈现更为复杂的关系。依次分析这些关系，对于理解货币的性质和功能，从而更好地制定货币政策应该是很有必要的。

笔者注意到，本书作者对于货币作为流通手段和价值贮存手段的不同功能作了严格区分，十分强调 M_1 与 M_2 的区别。作者指出“流动性越强的资产，对经济的影响越直接、越迅速，也就是说 M_1 对经济的影响比 M_2 的影响更直接、更迅速，而 M_2 的影响又超过 M_3 的影响。这是因为 M_1 是现实

的购买力，它的变化将直接引起市场供求和物价的变化，而 M_2 和 M_3 只有当它们转变成 M_1 后，才会产生这种影响。所以货币当局总是非常注重对狭义货币供应量的调控。而之所以统计广义的货币供应量，确定广义货币供应量的指标，首先是因为广义货币很容易被转换为狭义货币，货币当局如果不同时控制广义货币供应量，就很难控制狭义货币供应量。”笔者对作者的这些看法十分认同。

松成和翟春对货币的性质和功能，以及货币创造过程进行的深入分析很有启发性。至少对于笔者本人来说，他们的分析促使笔者对自己长期以来关注的问题进行了进一步的思考，理清了过去一些十分纠结的问题。

本书启发思考的亮点还很多，这里不再赘述。发现和回答真正的问题，不是纯书斋学者和纯行政官员所能做到的。而本书之所以具有独特价值正是因为本书是学者和实践者一身二任的产物。

目前，我国利率市场化尚未完成，利率调控机制有待进一步完善：一是基准利率目标体系尚未建立，选择适合国情的目标利率还需要深入研究和长期探索。二是调控手段有待进一步完善。三是利率传导还存在障碍。目前人民银行的货币政策工具能充分影响货币市场利率，但货币市场利率向实体经济融资利率的传导还存在较大障碍。也就是说，要实现利率市场化和真正的价格型调控，我国还有一长段路要走。在未来较长时期中，我国的货币调控仍将是价格型调控和数量型调控相结合，并逐步从以数量型调控为主，转变为以价格型调控为主。在新常态下，如何平稳实现上述转变是中国货币当局面临的严重挑战。《中央银行与货币供给》在评述西方货币供给理论的基础上，对国内外中央银行管理货币供给的历史经验的全面梳理和研究，对于中国货币政策的调整具有重要的理论价值和实践意义。

尽管本书内容丰富，结构合理，但笔者认为本书还是有一些可以改进的地方。例如，在货币供应理论中，所谓流量分析法（Flow of Funds Approach），同货币乘数理论相似，也是研究货币创造的重要方法。本书虽然在第三章实际上已经涉及这一问题，但作者并未花费必要篇幅明确讨论此问题。鉴于公式 $\Delta M_2 = PSBR - \Delta bonds + \Delta BLP + \Delta F$ ^① 对于理解货币供应变化具有的重要作用，这不能不说是一个缺憾。本书的第二章与第

^① 其中 PSBR、 $\Delta bonds$ 、 ΔBLP 和 ΔF 分别代表政府赤字、新增政府债券、新增银行体系对公众贷款和新增外汇储备。

四章在内容上有重复之处，应该可以做些调整。对于2008年全球金融危机爆发之后，美国、欧元区和日本的数量宽松政策似乎可以单辟一章进行讨论。对于90年代以来风行于大部分发达国家的通货膨胀目标制（Inflation Targeting）的成败也应该有所讨论。否则读者难免会产生本书在历史和现实问题的讨论上篇幅不够平衡的感觉。不少读者对于中国货币当局如何统计各种货币总量的问题十分感兴趣，而作者在这个问题上最有发言权。遗憾的是，本书对于中国各种货币总量统计的技术性细节并未加以更具体的说明。另外，有些技术性问题，也有可改善之处。例如作者在第二章讨论货币乘数公式时，用偏微分证明乘数大于1。其实，在 $r < 1$ 的情况下， $m = (1 + c) / (r + c)$ 一定大于1，进一步证明是没有必要的。

总之，在我所涉猎过的国内已出版的货币供给问题著作中，《中央银行与货币供给》是对西方货币供给理论剖析最深入，对中、美货币政策实践比较研究最翔实的优秀专著之一。它是政府部门的决策者、经济金融领域的科研人员，以及大专院校有关专业的教师、研究生和本科生的一本非常有价值的参考书。由于时间有限，现在笔者只能对本书做一个挂一漏万的简单评述。可以肯定，一旦时间允许，笔者还将回头重读本书。

余永定
2015年2月

再版前言

2015年4月本书出版后，受到金融理论界和读者的广泛关注。中国金融出版社经考虑大众媒体的评价、专家学者的意见、读者的认知度和专业价值等因素，将本书评为“2015年度金融版双十佳图书”。我们对专家学者和读者的认可表示感谢。

本书受到的广泛关注，体现了社会各界对货币供给理论和实践的重视。尽管我国货币政策调控方式正逐步从以数量型调控为主，转变为以价格型调控为主，但研究数量型调控方式在我国未来较长时期中仍具有现实意义。目前，我国的货币供应量变化与主要经济金融指标，如GDP、CPI、利率、汇率和资产价格等都有较密切的关系。货币供应量是宏观经济分析的重要指标。研究货币供给过程对货币政策操作具有重要意义。

本次再版，我们修订了第一版前十章的部分内容，将统计数据更新至2015年末，并新增了以下三章内容：

第十一章“国际金融危机后非常规货币政策与货币供给”。非常规货币政策思想最早起源于凯恩斯主义和货币主义对20世纪30年代大萧条和流动性陷阱的理论之争。为应对20世纪90年代后期以来的通货紧缩和低利率困境，日本央行于2001年首次实施量化宽松货币政策，对抗通缩和经济下滑。本次国际金融危机爆发后，全球主要发达经济体的中央银行先后实施了大规模的非常规货币政策，关于非常规货币政策的讨论进入新阶段。从非常规货币政策与货币供给的关系看，严格讲来，非常规货币政策并不直接扩大货币供给而是创造基础货币——银行准备金。而且并不是所有的非常规货币政策均能创造基础货币，从基础货币的来源看，只有扩张央行资产负债表的非常规货币政策才能达到扩大基础货币的目的，如量化宽松货币政策。而且央行要实现量化宽松政策预定目标，还需将基础货币转化为货币供给，这既需要银行有贷款动力和能力，也需要市场有借贷需求。

所以短期内量化宽松政策并不必然带来货币供应量的大幅扩张。本章的分析显示,在本次金融危机中,美日欧等经济体的货币乘数大幅下降,量化宽松政策的确有助于稳定货币供给,由此避免货币供应量更大幅度下滑,从而起到防止通货紧缩和刺激信贷复苏的作用。

第十二章“社会融资规模与货币供给”。人民银行从2010年底起研究推出了社会融资规模指标。在社会融资规模指标推出以来的五年多时间里,该指标得到了社会各界的高度关注和广泛认可。2016年3月5日,李克强总理在《政府工作报告》中提出:“稳健的货币政策要灵活适度,今年广义货币 M_2 预期增长13%左右,社会融资规模余额增长13%左右”。这是我国第一次在国家层面提出社会融资规模增长目标。由此,社会融资规模与广义货币供应量一起共同作为货币政策的调控指标。社会融资规模和货币供应量是一个硬币的两个面,共同构成了货币政策传导的二元机制。社会融资规模从金融机构资产方和金融市场发行方进行统计,从全社会资金供给的角度反映了金融对实体经济的支持。而货币供应量正好相反,它从金融机构负债方统计,是金融机构的负债,是金融体系对实体经济提供的流动性和购买力,反映了社会的总需求。社会融资规模不仅能完整反映实体经济从金融体系获得的资金总额,也能反映实体经济通过不同金融工具融资的结构,以及不同地区、行业、部门融资结构的变化,从而避免货币供应量等总量指标所导致的结构数据缺失问题。因此,社会融资规模与货币供应量,具有不同的经济含义,分别从不同方面反映了货币政策传导的过程,两者互为补充,相互印证。社会融资规模统计制度的建立,是货币政策理论和实践的重要创新。这是我国首次在金融机构的负债方之外,创造性地从资产方提出的一个全新的涵盖范围最为全面的货币政策监测分析和调控指标。从世界范围来看,这也是第一次将资产方的指标直接地应用于货币政策实践。

第十三章“央行数字货币与货币供给”。随着互联网的发展以及支付技术的进步,央行数字货币引起了学术界和实务界的广泛关注。笔者首先从货币本质、现代货币发行基础、货币政策与现代国家的关系等角度论证,央行数字货币与私人数字货币大不同,央行数字货币才是真正意义上的货

币；数字货币的技术创新无法取代央行货币发行和货币政策；央行数字货币将提升货币供给和货币政策的有效性。其次，根据我国支付体系发展特点和各社会主体支付习惯，综合考虑可行性和有效性，笔者认为央行数字货币的合理推广应遵循以下几个原则：先非现金，后现金；先金融机构，后非金融部门；先中央银行与商业银行，后非银行金融机构；先单位，后个人。合理可行的推广有利于数字货币的发行和流通，可以更好地支持经济和社会发展，助力普惠金融的全面实现。最后，笔者根据央行数字货币的推广路径，研究了央行数字货币将怎样影响货币供给，为央行数字货币的设计提供参考。

新增三章分别由陈少敏、李夏炎、蒋一乐根据我的思路完成初稿，并由盛松成、翟春修改定稿。她们三位为这三章的撰写做了大量工作，在此表示感谢。感谢专家、学者们对本书提出的意见、建议，也恳请读者不吝批评指正。

盛松成
2016年5月

前言

1993年，中国金融出版社出版了拙著《现代货币供给理论与实践》。该书出版后，受到了理论界同行的好评，被认为“是中国大陆第一部系统研究当代西方货币供给理论和实践的专著”，“填补了国内这个研究领域的一项空白”。^①“在迄今为止国内已出版的专门研究货币供给问题的著作中，该书是对西方货币供给理论作了最详尽的剖析，对中外货币供给实践作了最深入的比较研究的一部佳作。”^②“《现代货币供给理论与实践》的作者在这一新开拓的领域锐意研究，著书立说，无疑具有很大的理论意义和现实意义。”^③

拙著写作于上世纪90年代初。此后，货币供给理论的基本框架和主要内容并没有突破性发展，但在货币政策实践方面却出现了众多的创新和变化。如美联储开始遵循泰勒规则，将货币政策中间目标由货币供应量调整为利率；美国三大货币政策工具中，存款准备金政策和再贴现政策演变为次要政策工具，而公开市场操作上升为主要的货币政策工具。始于2008年的本次国际金融危机期间，美联储在货币政策工具方面又有诸多创新。

从我国情况看，最近二三十年来，我国的市场经济体制逐步建立，货币政策操作发生了根本性转变。1995年《中国人民银行法》实施后，中国人民银行开始独立执行货币政策，专门履行货币政策职责，逐步建立起了货币政策操作框架和货币政策调控机制。1998年人民银行取消对商业银行信贷规模的直接控制，以货币供应量为中间目标，并于当年5月恢复公开市场操作，货币调控方式由直接调控向间接调控转变。

上述国内外实践变化都亟待梳理和研究。有鉴于此，我邀请我的同事翟春协助我，在《现代货币供给理论与实践》一书的基础上，补充了上世

① 王学青：《汇集各家精华 填补国内空白——评〈现代货币供给理论与实践〉》，载《金融研究》，1994（4）。

② 刘絮放、施兵超：《盛松成新著〈现代货币供给理论与实践〉评介》，载《财经研究》，1994（6）。

③ 刘涤源：《货币供给理论研究的重要成果——评盛松成著〈现代货币供给理论与实践〉》，载《经济评论》，1995（6）。

纪 90 年代以来货币供给理论与实践的新发展，由此形成了《中央银行与货币供给》一书。

本书共有十章。其中，第二章《货币供给理论——货币乘数分析》、第三章《基础货币》、第四章《货币乘数》、第五章《金融创新与货币供给》、第六章《货币供给理论中的“新观点”》和第七章《法定存款准备金制度与货币供给》的前两节等章节的内容，基本来源于《现代货币供给理论与实践》一书。与该书相比，本书主要变化在于，我们更新了 90 年代以来的数据分析，加入了对美国和中国基础货币和货币乘数的实证分析。我们分析了 1914 年以来美国基础货币来源和供给结构的变化，1959 年以来各决定因素对美国货币乘数的影响，以及 1993 年以来我国基础货币和货币乘数的变化。我们利用现有公开资料，尽可能扩展分析的时间范围。第一章《货币的定义与度量》、第七章《法定存款准备金制度与货币供给》的第三节、第八章《再贴现政策与货币供给》、第九章《公开市场操作与货币供给》和第十章《货币供应量与货币政策中间目标》为新增章节，主要内容包括货币统计实践、与货币供给有关的中央银行货币政策操作等。其中，我们分别阐述了三大货币政策工具在美国和我国的源起、制度变迁和职能演变，尤其分析了两国在货币政策方面的最新变化：2003 年美联储对贴现窗口管理程序的调整，2008 年开始的美联储对准备金存款付息，国际金融危机中美联储货币政策工具的创新，及美联储操作对美联储资产负债表、基础货币和货币供应量的影响等；2013 年人民银行对再贷款分类的调整，分别于 2013 年和 2014 年创设常备借贷便利和中期借贷便利，及我国公开市场操作的最新变化等。我们还对我国存款准备金政策的有效性、人民银行对货币供应量的控制力、货币供应量与货币政策最终目标的关系等问题进行了实证研究。由于货币供给与中央银行的货币政策操作密切相关，因此我将本书取名为《中央银行与货币供给》。

我认为，《中央银行与货币供给》一书，对我国货币供给理论研究和货币政策实践的意义，主要体现在以下四个方面：

一是研究货币供给过程对货币政策操作具有重要意义。尽管上世纪 90 年代后，美联储将货币政策中间目标由货币供应量调整为利率，但货币供应量仍是美国货币政策操作和宏观经济分析的重要参考指标。除美国外，其他一些国家也相继放弃了货币供应量增长目标，或降低了货币供应量增长目标在货币政策目标中的地位，但在欧元诞生之前，德国一直奉行货币

供应量增长目标，实践长达 20 多年。德国加入欧洲货币一体化后，德意志联邦银行难以按照流动性原则统计本国不同层次货币供应量，联邦银行才不得不将同业拆借利率作为货币政策中间目标。而且，在较长时期中，德国以货币供应量为中间目标的货币政策，成功控制了通货膨胀。至今，部分国家央行仍支持以货币供应量为货币政策中间目标。欧央行货币政策的制定也在很大程度上受德国成功经验的影响，货币供应量和信贷总量成为欧央行货币政策的重要指标。

目前，广义货币供应量 M_2 仍然是我国货币政策的中间目标。我国宏观调控具有重视数量目标的传统，如每年末都会对下一年 GDP、CPI、 M_2 等重要经济金融指标的增速设定目标或目标区间，所以货币供应量指标在我国宏观调控中仍具有重要意义，目前还很难放弃货币供应量指标。

二是研究数量型调控方式在我国未来较长时期中仍具有现实意义。目前，我国利率市场化已取得很大进展，除人民币存款还存在利率上限管制外，其他种类的金融产品已基本实现市场化定价。但我国的利率市场化尚未完成，利率调控机制也有待进一步完善：一是基准利率目标体系尚未建立，选择适合国情的目标利率还需要深入研究和长期探索；二是调控手段有待进一步完善；三是利率传导还存在障碍。目前人民银行的货币政策工具能充分影响货币市场利率，但货币市场利率向实体经济融资利率的传导还存在较大障碍。也就是说，要实现利率市场化和真正的价格型调控，我国还有一长段路要走。所以，在未来较长时期中，我国的货币调控仍将是价格型调控和数量型调控相结合，并逐步从以数量型调控为主，转变为以价格型调控为主。为此，我们还需重视货币供应量指标。

三是一般意义上的价格型调控仍会涉及货币供给。美联储的公开市场操作不仅影响联邦基金利率，而且会影响货币供应量。本次国际金融危机中，美联储推出的多轮量化宽松政策，实际上就是数量型调控。危机中，美联储长期实行零利率政策，其大规模资产购买实际上就是通过货币供应量扩张来影响经济运行。目前，美联储仍以周为频率统计和发布货币供应量数据。这些都表明，美联储并没有完全放弃对货币供应量的关注，货币供应量仍然是美国货币政策操作和宏观经济分析所需要的指标。

四是研究货币供给过程是中央银行宏观调控的需要。研究货币供给过程，首先涉及中央银行对货币供应量指标的定义，同时涉及中央银行货币政策工具、货币政策中间目标及货币政策操作与中央银行资产负债表的联

系，再者涉及货币供应量指标与宏观经济的联系，等等。这些都与中央银行宏观调控密切相关。

本书以货币供给过程、中央银行货币政策与货币供给的联系为主线，以当代西方主要的货币供给理论及美国和我国的货币政策操作为基本内容，对货币供给的基本理论和重要实践予以阐述和剖析。本书兼顾理论与实践、国外与国内、历史与现实、理论论述与数量分析。

在本书的写作过程中，人民银行调查统计司的多位同事给予了支持和帮助。全国人大财经委员会副主任委员、人民银行原副行长吴晓灵和中国社会科学院学部委员余永定在百忙之中为本书作序。北京大学国家发展研究院教授宋国青、中国投资有限责任公司副总经理谢平、清华大学苏世民学者项目主任李稻葵等专家学者给予本书推荐和评价。中国金融出版社社长魏革军、总编辑蒋万进十分关心和支持本书的出版。本书责任编辑王效端为本书的出版和发行付出了很多努力。在此一并诚致谢忱！

本书既是一本专著，也可以作为大学金融专业研究生和本科生的教材。自然，货币供给理论和实践是在不断发展的，而本书难免不足甚或错误，恳请读者不吝批评指正。

盛松成

2015年1月