

中国货币政策 争论

谢平 焦瑾璞 主编

010020100201000200010020010010001000000010
01000301000001000001000001000010000100010

00200100010003001



中国金融出版社

中国货币政策争论

谢 平 焦瑾璞 主编



中国金融出版社

责任编辑：张哲强

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中国货币政策争论/谢平, 焦瑾璞主编. —北京: 中国金融出版社, 2002.7

ISBN 7-5049-2820-8

I. 中… II. ①谢…②焦… III. 货币政策—中国—文集
IV. F822.0-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 050154 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部: 66024766 读者服务部: 66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 宏文印刷厂

尺寸 140 毫米 × 203 毫米

印张 10.375

字数 270 千

版次 2002 年 10 月第 1 版

印次 2002 年 10 月第 1 次印刷

印数 1—3090

定价 26.00 元

如出现印装错误本社负责调换

前 言

1998年1月，中国人民银行取消了贷款规模控制，表明中国货币政策进入了一个新阶段。此后，关于中国货币政策的理论争论日益增多，各种观点分歧很大，到本书发排的2002年8月，争论没有减弱趋势。特别是在通货紧缩和加入世界贸易组织的形势下，关于中国货币政策中介目标、货币政策效果、货币政策传导、中小企业信贷、货币政策与股票市场的关系等方面的文章和观点，产生了很大影响。这些争论对于进一步完善中央银行货币政策决策程序和操作有积极的意义。

我们选择的15篇论文，代表了不同的观点，有的文章对于货币政策决策起到了重要作用，如货币供应量口径调整、再贴现利率调整等。有的文章还属于争论和讨论阶段，如对我国货币政策中介目标的研究、对货币政策有效性的分析、对货币政策传导机制的探讨等。将这些文章汇编成册，以便读者更好地研究中国的货币政策，也有助于学术研究和教学。

从1998年1月至今，我认为中国货币政策的理论基础仍然是新古典宏观经济学的货币理论。尽管有些同志认为中国有自己的货币政策理论，但我认为没有。道理非常简单，“货币政策”本身就是西方经济学的范畴，

更何况我国现在运用的货币政策工具（存款准备金率、再贴现、公开市场操作、再贷款等），金融统计方法，货币供应量定义，都是照搬西方货币理论的教科书。中国学者至今为止在货币政策理论方面没有实质性突破，所有的研究和实际的货币政策操作只不过是西方货币政策理论的解释或运用。

1998年以前，中国实行以“贷款规模”为核心的货币信贷政策。这一时期的理论总结可以参阅三本书：一是黄达老师的《财政信贷综合平衡导论》（1984年），二是周正庆先生的《中国货币政策研究》（1994年），三是中国人民银行资金管理司编的《中央银行信贷资金宏观管理》（1990年），这三本书至今引用率较高。

2001年至2002年，国内出版界又翻译出版了三本西方货币理论经典大作：一是哈恩和弗里德曼（哈佛教授）主编的《货币经济学手册》，该书是货币理论集大成，二是瓦什的《货币理论与政策》，该书是货币政策理论的最新文献综述，三是《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》。

谢 平

2002年8月15日

目 录

关于我国货币政策的理论与实践问题	戴根有 (1)
新世纪中国货币政策的挑战	谢 平 (21)
泰勒规则及其在中国货币政策中的 检验	谢 平 罗 雄 (39)
货币供应量已不宜作为当前我国的 货币政策中介目标	夏 斌 廖 强 (61)
20 世纪 90 年代我国的货币与物价 数量关系	程建胜 (90)
我国货币供应量与产出、物价间相互 关系的实证研究	刘 斌 (117)
中国的 M_2/GDP (1980—2000): 趋势、 水平和影响因素	刘明志 (133)
中国股票市场发展与货币政策完善	课题组 (154)
银行体系和股票市场对货币政策的影响	焦瑾璞 (176)

贷款有效需求问题研究	专题研究小组 (190)
货币政策与汇率政策的三次冲突 ——1994—2000 年中国的实证 分析	谢 平 张晓朴 (233)
关于“股民保证金”与“外汇存款” 是否计入货币供应量的报告	谢 平 程建胜 (252)
关于再贴现利率问题的研究	专题研究小组 (267)
信用货币制度下的货币创造和 银行运行	孙国峰 (273)
中国货币政策传导机制 研究	货币政策委员会秘书处 (299)

关于我国货币政策的理论与实践问题^①

戴根有

今天我讲四个问题。一、关于我国货币政策理论的一些基本要点；二、1984—1997年货币政策实践；三、1998年以来货币政策实践；四、未来五年我国金融改革和发展中的若干重大问题。

一、我国货币政策理论的一些基本要点

关于货币政策理论，其主要内容就是讲货币政策传导机制，即货币政策最终目标、中间目标、操作目标、货币政策工具以及它们之间的作用机制。与市场经济发达国家相比较，我国经济金融由于其特殊性，货币政策传导机制有许多不同。讲我国货币政策理论要点，就是简要讲这些不同点。

关于我国货币政策最终目标，80年代初曾有激烈争论。经过长期的讨论，最后《中国人民银行法》做了这样一个概括：货币政策目标是保持人民币币值稳定，并以此促进经济增长。这个概括的要点，本质上是坚持货币政策维护币值稳定单一目标的，但是它还带了一个尾巴，这就是促进经济增长。现在看来，这是符合中国国情的。中国的实际情况，跟国外成熟的市场经济不完全一样。由于市场机制尚不成熟，还解决不了所有的经济问题。

^① 作者工作单位：中国人民银行货币政策司，本文根据作者2000年6月1日在中国社会科学院研究生院博士生班授课的录音整理。

所以，货币政策的多元目标必然是一个现实的问题。

关于我国货币政策的中间目标，究竟是数量指标，还是价格指标？这也需要从中国的实际情况出发。问题还是中国金融市场相对地不发达，市场机制相对不成熟，货币政策的中间目标更多的不是数量指标，而不是价格指标。这是有经验数据予以支持的。1986年我就作过这方面的线性回归分析，以后不断地验证，到目前为止，仍然能够得到有力证明。基本结论是，我国的货币政策中介目标是一组指标，包括 M2、M1、现金、贷款规模等，其中短期主要看 M1、中长期则要看 M2。现在有的人看到一些主要发达国家放弃了货币供应量指标，于是也提出中国也应尽快过渡，这是不了解中国与这些国家的区别。从我国的实际情况看，还没有达到这一步。其实从国外经验看，它们放弃货币供应量指标，曾经是有一个发展过程的。主要是由于金融市场的快速发展，特别是各种衍生金融工具层出不穷，使得中央银行的货币供应量统计变得越来越困难。我国目前的情况比它们要简单得多，商业银行的金融创新还受到严格限制。一直到今天，中资银行开辟新业务，基本上还需要一项一项向中央银行报批。总体上看，我国货币供应量统计的准确性比这些发达国家要强些。

关于货币政策操作目标，也有一个货币市场实际条件的问题。目前许多国家已经放弃了部分存款准备金制度，实行零准备金率。主要原因是近些年来债券市场得到了快速发展，商业银行资产负债结构中债券的比重大幅度上升，商业银行通过债券市场管理流动性变得十分方便，以至于再没有必要由法律规定保留部分现金准备。我国这两年债券市场发展也很快，但是总体上讲，商业银行债券资产比重还相对较低，还没有达到那一步。我们在货币政策日常操作中，还是要经常监测银行的超额准备金水平，超额准备金仍然是央行货币政策的重要监测指标。

关于货币政策的工具，这两年发生了很大的变化。1997年

以前,我国货币政策工具中最主要的是贷款规模指令性计划管理。1998年1月1日开始,我们宣布取消贷款规模限额控制,实行指导性计划管理后,货币政策工具按其重要性排列,各项工具位次发生了明显变化。现在根据我们的经验,公开市场操作、利率、法定存款准备金率、再贷款、再贴现以及信贷政策,都是我们的主要政策工具。现在我们每年也还下达贷款指导性计划,但是指导性计划指标的确定,基本是依据各家商业银行自己上报数,我们一般不作变动,只给一个形式上的认定,弹性很大。

关于货币政策的有效性,近两年有很多不同的议论。相当多的人认为,货币政策不像财政政策那样有效,认为这两年的经济增长只是积极的财政政策发挥了作用。这两年实施积极的财政政策当然发挥了很大作用,主要是增强了公众信心,并且为银行适当增加贷款创造了一定的条件,但是如果因此否定货币政策的作用,则是不对的。其实从理论上讲,货币政策是总揽社会总需求的,任何积极的财政政策如果没有相应的货币政策加以配合,都有可能落空。所以从这个道理上讲,这两年财政政策作用,很大程度上是货币政策给予积极配合的结果。从实际增加资金量上讲,1998、1999两年,金融机构贷款累计增加2万多亿元,持有债券增加近9000亿元,而财政增发国债不过2000亿元,同时税收又增收了很多。判断货币政策有效性,另一个需要特别注意的是货币政策作用时滞。货币政策作用传导过程告诉我们,从中央银行货币政策工具操作到作用于最终目标,中间隔了很多变量。商业银行、企业、居民等经济主体的行为,无时不在对货币政策作用产生影响,结果使货币政策作用时滞出现长短变化,很不好把握。这也是货币政策的局限性。通常来进,紧缩的货币政策,其作用是非常直接的,因为中央银行有充足的能力控制住商业银行的流动性;而在实施扩张政策时,由于其前提条件要得到银行和企业的回应,因此就受到许多因素的制约。一般来说,扩张时

期货币政策作用的时滞比紧缩时期相对要长一些。对过去两年关于货币政策有效性的一些性急的议论，我们应该有耐心，等等看。

二、1984—1997 年货币政策实践

首先交代一下 1984 年中国人民银行专门行使中央银行职能以来货币政策实践过程的阶段划分问题。现在讲货币政策时有两种方法：一是讲 50 年来的中国货币政策。这个货币政策是广义的。其实在 1984 年中国人民银行专门行使中央银行职能以前，我们并没有现代货币银行学所定义的那种经典的货币政策概念。因为那时中央银行和商业银行是一家。1984 年开始，人民银行专门行使中央银行职能，中央银行体制正式确立，才有了中央银行运用货币政策的工具控制货币供应量和利率水平、进而影响社会总需求并间接达到其最终目标这样现代货币银行学所定义的典型货币政策概念。

二是从 1984 年开始讲。从 1984 年到现在，这一段时间货币政策究竟应该怎样划分阶段？有一种说法是以 1995 年《中国人民银行法》颁布为标准进行分期。我自己的看法，1984 年到 1997 年为一个阶段，1998 年到现在为一个阶段。我主张这样划分有两个标准：一个是 1997 年以前，货币政策虽然经历多次扩张和紧缩，但从总体上来讲，货币政策的主要目标是对付通货膨胀；而 1998 年以后，货币政策主要目标是对付通货紧缩。以 1997 年 7 月 2 日泰币失守为标志，亚洲金融危机爆发，开始对我们的影响并不是很大。到 11 月份影响逐渐反映出来，1998 年 2、3 月份才引起我们充分注意。1998 年初货币政策的提法还是继续实行适度从紧的方针。另一个是以 1998 年 1 月 1 日取消贷款规模限额控制和扩大公开市场业务操作为主要标志，1998 年以来这两年，中央银行货币政策调控基本实现了由直接调控向间接调

控的转变。而在此之前，直接调控是其主要特点。取消贷款规模限额控制这一点，虽然实际操作中是水到渠成的，没有感觉到有太大的困难，但它的历史意义却非常巨大。因为它表明在我国已经实行了达半个世纪之久的主要货币工具，我们不再用它了，国际舆论对于它的评价相当高。货币政策调控向间接调控转化为什么还要加“基本”二字呢？因为目前利率还没有完全放开。

讲了货币政策阶段划分，现在我们来简要回顾 1984—1997 年货币政策实践。1984 年的货币政策，突出表现是这年年末发行信贷失控。主要原因是 1984 年末全国信贷计划会议上，确定从 1985 年开始以上年贷款余额为基数改革信贷资金管理体制。那时候，商业银行各分支行非常地方化，一听到这个消息，抢先放款，以抬高年终基数。由于信贷失控，当年的现金投放一下比上年增长 49%。1985 年货币政策突出表现是紧缩。年初开始研究控制方案，3、4 月份开始层层下达，到 7、8 月作用达到基层，当时正值农副产品收购季节，出现了对农民“打白条”的情况。由于紧缩严厉，1985 年下半年经济出现下滑。1986 年初经济进一步下滑。由于工业增长速度下滑得过快，当时对 1985 年紧缩的货币政策，各方面的认识不一致。1986 年的全国银行分行行长会议提出“稳中求松”的货币政策。到当年 12 月份，贷款又冒了一下。当时体制下，年终突击放款是普遍现象。1987 年，工业生产逐步回升，7、8 月份贷款冒了一下，第四季度又紧了一下。1988 年初决定加快物价改革。随后，从南京开始出现了商品抢购风潮，接着波及全国，形成一个全国性的抢购风潮。这年 9 月份，中央决定治理整顿，专门召开了中央工作会议。1989 年、1990 年、1991 年三年整顿，货币政策总体是紧的。到 1991 年下半年，通货膨胀率降下来了，经济增长速度也还不低。1992 年，小平同志南巡讲话，使我国经济进入一个新阶段。南巡讲话最大的功绩是解放思想，特别提出“三个有利于”的标

准，对解放生产力起了巨大的作用。但是由于体制深层次矛盾当时并没有来得及根本解决，因而出现了一些混乱，特别是金融秩序混乱问题更加突出。当时财政部对人民银行实行利润留成体制，再贷款放的多，利润高，人民银行留成就多。所以人民银行对商业银行保留比较高的超额准备率持默认态度。1991年下半年，当时我们曾注意到，商业银行超额储备过高，要防止如果形势一旦发生变化，总量控制就极可能成为问题。但由于体制缺陷，没有引起注意。1992年果然在房地产业高投机风气冲击下，出现了商业银行大量拆出资金的情况。当时海南建省，沿海14个城市开放，表面上存在很多的商业机会，房地产、股票一下子热起来了。那是第一次房地产过热，大家都没有思想准备，也没有经验。1992年货币信贷出现一个非常扩张的结果。到1993年，中央提出加强宏观调控，6月份中央发出6号文件，提出了16点措施，其中有13条是金融措施。货币政策在1993年开始的加强宏观调控中起了很大作用。

1993年这次加强宏观调控，与以往不同的特点是较好地把握了紧缩的力度。这次紧缩其实真正只紧了一个季度。贯彻6号文件，“约法三章”，从银行这个口子把资金一下管住了。过热的房地产就迅速冷了下来，随之生产资料价格就在高位上稳住了。到9月底，当时我们中央财经领导小组办公室的同志在一起研究，认为紧缩是不是已经达到了一个新阶段。9月底派出三个调查组，我负责去东三省、天津市、北京市。回来后，给办公室领导写了一个建议，指出加强宏观调控以后，社会资金渠道发生了很大变化，在拆借资金、社会集资、债券等渠道受到严格控制的情况下，银行贷款如果再少增加，企业资金必然紧张，结果可能会出现过去多次出现过的紧缩过度的问题；同时提出应及时调整年度信贷计划，在原定计划基础上再增加500亿元贷款，没有风险。这份报告经国务院领导批示有关部门研究。这年四季度，人

民银行调整银行贷款计划，后来实际上增加了 800 亿元。

1994 年末，中央经济工作会议上，中央领导同志对货币政策方针做出“适度从紧”的指示。这个指示兼顾了“从紧”和“适度”两个方面，是一个既有方向性又有灵活性的提法。这个提法后来被写入《中共中央关于“九五”期间国民经济和社会发展规划及 2010 年远景目标的建设》中，作为“九五”时期财政和货币政策的基本方针。当时用这个提法，主要是针对“八五”期间高通货膨胀的问题，“九五”期间要把控制通货膨胀作为宏观调控的首要任务，把过高的通货膨胀率要降下来。文件起草讨论时，我们计算了“九五”期间货币供应量和贷款的增长速度，要把物价降下来，把物价控制在 3% 以内，同时又要保持 8%—9% 的经济增长，加上货币流通速度减缓因素，“九五”期间年均货币供应量增长速度应控制在 16% 左右。与“八五”货币供应量年均增长 29.7% 相比，显然“九五”比“八五”要紧得多，所以用“适度从紧”这个词是对的。1996 年，成功实现了经济的“软着陆”。1997 年货币政策的主要注意力是防范和化解金融风险。全国金融工作会议是这一年 9 月份召开的，确定了深化金融改革，整顿金融秩序，防范金融风险的一系列基本原则。

三、1998—2000 年的货币政策实践

1997 年亚洲金融危机对我国的影响，开始大家并没有特别在意。因为在此之前，也曾出现过墨西哥金融危机，轻松过去了，1997 年出口增长仍然很快，数字上看不到明显变化。到 1998 年春节期间，感觉到了亚洲金融危机对我国的严重影响，这一年整个春节假期都在研究这件事。1994 年人民币汇率并轨以后，出口增长很快，1995—1997 年出口成为拉动经济增长的重要因素。1998 年情况发生变化，年初一开始出口增长就猛烈下滑。而在这时国内市场也发生了重大转折，总需求不足突出表现

了出来。金融方面，1997年11月全国金融工作会议以后，防范和化解金融风险的任务成为金融系统的头等大事，商业银行对风险意识空前增强，贷款更谨慎了。于是出现了十分严峻的复杂局面，即一方面应对亚洲金融危机，需要扩大内需，增加货币供应，在直接融资并不发展的情况下，需要增加贷款；但另一方面，由于要求降低多年积累的不良贷款比例，商业银行对信贷工作提出了贷款质量终身负责制和新增贷款不良资产为零的指标要求，1998年上半年各方面对银行是否存在“惜贷”问题议论很多。在这种情况下，货币政策如何操作，是一件非常困难的事。如何把握好防范金融风险与支持经济增长的关系，是当时的焦点问题。在这种形势背景下，1998、1999两年，人民银行出台了一系列的货币政策措施，并同时进行了一系列货币政策运行机制及工具的改革，主要是：

第一，取消了贷款规模的限额控制，给商业银行充分的贷款自主权。当时的提法是取消贷款规模限额控制，实行资产负债比例管理和风险管理，用意是担心放弃直接控制后宏观控制不住。其实这两句话放在一起作为替代关系讲，并不一定合适，因为后者并不是货币政策工具。这件事情本身是一项改革，刚才已经说过了。

第二，灵活运用利率手段，在1996、1997三次降息的基础上，1998、1999年又四次降息。严格来讲，1996年两次降息和1997年一次降息，都是恢复性的。因为在此之前由于物价很高，利率也相应扯得很高，随着物价下降，利率自然应该下降。1998年3月、7月、12月和1999年6月四次降息是中央银行为适当扩大货币供应量而主动采取的货币政策措施。四次累计，存款利率下调2.15个百分点，贷款利率下调2.97个百分点，幅度非常大。1999年对个人住房贷款的利率给予优惠，规定按同档次固定资产贷款利率减档执行等。

与此同时，我们对于利率体制进行了一些改革。1998年，一是改革了贴现和再贴现利率生成机制，即改变此前贴现利率与贷款利率挂钩，再贴现利率与再贷款利率挂钩两相脱节的做法，使再贴现利率参照再贷款利率确定，贴现利率在再贴现利率基础上加点生成。二是扩大了贷款利率浮动范围和幅度，商业银行对小企业贷款利率最高上浮幅度由10%扩大到20%，农村信用社贷款利率最高上浮幅度由40%扩大到50%，同时简化了出口卖方信贷利率结构等等。1999年，一是继续扩大贷款利率浮动幅度和范围，上半年将县以下金融机构贷款利率最高上浮幅度由20%扩大到30%，随后又将小企业的贷款利率上浮幅度由20%扩大到30%，并将适用范围扩大到中型企业。贷款利率浮动范围和幅度扩大，使我们朝着市场供求决定利率方面迈出了重要一步。二是修订并颁布《人民币利率管理规定》，进一步完善了利率制度建设。三是花了很大精力研究外币利率、人民币利率改革问题，形成了一些基本思路。关于这一点，我们下面再讲。

第三，两次下调存款准备金率，同时改革存款准备金制度。1998年3月下调存款准备金率5个百分点，1999年又下调了2个百分点。目前金融机构各项存款11.5万亿元，下调7个百分点法定存款准备金率，大家可以算算为商业银行增加了多少可用资金。存款准备金制度改革的内容主要包括：合并法定存款准备金账户与备付金账户，实行统一法人缴存存款准备金，每日营业终了准备金存款不得低于法定比率等。

第四，在积极推进货币市场发展的基础上，努力扩大公开市场操作。公开市场业务1996年开始操作，只做了几笔后来就停了。1998年5月根据货币政策实际需要，我们将它恢复了。1998年做了36次，投放基础货币701亿；1999年做了52次，投放基础货币1920亿元。这一年公开市场操作所投放的基础货币占当年基础货币增加额比重达到52%，两年时间我们顺利实现了货

币政策工具由信贷规模管理向以公开市场操作为主间接调控的过渡。

公开市场业务操作在两年时间里之所以就成为货币政策的主要工具，其基础性的工作，是这两年我们花了很大的力量去培育货币市场特别是债券市场的发展。货币市场和资本市场，是金融市场的两个重要组成部分，但实际生活中，货币市场与资本市场往往又是交叉的，例如债券市场就既属货币市场又属资本市场。货币市场发展，这两年主要抓了三件事：一是扩大全国银行间同业拆借市场的统一联网。银行间同业拆借市场是货币市场的重要组成部分。1997 年之前，在组织形式上它分为两个层次，设在上海的全国银行间同业拆借中心称为一级网，人民银行各省市分行及所属分支机构的融资中心称为二级网。由于前几年经济过热时期相当一部分融资中心的拆借资金收不回来，风险很大。1997 年 10 月人民银行决定对融资中心进行清理，停止了其自营业务。融资中心的业务尽管停止了，但金融机构之间的资金拆借需求却是客观存在的，因此在货币市场的发展上，就提出了一个很重要的任务，即如何满足这种需求。扩大全国银行间同业拆借中心全国统一联网的任务就这样提出来了。落实过程中，他们开始想搞专线，但成本偏高；现在他们正在设计利用因特网，让每一个小金融机构例如农村信用社在它的网站上都有地址，借此传递资金供求信息，这是一个很好的思路。二是吸收符合条件的证券公司和基金管理公司进入全国银行间拆借市场，开展人民银行批准的资金拆借和债券回购、现券买卖业务。这个想法 1998 年下半年就已经形成，并写成了汇报提纲；1999 年上半年正式实施。目前经中国证监会推荐，人民银行已批准 7 家证券公司进入同业拆借市场，批准 25 只基金进入银行间债券市场。三是推动代理行制度发展。小金融机构通过代理行进入全国货币市场，这也是世界通行的做法。近两年，部分城市商业银行积极开展这项业务，