

货币政策工具的选择 及其有效性研究

◎ 李腊生 翟淑萍等 著

货币政策工具的选择 及其有效性研究

◎ 李腊生 翟淑萍等 著

(京)新登字 041 号

图书在版编目(CIP)数据

货币政策工具的选择及其有效性研究/李腊生等著

—北京:中国统计出版社,2007.3

ISBN 978-7-5037-4677-2

I. 货…

II. 李…

III. 货币政策—研究

IV. F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 024325 号

货币政策工具的选择及其有效性研究

作 者/李腊生等

责任编辑/徐乐生 梁 超

装帧设计/艺编广告

出版发行/中国统计出版社

通信地址/北京市西城区月坛南街 57 号 邮政编码/100826

办公地址/北京市丰台区西三环南路甲 6 号

网 址/www.stats.gov.cn/tjshujia

电 话/邮购(010)63376907 书店(010)68783172

印 刷/河北天普润印刷厂

经 销/新华书店

开 本/880×1230 1/32

字 数/250 千字

印 张/9.5

印 数/1—2000 册

版 别/2007 年 3 月第 1 版

版 次/2007 年 3 月第 1 次印刷

书 号/ISBN 978-7-5037-4677-2/F·2077

定 价/35.00 元

中国统计版图书,版权所有。侵权必究。

中国统计版图书,如有印装错误,本社发行部负责调换。

序

二次世界大战以后,凯恩斯主义经济思想被广为传播,政府干预经济在发达资本主义国家普遍流行。与此同时,货币政策作为最重要的宏观经济政策之一越来越受到经济学家和经济决策者的关注。然而,进入20世纪70年代后,经济环境的变化和政府干预的失灵,却引起了人们对货币政策有效性的置疑,不同观点的争论急剧升温。从各学派有关货币政策的争论来看,问题的关键不在于要不要货币政策,而在于决策者如何掌握并认真处理足够的信息,以提高货币政策的有效性。这场争论是有意义的。其意义之一在于,它推动对货币政策研究的主题发生了变化:一是研究内容的精细化,如经济学家现在更加注重中央银行的信息渠道及信息处理能力、货币政策非对称性等问题;二是更加注重研究层次的操作性,如动态非一致性、货币政策规则等问题。

伴随着我国经济体制改革的深化,社会主义市场经济体制的基本确立和宏观调控方式从直接调控向间接调控为主的转变,货币政策有效性问题也受到国内学者的高度重视,并在热烈的学术讨论中取得了一系列重要成果。李腊生教授主持完成的《货币政策工具的选择及其有效性研究》,在系统研究货币政策工具方面做了可贵的努力,是这些成果中的力作之一。

该书具有以下一些特点:

一、努力实现分析工具的创新。该书在西方经济理论IS-LM模型和货币乘数理论的基础上,构建了一种货币政策分析的严密框架。在这个框架下,货币政策的深入研究可以由一系列参数和规范的模型来描述,从而为在操作层面研究货币政策的传导机制与制度的关系、判断货币政策的效果等打下了坚实的基础。

二、紧密结合我国经济发展和金融改革的实际。该书运用现代计量分析方法对我国货币政策工具的选择及其有效性进行了实证分析,明确指出在当前经济环境下,不同货币政策的优缺点及适用范围,为货币政策当局有效选择货币政策工具和正确认识与识别货币政策传导效率提供了理论和经验数据。

三、独特的着眼点与系统化体系架构。该书立足于宏观经济政策的最终目标,着眼于货币政策工具,以传导机制和中间变量作为桥梁,将货币政策工具与宏观经济目标有机地联系成一个整体,系统地分析了一般货币政策工具(法定存款准备金率、公开市场业务、贴现贷款)的宏观经济效应,得到了货币政策效果存在多样性的结论,从而实现了对不同学术流派理论观点的客观借鉴,提升了对现实经济运行状况的解释能力。

四、严密规范的分析范式。该书通过大量的数理推导与论证,发现货币政策工具效应除了取决于中央银行政策实施的力度外,还取决于市场效率参数和商业银行与公众的反应,从而引申出对政府信誉问题的关注,并给予了货币政策效应所表现出的多样性一种科学的解释,为进一步对货币政策相关问题的细化和更深入的研究奠定了一个良好的基础。

五、基于操作层面的对策研究。货币政策问题本身属于对策性研究,理论探讨固然重要,但更为重要的是如何让理论落实到实践中。该书在充分的理论探讨基础上,通过定量的比较分析,使我们能更清楚地认识到不同货币政策工具的优缺点及适合范围,为中央银行正确选择货币政策工具提供了理论与经验依据,从而成功地实现了理论分析向可操作性的过渡,真正体现了理论与实践的结合。尤其是基于我国实际数据的货币政策工具的两层次和单层直接效应的比较分析,为我们正确认识与识别我国货币政策传导效率问题提供了经验依据,这对于寻求深化金融体制改革的突破口具有重要的现实意义。

总之,这是一本既具有学术价值,又对实践具有重要参考意义的学术著作,值得理论工作者和实际工作者一读。

当然,正如作者所说的,货币政策工具的选择及其有效性是极其复杂的问题,本书虽然对很多有关的重要的问题提出来了,但还没有

进行全面深入的探讨。相信作者会以此为基础,再接再厉,在未来的研究中取得更大的进展!

作为一名从事经济理论研究的工作者,我希望有更多更好的研究成果面世,以此推动中国经济改革的不断深入和中国经济的快速健康发展。

逢锦聚

2006年8月15日于南开园

前言

在市场经济条件下,市场机制在社会资源配置中起着基础性的作用。然而,市场机制也存在着一些自身无法克服的缺陷。不完全信息、不完全竞争、公共产品、以及市场机制的自发性和盲目性都将导致市场失灵。市场失灵的客观存在为政府干预提供了理由。

各国的经济实践证明,正如市场对资源配置的基础性作用是不可替代的一样,政府对经济的调控也是不可或缺的。在市场经济条件下,政府对宏观经济的调控主要是通过使用财政政策和货币政策来实现的。财政政策是政府通过改变税收、转移支付、政府支出和发行公债来影响整个经济运行;货币政策是政府通过对国家的货币、信贷以及银行体制的管理来实施的,是中央银行采用各种工具调节货币供求以实现宏观经济调控目标的方针和策略的总称。

依据中央银行是否使用直接的行政手段控制商业银行的资产负债的标准来划分,中央银行调控宏观经济的方式可以分为两种:直接调控和间接调控。直接调控是指中央银行通过行政的手段直接控制金融机构的负债——货币供应量的主要部分,政策的传导不经过金融市场,而由中央银行直接传递到商业银行,进而影响居民的投资和消费。间接调控是指中央银行只能通过控制自身资产来控制自身负债——基础货币,从而影响商业银行的经营行为,进而达到间接控制商业银行负债的目的。货币政策工具正是中央银行实施间接调控所使用的政策工具。

货币政策工具是中央银行为实现货币政策目标而使用的各种策略手段。货币政策工具种类较多,各有其特点和适用条件,大致可分为一般性货币政策工具、选择性货币政策工具和其他补充性货币政策工具三类。一般性政策工具是对货币供应总量或信用总量进行调节

和控制的政策工具,主要包括法定存款准备金政策、再贴现率政策和公开市场业务三大政策工具,俗称“三大法宝”。它们的根本特点在于,都是针对总量进行调节。选择性货币政策工具,是指中央银行针对某些特殊的经济领域或特殊用途的信贷而采用的信用调节工具,主要包括:消费者信用控制、证券市场信用控制和不动产信用控制等。其他补充性政策工具包括利率最高限额、信用配额、流动性比率管理和直接干预等直接信用控制,以及道义劝告和窗口指导等间接信用控制。

从目前国内外相关研究上看,绝大多数研究内容主要集中在货币政策有效性(中间变量与政策目标之间关系)和货币政策传导机制上,而对货币政策工具本身的有效性却缺乏系统的探讨。我们猜测,造成货币政策工具有效性这一问题被忽略的原因可能出自于两个方面:一是认为这一问题本身不重要,现有对政策工具特点的认识及定性描述就已经足够了。持这种观点的学者遵循这样的逻辑关系,即由于中间变量必须具备可测性、可控性和相关性的特点,即中间变量选择的“三性原则”,这就使得能够作为中间变量的经济变量只有货币供给量、利率和信贷规模,作为不损害市场机制运行基本特征的中间变量仅有货币供给量和利率两个变量,并且在实践中这两个变量的使用都比较成功。如果中间变量对最终目标是有效的,并且一般性货币政策工具的使用都能实现中间目标,或者说,无论中央银行使用法定存款准备金率,还是利用公开市场业务,抑或是采用再贴现政策,其都能达到中央银行需要的货币供给水平或利率水平,真所谓“条条大道通罗马”。那么,通过中间变量与最终目标的相互关系,就能确定中央银行所需要的货币供给量或利率水平。在这种逻辑下,货币政策最重要的问题就自然是货币供给量变动或利率变动与中央银行最终目标之间的关系,直接讨论货币政策工具的最终目标效应似乎变得没意义了。二是这一问题具有相当的难度,直接将政策工具与最终目标联系起来会十分复杂。事实上,直接讨论货币政策工具的最终目标效应也是非常有意义的,其中的理由包括:(1)不同政策工具的实施与运行成本是有差别的,虽然任何一种政策工具都有可能最终满足中央银行控制中间目标的要求,但由此付出的代价却可能存在较大的差异;(2)不同货币政策

工具的传导与运行效率是不同的,货币政策的实施不仅要能最终达到目标,最有效的达到目标也是非常重要的;(3)不同货币政策工具的不同特点决定了它们在实现最终目标过程中会表现出不同的适应性与局限性,中央银行实施货币政策的不同环境或现实经济背景又决定了每次政策调整需要解决的主要矛盾可能不同,选择一个最适宜解决主要矛盾的工具自然就是很重要的;(4)最终目标是评价政策有效性的基准,只有将政策工具与最终目标直接联系起来,才有利于对政策工具的有效性进行评价,进而对货币政策的有效性进行评价;(5)不同货币政策工具的不同特点决定了它们在实现短期目标过程中所聚集的金融风险是不同的,从国家经济运行安全性的角度看,货币政策工具的选择也是很重要的。虽然这一问题确实很复杂,但我们认为,该问题本身的意义和重要性决定了我们值得一试。

基于上述考虑,我们于2003年向天津市社科规划办提交了题为“货币政策工具的选择及其有效性研究”的立项申请,申请得到了评审专家的肯定,并于2003年作为天津市社科基金规划项目正式被批准立项(项目编号:TJ03—JL002)。在课题组所有成员(负责人:李腊生;成员:翟淑萍、王欣、王宗胜、张广斌、宁书兴、杜娟、朱宁宁)的共同努力下,经历近3年时间的艰苦工作,总算完成了该项目的研究工作,目前奉献给大家的就是该课题的最终成果。

我们认为,本研究成果在以下几个方面具有一定的特色:(1)立足于货币政策工具,着眼于宏观经济目标,经过传导机制和中间变量的桥梁,将货币政策工具与宏观经济目标有机地联系成一个整体,并系统地分析了一般货币政策工具(法定存款准备金率、公开市场业务、贴现贷款)的宏观经济效应,即经济增长效应、就业效应、通货膨胀效应和国际收支或汇率效应,充分体现了政策分析的操作性特点;(2)利用IS—LM模型和货币乘数理论以及货币政策工具的特点,构建了基于货币政策工具的定量分析框架,形成了对货币政策分析的一种严密的研究范式;(3)通过严格的数理推导与分析,我们发现货币政策其实并不存在一个一成不变的结果,货币政策工具效应除了取决于中央银行政策实施的力度外,还取决于市场效率参数和商业银行与公众的反应,即使市场效率参数一定的情况下,商业银行与公众不同的选择

行为也会使货币政策效应表现出多样性特征,从而更广泛地解释了一些现实经济现象;(4)长期以来,货币政策的有效性问题的不同学派之间存在激烈的争论,凯恩斯主义、货币主义和理性预期学派对此有着明显不同的观点,本研究结果的多样性实现了对不同学派基本观点的包容;(5)本研究通过特殊的分析框架,从一个比较独特的视角很自然地引出了现代货币政策研究的热点问题,如货币政策的非对称性、政策分析中政府信誉、政策的动态非一致性问题等,这些问题都属于现代货币政策的前沿问题。虽然我们在本研究中并没有专门讨论这些问题(为了不偏离研究主题),但引出这些问题本身就为我们下一步专门讨论它奠定了一个好的基础;(6)通过定量的比较,使我们能更清楚地认识到不同货币政策工具的优缺点及适合范围,这为中央银行正确选择货币政策工具提供了理论与经验依据;(7)对于本研究中涉及的重要问题及结论,我们尽可能地结合我国的实际数据进行实证分析,实证分析方法包含了多种现代计量模型及技术的应用,如协整分析、VAR模型、联立方程模型的GMM估计等。尤其是基于政策工具的两层次和单层直接效应的比较研究,为我们正确认识与识别我国货币政策传导效率问题提供了经验依据,这对于寻求深化金融体制改革的突破口具有重要的现实意义。

本书是由“货币政策工具的选择及其有效性研究”项目研究报告直接形成的,它是我们课题组全体成员集体创作的成果。在研究与写作过程中,我们得到了各方面的支持与帮助。天津市社科基金规划领导小组办公室和项目评审专家为本课题的立项和资助作了大量的工作;天津财经大学学校领导及人事处处长刘秀芳教授对我们的研究与该书的出版给予了极大的关怀与帮助,要是没有他们的鼎力相助,我想该书不可能在今天与读者见面;天津财经大学研究生部主任、统计学院院长肖红叶教授,科研处处长张盘铭教授及其同事对我们的选题、立项以及后续的研究工作给予了全方位的帮助与指导;项目研究报告完成后,天津财经大学副校长高正平教授、南开大学虚拟经济与管理研究中心主任刘骏民教授、上海财经大学应用统计研究中心主任徐国祥教授、浙江工商大学统计学院院长苏为华教授、天津财经大学金融与保险研究中心副主任任碧云教授对本研究成果进行了认真仔

细的评审与鉴定,他们都给予了很高的评价意见及鉴定结论,我们自感愧疚;中国统计出版社的杨映霜编审为本书的出版提供了极大的帮助,责任编辑梁超认真仔细的工作使本书增色不少,并为本书的正式出版付出了辛勤的劳动。对此,我们一并表示诚挚的敬意与衷心的感谢!

特别感谢我国著名经济学家——南开大学副校长逢锦聚教授为本书作序!

由于该选题本身的复杂性,加上我们水平有限,书中一定存在诸多的不足与错误,这些不足与错误理当由该项目的主持人我来负责,与他人无关。恳请同行专家不吝赐教,并欢迎读者随时给我们提出批评与指导,我们的 E-mail 地址是:Lilasheng@tjufe. edu. cn

李腊生

2006 年 7 月

目 录

前 言 /1

第一章 经济运行中的货币政策 /1

第一节 对货币理论的简单梳理 /1

- 一、休谟(Hume)的早期货币数量学说 /2
- 二、费雪(Fisher)的交易方程式和剑桥方程式 /3
- 三、凯恩斯(Keynes)革命 /4
- 四、现代货币主义和理性预期学派的货币理论 /6

第二节 IS—LM 模型与货币政策 /9

- 一、IS 曲线 /10
- 二、LM 曲线 /12
- 三、IS—LM 模型 /14
- 四、IS—LM 模型与货币政策 /16

第三节 理性预期模型与货币政策 /19

第四节 关于货币政策有效性的评论 /24

- 一、对 IS—LM 模型政策有效性的进一步考察 /24
- 二、理性预期模型中政策效应的进一步讨论 /26
- 三、对均衡分析范式的思考 /32

第五节 我国货币政策有效性的实证分析 /36

- 一、相关理论和研究综述 /36
- 二、计量模型的建立与实证分析 /38

三、实证结论 / 44

第二章 货币政策中间目标的选择 / 46

第一节 货币政策传导机制 / 46

一、货币政策的内部传导机制 / 46

二、货币政策的外部传导机制 / 49

第二节 中间变量的选取 / 51

一、利率 / 54

二、货币供应量 / 54

三、信贷规模 / 56

第三节 多目标下的最优货币政策路径 / 56

第四节 货币供给量作为中间变量 / 61

一、静态预期 / 62

二、外推预期 / 64

三、适应性预期 / 66

四、理性预期 / 69

第五节 利率作为中间变量 / 72

第六节 我国货币政策中间变量选择的实践 / 81

一、信贷规模作为中间变量(1984—1998年) / 81

二、货币供应量作为中间变量(1995年—) / 82

三、可能成为中间变量的利率 / 83

第七节 我国中间变量及传导机制的实证分析 / 86

一、研究综述 / 86

二、变量及样本选择 / 89

三、基于 VAR 模型分析 / 90

四、联立方程模型的实证分析 / 92

五、实证分析结论 / 96

第三章 法定存款准备金率的传导机制及宏观经济效应 / 97

第一节 法定存款准备金政策 / 97

第二节 货币供给模型与货币乘数(Money Multiplier) / 102

- 第三节 法定存款准备金率调整的货币效果 / 111
 - 一、紧缩性法定存款准备金政策 / 113
 - 二、扩张性法定存款准备金政策 / 122
- 第四节 法定存款准备金率调整的宏观经济效应 / 132
 - 一、法定存款准备金率变动的经济增长效应 / 132
 - 二、法定存款准备金率变动的就业效应 / 136
 - 三、法定存款准备金率变动的通货膨胀效应 / 139
 - 四、法定存款准备金率变动的国际收支或汇率效应 / 141
- 第五节 我国法定存款准备金率调整的实践 / 144
 - 一、存款准备金政策在我国的运用 / 144
 - 二、法定准备金率与利率的关系 / 147
 - 三、法定准备金率与货币供应量的关系 / 149
 - 四、我国法定存款准备金制度实施的政策效应 / 154

第四章 公开市场业务的传导机制及宏观经济效应 / 157

- 第一节 作为货币政策工具的公开市场操作 / 157
- 第二节 公开市场业务与货币供给 / 160
 - 一、公开市场业务与货币供给结构 / 161
 - 二、公开市场业务与货币供给量 / 164
 - 三、公开市场业务与货币乘数 / 170
- 第三节 基于 T 型账户的公开市场业务分析 / 172
 - 一、以货币供给量为中间变量的扩张性公开市场操作 / 172
 - 二、以货币供给量为中间变量的紧缩性公开市场业务 / 178
- 第四节 公开市场业务与利率 / 183
- 第五节 公开市场业务的宏观经济效应 / 193
 - 一、公开市场操作的经济增长效应 / 194
 - 二、公开市场操作的就业效应 / 202
 - 三、公开市场操作的通货膨胀效应 / 209
 - 四、公开市场操作的国际收支或汇率效应 / 212
- 第六节 我国中央银行公开市场操作有效性的实证分析 / 214
 - 一、公开市场业务政策在我国的运用 / 215

- 二、公开市场业务与利率目标的关系 / 217
- 三、公开市场业务与货币供应量的关系 / 218
- 四、公开市场业务实施的宏观经济效应 / 220

第五章 再贴现率调整的传导机制及宏观经济效应 / 222

- 第一节 作为货币政策工具的再贴现 / 222
- 第二节 再贴现与货币供给量 / 225
- 第三节 再贴现与市场利率 / 232
 - 一、基于货币传导的分析 / 233
 - 二、基于理性经济人的分析 / 240
- 第四节 再贴现政策的宏观经济效应 / 246
 - 一、再贴现政策的经济增长效应 / 246
 - 二、再贴现政策的就业效应 / 249
 - 三、再贴现政策的通货膨胀效应 / 252
 - 四、再贴现政策的国际收支或汇率效应 / 253
- 第五节 再贴现政策在我国的实践 / 255
 - 一、再贴现政策在我国的运用 / 255
 - 二、再贴现政策与利率的关系 / 256
 - 三、再贴现政策与货币供应量的关系 / 258
 - 四、我国再贴现政策实施的宏观经济效应 / 260

第六章 货币政策工具有效性比较 / 266

- 第一节 货币政策工具中间目标效应的比较 / 266
- 第二节 货币政策工具的有效性比较 / 275

参考文献 / 281

第一章 经济运行中的货币政策

1929—1933年的大危机使西方经济学家认识到市场失灵,市场失灵催生了凯恩斯主义(Keynesianism)的形成与发展。凯恩斯主义为政府干预经济提供了一个合理的理由,大约在40年前,政府干预经济的理由几乎得到了完全而普遍的接受。然而,20世纪70年代,发达国家又普遍出现了滞胀的经济现象,滞胀现象又使一批经济学家认识到政府失灵。政府失灵引发了对凯恩斯主义的挑战,古典主义因此而复活,以弗里德曼(Friedman)为代表的货币主义在继承传统货币数量论的基础上,发展了现代货币数量理论,货币主义认为,货币流通速度在短期内是一常量,价格和工资也相对灵活,这就决定了货币政策短期内有效,但长期却是无效的,由此他们将滞胀归咎于政府经济政策,尤其是货币政策的失误。新古典经济学以自发均衡和理性预期假说为前提,论证了被预期到的货币政策无效、预料之外的货币政策有效的结论。该学派最有代表性的研究是卢卡斯(Lucas, 1972)所构造的不完全信息均衡模型,利用该模型可以得到如下结论,即如果货币当局不比公众掌握更多的信息,则实施货币政策并不能更多地改善社会福利,而且货币政策还会成为经济波动的根源。虽然凯恩斯主义与货币主义的争论还在继续,但在实践中,各国政府不仅仍在经常性地利用经济政策干预经济,而且货币政策的地位还表现出明显提升的态势。

第一节 对货币理论的简单梳理

实际上,从各学派有关货币政策的争论来看,问题的关键不在于要不要货币政策,而在于政府是否掌握了足够的信息和信息处理能力,如果政府有足够的信息,并且它也有较强的信息处理能力,政府干

预自然能克服市场失灵的弊端。然而,在很多情况下,政府并不具备完全信息,也没有对复杂信息进行有效处理的能力,在这种状况下,政府干预自然有可能失败,即出现所谓的政府失灵。虽然市场失灵是政府实施经济干预的理由,但政府失灵并不能成为不要货币政策的依据,因为政府失灵是政策使用不当的结果,而不是政策本身的问题,就像市场失灵本身不能构成取消市场的道理一样。因此,研究货币政策的最主要问题就是,如何改善中央银行的信息渠道和提高他们的信息处理能力,中央银行的这种能力具体体现在货币政策实施过程中政策工具的选择与调控力度的把握上。无论是政策工具的选择还是调控力度的把握,货币理论始终都是货币政策的理论依据。下面我们对货币理论作一简单梳理就是必要的。

一、休谟(Hume)的早期货币数量学说

对货币数量的研究最早可以追溯到 1659 年法国学者博丹(Bodin)在《对马莱斯特罗特侈谈的答复》一书,书中明确地把商品价格同货币数量联系起来,用货币流通数量的变化解释 16 世纪西欧的价格波动。从博丹之后,西欧的一些经济学家对这个学说作了进一步的发展,以休谟的货币数量学说最具特色。

大卫·休谟(1711—1776,英国)时期,由于美洲矿山的发现,金属货币大量增加,并流入欧洲,物价出现上涨。休谟认为商品价格随货币数量的变动而发生严格的正比例变动,商品增加,价格就下降;货币增加,价格就上升。反之,商品减少,价格就上升;货币减少,价格就下降。同时,休谟还指出:1. 货币不仅包括金属货币,还包括象征性货币,如银行券和政府发行的有价证券;2. 货币指流通中的货币,不包括储藏货币。因此,休谟认为,与其说价格取决于国内的商品和货币的绝对数量,还不如说它取决于进入或可能进入市场的商品的绝对数量,以及处于流通中的货币的绝对数量。如果将铸币锁在箱子里,其对价格是不起作用的;如果把商品堆放在仓库里,也是对价格不起作用。此外,休谟首次提出了价格对货币的时滞效应。他指出,虽然商品价格昂贵是金银增加的必然结果,但这种昂贵并不紧跟金银的增加而来,而是需要一定的时间,直到货币流通到全国使人们感受到影响之时。休谟还认为,货币数量的变动只影响商品的绝对价格水平,而